



最近のデラウェア州会社法におけるM&A買収提案に対する株主による予備的差止請求訴訟の動向 : Del Monteケースを中心に

行澤, 一人
高, 銀実

(Citation)

神戸法學雑誌, 63(2):113-131

(Issue Date)

2013-09

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81005336>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81005336>



神戸法学雑誌第六十三巻第二号二〇一三年九月

最近のデラウェア州会社法における M&A 買収提案に対する株主による 予備的差止請求訴訟の動向 ～ Del Monte ケースを中心に～

神戸大学大学院法学研究科教授 行 澤 一 人

神戸大学大学院法学研究科博士課程前記課程在籍 高 銀 実

1 はじめに

アメリカにおいて不公正な M&A（合併・買収）が行われる際、対象会社の株主がこれに対抗し得る手段としては、対象会社の取締役等役員の信託義務（fiduciary duty）違反に基づく「予備的差止め（preliminary injunctive relief）」及びクラスアクションによる「損害賠償請求」⁽¹⁾の二つが考えられる。もちろん、デラウェア州法その他各州の会社法において、株式買取請求権（appraisal）も認められているが、その機能は限定的であり⁽²⁾、このような場合の株主の救済策としてはあまり用いられない。

- (1) Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp. 498 A.2d 1099 (Del. 1985) によれば、原告株主において、当該 M&A 条件の公正を争う場合、それが「公正な取引」（fair dealing）に違反するものであることを立証すれば、クラス・アクションによる損害賠償請求が認められる。
- (2) 北川徹「現金対価による少数株主の締め出し（キャッシュ・アウト）をめぐる諸問題」商事法務 1948 号（2011 年）4、7 頁参照。

株主による予備的差止請求については、当該M&Aが公表されて後、すぐにも提起されるが、ほとんどが和解で終結する⁽³⁾。あるいは、被告の側で、M&A合意もしくは情報開示書類の内容に必要な最小限度の修正を加えるか、金銭の支払いを含む対価を提供することでM&A手続きを完了させることも少なくない⁽⁴⁾。そして、予備的差止請求がM&A手続き終了までに認められない場合、対象会社の取締役等の信託義務違反に基づく損害賠償請求が提訴されることになる。

2 予備的差止請求が認められるのはどのような場合か

予備的差止請求が認められるには、原告側において、以下の三つを証明しなければならないとされる。⁽⁵⁾①勝訴の合理的な蓋然性があること、②もし予備的差止めが認められなかったら、回復不能な損害が発生すること、③予備的差止めを与えることが衡平性を阻害しないこと（損益バランスの衡量）。そして、デラウェア州衡平法裁判所は、もっぱら③の要件の検討において、予備的差止請求を認めることに躊躇してきた。すなわち、たとえ上記①、②の要件が満たされても、当該差止請求を認めることで、当該買収提案を結果的に不成就に終わらせてしまうとすると、それは対象会社の株主から、有利なプレミアムを獲得する機会を奪うことになるのではないか、という懸念である。この懸念は、

-
- (3) Cornerstone Research , Recent Developments In Shareholder Litigation Involving Mergers and Acquisitions—March 2012 Update , at 9-10, available at http://www.cornerstone.com/files/News/9e101f01-847a-47ff-a62d-b23e3d019cca/Presentation/NewsAttachment/5d699795-5f25-4864-8e7f-b656446965b5/Cornerstone_Research_Shareholder_MandA_Litigation_03_2012.pdf
これによると株主訴訟の3分の2が和解で終結し、しかもその大半は提訴後60日以内になされている。
- (4) Ibid. at 11 最近は、和解の大半が追加的情報開示で終わっており、かつて主流であった和解金の支払いは非常に少なくなってきた。
- (5) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Hldgs., Co., 506 A.2d 173, 179 (Del. 1986)

当該問題とされた買収提案以外に、より有利な条件（プレミアム）での買収提案がなかった場合に、とりわけ重大であると考えられてきた。

この点につき、最近の判例も、同様の判断傾向を示している。

In re Netsmart Techs. S' holders Litig., 924 A.2d 171, 208 (Del. Ch. 2007) では、大要、以下のように判示された。すなわち、「レブロン義務が問題となる文脈において、（特定の取引保護条件等に対する）予備的差止請求を拒否することが、より有利な価格を提示する他の買収提案を完全に失ってしまう可能性を意味するとき、裁判所は『回復することのできない損害』要件を認めてきた。しかし、潜在的なレブロン義務が問題なるケースで、他に代替的な買収提案がなされていない場合、その唯一提示されている買収提案に対して予備的差止め請求を認めることにはデラウェア州裁判所は、一貫して慎重を期している。というのは、当該提案に応答するか否かは株主自らが決定すべきであって、裁判所が介入すべきことではないからである。当該取引の差止めを求められ、しかし他により有利な価格提案がすぐには得られないような場合における裁判所の判断として、他人のお金でゲームをすることに控え目であろうとしたことはまさしく適当である。」

