



## Cayman Islands

### Winding up a Cayman Islands investment fund Re Heriot African Trade Finance Fund Limited

On 4th January 2011, Mr. Justice Andrew Jones QC of the Grand Court considered once again the circumstances in which an order for the winding up of a Cayman Islands investment fund would be made on the ground that it was just and equitable to do so because of what has been termed a “loss of substratum”. This decision follows his two earlier decisions *Re Belmont Asset Based Lending Ltd.*<sup>1</sup> and *Re Wyser-Pratte Eurovalue Fund Ltd.*<sup>2</sup> in which he had held that an *ad hoc* liquidation conducted by the investment manager was not something in the reasonable contemplation of investors, not being something provided for expressly in the offering documents of the fund, and where it had been impractical to carry on its investment business in accordance with the terms of the offering documents, it was just and equitable to wind up the fund, even where this course of action was opposed by a majority of shareholders.

There is, of course, nothing remarkable about the fact that Jones J decided to follow his two earlier decisions. However, the interesting aspect of this case is the judicial divergence in approach to this issue which has arisen between Jones J in the Cayman Islands and Bannister J in BVI.

## ケイマン諸島

### ケイマン諸島投資ファンドの清算 Re Heriot African Trade Finance Fund Limited

2011年1月4日、ケイマン諸島大法廷のAndrew Jones 判事は、いわゆる「土台の喪失 (loss of substratum)」理論により、ケイマン諸島投資ファンドの清算命令が公正且つ公平と判断されるための状況につき、再度審理しました。

今回の判決は、これに先立つ *Re Belmont Asset Based Lending Ltd.*<sup>1</sup> 及び *Re Wyser-Pratte Eurovalue Fund Ltd.*<sup>2</sup> の2件の判決を踏襲するものです。これら判決において、判事は、投資マネージャーにより実行された仮清算が投資家の合理的な期待に反し、ファンドの募集書類上の明示的な記載と異っており、募集書類の諸条件に従った投資ビジネスの継続が実行不可能な場合、株主の過半数が反対していても、当該ファンドを清算することが公正且つ公平であると判示しました。

Jones判事が前記2件の判決を踏襲した事実は驚くべきことではありません。しかし、本件の興味深い点は、この問題に対するケイマン諸島のJones判事と英領バージン諸島(BVI)のBannister判事との間の司法的なアプローチの相違です。

<sup>1</sup> 21 January 2010

<sup>2</sup> 26 October 2010

<sup>1</sup> 2010年1月21日

<sup>2</sup> 2010年10月26日

In *Aris Multi-Strategy Lendings Fund Ltd v Quanteck Opportunity Fund Ltd*.<sup>3</sup> Bannister J reviewed in some detail the English authorities and also the two previous decisions of Jones J. Following that review he held that Jones J had gone too far in holding that an investment fund which was being wound down by its investment manager had lost its substratum so that it ought to be in liquidation under the control of court appointed liquidators. Bannister J held that the appropriate test for loss of substratum was “impossibility” rather than Jones J’s more liberal approach based upon the fund no longer being viable as an investment fund in the terms set out in its offering documents.

This judicial divergence in approach between the Courts of the Cayman Islands and BVI in relation to the treatment of distressed investment funds is unfortunate.

It is clear that the approach adopted in the BVI is more traditional and follows closely the English authorities which speak in terms of “impossibility” or the business ceasing to exist. However none of these authorities deal with the modern phenomenon of investment funds and Jones J’s approach was based upon an analysis of this business and a development of principle to meet the needs of such a business.

In addition the approach of Jones J needs to be seen against the background of the Cayman Islands Companies law which permits the Court considerable flexibility in the event that it determines that it is just and equitable to wind up a company. The Court may make an alternative order to winding up or it may appoint a liquidator and stay or curtail his role.

This was in fact what Jones J did in *Wyser-Pratte*, where he declined to appoint liquidators and adjourned the petition even though he held the case had been made out that it was just and equitable to wind up the company.

*Aris Multi-Strategy Lendings Fund Ltd* 対 *Quanteck Opportunity Fund Ltd*.<sup>3</sup> において、Bannister 判事は、英国当局およびJones判事の前の2件の判決を詳細にレビューしました。Bannister 判事は、かかるレビューに続き、投資マネージャーによって清算される投資ファンドが「土台を喪失」しているため、裁判所が指名した清算人の管理のもとに清算がなされるべきであるというJones判事の考えは、行き過ぎであると判示しています。Bannister 判事は、当該ファンドは募集書類に規定された条件の投資ファンドとしてもはや存続能力がないとするJones判事のアプローチはリベラルに過ぎ、「土台の喪失」テストの適切な評価基準は「継続不可能」であるべき旨判示しました。

