

# 新たなモデルLPAの作成等のための有識者検討会

2025年2月10日

市場部門

プライベートエクイティ投資部



- 当行が今般モデルLPAに関するコメントを作成するにあたっては、海外LPによる本邦PEファンドへの投資ニーズ拡大を踏まえつつ、欧米で昨今大幅に増加しているNAVファシリティ又はコンティニュエーションファンドのような取引、利益相反上の対応に触れることとした。
- PEファンドに投資するLPの国際団体であるInstitutional Limited Partners Association（以下「ILPA」という。）は上記のような新たな潮流をLPの立場から随時フォローアップしており、ILPAが作成するModel Limited Partnership Agreement及びその関連資料（以下「ILPAモデルLPA等」という。）は、LPのみならずGPも一つのベンチマークとして世界中で参照していることからILPAの同意の下提供することとした。
- 本邦PEファンド運用者（以下「GP」という。）が海外LPから資金募集を行う際は、国内の投資事業有限責任組合とはLPの権限が異なる、ILPAモデルLPA等を意識した契約条項の海外LPSで資金募集している状況が散見される。本来であれば海外LPも本邦LPも国内の投資事業有限責任組合で同等の条件で投資できるのが理想的であると考えます。
- なお、本提言は、令和6年の投資事業有限責任組合法の改正含む法令等の改正にかかる提言は行っていないことを付言する。

# 利益相反（コンティニューエーションファンド）

- 足許、日本での事例は多くないものの、欧米では、LPの流動性ニーズの高まり、ファンド運用期間を超えて投資先企業の価値向上を行いたいというGP側のニーズ等から、コンティニューエーションファンド※が活発に用いられている。コンティニューエーションファンドは投資スキームの性質上、本質的に利益相反が存在する。
- 日本においても将来的な活用増加の可能性があり、利益相反への対処方法などをモデル契約において規定することが望ましいと考えた。 ※同一の運用者（緊密な者を含む）が組成する新設ファンドに既存ファンドの投資先企業を売却して運用するもの。

## 取引プロセス

**要望事項**

- ① 売り手及び買い手ファンドの各々のLPで構成される諮問委員会にGPが相談すること、かつ
- ② 必ず(a)新規投資家候補を入札プロセス等に参入させる、又は(b)売却価格の妥当性を検証する第三者専門家による鑑定評価等を受け公正な売却価格であることを担保

