



A I C

AI Capital Newsletter

第17号

東京都千代田区丸の内一丁目9番1号
丸の内中央ビル10階
エー・アイ・キャピタル株式会社

I. <潮流>	ILPAガイドライン（変化するGPとLPの関係）	P. 1
II. <地域>	インドのプライベート・エクイティ市場	P. 4
III. <統計>	欧米アジアの案件・ファンドの動向	P. 5
IV. <用語>	事業再生ADR	P. 6
V. <業界>	7月～9月の業界動向	P. 7
<編集後記>		P. 8

I. <潮流> ILPAガイドライン（変化するGPとLPの関係）

昨年に発生したリーマン・ショック以降、世界的にファンドレイズ環境が低迷している影響もあり、GPとLPとの関係にも変化の兆しが現れてきている。GPとLPとのあるべき関係を考える上での指針として、2009年9月8日にILPA（Institutional Limited Partners Association）より公表されたPrivate Equity Principlesを取り上げ、そのポイントを解説したい。

ILPAは、1990年代前半に15-20機関による非公式団体として発足して以降、徐々に会員数を拡大し、現在の会員数は世界各国の約220機関にも及ぶ。GPやプレースメントは会員になることは出来ない。ILPAは半期毎に開催するLP限定のフォーラムを通じたネットワーキングや情報共有、教育推進を主な活動内容とする非営利団体である。

1. 利害の調整 (Alignment of Interest)

【成功報酬】 欧州では一般的な、分配金がファンド全体でハードルレートを超過した後に成功報酬が発生する仕組みが基本であるとし

ながらも、一部の米国ファンドで見られるディール・バイ・ディールでの仕組みも認めている。ただし、将来的に発生する可能性のあるクローバックに備えて、成功報酬の少なくとも30%はエスクロー口座に保持することを推奨している。また、成功報酬の計算には税引き後のネット・リターンを用い、利配収入は計算に含めないこととしている。

【管理報酬】 管理報酬は、一般的と認められる運営費や人件費に基づいて設定されるべきであり、後続ファンド設定後や投資期間終了後には引き下げられる仕組みが必要としている。また、プレースメント・フィーは管理報酬ではなくGPから支出されるべきであり、GPが受け取ったトランザクション・フィーやアドバイザリー・フィー等は100%管理報酬と相殺されることが好ましいとしている。

【複数ファンド運営会社】 キーパーソンは当該ファンドの運営に総ての勤務時間を費やすべきであり、シニア・メンバーは投資期間が終了するまでは投資対象が類似する他のファンドを兼業するべきではない。GPが受け取っ

た管理報酬および成功報酬は、発生元ファンドの投資プロフェッショナルへの支払いや運営費に使用されるべきである。

2. ガバナンス (Governance)

【受託者責任】 GPの受託者責任を確保するため、GPの独断により自己の利益を重視することや、LPがコンフリクトを見逃すことに繋がる条項は避けるべきである。GPがコンフリクトの懸念を認識した際には、常にアドバイザー・コミッティーの諮問を受けることを要求すべきである。また、いかなる契約内容の変更であっても、LP持分の大多数による承認を必要とするべきである。

【スタイル・ドリフト】 投資戦略の要点を条項に明記すべきであり、投資戦略の変更がなされる際はLPに開示し、LP持分の大多数の承認を必要とするべきである。GPは時間的分散を意識すべきであり、短期間に投資を集中するべきではない。また、セクター・フォーカス・ファンドを除いて、投資先セクターの集中にも配慮するべきである。デット投資や上場株投資に関しては、明確な制限を設定する必要がある。

【ノー・フォルト条項の権利】 LP持分の過半数によりノー・フォルト条項が発動された場合には投資期間の停止や終了が可能とし、またLP持分の3分の2以上によりノー・フォルト条項が発動された場合にはGPの解任やファンドの解散が可能とすることが望ましい。

【キーマン条項】 キーマン・イベントが発生した際は自動的に投資期間が停止され、180日以内にLP持分の3分の2以上の承認により後任が選任されない場合は投資期間が終了する仕組みが好ましい。

