

日本における現金対価の公開買付けに関連する米国証券法令上の留意点及び選択肢(参考和訳)

2020年5月

米国証券法令は、米国証券取引委員会(以下、「SEC」といいます。)に登録されている日本企業の有価証券を対象とする公開買付けに加え、当該公開買付けが米国との関係性を有している場合、SECに登録されていない日本企業の有価証券を対象とする公開買付けについても規制の対象としています。本メモランダムでは、SECに有価証券を登録している会社ではないものの、その普通株式の少なくとも一部が米国居住者(以下、「**米国保有者**」)といいますが、)によって保有されている日本企業(以下、「**対象会社**」)の普通株式に対して、別の日本企業(以下、「**公開買付者**」)が、全額現金対価の公開買付け(以下、「**公開買付け**」)を実施する場合における米国証券法令上の留意点について説明しています。本メモランダムにおいては、公開買付けが、非友好的又は敵対的なものではないこと、すなわち、対象会社が公開買付者の公開買付けに賛同し、かつ、対象会社が同社の株主に対し、公開買付者による公開買付けへの応募を推奨する場合を前提としています。また、公開買付者及び対象会社が「**海外民間発行体**」(Foreign Private Issuer, 以下、「**FPI**」)に該当することも前提としています。本メモランダムにおいては、ライツ・オファリング、エクスチェンジ・オファー(exchange offer)、株式交換その他の経営統合取引³、又は対象会社が複数の種類の株式を発行している場合における留意点、及び、発行体による自社の有価証券に対する公開買付けに関連する留意点については、検討の対象としておりません。

I. 一般的留意点

米国取引所法セクション 14(e)及び同セクションに基づき SEC によって定められたレギュレーション 14E は、債券及び株式に対する公開買付けを規制しています(以下、「**米国公開買付規制**」)と総称します。)⁴。セクション 14(e)及び米国公開買付規制は一般的に、公開買付けに関する詐欺的、欺瞞的又は相場操縦的な行為又は慣行を防ぐことを目的としています。米国公開買付規制は、免除規定が利用可能な場合、又は米国保有者が公開買付けから適切に除外されている場合(以下に説明しています。)を除き、米国保有者が一人しか

¹ ほぼ全ての日本の企業の実質保有者には、一定数の米国保有者が存在します。

² 「**海外民間発行体**」とは、一切の海外発行体(外国政府を除きます。)のことをいいます。ただし、直前に終了した四半期会計期間に先立つ直前四半期会計期間の最終営業日時点において、以下の事由に該当する発行体を除きます: (i) その発行済議決権付証券の50%超が、その名簿上、直接的又は間接的に米国居住者によって保有されており、かつ、(ii) (x) 当該発行体の役員もしくは取締役の過半数が米国国民もしくは米国居住者である場合、(y) 当該発行体の資産の50%超が米国内に存在する場合、又は(z) 当該発行体の事業が主として米国において管理されていること(1933年米国証券法(その後の修正を含み、以下、「**米国証券法**」)といいますが。)ルール 405 及び 1934年米国証券取引所法(その後の修正を含み、以下、「**米国取引所法**」)といいますが。)ルール 3b-4 をご参照下さい。)

³ これらの事項その他のトピックに関するデービス・ポークのメモランダム(参考和訳を含みます。)については、当事務所東京オフィスのウェブサイト(<https://www.davispolk.com/tokyo/>)の右下にある「Related Insights」をご参照下さい。

⁴ 米国取引所法セクション 14(d)に基づき定められたレギュレーション 14D は、公開買付けについても規制していますが、一般的には、米国取引所法セクション 12に基づいて米国内で登録されている株式及びその他の一定の限定された種類の有価証券を対象とする公開買付けにのみ適用されます。レギュレーション 14D が適用される場合、(米国公開買付規制を遵守することに加え、)その要件(同要件には、SEC に詳細な開示文書をファイルすることも含みます。)を遵守する必要があります。

存在せず、かつその保有する株式が1株しかない場合であっても、日本企業の株式を対象とする公開買付けに適用されます。

日本企業を買収することを企図する公開買付者が、米国法令を遵守した上で、公開買付けを実施する場合、主に以下の3通りの方法に従って行うことが通常考えられます。

1. **関連する全ての米国公開買付規制を遵守する方法** 公開買付けに米国保有者を参加させた上で、関連する米国公開買付規制を遵守する方法。
2. **ティアI免除に依拠する方法** 米国保有者は、公開買付けに参加するものの、米国保有者による対象会社の発行済株式の保有比率が10%以下であり、かつその他の一定の条件が充足されている場合には、米国取引所法ルール14d-1(c)に定められている免除規定(以下、「**ティアI免除**」といいます。)⁵に依拠する方法。当該免除規定に依拠することにより、多くの米国公開買付規制の適用を回避することが可能となります。
3. **米国保有者を除外する方法** 米国保有者が公開買付けに参加できないようにすることで、「米国の管轄に服することとなる手段(U.S. jurisdictional means)」の利用を回避する方法。