**GPの検証**

- 入札プロセス** ● 公正な売却価格であることを担保すべく新規投資家を募集
- 専門家の起用** ● 必要に応じて第三者を起用し売却価格の妥当性を検証

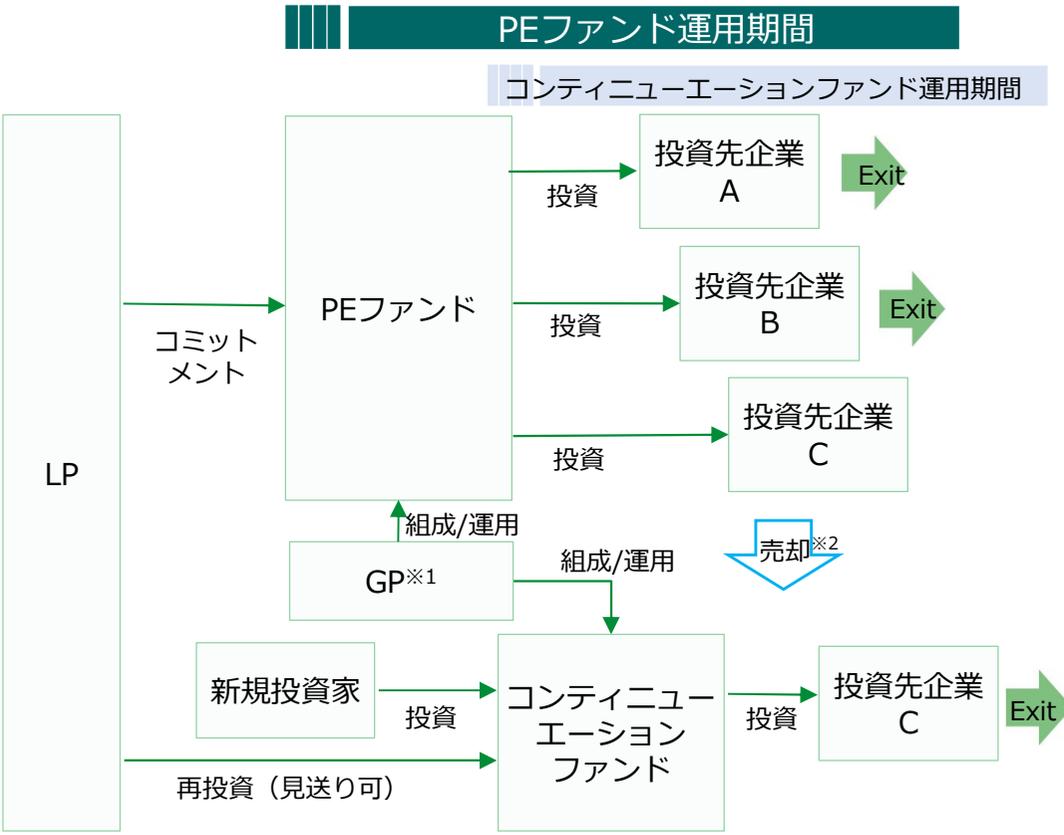
**LPの検証**

- 売り手ファンドのLPで構成される諮問委員会への相談

**GPの意思決定**

- 諮問委員会の意見を踏まえ意思決定。既存LPに再投資の権利を付与。この際、LPに対する十分な検討時間を付与。

## 取引スキーム



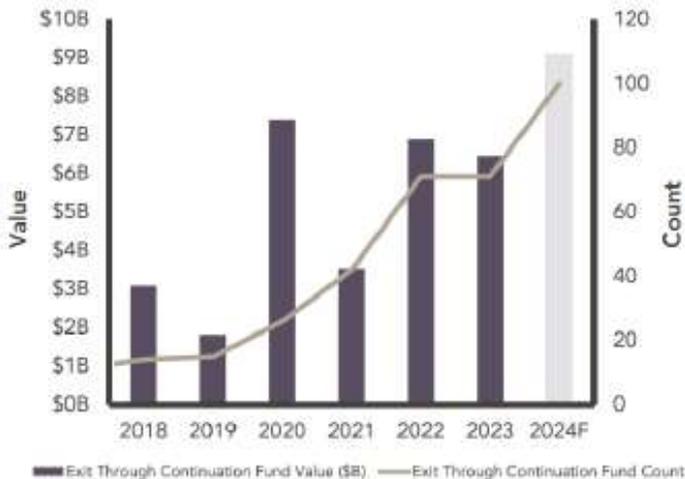
※1 PEファンドとコンティニューエーションファンドのGPの法的エンティティは異なっているのが通常だが緊密な者  
 ※2 複数の投資先企業をまとめてコンティニューエーションファンドに売却する事例も有

# Continuation Vehicles

## Market Data

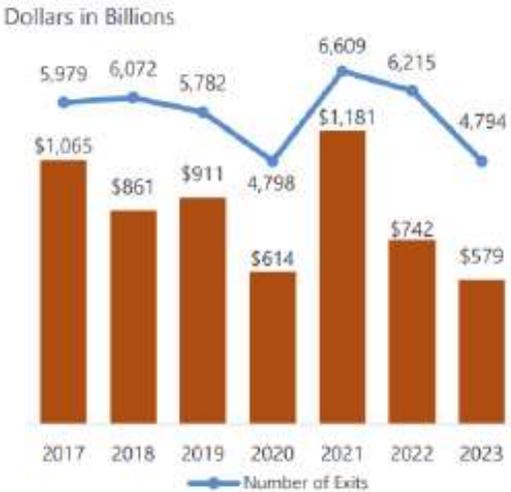
Volume expected to hit all-time-highs in 2024

- Exits through continuation funds are expected to reach \$9 billion this year, an increase from \$6.5 billion in 2023
- Last year was the worst for US financial sponsor exits in nearly a decade, as deal value plunged 50% YoY and 65% from its 2021 peak—to USD 139.9bn
- Funds are increasingly getting older - \$245bn of value remained in mature funds in 2019, nearly double the amount remaining in 2014



Source: PitchBook as of December 31, 2023

### Global Buyout-Backed Exit Volume



Source: Marquette Associates; Houlihan Lokey

# NAVファシリティ

- 近年、PEファンドの資産を担保にした借入（NAVファシリティ）を導入するPEファンドが大幅に増加している。
- 借入の目的の大半は投資活動目的（投資先企業の事業規模の拡大を企図した追加買収、投資先支援等）だが、LPへの分配目的での活用も見られ、ファンドの純資産（NAV）対比で過度な借り入れとなっていないか等リスク管理の観点から検証が必要である。このため借入にかかるLPへの情報開示が望ましいと考えられるが措置していない契約が大部分との認識。

## 取引条件

### 1) 要望事項

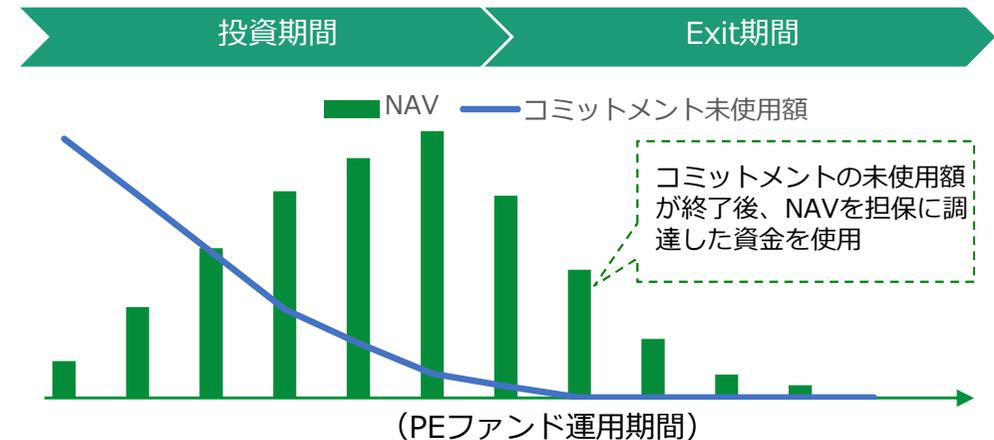
- 借入状況及び借入条件をLP宛の運用報告書に記載すること。
- 借入総額は、組合財産の純資産の [15-20%] を上限とすること。

