

## Client Alert

15 February 2024

### 本アラートに関する お問い合わせ先



阿江 順也  
パートナー  
03 6271 9491  
[junya.ae@bakermckenzie.com](mailto:junya.ae@bakermckenzie.com)



鈴木 道夫  
パートナー  
03 6271 9699  
[michio.suzuki@bakermckenzie.com](mailto:michio.suzuki@bakermckenzie.com)



篠浦 雅幸  
アソシエイト  
03 6271 9529  
[masayuki.shinoura@bakermckenzie.com](mailto:masayuki.shinoura@bakermckenzie.com)

## 欧州の企業結合規制、外国直接投資規制及び 外国補助金規制

### はじめに

規制当局の承認は、M&Aの当事会社が前提条件（conditions precedent）や取引の時間軸を合意するにあたり、常に課題となっていた。従来、EUとの関係では、当該取引がEU又は加盟国の企業結合規制における届出義務につながるかどうかだけを考慮すれば足りるところであったが、現在では、以下の3つの複雑な要素を考慮する必要がある。

1. **第22条と事後的評価（ex-post assessments）**：EUの企業結合規制のリファーマル（審査の付託）制度に対する新たなアプローチが、取引の事後審査と相まって、新たな取引を行う際に考慮すべき複雑さを増している。
2. **外国直接投資（FDI（Foreign Direct Investment））**：現在、EU加盟国のうち23か国がFDI制度を導入しており、届出閾値を満たせばクローリング前の届出及びクリアランスが必要となる。直近で新たにFDI制度を導入したEU加盟国として、スウェーデン（2023年12月1日施行）が挙げられる。
3. **外国補助金規制（FSR（Foreign Subsidies Regulation））**：2023年7月12日以降、広範に定義されたEU非加盟国からの資金的貢献についても、クローリング前の審査の対象となる可能性がある。

**第22条及び事後的評価によって形作られる企業結合規制**：M&Aの当事会社は従来、自社の取引がどのジュリスディクションにおいて企業結合規制の承認の対象となるかを、比較的確実に予測することができた。当該取引がEU企業結合規制（以下「EUMR」）に捕捉される場合、欧州委員会（以下「EC」）は欧州全域を対象とするワンストップ・ショップ原則に基づいて当該取引を審査することになる。もっとも、法執行における「ギャップ」の是正を目的とした近年の政策や法の改正により、この確実性が著しく損なわれている。

- EUMR第22条（以下「第22条」）の使用に関する大幅な政策変更により、ECは、EU企業結合規制の閾値（又は加盟国レベルの閾値）を満たさない取引（既に終了した取引を含む）を審査する権限を事実上付与された。取引は、加盟国、他の競争当局、第三者（顧客や競争事業者を含む）からECに報告されることもあれば、ECが公開情報の調査を通じて特定することもある。
- （EU裁判所の支援を受けて）競争当局は、反競争的協定や市場支配的地位の濫用（abuse of dominance）を規制する競争法の規定に基づき、企業結合を事後的に評価する従来の権限を復活させようとしている。
- デジタル市場法（DMA）の規定では、指定された「ゲートキーパー」によるすべてのデジタル及びデータ収集関連のM&Aの事前通知が義務付けられている。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> DMAは2022年11月1日に発効し、2023年5月2日から適用された。閾値と指定企業に関してゲートキーパー候補と協議した結果、ECは2023年9月6日、Alphabet、



大倉 準哉  
アソシエイト  
03 6271 9731  
[junya.okura@bakermckenzie.com](mailto:junya.okura@bakermckenzie.com)



岩本 彩花  
アソシエイト  
03 6271 9718  
[ayaka.iwamoto@bakermckenzie.com](mailto:ayaka.iwamoto@bakermckenzie.com)

**外国直接投資と外国補助金規制**：EU 非加盟国からの直接投資や政府補助金を対象とした規制も急増している。

- **FDI**：FDI の審査は EU 加盟国レベルで実施され、EC のワンストップ・ショップは存在しない。過去 24 か月の間に、FDI 制度を導入した EU 加盟国の数は大幅に増加し<sup>2</sup>、既存の制度における届出の閾値が改正された結果、届出を必要とする取引が増加し、FDI 制度では、取引を承認又は禁止する前に、問題解消措置について合意することを求めるケースが増えている。
- **FSR**：2023 年 10 月 12 日以降、EU 域内の総売上高が 5 億ユーロ以上で、EU 非加盟国から過去 3 年間に 5,000 万ユーロ以上の資金的貢献（補助金、融資、免除、公的購入を含む）を受けた企業が関与する、EU で設立された対象会社の買収、フルファンクションの合併会社の設立等の取引は、事前の承認を得るために EC への届出が必要となる。また、EC は 2023 年 7 月 12 日以降、あらゆる経済活動を職権で審査する権限を有する。

