

## 第8回「PEファンドの契約について」

これまでの連載にて、PEファンドの運営者は、投資家に対する忠実義務や善管注意義務を負うことを強調してきました。これらの義務は、契約書のあるなしにかかわらず、投資家のお金を預かる者として当然守るべきものです。

ただし、PEファンドは、実際には投資家との間で締結される組合契約書の調印によって成立するものがありますので、今回は、その契約書でどのようなことが定められているのかということをご概観しておきたいと思えます。なお、本稿では、日本のPEファンドの場合に限定して述べさせて戴きます。

### 1 組合契約の類型

PEファンドを成立させるために投資家と運営者の間で締結される組合契約には、以下のように、様々な種類があります。ほとんどの場合、投資家の立場からは、責任が投資額の範囲内に限定され(有限責任性)、かつ二重課税が回避される(パススルーもしくはペイスルーとなっている)ことが強く求められます。それぞれに特徴がありますが、単純な任意組合の場合、投資家の有限責任性が担保されないという問題があり、過去にはこの任意組合と匿名組合を組み合わせた、やや複雑なスキームが使われることがありました。近年は、投資事業有限責任組合の使い勝手が向上したため、多くの場合に使われるようになってきています。

投資ファンドの法的側面

	投資事業有限責任組合	任意組合	匿名組合	有限責任事業組合
名称	「投資事業有限責任組合」という文言必要	なし	営業者の名称	「有限責任事業組合」という文言必要
構成	1名以上の無限責任組合員と1名以上の有限責任組合員	2名以上(組合債務については全組合員が無限分割責任を負う)	1名の営業者と1名以上の匿名組合員	2名以上(有限責任組合員のみ)
事業目的の制限	法所定の事業に限定(投有法第3条1項記載の事項*)	なし	営業	営利事業であれば原則可
業務執行	無限責任組合員のみが業務執行	原則、過半数により業務執行。ただし業務執行組合員の設置可能	営業者が業務執行	全員同意事項の存在全組合員に業務執行の権利・義務
出資	財産出資のみ	労務出資可	財産出資のみ	財産出資のみ
税務上の扱い	パススルー課税	パススルー課税	ペイスルー課税	パススルー課税
登記	必要(ただし、組合の成立要件ではない)	不要	不要	必要(ただし、組合の成立要件ではない)

\* 投資事業有限責任組合が行うことができる事業の範囲：  
 投資等資金の供給に関する事業、コンサルティング事業、他の投資組合向け出資、前述の事業に付随する事業、外国法人への投資、余裕金運用  
 (出典「日本版LLPの法務と税務」清文社を基に当社パートナー作成)

## 2 組合契約において定められる事項

---

先述の組合契約の類型の中で、近年標準的なものとなっている投資事業有限責任組合契約を想定して、契約内容の主なものを俯瞰(ふかん)してみます。なお、組合契約の内容には、目的等に応じて様々なバリエーションがあり、ここでご説明するものが常に当てはまるとは限りません。また、分かりやすさを優先するため、正確性は若干犠牲にしても、極力噛み砕いてご説明してみたいと思います。

### (1) 組合の種類

「投資事業有限責任組合契約に関する法律(平成10年法律第90号、その後の改正を含む)」の規定に基づく投資事業有限責任組合であることを明記します。

### (2) 名称

「〇〇投資事業有限責任組合」など、ここでファンドの名前が決められます。例えば、ニューホライズンキャピタル株式会社が運営するファンドは、「ニューホライズン1号投資事業有限責任組合」となっています。

### (3) 組合員

基本的には、ファンドの運営者は「無限責任組合員」、ファンドの運営者以外の投資家は「有限責任組合員」と定義されるのが通例です。例えば、「ニューホライズン1号投資事業有限責任組合」の無限責任組合員は、ニューホライズンキャピタル株式会社です。