In re Dollar Thrifty S' holder Litig., 14 A.3d 573, 618 (Del. Ch. 2010) においては、「当該買収提案を破棄して、より有利な買収提案を受ける機会を享受するということは、株主全体が決めること」であり、裁判所がそれを事実上決めるべきではないと判示された。

In re Cogent, Inc. S' holder Litig., 7 A.3d 487, 516 (Del. Ch. 2010) においては、「当該買収提案以外に他の有効な買収提案がなされないことで買収対象会社の取締役レブロン義務違反が問題とされる場合、予備的差止請求を認めることはしばしば不適切であると考ええる。なぜなら、対象会社の株主に唯一提供された利益獲得機会を、彼らの自己決定によらずに、不注意にも終了させてしまうかもしれないからである。」と判示された。

しかし、このような予備的差止めに対する慎重姿勢にもかかわらず、利益相

反や詐欺、威圧的要素の故に対象会社の取締役会によって選好された唯一の買収提案者しか得られなかったケースのように、M&Aの手続過程で虚偽もしくは不実の情報開示がなされたことが認定されたような場合には、適切な追加的な情報開示を確保するために予備的差止めが例外的に認められることが示唆されてきた。

たとえば、*In re Pennaco Energy, Inc. S'holders Litig.*, 787 A.2d 691,715 (Del. Ch. 2001)においては、「原告が予備的差止請求によって得られる利益を十分立証したとしても、当該買収提案以外に株主にプレミアムを提供する買収提案がなされていない場合に、当裁判所が当該買収提案を差し止めることに消極的であることは正当である。ただし、株主に買収提案に応じるか否かを判断する十分な情報を与えるために追加的な情報開示が必要である場合は別段である（その限りにおいて、予備的差止が認められる）。」と判示された（結論は、予備的差止を否定）。

また、上述の*In re Netsmart Techs. S'holders Litig.*, 924 A.2d 171, 208 (Del. Ch. 2007)においても、「株主が、重要な点で誤導的かつ不完全な情報に基づいて判断をしようとしているときには、予備的差止の承認を躊躇しないだろう。なぜなら、かかる場合にまで予備的差止を認めないことは、株主の適切な自己決定の機会が永遠に剥奪されたことを意味するので、株式買取請求権の行使や損害賠償請求といった露骨な救済手段を顕在化させる可能性を最大化することになるからである。」と判示し、実際に、原告株主の求めた予備的差止請求が、部分的に、追加的な情報開示がなされるまで、当該合併承認決議における投票に対する部分に認められた。

さらに*Louisiana Mun. Police Ret. Sys. v. Crawford v. Crawford*, 918 A.2d 1172 (Del. Ch. 2007)では、競合する買収提案者との取引を阻止し、対象会社の取締役会メンバーとの利益相反が疑われる買収提案者との間で、重要な情報が隠蔽されたまま合併交渉が成立したという事実関係の下で、当該対象会社の株主に対して、株式買取請求の存在、及び対象会社が財務アドバイザーである投資銀行に支払うことになる手数料スキームについて真実の情報開示がなされてか

ら20日間を限度として、当該合併承認決議を延長するための予備的差止が認められた。

そして、最近のデラウェア州の判例において、これらの先例を受けて、同様に予備的差止請求を部分的に認めたのが、**Del Monte** ケース⁽⁶⁾である。しかも、このケースは、後日、和解が成立し、多額の和解金（8900万ドル）が支払われたことで注目を集めた。

そこで、以下、**Del Monte** ケースを詳細に検討してみたい。

3 Del Monte ケースの分析

【事案の概要】

2010年11月24日、食品会社である**Del Monte**社（以下、**DM**社と記す）は、**Blue Acquisition**グループ（以下、**BA**グループと記す）と合併契約を締結した。**BA**グループは、**KKR**、**Centerview Partners**（以下、**CP**と記す）及び**Vestar Capital**（以下、**V**と記す）の三者の完全所有下にあつて、本件合併は53億ドルの融資額を想定するものであつた。もし本件合併が株主総会で可決された場合、**DM**社の普通株式は19ドルの現金を受け取る権利に転換されるものであつた。この金額は**DM**社株式の取引史上最高値をも超えるものであつて、同年11月8日以前の3か月間の株価に係る終値平均値よりも40%近いプレミアムを付けるものであつた。

原告らは、**DM**社の取締役会において信認義務違反があるとして、2011年2月15日に開催が合意されていた**DM**社の本件合併契約を承認する株主総会決議について予備的差止めを求めた。