### 2) 任意事項

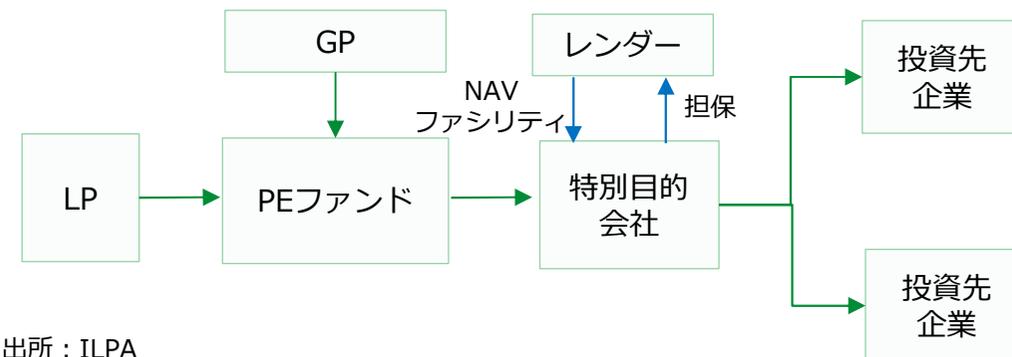
- 借入には諮問委員会の同意を得ること
- 資金用途を投資目的又は借換に限定すること（借入れを行いLP宛分配を行うようなことは組合への投資に係るリスクを無用に高め好ましくないと考える。）

## 取引スキーム

### 1) NAVファシリティの使用時期



### 2) NAVファシリティのスキーム（一例）



出所：ILPA

# 諮問委員会

- 利益相反は様々な場面で起こりうることを踏まえ、効率的に問題解決を行うため、全組合員の決議によらず少数の委員の決議により利益相反事象につき判断する諮問委員会を設置することが海外では一般的であり、設定が望ましいとの認識。  
諸事情により設置しない場合においても最低でも利益相反事項につきLPが確認・検証できるよう措置すべきと考える。
- 以下は、諮問委員会が設置されることを前提に海外のLPSで一般的によく見られる運営方法等を記す。

	提言事項
1 諮問委員の指名	GPが指名するLPまたはその関係者と単純に規定するのが一般的。LPコミット金額を基準とした指名が多いがそうではない場合も数多く存在。
2 諮問委員会が決議する事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>●利益相反にかかる事項の承認。利益相反例としては、①投資先企業を同一GP又は当該GPと緊密な関係にある者が運用するファンド間で売買（コンティニューエーションファンドへの移管を含む）を行う事例や②業績が芳しくない投資先企業への追加出資において、ファンドからの資金ではなく、GP関係会社から資金拠出する事例等。</li> <li>●投資先のバリュエーション（評価）についての意見表明。</li> </ul>
3 諮問委員会に報告され諮問委員が確認する事項	管理報酬とその他フィー相殺額の計算内容、組合に関する係争の有無、当局による検査（定例的なものは除く）または捜査等の有無。諮問委員会の議事録をGPが作成・保存する規定を追記するのも一般的。
4 インカメラセッション	諮問委員会終了後等に、GPが退出した状況で諮問委員がGPに対する意見・要望等について意見交換し、GPを呼び戻して諮問委員の代表が当該意見交換の内容を伝達するプロセスが一般に存在。
5 諮問委員の義務	指名されたLPは、本組合又は他のLPの利益のために行動する義務を負うものではないとされるのが一般的。

# その他提言①

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第1条 定義	<ul style="list-style-type: none"> <li>○旧モデルLPA等においては定義が第1条に集約されていないケースがあり、VCモデル契約のように可能な限り全ての定義を第1条に集約するのが望ましい。</li> <li>(出資約束期間)</li> <li>○諮問委員会の同意決議または過半数のLPの同意により1年間の延長ができる旨規定するのが一般的。</li> <li>○一定以上の段階（例：投資候補先と覚書を締結済み）まで進行している事案については投資継続を認めるのが一般的。</li> <li>○FATCAに関する定義を追記。</li> </ul>	<p>VCモデル契約</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>VCモデル契約に規定あり。</p>
第2条 名称	—	—
第3条 所在地	—	—
第4条 組合員	<ul style="list-style-type: none"> <li>○組合員の変動につき都度LPに報告する義務は確かに煩雑であると考えられ、都度の通知義務を廃止することに反対ではないが財務諸表作成時等、年一度はLP名簿をLPに送付するようにしてもらいたい。</li> </ul>	<p>他のLPが誰であるか又は持分異動が発生したかを事後にでも知れることは、LPのリスク管理上重要と考えられるため。</p>
第5条 組合の事業	<ul style="list-style-type: none"> <li>○有限責任組合法第3条第1項に掲げられた事業を行うことを組合の事業として掲げることが一般的だが、ファンドによっては、同項の業務を事前に合意し限定している例もある。</li> </ul>	<p>良く見られる契約慣行</p>
第6条 本契約の効力発生日及び組合の存続期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>○本組合の存続期間をより明確にするため、「最終クロージング日の10年後にあたる日までとする」としてはどうか。</li> <li>○存続期間の延長は複数年の延長を一度に行うのではなく、1年間の延長を2回までのように、1年毎に延長するのが望ましい。</li> </ul>	<p>[ ]年間とは正確に何日までを指すかにつき曖昧さを無くするため</p> <p>良く見られる契約慣行</p>

