

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2022 年 5 月号 (Vol.62)

米国証券取引員会 (SEC) による SPAC 制度改正案の公表

I. はじめに	森・濱田松本法律事務所
II. SPAC 制度の改正案の概要	パートナー 鈴木 克昌 TEL. 03 6212 8327 katumasa.suzuki@mhm-global.com
III. 今後の見通し	シニア・アソシエイト 五島 隆文 TEL. 03 6266 8950 takafumi.goto@mhm-global.com アソシエイト 平川 諒太郎 TEL. 03 5223 7712 ryotaro.hirakawa@mhm-global.com

I. はじめに

米国の SPAC (Special Purpose Acquisition Company) の IPO (新規株式公開) や De-SPAC (SPAC による買収) は 2019 年以降急増していましたが¹、SPAC に係る一部の不正事例の発生等があり、また、2021 年 12 月には米国証券取引委員会 (以下「SEC」といいます。) のゲンスラー委員長が SPAC について投資家保護の不備を指摘するスピーチを行う等、SEC による規制強化の可能性が指摘されていました。

そのような中、SEC は 2022 年 3 月 30 日付で、SPAC 制度に関する改正案を公表しました²。当該改正案は、同年 5 月 31 日まで意見募集の受付に付されておりますが、実務からは過度の規制を課すものとして反対意見も多く、このままの内容で制度改正されるかは不透明な状況です。本稿では、SEC による改正案の内容を概説しつつ、日本の IPO 実務や現在議論が進められている日本版 SPAC への示唆についても併せてご説明いたします。

なお、米国 SPAC の概要及び日本版 SPAC については、当事務所の過去のニュースレター (<https://www.mhmjapan.com/content/files/00047573/20210308-015456.pdf>、<https://www.mhmjapan.com/content/files/00063791/20220131-041906.pdf>) をご参照ください。

¹ なお、2021 年の上半期に、米国証券取引委員会 (SEC) により SPAC のルール解釈に関するステートメントが相次いで公表されたことの影響もあり、同年 4 月以降は件数が鈍化しました。2022 年 5 月 2 日時点において、同年の SPAC の IPO 件数は 61 件 (調達金額 106 億米ドル) で、米国 IPO 全体の約 6 割を占めており、2022 年に入ってからも依然として堅調に推移しているといえますが、件数が激増していた 2021 年の同時期と比較するとペースは鈍化しています。

² SEC “Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections” (2022 年 3 月 30 日) (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

II. SPAC 制度の改正案の概要

SEC の公表した制度改正案は多くの内容を含みますが、大きく分けると以下の 4 点になります。

1. スポンサー等の利益相反等に係る開示の強化

SEC の公表した制度改正案においては、SPAC の IPO 時と De-SPAC 時の開示について、新たな特別記載事項として、それぞれ以下のような事項を開示することが提案されています。

[IPO 時の開示]

開示項目	概要
スポンサーに関する事項	<ul style="list-style-type: none"> ・ スポンサーの名称・組成の形態 ・ スポンサーの主要な事業の特徴 ・ スポンサーの実績・他の SPAC への関与の状況 ・ スポンサーの SPAC における主要な役割・職責 ・ スポンサーと SPAC やその役員等との間の De-SPAC の決定に関する合意、証券の償還に関する合意 ・ スポンサーに重要な利害を有する者等 ・ スポンサーと SPAC 等の関係性を示した組織図 ・ ロックアップの概要 ・ スポンサーに対する報酬の性質及び額等
スポンサー・経営陣と一般株主との間の利益相反に関する事項	<ul style="list-style-type: none"> ・ 実際の又は潜在的な利益相反 (例) ✓ De-SPAC を進めることの決定に関する利益相反 ✓ スポンサー・経営陣の受領する報酬の仕組みにより生じる利益相反 ✓ SPAC の役員が他のエンティティに対して信託義務 (Fiduciary duty) を負っている場合にはその概要
将来的な希薄化に関する事項	<ul style="list-style-type: none"> ・ IPO 後に生じうる希薄化の主要な要因及び程度³

[De-SPAC に関する事項]

開示項目	概要
De-SPAC の条件及び影響に	<ul style="list-style-type: none"> ・ De-SPAC の背景及び理由

³ 希薄化の程度については、可能な限り定量的な形で開示することが求められています。SPAC においては、De-SPAC 後にスポンサー及び一般株主の保有するワラントが行使されうることに加えて、De-SPAC 時には、PIPEs による機関投資家等への SPAC 株式の発行や De-SPAC の対価としての対象会社株主への SPAC 株式の交付により、SPAC 株式について大規模な希薄化が生じることがスキーム上予定されているため、それらの点について開示が必要となると思われます。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