破綻した投資ファンドの取り扱いに関し、ケイマン諸島とBVI間に司法的なアプローチの相違があることは残念なことです。

BVI で採用されているアプローチは、より伝統的なものであり、「継続不可能」または事業の不存続という観点から判断する英国当局に従っています。しかし、これら当局のいずれも、投資ファンドの近時の状況を考慮しておらず、一方、Jones 判事のアプローチは、ファンド事業やその需要の変化の分析に基づいています。

さらに、Jones 判事のアプローチは、会社を清算することが公正且つ公平であるかの判断につき、裁判所に大幅な裁量を与える、ケイマン諸島会社法の背景に照らして見る必要があります。裁判所は、清算の代わりとなる命令を下すか、清算人を指名しその役割に留めるか、または役割を縮小することができます。Jones 判事は実際に、*Wyser-Pratte Eurovalue Fund Ltd*. において、会社を清算することが公正且つ公平であると判示したにもかかわらず、清算人の指名を拒否し、申立てを却下しました。

<sup>3</sup> 15 December 2010

<sup>3</sup> 2010年12月15日

## A Strategic Turnaround by the Privy Council

In a judgment delivered on 13th December 2010, in the case of *Culross Global SPC Limited v Strategic Turnaround Master Partnership Limited* the Privy Council has provided important clarity on the correct approach to the construction of Fund documentation, and has thankfully laid to rest the heresy introduced by the Cayman Islands Court of Appeal as to what it had termed “the process of redemption”.

The issue with which the Privy Council was concerned was whether the Appellant (Culross) was a current creditor of the Fund (Strategic Turnaround) with standing to present a winding up petition against the Fund, or whether it was merely a prospective creditor lacking standing to bring a creditor’s petition.

The Court of Appeal had held that on the true construction of the Articles of Association and the Confidential Explanatory Memorandum (“CEM”), the Fund had validly suspended the payment of redemption proceeds after the Redemption Date, but before payment.

It would be unusual for a Fund to provide for a suspension of payment after redemption proceeds had become due, but if, on their proper construction, the Articles of a Fund provided for this then, as the Privy Council affirmed, the members were at liberty to make “any contract *inter se* which they pleased”.<sup>4</sup>

If the Court of Appeal had limited itself to determining the question before it as one solely of construction, then this case would have attracted little interest. However, the Court of Appeal sought to engage in a metaphysical analysis of the “process of redemption” which it said was not complete until payment had been made and the name of the member had been removed from the register.

## 枢密院(Privy Council)による戦略的転換

2010年12月13日付け *Culross Global SPC Limited 対 Strategic Turnaround Master Partnership Limited* の判決において、枢密院(Privy Council)は、ファンド文書の解釈に対する正しいアプローチを明示し、ケイマン諸島控訴院のいわゆる「償還プロセス」理論を排斥しました。

枢密院は、上訴人(Culross)が、ファンド(Strategic Turnaround)に対し清算の申請書を提出できるファンドの現債権者であるか否か、または債権者の申請書を提示する適格性に欠ける単なる将来の債権者であるか否かという点につき判断しました。

控訴院は、会社定款及び機密事項説明書(Confidential Explanatory Memorandum、以下「CEM」)の真の解釈に当たり、ファンドが償還日以降支払い以前に、償還金の返済を正当に留保していると判示しました。

ファンドが償還金の支払日到来後に支払いを留保する旨規定することは通常はありませんが、枢密院が確認したとおり、ファンドの定款がこれを規定していると適切に解釈できれば、任意の支払いの留保が認められません。<sup>4</sup>

控訴院が当該問題を単なる一つの解釈として判断したのであれば、本件はここまで注目を集めなかったでしょう。しかし、控訴院は、「償還プロセス」の形而上学的分析を行い、償還プロセスは、支払いが行われ且つ株主の氏名が株主名簿から削除されるまで完了しない旨判示し、もって定款の解釈を行いました。

<sup>4</sup> Per the Earl of Selborne LC in *Walton v Edge* (1884) 10 App. Cas. 33, 35

<sup>4</sup> Per the Earl of Selborne LC in *Walton v Edge* (1884) 10 App. Cas. 33, 35

This was support for the manner in which they construed the Articles. However the analysis was manifestly wrong for a number of reasons and was put to rest succinctly by the Privy Council, who said:

*“the issue is not to be approached on the basis of any a priori view that, until payment of the redemption proceeds, a shareholder must or should necessarily remain a member of a company which is (as the Respondent was) due to make such payment upon or after a certain redemption date; and the fact that a person’s name continues to remain on a company’s register as member does not mean that it should have done so under the provisions of the Articles.”*

The Privy Council made it clear that “Any power to withhold payment of the redemption proceeds must be authorized by or pursuant to the articles of association.” They also said that “Bearing in mind the evident importance attached in the articles, and likely to be attached by investors to the Redemption Notice period and the Redemption Date, it would in the Board’s view require clear words before articles could or should be read as entitling the Respondent retrospectively to reverse or alter the effect of the passing of the Redemption Date pursuant to a valid Redemption Notice.”

