

令和 7 年版モデル LPA の概要

金融ニューズレター

2025 年 6 月 27 日号

執筆者:

本柳 祐介y.motoyanagi@nishimura.com

1. はじめに

令和 7 年 6 月 23 日、経済産業省は、投資事業有限責任組合契約（LPA）のモデル契約（モデル LPA）の改訂版を公表しました¹。これは平成 22 年に公表されたモデル LPA の後継となるべきものです。我が国における投資ファンドの多くは投資事業有限責任組合により組成され、その LPA はモデル LPA をベースとしていることから、新しいモデル LPA は今後のファンド組成実務に影響を与えることが予想されます。

以下、新たなモデル LPA の作成等のための有識者検討会の委員としてモデル LPA の改訂に関与した筆者が、公表されたモデル LPA その他の資料について概説します。

2. 公表された資料

今回公表された資料は 5 分冊構成とされています。

第 1 分冊	投資事業有限責任組合契約書例（和文版）
第 2 分冊	逐条解説 投資事業有限責任組合契約書例（和文版）
第 3 分冊	投資事業有限責任組合契約書例（和文簡易版）
第 4 分冊	投資事業有限責任組合契約書例（英文契約書版）
第 5 分冊	解説・投資事業有限責任組合契約書例（英文契約書版）

第 1 分冊は、基本となるモデル LPA です。ベンチャー・キャピタル以外のプライベート・エクイティ・ファンドを中心に広く活用されることを意図して作成されています（もっとも、ベンチャー・キャピタルでも利用可能です。）。このモデル LPA は、①法人 1 社のみが無限責任組員（GP）となること、②GP が適格機関投資家等特例業務の届出を行うこと、③有限責任組員（LP）に特定投資家に該当しない者が含まれること、④外国投資家からの出資の受入れも視野に入れていること及び⑤いわゆるベンチャー特例（金商法施行令 17 条の 12 第 2 項、金商業等府令 233 条の 3、233 条の 4）に依拠しないことを前提としています。

第 2 分冊は、第 1 分冊によるモデル LPA の解説です。フィーダー・ファンドや代替投資ビークル等に関する条項例も記載されています。

第 3 分冊は、モデル LPA の簡易版です。免除・除外に関する規定を削除するなど、簡易な LPA を作成するベースになるものとして作成されています。

第 4 分冊は、英文契約書としてのモデル LPA です。これまで、モデル LPA の英訳が公表されていましたが、外国の投資家から理解を得ることが難しかったことを踏まえ、和文版の内容を含めつつも、グローバル

¹ 経済産業省「投資事業有限責任組合（LP S）制度について」（最終更新日：2025 年 6 月 23 日）（https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kumiaihou.html）。

で活用されている一般的なリミテッド・パートナーシップ契約（ケイマン法準拠の LPA 等）の流儀にしたがって書き起こしたものです。

第 5 分冊は、第 4 分冊による英文版 LPA の解説です。当初契約書（Initial LPA）とその和訳が添付されています。

3. 法令等の改正の伴う変更点

(1) 特別有限責任組員（モデル LPA4 条等）

LP でありながらキャリード・インタレストの分配を受ける特別有限責任組員（SLP）に関する条項が追加されました。実務では、2021 年 4 月 1 日に公表されたキャリード・インタレストの税務上の取扱いに係る公表文を踏まえ²、特別有限責任組員がキャリード・インタレストを受領する取り扱いが広がりつつありましたが、モデル LPA での特別有限責任組員の仕組みを導入する際の条項例が示されました。

(2) 投資対象の拡大と特別外国法人（モデル LPA5 条）

投資事業有限責任組合は、投資事業有限責任組合契約法（投有責法）で活動範囲が制限されていますが、近年の改正により活動範囲が拡張されました。

モデル LPA でもこれを反映し、①合同会社の持分の取得及び保有（モデル LPA5 条 1 項 1 号、2 号）、②事業者のために発行される暗号資産の取得及び保有（同項 7 号）、③付随する事業としての暗号資産及び電子決済手段の取得及び保有、運用又は貸付け（同項 11 号(iv)、(v)）が追加されました。法令の内容と同じですが「事業者のために発行される」という限定が付いている点には留意が必要です。

