



本稿は、世界的な景気後退に伴う市場の混乱後の最近のヘッジファンド業界のトレンドにつき、ケイマン諸島の法的観点から検討したものです。今回の混乱に伴いヘッジファンド業界は縮小し、ファンドやファンドマネージャーの数は減少しました。しかし、この混乱を生き残ったのは最も優秀、有能且つ最も成功したマネージャーたちであり、投資家たちがより支配権を握り、透明性や流動性が重要なトレンドとなるといった新たなモデルを受け継いでいます。

直近過去 9 ヶ月間の新規ファンドから、ケイマン諸島のヘッジファンド業界におけるいくつかのトレンドが明らかとなりました。ケイマンのファンド業界が(ヘッジファンド業界全般と同様に) 打撃を受けたことは確かですが、ケイマンからルクセンブルグやダブリン等へのファンドの流出は見られません。ケイマン諸島金融庁(「CIMA」)の最新の統計によると、登録ミューチュアル・ファンドの数は 9,600 前後で、ケイマン諸島の市場シェアは依然として圧倒的です。また、これにはケイマン諸島で設立された数千のプライベート・エクイティ・ファンドは含まれていません。つまり、オフショアセンターに対する批判にもかかわらず、特に米国のファンドマネージャーたちにとって、ケイマンは依然として魅力的な管轄なのです。その理由は主に、ケイマンでの簡単なファンド設立手続き(最小限の規制)、豊富な知識や経験を有する各種サービス・プロバイダー、非課税という点にあります。

ケイマン諸島のサービス・プロバイダーに関する最近のトレンドは、以下のような興味深いものです。

1. 投資家たちはこれまで以上に流動性や透明性を重視している。
2. 投資家たちはより支配権を持つようになり、ファンドの条件につきより強い決定権を有するようになった。
3. 投資家のデュー・ディリジェンスの水準や質が高まっている。

This article considers recent trends in the hedge fund industry, as seen from the Cayman Islands legal perspective, following the upheaval of the recent global economic downturn. In the shakedown we have been left with a contracted industry – less funds and less managers – but it is the best, the most efficient and the most successful managers who have survived, and inherited a new model where investors have more control and transparency and liquidity are the key trends.

Fund launches over the past nine months have revealed a number of trends in the hedge fund industry applicable to this jurisdiction. While the Cayman funds industry has certainly taken a knock (as has the industry generally), we are not seeing the threatened drift away from Cayman to destinations like Luxembourg and Dublin. The latest numbers from the Cayman Islands Monetary Authority (“CIMA”) show registered mutual fund numbers hovering around 9600, reflecting the islands’ continuing market dominance, and that does not include the thousands of private equity funds established here. Accordingly, despite attacks on offshore centres, the attraction of Cayman, for US managers in particular, is still strong – in large part because setting funds up here is so simple – minimum red - tape, service providers with a wealth of knowledge and experience and zero tax.

Recent trends that will be of interest and relevance to service providers in the Cayman Islands include:

1. Investors are focusing ever more on liquidity and transparency;
2. Investors have more control and are able to dictate terms of the fund to a greater degree;
3. The level and quality of investor due diligence continues to increase;

- | | |
|---|---|
| <p>4. 新規ファンドは一般的に規模が小さくなっており、ファンド設立時の投資家の需要がある。</p> <p>5. 投資一任口座、単一投資家ファンド、不良資産ファンドや、新興市場に投資するファンドが増加している。</p> <p>6. 当事務所で扱うサイドレターが増えている。</p> <p>7. 設立書類が見直され、設立時から契約書類を入手することにますます重きが置かれている。</p> <p>8. 投資家にとってより有利且つファンドの継続的な成功に見合った成功報酬。</p> <p>9. 規制強化が確実に行われる見通し。</p> | <p>4. New launches are typically smaller and seed investors appear to be in demand;</p> <p>5. An increase in managed accounts, single investor funds, distressed asset funds and funds investing in emerging markets;</p> <p>6. An increase in the number of side letters crossing our desks;</p> <p>7. Overhauled constitutional documents and an increasing emphasis on getting the documents right from the outset;</p> <p>8. Incentive fees that are more favorable to the investor and aligned to the ongoing success of the fund; and</p> <p>9. Anticipation of increased regulation which is surely on its way</p> |
|---|---|