Ultimately, the Privy Council disagreed with the Court of Appeal in relation to how the Articles were to be construed together with the CEM.

The Court of Appeal had treated the reference in the Articles to shares being issued “subject to these articles” and on “the terms referred to in the [CEM]” as expressly incorporating by reference the provision in the CEM which stated that the “Board of Directors may declare a suspension of ... or the payment of redemption proceeds ...”.

控訴院は、上記の分析に基づき定款を解釈しました。しかし、かかる分析はいくつかの点で明らかに誤っており、枢密院は以下のように判示しています。

「この問題は、被告は特定の償還日に当該支払いを行わなければならないことから、株主は償還金の支払いがなされるまで引き続き株主であるという先験的見解に基づき検討されるべきではなく、株主の氏名が引き続き会社の株主名簿に記載されていることをもって、償還金支払の留保が定款の条項に基づいていることを意味しない。」

枢密院は、「償還金の支払いを留保する権限は、会社の定款に基づき与えられなければならない」との見解を明確にしています。また枢密院は、「定款の重要性及び償還通知期間と償還日の投資家に対する重要性に鑑み、有効な償還通知に基づく償還日の経過の効力を、被告が遡及的に変更できると取締役会が判断するに足る、定款の明確な規定が必要である。」とも述べています。

最終的に、枢密院は、CEMに照らした定款の解釈に関し、控訴院とは意見を異にしました。

控訴院は、「定款に従って」また「[CEM]上の条件に基づき」株式を発行する旨の定款の規定により、「取締役会は償還金の支払いの・・・留保を宣言することができる」旨のCEMの条項が、定款の一部を構成すると解釈しています。

The Privy Council said that this analysis was incorrect because the CEM served various distinct purposes:

- (a) to identify the commercial terms on which shares were available,
- (b) to convey information about the Fund, the investment adviser, investment strategy, fees etc, and
- (c) to describe the effect of the Fund's Memorandum and Articles and certain other legal documents.

It was only in respect of the first purpose that the provisions of the CEM were incorporated into the Articles by the phrase "the terms referred to in the [CEM]". The third purpose was merely descriptive and the legal relationship was actually defined by the Articles and not the description of the Articles in the CEM. The Privy Council said they could find no basis for the company to rely in its own favour upon its own misdescription of its own Articles.

In summary, the Privy Council has returned to orthodoxy. The right of redemption and the right to suspend redemption is governed by the Articles and depend upon the proper construction of those Articles. The so-called process of redemption is irrelevant. Whether terms contained in a confidential offering or explanatory memorandum are to be incorporated into the Articles is also a question of construction of the Articles. A mere reference in the Articles to a CEM or COM will not necessarily cause all of the provisions of that document to be incorporated if that is not the proper construction.

枢密院は、以下に記載するCEMの目的に鑑み、上記の解釈は誤りだと述べています。

- (a) 株式発行の条件を特定する
- (b) ファンド、投資アドバイザー、投資戦略、手数料等に関する情報を伝達する
- (c) ファンドのメモランダム、定款その他一定の法的文書を説明する。

「[CEM]上の条件」という定款上の文言によりCEMが定款の一部を構成するとの解釈は、上記の(a)記載の目的のみに関します。上記(c)記載の目的は単に記述的なもので、ファンドの法的関係は、実際には定款上規定されており、CEM上の定款に関する記述に基づくものではありません。枢密院は、会社が、定款の誤記を、自己に都合の良いよう解釈する根拠はない旨述べています。

すなわち、枢密院は正統性に立ち返ったということです。株式償還権及び償還を留保する権利は、定款上規定され、定款の適切な解釈に基づくべきで、いわゆる「償還プロセス」理論は関係ありません。CEM上の条項が定款の一部となるか否かも、定款の解釈の問題です。定款上のCEM又はCOMへの単なる言及により、必ずしもこれら文書の全ての条項が定款の一部を構成すると解釈されるわけではありません。

*本記事は、法律的助言又は法律意見ではなく、一般的な情報の提供を目的としています。*

*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](mailto:hongkong@conyersdill.com)

ホームページ: [www.conyersdill.com](http://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](mailto:hongkong@conyersdill.com)

Web: [www.conyersdill.com](http://www.conyersdill.com)



Conyers Dill & Pearman

[conyersdill.com](http://conyersdill.com)