

# 不動産ファンドにおける LPS(投資事業有限責任組合)の法的実務 —ブラインドプール型やオープンエンド型の増加を背景に—



内津 冬樹

森・濱田松本法律事務所  
弁護士



前山 侑介

森・濱田松本法律事務所  
弁護士

## 1. はじめに

近時、不動産ファンドにおいて投資事業有限責任組合法（以下「LPS法」という。）に基づく投資事業有限責任組合（以下「LPS」という。）を利用する事例が増加している。これまでLPSは、主にプライベートエクイティ投資におけるファンドビークルとして広く用いられていたが、不動産ファンドでの利用は限定的であった。一方、国外においては、リミテッド・パートナーシップ型のファンドエンティティを用いた不動産ファンドは一般的であり、国外のこれらのファンドを参考に、日本でもLPSを利用した不動産ファンドが組成され始めている状況といえる。LPSは、比較的設計の自由度の高いビークルであり、現状、不動産ファンドにおけるLPSの利用方法は様々であるが、特に注目されるのが、ブラインドプール型不動産私募ファンド（本稿では「ブラインドプール型」という。）とオープンエンド型不動産私募ファンド（本稿では「オープンエンド型」という。）である。

本稿では、まず、不動産証券化のプレーヤーにとって馴染みの薄いLPSについて、その制度概要を解説する。その上で、実務におけるLPSの利用形態について一定の類型化を試みつつ、特に注目度の高いブラインドプール型とオープンエンド型の実務を簡単に紹介していく。

## 2. 投資事業有限責任組合（LPS）とは

### (1) LPSの概要

LPSの根拠法である投資事業有限責任組合契約に関する法律（以下「LPS法」という。）は、民法667条以下に定める民法上の組合（任意組合）の特別法として位置づけられる。任意組合の場合、組合員全員が、組合の債務について、出資金額を超えて責任を負う（無限責任）のに対し、LPSの場合、組合員の中に、業務執行を行う無限責任組合員（General Partner。以下「GP」という。）と業務執行を行わない有限責任組合員（Limited Partner。以下「LP」という。）が存在し、GPのみ

が無限責任を負う一方、LPは組合に対する出資の価額の範囲内でのみ責任を負うこととされている（LPS法9条2項）。

## (2) LPS契約の特徴（匿名組合契約との相違）

不動産ファンドでよく利用される匿名組合（以下「TK」という。）とLPSは、類似する条項も多いものの、その基本的な構造をはじめとして、複数の相違点が存在する。以下では、TKとの違いも参照しつつ、LPSの構造や主要条項について概説する<sup>注1</sup>。

### (ア) 契約の形態

TKとLPSは、その法形式がまず大きく異なる。TKは、ファンド運営者である営業者と、投資家である匿名組合員との間の一対一の契約である。したがって、投資家が複数存在する場合であっても、営業者は各匿名組合員との間で、個別にTK契約を締結する。これに対し、LPSはGPと1名又は複数名のLPとの間で締結される1つの契約であり、LPが複数名存在する場合も、LPS契約は1つの契約のみが存在する。また、TKが営業者と投資家の間の単なる「契約」形態であるのに対し、LPSは、組合員間の「契約」という性格に加えて、それ自体が1つの「エンティティ（事業体）」として取り扱われる点に大きな違いがある。エンティティとしての性質上、LPSは登記が義務付けられる（LPS法17条以下）。

### (イ) 機関投資家／適格機関投資家としてのステータス

TKと異なりLPSはエンティティと位置付けられ、業規制法や税法上も、エンティティとしてのLPSには特別なステータスが付与されている。具体的には、LPSはそれ自体が税務上の機関投資家に該当し（租税特別措置法67条の15第1項1号ロ(2)、同法施行規則22条の19第1項、22条の18の4第1項第1号、定義府令10条1項18号）、かつ金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の適格機関投資家に該当する（金商法2条3項1号、定義府令10条1項18号）。

### (ウ) 保有資産の制限

LPS法上、LPSが保有することができる資産には一定の制限が置かれている。すなわち、LPS法3条に基づき、LPSが行うことのできる事業目的は限定されているため、この事業目的に当てはまらないような資産をLPSが保有することはできない。特に不動産ファンドとの関係では、現物不動産の取得・賃貸等の事業は上記の事業目的に含まれていないため、LPSが現物不動産を運用目的で保有することはLPS法上認められていない<sup>注2</sup>。他方、TKの場合、根拠法令上、事業の内容に制限は存在せず、TK契約において事業目的を決定することができる<sup>注3</sup>。