本件の難しさは、**DM**社の取締役会がなした判断は、通常は、合理性の規準に合致するもののように見えることである。ここでは、**DM**社取締役会における二つの決定が問題になった。（事実a）**V**と**KKR**との結託を容認したこと、

(6) In re DEL MONTE FOODS COMPANY SHAREHOLDERS LITIGATION, 25 A.3d 813 (2011)

(事実b) DM社の財務アドバイザーであるBarclays銀行（以下、B銀行と記す）が買主サイドであるKKRに融資を行うことを承認したこと。

証拠開示過程で、さらに深刻な問題が明らかになった。それは、B銀行は自己利益を図るためにDM社売却過程を操り、自らが買収者側に対する融資手数料を取得できるように本件取引を主導したことであった。一貫して、B銀行はDM社取締役会側に自分の利害情報を隠し続けることによって、DM社が他の銀行を財務アドバイザーとして採用すること、別の買収提案を追及すること、及びB銀行の買収者側における役割を否定することの可能性を奪ったのである。

さらにB銀行は、DM社の承認なしに、潜在的買付者であり、B銀行と密接な関係にあるKKRとVの連合を促した。ところが、秘密保持契約では、DM社の同意なしでVとKKRが連合する形での買付が禁止されていた。B銀行は買収側であるKKRに融資することによって、売却側のDM社のアドバイザーとして得られる収益（2400万ドル）に加えて、さらに大きな収入（2100～2350万ドル）を得ることができた。

B銀行の利益相反によって汚染された行動に対する救済として、原告らは合併承認決議が、合意期日から30日から45日の間禁止されること、及びその期間内は合併契約に規定された取引保護条項は執行されないことの予備的差止請求を求めた。原告は、このような限定的な差止請求は、KKRがB銀行と組んで利益機会を確保することを一時的に停止するとともに、一株19ドルという有利な売却機会を受け入れるかどうかという原告株主らの判断機会をも維持するものであると主張した。

【背景となる事実関係】

B銀行において業務執行担当取締役であるモーセ氏は、DM社を担当していた。KKRはB銀行の重要な顧客であり、過去2年間、B銀行はKKRとの取引から660万ドルを超える手数料を稼ぎ出していた。また、B銀行は多数のM&AプロジェクトでKKRのために行動し、その大半で売却側の財務アドバイザーになると共に、買収側であるKKRに対して融資を実行していた。

2009年12月17日、モーセ氏とB銀行は、KKRとの面談で本件DM社の合併提案を披露した。また、2010年1月、モーセ氏とKKRの再度の面会時には、KKRは、「次のステップに進む準備ができていて、他社（CP）と共同で公開買付を行う計画を立てている」ことを表した。KKRが「次のステップへ進む」前に、Apollo社（以下、A社と記す）は、DM社に一株あたり14ドルから15ドルを代価とする合併提案を書面で送った。モーセ氏は、DM社に、「本件合併に興味を持っている潜在的な買付者を知っている」B銀行こそ本件合併交渉の助言者として最適であると言った。実は、A社やKKRそれに他の私募ファンドにDM社買収を勧誘したのはモーセ氏自身であったが、彼はそのことを語らなかった。DM社取締役会がこの最初のLBOによる買収提案がモーセ氏によって仕組まれたことを知ったのは、本件提訴に係る証拠開示手続きにおいてであった。

最終的に6社からのLBOによる買収提案を受ける形となり、彼らはDM社と秘密保持合意を結んだが、当該合意内容によると、買収者間の共同で買付が行われる場合は、DM社の同意を得なければならないと規定していた（No teaming provision）。また、それはDM社の同意を得なければ、買収提案者はB銀行以外のいかなる機関とも買収資源の財政的相談をしてはならないと規定していた。

そこで、それぞれの買収提案が出される中、最高値を付けたのがVによる提案（一株17ドルから17.5ドル）であったが、Vは当初から共同での買収意図を表明し、B銀行もそれを良しとして、いくつかのベアリングを模索した。

同年3月18日、DM社取締役会は、これらの買収提案を検討した結果、DM社単独での成長力は十分あり、これ以上買収提案を進めることは株主の最善利益にはならないと判断した。彼らは、B銀行は急ぎ過ぎ、行き過ぎであると感じたのである。そこで、DM社取締役会は、本件買収手続きを停止すると共に、各買収提案者にその旨伝えるよう、B銀行に通知した。

