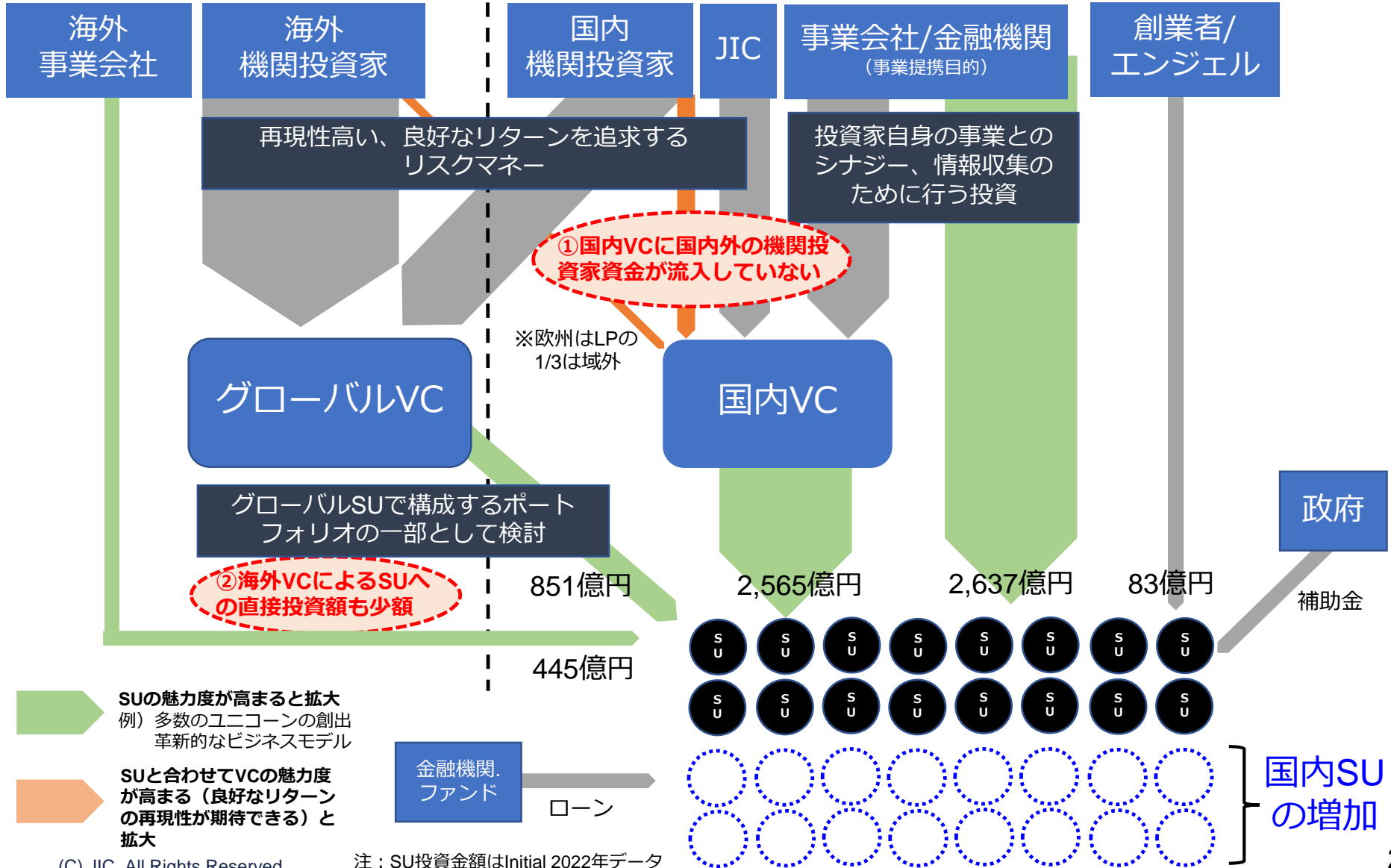


国内VCの課題 - 国内外の機関投資家からの資金受託に向けて -

2024年4月30日
株式会社 産業革新投資機構
Japan Investment Corporation

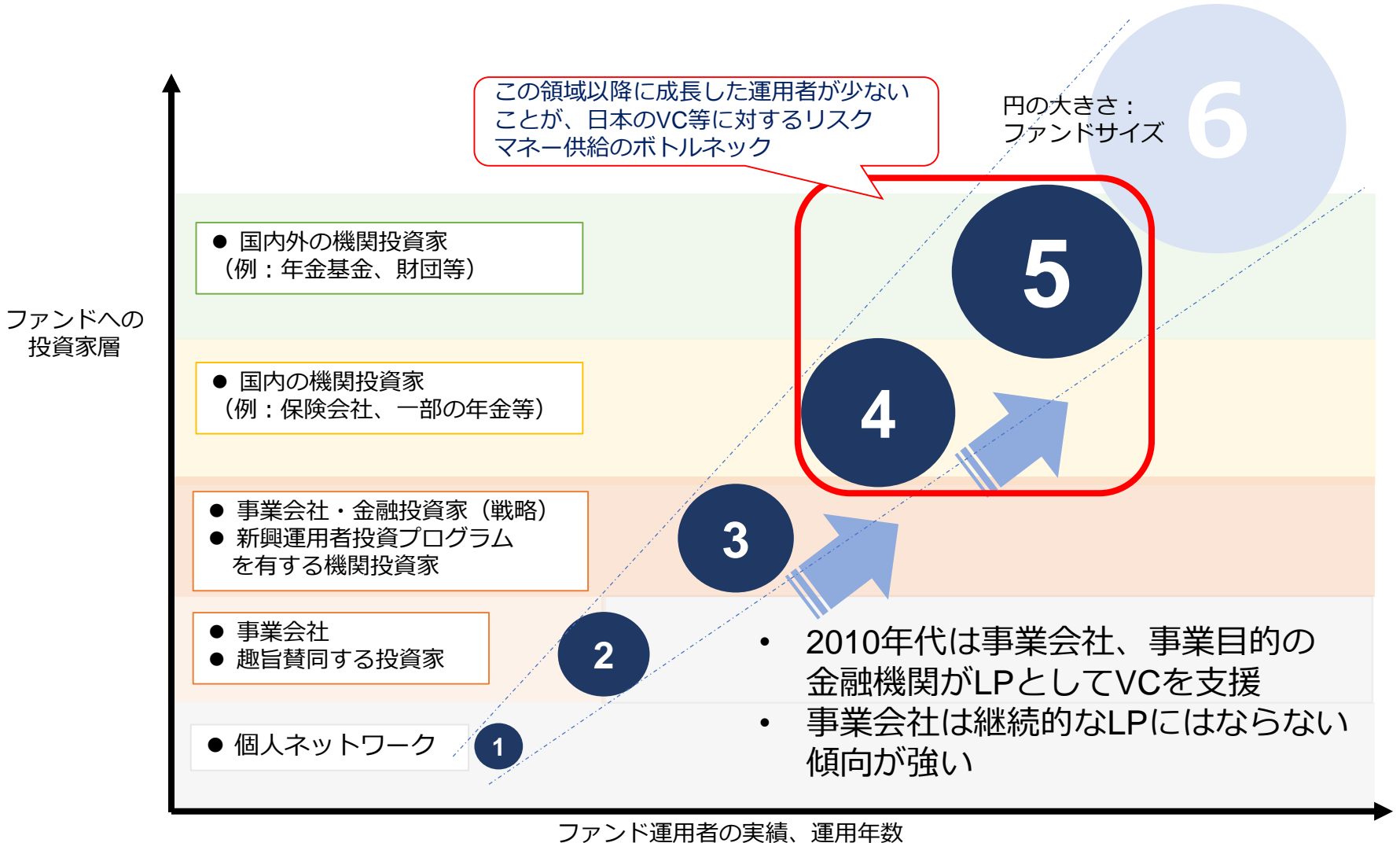
現状①：国内SUへのリスクマネーの流れ

- 現状、リターンを求める国内外の機関投資家や海外VC資金は、国内VC、SUに大きくは流れていない。
- 欧州市場の例：魅力的なSUの出現⇒域外からの資金流入／VCリターンの改善⇒VCへの資金流入、の流れ。



現状②：VCの成長段階と課題

- 日本のファンド（特にVC）は、欧米に比べて、**年金等の機関投資家からの資金受託が少ない**。
- 国内外の機関投資家からの資金受託実績を有する国内GP（VC）の数は近年、徐々に増加。
2019年：10社弱 ⇒ 2024年：20社程度には拡大



リターン

- LPはグローバルで上位四分位のリターンを上げる可能性を有するGPを求める
 - ⇒ ネット2倍では魅力無し
 - ⇒ 少なくともネット3倍以上の実績
または
ネット2倍の実績
+ 将来が期待できるストーリー
- 多くのLPは、USDベースでリターンを計測
 - ⇒ 過去の国内VCのリターンはUSDベースでは不利

リターン改善の努力が必要

- Small IPO ⇒ 大型EXITへ
- フォローオン投資枠の確保
- 海外展開支援、海外VCへの繋ぎ
- M&A EXITによるリターン底上げ

定性的なGP評価の項目・要素

- ① 魅力的な戦略
- ② 魅力的で持続可能なチーム
- ③ コンフリクト（利益相反）の無い業務運営
- ④ GPとLPの利害一致
- ⑤ グローバル水準の組合契約
- ⑥ LPに対する説明責任の履行
- ⑦ インテグリティ・イシュー

