

平成29年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業
(我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業)

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

経済産業省

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

みずほ情報総研株式会社

(協力：弁護士法人大江橋法律事務所)

本「投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説」は、平成 22 年 11 月に経済産業省より公表されて以来国内のベンチャー・キャピタル・ファンド（「以下「VC ファンド」という。）及びバイアウト・ファンド等のプライベート・エクイティ・ファンド業界の実務において広く活用されてきた「投資事業有限責任組合モデル契約」（以下「平成 22 年版モデル契約」という。）を基に、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（以下「当協会」という。）において、近年の国際的な実務慣行や最新の国内外の制度・経済環境を踏まえつつ、主導的な役割を果たしているベンチャー・キャピタリスト、機関投資家、法律家、監査法人等の専門家の意見を参考に、我が国の VC ファンドにおける活用を想定して、加筆修正して作成したものである。

平成 10 年に「投資事業有限責任組合契約に関する法律」（平成 10 年法律第 90 号）が制定されて以来、平成 16 年、平成 22 年と「投資事業有限責任組合モデル契約」が公表されてきたところであるが、近年、日本の VC ファンドの設立総額は、3000 億円に至るような規模まで成長してきており、我が国のベンチャー・キャピタル業界は発展を遂げてきている。一方で、3 兆円を超える設立規模の米国や、5000 億円を超える設立規模のイスラエル等と比べると立ち遅れている状況であり、近年の国際的な実務慣行や最新の国内外の制度・経済環境への投資事業有限責任組合契約上の対応を図る必要がある。

こうした中で、このたび、我が国の VC ファンドにおける活用を想定して、平成 22 年版モデル契約を見直し、

- ・ 平成 22 年版モデル契約における投資資産時価評価準則に加え、当協会が作成して平成 29 年 3 月に経済産業省が公表した「平成 28 年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業（我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業）調査報告書（国内 VC ファンドの時価評価に係る実務指針）」を踏まえ、国際的に VC ファンドによる時価評価の実務指針として普及している International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline に準拠する投資資産時価評価準則の例を示すこと
- ・ 平成 28 年 3 月に改正施行された金融商品取引法における「適格機関投資家等特例業務」等の新制度への契約上の対応を図ること
- ・ 有限責任組合員の属性について、近年我が国でも、年金基金等を含めた長期運用を志向する機関投資家による代替投資として VC ファンドを検討する動きが広がってきていることから、その契約上の留意事項についての認知度向上を図ること

を目的として、新たな投資事業有限責任組合契約（例）を提示するとともに、参考資料として機関投資家の国際団体である Institutional Limited Partners Association における Private Equity Principles の概要を紹介し、それらの解説を施すこととしたものである。

本「投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説」が、広く我が国のベンチャー・キャピタリスト、機関投資家、法律家、監査法人等に参考にされ、活用されるようになることを通じて、我が国の VC ファンドが、以前にも増して健全に発展することを祈念する。

[] 年 [] 月 [] 日

投資事業有限責任組合契約

[] 投資事業有限責任組合

目 次

第1章 総 則	7
第1条 定 義	7
第2条 名 称	14
第3条 所 在 地	14
第4条 組 合 員	15
第5条 組合の事業	16
第6条 本契約の効力発生日及び組合の存続期間	17
第7条 登 記	18
第2章 出 資	19
第8条 出 資	19
第9条 出資約束期間の中断及び早期終了	23
第10条 出資約束金額の減額	24
第11条 追加出資及び出資金の払戻	25
第12条 出資払込等の不履行	26
第3章 組合業務の執行	27
第13条 無限責任組合員の権限	27
第14条 無限責任組合員の注意義務	30
第15条 有限責任組合員の権限	30
第16条 組合員集会	33
第17条 利益相反	34
第18条 諮問委員会	39
第4章 組合員の責任	42
第19条 組合債務に対する対外的責任	42
第20条 組合財産による補償	43
第5章 組合財産の運用及び管理	43
第21条 組合財産の運用	43
第22条 組合財産の管理	47

第6章 会 計	48
第23条 会 計	48
第24条 財務諸表等の作成及び組合員に対する送付	48
第7章 投資先事業者の育成	51
第25条 投資先事業者の育成	51
第8章 組合財産の持分と分配	51
第26条 組合財産の帰属	51
第27条 損益の帰属割合	52
第28条 組合財産の分配	52
第29条 分配制限	56
第30条 公租公課	57
第9章 費用及び報酬	60
第31条 費 用	60
第32条 無限責任組合員に対する報酬	61
第10章 組合員の地位の変動	63
第33条 持分処分の禁止	63
第34条 組合員たる地位の譲渡等	63
第35条 組合員の加入	67
第36条 組合員の脱退	68
第37条 組合員の死亡	70
第38条 有限責任組合員の除名	71
第39条 無限責任組合員の除名	72
第40条 脱退組合員の持分及び責任	72
第41条 組合員の地位の変動の通知	73
第11章 解散及び清算	73
第42条 解 散	73
第43条 清算人の選任	75
第44条 清算人の権限	75
第45条 清算手続	76

第 46 条 清算方法	76
第 12 章 雑 則	78
第 47 条 許認可等	78
第 48 条 通知及び銀行口座	79
第 49 条 秘密保持	79
第 50 条 金融商品取引法等に係る確認事項	81
第 51 条 適格機関投資家等特例業務に関する特則	83
第 52 条 反社会的勢力等の排除	85
第 53 条 表明保証等の違反による補償	86
第 54 条 本契約の変更	86
第 55 条 本契約の有効性、個別性	87
第 56 条 言語、準拠法及び合意管轄	87

別紙	1 組合員名簿
	2 投資ガイドライン（例）
	3 投資資産時価評価準則
	4 累積内部収益率計算方法書

投資事業有限責任組合契約

本契約書末尾の署名欄に記載された者は、事業者（以下に定義される。）に対する投資事業を行うため、有限責任組合法（以下に定義される。）の規定に従い、[]年[]月[]日（以下「本締結日」という。）をもって、以下のとおり、投資事業有限責任組合契約（以下「本契約」という。）を締結する。

【本契約の前提】

1.

(1) 本契約においては、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「特例業務届出者」という。同条第5項）、本組合の組合持分の私募（同条第1項第1号）及び組合財産の運用（同条第1項第2号）を行うことを想定している。

すなわち、投資事業有限責任組合の無限責任組合員が、有限責任組合員として出資するよう投資家に対して勧誘を行うこと（自己募集）は、金融商品取引法第2条第8項第7号へに掲げる集団投資スキーム持分（いわゆるファンド）の「募集又は私募」に該当し、また、組合財産の運用を行うこと（自己運用）は、同項第15号へに掲げる行為に該当するのが通常である。従って、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の登録を行う必要がある（同法第29条）。しかし、当該自己募集・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）に該当する場合には、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、当該自己募集・自己運用を行うことができる。

(2) 適格機関投資家等特例業務として取得勧誘・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」の範囲については、当初は、①1名以上の適格機関投資家（金融商品取引法第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名以内の適格機関投資家以外の者、という人数要件のみが課されていた。しかし、平成27年の金融商品取引法改正により、適格機関投資家等特例業務が本来はプロ向けの制度であることを理由として、②の「（49名以内の適格機関投資家以外の者）」の範囲が、原則として、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に限定された。「特例業務対象投資家」は、金融商品取引法施行令第17条の12第4項第2号に規定されている文言であるが、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」の範囲を画する定義である。

(3) 「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、金融商品取引法施行令第17条の12第1項各号に列挙されている。具体的には、ファンドの持分の取得勧誘の相手方となる時点において、下記のいずれかに該当する者をいう。

「投資判断能力を有する一定の投資家」の類型

- ① 国（金融商品取引法施行令第17条の12第1項第1号）
- ② 日本銀行（金融商品取引法施行令第17条の12第1項第2号）
- ③ 地方公共団体（金融商品取引法施行令第17条の12第1項第3号）
- ④ 金融商品取引業者等（金融商品取引法施行令第17条の12第1項第4号）

- ⑤ 特例業務届出者（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 5 号）
- ⑥ 上場会社（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 7 号）
- ⑦ 資本金額 5000 万円以上の法人（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 8 号）
- ⑧ 純資産額 5000 万円以上の法人（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 9 号）
- ⑨ 特殊法人・独立行政法人等（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 12 号、第 15 号、金融商品取引業等府令第 233 条の 2 第 2 項、第 4 項第 2 号、第 3 号）
- ⑫ 外国法人（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 14 号、金融商品取引業等府令第 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（金融商品取引法施行令第 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 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（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項第 14 号、第 15 号、金融商品取引業等府令第 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、金融商品取引業等府令第 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・関連会社（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 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 一定の外国籍組合理型ファンド（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 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 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（金融商品取引法施行令第 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 2 号）
- ㉒ 当該特例業務届出者の運用委託先（金融商品取引法施行令第 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 3 号）
- ㉓ 当該特例業務届出者の投資助言委託先（金融商品取引法施行令第 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 4 号）
- ㉔ ㉑から㉓の役員・使用人（金融商品取引法施行令第 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（金融商品取引法施行令第 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 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（金融商品

取引業等府令第 233 条の 2 第 2 項、第 62 条第 2 号イからトまで)。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では足りず、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（平成 30 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。)

- (4) 前記(3)にかかわらず、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のうち、特にベンチャー・キャピタル・ファンド（以下「VCファンド」という。）については、成長資金を供給するなどの役割があることや海外においても別途の扱いがなされている例があることから、下記①から⑤までの要件（以下「ベンチャー・ファンドの要件」という。）を充足したファンドについては、特例業務対象投資家の範囲を、金融商品取引法施行令第17条の12第1項各号に列挙される者（前記(3)参照）に加え、「投資に関する事項について知識及び経験を有するもの」（同条第2項、金融商品取引業等府令第233条の3各号）にまで拡張することとし、当該拡張された特例業務対象投資家を相手方としてファンドの自己募集・自己運用を行う特例業務届出者に対しては、ファンドの契約書の提出等の追加の義務が課されることとなる（以下、当該制度を総称して「ベンチャー・ファンドの特例」という。）。

ベンチャー・ファンドの要件は、金融商品取引法施行令第17条の12第2項各号及び金融商品取引業等府令第233条の4各項により、以下の通り規定されている。

- ① 出資者が出資・拠出した金銭等の総額から現金・預貯金の額を控除した額の 80%超を、非上場の株券等に対して投資を行うものであること（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イ、金融商品取引業等府令第 233 条の 4 第 1 項から第 3 項まで）
- ② 原則として、ファンドにおいて借入れ又は第三者の債務の保証をしないこと（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号ロ、金融商品取引業等府令第 233 条の 4 第 4 項）
- ③ やむを得ない理由がある場合を除き、出資者がファンドの持分の払戻しを受けることができないこと（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 2 号）
- ④ ファンドの契約において、金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 1 項各号に掲げる事項が定められていること（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 3 号、金融商品取引法第 63 条第 9 項）
- ⑤ ファンドの契約の締結までに、出資者に対し、当該ファンドが上記①から④までに掲げる要件に該当する旨を記載した書面を交付すること（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 4 号）

上記要件のうち、①については第 21 条解説 3.、②については第 13 条解説 2.、③については第 36 条解説 1.、⑤については第 51 条解説 3. をそれぞれ参照されたい。

④の要件は、ファンドの契約が、平成 22 年 11 月に経済産業省が公表した「投資事業有限責任組合モデル契約」（以下「平成 22 年版モデル契約」という。）に準拠して作成されることを前提とした要件とされている。そのため、本契約に準拠して投資事業有限責任組合契約書が作成されることにより、金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 1 項各号で定める事項は、当該組合契約書に含まれることとなる（下記参照）。

①組合の名称（第 2 条）、②組合の事業の内容（第 5 条）、③組合の営業所の所在地（第 3 条第 1 項）、④無限責任組合員及び有限責任組合員の名称等（第 4 条第 1 項、別紙 1）、⑤組合員の出資金額（第 8 条第 2 項、別紙 1）、⑥組合の存続期間（第 6 条）、⑦組合の事業年度（第 23 条第 1 項）、⑧組合の事業年度毎に会計監査を受ける旨（第 24 条第 1 項）、⑨無限責任組合員が有限責任

任組合員に対して財務諸表等・監査報告書の写しを提供する旨（第 24 条第 1 項）、⑩組合の事業年度終了後に組合員集会を開催する旨（第 16 条第 1 項）、⑪無限責任組合員が投資を行う場合に、その投資内容を有限責任組合員に書面通知する旨（第 21 条第 8 項）、⑫有限責任組合員の一定数の同意により、無限責任組合員を解任できる旨（第 39 条第 1 項）、⑬有限責任組合員の全員の同意により、新たな無限責任組合員を選任できる旨（第 36 条第 3 項）、⑭組合契約の変更（軽微な変更を除く。）に有限責任組合員の一定数の同意を要する旨（第 54 条第 1 項）

（※丸枠内の数字が金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 1 項の号数、カッコ内の規定が本契約中の対応条文。）

(5) 前記(4)のとおり、ベンチャー・ファンドの特例を利用することにより、ベンチャー・ファンドの要件を充足したファンドについては、特例業務対象投資家の範囲を、「投資に関する事項について知識及び経験を有するもの」（金融商品取引法施行令第17条の12第2項、金融商品取引業等府令第233条の3各号）にまで拡張することができる。具体的には、ファンドの持分の取得勧誘の相手方となる時点において、下記のいずれかに該当する者をいう。

- ① 上場会社又は資本金若しくは純資産額が 5000 万円以上で有価証券報告書を提出している法人の役員（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 1 号、第 2 号）
- ② 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法人の役員（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 3 号）
- ③ 過去 5 年以内に①又は②に該当していた者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 4 号）
- ④ 過去 5 年以内に③又は④に該当するものとして、同一の特例業務届出者からファンドの持分を取得したことがある者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 5 号）
- ⑤ 過去 5 年以内に投資性金融資産が 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法人であった者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 6 号）
- ⑥ 会社の役員・従業員・コンサルタント等として、会社の設立、募集株式・新株予約権の発行、新規事業の立上げ、経営戦略の作成、企業財務、投資業務、株主総会又は取締役会の運営、M&A 又は IPO（発行株式の新規上場）に関する実務を、過去 5 年以内に 1 年以上従事していた者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 7 号）
- ⑦ 過去 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時のもの）の上位 50 名までの株主として記載されている者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 8 号）
- ⑧ 過去 5 年以内に、有価証券届出書（新規上場時以外の者）又は有価証券報告書の上位 10 名までの株主として記載されている者（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 9 号）
- ⑨ 認定経営革新等支援機関（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 10 号）
- ⑩ 上記①から④及び⑥から⑨までのいずれかに該当する個人が支配する会社等（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 11 号）
- ⑪ 上記①から⑨までのいずれかに該当する会社等の子会社等又は関連会社等（金融商品取引業等府令第 233 条の 3 第 12 号）

（⑥の要件の確認方法については、当該要件に該当することが明らかな場合を除き、当該投資家が従事したときに所属した会社等が作成した職歴証明書の提出を求めること等により、当該投資家が従事した業務の内容等を確認し、当該確認結果・根拠資料を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監督指針IX-1-1(1)①ロ）。）

(6) 前記(4)のとおり、ベンチャー・ファンドの特例を利用して、特例業務対象投資家の範囲を拡張してファンドの自己募集・自己運用を行う特例業務届出者は、ファンドの契約に金融商品取引業等

府令第239条の2第1項各号に掲げる事項を定め、当該契約書の写しを所管金融庁長官等に提出することが必要となる（金融商品取引法第63条第9項、金融商品取引法施行令第17条の13の2）。詳細については第51条解説4. 参照。これに加え、ベンチャー・ファンドの特例を利用して、特例業務対象投資家の範囲を拡張してファンドの自己募集・自己運用を行う特例業務届出者は、適格機関投資家等特例業務の届出書（金融商品取引法第63条第2項）に、当該ファンドについて特例業務対象投資家の拡張を行う旨（金融商品取引業等府令第238条第2号ホ、第3号ホ）と、当該ファンドの会計監査を行う公認会計士又は監査法人の名称等（同条第2号へ、第3号へ）を記載することが必要となる。さらに、当該特例業務届出者は、会計監査が行われた当該ファンドの財務諸表等及び監査報告書の写しを、事業報告書へ添付して所管金融庁長官等に提出することが必要となる（同令第246条の3第1項、別紙様式第21号の2の1(12)注意事項24）。

(7) 本契約は、本組合がベンチャー・ファンドの要件を充足すること、並びに無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行うことを前提として作成している。ベンチャー・ファンドの特例を利用して、特例業務対象投資家として本組合に加入する有限責任組合員の範囲の拡張を行うか否かは、当該拡張を行うことによりファンドの契約書の提出義務等が追加されることも考慮の上、特例業務届出者が当該組合の目的等に応じて判断することが必要となる。

2.

(1) 特例業務届出者に適用される金融商品取引法上の行為規制については、当初は限定的なものに過ぎなかったが、平成27年の金融商品取引法改正により、その範囲が拡張されている（下記参照）。

特例業務届出者に適用される金融商品取引法上の行為規制（金融商品取引法第63条第11項）

誠実義務（金融商品取引法第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8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）

（冒頭に※印が付された義務については、当該行為の相手方が特定投資家である場合には適用が除外される（金融商品取引法第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5項第4号）。詳細については、後記3. 参照。）

(2) しかし、特例業務届出者が自己運用を行うファンドがベンチャー・ファンドの要件を充足している場合には、当該行為規制のうち、①運用財産相互間取引禁止（金融商品取引法第42条の2第2号）の適用要件の緩和（金融商品取引業等府令第129条第1項第3号、第4号）、②運用報告書（金融商品取引法第42条の7）の記載事項のうち、金融商品取引行為の相手方の名称等の省略（金融商品取引業等府令第134条第1項第3号ハ）、及び③運用財産報告書の対象期間の1年への延長（同条第3項第2号）について、規制の緩和が認められている（詳細は、①については第17条解説8.、②及び③については第24条解説3. をそれぞれ参照されたい。）。なお、ベンチャー・ファンドの要件を充足するファンドについて、特例業務対象投資家の範囲の拡張を目的とせず、当該行為規制の緩和の効果のみを享受しようとする特例業務届出者については、前記1. (6)のファンドの契約書の写しの提出等の追加

義務が課されることはない。

3.

- (1) 前記2. のとおり、平成27年の金融商品取引法改正により、特例業務届出者に対しても、金融商品取引業者等に適用される行為義務の一部が適用されることとなっている（金融商品取引法第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、一部の行為規制については、当該行為の相手方が特定投資家であれば、その適用は除外される（同項、同法第45条各号、金融商品取引業等府令第134条第5項第4号。詳細は第24条解説3.（運用報告書の交付）及び第50条解説2.（契約締結前の書面の交付）参照）。
- (2) 「特定投資家」は金融商品取引法第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該当する。④については(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）が該当する。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しない限り、原則として特定投資家には含まれない（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年以上経過している者であって、所管金融庁長官等に届出を行う必要がある（同令第10条第1項第24号イ）。）。
- (3) もっとも、特定投資家のうち、前記(2)④の定義府令第23条各号に掲げる法人については、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については、金融商品取引法第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が行われることにより、特例業務届出者は、当該投資家に対しても、特定投資家に対する適用除外が認められる行為規制を履行する必要がある。

他方、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1. (3)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（金融商品取引業等府令第62条）については、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については、法人については金融商品取引法第34条の3、個人については同法第34条の4において規定されている。特定投資家への移行が行われることにより、特例業務届出者は、当該投資家に対して、特定投資家に対する適用除外が認められる行為規制を履行する必要がなくなる。
- (4) 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定義であるのに対し、「特定投資家」は、特例業務届出者に適用される金融商品取引法上の行為規制の適用除外の有無を画する定義であり、両者は全く異なる概念である。また、両者の範囲は必ずしも一致又は一方が他方に包含されるといった関係ではなく、さらに、特例業務対象投資家については、前記1. (5) のとおり、ベンチャー・ファンドの特例を利用することにより、他方、特定投資家については、前記(3) のとおり、特定投資家・非特定投資家間の移行制度により、それぞれその範囲が変動しうる。
- (5) 適格機関投資家等特例業務として本組合持分の募集・組合財産の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有限責任組合員として本組合へ出資することを受け入れるかについて、慎重に検討する必要がある。

第1章 総 則

第1条 定 義

1. 本契約において、下記の用語は、文脈上別段の意味を有することが明らかな場合を除き、以下の意味を有するものとする。
- | | |
|--------------|---|
| 「外国法人向け出資等」 | 外国法人の発行する株式、新株予約権若しくは指定有価証券若しくは外国法人の持分又はこれらに類似するもの。 |
| 「外国有限責任組合員」 | 所得税法上の非居住者又は外国法人である有限責任組合員。 |
| 「監査人」 | 監査法人〔 〕/公認会計士〔 〕及び/又は無限責任組合員が同人に代え若しくは同人に加えて適宜選任し、その旨組合員に通知したその他の監査法人又は公認会計士（但し、辞任し、又は解任された者を除く。）。 |
| 「管理報酬控除額」 | 第32条第3項に定義する意味を有する。 |
| 「既存組合員」 | 本契約添付別紙1記載の組合員。 |
| 「既存ファンド」 | 効力発生日前に組成された本組合の事業と同種又は類似の事業を目的とする組合、会社又はその他の団体で、その無限責任組合員、ジェネラル・パートナー、無限責任社員、取締役又は業務執行者その他これらに類似する役職に就任しているもの。 |
| 「既存出資比率」 | ある時点における、当該時点において出資の不履行がない組合員の出資履行金額の出資約束金額に対する比率。 |
| 「金融商品取引業等府令」 | 金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。その後の改正を含む。）。 |
| 「金融商品取引法」 | 金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含む。）。 |
| 「金融商品取引法施行令」 | 金融商品取引法施行令（昭和40年政令第321号。その後の改正を含む。）。 |
| 「組合員」 | 無限責任組合員及び有限責任組合員の総称。 |
| 「組合員等」 | 組合員及び脱退組合員の総称。 |
| 「組合会計規則」 | 中小企業等投資事業有限責任組合会計規則（平成10年企庁第2号。その後の改正を含む。）及び日本公認会計士協会により公表された「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」（業種別委員会実務指針第38号。その後の改正を含む。）。 |
| 「組合口座」 | 本組合の事業のためにのみ利用される〔 〕銀行に開設された本組合名義の普通預金口座又は無限責任組合員が随時開設し組合員に通知した本組合名義のその他の銀行口座。 |
| 「組合財産」 | 出資金及びこれを運用して取得した投資証券等その他財産で本組合に帰属すべきもの。 |
| 「組合持分」 | 本組合における組合員の持分。 |

「クローバック金額」	第 46 条第 3 項に定義する意味を有する。
「現物分配基準日」	第 28 条第 3 項に定義する意味を有する。
「控除対象手数料等」	第 32 条第 3 項に定義する意味を有する。
「効力発生日」	第 6 条第 1 項に定義する意味を有する。
「財務諸表等」	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の総称。
「事業者」	法人（外国法人を除く。）及び事業を行う個人。
「市場性のある有価証券」	金融商品取引法第 2 条第 16 項に規定する金融商品取引所若しくはこれに類似するものであって外国に所在するものに上場され、又は同法第 67 条の 11 第 1 項の店頭売買有価証券登録原簿若しくはこれに類似するものであって外国に備えられているものに登録されている有価証券。
「指定有価証券」	金融商品取引法第 2 条第 1 項各号（同項第 9 号及び第 14 号を除く。）に掲げる有価証券（同項第 1 号から第 8 号まで、第 10 号から第 13 号まで、及び第 15 号から第 21 号までに掲げる有価証券に表示されるべき権利であって同条第 2 項の規定により有価証券とみなされるものを含む。）のうち社債その他の事業者の資金調達に資するものとして以下に定める有価証券。 ① 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 3 号に掲げる債券 ② 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 4 号に掲げる特定社債券 ③ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 5 号に掲げる社債券 ④ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 6 号に掲げる出資証券 ⑤ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 7 号に掲げる優先出資証券 ⑥ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 8 号に掲げる優先出資証券又は新優先出資引受権を表示する証券 ⑦ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 10 号に掲げる受益証券 ⑧ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 11 号に掲げる投資証券又は投資法人債券 ⑨ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 12 号に掲げる受益証券 ⑩ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 13 号に掲げる受益証券 ⑪ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 15 号に掲げる約束手形 ⑫ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 9 号若しくは第①号から第⑩号の各号に掲げる有価証券又は第⑬号に掲げる権利に係る同法第 2 条第 1 項第 19 号に規定するオプションを表示する証券又は証書 ⑬ 第①号から第⑩号までに掲げる有価証券に表示されるべき権利であって、金融商品取引法第 2 条第 2 項により、有価証券とみなされるもの
「諮問委員会」	第 18 条第 1 項に基づき設置される諮問委員会。
「出資口数」	各組合員が本組合において有する出資の口数。但し、本契約における総有限責任組合員の出資口数の合計に対する一定割合の比率の計算について、不履行有限責任組合員が有する出資口数は、第 12 条

	第 5 項に従い除外される。なお、本契約において総有限責任組合員の出資口数の合計に対する一定割合の比率を満たすことが求められる場合、複数の有限責任組合員の出資口数を合計して当該比率を満たす場合を含む。
「出資未履行金額」	出資約束金額のうち未だ払込みをしていない金額。但し、本契約の規定に従い、出資未履行金額の増減がなされた場合には、当該増減後の金額とする。
「出資約束期間」	効力発生日から [] 年間。但し、本契約の規定により出資約束期間がそれより早く終了する場合は当該終了の日までの期間とする。
「出資約束金額」	各組合員において第 8 条第 2 項に基づき本組合に出資することを約した金額。但し、本契約の規定に従い、出資約束金額の増減がなされた場合には、当該増減後の金額とする。
「出資履行金額」	各組合員において出資約束金額のうち第 8 条第 3 項から第 6 項までの規定に基づき出資の履行として本組合に現実に払い込んだ金額の総額（但し、追加出資手数料を除く。）。
「主要担当者」	[]、[]、[] 及び [] 並びに第 9 条第 2 項に基づき選任された者。但し、第 9 条第 2 項に基づき後任者が選任された上で主要担当者でなくなった者を除く。
「主要担当者事由」	主要担当者の [全て/うち [] 名] が、組合財産の運用に実質的に関与しなくなったこと。
「承継ファンド」	本組合の事業と同種又は類似の事業を目的とする組合、会社又はその他の団体。
「所管金融庁長官等」	金融商品取引業等府令第 1 条第 4 項第 4 号に規定する所管金融庁長官等。
「所得税法」	所得税法（昭和 40 年法律第 33 号。その後の改正を含む。）。
「処分収益」	投資証券等について処分等により得られる金銭。
「処分等」	売却その他の処分、償還、消却、買受け、払戻し、又は弁済がなされること。
「新規加入組合員」	第 35 条第 1 項に従い、本組合に新たに加入する者。
「租税特別措置法」	租税特別措置法（昭和 32 年法律第 26 号。その後の改正を含む。）。
「租税特別措置法施行令」	租税特別措置法施行令（昭和 32 年政令第 43 号。その後の改正を含む。）。
「その他投資収益」	投資証券等に関する配当、利息、使用許諾料その他の収益に係る金銭（処分収益に含まれるものを除く。）。
「対象持分割合」	あるポートフォリオ投資に関して、当該ポートフォリオ投資に参加した各組合員が出資した金額の、当該ポートフォリオ投資に参加した全組合員の出資の総額に対する割合。

「脱退組合員」	本組合の組合員だった者で、第 36 条に基づき本組合を脱退した者。
「追加クロージング日」	第 8 条第 6 項に定義する意味を有する。
「追加出資組合員」	新規加入組合員及び既存組合員のうち追加出資を行う組合員の総称。
「追加出資請求」	第 8 条第 4 項に定義する意味を有する。
「追加出資請求通知」	第 8 条第 4 項に定義する意味を有する。
「追加出資手数料」	第 8 条第 6 項に定義する意味を有する。
「適格機関投資家」	金融商品取引法第 2 条第 3 項第 1 号に規定する適格機関投資家。
「適用法令等」	本組合及び本組合の事業に関して、本組合、組合員及びその役員、職員、従業員又は代理人に適用される日本国及び外国の法律、命令、規則、ガイドラインその他これらに準ずるもの（FATCA/CRS を含む。）。
「投資組合等」	投資事業有限責任組合若しくは民法第 667 条第 1 項に規定する組合契約で投資事業を営むことを約するものによって成立する組合又は外国に所在するこれらの組合に類似する団体。
「投資先事業者」	第 5 条第①号から第⑥号までの規定により本組合がその株式、持分、新株予約権、指定有価証券、金銭債権、又は信託の受益権を保有している事業者。
「投資先事業者等」	投資先事業者、第 5 条第⑧号により本組合が出資している投資組合等及び第 5 条第⑩号により外国法人向け出資等を保有している外国法人の総称。
「投資事業有限責任組合」	有限責任組合法第 2 条第 2 項に規定する投資事業有限責任組合。
「投資証券等」	第 5 条第①号から第⑥号まで、及び〔第⑧号から第⑩号まで/第⑨号〕の規定に従い、本組合が取得した又は取得する予定の株式、持分、新株予約権、指定有価証券、金銭債権、信託の受益権、〔投資組合等に対する出資〕、約束手形、譲渡性預金証書若しくは動産〔又は外国法人向け出資等〕。
「投資総額」	ある時点までに本組合が取得した全ての投資証券等の取得価額の合計額。
〔「当初クロージング日」	第 8 条第 3 項に定義する意味を有する。〕
「特別収益」	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。
「特例業務対象投資家」	金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 4 項第 2 号に規定する特例業務対象投資家。
「半期財務諸表等」	中間貸借対照表、中間損益計算書及び半期業務報告書並びにそれらの附属明細書の総称。
「反社会的勢力」	以下のいずれかに該当するもの。 ① 暴力団

- ② 暴力団員
- ③ 暴力団員でなくなった時から5年を経過しない者
- ④ 暴力団準構成員
- ⑤ 暴力団関係企業
- ⑥ 総会屋等（総会屋、会社ゴロ等企業等を対象に不正な利益を求めて暴力的不法行為等を行うおそれがあり、市民生活の安全に脅威を与える者をいう。）
- ⑦ 社会運動等標ぼうゴロ（社会運動若しくは政治活動を仮装し、又は標ぼうして、不正な利益を求めて暴力的不法行為等を行うおそれがあり、市民生活の安全に脅威を与える者をいう。）
- ⑧ 特殊知能暴力集団等（第①号から第⑦号までに掲げる者以外の、暴力団との関係を背景に、その威力を用い、又は暴力団と資金的なつながりを有し、構造的な不正の中核となっている集団又は個人をいう。）
- ⑨ その他第①号から第⑧号までに準ずる者

「被補償者」	第20条第2項に定義する意味を有する。
「不適格投資家」	金融商品取引法第63条第1項第1号イからハまでのいずれかに該当するもの。
「不履行有限責任組合員」	第12条第5項に定義する意味を有する。
「分配可能額」	第28条第4項第①号に定義する意味を有する。
「分配累計額」	第46条第3項に定義する意味を有する。
「分配時評価額」	<p>投資証券等を現物により分配する場合における当該投資証券等の現物分配基準日における評価額。なお、かかる現物分配基準日の評価額は、(i)当該分配の対象が市場性のある有価証券である場合、現物分配基準日に先立つ直近の5取引日（現物分配基準日を含まない。）における最終価格の平均値（取引日が5日に満たない場合、現物分配基準日に先立つ全ての取引日（現物分配基準日を含まない。）における最終価格の平均値）とし、(ii)当該分配の対象が市場性のある有価証券ではない場合、第28条第3項に従い有限責任組合員の承認を得て、当該投資証券等の現物分配基準日の時価として定めた価額とする。</p> <p>なお、本条において、「最終価格」とは、投資証券等に関し金融商品取引所における最終売買値若しくは日本証券業協会により公表される最終売買値又は外国の取引所若しくは店頭市場におけるこれらに準ずる価格とし、「取引日」とは、当該投資証券等に係る金融商品取引所が営業している日若しくは日本証券業協会により運営される店頭市場が開設されている日又は外国におけるこれらに準ずる日とする。但し、最終価格がない取引日についてはかかる日を除外するものとする。</p>
「法人税法」	法人税法（昭和40年法律第34号。その後の改正を含む。）。
「暴力団」	暴力団対策法第2条第2号に規定する暴力団。
「暴力団員」	暴力団対策法第2条第6号に規定する暴力団員。

「暴力団関係企業」	暴力団員が実質的にその経営に関与している企業、暴力団準構成員若しくは元暴力団員が経営する企業で暴力団に資金提供を行うなど暴力団の維持若しくは運営に積極的に協力し若しくは関与する企業、又は業務の遂行等において積極的に暴力団を利用し暴力団の維持若しくは運営に協力している企業。
「暴力団準構成員」	暴力団員以外の暴力団と関係を有するものであって、暴力団の威力を背景に暴力的不法行為等を行うおそれがあるもの、又は暴力団若しくは暴力団員に対し、資金、武器等の供給を行うなど暴力団の維持若しくは運営に協力し、若しくは関与するもの。
「暴力団対策法」	暴力団員による不当な行為の防止等に関する法律（平成 3 年法律第 77 号。その後の改正を含む。）。
「暴力的不法行為等」	暴力団対策法第 2 条第 1 号に規定する暴力的不法行為等。
「ポートフォリオ投資」	投資証券等に対して行う、又は行った投資。
「本組合」	投資事業有限責任組合であって、本契約に基づき組成されるもの。
「本契約」	柱書きに定義する意味を有する。
「本契約期間」	第 6 条第 2 項に定義する意味を有する。
「本締結日」	柱書きに定義する意味を有する。
「民法」	民法（明治 29 年法律第 89 号。その後の改正を含む。）。
「無限責任組合員」	[] に本店を有する [] 及び同人の後任者として第 36 条第 3 項に基づき選任された者（但し、本組合を脱退し又はその地位の全部を譲渡した無限責任組合員を除く。）。
「持分金額」	各組合員について、その出資履行金額に、事業年度ごとに第 27 条により当該組合員に帰属すべき損益を加減し、当該組合員に対し本契約の規定により分配された金銭又は投資証券等の価額を減じた金額。
「有限責任組合員」	本契約添付別紙 1 に有限責任組合員として記載される者、及び第 34 条又は第 35 条に従い有限責任組合員として本組合に加入した者（但し、本組合を脱退し又はその地位の全部を譲渡した有限責任組合員を除く。）。
「有限責任組合法」	投資事業有限責任組合契約に関する法律（平成 10 年法律第 90 号。その後の改正を含む。）。
「FATCA/CRS」	米国内国歳入法（Internal Revenue Code of 1986。その後の改正を含む。）第 1471 条から第 1474 条まで及びこれに関連する日米政府当局間の取決め（平成 25 年 6 月 11 日付の「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」及び平成 25 年 12 月 18 日付の「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の一部を修正する追加的声明」を含む。）、経済協力開発機構（OECD）の非居住者の金融口座情報に関する国家間の自動的情報交換の枠組みのための共通報告基準（Common Reporting

