

## PIPEs 取引の拡大：現在のマーケットにおける考慮事項

激動のマーケットを乗り切るための上場企業の私募増資に対する人気の高まり

スティーブ・B・アムダー、ダニエル・N・ブドフスキー、ダヴィーナ・K・ケイル、ガブリエラ・A・ロンバルディ、ブライアン・F・マッケナ、スタントン・D・ウォン

- マーケットが非常に不確実な状況において、企業や投資家は、PIPEs 取引を利用することでバリュエーションのギャップを埋め、バランスシートを強化することができます。従って、2007 年から 2009 年の金融危機時にそうであったように、新型コロナウイルスのパンデミックによりマーケットが大混乱に陥っている状況を考慮すると、PIPEs 取引の大幅な増加が予想されます。
- PIPEs 取引によって、上場企業は迅速、個別かつ柔軟な資金調達ソースと流動性を確保することができます。
- PIPEs 取引によって、発行会社及び投資家は、財務及びガバナンス面を含め、目的に応じて投資条件を調整することができます。
- PIPEs 取引は、広範で戦略的な協働の一環としても良い手法であり、長期的な協働に向けて企業が使うツールの一つ、或いは将来的な企業結合に向けたステップとなりえます。

マーケットのストレスとボラティリティが大きな時期において、企業は資金調達ソース及び流動性の確保の必要性が甚大になることがあります。既存の事業や買収のための資金調達であろうと、既存の負債の借り換え、又は不確実な環境下で利用可能なキャッシュを用立てるためであろうと、PIPEs (Private Investment in Public Equity: 上場企業の私募増資の引受け) 取引によって、上場企業は魅力的な資金源を得ることができます。

資金ニーズのある発行会社と、資金を機動的に有効活用したいと考える投資家にとって、PIPEs 取引（発行登録によらない上場会社の証券発行に対する私募投資）は魅力的です。なぜなら、取引が成立するまでマーケットに公開することなく、迅速かつ個別に行うことができるからです。PIPEs 取引によって、取引当事者は、投資条件を自分たちの事業上の目的に合わせて調整することができるほか、特に発行会社にとっては、自社が洗練された投資家が投資するに値する企業である、ということを示すこともできます。プライベート・エクイティファンドやその他の投資家にとって、PIPEs 取引は、パイアウトやその他の投資戦略を行うにはハードルが高い環境下でも投資

を続けるための 1 つの手段となります。PIPEs 取引はまた、一般的に市場価格よりもディスカウントした価格で、投資家が発行会社において相当のポジションを得る機会にもなります。

資本増強を模索している企業にとって、バリュエーションが悪化している場合、通常の資本取引を行うのに適したタイミングではないことがあります。PIPEs 取引は、広範で戦略的な協働の一環としても、バリュエーションのギャップを埋めるためのものとしても良い手法です。PIPEs 取引は、長期的な協働に向けて企業が使うツールの 1 つ(或いは将来的な企業結合に向けたステップ)となりえます。

2007 年から 2009 年の金融危機時には、これらの理由から PIPEs 取引の件数は著しく増加しました。現在のマーケットの状況を鑑みると、発行会社及び投資家にとって PIPEs 取引が再び人気の投資手法になることも考えられます。

### 主要な取引条件

PIPEs 取引において、発行会社及び投資家は、その目的や都合に応じて投資条件を調整しますが、大抵の PIPEs 取引には、以下の主要な取引条件がいろいろな組み合わせで含まれています。

