

COVID-19: 海外ファンド投資への影響

最近、新型コロナウイルス感染症(以下「COVID-19」という。)の急速な拡散(いわゆる「コロナショック」)が、国内ファンドや年基金等の機関投資家による海外ファンド(off-shore fund)投資に影響を及ぼしているため、その影響について簡略に検討します。投資段階別に問題となり得る事項について予め点検し、これに備える対策づくりを行う必要があるものと思われま

1. 海外ファンドに対する投資の準備段階

- **海外ファンドに対するデューデリジェンスの進行における問題点**: COVID-19の影響により、多数の国家(2020年3月31日基準合計181カ国)が韓国居住者の入国を全面的に制限したり一定期間自宅隔離を行う等の義務を課しているなど、入国制限措置をとっています。そのため、海外ファンド投資のために予定されていた現地でのデューデリジェンス等が行われず、業務処理に支障が生じている状況です。これを受け、ファンド・オブ・ファンズ形式で海外ファンドに投資する韓国の運用会社としては、COVID-19の影響により、予定されていた現地デューデリジェンスを進めるのが難しい状況が長引くと、遠隔通信および現地運用社からの提供資料を検討するだけで、現地デューデリジェンスに代えることができるか否か等について検討することになると思われま
- これについては、諸般の状況を考慮して投資家保護義務に関して判断する大法院(最高裁)判例からみると、一律的に代替方法を断定するのは困難であるため、投資対象資産の性格、海外ファンド運用社のトラックレコード、レピュテーションリスク等について検討した上、投資家保護における支障の有無等の具体的な事案別に検討および判断するしかない状況であるといえます。未だコロナショックの影響を見極めることができないため、保守的にアプローチするのが実務において安全であるといえます。

- **海外ファンド登録過程における影響**: 資本市場及び金融投資業に関する法律(資本市場法)において外国集合投資機構の集合投資証券を韓国内で販売しようとする場合には、該当の外国集合投資機構を金融委員会に登録しなければなりません(資本市場法第279条第1項参照)。現在、金融監督院はCOVID-19の影響により一部在宅勤務等を実施しているため、海外ファンド登録担当者の日程に従って登録審査期間が遅延することがある点にご留意ください。また、海外ファンド登録を進める場合、必要な添付書類として海外運用社が準備しなければならない書類等に関して、コロナショックにより現地での書類発給業務が中断していたり、公証が必要な書類に対する公証業務が中断される等の問題が生じているため、海外ファンドへの投資時点に関して該当運用社の管轄国家における業務遂行の可否と正常化する時点等を考慮しなければなりません。

2. 海外ファンドのLPAにおける考慮事項

- **出資義務の履行拒絶の可否**: 一般的にLPA(Limited Partnership Agreement)においてLP(Limited Partner)投資家は、GP(General Partner)からの出資要請時に、自らの確約金額の範囲内では該当出資金を無条件で納入する義務を負うものと定めているものの、LPAの内容によっては重大な否定的影響(Material Adverse Effect、以下「MAE」という。)事由が発生した場合、該当の件に対するLPの納入義務を免除し、該当LPをExcused LPとしてみなす条項を設けている場合があります。ただし、LPAにおいてMAE事由に定められる事項等は、特定のLPが該当の海外ファンドに投資することが法令違反に当たるか、特定LPの投資により該当の海外ファンドに法令違反ないし税務上の不利益が発生する場合等として規定されることが一般的であるため、コロナショックによる市場状況の悪化のみをもってLPが納入義務の免除や取り消しを主張することは難しいものと思われます。この点は、一般的に断定しがたく、個別の事案に応じて具体的なLPA上の関連規定を綿密に検討する必要があります。
- **海外ファンドの投資説明書上予定されていた投資執行が行われられない場合**: コロナショックの影響を受け、海外ファンドの運用社は、海外ファンドの投資対象資産の確保等が困難となり、これによって予定されていた約定金総額の執行ができなくなることで、国内投資家の遊休資金の運用利益に相当する損失ないし投資収益率の悪化という問題が生じ得るといえます。通常、海外ファンドのPPM等投資説明書における投資対象についての内容は例示的なものであって、目標収益率を達成するか、投資説明書上の投資戦略をとることが保障されないという内容を盛り込むか、投資リスク要素として投資機会が十分でない場合があるという点、または投資機会がなかったり、適切な投資機会があったとしてもファンドの事情により、そのような投資ができなくなることを投資家らに告知することが一般的です。

従って、コロナショックによる単純な投資執行の不備だけでは、GPや海外ファンドに対する責任を

問うのが困難になる可能性が高いです。投資家としては、PPM上のリスク要素についての告知が適切に行われたのか、投資機会を確保できなくなった事由がCOVID-19の影響に拠るものなのか、それとも、GPの責に帰する事由によるものか等の事実関係を確認する必要があります。一方、コロナショックの影響により、GPはmanagement fee等を確保する目的でInvestment Periodの終了が差し迫った時点で過剰投資を行う可能性があり、これによって不良投資となる可能性があり得ます。これにつき、投資家が適切なモニタリングを行う必要があります、特定期間中に過剰投資がなされないように制限するpace restriction等の定めを設ける方法を考慮する必要もあるといえます。