同年9月、モーセ氏は、いったん挫折したDM社の買収交渉につき、再開すべきときが来たと判断し、DM社の同意を得ないまま、もちろんB銀行もDM

社を代理する権限もないまま、KKRとVを共同提案者としてペアリングすることを画策した。

同年10月11日、KKRとCPは実質的に見て一株18.32ドルでDM社を買収したい旨、DM社に伝達したが、そこでは、Vについては一切触れられていなかった。その後、同年10月25日、DM社取締役会は、2012年退職予定のCEOらの経済的理由により、退職前のDM社売却に同意し、KKRによる買収提案を検討し、事前のマーケットチェックを行ったが、結論としてKKRによる買収提案とのみ交渉する戦略を採用し、かつ再度、B銀行をそのための財務アドバイザーとして採用した。

2010年11月8日、KKRは、正式にB銀行グループと接触し、Vを共同出資者として加えることの許可をDM社に要請した。もちろん、Vが同年9月以降B銀行による画策により、事実上共同買収者であったことは秘匿された。DM社取締役会は、特に、Vを加えることの合理的必要性を検討せず、さらに買収価格の値上げを交渉することもなく、これを許可した（事実a）。さらに、B銀行は、買収側に融資を実行することの許可をDM社に求め（実は、当初からこれが目的であったのだが）、同年11月9日、DM社取締役会は、本件においてB銀行がKKRに融資することの合理性や必然性がないことを検討しないまま、これも同意してしまった（事実b）。さらに、同年11月23日付けの手紙で、B銀行はDM社に、このままだと利益相反の問題を抱えてしまうので、改めて他の金融機関に、当該買収価格に係る「公正意見」（fairness opinion）を入手してほしい旨依頼し、DM社取締役会はこれをも受け入れた。その結果、DM社は、第二の財務アドバイザーを採用するために、追加的に300万ドルを支払わなければならなくなった。

同年11月24日、KKRは一株19ドルの買収価格を最終的に提案し、DM社取締役会はこれを受け入れ、合併合意を承認した。なお、合併合意には、契約締結後、45日間のgo-shop期間が提供されることとされていたが、実際にこのgo-shop期間においてもDM社は、B銀行に売却交渉を委任した。この間、B銀行は53に及ぶ買収候補者に当たったが、最終的に誰も関心を示さなかった

のは当然であった。なぜなら、B銀行は、KKRによる合併成就に深い自己利益を有していたからである。

2011年1月12日、DM社は、当該合併合意承認に係る委任状勧誘書面を交付したが、予備的差止請求に係る証拠開示手続きの結果、本件合併交渉過程においてB銀行が秘密裏に行動したことが明らかになったことにより、同年2月4日、追加的委任状勧誘書面を交付した。

【法的分析】

A. 主張が成功することの蓋然性

1. 信認義務違反について

デラウェア州判例法が取締役の信認義務違反を評価する審査基準として用意するのは経営判断原則、より厳格な審査基準、完全公正性基準の三つである。取締役潜在で微妙な利益相反が構造的もしくは実質的に存在する場合、完全公正性基準を適用するほど重大でもないが、裁判所がその判断の内容をそのまま尊重するのも上手くないというときには、「厳格な審査基準（enhanced scrutiny）」⁽⁷⁾が妥当する。

厳格な審査基準では、まず取締役の側で、「自らの行動の動機が適切で、自己利益を図るためではなかったこと」の証明責任を負う。それはM&Aの文脈では、当該買収が、株主に合理的に入手可能な最善の価値を提供するよう確保すべく努力したことを示さなければならない、⁽⁸⁾ということである。次に取締役は、「当該行動が正当な目的との関係で合理的になされたこと」を主張・証明しなければならない。そのために取締役は、当該行動が、合理的な意思決定プロセスに従い、その判断の基礎を合理的な情報群に置いてなされたものであり、また当該時点における四囲の事情に鑑みて合理的になされたということを

(7) Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A.2d 34, 42 (Del.1994)

(8) Id.at 44 これはいわゆる「レブロン義務」の主観的要素（誠実性）に係る判断である。

証明しなければならない。⁽⁹⁾

合理性の基準においては、特に、取締役にとって外部専門家によるアドバイスにどこまで依存できるかが問われる。本件のようなM&A取引においては、とりわけB銀行のような財務アドバイザーが当然きわめて重要な役割を果たす。それゆえ、当裁判所は、売却側の財務アドバイザーに立つ投資銀行には、その報酬及び利益相反状況に関する完全な情報開示を要求する。かつてM&A取引において、売却側の財務アドバイザーである投資銀行が、合併合意調印後2ヵ月後経ってから買収側当事者に対する融資の許可を対象会社の取締役会に求めたケースで、当裁判所においてストライン判事は、当該投資銀行の利益相反の外観が取締役会の判断過程に影響を与えたと言い得る程度の因果関係を否定しつつ、「一般的には、売却側に立つ当該投資銀行は、とりわけ買収側から他の誰よりもその旨みのある役割に選ばれる蓋然性の大きい場合、それを欲している外観を示さないことが望ましい。」と判示している。⁽¹⁰⁾

