

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
梅 本 剛 正

要 旨

本稿は、米国で開発されたベンチャー・ファイナンス・スキームである、将来株式取得略式契約スキーム (Simple Agreement for Future Equity : SAFE) について紹介した上で、このスキームがクラウドファンディング・プラットフォームで投資勧誘されていることについて、その是非について検討するものである。

まず、将来株式取得略式契約スキーム (SAFE) とは、2013年、アメリカのスタートアップ・アクセレーター、Y Combinator が開発した、簡略な資金調達契約であり、あらかじめ決められた購入金額を投資家が支払うことによって、会社側が当該投資家に対して当該会社の一定の株式に対する権利を一定の条件で発行するものである。この契約では、バリュエーション・キャップないしディスカウント率が設定されており、この契約を取り交わした投資家は、一般投資家よりも有利な条件で当該会社の株式を取得することが可能となる。このスキームは、転換社債と類似しているが、転換社債があくまでも負債であるのに対して、この契約は負債ではないため、利払いや満期は設定されない。また、簡略な契約書のひな形が用意されているため、投資家と発行会社の間で煩瑣な契約交渉も不要である。これは、シリコンバレーの投資環境に適したスキームといえるが、その契約内容は一般の投資家にとって容易に理解できるかどうか疑問である。

2016年5月16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。このルールの特徴のひとつは、クラウドファンディングで投資勧誘される証券の種類が通常の普通株に限定されず、優先株や転換社債などを含む、広範囲な証券が認められたことである。その結果、同ルール施行後、クラウドファンディング・プラットフォーム上で、SAFE の投資勧誘が多数みられるようになった。

クラウドファンディングの特徴は、小口の資金をインターネットを通じて、不特定多数の一般投資家から調達する点にあり、その投資家は必ずしもソフィス

チケットされた投資家ではない。したがって、上記のようなシリコンバレーの投資環境に適した投資スキームを一般の投資家向けに勧誘することの是非が問われることになる。

実際、クラウドファンディングによって、SAFEに投資勧誘することは不適とする主張も見られる。本稿では、このような主張を紹介しつつ、その当否を検討する。さらに、わが国のクラウドファンディング・プラットフォームでは、今のところSAFEのようなスキームが投資勧誘されている事態は見られないが、わが国の投資型クラウドファンディング規制が、このスキームを排除するものではないことも指摘する。

目 次

はじめに

- I. SAFEとは
- II. SAFEの契約内容
- III. SAFEの用語
- IV. SAFEの数値例

V. クラウドSAFEの実例

VI. SAFEを選択するクラウドファンディングの類型と問題点

VII. クラウドSAFEに対する解決策
まとめ

はじめに

2016年5月16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4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、優先株や転換社債などを含む、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17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、このスキームがクラウドファンディングにおいてどのように使われているのかを概観し、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の是非について検討する。その際、SAFEをクラウドファンディングから除外すべきと主張する、Joseph M. Green and John F. Coyleの論文、“Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE.” (2016)は重要な論点を含み、示唆に富んでいる。したがって、同論文の主張を紹介し、その主張に即しながら、このスキームをクラウドファンディングで一般投資家を対象に募集することの是非について検討する。

I. SAFEとは

2013年、Y Combinator³⁾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77.8億ドルに達している。

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も有しており、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ているとされる。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4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。

②SAFE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。

③SAFE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。

④SAFEは、ハイ・レゾリューション・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・レゾリューション・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がたるとされる。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、これを解決するのがハイ・レゾリューション・ファンドレージングであるとされる⁶⁾。

II. SAFE の契約内容

SAFE 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、4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、SAFE 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。

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SAFEは、最恵国待遇 (Most Favored Nation : 以下MFN) といわれる。つまり、このような条件でSAFE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SAFEが発行された場合、このSAFEに関しては、後のSAFE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4つが挙げられている。

①エクイティ・ファイナンス：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4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100万ドルとし、この契約によって発行される優先株 (SAFE優先株) の株価100ドル、株数1万株と仮定する。この場合、投資家はSAFEを契約する際に100万ドルをすでに支払っており、この100万ドル

