EU外国直接投資スクリーニング規則の実施初年度に関する総括

センシティブな技術とセクター
— 規制対象となる範囲

株式取得を進める戦略を実施しようとする企業に適用される外国投資規則

外国投資モニター

2021年第3号

バイデン政権下での対米外国投資委員会（CFIUS）の最新動向

Freshfields

外国投資に関する最新トレンドとホットトピックス

本レポートでは、外国投資スクリーニングにまつわる重要な3つの側面を深く掘り下げていきます。

まず、フレッシュフィールズのワシントン・オフィスのチームが、バイデン政権下での対米外国投資委員会（CFIUS）の動向について分析します。ホワイトハウスで執務を開始して以来、バイデン大統領はトランプ前大統領の厳しい対中姿勢を継続しています。CFIUSは人員強化とプロセス改善に取り組んでおり、買い手企業の国籍にかかわらずM&A取引を特定・調査する能力が高まっています。将来的には、より幅広いセンシティブ技術の分野で、CFIUSが非支配的投資に対しても審査権限を獲得する可能性があります。さらに、米国政府は中国と結び付きが強い米国企業の安全保障上のリスクへの監視を強化しているため、米国政府が米国からの対中投資を精査する権限を獲得することすらあり得ます。

その次に、EUの外国直接投資スクリーニング規則の影響に関して欧州委員会が発行した、最初の年次レポートの内容を確認していきます。11月下旬に発行されたこのレポートでは、EUへのインバウンド投資の魅力の詳細が説明されているほか、EUの取引届出プロセスを一変させることになることが見込まれている将来の改革について指摘されています。

今回のモニターの主要なテーマは、新興技術の問題です。特に、各地域の外国投資制度が新興技術に関連した取引に対してどのように管轄権を主張してくるのかについて、また、予定している取引が義務的届出要件の対象か否かを投資家が評価するための方法について、取り上げていきます。米国からオーストラリアまで、各国の外国投資制度の主な特徴を検証し、いくつかの重要地域を取り上げ、どのような規制上の線引きがされているのかを確認します。

それに続いて、公開市場で株式取得を進める戦略を実施しようとする企業に適用される外国投資規則について確認します。上場企業の株式を取得しようとする企業の経営陣は、確かに強制的公開買付けや合併規制の要件には精通していますが、どうすれば変化が迅速な外国直接投資の環境に上手に対応していけるのかについては、把握できていないことも多いのです。このセクションでは、世界の主要な国や地域における届出基準や、どのようにM&A取引をストラクチャリングするべきかについて、実践的なヒントをご提供しています。

2021年4月の刊行開始以来、私共がお届けしている外国投資モニターをご愛読いただいている皆様に心より感謝を申し上げます。外国投資モニターが貴社のご参考となっていましたら幸甚です。また、これまで同様、外国直接投資についてご相談がございましたら、ご遠慮なくお知らせください。また、外国投資モニターの改善点についてのご意見や、次回以降のテーマについてのご提案もお待ちしております。

1年が経過してもCFIUSは依然として中国を警戒

ジョー・バイデンの大統領就任から1年が経過しました。大方の予想通り、バイデン政権下のCFIUSは、認識されている中国関連のリスクに対処するために積極的な活動を続けています。ただし、中国の関連性の有無にかかわらず、CFIUSの全体的な審査プロセスはますます厳格化しています。このセクションでは、バイデン大統領の就任1年目の主な動向を検証するとともに、2022年以降のM&A取引環境に起こりうる変化を展望します。こうした変化には、新興技術に関連した取引についてCFIUSが介入可能な範囲が拡大されることや、米国政府が対中投資を制限する権限を獲得することなどが挙げられます。

