

Morrison & Foerster Client Alert

November 21, 2019

2019年11月21日

Foreign Investment 2020 (Part 4): Who's In, Who's Out, and Why It Matters

By [John P. Carlin](#), [Nicholas J. Spiliotes](#),
[Joseph A. Benkert](#), [Panagiotis C. Bayz](#),
[Charles L. Capito III](#), and [Amy S. Josselyn](#)

This is the fourth in our [multipart series of alerts](#) addressing proposed regulations published in the [Federal Register](#) on September 24, 2019, for the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) to implement the Foreign Investment Risk Review Modernization Act (FIRRMA).

One of the most anticipated changes in FIRRMA is the concept of a "white list" of investors exempted from certain aspects of CFIUS's foreign investment review jurisdiction. Another prominent feature of FIRRMA is the heightened CFIUS scrutiny on foreign government-owned investors, which left many wondering what this will mean for the viability of future investments in which a foreign government has an interest. The proposed regulations address both of these concepts and provide some initial answers, while raising several new questions for investors and U.S. businesses about which deals will get a green light in 2020, and which will need to hit the brakes.

The key takeaways regarding how different investors will be treated under the proposed regulations are:

- **A Narrow Exception for Foreign Investors:** The "excepted foreign investor" provisions of the proposed regulations are narrow and complex. The exception exempts certain investors from CFIUS's expanded jurisdiction to review non-controlling investments in "[TID U.S. businesses](#)" – business involving critical technologies, critical infrastructure, or sensitive personal data – and in certain [covered real estate](#).

2020年の外国投資(第4部):リストに誰が載って、誰が載らないか、そしてなぜそれが重要なのか

執筆者: [John P. Carlin](#), [Nicholas J. Spiliotes](#),
[Joseph A. Benkert](#), [Panagiotis C. Bayz](#),
[Charles L. Capito III](#), 及び [Amy S. Josselyn](#)

本稿は、2019年9月24日に[連邦官報において公表された](#)、対米外国投資委員会(Committee on Foreign Investment in the United States)(以下「CFIUS」といいます。)による外国投資リスク審査現代化法(Foreign Investment Risk Review Modernization Act)(以下「FIRRMA」といいます。)の実施について定める規則案(以下「本規則案」といいます。)に関する当事務所の[アラートシリーズ](#)の第4部です。

FIRRMAによる変更点のうち、最も待ち望まれていたもののひとつとして、対内外国投資に関するCFIUSの審査権限の一部から除外される投資家を定める、「ホワイトリスト」という概念が新たに設けられたことがあります。また、FIRRMAのもうひとつの大きな特徴として、外国政府系投資家に対する厳しい監視が挙げられますが、今後、外国政府が利害を有するような投資案件を実行するにあたって、この厳しい監視がどのような影響を及ぼすのか、不透明な状況となっていました。本規則案においてはこれらの点について手当てがなされ、疑問点の一部については回答も示される一方で、2020年にはどのような取引を行うことができ、また中止すべきなのかを判断しなければならない投資家と米国事業者(U.S. business)にとって、新たな疑問を生じさせる点も存在します。

本規則案の下で、各種の投資家がどのように取扱われるかについて、重要な点は以下のとおりです。

- **一部の外国投資家の適用除外** 本規則案には「適用除外外国投資家(excepted foreign investor)」が定められましたが、その範囲は狭く、内容も複雑です。適用除外規定は、「[TID取扱米国事業者\(TID U.S. business\)](#)」(重要技術、重要インフラ及びセンシティブな個人情報を扱う事業者)及び一定の「[対象不動産取引\(covered real estate transaction\)](#)」への「非支配的(non-controlling)」な

