

Morgan Lewis

米国スタートアップに対するCVC投資 (前編) ファンド組成及び投資ストラクチャー

Morgan, Lewis & Bockius LLP / モルガン・ルイス&バッキアス法律事務所

ナンシー 山口 (サンフランシスコ・シリコンバレーオフィス)

伊東 成海 (サンフランシスコ・東京オフィス)

文永 智子 (東京オフィス)

1. イントロダクション

Morgan Lewis

Presenters



ナンシー 山口



伊東 成海



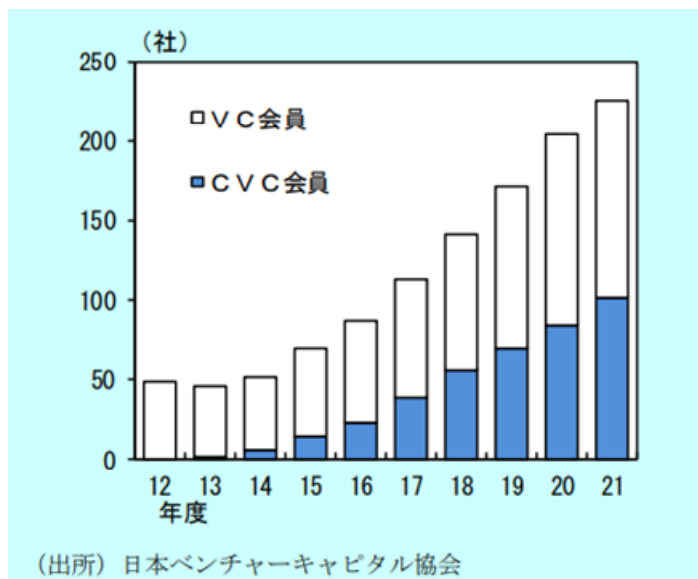
文永 智子

Morgan Lewis

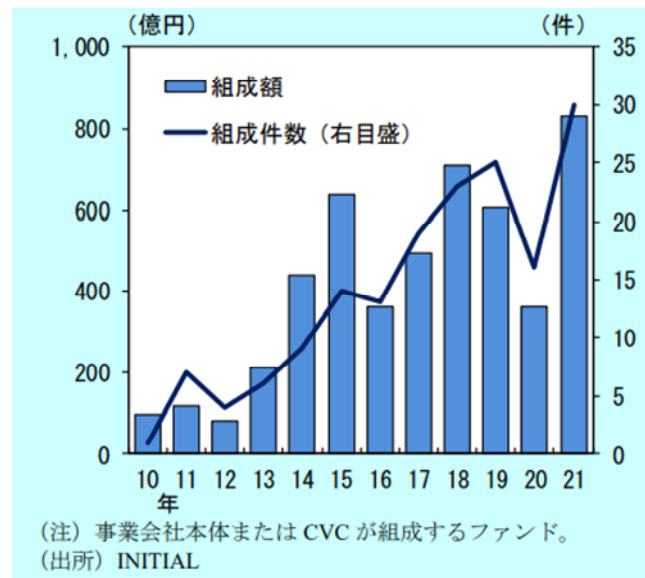
日本におけるCVCの現状 (1)

- CVC、特にDX関係・気候変動対応を投資分野としたCVC設立数やファンド組成額・件数は増加傾向にある。

日本ベンチャーキャピタル協会員数



事業会社系ファンドの組成動向



日本におけるCVCの現状 (2)

日本ベンチャーキャピタル協会作成の「我が国のコーポレートベンチャリング・ディベロップメントに関する調査研究」(2018年11月調査、2021年4月公表)によると、

