



2026年3月24日

JICがJICモデルタームシートを公表

株式会社産業革新投資機構（本社：東京都港区、代表取締役社長 CEO：横尾敬介、以下「JIC」）は、この度、VC向けの主要な契約条件をまとめた「JICモデルタームシート」を公表しました。

JICはリスクマネーの好循環の実現に向けた取組を進めています。リスクマネーの好循環のためには、特に成長段階におけるスタートアップへの十分な資金供給が行われること、そのために、資金規模の大きい機関投資家からの資金供給が拡大することが重要です。こうした点は、近年の政府における各種取組でも謳われており、官民ファンドであるJICとして、これまでも機関投資家からの資金受託を行うベンチャーキャピタル（VC）の拡大を目指して投資活動を行ってきました。その一環として、機関投資家が求めることが一般的であると考えられるファンド組合契約上の主要条件を整理し、「JICモデルタームシート」としています。

本モデルタームシートは、2025年3月にJICが公表した「投資に関するガイドライン」に続くものであり、特に国内外の機関投資家をはじめとする純投資を行う投資家からの受託という視点から、同ガイドラインにおいて示した投資に関する基本的な考え方を踏まえつつ、より契約条件に特化して整理したものです。健全なガバナンスの確保およびジェネラル・パートナー（GP）とリミテッド・パートナー（LP）との適切な利害一致の実現の観点からJICとして重視する考え方を明確化することも目的としています。

国内においてVCファンドに対する国内外の機関投資家からの投資は依然として限られており、その結果として、純投資を目的とするLPにとって必ずしも望ましいとは言えない契約条件が組合契約（LPA）に含まれている事例も見受けられます。

JICは、本モデルタームシートの公表が、国内VCファンドにおける機関投資家からの受託拡大につながり、ひいては日本のスタートアップ・エコシステム全体の持続的な発展に資するものと考えています。

なお、今後も実務の実態等に応じて、本モデルタームシートも予告なく修正・改訂されることがあります。内容を確認する際には、JICのウェブサイトが開示されている最新版の本モデルタームシートをご参照ください。

以上

（別添）「JICモデルタームシート」

株式会社産業革新投資機構（JIC）について

JICは2018年9月、産業競争力強化法に基づき発足した投資会社です。JICは、Society5.0に向けた新規事業の創造の推進、ユニコーンベンチャーの創出、地方に眠る将来性ある技術の活用、産業や組織の枠を超えた事業再編の促進、を重点投資分野としています。これらの分野に対し、傘下のファンドや民間ファンドへのLP投資を通じてリスクマネーを供給することで、我が国におけるオープンイノベーションを推進し、我が国産業の競争力強化や投資エコシステムの拡大に貢献することを目指しています。

<報道関係者からのお問い合わせ先>

株式会社 産業革新投資機構 経営企画室 広報

奥村（070-3960-3640）、野々宮（080-1339-5207）、浅田（080-8098-0445）

東京都港区虎ノ門 1-3-1 東京虎ノ門グローバルスクエア

URL : <https://www.j-ic.co.jp/jp/>



株式会社産業革新投資機構

(別添)

JIC モデルタームシート

2026年3月24日

株式会社産業革新投資機構

公表の趣旨・目的

- 産業革新投資機構（JIC）は、リスクマネーの好循環の実現に向けた取組を進めています。
- リスクマネーの好循環のためには、特に成長段階におけるスタートアップへの十分な資金供給が行われること、そしてそのために、資金規模の大きい機関投資家からの資金供給が拡大することが重要です。こうした点は、近年の政府における各種取組でも謳われており、官民ファンドである JIC として、これまでも機関投資家からの資金受託を行うベンチャーキャピタル（VC）の拡大を目指して投資活動を行ってきました。
- この度、その一環として、機関投資家が求めることが一般的であると考えられるファンド組合契約上の主要条件を整理し、「JIC モデルタームシート」を VC 向けの主要な契約条件として公表することとしました。
- 本モデルタームシートは、2025 年 3 月に JIC が公表した「投資に関するガイドライン」に続くものであり、特に国内外の機関投資家をはじめとする純投資を行う投資家からの受託という視点から、同ガイドラインにおいて示した投資に関する基本的な考え方を踏まえつつ、より契約条件に特化して整理したものです。健全なガバナンスの確保およびジェネラル・パートナー（GP）とリミテッド・パートナー（LP）との適切な利害一致の実現の観点から JIC として重視する考え方を明確化することも目的としています。
- 国内において VC ファンドに対する国内外の機関投資家からの投資は依然として限られており、その結果として、純投資を目的とする LP にとって必ずしも望ましいとは言えない契約条件が組合契約（LPA）に含まれている事例も見受けられます。JIC は、本モデルタームシートの公表が、国内 VC ファンドにおける機関投資家からの受託拡大につながり、ひいては日本のスタートアップ・エコシステム全体の持続的な発展に資するものと考えています。