CFIUSは、同委員会に届出なくクローズされた過去の中国からの投資案件に対して積極的に働きかけを続けています。

中国は引き続き重要な考慮事項

中国からの対米直接投資の新規件数は、中国の政策的配慮と米国の規制当局による精査という両方の理由により、比較的低い水準にとどまっています。それでもなお、中国からの対米投資に対するCFIUSの監視の目は継続しています。例えば、CFIUSは、同委員会に届出なくクローズされた過去の中国からの投資案件に対して積極的に働きかけを続けており、場合によっては届出の提出を求めたり、クローズ後のリスク軽減策を義務付けたりしています。また、中国資本によるMagnachip（持株会社以外の資産が米国にほぼ存在しない韓国の半導体企業）の買収計画をCFIUSが審査中であることが報告されています。つまりCFIUSは、たとえ米国外での活動の結果を主要因とするリスクであっても、権限を行使して対処しようとする意志を引き続き有しているのです。

中国からの直接的または間接的な投資が介在しないとしても、投資家が中国において重要なビジネス上のプレゼンスを占めているのであれば、中国の存在感が大きい取引であることに違いはありません。CFIUSは、米国の機密技術が関係する取引を定期的に精査しています。その目的は、取引に関与する外国人投資家の研究開発関係、合弁事業、製造活動、販売活動、さらには収益源としての中国市場への全面的な依存関係が、米国の機密技術の中国への移転のリスクをもたらすかどうかを評価することです。中国の関連性に基づくCFIUSによる調査は、ますます厳格化しているのです。

規制環境の変化は目前に迫っている？

中国の政策や中国との競争がもたらすリスクについて、ワシントンでは引き続き高い関心を寄せています。そのため、さらなる規制上の変化が推進される可能性があります。米国議会では、CFIUSの権限について、様々な改正案が提出されています。例えば、グリーンフィールド投資を審査する権限を同委員会に付与すること、センシティブ個人情報が関係する取引について同委員会の審査を義務付けること、食品や農業のセクターにおけるリスクへの対処を同委員会に義務付けること、などが挙げられます。既存のCFIUSの実務を成文化するだけの改正案や、中国政府関連の投資家に焦点を当てた改正案もありますが、こうした改正案が制定に至る可能性は一般的に低いと思われます。しかし、法律や大統領令によって、より広範な範囲の新興技術および基礎技術が「規制対象投資（covered investment）」（非支配的かつ非受動的な投資のこと）に対するCFIUSの管轄権の対象とされる可能性（7ページの外国投資管轄権に関するセクションを参照）や、政府がCFIUSと同様のプロセスを通じて米国からの対中投資を審査できるようになる可能性は、高いと言えるでしょう。

> **法律であれ、大統領令であれ、米国政府が対中投資を審査する権限を与えられる可能性があります。**

CFIUSのリソース強化は精査の発生可能性の拡大につながる

CFIUSのリソース強化により、一連の変化が生じました。それらの変化の多くは、2018年の法整備による変化の影響よりも一層重大かつ長期的な影響をもたらす可能性があります。CFIUSのスタッフは、CFIUS関連の新法が2018年末に発効した直後から急激に増加し始めました。しかし一方で、同法の発効によるCFIUSの業務負荷の増加は大方が予想していたよりもずっと緩やかであり、2018年に250件だった審査対象の届出件数が2020年に313件に増加しただけでした。この結果としてCFIUSは、新しいプロセスの導入と全体的なパフォーマンスの向上のために必要な余裕を得ることができたのです。この間に実施された具体的な施策を挙げると、CFIUSは、より迅速な申告プロセスを新設し、電子形式の届出のための新たなシステムを導入し、届出のドラフトに対するフィードバック提供までの時間を大幅に短縮し、届出がなされていない取引を特定して照会するための新たな機能を確立し、リスク軽減策のモニタリング機能を強化するとともに、CFIUSに類似した独自の制度の設立または強化を検討している外国政府への働きかけと支援を大幅に拡大しました。

