

## 「第1回 SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会」議事要旨

日 時 令和8年3月3日（火）午後3時～5時  
場 所 太陽生命日本橋ビル12階 証券団体会議室  
出席者 各委員  
テ ー マ 「SPV スキーム持分に係るモデル契約」の検討

### 1. 議事概要

#### ・「SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会の運営等について」

事務局から、配付資料2及び3に基づき、「SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会の運営等について」について説明が行われた。本件について質疑はなかった。

#### ・「SPV スキーム持分に係るセカンダリー取引の課題等」

本柳委員から、配付資料4に基づき、「SPV スキーム持分に係るセカンダリー取引の課題等」について説明が行われたのち、討議において各検討事項について、次のとおり意見交換が行われた。

### (1) モデル契約の前提の整理

#### ① 想定ストラクチャー等

・（投資先のスタートアップ企業が）シードステージにおけるSPVの使い方と、レイトステージ、ミドルステージにおけるSPVの使い方が大分異なっているため、分けて考えたほうが良いと考えている。

・ シードステージでは管理報酬が極めて小さいため、運営コストの削減、業務の自動化、報告義務の削減等をする必要があるが、すべてを実施しようとするとう運営が困難となり、管理者が実務をこなせなくなる可能性がある。

もう1点として、シードステージにおいて経済合理性が非常に高まる部分はエンジェル税制であり、積極的に活用すべき制度となっている。そのため、匿名組合よりも投資事業有限責任組合の方が良いのではないかとの整理になっていくと考えている。

・ ミドル、レイターステージでは、匿名組合のようにスピード感を重視したスキームを使うことが重要であると考えている。

・ 今回のファンドは基本的に匿名組合方式で組成されると理解している。通常は投資

先が決まってから銘柄ごとに匿名組合を組成し、多数のファンドができるイメージであるが、資料には「SPVを多数並行して組成・運用することは、必ずしも実務上容易ではない」と記載がある。その点、どのように整理されているのかを確認したい。

⇒（資料の記述は）自己募集・自己運用で多くのファンドを扱うのは現実的に厳しいという趣旨を説明したものである。ファンドの数が多くなることを想定しているが、そのような場合は、第二種金融商品取引業者や投資一任業者が取り扱う方が、運用がスムーズにいくと考えたものである。

- ・ 想定ストラクチャーについてであるが、弊社はSPVスキームによるファンドを取り扱っているが、組成に当たってはかなりの負担がある。どこまで厳しく制限するか次第であるが、制限を緩くしてしまうと、第二種金融商品取引業者や投資運用業者以外の業者に乱用されてしまう可能性がある。米国では、SPVを作るのは比較的簡単だが、乱用されないために、幾ら以上を運用するようになったらライセンスを取らないといけないといった制限を設けている。第二種金融商品取引業者や投資運用業者以外が行う場合は、米国のような何かキャップを入れた方が良いと思う。

⇒ SPVスキームによるファンドの取扱いを行える者を限定すべきという点についてはそのとおりだと思うが、規制の話であるため、本検討会のテーマからは外れるところである。

## ② その他

### ア. 投資先企業の立場からの論点

- ・ 重要なポイントとして、スタートアップや投資を受ける側の立場からは、投資家に対して「競業避止義務」を求めたいという論点がある。その理由としては、サブスクリプションアグリーメントなどで、約款や申込書に「投資先と競合しない」旨の記載がなければ、情報が筒抜けとなってしまうリスクが発生するのではないかと懸念しているためである。

### イ. 検討の方向性について

- ・ 匿名組合契約の内容を厳しくすると利用者が減り、緩すぎると投資家保護に欠けるという懸念から、必須事項と推奨事項を分けた契約書のモデルひな形を用意することも有効ではないかと考える。
- ・ 前提として、今回の譲渡契約を含め、どこまでを捕捉するのかという点は意識を合

わせたほうがよいと感じた。

譲渡することもできることを前提に、匿名組合契約のモデル等を検討しているが、匿名組合契約を締結するときの対象はターゲットファンドか、ブラインドファンドか、双方あり得るといった議論が、まず出発点だと思っている。その上で、プライマリーの規制とセカンダリーの規制、それぞれを考える必要があると思う。