米国保有者による対象会社の発行済株式の保有比率がさほど高くない場合には、2段階目のステップとしてのスクイーズアウトを完了するために必要となる株式を公開買付けで獲得するという目的を達成しつつ、米国保有者を公開買付けから除外できる可能性があります。米国保有者を除外することの主なメリットは、公開買付書類の英訳作成のための費用を回避することにあります。そのためには、本メモランダム**のセクションIV**に記載されているとおり、公開買付者が、米国保有者を適切に除外するよう慎重に行動し、「米国の管轄に服することとなる手段」の利用を回避することが非常に重要となります。

しかしながら、公開買付者が残存株主に対するスクイーズアウトの実施に必要な株式数を取得するために、米国保有者にも公開買付けに応募してもらう必要がある場合には、米国保有者を公開買付けから除外する方法を採用することは現実的ではありません。このような場合には、日本企業を買収することを企図する公開買付者の多くは、以下の理由から、関連する全ての米国公開買付規制を遵守する方法を選択します。

- 日本の公開買付規制の内容が、米国公開買付規制と全般的に類似しているため、公開買付者に大きな追加負担を課すものではないこと
- 公開買付者によるティアI免除の要件(本メモランダム**セクションIII.B.**に記載)の厳格な遵守(Wall Street Journal や New York Times への高額な広告掲載を通じた米国における情報の公開を含みます。)が必要とならないこと
- 米国保有者による保有割合の判定において、公開買付者が「ルックスルー(“look-through”)」分析(本メモランダム**セクションIII.C.**に記載)を実施する必要がなくなることから、更なる費用負担及び手続の煩雑さを回避することができること

上述のティアI免除は、通常、現金対価型の公開買付けの後に、公開買付者が、2段階目のステップとして、(現金ではなく)株式を対価とするスクイーズアウト取引を実施するという稀なシナリオにおいてのみ使用されています。この場合、2段階目のステップで米国証券法ルール802の免除規定に依拠し、フォームF-4による株式交換の登録義務が免除されるためには、1段階目のステップでティアI免除に依拠することが必要です。

⁵ 米国保有者による対象会社の発行済株式の保有比率が10%以上40%以下の場合には、米国取引所法ルール14d-1(d)に基づき、より限定的な第2の免除規定に依拠することができます(以下、「**ティアII免除**」といいます。)。しかしながら、米国取引所法セクション12に基づく有価証券の登録をしていない日本企業を対象とする公開買付けの場合、ティアII免除に依拠したとしても、最も大きな負担となる米国公開買付規制を引き続き遵守する必要があるため、通常、有用な方法ではありません。したがって、本メモランダムにおいては、ティアII免除についての詳細は説明していません。

これらの方法については、本メモランダムの後続のセクションでより詳細に説明しています。

II. 米国保有者の参加を可能とし、関連する全ての米国公開買付規制を遵守する方法

米国保有者に対して行われる公開買付けは、免除規定が適用される場合を除いて、全ての米国公開買付規制の対象となります。レギュレーション 14Eに基づくルール 14e-1 乃至 14e-8⁶は、公開買付けに関するタイミング及び手続きを規制し、さらに一定の行為を禁止しています。前述のとおり、現在の日本の公開買付規制の内容が、米国公開買付規制と全般的に類似しているため、多くの日本企業は、ティア I 免除又はティア II 免除に依拠する方法を採用したり、米国保有者を公開買付けから除外することで「米国の管轄に服することとなる手段」の利用を回避する方法を採用したりするのではなく、全ての米国公開買付規制を遵守する方法を採用しています。

A. 詐欺防止ルール

米国公開買付規制上は、一般的に、公開買付資料に特定の情報を記載することを義務付けておらず、当該資料を SEC にファイルする必要もありません。米国公開買付規制上は公開買付資料の英訳は求められていませんが、当該公開買付けに関して受け取った情報がミスリーディングであったと米国保有者から申し立てられるリスクを回避するため、公開買付者としては、米国保有者に対して公開買付資料の英訳を提供することが望ましいものと考えられます。

セクション 14(e)は、何人においても「公開買付けに関連して、重要な事実につき不実記載をし、又は記述が行われた場合の状況に照らし誤解を生じせしめないために必要な事実の記述を省略し、又は詐欺的、欺瞞的もしくは相場操縦的行為もしくは慣行に従事すること」は違法であるとしています。これは、米国取引所法セクション 10(b)及び同セクションのルール 10b-5 に基づく証券詐欺の主張に関する一般的基準とほぼ同じ内容です。

