金融商品取引法研究会
研究記録第 56 号

ＥＵにおける
投資型クラウドファンディング規制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制

（平成 28 年５月 11 日開催）

報告者　松　尾　健　一
（大阪大学大学院法学研究科准教授）

目　　次

Ⅰ．ＥＵにおけるクラウドファンディングの現状…… 2
　１．クラウドファンディングの意義と分類…… 2
　２．ＥＵにおけるクラウドファンディングの規模と分布…… 3
Ⅱ．ＥＵレベルでの投資型クラウドファンディング規制…… 3
　１．投資型クラウドファンディングに対する姿勢…… 3
　２．クラウドファンディングに関するルール整備の動き…… 4
　３．投資型クラウドファンディングに関係する指令・規則の解釈…… 4
Ⅲ．ＥＵにおける投資型クラウドファンディングの法的形態…… 8
Ⅳ．国内法レベルでの投資型クラウドファンディング規制の進展…… 9
　１．イギリス…… 9
　２．ドイツ……11
　３．フランス……13
Ⅴ．クラウドファンディングを通じた投資にともなうリスクと
　　規制の在り方……15
　１．投資対象事業が失敗するリスクと
　　分散投資、投資先企業情報の提供……15
　２．投資商品の属性とリスク……21
　３．プラットフォームにかかるリスク……21
　４．詐欺のリスク……22

討　　議……23
報告者レジュメ……39
資　　料……54

金融商品取引法研究会出席者（平成 28 年 5 月 11 日）

報告者	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
会長	神田秀樹	学習院大学法学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授･弁護士
オブザーバー	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森忠之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌塚正人	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山内公明	日本証券業協会執行役
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制

前田副会長　定刻になりましたので、第12回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

最初に、オブザーバーの交代がありましたので、ご紹介いたします。

大和証券グループ本社から、経営企画部法務課長の森忠之さんにご参加いただくことになりました。

森オブザーバー　大和証券の森と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

前田副会長　どうぞよろしくお願いいたします。

また、本日はご欠席ですけれども、みずほ証券から、法務部長の陶山健二さんがご参加くださることになりました。

本日は、既にご案内のとおり、大阪大学の松尾健一先生より、「ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは、松尾先生、よろしくお願いいたします。

［松尾（健）委員の報告］

松尾（健）報告者　大阪大学の松尾でございます。よろしくお願いいたします。

タイトルは今ご紹介いただいたとおりですが、ちょうど報告の準備をしておりましたころ、4月26日付の日経新聞に、国内の主要クラウドファンディング業者３社の昨年末の投資残高が523億円という記事が出ておりました。まだまだ市場規模は小さいですけれども、1年間で７割ふえたということで、これからもふえていくのかなと思います。

ただ、中身はファンド型が中心で、ファンドから企業への資金提供も貸し付けの形が中心です。しかも、不動産担保ローンが多いようです。その意味

では、先ごろ、金商法を改正しまして、株式型のクラウドファンディングに関する規制の整備が行われましたけれども、この分野は、日本においてはルールが先行しておりまして、ルールの内容が実態から見てどうなのかというような議論がしにくい状況ではないかと思いました。

そこで、ＥＵ、特にイギリスではクラウドファンディングの実績がかなりあるようでして、実態に関するまとまったデータもある程度とれるようになってまいりました。しかも近年、クラウドファンディングに関する規制の改正が行われておりますので、その関係を見てまいろうというのが本日の報告の趣旨でございます。

Ⅰ．ＥＵにおけるクラウドファンディングの現状

まず、お手元のレジュメの１、「ＥＵにおけるクラウドファンディングの現状」です。

１．クラウドファンディングの意義と分類

クラウドファンディングの意義については、恐らく世界共通だと思いますが、プロジェクトについて大衆から広く資金を集める。基本的には、インターネットを通じて実施されるということです。

分類につきましても、各国共通ではないかと思いますけれども、大きく分けますと、金銭的なリターンが提供されるものとされないものがあり、金銭的なリターンが提供されるものの中には、貸付型で、これは、個人対個人のものもあれば、個人が企業にまとまった資金を貸し付けるものもあります。

もう１つは、持ち分・利益分配型（equity-based）です。ただ、投資型といいますと、当然、貸し付けも投資目的で行われるものがあるのですけれども、こちらは銀行法関係の規制が出てまいりまして、時間にはおさまらない可能性がありましたので、本日の報告では、持ち分・利益分配型（equity-based）のクラウドファンディングを取り上げたいと思います。

２．ＥＵにおけるクラウドファンディングの規模と分布

ＥＵにおけるクラウドファンディングの規模ですけれども、2012 年において９億 5,000 万ドル程度であったものが、2014 年には 32 億 6,000 万ドルまで大きく伸びています。ただ、北米に比べますとまだ小さくて、2014 年はアジアのほうが少し多かったというようなレポートが出ております。

ヨーロッパ全体で見ると 32 億 6,000 万ドルということですが、国別の資金調達の規模については、別に配付していただいております図表をごらんください。図表１は、エクイティ型のクラウドファンディングの国別の金額です。図表２は、貸付型と分類されるものの残高をあらわしたものです。

いずれにつきましても、イギリスが突出して多い。エクイティのほうで申しますと、フランス、ドイツが続いているということで、ＥＵにおいても、エクイティ型のものはまだ規模は小さいんですけれども、伸び率はかなり大きいということがこの図表からもわかるのではないかと思います。このペースは鈍化しておりませんで、2015 年もかなりのペースでふえているようです。

以上が全体的な現状ですが、それを踏まえまして、次に、ＥＵレベルでの投資型クラウドファンディングに関する規制の展開を見てまいりたいと思います。

Ⅱ．ＥＵレベルでの投資型クラウドファンディング規制

１．投資型クラウドファンディングに対する姿勢

レジュメの２．１ですけれども、ＥＵもクラウドファンディングに関する文書を幾つか公表しておりまして、その中で、投資型クラウドファンディングをスタートアップ企業の成長のための資金供給手段として重視しているようです。具体的には、クラウドファンディングによる資金調達が、エンジェル投資家による投資、ベンチャーキャピタルからの投資、ＩＰＯへと続くエスカレーターとして機能することを期待している、あるいは、投資型クラウドファンディングが伝統的な資金調達手段を補完するものとして機能するこ

とを期待しているという記述があります。日本でも同様のことが言われて、期待されているのではないかと思います。

２ページ目に参りまして、クラウドファンディングの意義としては、「ピッチ」と呼ばれるウエブサイト上での動画等を通じた投資案件に関する情報提供を行うことが可能になり、それによって、資金需要者と資金提供者のマッチングにかかる費用が大きく低下し、従来のエンジェル投資家による投資に比べて、１件当たりの投資金額が小さくても、費用対効果で見た場合にバランスするような状況が生じているというふうに述べられております。

２．クラウドファンディングに関するルール整備の動き

そのようなスタンスでルール整備に向けた動きが幾つかあるのですが、結論から申しますと、ＥＵ全体では、クラウドファンディングに特化した統一的な指令やレギュレーションは、今のところ制定されておりません。レジュメには2013年のコンサルテーションから書いておりますが、これ以前から調査などは行われております。現状は、European Crowdfunding Stakeholders Forumというのが設置されておりまして、ことしの２月までに４回の会合を開いて、それぞれいろいろなことが検討されています。

一方で、業者の側からは、クロスボーダーでクラウドファンディングを展開しようというときに、国ごとの規制の違い、ルールの違いが大きな障害になっているということがたびたび申し立てられております。恐らくそう遠くない将来には、ルールの統一に向けた動きがあるのではないかと思われるところでございます。

３．投資型クラウドファンディングに関係する指令・規則の解釈

もっとも、クラウドファンディングに関する規制が全くないということではありません。それに特化したものがないというだけで、当然、ＥＵレベルでかかってくる規制は幾つかあります。

まず１つ目は、レジュメ２．３．１の目論見書規制です。目論見書指令の

ほうは、今レギュレーションの案が出ておりまして、そちらでも少し関係する改正が行われているところです。

簡単に目論見書の発行義務に関する規定を見ておきますと、目論見書指令では、証券の公募または上場を承認する場合には事前に目論見書を発行せよということで、目論見書が発行開示の手段となっているということでございます。しかも、目論見書については、監督当局の承認を受けなさいというルールになっております。したがいまして、クラウドファンディングにおいて証券が発行される場合には、募集に当たって、目論見書発行義務が課される可能性が高いということになってまいります。

続きまして、３ページ目ですけれども、しかし、目論見書発行義務が課されるのは、基本的には証券が発行される場合でして、「証券」とは、金融商品市場指令によりますと、「譲渡可能な証券をいう」とされております。クラウドファンディングにおいて証券が発行されることがあったとしましても、譲渡可能でない場合が多いので、その場合には目論見書指令の適用はないということになります。ただし、その場合でも、各加盟国が国内法として定めている規制の適用を受ける可能性は排除されていないということです。

また、一部では、譲渡可能な証券を取り扱っているクラウドファンディングもありまして、それについては発行義務が課される可能性があるのですが、多くの場合、少額免除の適用を受けられるのではないかと言われております。すなわち、募集の総額が 12 カ月通算で 10 万ユーロ未満、目論見書規則案では 50 万ユーロ未満まで引き上げられておりますが、その場合には目論見書発行義務は免除される。この部分は、各加盟国共通のルールということになっております。

また、12 カ月通算の募集総額が 10 万ユーロ以上 500 万ユーロ未満の場合、これも目論見書規則案では 1,000 万ユーロ未満に引き上げられるようですけれども、その場合には、各加盟国の国内法の定めるところによるということになっておりまして、10 万ユーロから 500 万（1,000 万）ユーロまでの募集に関する目論見書発行義務に関する規制は、加盟国ごとに異なっているのが

現状であろうかと思います。

続きまして、金融商品市場指令です。

クラウドファンディングにおけるプラットフォームは、金融商品市場指令に言う投資業者に該当する可能性がございますので、その場合には、金融商品市場指令の定める資本規制や行為規制等が課される可能性が高いということになります。

この指令に言う「投資業者」とは、業として投資サービスを提供し、または投資活動を行うことを業務とする法人です。また、「投資サービス活動・投資活動」とは、附属書に掲げる金融商品に関連するものと定義されております。したがいまして、クラウドファンディングで提供される投資手段が、この指令に言う「金融商品」に該当するかどうかということが問題になるわけですが、その定義を見ますと、譲渡可能な証券や集団投資スキームにおける投資単位は金融商品に該当するとされております。

多くの場合、プラットフォームが扱っているものはこれらに含まれそうですけれども、ベルギーやドイツでは、利益分配契約、日本でいうところの匿名組合に当たるもの、あるいは、利益参加貸付と呼ばれているものが投資型のクラウドファンディングに用いられておりまして、ある時期までは、これらは譲渡可能な有価証券、あるいは、その他指令に言う金融商品に該当するものではないという取り扱いがそれぞれの国で認められてきたようです。したがいまして、プラットフォームも指令に言う投資業者には当たらないという扱いが認められてきました。

しかし、ＥＳＭＡ（欧州証券市場監督局）は、クラウドファンディングにおける投資手段は、多くの場合、投資家が任意の時点で換金することが容易でないものがほとんどであるということに鑑みれば、プラットフォームは、投資手段のそのような性質を踏まえて適合性を評価すべきであるということで、やはりこれは行為規制、とりわけ適合性の評価を定めるものの適用がないと考えるのは不適切ではないかというようなことを意見の中で述べております。

続きまして、４ページ目ですけれども、プラットフォームが投資業者に当たるという解釈がとられているところではどうなのかということです。規制の内容は、プラットフォーム自身の法的形態ですとか、利用される投資手段の形態によって異なるということになります。一番大きなものは資本規制かと思いますけれども、設立時の最低資本金規制についても、指令では、最低５万ユーロから、引受業務を行う場合の73万ユーロというものまで、大きく幅がありますので、どういう規制が課されるかは、どういったビジネスをやっているかによって随分違ってくるということになります。

仮に、プラットフォームが投資家から金融商品に該当するものの注文の受け付けや回付を行っていると認められる場合であっても、ここに挙げましたように、顧客資産を保有しない、投資助言以外の投資サービスを提供しない、さらに、国内法による規制を受けるといった条件を満たしますと、各加盟国は、そのようなプラットフォームについては、金融商品市場指令を適用しないということを選択できる。したがいまして、各国が独自に規制を課すことができるというふうな枠組みになっているようでございます。

また、これは、代替投資ファンドマネジャー指令（ＡＩＦＭＤ）の適用も問題になります。といいますのも、投資対象会社の持ち分等を保有するＳＰＶを設立しまして、そのＳＰＶを通じて投資家に投資対象からのキャッシュ・フローを分配している、そういう形態のクラウドファンディングがあるからです。その場合には、この指令が適用され、ファンド管理者の選任や資本に関する規制、利益相反規制等が課される可能性が出てまいります。ただ、本来、この指令はヘッジファンドを主たる規制対象として想定しておりますので、運用資産が５億ユーロ（レバレッジを用いていない場合）未満の集団投資スキームには適用されません。したがって、これも多くの場合には、クラウドファンディングには関係してこないのではないかと言われております。ただし、これにつきましても、各加盟国の同趣旨の国内法による規制を受ける可能性は残っているということです。

Ⅲ．ＥＵにおける投資型クラウドファンディングの法的形態

このように、ＥＵレベルでは必ずしも統一されたものがなく、各国で規制内容を違えても構わないというふうになっていたものですから、次のレジュメ３のところで見ますように、ＥＵ各国の投資型クラウドファンディングと分類されるものの法的な形態を見ますと、国ごとにかなり違っているということがわかります。

まずは株式型です。プラットフォームの数で申しますと割合は非常に小さいんですけれども、イギリスでは主に株式型が使われております。投資金額ベースで見ますと、ＥＵ内で最大のプラットフォームである crowdcube がこの形態をとっているので、実質的にはかなり大きなウエートを占めていると言えるのではないかと思います。

次はＳＰＶ利用型で、要するに、プロジェクトごとにＳＰＶを設立する、あるいは、ＳＰＶを１つつくって、そこを通じて幾つかのプロジェクトに投資するというような類型があるようです。これは日本のファンド型に近いものとも言えますが、そういった形態も見られます。

続いて、５ページ目に移りまして、先ほど出てまいりましたけれども、利益分配契約型といわれる、ドイツの匿名組合契約ですとか、利益分配型劣後貸付というような形態がとられ、利用されているようです。