- **有価証券の種類** PIPEs 取引で発行される有価証券には、普通株式、転換優先株式、転換社債等、一定の種類があります。PIPEs 取引はまた、ワラントの有無にかかわらず行うことができます。転換優先株式は、普通株式に優先して配当を受ける権利を有し、清算時の優先権も持つことに加え、普通株式に転換することによって株価上昇のメリットも享受できるため、多くの PIPEs 取引の投資家にとって魅力的な選択肢の一つです。
- **配当／クーポン** PIPEs 取引で発行される証券には、配当又はクーポンが含まれることが多く、これはキャッシュで支払うことも、キャッシュなしで現物で支払うことも可能です。発行される証券に応じ、規定された期間に配当が支払われない場合、投資家は、特定の保護(例. 取締役の指名権やガバナンス権の拡大等)を受けられる場合があります。
- **ガバナンス**
  - **取締役の指名権** 一定の最低水準を超えて所有権を維持することを条件に、持分比率に比例して、取締役会で自身の意見を反映すべく取締役を指名する権利を要求する投資家が多くみられます。
  - **同意権** 定款変更や証券の優先順位の変更等、特定の重要な決議事項に対する同意権が投資家に付与される場合もあります。また、普通株式転換後ベースで投資家の保有する議決権は行使されることが通常です(ただし、後述の取引所の制限に従います)。
  - **スタンドスティル条項** PIPEs 取引では、追加の株式の取得や、議決権行使契約の締結の際に投資家の同意が必要な条項その他発行会社に対しさらなる支配を及ぼすことを目的としたスタンドスティル条項が課される場合もあります。
- **流動性**
  - **登録権** 一般に、PIPEs 取引の投資家は、取得した有価証券の登録を行い、マーケットで売却できるようにしておく必要があります。これは、多くの投資家が、自身のポート

フォリオにおいて、特定の有価証券の保有量について制限を有しているためでもありません。したがって、投資家は通常、PIPEs 取引で発行される有価証券の登録や、登録届出書の提出のタイミング及び回数、保有する有価証券の届出を要求する権利（請求権）や、発行会社による他の有価証券の登録において投資家が保有する有価証券を含める権利（ピギーバック権）に関する条件の交渉を行います。

- **ロックアップ条項** PIPEs 取引の投資家は、投資後の一定期間、取得した有価証券の売却（及び付随するガバナンスに関する権利（譲渡可能な場合）の譲渡）に制限を設けることに同意する場合があります。ロックアップ条項には、投資家が譲受人に売却できる有価証券の数量に関する制限や、譲受人のアイデンティティに関する制限が含まれる場合もあります。
- **転換及び償還** PIPEs 取引で発行される有価証券（転換優先株式等）には、強制転換や発行会社又は投資家のオプションを含めて、転換や償還に関する幅広い条項が付されている場合があります。
  - **転換** 転換を許可又は要求することができるトリガーイベントには、特定の期間の経過や、発行会社の普通株式の価格が特定の基準に達することが含まれる場合がある他、強制転換条項が付されている場合には、一般に発行会社の支配株主の変更がトリガーイベントに含まれます。PIPEs 取引では、発行会社の支配株主の変更時や償還の通知時において投資家に有利になる Make Whole 条項が含まれる場合もあります。
  - **償還** 転換条項と同様に、PIPEs 取引で発行される有価証券の償還を発行会社において許可又は要求することができるトリガーイベントがいくつかあり、その場合の償還価格は、Make Whole 条項や一定の事象に基づき決定されます。
- **希薄化防止条項及び先買権**
  - 普通株式に転換可能な有価証券を取得した PIPEs 取引の投資家は、通常、発行会社が株式分割、株式の種別変更又はその他の同様の行為を行う場合に、希薄化を防止する措置を享受します。さらに、将来的に低価格で有価証券が発行される場合には、PIPEs 取引の投資家は、多くの場合、ブロードベース加重平均方式の希薄化防止措置を求めます。当該措置は、将来の有価証券の発行の規模に基づき、希薄効果を加重平均して考慮するものです。
  - さらに、PIPEs 取引の投資家は、多くの場合、明示的な先買権を契約に含めるか、将来の株式の売出に対する同意権を得るかのいずれかにより、発行会社による将来の株式の売出に参加するための先買権を要求します。

