CFIUS（対米外国投資委員会）による米国の対内投資審査

―― 日本企業が知るべき最新動向と留意点 ――

スティーブン・クローリー
レイサム アンド ワトキンス ワシントンDCオフィス パートナー
小林　広樹
レイサム アンド ワトキンス 外国法共同事業法律事務所 パートナー

はじめに

米国および世界各国において、外国からの投資に対する規制（対内投資審査）への関心が高まっている。米国において、国家安全保障の確保を目的として外国から米国への投資を審査する「対米外国投資委員会」(Committee on Foreign Investment in the United States、略称「CFIUS」）は、ここ数年、より多くの案件を徹底的に審査し、より長い時間を案件分析に費やし、より多くの案件に対して承認の条件となる要求事項を課すようになり、複数の案件を差し止めた。カナダとドイツも、最近、対内投資審査の一環として外国企業による買収を差し止めている。ヨーロッパにおいても、対内投資審査を取り巻くさまざまな動きがある。EU加盟国の半数近くにおいて外国直接投資の審査制度が存在し、その制度の枠組みが異なっていることから、各加盟国の制度間の相違を調整するためのEU規則制定の動きがある。

こうした動きは、対内投資に伴う脅威の性質の変化を反映している。たとえば、米国の対内投資審査はこれまで、石油インフラなどの重厚長大産業に着目してきた。しかしCFIUSは、ここ数年、半導体をはじめとする物や技術の流れにかかわる作業にも関心を広げ、米国の基幹サプライチェーンに影響を及ぼす案件、センシティブな個人情報に関する案件、およびEUが提言する重点分野に特に着目している。これを受けて、「2018年外国投資リスク審査近代化法」(Foreign Investment Risk Review Modernization Act、略称「FIRRMA」)(2018年）が成立した。

本稿においては、FIRRMAが米国における対内投資審査に及ぼす影響と、対米投資を検討中の日本企業にとっての実務上の課題に焦点を当てて、米国における対内投資審査を概観する。

米国における対内投資審査

CFIUSの審査対象は、米国企業を外国人が支配することとなる可能性のある「合併、取得または買収」と幅広い。CFIUSの審査は、計画された案件の国家安全保障上の影響に焦点を当てており、現行の法律には、CFIUSが国家安全保障審査において考慮すべき12のポイントが規定されている。CFIUSのプロセスは、一次審査、二次審査、そして大統領命令と進む。一次審査では、米国国家情報長官が国家安全保障に対する脅威を評価するための分析を行う。案件に脅威はないとCFIUSが判断した場合、審査はその時点で終了する。終了しない場合には二次審査が必要となり、CFIUSによるさらに詳細な分析が行われる。CFIUSが第2段階の途中で、または完了後に、案件に脅威はないと審査を終了する場合もある。案件に脅威があると判断した場合、CFIUSは大統領に案件差し止めを勧告し、判断を大統領に委ねる。

審査手続きにおいては、CFIUSと当事者の間でのやりとりが発生することもある。一次審査・二次審査の期間中に、CFIUSが書面により質問をすることは珍しくなく、ワシントンDCにおいてCFIUSとの面談が必要となる場合もある。CFIUSは、案件を一部修正することで、国家安全保障への脅威を軽減する措置をとることを求める場合もある。当事者がかかる軽減措置の実施を受け入れればCFIUSは審査を終了することから、軽減措置の要求は、CFIUSによる条件付き承認とみることもできる。

近年ではCFIUSが審査する案件の約70%が二次審査に進んでいる。10年前、二次審査に進む割合は約5%であったことに照らすと、CFIUSがより徹底した審査を実施するようになったことが如実に表れている。軽減措置を条件に承認された案件の割合も、これまでは

