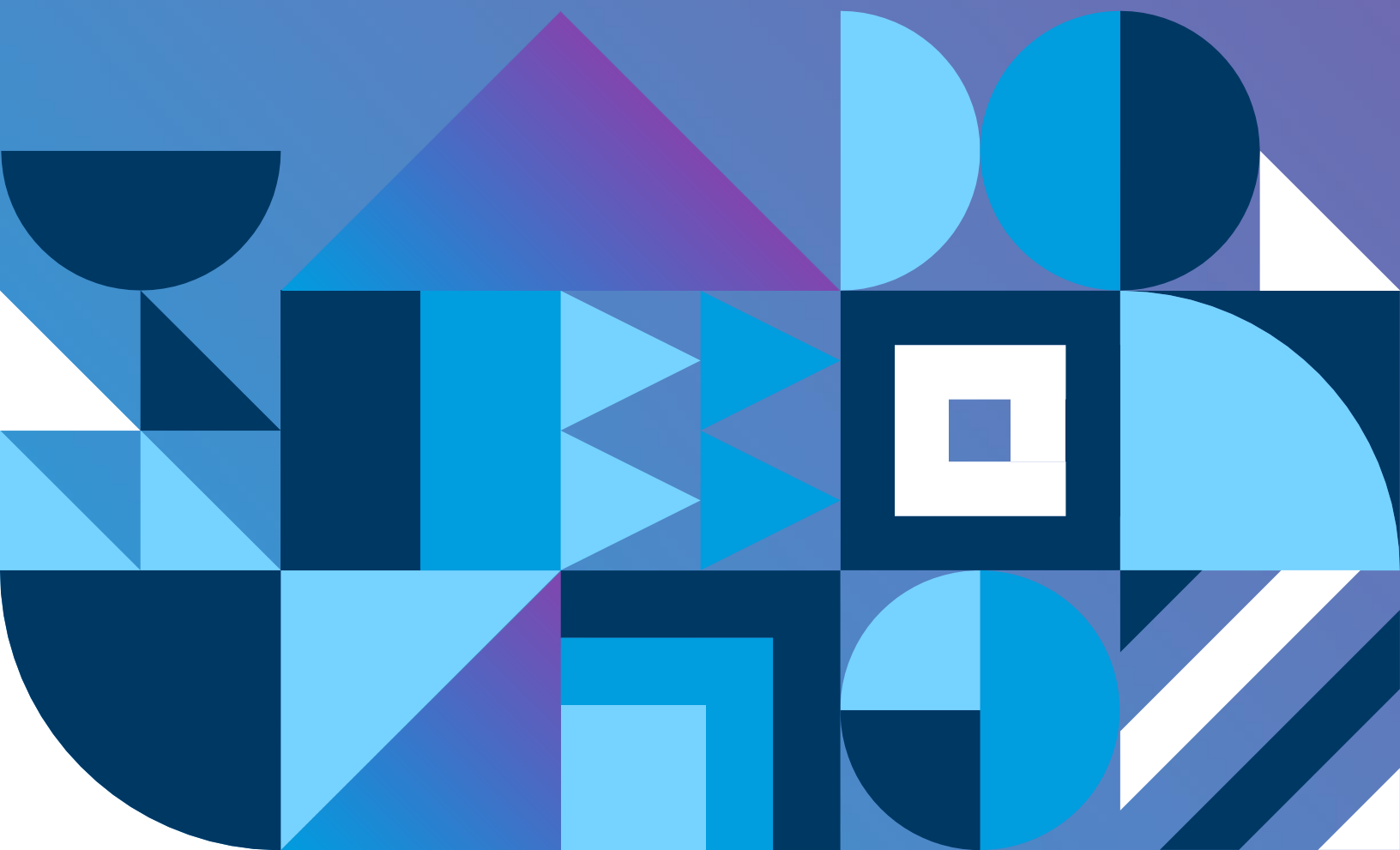


プライベート市場セカンダリー：入門編



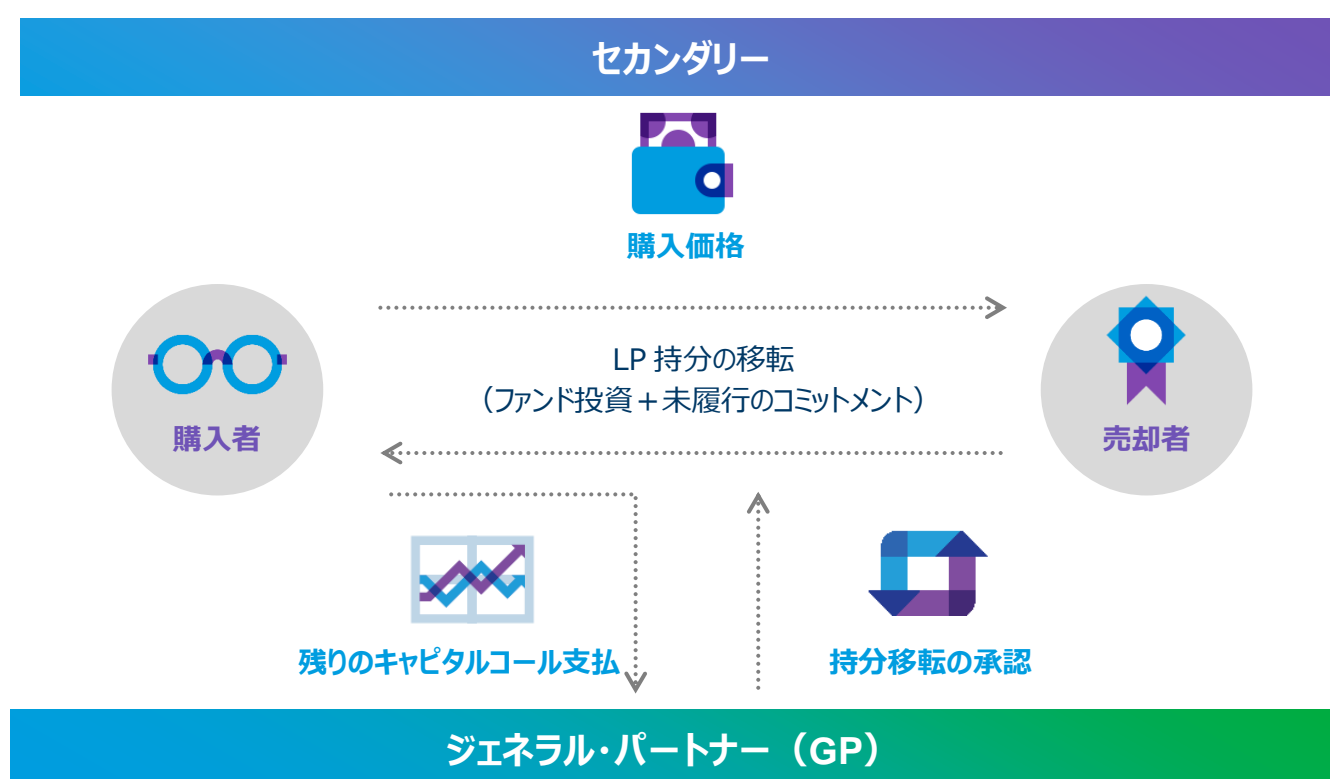
セカンダリー・プライベート市場は、過去 20 年間で、流動性が乏しくディスカウントが大きいニッチな市場から、安定した取引量および多数の市場参加者を有する機能的な市場へと、大きく成長した。現在は、プライベート市場の資産クラス全体のなかでも、重要かつ主要な資産クラスと位置付けられており、魅力的なリスク調整後リターンおよびディフェンシブ特性をもたらしている。

プライベート市場セカンダリーとは

プライベート市場セカンダリーは、従来はプライベート市場ファンドの LP（ファンド投資家）の持分（単一の LP もしくは複数の持分から構成される分散ポートフォリオ）の取得が中心だった。これは、投資開始前の新規募集ファンドにコミットメントを実施する、プライベート市場ファンド・プライマリー投資とは対照的である。

