

パンデミックおよび金融市場の混乱が プライベートエクイティ共同投資に与える影響

2020年4月13日

(原文：2020年4月6日)

パンデミックおよび金融市場の混乱がプライベートエクイティ共同投資に与える影響

COVID-19 のパンデミックによる金融市場の混乱の影響は、プライベート市場でもより直接的な影響が見られ始めている。COVID-19 のパンデミックによる最終的な経済的影響度合いを予測するのは時期尚早だが、上場株式市場は S&P 500 が昨年未から 20%、ピーク時から 24% 下落するなど、ここ数週間非常に不安定な状況が続いている。非上場株式の領域においては、COVID-19 が企業にどの程度の影響を及ぼすのかまだ把握出来ていないものの、パンデミックにより、需要、サプライチェーン、人的資源、その他の要因において、プライベートエクイティ・スポンサー（以下、「スポンサー」）が保有するポートフォリオ企業に多大なストレスがかかっていることは明白である。こうした状況を受けて、スポンサーは、新規のプラットフォーム投資の遂行から、既存ポートフォリオ企業の管理に短中期の焦点を移している。では、COVID-19 とそれに関連する市場の混乱は、プライベートエクイティの共同投資にとって何を意味するのだろうか？

短期的には...

- 危機前に共同投資資金を十分に確保せずに投資契約を締結したスポンサーは、シンジケーションが出来なくなり、当初の想定よりも多くの株式を保有せざるを得ない状況になる可能性がある。市場が安定すると、スポンサーがこれらの株式を売却しようとするため、数か月後に共同機会の機会が生まれる可能性がある。こうした投資機会は、リミテッド・パートナー（以下、「LP」）にとって魅力的な可能性がある一方で、回復の程度によっては、危機前に投資価格およびストラクチャーが設定された案件を、共同投資家が受け入れることが困難な場合も想定される。
- ファイナンス・パッケージが十分に確保されていない拘束力のない買収提案は、現在のクレジット市場の状況を考えると撤回される可能性がある。これらの投資機会に共同投資を予定していた LP は、短期的にはそうした投資機会を逃す可能性があるものの、COVID-19 のパンデミック前に投資価格が設定された案件の場合、LP にとっても有益であると言えるかもしれない。なお、こうしたブローカー・ディールは、ひとたび市場が落ち着きを取り戻すと、再度案件が浮上する可能性がある。
- プライベートエクイティ・スポンサーが既存のポートフォリオ企業の管理に注力するようになると、新規の投資活動は概ね留保されるものと想定される。こうした状況は、危機の影響と期間についてより明確になり、資産の評価と引き受けが確信を持って実行できるようになるまで続くものと想定される（危機の前にファイナンスが確保され契約が完了した案件は例外である）。総じて、予想される新規の取引が減少するため、共同投資の機会も減少すると考えられる。新規のプラットフォーム投資の遂行には通常数か月を要することを考えると、1～2 か月の一時停止により、2020 年第 2 四半期までの新規投資が限定的となる可能性が示唆される。

- スポンサーが、ポートフォリオの潜在的な流動性およびその他のストレス状況を評価する際、既存のポートフォリオ企業を支援するために共同投資を求める場合がある。これらの案件では、LP は、スポンサーが修復不可能な問題を修復するためにポートフォリオ企業に追加的な投資を行うものではないことを確認する必要があり、包括的なデューデリジェンスの実施が不可欠となる。スポンサーは、問題があるポートフォリオ企業の救済ファイナンスに防御的に共同投資する機会に加え、低いバリュエーションとディストレスト状況を利用して、十分な資本を持つポートフォリオ企業のアドオン投資を行うという攻撃的な取り組みを増やす可能性がある。

中長期的には・・・

- クレジット市場は既に引き締め兆しを見せており、今後はレバレッジ水準が低下するものと考えられる。レバレッジ水準の低下により、より多くのエクイティが必要になる可能性があり、投資活動が活発化し始めると、共同投資の機会の増加に繋がる可能性がある。ただし、これはバリュエーションの低下により相殺される可能性がある。ここで重要となるのは、レバレッジがバリュエーションよりも低下するか否かであり、もしそうであれば、より多くの株式への投資機会が共同投資家に提供される可能性がある。
- COVID-19 のパンデミックによりファンド募集活動が低迷する場合、スポンサーはより選択的にドライパウダーを活用する必要がある。既存ポートフォリオ企業に必要な資金も増加し、新規のプラットフォーム投資に充てる資金が少なくなるため、LP にとっては共同投資の機会が増える可能性がある。

LP への影響・・・

- 上場株式の価値がここ数週間で低下しているため、プライベート市場へのエクスポージャーが大きい投資家においては、当該エクスポージャーが規定の上限を超えている可能性がある（所謂「分母効果」）。また、共同投資が投資プログラムの補助的な位置付けであった LP においては、一定期間、共同投資への参加を控える動きも見られるであろう。更に、共同投資の専門チームを有しない LP においては、既存ポートフォリオの管理により多くの時間を要することから、共同投資を実行するためのリソースが不足する可能性もある。こうした一連の状況は、経験豊富で一貫した共同投資家や、新たに共同投資プログラムを構築しようとしている資金力のある LP に対して、より多くの投資機会をもたらす可能性がある。
- 最後に、一部の投資家は、上場株式資産価値の減少によりプライベート市場資産（特に共同投資）への配分が規定の上限を超えることから、セカンダリー市場で共同投資の持分を購入する機会の増加に繋がる可能性がある。ただし、現在の高いレベルのボラティリティと不確実性を鑑みると、買い手と売り手の両方に受け入れられるバリュエーションに到達することは容易ではない可能性がある。

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買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。