

STEP2 「地雷条項を避けるために」

U-Star 以外の条項は、基本的には慎重に検討してください。以下では特に留意すべき条項について、①起業家、②ベテランエンジェル、③先輩経営者、④専門家による会話形式にて、解説します。なお、「先輩経営者の物語」はフィクションです。

(1) 株式買取請求権について

《起業家》

エンジェルさんから提示された投資契約に「株式買取請求権」という権利が記載されていましたが、これはどのようなリスクがあるのでしょうか。

《専門家》

株式買取請求権は、スタートアップ側に表明保証違反や契約違反がある場合、投資家からスタートアップ側に対して保有する株式を買取るように請求できる権利です。

《ベテランエンジェル》

ペナルティ条項の一種ですね。投資家側にとっては、不誠実な経営を抑制できるし、取得した株式を売却してリスク回避をすることができるようになります。

《専門家》

この株式買取請求権が行使されると、株式の買取金額は投資額ではなく「直近の時価」とされることもあり、その金額は数億円規模となることもあります。

通常、借金であれば、契約違反をしても元本に遅延損害金程度の違約金を加えて支払えば足りるものの、買取請求権の場合は投資を受けた額の数倍、数十倍の金額を支払う必要があり、資金の無いスタートアップや起業家個人にとっては支払不能に陥る危険性が高い条項です。

《起業家》

ペナルティ条項という点は理解できますが、責任が重い条項と感じました。

《専門家》

はい。そこで、この買取請求権は、公正取引委員会を中心に独禁法上は優越的地位の濫用ではないかと議論されています。スタートアップ側も、投資家から買取請求権を求められても、記載しないようお願いしてみてください。また、仮に記載する場合でも、起業家個人は買取義務の範囲から外すことや、買取額も投資額よりかけ離れた額とならないようお願いすることをお勧めします。

《ベテランエンジェル》

買取請求権はケースバイケースと思います。スタートアップ側も、外部の人からお金を受け取ることの重さや、契約は当然遵守しなければならないことを自覚し、投資家とコミュニケーションを取って欲しいと思います。

【先輩経営者の物語】

会社が思うように成長せず、上場時期も延期が続いた頃、投資家 A さんが起業家Bのもとを訪れ「株式を換金したいので譲渡先を探して欲しい」と言ってきたので拒んだ。その後、ある日突

然、投資家 A さんは起業家Bに対して過去の細かい投資契約違反を列挙して、「5 億円で株式を買って欲しい」と言ってきた。

(2) 事前承認条項について

《起業家》

エンジェルさんから提示された投資契約に「事前承認」というのが付いていましたが、これはどのようなリスクがあるのでしょうか。

《専門家》

事前承認は、投資家が指定する事項は承認を得なければ進めることはできないとする条項です。指定された事項に対して投資家は「拒否権」をもつため、スタートアップ側はたとえ過半数の役員や他の株主全員が賛成していても、特定の投資家の承認を受けなければ進めることができなくなります。

《ベテランエンジェル》

投資家としては、自身の知らないところで株価が下落することを抑え、スタートアップに対してコントロールやモニタリングが行える状態にするために求めることがあります。よく指定される事項としては、新株発行、役員を選解任、配当、合併等があります。

《起業家》

なるほど。特定の投資家さんの承認が必要となると、少し経営のスピードが落ちてしまいそうですね。

《専門家》

そうですね。事前承認を受け入れる場合でも、投資家側から承認連絡がされないときは、会社の意思決定等が滞ってしまうリスクが生じるので、事前承認事項を通知して一定期間して返答がない場合は承認したとみなす等の記載を加えておくことが望ましいといえます。

《先輩経営者》

事前承認は内容によってはスタートアップ側に対する重い負担だけではなく、他の投資家さんにも予想外の負担が生じることもあるから、安易に全て受け入れず、内容によって削除をお願いするか、「事前協議」(*)や「事前通知」といったレベルに緩和してもらえないか交渉してもよいと思います。
(*)「事前協議」とは、投資家が指定した項目については、事前に投資家に通知をしたうえで誠実な協議を行わなければならないという手続義務です。