#### 注1

LPSは組合員間の契約である以上、組合契約にかかる条項は、LPS法の範囲内において、組合員の合意により自由に定められることができる。そのため、各LPSによって条項の規定ぶりにバリエーションがあり得るが、以下ではLPSを投資ビークルとして用いる場合に通常規定される主要な条項について列挙する。

#### 注2

但し、例外的に、LPSが保有する約束手形等に係る担保権の目的である不動産の売買・賃借等を行う事業については、LPSの付随事業として許容されている（LPS法施行令3条1項3号）。

#### 注3

もっとも、投資対象資産の内容に応じて、金商法上の規制や不動産特定共同事業法による規制の対象となる。

### （エ） 存続期間、投資期間

存続期間（ファンド期間）とは、LPSの活動期間を指す。LPSの存続期間は、LPS契約の必要的記載事項であり（LPS法3条3項7号）、LPSの登記事項である（LPS法17条1号）。存続期間の満了により、LPSは解散し（LPS法13条3号）、LPSは清算手続に移行する。

また、存続期間と区別されるものとして、LPS契約上、投資期間（出資約束期間）が定められることが多い。投資期間とは、LPSが新規に投資先への投資を行うことができる期間、あるいはそのような投資のためにキャピタル・コール（下記（オ）参照）を実施することができる期間を指し、例えば存続期間が10年のLPSについては、3～5年程度の投資期間が設定されることが多い。投資期間の経過後は、LPSは原則として既存の投資先へのフォローオン投資（追加投資）のみが許容されるとされることが通常である。また投資期間の満了は、GPに対する利益相反行為の制限の観点から定められた、GPによる後継ファンドの運用開始の制限を解除する基準時点として規定されることもある。

### （オ） キャピタル・コール方式

LPS契約においては、LPによる出資履行の方法として、キャピタル・コール方式が採用されることが一般的である。LPS契約の締結時又はその直後においてLPがその出資金額全額をLPSに拠出する方式（一括払込方式）とは異なり、キャピタル・コール方式においては、LPS契約の締結時に組合員は一定の金額を出資約束金額として合意した上で、その後のファンド運営に際しての具体的な資金需要（例えば物件の取得等）に応じてGPから発出される出

資履行請求（キャピタル・コール）を受けて、出資約束金額の範囲内でLPSに対して出資を行う。資金需要の都度、必要な分だけを投資家からLPSに拠出してもらうことによって、効率的な資金運用が可能となり、IRR（Internal Rate of Return、内部収益率）の向上を図ることが可能となる。

従来、物件特定型の不動産ファンドとして用いられることが多かったTKにおいては、物件がその時点ですでに特定されており必要な金額がその時点であらかじめ判明している関係上、キャピタル・コール方式を採用する必要性は必ずしも高くはなかったが、組成時点において具体的な投資対象が（少なくとも全部は）決定されていないことが多いプライベートエクイティファンドにおいては、上記のようなキャピタル・コール方式が採用されることが一般的であった。この点につき、不動産ファンドにおいても、あらかじめ取得物件が決定されていないブラインドプール型（下記4.参照）のファンドにおいては、（上記プライベートエクイティファンドにおけるのと同様の理由により）特にキャピタル・コール方式を採用する合理性があるといえる。

### （カ） ファンドによる借入れ

ファンドによる借入れについて、GK-TKスキームにおいては、契約関係に過ぎないTK自体は借入人としては観念できず、業者であるGKが借入人となる。これに対し、LPSスキームにおいては、ファンドであるLPS自身が借入人となる点に違いがある。現状、LPSによる借入れは実務上必ずしも多くはないが、利用例として、キャピタル・コールを発出して実際に資金が払い込まれるまで

の間のつなぎ融資（ブリッジ・ローン）として用いる例や、組合員による出資と合わせて一定割合のローンを活用し、レバレッジをかけた投資を行う例等が挙げられる。

#### （キ）GP / LPの権利義務

上記のとおり、LPSにおける組合員には、無限責任組合員（GP）と有限責任組合員（LP）の二種類が存在する。GPは（典型的にはファンド運営者等の）LPSの業務執行を行う者が想定されているのに対し、LPについてはそのような業務執行を行うことはLPS法上許容されておらず（LPS法9条）、GPの業務執行に対する一定の監督権や、一定の重要な業務執行に対する承諾権が認められるに留まる。

#### （ク）組合員集会／諮問委員会

LPS契約において、組合員集会や諮問委員会といった、LPの利益保護に関連した機関が設置されることも多い<sup>注4</sup>。

組合員集会は、LPSの組合員を構成員として、年1回等の定期に開催される集会であり、GPによるLPSの業務運営状況の報告や、LPSの財務状況の報告が組合員に対して行われることが想定されている。株式会社における株主総会とは性質が全く異なり、組合員集会においては何らかの意思決定が行われることは想定されておらず、あくまでLPに対するレポートや、GPとLPとの間の意見交換等の機会の提供のために開催される機関であるという点に特徴がある。

