



海外の公的投資機関によるエコシステム支援 ～欧州の事例を中心とする考察 (ディスカッションペーパー)

2023年2月

株式会社産業革新投資機構

JICでは、自らの投資活動のために国内外の市場の動向に関する調査を実施しています。本資料は、その調査内容の一部を参考情報として開示するために整えたものです。

以下、特にことわりのない限り、2022年12月末時点で入手可能な情報に基づいて資料を作成しています。

- 当資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、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、特段の断りがない限り、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、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。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、弊社は何ら責任を負うものではありません。
- 当資料の著作権は、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。複製、引用、転載等をご検討の際は、当社までご相談ください。

お問い合わせ先：https://www.j-ic.co.jp/jp/contact/other_form/

サマリー：

- 米国においてスタートアップが経済成長にもたらした恩恵の大きさを踏まえ、EU並びに欧州各国政府とも様々なスタートアップ振興政策によって自国エコシステムの育成強化を図っており、公的投資機関からの投資はその重要なツールのひとつ。
- 以下、欧州エコシステムの発展に関して、欧州公的投資機関が果たした役割とその貢献を理解するべく調査を行った。
- 欧州の公的投資機関は、欧州VCのファンド募集において最大シェアを占める投資主体。公的投資機関のシェアは、90年代こそ10%未満であったが、2010年代には20~30%台に拡大し、足元も20%程度の水準を保っている。
- これらの公的投資機関が支援する欧州VCの出資先から多数の欧州ユニコーンが誕生していることに示される通り、公的投資機関の投資がエコシステムへのエクイティー資金供給を支える上で果たした貢献は大きい。
- これらの公的投資機関の諸施策は、概ね以下のような共通の切り口から整理できる。
①GPの育成、②特定ステージ対策、③特定セクター対策、④機関投資家誘導・投資家層拡大、⑤海外VCの誘致、など。

1. 欧州エコシステム
 2. 欧州公的投資機関 (※1, ※2)
 - 2.1 全体像
 - 2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)
 - 2.3 英国: British Business Bank (BBB)
 - 2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)
 - 2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)
 - (参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)
 - (参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)
 - (参考③) イスラエル: Yozma
 3. まとめ
- ## Appendix

※1: BBB、KfW、Bpifrance等の政府系機関はNational Promotional Institutions (NPIs)と総称され、経済の持続的成長を目指した政策的支援の一環として出融資（ファンド投資を含む）や保証などの金融手段を提供している。また、EIFはこれらの機関と連携しながら欧州域内のSME支援を行っている。本ペーパーの議論では、EIF並びにNPIらを総称して「公的投資機関」と呼ぶ。

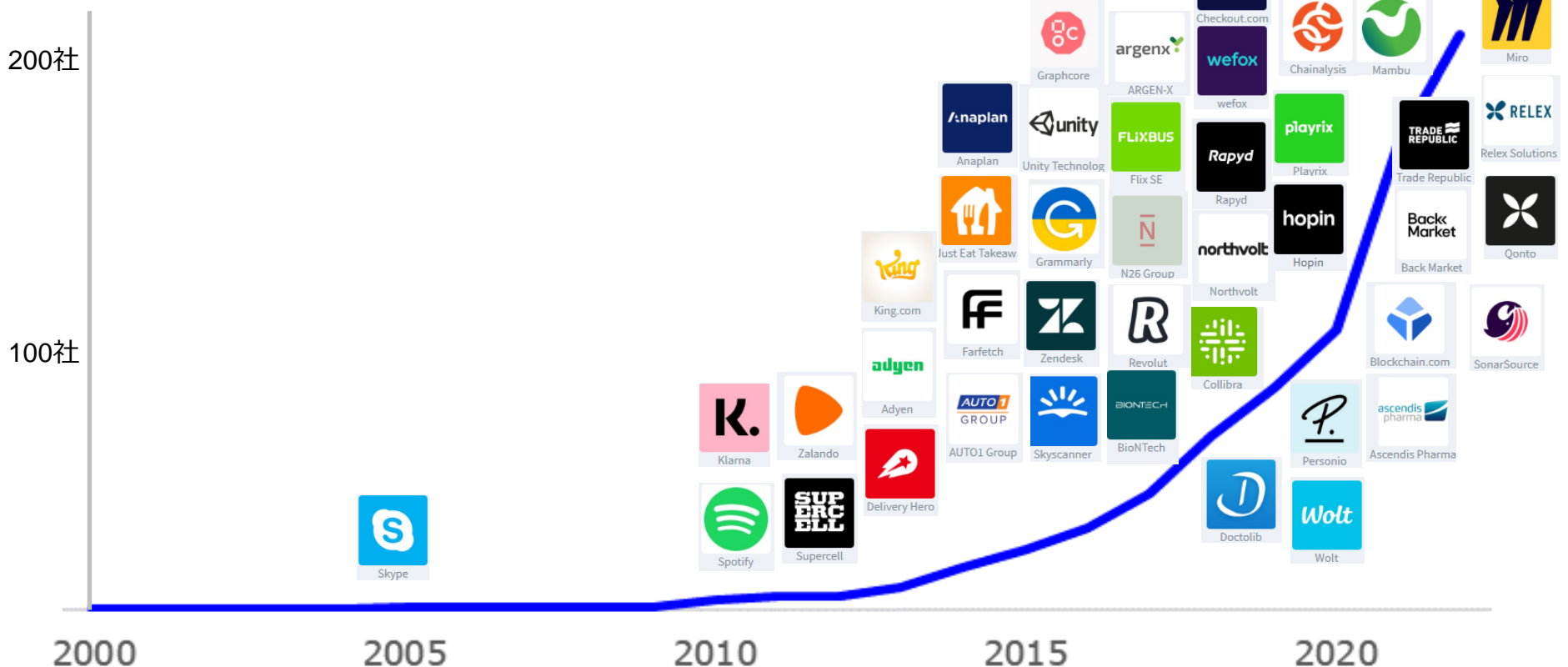
※2: 公的投資機関による海外VCの誘致に関する取り組みを概観するため、韓国KVIC、カナダBDC、イスラエルの事例についても触れる。

1. 欧州エコシステム概要

欧州ユニコーン

- 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投資の収益性も改善し、米国VC投資に比してほぼ遜色ないリターン水準を挙げることができるようになり、これをみた欧州域外の投資家も誘引して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)



発展史

- 欧米におけるスタートアップ・エコシステムの形成過程を10年刻みで括ると以下のように纏められる。
- 2000年代以降、公的投資機関がリスクマネー供給に関して重要な役割を果たすようになってきている。

	1990年代 (インターネット元年)	2000年代 (Google等の大手テック企業の誕生)	2010年代以降 (欧州スタートアップの興隆)
投資家	<ul style="list-style-type: none"> • 商業銀行がVCファンド投資の主体。続いて機関投資家（年金保険等）も。 • VCの投資判断も、与信判断的な保守的カルチャーが優勢。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2000年代初頭、インターネットバブル崩壊。欧州に進出していた米系VCもペースダウン。 • EIFなどの公的投資機関が欧州VCファンド投資を通じて域内SME向けリスクマネーの供給を開始。 	<ul style="list-style-type: none"> • 米国を中心とする海外投資家が欧州の中核市場へ参入（セコイアなど）。 • Accel、Index、Baldertonなどの既存VCは欧州のサブ市場へも進出。 • 公的投資機関の欧州VCファンド投資が加速。
起業家	<ul style="list-style-type: none"> • 起業は、社会的経験とステータスがあるベテランでないと困難。 • 大学新卒は、起業よりも有名ブランド大企業への就職を選好。 	<ul style="list-style-type: none"> • ネット技術の普及により、起業ハードルが大幅に低下。 • 米系テック大企業出身者が欧州での起業を加速。 	<ul style="list-style-type: none"> • 初期の欧州ユニコーンで活躍した人材が次世代の起業家として活躍。 • AWS, Facebook, Googleなどの世界標準ソフトは、欧州スタートアップの国際化を促進。
エコシステム	<ul style="list-style-type: none"> • 起業家教育は低調（ベンチャーは企業金融の授業では取り上げられず）。 • タイトな規制環境。 	<ul style="list-style-type: none"> • ユーロ導入に伴う域内資本流通促進。 • 域内規制緩和により機関投資家のベンチャー投資が可能に。 	<ul style="list-style-type: none"> • VC、アクセラレーターらによる起業家支援の加速。 • 上場要件の緩やかな新市場の整備等によるエグジット環境の改善。

(出典) Adams Street "The Rise of European Venture"
 Gabriel Shin "Past, Present, Future – A brief history of VC in Europe"
 Harvard Business School "Accel Partners' European Launch"
 Pathway Capital "The Growing Opportunity in European Venture"
 等に基づき、当社作成。

EIFの間接出資先ユニコーン

・欧州公的投資機関の代表格であるEIFは、そのVCファンド投資を通じて欧州ユニコーン（欧州発祥もしくは欧州に本拠地を置くもの）の約3分の1※へ間接的に出資している。

※：欧州発祥もしくは欧州に本拠地を置くユニコーンは累積338社（Exit済を含む：出典dealroom）。うちEIFがVC経由で間接的に出資したユニコーンは103社（Exit済を含む：出典EIF）。以下はその代表例。

<EIFの間接出資先ユニコーンの例>

 : Exit済み

Fintech

Deep tech

Software

Telcom

Travel tech & mobility

Digital entertainment

E commerce & Marketplace

N26 kyriba

MAMBU

Revolut mollie

DEPOSIT SOLUTIONS

ivalua

sumup®

wise

Klarna

northvolt

GRAPHCORE

UiPath

talend

nexthink

dataiku

Collibra

Tricentis

pipedrive

CSR

Telegram

XING X

skype

BlaBlaCar omio

TIER

LILIUM

cabify Bolt

FLIXBUS

AUTO 1 GROUP

skyscanner

hopin

Kahoot! unity

ROVIO

Spotify

SUPERCHELL

flaschenpost.de

FARFETCH

YOOX letgo

MATCHES FASHION.COM

Delivery Hero

FFG GLOBAL FASHION GROUP

Avito

Glovo

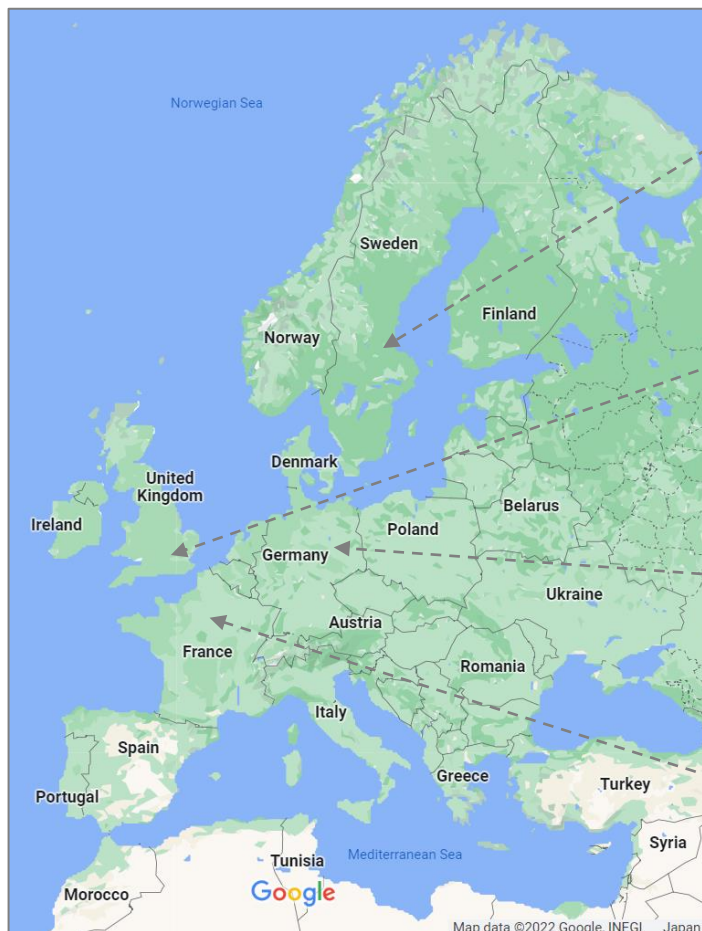
MIRAKL

Wolt

ovc energy

欧州スーパーハブ

- スタートアップ・エコシステムは、起業家などの人材、投資家（資金支援）に加えて、大学等の教育・研究機関や公的機関等との結びつきにより形成される。各都市の産業特性もあり、分散・多様化が進んでいる。
- 欧州エコシステムの中でも特に発達している「スーパーハブ」の概要は以下の通り。



■ ストックホルム（スウェーデン）

- 北欧のテックハブ拠点に発展。産官学の密な連携に定評がある。
- 産業別では、エネルギー分野のスタートアップ集積が加速。
リチウム電池製造の「Northvolt(ノースポルト)社」がこうした流れを牽引。

■ ロンドン（イギリス）

- 金融街シティを擁しており、フィンテック分野のハブ拠点となっている。ロンドン発金融アプリの「Revolut(レボリュート)社」はグローバルに展開。
- 教育・研究機関も多数集積しているほか、現行法に関わらず新技術などの実証実験を行える制度（Regulatory Sandbox）を2015年に導入する等、行政もスタートアップ支援に積極的。

■ ベルリン（ドイツ）

- 東欧諸国からの優秀な人材流入もあり、IT関連を中心に多くのスタートアップが誕生。近年は食品分野への投資も多い（屋内で垂直農法による野菜栽培を手掛ける「Infarm(インファーム)社」など）。
- 自動車会社が国内に集積することもあり、運輸分野の投資も多い傾向。

■ パリ（フランス）

- 基礎数学が伝統的に強く、IT分野の研究機関の集積もあることから、ソフトウェア、フィンテック関連の投資が多い。そのほか、アグリテック、食品分野への投資も注目を集める。

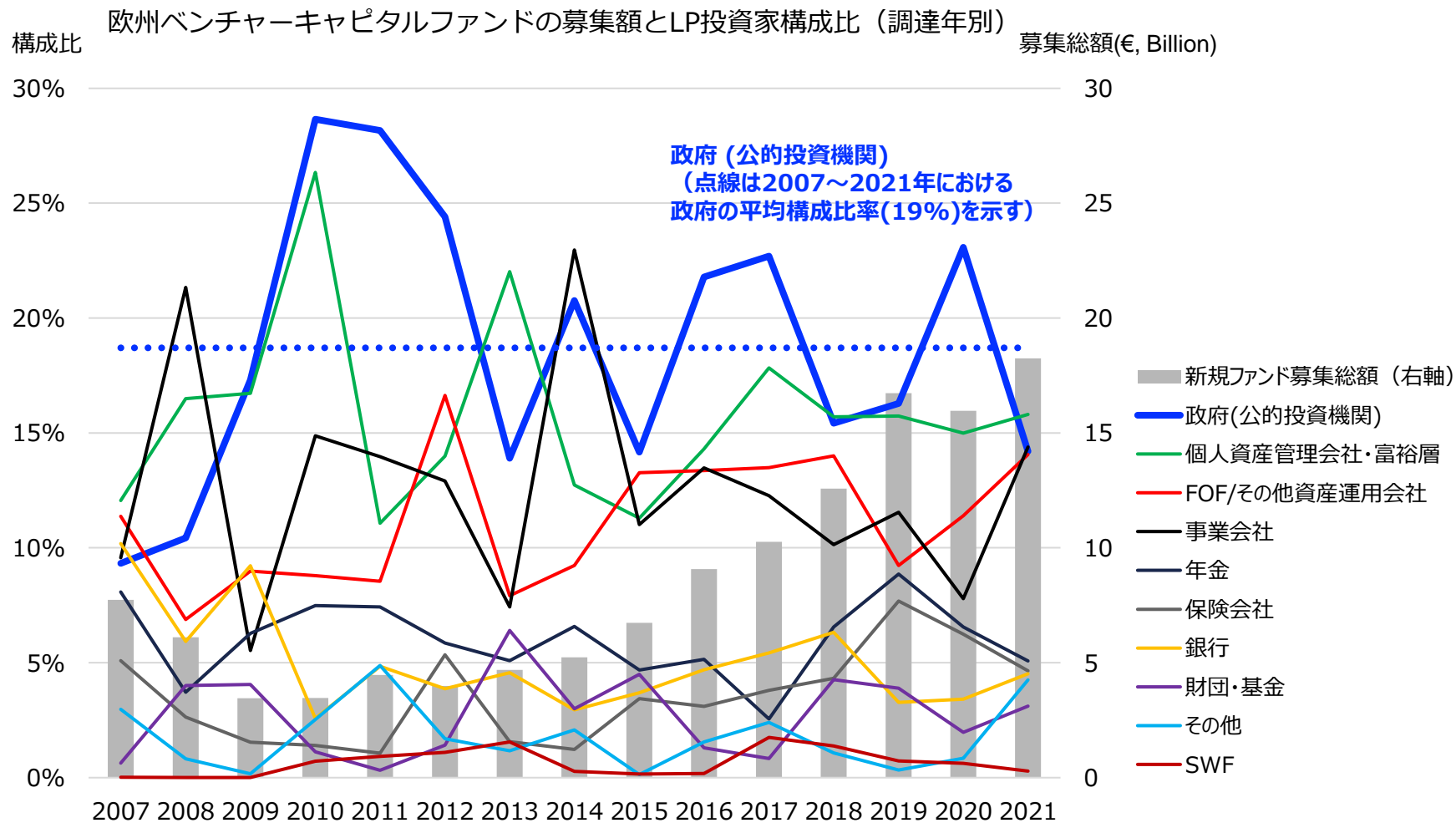
（出典）Google社「Google マップ」

主要エコシステムの概要

	ユニコーン数	資金調達件数 (2015年以降)	資金調達額 (2015年以降)	所属企業の 企業価値総額	大学の数	スタート アップ 社数	資金調達の活発な業種 (過去3年間)	アクセラ レータ の数
London	83	8,172	\$86.6b	\$617.9b	74	17k	1. fintech 2. enterprise software 3. telecom	166
Berlin	28	2,400	\$26.8b	\$139.2b	52	3,605	1. food 2. fintech 3. transportation	81
Paris	24	3,111	\$28.1b	\$157.3b	237	7,792	1. fintech 2. enterprise software 3. health	67
Stockholm	24	1,588	\$19.5b	\$149.3b	31	2,350	1. fintech 2. energy 3. media	18
Amsterdam	15	1,176	\$8.9b	\$207.4b	40	2,935	1. fintech 2. enterprise software 3. energy	37
Munich	12	877	\$9.6b	\$69.6b	32	1,898	1. transportation 2. enterprise software 3. marketing	28
Oslo	7	507	\$3.0b	\$15.4b	17	1,186	1. enterprise software 2. gaming 3. food	37
Madrid	6	899	\$4.5b	\$24.9b	99	2,420	1. fintech 2. transportation 3. enterprise software	80
Zurich	5	737	\$4.8b	\$33.1b	27	1,530	1. health 2. fintech 3. enterprise software	9
Milan	5	674	\$2.8b	\$19.9b	36	2,230	1. fintech 2. real estate 3. health	27
Dublin	5	660	\$4.4b	\$66.5b	23	2,073	1. health 2. fintech 3. enterprise software	10
Barcelona	5	1,220	\$5.3b	\$38.5b	71	2,250	1. transportation 2. enterprise software 3. food	32
Vienna	5	382	\$3.2b	\$17.4b	37	992	1. education 2. fintech 3. enterprise software	14
Cambridge	5	364	\$2.5b	\$52.1b	5	636	1. health 2. semiconductors 3. enterprise software	10
Basel	4	85	\$2.8b	\$20.2b	1	161	1. health 2. real estate 3. robotics	0
Hamburg	4	469	\$2.8b	\$11.8b	20	1,709	1. fintech 2. real estate 3. energy	11
Helsinki	4	749	\$4.2b	\$35.7b	17	1,552	1. enterprise software 2. food 3. gaming	22
Ghent	4	207	\$1.2b	\$30.4b	5	438	1. health 2. enterprise software 3. food	3