情報提供のところも、いわゆるプライマリーよりもセカンダリーを意識されているのだと思うが、セカンダリーが、いつ行われるのかというところまで検討されるべきではないかと考えている。

(セカンダリーについて) 常に窓(取引機会)を開けた状態だと、当然それがもう既に有価証券の売買の媒介に当たるのではないかと、PTSに当たるのではないかと、窓の開け方と連絡方法によって、多分該当し得るみたいなところは判断としてあると思うので、そういう意味では常に窓を開けるような状況ではないのだと個人的には考えている。また、一対一で、まず連絡を受けたときにどう取り扱うのか、その取り扱ったときに譲渡はどのように行うのか、譲渡を行うに当たっては、ファンド持分を持たれている方々に継続的にどのような情報提供をすれば足りるのか、といった観点からの契約への落とし込みが重要と考えている。

⇒ いただいたコメントでご想定いただいているのは、一定程度業者として売買に関与していくパターンかと思うが、譲渡のサポートについて、前提として置けそうなパターンがあまり決められない。実際に行う人に考えて貰うというのが本検討会の着地点になるようにも考えられ、悩ましく思っている。

- ・ アメリカの契約を見たときに、そもそも契約書自体が、SPVの持分を譲渡できるように作られておらず、どちらかという、アドホックで対応するという前提で作られているものが多く、マネジャーが承認するという形で整理されていたという認識である。そういう方向性で決めていくほうが、多分現実的ではないかと思っている。

## (2) 匿名組合契約関係

### ① 私募要件の確保

- ・ 案1(営業者の承諾案)及び案2(一括譲渡案)を組み合わせたものが望ましい。特に案1は不適切な譲受人を拒むという点から絶対必要であると考えている。また、

500人のコントロールを考えると一括譲渡の方が良い。案1だけでも500人を超えないよう止めることはできるが、止めるときにそれまでとの不公平感といったものが生じる可能性を考えると案1と案2を組み合わせでよいかと思う

- ・ 案1の承諾案は必ずあるべきだと思っている。匿名組合の場合、営業者の承諾は、譲渡要件、有効要件だったかと思う。そうではない場合においても、統制として必要だと思っている。

一方、案2の一括譲渡案に関しては、もともと1つの契約書を割いたとしても500人を超えていなければ、複製されるようなものであるため、案1及び案2の組合せを推奨しつつ、500名を超えていなければ（分割も）テクニカルにはあり得るという留保はあってもいいのではないかと思う。

## ② 投資家への情報開示（考え方と枠組み、上場ベンチャーファンドの例）

- ・ 投資家への情報開示についての検討の前提として、上場ベンチャーファンドをベースにしていると理解しているが、上場ベンチャーファンド市場を基にした場合、開示する発行体や業者に負担がかかるため、慎重に整理しなければ、このスキームが使われない、広がっていかないポイントになるように思う。
- ・ 弊社が取扱うSPVでも、（発行体からの取得が）プライマリーの場合は、直接発行体と話をするため、リレーションもあり、デューデリもできる。セカンダリーの場合は、誰から購入するかによって、発行体自身と接触できるときと、間接的に（情報を）貰うときがある。デューデリのときは情報があっても、その後情報が貰えないこともあったりするので、その情報が常に貰えるかどうかというのは、プライマリー、セカンダリーどちらでもポイントになるかと思う。
- ・ 資料の「投資契約で情報提供に関する合意を行う必要がある」という点だが、プライマリーであれば、直接発行体側とそういう契約ができると思うが、セカンダリーで購入した場合、元の保有者がその情報の閲覧権を持っているのか。（閲覧権がない場合）四半期ごとなど法律を超えた請求は難しくなるので、本当に実現できるのか考える余地がある。