諮問委員会（アドバイザー・コミッティー

等といった名称が用いられることもある。）は、LPのうちの一定の者又はその代表者（役員・従業員等）ら複数名で構成される、LPの利益代表として設置される機関である。平時におけるGPのファンド運営に関する意見諮問のための機関としての役割を果たすほか、LPS契約上、GPによる一定の利益相反のおそれのある行為について、諮問委員会による事前承諾を条件とするといったかたちで用いられることが多い。例えば、LPの一定数以上の承諾を要する、といった要件を設定することに代えて、諮問委員会の承諾を要件とすることにより、LPの権利保護を図りつつ、LPSによる機動的なファンド運営を実現することが可能となる。

#### （ケ）情報開示・報告義務

LPS法上、投資家に対する一定の情報提供が義務付けられている。LPSのGPは、毎事業年度経過後3か月以内に、監査済みのLPSの財務諸表等を作成するとともに、5年間備置義務を負う（LPS法8条1項・2項）。そしてLP（及びLPの債権者）は、営業時間内にいつでも、財務諸表等の閲覧・謄写を請求することができる（同条3項）。

加えて、LPS契約においては通常、LPSの毎事業年度の財務諸表等作成義務、及びこれに加えて半期又は四半期のタイミングでの半期財務諸表等又は四半期財務諸表等の作成義務が定められるとともに、これらを各組合員に送付する義務が課されていることが一般的である。また、実務上は、GPと個別のLPと

注4

もっともこれらの機関は、LPS法上必ず設置しなければならないものではなく、実際に設置されていないLPSも相応に存在する。

の間で締結されるサイドレターにおいて、当該組合員に対する個別の情報提供義務が規定されることもある。

(コ) 組合財産の分配

LPS契約上の分配規定においては、海外の投資ファンドにおける実務に倣い、プリファードリターンやキャッチアップ、クローバック等の特有の定めが置かれることが多い。

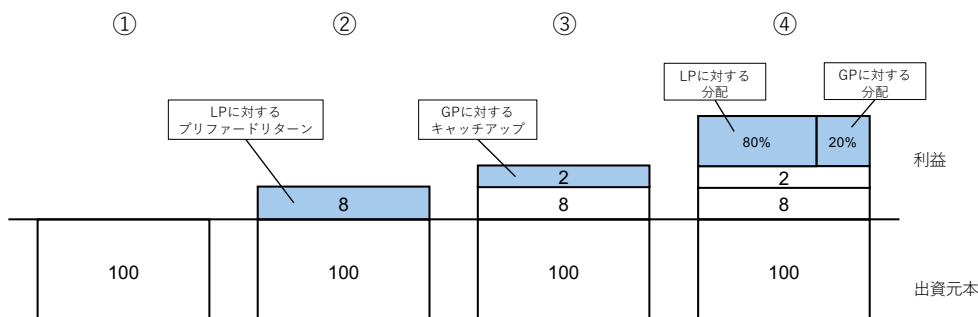
プリファードリターン（優先分配）とは、LPSの運用によって発生した収益について、LPへの出資元本の返還分に加えて、一定の割合（この割合をハードルレートという。）を優先的にLPに対して分配する仕組みをいう。例えば、出資元本が100でハードルレートが8%に設定されている場合、①LPSの収益はまずLPの出資元本分100に充当され、その後②ハードルレートに基づき算出されるプリファードリターン8に満つるまで充当される。これらの合計108に満つるまで、GPは成功報酬／成功分配を受領することはできない。

また、プリファードリターンが充当された場合、③今度は当該プリファードリターンをベースとして算定された成功報酬／成功分配がGPに対して優先的に支払われる。この仕組みはキャッチアップと呼ばれる。上記の例でいえば、(下記④の成功報酬／成功分配割合で

ある20%を踏まえて)③のキャッチアップの金額が、②のプリファードリターンと③のキャッチアップの合計額の20%となるように、108が支払われたのちにGPに対して優先的に2((8+2)×20%)が支払われる。