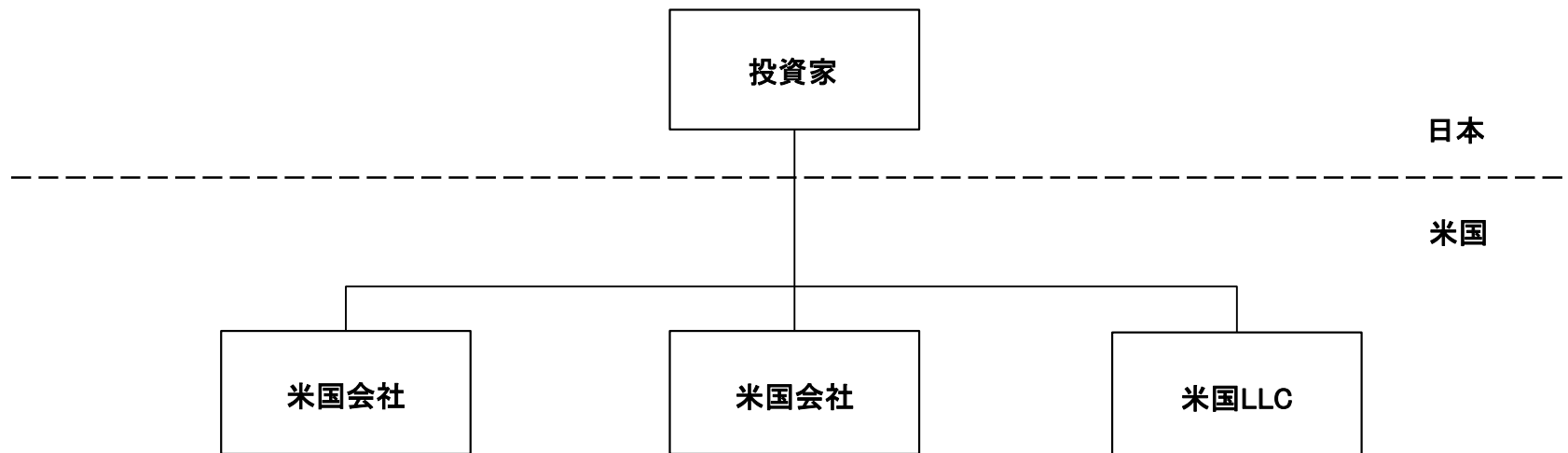
- より大きな金額を、より多くのスタートアップに投資しているCVCは、高い投資リターン実績を持っている。投資リターンを高めるためには、投資実績を積み上げる必要があり、そのためには長期に亘ってCVC活動を継続する必要がある。
- 日本のCVCに比べて、グローバルCVCは、
 - 大きな金額を、より多くのスタートアップに投資している。
 - 金銭リターンのパフォーマンスが高い。
 - 戦略的リターンと金銭的リターンの双方を達成しようとしている。
 - 自らの事業領域に積極的に投資をしている。スタートアップの経営にも積極的に関与している。

