

ベンチャーデットの概要と実務上の諸論点

金融ニューズレター

2023年10月27日号

執筆者:

[齋藤 崇](#)t.saito@nishimura.com[宮澤 哲*](#)

*Pearl Cohen Zedek Latzer

Baratz (イスラエル) 出向中

[水井 大](#)d.mizui@nishimura.com

1. ベンチャーデットの概要

2022年11月28日、日本政府は新しい資本主義実現会議において「[スタートアップ5か年計画](#)」を決定し、同計画において、スタートアップのための資金供給の強化が目標の一つとしてあげられている(同計画3頁)。このような日本政府の後押しのほか、ベンチャーデットの旗振り役であった米国 Silicon Valley Bankの破綻や、国内スタートアップにおけるエクイティ性の資金調達環境の地合いも相まって、シード期、アーリー期、グロース期からレイター期に至るまで幅広いスタートアップのファイナンス手法として、我が国でいま改めて「ベンチャーデット」が注目されている。

もっとも、何をもち「ベンチャーデット」とするかについては見解の一致を見ておらず、議論される文脈等によって様々であるのが実情である。例えば、貸し手一つとってみても、銀行等の金融機関が含まれるのは衆目の一致するところであるが、その外延がどこまで含むのか(どのような貸し手による商品を「デットファイナンス」と整理するのか)は様々な見解があるところである。この点、スタートアップ5か年計画では、「銀行等」その他の「金融機関」が主にスタートアップに対するリスクマネーの供給主体として想定されているが、実務上はデットファンドによる資金供給の事例も多く見受けられる。したがってベンチャーデットの貸し手としては、さしあたり銀行等の金融機関のほか、投資事業有限責任組合(LPS)や匿名組合契約(TK)による貸付型ファンドのようなデットファンドもあり得るものとして整理することが妥当であろう。

そこで、それらの貸し手(以下、特段断りのない限り単に「**レンダー**」という。)が、下表【図】のいずれかの負債性のリスクマネーを供給する方法を総称して、「ベンチャーデット」と整理することが考えられる。この点、(1)の融資は通常のコーポレートローンであるが、これによるスタートアップ(以下、特段断りのない限り、融資等の文脈では単に「**融資先企業**」という。)に対するファイナンス事例も我が国では広くベンチャーデットと呼称されている実情を踏まえ、本ニューズレターでも同様に整理している。

なお、ベンチャーデットにおいても、一応、通常のコーポレートローンと同様に担保を設定することもあり得るが、現状では無担保の想定が多いように思われるため、そのような前提で解説する¹。また、本ニューズレターでは、さしあたり銀行等の金融機関又はデットファンドによる新株予約権付融資型ベンチャーデットを検討の主眼とする。

¹ 金融審議会「[事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ](#)」で議論されたような「事業成長担保権」についても、今後ベンチャーデットの文脈等での活用が期待される。

【図】

種類	スキーム	主な留意点
(1) 融資	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新株予約権等のエクイティキッカーを取得せず、金銭消費貸借契約（以下「ローン契約」という。）により融資を実行するスキーム 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 融資先企業に特有の信用リスクの審査が必要 ■ レンダーにおいて貸金を業として行うためのライセンスが必要
(2) 社債	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新株予約権等のエクイティキッカーを取得せず、社債引受契約により普通社債を引き受けることで資金を提供するスキーム 	<ul style="list-style-type: none"> ■ スタートアップ側で社債管理者設置等の管理コストが生じ得る ■ 期中において社債権者集会の開催が必要になり得る
(3) 新株予約権付融資	<ul style="list-style-type: none"> ■ ローン契約により融資を実行するとともに、融資先企業から新株予約権割当契約（以下「割当契約」という。）により（無償で）新株予約権の割当てを受けるスキーム 	<ul style="list-style-type: none"> ■ レンダーにおいて貸金を業として行うためのライセンスが必要 ■ 利息制限法の適合性の検討が必要
(4) 新株予約権付社債	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新株予約権付社債引受契約により転換社債型新株予約権付社債を引き受けることで資金を提供するスキーム 	<ul style="list-style-type: none"> ■ スタートアップ側で社債管理者設置等の管理コストが生じ得る ■ 期中において社債権者集会の開催が必要になり得る ■ 社債発行額と新株引受権の発行額が同額となるため、これによる多額の資金調達を行うとスタートアップ側が多くの新株予約権を発行する必要