【先輩経営者の物語】

1. 投資家 A さんと締結した投資契約には「役員報酬の改定」が事前承認とされていた。起業家 C は、今まで月額 20 万円の報酬で稼働していたが、会社は赤字のため、報酬を上げるにもお願ひしづらいつ況が続いていた。その結果、代表取締役の起業家 C よりも、最近入社した従業員の方が給与は高い水準になっていた。
2. 投資家 A さんと締結した投資契約によると「株主の持株比率の変動」が事前承認とされていた。

た。起業家Dは、投資家Eさんより、株式を自身の財産保全会社に譲渡したいと連絡を受けた際に「Aさんの事前承認が必要」と回答したところ、「なぜそのような合意をしたのか」とクレームを受けた。

(3) 重く多岐にわたる表明保証について

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんから提示された投資契約には、幾つもの項目に対して重い内容の表明保証が記載されていました。これは全て受け入れなければならないのでしょうか。

《ベテランエンジェル》

表明保証を入れる投資家の意図としては、重要な事実を伝えられずに投資をしてしまうことを避けるとともに、後日、虚偽が判明した際に責任追及を行いやすくするという意図があります。

《先輩経営者》

スタートアップ側は通常、シード・アーリー段階で表明保証できる項目はそれほどないはずですが。投資家さんも手元にあった投資契約のひな形を提示していることもあるので、広く重い内容が記載されているときは、適切な範囲としてもらえるように交渉することをお勧めします。

《専門家》

表明保証の範囲が広いと、契約や法令の遵守意識をもって経営をしていたとしても、結果として軽微な違反が何かしら生じている可能性はあります。そこで、「軽微なものを除く」「重要なものに限る」という文言を加えることや、結果責任を負わないために「知る限り」「知り得る限り」という文言を加えることがよいといえます。

【先輩経営者の物語】

起業家Fは、目の前のサービス開発に追われ、投資家Aさんから提示された20項目程度の表明保証が記載された投資契約の内容をよく読まずに締結した。

その後、投資家Aさんが訪れてきて、「従業員に対する未払労働債務があったようだ。また、これにより計算書類に簿外債務があったといえるし、会社の契約違反と法令違反も生じているはずだ。」と表明保証違反を幾つも告げてきた。

(4) 上場努力義務について

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんの投資契約に、「5年後に上場するよう努めなければならない」という条項が記載されていましたが、これはどのようなリスクがあるのでしょうか。

《専門家》

いわゆる「上場努力義務」と呼ばれ、スタートアップ側が指定された期間内に株式上場に向けて努

力する義務をいいます。

《ベテランエンジェル》

投資家としては、キャピタルゲイン(※)を生じさせるために上場をして欲しいという意図や、投資をしたお金を上場に向けて利用して欲しいという意図があるといえます。ベンチャーキャピタルさんの運用するファンドには期限があるため、上場時期を記載することは株式をお金に換える目安時期として重視している可能性はあります。

(※)キャピタルゲインとは、株式等を売却することによって得られる利益のことをいいます。

《専門家》

この条項については、「XX年X月迄に上場するように努めなければならない」と記載された努力義務ではなく、稀に「XX年X月迄に上場しなければならない」として記載されている場合があります。前者は「努力義務」としてプロセス責任ですが、後者は結果責任として解釈されることがあります。また、本来、投資は銀行借入のような返済時期が到来すれば返すものではないため、上場目標時期を経過すると買い戻す義務が発動するというペナルティは重い義務と考えられますので、留意してください。

【先輩経営者の物語】

起業家Gは、自社のサービスは素晴らしいためすぐに上場できると思い、資本政策表に合わせて3年後を上場時期と定めた投資契約を投資家Aさんとの間で締結した。ところが、競合他社の出現で事業計画通りに会社は成長せず、投資契約で定めた上場時期を2年ほど経過した頃、投資家Aさんより、「上場時期を過ぎているから、私が保有する株式を直近の時価、2億円で買い取って欲しい。」と要求された。

(5) 起業家の職務専念義務等について

《起業家》

エンジェルさんから提示された投資契約に、他社の役員を兼任しないこと、承認なく代表取締役を辞めないこと、辞めた後も同業他社の役員や業務委託をしてはいけないと記載されていました。