B. 公開買付期間の最低必要日数及び迅速な支払い

ルール 14e-1 において、公開買付者は、公開買付けにおいて以下のいずれも行っていないものと定められています。

- 対象会社の有価証券の保有者に対して、公開買付けが最初に公表され、送付され又は提供された日から 20 米国営業日未満の期間で、公開買付けを実施すること。
- 公開買付けの対象となっている有価証券の種類比率、支払対価、又は公開買付けに関連してディーラーに支払う勧誘手数料を増加又は減少させること。ただし、対象会社の有価証券の保有者に対して、当該増減に関する通知が最初に公表され、送付され又は提供された日から少なくとも 10 米国営業日の期間の間、公開買付けが継続された場合はこの限りではありません。
- 対価の支払を迅速に履行しないこと⁷、又は公開買付けの終了もしくは撤回に際して証券保有者もしくはその代理人によって預託された有価証券の返還を迅速に履行しないこと。

⁶ ミューチュアル・ファンドに適用されるルール 14e-6 及びリミテッド・パートナーシップのロールアップ取引(roll-up)に適用されるルール 14e-7 は、本メモランダムの対象ではありません。

⁷ SEC スタッフは、一般的に、公開買付けの終了から 3 営業日以内の支払いを「迅速」な支払いとみなします。

- プレスリリースその他の公表による延長の通知を行うことなく、公開買付けの期間を延長すること(当該通知において、それまでに預託された有価証券の概数を開示する必要があり、また、当該通知は、公開買付けの終了予定日の翌営業日の午前9時00分(米国東部標準時間)までに発行される必要があります。)

C. 公開買付けに対する対象会社の意見表明

ルール 14e-2 では、対象会社は、公開買付者による友好的な公開買付けに対して、当該公開買付けが対象会社の有価証券の保有者に対し最初に公表され、送付され又は提供された日から 10 米営業日以内に、当該証券保有者に対し、公開買付けに応募することを推奨する旨の意見表明を行わなければならないとしています⁸。当該意見表明には、対象会社が公開買付けへの応募を推奨する理由を含める必要があります。当該意見表明に関連して公開された開示内容に重要な変更が生じた場合には、対象会社は、迅速に、有価証券の保有者に対し、重要な変更内容を公表し、送付し又は提供しなければいけません。

D. インサイダー取引の禁止

ルール 14e-3 は、公開買付けに関する重要情報及びその情報源が、売買が行われる合理的な期間前に公表されていない限り、当該情報を保有しながら対象会社の有価証券を取引すること(公開買付者又はその代理人による買付けを除きます。)を禁止しています。同ルールはまた、前文において説明されている同ルールへの違反が生じることが合理的に予見可能な状況においては、公開買付者、対象会社及び両者の特定の関係者は、公開買付けに関する未公表の重要情報をいかなる者にも伝達してはならない旨規定しています。

E. 部分的公開買付けに対するショート・テンダリングの禁止

ルール 14e-4 は、いかなる者に対しても、自らが所有していない株式を部分的公開買付けに直接的又は間接的に応募することを本質的に禁止しています。部分的公開買付け(すなわち、対象会社の株式の 100%未満に対する公開買付け)においては、その公開買付資料にショート・テンダリング(short tendering)の禁止規定が適用される旨の開示を含めることが望ましいものと考えられます。

F. 別途買付けの禁止

ルール 14e-5 は、公開買付けの公表時から公開買付期間が終了するまでの間、「特別関係者(covered persons)」が、対象会社の有価証券に対して公開買付けによらない買付け又は買付けのアレンジを行うことを、直接的又は間接的であるかを問わず、禁止しています⁹。「特別関係者」という用語は、以下を意味します。

- 公開買付者及びその関係者
- 公開買付者のディーラー・マネージャー及びその関係者

⁸ 非友好的な公開買付けの場合には、対象会社は、(i) 当該公開買付けに応募すること又はしないことを勧めること、(ii) 当該公開買付けに対し意見を表明せず中立の立場を維持すること、又は (iii) 当該公開買付けに対する意見表明が不可能である旨を決定することのいずれかの手段をとることができます。この場合、対象会社の意見表明には、当該意見表明又は意見表明ができないことの原因が含まれている必要があり、また、当該意見に関連して公開された開示内容に重要な変更が生じた場合には、対象会社は、迅速に、有価証券の保有者に対し、重要な変更内容を公表し、送付し又は提供しなければいけません。

