

将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング

松尾 順介

はじめに

二〇一六年五月一六日、米国JOBS法によって定められていた、クラウドファンディングのSECルールが導入された。これは同法施行後四年以上を経過しており、長くその導入が待たれていたものである。

このSECルールにおける重要なポイントのひとつは、クラウドファンディングで発行される証券の種類が通常の普通株に限定されず、優先株や転換社債を含む、広範囲な証券が認められたことである。

報道等によると、導入初日に一七社がクラウドファンディング・プラットフォーム上で募集を開始し、様々な企業が新規制下のクラウドファンディング・プラットフォームで資金調達を行なっている。なかでも注目されるのは、スタートアップおよびシード段階の企業による転換社債、普通株式および優先株式発行などのほかに、将来株式取得略式契約(Simple Agreement for Future Equity: 以下、SAFE)といわれる資金調達方式が見られることである。このSAFEは、SEC規制導入後のクラウドファンディングにおいて、従来シード企業の有力な資金調達手段であった転換社債を上回っているとされ、注目が高まっている⁽¹⁾。

その一方、SAFEに関しては、このようなスキームをクラウドファンディングにおいて小口投資家に対して取得の勧誘を行なうことが適切でないという批判的な指摘もある⁽²⁾。実際、このスキームは、名前のように簡単なものではなく、一般投資家にとって容易に理解できるのか疑問が残る。また、スキームで提示されている条件が

適切かどうか、一般投資家には判断しがたいと思われる。

そこで本稿では、SAFEとはどのような金融スキームであるのかについて説明した上で、これがクラウドファンディングにおいて利用されることについて検討する。

1 SAFEとは

二〇一三年、Y Combinator⁽³⁾というアメリカのスタートアップ・アクセレーターが、SAFEと称される簡略な資金調達書類をリリースした。これがSAFEの端緒とされているようである。⁽⁴⁾

同社は、アーリーステージのスタートアップ企業に資金提供しており、フォーブズ誌によればアクセレーターおよびインキュベーター業界首位にランクされている。DropboxやAirbnbなども同社のポートフォリオに含まれており、設立後の投資総額は七七・八億ドルに達している。

Y Combinatorは、このSAFEについて下記のように説明している。⁽⁵⁾

まず、SAFEは多くの場合において転換社債に取って代わるものであり、転換社債の有する課題をその柔軟性によって解決するものとしている。さらに、簡略でありかつ分かりやすいことに加えて、SAFEは投資家にも資金調達者にも公正さを有しており、上位のスタートアップ投資家によって積極的な評価を得るとされる。つまり、SAFEは転換社債の進化形であり、スタートアップ投資家の間で、同じ目標を達成するためのより簡便な手法とみなされるものと期待されるという。

そこで、このSAFEの特徴として、以下の四点を挙げている。

① 転換社債と異なり、SAFEは債務証券ではない。債務証券は満期が設定されており、一定の規制に服さな

ければならず、償還不能のリスクがあるとともに、利払いも要求される。さらに、劣後特約条項の設定が必要となることもある。これらは、いずれもスタートアップ企業にとって、意図せざる負荷になる可能性がある。

② SAFEを通して投資される資金は、債務ではないため、利払いの必要性がない。これはスタートアップ企業にとって利便性が高いだけでなく、創業段階で資金の貸し手であることを望まない投資家の意図をより十分に実現するものでもある。

③ SAFEは、多数の交渉事項を必要としない、柔軟かつ単一書面の証券であるため、スタートアップ企業にとっても、投資家にとっても、弁護士費用が節約できるとともに、両者が条件交渉に費やす時間も節約できる。つまり、スタートアップ企業と投資家は、バリュエーション・キャップ (valuation cap) だけを交渉すればよい。SAFEは期間や満期を有しないので、満期の延長や金利の引き上げなどにかかる時間とコストを必要としない。