### 主要な構造上の考慮事項

PIPEs 取引を検討している発行会社及び投資家は、多くの構造上・法的・規制上の考慮事項に留意する必要があります。

- **NYSE（ニューヨーク証券取引所）及び NASDAQ の株主承認ルール** 一般に、NYSE 及び NASDAQ はいずれも、以下を含む特定の取引について、株主による承認を必要としています。(a)発行済み普通株式又は議決権の 20% 以上の新株発行時（特定の例外があります）；(b)新株発行により支配株主の変更を伴う場合（通常は事実上即した分析によりますが、投資家が発行済み普通株式又は議決権の 20% 以上を取得するか、又は、20% 未満

であっても、取締役の指名権や先買権の有無、取引後に筆頭株主になるなど、その他の支配を示す事実の有無といった要素も考慮されます); 及び(c) 特定の関連当事者取引 (NASDAQ は通常、取締役又は役員への有利発行を株式報酬とみなすため、株主による承認を必要としています。一方、NYSE は関連当事者取引に関する特別の規則を有しています)。株主が承認するまで転換や権利行使に対し制限を設けるといったことも含めて、株主による承認に関する要件には様々な形式があります。株主による承認が必要な PIPEs 取引では、承認が適時に得られなかった場合、投資家が発行会社に経済的な罰則を課すこともよくあります。

**最新の規制** 2020年4月6日、米国証券取引委員会(SEC)は、PIPEs 取引に関して、NYSE における株主承認要件の一部を緩和することを承認しました。これにより、2020年6月30日までの最低市場価格以上の価格で PIPEs 取引を行う NYSE 上場企業にとっては、ある程度柔軟性が増すこととなります。要件の緩和により、NYSE の規則の一部が、Nasdaq のものと一致することとなります。しかし、要件の緩和は、支配株主の変更に関する規則には適用されません。株主による承認に関する規則は複雑であり、PIPEs 取引を行う際には、必要に応じて証券取引所と事前に協議しながら、該当する全ての株主承認ルールに基づいてレビューを行う必要があります。

- **定款等による制限** 発行会社は、他の転換優先株式や転換社債、株式報酬制度のために予め確保しておくべき発行枠を考慮したうえで、発行可能な株式数が十分にあるかどうかを確認する必要があります。さらに、発行会社は、PIPEs 取引で発行されることになる有価証券(例、優先株式)を発行する権限を定款上有しているかどうかを確認する必要があります。発行可能株式総数を変更するために、或いは新しい種類の株式の発行を可能とするために発行会社の定款を変更する必要があり、そのために株主の承認が必要となる場合、取引が大幅に遅れたり、場合によっては取引の成立が危うくなる可能性があります。そのような承認が必要な場合、株主承認プロセスを容易にするために、証券取引所の規制上必要となる承認の取得と併せて行うのが通常です。
- **既存の負債の条件による制限** 発行会社は、追加の負債負担、資金使途、支配株主の変更及び関連当事者取引に対する制限を含め、既存の負債の条件の中に PIPEs 取引に対する制限がないことを確認するため、当該条件をレビューする必要があります。
- **ハート・スコット・ロディーノ(HSR; 反トラスト法)** 取引当事者及び PIPEs 取引がハート・スコット・ロディーノ反トラスト改正法に関する届出の基準に該当する場合、当該届出(及び承認)が必要になります。
- **業種固有の承認** 発行会社の業種(金融サービス、エネルギー、通信等)によっては、PIPEs 取引を行うに当たって業種固有の通知や承認を必要とする場合があります。
- **CFIUS(対米外国投資委員会)に関する考慮事項** 投資家のアイデンティティ、発行会社の事業及び PIPEs 取引の条件によっては、CFIUS に関する考慮事項を検討する必要がある場合があります。転換社債の発行による PIPEs 取引であっても、CFIUS の審査対象になりうる点に留意してください。
- **発行会社と投資家の既存の関係** PIPEs 取引の発行会社及び投資家は、既存の関係にも留意する必要があります。既存の関係により PIPEs 取引が関連当事者取引と見なされ、NYSE/NASDAQ の規制や発行者の既存の負債の条件、発行会社に適用される会社法及び発行会社のコーポレートガバナンスポリシーに基づく取引の解釈が複雑になる場合があります。さらに、投資家が既に発行会社の主要な株主である場合や、取締役を派遣してい