-
- **Mandatory Filings for Transactions Involving Government-Owned Investors:** The only new mandatory CFIUS filing requirement included in the proposed regulations is for transactions where an investor in which a foreign government has a “substantial interest” will obtain a “substantial interest” in a TID U.S. business. Because all parties to a transaction are responsible for complying with these mandatory filing requirements, this will require increased diligence on the part of both the investor and the U.S. business.
 - **Additional Clarification for Investment Funds:** The proposed regulations extend to all investments in TID U.S. businesses the “clarification” for investment funds that was included in the [critical technologies pilot program regulations](#). Under this clarification, an indirect investment by a foreign person as a limited partner in an investment fund will not be considered a “covered investment” under the new regulations as long as certain additional requirements are satisfied with respect to the management of the fund and limitations on its foreign limited partners’ access to portfolio companies.
 - **Expanded Scope of the “U.S. Business” Definition:** The current CFIUS definition of a “U.S. business” is an entity engaged in U.S. interstate commerce – but “only to the extent” of its activities in U.S. interstate commerce. In practice, this “only to the extent” caveat has done little to restrict the potential for CFIUS reviews to have an extraterritorial impact. As directed by FIRRMA, the proposed regulations remove this caveat altogether, so that, going forward, a U.S. business for CFIUS purposes will include any entity engaged in U.S. interstate commerce, regardless of its place of organization or the nationality of its owners.
 - **投資へと拡大されたCFIUSの審査権限の対象から、一定の投資家を除外するものです。**
 - **国有企業である投資家が関係する取引に関する届出の義務化** 本規則案では、新たに、外国政府が外国投資家の「実質的な持分(substantial interest)」を有しており、その外国投資家がTID取扱米国事業者の「実質的な持分」を取得することとなる取引をCFIUSの届出義務の対象として決めました。この届出義務を遵守する責任は取引の全当事者にあるため、投資家と米国事業者の双方がより一層の注意を払うことが必要となります。
 - **投資ファンドの取扱いの明確化** 本規則案では、[重要技術に関するパイロットプログラム規則](#)の中の投資ファンドに関する明確化された規定が、TID取扱米国事業者へのあらゆる投資の取扱いに関するルールへと反映されています。この規定によれば、新規則では、投資ファンドのリミテッドパートナーである外国人による間接的な投資は、当該ファンドの運営及び外国人リミテッドパートナーによるポートフォリオ企業へのアクセスの制限に関する一定の追加要件を満たす限り、「対象投資(covered investment)」とはみなされません。
 - **「米国事業者」の定義の拡大** CFIUSは現在、「米国事業者」を、米国内での州際通商に従事する事業者(ただし、米国内の州際通商に関わる活動の「範囲内に限る」と定義しています。実務上、この「範囲内に限る」という但書には、CFIUSの審査権限が米国外に及ぶ可能性を制限する効果はほとんどありませんでした。本規則案では、FIRRMAの規定に従ってこの但書が全て削除され、今後は、CFIUSの関係では、米国事業者には、組織の所在地又は所有者の国籍にかかわらず、米国の州際通商に従事する一切の事業者が含まれることとなります。
-

The “White List”: Excepted Investors Under the Proposed Regulations

As discussed in [Part 3 of this series](#), the proposed regulations address CFIUS’s expanded jurisdiction under FIRREA to review certain “covered investments” – foreign investments that do not result in “control” of the target U.S. business, but afford the foreign investor certain rights with respect to U.S. businesses involving critical technologies, critical infrastructure, and sensitive personal data (so-called “TID U.S. businesses”). However, FIRREA also included a key counterbalance to this expanded jurisdiction: a requirement that CFIUS also prescribe regulations that limit this covered investment jurisdiction to investments by certain categories of foreign persons.

The proposed regulations address this mandate through a list of “excepted foreign states” identified by the CFIUS Chairperson with the agreement of two-thirds of the voting members of CFIUS.¹ The final regulations are expected to include an initial list of such excepted foreign states, which will be updated from time to time. Starting two years after the effective date of the new regulations, the CFIUS Chairperson, with agreement of two-thirds of the voting CFIUS members, must also determine that foreign states on this list have established and are effectively using a “robust process to analyze foreign investments for national security risks and to facilitate coordination with the United States on matters relating to investment security.” CFIUS can rescind such a determination at any time. In other words, to stay on this excepted list, foreign states must demonstrate that they will be reliable partners with CFIUS and the U.S. government when it comes to both national security and international trade policy goals.

To be an “excepted investor,” a foreign investor must be either (1) a foreign national of an excepted foreign

「ホワイトリスト」 本規則案に基づく「適用除外投資家 (Excepted Investors)」

本アラートシリーズ第3部で述べたとおり、本規則案では、FIRREAによって拡大した一定の「対象投資」に対するCFIUSの審査権限(すなわち、対象米国事業者が「支配(control)」されることとはならないものの、重要技術、重要インフラ及びセンシティブな個人情報を扱う米国事業者(いわゆるTID取扱米国事業者)に関する一定の権利を外国人投資家に付与することとなる対内外国投資の審査)に関する規則を定めています。他方で、FIRREAには、このCFIUSの審査権限の拡大とバランスをとるための措置として、CFIUSは、対象投資に対する審査権限を一定の類型に該当する外国人による投資に限定する規則を定めなければならないという規定も設けられています。