④ SAFEは、ハイ・レヅリユーション・ファンドレージングにも通じる面がある。ここでいう、ハイ・レヅリユーション・ファンドレージングとは、必ずしも明確に定義されたものではないようであるが、投資家ごとに別々の発行価格を提供するような資金調達を意味していると思われる。例えば、スタートアップ企業に投資する投資家は、他の誰が投資するかを見守り、その動向によって投資決定する傾向があり、先駆けを嫌い、自転車レースのように後ろに回りたがるとされる。そのため投資を集めるのに時間を要する、あるいは調達そのものが困難になる。そこで、より早く投資した投資家に良い条件を提供することによって、これを解決するものがハイ・レヅリユーション・ファンドレージングであるとされる。⁽⁶⁾

2 S A F E の契約

S A F E の特徴は、簡略な契約で資金調達が可能とされる点であるが、その契約は、次のような書式となっている。⁽⁷⁾ その概略は以下である。

まず、この契約書の冒頭では、あらかじめ決められた購入金額を投資家が一定の期日に支払うことによって、会社側が投資家に対して当該会社の一定の株式に対する権利を下記の条件で発行するものであることが明記されている。

次に、契約書によって、四つの様式があり、上記の文言の後、次のような差異がある。

- ① バリュエーション・キャップが明記される様式…このバリュエーション・キャップとは、投資家による払込金額の上限を意味している。⁽⁸⁾
- ② ディスカウント率が明記される様式…このディスカウント率とは、一般投資家が当該株式を購入する際の価格と比べて、S A F E 投資家が購入する際の割引率を意味している。⁽⁹⁾
- ③ バリュエーション・キャップとディスカウント率が明記される様式…この場合は両者のうち、投資家にとってより有利な条件で取得できる方を選択できるものと思われる。
- ④ バリュエーション・キャップもディスカウント率も明記されない様式…このような S A F E は、最恵国待遇 (Most Favored Nation : 以下 M F N) といわれる。つまり、このような条件で S A F E が発行された後に、一定のディスカウント率やバリュエーション・キャップを定めた S A F E が発行された場合、この S A F E に関しては、後の S A F E よりも良い条件が適用されるように条件が変更される。

第三に、イベントとして、次の四つが挙げられている。

① エクイティ・ファイナンスング…SAFEの終了までに株式発行が行なわれた場合、当該会社はSAFE投資家に対し、株式を発行することになる。ただし、その条件は上記の四様式で異なっている。

(i) バリュエーション・キャップだけが明記されている様式…(a) プレマナー・バリュエーションがバリュエーション・キャップを下回る場合もしくは両者が等しい場合、当該会社は投資家に対して、標準優先株の株価で除した購入金額相当数の標準優先株を発行する。(b) プレマナー・バリュエーションがバリュエーション・キャップを上回った場合、当該会社は投資家に対して、SAFE価格で除した購入金額相当数のSAFE優先株を発行する。

この契約書では、理解しにくいのが、バリュエーション・キャップを一〇〇万ドルとし、この契約によって発行される優先株(SAFE優先株)の株価一〇〇ドル、株数一万株と仮定する。この場合、投資家はSAFEを契約する際に一〇〇万ドルをすでに支払っており、この一〇〇万ドルがここでいう購入金額である。その後、当該会社が標準優先株を発行することになり、その際の公募価格が五〇ドルと決定された場合(a)、プレマナー・バリュエーションは五〇万ドルとなる。この場合、SAFE投資家はSAFE価格の一〇〇ドルではなく、標準優先株の五〇ドルで購入金額の一〇〇ドルを除した株数、二万株を取得することができるが、公募価格と同条件であるため、SAFE投資家にとってのプレミアムは得られない。逆に、公募価格が二〇〇ドルと決定された場合(b)、SAFE契約がなければ、一〇〇万ドルの投資金額では五〇〇〇株しか取得できないが、SAFE投資家には、SAFE価格の一〇〇ドルで取得できるため一万株が取得でき、五〇%のディスカウントが享受できる。なお、後述するように、標準優先株とSAFE優先株には、権利内容などには全く差異はなく、SAFEによって発行されるかどうかの違いである。

(ii) デイスクウント率だけが明記されている様式…そのデイスクウント率に応じた価格でS A F E優先株が発行される。

(iii) バリュエーション・キャップとデイスクウント率が明記されている様式…投資家に対して、転換価格で除した購入金額に相当するS A F E優先株が発行される。

