

NO&T U.S. Law Update

米国最新法律情報

2021年4月 No.57

SPACの概要とSPACを用いた日本企業による米国での上場の実務上の留意点

弁護士 大久保 涼

弁護士 加藤 嘉孝

弁護士 長谷川 紘

はじめに

近年、米国においてSPAC (Special Purpose Acquisition Company) の新規上場やSPACによる買収案件が増加しています。2021年に新規上場したSPACは過去最多であった2020年の248社を既に上回り¹、3月時点で既に295社の新規上場及び930億ドルの調達があったと報道されています²。また、日本との関係においても、2021年3月、ソフトバンクグループの完全子会社がスポンサーとなる同社として4社目のSPACであるLDH GROWTH CORP Iが米国 Nasdaq に上場し(以下「LDH GROWTH CORP Iの事例」といいます。)³、また、2021年2月には、日本企業を買収の対象とするSPACであるEvo Acquisition Corp.が米国 Nasdaq に上場しています⁴。本ニュースレターでは、SPACの概要を説明するとともに、SPACを用いた日本企業による米国での上場の実務上の留意点について検討します。

SPACの概要

1. SPACとは

SPACとは、非上場企業への投資経験を豊富に有するスポンサーが、将来の上場に適した非上場企業を買収することを目的として設立する投資ビークルをいいます。その特徴は、具体的な買収活動を行うよりも前に投資ビークルを組成して上場させ、その株式及びワラント(日本の新株予約権に相当する権利)を発行することで投資家から広く資金調達を行い、上場後一定期間内に(多くの場合上場後2年以内を目処に)非上場企業を買収を行うこと(当該買収を、「De-SPAC」といいます。)にあります。事実上、買収対象となる非上場企業の上場化(IPO)を実現させるためのスキームとなりますが、通常のIPOと異なり、上記プロセスを経ることで資金調達を迅速に行うことが可能になるということで近年注目を集めてきました。

2. SPACによる買収プロセス

SPACによる買収プロセスは、①組成、②上場及び③De-SPACの三段階に分けることができます。

① 組成

SPACの組成時には、スポンサーから、最低限の運転資本等を資金用途とする少額(多くの場合は25,000ドル程度)のみの出資を受けることが一般的です。他方で、スポンサーの株式比率は上場直後に20%等、当初の出資

¹ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFP11B5Y0R10C21A3000000/>

² <https://www.nytimes.com/2021/03/26/business/WeWork-Spac-ipo.html>

³ https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1842373/000114036121009493/nt10019203x8_424b4.htm

⁴ https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1834342/000121390021008248/f424b40221_evoacquisition.htm

額に照らして高めに設定されることが多く⁵、これはスポンサーの上場に向けた一種のインセンティブとして働きます。もっとも、De-SPAC を主導するという立場に鑑み投資家保護の観点から、スポンサーが当初から保有する株式については下記②記載の償還請求権が放棄され、また、一定期間の譲渡制限（ロックアップ）が設けられるのが一般的です⁶。

② 上場

SPACの上場は、1株の株式に端数となるワラントが一体となったユニットでの公募が行われるのが一般的で、発行価格は10ドルが通例とされています⁷。

投資家保護のため、手取金は第三者に信託に供され、下記の償還原資の確保等のためSPACの資産とは分別管理されます。また、同じく投資家保護の観点から、SPACの株式には、De-SPACの完了時⁸や、重要事項に係る定款変更時に行使可能となる償還請求権が付与され、また、下記③記載の買収期限内にDe-SPACが不成立となった際には償還されるように設計されるのが一般的です。

ワラントは、IPO後一定期間経過後に行使可能期間の始期が設定され⁹、SPACの株価が一定程度上昇した場合に行使可能になるよう権利行使価格が設定されることが一般的です¹⁰。

また、上記の公募によるユニットの募集の他に、スポンサーへのインセンティブとして、上場時に並行してスポンサーが別途第三者割当によりワラント（スポンサーワラント）を取得するのが一般的です。