欧州公的投資機関によるVC投資の規模

• 欧州ベンチャーキャピタルのファンド募集においては、公的投資機関を含む政府部門がトップシェア。



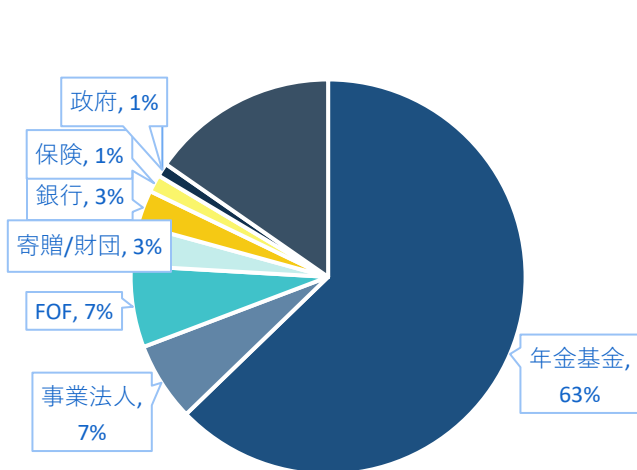
(出典) Invest Europeのデータに基づき、当社作成。

(参考) VCファンド募集における投資家タイプ構成

- ・米国VCのファンド募集においては州政府年金基金の出資シェアが圧倒的。
- ・これに対して、欧州・日本のVCファンド募集における年金・保険の構成比は低い。

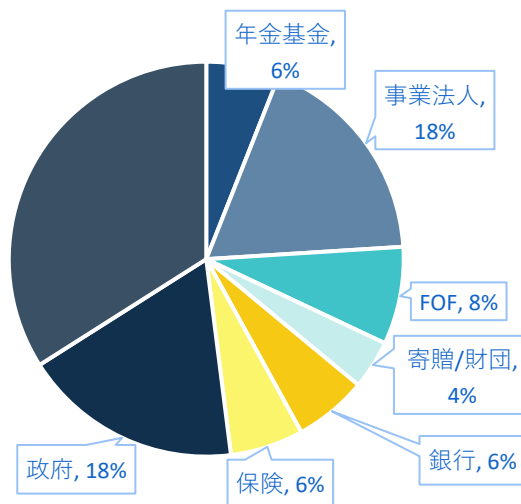
米国

(2021年)
～PitchBook集計 (集計対象\$6B)



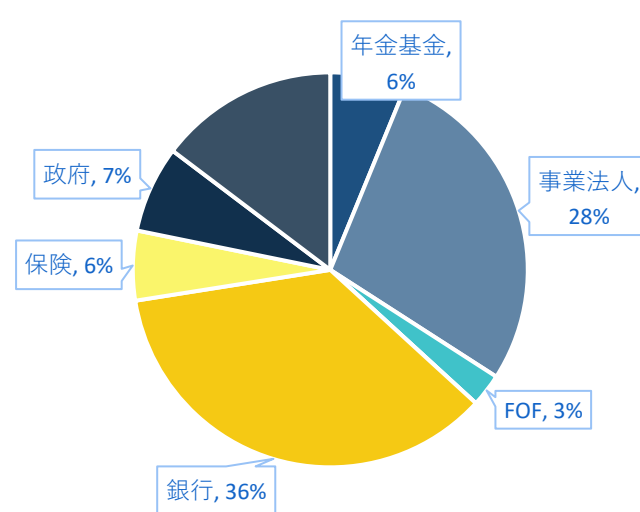
欧州

(2021年)
～Invest Europe集計



日本

(2020/4-2021/3)
VEC社集計 (n=10)



(出典) 米国はPitchBook Data, Inc.のデータ、欧州はInvest Europeのデータ、日本はVenture Enterprise Centerのデータに基づき、当社作成。

2. 欧州公的投資機関の役割

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

欧州の公的投資機関

- 欧州において、スタートアップ向けのエクイティ資金供給機能を持つ公的投資機関には、①欧州委員会傘下の欧州投資銀行の一部門である欧州投資基金(European Investment Fund: EIF)と、②各国政府が出資するNational Promotional Institutions (NPIs)がある。

European Investment Fund (EIF)

(2021年12月期)

所在：ルクセンブルグ

創設：1994年

株主：EIB59.4%、欧州委30%、加盟国10.6%

業務：ファンド投資、出資、融資・保証

人員：599人

VC：年間コミット€2.9B (ファンド123本)

2021年の年間新規VCコミット実績

累計コミット€13B (ファンド542本)

2010年以降2021年までのVCコミット実績を集計

British Business Bank

(2022年3月期)

所在：シェフィールド

創設：2014年(前身から再編)

株主：政府100%

業務：ファンド投資、出資、融資・保証

人員：450名

VC※1:年間コミット£637M(24本)

累計コミット£3.2B(116本)

Bpifrance

(2021年12月期)

所在：パリ

創設：2012年(前身から再編)

株主：政府98.4%(間接込)、同国民間投資家等1.6%

業務：ファンド投資、出資、融資・保証

人員：3,700人

PE※2:年間コミット€1.5B(76本)

累計コミット€13.5B(500本)

KfW

(2021年12月期)

所在：フランクフルト

創設：1948年

株主：政府100%(連邦/地方)

業務：ファンド投資、出資、融資

人員：7,958人

VC：年間コミット€298M(14本)

累計コミット€1B(60本)

<その他>

イタリア 
Cassa depositi e prestiti SpA (CDP)

スペイン 
Instituto de Crédito Oficial (ICO)

など

※1：各VCファンド投資プログラムの実績を集計（BPC, Managed Funds, Regional Angels, ECF）。

※2：VCとバイアウトを含むプライベートエクイティファンド全体の数値。

公的投資機関の支援アプローチ類型

- スタートアップ向けのエクイティ資金供給機能を有する公的投資機関では、幾つかのアプローチを通じて、スタートアップエコシステム強化への支援を行っている。

(i) GPの育成

- 初回ファンド募集におけるアンカー投資家
- ファンドの規模拡大
- ファンドへの継続的な投資

(ii) 特定ステージに焦点を絞った資金提供

- シード・プレシード
- グロース

(iii) 特定セクターに焦点を絞った資金提供

- ライフサイエンス
- ディープテック

(iv) 機関投資家の誘導・投資家層の拡大

- 機関投資家向けFOF
- 個人投資家向けセカンダリー

(v) 海外VCの誘致

- 海外VC特化型プログラム

公的投資機関の支援アプローチ類型

(注) 青字表記はVCファンド投資ではなく、個別企業への直接・協調投資プログラム。

政策上の狙い	EIF※ (EU)	BBB (UK)	KfW (ドイツ)	Bpi-France (フランス)
GPの育成 ・初回ファンド募集支援 (i) ・ファンドの規模拡大 (e) ・継続的な投資 (f)	・RCRなどの各種マ ンデート	・ECF (i, e, f) ・BPC Core (i, e)	・ERP VC ・ERP Growth (e)	・Innovation Funds
特定ステージ対策 ・シード・プレシード (s) ・グロース (g)	・ European Angels Fund (s) ・ ESCALAR (g) ・ GFF-EIF (g)	・ Regional Angels (s) ・ BPC Core (g)	・ HTGF (s) ・ Coparion (g) ・ ERP Growth (g) ・ Fund of funds for growth capital (g)	・ F3A fund (s) ・ FAN fund (early) ・ Large Ventures (g)
特定セクター対策 ・ ライフサイエンス (l) ・ ディープテック (d)	・ InnovFin (d) ・ AI Co-Investment (d)	・ Life Sciences (l) ・ Break-through (d)	・ DeepTech&Climate (d)	・ SPI fund (d) ・ Biotech and Medtech VC funds (l) ・ Cleantech, Smart city & Impact funds (d)
機関投資家誘導・投資家層拡大 ・ 機関投資家向けFOF (ff) ・ セカンダリーファンド (2 nd)	・ AMUF (ff, 2 nd) (PE/VC/2ndry) ・ SDUF (ff) (Health/Green/Social)	・ Managed Funds (ff)	・ Fund of funds for growth capital (ff)	・ Digital FOF (ff) ・ Enterprises 1 (2 nd)
海外VCの誘致 ・ 海外VC投資特化プログラム	・ 特になし	・ 特になし	・ 特になし	・ International Innovation Capital
(参考) 特定地域対策 ・ 国内地方 (r) ・ 欧州諸国 (eu)	・ European Angels Fund (eu) ・ CEE Tech Transfer (eu)	・ Regional Angels (r)		・ Local & Regional (r)
(参考) 国家安全保障	・ 特になし	・ NSSIF	・ 特になし	・ Definvest

※：EIFの各種マンデートのうち、EIF Annual Report 2021において個別VCファンド向け出資の源資として言及されたものを例として記載。

公的投資機関によるGP支援の必要性

- スタートアップは、イノベーションを先導して産業の新陳代謝を促し、新たな需要と雇用機会を経済にもたらす重要な存在であるが、スタートアップのうち成功に至るものはほんの一握り（多産多死）であるうえ、投資家が見極めのために入手可能な情報は概して乏しく信頼性も低い。このため、スタートアップの資金調達に応じる投資家の数が不足し、十分な規模の資金供給が行われにくいという「市場の失敗」が発生しがちである。
- ここでVCファンドは、専門的な知見に基づき、投資対象の選別・リスク分散、投資契約条件の交渉、投資先の監視と介入などの活動を通じてスタートアップへの投資によってリターンを挙げる能力を持ち、ファンド投資家のリスクマネーを預かってスタートアップへ投じることによって上記の市場の失敗を解消する重要な仲介者である。
- しかしながら、未発達なエコシステムにおいては、VCファンドらが十分な業歴と運用実績を持たないため、ここに民間機関投資家の投資資金を集めにくく、それゆえVCファンドの運用実績の構築もままならないという循環に陥る懸念がある。
- 公的投資機関が政策的にVCファンドへの積極的な投資を行うことにより、優れた運用能力を持つGPを育成し増殖させ、その規模を拡大させ、エコシステムにリスクマネーの好循環を生み出すことが期待される。

GPの育成

- EIFやBBBなどの欧州公的投資機関は、エコシステムの発展に貢献できるGPを育成・増殖している。

投資行動

①コーナーストーン投資

- ファンド募集活動は、多数の投資家候補を相手に膨大な時間と労力を費やすプロセス。特に業歴の浅いGPが新ファンドを募集する場合の負担は重い。
- 公的投資機関が個別VCのアンカー投資家として大口投資を行うことにより以下の効果が生じる。
 - (1) GPは公的投資機関と交渉することによって募集条件を纏め、その条件で大口の出資を確保できる。出資意思の不確実な多数の小口投資家を相手にDD対応と募集条件交渉を重ねるよりも効率的。
 - (2) 大口の投資家の支援によって当該ファンドの一次募集を実現できるので、GPは早期に投資活動を開始することが可能となるほか、運用チームを充実させるための予算も確保できる。
 - (3) 一次募集が実現すれば、ファンド組成の不確実性が一掃されるほか、分散投資可能なファンド規模も確保されるのでリスク・リターン見通しも改善。これにより一般投資家の検討が容易になる。

②継続的な投資活動

- 民間機関投資家の投資意欲は、資本市場サイクル等の要因によって大きく変動しうるので、GPのファンド募集活動は投資戦略上必要となる金額を募集できない未達リスクに晒されている。

- 公的投資機関が信頼される資本供給源として継続的にGPを支援することは、GPの募集活動を安定化しエコシステムのリスクマネー循環へ好影響を与える。

助言とサポート

- 経験豊富な公的投資機関がGPに与える助言やサポートは、GPが公的投資機関以外の投資家からの資金を受託しやすくするとともに、GPの活動を持続可能なものとする上で有用。
 - (1) 投資戦略
 - (2) チーム編成
 - (3) ガバナンス
 - (4) 募集契約条件
 - (5) 民間機関投資家とのネットワーク

シグナリング効果

- 公的投資機関が規律正しいDDに基づいて投資対象ファンドを選択し、投資成果を挙げることにより、市場参加者の間で「公的投資機関のDDを経て、その出資を得ているファンドであれば、その品質は信頼できる」との評判が生じる（シグナリング効果）。
- 公的投資機関の支援を受けるGPは、上記シグナリング効果を享受できるので、民間機関投資家を相手とする募集活動を円滑に進めることが可能となる。

シード・アーリー支援

- 欧州公的投資機関は、シードVCへの投資のほか、実績あるビジネスエンジェル※（起業経験のある個人富裕層等が多数を占める）とタイアップし、個々の投資案件に協調投資家として参画している。
- 直接的にエンジェルの投資可能金額を拡大するだけでなく、公的投資機関のバックアップに伴うエンジェル自身の信用力向上を通じて他の富裕個人層からの投資も喚起する効果も期待。

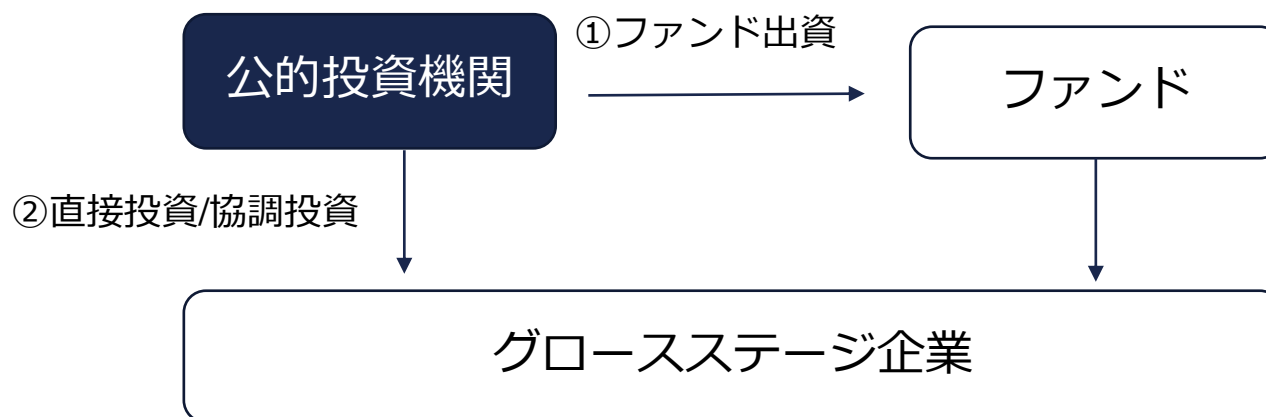
※ 欧州では、シード期以前のスタートアップへの資金供給のほぼ半分を域内のビジネスエンジェルが供給するなど、ビジネスエンジェルが大きな役割を果たしている（European Business Angels Network調べ：2021年）。

	プログラム	概要
EIF	<ul style="list-style-type: none"> • European Angel Fund (オーストリア・ベルギー（フランダース）・デンマーク・フィンランド・ドイツ・アイルランド・イタリア・オランダ・スペインの各国別プログラム、及び、欧州全般プログラム) • 一般的なVC投資プログラムの一環としてSeed VCへも投資 	<ul style="list-style-type: none"> • EIFは、各地のビジネスエンジェル（起業経験ある富裕層等）との間で協調投資契約(Co-investment Framework Agreement)を締結。EIFは予め一定枠の金額（€250K～5M）をビジネスエンジェルの裁量に委ね、ビジネスエンジェルとともに個別案件へ協調投資（管理報酬なし/キャリアあり/コストは応分負担）。 • 上記とは別途、SeedcampなどのSeed VCへの投資も実行
BBB	<ul style="list-style-type: none"> • Regional Angels • ECF, BPCなどのVC投資プログラムの一環としてSeed VCへも投資 	<ul style="list-style-type: none"> • BBBは、英国内のビジネスエンジェル、もしくは、アーリーステージ投資とタイアップし、これらの投資家が管理するマネージドポートフォリオ、シンジケート、ファンドなどと協調して投資。本プログラムは、英国内においてシード・アーリー期のスタートアップに十分な資本供給が行われにくい地域への資金誘導が狙い。 • 上記とは別途、SeedcampなどのSeed VCへの投資も実行
Bpifrance	<ul style="list-style-type: none"> • F3A Fund • Innovation FundsなどのVC投資プログラムの一環としてSeed VCへも投資 	<ul style="list-style-type: none"> • Bpifranceは、ビジネスエンジェルと協調投資を行う。 • 上記とは別途Seed VCへも出資。
KfW	<ul style="list-style-type: none"> • HTGF 	<ul style="list-style-type: none"> • ハイテク起業基金(HTGF)は、KfW、政府、及び民間投資家（30社超）から出資を受けてシードへ投資する政府系のシードファンド。

（出典）各社Website、報道等に基づき、当社作成。

グロースステージ支援

- グロースステージの資金供給体制強化は各国の共通課題。自国エコシステムにおいて十分なグロース資金の供給体制を整備できないと、グロースステージに至ったスタートアップが資金調達源として資金力のある海外投資家に依拠するほかなくなり、その意向次第では海外企業への身売り、拠点移転などの選択を迫られる恐れがある。
- 公的投資機関は、ファンドへの投資、大型グロース調達案件への直接/協調投資などの支援を実施。



	①ファンド出資	②直接投資・協調投資	背景にある思想
BBB	BPC Core Funds (£2.5B, グロース全般)		“Patient Capital Review” (2017)
Bpifrance	Innovation Funds はグロースファンドにも投資	Large Venture (€1B, グロース全般)	“The TIBI Initiative” (2019)
KfW	Growth Facility (€6B, グロース全般)		“Future Fund 計画” (2021)

特定セクター (DeepTech / Life Science) 支援

- 量子技術やクリーンテックなど、社会を変革するような先端技術に取り組むスタートアップは多額のR&D費用を要するため、通常のテック企業よりもレートステージにおける成長資金ニーズが高い。
- また、創薬、ワクチン開発や細胞・遺伝子治療などのライフサイエンス分野における自国の競争力を維持するためには、国内において十分なグロース資金の供給体制を整備する必要がある。
- 公的投資機関は、特化型ファンドへの投資やスタートアップへの直接投資を通じ、ディープテックやライフサイエンス等のスタートアップへ資金供給を行っている。
- 実態としては、まだ実験的取り組み段階。

	①ファンド出資	②直接投資・協調投資
BBB	Life Sciences (£200M, LS特化)	Future Fund: Breakthrough (£375M, Deep Tech)
Bpifrance		Biotech and Medtech VC funds (総計€558M, Life Science)
KfW	DeepTech & Climate (€1B, Deep Tech, Climate)	

(出典) 各社Website、報道等に基づき、当社作成。

Fund of Fundsによる民間投資の誘導

- ・域内の年金基金や保険会社等の機関投資家の資産配分におけるスタートアップ向け投資への比重が低く、十分なリスクマネー供給が行われていない点が政策上の共通課題。
- ・資産規模が小さく、投資経験にも乏しい機関投資家等の資金を効率的にスタートアップ投資へ誘導するための受け皿としてFoFの活用が試行されている。

① 民間FoFへの出資

- ・公的投資機関がアンカー投資家として民間FoFへ参画。
- ・これにより、①FoFの規模を拡大して十分なファンド分散を図る、②公的投資機関がFoFのアンカー投資家を務めることによって民間投資家からの信頼度を高める、などの効果を期待。
- ・上記により、民間投資家のFoF参加を促進することがゴール。

① 英国BBB (FoF数:6件, 出資額£408M)

- ・英国/欧州を対象とする民間FoFへ出資。BBB出資分（凡そ比率にして20~30%程度がメド）とは別途、民間投資家の出資が十分に得られることが条件。GPは以下の5社。

- 英Isomer Capital
- スイスLGT Capital
- 英Hermes
- 米Top Tier
- 米Wilshire

② カナダ VCAP/VCCI (FoF数:8件, 出資額:C\$619M)

- ・以下の4 GPが運営する合計8本のFoFへ出資（下記カッコ内は政府出資分に民間出資も合わせた募集額: 8本総計C\$2.5B）。

- 加Northleaf Venture (VCAP C\$300M / VCCI C\$300M)
- 加Teralys Capital (VCAP C\$375M / VCCI C\$400M)
- 加Kensington (VCAP C\$306M / VCCI C\$150M)
- 米HarbourVest (VCAP C\$375M / VCCI C\$326M)

② 公的FoFの設立

- ・公的投資機関が中心となって民間資金を受け入れるFoFを組成。
- ・これにより、①公的投資機関が培ったVC投資ノウハウとネットワークをFoF運営に活用、②公的投資機関が運営するFoFとして民間投資家からの信頼を得る、などの効果を期待。
- ・上記により、民間投資家のFoF参加を促進することがゴール。

① EIF (FoF数:2件※, 出資額 n.a.)

