

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・セカンダリー市場に与える 影響

2020年4月21日

(原文：2020年4月13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・セカンダリー市場に与える影響

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックによる金融市場の混乱の影響は、プライベートエクイティのセカンダリー市場を含む金融市場全体に大きな影響を及ぼしている。COVID-19 のパンデミックによる最終的な影響度合いは依然として不確実であるものの、過去の金融市場の混乱時を振り返ることにより、セカンダリー市場が現在の環境にどのように反応するかについて洞察を得ることが出来る。グローバル金融危機（以下、「GFC」）の時期には、セカンダリー市場では、短期的には、取引量の低下、実現及び分配ペースの鈍化（これはプライベートエクイティに広く当てはまる）、価格の下方圧力が見られた。但し、その後ボラティリティが低下して市場が安定を取り戻すと、セカンダリー市場の取引量は大幅に回復し、投資可能な資金を有する投資家に魅力的な投資機会を提供した。

過去の市場低迷時のパターンを見ることは有益である一方、今日のセカンダリー市場は 2008-2010 年とは異なっていることに留意する必要もある。例えば、セカンダリー市場の規模、厚み、洗練度およびセカンダリー市場におけるリミテッド・パートナー（以下、「LP」）の経験値は大きく進展しており、これらは、今後のセカンダリー市場のボラティリティの軽減に役立つものと考えられる。その一方、過去数年間にみられたセカンダリーにおけるレバレッジの活用増加は、既に投資済みの案件およびファンドのボラティリティを上昇させる可能性がある。

セカンダリー市場は、良好な状態で 2020 年を迎えた。2019 年は、3 年間連続で取引量が増加し、史上最大となる 860 億ドルのセカンダリー取引が行われた（出所：UBS）。860 億ドルの取引量は、2018 年比で 15%の増加であり、凡そ 300-350 億ドルの水準であった 2014-2016 年との比較では約 160%の増加となった（出所：UBS）。価格については、全てのセクターと取引タイプで好調であった。こうした状況の中、910 億ドルという豊富なドライパウダーに支えられ、セカンダリー市場は 2020 年も更なる成長が継続していく準備が整っていた。しかしながら、COVID-19 のパンデミックの結果、市場のほぼ全ての取引が撤回または投資価格の見直しが行われることになった。更に、潜在的な売り手は、他のポートフォリオや投資の問題に時間を取られており、ポートフォリオの評価を行いながら売却のタイミングを再考している。

短期的には、NAV が更新され、GP がポートフォリオへの影響度を理解するまで、セカンダリー市場における取引量は大幅に減速するものと考えられる。

- セカンダリーの買い手は、足元で入手可能なプライベート市場のファンドの評価基準日（即ち、2019 年第 3 四半期末または第 4 四半期末）のバリュエーションを基に評価を行うが、2020 年第 1 四半期に発生した上場株式市場の下落と実体経済の減速により、これらのバリュエーションの数値は過大評価されているというのが一般的な見方である。評価額の信頼性が低下している一方、売り手は 2019 年第 3 四半期末または第 4 四半期末の評価額に対して大幅なディスカウントで売却することを嫌う傾向がある。このため、2020 年第 1 四半期末の NAV がリリースされるまで取引量は低い水準に留まるものと予想される。上場株式市場のボラティリティが継続し、経済の展望について不確実性が残る場合、低水準の取引量は 2020 年第 2 四半期末まで続く可能性がある。
- 更に、GP は COVID-19 のパンデミックによるポートフォリオ企業への影響を評価している最中であるが、ポートフォリオ企業への影響は、パンデミックの長さや経済的影響の深刻さに依存する。こうした状況において、買い手は投資する資産の品質と状況を理解するために時間をかける傾向が見られる。Greenhill Partners によれば、GFC の時期には、価格のボラティリティと不確実性の高まりにより、2009 年の半年間にプライベートエクイティのセカンダリー取引量は約 70% 低下したとしている。
- なお、短期的に（第 1 四半期末の NAV リリース前に）発生する取引は、評価基準日時点の NAV に対して高いディスカウントでの売却を強いられたディストレスト・セラーによる取引である可能性がある。GFC の期間は、評価基準日の NAV に対して 40-60% のディスカウントで取引されることは珍しいことではなかった（但し取引量は限定的）。現時点において、ディストレスト・セラーの存在は認識していないが、上場株式市場の更なる下落や COVID-19 のパンデミックが長引く場合、状況が変わる可能性がある。

中長期的には、プライベート市場へのアロケーションが上限を超えた場合、または場合によっては流動性の問題に直面した場合、LP による売却ニーズが高まる可能性があり、取引量の回復が見込まれるものと考えられる。