(iv) バリュエーション・キャップもデイスクウント率も明記されていない様式…当該会社は、優先株式の株価で除した購入金額に相当する、エクイティ・ファイナンスングで売り出された優先株数を投資家に発行する。

② リキデイティ・イベント…期間満了までに支配権の変更やI P Oなどが生じた場合、投資家は購入金額に相当する金銭の支払いを受けるか、あるいは当該会社から購入金額に相当する普通株を受ける。その際、株式数はリキデイティ価格によって除された数となる。

③ 解散事案…終了までに解散となった場合、当該事案の直前または同時点で当該会社は購入金額相当を投資家に支払うことになる。購入金額は、当該会社資産の清算前に、それに優先して株主に支払われる。もし解散の確定直前に、投資家および他のS A F E投資家（これらを「解散投資家」とする）に対して法的に分配が確定した当該会社資産が、当該会社役員の誠実な決定により解散投資家に対してそれぞれの購入金額に応じて支払うに十分な場合、法的に分配可能な当該会社の全資産は、優先順位かつプロラタによって、解散投資家に対して、その保有可能株数に応じて分配される。

④ 終了…この契約は、(i) 契約事項に則した投資家への株式の発行、または(ii) 契約事項に則した投資家への支払いおよび支払い準備により完了する。

3 S A F E における用語

S A F E の契約書では、用語について定義されている^⑩。以下、これらの用語についてみてみよう。

① キャピタル・ストック…当該会社の株式を指し、無制限に普通株と優先株を含む。

② 支配権の変更…(i) 個人またはグループが所有者となり、直接または間接的に当該会社議決権付き株式の五〇%超を保有し、当該会社取締役の選任権を有するような一連の取引、(ii) 当該会社の事業再編、合併および事業統合、さらに当該会社議決権付き株式の所有者がその取引の直前または直後に、過半数を上回る議決権付き株式を保有するような取引、(iii) 当該会社資産の全部または実質的に全部の売却または処分。

③ 企業時価総額…(i) 全発行済企業株式、確定および未確定のオプション、ワラント、転換権付き証券の残高を含むが、当該契約および他の S A F E や転換社債は含まないもの、エクイティ・ファイナシング直前の合計、および (ii) 当該会社の株式インセンティブ・プラン等によって将来的に交付される全普通株式およびエクイティ・ファイナシングに付随して設定または追加される株式インセンティブ・プラン等、の合計。

④ 分配…企業株式の保有者に対する現金またはその他財産の譲渡であり、それが配当であるか、その他の手段であるかは問わない。そのほか普通株の配当、当該会社による現金または現物財産による自社株の買戻しを含む。さらに、買戻しには当該会社役員等によって保有されている普通株の買戻し、または全株主との紛争の決着に関連する株式の買戻しを含む。

⑤ 解散事案…事業の自発的廃業、自発的または非自発的な当該会社債権者利益のための全面的資産譲渡、その他解散、廃業、撤退(ただし、リキデーション・イベントを除く)。

⑥ エクイティ・ファイナシング…資金調達を主たる目的とした取引ないし一連の取引で、当該会社はあらか

じめ決められた価格（バリユエーション）で優先株の発行または売付を行なう。

⑦ IPO・・当該会社の最初のファーム・コミットメントであり、普通株の最初の公募引受によるものである。証券法により届出書が提出される。

⑧ リキデイティ・キャピタライゼーション・・リキデイティ・イベント直前の時点における当該会社株式数（転換分を含む）、ただし確定および未確定のオプション、ワラント、転換権付き証券の残高を含むが、将来の株式インセンティブ・プラン等によって交付される普通株式、当該契約および他のSAFEや転換社債は含まない。

⑨ リキデイティ・イベント・・支配権の変更やIPOを指す。

⑩ リキデイティ価格・・様式一と三の場合は、リキデイティ・キャピタライゼーションによって除されたバリユエーション・キャップに相当する株価、様式二の場合は、リキデイティ・イベント時点の普通株の公正な時価であり、当該リキデイティ・イベントに関連して支払われる購入価格によって決定されるものであり、ディスカウント率を乗じた価格。

⑪ プロラタ・ライツ契約・・当該会社と投資家（SAFE保有者）との間の契約で、エクイティ・ファイナシング後、当該会社による投資家へのプロラタでの証券の割当分を購入する権利が投資家に付与される。