そのほか、株式への転換権がついた債務証券が利用される場合もありまして、北米ではこの割合がかなり高く、note と呼ばれるものが積極的に利用されていますけれども、それに比べますと、ＥＵでは、転換証券型のクラウドファンディングは余り多くないようです。

このように、国ごとに使われている形態が随分違っておりますのは、先ほど見ましたように、証券規制の内容が国によってかなり異なってくる可能性があること、さらには、会社法の規制、例えば、株式を追加的に発行する場合、既存株主の承認を得るための手続が全てオンラインで行えるかどうかということがクラウドファンディングにとっては重要になってまいりますけれ

ども、そういったことができるかできないか、できるのはどういった形態かというような観点から選ばれてきて、それが国によって違っているからです。

Ⅳ．国内法レベルでの投資型クラウドファンディング規制の進展

以上がＥＵ全体としての規制と実態ですけれども、これ以降は、クラウドファンディングの規模が比較的大きい３つの国、イギリス、フランス、ドイツについて、いずれの国におきましても、2014 年ごろにクラウドファンディングに関する規制の改正が行われておりますので、その点を中心にご紹介してまいりたいと思います。

１．イギリス

まず、イギリスです。

先ほど申しましたとおり、株式発行型が大部分を占めております。したがいまして、当然これは証券を取り扱うことになりますので、プラットフォームに対して、いわゆる業規制、行為規制等が課されることが大前提となっているようです。

そういった中で、2014 年４月に、クラウドファンディングの場合には追加的に上乗せされる規制が新たに定められました。これは、換金困難な証券のプロモーション（投資助言を伴わないものに限る）を行う業者を対象とした新たなルールでして、規制対象としては、投資型クラウドファンディングのプラットフォームが主に想定されています。ただ、イギリスは、メディアニュートラル、つまりインターネットに限らないということで、ほかにも同じような手段があれば、それを使っておっても、同じ規制が課されるというスタンスをとっているようです。

その新たなルールの中身ですけれども、まず１つは、投資可能な投資家を限定しております。換金困難な証券のプロモーションの対象とすることができる投資家は次の者に限られるということで、６ページの①～⑥の類型です。

①プロ投資家、②ベンチャーキャピタル、③投資判断能力がある投資家として認定を受けたリテール投資家、④投資判断能力がある投資家として自己申告したリテール投資家、⑤富裕投資家として認定を受けたリテール投資家、⑥投資可能な金融資産の10％以上を非上場の株式・債券に投資しないことを自己申告したリテール投資家となっております。

④と⑥は自己申告ですので、これは当然、規制がざるになるのではないかということが懸念されるわけですけれども、④の申告ができる者は限られております。例えば、エンジェル投資家のネットワークに参加していた者、また、プライベート･エクイティにかかわる専門職についていた者、あるいは、一定の規模の会社の取締役である者というように、いわゆるエンジェル投資家に該当するような人を念頭に置いていて、さらに、プラットフォームのほうで確認することが前提とされています。

⑤の富裕投資家の詳細については、換金困難な証券のプロモーションを行う者、つまりプラットフォームは、その投資が顧客に適合していることを確認するためのルール、いわゆる適合性評価のルールを遵守しなければならないとなっておりますので、これらの要件を満たしているかどうか確認する手続を踏まなければなりません。実際に試してみたところ、多くのプラットフォームでは、投資する前に、あるいは投資情報にアクセスする前に、かなり詳細な情報提供をしないといけない形になっていました。

続きまして、目論見書発行義務に関するところです。

譲渡可能な証券の公募に際しては、イギリスでも当然、目論見書の作成・公表が義務づけられておりますが、募集総額が500万ユーロ以下である場合には、作成義務は免除されるとなっております。先ほど見ましたとおり、これは、ＥＵの目論見書指令が国内法に委ねている枠の最大まで免除を認めているということのようです。

では、目論見書にかわる情報提供は何かあるのかというと、特にないようです。ただし、プラットフォームは、投資家に提供される情報が正確であること、とりわけ、公正なリスクの表示なしに、メリットのみを強調するもの

になっていないことを確保しなければならないということになっております。このことから、ＦＣＡは、プラットフォームが投資先企業に対してデューディリジェンスを行ったか否か、行った場合には、その範囲や程度、分析結果等の情報を投資家に提供することが期待されるということを Policy Statement の中で述べております。

２．ドイツ

続きまして、ドイツです。

ドイツでは、株式型のクラウドファンディングは極めて少ないようです。当初は匿名組合が多く用いられていましたが、その後、利益参加型劣後貸付に移行していって、現在は利益参加型劣後貸付の形態をとるものが多いようです。2015 年に小規模投資家保護法が成立しまして、クラウドファンディングに関するルール整備のために関係する諸法令が改正されております。

まず、ドイツで問題になりますのは、金融商品の範囲と、それと関係する金融サービス業の許可制に関するところです。ドイツでは、金融商品には、有価証券、財産投資、投資財産が含まれるとされておりまして、従来、匿名組合・享益権は財産投資法に言う財産投資に含まれ、それゆえ金融商品に含まれると解されていたようですが、利益参加型劣後貸付は含まれていませんでした。そこで、実務のほうでは利益参加型劣後貸付にシフトしていきましたけれども、小規模投資家保護法によりまして財産投資法が改正され、利益参加型劣後貸付も投資商品に含まれ、金融商品に含まれるということが明確化されたようです。

そうしますと、金融商品の売買等の仲介・あっせんは金融サービスに当たるということになりまして、それを業として行うには、連邦金融サービス監督機構（ＢａＦｉｎ）の許可を得なければならないということが銀行法に定められております。この要件はかなり厳しいのですが、有価証券以外の金融商品のみを取り扱うプラットフォームについては、銀行法に基づく許可ではなくて営業法に基づく許可でよく、これはどうも州単位で許認可がされてい

るようです。しかも、人的構成に関する要件や業に携わる者のスキルのレベル、そういったことも銀行法の許可の要件に比べると随分緩いようです。もっとも、金融サービスを業として行っていることには違いありませんので、行為規制等は、一般の金融サービス業者と同等のものが課されることになります。

続きまして、目論見書発行義務です。

ドイツでは、有価証券及び財産投資の募集を行おうとする場合には、ＢａＦｉｎの承認を受けた有価証券目論見書または販売目論見書を公表しなければならないとなっておりますが、クラウドファンディングに係る目論見書作成義務を免除する規定が新たにできました。財産投資法の２a条は、以下の要件が満たされる場合には、財産投資の募集に係る販売目論見書の作成義務を免除するということになっております。

①募集の総額が250万ユーロ未満であること。②インターネット上のプラットフォームを通じて募集が行われるものであること。③特定の発行者に対する投資家１人当たりの投資額を1,000ユーロ以下に抑えること。ただし、これは、預金及び金融商品として有する投資可能財産を10万ユーロ超有していること、または、投資額が２カ月分の月収を超えていないことという要件を満たしていることを自己申告しますと、投資上限が投資家１人につき１万ユーロまで引き上げられるという仕組みになっています。さらに、④募集を扱うプラットフォームが銀行法または営業法に基づく許可を受けていること。

以上の４つの要件を満たしますと、販売目論見書の作成が免除されます。なお、投資家が個人である場合には、1,000ユーロまたは１万ユーロの投資上限が課されておりますが、投資家が資本会社である場合には投資額の制限は課されていません。

また、有価証券目論見書の作成義務につきましては、このような適用除外が設けられておりませんので、株式型や債券型のクラウドファンディングについては、募集総額が12カ月通算で10万ユーロ以下の場合という一般的な

適用除外規定に当たらない限りは、目論見書の作成は免除されません。このように、投資手段としてどのような形態をとるかによってルールが違うという点について、ドイツでは批判があるようです。

目論見書の作成が免除される場合には、財産投資情報書面と呼ばれるものだけが投資家に提供されることになっております。財産投資情報書面はＡ４サイズで３ページ以内でなければならず、かなり簡略化されたものですけれども、これについては、従来の記載事項に加えて、クラウドファンディングについての改正が行われた以降は、発行者の直近の負債資本比率、投資の期間及び解約告知期間を記載しなければならなくなりました。これを見ましても、ドイツではクラウドファンディングに利益参加型貸付が利用されることが前提になっていることがわかるかと思います。

３．フランス

最後に、フランスです。

フランスでは、株式型と債券型が利用されています。2014 年に、オルドナンスやデクレ、さらにはＡＭＦの一般規則が改正されまして、投資型クラウドファンディングに関するルールが整備されました。

３カ国のなかではフランスが最もクラウドファンディングに特化した、まとまった規定を置いておりますが、その１つがプラットフォームの登録制です。新たにＣＩＰ（conseil en investissement participative：クラウドファンド投資助言業）とＩＦＰ（intermédiaire en financement participatif：クラウドファンド仲介業）という類型をつくって、投資型クラウドファンディングはＣＩＰとして登録することとされました。

続きまして、９ページですが、ＣＩＰがプラットフォームとして提供するウエブサイトに関しても、仕様について細かい規制があります。ここに書かれているとおりなんですが、もう少し砕いて申しますと、第一段階で、投資のプロジェクトに関する情報にアクセスする前に、投資のリスクについて理解させるような仕組みをとりなさいと。つまり、あなたが今から見ようとし

ている投資案件にはこういうリスクがある、元本の一部･全部を失うリスク、さらに、流動性がなく、任意の時点で換金できないというリスクがあることを理解した上でなければ、投資案件の詳細にアクセスできないような仕組みにせよですとか、さらに、プラットフォームを通じて投資しようとする投資家は、適合性の評価に必要な情報を提供しない限りは投資することができないような仕様にせよですとか、そういったことが定められております。

また、プラットフォームは、たくさん載せてほしいという申請がある投資案件のうち、何らかの基準でその中から選択したものだけを掲載していますので、その選択の基準や手続をウエブサイトで開示しなさいというようなルールにもなっています。

行為規制につきましても、基本的には、一般の金融商品サービス業者と同様の規制が課されております。したがいまして、提供する情報は、公正・明確なものでなければならず、誤導的なものであってはならない。さらに、利益相反に関しては、投資家以外の者から報酬等を受領する場合、その報酬等は、投資家の最善の利益のために誠実・公正に行動する義務に反するものであってはならないといったことが定められております。そして、プラットフォームは、投資家から資金を受け取ってはならず、投資先企業から発行される証券を受け取ってはならない、つまり、投資家から資産の預託を受けないということが条件になっております。

さらに、業者団体による自主規制に関しても規制が置かれておりまして、ＣＩＰは必ず、ＡＭＦの承認を受けた業者団体の１つに所属せよということになっております。その業者団体はＣＩＰの業務を監視するわけですが、そのために、ＣＩＰが遵守すべき行為規範を作成し、ＡＭＦ（金融市場庁）の承認を受ける必要があります。そして、ＣＩＰは、登録を受ける前に業者団体による審査を受けることが義務づけられています。ただ､調べた限りでは、ＣＩＰについては、特別な資本規制は課されていないようです。

目論見書発行義務についても規制の整備がなされました。ここで１点、重要なのは、ＣＩＰを通じて募集することができるのは、普通株式と固定利付

債券に限られるということで、現時点では、これ以外の形態の投資手段は利用できないということになっているようです。ただ、先ほど申しましたように、フランスでは、現時点で利用されている投資型クラウドファンディングのほとんどがこのいずれかを利用しておりますので、それほど大きな影響はないと思われます。

ＣＩＰのウエブサイトにおける普通株式及び固定利付債券の募集は、12カ月通算の募集総額が100万ユーロ未満の場合には、目論見書作成義務を免除するということが定められておりますが、それにかわって、レジュメに挙げました①～⑥までのような情報を発行者は提供しなければなりません。

また、ＣＩＰが追加して提供すべき情報として⑦～⑨ということで、日本のルールにもありますように、引き受けの申し込みが募集金額を上回った場合の処理の方法や手数料の詳細等、さらにはリスクの警告をしなさいというようなことが定められておりまして、ＣＩＰは、これらの情報に矛盾がないこと、明確であること、偏りがないことをチェックする義務を負うということになっております。

Ｖ．クラウドファンディングを通じた投資にともなうリスクと規制の在り方

以上が、ＥＵ主要３カ国における最近の法改正の中身ですが、その規制の意義を理解するには、もう少し実態がわかったほうがよいのではないかと思います。特にデータが多いのがイギリスですので、ほとんどがイギリスのものになってしまいますけれども、それらを見ながら、５以降では、改正された規制がどういう意味を持つのかということを考えてみたいと思います。

１．投資対象事業が失敗するリスクと分散投資、投資先企業情報の提供

まず、レジュメ５．１では、投資対象事業の失敗のリスクと分散投資を促進する規制、そして、企業情報の提供のあり方について見てまいります。

日本でもそうですし、ＥＵでもそうですけれども、投資型クラウドファン

ディングの投資先の大きなものの１つとして、スタートアップ企業が想定されております。実際にそういった企業が資金を調達していますが、そうしますと、一般的には、投資対象事業が失敗するリスクは高いということになります。では、それにどう対応すればいいのか。

11ページに参りますけれども、投資する人たちは、そもそもどの程度、投資をメインに考えているのかということです。ご案内のとおり、クラウドファンディングには、寄附型ですとか、商品でリターンをもらう、そういったものがありますが、その延長で考えられている部分、つまり、その企業を支援しようといった気持ちが大半で、投資商品として余り真面目に見ていないのか、それとも、そうではないのかというようなことが知りたいと思い、幾つか調べてみました。それが５．１．１です。

たくさんの投資案件がプラットフォームに掲載されるわけですけれども、そのうち資金調達に成功するのはどのぐらいなのかというと、2015年、イギリスでは、crowdcubeという最大のプラットフォームでのエクイティ型の成功率は55％。800件弱の掲載があって、成功例が400件ほどですので、約半分が成功したことになります。過去５年間では約31％ですので、最近は上がりつつあるようです。フランスも54％ぐらいということで、それなりに選別はされているということがわかりました。

さらに、あるインタビュー調査によりますと、投資家の実態として次のようなことがわかってきました。

まず、調査対象290名の投資家のうち、62％が、それ以前に投資経験のないリテール投資家であると回答し、残り38％は、プロ投資家あるいは認定富裕投資家であると回答したということです。ですので、いわゆるプロ投資家もかなりの割合でクラウドファンディングに参加しているようです。

