

Morgan Lewis

米国スタートアップに対するCVC投資 (後編) 取引成功の秘訣：重要条件及び留意点

Morgan, Lewis & Bockius LLP / モルガン・ルイス&バッキアス法律事務所

ナンシー 山口 (サンフランシスコ・シリコンバレーオフィス)

伊東 成海 (サンフランシスコ・東京オフィス)

文永 智子 (東京オフィス)

1. イントロダクション

Morgan Lewis

Presenters



ナンシー 山口



伊東 成海



文永 智子

Morgan Lewis

日本におけるCVCの問題点(1)

- CVCの社内での位置づけや目的が不明確
 - 社内連携において連携体制が不十分
 - 担当組織に権限がなく、意思決定に時間がかかる
 - 緊張感のある契約交渉より友好関係を求める
 - 経営人材が外部から来るのに抵抗感がある
 - チームの組成・位置づけ・投資サイクルとの兼合いが難しい(バックグラウンド、報酬、任期など)
 - フィナンシャル・リターンを重視しない
 - ストラテジック・リターンの目的は様々で、成果の評価も難しい
 - 投資や価格算定のノウハウが不十分(コンサルティングや金融出身者が多く、事業経験がない人が多い)
 - リスクを嫌い訴訟を回避しようとする
 - 業績が悪くなるとすぐに撤退
- ⇒ 日本の伝統的な企業文化や組織と、CVCが成功するために必要な要素がかみ合わないケースがある

日本におけるCVCの問題点 (2)

対応策として、

- 明確な目的を定める(でも、状況に応じて柔軟に軌道修正できるようにする)
- VCについて十分な知識と経験のある人をチームに入れる
- 事前にディール戦略を立案しておく(そうでないと出遅れる)
- 経営陣の明確なコミットメント、サポートや調整が必要(大局的な判断が必要な場面があり得る)
- スタートアップ企業がほしいものを理解し、提供する(単に資金ではないかも)
- 長期的な視点で取り組む
- シリコンバレーには特有のディールの進め方があることを理解する
 - ⇒ 現地の事情に精通していて、経験豊富なアドバイザーの手を借りることも検討

2. CVC投資の特徴



Morgan Lewis

CVC投資の特徴

- 戦略的な理由に基づく投資
 - 必ずしもキャピタルゲインのみを目的とするものではない
 - 対象会社との長期的なパートナーシップ(ベンチャー投資+業務提携)
- コーポレートガバナンス
 - 取締役選任権、オブザーバー権利、情報受領権
 - 経営陣に対する制約、投資家による拒否権(Protective Provisions)
- 出口戦略: 残余財産優先分配請求権(Liquidation Preference)、償還請求権(Redemption Rights)
登録請求権(Registration Rights)、強制売却権(Drag-Along Rights)
- 知的財産権: 既存の知的財産権+新規事業及び技術開発による新たな知的財産権及び技術の取得
- 重要な従業員: 有能な人材を獲得し、会社に留まらせるための工夫

CVC投資の特徴

CVC投資における主要な契約及び書面

- Term Sheet (タームシート)
- Amended and Restated Certificate of Incorporation (定款)
- Stock Purchase Agreement (株式売買契約)
- Schedule of Exceptions (株式売買契約における表明保証の例外)
- Investor Rights Agreement (投資家の権利に関する契約)
- Voting Agreement (議決権に関する契約)
- Right of First Refusal and Co-Sale Agreement (優先先買権及び共同売却に関する契約)
- Legal Opinion of Company Counsel (発行会社の弁護士による法律意見書)
- Side Letter (投資家との間で個別に合意された条件を記載した書面)

3. CVC投資における重要条件

- (1) 残余財産優先分配請求権 (Liquidation Preference)
- (2) 償還請求権 (Redemption Rights)
- (3) 重要事項に関する拒否権 (Protective Provisions)
- (4) 希釈化防止権利 (Anti-Dilution Rights)
- (5) 優先先買権 (Right of First Refusal)
- (6) 情報受領権 (Information Rights)
- (7) 議決権 (Voting Rights)

(1) 残余財産優先分配請求権 (Liquidation Preference)

