

NO&T U.S. Law Update

米国最新法律情報

2024 年 4 月 No.117

デラウェア州 M&A 最新判例アップデート 2023 年下半年編

弁護士・ニューヨーク州弁護士 大久保 涼

弁護士・ニューヨーク州弁護士 達本 麻佑子

弁護士・ニューヨーク州弁護士 佐藤 恭平

弁護士 中村 勇貴

はじめに

本ニュースレターでは、2023 年の下半期においてデラウェア州裁判所から出された米国 M&A・会社法分野に関する重要判例のうち注目すべき 4 件を、デラウェア州の M&A・会社法に関する過去の判例法の一般的な解説と共に紹介する。

I. *Crispo v. Musk, et al.* (Con Ed 条項の法的拘束力に関する事例)

1. 事案の概要

2022 年、Elon Musk 氏は Twitter, Inc. (以下「Twitter 社」という。)の買収を計画し、同年 4 月に合併契約を締結したが、同年 7 月、Musk 氏は Twitter 社に対して合併契約の解除を通知した。これに対して、Twitter 社は直ちに合併取引の実行を求めてデラウェア州衡平裁判所において Musk 氏を提訴したところ、Twitter 社の株主であった Luigi Crispo 氏も Musk 氏を被告として特定履行及び損害賠償を求めて提訴した。

Twitter 社の合併契約には、買主の契約違反時に売主が買主に損害賠償責任を追求する場合、請求可能な損害には、当該取引が行われていたら株主が享受していたはずのプレミアム (以下「逸失プレミアム」という。)を含む株主の逸失利益を含む旨の条項 (以下「損害定義型 Con Ed 条項」¹という。)が入っていた。他方、合併契約には、株主など合併契約の当事者以外の第三者には契約上の一切の権利を付与しない旨の条項 (いわゆる no third-party beneficiaries 条項)が入っていたが、株主からの逸失プレミアムを求める請求について、特段 no third-party beneficiaries 条項の適用除外とするような文言は入っていなかった。

2022 年 10 月、裁判所は、Twitter 社の株主は合併契約の特定履行を求める当事者適格を欠くとして、Crispo 氏の請求の大部分を却下したが²、損害定義型 Con Ed 条項に基づき逸失プレミアムの請求を求める株主に対して no third-party beneficiaries 条項が適用され、当該株主は当事者適格を欠くか否かについては判断を下さなかった。その後、2022 年 10 月 27 日、Musk 氏による Twitter 社の買収取引は完了した。

その数ヶ月後、Crispo 氏は、上記の合併取引の実行についての部分的な貢献を根拠に、3 百万ドルの mootness fee を求めてデラウェア州衡平裁判所に対して申立てを行った³。

¹ このような、株主の逸失プレミアムについての責任を買主に負わせる内容の規定は、後述の Con Ed 判決を踏まえて実務上用いられるようになった「Con Ed 条項」の一類型である。

² *Crispo v. Musk, et al.*, C.A. No. 2022-0666-KSJM (Del Ch. Oct. 11, 2022)

³ 原告である Crispo 氏が訴訟を提起した後、判決が下される前に合併が実行されたことで原告の当初の請求については争訟性が失われた (moot になった) が、原告の訴訟提起と合併の実行による便益との間には一定の因果関係があることを理由に、原告が被告である Musk 氏に対して訴訟にかかった弁護士費用やその他の費用を請求することが、mootness fee の請求である。

2. 争点と裁判所の判断⁴

裁判所は、本件で Crispo 氏の主張する mootness fee が認められるためには、原告である Crispo 氏は自らの逸失プレミアムを求める請求が提訴時に法的に価値のあるもの（meritorious）であったことを証明する必要があるとした。原告側は、損害定義型 Con Ed 条項は、逸失プレミアムを請求するための第三受益者としての地位を株主に付与するものである（従って、no third-party beneficiaries 条項は適用されない）と主張し、他方、被告側は、no third-party beneficiaries 条項の存在や合併契約の当事者ではない株主に第三受益者の地位を付与することに抑制的であるデラウェア州法の解釈を理由に、原告の主張に反対した。