【監査人の独立性】 ファンドの独立監査人は、

GPの他のビジネスの監査を引き受けるべきではない。独立監査人は、分配金や管理報酬、成功報酬が契約に従って正しく計算されていることや、キャピタル・アカウントが正確であることを保証するべきである。アドバイザー・コミッティーの要求がある場合は、GPから独立した別の弁護士を雇うことも認められるべきである。

3. 透明性 (Transparency)

【報酬】 GPが取得したトランザクション・フィーやアドバイザー・フィーといった総ての報酬は、監査済みレポートやキャピタルコール、分配金の通知書に記載されるべきである。

【キャピタルコールおよび分配金】 LPへの分配を実施する際は、GPは成功報酬の額と成功報酬の計算過程を開示すべき。また、キャピタルコールを実施する際においても、管理報酬と相殺される額等の詳細を開示すべきである。

【GPに関連するディスクロージャー】 GP運営会社への出資者に関する資本構成や、利益の配分方法、GPコミットメントに占める額は、デューデリジェンスの過程でLPからの要請がある場合は開示すべきである。成功報酬を含め、どのようなインセンティブ・プランが、GP内での役割に応じて採用されているかも開示が必要。また、米国証券取引委員会等からの調査を受けた際や、キーマン・イベントが発生した際などには、直ちにLPに報告することが求められる。

【運営会社】 上場ファンドの組成、運営会社持分の売却、運営会社の上場、他の代替戦略ファンドの組成などといった事項はLPに開示されるべきである。

【レポートディング】年次報告書は、会計年度末から75日以内にLPに提供されるべきであり、含むべき内容としては、監査済みの財務資料、内部収益率、受領した成功報酬、ポートフォリオ会社からの報酬明細、組合費用の明細、キャピタルコール・分配金のサマリー、ファンド・レベルでの借り入れ、などが挙げられる。また、四半期報告書に関しては、各期末から45日以内にLPに提供されるべきであり、含むべき内容としては、未監査の損益計算書、前四半期からの変化、投資残高と費用の変化、ファンド・レベルでの借り入れ、などが挙げられる。ポートフォリオ会社明細に関しては、初回投資額、追加投資額、発生したイベント、財務情報（評価額および評価方法、売上、デット、EBITDA、損益、現金残高、バーンレート等）といった項目を四半期毎にLPに開示するべきである。

【デューデリジェンス】ファンドの募集資料に含むことが好ましい項目としては、過去のファンドのポートフォリオ会社に関する未実現価値（直近監査済）、訴訟および訴訟の可能性、過去のファンドの投資倍率とグロスベースならびにネットベースでの内部収益率などが挙げられる。また、ファンド・クローズ後は速やかに、LPリストおよび連絡先（開示を望まないLPを除く）、クローリング連絡文書（最終版の契約書およびサイドレターと併せて）がLPに提供されることが望まれる。

これらの情報にはセンシティブ情報も含まれるので、LPは厳重にこれらの情報を管理する必要がある。また、外部秘である旨を契約書に明記するのが好ましく、守秘義務を犯したLPに対する罰則規定をGPが設定することは認められるべきである。

4. 終わりに

これらの内容はILPAが広範なLPとのコミュニケーションを通じて作成したものであり、LPサイドが契約内容をデューデリジェンスする際の一つの指針となりうるのみならず、GPサイドにとってもLPがどのような点を重視しているかを知る上で参考となるものである。ILPAは会員および会員以外の双方から、当ガイドラインに対する正式支持を募っており、CalPERS、CalSTRS、GICといった著名なLPを含め、現時点で70を超える機関が正式支持を表明している。