- 上記項目に関し、国内GP（VC）は機関投資家LPからの資金受託が少なかったため、鍛えられていないのが実情
- 機関投資家LP視点では、上記項目に関するリスクは、リターンに繋がらないリスクと認識
- 上記項目に関し課題がある場合、極めて魅力的なリターン実績が無い限り、機関投資家からの資金受託は困難になる

- 今回新たに策定されるVCプリンシプルとして、業界標準が作られることで、以下を期待
 - ① GPのレベルアップ
 - ② 内外の機関投資家から資金受託の可能性を有するVCプールの拡大（リターン実績が改善すれば、機関投資家資金を受託するVCの増加が期待できる）
 - ③ GPとしてもLPから多種多様な要望を受けるよりも対応が容易になる可能性

DDにおけるJICの視点①

- JICでは将来、各GP（VC）が機関投資家の資金を受託できるよう、下記の視点到に留意し、必要があれば、JICの投資前にGPに必要な対応を実施いただいた上で、投資を実行。

1. コンフリクト

【運用体制】

- 望ましい姿：運用会社はVC運用専業、投資プロは専任者
- 複数のプロダクトライン：異なるシリーズのファンドやCVCを受託している場合は、異なるチームによる運用
- 旗艦ファンドを跨いでのフォローオン（追加）投資の禁止
既存ファンドLPを中心にしたフォローオン（追加）投資専用ファンドの別途、設定が望ましい

【運用者個人によるSUへの投資】

- 運用者個人による（運用ファンドの投資戦略の範疇にある）SU投資の禁止
- 運用者個人による運用ファンド投資先へのチェリーピック投資の禁止
- 運用者個人と運用ファンドとの間での売買の禁止（金商法に規定。LP全員の承諾が必要）

【LPアドバイザリーボードの設置】

- LPアドバイザリーボードの設置（GPやファンド間のコンフリクトを巡る議論、運用に関する各種相談）

2. 投資家との利害一致

- GP／運用チームによるファンドへの個人出資（セムポート出資）
- 管理報酬：ファンド運用の充実にあてる
（管理報酬を過度な個人報酬にはしない。管理報酬を原資にした親会社への配当はしない）
- 成功報酬：キャリーは原則、投資チームへ
親会社等へ配分せざるを得ない理由がある場合でも、過半は投資チームへ配分

3. GP会社のガバナンス

- GP会社のオーナーシップ：原則、投資チーム（独立系）が過半を保有
- 親会社有りの場合：GPの役員のうちキーマンに対する親会社の人事異動権は不行使が前提
（機関投資家LPはキーマンを評価しファンドへの投資可否を決定している）
- 投資委員会：運用チームで構成
健全な牽制が効く投資委員会（人数、経験、セームボート出資者による構成）

4. 組合契約

- 参照すべき基準：ILPA Principles（国内外の機関投資家が参照する基準）
- LPのプロテクション条項：No Fault Divorce、キーマンクローズ、同種ファンドの設定制限等
- 適正な管理報酬率とスケジュール
- 適正な成功報酬率とウォーターフォール
- 評価基準：IPEVガイドライン準拠の評価はコスト面に加え、受託できる監査法人のキャパシティに課題
機関投資家資金の受託を意図し、それが望める段階のファンド※では適用が必要
※ファンドサイズ100億円以上：IPEVガイドライン準拠を推奨
機関投資家資金の受託を意図しない場合（ファンドサイズ100億円未満など）には、
旧・通産省モデルも許容

5. ミドルバック

- 専任者の設置、ダブルチェックプロセスを推奨
- バック業務の外部委託推奨
事務は経験豊富な外部業者に委託するのが現実的（インハウスでの対応は十分なリソースを確保できてからで十分。インハウス対応しているファンドでは事務ミスが多発しているのが現状）

6. レポーティング、LP対応

- DD時：機関投資家が求めるようなDD資料の準備
機関投資家が求めるようなDD資料を準備できているファンドは少なく、資料の作成依頼を通じ、将来の機関投資家対応の準備をしていただく
- JICとして投資後にGPとのコミュニケーションを通じて改善を目指すもの
四半期報告書、出資者総会の実施体制、LPAC運営、ネガティブイベント、利益相反事案の発生時のLPとのコミュニケーション

7. 情報開示

- 日本のVCの実態についてデータ化がされておらず、パフォーマンス情報の外部提供を推奨
 - JVCAによる国内VCパフォーマンスベンチマーク調査への協力
 - 海外LPがファンドサーチの際に使用しているファンド情報ベンダーに対するファンド情報の登録とパフォーマンスの開示を推奨