本件と同様に株主の逸失プレミアムの請求の有効性について争われた 2005 年の Con Ed 判決⁵において、第二巡回区控訴裁判所は、買主の義務違反により合併が実行されなかった場合、合併契約に規定された no third-party beneficiaries 条項の存在を理由に、対象会社の株主は、買主に対して株主の逸失プレミアムを請求するための当事者適格を有しないと判断した。Con Ed 判決については、実務家から、買主が合併契約に違反したような場合には、株主が本来享受していたはずのプレミアムやその他株主の受けた損害について買主は一定の責任を負うべきであって、Con Ed 判決により、（株主の逸失プレミアムが損害賠償の対象とならず賠償額が限定されてしまうため）買主は合併契約に違反して合併を実行しないという判断をしやすくなるのではないかと批判がなされていた。そのため、Con Ed 判決を受けて、株主の逸失プレミアムの損害賠償請求を有効とするための実務的なアプローチとして、①株主がその逸失プレミアムを買主に直接請求するための第三受益者の地位を株主に明示的に付与する、②株主に代わり対象会社を逸失プレミアムについて損害賠償請求できる独占的代理人とする、③買主が賠償する対象会社の損害に、株主の逸失プレミアムを含むとする⁶、といったアプローチが使われるようになった（Twitter 社の合併契約では、上記のとおり、③のアプローチが採用されていた。）。

Crispo 氏の裁判において、裁判所は、③のアプローチについて、対象会社は合併が実行された場合にも合併対価に含まれる株式のプレミアムを受け取る権利を有しない（プレミアムを受け取るのは対象会社ではなく株主である）ため、合併が実行されなかった場合の対象会社の損害に逸失プレミアムを含むことは、対象会社において予想される損害を超えた責任を買主に負わせることになり、デラウェア州において法的拘束力を有しない罰金（penalty）の請求に相当すること、そして、株主の逸失プレミアムを請求することができるのは Twitter 社の株主のみであるため、株主の逸失プレミアムに関する規定は株主に第三受益者としての地位を付与する場合にのみ法的拘束力を有することを示した。その上で、本件では Twitter 社及び Musk 氏は株主に対して第三受益者の地位を付与しない意図を有していたことを示す十分な証拠があるとして、損害定義型 Con Ed 条項は法的拘束力を有しないというのが一つの合理的な解釈であるとした（第一の解釈）。

また、裁判所は、もう一つの合理的な解釈として、デラウェア州では当事者間で交渉された契約条項を無効とする解釈を避けるべきであるとの原則があることを踏まえ、「例外的かつ限定的状況」、つまり、合併取引が中断され、特定履行を求めることもできないという状況において、逸失プレミアムを請求するという限定的な目的であれば、損害定義型 Con Ed 条項が株主に第三受益者の地位を黙示的に付与するような場合もあり得ることを示唆した。逆に言えば、契約当事者の意図を踏まえると、株主に認められる第三受益者としての地位は、合併取引の特定履行による救済が可能である間は認められるべきではなく、Crispo 氏が訴訟提起をした時点で Twitter 社は合併契約に基づく特定履行を求めていることを踏まえると、Crispo 氏による株主の逸失プレミアムの請求はその時点では有効ではなく、法的に価値のあるもの（meritorious）ではなかったと判断した（第二の解釈）。

結論としては、裁判所は、上記第一の解釈及び第二の解釈を説明した上で、いずれの解釈によっても Crispo 氏の請求は提訴時に法的に価値のあるものではないことを理由に Crispo 氏の申立てを却下したが、本件においていずれの解釈を採るべきかについては明確な判断を下さなかった。

3. 上記判決（Crispo 判決）の考慮すべきポイント

➤ Crispo 判決では、上記③のアプローチは、原則として、デラウェア州の契約法の理念に照らして法的拘束力

⁴ *Crispo v. Musk, et al.*, 2023 WL 7154477 (Del. Ch. Oct. 31, 2023)

⁵ *Consolidated Edison v. Northeast Utilities*, 426 F.3d 524, 528 (2d Cir. 2005)

⁶ この③のアプローチは一般に「damages-definition（損害定義）」アプローチと呼ばれる。

を有しない罰金（penalty）の請求条項であるとの裁判所の立場が明らかになった。そのため、合併契約において株主に対して逸失プレミアムを追及する第三受益者の地位が明示的に与えられている（すなわち①のアプローチと併用されている）場合、又は Crispo 判決で示された第二の解釈を採用した上で第三受益者としての地位が株主に黙示的に付与されるような例外的な場合でなければ、少なくともデラウェア州では③のアプローチは法的拘束力を有しないと判断されると思われる。