また、デラウェア州法においては、取締役等経営者個人や財務アドバイザーが利益相反に汚染されている場合、その助言に対する取締役会の信頼も瑕疵を共有するといえる。⁽¹¹⁾

-
- (9) Id. at 45 これは「レブロン義務」の客観的要素に係る判断であり、前者は手続要件を、後者は実体要件を示す。そして実体要件としての合理性の判断は、当該取引時点において当該取締役が誠実に合理的であると信頼して行動したかどうかを問うものであり、裁判所による事後的・実質的審査とは異なる。
- (10) In re Toys “R” Us Inc. S’holder Litig., 877 A.2d at 975, 1006 note 46 (Del. 2005)
- (11) Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1284 n.33 (Del. 1989) 同事件は取締役個人と財務アドバイザーが通じて、彼らの好む買収提案者であるKKRへと買収取引を誘導した事案である。この点、Del Monteケースでは、DM社の取締役は、財務アドバイザーの深刻な利益相反を知らされていなかったにもかかわらず、ラスター判事は、DM社取締役の監視義務違反を示唆している（前掲（注6）818頁）。この問題点について、たとえ取締役が過失免責（デラウェア州会社法 § 102 (b) (7)）を得られるような場合にも、その判断が財務アドバイザーによる詐欺に係るものと認められれば、レブロン義務の客観的要素のうち手続要件に違反することになると示唆するものとして、R. T. Miller, ‘Journeys in Revlon-Land With a Conflicted Financial Advisor:

結局、DM社が、事実a、事実bに示す通り、当該買収交渉からB銀行の利益相反による汚染を除去し、株主の最善利益を合理的に追求するための努力をしたとは到底言えないため、この点で、DM社の取締役らの信認義務違反に係る成功の蓋然性を証明し得たと判断し得る。⁽¹²⁾

2. 幫助・教唆の主張について

原告株主らは、KKRについての幫助・教唆に基づく責任を主張しているが、これが成功するためには、原告株主らは、DM社取締役らによる信認義務違反があったことのほか、KKRが、DM社取締役らによる当該信認義務違反行為に意図的に参加し、それにより原告株主に直接損害が発生したことが主張、立証されなければならない。

第三者である買収者が取締役会の信認義務違反行為に意図的に参加したといえるためには、当該取締役会を代理し、もしくは支持する者の行為が信認義務違反を構成することを認識して行動したことが求められる。買収者が、独立当事者間の取引の交渉過程で、ただ価格を引き下げられるために行動する場合にはこれらの責任は生じない。しかし、この一般的なルールとは異なり、もし買収者が取締役会に利益相反状況を意図的に作り出そうとしたり、あるいはそれに付け込もうとしたような場合には、買収者は対象会社の株主に責任を負う場合があると見ていいだろう。同様に、対象会社の取締役会と共謀し、あるいは同意のもとに信認義務違反に加担した場合にも、同様の責任は発生する。

以上を検討すると、KKRは、B銀行の自己利益を図る行為に意図的かつ一貫して加担していたため、B銀行の利益相反行為がもたらしたDM社取締役らの信認義務違反につき、幫助、教唆の責任を負うと解される。

Del Monte and El Paso', Univ. of Iowa Legal Studies Research Paper No. 12-24 (2012) at 9参照。

- (12) 結局、事実a、事実bにもとづくDM社の取締役による信認義務違反の認定は、財務アドバイザーであるB銀行の事実隠匿による利益相反行為とは直接関係なくなされ得るものであったと言える。前掲（注11）Miller, at 7参照。

B 回復不可能な損害について

「他の代替的な法的救済が入手でき、かつそれが衡平法上の救済と同程度の現実性と効率性をもって正義の目的と迅速な実現に適うこと」という条件が満たされない場合、予備的差止請求を認めるべき「回復不能の損害」があると認められる⁽¹³⁾。

本件では、差し止めが認められない場合、DM社の株主らには、B銀行の不適切な行為によって汚染された公開買付に同意するか否かを投票によって決定する機会が永遠に奪われることになる。この唯一の機会が失われることの脅威が回復不可能な損害を構成すると言える。