内容に関する補足事項

- 本モデルタームシートは、VC ファンドを前提として策定しています。なお、バイアウトファンド等への投資においても、利益相反管理、LP の権利保護、情報開示といった基本的な考え方は概ね共通していますが、投資戦略等が異なることから、必ずしも同一の条項構成や内容を想定するものではありません。
- 本モデルタームシートは、あくまで主要な契約条件を中心に整理したものであり、記載のない事項について、JIC として要望しないことを意味するものではありません。また、VC 投資を取り巻く環境やマーケットトレンド等を踏まえ、実務においては、本モデルタームシートに記載されている契約条件の修正や新たな契約条件の適用が必要となる場合があり得る点にもご留意ください。
- 今後も実務の実態等に応じて、本モデルタームシートも予告なく修正・改訂されることがあります。内容を確認する際には、JIC のウェブサイトにて開示されている最新版の本モデルタームシートをご参照ください。
- なお、本モデルタームシートにおいては、税務に関する事項については意図的に言及していません。税務上の取扱いは、投資家の属性や個別の事情に大きく依存するため、個別に検討されるべき事項であるとの考えに基づくものです。
- JIC からの出資を希望される GP においては、原則として、本モデルタームシートの考え方に沿った組合契約（LPA）を事前に準備いただくことを期待しています。

JIC モデルタームシート

項目一覧

■ ファンドの経済条件等

1. 分配ウォーターフォール
2. 優先分配
3. 成功報酬
4. 借入
5. 再投資
6. GP クローバック
7. 管理報酬
8. 管理報酬以外のフィー収入
9. 組合費用
10. 現物分配

■ ファンドに関わるその他基礎条件

11. GP による出資
12. 存続期間延長
13. 代替/並行投資ビークル
14. 資金募集
15. 投資期間
16. ファンドサイズ

■ キーパーソン条項・GP 除名

17. キーパーソン条項
18. GP 除名

■ ファンドガバナンス

19. フィデューシャリーデューティ
20. ファンド運営
21. 契約修正
22. 利益相反防止
23. LP 諮問委員会
24. 投資家集会
25. 払込不履行 LP
26. LP 投票

■ ファンド運営に関わる財務報告

27. 四半期報告
28. 年次報告

・ ファンドの経済条件等

	項目	契約条件
1	分配ウォーターフォール	<ul style="list-style-type: none"> ・ deal-by-deal 方式（投資案件ベース）で成功報酬の分配がなされるアメリカン型ではなく、ファンド全体の合算ベースで分配を行うヨーロッパ型（whole of fund 方式）で設計。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 分配のウォーターフォールは、ファンド全体の累積分配ベースでの超過収益に基づいて成功報酬を計算するヨーロッパ型と実現済みの個別案件に紐づく分配ベースでの超過収益に基づいて成功報酬を計算するアメリカン型の2種類に大別される。原則として、累積ベースでの投資金額の回収を成功報酬の分配に優先させることが出来るため、ヨーロッパ型の方が LP にとってより好ましく、アメリカン型の方が GP にとって有利なモデルと考えられている。VC 投資においてはアメリカン型も散見されるが、後述のクローバックを担保するためのエスクロー口座の設定も含めた事務負担等を勘案の上、適用可否の判断を行う必要がある。
	分配ウォーターフォール	<p>（ウォーターフォールがアメリカン型の場合）成功報酬の一部（30%又はそれ以上）をエスクロー口座に留保。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ アメリカン型では個別案件の利益が出るたびに GP が成功報酬を受け取るため、後続案件で損失が出た場合に「過剰に受け取った成功報酬の返還」が必要になる可能性がある。 ・ この返還義務（クローバック）を担保するために、エスクロー口座に成功報酬の一部を留保することで、後続案件で損失が出た場合に備える仕組みを検討すべきである（エスクロー口座を設けることは、資金の透明性と分配の公正性が担保され、LP との信頼関係の強化にも繋がると期待される）。
2	優先分配	<p>GP への成功報酬が発生する前に、まず LP に対して出資履行金額全額（又は出資約束金額全額）まで優先的に分配。加えて、LP に対して一定程度（例えば、8%程度）の優先リターンを設定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 元本回収を企図した LP に対する優先的な分配は、出資履行金額全額まで優先的に分配がなされる仕組みと出資約束金額全額まで優先的に分配がなされる仕組みの両方が存在する。出資約束金額が出資履行金額を下回ることはないことから後者の方が LP への分配がより優先されるが、市場慣行上は前者を前提とするものも少なくない（ILPA モデル契約上も前者を前提にしている）。 ・ 上記に加えて、ファンドによっては優先リターン（LP が元本に加えて一定の利回りを優先的に受け取る権利を持つ仕組み）を設ける事例も確認され

		<p>る。VC 投資において優先リターンが設けられる事例は相対的に少ないが、グロースエクティ等、投資戦略に応じて検討されるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ なお、国内ファンドの契約上、稀に GP の裁量により、キャピタルコールを停止させ、成功報酬の算出基準を出資約束金額から出資履行金額に引き下げ、再計算させる旨の条項が付帯されているものが確認されるが、国際標準から乖離した条件であり、対象条文を設けることは望ましくない。
	優先分配	<p>優先リターンの計算は、ポートフォリオ投資が実行された日ではなく、LP からファンドへの資金払込が行われた日を開始日として分配が行われた日までの期間で計算。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 優先リターンとして所定の水準のIRRが設けられている場合、IRR はキャッシュフローの起算日に応じて変動するが、原則として実際に LP からの資金拠出が行われた日を起算日とする。
3	成功報酬	<p>優先分配を超える部分の分配については LP:80%、GP:20%で分配を行う。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GP が取得する成功報酬は 20%が業界標準となっている。特に国内の VC の GP では 20%を超える水準を提案していることもあるが、その場合、LP としては当該 GP の過去のトラックレコードを勘案の上、「仮に提案通りの水準の成功報酬であっても、それを控除したネットベースの期待リターンが、LP が満足する十分な水準に達すると見込まれるか」を検証する必要がある。 ・ なお、優先分配の後に GP によるキャッチアップ条項が付されている場合には、上記の分配割合は GP キャッチアップ後を企図した記載である。
	成功報酬	<p>成功報酬の計算はグロスではなく、ファンドレベルの費用を控除した後のネットベースで行う。すなわち、ファンドが投資案件から回収した金額ベースではなく、あくまで組合員へ分配した金額に基づいて、成功報酬を計算。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ LP にとっての実際のリターンはファンドレベルの費用控除後となることから、成功報酬の計算もそれを基準とする。
	成功報酬	<p>成功報酬が潜在的に発生している場合は、それが反映された投資家持分を算出し、LP へ提供。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 成功報酬が確定しておらず GP に分配されていない場合であっても、潜在的に成功報酬が発生しているのであれば、LP の投資家持分の経済的価値は実質的には減少しているため、その実態に合わせて投資家持分の算出がなされて報告されるべきである。
4	借入	<ul style="list-style-type: none"> ・ クレジットラインは、主として本組合全体の利益と