また、別にお配りしている図表３を見ますと、投資家が最も重視している要素はリターンの見込みであることがわかります。青（一番左）の「とても重要」と赤（左から二番目）の「重要」を合わせると、96％の人がリターンの見込みがどうかということを見ていますので、投資商品として考えている

ようです。逆に、社会的あるいは環境的によいことをするとか、地域の企業に投資したいというような動機での投資はそれほど多くないということがこの調査からは出てきております。

レジュメに戻りまして、４分の３の投資家が、その投資の以前には、経営者との面識やコネクションがなかった企業の事業に投資していると回答しておりまして、個人的なつながりで投資するということではなく、あくまでプラットフォームで得た情報をもとに、投資案件として吟味して投資判断をしているようです。

〔参考〕として載せておりますが、日本証券業協会さんのウエブサイトでは、「値上がり益の追求よりむしろ、投資する会社やその行う事業に対する共感又は支援という意味でご購入していただくべきです」とあります。これはどういう意味に捉えたらよいのか迷いますけれども、その次に書かれている「短期間で売却して値上がり益を得るような目的には向きません」という記述は、途中で売却することがなかなか困難なものなので、支援とか共感という気持ちがないと我慢はできないですよという趣旨なのかなとも思います。

もう１つ知りたかったのは、クラウドファンディングによる資金調達をした企業がその後どの程度うまくいっているのか、いっていないのかということです。ただ、イギリスでも本格的にクラウドファンディングが始まったのが 2011 年から 2012 年あたりか、もう少し後ですので、まだ評価をするにはなかなか難しい時期なのかもしれませんが、幾つか調査結果が出ております。

ある調査によりますと、資金調達に成功した企業の 70％がその後売り上げを伸ばし、47％で利益が増加しているということです。

さらに、もう少し詳しい調査の結果を発見しましたので、それを図表４と図表５に示しております。図表４が投資金額ベースの割合で、図表５が各年度の投資案件数で見たそれぞれの分類の割合です。ただ、ごらんのとおり、2013 年あたりから本格的な資金調達が行われてきているということで、まだ３年ぐらいしか経過観察はできません。

それを踏まえた上で、分類の意味ですけれども、ピンク（2013：一番下）

の Project Realisation が最もハッピーで、まだ１件しかありません。2013年に資金調達に成功した企業が、その事業を他社に売却してエグジットに成功したということで､投資した金額を上回る金額の回収に成功したものです。ただ、どのぐらい回収できたのかは、秘密なのでわからないと出ていました。あるニュース記事では投資した金額の「何倍もの」という表現が使われておりましたけれども、具体的な金額はわかりません。

Green Plus（2011・2012・2014：一番下、2013：下から２番目）というのは、レジュメに書きましたように、投資時点より投資価値が高くなっていると考えられるもの、いわゆるアップラウンドにあると評価できるもので、これが 58 件。Green（2011-2014：上から三番目、2015：上から二番目）は、大半が何とか続いているというものです。

Amber（2011-2014：上から二番目、2015：一番上）は、電話連絡が３週間以上とれず、かつ e-mail メールによる応答もない、ＳＮＳの更新がとまっている、あるいは、Companies House に提出が義務づけられている書類を提出していないといったことでして、投資評価が投資の時点よりも下がっているだろうと推測されるもので、2011 年あたりに資金調達した案件ですと、半分以上が Amber と Red（2011-2014：一番上）になってしまっています。

Red は、完全に解散・清算した会社としてリストアップされているもの、ウエブサイト上に事業活動をやめましたということを自身で書いているもので、これもそれなりの数があるようです。ただ、直ちに事業を停止しているようなものはそれほど多くないと言っていいのではないかと思います。１～２年は何とか頑張っているようです。

もう１つ、この後に述べることとも関係しますが、投資先の企業の情報を集める手段が非常に限られています。先ほど、電話連絡がとれないとか、e-mail による応答もないということを申しましたが、法令上、投資後に企業から情報を得る手段が十分に確保されておりませんので、そのような手段を使わざるを得ない。あるいは、義務が課されていても、それを守らないということかもしれません。そういった状況にあることもこの調査からわかる

のではないかと思います。

今のことを踏まえまして、先ほど見ましたように、幾つかの国では、特定の投資案件に対する投資家１人当たりの投資額に上限を設けるという規制を課しております。これは分散投資を促す意味があるかと思います。

その規制の効果といいますか影響について、イギリスの調査を見ますと、イギリスは投資案件１件当たりの投資額に上限はないんですけれども、１事業当たりの平均資金調達額は約 20 万ポンドで、平均投資家数は 125 名。そして、投資家１人当たりの平均投資額は 1,600 ポンド程度。160 円で計算しますと、20 万円ぐらいでしょうか。３分の２以上の投資家が 1,000 ポンド以上を投資しています。また、投資家１人当たりのクラウドファンディング全体を通じた投資額の平均は 5,500 ポンド程度で、平均で 2.48 個のプロジェクト・事業に投資をしているということです。

その資金の性質については、複数回答可ですので 100％を超えますけれども、投資のために用意していた資金、あるいは貯蓄しようとしていた資金が大半で、日常の消費のためのお金、寄附を考えていたお金という回答はかなり少ないようです。

そういうことからしますと、１人当たりの上限を１万ユーロとしている国がありましたけれども、その上限設定の影響というのはそれほど大きくはないのかなというふうにも思います。ただし、これはイギリスの例ですので、他の国の状況はわかりかねます。

投資先企業に関する情報の提供ですが、まず、投資判断の時点で必要な情報は、基本的には、投資先企業が作成した「ピッチ」と呼ばれる動画、あるいはそこに記載された文章による情報提供がほとんどです。その中では、事業の内容や将来性、さらに投資回収、エグジットとしてこういったことを考えていますということが語られております。また、企業価値の算定の基礎になるような数値について記載しているものもあります。ただ、厳密に、企業価値が幾らと評価されたので、１株あるいは１単位の値段をこのように決めましたというところまで言っているものは、見た限りでは、ありませんでし

た。

レジュメの13ページ目です。クラウドファンディングは、単に起業家と投資家の情報のやりとりだけではなくて、投資家同士がプラットフォームにある掲示板のようなところ、フォーラムを利用して情報交換し、そこで選別がなされるということが想定されているかと思います。ただ、先ほどのインタビュー調査の結果によると、重視しているのは、経営陣がどういう人であるか、ピッチの内容がどうであるかということがかなり大きなウエートを占めていて、第三者による評価とか、フォーラムに記載された他の投資家の意見はそれほど重視されていなかったという結果が報告されております。

規制の観点からしますと、多くの国で、投資先企業からピッチ等を通じて提供される情報の正確性を担保せよという規制が、プラットフォームに課されていたわけですけれども、少なくとも個別に投資家と経営陣との間でやりとりされる情報とか、投資家間でやりとりされる情報の正確性については、特にプラットフォームに何か求めるようなものはなかったように思います。しかし、こういったことは規制の対象にしなくていいのかどうかということは考える必要があるのかもしれないと思いました。

それから、投資後の対象企業の情報提供です。多くのプラットフォームで、一応、投資後の対象事業・企業の情報を追跡できる仕組みが設けられているようですけれども、提供される情報とか、入手可能な情報にはかなりばらつきがあるようですので、不十分であることは考えられます。ただ、他方で、確かに情報提供はあったほうがいいわけですけれども、情報を得たところで何ができますかということを考えると、流通市場もないわけですし、議決権の比率はせいぜい20%とかそのぐらいしか売りに出されておりません。しかも、その後の希釈化のリスクがあります。投資家がとり得る手段は限られておりますので、何か具体的な手段をとることを可能にするための情報提供という考え方がとりづらい状況にあるのかなと思います。

２．投資商品の属性とリスク

次に、投資商品の属性とリスクですけれども、流動性リスク、それから今申し上げたように投資後の情報提供が不足するリスク、さらには追加的な資金調達をして持ち分が希釈化するリスク、あと特にＥＵがそうなのですが、さまざまな投資手段として法的形態がとられておりますので、それを誤認してしまうリスクがあると言われております。

これに対する規制の対応としては、とにかく徹底的にリスクの警告を行う。フランスは、リスク警告を受けた上でなければ次に進めない仕組みをとれと要求しておりました。また、これはＥＵ特有のことかと思いますけれども、クラウドファンディングに関する緩和された規制の対象について、普通株と債券だけとか、利益参加型の貸し付けだけに限定している例があります。

３．プラットフォームにかかるリスク

プラットフォームにかかるリスクとしては、プラットフォームが倒産したり事業を停止したりするリスクがあるかと思います。ただ、顧客からの資金や、見返りとして受け取った持ち分等の保管、管理は、それをしているプラットフォームも中にはありますけれども、多くのプラットフォームはしておりません。また、情報提供についても、プラットフォームが果たす役割はさまざまです。こういったこと、特に顧客資金を預かるかどうかということは、プラットフォームの健全性に関する規制、とりわけ資本規制とか営業財産の保有といった規制のあり方に影響するだろうと思います。

そのほか、投資家とプラットフォームの利益相反リスクも考えられます。プラットフォームの収入源は、資金調達に成功した場合の成功報酬ということが多いので、本来、成功しないはずのものを成功させるような方向で、プラットフォームが何か影響力を行使するのではないかということが考えられます。しかし、基本的には、プラットフォームは、まさにプラットフォームを提供するだけで、自分のところが何か意見を表明したりということはなく、その点では利益相反が現実化するおそれは小さいかもしれません。ただし、

何らかの形でデューディリジェンスを行っているところがほとんどで、デューディリジェンスが甘くなったりということがあるかもしれませんから、その方法の開示をさせろということが議論され得るかと思います。

４．詐欺のリスク

最後に、詐欺のリスクです。クラウドファンディングについて特に言われるのは、日本でもそうですが、投資対象事業がそもそも架空のものである可能性があるということだと思います。これについては、プラットフォームが、自身のレピュテーションを維持するために、掲載する投資対象を適切に選別することに期待しています。実際に、掲載してほしいという申し入れに対して、どの程度採用しているのかということですが、イギリスの crowdcube では、約 10％ということで、かなり厳しい選別が行われているようです。また、フランス法は、選別の基準や手続を開示しろと要求しています。そのかいもあってか、先ほどのイギリスの追跡調査を見ますと、開始１年で潰れてしまったというようなところは少ないかと思います。

また、目標金額に届かなければ資金調達は実行しませんというオール・オア・ナッシング方式をとると、詐欺的案件の抑止に一定の効果があるといわれています。つまり、それに見合うだけの人が参加してくれないと、そもそも資金調達ができないので、一部のだまされた人だけが被害に遭うことはないということだと思います。

詐欺のリスクは、本来は投資型に限らず、寄附型とか他の類型のクラウドファンディングにも共通する問題かと思います。ただ、投資型の場合、失敗するリスクの高い事業に投資しているのがほとんどだとしますと、仮に「事業が失敗しました」となったとしても、それが本当にもともとあった事業リスクが実現したものなのか、それとも、もともと全然やる気がなくて、のらりくらりと３年間だまし続けて「潰れました」と言っただけなのか、判別するのが困難になる可能性があり、この点は事後の情報提供とも関係するところかと思います。

以上でございます。ご指摘、ご教示、よろしくお願いいたします。

討　議

前田副会長　貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

それでは、いつもどおり、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

後藤委員　先ほどの緑とか色分けされたグラフ、その後どうなったかという情報は、プラットフォームが公表したものではなくて、誰かが追跡調査を頑張ってやった結果ということでよろしいのですよね。

松尾（健）報告者　そうです。

後藤委員　そうすると、こういうものに投資する人は、危ない事業に投資しようとしていることは恐らくある程度はわかっているはずで、一番重要なのは、プラットフォームの目きき能力とかそういうものだとすると、この情報が一番重要なのではないかという気がするのです。個々の企業を追跡調査するのが難しいのはわかっているとすると、これを何で開示させていないのか。「うちのところでやって成功したのは、その後こうなっています」ということを、投資家に調べさせるのではなくて、コンタクトを持っているのはそのプラットフォームなのだから、そこがトラックをする。「うちの実績はこうです」という情報をまず出すべきだという気がするのですが、そういう議論はないのでしょうか。

松尾（健）報告者　少なくとも規制のレベルではそういうことは言われておりませんが、成功した事例ばかり載せるのはいけないということになると思います。こういう成功例がありますよということを情報開示しようと思うと、必然的に、そうでないものもこれだけありますよということは開示せよということになるのではないかと思います。きょうはちょっと省略してしまったのですが、このデータは続きがあります。この機関はプラットフォーム別の追跡調査もやっていて、今見る限りでは、そんなに大きな差はないようでし

た。

後藤委員　ちなみに、AltFi という機関は何なのでしょうか。

松尾（健）報告者　こういうデータ収集をして提供している AltFi データという会社です。

中東委員　興味深いグラフをご紹介いただいたので、もう少しお教えいただければと思うのですが、エグジットは、通常どういう形のエグジットをどれぐらいの期間で予定されているのでしょうか。エグジットについては一般的に説明されるということでしたけれども、どういう説明がされているのでしょうか。

松尾（健）報告者　エグジットについての説明はかなり一般的で、ＩＰＯを目指します、他社への売却も目指します、合併も目指しますと、あり得るものを羅列しているものが多いです。ただ、フランスの例でしたか、債券型の場合は投資期間が決まっていますので、「今、投資しようとしている事業はこの程度成長することが見込まれるので、その時点で他社に売却します」と、ある程度具体的に書いてあったように思います。株式の場合は、５年とか、ざっくりした希望のようなエグジット期間は一応書いてありますけれども、具体的にそのときに何か当てがあるとか、こうなっているだろうということは、ピッチ等では余り言われていないのではないかと思います。

中東委員　ありがとうございました。よくわかりました。グラフで唯一のエグジットの案件はいつ頃のものなのでしょうか。

松尾（健）報告者　これは 2013 年に調達に成功した案件が、去年にエグジットを果たしたということです。

太田委員　遅参いたしまして申しわけございません。大変興味深いご報告をありがとうございました。

２つほどお伺いしたいと思います。

お聞きしていて、大きく分けて株式型とそうでないパターンと２つあって、とりわけイギリスの場合、株式型も結構あるということでした。しかしながら、株式型の場合、ある意味でガバナンスというか、規律をきかせるには議