2. 新株予約権付融資型ベンチャーデットの位置づけ

新株予約権付融資型ベンチャーデットの諸論点の検討に先立ち、スタートアップによる数あるファイナンス手法の中で、当該ベンチャーデットがどのように位置づけられるものか検討することが有益であろう。

一般に、我が国のシード期を除く幅広いステージのスタートアップでは、従前は普通株式によるファイナンスが主流であったが、近年では優先株式によるファイナンスが浸透している。ここでは、主に残余財産分配請求権（M&Aにおけるみなし清算を含む）及び配当請求権において、普通株式と比べて優先的な権利を付与すること等により、投資家側もスタートアップに特有の信用リスクを引き受けること（高いバリュエーションを正当化すること）ができるものと考えられている。

もっとも、スタートアップの（優先）株式の発行及び投資家による当該株式の引受けにあたっては、スタートアップの企業価値を投資家側が精査したうえで、発行会社・投資家双方が企業価値評価（バリュエーション）に合意していることが前提となるが、これをスタートアップの求める時間軸で完了することが難しい場合もある。そこで、（優先）株式によるファイナンスとは別に、資金調達時点ではバリュエーションを行うことなく資金提供を行い、将来株式によるファイナンスが実行された時点のバリュエーションに基づいて当初のファイナンス相当額を株式に転換する手法が特に国外で発展している。すなわち、米国のシード期では Convertible Note（Convertible Bond）や Convertible Equity が用いられており、それぞれ 500 Startups（現 500 Global）が作成した KISS（Keep It Simple Securities）、Y Combinator が作成した SAFE（Simple Agreement for Future Equity）により投資契約の標準化が進んでいる。我が国ではこうした転換型投資方法を用いた実務の蓄積はこれからという段階にあるが、有償新株予約権型の Convertible Equity として 500 Startups Japan（現 Coral Capital）が作成した J-KISS が浸透しつつある。

以上のようなエクイティ性のファイナンスと裏腹に、ベンチャーデットのような負債性のファイナンスは、少なくとも我が国においては上場期にあるような企業を借り手とする場合は別論、積極的に行われてきたものとは必ずしも言い難い。ここには、一般に金利収入のみでは（株式売却によるキャピタルゲイン等がないと）、スタートアップに特有の信用リスクの高さに見合わないと考えられてきたことが背景にあるものと考えられる。

これに対して新株予約権付融資型ベンチャーデットは、融資先企業にとっては株式発行による持株割合の希釈化を防ぎつつ、レンダーにとっても新株予約権の行使と株式の売却によるキャピタルゲイン等の収益も享受し得る点でそれぞれメリットがあり、株式（エクイティ）と負債（デット）の両面を組み合わせたハイブリッドファイナンス手法といえる。

3. 新株予約権付融資の諸論点

ひとくちに新株予約権付融資型ベンチャーデットといっても多様な実例が存在しているが、以下ではその設計・活用にあたっての主要な論点を解説する。

以下でみる論点の一部は、大要、ローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトの商品設計とするか、又はそれぞれを別異に扱うコンセプトの商品設計とするかで、それらの帰結が一定程度左右されるものと思われる。これらのコンセプトはレンダー及び融資先企業の双方がベンチャーデットを活用する上で有益な視点になると考えられる。もちろん、いずれのコンセプトが一概に優れているというものでなければ、各論点の帰結がコンセプトから論理必然に導かれるものでもなく、また、各論点ごとに採用されるコンセプトが異なることも許容されるものと考えられる。