# その他提言②

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第7条 登記	—	
第8条 出資	<ul style="list-style-type: none"> <li>○投資期間終了時にコミット枠の消化が進んでいなかった場合、コミット枠を縮小する条項は大いに賛成だが、LPによる請求に加えて第11条にある通りGPの裁量で縮小しその旨LPに通知すれば足りるとする方が望ましいと考える。</li> <li>○5項後段に於いて追加出資請求にかかる総枠規制があり、実際にそのような実務が国内を投資対象とする組合やLPSでは多いようだが、追加出資請求が元々の投資確約の残額の範囲内である限りにおいて、新規投資に対する制限はあっても既存投資案件への追加投資について金額制限は設けないのが海外では一般的であると考え。</li> </ul>	<p>海外では良く見られる契約慣行。左記条項が無いがために実際には費消されない可能性が高い投資確約枠が残ってしまった国内LPSの実例も複数存在。特に海外で良く見られる契約慣行</p>
第9条 組合員の出資義務の免除及び除外	<ul style="list-style-type: none"> <li>○LPが事前（原則として投資確約時）にGPに対して通知を行っているという前提に於いて、免除・除外条項が当該案件に適用されるとGPに対して所定日数内に通知すればよいとすべきであり、LPによる法律意見書及びその他情報の提供義務を削除すべき。</li> </ul>	<p>ILPAモデル契約、良く見られる契約慣行</p> <p>VCモデル契約でも国内VCの実務に照らしLPの出資義務の免除や除外を認めていない。しかし海外機関投資家は自身が服する法令等には従わざるをえず、その内容は本邦の法令とは異なった内容であることがしばしばある。このため投資確約時に適切に通知がなされている限りにおいて免除ないし除外をサイドレター等で認めるのが一般的な契約慣行でありサイドレターで免除・除外について取り決めることを本条が妨げないことについて明確にすべきであると考え。</p> <p>また、法令上の制限等について法律意見書等まで求めることは実際の契約慣行から外れていると考え。</p>

## その他提言③

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第10条 出資約束期間の中断及び早期終了	<ul style="list-style-type: none"> <li>○主要担当者事由が発生した場合「速やかに書面にて通知」と書かれているが[5-10]日以内と明確化されるべき。なお、当コメントはモデル契約書内の全ての「速やかに」に適用すべきと考える。</li> <li>○主要担当者事由が発生した場合も一定以上の段階（例：投資候補先と覚書を締結済み）まで進行している事案については投資継続を認めるのが一般的。</li> <li>○重要な条項であるため詳述することは合理的と考える。</li> </ul>	通知を怠る当事者も存在するので紛れをなくするため。 良く見られる契約慣行
第11条 出資約束金額の減額	<ul style="list-style-type: none"> <li>○LPにとっては、出資未履行金額もリスク管理等の観点から重要である。このため、組合存続期間が満了に近い又は一定の投資が完了しており出資未履行金額の全額をコールしなくとも組合の運営が可能とGPが合理的に判断できる場合、GPの裁量で出資約束金額の減額を措置できることが望ましいと考える。</li> </ul>	多額の出資未履行金額が残った状態で投資期間が満了する組合が国内では比較的多く見られる。しかし当該条項については採用されていない場合が多いように感じている。引き続きモデル契約に含めるのが望ましいと考える。
第12条 追加出資及び出資金の払戻	—	—
第13条 出資払込等の不履行	<ul style="list-style-type: none"> <li>○Force Majeure条項の導入は合理的と考える。</li> </ul>	良く見られる契約慣行