しかし、M&A活動の活発化とCFIUSの監視強化による相乗効果のためか、2021年に入ってCFIUSの審査件数は大幅に増加しています。我々の推定では、2021年のCFIUSの審査件数は前年比で約40-50%の増加となるでしょう。我々の全般的な評価によれば、CFIUSは一つ一つの取引をより深く掘り下げて審査するようになっています。簡略版の申告プロセスが新設され、確かに審査に要する時間は大幅に短縮されているものの、情報提供を求められる回数が通常版の申告プロセスで予想される回数に匹敵するということが往々にして起こっているのです。CFIUSは、届出義務の対象外で届出が自主的になされていない取引についても積極的に照会しており、そのほとんどが中国との関連性のある取引です。ただし、これらのうち正式な審査プロセスが開始されるのは一部に過ぎません。2020年までの統計によると、CFIUSに届出がなされた取引のうち、リスク軽減策の義務付けに至った割合は全体で12-14%と、ここ数年で変化はありません。ただし、積極的な介入が発生するか否かの基準値に関して言えば、米国以外の大半の国・地域（これらの国・地域では、重大な軽減策が義務付けられることや取引実行が禁止されることは稀です）よりもCFIUSの方が低い水準にある状況が続いています。

EU外国直接投資スクリーニング規則の実施初年度についての欧州委員会による総括

11月23日、欧州委員会は、EUへの外国直接投資のスクリーニングに関する年次報告書を初めて発行しました。EU外国直接投資スクリーニング規則では、欧州委員会とEU加盟国との間における、直接外国投資のスクリーニングのための協力メカニズムが定められています。ただし、どの投資をスクリーニングし、承認し、条件付けし、阻止するかの決定は、各国の国内規則に委ねられています。端的に言えば、欧州委員会とEU加盟国は、このEU外国直接投資スクリーニング規則を、EUへの外国直接投資を監視・評価するための重要なツールとして肯定的に捉えています。

欧州委員会によれば、2017年の同規則の審議時に、外国直接投資スクリーニングのための国内制度を備えていたEU加盟国はわずか11カ国でした。しかし、こうした国の数は2021年7月1日までに18に増加しています。報告期間中に27のEU加盟国のうち24か国が、スクリーニング制度を新設したか、既存の制度を修正したか、スクリーニング制度を採用または修正するためのプロセスを開始しました。ブルガリア、クロアチア、キプロスのみ、こうした取り組みの実施が公に伝えられていないとされています。とはいえ、欧州委員会は、27か国のEU加盟国すべてがスクリーニング制度を導入するのは時間の問題だと考えています。

報告期間中に27のEU加盟国のうち24か国が、スクリーニング制度を新設したか、既存の制度を修正したか、そのためのプロセスを開始しました。

EUへの外国直接投資の減少幅は一様ではない

金額ベースでは、新型コロナウイルスがEUへの外国直接投資に与えた影響はグローバル全体よりも厳しく、対2019年比で見るとグローバルでは35％減だったのがEUでは71％減となりました。ここで重要な点は、EUへのインバウンド投資の投資元を見てみると、外国直接投資の減少幅は全体として一様ではないということです。つまり、最大の投資元である米国と英国からの投資の減少幅はそれぞれ35％と21％だったのに対し、中国からの投資の減少幅は63％でした（ただし、EU以外の国からEUへの投資に占める中国の割合はわずか2.5％でした）。こうした投資の減少については、パンデミックの影響だけではなく様々な理由が考えられ、外国直接投資に対する審査の厳格化が影響している可能性もあります。

全体で見ると、11のEU加盟国から投資スクリーニングの協力メカニズムに提出された届出件数は265件でしたが、そのうちの90％以上をわずか5か国（オーストリア、フランス、ドイツ、イタリア、スペイン）が占めています。これら5か国はいずれも外国投資から大きな恩恵を受けており、これらの国々の外国投資規制当局はヨーロッパで最も活発に活動しています。届け出られた取引の主なセクターは、製造業、情報通信技術（ICT）、金融サービスでした。合計で1,793件の取引が各国のスクリーニング当局に報告され、そのうち80％については正式なスクリーニングが必要とされませんでした。残りのうち、比較的少数の取引が禁止（2％）または中止（7％）とされ、残りの12％は承認されました。