(1) ローン契約と割当契約との関係

新株予約権付融資型のベンチャーデットにおいては、融資条件と新株予約権の内容や発行条件に関する定めのほか、融資先企業（及び経営株主）に対する与信管理・モニタリングのために、融資先企業（及び経営株主）に一定の義務（コベナンツ）を課すことが必要となる。これらをどのような契約として構成するかについて法的観点からの必然性はないが、前述のコンセプトが一定の影響を与えるものと考えられる。

すなわち、ローン契約と割当契約の関係について、(a)割当契約を主として、新株予約権の発行に関連する定めのほか融資に（も）関わる規定（コベナンツ等も含む）を幅広に入れ込むことが考えられる一方で、(b)ローン契約を主として、必要なコベナンツ等はすべてローン契約に盛り込み、割当契約は新株予約権の引受

けに関する合意及び新株予約権の発行要項のみのシンプルな形とする方針もあり得る。また、(c)ローン契約と割当契約をそれぞれ別個独立する契約として作成しつつ、必要なコベナンツ等は重複を厭わず両契約に規定する方針もあり得ないではない。

例えばローンと新株予約権とをそれぞれ別異に扱うコンセプトに従えば、後述(4)のとおりローン契約に基づく融資の完済等の後も、レンダーが新株予約権を保有し続ける帰結があり得るところ、新株予約権を保有している限り（たとえ融資の完済によってローン契約が終了しても）、コベナンツ等を有効に存続させる必要があり得ることから、上記(a)の方針で各契約を整理することが考えられる。但し、とりわけ(a)の場合、単に新株予約権（潜在株）を保有するに過ぎなくなったレンダーに対し融資先企業が重いコベナンツ等を負担することは、融資先企業及びそのエクイティ投資家の理解を得られにくい可能性もあるため、その要否及び内容の検討・調整が重要になろう。

(2) 経営株主の個人保証と契約当事者となることの要否

新株予約権付融資型のベンチャーデットにおける経営株主個人による連帯保証（いわゆる経営者保証）は、合理的な範囲でこれを求めることが常に妨げられるものではないが、以下の政策背景からも、相当慎重な判断が必要であると考えられる。

すなわち、前述の「スタートアップ 5 か年計画」でも「起業関心層が考える失敗時のリスクとして、77%が「借金や個人保証を抱えること」と回答している」ことや、「事実、現在、創業時に、信用保証付き融資を含め、民間金融機関から借入れを行う際、47%の経営者は個人保証を付与している」こと等を踏まえ、経営者の個人保証を不要にする融資慣行の確立に向けた施策を年内に取りまとめることが盛り込まれ（同計画 15 頁）、これを受けて、2022 年 12 月に経済産業省・金融庁・財務省が「[経営者保証改革プログラム](#)」を策定・公表した（さらに、2023 年 4 月には金融庁が「[「経営者保証改革プログラム」に関する事業者向けパンフレット](#)」を公表している。）。また、2023 年 1 月には一般社団法人全国銀行協会が「[スタートアップ支援に関する申し合わせについて](#)」を公表し、企業経営のガバナンスに懸念がないと判断できること、法人の事業価値やその将来性により返済が期待できること等の要素を勘案して個人保証を求めないことを検討することとされた。

なお、新株予約権付融資型のベンチャーデットで経営株主が連帯保証を行わない場合でも、割当契約及び（又は）ローン契約で融資先企業に加えて経営株主が契約当事者となるか否かについては、別途検討が必要であると考えられる。例えばシリーズ A 等の優先株式の投資契約（株主間契約）であれば、経営株主も契約当事者となることも決して珍しくなく、当該ラウンド直後のベンチャーデットにおいてこれと平仄を合わせる観点や、リスクマネーを供給する立場から経営株主にも各種コベナンツ等の遵守を求める必要性といった観点からは、経営株主を（連帯保証人としてでなく）契約当事者に加えることに一定の合理性があるものと考えられる。