# その他提言④

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
<p>第14条 無限責任組合員の権限</p>	<p>○NAVファシリティやサブスクリプションファシリティなど近年活用が進む借入について条項化すべきである。</p> <p>(NAVファシリティ)</p> <p>○略(4ページ参照)</p> <p>(サブスクリプションファシリティ)</p> <p>○サブスクリプションファシリティ(レボルビング・ファシリティ)について以下の諸条件を文言案に追加することが望ましいと考えられる。</p> <p>(LPとして特に望ましいと考える条項)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・借入状況及び借入条件をLP宛の運用報告書等に記載すること</li> <li>・担保はGPのLPに対するキャピタルコール権</li> <li>・短期借入[180日～1年以内]に限定すること</li> <li>・借入額は、LPの未履行出資総額またはコミット総額の[15%-25%]未満のいずれか少ない金額を上限</li> </ul>	<p>ILPA Principles 3.0など 令和6年9月改訂の投有責FAQ集(NAVファシリティの導入可否に関する質問)</p> <p>VCは法令に基づきファンド費用の支払いのための短期の借入や、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できるため、VCモデル契約では、借入債務額及び被担保債権額の合計額は出資履行金額の15%を超えない範囲内で許容と明記。</p>
<p>第15条 無限責任組合員の注意義務</p>	<p>—</p>	<p>—</p>

その他提言⑤

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
<p>第16条 有限責任組合員の権限</p>	<p>○本モデルLPAにおいて検討対象の事案ではないとの認識だが、旧モデルLPAの解説の中で（本条を含め）税法上の有限責任組合員の「業務執行承認」についての記載が存在する。この税法上の「業務執行承認」の概念は一般の英米の海外LPSに海外機関投資家が投資する場合に気にしていると聞いたことがない概念である。</p> <p>○GPとしての法律行為をLPが行使した場合にGPと看做されるという原則論は理解できる。一方、LPSにおいて契約上GPの権限を意図的に制限・留保してLPに承認権を与えているような場合においても、この権限をLPが行使した場合にこれを業務執行承認であり、GPとしての法律行為であるかのように解するのは英米の海外LPSの常識から大きく乖離していると言わざるをえない。結果的に海外LPSでは当然にして認められるLPとしての権限について、投資事業有限責任組合に投資する場合には制約を受けてしまうため、海外では諮問委員会等に一般的に与えられている権限の多くがGPに与えられていることを意味する。</p>	<p>海外での契約慣行から大きな乖離があり、海外LPSと比較した場合の相対的なLPの権限の弱さが、海外機関投資家が国内有限責任組合への投資を躊躇する大きな理由となっていると考えられるため敢えて記載する。</p>
<p>第17条 組合員集会</p>	<p>—</p>	<p>—</p>
<p>第18条 利益相反</p>	<p>(コンティニューエーションファンド) ○略 (2ページ参照)</p> <p>(諮問委員会の開催) ○略 (5ページ参照)</p> <p>(諮問委員の指名) ○略 (5ページ参照)</p>	<p>良く見られる契約慣行</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>ILPAモデル契約等。ファンドのガバナンスの一翼を担う諮問委員となることは機関投資家にとり重要な考慮要素であり誘因となりうるので、GPに任命の裁量権があるのが一般的。実務上も最大規模とは言えないLPが諮問委員に選出されることは良くある。</p>

その他提言⑥

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
<p>第19条 諮問委員会</p>	<p>(決議事項)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○税法上の要件を満たす限りにおいて、以下の事項を追加することも考えられる。</li> <li>・諮問委員会における権限について、管理報酬やその他フィーの計算（GPが投資先から受領したフィーとの相殺額含む）、組合に関する係争の有無、当局による監査（定例的なものは除く）または捜査等の有無、投資先のバリュエーション等について意見表明（税法上の業務執行承認に該当しない場合は決議）をできる形式に変更。</li> <li>・承認を要する利益相反事例として、①投資先企業を同一GP又は当該GPと緊密な関係にある者が運用するファンド間で売買（コンティニューエーションファンドへの移管を含む）を行う事例及び②業績が芳しくない投資先企業への追加出資において、ファンドからの資金ではなく、GP関係会社から資金拠出する事例を含めてはどうかと考える。</li> </ul> <p>(議事録作成)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○諮問委員会の議事録をGPが作成・保存する規定を追記してはどうかと考える。</li> </ul> <p>(インカメラセッション)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○略（5ページ参照）</li> </ul> <p>(諮問委員の義務)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○略（5ページ参照）</li> </ul> <p>(諮問委員の費用負担)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○組合財産から負担される範囲には宿泊費も含むのが一般的</li> </ul>	<p>海外のLPSの多くでは日本の税法上GPの業務執行承認とされる諮問委員会承認事項の多くについてもGPの業務執行権の範疇ではなく、LPや諮問委員としての当然の権利行使として取り扱っている場合が大多数であり、諮問委員やLPとしての権限の制約は海外投資家による国内有限責任組合使用の選好を阻害する大きな原因の一つと認識しているのは第14条でも記載した通り。海外の契約慣行、ILPAモデル契約等</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>良く見られる契約慣行</p>

