

新たなモデル LPA の作成等のための有識者検討会 第 1 回会合

議 事 要 旨

1 日時・場所

日時：令和 7 年 2 月 10 日（月） 10:00～12:00

場所：経済産業省会議室

2 出席者

飯沼委員、坂田委員、貞永委員、佐村委員、野根委員、文永委員、密田委員、宮本委員及び本柳委員

3 議事

新たなモデル LPA 等¹の作成のための意見交換

4 議事概要

資料 4 に基づく事務局説明の後、主には以下のような議論が行われた。

● 新たなモデル LPA 等の作成方針について

➤ 全体的な方針について

- ・ 海外のファンド実務において常識とされているような話については、新たなモデル LPA 等にも盛り込んでいくことが望ましい。
- ・ 一般論として、GP は、契約交渉上、資金の出し手である LP に強く出られないことが多い。新たなモデル LPA 等の作成の際は、そうした契約当事者間のパワーバランスも考慮することが望ましい。GP と LP の利害の対立する点については、あまり踏み込まないで解説で両論併記にする等、モデル LPA としての立ち位置を維持することが大切である。また、案件がトラブルに陥ったときに GP がうまく動けないようなことがあってはいけない。
- ・ LP はそれぞれ異なる契約条件のチェックリストを持っているが、これは交渉の不確実性や時間的コストを増大させてしまう一面もある。新たなモデル LPA は、こうした状況を改善すべく、交渉の出発点として有用なものとしてほしい。

¹ 今般新たに作成する和文のモデル LPA 及びその解説、和文のモデル LPA の簡易版並びに英文契約書版のモデル LPA の総称である。なお、和文のモデル LPA 及び英文契約書のモデル LPA のみについて言及されているときは、「新たなモデル LPA」としている。また、そのうち片方のみを指すときは、「新たなモデル LPA の和文版」又は「新たなモデル LPA の英文契約書版」としている。加えて、過去に作成されたものを含めてモデル LPA 一般を指すときは、単に「モデル LPA」としている。

- ・ 新たなモデル LPA は、どの場面でどのように使われることを想定するのか、大きな絵が見えると方向性を付けやすい。これから海外に出て行くというある程度成熟した GP 向けという位置付けもあり得る。
- ・ 新たなモデル LPA は、成熟した GP や LP にとっても、新規の GP や LP にとっても、様々な交渉の出発点にできるフェアなものにすべき。
- ・ 新たなモデル LPA 等は、幅広い日本の投資家に LPS を使ってもらうことを目指したものにすべき。
- ・ 解説は、これから新たにファンドを始めようとしている人にアイデアや基礎知識を与えられるようなものにしていくのがよい。

➤ 英文契約書版の作成方針について

- ・ 日本語をそのまま英語にしただけの契約書は、海外で受け容れられない。現に、平成 22 年版モデル LPA に添付されている英訳版は、見た目ではディスアドバンテージを負っている。新たなモデル LPA の英文契約書版は、海外の投資家にとってストレスのないような体裁のものを目指していくべきである。そうすれば、日本の GP は、独立系や中小型の GP であっても、海外投資家からの出資をより低コストで受けることができるようになる。
- ・ 新たなモデル LPA の英文契約書版は、必ずしもその和文版と完全に対応していなくても良い。新たなモデル LPA の和文版をタームシートとして参照しつつ、グローバル使われている LPA のフォーマットに新たなモデル LPA の和文版に規定された内容を落とし込んでいくのが良いのではないかと。

● 新たなモデル LPA 等に盛り込む内容について

➤ GP の権利・義務や報酬等について

- ・ 米国や欧州においては、NAV ファシリティが多く活用されており、新たなモデル LPA の作成にあたっては、これらに対応するための条項を盛り込むことが適当である。また、解説においてこれらに関する留意点について言及することも考えられる。
- ・ GP にはキャリド・インタレスト方式で組合財産を分配することとし、成功報酬については解説でのみ扱うのか、GP が法人である場合と LLP である場合のいずれをスタンダードとして記載するのか、アメリカン・ウォーターフォールは解説でのみ扱うのか、といった新たなモデル LPA 等の全体に関わる論点について認識共有が必要である。細かな論点としては、管理報酬や費用部分の再投資の可否や、後続ファンドのファンドレイズの開始を可能とする時期等もある。
- ・ キャリド・インタレスト方式を採用するのであれば、特別 LP の定義があると良い。
- ・ ヨーロピアン・ウォーターフォールを採用するのであれば、GP クローバックの原資を担保させる条項は不要である。仮に規定するとしても、GP がかかる原資のエスクローのために負担することとなるコストは大きいため、エスクローされたかかる原資がどのようにリリースされるか等をかなり細かく規定する必要がある。
- ・ 既存ファンドと承継ファンドが並行して運用されている場合における管理報酬の

切替えのタイミングについても、解説での言及が検討されるべきである。

➤ **GPの除名や支配権変更について**

- ・ No Fault Divorce 条項については、条項に入れ込むのは GP と LP のパワーバランスを考慮するとあまりフェアとはいえないが、解説で言及することはあり得る。
- ・ 日本においては、キャプティブ系のファンドも多いため、チェンジ・オブ・コントロール条項を盛り込むことが適当である。他方で、これをモデル契約で画一的に定めることについては、慎重な検討が必要である。