最近、欧米のメガ・バイアウト・ファンドの中には、ファンドサイズの減額と併せ、契約条件をLP有利に変更することをGPから提案がなされるケースが見られる。また、一部のLPにおいては、ファンド規模の大型化に伴い過大となったGPへの報酬の是正を試みる動きも見られ、CalPERSはApollo Managementに対して報酬の引き下げを要求しているとの報道がなされている。過去1年間の厳しいファンドレイズ環境や運用成績を背景に、GPとLPの関係において現状はLPが優位な立場にあるのは明らかである。ただ、GPとLPとのパートナーシップが長期的に機能し、PE業界が永続的に発展していくためには、エコノミックスの面ばかりに目を囚われることなく、今回取り上げたILPAガイドラインに挙げられる他の数多くの条件についても考慮する必要がある。契約条件のスタンダードは、今後も時の経過と共に変化していくものと予想されるが、GPおよびLPの両者にとっての利益の最大化のために公正かつ合理的な着地点を模索していく姿勢が必要である。

（仙石 隆太郎）

II. <地域> インドのプライベート・エクイティ市場

今年5月の下院総選挙において、国民会議派を中心とする統一進歩同盟（UPA）が過半数を大きく上回る予想外の大勝利を収めた。この大勝利により、今後は左翼勢力との連立が不要になったため、経済自由化に向けた動きは一層加速すると見られている。

UPAは、2004年からの政権獲得後、インド国民の7割を占める農民の生活に配慮した政策を実施することで、国内消費を下支えする一方で、外資政策の自由化も積極的に推進した結果、2005年から2007年にかけて9%以上のGDP成長を達成してきた。その後、エネルギー価格の高騰や2008年後半に発生した世界的な金融危機、ムンバイにおける同時テロ等の影響により、サービス業を中心に国内産業は大きな痛手を被ったものの、2008年後半からの政府の積極的な景気刺激策による後押しもあり、2009年においても中国に次ぐ成長を維持していくことが見込まれている。

【図表1】各国のGDP成長率

国	2007	2008	2009(予測)	2010(予測)
インド	9.4	7.3	5.4	6.4
中国	13.0	9.0	8.5	9.0
日本	2.3	-0.7	-5.4	1.7
米国	2.1	0.4	-2.7	1.5
欧州	2.7	0.7	-4.2	0.3

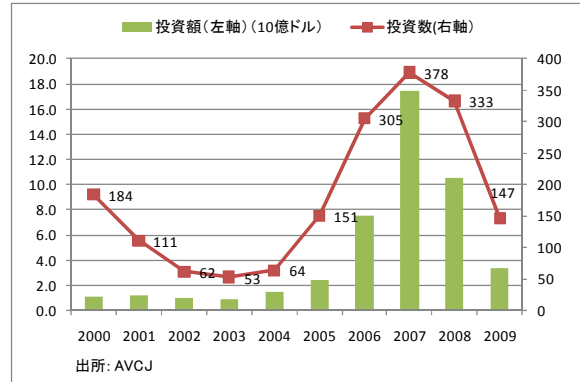
出所: IMF World Economic Outlook Oct 2009

インドのPEマーケット

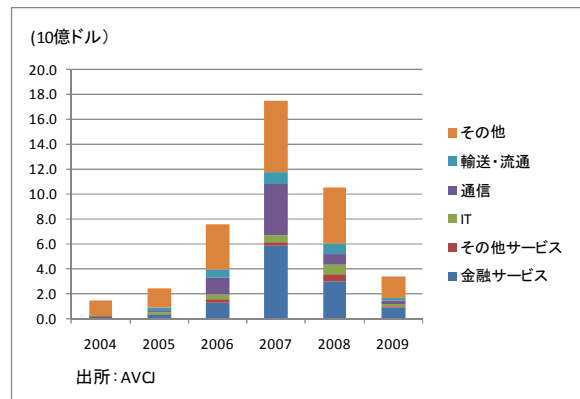
インドにおけるPE投資においても、現UPA政権のもと、2005年から急拡大を続けてきたが、2007年に一旦ピークを迎えたあと、2009年（直近まで）では2005年の水準まで落ち込んでいる（図表2）。これは、USドルベースの統計の為、インドルピー安も大きく影響しているが、実際の投資においても、金融関連を中心としたサービス業やIT関連が、欧米の景気低迷のあおりを受け、減少に転じた影響も大きい（図表3）。加えて、2006年から2007年に通信関連を中心に見られた10億ドル規模の

