

逐 条 解 説
投資事業有限責任組合契約書例
(和文版)

令 和 7 年 6 月

経 済 産 業 省 産 業 組 織 課

新たなモデルLPAの作成等のための有識者検討会

目次

I. 本モデル契約の前提	1
II. 各条項の解説	6
第1条 定義	6
第2条 名称	7
第3条 所在地	8
第4条 組合員	9
第5条 本組合の事業	10
第6条 本契約の効力発生日及び本組合の存続期間	13
第7条 登記	14
第8条 出資	14
第9条 組合員の出資義務の免除及び除外	18
第10条 投資期間並びにその延長、中断及び早期終了	20
第11条 出資約束金額の減額	20
第12条 追加出資及び出資金の払戻し	21
第13条 出資払込等の不履行	22
第14条 無限責任組合員の権限	23
第15条 借入れ並びに債務の保証及び担保権の設定	24
第16条 無限責任組合員の注意義務	26
第17条 有限責任組合員の権限	27
第18条 組合員集会	29
第19条 利益相反	30
第20条 諮問委員会	35
第21条 組合債務に対する対外的責任	37
第22条 組合財産による補償	38

第 23 条	組合財産の運用	39
第 24 条	組合財産の管理	41
第 25 条	会計	43
第 26 条	財務諸表等の作成及び組合員に対する送付	44
第 27 条	組合財産の帰属	45
第 28 条	損益の帰属割合	46
第 29 条	組合財産の分配	47
第 30 条	分配制限	53
第 31 条	公租公課	54
第 32 条	組合費用	56
第 33 条	無限責任組合員に対する報酬	56
第 34 条	持分処分の禁止	58
第 35 条	組合員たる地位の譲渡等	58
第 36 条	募集期間及び組合員の加入	61
第 37 条	組合員の脱退	62
第 38 条	組合員の死亡	64
第 39 条	有限責任組合員の除名	65
第 40 条	無限責任組合員の除名	66
第 41 条	脱退組合員の持分及び責任	66
第 42 条	組合員の地位の変動の通知	67
第 43 条	解散	67
第 44 条	清算人の選任	68
第 45 条	清算人の権限	69
第 46 条	清算手続	69
第 47 条	清算方法	69
第 48 条	許認可等	71
第 49 条	通知及び銀行口座	71

第 50 条	秘密保持	72
第 51 条	金融商品取引法等に係る確認事項	72
第 52 条	適格機関投資家等特例業務に関する特則	74
第 53 条	反社会的勢力等の排除	75
第 54 条	表明保証等の違反による補償	75
第 55 条	本契約の変更	75
第 56 条	本契約の有効性及び個別性	76
第 57 条	言語、準拠法及び合意管轄	77

I. 本モデル契約の前提

1. 第二分冊は、第一分冊の逐条解説である。第二分冊で使用する用語は、別段の定義のない限り、第一分冊において定義されたとおりの意味を有する。
2. 第一分冊及び第二分冊は、投資事業有限責任組合モデル契約（平成22年11月版）（以下「平成22年版」という。）の後継として作成されたものであり、プライベート・エクイティ・ファンドを始めとする様々な類型のファンドにおいて広く活用されることを意図して作成されたものである¹。本モデル契約（モデル契約としての「本契約」に言及する趣旨でこの表現を用いている。第四分冊を指す場合は「英文契約書版」という表現を用いている。以下同様である。）は、契約交渉の叩き台にすぎず、実際にファンドレイズを行う際には、各ファンドの方針等を踏まえた契約書の作成が必要になる。特に、ブラケット及びグレーハイライトを付している箇所については、各ファンドの方針等を踏まえて採否等をご検討いただきたい。また、本モデル契約の条項は、必ずしも法令に基づくものではないため、各ファンドの個別事情に応じて削除や調整をすることも考えられる。必要に応じて、専門家にご相談されたい。
3.
 - (1) 本モデル契約は、①法人1社のみが無限責任組合員となること、②無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務（後記4.参照）の届出を行うこと及び③有限責任組合員に特定投資家（後記5.(3)参照）に該当しない者が含まれることを前提としている。
 - (2) 本モデル契約においては、特別有限責任組合員制を採用するファンドが昨今増加してきていることを踏まえ、その採用を前提とした文言も選択できることとしている。特別有限責任組合員制は、無限責任組合員である法人の役職員を特別有限責任組合員として位置付け、当該特別有限責任組合員に対してキャリド・インタレスト（第29条解説3.参照）を分配することを内容とするものである。
 - (3) 特別有限責任組合員へのキャリド・インタレストの分配は、経済合理性を備えていなければならないとされており²、かかる経済合理性が満たされるための考慮要素としては、①組合契約に定めている分配条件が恣意的でないこと、②組合契約の内容が一般的な商慣行に基づいていること及び③ファンドマネージャー（役職員）が投資組合事業に貢献していることの3点があるとされている³。かかる経済合理性の判断は、個別具体的な事情を踏まえてなされる。
4.
 - (1) 本モデル契約は、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務の届出（金融商品取引法（以下「金商法」という。）第63条第2項）を行った上で（当該届出を行った者を「特例業務届

¹ 但し、ベンチャー・キャピタルとの関係では、専らベンチャー・キャピタル向けに作成された投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説（平成30年3月版）が引き続き活用されることを想定している。

² 法人税基本通達14-1-2、所得税基本通達36・37共-19参照

³ 国税庁「キャリド・インタレストを受け取る場合の所得税基本通達36・37共-19の適用について」

出者」という。同条第5項)、本モデル契約によって組成された投資事業有限責任組合(以下「投有責組合」という。)に係る①集団投資スキーム持分(同法第2条第2項第5号)(以下「ファンド持分」という。)の私募(同法第63条第1項第1号)及び②組合財産の運用(同条第1項第2号)を行うことを前提としたものである⁴。

- (2) 投有責組合の無限責任組合員が投資家に対して有限責任組合員として出資するよう勧誘を行うこと(自己募集)は、金商法第2条第8項第7号へに規定されるファンド持分の「募集又は私募」に該当し、組合財産の運用を行うこと(自己運用)は、同項第15号へに規定される行為に該当するのが通常である。したがって、これらを業として行う無限責任組合員は、第二種金融商品取引業(同法第28条第2項第1号)及び投資運用業(同条第4項第3号)を行うものとして、原則として、金融商品取引業者としての登録を受ける必要がある(同法第29条)。しかし、自己募集・自己運用の相手方となる有限責任組合員が「適格機関投資家等」(同法第63条第1項第1号)に該当する場合、無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務の届出を行うことにより、例外的に、金融商品取引業者としての登録を受けなくとも、自己募集・自己運用を行うことができる。これを踏まえ、本モデル契約は、前記3.(1)のとおり前提を置いている。
- (3) 適格機関投資家等特例業務として自己募集・自己運用を行うファンドに出資することができる「適格機関投資家等」の範囲は、①1名以上の適格機関投資家(金商法第2条第3項第1号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令(平成5年大蔵省令第14号。その後の改正を含み、以下「定義府令」という。)第10条第1項各号)及び②49名以内の「特例業務対象投資家」に限定される。「特例業務対象投資家」は投資判断能力を有する一定の投資家又は特例業務届出者に密接に関連する者であり、その範囲は金融商品取引法施行令(以下「金商令」という。)第17条の12第4項第2号に規定されている。「特例業務対象投資家」は、適格機関投資家等特例業務として自己募集・自己運用を行うファンドに出資することができる、限定された「適格機関投資家以外の者」の範囲を画する概念である。
- (4) 「投資判断能力を有する一定の投資家又は特例業務届出者に密接に関連する者」は、金商令第17条の12第1項各号に列挙されている。ファンド持分の取得勧誘の相手方となる時点において以下のいずれかに該当する者は、これに当たる。

「投資判断能力を有する一定の投資家」の類型

- ① 国(金商令第17条の12第1項第1号)
- ② 日本銀行(金商令第17条の12第1項第2号)
- ③ 地方公共団体(金商令第17条の12第1項第3号)
- ④ 金融商品取引業者等(金商令第17条の12第1項第4号)
- ⑤ 特例業務届出者(金商令第17条の12第1項第5号)
- ⑥ 上場会社(金商令第17条の12第1項第7号)
- ⑦ 資本金額5000万円以上の法人(金商令第17条の12第1項第8号)

⁴ なお、本モデル契約は、いわゆるベンチャー・ファンド特例(金融商品取引法施行令第17条の12第2項)を利用しないことを前提にしている。

- ⑧ 純資産額 5000 万円以上の法人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 9 号）
- ⑨ 特殊法人・独立行政法人等（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 10 号）
- ⑩ 資産の流動化に関する法律（平成 10 年法律第 105 号。その後の改正を含む。）上の特定目的会社（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 11 号）
- ⑪ 投資性金融資産が 100 億円以上と見込まれる企業年金基金・存続厚生年金基金・外国年金基金（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 12 号、第 15 号、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」という。）第 233 条の 2 第 2 項、第 4 項第 2 号、第 3 号）
- ⑫ 外国法人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 13 号）
- ⑬ 投資性金融資産が 1 億円以上と見込まれ、証券口座を開設して 1 年以上経過している個人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 14 号、業府令第 233 条の 2 第 3 項第 1 号）
- ⑭ 投資性金融資産が 1 億円以上と見込まれる法人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 15 号、業府令第 233 条の 2 第 4 項第 4 号イ）
- ⑮ 投資性金融資産が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行組合員である個人・法人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 14 号、第 15 号、業府令第 233 条の 2 第 3 項第 2 号、同条第 4 項第 4 号ロ）
- ⑯ 国又は地方公共団体が 4 分の 1 以上の議決権を保有する公益社団法人等（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 15 号、業府令 233 条の 2 第 4 項第 1 号）
- ⑰ 金融商品取引業者等・上場会社・資本金又は純資産額が 5000 万円以上の法人の子会社等・関連会社等（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 15 号、金融商品取引業等府令第 233 条の 2 第 4 項第 5 号）
- ⑱ 一定の資産管理会社（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 15 号、金融商品取引業等府令第 233 条の 2 第 4 項第 6 号・8 号）
- ⑲ 一定の外国籍組合型ファンド（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 15 号、金融商品取引業等府令第 233 条の 2 第 4 項第 7 号）

「特例業務届出者に密接に関連する者」の類型

- ⑳ 当該特例業務届出者の役員・使用人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、業府令第 233 条の 2 第 1 項第 1 号）
- ㉑ 当該特例業務届出者の親会社等・子会社等・兄弟会社（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、業府令第 233 条の 2 第 1 項第 2 号）
- ㉒ 当該特例業務届出者の運用委託先（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、業府令第 233 条の 2 第 1 項第 3 号）
- ㉓ 当該特例業務届出者の投資助言委託先（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、業府令第 233 条の 2 第 1 項第 4 号）
- ㉔ ㉑から㉓の役員・使用人（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、金融商品取引業等府令第 233 条の 2 第 1 項第 5 号）
- ㉕ 当該特例業務届出者（個人である者に限る）・㉑・㉒の配偶者及び三親等内の親族（金商令第 17 条の 12 第 1 項第 6 号、業府令第 233 条の 2 第 1 項第 6 号）

（⑪、⑬、⑭及び⑮における「投資性金融資産」の対象は、有価証券、デリバティブ、特定預金、特定保険、信託受益権等に限り、預貯金や不動産等は含まれていない（業府令第

233条の2第2項、第62条第1項第1号ロ(1)から(8)まで)。投資性金融資産額の確認方法については、外形的に明らかな場合を除き、顧客の自己申告の書面のみならず、顧客の取引残高報告書や通帳の写し等の客観的な資料を確認することにより、全体として合理的に判断することが必要であり、また、当該確認結果や根拠資料は、特例業務届出者等の社内記録として管理・保存することが必要とされている（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（令和7年2月版）（以下「金融商品取引業者等監督指針」という。）IX-1-1(1)①イ。）

- 5.
- (1) 特例業務届出者に適用される金商法上の行為規制は、以下のとおりである。

特例業務届出者に適用される金商法上の行為規制（金商法第63条第11項）

誠実義務（金商法第36条第1項）、名義貸しの禁止（同法第36条の3）、広告等の規制同法第37条）、契約締結前の書面の交付（同法第37条の3）、契約締結時等の書面の交付（同法第37条の4）、虚偽告知・断定的判断の提供・その他内閣府令で定める行為の禁止（同法第38条第1号、第2号、第9号）、損失補てん等の禁止（同法第39条）、適合性の原則（同法第40条第1号）、内閣府令で定める業務運営状況の禁止（同条第2号）、分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（同法第40条の3）、金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止（同法第40条の3の2）、忠実義務・善管注意義務（同法第42条）、運用における禁止行為（同法第42条の2）、分別管理（同法第42条の4）、運用報告書の交付（同法第42条の7）

（下線の付された義務は、当該行為の相手方が特定投資家である場合には適用されない（金商法第45条各号。運用報告書の交付義務に係る適用除外は金融商品取引業等府令第134条第7項第4号）。詳細については、後記5.(2)以下参照。）

- (2) 前記5.(1)のとおり、特例業務届出者には、金融商品取引業者等に適用される行為規制の一部が適用される（金商法第63条第11項）。もっとも、金融商品取引業者等における場合と同様に、一部の行為規制は、当該行為の相手方が特定投資家である場合には適用されない（金商法第63条第11項、第45条各号、業府令第134条第7項第4号。詳細は第26条解説6.（運用報告書の交付）及び第51条解説2.（契約締結前の書面の交付）参照）。
- (3) 「特定投資家」は、金商法第2条第31項において定義されており、①適格機関投資家（同法第2条第3項第1号、定義府令第10条第1項）、②国、③日本銀行及び④投資者保護基金その他の内閣府令に規定される法人がこれに該当する。④に該当するのは、(i)特殊法人・独立行政法人等（同令第23条第1号）、(ii)投資者保護基金（同条第2号）、(iii)預金保険機構（同条第3号）、(iv)農水産業協同組合貯金保険機構（同条第4号）、(v)保険契約者保護機構（同条第5号）、(vi)特定目的会社（同条第6号）、(vii)上場会社（同条第7号）、(viii)資本金5億円以上の株式会社（同条第8号）、(ix)金融商品取引業者又は特例業務届出者たる法人（同条第9号）及び(x)外国法人（同条第10号）である。④の範囲が「法人」に限定されていることか

ら、個人の投資家は、その者が適格機関投資家に該当するか、自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ない限り（金商法第34条の4第1項）、特定投資家に含まれない（後記5.(5)参照）⁵。

- (4) もっとも、特定投資家のうち、前記5.(2)④の定義府令第23条各号に規定される法人は、特例業務届出者に対して、自己を特定投資家以外の者（以下「非特定投資家」という。）として取り扱うよう申し出ることができる。この特定投資家から非特定投資家への移行制度の手続は、金商法第34条の2において規定されている（非特定投資家への移行を一般に「アマ成り」という。以下この表現を用いる。）。特例業務届出者は、ある投資家についてアマ成りが生じた場合、当該投資家に対して、特定投資家との関係で適用が除外される各種の行為規制に係る義務を履践する必要がある。

なお、本契約において、有限責任組合員につき自己が特定投資家であることについての表明及び保証をさせる条項や特定投資家であり続ける義務を課す条項を規定することも、一案としては考えられる。もっとも、表明及び保証のみをもって特定投資家であることの確認とすることはできない。また、有限責任組合員について特定投資家であり続ける義務を課しアマ成りを制限することは、アマ投資家としての金融規制上の保護を受ける契機を喪失せしめるものであり、適否に議論があり得る。これらのことを踏まえ、本モデル契約には、上記のような条項を置いていない。

- (5) 非特定投資家である法人並びに非特定投資家である個人のうち純資産額及び投資性金融資産（前記4.(4)参照）の額が3億円以上と見込まれ、かつ、証券口座を開設して1年以上経過している者等（業府令第62条第1項各号）は、特例業務届出者に対して、自己を特定投資家として取り扱うよう申し出ることができる。この非特定投資家から特定投資家への移行制度の手続は、法人については金商法第34条の3、個人については同法第34条の4においてそれぞれ規定されている。特例業務届出者は、ある投資家について特定投資家への移行が生じた場合、当該投資家に対して、特定投資家との関係で適用が除外される各種の行為規制に係る義務を履践する必要がなくなる。
- (6) 以上のとおり、「特例業務対象投資家」は適格機関投資家等特例業務として自己募集・自己運用を行うファンドに対して出資することができる適格機関投資家以外の者の範囲を画する概念であり、「特定投資家」は特例業務届出者に適用される金商法上の行為規制の適用除外の有無を画する概念である。ゆえに、両者は異なる概念であり、その範囲は必ずしも一致せず、また、一方が他方に包含されるといった関係もない。
- (7) 適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の自己募集・自己運用を行う無限責任組合員は、以上の適格機関投資家等特例業務制度及び特定投資家制度を理解した上で、どの範囲の投資家からの出資を受け入れるかについて、慎重に検討する必要がある。

⁵ 個人が適格機関投資家となるためには、一般的には、有価証券の残高が10億円以上あり、かつ、証券口座を開設して1年以上経過していなければならない、かつ、所管金融庁長官等に届出を行う必要がある（定義府令第10条第1項第24号イ）。

II. 各条項の解説

第1条 定義

1. 本条第1項は、本契約書のリーダビリティを全体的に高める観点から、本契約において使用される用語を極力網羅的に定義したものである。
2. 本条第1項において定義する「特例業務対象投資家」の内容については、本モデル契約の前提4.(3)を参照されたい。
3. 本モデル契約は、出資の払込みの方法として、無限責任組合員の要請（キャピタル・コール）があった場合に順次払込みを行ういわゆるキャピタル・コール方式を採用している（一括払込方式については第8条解説4.参照）。この方式に対応して、本条第1項は、各組合員が出資することを約束した額を「出資約束金額」、無限責任組合員からの出資の履行請求に基づき現実に払込みがなされた金額を「出資履行金額」、払込みがなされていない金額を「出資未履行金額」とそれぞれ定義している。なお、投有責法第9条第2項は、「有限責任組合員は、その出資の価額を限度として組合の債務を弁済する責任を負う。」と規定している。これは、有限責任組合員において、自己が現実に出資した財産の限度で投有責組合の債権者に対して責任を負うことを意味するものと考えられる⁶。かかる責任は、キャピタル・コール方式を採用する投有責組合では、キャピタル・コールが有効に行われ、かつ、これに対応する出資がなされてはじめて、当該出資に係る財産の限度で発生すると考えられる。
4. 本条第1項は、本組合の投資対象として、「投資証券等」を定義している。「投資証券等」の定義は、第5条第1項に規定する本組合の事業の内容に応じて調整することとなる。また、本条第1項は、投資証券等の取得を「ポートフォリオ投資」と定義している。
5. 投有責組合は、事業者の所有する工業所有権又は著作権の取得及び保有（これらの権利に関して利用を許諾することを含む。）を事業として営むこともできる（投有責法第3条第1項第7号）。もっとも、工業所有権又は著作権に対する投資事業は、あまり一般的でないことから、本モデル契約は、工業所有権及び著作権への投資を前提とせず、「投資知的財産権」といった用語の定義もしていない。
6. 本条第1項は、本組合がキャピタル・コールを行うことのできる期間として「投資期間」という用語を定義している⁷。平成22年版においては、「出資約束期間」（Commitment Period）という用語が使用されていたが、昨今の実務においては「投資期間」（Investment Period）という用語のほうがより一般的となりつつあり、また、実務担当者において理解しやすいことから、本モデル契約においてはこれを採用することとした。投資期間をどのように設定するかは、ファンドの方針等に応じて個別的に検討する必要がある。バイアウト・ファンドや再

⁶ 石川魁『LPS法/LLP法』88頁（商事法務, 2025）

⁷ いわゆるキーパーソン条項を、この投資期間と関連付けて規定することも考えられる（第10条解説参照）。

生ファンドを含むプライベート・エクイティ・ファンドは、投資から投下資本の回収までに相当な期間を要することを踏まえ、存続期間の最初から最後まで新規投資を行うことを前提とはせず、投資期間を設け、新規投資を行う期間を効力発生後の一定の期間（ファンドの存続期間にもよるが、存続期間 10 年のファンドであれば 4、5 年間程度である。）に限定していることが一般的である。

7. 本条第 1 項は、投資証券等の現物分配時の評価額について定めるものとして、「分配時評価額」を定義している。なお、市場性のある有価証券ではない投資証券等の現物分配を行うに際して必要とされる「分配時評価額」についての有限責任組合員の同意の割合は、第 29 条第 3 項において定められている。
8. 本条第 1 項は、「無限責任組合員」及び「有限責任組合員」を定義しており、その定義においては、本組合を脱退した組合員及びその地位の全部を譲渡した組合員を除く旨を確認的に規定している。
9. 本条第 1 項は、利益相反管理を適切ならしめるため、無限責任組合員の関係者として、「特定関係者」を定義している。どの範囲を特定関係者とするかは個別事情によって異なるため、必要な範囲をカバーできるか、不必要な制約を課すことがないかについて各ファンドにおいて検討すべきである。
10. 本条第 1 項は、令和 6 年の投有責法改正を踏まえ、「特別外国法人」を定義している。投有責法第 3 条第 1 項第 11 号及びこれを受けた投有責法施行令第 4 条は、投有責組合による外国法人の株式等への投資について、割合的な制限を課している（第 5 条解説 4.参照）。これを、一般に、海外投資上限規制という。海外投資上限規制の適用の有無は、端的にいえば、投資先が（国内の）「事業者」か「外国法人」かによって異なる（投有責法第 2 条参照）が、上記改正により、外国の法令に準拠して設立された法人であっても、「本邦法人又は本邦人がその経営を実質的に支配し、又は経営に重要な影響を及ぼすものとして政令で定める者」は、かかる「外国法人」から除かれ、（国内の）「事業者」として扱われることとなった。このことを踏まえ、本条第 1 項は、そうした「外国法人」から除かれる者を「特別外国法人」として定義し、特別外国法人への投資が本契約上も割合的に制限されないことを明確にしている（第 5 条第 1 項第⑫号参照）。
11. 本条第 2 項は、海外の投資家が本組合に参加する場合における解釈の争いを避けるため、本契約における日時が日本時間によることを規定するものである。
12. 本条第 3 項は、本契約における報酬等の金額が消費税その他の税額を含むか否かを規定するものである。

第2条 名称

1. 本条は、投有責法第 3 条第 3 項第 2 号を踏まえ、本組合の名称を規定するものである。

2. 投有責法第5条第1項は、投有責組合の名称中に「投資事業有限責任組合」という文字を用いるべきことを規定している。このことを踏まえ、本組合の名称も、「[]投資事業有限責任組合」としている。「投資事業有限責任組合[]」、「[]投資事業有限責任組合[]」といった名称を定めることも可能である⁸。また、海外の投資家が本組合に参加する場合には、本組合の名称の英文表記を定めておくことが便宜かと思われる。なお、投有責法第5条第4項は、有限責任組合員が、その氏、氏名又は名称を投有責組合の名称中に用いることを許諾したときは、その使用以後に生じた投有責組合の債務について、当該有限責任組合員において無限責任組合員と同一の責任を負うことを規定している。

第3条 所在地

1. 投有責法第3条第3項第3号は、「組合の事務所の所在地」を投資事業有限責任組合契約書（以下「投有責組合契約書」という。）において規定すべき事項としている。投有責組合の事務所の所在地（Location）は、その所在する最小行政区画（市町村又は東京都特別区）を指し、地名番地を含まない⁹。したがって、投有責組合契約書においては、投有責組合の事務所の地名地番を記載せず、最小行政区画まで特定すれば足りる。しかし、その場合、投有責組合の事務所の所在場所の決定方法及び変更方法を別途定めるとともに、投資事業有限責任組合契約（以下「投有責組合契約」という。）の効力の発生の登記までに、当該決定方法に基づき事務所の所在場所を決定し、当該決定がなされたことを証する書面を登記申請書に添付しなければならないこととなる。それゆえ、一般的な実務では、投有責組合契約において投有責組合の事務所の所在場所（脚注8参照）まで記載し、登記申請に際しては投有責組合契約書のみを添付している。かかる実務を踏まえ、本条第1項及び第2項は、本組合の事務所の所在場所及びその変更方法を規定している。
2. 投有責法第17条第3号は、投有責組合契約の効力の発生の登記に係る登記事項として、「組合の事務所の所在場所」を掲げ、同法第18条は、その変更があった場合、変更の登記をしなければならないと規定している。変更登記申請書には、登記事項の変更を証する書面を添付しなければならない（同法第28条）。したがって、組合員に対する書面による通知を投有責組合の事務所の所在場所の変更の要件とした場合、当該通知の写しを変更登記申請書に添付することを法務局に求められることがあり得る。他方、無限責任組合員の単独の裁量による決定のみを投有責組合の事務所の所在場所の変更の要件とし、単に無限責任組合員の義務として組合員への通知を規定した場合、変更登記申請書には、無限責任組合員が作成する決定書を添付すれば足りることとなる。このことを踏まえ、本条第2項は、上記の2つの場合を前提とした内容を選択的に規定している。
3. 投有責法第3条第3項は、投有責組合に対してする通知又は催告について、投有責組合の事務所の所在地又は無限責任組合員の住所に宛ててすれば足りるとしている。同項は、投有責組合の債権者の便宜を図る趣旨の規定であり、各組合員に対する通知等、投有責組合の内部

⁸ 石川・前掲注(6)60頁

⁹ 他方、投有責法第17条第3号は、「組合の事務所の所在場所」を投有責組合契約に係る登記事項としている。投有責組合の事務所の所在場所（Address）は、地名地番を含む概念である。

関係には適用がないものとも解される。そこで、本契約においては、投有責組合の内部関係に適用すべきものとして、投有責組合内部における通知についての規定を別途置いている（第49条第1項）。

第4条 組合員

1. 本条第1項本文は、①組合員の氏名又は名称及び住所並びに②無限責任組合員と有限責任組合員との別を組合員名簿（本契約添付別紙1。以下省略する。）に記載すべきことを規定するものである。投有責法第3条第3項第4号は、「組合員の氏名又は名称及び住所並びに無限責任組合員と有限責任組合員との別」を投有責組合契約において規定すべき事項としているため、この記載を省略することは許されない。また、本条第1項但書きは、本組合に特別有限責任組合員を置く場合、組合員名簿において、③いずれの有限責任組合員が特別有限責任組合員に該当するのかを②無限責任組合員と有限責任組合員との別と併せて明記しなければならないこととしている。
2. 本条第2項は、本組合に特別有限責任組合員を置く場合に必要となる規定であり、無限責任組合員が、①その裁量により特別有限責任組合員の指定及びその解除をなし得ること並びに②変更後の組合員名簿の送付によりこれを有限責任組合員に報告しなければならないことを規定するものである。
3. 本条第3項は、特定関係者である有限責任組合員及び特別有限責任組合員について、議決権行使の制限等を規定するものである。これらの者は、類型的にみて、無限責任組合員の内部者である場合が多い。そのため、本条第3項は、本組合における議決の合理性や公平性を担保する観点から、これらの者について、議決権行使の制限等を行うこととしている。なお、第19条第8項又は第9項の場合が本条第3項の規定の対象外とされているのは、これらに規定されている有限責任組合員の同意が法令上の強行規定に基づくものであり、本契約の規定によりその条件を変更することが困難と解されるためである。もっとも、法令上必要となる手続に加えて特定関係者である有限責任組合員及び特別有限責任組合員を除いた有限責任組合員による意思結集を行うことも可能であり、そのような規定を設けることも考えられる。
4. 本条第4項は、有限責任組合員について、組合員名簿への記載事項の変更がある場合における無限責任組合員に対する通知の義務を規定するものである。本条第5項は、組合員たる地位の譲渡が生じた場合（第35条）、新たな組合員の加入若しくは出資約束金額の増額が生じた場合（第36条）又は無限責任組合員について組合員名簿への記載事項への変更が生じた場合において、無限責任組合員につき、①組合員名簿の変更及び②変更後の組合員名簿の有限責任組合員への送付の義務があることを規定するものである。
5. 投有責法第8条第3項は、投有責組合の債権者について、営業時間内であればいつでも、投有責組合の事務所に備え置かれた投有責組合契約書の閲覧又は謄写を請求することができることと規定している。そのため、投有責組合の有限責任組合員の氏名又は名称及び住所等は、当該投有責組合の債権者に対して開示され得る。