- 発行会社が解散・清算した時点の残余財産について、まず優先株主に対して投資金額相当分が優先的に分配され、その後の残額が普通株主(又は普通株主も含めた全株主)にプロラタで分配される仕組み

例: 優先株式の株価 = 1株当たり\$1.00

優先株式の発行済株式数 = 200万株

残余財産が\$450万の場合、優先株主は\$450万のうち\$200万($\1.00×200 万株)を普通株主に優先して分配を受けることができる。

- 参加型優先株式と非参加型優先株式
 - 参加型優先株式: 優先株主に対する分配後、普通株主と共にプロラタ分配に参加できる。
 - 非参加型優先株式: 優先株主に対する分配後、普通株主のみがプロラタ分配に参加する。

(1) 残余財産優先分配請求権 (Liquidation Preference)

- 非参加型優先株式における調整

非参加型優先株式において、優先株主としての分配額よりも普通株主としてのプロラタ分配額が大きくなる場合には、普通株主と共にプロラタで分配を受けることができることができる仕組み

例: 優先株主の投資総額 = \$1,000,000

優先株主の持株比率 = 30%

例えば、残余財産が\$20,000,000の場合、優先株主としての分配額(投資総額)\$1,000,000よりも、普通株主とのプロラタ分配額\$6,000,000($\$20,000,000 \times 30\%$)を受ける方が有利

- みなし清算 (Deemed Liquidation) の規定により、発行会社の買収対価についても残余財産分配請求権の対象に含まれる。
- すべての債権者に対する債務の支払完了後の残余財産が、法律上、株主に分配可能な財産 (available proceeds) となる。

(2) 償還請求権 (Redemption Rights)

- 優先株主による償還請求権と、発行会社による償還(強制償還)がある。
- 優先株主による償還請求権は、株式の売却権(プット・オプション)と同様に考えられる。
- 優先株主に対して、償還時に当初の投資金額を超える金額の払戻しを受ける権利を付与するかどうかは交渉事項である。
- 法律において許容される範囲内で償還がなされなければならない。
- 近年の裁判例の中には、発行会社が優先株主による償還請求に応じることが取締役の善管注意義務違反となる可能性を示唆するものもある。
- 償還請求に代わる別の方法として、発行会社に出口戦略を進めることを強制する権利を投資家に付与することも考えられる。

(3) 重要事項に関する拒否権 (Protective Provisions)

- 普通株主と同様に認められる優先株主の議決権に加えて、発行会社による一定の重要な行為について、優先株主のみの決議(クラス別投票)によって同意又は拒否できる権利
具体例: (1) 優先株式の条件変更、(2) 優先株式に優先する株式の発行、(3) M&Aによる発行会社の売却、(4) 合併及びその他の組織再編、(5) 解散又は倒産手続開始、(6) 事業内容の変更、(7) 重要な事業譲渡、(8) 利益相反の生じる関係会社間取引、(9) 一定金額を超える金銭債務の負担
- 法律及び定款上の拒否権とInvestor Rights Agreement上の拒否権があり、Investor Rights Agreement上の拒否権は、優先株主によって選任された取締役による拒否権として規定される。
- 発行会社や創業者の立場からすると、投資家に拒否権を認めることによって会社経営が制約されることになるため、どの項目について拒否権を認めるかは交渉上の大きな争点となる。

(4) 希釈化防止権利 (Anti-Dilution Rights)

- 発行会社が優先株主による出資時の価格よりも低い価格で株式を発行する場合、優先株式の普通株式への転換価格を下方修正し、優先株主が転換時により多くの普通株式を取得できるようにする権利
- 優先株主による出資時の価格よりも低い価格で株式が発行されると株式の価値が低下し、従前の転換価格で優先株式を普通株式に転換すると持株比率が低下することから、転換価格の下方修正が必要となる。
- 希釈化防止権利のうち投資家にとって最も有利なものはラチェット条項 (Ratchet Formula) と呼ばれるものであるが、他にも様々な計算方法がある。

(4) 希釈化防止権利 (Anti-Dilution Rights)