買い手市場

現在の市場では、ファンドマネージャーたちが投資家を集めるために競い合わねばならず、新規投資資金の調達が困難であることは驚くべきことではありません。つまり、投資家がより力を有していることを意味します。

投資家たちは、更なる透明性を要求し、ポートフォリオの流動性（及びポートフォリオの流動性に見合うファンドレベルの流動性）の保証を求め、ファンドの流動性条件につき交渉し、ファンド関連書類、カストディの取り決め及びサービス・プロバイダーの徹底的なデュー・ディリジェンスを行っています。投資に先立ち、ファンド関連書類のレビューや、通常にない条件や矛盾等を明らかにするための法的助言を求めて当事務所を訪れる投資家が急増しています。また、投資を検討する人たちが当事務所が作成したケイマン設立ファンドの契約書類にコメントし、これに対応するよう求められることもしばしばあります。投資家は、ファンド設立に先立つファンドの条件及び設立後のサイドレターの条件につき、より強い決定権を有しています。これにより、投資家が契約書類をレビューし、条件につき交渉する時間を取るため、ファンド立ち上げのリードタイムが長くなり、コストが増えるのは明らかです。

A Buyer's Market

In the current market it is not surprising that managers are having to compete to attract investors and are finding the raising of new funds difficult. This has meant a swing in the balance of power squarely toward the investor.

Investors are demanding increased transparency, seeking assurances of better portfolio liquidity (and the matching of fund level liquidity with portfolio liquidity), negotiating the liquidity terms of funds and conducting extensive due diligence on fund documents, custody arrangements and service providers. Conyers Dill & Pearman has seen a dramatic increase in the number of investors coming to the firm to review fund documents and provide legal advice (to highlight any unusual terms or inconsistencies) prior to investment. Conversely, we are also regularly being asked to respond to comments from prospective investors on documents that Conyers has prepared for Cayman incorporated funds. Investors are increasingly able to dictate terms in the fund documents prior to launch, or in side letters thereafter. This can lead to a longer lead - in time for fund launches as investors take time to review the documents and negotiate terms. The obvious impact on funds is an increase in costs.

サイドレター

投資家たちがファンドマネージャーに対し更なる流動性や透明性を要求することに伴い、サイドレターについて当事務所の助言を求める事例が増えています。近時のサイドレターの多くは、将来的により良い条件が他の投資家に提供された場合、同じ条件がサイドレターの当事者である投資家にも提供されるという「最恵国待遇」条項を含みます。サイドレターの条件が設立書類と矛盾していないか、特定の投資家に対する優遇条件の付与に伴う潜在的なリスク及びその点について入手した法的助言につき検討する必要があります。さらに、サイドレターの有効性や法的強制力はケイマン諸島の裁判所において未だ検証されたことがなく、ファンド及び投資家はそれに関連するリスクも考慮すべきです。サイドレターがケイマン諸島以外の法律に準拠している場合は、国際私法上の問題も発生する可能性があります。

構造的・戦略的変化

新規ファンドは一般的に比較的小規模ですが、この点も現在の市場においては驚くべきことではありません。ファンド条件の決定権を有し流動性を要しない大手機関投資家向けの投資一任口座や単一投資家ファンドの利用が増加しています。しかし、単一投資家ファンドは、当初想定されたほど利用されてはなりません。おそらくはコストの非効率性が、多くの主要投資家にとって魅力に欠けるからでしょう。