## その他提言⑦

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第20条 組合債務に対する対外的責任	—	
第21条 組合財産による補償	—	
第22条 組合財産の運用	(第22条5項) ○金融機関の破綻等が発生していることを踏まえ、余裕資金の運用についても対象を限定し一定以上の格付けを有する金融機関の預貯金での運用を義務付けるのが一般的であると考える。	良く見られる契約慣行
第23条 組合財産の管理	—	
第24条 会計	—	
第25条 財務諸表等の作成及び組合員に対する送付	(サブスクリプションファシリティ) ○サブスクリプションファシリティを利用することでリターンを見た目を改善するGPが存在すると認識している。LPが適切にパフォーマンスの妥当性を検証できるよう、サブスクリプションファシリティを使用した場合と使用しなかった場合のパフォーマンスを開示することを義務付けることが好ましいと考える。  (バーゼル規制への対応) ○日本のプライベートエクイティ投資家は機関投資家、そのなかでも銀行投資家が数多く存在する。銀行は機関投資家の中でも銀行法を中心とした規制が数多く存在する。銀行投資家が投資するファンドにはバーゼル規制（自己資本比率規制（銀行法第14条の2）をいい、金融庁告示「銀行法第一四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準（平成一八年金融庁告示第一九号）」その他関連する基準等を含む。）に関し、バーゼル規制対応の適切な情報提供を必要とする先が多いことから、こうした内容を措置すること考えられる。	ILPA Principles 3.0  良く見られる契約慣行

## その他提言⑧

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第26条 投資先企業の育成	<p>(管理報酬の相殺)</p> <p>○バイアウトファンドでは、GPが投資先事業者への経営指導の対価として受け取る手数料や取締役報酬等の費用は80%～全額を管理報酬と相殺(Offset)することが昨今の一般的な業界慣行と認識しており、後述(第33条参照)の通り同内容を措置すべきと考える。</p>	良く見られる契約慣行
第27条 組合財産の帰属	—	
第28条 損益の帰属割合	—	
第29条 組合財産の分配	<p>○欧州型ウォーターフォールが日本では既に一般的な契約慣行と認識。</p> <p>(現物分配)</p> <p>○バイアウトファンドであれば、清算時を除き、投資対象となる企業規模等を踏まえ、現物分配対象に非上場株を含めず、市場性のある有価証券に限定することが一般的であると考えられる。</p> <p>(再投資)</p> <p>○分配が発生した場合、管理報酬や組合諸経費に充当された出資履行金額は全額再投資可能とする規定も海外では多く導入されており、国内でも導入が進んできたと認識している。</p>	<p>ILPAモデル契約等</p> <p>良く見られる契約慣行</p> <p>良く見られる契約慣行</p>
第30条 分配制限	—	—
第31条 公租効果	<p>(GPのFTCA/CRS手続に関するLPの報告及び協力義務)</p> <p>○LPは、GPがFATCA/CRSを遵守するために必要な書類を適時に提出しGPに協力する旨の規定を追記すべきと考える。</p>	VCモデル契約

# その他提言⑨

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
<p>第32条 費用</p>	<p>(GP負担)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○LPとGPでの認識齟齬が生じぬようGPの職員の給与、一般的な渉外応接費用とは認めがたい飲食費、オフィス費用といった、社会通念上、組合費用ではなく管理報酬からGPが負担すべきものは明記すべきと考える。</li> </ul> <p>(組成費用)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○同条1項①の組成費用にプレースメントエージェント費用は含まない旨明記することも考えられる。</li> <li>○組成費用はコミット総額の[1%]または〇〇円のいずれか少ない方を上限とする旨の規定を追記すべきと考える。(上限を超える分はGPの負担となる。)</li> </ul>	<p>ILPAモデル契約等 ILPA Principles 3.0 良く見られる契約慣行</p> <p>海外ではプレースメントエージェント費用はGPが負担する費用とするのが一般的業界慣行</p>



## その他提言⑪

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第38条 組合員の死亡	—	—
第39条 有限責任組合員の除名	—	—
第40条 無限責任組合員の除名	(Non-fault divorce条項) ○Non-fault divorce条項として、[ ]分の[ ]以上のLP同意を要すればGP解任が可能といった措置をとることも考えられる。この際、GPの交代手続についてもより詳しく記しておいた方が望ましいと考える。なお、本邦モデルLPA等 43条1項⑤では、既に全LPの同意による組合解散という形でnon-fault divorceを定めているが、全LPではなく75～80%以下と規定されている事が一般的である。	良く見られる契約慣行 ILPA契約書 本邦モデルLPA等における解説から条文案への格上げ。
第41条 脱退組合員の持分及び責任	—	—
第42条 組合員の地位の変動の通知	—	—
第43条 解散	—	—
第44条 清算人の選任	—	—
第45条 清算人の権限	—	—
第46条 清算手続	—	—
第47条 清算方法	—	—
第48条 許認可等	—	—