Standard) 並びにこれらに関連する法令 (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。その後の改正を含む。)、同法施行令 (昭和 62 年政令第 335 号。その後の改正を含む。)) 同法の施行に関する省令 (昭和 44 年大蔵省・自治省令第 1 号。その後の改正を含む。)) を含む。) 又は各国当局間の合意等。

2. 本契約において、日時は全て日本時間によるものとする。
3. 本契約において、報酬、原価及び費用等に関する言及は、これらに関して課される消費税、付加価値税又はそれと類似の公租公課 (外税) を [含む/含まない] ものとする。

【第1条解説】

1. 第 1 条第 1 項は、本契約において繰り返し使用される用語、独立に定義規定を置くことによって条文が理解し易くなる用語等を定義している。
2. 「特例業務対象投資家」の内容については、本契約の前提1. (2) 参照。
3. 本契約においては、出資の払込の方法として無限責任組合員の要請があった場合に順次払込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 2. 及び 5. 参照)。この方式に対応して、第 1 条では、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がなされた金額を「出資履行金額」、払込がなされていない金額を「出資未履行金額」と定義している。
なお、有限責任組合法第 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。」と規定するが、これは、有限責任組合員は、組合に対する出資義務を履行していない範囲内で、組合の債権者に対して直接責任を負うことを意味するものと考えられる。この点、キャピタル・コール方式を採る組合では、キャピタル・コールが有効に行われてはじめて、かかる出資義務が発生すると考えられる。従って、上記有限責任組合法の規定との関係では、有限責任組合員の責任は当然に出資約束金額全額につき発生するものではなく、キャピタル・コールが有効に行われた範囲でのみ発生すると考えられる。
4. 第 1 条は、投資対象として、「投資証券等」の定義を置いている。なお、投資事業有限責任組合は、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が (有限責任組合法第 3 条第 1 項第 7 号)、かかる事業は国内 VC ファンドにおいては一般的でないことから、本契約においては、工業所有権及び著作権への投資は想定していない。
また、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. 第 1 条は、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「出資約束期間」という定義を置いている。ファンドにおいて新規投資を行い得る期間を意味するものとして「投資期間」 (Investment Period) という用語が使用されることも多いが、キャピタル・コールを行い得る期間を意味することが多いため、本契約ではよりその趣旨に親和的な用語として「出資約束期間」 (Commitment Period) を採用した。海外ファンドではいずれの用語も採用されている。
非上場の株式等への投資を主たる目的とする VC ファンドにおいては、投資をした後、投資を回収するまで一定の期間が必要となるため、組合の全存続期間にわたり新規投資を行うのではなく、新規投資を行う期間を効力発生後一定の期間 (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) に限定することも少なくなく、それにあわせて、出資約束期間が設定される。

上記とは別に、いわゆるキーパーソン条項を、この出資約束期間と関連づけて規定することも考えられる。これらの詳細は第9条参照。

6. 「投資証券等」の定義においては、第5条の「組合の事業」に応じて、括弧内（投資組合向け出資等、外国法人向け出資等）を規定し、又は規定しないこととなろう。
7. 本契約においては、投資証券等の現物分配時の評価額について定める規定として、「分配時評価額」の定義を置いている。なお、市場性のある有価証券ではない投資証券等を現物分配する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承認の割合は、第28条第3項において定められている。
8. 「無限責任組合員」及び「有限責任組合員」の定義においては、本組合を脱退した組合員、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. 海外の投資家が組合に参加する場合における解釈の争いを避けるため、第1条第2項は、日時は日本時間によることを規定する。
10. 第1条第3項は、組合契約における報酬等の金額に、消費税その他の税額を含むか否かを規定する。

第2条 名称

本組合の名称は、「[] 投資事業有限責任組合」とする。[英文では、●● Investment Limited Partnership と表記する。]

【第2条解説】

1. 第2条は本組合の名称を規定する。有限責任組合法第3条第2項第2号は、「組合の名称」を組合契約において規定すべきとしている。
2. 有限責任組合法第5条第1項は、組合には、その名称中に投資事業有限責任組合という文字を用いるものとしているので、本組合契約においても、「[] 投資事業有限責任組合」という名称にしている。なお、「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。海外の投資家が組合に参加する場合には、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、有限責任組合法第5条第4項においては、有限責任組合員は、その氏、氏名又は名称を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組合の債務については、無限責任組合員と同一の責任を負うものとされている。

第3条 所在地

1. 本組合の事務所の所在場所は、[]とする。
2. [無限責任組合員は、組合員に対し事前に書面による通知を行うことにより、本組合の事務所の所在場所を変更することができる。/無限責任組合員は、その裁量に基づき、本組合の所在場所を変更することができる。無限責任組合員は、本組合の所在場所を変更した場合には、組合員に対し当該変更について遅滞なく書面による通知を行うものとする。]

【第3条解説】

1. 有限責任組合法第 3 条第 2 項第 3 号は、「組合の事務所の所在地」を組合契約において規定すべき事項としている。他方、同法第 17 条第 3 号は、「組合の事務所の所在場所」を組合契約の登記事項としている。組合の事務所の所在地 (location) とは、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、地名番地の表示は必要ない。他方、組合の事務所の所在場所 (address) とは、地名地番を含む概念である。従って、組合契約においては、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、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、組合契約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。これに対し、一般的な実務では、組合契約において組合の事務所の所在場所まで記載し、登記申請に際しては組合契約書のみを添付している。そこで、本契約においても、第 3 条は、本組合の事務所の所在場所 (同条第 1 項) 及び同事務所の所在場所の変更方法 (同条第 2 項) を規定している。
2. 有限責任組合法第 17 条第 3 号は、組合契約の登記事項として、「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は、変更の登記をしなければならないとしている。登記事項の変更登記申請書には、当該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)。従って、組合員に対する書面による通知を、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。これに対し、無限責任組合員の単独の裁量による決定のみを、組合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要件として規定しておけば、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。そこで、本契約においては、上記 2 つの場合の例を選択的に規定することとした。
3. なお、有限責任組合法第 3 条第 3 項において、組合に対してする通知又は催告は、組合の事務所の所在地又は無限責任組合員の住所にあててすれば足りるものとされている。同項は、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組合の内部関係には適用がないものと解される。そこで、組合の内部関係については、第 48 条第 1 項に通知に関する規定をおいている。

第 4 条 組合員

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">1. 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は、本契約添付別紙 1 に記載のとおりとする。2. 有限責任組合員は、自己に関し本契約添付別紙 1 記載事項の変更がある場合は、速やかに無限責任組合員に書面で通知するものとする。3. 無限責任組合員は、前項若しくは第 41 条の通知があった場合、又は自己に関し本契約添付別紙 1 記載事項の変更がある場合、すみやかに本契約添付別紙 1 を変更し、変更後の別紙 1 の写しを組合員に送付するものとする。 |
|--|

【第 4 条解説】

1. 第 4 条は、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別紙 1 に記載することを規定する。有限責任組合法第 3 条第 2 項第 4 号において、「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」は、組合契約において規定すべき事項とされているので、これを省略することは許されない。なお、本契約では、閲覧の便宜上別紙に記載することとした。
2. なお、有限責任組合法第 8 条第 3 項において、組合の債権者は、営業時間内は、いつでも、組合

の事務所に備え置かれた組合契約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。そこで、実際上は、有限責任組合員になろうとする者に対し、その氏名又は名称及び住所等が組合の債権者に対し開示され得る点を説明する必要があると思われる。

第5条 組合の事業

組合員は、本組合の事業として、共同で次に掲げる事業を行うことを約する。

- ① 株式会社の設立に際して発行する株式の取得及び保有並びに企業組合の設立に際しての持分の取得及び当該取得に係る持分の保有
- ② 株式会社の発行する株式若しくは新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを除く。）又は企業組合の持分の取得及び保有
- ③ 指定有価証券の取得及び保有
- ④ 事業者に対する金銭債権の取得及び保有並びに事業者の所有する金銭債権の取得及び保有
- ⑤ 事業者に対する金銭の新たな貸付け
- ⑥ 事業者を相手方とする匿名組合契約の出資の持分又は信託の受益権の取得及び保有
- ⑦ 第5条第①号から第⑥号までの規定により本組合がその株式、持分、新株予約権、指定有価証券、金銭債権又は信託の受益権を保有している事業者に対して経営又は技術の指導を行う事業
- ⑧ 投資組合等に対する出資
- ⑨ 第5条第①号から第⑧号の事業に付随する事業であって、次に掲げるもの
 - (i) 事業者が発行し又は所有する約束手形（金融商品取引法第2条第1項第15号に掲げるものを除く。）の取得及び保有を行う事業
 - (ii) 譲渡性預金証書の取得及び保有を行う事業
 - (iii) (i)に規定する約束手形、金融商品取引法第2条第1項第3号に掲げる債券、同項第4号に掲げる特定社債券、同項第5号に掲げる社債券、同項第11号に掲げる投資法人債券若しくは同項第15号に掲げる約束手形に表示されるべき権利又は事業者に対する金銭債権に係る担保権の目的である動産の売買、交換若しくは貸借又はその代理若しくは媒介を行う事業
- ⑩ 外国法人向け出資等の取得及び保有であって、その取得の価額の合計額の総組合員の出資履行金額の合計額に対する割合が[100]分の[50]に満たない範囲内において、前各号に掲げる事業の遂行を妨げない限度において行うもの
- ⑪ 本契約の目的を達成するため、次に掲げる方法により行う業務上の余裕金の運用
 - (i) 銀行その他の金融機関への預金
 - (ii) 国債又は地方債の取得
 - (iii) 外国の政府若しくは地方公共団体、国際機関、外国の政府関係機関（その機関の本店又は主たる事務所の所在する国の政府が主たる出資者となっている機関をいう。）、外国の地方公共団体が主たる出資者となっている法人又は外国の銀行その他の金融機関が発行し、又は債務を保証する債券の取得

【第5条解説】

1. 有限責任組合法第 3 条第 1 項は、同項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、組合契約の効力発生要件としている。同項に掲げられた事業の全部を本組合の事業とすることも、その一部のみを合意することも認められる。
2. 有限責任組合法第 3 条第 2 項第 1 号により、「組合の事業」は組合契約書に記載すべき事項とされているので、第 5 条において、その事業の内容を同法第 3 条第 1 項の規定に従い列挙している。なお、同項に掲げられた事業である限り、その内容を、個別の組合の目的に従いより詳細に具体化することは可能である。
3. 第 5 条に定める事業の目的の範囲を逸脱した無限責任組合員の行為は、法的には無権代理行為と考えられ、民法上無権代理行為は本人の追認があれば有効な代理行為とすることができる（民法第 113 条第 1 項）。但し、当該無権代理行為が有限責任組合法第 3 条第 1 項に掲げる事業以外の行為である場合には、組合員は追認することができないとされているため、当該法律行為については、組合との関係では確定的に無効な行為となる。なお、この無権代理人の責任は、民法第 117 条に従い処理されることとなり、当該法律行為の相手方が履行を選択した場合には、無限責任組合員は履行義務を負うことになる。
4. 第 5 条第⑩号に掲げる外国法人の発行する株式の取得等については、投資事業有限責任組合契約に関する法律施行令（平成 10 年政令第 235 号。その後の改正を含む。）第 3 条において、「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。」と規定されている。本契約においては、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ところ、かかる場合には、政令に定める「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。
5. 有限責任組合法上認められている組合の事業の中には、許認可の取得が必要なものもあることに留意が必要である。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）、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）の要否が問題となり得る。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許可を取得しないものと思われることから、本契約では不動産の売買等については第 5 条に規定していない。

第 6 条 本契約の効力発生日及び組合の存続期間

1. 本契約の効力は、[] 年 [] 月 [] 日（以下「効力発生日」という。）をもって発生するものとする。
2. 本組合の存続期間（以下「本契約期間」という。）は、効力発生日より [] 年間とする。但し、無限責任組合員は、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の承認を得た場合には、かかる期間の満了日の翌日からさらに [] 年を限度として、本契約期間を延長することができる。

【第 6 条解説】

1. 有限責任組合法第 3 条第 2 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」を組合契約書に記載すべきとしていることから、第 6 条第 1 項は、組合契約の効力が発生する年月日を、第 6 条第 2 項は、組合の存続期間を規定している。

2. 第 6 条第 2 項但書きは、存続期間の延長の方法について定めている。なお、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より、無限責任組合員と有限責任組合員との間で利害対立が生じるおそれのある事項であるため、無限責任組合員が存続期間を延長するにあたっては、有限責任組合員の承認を得ることとしている。
3. 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 項但書き第 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、当該会社が投資事業有限責任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、かかる除外規定は、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、本組合の存続期間を 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。その後の改正を含み、以下同じ。）及び保険業法（平成 7 年法律第 105 号。その後の改正を含み、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 年の金融商品取引法等改正に伴い、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、投資事業有限責任組合を通じて 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ことを公表している（平成 26 年 4 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）。

第 7 条 登 記

1. 無限責任組合員は、有限責任組合法第 17 条に従い、本組合の事務所の所在地において組合契約の登記をするものとする。
2. 前項に定める登記事項に変更が生じた場合、無限責任組合員は、有限責任組合法第 18 条に従い、変更の登記をするものとする。

【第 7 条解説】

1. 第 7 条第 1 項は、無限責任組合員は、本組合の事務所の所在地において、組合契約の登記を行うべきことを規定している。有限責任組合法第 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（有限責任組合）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」を掲げている。な

お、登記の申請は、同法第 26 条により、無限責任組合員の申請によるものと規定されている。よって、本組合においても、無限責任組合員の義務として、法律上の登記事項を登記すべきものとして規定している。

2. 有限責任組合法第 18 条は、登記事項に変更が生じたときは、2 週間以内に、本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、同条の規定による登記についても、無限責任組合員の申請によるものと規定されている（同法第 26 条）。そこで、第 7 条第 2 項において、無限責任組合員が変更の登記をすべきものと規定している。
3. 組合契約の効力は契約締結によって発生するとされており（有限責任組合法第 3 条第 1 項）、登記は組合契約の効力発生要件ではない。但し、同法第 4 条第 1 項により、登記事項は、登記の後でなければ、善意の第三者に対抗することができないとされている。

第 2 章 出 資

第 8 条 出 資

1. 本組合の出資一口の金額は [] 円とする。
2. 組合員は、本契約添付別紙 1 に記載された当該組合員の出資口数に前項に規定する出資一口の金額を乗じた額を上限額として、本条第 3 項から第 5 項までの規定に基づき本組合に出資することを約する。〔無限責任組合員は、自らの出資口数が総有限責任組合員の出資口数の合計の [] %以上になるよう維持するものとし、自らの出資口数が当該割合を下回ることとなる場合は、第 35 条に従い出資約束金額を増額させることにより自らの出資口数を増加させるものとする。〕
3. 組合員は、〔効力発生日に/効力発生日から [] 日以内の無限責任組合員が別途書面により指定する日（以下「当初クロージング日」という。）までに〕、出資約束金額の [] %に相当する額の金銭を組合口座に振込送金して払い込むものとする。
4. 組合員は、出資約束期間中、出資未履行金額の範囲内で、無限責任組合員からの [] 日前までの書面による通知（以下「追加出資請求通知」といい、追加出資請求通知による出資請求を「追加出資請求」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約束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。
5. 組合員は、出資約束期間満了後においては、次の各号に規定する場合に限り、出資未履行金額の範囲内で、無限責任組合員からの [] 日前までの追加出資請求通知に従い、無限責任組合員が指定した日までに、次の各号に規定する場合に必要な金額につき、各組合員がその出資約束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。但し、第①号に規定する場合、追加出資請求の対象となる金額は、各組合員の出資約束金額の [] %に相当する額を超えないものとする。
 - ① 投資先事業者等に対する追加的なポートフォリオ投資を目的とする場合
 - ② 出資約束期間満了前に本組合がポートフォリオ投資の主な準備行為を行っていた場合において当該ポートフォリオ投資を完了するために必要とされる場合
 - ③ 第 31 条第 1 項に規定する本組合の費用又は第 32 条第 2 項第③号に規定する管理報酬に充当することを目的とする場合

6. 追加出資組合員は、それぞれ無限責任組合員が書面により指定する日（以下「追加クロージング日」という。）までに、(i)各追加出資組合員の出資約束金額に追加クロージング日時点における既存出資比率を乗じて算出した額の出資金に、(ii)本条第3項から第5項までの規定に基づき当該追加クロージング日までに行われた各払込につき、当該払込時点の既存出資比率を当該追加出資組合員の出資約束金額に乘じて算出した額に関し、当該払込のなされるべきであった日の翌日から追加クロージング日までの期間について年利〔 〕%（年365日の日割り計算とする。）でそれぞれ算出された利息金の合計額（以下「追加出資手数料」という。）を加算した合計額を、組合口座に振込送金して払い込むものとする。
7. 前項の規定にかかわらず、[(i)無限責任組合員が、その誠実な判断により、かかる金額の支払いが、ポートフォリオ投資について生じた重大な価値の変動のため、追加出資組合員の当該ポートフォリオ投資に関する持分割合が不公正なものとなると認める場合には、無限責任組合員は、当該追加出資組合員を、当該ポートフォリオ投資への参加から排除することができ、(ii)]追加クロージング日までに、本組合が第28条に従い既に分配を行っていた場合には、無限責任組合員は、当該追加出資組合員が払い込む額に、その裁量により適切と考える調整を加えることができるものとする。
8. 無限責任組合員は、本条第6項に従い払込がなされた額から、本条第9項に従って〔効力発生日/当初クロージング日〕から組合員とされることにより追加出資組合員が負担することとなる管理報酬の額を、管理報酬として受領するものとする。
9. 追加出資組合員は、本条第6項に定める払込みにより、〔効力発生日/当初クロージング日〕（及び追加出資請求通知に応じた出資がなされている場合には、その払込日）に当該出資をなした場合と同様に本契約に基づく権利及び義務を取得する。

【第8条解説】

1. 有限責任組合法第6条においては、組合員は出資一口以上を有すること（同条第1項）、出資の内容は金銭その他の財産のみとし（同条第2項）労務出資を認めないこと、及び出資一口の金額は均一でなければならないこと（同条第3項）が規定されている。これらの規定に基づき、第8条第2項においては、組合員が所定の出資約束金額を上限額として第8条第3項以降の規定に基づき本組合に払込をすることを約束する旨規定している。当然のことながら、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。
 なお、無限責任組合員に対する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、無限責任組合員が有する出資口数の合計については、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項の括弧内は、そのような条項の例である。
2. 第8条第4項においては、出資約束期間中における出資の方法を規定している。VCファンドでは、一つの投資案件における投資金額が必ずしも大きくなく、また、投資検討から実際の投資までを極めて短期間で行うこともあることから、特定の投資案件を前提とせずに、あらかじ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・コールを行うことができる方式を採用している。但し、少額の出資を繰り返すのは煩雑であるため、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・コールを可能としているケースもある（下記条項案(ii)参照)。なお、第8条第4項においては、出資される金銭の使途に特段の限定をしていないため、本組合の費用や管理報酬に充当することを目的として、キャピタル・コールを行うことも可能である。

条項案（i）：「4. 組合員は、出資約束期間中、出資未履行金額の範囲内で、無限責任組合員からの〔 〕日前までの書面による通知（以下「追加出資請求通知」といい、追加出資請求通知による出資請求を「追加出資請求」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、出資約束金額の〔 〕%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。」

条項案（ii）：「4. 組合員は、出資約束期間中、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〔 〕日前までの書面による通知（以下「追加出資請求通知」といい、追加出資請求通知による出資請求を「追加出資請求」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約束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。」

これに対し、上述のとおり、特定の投資案件の実行の都度、当該投資に必要な金額についてキャピタル・コールを行う方法を採用するファンドもある。また、運用資産の規模その他の経済的実情に鑑み、キャピタル・コールの方法をとらず、組合組成時に出資金の全額を一括して払い込む方法を採用するファンドもある（後記5.参照）。

本契約のように、特定の投資案件を前提とせずにキャピタル・コールをなし得る方式を採用するときは、キャピタル・コールを行う際に資金用途は通知せず、ほかに組合契約上定められたキャピタル・コールの条件があるときはこれを充足している旨を通知することも考えられる。もっとも、この場合、キャピタル・コール後に実行した投資案件の内容を無限責任組合員が組合員に事後的に通知することは適切と考えられ、かかる通知について第21条第8項で規定している。他方、特定の投資案件を前提としてキャピタル・コールを行う場合には、キャピタル・コールの際に、投資先事業者等の概要等の投資案件の内容を組合員に通知することを求めることも考えられる。

3. 海外ファンドで規定されることがある契約条項として、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）規定がある。年金関係の投資家等においては、一定の産業や事業等に投資することができないケースもあり、このような投資家にとっては重要な条項となる。しかしながら、Excuseを認める場合であっても、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ことから、Excuseが認められる要件は、法令やファンド加入時に無限責任組合員に通知された有限責任組合員の内部規定に違反する場合等、厳格に限られるのが通常であり、さらに、Excuseの請求ができる期間を限定したり、法律意見書の提出を要件とする場合もある。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まれであるとの指摘もあり、国内VCファンドにおいては、かかる規定自体設けないことが多いため、本契約においては、Excuse/Exclusionの規定は設けないことを前提としている。

Excuse/Exclusionの規定が設けられる場合（出資の不履行を発生させた組合員に特定の投資に係る損益を配分しない規定が設けられる場合はその場合を含む。）、組合員ごとに投資約束金額のうち出資の履行が未了である金額（出資未履行金額）の割合が異なり得ることとなる。この場合、出資約束金額に応じたキャピタル・コールを行うと、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事態が生じ得る。そこで、出資未履行金額の全額を使い切ることができるようにするために、キャピタル・コールは出資未履行金額をベースに行うことも考えられる。

4. 第8条第5項においては、出資約束期間満了後における出資の方法を規定している。

VCファンドが主たる目的とする非上場株式等に対する投資は、投下資本の回収に相当な期間を要するのが通常である。かかる実態を踏まえ、本契約においては、契約期間を、出資約束期間と出資約束期間満了後の回収のための期間に二分し、出資約束期間中は、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、出資金の使用用途を限定することなくキャピタル・コールを行うことができるとしている。他方、出資約束期間経過後は、原則としてポートフォリオ投資を行うことはできないが、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投資すべき株式につきその取得に係る株式売買契約を出資約束期間内に締結した等、投資に向けられた一定の行為が出資約束期間内に既に行われていた場合 (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、例外的に行うことができるものとし、これに対応して、これらの投資目的でキャピタル・コールを行うことができるものとしている (出資約束期間経過後のポートフォリオ投資の制約に関しては、第 21 条第 3 項参照)。

これら①及び②の例外の範囲の定め方としては、上記の規定による定め方のほか、①については出資約束期間経過後一定年数に限る、②については契約書、基本協定書等を締結した場合に限る等の方法も考えられる。②については、後日の争いを避ける観点からは、いかなる行為が行われている必要があるのかについて明確に定めておくことが適切である。

なお、この場合に出資すべき金額については、①の場合、追加投資における、各投資先事業者等に対する投資毎の各有限責任組合員に関する Excuse/Exclusion の規定が設けられるのであれば、各有限責任組合員の出資約束金額ではなく、各ポートフォリオ投資に係る各組合員の対象持分割合の比率で、キャピタル・コールを行う旨規定されることになるものと思われる。

また、③組合の費用又は管理報酬に充当するためのキャピタル・コールについては、出資約束期間満了後も、無限責任組合員の判断により行うことができるものとし、いずれも出資約束金額に応じて行うこととしている。

5. 前記 2. のとおり、運用資産の規模その他の経済的実情に鑑みて、組合員の出資を、組合の組成時における一括払込とする旨合意するケースもある。その場合、第 8 条第 2 項以下に代えて以下のとおり規定するとともに、本契約のその他の規定に所要の変更を行うことになろう。

「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。」

6. また、全ての組合員の出資を一括払込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うと、当該組合員の出資割合が高くなり、本契約上規定されている出資割合に応じた取扱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、出資ではなく預り金として取り扱い、他の組合員が追加で出資する都度、対応する金額を出資に振り替える等の措置を講ずる必要がある。

7. 第 8 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の出資約束金額を増額する際 (本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の規定であり、追加出資組合員は、既存出資比率を当該追加出資組合員の出資約束金額に乗じた金額 (既存組合員が出資約束金額を増額した場合はそのうち増額分) を払い込むものとしている。これにより払い込まれた金額は、本組合の組合財産を増加させるが、これによる増加額は管理報酬に充当されたり、将来の投資等に利用されることとなろう。なお、かかる出資の時点までに分配が行われていた場合に、当該分配のなされた投資証券等の元本相当額については、払込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第 7 項 (ii) の規定である。

これに対して、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プールしておくことと投資ファンドとしての資金効率の低下を招くため、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という方法も考えられ、実務上もこのような取扱いをしている投資ファ

ンドも多数存在している。この場合、出資金として拠出された資金はいったん組合財産を構成し、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ものとされる場合が多いようである。それゆえ、かかる追加出資により本組合の財産は最終的には原則として増加しないことになる（なお、管理報酬については、無限責任組合員が受領する。）。

第7項(i)については、追加出資組合員がポートフォリオ投資ごとに取得する対象持分金額を、追加出資組合員の出資金額に応じた額とはせず調整することで、実行済みのポートフォリオ投資の価値の増加又は減損分を考慮するというアレンジメントを念頭に置いた規定である。

Excuse/Exclusionの規定を設ける場合、ポートフォリオ投資ごとに払い込むべき出資金を定める必要がある。従って、当該追加出資組合員についてのExcuse/Exclusionの規定も加味して、追加出資時に出資すべき金額を決する必要があると思われる。

第9条 出資約束期間の中断及び早期終了

1. 無限責任組合員は、主要担当者事由が発生した場合には、かかる事由の発生につき、有限責任組合員に速やかに書面にて通知するものとする。主要担当者事由が生じた場合、本条第3項の規定に従って、本組合の組合財産の運用に実質的に関与しなくなった主要担当者に代わる者が選任されるまでの間、本組合の出資約束期間は中断し、かかる出資約束期間の中断中は、本組合は、出資約束期間経過後にのみ許容される事業のみ行うことができるものとする。
2. 前項の規定にかかわらず、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の承認を得た場合、又は、本条第3項に従って、本組合の組合財産の運用に実質的に関与しなくなった主要担当者に代わる者が、主要担当者事由の発生後 [] ヶ月以内に選任された場合、出資約束期間の停止は解除されるものとし、かかる解除がなされない場合、主要担当者事由の発生後 [] ヶ月を経過した日に出資約束期間は終了するものとする。
3. 無限責任組合員は、各有限責任組合員に書面により通知することにより、主要担当者の後任の候補者、又は追加的な候補者を指名することができる。かかる場合、無限責任組合員は、各有限責任組合員に当該候補者の情報を提供し、有限責任組合員から求められた場合、当該候補者と当該有限責任組合員との面談の機会を設定するものとする。候補者の選任は、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の承認を得ることを要するものとする。

【第9条解説】

1. 本条では、出資約束期間の中断及び早期終了に係る条項として、主要担当者の喪失によるものを規定している。主要担当者の喪失による出資約束期間の中断及び終了は、キーパーソン条項と言われ、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、VC ファンドの中でも、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の変更が頻繁であるファンドにおいてはかかる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、無限責任組合員の何を信頼して出資するよう投資家に対し求めるかにもより、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の差（会社としてトラックレコードがあるかや構成員たる個人への信頼を基礎に出資を求めるか）にもよると思われる。キーパーソン条項には、本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ケースと有限責任組合員の投票により発動するケースとがみ

られる。また、キーパーソン条項の発動の効果については、本契約のように出資約束期間の中断及び早期終了に結びつける建付けのほか、組合の解散という効果に結びつける建付けもあり得る。また、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発動の要件及び効果を異なるものとする例も存在する。

2. かかるキーパーソン条項のほか、出資約束期間の中断及び終了に係る条項として、無限責任組合員の帰責事由を要件としないいわゆる no fault divorce (cancellation) が規定されることがある。有限責任組合員の都合により何らの合理的な理由なく組合の活動等が停止されることは、投資先事業者等にとっても当初の計画に沿った事業活動が困難となる等その影響が甚大である場合が多いと思われること、特に組合の活動を終了させる場合には清算の際に未公開株式等処分の容易でない投資証券等の処分に時間がかかる場合もあり得ること等から、かかる条項を規定するか否か、また無限責任組合員に何らの非もない場合にかかる規定を実際に発動させるか否かは、有限責任組合員においても投資先事業者等への影響を考慮し慎重に検討することが必要となろう。当該条項の効果としては、出資約束期間の終了、無限責任組合員の解任若しくは除名、又は組合の解散という効果に結びつける建付けが考えられるところである。

第 10 条 出資約束金額の減額

1. 効力発生日から [] 年を経過した日の属する事業年度末において、総組合員の出資約束金額の合計額に対する投資総額の割合が [] %を超えていない場合、無限責任組合員は各有限責任組合員に対し、当該事業年度の末日から [] ヶ月以内にその旨を書面により通知するものとする。
2. 前項の通知がなされた場合、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、当該事業年度の末日から [] ヶ月以内に限り、書面により出資約束金額の減額を請求することができる。
3. 有限責任組合員から前項に規定される請求がなされた場合、無限責任組合員は、本契約期間の残存期間における投資予定額及び管理報酬の総額並びに既発生費用の額及び将来発生することが予想される費用の見積額等の諸事情を勘案の上、減額の是非並びに（減額する場合には）減額後の出資約束金額及び減額の効力発生時期を決定し、有限責任組合員に速やかに書面により通知するものとする。

【第 10 条解説】

第 9 条の規定とは別に、国内の VC ファンドにおいては、組合による投資が一定期間に進まない場合の出資約束期間の取扱いについての規定を設けている例がみられる。

第 10 条においては、第 1 項において、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、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、第 2 項に基づき一定割合の有限責任組合員から出資約束金額の減額請求を受けた場合には、第 3 項のとおり、無限責任組合員において減額の可否を決定することとしている。最終的な決定権を無限責任組合員に残しているのは、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。しかし、一定の割合の有限責任組合員からの請求がなされれば、無限責任組合員に減額義務を課するという構成も十分考えられる。このような構成を採る場合には、前条において解説したいいわゆる no fault cancellation 条項の一種とみることも可能であろう。もっとも、一定の割合の有限責任組合員からの請求がなされた場合には無限責任組合員に減額義務を課するという構成をとる場合、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との権利義務関係の調整を図るケースもある。

第11条 追加出資及び出資金の払戻

1. 第29条第2項に規定する場合及び総組合員が同意した場合を除き、組合員は、本章に規定する出資義務以外に、本組合に対し出資をなす義務を負わない。
2. 第28条に基づく組合財産の分配及び第40条に基づく脱退組合員に対するその持分の払戻を除き、出資金は、理由の如何を問わず、いかなる組合員に対しても、本契約期間中払い戻されないものとする。〔但し、以下の各号に定める場合には、無限責任組合員は、以下の各号に定める出資金を組合員に払い戻すものとする。これらの払戻しのなされた金額は、本組合には一度も出資されていないものと扱われ、組合員の出資未履行金額に追加されたものとみなされ、追加出資請求の対象となるものとする。
 - ① 無限責任組合員は、ポートフォリオ投資が実現しないと判断した場合には、当該ポートフォリオ投資のために出資された出資金を、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留保して払い戻すものとする。
 - ② 無限責任組合員は、ポートフォリオ投資を実行するのに、当該ポートフォリオ投資のために出資された出資金の全額を要しないと判断した場合には、当該ポートフォリオ投資のために必要である金額を超える部分を、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留保して払い戻すものとする。〕

【第11条解説】

1. 第11条第1項は、組合員は第2章及び第29条第2項に規定する以外に追加出資義務を負わない旨を、第11条第2項は、払戻がなされた出資金は原則として払い戻さない旨を規定する。
2. 追加出資組合員の出資金を他の組合員に払い戻す規定（第8条解説7.参照）や、余剰資金の払戻しの規定（本条第2項但書きとして記載されている条項）を盛り込む場合には、例外的な払戻事由を第2項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要否を検討することとなるであろうし、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は設けないことも考えられる。本契約においては、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組合に留保できるものとしている。さらに、払い戻された資金がキャピタル・コールの対象となるかどうかについて、本契約においては再度キャピタル・コールの対象となる旨規定している。なお、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、少なくとも無限責任組合員による出資義務の免除（Excuse）を認める組合では、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内容の情報等を提供している場合にはかかる情報を提供することが適切であると思われるため、この点を組合契約上規定することも考えられ

る。

3. なお、有限責任組合法第 10 条第 2 項本文により、有限責任組合員は、貸借対照表上の純資産額を超えて分配を受けた場合は、当該分配を受けた金額の範囲内において、組合の債務を弁済する責任を負うものとされている。かかる有限責任組合員の義務は、分配財産の返還であり出資義務そのものではないが、同条の責任が発生し得ることを確認する趣旨から、第 11 条第 1 項において第 29 条第 2 項を例外として規定している。