- ・欧州域内の民間投資家、海外投資家らのコミットメントも併せて以下2本の VC-FoFを運営。現在、2号ファンド募集中。
 - ・AMUF European Technology VC I (€132M, 2018年)
 - ・AMUF European Life Sciences VC I (€95M, 2018年)
- ※: 上記以外にも機関投資家向けにPE-FoF、セカンダリーファンドを運営。

② フランスBpifrance (FoF数:1件, 出資額 n.a.)

- ・CNP Assurances（上場保険会社）等の民間投資家はBpifranceが設置したVC-FoFへ参加。
- Digital Fund of Funds (€140M)

③ ドイツKfW (今後、詳細発表決定)

- ・ドイツ未来基金の一環として、民間投資家からの投資を以てドイツのグロースステージファンドへ投資するFoFを構築する計画。金額規模等詳細は今後発表予定。

公的投資機関の海外VC投資

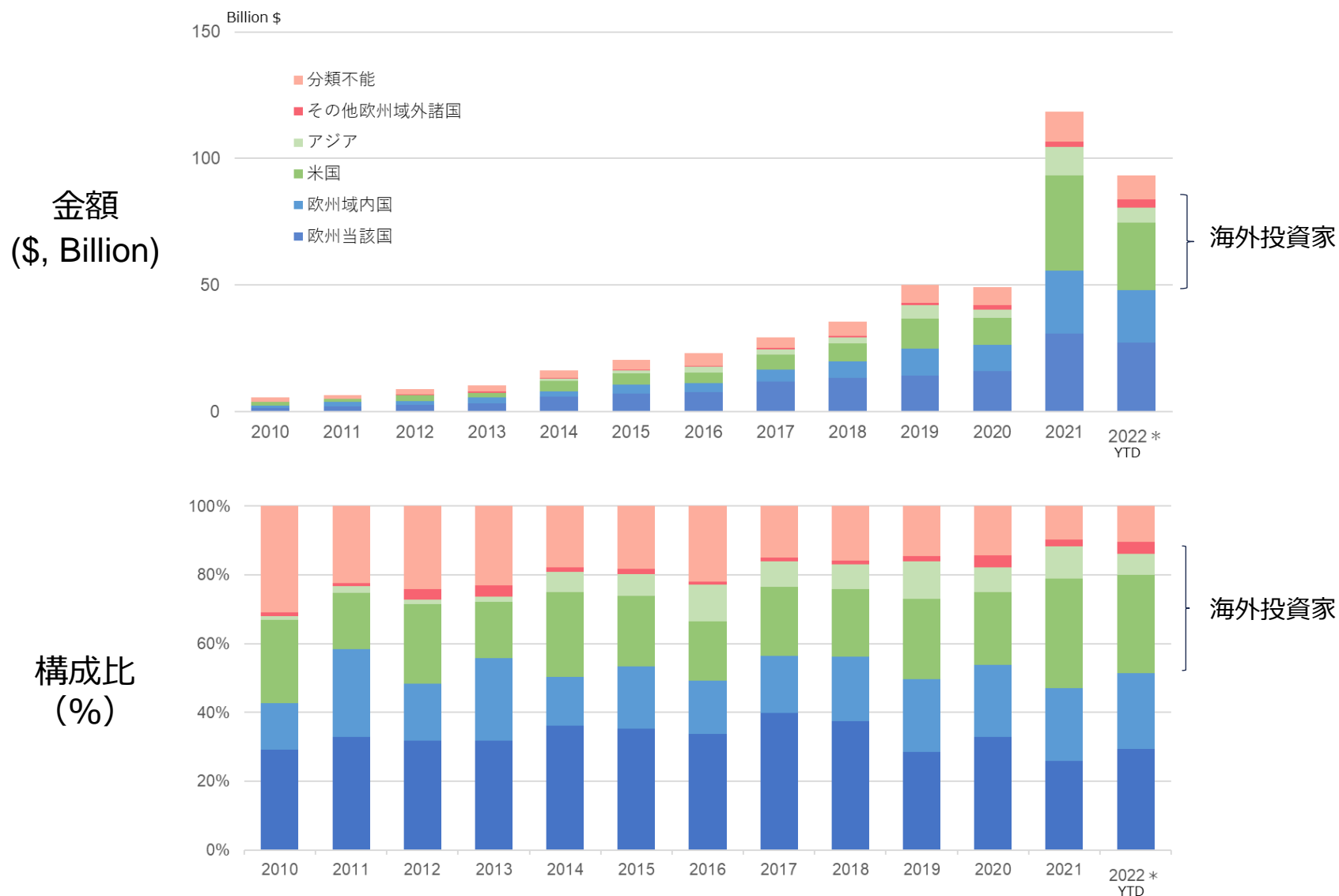
- Bpifranceを除く欧州公的投資機関は、海外VC誘致を推進するための投資プログラムを持っていない。
- 米国VCを始めとする海外投資家は欧州市場へ早期から参入し、既に有力な資金提供者の役割を果たしていることから、欧州公的投資機関が海外VCを誘致する必要性は乏しかった模様。
- 一方、非欧州諸国の中にはイスラエル、カナダ、韓国のように海外VCの誘致を積極推進した事例も。

	海外VC誘致策	VC例（本拠地、主なセクター）	備考
EIF	特化プログラムなし	Abingworth（英国、LS） Medicix（英国、LS）	• 海外VC誘致に特化したプログラムを持たないが、欧州以外にも投資するVCファンドに対して投資を行うケースがある。
BBB	特化プログラムなし	Connect Ventures（米国、LS） Evolution（スイス、IT）	• 海外VC誘致に特化したプログラムを持たないが、自国以外にも投資するVCファンドに対して投資を行うケースがある。
KfW	特化プログラムなし	BGV（米国、IT） Sofinnova（フランス、LS）	• 同上
Bpifrance	International Innovation Capital Funds	Atomico（英国、IT） Advent Life Science（英国、LS） Balderton Capital（英国、IT） BGV（米国、IT） Cherry Ventures（ドイツ、IT） Versant（米国、LS）	• 先進的な海外VCへの出資によりフランスのエコシステムの国際化を促進することが目的。グロース資金供給の強化。
(参考) Canada	特化プログラムなし (VCAP/VCCIは海外VC誘致に積極的)	Battery Ventures（米国、IT） Canaan（米国、IT/LS） Index Ventures（英国、IT） Insight Partners（米国、IT） Lightspeed（米国、IT） Trident Capital（米国、IT）	• VCAP/VCCIは、外部Fund of Fundsを通じて国内外のVCファンドへ投資。うち、海外VCは米国VCが中心。
(参考) 韓国	FVCIF	Northzone Ventures（英国、IT） Eurazeo（フランス、IT） Cathay Innovation（米国、IT） Vertex Ventures（シンガポール、IT）	• 主たる投資地域（米国、アジア、その他）ごとに投資予算額を決めて候補となる海外VCを募集。2022年募集の予算は米国45%、アジア30%、その他地域25%。
(参考) Israel	Yozma (1993-1998)	Advent（米国） Vertex（シンガポール） Walden（米国）	• 国内VC、海外投資家、国内金融機関の3者の関与のもとで新規ファンドを立ち上げさせ、ここにYozmaが部分出資するスキーム

（出典）各社Website等に基づき、当社作成。

(参考) 欧州スタートアップの資金調達源 (投資家所在国別)

・米国・アジアを中心とする海外投資家の構成比は高水準（足元約40%）。



(参考) クロスボーダーVC投資の影響想定

- 海外VCの誘致は、国内スタートアップだけではなく、国内エコシステムにも様々なメリットをもたらす。
- それと同時に、国内VCの育成、R&D投資を通じた競争力ある産業分野の育成、高度専門人材を引き寄せる魅力ある雇用制度の構築、大学教育充実による人材供給の強化等を通じた国内基盤の強化が図られることによって、よりバランスの取れたスタートアップエコシステムを育成することが可能となる。

<クロスボーダーVC投資の影響想定>

視点と影響範囲		想定メリット	想定デメリット
国内スタートアップの視点	個別案件レベル (直接的影響)	<ul style="list-style-type: none"> 海外VCという新たな調達源の獲得 海外VCが持つ専門的知見の活用 海外VCが持つネットワークの活用 (※) ※顧客・人材・投資家・エグジット先の紹介等 	<ul style="list-style-type: none"> 国内の商習慣に不慣れ若しくは適応力に欠けた海外VCの対処に要する労力 遠隔地所在の海外VCとのコミュニケーションに要する労力 (時差・言語等)
	エコシステムレベル (間接的影響)	<ul style="list-style-type: none"> 国内VCとは異なる投資戦略を持つ海外VCが国内エコシステムへの資金供給力を補完する可能性 海外VCの投資戦略からの学びを得て国内VCらの専門性も向上する可能性(role model効果) エコシステムとして国内外連携が強化される可能性 	<ul style="list-style-type: none"> 海外VCが国内エコシステム空洞化を助長する恐れ (頭脳流出、海外移転、海外上場、海外企業によるM&A) 海外VCの国内市場参入により、国内VCの投資機会が奪われる恐れ (Crowding Out効果)
海外VCの視点	個別案件レベル (直接的影響)	<ul style="list-style-type: none"> 現地のスタートアップという新たな投資機会の獲得 	<ul style="list-style-type: none"> 現地の規制や税制等の参入障壁への対応コスト 現地市場に関する継続的学習とコミットメントの負担
	エコシステムレベル (間接的影響)	<ul style="list-style-type: none"> 現地の起業家の流入が母国エコシステムの多様性を促進する可能性 現地ネットワークの獲得 	<ul style="list-style-type: none"> (現地のスタートアップへ投じられた金額だけ) 母国エコシステムへ供給される投資資金が減る恐れ

(出典) European Corporate Governance Institute “Cross-Border Venture Capital Investments: What is the role of public policy?” に基づき、当社作成。

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

EIF概要①

- EIFは、欧州のSME支援を目的として、欧州投資銀行の傘下に設立された公的投資機関。

組織概要

設立経緯	1994年、EIB（欧州投資銀行）の傘下に設立。	
設立目的	欧州連合(EU)域内の中小企業へのリスクマネー供給を通じて、EUの目的（主として起業促進、成長、イノベーション、研究開発、雇用、地域開発）実現に貢献し、適切なリターンを上げること。	
事業内容	<p>出資業務（エクイティ投資事業）</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 中小企業へのリスクマネー供給のため、民間投資会社の運営する各種ファンド（VC、グロス/メザニンファンド）への出資を実施。 <p>融資・保証業務</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 中小企業向け債権の証券化商品への保証等を実施。 <p>金融包摂（マイクロファイナンス）業務</p>	
出資者構成	<ul style="list-style-type: none"> • 欧州投資銀行(European Investment Bank (EIB)) (59.4%) • EU（欧州委員会(EC)が代表）(30%) • EUメンバー国の民間金融機関 (10.6%) 	
規模	人数	599人（2021/12末 役職員数）
	拠点	EU内：9か所（本部ルクセンブルグ）

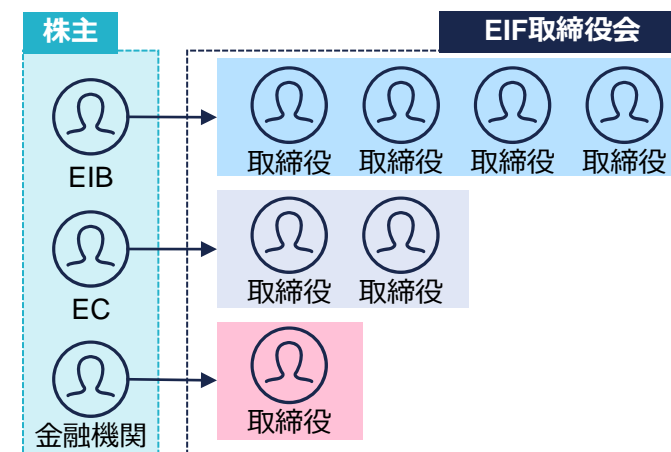
意思決定構造

最高経営責任者（Chief Executive）

- ▶ 最高経営責任者は、最も多くの株式を保有する株主（EIB）によって推薦され、取締役会によって承認される。

取締役会

- ▶ 取締役会は、EIB（4名）、EC（2名）、各国NPI※（1名）によって任命された取締役もしくは代理取締役の合計7名で構成される。



意思決定構造

総会（General Meeting）

- ▶ EIBから代表1人、EUを代表してEuropean Commissionから1人、EIFの持ち分を所有する金融機関からそれぞれ1人ずつによって構成。
- ▶ 1年に一度会合し、EIFの年次報告の承認するほか、年に数回情報共有を行う。

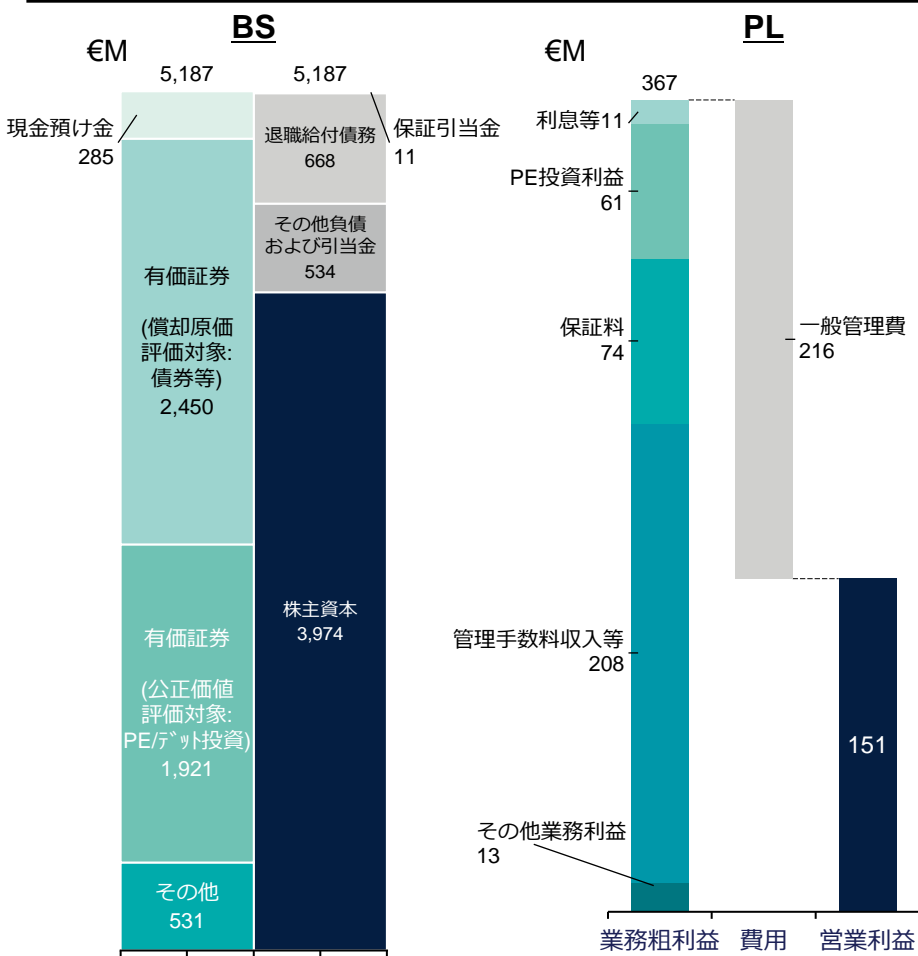
※National Promotional Institutions (NPIs)



EIF概要②

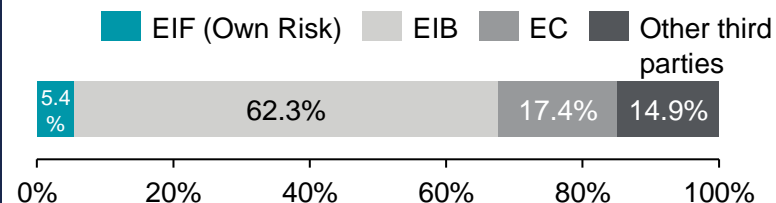
• EIFは、自身のBSを使った投資のほか、EIB、EC、各国NPIからの委任を受けて投資を実行。

財務情報 (2021/12月期)



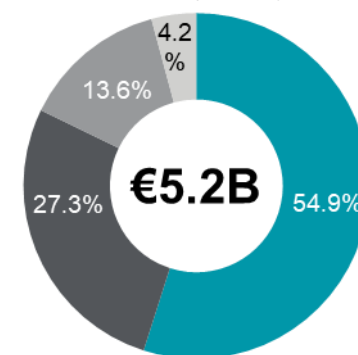
投資に関する概要

- EIFのEquity投資の累積額 (€28.66B) のうち、EIF自身がリスクを負って投資する部分(Own Risk)は5.4% (€1.54B)である。
- Own Risk以外の部分は、EIB、欧州投資委員会(EC)、各国NPIほかの第三者からの委任を受けて投資するもの。



- EIFが2021年に決定したEquity投資は年間€5.2B。
- このうち、VCに対する投資が54.9% (€2.9B)を占める最大の配分先。

- Venture Capital
- Private Equity
- Private Debt
- Infrastructure



EIFの投資プログラム

- 欧州VCファンドへの最大の資金提供者であり、各国公的投資機関の役割を補完（2010年以降、VCコミット額は累計€13B超・ファンド数500個超）。

- EIFは、様々な成長ステージの欧州域内SMEの資金調達ニーズに応えるため、EC、EIB、各国政府の提供資金を原資として、民間銀行・投資ファンド・各国公的投資機関等との協力体制のもと、エクイティー（VCファンド出資等）、メザニン、保証等を提供。

- 上記のうち、VCファンドへの出資に関しては、出資先個別VCファンドの特性（リスク、投資対象地域等）に応じて、主に以下の原資が充当される（VC出資ひとつに複数の原資が充当されるケースが大半）。

① Risk Capital Resources (RCR)

- EIFのエクイティー出資の中核原資。EIBが資金提供。EIBの拠出を主体とするが、EIFも自己勘定から協調投資（EIFの比率は5%程度）。

② European Guarantee Fund (EGF)

- Covid対策予算として2020年導入。EIBが資金提供。

③ German Future Fund (GFF-EIF)

- ドイツのグロース企業支援。独政府が資金提供。

④ ESCALAR

- スタートアップの規模拡大のために資金を必要とするVCファンド向け支援。InvestEUに基づいてEIFが運営するエクイティープログラム。

⑤ European Fund for Strategic Investments (EFSI)

- 欧州投資計画（ユンカープラン）に基づくSME向けの投融資を担う基金。EU/EIBが資金提供。

⑥ AMUF/SDUF（※）

- 欧州企業に出資するファンドを投資対象とするFoF。

※: ルクセンブルグ籍 Alternative Investment Fund を投資ビークルとする FoF。
EIF は同 FoF の運用会社 (AIFM) に対して投資助言を行う。

【EIFによる支援の仕組み】

<原資提供者>

- EIF, 欧州投資銀行(EIB), 欧州委員会(EC), EU加盟国及びNPIs, 地方自治体, その他第三者等

<配分決定>

- EIF

<仲介者>

- ファンド、ビジネスエンジェル、その他金融機関（銀行、保証機関、マイクロファイナンス等）

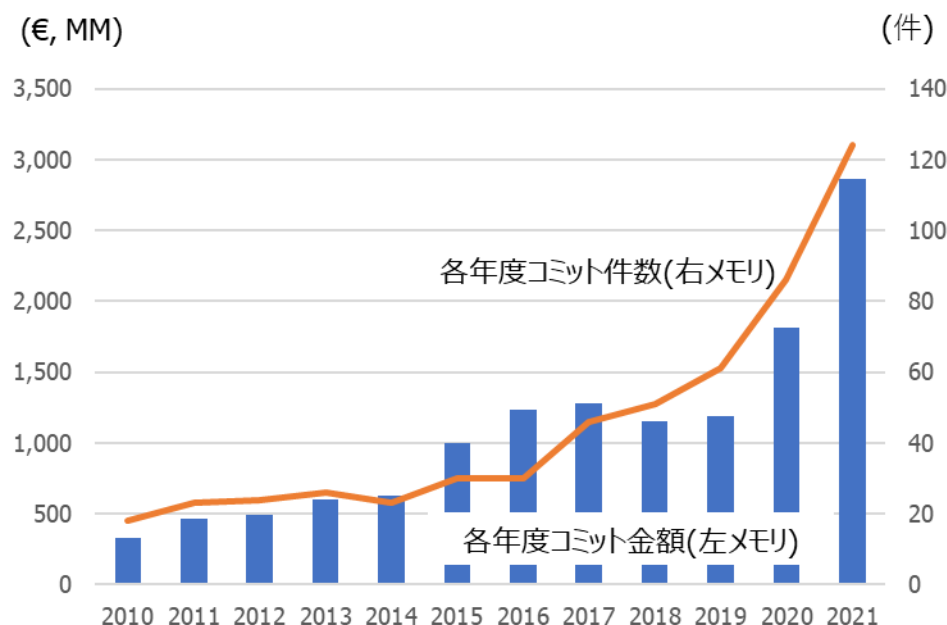
<最終受益者>

- 中堅・中小企業等 (Small Cap, SMEs)