来たるべき改革でEUの届出プロセスが大きく変貌

取引全体の約30％が複数のEU加盟国に影響するものである一方、欧州委員会が意見書を提出した取引は全体の3％未満に留まります。同委員会は、状況、投資家のリスクプロファイル、投資先企業の重要度に応じて必要な場合にのみ意見書の提出を行うとしています。それにもかかわらず、一部の加盟国からは、リソース面での負担、タイムラインの短さ、欧州委員会や他のEU加盟国からの「過度な負担を強いる」情報要求など、EU外国直接投資スクリーニング規則に存在する実際的な課題が指摘されています。欧州委員会としては、投資家用の届出書テンプレートやFAQ文書を更新するなど、すでに改善のための措置を講じているものの、同委員会はさらに多くの措置を講じることができると認識しています。この点を考慮して、欧州委員会は包括的なレビューを開始しており、EU加盟国と投資家のためにガイドラインを発行することを検討しています。これに加え、今後数年間で外国直接投資規則の内容が各国間で収束していくことが予想されることから、EUにおける外国直接投資の届出の在り方にさらなる変化が起ころうとしています。これにより、現在数多くの並行した審査手続きに対応しなければならない投資家の管理上の負担が軽減されることが期待されます。

“

投資スクリーニングの協力メカニズムに提出された届出件数のうちの90％以上をわずか5か国（オーストリア、フランス、ドイツ、イタリア、スペイン）が占めています。

外国投資制度の規制対象となるセンシティブな技術とセクター

センシティブ（重要）な技術やセクターに関する外国投資制度の管轄権の範囲を理解することは、取引を成功裏に実行する上で非常に重要です。世界ではどのような規制が行われているのでしょうか？「センシティブ」の定義とは何でしょうか？ 届出義務について各制度でどのような違いがあるのでしょうか？ 投資家にとって重要なポイントを以下にまとめます。

大半の外国投資審査制度では、センシティブな技術を生産する企業やセンシティブなセクターで事業を行う企業を保護することが重要視されています。しかし、センシティブな技術や事業の存在がどういう影響を生むのかは、それぞれの管轄権やそれぞれの義務的届出要件によって、異なります。管轄権に関して言えば、一般的に外国投資審査制度は以下の3つのアプローチのうちのいずれかに基づきます。

i. 対象企業の事業が特定の技術やセクターを含んでいるか否かに基づく管轄権

ii. 技術やセクターに基づかない全般的な管轄権

iii. 上記2つのハイブリッド型の管轄権

管轄権だけでなく、技術やセクターによっても届出が義務付けられるか否かが決定される場合もあります。上記の各アプローチごとに、取引当事者や政府にとってのトレードオフの内容が異なります。

大半の外国投資審査制度では、センシティブな技術を生産する企業やセンシティブなセクターで事業を行う企業を保護することが重要視されています。

> **管轄権が及ばないという判断をフランスで得るのに要した時間よりも短い時間で、CFIUSからクリアランスを取得できたケースもあります。**

セクター・技術に基づく管轄権

一部の制度（フランス、イタリア、スペインなど）における管轄権は、広範囲に定義された「戦略的セクター」に基づいています。これらの制度では、取引が戦略的セクターに該当する（とともに、支配権や金額の基準値を満たす）ならば、多くの場合、義務的届出要件の対象となります。このタイプの管轄権が取引当事者や政府にもたらすメリットは、極めてセンシティブであると政府がみなすセクター以外の取引を届出対象から完全に除外できるということです。しかし、指定セクターの取引については、その取引が（対象企業の性質や買い手企業の国籍からして）懸念を引き起こす可能性が極めて低い場合でも、取引当事者は届出をせずに済ますことはできません。例えば、戦略的セクターの商品を再販する企業は、仮にそのセクターで使用される重要技術をその企業が開発・生産していなくても、届出制度の対象となるのが通常です。さらに、戦略的セクター以外の取引を審査する権限を政府が有していない事実に対処するため、セクターの境界が正確に定義されなくなります。