そのため、取引はクローリング前に、企業結合規制、FDI、FSR の承認を複合的に取得しなければならない可能性がある。このことは、デューデリジェンスの審査、企業文書における前提条件、取引のタイムラインに影響を与える。

この新しい状況がもたらす課題は、以下の表のとおり、3 つの制度が並行して実行される一方で、それぞれに異なる目的があり、取引の様々な側面を評価するために使用されるという点である。

**表 1：企業結合規制、FDI、FSR 制度の概要**

	企業結合規制	FDI	FSR
規制の目的	競争と消費者への影響の評価	国家安全保障と公の秩序	EU 域内市場の歪曲防止
捕捉される取引	支配権の変更をもたらす取引（ほとんどのジュリスディクションがこの EUMR 原則に従っている）  少数の EU 加盟国（オーストリアやドイツ等）においては、支配権の変更を伴わない少数株主権の取得についても届出が義務付けられている	買収及び合併事業、並びに少数株主権の取得及びグループ内取引	EUMR において定義される支配権の変更をもたらす取引

Amazon、Apple、ByteDance、Meta、Microsoft の 6 社をゲートキーパーに指定した。この指定リストは、今後 EC によってさらに拡大される可能性がある。

<sup>2</sup> EU 加盟 27 か国のうち 23 か国が FDI 制度を導入している（ベルギー、エストニア、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、スロバキア、スウェーデンは 2023 年に制度を導入し、アイルランドは 2024 年の第 2 四半期に運用開始予定である）。欧州の各 FDI 制度は、義務的か任意的か、政府に職権による介入権を与えるか、届出義務の対象となる「重要」な産業の範囲、EU/EFTA 加盟国以外の投資家による投資のみを対象とするか、国内投資家以外の投資を対象とするか等の点で大きく異なっている。



届出基準	各ジュリスディクションの設定する閾値（売上高、資産及び／又は市場シェア）	対象会社の事業内容と所在地	当事会社の売上高及び資金的貢献受領額が閾値を満たす場合
取引不成立のリスク要因	高い市場シェア、競争の程度が高い競争事業者（との統合）、技術革新の阻止等	買収者の国籍、対象会社の事業内容の機微性	資金的貢献の大きさと市場を歪曲させる能力、買収者の国籍、対象会社の事業内容の機微性
審査の主体	欧州共同体（EC）あるいは各 EU 加盟国の当局が、EC にリファerral することも可能	各国の競争当局	EC
タイムライン	EC の場合、フェーズ 1 の審査期間は 25 日  EU 加盟国の場合、タイムラインは国ごとに異なる	タイムラインは EU 加盟国によって異なる。	フェーズ 1 の審査期間は 25 日

## 企業結合規制

### 「閾値以下」の取引を審査するための第 22 条の適用

第 22 条に基づき、EC は、①EUMR の閾値、又は②EU 加盟国の企業結合規制に基づく届出義務をもたらさない取引を審査することができる。

この規定は、1 つ以上の加盟国が、取引に対する自国の利益のため、あるいは EC の要請に応じて、競争に重大な影響を及ぼすおそれのある取引を EC にリファerral することを認めている。第 22 条は当初、一部の加盟国（主にオランダ）が国内に企業結合規制を持たないという問題に対処するために設けられた。

もっとも、大きな政策転換として、EC は 2021 年 3 月、以下の事情を受けて、各国の競争当局<sup>3</sup>に対し、取引のリファerral を積極的に奨励すると発表した。

企業集中（concentration）の時点では売上高がほとんどないにもかかわらず、市場において重要な競争上の役割を果たす、あるいは果たすようになる可能性のある企業が関与する企業集中が徐々に増加したこと（以下「第 22 条ガイダンス」）

<sup>3</sup> 第 22 条ガイダンスに準用される EEA 協定第 24 議定書第 6 条 3 項によれば、企業結合が 1 以上の EU 加盟国と 1 以上の EFTA 加盟国との間の通商に影響を及ぼし、要請に加わる EFTA 加盟国の領域内の競争に重大な影響を及ぼすおそれがある場合、1 以上の EFTA 加盟国は、第 22 条に基づき EU 加盟国が行うリファerral に加わることができる。



第 22 条ガイダンスによれば、EC は、関係する企業の少なくとも 1 つの売上高が、その実際の競争力又は将来の競争力を反映していない取引に第 22 条を適用する意向であり、具体的には次のようなものが挙げられる。

- 大きな収益を生み出すビジネスモデルを開発若しくは実施する段階に至っていないものの、潜在的に高い競争力を有するスタートアップ企業や新規参入企業
- 重要なイノベーターであるか、潜在的に重要な研究を行っている企業
- 実際に、若しくは潜在的に重要な競争力を有する企業
- 競争上重要な資産（原材料、インフラ、データ、知的財産権等）にアクセスできる企業、及び／又は
- 他の産業にとって不可欠の投入物又は構成要素となる商品やサービスを提供している企業<sup>4</sup>

llumina 社と Grail 社の取引を審査するという EC の決定に対する Illumina 社の不服申立てに対する欧州一般裁判所の解釈によれば、第 22 条の適用対象となるのは、加盟国間の通商に影響を及ぼし、要請した EU 加盟国の領域内の競争に重大な影響を与えるおそれのある取引ということになり、加盟国が第 22 条に基づくリファーラルを行うことができる範囲が若干狭まることになる。