8. ESG、DE&I

- ポジティブ取組評価：女性活躍推進、女性起業家のSUへの投資等
- ネガティブ対策評価：VC組織内外でのハラスメント防止に資する行動規範と実践

- ・ 国内外の機関投資家資金を受託可能なVCプール拡大のため、問題意識を強く持ち、積極的に交渉。
- ・ 国内に投資するファンドでは、投資先ファンドの最大LPとなり、コンフリクト管理、GPとLPの利害一致、ファンドガバナンス、組合契約等に関する下記のような事項について改善・実施を条件に投資。

具体例

GPの強みと運用戦略

- ・ 募集前に投資戦略についての相談を受け、運用者の経験・実績をもとに、他のGPとの比較で強み、弱みをアドバイスし、戦略をブラッシュアップ
- ・ 他のファンドを運営している場合、当該戦略との整理

GP会社の出資比率

- ・ GP会社を親会社からMBOしていただき、チームが所有する形へ変更
- ・ 運用会社の株主の変更が困難な場合、組合契約上のGPをLLPとし、チームメンバーが過半を出資し、親会社が所有する運用会社からの出資をマイノリティに変更

キーマンの自己資金投資

- ・ キャプティブ系であった運用会社において、運用者個人のファンドへの出資、成功報酬の配分を開始

ファンド運営への専念

- ・ 複数のファンド運営を行っている会社に対して、当該ファンドの運用者が他の業務と兼任している体制を専任に変更
- ・ 新規に専属運用者を外部採用

キーマン・投資委員会メンバーの変更

- ・ キーマン、ICメンバーについて、経験、兼職やリスクテイクの状況などから不適切なメンバーとなっている場合、適切なメンバーへ変更

ファンド外でのSU出資

- ・ 運用者が個人資金でエンジェル投資を実行 ⇒ ファンドにファーストロック権
- ・ 運用者個人が、ファンド投資先にチェリーピックできる形で共同投資
⇒LPと利害一致せず。全案件への共同投資、または、ファンドへのLP出資に切替え

人的リソースの確保

- ・ シニアポジション：採用を確認した上でコミット
- ・ ミドルバックの強化や若手採用：JICのコミットメントは2回に分けて行うことが多いため、ファイナルクローズでの追加コミットメントは、採用確認を条件とする

組合契約書

- ・ 経済条件（主として成功報酬）の改善（グローバルは20%一本）
- ・ グローバルなLPが基準としているILPA(International Limited Partner Association)基準から大きく乖離している点は修正（ファンドのLPガバナンス関係等）

ファンドサイズ

- ・ 管理報酬が運用会社を通さず各個人に直接配分されていたものを運用会社に一本化
- ・ 運用者のキャパシティを大きく超えるサイズでの募集は投資規律を弱めるため、JICにて適正と考えられサイズを評価。募集上限をGPと交渉

- 機関投資家に対応できる国内GP（VC）は少なく、主としてLP対応関連の業務について助言が必要。
- ファンドの成長に応じてミドルバック機能の拡充が必要。

投資業務

以下のようなフィードバックを実施。

- 年に一回、ファンドの状況、GPの業務全般について評価した結果をGPにフィードバック（産業競争力強化法に基づきJICとして対応する事項）
- 投資委員会の議事録作成について助言
- 投資組合の総会やアドバイザリーボードの開催方法について、機関投資家が投資しているファンドの事例を参照しながら助言
- ネガティブイベントの発生時等の対応を含めて、LPへの報告・コミュニケーションについて、フィードバック

