

わが国におけるサブスクリプション・ファイナンスとその枠組み

金融ニューズレター

2023年11月17日号

執筆者:

齋藤 崇t.saito@nishimura.com原 直哉n.hara@nishimura.com田口 祐樹y.taguchi@nishimura.com

1. はじめに

2023年10月12日、香港において、Fund Finance Association¹主催の5th Annual Asia-Pacific Fund Finance Symposiumが開催された。同シンポジウムには400名近い関係者が出席し、活発な議論が交わされていたが、APACを対象地域とするシンポジウムであるにもかかわらず、日本に関する議論はほとんどなされていない状況であった。世界的に見ると、いわゆる投資ファンド（以下、単に「ファンド」という。）による資金調達取引（以下、「ファンド・ファイナンス」という。）が活発に行われており、その手法も多岐に亘っているが²、日本では、ファンド・ファイナンスが広く浸透しているとはいえない状況のように思われる。そこで、本ニューズレターでは、典型的なファンド・ファイナンスの手法の一つであるサブスクリプション・ファイナンスについて、日本で実施する場合の基本的な枠組みについて検討する。

なお、日本で活動するファンドには様々な組成形態があるが、本ニューズレターでは、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合が借入人になることを前提とする。

2. サブスクリプション・ファイナンスの特徴

サブスクリプション・ファイナンスとは、ファンドがファンドの投資家（以下、「LP」という。）に対して有する「キャピタルコール権」を主な引当財産として、金融機関などの貸付人（以下、単に「貸付人」という。）がファンドに対して融資を行う取引をいい、極度額を定めた融資枠の設定（以下、融資枠の設定に係る契約を「融資枠設定契約」という。）という形で行われるのが通常である。

ファンドが投資を行う際に金融機関などから資金調達を行うことは日本でも一般的に行われており、バイアウトファンドであれば対象会社の買収に際して買収ファイナンス（LBOファイナンス）の手法による資金調達が行われ、インフラ投資を行うファンドであればインフラプロジェクトの実施に際してプロジェクトファイナンスの手法による資金調達が行われ、不動産ファンドであれば不動産の取得に際して不動産ファイナンスの手法による資金調達が行われている。もっとも、これらはいずれもファンドの投資先（買収対象会社、投資対象となるインフラプロジェクトや不動産）の信用力・キャッシュフローの創出力などに依拠した

¹ Fund Finance Association は、米国に本拠のあるファンド・ファイナンスに関する非営利の業界団体である (<https://www.fundfinanceassociation.com/>)。

² 本ニューズレターで取り上げるサブスクリプション・ファイナンスのほか、近年は、ファンドの純資産価値（Net Asset Value）に着目した NAV ファイナンスについて活発に議論がなされている。

資金調達取引であり、当該投資のために設立された特別目的会社（SPC）が資金調達の主体となることが通常である。これに対して、サブスクリプション・ファイナンスは、ファンドの投資先の信用力・キャッシュフローの創出力などに依拠したファイナンスではなく、ファンドの投資家であるLPの信用力に依拠したファイナンスであり、また、通常はファンド自身が資金調達の主体となる点が特徴的といえる。

(1) 与信対象

サブスクリプション・ファイナンスにおいては、貸付人からの融資は、LPからファンドへの出資によって返済されることが想定されているため、貸付人としては、基本的にはLPに対する与信という視点でサブスクリプション・ファイナンス案件に取り組むことになる。従って、サブスクリプション・ファイナンス案件においては、LPの信用力をどう評価するか、また、LPに対してキャピタルコールが実施された場合にLPからの出資金が融資の返済に確実に充当される仕組みが構築されているかが重要なポイントとなる。

もともと、ファンド自体が借入人となるため、ファンドが保有する固有財産（投資有価証券や現預金など）も広い意味では融資の引当てにはなるほか、ファンド運用者（以下、「GP」という。）自身の属性・ファンドの運用体制なども与信判断上の重要な考慮要素となり得る。

(2) 活用のメリット

ファンドがサブスクリプション・ファイナンスを活用することによる主なメリットとしては、以下のものが挙げられる。

① 資金調達の迅速性

ファンドが投資を実行する際には、通常、まずGPがLPに対して払込期限を定めたキャピタルコールを実施し、LPから払い込まれた出資金を原資として投資を行うが、キャピタルコールには数週間程度の期間（海外投資家が存在する場合には、それ以上の期間）を要することが一般的である。そのため、ファンドの投資資金の原資がLPからの出資金に限られる場合には、ファンドが機動的な資金調達を行えず、魅力的な投資機会を逃してしまうおそれもある。この点、サブスクリプション・ファイナンスの場合には、貸付人に対する借入申込みから数営業日程度で資金を調達できるのが通常であるため、サブスクリプション・ファイナンスを活用することにより、ファンドが機動的に投資資金を確保することが可能となる。