実際の問題として、このようにセクターの定義が曖昧になることは、届出の必要性の有無についての不確実性の温床となります。そのため、管轄権に関する正式な判断を仰ぐために届出をしておくことが賢明とされることが、往々にしてあるのです。このことは、取引当事者の側からすると、セクターに基づく管轄権の価値をある程度損ないます。例えば、管轄権が及ばないという判断をフランスで得るのに要した時間よりも短い時間で、CFIUSからクリアランスとセーフハーバーの適用が取得できたケースもあります。このように、合理的なスピードで管轄権に関する判断を下す能力を当局が備えているか否かは、管轄権の範囲にまつわる不確実性をある程度軽減するために重要です。

セクター・技術に基づかない管轄権

一部の法域では、対象企業のセクターや技術にかかわらず、政府が国家安全保障上の理由で取引を審査する権限を有しています。2022年時点でこれに該当するのは、オーストラリア、カナダ、英国などです。それでも、クロージング前の承認が必要となるのは特定の取引のみです。

オーストラリアでは、すべての取引が国家安全保障上の理由で審査対象となり得るのですが、「国家安全保障関連事業」への直接投資に限っては、クロージング前の届出が必要となります（その他、土地やメディアを対象とする特定の投資や、財務上の基準値を超える特定の投資も同様です）。オーストラリアの規則における「国家安全保障関連事業」の定義は、その他の規制制度をおおむね参考にして設定されており、比較的具体的な基準に基づいています。そのため、セクターの境界が曖昧な制度と比べると、曖昧さがやや少なくなっています。カナダでは大半の場合、一定の企業価値を超えるカナダ企業を直接買収する場合にのみ、クロージング前の届出が義務付けられています。しかし、カナダでは、取引完了後30日以内の政府への届出がほとんどの投資取引に義務付けられており、政府はあらゆる取引について「国家安全保障審査」を開始することができます。したがって、カナダでは、大半のケースにおいて取引当事者にとっての主要な判断事項は、政府が当該取引について国家安全保障上の懸念を抱く可能性があるかどうかです。こうした懸念が存在する場合、クロージング前の届出が義務付けられずとも必要となる可能性があります。

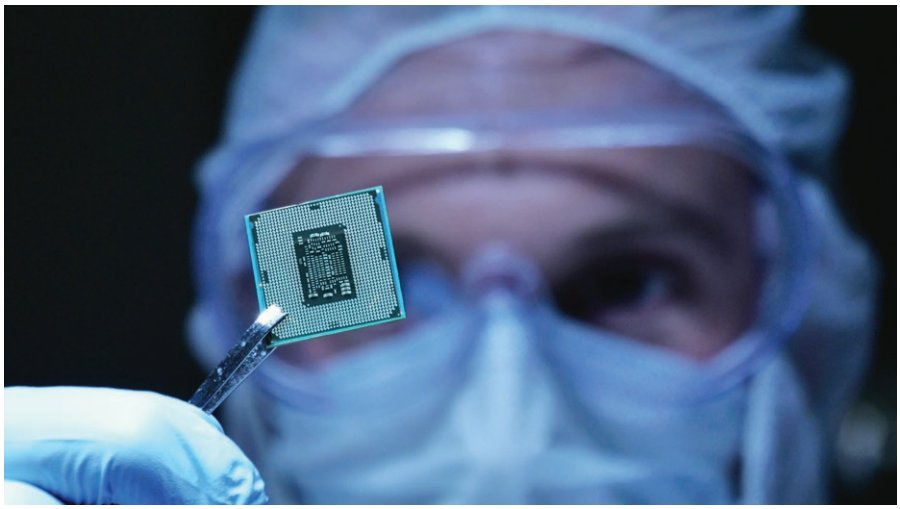
英国国家安全保障・投資法に基いて2022年1月4日に開始される新制度では、技術やセクターにかかわらず、企業に対する「重要な影響力」を持つ買収を審査するための広範な権限を、英国政府が獲得します。この制度に基づく管轄権が及ぶ範囲は広範ですが、クロージング前の届出が義務付けられるのは、英国において17のセクターで特定の活動に従事する対象企業が含まれる、特定の取引に限られます。これらのセクターは、44ページに及ぶ第二次立法で比較的詳細に定義されています（場合によってはその他の規制制度を参照した定義となっています）。審査制度の義務的届出要件の範囲外にある取引については、取引当事者は、カナダと同様に、届出義務のない取引が「照会」を受けるリスクについて主観的に判断しなければ