- Crispo 判決では、裁判所は、上記②のアプローチについて、契約当事者が一方的に自らを契約当事者ではない第三者の代理人に指名することについて法的根拠がないとして懐疑的な立場を取っているように思われるが、脚注において、合併が成功しなかった場合に株主の逸失プレミアムを請求する目的で対象会社を株主の代理人とする内容の規定を基礎定款に追加することが解決策となり得ることに言及している。そのため、②のアプローチについては今後更に検討が進められる可能性がある（もっとも、既に上場している会社にとっては、②を実行するためには株主総会において基礎定款の修正を決議する必要があるため、容易に実現できる方法ではないと思われる。）。
- Crispo 判決では、このように、②のアプローチ及び③のアプローチについては不確実性が残ることになった。そこで、上記①のアプローチを採用して株主に対する第三受益者としての地位の付与について合併契約に明確に定めておくことが考えられる。しかしながら、この①のアプローチは買主が株主から訴訟を提起されるリスクを高めることになり、それ故に合併契約の交渉を難しくする側面がある。
- Crispo 判決を踏まえ、上記 3 類型の Con Ed 条項の代わりに、合併において支払われる株主のプレミアムに相当する金額のリバースブレイクアップフィーや損害賠償額の予定（liquidated damages）の規定を利用することも考えられる。しかし、合併において支払われる株主のプレミアムに相当する程度のリバースブレイクアップフィーや損害賠償額の予定についても、対象会社が株主の逸失プレミアムを受領するという意味では単に外形が異なるだけで、実質的には罰金（penalty）に相当するため法的拘束力は認められないと裁判所が判断する可能性があると考えられる。

Advance Notice Bylaws

1. Advance Notice Bylaws 導入の背景

Advance notice bylaws は、取締役の指名その他の株主提案を行う株主に対し、株主総会の一定期間前までに株主や取締役候補者等の情報を記載した通知書の提出を求める等、一定の要件を満たすことを定める附属定款の規定のことである。デラウェア州法上、株主提案を行うに際して、事前通知を求める規定は現時点において存在しない⁷。この点も踏まえ、advance notice bylaws は、会社として、附属定款に株主提案に係る事前通知の要件を定めておくことにより、事前に株主から提出される株主提案の情報を会社や株主が把握できるようにするものである。advance notice bylaws は、株主提案についての準備期間を提供し、また事前の情報提供により会社や株主の判断に資するものであるため、上場会社のうち大多数の企業において導入されている。

2. Advance Notice Bylaws に関するデラウェア州裁判所の考え方

デラウェア州裁判所は、これまで多くの場面において、advance notice bylaws の規定の効力を認めてきており、規定の有効性が否定される場面は限定的であった。これまでの判例の蓄積により、①具体的な事案の内容に照らして附属定款の規定が不当に株主の議決権の行使を制約する場合若しくは不公正に適用される場合、②附属定款の規定が不明確である場合、又は③事前通知期限後に取締役会によって予期せぬ重大な変動がもたらされた場合には、効力が否定されるものと解されてきた⁸。

⁷ なお、連邦法上、上場会社等については、会社指名の取締役以外の取締役の指名を行うための委任状勧誘をしようとする者は、前年の株主総会の 1 年後の日の 60 日前までに会社へ通知を行うこと（17 CFR § 240.14a-19(b)(1)）等が求められているが、かかる通知の内容は限定的である。

⁸ *AB Value Partners, LP. v. Kreisler Manufacturing Corp.*, 2014 WL 7150465 (Del. Ch. Dec. 16, 2014)

3. Universal Proxy 導入後の Advance Notice Bylaws の進展

2021 年 11 月、米国証券取引委員会（Securities Exchange Commission、以下「SEC」という。）は、会社提案の取締役の選任議案と株主提案の選任議案が提出されている場合に、全ての取締役候補者を一つの委任状に記載する universal proxy の使用を義務付ける規則（Rule 14a-19）を採用し、同規則は 2022 年 8 月に発効した。従前は、会社と提案株主のそれぞれが自身の提案する取締役候補者のみを記載した proxy を配布し、株主は株主総会に出席しない限り会社と提案株主の候補者を組み合わせて投票することができなかった。universal proxy の使用により、株主はそれぞれの候補者を組み合わせて投票できるようになり、会社提案の取締役候補者全員の選任を望まない場合に株主提案の取締役候補者の一部に投票することが可能となったことから、株主提案の取締役候補者の一部が選任される可能性が生じ、委任状争奪戦が増えることが見込まれていた。

