

付属書類A4：KKR vs. Bain Capital/時系列表（その4）<sup>1</sup>

年月日	出来事	備考
2024. 12 . 18	<p><b>ベインキャピタル・プレスリリース</b></p> <p>ベインキャピタルは、富士ソフト株式会社（対象者）に対する非公開化を目的とした法的拘束力を有する第二回提案を2024年12月11日付で実施しており、2024年12月18日付でその条件を一部変更しております。この変更によりFK第二回公開買付（TOB）が撤回または不成立となった場合、速やかに弊社TOBが開始されます。</p> <p><b>TOB 価格：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・1株当たり 9,600円 （FK第二回TOBよりも149円高い価格）</li> </ul> <p><b>TOBの下限・上限の設定：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・下限 33.9%（創業家不応募分と合わせて、50.1%の確保）</li> <li>・上限 49.9%（FKは弊社TOBには応募しない旨を示していることから、FK保有分を取得対象から除外し、創業家不応募分と合わせて66%の確保）</li> </ul> <p><b>TOBの想定開始タイミング<sup>2</sup>：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・2025年1月下旬 or 同年2月上旬を目途</li> </ul> <p><b>資金調達：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ベインキャピタルからの出資</li> </ul> <p><b>応募・不応募契約：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・対象者の創業者である野澤宏氏を始めとした創業家株主と、応募契約、不応募契約（所有割合18.6%<sup>3</sup>）を締結</li> </ul> <p><b>TOB開始の前提条件：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・対象者の賛同をTOB開始の前提条件から放棄</li> </ul>	

<sup>1</sup> FK株式会社による富士ソフト株式会社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、において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> 2025年1月下旬 or 同年2月上旬を想定しておりますが、決定後には速やかに開示いたします。

<sup>3</sup> 野澤宏氏を始めとする創業家株主の皆様が保有する11,691,882株及び宏氏が保有する新株予約権を対象としております。

- ・予告型 TOB において、一般的な前提条件<sup>4</sup>
- ・FK 第二回 TOB が撤回または不成立になっていること

## 対象者からの賛同を前提条件から除いた背景

特別委員会メンバーの選定プロセス、非公開化のパートナー選定のプロセス、弊社提案後の特別委員会の対応から、弊社提案に対する対象者側の対応に強い懸念と不信感を有しており、対象者からの賛同を TOB 開始の前提条件から放棄することを決定いたしました。

### 特別委員メンバーの選定プロセス：

- ・特別委員 6 名のうち、5 名は 3DIP が招集した臨時株主総会で選定されており、本件取引における独立性について強い懸念を有しております。
- ・なお、3DIP は FK 第二回 TOB が成立した場合にのみ、既に応募した FK 第一回 TOB との価格差が補填されうる立場と考えられ、3DIP が選定に関与した特別委員会の判断は 3DIP からの影響を受け、FK との非公開化取引を優先しているのではないかと強い懸念を有しております。

### 非公開化パートナー選定のプロセス：

- ・本来、対象者が非公開化取引を検討するのであれば、3DIP 主導のプロセスではなく、対象者が主導する開かれた公正なプロセスを実施すべきであったと考えております。
- ・過去経緯においても弊社は一貫してより高い価格での提案を出しており、弊社による 2024 年 7 月 26 日提案を受けた時点で、対象者が公正なプロセスを開始すべきであったと考えております。弊社に対して正式な DD の機会を与える等の公正なプロセスを実施することなく、FK 第一回 TOB に対して賛同、応募推奨の意見を表明し、本件公表を拙速に急いだ点には強い不信感を抱きました。

特に、3D<sup>6</sup>提案に係る社外取締役は、直ちに、FK 又はベインキャピタルのいずれからの TOB についても、特別委員会及び取締役会における審議・決議から外れるべきである。

<sup>4</sup> 予告型 TOB において、一般的な前提条件を設定しております。(対象者及びその子会社において、一定の公開買付撤回事由に相当する事象が発生していないこと / 対象者グループの事業、財務状況、経営状況、資産、負債、キャッシュ・フロー若しくは今後の見通し、又は関連する経済及び市場状況に重大な悪影響を与え得る事態が生じていないこと / 本件取引の実施に必要なクリアランスが取得されること / ベインキャピタルが対象者に関する未公表の重要事実を認識していないこと)