② 資金使途の柔軟性

サブスクリプション・ファイナンスの資金使途は柔軟に設定されることが一般的であり、投資のための短期のつなぎ資金やファンドの運転資金などの短期の資金ニーズに対応できるほか、半年～1年程度の比較的長期のブリッジファイナンスとしても活用できる。比較的長期のブリッジファイナンスとしてサブスクリプション・ファイナンスを活用する場合には、パーマネントローンへの切り替えまでの資金ニーズを満たすことができるだけでなく、キャピタルコールのタイミングを後ろ倒しにすることによりファンドのIRR（Internal Rate of Return：内部収益率）を向上させることも可能となる。

③ 事務負担の軽減

ベンチャーキャピタルファンドなど少額の分散投資を多数行うファンドにおいては特に顕著であるが、ファンドが投資実行の都度キャピタルコールを実施するとすれば、キャピタルコール通知を行う GP にとって事務負担となるばかりでなく、LP が高い頻度でキャピタルコールに応じるための資金調達を行う必要に迫られ、LP の事務負担が重くなる可能性もある。この点、サブスクリプション・ファイナンスを活用すれば、ファンドからの投資額が一定程度積み上がるまでは借入れによって資金調達を行い、投資額がある程度積み上がったところで、まとめてキャピタルコールを実施するようなファンド運営も可能となり、GP にとっても LP にとっても事務負担を軽減することが可能となる。

また、前記のとおり、サブスクリプション・ファイナンスにおける基本的な与信対象は LP の信用力であり、ファンドの投資先の信用力などは与信対象とならないことから、サブスクリプション・ファイナンスにおいては、ファンドが保有する投資対象資産には担保が設定されないことが一般的である。そのため、借入れの都度、担保権を設定する必要もなく、GP・LP 双方にとっての事務負担の軽減に資するといえる。

3. サブスクリプション・ファイナンスの概要

(1) 抗弁権の放棄 (Without Defense Clause)

前記のとおり、サブスクリプション・ファイナンスにおいては、LP に対してキャピタルコールが実施された場合に、LP からの出資金が融資の返済に確実に充当される仕組みが構築されているかが重要なポイントとなるが、LP がキャピタルコールに対して抗弁権を行使し得る場合には、LP から出資される金額が貸付人が想定していた金額を下回り、融資の返済に支障を来す可能性がある。そこで、少なくともサブスクリプション・ファイナンスの返済目的で行われるキャピタルコールについては、LP から抗弁権の対抗を受けないよう、LP に抗弁権を放棄させることが重要となる。具体的には、キャピタルコール権への担保権設定に際して LP から取得する承諾書 (Investor Letter) において明示的に抗弁権を放棄する旨を規定させることや、組合契約において、サブスクリプション・ファイナンスの返済目的で行われるキャピタルコールについては、LP が抗弁権を行使できない旨を定めることが考えられ、実際の案件においては、貸付人からこれらの対応を求められることが多いといえる。

(2) 基準総貸付極度額 (Borrowing Base) / 適格投資家 (Included Investors) / 与信掛目 (Advance Rate)

サブスクリプション・ファイナンスの返済原資は、キャピタルコールに基づき LP から支払われる出資金であるため、貸付人が与信可能な理論上の最大額は、その時々における各 LP の未履行出資約束金額 (Unfunded Capital Commitment Amount) の合計となる。しかしながら、ファンドの存続期間中に投資が進む過程で LP の未履行出資約束金額は減少していくため、貸付人としては、それに応じて貸付極度額も減少させていく必要がある。

また、LP の中には、貸付人が与信対象と評価できない者 (例えば、セームボート出資を行っている GP の役員など) が含まれる場合もあるため、融資枠設定契約上、LP を与信の対象として評価することができる者 (適格投資家) とそうでない者 (非適格投資家) に区分する必要がある。

加えて、貸付人は、適格投資家の未履行出資約束金額の全額について融資枠の設定を行うのではなく、未履行出資約束金額に一定の掛目（与信掛目）を乗じた金額の限度で融資枠の設定を行うことが通常である。与信掛目は、すべての適格投資家について同一とされることが多いが、適格投資家の属性などに応じて適格投資家毎に異なる与信掛目を適用することもある。