この規定に対応して、本規則案では、CFIUSの委員²のうち3分の2以上の同意を得て、CFIUSの委員長が「適用除外国(excepted foreign states)」を決定するものと定めています。最終的な規則にはかかる適用除外国の最初のリストが記載されるものと予想され、また、そのリストは随時更新されていくものとされています。新規則の施行日から2年が経過した後、CFIUSの委員長は、CFIUSの委員のうち3分の2以上の同意をもって、上記リストに記載された外国政府が「国家安全保障上のリスクという側面から外国投資を分析し、投資に係る安全保障上の問題を巡る米国との連携を促進する強固なプロセス」を確立し、これを効果的に用いていると認定しなければなりません。なお、CFIUSはいつでもこの認定を取り消すことができます。すなわち、ある国が上記適用除外国リストに掲載され続けるためには、国家安全保障と国際貿易の政策目標という観点から、その国がCFIUSや米国政府にとって信頼できるパートナーであることを証明しなければならないということです。

「適用除外投資家(excepted investor)」とみなされるためには、外国投資家は、(1) 適用除外国の国籍を有する外

¹ Currently, there are nine voting members of CFIUS: the heads of the Department of the Treasury, Department of Justice, Department of Homeland Security, Department of Commerce, Department of Defense, Department of State, Department of Energy, the Office of the U.S. Trade Representative, and the Office of Science & Technology Policy. The Director of National Intelligence and the Secretary of Labor are non-voting CFIUS members.

² 現在 CFIUS には、議決権を有する委員として、財務省長官、司法省長官、国土安全保障省長官、商務省長官、国防総省長官、国務省長官、エネルギー省長官、米国通商代表部代表及び科学技術政策局局長の9名がいます。国家情報長官及び労働長官は議決権を有しない CFIUS の委員です。

state, and not also a national of a non-excepted foreign state, (2) a foreign government of an excepted foreign state, or (3) an entity that is organized under the laws of and has its principal place of business in an excepted foreign state or the United States, and meets several additional conditions relating to its governance, ownership, and control with respect to other persons and entities from an excepted foreign state or the United States.

Among the conditions that an “excepted investor” entity must meet is a “minimum excepted ownership.” The rules vary depending on whether the investor is publicly traded on an exchange in the United States or a foreign excepted state. However, this generally means that a majority (or 90%, in the case of entities not publicly traded on such exchanges) of the investor’s voting interest, the right to a majority of its profits, and the right in the event of a dissolution to a majority of its assets must be held, individually or in the aggregate, by persons who are (i) not a foreign person, (ii) nationals of an excepted foreign state, and not also nationals of a non-excepted foreign state, (iii) a foreign government of an excepted foreign state, or (iv) entities organized under the laws of an excepted foreign state with their principal places of business in an excepted foreign state or the United States.

The excepted investor provisions in the new regulations should provide some relief to foreign investors that qualify, but they will also require careful consideration when the initial list of excepted foreign states is released. For investment funds or similar entities in which multiple foreign investors are involved, the excepted investor provisions will also be a key factor to consider when structuring both the transaction and the fund itself.

The Other Side of the Coin: Mandatory Filing Requirement for Certain Transactions Involving Foreign Government-Controlled Investors

Prior to the release of the proposed regulations, there was much concern about the potential for mandatory CFIUS filing requirements in addition to those already included in the [critical technologies pilot program](#). In fact, the proposed regulations only include one additional category of transactions that will be subject to a mandatory filing requirement: investments by

国人であって、非適用除外国の国籍を有しない者、(2) 適用除外国の外国政府、(3) 適用除外国又は米国の法律に基づき設立され、適用除外国又は米国に主たる事業所を有する事業体(ただし、適用除外国若しくは米国の国籍を有する他の自然人及び事業体によるガバナンス、所有及び支配に関するいくつかの追加条件を満たすものに限ります。)のうちのいずれかでなければなりません。