《ベテランエンジェル》

職務専念義務ですね。スタートアップは小規模組織なので、サービス運営、マネジメントや取引先関係は起業家に大きく依存しています。投資家は投資後に起業家が退任や競業他社に関与してしまうと企業価値が著しく低下してしまうため、要求することがあります。

《起業家》

ある程度のお金を調達するからには、専念義務を付けられてもやむを得ないと思うことはありますが、病気で仕事ができなくなってもこのような義務は負うのでしょうか。

《専門家》

それは契約書の取り決めによります。仮に職務専念義務が付けられる場合でも、多くの起業家は、

「病気、事故その他やむを得ない事由による退任を除く」といった例外を定めています。また、競業会社への関与についても、退任後短期間とするように調整している事例もあります。

【先輩経営者の物語】

起業家 H は、給与を抑えて起業し、企業価値を向上させてきたが、過労による体調不良となり、長期療養のために一旦、役員を退任することとした。その後、投資家 A さんが病院に訪れ、「退任時のペナルティとして、株式を無償で譲渡する条項が付いているから、無償で株式を譲渡してもらいたい。」と言ってきた。

(6) 取締役指名権

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんから提示された投資契約に、取締役指名権が記載されていましたが、何か留意すべき点がありますでしょうか。

《ベテランエンジェル》

取締役指名権を記載している意図としては、取締役会に出席して企業価値向上を支援する目的による場合や、モニタリング目的による場合もあります。

《専門家》

会社の役員人事は、本来、過半数以上の株主の賛成が必要となるものです。また、取締役である以上、取締役会等を通じて会社の意思決定権限をもつので、特定の投資家に付与する権利としては、慎重に検討した方がよいといえます。

《先輩経営者》

投資家がスタートアップを支援してくれる適切な役員を指名して派遣してくれるのであれば、経営体制の強化や信用力の向上につながるメリットがあります。とはいえ、専門家さんが言うとおり、役員人事は重要なため、みだりに付与することは避け、投資家さんの意図、経営支援の実績、投資規模等から絞って付与していくことがよいと思います。

《専門家》

そうですね。あとは、取締役指名権の代わりに、一定の株式数を保有する投資家に絞り、投資家が指名する者をオブザーバーとして取締役会に出席させることができる、オブザーバー指名権を付与して調整することも考えられます。

(7) 最恵待遇条項について

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんから提示された投資契約に、「最恵待遇(さいけいたいぐう)」というものが記載されていましたが、これはどのようなリスクがあるのでしょうか。

《専門家》

最恵待遇条項とは、スタートアップが他の投資家と有利な条件を入れた投資契約を締結した場合、その有利な条件を同じように投資家が行使できるようになる権利です。投資契約の最後の方に記載されることがあり、理解しづらい条項ですが、スタートアップと後続の投資家にとっては大変重い条項です。

《ベテランエンジェル》

投資家としては、自身の知らないところで他の投資家が、既存の投資契約よりも有利な条件を付けて締結することを防止するためにも付けているともいわれています。

《先輩経営者》

例えば、シリーズ A 等の後続ラウンドのリードインベスターは、株価を高くして多額の投資を行う分、取締役指名権や事前承認等のモニタリング権を付けることがあります。その際、最恵待遇条項が付けられていると、後続のリードインベスターと同等の権利を少額で投資した投資家も持つってしまうため、スタートアップ側に対して、最恵待遇条項を放棄してもらえないかと要請を受けることがあります。

《起業家》

将来締結する投資家さんの権利が過去の投資家さんに生じる点や、将来、場合によっては放棄をしてもらうように調整が必要な点は、負担があると感じました。

《専門家》

そうですね。この最恵待遇条項についても、独禁法上、拘束条件付取引のおそれがあるのではないかと議論されています。スタートアップ側としては、削除等をしてもらうように交渉することが望ましいといえます。

(8) 同時売却請求権(ドラッグ・アロング条項)とは

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんから提示された投資契約には、ベンチャーキャピタルさんが株式を譲渡する場合は、一緒に保有する株式を売却しなければならないような条項が付いていました。

《ベテランエンジェル》

同時売却請求権(ドラッグ・アロング条項)と呼ばれるものですね。M&A の際、会社を買収する側はスタートアップの経営権が欲しいものです。そのような場合、投資家が保有する 5%や 10%の株式だけでなく、起業家が保有する株式や他の投資家が保有する株式をまとめて売却できるようにしておくことで、M&A が成立しやすくなり、投資家も株式を換金しやすくなります。

