

近時の米国 FDI 動向と米国 M&A 実務への影響

2024 年 1 月

米国においては、2023 年の後半に、2024 年に米国で M&A を行う企業にとって重要な進展が相次いで起こりました。本ニュースレターでは、以下の各アップデート及びこれに伴う米国での M&A 実務への影響について記載致します。

- (1) 連邦取引委員会（以下「**FTC**」といいます。）及び司法省（以下「**DOJ**」といいます。）による新たな企業結合ガイドラインの公表。これにより、合併審査の厳格化が予想されます。
- (2) 企業結合に係る事前届出（いわゆる「**HSR 届出**」といいます。）に係る、大幅な改正案の提出。これにより提出すべき情報の種類及び量が加重され、届出準備に要する時間及びコストの大幅な増加をもたらすものと考えられます。
- (3) 対米外国投資委員会（以下「**CFIUS**」といいます。）の 2022 年度年次報告書から見て取れる、CFIUS の届出及び審査における直近のトレンド
- (4) CFIUS による執行強化
- (5) CFIUS による「取引完了日」の定義の明確化、これによる米国テクノロジー等企業への外国投資の仕組みへの影響
- (6) 中国における特定の機密技術への米国からの投資に対する制限（いわゆる「**逆 CFIUS**」）に係る大統領令の発布

1. FTC と司法省による新たな合併政策に関する最終的な改訂ガイドラインの公表

2023 年 12 月 18 日、FTC 及び DOJ は、2023 年 7 月 19 日にパブリックコメントに付すために公表していた新たな企業結合に関するガイドライン案に若干の調整を加えた最終的な改訂ガイドライン（以下「**新ガイドライン**」といいます。）を公表しました。新ガイドラインは既存のガイドライン¹（以下「**旧ガイドライン**」といいます。）に代わるものであり、後述する HSR 届出及び関連指針の改正案と同様、合併政策に対する規制監督を強化する現政権の方針を反映しています。新ガイドラインは、近時の当局の積極的な規制執行の実務と軌を一にするものといえます（実際、新ガイドラインは、近時の企業結合に対する（最終的に認められなかった）異議申立において当局が主張してきた理論に重点を置いています。）。

新ガイドラインは、合併取引に対する FTC 及び DOJ による審査の指針として 11 個の基本的な考え方を定めており、旧ガイドラインからの主な変更点としては、(a) 取引が反競争的と推定されることとなる基準値の引下げ、(b) 「支配的地位」²を持つ企業が関与する合併に対する推定規定の創設、(c) 市場の過度な集中を判断する基準値の引き下げ、(d) 市場の画定に関する当局への広範な裁量の付与などが挙げられます。また、新ガイドラインは、買収時におけ

¹ 2010 年の水平型合併ガイドライン及び 2020 年の垂直型合併ガイドライン。なお、垂直型合併ガイドラインは FTC によって 2021 年に既に取り消されています。

² 30%以上の市場シェア、又は価格や品質その他の有利な条件を指定する力を指します。

る当事者の市場シェアが小さかったとしても、潜在的な新規参入者の出現を妨げる効果を有することとなる買収については厳格に審査するという当局の意図を強調しています。新ガイドラインは、垂直型合併、（特にプラットフォームの運営者が同時にプラットフォームへの参加者である場合の）プラットフォームに関する合併及びプライベート・エクイティ・ファンドやその他の連続的な買収者による「ロールアップ」型の買収（すなわち、同一の又は類似の隣接市場の複数の企業を買収するタイプのもの）にも照準を当てています。このほか、新ガイドラインは、合併によってもたらされる効率性について従前よりもさらに懐疑的な見方を示しています。旧ガイドラインでは問題とされなかった取引でも、新ガイドラインの下では調査又は不承認の対象となる可能性があるものと想定しておくことが安全といえます。

2. FTC と司法省が HSR 申請の大幅な見直しを提案

2023年6月28日、FTCはDOJの同意の下、1976年 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act（以下「**HSR 法**」といいます。）に基づく企業結合に係る事前届出書及び記載要領の改正を内容とする規則改正案（以下「**改正案**」といいます。）を公表し、同年9月までの期間パブリックコメントの募集を行いました。今後、FTCは提出されたコメントを踏まえて、最終的な規則を公表する予定です。もっとも、規則の施行に向けた具体的なスケジュールは現状示されていません。

HSR 法は米国における企業結合に係る事前届出の要件及びルールを規定しています。今回の改正案の公表に当たって、FTCは、1976年のHSR法の施行以来、取引の量・複雑性、市場の状況等の取引環境の劇的な変化に対し、十分な改正が行われてこなかったと説明しています。従来のHSR法の下では、当局が30日間の待機期間内に企図された取引を適切に審査することが困難になっており、今回発表された改正案は、情報の量及び種類の不足を解決することを意図したものといえます。