「適用除外投資家」とみなされるための条件の中に、「最低適用除外保有割合 (minimum excepted ownership)」があります。このルールは、投資家が米国又は適用除外国の証券取引所に上場しているか否かによって異なりますが、概ね次のような内容です。すなわち、投資家の議決権、利益分配権及び残余財産分配権の 50% 超 (証券取引所に上場していない事業体の場合は 90% 以上) を、個別に又は全体として保有するものが、(i) 外国人ではない者、(ii) 適用除外国の国籍を有する外国人であって、非適用除外国の国籍を有しない者、(iii) 適用除外国の外国政府、又は (iv) 適用除外国若しくは米国の法律に基づき設立され、適用除外国若しくは米国に主たる事業所を有する事業体であることを要求するものです。

新規則の適用除外投資家に関する規定をみると、適用除外投資家とみなされる外国投資家にとってはある程度の負担の軽減になると思われますが、最初の適用除外国リストが発表された時点で改めて慎重に検討する必要があります。複数の外国投資家に関わる投資ファンド又は類似の事業体にとって、取引スキームとファンド自体の組成を検討するにあたって、今後は適用除外投資家に関する規定も考慮すべき主要な要素となるでしょう。

コインの裏側: 外国政府系投資家が関与する特定の取引の届出義務

本規則案が発表される前には、[重要技術のパイロットプログラム](#)に既に定められている義務に加えて、CFIUS への届出義務が新たに追加されるのではないかと多くの懸念がありました。実際には、本規則案で新たに届出義務の対象となる種類の取引として追加されたのは、TID 取扱米国事業者に対する一定の外国政府系投資家の投資のみに留まりました。ただし、投資家及び米国事業者の双方に

certain foreign government-controlled investors in TID U.S. businesses. However, this requirement promises to have a significant impact on certain types of investments going forward, particularly because it will require careful analysis on the part of both the investor and the U.S. business to determine whether they will be subject to these new rules.

The new mandatory filing requirement applies to all CFIUS covered transactions that would result in the acquisition of a “substantial interest” in a TID U.S. business by a foreign person in which a foreign government has a “substantial interest.” This requirement is particularly complex because the threshold for “substantial interest” is different in various contexts. In terms of an interest in a U.S. business by a foreign person, a substantial interest means a voting interest, direct or indirect, or 25% or more. In terms of an interest by a foreign government in a foreign person, a substantial interest means a voting interest, direct or indirect, of 49% or more.

To meet this mandatory filing requirement, the parties must, at a minimum, submit a declaration (a short-form notice now available only under the [critical technologies pilot program](#), but which will be available for all transactions) to CFIUS at least 30 days before closing the transaction. The proposed regulations include an important clarification that, notwithstanding this 30-day requirement, the parties may close a transaction subject to the mandatory declaration requirement at any time after having been informed by CFIUS that it has either cleared the transaction or is not able to complete action on the basis of the declaration alone. As with the pilot program, parties subject to this mandatory filing requirement may submit a full written notice to CFIUS instead of a declaration. Parties that fail to meet these mandatory filing requirements may be liable for a civil penalty not to exceed \$250,000 per violation or the value of the transaction, whichever is greater.

This new mandatory filing requirement makes it even more important for parties to a transaction to know the investor(s) involved and all of the entities in their ownership chains, including their relationships with foreign governments. At the same time, these new rules also require a close examination of the target U.S. business to determine whether or not it qualifies

において、自らがこの新たな規則の対象となるか否かを判断するための慎重な分析が必要となり、今後この要件が一定の種類の投資に大きな影響を及ぼすことが見込まれます。

新しい届出義務は、外国政府が「実質的な持分」を保有する外国人が、TID 取扱米国事業者の「実質的な持分」を取得することになる CFIUS 対象取引の全てに適用されません。この要件が複雑なのは、これらの 2 つの「実質的な持分」の定義がそれぞれ異なっていることです。後者の、米国事業者に対する外国人の持分に関しては、「実質的な持分」とは 25% 以上の議決権（直接・間接の別を問いません。）の保有を意味します。他方で、前者の、外国人に対する外国政府の持分に関しては、「実質的な持分」とは 49% 以上の議決権（直接・間接の別を問いません。）保有を意味します。

この届出義務を満たすためには、当事者は、最低でも、申告書 (declaration) (現行の制度の下では [重要技術のパイロットプログラム](#) でのみ利用でき、今後は全ての取引に利用できることになる略式の届出書のこと。) を取引実行の 30 日前までに CFIUS に提出しなければなりません。なお、本規則案では、この 30 日の待期期間の満了前に、当事者が、CFIUS が取引を承認した旨又は申告書の内容のみからは取るべき措置を決定できない旨の連絡を CFIUS から受けた後は、いつでも申告書提出義務の対象となった取引を実行することができることが明確に定められています。パイロットプログラムと同様、この届出義務を負う者は、略式の申告書ではなく、フルバージョンの届出書を CFIUS に提出することもできます。この届出義務の履行を怠った者は、違反一件あたり \$250,000 又は取引価額のうちいずれか高い金額を超えない制裁金の支払いを命じられる場合があります。