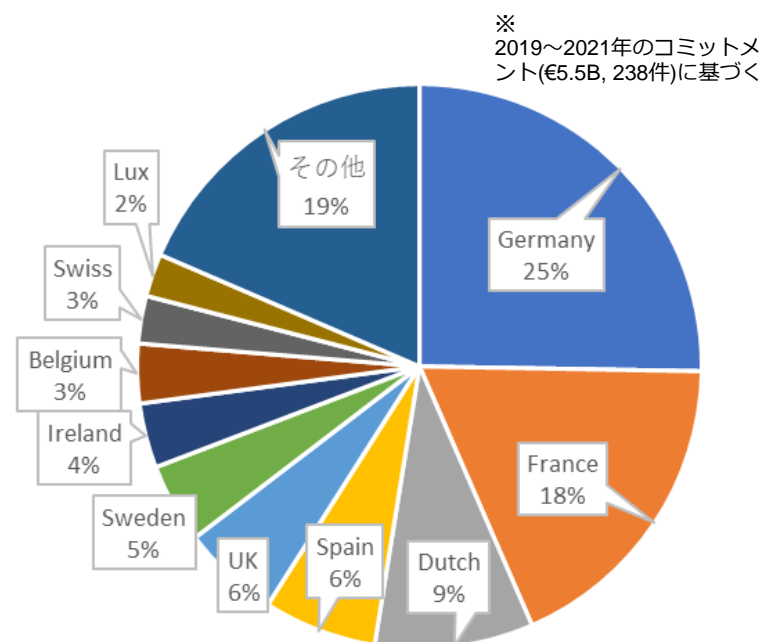
EIFによるVC出資

- EU構成国のスタートアップへのエクイティー供給を狙い、欧州を中心とするVCファンドへ投資。
- EIFは、EU域内の投資拡大を目指したユンカープラン（2015年～）、Covid緊急対策（2020年～）に際して投資予算を積み増し、VCファンドへの出資を加速。
- 2010年以降のVCファンド投資実績を積算すると、コミット額€13B超、ファンド数524件に達する。

【VCファンド投資コミットメントの推移】



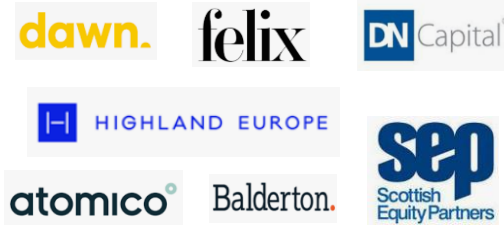
【GP所在地別VCファンド分散(金額比)※】



EIFの主要な投資先VC

【GP所在地別】

UK & Ireland



Nordics



France



DACH (ドイツ、オーストリア、スイス)



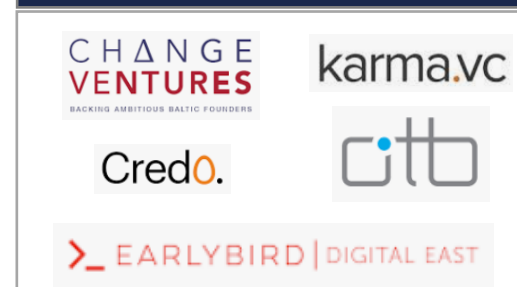
Benelux



Southern Europe



CEE





EIFの出資先VC（出資歴）

- EIFは、ファンド創設時における出資のみならず、後継ファンドにも積極的に出資してGPを育成。GPとEIFの長年のリレーションを活用し、足元ではEIFが第三者資金を受け入れて運用するFOFへも組み入れるケースも。
- EIFからの出資を受けていることが「優れたVCファンドであることの証」となり、民間機関投資家からの資金調達を容易にする効果あり（シグナリング効果）。

カッコ内数値は、EIF出資額/ファンド募集額（単位：百万€）

	2001	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DN Capital	I (n.a./47.5)	II (10/47.5)				III (5/144)				IV (60/200)				V (62.8/300)	
Creandum		II (15/82.5)			III (35/135)					IV (35/185)			V (10/265)		
Atomico			II (25/121)		III (20/349.9)					IV (114/715)			V (30.4/746)	V (20.2/746)	
Northzone				VI (20/130)						VIII (25/350)			IX (25/442)	IX (25/442)	
Highland Europe						I (30/246)			II (30/331)			III (20/463)			
HV Holtzbrink						V (17.5/175)			VI (17.5/285)		VII (35/360)			VIII (204/535)	VI (12/360)
dawn						II (30/84.5)						III (59.6/186)		IV (48.1/331)	
Lakestar							I (18/135)						III (25/252)		
Keensight								IV (50/450)					V (5/1000)		
Balderton							V (20.2/220)				VI (60.3/320)		VII (39.8/360)		
Cherry										II (20/150)				Opp (20/n.a)	
Project A									II (20/140)		III (34.2/206)		III (10.8/206)		IV (35/352)
Felix								I (32/107)			II (18.5/133)				

（出典）EIF開示資料, PitchBook Data, Inc.のデータに基づき、当社作成。

EIFの投資先選定

- EIFは自社ウェブサイトに応募要件を明示して、出資先VC候補をソーシング。
- 以下は、Invest EUのエクイティープログラム応募要件の主要項目。

<目的>

- リスクキャピタル供給の強化。
- デジタル変革、気候変動対応、環境保全の支援。戦略的重要分野における欧州の独立性の強化。
- 欧州SMEの資金調達手段の多様化と株主資本の強化。
- 欧州グロースステージ企業の成長促進。
- VC/PE業界におけるジェンダーバランスの促進と女性起業家の応援。
- ソーシャルインパクト投資の環境整備。

<選考プロセス>

- スクリーニング (Pre-selection)
- デューデリジエンス
- 機関承認
- 契約ネゴシエーション
- 調印

<評価項目>

- 政策適合性評価
(当該投資戦略がInvest EUが掲げる目標領域を十分にカバーしているか、等)
- 商業的評価
(運営チーム、市場、ディールフロー、投資戦略、ファンド規模、タームズ&コンディション、期待リターン、投資家層)

EIFの政策評価・景況調査レポート

- 政策運営の判断材料とするため、①過去のVCファンド投資が経済へもたらしたインパクトの計測（EIFの出資先VCのポートフォリオ企業の売上高や雇用を類似企業と比較）、②GPを対象とする景況サーベイ、等の調査を実施。

インパクト計測の例

“The economic impact of VC investments supported by the EIF (2019年4月)

- EIFが支援するVCの出資先スタートアップの財務的成長とパフォーマンスを分析。2007～2014年にかけてこれらVCが出資した欧州スタートアップを、それらと似ているがVCからの支援を受けていない類似企業群と比較。
- その結果、EIFの支援するVCの出資先スタートアップは、資産、収益、雇用の成長など、様々な指標に照らして類似企業群を上回るパフォーマンスを挙げていることを確認。
- EIFが支援するVCの投資が欧州のスタートアップの成長にプラスの効果をもたらしていると結論づけた。

(出典) “The economic impact of VC investments supported by the EIF”, 2019年4月

景況サーベイの例

“EIF Venture Capital Survey 2021: Market Sentiment” (2021年10月)

- EIFがInvest Europe (欧州のPE/VC業界団体) からの協力を得て、定期的実施するGP景況感調査。2021年は、7～8月の期間に379の欧州VCファンドに在籍する479人のGPらを対象にサーベイを実施。
- 2021年、欧州VC市場の活動は、COVID19危機の低迷から回復。EIF VCサーベイによると、VCのGPの現状認識は再び非常に楽観的になっている。市場の状況が危機以前よりもさらに良くなっていることを示すもの。
- この先、2022年半ばまでの期間に対する将来への期待感是非常にポジティブ。2018年のEIF VCサーベイ開始以来最も高い値を示している。

(出典) “EIF Venture Capital Survey 2021: Market Sentiment”, 2021年10月

(参考) ユンカープランとInvestEU協定

ユンカープラン (2015～)

- 世界金融危機 (2009)や欧州債務危機(2013)など大きな経済ショックが相次いで発生して以降、欧州の投資低迷が継続していたことへの対策として、EUは投資喚起による雇用と成長促進を目指した欧州投資計画 (ユンカープラン) を立案 (2015年)。
- 同計画の眼目のひとつは、EUとEIBが共同運営するEuropean Fund for Strategic Investments (EFSI) の設立。EFSIを通じた投融資や保証により、欧州におけるインフラ整備と中小企業支援等の投資を活性化せんとするもの。
- 2015年以降、EFSIは数次に亘る改定によって予算規模拡大や目標投資金額の上積みが行われ、現時点では、EFSI予算€33.5B (源資はEU保証€26B、EIB拠出€7.5B) を以て、民間からの投資も併せた総投資額€500Bの達成 (※) が目標とされている。2021年末時点において既に目標達成済。
- EFSIに伴って、EIFにも欧州域内の中小企業向けの資金供給を強化する政策マンデートが加えられた結果、EIFはVC/PEファンド投資を積極推進。

InvestEU協定 (2022～)

- ユンカープラン (及びEFSI) の成功をモデルとして、その後継となるInvestEU協定が、EU、EIB、EIFの3者間の合意によって成立(2022年3月)。持続可能な投資、技術革新/雇用創出をサポートするもの。
- InvestEU協定は、EU予算保証€26.2Bによって欧州投資銀行(EIB)等の執行パートナー(implementing partners)の活動を支援し、これによって2027年までに欧州全体で総額€372Bの投資を動員することを目指す。
- ユンカープラン当時、EFSI及びその他13個に分割されていたEUの資金支援手段は、InvestEUのもとでひとつの傘のもとに纏められ、新たに以下の4つの政策領域への投資に充当されることになった。
 - ① 持続可能なインフラ
 - ② 研究・イノベーション・デジタル化
 - ③ 中小企業 (SME)
 - ④ 社会的投資とスキル
- 上記投資全体の少なくとも30%は、欧州のグリーン移行を直接支援する領域に充てられる。

※: 2020年末までに承認されたEFSI保証事業に関し、2015年以降2022年末までに実行される個別投資の累積金額。

(出典) 2021 EIB Group Financing and Investment Operations under EFSI European Commission Press Release, March 7, 2022

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

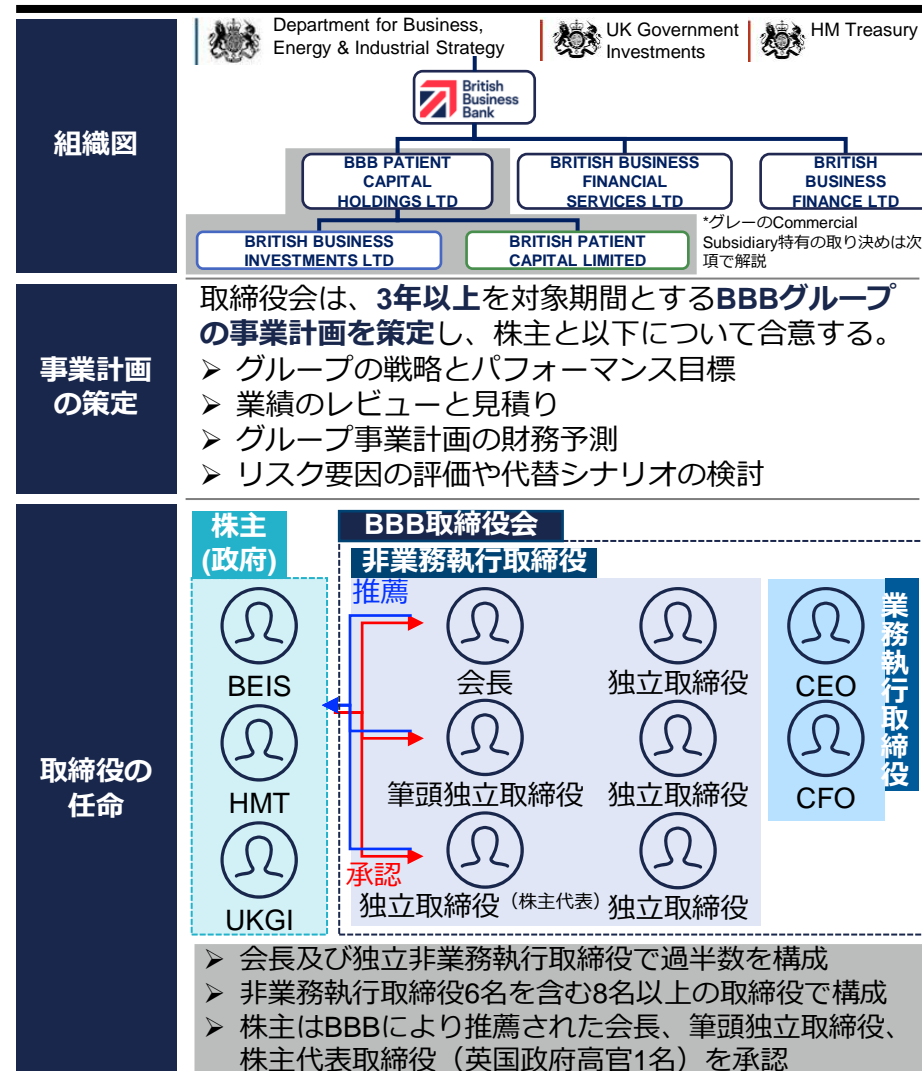
BBB概要①

- BBBは、中小企業向け資金供給の強化を目的として設立。

BBB組織概要

設立経緯	2014年に英国政府関連機関（HM Treasury、BIS、Capital for Enterprise Limitedなど）が所管していた中小企業を支援する複数のプログラムを、1つに統合する形で設立。	
設立目的	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 中小企業向けの資金供給量の増大 ➢ 中小企業資金調達源の多角化 ➢ 中小企業への多様な資金調達手段の周知 	
事業内容	<p>British Business Bank(BBB)の傘下には、分野別にグループ会社（計5社）が存在し、以下の事業を行っている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 出資業務（British Business Bank Investments Ltd, British Patient Capital Ltd.） ➢ 出資・融資業務（British Business Finance Ltd） ➢ 保証業務（British Business Financial Services Ltd） <p>*詳細は次項以降に記載</p>	
出資者構成	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Department for Business, Energy & Industrial Strategy（英国 ビジネス・エネルギー・産業戦略省） ➢ HM Treasury（英国 大蔵省） 	
規模	人数	450人（2021年3月時点）
	拠点	イギリス国内：2か所（本部シェフィールド）

ガバナンス・組織体制

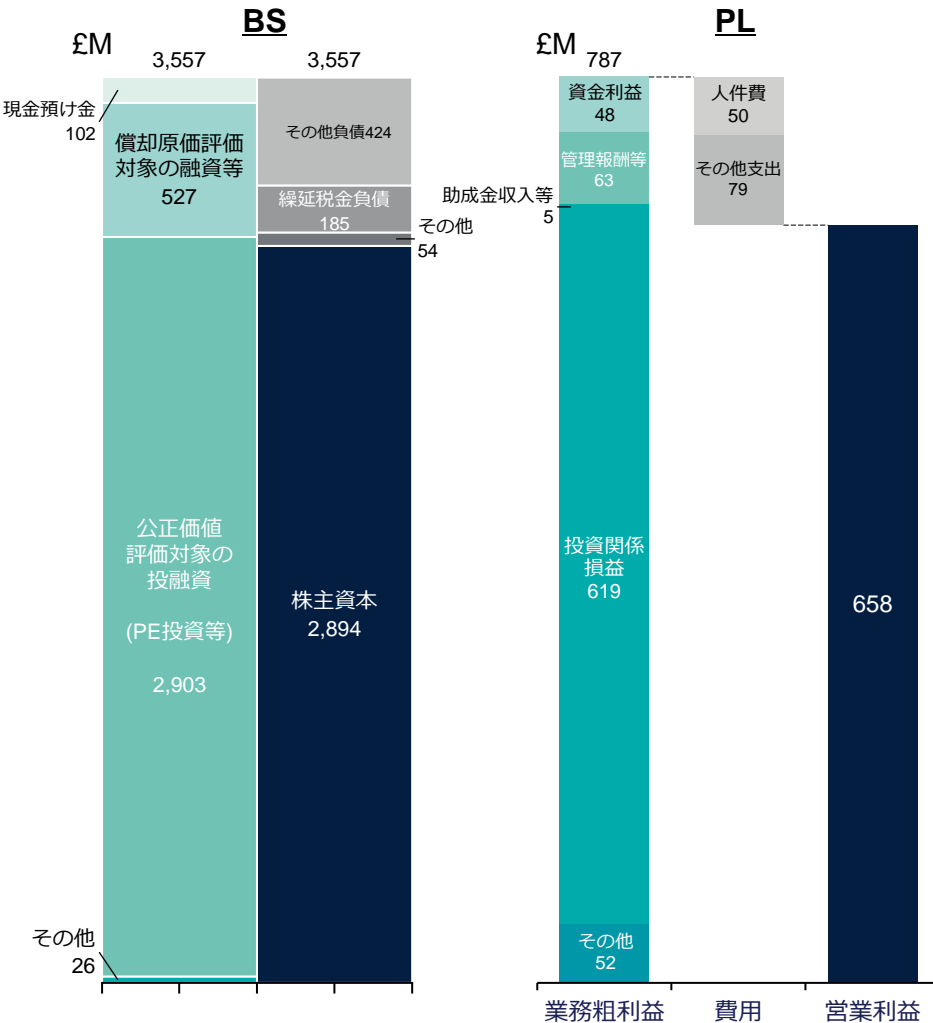




BBB概要②

- BBBは事業計画策定においては株主（政府）との合意が必要であるが、通常の業務執行及び個別の投資やコミットメントに関しては広い裁量を有する。

財務情報（2022年3月期）



投融資に関する取り決め

グループ財務目標

- ▶ グループの中期リターン目標は、英国債の表面利率を参照して設定（年度中の国債発行額を基に計算）。
- ▶ リターンは、一時的な会計調整を調整したROCEと定義され、BBBプログラム全体のレベルで測定される

運用上の裁量

- 株主は、BBBの目的を達成するために**BBBを運営する自由を取締役会に与え**、BBBグループは、**運用上の独立性**を持つ。
- ▶ BBBの日常の業務上若しくは営業上の事項又は**意思決定に干渉しない**
 - ▶ グループが管理予算内で**資源を配分する自由を認めるものとする**。
 - ▶ 政府の関与は、当初合意した戦略的目標や全体方針に関する進捗確認のみ

出資の基準額

BBBまたはその他グループ会社が**£75M**を超える個別投資または個別財務コミットメントを行うには、株主の同意が必要である。そのような同意は、株主に委任された権限の範囲内で行わなければならない





提供プログラム

- ▶ 直接の投融資は行わず、銀行、リース会社、VC、Webプラットフォームなど、130以上のパートナーと協力して投融資を実施
- ▶ 20以上の投融資プログラムを提供しており、それぞれの企業ニーズに合わせて選択が可能
- ▶ 政策目的に沿った事業を実施するBritish Business Finance Ltdは、赤字となる可能性があるため、商業ベースのリターンを確保するBritish Business Bank Investment Ltdの収益を活用し、BBB全体としての収益を確保