約10%だったのに対し、昨年はこの割合が倍増した。ここ数年、CFIUSは案件審査により長い時間をかけており、審査中案件の数も倍以上に増加した（図表１）。

2018年外国投資リスク審査近代化法（FIRRMA）

以上の動向に対応し、今年８月13日に米国議会でFIRRMAが成立した。この法律は、CFIUSによる対内投資審査の枠組みを大きく変えるものである。

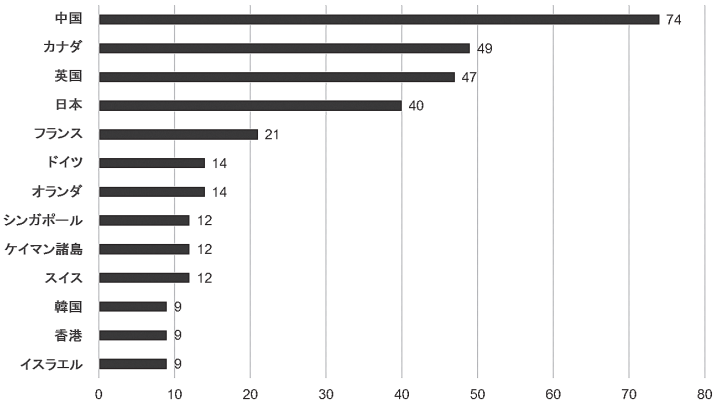
まず、FIRRMAは、CFIUSの審査範囲を、米国企業を外国人が支配することとなる可能性のある「合併、取得または買収」からさらに拡大する。たとえば、空港、港湾や米国軍事施設等に近接する不動産の「購入または賃借」も、これが外国人に秘密情報の収集を許したり、そうした施設を外国人の監視下におくこととなり得るものであれば、CFIUSの審査対象となる。また、FIRRMAには、CFIUSの審査を「回避する意図または目的」によるすべての取引・合意などもCFIUSの審査対象とする条項がおかれている。さらにFIRRMAは、「投資した米国事業に関して外国人が保有する権利」を変更するすべての投資にまでCFIUSの審査対象を拡大している。

FIRRMAによりCFIUS審査の対象となる特に重要なカテゴリーのひとつは、「国家重要インフラ」もしくは「基幹技術」に関連し、または「米国民のセンシティブな個人情報」を保持または収集する「その他すべての投資」である。国家重要インフラ、基幹技術、またはセンシティブな個人情報に関連する事業について外国投資家が支配権を得る場合のみならず、かかる「その他すべての投資」により①米国事業の重要な非公開技術情報を取得できるようになる、②取締役会における取締役の地位またはオブザーバーの権利を得る、または③事業上の「実質的な意思決定」に関与するようになる場合、そうした投資も、CFIUSの審査対象となる。

FIRRMAにより、CFIUS審査手続きも変更される。詳細な審査申請書を提出するのに代えて、簡易な届出書をCFIUSに提出できるようになった。その一方で、これまで審査申請は任意であったところ、FIRRMAにより、外国政府の強い「影響」下にある外国人が「重要な利害関係」に入る投資について届出書の提出が義務付けられた。またFIRRMAは、CFIUSが審査手数料を徴収することを認め、CFIUSがより多くのスタッフその他のリソースを得るための資金を確保できるようにした。スタッフ増員により、より精緻な案件分析が可能になれば、国家安全保障への脅威に対する軽減措置を講じることで案件を承認するケースが増える可能性がある。さらにFIRRMAは、当事者がCFIUSに審査を申請しない案件について、CFIUSがより積極的な監視を行うことを求めている。

CFIUSが関連規則を制定した後にFIRRMAは全面施行される。施行までに１年程度要することが予想される。

図表１　CFIUSへの審査申請件数（国別）（2013～2015年）



出所：Committee on Foreign Investment in the United States: Annual Report to Congress, 2017

日本企業にとっての実務上の課題

このように米国法が改正され、対内投資審査の重要性が高まったことにより、米国への投資を計画する外国企業はさまざまな問題に直面することとなった。FIRRMAは、外国から米国への投資の重要性と、かかる投資を呼び込む必要性があることを明確に強調しており、外国からの投資、特に日本企業による投資を妨げることを目的としたものではない。しかしながら、日本企業としては、既存のCFIUSの規制とFIRRMAによる変更点を十分理解したうえで投資案件に取り組む必要がある。

米国企業を「支配することとなる」マイノリティ投資　まず、計画する案件が審査対象であるか否かを判断する必要がある。従前より、米国企業を「支配することとなる」場合にCFIUSの審査対象となるところ、議決権のある株式を10%しか保有しない場合であってもたとえば取締役の指名権を得るのであれば、米国企業に対する「影響力」があることを理由に、CFIUSの審査対象の判断においては「支配することとなる」と見なされる。取引のスキームを検討中

の企業は、「支配することとなる」投資が、米国企業の株式の過半数を取得するマジョリティ投資に限定されないことに留意すべきである。FIRRMAにおいてもこの点に変更はない。

支配権を伴わない投資　買収案件に加え、国家重要インフラ、基幹技術およびセンシティブな個人情報にかかわるすべての「その他の投資」という、FIRRMAが新たに審査対象に含めたカテゴリーにも着目する必要がある。ただし、FIRRMAは、国家安全保障に重点をおくものであり、すべてのインフラを「国家重要インフラ」とするわけではなく、すべての技術を「基幹技術」とするわけでもない。関連する文言を限定的に定義することで、「その他すべての投資」の範囲を明確に限定している。そのため、技術が関連するすべての案件が、新たにCFIUSの審査対象となるマイノリティ投資に該当するわけではない。同様に、FIRRMAは、個人情報を保有する米国事業へのマイノリティ投資すべてを審査対象とするわけではなく、かかる情報の利用が国家安全保障に対する脅威となる限りにおいて審査対象とするのみである。