<p>関する事項</p>	<p>(例)</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ De-SPAC の交渉過程等を含む取引の背景 ✓ De-SPAC や関連するファイナンス取引の概要（スポンサーから投資家に対する金銭支払があれば、その概要を含む） ✓ 当該 De-SPAC（及び関連するファイナンス取引）を実施することやそのストラクチャー・時期を採用したことの理由 ✓ De-SPAC 前後における株式に係る権利の差異に関する説明 ✓ 税務・会計上の論点 ・ De-SPAC 及び関連するファイナンス取引において SPAC、スポンサー、対象会社及び一般株主がそれぞれ享受する利益・不利益⁴ ・ スポンサー等が De-SPAC 及び関連するファイナンス取引に関して有する重大な利害関係 ・ SPAC 株主による金銭償還権等の有無及び概要 <p style="text-align: right;">等</p>
<p>De-SPAC の適正性とこれを担保するための手続に関する事項</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ De-SPAC が一般株主にとって適正（Fair）なものであるかに関する、SPAC 自身の（合理的な）見解及びその理由 ・ 当該見解が依拠したファクター⁵と各ファクターの評価上のウェイト ・ De-SPAC 又は関連するファイナンス取引について一般株主の過半数による承認が要求されているか ・ 従業員でない SPAC の役員の過半数による承認が得られているか ・ De-SPAC 又は関連するファイナンス取引について、従業員でない SPAC の役員の過半数が、その交渉に際して一般株主の利害を代表する者を選任しているか・その適正性に関する報告書を作成しているか ・ 当該取引の承認について反対又は棄権する役員がいる場合に、当該役員及びその理由 ・ De-SPAC の適正性について外部の第三者による意見書等の有無、当該第三者の概要及び利害関係（もしあれば、当該意見書等の添付を要する） <p style="text-align: right;">等</p>
<p>De-SPAC による買収対象会社に関する開示の強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対象会社も、SPAC と共同名義で登録届出書の提出を行うように改正 ・ その他、記載事項の整理等

⁴ この点については、SEC は De-SPAC を実施することにより得る利益がスポンサーと一般投資家の間で異なる場合、その差異についてできる限り定量的に開示するべきと例示しています。

⁵ 例えば対象会社のバリュエーション、将来財務数値の評価、外部の第三者による意見書、希薄化の程度等が考えられるとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

これらの開示については、その多くが 2020 年 12 月に公表された SEC ガイダンス⁶において既に指摘されていたものであり、かかるガイダンスに基づき SPAC における利益相反等に関する開示の拡充が実務上進められてきました。米国においては、スポンサー等と一般株主との間に利益相反があることを理由に SPAC 制度の利用が否定されているわけではなく、投資家の自己責任を前提に、あくまで利益相反に関する開示の正確性・十分性をいかに確保するかが議論されています。今回の SEC による SPAC に関する利益相反等の開示の規制強化も、上記を前提に、投資家に正確かつ十分な情報を提供させることを目的としているものと考えられます。かかる米国の議論については、日本版 SPAC に関して議論されているスポンサー等と一般株主との利益相反等の開示の在り方についても参考となるものと思われ⁷。

2. 事業計画の将来情報に関するセーフハーバーからの除外

SPAC において本質的な投資対象となるのは対象会社の事業ですが、SPAC は対象会社の発見前に IPO による資金調達を行うため、SPAC 株主が対象会社の事業について情報を得るのは、SPAC による対象会社との De-SPAC に係る株主総会の Proxy Statement（委任状勧誘資料）となります。米国では将来情報は、投資判断に及ぼす影響の重大性とその恣意性により、未達の場合に投資家から損害賠償責任訴訟を提起されるリスクが高いものとして、伝統的な IPO では一切開示されないのが通常です。他方、De-SPAC における対象会社の事業計画（projections）の開示に関しては、米国 1995 年私募証券訴訟改革法における将来情報（Forward-Looking Statement）に関するセーフハーバーの適用により、その訴訟リスクが限定されていることから、米国の実務上、De-SPAC に係る Proxy Statement において対象会社の事業計画の開示が行われていました。

もっとも、SEC が 2021 年 4 月に公表したステートメント⁸において、当該セーフハーバーは De-SPAC 時に開示する対象会社の事業計画には適用すべきではない（伝統的な IPO の開示と同様に扱うべき）ことが指摘されていたこともあり、その規制動向が注目されていました。

今般の制度改革案は、当該セーフハーバーの適用要件を改正⁹することにより、SPAC について当該セーフハーバーの適用がないことを明確にすることを提案して

⁶ SEC, Division of Corporation Finance Securities and Exchange Commission CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 (<https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>)