BBB概要③

- Commercial Subsidiaryは事業計画策定/実施においてはBBBの監視を受けるが、取締役の選任については裁量を有する。

Commercial Subsidiary基本情報

会社名	British Business Bank Investments Ltd (BBI) British Patient Capital Ltd (BPC)
設立目的	商業ベースのリターンを追求する子会社として設立
「マーシャル・グループ」事業計画の策定	Commercial Subsidiaryの取締役会は、事業領域（中小企業および中堅企業向けファイナンス市場のうち、ダイバーシティ・供給不足等の不完全性が認められる領域）を特定の上、3年間以上にわたる事業計画（収益予測・予算含む）を策定する（「 コマーシャル・グループ事業計画 」）
「マーシャル・グループ」事業計画の運用	<ul style="list-style-type: none"> ▶ コマーシャル・グループ事業計画は、毎年、BBBによる審査及び承認を受け、BBBは事業計画の実施状況を監視する ▶ コマーシャル・グループ事業計画は、Commercial Subsidiaryの取締役会によって、毎年または必要に応じて見直しが図られる
取締役の任命	<p>コマーシャル・グループはBBBから独立した、Commercial Subsidiaryの指名委員会の推薦により、当該グループの取締役を任命する</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; margin: 0;">BBB取締役会</p> <p style="text-align: center; background-color: #e91e63; color: white; margin: 0;">指名委員会</p> <div style="text-align: center; margin: 0;">  取締役 </div> </div> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px;"> <p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; margin: 0;">Commercial Subsidiary 取締役会</p> <p style="text-align: center; background-color: #e91e63; color: white; margin: 0;">指名委員会</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin: 0;"> <div style="text-align: center;">  取締役 </div> <div style="text-align: center;"> <p style="color: red; font-weight: bold;">任命</p>  </div> <div style="text-align: center;">  取締役 </div> </div> </div> </div>

Commercial Subsidiaryの投融資

財務目標	BBBグループの財務目標に準ずる
運用上の裁量	株主は、Commercial Subsidiaryが完全に商業ベースでその活動を運営し、遂行することを阻害するような、 いかなる指示もCommercial Subsidiaryの取締役または会社に与えてはならない 。
出資の基準額	コマーシャル・グループのメンバーが£75Mを超える個別の投資または財務上のコミットメントを行う前に、 会社の事前の書面による同意 を得る

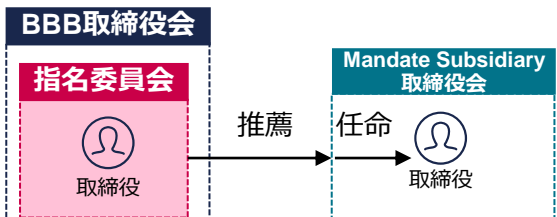
(出典) British Business Bank plc Shareholder Relationship Framework Document

BBB概要④

- Mandated Subsidiary及びService Subsidiaryは、投融資や取締役の任命に関する裁量権は少なく、BBBグループの方針に準ずる。

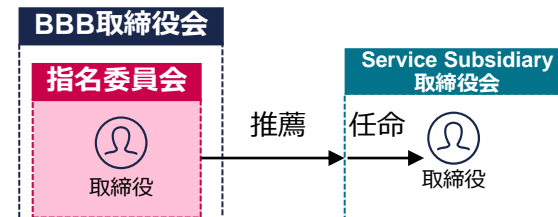
Mandated Subsidiary基本情報

会社名	British Business Finance Ltd (BBFL)
設立目的	補助金の提供や出資・融資など、中小企業が直面する資金ギャップを解決するために、政府による介入を支援する子会社として設立
取締役の任命	Mandate Subsidiaryの取締役会は、BBB指名委員会の推薦により、 取締役を任命 できる



Service Subsidiary基本情報

会社名	British Business Financial Services Ltd
設立目的	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 中小企業向けの金融プログラムの管理・運営を実施するための子会社として設立 ▶ 主に保証業務を行う
取締役の任命	Service Subsidiaryの取締役会は、BBB指名委員会の推薦により、 取締役を任命 できる



投融資に関する取り決め

財務目標	BBBグループの財務目標に準ずる
運用上の裁量	BBBグループの運用上の裁量に準ずる
出資の基準額	BBBグループの出資の基準額に準ずる

(出典) British Business Bank plc Shareholder Relationship Framework Documentに基づき、当社作成。

BBBのエクイティー投資プログラム

BBB傘下の各機関は、民間ファンド（“Delivery Partner”）を通じて同国スタートアップエコシステムへのエクイティー性資金の供給力強化を図っている。

<シード・アーリーステージ対応>

- British Business Financial Limited (BBFL)は、民間アーリーステージファンドへ投資するEnterprise Capital Fund プログラムを運営（予算£1.7B）。
- British Business Investments (BBI)は、英国各地域のシード投資資金不足を補うべく、BBIが各地のエンジェル投資家と協調して投資するRegional Angels プログラム運営（予算£150m）。

<グロースステージ対応 ※>

- British Patient Capital (BPC)は、国内外の民間グロースステージファンドへ投資するCore Fundsプログラム（予算£2.5B）を運営。
- 2021年にはBPCのもとに、ライフサイエンスファンドへ投資するLife Sciences Investmentプログラム(予算£200m)、Deep Tech個別企業への民間協調投資を行うBreakthroughプログラム(予算£375m)も追加。

<国内機関投資家のマネー誘導 ※>

- 2018年、BBIは民間Fund of VC Funds (FoF)へ投資するManaged Fundsプログラム（予算£500m）を創設。アンカー投資家を務めるBBIがFoFの規模拡大と体制整備を図り、その他の国内機関投資家らによるFoFへの投資を促進する狙い。

※ 2017年10月、英国の有識者によって構成された諮問委員会は、公的資金によるグロースステージ企業への資金供給の挺入れを提言（“Patient Capital Review”）。同エコシステム内のグロースステージ企業が十分な資金を調達できないために潜在的な成長が損なわれていることへの対応として、BBBに各種のグロースステージ対応策を促すもの。

BBB: Enterprise Capital Fund (ECF)

設置目的：アーリーステージ企業の資金調達を支援。

出資対象：アーリーステージVCファンドへ投資（初回クロージング支援）

現予算枠：£1.7B（実績£1.1B）

出資条件：ECFは各ファンドから3~4.5%の優先リターン受領（アップサイドは他のLP有利に分配）。

出資実績：2006年から累計41ファンド（33GP）へ出資。最近の事例は下記の通り。

GP/ファンド名称	公表日	全調達額 (BBB出資時点)	BBB出資額	GP創設年	本拠地
Ada Venture ・ Ada Venture Fund II	2022年10月	£36m	n.a.	2018	London
Concept Ventures	2022年7月	£50m	£30m	2018	London
Zinc Venture ・ Zinc 2 Fund	2022年5月	£28m	£17m	2017	London
JamJar Investments ・ JamJar Fund II	2022年04月	£100m	£48m	2013	London
Sure Valley Ventures ・ UK Software Venture Capital Fund	2022年02月	£95m	£50m	2017	London
SuperSeed ・ SuperSeed Fund II	2022年02月	£31m	n.a.	2021	London
Edge Investments (UK) ・ Create the Future Fund	2021年11月	£85m	£50m	2005	London
Form Ventures ・ Fund II	2021年10月	£30m	n.a.	2019	Norwich, UK
Eka Ventures	2021年07月	£68m	n.a.	2018	London
Redrice Ventures	2021年04月	£50m	n.a.	-	London
Epidarex Capital ・ Epidarex Capital III UK LP	2020年06月	£102m	£50m	2012	Bethesda, US (英事務所あり)



BBB: BPC Core Fundsプログラム

設置目的：グロースステージ企業の資金調達を支援。

出資対象：ベンチャー・グロースステージファンドへ投資（初回クロージング支援）

現予算枠：£2.5B（実績£1.3B：2013年創設の旧VC Catalyst Fund プログラムも統合）

出資条件：民間LPと同じ経済条件での出資。

出資実績：累計61ファンドへ投資。最近の事例は下記の通り。

ファンド名	ビンテージ	ファンド レイズ額 (£,\$,€,MM)	BPCからの 投資 (£,\$,€,MM)	所在地	投資対象セクター
Hoxton III	2022	£ 161m	£ 30m	London	IT
Crane II	2022	£ 112m	£ 30m	London	IT
Cambridge Innovation Capital II	2022	£ 225m	£ 20m	Cambridge	Healthcare, IT
Nauta Tech Invest V	2021	€105m	€25m	London	IT
Balderton Capital Growth I	2021	\$ 680m	\$75m	London	IT, Healthcare
Amadeusu V Technology Fund	2021	£ 110m	n.a	London	-
Advent Life Sciences Fund III	2021	\$30m	n.a	London	Healthcare
Abingworth Bioventures VIII	2021	\$465m	n.a	London	Healthcare
Evolution Technology Fund II	2020	\$400m	\$35m	Zurich	IT
Seedcamp V	2020	£ 78m	£ 15m	London	-
Kindred Capital II	2020	£ 81m	£ 20m	London	-



BBB: Future Fund: Breakthrough プログラム

設置目的： R&D投資の嵩むブレークスルー領域(Deep Tech)のグロースステージ企業が直面する資金調達ギャップを解消する。

出資対象： 英国に本拠を置く英国事業の比重の高いグロースステージ企業へ協調投資（本プログラムは、最低£30Mを調達する企業へ調達額の30%を上限に出資）。

現予算枠： £375M。過去の出資実績は以下の通り。

会社名	全調達額	うちBPCからの出資	シリーズ	セクター	企業概要
Ultraleap	£60m	n.a.	D	Consumer Products and Services (B2C)	超音波を利用し、空中で“触れる”感覚をつくり出す「バーチャル触感」を開発。トラッキングセンサとの組合せにより手やジェスチャーのトラッキングも可能なユーザーインターフェースを実現。
QuellTX	\$156m	n.a.	B	Healthcare	免疫機能疾患を治療する制御性T細胞（regulatory T cell）の開発。
Paragraf	\$60m	n.a.	B	IT	グラフェンを含む単一原子厚の二次元材料を、半導体互換基板上に直接蒸着する独自のプロセスを開発。
Epsilogen	£30.75m	n.a.	B	Healthcare	がん治療用免疫グロブリン抗体を開発する免疫腫瘍学の事業者。
Microbiotica	£50m	n.a.	B	Healthcare	生きた細菌の治療薬やバイオマーカーの発見と開発を目的としたバイオテクノロジー・プラットフォームを運営。
Proximie	\$80m	\$12.5m	C	Healthcare	ピアツーピアのライブ手術支援を共有するために設計された遠隔医療プラットフォームの開発。
CloudNC	£35m	£5m	B	Business Products and Services (B2B)	CNCフライス盤のプログラミングを自動化し、最小限の人的介入を以てフライス盤を使った部品生産を可能とする装置の開発。
Oxford Quantum Circuits	£38m	£6.7m	A	IT	独自の3次元のアーキテクチャを用いた汎用性のあるゲート方式の超伝導量子コンピュータを開発。
Iceotope	£30m	£5m	B	IT	電子機器から発生する熱を管理するための液冷技術の開発。
Nucleome Therapeutics	£ 37.5m	£ 7.5m	A	Healthcare	病気に関連する遺伝子変異に関わっているゲノム内の暗黒物質（ダークマター）を分析する技術プラットフォームの開発。



BBB: Life Sciences Investment

設置目的：ライフサイエンス領域のグロースステージ企業が直面する資金ギャップを解消する。

出資対象：英国に力点を置くライフサイエンス特化グロースファンドへアンカー投資を行う（本プログラムは、最低£250Mを募集するファンドへ£50～100Mを出資する）。

現予算枠：£200M

出資実績：2021年7月の創設。現時点ではまだ出資実績なし。



BBB: Regional Angels プログラム

設置目的：ロンドン以外の地域におけるシード向けの資金供給不足を補う。

出資対象：各地のエンジェル投資家と協調して投資する。

予算枠：£150m（実績£130m）

出資実績：2018年10月の創設来、13件の投資実績あり。足元の事例は以下の通り。

運営者	公表日	概要	BBB 出資額
Praetura Ventures	2022/6	BBBは、Praetura Venturesが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスからの出資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£5m
Startup Funding Club	2022/6	BBBは、SFC Capitalが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスもしくはシンジケートからの投資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£5m
Green Angel Syndicate	2022/4	BBB、気候変動対策に取り組むエンジェルネットワークであるGreen Angelが運営するマネージドポートフォリオサービスおよびシンジケートからの出資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£10m
24 Haymarket	2021/12	BBBは、24Haymarket's が個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスからの出資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£10m
DSW Ventures	2021/9	BBBは、DSW Angels Networkが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスからの出資案件と並行して投資。対象は、英国のNorth West, Yorkshire and the North East地域（BBBの出資を受けて、対象地域を Midlands and the South Westにも拡大予定）。	£10m
Clarendon Fund Managers	2021/3	BBBは、エンジェル投資家とともに協調投資を行うCo-Investment Fund NI（北アイルランド政府機関 Invest Northern Irelandが出資するファンド）へ投資。運営者はVCのClarendon。対象は北アイルランドの企業。	£10m
Deepbridge	2021/3	BBBは、Deepbridgeが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスもしくはシンジケートからの出資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£15m
Syndicate Room	2021/1	BBBは、Syndicate Roomが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスからの出資案件と並行して投資。対象は英国全域の企業。	£10m
Newable Ventures	2020/11	BBBは、VCのNewable VenturesがエンジェルネットワークのBristol Private Equity Club (BPEC)とともに運営するマネージドポートフォリオサービスファンド（UK全域を対象）もしくはシンジケート（South Westを対象）からの出資案件と並行して投資。	£10m
Par Equity	2020/4	BBBは、Par Investor Networkが個人投資家向けに提供するマネージドポートフォリオサービスの投資案件と並行して投資。対象はNorth England, Scotland, Northern Irelandの企業。	£15m

(注) Managed Portfolio: 個人投資家に代わり、ファンドマネージャーが複数の非上場企業向け投資ポートフォリオを構築する仕組み。
シンジケート: 個人投資家自らが、個別の非上場企業を取捨選択して投資する仕組み。

BBB: Managed Funds プログラム

設置目的： BBBが民間のFund of VC Funds (FoF)のアンカー投資家を務め、これらFoFの規模拡大と体制整備を図ることにより、年金や保険会社などの機関投資家がFoFへの投資を実行しやすくすることを企図。

出資対象： 以下のようなファンドを組み入れるFoFへ投資する。

- ▶ 革新的技術を持つ高成長のVenture / Growth企業へ投資するファンド
- ▶ 英国・欧州地域へ投資するファンド（英国へも十分な投資を行う）
- ▶ プライマリーファンド（協調投資、セカンダリーも組入れ可）

予算枠： £ 500M（現コミット済金額 £ 408M）。以下の5つのGPが運営するFoFへ出資。

ファンド	募集額	BBBからの投資額	投資対象
Wilshire European Venture Capital Fund II	€127M	up to €25M	UKおよびドイツのテクノロジー企業へ投資するVCへ投資するFoF。BBIは左記FoFへの€25Mのコミットメントに加え、最大€25Mの協調投資も行う。
Isomer Capital II	€119M	€75m	英国およびヨーロッパのアーリーステージVCへ投資するFoF。
Isomer Capital Opportunities Fund	€100M	up to €25M	VCファンドとともにその出資先へ協調投資を行う協調投資ピークル。
LGT Capital (2つのFoFに分割)	n.a.	up to €120M	欧州のベンチャー及びグロースステージを対象とするファンドへ投資するFoF。
Hermes GPE Innovation Fund	n.a.	up to £ 100M	UK及び欧州のグロースステージ企業を対象とするファンドへ投資するFoF。
Top Tire European Venture Capital Fund	€111M	up to €100M	IT及びヘルスケアを対象とするFoF。

（出典） BBB Website, PitchBook Data, Inc.のデータに基づき、当社作成。



BBB: National Security Strategic Investment Fund

設置目的：英国の将来の国家安全保障及び防衛能力を高め、軍民両用技術(dual use)に関するエコシステムを発達させること。

出資対象：高度な軍民両用技術を持った企業へ投資する（重点12分野）。

出資条件：BBBは、ECFまたはBPC Coreプログラムの対象VCのうち、NSSIFによる認定（国家安全保障上の戦略的技術分野に関する投資実績があること等の審査を経て認定されるもの）を受けたVCとともに、商業ベースの条件で協調出資を行う。

予算枠： £85M（2018年9月設置）

<重点12分野>

- Audio and visual processing
- Commercial space, platforms and robotics
- Computational behavioral analysis
- Cyber security
- Data analytics and A.I.
- Financial technologies
- Identity technologies
- IOT and the evolving environment
- Novel data transport
- Sensors, novel materials & power sources
- Quantum technologies
- Biological and medical technologies

<パートナーとなるVC>

- Albion VC
- Amadeus Capital Partners
- Dawn
- Evolution Equity Partners
- Longwall Ventures
- Notion
- OX
- IQ Capital
- Sure Valley Ventures
- Cambridge Innovation Capital

（出典）BBB Websiteのデータに基づき、当社作成。



BBBの出資先VC（出資歴） ECF+BPCコア

- EIFと同様、BBBは新興GPが初回ファンド創設時に出資を通じた支援を実施するだけでなく、後継ファンドにも継続的に出資。結果として優良GPの育成に成功。
- BBBからの出資を受けていることが「優れたVCファンドであることの証」となり、民間機関投資家からの資金調達を容易にする効果もあり（シグナリング効果）。

カッコ内数値は、BBB出資額/ファンド募集額（単位：百万£）

	2006	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2019	2020	2021	2022
Seraphim Capital	Seraphim Capital (n.a/n.a)								Seraphim Space Fund (£ 30/ £ 50)					
IQ Capital	I (n.a/ £ 25)						II (£ 25/ £ 42)				III (£ 33/ £ 136)			
Amadeus Capital	Amadeus & Angels Seed (n.a/ £ 20)					IV (£ 15/ £ 33)								V (n.a/ £ 110)
Dawn Capital	I (n.a/ £ 30)					II (n.a/n.a)					III (£ 48.8/£125)			
Panoramic Growth			I (n.a/ £ 34)						II (n.a/ £ 65)					
Passion Capital				I (.a/ £ 37)				II (£ 17.5/ £ 45)						
Notion Capital					II (n.a/ £ 23)			III (n.a/ £ 120)						
Longwall Ventures					I (n.a/ £ 40)					II (£ 50/n.a)				
Foresight Nottingham						(n.a/ £ 39)								
Episode 1						I (£ 25/ £ n.a)				II (£ 36/ £ n.a)				



BBB: 投資先選定

- VCファンド投資の場合は、Request for Proposal (RFP：募集要項) によって案件をソーシング。ファンドDDを通じてプログラム目的との適合等を検証し、条件交渉を行って投資実行。
- 個別協調投資 (Future Fund: Breakthrough) の場合は、BPC Websiteに要項を掲載して案件をソーシング。まずはスポンサー投資家による応募と資格審査の後、対象企業の審査へ移行。

VCファンド投資 (BPC Core) の場合

<目的>

- 成長期の英国スタートアップへの成長資金供給。

<選考プロセス>

- 応募者による関心表明・提案書提出・初期面談
- デューディリジェンス
- 投資委員会審査

<評価項目>

- ベンチャー及びグロース企業への株式投資を主体とする投資戦略であること。
- 主に英国の中小企業へ投資するファンドであること。
- 有能な運用チームであり、投資実績があること。
- BPCの参画が民間投資を誘発するなど、ファンド募集活動に重要な影響を及ぼすこと。
- BPCの出資比が十分に大きいこと (但し50%以下)。
- 運用報酬と運営コストが妥当な水準であること。
- BPCの出資条件が民間投資家と同条件であること。
- 募集規模が最低水準をクリアすること (£50M以上)。
- 適切な監視、報告、統治プロセスを有すること。

(出典) British Patient Capital (BPC) Request for Proposalsに基づき、JIC作成。

(C) JIC. All Rights Reserved.