先端基盤技術　FIRRMAが新たに導入したカテゴリーのひとつで、対米投資をする外国企業にとって間違いなく重要になるのは、FIRRMAの「基幹技術」の一部である「先端基盤」技術である。米国の国家安全保障に関連する「先端基盤」技術への投資は、CFIUSの審査対象となる。どのような技術が「先端基盤」技術に該当するかは、FIRRMAおよび同時に制定された改正米国輸出管理法のもと、複数の省庁が関与して設置される組織において決定される。かかる組織による決定は最低でも数カ月を要するが、企業は手続きの進捗状況を常に把握しておくことが望ましい。

ファンドへの投資　FIRRMAは「間接」投資まで審査対象を広げた。プライベート・エクイティ・ファンドに投資することが「支配することとなる」投資や上述の「その他の投資」に該当すれば、CFIUSの審査対象となる。ただし、FIRRMAは、外国人によるファンドへの投資に関して例外を設けている。①投資ファンドの運用を米国人が行っており（米国人がファンドのジェネラルパートナーであり）、②投資に携わる諮問委員会メンバーのいずれもが、ファンドの投資活動に対しても、また、投資ポートフォリオを構成するいずれの企業の活動に対しても、支配力をもたず、かつ、③外国企業が、国家重要インフラまたは基幹技術に関する「重要な非公開技術情報」を取得しない場合、ファンドへの投資はCFIUSの審査対象にはならない（セーフハーバー）。

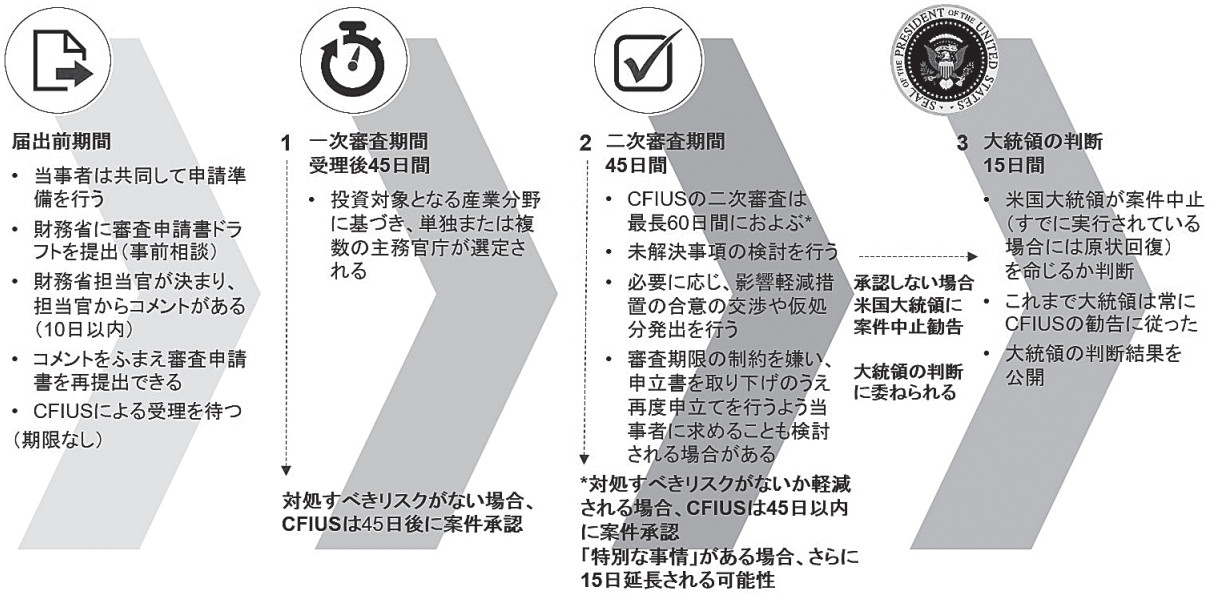
CFIUSによる審査の短縮　日本企業の投資案件につき、FIRRMAが新たに定めた、簡易な届出手続きが特に有用となる可能性がある。日米の親密な関係、および、日本企業は特段CFIUSの懸念対象とされてこなかったという経緯に照らすと、CFIUSは、日本企業の投資案件については、審査手続の迅速化を認めることが予測される。これにより実務上、日本企業が他の外国の企業より有利に扱われる可能性がある。