(3) 割当契約（又はローン契約）違反がローン又は新株予約権に与える効果

① 割当契約の違反によるローンへの影響

一般に、融資先企業がローン契約に違反した場合、融資先企業はローンについて期限の利益を喪失することが自然であるが、融資先企業又は経営株主の割当契約の違反についても、ローン契約における期限の利益喪失事由とするかは検討が必要である。この点、例えば前述の(c)ローンと新株予約権とをそれぞれ別異に

扱うコンセプトに従う場合にはこれを否定することが素直ではあろうが、ローン契約と割当契約との関係において前述の(a)割当契約を主とし、割当契約において重要なコベナント等が規定する方針に従う場合には、割当契約の全部又は一部の違反をローンの期限の利益喪失事由とすることが合理的な場合もあるものと考えられる。

② 割当契約（又はローン契約）の違反による新株予約権の買取請求権の有無

融資先企業又は経営株主が割当契約又はローン契約に違反した場合に、新株予約権の買取請求権の行使を認めるかも検討すべき論点である。仮に融資先企業が既に締結している投資契約等において、投資家による買取請求権が規定されていた場合であっても、割当契約又はローン契約の違反をトリガーとして融資先企業又は経営株主個人に対する新株予約権の買取りを求めることには相当慎重な検討が必要であるものと考えられる。現状、経営株主個人に対する株式の買取請求権の規定の要否及び合理性についても、競争政策上、個別の事案に応じて慎重な判断が必要と指摘されているところであり、潜在株にすぎない新株予約権を保有するに留まるレンダーがこのような買取請求権を有する建付はスムーズに受け容れられないと思われる。

(4) ローン全額の返済又は期限の利益喪失時の新株予約権の取扱い

融資先企業がローンを全額返済し、又はローンの期限の利益を喪失した際に、レンダーが保有する新株予約権はどのように取り扱われるべきであろうか。この点も法的には一義的に定まらないが、例えば、ローンと新株予約権とをそれぞれ別異に扱うコンセプトに従うと、ローン全額を期限どおり回収した場合はもとより、融資先企業がローンについて期限の利益を喪失した場合でも、（下記のとおり融資先企業が新株予約権が無償取得する建付にせず）新株予約権を保有し続けることが考えられる。この場合、レンダーからみればローン回収後も新株予約権を保有し続けることによって、アップサイドとして将来の株式配当によるインカムゲイン又は株式売却によるキャピタルゲインを狙うことが可能となるが、ダウンサイドリスクが顕在化し、ローンの全部又は一部の回収が不能になるような場合には、レンダーが保有する新株予約権もほぼ無価値になると考えられる。

一方で、ローンと新株予約権の関連性が強いコンセプトに従う場合には、（後述するようにローン債権の現物出資が前提となっている場合を別論として）ローン全額を約定どおり回収した場合のほか、融資先企業によるローン契約の違反を理由として融資先企業が期限の利益を喪失した場合であって、これによりレンダーがローン全額を回収した場合には、融資先企業が新株予約権の全部を無償で取得する（レンダーがローンの一部を回収した場合は、回収した金額がローンの総額に占める割合に応じて新株予約権の一部を無償で取得する）ことを認めることが考えられる。この場合、レンダーはローン回収後に新株予約権を保有し続けることができない可能性があるため、レンダーとしては必ずしもインカムゲイン又はキャピタルゲインを狙うことを主眼に新株予約権付融資型ベンチャーデットに取り組むものではないことになるが、新株予約権を無償で取得できること自体を、金利等の融資条件で一定程度考慮することは考えられるだろう。