セカンダリー市場での取引では、購入者は、ファンドの保有資産に対する持分を取得するとともに、未履行のコミットメントを引き継ぐ。図 1 は、典型的なセカンダリー市場での LP 持分取引を示している。

図 1：典型的なセカンダリー市場での LP 持分取引



セカンダリー・プライベート市場は、投資が進んでいるファンドへのプライマリー投資、GP（ファンド運用者）スピンアウト、ファンド・リストラクチャリング、GP 主導による LP 持分の買付提案、LP 持分の取得、および、これらを組み合わせたステーブル取引など、さまざまな種類の取引形態およびストラクチャーへと進化している。さらに、セカンダリー市場では、売り手への繰延支払、分配金の優先受取など、複雑なストラクチャーが普及し続けている。

セカンダリー市場規模

セカンダリー市場は当初、主にプライベート投資の継続が困難となった投資家に関連するオポチュニスティックな市場であると見なされていた。しかしながら、買い手および売り手の双方のプライベート市場投資家にとって、同市場は重要なポートフォリオ管理の手段として進化し続けている。セカンダリー市場は、プライベート・エクイティ、不動産、インフラストラクチャー、実物資産、クレジットを含むあらゆるプライベート市場戦略をカバーする、アクティブかつダイナミックな市場へと成長している。さらに、仲介業者およびアドバイザーの利用の増加により、市場の効率性がより高まっている。図2は、2012年以降のセカンダリー市場の成長を表している。市場は拡大しているものの、グローバル・プライベート市場規模に占めるセカンダリー取引の比率は、依然として低い。2019年のセカンダリー取引量は約880億米ドルに達したが¹、プライベート市場残高合計（6.5兆米ドル）の1.5%未満である²。

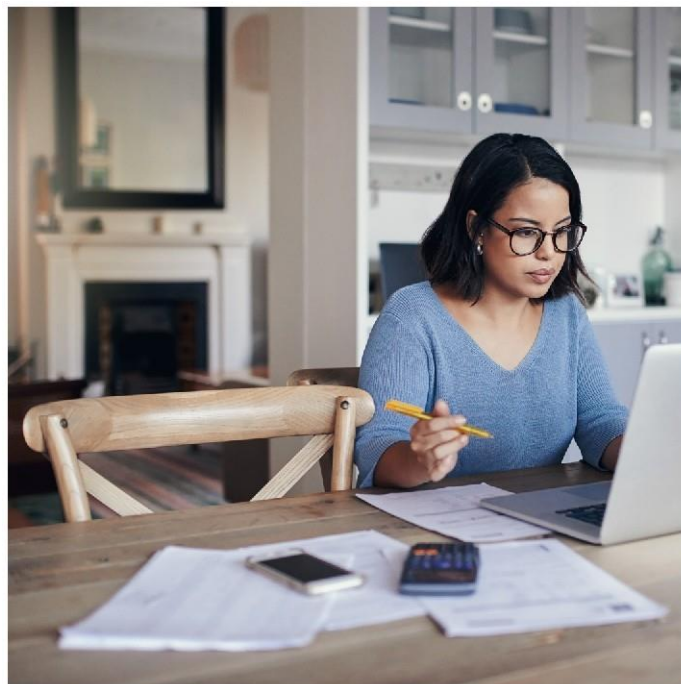
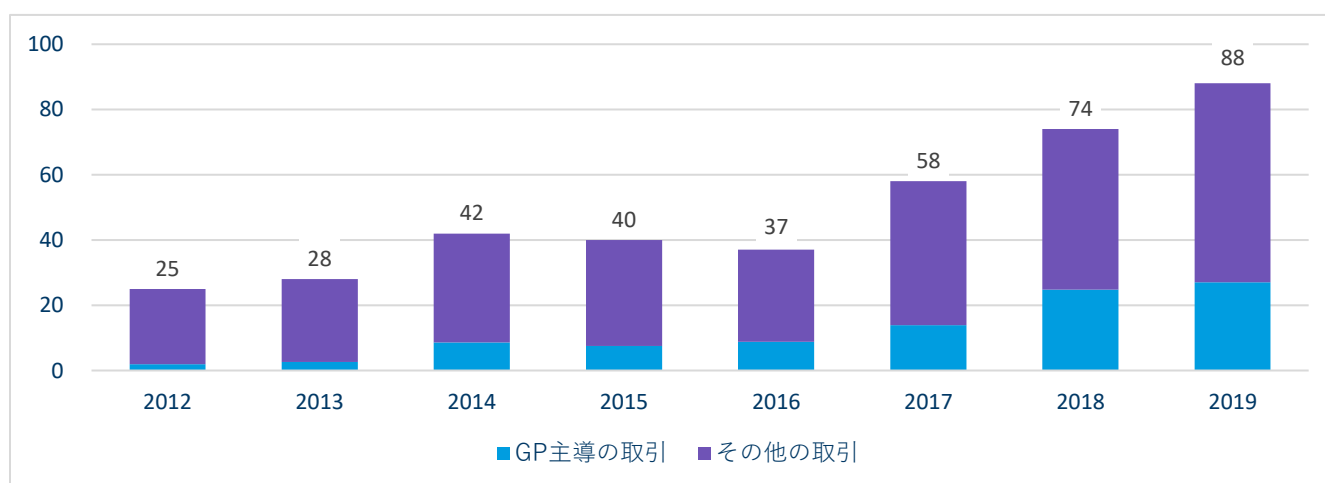