プリファードリターンが満額支払われた後は、④所定の割合（例えばLP：GP＝80%：20%）の割合でGP・LP間での組合財産の分配が実施されることとなる。

また、ファンドが一定の運用成績を収めた結果としてGPに成功報酬／成功分配が支払われた後、ファンドの運用成績が悪化し、結果としてファンド期間全体でみると既に支払済みの成功報酬／成功分配が事後的に払い過ぎの状態となったような場合、GPに対して払いすぎた成功報酬／成功分配の返還を求めることができる旨の規定が置かれることがあり、これをGPクローバック条項という。同様に、ファンドからLPに対して分配がなされた後、例えばファンドによる補償義務等が発生した結果としてファンドが債務超過に陥り、LPに対する分配が事後的に過大となった場合、LPに対して既に支払った分配の一部の返還を求めることができる旨の規定が置かれることもある。これをLPクローバック条項(又はLPギブバック条項)という。



### (サ) 成功報酬／成功分配

#### (キャリドインタレスト)

上記(コ)で説明した、GPに対して支払われる成功報酬／成功分配は、具体的には、ファンドからの報酬の支払いとして実施される場合(成功報酬)と、組合財産の分配(成功分配、又はキャリドインタレストと呼ばれる。)として実施される場合の、2つの法的構成が考えられる。近年は、ファンドマネージャーが受領した際の税務面のメリット等を考慮し、成功報酬ではなく成功分配(キャリドインタレスト)としてLPS契約上規定される場合も多い。

### (シ) 組合員の追加加入

営業者と匿名組合員の一对一の契約であるTKと異なり、すべての投資家とファンド運営者が1つの契約を締結するLPS契約においては、当該LPS契約の締結後の組合員の追加加入の定めが置かれることが多い。

典型的には、LPS契約上、契約締結時から一定期間(例えば1年間)のクロージング期間が設定され、当該クロージング期間中においては、GPがその裁量で追加のLPをLPSに加入させることができる、といった規定が定められる。この場合、LPの追加加入にあたり、改めて既存の各LPがLPS契約に署名・捺印を行う必要はなく、GPと当該追加加入を行うLPとの間で加入契約を締結することにより、当該新LPのLPS契約への加入の効果が発生すると建て付けることが通常である。加入後は、当該追加加入したLPの情報を反映した組合員名簿を、GPが既存LPに対して送付することとなる。

追加加入したLPは、LPS加入後、初回ク

ロージング日に加入していたとすれば当該加入時点までに払い込んでいたであろう金額を直ちにLPSに出資することが求められることもある(すなわち、他の既存LPによる従前の出資割合に追いつくための処理が行われる。)。加えて追加加入LPは、これまで既存LPが負ってきた投資リスクへの見合いとして、一定の追加出資手数料をLPSに支払う義務を負う場合もある(この追加出資手数料は追加加入LPの出資を構成しない。)

なお、新規のLPの追加加入ではなく、既存のLPによる出資約束金額の増加の局面においても、上記の各手続・処理と同様の手続・処理が行われる。

### (ス) 持分譲渡・脱退

LPによるLPS持分の譲渡については、GPによる同意を得た場合にのみ可能とされることが一般的である。また、GPによるLPSの運用が金商法上の適格機関投資家等特例業務(金商法63条)に基づき行われている場合等には規制上の理由により、LPS持分を持つことができる投資家の範囲に制限を加える譲渡制限規定(例えば①適格機関投資家等以外の者に譲渡することができない、②特定投資家に限る、等)が置かれていることが通常である。

LPの脱退については、プライベートエクイティファンドが通常、クローズドエンド型のLPSとして組成される関係上、やむを得ない理由がある場合に限り脱退を認める旨の規定が置かれるとともに、一部脱退(=LPS持分の一部払戻し)については認められないことが一般的である。もっとも、LP持分の払戻請求をLPに対して認めるオープンエンド型のLPSについては、一部脱退(=LPS持分の一部払戻し)

の条件等について詳細な規定が置かれることになる（下記4.参照）。

### 3. 不動産ファンドにおけるLPSの利用類型① (LPS一部組込型)

実務上、不動産ファンドにおけるLPSの利用形態は、大きく分類すれば、①LPSをファンドの一部として組み込む類型（本稿では「LPS一部組込型」という。）と、②LPSをファンド本体として用いる類型（本稿では「メインファンド型」という。）の二つに分類できる。LPS一部組込型においては、投資家層の拡大やストラクチャーの単純化・効率化等を企図して、既存の不動産ファンドの仕組みの中に、LPSエンティティを組み込む（あるいは付け加える）ようなかたちで組成される。このタイプのLPS契約は、ファンド本体に付随・連動した条件とされ、比較的シンプルな契約となることも多い。他方、メインファンド型においては、LPS自身がファンドビークルとしての実質を有し、LPS契約の内容も、より実質的で複雑な内容になり得る。