⑫ SAFE・・将来株式を取得する権利を含む契約であり、当該会社の事業運営に対して資金提供する目的で投資家によって購入される。

⑬ SAFE優先株・・エクイティ・ファイナシングによって投資家に発行される優先株であり、通常の優先株と同一の権利、特権、優先順位および制約を有している。

- ⑭ S A F E 価格…当該会社の時価総額によって除されたバリュエーション・キャップに相当する株価。
- ⑮ 標準優先株…エクイティ・ファイナンスिंगの最初の契約締結に関連して、当該会社に新規投資する投資家向けに発行された優先株。
- ⑯ 二次転換証券…これは様式四だけの用語であり、当該会社が資金調達目的でこの契約を発行後に発行される転換証券。他の S A F E だけでなく、転換社債や転換証券を含む。ただし、当該会社のエクイティ・インセンティブ・プランのために発行されるオプション、銀行などの金融機関または納入業者、サービスパロバイダーなどに向けて発行された転換証券、技術契約、マーケティングなどに関連して発行された転換証券は除外される。
- ⑰ 「最恵国待遇」条項…もし本契約終了前に当該会社が二次転換証券を発行した場合、当該会社は投資家に対して書面通知を送るとともに、二次転換証券に関連したすべての文書、および投資家の要請に応じて、その要請が合理的である限り二次転換証券に関する追加情報を提供する。二次転換証券の条件が当該契約の条件より有利であると投資家が判断した場合、その旨を当該会社に通知する。その通知の受領後、直ちに当該会社は当該契約を二次転換証券と同等のものに修正ないし書き換えることに同意する。
- また、契約書では企業側に関する事項が明記されている。ここでは、下記の点について明記されている。
- ① 当該会社は、州会社法のもとに適切に組織され、法的に実在し、適切に設立されるとともに、その財産に対して所有、賃貸、運営に関する権限を有し、現在稼働中の事業を経営している。
- ② 当該会社による本契約の遂行は、当該会社の権限の範囲内であり、株式が発行されるべきときにとられる行為に関する以外、それは当該会社の一部に関するすべての必要な行為によって正当化されている。本契約は、

当該会社にとって法的に有効かつ守られるべき義務であり、条件の範囲内で当該会社に対して強制的なものである。ただし、倒産、支払い不能、その他債権者の権利に関する一般的な法的手続きがなされた場合はこの限りではない。

③ 本契約によって想定される取引の履行は、当該会社に適用される重要判例、法規、規則などに違反しない。また、当該会社が関係する契約の繰り上げにつながるものではない。さらに、当該会社の資産や収入に対する担保権設定や当該会社およびその事業に適用される許諾やライセンスの中止や喪失などにつながるものではない。

④ 本契約の履行に関しては、合意もしくは承認を要しない。さらに、当該会社の許可、証券法上の申請、本契約に基づいて発行可能な株式の認可のために必要な同意についても同様である。

⑤ 当該会社は、その事業に必要な、すべての特許、商標、商号、著作権などの知的財産権を売却する、十分な法的権利を有している。その際、他者との争いや権利上の違反は発生しない。

さらに、投資家側に関する事項が明記されている。ここでは、下記の点について明記されている。

① 投資家は、本契約を実行するとともに、その義務を履行するための法的能力、権限を有している。本契約は、投資家の有効かつ堅実な義務を構成しており、その条件に則して履行されるものである。ただし、倒産、支払い不能、その他債権者の権利に関する一般的な法的手続きがなされた場合はこの限りではない。

② 投資家は、証券法のレギュレーションDの規則五〇一に定められた、適格投資家であり、本契約およびそれに関する証券が証券法および州証券法に登録されないことについて助言を受けており、証券法および州証券法のもとで登録されない場合、あるいはそれらの登録要件の免除が適用されない場合、転売ができないことにつ

いても同様である。投資家は本契約および証券を購入する。それは、ノミニーや代理人によってではなく自己の計算によるものである。投資家は金融や事業に関する知識と経験を有し、この種の投資に関するメリットとリスクについての価値評価の能力とともに、自身の財政状況を悪化させることなく、投資損失を負担する能力も有している。さらに、無期限で投資の経済的リスクを負担する能力も有している。