第5条 本組合の事業

1. 投有責法第3条第1項は、同項各号に掲げられた事業の全部又は一部を営むことの合意があることを投有責組合契約の効力発生要件としている。また、同条第3項第1号は、「組合の事業」を投有責組合契約書の必要的記載事項としている。このことを踏まえ、本条第1項は、本組合の行う事業を規定している。
2. 投有責組合契約の当事者は、投有責法第3条第1項各号に掲げられた事業の全部を投有責組合の事業とする旨合意することも、その一部のみを投有責組合の事業とする旨合意することもできる。本条第1項は投有責法第3条第1項各号に規定されている事業をいずれも規定しているが、無限責任組合員の活動範囲を限定する観点から、不要であるものを削っておくことも考えられる。また、より詳細かつ具体的に事業の内容を規定することや事業の方法等についての制限を付すことも考えられる。こうした事業の詳細に亘る事項は、実務上、投資ガイドライン（本契約添付別紙2¹⁰参照。以下省略する。）において定められていることが一般的である。
3. 無限責任組合員が投有責法第3条第1項各号に規定される事業（以下「各号列举事業」という。）又は合理的に考えて各号列举事業の内容を補完し又は一体不可分として捉えることができる業務（以下「一体業務」という。）¹¹以外の法律行為をファンドビジネスとして行った場合、当該行為は無権代理行為となる¹²。また、同法第7条第4項の規定により、組合員は当該行為を追認することができない。この場合における無権代理人たる無限責任組合員は、民法第117条の適用を受けることとなるため、当該法律行為の相手方が当該法律行為に係る債務の履行を請求した場合、自らの責任としてその履行を行う義務を負うことになる。
4. 投有責法施行令第4条は、「法第3条第1項第11号に掲げる事業については、同号の規定による取得の価額の合計額の総組合員の出資の総額に対する割合が100分の50に満たない範囲内において、組合契約の定めるところにより、行われなければならない。」と規定している。そして、本モデル契約は、出資の履行につきキャピタル・コール方式を採用しているため、本モデル契約において、投有責法施行令第4条に規定される「総組合員の出資の総額」は、出資履行金額の合計額をいうものと考えられる。これらを踏まえ、本条第1項第⑫号に規定する外国法人の発行する株式の取得等は、割合的に制限されている。
5. 投有責法第3条第1項各号に規定されている各事業は、これを行うにあたって許認可の取得が必要となり得るものも含んでいる。例えば、事業者に対する新たな金銭の貸付けを業として行うのであれば貸金業を営むための登録（貸金業法（昭和58年法律第32号。その後の改正を含む。）第3条第1項等）、不動産の取得を業として行うのであれば不動産特定共同事業

¹⁰ こちらに記載した内容は、あくまで骨子レベルの例にすぎない。実際にどのような内容を記載するかは、各ファンドにおいてご検討されたい。

¹¹ 例えば、各号列举事業として行われる現物資産の売買により生じるポートフォリオ上のリスクをヘッジするために行われる信用取引やデリバティブ取引は、一体業務に該当する（英文契約書版6.7参照）。

¹² 石川・前掲注(6)49頁, 74頁

を営むための許可（不動産特定共同事業法（平成6年法律第77号。その後の改正を含む。）第3条第1項等）¹³、暗号資産の売買等を業として行うのであれば暗号資産交換業者としての登録（資金決済法第2条第2条第15項等）¹⁴の要否が問題となり得るため、留意が必要である。

6. 本条第1項第⑬号は、投有責法第3条第1項第12号及び投有責法施行令第5条を踏まえ、余裕金の運用について規定するものである。
7. 本条には、フィーダー・ファンド（Feeder Fund）について規定する条項を置くことも考えられる。フィーダー・ファンドは、あるファンド（Master Fund）に投資家が直接投資を行うことで生じる法規制や租税に係る問題点を回避することを目的として、当該ファンドへの間接的な投資を実現するために組成されるファンドである。仮に本組合をマスター・ファンドとして、別途フィーダー・ファンドを組成する必要性が見込まれる場合、本条において、無限責任組合員による「フィーダー・ファンド」の組成及び当該フィーダー・ファンドの構成員が間接的に保有する本組合の持分の取扱い等について定める規定を置くことになろう。以下は、本条においてフィーダー・ファンドについて規定する場合における条項の例である¹⁵。なお、フィーダー・ファンドとマスター・ファンドの運営者が同一である場合における自己取引等（金商法第42条の2第1号）又は運用財産相互間取引（同条第2号）に該当する取引については、第19条第8項又は第9項に則って行う必要がある点に留意すべきである。

第5条 本組合の事業

（略）

3. 無限責任組合員は、法律、規制、税務その他の観点から必要又は望ましいと判断する場合、特定の投資家を本組合に間接的に参加させることを目的とした他のファンド（以下「フィーダー・ファンド」という。）を自ら組成し、又はその指名する者をして組成させることができる。
4. フィーダー・ファンドの構成員は、適用法令等により許容される限りにおいて、本契約に別段の定めのない限り、それぞれが、フィーダー・ファンドを通じて間接的に保有する本組合の持分を本組合との関係において直接保有しているものとみなされ、本契約の規定の適用を受ける。
5. 無限責任組合員は、適用法令等により許容される限りにおいて、その裁量により、本組合がフィーダー・ファンドに関して負担する費用（以下「フィーダー関連費用」という。）をフィーダー・ファンドに負担させるとともに、フィーダー関連費用の支払いに必要な金銭をフィーダー・ファンドに対して分配される組合財産から差し引き、また、フィーダー・ファンドに対して、**[出資未履行金額の範囲内で、]**フィーダー関連費用の

¹³ 不動産特定共同事業の許可については、特に不動産の取得を予定していない限り通常は取得しないものと思われる。そのため、第5条第1項第⑭号(iii)において不動産の売買等について規定しないことも考え得る。

¹⁴ なお、前提として、投有責法第3条第1項第6号の2は、投有責組合による暗号資産のトレーディングを一般的に許容するものではない。また、暗号資産トレーディングを行うにあたっては、資金決済法上の暗号資産交換業規制との抵触も問題になり得る。

¹⁵ 英文契約書版3.7及び7.13(c)も併せて参照されたい。

支払いのためのキャピタル・コールを行うことができる。かかるキャピタル・コールについては、第8条第5項を準用する。

6. 無限責任組合員は、適用法令等により許容される限りにおいて、その裁量により、フィーダー・ファンドからキャピタル・コールに応じて払い込まれた金銭を、フィーダー関連費用の支払いに充てるための準備金（以下「フィーダー準備金」という。）として留保し、フィーダー準備金をフィーダー関連費用の支払いに充てることができる。かかる金銭は、フィーダー準備金として留保されている限りにおいて、本組合に出資されたものとみなされない。

8. 本条には、代替投資ビークル（Alternative Investment Vehicle（AIV））について規定する条項を置くことも考えられる。代替投資ビークルは、ある投資先企業等に対するファンドの投資が法規制¹⁶や租税の観点から合理的でない場合において、当該投資先企業等への投資を行うために別途組成される他のファンドのことをいう。仮に代替投資ビークルを設ける必要性が見込まれる場合、本条において無限責任組合員が代替投資ビークルを組成できる旨並びにその組成及び運用に係る諸条件を定めることになろう¹⁷。有限責任組合員による代替投資ビークルへの出資は、本組合への出資の代わりに行われるものであるから、代替投資ビークルにおける出資、分配、報酬及び費用の支払等については、本組合において行う場合と同視されるようにしなければならない。以下は、本条において代替投資ビークルについて規定する場合における条項の例である¹⁸。

第5条 本組合の事業

（略）

3. 無限責任組合員が、法律、規制、税務その他の理由により、ある投資案件に係るポートフォリオ投資の全部又は一部を代替的な投資ストラクチャーによって行うことが総組合員にとっての最良の利益となると合理的に判断する場合、無限責任組合員は、当該投資案件のために、本組合と並行して又は本組合に代わり投資を行うファンド（以下「代替投資ビークル」という。）を組成し、組合員に対して当該ポートフォリオ投資の全部又は一部について代替投資ビークルを通じて参加するよう要求することができる。この場合において、組合員は、本組合に対する出資履行と同じ範囲、目的及び条件により、かかる代替投資ビークルに対する直接の出資履行を求められるものとし、かかる出資履行は、本組合に対する出資履行がなされたときと同様に有限責任組合員の出資未履行金額を減少させるものとする。
4. 各組合員は、前項に基づきなされたポートフォリオ投資につき、当該ポートフォリオ投資が本組合により単独で行われていた場合と重要な点において同一の経済的利益を有す

¹⁶ クロスボーダー投資の実務においては、米国の対米外国投資委員会（The Committee on Foreign Investments in the United States（CFIUS））による規制やインドの商工省産業国内取引促進局（Department for Promotion of Industry and Internal Trade（DPIIT））による規制（PN3）その他の外資規制への抵触を回避する目的で代替投資ビークルの組成がなされるケースが多い。

¹⁷ 代替投資ビークルの組成については、様々なバリエーションがあるため、一概にその方法や法規制・税務に係る問題点を述べるのが困難である。

¹⁸ 英文契約書版 3.6 も併せて参照されたい。

るものとし、かかる代替投資ビークルのその他の条件は、可能な限り本組合の条件と実質的に同一であるものとする。

5. 代替投資ビークルを通じてポートフォリオ投資に参加した有限責任組合員については、適用法令等により許容される限りにおいて、本契約に別段の定めのない限り、代替投資ビークルではなく本組合を通じて当該ポートフォリオ投資に参加したものとみなして、本契約の規定を適用する。

第6条 本契約の効力発生日及び本組合の存続期間

1. 投有責法第3条第3項第6号及び第7号は、「組合契約の効力が発生する年月日」及び「組合の存続期間」を投有責組合契約書に記載すべきとしている。このことを踏まえ、本条第1項は本契約の効力が発生する年月日を、本条第2項は本組合の存続期間を、それぞれ規定している。また、本条第2項但書きは、存続期間の延長の方法について規定している。なお、投有責組合の存続期間の延長は、追加的な管理報酬の発生や組合財産の分配の遅延等に結びつき得るものであり、無限責任組合員と有限責任組合員との間での利害対立を生ぜしめるおそれのある事項であると考えられる。このことを踏まえ、本条第2項但書きは、無限責任組合員が存続期間を延長するにあたっては、有限責任組合員の同意を得ることとし、また、各有限責任組合員に対して当該延長について通知すべきとしている。
2. 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（昭和22年法律第54号。その後の改正を含み、以下「独占禁止法」という。）第11条第1項及び同項第4号本文は、銀行業又は保険業を営む会社の議決権取得・保有制限について、当該会社が投有責組合の有限責任組合員となり、組合財産として株式を取得し、又は所有することにより議決権を取得し、又は保有する場合を除外するとしている。但し、この除外規定は、①有限責任組合員が議決権を行使することができる場合、②議決権の行使について有限責任組合員が無限責任組合員に指図を行うことができる場合及び③議決権を有することとなった日から政令で定める期間（10年間）を超えて当該議決権を保有する場合には適用されない（同号但書き）。そのため、有限責任組合員に銀行業又は保険業を営む会社が含まれる場合においては、当該有限責任組合員が上記除外規定の適用を受けるため、存続期間を10年以内とすることが一般的である。もっとも、上記除外規定の適用を受けるためには、清算手続中における議決権の保有期間を合算してその要件を充足する必要がある点についても留意しなければならない。

なお、銀行法（昭和56年法律第59号。その後の改正を含む。以下同じ。）及び保険業法（平成7年法律第105号。その後の改正を含む。以下同じ。）においても、銀行業又は保険業を営む会社に係る上記の独占禁止法上の議決権取得・保有制限と同趣旨の制限及びその除外規定が定められているが（銀行法第16条の4第1項、第9項、第2条第11項、銀行法施行規則（昭和57年大蔵省令第10号。その後の改正を含む。）第1条の3第1項第3号、保険業法第107条第1項、第9項、第2条第15項、保険業法施行規則（平成8年大蔵省令第5号。その後の改正を含む。）第1条の3第1項第3号）、これらの法令上の制限については、平成25年の金商法等改正に伴い、上記③の場合でも除外規定の適用があるものとされた。これを受け、公正取引委員会は、投有責組合を通じて10年間を超えて議決権取得・保有制限に抵触す

る議決権を保有し、上記③の場合に該当することとなった有限責任組合員たる会社についても、キャピタルゲインを得ることを目的とした当面の期間の議決権の保有であると認められること等一定の要件を満たす場合には、独占禁止法第 11 条第 1 項但書きに基づき個別に認可することにより、かかる議決権の保有を認めるとの見解を公表している¹⁹。

第7条 登記

1. 本条第 1 項は、無限責任組合員について、投有責組合の事務所の所在地において本契約の効力の発生の登記を行うべきことを規定している。投有責法第 17 条は、登記事項として、「組合の事業」、「組合の名称」、「組合契約の効力が発生する年月日」、「組合の存続期間」、「無限責任組合員の氏名又は名称及び住所」、「組合の事務所の所在場所」及び「組合契約で（投有責法）法第 13 条第 1 号から第 3 号までに掲げる事由以外の解散の事由を定めたときは、その事由」を規定している。また、同法第 26 条第 1 項は、登記の申請について、無限責任組合員において行うべきことを規定している。そのため、本モデル契約においても、登記は、無限責任組合員において行うべきものとしている。
2. 投有責法第 18 条は、登記事項に変更が生じたときは、2 週間以内に、投有責組合の事務所の所在地において変更の登記をしなければならないと規定している。なお、同法第 26 条第 1 項は、同法第 18 条の規定による登記についても、無限責任組合員において行うべきと規定している。これを踏まえ、本条第 2 項は、登記事項に変更が生じた場合、無限責任組合員において変更の登記をすべきことを規定している。
3. 投有責法第 3 条第 1 項は、投有責組合契約の効力が契約締結によって発生すると規定している。それゆえ、登記は投有責組合契約の効力発生要件ではない。但し、同法第 4 条第 1 項は、登記事項について、登記の後でなければ、これをもって善意の第三者に対抗することができないと規定している。

第8条 出資

1. 投有責法第 6 条は、①組合員が出資一口以上を有しなければならないこと（同条第 1 項）、②出資の目的が金銭その他の財産に限られること（同条第 2 項）²⁰及び③出資一口の金額が均一でなければならないこと（同条第 3 項）を規定している。これらの規定に基づき、本条第 2 項は、組合員において所定の出資約束金額を上限額として本条第 3 項の規定に基づき本組合に対する払込みをすることを約する旨を規定している²¹。

なお、無限責任組合員に対して投資パフォーマンス向上のインセンティブを付与し、また、有限責任組合員の利益と無限責任組合員の利益を可及的に一致させるために、無限責任組合

¹⁹ 令和 4 年 11 月 1 日改定「独占禁止法第 11 条の規定による銀行又は保険会社の議決権の保有等の認可についての考え方」第 1 の 3

²⁰ 労務出資は認められない。

²¹ 各組合員の出資約束金額は、出資一口の金額以上であることを要する。

員に対し、無限責任組合員が有する出資口数の合計について、総有限責任組合員の出資口数の総数の一定割合（例えば、1%）を維持することを義務付ける条項を規定することも考えられる。本条第2項第2文は、そのような条項の一例である。

2. 本条第3項は、投資期間中における出資の方法を規定するものである。本モデル契約は、特定の目的に基づいて、予め合意した出資約束金額の枠内で、無限責任組合員の判断によりキャピタル・コールを行い得る方式を採用している。他方、少額の出資を繰り返すのは煩雑であるため、他の方式として、1回のキャピタル・コールで出資すべき金額を出資約束金額の一定割合という形で指定することもある（下記条項案 (i) 参照）。また、余資運用を制限するため、一定の金額まで出資金を使用した場合に限り次のキャピタル・コールを可能とすることもある（下記条項案 (ii) 参照）。

条項案 (i)

第8条 出資

(略)

3. 組合員は、投資期間中、出資未履行金額の範囲内で、無限責任組合員からの[]営業日前までの書面による通知（以下「キャピタル・コール通知」といい、キャピタル・コール通知による出資請求を「キャピタル・コール」という。）に従い、無限責任組合員が指定した日までに、無限責任組合員が指定する金額（但し、出資未履行金額の[]%を単位とする。）を組合口座に振込送金して払い込むものとする。

(略)

条項案 (ii)

第8条 出資

(略)

3. 組合員は、投資期間中、総組合員の出資履行金額の合計額の[]%以上が本組合の事業において費消された場合には、出資未履行金額の範囲内で、無限責任組合員からの[]営業日前までの書面による通知（以下「キャピタル・コール通知」といい、キャピタル・コール通知による出資請求を「キャピタル・コール」という。）に従い、無限責任組合員が指定した日までに、無限責任組合員が指定する金額につき、各組合員がその出資未履行金額に応じて按分した額を組合口座に振込送金して払い込むものとする。

(略)

4. なお、運用資産の規模その他の経済的実情に鑑み、キャピタル・コール方式ではなく、投有責任組合の組成時に出資金の全額を一括して払い込ませる方式を採用しているファンドも存在する。この方式を採る場合、本条第3項を以下のとおり改めるとともに、本契約のその他の規定に所要の変更を加えることとなろう。

第8条 出資

(略)

3. 組合員は、[]年[]月[]日までに、別紙1記載の当該組合員の口数に出資一口の額を乗じた合計金額全額を組合口座に振込送金して払い込むものとする。

(略)

また、全ての組合員の出資を一括払込みとする場合でなくても、例えば、一部の有限責任組合員において、キャピタル・コールに応じて出資を行う都度、当該組合員における内部決裁手続をとることが煩雑である等の理由から、当該組合員についてのみ、出資約束金額の全額を一括で払い込むことを認めることもある。しかし、この場合、当該払込金額の全額を出資として扱くと、当該組合員の出資割合が高くなり、投有責組合契約上規定されている出資割合に応じた取扱いや意思決定に影響が生じてしまうことから、本来キャピタル・コールに応じて出資すべき金額を超える部分については、出資金ではなく預り金として取り扱うことが考えられる。このような取扱いを検討する場合、預り金に対する規制（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律第2条）に留意する必要がある。

5. 海外ファンドにおいては、往々にして、ポートフォリオ投資ごとに有限責任組合員が出資の履行を免れ（Excuse）、又は無限責任組合員がある有限責任組合員を投資に参加させないものとする（Exclusion）契約条項が規定されていることがある。このような契約条項は、Excuse/Exclusion（以下「免除・除外」という。）条項と呼ばれる。免除・除外条項が設けられる場合、その発動により、組合員ごとに出資約束金額に対する出資未履行金額の割合が異なり得ることとなる²²。この場合、出資約束金額に応じたキャピタル・コールを行っていき、最終的に、一部の組合員については出資約束金額全額を使い果たしたものの他の組合員については出資約束金額全額を使い果たしていないという状況が生じ得る。このことを踏まえ、免除・除外条項（第9条）を置いている本モデル契約においては、出資約束金額に極力無駄が生じないようにするため、出資未履行金額をベースにキャピタル・コールを行うこととしている。
6. 本条第4項は、投資期間終了後における出資の方法を規定するものである。ファンドが投資対象とする資産の中には、非上場株式等、投下資本の回収に相当な期間を要するものも存在する。かかる実態を踏まえ、本モデル契約は、契約期間を、投資期間と投資期間終了後の回収のための期間に二分し、原則として、投資期間中に限って、本組合においてポートフォリオ投資を行うことができ、また、これに対応して、キャピタル・コールを行うことができることとしている。他方、投資期間経過後は、原則としてポートフォリオ投資を行うことができないが、一定程度の投資活動の柔軟性を確保できるように、①既存投資先への追加投資（Follow-on Investment）を目的とする場合と②投資期間終了前に本組合がポートフォリオ投資に関する基本合意書等（法的拘束力を有するものに限る。）を締結していた場合（かかる投資は Follow-up Investment と呼ばれることもある。）における投資については、例外的に行い

²² 同様に、出資の不履行が発生した場合においても、組合員ごとの出資約束金額に対する出資未履行金額の割合は異なり得ることとなる。

得ることとし、これらを目的としたキャピタル・コールも行い得ることとしている²³。①の場合におけるキャピタル・コールは、既になされた投資に重ねて行われるものであることを踏まえ、各組合員の対象持分割合の比率をベースに行うこととしている。他方、②の場合におけるキャピタル・コールは、第8条第3項に規定されるものと同様に、出資未履行金額に応じて行うこととしている。

なお、本条第4項は、①との関係では、出資された金額の累計額が出資約束金額の一定割合を超えないよう制限を設けているが、これに限らず、①及び②の例外について、投資期間経過後一定年数に限るといった時間的な制限を追加で設けることも考えられる。また、②については、株式売買契約の締結等、別の行為を以てメルクマールとすることも考えられる。そうした行為の内容等は、後日の争いを避ける観点から、予め、具体的かつ明確に定めておくことが適切である。

7. 本条第5項は、キャピタル・コール通知を行う際、①キャピタル・コールの目的（出資を受ける金銭の充当先の内訳も含む。）、②当該キャピタル・コール通知を受けた有限責任組合員が出資すべき金額、③払込日及び④ブリッジ・ファイナンスである場合はその旨を明示しなければならないとしている。もっとも、これはあくまで一例にすぎない。キャピタル・コール通知に記載すべき事項は、特段法定されていないため、各ファンドの方針に応じて適切に決定されることが望ましい。例えば、より詳細に規定するのであれば、ポートフォリオ投資の銘柄や代替投資ビークルの利用の有無、有限責任組合員に求められる出資履行の按分負担額を通知させること等も考えられる。なお、本条第5項は、免除・除外が生じた場合の追加的キャピタル・コールについては第9条第4項により、出資義務の不履行が生じた場合の追加的キャピタル・コールについては第13条第4項により、それぞれ準用される。
8. 本条第6項は、新規加入組合員が本組合に加入する際又は既存組合員が出資約束金額を増額する際（本モデル契約では、これらの組合員を「追加出資組合員」と定義している。）に出資すべき金額について規定するものである。本条第6項は、追加出資組合員について、出資金に加え、これに対する金利相当の手数料の金額の合計額を払い込むものとしている。かかる出資金は、本モデル契約において免除・除外（第9条）及びかかる出資金についての組合員への払戻し（本条第8項）が規定されていることも踏まえ、ポートフォリオ投資、組合費用及び管理報酬のそれぞれに対応させる形で算出すべきとしている。かかる金利相当の手数料もまた、ポートフォリオ投資（に対応する出資金）、組合費用（に対応する出資金）及び管理報酬（に対応する出資金）とそれぞれ対応させる形で算出される。これは、追加出資組合員に先行して出資していた投資家が当該追加出資組合員の加入又は出資約束金額の増額の時点までになされていた組合財産の運用に関して負担していたリスクを考慮して課せられているものである。なお、かかる出資の時点までに分配が行われていた場合、それに対応する部分については払込みを求めないことも考えられる。その場合の調整を可能にする規定が本条第7項の規定である。

²³ 投資期間経過後のポートフォリオ投資への制約に関しては、第21条第3項をご参照されたい。

9. 本条第7項(i)前段は、実行済みのポートフォリオ投資の価値の増減を考慮して追加出資組合員の出資金額を調整することを念頭に置いた規定である。本条第7項(i)後段は、免除・除外の規定を前提に、追加出資組合員についての免除・除外も加味して、追加出資時に出資すべき金額を決する必要があることを念頭に置いた規定である。本条第7項(ii)は、無限責任組合員がその裁量により追加出資組合員の払い込むべき金額を調整できる旨を規定するものである。
10. 追加出資組合員が加入時に払い込んだ額のうち管理報酬に充当すべき額以外の額については、そのまま組合財産として留保しておく取扱いもありうる。もっとも、本条第8項は、留保することにより投資ファンドとしての資金効率の低下が生じることを避けるため、他の組合員に対して、追加出資組合員が当初より出資していれば払い込まずに済んだ額及び利息相当分を払い戻すこととしている。また、本条第8項は、出資金として拠出された資金が一旦組合財産を構成し、その後他の組合員に対し出資金の払戻しが行われる形になり、利息については出資金とはならず直接他の組合員に支払われたのと同様に扱うこととしている。それゆえ、かかる追加出資は、本組合の組合財産の最終的な増加をもたらさないことになる（なお、管理報酬に充当すべき額及びこれに係る利息については、無限責任組合員が受領する。）。
11. 本条第9項は、追加出資組合員が、追加出資手数料の払込みにより、効力発生日に本契約に基づく権利及び義務を取得することを規定するものである。

第9条 組合員の出資義務の免除及び除外

1. 本条は、免除・除外について規定するものである。免除・除外とは、各ポートフォリオ投資におけるキャピタル・コールに基づく各有限責任組合員の出資義務につき、有限責任組合員の選択で免除を受けること、又は無限責任組合員の選択で特定の有限責任組合員をポートフォリオ投資から除外することである。免除・除外条項は、一定の属性の投資家²⁴にとっては重要なものである²⁵。
2. 本条第1項は、免除について規定するものである。免除が認められる場合は、法令やファンド加入時に無限責任組合員に通知された内部規定に違反する場合等、狭い範囲に限られるのが通常である。これは、出資を約束した有限責任組合員が容易に出資の履行を免れては投資ファンドとしての目的を達し得ないためである。また、本条第1項は、キャピタル・コール通知がなされてから一定期間内に免除の請求をすることを義務付けている。これに併せて、法律意見書の提出を義務付けることも考えられよう。さらに、本条第3項は、本組合における免除の発生を最小限にするため、有限責任組合員側も免除の事由となる状況を解決するように努めるべきとする努力義務を課している。

²⁴ 例えば、年金関係の投資家は一定の産業や事業等に投資することができない場合がある。かかる投資家にとっては、免除・除外の規定は重要なものである。

²⁵ 他方で、海外のファンド実務において当該規定が発動されることは稀であるとの指摘もある。免除・除外が発生した場合の損益の帰属については、第28条の解説を参照されたい。

3. 本条第2項は、除外について規定するものである。本条第2項における「他の組合員」は、必ずしも除外の対象となる組合員以外の組合員全員のことを指すものではない。本条第2項は、除外の条件として、重大な悪影響（Material Adverse Effect）を及ぼす可能性を規定している。本モデル契約は、除外の発生する状況が投有責組合の運営上極めて例外的なものであることを踏まえ、重大な悪影響の内容を詳らかにしていない。もっとも、ポートフォリオ投資から排除される有限責任組合員の不利益は一般的に軽視し難いものであるから、これを本条において予め限定列挙しておくことも考えられる²⁶。

なお、本条第2項はポートフォリオ投資から特定の有限責任組合員を事前に除外する措置について規定しているが、これに併せてポートフォリオ投資から特定の有限責任組合員を事後的に除外する措置についても本条で規定することが考えられる。以下は、本条においてかかる事後的な除外の措置について規定する場合における条項の例である²⁷。

