

The Corporate Counselor

- Insights into Japanese Corporate Law -

June 2010/No.1

SQUEEZING OUT MINORITY SHAREHOLDERS— WHO'S REALLY BEING SQUEEZED?

A purchaser often will desire to acquire full control over a target company in order to maximize various efficiencies. Gaining complete control over a Japanese target company can reap many benefits to a purchaser, such as: (i) streamlining the corporate governance of the target company since with only one shareholder, an extraordinary shareholders resolution can be obtained by written consent in as little as one day (as opposed to an approximate two-month period if the shares of the target company are publicly traded); (ii) providing the purchaser with the full benefit of increases in the target company's value; (iii) eliminating conflicts of interest issues and fiduciary duty concerns for the majority shareholder and its director nominees; and (iv) dispensing with the need to comply with Japanese insider trading regulations and the need to prepare and file periodic securities reports (if the target company is a publicly traded company in Japan).

A purchaser ordinarily will launch a tender offer as the first step to acquiring a control over a publicly traded target company. Typically, not all of the target company's shareholders will tender their shares in the offer, leaving a minority shareholder base (which thwarts a purchaser's ability to achieve the benefits discussed above). Squeezing out minority shareholders in Japan, however, normally requires prudent planning in light of the current legal uncertainties associated with this process. Experienced advisors should be retained early in the process to evaluate proposed squeeze out structures and assess timing and market reaction. Public relation concerns also should be factored into the decision making process, as poor publicity can sap economic benefits gained from the integration.

Background. There are a variety of ways in Japan to potentially squeeze out minority shareholders, including:

- share-for-share exchanges or triangular share-for-share mergers or exchanges, in which the shares of the purchaser (or its ultimate parent company) are exchanged for the shares of the target company;
- cash-for-share exchanges or mergers, or triangular cash-for-share mergers, in which cash is exchanged for the shares of the target company (typically set at the tender offer price if such process was effected within a reasonable time period before the cash exchange or cash merger);
- direct share purchases from the minority shareholders; or
- a "shares subject to call" (*zenbu-shutoku-joukoutsuki-syurui-kabushiki*) process (as explained below).

The selection of which squeeze out method to adopt is highly fact driven, and we do not try to list all of the pros and cons of each method in the abstract. However, we note that the delivery of shares of a publicly traded company in Japan in a share-for-share exchange may make compliance with this scheme difficult for many purchasers, and Japanese corporate tax concerns at the target company level may reduce the attractiveness of cash-for-share exchanges or mergers and cash mergers. Direct share purchases from minority shareholders can be cumbersome and inefficient due to the potentially large and diverse pool of sellers and the lack of assurance that all of the minority shareholders will agree to sell their shares (let alone without seeking an exorbitant hold-out price). Furthermore, if the target company is a publicly traded company, then making direct share purchases in order to acquire control over the target company would require the purchaser to launch a tender offer, but launching a tender offer doesn't assure the purchaser that it will be able to gain complete control over the target company because some of the minority shareholders may determine not to tender their shares in the offer (as mentioned above). We note further that despite widespread press coverage that the 2006 revisions to Japan's Company Law permitting triangular mergers or exchanges would allow foreign companies to use this squeeze-out technique, to date we are aware of only Citibank utilizing a triangular share-for-share exchange to complete an acquisition in Japan (this technique was used by Citi in its 2008 squeeze-out of the minority shareholders of Nikko Cordial Corp).

A better approach to squeeze out minority shareholders? A "shares subject to call" process, which was developed as an outgrowth of the 2006 revisions to Japan's Company Law, can be an effective squeeze-out method and warrants special attention due to its somewhat bizarre process. A "shares subject to call" squeeze out is ordinarily effected as follows: (i) the common shares of the target company are re-characterized as shares that can be called/redeemed by the target company (*ergo* the name "shares subject to call"), which re-characterization requires the approval of at least two-thirds of the target company's shareholders duly present at a shareholders meeting (which vote can include the target company shares owned by the purchaser) in order to amend the target company's Articles of Incorporation to provide for the re-characterization as the "shares subject to call," (ii) the target company obtains shareholder approval to redeem the "shares subject to call" and instead of paying cash, the target company uses another class of its shares as consideration for the redemption (we note that the requirement to obtain shareholder approval to re-characterize common shares as the "shares subject to call" and to redeem the "shares subject to call" can be obtained in one shareholders meeting, rather than two separate meetings), (iii) the exchange ratio for the number of the target company's other class of shares that can be received in