なお、融資先企業が期限の利益喪失した場合などにおいて、（ダウンサイドリスクが顕在化した以上、その実効性は限定的かもしれないが）柔軟にローン債権とともに新株予約権を売却してエグジットし、可能な限りローンの回収を試みることができるようにする対応も考えられる。会社法上、新株予約権の譲渡は取締役会（取締役会非設置会社であれば株主総会）での承認が要件となる（会社法 265 条 1 項本文）、このような対応を想定して、レンダーがローン債権を譲渡する場合には、応当する割合により新株予約権の譲渡を可能とするため、融資先企業（及び経営株主）に対して、かかる状況での新株予約権の譲渡を承認する

旨を義務付けること等も一案として考えられる。

(5) 融資先企業における新株予約権の発行手続

① 新株予約権の発行手続

ベンチャーデットの対象となる融資先企業は概ね非公開会社であると思われるが、非公開会社において第三者割当により新株予約権を発行するためには、有利発行に該当しない場合であっても株主総会の特別決議による必要がある（会社法 238 条 2 項、309 条 2 項 6 号。なお、会社法 240 条 1 項参照）。すなわち、新株予約権の発行のために必要となる決議の種類は、有利発行であるか否かによって異なる。一方、有利発行に該当する場合は、当該株主総会において特に有利な価格で新株予約権を発行することを必要とする理由を説明しなければならぬため（会社法 238 条 3 項）、手続上の差異はある。

② 新株予約権の有利発行

新株予約権の発行が有利発行に該当するか否かは、新株予約権の公正価値に見合う対価を発行会社が取得しているかどうかにより判断される。ここで、新株予約権の公正価値に見合う対価は、必ずしも新株予約権と引換えに金銭の払込みによって与えられる必要はないと考えられている。すなわち、新株予約権付融資型ベンチャーデットで一般に想定されているように、融資先企業が新株予約権を無償で発行する場合であっても、当該新株予約権の公正価値に見合った何らかの「対価」（例えば、貸出利率が低く設定されるなど）が、その発行会社に与えられていれば有利発行ではないものと考えられている。

実務上、新株予約権付融資型ベンチャーデットでは、利息制限法等の上限規制に抵触していないことを明確にするために（必要に応じて第三者機関に依頼するなどして）発行会社の新株予約権の公正な価値を算定し、その上で、利息が通常の貸付けの場合に比して公正価値に見合うだけ低く設定することが想定されるところ、そのような新株予約権の発行であれば、有利発行に該当しないと考えることが合理的である。

もっとも、有利発行に該当する可能性が完全には否定できないとの見地から、有利発行に該当する前提で発行会社側での手続を求めるといった保守的な対応も考えられる。

(6) 新株予約権の行使に際して出資される財産

新株予約権の行使に際して出資される財産について、仮にローンと新株予約権とを別異に扱うコンセプトに従う場合には、後述のようなローン債権による現物出資を認めず、金銭出資を前提とすることが考えられる。この場合、レンダーが新株予約権を行使するためには行使価格相当額の金銭の払込みが必要となる。

一方で、ローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトに従う場合、又はレンダーが新株予約権の行使時に金銭の払込みを行うことを回避したい場合には、いわゆる Convertible Note（Convertible Bond）と同様の発想で、新株予約権の行使時における行使価格の払込みを「金銭」に限定せず、ローン債権による現物出資を（選択的に）認めることが考えられる（会社法 236 条 1 項 3 号参照）。

(7) 利息制限法等の適合性

① 利息制限法及び出資法の「利息」該当性

新株予約権付融資型ベンチャーデットでは、レンダーによる融資の実行と同時に新株予約権が発行されるため、新株予約権付融資における新株予約権が、利息制限法及び出資法の「利息」に該当しないかの検討を要する（利息制限法 1 条及び出資法 5 条参照）。