第9条 組合員の出資義務の免除及び除外

(略)

3. 有限責任組合員は、無限責任組合員において、当該有限責任組合員によるポートフォリオ投資についての出資が、当該ポートフォリオ投資後の事情の変化により、本組合の業務又は他の組合員に重大な悪影響を及ぼす可能性を惹起するものになったと合理的に判断した場合、当該ポートフォリオ投資について、無限責任組合員が指定した日において出資から除外される。無限責任組合員は、当該有限責任組合員に対し、当該指定日の[]営業日前までに、かかる除外を行う旨について書面による通知を行わなければならない。
4. 無限責任組合員は、前項の規定による除外を行った場合、その理由となる投資証券等を処分し、当該処分により得られた処分収益を無限責任組合員と除外された有限責任組合員に分配することができる。この場合における投資証券等の処分及び当該処分により得られた処分収益の分配については、第29条第2項から第5項まで及び第7項から第10項までを準用する。但し、かかる分配に関して生じる費用は、除外された有限責任組合員において負担するものとする。

(略)

4. 本条第4項は、免除・除外が生じ、特定の組合員からの出資が行われなかった場合、投資に必要な資金が足りなくなることもあることから、他の組合員に対して追加でのキャピタル・コールを行い得るよう規定するものである。本条第4項のキャピタル・コールに係る通知期間は、実務上、第8条第3項及び第4項のキャピタル・コールに係る通知期間よりも短く設定されることが多い。そのため、本条第4項は、通知期間について第8条第3項及び第4項を準用していない。なお、本モデル契約は、一度免除・除外の規定により投資から排除された組合員について、その後同一の投資先事業者等に対する追加投資においても投資から排除されることを前提としている。

²⁶ 英文契約書版 9.10(c)を参照されたい。

²⁷ 英文契約書版 9.10(a)も併せて参照されたい。

第10条 投資期間並びにその延長、中断及び早期終了

1. 本条第1項は、投資期間について規定するものである。投資期間の延長は、ファンドの運営上極めて重要な事柄であるため、一定割合以上の出資口数を有する有限責任組合員の同意又は諮問委員会の承認をその条件としている。
2. 本条第3項から第5項までは、投資期間の中断及び早期終了の事由として、主要担当者の喪失及び無限責任組合員についてのチェンジ・オブ・コントロール（以下これを規定する条項を「CoC条項」という。）を規定している。
3. 主要担当者の喪失による投資期間の中断及び終了を定める条項は、キーパーソン条項と呼ばれるものである。キーパーソン条項は、無限責任組合員の役員・従業員のうち特定の者がファンド運営に関与することを期待して有限責任組合員がファンドに出資する場合に規定される。しかし、無限責任組合員における社内やグループ会社との間の人事異動により担当者が頻繁に変更されるファンドにおいてキーパーソン条項を設けるのは、現実的ではない。キーパーソン条項の要否やキーパーソンの人数設定如何は、上記のようなファンドの性質のほか、投資家が無限責任組合員の何を信頼して出資するのか²⁸も踏まえて決定されるべきものである。なお、キーパーソンを複数の層に分け、最も重要なキーパーソンと他の層のキーパーソンとでキーパーソン条項の発動の条件及び効果を異なるものとするとも考えられる。また、キーパーソン条項には、本モデル契約のように主要担当者の喪失により自動的に発動するものと有限責任組合員の投票により発動するものがあり得る。
4. キーパーソン条項やCoC条項の発動の効果については、本モデル契約のように投資期間の中断及び早期終了に結びつける建付けのほか、投有責組合の解散という効果に結びつける建付けもあり得る。

第11条 出資約束金額の減額

1. 本条第1項は、効力発生日から一定期間経過時点において、総組合員の出資約束金額の合計額に対する投資総額（当該時点において予定されている投資に係る投資金額を加算する場合もありうる。）の割合が一定の数値を超えていない場合には、事業年度末に、無限責任組合員がその旨を各有限責任組合員に通知するものとしている。
2. 本条第2項は、一定割合以上の出資口数を有する有限責任組合員において、本条第1項の通知を踏まえた出資約束金額の減額請求を行い得ることを規定している。

²⁸ 例えば、無限責任組合員の有する人的経営資源（スタッフの数やグループ会社とのネットワーク等）やトラックレコード等が考えられる。

3. 本条第3項は、①有限責任組合員から本条第2項に規定する減額請求がなされた場合又は②無限責任組合員において出資約束金額の減額が必要であると合理的に判断する場合、無限責任組合員が減額の是非等を決定することとしている。
4. 本条第3項が減額の是非等の最終的な決定権を無限責任組合員に付与しているのは、無限責任組合員が善管注意義務に従い諸般の事情を踏まえて判断する結果に委ねる趣旨である。他方、一定の割合の有限責任組合員からの請求を条件として無限責任組合員に減額義務を課すという構成も考えられる。かかる構成を採る場合、出資約束金額の合計額に対する投資総額の割合が本条第1項の基準を満たさなくとも、本契約期間の残存期間における新規投資先への投資予定額を含めれば基準を満たすというときには、有限責任組合員に減額請求権を生じさせない建付けとし、無限責任組合員と有限責任組合員間の権利義務関係の調整を図ることもあり得る。

第12条 追加出資及び出資金の払戻し

1. 本条第1項は、本契約に規定される場合又は総組合員が同意した場合を除き、組合員が出資義務を負わない旨を規定するものである。
2. 本条第2項は、払込みがなされた出資金について原則として払戻しがなされない旨を規定するものである。
3. 本条第3項は、例外的に出資金の払戻しがなされる場合について規定するものである。余剰資金の払戻しの規定（本条第3項として記載されている条項）を盛り込む場合、例外的な払戻事由は、本条第3項各号に列挙することになる。特定の投資案件を前提とせずにキャピタル・コールを行うことを認める方式を採用する場合には、無限責任組合員において余剰資金を組合財産として保持することをさほど懸念しないのが通常と思われるため、キャピタル・コールの頻度等を勘案して規定の可否を検討することとなるであろう。また、特定の投資案件を前提としてキャピタル・コールを行う方式を採用する場合でも、事務の煩雑さを勘案して払戻しの規定を設けないことが考えられる。本条第3項各号は、払戻しを行う場合、本組合の費用の支払いのために合理的に必要と見込まれる額及び他のポートフォリオ投資のために合理的に必要と見込まれる額を本組合に留保できるものとしている。さらに、本条第3項柱書きは、払い戻された資金が再度キャピタル・コールの対象となる旨を規定している。なお、本モデル契約のように免除・除外の規定を前提とする場合、投有責組合に留保された資金を別のポートフォリオ投資に用いることを可能にするのであれば、当該資金を用いるポートフォリオ投資に係る情報を事前に組合員に提供し、組合員が投資から免除・除外を受ける機会を確保する必要がある。また、それ以外の場合にもキャピタル・コールに関して投資案件の情報等を提供している場合にはそうした別のポートフォリオ投資についての情報等を提供することが適切であると思われるため、これらの点を本契約において規定することも考えられる。

第13条 出資払込等の不履行

1. 本条第1項は、組合員が本契約上の支払義務の履行を怠った場合に負担する遅延損害金について規定するものである。組合員は、自己について支払義務の履行の懈怠がある場合、本組合に対しその不履行に基づく損害を賠償しなければならない。なお、支払義務の履行の懈怠は、第39条及び第40条において、有限責任組合員と無限責任組合員のいずれについても除名事由とされている。なお、キャピタル・コールに対する組合員の支払義務の不履行に対して遅延損害金として支払われた金銭は、「特別収益」の定義（第1条）に該当するため、第29条第2項第③号の規定により組合員に分配されることになる。
2. 本条第2項は、支払義務の履行の懈怠に基づく損害賠償義務について規定するものである。なお、投有責法第16条は、金銭出資を怠った者の責任について規定した民法第669条を準用している。
3. 本条第3項は、いずれかの組合員の支払義務の履行の懈怠をもって他の組合員が支払いを拒絶できないことを規定するものである。民法第667条の2第1項は、民法上の組合契約について同時履行の抗弁権の適用がないことを規定しており、投有責法第16条はかかる民法第667条の2第1項を準用している。本条第3項は、このことを踏まえ、本契約についても同時履行の抗弁権の適用がないことを確認する趣旨で規定されているものである。
4. 殊に特定の投資案件を前提としてキャピタル・コールを行うファンドにおいては、有限責任組合員による投有責組合契約上の支払義務の不履行が生じた場合、速やかに当該不履行分に相当する資金を改めて調達する必要がある。その場合、①不履行を起こした有限責任組合員以外の有限責任組合員に対して、かかる不履行を補うため追加的なキャピタル・コールを行うこと（本条第4項参照）や②第三者から一時的に借入れを行うこと（第15条）等が考えられる。
5. 組合員による投有責組合契約上の支払義務の不履行に関しては、上記のような不履行が生じた場合における賠償の規定のほか、組合員のかかる不履行を防止するため、意図的に厳しい制裁を定める規定を設けることが多い。代表的な制裁の例としては、本条第6項に定めるように、①投有責組合における意思決定に係る議決権を停止する、②将来の投資に参加させない（出資約束金額を出資履行金額まで減額する）、③分配金を没収し、又は組合財産の分配比率を一定割合（100%とされる場合も少なくない）削減するといったものがある。そのほか、④諮問委員会の委員としての資格の剥奪、⑤ファンド持分の無償での没収、さらには⑥除名（投有責法第12条第4号）による脱退（第39条及び第40条に定める除名事由を超え、一定割合の有限責任組合員の同意又は意思決定を経ることなく直ちに除名させられるもの）といった制裁が規定されることもある。また、⑦投有責組合契約上の支払義務の不履行を生じさせた有限責任組合員について、そのファンド持分の他の組合員への譲渡を強制する規定を定める例もみられ、その譲渡価額を持分相当額より低い額として設定する場合もある。この場合、価額によっては税務上の評価に留意が必要である。

6. 本条において天災等を理由とする出資履行義務の免除について規定する条項を置くことも考えられる。もっとも、これを規定する場合、免除の条件を無限責任組合員にとって明確なものとしなければ、キャピタル・コールの安定性が損なわれ、延いては本組合の運営の安定性も損なわれる可能性がある。

第14条 無限責任組合員の権限

1. 投有責法第7条第1項は、投有責組合の業務について、無限責任組合員がこれを決定し、執行することを規定している。本条第1項は、投有責法第7条第1項を踏まえ、本組合の無限責任組合員の業務の具体的内容を規定するものである。
2. 本条第2項は、無限責任組合員について、原則的には自らが業務執行を行う義務（自己執行義務）を負っているとしつつ、本契約において明記されている場合には、その裁量及び責任において、本組合の業務を第三者に委任することを許容する趣旨の規定である。本条第1項第④号は、投有責組合において想定される業務の第三者への委任が許容されることを規定しているが、このような規定の仕方のほか、無限責任組合員が広く履行補助者を利用できることを規定しておくことも考えられる。なお、本条第2項における「**[その他本契約の規定]**」において許容されている場合」は、本契約の他の条項において、業務執行の委任を認める規定が設けられた場合に挿入することとなる文言である。
3. 投有責法第7条第4項は、投有責組合における一部の組合員の有限責任の前提として、投有責法が予定する事業に含まれない行為について、組合員による追認が否定されることを規定するものである。ここでいう投有責法が予定する事業は、同法第3条第1項に規定される事業及び一体業務のことをいう。本条第3項は、かかる法律上の制限を確認する規定である。
4. 本モデル契約は、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務の届出を行い、ファンド持分の取得勧誘（自己募集）及び組合財産の運用（自己運用）を行うことを前提としている。しかし、仮に、無限責任組合員が、①ファンド持分の取得勧誘（金商法第2条第8項第9号）については第二種金融商品取引業に係る登録を受けた金融商品取引業者に委託し、②組合財産の運用行為については、定義府令第16条第1項第10号所定の要件を充足する形で、投資運用業登録を受けた金融商品取引業者との間で投資一任契約（金商法第2条第8項第12号ロ）を締結し、組合財産の運用を行う権限の全部を当該金融商品取引業者に委託すれば（同項、金商令第1条の8の6第1項第4号）、当該無限責任組合員は、自己募集及び自己運用のいずれも行わないものとして、適格機関投資家等特例業務の届出なしに本組合の無限責任組合員を務めることができる。なお、定義府令第16条第1項第10号所定の要件を充足するためには、投有責組合契約及び投資一任契約に以下の事項についての規定を置くことが必要である。
 - (i) 投有責組合契約において、金融商品取引業者に運用権限を全部委託する旨、当該金融商品取引業者の名称、当該投資一任契約の概要、当該投資一任契約に係る報酬の額又は計算方法の定めがあること

- (ii) 投有責組合契約及び投資一任契約において、当該金融商品取引業者が有限責任組合員に対して忠実義務及び善管注意義務を負う旨の定めがあること
 - (iii) 投有責組合契約及び投資一任契約において、当該金融商品取引業者が、原則として自己取引等又は運用財産相互間取引をできない旨の定めがあること
5. 本条には、有限責任組合員の背後に複数の者が存在する場合において実態に即した対応を行うため、有限責任組合員の持分を可分的に取り扱うことを認める条項を置くことも考えられる。以下は、本条においてかかる可分的な取扱いについて規定する場合における条項の例である²⁹。

第14条 無限責任組合員の権限

(略)

4. 無限責任組合員は、適用法令等により許容される限りにおいて、個別の同意に基づき、不履行有限責任組合員に対する措置、有限責任組合員からの同意の取得及び免除又は除外に係る規定の適用にあたって、これらの適用を受ける有限責任組合員の持分及び本契約上の地位を可分的に取り扱うことができる。

第15条 借入れ並びに債務の保証及び担保権の設定

1. 本条は、本組合による借入れ並びに債務の保証及び担保権の設定（以下「借入れ等」という。）について規定するものである³⁰。投有責組合は、民法上の組合と異なり、一部の組合員について有限責任性が確保されている。したがって、投有責組合は、理論上、組合員の出資金のみならず借入金をも原資として投資を行いやすい制度になっている。そのため、実務上も、①キャピタル・コールを俟たずに買収資金を適時に調達するための借入れ、②投有責組合の負担する費用の支払いのための借入れ並びに③有限責任組合員がキャピタル・コールに基づく出資義務を懈怠した場合に、当該有限責任組合員が出資すべきであった金額の資金を一時的に穴埋めするための借入れ等を想定し、借入れを許容する条項を置いている例がある。本条も、かかる国内の投有責組合における近時の実務動向や海外のリミテッド・パートナーシップ契約を踏まえ、目的や上限等による一定の制限の下、本組合による借入れ等を許容することとしている。
2. 投有責組合による借入れ等は、投有責組合の財務に重大な影響を与え得るものであり、有限責任組合員が強く関心を持つ事項である。そのため、以下のとおり、本条第1項から第3項までにおいては、これらに幾つかの制限を設けている。なお、本条に規定される「借入れ」は、単なるローンでの借入れのみならず、極度額を定めた融資枠の設定及びこれに基づく融資を受けることも含む。

²⁹ 英文契約書版 7.5 も併せて参照されたい。

³⁰ 本条に規定する借入れ等は、一体業務として整理される（石川・前掲注(6)49頁）。

3. 本条第1項は、いわゆるサブスクリプション・ファイナンス（Subscription Finance）としての本組合による借入れについて規定するものである。実務においては、キャピタル・コール権に担保権を設定して借入れを行い、有限責任組合員からの出資を待たずに投有責組合からの支出を行う場合がある。このような場合における担保権設定及び借入れをサブスクリプション・ファイナンスという³¹。サブスクリプション・ファイナンスは、ファンドの資金調達幅を拡げ得るものとして、昨今の実務において注目されている。また、細かな資金需要についてはキャピタル・コールではなくサブスクリプション・ファイナンスにより対応することとすれば、キャピタル・コールの頻度を少なくすることができ、無限責任組合員と有限責任組合員の双方について事務的な負担を軽減することができるとの意見もある。本条第1項は、サブスクリプション・ファイナンスとしての本組合による借入れについて、①目的、②借入期間の上限及び③金額の上限を定めているが、これらは各ファンドの方針等に応じて調整されることとなる。また、本条第1項は、サブスクリプション・ファイナンスの特性を踏まえ、特に「キャピタル・コール権」をサブスクリプション・ファイナンスにおける担保権設定の対象として規定している。これはサブスクリプション・ファイナンスにおける担保権設定の対象から「キャピタル・コール権」以外の資産を排除する趣旨まで含意するものではないが、明確性の観点から、組合口座³²や本組合のその他の資産への担保権設定が可能であること等について予め規定しておくことも考えられる。なお、かかる組合口座等への担保権設定について明記する場合、文言上、これが本条第2項ではなく本条第1項の適用を受けるものであることを明確にしておくことが望ましい。
4. 本条第2項は、キャピタル・コール権を除く組合財産一般を担保として行われる本組合による借入れ（以下「NAVファイナンス」という。）について規定するものである。NAVファイナンスも、サブスクリプション・ファイナンスと同様、ファンドの資金調達幅を拡げ得るものとして、昨今の実務において注目されている。また、NAVファイナンスを投有責組合契約に規定しておくことで、ファンドは、出資未履行金額の減少によりサブスクリプション・ファイナンスの利用が難しくなった場合であっても、借入れを活用した投資手法を採ることができる。本条第2項は、NAVファイナンスについて、①目的、②諮問委員会の承認及び③金額の上限を定めているが、これらは各ファンドの方針等に応じて調整されることとなる。また、本条第2項は、NAVファイナンスの条件をシンプルなものとしているが、場合によっては、本組合の財務状況や時期等に応じてより詳細な条件を定めることもあり得ると考えられる。
5. 本条第3項は、ポートフォリオ投資に関連して行われる債務の保証及び担保権の設定について規定するものである。これは、主にバイアウト・ファンドにおける実務を意識した規定である。バイアウト・ファンドによる投資の実務では、ポートフォリオ投資にあたって、投資の媒介となる中間ビークル（特別目的ビークル（SPV））の組成・利用が広く行われており、かかるSPVにおいて、投資収益率の向上等のため借入れを行うことがある。また、バイアウト

³¹ サブスクリプション・ファイナンスは、組合員の信用力に依拠した資金調達方法である点に特徴がある。

³² 実際に担保権の設定対象となるのは、組合口座に係る預金契約上の預金返還請求権である。したがって、文言としても、単に組合口座への担保権設定とするのではなく、組合口座に係る預金契約上の預金返還請求権への担保権設定とすることが考えられる。

トに際して、最終的な投資先の既存借入金をリファイナンスしたり、運転資金のために融資枠を設定したりすることもあり、その際、貸付人より、バイアウト・ファンドが保有する当該 SPV の株式等を担保として提供するよう求められることも多いものと思われる。こうしたことを踏まえ、本条第 3 項は、ポートフォリオ投資のために用いる SPV 及び最終的な投資先の信用補完のため、債務保証及び組合財産の担保提供を一定の制限の下で行い得ることを明記している。

6. 本条第 4 項は、サブスクリプション・ファイナンスとの関係で組合員に求められる対応について規定するものである。本条第 4 項に規定される「合意書その他の書面」の内容は、より詳細に規定することも考えられる。本条第 4 項は、あくまでサブスクリプション・ファイナンスが行われる場合のみを対象としているが、本条第 4 項の内容次第では、その他の借入れ等が行われる場合を対象として含めても差し支えない。以下は、「合意書その他の書面」の内容を詳細に規定し、かつ、これに併せて借入れ等が行われる場合全般を本条の適用対象として規定する場合における本条第 4 項の例である（下線部は、本モデル契約の本条第 4 項と異なる部分である。）³³。

第 15 条 借入れ並びに債務の保証及び担保権の設定

(略)

4. 無限責任組合員が本条の借入れ、債務の保証又は担保権の設定（以下「借入れ等」という。）を行う場合、組合員は、当該借入れ等の貸付人による合理的な要請に従い、それぞれの出資約束の条件の確認、財務情報の提供、キャピタル・コール権への担保権の設定及び当該貸付人に対する抗弁権の放棄に関する承諾書の提出、法律顧問の意見書の提出並びに次の各号に規定する事項を内容とする合意書その他の書面の締結に応じるものとする。

- ① 組合員において自己に対する組合財産の分配が借入れ等に係る債務の弁済に劣後することに合意すること
- ② 組合員において自己に対する第 41 条に基づく払戻しが借入れ等に係る債務の弁済に劣後し、かつ、その脱退によってもなお当該借入れ等に係る自己の出資義務が存続することに合意すること
- ③ 組合員において借入れ等に係る債務が完済されるまで本組合の解散を行わないことに合意すること

(略)

第 16 条 無限責任組合員の注意義務

無限責任組合員は、投有責組合の業務執行に際し、受任者としての善管注意義務を負う（投有責法第 16 条・民法第 671 条・同法第 644 条）。また、無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として投有責組合の自己運用を行う場合、金商法第 42 条第 2 項に基づく善管注意義務及び同条第 1 項第 3 号に基づく有限責任組合員に対する忠実義務を負う（同法第 63 条第

³³ 英文契約書版 7.6 も併せて参照されたい。

11 項、第 42 条第 1 項第 3 号及び同条第 2 項)。本条は、これらを踏まえ、無限責任組合員がその業務執行について負う善管注意義務及び忠実義務を明示的に規定している。

第17条 有限責任組合員の権限

1. 本条第 1 項は、無限責任組合員が投有責組合の業務を執行することについて規定する投有責法第 7 条第 1 項を踏まえ、有限責任組合員が業務執行権及び代表権を有しない旨を確認する規定である³⁴。
2. 本条第 2 項は、独占禁止法第 11 条第 1 項に定める議決権保有の制限からの除外規定（同項第 4 号但書き）の適用の確保を図るために規定したものである。独占禁止法第 11 条第 1 項本文は、銀行業又は保険業を営む会社による他の会社の議決権保有を原則として制限しており、同項第 4 号本文は、その例外として、銀行又は保険会社が投有責組合の有限責任組合員となり、組合財産として株式を取得し又は所有することにより議決権を取得又は保有する場合、かかる制限の適用外としている（第 6 条解説 2.参照）。但し、同項第 4 号本文は、同解説記載の③「議決権を有することとなった日から政令で定める期間を超えて当該議決権を保有する場合」のほか、①「有限責任組合員が議決権を行使することができる場合」及び②「議決権の行使について有限責任組合員が投資事業有限責任組合の無限責任組合員に指図を行うことができる場合」には適用されない（同号但書き）。このことを踏まえ、第 14 条において投資証券等に関する議決権の行使を無限責任組合員の業務執行権限に属する行為としていることに加え、本条第 2 項は、有限責任組合員が無限責任組合員に対し議決権の行使についての指図を行うことができないことを明確にしている。
3. 本条第 3 項から第 5 項までは、有限責任組合員による本組合の業務及び財産の状況の検査権を規定している。投有責法上、各組合員は、投有責組合の業務及び組合財産の状況についての検査権を有しており（投有責法第 16 条・民法第 673 条）、また、「営業時間内は、いつでも、財務諸表等並びに前項の組合契約書及び意見書の閲覧又は謄写を請求することができる。」とされている（投有責法第 8 条第 3 項）。加えて、第 26 条第 1 項は投有責法第 8 条第 3 項に規定されている財務諸表等及び意見書が組合員に直接送付されることを規定している。本条第 3 項は、有限責任組合員について、これらの書類のみならず、四半期財務情報等、本組合の会計帳簿及び記録についても閲覧及び謄写ができる旨を規定している。なお、本モデル契約は、本条第 3 項から第 5 項までに規定される有限責任組合員の権利について、不履行有限責任組合員であっても行使できることとしている。これは、無限責任組合員側に問題があった場合に有限責任組合員が出資義務の履行を拒むケースがあり得ることを考えると、当該有限責任組合員から本条第 3 項から第 5 項までに規定される権利を剥奪するべきでないとの考慮による。

³⁴ 無限責任組合員と有限責任組合員が 1 社ずつであり、かつ、有限責任組合員が無限責任組合員の親会社であるといったような投有責組合においては、有限責任組合員が無限責任組合員の投資判断を左右することがないような体制を構築する必要がある。

4. 本条第4項は、本組合の業務及び財産の状況の検査について、監査法人又は公認会計士を通じて行うことができることを規定するものである。
5. 本条第5項は、有限責任組合員による本組合の業務及び財産の状況についての書面による質問権を規定するものである。本条第5項に規定する書面による質問及びこれに対する回答も、第49条第2項の規定により、電磁的方法によりなし得る。
6. 本条第6項は、税法上の恒久的施設³⁵（所得税法第2条第1項第8号の4、法人税法第2条第12号の19）に関する規定である。

国内にある恒久的施設を通じて事業を行う組合の組合員である非居住者又は外国法人（以下「非居住者等」という。）は、国内に恒久的施設を有する非居住者等（所得税法第164条第1項第1号、法人税法第141条第1号）に該当するものとして取り扱われ、組合が当該恒久的施設を通じて行う事業から生ずる国内源泉所得（所得税法第161条第1項第1号及び第4号、法人税法第138条第1項第1号）について国内で課税されるのが原則である。

しかし、投有責組合の有限責任組合員である非居住者等については、共同で投有責組合の事業を行う事業者というよりも、投有責組合の事業に対して投資を行う投資家に近いという実態に鑑み、一定の要件を満たす者であれば、国内に恒久的施設を有しないものとみなされ（外国組合員に対する課税の特例。租税特別措置法第41条の21、第67条の16）、組合の事業から生ずる国内源泉所得について国内では原則非課税とされる（所得税法第164条第1項第2号、法人税法第141条第2号）。また、非居住者等が行う内国法人の発行する株式等の譲渡による所得は、事業譲渡類似株式譲渡（非居住者等が、内国法人の他の特殊関係株主等（所得税法施行令（昭和40年政令第96号。その後の改正を含み、以下同じ。）第281条第4項、法人税法施行令（昭和40年政令第97号。その後の改正を含み、以下同じ。）第178条第4項）とともに、一定時点で当該内国法人の発行済株式等の総数の25%以上に相当する株式等を所有している場合に、同一年又は同一事業年度内に合計で当該内国法人の発行済株式等の総数の5%以上に相当する株式等を譲渡した場合の当該譲渡をいう。所得税法施行令第281条第6項、法人税法施行令第178条第6項）等一定のものに限って課税対象とされる（所得税法第161条第1項第3号、所得税法施行令第281条第1項第4号、法人税法第138条第1項第3号、法人税法施行令第178条第1項第4号）、組合員である非居住者等が組合を通じて内国法人の発行する株式等を譲渡した場合は、事業譲渡類似株式譲渡の要件該当性について、当該組合の組合員全員を「特殊関係株主等」に含めて判断することになる（所得税法施行令第281条第4項第3号、法人税法施行令第178条第4項第3号）。したがって、組合単位で内国法人の発行済株式等の総数の25%以上に相当する株式等を所有し、5%以上に相当する株式等を譲渡した場合には、組合員である非居住者等の組合に対する持分の保有割合にかかわらず、当該譲渡による所得が課税対象とされるのが原則であるが、外国組合員に対する課税の特例と同様の趣旨から、投有責組合の有限責任組合員である非居住者等のうち、一定の要件を満たす者が行った内国法人の発行する株式等の譲渡については、「特殊関係株主

³⁵ 一般的に、「Permanent Establishment」又はそれを略した「PE」と呼ばれる。

等」に当該投有責組合の他の組合員を含めないものとされ、事業譲渡類似株式譲渡の要件該当性の判断は、組合員単位で行われることになる（外国組合員の課税所得の特例。租税特別措置法施行令第26条の31、第39条の33の2。以下、外国組合員に対する課税の特例及び外国組合員の課税所得の特例を「税制特例」と総称する。）。