図2：セカンダリー・プライベート市場取引量（10億米ドル）

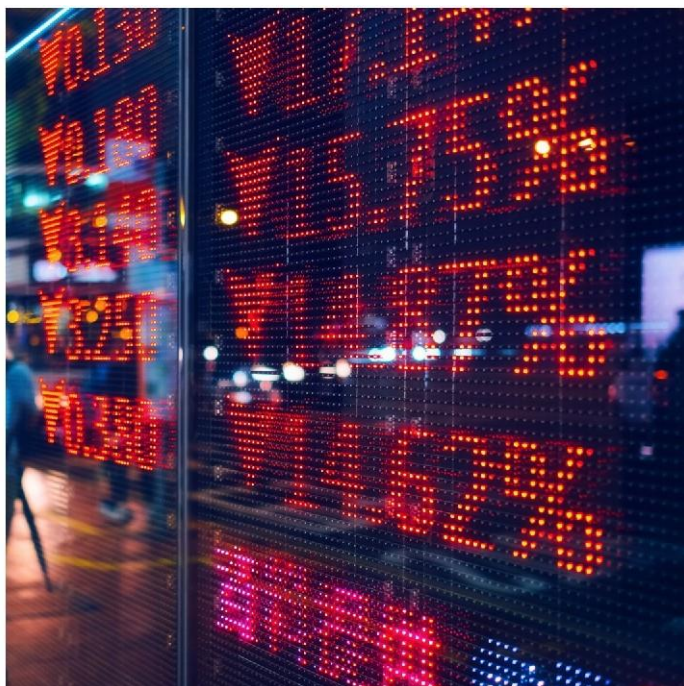


出所：Source: Greenhill, Global Secondary Market Trends & Outlook, January 2020

¹ 出所: Greenhill, Global Secondary Market Trends & Outlook, January 2020

² 出所: McKinsey & Company, McKinsey Global Private Markets Review 2020

セカンダリー市場での売却理由



投資家が、プライベート市場ファンド持分を売却する理由は、様々である。経済拡大が続く過去 10 年間における持分売却理由は、主に積極的なポートフォリオ管理によるものだが、流動性ニーズ（特に市場混乱期）もしくはプライベート市場ポートフォリオの管理上の負担軽減を理由として、持分売却を実施しているケースもある。伝統的には LP がセカンダリー市場での売り手だったが、流動性を生み出したり、自身のポートフォリオ資産にアクセスするための経路として、GP 自身がセカンダリー市場を活用し始めている。2019 年の GP 主導の取引量は約 260 億米ドルで、セカンダリー市場の総取引量の 30% に相当する³。図 3 は、主な売却理由を示している。