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50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50万ドルとなる。この場合、SAFE 投資家はSAFE 価格の100ドルではなく、標準優先株の50ドルで購入金額の100万ドルを除いた株数、2万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200ドルと決定された場合(b)、SAFE 契約がなければ、100万ドルの投資金額では5000株しか取得できないが、SAFE 投資家には、SAFE 価格の100ドルで取得できるため1万株が取得でき、50%のディスカウントが享受できる。なお、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)ディスカウント率だけが明記されている様式：そのディスカウント率に応じた価格でSAFE 優先株が発行される。

(iii)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SAFE 優先株が発行される。

(iv)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・ファイナンスで売り出された優先株数を投資家に発行する。

②リキディティ・イベント：期間満了までに支配権の変更やIPO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、株式数はリキディ

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SAFE 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いするに十分でない場合、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。

Ⅲ. SAFE の用語

SAFE 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直接または間接的に当該会社議決権付き株式の50%超の実質上の所有者となり、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。

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

③企業時価総額：(i)自己株式を控除した発行済み株式数の資本金額であり、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SAFEや転換社債は含まないものの、エクイティ・ファイナンス直前の合計、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・ファイナンス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：企業株式の所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・ファイナンス：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（バリュエーション）で優先株の発行または売付を行なう。

⑦IPO：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リキディティ・キャピタライゼーション：リキディティ・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リキディティ・イベント：支配権の変更やIPOを指す。

⑩リキディティ価格：様式1と3の場合は、リキディティ・キャピタライゼーションによって除かれたバリュエーション・キャップに相当する株価、様式2の場合は、リキディティ・イベント時点の普通株の公正な時価であり、当該リキディティ・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者であり、ディスカウント率を乗じた価格。

⑪プロラタ・ライセンス契約：当該会社と投資家（SAFE保有者）との間の契約で、エクイティ・ファイナンス後、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。

⑫SAFE：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。

⑬SAFE優先株：エクイティ・ファイナンス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。

⑭SAFE価格：当該会社の時価総額によって除か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・ファイナンスの最初の契約締結に関連して、当該会社の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4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SAFE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、サービスプ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501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。

IV. SAFE の数値例

SAFE の特徴は、新株予約権に類似した権利であるが、契約段階で新株の購入金額を払い込む点が大きく異なっている。さらに、この契約では、バリュエーション・キャップが設定されており、当該会社が新株を発行する際、SAFE 契約者は、バリュエーション・キャップ相当額の新株を取得できる点がポイントである。SAFE にとって最も重要な契約上の要点は、このバリュエーション・キャップであり、これが設定されていることは、当該企業価値が上昇しても、一定額を上限とした企業価値を基準に新株を取得できることを意味している。

Y Combinator の HP では、いくつかの数値

例が挙げられ、SAFE 購入者の利得が解説されている。以下、バリュエーション・キャップの例とディスカウント率の例を紹介する。

1. バリュエーション・キャップの例

投資家が SAFE を 100,000 ドルで購入し、バリュエーション・キャップが 500 万 5,000,000 ドルの場合である。当該会社は、プレマネーバリュエーションが 10,000,000 ドル時点で投資家と交渉し、1,000,000 ドル相当の A 種優先株を発行する。新株発行直前の同社の最大希薄化分の株式は、このファイナンスに関連した 1,000,000 株のオプション分の株式数を含め、11,000,000 株である。ここでプレマネーバリュエーションは、新株発行直前の企業価値を指している。

この場合、同社は A 種優先株を新規の投資家に 1 株 0.909 ドルで、1,100,110 株発行する。同社は、SAFE 投資家に対して、A 1 種優先株を 1 株 0.4545 ドルで、220,022 株発行する。ここでの株価 0.909 ドルは、プレマネーバリュエーション 10,000,000 ドルに対して、最大希薄化分の株式数 11,000,000 であるため、前者をこの株数で除したものである¹¹⁾。他方、SAFE 投資家は、バリュエーション・キャップが 5,000,000 ドルであるため、これを 11,000,000 株で除した

