



Topics / Insight

2025年2月の注目ディール: KKRによる富士ソフトに対するTOBが成立

2025年3月13日

TOBの全体像

2024年9月より開始されたKKRによる富士ソフトに対するTOBが2025年2月に終了しました。本件は、KKRによるTOB開始公表後にベインキャピタルが対抗TOBの意向を示したことをきっかけに、紆余曲折の展開があり、注目を浴びました。

2024年8月8日にTOBの開始予定をKKRが公表した際の当初TOB価格は8,800円。大株主である3Dインベストメント・パートナーズ(3DIP)並びにファラロンが所有する合計32.68%の株式については応募契約を取り付けており、これらを含めた買付予定数の下限は66.64%に設定されていました。しかしながら、最終的には、TOBプロセスは2回繰り返され、2回目のTOB価格は9,450円まで上昇。更に、買付予定数の下限を、1回目の取得分と合わせて53.22%となる水準まで引き下げた上での成立でした。

KKRによるTOB公表までの経緯

本件は、富士ソフトの筆頭株主である3DIPが、その保有株の売却プロセスを開始したことが直接の発端です。2023年5月ごろ、3DIPはKKR他複数のファンドに声をかけ、所有株式の売却プロセスを開始しました。当該プロセスは、富士ソフトの了解を経て実施されたものではなかったものの、各社が3DIPに提出した法的拘束力のない買収提案は2023年9月に富士ソフトに提示されています。富士ソフトは、経済産業省より公表された「企業買収に係る行動指針」を踏まえ、当該提案に対して真摯な検討が必要と判断し、9月12日に特別委員会を立ち上げました。尚、この3DIPプロセスにおいてKKRが提出した買収提案におけるTOB価格は6,400円でした。

一方、上記3DIPプロセスが開始されることを同年7月に3DIPより知らされていた富士ソフトは、これと同時並行のタイミングで、PEファンド4社に対して非公開化を含む企業価値向上策に係る情報提供を目的とした情報提供プロセスを開始しました。当該情報提供プロセスでは、企業価値向上策検討に必要なデュー・デリジェンス並びに経営陣との面談も実施されています。情報提供プロセスに参加した、KKR、ベインを含む4社は、9月8日に情報提供書を富士ソフトに提出。3DIPプロセスよりも情報が充実していたことを受けて、KKRは6,800~7,200円をTOB価格とする提案書を提出しています。この時のベインの提案価格は8,006円でした。但し、これらの情報提供書は、富士ソフトに対する買収提案ではないとして、特別委員会は検討の対象とはしませんでした。

その後、KKRは富士ソフト及び特別委員会との議論を続け、翌2024年2月29日にTOB価格を7,800~8,100円とする法的拘束力を持たない提案書を富士ソフトに提出します。更に、同年6月14日には、TOB価格を8,800円とする法的拘束力を持つ最終提案書を提出しました。この時、



Topics / Insight

KKR の他にもう 1 社が法的拘束力のある提案書を、また、他の 1 社が法的拘束力のない提案書を提出したとされています。このことから、上記の情報提供プロセス終了後において、実質的に富士ソフト主導の入札プロセスが実施されていたと推察されますが、ベインはこのプロセスには参加していませんでした。

特別委員会は KKR 等からの最終提案書の提出を受け、3DIP プロセスの提案に対する検討を終了。7 月には KKR に対して独占交渉権を付与します。その後、2024 年 8 月 8 日に KKR は競争法上のクリアランスを取得後に TOB を開始する予定である旨を発表。9 月 4 日には富士ソフトの賛同表明を得て、TOB を翌 9 月 5 日より開始することを公表しました。

ベインの動向

ベインは、3DIP によるプロセスは正式なプロセスではないことから、富士ソフトの意向も慮って、同プロセスには参加していませんでした。富士ソフトによる情報提供プロセスには参加し、上述の通り、KKR よりも高い 8,006 円を提案価格として提示しています。しかしながら、2024 年 4 月に行われた実質的な入札プロセスには参加しておらず、KKR に後れを取る形になりました。