⁹ ルール 14e-5 に基づいて、公開買付代理人として行動するマーケット・メーカーの活動が制限される場合があります。しかしながら、当事務所は、日本には、米国取引所法セクション 3(a)(38)において定義される「マーケット・メーカー」は存在していないものと理解しています。

- 公開買付者、ディーラー・マネージャー又はそれぞれの関係者に対する全てのアドバイザー（ただし、当該アドバイザーの報酬が当該公開買付けの成立を条件としている場合に限り。）
- 対象会社¹⁰
- 対象会社有価証券もしくは関連証券の全ての買付け又は買付けのアレンジに関連して、その他の特別関係者のいずれかと協調して直接的又は間接的に行動する全ての者

公開買付者又は対象会社のフィナンシャルアドバイザーは、公開買付者のディーラー・マネージャーもしくは公開買付代理人として行動している場合、その報酬が当該公開買付けの成立を条件としている場合、又は特別関係者と協調して行動している場合には、別途買付けの禁止の対象となる可能性があります。ルール 14e-5 は、フィナンシャルアドバイザーによる種々の取引活動を禁止しており、その内のわずかしが、同ルールが明らかに適用されない取引活動はありません。

特別関係者による対象会社の有価証券の別途買付けが一般的に禁止されているにもかかわらず、いくつかの特別な状況下において、別途買付けが SEC によって認められた場合があります。ノーアクション・レターは、一定の条件の下で、特別関係者である日本の対象会社が日本法に基づく単元未満株式の買付けを行うことを認めています¹¹。

また、公開買付けがティア II 免除の条件（米国保有者による対象会社の株式保有比率が発行済株式の 40% 以下であることを含みます。）を満たしていると合理的に期待できる場合、公開買付者及び対象会社のそれぞれのフィナンシャルアドバイザーの関係者に加えて、公開買付代理人の関係者も、ルール 14e-5(b)(12) に定められた一定の条件（情報ウォールの構築・維持及び公開買付書類に適切なレジェンド（注意書き）を掲載することを含みます。）に従い、対象会社の株式に関連する通常の取引活動を継続することができます¹²。

G. 一定の開始前コミュニケーションの禁止

ルール 14e-8 は、公開買付者が以下の全ての条件に該当しない限り、公開買付けを公表することを禁止しています。

- 合理的期間内において公開買付けを開始して完了する意図を有していること
- 公開買付者又は対象会社の株価を操作する意図を有していないこと
- 公開買付けを成立させるための有価証券を買い付ける資力・能力を有していると合理的に信じていること

III. ティア I 免除に依拠して米国保有者の参加を可能にする方法

上述のとおり、2 段階目のステップとして、現金ではなく株式を対価とするスクイーズアウトを行う場合には、公開買付者が、米国証券法ルール 802 の免除規定に依拠し、2 段階目の株式交換に係る登録義務の免除を受けるために、ティア I 免除に依拠することが有用である場合があります。米国保有者による対象会

¹⁰ 友好的な取引の場合、対象会社は公開買付者と協調して行動していることになるため、特別関係者となります。対象会社の関係者もまた特別関係者となるかどうかは、明確ではありません。

¹¹ この免除規定に依拠するための要件に関するより詳細な情報は、ご要望に応じてご提供させていただくことも可能です。

¹² この免除規定に依拠するための要件に関するより詳細な情報は、ご要望に応じてご提供させていただくことも可能です。

社の発行済株式の保有比率が10%以下であり、かつ、一定の条件が満たされている場合には、ティア I 免除規定に依拠することにより、多くの米国公開買付規制の適用を回避することができます¹³。

A. ティア I 免除の範囲

ティア I 免除に依拠して公開買付けを行うことにより、以下の米国公開買付規制の適用を回避することができます。

- ルール 14e-1 に基づく公開買付期間の最低必要日数及び迅速な支払い要件
- ルール 14e-2 に基づき必要となる公開買付けに関する対象会社の意見表明
- ルール 14e-5 に基づく別途買付けの禁止(ただし、以下のルール 14e-5(b)(10)に規定される追加の条件が満たされている必要があります。)
 - － 米国保有者に対して交付される公開買付書類において、別途買付け、別途買付けのアレンジ又は意図の全ての可能性を目立つように開示すること。
 - － 公開買付書類において、別途買付け又は別途買付けのアレンジに関する全ての情報の開示方法を開示すること。
 - － 公開買付者が、米国において、別途買付け又は別途買付けのアレンジに関する情報を、日本における開示と同様の方法で開示すること。
 - － 公開買付けに関する日本の適用法令及び規制を遵守した上で、別途買付けが行われること。