有限責任組合員である非居住者等が税制特例の要件を満たすためには、当該非居住者等が、投資組合事業に係る業務執行又は業務執行の決定についての承認、同意その他これらに類する行為（以下「税法上の業務執行承認」という。）を行わないことが求められるため（租税特別措置法第41条の21第1項第2号、租税特別措置法施行令第26条の30第1項第3号、第26条の31第1項第2号）、外国有限責任組合員が税制特例の適用を受けるためには、有限責任組合員に認められる権限の行使が、税法上の業務執行承認に該当しないことが必要となる。

そのため、有限責任組合員の権限に関する個別の規定（例えば、第17条第2項等）は、有限責任組合員の当該権限が、税法上の業務執行承認に該当しないようなものとしておく必要がある。しかし、場合によっては、有限責任組合員の権限規定が、税法上の業務執行承認に該当するのではないかとの疑義が生じる可能性もあるところ、かかる契約条項における解釈基準として、第17条第6項のような規定を設けることが考えられる。第17条第6項では、本契約における有限責任組合員の権限に関する個別の規定が税法上の業務執行承認に該当するのではないかとの疑義がある場合において、当該規定を制限的に解釈することとしている。なお、第17条第6項はあくまで、疑義が生じる場合の解釈指針たる規定に過ぎないため、それを超えて、明らかに税法上の業務執行承認に該当する承認権限が有限責任組合員に与えられている場合にも税制特例の要件が具備される効果を導こうとすることを意図したものではない点に留意されたい。あくまで、投有責組合契約書の作成においては、まず、個別の権限規定において税法上の業務執行承認に該当しないよう規定を整備することが目指されるべきである。また、有限責任組合員の権限行使の運用の実態においても、外国有限責任組合員の権限行使が税法上の業務執行承認に該当しないよう留意する必要がある。

第18条 組合員集会

本条は、組合員集会について規定するものである。有限責任組合員は、組合の業務及び組合財産の状況についての検査権等を有するが（第17条第3項から第5項まで）、通常、定期的に受領する財務諸表等その他の書面を通して業務・組合財産の状況を確認することがその組合員としての活動の中心となる（第26条）。本条第1項は、これに加え、無限責任組合員から直接報告を受け、それに対する意見具申をし、質疑応答の機会を行う場として、定期の組合員集会を、毎年一回、第26条第1項に定める財務諸表等の送付後速やかに（遅くとも毎事業年度終了後[]営業日以内に）開催すべきことを規定している。さらに、本条第2項は、定期的な開催のみならず、臨時に組合員集会を開催できることを定め、その際の要件を規定している。そして、本条第3項は、有限責任組合員が組合員集会において組合財産の運用等につき意見を述べるができることを規定している。本条第4項は、昨今において組合員集会がオンラインで行われる事例が増えてい

ることも踏まえ、会議通話等の手段による組合員集会の開催が可能であることを規定している³⁶。

第19条 利益相反

1. 無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として自己運用を行う場合、法令上の忠実義務を課される（金商法第 63 条 11 項、第 42 条第 1 項）。この忠実義務は、無限責任組合員において投有責任組合又は有限責任組合員の利益の犠牲の上に自己又は第三者の利益を図ってはならないとする一般的な義務を、その一内容として含む。本条は、この無限責任組合員の一般的な義務を前提に、一定の場面に関し、法令又は本契約上無限責任組合員に課される具体的な義務の内容を規定するとともに、業務執行を担当しない有限責任組合員にはこのような義務が課されないことを確認的に規定するものである。
2. 本条第 2 項は、無限責任組合員において本組合の事業と同種又は類似の事業を行うことがどのような条件で許容されるかを規定している。

無限責任組合員が本組合の管理及び運営以外に他のファンドの管理及び運営に従事する場合、本組合と当該他のファンドとの間で利害の対立する状況が生じるおそれがある。例えば、無限責任組合員が新たな投資案件を獲得した際、いずれのファンドからどれだけ出資するかという投資機会の配分の問題が生じる。また、無限責任組合員が複数のファンドの管理及び運営を行う場合、無限責任組合員の時間的・精神的リソース等が本組合の運営に集中的に投下されず、本組合において十分なリターンを確保できない状況が生じるおそれがある。これらを踏まえ、本条第 2 項は、①投資総額並びに組合費用及び管理報酬にあてられた出資履行金額（及びこれらに充てられることが合理的に見込まれる出資履行金額）の合計額が一定額に達するまで又は②遅くとも投資期間が終了するまでは、諮問委員会（第 20 条参照）の委員の一定数又は一定の出資口数を有する有限責任組合員の同意を得ることなく、本組合の事業と同種又は類似の事業を行うこと等を認めないこと³⁷を規定している。本条第 2 項により、無限責任組合員は、一定の段階までは自ら又は他のファンドのために投資活動を行うことができなくなるが（承継ファンドの組成は投資活動を開始しない限り許容される）、その反面、当該一定の段階までは、投資機会の配分の問題やリソースの分散といった問題も生じないこととなる。

なお、本条第 2 項もあくまで一つの例示に過ぎず、実務においては、各ファンドの方針等に応じた規定を設けることが適切であると考えられる。

³⁶ 組合員集会がオンラインで行われる場合、無限責任組合員は、そのために必要となる会議電話の設置等の手配を行うことになる。

³⁷ 承継ファンドの組成は、本条第 2 項(ii)括弧書きにより、本条第 2 項の適用対象外としている。本条第 2 項(ii)括弧書きは、①承継ファンドの運用を円滑に開始するためには可能な限り早い段階での組成を認めるほうが望ましいこと及び②組成のみであれば、本組合との関係で投資機会の配分の問題が生じず、割かれるリソースも少ないと考えられることを考慮して規定したものである。

3. 本条第3項は、共同投資ファンド（Co-Investment Fund）の組成等について規定するものである。実務上、投有責組合契約には、リスク分散の観点から、投資1件あたりの金額に制限を設ける条項が規定されていることが多い（第23条解説6.参照）。そして、このような制限によりファンド単体では必要な投資金額をまかなうことができない投資機会がある場合、当該投資機会に参加するために当該ファンドと共に投資を行う他のファンドを組成することが許容されることがある。このような場合における他のファンドは、共同投資ファンドと呼ばれている。本条第3項は、無限責任組合員による共同投資ファンドの組成を前提に、その組成や運用の条件について定めている。共同投資ファンドとして組成するピークルを指定したり、ファンドサイズの制限を設けたりする等、より詳細に規定することも考えられる。
4. 本条第4項は、無限責任組合員について、一定のファンド（既存ファンドや本組合が事業目的として掲げない内容の投資を行うファンド）の管理及び運営に従事することが認められることを本条第2項の例外として明確に定める場合を想定した規定である。
5. 本条第5項は、本組合と既存ファンド及び承継ファンドとの間での投資機会の配分について、無限責任組合員が適当と判断するところに従って行い得ることを確認的に規定するものである。
6. 無限責任組合員の他のファンドの組成に関する規律は、上記の方法以外にも、ファンドの性質や無限責任組合員の事業運営の方法等の個別具体的な状況によって様々なバリエーションがあり得る。
7. 本条第7項から第11項までの規定は、無限責任組合員と本組合との間での取引がどのような条件で許容されるかを規定している。なお、本条第6項は、有限責任組合員と本組合の取引が禁止されないことを注意的に規定している。これは、投有責組合の業務執行について有限責任組合員が何らの権限も有しておらず、有限責任組合員と投有責組合が取引を行っても、これが類型的に見て投有責組合にとって不利なものではないことを考慮して規定されている（第17条解説1.参照）³⁸。
8. 無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として、又は投資運用業に係る登録を受けて自己運用を行う場合、①自己取引等（無限責任組合員が自己又はその取締役若しくは執行役を相手方として、組合財産との間で取引を行うこと）及び②運用財産相互間取引（無限責任組合員が投資運用を行う複数の組合財産等の間で取引を行うこと）を行うことが原則として禁止されている（金商法第63条第11項、第42条の2第1号及び第2号。取締役・執行役以外の無限責任組合員の役員又は使用人との取引の禁止については、同条第7号、業府令第130条第1項第1号）³⁹。但し、自己取引等及び運用財産相互間取引については、業府令において一定の適用除外事由が規定されている（金商法第63条第11項、第42条の2但書き、業府令

³⁸ なお、類型的に見て不利となるものではないとしても、有限責任組合員と投有責組合の現実の取引が投有責組合にとって不利なものである可能性は否定できない。このような取引を許容するかどうかは、総組合員を代理して本組合による取引を行う無限責任組合員の善管注意義務に委ねられることになる。

³⁹ これらも、忠実義務及び善管注意義務（金融商品取引法第42条第1項及び第2項）の顕れである。

第128条（自己取引等の禁止の適用除外）、第129条（運用財産相互間取引の禁止の適用除外）。これらのことを踏まえ、本条第7項は無限責任組合員による自己取引等及び運用財産相互間取引を原則として禁止し、本条第8項は業府令第128条に基づく自己取引等の禁止の例外を、本条第9項は業府令第129条に基づく運用財産相互間取引の禁止の例外を、それぞれ規定している。なお、本組合に特別有限責任組合員を置く場合、本条第7項及び第8項との関係で、第4条解説3.も併せて参照されたい。

9. 本条第8項は、自己取引等の禁止の例外として、(i)業府令第128条第2号に基づくもの、及び(ii)同条第3号に基づくものを規定している。
- (i) 業府令第128条第2号に規定される自己取引等の禁止の例外の条件としては、(a)全ての有限責任組合員に対して当該自己取引等の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明（以下「取引説明」という。）を行った上で、(b)当該全ての有限責任組合員の同意を得て（以上、同号イ柱書）、(c)同号ロに規定するいずれかの取引を行うことが原則として求められる。しかし、(b)の全ての権利者の同意を得ることができない場合であっても、例外として、(b')総有限責任組合員の半数以上であって、かつ、総有限責任組合員の出資口数の合計の4分の3以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の同意を得ること（なお、本契約においてこれらを上回る割合を定めることができる。）及び(b'')当該同意をしない有限責任組合員が取引説明を受けてから20日以内に請求した場合には、当該行為を行った日から60日を経過する日までにファンド持分を公正な価額で買い取ることを本契約において定めている場合には、当該手続を行うことで足りる（同号イ(1)、(2)）。本条第8項(i)はその旨を定める規定である。なお、上記(c)の要件は、典型的に取引価額の透明性・公正性が担保されると認められる取引に限定するための要件であるが、未上場の株式等の売買については、「前日に公表されている最終の価額に基づき算出された価額又はこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行う取引」であることが必要である（同号ロ(3)）。「合理的な方法により算出した価額」とは、価格算定が恣意的なものではなく、商品属性に応じ、適切な市場慣行に従った合理的な算定根拠に基づく価格を意味すると考えられ、未上場の株式等の売買については、第三者評価機関の評価に基づき算定した価額がこれに該当するものと考えられている。
- (ii) 業府令第128条第3号は、当該自己取引等が、投資家の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがないものとして所管金融庁長官等の承認を受けた取引を行う場合には、自己取引等の禁止の例外に該当することを規定している。本条第8項(ii)はその旨を定める規定である。
10. 本条第9項は、運用財産相互間取引の禁止の例外として、(i)業府令第129条第1項第1号に基づくもの、(ii)同項第2号に基づくもの及び(iii)同項第6号に基づくものを規定している。
- (i) 業府令第129条第1項第1号は、当該運用財産相互間取引が、例えば、無限責任組合員が投資運用を行う一つの投有責組合の運用を終了させるために行う取引である場合

や（同号イ(1)）、無限責任組合員が投資運用を行う双方の組合財産等について、運用の方針、運用財産の額及び市場の状況に照らして取引を行うことが必要かつ合理的と認められる場合（同号イ(4)）において、公正な価額により対象有価証券売買取引等を行う場合には、運用財産相互間取引の禁止の例外に該当する旨を規定している。本条第9項(i)はその旨を定める規定である。但し、「対象有価証券売買等取引」とは、金融商品取引所に上場されている有価証券の売買等、典型的に取引価格の公正性が確保されていると認められているものに限定されており、未上場の株式等の売買はこれに含まれず、同号の例外規定は利用できない点に留意が必要である。

- (ii) 業府令第129条第1項第2号は、前記9.(i)の自己取引等の禁止の例外に係る同令第128条第2号と同様に、運用財産相互間取引の禁止の例外の条件として、当該運用財産相互間取引が、(a)全ての有限責任組合員に対して取引説明を行った上で、(b)当該全ての有限責任組合員の同意を得て（以上、業府令第129条第1項第2号イ柱書）、(c)同号ロに規定するいずれかの取引を行う場合、であることを原則として求めている。しかし、(b)の全ての有限責任組合員の同意を得ることができない場合であっても、例外として、(b')総有限責任組合員の半数以上であって、かつ、総有限責任組合員の出資口数の合計の4分の3以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の同意を得ること（なお、本契約においてこれらを上回る割合を定めることができる。）及び(b'')当該同意をしない有限責任組合員に対してファンド持分の買取請求権を認める旨を本契約において定めている場合には、当該手続を行うことで足りる（同号イ(1)、(2)）。本条第9項(ii)はその旨を定める規定である。但し、前記9.(i)のとおり、未上場の株式等の売買については、第三者評価機関の評価に基づき価額を算定する方法等により、合理的な方法により算出した価額により行う取引でなければならない点に留意が必要である。
- (iii) 業府令第129条第1項第6号は、前記9.(ii)の自己取引等の禁止の例外に係る業府令第128条第3号と同様に、運用財産相互間取引であっても、投資家の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがないものとして所管金融庁長官等の承認を受けた取引を行う場合には、運用財産相互間取引の禁止の例外に該当することを規定している。本条第9項(iii)はその旨を定める規定である。

11. 本条第10項は、継続ファンド（Continuation Fund）への投資証券等の売却について規定するものである。未公開株式への投資を行うプライベート・エクイティ・ファンド等は、投資回収に想定以上の遅れが出ている場合や存続期間内に合理的な価格でポートフォリオ資産を売却できる見込みがない場合、自己又はその関係者がファンド・マネージャーを務める他のファンドにその有するポートフォリオ資産を売却し、当該他のファンドにおいて引き続き当該ポートフォリオ資産についての投資回収を目指す場合がある。この場合における他のファンドを継続ファンドという。継続ファンドへの投資証券等の売却の条件等については、より詳細に規定することも考えられる。なお、本条第10項は、本条第7項第③号及び第⑤号の適用を排除しているのみであるから、継続ファンドへの投資証券等の売却が自己取引等（本条第7

項第①号)に該当する場合は本条第8項に規定する手続を、これが運用財産相互間取引(本条第7項第②号)に該当する場合は本条第9項に規定される手続を、それぞれ履践することが求められる。また、無限責任組合員は、善管注意義務に従い、継続ファンドへのポートフォリオ資産の売却について、公正妥当な取引条件を設定しなければならないと考えられる。

12. 本条第11項は、無限責任組合員が、自己取引等又は運用財産相互間取引以外の方法により、自己又は第三者のために本組合と取引することが例外的に許容される条件について規定するものである。自己取引等又は運用財産相互間取引に該当しない方法による取引であっても、無限責任組合員が自己又は第三者のために本組合と取引をすることは、典型的にみて、無限責任組合員と本組合との間における利害の対立を惹起するものであり、本組合にとって不利なものであると考えられる。そのため、同条第7項第③号から第⑤号までは、かかる取引を原則として禁止している。もっとも、このような取引が常に本組合にとって不利なものであるとは限らないから、本条第11項は、諮問委員会の承認(第20条)その他の一定の条件を満たした場合には、例外的に、かかる取引を許容することとしている。
13. 本条第12項は、税法を意識した規定である。外国有限責任組合員が税制特例(第17条解説6.参照)の適用を受けることを前提とした投有責任組合員においては、本条第2項における有限責任組合員による同意、本条第8項及び第9項における有限責任組合員による同意並びに本条第11項における有限責任組合員による意見陳述又は助言が、税法上の業務執行承認に該当しないかが問題となり得る。

有限責任組合員による本条第2項の同意は、同項による規制の対象となる無限責任組合員の行為が、本組合の業務執行権限者の立場を離れて行う行為と考えられるため、税法上の業務執行承認には該当しないものと考えられる(経済産業省「外国組合員に対する課税の特例、恒久的施設を有しない外国組合員の課税所得の特例における『業務執行として政令で定める行為』について」(以下「Q&A」という。)2.(2)③)。また、本条第8項及び第9項に基づく自己取引等及び運用財産相互間取引に関する有限責任組合員の同意は、租税特別措置法施行令第26条の30第1項第3号イに規定される行為(自己取引等)及び同号ロに規定される行為(運用財産相互間取引)についての同意であるため、定義上、税法上の業務執行承認には該当しない。一方、自己取引等及び運用財産相互間取引以外の利益相反取引(本条第7項第③号)は、それが本組合の事業目的の達成のために行われる場合は業務執行であり、これに対する同意は税法上の業務執行承認に該当し得ると解されている(「Q&A」2.(2)③)。もっとも、有限責任組合員が利益相反取引について事前に説明・報告を受けることや、これに対して助言すること、異議を申し立てることは、当該助言又は異議に拘束力がない限り、税法上の業務執行承認には該当しないものと考えられるため(「Q&A」2.(2)③、⑤)、本条第12項は、無限責任組合員が諮問委員会又は有限責任組合員の意見陳述又は助言の機会を経ることで利益相反取引を行い得るとしつつ、無限責任組合員がかかる意見又は助言に拘束されないことを確認的に規定している。

14. 本条第13項は、本条第8項又は第9項に基づき自己取引等若しくは運用財産相互間取引における取引説明を有限責任組合員に対して行う場合又は本条第11項に基づき意見陳述若しくは

助言の機会を諮問委員会の委員若しくは有限責任組合員に与える場合には、無限責任組合員において、予め書面により当該取引の内容（取引の対象及びその価額を含む。）を通知しなければならないことを規定している。

15. そのほか、実務では、投資家の属性や投資家に適用される業法上の規制の差違等を背景に、一つの投資事業のために複数のファンドをほぼ同時に組成し、並行して運用を行っていく場合がある（いわゆるパラレル・ファンド（Parallel Fund）の組成及び運用）。この場合、ファンドが複数あったとしても投資事業自体は一つであり、一体的に行われるという前提があることから、無限責任組合員が得た一切の投資機会については、運用資産額に応じて按分して投資すべきとする規定を設けることになろう。なお、パラレル・ファンドを組成した場合には、一方のファンドへの有限責任組合員の追加加入等により、事後的に、パラレル・ファンド間の出資約束金額の合計額の割合が当初と異なるものになり、結果として、パラレル・ファンド間における①ポートフォリオ資産の保有量の割合と②出資約束金額の合計額の割合の不整合が生じることがある。このような場合、ファイナル・クローズ時点において、①を②に一致させるために、パラレル・ファンド間においてポートフォリオ資産の売買が行われることとなる。このような処理は、一般に、リバランス（Rebalance）と呼ばれる。リバランスは、運用財産相互間取引に該当する場合、本条第9項及び業府令第129条第1項に則って行われなければならないと考えられる。

第20条 諮問委員会

1. 本条第1項は、いわゆる諮問委員会⁴⁰に関する規定である。諮問委員会は、法令の規定に基づく機関ではなく、投有責組合契約に基づいて設置される任意の機関であり、必ずしもその設置が強制されるものではない。また、その構成や機能、権限等も、各ファンドの方針等を踏まえて個別に規定することになると考えられる（なお、細則については諮問委員会規程等を設けて別途規定することも考えられる。）。諮問委員会を設置することとした場合において重要となる点は、諮問委員会をどのような者で構成するかという点及び諮問委員会にいかなる権限を認めるかという点である。これらは、諮問委員会が任意の機関である以上、自由に設計することが可能である（但し、後記4.に注意する必要がある。）。
2. 本条第2項は、出資約束金額が一定額以上の有限責任組合員の役職員やかかる有限責任組合員がその裁量により指名する者が諮問委員会を構成する（諮問委員会の委員となる）ことを規定している。有限責任組合員が裁量により指名する第三者を諮問委員会の委員とすることを認めているのは、実質的な出資者が名義上の有限責任組合員と異なる場合があることを踏まえたものである。他方、これらと異なり、諮問委員会の委員を無限責任組合員が選任することとしている場合もある。このような場合、有限責任組合員は、投有責組合への加入の際の交渉を通じて、諮問委員会の委員の席を得ていくこととなる。

⁴⁰ アドバイザリー・コミッティーやアドバイザリー・ボードといった名称で呼ばれることもある。

3. 本条第3項は、無限責任組合員について、正当な理由がある場合には、有限責任組合員が指名した者の諮問委員会の委員への就任を拒否し、また、委員を解任することができるとしている。もっとも、無限責任組合員による解任が恣意的なものとならないよう、本条第3項は他の委員による異議権も規定している。
4. 本条第7項は、諮問委員会の権限について規定するものである。

まず、諮問委員会をどのような機関として設計するかという観点から検討を始めるのであれば、例えば、①無限責任組合員に対し、投有責組合の業務執行につき、意見の具申や助言の提供を行う機関とすること、②こうした機能に加え、一定の事項、特に無限責任組合員による利益相反行為についての承認・非承認の権限を与える機関とすること等が考えられる。本条第7項は、上記②を前提に、諮問委員会の権限として、無限責任組合員に対する助言等と、利益相反行為についての承認又は意見陳述若しくは助言を規定しており、また、本条第12項に基づいて報告を受けた事項についての意見陳述若しくは助言及びその他の事項についての承認又は意見陳述若しくは助言を規定している。

本条第7項第①号は、第19条の規定を受け、利益相反のおそれのある取引についての承認又は意見陳述若しくは助言を諮問委員会が行い得ることとして規定している⁴¹。次に、無限責任組合員は、第19条解説1.のとおり、投有責組合の利益と相反する行為を行わないという一般的な義務を負っていると考えられるから、第19条で明確に規定されていない事項についても、諮問委員会の承認を得た上で当該行為を行うことを望む場合があると想定される。そのため、本条第7項第②号は、無限責任組合員が、その他の利益相反行為についても、諮問委員会に承認等を求めることができると規定している。そのほか、本条第7項第③号は、本条第12項に規定する諮問委員会への報告義務の対象となっている事項についての意見陳述又は助言について規定している。また、本条第7項第④号はバスケット条項となっており、無限責任組合員から照会を受けた事項一般についての意見陳述等を諮問委員会のなし得る行為として位置付けている。

なお、投有責法第7条第1項は、「組合の業務は、無限責任組合員が決定し、これを執行する。」と規定している。このことを踏まえ、諮問委員会に権限を付与することにより、有限責任組合員が自ら投有責組合の業務の決定及び執行を行うことにならないよう留意する必要がある。

5. 外国有限責任組合員が税制特例（第17条解説6.参照）の適用を受けることを前提とした投有責組合契約の場合、諮問委員会の権限が税法上の業務執行承認に該当しないかという点について留意する必要がある。なお、有限責任組合員で構成される諮問委員会の権限行使が税法上の業務執行承認に該当するかは、有限責任組合員による権限行使の場合と同様の観点から判断されるものと考えられる（「Q&A」3.）。有限責任組合員の場合と同様、無限責任組合員が投有責組合の業務執行権限者の立場を離れて行う行為に関する承認（「Q&A」2.(2)③）、租

⁴¹ 一定数以上の有限責任組合員の同意が必要となる自己取引等や運用財産相互間取引を行うにあたっては、第19条第8項又は第9号に規定される手続を履践する必要がある。

税特別措置法施行令第26条の30第1項第3号の括弧書きにおいて除外されている、自己取引等及び運用財産相互間取引に関する同意、投有責組合の業務執行そのものではなく、業務執行の前提となる業務執行の権限規定の変更に関する承認（「Q&A」2.(2)④）並びに無限責任組合員に対して拘束力を有しない意見又は助言にとどまるもの（「Q&A」2.(2)⑤）等については、税法上の業務執行承認には該当しないものと考えられる。本条第7項第①号の承認については、第19条解説13.を参照されたい。本条第7項第②号の承認については、無限責任組合員による業務執行に関して様々な利益相反取引の承認を定めるものであるため、対象となる取引によっては、税法上の業務執行承認に該当する場合も考えられる。そのため、本条第7項第②号については、諮問委員会による承認ではなく、諮問委員会の権限を意見陳述又は助言に留めることが考えられる。他方で、本条第7項第②号の対象とする利益相反取引の対象が広く、税法上の業務執行承認には当たらないような場合も考えられるため、本条第7項第②号の諮問委員会の権限を、単に意見陳述又は助言に留めるのではなく、個別の態様に応じて承認権限を与えるよう、個別に文言を工夫することも考えられよう。本条第7項第③号及び第④号に規定される意見陳述等についても、これが無限責任組合員に対して拘束力を有しない限りにおいて、税法上の業務執行承認に該当しないものと考えられる。かかる非拘束性を明示するため、本条第7項柱書きのなご書きは、本条に基づく意見陳述又は助言が無限責任組合員に対する拘束力を有しない旨を規定している。

6. 本条第15項は、諮問委員会における委員の活動が、投有責組合や組合員に対して特段の義務を負うことを前提としておらず、一有限責任組合員という地位に基づき行われるに過ぎないことを踏まえ、委員が諮問委員会における活動により本組合や組合員に対する責任を負うことがない旨を規定するものである⁴²。なお、故意又は重過失による不法行為の場合は免責する必要がないため、免責の対象から除外している。
7. そのほか、外国有限責任組合員が税制特例の適用を受けることを前提とした投有責組合契約については、本条において、有限責任組合員の権限行使に関し、第17条第6項と同様の解釈規定を追加的に規定することも考えられる（第17条解説6.参照）。

第21条 組合債務に対する対外的責任

1. 投有責法第9条第1項は、無限責任組合員が投有責組合の債務について連帯して責任を負うことを規定するものである（無限責任組合員の固有財産は投有責組合の債務との関係において責任財産となる。）。また、同条第2項は、有限責任組合員が、その出資の価額を限度として本組合の債務を弁済する責任を負うことを規定している。第21条第1項及び第2項は、無限責任組合員に対し本組合の債務を組合財産により弁済することを義務付けた上で、投有責法第9条の内容を確認的に規定するものである。無限責任組合員は、自らの固有財産をもって、自己の負担部分を超えて本組合の債務を弁済した場合には、組合財産に対し求償することができる。