SPACの上場時には、通常のIPOと同様に米国証券取引委員会（SEC）に対してForm S-1（発行開示書面）を提出し、リスク・ファクター、手取金の使途、計算書類等の必要事項を記載の上開示することとなりますが、SPACにおいては、通常のIPOと異なり、具体的な投資先は未定とするBlind Poolでの開示が行われます。これにより、開示すべき計算書類等が簡素化されることとなるため、開示上の負担が少なく迅速な上場が可能となります。また、SPACの開示書面では、事業実績や実態がないことから、スポンサーや役員的人的要素（経歴や投資実績等）の説明に焦点が当てられる傾向が高いという特徴があります。

③ De-SPAC

SPACは、上場後3年以内に買収を行うことが上場基準上求められていますが、実務上は2年以内の買収期限を設けるのが一般的です。

買収は、大きく、①基本合意書（Letter of Intent）の締結、②デュー・デリジェンスの実施、③買収契約（Definitive Agreement）の締結、④開示書面（Proxy Statement/Form S4）の提出及び株主同意の取得、⑤クローリングという流れで行われます¹¹。大まかなスケジュールとしては、買収契約締結からクローリングが完了する段階まで3か月間から5か月間程度かかるものが多いとされています¹²。

買収にあたっては、上場時の開示が簡易であったことの裏返しとして、買収時に必要となる株主の承認のための株主総会に際して通常のIPOと同程度の内容の開示書面（Proxy Statement/Form S4）の準備が必要となります。

⁵ IPOにより2億ドルの調達を行ったLDH GROWTH CORP Iの事例においても、当該SPACの当初のスポンサーの出資額は25,000ドルに留まっていますが、IPO後のスポンサー保有割合は20%とされています。

⁶ LDH GROWTH CORP Iの事例においては、(A) De-SPAC後1年経過後又は(B) De-SPAC後(x) 株価が、De-SPAC後150日経過後の30取引日の内20取引日において12ドル以上（なお、1ユニットの発行価格は10ドル）となった場合若しくは(y) 合併等により普通株式が償還可能となった場合のいずれか早い時点までのロックアップが設けられています。

⁷ ユニットの発行価格はIPO直後は分離して取引できないものの、一定期間経過後に分離取引可能となるのが一般的です。

⁸ なお、証券取引所のルールでは反対株主にのみ償還請求権を付与すれば足りるとされていますが、株主全員に償還請求権が付与されるのが一般的です。

⁹ DH GROWTH CORP Iの事例においては、行使可能期間の始期は(i) De-SPAC後30日経過後又は(ii) 上場クローリング後12か月経過後のいずれか遅い時期とされています。

¹⁰ DH GROWTH CORP Iの事例においては、権利行使価格は1株あたり11.50ドルとされています。もっとも、株価が一定額（例：18ドル）を一定期間超えた場合には、SPACがワラントを固定額で償還することができるとする規定が設けられる案件が多くあります。

¹¹ 買収資金として、上記のIPOの手取金に加え、スポンサー及びその関連会社や機関投資家がIPO時にユニットの事前購入契約（Forward Purchase Agreement）を締結することや、買収時に別途PIPEs（Private Investments in Public Equities、私募増資）を行うこともあります。なお、De-SPAC買収に際しPIPEsを行う場合、タイミングとしては基本合意書（Letter of Intent）の締結時から買収契約締結時までの間にPIPEs投資家と経済条件を含む条件を合意することが多く、その場合にはPIPEs投資家が対象企業のバリュエーション評価を検証する機能を持つといえます。

¹² https://www.womencorporatedirectors.org/WCD/docs/SPAC_Primer_2020.pdf

具体的には、対象会社の財務諸表（米国公開企業会計監視委員会（PCAOB）の基準を満たす過去 2-3 年分）、事業計画、買収の経緯、対象会社のコーポレートガバナンスや ESG 等への配慮について開示準備を英文で整える必要がありますので、SPAC が日本企業を買収する際には、実務上の留意点としてこれらの開示に向けた事前準備が重要になります¹³。買収完了後、SPAC は 4 日以内に Form Super 8-K¹⁴を提出する必要があります¹⁵。