改正案は、届出基準や、届出の要否を判別するための他の要件を変更するものではなく、HSR届出に際して企業が提出すべき情報の種類及び量を拡大することを内容としています。また、2022年の Merger Filing Fee Modernization Act (MFFMA) の実施も改正案には盛り込まれていますが、これら変更内容の多くは、米国における企業結合審査の要件を、欧州委員会 (EC) や英国における同種届出における要件に近づけるものといえます。

改正案では、取引それ自体の具体的な情報、当事者及びその従業員に関する情報や、競争の重複性及び関係性に関する分析、外国における届出に関する情報など、従来の規則ではカバーされていない分野に関して相当量の情報を提出する必要があります。また、特定の外国政府、外国テロ組織、制裁対象国や警戒リストに記載されている人物等、一定の懸念がある外国団体から受けた補助金に関する情報の提出も求められています。要求される情報量の増加に加え、当事会社の役員や取締役が当該取引を検討又は評価する目的で作成した各資料や全ての外国語文書の英訳など、提出を求められる資料の種類も拡大されています。

改正案が採用された場合、HSR届出の準備に要するコストと時間が大幅に増加すると予想されます。例えば、FTCは届出の準備に要する平均時間が37時間から144時間に、実に約4倍に増えると試算しています。実際には、届出の準備に要する時間は取引の複雑さによって

大きく異なり、多くの実務家は、複雑な案件の場合であれば FTC の想定する 144 時間という時間を大きく超えて、その何倍もの時間を要することになると予想しています。

改正案の内容が最終的な規則においてどの程度採用されるかは現時点では不透明です。しかし、改正案は上述の企業結合に関する新ガイドラインと同様、従来の企業結合届出の審査とその執行が緩やかに過ぎたという現政権の見解を反映したものであり、市場集中が増大していく現況に対する現政権の懸念を表すものといえます。今後予定されている各種改正を考慮すると、HSR 届出を要する取引を予定している企業は、早い段階で法務アドバイザーに確認したうえで、当該取引のタイムラインを確実に守れるよう、各種情報や書類の収集に着手することが望ましいと思われる。

3. 2022 年 CFIUS 年次報告書に見られる取引の傾向

2023 年 7 月 31 日、CFIUS は 2022 年度の年次報告書を米国議会で発表しました。同報告書に見られる対象取引における主なトレンドは以下のとおりです。

- 届出・申告³件数はほぼ一定

2022 年に CFIUS が審査した対象取引の件数（440 件）は、2021 年に審査した件数（436 件）とほぼ同数でした。2018 年に外国投資リスク審査近代化法（Foreign Investment Risk Review Modernization Act、以下「FIRREA」といいます。）が制定されたことに伴って数年間着実に届出件数が増加してきましたが、高い水準で安定状態に入ったということができそうです。

- 投資家の出身国シフト

投資家の出身国としては、届出の件数ではシンガポールが最も多く（「申告」を含めた届出件数全ての中でも最も多い）、中国がこれに次いで多くなりました。シンガポールの増加は特に顕著で、2021 年の 24 件（13 件の届出と 11 件の申告）から 2022 年の 46 件（37 件の届出と 9 件の申告）へとほぼ倍増しています。その背景としては、近年、中国資本がシンガポールに流入していることがあると考えられます。

申告の件数では、カナダが 2 年連続でトップ（2021 年、2022 年ともに 22 件）であり、次いで日本（同じく 2 年連続、2021 年 11 件、2022 年 18 件）となりました。2022 年に CFIUS が審査した米国の重要技術企業に対する外国企業による買収案件数においては、日本が 16 件でトップでした。

- リスク軽減措置要請の増加

年次報告書のデータによれば、日本のような米国と緊密な同盟関係にある国の投資家であっても⁴、承認の条件としてリスク軽減措置に係る合意書の締結を求められることが増加しています。この傾向をふまえると、日本の投資家は今後、軽減措置を継続的に実施するために内部統制環境を構築していく必要が生じることが考えられます。また、一度届出

³ 「届出」は CFIUS に対する一般的な提出方式であり、「申告」は米国の国家安全保障上の利益に対するリスクが殆どない外国投資の審査と承認を迅速に行うための略式の提出方式です。

⁴ なお、TID 米国事業（TID=Technology, Infrastructure and Data）に対する非支配的な「対象投資」と「対象不動産取引」に関しては、4 カ国（オーストラリア、カナダ、ニュージーランド、英国）が CFIUS 規則の適用除外となっています。

を取り下げたうえで、改めて届出を再提出するケースも増加しており、これは CFIUS がリスク軽減措置を承認の条件とする事例が多くなったためと推察されます。

- **二次審査段階に進む審査件数の増加と審査の長期化**

2022 年には一次審査の段階（当初 45 日間）で承認が下りる案件が減少し、二次審査段階（こちらも 45 日間）に進む案件が 2021 年の約 48% から 2022 年には約 57% へと増加しました。CFIUS の届出を要する企業としては、特に特定の期日までに取引を完了させることが重要な場面において、近年の審査の長期化傾向を念頭に置いてスケジュールを検討する必要があります。