第 12 条 出資払込等の不履行

1. 本契約に基づく支払義務の履行を怠った組合員は、本契約に基づき支払いを行うべき日の翌日から支払いを行うべき金額の全額が払い込まれた日までの期間につき、本組合に対し当該金額の未払込残高に対して年 [] %の割合（年 365 日の日割計算とする。）で計算した遅延損害金を支払うものとする。
2. 組合員が本契約に基づく支払義務の履行を怠ったことにより本組合又は他の組合員に損害が発生した場合には、当該組合員は当該不履行により本組合又は他の組合員が被った一切の損害を賠償する責任を負うものとする。
3. 組合員は、他の組合員の支払義務の不履行を理由に、自己の支払義務の履行を拒絶することはできない。
- [4. 組合員が本組合に対する出資の履行を怠った場合、無限責任組合員は、当該出資の履行を怠った組合員以外の組合員に対し、かかる不履行のなされた出資金額に相当する分だけ、当該出資の履行を怠った組合員以外の組合員に対し、無限責任組合員からの [] 日前までの書面による通知に従い、無限責任組合員が指定した日までに、かかる金額を第 8 条第 3 項から第 5 項までの規定に従い按分した額につき、本組合への出資を行うよう求めることができる。但し、各組合員は、自己の出資未履行金額を超えて出資を求められることはないものとする。]
5. 有限責任組合員が本契約上の支払義務の履行を怠った場合には、無限責任組合員は、当該有限責任組合員に対して履行の懈怠を書面により通知するものとし、当該有限責任組合員がかかる通知の到達の日から [] 日以内に支払いを行わない場合において、無限責任組合員が通知したときは、当該有限責任組合員は、「不履行有限責任組合員」となる。無限責任組合員は、その裁量により、不履行有限責任組合員に関して、以下の一又は複数の取扱いを行うことができる。
 - ① 本契約のいかなる規定にかかわらず、不履行有限責任組合員が有する組合持分に関して、組合員集会において議決権を行使できず、その他本契約において意思決定に係る出資口数及び対象持分割合に基づく比率の計算から除外されるものとする
 - ② 不履行有限責任組合員に対して、将来のポートフォリオ投資への参加を認めず、そのための出資の履行も認めないこと
 - ③ 不履行有限責任組合員に対して支払われるべき分配金から当該不履行有限責任組合員が負担すべき費用を差し引いた金額を、出資の払戻しに相当する部分を除いて没収して不履行のない組合員に分配すること（当該没収分は、他の組合員に対し、第 28 条第 2 項及び第 3 項に定める組合財産の分配割合に準じて分配される。）
 - ④ 不履行有限責任組合員に対する組合財産の分配比率を [] %減じること（当該減額分は、他の組合員に対し、第 28 条第 2 項及び第 3 項に定める組合財産の分配割合に準じて分配される。）

【第 12 条解説】

1. 第 12 条第 1 項は、本契約上の支払義務の履行を怠った場合の遅延損害金を、第 12 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を、第 12 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は支払いの拒絶を行うことができない旨を規定する。
2. 組合員は、支払義務の履行の懈怠がある場合、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が、遅延損害金の率については、本契約の策定時点では、年 14%として合意されている例が多いようである。なお、支払義務の履行の懈怠がある場合、第 38 条及び第 39 条において、有限責任組合員・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。
3. 民法上の組合契約において、組合員はほかに未履行の組合員がいることをもって出資義務の履行を拒絶できず、同時履行の抗弁権の適用がないとされており、投資事業有限責任組合においても同様であるものと考えられる（平成 29 年 6 月 2 日公布の民法の一部を改正する法律（平成 29 年法律第 44 号。以下同じ。）の施行に伴い、有限責任組合法第 16 条が準用する民法の条文として明文化される予定である。）。同時履行の抗弁権がない旨を確認するため第 12 条第 3 項が規定されている。なお、有限責任組合法は、同法第 16 条において、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。
4. 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支払われた遅延損害金については、第 12 条第 1 項では組合財産として留保することを前提としているが、支払われた金銭を他の組合員に対して収益として分配してしまうことも考えられる。
5. 特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、(i)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での出資を請求することや（第 4 項参照）、(ii)第三者より一時的に借入れを行うことなどが考えられる（借入れにつき第 13 条第 2 項参照）。
6. 組合員による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の賠償の規定のほか、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設けることが多い。代表的な制裁例としては、本条第 5 項に定めるように、組合における意思決定に係る議決権を停止する、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）、分配金を没収し、あるい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。その他、諮問委員会の委員としての資格の剥奪、組合持分の無償での没収、さらには除名（有限責任組合法第 12 条第 4 号）による脱退（第 38 条及び第 39 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ないし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、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の組合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、その価格を持分相当額より低い額として設定するケースもあるが、この場合、価格によっては税務上の効果に留意が必要である。

第 3 章 組合業務の執行

第 13 条 無限責任組合員の権限

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. 無限責任組合員は、第 5 条に規定する本組合の事業の遂行のため、本組合の名において下記の事項その他本組合の業務を決定し、執行し、裁判上及び裁判外において本組合を代表するものとす |
|---|

る。

- ① 組合財産の運用、管理及び処分
 - ② 投資証券等に関する議決権その他組合財産に係る権利の行使
 - ③ 投資先事業者に対する経営又は技術の指導
 - ④ 本組合の業務上必要な弁護士、公認会計士、税理士、鑑定人、アドバイザーその他の専門家の選任、並びに、これらの者への相談及び業務委託
 - ⑤ 組合財産の分配及び組合持分の払戻に関する事項
 - ⑥ 会計帳簿及び記録の作成及び保管等本組合の会計に関する事務
 - ⑦ 本組合の事業に関し発生した本組合の負担すべき費用、経費及び報酬等債務の支払いに関する事項
 - ⑧ その他本組合の事業の目的の達成のために必要な一切の事項
2. 無限責任組合員は、本組合による金銭の借入れ及び第三者の債務の保証を行うことができない。但し、ポートフォリオ投資若しくは本組合の費用の支払いのためにする本組合による金銭の借入れ、又はポートフォリオ投資に関連して投資先事業者等が金銭の借入れを行う場合の本組合による債務の保証（但し、金融商品取引業等府令第 233 条の 4 第 4 項各号のいずれかに該当するものに限る。）であつて、当該借入れに係る債務及び債務の保証に係る被担保債務の合計額が、総組合員の出資履行金額の合計額の 15%未満である場合には、当該借入れ又は債務の保証を行うことができる。
 3. 無限責任組合員は、前項但書きに規定する借入れ又は債務の保証に関連して、組合財産の担保提供を行うことができる。
 4. 無限責任組合員は、本条第 1 項第④号 [その他本契約] において許容されている場合、その裁量により適当と認める者に本組合の事務の一部を委任又は準委任することができる。
 5. 無限責任組合員が有限責任組合法第 3 条第 1 項に掲げる事業以外の行為を行った場合、組合員はこれを追認することができない。

【第 13 条解説】

1. 有限責任組合法第 7 条第 1 項において、組合の業務は無限責任組合員が執行するものと規定されている（なお、民法の一部を改正する法律の施行に伴い、組合の業務の決定も無限責任組合の権限に含まれることが明文化される予定である。）が、第 13 条第 1 項は、かかる無限責任組合員の業務の具体的内容を規定している。
2. 第 13 条第 2 項は、組合による金銭の借入れ及び第三者の債務の保証に関する規定である。

民法上の組合による投資事業組合においては、借入れが禁止されることが多いが、その主たる理由は組合員が法律上無限責任を負っていることにある。しかるところ、前述のように、投資事業有限責任組合においては、有限責任組合法第 9 条第 2 項により、「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。」と規定され、その有限責任性が確保されている。従って、投資事業有限責任組合は、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。

しかし、組合において借入れを行うことで、そのレバレッジ効果により、組合員による出資金のみで投資活動を行う場合に比べ、組合はリスクの高い投資を行うことになり、組合員がより高い投資リターンを得る可能性が高まると同時に、組合員がより大きな損失を被る可能性も高まる。ま

た、組合が第三者の債務保証を行うことも、組合及び組合員が損失を被る可能性を高めることとなる。従って、投資事業有限責任組合による借入れ、債務保証等は、投資事業有限責任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もつ事項である。そのため、これらが可能な場合を明記することのほか、借入金額及び保証金額に一定の制限を設けることが考えられる。

もっとも、VC ファンドにおいては、組合において借入れを行い、レバレッジをかけて投資を行ったり、組合において債務保証等を行ったりすることは一般的ではない。

また、本契約は、本組合がベンチャー・ファンドの要件を充足し、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行うことを前提としている（ベンチャー・ファンドの要件については、本契約の前提 2. (4) 参照）。ベンチャー・ファンドの要件の一つとして「原則として、ファンドにおいて借入れ又は第三者の債務の保証をしないこと」が求められるため（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号ロ）、第 13 条第 2 項は、本文において、無限責任組合員が、原則として本組合による金銭の借入れ及び第三者の債務の保証を行うことができない旨を規定している。もっとも、金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号ロ及び金融商品取引業等府令第 233 条の 4 第 4 項は、VC ファンドにおいても、ポートフォリオ投資やファンドの費用の支払いのために行う短期の借入れや、投資先に対する信用補完を目的とした債務保証を行うことがありうることを前提に、これらの借入れ又は債務保証について、組合財産に重大な影響を及ぼさない範囲内で許容する趣旨から、①弁済期限が 120 日以内の短期の借入れ、②保証期間が 120 日以内の債務保証、又は③投資先に対する債務保証（当該投資先への投資額を超えない範囲を超えないもの）については、当該借入債務額及び被担保債権額の合計額が出資履行金額の 15%を超えない範囲内で許容している。第 13 条第 2 項但書きは、当該規定を前提として、本組合において認められる借入れ及び債務保証の範囲を定める規定である。

3. 無限責任組合員による、組合財産の担保提供については、前記 2. の組合による借入れ又は債務保証と異なり、ベンチャー・ファンドの要件との関係では特段法令上の制限はない。しかし、担保提供も組合財産に重大な影響を及ぼす可能性があること、組合財産の担保提供は通常、組合による借入れ又は債務保証の信用補完として行われることから、第 13 条第 3 項においては、組合財産の担保提供は、第 13 条第 2 項但書きで認められる組合による借入れ又は債務保証に関連する範囲において認められる旨を規定している。

4. 第 13 条第 4 項は、無限責任組合員において、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、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。本契約では、第 13 条第 1 項第④号において、投資事業有限責任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、第 13 条第 4 項における「[その他本契約]において許容されている場合」とは、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規定である。

ところで、本契約は、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、組合持分の取得勧誘（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組合持分の募集勧誘については第二種金融商品取引業登録を受けた金融商品取引業者に委託し（金融商品取引法第 2 条第 8 項第 9 号）、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（金融商品取引法第 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、金融商品取引法施行令第 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についても行うものではないとして、適格機関投資家等特例業務の届出を行う必要なく本組合の無限責任組合員となることが可能である。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、組合契約

及び投資一任契約において、以下の事項の定めがあることが必要とある。

- (i) 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) 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) 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. 有限責任組合法第 7 条第 4 項は、有限責任組合法による有限責任性が認められる場合を有限責任組合法が予定する投資事業に限定する趣旨から、無限責任組合員が同法第 3 条第 1 項に掲げる事業以外の行為を行った場合（すなわち法律上の事業範囲を逸脱した行為）は、組合員は追認することができない旨規定する。第 13 条第 5 項は、かかる法律上の制限を確認する規定である。

第 14 条 無限責任組合員の注意義務

無限責任組合員は、法令及び本組合の事業の目的に従い善良なる管理者の注意をもってその業務を執行し、有限責任組合員のために忠実に組合財産の運用を行うものとする。

【第 14 条解説】

有限責任組合法第 16 条は、民法第 671 条（業務執行組合員についての委任の規定の準用）を準用しているため、無限責任組合員は、組合の業務執行に際し、善管注意義務を負うことになる（同法第 644 条）。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本組合の組合財産の運用を行う場合には、金融商品取引法第 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という法令上の義務を負うことになる（同法第 63 条第 11 項、第 42 条第 1 項第 3 号、第 2 項）。第 14 条は、かかる趣旨を確認し、無限責任組合員の業務執行の際の善管注意義務及び忠実義務を明示している。

第 15 条 有限責任組合員の権限

1. 有限責任組合員は、本組合の業務を執行し、又は本組合を代表する権限を一切有しないものとする。
2. 有限責任組合員は、投資証券等の議決権の行使につき、無限責任組合員に対して指図をすることができない。有限責任組合員のいずれかが第 13 条に反し投資証券等について議決権を行使した場合は、他の組合員は当該議決権の行使を追認することができない。
3. 有限責任組合員は、無限責任組合員に対しあらかじめ書面によりその旨の通知をなした上で、無限責任組合員の営業時間内において、自己の費用で次の各号に掲げる書類の閲覧又は謄写をなすことができる。
 - ① 第 23 条第 3 項に規定する会計帳簿及び記録
 - ② 第 24 条第 1 項に規定する財務諸表等及び同条第 3 項に規定する半期財務諸表等

③ 第 24 条第 1 項に規定する監査に関する意見書

④ 本契約書

4. 有限責任組合員は、無限責任組合員に対しあらかじめ書面によりその旨の通知をなした上で、自らの費用で選任した監査法人又は公認会計士に本組合の財産状況及び無限責任組合員による本組合の業務執行状況を監査させることができるものとする。但し、当該監査の結果本組合の会計処理に関して重大な誤りが発見された場合には、当該有限責任組合員は当該監査に要した合理的な費用を本組合に請求することができる。
5. 有限責任組合員は、随時、無限責任組合員に対し、書面で、本組合の財産状況及び無限責任組合員による本組合の業務執行状況につき質問することができる。かかる場合、無限責任組合員は [] 日以内に適切な方法で当該質問に答えるものとする。
6. 有限責任組合員による本契約の各規定（第 9 条第 2 項及び第 3 項、第 10 条 2 項、本条第 3 項から第 5 項まで、第 16 条第 2 項及び第 3 項、第 17 条第 2 項及び第 7 項から第 9 項まで、第 18 条第 3 項、第 5 項及び第 8 項、第 21 条第 9 項並びに第 28 条第 3 項を含む。）に基づく権限の行使は、本組合の業務執行に該当しないものとする。
- [7. 有限責任組合員は、租税特別措置法第 41 条の 21 第 1 項第 2 号に規定する、本契約に基づいて行う事業に係る業務の執行として租税特別措置法施行令で定める行為を行わないものとする。本項前段に抵触する本契約の規定は本項前段に抵触しないように制限的に解釈して適用されるものとする。]

【第 15 条解説】

1. 有限責任組合法第 7 条第 1 項は、組合の業務は無限責任組合員が執行するものと規定している。第 15 条第 1 項は、有限責任組合員は業務執行権及び代表権を有しない旨の確認規定である。
2. 第 6 条解説 3. のとおり、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制限する一方、一定の場合その例外を認め、同項但書き第 4 号本文で銀行又は保険会社が投資事業有限責任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には、議決権保有制限は適用されないものとする。但し、かかる例外規定は、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）。そこで、第 13 条において、投資証券等に関する議決権の行使は、無限責任組合員の業務執行権限とされていることに加え、第 15 条第 2 項において、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き指図を行うことができないことを明確にした。さらに、有限責任組合員のいずれかが第 13 条の規定に反し投資証券等について議決権を行使した場合には、有限責任組合法第 7 条第 4 項の追認禁止規定が及ばないため、有限責任組合法上は、追認が可能であることに鑑み、第 15 条第 2 項において、有限責任組合員のいずれかが第 13 条の規定に反し投資証券等について議決権を行使した場合には、他の組合員は当該議決権の行使を追認することができないと規定した。以上のとおり、第 15 条第 2 項では、上記①及び②の点に関して、独占禁止法第 11 条に定める議決権保有の制限からの除外規定の適用の確保を図っている。
3. 第 15 条第 3 項から第 5 項までは、有限責任組合員の業務及び財産の状況の検査権を規定している。有限責任組合法は、民法第 673 条を準用している（有限責任組合法第 16 条）ので、各組合員は、

組合の業務及び組合財産の状況についての検査権を有しているほか、各組合員は、「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（同法第8条第3項）。

本契約では、第15条第3項において、有限責任組合法第8条3項に規定されている書類等に加え、有限責任組合員は、半期財務諸表等、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規定している。なお、同項に規定された財務諸表等及び意見書については、本契約では、その第24条第1項により、組合員に直接送付される。組合の業務及び財産の状況の検査権については、監査法人又は公認会計士を通じて行うことができるものとし（第15条第4項）、さらに、第15条第5項において、書面による質問権として規定している。

4. 有限責任組合法第7条第1項は、「組合の業務は、無限責任組合員がこれを執行する。」（民法の一部を改正する法律の施行後は、「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、また有限責任組合法第9条第3項は、「有限責任組合員に組合の業務を執行する権限を有する組合員であると誤認させるような行為があった場合には、前項の規定にかかわらず、当該有限責任組合員は、その誤認に基づき組合と取引をした者に対し無限責任組合員と同一の責任を負う。」と規定している。有限責任組合員に組合の業務を執行する権限を有する組合員であると誤認させるような行為があったか否かについては、行為ごとに個別具体的に判断されるが、本組合の共同事業を行う者として有限責任組合員にも本来認められるべき権利ないし責務の行使は当該行為に該当しない。そこで、その旨を組合員相互間において確認する趣旨から第15条第6項を規定している。
5. 国内にある恒久的施設（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。一般的に「Permanent Establishment」又は「PE」とも呼ばれる。）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、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、投資事業有限責任組合の有限責任組合員である非居住者等については、共同で組合の事業を行う事業者というよりも、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については、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）。従って、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、投資事業有限責任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、「特殊関係株主等」に当該投資事業有限責任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。

この点については、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、第 7 項から第 9 項まで等）において、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規定を整備する必要がある。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 15 条第 7 項のような規定を設けることが考えられる。すなわち、第 15 条第 7 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 15 条第 7 項はあくまで、疑義が生じる場合の解釈指針を目的とした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、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 16 条 組合員集会

1. 無限責任組合員は、第 24 条第 1 項に従い組合員に対し財務諸表等を送付した後速やかに（但し、遅くとも毎事業年度終了後 [] 日以内に）、組合員集会を招集するものとする。
2. 総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員からの請求があったとき又は無限責任組合員が適宜必要と判断したときは、無限責任組合員は組合員に対し、会日の [] 日前までの書面による通知を行い組合員集会を招集するものとする。
3. 組合員集会において、無限責任組合員は、本組合の運営及び組合財産の運用状況につき報告するものとし、組合員は、無限責任組合員に対しそれらにつき意見を述べることができる。

【第 16 条解説】

1. 第 13 条のとおり、本組合の業務の執行は無限責任組合員に委ねられる。これに対し、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検査権を有するが（第 15 条第 3 項から第 5 項までを参照）、通常は、第 24 条に規定されるように、定期的に受領する財務諸表等、すなわち書面を通して、業務・組合財産の状況を確認することが中心となる。しかし、投資家である有限責任組合員からすると、単に書面での報告に止まらず、直接無限責任組合員から報告を受け、意見具申をし、質疑

応答の機会を行う場を持つことが望ましい。そこで、第 16 条では、まず、第 1 項で、定期の組合員集会を、毎年一回、第 24 条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 [] 日以内に）開催すべきことを規定し、さらに、第 2 項で、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た。そして第 3 項は、これら組合員集会において、組合員が組合財産の運用等につき意見を述べることを規定している。

2. 以上に加え、投資家の便宜を図るという観点から、「有限責任組合員は、その選択に従い、直接又は代理人による参加のほか、書面又は会議電話にて組合員集会に参加し、質問又は意見陳述を行うことができる。」という規定を置くことも考えられる。この場合、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。
3. 組合員集会の開催は、本組合における共同事業性の一つの顕れである。

第 17 条 利益相反

1. 有限責任組合員は、(i)本組合の事業と同種若しくは類似の事業を行うこと、又は、(ii)本組合の事業と同種若しくは類似の事業を目的とする他の組合（民法上の組合、投資事業有限責任組合、匿名組合、ジェネラル・パートナーシップ、リミテッド・パートナーシップその他これらに類するものを含む。以下本条において同じ。）、会社若しくはその他の団体の組合員（無限責任組合員及びジェネラル・パートナーを含む。）、社員（無限責任社員を含む。）、株主、出資者、取締役若しくは業務執行者となることことができる。
2. 無限責任組合員は、(i)投資総額並びに本組合の費用及び管理報酬にあてられた出資履行金額の合計額が総組合員の出資約束金額の合計額の [] 分の [] に達する時、又は(ii)出資約束期間の満了時のいずれか早い時までの間は、本組合の事業と同種又は類似の事業を行うこと、承継ファンドの無限責任組合員、ジェネラル・パートナー、無限責任社員、取締役又は業務執行者その他これらに類似する役職として当該団体の管理及び運営を行うことができないものとする。但し、(i)諮問委員会の委員の [] 分の [] 以上がかかる行為を承認した場合又は(ii)総有限責任組合員の出資口数の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員がかかる行為を承認した場合はこの限りではない。
3. 前項の規定にかかわらず、無限責任組合員は、(i)既存ファンドにつき、無限責任組合員、ジェネラル・パートナー、無限責任社員、取締役又は業務執行者その他これらに類似する役職としてその管理及び運営を行うこと、及び(ii) [] を目的とする組合、会社又はその他これらに類似する団体の無限責任組合員、ジェネラル・パートナー、無限責任社員、取締役又は業務執行者その他これらに類似する役職としてその管理及び運営を行うことは禁止されない。
4. 無限責任組合員は、既存ファンド及び承継ファンドの無限責任組合員、ジェネラル・パートナー、無限責任社員、取締役又は業務執行者その他これらに類似する役職としてその管理及び運営を行う場合、本組合、既存ファンド及び承継ファンドの間で無限責任組合員がその裁量に基づき適当と認めるところに基づいて投資機会を配分することができる。
5. 有限責任組合員は自己又は第三者のために本組合と取引をすることができる。
6. 無限責任組合員は、以下に掲げる取引を行うことができない。
 - ① 無限責任組合員（無限責任組合員が法人である場合は、法人税法第 2 条第 15 号に規定する役員及び使用人を含む。）との間において取引を行うことを内容とした組合財産の運用を行うこと
 - ② 無限責任組合員が金融商品取引法第 42 条第 1 項に規定する権利者のため運用を行う金銭そ

の他の財産との間において取引を行うことを内容とした組合財産の運用を行うこと

③ 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すること（本項第①号及び第②号の取引を除く。）

7. 前項第①号の規定にかかわらず、無限責任組合員が、(i)金融商品取引業等府令第128条第2号に基づき、総有限責任組合員の〔半数〕以上であつて、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その他の同号に規定される要件の全てを満たす取引を行うこと（なお、当該取引を行うことに同意しない有限責任組合員が当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明を受けた日から〔20〕日以内に請求した場合には、当該取引を行った日から〔60〕日を経過する日までに当該有限責任組合員の有する組合持分を公正な価額で組合財産をもって買い取るものとする。）、又は、(ii)同条第3号に定める所管金融庁長官等の承認を受けた取引を行うことを内容とした組合財産の運用を行うことは妨げられない。
8. 本条第6項第②号の規定にかかわらず、無限責任組合員が、(i)金融商品取引業等府令第129条第1項第1号に基づき同号に規定される要件の全てを満たす取引を行うこと、(ii)同項第2号に基づき、総有限責任組合員の〔半数〕以上であつて、かつ、総有限責任組合員の出資口数の〔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その他の同号に規定される要件の全てを満たす取引を行うこと（なお、当該取引を行うことに同意しない有限責任組合員が当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明を受けた日から〔20〕日以内に請求した場合には、当該取引を行った日から〔60〕日を経過する日までに当該有限責任組合員の有する組合持分を公正な価額で組合財産をもって買い取るものとする。）、(iii)同項第3号又は第4号に基づき総有限責任組合員の出資口数の〔3〕分の〔2〕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その他の同号に規定される要件の全てを満たす取引を行うこと、又は、(iv)同項第5号に定める所管金融庁長官等の承認を受けた取引を行うことを内容とした組合財産の運用を行うことは妨げられない。
9. 本条第6項第③号の規定にかかわらず、事前に諮問委員会又は有限責任組合員に意見陳述又は助言の提供の機会を与えた場合、無限責任組合員は、自己又は第三者のために本組合と取引（同項第①号及び第②号に規定される取引を除く。）をすることができる。なお、無限責任組合員は、本項に基づく諮問委員会の委員又は有限責任組合員の意見又は助言に拘束されるものではない。
10. 無限責任組合員は、本条第7項及び第8項に基づく同意を求める場合又は本条第9項に基づき意見陳述若しくは助言の機会を与える場合には、それぞれの場合に応じ、諮問委員会の委員又は有限責任組合員に対し、あらかじ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。）を通知するものとする。

【第17条解説】

1. 無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として本組合の組合財産の運用を行う場合には、法令上の忠実義務が課されている（金融商品取引法第63条11項、第42条第1項）。この忠実義務の内容として、無限責任組合員には、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いう義務が、一般的に課されている。第17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、確認的に、業務執行を担当しない有限責任組合員にはこうした義務が課されないことを規定することを目的とする。
2. 無限責任組合員の利益相反行為が具体的に問題となる典型的なケースとしては、第一に、無限責任組合員が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るかという点、第二に、無限責

任組合員と組合間の取引を認めるかという点がある。

3. 第一の点については、まず、無限責任組合員が本組合の管理及び運営以外に他の組合の管理及び運営に従事することになると、本組合と他の組合との間で利害が対立する状況が生じるおそれがある。例えば、無限責任組合員が投資対象を得た場合、いずれの組合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、投資家においては、本組合に不利益な配分がなされるのではないかという懸念が生じる。また、無限責任組合員が複数の組合の管理及び運営を行う場合には、投資家においては、無限責任組合員の資源・時間が本組合の運営に集中的に投下されず、十分なりターンが確保できない結果になるのではないかという危惧が生じる。

そこで第 17 条第 2 項においては、投資残高（本契約では採用していないが、ポートフォリオ投資が確約された場合の金額が合算されると規定されることもある。）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が一定額に達するまで又は遅くとも出資約束期間が満了するまでは、諮問委員会（第 18 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承認を得ることなく、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との規定を置いている。この規定によると、一定の段階までは無限責任組合員は他の組合を組成して投資事業を行うことはできなくなるが、反面、投資機会の配分の問題や、資源の分散といった問題は生じない。

もっとも、本契約の条項はあくまで一つの例示に過ぎず、投資事業有限責任組合の無限責任組合員ごとに、前提となる事業活動の方針が異なる場所であるため、個別具体的な事情に応じた規定を設けることが適切であると考えられる。

例えば、投資事業有限責任組合の組成を事業目的とする専門会社が、複数の投資事業有限責任組合を組成し、各投資事業有限責任組合の無限責任組合員として、同時期に、各投資事業有限責任組合について投資運用行為を行うことを前提としているような場合もある。このような場合において、第 17 条第 2 項のように一般的に同種又は類似の事業を目的とするファンドの組成を禁止することは適切ではない。その場合には、そもそも第 17 条第 2 項のような規定を設けないか、設けるとしても、第 17 条第 2 項の適用対象をかかると実態に沿って限定するため、条項の文言を工夫することが必要となる。

なお、無限責任組合員が、当該組合の業務の執行のみを行う会社である場合には、上記の文例のままであると、形式的には義務違反が生じないので、投資家としては、実質的に利益相反行為が行われることを回避するために、条項の文言を工夫することが必要となる。

4. 無限責任組合員について、第 17 条第 2 項のような制約を設ける一方で第 17 条第 3 項のように一定のファンド（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）に従事することは明確に例外として規定すること等も考えられる。

また、第 17 条第 4 項では、本組合の事業と同種又は類似の事業を営むことを目的とするファンド（既存ファンド、承継ファンド）が組成された場合の、本組合と既存ファンド及び承継ファンド間の投資機会の配分について、承継ファンドについては第 2 項の規制を経て、既存ファンドについては第 3 項において許容されるところに従って組成されたことに鑑み、無限責任組合員が適当と判断するところに従って投資機会を配分することができることを確認的に規定している。

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よう。

5. 第二の点については、第 15 条解説 1. 記載のとおり、有限責任組合員は、組合の業務執行につき何らの権限を有しておらず、有限責任組合員と組合が取引を行っても、典型的に組合に不利になるものではない。従って、第 17 条第 5 項においては有限責任組合員と組合の取引については禁止しないことを注意的に規定している。なお、典型的に不利になるものではないとしても、有限責任組合員と組合の現実の取引が組合に不利になる可能性はある。ただ、その点は組合を代理して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。

6. 一方、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として又は投資運用業登録を受けて組合財産の運用を行う場合には、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、第 2 項）の具体的な内容として、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が相手方となって、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（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 42 条の 2 第 1 号、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、金融商品取引業等府令第 130 条第 1 項第 1 号）。但し、自己取引等及び運用財産相互間取引については、金融商品取引業等府令において一定の適用除外事由が規定されている（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 42 条の 2 第 1 項但書き、金融商品取引業等府令第 128 条（自己取引等の禁止）、第 129 条（運用財産相互間取引の禁止））。そこで、第 17 条第 6 項において、無限責任組合員による自己取引等（上記①）及び運用財産相互間取引（上記②）が原則として禁止される旨を規定しつつ、同条第 7 項において、金融商品取引業等府令第 128 条に基づく自己取引等の禁止の例外を規定し、第 17 条第 8 項において、金融商品取引業等府令第 129 条に基づく運用財産相互間取引の禁止の例外を規定している。
7. 第 17 条第 7 項では、自己取引等の禁止の例外として、(i)金融商品取引業等府令第 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) 金融商品取引業等府令第 128 条第 2 号では、(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。）を行ったうえで、(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、(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組合持分を公正な価額で買い取る旨（以下「組合持分買取請求権」という。）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)）。第 17 条第 7 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、VC ファンドにおける組合財産を主に構成する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はこれに該当するものと考えられている。
- (ii) 金融商品取引業等府令第 128 条第 3 号では、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ものとされている。第 17 条第 7 項(ii)はその旨を定める規定である。
8. 次に、第 17 条第 8 項では、運用財産相互間取引の禁止の例外として、(i)金融商品取引業等府令第 129 条第 1 号に基づくもの、(ii)同条第 2 号に基づくもの、(iii)同条第 3 号又は同条第 4 号に基づくもの、及び(iv)同条第 5 号に基づくものを規定している。
- (i) 金融商品取引業等府令第 129 条第 1 号では、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資事業有限責任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。第 17 条第 8 項 (i) はその旨を定める規定である。しかし、「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) 次に、金融商品取引業等府令第 129 条第 2 号では、前記 7. (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、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うえで、(b) 当該全ての有限責任組合員の同意を得て（以上、金融商品取引業等府令第 129 条第 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を、その例外としている。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、(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組合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)）。第 17 条第 8 項(ii) はその旨を定める規定である。しかし、前記 7. (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) これに対し、金融商品取引業等府令第 129 条第 3 号及び第 4 号では、適格機関投資家等特例業務としてベンチャー・ファンドの要件を充足する組合の組合財産の運用を行う無限責任組合員については、当該運用財産相互間取引が、(a) 双方の組合の有限責任組合員に対して取引説明を行ったうえで、(b) 当該有限責任組合員の出資口数の合計の 3 分の 2（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。）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て（同号イ）、(c) 同条第 3 号ロ又は第 4 号ロに規定するいずれかの取引を行う場合を、その例外としている。第 17 条第 8 項(iii) はその旨を定める規定である。ここでは、金融商品取引業等府令第 129 条第 2 号の例外と異なり、①当該運用財産相互間取引に反対した有限責任組合員に対して組合持分買取請求権を認める必要がなく、さらに、②「対象有価証券売買取引等」に該当しない未上場の株式等の売買について、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とする要件が除外されている（同条第 4 号ロ）。しかし、その場合でも、無限責任組合員は、自らの忠実義務・善管注意義務（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 42 条）に抵触しないように組合財産の運用を行う必要がある。実務上は、第三者評価機関の評価までは取得しないとしても、可能な場合には相見積りを取得する例もある。

(iv) 金融商品取引業等府令第 129 条第 5 号では、前記 7. (ii) の自己取引等の禁止の例外に係る金融商品取引業等府令第 128 条第 3 号と同様に、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ものとされている。第 17 条第 8 項(iv) はその旨を定める規定である。

9. 第 17 条第 9 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場合についても、いわゆる「利益の対立」があり、典型的に組合に不利であるものとして、同条第 6 項第③号において原則としてこれを禁止した上で、諮問委員会（第 18 条参照）又は有限責任組合員に意見陳述又は助言の提供の機会を与えた場合には、当該取引をすることができることとしている。

10. 第 17 条第 10 項は、第 7 項及び第 8 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、又は第 9 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、あらかじ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。）を通知する旨を規定している。

11. 外国有限責任組合員が税制特例（第 15 条解説 5. 参照）の適用を受ける投資事業有限責任組合契約において、第 17 条第 2 項における有限責任組合員による承認、同条第 7 項及び第 8 項における有限責任組合員による同意並びに同条第 9 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問題となり得る。

有限責任組合員による第 17 条第 2 項の承認については、同項の規制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、第 17 条第 7 項及び第 8 項に基づく自己取引等（同条第 6 項第①号）及び運用財産相互間取引（同項第②号）に関する有限責任組合員の同意については、租税特別措置法施行令第 26 条の 30 第 1 項第 3 号括弧書きイに掲げる行為（自己取引等）及びロに掲げる行為（運用財産相互間取引）についての同意であるため、定義上、税務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（第 17 条第 6 項③）については、それが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、その承認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）、第 17 条第 9 項では、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、利益相反取引を行うことができるようになることとしつつ、無限責任組合員は、かかる意見又は助言に拘束されないことを確信的に規定している。