以上を踏まえて、サブスクリプション・ファイナンスにおける貸付極度額（Available Commitment Amount）は、以下の(a)(b)のうち、いずれか小さい金額という形で定義されることが多い。

- | |
|--|
| (a) 各適格投資家のその時々未履行出資約束金額に一定の与信掛目を乗じた金額の合計額（基準総貸付極度額） |
| (b) 融資枠設定契約締結時のLPの構成・出資約束金額を前提に決定された極度額の上限●円 |

(3) 投資家除外事由（Exclusion Event）とこれに伴う強制期限前返済

融資枠設定契約締結時にあるLPが「適格投資家」として指定されたとしても、事後的に当該LPの信用が悪化した場合などには、以後、当該LPを与信対象として評価することはできなくなることもあり得る。そのため、融資枠設定契約の引出可能期間中にLPに一定の事由（投資家除外事由³）が生じた場合には、当該LPを適格投資家から除外し、貸付極度額を再計算する仕組みを融資枠設定契約に定めておく必要がある。

また、投資家除外事由の発生により貸付極度額が減少し、実行済みの融資残高が再計算後の貸付極度額よりも大きくなった場合には、貸付人が与信できる金額を超えた融資がファンドに対してなされていることになるため、融資残高が再計算後の貸付極度額以下となるまで期限前返済を行う義務をファンドに課すことも必要になる。

(4) サブスクリプション・ファイナンスの保全

前記のとおり、サブスクリプション・ファイナンスの返済原資は、キャピタルコールに基づきLPから支払われる出資金であるため、貸付人にとって最も重要な保全方法は、LPに対するキャピタルコール権への担保設定といえる。もっとも、どうすればキャピタルコール権に有効に担保権を設定できるかについては、キャピタルコール権の法的性質も踏まえた検討が必要となる。

日本法準拠の組合契約に基づくLPに対するキャピタルコール権の法的性質に関しては様々な議論が可能であるが、(i)キャピタルコール通知という観念の通知を行うことのできる権利ないしは権限と(ii)キャピタルコール通知を条件としてLPに対して一定額の出資を請求できる権利という複合的な性格を有する権利であると考え得ることからすると、少なくとも単純な金銭債権のような明らかな財産権とは異なる性質を有していると考えることが自然である。この点、日本法上の質権は、「財産権」（民法362条1項）をその目的とすることができることとされているが、キャピタルコール権が質権の対象となる「財産権」に該当するかについては必ずしも明らかではなく、「キャピタルコール権」自体に質権又は根質権を有効に設定できるかについては、法的に疑義が残るといわざるを得ないだろう。

³ 具体的な投資家除外事由としては、LPに対する倒産手続の開始、ファンドへの出資義務の不履行、LPの外部格付の低下、ファンドからの除名や脱退などが挙げられる。

一方、ファンドが LP に対して有する、キャピタルコールに対応する出資の履行を請求する権利（ないしは、出資の払込金を受領する権利）（以下、「**出資履行請求権**」という。）は、(i)GPによるキャピタルコール通知が LP に到達することを条件として発生する停止条件付の金銭債権であり、かつ、(ii)出資履行請求権は、GP の固有財産ではなく、ファンドに帰属する組合財産であると解釈することが可能である。そのため、わが国のサブスクリプション・ファイナンスにおいては、キャピタルコール権自体に（根）質権を設定する代わりに、出資履行請求権に対して（根）質権を設定することが一般的である。このような考え方に基けば、かかる（根）質権設定に係る対抗要件の具備は、LP からの確定日付ある承諾の取得又は LP に対する確定日付ある通知によって行うことになる。なお、貸付人の立場からすれば、（根）質権設定に係る対抗要件具備とあわせて、前記の抗弁権の放棄を受けられることから、LP から確定日付ある承諾書が取得できることが望ましいといえる。もっとも、わが国においては、ファンド組成時にサブスクリプション・ファイナンスによる借入れを具体的に想定していないファンドも珍しくなく、そのようなファンドでは、LP が承諾書への捺印に難色を示す例も少なくないため、次善の策として、LP に対する確定日付ある通知によって（根）質権設定に係る対抗要件を具備することを検討せざるを得ない場合もあろう。