投資家は投資一任口座を選好しており、当事務所がしばしば設立の依頼を受けるストラクチャーは、分離ポートフォリオ型投資一任口座又はファンドです。このストラクチャーは、個々の投資家がケイマン諸島の分離ポートフォリオ会社（「SPC」）の個別分離ポートフォリオのシェアの引受ができるよう設計されています。個々の分離ポートフォリオは、直接投資または別のマスターファンドを通じた投資を行います。各投資家の投資は倒産隔離されますが、SPCレベルでの設立費用や日常費用は他の投資家と分担することができます。

Side Letter

Conyers has seen an increase in the number of side letters we are being asked to advise on as investors demand additional liquidity and transparency terms from managers. These often include “Most Favoured Nation” clauses which essentially provide that if better terms are offered to any other member in the future, such terms shall also be offered to the investor which is party to the side letter. Consideration needs to be given to whether the proposed terms in a side letter contravene the constitutional documents of the fund, the potential risks inherent in granting preferential terms to a special investor, and legal advice obtained in that regard. Further, the efficacy and enforceability of side letters has not yet been tested in Courts in the Cayman Islands and the risks associated therewith should be considered by funds and investors alike. Where side letters are governed by a law other than the Cayman Islands, conflict of laws issues may also arise.

Structural and Strategy Changes

New funds are typically smaller which, again, is not surprising in the current market. We have seen an increase in the use of managed accounts and single investor funds for large institutional investors who can dictate terms and not have to compete for liquidity. However, the use of single investor funds has not been as prevalent as was initially anticipated they may be. The cost inefficiencies have probably made them unattractive to all but the most significant investors.

Investors are favoring managed accounts, and a structure Conyers is more often being asked to establish is the segregated portfolio managed account platform or fund. This structure is designed so that each investor subscribes into a separate segregated portfolio of a Cayman Islands segregated portfolio company (“SPC”), with each segregated portfolio then making direct investments or investing through a separate master fund. The investment of each member is then ring fenced but the incorporation and ongoing costs at the SPC level can be shared.

不良資産や新興市場を主な投資対象とする投資戦略のファンドも増えています。その結果、当事務所のブラジル、香港、シンガポール及びモーリシャスの各オフィスにおける業務も活発化しています。これはおそらく、ケイマン諸島監督当局の証券監督者国際機構(IOSCO)への加入により促進された面もあると思われれます。

ファンド関連書類

法律顧問、投資家及びファンドは、過去2年間の経済危機を教訓とし、ファンド関連書類が十分な柔軟性を持ち、明確で且つ将来の潜在的な問題に対応するのに必要な手段やメカニズムを提供するよう注力しています。ファンドマネージャー及び投資家は、潜在的な落とし穴について以前よりも知識を蓄えており、投資の初めの段階で、ファンド関連書類においてこれらの問題を明確に対処することを望んでいます。

ファンド設立書類の主な変更点として、以下が挙げられます。

- サイドポケット、ゲート、ロックアップ及び支払停止や償還支払条件がより厳格に精査されるようになり、可能な場合はファンド設立書類に最初から盛り込まれますが、投資家を引きつけるため完全に白紙で提示される場合もあります。
- 評価委員会の設立条項。
- 現物支払に関するより詳細な規定。これには投資対象を清算する目的で将来ファンドが設立する可能性のある特別目的会社(SPV)及び/または信託への具体的な言及も含まれます。
- Strategic Turnaround Master Partnership Limited 事件控訴審判決後は、償還支払の停止に関する特別条項及び投資家が償還支払に関する権利を喪失した場合の特別条項。

当事務所のグローバル・ファンド・チームは、上記及びその他の法的問題、法的事項及び不測の事態に備えるため、当事務所で扱う一連のファンド関連書類の全面的な見直しを開始しました。

Funds with investment strategies concentrating on distressed assets and emerging markets are also on the rise. As a result, Conyers has seen an increase in activity in its offices in Brazil, Hong Kong, Singapore and Mauritius, probably also enhanced by Cayman's recent IOSCO membership.