本3.では、LPS一部組込型について、以下の二つの利用例を紹介する。

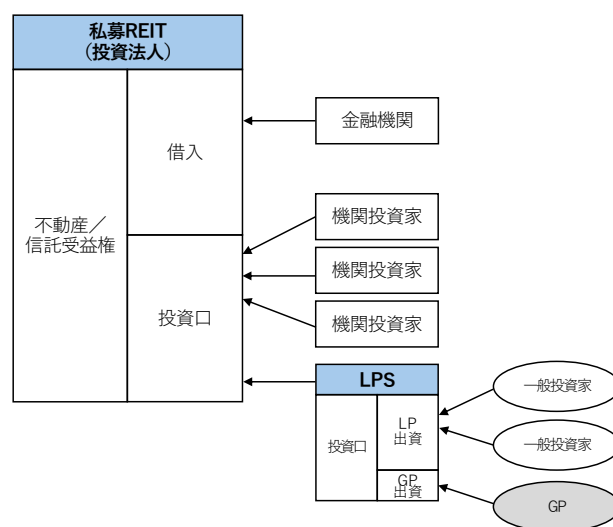
#### (1) 私募REITにおける機関投資家としてのLPSの利用

上記2.(2)(イ)のとおり、LPSはそれ自身が税務上の機関投資家としてのステータスを有する。この特徴に着目して、LPSを私募REITにおける投資家参加用のビークルとして用いる例が実務上みられる。

私募REITは通常、投資法人における導管性要件を充足するため、当該私募REITの投資口

を取得することができる投資家を税務上の機関投資家（かつ金商法上の適格機関投資家）に限定している。そのため、機関投資家に該当しない投資家（以下「一般投資家」という。）は、私募REITに対する投資機会を得られないこととなる。この点、LPSはそれ自身が機関投資家としてのステータスを有することから、私募REITの投資口をLPSが保有し、当該LPSに一般投資家が加入することによって、一般投資家はLPSを通して間接的に私募REITへの投資を行うことが可能となる。

【ストラクチャー図】



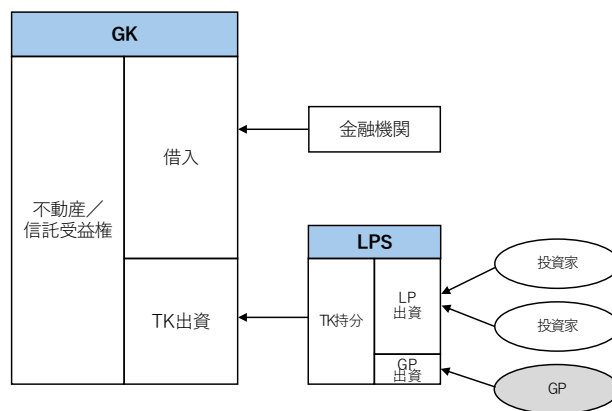
このような私募REITへの間接的な投資を目的としたLPSは、組成前のマーケティング段階であらかじめ投資先となる（一又は複数の）私募REIT銘柄を特定した、いわゆるターゲットファンドとして組成されることが多い。一つの銘柄の投資口のみ投資を行った上で、LPSに参加する一般投資家による出資とLPSが保有する個別の投資口を（「出資対応投資口」等の定義を用いたうえで）紐づけて対応させる例もあれば、通常のLPSにおける保有形態と同様に、複数の銘柄

柄により構成されたポートフォリオを割合的に投資家が保有するかたちでLPSが組成される例もある。また、ターゲットファンドとして組成される場合、LPSのGPが受領する報酬（管理報酬及び成功報酬／成功分配）は低廉に設定されるか、あるいは単なる投資家参加用のピークルとして割り切り、特段報酬等が設定されない場合もある。更に、このタイプのLPSの存続期間は、10年等の一定期間が設定されることもあるが、（私募REITが半永久的に運営を継続することが想定されていることとの平仄で）50年かつGP裁量で延長可能といったように、半永久的な期間が設定されることも多い。LPSレベルで借入れが行われ、レバレッジをかけて私募REITへの投資が企図されることもある。

**(2) 投資家集約エンティティとしてのLPSの利用**

例えば、従来の物件特定型GK-TKスキームにおいて、TK投資家としてLPSを利用する事例もある。複数の投資家との間で複数のTK契約を締結する代わりに、一つのLPS契約を投資家間で締結することになり、LPSが投資家を集約するエンティティとして機能することになる。

