

米国SPACを用いた上場と、その監督および立法の最新動向

Mayer Brown LLPパートナー。ニューヨーク州弁護士。ジョージタウン大学卒業、シカゴ大学ロースクール(JD)修了。グローバル・キャピタルマーケット部門のCo-leaderとして、Equity / Debt Offeringの両分野につき発行体、投資銀行、金融仲介業者、投資家らにアドバイスを行う。

Mayer Brown LLPパートナー。ニューヨーク州弁護士。ジョージワシントン大学卒業、同ロースクール(JD)修了。キャピタルマーケット部門において、米国内外の発行体、機関投資家および投資銀行等を代理し、IPOや証券法上の規制等についてアドバイスを行う。

日本国弁護士。東北大学法学部卒業、一橋大学法科大学院修了、シカゴ大学ロースクール(LL.M.)修了。2015年TMI総合法律事務所入所。2021年9月よりMayer Brown LLPのニューヨークオフィスにて研修を開始し、米国のM&Aやキャピタルマーケットに係る案件に従事する。

Anna T. Pinedo

Brian D. Hirshberg

藤井康太
Fujii Kota

米国におけるSPACsの上場件数およびDe-SPACの件数は2021年に史上最多を記録し、2022年においても相当程度のSPAC上場が実現するものと予想される。他方で、SPACをめぐるのは、米国証券取引委員会（SEC）が一般投資家に投資リスクに係る注意喚起を行ったり、特定の議員によってSPACに新たな規制を加える法案が提出されるなど、制度のアップデートに向けた動きも進んでいる。本稿では、近時流行したSPACを用いた上場について、米国の最新動向を紹介する。

I 米国SPACの概要

1 米国SPACの基礎

米国における特別目的買収会社（Special Purpose Acquisition Companies。以下「SPAC」または「SPACs」という）は、独自の事業を持たず、他社との合併や買収を意図して設立される、いわゆる「空箱」と称されるエンティティである。

SPACsは、主としてPEファンドやそのマネージャーらによって設立され、新規株式公開（IPO）により上場して資金調達を行ったうえで、非上場企業との間で企業結合（買収・合併等）を実行する。この、SPACsによる非上場企業との企業結合は“De-SPAC”と称されている。

SPACsはIPO時に買収対象会社を特定することはできず、IPO後に買収対象会社の探索、決定および公表を行うこととなる。買収候補先の選定後、SPACsの株主（一般投資家）は、SPAC株式についてIPO時の出資額の払

戻しを受けるべく金銭償還請求権を行使することができるが、これにより、De-SPACに係る買収資金やDe-SPAC後の買収対象会社の運転資金が不足する可能性がある。

そのため、買収候補先の選定後に、当該候補先の事業規模とその事業計画に応じた十分な資金を確保するために、SPACが適格機関投資家等に対する株式の私募により、追加で資金調達をする取引（Private Investment in Public Equity (PIPE) transaction。以下「PIPE Transaction」という）がほとんどすべてのDe-SPACとひもづいて行われている。

PIPE Transactionに係る潜在的投資家への勧誘行為と株式引受契約に係る交渉は、De-SPACに係る交渉と同時並行的に行われ、各投資家との株式引受契約の締結と、De-SPACに係る買収・合併契約締結とは同時に公表されることが一般的である。

2 SPAC上場のメリット・デメリット

伝統的なIPOと比較した場合、De-SPACに

【図表 1】 一般的なSPAC上場のプロセス

① SPACの設立およびIPO	<ul style="list-style-type: none"> ・非上場会社買収のための「空箱」を設立し上場させる ・主としてPEファンドやファンド・マネージャー等をスポンサーとして設立される
② 買収対象会社の選定	<ul style="list-style-type: none"> ・SPACのIPO時点では特定の買収対象会社を決めず、IPO後に選定を行う
③ De-SPAC	<ul style="list-style-type: none"> ・SPACによる非上場企業との企業結合 ・企業結合に係る契約交渉と並行して、PIPE Transactionに係る交渉を行うことが多い