また、外国法人への投資が 50%未満に制限されている点について、本邦法人又は本邦人がその経営を実質的に支配し、又は経営に重要な影響を及ぼす特別外国法人への投資は計算の対象外とされることになりましたので（投有責 2 条 1 項、投有責法施行令 1 条）、モデル LPA でも外国法人の定義から特別外国法人が除外される形で反映されています。

4. 新たな仕組みの導入

(1) サブスクリプション・ファイナンス（モデル LPA15 条 1 項等）

LP がファンドに対して負う出資義務（コミットメント）を担保としてファンドで借入れを行うサブスクリプション・ファイナンスに関し、条項が追加されました（モデル LPA15 条 1 項）。担保とされるキャピタル・コール権は「キャピタル・コールがなされた場合に発生する有限責任組員の出資履行義務に対応する債権」と定義されており、具体的な債権が担保になることが示されています³。

サブスクリプション・ファイナンスは LP の信用力を担保に貸付を行うものであるため、「サブスクリプ

² 金融庁「キャリード・インタレストの税務上の取扱いに係る公表文の一部改定について」（令和 3 年 4 月 1 日）（令和 4 年 7 月 8 日更新）（<https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210401.html>）。

³ 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業「わが国におけるサブスクリプション・ファイナンスとその枠組み」（金融ニューズレター 2023 年 11 月 17 日号）参照（https://www.nishimura.com/ja/knowledge/newsletters/finance_law_231117）。

ション・ファイナンスの貸付人の承諾が得られなかったことを理由に無限責任組合員がかかる組合員たる地位の譲渡の承諾を拒絶する場合」にも LP の地位の譲渡はできないものとされています（モデル LPA35 条 2 項）。

モデル LPA15 条 3 項は投資先事業者等又はその投資先が金銭の借入れを行う場合における担保提供を定めていますが、これに基づきキャピタルコール権を担保として提供した場合を含めて「サブスクリプション・ファイナンス」と定義されています。

サブスクリプション・ファイナンスをおこなう場合、貸付人に対して一定の情報提供その他が必要とされますが、モデル LPA15 条 4 項では LP による協力義務が定められています。

(2) NAV ファイナンス（モデル LPA15 条 2 項等）

組合財産（キャピタル・コール権を除く。）に担保権を設定してファンドで借入れを行う NAV ファイナンスに関する条項が追加されました（モデル LPA15 条 2 項）。

(3) 共同投資ファンド（モデル LPA19 条 3 項）と最大個別投資額（モデル LPA23 条 6 項）

ポートフォリオ投資の 1 件あたりの金額の上限が「最大個別投資額」として定められました。

また、この最大個別投資額を超える場合について、一定の要件の下で共同投資ファンドの組成を認める規定が追加されました。

(4) 継続ファンド（モデル LPA19 条 10 項）

ファンドの存続期間が終了する際に、保有する有価証券を無理に処分するよりも後継となるファンドに対して譲渡するほうが望ましい場面があるものの、その取引には利益相反の問題があるため、一定の要件を定めつつ、後継となるファンドへの譲渡を認める規定が設けられました。

(5) 脱退した GP への報酬支払、（モデル LPA37 条 5 項、6 項）

GP が脱退して後任の GP が選任された場合について、これまでは脱退した GP の報酬に関する規定はありませんでした。しかし、投資ファンドにおける投資は、投資先の発掘及び投資実行が重要な要素を占めるほか、時間の経過とともに投資先企業等の価値が向上する面があり、脱退した GP に対しても事後的な企業価値向上のリターンを与えることが望ましい場合もあるため、脱退した GP に対する報酬の規定が追加されました。GP の脱退が GP に帰責性のある脱退のみであれば脱退した GP に対する報酬支払の必要性も高くありませんが、GP の責任によらない脱退可能性が高いのであれば、GP に対する報酬支払規定を含めておくことが望ましいと考えられます。