【ストラクチャー図】



この類型は、いわゆる二層ファンドの親ファンドにおいてLPSを利用する類型であり、特に、子ファンドとなるGK-TKにおいて適格機関投資家等特例業務を利用するケースでは、親ファンドとしてGK-TKを利用する場合と比較して一定のメリットが認められる。すなわち、(投資対象となる不動産信託受益権を直接的に保有する)子ファンド(GK-TK)が、その運用について適格機関投資家等特例業務(金商法63条)を利用する場合、親ファンドとしてGK-TKを用いようとする、①親GKは適格機関投資家でなければならない、かつ、②親ファンドのTK投資家は全員が適格機関投資家でなければならない、という制約(金商法63条1項2号及び1号ロ参照)が存在し、通常、親GKは単なるSPCであることから、上記①の要件を満たすことが難しい<sup>注5</sup>。この点、親ファンドとしてLPSを用いる場合には、①LPS自身が適格機関投資家に該当し、また、②LP投資家に適格機関投資家ではない投資

注5

但し、一定の要件(子GKに対するTK投資家が親GKのみであること等)を充足する場合には、いわゆる二層GK-TKファンド特例(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16条1項11号)を利用することも可能である。

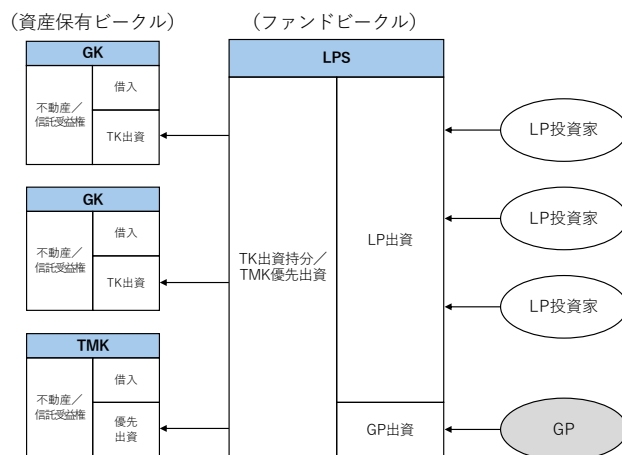
家(非適格機関投資家)が含まれていたとしても、子ファンドにおける投資家と親ファンドにおける投資家の合算で非適格機関投資家の人数が49名以下であれば問題ない(金商業等府令235条2号口参照)。そのため、LPSを利用することで、子ファンドにおける適格機関投資家等特例業務の要件を充足し、かつ、より広い投資家層を対象としたファンド組成が可能となる。但し、この場合の留意点として、子ファンドのTK持分を有することになる適格機関投資家がLPSのみであって、かつ、当該LPSの運用財産の総額から借入金の額を控除した金額が5億円以上であると見込まれない場合には、適格機関投資家等特例業務の除外要件に該当し(金商業等府令234条の2第2項1号)、例外的に子ファンドにおいて適格機関投資家等特例業務の要件を満たさなくなることに注意が必要である。

(1) ブラインドプール型不動産私募ファンド

ブラインドプール型不動産私募ファンドとは、ファンド組成時においてはファンドへの組入予定物件は必ずしも特定されておらず(シード物件が特定されている場合もある)、ファンドの投資期間を通じて、所定の投資ガイドラインに定める基準に合致する不動産をファンドが随時追加取得することが想定された、いわゆるブラインドプール型のファンドであり、かつ、ファンド期間中に投資家による出資の償還を認めないクローズドエンド型の不動産ファンドをいう。

ブラインドプール型の基本的なスキームは以下のとおりである。投資家は、メインファンドであるLPSに対してLP出資を行い、LPSは、資産保有ビークルであるGK-TKやTMKを通じて不動産(信託受益権)に対する投資を行う。

【ストラクチャー図】



4. LPSの利用類型② (LPSメインファンド型)

上記3.のLPS一部組入型と異なり、LPSメインファンド型においては、LPS自体がファンドストラクチャー全体の中で中心的な役割・機能を果たし、出資、ファンド財産の運用、分配方法、運営者への報酬といった、ファンドの骨組みを形作る各種条件がLPS契約の中に(単なる形式的なものではなく実質的なタム交渉等を反映したうえで)規定されることになる。

LPSメインファンド型の事例として、ブラインドプール型とオープンエンド型の2つが挙げられる。

ブラインドプール型の特徴は、投資ガイドラインの範囲内でファンドマネージャーに広い裁量権が与えられ、キャピタル・コールによる資金調達により、機動的な物件取得を可能とする点にある。そのため、特に、IRR重視のバリュアード投資やオポチュニスティック投資といっ

たノンコア型の投資戦略を採用するファンドと親和性が高い。ブラインドプール型のLPSにおいては、以下のような基本条件が設定されることが多く、その多くはプライベートエクイティファンドにおけるLPS契約の典型的な条項とも共通する。