差し止めが認められない場合、勿論DM社の株主らは金銭的損害賠償を請求することが可能である。しかし、その場合、もし汚染されない買収手続きであれば彼らが受けることができたはずの代価（想定価格）と実際に受領した代価の差額を損害とするのであるが、そこには不正確な評価が含まれることは避けられない。この事後の損害賠償請求による救済の明白な困難性のゆえに、対象会社の取締役会がレブロン義務に違反して、適切に当該会社を最善の価格で可能な買収者に売却することの可能性を合理的に追及しなかった場合、株主は、回復不能の損害を蒙る脅威に直面するのである。勿論、そのような株主のために、合理的な救済策の処方箋を作り出すことは可能であるが、それは膨大なコストと時間、それに避けることのできない不正確さと推測を含まざるを得ない。さらに、事後的な金銭賠償を請求する訴えにおいては、デラウェア州会社法では、過失免責規定（102（b）（7））、信託免責規定（141（e））が利いてくるので、かかる場合の唯一の現実的な救済は、予備的差止請求であることになる⁽¹⁵⁾。

(13) T.Rowe Price Recovery Fund,L.P. v. Rubin,770 A.2d 536,537（Del.Ch.2000）

(14) In re Cogent,Inc.S'holder Litig.,7 A 3d 487,515（Del.Ch.2010）

(15) Police&Fire Ret .Sys.of the City of Detroit v. 2009 WL 1873144,at 3（Del. Ch.June 26th 2009）

C 損益バランスの衡量 (Balancing of Hardship)

予備的差止を認める場合にも、裁判所は、それがもたらすメリットを上回る損害を生じさせないか否かの問題を考慮しなければならない。それは、差止めを認めないことで、より有利なプレミアムによる買収提案を永久に失ってしまう不利益と、差止めを認めることで、本件のように魅力的なプレミアムによる買収提案（一株19ドル）をつぶしてしまいかねない危険との利益衡量である。

デラウェア州裁判所は、他に競合的な提案がなされていない場合、差止請求に係る主張の強さとそれによってもたらされる財務的影響を考慮することなしに、当該プレミアム付きの取引提案を差し止めることはめったにない。

しかし、同時に、裁判所は、当該M&A取引を承認する株主総会決議における株主の議決権から汚染された障害を除去するためには、予備的差止請求を認めてきた。⁽¹⁶⁾

本件原告株主らは、30日－45日間（これは先行する45日間のgo-shop期間に由来するものである）の合併決議の差止めと取引保護条項の差止めを求めている。確かに、この段階で、本件取引を差し止める以外、B銀行による影響を除去するための限定的ではあっても効果的な救済策は期待し得ない。つまり、差止めを認めることによって、KKRが享受する特権を制限することにより、部分的に当該損害を治癒すると同時に、この期間中に過去最高値を提示する買収提案が現れる最後のチャンスを提供し得るのである。

ただし、30-45日間というのは適切ではない。利益相反に汚染されているとは言え、既に財務アドバイザーである投資銀行によって実施されたgo shopプロセスにおいて、DM社は市場にさらされており、そのことを考慮すれば、20日間をもって、誠実で本気の買収提案者を待つための待機期間としては充分であると考ええる。

また、同期間、取引保護条項も差止められるべきであると考えるが、それは解約手数料等の中身が不合理だからというのではなく、合併手続終了後の事後

(16) Louisiana Mun. Police Ret. Sys. v. Crawford v.Crawford,918 A.2d 1172、1192 (Del.Ch.2007)

的救済によって迅速に救済され得ない、B銀行の利益相反に汚染された交渉の一部であることによる信認義務違反の産物だからである。KKRはそのようなものから利益を享受すべきではない。

デラウェア州法では、no shop条項のような取引保護条項に対して信認義務規範が優越すべき事情として、以下の条件が検討される⁽¹⁷⁾。すなわち、(1) 買収者が対象会社の取締役等の信認義務違反を知っているか知るべきであったかどうか、(2) 当該買収取引が完結しているか否か、(3) 当該信認義務違反がとりわけ重要な公共政策に関わるものであるかどうか、(4) 取得者の当該合意が遵守されることへの信頼利益が裁判所による保護に値するかどうか（取得者の善意が問題とされる）。そして、本件において、これらの条件を適用した結果、本件取引保護条項を差し止めることが正当化されると解される。

D 担保金提供 (Injunction Bond)

原告株主に、本件合併契約に規定された違約金の1%に当たる1200万ドルの担保提供を命じる。

4 その後のデラウェア州判例の傾向

(1) In re EL PASO CORPORATION SHAREHOLDER LITIGATION.