3. SPAC を取り巻く環境

SPAC は通常の IPO と比べ迅速な上場による資金調達が可能という側面がある一方で、上記の通り所定の期間内に非上場企業を買収が実現されない場合、SPAC は一般投資家が保有する株式を償還する義務があり、スポンサーは予定していた利益を得られなくなることから、構造的にスポンサーは所定の期間内に多少無理をしても De-SPAC を行おうとする動機を得やすく、その結果対象企業である未成熟な非上場企業の問題を見逃したり、多少の問題が見つかったとしても買収を強行しかねないという、一般投資家との一種の利益相反の問題が指摘されています。近時の事例では、SPAC との合併による上場後に技術の誇大広告の疑惑が浮上した電気トラック事業を展開するニコロヤ、同じく上場後に予約台数の水増し疑惑が報じられている新興電気自動車メーカー、ローズタウン・モーターズの事例などが挙げられます¹⁶。上記のとおり、手取金の信託や株式の償還請求権といった投資家保護の一定の仕組みはあるものの、このような構造的な利益相反関係を背景としたスポンサーによる対象企業のデュー・デリジェンスや評価が不十分となるおそれについては完全に排除することはできません¹⁷し、そもそも SPAC の場合一般投資家はスポンサーの目利き力に依存せざるを得ないという点も懸念が高まっています。また、最近では著名人がスポンサーや投資家として名を連ねて SPAC の勧誘を行うケースも散見され、SEC は、このようなトレンドを受けて、2021 年 3 月 10 日、「有名な人がスポンサーになっていたり、投資していたり、良い投資先だと言っているからといって、SPAC に投資するのは決して良いことではない」という旨の注意喚起を行い¹⁸、同月 31 日には Division of Corporation Finance が開示上及び証券法上の規制について注意を喚起する内容のスタッフ・ステートメントを出し¹⁹、同年 4 月 8 日には De-SPAC の際の際の開示に付随する法的責任について解説したスタッフ・ステートメントを出す²⁰など、米国は、現在近年急拡大する SPAC 市場と投資家保護の適正な折り合いを模索している局面であるように思われます。今後も、当局による規制やベストプラクティスの確立などについて、動向を注視する必要があります。

4. 日本との関係

日本においては、日本版 SPAC の実現可能性も論じ始められてはいますが、現行の上場審査基準上では、SPAC のような仕組みが上場することは想定されておらず、上場審査基準を満たさないことから SPAC が上場することはできないと解されています。もっとも、現時点でも、上記の通り米国で上場した SPAC が日本の企業を買収することは可能であり、これを逆に日本企業の側から見れば、SPAC を用いて米国で迅速に上場することが可能といえますので、この点から実務上どのような問題が生じるかを検討します。

¹³ 3 月 31 日付 SEC の Office of Chief Accountant のパブリック・ステートメントにおいても、De-SPAC 時における開示等に向けた諸体制の整備の重要性が改めて解説されています (<https://www.sec.gov/news/public-statement/munter-spac-20200331>)。

¹⁴ Form 8-K は日本の臨時報告書に相当する適時開示書類ですが、De-SPAC の完了時には、特定の内容を記載の上、提出が求められることから、一般に Form Super 8-K と呼ばれています。

¹⁵ なお、SPAC は米国証券法上“shell company”扱いとなるため、De-SPAC 完了後の Form Super 8-K の提出後 12 か月を経過しないと、売出しにおけるセーフハーバー規定（Rule 144）の適用を受けることが出来ないことや、簡易な発行開示様式である Form S-3 による募集が出来ないこと、また、free writing prospectus に不適格となるため、書面でのロードショーができないこと等、実務上留意すべき点は多いため、関連諸規制は事前に確認する必要があります。

¹⁶ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN1731Y0X10C21A3000000/>

¹⁷ De-SPAC の際の際の開示書面には通常の IPO 時と異なり将来の業績目標を含む事業計画といった将来情報（Forward-Looking Statement）の記載が認められるため、構造的に誇大な業績目標の記載を防ぎづらくなるという指摘もあります。