これに対応して、上場会社等では、advance notice bylaws の導入・改定が進み、会社によっては提案株主に広範な要件を課す advance notice bylaws を導入するようになったが、かかる広範な要件を課す advance notice bylaws の効力がどこまで認められるかについてデラウェア州裁判所の動向が注目されていた。今回取り上げる判例は、いずれもかかる SEC 規則の改正後の対応に関する事案である。とりわけ、*Kellner v. AIM ImmunoTech Inc.* は、advance notice bylaws の一部の規定について無効と判断したものであり、advance notice bylaws の有効性とその限界について、一定の示唆を与えるものとなっている。

II. *Kellner v. AIM ImmunoTech Inc. (C.A. No. 2023-0879-LWW)*

1. 事案の概要

本判決は、上場会社である被告がアクティビスト株主である原告による委任状争奪戦に対応するために採用した advance notice bylaws について、一部の規定の効力が否定された事案である。経緯は以下のとおりである。

2022 年 4 月及び 7 月、免疫関連の医薬品事業を営む上場会社である AIM ImmunoTech Inc.（以下「AIM 社」という。）は、現経営陣への反対派を構成する株主から、取締役指名の株主提案に関する通知を受領した。しかし、AIM 社は、いずれも、AIM 社の附属定款や適用法令に違反するとしてこれを拒否した。かかる反対派株主の活動を踏まえて、AIM 社の取締役会は、2023 年 3 月、附属定款の advance notice bylaws の規定を改正することを決定した。2023 年 8 月、反対派を構成する株主の一人である Ted D. Kellner（以下「Kellner 氏」という。）は、取締役指名の株主提案に関する通知を送付したが、当該通知に advance notice bylaws 違反の不備があるとして、AIM 社は当該通知の受理を拒否した。

これを受けて、Kellner 氏は、(i)AIM 社の advance notice bylaws の規定が無効であること、(ii)仮に有効であるとしても、原告に対して不公正な態様で適用されていること、並びに(iii)AIM 社の取締役会が附属定款の改正を行ったこと及び原告の通知の受理を拒否したことが AIM 社の取締役の信託義務に違反していることのそれぞれの確認を求めて訴訟を提起した。

2. 本判決のポイント

(1) 本判決の結論

本判決では、SEC 規則改正に対応して附属定款の改正により新たに追加された advance notice bylaws の一部の規定について、不明確である等の理由により、効力が否定されたが、原告の事前通知は、改正前の advance notice bylaws の規定の要件を満たしていないなどとして、原告の請求は棄却された。

(2) 本判決の内容

➤ 本判決は、委任状争奪戦が予期された中で AIM 社が advance notice bylaws を改正したことを踏まえて、ユノカル判決に基づく厳格な司法審査基準⁹を適用した上で、2023 年の変更後の附属定款の規定のうち、原告

⁹ ユノカル判決に基づく厳格な司法審査基準（ユノカル基準）は、取締役会が脅威を察知した上で防衛を行ったという主観的な動機で行動していた場合等において適用される審査基準であり、本判決においては、①取締役会が会社の重要な利害又は重要な会社の利益の達成に対する脅威に直面していたこと（reasonableness test）、及び②取締役の対応が脅威に対して合理的なものであり、株主の議決権を排除又は強制するものでないこと（proportionality test）を会社側で立証できたか否かという観点から判断している。ユノカル基準の内容については、当事務所発行の[米国最新法律情報 No.106「デラウェア州 M&A 最新判例アップデート 2023 年上半期編」](#)

が争った 6 つの規定について有効性を判断した。いずれの規定も reasonableness は満たしていると判断されたが、以下の①乃至④の 4 つの規定については、会社の目的に照らして不当であり、proportionality を満たさず無効であるとし、⑤及び⑥の 2 つの規定については、proportionality も満たして有効であると判断した。