2020 年以降、第 22 条に基づくリファーラルを受けて 8 件の案件が審査されている。現在までに、調査が開始されたリファーラル取引は、1 件の取引禁止、1 件の取引終了<sup>5</sup>、1 件の構造的問題解消措置、1 件の行動的問題解消措置、2 件の無条件承認という結果をもたらしている。なお、現在進行中の審査が 2 件ある。第 22 条の審査は、通常の EC の企業結合審査プロセスと比較して、禁止決定や問題解消措置が下されるリスクがはるかに高いといえる。

表 2：2020 年以降の第 22 条に基づくリファーラルの概要

業種	リファーラル／決定の日付	リファーラルした当局の一覧	競争制限効果の発生機序 (Theory of harm)	結果
決済サービス：口座間サービス	2020 年 4 月 2 日	オーストリア、デンマーク、フィンランド、ノルウェー、スウェーデン、英国	有力プレーヤーの強化、価格と選択肢の阻害	構造的問題解消措置を条件に承認
ヘルスケア：血液ベースの早期がん検出検査	2021 年 4 月 19 日	ベルギー、フランス、ギリシャ、アイスランド、オランダ、ノルウェー	垂直的市場閉鎖、イノベーションの阻害	取引禁止

<sup>4</sup> 2021 年 3 月 31 日付欧州委員会「企業結合規則第 22 条に規定されるリファーラルメカニズムの特定のカテゴリへの適用に関するガイダンス」第 19 段落参照（[こちら](#)から入手可能）。

<sup>5</sup> この取引は、英国の競争当局である競争・市場庁（CMA）と EC の両者から第 22 条に基づくリファーラルを受けて調査中であったが、両当事社が「もはや当局から承認を得る道筋が見えない」と判断したため、終了した。2023 年 12 月 18 日公開 Figma 社 [ブログ](#)「Figma 社と Adobe 社は企業結合を断念する」参照。



デジタル：顧客関係管理ソフトウェア、オンライン広告	2021年5月12日	オーストリア、ベルギー、ブルガリア、フランス、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、ルーマニア、アイスランド	垂直的市場閉鎖、イノベーションの阻害	行動的問題解消措置を条件に承認
テクノロジー：「双方向」衛星通信サービス	2022年7月26日	ベルギー、ブルガリア、キプロス、デンマーク、フィンランド、フランス、アイルランド、イタリア、オランダ、ノルウェー、ルーマニア、スペイン、スウェーデン	水平的市場閉鎖	無条件承認
ヘルスケア：インプラント	2022年12月6日	ブルガリア、デンマーク、フィンランド、フランス、アイルランド、イタリア、リトアニア、オランダ、ノルウェー、ポーランド、ポルトガル、スペイン、スウェーデン	水平的市場閉鎖、2大競争事業者による企業結合	無条件承認
デジタル：インタラクティブ製品デザイン・ソフトウェア	2023年2月14日	オーストリア、ベルギー、ブルガリア、キプロス、チェコ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイスランド、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、スウェーデン	重要な競争力の消失、垂直的市場閉鎖、2大競争事業者による企業結合	審査中
テクノロジー：半導体	2023年8月17日	ベルギー、フランス、イタリア、オランダ、ポーランド、ス	垂直的／水平的市場閉鎖、2大競争事業者	取引終了





		ペイン、スウェーデン、チェコ、デンマーク、フィンランド、アイルランド、ルクセンブルク、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア	よる企業結合	
公益事業：電力取引・清算市場サービス	2023年8月18日	デンマーク、フィンランド、スウェーデン、ノルウェー	垂直的／水平的市場閉鎖、唯一の競争事業者との企業結合	審査中

### 企業結合の当事会社にとっての意味

ディールメーカーとそのアドバイザーは、取引が禁止されたり放棄されたりする実際上のリスク、あるいはクリアランス決定を確実に得るための問題解消措置の必要性を考慮して、22条に基づくリファールルのリスクに留意する必要がある。これは、EUや各国の企業結合規制の閾値を満たしていないケースであっても、実質的な懸念や競争制限効果の発生機序があるかどうかを検討することを意味する。この種の評価は、規制当局が広範な介入権限を有する「任意の」届出制度を有するジュリスディクション（例えば、英国 CMA）との関係では、すでに馴染みのあるものである。この評価の一環として特に重要なのは、以下の点である。