12. 以上に加え、実務では、投資家の属性、投資家に適用される業法上の規制の差違等を背景に、組合をほぼ同時に複数設立して投資事業を行うことがある（いわゆる並行ファンド（パラレルファンド）の設立）。この場合は、本来ひとつの組合を設立して投資を行って行くことが前提であるから、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を行うことになるとする規定を設けることになる。

第 18 条 諮問委員会

1. 無限責任組合員は、本条に定めるところに従い、本組合の諮問委員会を設置する。
2. 諮問委員会の委員は [] 名以内とする。
3. 諮問委員会の委員は、当初の出資約束金額が金 [] 円以上である有限責任組合員が指名する自己の役員又は従業員とする（当該有限責任組合員が個人の場合には当該有限責任組合員とする。）。無限責任組合員は、正当な理由がある場合、(i) 当該有限責任組合員が指名した者が諮問委員会の委員に就任することを拒否することができ、また、(ii) 諮問委員会の委員を解任することができる。但し、(ii) の場合には、無限責任組合員は、他の全ての諮問委員会の委員に対して解任を行う意思があることを事前に書面により通知するものとし、当該通知の到達の日から [] 日以内に、かかる解任につき当該他の委員の [] 分の [] 以上の反対があった場合には、かかる解任は行われぬものとする。諮問委員会の委員が辞任し若しくは解任され又は死亡した場合、当該委員を指名した有限責任組合員のみが後任の委員を指名することができる。有限責任組合員が不履行有限責任組合員となった場合、当該有限責任組合員は諮問委員会の委員を指名する権利を失い、当該有限責任組合員が指名した委員は当然に解任されたものとみなす。なお、効力発生日における諮問委員会の委員は、本契約添付別紙 [] に記載の者とする。

4. 諮問委員会の委員の任期は〔期間の定めのないものとする。〕
 5. 諮問委員会は、次に掲げる事項を行うことができるものとする。無限責任組合員は、本項各号に掲げる行為又は取引については、本項各号に規定されるるところに従って、諮問委員会の承認を得ることで又は諮問委員会の意見陳述若しくは助言の機会を設けることで、かかる行為又は取引を行うことができるものとする。なお、本項〔第①号、第②号又は〕第③号において、諮問委員会は、意見陳述又は助言提供の機会を与えられるにとどまり、無限責任組合員は、かかる意見又は助言に拘束されないものとする。
 - ① 前条第2項に定める行為及び前条第6項第③号に定める取引について無限責任組合員から事前にその〔承認/承認又は意見陳述若しくは助言〕を求められたものについての〔承認/承認又は意見陳述若しくは助言〕
 - ② 第①号に規定する行為及び取引のほか、本組合の利益と相反し又は相反する可能性のある無限責任組合員又はその役員若しくは従業員の行為又は取引（前条第6項第①号及び第②号の取引を除く。）のうち、無限責任組合員から事前にその〔承認/意見陳述又は助言〕を求められたものについての〔承認/意見陳述又は助言〕
 - ③ その他無限責任組合員から照会を受けた本組合に関する事項についての意見陳述又は助言
 6. 諮問委員会は、無限責任組合員がこれを招集し、無限責任組合員の定める者が議長となる。
 7. 無限責任組合員は、無限責任組合員が必要と判断したときに、会日の〔 〕日前までに諮問委員会の各委員に招集通知を発送することにより、諮問委員会を開催する。但し、緊急の必要があるときは、この期間を短縮することができる。
 8. 諮問委員会の承認は、諮問委員会の委員の〔 〕分の〔 〕以上の承認をもって行われるものとする。
 9. 諮問委員会の委員に報酬は支払わないものとする。
 10. 無限責任組合員は諮問委員会の委員に対し、組合財産から合理的な範囲内で交通費その他の実費を支払うことができる。
 11. 諮問委員会に委員として参加する有限責任組合員又はその役員若しくは従業員は、諮問委員会の委員であること、又は、諮問委員会における活動を理由として、本組合及び組合員に対していかなる責任も負わないものとする（但し、故意又は重過失による不法行為が行われた場合は、この限りではない。）。
- 〔12.諮問委員会においては、租税特別措置法第41条の21第1項第2号に規定する、本契約に基づいて行う事業に係る業務の執行として租税特別措置法施行令で定める行為を行わないものとする。本項前段に抵触する本契約の規定は本項前段に抵触しないように制限的に解釈して適用されるものとする。〕

【第18条解説】

1. 第18条はいわゆる諮問委員会に関する規定である。アドバイザー・コミッティー又はアドバイザー・ボードその他の名称で呼ばれることもある。法律の規定に基づく機関ではなく、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、機能、権限等も、個別の案件ごとに規定することになると考えられる（なお、細則については別途諮問委員会規程等を設けて規定して行くことも考えられる）。
2. 諮問委員会を設置することにした場合、最も重要な点は、どのような者で構成される機関とし、

諮問委員会にいかなる権限を認めるかである。この点は、契約に基づいて設置される機関である以上当事者が組合ごとに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。）。

3. 本契約では、諮問委員会の委員について、当初の出資約束金額が一定額以上の有限責任組合員の役職員が諮問委員会を構成することとしている（第 18 条第 3 項）。他方、これと異なる設計方法として、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例もある。このような場合には、組合への加入の際の交渉を通じて、有限責任組合員は諮問委員会の委員の席を得て行くこととなる。

また、本契約では、無限責任組合員は、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、本契約においては他の委員による異議権を規定している。

4. 諮問委員会の権限については、例えば、①無限責任組合員に対し、本組合の業務執行につき、意見具申をし助言提供を行う機関とする、又は、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。なお、有限責任組合法第 7 条第 1 項は、「組合の業務は、無限責任組合員がこれを執行する。」（民法の一部を改正する法律の施行後は、「組合の業務は、無限責任組合員が決定し、これを執行する。」）とあるので、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。

本契約では、上記の②を前提に、無限責任組合員に対する助言と、利益相反行為の承認又は意見陳述若しくは助言の提供とを担う機関とすることとしている（第 18 条第 5 項）。

この点、無限責任組合員の利益相反行為については、まず、前記のとおり第 17 条では、利益相反行為のうち、(a)本組合の事業と同種又は類似の事業を行うこと等（同条第 2 項）、及び(b)自己又は第三者のために本組合と取引をすること（但し、法令上、一定数以上の有限責任組合員からの承認が必要となる自己取引等（金融商品取引法第 42 条の 2 第 1 号）及び運用財産相互間取引（同条第 2 号）を除く。第 17 条第 6 項第③号）については、諮問委員会の委員の一定数が承認し、又は意見陳述若しくは助言の提供の機会を与えられた場合にはこれを行うことができると規定することが考えられる（同条第 9 項）。第 18 条第 5 項第①号も、こうした第 17 条の規定を受け、これらの承認又は意見陳述若しくは助言の提供を諮問委員会が行い得ることを規定することが考えられる。

次に、上記(a)又は(b)のほかにも、利益相反のおそれのある行為は存する。無限責任組合員は、第 17 条解説のとおり、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 17 条で明確に規定されていない事項についても、承認を得た上で当該行為を行いたいと考える場合があることが想定される。そこで、第 18 条第 5 項第②号は、無限責任組合員は、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、その承認等を得た上で当該行為を行うことが可能であることを規定することが考えられる。

5. 他方で、外国有限責任組合員が税制特例（第 15 条解説 5. 参照）の適用を受ける投資事業有限責任組合契約の場合、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、無限責任組合員が本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）、並びに、租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、本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）、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。

第 18 条第 5 項第①号の承認については、第 17 条解説 11. 参照。

第 18 条第 5 項第②号の承認については、無限責任組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、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、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あたらないような場合も考えられるため、本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。

第 18 条第 5 項第③号に規定される意見陳述又は助言についても、これが無限責任組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、第 18 条第 5 項但書きにおいては、第 18 条第 5 項 [第①号、第②号及び] 第③号の意見陳述又は助言について、無限責任組員に対して拘束力を有しない旨規定している。

6. 諮問委員会における委員の活動は、本組合や組員に対して特段の義務を負うことは前提としておらず、一有限責任組員という地位に基づき行われるに過ぎないことから、委員が、諮問委員会における活動により本組合や組員に責任を負うことがない旨規定している（なお、諮問委員会の委員に対する組合による補償について、第 20 条第 2 項で規定している。）。なお、故意又は重過失による不法行為の場合はこの理が及ばないため、免責の対象から除外している。
7. 外国有限責任組員が税制特例の適用を受ける投資事業有限責任組合契約について、有限責任組員の権限行使に関する第 15 条第 7 項と同様の解釈規定を第 18 条第 12 項として規定することも考えられる（第 15 条解説 5. 参照）。

第 4 章 組員の責任

第 19 条 組合債務に対する対外的責任

1. 本組合の債務は、無限責任組員が組合財産をもって弁済するものとする。但し、無限責任組員は自らの固有財産をもって弁済する責任を免れるものではない。
2. 第 29 条第 2 項に規定する場合を除き、有限責任組員は、出資の価額を限度として債務を弁済する責任を負う。

【第 19 条解説】

1. 有限責任組合法上、無限責任組員は、組合の債務について自己の固有財産についても責任財産になるものとして無限責任を負い、有限責任組員は、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ものとされている（有限責任組合法第 9 条第 2 項）。
2. 第 19 条は、無限責任組員に対し組合の債務は組合財産をもって弁済することを義務付けた上で、以上の有限責任組合法第 9 条の趣旨を確認的に規定するものである。無限責任組員は、自らの固有財産をもって、自己の負担部分を超えて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。
3. なお、第 1 条の解説のとおり、有限責任組合法第 9 条第 2 項の規定する「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」の意味であるが、ここで「出資の価額」とは、有限責任組員が、組合に実際に出資した金額を指すものと解されることから、当該現実に出資した財産の限度

で責任を負うことになる。なお、キャピタル・コール方式を採る組合では、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てはじめて、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あわせ、キャピタル・コールが有効に行われたことで発生した当該出資義務の範囲で、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。

第 20 条 組合財産による補償

1. 有限責任組合員が第三者から、本組合の事業に関して、請求その他何らかの権利の主張を受けた場合、当該有限責任組合員は直ちにその旨を無限責任組合員に通知するものとする。無限責任組合員は、かかる通知受領後速やかに、当該有限責任組合員が、かかる請求ないし権利の主張を直接に受けることがないようにするために必要な措置を採るものとし、当該有限責任組合員は無限責任組合員の措置に協力するものとする。
2. (i) 組合員並びにその取締役、監査役、執行役、従業員、代理人及び株主、又は(ii)諮問委員会の委員（以下「被補償者」と総称する。）が、本組合の事業又は業務（投資先事業者への助言、指導、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、損失等を被った場合（自らの固有財産をもって本組合の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、損害、損失等を被った場合には、かかる補償を受けることができないものとする。

【第 20 条解説】

1. 前述のように、有限責任組合法第 9 条第 2 項により、「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。」と規定され、有限責任組合員は、第 8 条に定める出資義務を履行していない範囲及び有限責任組合法第 10 条に規定する場合を除き、原則として組合の債権者より直接請求を受けることはないものと考えられる。ただ、かかる有限責任組合員と、第三者との間において何らかの紛争が生じる場合はあり得る。第 20 条第 1 項は、かかる場合に、無限責任組合員をして適切な措置を採らしめるための規定である。有限責任組合員も無限責任組合員の措置に協力するものとされている。
2. 第 20 条第 2 項は、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損害等を被った場合に、組合財産より補償を行うべき旨規定する。無限責任組合員は、その固有財産も責任財産とされているため、組合の債権者が無限責任組合員の固有財産より満足を受けることが想定されるが、そのような場合でも、原則、無限責任組合員はその全額を組合財産より補償を受けることができることになる。

第 5 章 組合財産の運用及び管理

第 21 条 組合財産の運用

1. 無限責任組合員は、第 5 条に規定される本組合の事業の範囲内で、組合財産を本契約添付別紙 2 記載の投資ガイドラインに従い運用するものとする。
2. 無限責任組合員は、総組合員の出資履行金額の合計額から現金及び預貯金の合計額を控除した額

の [100] 分の [80] を超える額を充てて、金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イに規定する有価証券に対してポートフォリオ投資を行うものとする。

3. 無限責任組合員は、出資約束期間中に限り、ポートフォリオ投資を行うことができるものとする。但し、投資先事業者等に対する追加的なポートフォリオ投資、又は、出資約束期間満了前に本組合がポートフォリオ投資の主な準備行為を行っていた場合に行うポートフォリオ投資については、出資約束期間満了後であってもこれを行うことができるものとする。
4. 第 28 条第 6 項その他本契約において許容されている場合を除き、無限責任組合員は、ポートフォリオ投資を実行するに際し、第 28 条第 2 項に規定される処分収益又はその他投資収益を用いてはならない。
5. 無限責任組合員は、ポートフォリオ投資を実行する際、当該投資先事業者等との間で、無限責任組合員が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めるものとする。
6. 無限責任組合員は、業務上の余裕金を、本契約添付別紙 [] に記載された方法により運用するものとする。
7. 前各項に定めるほか、投資の時期及び方法、投資証券等の処分の時期及び方法、新株予約権の行使等組合財産の運用、管理及び処分に関する事項は全て、無限責任組合員の裁量により行われるものとする。
8. 無限責任組合員は、ポートフォリオ投資を実行した場合、次に掲げる事項を、各組合員に対し、遅滞なく、書面により通知するものとする。
 - ① 当該ポートフォリオ投資の対象である投資先事業者等の概要
 - ② 当該ポートフォリオ投資に係る投資証券等の種類及び数
 - ③ 当該ポートフォリオ投資の理由及びその保管若しくは管理に関する事項その他適切と認められる事項
9. 有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、投資証券等の選定その他組合財産の運用について意見を述べることができる。なお、無限責任組合員は、本項に基づく有限責任組合員の意見に拘束されるものではない。

【第 21 条解説】

1. 第 21 条第 1 項は、無限責任組合員は、投資ガイドラインに従い組合財産の運用を行うべき旨規定する。無限責任組合員による運用方針に制限を加えないと、投資家の保護に失するおそれがあるため、あらかじめある程度具体的・明確な投資ガイドラインを定め、これによって無限責任組合員の投資活動に一定の枠組みを設定することが考えられる。また、このようなガイドラインの設定は、組合員の共同事業性を担保する上でも好ましい。また、運用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
 - 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 上記①の制限にもかかわらず、短期的なつなぎ資金の提供として、一定額の投融資を別枠で行

えるように定めておくこと

2. これらの投資ガイドライン上の規制については、投資事業有限責任組合の運営上、例外的に規制の適用を除外することが必要となる場面もある。その手法としては、組合員の一定割合の承認を必要とする規定をおくこと等も考えられるが、外国有限責任組合員が税制特例（第 15 条解説 5. 参照）の適用を受ける投資事業有限責任組合契約については、かかる承認が税法上の業務執行承認に該当しないか問題となる。

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承認であれば、税法上の業務執行承認には該当しないと考えられる一方で、それを超えて、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には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）。

この点は、投資ガイドラインの制限の除外又は緩和が問題となる事案ごとに、判断が異なり得るものと思われる。投資ガイドラインにおける規制の除外又は緩和のための組合員（諮問委員会）の承認規定を設ける場合には、この点に留意する必要がある。

3. 本契約は、本組合がベンチャー・ファンドの要件を充足し、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行うことを前提としている（ベンチャー・ファンドの要件については、本契約の前提 1. (4)参照）。ベンチャー・ファンドの要件の一つとして「出資者が出資・拠出した金銭等の総額から現金・預貯金の額を控除した額の 80%超を、非上場の株券等に対して投資を行うものであること」が求められるため（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イ）、第 21 条第 2 項は、前項に規定する投資ガイドラインにかかわらず、無限責任組合員は、総組合員の出資履行金額の合計額から現金及び預貯金の合計額を控除した額の 100 分の 80 を超える額を、金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イに規定する有価証券に対してポートフォリオ投資を行う旨を規定している（なお、第 21 条第 2 項を規定する代わりに、投資ガイドラインに金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イの要件に従った投資を行う旨を規定することも考えられる）。

金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イの要件における割合の計算の分母は、総組合員の出資履行金額の合計額から本組合の現金及び預貯金の合計額を控除した額となる。現金及び預貯金の合計額について控除を認めるのは、VC ファンドにおいては、必ずしも特定の投資案件の存在を前提として組合員から出資を受け、当該出資金をすぐにポートフォリオ投資に充てるわけではないことや、管理報酬その他の組合の費用の支払のために、組合員から出資を受けた金銭の一部を現預金のまま保有し支出する必要があること等から、このような金額については割合の計算の対象から除外することが適当であるためだと考えられる。

次に、金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号イの要件における割合の計算の分子は、本組合が保有する同号イに規定する有価証券の合計額となる。同号イに規定する有価証券とは、株券・新株予約権・新株予約権付社債（外国会社により発行されたものも含む。以下「株券等」という。）であって、当該株券等に投資を行う時点において、①当該株券等の発行者が発行する有価証券、②当該株券等の発行者（会社法上の大会社に限る。）の親会社等が発行する有価証券、及び③当該株券等の発行者の子会社等が発行する有価証券の全てが、国内外の金融商品取引所に上場又は店頭売買有価証券として登録されていないものをいう（金融商品取引業等府令第 233 条の 4 第 2 項及び第 3 項）。なお、②において、会社法上の大会社に限定されている理由は、VC ファンドの中には、例えば上場企業等の一事業部分を切り離して独立させ、そこに投資を行う、いわゆるスピントベンチャーに対する投資を行う者もあることから、ファンドが取得する有価証券の発行者の親会社が上場会社等であっても、当該発行者が大会社でない場合には、割合の計算の対象に含めるのが適当であるためである。また、国内外の金融商品取引所に上場又は店頭売買有価証券として登録されているか否かの判断は、当該株券等を本組合が取得する時点を基準とすることになるため、例えば、本組合が投資を行った時点において非上場であった株券が、当該投資後に IPO した場合には、IPO の後であっても、当該株券については、割合の計算の対象から除外されることはない。

ベンチャー・ファンドの要件を充足するものとして、無限責任組合員が本組合の組合財産の運用を行うためには、運用の期間中、上記の計算による割合が 100 分の 80 を超えていることが必要となる。

4. 第 8 条解説 4. のとおり、VC ファンドにおいては投下資本の回収に相当な期間を有するのが通常であることから、本契約においては、契約期間を出資約束期間と出資約束期間満了後の回収のための期間に二分している。そして、第 21 条第 3 項において、ポートフォリオ投資については原則として出資約束期間中に行うものとし、但し、出資約束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）及び投資すべき株式につきその取得に係る株式売買契約を出資約束期間内に締結した等、投資に向けられた一定の行為が出資約束期間内に既に行われていた場合における投資（follow-up investment）については、例外的にポートフォリオ投資を行うことができる旨を規定している。

なお、特に国内の VC ファンドにおいては、個々の投資案件の規模が比較的小さくファンド組成後ある程度時間が経過してから新規に投資することや、追加投資を複数回にわたって行う必要が生じることも多いため、そもそも出資約束期間の規定を設けないこともある。もっとも、VC ファンドでも投資先救済のための無理な追加投資を行うことを避けるべく、出資約束期間を定め、追加投資に制約を設けるケースも存在する。

5. 第 21 条第 4 項は、原則として本組合における再投資を禁止する旨を規定している。
他方で、第 28 条解説 8. 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、一定の限度でかかる再投資を許容する規定を設けている。
6. 第 21 条第 5 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投資契約を締結するよう努力すべき義務がある旨規定している。
7. 第 21 条第 6 項は、業務上の余裕資金の運用方法を明示する。有限責任組合法第 3 条第 1 項第 12 号に規定される業務上の余裕金の運用について、第 5 条において組合の事業として位置付けられているが、第 21 条第 6 項は、その事業範囲の枠内でさらに詳細かつ具体的な運用方法の指定を行うための規定である。
8. 本契約におけるキャピタル・コールは特定のポートフォリオ投資を前提としていないため、追加出資請求通知において、投資先事業者等の情報提供はなされない。そこで、第 21 条第 8 項において、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。かかる事後的な通知は、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という意義も認められよう。
他方、特定のポートフォリオ投資の都度、キャピタル・コールを行う方式を採用した場合は、追加出資請求通知において当該ポートフォリオ投資に係る情報提供をあらかじめ提供することとなる。その場合には、追加出資請求通知の内容と重複した投資実行後の通知は必ずしも必須のものではないものと考えられる。もっとも、当初想定した内容と異なる投資がなされることもあり得ることから、投資実行後にもあらためて通知を行う形とすることも考えられる。
なお、ベンチャー・ファンドの要件の 1 つとして、無限責任組合員が投資を行う場合にその投資内容を有限責任組合員に書面通知する旨を組合契約に記載することが求められている（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 3 号、金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 1 項）。従って、ベンチャー・ファンドの特例を利用するためには、上記で述べた情報提供義務を組合契約に定めることが必要となる。なお、ベンチャー・ファンドの特例を利用するために組合契約に記載すべきその他の事項については、本契約の前提 1. (4) 参照されたい。
9. 第 21 条に規定する個別の投資内容の報告や投資証券等の選定その他組合財産の運用についての組合員の意見具申を認めることは、本組合における共同事業性の顕れともいえる。

第 22 条 組合財産の管理

1. 無限責任組合員は、本契約に基づき出資された金銭を、金融商品取引法第 40 条の 3 及び金融商品取引業等府令第 125 条に掲げ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るものとする。また、無限責任組合員は、組合財産を、金融商品取引法第 42 条の 4 及び金融商品取引業等府令第 132 条各項に掲げる定める方法により、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るものとする。
2. 無限責任組合員は、新たに組合財産を取得した場合、速やかに、名義の変更その他の対抗要件具備のために必要な手続を行うものとする。
3. 組合財産に属する現金の受領、保管及び支出は、全て組合口座において行うものとする。
4. その他組合財産の管理に関する事項は、法令に従い、無限責任組合員がその裁量により適切と考える方法で行うものとする。

【第 22 条解説】

1. 第 22 条は、組合財産の管理について規定する。無限責任組合員が、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登録を受けて持分の勧誘を行う場合には、本組合に出資された金銭について、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することが確保されるために、本契約等において同条に掲げる分別管理の基準を満たすことを義務付けることが必要となる（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 40 条の 3、金融商品取引業等府令第 125 条）。そこで、第 22 条第 1 項第 1 文では、無限責任組合員は、本契約に基づき出資された金銭を、金融商品取引法第 40 条の 3 及び金融商品取引業等府令第 125 条に掲げ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る旨を規定している。

満たすべき基準の内容は、①本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うえで適切であること（金融商品取引業等府令第 125 条第 1 号）、並びに、②本組合に出資された金銭が金融商品取引業等府令第 125 条第 2 号イからハ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が、②について、銀行等への預金又は貯金により管理する場合には、本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、無限責任組合員が、適格機関投資家等特例業務として又は投資運用業登録を受けて組合財産の運用を行う場合には、金融商品取引業等府令第 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を区別して管理することが必要となる（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 42 条の 4）。前記 1. と異なり、当該義務については本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が、第 22 条第 1 項第 2 文では、無限責任組合員は、組合財産を、金融商品取引法第 42 条の 4 及び金融商品取引業等府令第 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る旨を規定している。

金融商品取引業等府令第 132 条で求められる分別管理の方法については、①運用財産が金銭の場合には、金融商品取引業等府令第 125 条第 2 号イからハ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 項各号に掲げ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させ、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）。

第6章 会 計

第23条 会 計

1. 本組合の事業年度は、毎年〔 〕月〔 〕日から翌年〔 〕月〔 〕日までとする。但し、初年度は効力発生日から〔 〕年〔 〕月〔 〕日までの期間とする。
2. 無限責任組合員は、組合会計規則に定めるところに従い会計処理を行うものとする。
3. 無限責任組合員は、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を作成し、保管するものとする。

【第23条解説】

1. 第23条第1項は、本組合の事業年度を規定する。
2. 第23条第2項は、無限責任組合員は、組合会計規則に従い会計処理を行うべき旨規定する。
3. 第23条第3項は、無限責任組合員は、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・保管を行うべき旨規定する。これは、第15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。

第24条 財務諸表等の作成及び組合員に対する送付

1. 無限責任組合員は、事業年度ごとに、組合会計規則に定めるところに従い、その財務諸表等を作成し、監査人による日本における一般に公正妥当と認められる監査基準に従った監査（業務報告書及び附属明細書については会計に関する部分に限る。以下本条において同じ。）を経た後、その事業年度経過後3ヶ月以内に、組合員に対し、当該監査に関する意見書の写しとともに財務諸表等を送付するものとする。
2. 無限責任組合員は、前項の附属明細書において、本組合が投資勘定において保有する投資証券等については本契約添付別紙3に定めるところに従い、各事業年度期末時点における評価額を記載するものとする。
3. 無限責任組合員は、毎事業年度の上半期終了後、速やかに当該上半期の半期財務諸表等を作成し、組合員に送付するものとする。
4. 無限責任組合員は、事業年度ごとに、金融商品取引法第42条の7第1項に規定する運用報告書を事業年度ごとに作成し、本条第1項に規定する財務諸表等とともに、組合員に対して送付するものとする。なお、金融商品取引業等府令第134条第1項第1号に規定する運用報告書の対象期間は1年とする。
5. 無限責任組合員は、前項の運用報告書において、金融商品取引業等府令第134条第1項各号に掲げる事項を記載するものとする。但し、同項各号に掲げる事項のうち、第3号ハに掲げる、対象期間における金融商品取引行為の相手方の商号、名称又は氏名については、当該相手方から記載について同意を得られない場合には記載を要しない。
6. 本条第1項に基づき各組合員に対し財務諸表等を送付する場合、同時に、(i)当該組合員に帰すべき収益、費用、資産及び負債等に関して有限責任組合員が税務申告上合理的に必要とする情

報を無限責任組合員がその裁量により適切と認める方法により提供し、また、(ii)本契約添付別紙4に定める計算方法により計算した累積内部収益率の結果を送付するものとする。

7. 無限責任組合員は、財務諸表等を、本契約書、運用報告書及びその監査に関する意見書とともに5年間本組合の主たる事務所に備え置くものとする。

【第24条解説】

1. 有限責任組合法第8条第1項は、無限責任組合員は、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、同条第2項において公認会計士又は監査法人の意見書を併せて備え置くべき旨を定める。第24条第1項は、かかる法律上の要求よりもさらに進め、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。また、第24条第3項は、上半期の中間貸借対照表、中間損益計算書及び半期業務報告書並びにそれらの附属明細書の作成及び送付義務を規定している。

なお、上記に加え、半期毎ではなく四半期毎の報告を行う組合も予想される。この点については、かかる四半期開示に要する費用との見合いにおいて、組合員に対する開示の充実の必要性を検討することになる。

また、第24条第1項は、無限責任組合員に対し、組合法計規則に従った財務諸表等の作成を義務付けているが、実務上は、企業会計基準委員会により公表された「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。）に従う例もある。

2. 第24条第2項は、附属明細書において投資勘定において保有する投資証券等の時価情報を記載すべき旨規定している。投資証券等の時価につきいかなる方法で算定すべきか検討が必要である。ここでは、本契約添付別紙3において、「投資資産時価評価準則」として評価の方法をあらかじめ合意している。添付別紙3においては、例として2種類の時価評価方法を提示している。例1は、市場性及び客観的な事象に基づき投資資産の評価額を算定する方法であり、例2は、国際的にVCファンドによる時価評価の実務指針として普及している International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline（以下「IPEVガイドライン」という。）に準拠した公正価値を投資資産の評価額とする方法である。もっとも、例2の時価評価方法による場合には、社内の管理体制の強化が必須となるため、高水準の管理コストが求められる等相応のハードルが存在することから、例2の時価評価方法を選択することが困難なファンドも存在するものと考えられる。そこで、ファンドの実情に応じて、適切な時価評価方法を選択することができるよう、平成22年版モデル契約に記載されていた例1も併記している。ファンドの実情に応じて、適切な時価評価方法を選択すべきである。
3. 無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として又は投資運用業の登録を受けて組合財産の運用を行う場合には、対象期間経過後遅滞なく、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こととされている（金融商品取引法第63条第11項、第42条の7第1項、金融商品取引業等府令第134条第4項）。「対象期間」は原則として6か月（半期毎）以内とされているが、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として、ベンチャー・ファンドの要件を充足する組合の組合財産の運用を行う場合には、本契約に記載することにより、1年（事業年度毎）とすることができる（同条第3項）。第24条第4項は、無限責任組合員がベンチャー・ファンドの特例を利用した適格機関投資家等特例業務として組合財産の運用を行うことを前提として、対象期間を1年とすることを明記した上で、無限責任組合員が有限責任組合員に対して運用報告書の交付を行う旨を規定している。

運用報告書に記載すべき事項については、金融商品取引業等府令第134条第1項各号に規定され

ている。このうち、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として、ベンチャー・ファンドの要件を充足する組合の組合財産の運用を行う場合には、対象期間に行われた金融商品取引行為の相手方の名称等について、当該相手方の同意を得られない場合にはその名称等を記載しない旨を組合契約に記載した場合には、当該記載を省略することが可能である（同項第3号ハ）。第24条第5項但書きは、無限責任組合員がベンチャー・ファンドの特例を利用した適格機関投資家等特例業務として組合財産の運用を行うことを前提として、その旨を規定している。

なお、金融商品取引法第42条の7第1項但書き、金融商品取引業等府令第134条第5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。従って、全有限責任組合員が特定投資家である場合には、第24条第4項及び第5項の規定は不要となる。

4. 第24条第6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

投資事業有限責任組合も、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. なお、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. 第24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。適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行う無限責任組合員については、当該契約上の義務の他、帳簿書類として、金融商品取引業等府令第246条の2第1項各号に掲げる書類を作成し、同条第3項に規定する期間保存することが必要となる（金融商品取引法第63条の4第1項、金融商品取引業等府令第246条の2第1項）。

第7章 投資先事業者の育成

第25条 投資先事業者の育成

無限責任組合員は、本組合の事業の目的の達成のため、その裁量により適切と考える方法により、本組合の事業として投資先事業者に対する経営又は技術の指導を行うものとする。

【第25条解説】

1. 有限責任組合法は、投資先事業者に対する経営又は技術の指導を行う事業を投資事業有限責任組合の事業の一つとして位置付けている（同法第3条第1項第8号）。投資先事業者の育成方法の具体的内容として、本組合において投資先事業者との間でいわゆるコンサルティング契約を締結する方法のほか、無限責任組合員の取締役又は従業員等が投資先事業者である会社の取締役に就任する場合等が想定される。本契約では、個別の投資先事業者の育成のためにいかなる行為を行うのが適切であるかは、無限責任組合員の裁量に委ねるとの立場に基づき、第25条において、一般的な規定を置くにとどめた。ただ、無限責任組合員は、第14条において善管注意義務を負っているため、その裁量権の行使についてはかかる善管注意義務を尽しているかの見地からの規制に服することになる。
2. なお、本組合の事業としてではなく、無限責任組合員又はその関連会社の事業として、投資先事業者に対する経営又は技術の指導が行われることもある。経営又は技術指導の方法としては、コンサルティング契約を締結する方法、投資先事業者に取締役等を派遣する方法等が存する。仮に、これらを本組合の事業として本組合が行うのであれば、これらから生じる収益は本組合のものとなり、逆にこれに要する費用は本組合の費用となろう。他方、これらを無限責任組合員らの事業として行えば、無限責任組合員の別途の収益や費用になることになろう。無限責任組合員らの立場でこれらを行うとすると、無限責任組合員らは本組合との間で実質的に利益相反の関係に立つため、このような行為の是非については、諮問委員会の承認を要件とすることなども考えられるが、本契約では、これを認めたとえ、無限責任組合員が投資先事業者等から受領する手数料や報酬の全部又は一部を、本組合が無限責任組合員に対して支払う管理報酬の額から控除することで利害調整を図っている（第32条第3項、第32条解説4.参照）。

なお、諮問委員会の承認権限を設ける場合については、外国組合員が税制特例の適用を受ける投資事業有限責任組合契約の場合、かかる承認が税法上の業務執行承認に該当しないかについて留意する必要がある。承認の対象が、無限責任組合員が本組合の業務執行者としての地位を離れて投資先事業者に対してコンサルティング等を行うことについての承認であれば、税法上の業務執行承認には該当しないものと整理しうる（「Q&A」2.(2)③参照）。

第8章 組合財産の持分と分配

第26条 組合財産の帰属

1. 組合財産は組合員の共有とする。
2. 組合員は、本組合の清算手続が終了するまで組合財産の分割を請求することができない。

【第26条解説】

1. 第 26 条第 1 項は、有限責任組合法第 16 条の準用する民法第 668 条の規定に基づき、組合財産は組合員の（準）共有である旨規定する。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」であり、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ものであると説明されることがある。
2. 有限責任組合法第 16 条の準用する民法第 676 条第 2 項（民法の一部を改正する法律の施行後は民法第 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。この「清算前」とは、「清算手続が終了するまで」と解されているため（最判昭和 44 年 11 月 18 日判時 580 号 52 頁）、第 26 条第 2 項はその旨を明示的に確認する規定である。

第 27 条 損益の帰属割合

1. 各事業年度末において、本組合の事業に関する損益は、各組合員にその出資履行金額の割合に応じて帰属するものとする。但し、これにより有限責任組合員の持分金額が零を下回ることとなる場合には、有限責任組合員の持分金額は零とし、当該零を下回る部分に相当する損失は全て無限責任組合員に帰属するものとする。
2. 前項但書きの規定に従い損失が無限責任組合員に帰属した結果その持分金額が零を下回ることとなった場合、無限責任組合員の持分金額が零以上にならない範囲で本組合の損益は全て無限責任組合員に帰属し、当該範囲を超える本組合の利益がある場合、当該利益は各組合員に帰属する。
3. 前二項にかかわらず、第 28 条第 4 項第②号に基づく無限責任組合員への分配が行われる場合（同条第 2 項柱書き但書きの定めに従い無限責任組合員の裁量により分配を留保した場合を含む。）は、当該分配額に相当する利益が無限責任組合員に帰属し、当該分配額を除く利益が前二項の規定に従い各組合員に帰属するものとする。

