

ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）（2024年7月4日公表）の概要

金融ニューズレター

2024年7月17日号

執筆者:

[本柳 祐介](#)

y.motoyanagi@nishimura.com

1. ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）の公表

2024年7月4日、ベンチャーキャピタルに関する有識者会議による「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）」（以下「VC推奨・期待事項案」）が金融庁のウェブサイトにおいて公表されました¹。

これは、「資産運用立国実現プラン」（令和5年12月13日新しい資本主義実現会議）及び「金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書」（2023年12月12日）において策定するものとされていたものです²。現在、この案について意見が募集されており、令和6年8月3日（土曜）17時00分が意見募集の締め切りとなります。

本ニューズレターでは、このVC推奨・期待事項案の概要を解説します。

2. VC推奨・期待事項案の狙い

VC推奨・期待事項案は、スタートアップ等への成長資金を供給する主要な役割を担うベンチャーキャピタル（以下「VC」）について、VCのガバナンス等の水準を向上させ、長期運用に資するアセットクラスとしてのVCの魅力を高め、VC業界の発展を後押しすることを目的としています。

そして、その目的のために、LPが投資判断をするに当たって考慮する事項、GP自身の判断により運営上意識する事項として、VC推奨・期待事項案に記載の事項（以下「本推奨・期待事項」）がVCの資金調達・運用に係る実務において活用されることが期待されています。

本推奨・期待事項は、GPが遵守すべき事項ではなく、VC推奨・期待事項案の脚注でも「本推奨・期待される事項はVCに対する監督上の目線を示すものではない。」と明記されています。

3. VC推奨・期待事項案の対象

VC推奨・期待事項案は、VCを対象とします。我が国のVCの多くは投資事業有限責任組合により組成さ

¹ <https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20240704-2.html>

² これらにおいては「ベンチャーキャピタル向けのプリンシプル」や「ベンチャーキャピタル・プリンシプル」とされていましたが、VC推奨・期待事項案では、原則として対応が求められるニュアンスのある「プリンシプル」ではなく、「推奨・期待される事項」とされています。

れていますが、VC 推奨・期待事項案は「金融商品取引法上の参入規制等の形態やファンドの法的位置づけ（投資事業有限責任組合や匿名組合、合同会社等）にかかわらず」としており、その対象は投資事業有限責任組合に限られません。

VC 推奨・期待事項案のうち推奨事項は、「広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC」を対象としています³。VC 推奨・期待事項案は、そもそも遵守すべきルールではないため、対象範囲を厳密に考える必要はありませんが、資金調達する投資家の範囲が狭い VC や海外の機関投資家から資金調達を行わない VC などについては VC 推奨・期待事項案の直接の対象でないと捉えることができます。もっとも、VC 推奨・期待事項案の直接の対象でない VC においても、本推奨・期待事項を参照することがよりよい実務につながり得るため、VC 推奨・期待事項案では「必要に応じて参照されることも期待される」とされています。

4. 本推奨・期待事項の効果

VC 推奨・期待事項案は、本推奨・期待事項を以下の通り「推奨される事項」と「期待される事項」の二段階に分けています。

- ① 広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC として備えることが「推奨される事項」
- ② スタートアップエコシステムの発展に寄与し、LP の中長期的なリターンを向上させるものとして、VC に一般的に「期待される事項」

いずれについても、どのように対応するかは個別の VC における各 LP 及び GP の自己判断に委ねられます。VC 推奨・期待事項案には、対応状況について関係者以外の者が評価するものではないと明記されています。

加えて、「期待される事項」については、LP と GP 間で十分な意思疎通が行われることが期待されるとされるのみで、意思疎通を超えたものは求められていません。さらに、「個別の VC の戦略は多様であること」、「GP は LP に対する受託者責任とりわけ中長期的なリターンの向上を果たすことが優先される」と明記され、また、GP のスタートアップを育成するという役割は「リターンの向上に資する範囲」であることが明記されています。

5. 本推奨・期待事項の内容

(1) 推奨事項

推奨事項として 8 項目が挙げられており、その概要は以下の通りです。

①	LP の持分価値の最大化のための運営、LP への説明責任、諮問委員会（LPAC）の設置等による LP 意思の反映
②	キーパーソンのファンド運営への専念、キーパーソン条項の規定、持続可能な体制の構築
③	コンプライアンス管理の責任者の明確化、社内規程の整備などコンプライアンス管理の体制の確保
④	サイドレター合意事項の透明性確保、最恵国待遇条項の規定
⑤	利益相反が生じ得る事項の特定とその管理体制に関する検討、その LP への説明、諮問委員会（LPAC）の設置、GP の兼業や他ファンドの運営に際しての体制整備等

³ VC 推奨・期待事項案の 71 行目では本推奨・期待事項の全てについて「広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC」を対象としているような記載とされていますが、同 94 行目では期待事項についてはこれに限らず VC 全般を対象としているような記載とされています。

- ⑥ GP コミットメント、報酬設計等による LP と GP の利害の一致に向けた仕組み作り
- ⑦ 非上場企業の株式についての公正価値評価と LP への情報提供
- ⑧ 四半期ごとに財務情報提供、年次報告での投資戦略の実現状況及び今後の方針の提供

推奨事項の多くは、通常の VC であれば備えているものも多く含まれています。そのため、多くの VC にとって実務を大きく修正する必要があるとは考えられません。もっとも、若干の注意が必要な点としては以下があげられます。

