

ブラジルM&Aセミナー (法律編)

2022年5月24日

TMI総合法律事務所
弁護士 柏 健吾

目次

1. 本セミナーのポイント
2. M&Aに影響する最近の法改正
3. ブラジルのM&A実務
4. 買収・投資・売却
5. スタートアップ投資

本セミナーのポイント



- ▶ 日本とブラジルでM&Aの実務に大きな違いはない
- ▶ ブラジルのM&Aの特徴的な点
 - ▶ 訴訟の数（その結果としての補償問題）
 - ▶ 株主の有限責任の例外が多い
 - ▶ 事業の一部取得で債務の遮断ができない
- ▶ スタートアップ投資
 - ▶ スタートアップが初期ステージであれば転換社債、ある程度の規模になっていれば種類株式（優先株式）が利用されることが多い

M&Aに影響する最近の法改正



- ▶ 民事再生手続中の会社から資産や事業を取得する際に簿外債務が承継されないことが明記された（2021年の倒産法改正）
→民事再生手続中の会社から資産や事業を取得しやすくなる
- ▶ スタートアップ投資における投資家の有限責任が明記された（2021年のスタートアップ法（Lei Complementar n° 182/2021）の施行）
→スタートアップ投資がしやすくなる
- ▶ 複数議決権株式が認められた（2021年の会社法改正）
→少数株主でも会社の支配が可能になる

M&Aに影響する最近の法改正

- ▶ 1人株主のLimitadaが認められた（2019年の民法改正）
→外資企業による100%買収が可能になった
- ▶ Limitadaの業務執行者の解任の要件が議決権の3分の2から過半数となった（2019年の民法改正）
→Joint Venture（合弁事業）において過半数を保有していれば取締役を解任できる
- ▶ S.A.の業務執行者が1人でもよくなった（2021年の会社法改正）
→買収後の機関設計がシンプルになる

M&Aに影響する最近の法改正



- ▶ 外資規制の緩和（病院、航空会社、農地規制？）
→ 外資規制は変更されやすいので常に動向を確認する必要がある
- ▶ 個人情報保護法の施行（2020年）
→ 個人情報の取扱いに関するデューディリジェンスがさらに重要に
- ▶ 労働法の「経済的グループ（Grupo Econômico）」の定義の変更（2017年の労働法改正）
→ 株式の保有だけでは「経済的グループ」に該当しない一方、株式を保有していなくても「経済的グループ」に該当する可能性がある

ブラジルのM&Aの実務



M&Aはグローバルスタンダードに従うことが一般的であるため、M&Aの方法、プロセス、契約書の内容は日本とも大きく異ならない

M&Aの方法

- ▶ 大きく分けて2つ
 - ▶ 株式を取得するか、事業を取得するか

- ▶ 株式を取得する場合
 - ▶ 既存株主からの株式取得
 - ▶ 新規発行の株式の取得（第三者割当増資）
 - ▶ 普通株式 or 優先株式（スタートアップ投資の場合は特に要検討）

- ▶ 事業の取得
 - ▶ 通常は会社分割（スピンオフ又はドロップダウン）を行って対象事業を新設会社に移転した上で、当該新設会社の株式を取得する
 - ▶ **簿外債務を遮断する目的では利用できない**