投資案件は2008年以降鳴りを潜め、全体的に小振りな投資となっていることも影響している。

【図表2】インドのPE投資推移



【図表3】業種別の投資額

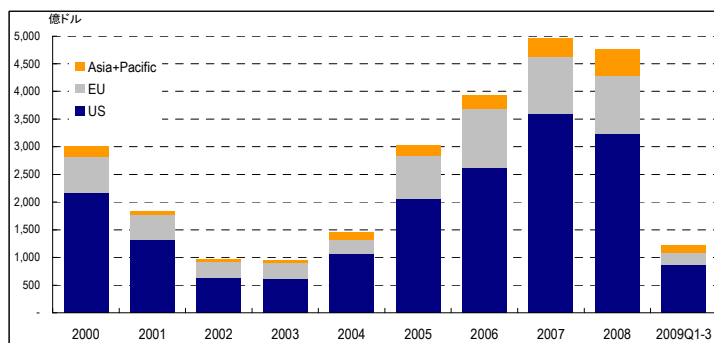


PE投資全般に見て足元停滞の感があるものの、現地でPE投資に携わるファンドマネージャーの見解からは、他の国と比較しても決して暗いものではなく、むしろインドを投資機会の宝庫として重要視していることが窺える。インフラ関連業種への注目は引き続き高い一方で、個人消費の拡大に裏打ちされた消費関連、ヘルスケア、教育関連を挙げるマネージャーが多く、逆に競合環境の激化を感じさせる面もある。

インドは、マクロ経済の観点から様々な不安定要素はあるものの、新たな政権のもとで経済自由化への方向性が一層明確となっており、グローバル経済の中で重要な役割を担う国の一つとして、今後も中国と共に投資家からの注目を集め続けるだろう。（漆谷 淳）

Ⅲ. <統計> 欧米アジアの案件・ファンドの動向

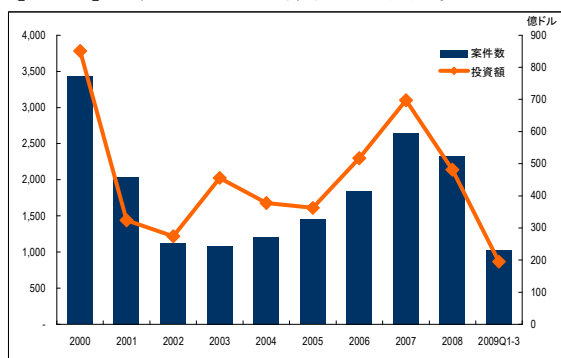
【図表4】 欧米アジアのPEファンドの募集額



(出所: Thomson Reuters)

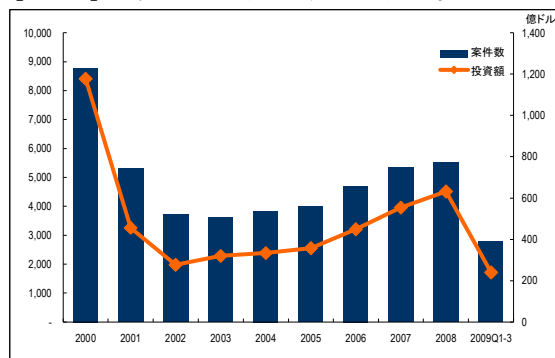
1,666億ドルの資金調達があった2008年第1四半期をピークに募集額は引き続き減少し、2009年第3四半期の募集額は、前年同期比約76%減額の254億ドルであった。同四半期の募集総額に対するアジアの占める割合は過去5年間の最高の24%となった。