ミドル バック 業務

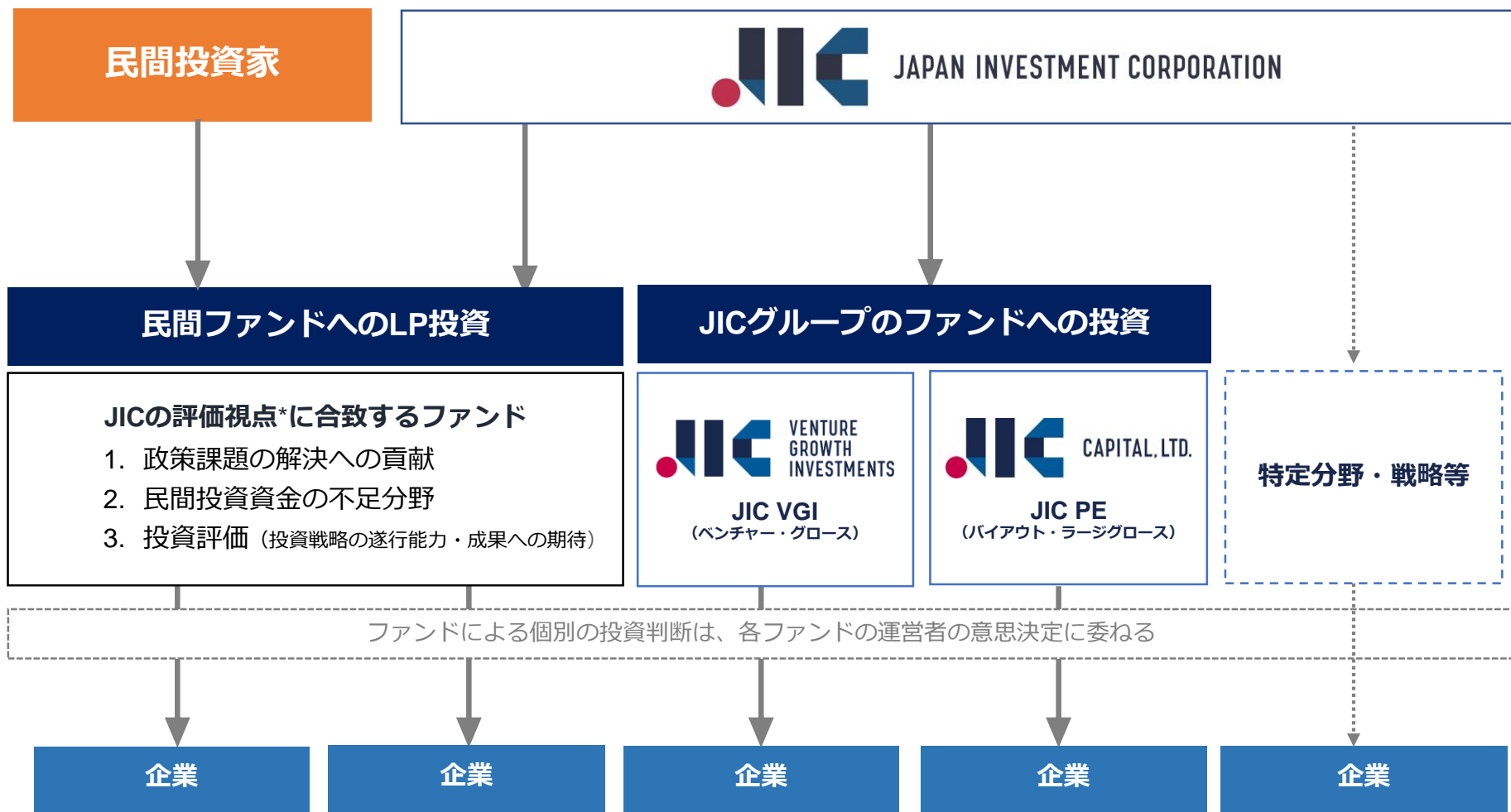
投資前にファンド管理室によるファンドのミドル・バック業務プロセス、人的リソースの状況についてDDを実施し、GPの状況を把握。必要と判断すれば、ファイナルクローズまでの間に人員の追加採用をJICの追加コミットの条件とすることも含めて、フィードバックを行う。

投資後は以下のようなフィードバックを実施。

- 事務ミス発生時の対応指導
- 事務ミス発生の原因が体制に起因する場合には、ファンド投資室と連携し、GPに経営 이슈として責任ある対応を求めていく
- ベストプラクティスの姿を示し、各VCの成熟度に合わせて改善を目指していく

参考資料

- JIC本体は、原則、ファンドへの投資を行い、JICグループのJIC VGI、JIC Capitalが企業等に対する投資を行う体制。



*上記視点に加えて、募集状況、ファンド（運用者）の成長段階、JICの役割・ポートフォリオ等の観点を総合的に勘案する。

- 2019年12月の新体制発足以降、投資活動を行うための集中的な体制整備、組織の再構築を経て、投資活動を本格化。JICが、民間ファンド、グループ子会社2社（JIC VGI、JICキャピタル）が運用するファンドに対し、出資約束を行った実績は以下の通り。



民間のVC・PEファンド



ファンド数 : 34
出資約束総額 : 1,689億円

1号 : 1,200億円 (20年9月設定)
2号 : 2,000億円 (23年1月設定)
オポチュニティファンド : 400億円
(23年9月設定)

1号 : 2,000億円
(20年11月設定)
共同投資ファンド* : 9,000億円
(22年10月変更決定)