		<p>なるように使用（事務的な負荷軽減や単なるつなぎ資金目的として使用されるべきであって、レポーティング上のIRRを向上させることで成功報酬の取り分を増やすことを目的として（=GPの利益となるように）使用されてはならない）。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ また、クレジットラインは、借入が早期の分配を目的として使用されてはならない。 ・ クレジットラインの借入期間と金額については、最大180日以内で、総組合員の出資約束金額の合計額の20%又は出資約束金額の合計額の未使用額のいずれか小さい額を上限にするなど、一定の制限を設定。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドレベルで借入を利用して投資資金を嵩上げすることは過度なリスクテイクに繋がるため、ファンド資金を梃子にした運用は行われるべきではない。
5	再投資	<p>再投資については無制限に行われるのではなく、一定の制限（例：再投資可能期間を設定したうえで、総組合員の出資約束金額の合計額の125%まで）を設定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 再投資はネットのリターン向上に寄与することが期待されるものの、分配されていれば享受できていた筈のリターンを逸するリスクにも晒されることとなるため、一定の制限を設けること。
6	GP クローバック	<p>GPが成功報酬に相当する分配を受領しており、かつLPが本来優先して受領すべき出資履行金額（成功報酬の発生基準が出資約束金額の場合は出資約束金額。また、優先リターンの定めがある場合にはこれを含む。）に相当する分配を受領できていない場合には、クローバックにより組合員に対する返還を行う。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GPが受領している成功報酬の累計額が、GPが本来受領すべき金額を超えることになる場合は、GPにその超過額を返還させることを義務付ける。
	GP クローバック	<p>(アメリカンウォーターフォールの場合) 期末時点でファンドを清算させたと仮定した場合に潜在的に発生するクローバック金額をLPに明確に開示。最低でも年次の監査済決算報告書において、潜在的なクローバック金額の開示を行い、併せてGPとしてクローバック金額を解消させるための方針も示すこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 清算時点でクローバックによるGPによる成功報酬の超過受領分を返還が行われるとしても、それ以前に発生しているGPのクローバック債務の金額やその返還に関する計画についてLPが把握できる状態にあるべきである。
	GP クローバック	<p>クローバック金額は、GPが受領した成功報酬相当額に課された税控除後の金額をベースとして、潜在的なクローバック金額の発生を認識してから速やかに分配を実</p>

		<p>施。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> クローバックが発生してから時間が経過するほど GP による返還が滞るリスクが高まるため、潜在的なクローバックが発生した場合はその後の分配を通じて一定期間内にクローバック債務が解消されるべきである。
	GP クローバック	<p>クローバックの債務は GP メンバー間で連帯保証責任とする。GP メンバー全員の連帯保証責任となっていない場合においては、親会社、あるいは GP メンバーの一部が保証を行う。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> GP メンバーは各々が共にファンドの運用に責任を持つべきであり、そのいずれかがクローバック債務を履行できない場合には他の GP メンバーが連帯して返還する義務を負うべきである。全 GP メンバーの連帯保証が難しい場合であっても、実質的なファンド運営を行う親会社（運用会社）や GP メンバーの一部が保証を行うべきである。
	GP クローバック	<p>クローバックを保証するために発生したコストは、組合費用ではなく、GP 負担。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> クローバックを保証するためにコストがかかる場合は GP 側の都合により発生したものであるため、組合費用が使われるべきではない。
7	管理報酬	<p>原則として、管理報酬の料率は、2.0%以下とする。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 業界のプラクティスとして管理報酬は 2.0%が標準的な料率となっているが、運用資産残高やファンドサイズ等を考慮して適切な料率を設定することが望ましい。但し、2.5%を上限とする。
	管理報酬	<p>諸経費、GP の従業員および関連する顧問または関連会社の給与、投資活動に関連する旅費およびその他の費用は、GP が管理報酬で負担する。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンドの運用のための経費と GP/運用会社の運営費用を明確に分け、後者は管理報酬で負担されるべきである。
	管理報酬	<p>投資期間終了後の管理報酬は、出資約束金額ではなく残存するポートフォリオ投資案件に対する投資金額（投資残高）を計算の基礎とする。</p> <p>なお、減損が発生した場合、「投資残高」は当該減損の金額分減額。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資期間中の管理報酬は、新規投資案件のソーシング・投資検討に対する GP の貢献を鑑み、出資約束金額を計算の基礎とすることが一般的である。 一方で、管理報酬が過大にならないよう、投資期間終了後は出資約束金額ベースではなく実際の運用額に対する報酬が GP に支払われるべきである。