Fund Documents

Legal advisors, investors and funds have learned from the turmoil of the past two years and are ensuring fund documentation is sufficiently flexible, clearly drafted and provides the tools and mechanisms necessary to deal with potential future problems. Fund managers and investors are now far more aware of the potential pitfalls and want to deal with them clearly in the documents from the outset.

Some of the key changes made to constitutional documents include:

- side pockets, gates, lock - ups, and suspension and redemption payment terms are more rigorously scrutinized, are being included in constitutional documents from the outset, where possible, or being left out entirely under pressure to attract investors;
- provision for the establishment of valuation committees;
- more detailed provisions regarding payments in kind, including specific references to special purpose vehicles and/or liquidating trusts that may be established by the fund in the future for the purpose of liquidating investments;
- specific provisions relating to the suspension of redemption payments and when a member loses their rights as such on redemption, following the decision of the Court of Appeal in In the Matter of Strategic Turnaround Master Partnership Limited.

Conyers' global funds team has recently undertaken a complete overhaul of the firm's suite of fund documents to provide for the above and other legal issues, matters and contingencies.

手数料

2008年及び2009年に一部で予想されたような運用手数料の大幅な下落はありません。一般論として以前の標準であった2%の運用手数料に引き下げ圧力がかかり、現在は1.75%や1.5%が主流になっています。しかし、標準的な20%の成功報酬率は、一般的にその水準を維持しています。

一部のファンドマネージャーは、投資家からの圧力を受けてファンド関連書類にクローバック条項を盛り込んでいます。かかる条項上、成功報酬の一部をクローバック用の別勘定に取っておき、その後ファンドのパフォーマンスがプラスになれば、別勘定の資金がファンドマネージャーに支払われます。パフォーマンスがマイナスになった場合、クローバック相当額はファンドに返還されます。また、投資戦略の継続的な成功と自らの利害を整合させるよう、ファンドの種類株式の割当の方法で報酬を受け取っているファンドマネージャーもいます。投資家を引きつけるために、低い流動性で手数料も低く設定している場合や、その逆の場合もあります。

規制

ヘッジファンド業界の今後の規制の先行きは定かではありません。しかし、米国における投資顧問の登録や報告義務の増加及び欧州における規制の強化は避けられません。規制強化は、ファンドの費用の増加につながります。

CIMAを含むオフショア規制当局は、主要なオンショア管轄のファンドやファンドマネージャーに対する規制が実施される前に、対応を行うものと見られています。過去オフショア規制当局が実施してきたファンド規制に対する現実的なアプローチを維持しつつ、新たなグローバルスタンダードを満たすためにケイマン諸島における規制を強化することは、CIMAやケイマン諸島政府にとっては難題となるでしょう。

Fees

We have not seen the dramatic decrease in manager fees which some predicted back in 2008 and 2009. The consensus seems to be that, in general terms, the previously standard 2% management fee has experienced downward pressure so that 1.75% and 1.5% are now common¹. However, the standard 20% performance compensation rate has generally held up.

Some managers are, under pressure from investors, including clawback language in the fund documents so that the manager sets aside a portion of the incentive fees in a separate account that are subject to clawback and if fund performance in a subsequent period is positive it can be released and paid to the manager. If it is negative, the clawback amount will be returned to the fund. Further, some managers are taking compensation by way of allocation class shares in the fund, aligning their interests to the continued success of the strategy. Managers are also trading lower fees for reduced liquidity (and vice - versa) to attract investors.

Regulation

New regulation in the hedge funds industry remains something of an unknown quantity. However, adviser registration and increased reporting in the United States and increased regulation in Europe is inevitable. Increased regulation will mean increased costs for funds.