ティア I 免除に依拠して実施される公開買付けであっても、以下の米国公開買付規制は適用されます。

- ルール 14e-3 に基づくインサイダー取引の禁止
- ルール 14e-4 に基づく部分的公開買付けにおけるショート・テンダーの禁止
- ルール 14e-8 に基づく一定の開始前コミュニケーションの禁止
- セクション 14(e) に基づく詐欺防止ルール

¹³ SEC ガイダンスによれば、後続取引が免除規定を利用するための基準を充足しているか否かを判断するにあたって、以下の条件を充足する場合には、取引の 1 段階目で行われる米国保有者の保有比率に係る最初の計算結果に依拠することが可能とされています。具体的には、(i) 1 段階目の開示文書において、後続取引を実施する公開買付者の意思及び後続取引の条件を記載すること、及び(ii) 後続取引が 1 段階目の取引完了後合理的な期間内に完了するという条件を満たす必要があります。このトピックに関するより詳細な情報は、ご要望に応じてご提供させていただくことも可能です。

B. 依拠の条件

ティア I 免除に依拠するためには、以下の全ての条件を充足する必要があります。

- **米国保有者についての制限** 米国保有者の保有する対象会社の普通株式が、総計で 10% 以下であること。
- **米国株主の平等的な取扱い** 対象会社株式の米国保有者が、米国外の保有者に対する条件と少なくとも同等以上の条件で公開買付けに参加できること。
- **情報提供にかかる文書** 公開買付者が、公開買付資料及び全ての情報提供文書 (informational document)¹⁴を (英語に翻訳した上で、) 米国以外の保有者に対する方法と同等の方法で米国保有者に対して交付すること¹⁵。
- **米国内の公表 (U.S. Publication)** 公開買付者が日本において公表により情報を交付する場合、米国内においても、公開買付けに関して米国保有者に知らせるために合理的に企図された方法で、情報を公表すること¹⁶。

C. 米国保有者保有比率の判定

米国保有者の保有比率は、以下のとおり判定されます¹⁷。

- **計算基準日** 保有比率は、一般的に、公開買付けの公表前 60 日以降 (場合により 120 日以降) 及び公表¹⁸後 30 日の 90 日間の期間内におけるある日付 (いずれの場合でも公開買付け開始前の日付) において計算される必要があります。
- **米国保有者の判定** 保有比率は、(i) 米国保有者が保有する対象会社の株式数 (分子) の、(ii) 対象会社の発行済株式総数 (分母) に対する割合 (百分率) により計算されます。公開買付者又は対象会社が保有する株式は、分子及び分母から除かれます。

公開買付者及び対象会社が特別な理由により、必要となるルックスルー分析を行うことができない例外的な場合には、ティア I 免除について、代替的な「1 日当たり平均取引量 (“average daily trading volume”)」テストに基づいて判定を行うことも可能です。

¹⁴ ルール 14d-1(c) で定められている「情報提供文書」という用語はティア I 免除において定義されていませんが、一般的に、公開買付けに関連して対象会社の株式の保有者に向けて、公開買付者によって公表又は別途配布される全ての文書 (その訂正を含みます。) を含んでいると解釈されます。また、「情報提供文書」には、公開買付けについて言及はしていないものの、公開買付けに株式を応募するか否かに関する保有者の判断に影響する文書 (業績発表等) も含まれる可能性があります。

¹⁵ ティア I 免除に依拠するための条件ではありませんが、情報提供文書には、レジェンド (注意書き) を目立つように記載することが推奨されます。同レジェンドを、ご要望に応じてご提供させていただくことも可能です。

¹⁶ 対象会社は SEC 報告会社ではないため、ティア I 免除により、公開買付者が以下のことを義務付けられるわけではありません。

- (i) 米国以外の証券保有者に対して公開買付者が送付した全ての情報提供資料の英語翻訳をフォーム CB により SEC に提供すること。
- (ii) 公開買付けに関する米国における訴状受領代理人の選任について、フォーム F-X により SEC にファイルすること。

¹⁷ 上述のとおり、米国保有者の比率の計算方法は複雑なため、当事務所は通常、企業が米国保有者を特定する際には専門のサービス業者を採用するよう助言しています。このトピックに関するより詳細な情報は、ご要望に応じてご提供させていただくことも可能です。

¹⁸ ティア I 免除の 2008 年の修正に関する採択リリースは、「公表 (public announcement)」とは、公開買付者又はその代理人による口頭又は書面によるコミュニケーションであって、一般に公衆又は証券保有者に取引について知らせること又は知らせる効果を持つことが合理的に企図されたものであると述べています。 <https://www.sec.gov/rules/final/2008/33-8957.pdf> をご参照下さい。

