

### KKR vs. Bain Capital—富士ソフトに対する競合TOB（その2）

ブレイクモア法律事務所は、KKR及びBain Capitalによる富士ソフトに対する競合TOBに関する法的問題点を更に分析した<sup>1</sup>

2024年10月27日

#### 第1 本件の基本的な構図及び問題点

##### 1 本論

本件は、KKRが3D<sup>2</sup>及びFarallonと組んで、ベインキャピタルより安い価格で、富士ソフトを買収しようとするところに、基本的な問題がある。

通常、対象会社の経営陣が自自主導で会社経営を行うことを断念し、A及びBという2つの買収者から買収提案を受けた場合、高い買収価格を付けた買収者の提案に賛同し、応募推奨も行うことこそが、合理的である。

しかし、本件では、対象会社の取締役会は、安い買収価格を付けた買収者の提案に賛同し、応募推奨も行っている。少なくとも、対象会社の経営陣が自自主導で会社経営を行うことを断念している場合、A又はBのいずれを取るかの選択権を株主に与えるべきであり、かかる選択権を株主から奪うことをすれば、株主から、善管注意義務違反を理由として損害賠償請求されるであろう。

富士ソフトが、KKR側の買収提案に対し賛同し、応募推奨することを変えない理由は、KKR側は、3D及びFarallonと応募契約を締結しており、32.68%の株式を既に押さえており、ベインキャピタルがTOBを行ったとしても3分の2（約66.67%）の株式を取得することは困難であり、その場合、スクイズ・アウトができないため、非公開化できなくなるので、ベ

<sup>1</sup> 付属書類A2として「KKR vs. Bain Capital／時系列表（その2）」と題された書類（「**時系列表その2**」という）が、本書に添付されている。時系列表その2、時系列表（「KKR vs. Bain Capital—富士ソフトに対する競合TOB」と題された当事務所のBriefing（2024年9月12日付。「**2024年9月12日付Briefing**」という）において定義されている）、FK株式会社による富士ソフトに対する公開買付けに係る公開買付届出書（2024年9月5日付）及びその後提出された訂正届出書、並びに、かかる公開買付けに関する意見表明報告書（2024年9月5日付）（「**本意見表明報告書**」という）及びその後提出された訂正報告書、の中で定義された用語が本書において使用された場合、本書において別異に定義されない限り、かかる用語は、当該書類において定義された意味を有する。

<sup>2</sup> 本書においては、「3D」とは、3DPIを意味する。

## Briefing

ンキャピタルのTOBは失敗に帰するから賛同もできないし、応募推奨もできないというものである。

応募推奨について言えば、高い買収価格を推奨しないというのは、当該TOBが不成立の可能性が高い場合は、あり得るかもしれないが、ベインキャピタルのTOBについて言えば、買付予定数量の下限も上限も設定されていないのであるから、TOBが開始された以上、TOBが成立しないということは通常考えられないので、あり得ない。もし、それをするというのであれば、取締役の善管注意義務違反を問われるのではないかと思料する。

賛同するか否かについても、KKR側のTOBにおいて、3D及びFarallonの所有割合32.68%の株式を押さえた後に残りの33.99%を、ベインキャピタルが650円もの高値で買収する意向を示している中で、取得することができるのか展望を示せていないので、非公開化に成功するか否かは不透明である。

そもそも、2024年9月12日付Briefingに述べたように、富士ソフトの取締役会として、富士ソフトの事業価値を増大させるために株式の非公開化が絶対に必要であるということは決定又は決議していない。非公開化は、富士ソフトの事業価値を増大させるためも手段であるとしても、非公開化せずに富士ソフトの事業価値を増大させることを取締役会自身完全に否定していないのである。

## 2 Fiduciary Out 条項を含まない応募契約

KKRは、3DとFarallonとの間でFiduciary Out 条項を含まない応募契約しているので、3DとFarallonの合計の所有割合である32.68%を取得することは確実であると主張しているが、かかる契約は、金商法27条の12の第1項（「応募株主等（公開買付けに係る株券等の買付け等の申込みに対する承諾又は売付け等の申込みをした者をいう。以下この節において同じ。）は、公開買付期間（第二十七条の八第八項の規定により延長しなければならない期間を含む。次条第一項及び第四項、第二十七条の十四第一項並びに第二十七条の二十一第一項第二号及び第二項第二号において同じ。）中においては、いつでも、当該公開買付けに係る契約の解除をすることができる。」と規定する。）に反するので無効（unenforceable）ではないかと思料する<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> なお、金商法27条の12の第3項は、「第一項の規定により応募株主等による契約の解除があつた場合においては、公開買付者は、当該契約の解除に伴う損害賠償又は違約金の支払を請求することができないものとし、応募株券等（応募株主等が公開買付けに応じて売付け等をした株