## ③ 投資家への情報提供（情報提供内容）

- ・ 弊社では年2回、投資家に対し情報提供を行っているが、それでも業務的には厳しい状況である。

弊社では投資先企業への定期的な問合せ確認も行っており、色々な方法があるが、四半期ごとの情報提供はかなりの負荷がかかると思われる。

- ・ 情報提供の開示頻度に関しては、四半期ごとの開示となると、上場有価証券と同じような頻度になると思われる。考え方として、PTSに該当するようなものに関しては、金融商品取引市場に近い性質を持っているという考え方から四半期ごとでもあり得ると思うが、譲渡方法がPTSに該当しないという場合においては、半期で許容する等、このようなグラデーションがあってもよいのではないかと思う。
- ・ 弊社は、第一種金融商品取引業者として、株式投資型クラウドファンディング、株主コミュニティ、J-ships、プライマリー及びセカンダリーの両方を行っているが、規制はそれぞれ異なっている。プライマリーでやるべきところの情報の取得と投資家への情報の提供と、セカンダリーでやるべきところの情報の取得と情報の開示については、グラデーションを分けるべきだろうというふうに感じている。

非上場株を取り扱った後の情報提供の場合、プライマリーの規制は、法令や自主規制規則の関係においても、定期的な情報を提供すれば足りるという規制になっている。それをどのように行うのかについて、弊社では、社内での自主規制として、例えば定期的に四半期に1回、情報を提供させていただくとか、概況というのを定期的に提供している。それは年1回の定時報告以外にも行っているものである。

セカンダリーの場合は、株主コミュニティにおける、規則自体は大まかなものではあるが、定時株主総会において事業報告や決算書類がアップデートされた場合には提出する等、(日本証券業協会の)協会員が認めたところの情報提供に従って行うようなところがある。それを前提に弊社としては、継続的に取引、窓を開けている状況であり、そのために必要な情報として、四半期に1回、情報提供しているのが現状である。

セカンダリーを見据えた上で、そういった情報提供の話をするのであれば、年1回というのはさすがに少ないというのは他の委員も同様の意見だと考えているが、一方で、例えば四半期に1回、情報開示を細かく実施していくという点については、やはり難しい側面が出てくるのかなと思われる。

- ・ 先ほども経済合理性の話をしたが、四半期ごとに情報開示をするとすると、例えばマネジメントフィーが2%であった場合、10億円のファンドであれば2,000万円、1億円だと200万となり、経済合理性がなくなると思われる。とても大きなSPVであれば別だが、そうでない場合は、おそらく経済合理性が成立しないと思っている。

- ・ アップデートや重要なことについて個別のヒアリングをして対応いただくことも考えられるが、ヒアリングする側の負担や受ける側の対応負担も考えると、原則として全投資家に対し一律に開示資料を送付する方向とすることが合理的かとは思っている。

#### ④ 投資家への情報提供（情報提供方法と実効性、資産運用状況表）

- ・ 情報提供を顧客からの問合せベースとした場合、投資先企業の状況悪化等があった場合の情報提供が遅れる可能性も考えられる。（作業負担の観点から）提供時期は少し長めにするが、能動的に提供するという方が良いと考えている。
- ・ ファンドの営業者としてやるべき義務を、明確にどこまでコミットさせるかという問題がとても難しいと考えている。

弊社もある程度コミットしたうえで実施しているところではあるが、発行者から情報を提供して貰えない場合や、こちらが頑張ったとしても情報を取れない場合も想定される。義務違反となるようなレベルで契約書に入れることは過剰ではないかと実務的に感じている。

- ・ 弊社の場合、投資家が直接株主になっているため、当然株主の権利として、発行者に問合せいただくべきという原則論がある。一方で今回のケースでは営業者がその義務を負うというところがあるため、ある程度自発的な発信自体はしていくべきだとは思っている。他方、問合せベースで全て応えようとする現実的に不可能であり、情報取得しようとしたとしても発行者が応じてくれないというようなケースは少なからずあるため、その点、営業者に配慮するような形での規定が望ましいとは考えている。
- ・ 資産運用状況表（資料4-3）に【主要な財務指標】があるが、企業、発行体にもよるがこの程度の項目でも難色を示す可能性があると考えられる。
- ・ 日本証券業協会の株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則は、そこまでの開示は求められていないと思われる。第二種金融商品取引業協会の電子申込型電子募集業務等及び電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則及びその細則は、必ずしもリンクしないが、財務情報と財務状況の提供に止めており、他の商品や類似制度の開示内容も比較検討することが考えられる。