Future Fund: Breakthroughの場合

<目的>

- R&D投資の嵩むブレークスルー領域(Deep Tech)のグロースステージ企業が直面する資金調達ギャップの解消。

<選考プロセス>

- スポンサー投資家による応募とその資格選考
- 対象企業に関するデューディリジェンス
- 投資委員会審査

<評価項目>

(スポンサー投資家)

- £100M超規模のファンドを運用中であるなど基準を満たす英FCA認可業者であり、本FF:Bプログラムに相応しい投資戦略を持つ、等の資格を有すること。

(対象企業)

- 英国事業の比重が高い英国籍企業であること。
- 英国国内にてR&D活動を行っていること。
- 過去5年間に少なくとも£5Mを株式で調達したこと。
- 今次調達規模が少なくとも£30Mであること。

(出典) BBB Websiteのデータに基づき、当社作成。

BBB: 政策効果波及モデル : ECFの例

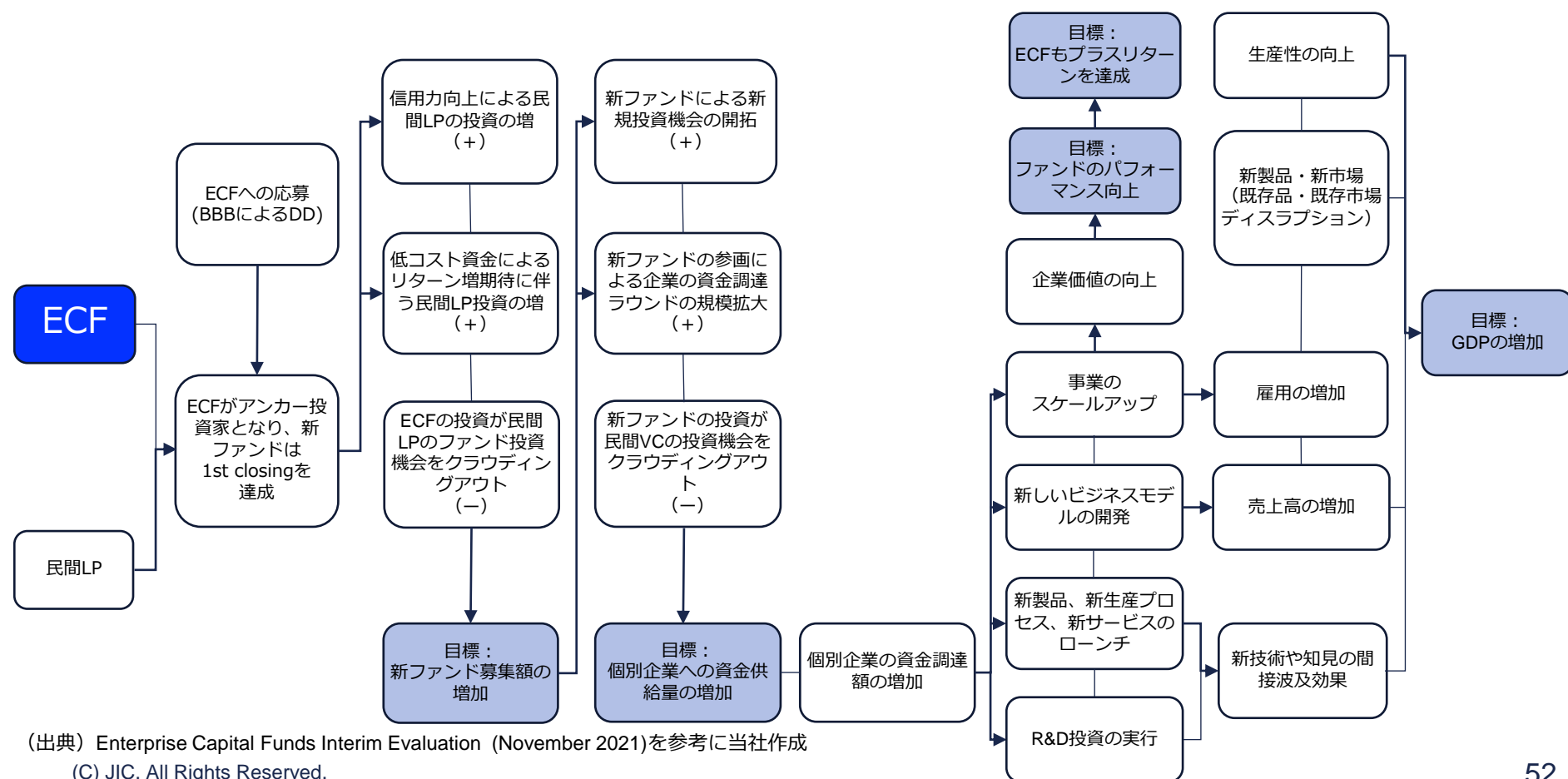
- ECFが1次募集メにて大口出資することにより、各ファンドの募集活動を推進。
- ECFによる出資が各ファンドの信用力を向上させ、民間投資家からの投資を誘発。
- ECFによる低コスト資金の提供により、ファンドのリターン魅力度を向上させ、民間投資家からの投資を促進。

ファンド募集への影響

投資への影響

企業への影響

経済全体への影響



(出典) Enterprise Capital Funds Interim Evaluation (November 2021)を参考に当社作成

(C) JIC. All Rights Reserved.

BBB: 政策効果評価：ECF中間評価 (2021)

- ECF創設来(2006年～)の投資のうち、2011～2017年に実行した14ファンド(13GP)を対象にした計量分析により、政策目的に沿った成果を生んでいることを確認。

段階	評価
ファンド募集活動	<ul style="list-style-type: none"> • 14ファンドは合計£651mを調達（1個当たり平均£47m）。調達額のうち45%は民間投資家からの投資であり、これは目標であるファンド募集に占める民間投資家割合33%を上回った。 • 13GPのうち、8社は後継ファンドの募集を行って累計£1.9Bを調達。新興GPの後継ファンド募集の成功は本プログラムがエコシステム強化に貢献したことになる。 • 本プログラムの選に漏れたファンドの募集実績から推測すると、もし本プログラムなかりせば、ファンドの募集額のうち89%相当は調達できていなかったはず。本プログラムはファンドの1st close実現に貢献しており、金額換算すると£1.7BのVC資金供給増をもたらした（本プログラムの拠出1が民間投資2.8を産誘発）。 • BBBがアンカー投資家を務めたことが上記の成功要因。市場では、BBBのDDは最も厳格なものと認知されており、他のLP投資家はBBBのファンド参加を品質の証と受け止めた。但し、長時間のDDは摩擦も産んでいる。
VCの投資活動	<ul style="list-style-type: none"> • 14ファンドの募集額£651mのうち、2019年末時点で£545mは既に引き出し済。ファンドらは合計388社のポートフォリオ企業へ投資している。 • 上記ポートフォリオ企業は後続の資金調達を合わせた合計で£4.5Bのエクイティー資金を調達。このうち検証対象ファンドからの調達額は£480m（うちBBBの拠出分は£264m）である。 • 上記の正味インパクト（当該14ファンド以外の投資家からでも調達できたであろう金額への上乗せ分）は£251m程度と推測される。本プログラムはアーリーステージへの資金供給にプラスの影響を与えた。 • 投資先ファンドに損失が生じる兆候はなく、民間投資家も通常のVC投資を上回るリターンを挙げられる見込み。
企業活動 経済全体	<ul style="list-style-type: none"> • 上記ポートフォリオ企業は、ファンドからの出資を受けて以降、急速な成長を遂げており、売上高は年率76%の成長、従業員数は48%の成長を遂げている。2019年3月時点では、総計で8000人分の新規雇用を産み、売上高は£2.2B増加している。 • ポートフォリオ企業は、累積£724mのGDPを産んでいる。このうち18%相当は生産性向上によるもの。一人当たりGDPAは出資前には£6000であったものが、2018年3月時点では£34,000へ増加。 • 分析によれば、14ファンドは、本プログラムがなかった場合に比べて23%多い雇用をもたらしている。 • 上記ポートフォリオ企業は概してアーリーステージであるので、現時点における新規雇用や売上高等の指標はこれら企業の長期的な経済的効果を過小推定している可能性がある。ちなみに、企業に対する将来の成長期待をより反映する指標であるポートフォリオ企業の価値は64%増加して£859mに達している



(参考) Patient Capital Review

- 2010年代以降、英国エコシステムは順調な成長を遂げてきたが、その成長力は米国に比して劣後。Brexitに伴い、英国VCへの主要な資金提供者であったEIFが撤退することに対する対策も必要に。
- 2017年、課題に対処するべく英国政府は政策ペーパーPatient Capital Reviewにて、リスクマネー供給の方向性を打ち出し、公的投資機関British Business Bank(BBB)の機能を強化。

課題認識と方向性

<課題認識>

- 英国スタートアップは潜在的な成長力を実現できていない。これは米国等に比して、①上場企業の時価総額上位にランクインする新興企業の構成比が低い、②新興企業のR&D投資が少ない、③Unicornの数(当時23社：世界4位)が少ない、④エグジット前の資金調達回数が少ない(未成熟な段階でエグジットしている)、等に顕われている。
- 原因の一つはリスクマネー不足。年間£4Bの現供給量に対し、潜在的にはその倍額が必要。分野別にはグロース、非テック、地方等において不足が目立つ。

<方向性>

- 短期的には、公的資金の投資によって機関投資家の投資を誘発することを目指す。将来的には、高い成長力を持つ企業へ円滑に資金が供給され、リスクマネー提供が投資家にとって魅力的なリターンを生むような循環を構築し、政府介入なくしてリスクマネーが継続供給されることを目指す。

具体的アクション

<BBB関連>

- 傘下に子会社British Patient Capital (BPC)を創設し、グロースファンドに投資する£2.5Bのコアプログラムを開始。2021年にはライフサイエンス、ディープテックのグロースに特化したプログラムも追加。BPCは実績が確立した段階で民間売却・上場を展望。
- アーリーの新興VCの立上げ支援を目指す既存プログラムEnterprise Capital Fundsに£1Bを上積み。
- 機関投資家からのリスクマネー供給の受け皿となるFund of Fundsを育成する£500MのManaged Fundsプログラムを開始。
- 地方のシード企業の育成を目指して、Angel投資家と協調投資するRegional Angelsプログラムを開始。

<その他>

- エンジェル投資優遇税制のEIS・VCTの制度延長。
- 海外からの英国スタートアップへの投資の勧誘。
- 年金(DC)の運用規制の緩和。

(出典) BBB Websiteに基づき、当社作成。

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

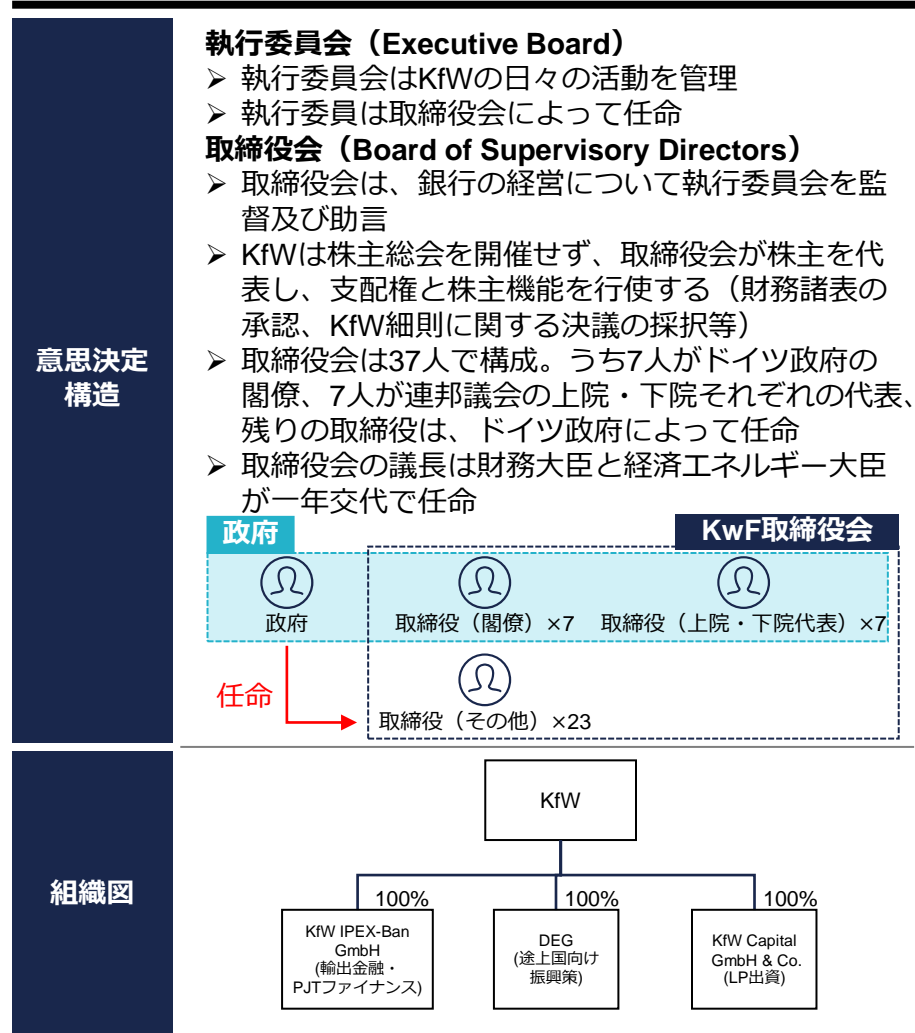
KfW概要①

- KfWは、ドイツ政府の委任を受けて主として融資を中心とする助成事業を行う。

基本情報

設立経緯	1948年に第二次世界大戦後の戦後復興を目的として設立。	
設立目的	KfWグループ <ul style="list-style-type: none"> ▶ 中小企業、VC、住宅供給、環境保護、インフラ整備、技術革新等の分野への金融支援（金融市場の民業補完） KfW Capital <ul style="list-style-type: none"> ▶ 革新的技術を志向する国内のベンチャー・成長企業へのリスクマネー供給 	
事業内容	国内助成事業 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 中小企業・個人・公共投資（KfW） ▶ エクイティ投資（KfW Capital） 国際業務 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 輸出金融（KfW IPEX - Bank） ▶ 途上国支援（KfW DEG） 	
出資者構成	<ul style="list-style-type: none"> ▶ ドイツ連邦政府（Federal Government）：80% ▶ ドイツ連邦州（German federal states）：20% 	
規模	人数	7,958人（2021年時点）
	拠点	ドイツ国内：3か所（民間金融機関が仲介） グローバル：約80か所

意思決定構造

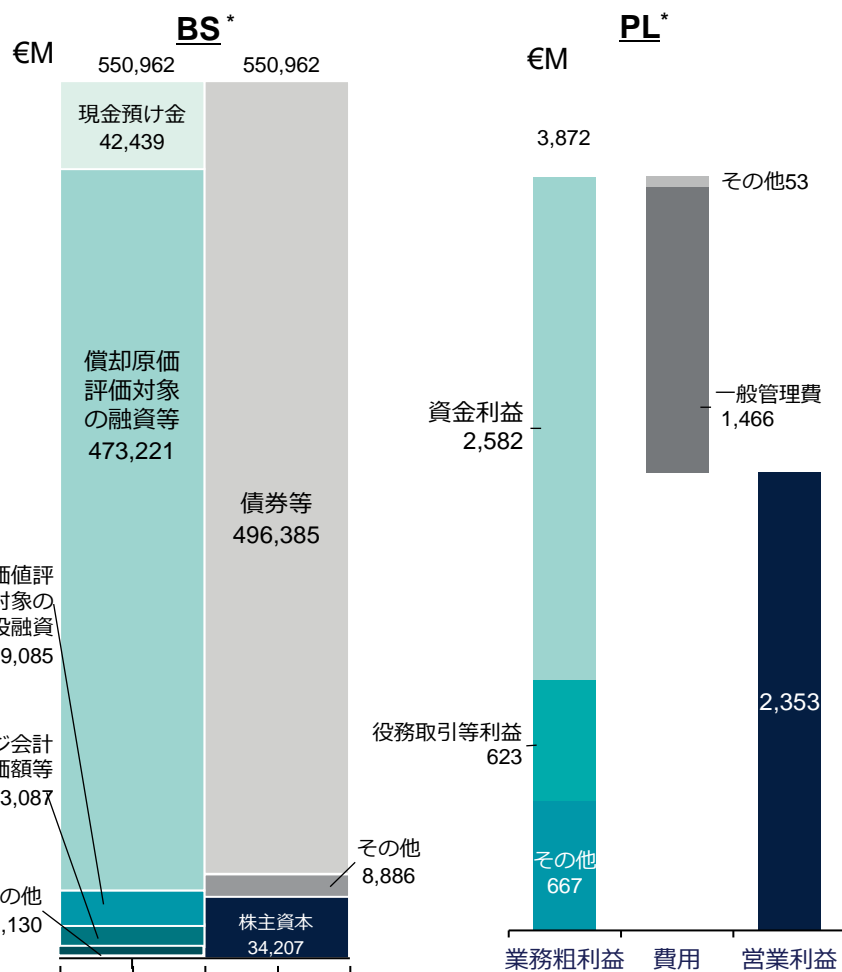


KfW概要②

・KfWの子会社であるKfWキャピタルは、ファンド投資を通じて革新的技術を志向する成長企業への資金供給を担う。

財務情報 (2021年12月期)

投資に関する概要



*うちKfW Capitalの総資産は€754M、営業利益は€205M。

KfWグループ

融資・融資保証

- 起業家向けに、仲介銀行を通じた融資・メザニン出資を提供（代理貸付）
- 政府保証を受けたKfWが調達した低コストの資金を民間金融機関経由で融資

KfW Capital

ドイツ及び欧州のベンチャー企業向けにファンド投資を通じてエクイティーを提供。

LP出資の例

- ハイテク起業基金（HTGF）
 - ✓ シード期のテクノロジーSUへの資金提供
- VC共同投資基金（Coparion）
 - ✓ アーリー・グロース期のSUへの資金提供
- ERPベンチャー・キャピタル基金投資
 - ✓ グロース期のイノベーション分野のSUへの資金提供

投融資に関する提供プログラム

プログラム

- Benchmark Programs
- Green Bonds
- Public Bonds
- Private Placements

政府保証

- KfWはドイツ連邦政府保証付の債券を発行。

格付け

- S&P: AAA
- Fitch Ratings: AAA / F1+

債券発行等による資金調達

KfWにおけるエクイティ投資

- KfWは子会社KfW Capitalを通じて、ファンドへの投資の形態でエクイティを供給。今後、民間機関投資家を入れたFOFの設置も計画。

民間VCファンドへの投資

①VCファンド投資 (ERP)

- ドイツの**アーリーステージ**企業にフォーカスを当てた投資を行うファンドが投資対象。
- 1ファンドあたり、KfWの出資額は最大€25M。
- 累計46ファンドに投資（累計コミット€947M）。出資先ファンドの詳細は非開示。

②グロースファンド投資

- 革新的技術を持つ**グロースステージ**企業にフォーカスを当てた投資を行うファンドが投資対象。
- 1ファンドあたり、KfWの出資額は最大€50M。
- 2021年に発表されたドイツ政府のグロースステージ企業振興策であるFuture Fundの**Growth Facility**。2030年迄の予算€6.0B(うち€3.5BはEIFが実施する)。
- 累計14ファンドに投資（累計コミット€298M）。出資先ファンドの詳細は非開示（EIF実施分は開示）。

政府主導のVCファンドへの投資

①シードファンド

- 政府・KfW及び民間投資家（30社超）から出資を受けて**シード**へ投資するハイテク起業基金(**HTGF**)。
- HTGFからの出資比率は資金調達額の最大100%。
- 開始来4本のHTGF運営（I号2005年€272M, II号2011年€289M, III号2018年€320M, IV号2022年€400M）。

- 累計670社へ投資（産業技術、デジタル技術、ライフサイエンス、化学等）。150社回収済(IPO含む)。
- ファンドに参加した民間投資家と出資先企業との連携を推進（出資、買収、業務提携など）。

②ベンチャー・グロースファンド

- 政府・KfW・EIBから出資を受けた共同投資基金(**Coparion**)が、ドイツのスタートアップの大型調達に際して民間投資家と協調投資。Coparion出資は調達額の最大50%迄。
- 初号運営中（I号2016年€225M）。
- 累計57件に投資（Fintech12件、Healthcare12件、Enterprise software11件など）。うち3件回収済。

③Deeptech/Climate特化ファンド

- 政府・KfW・民間投資家から出資を受けてディープテック/Climate関連企業へ投資する基金(**DTCF**)。存続期間は少なくとも25年間。
- 1社あたり、DTCFの出資額は最大€30M。
- 政府のグロースステージ企業振興策であるFuture Fundの一環。2030年までの予算規模€1.0B。