<sup>6</sup> 3DPI を意味する。以下、同様。

	<p>・対象者が主導する公正なプロセスがその時点（2024年7月末～8月頭）で開始されていれば、対象者の株主を始めとするステークホルダーに混乱を与えることなく、対象者にとってのベストパートナーが公正な形で選定されていたものと考えております。</p>	<p>その時点で、対象者が公正なプロセスを開始できなくなっていたことが問題である。その原因に関して、①2022年に横浜銀行の従業員（「T氏」という。ドイツ銀行から横浜銀行に移籍していた）が富士ソフトに出向の形で送り込まれ、T氏がドイツ銀行入社前に在籍していた、M&amp;A仲介業者のレコフの上司（社長）であった今井光氏（同氏は、メリルリンチ日本証券副社長からレコフに副社長として移籍し、5ヶ月後に社長になった）を、3D<sup>7</sup>が招集した臨時株主総会（2022年12月4日開催）において富士ソフト提案ながら3D<sup>8</sup>の賛成も取り付けて富士ソフトの社外取締役役にT氏が押し込んだ、②横浜銀行とT氏の真の狙いは、3Dの戦略に乗っかり、富士ソフトを最終的に非上場化し、以て、非上場化に伴うファイナンスで主導権を取り、一挙にメインバンクの座を奪うことにあった、③T氏は各ファンドが資金調達を横浜銀行から行うよう画策し、実際、KKRへの銀行融資（2900億円）に</p>
--	--	---

7 ママ

8 ママ

ついて、横浜銀行がリードアレンジャーを務め同行自身もKKRに1000億円を超える融資（かかる銀行融資の一部として）をすることが決まった、④特別委員会の今井氏が今更ペイン案を真剣に検討するわけがない、⑤11月15日に明らかになった特別委員会の意見書では、ペイン案への反対推奨はもちろん、取締役会がペインに価格引き上げ交渉に入ることも禁じた、と雑誌『選択』（2024年12月号、70～71頁）と報じられている。富士ソフトとしては、これらの事項が事実なのか否かを調査し（第三者委員会に調査してもらうこともあり得るであろう）、もし、事実であれば、富士ソフトは、直ちに、今井氏を特別委員から解任し、FK又はペインキャピタルのいずれからのTOBについても、取締役会における審議・決議に関与させないようにすべきである。

**弊社提案後の特別委員会の対応：**

・2024年10月11日提案、2024年12月11日提案については、その時点でマーケットに存在する最高値での法的拘束力を有する提案であったにもかかわらず、対象者からの賛同を得られることができませんでした。

・加えて、2024年12月11日提案については、最高値での法的拘束力のある提案であるにもかかわらず

ず、賛同しないだけでなく反対意見まで出されたことは、少数株主が本来得られるべき価値を、特別委員会の判断により棄損させています。

－時間的価値も勘案すると、価格に有意な差がない点を反対の理由付けの1つとして言及していますが、株主によって判断基準は異なると思料されます。

－また、このタイミングにおいて対象者として、反対意見表明を出不さなければならない理由は存在しないと考えられ、先行するTOBの終了直前にあえて意見を出したことには不信感があります。

上記の背景から、当社としては株主の皆様適切に判断いただく選択肢を提供すべく、TOB開始の前提条件として対象者の賛同を放棄するに至りましたが、最終的には株主の判断に委ねられることとなりますが、弊社としては、本邦資本市場の適切な発展の観点においても有意義な提案であると確信しています。

創業家と共同で50.1%超を取得した後には対象者の企業価値向上に向け創業家、対象者経営陣とともに最大限の努力を務めて参ります。

### その他留意すべき点<sup>5</sup>

デッドロックに陥った場合の一般株主への退出機会の提供：

「かかる要請にもかかわらず、万が一、FKがこれに応じず、本スクイーズ・アウト手続の実施の目処が立たないと公開買付者が合理的に判断した場合であつて、対象者が東京証券取引所の上場維持基準を満たさない状況のまま上場廃止基準に定める期間を経過しようとする場合において、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実質的に同一の価格及び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。」