⇒ クラウドファンディングの第一種少額電子募集取扱業務や第二種もそうであるが発行関係（の規律）であるため、セカンダリーで取引を活発にするという発想は、それらの制度にはない。その差分をどう捉えるか悩ましい。

⇒ (セカンダリー取引を活発にするという点では) NAVをどう出すのか、セカンダリー取引のときの(価格を決める)基準というものが極めて難しいと認識している。

- ・ 弊社は貸付型ファンドを取り扱っている業者である。資産運用状況表に関して、貸付型ファンドとの比較で言うと、貸付型ファンド(の情報提供)は配当総額はないが、その他はほぼ変わらない内容であり、違和感はない。

また、2期分の情報提供となっているが、貸付型ファンドの場合は、おそらく期の指定がないため、多くの業者は直近期のものを出していると思うが、2期になっていることで、そこまで手間がかかるようなものではないのではないか。

- ・ 運用資産状況表についてであるが、このSPVスキームは、基本的には未上場株であることが多いと思う。一方、ベンチャーファンドのような場合でも一部上場株を入れることができるうえ、未上場株が上場したような場合は、上場株に変わるため、発行体が開示義務を負う株式等という項目が運用資産状況表にあるのだと理解した。この点、これは積極的に上場株も入れていくということなのか。どのような理由でこの項目を設けているのか、趣旨を伺いたい。

⇒ 質問いただいた点は、未上場株が上場した場合を前提としたものである。

#### ⑤ 投資家による投資先企業ガバナンスへの関与

- ・ SPVスキームの広がりということを考えれば、慎重に検討していく必要があると思っている。

#### ⑥ ファンドの存続期間

- ・ ファンドの存続期間についてであるが、ファンドの期間を長くし過ぎると分別管理するフィーが増え、投資対象に向かう資金が減ってしまうため、本当に難しいところである。実際は、(存続期間の)延長も行っている。

⇒ ファンド存続期間を延長するとなった場合、多数決等で延長できるとする契約になると思われる。その場合、投資家から追加のコストを払っていただく必要があると思われるが、賛成しなかった投資家はどのようにするのか。また、存続期間の延長について賛成したもののコストを払わない投資家はどのようにするのか。

⇒ ファンド期間の延長に関しては、2通りの方法があると思っている。例えば、ファンド期間を5年で設定し5年分の管理費を分別管理する。期間終了後、投資

家に延長の可否を確認し、延長について一定数の同意があった場合には、投資家からのコストは取得せず延長とする提案をする。

(もう1つの方法は)延長期間分のコストを最初から取得する。例えば、ファンド期間を5年とした場合、5年経過後の最初の1年は営業者の裁量で延長できるとし、最初から6年分のコスト6%を投資家から支払ってもらい分別管理をする。もちろんその前にエグジットすれば、分別管理していたコストは全部返すこととなる。6年目以降については、例えば多数決等により投資家から延長の同意を貰い、延長となった場合、以降のコストは不要とする。

#### ⑥ 匿名組合契約の内容その他

- ・ SPVのコンセプト的に、投資先が決まっていて、そこに投資をするかどうかを募るというフレームだと思っている。後から違うところに投資をするということになると管理の工数が非常に上がり、もめ事も増えることが考えられるので、多分やらないほうが良いのではないかと考えている。
- ・ 何に投資しているか分からないSPVは投資家の不安材料となるため、匿名組合契約に投資先企業の名称はやはり記載したほうが良いと考える。経験上、日本企業では、名称を記載することに懸念を示すケースはあまりない。
- ・ 投資先企業名の名称を契約書に記載することについての不都合はないのではないかと。SPVスキームは必ずしも1社への投資というわけではなく、特定少数の企業への投資ということで複数社もあり得るということであるならば、企業名を幾つ並べるのか等の話になり得る。仮に2社、3社であれば、契約書の中に副題として並べて記載すればいいように思う。
- ・ 例えばあるベンチャーキャピタルのポートフォリオから選定した3社、4社に投資するとなった場合、プロのベンチャーキャピタルが投資しているところにSPVにより同乗できる場所があり、誰のポートフォリオに投資するのかというようなものを、名称で表現するようなこともあり得るのではないかと。
- ・ 管理報酬について、資料の「あらかじめ期間に応じた金額をSPVに留保しておく」という部分は、弊社も分別管理、別口座にしているため、そのような建付けにした方が良く思う。
- ・ SPVにおいて管理報酬がゼロというものも実は沢山あると聞いている。その場合の諸経費は、リザーブをあらかじめ置いておいて、そのリザーブの中から諸経費を出