⁷ なお、スポンサーが De-SPAC の成立に強いインセンティブを有しており、SPAC の一般株主との間に深刻な利益相反があるという意見もありますが、東京証券取引所・SPAC 制度の在り方等に関する研究会「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」（2022 年 2 月 16 日）でも言及されているように、SPAC スポンサーが De-SPAC の実現にインセンティブを有することそれ自体は、SPAC に対する投資家の一般的な期待の方向性と合致しており、諸外国では、適切な投資者保護の枠組みを講じることで一般投資家の利益に反した De-SPAC が行われるリスクに対応しようとしていることも踏まえて、議論する必要があります。

⁸ <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipo-liability-risk-under-securities-laws>

⁹ 具体的には、当該セーフハーバーの適用が除外される blank check company の法令上の定義を、SPAC も含むよう修正することとされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

います¹⁰。これにより De-SPAC 時に開示される対象会社の事業計画についても、伝統的な IPO と同様に将来情報に関するセーフハーバーの適用がないこととなるため、対象会社の将来目標を含む事業計画の開示の在り方について再検討が必要となります。即ち、SPAC の利点の一つに、伝統的な IPO におけるブックビルディング方式（投資家の需要調査に基づくプライシング方法）と異なり、対象会社の経営陣が直接投資家（SPAC）と IPO 価格（SPAC 株式との交換比率）を交渉できる点がありました。特に新規性の高い事業を行うテック企業においては、過去の企業価値評価の蓄積がないため、投資家一般に将来情報を示さないブックビルディング方式で高いプライシングを得ることは一般的に難しく、SPAC による買収を通じた IPO が好まれる傾向にありました。De-SPAC には SPAC の株主総会が必要であるため、SPAC はその株主総会においても対象会社の事業計画を示して賛成票を得ようとしていたのですが、このような将来情報に依拠したプライシングが困難となる場合には、SPAC の重要なメリットが失われる可能性があります。

これに対して、日本においては、上場承認時に当該年度に係る業績予想を公表することが証券取引所から求められており¹¹、また有価証券届出書においても一定の将来情報を記載することが想定されています¹²。また、日本でも De-SPAC を合併その他の組織再編で実施するとすれば、現状の法制度では対象会社の事業等に関する情報は主として SPAC による株主総会資料で開示されることが予想されます¹³。多くの会社が株主総会資料で中期事業計画を具体的な数値で示す等将来情報を開示していますが、株主総会資料の虚偽記載等の責任（会社法 976 条 7 号）が追及された事案は（重大な粉飾決算を除き）ほとんどなく、その実効性が高いとは言えません。

このように将来情報の開示に関する米国と日本の実務には大きな差異があり、米国の今般の改正が日本の法制度に直ちに影響するかは不透明ですが、上記のとおり

¹⁰ なお、De-SPAC においてなお事業計画を開示する場合には、事業計画の目的・作成者、事業計画の重要な前提事実・前提条件及びこれらの重要な変動要因、かかる事業計画は SPAC 又は対象会社の経営陣の見解がなお反映されているものか等を、開示事項に追加することも併せて提案されています。

¹¹ なお、東京証券取引所のグロース市場においては「事業計画及び成長可能性に関する事項」として、事業計画の目標値等を含む事項の提出・公表が求められています。

¹² 新規上場時の有価証券届出書に係る企業内容の開示に関する内閣府令第二号の四様式が参照する、同第二号様式・記載上の注意（30）においては、「経営上の目標の達成状況を判断するための客観的な指標等がある場合には、その内容を記載すること。」として、目標の達成状況を判断するための指標の開示が求められています。金融庁は、将来情報の開示に関しては、具体的な目標数値の記載を義務付けるものではないとしつつも、合理的な検討を踏まえて設定された経営計画等の具体的な目標数値を記載する場合には、有価証券報告書提出日現在において予測できる事情等を基礎とした合理的な判断に基づくものを記載すべきであり、必要に応じて記述情報による補足も含めるべきという見解を示しています（金融庁 2019 年 1 月 31 日付「パブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」2 ページ 6 番）。

¹³ 日本においては、金融商品取引法上、上場会社が他の会社を買収する場合には、対象となる他の企業に関する開示が必須とはされていません（東京証券取引所・SPAC 制度の在り方等に関する研究会 2022 年 2 月 16 日付「SPAC 上場制度の投資者保護上の論点整理」）。これは、特定組織再編成発行／交付手続（同法 2 条の 3）の開示に関して、対象会社の株券が既開示でない場合や存続会社の株券が既開示である場合については有価証券届出書の提出が免除されていること（同法 4 条 1 項 2 号）によるものですが、対象会社に関する事業内容、業績やリスク要因等について金融商品取引法の枠組みで情報開示が行われないことにより、財務局による記載内容の確認や虚偽記載等の責任の追及が困難となるおそれがあるため、開示責任の所在を含む De-SPAC 時の開示の在り方について検討が必要と考えられます（鈴木克昌ほか「米国 SPAC の実務と日本版 SPAC に向けた課題」旬刊商事法務 2261 号 11 ページ（2021 年））。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