よる上場にはいくつかのメリット・デメリットが存在するが、SPACと合併する事業会社およびその株主らにとって最も大きいメリットは、伝統的なIPOよりもかなり早いタイミングで自社の企業価値を把握できる点にあると考えられる。

すなわち、伝統的IPOでは、IPOプロセスのかなり後半、具体的には、引受審査および上場審査のために多くの資金と時間を投下した後の、機関投資家に向けたロードショーまで、公募価格がどのようなレンジになるか不確定という状況が続くが、De-SPACにおいては、準備開始から1、2カ月程度後の、企業結合契約の交渉段階で自社への評価が明らかとなるため、より早い段階で企業価値算定を把握でき、それをふまえたうえで上場に係る柔軟な意思決定をすることが可能となる。

このようなDe-SPACの特性をふまえると、De-SPACは、収益を上げる前の段階にいたり、最先端領域に係る産業であるがゆえに企業価値の算定が難しいスタートアップが上場するのに特に適しているだろう。

他方で、De-SPAC完了までのプロセスにおいては、伝統的なIPOのような各種ファイリング等の手続に加えて、一般のM&Aと同様の契約交渉プロセスを要するため、伝統的なIPOと同等かそれ以上の費用と労力が生じる可能性がある点に留意しなければならない。

II 米国SPACの隆盛

米国において、2020年は248件（金額ベースで\$ 75.5 billion）のSPACのIPOおよび64件（金額ベースで\$ 89 billion）のDe-SPACが成立し、2021年は613件（金額ベースで\$ 162 billion）のSPACのIPOおよび195件（金額ベースで\$ 465 billion）のDe-SPACが成立した。

2021年の四半期ごとのSPAC IPOおよびDe-SPACの件数および金額規模をみると、SPAC IPOは件数、金額ともに第2四半期に大きく減少したが、第3四半期および第4四半期では盛り返しており、De-SPACも、第4四半期は第1四半期と同等以上の件数・ボリュームでの取引が実現している。

また、2021年12月31日時点で、買収対象を探索しているSPACの数は575社であり、SPACsが実務上IPOからおおむね24カ月以内にDe-SPACを実現しなければならないとされていることもふまえると、2022年も、多くのDe-SPACが成立することが予想される。他方で、優良な買収候補先が限られるがゆえに、De-SPACを断念するSPACも増えるだろう。

前述のPIPE Transactionは、SPACsにとって実施することが義務ではないものの、2021年に完了した195件のDe-SPACのうち、実に183件（94%）のSPACsがこれを実施している。De-SPACおよびその後の事業運営に係る資金需要は、買収対象会社によってまちまちであり、SPACによるIPO時の調達資

【図表2】2021年のSPAC's IPOおよびDe-SPACの四半期ごとの件数および金額規模

SPAC IPOs	Q1	Q2	Q3	Q4	Total
2021 (Num)	298	60	89	166	613
2021 (Vol)	\$97.3	\$13.7	\$29	\$22	\$162

SPAC Mergers	Q1	Q2	Q3	Q4	Total
2021 (Num)	24	40	98	33	195
2021 (Vol)	\$54.1	\$82.9	\$226	\$102	\$465

出典：SPAC Alpha

金と、買収対象会社選定後の実際の資金需要との差を埋めるクッションとして、また、多様な投資家の参入機会として、PIPE Transactionは今後もDe-SPACの重要な構成要素となり続けると予想される¹。

Ⅲ SECによるSPACへの投資に係る注意喚起および摘発事例

1 SECによる各声明の公表

過熱するSPACに対して、SECは、2021年3月から4月にかけて立て続けに関連当事者向けの声明を発表している。それらの声明の内容としては、①SPACへの投資を検討する者に対して、著名人がSPACのスポンサーであることは必ずしも当該SPACが投資対象として優良であることを意味しないと述べるもの²、②買収対象会社に対して、SPACとの合併による株式上場は、伝統的なIPOよりもよ

