

## ヘッジファンド：サイドレターの危険性について ロバート・ブライアント

サイドレターとは、ファンド株式への追加投資条件を記述したレター形式の同意書で、機関投資家がオフショアファンドに投資する際の慣行となっています。

しかし、募集要項（メモランダム）や定款（ファンドは国際企業法人として設立される場合が多い）に反するサイドレター条項は強制力を有さず、また、投資家に不平等が生じる場合にはファンド幹部の受託者義務違反を問われかねません。

当記事では、サイドレターに多く含まれる条項を、投資家扱いの公平性及び強制力の有無の観点から検証します。

### 手数料の差異：

機関投資家はマネジメント手数料及びパフォーマンス報酬の減額を要求するが多いが、これはサイドレターの中で手数料をリベートの形で払い戻す契約を結ぶことによって満たされる。

全ての投資家が一旦は手数料を支払うことになるため、一般的には、この契約は有効でありまた投資家間の不平等とは見なされない。

但し当初から手数料額の違うファンドを販売したい場合には異なるクラスの株式を発行する必要がある。

### 「最恵国」待遇：

特定の投資家に「最恵国」待遇、つまり「条件面でその特定投資家より優遇される投資家はない」とする規定は有効でない場合が多い。

なぜならばメモランダムと定款に新株発行の一部条件が定められるため、ファンドの株主（つまりすべての投資家）はそれらを変更する権利を有しており、よって既存より好条件（＝最恵国待遇の待遇よりさらに好条件）の新たなクラスの株式を発行することが可能だからである。

### 既得権（グランドファーザリング）：

サイドレターには、投資条件の悪化時には既存特定投資家にはその変更が適用されない条項、つまりグランドファーザリング条項、が含まれることが多い。

しかし、メモランダムと定款の改定による条件悪化が特定投資家に適用されないというようなグランドファーザリング条項は効力を持たない。

また、全ての投資家に通告することによって（また、合意できない投資家は償還することによって）ファンドの投資条件を変えることが可能であるが、既得権条項を認めるとその選択肢が失われる。

さらに、複数のサイドレターやグランドファーザリングの存在はファンド条件の把握及びコントロールを困難にする。

### 事前通告と償還：

特定投資家のサイドレターに、①マネジャーの死亡、退職その他、②多額の償還、③幹部またはマネジャーによるファンドの償還、④NAVの大幅な減額、⑤規制当局による調査等の事象が発生した場合、事前通告を要とする条項が含まれる場合がある。

しかし、これは他の投資家より早く情報を得た特定の投資家に優先的に償還換金の機会を与えるため、全ての投資家を公平に扱うという観点から不可である。

#### 償還利益金の支払い方法：

サイドレターに「償還は〇〇日以内に現金で」というような記述がある場合があるが、一部投資家に優先待遇を与えることはファンド低迷期には流動性の問題を引き起こす可能性があるため、すべての投資家を同じく扱う必要上、不可である。

#### 結論：

サイドレターは投資家とファンドの間に結ばれる契約で購入契約を補足する効力があるが、メモランダムや定款に記される条件を変更するような条項は無効である。また、投資家の扱いで不公平を許すようなレターはファンド幹部の受託者義務違反と見なされ法廷闘争に持ち込まれる危険があることを認識する必要がある。さらに、同一ファンドにおける多数のサイドレターの存在はファンドの煩雑化と混乱を招く恐れがある。

オフショアファンドのストラクチャーは、投資家にファンド会社運営に参加する権利を与えることによって安心感を与えつつ資産を効率的に集める目的で作られた。サイドレターは特定投資家には有効な手段となり得るがストラクチャーの目的を脅かす可能性があることを認識する必要がある。

*この記事は法律上の助言や法律専門家の意見を示すものではありません。  
あくまでも概要、一般情報のみを提供するものです。*

#### コンヤースディル&ピアマンについて

国際オフショア法律事務所、コンヤースディル&ピアマンは1928年にバミューダに設立されました。総勢400人余りのスタッフが本拠地のバミューダをはじめとして、アンギラ、英領バージン諸島、ケイマン諸島、香港、ロンドンそしてシンガポールにて業務を展開し、バミューダ、英領バージン諸島、ケイマン諸島の法律アドバイスを提供いたしております。

具体的には会社法、および商法の実務、企業訴訟、お客さま個人の法律相談を専門としております。

[www.cdp.bm](http://www.cdp.bm)