決権行使が重要だと思うのですが、プラットフォームの役割と関連して、プラットフォームは投資先企業の議決権行使にどの程度関与しているのか。レジュメの４ページ目で、「ＥＵにおける投資型クラウドファンディングの法的形態」ということでまとめていただいていますが、株式直接保有型の２番目のパラグラフにあるように、プラットフォームが名義株主となって、プラットフォームだけが株主となって、投資家とは契約関係という感じだと、恐らくある種、信任関係があって、投資家の代わりに議決権行使をしてくれるので、投資家としても多少安心かなと思うのですが、そうでない場合は、議決権行使はそれぞれ勝手にやってくださいというのが大半なのかどうか。それが１点目のご質問です。

もう１つのご質問ですが、全然別な話で、レジュメの６ページ目の最後に、デューディリジェンスを行ったか否か、行った場合にはその都度その範囲・程度等の開示と書かれています。これは私が投資家だったら非常に関心を持つであろうところだと思うのですが、引いていただいたFCA Policy Statementは、まだ規制の内容となっていなくて、そのようにすることが期待されるというレベルにとどまっているということでしょうか。

松尾（健）報告者　はい。

太田委員　わかりました。後段の質問のほうは理解いたしましたので、前段についてお願いします。

松尾（健）報告者　申しわけありませんが、前段のほうの、プラットフォームが議決権行使にどういうふうに関与しているかということは調べておりませんので、記録までには調べたいと思います。ただ、議決権のない株式も同時に募集しているものがあって、クラウドファンディングを通じて発行される株式は、議決権割合で言うと、かなり小さいものにしかならない例が多いので、ガバナンス的に重要だとは余り考えられていないようにも思います。また調査して追ってご報告いたします〔報告者追記：議決権行使について特別なサービスを提供しているプラットフォームは見あたりませんでした。〕。

後藤委員　思いつくがままにいろいろ伺わせていただいて恐縮ですが、いろ

いろな法的形式があるというお話が最初にあって、額で言うと、貸付型が圧倒的に多く、エクイティ型は何％とかいうくらいだったかと思います。ただ、これは将来すごくはねるベンチャーかもしれないと期待してエクイティで投資するのはわかるのですが、貸し付けだったら、何であえてこんなところにカネを貸すのか、私にはどうしても理解できない。それが利益参加貸付だというのであれば、株式というといろいろややこしいので、ちょっと変えていますということで理解できるのですが、貸付型がイギリスですごい巨額に行われている。これは純粋なローンなのでしょうか。それとも、アップサイドも期待したようなローンなのでしょうか。

松尾（健）報告者　貸付型はどちらかというと純粋なローンです。この場合の貸付先は必ずしもスタートアップではなくて、不動産担保ローンに近いような、要するに不動産取得のためのローンを組んで、みんなでそこからの収益を得ましょうとか、あとはpeer to peer、いわゆるマイクロファイナンスと言われる小口の消費者金融のようなものも全部含めての貸付型です。それを細かく分けたデータは余り出ていなくて詳細な割合はわからないのですが、必ずしもスタートアップに対する融資だけではないということかと思います。

後藤委員　ドイツの場合の利益参加貸付はどっちに入るのですか。

松尾（健）報告者　これはエクイティに分類されています。ただ、これも不動産ローン型もあるようです。そこまできっちり分類されているものはなかなかないので、実体を見ると、事業に対する貸し付けはごくごくわずかということもあり得るかもしれません。

松尾（直）委員　非常に貴重なご説明ありがとうございました。幾つかご質問したいと思います。

まず、７ページのドイツのところです。私、知識不足で初歩的なことなのですが、ドイツでは有価証券目論見書と販売目論見書があります。販売目論見書は日本の目論見書に相当するもので、有価証券目論見書はどんなものなのでしょうか。

松尾（健）報告者　神作先生がおられますので、神作先生に伺ったほうがいいかもしれませんが、まず私の理解するところを申しますと、ＥＵの目論見書は日本の有価証券届出書を兼ねたものと理解しております。そのうち証券の発行に際して作成されるものが有価証券目論見書で、それ以外の投資財産とかそういったものについての目論見書が販売目論見書と理解しております。神作先生、それでよろしいでしょうか。

神作委員　おっしゃるとおりだと思います。ドイツは有価証券の定義が日本法に比較すると限定的です。日本のように有価証券の概念が広くありませんので、有価証券には該当しない「投資財産」についての開示は販売目論見書のほうでカバーされるということではないかと思います。有価証券目論見書制度はＥＵ指令に基づくのに対し、販売目論見書はドイツに固有の制度という違いもあります。

松尾（直）委員　ということは、有価証券目論見書は公衆縦覧型開示かつ直接開示なのですか。

神作委員　ええ、そうです。ただし、投資家が請求した場合に所定の場所において無料で販売目論見書を請求できる権利を付与する旨を開示すれば、具体的な内容を示さずに開示義務を果たすことも認められています。

松尾（直）委員　有価証券届出書と目論見書を両方合わせたようなものですか。

神作委員　両方合わせたような概念だと思います。販売目論見書は、先ほど述べた投資家に交付請求権を付与する場合には、むしろ金融商品販売のときに交付する事前交付書面に機能的に近いものかと思います。

松尾（直）委員　それがかかると大変ですよね。ありがとうございます。

２点目は、考え方です。日本の平成 26 年改正でクラウドファンディング規制が導入された趣旨は、もともと規制緩和でした。それによって、クラウドファンディングのみを行う第一種少額電子募集取扱業者と第二種少額電子募集取扱業者については、登録要件が緩和されました。ところが、実態として何が起きているかというと、クラウドファンディングのみを行う業者だけ

ではなくて、クラウドファンディングも行う既存の二種業者についても、電子募集取扱業務を取り扱うということで、別途、行為規制と業界の自主規制規則が強化されて、結果的には既存の業者については規制強化になっています。それで例によって余り普及しないわけですが、いろいろご紹介いただいたＥＵとＥＵ加盟各国のクラウドファンディングに係る規制は、規制緩和なのか、規制強化なのか、規制緩和のつもりが規制強化になっているのか、どういう方向で行われた規制だと整理できるでしょうか。

松尾（健）報告者　国によって違うと思います。イギリスの場合は、一般的な金融商品取引業者と同じ規制がかかっていたところに、クラウドファンディングを行う場合には投資できる投資家の範囲を限定しますという規制がかかったので、強化というか、クラウドファンドに特化したものが上乗せされたというイメージかと思います。

フランス、ドイツも、行為規制は基本的には特に強化はされていません。情報提供等で一部、「追加的に記載せよ」というものはありますけれども、例えばデューディリジェンス義務のようなものは課されていないので、特に変わりはありません。一方で、目論見書のほうの規制は緩和されておりますので、その部分は規制緩和と言ってよいのかなと思います。

松尾（直）委員　特にドイツは厳格なので、規制緩和というのはやや驚きです。

松尾（健）報告者　ただ、ドイツは、もともとグレー、金融商品に当たらないとされていた利益参加型貸付を金融商品に含める改正をしていますので、その部分については規制強化というか明確化したということかと思います。

松尾（直）委員　３番目は、先ほど後藤先生も言われた貸付型のクラウドファンディングです。たまたま今週発売の「週刊ダイヤモンド」のコラムで野口悠紀雄先生が、貸付型がはやっている、不動産が多い、大丈夫かと書いておられました。融資先ごとにファンドをつくって――だから二種業としてファンド持ち分を、出資される投資家の方に持っていただくということなのですけれども、利回りがいいので、日本でも従来型の有価証券投資をするクラウ

ドファンディングより恐らくはやっていると思うのです。これをどう評価するか。前向きなベンチャー的発想で頑張っているのか。要は通常のルートだと資金調達できないような企業の資金調達手段になっているわけです。

松尾（健）報告者　まだ日本の実態も十分に調査しておりませんが、不動産を小口化したような形になっているものについては、必ずしも従来のタイプでできなかったというわけではないと思います。ただ、小口にすればするだけ、費用がかかっていたのが、インターネット技術が発展して費用対効果が見合うようになったということで、規制の問題ではないのではないかという気がします。法改正があったときに言われたスタートアップへの資金供給といったことは、日本ではまだ普及していないのではないか、違う形で利用されているもののほうが多いのではないかと感じております。

松尾（直）委員　政策論的な話ですが、前にプロ向けファンドを私が取り上げたときは物すごく利用されました。でも、後で被害者が出たから、たたかれているわけです。政策当局としては、こういうことを見ると、後でたたかれないようにするために最初から規制を厳しくて、結局、使われない制度になってしまうことがありがちなので、誰かリスクをとって使われる制度をつくる必要がある。日本では私のように結局やめる人間でないとできにくいということだと思うのですけれども、政策論として、将来の安全を考えて規制強化するのか、とりあえず利用してほしいということで規制緩和から入るのか、先生はどちらがいいと思いますか。

松尾（健）報告者　改正時の目的としては、本来は緩和が言われたのではないかと思いますが、株式型が使われない理由がまだもう一つよくわからない。まだ規制が厳しいから使われないのか、あるいはリスクの高いものですから、失敗することは当然あり得るわけですけれども、リスクが高いものとして売ってもなお失敗するとたたかれるので嫌だということで、規制とは関係なしに、皆さんそういう意味のレピュテーション・リスクをとりたがらないのか、その辺りはよくわからない面もあります。ただ、日本のクラウドファンディング業者のページを見ると、「いずれは株式型もやっていきます」と宣

言しているところが幾つかあるので、早く出てきてくれたらいいなと思っております。

前田副会長　最後のところで、投資家が負担するリスクとして、詐欺のリスクのお話がありました。例えば投資対象事業が架空であるというようなリスクは、別にクラウドファンディングによる資金調達であろうがなかろうが、新規成長企業であれば伴ってくるものではないかと思うのです。結局、投資家にとってのクラウドファンディング固有の危険は、インターネットという手段を使うがゆえに、熟慮せずに安易に投資判断をしてしまうことであって、少なくとも日本ではそのように考えられてきたのではないかと思います。そして、規制強化のほうに向かうのであれば、恐らくそれが規制の根拠になるのではないか。規制を強化するときの根拠、つまりなぜクラウドファンディングによる資金調達を、クラウドファンディングによらない資金調達と分けて規制するのか、そこでの考え方は、ＥＵでも今申したようなことだと理解してよいのでしょうか。

松尾（健）報告者　従来、エンジェル投資家が投資する場合ですと、当然、投資先の経営者に会って、面と向かって話をして、その上で投資しています。クラウドファンディングの場合は、あくまでインターネットを通じたやりとりで、現に経営者と話をしたりということはしませんし、取締役の写真が出てきますけれども、本当にその人が取締役かどうかもわからないわけです。そういう意味で、ＥＵでも、クラウドファンディングの場合は詐欺のリスクは高まるのではないかと言われております。

　ただ、一方で、それはマッチングにかかるコストの低下とトレードオフのところがあります。会って話してということでないと投資できないとすると、ある程度の金額を投資する人しかできなかったところが、少額だからこの程度の調査でもいいという人が出てくるのであれば、その道を開こう。ただし、詐欺リスクは高まる。そういう認識なのではないかと思います。

松尾（直）委員　またお勉強のために神作先生に伺います。ドイツは、財産投資法とか、営業法とか、有価証券目論見書法とか、いっぱい法律があって

大変わかりにくい。どうしてこういう体系になっているのですか。

神作委員　「有価証券」については有価証券取引法による目論見書開示、有価証券にはあたらない「投資財産」については販売目論見書法が適用され、さらに「有価証券」にも「投資財産」にも該当しない投資持分については、財産投資法（Vermögensanlagengesetz；VermAnlG）が適用されます。公募の要件に該当すれば、財産投資法に基づいて販売目論見書の作成・開示が義務付けられることになります。「有価証券」にも「投資財産」にも該当しない投資商品とは、具体的には、享益権（Genussrecht）や記名式債務証券（Namensschuldverschreibung）などです。財産投資法に基づく証券化されていない公衆資金調達プロジェクトにより、企業はカストマイズ化により資金調達の機会を広げることができる一方、投資家保護のために投資家に対する情報提供義務が定められるとともに、投資家の無限責任をもたらす投資ビークルが禁止されています。さらに、資本投資法典（Kapitalanlagegesetz）という法律が2013年に制定され、ＡＩＦＭ指令とＵＣＩＴＳ指令を合わせて１つのファンド法としてまとめて規制されることになりました。これにより、ファンド持分についての法制は大分整理されたと思います。しかし、ご指摘のように、これまで非常に複雑だったファンド持分の規制を統一し、日本で言う投信法タイプのものとそれ以外の投資ファンドタイプのものとを１つの法律の中にまとめて規制したのですが、依然として全体としてみれば大変複雑であることは確かだと思います。

松尾（直）委員　業法としては、ユニバーサルバンクだから銀行法で全部見るということなのですか。

神作委員　おっしゃる通りと理解しています。信用制度法により、ユニバーサルバンク制度の下で規制されることになります。もっとも、有価証券業に当たると、証券取引法がありますので、証券取引業について規制する証券取引法も適用されることになります。

太田委員　きっと答えにくい質問ではないかと思いつつお伺いします。プラットフォームに関しては、イギリスでは業規制で、フランスでも登録制に

なっている。これは投資者保護という観点もあろうかと思うのですが、逆にマネーロンダリング的なものに使われるのではないかという懸念も生じてくると思います。例のパナマ文書の関係で、背後の投資家の開示規制のようなものが今後いろいろと出てくると思うのですけれども、基本的に資金調達をしようとしている資金需要者のほうから報酬を得ているプラットフォームは、投資家の属性、素性の確認のようなことも実施することが役割として期待されているのか、その場合にはどこからおカネが来るかわからないけれどもそれでいいのか、その辺りは業規制で何か規制がかかっていたりするのでしょうか。

松尾（健）報告者　ローン型のほうはちょっとわかりませんが、投資型のほうについては、一般の適合性評価に必要な情報以上には特に確認することは求められていないのではないかと思います。