Nobuya Matsunami
松浪 信也

Partner
03-5562-8633
n_matsunami@jurists.co.jp



Stephen D. Bohrer
スティーブン ボーラー
Counsel - Cross-Border
Transactions Group Leader
03-5562-8648
s_bohrer@jurists.co.jp

exchange for the target company's "shares subject to call" is set so the minority shareholders are entitled to receive only a fractional share (i.e., less than a whole share), and (iv) upon receiving court permission, the target company sells the total of the fractional shares to the purchaser and distributes the proceeds to the minority shareholders on a *pro rata* basis (the sales prices ordinarily would be the tender offer price), thereby eliminating the share ownership of the minority shareholders in the target company.

A "shares subject to call" process can be beneficial to a purchaser because the purchaser does not need to be a company organized under the laws of Japan in order to utilize this method, more than one major shareholder in the target company can remain after completing the process (if desired by the purchaser), and taxation of unrealized gain at the target company normally should not occur. Since the target company will offer a new class of shares, the deal team should be sensitive to whether the securities laws of other nations will apply if minority shareholders reside outside of Japan.

少数株主のスクイズアウトー誰が絞られている (Squeezed)のか？

買収者はしばしば様々な効率性を最大化するために対象会社の完全な支配権を取得することを希望する。日本の対象会社を 100% 支配することができれば、買収者は、(i) 対象会社のコーポレートガバナンスを整理することができ(株主が一名となると、臨時株主総会の決議を書面により一日で取得できるのに対し、対象会社の株式が上場されている場合は、約 2 ヶ月の期間を要する)、(ii) 買収者が、対象会社の価値の増加による利益をすべて得ることを可能となり、(iii) 大株主とその指名する取締役の利益相反や、善管注意義務に関する懸念を排除することができ、(iv) (もしも対象会社が日本の上場会社である場合は) 日本のインサイダー取引規制に従う義務がなくなり、定期的な有価証券報告書の提出義務の免除を受けることができるなど、多くの利益を得ることができる。

上場会社の支配権を取得するための第一段階として、買収者は、通常公開買付けを行うことになるが、公開買付けにおいて対象会社のすべての株主が応募するわけではなく、少数株主が残存することになるのが通常である(その結果、買収者は、上記の利益が得られないことになる)。しかしながら、日本における少数株主のスクイズアウトは、その法的手続きに際して予測が困難な面があるため通常慎重な計画と実行を要する。そこで、アドバイザーの助力を得て、スクイズアウトの方法やタイミング、市場の反応を評価する必要がある。意思決定の過程においては、パブリックリレーションにも配慮し、不用意な公表が統合により生じる経済的な利益を損なわないようにしなくてはならない。

バックグラウンド 以下のとおり、日本においては少数株主をスクイズアウトするための様々な方法がある。

- 株式交換又は三角合併若しくは三角株式交換 この場合、対象会社の株式は買主(又はその究極の親会社)の株式と交換されることになる。
- 現金株式交換、現金合併又は現金三角合併 この場合、対象会社の株式に対して現金が交付される(現金株式交

* * * * *

Japanese law and case precedents do not provide a single cure-all approach on how to eliminate the share ownership position of minority shareholders. A "shares subject to call" process, therefore, should not be considered a panacea. For example, if this process is utilized the dissenting shareholders may exercise appraisal rights, a potentially time consuming and expensive process that provides the minority shareholders with the opportunity to obtain a higher purchase price than the price paid in the prior tender offer. This potential price disparity could create incentives for a minority shareholder to undertake substantial maneuvering.

We will discuss in a subsequent client briefing the appraisal process in connection with a squeeze-out using a "shares subject to call" process, and the issues to consider and traps to avoid when an appraisal is initiated in this context.