【図表5】 米国パイアウト案件への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

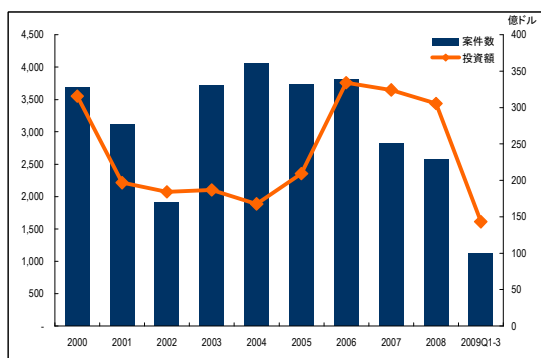
【図表6】 米国ベンチャー企業への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

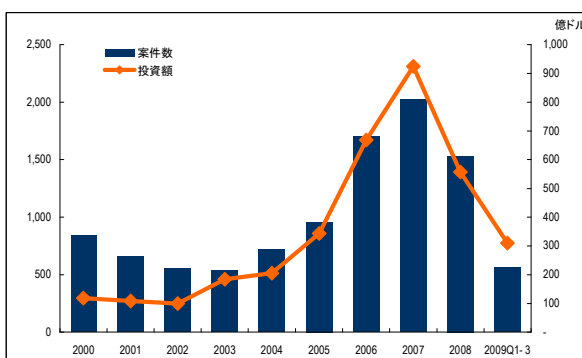
2009年第3四半期の米国パイアウト投資総額は、前年同期比の約40%減少で69億ドル（354案件）であった。同投資総額は前期比13%減少となったが、案件数は前期比3%増加していることより、案件の小型化傾向が顕著となっている。ベンチャー投資額も前期比17%減少の81億ドル（951案件）となった。一方で、投資ファンドへの規制強化及び増税の検討がなされており、PE業界への影響が懸念される。

【図表7】 欧州PE案件への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

【図表8】 アジアのPE投資状況



(出所: AVCJ)

2009年第3四半期の欧州の投資額は、過去5年間で5番目に高い86億ドルとなった。一方で、アジアの投資額は欧州と同額の86億ドルであったが、前年同期比約25%減少となりリーマン・ショック後の2008年第4四半期とほぼ同水準となった。

IV. <用語> 事業再生ADR

1. 概要

ADRとはAlternative Dispute Resolution（裁判外紛争解決手段）の略称であり、裁判所などの法的手段によらず、当事者間による紛争解決を目指す私的整理の一つ。中でも、最近運用がはじまった事業再生ADR制度は、民間の第三者機関が企業・債権者間の調整役となり、裁判所を通さずに事業再建計画を進めることができる仕組みとなっている。

以下、制度の概要や大まかな流れを確認していきたい。

2. 制度概要

日本では07年4月に「裁判外紛争解決手続きの利用の促進に関する法律」（ADR法）が施行されており、法務大臣の認証を受けたADR事業者だけが当該事業を運営できる。さらに紛争の範囲が事業再生に関する場合、経済産業省の「産業活力再生特別措置法第48条」の認定も受けることで、“事業再生ADR”を業として行うことが可能となる。08年11月には「事業再生実務家協会（JATP）」が事業再生に関わる第一号機関として認定されている。

3. 活用のメリット・デメリット

そもそも事業再生ADRを活用するメリットとしては、①「民事再生や会社更生などの法的整理と異なり、事業の継続的運営が可能である（事業価値のブランド毀損を軽減）」、②「単純な私的整理と異なり、独立した第三者監督機関の存在により公平性が保たれる」、③「原則として債権放棄による損失の無税償却が認められる（法的整理と同様のメリット）」ことの3点が挙げられる。このように、法的整理と私的整理の両方のメリットを享受できる点が、同制度の最大の特徴であると言える。

特に、従来の私的整理に基づく再生（「私的整理に関するガイドライン」）では、債務者と金融機関の調整役がメインバンクに片寄せされるという問題点が存在していたため、独立した第三者機関が果たす役割は大きいであろうと思われる。

一方、「法的整理と異なり法的拘束力や強制力がないため、紛争当事者間の意見がいざまとまらなければ、結果として法的整理に移行せざるを得ず、事業再生ADR手続に費やした追加コスト負担が発生する」ことがデメリットになる。