なりません。この点については、いずれかの指定セクターに密接な関連のある活動に従事する対象企業が含まれる買収取引は、そうでない取引よりもこのリスクが高くなります。届出義務のない取引が取引完了後に照会を受ける期間が5年間であることから、この制度が開始されてからしばらくの間は、法的な面で確実性を確保するために、多くの取引当事者が予防的な意味で任意の届出を実施しようとするものと思われます。

ハイブリッド型の管轄権

米国の制度は、上記の2つのタイプを組み合わせたものになっています。管轄権に関して、CFIUSは基本的にセクターや技術にとらわれないアプローチを採用しており、外国資本による支配を米国企業にもたらす取引はすべて審査の対象となる可能性があります。実際、CFIUSは幅広いセクターにおいて取引を審査対象としてきました。一方で、CFIUSは非支配的な投資を審査する権限も有しています。ただし、この権限は、重要技術の設計、製造、試験を行う米国企業、重要インフラに関与する米国企業、特定の種類と量のセンシティブ個人情報を保有する米国企業に対する投資に限られます。民間の投資家の場合、重要技術を保有する企業に関してのみ届出が義務付けられています。

セクターの定義が緩い制度とは異なり、CFIUSによる重要技術の分類は、既存の高度な輸出規制の対象となる製品と技術を参照して行われています。同様に、CFIUSは重要インフラやセンシティブ個人情報の定義も比較的具体的な内容にしています。そのため、取引当事者は、届出が義務付けられているかどうか（またはCFIUSの広範な管轄権が適用されるかどうか）を、ある程度は確信を持って判断することができます。しかし、自社の製品や技術を輸出していない米国企業では、普段の業務においては製品や技術の分類をしていない場合があるため、投資取引の際に迅速な（かつ多くの場合、非常に専門的な）分類作業を実施する必要があるかもしれません。



半導体事業に対する外国投資は、世界の各国当局によって厳しく精査されています。

しかし、このテクニカルかつ数値基準に基づくCFIUSのアプローチが変更されるリスクもあります。米国議会は、米国の輸出管理当局に対し、いわゆる「新興技術および基盤技術」を対象とする規制措置を定義付けるよう指示しました。これらの技術は、CFIUSにとって管轄権の及ぶ重要技術に該当します。現在までのところ、同輸出管理当局は慎重に行動しており、追加の管理措置はあくまで限定的に実施しています。こうした反応の鈍さを受けて、米国議会や一部の政府機関では、新興技術と基盤技術を定義付けるプロセスに変更を加えることに関心が集まっており、より広範な定義を採用することが目指される可能性があります。その場合、取引当事者は、自社の技術がCFIUSの非支配的取引に対する管轄権の範囲に該当するのか、それとも義務的届出の対象となるのかについて、明確な評価方法が得られなくなるでしょう。その結果、米国の義務的届出制度の対象範囲について重大な不確実性が加わる可能性があります。