図表 1

	標準優先株	SAFE 優先株
1 株当たりのリキデーション・プリファレンス	0.90 ドル	0.4545 ドル
総払込額	1,000,000 ドル	100,000 ドル
A 種優先株発行時の転換価格および発行価格	0.90 ドル (IPO の際に普通株 1,100,110 株に転換)	0.4545 ドル (IPO の際に普通株 220,022 株に転換)
1 株当たり配当率 (8% と仮定)	0.072 ドル	0.036 ドル

[出所] Y Combinator, "SAFE PRIMER," <http://www.ycombinator.com/documents/>

株価、0.4545ドルで優先株を取得できることになる。この株価でSAFE保有者があらかじめ支払い済みの100,000ドルで、A1種優先株を取得すると、その株数は220,022株となる(100,000ドル÷0.4545ドル)。なお、ここでA種優先株は、標準優先株と同じであり、A1種優先株は、SAFE優先株を意味している。両者の相違は以下のようにまとめられる。

2. ディスカウント率を設定する例

投資家がSAFEを100,000ドルで購入し、そのバリュエーション・キャップが7,000,000ドル、ディスカウント率が85% (15%の割引) の場合である。

同社は、新規の投資家にA種優先株1,000,000ドル分を発行するとする。なお、その際のプレミアムバリュエーションは、10,000,000ドルであり、同社の最大希薄化株数は、オプション分1000,000株を含めて、11,000,000株とする。

この場合、同社は新規の投資家にA種優先株1,100,110株を発行することになる。つまり、1株の価値は、10,000,000ドル÷11,000,000株=0.909ドルであるため、株数は、1,000,000ドル÷0.909ドル=1,100,110株となる。

この場合、SAFE投資家には、二つの選択肢がある。一つはバリュエーション・キャップをもとに権利行使するという選択肢であり、もう一つはディスカウント率をもとに権利行使するという選択肢である。

前者の場合、SAFE投資家は、0.7272ドル(8,000,000ドル÷11,000,000株)で、株式を取得できるが、後者の場合、1株0.77265ドル(0.909×0.85)となる。したがって、SAFE投資家は、前者を選択する方が有利である。

V. クラウドSAFEの実例

クラウドファンディングで投資勧誘されるSAFEは、クラウドSAFEと呼ばれるようであるが、実際にクラウドファンディングのプラットフォーム上で、どのようなプロジェクトがSAFEによって資金調達を試みているのかを見てみよう。

株式型クラウドファンディングの代表的なサイトである、WEFUNDERのホームページを見ると、そのトップページに募集中のプロジェクトが12件掲載されている¹²⁾。そのうちの5件がSAFEである。以下、これらの具体例を紹介しよう。

1. Neurohacker Collective

同社は、医薬品関連事業であり、資金調達目標額は、250,000~1,070,000ドルである。

同社のSAFEに関しては、バリュエーション・キャップ：20,000,000ドルおよびディスカウント率：20%となっている。また、投資家特典として、500ドル以上の場合、同社製品のクーポン券、1000ドル以上の場合、同社製品の会員権と特製Tシャツなどが付されている。さらに、特筆すべき点として、2016年4月創業以降の総売上：2,469,930ドル、2017年第2四半期の収入：1,000,000ドル以上、製品市場の適合性、顧客数：20,000名などが挙げられている。

2. Recoup Fitness

同社は、健康関連事業であり、資金調達目標額は、50,000~1,070,000ドルである。

同社のSAFEに関しては、バリュエーション

ン・キャップ：5,000,000ドルおよびディスカウント率：20%となっている。ただし、早期申込者に対する特典 (EARLY BIRD BONUS) として、最初の400,000ドルまでの投資家には、バリュエーション・キャップ：4,000,000 およびディカウント率：20%という優遇条件を付している。また、投資家特典として、100ドル以上の場合、同社製品が提供される。さらに、特筆すべき点として、同社製品がテレビのドキュメンタリーで特集され、NHL, NBA, NFL, MLB のチームによって公式採用されていること、リハビリ市場が300億ドル市場に達していること、2017年第1四半期の売上が前年のそれを上回ったこと、全米だけで6000万人以上のランナーがいること、1割のアメリカ人が足底筋膜炎を患っていること、などを挙げている。