ティア I 免除に依拠する企業は、米国保有者による実質保有を判定するために、名簿上の株主に問い合わせ、また公的な実質保有者の届出を精査しなければいけません。

IV. 米国保有者が参加できないようにし、「米国の管轄に服することとなる手段」の利用を回避する方法

米国公開買付規制は、一般的に、米国保有者を除外し、「米国の管轄に服することとなる手段」の利用を回避する公開買付け（以下、「**米国保有者を除外する公開買付け(Exclusionary Offer)**」）といえます。）には適用されません。この方法を採用するかを検討するに当たり、公開買付者及び対象会社は、公開買付けが成立しなくなる可能性、及び公開買付けから除外された米国保有者に生じ得る潜在的反感に関して懸念がないか、ビジネス上の問題として考慮する必要があります。

米国保有者を除外する公開買付けの実行を望む場合、公開買付者は、以下の「一般的な留意点及び手続き」を検討する必要があります。公開買付者が「米国の管轄に服することとなる手段」の利用を回避するために以下に概略を示した予防的手段を講じたにもかかわらず、SEC 又は米国裁判所によって、当該米国保有者を除外する公開買付けが米国の管轄に服すると判断されるリスクがあります。SEC は従前、対象会社の有価証券の米国保有者を保護するために SEC のアクションが必要であるかを判断する目的で、米国保有者を除外する公開買付けをより注意深く監視すると示唆しています。

また、米国保有者を除外する公開買付けの要件（米国内に発表することができる公開買付けに関する情報を厳格に制限するもの）と、フォーム 6-K をファイルする一部の発行体に適用される米国の開示要件又は米国取引所法ルール 12g3-2(b)（一定の重要情報を米国保有者に開示することを義務付けるものです。）との間に緊張関係が存在することにも留意する必要があります。公開買付者が、これらの 2 つの要件が潜在的に相反する場面に直面した場合には、米国保有者を除外する公開買付けを開始する前に十分な時間的余裕をもって当事務所にご相談下さい。

A. 一般的な留意点及び手続き

米国公開買付規制の適用を回避するためには、米国保有者を除外する公開買付けが、「米国の管轄に服することとなる手段」を関与させることなく実行されなければいけません。しかしながら、「**米国の管轄に服することとなる手段**」という用語は、非常に広く解釈されており、たとえば、以下のような場合が含まれる可能性があります。

- 常任代理人を務める日本の代理人に対し公開買付資料を郵送すること（ただし、当該代理人が米国内に居住する実質株主に対して当該資料を送付することを求められ又は期待されている場合に限りません。）。
- 米国内において公開買付資料に電子的又は物理的にアクセス可能にすること（自社のウェブサイトへの文書の掲載を含みます。）。
- 公開買付けに関連するコミュニケーションを米国内に向けて発信すること。
- 公開買付けに関する電話会議、会議等への米国の証券アナリスト又は記者の参加を許可すること。
- 米国からの郵送による公開買付けへの応募を許容すること。
- 株式対価の支払いを米国向けに送金すること。

SECは、公開買付けの成立に必要な応募数の下限を満たすために米国保有者の参加が必要な場合、米国証券取引所において取引されているFPIの有価証券に対する米国保有者を除外する公開買付けを懐疑的に見ると述べています。SECは、これらの状況において米国保有者を除外する公開買付けが意図的に行われる場合、公開買付者が公開買付けを米国外に止め置くための合理的な手段を講じているかどうかを判定するため、綿密に検討を行うと述べています¹⁹。米国投資家の参加が取引を成立させるために必要である場合、取引における米国保有者の除外に関してSECが異議を申し立てる可能性があります。

これに加え、公開買付者が、米国保有者の除外を企図していたにもかかわらず、対象会社の有価証券に対する米国保有者の応募を防ぐための適切な手段を講じることができなかった場合、「米国の管轄に服することとなる手段」に関与して公開買付けを実行していると判断される可能性があります。公開買付者が米国外公開買付規制の適用を回避しようとする場合、米国保有者を除外する公開買付けが米国内では行われなことを確実にするために、たとえば以下のような特別の予防策を講じることが考えられます。

- 公開買付資料それ自体及びそれらが掲載される全てのウェブサイトにはレジェンドを含めること²⁰。
- 米国保有者からの応募は受け入れられないことを確実にするための措置を実行すること(問い合わせに対する回答をする際及び送達状を処理する際に、米国保有者の身元確認のための適切な情報を入手することを含みます。)
- 応募する投資家、投資家に代わって応募をするノミニーその他の者から²¹、応募者である投資家は米国保有者ではないことの表明を得ること。
- 応募した保有者に対して、現金その他の対価を米国に向けて郵送することを避けること。
- 米国銀行宛に振り出された支払金の受領書、米国納税者番号の提供又は応募した保有者によるその他の取引明細書等(外国の住所にもかかわらず保有者が米国保有者であることを示唆するもの)により、応募した保有者が米国保有者であることを示唆するものがないかチェックすること。