2. 投資ストラクチャー

- (1) 日本からの直接投資
- (2) 米国コーポレートファンドを利用した投資
- (3) 米国LPファンドを利用した投資

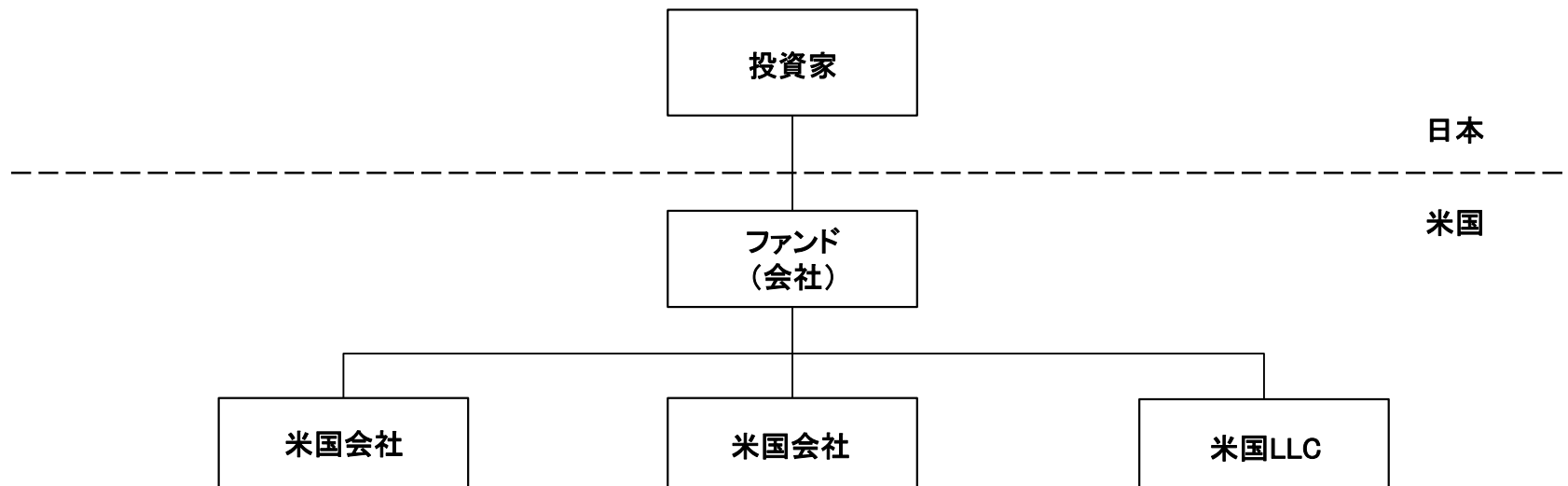
投資ストラクチャー

(1) 日本からの直接投資



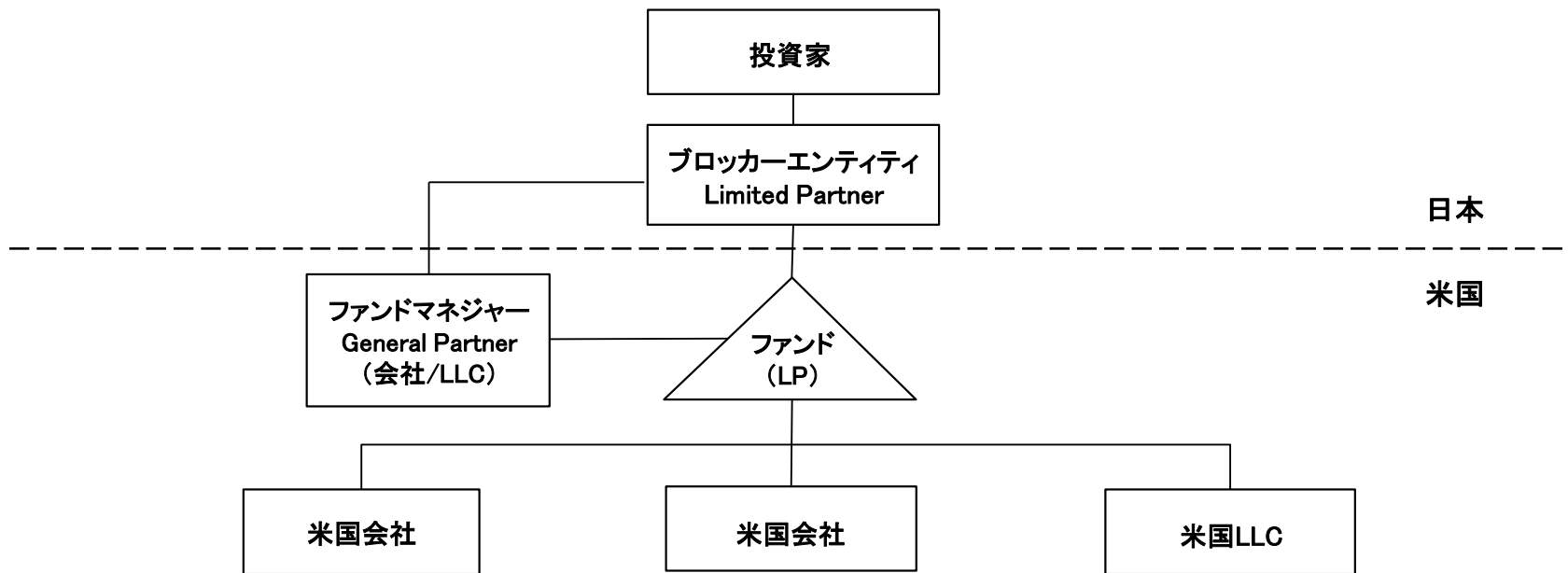
投資ストラクチャー

(2) 米国コーポレートファンドを利用した投資



投資ストラクチャー

(3) 米国LPファンドを利用した投資



投資ストラクチャー

各ストラクチャーの考察

- 日本から直接投資する場合、ファンド組成の手間はかからないが、米国での紛争(特にスタートアップ関連の紛争)に日本の投資家が直接巻き込まれるリスクがある。
- 米国コーポレートファンドを利用する場合、米国での紛争に日本の投資家が直接巻き込まれるリスクは軽減できるが、米国の税法上、米国ファンドが法人として扱われるため、米国ファンドが投資先から受領する配当について、連邦法人税の対象となる。
- 米国LPファンドを利用する場合、米国の税法上、米国ファンドがパートナーシップとして扱われるため、米国ファンドが投資先から受領する配当について、連邦法人税の対象とはならない。
- 日本のエンティティが米国LPファンドを通じて投資先から受領する配当については、原則として30%の源泉徴収税の対象となるが、日米租税条約の適用により10%以下に軽減される。
- ブロッカーエンティティを置くことにより、日本の投資家が直接法的責任を追及されるリスクや税務監査の対象となるリスクをさらに軽減することができる。