①AAU (Agreements, Arrangements and Understanding) 条項

AIM 社の advance notice bylaws においては、取締役指名に関する過去 24 ヶ月の合意、取り決め及び了解を開示することを求める AAU (Agreements, Arrangements and Understanding) 条項が定められていた。

裁判所は、24 ヶ月という期間については、取締役指名を排除する効果を有するものではなく、AIM 社の 2022 年の株主提案が 18 ヶ月の活動期間を経て行われたものであったという経験に照らし不合理でもないとは判断した。

他方で、提案株主の関係者と、提案株主、取締役候補者、提案株主の関係者及びこれらの者と協力する者並びにその他の者との間の契約、取り決め及び了解を開示することが求められていた点については、関係者や協力する者の定義が広く、対象が広範囲に及びすぎており、有効に機能しておらず、取締役会の主観的な判断を生じさせるとして、無効であるとした。

②協議や候補者の指名に関する条項

AIM 社の advance notice bylaws では、提案株主又はその関係者と取締役候補者との間の協議、投資助言又は上場会社における過去の指名に関する合意、取り決め及び了解を開示することが求められていた。①の関係者の定義が広範囲に過ぎる点は、AAU 条項と同様であり、長文で曖昧な要件が定められており、過去 10 年にも及ぶ、AIM 社以外の上場会社を含む合意等の開示を求めるのは過大であり、取締役会による主観的な解釈を可能にする曖昧な条項であるとして、無効であると判断した。

③既知の支援者に関する条項

AIM 社の advance notice bylaws では、取締役の指名に関する全ての既知の支援者の開示が定められていた。裁判所は、既知の支援者に関する条項は、提案株主の関係者が認識している、指名を支援する他の株主も含めて、あらゆる種類の支援についても開示を求めるものであって、支援の種類及び支援者のいずれについても範囲が不明確であり、株主にとって合理的に予測できない理由で会社が事前通知を拒否することを可能にするものであるとして、無効であると判断した。

④所有者に関する条項

AIM 社の advance notice bylaws では、取締役指名の株主提案を行う株主に、取締役候補者の関係者及び家族並びにその協力者による AIM 社株式の保有状況や競合他社の株式の保有状況の開示を求めていた。しかし、これについては、裁判所は、間接保有等の抜け穴を防止するという条項の趣旨自体は、正当な目的を有しているとしつつも、仮に正当な目的があったとしても、多数の条項によって解釈不能となり、正当化できなくなっているとして、無効と判断した。

⑤最初のやりとり (first contact) に関する条項

AIM 社の advance notice bylaws では、取締役候補者の提案に関与した者の間の最初のやりとりの日を開示することが求められていた。これについて、裁判所は、最初のやりとりの日を確認するのは、困難ではなく、合理的なアプローチを定めた条項であるとして、有効であるとした。

⑥アンケートに関する条項

AIM 社の advance notice bylaws では、提案株主の提案する取締役候補者が AIM 社の提供するアンケートに回答することが求められていた。Kellner 氏は、かかる条項では、提案株主の要請があってから 5 営業日以内にアンケートを提供するとしていることが悪用の余地を生んでいると主張したが、裁判所は、アンケー

(2023 年 11 月) も参照されたい。

ト条項は、不合理なところは見られず、5日とそれより短い期間で悪用の観点から有意な差があるということはないとして、有効であるとした。

- 上記のとおり、裁判所は、2023年の変更後の附属定款の4つの規定の効力を無効と判断したが、それをもって附属定款全体が無効となるわけではないとし、変更前の改正前の2016年の附属定款に基づいても、原告の事前通知書には虚偽や不備があり、原告の株主提案の事前通知は、advance notice bylawsの要件を満たしておらず、また、事実関係からAIM社がadvance notice bylawsを不公平に適用したとは言えないとして原告の請求を棄却した。

(3) 本判決の示唆

- デラウェア州においては、advance notice bylawsについての会社の裁量が広く認められると考えられてきたが、本判決では、最終的に原告の請求が棄却されたとは言え、SEC規則の改正後に一部のadvance notice bylawsの効力が否定されたことは注目に値する。
- 本判決において、advance notice bylawsの規定の効力が否定されたものは、範囲が広範に及ぶことや不明確であること等を理由とするものである。そのため、advance notice bylawsの規定については、導入する規定の目的を整理し、その目的に照らして合理的な範囲となるように文言に留意するとともに、曖昧なものや過度に複雑なものとならないように留意すべきである。