【第 27 条解説】

1. 第 27 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規定したものであり、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のではない。組合損益に関する抽象的な配分規定である。
2. 第 27 条第 1 項本文は、組合損益の原則的な帰属方法として、組合損益は単純にその出資履行金額の割合に応じて各組合員に帰属する旨を規定している。
第 27 条第 1 項但書きは、有限責任組合員の対外的責任の有限性及び無限責任組合員の対外的責任の無限性の趣旨を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ことなく、零を下回る損失は全て無限責任組合員に帰属する旨規定する。第 2 項は、無限責任組合員が第 27 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には、以後これを回復させるため、第 27 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利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。

第 28 条 組合財産の分配

1. 組合員及び脱退組合員は、本契約に定めがある場合を除き、事由の如何を問わず、本組合の解散前に組合財産を分配することを請求することはできない。
2. 無限責任組合員は、第 29 条により認められる範囲において、以下に定めるところに従い、無限責任組合員がその裁量により決定する時において分配額を確定し、組合員についてはその持分金

額、脱退組合員については当該脱退組合員の脱退当時の持分金額の各金額に応じ按分した上、当該組合員及び当該脱退組合員に対しそれぞれ組合財産の分配を行うものとする。〔但し、無限責任組合員は、その裁量により、本組合の費用、無限責任組合員に対する管理報酬、本組合の債務及び公租公課の支払等のため必要な場合には、本条に基づく分配を留保することができる。〕

① 無限責任組合員は、投資証券等について処分収益を受領したときは、かかる処分収益を受領後〔 〕ヶ月以内の無限責任組合員がその裁量により指定する日において、当該処分収益から、処分等に要した諸費用（もしあれば）及び公租公課（もしあれば）並びに当該処分等の時において支払期限が到来していた組合費用（もしあれば）の合計額を控除した上、本条第4項の定めに従い分配するものとする。

② 無限責任組合員は、投資証券等に関してその他投資収益を受領したときは、かかるその他投資収益を受領した日の属する事業年度の末日から〔 〕ヶ月以内の無限責任組合員がその裁量により指定する日において、当該その他投資収益から、当該受領に要した諸費用（もしあれば）及び公租公課（もしあれば）並びに当該受領の時において支払期限が到来している組合費用（もしあれば）の合計額を控除した上、本条第4項の定めに従い分配するものとする。

③ 無限責任組合員は、特別収益を受領したときは、受領の都度これを分配することを要しないものとし、無限責任組合員がその裁量により指定する日において、特別収益のうち無限責任組合員がその裁量により適切と考える額に相当する金銭を分配することができるものとする。

3. 前項に規定する金銭の分配のほか、無限責任組合員は、投資証券等（投資証券等に係る処分等、現物配当、株式分割等により本組合が取得したもののうち金銭以外のものを含む。）を現物で分配することが組合員の利益に適うと合理的に判断する場合（かかる判断がなされた日を「現物分配基準日」という。）、組合員及び脱退組合員に対し、現物分配基準日後速やかに、当該投資証券等の分配時評価額の総額から、分配に要する諸費用（もしあれば）及び公租公課（もしあれば）の合計額を控除した上、本条第4項に従い、第29条により認められる範囲において、組合員についてはその持分金額、脱退組合員については当該脱退組合員の脱退当時の持分金額の各金額に応じ按分をした上、それぞれ現物により分配することができるものとする。無限責任組合員は、分配に要する諸費用及び公租公課の支払いにあてるため、分配される投資証券等の一部を売却することができるものとし、かかる場合、当該売却に係る投資証券等を控除した後の当該投資証券等を組合員及び脱退組合員に対し分配するものとする。当該投資証券等が市場性のある有価証券ではない場合、無限責任組合員は、(i)現物分配を行う旨及びその理由、(ii)現物分配する投資証券等の明細、(iii)その現物分配基準日における分配時評価額の案、並びに(iv)その他その適否を判断する上で必要な事項を記載した書面を送付した上、総有限責任組合員の出資口数の合計の〔 〕分の〔 〕以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の承認を取得しなければならないものとする。なお、第48条第1項は、本項に基づき無限責任組合員が行う分配に準用する。

4. 本条第2項第①号若しくは第②号に定め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、以下に定める順位及び方法に従い行うものとする。

① 第1に、本項に基づき当該分配までに全ての組合員等に対して行われた組合財産の分配額（現物分配の場合にはその分配時評価額を含む。）の累計額及び当該分配において前二項に基づき全ての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。）の合計額が、全ての組合員等の〔出資履行金額/出資約束金額〕の合計額と同額となるまで、組合員等に分配可能額の100%を分配する。

- ② 第 2 に、無限責任組合員に分配可能額から全ての組合員等の〔出資履行金額/出資約束金額〕の合計額を控除した額の〔 α 〕%を分配する。
- ③ 第 3 に、組合員等に分配可能額から全ての組合員等の〔出資履行金額/出資約束金額〕の合計額を控除した額の〔 $100-\alpha$ 〕%を分配する。
5. 無限責任組合員は、本条第 3 項に基づき現物による分配を行う場合、現物分配基準日の少なくとも〔 〕日前までに、当該現物分配の対象である組合員に対し、(A)分配の対象となる投資証券等を現物で受け取る方法、又は(B)当該投資証券等の全部若しくは一部の処分を無限責任組合員に依頼し、当該処分に係る処分代金を受け取る方法のいずれかを選択するよう申し出るものとする。無限責任組合員は、かかる申出から〔 〕日以内に(B)の方法による処分代金の受領を希望する旨の連絡があった組合員については、無限責任組合員がその裁量により判断する時期及び価格（但し、当該連絡のあった日から現物分配を行う日までの任意の日における最終価格又はこれに準ずる価格を原則とする。）によって当該投資証券等を処分の上、現物分配を行う日にその処分代金を交付するものとし、その他の場合については、当該投資証券等の現物を交付するものとする。本項に基づく無限責任組合員による投資証券等の処分に関して発生した費用は処分を希望した組合員が負担する。
6. 本条第 2 項第①号にもかかわらず、無限責任組合員は、出資約束期間内において、投資証券等を取得してから〔 〕ヶ月以内に当該投資証券等を処分等することにより金銭を受領した場合は、その裁量により、当該処分等により受領した金銭から、処分等に要した諸費用（もしあれば）及び公租公課の額（もしあれば）を控除した残額〔を/のうち、当該投資証券等の取得に関して出資された額を限度として〕、再投資のために用いることができるものとする。
7. 本条に従って組合員に対し分配を行う場合、無限責任組合員は、当該分配の対象となる各組合員に対し、遅滞なく、(i)処分収益の分配又は投資証券等の現物による分配の場合には、その分配に係る金銭又は投資証券等の明細（投資証券等を現物で分配する場合、当該投資証券等の分配時評価額を含む。）、当該分配に係る投資先事業者等の事業の状況、当該分配の理由その他適切と考える事項、(ii)その他投資収益又は特別収益の分配の場合には、当該収益の明細、当該分配の理由その他適切と考える事項を、書面により通知するものとする。
8. 無限責任組合員は、本条に規定する組合財産の分配に際し、その裁量により、相当と認める端数調整を行うことができる。
9. 本条に基づき分配された組合財産は、分配をした日の翌日から各組合員の固有財産になるものとする。
10. 無限責任組合員は、分配後に生じた当該分配に係る財産の価額の変動に関し、その理由の如何を問わずいかなる責任も負わないものとする。

【第 28 条解説】

1. 投資事業有限責任組合においては、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（有限責任組合法第 10 条第 1 項）を除けば、組合財産の分配について原則として自由に合意することができる（但し、営利組合の一部の組合員が利益分配を全く受けない旨の規定については認められない可能性がある）。第 28 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、方法等について規定する。
2. 第 28 条においては、組合財産の分配は、原則として金銭に換価された後に当該金銭を分配するものとするが、無限責任組合員が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についての現物分配を認める。但し、現物分配の対象である投資証券等が市場性のある有価証券で

はない場合には、一定の割合の有限責任組合員の承認を得ることを条件とする。なお、投資証券等が市場性のある有価証券である場合の現物分配の承認については、有限責任組合員の承認は要件とはせず、第 5 項により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て選択できる形としている。

3. 第 28 条第 2 項から第 4 項までについては、本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となる。組合の収益のうち無限責任組合員が受領すべき部分については、成功報酬の形で定めるファンドも少なくないが、本契約においては、海外のプライベート・エクイティ・ファンドのパートナーシップ契約を参考に、無限責任組合員の持分に基づく分配として構成している。

無限責任組合員への分配の算定方法及び分配時期については、全ての組合員による出資履行金額又は出資約束金額の全額の分配が行われることを無限責任組合員への分配の条件としているが、本契約のような規定以外にも、キャピタル・コールが特定のポートフォリオ投資を前提として行われるようなファンドにおいては、当該ポートフォリオ投資に係る出資金額とそれまでに処分されたポートフォリオ投資に係る出資金額をベースとする方法も考えられる。

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、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が、クローバック条項については第 46 条第 3 項を参照。

4. 第 28 条第 2 項においては、現金分配がなされる場合として、(i)投資証券等につき売却その他の処分、償還、消却、買受け、払戻し、又は弁済がなされること（「処分等」）により金銭（「処分収益」）を受領した場合、(ii)投資証券等に関して配当、利息、使用許諾料その他の収益に係る金銭（処分収益に含まれるものを除き、「その他投資収益」）を受領した場合、(iii)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（「特別収益」）を受領した場合に大別する。まず、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が行われる。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、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終了後一定期間内に分配が行われる。さらに、その他組合財産から生じた収益等（例えば、余裕金の運用収益など）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が行われる。この特別収益を、第 28 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に換算するかについては立場が分かれよう。本契約においては特別収益は無限責任組合員への分配の算定基礎としていない（同条第 4 項柱書き参照）。なお、本契約における分配のタイミングについては、あくまで一例であり、別途の定めをすることもあり得るところである。
5. 第 28 条第 3 項は、無限責任組合員が、現物分配をすることが組合員の利益に適うと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承認を得ることを条件として現物分配をすることを認める。現物分配の対象としては、本契約のように、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なども考えられよう。なお、投資証券等の時価については、第 1 条において、「分配時評価額」としてその算定方法につき規定を置いている。
6. 第 28 条第 4 項は、同条第 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に関する取決めを規定する。(i)まず、同条第 4 項第①号により、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又は出資約束金額に達するまでは、分配可能額の 100%が組合員等に対して分配されるものとする。組合員等による出資履行分又は出資約束分の回収を無限責任組合員への分配に先行させる趣旨である。(ii)次に、同項第②号及び第③号により、組合員等の出資履行金額又は出資約束金額が確保された場合には、分配可能額

から全ての組合員等の出資履行金額又は出資約束金額の合計額を控除した額の一定割合（ α ％）を無限責任組合員に分配し、その残余（ $100-\alpha$ ％）を全ての組合員等に分配することを定める。 α の値は、海外では20％とされることが多いようである。

以上が本契約の規定の構造となるが、このような配分構造はあくまで一例に過ぎず、例えば、①分配累計額及び分配可能額の合計額が組合員等の出資履行金額又は出資約束金額を超えた場合でも、さらに当該出資履行金額の一定割合（その数値は一般的に「ハードル・レート（Hurdle Rate）」と呼ばれる。）が組合員等に分配（当該分配は一般的に「優先分配（Preferred Return）」と呼ばれる。）された後、無限責任組合員への分配を行うこととしたり、②これに加えて、出資履行金額又は出資約束金額の回収及び優先分配の分配がなされた後に、優先分配に対応する金額を無限責任組合員へ分配することを認める規定（「キャッチアップ（Catch Up）」と呼ばれる。）を設けることもある。ハードル・レートやキャッチアップを設定するか否か及びその条件は、無限責任組合員の運用実績、組合の運用資産の規模その他の経済的実情を考慮し、無限責任組合員と有限責任組合員の対話・交渉の中で決定することになる。

7. 第28条第5項は、第3項に基づき現物分配を行う場合、無限責任組合員は、事前に当該現物分配の対象となる組合員等に対し、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ものとする。無限責任組合員が現物分配を行うことを選択した場合であっても、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もあるものと思われるし、また、銀行等の一定の金融機関については法令により株式等の一定数以上の保有が制限されているので（詳細については、経済産業省平成17年6月1日改訂「投資事業有限責任組合契約に関する法律【逐条解説】」138頁以下及び第6条解説3.参照）、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。本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、無限責任組合員は、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、かかる処分に係る処分代金を交付することになる。
8. 第28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。同条第2項に定めるとおり、投資の回収金については、これを分配するのが原則であるが、短期で回収された投資資金は、回収後、再投資にあてることを許容する例もある。これは、多様な投資方法を認めることによって、より高い収益機会を獲得することを可能とし、また、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した場合、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認めれば、追加的なコストの負担なく投資機会を得ることが可能となる等のメリットもあると考えられる。本契約では、一例として、投資から一定期間以内に回収された資金としているが、より広く再投資を認めることも当然可能である。また、回収された資金のうち再投資が可能な額は、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されることもある。なお、かかる再投資は、一度回収された資金を組合員に分配の上、再度出資を受けることと同様であることから、再投資を行う場合には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することも考えられる。
9. 第28条に基づき行われる分配行為が金銭でなされる場合には、金銭の授受について定めた第48条第2項の規定が適用される。しかし、第28条第3項の現物分配については、当然には第48条第2項の適用はなされないため、第28条第3項のなお書きにて第48条第1項を準用することとした。

第29条 分配制限

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. 前条にかかわらず、無限責任組合員は、貸借対照表上の純資産額を超えて組合財産の分配を行うことができない。なお、貸借対照表上の純資産額の算定に際し未実現利益は算入しないものとする。 |
|---|

る。

2. 有限責任組員は、前項の規定に違反して貸借対照表上の純資産額を超えて分配を受けた場合は、当該超過して分配を受けた額の範囲内において、本組合の債務を弁済する責に任ずる。但し、有限責任組員が当該分配を受けた日から5年を経過したときは、この限りではない。
3. 本条第1項に違反して組員に対し分配された現金又は現物の相当額の範囲内において、無限責任組員は、本組合に対し、自ら分配を受けた組合財産、並びに第32条及び第43条第2項に規定する報酬を返還しなければならない。

【第29条解説】

1. 有限責任組合法第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。」と規定する。第29条第1項は、この有限責任組合法第10条第1項によって制限される範囲で無限責任組員による分配の裁量権が制約を受ける旨明らかにする。なお、中小企業等投資事業有限責任組合会計規則第17条第1項は、有限責任組合法第10条により財産分配の対象となる純資産額は未実現利益を除くものとしており、これを受けて、第29条第1項においても、貸借対照表上の純資産額の算定に際し未実現利益は算入しないことを規定している。
2. 第29条第2項は、有限責任組合法第10条第2項において、貸借対照表上の純資産額を超えて分配を受けた場合、有限責任組員は、当該分配を受けた金額の範囲内において、組合の債務を弁済する責任を負うものとされているので、その旨を契約上確認する規定である。
3. 第29条第3項は、有限責任組合法第10条第1項に反する分配が行われたため、本来有限責任組員の固有財産たるべき既分配分についても責任財産となる事態が生じた場合に、無限責任組員にその分配を受けた財産だけでなく、報酬分についても本組合に返還させる規定である。

第30条 公租公課

1. 本組合の事業に関し各組員に課される公租公課については、各組員が負担するものとし、組合財産からは支払われないものとする。但し、組合財産の処分等に関して課される公租公課については、各組員がその〔持分金額の割合/関連する対象持分割合〕に応じて負担するものである限り、無限責任組員は、これを組合財産から支払うことができるものとする。
2. 各組員が、本組合の事業に関し当該組員に課される公租公課に関して、管轄行政機関から書類、資料、証明書等の提出を求められた場合、無限責任組員は、適宜、当該組員が必要とする様式でこれを作成し、当該組員に送付するものとする。但し、無限責任組員は、この作成及び送付に要する費用を、その裁量により適切と認める方法で、当該組員に負担させることができるものとする。
3. 組員等が正当な事由なく本組合の事業に関し各自が負担すべき公租公課を滞納した場合、又は無限責任組員若しくは本組合が適用法令等に基づき組員等に関連して源泉徴収を行い若しくは組員等に代わり若しくは組員等に関連して公租公課の納付（更正通知、決定通知、納税告知その他日本の税務当局によりなされた課税査定により必要とされる納税を含む。）を行うことが必要とされるものと無限責任組員が合理的に判断する場合、無限責任組員は、その裁量により、第28条に基づく分配を行うに際し、当該組員等に分配すべき組合財産の中から当該滞納額又は納付額に相当する現金又は現物を控除し、現物についてはその裁量により適切と認める方法によりこれを売却した上、当該公租公課を支払うことができるものとする。この場合、無限責任組員は、かかる源泉徴収又は公租公課の納付を行った上で、かかる方法により現金又は現物

を収受することもできる。組合員等は、かかる支払いに必要な金額又は支払った金額につき、無限責任組合員から請求があれば、無限責任組合員において既にかかる支払いを行った後であればかかる支払いの日から組合員等による現実の支払いがなされた日までの期間につき年 [] % (年 365 日の日割り計算とする。) の利息を付して、無限責任組合員に対し直ちにこれを支払うものとする。かかる支払いは本組合への出資とはみなされない。なお、無限責任組合員は、本項の判断(売却の決定、方法及び結果を含む。)につき、いかなる責任も負わないものとする。

4. 外国有限責任組合員は、自らが組合員でなければ日本の租税法上の恒久的施設を有することにはならず、かつ、当該外国有限責任組合員が本契約に基づき恒久的施設を通じて事業を行っていないとすれば所得税法第 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が真実かつ正確であることを表明し、保証する。かかる表明及び保証の内容が真実若しくは正確でないことが判明した場合、又は外国有限責任組合員が租税特別措置法第 41 条の 21 第 1 項に掲げる要件のいずれかを充足しなくなったとき若しくはそのおそれが生じた場合は、当該外国有限責任組合員は直ちにかかる事実を無限責任組合員に書面にて通知するものとする。無限責任組合員は、組合財産の分配にあたり行う源泉徴収につき、本項に定める外国有限責任組合員の表明及び保証に依拠した上で日本法及び適用ある租税条約の定めに従った源泉徴収を行う限り、かかる源泉徴収の結果につき本組合及び組合員等に対して責任を負わないものとする。
5. 外国有限責任組合員は、租税特別措置法第 41 条の 21 第 1 項及び/又は同法第 67 条の 16 第 1 項の適用を受けるために必要な書面(これらの適用を受けるための管轄税務署長に対する申告書、その変更申告書を含むがこれらに限られない。)を、全て適時に(但し、無限責任組合員が期限を指定した場合は当該期限までに)作成し無限責任組合員に提出し、その他合理的に必要な協力(本人確認への対応を含むがこれに限られない。)を行う。
6. 有限責任組合員は、無限責任組合員が FATCA/CRS を遵守するために有限責任組合員に提出を求める書類を、全て適時に(但し、無限責任組合員が期限を指定した場合は当該期限までに)作成し無限責任組合員に提出し、その他無限責任組合員が合理的に必要な手続(有限責任組合員への本人確認の実施及び個人情報の日本国又は外国の税務当局への報告を含むが、これらに限られない。)を行うことに協力し、これに異議を述べない。
7. 有限責任組合員は、前項に従い無限責任組合員に対して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し、保証する。かかる表明及び保証の内容が真実若しくは正確でないことが判明した場合は、当該有限責任組合員は直ちにかかる事実を無限責任組合員に書面にて通知するものとする。
8. 本組合に対する出資、組合財産の分配、本組合の事業収益に関する組合員等における税務上の取扱いについては無限責任組合員は責任を負わず、組合員が各自の責任において確認を行うものとする。

【第 30 条解説】

1. 第 30 条は、本組合における公租公課の取扱いにつき規定する。特に、第 30 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いる場合で、外国組合員に対する課税の特例(第 15 条解説 5. 参照)を利用する場合を想定した規定である。
2. 第 30 条第 3 項の適用される具体例としては、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 40 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、又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員が認識した場合が考えられる。これらの場合、税務当局が債権者として出現することにより、組合の業務執行に支障が生じることをあらかじめ防止すること、又は無限責任組員が外国有限責任組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免れること等を目的として、第30条第3項は、無限責任組員がその裁量により当該脱退した組員に代わり公租公課を支払うことや外国有限責任組員等に係る源泉徴収税の支払いを認める趣旨の規定である。また、無限責任組員が組員等のために公租公課を立て替えた場合、無限責任組員はかかる立替金を当該組員等に対して求償する必要があるため、その場合には当該組員等は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を規定している。なお、無限責任組員が外国有限責任組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、無限責任組員において当該外国有限責任組員から資金を回収する手段として、当該外国有限責任組員を除名し、組合が当該外国有限責任組員の出資金を没収して資金を回収する、当該外国有限責任組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. 第30条第4項及び第5項は、外国組員に対する課税の特例が利用される場合における外国有限責任組員に関する事項について規定している。まず、第4項は、外国組員に対する課税の特例の要件のうち無限責任組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）の表明保証を外国有限責任組員に求めている。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）、無限責任組員がかかる事情を知らず当該外国有限責任組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、当該要件が不充足になった場合又はそのおそれが生じた場合には、直ちに無限責任組員にその旨を知らせるよう、当該外国有限責任組員に対し通知義務を課している。

次に、第30条第5項は、外国有限責任組員の協力義務について規定している。無限責任組員は、外国有限責任組員が外国組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7項、同法第67条の16第2項）を当該外国有限責任組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員の本人確認（租税特別措置法第41条の21第6項、同法第67条の16第2項）や組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10項）等の事務も発生することから、かかる無限責任組員の事務について外国有限責任組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員による同特例の利用を促進することを図るものである。

4. 第30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」（以下「日米共同声明」という。）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」（以下「日米当局間声明」という。）を公表している。

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資事業有限責任組合は、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、米国内口座を特定するために口座情報を検索し、検索された米国内口座保有者が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はこれらの対応を取ることで、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、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、原則として投資事業有限責任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7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6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。

本契約では、上記のFATCAに関する米国内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、第30条第6項及び第7項では、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、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、第7項において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9章 費用及び報酬

第31条 費用

1. 本組合の事業に関連して発生した次に掲げる費用は、全て組合財産より支払われるものとする。
 - ① 本組合の組成に関する費用(本契約の作成費用、登記費用、弁護士、公認会計士、税理士その他の専門家に対する報酬を含む。但し、総組合員の出資約束金額の合計額の[]%に相当する額を上限とする。)
 - ② 組合財産の取得、投資先事業者等における合併、株式交換、株式移転、会社分割、事業提携その他の組織再編行為、並びに、組合財産の処分等に要する費用(事業調査に係る弁護士、公認会計士、税理士その他の専門家に対する報酬を含む。)
 - ③ 組合財産に関する権利行使に係る費用(サービサーその他の第三者に対する委託費用を含む。)

- ④ 組合員集会及び諮問委員会の招集及び開催に係る費用
- ⑤ 次の(i)から(iii)までに規定する費用
 - (i) 第23条第3項に規定する会計帳簿その他会計記録の作成費用
 - (ii) 第24条第1項に規定する財務諸表等の作成・送付費用
 - (iii) 第24条第3項に規定する半期財務諸表等の作成・送付費用
- ⑥ 第24条第1項に規定する監査人の監査及び意見書作成並びに意見聴取に係る費用
- ⑦ 組合財産の名義変更その他の対抗要件具備のための費用その他組合財産の管理に係る費用
- ⑧ 本組合の事業に合理的に必要な、弁護士、公認会計士、税理士、鑑定人、アドバイザーその他の専門家の費用
- ⑨ 投資先事業者の指導及び育成に要する費用
- ⑩ 適用法令等を遵守するための費用又は本組合の事業に係る法的手続に要する費用（訴訟その他の裁判手続及び行政機関による検査・調査に要する費用を含む。）
- ⑪ 本組合の事業に関する保険の保険料（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役員賠償責任保険の保険料を含む。）
- ⑫ 本組合の事業に関して発生する公租公課（消費税及び地方消費税を含む。）
- ⑬ 本組合の解散及び清算に要する費用

[⑭ 本組合に関し、又は本組合の業務執行に際し、合理的に発生したその他の費用]

[2. 本組合の業務執行に要する費用のうち、前項に規定される費用以外のものについては、無限責任組合員の管理報酬より支出するものとする。]

3. 無限責任組合員が、本組合の業務に関し、本組合の負担すべき費用等を支出した場合、かかる支出について組合財産から支払いを受けることができる。

【第31条解説】

1. 第31条第1項は、本組合の費用となるべき項目を明示し、第31条第3項は、無限責任組合員が本組合の費用を支弁した際に求償できる旨を規定する。
2. 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については、本組合の費用としている。
3. 第31条第2項は、第1項において列挙された費用以外は全て無限責任組合員の管理報酬により賄われるべき旨規定する。
4. 組合財産から支払うべき投資事業有限責任組合の費用と、無限責任組合員が負担すべき費用とは、必ずしも区別が明らかではないため、無限責任組合員と有限責任組合員の対話・交渉の結果として組合財産から負担すべき費用の範囲が決定されるべきであり、また、本契約においてその範囲を個別具体的にかつ網羅的に規定するべきである。

第32条 無限責任組合員に対する報酬

1. 無限責任組合員は、本組合の業務執行に対する報酬として、本条第 2 項に定める管理報酬を、組合財産から受領するものとする。
2. 無限責任組合員は、各事業年度の管理報酬として、以下の各号に定める額（年額）を、当該事業年度の期初から [] 日以内に、毎年前払いで現金にて受領するものとする。
 - ① 最初の事業年度については、総組合員の出資約束金額の合計額の [] %に相当する額（年 365 日の日割り計算とする。）
 - ② 第二事業年度以降出資約束期間の満了日が属する事業年度までについては、各事業年度につき、総組合員の出資約束金額の合計額の [] %に相当する額
 - ③ 出資約束期間の満了日が属する事業年度の翌事業年度以降については、各事業年度につき、当該事業年度の直前事業年度の末日における投資総額の [] %に相当する額
3. 無限責任組合員は、ポートフォリオ投資、又は無限責任組合員による経営若しくは技術の指導若しくは助言その他の経営支援に関連して、投資先事業者等から手数料又は報酬その他の対価（以下「控除対象手数料等」という。）を受領することができる。無限責任組合員が控除対象手数料等を受領したときは、当該控除対象手数料等の [] %に相当する額（以下「管理報酬控除額」という。）を、直後の管理報酬の支払日に支払われるべき管理報酬から減額するものとし、各組合員は、管理報酬控除額のうち、その持分金額に応じて按分した金額につき、当該支払日に支払われるべき管理報酬の負担を免れるものとする。なお、当該管理報酬の支払日において支払われるべき管理報酬の総額が管理報酬控除額を下回る場合には、管理報酬控除額の全額が控除されるまで、次回以降の各支払日において支払われるべき管理報酬より順次控除するものとする。

【第 32 条解説】

1. 第 32 条は、無限責任組合員の管理報酬を規定する。具体的な管理報酬の算定方法については第 2 項において規定の上、第 3 項において無限責任組合員が投資先事業者等から受領した手数料等の管理報酬からの控除を規定している。
2. 第 32 条第 2 項における管理報酬は、出資約束期間中と出資約束期間満了後において、その算出の基礎を分けることとしている。すなわち、投資が行われることが予定されている出資約束期間中においては、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、投資が原則として完了している出資約束期間満了後においては、投資約束金額ではなく、実際に投資がなされた投資総額を算出の基礎としている。もっとも、本契約で示した方法以外にも、全組合期間を通じ、算出の基礎を出資約束金額の合計額とする方法や、組合財産の純資産額とする方法もある。投資総額を算出の基礎としつつ、評価損を反映させる方法も考えられる。また、管理報酬の割合についても、一定割合に固定する方法や、出資約束期間満了の前後によってその割合を変動させる方法、さらには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、事業年度毎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、本契約におけるように事業年度毎とする場合のほか、半期又は四半期ベースで受領することとする場合もある。なお、初年度の管理報酬については、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の設立報酬として規定する場合もある。
3. 本契約においては、第 31 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を合意することも可能である。その場合、組合の費用は、管理報酬のみとなり、組合員においてあらかじめ費用額を算定することが可能になる。
4. 第 32 条第 3 項は、無限責任組合員が、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

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た上、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による投資先事業者等への経営指導等も、本組合の組成又は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、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も考えられ、また、かかる取扱いを行うことで、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も有する。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、かかる損失の減額は、各組合員がその持分金額に応じて享受するものとしている。

第 10 章 組合員の地位の変動

第 33 条 持分処分の禁止

1. 組合員は、組合財産に対する持分を、裁判上及び裁判外の事由の如何を問わず、譲渡、質入れ、担保権設定その他一切処分することができない。但し、次条の規定に従って組合員たる地位を譲渡する場合はこの限りでない。
2. 前項に違反して組合員がなした組合財産に対する持分の処分は無効とし、本組合はかかる処分に関し譲受人その他第三者に対していかなる義務も負わない。

【第 33 条解説】

1. 有限責任組合法第 16 条により準用された民法第 676 条第 1 項により、組合員の持分処分は組合及び組合と取引した第三者に対抗できないものとされている。そこで、第 33 条第 1 項本文は、かかる持分処分の禁止について規定し、同条第 2 項は、かかる禁止規定に違反する処分を絶対的に無効とする。
2. 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、組合契約で許容する場合にはできると解するのが通説である（鈴木祿彌編『新版注釈民法(17)債権(8)』（有斐閣、平成 13 年。以下「新版注釈民法(17)」という。）159 頁〔菅原菊志〕）。本契約においても第 34 条において組合員たる地位の譲渡が許容されている。組合員たる地位の譲渡がある場合、それに伴い、譲渡組合員の持分が譲受組合員に移転することとなる。かかる持分の移転については、第 33 条第 1 項本文の持分処分の禁止の適用外であることを確認的に規定したものが同項但書きである。

第 34 条 組合員たる地位の譲渡等

1. 有限責任組合員は、無限責任組合員の書面による承諾がある場合を除き、その組合員たる地位について、裁判上及び裁判外の事由の如何を問わず、譲渡、質入れ、担保権設定その他一切処分することができない。
2. 無限責任組合員は、合理的な理由なく有限責任組合員による組合員たる地位の譲渡の承諾を拒絶し得ないものとし、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ものとする。
3. 組合員たる地位を譲渡しようとする有限責任組合員は、譲り受けようとする者をして、無限責任組合員が指定する日までに、本契約に拘束されることに同意する旨の書面を無限責任組合員に対

して提出させるものとする。

4. 前各項の規定にかかわらず、有限責任組合員がその組合員たる地位の全部〔又は一部〕を無限責任組合員又は他の有限責任組合員に対して譲渡するには、無限責任組合員に〔 〕日前の書面による通知をすることをもって足りる。
5. 前各項の規定にかかわらず、有限責任組合員は、その取得又は買付けに係る組合員たる地位を不適格投資家に対して譲渡することが禁止される。有限責任組合員は、その取得又は買付けに係る組合員たる地位を譲渡することにより、金融商品取引業等府令第 234 条の 2 第 1 項各号又は同条第 2 項各号に掲げる要件のいずれかに該当することとなる場合においては、当該譲渡は禁止される。適格機関投資家である有限責任組合員がその発行に応じて取得した組合員たる地位については、当該有限責任組合員及びその後当該組合員たる地位を承継した有限責任組合員は、当該組合員たる地位を適格機関投資家以外の者に対して譲渡することが禁止される。また、適格機関投資家以外の者である有限責任組合員がその発行に応じて取得した組合員たる地位については、当該有限責任組合員及びその後当該組合員たる地位を買付けた有限責任組合員は当該組合員たる地位を一括して他の適格機関投資家又は特例業務対象投資家に譲渡する場合以外に譲渡することが禁止される。
6. 有限責任組合員が、その組合員たる地位を譲渡する場合には、譲り受けようとする者に対し、以下に掲げる事項について告知し、かつ、あらかじめ又は同時に、かかる告知事項を記載した書面を交付しなければならないものとする。
 - ① 当該組合員たる地位の買付けの申込みの勧誘が、金融商品取引法第 2 条第 3 項第 3 号に該当せず、金融商品取引法第 23 条の 13 第 4 項に定義される少数向け勧誘に該当することにより、当該買付けの申込みの勧誘に関し、金融商品取引法第 4 条第 1 項の規定による届出が行われていないこと
 - ② 当該組合員たる地位が、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 5 号の 2 に掲げる内国所有証券投資事業権利等に該当する特定有価証券であり、当該組合員たる地位は金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号に掲げる権利に該当すること
7. 無限責任組合員は、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。
8. 出資一口に相当する組合員たる地位は不可分とし、本条に定める組合員たる地位の譲渡は、出資一口を単位としてのみ行うことができる。
9. 前各項に違反して組合員がなした組合員たる地位の処分は無効とし、本組合はかかる処分に関し譲受人その他第三者に対していかなる義務も負わない。
10. 組合員が合併又は会社分割を行う場合、当該組合員の組合員たる地位は包括承継されるものとする。

【第 34 条解説】

1. 第 34 条は、組合員の地位の譲渡等につき規定する。組合員の地位の譲渡について、有限責任組合法及び同法により準用される民法のいずれにも、規定はない。しかし、民法上の組合について、通説は、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おり（第 33 条解説 2. 参照）、有限責任組合法のもとにおいても別異に解すべき理由は存しないものと考えられる。
2. 第 34 条第 1 項では、組合員たる地位の譲渡等には無限責任組合員の承諾が必要であることを原則とした上で、同条第 2 項では、無限責任組合員は組合員たる地位の譲渡については合理的な理由な