➤ **出資義務等について**

- ・ GP に一定割合以上の出資を求める条項の緩和について、LPS 法上、GP が意味のある金額を出資していることが必要とされているものと理解しており、出資金額が非常に少額となってしまっても良いということにはならない点に留意が必要であると考ええる。
- ・ 暗号資産の現物出資を制限する条項を置くことを検討してはどうか。LP の中には、暗号資産をファンドが持つことに抵抗がある者もいる。
- ・ 天災による出資義務の免除については、非常に明確な文言でこれを規定できない限りは、条項として追加するのを避けたほうがよい。規定するとしても、GP の判断に依ることとすとか、あるいは一義的に判断できる基準を設けなければならない。
- ・ グローバルの実務を意識するのであれば、免除・除外の条項は、存置しておくことが適当である。また、免除・除外に関し、出資履行遅滞時の規定の仕方等については実務との相違を検討すべき。

➤ **利益相反管理、ガバナンス及びディスクロージャーについて**

- ・ 共同投資ファンドに関する条項を追加すべき。ファンドサイズが小さい国内ファンドが、ファンドサイズの大きい海外ファンドに伍していくためには、共同投資ファンドを採用することが必要であり、新たなモデル LPA においても、これを取り入れていくことが望ましい。
- ・ パラレル・ファンドの組成について、経済産業省の作成するモデル LPA として記載できる内容に限界はあるが、書けることは書いておくのが望ましい。
- ・ フィーダー・ファンドについて言及するのであれば、マスターファンドにも言及する必要がある。
- ・ 米国や欧州においては、コンティニューエーション・ファンドが多く活用されており、新たなモデル LPA 等の作成にあたっては、これらに対応するための条項を盛り込むことが適当である。また、解説においてこれらに関する留意点について言及してはどうか。
- ・ GP の関係者の定義について、実務では個別具体的な事情によって関係者の規定の仕方が異なる。特に利益相反関係の条項については、新たなモデル LPA 等においてその内容が実務におけるスタンダードであることを強調し過ぎると誰にとっても使いにくいものになる可能性に留意が必要である。

- ・ LP 持分の GP への譲渡に関する条項を規定するのであれば、利益相反への対応方法を解説にしっかり書き込んでおくべきである。
- ・ 情報開示に関する条項については、もう少しブラッシュアップしてほしい。具体的には、開示の頻度を四半期ベースとすることが適当と考えられる。他方で、そのスピード感やフォーマットは GP によるファンド運営に過度な負担をかけないようなものとする必要がある。
- ・ 諮問委員会の権限を強化したうえ、諮問委員会としての権限の行使については、GP による行為とみなすといった契約書上の手当てをすることもあり得るのではないか。他方で、権限を持ち過ぎたくない LP とのバランスにも留意が必要である。
- ・ 実際に誰が諮問委員になるかという点も意識したほうがよいと思う。実際は、LP の役職員ではなく、信託銀行から指名を受けた者が諮問委員会に参加しているケースもある。また、諮問委員会の運用に係る GP と LP の双方のコストの負担にも留意すべき。

➤ サイドレターについて

- ・ サイドレターで対応する事項を解説で明確にすべき。
- ・ サイドレターに関する条項をデフォルトスタンダードとして規定するのは避けるべきだと思う。サイドレターの存在を前提にしてしまうと、LPA の存在意義が曖昧になる。また、全ての LP からサイドレターを要求されると GP サイドの負担が大きい。
- ・ サイドレターを結ばない投資家も国内・海外に存在する。もっとも、日本の金融機関においては、様々な制約が課せられており、その制約に抵触しないようにするため、サイドレターを締結することが当たり前になっている。

➤ 法規制への対応について

- ・ ボルカールールに対応した条項については、結局のところ、アメリカの実務を踏まえたものでなければならないので、米国法カウンセルの意見なしに新たなモデル LPA 等において言及することは難しいと思う。
- ・ ボルカールールについては、仮に新たなモデル LPA 等において言及する場合、どういう人がどういう場面でボルカールールの遵守を必要とするのかを解説すべきである。
- ・ 金商法上の分別管理義務に関する話を解説に書いたほうがよい。

➤ 上記以外の事項について

- ・ 組合員名簿の変更通知義務を定める条項は削除しないほうがよい。LP としては、組合員の地位の変動を認識しておきたい。
- ・ LPS による海外投資を前提にするのであれば、税務申告に関する協力義務やブロッカー・ビークルの組成についての条項を追加することもあり得るのではないか。
- ・ ESG 関連の議論については、日本においてまだ生煮えの状況であるため、具体的なことを書くのは難しく、新たなモデル LPA 等に反映する必要性は低いと思う。

- ・ サブスクリプション・ブックレットのようなものを作れたらよいのではないか。
- ・ 暗号資産に関しては、会計面で実務上悩ましいポイントがあるため、必要に応じて解説で言及したい。

- その他

- 英訳版²のニーズも、もしかするとあるかもしれない。国内 LPS の持分を海外投資家にセカンダリーで売却する際、海外投資家に初期的な検討のための参考資料として平成 22 年版モデル LPA の英訳を示したことがあった。
- 新たなモデル LPA 等の整備は大事だが、海外投資家を日本の LPS に呼び込むためには、他にも様々な環境整備が必要だと思う。
- PE 協会においても、GP サイドの意見を集約した LPA の雛形を作成している。

以上

² 新たなモデル LPA の和文版の単なる英訳であり、英文契約書の体裁に直していないものを指す。