Full Ratchet 希釈化防止条項の具体例

- 新株発行前

普通株式:	1,500,000株
シリーズA優先株式:	2,500,000株 (転換価格1株あたり\$1.00)
オプション	1,000,000株
<hr/>	
合計:	6,000,000株

- 新株発行 (発行済株式より低い価格での発行)

シリーズB優先株式2,000,000株を1株あたり\$0.50で発行 (発行総額\$1,000,000)

- シリーズA優先株式の新しい転換価格 = 1株あたり\$0.50

- シリーズA優先株式の転換時に取得可能な普通株式の数

$$2,500,000 \times (\$1.00 / \$0.50) = 5,000,000 \text{株}$$

(4) 希釈化防止権利 (Anti-Dilution Rights)

Broad-Based 希釈化防止条項の具体例

- シリーズA優先株式の新しい転換価格 = $\frac{CP \times (A+B)}{A+C}$

CP = 新株発行前の転換価格 (1株あたり\$1.00)

A = 新株発行直前の普通株式数 (シリーズA優先株式の普通株式への転換及びオプションの行使によって発行される潜在的な株式数を含む。)

B = 新株発行時に従前の転換価格 (CP) で新株が発行されると仮定した場合に、目的とする資金調達を実現するために必要となる株式の数 (新株発行による調達金額 ÷ CP)

C = 新株発行時に発行される株式の数

- シリーズA優先株式の新しい転換価格

$$\$1.00 \times (6,000,000 + 1,000,000) \div (6,000,000 + 2,000,000) = \$1.00 \times 7/8 = \$0.875 \text{ (1株あたり)}$$

- シリーズA優先株式の転換時に取得可能な普通株式の数

$$2,500,000 \times (\$1.00 / \$0.875) = 2,857,142 \text{ 株}$$

(5) 優先先買権 (Right of First Refusal)

投資家による優先先買権

- 発行会社が新株を発行する際に、既存株主が持株比率に応じて自己に対して株式を割り当てることを請求できる権利
- 株式が第三者に割り当てられると既存株主の持株比率が低下することから、既存株主の持株比率維持のために認められる権利である。
- 主要株主 (Major Investors) に対してのみ優先先買権が付与される場合もある。

(6) 情報受領権 (Information Rights)

- 投資家が発行会社から財務及び事業に関する情報の開示を受ける権利
- デラウェア法及びカリフォルニア法において、財務書類を中心とした最低限の情報受領権が認められているが、発行会社の事業に関するより詳細な情報(予算、事業計画、従業員や顧客に関する情報等)の開示を求める場合には、契約で別途規定する必要がある。
- 投資家に固有の情報受領権を要求する場合、当該権利は発行会社と投資家との間で個別に締結するサイドレターの中で規定される。
- 情報受領権を有するのは通常は主要株主 (Major Investors) に限定されるため、契約において「Major Investors」をどのように定義するかが重要となる。
- 発行会社を訪問して調査する権利、発行会社の経営陣と対話する権利も含まれる。

(6) 情報受領権 (Information Rights)

- オブザーバー権利 (Observer Rights)
 - 取締役会にオブザーバーとして参加できる権利 (但し、議決権はない)
 - 取締役の個人責任追及のリスクにかんがみ、投資家が取締役の選任権よりもオブザーバー権利を希望する場合もある。
- 取締役の選任権やオブザーバー権利を持たない場合であっても、投資家が発行会社の取締役会において交付された資料の開示を要求するケースがある。

(7) 議決権 (Voting Rights)

- 優先株主が普通株主と共に議決権を行使する場合、議決権の数は優先株式が普通株式に転換された場合(fully-diluted)の株式数を基準として計算される。
- 法律又は定款により、種類株主としての投票が要求されるものもある(種類株主の権利に影響を与える定款変更、合併及びその他の組織再編等)。特にカリフォルニア法はクラス別投票を要求する事項が多い。
- 優先株式の中には、取締役の選任及び解任に関する権利を有するものもある。
- 特定のクラスの優先株主によって選任された取締役は、当該クラスの優先株主のみが解任権を有する。
- ほとんどの会社は、定款ではなく付属定款又は取締役会決議(書面決議)で取締役の人数を定めている。
- 議決権に関する条件の詳細は、定款、Investor Rights Agreement及びVoting Agreementにおいて規定される。