41 A.3d 432 (Del.Ch.2012)

【事実の概要】

本件は、原告であるEL Paso社（以下、EP社）の株主らが、自社とKinder Morgan社（以下、KM社と記す）社間の合併の差し止めを求めた事案である。

EP社は、パイプライン事業と開発・生産事業を有する石油会社である。EP社は開発・生産事業を分離し、後にパイプライン事業を単独で売却することを企図し、これを公表した。その直後から、KM社はEP社に接近し、買収交

(17) Ace Ltd. v. Capital Re Corp., 747 A.2d 95, 104 (Del.Ch.1999)

渉を始めた。KM社は、合併後、EP社が営むパイプライン事業は保持しつつ、その他の開発・生産事業は売却するつもりであったが、EP社のCEOであるF氏は、実は、自分自身が他のEP社の経営者と協力して、後日、KM社からEP社の開発・生産事業を買収する予定であるという事実を開示しなかった。F氏は、自分の意図を隠したまま、本件合併の交渉過程に参加したのである。つまり、本来、EP社のCEOとしてKM社から最高価格を取得する義務を負っているはずの彼は、実際にはそれに相反する利害関係を有していた。

Goldman Sachs社（以下、GS社と記す）は、長年にわたりEP社の財務アドバイザーであり、EP社による本件開発・生産事業の分離に対する助言を行っていたが、KM社による買収提案については、重大な利益相反を抱えていた。すなわち、GS社は、KM社の19%（400万ドル相当の投資）を所有し、KM社の取締役会（board）に二人の取締役を指名する権利を保持していた他、KM社の総議決権の78.4%を保有する企業グループに参加していたからである。GS社のこのような利益相反状況は承知されていたが、本件においてEP社の利益相反状況を解消するために取られた措置は不十分なものであった。他の投資銀行であるMorgan Stanley社（以下、MS社と記す）が新たに財務アドバイザーに採用されたが、KM社とGS社は継続的にEP社に代替的買収提案について助言をするなど干渉を続けた。そしてEP社の協力者と共に働きかけを行い、EP社がKM社による戦略的買収提案を採用した場合にのみMS社に報酬が支払われることとする合意を締結させることに成功した。こうしてGS社は、MS社に、自己に有利に財務アドバイスを行うべきインセンティブを与えたのである。

さらに、EP社に助言を行ったGS社の主たる担当者は、自身が34万ドルに相当するKM社の株式を保有していることを開示しなかった。記録上は、本件合併の交渉について激しい論争が行われ、戦略的な買収提案がEP社の代表とアドバイザーらによって検討されたように見えるが、かかる利益相反状況に照らして見れば、これらの議論もかえって疑わしく見えるだけである。

【裁判結果】

予備的差止めを認めない。

【裁判の要旨】

本件記録によれば、原告株主は、本件合併がEP社の取締役らの深刻な利益相反に基づく信認（忠実）義務違反に汚染されているという主張の立証に成功する合理的蓋然性を示していると認められる。⁽¹⁸⁾しかし、本件において、KM社による合併提案は唯一のものであり、売却者としてのEP社の株主は本件合併を止めてしまうかどうかの選択権をなお有していることに鑑みれば、損益バランスの衡量の結果として、予備的差止めを否定するという結論を取らざるを得ない。確かに、事後的な損害賠償請求は完全な救済を株主に約束するものではないが、それでも本件で予備的差止めを認めることで、EP社の株主が、現在の市場条件から見れば魅力的と思える買収提案を受け入れられなくすることは、たとえその内容が本件のような利益相反に汚染された行為の結果であることを考慮しても、納得できるものではない。

(2) IN RE DELPHI FINANCIAL GROUP SHAREHOLDER LITIGATION.

Consolidated C.A. No. 7144-VCG.Court of Chancery of Delaware. (2012)

【事実の概要】

Delphi社（以下、D社と記す）は、被告であるRobert Rosenkranz（以下、R氏と記す）によって設立された保険持株会社で、1990年に公開化が行われた際に、A種類株とB種類株を発行している。そして、A種類株の大半は一般株主向けに取引されていたが、B種類株はR氏自身が所持していた。R氏は、D社株式につき、発行済株式総数の13%未満しか所持していなかったが、B種

(18) ストライン判事は、この点、特にEP社のCEOであるF氏が、MBOの意図をEP社取締役会に対して隠していたことによる忠実義務違反を重視している。もっとも、この点につき、KM社が将来のMBOにおいてF氏らを有利に取り扱ってくれることへの漠然とした期待を深刻な利益相反として捉え、F氏並びにEP社取締役会の判断を忠実義務違反と捉えることに対し疑問を呈するものとして、前掲（注11）Miller, at 17参照。

類株には1株あたり10議決権が付与されていたので、R自身はB種類株を通じてD社の支配権を握っていた。

2011年、Tokio Marine Holdings社（以下、TMH社と記す）は、R氏にD社を買収する意図を示した。交渉過程で、R氏はD社の取締役会に、差別的対価の支払いを禁止する定款規定（R氏はB種類様式をA種類様式に転換した上で、A種類株主に同額でこれを譲渡することとされた）にもかかわらず、自らが所持するB種類株に支配プレミアムが支払われない限り、本件買収には同意しない旨を伝えた。しかし、TMH社から支払われるプレミアムが市場価格よりはるかに高く、一般株主らにとっても非常に魅力的な提案であることを意識したD社取締役会は、独立委員会を設置して検討した。また、R氏は、D社を代表してTMH社と交渉を続け、最終的にD社株一株当たり46ドル（その組成は、A種類株については一株44.875ドル、B種類株については53.875ドル）の価格で売却することにTMH社は合意した。この合意は、A種類株主総会の多数決で承認されると共に、R氏に対する差別的対価の支払いを認めるよう定款が変更されることが条件とされた。