上記②のキーパーソンに関する部分について、どこまで求めるかは GP の性格や組織体制次第という面が強く、組織として業務を行っており個人の能力に依拠しないような GP など、このような対応が必要とならない VC もそれなりに存在すると考えられます。推奨事項とされていますが、LP と GP 間で協議すべき事項という性格が強い項目ではないかと考えられます。もちろん、VC 推奨・期待事項案が対象とする「広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC」においては、投資家からの問い合わせも予想されますので、そのような VC の場合には GP においてきちんと検討しておくべきという点では期待事項よりも推奨事項とされていることにも合理性があるといえます。

上記②の持続可能な体制の構築と上記③のコンプライアンス管理の体制について、通常は投資家が GP に対して行うデュー・ディリジェンスの内容として重要な事項ですので、こちらも、VC 推奨・期待事項案が対象とする「広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC」において GP がきちんと検討しておくべきという事項であると考えられます。

上記④の投資家間の公平性については、投資家がどこまでサイドレターの透明性や最恵国待遇条項を求めるか次第という面が強く、本来的には GP が LP に対して追う善管注意義務に違反しない範囲でのみサイドレターを締結できるということでも足りるのではないかと考えられます。VC 推奨・期待事項案が対象とする「広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC」においては、サイドレターにおいて最恵国待遇条項が定められることも多いことから、そのような VC の場合には GP においてきちんと検討しておくべき事項であるといえます。

上記⑤の利益相反については、VC 推奨・期待事項案において「他事業との兼任・兼業については、GP 内のリソース配分やファンド運用との関係を明確にした上で、ファンドの運営に影響があり得る場合には、投資先企業の価値向上につながるもの等、LP のリターン向上に資するものに限定することが推奨される。」と記載されています。他事業について「LP のリターン向上に資するものに限定することが推奨される」と踏み込んだ記載がありますが、あくまで「ファンドの運営に影響があり得る場合には」とされており、あくまでも体制整備が十分でない場合にのみ妥当する記載となっています。

上記⑥の LP と GP の利害の一致において、「投資先ごとの投資額に対するリターンよりも、LP の出資コミットメント額に対するリターンを最大化することが重要であることを意識すること」と記載されています。「出資コミットメント額に対するリターン」という記載が、IRR を重視する実務とは異なっていますが、前後の記載からすると GP のスタートアップを育成するという役割は「リターンの向上に資する範囲」であるという趣旨を記載したものと理解されますので、IRR の重視を否定するものではないと考えられます。

(2) 期待事項

期待事項として 5 項目が挙げられており、その概要は以下の通りです。

- ⑨ スタートアップとの投資契約について、以後の資金調達や事業活動への制約にならないように配慮
- ⑩ 投資先企業への経営支援
- ⑪ 以後の資金調達ラウンドでの追加投資その他の協力、IPO に限らず最適なエグジットの方法・タイム

ングを検討

⑫ 投資先企業の IPO 後も一定程度株式を保有し続ける（クロスオーバー投資）ことを検討

⑬ ESG とダイバーシティを意識したファンド運営

期待事項の多くは VC の性格次第の事項となっているため、基本的には、期待事項のうち自分たちに関係あるもののみ考慮することになります。但し、期待事項のうち、本来的には関係ないものであっても、スタートアップを育成するという VC の役割を踏まえて、なぜ関係ないかについて LP と GP の間で認識を合わせられるように検討自体は行うことが期待されていると考えられます。

なお、ある期待事項が VC に関係があるとしても、常に対応が必要とされているわけではありません。上記の通り、期待事項は LP と GP 間で十分な意思疎通が行われることが期待されるものとして位置づけられています。

具体的にも、上記⑫の追加投資その他の協力については、「必要性・合理性が認められる場面においては」とされています。上記⑬は、エグジットのタイミングについても言及していますが、「投資先企業の価値向上等のためにファンドの存続期間を延長することについて、LP と GP において十分に意思疎通を図ることが期待される。」とされているのみで、延長が求められているわけではありません。

同様に、上記⑬のクロスオーバー投資についても、「VC の戦略や投資先企業の意向によって適切な場合には」とされており、適切な場合であることが前提とされており、上記⑬の ESG・ダイバーシティについては「ESG・ダイバーシティが形式的・画一的に組み込まれることで、ファンド運営の柔軟性が損なわれることのないよう留意する」とまで記載されています。

6. おわりに

VC 推奨・期待事項案は、本推奨・期待事項として 13 項目を挙げていますが、遵守すべきルールとして位置づけられているわけではなく、あくまでも実務上持つべき目線を示すものにとどまっています。また、内容としても留意すべき点はあるものの、多くの VC において実務に大きな影響があるものではないと見受けられます。

VC はスタートアップの成長への貢献が期待されていますが、VC 推奨・期待事項案は、投資家の利益が優先することを大前提としており、その意味でも無理を求められるものにはなっていないと考えられます。

他方で、ファンド投資の実務に通じていない投資家が、ファンド運営者に対するデュー・ディリジェンスも契約書案の検討も行うことなくファンドに投資をする例がそれなりに存在しているなかで、投資家サイドへの啓蒙という意味では VC 推奨・期待事項案は重要な目線を提供するものと考えられます。

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 広報課 newsletter@nishimura.com