投資ストラクチャー

米国LPファンドを利用した投資

- General Partner(無限責任組合員)はLPファンドの債務について無制限の責任を負うが、Limited Partner(有限責任組合員)は、出資額を限度として責任を負う。
- General Partnerがファンドマネジャーとなり、LPファンドの管理及び運用を行う。
- 当初、Limited Partnerは出資約束(Capital Commitment)のみを行い、ファンドに資金が必要になった段階で、キャピタル・コールに基づき払込み(Capital Contribution)を行うのが一般的
- ファンドの管理報酬に加えて、投資によって得られた利益のうち一定割合が成功報酬(Carried Interest)としてGeneral Partnerに支払われ、その後、出資者に対する利益の分配が行われる。
- ファンドの管理及び運用に関する専門的知識・経験を有する者をGeneral Partnerの従業員として雇用する(又はグループ会社からGeneral Partnerに出向させる)ことによって、税務上有利な取扱いを受けることができる。

3. ファンド組成

(1) 日本において必要となる手続

- ブロッカーエンティティの設立
- 適格機関投資家の届出
- 適格機関投資家等特例業務の届出

ブロッカーエンティティの設立

ブロッカーエンティティの意義

- 日本の投資家を米国における課税及び監査のリスクから遮断し、米国投資に関連する責任追及のリスクをさらに軽減することができる。
 - 米国LPファンドがパススルー事業体として扱われるため、ブロッカーエンティティがLPファンドを通じて米国の投資先から受ける配当について、米国で源泉徴収税の対象となる(但し、日米租税条約の適用あり)。
 - 仮に米国内国歳入庁(IRS)が監査を実施する場合であっても、ブロッカーエンティティが監査の対象となり、日本の投資家(親会社)は監査の対象外となる。
 - ブロッカーエンティティがファンドマネジャー(General Partner)の出資者となることにより、米国投資に関連して日本の投資家が責任追及されるリスクをさらに軽減することができる。
- ブロッカーエンティティを置くことで、日本の投資家が適格機関投資家になる場合に生じるインパクト(金融商品取引法に基づく投資家保護に関する規定の不適用、金融庁のウェブサイトへの掲載等)を回避することができる。

ブロッカーエンティティの設立

- 日本法人をブロッカーエンティティとすることで、ブロッカーエンティティが米国LPファンドを通じて投資先から受領する配当について日米租税条約が適用される。
- 日本法人(株式会社、合同会社)の設立
 - ① 定款の作成(及び認証)、② 出資金の払込み、③ 会社設立の登記
- 株式会社と合同会社の比較
 - 株式会社又は合同会社のいずれであっても、適格機関投資家となることが可能
 - 合同会社の場合は、定款の認証が不要
 - 登録免許税の違い(株式会社:最低15万円、合同会社:最低6万円)
 - 合同会社の場合、会社設立後の決算公告が不要
 - 資金調達手段、社会的信用の違い

日本における金融規制

金融商品取引法に基づくルール

- LPファンドの持分は、金融商品取引法上、有価証券(集団投資スキーム持分)として扱われる。
- LPファンドのGeneral Partnerとして、日本の投資家(Limited Partner)から金銭の出資を受けて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に投資する行為は、運用行為が海外で行われる場合であっても、投資運用業に該当する。
- General Partnerが日本の投資家に対してLPファンドへの出資を勧誘する行為は、第二種金融商品取引業に該当する。
- 第二種金融商品取引業及び投資運用業を行うにあたっては、原則として、金融商品取引業の登録が必要となる。
- 例外として、適格機関投資家等特例業務の要件を満たす場合には、簡易な届出のみでLPファンドへの出資の勧誘行為及びLPファンドの運用行為を行うことができる(金融商品取引法第63条)。

適格機関投資家等特例業務

適格機関投資家等特例業務の要件

- 1名以上の「適格機関投資家」及び49名以下の「特例業務対象投資家」を相手方とすること
 - (1) 適格機関投資家: 有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者
 - (2) 特例業務対象投資家: 適格機関投資家以外の者で、投資判断能力を有すると見込まれる一定の者及び届出者と密接な関連を有する一定の者
- 前述の投資ストラクチャー(米国LPファンドを利用した投資)では、Limited Partnerとなる投資家が1名のみ(ブロッカーエンティティ)であることから、適格機関投資家等特例業務の届出を行う時点で、ブロッカーエンティティが適格機関投資家でなければならない。