太田委員　今の関連で言いますと、これは直接的にはフランスのこととしてレジュメに書かれているのですが、レジュメの９ページ目の一番上の「ウェブサイトの仕様に関する規制」の①で、「投資家は、自己の情報を登録し」「…受け入れる旨、明示するのでなければ」「アクセスできないようにしなければいけない」とあります。ここで「登録し」というのは、どこまでのものが登録されることが要求されているのか。氏名・住所とか全部、ある意味で自分は誰だということを登録しなければいけないのだとすると、規制当局はそこを押さえに行けば、投資家は全部わかるということになると思うのですけれども、名前とかまで開示することは求められなくて、何かインターネット上のハンドルネームみたいなものだけ開示して、自分は金融資産がこれだけあるから適合はしていますということでいいのか。その辺りはどうなのでしょうか。

松尾（健）報告者　氏名等は登録するようにはなっていましたけれども、本人確認がどこまで厳しくやられているかというところはちょっとわからないです。ただ、基本的には仮名ではなくて本名というか、アイデンティティーに関する情報を提供するようにはなっているようです。イギリスで、自分で

アクセスしてみましたら、そういう情報を要求されました。本人確認をどこまでやっているかというのは、多分一般に口座を開くときと同じなのではないかと思います。

神作委員　大変貴重なご報告ありがとうございました。

私のご質問は、クラウドファンディングに応募している投資家はどのような人たちかということです。イギリスについてのご説明ですと、投資家の範囲が限定されているということですけれども、いわゆる一般投資家は実際に先ほどの統計の中にどれぐらい含まれているのでしょうか。投資家の属性が明らかになる資料やデータはございますでしょうか。

と申しますのは、先ほどのファンド規制の中で、スタートアップ企業のための特別なファンド規制がＥＵには存在します。「欧州ベンチャーキャピタル・ファンド規制（EuVECA 規則）」というＥＵ規則です。EuVECA 規則によると、基本は一般投資家に販売することは許されず、プロ投資家といわゆるセミプロ投資家に限られています。スタートアップ企業への投資についてのファンド規制は、販売先から一般投資家を排除し、いわば入り口を制限しているわけです。他方、クラウドファンディングですと、いきなり一般投資家が購入できる国もあって、そこはちょっとバランスを失しているような気がいたします。例えばフランスやドイツではどのような人びとがクラウドファンディングの投資家になっているのか、もしご存じであれば教えていただければと思います。

松尾（健）報告者　イギリスについては、11 ページの「投資家の投資経験と投資の動機―イギリス」のところにあるように、290 名を対象に調査したところ、62％は非上場のものに投資した経験のないリテールの個人投資家であったということで、これが一般投資家であろうと思います。ただ、一方で、イギリスの場合は、自由になる金融資産の 10％までしか投資しないことを宣言するか、あるいは一定の金融資産を持っている人でないとそもそも投資できないので、そこで先ほどおっしゃられた、プロに限定しているスタートアップのためのファンドに対する投資規制とバランスをとっているというこ

とかと思います。

きょうはご紹介できませんでしたが、イタリアは必ずプロ投資家の参加を義務づけています。資金調達額の10％分はプロ投資家から調達するのでないといけないというルールを置いて、日本のプロ向けファンドの特例業務によく似たようなことをやっています。ただ、イタリアのレポートを見ると、一般投資家のほうはたくさん投資しているのだけれども、プロの方の出資が10％に満たなくて調達できなかったという事例もあるようで、その辺りをどう考えるのかがイタリアでの課題だそうです。

後藤委員　何か規制みたいなことをかけようとなると、失敗した企業に対してその後、民事責任を追及しても何もならないので、結局はプラットフォームに何が言えるかという話になってくると思います。そうすると、プラットフォームが「デューディリジェンスをしています」と言うときに、「この会社は伸びますよ」とは口が裂けても絶対言わないだろうと思うので、何をデューディリジェンスしたと言っているのかというところが肝になってくるような気がします。

寄附を募っているものは、割と何でも載せられて、だめなのは結局集まらなくて「はい、おしまい」というだけだと思います。投資型になったときに、応募した人の本人確認的なことをしているようですが、それ以上に何をやっているのか。一番最後のページでデューディリジェンスの方法の開示を義務づけるということではあるのですが、結局余りやっていませんということなのか。一番最初に伺った事後的な成果というか、うまくいった場合の実績でレピュテーションを担保するのか、それとも「私はゲートキーパーになっています」というふうなことを宣言するのか。もし「ゲートキーパー的な機能を果たしている」と言ってしまうと、そこには必然的に責任がついてきてしまう可能性があります。東証が不実開示で訴えられたエフオーアイがその後どうなったのかフォローはしていませんが、あれに近いことが起きるとすると、結構なトラブルになると思います。結局どこまでやっているのか。「いろいろある」と書いてあるところがもう少し詳しくわかりましたらお願いし

ます。

松尾（健）報告者　主に見たのがイギリスなのですけれども、開示されているもののほとんどは、先生がおっしゃるような、掲載の申込みがあった案件の中から掲載するものを選別するときにしたデューディリジェンスではなくて、掲載している案件について、提供している情報が正確だとか、実在する人であるとか、そういう意味のデューディリジェンスで、しかも大体ディスクレーマーをつけている形になっています。

ですので、応募があったものからどうやって選別したのかを開示していることはほとんどなくて、フランスが唯一それを義務づけたということのようです。私もこの調査を見るまではどの程度選別されているのかわからなかったのですが、インタビューによれば、そもそも申し込みがあった案件の10％ぐらいしか掲載されない、それ以外はプラットフォームにすら載れないということらしいので、そこはそれなりの選別はされているようです。選別の基準はぜひ知りたいですし、重要だろうと思うのですが、余り開示はされていないということです。

後藤委員　10％というのは相当低い。それがかなり意外でした。

松尾（健）報告者　寄附等とはやはり違うということですね。

後藤委員　crowdcube が最大手ですか。

松尾（健）報告者　そうですね。ＥＵ全体で見ても、金額ベースではずば抜けて多いところです。

後藤委員　そこは貸付型が多いのですか。

松尾（健）報告者　株式型です。

後藤委員　株式型で 10％なのですね。それは何で審査しているかということは……。

松尾（健）報告者　わからないです。

後藤委員　ありがとうございます。

増井理事長　とんちんかんな質問かもしれませんが、クラウドファンディングの特に投資型、株式型というのか、これを考えたときに、これが今までの

やり方と違うのは、比較的小規模な会社なのにネットを通じて、不特定多数の人たちが少額かもしれませんけれども株主になるということです。上場会社の場合には、多数の株主がいる中で、しっかり開示をして、こういうことでというルールが出来ている。一方で、クラウドファンディングの場合は、少額だからそれでいいだろうみたいな話かもしれませんが、もっと簡便にルールができている。

ただ、そういう株式会社がその後ずっと続いた場合、論理的には、上場はされていなくて、大して大きい会社でもないのに、小さな株主がやたらたくさんいる。もちろんプラットフォームが１つの株主になっているというやり方もあるかもしれませんが、そういうことが生じた場合に何が起こるかというと、まずその株式会社のガバナンスの問題が１つあります。それから、株主自体がこいつはだめだぞと思って、その株を売りたいといったときにどういう仕組みがあるのか。小さい格好ではあるけれども、今までと同じような制度的な仕組みがそのうち必要になってくるのではないかという感じが何となくしているのですが、そういうやたらにたくさんの株主がいる小さい会社のガバナンスはどう考えたらいいのか、流通市場もどういうふうに考えられているのか、そういった議論は余りないのでしょうか。

松尾（健）報告者　まず、後者の流通市場は、現実としてはほぼありません。もちろんプラットフォーム等で何とかセカンダリーマーケットというか、退出するために売却する機会も確保しようとしていますが、うまくはいっていないようです。多くの場合、５年とかの間にはどこかに買収されるので、そのときには一般投資家の皆さんの株も一緒に全部買ってもらいますというタグアロングのような形でエグジットする、ある時点で多数の一般投資家株主が退場することが予定されていて、多数の株主がずっと居続けるということは予定していないのだと思います。しかし、予定どおりにいくとは限らないので、おっしゃるような形の会社が出てきたときに、恐らく一般投資家株主の議決権の割合も小さいですし、セカンダリーマーケットはないし、情報もどれぐらい得られるかわからない。そういうリスクが非常に高いことをちゃ

んとわかった上で投資すべきものであるということかと思います。

松尾（直）委員　私は、６ページのイギリスの「投資可能な投資家の限定」の中で、「換金が困難な証券」のプロモーションの対象とすることができる投資家が、純然たる自己申告方式であることに大変興味を覚えました。まさに自己申告して自己責任。実は日本の適格機関投資家も個人は自主申告です。自己申告方式は、運営する会社さんについて、仮に自己申告が虚偽であっても責任を負わないというふうにしないといけないと思うのですけれども、日本でも立法論としてはあり得る施策で興味深い。このやり方はこの場合だけなのでしょうか。

松尾（健）報告者　純然たる自己申告は、６ページの上の⑥の「私は非上場のものには10％以上は投資しません」というところ……。

松尾（直）委員　⑤もそうなんじゃないですか。何か出すのですか。

松尾（健）報告者　どこまで見ているかわからないですね。これは同じプラットフォーム内なら、もちろん名寄せすればわかりますけれども、プラットフォームがまたがると恐らく全くわからないので、おっしゃるような完全自己申告の世界かと思います。

この要件はたしか非主流の集団投資スキーム持ち分への投資に関するルールを引っ張ってきたということだったので、そちらもひょっとしたら……。ただ、⑥と同じようなものがあったかどうかは定かではないので、また補足させていただきます〔報告者追記：③④⑤は、non-mainstream pooled investment のプロモーションに関する規制（COBS4.12.6 ～ 8R）と共通ですが、⑥は「換金が困難な証券」のプロモーション規制に固有のものでした。〕。

松尾（直）委員　先ほども申し上げましたように、日本社会はリスク過敏症なので、こういう自主申告方式は日本ではなかなか導入しにくいと思うのですけれども、いやいや、それでも自分は投資したいという人がいるのであれば、自己責任でというのも１つの興味深いやり方だと思いました。教えていただきまして、ありがとうございました。

後藤委員　今、教えていた crowdcube をつらつらと見ていて、デューディ

リジェンスはしているけれども、どこに投資すべきかということは一切言わないと書いてありました。それとは別に、何で投資するのがいいのかというところに、これでスタートアップに投資をすると、その分、税金が50％安くなると書いてあって、ほかで同じ利益を上げるよりは大分いいような気がしました。これはイギリスだけかということと、日本のＮＩＳＡ（少額投資非課税制度）は入ってくるのですか。

松尾（健）報告者　ＮＩＳＡはだめですね。

後藤委員　あれは証券会社が行わなければいけないのですかね。

松尾（健）報告書　投資対象が上場株式等に限られていると思います。

イギリスは、法令で限定されているわけではないのですけれども、ほとんどが税控除の適格性を備えた会社だけをプラットフォームにアップしています。ひょっとすると、それも選別の基準の大きな部分になっている可能性はあるかと思いますが、控除適格の要件はかなり緩いようです。ピッチを見ると、「税制適格があります」という証明書のコピーみたいなもののＰＤＦがとれるようにはなっています。

前田副会長　それでは、これで質疑を終了させていただきます。松尾先生、どうもありがとうございました。

なお、次回の研究会は、お手元の議事次第にございますように、７月20日に加藤貴仁先生からご報告をいただくことになっております。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

報告者レジュメ

EU における投資型クラウドファンディング規制

2016.5.11　松尾 健一

1 EU におけるクラウドファンディングの現状

1．1 クラウドファンディングの意義と分類

クラウドファンディング：特定の案件（プロジェクト）のための資金を広く大衆から募ること。その大部分はインターネットを通じて実施され、ソーシャルメディアが利用されることが多い（EC Communication (2014), P.3）。

金銭的なリターンが提供されないもの

寄付型(donation-based)

商品・役務提供型(rewards-based, pre-sales)

金銭的なリターンが提供されるもの

貸付型（Peer to Peer, Peer to Business）

持分・利益分配型（crowd investing, equity-based）

1．2 EU におけるクラウドファンディングの規模と分布

ヨーロッパにおけるクラウドファンディングによる資金調達額

2012 年　約 9 億 4500 万ドル（Massolution, 2013CF-The Crowdfunding Industry Report）

2014 年　約 32 億 6000 万ドル（北米：約 94 億 6000 万ドル、アジア：約 34 億ドル（Massolution, 2015CF-The Crowdfunding Industry Report））

国別の資金調達の規模

エクイティ型につき【図表 1 】、貸付型につき【図表 2】を参照。

・いずれのタイプにおいてもイギリスが突出している。

・絶対的な金額としては貸付型が圧倒的だがエクイティ型は急速に伸びている。

2 EU レベルでの投資型クラウドファインディング規制

2．1 投資型クラウドファンディングに対する姿勢

投資型クラウドファンディングをスタートアップ企業の成長ための資金供給手段として重視している。

クラウドファンディングによる資金調達、エンジェル投資家による投資、ベンチャーキャピタルからの投資、IPO へと続くための”funding escalator”として機能することを期待している。投資型クラウドファンディングが、伝統的な資金調達手段を補完するものとして機能することを期待している（EC Communication (2014), P.3, 9）。

「ピッチ」を通じた投資案件に関する情報提供をインターネット経由で行なうことが可能となり、資金需要者と資金提供者のマッチングにかかる費用が大きく低下した。従来のエンジェル投資家による投資に比べて、1 件当たりの投資金額を小さくしても費用に見合う効果が得られる（ESMA Opinion (2014), P.7)。

2．2 クラウドファンディングに関するルール整備の動き

2013 年 10 月 3 日から同年 12 月 31 日まで欧州委員会による諮問（Europen Commission, Consultation: Crowdfunding in the EU－Exploring the added value of potential EU action)を実施。

2014 年 3 月　EC Communication (2014)を公表。

2014 年 6 月　European Crowdfunding Stakeholders Forum （ECSF）設置（2016 年 2 月までに 4 回の会合を開く)。

2014 年 12 月　欧州証券市場監督機構が投資型クラウドファンディングに関する意見（ESMA Opinion (2014)）とアドバイス（ESMA Advice (2014)）を公表。

＊（投資型）クラウドファンディングに特化した指令・規則は制定されていない。クラウドファンディングにとって規制緩和となるような改正はあった（後述、目論見書指令の改正）

2．3 投資型クラウドファンディングに関係する指令・規則の解釈

2．3．1 目論見書指令[2003/71/EC]と目論見書規則案[1]

【証券の募集における目論見書発行義務】

事前に目論見書を発行することなく、証券の公募または規制市場への上場の承認をしてはならない（3 条 1 項）

目論見書は、加盟国の監督当局の承認を受けるまで発行してはならない（13 条 1 項）

クラウドファンディングにおいて「証券（securities)」が発行される場合には、目論見書発行義務が課される可能性がある。

[1] Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, COM/2015/0583.