		<ul style="list-style-type: none"> 投資期間終了後の管理報酬の計算基礎を投資期間中と同じく出資約束額にする場合には、計算基準が投資残高ベースに変わった場合と同等のレベルとなるように管理報酬料率を減少させることが前提となる。
	管理報酬	<p>現行ファンドと次号ファンドで、投資期間が重なるケースを排除。重複している場合には GP は両ファンドから出資約束金額を計算の基礎とした管理報酬を満額で受領しないこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資期間終了後と比較して、投資期間中は新規投資活動に係るリソースが多く費やされることによって相対的に高い管理報酬が正当化されるが、現行ファンドの投資期間中に承継ファンドの投資期間が開始されてしまうと現行ファンドに割かれるべきリソースが削減されることになることから、出資約束金額を計算の基礎とする高額の管理報酬が継続されるべきではない。
	管理報酬	<p>投資期間は投資戦略やファンドの存続期間等に応じて適切な長さに設定され、不要に長くしないこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ファンドの存続期間が 10 年間であれば、投資期間は 5 年間で典型的な長さである。
	管理報酬	<p>存続期間の延長期間中の管理報酬についてはゼロとする。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 管理報酬を期待して GP が不要にファンド期間の延長を行うインセンティブとならないように、また、存続期間内に適切にポートフォリオ企業のエグジットを実行するように、ファンドの存続期間の延長期間中は管理報酬をゼロすることが望ましい。
8	管理報酬以外のフィー収入	<p>GP はポートフォリオ企業からフィー（モニタリング費用、取引費用、役員報酬、その他関連費用）を得ないこと。仮に GP にフィーが支払われた場合には、その同額を管理報酬から減額すること。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ポートフォリオ企業への支援や付帯業務は GP の本来業務として行うものであり、フィーの支払いによるポートフォリオ企業価値減少にもつながり得ることから、GP がポートフォリオ企業からフィーを得ることは LP との利害一致の観点から問題がある。従い、原則として GP はポートフォリオ企業からフィーを得るべきではない。また、仮に GP がそのようなフィーを得た場合には、その同額が管理報酬と相殺されるべきである。
	管理報酬以外のフィー収入	<p>アドバイザーファームやインハウスのコンサルティング機能など GP の関係者に対してファンドあるいはポートフォリオ企業からフィーが支払われている場合には、LP 諮問委員会にてレビューおよび承認を受けること。</p> <p>【解説】</p>

		<ul style="list-style-type: none"> GP の関係者がファンドあるいはポートフォリオ企業から受け取るフィーがある場合は、その水準も含めて合理性を確認するため、LP 諮問委員会に開示され、承認を受けることが望ましい。
9	組合費用	<p>ファンド組成にかかる設立費用は合理的な範囲、かつファンドサイズに対する一定の割合（%）など上限金額を規定して、実費ベースで組合費用から支出されること。その上限を超過して発生した費用については管理報酬から支出（超過費用は GP 負担）。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 上限を設けることで、LP が負担するファンドの設立費用が過度に高額にならないようにすることが望ましい。 設立費用は GP に対する報酬ではないので外部への支払いが発生した実費ベースが原則。
	組合費用	<p>GP が組合費用として含めることができる費用項目は LPA で明確に規定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 組合費用として扱って構わない項目の例としては、LP 諮問委員会および年次投資家集会の開催費用、第三者への事務委託費用（但し、LP が合意したものに限り）、旅費（但し、特定の投資候補案件においてタームシートが通過した時点など、取引費用と考えるべき、ある時点以降に発生したものに限り）、キャピタルコールファシリティ等の支払利息および手数料、監査費用、法務費用、補償費用、保険料、訴訟費用、規制対応費用（特定の投資案件に紐づくもの）など。 なお、交際費に該当するものは GP 負担とするのが原則。
	組合費用	<ul style="list-style-type: none"> 通常 GP が提供するサービスを第三者へ委託したことにより発生した費用は、組合費用から支出しないこと（管理報酬から支出）。 加えて、LP 諮問委員会が管理報酬控除の適用と組合費用を毎年レビュー。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 通常 GP が提供するサービスを第三者へ委託したことにより発生した費用の例としては、コンサルタント費用、ESG 関連費用、プレースメントエージェントフィー、オペレーティングパートナーへの費用、予期せず発生した費用等。
10	現物分配	<p>現物分配を実施する場合であっても、現物分配の対象は流動性のある市場性有価証券に限定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 基本的に分配は金銭で行われることが想定されるが、有価証券等による現物分配を行う場合であっても、流動性のない有価証券が現物分配されることは処分が困難になり得るため避けるべきである。

