



## アジア概況：応募超過問題

発行日：2014年1月31日

記者：Jonathan Brasse

最近の投資家のファンドへの殺到は喜ばしい事態ではありますが、対応を誤ると問題が生じることとなります。PEREマガジン、2014年2月版。

セキュアード・キャピタル社、ガウ・キャピタル・パートナーズ社、フェニックス・プロパティ・インベスターズ社による最近の資金調達に共通することは何でしょうか？これら3つのオポチュニティ・ファンドはこの数か月のうちに立て続けにクロージングを行いました。いずれの出資者にも「応募超過をどうするか」というこの珍しい「喜ばしい事態」が生じました。興味深いことに、3社の対処方法はそれぞれ異なるものでした。

フェニックス社は、この3社の中で最後にファンドをクロージングしました。香港に拠点を置くこの投資会社は、5つ目のファンドであるフェニックス・アジア・リアル・エステート・インベストメンツVで、当初目標としていた600百万ドルを大きく上回り、ハードキャップである750百万ドルの資金調達を達成しました。PEREの調査によれば、サミュエル・チュー氏とベンジャミン・リー氏が設立したこの会社は、出遅れた投資家を受け入れるため、2%（15百万ドル）のジェネラル・パートナー（以下「GP」）コミットメントを減額するよう一部の投資家から要請を受けたとされています。しかし同社は即座に当該要請を拒否し、同割当額を維持しています。

フェニックス社の競合であるガウ・キャピタル社は、別の確実により複雑な方法を取りました。ガウ社のゲートウェイ・リアル・エステートIVファンドもハードキャップを達成し、10月に同社の過去最高額である10億ドルを調達しました。しかしフェニックス社とは異なり、同社の資金調達チームは出遅れた投資家達に対応するため全力を尽くしました。同社のハードキャップ増額に関する正式な要請が早期に応募した大口投資家2社に却下されたため、ハードキャップ内で追加の投資家を受け入れるために、残りの投資家の中から各自の投資額

をわずか5百万ドルでも減額することに同意してくれる投資家を探しました。また同社はGPコミットメントである25百万ドルをハードキャップの金額に含めないよう投資家達を説得することにも成功しました。その結果、同ファンドの調達額は10.25億ドルとなりました。

日本では、セキュアード・キャピタル社がハードキャップの増額に関する要請に満足しておりました。同社の5つ目のオポチュニティ・ファンドであるセキュアード・キャピタル・リアル・エステート・パートナーズVの当初目標額は10億ドルでしたが、同社は当該ファンドの調達額は当初のハードキャップ13億ドルを大きく上回ると確信していました。そこで同社は、ハードキャップの増額により早期に応募した投資家達が不利な影響を受けることはないと言説し、11月に当初目標額を50%上回る15億ドルでクロージングしました。

今回、これら3社の対応はそれぞれプラスの結果をもたらしました。しかし、ここで気を付けなければいけないのは、確かに、自社商品について豊富な需要があることはGPにとって望ましいことですが、一方で、応募超過が生じている際に出遅れた投資家を受け入れることは、難しく、また政治的にも微妙な対応が必要となります。

そもそも、なぜ最初から確信をもってファンドに応募した機関投資家が投資額を減らさなければならぬのでしょうか？この機関投資家は時機を逃すことなくデューデリジェンスを終えていたのです。にもかかわらず、まずはファンドの業績を確かめるために様子を見ていた投資家と有望なファンドを分かち合わなければならぬのは何故でしょうか？最終応募者にはペナルティが課されませんが、早期の投資によりすでにその実力が証明されているファンドへ応募することにより得られるメリットに比べれば、そのような費用は取るに足りないものです。顧客の公平な管理という観点から、すべてのGPは資金調達の均衡に関するこうした要素について慎重に対処しなければなりません。

当然のことながら、このコラムは、フェニックス社、ガウ社、セキュアード社がそれぞれの苦境における対処法についての批評（あるいは支援）を目的としたものではありません。それに、これら3社の直近のファンドの募集で生じた共通の問題は、応募超過に直面したGPがこうした幸運にどのように対応すべきかについて定める良い機会となりました。

応募超過が生じた場合、GPはまずリミテッド・パートナー（以下「LP」）達に

対し、ハードキャップ増額の容認を要請しなければなりません。その際、GPは知的誠実性をもって、増額後の資金プールからもたらされる好機が当初の段階で想定されていたものと同様であることを検証しなければなりません。GPは、LPがその後、新たな基準に基づきこの提案を再評価する権利を有することを受け入れた上で、拒否されることも想定しておく必要があります。

LPが要請を拒否した場合、次なる公平な行動は、強引にファンドに投資しようとしている投資家達に、残りの口数の中で比例配分されたコミットメント額の受け入れを要請することです。確かに、この場合のコミットメント額は希望額を下回ることであり、また場合によっては、自社の最低コミットメント要件により投資ができなくなる可能性もあります。しかし、この方法であれば、既存のLPのコミットメントは守られ、後からの参加者は残りを分け合うこととなります。

どのような場合であっても、GPは、同様の影響力をもつ方法で再びコミットメントすることなく、自身のコミットメントの削減を検討するべきではありません。投資運用会社にとって、自らも資金を投入することは、投資家と同じ立場で考えていることを証明する最も具体的な方法です。資金を引き揚げることはその逆の効果をもたらします。

どちらの方法もうまくいかなかった場合、GPは最後の投資家達のコミットメントを丁重に辞退するとともに、次の機会には早めに応募することを推奨するしかありません。これらはすべて受託者としての役割です。LPの1社か2社は失望するかもしれませんが、GPの評判は守られます。そしてそれこそがより重要なことなのです。

(当該記事はフェニックス・プロパティーズ・インベスターズの翻訳によるものです)

---

©PEI Media Ltd. All rights reserved.

Content on this site may not be reproduced, distributed, transmitted, displayed, published or broadcast without the prior written permission of PEI or in the case of third party content, the owner of that content. You may not alter or remove any trademark, copyright or other notice from copies of the content. You may download material from this site (one machine readable copy and one print copy per page) for your personal, non-commercial use only.