3. Scrap Connection

同社は、リサイクル品プラットフォーム提供事業であり、資金調達目標額は、50,000～1,070,000ドルである。同社のSAFEに関しては、バリュエーション・キャップ：4,500,000ドルおよびディスカウント率：15%となっている。また、投資家特典として、1000ドル以上の場合、同社事業開発への参加権が付与され、2500ドル以上の場合、それに加えて、特製Tシャツなどのノベルティが付与される。さらに、特筆すべき点として、へのスクラップ市場は飛躍的に拡大し、2500億ドル規模に達していること、スクラップ事業者の潜在的価値は年間2億ドルであること、直近2年間で1000社が新規参入したこと、金属製スクラップは1000万ドル以上の売上に達していること、Startup Bootcamp Amsterdam 2012では最初の選抜者

として選ばれたこと、などを挙げている。

4. Oodles Corporation

同社は、携帯アプリの開発事業であり、資金調達目標額は、107,000ドルである。同社のSAFEに関しては、バリュエーション・キャップ：2,500,000ドルとなっている。ただし、ディスカウント率は設定されていない。また、投資家特典として、250ドル以上の場合、創業者からの手書きのサイン入り礼状、500ドル以上の場合、それに加えて特製Tシャツが付与される。さらに、特筆すべき点として、同社事業の基礎となる特許申請に成功したこと、多種多様な食品、映画、イベント提供事業者との契約、同社アプリのiOS版の投入などを挙げている。

5. Native American Natural Foods

同社は、食品事業であり、資金調達目標額は、100,000～1,070,000ドルである。同社のSAFEに関しては、バリュエーション・キャップ：8,000,000ドルとなっている。ただし、ディスカウント率は設定されておらず、早期申込者に対する特典として、最初の200,000ドルまでの投資家には、同社製品を提供するという優遇条件を付している。また、投資家特典として、100ドル以上の場合、同社製品、250ドル以上の場合、投資の証明書が贈られる。さらに、特筆すべき点として、2016年の総収入が3,502,447ドルであったこと、全米50州の6500か所以上で販売したこと、過去5年間の平均成長率は42.5%であること、粗利益率は30%超であること、2011年のSocial Venture Network Innovation Awardを受賞したこと、などを挙げている。

上記の例から、以下の点が指摘できる。

- ①バリュエーション・キャップとディスカウント率の両方を設定している場合と一方だけの場合があり、Y Combinatorの標準契約書が使われている。なお、ディスカウント率は、15～20%程度が標準的な水準であると推測できる。
- ②SAFEのスキームに関する詳しい説明はなされておらず、上記のバリュエーション・キャップやディスカウント率だけが明示されている。このことは、SAFEのスキームについての理解が自明の前提とされているように思われる。
- ③当該企業の成長シナリオがアピールされているが、そのシナリオは必ずしも明確に裏付けられたものではない。
- ④当該企業の出資者のプロフィールや投資動機などが掲載されており、このことはクラウドファンディングの投資家が、企業の事業内容や財務情報だけでなく、どのような出資者が先行投資しているかを投資の判断材料にしていることを示唆するものと思われる。
- ⑤早期申込者への特典を設定している場合が少なくない。これは、前述のように一種のハイ・レゾリューション・ファンドレージングの一例であると考えられる。
- ⑥すべてのプロジェクトも投資家特典を用意していることも興味深い点である。時に、この投資家特典には、特製Tシャツなどが含まれており、このことは投資家が価値観を共有しており、一種のコミュニティを形成していることを示唆するものと思われる。

VI. SAFEを選択するクラウドファンディングの種類と問題点

Green & Coyle [2016]によると、2016年8月にクラウドファンディングによって資金調達した96の発行体のうち、30の発行体は、転換社債やSAFEなどの転換証券を選択し、その90%はSAFEであったという。

まず、この論文では、これらSAFEを利用した発行体を二つの類型に分け、これらの発行体の中には、クラウドファンディングの投資家にとって不適切な発行体が含まれることを指摘している。その二つの類型とは、①ビジネスモデルと成長軌道を確立している技術系スタートアップ企業で、潜在的にベンチャー・キャピタル投資を誘引できるものと、②ビジネスモデルを有するものの非技術系スタートアップで、ベンチャー・キャピタル投資を誘引しにくいもの、である。