適格機関投資家

適格機関投資家の範囲

(1) 届出をせずに適格機関投資家に該当する者

例: 銀行、保険会社、証券会社、資産運用会社、投資法人、投資事業有限責任組合等

(2) 適格機関投資家の届出を行った者

一定の要件(資産保有要件等)を満たした上で、金融庁への届出を行った者

例: 保有する有価証券の残高が10億円以上である法人

- 適格機関投資家になると、金融商品取引法に定める投資家保護に関する一部の規定(契約締結前書面の交付等)が適用されなくなる。
- CVC投資のために新たに設立した法人であっても、10億円以上の有価証券を保有し、金融庁への届出を行うことで、適格機関投資家となることができる。

適格機関投資家の届出

- 届出書の内容は非常にシンプルで、添付書類の提出も不要
 - 届出者の商号及び住所、適格機関投資家の種別、保有有価証券の残高
- 10億円以上の保有有価証券残高の要件を満たすために、国債(JGB)を購入することが一般的に行われる。
- 適格機関投資家の届出を行った後に国債を売却し、売却資金を利用してLPファンドへの出資金に充てることができる。
- 届出が行われた日の属する月の翌々月の初日から適格機関投資家の地位を取得する。
- 届出は2年ごとに更新が必要
- すべての適格機関投資家は、金融庁のウェブサイトに公表される。

適格機関投資家等特例業務の届出

- ファンドマネジャー (General Partner) が届出者となる。
- 日本の投資家 (Limited Partner) による契約締結前に届出を完了する必要がある。
- 届出書及び添付書類は英語で作成することも可能
- 届出書の記載事項
 - 届出者の商号、住所、資本金、役員に関する事項等
 - 届出者が勧誘及び運用を行うファンドの名称及び概要、適格機関投資家の名称等
 - 届出者が外国法人の場合、国内における代表者の設置が必要
- 添付書類
 - 届出者の定款、宣誓供述書 (登記事項証明書に代わるもの)、誓約書
 - 役員の履歴書、住民票及び身分証明書 (又はこれらに代わる宣誓供述書)、誓約書
- 届出書類の準備期間は2週間程度、届出により直ちに効力が発生する。

適格機関投資家等特例業務 – 届出後の義務

変更届出

- 届出書の記載事項に変更が生じた場合、遅滞なく変更届出書の提出が必要となる。

事業報告書の作成及び提出

- 各事業年度終了後3ヶ月以内に事業報告書を作成し、金融庁(関東財務局)に提出する。

公衆縦覧

- 届出書の記載事項のうち所定の重要事項を記載した書面を、適格機関投資家等特例業務継続中、公衆縦覧に供する義務
- 事業報告書の記載事項のうち所定の重要事項を記載した説明書類を、各事業年度終了後4ヶ月を経過した日から1年間、公衆縦覧に供する義務
- 公衆縦覧は、インターネットの利用又は国内の事業所における備置きの方法によって行う。

3. ファンド組成

(2) 米国において必要となる手続

- ファンドマネジャー（General Partner）の組成
- LPファンドの組成
- その他の届出（BEAに対する届出、米国証券法に基づく届出）

ファンドマネジャー (General Partner) の組成

米国におけるエンティティの設立や組成は、デラウェア州が好まれている。

デラウェア州を利用するメリット

- 洗練された会社法: デラウェア州の会社法は米国におけるビジネスの最新動向を反映しており、役員個人の責任の限定や補償に関する規定が置かれているため、優れた人材を確保しやすい。
- 会社実務に精通した裁判所: Court of Chanceryという会社実務に特化した裁判所があり、職業裁判官による紛争解決や多数の判例の蓄積により、ビジネスの予測可能性が高い。
- 名声及び評判: 米国における上場会社の半数以上、Fortune 500に掲載される米国企業の60%以上がデラウェア法人である。
- 当局による迅速な対応: デラウェア州当局への届出は他の州と比べて迅速に処理される。
- プライバシー: デラウェア州における届出や登録においては、個人を特定する情報を記載しなければならない箇所が少なく、個人責任のリスクを避けるという観点から望ましい。

ファンドマネジャー (General Partner) の組成

デラウェア法人 (C Corporation) の設立

- 定款 (Certificate of Incorporation) のデラウェア州当局への届出
- 付属定款 (Bylaws) の作成
 - ▶ プライバシー保護の観点から、定款の記載事項は必要最低限とし、会社情報の大部分は付属定款において規定するのが一般的
- 取締役及びオフィサーの選任 (デラウェア州法上、どのような肩書のオフィサーを選任するかについて高い柔軟性が認められている。)
- 会社と取締役及びオフィサーとの間で補償契約 (Indemnification Agreement) の締結
- デラウェア州以外の州で事業を行う場合には、Foreign Qualificationの届出が必要となる。
- デラウェア州及び事業を行う州におけるその他の届出 (Annual Filings等)