- **CFIUS から届出提出の要請を受けた申告件数の増加**

当事者が、申告を行ったものの、CFIUS が包括的な届出書の提出を要請した件数は顕著に増加しています（2021 年の 20 件に対し、2022 年は 50 件）。今後、申告の提出を検討している企業は、リスクの低い取引の場合を除き、申告書を提出していても CFIUS から届出書の提出を求められる可能性が非常に高くなったという点に留意が必要です。

4. CFIUS による執行強化

2023 年 9 月 14 日に CFIUS は今期 2 度目の年次会議を開催し、出席した政府代表がコンプライアンス、執行・監督の強化を宣言しました。執行強化の例として、CFIUS は 2023 年に入って既に 2 件の民事上の罰金を課し、更に数件が検討中であること（なお、2022 年以前はかかる罰金の適用は累計で 2 件のみ）が挙げられます。

また、CFIUS がリスク軽減措置を求める事例が増加している中、会議では軽減措置合意の遵守の監視（サイトビジットを含む）のためのリソースを増強する予定であることが明らかにされました。

更に、同会議では必要な届出・申告を行っていない取引を把握するための取組を強化することが言明されました。特に 2022 年には 19 件の無届出・申告の取引が判明し、そのうちの大半は軽減措置又は自発的な売却に至ったと説明されました。また、同会議に出席した政府代表は、米国のエネルギー分野及びバイオテクノロジー分野により着目していることを表明しました。

このように、同会議は、2022 年度の年次報告書で見られた CFIUS による執行強化の方針を改めて確認するものとなりました。

5. CFIUS による「スプリング権」の禁止に関する明確化

CFIUS は、2023 年 5 月下旬に公表された FAQ⁵（以下単に「FAQ」といいます。）の中で、取引の「完了日」の定義の解釈を明確化しました⁶。これにより、以下に詳述するとおり、従

⁵ <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius/cfius-frequently-asked-questions>

⁶ その他の論点としては、同 FAQ では転換社債や Safe などの「偶発的持分」について、特定の状況下（例えば、保有者に株式への転換を開始する権限を過度に付与するようなもの）で CFIUS が持分と同様に扱う権限を持つことが明示されています。一般に偶発的持分については持分とはみなされず、実際に持分を取得するまでは CFIUS の届出が義務付けられることはないものと解されていますが、今後は持分と見なされる可能性がある点、留意が必要です。

来広く用いられて来た「スプリング権」の仕組は原則として禁止されることとなり、外国投資家による米国テクノロジー企業への投資方法に大きな影響を与えるものと考えられます。

スプリング権とは、外国投資家による特定の重要技術や重要インフラ、又は機微な個人データの収集や維持に係る米国のビジネス（以下「**TID 米国事業**」といいます。）への投資において、投資対象についての一定の権利（後述、以下「**投資対象権**」といいます。）の取得を理由に CFIUS への届出が求められる場合において、取引の迅速な実行のために投資対象権を休眠状態としたうえで取引完了を先行させ、CFIUS のクリアランス取得を条件として投資対象権の効力を発生させる権利を指します。

FIRREA の施行以来、外国投資家による TID 米国事業の株式等の取得に際して、当該外国投資家が取締役の指名権、重要技術に関する拒否権等の一定の権利（投資対象権）⁷を取得する場合、その金額規模にかかわらず CFIUS への提出が義務付けられています。この場合において、一般に CFIUS 届出は長期間に及ぶため、これまで多くの外国投資家は以下の 2 つの選択肢のうち、スプリング権を含む方法（以下のオプション②）を選択してきました。

- ① 米国の投資家が投資する最初のクロージング時に対象会社が CFIUS の届出を行い、外国投資家は、当該 CFIUS 届出の待機期間（30 日間）満了後又は CFIUS 届出のクリアランス取得後に投資を実行する（以下「**オプション①**」といいます。）。
- ② 全ての投資家が同時に投資し、対象会社と外国投資家が CFIUS 申請を行うものの、CFIUS 届出のクリアランス取得までは外国投資家の投資対象権を取得しない（以下「**オプション②**」といいます。）。このケースで、外国投資家の取得する投資対象権のことをスプリング権と呼びます。

上記オプション②の場合、外国投資家の投資対象権はクロージング時点では休眠状態にあり、CFIUS のクリアランス取得時点で効力が発生することとなります（クリアランスが得られない場合、効力は不発生）。例えば全米ベンチャーキャピタル協会（NVCA）の雛形では、オプション②のスプリング権の使用が想定されており、従前 CFIUS はかかる取引を承認してきました。