- **分配金返還 (LP giveback) リスク:** 一般的にLPA上ファンドが負担する支払義務 (通常の訴訟および請求、GP等に対する免責提供等に関する費用を含む。) につき、これを負担するにあたりファンドの保有資産が十分でない場合、LPが過去一定期間に分配を受けた金額があれば、これを返還するものと約定する条項を設ける場合があります。海外ファンドの運用過程において投資資産の処分等のために締結した関連契約上の表明および保証、確約事項違反または売買価格の調整等による債務を負担する場合、COVID-19の影響を受け、その履行のために海外ファンド投資家らに対して既存分配金の返還を要求するケースが生じ得る虞があります。そこで、国内投資家としては、投資時点においてside letter等によりこのような分配金返還に関する条項について別に交渉したことがなければ、該当のLPAにおけるLP giveback関連条項を予めチェックして分配金返還の可能性に備える必要があるといえます。
- **海外ファンドの投資期間ないし存続期間の延長:** LPAにおいて海外ファンドは、投資期間を最終終了日から一定の期間等に制限する一方、GPに対してかかる投資期間を延長できる裁量を与える場合が多々あります。この場合、最初の投資時に予想していた投資期間より、投資のためのCapital Callに応じなければならない期間が長くなることもあり得ます。さらに、通常LPAは、GPに対する運用報酬を投資期間中には払込出資金ではない出資約定金の全額を基準として算定することが多いが、COVID-19により投資執行が順調に行われず投資期間が延長されると、過度な運用報酬の支払いによる国内ファンドの収益率の悪化という問題が生じる可能性があります。

また、海外ファンドには、その存続期間を一定の期間と特定しながら、GPの裁量または投資諮問委員会の同意等を前提に、その存続期間を延長できる規定を設けている場合があります。現在、COVID-19の影響を受け、投資対象資産の売却等のような投資回収手続に支障が生じており、海外ファンドのGPが海外ファンドの存続期間を延長する可能性があるため、これによって国内ファンドの信託期間の延長等、投資回収の遅延に備えておく必要があるといえます。

3. 国内投資家との間における投資家約定書上の考慮事項

- ブラインド方式の海外ファンドに対して国内ファンドが投資する場合、国内ファンドの投資家から、国内ファンドに対する一定の限度金額の受益証券の買取確約を受ける内容の投資家約定書が締結されています。国内市場の実務において投資家約定書は、簡略化して出資義務だけを明示する水準で規定する事例が多々ありました。しかし、コロナショックの影響により海外ファンドの分配金回収、投資期間および存続期間の延長等の問題が発生する虞があり、海外ファンドの収益率の下落等によって国内ファンドの受益者らとの紛争が起こるリスクが増える可能性があるため、これについての問題が発生するとき、締結済みの投資家約定書において該当の問題を処理できる根拠規定があるのか、国内投資家らに提供された説明資料に関連リスクが適切に告知されているのか、予め検討しておくのが望ましいものと思われます。
- また、国内ファンドにおいて為替ヘッジ取引等が行われる場合、ヘッジ取引と関連して追加発生する費用があり得る点を考慮し、該当費用は投資家らの投資約定金の範囲とは無関係に、投資家らが負担するものと定めるべきですが、かかる条項の有無についても確認する必要があります。さらに、ヘッジ銀行との関係においてマージン・コールや取引更新時の精算等に備え、国内ファンドの流動性を確保する方策も検討する必要があります。
- 一方、国内投資家約定書において、国内ファンドの投資家による韓国ウォンの納入確約額は、海外ファンドに納入する外貨相当額として規定するのが一般的であるものの、韓国ウォンのみを基準として確約金額を定めている場合、為替レートが急騰する際に海外ファンドに対する国内ファンドからの納入義務が履行できるのか否かにつき、事前検討する必要がある点にもご留意願います。

上記の内容につき、ご質問等がございましたら、下記の連絡先までご連絡ください。より詳細な内容について対応させていただきます。

Contacts

[日本チーム]

☎ +82-2-316-4114

✉ jpg@shinkim.com

[租税アドバイス部門]



朴賢柱
先任外国弁護士

☎ +82-2-316-4212

✉ hpak@shinkim.com



黄浩碩
パートナー

☎ +82-2-316-4074

✉ hshwang@shinkim.com



文景華
パートナー

☎ +82-2-316-4018

✉ khmoon@shinkim.com



申 聖
先任外国弁護士

☎ +82-2-316-1794

✉ sshin@shinkim.com



白範奭
パートナー

☎ +82-2-316-1713

✉ bsbaek@shinkim.com

SHIN & KIM 法務法人(有) 世宗

The content and opinions expressed within Shin & Kim LLC's newsletter are provided for general informational purposes only and should not be considered as rendering of legal advice for any specific matter.