ファンドマネジャー (General Partner) の組成

LLC (Limited Liability Company) の特徴

- 会社と同様、出資者 (Member) は出資額の限度で責任を負う (有限責任)
- 米国税務上、法人として扱うかパススルー事業体として扱うかの選択が可能 (但し、一定の例外あり)
- Certificate of Formation のデラウェア州当局への届出
- LLC に関する基本的な情報は LLC 契約において規定されるため、柔軟な機関設計が可能
 - 出資者による経営 (Member-managed) 又は第三者による経営 (Manager-managed) のいずれかを選択することが可能
 - 取締役は選任されない。法律上オフィサーの選任は要求されていないが、実務上選任するのが一般的
 - LLC 契約において善管注意義務を免除することも可能
- デラウェア州以外の州で事業を行う場合には、Foreign Qualification の届出が必要
- デラウェア州及び事業を行う州におけるその他の届出 (Annual Filings 等)

LPファンドの組成

Limited Partnership

- General Partner(無限責任組合員)及びLimited Partner(有限責任組合員)から構成される
- General PartnerによるCertificate of Formationのデラウェア州への届出
- 引受契約(Subscription Agreement)の締結
- LP契約(Limited Partnership Agreement)の締結

まずはシンプルなLP契約を締結し、ファンドの運用や利益分配等に関する詳細な条件を規定した全面変更LP契約(Amended & Restated Limited Partnership Agreement)を後から締結することが一般的

- 日本の投資家(Limited Partner)による引受契約及びLP契約締結前に、適格機関投資家等特例業務の届出が完了していなければならない。
- デラウェア州以外の州で事業を行う場合には、Foreign Qualificationの届出が必要
- デラウェア州及び事業を行う州におけるその他の届出(Annual Filings等)

商務省経済分析局(BEA)に対する届出

- 米国外の法人がその子会社として米国法人を設立する場合、法人設立後45日以内に米国商務省経済分析局(Bureau of Economic Analysis)に対して届出を行う必要がある。
- 届出書(Form BE-13)の記載事項
 - 米国外の親会社及びその実質的支配者に関する情報
 - 米国法人の業務及び財務に関する情報
 - North American Industry Classification System(NAICS)コードに基づく分類
- 出資総額が\$3,000,000未満の場合、簡易な届出(BE-13 Claim for Exemption)で足りる。
- 投資家の属性等に応じて、届出義務が免除される場合もある。
- 届出を怠った場合、民事上の罰金(\$2,500~\$32,500)及び刑事罰(1年以下の懲役、\$10,000以下の罰金)の対象となる可能性がある。

米国証券法に基づく届出

1933年証券法 (Securities Act of 1933)

- 米国において有価証券の募集を行う場合、原則として証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) への登録が必要
- 例外: Regulation D
 - 一定の少額募集や適格投資家 (Accredited Investors) に対する募集などに該当する場合には、SECへの登録が免除される。
 - Regulation Dに基づく募集を行う場合、Form Dの届出を行うことで、SECによって証券法違反を追及されるリスクを回避することができる (Safe Harbor Rule)。
 - SECへの届出を行うためには、SECのオンラインシステムであるEDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system) への登録が必要 (Form IDの届出)
- 州レベルの証券法 (Blue Sky laws) についても注意が必要

4. 実務上の重要ポイント



Morgan Lewis

実務上の重要ポイント

投資ストラクチャー

- LPファンドを利用することにより、パススルー課税による税務上のメリットを享受しつつ、日本の投資家が米国での紛争に直接巻き込まれるリスクを軽減することができる。
- ブロッカーエンティティを置くことで、日本の投資家を米国における課税及び監査のリスクから遮断し、米国投資に関連する責任追及のリスクをさらに軽減することができる。

ファンド組成に係る手続

- 日本の投資家によるLP契約及び引受契約締結前に、日本において、適格機関投資家の届出及び適格機関投資家等特例業務の届出を完了させる必要がある。
- 米国におけるファンドマネジャー及びLPファンドの組成は、デラウェア州が好まれている。
- ファンド組成に関するコーポレート関連の届出のほか、商務省経済分析局(BEA)に対する届出や米国証券法に基づく届出についても検討する必要がある。

次回のウェビナー

米国スタートアップ企業へのCVC投資

(後編) 取引成功の秘訣: 重要条件及び留意点

日時: 2023年2月16日(木) 4:00 pm (米国西海岸時間)

2023年2月16日(木) 7:00 pm (米国東部時間)

2023年2月17日(金) 9:00 am (日本時間)