¹⁸ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert>

¹⁹ <https://www.sec.gov/news/public-statement/division-cf-spac-2021-03-31>

²⁰ <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>

SPAC による日本企業買収の際における実務上の留意点等

1. De-SPAC スキーム

De-SPAC においては、逆三角合併 (Reverse Triangular Merger) のスキームで対象会社の買収を行うことが一般的です。三角合併とは、買収者と対象会社が直接合併するのではなく、買収者が 100%子会社として設立した買収受皿会社と対象会社が合併することをいい、特に対象会社が存続会社となる場合を逆三角合併といいます²¹。逆三角合併においては、買収会社とその株式を対価として対象会社を買収することが可能であるところ、買収後の対象会社に対する運転資金の確保等の理由から、現在行われている De-SPAC 取引の多くは買収対価に買収者である SPAC 株式が含まれているといわれており、現金対価しか用いることのできない株式譲渡ではなく、逆三角合併が用いられているのは、税務上の理由に加え、それが理由であると思われます。他方、SPAC が日本の非上場会社を相手に De-SPAC を行う場合には、日本には逆三角合併に相当する組織再編が存在しないため、いかなるスキームを選択すべきか問題となります。

この点、日本において買収対価に SPAC 株式を含めた買収を行うためには、まず SPAC が日本において買収受皿会社を設立し、買収受皿会社が対象会社と SPAC 株式又は SPAC 株式と現金の混合対価による三角合併を行うか、又は買収受皿会社が対象会社と SPAC 株式又は SPAC 株式と現金の混合対価による三角株式交換を行った後買収受皿会社と対象会社とが逆さ合併²²を行う方法が主に考えられます。

2. 外為法上の対応

外国投資家が国内の非上場会社の株式を取得する場合で、かつ、当該非上場会社が省令に基づき財務大臣又は事業所管大臣が定める一定の業種 (以下、「指定業種」といいます。) に該当する場合には、取得する株式数にかかわらず、当該株式を取得する前に、財務大臣及び事業所管大臣に対して、事前届出を提出する必要があります²³。外国投資家は、日本銀行が届出書を受理した日から起算して 30 日を経過するまでは、届け出た取引を行うことはできません²⁴。なお、対象会社が営む事業が指定業種のうち安全保障上特に重要な業種以外の指定業種であれば、一定の要件を充足することを条件に事前届出を免除することが可能です²⁵。SPAC 及び SPAC が日本に設立する買収受皿会社は外為法上の外国投資家に該当しますので、対象会社が営む事業が指定業種に該当しないか、該当する場合に事前届出免除制度を利用することができないか、検討する必要があります。

3. 買収契約における留意点

De-SPAC における買収契約は、米国における公開会社を対象会社とする買収契約と共通する内容が多いものの、一般的な買収契約との比較の観点や日本の M&A 契約実務との比較の観点から、主に以下の特徴があります。

- ① 対象会社の評価について当事者間で合意できない場合に取引実行後の一定のマイルストーンが達成された場合には追加の買収対価を支払う旨のアンアウト条項の利用は、日本ではあまり利用されていませんが、近時の De-SPAC ではアンアウト条項の利用が一般的となっています。
- ② 上記「SPAC の概要」2.②で記載のとおり、期限内での取引の不成立は株式の償還事由となるため、De-SPAC

²¹ 逆三角合併については、長島・大野・常松法律事務所ニューヨークオフィス編「日米実務の比較でわかる米国アウトバウンド M&A 法務の手引き」(中央経済社、2021 年) 82 頁参照。

²² 対象会社の許認可を買収受皿会社で再取得することや、契約の相手方から合併に関する承諾を取得することが困難又は煩雑な場合には買収受皿会社を合併消滅会社、対象会社を合併存続会社とする逆さ合併を行うことが考えられ、その場合には逆三角合併と同じ結果になります。しかし、逆さ合併を行う場合には、買収受皿会社が取得した対象会社の株式が合併後の存続会社において自己株式として計上されるところ、通常対象会社の株式価値は対象会社の帳簿価額よりも高く評価されることが多いことから、合併後の存続会社の純資産がマイナスになる可能性があり、また配当分配可能額が大きく制限される可能性があります。したがって、会計上及び税務上の観点から、順合併と逆さ合併のどちらが適切か検討する必要があります。

²³ 外国為替及び外国貿易法 (以下、「外為法」といいます。) 26 条 2 項 1 号及び 27 条 1 項。なお、外国投資家による他の外国投資家からの非上場会社の株式の譲受けは特定取得 (外為法 26 条 3 項) に該当しますが、後述する事前届出制度 (同法 28 条 1 項) 及び事前届出免除制度 (同法 28 条の 2 第 1 項) については同様の内容が当てはまりますので、本ニュースレターでは割愛します。