**(2) オープンエンド型不動産私募ファンド**

オープンエンド型不動産私募ファンドとは、LP持分の払戻請求が認められるオープンエンド型のファンドであり、かつ、特定のファンド期限を設定しないゴーイングコンサーン型の不動産ファンドをいう。ここ数年、実務において組成・運用実績が積み重ねられている類型のファンドである。機関投資家をターゲットとし、オープンエンドかつゴーイングコンサーンである点で、私募REITに似た性格のファンドであるが、投資信託及び投資法人に関する法律による各種

【ブラインドプール型の基本条件】

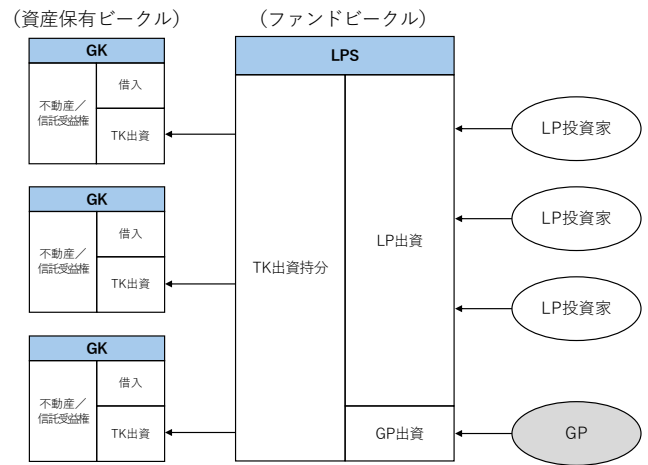
| 基本条件          | 内 容  |
|---------------|--|
| LPSの保有資産      | <ul style="list-style-type: none"> <li>資産保有ビークルであるGK-TKやTMKのTK持分や優先出資持分が主に想定される。</li> </ul>  |
| 存続期間、投資期間     | <ul style="list-style-type: none"> <li>通常、5～10年程度の存続期間が設定される。GPの裁量により、一定の限度において存続期間の延長を許容する場合もある。</li> <li>物件取得後、一定期間の保有を経たうえで売却し、キャピタルゲインを獲得するファンドコンセプトを前提に、通常、投資期間が設定される。GPの裁量により、一定の投資期間の延長を許容する場合もある。</li> </ul>       |
| キャピタル・コール     | <ul style="list-style-type: none"> <li>キャピタル・コール方式を採用し、物件の取得その他ファンドに資金需要が発生した都度、各LPがコミットメント金額の範囲内で一定割合の金額の出資履行を行う仕組みとする。</li> </ul>  |
| 投資ガイドライン      | <ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象となるマーケット、アセットタイプ、1件あたりの投資額の上限、運用方針、借入方針、売却方針、配当方針等、ファンドの基本的な投資方針が定められる。</li> <li>ファンドマネージャーは、自らがGPとなり、又はGPとの間で投資一任契約を締結することにより、投資ガイドラインの範囲内で、その裁量により、物件取得、運用、売却等を行う。</li> </ul> |
| レバレッジ         | <ul style="list-style-type: none"> <li>物件保有ビークルにおけるノンリコースローンの調達の基本となる。</li> <li>投資ガイドラインにおいて、物件保有ビークル単位又はファンド全体でのLTVの上限が規定されることも多い。</li> </ul>   |
| 分配            | <ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドマネージャーの成功報酬／成功分配（キャリドインタレスト）の発生タイミング等も勘案した詳細な規定が想定される。具体的には、上記2.(1)(ロ)で述べたような、プリファードリターン、キャッチアップ、クローバック等のコンセプトを利用した分配方法が規定されることが多い。</li> </ul>                                  |
| ファンドマネージャーの報酬 | <ul style="list-style-type: none"> <li>物件保有ビークルレベルにおけるアセット・マネジメント報酬に加えて、LPSレベルにおいてファンドマネージャーの成功報酬／成功分配（キャリドインタレスト）が設定される場合もある。</li> </ul>  |
| 組員集会、諮問委員会    | <ul style="list-style-type: none"> <li>LPS契約において、LPの利益保護規定としての組員集会／諮問委員会が置かれることも多い。特に諮問委員会は、GPによる各種の重要な意思決定や、ファンドの運営に際して生じうる利益相反行為の承認機関として、重要な役割を果たし得る。</li> </ul>   |
| 組員の追加加入       | <ul style="list-style-type: none"> <li>所定のクロージング期間中において追加クロージングが認められる場合もある。</li> </ul>   |
| 持分譲渡・脱退       | <ul style="list-style-type: none"> <li>通常のLPS契約と同様、一定の持分の譲渡制限が置かれる。</li> <li>クローズドエンド型であることの帰結として、組員の脱退は原則として認められず、やむを得ない理由がある場合に限り脱退が認められる。</li> </ul>  |