- ▶ 100%買収ではない場合は株主間契約を締結することが多い

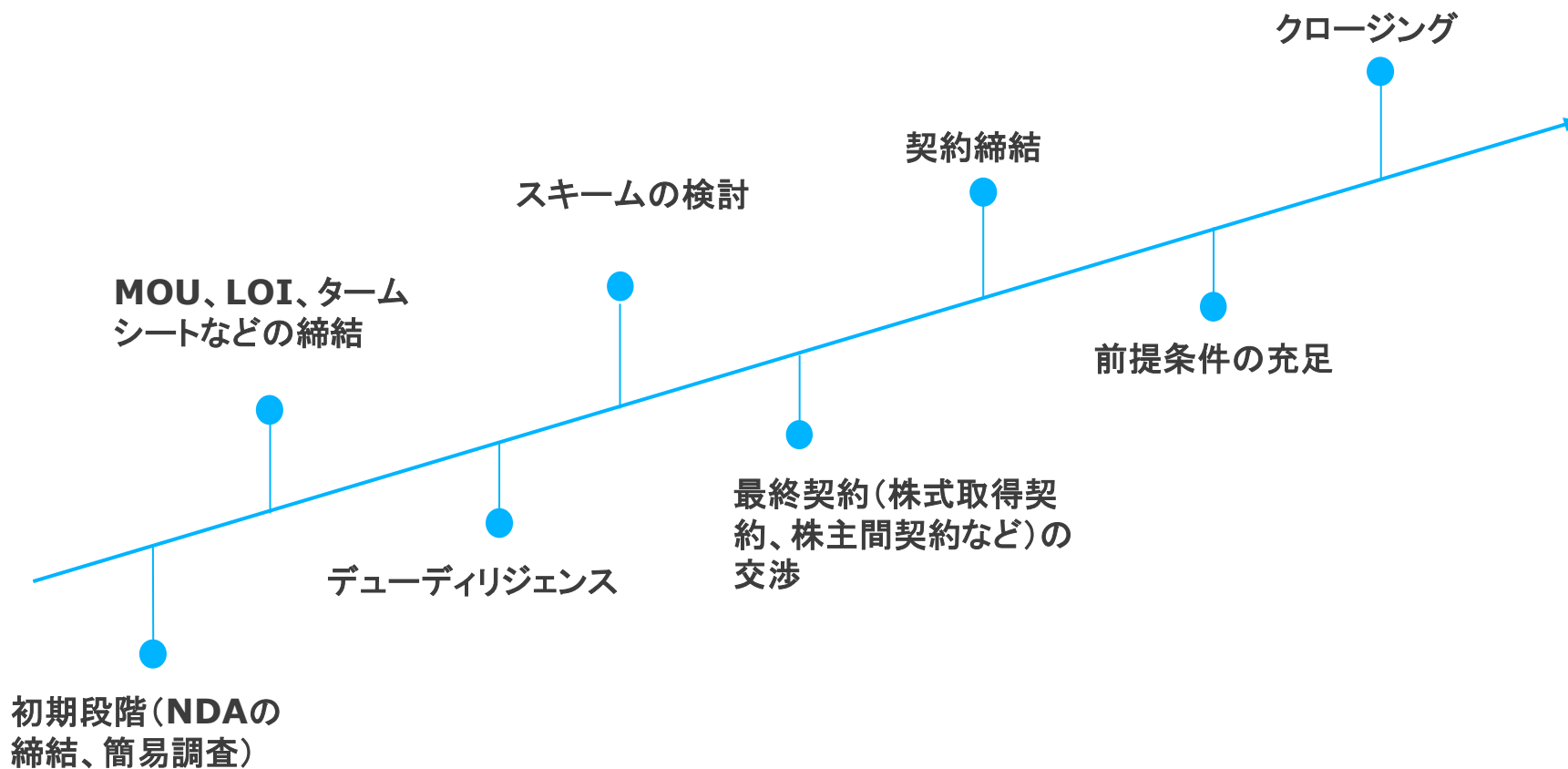
買収・投資方法の選択のポイント

- ▶ 支配権の獲得を目指すか
 - ▶ Limitadaの場合は4分の3以上、S.A.の場合は過半数
 - ▶ 株主間契約を締結することでも支配権の獲得は可能
 - ▶ マイノリティ出資の場合は株主間契約は重要

- ▶ 対象会社に資金ニーズがあるか

- ▶ 外資規制の有無
 - ▶ 外資規制のある産業の場合、外資規制に従った投資しかできない

M&Aの一般的なプロセス



株式取得契約・株主間契約



- ▶ 株式取得契約・株主間契約いずれも、その内容や主要な交渉事項は日本と同じ
- ▶ 交渉の妥結点に正解はない
 - ▶ 当事者間の交渉力の違い、ほかの条項との関係、持株比率など各案件ごとに事情は異なる。たとえば、
 - ▶ 入札案件では一般的に売主の交渉力が強い
 - ▶ 買収価格は妥協して補償条項について相手方に妥協してもらう
 - ▶ 持株比率が同じ株主間契約であれば双方に同一の権利義務となる
 - ▶ マイノリティ出資であれば多くは望めない