⁴² 諮問委員会の委員に対する組合による補償については、第22条第2項で規定している。

2. なお、第1条解説3.のとおり、「出資の価額を限度として組合の債務を弁済する責任を負う」という投有責法第9条第2項の規定における「出資の価額」は、有限責任組合員が投有責組合に実際に出資した金額を指すものと解される。したがって、有限責任組合員は、自己が現実に出資した財産の限度で責任を負うことになり、キャピタル・コール方式を採る投有責組合についていえば、出資約束金額のうち未だ出資履行されていない金額について、キャピタル・コールが有効に行われることにより初めて、有限責任組合員の出資義務が発生すると考えられる。有限責任組合員に対する出資履行請求権は、その時点で組合財産を構成すると解されることから、有限責任組合員は、実際に出資した財産と合わせ、キャピタル・コールが有効に行われたことで発生した出資義務の範囲で、組合債務の弁済についての責任を負うことになるものと考えられる。
3. 本条第3項及び第4項は、いわゆるLPクローバックについて規定するものである。投有責組合に内在する組合財産は、流動的であり、常に量的に充実しているとは限らない。そのため、ファンドは、投資処分に関して損害賠償請求を受けた場合やファンドの活動に伴って個人的な責任を負担することになったファンド運営者の役職員等に対する補償が必要となった場合、組合財産によってこれを賄いきれない可能性がある。こうした場合、実務では、有限責任組合員に対して既に分配した組合財産を必要な範囲で返還させることとしている例が多い。このような処理をLPクローバックという。
4. 本条第3項は、第22条第2項に規定する補償に必要な範囲で、①まずは無限責任組合員及び特別有限責任組合員に分配済みのキャリード・インタレストを返還させることとし、②それでも補償に必要な金額を回収できない場合、無限責任組合員において、有限責任組合員に対して、分配済みの組合財産の返還を求めることができる旨を規定するものである。また、本条第3項は、有限責任組合員に対して返還を求める組合財産の具体的な金額の算定方法について、無限責任組合員の裁量を認めている。これは、LPクローバックの発生する状況が投有責組合の運営上極めて例外的なものであり、特殊な考慮を要する場合も少なくないということ踏まえたものである。他方で、かかる算定方法を、第29条第4項に規定されるウォーターフォールを参照する形でより詳細に定めることも考えられる。

第22条 組合財産による補償

1. 本条第1項は、有限責任組合員が第三者から権利主張を受けた場合に、無限責任組合員をして適切な措置を執らしめるための規定である。有限責任組合員の負う責任の範囲は、投有責法第9条第2項により限定されているが、有限責任組合員が投有責組合の債権者を含む第三者から何らかの権利主張を受ける事態が生じる可能性を否定することはできない。本条第1項は、そうした事態が生じた場合において、無限責任組合員において必要な措置を執るべき旨を明記するものである。
2. 本条第2項本文は、組合員が自己の負担部分を超えて組合債務を弁済した場合等、組合員又はその関係者が本組合の事業又は業務に関連して費用を負担し、又は損害等を被った場合に、組合財産より補償を行うべき旨を規定するものである。かかる場合、本組合の債権者が

自己の債権について無限責任組合員の固有財産から満足を受けることも想定される。そのような場合でも、無限責任組合員は、故意又は重過失により費用を負担し、又は損害等を被ったときを除き（本条第2項但書き）、本条第2項本文に基づき、その全額について組合財産より補償を受けることができる。

3. 本条には、補償のみならず組合員の免責についても併せて規定することが考えられる。以下は、本条において組合員の免責を併せて規定する場合における条項の例である（下線部は、本モデル契約の本条と異なる部分である。）⁴³。なお、本モデル契約は、本モデル契約の前提3.(1)に記載のとおり、法人1社のみが無限責任組合員となる場合を想定しているが、仮に無限責任組合員が複数となる場合は、一部の無限責任組合員の行為により生じた責任や損害について他の無限責任組合員を免責し得るとするか、また、免責し得るとして、どのような条件を設定するかといった点についても併せて規定することが考えられる。

第22条 免責及び組合財産による補償

(略)

2. (i)組合員若しくは(ii)その取締役、監査役、執行役、従業員、代理人若しくは株主又は(iii)投資委員会の委員若しくは諮問委員会の委員（以下「免責・補償対象者」という。）は、適用法令等により許容される限りにおいて、自己が本組合の事業に関して行った行為に係る責任及び当該行為により本組合及び／又は組合員に生じた損害について、当該行為に係る故意又は重過失がない限り、免責される。
3. 免責・補償対象者は、本組合の事業又は業務（投資先事業者への助言及び指導並びに投資先事業者の取締役としての職務の遂行を含む。）に関連して、費用を負担し、又は損害若しくは損失等を被った場合（自らの固有財産をもって組合債務を弁済した場合を含む。）、組合財産より補償を受けることができる。但し、被補償者は、その故意又は重過失に基づきかかる費用を負担し、又は損害若しくは損失等を被った場合、かかる補償を受けることができないものとする。

第23条 組合財産の運用

1. 本条第1項は、無限責任組合員が投資ガイドラインに従って組合財産の運用を行うべき旨を規定するものである。実務では、無限責任組合員の活動範囲を画定するという観点から、予め投資ガイドラインを定めることが一般的に行われている。無限責任組合員の投資活動に対する規制としては、以下のようなものが考えられる。
- ① 同一の投資先事業者等に対する投資の限度額として、出資約束金額の一定割合を定めること
 - ② 投資の対象とする地域を限定すること

⁴³ 英文契約書版 7.12(a),(b)も併せて参照されたい。

- ③ 投資手法（例えば、株式 / 社債等、上場株 / 非上場株等の投資対象とする投資証券等の別）を限定すること
 - ④ 借入れ等（第 15 条解説 1.参照）やブリッジ・ファイナンス（第 29 条解説 10.参照）に係る詳細な条件を定めること
2. 実務においては、投有責組合の運営上、投資ガイドライン上の規制の適用を例外的に排除又は緩和することが必要となる場面も生じ得ると考えられる。そして、その手法としては、組合員の一定割合の同意を条件とすること等が考えられる。ここで問題になるのは、外国有限責任組合員が税制特例（第 17 条解説 6.参照）の適用を受けることを前提とした投有責組合契約において、かかる同意が税法上の業務執行承認に該当しないかという点である。かかる同意は、無限責任組合員の業務執行の前提となる業務執行権限に関するものであれば、税法上の業務執行承認には該当しないと考えられる。もっとも、それを超えて、これが無限責任組合員の業務執行そのものの承認に該当する場合、税法上の業務執行承認に該当するものと考えられる（「Q&A」2.(2)②及び④参照）。もっとも、この判断は、投資ガイドライン上の規制の排除又は緩和が問題となる事案ごとに異なり得る。投資ガイドライン上の規制の排除又は緩和のための組合員（諮問委員会）による同意の規定を設ける場合、以上に述べたことに留意する必要があるだろう。
3. 第 8 条解説 6.のとおり、投下資本の回収には一定の期間を要するのが通常であることから、本モデル契約は、契約期間を①投資期間と②投資期間終了後の投下資本の回収のための期間に二分している。本条第 2 項は、このことを踏まえ、ポートフォリオ投資について、原則として投資期間中に行うものとした上、例外として、投資期間経過後であっても、一定程度の投資活動の柔軟性を確保できるように、既存投資先への追加投資（Follow-on Investment）及び本組合がポートフォリオ投資に関する基本合意書等（法的拘束力を有するものに限る。）を締結していた場合における投資（Follow-up Investment）であれば行い得る旨を規定している。なお、本条第 2 項は上記のとおり投資期間終了後の「ポートフォリオ投資」に制限を課すものであり、投資期間終了後の「キャピタル・コール」は第 8 条第 4 項により別途制限されている。これらは、一見すると、二重の制約であるようにも思われる。もっとも、本モデル契約は再投資を一定の場合において例外的に許容しており（第 29 条第 6 項）、また、余剰資金や借入金の用途を厳格に制限していないため、キャピタル・コール以外の方法により得られた資金によって投資期間終了後のポートフォリオ投資が行われる可能性を否定できない。このことを踏まえ、本モデル契約は、第 8 条第 4 項により投資期間終了後の「キャピタル・コール」を制限していることに加え、本条第 2 項により投資期間終了後の「ポートフォリオ投資」にも制限を課すこととしている。
4. 本条第 3 項は、本組合における再投資を原則として禁止する旨を規定するものである。他方で、第 29 条解説 10.のとおり、再投資を許容するメリットは少なからず存在することから、本モデル契約では、一定の限度でかかる再投資を許容することとしている。

5. 本条第4項は、無限責任組合員がポートフォリオ投資を実行する際に投資先事業者等との間で当該ポートフォリオ投資に関して適切と認める内容の投資契約を締結するよう努力すべき義務がある旨を規定するものである。
6. 本条第6項本文は、実務上、投資1件あたりの金額がリスク分散の観点から制限されていることが多いことを踏まえ、最大個別投資額を規定するものである。本条第6項但書きは、最大個別投資額の変更について規定するものである。本条第6項但書きに規定される最大個別投資額の変更は、当該変更に係る同意又は承認をどのように行うか次第で、恒久的なものとするとも一時的なものとするとも可能である。
7. 本条第7項は、実行したポートフォリオ投資について、事後的な情報提供義務を定めている。これは、有限責任組合員による無限責任組合員の業務執行（組合財産の運用）に対する一定の監視機能の実効化に資するものである。なお、本条第7項に規定されるような情報提供を、投資実行前にキャピタル・コール通知に記載する方法により行い、投資実行後の通知を行わないこともあり得る。また、本条第7項に規定されるような情報提供を財務諸表等や四半期財務情報と併せて事後的かつ定期的に報告するというアレンジも考えられる。
8. 本条第8項は、投資証券等の選定その他組合財産の運用についての有限責任組合員による意見具申を認めている。
9. 本条第9項は、独占禁止法第11条第1項第4号但書きを踏まえた規定である（第6条解説2.参照）。
10. 本条第10項は、投資委員会について規定するものである。本モデル契約の想定する投資委員会は、無限責任組合員の内部者により構成される機関として位置付けられており、投資委員会規則といった名称の内規に従って投資のための意思決定を行うことをその役割としている。なお、有限責任組合員による投資委員会への委員の派遣は、その役割によっては金商法上の業規制や有限責任組合員の業務の範囲との関係で問題を惹起する可能性がある。

第24条 組合財産の管理

1. 本条は、組合財産の管理について規定するものである。無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として又は第二種金融商品取引業に係る登録を受けてファンド持分の取得勧誘を行う場合、投有責組合に出資された金銭について、これらが無限責任組合員の固有財産その他無限責任組合員の行う他の事業に係る財産と区別して管理されることを確保するために、投有責組合契約等において金商法及び業府令に規定される分別管理の基準を満たすことが義務付けられているべきである（金商法第63条第11項、第40条の3、業府令第125条）。このことを踏まえ、本条第1項第1文は、無限責任組合員について、本契約に基づき出資された金銭を、金商法第40条の3及び業府令第125条に規定される基準を満たす態様で、無限責任組合員の固有財産その他無限責任組合員の行う他の事業に係る財産と分別して管理すべき旨を規定している。満たすべき基準の内容は、①投有責組合の事業の対象及び業務の方法が明

らかにされるとともに、組合財産がそれぞれ区分して経理され、かつ、それらの内容が投資者の保護を図る上で適切であること（業府令第125条第1号）並びに②投有責組合に出資された金銭（暗号資産及び電子決済手段を含む。）が業府令第125条第2号イからホのいずれかの方法により、適切に管理されていることである。②については、銀行等への預金又は貯金により管理する場合、投有責組合に出資された金銭であることがその名義により明らかにされていることが必要となる（同号ロ）。

2. さらに、無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として又は投資運用業に係る登録を受けて自己運用を行う場合、業府令第132条に定めるところにより、組合財産を無限責任組合員の固有財産及び他の運用財産と区別して管理しなければならない（金商法第63条第11項、第42条の4）。前記1.と異なり、当該義務は、投有責組合契約において規定することが法令上求められてはいない。もっとも、本条第1項第2文は、無限責任組合員について、組合財産を、金商法第42条の4及び業府令第132条各項に定める方法により、無限責任組合員の固有財産及び他の運用財産と分別して管理すべき旨を規定している。業府令第132条で求められる分別管理の方法としては、①運用財産が金銭（暗号等資産（金商法第2条第24項第3号の2）を含む。）の場合には、業府令第125条第2号イからホのいずれかの方法により管理すること（前記1.参照）（同令第132条第1項）、②運用財産が金銭以外の財産の場合には、同条第2項各号に規定される財産の区分に応じて管理することが必要となる。②については、例えば、当該財産が無券面の株式等の場合には、運用財産として明確に管理し、かつ、その管理の状況が自己の帳簿により直ちに把握できる状態で管理することが必要となる（同項第5号）。
3. 投有責組合の無限責任組合員が組合財産たる暗号資産を自己がその秘密鍵を保管するノンキャストディアル・ウォレット（アンホステッド・ウォレットとも呼ばれる。）において総組合員のために管理する行為は、業としての他人のための暗号資産の管理（資金決済法第2条第15項第4号）、いわゆる暗号資産カストディに該当する可能性がある。業として暗号資産カストディを行うには、暗号資産交換業者としての登録が必要であり、無登録でこれを行った場合、資金決済法違反となる。そのため、殊に暗号資産への投資に注力するクリプト・ファンドにおいては、かかる暗号資産交換業規制に抵触しないよう、組合財産たる暗号資産の管理を暗号資産交換業者に委託する等といった対応を採ることが考えられる。暗号資産交換業者への管理の委託については、分別管理について規定する金融商品取引法第40条の3及び業府令第125条第2号ニにおいても要求されている。以下は、組合財産たる暗号資産等の管理方法を本条において明示的に規定する場合における条項の例である。なお、業府令第125条第2号ニでは、外国暗号資産交換業者や他人のために暗号資産の管理を業として行うことにつき資金決済法以外の法律に特別の規定のある者に対する管理の委託も認められており、委託先としてこれらの者を含めることも考えられる。

第24条 組合財産の管理

(略)

2. 無限責任組合員は、本組合が第5条第1項に基づいて取得した暗号資産等の管理については、暗号資産交換業者（資金決済法第2条第16項に規定される暗号資産交換業者をいう。）に委託してこれを行わなければならないものとする。

(略)

第25条 会計

1. 本条第1項は、本組合の事業年度を規定するものである。
2. 本条第2項は、無限責任組合員が組合会計準則に従い会計処理を行うべき旨を規定するものである。
3. 本条第3項は、無限責任組合員が、本組合の事業に属するあらゆる取引に関する正確な会計帳簿及び記録の作成・保管を行うべき旨を規定するものである。これは、第17条第3項において規定されている会計帳簿及び記録の閲覧及び謄写に関する有限責任組合員の権限の実効性を確保するという機能も有している。
4. 本条第4項は、投有責法施行規則第11条第4項で定める本組合における投資に係る資産の会計上の評価について規定している。同条第2項において投資は原則として時価で評価するものとされており、時価は会計基準間のコンバージェンスに伴ってIFRS会計基準や米国において一般に公正妥当と認められる会計基準など国際的な会計基準の公正価値と整合するように定義されている。また、例えばケイマン諸島法に準拠して組成される **Exempted Limited Partnership** 等、本組合とは別のパラレル・ファンドを同時に運用する場合には、パラレル・ファンドで採用される会計基準に応じた公正価値を採用することも想定される。より詳細な評価手続を投有責組合契約に規定する場合には、**International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines** で定める公正価値測定のガイドラインに準拠した方法⁴⁴や、投資の性質区分に応じた具体的な評価手続について別紙を設けて規定する方法によって、投資に係る資産の会計上の評価方法を規定することが想定される。なお、投資の性質区分に応じた具体的な評価手続について別紙を設けて規定する方法等、時価（又は公正価値）ではない評価方法を採用する場合には、有限責任組合員が自らの財務諸表の作成にあたって時価（又は公正価値）の情報を必要としていない等の合理的な説明をすることが出来るかどうかを勘案する必要がある。有限責任組合員の候補に国際的な会計基準を採用する投資家が含まれる場合には、投資を時価（又は公正価値）で評価した財務情報のニーズがあることがある。

また、本モデル契約は無限責任組合員に対し組合会計準則に従った財務諸表等の作成を義務付けているが、主として有限責任組合員が自らの財務諸表の作成にあたって必要とする財務

⁴⁴ 経済産業省は、投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説（平成30年3月版）を元に作成される投有責組合契約書において別紙3として利用されることを想定したものとして「投資資産時価評価準則」（令和5年12月版）を公開している。こちらをご参照されたい。

情報を得るために「金融商品に関する会計基準」（企業会計基準第 10 号。その後の改正を含む。）に従うとする例もある。

第26条 財務諸表等の作成及び組合員に対する送付

1. 投有責法第 8 条第 1 項は、無限責任組合員について、毎事業年度経過後 3 ヶ月以内に、その事業年度の貸借対照表、損益計算書及び業務報告書並びにこれらの附属明細書を作成し事務所に備え置くべき旨を規定している。また、同条第 2 項は、公認会計士又は監査法人の意見書をこれらと併せて備え置くべき旨を規定している。本条第 1 項は、かかる法律上の要求よりも更に進め、事業年度終了後 3 ヶ月以内に、財務諸表等を作成・備置するだけでなく、その監査も終了させた上で財務諸表等を監査人の意見書の写しとともに組合員に送付すべき旨を規定している。
2. 本条第 2 項は、四半期財務情報の作成及び送付の義務を規定している。本モデル契約は、四半期財務情報の様式を特段定めていないが、これは、四半期財務情報の様式が、年度の財務諸表等の様式にとらわれず、有限責任組合員における決算のために必要となる情報の程度を勘案の上、無限責任組合員において適切に決定されることを想定しているためである。
3. 本条第 3 項は、本組合において行った借入れ等に関する情報についての四半期財務情報への記載及び組合員への通知の義務を規定するものである。これは、借入れ等が投有責組合の財務状況に大きな影響を及ぼし得るものであり、有限責任組合員においてこれを了知できるようにすべきであることを踏まえたものである。通知の頻度は、無限責任組合員の負担を考慮し、その都度ではなく、四半期に一度としている。
4. 第 26 条第 4 項は、各組合員の税務申告の便宜のために設けられた規定である。民法上の任意組合による投資事業組合に関し、それが行う投資事業から生じる損益については、組合段階では課税されず、直接組合員の段階で課税されることとなる。損益のパススルーの方法については、所得税法基本通達 36・37 共-19、36・37 共-19-2、36・37 共-20、法人税法基本通達 14-1-1、14-1-1-2、14-1-2 において次の方法が認められている（組合員が継続して②又は③の方法により計算している場合等、一定の要件を満たす場合を除き、原則として①の方法によるものとされている。）。
 - ① 当該組合事業に係る収入金額、支出金額、資産、負債等をその分配割合に応じて各組合員のこれらの金額として計算する方法
 - ② 当該組合事業に係る収入金額、その収入金額に係る原価の額及び費用の額並びに損失の額をその分配割合に応じて各組合員のこれらの金額として計算する方法
 - ③ 当該組合事業について計算される利益の額又は損失の額をその分配割合に応じて各組合員に分配又は負担させることとする方法

投有責組合も、これと同様に税務上取り扱われることとなる（中小企業庁から国税庁への平成10年9月17日付「中小企業等投資事業有限責任組合契約に係る税務の取扱いについて」と題する文書による照会に対する国税庁からの同年10月21日付回答（課審4-19、課審3-40））。

5. 経済産業省の国税庁に対する平成16年6月14日付「投資事業有限責任組合及び民法上の任意組合を通じた株式等への投資に係る所得税の取扱いについて」と題する事前照会（平成16・06・10経局第3号）について、同月18日付で国税庁から回答がなされている（課審4-19、課審6-11、課個2-10、課資3-1）。これは、組合を通じて個人投資家が得た所得の所得区分及び投資組合の運営から発生した諸経費の取扱いについて照会したものである。但し、本照会文に記載された処理に従って個人投資家が得た所得の計算を行うにあたっては、前記4.の①「当該組合事業に係る収入金額、支出金額、資産、負債等をその分配割合に応じて各組合員のこれらの金額として計算する方法」によることを前提にしているので注意が必要である。
6. 無限責任組合員は、適格機関投資家等特例業務として又は投資運用業に係る登録を受けて自己運用を行う場合、対象期間（原則として6か月（半期ごと）以内とされている（業府令第134条第5項））の経過後遅滞なく、有限責任組合員に対して運用報告書を交付しなければならない（金商法第63条第11項、第42条の7第1項）。もっとも、金商法第42条の7第1項但書き及び業府令第134条第7項第4号により、有限責任組合員が特定投資家である場合には、当該組合員に対して運用報告書の交付をする必要はないこととされている。本モデル契約は、有限責任組合員に非特定投資家も含まれることを前提にしたものであるから、本第5項に運用報告書に関する規定を置いている。
7. 本条第6項は、無限責任組合員が、本条に規定する財務諸表等を、本契約書、運用報告書の写し及び監査意見書とともに、5年間本組合の主たる事務所に備え置く旨を規定するものである。適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の自己募集・自己運用を行う無限責任組合員は、本契約上の義務のほか、帳簿書類として、業府令第246条の2第1項各号に規定される書類を作成し、同条第3項に規定する期間保存しなければならない（金商法第63条の4第1項、業府令第246条の2第1項）。

第27条 組合財産の帰属

1. 本条第1項は、投有責法第16条の準用する民法第668条の規定に基づき、組合財産が組合員の（準）共有に属する旨を規定するものである。なお、組合財産における「共有」は、民法第249条以下に規定される通常の「共有」とは異なる「合有」である。このことから、各組合員は、包括的な組合財産の上の割合的な支配権である合有持分を有すると説明されることがある。
2. 投有責法第16条の準用する民法第676条第3項は、組合員が清算前に組合財産の分割を求めることを認めない。そして、ここでいう「清算前」は、「清算手続が終了するまで」と解され

ている（最判昭和 44 年 11 月 18 日判時 580 号 52 頁）。本条第 2 項は、これらを明示的に確認する規定である。

第28条 損益の帰属割合

1. 本条は、本組合の事業から生じる損益計算書上の利益又は損失が各組合員にどのように帰属するかを抽象的に規定したものである。つまり、現実には組合員が受領する金銭又は現物による場合の投資証券等の分配割合を規定したものではない。
2. 本条第 1 項本文は、組合損益の原則的な帰属方法を規定している。免除・除外条項が設けられない場合であれば、各組合員の出資約束金額及び出資履行金額の割合は一定であることから、組合損益も、本組合の存続期間を通じて、当該割合に従い各組合員に帰属することとすれば足りる。これに対し、本モデル契約のように免除・除外の条項を設けている場合には、ポートフォリオ投資ごとに出資を行った組合員の構成が異なり得ることとなり、また、あるポートフォリオ投資に関し免除・除外条項により出資に参加しなかった組合員に対して当該ポートフォリオ投資より生じた損益を帰属させることは適当でないため、組合損益についてもポートフォリオ投資ごとに把握する必要がある。本条第 1 項本文は、本モデル契約において免除・除外の条項が設けられていることを前提に、組合損益を各ポートフォリオ投資に帰属できるものと帰属できないものに区別した上、前者については当該ポートフォリオ投資に参加した組合員に対して当該ポートフォリオ投資に係る出資履行金額の割合（対象持分割合）に従い帰属すべきものとし、後者については全組合員に対して出資約束金額の割合に従い帰属するものとしている。但し、管理報酬については、第 33 条第 2 項における算定基礎の取扱いと平仄を合わせるため、投資期間においては出資約束金額の割合に従い、投資期間終了後においては出資履行金額の割合に従うものとしている。
3. 本条第 1 項但書きは、有限責任組合員が対外的に負う責任が有限責任であること及び無限責任組合員が対外的に負う責任が無限責任であることを本組合の内部関係にも反映させ、有限責任組合員については持分金額が零を下回るものがなく、零を下回る損失が全て無限責任組合員に帰属する旨を規定するものである。
4. 本条第 2 項は、無限責任組合員が本条第 1 項但書きに基づき有限責任組合員に分配されるべき損失の帰属を受けた場合、以後、これを回復させるため、本条第 1 項但書きに基づき負担した損失金額の限度において、当該有限責任組合員に帰属すべき損益が無限責任組合に帰属することを規定するものである。なお、本条第 2 項は、本モデル契約において免除・除外の条項が設けられているがゆえに、各組合員に対する組合損益の帰属割合が一致せず、ある有限責任組合員の持分金額が零を下回ったとしても他の有限責任組合員及び無限責任組合員の持分金額が零を下回っているとは限らないことを前提に、個別の有限責任組合員ごとに損益の帰属が調整されるよう規定している。このこととの関係で、本条第 1 項但書きにおいて「仮持分金額」の概念を設け、損益が有限責任組合員に帰属しなくなった後も当該有限責任組合員に損益が帰属したと仮定して金額を算出し、その後の利益により当該有限責任組合員

の仮持分金額が零を上回る時点をもって、当該有限責任組合員の（仮持分金額でない本来の）持分金額に損益が帰属すべき時期を画している。

第29条 組合財産の分配

1. 投有責組合契約における組合財産の分配の内容は、貸借対照表上の純資産額を超えて組合財産の分配をすることの制限（投有責法第10条第1項）に抵触しない限りにおいて、基本的に自由に合意し、決定することができる。本条は、本組合の解散前に組合員及び脱退組合員に対して行われる組合財産の分配の割合、時期及び方法等について規定するものである。
2. 本条は、組合財産の分配について、原則として投資証券等が金銭に換価された後に当該金銭を分配するものとしているが、その例外として、無限責任組合員において現物分配の方が組合員の利益に適うと判断した場合には投資証券等の現物分配を認めている。但し、現物分配を行うにあたっては、その対象である投資証券等が市場性のある有価証券でない場合、一定の割合の有限責任組合員の同意を得ることを条件としている。なお、投資証券等が市場性のある有価証券である場合における現物分配については、有限責任組合員の同意を要件とせず、現物と現金のいずれの形で受領するか各有限責任組合員において選択できる形としている（本条第5項）。
3. 本条第2項から第4項までは、本モデル契約における組合財産の分配方法に関する中心的な規定である。投有責組合の収益のうち無限責任組合員が受領すべき部分を成功報酬の形で定めるファンドは少なくない。もっとも、本モデル契約は、海外のプライベート・エクイティ・ファンドにおけるリミテッド・パートナーシップ契約を参考に、かかる部分を、無限責任組合員又は特別有限責任組合員（特別有限責任組合員への言及は本条の解説において以下適宜省略する。）の持分に基づくキャリード・インタレスト（Carried Interest）として構成している。無限責任組合員へのキャリード・インタレストの分配条件は、免除・除外の条項が設けられているがゆえに、各組合員等の出資比率や回収比率が異なるため、各組合員等について個別に判断されることとしており、特定の組合員等との関係で出資履行金額（及びハードル・レートに対応する金額）に相当する額の組合財産の分配が完了した場合には、当該組合員等との関係においてキャリード・インタレストが分配されることとしている。
4. 本条第2項は、金銭分配がなされる場合として、(i)処分収益を受領した場合、(ii)その他投資収益を受領した場合及び(iii)特別収益を受領した場合を規定するものである。本条第2項の内容を敷衍すると、以下のとおりとなる。
 - (i) 本組合が投資証券等に関して金銭を受領した場合、これが処分収益に該当するかを検討する。処分収益に該当する場合には、受領後一定期間内に分配を行う。
 - (ii) 次に、処分収益に該当しないもののうち、投資証券等に関して受領した配当及び利息等の収益については、その他投資収益として、これを受領した事業年度の終了後一定期間内に分配を行う。

(iii) さらに、組合財産に関して生じた収益その他の金銭のうち処分収益及びその他投資収益に含まれないもの（例えば、余裕金の運用収益等）については、無限責任組合員の裁量において適切な金額を適切な時期に分配する。

特別収益を本条第4項の方法による無限責任組合員への分配を算出する際の基礎として考慮するかについては、立場が分かれよう。本モデル契約は、特別収益を無限責任組合員への分配の算出の基礎としていない（本条第4項柱書き参照）。本モデル契約における分配のタイミングは、あくまで一例であり、別の定めをすることもあり得る。