前者については、クラウドファンディングでSAFEを利用する多くの技術系スタートアップは、技術系のハブであるサンフランシスコ・ベイエリア、ボストン、南カリフォルニアで創業しており、そこはY Combinatorの影響力が強い地域である。これらの企業にとって、クラウドファンディングでのSAFEの利用は、深刻な問題を引き起こす可能性は低いという。その理由は、SAFEというスキームがこのタイプの企業への投資を目的として設計されているからである。つまり、技術系スタートアップは、ベンチャー・キャピタルからの資金調達に成功するか、失敗するかはわからない。逆に、問題となる場合として、同論文は、次のようなケースを指摘している。まず、技術系スタートアップであ

り、かつビジネスモデルを有しているクラウドファンディングの資金調達者の中には、ベンチャー・キャピタリストにとって魅力的に見えるかもしれないが、典型的な技術系スタートアップに比べると、将来的にはベンチャー・キャピタルからの資金調達の可能性が低いものが含まれている。また、クラウドファンディングを利用すると、資金調達者に対する追加的費用や開示義務が課せられるため、通常の資金調達手段を有するスタートアップ企業は、クラウドファンディングの資金調達を嫌がる傾向にあり、その結果、資金調達手段としてクラウドファンディングを選択するスタートアップ企業は、他の選択肢がないためにクラウドファンディングを選択している場合がある。さらに、SAFEを利用するスタートアップの中には、技術系のハブに拠点を置いていないものもあり、それらの企業は、既存のエンジェルやベンチャー・キャピタルのネットワークから外れているために、クラウドファンディングを利用している可能性もあるとしている。

上記のようなケースは、SAFEがこれらの投資にとって不適切な手法であることを示していると指摘している。SAFEは、発行体がベンチャー・キャピタルから将来的に資金調達するか、そうでない場合はハイテク・ベンチャーに支援されたスタートアップの従来型の経路をたどるという予想の上に成り立っているからである。

後者の類型に含まれるのは、非技術系のスタートアップである。これらは、ビジネスモデルを確立し、成長軌道に乗っている技術系スタートアップとは大きく異なっているとされる。その結果、これらの企業は、ベンチャー・キャピタルの投資対象の候補にはなりにくく、

創業者のライフスタイルビジネス¹³⁾として進化し、創業者に対して適正な給与と利益配当するか、あるいは負債に依存し、その利益を再投資するような企業になるか、いずれかの可能性が高い。したがって、これらの企業は、たとえ成功しても追加的な株式発行や買収、IPOの可能性はなく、SAFE取得者はその投資収益を受け取る方法がない。SAFEは、このような企業に投資する手段として設計されているのではないという。

ここで再度確認すべきは、SAFE取得者が投資収益を得るのは、以下の3つのパターンであるという点である。

①転換後のリキディティ・イベント：当該企業がSAFEによる資金調達後、株式を有償で発行し、その際SAFEはディスカウントまたはバリュエーション・キャップに基づいて株式に転換される。転換後、当該企業は買収される、または上場する。これによって、元のSAFE取得者は、ベンチャー・キャピタルのような他の投資家同様に、リキディティ・イベントで利益を享受できる。

②転換前のリキディティ・イベント：当該企業が株式の有償発行を行なう前に買収された場合（この場合SAFEはまだ株式に転換されていない状態である）、SAFE取得者は、(a)SAFEを株式に転換し、株主間のプロラタで買収金額の配分を受け取るか、(b)投資元本を返金してもらう（ただし、事前交渉によって1.5倍～2倍の利益を上乗せする）か、いずれかである。