政府による投資　日本政府が一定以上の株式を保有する日本企業については届出が義務付けられる。その場合、CFIUSは追加で正式な審査申請書の提出を要求する可能性もあるが、届出書のみをもとに案件を承認する可能性もある。CFIUSが正式な審査申請書を要求しない可能性があること、届出については審査手数料が課されないことを踏まえると、政府保有企業が投資家（買主）として関連する案件については、審査申請書をいきなり提出するのではなく、まず届出書を提出するのが得策となる可能性が高い。

審査に臨む体制　CFIUSへの審査申請は、すべての当事者がCFIUSの手続きに参加することに同意したうえで共同して行う。ただし、慣例上、投資家（買主）が先頭に立って審査申請の準備を行うのが一般的である。そのため、日本の投資家は、CFIUSの審査に向けて、案件の内容を適切なかたちでCFIUSに提示できるよう、提出書類の準備において積極的な役割を担うべきである。案件・投資の内容についての詳細な説明（当該案件の経済合理性についての説明を含む）および買主企業がどういう企業でその株主が誰かの説明をはじめとするさまざまな説明が求められる。

審査の法定期間　届出を行わず（または届出を行ったあとに）従前どおり審査申請書を提出する案件につき、FIRRMAは、CFIUSによる審査期間を若干延長している。CFIUSが一次審査を終わらせるべき期限は審査申請受理の30日後から45日後に延長され、従前45日間とされた二次審査の期間は、「特別な事情」があればさらに15日間延長される可能性もある。そのため、CFIUSの審査期間は、従前の合計75日から、90日ま

図表２　CFIUSの手続き



出所：LATHAM & WATKINS

たは105日に変更された。一方、FIRRMAは、当事者がCFIUSに審査申請書ドラフトを送付してから10日以内に、ドラフトに対してコメントするか、審査申請書を受理して一次審査を開始するよう、CFIUSに義務付けている。したがって、審査申請書受理から始まる審査期間はわずかに延長されたものの、案件の当事者にとっては、受理時期の予測がしやすくなり従前より確実な計画が立てられるようになる（図表２）。

買収契約－CFIUSリスクの配分　日本企業は、FIRRMAのもとでも現行法下と同様に、CFIUS関連のリスク対応については慎重に検討する必要がある。リスクを当事者間で均等に配分することも可能である。あるいは、取引条件においてリスクを特定したうえで、一部の当事者により多くのリスクを負担させることも可能である。その方法として、たとえば、CFIUSが案件を差し止めた場合には、「ブレークアップ・フィー」（売主が買主に支払う）や「リバース・ブレークアップ・フィー」（買主が売主に支払う）の支払義務が発生するという取引条件が考えられる。一般論としていえば、買収対象事業について売主側がより詳しく理解している場合、CFIUSリスクに関しても売主がより多くの情報を有することになるため、CFIUSによる差し止めについて、売主がより多くのリスクを負うとすることは合理的なリスク分配となり得る。一方、買主のほうが投資家や共同投資家の関連情報、また投資家にかかるCFIUS関連情報など、より重要な情報をもっているような場合には、買主がより多くのCFIUSリスクを負担することも合理的なリスク分配となり得る。日本企業は、案件を差し止められるほどの国家安全保障リスクがあるとみられる可能性が一般的に低く、このことは、買手である日本企業よりも売主がリスクを負担すべきと交渉をするうえで有利に働く可能性がある。

買収契約－軽減措置　CFIUSによる案件差し止めリスクの分配と同等以上に重要なのは、買収契約のなかで、国家安全保障への脅威に対する軽減措置を当事者が講じるか否か、講じる場合はどの程度まで講じるのかを特定することである。上述のとおりCFIUSは、国家安全保障への脅威に対する軽減措置を要求したり、これを当事者からCFIUSに提案するよう求めることが多い。軽減措置はたとえば、買収完了後に問題となる資産を売却して切り離すことを確約するといったかたちで行われ、これにより国家安全保障上の問題を回避できるものの、当該買収案件における経済上の目的が達成できなくなる可能性がある。CFIUSがどのような軽減措置を受け入れるか（またそもそも何らかの軽減措置を受け入れるか）を当事者が事前に知ることは不可能であるが、合理的・現実的な軽減措置を検討するか否かについて当事者が合意内容を契約上明らかにしておくことは可能である。このことは、特に買主にとって重要である。

＊本稿は、2018年６月19日開催のJOIセミナーを一部記事化したものです（共催：レイサム＆ワトキンス、後援：JBIC）。