**第 22 条に基づくリファールルプロセスは、もはや純粋に加盟国主導のものではないこと：**各国の競争当局は、メディアを監視したり、他の規制当局からの届出（FDI 届出等）を受けたりすることで取引を把握し、それによって第 22 条に基づくリファールルを行う可能性があるが、EC も現在、（英国 CMA の企業結合情報部門と同様に）取引を積極的に監視しており、その結果、EC は、（英国 CMA のような自主的な制度を有する機関が使用するものとは異なり）標準的な書式の情報請求リスト（RFI）を企業に頻繁に送付し、取引が第 22 条に基づくリファールルを受けるべきかどうかを判断するためのさらなる情報を求めている。EC はまた、加盟国が管轄権を受け入れ、取引を審査している場合であっても、第 22 条に基づくリファールルが必要となる可能性のある取引について加盟国と連絡を取っている。さらに、加盟国が懸念を抱いているものの、自国の企業結合規制では審査する管轄権がないような取引に関しても、第 22 条を積極的に発動するようになる可能性がある。

**第 22 条の適用が検討される取引の数は増加していること：**EC 当局は 2023 年 6 月、EC が 2022 年に 22 条に基づくリファールルの候補となる 30 件以上の案件を検討したと公にしている。この数は 2023 年には 2 倍以上になったと推定されるが、上記の表にあるように、これらの検討の結果、調査が開始されたのは 3 件に過ぎない。これらのケースのうち 30% は加盟国において届出義務があり、従来の 22 条に基づくリファールル、あるいは加盟国当局による審査が行われた。その他の取引は、放棄されたか、EU 及び各国の企業結合規則に基づく企業結合に該当しなかったか、最終的に第 22 条に基づくリファールルに値するとはみなされなかったかのいずれかに該当する。



**DMA の下で指定されたゲートキーパーが関与する取引については、第 22 条に基づくリファールの可能性がさらに高くなり得ること**：DMA は、当事会社又は対象会社がコア・プラットフォーム・サービスやデジタル分野のその他のサービスを提供する、又はデータ収集を可能にする企業結合を予定している場合、ゲートキーパーに対し、EC に通知する義務を導入した。この義務は、EUMR に基づく届出義務に関係なく適用される。これらの取引に関する情報は、EU 加盟国の国内競争当局に伝達され、同当局はその情報を利用して EC に対し第 22 条に基づく取引の審査を要求する可能性がある。したがって、指定されたゲートキーパーに関しては、DMA と第 22 条の組み合わせにより、さらに多くのリファールが行われる可能性がある。

**あらゆる業種で 22 条に基づくリファールの実施が期待されること**：デジタル分野と製薬分野が今後も EU 及び各国の規制当局の焦点となる分野であることに留意しつつ、EC が実質的な懸念があるかどうか、特に従来の売上高の閾値が対象会社の競争上の重要性を過小評価していないかどうかに焦点を当て、より広範な経済における取引を精査することが期待される。これは最近の実務にも反映されている。2023 年 8 月、EC は EUMR 第 22 条に基づき、Qualcomm 社／Autotalks 社及び Nasdaq Power 社／EEX 社に関する 2 件のリファールを受理し、北欧の NCA の懸念に対処した。後者のケースは、デジタル分野や製薬分野だけでなく、エネルギーやコモディティ製品に関連する市場等を含む他の市場もリファールメカニズムの対象となり得ることを示している。

**明確な評価と規制当局との早期連携**：早期に関与することで、企業は 22 条に基づくリファールのリスクのより明確な情報を得ることができる。

- リスクがある場合、当事会社はこのリスクを軽減したり、取引が 22 条の有力な候補であるかどうかの指導を得たりする目的で、（英国 CMA で使用されているブリーフィング・ペーパー・プロセスに類似した）ブリーフィング・ペーパーを使って EC や NCA に積極的に働きかけるかどうかを決定する必要がある場合がある。第 22 条のプロセスを管理するためにブリーフィング・ペーパーを使用することは、ますます一般的になってきている。
- 当事会社が EC や NCA に働きかけることはしないことを決定したものの、第 22 条に基づくリファールのリスクを認識した場合、取引の影響について早期に詳細な内部リスク分析を行うことが推奨される。EC は、取引が第 22 条に基づくリファールの候補であるかどうかを評価するために、詳細な（ただし比較的標準的な）RFI を実施することが増えてきている。第 22 条の RFI のリスクが高いと判断された場合、予想される質問に対する回答案を準備し、迅速かつ完全な方法で回答することが望ましい。その結果、EC の懸念が解決され、第 22 条に基づくリファールのリスクが限定される可能性が高くなる。

**第 22 条に基づくリスクを企業文書に正確に反映させること**：早期評価、あるいは早期に EC と連携することの更なる利点は、第 22 条に基づくリファールのリスクをより慎重に評価し、そのリスクに関連する企業文書に反映させることができることである。実際には、デューデリジェンス・プロセスの一環としての企業結合規制に関する評価は、現在の法執行の傾向を反映する必要があることを意味する。買収シナリオにおいて、ディールチームは、競争法カウンセルとともに、以下のいずれかに該当するかどうかを慎重に検討する必要がある。