・ ファンドに関わるその他基礎条件

	項目	契約条件
11	GPによる出資	GPは、ファンドに対して相応の出資（最低でも1%のコミットメント）を行う。 【解説】 ・ 業界の一般的なプラクティスとして、GPにはセームポート出資を求め、LPとの利害を一致させるべきである。
	GPによる出資	GPはGP出資持分もしくは当該持分から得られる実質的な経済的利益の持分を譲渡や移転することを制限されること。 【解説】 ・ GPはLPとともにリスクを負ってファンド運用を行うべきであることから、GP出資持分またはそれに紐づく経済的利益を第三者に譲渡してリスクを移転することは好ましくない。
12	存続期間延長	ファンドの存続期間延長は、1年単位でのみ許可され、最大2回の延長に制限。 【解説】 ・ 不必要に存続期間が長期に延長されることは望ましくないため、ファンドの存続期間は1年ごとに延長を検討・判断されるべきである。
	存続期間延長	ファンドの存続期間延長は、1年目の延長はLP諮問委員会による承認、2年目の延長はLP持分ベースの3分の2以上（少なくともLP持分ベースで過半数）の承認とする。 【解説】 ・ 2年目の延長同様に1年目の延長からLP同意を求めることも望ましいが、1年目の延長はLPACの同意だけで可能とすることも業界内では見られるプラクティスである。2年目の延長はLPのスーパーマジョリティの同意を前提とすることが望ましいが、ファンドの状況に合わせて個別に検討。
13	代替/並行投資ビークル	メインファンドとは別ビークルとしてGPまたは関連会社によって運用される代替/並行投資ビークルが存在する場合、代替/並行投資ビークルはメインファンドと実質的に同一条件とすること。 【解説】 ・ 代替/並行投資ビークルは法務・税務・規制の観点でメインファンドを補完するために組成されるものであり、LPはメインファンドと実質的に同一条件となることが担保されるべきである他、GPに追加的な経済的利益を与えるものであってはならない。
	代替/並行投資ビークル	代替/並行投資ビークルによる投資は、基本的にメインファンドと同時に同一の条件で行うこと。 【解説】 ・ 代替/並行投資ビークルは実質的にメインファンドと一体で運営されるものであり、投資実行の金額はファンドそれぞれの総額に比例して各ファンドから行われることが望ましい。

		<ul style="list-style-type: none"> また、投資に関連する費用および手数料収入は、コミットされた資本に比例して、メインファンドと代替/並行投資ビークルの間で配分されるべき。
	代替/並行投資ビークル	<p>メインファンドと代替/並行投資ビークルは、基本的にポートフォリオ企業を同時にかつ同一条件で売却すること。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 代替/並行投資ビークルは実質的にメインファンドと一体で運営されるものであり、ポートフォリオ企業の売却に関しても同時かつ同一条件で行われるべきである。
14	資金募集	<ul style="list-style-type: none"> 資金募集期間は、初回クローズ後の合理的な期間、例えば 12 ヶ月以内とする。 募集期間の延長は LP 同意で実施。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> GP が資金募集に注力する期間が長期化せず、投資業務に早期に注力することが望ましい。
	資金募集	<p>初回クローズ後に追加のクローズが発生した場合には、原則として後続 LP から払い込まれた資金を元に先行 LP への払戻し及び出資約束金額の未使用額の調整を行う。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 追加クローズで追加の LP が加入し、先行 LP との間で資産の再配分（リアロケーション）が行われる場合には、ファンドに不要な資金が滞留しないように、先行 LP への資金の払戻し及びそれに伴う未使用の出資約束金額の戻し入れを行うことが望ましい。
	資金募集	<p>初回クローズ後にコミットメントを行った LP には追加出資手数料が課せられること。また、支払われた追加出資手数料は先行してコミットメントを行った LP に対してコミットメント金額に応じてプロラタで分配。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 遅れて加入する LP は、先行してファンドに加入した LP によって履行されたキャピタルコールによって実質的にファイナンス支援を受けていたこととなるため、LP 間の公平性の観点から追加出資手数料を負担すべきである。
15	投資期間	<p>投資期間の定義は、新規投資を行うことができる期間と同義であることが定義されており、管理報酬の徴収方法などの他の条項とも整合性をとること。また、投資期間終了後の新規投資については、法的拘束力のある案件にのみ制限。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 上記の通り管理報酬は新規投資期間前後に応じ計算の基礎を変更すべき。 投資期間終了後であっても、終了前に法的拘束力のあるコミットメントを行っている案件については新規投資を許容するもの。但し、その場合でも、投資期間終了後の一定期間（例えば 120 日以内）に実行

		<p>が見込まれ、GPが投資期間終了10日前に当該新規案件があることをLP宛てに通知したものに限るなどの制限をつけることが望ましい。なお、投資期間後もポートフォリオ企業への追加投資は認められるべきである。</p>
	投資期間	<p>例えば、以下のような投資期間の早期終了条件を明記。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・次号ファンドの投資期間の開始 ・主要担当者事由の発生時から一定期間内（例えば3ヶ月以内）に後任選出等による抵触事由の治癒ができなかった場合 ・コミットメント枠の100%消化（将来の追加投資や費用等のリザーブ分を含む） ・GPにおける帰責事由の発生 ・一定持分のLPが同意した場合、等 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・次号ファンドとの投資期間の重複を避ける設計とすべき他、重大事象の発生時に新規投資が停止される建付けとなっていることが望ましい。
	投資期間	<ul style="list-style-type: none"> ・主要担当者事由の発生、または帰責事由（例えば、詐欺、受託者義務の重大な違反、重大な契約違反、悪意、重大な過失、違法行為など）の発生時は、法的に実施する義務のある案件を除き新規投資を自動的に停止。 ・加えて、定められた割合のスーパーマジョリティの持分を持つLPより、新規投資の再開への同意を得られない限り、自動停止から180日が経過すると、投資期間が終了することを規定。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・主要担当者事由の発生やGPによる過失による重大事象が発生した場合には、新規投資が速やかに一時停止されるべき。 ・但し、投資期間の停止、終了に関わらず、資金ショートによるポートフォリオ企業の価値毀損を避ける意味でも、追加投資は認められるべきである。
16	ファンドサイズ	<p>ファンド組成の際には、投資戦略や案件パイプライン等を鑑み、ファンド規模に適切な上限を設定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資戦略や案件パイプラインの十分性に加え、GPのチーム状況、キャパシティに沿ったファンド規模の上限額を設定することが望ましい。