図 3 : セカンダリー市場での主な売却理由

ポートフォリオ管理

- ・ 資産配分変更への対応
- ・ 特定ヴァンテージ年、投資戦略、マネージャーへのエクスポージャー調整
- ・ ポートフォリオのキャッシュフロー管理
- ・ 運用実績が低迷しているファンド持分の売却および縮小
- ・ コア・マネージャーにフォーカスした、プライベート市場ポートフォリオの構築

流動性目的

- ・ 高い運用実績のファンドにおける利益確定
- ・ プライベート投資以外の投資プログラムにおける流動性ニーズ
- ・ 想定より遅いペースでの現金化
- ・ プライベート市場投資からの撤退

管理上の必要性

- ・ 投資先 GP の削減
- ・ テール・エンドのファンド持分（運用期間終期で残高が縮小したファンド持分）の処理
- ・ 基金や企業の合併再編への対応

³ 出所: Greenhill, Global Secondary Market Trends & Outlook, January 2020.

セカンダリー投資の検討理由

セカンダリー取引の特性は、プライベート市場ポートフォリオに対して、プライベート市場ファンドへのプライマリー投資では利用することができない多くのメリットをもたらす。そのため、機関投資家からのセカンダリー市場に対する強い需要が存在する。Greenhill は、2019 年末時点でセカンダリー市場を投資対象としたドライパウダーが 1,500 億米ドル以上存在すると推定している⁴。さらに、2020 年 1 月時点のセカンダリー・ファンド上位 5 ファンドは、積極的な募集により合計 430 億米ドルのコミットメントを獲得している⁵。図 4 は、プライベート市場セカンダリー持分取得を、投資家が検討する理由を示している。