B. 広報活動

当事務所は、米国保有者を除外する公開買付けを行う公開買付者は、一般的には、公開買付けに関連して開かれる記者会見その他の広報活動から米国報道機関のメンバーを除外することが望ましいと考えています。当然ながら、米国内においては米国保有者を除外する公開買付けに関連するいかなる広報活動も実施されるべきではありません。そのような広報活動に米国報道機関のメンバーを含めたいという要望や必要がある場合には、広報活動を行う前に十分な時間的余裕をもって当事務所にご相談下さい。

SECは、米国の公開買付法令及び規制の一定の手続的要件を遵守することなく、公開買付者がレギュレーション 14Dの公開買付け前に米国外での一定の広報活動を実施することを可能とすることを意図した限定

¹⁹「一定の海外の機関によるクロス・ボーダー公開買付け、エクステンジ・オファー、ライツ・オファリング及び経営統合取引に関するルール並びに実質保有者の報告義務に関するルールについての委員会ガイダンス及び修正」(Commission Guidance and Revisions to the Cross-Border Tender Offer, Exchange Offer, Rights Offerings, and Business Combination Rules and Beneficial Ownership Reporting Rules for Certain Foreign Institutions)」、米国証券法リリース No.8957、110 ページ(2008年9月19日)をご参照下さい。
(<https://www.sec.gov/rules/final/2008/33-8957.pdf>にて閲覧可能です。)

²⁰ 公開買付けが米国向けには行われていないこと、又は公開買付資料が米国内では配布されないことを述べたレジェンド又は免責条項は、それ自体では十分ではない可能性があります。

²¹ SECのガイダンスによれば、米国保有者に代わってノミニーによる応募が行われ、かつ、ノミニー又は保有者が米国保有者を除外する公開買付けに参加するために米国人以外の者としてステータスを偽って表明した場合には、米国を対象とした公開買付けが行われたとみなされることはないとしています。

的な「セーフハーバー」を規定しました²²。当該規定によれば、当該セーフハーバーが、米国保有者を除外する公開買付けに関しても適用され得るようにも読めるため、米国報道機関のメンバーが当該広報活動に参加できる可能性があります。ルール 14d-1(e) 及び (f) に基づく当該セーフハーバーに従って、米国ジャーナリストは、米国外の記者会見その他の広報活動に参加することができます。セーフハーバーに依拠することを選択した公開買付者は、米国公開買付規制と多くの米国外の公開買付規制との主な本質的差異である、ルール 14e-1 に基づく公開買付期間の最低必要日数及び迅速な支払いの要件、及びルール 14e-2 に基づく対象会社による公開買付けに対する意見表明の要件を遵守する必要がありません。しかしながら、公開買付者が、このセーフハーバーに依拠することを選択した場合であっても、ルール 14e-3 (インサイダー取引の禁止)、14e-4 (部分的公開買付けに対するショート・テンダーの禁止)、14e-5 (別途買付けの禁止²³) 及び 14e-8 (相場操縦の禁止) 並びにセクション 14(e) (詐欺の禁止) は適用されます。セーフハーバーの条件は以下のとおりです²⁴。

- いかなるプレスリリースも、米国外で発表されなければならないこと、かつ、米国内に送信されてはならないこと。いかなる記者会見又はその他の報道陣との会議も、米国外で開催されなければならないこと。米国ジャーナリストは、外国ジャーナリストも出席している場合に限り、米国外で開催される記者会見にも出席することができること。いかなる米国ジャーナリストも、米国内を発信元とする電話会議に参加することができないこと。米国ジャーナリストは、米国内を基点として、会議内容等の確認のための会話をすることができないこと。
- 米国の出版社又は米国ジャーナリストとの一対一の会談が行われてはならないこと。

C. インターネット及び「米国の管轄に服することとなる手段」の利用

米国保有者を除外する公開買付けに関連する資料は、しばしば関与当事者のウェブサイトに掲載されることから、インターネット上で広くアクセスすることができます。公開買付者が米国保有者を除外する公開買付けを公表するためにウェブサイトを利用する場合、ウェブサイトが米国保有者による公開買付けへの間接的参加を誘導する手段として利用されないように特別の配慮をしなければいけません。しかしながら、当事務所としては、一般論としては、ウェブサイト上に日本語で掲載される資料については、英語で掲載される資料に比べて、リスクが低いと考えています。