「証券」とは、金融商品市場指令（MiFID II）[Directive 2014/65/EU] 4 条 1 項（44）に定める**譲渡可能な**証券をいう（株式、社債、その他の債務証券が含まれる）。

クラウドファンディングにおいて証券が発行されることがあったとしても、それは譲渡可能でない場合が多い。⇒目論見書指令の適用なし。ただし、その場合でも各加盟国の国内法（目論見書発行義務を定めるもの）の適用を受ける可能性は排除されない。

【少額免除】

募集の総額が 12 ヵ月通算で 10 万ユーロ（目論見書規則案 1 条 3 項（d）では 50 万ユーロ）未満の場合には目論見書発行義務は免除される（3 条 2 項（e））。

12 ヵ月通算の募集総額が 10 万ユーロ以上 500 万ユーロ未満（目論見書規則案 3 条 2 項では 1 つの加盟国内のみでの募集であって、かつ 1000 万ユーロ未満）の場合には、各加盟国の国内法の定めるところによるものとされており（1 条 2 項（h））、目論見書発行義務の適用範囲は加盟国ごとに異なっている。

2．3．2　金融商品市場指令（MiFID II）

クラウドファンディングにおけるプラットフォームは、金融商品市場指令にいう投資業者に該当する可能性があり、その場合、同指令の定める資本規制、行為規制等が課される可能性がある。

投資業者：業として投資サービスを提供し、かつ（または）投資活動を行うことを業務とする法人。

投資サービス活動・投資活動：同指令付属書 I セクション C に掲げる金融商品（financial instruments）に関連するもの。

クラウドファンディングにおける投資手段は「金融商品」に該当するか？

譲渡可能な証券や集団投資スキームにおける投資単位は金融商品に該当する。

ベルギーやドイツでは、利益分配契約（匿名組合、利益参加貸付）を用いた投資型クラウドファンディングについて、譲渡可能な有価証券その他指令にいう金融商品に該当するものではなく、プラットフォームは投資業者にあたらないという扱いが認められてきた。

ESMA は、クラウドファンディングにおける投資手段のほぼすべてが、投資家が任意の時点で換金することが容易でないものであることにかんがみれば、プラットフォームは、投資手段のそのような性質をふまえて投資家の適合性を評価しなければならない（同指令 19 条 5 項・6 項）ものと考えられる（ESMA Opinion (2014), P.15）。

プラットフォームが投資業者にあたるとした場合、どのような規制が課されるか？
―プラットフォーム自身、利用される投資手段の形態により異なる（たとえば設立時の最低資本金規制については 5 万ユーロから 73 万ユーロ（引受業務を行なっている場合）までの幅がある）。

プラットフォームは、投資家から金融商品に関する注文の受付・回付を行なっているとしても、

①顧客の資産を保有しない

②譲渡可能な有価証券および集団投資スキームにおける投資口に関する注文の受付・回付、当該金融商品に関する投資助言以外の投資サービスを提供しない

③加盟国の国内法による規制を受ける

という要件が満たされる場合には、加盟国はそのようなプラットフォームについて金融商品市場指令を適用しないことを選択できる（金融商品市場指令 3 条）。

2．3．3 Alternative Investment Fund Managers Directive（AIFMD）[2011/61/EU]

投資対象会社の持分等を保有する SPV を設立し、その SPV を通じて投資家に投資対象からのキャッシュ・フローを分配している場合、AIFMD が適用され、ファンド管理者の選任、資本規制、利益相反規制等が課される可能性がある。

もっとも、AIFMD はヘッジファンドを主たる規制対象と想定しているため、運用資産が 5 億ユーロ（レバレッジを用いていない場合）未満の集団投資スキームには適用されない。

AIFMD が適用されない場合でも、各加盟国の同趣旨の国内法による規制を受ける可能性は残る。

3 EU における投資型クラウドファンディングの法的形態

株式直接保有型：投資家が直接、投資先企業の持分（株式）を保有する。議決権の有無はプラットフォームによって異なる。このような形態での投資の仕組みを提供しているプラットフォームは数の上では少ないが、投資金額ベースで EU 内で最大のイギリスのプラットフォーム（crowdcube）がこの形態をとっている。

株式型には、プラットフォームが名義株主となり、投資先企業との関係ではプラットフォームのみが株主となり、プラットフォームと投資家との間は契約関係のみという形態もある（Seedrs（イギリス））。

SPV 利用型：資金調達を欲するプロジェクト・キャンペーンごとに SPV を設立し、プラットフォームを通じて投資した投資家は、SPV の持分を取得するもの（WiSEED（フランス））。

プロジェクトごとに SPV を設立するとコストが高くつくため、一つの SPV を通じて複

数のプロジェクトに投資しているものもある。この場合、特定のプロジェクトからのキャッシュ・フローを特定のクラスの株式・持分に結び付けることは困難であるため、SPV と投資家の間では、特定のプロジェクトからのキャッシュ・フローをやり取りするための契約が締結される（MyMicroInvent（ベルギー））。

利益分配契約: 一定の期間内、投資先企業から利益の分配を受ける契約。持分は観念されない（Angel.me、ベルギー）。ドイツでは、匿名組合契約による出資は証券にあたらず、したがってドイツ国内の目論見書規制の適用を受けないと解されてきたことから匿名組合が利用されてきた（Innovestments. なお、Companist や Seedmatch は当初、匿名組合形態を利用していたが、その後は、匿名組合を利用した場合と同様のキャッシュ・フローを維持しつつ、利益分配型劣後貸付の形態が利用されている）。

転換証券型: 持分（株式）への転換権が付された債務証券を利用する。その後の資金調達やイグジットの局面で転換されることが予定されていることが多い。EU におけるクラウドファンディングでの利用は少ない。

＊このように国ごとに異なる法的形態が異なるのは、証券規制（EU 指令・規則の解釈、国内法にゆだねられている範囲での国内法の内容）や、会社法の規制（たとえば株式を発行する際に既存株主の承認を得る手続き等がすべてオンラインで行なえるか）が異なっていることの影響が大きいとされている（EC Final Report (2013), p.6）。

4 国内法レベルでの投資型クラウドファンディング規制の進展

4．1 イギリス

株式発行型が大部分を占める。このため、プラットフォームに対して業規制が課されることが前提となっている。

2014 年 4 月　「換金が困難な証券」（non-readily realisable security）のプロモーション（投資助言をともなわないもの）を行なう業者（投資型クラウドファンディングのプラットフォームが想定されているが、インターネットを通じたプロモーションに限定されていない）を対象とした新たなルールを制定。

【投資可能な投資家の限定】

「換金が困難な証券」のプロモーションの対象とすることができる投資家は、次の者に限定される（Conduct of Business Sourcebook：COBS4.7.7R (2) ）。

①プロ投資家
②ベンチャーキャピタル
③投資判断能力がある投資家（sophisticated investor）として認定を受けたリテール投資家
④投資判断能力がある投資家として自己申告したリテール投資家
⑤富裕投資家（high net worth investor）として認定を受けたリテール投資家
⑥投資可能な金融資産の 10%以上を非上場の株式・債券に投資しないことを自己申告したリテール投資家

＊④の申告ができるのは、
・6 カ月以上前からエンジェル投資家のネットワークのメンバーである者
・過去 2 年の間に非上場の会社に投資したことがある者
・プライベート・エクイティに関わる専門職または中小企業の資金調達に関わる専門職についている（過去 2 年の間にこれらの職についていた）の者
・年商 100 万ポンド以上の会社の取締役である者（過去 2 年の間に取締役であった者）
に限られる（COBS4.7.9R (3), 4.12.8R）。

＊⑤は年収が 10 万ポンド以上、または、純資産（住宅等を除く）が 25 万ポンド以上であって、「換金が困難な証券」のプロモーションを受けることができる旨の申告をしたリテール投資家（COBS4.7.9R (1), 4.12.6R）

＊「換金が困難な証券」のプロモーションを行なう者は、その投資が顧客に適合していることを確認するためのルール（COBS10）を順守しなければならない（COBS4.7.7R (3)）。

【目論見書発行義務の免除と投資家への情報提供】

譲渡可能な証券の公募に際しては、目論見書の作成・公表が義務づけられているが（2000 年金融サービス市場法 85 条 1 項）、募集の総額が 500 万ユーロ以下である場合には、作成義務は免除される（同法 Schedule11A, 9 (2)）。

プラットフォームは、投資家に提供される情報が、正確であること、とりわけ公正なリスクの表示なしに投資のメリットのみを強調するものでないことを確保しなければならないとされている（COBS 4.5.2R (2)）。このことから、FCA は、プラットフォームが、投資先企業に対してデューディリジェンスを行ったか否か、行なった場合にはその範囲・程度、分析結果等の情報を投資家に提供することが期待されるとしている（FCA Policy Statement (2014), P42）。

4．2 ドイツ

株式型のクラウドファンディングは極めて少ない。匿名組合（stille Beteiligungen）型、享益権（Genussrecht）型、利益参加型劣後貸付（partiarische Pachrangdarlehen）

2015 年 7 月 3 日　小規模投資家保護法（Kleinanlegerschutzgesetz）が成立し、クラウドファンディングに関するルール整備のために関係する諸法令が改正された。

【金融商品の範囲と金融サービス業の許可制】

金融商品（Finanzinstrument）には、有価証券、財産投資（Vermögensanlagen）、投資財産（(Investmentvermögen、集団投資スキームの持分）が含まれる。

匿名組合・享益権は、財産投資法（Vermögensanlagengesetz）にいう財産投資に含まれていたが、利益参加型劣後貸付は含まれていなかった。このため、小規模投資家保護法により財産投資法が改正され、利益参加貸付・劣後貸付も投資商品に含まれることとなった。

金融商品の売買等の仲介・あっせん（これらはの行為は、「金融サービス」（Finanzdienstleistungen）にあたる（銀行法 1 条 1a 項第 2 文 1 号・1a 号、11 項 2 号）を業として行なうには連邦金融サービス監督機構（BaFin）の許可を得なければならない（銀行法（Kreditwesengesetz）32 条 1 項）。

有価証券以外の金融商品のみ取り扱うプラットフォームについては、銀行法に基づく許可を要せず（銀行法 2 条 6 項 8 号）、営業法（Gewerbeordnung）にもとづく許可（許可要件が緩和されている）でも足りることとされた（営業法 34f 条）。

【目論見書発行義務の免除と投資家への情報提供】

・目論見書発行義務

有価証券・財産投資の募集を行なおうとする場合、発行者は BaFin の承認を受けた有価証券目論見書（Wertpapierprospekt）・販売目論見書（Verkaufsprospekt）を公表しなければならない（有価証券目論見書法（WpPG）3 条 1 項、財産投資法 6 条）。

・クラウドファンディング（Schwarmfinanzierungen）にかかる目論見書作成義務の免除

財産投資法 2a 条は、以下の要件が満たされる場合に、財産投資の募集にかかる販売目論見書作成義務を定める規定は適用されない。

①その募集の総額が 250 万ユーロ未満であること（同条 1 項）

②インターネット上のプラットフォームを通じて募集が行われるものであること（同条 3 項柱書）

③その発行者に対する投資家 1 人当たりの投資額が 1000 ユーロ以下であること。もっとも、預金および金融商品として有する投資可能財産を 10 万ユーロ超有していること、また

は、投資額が 2 ヵ月分の月収を超えていないことを自己申告した場合には 1 万ユーロまでの投資が可能（同条 3 項各号）

④募集を扱うプラットフォームが銀行法または営業法にもとづく許可を受けていること（同条 3 項柱書）。

＊投資家が資本会社（Kapitalgesellschaft）である場合には投資額の制限は課されない。

＊有価証券目論見書の作成義務についてはこのような適用除外は設けられていない。したがって、株式型・債券型のクラウドファンディングについては、募集総額が 12 ヵ月通算で 10 万ユーロ以下の場合（有価証券目論見書法 3 条 2 項 5 号）にのみ、目論見書の作成が免除される。

・財産投資情報書面による情報提供

財産投資法 2a 条により販売目論見書作成義務が免除される場合であっても、プラットフォームは、財産投資情報書面（Vermögensanlagen-Informationsblatt）を交付しなければならない（財産投資法 13 条 1 項）。

財産投資情報書面は A4 サイズ 3 頁以内で作成しなければならない。

財産投資情報書面の記載事項として、発行者の直近の負債資本比率、投資の期間および解約告知期間が追加された（同条 2 項 2b 号・2c 号）。このほか投資にかかるリスクの情報、投資にかかる費用等を記載しなければならない。

4．3 フランス

株式（持分）型と債券型が投資型クラウドファンディングに利用されている。

2014 年 5 月 30 日のオルドナンス[2]（2014 年 10 月 1 日施行）、2014 年 9 月 16 日のデクレ[3]、2014 年 9 月 22 日の AMF 一般規則（AMF Règlement general）の改正によって、投資型クラウドファンディングに関するルールが整備された。

【プラットフォームの登録制】

プラットフォームにつき CIP（conseil en investissement participative : クラウドファンド投資助言業）と IFP（intermédiaire en financement participatif : クラウドファンド仲介業）という類型を創設。

投資型クラウドファンディングのプラットフォームは CIP（貸付型・寄付型は IFP）として登録することを要する（CIP はフランスで設立された法人でなければならない）。

---

[2] Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participative.
[3] Décret n° 2014-1053 du 16 septembre 2014 relatif au financement participative.