## その他提言⑫

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第49条 通知及び銀行口座	(通知手段) ○VCモデル契約に合わせ、Eメールによる通知手段を追記することも考えられる。	VCモデル契約ではEメール通知も可としている。
第50条 秘密保持	—	—
第51条 金融商品取引法等に係る確認事項	—	—
第52条 適格機関投資家等特例業務に関する特則	—	—
第53条 反社会的勢力等の排除	(テロリスト・経済制裁対象者の排除) ○外国為替及び外国貿易法（外為法）や米国財務省外国資産管理室による規制（米国OFAC規制）等の規制対象取引に該当しない取引を行うことをLP・GPに義務付け、これに抵触した場合は、第54条に基づく保証等を行う措置を設けることも考えられる。	良く見られる契約慣行
第54条 表明保証等の違反による補償	—	—
第55条 本契約の変更	—	—
第56条 本契約の有効性、個別性	(サイドレター) ○最終クローズ後にGP及びLP間のサイドレターを集約して、規制上又は税務上の理由等で特定のLPのみに適用される条項を除いて全LPへ開示し、自らの投資確約額以下のLPが締結した条項を選択してGPと契約締結できる機会を提供するとの措置（Most Favored Nations Clause）を記載することが海外LPSでは一般的である。	ILPAモデル契約等 良く見られる契約慣行

## その他提言⑬

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
第57条 言語、準拠法及び合意管轄	—	—
1 組合員名簿	—	—
2 投資ガイドライン（例）	<p>（投資制限例） 投資制限例としては下記を措置することが望ましいと考える。</p> <p>【投資分散条項】 ○非常に小さな規模のファンドである場合を除き、投資先1件当たり投資金額は、コミット総額の [15-25] %を上限とし限定するのが一般的。</p> <p>【ブリッジファイナンスの使用制限】 ○ブリッジファイナンスの上限はコミット総額の [10-20] %を上限（ポートフォリオ投資との合計は30-35%）。</p> <p>【上場株投資制限】 ○上場株への投資総額は、コミット総額の [10] %を上限。但し、非公開化を目的とした上場株の取得、上場企業の非上場証券への投資及び非上場投資先を株式公開後も継続保有する場合は、上場株への投資という定義に含めないのが一般的。</p> <p>【日本国外案件への投資上限】 ○売上や事業の多くが日本国内に所在する場合には、本店所在地が海外であったとしても日本国内への投資として扱えることが望ましいと考える。</p>	ILPAモデル契約等
3 投資資産時価評価準則	—	—
4 累積内部収益率計算方法書	—	—

その他提言⑭

現モデルLPAの条文	提言事項	背景/理由
その他追記事項		
【代替ビークル】	○GPが規制等の理由により組合とは別の代替ビークルを並行して設立し投資を行う場合がある。組合とは別の代替ビークルを並行して設立する場合、重要な契約条項について本組合と同一であることが望ましいと考える。	法的には別の組合であっても同一の投資対象に投資している場合には重要な契約条項については基本的に同一であることがガバナンス上望ましい。
【GPの裁量権にかかる記載】	○GPに無条件の裁量が認められている条項が多いが、こうした裁量権の行使は合理的であると判断できる範囲内で行われるべきものと思料する。例えば第8条9項の最終行、第18条4項（他にも多数あり）の裁量は合理的に行使されるべきであると考え、現行規定では最終調整は完全な裁量にゆだねられているように読める。「裁量」と書かれている条項の前段には極力「合理的な」を加えるべきと考える。	GPによる裁量権の濫用の可能性を排除するため
【海外税務申告が発生する投資】	○組合の投資対象が海外の事業体で米国のECI、FIRPTA又はUBTIのような海外税務申告義務をLPが負うような投資をGPが行う場合、当該組合への投資に起因する海外税務申告を望まないLP用に所謂ブロッカービークル経由で投資できる選択肢をGPが提供せねばならない旨の条文案を記載すべき。	当該LPSへの投資のためだけに海外での所得税等の納税義務を負うことになってしまうのはLPとして過大な義務と考えられる一方、ブロッカービークルの活用等によりこうした事態は容易に回避できるため。
【監査人】	○監査人について定義されているが、要件は付されていない。監査人の選任は重要な事項であり定義のみならず第24～25条で改めて選任・変更の場合の通知手続きについてより詳しく規定されることが望ましい。監査人は十分な実績・評判を有する(reputableな)監査人でなければいけないと規定する等。	良く見られる契約慣行。詐欺事案などでは監査人が有効に機能しなかったとみられる場合も存在していると認識している。

## 投資制限等に関するLPAの一例

# 国内で活動するバイアウトファンドの事例（その①）

		Aファンド	Bファンド	Cファンド	Dファンド	Eファンド	Fファンド
ファンド形態		ケイマンLPS	ケイマンLPS	ケイマンLPS	ケイマンLPS	ケイマンLPS	投有責
1	NAVファシリティ	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し
2	借入期間	90日以内	6か月以内	12か月以内	90日以内	15か月以内	12か月以内
	借入額	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の20%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の25%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の20%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の30%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の30%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の30%未満のいずれか少ない金額を上限
4	再投資金額	コミット総額の20%以内 (ただし、再投資にはLPACへの相談が必要。再投資は1回のみ可能。)	①コミットメント総額に対する定め無し ②分配見合い	①コミット総額の20%以内 ②分配見合い	①コミット総額の25%以内 ②分配見合い	①コミットメント総額に対する定め無し ②分配見合い	コミットメント総額に対する定め無し
5	再投資対象	投資期間中の実現案件の投資元本部分	①投資後18か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後18か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後18か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後18か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	投資後18か月以内の回収 (投資期間内に限る)
6	再投資可能期間	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し
7	追加投資金額 (フォローオン投資)	コミットメント総額の15%を上限 (ただし、追加投資にはLPACへの説明が必要)	コミットメント総額の25%を上限	コミットメント総額の15%を上限	コミットメント総額の20%を上限	コミットメント総額の20%を上限	定め無し
	追加投資可能期間	出資約定期間終了後2年間	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	出資約定期間終了後3年間