### (4) 組合の事業内容

PEファンドが投資活動をする上で必要となる株式や債権の取得などの事業内容を列挙します。

### (5) 効力発生日と存続期間

組合の効力の発生日と存続期間を明記します。一般的には、存続期間は、8—10年程度と定められることが多いようです。

### (6) 登記

無限責任組合員が組合契約の登記を行なうと定められることが多いと思います。

### (7) 出資

組合員の出資の方法等について定義されます。はじめからファンド総額を払い込む方式もありますが、一般的には、将来の出資をコミット(これを「出資約束金上限額」等と定義します)した上で、実際に投資先に投資を実行する際や、管理報酬の支払いが起きる際に無限責任組合員からの通知に基づいて払い込みを行なう。これを「オン・コール方式」等と呼びます)ことが多いようです。また、この払い込みを求めることが出来る期間を「投資期間」と呼びますが、一般的には、投資期間は3—5年程度と定められることが多いようです。

### (8) 無限責任組合員の権限

PEファンドの投資事業を運営する上で必要な基本的な行為全般について、無限責任組合が権限を持つことを定めます。

### (9) 無限責任組合員の注意義務

無限責任組合員が善管注意義務を負っていることを明記します。

### (10) 有限責任組合員の権限

PEファンドの投資事業の運営は、基本的に無限責任組合員が権限を持ち、有限責任組合員は運営に

についての権限は持ちません。しかし、有限責任組合員がファンドの財務内容などを独自で監査したい場合には、自らの費用でそれを実施することが出来るなど、投資家としての基本的な権限は持つことになります。

(11) キーマンクローズ

無限責任組合員に所属する特定の個人を、主たる運用担当者(「キーマン」と呼ばれます)と定め、キーマンが運営に従事していることをファンド存続の条件とするものです。すなわち、PEファンドの投資家は、ファンド運営会社の運営体制もさることながら、キーマン個人の力量にも依拠して資金を預けているとすることができるでしょうし、キーマン個人は運営の結果に責任を持つ立場にいなければなりません。

(12) 利益相反

無限責任組合員は、原則として、有限責任組合員のために、そのファンドの運営に傾注すべきです。したがって、無限責任組合員や、そのキーマンが、全く同じ目的の別のファンドを運営することなどについては一定の制限や条件が設けられるのが普通です。

(13) 投資の意思決定

無限責任組合員が投資の実行、投資の回収など一定の事項を決定する際のルールを明示するものです。多くの場合、投資委員会を設置し、一定の意思決定基準に基づいて投資委員会が決定するように定められているようです。

(14) 会計・レポーティング

ファンドの事業年度や、組合員へのファンドの財務諸表等の開示内容を定めるものです。なお、投資した有価証券(特に市場性のない有価証券)を、ファンドの決算時にどのように時価評価するのかについては、非常に重要な事項ですので、契約書に記載されることが多いと思います。投資家にとっては、この規定に基づく情報入手がファンドの運営状況をモニタリングするための重要な第一歩となります。

(15) 管理報酬

無限責任組合員がファンド運営の費用を賄うために有限責任組合員から一定のフィーを受け取るものです。一般的には、コミット額に対して2%前後のことが多いと思いますが、ファンドの規模や性格によっては、大きく異なる場合があります。

(16) 損益の帰属

ファンドの投資回収に伴って生じる損益の帰属割合を定めるものです。

利益が出た場合には、その一定割合が成功報酬として無限責任組合員に配分されることが多いと思います。一般的には、成功報酬のレベルは、15—25%程度と定められることが多いようです。

(17) 組合財産の分配

ファンドの投資が回収(株式の売却だけではなく、配当や金利なども含まれます)された場合の分配方法や分配の順番を定めるものです。

投資家保護のために、前項の成功報酬の支払いは各組合員がその時点までの出資金の一定割合(または全額)を回収するまでは留保するとか、有限責任組合員には、無限責任組合員に先立って、まず一定の利益率(ハードルレート)に達するまで分配されるなど、様々なバリエーションが付加されて規定されることがあります。

## (18) その他

細部には立ち入りませんが、組合員の加入や除名についての規定、費用の分担、ファンドの解散及び清算、準拠法などが明示されます。

このように、PEファンドの運営者は、一般的な意味合いにおける忠実義務や善管注意義務はもちろんのこと、組合契約において細部に至るまで定められる運営方法を厳格に遵守しなければなりません。PEファンドは、投資の実行やバリューアップ、投資の回収など華やかな面だけが目立ちがちですが、実際には、これら組合契約や、その他法令へのコンプライアンスに細心の注意を払う必要があり、投資部門を支えるバックオフィスの質・量両面での充実が非常に重要だと言えるでしょう。