

KKR vs. Bain Capital—富士ソフトに対する競合TOB（その3）

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¹

2024年11月26日

第1 現時点における問題点

1 差額の補填は、適法か？

公開買付者（FK株式会社を指す。以下、特に断りの無い限り、同様。）に株式を売却し、株主権を失った者に対して第1回目の公開買付価格と第2回目の公開買付価格との差額を補償することを公開買付者が予定している、とのことであるが、それは、かかる差額の支払請求権を法的に有しない者に対する金銭の交付になるため、贈与又は寄附とみなされないのか、法的に十分な説明が必要なのではないかと思料する。

2 ベインキャピタルに対する引き上げ交渉

一般株主は、高い価格で売却することを望んでいるので、特別委員会が取締役会に対してベインキャピタルに対する引き上げ交渉を行うべきでないと思料することは、一般株主の利益・権利を損なうことになるのではないかと思料する。

3 ベインキャピタルに対する秘密情報の破棄の要求は、適法なのか？

特別委員会は、ベインキャピタルに対する秘密情報の破棄の要求を意見して

¹ 付属書類A3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3」という）が、本書に添付されている。時系列表その3、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）及びその後に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）及びその後に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。

Briefing

いるが、これも、ベインキャピタルがより高い公開買付価格を提示することを阻止する目的で行われていると評価することができるので、一般株主の利益・権利を損なうことになるのではないかと思料する。

4 特別委員会が、ベインキャピタルによる公開買付けが開始されることはない、と述べたことについて

このような断定を行うことは問題である。

今後、ベインキャピタルが、KKR側の第2回公開買付価格よりも高い公開買付開始予告を行い、富士ソフト取締役会に賛同意見を求めることもあり得る。また、ベインキャピタルとして、富士ソフト取締役会の賛同がすることを公開買付開始の条件としているが、かかる条件を放棄して、同意無き公開買付けを開始することはあり得る。

5 特別委員会が、ベインキャピタルに引き上げ交渉をせず反対意見を表明することは、問題である

特別委員会は、「株主は最高価格をもって売却することを期待していると合理的に予想されるため」、「当該帰結が株主の合理的意思に反するとは考えられず、株主意思の原則に反する事情はない」と言っているが、ベインキャピタルによるより高値の公開買付けが開始されることこそが株主の願望なのであり、ベインキャピタルに公開買付価格の引き上げについて打診せずに、ベインキャピタルの公開買付けに反対するとの意見を表明することは適切ではないと思料する。一般株主は、高値で売却できれば良いのであり、支配株主が複数になっても構わないし、非公開化が実現できなくても構わないのである。

特に、ベインキャピタルは、

「それにもかかわらず、万が一、公開買付者とFKとの間で対象者の運営に関して重大な見解の相違が発生したことにより、対象者の事業運営に支障が生じて対象者の企業価値を著しく毀損する具体的ななおそれのある事態が生じた場合など残存する対象者の株主及び本新株予約権者の皆様に重大な不利益が生じる蓋然性が高いと公開買付者が合理的に判断したときは、公開買付者は残存する対象者の株主及び本新株予約権者の皆様にかかる不利益を生じさせないよう再度本公開買付けと同一の条件で公開買付けを実施するなどの方法により、残存する対象者の株主及び本新株予約権者に対して合理的な退出機会を与える予定です。」

Briefing

とまで述べているのであるから、取締役会としては、ベインキャピタルに公開価格の引き上げを打診することこそが、善管注意義務を果たすことになるのであって、それを行わなければ、善管注意義務違反を問われかねない。