【ウェブサイトの仕様に関する規制】

プラットフォームのウェブサイトは以下の仕様をみたすものでなければならない（通貨金融法典 L547 条 1 項、一般規則 325-32）

①プラットフォームを通じて投資しようとする投資家は、自己の情報を登録し、投資リスク（元本の一部・全部を失うリスク、流動性リスク）を受け入れる旨、明示するのでなければ、投資案件の詳細にアクセスできないようにしなければならない。

②プラットフォームを通じて投資しようとする投資家は、適合性の評価に必要な情報を提供するのでなければ、投資することができないようにしなければならない。

③プラットフォームには複数の投資案件を掲載しなければならない。

④プラットフォームに掲載する投資案件を選択する基準・手続きをウェブサイトに掲示しなければならない。

【CIP に対する行為規制】

・CIP は、社名、登録番号、所属する業者団体[4]をウェブサイトに表示しなければならない（一般規則 325-35 第 1 項・2 項）。

・CIP は、ウェブサイトに掲載している投資について、そのリスク（とくに元本の一部・全部を失うリスク、流動性リスク）をウェブサイトに表示しなければならない（一般規則 325-35 第 3 項）。

・CIP が発信するすべての情報は、公正、明確なものでなければならず、誤導的なものであってはならない。また、偏りのない方法で表示されなければならない（一般規則 325-36）。

・CIP が、投資家以外の者から報酬等を受領する場合、その報酬等は、投資家の最善の利益のために誠実・公正に行動する義務に反するものであってはならない（一般規則 325-37 第 3 項）。

・CIP は、投資家から資金（報酬を除く）を受け取ってはならず、投資先の会社が発行した証券を受け取ってはならない。

【業者団体による自主規制】

・CIP は、AMF の承認を受けた業者団体の一つに所属しなければならない（一般規則 325-34）。

・業界団体は所属する CIP の業務を監視する（一般規則 325-51）。業界団体は CIP が順守すべき行為規範を作成し、AMF の承認を受けなければならない（一般規則 325-53）。

・CIP は、登録前に業者団体による審査を受けなければならない（一般規則 325-33）。

＊CIP について資本規制は課されていない。

---

[4] CIP は、AMF の承認を受けた業者団体の一つに所属しなければならない（一般規則 325-34）。

【目論見書発行義務の免除と投資家への情報提供】

・CIP を通じて募集することができるのは、普通株式（actions ordinaires）と固定利付債権（obligations à taux fixe）に限られる（通貨金融法典 D.547-1）。

・CIP のウェブサイトにおける普通株式および固定利付債権の募集は、発行者の 12 ヵ月通算の募集総額が 100 万ユーロ未満の場合には、目論見書作成義務が課されない（通貨金融法典 L.411-2、D.411-2）。

・発行者がウェブサイトを通じて提供すべき情報（一般規則 217-1）

①その事業・プロジェクト、直近の計算書類、事業の見込みに関する情報、経営陣・株主構成を示した組織図

②募集する証券に付されたあらゆる権利（議決権、経済的利益に関する権利、情報開示に関する権利）に関する情報

③募集する証券以外の証券に付されたあらゆる権利に関する情報

④募集する証券の流動性にかかわる定款または株主間契約の条項（そのような条項がない場合にはその旨）

⑤発行者の事業・プロジェクトに特有のリスクに関する記述

⑥直近の会計年度の定時株主総会に提出された事業報告の写し（監査人による監査報告がある場合にはその写し）

・CIP が追加すべき情報（一般規則 325-38）

⑦引受の申込みが募集金額を上回った場合の処理の方法

⑧投資家が支払うべき手数料の詳細

⑨募集する証券にかかるプロジェクトのリスク（とくに元本の一部・全部を失うリスク、流動性リスク、客観的な評価額が存在しないことによるリスク）

＊CIP は、上記の情報に矛盾がないこと、明確であること、偏りがないことをチェックする責任を負う。

5 クラウドファンディングを通じた投資にともなうリスクと規制の在り方

5．1 投資対象事業が失敗するリスクと分散投資、投資先企業情報の提供

投資型クラウドファンディングの投資先としてスタートアップ企業が想定されており、実際にもそのような企業が資金を調達している。

投資対象事業が失敗するリスクは高い。

５．１．１　投資対象の選別

【投資対象の選別―資金調達の成功率】

投資型クラウドファンディングによる資金調達の成功率

2015年イギリス（crowdcube）―エクイティ型55%（crowdcubeのウェブサイトによる）。過去5年間では約31%（Estrin & Khavul (2016),P.8）

2014年フランス―54%（Financement Participatif Franceのウェブサイトによる）

【投資家の投資経験と投資の動機―イギリス】

Baeck et. al (2014)によれば、

・調査対象の290名の投資家のうち62%がそれ以前に投資経験のないリテール投資家であると回答し、残り 38%はプロ投資家（エンジェル投資家等）あるいは認定富裕投資家であると回答した。

・投資の際に重視した要素につき【図表3】を参照。

・3／4 の投資家が、投資以前には面識やコネクションの無かった企業の事業に投資していた（Baeck et. al (2014), P.53）。

〔参考〕日本証券業協会のウェブサイト

・株式投資型クラウドファンディングによりご購入される株式の性格」

「値上がり益の追求よりむしろ、投資する会社やその行う事業に対する共感又は支援という意味でご購入していただくべきです。従って、短期間で売却して値上がり益を得るような目的には向きません。

【クラウドファンディングによる資金調達に成功した企業のその後】

＊資金調達に成功した企業の70%が売上げを伸ばし、47%で利益が増加した（Baeck et. al (2014), P.53）。

＊AltFi (2015)に示された追跡調査の結果

イギリス内のクラウドファンディング・プラットフォームを通じて資金調達に成功した431件（367社）の追跡調査。調査方法はCompanies Houseの登記の内容、対象企業のウェブサイト、SNSを利用したもの。

【図表４】【図表５】参照。

Project Realisation：投資した金額を上回る金額の回収に成功したもの（1件）。

Green Plus：投資時点より投資価値が高くなっていると考えられるもの。具体的には、追

加的な資金調達を行なっており、その際の投資価値の評価が高くなっているもの（58 件）。

Green : 事業活動を継続していることが確認され、他のいずれのカテゴリニーにも当てはまらないもの（302 件）。

Amber : 3 週間以上電話による連絡が取れず、かつ、e-mail による応答もない、SNS の更新が止まっている、または、ウェブサイトがオフラインになっている、法令上義務づけられている Companies House への書類提出が遅れているもののいずれかに該当するもの。追加的な資金調達を行なった際の投資評価が、クラウドファンディング投資の時点より低くなっているもの（41 件）。

Red : Companies House において、解散・清算した会社としてリストアップされているもの、ウェブサイトにおいて事業活動を止めたことが確認できるもの、プラットフォームが事業活動の停止を確認したもの、取締役が事業活動を停止したと述べているもの（29 件）。

5．1．2 投資金額の上限設定による分散投資の促進

＊特定の投資対象に対する投資家 1 人当たりの投資額に上限を設ける規制
⇒分散投資を促す。

【投資金額等の実態—イギリス】

Baeck et. al (2014)によれば、
・1 事業当たりの平均資金調達額は 199,095 ポンド、平均投資家数は 125 名
・投資家 1 人当たりの 1 投資対象への平均投資額は 1,599 ポンド（2／3 の投資家が 1000 ポンド以上を投資）
・投資家 1 人当たりのクラウドファンディングへの投資額は平均 5,414 ポンド、平均で 2.48 個の対象に投資している。
・エクイティベースのクラウドファンディングに投資した資金の性質については、投資しようとしていた資金（68%）、貯蓄しようとしていた資金（44%）、日常の消費のための資金（10%）、寄付しようとしていた資金（2%）という回答（複数回答可）。

5．1．3 投資先企業に関する情報の提供

【投資判断の時点で必要な情報】

・投資先企業が作成した「ピッチ」による情報提供
—事業の内容、将来性（投資の回収の可能性）について語られているが、一応の企業価値の評価が行われている。

・投資家がプラットフォームを通じて直接、経営陣に質問をすること、フォーラムへの書込み等を通じて投資家間での情報交換が行われることが想定されている。

・プラットフォームに掲載されている企業から投資対象を選ぶ際の要素としては、経営陣（「重要」と「とても重要」を合わせると 97%）、ピッチ（同 96%）が重視されており、第三者による推奨やフォーラムに記載された他の投資家の意見はそれほど重視されていなかった（Baeck et. al (2014), P.53）。

＊経営陣等から投資家に個別に提供される情報、投資者間でやり取りされる情報の正確性について、プラットフォームに（どこまで）責任を負わせるべきか？

【投資後の対象企業の情報の提供】

・多くのプラットフォームにおいて、投資後の対象事業・企業の情報を追跡できる仕組みが設けられているが、提供される・入手できる情報の内容にはばらつきがある。

＊投資後の情報提供は重要ではあるが、情報を得ても投資家がとりうる手段は限られている。

5．2　投資商品の属性とリスク

・流動性リスク
・投資後の情報提供が不足するリスク
・投資対象企業の追加的な資金調達による持分の希釈化リスク
・投資対象・投資手段の法的形態を誤認するリスク

＊プラットフォームによるこれらのリスクの警告の徹底
＊クラウドファンディングに関する緩和された規制の対象をいくつかの法的形態の投資手段に限定している例（ドイツ・フランス）がある。

5．3　プラットフォームにかかるリスク

5．3．1　プラットフォームの倒産・事業停止のリスク

多くのプラットフォームは、投資時に顧客からの払込資金を受け入れず、第三者を通じて決済している。

投資後の先企業の株式・持分等の管理の方法は様々。

投資後の情報提供においてプラットフォームが果たす役割もプラットフォームによって異なる。

＊プラットフォームの健全性に関する規制（資本規制等）のあり方に影響。

5．3．2　投資家との利益相反リスク

多くのプラットフォームは資金を調達する者から成功報酬の形で報酬を得ている。投資家との間で利益相反が生じるおそれがある。

利益相反が影響を及ぼしうる局面

・プラットフォームは通常、プロジェクトについて投資を推奨することはないが、あるプロジェクトが投資対象として優れていると考える理由を記載しているものもある。

・ほとんどのプラットフォームが何らかの形でプロジェクトに対するデューディリジェンスを行なっている。もっとも、その範囲プラットフォームによって大きく異なっている（ESMA Opinion (2014), P.9）―デューディリジェンスの方法の開示の義務づけ？

5．4　詐欺のリスク

投資対象事業が架空のものであるなどの可能性

―プラットフォームが自身のレピュテーションを維持するために掲載する投資対象を適切に選別することに期待。

・crowdcube におけるプラットフォーム掲載率は約 10%であったとされている（Estrin & Khavul (2016), P.8）。

・選別基準・手続きの開示（フランス法）

・目標金額に届かなければ資金調達は実行されない（応募があった分だけ調達することはしない）方式は詐欺的案件の抑止に一定の効果があるとされている。

・詐欺のリスクは寄付型等、他の類型のクラウドファンディングにも共通する問題。もっとも、失敗するリスクの高い事業への投資の場合、投資の失敗が事業リスクによるものか、詐欺によるものか判別することがより困難になる可能性はある。

引用文献

AltFi (2015): altifiDATA, Where are they now? A report into the status of companies that have raised finance using Equity Crowdfunding in the UK, November 2015.

Baeck et. al (2014): Peter Baeck, Liam Collins and Bryan Zhang, Understanding Alternative Finance, The UK Alternative Finance Industry Report 2014, November 2014.

EC Communication (2014): European Commission, Communication: Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, COM (2014) 172.

EC Crowdfunding (2015): European Commission, Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, 30 September 2015.

EC Final Report (2013): Crowdfunding innovative ventures in Europe: The financial ecosystem and regulatory landscape, SMART N°2013/0074.

ESMA Opinion (2014): European Securities and Markets Authority, Opinion Investment-based crowdfunding, ESMA/2014/1378.

ESMA Advice (2014): European Securities and Markets Authority, Advice Investment-based crowdfunding, ESMA/2014/1560.

FCA Policy Statement (2014): FCA, The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media, Feedback to CP13/13 and final rules, PS/14/4, March 2014.

Estrin & Khavul (2016): Saul Estrin and Susanna Khavul, Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship? CentrePiece Winter 2015/16, P.7.

【図表１】出典：EC Crowdfunding (2015), P.37.

Figure 21: Analysis of crowdfunding activity by funding type equity (Source: Project database, Crowdsurfer Ltd.)*

		2013		2014		Change		Change**	
		Projects	Amount	Projects	Amount	Projects	Amount	Projects	Amount
Countries	Code	#	€000	#	€000	#	€000	%	%
Austria	AT	2	234	10	1,019	8	785	400%	335%
Belgium	BE	6	696	10	1,047	4	351	67%	50%
Czech Republic	CZ	-	-	1	128	1	128	n/a	n/a
Germany	DE	25	7,363	34	11,131	9	3,767	36%	51%
Denmark	DK	1	9	2	79	1	69	100%	742%
Estonia	EE	-	-	1	54	1	54	n/a	n/a
Spain	ES	4	1,115	7	1,125	3	10	75%	1%
Finland	FI	15	1,717	17	2,231	2	514	13%	30%
France	FR	20	5,370	37	13,808	17	8,438	85%	157%
Ireland	IE	-	-	1	336	1	336	n/a	n/a
Italy	IT	-	-	4	1,308	4	1,308	n/a	n/a
Malta	MT	-	-	1	111	1	111	n/a	n/a
Netherlands	NL	-	-	24	1,592	24	1,592	n/a	n/a
Poland	PL	-	-	5	80	5	80	n/a	n/a
Sweden	SE	12	2,525	12	2,050	-	(476)	0%	-19%
United Kingdom	UK	97	20,183	237	68,704	140	48,522	144%	240%
EU28		182	39,212	403	104,802	221	65,589	**121%**	**167%**

** The table includes only Member States in which there were successfully funded projects during the scope period*
*** Note that very large percentage increases may be a result of a very low base in 2013*

【図表 2】出典：EC Crowdfunding (2015), P.39.