換又は合併が、公開買付けの後合理的な期間内に行われる場合、現金対価は、通常、公開買付け価格と同額に設定される)。

- 少数株主からの株式の直接買取り。
- 全部取得条項付種類株式を使用する方法(以下を参照)。

スクイズアウトの方法の選択は個々の事実に左右されるので、ここではそれぞれの方法の利点及び欠点を抽象的に論じることにはしない。しかし、日本の上場会社の株式を株式交換において交付することは、多くの買収者にとっては困難である可能性があり、法人税法に基づく対象会社における課税のために現金株式交換及び現金合併は魅力的ではないかもしれない。

少数株主から直接株式を購入することは、多数かつ多様の株主が存在するかもしれない、(過大な対価を提供しないことは当然のこととして)少数株主のすべてがその株式を売却することを保証できないことからすると手間がかかり、非効率的になるかもしれない。更に、対象会社が上場会社である場合、直接株式を購入することにより対象会社の支配権を取得するために、買収者は、公開買付けを行わなければならない。しかし、公開買付けの実施は、対象会社の完全な支配権を取得することを買収者に保証するものではない。なぜなら、少数株主のうちの一部は、上記のとおり、公開買付けにおいてその株式を売却することを申し出るとは限らないからである。更に、2006年の会社法の改正により、三角合併及び三角株式交換が可能となり、外国の会社がこの方法でスクイズアウトを実施することが可能となったが、現在までシティバンクが三角株式交換を使用して日本において買収を行ったこと(シティは 2008 年に日興コーディアル証券の少数株主をスクイズアウトしている)が知られているのみである。

少数株主を排除するためのより良い方法？ 全部取得条項付種類株式を使用する方法は、2006年の会社法の改正により導入されたものであり、スクイズアウトのために効果的な方法であるが、特殊なプロセスを伴うため特に注意を要する。全部取得条項付種類株式を使用したスクイズアウトは、通常以下のとおり行われる。(i) 対象会社の普通株式は、対象会社によって取得することができる株式(すなわち、全部取得条項

付種類株式)に変更される。そのためには、対象会社の株主総会において、全部取得条項付種類株式への変更を可能とする定款変更が、その出席した株主の少なくとも3分の2の賛成(買収者によって保有されている対象会社の株式に基づく投票を含む)により、承認されなければならない。(ii)対象会社は、株主総会の承認を得て、全部取得条項付種類株式を取得する。その際、対象会社は、現金を支払う代わりに他の種類の株式をその取得の対価として交付する(なお、普通株式を全部取得条項付種類株式に変更するための議案、及びこれを取得するための議案は、二度の株主総会ではなく、一度の株主総会において承認することが可能である)。(iii)全部取得条項付種類株式の取得の対価として、対象会社のその他の種類の株式を交付する際の交換比率は、少数株主が株式の端数(すなわち1株未満)のみを取得することができるように設定される。(iv)裁判所の許可を得ることにより、対象会社は株式の端数の合計を買収者に売却し、その対価を少数株主にその持分比率に応じて分配する(その売却価格は通常公開買付価格と同額となる)。これにより、対象会社における少数株主の株式保有が排除される。

全部取得条項付種類株式を使用するプロセスは、買収者が日本の法律により設立された法人である必要がなく、(買収者が希望する場合は)プロセスの終了時点において対象会社の複数の大株主が残存できること、対象会社における含み益に対

する課税が通常行われないことから、買収者に有利である。なお、対象会社は、新しい種類の有価証券を交付することになるため、少数株主が日本国外に存在する場合には、他国の証券法の適用がないか留意する必要がある。

日本の法律及び裁判例は、少数株主の株式保有を排除するため、一つですべて解決するような方法を提供しているわけではない。従って、全部取得条項付種類株式を使用する方法は万能薬ではない。例えば、もしもこの方法が使用された場合には、反対株主は、株式買取請求権を行使することができるが、これは時間と費用を要するプロセスとなる可能性があり、少数株主に、先行する公開買付けにおいて支払われた金額以上の価格を取得する機会を与えることになる。このように価格の差異が生じる可能性があるために、少数株主は実質的に「操作」を行うように動機付けられるかもしれない。

次のニュースレターにおいては、全部取得条項付種類株式を使用したスクイーズアウトに関する株式買取請求権のプロセスと、このような場合に株式買取請求権が行使された場合に留意すべき事項や避けるべき点について説明することにする。

(表現を整えるため、本ニュースレターの日本語版には英語版の逐語訳ではない部分があります。)