- 過去数年間にわたり、LP がセカンダリー売却を行う主な動機は、ポートフォリオ管理（コア・マネジャーへの集中、ポートフォリオの合理化、リターン確保、リスクの低減など）であった。この傾向は今後も続くことが予想されるが、保有する上場株式の価値が低下したことにより、プライベート市場資産への配分が上限を超えた場合には、セカンダリーでの売却を検討する必要性が発生する可能性がある。過去 5-6 年においては、セカンダリー市場ではディストレスト売却は殆ど発生していないが、危機の期間と深刻度に応じて、新たな原動力となる可能性がある。
- GFC では、金融危機が収束して価格が安定し始めると、取引量は直ちに危機前の水準に戻り、それを超えた。Greenhill Partners によれば、2010 年下半期のセカンダリー取引量は 180 億ドルとなり、市場が低迷した 2009 年下半期比で 6 倍の増加となった。2010 年通年では、セカンダリー取引量は 230 億ドルとなり、2008 年比で 15% の増加となった。

- なお、株式市場が急速に回復したり、経済面での試練が予想を下回る場合、この取引量の回復は軟化する可能性がある。LP は、GFC の期間に低価格で売却した苦い経験から、回復が間近に迫っていると感じた場合にはより忍耐強くなる可能性があり、市場の回復を待ってポートフォリオのリバランスを行う可能性もある。このシナリオの場合には、LP は主にポートフォリオ管理の結果として売却するという通常のセカンダリー市場に戻るようになるだろう。

市場が安定化し始め、投資機会が増加するのに伴い、セカンダリー市場は買い手にとって魅力的なリスク調整後リターンを創出する機会を提供する可能性がある。

- 歴史的に見ると、市場の低迷から抜け出す期間は、良いベンテージ年となり、投資家に魅力的なリターンの機会を提供してきた。セカンダリーの買い手は、ディストレスト・セラーや流動性を必要とする投資家が保有している良質な資産への投資機会を探っていくことになるだろう。
- 更に、LP が（NAV ではなく）未拠出コミットメント金額を削減することを目的として、それ程キャピタルコールが進んでいないファンドの持分を売却するような取引が、通常よりも多く発生する可能性もあると考えられる。全てのセカンダリー投資家がこうした未拠出金額の大きいポジションに興味を示すものではないが、これらの投資機会は、長期のプライベートエクイティ投資家にとって、質の良いマネジャーとのポジションを潜在的に強化する機会を提供する。

GFC と COVID-19 のパンデミックにおけるセカンダリー市場の違い

- GFC と COVID-19 のパンデミックにおけるセカンダリー市場の主な違いとして、セカンダリー市場の規模、厚みおよび洗練度が挙げられる。先述した通り、2018 年のセカンダリー市場は GFC の時期と比較して約 4 倍の規模となっている。現在はより多くの買い手と大規模なドライパウダーがあり、売り手はセカンダリー市場の活用の際により豊富な経験を有している。更に、（即座の売却に対して）代替の取引ストラクチャー（優先投資、ストラクチャード案件など）が出現し、潜在的な売り手が流動性の問題に直面した場合、より多くの選択肢が利用可能となっている。これらは、総じて、GFC の期間に経験されたものと比較して、セカンダリー市場への影響を和らげる要因となる。
- 過去 6-7 年間で、セカンダリーファンドのマネジャーによるレバレッジの活用は一般的なものとなった。レバレッジは、ファンドレベルのレバレッジ、ディールレベルのレバレッジおよび延払いの形態を取っている。過去 6-7 年間の上昇相場でのレバレッジの活用は、今日までリターンを向上させるツールとして功を奏してきたが、バリュエーション下降局面においてストレステストされたものではない。レバレッジに大きく依存しているセカンダリーファンドのマネジャーは、今後パフォーマンスが変動する可能性がある。

既に投資済みのセカンダリー案件およびセカンダリーファンドは、レバレッジおよび分配ペースの鈍化の影響を受ける。

- ファンドレベルのレバレッジに大きく依存しているセカンダリーファンドのマネジャーは、レバレッジ水準を落とすために、短期間でLPに対してかなりの規模のキャピタルコールを行う可能性がある。これらのキャピタルコールに続き、次の四半期にセカンダリーファンドのポートフォリオのバリュエーションが下げられると、ファンドのIRRが大きく低下する可能性がある。当社が認識しているだけでも、既にこの性質のキャピタルコールが複数発生している。セカンダリーファンドに投資しているLPは、当面予想外のキャピタルコールが発生しないことをマネジャーに確認する必要がある。
- 多くの投資家にとってセカンダリー市場に投資を行う主な理由の一つは、バイアウト或いはベンチャーキャピタルと比較して、セカンダリーファンドでは早期の分配が見込めることが挙げられる。今後数四半期におけるプライベートエクイティの回収が鈍化するため、セカンダリーファンドにおいても想定していたほど迅速にLPに分配を行うことが出来なくなる。早期の回収を見込んでアグレッシブな価格設定がされた案件の場合、これらのリターン、特にIRRが低下する可能性がある。

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。