# 国内で活動するバイアウトファンドの事例（その①続）

		Aファンド	Bファンド	Cファンド	Dファンド	Eファンド	Fファンド	
9	組合組成費用	1億円を上限	4億円を上限	コミットメント総額の0.8%または4億円 のいずれか少ない方を上限	4億円を上限	9億円を上限	コミットメント総額の1%を上限	
10	Non-fault divorce	GP解任	LPACの承認及びLPの4分の3以上の同意	定め無し	LPの4分の3以上の同意	LPの4分の3以上の同意	定め無し	定め無し
		組合解散	LPの4分の3以上の同意	LPの4分の3以上の同意	定め無し	定め無し	LPの過半数の同意	LPの5分の4以上の同意
11								
12	投資分散条項	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の20%を上限 (LPAC相談後で30%)	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総 額の30%を上限	
13	ブリッジファイナンスの使用制限	LPの未履行出資総額またはコミットメン ト総額の20%のいずれか少ない金額を上 限 (ポートフォリオ投資との合計。またブリ ッジファイナンスの累計金額はコミッ トメント総額の20%を上限とする)	コミットメント総額の30%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	定め無し	定め無し	コミットメント総額の25%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	定め無し	
14	上場株投資制限	0% (非公開化案件を除く。但し、コミット 総額の20%を超える非公開化案件は LPACへの相談が必要)	コミットメント総額の20%を上限 (非公開化案件除く)	0% (非公開化・経営関与案件を除く)	コミットメント総額の5%を上限 (非公開化案件を除く)	0% (経営関与案件を除く)	コミットメント総額の30%を上限 (非公開化案件除く)	

## 国内で活動するバイアウトファンドの事例（その②）

		Gファンド	Hファンド	Iファンド	Jファンド	Kファンド
ファンド形態		ケイマンLPS	投有責	投有責	ケイマンLPS	ケイマンLPS
1	NAVファシリティ	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し
2 サブスクリプションファシリティ	借入期間	180日以内	6か月以内	180日以内	12か月以内	12か月以内
	借入額	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の25%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の20%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の25%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の25%未満のいずれか少ない金額を上限	LPの未履行出資総額またはコミットメント総額の30%未満のいずれか少ない金額を上限
4 再投資	再投資金額	①コミット総額の20%以内 ②分配見合い	①コミットメント総額に対する定め無し ②投資期間内の分配見合い	①コミットメント総額に対する定め無し ②分配見合い	①コミットメント総額に対する定め無し ②分配見合い	①コミットメント総額の30%以内 ②分配見合い
	再投資対象	①投資後12か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後12か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後12か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	①投資後12か月以内の回収 ②費用・組成費用・管理報酬分	定め無し
	再投資可能期間	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し
7 追加投資 (フォローオン投資)	追加投資金額	コミットメント総額の20%を上限	コミットメント総額の20%を上限	コミットメント総額の20%を上限	コミットメント総額の20%を上限	コミットメント総額の30%を上限
	追加投資可能期間	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し	定め無し
8						

# 国内で活動するバイアウトファンドの事例（その②続）

		Gファンド	Hファンド	Iファンド	Jファンド	Kファンド	
9	組合組成費用	コミットメント総額の1%または4.5億円 のいずれか少ない方を上限	2億円を上限	1億円を上限	6億円を上限	2.5億円を上限	
10	Non-fault divorce	GP解任	LPの4分の3以上の同意	定め無し	LPの4分の3以上の同意	LPの5分の4以上の同意	定め無し
		11	組合解散	LPの3分の2以上の同意	LPの100分の85以上の同意	定め無し	LPの5分の4以上の同意
12	投資分散条項	1件あたりの投資額はコミットメント総額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総額の15%を上限 (LPAC承認を得た場合、1社だけは20%まで可)	1件あたりの投資額はコミットメント総額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総額の20%を上限	1件あたりの投資額はコミットメント総額の20%を上限	
13	ブリッジファイナンスの使用制限	コミットメント総額の30%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	定め無し	コミットメント総額の25%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	コミットメント総額の27.5%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	コミットメント総額の30%を上限 (ポートフォリオ投資との合計)	
14	上場株投資制限	コミットメント総額の20%を上限 (非公開化案件除く)	定め無し	コミットメント総額の20%を上限 (非公開化・経営関与案件を除く)	原則として、議決権の過半数を取得するバイアウト案件（上場企業の場合は、その上場を維持する合理的な理由があると判断する場合を除き、原則として上場は維持しないが、適切なガバナンス体制を構築できる場合には柔軟に対応）	コミットメント総額の20%を上限 (非公開化案件除く)	