また、出資履行請求権に設定された（根）質権の実行（LP に対する出資履行請求権の直接取り立て）が奏功するには、当該（根）質権の実行に先立ち、組合契約に従って LP に対するキャピタルコール通知が行われることが必要となる。そのため、借入人であるファンドが融資枠設定契約上の期限の利益を喪失した場合などの有事の際において、貸付人主導で LP に対してキャピタルコール通知を実施できるような仕組みを確保することが重要となる。具体的には、担保契約において、(i)一定の事由（期限の利益喪失事由など）が発生した場合にキャピタルコール通知を行う権限を貸付人に付与するとともに、(ii)（根）質権設定時に、キャピタルコール通知のblankフォーム（GP による捺印がなされたもの）を予め貸付人に寄託させるなどの措置が一案として考えられる⁴。

以上の「キャピタルコール権」に対する担保設定に加えて、貸付人の債権保全という観点からは、キャピタルコール権の行使によって LP からの出資金が払い込まれる銀行口座に係る預金債権に対しても、（根）質権を設定することが必要となろう。

4. 案件組成時の主な留意点

(1) 組合契約・サイドレターの検討

サブスクリプション・ファイナンス案件に取り組む際には、組合契約や組合契約に関して LP との間で締結されたサイドレターの内容がサブスクリプション・ファイナンスの導入に対応した内容となっているかが、まずは問題となる。そのため、ファンドの組成段階からサブスクリプション・ファイナンスの導入を予定する場合には、GP としては、予め貸付人候補を選定し、貸付人候補と協議しながら、組合契約やサイドレターの内容がサブスクリプション・ファイナンスの導入に対応したものとなるようにドキュメンテーションを進めることが望ましいといえる。具体的には、以下のようなポイントを検討していくことになる。

- ① ファンドによる金銭の借入れに対する制限の有無
- ② サブスクリプション・ファイナンス返済目的のキャピタルコールの可否

⁴ このほか、キャピタルコール通知を行う「権利」に貸付人のための（根）譲渡担保権を設定することも考えられるところであるが、その法的な有効性などについてはさらなる議論が必要だろう。

- ③ LPの出資義務について、免除（Excuse）や除外（Exclusion）を認める条項の有無
- ④ 組合契約の変更要件
- ⑤ 組合員の地位譲渡、脱退、除名に関する制限の有無
- ⑥ 組合財産に対して貸付人のための担保権を設定することができる旨の明示的な根拠規定の有無
- ⑦ 組合口座の開設先⁵

(2) コミットメントフィーの取扱い

サブスクリプション・ファイナンスのための融資枠の設定に際しては、貸付人に対するコミットメントフィーの支払いが求められることが通常である。もっとも、コミットメントフィーが利息制限法上の「みなし利息」に該当する場合には、貸付人によるコミットメントフィーの収受が利息制限法違反となる可能性がある。そのため、一般的な銀行取引においては、コミットメントフィーの授受を伴う融資枠の設定に係る契約を締結する場合には、当該融資枠の設定に係る契約を特定融資枠契約に関する法律（以下、「**特定融資枠契約法**」という。）2条1項に定める「特定融資枠契約」の要件を充足するものとするすることで、コミットメントフィーが利息制限法上の「みなし利息」に該当することを回避するのが通常である（同法3条）。しかし、特定融資枠契約法上、特定融資枠契約の借入人として規定されている者は「会社」のみであるため（2条1項各号）、それ自体法人格を有しないと解されているファンド（投資事業有限責任組合や民法上の任意組合）を借入人とするサブスクリプション・ファイナンスのための融資枠設定契約が特定融資枠契約に該当するかについての検討が必要となる。

仮に、融資枠設定契約が特定融資枠契約に該当しないと判断される場合には、アンコミット型の極度貸付契約（貸付人は、借入人から借入申込みがあった場合に融資を実行する義務までは負わない代わりに、貸付極度額に応じたコミットメントフィーの収受も行わない契約）としてサブスクリプション・ファイナンスに取り組むことも考えられる。

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る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 広報課 newsletter@nishimura.com

⁵ 前記のとおり、LPからの出資金の払い込み口座に係る預金債権に対しても貸付人のための担保権が設定されるところ、わが国においては、預金開設金融機関と担保権者が同一の金融機関である場合を除き、預金債権に担保権を設定することが実務上は困難であるため、貸付人と組合口座の開設金融機関が異なる場合には、組合口座の開設先を貸付人である金融機関に変更する（あるいは、少なくともサブスクリプション・ファイナンスの返済目的で行われるキャピタルコールに対応する出資金については、貸付人に開設された口座への入金をLPに義務づける）よう貸付人から求められる可能性が高い。