支配権に関するCFIUSの管轄権がセクターに依存しないことからすると、支配権に影響のあるほぼすべての取引においてCFIUSを考慮する必要があります。ただし、ほとんどの場合、企業にはリスクに基づいて届出に関する判断を下す自由裁量があります。また、義務的届出の必要性や非支配的な投資の文脈では、現時点ではセクターや技術は比較的明確に定義されています。

管轄権に関するアプローチと義務的届出要件の幅広さからすると、対象企業の事業セクターや技術を含め、対象企業の活動のあらゆる側面を検討することが重要です。

M&Aのための公開市場での株式取得 — 外国投資に適用される基準を見極める必要性

外国直接投資の環境の進展に伴い、公開市場での株式取得戦略を検討している買い手企業にとって、新たな課題が生じています。

公開市場での株式取得戦略を検討している買い手企業は、従来、（強制的な公開買付規則から合併規制までの）多種多様な規制に対応しなければなりませんでした。それに加えて、外国直接投資の環境の進展に伴い、新たな課題が生じています。すなわち、買い手企業の全体的な株式保有率が一定の基準値を超えるような株式購入を進める前に、外国直接投資クリアランスを取得する必要があるのです。

この状況は、多くの国や地域で外国投資に関する数値基準に基づく指針がないことや、指針があっても届出義務発生の基準値を（特に少数株式の取得を対象とすることなどを目的として）引き下げている法域があることで、さらに悪化しています。どの基準値がどのような場合に発動するかを理解していないと、取引の際に致命的な問題が起こり得ます。最近では、Yonghui Superstoresが、公開市場でZhongbai Holdingsの重要な数の株式を取得した後に追加で10.14%の株式を取得しようとしましたが、計画の放棄を余儀なくされました。この合併は、中国の競争当局によって承認されていましたが、照会が発生し、中国で長期にわたる国家安全保障上の審査を受ける可能性が浮上したため、最終的に不成立となりました。

公開買付を行う前に公開市場で株式を取得しようとしている買い手企業にとっては、このような戦略が過去に外国投資承認の取得に役立ったことがあっても（例えば、MideaによるKukaの買収）、今日の投資環境では同じメリットが得られない可能性があることを念頭に置くことが重要です。

公開市場での株式取得の結果として外国直接投資承認の必要性が発生してしまうのは、どのような場合か？

合併規制規則は、いずれかの当事者が支配権（または少なくとも重要な影響力）を獲得する場合に発動する傾向にありますが、これと比較して、外国直接投資の審査の発生についてはアプローチがかなり多様です（12ページの表を参照）。例えばEUでは、合併規制におけるスタンドスティル義務（取引当事者が規制当局の承認を得るまで取引を成立させることができなくなる義務）が公開買付については免除されることがありますが、外資が関与する場合にこの免除が受けられることはあまり一般的ではありません。そのため、公開市場で特に初期段階の株式取得を進めようとする際には、不用意に外国直接投資の届出義務を発生させてしまわないようにするために、法域ごとにケースバイケースで評価を実施することが不可欠です。

考慮するべきポイントは以下の通りです。

- 投資家の国籍：一部のEU加盟国では、EU及びEFTA以外の投資家の場合には、届出義務発生についての株式保有比率の基準値が低くなるなど、規制が厳しくなります。
- 対象企業の活動・セクター：対象企業が「センシティブ」の定義に該当するか否かは、外国直接投資の届出要件を評価する上で重要です。一般的に、届出義務発生の基準値はセクターごとに異なります。

“

合併規制規則は、いずれかの当事者が支配権を獲得する場合に発動する傾向にありますが、外国直接投資の審査の発生についてはアプローチがかなり多様です。

合併規制と外国直接投資審査の対象となるか否かについての、所有権の基準値*の指標（特に記載がない限り、2021年11月29日時点）

* 特定の国における株式保有、議決権、支配権の基準値の例（新型コロナウイルスのパンデミック時にフランス、スペイン、イタリアで導入された一時的な規則を含む）。なお、取引が外国直接投資及び合併規制の審査対象となるかを判断する際には、他の要因も考慮する必要がありますのでご注意ください。