・ キーパーソン条項・GP 除名

	項目	契約条件
17	キーパーソン条項	<p>主要担当者として含める対象は、一定程度の範囲に留めておくこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 主要担当者はファンドの運用において中核的な役割（個人として GP 出資を行う、投資委員会の意思決定権を持つ）を果たしている人物に限定し、不必要に主要担当者が広範になることは避けるのが望ましい。
	キーパーソン条項	<ul style="list-style-type: none"> ・ LP は、主要担当者事由が発生した場合は直ちに通知を受けること。 ・ また、主要担当者だけでなく、ファンドのパフォーマンスに影響を与える可能性のある人事異動についても直ちに通知。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 特に新興マネージャーは小さい組織で運用を行っていることが多いため、主要担当者事由が発生した場合だけでなく、ファンド運用に一定の影響がある人事異動（退職等も含む）が発生した場合には、速やかに LP が通知を受けることが望ましい。
	キーパーソン条項	<p>主要担当者条項の変更は、LP 持分の過半数（又はそれ以上）によって承認。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 主要担当者条項の重要性に鑑み、LP 同士の公平性の観点から、LP 諮問委員会ではなく LP 全体の持分ベースの過半数（又はそれ以上）での承認が適切である。
	キーパーソン条項	<p>主要担当者は、実質的にすべてのビジネス時間を当該ファンド、同一戦略の前号ファンドや次号ファンド、並行投資ファンドに費やすこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 主要担当者は同一戦略のファンドの運用に関係しないビジネスや活動に関与することは控え、運用するファンドのリターン最大化することのみ注力すべきである。 ・ 特に新興マネージャー等、組織の規模が小さい場合はファンドの運用に関係しない兼業は避け、投資実績の創出に注力し、仮に兼業等が検討される場合は LP との慎重な対話が求められる。
	キーパーソン条項	<p>LPA で特定されているファンドの主要担当者は、投資期間が終了するか、もしくは投資先へのコミットや投資金額を留保するなど実質的に資金の充当先が確定している状態となるまで、同一社内で実質的に同等の投資目的と方針を有する異なるファンドに対して GP としての役割を担ってはならない。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 主要担当者は、投資期間中は当該ファンドの運用にフルコミットすべきであり、承継ファンドも含めて

		実質的に同戦略となる別のファンドの GP を務めることは認められるべきではない。
	キーパーソン条項	<p>主要担当者が（複数名の場合は合算で）GP または運用会社を経済的持分又は議決権において支配しなくなる（合算で50%以下など）、また、主要担当者のキャリア受領権が一定割合未満（例えば75%など）になること等を、主要担当者事由又は投資期間の早期終了事由とすること。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> これらはいわゆるチェンジオブコントロール条項である。ファンド運営の中核を担う主要担当者陣が適切に GP/運用会社をコントロールし、インセンティブを受けることが健全なファンド運営において望ましい。
18	GP 除名	<p>GP に帰責事由が発生した場合、投資期間の終了、GP の解任又はファンドの清算開始を LP 持分ベースで過半数を以って決議。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 帰責事由がある場合は過半数で決議できることが望ましい。
	GP 除名	<p>責めに帰すべき事由がなくとも、GP の解任又はファンドの清算開始をするために、LP 持分ベースでスーパーマジョリティ（例えば2/3）を以って決議。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 帰責事由がある場合と比較して決議のハードルが多少上がることは許容するとしても、LP の意思により GP の解任またはファンドの清算開始が実行できる必要がある。 本項は仮に GP に帰責事由が生じた場合においても法的に帰責事由を立証することに時間を要する状況下などにおいて、即時性のある対応を可能とするものである。 なお、決議に必要な割合は特定 LP が拒否権を持たない水準が望ましく、全会一致による決議は避けるべきである。
	GP 除名	<p>帰責性の有無を問わず、既存の GP を解任する場合、解任される GP に紐づく成功報酬については意味のある削減を行う。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 後任の GP への十分なインセンティブ確保のため、従前の GP 解任時は一定の成功報酬（例えば、帰責事由がある場合は50%、帰責事由がない場合は25%）が削減されることが望ましい。
	GP 除名	<p>（海外籍の場合）</p> <p>既存の GP が解任され、新たな GP を選任するためには、LP 持分ベースでスーパーマジョリティ（例えば2/3）を以って決議。なお、特定の LP が拒否権を持たない水準が望ましく、全会一致による決議は避けること。</p> <p>【解説】</p>

		<ul style="list-style-type: none">・ 国内の投資事業有限責任組合においては、準拠法に基づき、新たな GP の選任には全 LP の同意が必要と解釈されるため、本項目は海外籍のファンドに対して規定を求めるものである。
--	--	---