くこれを拒絶し得ないものとしている。なお、組合員たる地位を譲り受けた者は、次条に基づく本組合への新規の加入と異なり本契約上規定されている表明保証を当然に行うものではないので、実務上は無限責任組合員による承諾にあたり、譲受人に表明及び保証させることとなる。

3. 本契約の前提 1. (1)に記載のとおり、本契約は、本組合の組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用が金融商品取引法第 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、本組合の組合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、金融商品取引法施行令第 1 条の 7 の 2 参照）。また、本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には、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（金融商品取引法第 27 条、第 24 条第 5 項、第 24 条第 1 項第 4 号、金融商品取引法施行令第 4 条の 2 第 4 項、第 5 項）。そこで、有価証券報告書の提出義務を負うことがないよう、第 34 条第 2 項後段において、無限責任組合員は、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. 第 34 条第 1 項において組合員たる地位の譲渡に無限責任組合員の承諾を要求した主たる趣旨は、組合に参加することが好ましくない者を排除することにある。従って、第 34 条第 4 項において、有限責任組合員がその組合員たる地位を、既に組合に参加している他の組合員へ譲渡することについては、譲渡・譲受当事者間で合意が成立すれば無限責任組合員の承諾を要することなく、無限責任組合員への通知によって譲渡できることとしている。もっとも、各組合員の持分割合について、組合員の関心が高い場合もあり、場合に応じて、要件を加重することも考えられる。
5. 投資事業有限責任組合契約に基づく権利（組合持分）は、原則として有価証券とみなされ（金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号）、金融商品取引法の適用を受ける。従って、組合持分の募集（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、私募に該当する場合、すなわち組合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取得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）。
6. 前記 3. のとおり、本契約は、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として組合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。組合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（金融商品取引法第 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（金融商品取引法第 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（金融商品取引法第 63 条第 1 項第 1 号イからハ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資事業有限責任組合（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、及び(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（金融商品取引法等府令第 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。その範囲については本契約の前提 1. (3)参照）及びベンチャー・ファンド特例により範囲が拡張される特例業務対象投資家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（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組合持分について、適格機関投資家に譲渡する場合以外の譲渡が、組合契約において禁止されていること（金融商品取引法施行令第 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組合持分について、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、組合契約において禁止されていること（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 4 項第 2 号イ）

また、投資事業有限責任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（金融商品取引法第 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資事業有限責任組合でないこと、及び(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ベンチャー・ファンド特例により範囲が拡張される特例業務対象投資家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（金融商品取引業等府令第 234 条の 2 第 2 項第 1 号、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（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 1 項、第 2 項）

上記①の要件充足については、組合員の名簿により確認ができ、組合契約に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 51 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、また、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（本契約の前提 1. (3)及び(5)参照）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、第 34 条第 5 項第 3 文及び第 4 文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 51 条第 2 項、第 34 条第 5 項第 1 文、及び第 38 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、第 34 条第 5 項第 2 文、及び第 42 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 51 条第 4 項、第 34 条第 5 項第 3 文、及び第 42 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、第 34 条第 5 項第 4 文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、組合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異なり、第 51 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はない。

- 7. 無限責任組合員は、投資事業有限責任組合の組成を私募として行い、有価証券届出書による開示を行わずに、組合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、組合持分を取得させる場合には、あらかじめ又は同時に当該相手方に当該告知事項を記載した書面を交付しなければならない（金融商品取引法第 23 条の 13 第 4 項、同条第 5 項、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第 20 条）。

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 項までの規定が設けられている。

これに対し、組合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、金融商品取引法第 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」（既発行の組合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。従って、第 34 条第 6 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好ましいこと、及び組合員に過重な負担を負わせるともいえないことから、念のため、同条項を規定している。

8. 投資事業有限責任組合は、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。よって、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の考え方に基づき、第 34 条第 7 項において、無限責任組合員は、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ものとしている。
9. 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、組合員の地位の承継を認める例が多く、本契約でもそのように規定している。この場合でも、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等には誓約違反（第 52 条第 1 項又は第 2 項）による除名（第 38 条第 1 項第③号又は第 39 条第 1 項第③号）及び補償義務（第 53 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、組合員の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、合併には無限責任組合員（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は、無限責任組合員の承諾なく当然に組合員の地位が移転すると解釈される可能性がある。そのため、合併同様に組合員の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当該組合員の脱退事由となる旨規定することとなる。

第 35 条 組合員の加入

1. 無限責任組合員は、[] 年 [] 月 [] 日までの間に限り、全組合員を代理して、既存組合員以外の者を本組合に加入させること、及び、既存組合員による出資約束金額の増額を承認することができるものとする。かかる加入及び出資約束金額の増額に際しては、無限責任組合員は、これらの者との間で全組合員を代理してその裁量により適切と考える内容及び様式による加入契約（出資約束金額の増額の場合はその旨の本契約の変更契約。以下、本条において同じ。）を締結する（当該加入契約は、当該新規加入組合員が本契約に拘束されることに同意する旨の条項を含むものでなければならない。）。
2. 全組合員の出資約束金額の合計額は [] 円以下でなければならない。但し、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 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た場合はこの限りでない。
3. 前条又は本条の規定による場合を除き、いかなる者も新たに組合員となることはできない。

【第 35 条解説】

1. 第 35 条は、組合員の加入について規定する。民法上の組合につき、民法は、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について規定していない。しかし、組合を単純な契約関係とみず、組合の団体性を重要視して、組合員の脱退を認めていることから、加入も当然可能であると解されている（「新版注釈民法(17)」154 頁〔菅原菊志〕参照）。有限責任組合法のもとにおいても、別異に解すべき理由は存しない。

2. 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組合契約ごとに決せられることになる。本契約においては、組合契約の効力発生日から一定期間に限り、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、加入が認められるとしている。新たに組合員を加入させることは、組合業務の執行の範囲に属さず、無限責任組合員の代理権に当然にそのような権限が含まれることにならないので、第 35 条で無限責任組合員に対して、全組合員を代理して新規加入者と加入契約を締結する権限を付与するものである（「新版注釈民法(17)」155 頁〔菅原菊志〕参照）。
3. 既存の組合員にとっては、出資約束期間においては管理報酬が出資約束金額の合計額を基準に計算されることが多いことから（第 32 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ため、あらかじめ、全組合員の出資約束金額の合計額に限度を設けておくこともある。また、追加の組合員の加入により組合員間での出資割合が減り既存組合員において意思決定への影響力が減殺されることもファンドサイズについて限定を設けておく理由として挙げ得る。

第 36 条 組合員の脱退

1. 組合員は、やむを得ない理由のある場合に限り、本組合を脱退することができる。本項に基づき脱退する組合員は、有限責任組合員である場合は無限責任組合員に対し、無限責任組合員である場合は有限責任組合員の全員に対し、[] 日以上前に、その理由を記載した書面による通知をなすものとする。
2. 前項に定める場合のほか、組合員は、次のいずれかの事由により本組合を脱退する。
 - ① 解散（但し、合併による解散を除く。）
 - ② 死亡（但し、第 37 条に基づく承継がある場合を除く。）
 - ③ 破産手続開始の決定
 - ④ 後見開始の審判を受けたこと
 - ⑤ 第 38 条による除名
 - ⑥ 第 39 条による除名
3. 無限責任組合員が本条に基づき脱退した場合、その事由が生じた日から 2 週間以内であって本組合の解散の登記がなされる日までに、有限責任組合員は、その全員一致により、後任の無限責任組合員を選任することができる。
4. 本条に基づき脱退した無限責任組合員は、後任の無限責任組合員が前項に従い選任されるまで又は第 42 条第 1 項第④号により本組合が解散するまでのいずれか早い時まで、引続き無限責任組合員としての権利を有し、義務を負う。
5. 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無限責任組合員に選任された組合員は、当該選任以前に生じた本組合に関する責任を負担しないものとし、脱退した無限責任組合員がかかる責任を負担するものとする。

6. 無限責任組合員は、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、重過失が存しない限り、その責を免れるものとする。

【第 36 条解説】

1. 第 36 条第 1 項は、任意脱退につき規定する。有限責任組合員のみならず無限責任組合員もやむ得ない理由がある場合は脱退することができるものとされている。任意脱退について、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脱退できるものとしているが（民法第 678 条第 2 項）、有限責任組合法も、第 3 条第 2 項第 7 号において組合の存続期間を必ず定めるものとした上で、第 11 条で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 条については、やむ得ない事由があれば脱退し得るという点で強行規定であるとされており（「新版注釈民法(17)」166 頁〔菅原菊志〕）、有限責任組合の場合も無限責任組合員を含めいか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ので、有限責任組合法第 11 条も、民法第 678 条と同様、強行規定であると解される。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、組合契約で別段の定めをなすことは妨げられない（「新版注釈民法(17)」163 頁〔菅原菊志〕）。本契約では、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要件としている。ただ、無限責任組合員の任意脱退は、組合の運営上重要な事項であるため、有限責任組合員全員に対し、通知をすべきものと規定している。

また、本契約は、本組合がベンチャー・ファンドの要件を充足し、無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行うことを前提としている（ベンチャー・ファンドの要件については、本契約の前提 1. (4)を参照）。ベンチャー・ファンドの要件の一つとして「やむを得ない事由がある場合を除き、出資者がファンドの持分の払戻しを受けることができないこと」が求められているが（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 2 号参照）、有限責任組合法第 11 条、及び同条を受けた本契約第 36 条第 1 項により、当該要件は充足するものと考えられる。
2. 第 36 条第 2 項は、非任意脱退につき規定する。有限責任組合法第 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、③後見開始の審判を受けたこと、及び④除名を掲げている。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（「新版注釈民法(17)」169 頁、174 頁〔菅原菊志〕参照）、本契約においても第 37 条において組合員の死亡につき別途の規定をおいている。本契約では、さらに、組合員の解散も非任意脱退事由とした。
3. 組合員が合併や会社分割を行う場合に、組合員の地位の承継を認めるかを検討すべきこと、認めないときは脱退事由に追加すべきことについては、第 34 条解説 9. 参照。
4. 本契約においては、有限責任組合法第 12 条第 2 号に掲げる破産手続開始の決定を脱退事由と規定しているが、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、脱退事由として追加することも考えられる。なお、特別清算手続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掲げられていれば追加する必要はない。
5. 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も可能である（「新版注釈民法(17)」174 頁〔菅原菊志〕参照）。
6. 第 36 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き規定する。有限責任組合法第 13 条において、無限責任組合員の脱退は組合の解散事由と規定されているが、同条但書きでは、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は解散事由とならない旨規定されている。本契約においても、かかる有限責任組合法第 13 条但書きの規定に従い、有限責任組合員が全員一致で無限責任組合員を選任するとの手続規定をおいている。

7. 第 36 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、脱退した日から 2 週間以内に新たな無限責任組合員が選任されれば、本組合は解散しないことになる。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、第 4 項では、脱退した無限責任組合員が引き続き担当するものとした。
8. 第 36 条第 5 項は、同条第 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は、その選任以前に生じた責任については負担しないことを明確に規定するものである。
9. 本契約で規定する組合員の脱退事由には、必ずしも第三者においては直ちに知り得ない事由もある。従って、有限責任組合員に脱退事由（例えば、死亡、破産等）が生じたにもかかわらず、無限責任組合員は、これを知らずに、例えば、組合財産の分配を行ってしまう可能性もある。そこで、第 36 条第 6 項では、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、重過失がない限り免責されるものとしている。

第 37 条 組合員の死亡

1. 自然人である組合員が死亡し、その相続人が、無限責任組合員に対し、死亡後 [3] ヶ月以内に無限責任組合員が別途要請する資料とともに被相続人の組合員たる地位を承継する旨を通知した場合、相続人は当該組合員の地位を承継することができる。但し、当該相続人が反社会的勢力に該当すると無限責任組合員が合理的に判断した場合又は当該相続人を組合員として認めることにより無限責任組合員が金融商品取引法第 63 条第 1 項に規定する要件を充足しないこととなる場合には、無限責任組合員は当該相続人による組合員の地位の承継を拒むことができる。
2. 前項本文の場合において相続人が複数ある場合、その一人を当該相続人の代理人として定め無限責任組合員に対しその旨書面により通知しなければならない。

【第 37 条解説】

1. 有限責任組合法第 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、組合員間の信頼関係に求められ、同条は組合員の利益保護のための規定であるから、組合契約であらかじめ組合員たる地位の相続を認めるときは、当該規定は有効であるものと解されている（「新版注釈民法(17)」169 頁〔菅原菊志〕参照）。有限責任組合法第 12 条も、民法第 679 条と別異に解すべき理由はないので、組合契約において相続を認めることは可能と解される。
2. 組合員たる地位が相続される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、本契約においては、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、相続か脱退か権利関係が不確定な期間が長期間継続することは好ましくないので、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. 相続人が組合員の地位の承継を希望する場合であっても、当該相続人が反社会的勢力に該当するときや当該相続人の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ときには、当該承継を認めないことが適切であることから、本契約においては、第 37 条第 1 項但書きで無限責任組合員が相続人による承継を拒むことができる旨を規定した。

4. 相続人が組合員たる地位を相続しない場合、第 36 条に従い、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になることを認める規定をおくことも可能であるが、本契約では、相続人が複数いる場合に、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相続した場合も、相続人が共同してのみその権利を行使し義務を履行することになる。

第 38 条 有限責任組合員の除名

1. 有限責任組合員が以下の事由のいずれかに該当する場合、無限責任組合員は、該当する有限責任組合員を除く総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 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て当該有限責任組合員を除名することができる。この場合、無限責任組合員は、除名の対象となった有限責任組合員に対し、除名されたことを速やかに通知するものとする。
- ① 本契約に基づく支払義務の履行を [] 日以上怠った場合
 - ② 正当な事由なく、本組合に対しその業務を妨害する等重大な背信行為をなした場合
 - ③ 不適格投資家又は〔第 52 条第 1 項若しくは第 2 項〕に定める表明及び保証若しくは誓約に違反する者であると無限責任組合員が合理的に判断した場合
 - ④ その他本契約上の表明及び保証又は重大な義務に違反した場合
2. 前項の規定は、除名により本組合を脱退した有限責任組合員に対する損害賠償請求を妨げるものではない。

【第 38 条解説】

1. 第 38 条は、有限責任組合員の除名につき規定する。次条のとおり、無限責任組合員の除名要件と完全に一致しないため別条項としている。有限責任組合法第 16 条が準用する民法第 680 条は、組合員の除名は、正当の事由がある場合に限り、他の組合員の一致をもってなすことができると規定するが、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することは差支えないとされる（「新版注釈民法(17)」177 頁〔菅原菊志〕）。なお民法第 680 条によると、組合員の除名は、除名した組合員にその旨を通知しなければ、当該組合員に対抗できないとされる。
2. 第 38 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が、反社会的勢力との関係排除に関する表明保証（第 52 条）の違反等重大な表明保証違反、又は極めて重大な義務の違反については、有限責任組合員の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ものと規定することも考えられる。
3. 第 38 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い、英米の契約実務では広く普及している条項であるが、我が国の契約実務でも近年広く浸透してきている。表明及び保証には、いくつかの機能が認められるが、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、かかる必要事項が確認されることで契約を締結するための前提が確認されることが、第一の意義として考えられる。本契約では、無限責任組合員が、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行うことについて、外国有限責任組合員が、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保証しており（第 30 条第 4 項）、また、無限責任組合員が

FATCA/CRS を遵守するために、有限責任組合員が、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保証し（第 30 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組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用行為を行うために、有限責任組合員が、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保証している（第 51 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（ベンチャー・ファンドの要件を充足する）適格機関投資家等特例業務として組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用行為を行う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保証している（第 51 条第 6 項、第 8 項）。その他、各組合員が、反社会的勢力との関係排除に関する表明保証を行っている（第 52 条第 1 項）。なお、表明保証条項に加え、事実及び権利関係として表明保証した内容が真実又は正確でない場合で、それに起因して他の当事者に損害が生じた場合には、補償条項（indemnification）により補償義務を負うことが定められることが多いが、本契約でも、第 53 条に補償条項を置いている。

4. 有限責任組合員が外国為替及び外国貿易法第 26 条第 1 項に定める「外国投資家」である場合に、投資事業有限責任組合を通じて行う株式の取得等が同条第 2 項に定める「対内直接投資等」に該当し、事前の届出義務があるにもかかわらず、当該有限責任組合員がかかる義務を懈怠するとき、その他本契約第 47 条第 1 項第 1 文の規定に違反するとき等には、当該有限責任組合員は第 38 条第 1 項第④号に基づいて除名されることがある。

第 39 条 無限責任組合員の除名

1. 無限責任組合員が以下の事由のいずれかに該当する場合、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員は、無限責任組合員を除名することができる。この場合、かかる有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、除名されたことを速やかに通知するものとする。
 - ① 本契約に基づく支払義務の履行を [] 日以上怠った場合
 - ② 本組合の業務を執行し、又は本組合を代表するに際し、重大な違法行為を行った場合
 - ③ その他本契約上の表明及び保証又は重大な義務に違反した場合
2. 前項の規定は、除名により本組合を脱退した無限責任組合員に対する損害賠償請求を妨げるものではない。

【第 39 条解説】

第 39 条は、無限責任組合員の除名について規定する。

無限責任組合員の除名は、違法行為を行った場合の無限責任組合員の更迭のメカニズムの一つであり、組合員は、第 39 条第 1 項に基づき、組合員の一定数の同意により、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方法が考えられる。なお、新たな無限責任組合員については、有限責任組合員から新たな無限責任組合員を選任する場合のほか、新たに組合員として加入した者を無限責任組合員として選任できることとしている（第 36 条第 3 項参照）。

なお、無限責任組合員の更迭の方法として、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組合に残存させること、又は、無限責任組合員を投資事業有限責任組合から脱退させるのではなくその組合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。

第 40 条 脱退組合員の持分及び責任

組合員が本組合を脱退する場合、脱退組合員は、脱退の時点における当該組合員の持分金額に相当する金額の払戻しを受けるものとする。無限責任組合員は、かかる持分金額の払戻しを、第 28 条に従い他の組合員に対し組合財産の分配を行う場合に、その都度、同条に従い当該脱退組合員に対しても現金又は投資証券等の現物をその累計額が脱退の時点における当該脱退組合員の持分金額に達するまで分配し、これを持分金額の払戻しにあてる方法により行うものとする。

【第 40 条解説】

1. 第 40 条は脱退組合員の持分の取扱いにつき規定する。實際上、即座に脱退した組合員に対する持分金額の払戻しにあてることは難しいため、脱退組合員も、脱退当時の持分金額をもって、その後の第 28 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受けることと規定している。すなわち、一般に、脱退組合員の組合に対する持分払戻請求権は脱退時に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遅滞となると考えられているが、本契約はかかる持分払戻請求権の期限を定めるものである。第 40 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。
2. 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、脱退の時点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。

第 41 条 組合員の地位の変動の通知

有限責任組合員は、自己に関し本章に規定する組合員の地位の変動があった場合、速やかに無限責任組合員にかかる変動を書面で通知するものとする。

【第 41 条解説】

第 41 条は、有限責任組合員の地位の譲渡、加入、脱退等組合員の地位の変動の通知につき規定する。

第 11 章 解散及び清算

第 42 条 解 散

1. 本組合は、下記のいずれかの事由に該当する場合、解散するものとする。
 - ① 本組合の存続期間の満了
 - ② 無限責任組合員が、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 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た上、本組合が第 5 条に定める本組合の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
 - ③ 有限責任組合員の全員の脱退
 - ④ 無限責任組合員が脱退した日から 2 週間以内であって本組合の解散の登記がなされる日までに、有限責任組合員の全員一致により、後任の無限責任組合員が選任されないこと

- ⑤ 有限責任組合員の全員一致により本組合の解散が決定されたこと
 - ⑥ 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
2. 組合員が本組合の解散前に本組合に対し負担していた債務は、本組合の解散によってその効力に影響を受けないものとする。
 3. 本組合が解散した場合、清算人は、有限責任組合法第 21 条に従い、解散の登記をするものとする。

【第 42 条解説】

1. 有限責任組合法第 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」を規定する。第 42 条第 1 項は、かかる法条に基づき、解散事由について規定する。
2. 登記実務において、存続期間の満了により解散する場合、解散の日は当該満了日の翌日とされる。
3. 有限責任組合法第 13 条第 1 号は、「目的たる事業の成功又はその成功の不能」を解散事由とするが、実務的には客観的に「目的たる事業の成功又はその成功の不能」が発生したか否かを判断することは難しい面がある。そのため、第 42 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、有限責任組合法第 13 条第 4 号に掲げる組合契約で定めた解散事由となるため、登記することが必要である（有限責任組合法第 17 条第 4 号）。なお、理論的には、第 42 条第 1 項第②号に掲げ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、有限責任組合法第 13 条第 1 号に基づき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. 有限責任組合法第 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」を解散事由と規定するが、同条但書きでは、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、この限りでない旨規定されている。本契約においては、有限責任組合員の全員が脱退した場合には直ちに解散事由とされ、他方、無限責任組合員が脱退した場合には、第 36 条第 3 項をうけて有限責任組合員が全員一致で無限責任組合員を選任するとの手続規定によっても後任の無限責任組合員が選任されないことを要件としている。
5. 全組合員の同意は解散事由になると解されるが（「新版注釈民法(17)」183 頁〔菅原菊志〕、民法の一部を改正する法律施行後の民法第 682 条第 4 号）、第 42 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（no fault divorce 条項に関する第 9 条解説 2. 参照）。
6. 本組合の運用は適格機関投資家等特例業務として行うことを前提としていることから、例えば、本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こと等により、適格機関投資家等特例業務の要件を充足しなくなると、無限責任組合員が本組合を運営することが金融商品取引法に反して違法となってしまうことから、「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」を解散事由に加えている。

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とせられ又は取消された場合」というものがある。
8. 第 42 条第 2 項は、各組合員が組合に対して負担する債務が、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した規定である。当該債務を負担する組合員は、清算中の組合に対してこれを履行することになる。

第 43 条 清算人の選任

1. 第 42 条第 1 項第④号に規定される無限責任組合員の脱退以外の事由により本組合が解散した場合、無限責任組合員が清算人となる。無限責任組合員の脱退による本組合の解散の場合、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 以上に相当する出資口数を有する有限責任組合員の合意をもって清算人を選任する。
2. 清算人は、その役務の提供に対し、適正な報酬を得ることができる。
3. 清算人の選任があった場合、清算人は、有限責任組合法第 22 条に従い、清算人の氏名又は名称及び住所を登記するものとする。

【第 43 条解説】

1. 第 43 条は、解散した場合の清算人の選任、その報酬及び清算人の選任の登記につき規定する。
2. 清算人の報酬額については、実務上問題となることが多いようであり、清算期間中、管理報酬の扱いがどのようになるか、組合契約においてより具体的に規定を設けることが望ましいと考えられる。具体的な規定を検討するに際しては例えば以下の要素等を考慮することが考えられる。
 - ① 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。
 - ② 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。
 - ③ 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、(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。
 - ④ 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り、当該合意において上記②及び③を考慮することが考えられるが、組合契約においても清算人の報酬の上限を設定しておく。

第 44 条 清算人の権限

清算人は下記の事項に関し、職務を執行し、本組合を代表する裁判上及び裁判外は一切の権限を有する。

- ① 現務の終了
- ② 債権の取立て及び債務の弁済
- ③ 組合員への本組合の残余財産の分配

④ その他上記の職務を行うため必要な一切の行為

【第 44 条解説】

第 44 条は、有限責任組合法第 16 条が準用する民法第 688 条第 1 項及び第 2 項をうけて、清算人の権限につき規定する。

第 45 条 清算手続

1. 清算人は就任後遅滞なく組合財産の現況を調査し、財産目録及び貸借対照表を作成し、財産処分
の具体案を定め、これらの書類を組合員に送付するものとする。当該組合財産の現況調査及び評
価額の算定に関し、清算人は、弁護士、公認会計士、税理士、鑑定人、アドバイザーその他の専
門家を本組合の費用で選任することができる。
2. 清算人は、その就任後速やかに、組合財産から一切の組合債務及び清算手続に要する費用等を弁
済した残余財産を、第 28 条第 2 項及び第 3 項に規定する組合員等への組合財産の分配割合に準じ
て、組合員等に対し分配するものとする。但し、債務の存在又はその額につき争いがある場合、
清算人は、その弁済に必要と認める財産を留保した上で、その余の残余財産を分配することがで
きる。その他清算に関する事項は全て、清算人がその裁量により適切と考える方法で行うものと
する。
3. 清算人は、本組合の清算を終了したときは、有限責任組合法第 23 条に従い、清算終了の登記をす
るものとする。
4. 第 4 条第 2 項及び第 3 項、第 13 条、第 14 条、第 17 条第 2 項、第 3 項及び第 6 項から第 10 項ま
で、第 20 条、第 22 条、第 30 条、第 31 条、第 34 条、第 47 条、第 48 条、第 49 条並びに第 52 条
第 1 項から第 3 項までの各規定は清算人に準用する。

【第 45 条解説】

1. 第 45 条は、清算手続につき規定する。
2. 第 1 項及び第 2 項は、清算人の職務として、組合財産の現況調査、財産目録及び貸借対照表の作
成、財産処分の具体案の決定、組合員への書類送付、残余財産分配を規定するが、組合財産の状況
は組合によって千差万別であるため、その他清算に関する事項は全て、善管注意義務のもとにおけ
る清算人の裁量に委ねられている。第 43 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、第 45 条第 2 項をより詳細に規定することが考えられる。

第 46 条 清算方法

1. 本組合の解散の場合に、本組合の残余財産中に、投資証券等が残存する場合、清算人は、その裁
量により、当該投資証券等が市場性のある有価証券であるか否かを問わず、以下のいずれかの方
法を選択することができるものとする。
 - ① 当該投資証券等の現物により分配する方法。
 - ② 当該投資証券等を売却し、その売却手取金から当該売却に要した費用及び公租公課を控除し

た残額を分配する方法。

2. 前項による分配につき、第 28 条第 5 項及び第 8 項から第 10 項までの規定を準用する。
3. 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、無限責任組合員が第 28 条第 4 項第②号に基づく分配金を受領している場合で、かつ、(i)第 28 条又は本条に基づき組合員等に対して行われた組合財産の分配額（現物分配の場合にはその分配時評価額を含む。以下本条において同じ。）の累計額（以下「分配累計額」という。）が、組合員等によりなされた〔出資履行金額/出資約束金額〕の総額を下回るか、又は(ii)当該時点までの無限責任組合員の第 28 条第 4 項第②号に基づく分配金の累計額が、分配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金額及び当該時点までの無限責任組合員の同号に基づく分配金の累計額の合計額の〔 α 〕%を超える場合、無限責任組合員は、(x)以下の各号に定める金額のうちいずれか大きい金額又は(y)当該時点までの無限責任組合員の第 28 条第 4 項第②号に基づく分配金の累計額のうち、いずれか小さい金額に相当する額を、本組合に速やかに返還するものとする。かかる返還金（以下「クローバック金額」という。）は、本組合への支払いをもって、各組合員等へその持分金額（脱退組合員については脱退当時の持分金額）に応じ按分の上帰属する。
 - ① クローバック金額が組合員等に支払われるとしたら、分配累計額（クローバック金額の支払いによる増額後の金額。以下本条において同じ。）が、組合員等〔によりなされた出資履行金額/の出資約束金額〕の総額に相当することとなる金額
 - ② クローバック金額が組合員等に対して支払われるとしたら、当該時点までの無限責任組合員の第 28 条第 4 項第②号に基づく分配金の累計額（クローバック金額の支払いによる減額後の金額。以下本条において同じ。）が、分配累計額から組合員等の〔出資履行金額/出資約束金額〕の合計額を控除した金額及び当該時点までの無限責任組合員の同号に基づく分配金の累計額の合計額の〔 α 〕%に相当することとなる金額

【第 46 条解説】

1. 第 46 条第 1 項は、本契約の清算方法として、現物分配と売却という二つの方法のいずれかを清算人が選択できる旨規定する。なお、本組合の存続期間が満了するに際して、売却すべき組合財産が多く残されているような場合には、無限責任組合員は、第 6 条第 2 項により本組合の存続期間を延長することも可能である。
2. 上記のほか、組合の存続期間の満了後に、未処分投資証券等が存する場合の対応策として、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明示的に規定することもある。
3. 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）が含まれる場合、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（ないし議決権を保有する）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 3. 参照）。従って、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 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。」という規定をおくことが考えられる。
4. 第 46 条第 3 項は、第 28 条第 4 項に従い本組合財産を分配した結果、本組合の清算時において、無限責任組合員が第 28 条第 4 項第②号に基づき受領した分配金の累計額が、全ての投資を通じて算定した場合、同項で想定する無限責任組合員への分配割合を超えることとなる場合には、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ものであり、いわゆるクローバック（Clawback）条項と呼ばれる規定である。具体的には、無限責任組合員が第 28 条第 4 項第②号に基づき受領した分配金を受領している場合において、（i）組合員等が受領した分配額の累計額が、出資履行金額若しくは出資約束金額に不足する場合、又は、（ii）組合員等への出資履行金額若しくは出資約束金額の分配は完了しているが、無限責任組合員が受領した分配金の累計額が、当該累計額と組合員等への分配金の累計額（分配額の累計額から出資履行金額若しくは出資約束金額を控除した金額）との合計額の $\alpha\%$ 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、無限責任組合員が第 28 条第 4 項第②号に基づき受領した分配金の累計額を限度として）、無限責任組合員は分配金の全部又は一部を組合財産へ返還するものとし、かかる返還金は各組合員の持分金額に帰属することとしている。本項に記載する α は、第 28 条第 4 項で使用した意味と同様であり、無限責任組合員への分配の割合を表す。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も十分に考えられる（もともと、実務上は課税額を正確に算定することは困難な場合も多いと思われることから、実際の規定上は、事前に一定の税率を合意しておく等、何らかの工夫が必要であろう。）。なお、クローバック条項が規定される場合であっても、無限責任組合員において、受領した分配金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可能性もあることから、そのような事態を避けるための手段を確保することも考えられ、海外の組合契約ではそのような例もみられる。但し、第 28 条第 4 項のように、組合員等における出資履行金額又は出資約束金額の全額が回収されて始めて無限責任組合員への分配が行われるとする場合には、無限責任組合員が実際に受領した分配の累計額が、全ての投資を通じて算定した場合において想定される無限責任組合員への分配割合から大きくかい離することは少ない。他方、例えば、組合財産の分配方法について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、組合員等が同金額の回収を終えた後に無限責任組合員への分配が行われる場合には、無限責任組合員への分配が相対的に早い時期に生じる結果となるため、クローバック条項が適用される可能性は高くなる。

第 12 章 雑 則

第 47 条 許認可等

1. 本組合による投資先事業者等の投資証券等の取得又は処分等に関し、適用法令等に基づき、組合員のいずれかについて許可、認可、承認、届出、報告その他の手続が必要とされる場合、有限責任組合員は、自ら又は無限責任組合員の指示に従い、かかる手続を行い、かかる手続の完了後速やかにその旨を無限責任組合員に報告するものとする。この場合、無限責任組合員は、当該有限責任組合員のために当該有限責任組合員の費用でかかる手続をなす権限を有するものとし、無限責任組合員がかかる手続を行うときは、当該有限責任組合員は無限責任組合員に協力するものとする。
2. 無限責任組合員は、前項の手続が投資証券等の取得又は処分等の前に必要である旨了知した場合には、当該手続が完了するまで投資証券等を取得又は処分等してはならないものとする。
3. 組合員は、適用法令等を遵守するものとし、無限責任組合員は、組合員のために必要な手続を、当該組合員の費用で合理的に可能な範囲内で履行する権限を有するものとする。

【第 47 条解説】

1. 第 47 条は、許認可等につき規定する。
2. 第 47 条第 1 項は、組合員に係る許認可等の手続が投資証券等の取得又は処分について必要な場合に、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、無限責任組合員が当該手続を代行する権限と有限責任組合員の協力義務を規定している。
3. 第 47 条第 2 項は、事前の手続が必要な場合には、無限責任組合員が投資証券等の取得又は処分は手続完了後に行うべきことを規定している。
4. 第 47 条第 3 項は、各組合員の法令遵守を規定するとともに、無限責任組合員が各組合員のために必要な手続を代行する権限を一般的に規定している。

第 48 条 通知及び銀行口座

1. 本契約に基づく全ての通知又は請求は、手渡しにより交付するか、郵便料金前払の郵便（海外の場合は航空便）、ファクシミリ又は電子メール（但し、ファクシミリ又は電子メールにより通知又は請求を行う場合は直ちに受信の確認をすることを条件とする。）により、本契約添付別紙 1 記載の各組合員の住所、ファックス番号若しくはメールアドレス（又は組合員が随時変更し、その旨を本項に定める方法に従い無限責任組合員に通知したその他の住所、ファックス番号若しくはメールアドレス）に宛てて発送するものとし、かつそれをもって足りるものとする。本項に規定する郵便による通知又は請求は発送の日から [] 日後に、またファクシミリ又は電子メールによる通知又は請求は発送の時に到達したものとみなされる。
2. 本組合と組合員との間の本契約に基づく金銭の授受は、本契約添付別紙 1 記載の各組合員の銀行口座（又は組合員が随時変更し、その旨を前項に定める方法に従い無限責任組合員に通知したその他の銀行口座）を通じて振込送金の方法により行うものとし、かつそれをもって足りるものとする。
3. 前項の振込送金に係る振込手数料は [送金者/各組合員] の負担とする。