その通りであると、当職らは考える。

その通りであると、当職らは考える。

「再度本公開買付けと実質的に同一の価格及び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」としている点においても、ベインキャピタル案の方がFK案よりも優れていると思料する。

<sup>5</sup> この部分は、ベインキャピタルのプレスリリースのうち、一般株主が留意すべると当職らが思料する点である。

特別委員会（社外取締役6名で構成）の委員である5名の社外取締役への、独立性という観点からの強い疑念：

「この対象者の特別委員会の委員（以下「対象者特別委員会委員」といいます。）のうち、今井光氏、辻孝夫氏、仁科秀隆氏、清水雄也氏及び石丸慎太郎氏の5名は、3DIPの関連ファンドであり対象者の株主である3D OPPORTUNITY MASTER FUNDが、2022年8月31日付で株主として対象者に対して取締役の選任を議題とする臨時株主総会の招集を請求したことを受けて2022年12月4日に開催された対象者の臨時株主総会（以下「2022年12月4日臨時株主総会」といいます。）において選任された取締役であり、公開買付者としては、当該社外取締役5名について3DIPからの独立性という観点から強い疑念を有しております（特に当該社外取締役5名のうち2名（清水雄也氏及び石丸慎太郎氏）は3D OPPORTUNITY MASTER FUNDの株主提案候補者ですが、公開買付者としては、具体的に3DIPによる指示等を受けて候補者とされたことを窺わせる客観的な事実は認識していないものの、他の3名（今井光氏、辻孝夫氏及び仁科秀隆氏）についても3D OPPORTUNITY MASTER FUNDによる臨時株主総会の招集請求をきっかけに対象者が提案した候補者であるため、3DIPの影響がないとはいえないと考えております。）」

「加えて、第2回FK公開買付開始プレスリリースによれば、FKは、第1回FK公開買付けに応募した全ての対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様に対して、第2回FK公開買付けにおける価格引上げによって決定された買付け等の価格と第1回FK公開買付価格及び第1回FK新株予約権買付価格との差額（対象者株式：1株当たり651円、第5回新株予約権：1個当たり130,200円、第6回新株予約権：1個当たり130,200円、第7回新株予約権：1個当たり65,100円）を補償すること（以下「本補償」といいます。）を予定しているとのことです。公開買付者としては、第1回FK公開買付けに応募した3DIPは、第2回FK公開買付けが成立した場合に本補償を受ける立場にあるため、3DIPは未だに第2回FK公開買付けの成立に強い利害関係を有しており、3DIPからの独立性という観点から疑義があると

前記の今井光氏の問題も含めて、独立性の観点から、特別委員会のメンバーの刷新について、富士ソフトの取締役会において、利害関係者を排除した形で、審議し、決議すべきではないかと思料する。

「本補償」の実施がFK第2回公開買付けの成立を条件としているため、FK第1回公開買付けの時と比べて、3Dとの関係を取り沙汰される社外取締役について、利益相反の問題に関する懸念は、より深刻になった、と言わざるを得ない。

考えられる対象者特別委員会委員が本取引に係る審議及び決議に参加している状況に強い疑念を有しております。」

**特別委員会の独立性という観点からの強い疑念：**

「これには、公開買付者として、対象者特別委員会が、3DIPによる影響を受け、3DIPプロセスの結果を尊重し、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様の利益よりも、3DIPプロセスにて選定されたKKRとの間で非公開化取引を進めることを優先しているのではないかという強い疑念を有しております。上記のとおり、2024年10月18日開催の対象者の取締役会において、決議に参加した対象者の取締役11名のうち4名は、第1回FK公開買付けに対する応募推奨を維持することに反対の意思を示したとのことですが、公開買付者としては、対象者10月18日付意見表明プレスリリースにおいて、社外取締役で構成される対象者特別委員会委員の中に、特別委員会として応募推奨を維持する旨の答申に反対した者がいた旨の記載はないことから、同日付の取締役会決議に参加した対象者の社内取締役の全員が、第1回FK公開買付けに対する応募推奨を維持することに反対の意思を表明したものと考えております（仮に決議に反対した当該4名に対象者特別委員会委員が含まれるのであれば、対象者特別委員会の検討の内容のうち、重要な点の開示がなされていないということになります。）。公開買付者としては、本来であれば対象者の株主及び本新株予約権者の皆様の利益（すなわち、公開買付価格）を重視すべき立場にある対象者特別委員会が第1回FK公開買付けに対する応募推奨を維持することに賛成し、社内取締役の全員がこれに反対するという特異な状況が生じたのは、対象者特別委員会委員の3DIPからの独立性に疑義があることの一つの証左であるとと考えております。さらに、対象者が、2024年12月11日時点において第2回FK公開買付けにおける公開買付価格を上回る公開買付者による法的拘束力のある提案に対して、賛同の意見を表明しないだけでなく、反対の意見表明を行ったことは、対象者の株主の皆様及び本新株予約権者の皆様の利益を棄損するものであったと考えております。」