ベインは 2024 年 7 月 26 日に TOB 価格を 9,250 円とする法的拘束力のない提案書を提出し、富士ソフトに対してデュー・ディリジェンスの実施を要請します。そして、デュー・ディリジェンス開始直後の 9 月 3 日の TOB 提案予告を経て、10 月 11 日に法的拘束力のある提案書を提出し、TOB を開始予定である旨公表しました。ベインの提案における TOB 価格は 9,450 円。買付予定数には上限も下限も設定していませんでした。また、創業家株主(計 18.5%)との応募契約等の締結も併せて公表しています。

尚、富士ソフトの特別委員会は 8 月 4 日付意見書にて、7 月 26 日付ベインの提案に対して幾つかの疑義や懸念を表明して、KKR の提案が最善と判断しています。

KKR の対抗策とその後の攻防

KKR は、9 月 3 日のベイン公表を受け、9 月 19 日にストラクチャーの変更を発表しました。具体的には、2 段階 TOB に変更するとともに、第 1 回 TOB では買付予定数の下限を設けないとするものです。3DIP とファラロンのお応募は撤回されなかったことから、この変更により第 1 回 TOB は 33.86%のお応募を受けて 11 月 5 日に成立しました。

第 2 回 TOB は、TOB 価格を第 1 回の 8,800 円より引き上げ 9,451 円として、11 月 20 日より開始。第 1 回 TOB にお応募した株主には、差額の 651 円を補填するという提案までしています。富士ソフトは KKR の提案を支持し、第 1 回同様賛同意見を表明するとともに、応募推奨を表明しました。加えて、ベインによる TOB に対しては反対意見を表明するとともに、ベインに対して提供済み秘密情報の破棄を要請しています。

これらに対し、ベインは TOB 開始の前提条件としていた富士ソフトからの応募推奨を放棄し、同意なき TOB に変更する旨 12 月 18 日に公表します。TOB 価格も 9,600 円迄引き上げ、買付予定



Topics / Insight

数の下限は既に合意が出来ている創業家分と合わせて 50.1%が確保できるように設定されました。但し、KKR による TOB が撤回若しくは不成立になっていることが開始の条件とされており、KKR が TOB 期間の延長をつづけていたため TOB の開始が出来ません状況になります。そのため、ベインは当該開始条件を放棄したうえで TOB を開始することを 2025 年 2 月 3 日付のレターで富士ソフトに伝えてきました。

こうした 2 社の攻防に市場は反応し、市場株価は TOB 価格を上回って推移します。そのため、KKR の TOB には十分な応募が集まらず、12 月 19 日並びに翌 2025 年 1 月 24 日に TOB 期間の延長を余儀なくされました。更に、2 月 4 日には TOB 価格を 9,850 円まで引き上げて、TOB 期間を 2 月 19 日まで延長しました。

一方、ベインは結局 TOB を開始することが出来ず、2 月 17 日に不実施を表明。その結果、KKR による TOB は 2 月 19 日に成立しました。第 1 回と第 2 回の応募株式は合計で 56.05%です。ベインの対抗 TOB に対する期待によって、2 月 4 日以降も市場価格が TOB 価格を上回る日が続いていたことから、応募率が高まらなかったものと思われます。

混乱の要因

本件の一連の混乱は、富士ソフトによる情報提供プロセスの位置づけが曖昧になってしまったことが原因であると思われます。特別委員会は、情報提供プロセスにおける情報提供は買収提案ではないとし、2024 年 8 月の KKR による TOB 開始予告の時点でも、富士ソフトは積極的に売りに出し買収者を募集している状況にはないと認識している旨明言しています。にも拘らず、情報提供プロセス後の継続的な協議が実質的な入札プロセスとなって KKR が選定されたように見えるためです。この実質的な入札プロセスにベインが参加できなかったことが、ベインによる同意なき買収提案につながりました。

このことから、非公開化にあたり、少数株主の利益を最大化するという観点から公正な入札手続きが実施されていなかったのではないかと疑問が生じます。富士ソフトの特別委員会は、ベインの最終提案についてその実行可能性に疑義がある旨の判断を示していますが、入札プロセスの公正性についてもわかりやすい説明が必要であったのではないかと考えられます。

<問い合わせ先>

ベネディ・コンサルティング株式会社

Mail: info@benediconsulting.jp

Web site: <https://benediconsulting.jp>