戦略	地域	ファンド数	出資約束額
VC	国内	23	793億円
	海外	9 (*)	556億円
PE	国内	2	340億円

*共同投資ファンドについて、20年の設立時に比べ、国内市場で大型案件が増加傾向にあり、JICとして取り組む政策的意義のある案件が含まれ得ることに伴って、増額

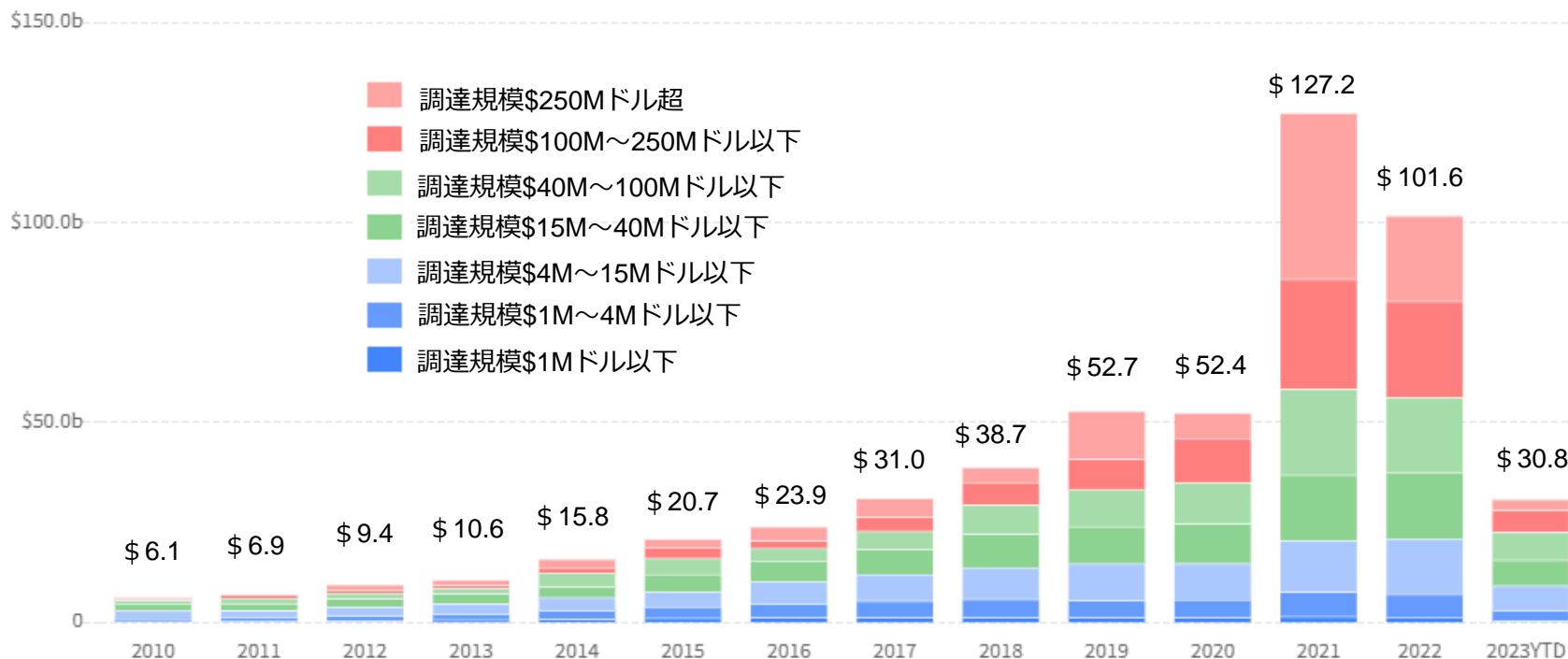
*主として海外のスタートアップに投資するファンドは、以下の観点から政策的な意義を認め、投資している。
(2023年11月30日時点の為替レートで換算)

- ✓ 国内事業会社等のオープンイノベーションの促進
- ✓ 日本発の創薬シーズを海外のエコシステムを活用し事業化
- ✓ 国内VC・スタートアップと海外VCとの連携強化

- 欧州では、10年前に1兆円規模であったSUの資金調達額が、足元では10兆円を超えており、国内SU市場の成長・発展に関して、欧州市場の発展の軌跡が参考になる可能性。
- 欧州SUの資金調達額の2021, 2022年までの大幅な増加は、**ユニコーンによる大型資金調達**の影響が大きい。

【欧州スタートアップ※の資金調達額：調達規模別】

(単位：\$, Billion)