自社運営のFund of funds

Fund of funds for growth capital

- 政府・KfW・民間投資家から出資を受けてVCファンドへ投資するFoFを設置予定。

KfWの出資先GP

- 出資先ファンドのGPは46社。GP本拠地はドイツが最多（6割）ほぼ9割が欧州籍。

【GP所在地別】



KfWの政策評価

- KfWは、ドイツベンチャーキャピタル協会らの協力のもと、ドイツのベンチャーキャピタル市場に関するアンケートを実施してその結果を報告している（四半期ごと）。
- 他の欧州公的投資機関とは異なり、KfWは自身の投資活動が経済に与えたインパクトを計測する調査レポートは公表していない。

景況サーベイの例

”German Venture Capital Barometer 3rd Quarter 2022” (2022年10月)

- VCに対して、景況感のほか、ファンド募集状況、新規投資活動、エグジット環境などの個別項目に関する質問を行い、回答者のうち「良い」と答えた回答者の数から、「悪い」と答えた回答者の数を差し引いた値を求めるもの。
- 2022年Q3調査の結果概要は以下の通り。
 - 全体として、足元の景況認識は若干悪化したが、半年後の景況に対する期待感は若干の改善。
 - LP投資家に対する勧誘活動の難易度が増しており、VCのファンド募集環境は悪化。
 - 新規投資に対する意欲は下げ止まり。統計上の長期的な平均値をやや下回る水準。但し、VCファンド募集状況の悪化がこの先の新規投資意欲に影響を及ぼす可能性あり。
 - エグジット環境に対する認識は下げ止まったが、引き続き芳しくない水準にとどまっている。

(出典) ”German Venture Capital Barometer 3rd Quarter 2022” (2022年10月)

(参考) ドイツの未来基金(Future Fund)構想

- 革新的技術分野の強化を目標とした€10BのFuture Fundを創設（2021/3）。ドイツ国内のスタートアップがグロースステージでの資金調達に苦戦し、海外企業等による買収を選択する事態が増加していることへの対応。

政府の問題意識

- ドイツのベンチャー資本市場は急速に成長しており、国際的な認知度も高いが、経済規模対比、他国対比でみて小規模なものに止まる。
- 経済の構造改革の担い手であるベンチャー企業、とりわけ、第二、第三の成長段階にある起業を育成するためにはより多くの投資が必要。
- 連邦政府はドイツに革新的なスタートアップを育成するための方策を実行するべく、10B€の予算を以てFuture Fundを創設し、資本が嵩む成長段階のスタートアップへの支援策を質と量の両面で充実させる。

施策

現時点で詳細が決定・開始している施策は以下の3つ。

①ERP/Future Fund Growth Facility

KfW運営のファンド投資プログラムERPにGrowth強化策を導入(2030年までの予算€2.5B)

②GFF-EIF Growth Facility

KfWによるEFI委託型ファンド投資プログラムであるGFF-EIFにGrowth強化策を導入（2030年までの予算€3.5B）

③DeepTech Future Fund

KfWにDeeptech企業への協調投資プログラムの導入（2030年までの予算€1.0B）

今後、詳細が固まる施策は以下の通り
（下記FoF以外の施策もローンチ予定）。

④Fund of funds for growth capital

KfWのもとでグロースファンド型FoFの創設
（2023年ローンチ予定）

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

Bpifrance概要①

• Bpifranceは、フランスの中堅・中小企業向けに融資、保証、出資、ファンド投資などの支援を提供。

組織概要

設立経緯	2013年既存の政府系金融機関（OSEO、CDC Entreprises、FSI等）を統合して設立。	
設立目的	中小・中堅企業を中心とした国内企業の金融支援。各種機能（融資、保証、出資・ファンド管理等）を通じて総合的な起業家支援を行う。	
事業内容	<p>Bpifranceグループは、統括会社のBpifranceおよびその子会社を通じて、以下の事業を展開。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 資金調達業務：Bpifrance及びBpifrance Régions ➢ 出資業務：Bpifrance Participations <ul style="list-style-type: none"> ✓ グループのアセマネ：Bpifrance Investissement ✓ Fund of funds：FSI PME Portefeuille ✓ Caisse des DepotsのCVC：Bpifrance International Capital ➢ 輸出保証業務：Bpifrance Assurance Export ➢ 保険業務：Bpifrance Courtage 	
出資者構成	<ul style="list-style-type: none"> ➢ EPIC Bpifrance*¹：49.18% ➢ Caisse des Depots Groupe*（預金供託金庫）：49.18% ➢ その他民間商業銀行：1.35% ➢ Bpifrance自身の出資分：0.29% <p>*¹：フランス政府100%出資の独立行政法人（省庁等と同様の位置づけ）</p>	
規模	人数	約3,700名（2021年時点）
	拠点	フランス国内：約50か所（本部パリ） グローバル：9か所

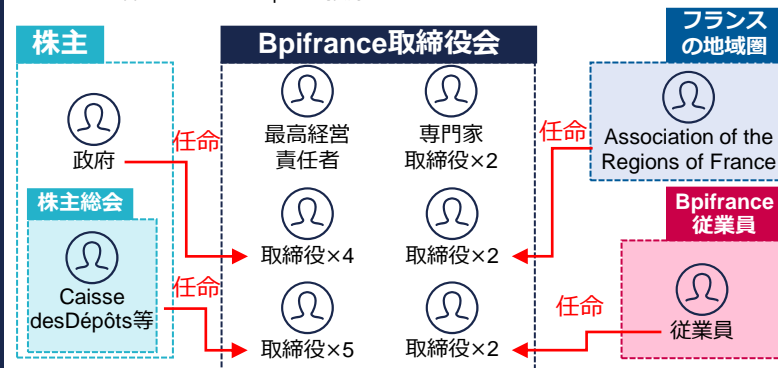
意思決定構造

Bpifranceの取締役会は最高経営責任者1名と以下の15名の取締役で構成される

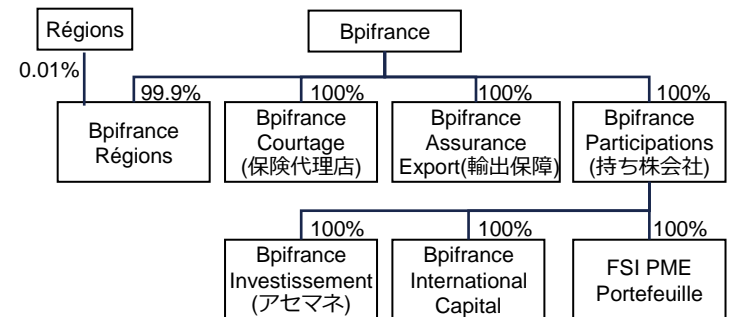
- 株主代表：9名
 - ✓ 国の代表：4名
 - ✓ 株主総会による任命：5名*²
- 経済・金融問題とサステナビリティの専門家：2名
- フランスの地域圏代表：2名
- Bpifranceグループの従業員による選出：2名

*²：うち4名はCaisse des Dépôtsの推薦

意思決定構造



組織図

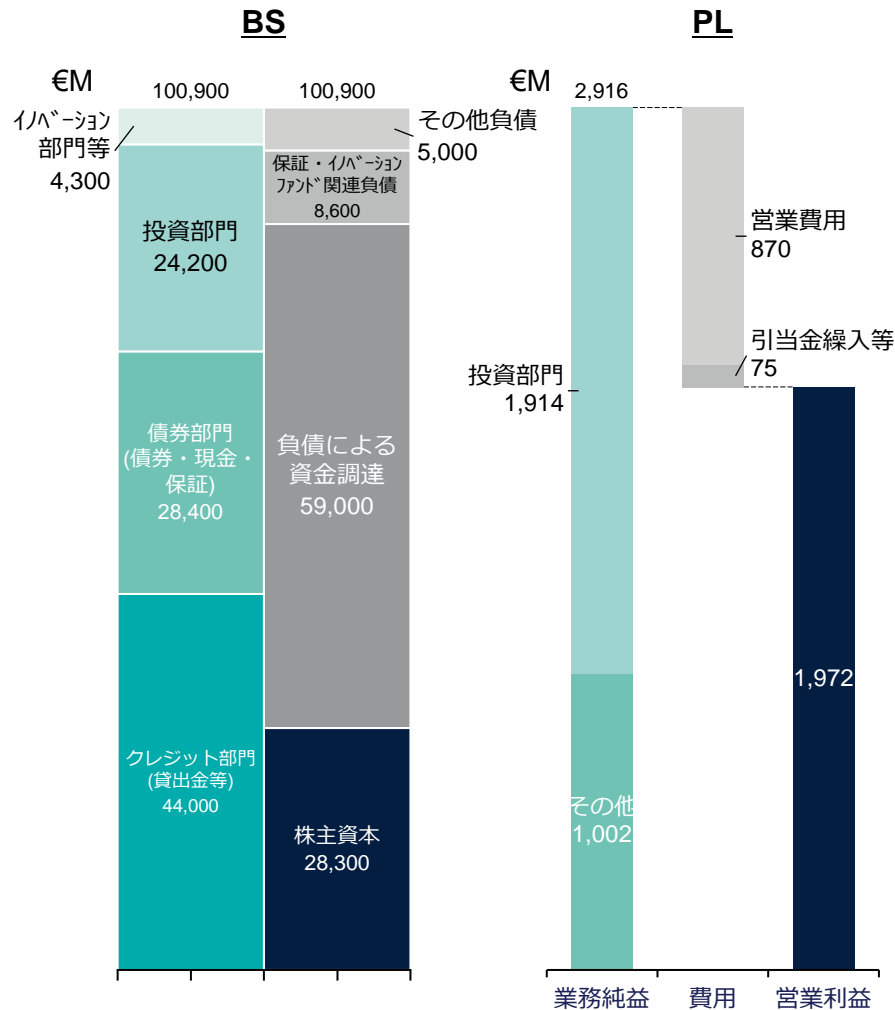




Bpifrance概要②

• Bpifranceは、自身のBSを使った投資のほか、仏政府、民間機関投資家からの委任を受けて投資。

財務情報 (2021年12月期)



投資に関する概要

出資業務 (2021年実績)

- **ファンド出資**：年間実行額€1.5B / 投資残高€13.5B
 - ✓ ファンドを通じた中小企業等への出資
- **直接出資**：年間実行額€2.9B / 投資残高€30.9B
 - ✓ スタートアップを含む中小企業のみならず、中堅・大企業への直接投資を含む

融資・保証業務

- **融資・融資保証**
 - ✓ 成長段階に合わせた融資・民間金融機関の融資に対する保証（損失の40～70%）を提供

輸出保証業務

- **輸出保証**
 - ✓ French Export Credit Agency (ECA) として政府に代わり、公的輸出保証の業務を実施
 - ✓ 国が直接保証のリスクを負うことで、フランスの貿易支援制度の簡素化と競争力の強化を図る

投融資に関する提供プログラム

債券発行等による資金調達

Bpifranceが発行する以下の社債及びコマーシャルペーパーは政府による保証を受けている

- EMTN Programme
- NEU MTN Programme
- NEU CP Programme

(参考) Bpifranceは以下の格付けを受けており、高い信用度を維持している
 Moody's: Aa2 (stable) / P-1
 Fitch Ratings: AA (negative) / F1+



Bpifranceのエクイティ投資

- Bpifranceは、フランスのVCファンドへ資金供給する同国最大のLP投資家。近年、フランス国内スタートアップの成長促進を支援する目的から海外VCへの出資も開始。ファンド投資のほか、直接投資によってグロースステージ等の企業への成長資金供給も実施。Bpifranceの役割は民間補完的位置づけであり、民間パートナー（VC等）と同条件でマイノリティー持分へ投資する。

ファンド投資

ファンド投資プログラム(PE/VCなどのファンド)の規模はAUM€13.5b、計500ファンド超（GP数200超）。2021年は総額€1.5bを新規コミット（76ファンド）。

<ベンチャー系の主なもの※>

①Innovation Funds (ファンド数217, GP数101)

- マルチセクター/ステージ（シード～グロース）

②Int'l Innovation Capital (ファンド数/GP数不明)

- 先進的な外国VCへの出資によりフランスのエコシステムの国際化を促進。グロース資金供給の強化。
- 同国内に拠点を置き、そこで活動することが条件。
- 出資例には、英国Atomico、ライフサイエンスの米国Versantなど。

③Digital Fund of funds (ファンド数/GP数不明)

- 欧州、アジア、北米のデジタルVCへの投資
- 民間投資家とともにファンド出資を行い、デジタル革新の傾向を掴み、フランス企業のオープンイノベーションを推進。
- 出資例には、イスラエルJVP、英国Balderton等。

※: 上記以外に地方特化、スモールキャップ特化等のプログラムあり。

直接投資

ベンチャー企業への直接出資の規模は、AUM€5.5b。2021年は総額€657mを出資（140社）。以下はその例。

①F3A Fund

- シード特化
- ディープテック、ソフトウェア、消費者向けデジタルサービス分野にフォーカス。
- ビジネスエンジェルとの協調投資（1件あたり出資額€200k～500k規模）。

②Large Venture（予算規模€1.0b）

- 資本を要するグロースステージ企業への投資。
- テック、ライフサイエンス、グリーンテクノロジー分野にフォーカス。
- 他の投資家との協調投資により、マイノリティー持分を出資する。（1件あたり最低出資額€10m）。

民間資金を受け入れるセカンダリー

Bpifrance Enterprises 1 (ファンド数145/GP数不明)

- リテール向けにセカンダリーファンドとして販売し、€95mを調達（4000件の契約）。
- Bpifranceが2005～2016年にバランスシートから投資したPE/VCポートフォリオからの切り出し。

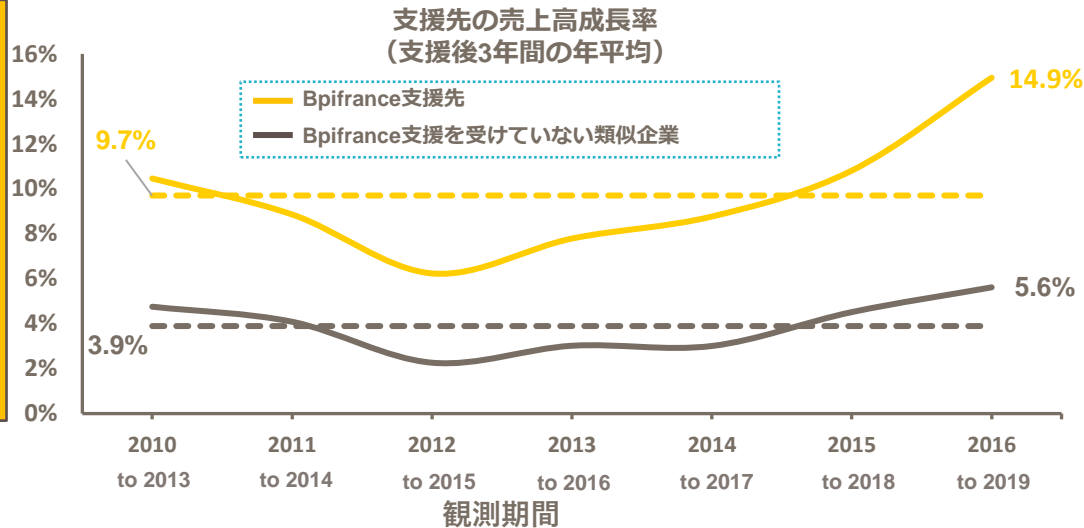
Bpifranceのファンド投資プログラム

プログラム名	内容	概要
Innovation Funds	<ul style="list-style-type: none"> 規模：n.a. 件数：ファンド217件 / GP101件 事例：n.a. 	様々な成長段階のスタートアップ（アクセラレーション、シード、アーリー/ミッド/レイター、グロース）へ出資するVCファンドへの投資。セクター制限なし。
Digital funds of funds	<ul style="list-style-type: none"> 規模：€140M 件数：n.a. 事例：JVP-VIII Sumeru Equity Partners III Balderton VI など 	フランスの大手企業（Caisse des Dépôts, CNP Assurances, Egis, Icade, SNI, Transdev）らがLP投資家として参画するVC FoF。LPらがVCの出資先ポートフォリオ企業と協業することを目的とする。
International innovation capital funds	<ul style="list-style-type: none"> 規模：n.a. 件数：n.a. 事例：BGV-III Advent Life Science II Versant V Balderton VI Atomico IV Cherry Ventures など 	海外の高成長スタートアップへ出資するVCファンドへの投資を通じて、フランス企業の国際化を支援する。
Averroes	<ul style="list-style-type: none"> 規模：€135 M 件数：下記 事例：Averroès Finance I～III 	アフリカにおけるフランス企業の発展のため、ネットワーク形成を目的としてアフリカ域内の優良企業へ出資するPEファンドへ投資する。
Cross-border funds	<ul style="list-style-type: none"> 規模：n.a. 件数：ファンド5件 / GP3件 事例：Cathay Capital (Sino-French Funds (SME, Midcap, Innovation)) Africinvest (African-French Fund) Siparex (Transatlantic Fund) 	フランス企業を投資ターゲットとするファンドを海外投資家とともに構築し、フランス及び海外間の商業交流を促進する。
Local & Regional	<ul style="list-style-type: none"> 規模：n.a. 件数：ファンド132件 / GP45件 事例：n.a. 	地域経済の活性化と中小企業の支援を目的としてVC/PEファンドへの投資。
Small cap	<ul style="list-style-type: none"> 規模：n.a. 件数：ファンド178件 / GP66件 事例：n.a. 	Small Cap企業を対象とするファンドへの投資。

Bpifranceの政策評価

- Bpifranceは、直接および間接的な支援を与えた企業から、売上高や雇用者数などのデータを収集し、自らの行動がエコシステムに与えたインパクトの計測を行っている。

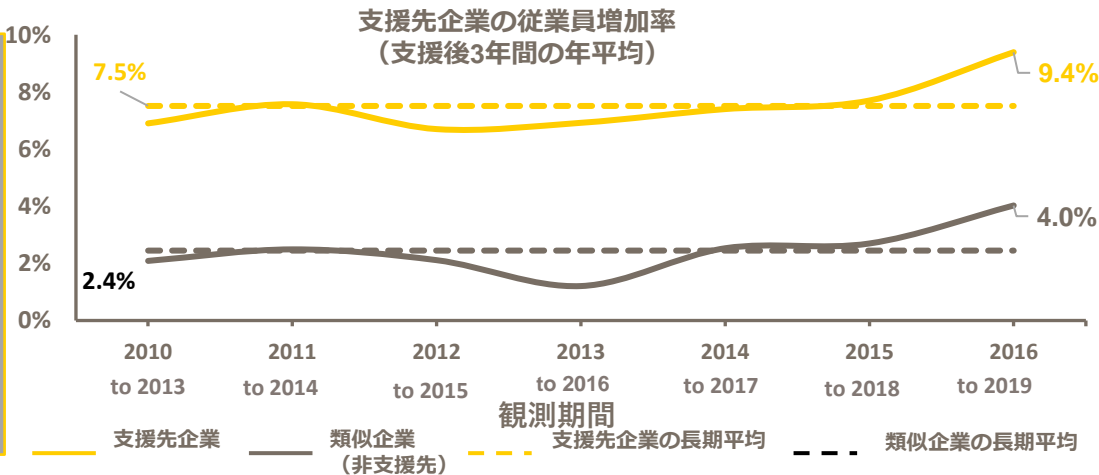
事業成長へのインパクト



+ €111 bn
追加的な売上高

(7期 (2010-2016)
に亘る支援先企業総計)

雇用へのインパクト



+ 336,900人
雇用維持 / 創出

(7期 (2010-2016)
に亘る支援先企業総計)

1. Development Programs covers companies benefiting from an investment loan (credit, leasing, loan without guarantee), guarantees, aid for innovation or investment in private equity.

2. Short-term programs covers companies benefiting from "CICE" pre-financing, debt financing or short-term loan guarantees.