4. 手続きの流れ

手続きの大まかな流れは、まず①JTAPへの事前相談に始まり、審査を経て正式利用申請に至る。②債権者に対する債権回収・担保設定に関する一時停止の通知後、債権者会議が行われ、事業再生計画に基づき協議がなされる。③最終的に全債権者の同意が得られれば、事業再生ADRは成立するが、同意が得られなかった場合は、特定調停手続き後、法的整理へと移行する。

5. 今後の可能性

09年4月に申請したコスモスイニシアをはじめ、09年11月9日時点で既に9社もの企業が事業再生ADRの申請を行っており、事業再生手段の一つとして今後ますます活用される可能性が高いと言えよう。さらに昨今の世界的な景気後退を受けて、事業再生ADRのみならず、企業再生支援機構や中小企業支援協議会など、企業にとって多くの事業再生オプションが提供されており、投資家にとっても制度概要の把握の必要性は高まってきている。

（佐藤 聡）

V. <業界> 2009年7月～9月の業界動向

	米国	欧州	アジア、その他
7 月	<p>Goldman Sachsは300百万ドルの初号アーリー・センクダリー・ファンドをレイズすることを発表</p> <p>BlackRockが4号ファンド・オブ・ファンズを790百万ドルでクロス</p> <p>Pomona Capitalが7号センクダリー・ファンドを13億ドルでクロス</p> <p>KKRはNYSEへの上場を視野に、子会社で上場企業のKKR Private Equity Partnersと合併することを発表</p> <p>LazardはPEファンドのThe Edgewater Fundsを買収することを発表</p> <p>新生GMはTPGのBonderman氏及CarlyleのAkerson氏を社外取締役に出</p>	<p>英国政府は国内のベンチャー・キャピタル・ファンドへの投資を通じたベンチャー企業支援を目的としたUK Innovation Fundを設立し、シード・マネーとして150百万ポンドの投資を発表</p> <p>Blackstoneが2号欧州不動産ファンドを31億ユーロでクロス</p> <p>Benchmark Capitalが4号ファンドを485百万ドルでクロス</p>	<p>Carlyleは10億ドルの4号アジア・ファンドをレイズすることを発表</p> <p>CDHは15億ドルの3号グロス・ファンドをレイズすることを発表</p> <p>China Investment Corp.はCITIC Capitalの株式40%を取得することを発表</p> <p>Capital Allianceは3号アフリカ・ファンドを200百万ドルでクロス</p> <p>India Value Fundは4号ファンドを400百万ドルでクロス</p>
8 月	<p>Hellman & Friedmanが7号ファンドを85億ドルでクロス</p> <p>Veritas Capitalは950百万ドルの4号ファンドをレイズすることを発表</p> <p>Domain Associatesは8号ファンドを500百万ドルでクロス</p> <p>NGPは2号エネルギー・ファンドを348百万ドルでクロス</p> <p>KKRとSilver Lakeは保有するAvago TechnologiesをIPO</p>	<p>3iは100百万ポンドのベンチャー・キャピタル持分をColler Capitalへ売却することを発表</p> <p>KKRは2号欧州ファンドのアネクス・ファンドを400百万ユーロでクロス</p> <p>PAIは2名の幹部が退任し、5号ファンドのKey-man条項に抵触したことを発表</p> <p>Sentica Partnersは3号ファンドを113百万ユーロでクロス</p>	<p>上海政府が支援するGP Capitalは200億元の初号ファンドをレイズすることを発表</p> <p>Blackstoneは中国元建ての初号ファンドをレイズすることを発表</p> <p>Aureosは初号ラテン・アメリカ・ファンドを184百万ドルでクロス</p> <p>Keytone Venturesは初号ファンドを200百万ドルでクロス</p>
9 月	<p>Charlesbankは7号ファンドを募集上限の15億ドルでクロス</p> <p>Oak Hillは初号クレジット・ファンドを11.2億ドルでクロス</p> <p>Khoslaは3号ファンドを800百万ドル、初号シード・ファンドを250百万ドルでクロス</p> <p>KPSは3号ファンドのアネクス・ファンドを800百万ドルでクロス</p> <p>CalPERSがILPAがトランを支持することを発表</p> <p>Quantumは5号エネルギー・ファンドを25億ドルでクロス</p>	<p>Procuritasは4号ファンドを139百万ユーロでクロス</p> <p>Quadrangleはロンドン・オフィスを閉鎖し、アジア事業を強化することを発表</p> <p>Inflexionは2006年ファンドの共同投資ファンドを75百万ポンドでクロス</p> <p>PAIは5号ファンドのファンド規模を50%削減することを提案</p>	<p>MBK Partnersは2号ファンドを16億ドルでクロス</p> <p>BNP Paribasは300百万ドルの中東地域を対象とした初号ファンドをレイズすることを発表</p> <p>Mekong Capitalは4号ベトナム・ファンドを150百万ドルでクロス</p> <p>Everstoneは2号インド・ファンドをレイズすることを発表</p>