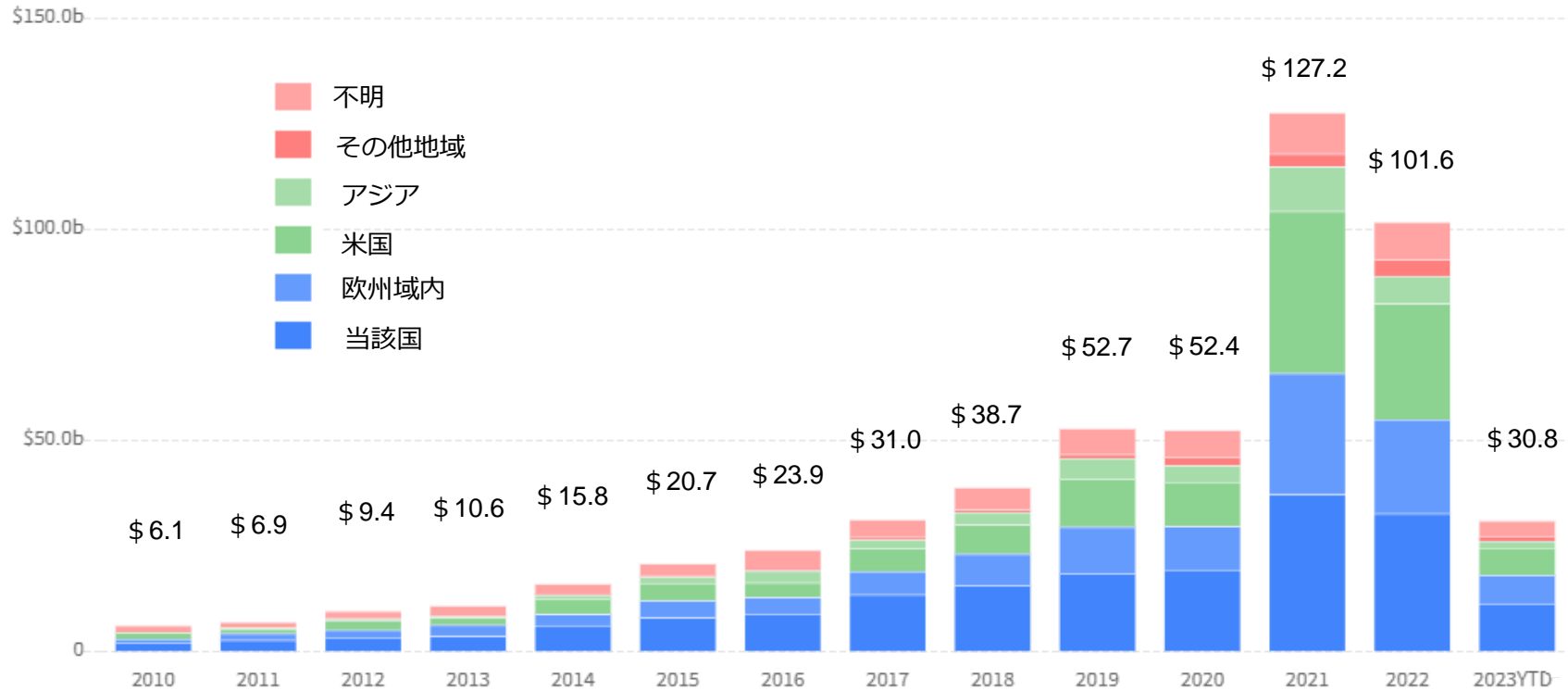


※欧州に本拠を置くスタートアップ、もしくは、欧州発のスタートアップを指す。

(出所) Dealroom (2023.7.5時点)

- 近年の欧州SUの資金調達額の増加は、欧州域外からの資金調達増の貢献が顕著。
- 多くのユニコーン創出によりリターン獲得の可能性が高くなれば、グローバルなリスクマネーがより一層、流入する。