しかし、FAQ は、取引の「完了日」とは外国投資家が最初に持分を取得した日であり（投資対象権が CFIUS のクリアランス後まで生じない場合も含む）、かつ届出はかかる取引完了日の 30 日前までに提出しなければならないことを明示しました。例えば、外国投資家が 7 月 1 日に対象会社の 1% の持分を取得した場合、取引完了日は 7 月 1 日であり、当事者が CFIUS に届出を提出する期限は 6 月 1 日となります。

これに伴い、投資実行と同時に CFIUS 届出を行うことを前提とするオプション②（スプリング権を用いる方法）は選択肢から除外され、オプション①のみを選択し得ることになります。CFIUS による審査は数ヶ月以上かかることもありますが、オプション①の場合においても、CFIUS のクリアランス前であっても待機期間完了後（届出申請から 31 日後）に取引を完了させ、投資対象権の効力を発生させることは可能です。

⁷ “covered investment rights”: 取締役又は取締役会のオブザーバーを指名する権利、対象企業の重要技術（critical technology）に関する重要な決定に拒否権を行使する権利、重要技術に関する情報にアクセスする権利などを指します。

なお、オプション②（スプリング権を用いる方法）は、対象会社が最初のクローリングで多くの資金を受け取ることができる一方、外国投資家は投資対象権を確実に取得できるか分からないため、対象会社に有利・外国投資家に不利であると一般的に考えられています。そのため、FAQによるスプリング権の禁止はTID米国事業にとっては有利ではないものと考えられます。

FAQはCFIUS規制の改正ではなく、あくまで解釈の明確化であるため、今回の明確化は理論上、将来の取引だけでなく、過去の取引に対しても遡及的に適用され得るものと考えられます。そのためCFIUSが、スプリング権を用いる方法を採用した過去の資金調達について、CFIUS規制に準拠していないと遡及的に判断する可能性も考えられます。とはいえ、2018年のFIRMA規制の制定以降、多くの義務的届出においてCFIUSの異議申立を受けずスプリング権を用いる方法が採用されていたことから（当事務所が扱ってきた案件の多くも含まれます。）、CFIUSが実際に過去の事例を再検討する可能性は低いと思われませんが、理論上はCFIUSの判断により、遡及適用される余地があることに留意が必要です。

なお、この明確化の影響は義務的届出にのみ限定され、任意的届出には適用されません。

6. 米国对外投资に関する大統領令（いわゆる「逆CFIUS」）の発布

バイデン大統領は2023年8月9日、懸念国（現在、中華人民共和国、香港、マカオと定義されています。）に拠点を置き、特定の国家安全保障技術・製品（(1) 半導体・マイクロエレクトロニクス、(2) 量子情報技術、(3) 特定の人工知能システム）に関わる活動に従事する事業体に対する米国からの对外投资を審査するプログラムの確立を求める大統領令を発布しました。

この大統領令では、財務省長官に対し、(a)懸念国の人物が関与する特定の取引に関する情報の通知を米国人に義務付け、(b)当該取引が「懸念国の軍事、諜報、監視、サイバー対応能力を著しく向上させる可能性があるため、国家安全保障上の脅威が特に深刻である」と判断される場合には、米国人が直接又は間接に当該取引に関与することを禁止する規則を公布するよう指示されています。

この大統領令同日に、財務省は、当該プログラムの実施に関するパブリックコメントを求め、提案規則作成に係る予告（以下「ANPRM」といいます。）を公表しました。ANPRMの中で、特に日本企業にとって注目すべき点は、第三国の企業等を通じた「間接的」な取引についての以下の記載です。

「財務省は、「間接的な」取引を「対象取引」に含めることを検討している。これは、間接的な取引が事実上規制の抜け穴となっている現況を是正するためのものであり、また、従来特定の取引に関して設けられている各禁止事項を回避しようとして、形式的に「米国人」又は「対象外国人」ではない仲介事業体を利用することで規制を免れようとする試みが許容されないことを明確にするためのものである。具体的な例としては、米国人が第三国の事業体に投資した後、当該事業体が米国人からの投資資金を用いて、もし米国人が直接行った場合には規制対象となるような対象外国人との取引を代わりに行うといった場合

などが考えられるが、これらに限定されるものではない。」

もし最終的に上記の見解が採用された場合には、米国で重要な事業を展開する日本企業が、米国の子会社又は関連会社が直接行うことを制限されている活動を行った場合、この大統領令の対象となり、規制が及ぶ可能性があることにご留意ください。

本書の内容は一般的な情報提供のみを目的とするものであり、当事務所は本書において法務上・税務上の助言を提供するものではありません。当事務所は本書の使用に関して責任を負わないものとします。個別の案件については当事務所の弁護士までご相談頂きますようお願い申し上げます。