プレゼンター: ナンシー 山口 (サンフランシスコ・シリコンバレーオフィス)

伊東 成海 (サンフランシスコ・東京オフィス)

文永 智子 (東京オフィス)

Biography



ナンシー 山口
パートナー

カリフォルニア州・イリノイ州弁護士

サンフランシスコ

T +1.415.442.1242

シリコンバレー

T +1.650.843.7535

nancy.yamaguchi@morganlewis.com

ナンシー山口は、クロスボーダーの合併・買収(M&A)、戦略的投資、ベンチャーキャピタル投資、ジョイントベンチャー、戦略的提携および、技術関連・ライセンス取引などの案件を中心に、グローバル・テクノロジー企業に法的アドバイスを提供しています。20年以上に及ぶ経験を有する山口は、米国および日本を拠点とする上場、非上場の多国籍企業のインバウンドおよびアウトバウンドのM&A取引を含む、企業のあらゆる法務面についての助言で厚い信頼を得ています。

山口はChambers 誌アジア地域コーポレート/M&A取引部門バンド1の格付けを受け、クライアントからは「ビジネス・マインドを備え、細部まで卓越した配慮がある」との評価を得ています。「有能で日本語に堪能なばかりではなく、文化的背景を理解し、特に日本政府との交渉では驚くべき成果を上げている」と推奨され、また「交渉や法務全般で一流であるのみならず、多国間取引を成功に導く傑出した能力を有している」と特筆されています。

学歴

- ・ ノースウェスタン大学ロースクール J. D. 取得 (cum laude)
- ・ ハーバード大学 A. M. 取得
- ・ ジョージタウン大学 B. A. 取得

Biography



伊東 成海
アソシエイト

弁護士
カリフォルニア州・ニューヨーク州弁護士
サンフランシスコ
T +1.415.442.1274
東京
T +81.3.4578.2631
narumi.ito@morganlewis.com

伊東成海は、日本、カリフォルニア州及びニューヨーク州の弁護士資格を有しており、特に日本及び米国を中心とする様々なクロスボーダーの取引及び投資に関するアドバイスを提供している。具体的には、セミコンダクター、バンキング、フィンテック、IT及びソフトウェア、自動車、バイオ医薬品、メディカル・テクノロジー（メドテック）などの業界を中心に、日本国内外の企業に対して企業買収（M&A）、コーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）及びその他のベンチャーキャピタル投資、戦略的投資並びにその他の資金調達（デット及びエクイティ）、ジョイント・ベンチャー、会社設立及びコーポレート・ガバナンス、海外直接投資、プライバシー法などに関するアドバイスを提供している。さらに、日本の金融規制、特にファンドの組成、登録及び運営に関するアドバイスも提供している。

モルガン・ルイス入所以前は、国内最大規模の法律事務所で約 10 年間勤務した経験に加え、金融庁で金融商品取引法をはじめとする金融規制関連の立法担当官として勤務した経験を有する。さらに、日本の大手証券会社でストラクチャードファイナンス取引の組成に携わった経験も有している。

学歴

- カリフォルニア大学ロサンゼルス校（UCLA）ロースクール（LL. M.）
- 東京大学 法学部（LL. B.）

Biography



文永 智子
パートナー

弁護士

東京

T +81.3.4578.2503

tomoko.fuminaga@morganlewis.com

モルガン・ルイス東京オフィスの弁護士パートナー文永 智子は、金融規制法務及びファンド関連業務を中心に、日本における投資ファンドの組成、登録関連についてアドバイスを行っている。また、会社法及び労働法を含めて、金融機関の設立、許認可及び運営に関して助言を提供している。日本国内外の銀行、証券会社及び資産運用会社が主なクライアントである。

また、クロスボーダーのM&A 案件についても金融機関やその他のクライアントを代理しており、会社法、独占禁止法関連についてもアドバイスを行っている。

国内大手銀行で数年にわたる実務経験を経て、弁護士資格を取得。モルガン・ルイス入所以前、国際的なローファームにおいてファイナンシャル・サービス部門のパートナーを務める。