²⁴ かかる期間は、国の安全等を損なう事態を生ずる対内直接投資等に該当しない場合には短縮されます (外為法 27 条 2 項)。

²⁵ 外為法 27 条の 2 第 1 項

においては取引実行の確度を高めることが重要であり、その観点から、取引実行の前提条件は限定的に定められるのが一般的です。一方で、De-SPAC 特有の取引実行の前提条件として、以下の条件が規定されます。

- De-SPAC を実行するために必要となる株主の承認を SPAC の株主総会において取得すること
 - 買収後の運転資金等の資金需要に対応するため、SPAC 株主による償還請求権行使後に²⁶、SPAC に一定のキャッシュが残っていること
 - De-SPAC に関する SPAC 株主の承認を得る際に通常の IPO と同程度の内容の開示書面を準備する必要があることとの関係で、対象会社が監査済の財務諸表を提出していること
- ③ De-SPAC における買収契約では、米国の通常の公開会社に対する買収契約と同様に、表明保証がクロージング後は存続しないと規定されることが多いですが、売主に対する補償請求権が認められている案件もあり、また、日本ではまだ余り普及していない表明保証保険²⁷を活用する案件もみられます。
- ④ 米国の一般的な公開会社の買収契約においては、買主側の一定の事情（競争法のクリアランスや買収ファイナンスを取得できなかったこと等）を理由に取引が実行できなかった場合に、契約解除を認めるとともに買主側に一定の金額を支払わせる旨の条項（いわゆる Reverse Termination Fee 条項）が含まれることも多いですが、De-SPAC における買収契約では規定されないことが一般的です。これは、上記の通り、De-SPAC 取引不成立は株式の償還事由となるため、その原資を確保する必要によります。

4. 買収ファイナンスとの関係

De-SPAC 取引では、投資効率を高めるためにレバレッジド・バイアウト（Leveraged Buyout）を行う場合もありますが、日本企業を対象とする De-SPAC 取引では、日本に設立された買収受皿会社を借入人として、日本のレンダーから買収ファイナンスによる資金調達を行うことも考えられます。もっとも、この場合、上記 3. で述べたとおり、De-SPAC では SPAC 株主に対する償還との関係で、取引実行の確度を高める要請があるため、日本の実務ではまだ浸透していない買収ファイナンスの実行前提条件の内容を限定するいわゆる Certain Funds 条項を金銭消費貸借契約に規定することができるかという点が一つの論点になると考えられます。

2021 年 4 月 12 日

²⁶ 脚注 8 に記載の通り、De-SPAC の完了時にも全ての一般投資家に償還請求権の行使が認められることが一般的です。

²⁷ 表明保証保険については、長島・大野・常松法律事務所ニューヨークオフィス編「日米実務の比較でわかる米国アウトバウンド M&A 法務の手引き」（中央経済社、2021 年）46 頁参照。

[執筆者]

**大久保 涼** (弁護士・NY オフィス共同代表)

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、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、ファイナンス取引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。

**加藤 嘉孝** (弁護士・アソシエイト)

yoshitaka_kato@noandt.com

2009年大阪大学法学部卒業。2011年京都大学法科大学院修了。2019年 University of Virginia School of Law 卒業(LL.M.)。2012年長島・大野・常松法律事務所入所。2019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、ファイナンス取引、租税法分野を中心とした案件に携わる。近時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、クロスボーダー取引を含む企業法務全般に関するリーガルサービスを提供している。

**長谷川 紘** (弁護士・アソシエイト)

hiroshi_hasegawa@noandt.com

2011年東京大学法学部卒業。2020年 Harvard Law School 卒業(LL.M.)。2013年長島・大野・常松法律事務所入所。2020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、キャピタルマーケット、ファイナンス取引、不動産、ヘルスケア、M&Aを中心とした案件に携わる。近時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、クロスボーダー取引を含む企業法務全般に関するリーガルサービスを提供している。

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 J P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、500 名を超える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、ハノイ及び上海にオフィスを構えています。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。

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://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>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ませお願いいたします。