4. 对米外国投資委員会 (CFIUS)

Morgan Lewis

対米外国投資委員会(CFIUS)

対米外国投資委員会 (Committee on Foreign Investment in the United States)

- 2018年に成立したForeign Investment Risk Review Modernization Act(FIRRMA)により、米国外の投資家による米国会社の支配権の取得だけでなく、「重要な技術」「重要なインフラ」「センシティブな個人データ」に対する投資もCFIUSによる審査の対象となった。

法律上の義務に基づく届出 / 任意の届出

- FIRRMA制定後、重要な技術に対する投資及び外国政府関係者による投資については、届出が法律上の義務となった。
- 法律上の届出義務がない場合であっても、クロージング後にCFIUSによって取引を無効にされるリスクを回避するため、実務上、任意の届出(Joint Voluntary Notice)を行うケースが多い。

対米外国投資委員会(CFIUS)

届出(Joint Voluntary Notice)のスケジュール

- 審査期間:90日(最初の審査期間45日+追加の審査期間45日)
- 90日以内に審査が完了しない場合、取下げを求められることがある。
- 届出前の準備期間として通常1~2ヶ月程度必要
- 実務上、正式な届出前にドラフトを提出して非公式な交渉がしばしば行われる。

申告(Declaration)

- 2018年のFIRRMIAによって新たに導入された制度
- 審査期間:30日
- 審査完了後、クリアランスが得られれば審査期間を短縮することができるが、正式な届出を求められることもあり、その場合、そこからさらに90日の審査期間が必要となる。

対米外国投資委員会(CFIUS)

CFIUSによる審査完了後の帰結

- クリアランス(リスク軽減措置に関する契約なし)
 - 以後、CFIUSによって取引を無効にされなくなる(safe harbor)
- クリアランス(リスク軽減措置に関する契約あり)
 - リスク軽減措置に関する契約の締結により、クロージング後も継続してCFIUSによるモニタリングの対象となる。
- 取引の禁止 / 投資の処分

罰則

- 虚偽情報の提出: 1件につき\$250,000
- リスク軽減措置に関する契約の違反: \$250,000又は投資金額のうち高い方の金額

※ CFIUSの届出を行わずに取引を実施した場合、クロージング後にCFIUSによって取引を無効にされ、出資を強制的に処分しなければならないリスクがある。

5. 実務上の重要ポイント



Morgan Lewis

実務上の重要ポイント

ベストプラクティス

- 周到・綿密な契約書の作成
- 契約交渉の努力を惜しまないこと
- 出資前と出資後の明確なCap Tableの作成
- シリコンバレー式のエクイティ・インセンティブ及び成功報酬
- 訴訟は米国で事業を行うにあたって不可避のコストという認識及び心構え
- 弁護士の「法律の専門家」のみならず「ビジネスパートナー」としての役割
- 米国の市場及びCVCプラクティスに精通している経験豊富なアドバイザーを利用すること

次回のウェビナー

ライフサイエンス業界へのCVC投資

重要な知的財産の取扱い及び知的財産のデューデリジェンス

日時: 2023年4月20日(木) 5:00 pm (米国西海岸時間)

2023年4月20日(木) 8:00 pm (米国東部時間)

2023年4月21日(金) 9:00 am (日本時間)

プレゼンター: ジャニス H. ローガン Ph.D. (ワシントンDC・東京オフィス)

ミン パーク Ph.D. (ワシントンDCオフィス)

荒木 源徳 (東京・ニューヨークオフィス)

Biography



ナンシー 山口
パートナー

カリフォルニア州・イリノイ州 弁護士

サンフランシスコ

T +1.415.442.1242

シリコンバレー

T +1.650.843.7535

nancy.yamaguchi@morganlewis.com

ナンシー山口は、クロスボーダーの合併・買収(M&A)、戦略的投資、ベンチャーキャピタル投資、ジョイントベンチャー、戦略的提携および、技術関連・ライセンス取引などの案件を中心に、グローバル・テクノロジー企業に法的アドバイスを提供しています。20年以上に及ぶ経験を有する山口は、米国および日本を拠点とする上場、非上場の多国籍企業のインバウンドおよびアウトバウンドのM&A取引を含む、企業のあらゆる法務面についての助言で厚い信頼を得ています。