新たな届出義務により、取引に関係する投資家のみならず、当該投資家の所有構造の連鎖に登場する全ての事業体（外国政府との関係を含みます。）を把握することが、取引の当事者にとって一層重要となります。同時に、この新規則では、対象の米国事業者についても綿密な調査を行い、当該米国事業者が TID 取扱米国事業者に該当するか否かを判断し、該当する場合は、実施を検討している取

as a TID U.S. business, and, if so, whether the circumstances of the transaction cause it to be either a covered control transaction or a covered investment under the new CFIUS regulations. One area of ambiguity is the extent to which CFIUS will presume government ownership in cases where the foreign investment is from countries like China, where there is no consensus on the lines between state-owned and private enterprises. Now, more than ever, investors and companies will benefit from the advice of experienced CFIUS counsel to help them navigate these challenging issues.

MoFo will publish additional articles providing practical guidance for clients as these proposed CFIUS regulations are finalized, and as accompanying regulations are released, including the [Department of Commerce's regulations implementing the Export Control Reform Act of 2018](#).

For more information, please contact:

[Stan Yukevich](#)
Tokyo
03 3214 6522
SYukevich@mofo.com

[Mitsutoshi Uchida](#)
Tokyo
03 3214 6522
MUchida@mofo.com

[Kazuyasu Yoneyama](#)
Tokyo
03 3214 6522
KYoneyama@mofo.com

引が CFIUS 新規則に基づく「対象支配取引 (covered control transaction)」又は「対象投資」に該当するか否かを判断することが必要となります。また、(中国のような) 国有企業と民間企業との区別があいまいな国から外国投資が行われる場合に、どこまでを「政府が所有している」と CFIUS がみなすかという点など、未だ不明確な点が残ります。投資家や企業がこのような難しい問題に対応していくには、経験豊富な CFIUS に詳しい弁護士の助言が欠かせないほど有益なものとなるでしょう。

クライアントの皆さまにより実践的な指針をご提供するため、CFIUS 規則案の最終確定に向けた作業の進捗に応じて、また、[米商務省による 2018 年米国輸出管理改革法の施行規則等](#)、関連規則の公布に合わせて、今後も本規則案に関する追加の記事をお届けする予定です。

コンタクト

[スタン M. ユコヴィッチ](#)
東京
03 3214 6522
SYukevich@mofo.com

[内田 光俊](#)
東京
03 3214 6522
MUchida@mofo.com

[米山 一弥](#)
東京
03 3214 6522
KYoneyama@mofo.com

About Morrison & Foerster:

We are Morrison & Foerster—a global firm of exceptional credentials. Our clients include some of the largest financial institutions, investment banks, Fortune 100, technology and life science companies. We've been included on *The American Lawyer's* A-List for 13 straight years, and *Fortune* named us one of the "100 Best Companies to Work For." Our lawyers are committed to achieving innovative and business-minded results for our clients, while preserving the differences that make us stronger. This is MoFo. Visit us at www.mofo.com.

Because of the generality of this update, the information provided herein may not be applicable in all situations and should not be acted upon without specific legal advice based on particular situations. Prior results do not guarantee a similar outcome.

モリソン・フォースターについて

モリソン・フォースターは優れた実績を誇る世界的な法律事務所です。クライアントには大手金融機関、投資銀行、Fortune 100 企業、テクノロジー・ライフサイエンス関連企業等が名を連ねています。American Lawyer 誌の A-List に過去 13 年間連続で選ばれただけでなく、Fortune 誌が「働きたい全米トップ 100 企業」として当事務所を挙げています。モリソン・フォースターの弁護士はクライアントのために最良の結果を出すことに全力を注ぐ一方で、より強固な事務所となるべく各弁護士の個性を失わないよう配慮しています。詳しくは、当事務所のウェブサイト (www.mofo.com) をご覧ください。

本稿は一般的なもので、ここに含まれる情報はあらゆる事案に適用されるものではなく、また個別の事案に対する具体的な法的アドバイスを提供するものでもありません。過去の結果が今後も同様に当てはまることが保証されているものではありません。