III. *Paragon Technologies, Inc., v. Cryan, et al. (C.A. No. 2023-1013-LWW)*

1. 事案の概要

本判決は、Ocean Powers Technologies, Inc. (以下「OPT社」という。)の株主であるParagon Technologies, Inc. (以下「Paragon社」という。)が提出した取締役選任の株主提案の事前通知書の受理をOPT社の取締役会が拒否したことに関して、仮処分が認められなかった事案であり、原告の事前通知がadvance notice bylawsの要件を満たしているか否かが争われた事案である。詳細は以下のとおりである。

2022年7月以降Paragon社は、OPT社の株式の買い取りを進めていたが、2023年5月19日、Paragon社のCEOであるHesham Gadは、OPT社の取締役らに対して、Paragon社の取締役3名をOPT社の取締役会に適時に指名するよう要請した。これに対し、OPT社の取締役会は、6月8日、advance notice bylawsを含めた定款変更を決議した。

8月25日、Paragon社は、取締役選任の株主提案を行う旨の事前通知書をOPT社に送付した。これに対し、OPT社は、事前通知書の不備を指摘するレターを9月8日付でParagon社に送付した。9月12日、Paragon社は、かかるレターでの指摘につき一部対応した補足通知を行うとともに、OPT社がParagon社の通知に存在すると思われる不備を列挙したリストを提供するよう要請した。9月14日、OPT社は、Paragon社の事前通知書について追加の不備を指摘する2度目のレターを送付したが、不備を列挙することはせず、通知の正確性に問題があることや9月12日付の補足通知にも問題があることを指摘した。Paragon社は、9月15日に再度補足通知を行ったが、10月12日、OPT社は正式にParagon社の通知の受理を拒否した。

その後、Paragon社は、OPT社に対し、Paragon社の提案する取締役候補者を選任候補に加えること、及びParagon社の事前通知免除の請求を認めることを求めて、仮処分請求訴訟を提起した。

2. 本判決のポイント

(1) 本判決の結論

本判決では、原告の事前通知書がadvance notice bylawsの要件を満たしていないとして、原告の請求は棄却された。もっとも、裁判所は、被告が事前通知書の提出から5週間が経過するまで受理を正式に拒否せず、不備の全体像がわかるようなリストを提供しなかったことについて疑義を呈しており、受理の拒否について不備のあら探しや疑わしいものも存在すると述べており、事前通知に対する会社の対応に一定の指針を与えるものとなっている。

(2) 本判決の内容

①判断枠組み

裁判所は、原告の請求について、(a)原告の株主提案に関する事前通知が advance notice bylaws の要件を満たしているか及び(b)上記 *Kellner v. AIM ImmunoTech Inc.* 判決同様取締役会による通知の受理の拒否が厳格な司法審査基準（ユノカル基準）に照らして不合理であるかという観点から検討を行った。

②(a)事前通知の要件適合性

OPT 社の改正後の附属定款では、証券取引法に従い提出が求められる Schedule 13D¹⁰の Item 4 において開示が要求されるのと同じ、株主による OPT 社に関する一定の計画や提案を開示することが求められており、Paragon 社は、Schedule 13D の Item4 では一定の記載をしていたものの、事前通知においては何らの計画の記載もしていなかった。その後 Paragon 社は補足の通知を行ったが、提出された証拠から、株主には事前通知に記載されていない計画がないとは言えないとして、裁判所は、Paragon 社が advance notice bylaws の要件を満たしたことを証明できていないと判断した。

③(b)取締役会による通知の受理の拒否の合理性

裁判所は、OPT 社による附属定款の変更は、Paragon 社が大株主となり委任状争奪戦になり得るということを確認したことから行われたものであるが、SEC の規則に対応してなされた開示の拡充を進めるものであり、その目的に合致した対応であるとした。その一方で、裁判所は、Paragon 社が不備を是正できるように期限の 3 週間前に事前通知書を提出したのに対し、OPT 社は、提出後 5 週間経過した後に受理を拒否しながら不備の一覧表を提供しておらず、Paragon 社に対する指摘もあらず探しのようなものや疑わしいものがあるとし、OPT 社の対応には疑義があるとした。裁判所は、そのような事情は存在するものの、advance notice bylaws で提供が求められている OPT 社の事業運営計画について開示されていないことを示す証拠があるため、Paragon 社がそのような情報を隠していたとすれば、OPT 社による事前通知書受理の拒否にも合理性が認められるとした。