【第 48 条解説】

1. 第 48 条第 1 項は、通知につき規定する。通知の方法としては、手渡しによる交付、郵便、ファクシミリ又は電子メールによる送付を定めている。また、通知先として別紙 1 記載の組合員住所に対して発送すれば、有効な通知となり、不着等のリスクから免責されることも定めている。ファクシミリ又は電子メールによる場合は、事後に確認することを条件として、発送時に到達したものとみなされる。ファクシミリ又は電子メールによる場合の事後の確認方法としては、確実性の観点から郵便での確認を条件とすることも考えられるが、費用や煩雑さの点から実務上は柔軟な確認方法が取られているため、本契約においては確認方法を定めていない。
2. 第 48 条第 2 項は、組合と組合員間の金銭授受の方法につき規定する。金銭授受の方法としては、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、別紙 1 記載の届出口座に対して送金すれば足りる。
3. 第 48 条第 3 項は、同条第 2 項に定める振込送金手数料の負担者を定める。

第 49 条 秘密保持

1. 有限責任組合員は、(i)本組合に関して本組合、他の組合員若しくは投資先事業者等から受領した情報、及び(ii)本契約に基づき又は有限責任組合員たる地位に基づき若しくは有限責任組合員に本契約において与えられたいずれかの権利の行使により取得した情報（第24条に定める財務諸表等及び半期財務諸表等を含む。）を、第三者に対し開示又は漏洩してはならないものとし、また、かかる情報を本契約に定められる目的以外のために使用してはならないものとする。但し、かかる情報には、(i)受領時に既に公知であったもの、(ii)受領時に当該有限責任組合員が既に保有していたもの、(iii)当該有限責任組合員が受領した後に当該有限責任組合員の責に帰すべき事由によらず公知となったもの、(iv)当該有限責任組合員が、秘密保持義務を負うことなく、第三者から正当に入手したもの及び(v)無限責任組合員が開示することを承認したものは含まれないものとする。
2. 無限責任組合員は、(i)本組合に関して有限責任組合員から受領した情報、及び(ii)本契約に基づき又は無限責任組合員たる地位に基づき若しくは無限責任組合員に本契約において与えられたいずれかの権利の行使により取得した有限責任組合員に関する情報を、第三者に対し開示又は漏洩してはならないものとし、また、かかる情報を本契約に定められる目的以外のために使用してはならないものとする。但し、かかる情報には、(i)受領時に既に公知であったもの、(ii)受領時に無限責任組合員が既に保有していたもの、(iii)無限責任組合員が受領した後に無限責任組合員の責に帰すべき事由によらず公知となったもの、(iv)無限責任組合員が、秘密保持義務を負わない第三者から正当に入手したもの及び(v)当該有限責任組合員が開示することを承認したものは含まれないものとする。
3. 前二項にかかわらず、無限責任組合員及び有限責任組合員は、適用法令等、行政庁、裁判所、金融商品取引所若しくは認可金融商品取引業協会により開示することが組合員、本組合若しくは投資先事業者等に対して要請される場合、投資証券等の上場若しくは店頭登録のための引受証券会社による審査に服するために必要な場合、又は弁護士、公認会計士、税理士並びに前二項に規定するのと同等の義務を負う鑑定人、アドバイザーその他の専門家に開示する場合、当該情報を開示することができる。
4. 組合員は、その役員、職員、従業員及び代理人が、前三項に規定する義務を確実に遵守するようにさせるものとする。組合員の役員、職員、従業員又は代理人によるかかる義務の違反は、当該組合員による前三項に規定する義務の違反とみなす。
5. 組合員が故意又は過失により本条に違反して本組合に損失を与えた場合、当該組合員はかかる損失を補填するものとする。

【第49条解説】

1. 第49条は、組合の運営に関して伝達される情報に関する秘密保持につき規定する。
2. 有限責任組合員は、第49条第1項により、組合を通じて得られた情報について秘密保持と他目的利用禁止の義務を負う。秘密保持義務の適用除外となる場合は、同項但書きと第3項に定める場合である。
3. 無限責任組合員は、第49条第2項により、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秘密保持と他目的利用禁止の義務を負う。秘密保持義務の適用除外となる場合は、同項但書きと第3項に定める場合である。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、組合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. 第49条第4項は、組合員の役職員等による秘密保持と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 50 条 金融商品取引法等に係る確認事項

1. 有限責任組合員は、その組合員たる地位に係る取得の申込みの勧誘が、金融商品取引法第 2 条第 3 項第 3 号に該当せず、金融商品取引法第 23 条の 13 第 4 項に定義される少人数向け勧誘に該当することにより、当該取得の申込みの勧誘に関し、金融商品取引法第 4 条第 1 項の規定による届出が行われていない旨を、無限責任組合員より告知を受けたことを、本契約書をもって確認する。
2. 有限責任組合員は、その組合員たる地位が、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第 1 条第 5 号の 2 に掲げる内国有価証券投資事業権利等に該当する特定有価証券であり、当該組合員たる地位は金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号に掲げる権利に該当する旨を、無限責任組合員より告知を受けたことを、本契約書をもって確認する。
3. 有限責任組合員は、本契約書が金融商品取引法第 23 条の 13 第 5 項に規定する書面に該当すること及び本契約書に署名又は記名捺印した上で有限責任組合員がその副本 1 通を保有する方法により、有限責任組合員がかかる書面の交付を受けたことを、本契約書をもって確認する。
4. 有限責任組合員は、本契約の締結までに、無限責任組合員より、金融商品取引法第 37 条の 3 第 1 項各号並びに金融商品取引業等府令第 82 条各号、第 83 条第 1 項各号及び第 87 条第 1 項各号に掲げる事項を記載した書面の交付を受けたことを、本契約書をもって確認する。
5. 有限責任組合員は、本契約に基づく本組合に対する出資に伴い、その元本欠損が生じるおそれがあることその他金融商品の販売等に関する法律（平成 12 年法律第 101 号。その後の改正を含む。）第 3 条第 1 項に定める重要事項について、無限責任組合員より十分な説明を受け、当該重要事項について記載された書面の交付を受けたことを、本契約書をもって確認する。
6. 有限責任組合員は、犯罪による収益の移転防止に関する法律（平成 19 年法律第 22 号。その後の改正を含む。）第 4 条第 1 項、同法施行令（平成 20 年政令第 20 号。その後の改正を含む。）第 7 条第 1 項第 1 号及び第 10 条から第 14 条まで並びに同法施行規則（平成 20 年内閣府・総務省・法務省・財務省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省令第 1 号。その後の改正を含む。）第 6 条から第 14 条までに基づき、本契約の締結に際して取引時確認のために無限責任組合員に提示等する書類の記載内容及び申告した内容が効力発生日において正確であることを、本契約書をもって確認する。
7. 各有限責任組合員は、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、犯罪による収益ではないこと及び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（平成 11 年法律第 136 号。その後の改正を含む。）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（平成 3 年法律第 94 号。その後の改正を含む。）の規制を受けるものでないことを確認する。また、本締結日以降もかかる規制を受けるものでないようすることを約束し、かかる規制を受けるものであることを知った場合には、無限責任組合員に対し、直ちにその旨及びその内容を報告するとともに、可能な限り速やかに当該情報にかかる事実関係を把握・確認し、報告するものとする。

【第 50 条解説】

1. 本契約は、本組合の組合持分の取得勧誘が金融商品取引法第 63 条第 1 項第 1 号に掲げ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。）ことを前提として作成している。従って、本組合組成時の無限責任組合員による有限責任組合員への勧誘は、同法第 2 条第 3 項第 3 号に

掲げ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。第 50 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が確認する旨の規定である。

2. 無限責任組合員が適格機関投資家等特例業務として本組合の組合持分の取得勧誘を行う場合、無限責任組合員は、本契約の締結までに、有限責任組合員に対し、金融商品取引法第 37 条の 3 第 1 項に規定する書面（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（金融商品取引法第 63 条第 11 項、第 37 条の 3 第 1 項）。第 50 条第 4 項は、本契約締結までに当該義務が履行されたことを有限責任組合員が確認する旨の規定である。なお、無限責任組合員が、組合持分の取得勧誘を第二種金融商品取引業登録のある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が、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。

投資事業責任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、金融商品取引法第 37 条の 3 第 1 項各号及び金融商品取引業等府令第 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）のそれぞれに掲げる事項を記載しなければならない。さらに、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。

金融商品取引法第 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、同法第 37 条の 3 の規定を適用しない旨を定めている。従って、本組合の全ての有限責任組合員が特定投資家である場合には、第 50 条第 4 項の規定は不要となる。

3. 無限責任組合員が有限責任組合員に組合持分を取得させる行為は、金融商品の販売等に関する法律（以下「金融商品販売法」という。）第 2 条第 1 項第 5 号に該当し、金融商品の販売となる。従って、無限責任組合員は金融商品販売業者等（金融商品販売法第 2 条第 3 項）として、組合契約締結までに、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 3 条第 1 項各号に掲げる重要事項（リスク情報）について説明をしなければならない（同法第 3 条第 1 項）。また、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組合契約締結前に交付をすることが一般的である。第 50 条第 5 項は、無限責任組合員から重要事項について十分な説明を受け、重要事項が記載された書面の交付を受けたことを有限責任組合員が確認する旨の規定である。

なお、金融商品販売法第 3 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同法施行令第 10 条に定める者（特定顧客）である場合（同項第 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）、金融商品販売法第 3 条第 1 項を適用しない旨を定める。かかる適用除外を利用する場合には、組合契約において、有限責任組合員が、特定顧客であることを表明保証する規定、又は重要事項について説明を要しない旨の意思表示を行ったことを確認する規定を定めることが考えられる。

4. 犯罪による収益の移転防止に関する法律（以下「犯罪収益移転防止法」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。平成 25 年 4 月には、テロ資金やマネー・ロー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。

金融商品取引法第 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、犯罪収益移転防止法に規定する特定事業者該当するため（犯罪収益移転防止法第 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、犯罪収益移転防止法施行規則第 11 条で規定す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。）、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、当該組合契約が犯罪収益移転防止法第 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（犯罪収益移転防止法第 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 項では、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契約締結日において正確であることを確認する旨の規定を置いている。

5. 犯罪収益移転防止法 8 条において、特定事業者には、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が課されていることを踏まえ、本条第 7 項では、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の規定を置いている。

第 51 条 適格機関投資家等特例業務に関する特則

1. 有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、組合員となった日において不適格投資家のいずれにも該当していないことを表明し、保証する。
2. 有限責任組合員は、組合員たる地位にある間、不適格投資家のいずれにも該当することになってはならないものとし、前項の表明及び保証が真実若しくは正確でないことが判明した場合、又は不適格投資家のいずれかに該当することとなった場合は、直ちに無限責任組合員に通知するものとする。
3. 適格機関投資家として本組合に加入する有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、組合員となった日において、適格機関投資家であることを表明し、保証する。
4. 前項に定める有限責任組合員は、組合員たる地位にある間、法令の変更に基づく場合及び無限責任組合員の事前の書面による承諾がある場合を除き、適格機関投資家であり続けるものとし、前項の表明及び保証が真実若しくは正確でないことが判明した場合、又は適格機関投資家でなくなった場合は、直ちに無限責任組合員に通知するものとする。
5. 適格機関投資家以外の者として本組合に加入する有限責任組合員は、無限責任組合員に対し、組合員となった日において、特例業務対象投資家であることを表明し、保証する。
6. 無限責任組合員は、有限責任組合員に対し、本契約の締結時において、金融商品取引法第 63 条第 7 項第 1 号イからホまでのいずれにも該当していないことを表明し、保証する。
7. 無限責任組合員は、無限責任組合員たる地位にある間、金融商品取引法第 63 条第 7 項第 1 号イからホまでのいずれにも該当することになってはならないものとする。
8. 無限責任組合員は、有限責任組合員に対し、本契約の締結時において、本組合が金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項各号の要件に該当することを表明し、保証する。また、有限責任組合員は、本契約の締結までに、無限責任組合員より、同項第 4 号に掲げる、本組合が同項第 1 号から第 3 号までに掲げる要件に該当する旨を記載した書面の交付を受けたことを、本契約書をもって確認する。
9. 無限責任組合員は、本組合の存続期間において、本組合が金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項各号の要件に該当しないことにならないようにならなければならないものとし、前項の表明保証が真実若しくは正確でないことが判明した場合、又は本組合が金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項各号の要件に該当しなくなった場合には、直ちに組合員に通知するものとする。

[10. 無限責任組合員は、本契約締結後遅滞なく、本契約書の写しを所管金融庁長官等に提出するものとする。]

【第 51 条解説】

1. 本契約は、本組合の組成・運用が金融商品取引法第 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作成している。第 51 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 34 条解説 6. 参照）。
2. 金融商品取引法第 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ととされている（金融商品取引業者等監督指針 IX-2-1(2)）。そこで、第 51 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が、本契約締結時に欠格事由に該当しないことを表明保証し、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。
3. 本契約は、無限責任組合員が、ベンチャー・ファンドの要件（本契約の前提 1. (4) 参照）を充足する適格機関投資家等特例業務として、組合持分の取得勧誘及び組合財産の運用を行うことを想定している。そこで、第 51 条第 8 項第 1 文及び同条第 9 項では、本組合が、ベンチャー・ファンドの要件を定める金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項各号を充足することを表明保証し、本組合の存続期間中に同要件を充足しなくなってしまうことを義務付ける旨を規定している。
さらに、ベンチャー・ファンドの要件の一つとして、無限責任組合員は、本契約の締結までに、有限責任組合員に対し、本組合がベンチャー・ファンドの要件（具体的には、金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項第 1 号から第 3 号までに掲げる要件）を充足する旨を記載した書面を交付することが必要となる（同項第 4 号）。そこで、第 51 条第 8 項第 2 文では、有限責任組合員が、本契約締結までに無限責任組合員により当該書面が交付されたことを確認する旨を規定している。
4. ベンチャー・ファンドの要件を充足する投資事業有限責任組合については、当該組合に有限責任組合員として出資することができる特例業務対象投資家の範囲を、「投資に関する事項について知識及び経験を有するもの」（金融商品取引法施行令第 17 条の 12 第 2 項、金融商品取引業等府令 233 条の 3 各号）に掲げる者にまで拡張することができる（本契約の前提 1. (5) 参照）。特例業務対象投資家の範囲を拡張して組合持分の取得勧誘・組合財産の運用を行う場合、無限責任組合員は、組合契約に金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 1 項各号に掲げる事項を定め、当該契約書の写しを所管金融庁長官等に届け出る必要がある（金融商品取引法第 63 条第 9 項）。無限責任組合員が新たに適格機関投資家等特例業務の届出を行った場合には当該届出日から、無限責任組合員が既に適格機関投資家等特例業務の届出を行っている場合には変更届出の原因が生じた日から、原則として 3 か月以内に行わなければならない（金融商品取引業等府令第 239 条の 2 第 3 項以下）。第 51 条第 10 項は、無限責任組合員がベンチャー・ファンドの特例を利用して、特例業務対象投資家の範囲を拡張して組合持分の取得勧誘・組合財産の運用を行う場合において、無限責任組合員が、本契約締結後遅滞なく、本契約書の写しを所管金融庁長官等に提出することを義務付ける旨を規定している。
なお、本契約の前提 2. (2) のとおり、ベンチャー・ファンドの要件を充足する投資事業有限責任組合について、特例業務対象投資家の範囲の拡張を目的とせず、行為規制の緩和の効果のみを享受しようとする特例業務届出者たる無限責任組合員については、上記のファンドの契約書の写しの提出を行う必要はない。

第 52 条 反社会的勢力等の排除

1. 組合員は、自己並びにその役員及び経営に実質的に関与している者が反社会的勢力に該当しないこと及び次の各号のいずれにも該当しないことを表明及び保証し、かつ将来にわたっても該当しないことを誓約する。
 - ① 反社会的勢力が経営を支配していると認められる関係を有すること
 - ② 反社会的勢力が経営に実質的に関与していると認められる関係を有すること
 - ③ 自己、自社若しくは第三者の不正の利益を図る目的又は第三者に損害を加える目的をもってするなど、不当に反社会的勢力を利用していると認められる関係を有すること
 - ④ 反社会的勢力に対して資金等を提供し、又は便宜を供与するなどの関与をしていると認められる関係を有すること
 - ⑤ 役員又は経営に実質的に関与している者が反社会的勢力と社会的に非難されるべき関係を有すること
2. 組合員は、自ら又は第三者を利用して次の各号に該当する行為を行わないことを誓約する。
 - ① 暴力的な要求行為
 - ② 法的な責任を超えた不当な要求行為
 - ③ 取引に関して、脅迫的な言動をし、又は暴力を用いる行為
 - ④ 風説を流布し、偽計を用い若しくは威力を用いて本組合の信用を毀損し、又は本組合の業務を妨害する行為
 - ⑤ その他前各号に準ずる行為
3. 組合員は、組合員たる地位にある間、自己並びにその役員及び経営に実質的に関与している者が反社会的勢力若しくは第 1 項各号のいずれかに該当し、若しくは前項各号のいずれかに該当する行為をし、又は第 1 項の規定に基づく表明及び保証又は誓約に関して虚偽の申告をしたことが判明した場合、無限責任組合員（無限責任組合員である場合は有限責任組合員全員）に対し、直ちにその旨及びその内容を通知し、可能な限り速やかに事実関係を把握及び確認し、無限責任組合員（無限責任組合員である場合は有限責任組合員）に対し、当該事実関係を通知するものとする。
4. 無限責任組合員は、投資先事業者等との間で投資契約を締結する場合、投資先事業者に、第 1 項及び第 2 項において組合員が負うものと同様の表明、保証及び誓約を行わせるものとする。

【第 52 条解説】

1. 昨今、企業と反社会的勢力との断絶が強く求められており、金融商品取引所の規則、日本証券業協会の規則や金融機関の監督指針等において反社会的勢力の排除のための措置が求められることから、第 52 条は反社会的勢力との断絶に係る組合員の表明・保証、誓約、通知義務を規定する。
2. 金融商品取引業者等監督指針において、「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）。」とされ（同監督指針Ⅲ-2-11）、特例業務届出者も同監督指針に基づき、反社会的勢力を金融商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）。そこで、第52条第1項及び第2項では、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関する規定を置いている。

第53条 表明保証等の違反による補償

組合員は、自らの第30条第4項、第7項、第51条第1項、第3項、第5項、第6項若しくは第8項又は第52条第1項における表明及び保証が真実ではなく又は正確でないこと、その他第30条第3項から第7項まで、第50条第6項及び第7項、第51条又は第52条の規定に違反したことにより、本組合若しくは被補償者が費用を負担し、又は損害、損失等を被った場合（自らの固有財産をもって本組合の債務を弁済した場合を含む。）、本組合又は被補償者に対し、かかる費用、損害、損失等を補償するものとする。

【第53条解説】

第53条は、組合員が本契約上の表明保証等の違反が生じた場合の補償義務について規定している。なお、表明保証及び補償については、第38条解説3.参照。

第54条 本契約の変更

1. 本契約は、無限責任組合員が、その裁量により、総有限責任組合員の出資口数の合計の [] 分の [] 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て適宜変更することができる。但し、組合員の出資約束金額の変更は当該組合員の同意がなければ行うことができないものとする。
2. 前項にかかわらず、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は、組合員全員の合意がなければ行うことができないものとする。
3. 前二項にかかわらず、無限責任組合員は、有限責任組合員の同意なくして、(i)自らの義務を加重し、又は権利を縮減するための変更、及び(ii)本契約の条項の明白な過誤を訂正することができる。
- [4. 無限責任組合員は、本契約の変更（金融商品取引業等府令第239条の2第1項各号に掲げる事項の変更に限る。）があったときは、当該変更後遅滞なく、変更に係る契約書の写しを所管金融庁長官等に提出しなければならない。]

【第54条解説】

1. 第54条は、本契約の変更の方法につき規定する。
2. 第54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賛成があることに加え、当該組合員の同意も要件としている。
3. 第51条第10項で規定するとおり、無限責任組合員がベンチャー・ファンドの特例を利用して、特例業務対象投資家の範囲を拡張して組合持分の取得勧誘・組合財産の運用を行う場合においては、金融商品取引法第63条第9項に基づき、無限責任組合員は本契約に係る契約書の写しを所管金融庁長官等に提出することが必要となる（第51条解説4.参照）。契約書の写しの提出を行った無限責任組合員は、本契約に変更（金融商品取引業等府令第239条第1項各号に掲げるベンチャー・

ファンドの要件として記載が求められる事項に係る変更に限る。)があったときは、当該変更後遅滞なく、変更に係る契約の契約書の写しを所管金融庁長官等に提出しなければならない(金融商品取引法第63条第10項、金融商品取引業等府令第239条の2第7項)。

第55条 本契約の有効性、個別性

1. 本契約のいずれかの規定が無効であっても、本契約の他の規定はそれに何ら影響を受けることなく有効であるものとする。
2. 本契約がいずれかの組合員との関係で無効であり又は取消された場合でも、本契約は他の組合員との関係では完全に有効であるものとする。

【第55条解説】

1. 第55条は、本契約の有効性及び個別性につき規定する。
2. 第55条第2項については、無効・取消事由の生じた者が、無限責任組合員、アンカーインベスター(組合の信用を増大させる等の目的で出資を行う、無限責任組合員と特別な関係等を有する有限責任組合員)又は適格機関投資家等特例業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、組合契約全体を無効・取消しとする旨を規定することも考えられる。また、組合契約全体を無効・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(組合による投資実行後等)になされたときは、当該無効・取消しの効果は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。

第56条 言語、準拠法及び合意管轄

1. 本契約は、日本語で作成される。本契約の外国語訳が作成される場合であっても、当該外国語訳と原本との間で意味又は意図に矛盾又は相違がある場合は、原本が優先する。
2. 本契約は、日本法に準拠し、日本法に従い解釈されるものとする。
3. 本契約に基づき又は本契約に関して生じる全ての紛争は、東京地方裁判所をその第一審における専属的合意管轄裁判所とする。

【第56条解説】

1. 第56条は、言語、準拠法及び合意管轄につき規定する。
2. 海外の投資家が組合に参加するとしても、当該投資家の本店所在地など海外で訴訟を行うことは、他の国内の組合員にとっては非常に煩瑣であるため、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。

本契約成立の証として、[]年[]月[]日付で本契約書原本 1 通を作成し、各組合員がこれに署名又は記名捺印したうえ、無限責任組合員はこれを、有限責任組合員の各自はその副本をそれぞれ保有する。

組合員

：
：
代表者：

組合員名簿

氏名又は 名称	住 所	電話番号 ファクシミリ番号 メールアドレス	銀行口座	無限責任組合員と有限 責任組合員との別	出資口数

投資ガイドライン (例)

1. 投資先事業者等発掘プロセス
2. 投資先事業者等選定基準（地域、業種、規模、成長段階等）
3. 投資種類決定基準
4. 投資規模決定基準
5. 投資先事業者育成方針
6. 無限責任組合員及び他ファンドとの共同投資
7. 投資回数（時期、方法）

投資資産時価評価準則

※ 平成 10 年 5 月通商産業省「投資事業組合の運営方法に関する研究会報告書」資料 6「投資事業有限責任組合における有価証券の評価基準モデル」（太田昭和監査法人作成）によっている（なお、その後の法改正に伴う用語の修正を加えている。）。

無限責任組合員は、投資事業有限責任組合の財産及び損益の状況を算定するために、投資先企業への投資資産について適正な評価額を付さなければならない。その評価額は、「市場性」ないしは「客観的な事象」に基づく価額とすべきである。但し、市場性のない有価証券を評価減とする場合、組合員が評価時点で受取れると合理的に期待できる金額（回収可能価額）と客観的な事象に基づく金額とを比較していずれか低い価額を付さなければならない。

	市場性のある有価証券	市場性のない有価証券
評価増	決算日の最終の価格等	直近ファイナンス価格
評価減	決算日の最終の価格等	直近ファイナンス価格又は回収可能価額のいずれか低い価額

1. 決算日の最終の価格等とは以下の価格とする。
 - ① 金融商品取引所に上場されている有価証券は、主要な一金融商品取引所における最終の価格（決算日に公表される最終の価格がない場合、同日前直近において公表された最終の価格）とする。
 - ② 店頭売買有価証券は、日本証券業協会が公表する最終の売買価格（売買価格がない場合、売り気配の最安値又は買い気配の最高値とする。）とする。
 - ③ 上記以外の有価証券で市場性のあるものは、公表されている価格、売買価格又は気配等とする。
 - ④ 市場性のある有価証券で、権利落ちのあった株式で事業年度終了の日において当該株式に係わる新株の発行がなされていないものについては、最終の価格に当該株式の権利の価格に相当する金額を加算した金額とする。
2. 直近ファイナンス価格は、新株の種類、株式数、発行価額、引受人を勘案し、適正な価格で実施したものと認められる場合に限られるものとする。
3. 評価額には、委託手数料等の取引に付随して発生する費用は含めないものとする。
4. 外貨建有価証券は決済日の直物為替相場を用いて換算する。但し、為替予約が付されている場合には、当該予約相場を用いて換算するものとする。
5. 有価証券の流動性等を勘案し、最終の価格等から割り引き評価することが望ましい。
6. 株主割当増資、株式分割等が実施された場合には、一株あたりの評価額を見直すものとする。なお、潜在株式がある場合にはその行使価格を考慮して一株あたりの評価額を算定しなければならない。

ない。

7. 新株予約権、新株予約権付社債等は直近に行われたファイナンス価格に基づき算定した価額とする。
8. 市場性のない有価証券を発行する投資先企業において、業績が見込みより悪化している場合には、評価減を検討する必要がある。また、投資直後においても、業績が見込みより著しく悪化している場合には、評価減を検討する必要がある。
9. 回収可能価額を下記の区分に応じた簡便的な方法により見積ることも認められる。

ランク	状況	評価額
A	投資の短期的な状況について懸念がある場合	取得価額の 75%
B	投資の長期的な状況について懸念がある場合	取得価額の 50%
C	業績回復のため梃入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合	取得価額の 25%
D	投資原価が回収される見込みがなくなった場合	備忘価額

10. 状況を具体的に例示すれば、下記のとおりである。なお、その他資産価値に影響を与えると思われる事象についても考慮する。

- ① 投資の短期的な状況について懸念がある場合としては、
 - 業績が見込みより悪化
 - 事業計画が達成されていない
 - 業績が改善する見込みが不明
 - 資金繰りが悪化
- ② 投資の長期的な状況について懸念がある場合とは、
 - 事業計画の実現が困難で、大幅な見直しが必要と判断される
 - 投資時点より純資産が半分以下となっている
 - 業績が回復する見込みが乏しい
 - 資金繰りが不透明
- ③ 業績回復のため梃入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合とは、
 - 債務超過の状態が 3 年以上継続
 - 業績が回復する見込みがない
 - 事業計画の実現は不可能である
 - 資金繰りがいきづまる見込みがある
- ④ 投資原価が回収される見込みがなくなった場合とは、
 - 民事再生法・会社更生法申請
 - 銀行取引停止
 - 営業停止

- 経営者と音信不通
- 破産

【別紙3（例1）解説】

1. 別紙3（例1）は、第24条第2項の規定に基づき、本組合の附属明細書の記載に関して、本組合が保有する投資資産の時価評価の準則を規定する。
2. 組合会計規則第19条は、投資事業有限責任組合の附属明細書において、投資の明細及び投資の時価の明細を記載することとしている。その投資の時価の評価方法については、貸借対照表の記載に関する組合会計規則第7条において、原則として組合契約に定めるところによることとされている。
本契約では、本組合の投資資産の時価評価方法として、別紙3（例1）において有価証券の時価評価方法を規定している。なお、投資事業有限責任組合の投資資産としては、有価証券のほかにも金銭債権、匿名組合出資、知的財産権等が含まれることがある。その場合には、別紙3（例1）においてそれらの資産の時価評価方法についても規定しておく必要がある。
3. なお、投資資産に属さない余裕金等その他の資産の時価評価方法については、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従うこととなる。

投資資産時価評価準則

無限責任組合員は、投資事業有限組合の財産及び損益の状況を算定するために、投資先企業への投資資産について適正な評価額を付さなければならない。その評価額は、International Private Equity and Venture Capital Valuation Board が設定した International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines - Edition December 2015 に準拠した「公正価値」とする。

【別紙 3 (例 2) 解説】

1. 経緯

ファンド運営を安定的に運用していくには、継続性のある資金の出し手であり、純投資を目的とした資金運用を行う機関投資家（銀行、生命保険、損害保険、年金基金等）からの出資を得られることが望ましいと考えられる。そして、これらの機関投資家は、評価を取り込む際に公正価値ベースでの時価評価を行うことが原則となっている。

当該機関投資家から出資を得るには、ファンドにおいても公正価値評価を行い、公正価値評価に基づくファンドパフォーマンスを算定できるような体制を整えることにより、ファンドの国内、国際間比較ができるような状況が望まれる。

このような中、海外では、投資会社における未上場株式の公正価値測定にかかるガイダンスである IPEV ガイドラインが存在している。

IPEV ガイドラインは、当初フランス、英国、欧州の VC/プライベート・エクイティ協会が中心となって開発したものであり、現在は International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (以下「IPEV 審議会」という。) がその設定主体となっている。IPEV ガイドラインが当初公表された 2005 年 12 月の改訂の際には、40 の国や地域等の業界団体によって支持されている。更に 2013 年 5 月には米国ベンチャーキャピタル協会 (NVCA) 及びプライベートエクイティキャピタル協議会 (PEGCC) も IPEV ガイドラインの支持を表明しており、全世界的な VC/プライベート・エクイティ投資に関して、普遍的で一貫性のあるガイドラインとして認知される状況になっている。

また、IPEV ガイドラインは、VC/プライベート・エクイティ業界における横断的な比較可能性を高めるのみでなく、IFRS (International Financial Reporting Standards: 国際財務報告基準) や US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) との整合性を確保する目的を持つものであるとされており、2011 年 5 月の IFRS13 号の公表後、それと整合性を図るため 2012 年 12 月に改訂版が公表されている。またその後の IASB (International Accounting Standards Board: 国際会計基準審議会) への検討内容を反映させることも一つの目的として、2015 年 12 月に更なる改訂版が公表される等、随時 VC/プライベート・エクイティ投資の実情に合わせた改訂がなされ、実務においても IFRS 等適用ファンドの公正価値評価に用いられている。

この別紙 3 (例 2) で、IPEV ガイドラインに基づく準則例を設けたのは、このように国際的に普遍的で一貫性のあるガイドラインとして認知されている公正価値評価ガイドラインを用いることにより、投資事業有限責任組合における時価評価を国際標準まで高度化することを目的としている。

一方で、このように公正価値ベースで時価評価する場合は、マーケット・アプローチ又はインカム・アプローチを行うための事前評価手法の確立が、原則として、全ての個別投資先毎に必要なであるほか、これを少なくとも年次（本来四半期毎が望ましい。）で運用する必要があり、また評価に必要な定量的材料を継続的に収集把握する体制が必要となる。更にこれらを運用するためのパートナークラスのリソース捻出と、ミドルバックの管理体制強化が必須となるため、必然的に高水準の管理コストが求められることになる。

国内 VC ファンドのサイズは 20-50 億円程度が平均値であり、シード・アーリー投資が中心となる独立系 VC に限定すれば中央値で 10-20 億円程度のレンジに留まることを考えると、公正価値ベースで時価評価可能な体制を整備するには相応のハードルが存在すると言える。

このため、本契約においては、平成 22 年版モデル契約に記載されている投資資産時価評価準則も準則の一例として併存させている。

なお、以上のように準則例が複数存在することにより、投資事業有限責任組合において採用される準則の幅が広がることになるため、採用する準則に関し、無限責任組合員による出資者に対するより詳細な説明が必要になるものと想定されるので、留意が必要である。

2. IPEV ガイドラインに基づく準則例の位置づけ

この別紙 3（例 2）で、IPEV ガイドラインに基づく準則例を設けるにあたり、当該準則例を使って作成された財務諸表等に対する会計監査の枠組みについても理解しておく必要がある。

有限責任組合法に基づく会計監査の枠組みについて、業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」（最終改正 平成 27 年 3 月 31 日 日本公認会計士協会）では、以下のような記載を行い、特別目的準拠性の枠組みの監査であるとしている。「有責組合会計規則では、『組合員として参加している投資家に対し組合の業務の状況を正確に開示するという情報開示の本来の目的からすれば、組合の資産は時価で評価すべき』（平成 10 年 6 月通商産業省「投資事業組合の運営方法に関する研究会報告書」（以下「運営研報告書」という。））という考え方に基づき、投資を時価評価することが求められており（有責組合会計規則第 7 条第 2 項）、また、どのように時価評価を行うかは投資事業有限責任組合契約（以下「組合契約」という。）に定めるところによるとされている（有責組合会計規則第 7 条第 3 項）。したがって、有責組合法に基づく財務諸表等に適用される財務報告の枠組みは、組合員のニーズを満たすように策定された特別目的の財務報告の枠組みといえる。

また、有責組合会計規則第 4 条第 2 項には、追加開示の規定があるものの、有責組合会計規則における開示の規定は適正表示の達成が必ずしも明確ではなく、組合の業務の状況を正確に開示する目的で規定された組合契約に定めるところによる投資の時価評価方法（第 24 項）及び未実現損益の処理方法（第 33 項及び第 34 項）は、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準とは異なっていることから、有責組合法に基づく財務諸表等に適用される財務報告の枠組みは、準拠性の枠組みといえる。」