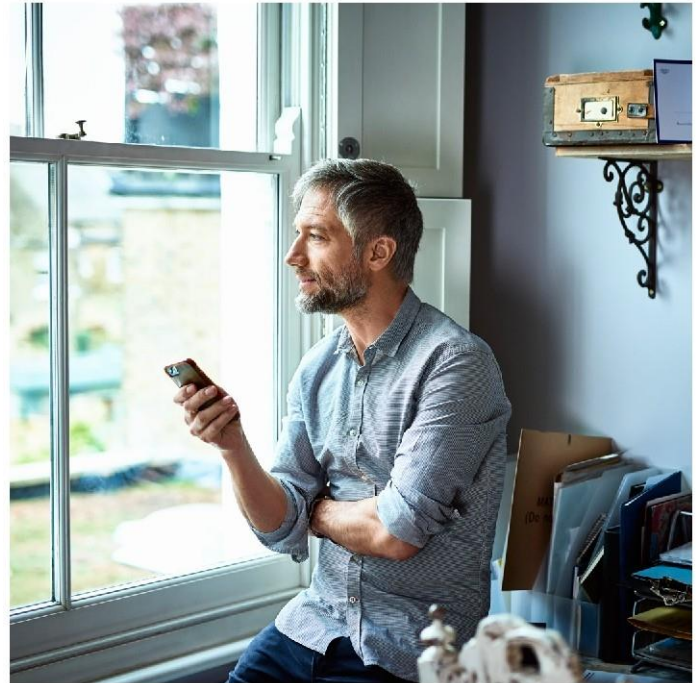


図 4 : セカンダリー投資の検討理由

- | | |
|--|--|
| <p>Jカーブ効果の抑制</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ 早期の価値創造およびイグジットが見込まれる、成熟した資産で構成されるポートフォリオを取得することで、資本毀損リスクを抑制。さらに、プライベート・ファンド投資特有の運用手数料ルール（ファンド運用初期における手数料の負担が相対的に大きい）の影響を抑制 |
| <p>「ブラインドプール」⁶
リスクの抑制</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ セカンダリー取引は、投資が進んでいるファンドを取引することから、大半の投資先企業を把握した上で、セカンダリー投資を行うことが可能 |
| <p>ポートフォリオ分散の強化
エクスポージャーの早期構築</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ セカンダリー取引の活用により、ヴィンテージ年の分散を図ることが可能となる ・ 数年をかけてキャピタルコールを行うプライマリー・ファンドへのコミットメントと比較して、セカンダリー持分の取得は早期にプライベート市場に資金を配分することができ、これにより速やかな目標資産配分の実現が可能となる |
| <p>早期の現金化</p> | <ul style="list-style-type: none"> ・ セカンダリー投資はプライマリー投資と比較して運用が進んでいることから、投資家への資金返還が早いのが一般的 |

⁴ ドライパウダー：プライベート市場ファンドが確保しているコミットメント額のうち、未履行コミットメント額

⁵ 出所: Greenhill, Global Secondary Market Trends & Outlook, January 2020.

⁶ ブラインドプール：GP が追求する投資機会を特定しない、リミテッド・パートナーシップの形態。不動産およびハイテク企業の買収、研究開発への資金提供時に活用されることが多い

留意すべき潜在的なリスク

プライマリー・プライベート市場投資に固有のリスクとは別に、セカンダリー投資での持分取得では、取引に関する留意点およびリスクが存在する。

投資が進んだファンドの持分を取得する場合、セカンダリーの買い手はファンドの既存のポートフォリオの投資状況を確認することができるが、「ブラインドプール」の特性を有するプライマリー・ファンド投資と比較して、追加的なデューデリジェンスの能力が必要となる⁶。GPの今後の投資実行能力を評価することに加え、セカンダリーの買い手はファンドの投資先企業、運用実績、バリュエーション、および、見直しについても分析する必要がある。さらに、買い手はデューデリジェンス・プロセスの一環として、ファンドの契約書類、年次報告書、および、財務諸表も分析する必要がある。すべての持分移転は、GPの同意、さらに場合によっては他の投資家が有する拒否権を含めて、ファンドのパートナーシップ契約の要件に準拠する必要がある。セカンダリー・ファンドのLPの場合、追加的に留意すべきリスク項目として、ポートフォリオ構築およびレバレッジが含まれる。

セカンダリーへの投資実行方法

プライベート市場投資プログラムにおいて、セカンダリーを組み入れるためには、複数の方法が存在する。例えば、機関投資家は、セカンダリー投資専門のファンド・マネージャーを通じて、直接的または間接的にセカンダリー投資を実施することができる。図5は、2つの主な投資実行方法の概要について示している。

セカンダリー市場での買い手の85%以上が、特化型のセカンダリー・ファンドである⁷。セカンダリー投資専門の投資チームを有する投資マネージャーと競争することは困難であることから、他のセカンダリー買い手は、大規模LPの一部、ファミリー・オフィス、および、ファンド・オブ・ファンズに限定される。さらに、多くの投資家は、セカンダリー投資において複合的なアプローチを採用している（セカンダリー・ファンド・マネージャーに投資およびリレーションシップを構築するとともに、オポチュニスティックに直接投資を実施（もしくはマネージャーとの共同投資を実施））。

図5：投資実行における留意点

直接投資	セカンダリーファンド
<ul style="list-style-type: none"> + より直接的な取引への関与 + 運用手数料の抑制 - 取引の組成および執行のために、多大なリソースを要する - 迅速な対応および判断能力が要求される 	<ul style="list-style-type: none"> + セカンダリー投資専門の大規模かつ洗練された投資チーム + 市場の変化や投資機会に速やかに対応する能力 - ブラインドプールへのコミットメント - 2階建ての手数料構造

⁷ 出所: Setter Capital, Setter Volume Report FY 2019

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売上の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じた定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。