・ ファンドガバナンス

19	フィデューシャリーデューティ	<p>GP は、LP 諮問委員会からの事前の承認なしに、ファンド、その他の投資ビークル、GP、GP 関係者などの間で利益相反を生じさせる、または生じる可能性のある行動をとらないこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GP がファンドとの間で利益相反となり得る事項を実行する場合には LP 諮問委員会で承認を得ることを求めるべきである。
20	ファンド運営	<p>ポートフォリオ分散等の観点から、投資内容については一定の制限を規定。</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 1 社への投資集中の制限（例えば、VC の場合は総組合員の出資約束金額の合計額の 10% 上限が目安） ② 業界集中の制限 ③ 対象地域外の投資の制限（例えば、国内への投資を主戦略とする場合、海外投資は総組合員の出資約束金額の合計額の 20% 以下が目安） ④ 上場株・資産への投資制限（非公開化案件・投資後上場したものは対象外） ⑤ ファンドへの投資制限（原則、別途管理報酬や成功報酬が発生するファンドへの投資は禁止。運用戦略上の必要性が高く募集時から LP が認めている場合でも 5% 上限が目安） ⑥ デジタルアセット（暗号資産等）への投資制限 ⑦ レバレッジの使用制限 ⑧ デリバティブの使用制限（ヘッジ目的の取引は許容可能） ⑨ 1 年あたりのキャピタルコール金額・割合（GP の戦略に鑑み、規定したほうが望ましい場合） ⑩ その他：動産、不動産、原油/天然ガス資源、森林資源、など実物資産に対する投資制限 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ どのような投資制限を設定するかについては、ファンドの投資戦略によっても変わり得るが、LP の期待するリターンや許容可能なリスクを鑑みて設定を行うことが望ましい。
	ファンド運営	<p>GP は、投資期間中にすべての適切な投資機会を当該ファンドに向けることを約束すること。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GP は投資期間中のファンドへの投資組入れを優先すべきであり、原則としてソーシングした全ての投資案件は当該ファンドでの検討が最優先される必要がある（ファーストロック権の確保）。 ・ マルチプロダクトを有する運用会社の場合、GP は、当該ファンドと他の投資手段との間で機会を公平に配分するように合理的に設計された投資配分方針（アロケーションポリシー）を積極的に LP に開示することが望ましい。
	ファンド運営	<p>キャピタルコールは、資金用途に応じた額のみ請求するもの</p>

		とし、ファンドでの資金滞留を最低限に抑える運営とする。 【解説】 ・ 国内のファンドにおいては LPA にて事前にキャピタルコールの回数や金額が定められているケースも存在するが、この場合余剰資金がファンド内で滞留されるため、資金効率の悪化に繋がる。IRR などのファンドのパフォーマンス改善の観点からも、必要最低限の金額で都度キャピタルコールを行い、運用効率を改善させることが望ましい。
21	契約修正	LPA の修正には、LP 持分ベースでスーパーマジョリティ（例えば 2/3）の承認とする。修正が LP 諮問委員会による承認で認められる場合であっても、すべての LP に開示。 【解説】 ・ 経済条件も含めて重要なファンド運営の条件や LP 全体の権利を保護する観点から、契約変更の承認は過半数よりも高めの同意水準を設定することが望ましい。
22	利益相反防止	GP が自身の裁量によりポートフォリオ企業に自己勘定を用いて共同投資しないこと。 【解説】 ・ LP に対するフェアネス、利益相反の観点から、GP がポートフォリオ企業に対してチェリーピックして共同投資することは原則禁止されるべき。GP 自身の投資アロケーションが発行体からファンドに分配されていた投資アロケーションを減少させ、ファンドのリターン獲得機会を損なう他、GP が特定の案件に対する利害関係を負う事に繋がる。
	利益相反防止	GP 及び GP 関係者は、当該ファンドの投資戦略に合致する投資機会については、LP 諮問委員会の事前承認を無くして自己の勘定を用いて売買取引を行ってはならない。 【解説】 ・ 投資戦略に合致する場合、新規投資に限らず、追加投資も含めて当該ファンドは優先して投資機会を得るべきであり、GP や GP 関係者がその投資機会を奪うことは利益相反となることから、かかる取引は原則禁止とされるべき。仮に限定的に許容される場合であっても、LP 諮問委員会の承認を前提とする必要がある。
	利益相反防止	GP は、ファンド総額のうち十分な割合（例えば 70%）が消化される日まで、当該ファンドと実質的に同様の投資戦略を有し、その投資機会を引き継ぐことを主な目的とする別の投資ビークルを組成してはならない。 【解説】 ・ いわゆる承継ファンドの設立は現行ファンドの出資約束金額が十分に消化された後に行われるべきである。設立制限の閾値は追加投資のためのリザーブをどの程度見込むかなどの投資戦略も考慮に入れて設定する必要がある。 ・ なお、消化されたと判定される金額には、投資実行及び投資コミット済みの金額（但し、単なる投資留保金額は除く）、並びにファンド費用として支払い済み、もしくは