ここでいう「利息」とは、金銭その他の代替物の使用の対価として、一定利率により元本の額とその使用期間とに比例して支払われる金銭その他の代替物であると解されている。新株予約権付融資型ベンチャーデットの個別の設計にもよるが、例えばローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトに従い、新株予約権を取得する代わりに新株予約権の価値分の利息が通常時よりも軽減される想定であれば、レンダーに付与される新株予約権は元本の使用の対価であり、また使用期間に比例しているため「利息」に該当するものと考えることが自然であろう。

② 新株予約権の金銭評価の基準時

新株予約権が利息に該当する場合、利息制限法等における上限利率違反とならないよう留意して商品設計を行うことが必要である。この検討にあたっては、新株予約権の金銭的評価の基準時が重要な問題となる。

すなわち、新株予約権付融資型ベンチャーデットにおいては、新株予約権の金銭的評価の基準時として、ローン契約締結時点のほかにも、新株予約権の発行・割当時点、新株予約権の行使、売却その他のエグジット時点（あるいは、株式売却時点）が、理論上はあり得るものと考えられる。この点も個別の設計に応じた検討が必要であるが、ローン契約締結後に新株予約権の価値が高騰した場合に、かかる事後の事情を考慮すべきとすると予見可能性が著しく損なわれることから、新株予約権付融資ベンチャーデットにおける新株予約権の金銭評価時点に関しては、一般にローン契約締結時点とすることが妥当であろう（なお、新株予約権の金銭的評価にはブラックショールズ式や二項モデル等様々な方法があり、別途の検討を要する）。

このような考え方に従うとすれば、利息制限法等の上限金利への抵触の有無は、ローン契約締結時点の新株予約権の金銭的価値に着目すれば足り、その後の新株予約権の価値の上下や新株予約権行使後に得られるキャピタルゲイン等は考慮する必要がないことになる。

③ ローンの期限前返済時の対処

融資先企業がローンの期限前返済を行った場合、返済時点以降の期間に係る利息に相当する新株予約権（又はその金銭相当額）をどのように処理するかという問題がある。

この点、ローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトに従う場合は、新株予約権を一定の方法により消滅させることもあり得るが、一方で、ローンと新株予約権との関係について別異に扱うコンセプトに従う場合は、（新株予約権自体は消滅させず）期限前返済によって利息制限法等の上限規制を超過してしまう分を金銭で精算することも考えられる。また、別の方向性の解決としては、そもそもレンダーにおいて短期間で期限前返済を認めないようにすることも考えられる。

4. 銀行等の金融機関が（新株予約権付）融資を行う場合に特有の論点

(1) 銀行法及び独占禁止法上の 5%ルール

銀行法 16 条の 3 は「銀行又はその子会社は、国内の会社（略）の議決権については、合算して、その基準議決権数（当該国内の会社の総株主等の議決権に百分の五を乗じて得た議決権の数をいう。以下この条において同じ。）を超える議決権を取得し、又は保有してはならない」と規定する。また、独占禁止法 11 条 1 項も「銀行業又は保険業を営む会社は、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の百分の五（保険業を営む会社にあつては、百分の十。次項において同じ。）を超えて有することとなる場合には、その議決権を取得し、又は保有してはならない」と規定している（いわゆる 5%ルール）。

以上の 5%ルールはあくまで 5%を超える「議決権」の取得又は保有を禁止するものにすぎず、単に新株予約権を取得しただけで直ちに抵触するものではない。一方で、新株予約権付融資型ベンチャーデットにおいて、新株予約権の行使により取得した株式の売却によるエグジットを想定する場合は、エグジットの前段階で一旦（議決権のある）株式を取得・保有することとなるため、5%ルールに抵触しないよう運用する必要がある。

(2) 5%ルールへの対処法

5%ルールへの対処法として、そもそも、レンダーがそもそも新株予約権を行使し得ないものとし、新株予約権それ自体の売却によるエグジットのみを想定する方法もあり得る。これによれば 5%ルールに抵触する事態は生じ得ない。