5. 本条第3項は、現物分配をすることが組合員の利益に適うと無限責任組合員において合理的に判断した場合には、投資証券等のうち市場性のある有価証券については分配時評価額による現物分配を認め、市場性のある有価証券以外の投資証券等については所定の有限責任組合員の同意を得ることを条件として現物分配をすることを認めることを規定するものである。現物分配の対象については、本条第3項のように、投資証券等全般を含めるケースもあれば、投資証券等のうち市場性のある有価証券のみとするケース等も考えられよう。なお、投資証券等の時価の算定方法は、第1条の「分配時評価額」の定義において規定している。
6. 本条第4項は、本条第2項に定める処分収益若しくはその他投資収益又は本条第3項に定める現物分配を行う場合における各組合員への分配と無限責任組合員に対するキャリド・インタレストの配分に関する取決めを規定するものである。組合員に対する分配金の算定方法に関する規定と無限責任組合員のキャリド・インタレストに関する規定とを別に定めることも考えられるが、両者の算定方法は相互に密接に関係することになることから、両者の関係を容易に把握できるよう、本条第4項においてまとめて規定した。
7. 続いて、本条第4項各号の規定について各個に解説する。本モデル契約は、免除・除外の条項を設けているため、本条第4項各号に規定される処理を各組合員等について個別に行う必要がある。なお、無限責任組合員への分配の算定方法及び分配時期の定め方によって、GPクローバックが発生する頻度及び当該規定の必要性の程度が異なってくることになる（クローバック条項については第47条解説3.を参照）。
 - (i) 本条第4項第①号は、当該分配が行われるまでに既に行われた分配に係る分配金の累計額（「分配累計額」）と新たに分配される分配金の額（「分配可能額」）との合計額が、組合員等の出資履行金額に達するまで、分配可能額の100%が組合員等に対して分配されることを規定するものである。これは、組合員等による出資分の回収をキャリド・インタレストの分配に先行させる趣旨の規定である。
 - (ii) 本条第4項第②号は、組合員等に対する分配額から組合員等の出資履行金額の合計額を控除した額が、当該出資履行金額の一定割合（ α %）に相当する金額（「優先分配額」と呼ばれる。なお、かかる優先分配額を決定するための割合である α は、一般的にハードル・レート（Hurdle Rate）と呼ばれる。）に達するまで、分配可能額の100%が組合員等に対して分配されることを規定するものである。これは、キャリド・イ

インタレストの分配の前提として、組合員等に一定のリターンを確保させるための規定である。

- (iii) 本条第4項第③号は、組合員等に対する優先分配額が確保された場合、キャリード・インタレストの額が優先分配額の一定割合（ $\beta\%$ ）に達するまで優先的にキャリード・インタレストが分配されることを規定するものである（このような条項は、キャッチアップ条項と呼ばれている。）。具体的には、当該分配までに既に分配されたキャリード・インタレストの額の累計額と新たに無限責任組合員に分配されるキャリード・インタレストの額の合計額（「キャリード・インタレスト累計額」）が、それまでに組合員等に対して行われた分配金の累計額から組合員等の出資履行金額の合計額を控除した残額とキャリード・インタレスト累計額の合計額の $\beta\%$ に相当する金額に達するまで、無限責任組合員に対するキャリード・インタレストとして $\gamma\%$ 、組合員等に対する分配として $100-\gamma\%$ の割合で組合財産の分配をすることを定める。 β は本組合の利益に対するキャリード・インタレストの割合を示す数値である。
- (iv) 本条第4項第④号は、(iii)においてキャリード・インタレストの額が組合収益の $\beta\%$ に相当する金額に達したことを前提として、分配可能額の残余を、当該割合が維持されるよう、対象組合員等に対する分配金として $100-\beta\%$ 、キャリード・インタレストとして $\beta\%$ の割合で配分することを規定するものである。

以上が本条第4項各号の規定に基づく具体的な処理であるが、本条第4項各号はあくまで一例に過ぎない。例えば、ハードル・レートやキャッチアップ条項を設けず、単純に出資履行金額又は出資約束金額が回収されるまでは組合員等に対する分配金とし、その後は一定の割合をキャリード・インタレストとして無限責任組合員に分配するとすることも少なくない。また、有限責任組合員間での優先劣後を定めることも考えられる⁴⁵。

8. 組合財産の分配の順序・方法は、実務上、ウォーターフォール（Waterfall）と呼ばれている。ウォーターフォールは、キャリード・インタレストの支払条件としての払戻額のベースに応じて、ヨーロッパ・ウォーターフォール（Whole Fund）とアメリカン・ウォーターフォール（Deal by Deal）の2つの類型に大別される。ヨーロッパ・ウォーターフォールは、①出資約束金額全額や②当該分配の時点における出資履行金額全額等にかかる払戻額のベースとしているものである。他方、アメリカン・ウォーターフォールは、③当該分配の時点までに処分された投資証券等に係るポートフォリオ投資に対する出資履行金額や④当該分配が行われるポートフォリオ投資に対する出資履行金額等にかかる払戻額のベースとしているものである。ヨーロッパ・ウォーターフォールは、有限責任組合員による投資金額の回収をキャリード・インタレストの分配に優先させることができるという点で有限責任組合員にとってメリットが大きい。他方、アメリカン・ウォーターフォールは、有限責任組合員が投資金額を完全に回収できていない段階においてもキャリード・インタレストの分配がなされるという点で無限責任組合員にとってメリットが大きい。本条第4項は、我が国の実務においてヨ

⁴⁵ 西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全（上）〔全訂版〕』〔本柳祐介〕357頁（商事法務、2017年）

ーロピアン・ウォーターフォールの採用されている例が多いことを踏まえ、出資約束金額にかかる払戻額のベースとしたヨーロピアン・ウォーターフォールで組合財産の分配を行うことを規定している。もっとも、ファンドの方針等に応じてアメリカン・ウォーターフォールを採用することも十分に考えられる。以下は、③当該分配の時点までに処分された投資証券等に係るポートフォリオ投資に対する出資履行金額にかかる払戻額のベースとしたアメリカン・ウォーターフォールを採用した場合における本条第4項の例である（下線部は、本モデル契約の本条第4項と異なる部分である。）。

第29条 組合財産の分配

(略)

4. あるポートフォリオ投資に係る処分収益若しくはその他投資収益又は前項に定める投資証券等の分配は、当該ポートフォリオ投資に係る各対象組合員等について、次の各号に規定する順位及び方法により行うものとする。
 - ① 第一に、当該分配において前二項に基づき当該対象組合員等に対し行う分配額（現物分配の場合にはその分配時評価額を含む。）（以下「分配可能額」という。）と分配累計額の合計額が以下に定める金額の合計額と同額になるまで、当該対象組合員等に分配可能額の100%を分配する。
 - (i) 当該対象組合員等の当該分配までに処分された投資証券等に係る全てのポートフォリオ投資（以下「処分済ポートフォリオ投資」という。）に係る出資金（処分済ポートフォリオ投資に係る費用のために行われた出資金を含む。以下本項において同じ。）の合計額
 - (ii) 当該分配日までに第32条第1項に基づき支払われた費用のうち当該対象組合員等に係る費用（ポートフォリオ投資に係るものを除き、本組合の組成に関する費用及び管理報酬を含む。）に関する出資金に(b)処分済ポートフォリオ投資に係る当該対象組合員等の出資金の、本組合が行った全てのポートフォリオ投資に係る当該対象組合員等の出資金の合計額に対する割合を乗じて得た金額
 - ② 第二に、分配累計額及び分配可能額の合計額から前号(i)及び(ii)に定める金額の合計額を控除した額が、前号(i)及び(ii)に定める金額の合計額の $[\alpha]$ %を乗じた金額と同額になるまで、当該対象組合員等に分配可能額の100%を分配する。
 - ③ 第三に、以下の各場合に応じて、以下に定める方法に従い分配する。
 - (i) 分配累計額及び当該分配において本項第①号及び第②号に基づき当該対象組合員等に対して行われた分配額の合計額から第①号(i)及び(ii)に定める金額の合計額を控除した額並びに当該分配までに本項に基づき処分済ポートフォリオ投資に関して[無限責任組合員 / 特別有限責任組合員]に分配されたキャリド・インタレスト額（以下「分配済キャリド・インタレスト額」という。）の合計額の $[\beta]$ %相当額（以下「必要キャリド・インタレスト額」という。）が分配済キャリド・インタレスト額を下回る場合は、以下に定める金額の合計額の $[\beta]$ %相当額が分配済キャリド・インタレスト額と同額になるまで、当該対象組合員等に分配可能額の100%を分配する。

- (a) 分配累計額及び当該分配において本項第①号から本号までに基づき当該対象組合員等に対して行われる分配額の合計額から第①号(i)及び(ii)に定める金額の合計額を控除した額
 - (b) 分配済キャリド・インタレスト額
 - (ii) 必要キャリド・インタレスト額が分配済キャリド・インタレスト額を超過する場合は、分配済みキャリド・インタレスト額及び当該分配において[無限責任組合員 / 特別有限責任組合員]に対して分配されるキャリド・インタレストの合計額（以下「キャリド・インタレスト累計額」という。）が、以下に定める金額の合計額の[β]%相当額と同額になるまで、[無限責任組合員 / 特別有限責任組合員]にキャリド・インタレストとして分配可能額の[γ]%を分配し、当該対象組合員等に分配可能額の[100-γ]%を分配する。
 - (a) 本号(i)(a)に定める金額
 - (b) キャリド・インタレスト累計額
 - ④ 第四に、[無限責任組合員 / 特別有限責任組合員]にキャリド・インタレストとして分配可能額の[β]%を分配し、当該対象組合員等に分配可能額の[(100-β)]%を分配する。
- (略)

アメリカン・ウォーターフォールを採用する場合、ヨーロッパ・ウォーターフォールを採用する場合に比して、清算時において、最終的な投資成績と当該時点までに分配されたキャリド・インタレストの額の不整合の生じる蓋然性が高い。そうした不整合は、クローバック条項（第47条解説3.参照）により解決されることになる。

また、昨今では、ハードル・レートについて、複利とする例や累積内部収益率（Internal Rate of Return（IRR））を参照する例もみられる。

IRRは、本組合が行った投資リターンを示すものと、本組合への投資家の投資リターンを示すものに大別され、しばしば前者をグロスIRR、後者をネットIRRと呼ぶ。ファンド全体のパフォーマンスに連動したキャリド・インタレストを設定する際には、ハードル・レートはネットIRRに関する閾値として定義され、ネットIRRは以下の計算式を満たす年率化された収益率 r として計算される⁴⁶。

⁴⁶ なお、評価期間の初日と末日に、それぞれの時点の公正価値に応じたキャッシュ・フローがあったと擬制してネットIRRを計算することで、ある特定の評価期間におけるリターンを測定することが可能となる。こうして特定の評価期間のネットIRRを計算することで、厳密ではないものの、上場株式とのパフォーマンス比較をすることができる。

$$0 = \sum_{i=1}^I \frac{CF_i}{(1+r)^{\frac{t_i}{365}}}$$

r: ネット IRR

CF_i: 組合に流入又は組合から流出した i 番目のキャッシュ・フロー

t_i: 評価期間の初日から i 番目のキャッシュ・フロー発生日までの日数

上記の計算式は、本条第 4 項第②号に直接規定してもよいし、また、別紙において記載し、同号においてこれを参照することとしてもよいだろう。以下は、本契約添付別紙 3 として上記の計算式を記載し、本条第 4 項第②号においてこれを参照している例である。

第 29 条 組合財産の分配

(略)

4. あるポートフォリオ投資に係る処分収益若しくはその他投資収益又は前項に定める投資証券等の分配は、当該ポートフォリオ投資に係る各対象組合員等について、次の各号に規定する順位及び方法に従い行うものとする。

(略)

- ② 第二に、当該対象組合員等に係る累積内部収益率（本契約添付別紙 3 に記載の計算式に従って計算される。）が[α]%に到達するまで、当該対象組合員等に分配可能額の 100%を分配する。

(略)

なお、昨今の実務においては、無限責任組合員の関係者（役職員等）が有限責任組合員として投有責組合に参加するというストラクチャーが採用される場合もある。このようなストラクチャーが採られる場合、かかる無限責任組合員の関係者（役職員等）においてキャリード・インタレストや管理報酬を負担しないというアレンジも見受けられる。

9. 本条第 5 項は、本条第 3 項に基づき現物分配を行う場合、無限責任組合員において、当該現物分配の対象となる組合員等に対し、事前に、現物による分配を受けるか、又は当該現物の処分を無限責任組合員に依頼し、その処分代金により分配を受けるかを選択するよう申し出るべきことを規定するものである。これは、無限責任組合員が現物分配を行うことを選択したとしても、必ずしも全ての組合員等が現物による分配を望んでいるわけではない場合が想定されること及び銀行等の一定の金融機関が法令により株式等の一定数以上の保有を制限されていることを踏まえ、組合員等に金銭による分配を受けることを選択できる機会を与えたものである。無限責任組合員は、本条第 5 項に基づき有限責任組合員より投資証券等の処分を依頼された場合、当該依頼を行った有限責任組合員に対し分配されるべきであった投資証券等を処分し、かかる処分により得られた代金を交付することになる。なお、現物の分配が行われる場合、その現物に係る危険は、本条第 9 項に従い、受渡時に組合員に移転することとなる。もっとも、かかる「受渡時」が何を意味するかは、分配される現物の内容によって異なり得る。券面の存在する有価証券等、物理的に存在するものについては、その引渡し

行われた時を「受渡時」と考えることになると思われる（民法第 567 条第 1 項参照）。他方で、券面不発行の有価証券やデジタルトークンのような物理的に存在しないものについては、別途の検討が必要になると考えられる。

10. 本条第 6 項は、一定の投資に係る回収金について、分配を行わず、再投資に用いることを認めるものである。本条第 2 項は、投資の回収金をそのまま分配の対象とすることを原則としている。もっとも、実務では、短期で回収された投資資金や一時的な繋ぎ資金目的のブリッジ・ファイナンスについては、回収後、そのまま分配の対象とするのではなく、再投資に充てることを許容する例もある。再投資を許容することには、①多様な投資方法を認めることによって、より高い収益機会の獲得が可能になること及び②（分配された金額を別のファンドに対して出資することにより運用する場合、追加的な管理報酬を支払うことが必要になるが、）同一のファンドにおいて再投資を行うのであれば追加的なコストの負担なく投資機会を得ることが可能になること等といったメリットがあると考えられる。本条第 6 項は、かかるメリットを踏まえ、一例として、投資から一定期間以内に回収された資金及びブリッジ・ファイナンスを行い予定期間内に回収された資金を再投資可能な資金としている⁴⁷。なお、再投資については、一度回収された資金を組合員に分配の上で再度出資を受けると同様であると評価し、これを行う場合を組合員に追加出資を請求する場合と同様に考え、組合員に対し一定の事項を通知し、また、免除・除外の条項に定めたのと同様の処理がなされるよう規定することも考えられる。

第30条 分配制限

1. 投有責法第 10 条第 1 項は、「組合財産は、貸借対照表上の純資産額を超えて、これを分配することができない。」と規定している。また、投有責法施行規則第 22 条第 1 項は、投有責法第 10 条により財産分配の対象となる純資産額について未実現利益を除くと規定している。本条第 1 項は、これらの規定によって無限責任組合員による組合財産の分配の裁量が制約されることを確認的に規定するものである。なお、純資産額は第 1 条に定義されている。
2. 投有責法第 10 条第 2 項は、有限責任組合員について、同条第 1 項に反して分配を受けた場合、当該分配を受けた金額の範囲内において、投有責組合の債務を弁済する責任を負うと規定している。本条第 2 項は、このことを確認的に規定するものである。
3. 本条第 3 項は、投有責法第 10 条第 1 項に反する分配が行われたため、本来有限責任組合員の固有財産たるべき既分配分も責任財産となる事態が生じた場合に、無限責任組合員及び特別有限責任組合員においてその分配を受けた財産を本組合に返還させ、また、無限責任組合員において受け取った報酬を本組合に返還させる規定である。なお、本条第 3 項は、第 44 条第 2 項に規定される清算人の受け取るべき報酬についても言及しているが、これは無限責任組合員が清算人に就任した場合を前提にしたものである。

⁴⁷ キャピタル・コールにより出資を受けた資金のうち管理報酬や費用に充てられた分についても再投資を認める等、より広く再投資を認めることも可能である。他方で、回収された資金のうち再投資が可能な額を当該回収資金の原因である投資において現実に出資された金額の範囲内に限定するといったこともある。

第31条 公租公課

1. 本条は、本組合における公租公課の取扱いについて規定するものである。
2. 本条第3項は、税務当局が債権者として出現することにより本組合の業務執行に支障が生じることを予め防止すること又は外国有限責任組合員の源泉徴収に係る公租公課の納付を行わないことによる責任を負うことを無限責任組合員において免れること等を目的として、無限責任組合員がその裁量により当該脱退した組合員に代わり公租公課を支払うことや外国有限責任組合員等に係る源泉徴収税の支払いを行うことを認める規定である。なお、本条第3項は、無限責任組合員が組合員等のために公租公課を立て替えた場合、無限責任組合員においてかかる立替金を当該組合員等に対して求償する必要があるため、その場合、当該組合員等において支払いを行うまでの期間に係る利息を付して返還する旨も規定している。
本条第3項の適用される場合の具体例としては、破産を原因として脱退した組合員が公租公課を滞納していた場合に、当該脱退組合員の第41条に基づく払戻請求権について税務当局が差押等をする場合及び外国有限責任組合員が外国組合員に対する課税の特例を利用し本組合の事業から生じる利益について源泉徴収を受けないことが予定されていたにもかかわらず、何らかの理由で当該外国組合員が外国組合員に対する課税の特例の要件を充足しなくなったことを無限責任組合員が認識した場合が考えられる。
なお、無限責任組合員が外国有限責任組合員に代わり公租公課を納付する等の対応を行ったものの、外国有限責任組合員がこれに必要な資金の提供又は補償をしない場合には、無限責任組合員において当該外国有限責任組合員から資金を回収する手段として、①当該外国有限責任組合員を除名し、投有責組合において当該外国有限責任組合員の出資金を没収して資金を回収する、②当該外国有限責任組合員の持分の譲渡を強制し、その売却代金から資金を回収する、といった方法が考えられる。
3. 本条第4項及び第5項は、本組合の有限責任組合員として非居住者及び／又は外国法人が参加しており、かつ、外国組合員に対する課税の特例（第17条解説6.参照）を利用する場合を想定した規定である。まず、本条第4項は、外国組合員に対する課税の特例の要件のうち無限責任組合員においては確認が困難な「当該投資組合契約に基づいて恒久的施設を通じて事業を行っていないとしたならば、所得税法第161条第1項第1号に掲げる国内源泉所得又は法人税法第138条第1項第1号に掲げる国内源泉所得を有しないこととなること」（租税特別措置法第41条の21第1項第5号、同法第67条の16第1項）の表明及び保証を外国有限責任組合員に求めている。また、一度同特例の要件を充足し手続を履践したとしても、期中において要件が満たされないこととなった場合には、その日から同特例の適用はないこととされているところ（租税特別措置法第41条の21第4項、同法第67条の16第2項）、無限責任組合員がかかる事情を知らず当該外国有限責任組合員に分配等を行うと源泉徴収税等の不払いという事態も生じかねないことから、当該要件が不充足となった場合又はそのおそれが生じた場合には、直ちに無限責任組合員にその旨を知らせるよう、当該外国有限責任組合員に対し通知義務を課している。次に、本条第5項は、外国有限責任組合員の協力義務について規定している。無限責任組合員は、外国有限責任組合員が外国組合員に対する課税の特例に関して作成する特例適用申告書（租税特別措置法第41条の21第3項、同法第67条の16第2

項) やその記載内容に変更が生じた場合に必要となる変更申告書(租税特別措置法第41条の21第9項、同法第67条の16第4項)を当該外国有限責任組合員に代わり税務署長に提出する必要があるほか、当該外国有限責任組合員の本人確認(租税特別措置法第41条の21第8項、同法第67条の16第4項)や組合員所得に関する計算書への一定事項の記載(租税特別措置法第41条の21第15項)等の事務も行うこととなる。そのため、本条第5項は、かかる無限責任組合員の事務について外国有限責任組合員に協力義務を課すことにより、同特例に関連する手続の円滑な履践を可能にし、もって外国有限責任組合員による同特例の利用の促進を図ることとしている。

4. 本条第6項及び第7項は、本組合におけるFATCA及びCRSに係る対応について規定している。平成22年3月に、米国はいわゆる外国口座税務コンプライアンス法(FATCA: Foreign Account Tax Compliance Act)を成立させ、米国外の金融機関に対し、米国納税義務者等の口座情報についての報告義務を導入した(平成26年7月1日より全面施行)。これに対応して、日本政府は、国内の金融機関のFATCA実施の円滑化のために、平成24年6月に「FATCA実施の円滑化と国際的な税務コンプライアンスの向上のための政府間協力の枠組みに関する米国及び日本による共同声明」を、平成25年6月に「国際的な税務コンプライアンスの向上及びFATCA実施の円滑化のための米国財務省と日本当局の間の相互協力及び理解に関する声明」を公表した。上記制度において、報告義務の課される「Foreign Financial Institute (FFI)」(外国金融機関)には、米国外の証券・債権・商品等に関する投資業、再投資業又はトレーディング業に主として従事する事業体が含まれており(米国内国歳入法第1471条第d項第5号(C))、有価証券への投資を主な事業目的とする投有責組合は、原則として報告義務のあるFFIに該当するものと考えられる。報告義務のあるFFIは、米国内国歳入庁(IRS: Internal Revenue Services)のウェブサイト上からFFI登録を事前に行うとともに、米国内国歳入庁を特定するために口座情報を検索し、検索された米国内国歳入保有者がIRSへの情報提供に同意した場合は、その個別情報をIRSへ報告し、同意しなかった場合は、非協力口座の総数・総額をIRSに報告しなければならない。報告義務のあるFFIはこれらの対応をとることにより、米国内国歳入法第1471条第a項に規定する30%の源泉徴収課税を受けないものとして取り扱われることとなる。さらに、OECDの加盟国である我が国は、OECDにおいて平成26年に承認・公表された自動的情報交換の共通報告基準(CRS: Common Reporting Standard)を実施するため、平成27年の税制改正において、租税条約等の実施に伴う所得税法、法人税法及び地方税法の特例等に関する法律(昭和44年法律第46号。その後の改正を含み、以下「実特法」という。)を改正した。同改正法は平成29年1月1日から施行されている。改正実特法により、報告金融機関等は、新規に取引を行う場合には、当該取引を行う相手方に対して本人確認のための届出書を提出させて(同法第10条の5第1項)、居住地国を特定し、取引の相手方の中に租税条約の相手国の居住者が含まれる場合には、その情報を所轄税務署長に提供することが必要となる(同法第10条の6)。「報告金融機関等」には、原則として投有責組合の無限責任組合員が含まれるため(同法第10条の5第8項第1号、同法施行令(昭和62年政令第335号。その後の改正を含む。)第6条の7第1項第5号ハ)、無限責任組合員は上記の改正実特法に基づく義務を履行することが必要となる。本モデル契約では、上記のFATCAに関する米国内国法令及び日米政府当局間の取決め並びにCRSについての国内法令及び各国当局間の合意等を総称して「FATCA/CRS」と定義することとしている(第1条参照)。そし

て、本条第6項及び第7項は、無限責任組合員がFATCA及びCRSにおける報告義務のある金融機関に該当することを前提として、本条第6項において無限責任組合員がFATCA及びCRSを遵守するために実施する手続についての協力義務を規定することにより、FATCA及びCRSに関連する手続の円滑な履践を可能にすることを図っている。さらに、本条第7項は、当該手続に基づいて有限責任組合員が提出する書類の記載事項が真実かつ正確であることを有限責任組合員に表明及び保証させるとともに、仮に期中において当該事項に変更が生じた場合には、直ちに無限責任組合員にその旨を知らせるよう、通知義務を課している。

第32条 組合費用

1. 本条第1項は、組合費用となるべきものを列挙するものである。組合財産から支払うべき投資有責組合の費用と無限責任組合員が負担すべき費用の区別をどのように行うかべきかは、ファンドの方針等によって異なり得る。
2. 本条第1項第⑫号は、無限責任組合員の取締役又は従業員が投資先事業者である会社の取締役その他の役員に就任した場合における当該取締役又は従業員の賠償責任保険料を組合費用として規定している。
3. 本条第1項は、プレースメント・エージェントへの報酬を組合費用として規定していない。プレースメント・エージェントは、一般に、プライベート・エクイティ・ファンド等からの委託を受けて、ファンド持分の機関投資家等への販売を代行することを業とする者のことをいう。
4. 本条第2項は、本条第1項において列挙された費用以外の全ての費用が無限責任組合員の負担において賄われるべきことを規定するものである。
5. 本条第3項は、無限責任組合員が組合費用を支弁した際、その支弁した金額について本組合に求償をなし得ることを規定するものである。

第33条 無限責任組合員に対する報酬

1. 本条は、無限責任組合員の管理報酬について規定するものである。具体的な管理報酬の算定方法は本条第2項において規定し、無限責任組合員又は特定関係者が投資先事業者等から受領した手数料等について行われる管理報酬からの控除は本条第3項において規定している。
2. 本条第2項は、管理報酬について、投資期間中か投資期間終了後かによって、その算出の基礎を分けることとしている。具体的には、
 - ① 投資が行われることが予定されている投資期間中においては、投資がこれから行われるのであるから、総組合員の出資約束金額をその算出の基礎としている。

- ② 投資が原則として完了している投資期間終了後においては、出資約束金額ではなく、投資残高又は純資産額（いずれも第1条において定義されている。）を算出の基礎としている。

なお、本モデル契約で示した方法以外にも、存続期間を通じて算出の基礎を出資約束金額の合計額とする方法等も考えられる。また、管理報酬の割合についても、①一定割合に固定する方法や②投資期間終了の前後によってその割合を変動させる方法、③投資期間の長期化に伴って投資金額の回収可能性が低減していくことを反映して、事業年度ごとに定率で減少させていく方法等も考えられる。さらに、管理報酬の受領時期についても、本モデル契約のように事業年度ごととする場合のほか、半期又は四半期ごととする場合もある。なお、初年度の管理報酬については、投有責組合の組成等に係る無限責任組合員の事務が多くなることから、次年度以降の管理報酬よりも割合を大きく設定するケースが多く、これを管理報酬とは別に組成報酬として規定する場合もある。そのほか、投資期間の中断時や延長時における管理報酬の調整について規定することも考えられる。

3. 本モデル契約においては、第32条に規定する組合費用とは別に管理報酬を規定しているが、組合費用を管理報酬に統合した上で管理報酬の割合について合意することも可能である。その場合、組合費用は、管理報酬のみとなり、組合員において予め費用額を算定することが可能になる。
4. 本条第3項は、①無限責任組合員において本組合による投資案件の実施又は無限責任組合員による投資先事業者等への経営指導等の対価として当該投資先事業者等から手数料や報酬等を受領することを認めるとともに、②無限責任組合員又は特定関係者が実際に受領した手数料や報酬等の全部又は一部を管理報酬から控除する方法により実質的に本組合へ提供することを義務付ける規定である。本組合による投資や無限責任組合員又は特定関係者による投資先事業者等への経営指導等は、本組合の組成や組合員の出資に基づく投資を前提とするものであるため、投資先事業者等から支払われた手数料や報酬等については有限責任組合員に利益として分配することが考えられる。そして、このような処理は、無限責任組合員と本組合との間の実質的な利益相反を抑止する効果を有する。本条第3項は、これらを踏まえて規定されているものである。なお、無限責任組合員の管理報酬から手数料や報酬等の相当額が控除されることにより、組合員の負担する損失額が当該控除額相当額につき減額されることとなるが、かかる損失の減額分は、免除・除外の条項が設けられることを前提に、ポートフォリオ投資単位での取扱いとしており、当該手数料等を支払った投資先事業者等に係るポートフォリオ投資に参加した組合員が、当該ポートフォリオ投資に係る対象持分割合に応じて享受することとしている。
5. 本条第4項は、本組合の清算手続における分配を行う日の時点においても管理報酬から控除対象手数料等の控除が完了していなかった場合の処理を規定するものである。