(3) 本判決の示唆

本判決では、株主提案の事前通知書の受領後の会社側の対応について、裁判所から疑義を呈されるような点もあった中で、advance notice bylaws の要件を満たしていない株主提案を認めなかったという意味で、会社にとっての advance notice bylaws の有用性が再確認されたと言える。もっとも、本件は、株主提案が advance notice bylaws の要件を満たしていないとする有力な証拠が提出されたために原告の請求が棄却された事案であり、そのような証拠がない場合にも、疑義が呈されるような会社側の対応がなされていたような事実関係において、同様の判断がなされるとは限らない。本判決を踏まえ、会社として株主提案に対する対応の方法について不公正な対応と見られないように留意する必要があると言える。

IV. *Sternlicht, et al. v. Hernandez, et al. (C.A. No. 2023-0477-PAF)*

1. 事案の概要

本判決は、上場会社の株主である原告らが advance notice bylaws の定めた取締役指名の株主提案にかかる事前通知の提出締切日の効力を停止させるべく仮処分請求を行い、かかる仮処分請求が棄却された事例である。

原告らは、ヘルスケア関連サービスを提供する会社である Cano Health, Inc.（以下「Cano 社」という。）の 3 名の取締役であったところ、CEO のコンプライアンス違反の疑いや会社売却を巡る対立から、取締役指名の株主提案の事前通知の期限日の約 6 週間後である 2023 年 3 月 30 日に辞任した。原告らは、新たな取締役の指名の株主提案の事前通知を送付しようとし、Cano 社に対し、事前通知期限経過後の重大な事情変動があるため株主提案の事前通知の受付を再開するよう要請した。しかし、Cano 社はこれを受け入れなかった。これに対し、原告らは、advance notice bylaws の効力の停止を求める仮処分等を求めた。

¹⁰ 日本における大量保有報告書に相当するものである。

2. 本判決のポイント

(1) 本判決の結論

デラウェア州において、有効な advance notice bylaws で定められた事前通知の期限を徒過した株主からの事前通知を会社が例外的に認める必要があるのは、当該期限経過後に重大な変動が生じたことを株主側が証明した場合であるとされてきた¹¹が、本判決は、その点を確認するとともに、具体的な事案の検討において、重大な変動に該当するために証明されなければならない基準が高いことを示した。

(2) 本判決の内容

本判決においては、advance notice bylaws に定められた事前通知の期限を徒過した後の株主提案を認めるべき重大な変動事由があるか否かが問題にされた。原告は、この重大性につき、委任状に関する開示における重大性の基準を引用し、「開示されなかった事実の開示が、合理的な投資家にとって、利用可能な情報の全体を大きく変える相応の蓋然性」と同程度の重大性で足りると主張した¹²のに対し、デラウェア州衡平裁判所は、advance notice bylaws の期限経過後の事前通知の場合においては、委任状の開示における重大性の基準よりも高い基準を満たすことが必要であり、取締役会によって引き起こされた会社の方針や方向性を変更させるような事由である必要があると判断した。

そして、裁判所は、特別委員会の組成、取締役会の議長の変更等の原告が主張した事情は、いずれも会社の方針や方向性を変更させる重大な変動に該当しないとした。

(3) 本判決の示唆

本判決は、advance notice bylaws に定めた事前通知の期限を徒過した株主提案については、原告である提案株主が証明しなければならない期限経過後の「重大な変動」の証明の負担が重いことが改めて確認されたと言え、advance notice bylaws が会社における株主総会手続の安定に果たす役割は高いと言える。

2024 年 4 月 23 日

¹¹ *Hubbard v. Hollywood Park Realty Enterprises, Inc.*, 1991 WL 3151 (Del. Ch. Jan. 14, 1991)、前掲 *AB Value Partners, LP. v. Kreisher Manufacturing Corporation, et al.*等