《起業家》

なんだか、自分が育てた会社を投資家の意思で売却されるのは嫌です。

《専門家》

同時売却請求権は投資家もつことは多いのですが、起業家や取締役会の承認を条件として付けることで、スタートアップ側の意思も尊重した権利へと修正することができます。また、同時売却請求権は起業家だけでなく、他の投資家にも付けられていることが多いため、起業家の持株比率が低くても M&A を成功しやすくすることができる権利です。

《先輩経営者》

起業家によっては M&A で大金を手にする人もいるので、同時売却請求権も創業者利潤を獲得する方法としては決して悪くはないと思います。専門家さんの言うとおり、スタートアップ側でもコントロールが効かせられる内容にしておくことが重要ですね。

【先輩経営者の物語】

起業家 I は同時売却請求権を付けた投資契約に署名したものの、投資家 A さんの請求でいつでも発動する内容となっており、特段、起業家 I さんや取締役会の承認を条件としていなかった。

ある日、投資家 A さんから「投資額の3倍くらいに企業価値が高まったと思う。同時売却請求権を行使するので、M&A に応じて欲しい。」と伝えられ、サービスも完成していないまま会社は M&A によりライバル会社を買収されてしまった。

(9) 起業家の「連帯」

《起業家》

損害賠償請求の条項に、「経営株主は連帯して賠償する。」とありましたが、これは受けなければいけないのでしょうか。

《専門家》

起業家から投資家に「連帯」という文言の削除をお願いすることは、決して失礼ではないといえます。スタートアップはもともと、あらゆる面でリスクが高い事業でもあり、株式会社という有限責任のものでこそ行える領域でもあるといえます。会社が負うべき責任を起業家個人として負うことは過度な負担となります。

《ベテランエンジェル》

「連帯」の削除はケースバイケースと思います。この条項も買取請求権と同様、ペナルティ条項です。起業家も、外部の人からお金を受け取ることの重さや、契約は当然遵守しなければならないことを自覚し、投資家とコミュニケーションを取って欲しいと思います。

(10) 先買権

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんから提示された投資契約に「先買権(さきがいけん)」とありましたが、これは何でしょうか。

《専門家》

先買権とは、起業家が株式を譲渡しようとする場合、先買権を保有する投資家が自らその株式を優先的に買い受けることができる権利をいいます。先買権は投資家から起業家だけに限らず、投資家から他の投資家に付けることもあります。

《ベテランエンジェル》

投資家は先買権を付けることで、株式の保有比率を高める機会が得られます。例えば、成長する可能性がある株式であれば、先買権を行使して保有比率を高めることで、将来的に M&A や株式上場の際にキャピタルゲインを増やすことができます。

《先輩経営者》

大手の事業会社さんも、スタートアップと相性の良い事業を営んでいる場合は、グループ会社化をしやすいするために投資契約に優先引受権(※)と一緒に先買権を付けることがありますね。

(※)優先引受権とは、会社が新株発行する際に、優先して引き受けることができる権利。優先引受権は、投資家が従前の持株比率を維持できる程度に与えられていることが多い。

(11) 情報開示条項について

《起業家》

ベンチャーキャピタルさんからの契約書には、計算書類、月次試算表とか、多くの資料を定期的に提出しなければいけない規定がありますが、どこまで対応する必要があるのでしょうか。

《ベテランエンジェル》

ベンチャーキャピタルさんも、お金を運用している立場にあります。このため、保有するスタートアップの株式を評価し、運用状況を説明していくためにもスタートアップの情報は重要になります。そこで、財務情報を中心に、定期的な提供を求めているものといえます。

《先輩経営者》

私が起業した頃の頃、当時は経理担当者もおらず、月次で決算を行うのは大変だったので、投資後半年は提出期限に猶予を頂くように契約書を修正しました。あと、四半期決算の提出義務も記載されていましたが、事務負担が重いため、削除をお願いしました。遵守できない内容を受けいれると、かえって投資家さんとの信頼関係にも影響するので、何を求められているか確認し、遵守できる内容で受け入れておくとよいと思います。