ーブラインドプール型やオープンエンド型の増加を背景にー

規制の適用を受ける私募REITと比較して、相対的に組成が容易であり、LPS契約による柔軟な設計が可能である点に優位性がある。

オープンエンド型の基本的なスキームは右図のとおりである。投資家は、メインファンドであるLPSに対してLP出資を行い、LPSは、物件保有ビークルとなるGK-TKを通じて不動産（信託受益権）に対する投資を行う<sup>注6</sup>。

【ストラクチャー図】



オープンエンド型のLPSで特徴的な条件は、以下のとおりである。

【オープンエンド型の基本条件】

| 基本条件          | 内 容  |
|---------------|--|
| LPSの保有資産      | <ul style="list-style-type: none"> <li>資産保有ビークルであるGK-TKのTK持分。</li> <li>LPS契約の内容とTK契約の内容（例えば、出資持分の単位や持分払戻しの条件等）は、基本的に連動するように定められる。</li> </ul>                         |
| 存続期間          | <ul style="list-style-type: none"> <li>LPS法上有期限が前提であることから、LPS契約上は一定の期限を設定しつつ、投資家から異議のない限り自動延長される仕組みとすることで、実務上、ゴーイングコンサーンが実現されている。</li> </ul>                         |
| キャピタル・コール     | <ul style="list-style-type: none"> <li>キャピタル・コール方式を採用し、ファンドに資金需要が発生した都度、各LPがコミットメント金額の範囲内で一定割合の金額の出資履行を行う仕組みとすることが可能。</li> <li>各LPごとに異なる出資約束期間を設定することも可能。</li> </ul> |
| レバレッジ         | <ul style="list-style-type: none"> <li>物件保有ビークルにおけるノンリコースローンの調達の基本となる。</li> </ul>  |
| 分配            | <ul style="list-style-type: none"> <li>各期の余剰キャッシュをLP出資者に対して保有口数に応じて分配する（利益超過分配あり）。</li> <li>プリファードリターン、キャッチアップ、クローバック等が採用されることは通常想定されない。</li> </ul>                  |
| 払戻し           | <ul style="list-style-type: none"> <li>各決算期ごとに払戻請求期間が設定され、基準価格をベースとした払戻請求が認められる。</li> <li>払戻しの原資は、①物件売却、②追加エクイティ、③借入金、④余剰資金（減価償却、敷金・保証金等）が想定される。</li> </ul>          |
| アセット・マネージャー   | <ul style="list-style-type: none"> <li>典型的には、LPS（GP）及び物件保有ビークルたるGKとの間で投資一任契約又は投資助言業務をそれぞれ締結し、ファンドマネジメント及びアセットマネジメントを実施。</li> </ul>                                   |
| アドバイザー・コミッティー | <ul style="list-style-type: none"> <li>GPによる各種の重要な意思決定に関する諮問や、ファンドの運営に際して生じうる利益相反行為の承認のための機関として、大口LP投資家の代表者等により構成されるアドバイザー・コミッティー（諮問委員会）を設置することが多い。</li> </ul>       |

注6

払戻請求に対応するスキームとする必要があるため、柔軟な払戻請求に対応することができないTMKは物件保有ビークルとして想定されない。

## 5. おわりに

パートナーシップ型のファンドエンティティを用いた不動産ファンドの組成は海外においては極めて一般的である一方、日本のLPSを利用した不動産ファンドの実務は未だ黎明期にあり、ブラインドプール型やオープンエンド型の登場

により、ようやく実例が現れ始めたところである。もっとも、LPSの柔軟性や税務上のメリットも踏まえると、LPSを用いた不動産ファンドは今後増加していくことが予想される。本稿が、不動産ファンド実務におけるLPS利用の一助になれば幸いである。

### うちつ ふゆき

2011年一橋大学法学部卒業、2018年から2019年まで三井不動産投資顧問株式会社に出向、2020年コーネル大学ロースクール修了(LL.M.)。不動産ファイナンス及び不動産取引(取得・開発・期中管理・売却)を中心に、不動産を切り口として多種多様な案件を幅広く取り扱う。国内における大規模再開発案件や、海外投資家による国内不動産への投資をスキーム検討段階からサポートする機会も多く、強みとしている。

### まえやま ゆうすけ

2014年九州大学法学部卒業、2019年から2020年までSMBC日興証券株式会社不動産・インフラストラクチャー・グループに出向、2023年ニューヨーク大学ロースクール修了(LLM in Corporation Law)。主な取扱分野は、投資ファンド関連業務(PE/VCファンド、不動産ファンドその他の国内外の各種組合理型ファンド)、金融商品取引業規制その他の金融規制、その他金融取引。