「本来であれば対象者の株主及び本新株予約権者の皆様の利益（すなわち、公開買付価格）を重視すべき立場にある対象者特別委員会が第1回FK公開買付けに対する応募推奨を維持することに賛成し、社内取締役の全員がこれに反対するという特異な状況が生じたのは、対象者特別委員会委員の3DIPからの独立性に疑義があることの一つの証左であるとと考えております。」という点については、重く受け止めるべきである。特別委員会の当該委員が3Dからの独立性を有しているということは非常に困難ではないかと思料する。」

024. 12. 20	<p><b>富士ソフト、意見表明報告書の訂正報告書提出</b></p> <p>1. 第2回公開買付けについて：</p> <p>①賛同の意見の継続を表明する。</p> <p>②応募の推奨を継続する。</p> <p>③ベインキャピタルによる公開買付け（公開買付価格：9,600円）に反対の意見を表明する。</p> <p>④第2回公開買付期間を2025年1月9日まで延長。</p> <p>2. 本特別委員会からの追加意見書：</p> <p>(i)①2024年12月11日ベインキャピタル提案には、大株主が併存することによる株主総会特別決議事項に関するデッドロックのリスクがあるため、特別決議を要する組織再編等を用いたインオーガニックな成長を達成し得るかという点において、本取引と比較して非公開化を通じた企業価値の向上になお疑義が残ること、</p>	<p>そもそも、非公開化が、富士ソフトの企業価値の向上に最善であることが、取締役会で、明示的に決議されていない（少なくとも、過去の開示資料に、取締役会で明示的にそのことが決議された、との記載は存在しない）。</p> <p>ベインキャピタルの提案は、デッドロックにより一般株主に不利益が生じるような場合には、「再度本公開買付けと実質的に同一の価格及び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」としているため、一般株主から見て、ベインキャピタルの提案で何ら問題が無い。</p>

②ベインキャピタルによる公開買付けの完了は、第2回公開買付けの完了よりも少なくとも3ヶ月程度遅れることが想定され、かつ、ベインキャピタルによる公開買付けが第2回公開買付けに先だって完了する可能性はないことから、2024年12月11日付ベインキャピタル提案は本取引に比して当社中計の達成に向けた企業価値向上策の実行着手時期が3ヶ月程度遅れることが見込まれているため、将来キャッシュフローの割引現在価値という定量的な観点においても本取引に劣ること、

(ii)①第2回公開買付価格は、企業買収における行動指針が要請する株主利益の確保を実現するための合理的な努力が貫徹された上で形成された価格であって、価格としての十分性が認められること、

②ベインキャピタル公開買付価格と第2回公開買付価格の差は149円(約1.58%)である一方で、第2回公開買付価格には早期に現金化が可能になるという意味において時間的価値も認められること

もあわせ考えると、ベインキャピタル公開買付価格による売却の機会を確保する必要性は低いことから、ベインキャピタルによる公開買付けに反対意見を表明するよう勧告する。

ベインキャピタルの言う通り、「時間的価値も勘案すると、価格に有意な差がない点を反対の理由付けの1つとして言及していますが、株主によって判断基準は異なると思料され」と思料する。各株主の判断に任せれば良い話である。

十分か否かは、株主に判断させれば済む話である。かかる判断の機会を妨害することは、対象会社取締役会として許されない。

前記の通り、「時間的価値も勘案すると、価格に有意な差がない点を反対の理由付けの1つとして言及していますが、株主によって判断基準は異なると思料され」と思料する。

合理的な根拠に立脚しない結論と言わざるを得ない。