Source: Research Department, Bpifrance (05/08/19)

(参考)Tibi Initiative

- フランスのテックセクター強化のために、グロースステージのスタートアップ向けの資金供給力の強化と、上場企業へ投資できる国内機関投資家の育成を目指すべきとしたTibi提言に基づき、La French Tech第二期の計画に€5Bの規模の投資実行を織り込み。

Phillippe Tibiによる政策提言

背景		フランス財務大臣の諮問に対し、エコールポリテクニークのPhillippe Tibi教授が政策提言。
概要		フランスのイノベーションの活性化を目指すには、国内で上場するテック企業が少ない点が課題。課題の解消のために政策支援として €20Bの投資 が必要と。
① 上場するSU不足	課題	フランスにおいて上場するテックスタートアップが少なく、スタートアップの海外流出が起きている。
	原因	<ul style="list-style-type: none"> ■ 資金力のある国内VCの不足 フランスのVCは小規模で、大規模な投資を必要とするLate Stageにおいて十分な資金を提供できない。このため、スタートアップは海外VCから資金調達するか、成熟する前に被買収を選択するケースが多い。
② 投資家不足	打ち手	<ul style="list-style-type: none"> ■ Late Stageの投資が可能な大規模VCの設立 機関投資家からの投資を呼び込み、AUMが€1B以上のVCを3年間で10社(合計€10B)設立することを目指す。
	課題	上場テック企業へ投資する機関投資家が少なく、十分な投資ができていない。結果、海外上場に流れてしまう。
② 投資家不足	原因	<ul style="list-style-type: none"> ■ 専門的な知見を持つ人材の不足 技術領域の投資判断ができる専門的な知見を持った人材がフランス国内の投資機関において不足。
	打ち手	<ul style="list-style-type: none"> ■ テック企業への投資経験の蓄積 上場テック企業を投資対象とするAUM €1B以上のファンドを5-10社設立する（合計で€10Bの投資と50-100名の専門家を海外から呼び込む）ことによりフランスのアセマネにテック企業投資のノウハウを蓄積させる。

(出典) "Financing the Fourth Industrial Revolution" Philippe TIBI

(C) JIC. All Rights Reserved.

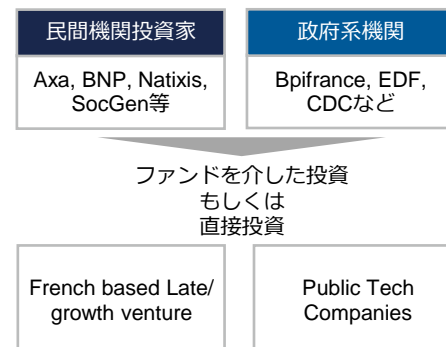
La French Tech第二期（2019年～）の施策

政府と投資機関の取り決め

La French Tech第二期計画には、Tibi提言を踏まえて€5Bの投資が盛り込まれた。2020年1月、計画のパートナー投資家である官民の投資機関は3年間に総額€6Bを投資することを書面で誓約（上記€5Bに€1Bを上乗せ）。

- **Late-stage/growthスタートアップへの投資**
グロースファンドへのLP投資やスタートアップの資金調達に際しての直接投資の実行。
- **Tech上場株への投資**
Global Techを投資テーマとする上場株式投資ファンドへの投資や自社運用部門を通じたTech株への直接投資等。

投資スキーム



- 投資の実施状況監視プロセスの一環として、**パートナー投資家で構成される委員会**を開催し、投資状況を検証する。

投資の実施状況の監視

(出典) フランス経済・財務・産業及びデジタル主権省

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

韓国FVCIF概要

- 韓国の公的投資機関は各種のエコシステム強化支援を実施。特徴的な取り組みとして、国の機関が出資する韓国ベンチャー投資会社（KVIC）の傘下に海外VC投資ファンド（FVCIF）を設け、2013年から海外VCファンドへの投資を開始。

<投資目的>

投資先となる海外VCから、韓国のスタートアップらが海外市場への参入を果たすために必要となる支援を得ること。韓国ベンチャーキャピタル業界の向上を促すこと。

<投資対象>

韓国のスタートアップにある程度の投資を行う海外籍のファンドであって、海外投資家も参画するもの。ファンドGPは、韓国スタートアップの支援を効率的に実施する能力を有していること。

<コミットメント動向（2021/12月末時点※）>

- ①FoF 1号(コミット額\$118m, 13ファンド)
- ②FoF 2号(コミット額\$247m, 26ファンド)

※ KVICによれば、2022年に入ってからコミットメントが追加された結果、2022年7月時点の両FoF合計のコミット額は\$400m、出資先ファンド数は50ファンドに達した由。

<地域分散>

主たる投資地域（米国、アジア、その他）ごとに投資予算額を決めて候補ファンドを募集。2022年募集の予算は米国45%、アジア30%、その他地域25%。

<投資条件等>

- ファンドは、FVCIFから受けた出資金額と少なくとも同額を韓国企業へ投資すること（還流条件）。
- ファンドは、ファンド全体額の少なくとも半分以上を韓国以外の企業へ投資すること（海外比率条件）。
- 少なくとも2年以上のスタートアップ投資経験を有する者が2名以上在籍するファンドであること。
- ファンド全体に対するFVCIF出資比率の上限は40%。
- 外国法に基づいて設立されるファンドのみが対象。

<GPに対するインセンティブ>

- FoF1号とFoF2号においては、その出資先ファンドのGPに対し、FVCIFが有するファンド持分を出資コスト+経過利息の価格で買い取り可能とするコールオプションを付与（Yozma型インセンティブの付与）。
- 但し、2019年以降の制度では、コールオプション権の付与はなくなった模様。

韓国FVCIFの出資先

- 韓国FVCIFの出資先の海外VCは、米国、アジア、その他地域（欧州）の地域に分散。地域別に投資配分比率を設け、各々の地域に投資するVCファンドを選択。

【Foreign VC Investment Fund 及び Foreign VC Investment Fund IIの出資先VC（2021年12月末時点）】

FVCIF						GPプロフィール		
出資回数	GP	FVCIFコミット額(\$,MM)	出資先ファンド規模(\$,MM)	FVCIF出資比	FVCIFポート内配分比	GP所在地	創業年	ステージ
2回	Strong Ventures	20.0	59.2	34%	5%	米国	2011	Early Stage VC, Seed Round
	White Star Capital	13.7	530.1	3%	4%	米国	2007	Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	Big Basin Capital	3.3	26.6	12%	1%	米国	2013	Debt-General, Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	小計	37.0	615.9	6%	10%			
1回	FortuneLink & SV	33.0	100.0	33%	9%	米国	2005	Debt-General
	Draper Athena	26.1	65.7	40%	7%	米国/中国	1997	Early Stage VC, Later Stage VC
	Kensington-SV	23.0	77.3	30%	6%	韓国/米国	1996	Early Stage VC, Later Stage VC
	Legend Capital	20.0	50.5	40%	5%	中国	2001	Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	InterVest&Kejora	20.0	101.0	20%	5%	韓国/インドネシア	2013	Early Stage VC, Later Stage VC
	KCA Partners	20.0	74.0	27%	5%	シンガポール/中国	1993	Early Stage VC, Later Stage VC
	Northzone Ventures	16.5	487.1	3%	5%	スウェーデン	1996	Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	Vickers Venture	16.0	183.6	9%	4%	シンガポール	2005	Early Stage VC, Later Stage VC
	Applied Ventures	10.0	25.0	40%	3%	米国	2001	Early Stage VC, Later Stage VC
	Korea Investment Partners & Yuansheng Bioventure	10.0	105.0	10%	3%	韓国/中国	1986	Early Stage VC, Later Stage VC
	Asian Development Bank	10.0	60.0	17%	3%	フィリピン	-	Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	Walden & SKTA	10.0	25.3	40%	3%	米国	2016	Early Stage VC, Later Stage VC, Seed Round
	その他 (21ファンド)	112.6	2,076.3	5%	31%	-	-	-
	小計	327.2	3,430.8	10%	90%			
合計	-	364.2	4,046.7	9%	100%			

韓国FVCIFの政策評価

- 2013年創設のFVCIFの活動は、約10年を経過して概ね目的を達成しつつあると評価。

「海外VCグローバルファンド出資事業の評価」の主な内容（※）

<投資状況>

- アーリーへの配分比が最も高い（金額比40%、件数比67%）。
- ICTサービス（金額比30%）、流通（同24%）への投資が占める比率が高い。

<海外VCの付加価値>

- 海外VCから出資を受けたSUは、そうでないSUよりも売上の増分が大きく（出資後4年経過時：68%相当のプラス効果）、雇用者数の増分も大きい（同上：44%相当のプラス効果）。

<海外VCの能力差>

- グローバル投資実績の多い海外VCほど、その出資先SUの売上の成長への貢献度が高い。

<海外VCに対する評価等>

- アーリーから投資を始め、後続段階にも継続投資をしている。
- 国内スタートアップの成長に大きな貢献をしている。
- さらなる効果向上のためトップクラスのGPを選定して、それらが持つ経験とネットワークをアーリー企業の成長に生かすことが必要。

※ 分析対象は、①FVCIFが投資した計42本の海外VC（コミット額約400Mドル：2022年1月末時点）、および、②左記VCから出資を受けた韓国の個別スタートアップとその類似スタートアップ（ただし上記VCから出資を受けていないスタートアップ）、など。

（出典）KVIC「海外VCグローバルファンド出資事業の評価：ポートフォリオ企業を中心に」（2022年7月）に基づき、当社作成。

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエル: Yozma

カナダVCAP/VCCIの概要①

- BDCはVCや民間FoFへの出資を通じてGFC以来低迷したエコシステムへのリスクマネー供給を強化。カナダVCの規模拡大と投資リターン改善に貢献し、民間投資家の資金の誘導に成功したとされている。

【Venture Capital Action Plan (VCAP) 2013年】

内容	予算規模	概要	投資先
アーリー ステージFoF	C\$340M	民間出資に応じて政府 がマッチング出資(民 2：政1)	<p>内外のGPが運営する以下のFoF4本へ出資。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 加 Teralys Capital • 加 Northleaf Venture Catalyst Fund • 加 Kensington Venture Fund • 米 HarbourVest Canada Growth Fund <p>FoFは、下記条件のもと、海外のVCファンドへの投資が可能。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 各FoFのコミットメントの少なくとも55%は、カナダに本部を置き、その投資プロフェッショナルの大半がカナダ居住者であるようなファンドに充てられなくてはならない。 • 各FoFのコミットメントの少なくとも80%は、最低でも1名のカナダ在住投資プロフェッショナルが在籍するファンドに充てられなくてはならない。 • 各FoFの投資先ファンドの投資全体の少なくとも3分の1は、カナダベースの会社へ投資されなくてはならない。 <p>上記4つのFoFには組み入れられたVCファンドの総計は53本。うち米国に本拠を置くVCファンドは18本に及ぶ（以下は代表例）。</p> <ul style="list-style-type: none"> • Battery Ventures • Canaan • Index • Insight • Lightspeed • Trident • Waldenなど
ライフサイ エンスVC	C\$50M	-	<p>以下の4本のVCへ出資。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 加 Lumira Capital II • 加 Real Ventures III • 加 CTI Life Sciences II • 加 Relay Ventures III

カナダVCAP/VCCIの概要②

【Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI) 2017年】

内容	予算規模	概要	投資先
FoF	C\$350M	民間出資に応じて政府がマッチング出資 (民2.5 : 政1)	VCAPと同じGPが運営するFOF4本へ出資 <ul style="list-style-type: none"> 加 Teralys Capital 2018, 加 Northleaf Venture Catalyst Fund II, 加 Kensington Venture Fund II, ＊ HarbourVest Canada Growth Fund II
クリーンテックVC	C\$50M	-	<ul style="list-style-type: none"> 加 ArcTern Ventures II \$10 million 加 Cycle capital Fund IV \$20 million 加 Renewal4 investment Fund \$20 million
運営者や地域のダイバーシティーを重視したVC等	C\$50M	-	<ul style="list-style-type: none"> 加 Brightspark Canadian Opps \$17.5 million 加 Build Ventures II \$5 million 加 Garage Capital III \$10 million 加 Highline BETA \$3.375 million 加 TandemLaunchIII \$5 million

(参考) 現在、VCCIと同じ要領で第二弾のVCCIを検討（民間出資に応じて政府がマッチング出資を実行等：総額C\$450M規模）。出資先選定中。

カナダVCAP/VCCIの政策評価

- VCAP(2013年)/VCCI(2017年)に関する成果測定の仕事が定められ、定期的に振り返りが行われている。VCAPの2020年12月末付振り返り評価の例は以下の通り。

<VCAP成果測定の概要>

投資主体のBDCに、財務省とイノベーション・科学経済開発省らが加わって、以下成果測定を実施する。

主な評価項目	目標水準	評価時期
FoFの総資金調達額	C\$1.2B	毎年末
FoFに参加する機関投資家の数	10投資家	毎年末
FoFのパフォーマンス	グロスIRR 7%	2021年以降
出資先カナダ企業の売上高と雇用の成長	Peerを上回ること	2021年末 2025年末 2030年末
出資先カナダ企業のR&D支出額	Peerを上回ること	2021年末 2025年末 2030年末
出資先カナダVCによる後継ファンド募集	40%のVCが達成すること(2020年) 50%のVCが達成すること(2025年)	
出資先カナダ企業のエグジット(IPO/M&A)	25%の企業が達成すること(2022年) 50%の企業が達成すること(2030年)	

(出典) Performance Measurement Framework, カナダ政府Website

<VCAP振り返り(2020/12月末付)>

FoF構築に関する項目は全て目標を達成。今後、評価時期の到来に応じ、その他項目の評価が行われる。

(再掲) 評価項目	達成状況
FoFの総資金調達額	C\$1,356Mを調達(政府分C\$340M) カナダ籍投資家が主体(構成比95%)
FoFに参加する機関投資家の数	24投資家
FoFのパフォーマンス	(評価時期未到来)
出資先カナダ企業の売上高と雇用の成長	(評価時期未到来) 出資先カナダ企業360社のうち、205社の回答を集計した結果は以下の通り。 ✓売上高：C\$4.2B(1社平均C\$20M) ✓従業員：2.6万人(1社平均128名)
出資先カナダ企業のR&D支出額	(評価時期未到来)
出資先カナダVCによる後継ファンド募集	21件のカナダVCのうち、12件が後継ファンドを募集(57%)。
出資先カナダ企業のエグジット(IPO/M&A)	(評価時期未到来)

(出典) Economic Impact of Companies Supported by the VCAP- Dec.31, 2020
VCAP Performance Metrics Report – Dec.31, 2020

2. 欧州公的投資機関

2.1 全体像

2.2 欧州: European Investment Fund (EIF)

2.3 英国: British Business Bank (BBB)

2.4 ドイツ: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)

2.5 フランス: Banque publique d'investissement (Bpifrance)

(参考①) 韓国KVIC: Foreign Venture Investment Capital Fund (FVCIF)

(参考②) カナダBDC: Venture Capital Action Plan (VCAP) / Venture Capital Catalyst Initiative (VCCI)

(参考③) イスラエルYozma

イスラエルYozmaの概要

- 1993年、海外投資家誘致を狙った協調投資プログラムYozmaを導入。国内VC、海外投資家、国内金融機関の3者の関与のもとで新規ファンドを立ち上げさせ、ここにYozmaが部分出資するスキーム（Yozmaは各VCファンド募集額の40%を負担(上限\$8M)）。Yozmaの投資枠\$100Mのうち、\$80Mを10個の新設ファンドへ配分。残り\$20Mは個別案件への協調投資（※）へ充当。
- 国内VCに海外投資家からの学びと内外連携の機会を与えることを狙いとして創設されたYozmaは、イスラエルのスタートアップの設立、資金調達、エグジットの活性化へ貢献したと評価されている。

※：Yozmaの協調投資持分は、GPが希望すれば5年目以降出資コストに経過利息を上乗せした金額で買い取り可能（10GPのうち9GPが実際に行使）。

Yozmaプログラムの投資概況

VC	設立	規模 (\$M)	海外LP投資家	LP国籍	投資件数	回収件数 (投資件数比)
Eurofund	1994	\$20M	Daimler-Benz, DEG	ドイツ	14	7(50%)
Gemini	1993	\$36M	Advent Venture	米国	25	13(52%)
Inventech	1993	\$20M	Van Leer Group	オランダ	33	16(48%)
JVP	1993	\$20M	Oxton	米国	12	10(83%)
Medica	1995	\$15M	MVP	米国	10	5(50%)
Nitzanim	1994	\$20M	AVX, Kyocera	日本	13	7(54%)
Polaris (Pitango)	1993	\$20M	CMS	米国	19	13(68%)
Star	1993	\$20M	TVM Siemens	ドイツ	27	15(56%)
Vertex	1996	\$39M	Vertex Int., S'pore tech	米国 S'pore	29	16(55%)
Walden	1993	\$33M	Walden International	米国	21	10(48%)
個別投資枠	1993	\$20M	-		16	10(63%)
Total		\$263			217	122(56%)

イスラエルのスタートアップ関係指標の推移

Year	資金調達件数 (VCの出資件数)	起業件数 (うちVC出資先)	米国でのIPO件数 (うちVC出資先)	欧州でのIPO件数 (うちVC出資先)	イスラエルでのIPO件数 (うちVC出資先)	大型M&A (うちVC出資先)
1990	5(N.A)	53(4)	1(1)	0(0)	1(0)	1(0)
1991	49(N.A)	51(5)	4(1)	0(0)	7(0)	0(0)
1992	81(N.A)	94(12)	9(1)	0(0)	7(0)	1(0)
1993	204(N.A)	124(73)	11(4)	0(0)	9(0)	1(0)
1994	122(N.A)	140(85)	8(4)	1(0)	7(0)	2(2)
1995	108(N.A)	175(87)	9(4)	2(0)	3(0)	7(3)
1996	317(293)	231(117)	16(10)	3(1)	0(0)	11(3)
1997	643(440)	263(119)	12(3)	0(0)	2(1)	7(3)
1998	653(589)	332(152)	7(4)	6(1)	2(0)	16(6)
1999	1,160(1,011)	587(208)	12(9)	6(1)	4(0)	15(9)
2000	2,712(3,233)	665(372)	19(12)	13(3)	10(3)	32(11)
2001	1,319(1,985)	371(159)	2(1)	0(0)	0(0)	8(6)
2002	497(1,138)	355(76)	1(0)	0(0)	0(0)	5(3)
2003	6(1,101)	410(113)	0(0)	0(0)	0(0)	9(8)
2004	589(1,465)	580(141)	6(2)	1(0)	3(2)	15(7)
2005	1,644(1,337)	511(117)	4(2)	11(1)	4(3)	16(9)
2006	903(1,620)	521(121)	2(2)	4(2)	10(3)	28(23)
2007	1,096(1,759)	596(119)	6(4)	1(0)	20(5)	26(16)
2008	967(2,076)	580(177)	0(0)	0(0)	0(0)	21(15)

3. まとめ

サマリ：公的投資機関：支援類型別の特徴

・公的投資機関によるエコシステムへの支援アプローチについて、以下の特徴を確認した。

(i) GPの育成

- ・VCファンドへの投資を政策的に行うことにより、優れた運用能力を持つGPを育成し増殖させ、規模を拡大することによって、エコシステムにリスクマネーの好循環を生んでいる。

(ii) 特定ステージに焦点を絞った資金提供

- ・グロースステージに焦点を絞った取組みを実施。スタートアップの海外流出リスクも踏まえて、グロース資金の供給力を強化することによって海外投資家へ過度に依存しない市場作りを目指している。

(iii) 特定セクターに焦点を絞った資金提供

- ・資金不足が深刻なライフサイエンスやディープテック等の特定セクターに焦点を当てた投資プログラムを導入。

(iv) 機関投資家の誘導・投資家層の拡大

- ・民間機関投資家をスタートアップ投資へ誘導するための仕掛けとしてのFoFプログラムを実施。

(v) 海外VCの誘致

- ・海外VC誘致を積極推進したイスラエル、韓国、カナダとは異なり、欧州公的投資機関は域内VCファンドへの支援にウエイトを置く。欧州では、歴史的・文化的近接性もあって米国VCらの参入が進みやすかったため、積極的に海外VCを誘致する必要性は乏しかった。
- ・海外VC誘致は、国内エコシステムへ様々なメリットをもたらす。それと同時に、国内VCの育成、R&D投資を通じた競争力ある産業分野の育成、高度専門人材を引き寄せる魅力ある雇用制度の構築、大学教育充実による人材供給の強化等を通じた国内基盤の強化が図られることによって、よりバランスの取れたスタートアップエコシステムを育成することが可能となる。