株式取得契約の主要な交渉事項



交渉事項	交渉内容の例
買収価格	価格調整（最終財務諸表とクローリング日の差額の調整）、アーンアウト
支払方法	分割払い、エスクロー口座
前提条件	役職員の解雇、キーパーソンや重要な取引先からの同意取得、違反事項の解消、当局の承認
表明保証	表明保証の対象外事項の範囲、サンドバッグ（表明保証事項についての買主の認識）
補償	補償期間、補償金の上限・下限
競業避止	地理的範囲、期間、グループ会社の事業
紛争解決	裁判所か仲裁か
準拠法	ブラジルの法律かそれ以外の国の法律か

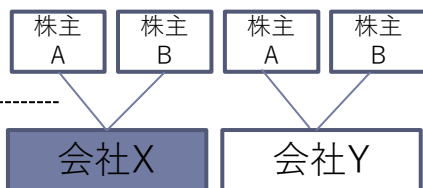
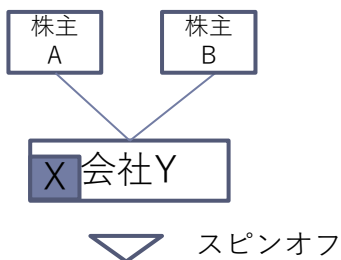
株主間契約の主要な交渉事項



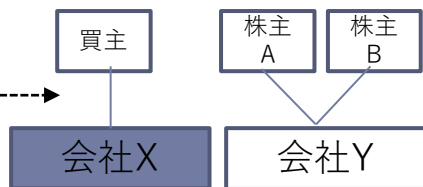
交渉事項	交渉内容の例
当事者の役割	知的財産権の付与、共同開発、販売ネットワークの利用など
株主総会	株主総会決議事項、決議要件、拒否権
機関	取締役会、経営審議会、その他の機関の設置 各機関の決議事項・決議要件
優先引受権	新株発行時、ほかの株主による株式売却時
株式の処分	タグアロング、ドラッグアロング、第三者への譲渡の制限
資金調達	資金調達が必要な場合の当事者の義務
知的財産権	各当事者の知的財産権のライセンス、新しい発明等の処理
競業禁止	地理的範囲、期間、グループ会社の事業
契約違反	プットオプション、コールオプション
デッドロック	デッドロック解消のためのプロセス、株式の売却権・取得権、会社の清算
清算時の処理	持株比率による債務の負担、知的財産権の処理
紛争解決	裁判所か仲裁か
準拠法	ブラジルの法律かそれ以外の国の法律か

事業の一部の取得の各手法

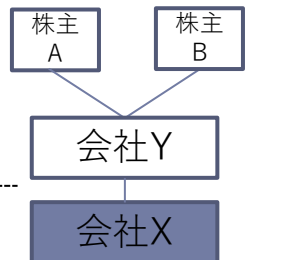
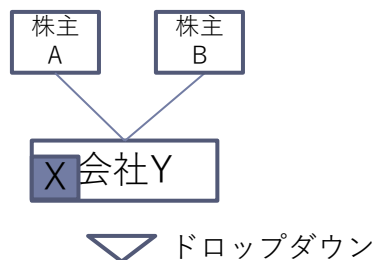
<スピノフ>



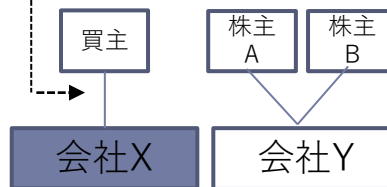
株式譲渡



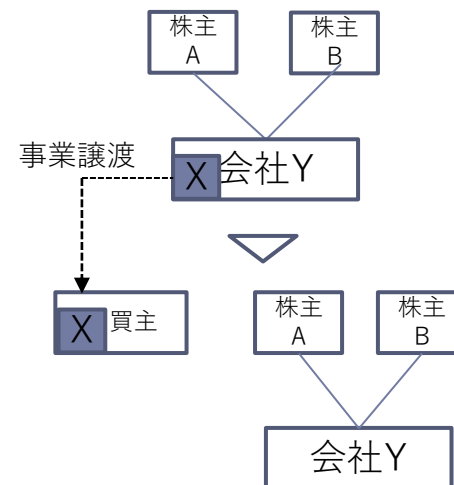
<ドロップダウン>



株式譲渡



<事業譲渡>



事業の一部取得のスキーム検討



- ▶ 税務上の違い
 - ▶ 売主のキャピタルゲイン課税、税債務の承継の範囲、繰越欠損金の承継の有無、間接税など

 - ▶ 許認可の有無
 - ▶ 許認可は承継されないことが一般的
 - ▶ 新会社で許認可を取得してから会社分割をして譲渡する

 - ▶ 税債務、労働債務は承継会社（新会社）も責任を負う
 - ▶ 責任を負う範囲及び責任を負う方法はスピノフとドロップダウンで異なる
- 債務を遮断する目的で事業の一部取得は利用できない**