- 対象会社の売上高が、その実際の競争力又は将来の競争力を正確に反映していない、あるいは、その取引が「キラー買収」、すなわち、競争上の脅威を取り除くために（例えば、研究開発プロジェクトを中止するこ



とによって)革新的な対象会社(多くの場合、新興企業又は新進企業)を買取すると見なされるリスクがあること

- 対象会社が、競争力のある重要な資産へのアクセス権を有しているか、他産業にとって重要な投入物となる製品やサービスを提供していること
- 取引額が、売上高と比較して通常よりもはるかに高いこと

## 完了した取引についての意味

**ECは、企業結合規制の閾値を満たさない取引や既に完了した取引を審査することができること**：2023年3月16日のTowercast事件において、EU司法裁判所(CJEU)は、EC又は各国の企業結合規制における届出基準を満たさず、取引が完了した場合であっても、市場支配的地位の濫用規定(TFEU第102条)に基づいて事後的な審査の対象となり得るとした。Towercast事件は、Continental Can社の事件でとられたアプローチを再確認するものであり、EC又はNCAは、支配的な企業が他の企業を買取するような取引を審査することが可能であり、それは既存の支配的地位を強化し、競争を実質的に制限する可能性があること結論づけている。Towercast事件は、EC又はNCAが、TFEU第102条が優先して適用されるため、その直接的な効果に基づいて、企業結合規制の閾値を下回る取引(完了した取引を含む)を精査できることを確認している<sup>6</sup>。

**支配的企業にとっての追加的リスク**：この追加的な企業結合審査は、支配的な企業によって行われ、その取引が競争の実質的な制限をもたらす可能性が高い取引にのみ適用される<sup>7</sup>。実務的には、取引が届出義務がない場合、ディールチームは、買取者が規制当局によって特定の市場で支配的であると認識される可能性があるかどうか、取引が実質的に競争を制限するかどうかを検討するために、競争法カウンセラーと協力する必要があることを意味する。第22条に基づくリファール、あるいは第22条に基づくRFI要請と比較すると、リスクは限定的である。もっとも、ある企業が関連市場で支配的であると考えられる場合、その買取がいつでも審査されるリスクに直面する可能性がある。このようなリスクを制限する一つの方法は、Towercast事件に関連する不確実性を回避することに加え、自主的にブリーフィング・ペーパーをECに提出することである。

<sup>6</sup> Towercast事件の判決を受けて、ベルギー競争当局(BCA)は、ベルギーの既存通信事業者であるProximus社による、ベルギーの代替通信事業者であるEdpnet社の資産の買取完了に関する調査を開始した。Edpnet社を買取することで、Proximus社はその支配的地位を強化し、新たな競争相手の市場参入を妨げたとされている。2023年6月、BCAはProximus社に対し、市場支配的地位の濫用の懸念に基づく取引の見直しを可能にするため、15か月間の停止義務と分離保持義務を課し、これによりProximus社はEdpnet社を、両社と競合関係にあるCitymesh社に売却することを決定した。

<sup>7</sup> 競争の実質的な制限とは、市場支配的地位を強化するという形だけでなく、新規競争者の参入を阻止するか、少なくとも相当程度遅らせるという形も考えられる。競争当局は、当該取引がすべての競争を排除することを証明する必要はない。この点についてCJEUは判決の中で以下のように述べている。

「事業者の地位が強化されたというだけでは、濫用の認定には不十分である。なぜなら、こうして達成された支配の程度が競争を実質的に制限すること、つまり、支配的な事業者に依存した行動をとる事業者だけが市場に残ることを立証しなければならないからである。」





## 外国直接投資（FDI）

外国直接投資とは、クロージング前の審査であり、企業が通常、投資家の出身国外に所在する別の企業に行う直接投資を含む取引を対象とする<sup>8</sup>。ここ数年、各国当局はこうした投資に監視の目を強めている。

EC 諸国は、すべての加盟国が包括的な FDI 制度を採用することを繰り返し期待している。外国企業審査制度をこれから導入予定のブルガリア、クロアチア、キプロス、ギリシャを除けば<sup>9</sup>、現在、すべての EU 加盟国が FDI 制度を導入している。

欧州における FDI 制度のこのような拡大により、2022 年には 1,444 件の届出が当事者の主導又は職権による介入によってなされ、その半数以上が正式審査に至った。これは 2021 年と比較してほぼ 2 倍である。

企業や外部アドバイザーにとっての課題は、各国の FDI 制度の調和がとれておらず、閾値、影響を受けやすい業種の範囲、審査期間が異なっていることである。ほとんどの制度は比較的新しく、その規則はまだ解釈や行政の裁量に左右されるため、一貫性がなく、予測不可能な適用となっている。