山口はChambers誌アジア地域コーポレート/M&A取引部門バンド1の格付けを受け、クライアントからは「ビジネス・マインドを備え、細部まで卓越した配慮がある」との評価を得ています。「有能で日本語に堪能なばかりではなく、文化的背景を理解し、特に日本政府との交渉では驚くべき成果を上げている」と推奨され、また「交渉や法務全般で一流であるのみならず、多国間取引を成功に導く傑出した能力を有している」と特筆されています。

学歴

- ・ ノースウェスタン大学ロースクール J.D. 取得 (cum laude)
- ・ ハーバード大学 A.M. 取得
- ・ ジョージタウン大学 B.A. 取得

Biography



伊東 成海
アソシエイト

弁護士
カリフォルニア州・ニューヨーク州弁護士
サンフランシスコ
T +1.415.442.1274
東京
T +81.3.4578.2631
narumi.ito@morganlewis.com

伊東成海は、日本、カリフォルニア州及びニューヨーク州の弁護士資格を有しており、特に日本及び米国を中心とする様々なクロスボーダーの取引及び投資に関するアドバイスを提供している。具体的には、セミコンダクター、バンキング、フィンテック、IT及びソフトウェア、自動車、バイオ医薬品、メディカル・テクノロジー(メドテック)などの業界を中心に、日本国内外の企業に対して企業買収(M&A)、コーポレート・ベンチャーキャピタル(CVC)及びその他のベンチャーキャピタル投資、戦略的投資並びにその他の資金調達(デット及びエクイティ)、ジョイント・ベンチャー、会社設立及びコーポレート・ガバナンス、海外直接投資、プライバシー法などに関するアドバイスを提供している。さらに、日本の金融規制、特にファンドの組成、登録及び運営に関するアドバイスも提供している。

モルガン・ルイス入所以前は、国内最大規模の法律事務所で約10年間勤務した経験に加え、金融庁で金融商品取引法をはじめとする金融規制関連の立法担当官として勤務した経験を有する。さらに、日本の大手証券会社でストラクチャードファイナンス取引の組成に携わった経験も有している。

学歴

- カリフォルニア大学ロサンゼルス校 (UCLA) ロースクール (LL. M.)
- 東京大学 法学部 (LL. B.)

Biography



文永 智子
パートナー

弁護士

東京

T +81.3.4578.2503

tomoko.fuminaga@morganlewis.com

モルガン・ルイス東京オフィスの弁護士パートナー文永 智子は、金融規制法務及びファンド関連業務を中心に、日本における投資ファンドの組成、登録関連についてアドバイスを行っている。また、会社法及び労働法を含めて、金融機関の設立、許認可及び運営に関して助言を提供している。日本国内外の銀行、証券会社及び資産運用会社が主なクライアントである。

また、クロスボーダーのM&A 案件についても金融機関やその他のクライアントを代理しており、会社法、独占禁止法関連についてもアドバイスを行っている。

国内大手銀行で数年にわたる実務経験を経て、弁護士資格を取得。モルガン・ルイス入所以前、国際的なローファームにおいてファイナンシャル・サービス部門のパートナーを務める。