¹² デラウェア州裁判所においては、取締役の情報開示義務は、取締役の信任義務から導かれるものであり、取締役会が株主総会の決議を求める場合には、取締役は、取締役会の支配下にある全ての重要な情報を十分かつ公平に開示することが求められるものと解されている (*Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75, 84 (Del. 1992))。本訴訟の原告が引用した判例である、*Sherwood, et al. v. Ngon, et al.*, 2011 WL 6355209 (Del. Ch. Dec. 20, 2011)では、デラウェア州衡平裁判所は、会社の開示事項に重大な誤りがあり取締役会が情報開示義務に違反したとの原告側の主張に相応の合理性を認め、株主総会の開催を 20 日間差し止める仮差止命令を出しており、本訴訟の原告は、当該判例を参照し、重大性の基準につき主張を行った。

[執筆者]

**大久保 涼**

(Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP 弁護士・ニューヨーク州弁護士 パートナー)
ryo_okubo@noandt.com

1999 年東京大学法学部卒業。2006 年 The University of Chicago Law School 卒業 (LL.M.)。2006 年～2008 年に Ropes & Gray LLP (ボストンおよびニューヨークオフィス) に勤務。2000 年弁護士登録 (第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所。2007 年ニューヨーク州弁護士登録。2018 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨーク・オフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) 共同代表。ニューヨークを拠点として、主に日米間の M&A、バンキング取引、宇宙ビジネスをはじめとするテクノロジー案件、不動産取引、金融取引規制その他の企業活動全般について、日本及び米国のクライアントに対して継続的に助言している。

**達本 麻佑子**

(Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP 弁護士・ニューヨーク州弁護士 パートナー)
mayuko_tsujimoto@noandt.com

2008 年京都大学法学部卒業。2016 年 Harvard Law School 卒業 (LL.M.)。2010 年弁護士登録 (第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨーク・オフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) 勤務。入所以来、M&A を中心とした案件に従事し、現在はニューヨークを拠点として、日本及び米国のクライアントに対して企業法務全般にわたるリーガルサービスを提供している。

**佐藤 恭平**

(Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP 弁護士・ニューヨーク州弁護士 カウンセル)
kyohei_sato@noandt.com

2006 年早稲田大学法学部卒業。2008 年早稲田大学大学院法務研究科修了。2015 年 Fordham University School of Law 卒業 (LL.M. in Banking, Corporate, and Finance Law)。2009 年弁護士登録 (第一東京弁護士会)。2014 年に留学のため弁護士登録を一時抹消し、2015 年再登録。)、長島・大野・常松法律事務所入所。入所以来、M&A を中心に様々なコーポレート案件に従事する。2015 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨーク・オフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) に勤務し、近時はニューヨークを拠点として、日本及び米国における企業法務に関するアドバイスを幅広く提供している。

**中村 勇貴 (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP 弁護士)**

yuki_nakamura@noandt.com

2014 年東京大学法学部卒業。2015 年弁護士登録 (第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所。2022 年 Harvard Law School 卒業 (LL.M.)。2022 年～2023 年 Jenner & Block (Los Angeles) に勤務。2023 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨーク・オフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) 勤務。M&A 取引、テクノロジー案件、ベンチャー案件を中心に、現在はニューヨークを拠点として国内外の企業法務全般に関するアドバイスを提供している。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的な事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

www.noandt.com

NAGASHIMA OHNO & TSUNEMATSU NY LLP

450 Lexington Avenue, Suite 3700

New York, NY 10017, U.S.A.

Tel: +1-212-258-3333 (代表) Fax: +1-212-957-3939 (代表) Email: info-ny@noandt.com



Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP は、米国における紛争対応や日米間の国際取引について効率的な助言を行うことを目的に、長島・大野・常松法律事務所のニューヨーク・オフィスの事業主体として 2010 年 9 月 1 日に開設されました。米国の法務事情について精緻な情報収集を行いつつ、米国やその周辺地域で法律問題に直面する日本企業に対して、良質かつ効率的なサービスを提供しています。

長島・大野・常松 法律事務所

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目 7 番 2 号 JPタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 600 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

(*提携事務所)

NO&T U.S. Law Update ～米国最新法律情報～の配信登録を希望される場合には、
<https://www.noandt.com/newsletters/nl_us_law_update/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-us@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承ください。よろしくお願いいたします。