注1) 数字を含む事象はすべて各種PE関連業界紙で報道されたものを使用しており、エー・アイ・キャピタルで裏づけをとったものではありません。

注2) PE…プライベート・エクイティ

注3) BO…バイアウト

注4) MBO…マネジメント・バイアウト

注5) VC…ベンチャーキャピタル

編集後記

プライベート・エクイティ市場は、「空白の1年」を経て、特に米国において徐々に正常な姿に戻ってきていることが感じられます。もちろんマクロ的にみた景気の弱さや先週大きな問題となったドバイの金融危機の影響などまだ不透明感が色濃く残る状況ではありますが、そのような中でも興味深い投資機会は有りますので、リスクを意識しながらも常にそのような機会を捉えていくべきと思います。

<潮流>では、ILPAのガイドラインを採り上げました。一部の大手ファンドを含め、投資環境の大きな変化やその中でのGPのチーム構成・戦略などの変更によって、既存のファンドであっても契約変更を行ったり、新規ファンドも環境にマッチした契約条件が適用されてきています。このようなガイドラインを活用しながらGPとLPとの間でしっかりと”Alignment of interest”を確保することは非常に重要ですが、言うまでもありませんが、その前提として相互の信頼関係を強固にすることが投資活動を進めていく上で非常に重要と考えます。

今年も残すところあと1ヶ月となりました。来年のプライベート・エクイティ市場は、益々いろいろな動きが出てくることと思います。弊社では引き続きそれらの動きに関してタイムリーな形で皆様にお伝えしていきたいと思っておりますので、引き続き叱咤激励を頂けますと幸いです。すこし早いですが、皆様におかれましては、良い新年をお迎えされることをお祈り申し上げます。

(小林 和成)

AI Capital Newsletter 第17号

エー・アイ・キャピタル・ニューズレター

発行日：2009年12月1日

発行人：小林和成

編集：漆谷淳 齋藤誠一 上甲淳 大平愛子

発行：エー・アイ・キャピタル株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 丸の内中央ビル10階

電話：(03) 5218-5230 FAX：(03) 5218-5254

Publisher and Editor-in-chief: KAZUSHIGE KOBAYASHI

Editor: ATSUSHI URUSHITANI, SEIICHI SAITO, JUN JOKO, AIKO OHIRA

Published: December 1, 2009

Alternative Investment Capital Limited.

10th Floor, Marunouchi Central Building, 9-1, Marunouchi

1-chome, Chiyoda-ku, Tokyo, 100-0005, Japan

Phone 81-3-5218-5230 FAX 81-3-5218-5254

E-mail: info@aicapital.co.jp <http://www.aicapital.co.jp>

Copyright © 2009 by Alternative Investment Capital, Limited.

記載内容の無断複製は著作権違反となります。本誌をコピーやファックスすることは弊社の承諾なしにできません。

ご留意事項：本誌は、情報提供を唯一の目的としており、投資助言や投資運用に係る勧誘等を目的としたものではありません。本誌に使用した数値、評価は過去の実績等を分析したものであり、その正確性・完全性を保証するものではなく、将来の投資成果等を保証するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。