学歴

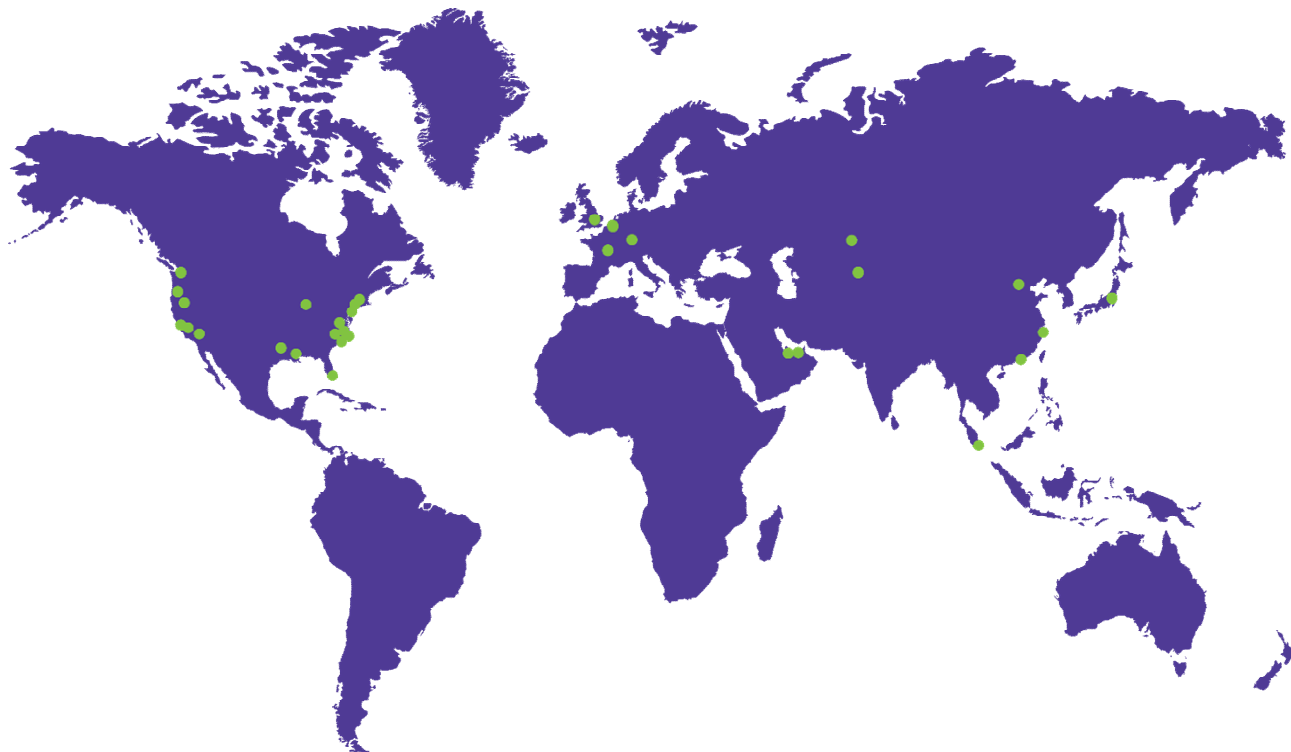
- ・ ニューヨーク大学 LL. M.
- ・ 早稲田大学 LL. B.

Our Global Reach

Africa
Asia Pacific
Europe
Latin America
Middle East
North America

Our Locations

Abu Dhabi
Almaty
Beijing*
Boston
Brussels
Century City
Chicago
Dallas
Dubai
Frankfurt
Hartford
Hong Kong*
Houston
London
Los Angeles
Miami
New York
Nur-Sultan
Orange County
Paris
Philadelphia
Pittsburgh
Princeton
San Francisco
Seattle
Shanghai*
Silicon Valley
Singapore*
Tokyo
Washington, DC
Wilmington



Morgan Lewis

Our Beijing and Shanghai offices operate as representative offices of Morgan, Lewis & Bockius LLP. In Hong Kong, Morgan, Lewis & Bockius is a separate Hong Kong general partnership registered with The Law Society of Hong Kong. Morgan Lewis Stamford LLC is a Singapore law corporation affiliated with Morgan, Lewis & Bockius LLP.

THANK YOU

© 2023 Morgan, Lewis & Bockius LLP
© 2023 Morgan Lewis Stamford LLC
© 2023 Morgan, Lewis & Bockius UK LLP

Morgan, Lewis & Bockius UK LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC378797 and is a law firm authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority. The SRA authorisation number is 615176.

Our Beijing and Shanghai offices operate as representative offices of Morgan, Lewis & Bockius LLP. In Hong Kong, Morgan, Lewis & Bockius is a separate Hong Kong general partnership registered with The Law Society of Hong Kong. Morgan Lewis Stamford LLC is a Singapore law corporation affiliated with Morgan, Lewis & Bockius LLP.

This material is provided for your convenience and does not constitute legal advice or create an attorney-client relationship. Prior results do not guarantee similar outcomes. Attorney Advertising.