

Use of Share Options as an Anti-Takeover Defense Measure in Japan

Masao Yanaga, Tokyo

- I. Introduction
- II. Share Options Subject to Discriminatory Conditions for Exercise
- III. Injunction Against Allotment of Free Share Options
- IV. Allotment of Share Options without Consideration
- V. The General Meeting and a Decision to Allot Free Share Options
- VI. Resolution of the General Meeting and “Shareholders who have a Special Interest in the Resolution”
- VII. Allotment of Free Share Options Subject to Discriminatory Conditions
- VIII. “Extremely Unfair Resolutions” of the General Meeting
- IX. Ban on Granting Proprietary Benefits

[p. 63 – 87]

SUMMARY

The decision of 7 August 2007 (*Steel Partners v. Bull-Dog Sauce*) is the first published decision of the Supreme Court on the permissibility of anti-takeover measures. It has great significance because it is the first ruling on the allotment of free share options, introduced in Japan for the first time through the Companies Act, and has explicitly recognized an exception to the principle of equal treatment of shareholders. This decision is important as well because it makes it clear that introducing anti-takeover measures might be allowed even if the bidder is not found to be a so-called abusive acquirer.

In addition, the approach taken by the courts in *Steel Partners v. Bull-Dog Sauce* is somewhat different but still similar to that taken by Tokyo High Court in *Livedoor v. Nippon Broadcasting*, which has been taken by lower courts with respect to issues of new shares in private placement. While lower courts have compared “the purpose of maintaining control” by the present management with the need to raise funds (primary purpose rule), the courts in *Steel Partners v. Bull-Dog Sauce* have sharpened their focus on the need for taking anti-takeover measures which might result in preserving management’s control so long as the measures are reasonable and appropriate. The courts have also clarified their position that they are willing to affirm the need to take anti-takeover measures, in principle, if the general meeting has approved the action.

Moreover, it seems the courts are not of the opinion that the shareholders in favor of a resolution to introduce defensive measures against TOB are those who have “special interests in” the resolution; and the courts recognized that the general meeting’s resolution is not deemed as “extremely unfair” in *Steel Partners v. Bull-Dog Sauce* because the measures to be implemented by *Bull-Dog Sauce* are not unreasonable.

Furthermore, the Tokyo High Court held that the consideration of the share options to be paid to the bidder, who is treated differently from other shareholders, is not necessarily regarded as “proprietary benefits” for the purpose of Art. 20 Companies Act.

However, some issues are still left open for discussion: for example, it remains unclear under what circumstances it is possible to impair the bidder’s financial interests, or whether the courts will affirm the need for taking anti-takeover measures as a general rule, even in cases where the measures are implemented in accordance with an ordinary resolution of the general meeting.

ZUSAMMENFASSUNG

Die Entscheidung vom 7. August 2007 (Steel Partners v. Bull-Dog Sauce) ist die erste publizierte Entscheidung des Obersten Gerichtshofes, die sich mit der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeveruche befaßt. Sie hat zudem besonders große Bedeutung, weil es sich um die erste Entscheidung handelt, in der es um die Zulässigkeit der Ausgabe von kostenlosen Bezugsrechten geht, die für Japan in dem neuen Gesellschaftsgesetz von 2005 eingeführt wurde, und weil das Urteil ausdrücklich eine Ausnahme von dem Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre zuläßt. Ferner kommt der Entscheidung auch deswegen Bedeutung zu, weil sie klarstellt, daß Abwehrmaßnahmen prinzipiell auch dann zulässig sind, wenn es sich bei dem Bieter nicht um einen sogenannten „mißbräuchlichen“ Bieter handelt.

Im übrigen ist der von den Gerichten in den Entscheidungen Steel Partners v. Bull-Dog Sauce gewählte Ansatz zwar geringfügig verschieden, überwiegend aber ähnlich mit dem, den das Obergericht Tokyo in der Entscheidung Lifedoor v. Nippon Broadcasting gewählt hat. In jener Entscheidung war die Leitlinie für die Instanzgerichte bezüglich der Ausgabe neuer Aktien im Rahmen einer Privatplazierung. Während die Instanzgerichte bei früheren Entscheidungen über die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen abgewogen haben zwischen dem Ziel der amtierenden Verwaltung, „die Kontrolle zu behalten“, und der Notwendigkeit einer Kapitalaufnahme (sog. „primary purpose“) haben die Gerichte in den Entscheidungen Steel Partners v. Bull-Dog Sauce sich auf die Frage konzentriert, ob die Abwehrmaßnahmen vernünftig und angemessen waren, auch wenn sie im Ergebnis dazu führen, daß die amtierende Verwaltung die Kontrolle über die Gesellschaft behält. Ferner haben die Gerichte klargestellt, daß sie bereit sind, eine grundsätzliche Notwendigkeit für den Erlaß von

Abwehrmaßnahmen anzunehmen, wenn die Hauptversammlung einer entsprechenden Entscheidung zugestimmt hat.

Darüber hinaus scheinen die Gerichte nicht der Auffassung zu sein, daß Aktionäre, die für das Ergreifen von Abwehrmaßnahmen gegen ein (feindliches) Übernahmeangebot stimmen, als Aktionäre mit „besonderen Interessen“ an dieser Entscheidung zu qualifizieren sind. Die mit der Sache befaßten Gerichte haben zudem übereinstimmend festgestellt, daß der Beschluß der Hauptversammlung nicht als „außergewöhnlich unfair“ zu qualifizieren sei, weil die ergriffenen Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft Bull-Dog Sauce nicht unvernünftig waren.

Schließlich hat das Obergericht Tokyo festgestellt, daß die an den Bieter gezahlte Gegenleistung für den Ausschluß von den Bezugsrechten, wodurch dieser anders als die anderen Aktionäre behandelt wird, mit Blick auf Art. 120 Gesellschaftsgesetz nicht notwendigerweise als eine „ausschließliche“ Begünstigung anzusehen ist.

Trotz der umfassenden Entscheidungen der beteiligten Gerichte sind nach wie vor einige Fragen offen: beispielsweise ist es nach wie vor unklar, unter welchen Umständen die finanziellen Interessen eines Bieters verletzt werden dürfen, oder ob die Gerichte künftig eine Notwendigkeit anerkennen, Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, wenn diese im Zuge einer normalen Abstimmung auf einer ordentlichen Hauptversammlung beschlossen wurden.

(dt. Übers. durch die Red.)