## Briefing

従って、ベインキャピタルは、TOBを行っても所有割合66.67%を取得することは、3DとFarallonの合計の所有割合である32.68%をKKRが取得するため、困難であり、そうであれば、スクイズ・アウトによる非公開化が実現できないので、ベインキャピタルのTOBは不成立となるというKKRの主張自体成り立たなくなる。

そもそも、ベインキャピタルのTOBは、買取予定株数の下限も上限も設定していないため、スクイズ・アウトによる非公開化が実現できないことによりTOBが不成立になることは無いのである。

### 3 3D提案の社外取締役について

本特別委員会の委員の構成は、「富士ソフト提案4vs.3D提案2」という状況になっているが、3DはKKRと結びついている（Fiduciary Out条項を含まない応募契約を締結している。）ので、その3Dの提案で社外取締役に就任された方々は、利益相反の問題（3Dの利益と富士ソフトの、3D及びFarallon以外の株主の利益が相反している。）が起きていると思われるので、本特別委員会の委員を辞することが合理的でないかと思料される。また、3Dが提案して送り込んだ2名の社外取締役は、KKR側又はベインキャピタルのいずれのTOBについても、取締役会の一員としてとして交渉・審議・決議することから外れるべきではないかと思料する。

### 4 ベインキャピタルがTOBを開始する前提条件として富士ソフトの取締役会が賛同決議を挙げることに疑問が残る

3DとFarallonがKKR側につき、3D提案の2名が本特別委員会（全委員の数：6名）及び取締役会（全取締役の数：12名；全社外取締役の数：7枚）のメンバーになっているため、かかる2名について利益相反の恐れが生じていると思われるので、本特別委員会及び取締役会の意思決定が、KKR側有利になされているとの誹りを受けかねない状況にあると思料する。かかる3D提案の2名は、本特別委員会の委員を辞し、KKR側又はベインキャピタルによるTOBに関する取締役会による交渉・審議・決議に参加することを差し控えるべきであると思料する。

---

券等をいう。以下この節において同じ。）を金融商品取引業者又は銀行等に管理させているときは、その返還に要する費用は、公開買付者の負担とする。」と規定し、公開買付者が、解除による損害賠償金又は違約金の請求を行うことを禁止している。

## Briefing

現状で、3D及びFarallon以外の所有割合67.32%の株主が望んでいるのは、より高い価格で株式を譲渡することであるので、ベインキャピタルは、富士ソフトの取締役会の賛同決議をTOBの前提条件にすべきではないと思われる。なぜならば、現在の富士ソフトの取締役会は、自分自身の主導による事業価値の増大は断念し、KKR主導による事業価値の増大を目指しているので、KKRが支配権を取得した後、現在の富士ソフトの取締役会のメンバーはすぐ替えられる可能性が高く、現在の富士ソフトの取締役会を構成する者らの賛同を得ることに実質的な価値は無いと思料されるからである。このような状況下において、同意無き買収の実行を躊躇する合理的な理由を見出すことはできない。もっとも、そのような前提条件を付けていてもそれを放棄することはできるため、ベインキャピタルは、現状でも、その裁量により、富士ソフトの取締役会の賛同決議無しにTOBを行うことができ、仮に3D及びFarallonがKKR側のTOBに応募し、KKRが32.68%の株主になったとしても、TOB価格が650円も高いベインキャピタルのTOBに、3D及びFarallon以外の株主が応募することはほぼ明らかであると思われるので、67.32%の株式を取得することができるので、それを実行した後、KKR側をスクイズ・アウトすることができるのである。ベインキャピタルがそれを実行しない合理的な理由は見出し難い。同意無き買収になるが、それは、合理的判断を行わなかった富士ソフトの取締役会の責めにきすべきことであり、ベインキャピタルは、同意無き買収を行ったことによって何らかの非難を受ける理由は無いのではないかと思料される。そもそも現在の富士ソフトの本特別委員会及び取締役会の構成員に3D提案の社外取締役2名が入っており、かかる者らが現状においても、KKR側及びベインキャピタルのTOBに係る問題について、交渉・審議・決議に関わっていることこそが、問題ではないかと思料する。

現在の富士ソフトの株価からすると、3DとFarallonを除いた株主の中で、KKR側の第1回公開買付けに応募する者はほぼゼロ（0）なのではないかと思料する。

このブリーフィングに関して責任を有するパートナーは、家守昭光(Email: [akamori@blakemore.gr.jp](mailto:akamori@blakemore.gr.jp); Tel. (81-3) 3503-5591)である。

## **Briefing**

このブリーフィングに係るブレイクモア法律事務所における担当者は、次のページに記載されている。

家守 昭光

パートナー

Blakemore & Mitsuki

Emai: [a-kamori@blakemore.gr.jp](mailto:a-kamori@blakemore.gr.jp)

(81-3) 3503-5591