会社の売却



- ▶ ブラジルからの完全撤退を目的とするなら、子会社株式の100%売却が望ましい
 - ▶ 事業を継続できる（従業員の雇用の継続など）
 - ▶ 清算手続不要、清算後の文書の保管不要
- ▶ 売却VS清算
 - ▶ 清算にはコスト・時間がかかる
 - ▶ 譲渡価格が安くなっても総合的には売却にメリットがあることもある
 - ▶ MBO（経営陣による買収）も検討の価値あり
- ▶ 日本側担当者が変わる可能性
 - ▶ 補償請求を受けたときに適切に対応できるか

企業結合審査の概要



- ▶ 以下の売上基準を満たす経済的集中行為を行う場合、競争当局であるCADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) の事前承認が必要
- ▶ 経済的集中行為
 - ▶ 支配権の取得を伴う株式の取得、合併、ジョイントベンチャー契約など
 - ▶ 株式の一部取得や事業提携の場合も届出が必要な場合がある
- ▶ 売上基準
 - ▶ 一方当事者のグループ会社全体のブラジルでの前年度の売上が7億5,000万リアル以上であること
 - ▶ 他方当事者のグループ会社全体のブラジルでの前年度の売上が7,500万リアル以上であること
- ▶ 単純な事案であればFast Track (Procedimento Sumário) という制度のもと、30日以内に審査結果が出る

スタートアップを取り巻く環境



- ▶ ブラジル政府は従前からスタートアップの事業運営やスタートアップへの投資を促進する法律や制度を設けてきた
 - ▶ 2006年には小規模会社における税制を簡素化する「**Simples Nacional**」と呼ばれる制度が創設された
 - ▶ 2016年には**エンジェル投資**に関する制度が創設された
 - ▶ 2019年には「**Inova Simples**」という会社の設立や清算、知的財産の登録などを簡易化する制度が創設された
 - ▶ 2021年には**スタートアップ法**（Marco Legal das Startups）が施行された

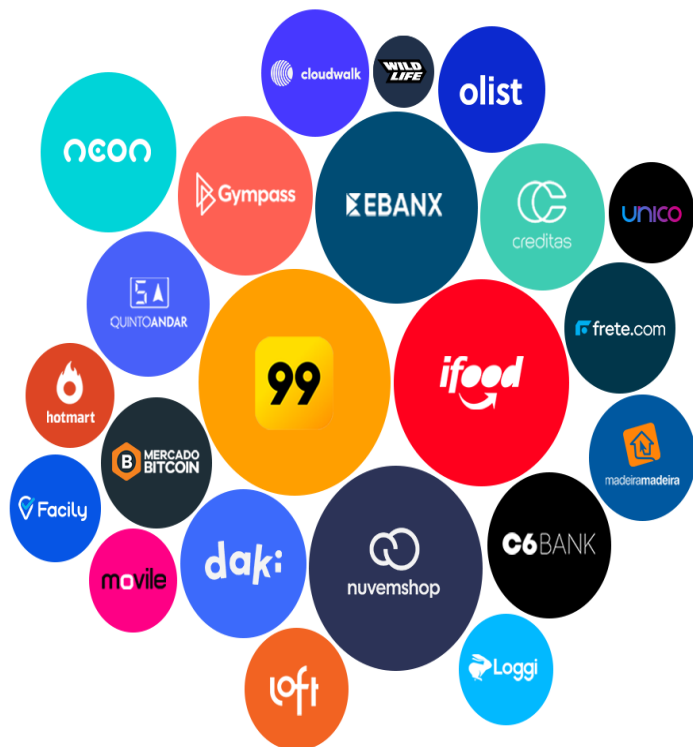
ブラジル発のユニコーン企業



Unicórnios Brasileiros

(até Fevereiro de 2022)

AA
aaainovacao.com.br
@aaa.inovacao



Obs: Tamanho relacionado ao valor recebido ao virar startup unicórnio.