るような場合、PIPEs 取引によって利益相反上の懸念が生じる可能性があり、発行会社による PIPEs 取引の承認に関して追加の措置が必要になる場合があります。

- **証券法及び開示に関する考慮事項** 発行会社は、Form S-3 の適格性を確認し、開示及びフェア・ディスクロージャー規制 (Regulation FD) に関する考慮事項に留意する必要があります。発行会社が資金調達を検討しているという事実自体が、発行会社の重要な非公開情報に当たる可能性があることに留意してください。大抵の PIPEs 取引がレギュレーション M (証券発行時の相場操縦の排除を目的とする SEC 規則) における「分売」と見なされるため、発行会社及び募集代理人は、レギュレーション M にも留意する必要があります。
- **ヘッジポジションに対する注意** いくつかの裁判例は反対の立場をとっているものの、SEC は以前、投資ファンドが PIPEs 取引のポジションをヘッジするために行った不適切なヘッジ取引及びショートポジションの決済に対して、強制措置を取ったことがあります。発行会社においては、PIPEs 取引の便益を低下させる可能性のある投資家のヘッジ戦略に注意する必要があり、投資家においては、ショートポジションを取る場合に、不注意に SEC の強制措置を招くことがないよう気を付ける必要があります。

PIPEs 取引は、発行会社及び投資家両方に柔軟性とスピードをもたらすことから、現在の環境下で資本の増強を求める企業、特に切迫した資金ニーズがある企業にとっては、非常に魅力的な選択肢となる可能性があります。しかし、注意を怠ると思いがけないリスクが多数生じることもあるため、取引当事者は、PIPEs 取引を適切に行うために、事前に弁護士に相談する必要があります。

本稿の原文(英文)につきましては、[Open up the PIPEs: Current Market Considerations](#) をご参照ください。

## 本稿の内容に関する連絡先

**木本泰介** (日本語版監修)  
725 South Figueroa Street, Suite 2800  
Los Angeles, CA 90017-5406  
+1.213.488.7113  
[taisuke.kimoto@pillsburylaw.com](mailto:taisuke.kimoto@pillsburylaw.com)

**前田惇** (日本語版作成協力)

**Stephen B. Amdur**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1135  
[stephen.amdur@pillsburylaw.com](mailto:stephen.amdur@pillsburylaw.com)

**Daniel N. Budofsky**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1219  
[daniel.budofsky@pillsburylaw.com](mailto:daniel.budofsky@pillsburylaw.com)

**Davina K. Kaile**  
2550 Hanover Street  
Palo Alto, CA 94304-1115  
+1.650.233.4564  
[dkaile@pillsburylaw.com](mailto:dkaile@pillsburylaw.com)

**Gabriella A. Lombardi**  
2550 Hanover Street  
Palo Alto, CA 94304-1115  
+1.650.233.4670  
[gabriella.lombardi@pillsburylaw.com](mailto:gabriella.lombardi@pillsburylaw.com)

**Brian F. Mckenna**  
31 West 52nd Street  
New York, NY 10019  
+1.212.858.1147  
[brian.mckenna@pillsburylaw.com](mailto:brian.mckenna@pillsburylaw.com)

**Stanton D. Wong**  
2550 Hanover Street  
Palo Alto, CA 94304-1115  
+1.650.233.4667  
[stanton.wong@pillsburylaw.com](mailto:stanton.wong@pillsburylaw.com)

## Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

**田中里美**  
[satomi.tanaka@pillsburylaw.com](mailto:satomi.tanaka@pillsburylaw.com)

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.

© 2020 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.