③解散イベント：当該企業が廃業し、株式の有償発行前に清算することになった場合、SAFE取得者は、その投資金額に応じて、残余財産を分配される。

上記の3パターンから明らかなように、企業

が追加的に有償増資を行わず、買収されることも、公開することもないようなシナリオは、ベンチャー・キャピタルに支援された技術系スタートアップ企業では、ほとんど利益をもたらさないため、想定外とされる。しかし、クラウドファンディングでの資金調達には、技術系スタートアップ企業だけに限定されるわけではない。逆に、非技術系企業がクラウドファンディングを利用して、SAFEによって資金調達することも考えられる。そのような企業は、調達した資金を製品やサービスに投資し、追加的な資本を必要とする前に、キャッシュフローを生み出し、そのキャッシュフローを使って、銀行融資を受け取り、その収益を企業成長のために再投資する。この場合、当該企業はオーナー（創業者）に対して、適切な利益分配を行なうに足る、十分な利益を得るとともに、非技術系スタートアップ企業や小規模企業にとって、極めて一般的な経路をたどり、追加的な有償増資や買収の必要もないままの状態が永続する。この場合、SAFE取得者は、それを保有したまま、金利も配当もなく、なんらの投資収益も得られない。このような状態を、Green & Coyle [2016] は、「配当問題」と称している。

次に、同論文は、SAFEのスキーム上の問題点を指摘している。つまり、資金調達の際の転換は、発行会社が正規の優先株の発行によって、プレマネーバリュエーションに基づいて資金調達を行なった場合に限られ、発行会社が普通株を発行する場合は、転換されないことを指摘している。しかし、SAFEでは、しばしばこの筋書き通りになることがあるという。その理由は、次の資金調達が従来型のベンチャー・キャピタル投資であり、その典型は優先株で組成されると想定されるからである。しかし、技

術系であれ、非技術系であれ、次の株主資本をベンチャー・キャピタル以外から調達する、クラウドファンディングの発行体は、優先株ではなく、普通株の発行を選択する可能性がある。この場合、クラウドファンディングでSAFEを取得した者は、そのままの状態でも、企業が買収されるまで取り残される。企業は上限なく普通株で株主資本を調達でき、SAFEの転換トリガーを引くことやSAFE取得者に配当を支払うことなしに、投資家と創業者に配当によって利益を分配できる。

さらに、クラウドファンディングでの資金調達企業が成功しても、SAFE取得者がアップサイドの収益を分配されないような条項が盛り込まれている場合もある。すなわち、発行体は、転換イベント以前の任意の時点で、非適格投資家の保有するSAFEを、発行会社選定の独立査定者による公正な市場価値で買戻すことができるという条項である。このことは、大きなリスクを負担している当該投資家（シード段階のクラウドファンディングの投資家）が、成功した企業からSAFEによるリターンを得られないことを意味している。それ以外にも、たとえ株式転換しても、SAFEは無議決権の優先株に転換されるため、クラウドファンディングの投資家は、特別な権利についての交渉権を有する創業者やソフィスティケートされた投資家に比べて、劣後的な立場に置かれることになる場合もある。

この論文では、さまざまなプラットフォーム上でクラウドSAFEの投資勧誘が行なわれていることを指摘している。また、このクラウドSAFEは、Y Combinatorのスキームを基本としているものの、さまざまな変更が行われ、少なくとも100万ドルを調達したとしている。

他方、企業がリキディティ・イベント（概ね企業売却）まで転換を延期できるが、投資家にはいつ転換しても同等の経済的利益（同じ転換価格）を付与するという特徴をSAFEに新たに付与する事例もあるという。実際、クラウドSAFEの場合、発行体はSAFEの転換トリガーを引かずに、何らかの株主資本の調達が可能であるだけでなく、IPOや企業売却というまでもなく、配当による利益配分シナリオについても、株主に対する説明を回避することが可能である。

Ⅶ. クラウドSAFEに対する解決策

同論文は、上記のようなSAFEの特徴を踏まえて、このスキームをクラウドファンディング・プラットフォームで投資家を勧誘することの是非を論じている。

まず、同論文では、SECの使命を資本形成の促進と投資家保護とした上で、規制上のクラウドファンディングに対して資本形成上、強く投資家保護を要請する一方、クラウドファンディングの資金調達者の利用可能な証券種類については、レッセフェール・アプローチを採用したとしている。また、個人の年間投資上限規制や不正スキームによる資金調達の事前審査といった、クラウドファンディングの様々な面に関して、SECはファンディング・ポータルに大きく依存することを選択し、非適格投資家に対しては、クラウドファンディングが可能な限り安全に運用されるよう企図しているという。したがって、SECが許可する証券のリストの制限を撤廃した際、SECとしては、ファンディング・ポータルが、自らのサイトで発行者が小