一方、レンダーによる新株予約権の行使を可能とした場合でも、新株予約権の行使により議決権の 5%を超えてしまう可能性がある場合には、新株予約権のまま保有を継続するか、新株予約権そのものを譲渡することのほか、レンダーが保有する複数個の新株予約権のうち（5%を超えない範囲でのみ）一部を行使すること等の対応を検討すべきことになる。

もっとも、新株予約権付融資型ベンチャーデットの新株予約権の行使条件（や転換株式比率）にも影響されるが、例えば融資先企業の株式新規上場を新株予約権の行使条件とした場合に、その時点でレンダーが新株予約権の行使後に 5%以上の普通株式を取得・保有することになるような事態は、基本的に想定しづらいものと考えられる。

5. 貸付型ファンドによるデットファンドが（新株予約権付）融資を行う場合に特有の論点

(1) TK 形式の貸付型ファンドにおける投資家の貸金業該当性

投資者からの出資金を原資として、主として（基本的にファンドの運用財産の 50%超をいう）金銭の貸付けを行うことを出資対象事業とするいわゆる貸付型ファンドでは、実務上、匿名組合契約を通じて複数の匿名組合員としての資金提供者から営業者としてのファンド事業者が出資を受け、資金需要者への貸付けにより運用する仕組みが採用されていることも多い。このような貸付型ファンドにおいて、匿名組合員（以下「投資家」という。）が貸金業法にいう「貸付け」（貸金業法 2 条 1 項本文）を業として行っているものと評価されないかがかねてより論点とされており、新株予約権付融資型ベンチャーデットにおいても一応念頭におく必要がある。

この点、従来は資金需要者たる借り手の匿名化・複数化という対応が行われていたが、投資家に対する情報提供の充実の観点から、現在では匿名化・複数化以外の方策として、資金需要者が法人の場合には、投資家と資金需要者との接触禁止等の一定の要件のもと、投資家に対して資金需要者を予め明示することが認められ、この場合投資家は「貸付け」を行っていないものと考えられている（[金融庁監督局総務課金融会社室長宛て「金融庁における法令適用事前確認手続（照会書）」（2019年3月11日）](#)及びこれに対する[金融庁監督局総務課金融会社室長「金融庁における法令適用事前確認手続（回答書）」（2019年3月18日）](#)（以下「**19年回答**」という。）並びに[日本貸金業協会＝二種業協会「貸付型ファンドに関するQ&A」（2019年5月23日）](#)）。

(2) LPS 形式の貸付型ファンドにおける投資家の貸金業該当性

LPS 形式の貸付型ファンドは、19 年回答の射程に含まれていなかったため、LP 投資家に貸金業登録が必要となるリスクがあることを踏まえ、実務上、匿名化・複数化を継続する必要があると理解されてきた。

しかしながら近日、[金融庁総合政策局リスク分析総括課貸金業室長宛て「金融庁における法令適用事前確認手続（照会書）」（2023年6月7日）](#)及びこれに対する[2023年6月19日付金融庁総合政策局リスク分析総括課貸金業室長「金融庁における法令適用事前確認手続（回答書）」](#)（以下「**23年回答**」という。）が公表された。

23 年回答においては、LPS 形式の貸付型ファンドでも、一定の要件のもとで LP 投資家への出資勧誘に際して匿名化・複数化を講じることなく、投資家が貸付けを行っていないものと貸金業法上解釈できることが明らかにされている。

(3) 19 年回答及び 23 年回答の実務上の影響

以上の 19 年回答及び 23 年回答は、いずれも投資家への出資勧誘時に資金需要者が具体的に決定している場合を念頭においているものと考えられる。一方、デットファンドによるベンチャーデットでは、通常、出資勧誘時に資金需要者が具体的に決定していないと思われることから、これらの回答の影響は限定的と思われる。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は[N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 広報室 newsletter@nishimura.com