D社を設立する前に、R氏は、投資サービスを提供するAcron社（以下、A社と記す）を設立しており、A社は、D社の従業員・資源を利用してD社及び第三者に投資サービスを提供する旨の契約をD社と締結していた。また、A社はD社に投資サービスを提供する際に、R氏自身の分身であるRosenkranz Asset Management, LLC ("RAM") を通して代金を請求することになっており、結局、A社の収入は直接R氏の懐に入る仕組みになっていた。RAM契約は、双方当事者からの30日の解約告知によって終了することとなっていたが、D社とTMH社との交渉中、R氏は、TMH社にRAM契約について一年間の保留期間を設けるか、又はRAM社を買収することを提案した。R氏とTMH社は、ともにこの提案が成立したことについては否定しているが、R氏はD社とTMH社との交渉成立後にこの提案の成立を期待していたことを認めている。

【裁判結果】

予備的差止めを認めない。

【裁判の要旨】

原告は、少なくともR氏の信認義務違反の立証については、成功の蓋然性を証明したと言える（特に、R氏がD社定款による差別的対価の支払いを禁ずる制限にもかかわらず、これを変更し、自らの支配権プレミアムを強圧的に実現した点において、信認義務違反の蓋然性を認めた。R氏は、A種類株式を保有する一般株主から、支配権プレミアムを、いわば二重に取得したと評価されたのである）。しかし、当該合併を差し止めるか否かは、唯一の買付者（bidder）しかない状況と競合（或いは潜在的・敵対的）相手がいる場合とを区別して注意を払わなければならない、原則として前者の場合は、予備的差止請求を認めることには慎重でなければならない。

本件では、莫大なプレミアムがTMH社により提供されており、これは誰も否定できない。また、R氏は交渉過程の代表者として負うべき責任の観点からは、それに違反しているとはいえ、R氏の利益は少なくとも部分的には他の大勢のA種類株主と一致していたのである。しかも、本件では事後的な損害賠償請求が本来的な救済策と成り得ること、さらに他に本件提案に匹敵するような潜在的買収者は現れなかったし、今後その見込みもないことなどを考慮すれば、損益バランスの衡量として、予備的差止請求を認めることが、株主が本件買収提案に応じることや、損害賠償請求を追及することに勝る利益をもたらすとは到底考えられない。

5 まとめ

以上見てきたところから分かる通り、デラウェア州においては、M&A取引における買収提案に対し、対象会社の取締役の信認義務違反を理由として対象会社の株主が予備的差止請求を提起する場合、裁判所がその可否を判断する際に考慮すべき要因は、①当該買収提案に競合的な提案があるかどうか、②当該買収提案が提供するプレミアムが株主にとって十分魅力的と思える程度のものであるかどうか、③当該事件で焦点となる回復されるべき不利益が事後的な損

害賠償請求によってある程度救済され得る性質ものであるかどうか、⁽¹⁹⁾ということである。そして、基本的に、デラウェア州裁判所は、競合的買収提案が存在しない場合、唯一の買収提案を差し止めることに対しては非常に消極的であるが、そこに利益相反要素もしくは詐欺的、威圧的な要素の隠匿に係る情報開示義務の違反が認められる場合、例外的に、それを補正し得る追加的情報開示を可能にする限度で予備的差止請求を認めることがある。つまり、デラウェア州裁判所は、会社の売却局面において最も重視されるべき価値は、正確な情報開示によって提供される十分な情報に基づき、売却者である株主自らが自律的判断を行うことができる条件を整備することであると言うことができる。本稿で取り上げたDel Monteケースは、そのことを雄弁に物語る先例として重要な意義を有するものと解される。

(19) なお、デラウェア州裁判所が予備的差止請求訴訟を否定する場合に、原告側の立証の成功の蓋然性を認めながら、損益バランスの衡量を強調してこれを却下する場合は、結果的に、その後の原告株主による事後的損害賠償請求による救済を奨励することになるほか、和解で終了する場合でも和解金を吊り上げる要因となり得ることを指摘するものとして、B.R.Aronstam/S.M.Sirkin, 'Post-Closing Litigation Risk in Stockholder M&A Actions', INSIGHTS, Vol.26, No.5 at 9 (2012) を参照されたい。