口投資家に対して不適切な証券の投資勧誘を行なうのを避けると期待していた可能性がある」と指摘している。しかし、同論文は、実際はそうになっていないと批判するとともに、その解決にはいくつかの可能な手立てがあるとしている。

第一に、ファンディング・ポータル自身が制限を設け、「適格な」企業に対してのみSAFEが利用できるようにするという案、すなわちSAFE発行会社は、将来的に機関投資家から資金調達を行なう企業に制限するという案が示されている。クラウドファンディングによる資金調達企業が募集する証券種類を制限することは、ポータルから多くの疑義が出される可能性もあるが、すでに市場では発行体が利用できる募集証券の選定が行なわれているため、このような追加制限は過剰規制にはならないとしている。

第二に、ポータルがSAFEの形式を個別案件ごとに修正するという案である。これは、積極的な展開といえるが、多数のクラウドファンディングの資金調達者が機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しないことによって生じる問題、つまり転換イベントが発生しないという事態には対応できない。したがって、同論文は、これでは有効な対策にならないと考えているようである。実際、個別のクラウドSAFE案件のスキームや条項がクラウドファンディングの投資家にとって適切なものであるかどうかを客観的に審査する第三者的な仕組みは存在せず、投資家の判断にゆだねられているようであり、不適切なスキームや条項を修正するというのは、あまり現実的ではないと思われる。

第三に、ファンディング・ポータルがその資金調達メニューからSAFEを除外するという

提案である。同論文では、このアプローチを簡潔かつ最適な解決策としている。

SAFE がクラウドファンディングから除外された場合、SAFE 発行を希望するクラウドファンディング企業は、代替策として転換社債を発行することができる。転換社債は種々の面でSAFEと類似しているが、金利や満期が課される。さらに、小口投資家には債務に関連したその他の条項も提供することになる。ただし、同論文は、これらの追加的な投資家保護にもかかわらず、転換社債はクラウドファンディングという文脈では、多くの企業にとって理想的な資金調達手段ではないという。その理由は、転換社債もまた機関投資家のベンチャー・キャピタルからの資金調達が可能な企業のための資金調達手段とされているからである。したがって、同論文において、代替的、あるいは好ましいと判断されているのは、当該企業が債券、普通株または優先株を発行することである。その理由は、普通株と優先株は、投資家に対して当該企業の株主であることのベネフィットを十分提供できるだけでなく、当該企業の取締役会の有するフィデューシアリー・デューティーの対象となるからである。その結果、これらの代替策が、SAFEよりも適切な資金調達手法であるという。

ただし、同論文は、SAFE、転換社債、普通株、優先株などの資金調達手段のすべてが同じレベルであることを強調し、重要なことはそのスキームに組み込まれる条項であって、名称ではないとしている。つまり、普通株といても、その条項に通常は優先株とされるものを含ませることもできる。また、SAFEに転換社債同様の条項を含ませることもできる。したがって、SAFEをポータルから除外せよという提案

も十分な対策でないという批判される可能性もある。同論文は、SAFEだからといって異論を唱えているのではなく、小口のクラウドファンディングで募集されるSAFEに含まれている条項に異論を唱えている。この条項が前述の懸念に沿って見直されない限り、クラウドファンディングの資金調達者がこれを利用するべきでないとしている。

SAFEは、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しようとする初期段階の企業が利用するべく開発された金融手法である。この期待は、SAFEに設定された条項に反映されている。クラウドファンディング企業の大半は、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達する見込みはない。したがって、クラウドファンディングで利用されるのは適切でないという結論付けている。

まとめ

本稿では、最近のベンチャー投資スキームである、SAFEについて紹介したうえで、クラウドファンディングにおけるその投資勧誘について考察した。

以上の考察からも明らかなように、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は疑問が残る。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。