invest
news

'UNICÓRNIOS' BRASILEIROS

Startups avaliadas em mais de US\$ 1 bilhão no país

Startup	Segmento	Ano de criação
99	MOBILIDADE URBANA	2012
PagSeguro	PAGAMENTOS	2006
nu	SERVIÇOS FINANCEIROS	2013
arco	EDUCAÇÃO	2017
movile	ENTREGAS	1998
ifood	ENTREGAS	2011
stone	SERVIÇOS FINANCEIROS	2012
Gympass	ATIVIDADES FÍSICAS E BEM-ESTAR	2012
LOGGI	ENTREGAS	2013
QUINTOANDAR	IMOBILIÁRIO	2012
EBANX	PAGAMENTOS	2011
WILD LIFE	JOGOS	2011
loft	IMOBILIÁRIO	2018
VTEX	SOFTWARE COMO SERVIÇO	2000
credits	SERVIÇOS FINANCEIROS	2012
C6 BANK	SERVIÇOS FINANCEIROS	2018
maderamadeira	E-COMMERCE	2008
hotmart	E-COMMERCE	2011
MERCADO BITCOIN	SERVIÇOS FINANCEIROS	2011
UNICO	SEGURANÇA	2007

Fonte: Abstartups

Arte/Pedro Scavone-2021

スタートアップ投資の実務



- ▶ 優良スタートアップをどのように見つけるか？
 - ▶ ベンチャーキャピタリストや起業家等のベンチャー・コミュニティに入らないと情報を得ることは難しい
 - ▶ 特に初期ステージの優良スタートアップを見つけるのは容易ではない

- ▶ スタートアップへの投資目的を明確にする
 - ▶ スタートアップの有する技術、資産、人などを得たいのか、共同開発したいのか、単純な投資か
 - ▶ 目的によって契約書の内容は変わる

- ▶ スピード感を持つ必要がある（投資時も投資後も）

- ▶ デューデリジェンス
 - ▶ 一般的にはLead Investorがデューデリジェンスを行う
 - ▶ スタートアップの事業ステージによってデューデリジェンスの範囲が異なり得る

- ▶ 契約交渉
 - ▶ ケースバイケース
 - ▶ Side Letterの締結？

スタートアップへの投資方法

- ▶ 多くの投資方法がある
 - ▶ 共同開発
 - ▶ 金銭の貸付
 - ▶ 普通株式の取得
 - ▶ 優先株式の取得
 - ▶ 転換社債 (Mútuo Conversível/Debênture Conversível)
 - ▶ 株式購入オプション (Contrato de Opção de Subscrição)
 - ▶ 匿名組合 (Sociedade em Conta de Participação)
 - ▶ 参加契約 (Contratos de Participação)

一般的な投資方法

- ▶ 一般的には
 - ▶ スタートアップが**初期ステージ**にある場合は**転換社債**
 - ▶ スタートアップが**ある程度の規模**になった場合には**優先株式**
- ▶ 転換社債は、会社法で規定されている**Debênture**というものを利用する場合と法律上規定のない**Mútuo**というものを利用する場合があるが、Debêntureの発行には会社法に従った手続に従う必要があるため、スタートアップ投資においては一般的にはMútuoが利用される
- ▶ 転換社債による投資の場合、株式に転換されるまでは投資家は会社の債務について責任を負わない（スタートアップ法）
- ▶ Limitadaにおいて優先株式が発行できるかは議論がある
 - ▶ 優先株式を発行する場合にはS.A.に転換することが一般的

スタートアップ投資契約の主要な交渉事項



交渉事項	交渉内容の例
事業運営	双方の義務の明確化（知的財産権のライセンス、共同開発、人材の派遣など）
優先株式の内容	議決権の有無、優先権の内容
ガバナンス	取締役の選任権、取締役会への出席権
情報収得権	財務書類等の提供
拒否権	投資家が一定事項に対する拒否権を有する
希薄化防止	増資時の引受権、ダウンラウンド時の優先株式から普通株式への転換価額の調整、ストックオプションプール
創業者の株式	株式の売却禁止（5年間など）、株式取得権のベスティング（1年のクリフ・4年間のベスティングなど）など
株式	ドラッグアロング、タグアロング、プットオプション・コールオプション、株式の優先購入権

ご清聴ありがとうございました

TMI総合法律事務所

(Cescon, Barrieu, Flesch & Barreto Advogadosサンパウロオフィス勤務)

弁護士 柏 健吾

E-Mail : kkashiwa@tmi.gr.jp