法域	合併規制	外国直接投資審査
中国	支配権または決定的影響力（実際には解釈の幅が広い）	実質的影響力（数値基準に基づくルールは存在しない） 特定のセンシティブな対象企業については、株式保有の基準値がゼロになることもあり得る
フランス	支配権（株式保有比率または決定的影響力）	現在のところ、10%、25%、または支配権獲得（投資家の国籍や対象企業がフランスの上場企業であるか否かによって異なる）
ドイツ	支配権、50%、25%、または重要な競争上の影響力	10%、20%、25%、40%、50%、75%（投資家の国籍や対象企業のセクターによって異なる）、または状況によっては他の形態の影響力
イタリア	支配権（議決権による支配的影響力または決定的影響力）	支配権（3%～50%の間で届出義務発生の基準値が複数存在する）、または支配的持分の取得（投資家の国籍、対象企業のセクター、および対象企業が上場企業か否かによって異なる）。
日本	20%または50%（買い手企業が10%を超える株式を保有し、上位3位の株主である場合は、これより低い基準値となる）	日本の上場企業の場合、1%以上（クロージング前の審査が一定の範囲で免除される場合あり）／非上場企業の場合は1株以上
スペイン	支配権（決定的影響力）	10%または支配権取得
英国	50%、事実上の支配権、または重要な影響力	主要セクターにおける届出義務の基準値は25%、50%、75% 重要な影響力の取得は照会対象となる場合がある（2022年1月4日より施行）
米国	外資同士の取引の場合は支配権（50%）、それ以外は取引の金額に基づく	数値基準は存在しない 特定のガバナンス権が、非支配的な投資と支配的な投資のいずれにおいても届出義務を発生させる

買い手企業が考慮すべきことは？

- **外国直接投資の分析は事前に実施し、継続的に見直しを行う必要がある**

  この分析と見直しのプロセスを積極的に管理しない場合、取引のスケジュール戦略全体に影響が及ぶ可能性があります。覚えておく必要があることとして、例えばドイツ、イタリア、および英国（次期制度の場合）では、少数の株式購入を通じて株式保有比率を限定的に増加させようとした場合であっても、それが既存の保有株式と組み合わさって一定の基準値を超える場合には、外国直接投資の届出義務が発生する可能性があります。

- **複数回の外国直接投資の届出義務の発生を考慮する**

  対象企業がセンシティブな活動に従事している場合、段階的に保有株式を増やしていくアプローチを取ると、買付スケジュールにおける段階ごとに外国直接投資の届出が必要になる可能性があります。例えば、対象企業がイタリアの防衛・国家安全保障セクターで活動している上場企業の場合、投資家が3%、5%、15%、20%、25%、50%の株式保有率の基準値を超えて株式を取得する際にそれぞれ、事前クリアランスのための届出が必要になることがあります。

- **外国直接投資の届出と合併規制の届出との間で調整を図る**

  大半の国や地域では、合併規制と外国直接投資とでは届出義務の基準値が異なります。両方の届出義務が発動し、当該取引が競争法上及び外国直接投資における実質的なリスクをもたらす取引である場合には、規制当局の関与と問題解消戦略について両方のプロセスの間で調整を図るために、慎重な計画が必要となります。

- **主要なリスクエリアと今後の展開を注視する**

  世界各国の政府は、国家安全保障上の審査手続きの利用頻度を増やしたり（カナダや中国など）、審査基準を厳しくしたり、あるいは新しい制度を導入したりしています（英国や複数のEU加盟国）。外国投資規制における不備を発見した際に各国政府が対処してきたスピードを考えると、株式取得やM&A戦略の実行可能性を確保するためには、事態を早期に認識して事に当たることが重要です。

© Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP, November 2021, AS0354