脱退した GP への報酬の支払いにあわせ、脱退した GP と後任 GP との責任分担に関する規定も定められました。

5. その他の主な変更点

(1) GP 関係者の多数決からの排除（モデル LPA4 条 3 項）

実務上、LP による多数決を行う際に、GP 関係者がその多数決から除外される例が多くなっていますが、モデル LPA でもこれを反映する規定が設けられました。但し、法令により LP の多数決が求められる場合に GP 関係者を除外すると法令の要件に反することになるため、モデル LPA19 条 8 項及び 9 項では「特定関係者である有限責任組員[及び特別有限責任組員]についてはかかる同意をしていないものとみなす。」とされています。

(2) Change of Control（モデル LPA10 条 3 項～5 項）

従前より、モデル LPA にはファンド運営に欠かせない者（キーパーソン又は主要担当者）が離脱した時にはファンドの活動を停止させるキーパーソン条項が含まれていましたが、GP の体制によってはキーパーソンの存在よりも親会社の存在のほうがファンド運営にとって重要となる場合もあることから、Change of Control が生じた場合を「支配変更事由」とし、キーパーソン条項と同様にファンドの活動を停止させる条項が追加されました。

(3) 特定関係者と利益相反ルール（モデル LPA19 条 7 項）

GP の関係者が「特定関係者」と定義され、これらの者との取引も利益相反ルールに含まれることとなりました。

また、以下の事項も利益相反ルールでカバーされることとなりました。

- 自己の勘定で投資先事業者等又はその候補に対する投資を行うこと
- 本組合又は投資先事業者等をして特定関係者と取引をさせること

(4) LP への報告（モデル LPA26 条 1 項、2 項）

投有責法 8 条 1 項は年次の財務諸表等の作成を求めています。モデル LPA26 条 1 項及び 2 項において通期 1 回及び四半期 3 回の財務情報の開示を規定しています。四半期の財務情報の開示については、「有限責任組員が合理的に必要とする情報を含む財務情報を記載した書面」とされており、ファンドごとに内容は異なりうるものとされています。

(5) 諮問委員会の権限拡大（モデル LPA20 条）

新たなモデル LPA の作成等のための有識者検討会で出された意見を踏まえて、諮問委員会の権限が追加されました。

(6) LP クローバック（モデル LPA21 条 3 項、4 項）

ファンドによる補償義務（モデル LPA22 条）の履行のために、LP がファンドから受け取った分配を返還

する義務を負うことが規定されました。

(7) 投資委員会の位置づけの明示（モデル LPA23 条 10 項）

投資委員会は GP の内部組織としての位置づける形で投資委員会に関する規定が設けられました。

(8) 保有資産の評価ルール（モデル LPA25 条 4 項）

投有責法施行規則 11 条 4 項で定める資産の評価について、従前は別紙 3 として評価基準が定められていました。VC ファンドに関して、経産省から令和 5 年 12 月に International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines で定める公正価値測定のガイドラインに準拠した方法が示されました。LPA25 条 4 項では他の選択肢も含めた形で規定されました。

6. 無視しえない変更点

(1) 定義の変更

実務で多く使われている語にあわせて定義の見直しがなされました。

旧	新
出資約束期間	投資期間
追加出資請求	キャピタル・コール
有限責任組合法	投有責法
組合、会社又はその他の団体	ファンド

(2) 純資産額の定義

投有責法 10 条 1 項では「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。」としていますが、投有責の貸借対照表において「純資産額」の語は出てきません。そのため、モデル LPA では、「貸借対照表において出資金の部に記載されるべき金額をいう。なお、当該金額が零を下回る場合、当該金額は零として扱う。」として定義しています。

(3) 反社会的勢力等の定義

反社会的勢力等の定義に「日本国の財務省、米国財務省外国資産管理室（Office of Foreign Assets Control）若しくは英国政府により経済制裁の対象者として公表されている者又は国際連合安全保障理事会の決議による制裁措置の対象とされている者」が追加されました。