Offshore regulators, including CIMA, will likely take a lead from the form that regulation of funds and their managers in the major onshore jurisdictions eventually takes. The challenge will be for CIMA and the Cayman Islands Government to increase regulation in Cayman to meet the new global standards, while continuing to apply the pragmatic approach to fund regulation that offshore regulators have evinced in the past.



最後に

現在のヘッジファンド業界のトレンドを牽引するキーワードは、流動性です。投資家が君臨しファンドの条件についてより強い決定権を有する現在、ファンド関連書類やサイドレター上の流動性や透明性に関する条件はより厳しくなり、ファンドの長期パフォーマンスに沿ったこれまでと異なるファンドストラクチャーや手数料が生じました。筆者は、これらのトレンドはヘッジファンド業界に良い影響を与え、規模は小さくならうとも全体的にはヘッジファンド業界の更なる成功及び効率化につながるものと考えています。

Conclusion

The dominant theme that is presently driving trends in the hedge fund industry is the focus on liquidity. The investor is king and they are presently able to dictate terms to a greater degree, leading to tighter liquidity and transparency terms in fund documents or side letters, different fund structures and fees aligned to the long term performance of the fund. In the writer's opinion, these trends will have a positive impact on the industry, leaving us with a leaner but more successful, aware and efficient industry overall.

本メモランダムは法的助言や法律意見書に代わるものではありません。本メモランダムは一般的な記載のみを含み、概要と一般的な情報の提供のみを意図するものです。

This article is not intended to be a substitute for legal advice or a legal opinion. It deals in broad terms only and is intended to merely provide a brief overview and give general information.



コンヤース・ディル・アンド・ピアマンについて About Conyers Dill & Pearman

コンヤース・ディル・アンド・ピアマン(「コンヤース」)は、バミューダ、英領バージン諸島、ケイマン諸島、キプロスおよびモーリシャスの法律に関するアドバイスを提供しております。コンヤースの弁護士は会社法、商法を専門としており、商事訴訟から個人顧客の案件に至るまで幅広く取り扱っております。コンヤースの組織体制、文化及び専門知識は、迅速な対応とともにタイムリー且つ詳細なサービスを可能にしています。コンヤースは、ヨーロッパ、アジア、中近東及び南米の主要な国際金融センターをはじめとする戦略的なグローバル拠点から、最高のリーガルアドバイスを提供しております。コンヤースは 1928 年に設立され、150 名を越える弁護士を含む 600 名余りのスタッフにより構成されています。なお系列会社(コーダン)は信託業務から法人秘書業務、会計業務、管理業務に至る様々なサービスを提供しております。

Conyers Dill & Pearman advises on the laws of Bermuda, British Virgin Islands, Cayman Islands, Cyprus and Mauritius. Conyers' lawyers specialise in company and commercial law, commercial litigation and private client matters. Conyers' structure, culture and expertise enable responsive, timely and thorough service. Conyers provides clients with the highest quality legal advice from strategic global locations including offices in the world's leading financial centres in Europe, Asia, the Middle East and South America. Founded in 1928, Conyers comprises 600 staff including more than 150 lawyers. Affiliated companies (Codan) provide a range of trust, corporate secretarial, accounting and management services.

より詳細な情報につきましては、以下にご連絡ください。

For further information, please contact:



Conyers Dill & Pearman

コンヤース・ディル・アンド・ピアマン

2901 One Exchange Square

8 Connaught Place, Central

Hong Kong

電話: (852) 2524 7106

FAX: (852) 2845 9268

メールアドレス: hongkong@conyersdill.com

ホームページ: www.conyersdill.com

Conyers Dill & Pearman

2901 One Exchange Square

8 Connaught Place, Central

Hong Kong

Tel: (852) 2524 7106

Fax: (852) 2845 9268 or (852) 2596 0418

Email: hongkong@conyersdill.com

Web: www.conyersdill.com



Conyers Dill & Pearman

conyersdill.com