		はコミット済みの金額を含めることは差支えない。
	利益相反防止	GP が、掛け持ちしている役職として受け取っている報酬がある場合には、LPに開示。 【解説】 ・ GP の兼務状況とも照らし合わせて適切な報酬額とするために開示すべきである。 ・ ILPA レポーティングテンプレートでは Affiliated Positions というセクションを設けている。
	利益相反防止	原則として、GP が運用するファンドの間で資産の移転を行うことは禁止。仮にファンド間の資産移転を行う場合には、準拠法で求められる手続きを順守することを前提に、LP 諮問委員会の承認を必要とする。 【解説】 ・ GP は、利益相反防止の観点から原則としてファンド間の資産の移転を回避するべきであり、GP が当該ファンドの資産を後継ファンドに譲渡しようとする場合は、LP に当該資産に関する市場競争的かつ透明性あるバリュエーションプロセスを示す必要がある。また、それに紐づく成功報酬についても現物により GP に付与されるべき。
	利益相反防止	GP は、原則として既存ファンドのポートフォリオ企業に対するクロスファンド投資（同時に行う並行投資も含む）を行わないこと。仮に実施する場合は、LP 諮問委員会で承認。 【解説】 ・ クロスファンド投資は、様々観点（例えば、バリュエーションの妥当性、救済ファイナンスの有無、エグジットの条件・タイミング、など）から利益相反となり得るため、原則として禁止すべきもの。仮に限定的に実行する場合であっても、LP 諮問委員会の承認を前提とすることが必要である。
23	LP 諮問委員会	LP 諮問委員会の任務・権限を明確に LPA 上で規定。一般に、GP によって提示された利益相反を評価する事項、LPA 内の特定の規定の変更・承認・解釈を必要とする事項などを含めること。 【解説】 ・ LP 諮問委員会は単にファンドに関わる運用報告を受けられる機関と考えられるべきではない。 ・ 想定される主な LP 諮問委員会で取り扱われる事項は以下のとおり。 投資証券等の価値査定における意見具申 クロスファンド投資、GP がファンド以外で行う自己勘定投資、ファンドとの GP 関係者との取引などの利益相反事項の承認 GP からファンドおよび監査人に報告された評価方法およびその変更のレビュー 主要担当者のビジネス上でファンドに割り当てられている時間と貢献度合いに関する事項、主要担当者条項の変更、またはファンド運営に重要な役割を果たしている役職員の離職に関連する事項

		<p>ファンドの存続期間延長 投資戦略、投資地域、アロケーション関連、または集中制限など投資制約・投資ガイドラインへの抵触有無 LPのデフォルト ファンドサイズの縮小または上限引き上げ 管理報酬とファンド費用に関する議論</p>
	LP 諮問委員会	<ul style="list-style-type: none"> GP は LP 諮問委員会メンバーであってはならない。 また、GP 持分を直接又は間接的に保有する者（例：ファンドの運用会社の少数株主）が LP 諮問委員会の議決権を有するメンバーである場合には、GP はそのメンバーが GP 持分を直接又は間接的に保有していることを LP 諮問委員会に開示。 <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 利害関係者に当たる人物が LP 諮問委員会で意思決定に関わることがないように、本項目を規定すべきである（GP が LP 諮問委員会の議事進行を行うことは許容される）。
	LP 諮問委員会	<p>LP 諮問委員会の開催頻度を最低年 1 回とすること。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> 利益相反事項の承認がない場合であっても、定例の報告を実施（通常は年次投資家集会と同じタイミングで実施）することが望ましいことに加えて、GP と諮問委員、あるいは諮問委員同士のコミュニケーションの機会を設けるためにも少なくとも年 1 回は LP 諮問委員会を実施すべきである。
24	投資家集会	<p>年次投資家集会の開催は、最低年 1 回という頻度の規定は設けるものの、開催期限を設けないこと。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> GP からの定例報告に加えて、GP と LP、あるいは LP 間のコミュニケーションの機会を設けるためにも年 1 回の投資家集会は必須である。 但し、ファンドの決算期末などを基準とした開催期日を設定すると、①決算期が異なるファンドを含めた共通の投資家集会の開催の制約になること、②投資家集会が特定の月に集中して GP と LP のコミュニケーションの機会の提供を阻害する虞があることから、開催期日は規定しないことが望ましい。
25	払込不履行 LP	<p>払込不履行 LP の投資持分に関しては、一定のペナルティを課して GP による強制売却を可能とすることや当該投資持分の没収及び他の非払込不履行 LP への割当てを可能とすることを規定。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ILPA モデル契約では、払込不履行 LP の投資持分を当該 LP の累計払込額と時価のいずれか低い金額の一定割合（例えば 50%）で GP が強制的に売却できることや当該払込不履行 LP の投資持分の最大 100%を対価なしで没収し、払込不履行のない LP に割り当てることを可能とすることが規定されている。
26	LP 投票	<p>LPA に規定される投票・意思決定を行う場合、（適用法令に</p>

		<p>より許されない場合を除き) GP 及びその関係者が保有する LP 出資持分に係る出資口数については除外。</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none">・ GP 及びその関係者と LP の間での利害が相反する可能性を踏まえ、(適用法令により許されない場合を除き) GP 及びその関係者は LPA に基づく投票・意思決定において票を持つべきではないと考えられる。
--	--	---

・ ファンド運営に関わる財務報告

27	四半期報告	<p>ファンドは、四半期ごとに（四半期末から 45 日以内に）LP に次の情報を提供。</p> <p>年初来の結果を含む未監査の四半期損益計算書 未監査の貸借対照表 各 LP の資本計算書（未実現案件を同時点の評価額を以って仮想的にイグジットした場合に発生するであろう成功報酬を控除した後の LP 持分金額） 投資および費用の重要な変化に関する情報 未使用コミットメントの残高を含む全てのキャピタルコールおよび分配通知の要約 前四半期対比での評価額変更に関する説明（評価方法の変更も含む）</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GP としてファンドの状況を四半期毎に LP に報告すべきである。
28	年次報告	<p>ファンドは、会計年度ごとに（年度末から 90 日以内）LP に以下の情報を提供。</p> <p>ファンドの活動を説明するマネジメントレター 監査済み財務諸表（監査人からの明確な意見書を含む） IRR を計算するための方法論を明確に示した、ファンドマネージャーによって作成された IRR 計算 GP が受領済の成功報酬の詳細および履歴</p> <p>【解説】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ GP としてファンドの監査済みの財務諸表等の資料を毎年 LP に報告すべきである。