6 部分買付けになることを以て、ベインキャピタルの TOB に賛同しない理由にはならない

ベインキャピタルが言うように、「FK訂正公開買付届出書において対象者²の特別委員会が『ベインキャピタルによる公開買付けが実施されたとしても、当社³の最終的な株主構成として、公開買付者（注：FK）が上記株式数を保有し、かつ、ベインキャピタルも一定の株式数を保有するシナリオが新たに想定され得ることとなった』と指摘しているとおおり、対象者としても FK 公開買付けが部分買付けに留まる結果となり 上場維持基準の抵触による上場廃止の可能性や株主間の意見の相違の可能性が生じることを認識しつつ、これに賛同していることからして、公開買付者としては、本公開買付けが部分買付けに留まる可能性があることは対象者が本公開買付けに賛同しない理由にはならないと考え」るべきである。

7 3D⁴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 4 vs. 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。

8 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

² 富士ソフトを指す。

³ 富士ソフトを指す。

⁴ 3DPI を意味する。以下同様。

Briefing

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。

現状で、3D及びFarallon以外の所有割合64.89%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ため、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、仮にベインキャピタルが現在のKKR側の公開買付価格より高い価格でTOBを行えば、上記の64.89%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、64.89%（又はそれに近い所有割合）の株式を取得することができるので、それを実行した後、①KKR側と交渉するか、②適法な増資を行ったうえで、66.68%の株式を取得したうえで、スクイーズ・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

Briefing

かと思料する。

第2 今後の展開**1 考えられるシナリオ****(a) シナリオA :**

12月19日(木)(KKR側の第2回公開買付けの最終日)の1~2週間前までに、①富士ソフトの取締役会の賛同意見を得られなかったこと、及び、②富士ソフトとの秘密保持契約に基づいて取得した情報の破棄を要求されたこと、を理由として、ベインキャピタルがTOB断念を公表。

この場合、(i)ベインキャピタルは、KKR側より高値の同意無きTOBを行えば、彼らの描いた通りのシナリオで富士ソフトを非公開化し、富士ソフトの事業価値を高められたのにそれをしなかったことを理由に、一般株主からの訴訟は回避できたとしても、日本の株式市場に参加する多くの個人・法人の信用を失墜する可能性があると思われる、(ii)富士ソフトの取締役会及び特別委員会は、合理的理由無しに、ベインキャピタルが公開買付価格の引き上げを故意又は過失を以て妨害したことを理由に、一般株主から損害賠償訴訟又は株主代表訴訟を提起されるリスクを負うことになる。

(b) シナリオB :

ベインキャピタルが、TOB価格は引き上げるが(富士ソフトとの秘密保持契約に基づいて取得した情報の破棄を要求されたとしての破棄しない(破棄は富士ソフトの株主の利益・権利を毀損することになり、富士ソフトの取締役会の善管注意義務違反を構成することになるので、破棄要求は適法ではないことを理由とする)か、又は、破棄するが、公になっている利用可能な情報に基づいてTOB価格を算定する)、TOB開始の予告に止め、富士ソフトの取締役会の賛同を求め続ける。

(c) シナリオC :

ベインキャピタルが、TOB価格を引き上げたうえで、同意無きTOBを開始する。

2 上記シナリオの評価

ベインキャピタルは、シナリオAを採る可能性もあるが、その場合に失うも

Briefing

のも多い。

シナリオBを採った場合、KKR側の第2回目のTOBに応募する株主はほぼゼロ(0)ではないかと思料する。そうなれば、勝負は、価格のみに絞られ、富士ソフトの取締役会としても、高い公開買付価格を提示した方に賛同意見を出さざるを得ない方向に追い込まれていく可能性が高まる。

シナリオCは、問題をベインキャピタル有利に一举に解決する可能性があるが、日本市場で同意無き買収を行うことについて一抹の危惧を感じ、躊躇する可能性が高いように思われる。

結論としては、シナリオBが採られる可能性が高いように思われる。この場合、ベインキャピタルとして、秘密保持契約に基づいて取得した情報を破棄するか否かの選択を迫られると思われる(破棄に応じた場合は、かかる情報を使わずに、既に公になった情報のみに基づいてTOBを開始することを予告する意思があるか否かが問われることになる)。

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; Tel. (81-3) 3503-5591)である。

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

(81-3) 3503-5591