## 企業結合の当事会社にとっての意味

企業は、単に資産の所在地に限定せず、活動を行う国・地域を網羅した完全な FDI アセスメントを行う必要がある。関連する検討事項は企業結合規制と同様であるが（例えば前例となる条件、時期、Hell or high water 条項（競争法上のクリアランス取得や、安全保障上の許認可等について、買主が許認可取得に必要なすべての事項を実施する義務を負う条項））、FDI の規則を遵守しなかった場合、行政罰、民事罰、刑事罰が課される可能性があること、また、特定のジュリスディクションにおいては、禁固刑が課される可能性があることに留意する必要がある。

**FDI に関するワンストップ制度はないこと：**企業は、FDI に関係する取引のアセスメントについて、ワンストップ制度に頼ることはできない。EU 域外企業も EU 域内企業も、異なる範囲、権限、政治的課題を有する各国制度についてそれぞれ届出を検討する必要がある。閾値は売上に基づくものではないため、企業は自らのポジションを誤るリスクがある。

**審査期間の長期化：**FDI の審査期間が大幅に長くなり、クロージングが遅れる可能性があるため、FDI 審査に関するディールの時間軸は、企業結合審査と並行して慎重に検討する必要がある。EC は加盟国に届出の行われたディールを阻止する権限はないが、審査し、追加情報を要求し、関連する EU 加盟国に拘束力のない意見を出す権利を有する<sup>10</sup>。意見を受け取った加盟国は、その意見を「最大限考慮」し、意見に従わない場合は EC に説明を行う必要がある<sup>11</sup>。

**追加のデューデリジェンス：**ほとんどの場合、企業結合審査デューデリジェンスの一環として提供される情報は、管轄当局が持つ可能性のある懸念の範囲がかなり広いため、完全なリスク評価には不十分である。これについては、リーガル

<sup>8</sup> オランダやスウェーデン等、特定の国では外国直接投資制度は、現地で設立された投資家を含め、すべての投資家に絶対的に適用される。

<sup>9</sup> ただし、当事会社が規制産業（エネルギー部門等）で活動している場合、既存の届出要件を排除するものではない。

<sup>10</sup> 2019 年 3 月 19 日付 EU 規則 2019/452（EU 外国直接投資規則）を参照。

<sup>11</sup> 加盟国が EC の意見に従わなかったケースもある。例えば、2022 年 11 月、ドイツ政府は、COSCO によるハンブルク港のコンテナターミナルの買収提案に対し、EC の取引阻止勧告にもかかわらず、FDI の一部承認を出した。



カウンセルが個別の情報提供要請を作成する際に考慮しなければならない。取引や管轄区域によっては、当該情報要請には、現地の従業員の数、製造拠点能力、対象会社の取引相手等に関する情報が含まれることもある。

**企業は FDI 届出の必要性を自己評価することはできないこと：**新たな各国制度の導入、限られた判例、既存制度の大幅な改正と相まって、企業はますます複雑化、法的不確実性、ひいては追加コストに直面することになる。

**限られた判例法：**欧州の裁判所は、各国の制度や、当該規則・執行が EU の規制と両立するかどうかについて意見を述べる機会が限られていた。ほとんどの FDI 制度が守秘性を有することと相まって、否定的な決定のリスク評価を行い、決定に異議を唱え、考えられる問題解消措置を見出すことは難しい。<sup>12</sup>

**職権調査の可能性：**一定のジュリスディクションでは、最近制定された FDI 制度<sup>13</sup>の遡及適用により、制度施行前に取引が完了していたとしても、届出が必要となる場合がある。しかし、多くの場合、特定の懸念事項やタイムフレームに限定されるため、遡及適用のリスクは低くなることが考えられ、現在では、例外的な場合にのみ適用されることを明確にしている当局もある。

## 外国補助金規制（FSR）

FSR の下で、EC は、歪曲を引き起こし、域内市場の公平な競争条件を損なう第三国からの外国補助金に対処するため、当事会社が第三国からの補助金の恩恵を受けている取引を審査できるようになる。FSR は、「第三国からの資金的貢献」という広範な概念に基づいており、競争を歪めるおそれのある第三国からの外国補助金に該当するか否かにかかわらず、すべての第三国からの資金的貢献（一部の限られた例外を除く）を特定し、報告することを届出企業に義務付けている。

さらに EC は、歪曲的な影響を及ぼす可能性のある第三国からの補助金の恩恵を受けている EU 域内の経済活動を、自らの主導で職権により調査することができる（届出閾値を満たさない企業結合や公共調達に関するものも含む）。

## 企業結合の当事会社にとっての意味

FSR<sup>14</sup>及びその施行規則<sup>15</sup>は、負担の大きい報告義務を課しているが、慎重な計画と助言により、効果的に対処することができる。第三国からの資金的貢献に関する届出の閾値は低く設定されており、報告すべき情報が必ずしも容易に入手できるとは限らない。