SPACにおけるプライシングそのものに影響する事項であるため、改正の内容とその後の米国の実務が注目されます。

3. 証券会社に対する De-SPAC に関する責任の強化

SEC は、SPAC の一連の取引において Underwriter の役割及び目指す結果が伝統的な IPO と同じであること等に着目し、SPAC の IPO における引受証券会社で、De-SPAC 又はこれに関連するファイナンス取引に関与したもの等（De-SPAC の FA¹⁴や PIPE エージェント等）も、De-SPAC に関する開示書類について原則として虚偽記載等の責任を負う旨の改正を提案しています。

かかる改正案については、SPAC の IPO ・ De-SPAC に関与する証券会社等が De-SPAC に関する開示書類の正確性を確保するためにより慎重な配慮を行うことを期待したものと説明されていますが、SPAC の IPO 時に引受けを行ったものの、PIPE エージェントとしてのみ De-SPAC に関与した証券会社や De-SPAC について通常の M&A と同等の助言等を行ったに過ぎない FA 等（いわゆる引受審査を行うわけでもなく、SPAC による開示について要請すべき立場になく、De-SPAC のプライシングについても自らが投資家の需給を確認したわけでもない証券会社等）がこのような責任を負うことは過度な負担であり（M&A の FA や PIPE のエージェントが一般投資家について法的責任を負うことも通常はありません）、かかる改正案がそのまま施行されれば SPAC 市場に相当な萎縮効果を及ぼすことが懸念されます。

日本版 SPAC においては、開示責任の所在を含む De-SPAC 時の開示の在り方は今後の検討課題とされているところですが、開示の正確性・十分性のエンフォースメントの問題と、SPAC 制度に関する各パーティの適切な負担も踏まえた SPAC 制度の利便性とのバランスも踏まえ、議論される必要があると思われる。

4. SPAC が米国投資会社法の「投資会社」に該当しないことを明確化

米国 1940 年投資会社法上の「投資会社」（Investment Company）に該当する場合には、「投資会社」としての登録が必要となる他、各種の義務が課されます。そのため、SPAC においては、かかる規制を回避する観点で、IPO の調達資金は安全資産でのみ運用する等「投資会社」に該当しないことを企図した設計とされていました。もっとも、一部の SPAC 株主による SPAC に対する代表訴訟において、SPAC が投資会社法上の「投資会社」に該当する旨の主張がなされ、これを受けて 2021 年 9 月に 60 を超える米国の著名なローファームが連名で、一定の要件の下 SPAC は投資会社法上の「投資会社」には該当しないとする声明を公表していました。

¹⁴ 制度改正案においては、IPO の引受証券会社で SPAC 側の FA として De-SPAC に関与したものが典型例として挙げられています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

今回の改正案は、SPAC が、一定の要件¹⁵の下に投資会社法上の「投資会社」に該当しないことを明確化するものであり、実務上は歓迎されるべきものと思われます。

Ⅲ. 今後の見通し

上記 SEC の制度改正案は、冒頭で述べたとおり 2022 年 5 月 31 日まで意見募集の手續に付されていますが、改正案については米国の実務家の間でも反対意見を含め多くの議論が行われており、最終的に改正案のとおり施行されることとなるかはなお不透明です。とりわけ上記Ⅱ. 3. のような証券会社の責任強化に係る制度案が、そのとおりに改正された場合には、証券会社において SPAC への関与を差し控える可能性も想定され、米国 SPAC の実務に重要な影響を及ぼすことが想定されます。かかる改正案は日本版 SPAC の議論にも影響を与えるものであり、最終的な改正内容及びそれに関する議論が注目されます。

¹⁵ SPAC の資産が金銭や政府発行証券等のみで構成されること、SPAC の活動が De-SPAC の実施に限られていること、SPAC の役職員は主に De-SPAC の対象会社の発見に関する業務に従事していること、De-SPAC を IPO の 18 ヶ月後以内に公表し 24 ヶ月後以内に完了すること等が要件とされています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

セミナー

- セミナー 『IPO を成功させるための準備方法と留意点～公開価格設定プロセス、IPO 前ファイナンス、SPAC 等の押さえておくべき近時トピックも～』
開催日時 2022 年 5 月 16 日（月）10:00～12:00
講師 石橋 誠之
主催 株式会社金融財務研究会

文献情報

- 本 『外為法に基づく投資管理—重要土地等調査法・FIRRMA も踏まえた理論と実務』
出版社 中央経済社
著者 大川 信太郎

NEWS

- 箱田 英子 弁護士が IFLR1000 Women Leaders 2022 において日本を代表する女性弁護士に選ばれました
IFLR1000 の調査により、当事務所の箱田 英子 弁護士が日本を代表する女性弁護士として Japan IFLR1000 Women Leaders 2022 に選出されました。

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com