第34条 持分処分の禁止

1. 投有責法第16条の準用する民法第676条第1項は、組合員による持分の処分について、組合及び組合と取引した第三者に対抗できないと規定している。このことを踏まえ、本条第1項本文は、かかる持分の処分の禁止について規定し、本条第2項は、これに違反する処分を無効とすることを規定している。
2. 民法上、組合財産に対する持分の処分が禁止されるとしても、組合員たる地位の譲渡は、組合契約により許容されている場合には可能と解するのが通説である⁴⁸。そして、投有責法においてこれを別異に解すべき理由は存しないものと考えられる。このことを踏まえ、本モデル契約も、第35条において、組合員たる地位の譲渡を許容している。組合員たる地位の譲渡は、組合員の持分の移転を伴う。本条第1項但書きは、かかる持分の移転が本条第1項本文による持分の処分の禁止の適用外であることを確認的に規定するものである。

第35条 組合員たる地位の譲渡等

1. 本条は、組合員たる地位の譲渡等について規定するものである。組合員たる地位の譲渡についての規定は、投有責法及び同法により準用される民法のいずれにも置かれていない。しかし、通説は、民法上の組合について、組合契約で許容するときは組合員たる地位を譲渡し得ると解している（第34条解説2.参照）。そして、投有責法においてこれを別異に解すべき理由は存しないものと考えられる。
2. 本条第1項は、本組合に参加することが好ましくない者を排除するため、組合員たる地位の譲渡等について無限責任組合員の承諾が必要であることを規定している。その上で、本条第2項は、無限責任組合員について、合理的な理由なく組合員たる地位の譲渡を拒絶し得ないとしている。そして、本条第2項は、かかる合理的な理由が認められる場合として、①ファンド持分の譲渡により本組合の有限責任組合員が500名以上となること又は②サブスクリプション・ファイナンスの貸付人の承諾が得られなかったことを理由に無限責任組合員が組合員たる地位の譲渡を拒絶する場合を明示的に規定している。なお、組合員たる地位を譲り受けた者は、第36条に基づく本組合への新規の加入を行った者と異なり、本モデル契約に規定されている表明及び保証を当然に行うものではない。そのため、実務上は、無限責任組合員による譲渡の承諾に際して、譲受人においてかかる表明及び保証をさせることとなろう。
3. 本モデル契約の前提3.(1)に記載のとおり、本モデル契約は、ファンド持分の取得勧誘及び組合財産の運用が金商法第63条第2項に定める適格機関投資家等特例業務として行われることを前提として作成されている。そのため、ファンド持分の取得勧誘は同条第1項第1号が要件とする「私募」でなければならないため、本契約締結時の有限責任組合員（厳密に言えば、「取得勧誘に応じることにより当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる者」）は、500名未満でなければならない（同法第2条第3項第3号、金商令第1条の7の2参

⁴⁸ 鈴木祿彌編『新版注釈民法(17)債権(8)』〔菅原菊志〕159頁（有斐閣、1993）

照)。また、投有責組合の成立後に有限責任組合員が 500 名以上となった場合、無限責任組合員は有価証券報告書を提出しなければならない（金商法第 27 条、第 24 条第 5 項、第 24 条第 1 項第 4 号、金商令第 4 条の 2 第 4 項及び第 5 項）。そのため、本条第 2 項は、無限責任組合員が有価証券報告書の提出義務を負うことがないように、無限責任組合員において当該譲渡により有限責任組合員が 500 名以上となる譲渡を承諾しない旨を明記している。

4. ファンド持分は有価証券とみなされ（金商法第 2 条第 2 項第 5 号）、これに纏わる行為は金商法の適用を受ける。したがって、ファンド持分の募集（同条第 3 項第 3 号）を行う場合には、原則として、有価証券届出書を提出するとともに、目論見書の作成が必要となり、また、その後は有価証券報告書等による継続開示を行うことを要する（同法第 4 条第 1 項、第 13 条第 1 項、第 24 条等）。一方、ファンド持分の私募に該当する場合、すなわちファンド持分の取得勧誘に応じることにより当該取得勧誘に係るファンド持分を所有することとなる者が 500 名未満である場合には、有価証券届出書の提出等は不要である（同法第 2 条第 3 項第 3 号、同法施行令第 1 条の 7 の 2 参照）。
5. 前記 3. のとおり、本モデル契約は、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の取得勧誘及び組合財産の運用行為を行うことを前提としている。ファンド持分の取得勧誘が適格機関投資家等特例業務に該当するためには、大要、以下の要件を充足しなければならない（金商法第 63 条第 1 項第 1 号）。
 - ① 取得勧誘時に、有限責任組合員が 500 名未満であること（金商法第 2 条第 3 項第 3 号、同法施行令第 1 条の 7 の 2。但し、④及び⑤に該当することを要する。）
 - ② 取得勧誘時に、有限責任組合員に不適格投資家（金商法第 63 条第 1 項第 1 号イからハマまでのいずれかに該当するものをいう。以下同じ。）がないこと
 - ③ 取得勧誘時に、(i)有限責任組合員の全てが投有責組合（借入金を除く運用財産の総額が 5 億円以上であると見込まれる者を除く。）でないこと並びに(ii)特例業務対象投資家のうち、特例業務届出者たる無限責任組合員に密接に関連する者（業府令第 233 条の 2 第 1 項第 2 号から第 6 号までのいずれかに該当する投資家。但し、親会社等は除かれる。以下同じ。）及び投資に関する事項について知識及び経験を有する者（業府令第 233 条の 3 各号）の出資総額に占める割合が全組合員の出資総額の 50%以下であること（同令第 234 条の 2 第 1 項第 1 号、第 2 号）
 - ④ 取得勧誘時に、有限責任組合員に 1 名以上の適格機関投資家がいること
 - ⑤ 取得勧誘時に、特例業務対象投資家である有限責任組合員が 49 名以下であること
 - ⑥ 組合員となった日において適格機関投資家であった有限責任組合員が保有するファンド持分について、適格機関投資家に譲渡する場合以外の譲渡が投有責組合契約において禁止されていること（金商令第 17 条の 12 第 4 項第 1 号）

- ⑦ 組合員となった日において特例業務対象投資家であった有限責任組合員が保有するファンド持分について、他の一の適格機関投資家又は特例業務対象投資家に一括して譲渡する場合以外の譲渡が投有責組合契約において禁止されていること（金商令第17条の12第4項第2号イ）

また、投有責組合の組合財産の運用が適格機関投資家等特例業務に該当するためには、大要、以下の要件を充足しなければならない（金商法第63条第1項第2号）。

- ⑧ 運用期間中継続して、不適格投資家が有限責任組合員とならないこと
- ⑨ 運用期間中継続して、(i)有限責任組合員の全てが投有責組合でないこと並びに(ii)特例業務対象投資家のうち、特例業務届出者たる無限責任組合員に密接に関連する者及び投資に関する事項について知識及び経験を有する者（同例第233条の3各号）の出資総額に占める割合が全組合員の出資総額の50%未満であること（業府令第234条の2第2項第1号及び第2号）
- ⑩ 運用期間中継続して、有限責任組合員に1名以上の適格機関投資家がいること
- ⑪ 運用期間中継続して、特例業務対象投資家である有限責任組合員が49名以下であること

上記①の要件充足については、組合員名簿により確認ができ、投有責組合契約に別途特段の規定を設ける必要はない。上記②、③、④及び⑤の要件充足については、第52条第1項、第3項及び第5項の規定により担保することとなる。但し、有限責任組合員が適格機関投資家又は特例業務対象投資家に該当するか否かについては、必ずしも自明ではない場合があること及び特例業務対象投資家のうち、一部の類型については、金融商品取引業者等監督指針においてその確認方法が具体的に定められていることもあることに留意されたい。上記⑥及び⑦の要件については、本条第4項第③号及び第④号の規定により充足されることとなる。上記⑧の要件充足については、第52条第2項、本条第5項第①号及び第39条第1項第③号の規定により担保することとなる。上記⑨の要件充足については、本条第4項第②号及び第43条第1項第⑥号の規定により担保することとなる。上記⑩の要件充足については、第52条第4項、本条第4項第③号及び第43条第1項第⑥号の規定により担保することとなる。上記⑪の要件充足については、本条第4項第④号の規定により担保することとなる。なお、特例業務対象投資家については、ファンド持分の取得勧誘又は譲渡の時点において特例業務対象投資家としての要件を充足していることのみが求められるため、上記⑩の適格機関投資家の場合と比べると、第52条第4項（組合員たる地位にある間、適格機関投資家であり続ける義務）に対応するような義務を設ける必要性は高くないと考えられる。

6. 無限責任組合員は、投有責組合の組成を私募により行い、有価証券届出書による開示を行わずにファンド持分の取得の勧誘を行う場合には、かかる開示が行われていない旨等を勧誘の相手方に告知するとともに、ファンド持分を取得させる場合には、予め又は同時に当該相手方に告知事項を記載した書面を交付しなければならない（金商法第23条の13第4項、同条

第5項、特定有価証券開示府令第20条)。本モデル契約では、かかる義務が遵守されたことを確認するため、第50条第1項から第3項までの規定を設けている。これに対し、ファンド持分を転売する場合にかかる告知義務及び書面交付義務を履行しなければならないかについては、金商法第23条の13第4項第2号において、「同法第2条第4項第3号に掲げる場合に該当しない場合」(既発行のファンド持分の売付け勧誘の相手方が500人未満の場合)が掲げられていないことを根拠として、有価証券の売付け勧誘等が売出しに該当しない場合は告知が不要と解されている。したがって、本条第5項は不要であるとも考えられるが、トラブルを避けるため契約上明記しておくのが好ましいこと及び有限責任組合員に過重な負担を負わせるものともいえないことから、念のため規定している。

7. 投有責組合は、無限責任組合員の業務執行に係る能力を信頼して組成されるのが通常である。そのため、出資者からすると、無限責任組合員が変更されることは望ましい事態ではないと考えられる。この考えに基づき、本条第6項は、無限責任組合員について、他の組合員の全員の書面による同意がある場合を除きその組合員たる地位を譲渡することができないことを規定している。なお、全員同意ではなく、総組合員の多数決を条件とするといったことも決して否定はされないが、投有責組合が特定の無限責任組合員に対する信頼を基盤に成立する人的結合関係であることから、厳格な要件とされていることが多いと見受けられる。
8. 組合員が存続会社となるか消滅会社となるかを問わず、合併の場合には、組合員たる地位の承継を認める例が多いため、本モデル契約においてもそのように規定している。この場合にあっては、合併により当該組合員が反社会的勢力となるような場合(第53条第1項又は第2項)等には誓約違反による除名(第39条第1項第③号又は第40条第1項第③号)及び補償義務(第54条)の対象となる。もっとも、実務上、例えば無限責任組合員にとっての競合他社が有限責任組合員と合併するような場合には、組合員たる地位の承継を拒絶することを望む場合もあり得よう。そのため、合併について無限責任組合員(無限責任組合員が合併を行う場合には全有限責任組合員)の書面による承諾を必要とする旨の規定を設けることも考えられる。また、会社分割による承継の場合の取扱いに関する規定がない場合、無限責任組合員の承諾なく当然に組合員たる地位が移転すると解釈される可能性がある。そのため、合併同様に組合員たる地位の移転を避ける必要がある場合には、無限責任組合員(無限責任組合員が会社分割を行う場合には全有限責任組合員)の書面による承諾を必要とする旨の規定を設けることも考えられる。これらの場合、必要な承諾が得られないときにはこれが当該組合員の脱退事由となることも併せて規定することとなる。

第36条 募集期間及び組合員の加入

1. 本条は、効力発生日からの一定期間を募集期間として定義した上で、募集期間内に限って組合員の加入及び出資約束金額の増額を認める旨を規定するものである。
2. 投有責法第16条の準用する民法第677条の2は、民法上の組合について、組合員の加入、すなわち、既存の組合員以外の者が新たに組合員たる資格を取得し、その組合が、新規加入者を加えた全ての者の間の組合として同一性を失わずに存続することを認めている。そして、

投有責法においてこれを別異に解すべき理由は存しないものと考えられる。但し、加入を認めるか否か、また、認めるとしていかなる要件のもとにこれを認めるかについては、個別の投有責組合契約により決せられることになる。本条第2項は、効力発生日からの一定期間を募集期間と定義した上で、募集期間内に限り、無限責任組合員が全組合員を代理して新規加入者と加入契約を締結する方法により、組合員を新規に加入させることができると規定している。

3. 本条第3項は、出資約束金額の合計額について上限を定めるものである。一般論として、ファンドサイズは、無限責任組合員の人員構成その他各ファンドの個別事情を踏まえた適切な額に設定されることが望ましいと考えられている。また、投資期間における管理報酬は出資約束金額の合計額を基準に計算されることが多く（第33条解説2参照）、無限責任組合員において、想定する投資内容に比して過大な出資口数の出資の勧誘を行う誘因が生じ得る。そして、追加の組合員の加入は、既存組合員の出資割合を減少させ、投有責組合の意思決定に対する既存組合員の影響力を減殺（希釈化）するものである。これらのことを踏まえ、実務では、全組合員の出資約束金額の合計額に予め限度を設けておくことが多く、本条第3項も、そのような趣旨で規定したものである。

第37条 組合員の脱退

1. 本条第1項は、組合員の任意脱退について規定するものである。有限責任組合員のみならず、無限責任組合員も、やむを得ない理由がある場合には脱退をすることができるとされている。民法は、組合の存続期間を定めている場合でも、やむを得ない事由があるときは任意脱退をなし得るものとしているが（民法第678条第2項）、投有責法も、同法第3条第3項第7号において投有責組合の存続期間を必ず定めるものとした上で、同法第11条においてやむを得ない場合には脱退できるものとしている。これらの規定が強行規定であるかが問題となるが、民法第678条第2項については、やむを得ない事由があれば脱退し得るという点において強行性を有するとされており⁴⁹、投有責組合においても無限責任組合員を含め如何なる場合も任意脱退を許さないとはできないと考えられるため、投有責法第11条も、民法第678条第2項と同様、かかる点において強行性を有すると解される。なお、脱退の意思表示は、本来、他の組合員全員に対して行われるべきものであるが、これについて投有責組合契約で別段の定めをなすことは妨げられない⁵⁰。本条第1項は、有限責任組合員の脱退については無限責任組合員に対する通知をすべきとしているが、無限責任組合員の任意脱退については、これが本組合の運営上重要な事項であるため、有限責任組合員の全員に対して通知をすべきとしている。
2. 本条第2項は、組合員の非任意脱退について規定するものである。投有責法第12条は、組合員の非任意脱退事由として、①死亡、②破産手続開始の決定を受けたこと⁵¹、③後見開始の審

⁴⁹ 鈴木編・前掲注(48)〔菅原菊志〕166頁参照

⁵⁰ 鈴木編・前掲注(48)〔菅原菊志〕163頁参照

⁵¹ 民事再生手続開始の決定、会社更生手続の開始決定及び外国法に基づく同様の事由の発生についても、脱退

判を受けたこと⁵²及び④除名を掲げている。民法上、死亡及び後見開始の審判について、組合契約で別途の合意をすることは可能と解されており⁵³、投有責法においても、これと異なる結論を採る理由はないと考えられる。第38条も、このことを踏まえ、組合員の死亡について別途の規定をしている。本条第2項は、上記①から④までのほか、組合員の解散も非任意脱退事由として規定している。なお、本条第2項においては、組合員の合併や会社分割に際してその組合員たる地位の承継を認めない場合を脱退事由として追加的に規定することも考えられる（第35条解説8.参照）。

3. 本条第3項は、無限責任組合員が脱退した場合の取扱いについて規定するものである。投有責法第13条は、無限責任組合員の脱退を投有責組合の解散事由と規定しているが、同条但書きは、その事由が生じた日から2週間以内であって解散の登記をする日までに残存する組合員の一致によって新たに無限責任組合員を加入させたとき、解散が遡及的に発生しなかったことになる旨を規定している。そして、同条但書きは任意規定であり、投有責組合契約において全員一致ではなく出資口数に応じた多数決によることも可能である。これらを踏まえ、本モデル契約においても、有限責任組合員が全員一致又は出資口数に応じた多数決により無限責任組合員を選任するとの手続規定をおいている。
4. 本条第3項のとおり無限責任組合員が脱退した場合であっても、脱退の日から2週間以内に新たな無限責任組合員が選任されれば、本組合は解散しなかったことになる。問題はこの間の本組合の業務執行を誰が担うかであるが、本条第4項は、脱退した無限責任組合員がこれを引き続き担当することを規定している。
5. 本条第5項は、無限責任組合員の脱退が生じた場合において、脱退した無限責任組合員と後任の無限責任組合員がキャリド・インタレスト及び管理報酬を如何に分け合うかについて規定するものである。脱退が生じた時点において実行済みのポートフォリオ投資に係るキャリド・インタレストは、脱退した無限責任組合員による投有責組合への貢献の果実としての側面を有している。そのため、本条第5項は、そうしたキャリド・インタレストについて、脱退した無限責任組合員が一定割合を取得し、後任の無限責任組合員がその残額を取得することとしている。その一定割合は、各ファンドの方針等に応じて議論されるべき事柄である。管理報酬の分け合いは、日割りで行うこととしている。これは、管理報酬が日々のファンド・マネジメントの対価として刻々と発生する性格のものであることを考慮したものである。
6. 本条第6項は、本条第3項の規定に基づき脱退した無限責任組合員の後任として選任された無限責任組合員が、原則として、その選任以前に生じた責任を負担しないことを規定するものである。但し、本条第5項により分け合いのなされるキャリド・インタレスト又は管理

事由として追加的に規定することが考えられる。なお、特別清算手続については、株式会社の解散後に行われることが前提となっているため、解散が脱退事由として規定されていれば別途追加的に規定する必要はない。

⁵² 後見開始の審判を受けた場合であっても脱退しない旨を規定することは可能である（鈴木編・前掲注(48)〔菅原菊志〕174頁参照）。

⁵³ 鈴木編・前掲注(48)〔菅原菊志〕169, 174頁参照

報酬に関する責任については、それぞれ、本条第5項に規定されるこれらの分配の割合に準じて（換言すれば、本条第5項の規定により両者に帰属することとなる金額の割合に応じて）、両者が按分して負担することとしている。

7. 本モデル契約で規定する組合員の脱退事由の中には、必ずしも第三者において直ちに知り得ないものもある。そのため、無限責任組合員は、有限責任組合員につき脱退事由（例えば、死亡や破産手続開始の決定を受けたこと等）が生じたにもかかわらず、これを知らずに、組合財産の分配等を行ってしまう可能性がある。このことを踏まえ、本条第7項は、無限責任組合員が、有限責任組合員が脱退したことを知らずに行った業務執行については、重過失がない限り、対内的に免責されることを規定している。

第38条 組合員の死亡

1. 投有責法第12条は、民法第679条と同様に、組合員の死亡を脱退事由として規定している。民法第679条において死亡が脱退事由とされている理由は、単に、組合契約が組合員間の信頼関係を基礎としている契約だからである。その帰結として、組合員たる地位の相続を認めることについて組合契約において予め合意されているのであれば、これを敢えて無効と解する合理性がない⁵⁴。そのため、民法第679条は任意規定と解される。そして、投有責法においてこれを別異に解すべき理由は存しないものと考えられるため、投有責法第12条も任意規定と解される。したがって、投有責組合契約において組合員たる地位の相続を認めることは、可能と考えられる。
2. 組合員たる地位が相続されとした場合の規定については様々なものが考えられるが、本条第1項本文は、相続人側に、相続の有無の選択権を付与することとしている。ただ、相続か脱退かが確定せず、権利関係が不安定な期間が長期間継続することは好ましくないので、被相続人の死亡後3ヶ月以内に限り、相続人による承継を認めている。
3. 相続人が組合員たる地位の承継を希望するとしても、当該相続人が反社会的勢力に該当する場合や当該相続人の本組合への参加により適格機関投資家等特例業務の要件を充足しなくなる場合には、当該承継を認めないことが適切である。このことを踏まえ、本条第1項但書きは、かかる場合、相続人について、組合員たる地位を承継しなかったとみなされる旨を規定している。なお、本条第1項但書きにより組合員たる地位の承継が否定された場合、被相続人の脱退（第37条第2項第②号）は確定的なものになる。この場合において、相続人は、被相続人が本組合から脱退したことにより発生する払戻し（第41条）を受ける権利を有するにすぎない。
4. 相続人が組合員たる地位を相続しない場合、被相続人は、第37条に従い、本組合を脱退することになる。なお、相続人が複数いる場合に、組合員たる地位を分割して各自が独立に組合員となることを認める規定を置くことも可能であるが、本モデル契約では、相続人が複数存

⁵⁴ 我妻栄『民法講義 債権各論中巻二』831頁（岩波書店, 1962）

在する場合、遺産が分割される前のみならず、複数の相続人が共同して遺産を相続したときも、相続人が共同してのみその権利を行使し義務を履行すべきとしている。

第39条 有限責任組合員の除名

1. 本条は、有限責任組合員の除名について規定するものである。有限責任組合員の除名要件と無限責任組合員の除名要件は一致しないため、両者は別の条項にて規定している。投有責法第16条の準用する民法第680条は、組合員の除名について、正当の事由がある場合に限り、他の組合員の一致によりなし得ると規定している。こうした除名要件に関する規定は強行規定ではなく、組合契約において別段の定めをしても差支えないとされる⁵⁵。また、民法第680条は、組合員の除名について、除名した組合員にその旨を通知しなければ、当該組合員にこれを対抗できないと規定している。
2. 本条第1項は、除名の要件として、除名事由に該当する有限責任組合員を除く一定割合の有限責任組合員の同意を要求している。もっとも、反社会的勢力との関係排除に関する表明及び保証（第53条）の違反等の重大な表明及び保証の違反又は極めて重大な義務の違反を生じた有限責任組合員については、かかる同意を得ることなく無限責任組合員の権限で除名できると規定することも考えられる。
3. 本条第1項第③号及び第④号で言及されている「表明及び保証」（Representations and Warranties）とは、契約当事者が、一定の時点における事実及び権利関係の存在又は不存在を表明し、その内容が真実かつ正確であることを保証することをいう。表明及び保証には、いくつかの機能が認められる。その第一の機能として考えられるのは、契約の前提として必要とされる各契約当事者に関する事実及び権利関係を列挙し、かかる必要事項を確認させることで、契約を締結するための前提を確認させることであろう。本モデル契約では、外国組合員が税制特例の適用を受けることを前提とした対応を無限責任組合員において行うこととの関係で、外国有限責任組合員において税制特例の適用を受けるための要件を具備していることを表明及び保証させており（第31条第4項）、また、無限責任組合員がFATCA/CRSを遵守することとの関係で、有限責任組合員においてその提出した書類の記載内容が真実かつ正確であることを表明及び保証させ（第31条第7項）、さらに、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の自己募集及び組合財産の自己運用を行うこととの関係で、有限責任組合員においてそのために満たす必要のある法令上の要件を具備していることを表明及び保証させている（第52条第1項、第3項及び第5項）。また、無限責任組合員は、自らが適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の自己募集及び組合財産の自己運用を行うにあたっての法令上の欠格事由に該当しないことを表明及び保証している（第52条第6項）。そのほか、各組合員は、反社会的勢力との関係排除に関する表明及び保証を行っている（第53条第1項）。なお、事実及び権利関係として表明及び保証した内容が真実又は正確でなく、それに起因して他の当事者に損害が生じた場合には、表明及び保証の条項に加

⁵⁵ 鈴木編・前掲注(48)〔菅原菊志〕177頁参照

え、組合員において補償（Indemnification）の条項により補償義務を負うことが定められることが多い。本モデル契約も、第 54 条に補償の条項を置いている。

第40条 無限責任組合員の除名

1. 本条は、無限責任組合員の除名について規定するものである。無限責任組合員の除名は、違法行為を行った無限責任組合員の更迭のためのメカニズムの一つである。有限責任組合員は、本条第 1 項に基づき、一定割合以上の有限責任組合員の同意により、無限責任組合員を除名し、新たな無限責任組合員を選任することができる。新たな無限責任組合員については、有限責任組合員から選任するほか、新たに組合員として加入した者を選任することも可能としている（第 37 条第 3 項参照）。
2. 無限責任組合員の更迭の方法として、①無限責任組合員を除名（脱退）までさせず、解任に留め、有限責任組合員として投有責組合に残存させること又は②無限責任組合員を投有責組合から脱退させるのではなくそのファンド持分を一定の者に強制的に譲渡させる等の規定を設けることも考えられる。なお、海外においては、本条第 1 項各号のような特定の事由を前提とせず、一定割合以上の有限責任組合員の同意により無限責任組合員の除名を認める条項を設ける例もある。もっとも、このような条項は、無限責任組合員の業務執行を萎縮させる可能性もある。
3. 主要担当者が無限責任組合員の役職員でない場合は、主要担当者の行為を無限責任組合員の行為とみなして本条を適用する旨を規定することも考えられる。

第41条 脱退組合員の持分及び責任

1. 本条は脱退組合員の持分の取扱いについて規定するものである。實際上、脱退した組合員に対する持分金額に相当する金額の払戻しを即座に行うことは難しい。そのため、本条は、脱退組合員について、脱退当時の持分金額をもって、その後の第 29 条の規定に従った組合員に対する分配の都度、順次払戻しを行うことを規定している。
2. 一般に、脱退組合員の投有責組合に対する持分払戻請求権は、脱退時に当該投有責組合に対する債権として成立し、特段の定めがなければ、期限の定めのない債権として、脱退組合員が催告したときから履行遅滞になると考えられている。本条は、かかる持分払戻請求権の期限を定めるものであるともいえる。
3. 本条のような定めは、組合員の脱退自体を制限するものではないので、有効と考えられる。また、除名による脱退等、一定の場合には、脱退組合員に払い戻す金額を、脱退の時ににおける脱退組合員の持分金額に一定割合（例えば、50%～70%）を乗じた金額に減額することも許容されると考える⁵⁶。