<sup>12</sup> C-106/22 (Xella) 事件において、欧州司法裁判所は、ブダペスト高等裁判所から提出された事前照会に関する決定を下し、各国審査制度は、その決定を含め、EU 域内市場規則、すなわち開業権を尊重しなければならないとした。これは、海外審査制度の下で EU 域内企業の開業権を制限する政府は、その決定の正当性をより批判的に検討し、その取引が「社会の基本的利益に対する真正かつ十分に深刻な脅威」につながるかどうかを検討する必要があるということの意味する。

<sup>13</sup> 例えば、ベルギーやオランダの FDI 制度が挙げられる。

<sup>14</sup> 域内市場を歪める外国補助金に関する 2022 年 12 月 14 日付欧州議会及び理事会規則 (EU) 2022/2560、OJ L 330、2022.12.23、1 頁（[こちら](#)から入手可能）。

<sup>15</sup> 域内市場を歪める外国補助金に関する欧州議会及び理事会規則 (EU) 2022/2560 に従った、欧州委員会による手続実施のための詳細な取り決めに関する 2023 年 7 月 10 日付欧州委員会施行規則 (EU) 2023/1441、OJ L 177、2023.7.12、1-44 頁（[こちら](#)から入手可能）



**届出が必要かどうかの検討**：以下の状況に該当する場合、取引の届出が必要となる：

- 対象会社、フルファンクションのJV、又は合併の当事会社のいずれかがEU域内で設立され（EU加盟国に子会社又は「恒久的施設」を有する場合を含む）、前年度にEU域内で5億ユーロ以上の総売上高が生じており、かつ
- 契約の締結、入札の発表、又は支配権の取得に先立つ3年間において、関係するすべての当事会社が受領した第三国からの資金的貢献（EU域外からのもの）の総額が5,000万ユーロ超である場合

**第三国からの資金的貢献に関する正しい情報の収集**：FSRは、外国補助金を、EU域内で経済活動を行う1つ以上の事業者に利益を与える、第三国<sup>16</sup>による直接的又は間接的な資金的貢献と定義している。第三国には、政府や公的機関、又は第三国に帰属する行為を行う外国の公的機関・民間企業が含まれる。

### 資金的貢献とは何か？

FSRは「資金的貢献」と考えられるものについて、広範かつ非網羅的なリストを提供している：

- 資本投入、助成金、融資、融資保証、財政優遇措置、債務免除等、資金又は負債の移転
- 免税又は優遇措置
- 商品やサービスの提供又は購入

### どのような資金的貢献を報告しなければならないのか？

ほとんどの資金的貢献は、5,000万ユーロの届出閾値の計算に算入される（以下を含む）。

- 100万ユーロ未満の資金的貢献
- 公的機関への物品・サービス（金融サービスを除く）の通常業務における市場条件での販売や購入
- 税・社会保障の繰り延べ、タックスアムネスティー、タックスホリデー、一般に適用される通常の減価償却及び欠損金の繰越控除
- 二国間協定又は多国間協定に基づく二重課税回避のための税制優遇措置、及び国内法で規定されているのと同じ論理と条件に従った二重課税回避のための一方的な税制優遇措置

ただし、これら4つは、ECへの報告の対象から除外されている。これらの除外項目（上記）に該当しない資金的貢献で、以下に該当するものについては、詳細な報告<sup>17</sup>が必要となる。

<sup>16</sup> EU加盟27か国以外の国、すなわちEEA加盟国（ノルウェー、リヒテンシュタイン、アイスランド）、英国、米国、スイス等を含むすべての第三国。

<sup>17</sup> 詳細な報告要件は、第三国からの資金的貢献の形態、金額、目的、経済的合理性のほか、第三国からの資金的貢献に付随する条件、主な要素や特徴（融資の場合は金利や期間等）、裏付けとなる文書に関する詳細の提供を伴う。この要件には、拠出が便益をもたらすかどうか、拠出が法律上又は事実上制限されているかどうかについての説明も含まれる。公共調達の場合、当該入札に限定された運営費用に対してのみ拠出が認められたかどうかの説明と、不当に有利な入札が行われなかったことの正当性の説明も必要である。



- 個別に 100 万ユーロ以上のもの
- 以下の「最も歪曲的と考えられる」補助金に該当するもの<sup>18</sup>
  - 実行可能な再建計画がなく、短期又は中期的に倒産する可能性が高い経営不振の企業に交付される補助金
  - 債務又は負債に対する無制限の保証
  - 公的支援による輸出信用に関する OECD の取り決めに準拠していない輸出信用
  - 特定の企業結合を直接促進したり、不当に有利な入札を可能にする補助金

100 万ユーロ以上のすべての「その他」<sup>19</sup>の資金的貢献で、第三国ごとの拠出額の合計が以下に相当するものについては、簡易報告が義務付けられる。