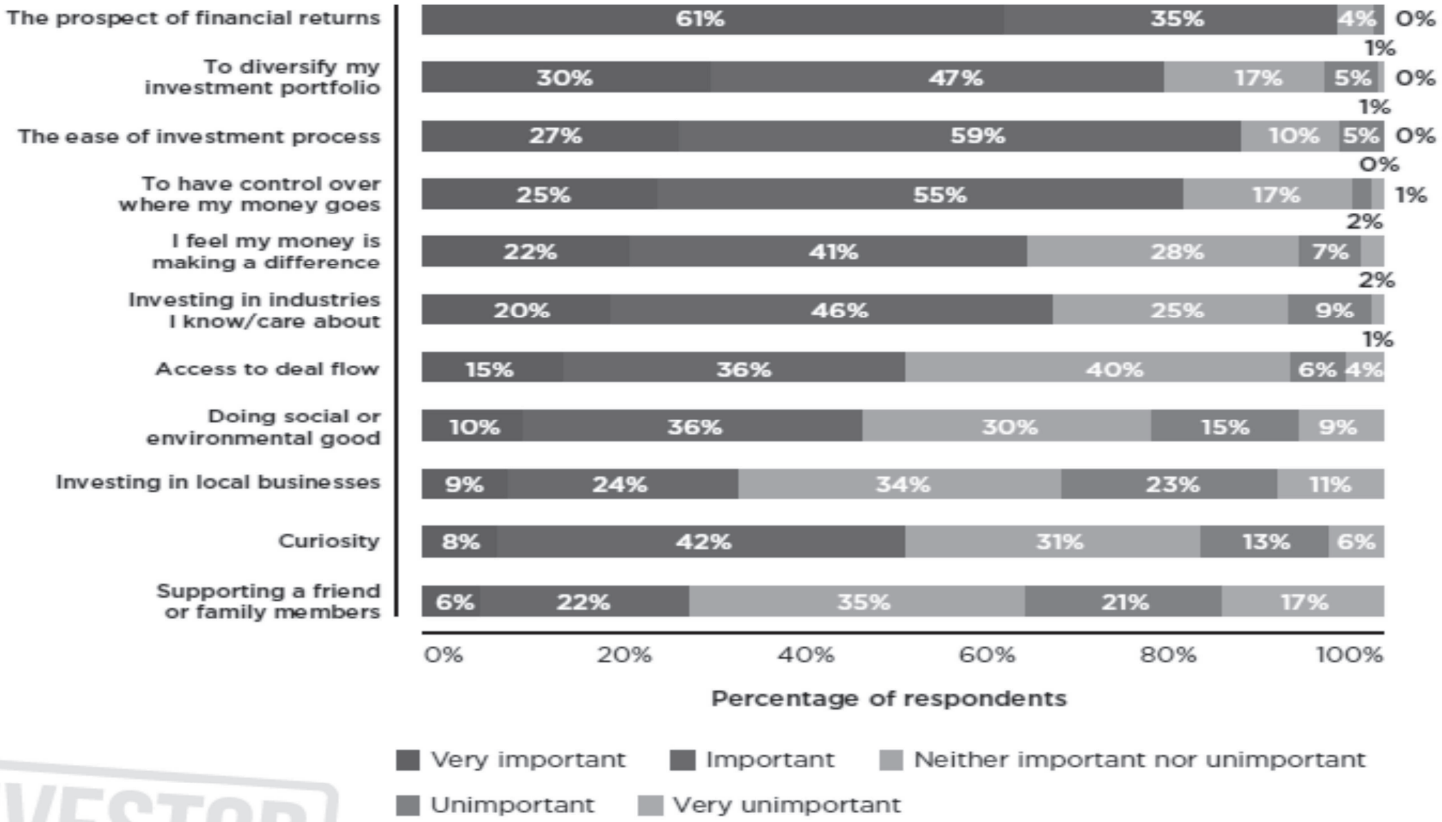
Figure 24: Analysis of crowdfunding activity by funding type: loan (Source: Project database, Crowdsurfer Ltd.)*

		2013		2014		Change		Change**	
Countries	Code	Projects #	Amount €000	Projects #	Amount €000	Projects #	Amount €000	Projects %	Amount %
Austria	AT	-	-	1	18	1	18	n/a	n/a
Belgium	BE	1	0	3	22	2	22	200%	31616%
Germany	DE	2	571	190	10,301	188	9,730	9400%	1704%
Denmark	DK	2	1	43	13	41	12	2050%	969%
Estonia	EE	2,283	6,405	4,626	10,836	2,343	4,431	103%	69%
Spain	ES	76	690	1,958	6,585	1,882	5,895	2476%	854%
Finland	FI	149	851	1,264	3,966	1,115	3,114	748%	366%
France	FR	175	2,034	306	9,996	131	7,962	75%	392%
Ireland	IE	8	94	37	1,259	29	1,164	363%	1233%
Italy	IT	-	-	3	15	3	15	n/a	n/a
Netherlands	NL	32	1,465	157	4,696	125	3,231	391%	221%
Poland	PL	414	32	2,145	331	1,731	298	418%	921%
Sweden	SE	17	4	8	3	(9)	(1)	-53%	-21%
Slovakia	SK	-	-	277	692	277	692	n/a	n/a
United Kingdom	UK	45,932	518,947	94,989	1,078,262	49,057	559,315	107%	108%
EU28		**49,091**	**531,095**	**106,007**	**1,126,994**	**56,916**	**595,899**	**116%**	**112%**

** The table includes only Member States in which there were successfully funded projects during the scope period*
*** Note that very large percentage increases may be a result of a very low base in 2013*

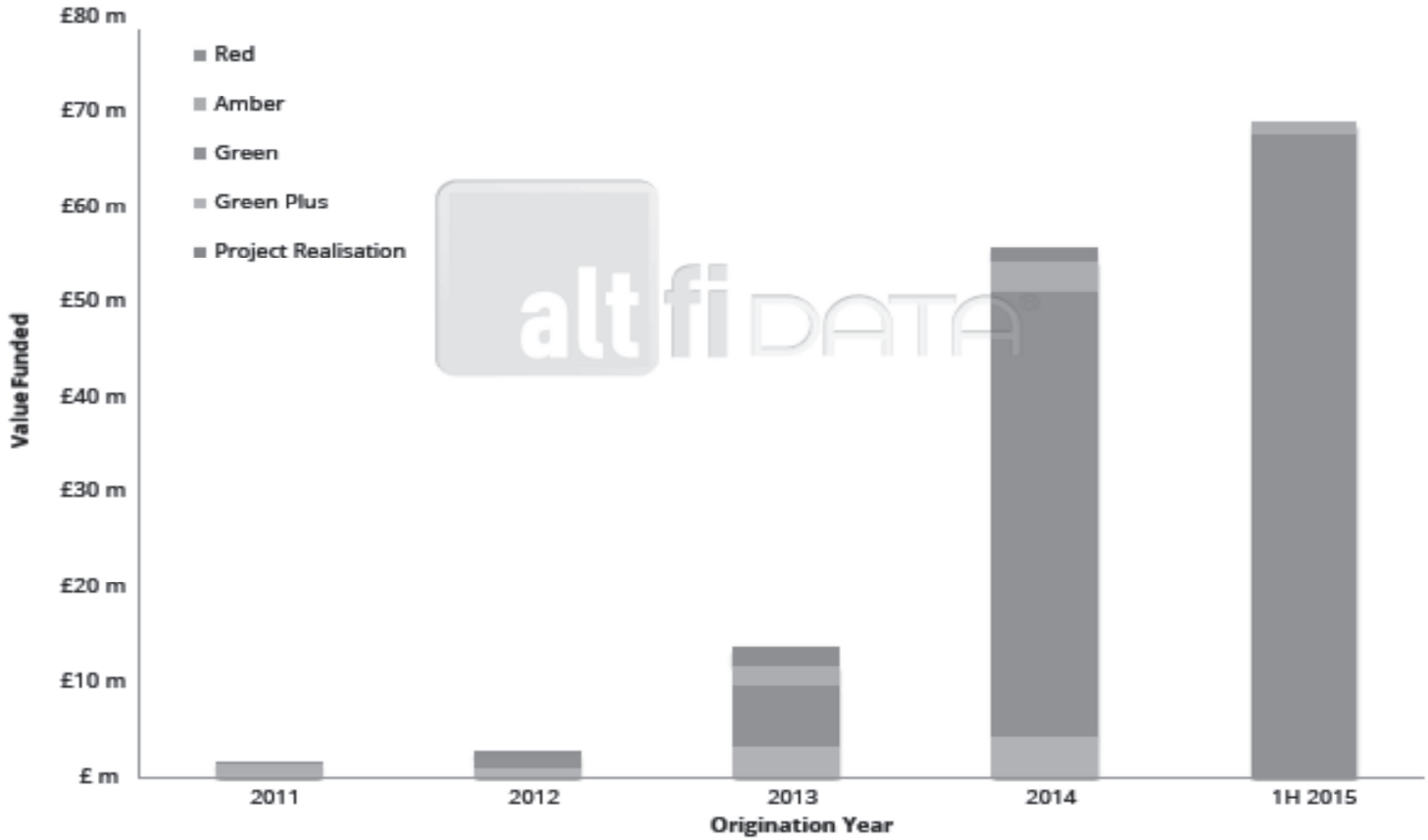
【図表 3】出典：Baeck et. al (2014), P.59

Figure 45: How important are the following in your decision to invest in businesses through equity-based crowdfunding?



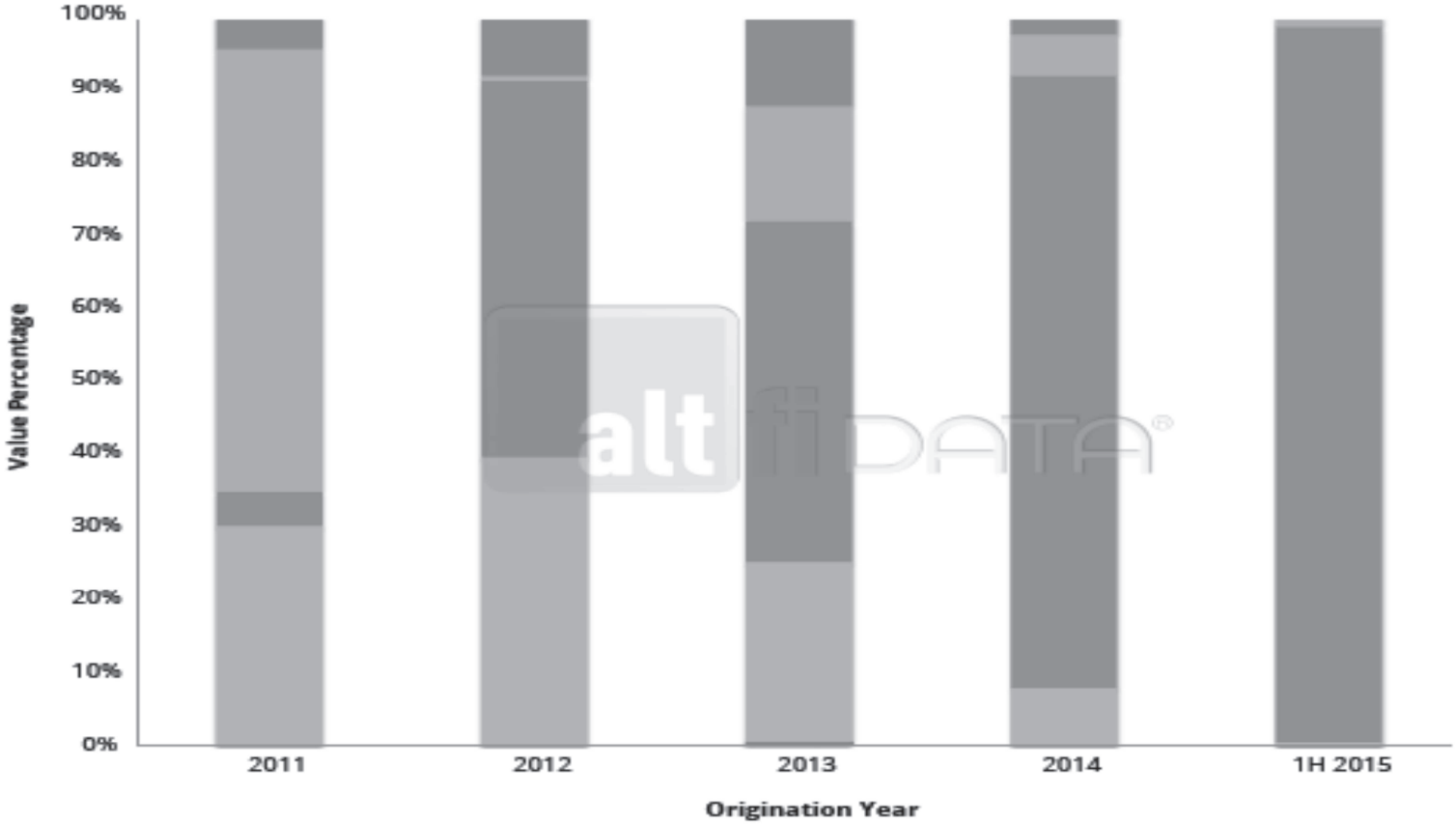
【図表４】出典：AltFi (2015), P.18

Figure 10 - Aggregated Company Status by Origination Year



【図表５】出典：AltFi (2015), P.19

Figure 11 - Aggregated Company Status by Origination Year %



金融商品取引法研究会名簿

（平成 28 年 5 月 11 日現在）

会　長	神田秀樹	学習院大学法務研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委　員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太田　洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村　聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授･弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹　事	萬澤陽子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋藤　馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森　忠之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌塚正人	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	陶山健二	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山内公明	日本証券業協会執行役
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三森　肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前　忠	日本証券経済研究所常務理事

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響」　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一　金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家･一般投資家について―自主規制業務を中心に―」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」　2008 年４月
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年７月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 3 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反　2011 年 6 月
―利益相反管理体制の整備業務を中心として―」
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治　ＳＭＢＣ日興証券　法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」　2012 年 2 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」　2012 年 6 月
報告者　山田剛志　成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」　2012 年 7 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」　2012 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 39 号「デリバティブに関する規制」　2012 年 11 月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」　2013 年 1 月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任　2013 年 3 月
―虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に―」
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 43 号「相場操縦の規制」　2013 年 8 月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」　2013年10月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一　日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2014 年 6 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局企画課長

第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任　2014 年 9 月
―「新規な説明義務」を中心として―」
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 47 号「投資者保護基金制度」　2014年10月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 49 号「継続開示義務者の範囲―アメリカ法を中心に―」　2015 年 3 月
報告者　飯田秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金　2015 年 5 月
―金融商品取引法と預金保険法の交錯―」
報告者　山田剛志　成城大学大学院法学研究科教授

第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」　2015 年 7 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」2015 年 8 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題　2015年10月
―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―」
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 54 号「適合性の原則」　2016 年 3 月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授

第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス･コード」2016 年 5 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ http://www.jsri.or.jp/ にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 56 号

ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制

平成 28 年 7 月 4 日

定価（本体 500 円＋税）

編　者　　金融商品取引法研究会
発行者　　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内　　〒 103-0025
電話　03（3669）0737 代表
URL: http://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-672-3 C3032 ¥500E