まとめ

このようなスキームをクラウドファンディングにおいて、一般の投資家を対象として募集することについて疑問が残る。その理由は以下である。

第一に、そもそもこの契約は、シンプルという名目であるものの、一般投資家がどの程度理解できるのか疑問である。特に、このスキームでは、契約後、エクイティファイナシング等のイベントが生じなかった場合、投資家はいつまでもリターンが得られないというリスクも存在するが、そのようなリスクについて、一般の投資家が十分に理解できるかどうか懸念が残る。¹¹⁾

第二に、バリユエーション・キャップやディスカウント率の設定に、妥当性があるのかどうか、一般投資家は判断するのは難しい。したがって、その妥当性を担保する仕組みが必要と思われるが、その点十分と言えるかどうか、疑問が残る。

第三に、極度に発行体寄りの条件設定が意図的に行なわれる場合や、本契約の前提となっているエクイティ・ファイナンスが行なわれない場合など、詐欺的行為の可能性をどのようにして排除するのか、その点についても疑問が残る。

したがって、このようなスキームの金融商品をクラウドファンディングで募集するのは適切でないとする意見には根拠があると思われる。ただし、この点についてのより立ち入った検討については、別稿を期したい。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、梅本剛正氏(甲南大学法科大学院) および大杉謙一氏(中央大学法科大学院) から多大なご教示を賜りました。深謝申し上げます。

注

- (1) CROWDFUND INSIDER, "SAFEs: The Investment Vehicle of Choice for Reg CF Issuers?" <http://www.crowdfundinsider.com/2016/06/86528-sales-the-investment-vehicle-of-choice-for-reg-cf-issuers/>
- (2) ノーソール・ジョーシ、Joseph M. Green and John F. Coyle, "Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE"と題する論文がある。この論文は、SAFEが初期段階の企業の資金調達において無用であると主張するのではなく、クラウドファンディングでない場合には、それは初期段階の企業にとって有用な資金調達手段であり得るが、小口投資家を対象とするクラウドファンディングの資金調達チャネルにおいては、適切な資金調達チャネルとは言えないとし、これをクラウドファンディング・プラットフォームの項目から除外することを主張している。
- (3) 同社については、ランダル・ストロス『Yコンビネーターシリコンバレー最強のスタートアップ養成スクール』(滑川海彦訳)、二〇一三年、日経BP社、などで紹介されている。
- (4) 前掲注(1)に同じ。
- (5) Y Combinator, "Startup Documents", February 2016 <http://www.ycombinator.com/documents/>

- (6) ハイ・レゾリューション・ファンドレーシングについては、Y Combinator, "High Resolution Fundraising", <http://www.paulgraham.com/hiresfund.html> 参照。ただし、クラウドファンディングにおいて、このように投資家ごとに条件を変えて、金融商品の取得の勧誘を行なうことが認められるかどうか、疑問の余地がある。
- (7) 書式のひな型については、同社HP掲載の以下の書式を参照。 http://www.ycombinator.com/docs/SAFE_Caprtf
- (8) 1000 Angels, "WHAT IS A VALUATION CAP?", <http://blog.1000angels.com/what-is-a-valuation-cap>
- (9) SPITZ LAW, "SAFE-A new Financing Tool for Startups", <http://www.spitzbusinesslaw.com/blog/safe-a-new-financing-tool-for-startups/>
- (10) SAFEにおいては、バリユエーション・キャップは重要な用語であるが、ここではこれについての定義が示されていない。その理由は、このようなスキームにおいては、この用語が自明であるためとも推測されるが、その理由は明らかではない。
- (11) この指摘については、竹内・小川(二〇一五)、四二ページ、参照。

参考文献

- ・竹内信紀・小川周哉「初期ラウンドにおける資金調達の実務と課題」『商事法務』N.〇、二〇八七、二〇一五年二月一五日、三七～四七ページ。
- ・Green, Joseph M., and John F. Coyle. 2016. "Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE." *Virginia Law Review* Vol. 102: 168-182

(まじお じゅんすけ・客員研究員)