- 企業結合の場合、4,500 万ユーロ以上
- 大規模な公共調達の場合、400 万ユーロ以上

## FSR は PE ファンドにどのように適用されるのか？

PE ファンドが関与する案件については、特別な軽減措置が検討されている。報告対象は、当該取引に関与するファンド（又は投資先企業）及びその投資先企業が受領した資金的貢献に限定される。ただし、同一の投資会社が運営するファンドが、「最も不利益をもたらす可能性が高い」カテゴリーにおいて 100 万ユーロを超える資金的貢献を受けており、かつ以下に該当する場合はこの限りではない。

- 企業結合に関与するファンドが、EU の Alternative Investment Fund Managers Directive 又は同等の第三国の健全性に関する法令に基づき規制されている場合
- 企業結合に関与するファンドと、同一の投資会社の運用する他のファンドの投資家の大半が異なる場合
- 過去 3 年間、これらの様々なファンド間で、資産（会社の所有権を含む）の売却、融資、クレジットライン、保証等の経済的・商業的な取引がなかった（又は限定的であった）場合

## FSR が実際にどのように運用されるかについてはまだ不確実性が残っている

注目すべき点として、定められた除外規定は、届出の閾値に達しているかどうかの判断には適用されない。このことは、企業が過去 3 年間に受けたすべての第三国からの資金的拠出を把握し、届出の閾値に達しているかどうかを判断するために、リソースを費やさなければならないことを意味する。これにより届出プロセスでの報告に必要な以上の過剰な情報を収集することになる。例えば、ある企業が外国の公的機関に製品を販売した場合でも、製品が市場条件で販売されたときは、このような資金的貢献を届出書に詳細に記載する必要がないからである。さらに、企業結合審査で見られるように、たとえ FSR の届出閾値が満たされていなくても、EC による経済活動への職権調査が可能であり、企業が直面す

<sup>18</sup> 規則 (EU) 2022/2560 第 5 条 1 項。

<sup>19</sup> その他とは、特定の報告免除や詳細な報告義務の対象とならない資金的貢献を指す。





る法的不確実性を高めている。

## FSR への準備

FSR の準備と届出プロセスは、並行して行われる企業結合審査や FDI 承認プロセスと同程度（又はそれ以上）に長期化する可能性があるため、ディールチームはクライアントに準備を求め、期待値を管理する必要がある。

企業は前もって、トランザクションや大規模公共入札への参加に遅れることのないよう、第三国からの資金的貢献を追跡するプロセスの構築に着手すべきであること：EC が一般的な適用について広範な事前免除を規定しない限り、事前の届出協議のみでタイムリーなプロセスを維持することは不可能である。したがって、企業はすべての第三国からの資金的貢献とそのリスク・プロファイルを追跡するためのレポジトリを作成することが重要である。

- 企業は「最も歪曲的である可能性が高い」と認定できる第三国からの資金的貢献について、記録を残すべきである。
- 次に、その他のすべての第三国からの資金的貢献（すなわち、報告免除に該当しない 100 万ユーロ以上の資金的貢献、又は「最も歪曲的な可能性の高い資金的貢献」に該当しない資金的貢献）については、FS-CO フォームの付属書 I に掲載されている概要報告のための表を完成させるために情報を収集する必要がある。この情報には、資金的貢献を付与した国、付与日、付与額、当該資金的貢献に係る説明が含まれる。

**EC との事前協議：**実施規則では、届出当事会社に対し、①問題となっている企業結合又は公共調達手続の評価に無関係、又は②合理的に入手できない情報に関して、報告義務の免除を求めるために EC と事前協議を行うことを強く奨励している。

**FSR リスクの理解：**取引に係る文書には、FSR のためのリスク配分に関する条項を盛り込む必要があり、また、Long Stop Date の設定には、FSR 申請に関する EC による詳細な調査の可能性に伴う所要時間やリスクを織り込む必要がある。個々の取引に基づき、ディールチームは、EC が合理的に FSR 評価で焦点を当てたいと考える資金的貢献を検討し、懸念事項への対応や免除の妥当性を説明する論拠を準備することが必要である。

## 企業結合審査、外国直接投資、外国補助金規制に関する結論

トランザクションは多面的な審査プロセスに直面しており、早期に理解し、可能な限り前もって準備し、M&A プロセス全体を通じて注意深く管理する必要がある。以下のステップガイドは、企業結合審査、FDI、FSR の施行において議論されている進展から生じるリスクをどのように軽減できるかを例示的に概観したものである。

- 当事会社への負担を最小限に抑えるよう、取引に影響を与える 3 つの異なるレイヤーの規制に対する総合的なアプローチを確保するため、M&A やその他のディールチームと緊密に連携したりリスク評価に向けた、競争法や規制に精通したカウンセラーと早期に連携する。
- 3 つの規制すべてに対応する条項を盛り込み、関連する審査期間や Long Stop Date の影響を考慮し、潜在的なリスクを企業文書に反映させる。
- 取引の中止を回避するための潜在的な問題解消措置とともに、予期せぬ課題に取り組むための既定の代替案を準備することにより、取引の見通しを管理する。