学歴

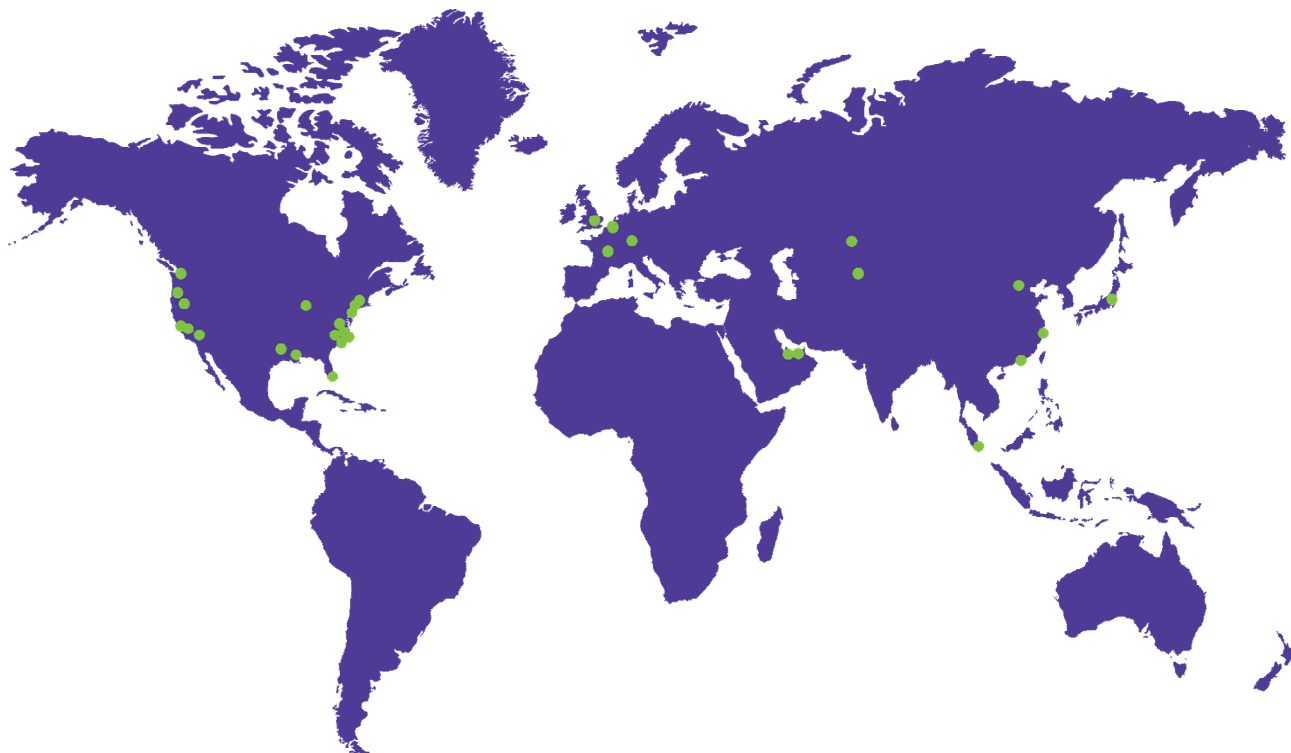
- ・ ニューヨーク大学 LL. M.
- ・ 早稲田大学 LL. B.

Our Global Reach

Africa
Asia Pacific
Europe
Latin America
Middle East
North America

Our Locations

Abu Dhabi
Almaty
Beijing*
Boston
Brussels
Century City
Chicago
Dallas
Dubai
Frankfurt
Hartford
Hong Kong*
Houston
London
Los Angeles
Miami
New York
Nur-Sultan
Orange County
Paris
Philadelphia
Pittsburgh
Princeton
San Francisco
Seattle
Shanghai*
Silicon Valley
Singapore*
Tokyo
Washington, DC
Wilmington



Morgan Lewis

Our Beijing and Shanghai offices operate as representative offices of Morgan, Lewis & Bockius LLP. In Hong Kong, Morgan, Lewis & Bockius is a separate Hong Kong general partnership registered with The Law Society of Hong Kong. Morgan Lewis Stamford LLC is a Singapore law corporation affiliated with Morgan, Lewis & Bockius LLP.

THANK YOU

© 2023 Morgan, Lewis & Bockius LLP
© 2023 Morgan Lewis Stamford LLC
© 2023 Morgan, Lewis & Bockius UK LLP

Morgan, Lewis & Bockius UK LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC378797 and is a law firm authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority. The SRA authorisation number is 615176.

Our Beijing and Shanghai offices operate as representative offices of Morgan, Lewis & Bockius LLP. In Hong Kong, Morgan, Lewis & Bockius is a separate Hong Kong general partnership registered with The Law Society of Hong Kong. Morgan Lewis Stamford LLC is a Singapore law corporation affiliated with Morgan, Lewis & Bockius LLP.

This material is provided for your convenience and does not constitute legal advice or create an attorney-client relationship. Prior results do not guarantee similar outcomes. Attorney Advertising.