上記で説明した一般的な予防措置に加え、公開買付資料をウェブサイトに掲載する場合、アクセスを提供し、照会に応じ、又は送達状を処理する前に、当該書類にアクセスを試みる者が米国保有者であるかどうかを判定するための適切な情報(インターネットのアクセス場所、メールアドレス又は電話番号等)を入手する技術を活用する等、その他一定の対策が講じられる必要があります。

²² 「海外での記者会見等(Offshore Press Conferences etc)」、米国取引所法リリース No.39227 § III.A (1997年10月17日)をご参照下さい。

²³ ルール 14e-5 の例外がセーフハーバーに基づき実施される公開買付けに適用されるかどうかを判定する際、当事務所のサポートが必要な場合には、当事務所にご連絡下さい。

²⁴ 書面による資料に関する一定のその他の条件が米国取引所法ルール 14d-1(e)(2)に定められていますが、SEC ルール・リリースにおいて、これらの条件は米国取引所法セクション 12 に基づき登録された有価証券に対する公開買付けにのみ適用されることが明らかにされています。「海外での記者会見等(Offshore Press Conferences etc)」、米国取引所法リリース No.39227 n. 43 (1997年10月17日)をご参照下さい。

D. 手続きが無効であるとみなされるリスク

米国保有者を除外する公開買付けのストラクチャーを採用する場合には、講じられた予防措置の内容に関わりなく、SEC 又は米国裁判所によって、当該公開買付けが米国の管轄に服すると判断される一定のリスク（そのリスクは個別の案件の事実と状況に照らして評価されなければなりません。）が常に伴います。たとえば、米国の裁判所又は SEC によって、米国保有者による保有比率が公開買付けに十分な影響を与えることを理由に、公開買付けが米国の管轄に服すると判断される可能性があります。

その他の要素（以下に規定する、一つ又は複数の要素を含みます。）も、場合によっては、米国保有者を除外する公開買付けが米国の管轄に服すると SEC 又は米国裁判所に判断させる要因となり得ます。

- 公開買付けの規模
- 米国内において保有される対象会社の有価証券の割合
- 米国内に対象会社の有価証券の市場があるかどうか
- 当該公開買付けに参加できるようにすることを求める米国保有者による SEC その他の政府機関に対する圧力
- 米国内において、どの程度当該公開買付けが注目されているか
- 公開買付けの過程で詐欺その他の違法行為が生じたかどうか
- 公開買付けが日本の法律及び規制を遵守しているかどうか
- 米国保有者（又はそのカストディアン）によって、株式の応募をするために「米国の管轄に服することとなる手段」が実際に利用されるかどうか
- 公開買付資料又はプレスリリースに関するその他の資料が英語で配布されているかどうか
- 公開買付者によって米国内での注目度を高める措置がとられたかどうか（たとえば、米国でのエクスポージャー（露出量）を最大にするためプレスリリースのタイミングを計ること）

以上の事項についてご質問、ご意見がありましたら、以下の担当者にご連絡ください。

ケン・レブラン

phone: 03 5574 2631
email: ken.lebrun@davispolk.com

ジョン・グレイ

phone: 03 5574 2667
email: jon.gray@davispolk.com

クリス・コダマ

phone: 03 5574 2668
email: christopher.kodama@davispolk.com

ルーカス・アダムス

phone: 03 5574 2661
email: lucas.adams@davispolk.com

佐々木 知洋

phone: 03 5574 2658
email: chihiro.sasaki@davispolk.com

茉莉・フォスター

phone: 03 5574 2655
email: mari.foster@davispolk.com

ポール・ジュン

phone: 03 5574 2656
email: paul.jun@davispolk.com

アレックス・コーリー

phone: 03 5574 2662
email: alexander.coley@davispolk.com

森 遥香

phone: 03 5574 2664
email: haruka.mori@davispolk.com

© 2020 Davis Polk & Wardwell LLP | 106-6033 東京都港区六本木 1-6-1 泉ガーデンタワー33 階

本メモランダムは、当事務所のクライアント及びご関係者の方々が関心を持たれるであろう内容について、概略的な情報提供のみを目的としたものです。本メモランダムで論じている事項についての完全な分析ではなく、またリーガル・アドバイスとして依拠されるべきものではありません。また、本メモランダムは英語原文の参考和訳であり、本メモランダムと英語原文の内容に相違がある場合には英語原文が優先します。本メモランダムは、一部の法域においては弁護士による宣伝とみなされる可能性があります。より詳細な情報に関しては、当事務所のプライバシーに関する通知 ([privacy notice](#)) をご参照下さい。