第二に、バリュエーション・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。

さらに、Green & Coyle [2016] の所説によると、SAFE は機関投資家のベンチャー・キャピタル向けの投資スキームであり、これを小口の個人投資家向けにクラウドファンディングで募集することは、投資家保護の観点から不適切であり、クラウドファンディングでの募集証券は、債券、普通株および優先株に制限すべきであるという。

クラウドファンディングの投資家が小口の個人であり、ソフィステイケートされた投資家ではないという特徴と、SAFE のスキームがシリコンバレー型のベンチャー・ファイナンス向けに設計されているという特徴を考慮すると、同論文の著者の主張は妥当なものと思われる。

他方、日本でも、最近ベンチャー企業の投資スキームとしてSAFE に類似したスキームが採用された事例が報告されている¹⁴⁾。ただし、これがクラウドファンディングで投資勧誘された事例は今のところ見当たらない。日本の投資型クラウドファンディングは、匿名組合理型と株式型に分かれており、実質的にはほとんど匿名組合理型となっているのが現状である。

したがって、本稿での議論は、今のところアメリカに限定されるものと考えられるが、日本のクラウドファンディング規制を見る限り、SAFE のようなスキームの募集を禁止する規制は存在せず、一般の投資家にとって理解しにく

いスキームの金融商品がクラウドファンディングで募集される可能性はあると思われる。

(謝辞) 本研究は、公益財団法人 全国銀行学術研究振興財団による研究助成の成果です。記して感謝申し上げます。また、本稿を作成するにあたって、小川周哉氏 (TMI 総合法律事務所)、山口芳泰氏 (同)、大村健氏 (同)、小澤義昭氏 (桃山学院大学経営学部) から貴重なご教示を賜りました。御礼申し上げます。

注

- 1) CROWDFUND INSIDER, "SAFEs: The Investment Vehicle of Choice for Reg CF Issuers?" <http://www.crowdfundinsider.com/2016/06/86528-safes-the-investment-vehicle-of-choice-for-reg-cf-issuers/>
- 2) その一つとして、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ものではなく、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)、2013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・ファンドレージングについては、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_Cap.rtf
- 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、バリュエーション・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) この計算では、創業者所有の普通株と、新規発行の優先株とが単純に合算されているが、これは、将来的に優先株が普通株に1対1で転換できるためと考えられる。
- 12) WEFUNDERのHP(2017年8月7日時点)による。
<https://wefunder.com/>
- 13) ライフスタイルビジネスについては、必ずしも明確な定義は見当たらないが、創業者が自身のライフスタイルに基礎をおいて事業運営し、そのライフスタイルを変更するような規模拡大や事業展開を志向しないビジネスモデルを指していると思われる。したがって、ライフスタイルビジネスは、その事業が成功しても、大きく事業拡大や展開せず、創業者やそれを支える利害関係者に、適度な利益分配を行うものと思われる。
- 14) SAFEに類似したスキームとして、「Keep It Simple Security」(略称:KISS)というスキームがある。これは、シリコンバレーのアクセラレーター、500 Startupsが開発したものである。SAFEとKISSとは、きわめて類似しているが、満期について、SAFEでは何ら条項が設定されていないのに対し、KISSでは、イベントが発生しない場合、一種の優先株への転換条項が盛り込まれること、また清算について、KISSは投資額と同額が返金されることになっているのに対して、KISSは投資額の2倍が返金されることなど、差異が見られる。この

KISSの日本版として、500 Startups Japanが標準契約書を提示したのがJ-KISSである。2016年7月、株式会社空(本社、東京都渋谷区)が、このJ-KISSによってインキュベイトファンド(所在地、東京都港区)より資金調達を行ったことが公表されている。<http://sora.flights/release/seedround-pr/>

参 考 文 献

- Green, Joseph M., and John F. Coyle. 2016. "Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE." *Virginia Law Review* Vol.102:168-182
- 竹内信紀・小川周哉 [2015] 「初期ラウンドにおける資金調達の実務と課題」『商事法務』No.2087, 2015年12月15日
- 松尾順介 (桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員)
- 梅本剛正 (甲南大学法科大学院教授)