り短期間で既存の上場会社と同様の財務基準・会計基準を満たし、適時の情報開示を行う体制を整える必要があることに留意すべきと述べるもの³、③Private Securities Litigation Reform Act上のセーフハーバー（以下で詳述）のSPACへの適用について議会に再考を促すものなどがある⁴⁵。

2 SECによる摘発事例

さらに、2021年7月、SECは、あるSPAC、当該SPACのスポンサー、宇宙関連事業を営む買収対象会社、ならびにSPACおよび買収対象会社のCEOらに対して、De-SPACに際して虚偽の開示を行ったことを理由に、当該De-SPACにつき排除措置命令の発令手続を開始するのが妥当との判断に至ったこと、および、当該排除措置命令に関して、一部の対象者らとの間ですでに和解が成立したことを公表している⁶。

本件の買収対象会社は、宇宙空間における

¹ 統計情報はすべてSPAC Alpha (<https://www.spacalpha.com/>) の提供情報を参照。

² SEC (Office of Investor Education and Advocacy) "Celebrity Involvement with SPACs - Investor Alert" (2021年、3月)。

³ SEC (Paul Munter) "Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs" (2021年、3月) およびSEC(Division of Corporation Finance) "Staff Statement on Select Issues Pertaining to Special Purpose Acquisition Companies" (2021年、3月)。

⁴ SEC (John Coates) "SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws" (2021年、4月)。

⁵ ほかに、SPACが発行するワラントの会計上の論点について取りまとめたものとして、SEC (John Coates and Paul Munter) "Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies ("SPACs")" (2021年、4月)。

⁶ SEC "SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target, and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination" (2021年、7月)。詳細は以下のリンクを参照 (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2021/33-10955.pdf>)。

輸送サービス事業を企図していたところ、①同社の持つ宇宙空間における推進技術が宇宙空間での試験に成功したと開示したものの、実際には当該試験の結果は買収対象会社の設定した目標基準に到達していなかったこと、および、②国家安全保障上の懸念により許認可取得が困難となるリスクに関して開示書類に十分な記載をしていなかったことの2点について、投資家を誤認させたと指摘されている。

また本件のSPACは、十分なデューデリジェンスを行わなかった結果として、投資勧誘に際して使用したプレゼンテーション資料その他のファイリング資料に、上記の虚偽記載をそのまま組み込んでしまい、投資家を誤認させたと指摘されている。

これらの指摘をふまえ、SPACおよび買収対象会社等は、SECとの間で和解の合意をし、一定の民事制裁金を支払うことやSPACスポンサーの発行人株式の没収等に応じている（なお、上記のSECの各指摘について認否は行っていない）。

SPACsを利用した上場は伝統的なIPOに比して迅速かつ簡易というイメージが先行するが、投資家に向けた正確な情報開示の必要性は、Underwriter（引受証券会社）を介する伝統的IPOと同等の水準が求められ、かつ、その水準を満たさなかった場合の責任についても大きくは伝統的IPOと変わらないことが意識されなければならない。

また、伝統的IPOにおいて引受証券会社がデューデリジェンスを含む精緻な引受審査を行ってきたのに対して、SPACsを利用した上場においては、SPACsが同様のデューデリジェンスを実施することが期待されており、仮にデューデリジェンスをおろそかにした場合には、本件のように買収対象会社のみならずSPAC自体も米国証券法上の責任を負担しうる点にも留意しなければならない。本

件のSECの動きは、前述したSECのSPAC投資家に対する一連の注意喚起の一部に位置づけることができる。

IV 立法による対応

上述のSECの各種声明を受けて、SPACに追加的な規制を課すことを目的とした2つの法案（H.R.5910 “Holding SPACs Accountable Act of 2021” およびH.R. 5913 “Protecting Investors from Excessive SPACs Fees Act of 2021”）が、2021年11月に委員会（House Committee on Financial Services）での検討を経て米国下院に提出されている。