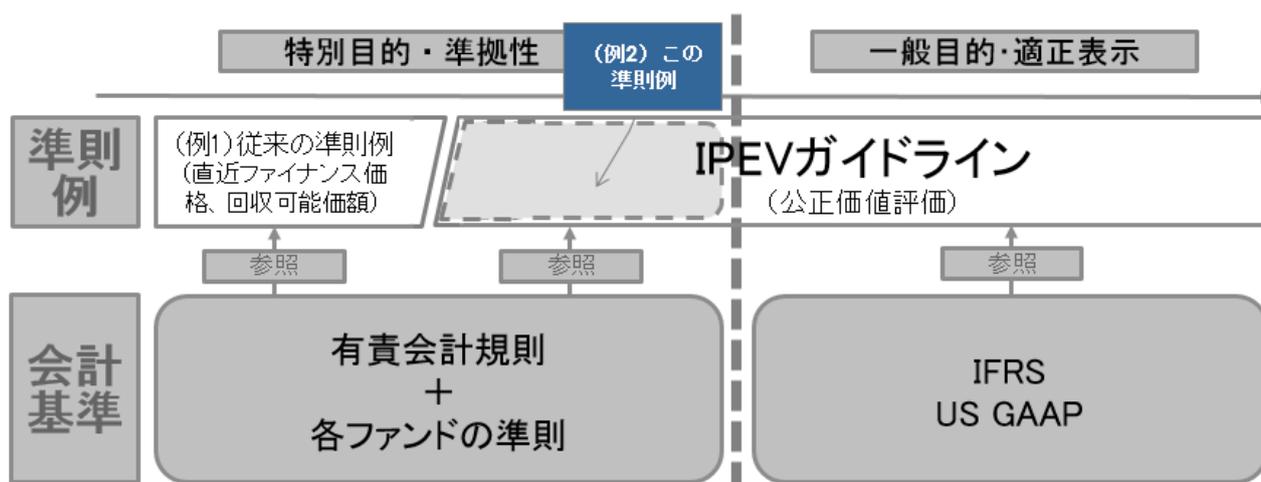
（業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」第 9 項）

この別紙 3 (例 2) に定めた準則例は、あくまで以上のような特別目的準拠性の枠組みの範囲内で、有限責任組合法に基づく時価評価を IPEV ガイドラインに基づいて行うものである点に留意が必要である。

なお、IPEV ガイドライン自体は IFRS や USGAAP を適用する事業体においても利用されているため、IPEV ガイドライン準拠の時価評価を行うことが、IFRS 適用等の一般目的の会計監査の枠組みに位置するとの誤解を生じさせる懸念があるが、この別紙 3 (例 2) は、あくまで従前から存在する有限責任組合法における特別目的準拠性の会計監査の枠組みの中で、IPEV ガイドラインを用いる選択肢を一つの例として追加したのみである点を強調しておく。

以下、IPEV ガイドラインに基づく準則例の位置づけを図表化したものを記載するので参考とされたい。

【準則例の位置づけ】



3. IPEV ガイドラインに基づく準則例採用による影響とガバナンス体制の強化

前述のように、IPEV ガイドラインに基づいて公正価値ベースで時価評価する場合は、管理体制強化が必須となるため、必然的に高水準の管理コストが求められることになる。

平成 29 年 3 月に経済産業省が公表した「平成 28 年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業（我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業）調査報告書（国内 VC ファンドの時価評価に係る実務指針）」（一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会作成、経済産業省ホームページ掲載

http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/Valuation_Guidelines_IPEV_hokokusho28.pdf。以下「実務指針」という。）において、管理体制強化にあたって必要となるガバナンス関係の留意事項をまとめているので、以下引用する。

従来型の評価に比べ価値算定に必要な情報量が多岐に渡り、業務が複雑化する傾向にあるため、IPEV ガイドラインに基づく準則例採用時における社内体制の整備の参考とされたい。

時価評価プロセスに係るガバナンス関係の留意事項	
時価評価ポリシーの整備と管理	
評価ポリシーの整備と管理 評価ポリシーの内容	<p>(1) ファンドを運営・管理するマネジメントカンパニ、ジェネラルパートナー等は、十分に文書化された時価評価ポリシーを整備し、管理する。</p> <p>(2) 時価評価ポリシーには、通常以下の事項が含まれるがそれらに限定しない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・評価を行う頻度、評価基準日 ・評価を行う部門 ・評価の手順、評価手法、主な調整事項 ・入手すべき情報の種類及びその管理方法 ・評価に関連した承認、報告プロセス ・（適用がある場合）外部の時価評価業者を使用する場合の基準/レビュー方法 <p>(3) 評価ポリシーは定期的にレビューされ、必要があれば、適切なレビューと承認を経たうえで変更や修正がされること。</p>
ガバナンス、内部統制、モニタリング体制	
レビュー体制	(1) 投資部門とは独立した評価委員会等により、評価のレビュー・承認等が行われること。
モニタリング	<p>(2) 投資先について、投資担当部署及び投資担当者から独立した審査部署等による定期的モニタリングを行う体制があること。</p> <p>投資部門によるモニタリング： 投資先の強みや業界を取り巻く状況を総合的に判断して超過収益力の維持、向上の観点から行うものであり、財務指標に表れない投資先の個別事情を汲み取ることが求められる。実際の運用として、投資先の状況や自らがリードベンチャーキャピタルかどうか等により一定の分類を行い、その分類に応じて一定のモニタリング・ルールに従って行われることも想定される。</p> <p>審査部門等によるモニタリング： 投資部門からの説明及び財務情報等をもとに毎期実施する一定時点での評価（必要に応じて四半期もしくは半期ごとの実施も含む）。ジェネラルパートナーによっては、投資先の決算にあわせて審査部門等の定期的モニタリングが行われている場合もある。審査部門等が行う定期的モニタリングの目的は、投資評価業務の職務分掌及びジェネラルパートナー決算への取り込み。モニタリングの特徴としては、投資部門から独立した部署が第三者的視点で行うことと、投資担当者の評価よりもより定量的に分析を行うことがあげられる。</p> <p>審査部門等が行った定期的モニタリングの結果についてはジェネラルパートナーの評価委員会、取締役会等の経営陣によるレビュー・承認を受けるが、重要な投資先や検討事項のある投資先は経営陣が直接評価する場合もある。また、少数の案件に限定して投資するジェネラルパートナーや小規模ジェネラルパートナーは審査部門等の機能</p>

	を評価委員会等や取締役会等の経営陣が有している場合もある。
シニアマネジメント、取締役会の役割	(3) 時価評価ポリシーのレビューと承認。(評価モデルの妥当性確認、問題点の改善、及び重要な変更に関するレビューと承認を含む。) (4) 堅牢なコントロールプロシージャの確立。(適切な承認を得た評価ポリシーと評価プロセスに従って信頼のおける評価がなされていることを確認。)
組織風土	(5) ベンチャーキャピタル業としての経営目的・報酬体系から、投資先の評価を過大に見積もるリスクが存在する。従って、コンプライアンス遵守・受託者としての義務を全うするという組織風土形成のために、コンプライアンス部の設置、社外取締役の選任などを行い、適切な投資の評価にかかわる内部統制環境を構築することも検討する必要がある。
適切な職務分掌	(6) 投資部門は投資先の実態を最も把握しており個々の事情に即した実態判断に向いている一方で利益相反の可能性等、判断にバイアスがかかる可能性がある。他方、審査部門や評価委員会、取締役会等は客観的な判断を以って投資先への判断精度のブレを防ぐことができる一方、投資部門と比較すると個々の状況への深い理解は困難となる。従って、両者が適切に機能することを担保するために、所管する役員まで含め職務が分離されていることが重要となる。
リスク管理	
問題等の報告体制	(1) 評価に関する重要な問題点や例外事項が生じた場合、速やかに対処し、評価委員会や取締役等へ報告するプロセスがあること。
不確実性評価、リスク評価	(2) 評価プロセスや評価手法における不確実要素を識別し、リスクを評価する体制があること。定性的な評価に加え、定量的な評価もなされることが望ましい。 (3) 不確実性に関する評価は、リスク評価と共に内部報告プロセスに盛り込まれ、投資やリスク管理に関する意思決定を行う者(シニアマネジメントや取締役会を含む)の間で共有されること。
文書化、その他の留意事項	
文書化	(1) 評価対象に関する情報、評価において採用した仮定、評価手法、インプット等について、それらを採用した根拠と妥当性に関する評価、及び結論が十分に文書化されていること。(裏付けとなるサポート資料も可能な限り記録保存する。)以下は文書化が求められる項目の例であるが、これらに限定しない。 投資の背景に関する説明 ・投資先企業の業績、投資先企業が属する業界自体の業績 ・マイルストーンとその達成状況 ・投資先企業の弁済能力 ・ファンドが当該企業に投資した背景や理由、エグジットシナリオ等 仮定に関する説明

	<ul style="list-style-type: none"> ・評価をするにあたり、どのような仮定をおいたか（又は選択したか）に関する説明と、その妥当性を裏付けるサポート資料（感応度分析等） ・使用したデータソースに関する説明 ・（適用がある場合）評価において使用した将来予測値のレビューと妥当性の評価 ・評価に関連して、特定の方針を実行することがある場合には、その意思と能力を明確にするための計画等の文書化 <p>評価手法に関する説明</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取得時に使用した評価モデルと、現在使用している評価モデルの整合性に関する説明 ・複数手法の使用に関する説明 ・直近のトランザクションに関する説明 ・使用したマルチプル、比較類似会社の妥当性 ・市場性（marketability）、コントロール持分/マイノリティ持分に関する考慮 ・（複雑なストラクチャーにおける）株主価値の配分方法の妥当性 ・評価手法を変更した場合における、変更理由の明確化
<p>投資先情報入手に関する留意点</p>	<p>(2) ベンチャービジネスの特性として、投資先の経営状況が短期間で大きく変化するリスクの存在や、ベンチャーキャピタルが多数の投資先を扱うことがあげられる。そのようなベンチャービジネスの特性や状況を考慮し、投資先の情報を迅速かつ網羅的に入手できる体制を構築することが望ましい。</p> <p>（具体的には、膨大な投資先情報を管理するための情報システムの構築、月次試算表・決算書の入手、情報システムへの入力等のプロセスといった投資先情報入手をサポートする体制や、入手資料チェックリストの作成等が考えられる。）</p> <p>(3) 投資先に関する情報に虚偽や異常な点が認められないか注意を払う。</p> <p>投資先の財務情報として基準日直近の財務諸表を利用していること、及び投資先の決算日から査定の基準日までに重要な変動要因が生じていないかどうかを確かめる。投資先の財務情報が不十分と認められた場合、追加的な情報入手の必要性について評価担当者と協議する。</p>
<p>事後検証の体制の整備・運用</p>	<p>(4) 精度が高い投資先評価の判断を行う方法のひとつとして、将来の見積もりを含む判断の妥当性を検証し、時点間での判断のブレ防止のため継続的に事後的な検証を行うことがあげられる。（バックテスティング）</p>

(参考資料) IPEV ガイドライン、業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」、監査基準委員会報告書 540、平成 27 年度ベンチャー創造支援事業（ベンチャー企業の実態・創出等に係る調査）、他

4. IPEV ガイドラインに基づく準則例採用時の参考情報

IPEV ガイドラインに基づく準則例を採用する場合には、それを明記した上で、各ファンドの投資戦略や投資スタイルを考慮し、ファンド固有のフローチャートを作成し、投資資産時価評価準則に記載する実務も考えられる。

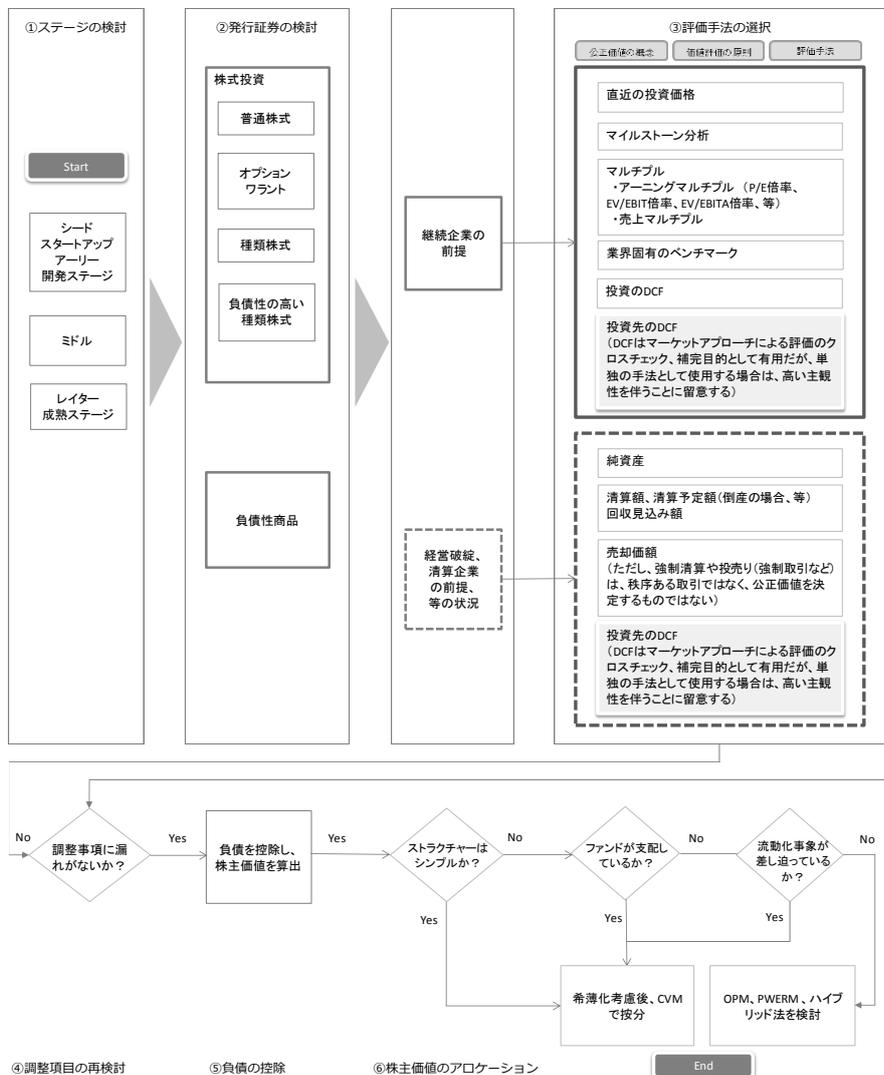
新たに設けた準則例を採用する際の参考として、実務指針より引用した以下の項目を掲載する。

- (1) IPEV ガイドラインに基づくフローチャート
- (2) 公正価値の概念、価値評価の原則、評価者が評価手法を選定するにあたっての判断基準
- (3) 各評価技法の概要及び主要なポイント

なお、IPEV ガイドラインが改訂された場合には、改定後の IPEV ガイドラインを随時参考とする点に留意いただきたい。

(1) IPEV ガイドラインに基づくフローチャート

以下のプロセスフローチャートは、IPEV ガイドラインおよび米国における VC ファンド時価評価実務をベースにしており、市場価格のない投資を、公正価値ベースで時価評価する際に検討が必要とされる主要な項目を示したものである。



プロセス①：ステージの検討

投資の性質や事実関係、状況などを勘案する。投資先企業がどのようなステージにあり、どのような証券を発行し、また継続企業を前提としているかについて把握する。

プロセス②：発行証券の検討

投資先の企業価値(EV)を算定するため、その企業がどのような証券を発行しているか（普通株式、オプション/ワラント、種類株式、負債性の高い種類株式等）について把握することが重要である。（公正価値評価は、企業（事業）全体の価値算定をスタートポイントとする。）

プロセス③：評価手法の選択

評価者は、ステップ①・②で把握した事実関係や投資先の状況を勘案し、市場参加者の観点から公正価値を算定する。

事業の継続性に疑義のない投資先に対する評価手法は、直近の投資価格を使った評価、マイルストーン分析による評価、マルチプルによる評価、業界固有のベンチマークを元にした評価、投資先のDCFを元にした評価が選択肢として考えられる。

一方、事業の継続性に疑義が生じており、経営破綻、清算企業の前提等の状況に陥っている投資先については、純資産による評価、清算額/清算予定額（倒産の場合等）/回収見込み額による評価、売却価格による評価、投資先のDCFを元にした評価が選択肢として考えられる。

以下の表は、投資先のステージ・状況に応じた評価技法を一覧としてまとめたものである。

評価手法 投資先区分	直近投資 価格	マルチプル	純資産	投資先の DCF	投資の DCF	業種ベンチ マーク
シード・アーリー ステージ企業	○	○	-	-	△	△
R&D 型 スタート アップ	○	○	-	-	△	△
継続性に疑義があ る企業/リビング デッド	-	-	○	-	△	△
ビジネスモデル 確立企業	△	○	-	△	△	△
Exit 予定の投資 先	-	-	-	△	○	-
清算中又は 生産予定の投資先	-	-	○	-	○	-
エクイティ以外の 投資先	-	-	-	-	○	-

プロセス④：調整項目の再検討

プロセス③にて算定した公正価値をベースに、市場参加者が考慮するであろう要因（余剰資産、過剰負債、偶発事象や関連事象等）に対し企業価値を調整する。

マルチプルを使用する際、比較企業と評価対象企業の相違点（流動性の欠如等）の調整を加えることがある。

プロセス⑤：負債の控除

プロセス④にて調整を加えた公正価値に対して、返済順位が優先する金融商品の価値を控除し、希薄化の可能性がある金融商品による影響を調整し、ファンドへの帰属企業価値を算出する。

プロセス⑥：株主価値のアロケーション

エグジットシナリオ、エグジット事象の発生タイミング、様々な権利や証券の優先順位などを考慮し、株主価値を各クラスに配分する。市場参加者が使用するであろう分析や手法があれば、その技法の適用を検討する。配分時に考慮すべき観点としては以下のようなものがある。

■ ストラクチャーはシンプルか？

種類株式を含む場合、自らまたは他者がオプション等を有する場合は複雑なストラクチャー、それらを含まない場合はシンプルなストラクチャーと言える。

■ ファンドが支配しているか？

IPEV ガイドラインにおいて「支配」とは、測定日においてあるエンティティ（1つもしくは複数）が投資先企業を売却させる能力を有するかを判断する目的で使用している。

■ 流動化事象が差し迫っているか？

ここでの Exit とは IPO, M&A 等の流動化事象が差し迫っている状態をいう。

上記のような観点を考慮し最終的に公正価値の配分を行う。配分手法には 以下がある。

- Current Value Method (CVM) 現在価値法（ウォーターフォール法）
- Probability-Weighted Expected Return Method (PWERM) 加重平均期待リターン法
- Option Pricing Method (OPM) オプション評価法
- Hybrid Method (OPM と PWERM の組み合わせ) ハイブリッド法

(2) 公正価値の概念、価値評価の原則、評価者が評価手法を選定するにあたっての判断基準

評価者は具体的な評価手法の選択に当たり、前提の知識として公正価値とは何なのか（公正価値の概念）、投資の公正価値を評価するにあたっての原則（価値評価の原則）、評価者が評価手法を選択するにあたっての判断基準（評価手法）を理解していることが重要となる。各項目の主要なポイントは以下の通りである。

項目
公正価値の概念
公正価値の算定は、市場の状況又は投資に特有の要因に関して、市場参加者が価値の決定方法を変更するような変化が生じる場合を除き、毎測定日に一貫した評価技法を使用して行うべきである。
（取引の頻度を意味する）流動性や非流動性は、市場参加者により考慮され、公正価値評価に含めなければならない一要素である。
市場参加者の観点をを用いることを前提として、投資の特徴、発展段階、地域、及び／又は業界が類似している場合には類似した評価技法を使用して評価することが想定される。
価値評価（バリュエーション）の原則
各投資の公正価値は測定日時点ごとに評価しなければならない。
投資の公正価値を算定する際には、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、単一又は複数の評価技法を適用することが求められる。
公正価値は、評価技法のタイプにかかわらず、市場参加者の観点から測定日時点の市場の状況を適用し算定される。
測定日における事業全体の価値（企業価値）を当該企業に対する投資持分の価値を算定する際の重要な手掛かりとなる。
一方、市場参加者が個別株式のデット・トランシェやエクイティの単一シリーズなどの個別商品の取引を行う場合、公正価値は個別商品レベルにおいてより適切に評価される。
評価手法
評価者は、投資ごとに最適な評価技法を選択するよう判断すべきである。また、価値の算定方法に関する市場参加者の仮定を考慮の上、以下の評価技法のいずれか一つ又は複数を使用すべきである。
A. マーケット・アプローチ（直近の投資価格、マルチプル、業界固有の評価ベンチマーク、入手可能な市場価格）
B. インカム・アプローチ（ディスカウント・キャッシュ・フロー）
C. 再調達原価アプローチ（純資産）
（特定の投資に関して、評価者が複数の評価技法が適切であると判断した場合には、各技法で算出した結果を、他の技法による評価のクロス・チェックや確認に利用したり、各手法を組み合わせることで投資の公正価値を決定できる。）
適切な評価技法の選択は、個々の投資ごとに検討すべきである。
公正価値の見積技法は、その変更により見積精度が向上する場合を除き、每期継続して用いなければならない。
評価技法の変更理由は明確に把握されていなければならない。投資期間中、頻繁に評価技法が変更される

ことは見込まれない。

(3) 各評価技法の概要及び主要なポイント

各評価技法の概要及び主要なポイントは以下の通りである。

項目
直近の投資価格
投資が行われた時点の価格は、取引実行時に存在する状況を反映するものであるため、この方法により得られる評価の妥当性は、時の経過と共に必然的に低下する。
直近の投資価格を評価技法として用いる状況として、立ち上げ前（シード）、立ち上げ時（スタートアップ）、初期段階（アーリー・ステージ）など、正のキャッシュ・フローや利益がなく、近い将来もその見込みがない場合が多い。
マイルストーン／ベンチマーク分析
マイルストーン・アプローチを取り入れる場合には、評価者は当該投資の公正価値の変化を示唆するマイルストーン及び／又はベンチマークの達成を確認する。
財務関連指標： <ul style="list-style-type: none"> 売上成長率、期待収益率、キャッシュ・バーン・レート、 財務制限条項（コベナンツ）の遵守状況
技術関係指標： <ul style="list-style-type: none"> 開発段階、テストサイクル、特許権の認可取得、規制当局の認可
マーケティング及び販売関連指標： <ul style="list-style-type: none"> 顧客調査の結果、テスト段階、市場導入、マーケットシェア
マルチプル
マルチプルは、価格や企業価値などの価値を分子とし、分母に利益又は売上数値を用いて算定される。
P/E 倍率（株価収益率：PER）、EV/EBIT 倍率（企業価値を、利払前・税引前利益で除したもの）、EV/EBITDA 倍率（企業価値を、利払前・税引前・償却費前利益で除したもの）など、評価対象企業に相応しく、かつ市場参加者の仮定と整合するマルチプルを選択すべきである。
この評価技法は、継続的な利益又は売上の傾向が見込まれ、それが持続可能と考えられる、事業基盤が確立している企業への投資の評価に適していると考えられる。
未だ開発ステージ にあり、黒字化する前の段階の企業においては、売上実績あるいは予想売上マルチプルを用いて評価を実施することが考えられる。
市場実勢に基づくマルチプルを使用する 場合 、評価対象企業とリスク属性や利益成長見通しが類似する企業を識別することにある。事業活動、参入市場、規模、地理及び適用税率が似ているほど類似していると見込まれる。アーニング・マルチプルを使用する際には、比較対象企業と評価対象企業の相違点について適切な調整を行うことが重要である。
業界固有のベンチマーク
業界ベンチマークが、信頼性があり適切な公正価値を見積る上での主たる測定技法として用いられるのは限られた状況においてのみであり、むしろ他の技法で算出した評価の妥当性検証の際に有用となる。
投資先の DCF
DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法は、企業の活動が大きく変動する時期、例えばレス

<p>キュー・リファイナンス、企業再生（ターンアラウンド）、戦略的リポジショニング、赤字企業や立ち上げ直後の企業などに適用可能であるが、使用する際には相応のリスクも伴う。</p>
<p>DCF 法に基づく評価はインプットの選択に関する主観性が高いと考えられるものの、インカムベースの評価技法は市場ベースの評価技法により算定された公正価値の見積りの裏付けとして有用となり得る。</p>
<p>投資の DCF</p>
<p>（投資の）ディスカウント・キャッシュ・フローを評価技法として用いて投資の公正価値を見積もる場合、評価者は、投資からの期待将来キャッシュ・フロー、ターミナル・バリュー、満期受取金額、満期日に関し合理的な仮定や見積りを行い、当該投資固有リスクを把握し、リスク調整された割引率を用いて現在価値に割り引いて投資キャッシュ・フローの公正価値を算出する。この評価技法は通常、デット投資又は負債に類似した特徴を持つ投資商品に適用される。</p>
<p>近い将来、投資のリアライゼーションや投資先の上場が見込まれ、その取引価格が概ね合意されている場合には、投資に対するディスカウント・キャッシュ・フロー評価技法（又は、代替としてリアライゼーションや上場から見込まれる収入を簡易的に割り引いたもの）が最も適切な評価技法であると思われる。</p>
<p>純資産</p>
<p>資産保有企業や投資会社など、利益よりは資産の公正価値を企業価値の源泉としている企業の評価に適している。</p> <p>また、この評価技法は、十分な資産からのリターンを生み出していない企業や、会社清算や資産売却によって、より大きな価値が実現される可能性がある企業の評価にも適している場合がある。したがって、一定の状況において、赤字企業や低収益企業の投資評価に適していると思われる。</p>

累積内部収益率計算方法書

累積内部収益率の算式は以下のとおりとする。

$$V_0 = \frac{V_n}{(1+r)^{tn}} + \sum_{j=0}^m \frac{C_j}{(1+r)^{tj}}$$

- V_0 : 当初出資金 (円)
 V_n : 第 n 事業年度末の組合財産の残存価額 (円)
 C_j : j 番目の分配額 (円)
 t_j : 本組合の設立時から j 番目の分配までの期間 (日割で計算の上、年単位で表示する。)
 r : 内部収益率 (IRR)
 tn : 本組合の設立時から第 n 事業年度末までの期間 (日割で計算の上、年単位で表示する。)
 m : 第 n 事業年度末までに行われた最後の分配を m 番目の分配とする

キャピタル・コールに基づき払込がなされた場合にはマイナスのキャッシュフローと考えて、追加払込金 = (－) 分配金として計算する。

また、本組合の中間時点現在の IRR を算定する場合には、第 n 事業年度末の組合財産の残存価額を評価時点の組合財産の残存価額に置き換えて (公開されていない株式を時価評価して) 計算する。

なお、本組合への出資が一括でなされ、かつ、本組合の終了時に IRR を算定する場合には、次の式に単純化される。

$$V_0 = \sum_{j=0}^1 \frac{C_j}{(1+r)^{tj}}$$

- 1 : 本組合の終了時までの最後の分配を 1 番目の分配とする。

ILPA Private Equity Principles version 2.0 の概説

1. 総論

機関投資家の国際団体である Institutional Limited Partners Association (以下「ILPA」という。)は、パートナーシップ型ファンドにおけるジェネラル・パートナー (GP) とリミテッド・パートナー (LP) との間の議論を活性化させることを目的として、「Private Equity Principle」を公表し、その後、GP 及び LP 双方からのフィードバックを踏まえ、2011 年 1 月に、その改訂版である「Private Equity Principles version 2.0」 (<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2015/07/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf>。以下「本原則」という。)を公表している。

本原則は、プライベート・エクイティ・ファンドにおけるベスト・プラクティスを提示することを目的としたものであり、①利害の一致 (Alignment of Interest)、②ガバナンス (Governance)、及び③透明性 (Transparency) の 3 つを基本理念として構成され、それぞれについて詳細な対応方針が提示されている。本参考資料は、当該 3 つの基本理念について、その概要を解説するものである。個別の対応方針の詳細については原文を参照されたい。なお、本原則には、別添として、(a) アドバイザリー委員会 (Limited Partner Advisory Committee。以下「LPAC」という。)、(b) クローバック (Carry Clawback)、及び(c) 財務報告 (Financial Reporting) についてのベスト・プラクティスについても詳述されている。

上述のとおり、本原則は、ILPA が提唱する、プライベート・エクイティ・ファンドにおけるベスト・プラクティスを示すものにすぎず、リミテッド・パートナーシップ契約 (Limited Partnership Agreement。以下「LPA」という。)において GP 及び LP 双方が合意すべき規定を示したものではない。したがって、本原則が提示する個別項目を、契約締結に際してのチェックリストとして用いるべきものでもない。なお、以下の解説では、参考までに、本原則が挙げる具体的な対応方針の項目毎に、本文で解説した投資事業有限責任組合契約 (例) において、当該項目に関連する条項を参照条文として付記しているが、これは、当該条項が、本原則が提示する内容を反映したものになっていることを意味するわけではない。

実際の契約においては、上記の 3 つの基本理念を GP 及び LP 間で共有したうえで、個々のファンドの実情に応じて、GP と LP との対話・交渉の中で、契約全体を通じて当該基本理念を達成することを目指すべきである。

2. 3つの基本理念の解説

(1) 利害の一致 (Alignment of Interest)

本原則は、LP と GP の間の利害の一致について、①キャリド・インタレスト (carried interest : GP に対する収益の分配。「キャリー (carry)」ともいう。) 及び GP が自ら相当程度ファンドへの持分出資を行うことによって得られるリターンが GP の主な収入源になっており、②LP の出資に対するリターンの要件が満たされた後に GP が利益分配を受けることによって最も良く実現されるとしている。①については、管理報酬等、ファンドへの出資に対するリターンと無関係の収入が GP の収入のうち過

度に大きな割合を占めることは LP と GP の利害の一致を減殺するものであるとしている。②については、収益分配の順序（「ウォーターフォール（waterfall）」ともいう。）として、投資案件毎に LP と GP に分配する方法（deal-by-deal model）よりも、ファンド全体として、LP の出資元本（contributions）及び一定割合の優先分配（preferred return）が確保されて初めて GP に分配する方法（all-contributions-plus-preferred-return-back-first model）が望ましく、deal-by-deal model を採用する場合には、キャリーエスクローアカウント（carry escrow account：GP が取得するキャリーを預託するための口座）の利用及び／又は効果的なクローバックの仕組みにより、GP が本来取得すべきでないキャリーを取得した場合にも LP が適時にリターンを確保することができるとしている。また、LP と GP の間の利害の一致は、様々な方法を組み合わせることにより、全体として評価されるべきであるとしている。

本原則が挙げる具体的な対応方針の項目は、以下のとおりである。

対応方針の項目	投資事業有限責任組合契約（例）の参照条文
<u>ウォーターフォール／キャリード・インタレスト／クローバック</u>	第 28 条 第 46 条第 3 項
<u>管理報酬及び費用</u>	第 31 条 第 32 条
<u>ファンドの存続期間</u>	第 6 条第 2 項 第 45 条
<u>GP が取得する報酬の控除</u>	第 32 条第 3 項
<u>GP のコミットメント</u>	第 8 条第 2 項 第 17 条第 2 項 第 34 条第 7 項
<u>複数ファンドの運営基準</u>	第 17 条第 2 項 第 17 条第 4 項

(2) ガバナンス (Governance)

多くのプライベート・エクイティ・ファンドは、長期間で流動性が低く、GP が単独で投資に係る裁量を有する構造を有している。LP は、予め定められた投資のプロフェッショナルに対する信頼及び投資戦略等に対する理解を前提として、当該構造に同意するものである。

本原則は、ファンドの運用期間中に起こり得る全ての環境変化等に対処する規定を LPA に予め設けることは不可能であるとの理解の下、予見できない利益相反及び投資チームの変更等のファンドの変化に対処するための適切なメカニズムが働くことの重要性を指摘し、効果的な LPAC を置くことにより、LP は LPA 上の義務を果たすことができ、GP に対して適切に助言（アドバイス）を与えることができるとしている。本原則は、ファンドのガバナンスにおいて、LPAC が重要な役割を果たすものとしているが、本原則が提唱する LPAC の権限、役割等の詳細については、本原則に別添された Appendix A

の原文を参照されたい。

本原則が挙げる具体的な対応方針の項目は、以下のとおりである。

対応方針の項目	投資事業有限責任組合 契約（例）の参照条文
<u>投資チーム</u>	第 9 条
<u>投資戦略</u>	第 21 条 別紙 2
<u>受託者責任</u>	第 17 条 第 18 条第 5 項 第 20 条第 2 項 第 42 条第 1 項第 2 号 第 15 条第 4 項
<u>ファンド契約の変更</u>	第 9 条第 1 項 第 39 条第 1 項 第 42 条第 1 項第 2 号 第 54 条第 2 項
<u>アドバイザリー委員会の責任</u>	第 18 条

(3) 透明性 (Transparency)

本原則は、LP が LP 自身の受託者責任を効果的に果たすことができるように、GP は、ファンド投資に関する財務、リスク管理、ファンド運営、ポートフォリオ、取引等に係る詳細な情報を提供すべきであるとしている。また、これにより LP が高度な機密情報を取り扱うことになるため、本原則は、LP に対しても、その責任の重要性を認識すべきであるとしている。

本原則が挙げる具体的な対応方針の項目は、以下のとおりである。

対応方針の項目	投資事業有限責任組合 契約（例）の参照条文
<u>管理報酬及びその他の報酬</u>	第 24 条
<u>キャピタル・コールと分配通知</u>	第 21 条第 8 項 第 28 条第 7 項
<u>GP による情報開示</u>	第 20 条第 1 項
<u>リスク管理</u>	第 24 条
<u>財務情報</u>	第 24 条
<u>LP の情報</u>	別紙 1

<プロジェクトメンバー>

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 企画部長（インキュベイトファンド 代表パートナー）

村田祐介 ※事業統括

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 常務理事・政策部会長（株式会社東京大学エッジキャピタル 代表取締役社長） 郷治友孝 ※プロジェクトリーダー

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長（株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ マネージング・パートナー） 仮屋菌聡一

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 政策部会委員（株式会社ジャフコ 執行役員） 松本季子

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 企画部マネージャー（アント・キャピタル・パートナーズ株式会社 マネージャー） 問山陽子

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 事務局長 野田史恵

協力会社：株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ、インキュベイトファンド、株式会社東京大学エッジキャピタル、株式会社ジャフコ

協力法律事務所：弁護士法人大江橋法律事務所

みずほ情報総研株式会社 経営・IT コンサルティング部 上席課長 安田修

みずほ情報総研株式会社 経営・IT コンサルティング部 事業戦略チーム 鈴木道範

※本書は、各プロジェクトメンバー個人、及び各プロジェクトメンバーが所属する組織の意見を必ずしも反映したもの
ではありません。