し、余ったものは返すという形で整理をしているという話である。そういった考え方もあるのではないかと思った。

- ・ 管理報酬ゼロの話があったが、米国の場合、色々なSPVの手法があるため、そういったケースもあるが、SPVだけをやっているところで、例えばアップフロントフィーもマネジメントフィーもなく、成功報酬だけというのはどうしても難しい。

### (3) 譲渡関係

#### ① 業者としてのセカンダリー取引への関与（媒介）

- ・ PTSの該当性に関しては、ウェブサイトや電子メールを利用する場合には、多数に該当する可能性があるが、うち1名のみと相対でやり取りをする場合、多数に該当しないとの解釈も考え得るとの記載がある。この解釈もあり得ると思うが、この際の価格の決定がどのタイミングでなされるのかというのが、一つポイントかと思っている。

多数の中から1名を選定して取引を相対で行えば、多数性が解除されるという考え方かと思うが、多数を集めたところで、既に価格のロジックが確定したような場合には、多数申込みのあった中から1名を選んでいるだけのようにも思われる。1名を選定し、その投資家と価格のやり取りのようなことがなされるのであれば、PTSに該当しないというのであれば、ロジックとして成り立つのではないか。行政当局の考え方等もあるため、断定はできないが、1つの考え方ではあるかと思う。

#### ② 業者としてのセカンダリー取引への関与（買取）

- ・ 譲渡の実務をされている他の委員の意見も聞きたいが、売り手と買い手が相対で契約するのを業者が媒介で入るというのも、なかなか価格などを相手方に知られるのが嫌だという話もあるので、業者が真ん中に入って仕切りでやるケースが、どちらかという和多いのではないかと思っているがどうか。
- ・ ファンド間での譲渡と個人間での譲渡では変わるのだと思っている。異種業の範疇の規制でいうと、株主コミュニティを使わないと仲介業者は入れないのが前提としてあるので、そこは日本証券業協会の規則に基づいて価格自体は公表される。

実務上、株式の譲渡であれば、ファンド間で相対で取引することが通常だと思っており、仲介業者が現状入って何かをマッチングさせることも含めて行うことは、それほどないだろうと思っている。

ファンド持分の譲渡ではどうかという点、私の知見では、そこも相対で譲渡されることが現状で業者は入らないだろうと思っている。

業者がどのような関わり合いをするかというところで、譲渡先を探して欲しいなどの要望がないのであれば、単純に譲渡承認の問題に過ぎず、連絡が来て、それを承認するかどうかの話になると思う。それで手数料をもらうとか、ビジネスにするというモデルではないはずなので、その場合は、業規制などは関わってこないと思っている。

### ③ 業者としてのセカンダリー取引への関与（決済）

- ・ 重要なのは、業者として売買実行もサポートする、決済手段を提供する点である。譲渡するときに、全然知らない相手に銀行口座を開示するとなると抵抗がある顧客は多いと考えられる。譲渡を容易にするのであれば、業者が顧客から金銭の預託を受けて決済に入る方が売買しやすいというのはあると思う。

⇒ コメントいただいた点だが、（特定有価証券等管理行為の対象に「売買」、「売買の媒介」が含まれないため）法規制の話になってしまう。本検討会では、解説において、改正が期待されることに言及する以上の対応は難しいように考えている。

## 2. 今後のスケジュール

4月13日（月）15時「第2回 SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会」

（配付資料）

資料1 「SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会」委員名簿

資料2 「SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会」設置要綱（案）

資料3 SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会事務局資料

資料4 論点整理案（SPV スキーム持分に係るモデル契約有識者検討会）

以 上