H.R.5910は、米国証券法（Securities Act of 1933）および証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）を一部改正し、すべてのSPACを、将来予測に関する記述（Forward-looking Statement）のセーフハーバー（以下「セーフハーバー」という）の対象から外すことを提案するものである。

ここで、Forward-looking Statementとは、事業計画や将来の収益予測等の将来情報を意味するところ、米国証券法上は、Forward-looking Statementに関する誤った事実や、投資家に誤解を生じさせないための重要な情報の欠落について、発行体（この場合はSPAC）は一定の条件のもとで民事責任を免れるものとされている。これはもともと、発行体に、潜在的投資家に対してより有益な将来情報を提供するインセンティブを与えるための制度であった。

H.R. 5910は、すべてのSPACsをこのセーフハーバーから除外するものであり、仮に本法案が成立すれば、SPACが投資家に対して、Forward-looking Statementの虚偽等につき民事責任（主として損害賠償責任）を負う可能性が高まると考えられる。

H.R. 5913は、米国投資顧問法および米国証券取引法を改正し、投資アドバイザーや証券ブローカーらが、SPACスポンサーへの報酬が一定割合未満である場合、またはSPACがSECが義務づける一定の開示を行わない限り、機関投資家以外の投資家にSPAC株の購入を推奨してはならないとするものである。この法案は、SPACスポンサーがその他のSPACへの出資者に比して大きな経済的利益を得られる設計となっていることを根拠として、一般投資家保護の観点から、勧誘行為への規制を強める法案となっている。

上記の各法案が成立するかどうかは現時点では不確定であるが、いずれもSPACへの投資家の保護を企図したものであり、仮に成立した場合SPACの実務に対して一定の影響を与えるものと考えられる。特に、H.R. 5910については、仮にこの法案が成立した場合には、プレゼンテーションマテリアル内のプロジェクションの期間がより短期間となったり、発行体がプレゼンテーションマテリアルや契約内で多くの免責事項を求めるなどの変化がもたらされる可能性がある。

V 今後のSPACの展望

前述したとおり、2021年の米国におけるSPACの件数は、SPAC's IPO、De-SPACともに爆発的に増加した一方で、SECの種々の意見表明と開示事項の虚偽記載に係る訴追事例、さらには、SECの動向をふまえた立法活動によるSPACへの新たな規制など、投資家保護に向けた動きもみられる。

上記の規制に向けた動きにもかかわらず、2021年下半期においても例年を大きく上回るSPAC's IPOおよびDe-SPACが実現してお

り、多くの上場済みSPACが引き続き買収対象会社の探索を行っていることからすると、2022年以降も多くのSPAC関連取引が成立することが期待される。

同時に、SPACに関与する当事者や実務家は、今後の裁判所の判断も注視する必要がある。2022年1月3日、デラウェア州衡平法裁判所が、De-SPACに関与した取締役らの信託義務違反に係る訴訟において、重要な判断を行った。当該訴訟において裁判所は、利益相反取引につき利害関係を有する取締役が過半数を占める取締役会等が、当該取引の意思決定を行う場合に、当該取引が完全に公正でなければならないというEntire Fairness基準が、SPACのスポンサー株主とそれ以外の株主との間に利益相反性がある本件の企業結合についても適用されることを確認した⁷。本件は、SPACスポンサーが、自らが設立したSPACの取締役らの独立性を確保する重要性を示した点に意義がある。今後も、SPACの実務および理論が、裁判所の判断を通じて精査されていくことが予想される。

伝統的IPOへの代替案として、SPACに対する投資家や起業家からの期待は衰えず、今後も、SPACは、伝統的IPOと並ぶ、株式上場のための手法の1つとして活用され続け、よりバランスのとれた制度にアップデートされていくであろう。

⁷ In re MultiPlan Corp. S'holders Litig., No. CV 2021-0300-LWW, 2022 WL 24060 (Del. Ch. Jan. 3, 2022)