(4) キャピタル・コール通知（モデル LPA8 条 5 項）

キャピタル・コール通知の際に記載すべき事項が明示され、①キャピタル・コールの目的（出資を受ける金銭の充当先の内訳も含む。）、②当該キャピタル・コール通知を受けた LP が出資すべき金額、③払込日及

び④ブリッジ・ファイナンスである場合はその旨を明示しなければならないものとされました。

(5) ポートフォリオ投資の準備行為（モデル LPA8 条 4 項、23 条 2 項）

投資期間終了後にキャピタル・コールを行い、投資を実行することは、LPA によって制限されるのが一般的です。どのような場合に例外としてキャピタル・コール及び投資実行を認められるかについて従前は「主な準備行為を行っていた場合」としていましたが、明確化のために「ポートフォリオ投資に関する基本合意書等（法的拘束力を有するものに限る。）の締結」とされました。

(6) 10 年間での投資処分の努力義務（モデル LPA23 条 9 項）

銀行法、保険業法等における議決権保有規制については、投資事業有限責任組合を経由する場合には期間制限なく例外が認められていますが（銀行法 2 条 11 項、銀行法施行規則 1 条の 3 第 1 項 3 号等）、独占禁止法における議決権保有規制については 10 年間の期間制限が設けられています（独占禁止法 11 条 1 項 4 号、独占禁止法施行令 17 条）。そのため、モデル LPA23 条 9 項では、「10 年間を超えて当該投資証券等を保有しないよう最大限努力する」との規定が設けられました。

(7) 管理報酬控除額の最終処理（モデル LPA33 条 4 項）

従前より、GP が投資対象事業者等から受領した手数料又は報酬は管理報酬から控除することとされていましたが（モデル LPA33 条 3 項）、控除しきれなかった金額の処理が不明瞭であったため、清算の際にこれをファンドに戻す義務が規定されました。

(8) オンライン対応（モデル LPA18 条 4 項、49 条 2 項）

組員集会が会議電話、ビデオ通話又は同等の意思伝達手段によって開催することができる旨が明示されました。

また、書面の交付についても、電磁的方法により提供することができる旨が明示されました。

7. 英文契約書版とその解説

第 4 分冊として英文契約書版が公表されました。これは外国の投資家が見慣れた体裁となっており、和文版と一対一対応しているものではありません。英文版にのみ規定されている条項もあり、より良い LPA を作成するために英文版を参照することも有効だと考えられます。

第 5 分冊として、英文契約書版の解説が公表されました。これには Initial LPA とその和訳が添付されています。Initial LPA は、英語で LPA を締結した場合には投資事業有限責任組合の設立の登記（投有責法 17 条）に日本語の訳文が必要とされることから、短い LPA を締結し、和訳を添付して登記を先行させ、その後フル・バージョンの LPA を締結することを想定しています。Initial LPA は海外の実務でも多く用いられていますが、適格機関投資家等特例業務に依拠する場合には、Initial LPA 締結の時点から適格機関投資家等特例業務の要件を満たすために適格機関投資家である LP が求められる点には留意が必要となります。

8. さいごに

モデル LPA はあくまでもモデルでしかなく、実際の LPA の内容は当事者間の交渉によって決めるものですが、交渉の出発点としては意味を持つものと考えられます。

締結済みの LPA については、今回の改訂を踏まえて LPA の変更を行うことは必須ではありませんが、何かしらのタイミングで LPA を変更する際に、あわせて修正すべき点がないかを確認することが望ましいと考えられます。また、後継ファンドを組成する際も、基本的には既存ファンドの LPA を踏襲して作成することが当事者間においての負担が少ないため、あえて新しいモデル LPA をベースにして LPA を作成する必要はありませんが、新しいモデル LPA を参照して修正すべき点がないかを検討することが望ましいと考えられます。

以 上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めているいただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com