⁵⁶ 石川・前掲注(6)284 頁参照

第42条 組合員の地位の変動の通知

本条は、有限責任組合員たる地位の譲渡並びに加入及び脱退等、組合員の地位の変動の通知について規定するものである。

第43条 解散

1. 投有責法第13条は、解散の事由として、「目的たる事業の成功又はその成功の不能」、「無限責任組合員又は有限責任組合員の全員の脱退」、「存続期間の満了」及び「組合契約で前三号に掲げる事由以外の解散の事由を定めたときは、その事由の発生」を規定している。本条第1項は、投有責法第13条に基づき、本組合の解散事由について規定するものである。
2. 投有責組合が存続期間の終了により解散する場合、登記実務上、当該投有責組合の解散の日は、その存続期間の終了の日の翌日とされる。
3. 投有責法第13条第1号は、「目的たる事業の成功又はその成功の不能」を解散事由として規定している。もっとも、「目的たる事業の成功又はその成功の不能」が発生したか否かを客観的に判断することは困難である。そのため、本条第1項第②号のように、一定の持分割合を有する有限責任組合員の同意を得て、無限責任組合員が事業の目的を達成し、又は達成することが不能に至ったと決定したことを解散事由として規定するのが一般的である。かかる解散事由は、投有責法第13条第4号に規定される投有責組合契約で定めた解散事由となるため、登記する必要がある（同法第17条第4号）。なお、理論的には、本条第1項第②号に規定する無限責任組合員の決定がなされない場合であっても、客観的に「目的たる事業の成功又はその成功の不能」が発生したときは、投有責法第13条第1号に基づき投有責組合は解散しなければならないことになるので、留意が必要である。
4. 投有責法第13条第2号は「無限責任組合員又は有限責任組合員の全員の脱退」を解散事由と規定している。他方で、同条柱書きの但書きは、その事由が生じた日から2週間以内であって解散の登記をする日までに、残存する組合員の一致によって新たに無限責任組合員又は有限責任組合員を加入させたときは、この限りでない旨を規定している⁵⁷。これらを踏まえ、本条第1項第③号は、有限責任組合員の全員の脱退が生じた場合、直ちに本組合が解散することを規定し、他方、本条第1項第④号は、無限責任組合員の脱退が生じた場合には、第37条第3項の手續規定によっても後任の無限責任組合員が選任されないときに本組合が解散することを規定している。
5. 本条第1項第⑤号は、無限責任組合員の同意がなくとも、有限責任組合員の全員一致による解散を認めている⁵⁸。なお、募集期間の初期であり有限責任組合員が少数である場合は本条第1項第⑤号による解散が容易に生じてしまう可能性がある。こうした可能性を想定し、本条第

⁵⁷ 投有責法第13条柱書きの但書きが強行規定でないことについては、第37条解説3.に記載のとおりである。

⁵⁸ なお、民法第682条第4号は、総組合員の同意により組合が解散することを規定している。

1 項第⑤号による解散を募集期間の終了後に限定するという時的制限を設けることもあり得る。

6. 本モデル契約は、投有責組合の組合財産の運用が適格機関投資家等特例業務として行われることを前提としている。この前提によると、例えば、投有責組合の全ての有限責任組合員が適格機関投資家でなくなる等により、適格機関投資家等特例業務の要件を充足しなくなると、無限責任組合員による投有責組合の運営が金商法に抵触してしまう。そのため、本条第1 項第⑥号は、「全ての有限責任組合員が適格機関投資家でなくなることその他の事由により、本組合を適法に運営することが困難であると無限責任組合員が合理的に判断した場合」を解散事由として規定している。
7. 他に契約で定めることが考えられる解散事由としては、例えば「総組合員の総出資口数の[]分の[]以上に相当する出資口数を有する組合員との関係で本契約が無効である場合又は取り消された場合」等が考えられる。
8. 本条第2 項は、各組合員が本組合に対して負担する債務が、本組合の解散によっても影響を受けず存続することを確認的に規定するものである。当該債務を負担する組合員は、清算中の本組合に対してこれを履行することになる。

第44条 清算人の選任

1. 本条は、本組合が解散した場合における清算人の選任、その報酬及び清算人の選任の登記について規定するものである。
2. 清算人の報酬額をどのように設定するかは、実務において議論となることがあるため、投有責組合契約において予め具体的に規定しておくことも考えられる。具体的な条項を検討するに際して考え得るものとしては、例えば次のものが挙げられる。
 - ① 本契約において清算人の報酬の上限を設定しておく。
 - ② 無限責任組合員が清算人に就任する場合とそれ以外の者が清算人に就任する場合を分ける。但し、無限責任組合員以外の者が清算人に就任する場合、その報酬額は就任時の合意により決定されるべきことになる。
 - ③ 清算人に組合財産をより高い価格で処分するインセンティブを付与するための仕組みを取り入れる。例えば、報酬の全部又は一部を、組合財産の処分価格に応じて増減させるといったことが考えられる。
 - ④ 清算人に清算終了をより早く行うインセンティブを付与するための仕組みを取り入れる。例えば、(a)報酬の支払時期を清算終了時（その直前）とすることや(b)報酬算定に用いる料率を清算期間が長期化するに従い逡減させること等が考えられる。

第45条 清算人の権限

本条は、投有責法第16条が準用する民法第688条第1項及び第2項を踏まえて、清算人の権限について規定するものである。

第46条 清算手続

1. 本条は、本組合の清算手続について規定するものである。本条第1項及び第2項は、清算人の職務として、①組合財産の現況調査、②財産目録及び貸借対照表の作成、③財産処分 of 具体案の決定、④組合員への書類送付及び⑤残余財産の分配を規定しており、また、組合財産の状況は投有責組合によって千差万別であるため、⑥その他清算に関する事項については、全て、善管注意義務を負う清算人の裁量に委ねている。
2. 本条第2項については、第44条において清算期間における管理報酬の取扱いをどのように規定するか等に応じて、より詳細な規定とすることも考えられる。
3. 本条第4項は、本モデル契約の様々な条項が清算人について準用されることを規定している。

第47条 清算方法

1. 本条第1項は、本組合の清算の方法として、現物分配と売却という2つの方法のいずれかを清算人が選択できる旨を規定するものである。なお、投有責組合の存続期間が終了するに際して、売却すべき組合財産が多く残されているような場合、無限責任組合員は、①第6条第2項による投有責組合の存続期間の延長や②継続ファンドへの投資証券等の売却といった方法を採用することも可能である。上記のほか、投有責組合の存続期間が終了するに際して未処分の投資証券等が存する場合の対応策としては、清算人が売却又は現物分配のいずれを選択するかを直ちに決定せず、その決定を将来に延期する旨を明示的に規定することも考えられる。
2. 有限責任組合員の中に銀行、銀行持株会社若しくは保険会社（又はそれらの子会社）が含まれ、かつ、投資証券等を取得することとなった日から10年間を超えて当該投資証券等を所有する（又は議決権を保有する）場合、銀行法、保険業法又は独占禁止法の議決権保有制限規制の適用除外に該当しないこととなる（第6条解説2.参照）。したがって、かかる場合に対処するため、清算手続においても投資証券等の取得日から10年以内に売却又は現物分配が行われるように、第23条第9項に加え、本条第1項但書きとして、「但し、当該投資証券等については、その所有することとなった日から10年以内に以下のいずれかの方法により現物の分配又は売却を完了しなければならない。」と規定することも考えられる。
3. 本条第3項は、第29条第4項に従って組合財産を分配した結果として、本組合の清算時において、無限責任組合員及び特別有限責任組合員（特別有限責任組合員への言及は本条の解説において以下適宜省略する。）に分配されたキャリード・インタレストの累計額が、同項で想

定するキャリード・インタレストの分配割合（全ての投資を通じて算定）を超えることとなる場合、無限責任組合員にその超過額を組合財産へ返還させることによって調整を行うことを規定するものである。この規定は、一般に、クローバック（Clawback）条項と呼ばれている（この条項に基づく処理を「GP クローバック」という。）。

具体的には、無限責任組合員がキャリード・インタレストを受領している場合において、(i) 組合員において受領した分配額の累計額が出資履行金額及びそのハードル・レートに相当する額の合計額に不足する場合又は(ii)当該金額の分配は受けているが、無限責任組合員において受領したキャリード・インタレストの累計額が当該累計額と組合員が分配を受けたリターン（分配額の累計額から出資履行金額を控除した金額）との合計額の $\beta\%$ に相当する金額を超過する場合には、その不足額又は超過額を是正する限度において（但し、無限責任組合員が分配を受けたキャリード・インタレストの額を限度として）、無限責任組合員がキャリード・インタレストの全部又は一部を組合財産へ返還するものとし、かかる返還金が各組合員の持分金額に帰属することとしている。本条第3項に記載する α 及び β は、それぞれ第29条第4項で使用した意味と同様であり、 α はハードル・レートを、 β は組合員に対する分配金とキャリード・インタレストの配分割合を表す。

また、本条第3項は、免除・除外の条項が設けられていることを前提に、各組合員によってキャリード・インタレストの超過額の有無及びその割合が異なり得ることを踏まえ、各組合員について個別の計算がなされるよう規定している。加えて、クローバック条項が規定される場合には、無限責任組合員にその現実の取得額以上の金額を返還させるという扱いは極めて厳しい対応であるため、無限責任組合員が負担した税額を控除することとしている（課税額を正確に算定することが困難であるとの見込みがある場合、事前に一定の税率を合意しておく等、何らかの工夫をしておくこともあり得る。）。

なお、第29条第4項のように、出資履行金額（及びハードルレートに対応する金額）の全額が回収されて始めてキャリード・インタレストが支払われるとする場合（ヨーロピアン・ウォーターフォールを採用する場合は、有限責任組合員への分配額とキャリード・インタレストの配分割合は概ね一定に保たれることになることから、各ポートフォリオ投資に係る出資履行金額及びそれ以前に処分されたポートフォリオ投資に係る出資履行金額をベースとしてキャリード・インタレストの分配がなされる場合等（アメリカン・ウォーターフォールを採用する場合は）と比較すると、GP クローバックが発生する蓋然性が相対的に低くなるものと思われる。他方、アメリカン・ウォーターフォールを採用する場合は、無限責任組合員への分配が相対的に早い時期に生じることとなるため、GP クローバックの発生する蓋然性が高くなる。そして、クローバック条項が規定される場合であっても、分配済みのキャリード・インタレストが清算時には既に費消されてしまっており、返還する資金が無限責任組合員に残存していない場合も実際には想定される。このことを踏まえ、清算時のGP クローバックとは別に、清算前のGP クローバック（中間GP クローバック）を別途規定することも考えられる。また、GP クローバックの原資の担保義務や担保方法について定める条項を別途設けることも考えられる。GP クローバックの原資の担保方法としては、分配されるキャリード・インタレストのうち一定割合をエスクロー業者に預け入れ、積み立てさせることとする方法や複

数存在する無限責任組合員に GP クローバックの義務について相互の保証をさせること等があり得る。このような追加的な規定を置くかは各ファンドにおいて判断されるべき事項であるが、その際は、GP クローバックが履行されない場合のリスクのみならず、無限責任組合員に負担を課すことにより生じる負の影響（インセンティブ低下や投資判断の消極化によるパフォーマンスの悪化等）も考慮すべきと考えられる。

第48条 許認可等

1. 本条は、許認可等について規定するものである。
2. 本条第1項は、投資証券等の取得又は処分にあたって有限責任組合員に係る許認可等の手続が必要となる場合における当該手続が必要とされる有限責任組合員の履行義務及び報告義務を規定するとともに、無限責任組合員による当該手続の代行の権限と有限責任組合員の協力義務を規定するものである。
3. 本条第2項は、無限責任組合員について、本条第1項に規定する手続が投資証券等の取得の前に必要な場合、当該手続の完了後に投資証券等の取得又は処分を行うべきことを規定するものである。
4. 本条第3項は、各有限責任組合員について適用法令等の遵守義務を規定するとともに、無限責任組合員が各有限責任組合員のために必要な手続一般を代行する権限を有することを規定するものである。

第49条 通知及び銀行口座

1. 本条第1項は、通知について規定するものである。通知の方法として定められているのは、手渡しによる交付又は郵便若しくは電子メールによる送付である。また、本条第1項は、組合員名簿に記載されている住所又はメールアドレスを通知先として通知を送信すれば、有効な通知となり、不着等についての免責がなされることも定めている。到達時期は、郵便の場合は発送の日から[]日後としており、電子メールの場合は発送の時又は発送の日から[]日後としている。但し、電子メールについては、本条第1項の適用を受けるには、発信後直ちに受信の確認を行うことを要する。なお、本条は、かかる受信の確認の方法を特段定めていない。これは、費用や煩雑さの点から実務において柔軟な確認方法がとられていることを踏まえたものである。またファイルダウンロードサービスやショートメッセージサービス（SMS）その他電子メール以外の方法による電子的な通知方法が想定されている場合は、規定内容の調整が必要となる。
2. 本条第2項は、本契約に基づいて組合員が交付する書面（に記載すべき事項）について電磁的方法による提供が可能であることを一般的に規定するものである。法令によっては、電磁

的方法による提供を認めておらず、書面での交付についてのみ規定されている場合もある。その場合は、「適用法令等による明確な制限のある場合」に該当するためご留意されたい。

3. 本条第3項は、本組合と組合員の間における金銭授受の方法について規定するものである。本条第3項は、かかる金銭授受について、銀行口座を通じて振込送金の方法により行うものとし、また、組合員名簿に記載されている届出口座に対して送金すれば足りるとしている。
4. 本条第4項は、本条第3項に定める振込送金に係る手数料の負担者を規定するものである。

第50条 秘密保持

1. 本条は、本組合の運営に関して伝達される情報に関する秘密保持義務について規定するものである。
2. 本条第1項は、有限責任組合員について、本組合を通じて得られた情報についての秘密保持義務及び他目的利用禁止の義務を規定するものである。秘密保持義務の適用除外となる場合は、本条第1項但書きと本条第3項において規定されている。
3. 本条第2項は、無限責任組合員について、本組合を通じて得られた有限責任組合員に関する情報についての秘密保持義務及び他目的利用禁止の義務を規定するものである。秘密保持義務の適用除外となる場合は、本条第2項但書きと本条第3項に規定されている。特に、行政当局や金融商品取引所から有限責任組合員について一定の情報の提供を求められる場合があり、本契約上はこれに対応できるようにしておくことが重要となろう。
4. 本条第4項は、組合員の役職員等による秘密保持義務及び他目的利用禁止の義務の遵守を担保するための規定である。

第51条 金融商品取引法等に係る確認事項

1. 本モデル契約は、ファンド持分の取得勧誘が金商法第63条第1項第1号に規定される行為として行われる（適格機関投資家等特例業務として行われる。）ことを前提としている。したがって、投有責組合の組成時における無限責任組合員による有限責任組合員（候補者）への勧誘は、同法第2条第3項第3号に規定される場合に該当しない「私募」であり、その勧誘に際しては同法第23条の13第4項に定める告知義務及び同条第5項に定める書面の告知義務を履行しなければならない。本条第1項から第3項までは、これらの義務が履行されたことを有限責任組合員において本契約の締結を以て確認することを規定するものである。
2. 無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務としてファンド持分の取得勧誘を行う場合、無限責任組合員は、原則として、本契約の締結までに、有限責任組合員に対し、業府令第79条第1項第1号イに規定する書面（以下「契約締結前交付書面」という。）を交付しなければな

らない（金商法第 63 条第 11 項、第 37 条の 3 第 1 項）。無限責任組合員がファンド持分の取得勧誘を第二種金融商品取引業に係る登録を受けた金融商品取引業者に委託する場合には、当該金融商品取引業者において有限責任組合員に対して契約締結前交付書面を交付することが必要となる。投有責組合契約の締結に際して交付する契約締結前交付書面には、金商法第 37 条の 3 第 1 項各号及び業府令第 82 条各号（共通記載事項）、同令第 83 条第 1 項各号（有価証券の売買その他の取引に係る共通記載事項）並びに同令第 87 条第 1 項各号（出資対象事業持分の売買その他の取引に係る共通記載事項）のそれぞれに規定される事項を記載しなければならない。また、契約締結前交付書面は、同令第 79 条各項に記載された方法に従って作成することが必要となる。但し、金商法第 45 条第 2 号は、金融商品取引契約の相手方が特定投資家である場合には、例外的に、同法第 37 条の 3 の規定を適用しない旨を規定している。本条第 4 項は、本組合の有限責任組合員に非特定投資家も含まれることを前提として、本契約の締結までに契約締結前交付書面の交付を受けたことを非特定投資家である有限責任組合員において本契約の締結を以て確認することを規定するものである。

3. 無限責任組合員が有限責任組合員にファンド持分を取得させる行為は、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律（以下「金サ法」という。）第 3 条第 1 項第 5 号に該当し、「金融商品の販売」となる。したがって、無限責任組合員は金融商品販売業者等（金サ法第 3 条第 3 項）として、投有責組合契約の締結までに、原則として、有限責任組合員に対し、元本欠損が生じるおそれがある旨その他の同法第 4 条第 1 項各号に規定される重要事項（リスク情報）についての説明をしなければならない（同法第 4 条第 1 項）。実務では、かかる重要事項を記載した書面を無限責任組合員が有限責任組合員に対して投有責組合契約の締結前に交付（電磁的方法による提供も含む。）することが一般的である。もっとも、金サ法第 4 条第 7 項は、顧客が金融商品の販売等に関する専門的知識及び経験を有する者として金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律施行令第 12 条に定める者（特定顧客）である場合（金サ法第 4 条第 7 項第 1 号）並びに重要事項について説明を要しない旨の顧客の意思表示があった場合（同項第 2 号）、金サ法第 4 条第 1 項を適用しない旨を規定している。かかる特定顧客は、特定投資家を含む（金サ法施行令第 12 条第 1 項）。本条第 5 項は、本組合の有限責任組合員に非特定投資家も含まれることを前提として、重要事項について記載された書面の交付が不要であること又はその交付を受けたことを有限責任組合員において本契約の締結を以て確認することを規定するものである。
4. 犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下「犯収法」という。）は、犯罪による収益の移転（マネーロンダリング）の防止を図ることや、テロリズムに対する資金供与の防止に関する国際条約等の的確な実施を確保することを目的として平成 20 年 3 月に全面施行されたものである。平成 25 年 4 月には、テロ資金やマネー・ロンダリングを巡る状況や FATF（金融活動作業部会）勧告を踏まえて、取引時の確認事項（取引を行う目的等）の追加等に関する改正がなされ、さらに、平成 28 年 10 月には、疑わしい取引の届出に関する判断方法等に関する改正がなされている。金商法第 2 条第 9 項に規定する金融商品取引業者及び同法第 63 条第 5 項に規定する特例業務届出者は、犯収法に規定する特定事業者に該当するため（犯収法第 2 条第 2 項第 21 号、第 23 号、同法施行令第 6 条第 7 号、第 8 号）、無限責任組合員が有限責任組合員と投有責組合契約を締結するに際しては、本人特定事項（顧客等が法人であ

り、かつ、犯収法施行規則第 11 条第 2 項に規定される実質的支配者に該当する者がいる場合にはその者の本人特定事項も含む。) 並びに取引を行う目的及び顧客等の職業 (顧客等が法人である場合にあっては事業内容) の確認を行わなければならない、また、当該投有責組合契約が犯収法第 4 条第 2 項で規定する取引に該当し、かつ、200 万円を超える財産の移転を伴う場合には、資産及び収入の状況についても確認を行わなければならない (犯収法 4 条、同法施行令第 6 条第 7 号、第 8 号、第 7 条第 1 項第 1 号リ、第 10 条から第 14 条まで、同法施行規則第 6 条から第 14 条まで)。そこで、本条第 6 項は、有限責任組合員が、取引時確認のために無限責任組合員に提示等した書類の記載内容及び申告した内容が組合員となった日において正確であることを本契約の締結を以て確認することを規定している。

5. 犯収法第 8 条は、特定事業者について、①取引において收受した財産が犯罪による収益である疑いがある場合及び②組織的な犯罪の処罰及び犯罪収益の規制等に関する法律又は国際的な協力の下に規制薬物に係る不正行為を助長する行為等の防止を図るための麻薬及び向精神薬取締法等の特例等に関する法律の規制を受ける疑いがある場合における届出義務を課している。このことを踏まえ、本条第 7 項は、本契約に基づき支払うことが要求される出資金その他の金員がこれらに該当するものでないことについて、有限責任組合員に確認させること等を規定している。
6. 本条には、法的救済の限界に係る確認事項について規定する条項を置くことも考えられる。以下は、本条においてそうした確認事項について規定する場合における条項の例である⁵⁹。

第 51 条 金融商品取引法等に係る確認事項

(略)

8. 各有限責任組合員は、(i)無限責任組合員及び本組合が組合員による本契約の違反について十分な法的救済を受けることができない場合があること及び(ii)かかる違反によって本組合又は組合員について生じる損害の内容及び金額を当該有限責任組合員が組合員となった日において合理的に予見し得ない場合があることを、本契約の締結をもって確認する。

第 52 条 適格機関投資家等特例業務に関する特則

1. 本モデル契約は、投有責組合の組成・運用が金商法第 63 条第 1 項に該当する行為 (適格機関投資家等特例業務) として行われることを前提としている。本条第 1 項から第 5 項までは、適格機関投資家等特例業務の要件を充足することを担保するための規定である (第 35 条解説 5. 参照)。
2. 金商法第 63 条第 7 項各号は、適格機関投資家等特例業務の届出を行う者の欠格事由を定めており、適格機関投資家等特例業務の届出を行った後に欠格事由のいずれかに該当すると認められた場合には、原則として、同法第 63 条の 5 第 3 項に基づく業務廃止命令が発出されるこ

⁵⁹ 英文契約書版 4.9(e) も併せて参照されたい。

ととされている（金融商品取引業者等監督指針IX-2-1(2)）。これを踏まえ、本条第6項及び第7項は、適格機関投資家等特例業務の届出を行う無限責任組合員について、本契約締結時に欠格事由に該当しないことを表明及び保証し、自らが無限責任組合員の地位にある間は欠格事由に該当しないことを義務付ける旨を規定している。

第53条 反社会的勢力等の排除

1. 反社会的勢力の排除は社会において強く求められており、現に、金融商品取引所の規則や日本証券業協会の規則、金融機関に対する監督指針等においても反社会的勢力の排除のための措置が求められている。本条は、このことを踏まえ、反社会的勢力との断絶に係る組合員の表明及び保証及び誓約並びに通知の義務について規定するものである。
2. 金融商品取引業者等監督指針は、「暴力、威力と詐欺的手法を駆使して経済的利益を追求する集団又は個人である「反社会的勢力」をとらえるに際しては、暴力団、暴力団関係企業、総会屋、社会運動標榜ゴロ、政治活動標榜ゴロ、特殊知能暴力集団等といった属性要件に着目するとともに、暴力的な要求行為、法的な責任を超えた不当な要求といった行為要件にも着目することが重要である（平成23年12月22日付警察庁次長通達「組織犯罪対策要綱」参照）」としており（同監督指針Ⅲ-2-11）、特例業務届出者についても、同監督指針に基づき、反社会的勢力を金融商品取引から排除していくことが求められている（同監督指針IX-1 柱書き）。このことを踏まえ、本条第1項及び第2項は、平成23年6月に全国銀行協会が公表した、銀行取引約定書に盛り込む暴力団排除条項参考例の記載を参考に、反社会的勢力の排除について規定している。

第54条 表明保証等の違反による補償

本条は、組合員について本契約上の表明及び保証等の違反が生じた場合における当該組合員による補償の義務について規定している。なお、表明及び保証については、第39条解説3.を参照されたい。

第55条 本契約の変更

1. 本条は、本契約の変更の方法について規定するものである。民法上は、多数決による契約の変更も許容されると考えられるが、一部の組合員のみ利益を著しく害する等、多数決の内容が著しく不平等であるような場合には、権利濫用や公序良俗違反が問題とされる可能性があると考えられている⁶⁰。この考え方は、投有責法においても妥当するものと思われる⁶¹。
2. 本条第1項但書きは、組合員の出資約束金額の変更について、組合員の一定割合の同意があることに加え、当該出資約束金額の変更のなされる組合員の同意も要件としている。

⁶⁰ 伊藤啓＝石津卓『投資事業有限責任組合の契約実務』240頁（商事法務, 2011）

⁶¹ 石川・前掲注(6)54頁

3. 本条第2項は、有限責任組合員の有限責任性に影響を与え得る本契約の変更について、本条第1項の適用が排除されることを規定するものである。なお、本条第2項に加え、①多数の組合員の同意により一部の組合員の利益を奪うような契約変更を禁止する条項や②第15条に基づく借入れ等に係る貸付人の利益を損ない得る契約変更について当該貸付人の同意を必要とする条項⁶²等を設けることも考えられる⁶³。
4. 本条第3項は、無限責任組合員において、自らの義務を加重し、又は自らの権利を縮減するための本契約の変更及び本契約の条項の明白な過誤の訂正を、有限責任組合員の同意なくして行い得ることを規定するものである。このような契約変更は、いずれも、有限責任組合員において反対する理由がなく、敢えて有限責任組合員の同意を得て行うべきとする合理的な理由がないため、無限責任組合員において独自の判断で行い得ることとしている。次のような契約変更についても、有限責任組合員の利益を害さない限りにおいて、無限責任組合員が独自の判断で行い得るとすることが考えられる⁶⁴。
 - ① 日本国又は外国の政府の要求を踏まえて行う契約変更
 - ② フィーダー・ファンド⁶⁵その他本契約により組成が許可されている他のファンドに関連して行う契約変更
 - ③ 新たな組合員の加入に伴う契約変更
 - ④ キーパーソンの変更に伴う契約変更
 - ⑤ 借入れ等を行うにあたって必要となる契約変更
5. 本条第4項は、本契約の変更がなされた場合における変更後の本契約書の写しの送付義務について規定するものである。本条第4項は、電子メール等によりこれが送付されることを前提に、変更後の本契約書の全部の写しを送付対象としているが、紙媒体での送付を前提にするのであれば、変更箇所のみを送付対象とすることも考えられよう。

第56条 本契約の有効性及び個別性

1. 本条は、本契約の有効性及び個別性について規定するものである。
2. 本条第2項は、本契約がいずれかの組合員との関係で無効とされ、又は取り消された場合であっても、他の組合員との関係では完全に有効であることを規定している。但し、無効・取消事由の生じた者が、無限責任組合員、主要な有限責任組合員又は適格機関投資家等特例業

⁶² 英文契約書版 7.6(b)も併せて参照されたい。

⁶³ 伊藤＝石津編・前掲注(60)123頁

⁶⁴ 英文契約書版 11.1(b)も併せて参照されたい。

⁶⁵ 第5条解説 7.を参照されたい。

務に関して唯一の適格機関投資家である有限責任組合員である場合には、本契約全体を無効・取消しとする旨を規定することも考えられる。また、本契約全体を無効・取消しとする場合であっても、無効・取消しの主張が第三者との取引開始後（投資実行後等）になされたときは、当該無効・取消しの効果が将来に向かってのみ生じる旨を規定することも考えられる。

3. 実務では、投有責組合契約とは別に、無限責任組合員と有限責任組合員との間で、投有責組合契約による合意を補完又は修正することを目的として、覚書による個別の合意がなされていることがある。この覚書は、一般に、サイドレターと呼ばれる。本モデル契約は、サイドレターの締結を制限する規定を特段置いていない。そのため、サイドレターの締結を許容する条項を別途追加的に規定せずとも、必要があれば、本組合においてサイドレターを締結することは可能である。

第57条 言語、準拠法及び合意管轄

1. 本条は、本契約の言語、準拠法及び合意管轄について規定するものである。
2. 海外の投資家が投有責組合に参加するとしても、当該投資家の本店所在地その他海外の地域において訴訟を行うことは、他の国内の組合員にとって非常に煩瑣である。そのため、かかる場合においても、日本国内の裁判所を専属的合意管轄裁判所として指定することが望ましいと考えられる。他方、海外の投資家の利害にも配慮の上、仲裁合意に関する規定を設けることも考えられる。仲裁地は、仲裁判断の執行の実効性という観点から、日本も含むニューヨーク条約の締約国から選択することが一般的である。以下は、シンガポール国際仲裁センター（SIAC）での仲裁を念頭に置いた例である。

第[]条 仲裁合意

本契約から又は本契約に関連して生ずることがあるすべての紛争、論争又は意見の相違は、シンガポール国際仲裁センター（以下「SIAC」という。）において、SIACの定める仲裁規則に従った仲裁により最終的に解決されるものとする。仲裁地はシンガポールとし、仲裁廷は[]人の仲裁人により構成されることとする。また、仲裁手続は英語によって行う。

以上