(単位：\$, Billion) **【欧州スタートアップ※の資金調達額：投資家所在地別】**



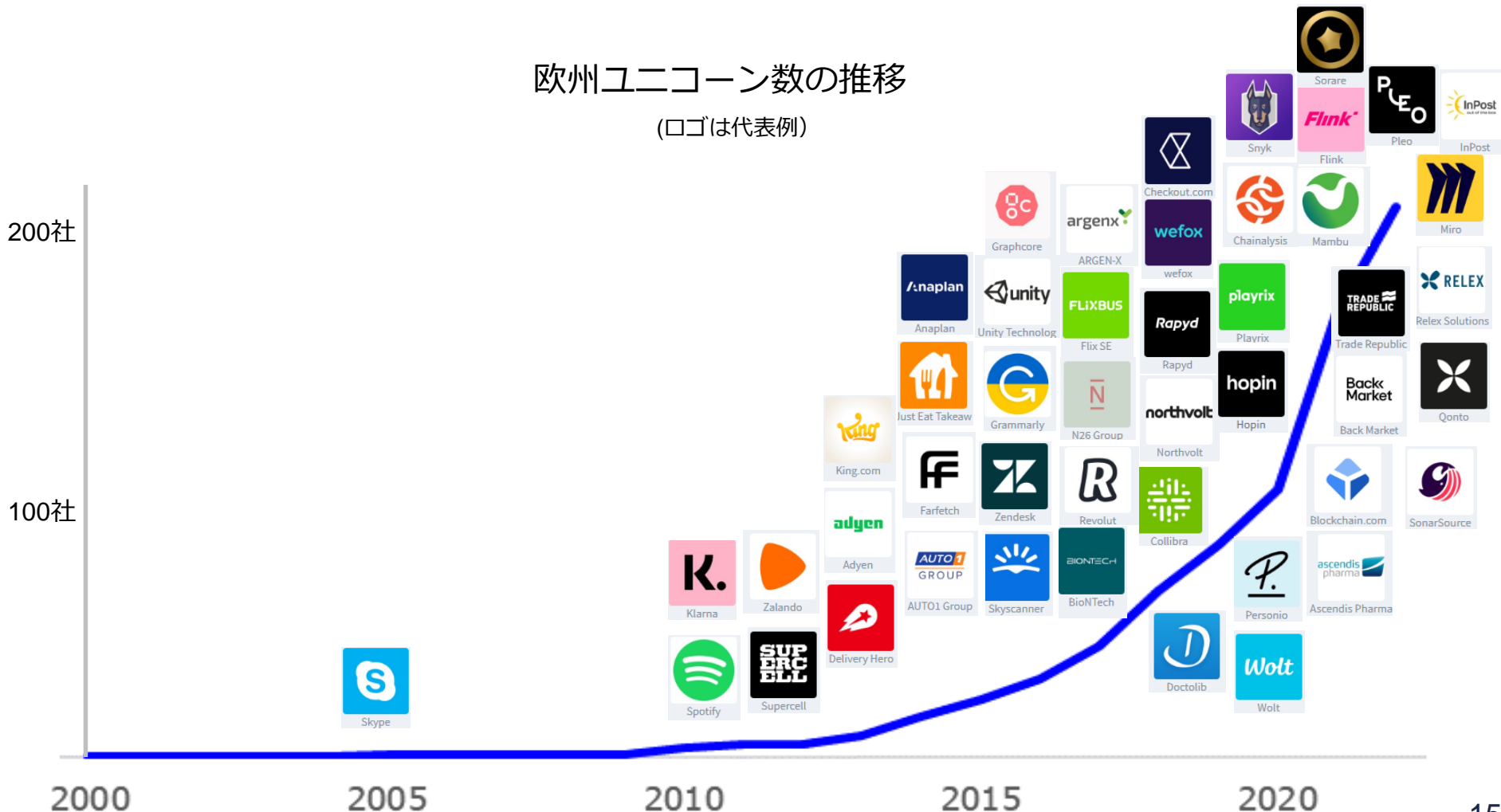
※欧州に本拠を置くスタートアップ、もしくは、欧州発のスタートアップを指す。

(出所) Dealroom (2023.7.5時点)

- 欧州のスタートアップ・エコシステムは、2010年代初を境に急速に規模を拡大。ロンドン、パリ、ベルリン、ストックホルムをはじめとする主要エコシステム（スーパーハブ）からグローバルユニコーンが多数誕生。現在、欧州発もしくは欧州に本拠を置くユニコーンの総数は200社超に達している。
- これと軌を一にして、欧州VC投資の収益性が改善。米国VC投資に比してほぼ遜色ないリターン水準を上げるようになり、このことが欧州域外の投資家も誘引し、欧州スタートアップの資金調達の規模が拡大。

欧州ユニコーン数の推移

(ロゴは代表例)



- 欧州市場の例では、SUの資金調達額が10倍に増加した際のVCの募集額は5倍増。
- 5倍にするためには、**国内外の機関投資家の資金を惹きつけることが必須。**

➤ 機関投資家の運用者評価は以下の観点から行い、グローバルPE/VCや、国内バイアウトファンド等と比較し、投資決定する（国内VC単独のマンデートは稀）。

①リターン

- グローバルVC上位25%のリターンはネット3倍
- VCよりも低リスクの国内バイアウトは2倍

②運用体制

- 運用会社は独立系で、VC専門が好まれる。チームは専任体制
- 利害一致：ファンドへの個人出資、成功報酬をチームに配分
- 利益相反：運用者・投資家間や運用ファンド間の利益相反管理に配慮
- ILPA（International Limited Partners Association）準拠の組合契約

③管理報告体制

- 公正価値評価
- 四半期報告、財務諸表作成等に必要なミドルバックリソースの保有
- グローバルVCであれば投資家リレーション担当者を配置

JICの選定先とJICの役割

- ① リターンについては、将来、期待できる運用者を選定。
- ② 運用体制、利益相反管理、組合契約書については、機関投資家の視点でも違和感のないレベルに仕上げている。
- ③ 管理報告体制については、投資後に、改善に向けて運用者に対し継続的に評価・助言を実施。

注意事項

- 当資料は、JICグループの投資活動を説明するために作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- 当資料は、特定の金融商品等の取得・勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料に掲載されている情報は、当資料の作成日時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料の作成には万全を期していますが、利用者がこの情報を用いて行う一切の行為（この情報を編集・加工した情報を利用することを含みます）について、当社は何ら責任を負うものではありません。
- 当資料に掲載されている内容の著作権は、当資料に記載された関係者ないし当社に帰属しており、目的を問わず、無断で複製、引用、転載等を行うことはできません。