



AI Capital Newsletter

第15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>	PEのセカンダリー投資	P. 1
II. <地域>	英国プライベート・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>	コベナンツ	P. 6
V. <業界>	1月～3月の業界動向	P. 7
<編集後記>		P. 8

I. <潮流> PEのセカンダリー投資

「世界金融危機」はPE投資家に大きなチャレンジと新たな投資機会をもたらしているが、そのひとつの注目分野にPEのセカンダリー投資がある。

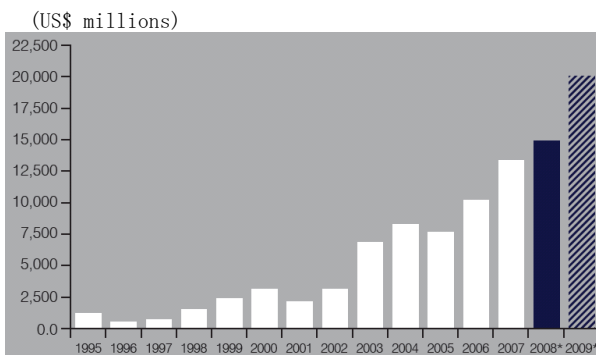
ファンド期間終了前に、ファンド持分を現金化したい、あるいはアセット・アロケーションを見直したいといったPE持分の流動化ニーズがある投資家が持分を売却する機会を捉え、その持分を買収することを通じてPE投資を行うのがセカンダリー投資である。

本稿においては、セカンダリー・マーケットの概況と投資家（買手）の視点でのアプローチ方法について触れてみたい。

1. 急速に発展するセカンダリー市場

セカンダリー市場の規模については、プライマリー市場の拡大に従って大きくなってきており、2008年には150億ドルの規模に達したと推定されている。従来より様々な理由でファンド持分を売却する投資家が存在し、経験的にはプライマリー市場で募集された金額の4～5%が数年経ってセカンダリー市場で売却されていると言われている。

【図表1】セカンダリー取引額の推移



出所：Triago

近年では、機関投資家がアクティブ・ポートフォリオ・マネジメントの一環でファンド持分を能動的に売却することが増えたこと、一方、従来よりの買手であるセカンダリー・ファンド以外に機関投資家などもセカンダリー市場での持分買収に積極的に参加してきていること、また売手・買手をつなぐエージェントが増えたことなどの理由によりセカンダリー市場は拡大傾向にある。

更に金融危機の影響により、流動性に問題を抱える大学基金・ファミリー・オフィス、デノミネーター効果によりポートフォリオのリバランスを迫られている年金基金、自己資

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。

本の縮小の影響でリスク・アセット削減が必要となっている銀行など潜在的な売手が大幅に増加しており、売手と買手の期待価格のギャップが埋まればセカンダリー市場は急拡大するものと予想されている。

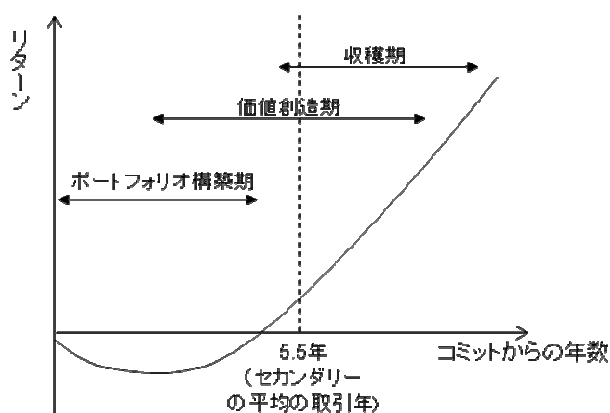
2. セカンダリー投資のメリット

(ア) 早期の投資及び回収

一般には、PEのプライマリー投資は「Jカーブ」と呼ばれる現象で、ポートフォリオ構築中の数年はネガティブ・キャッシュフローとなるが、セカンダリー投資では、投資が進んだ持分に投資するので、早い段階でポジティブ・キャッシュフローが期待でき、Jカーブが短縮する。

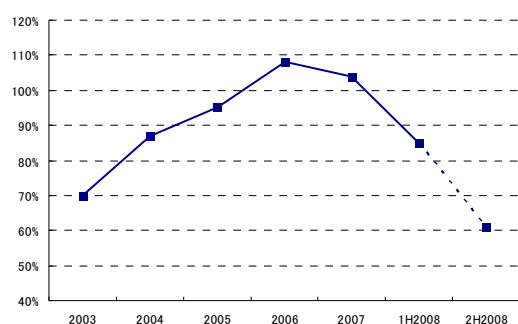
また、特にPE投資を始めて歴史の浅い投資家にとっては、過去のヴィンテージ・イヤーのファンドの持分を持つことにより時間軸での分散投資の効果を高めることが出来る。

【図表2】 PEファンドのリターンイメージ



(イ) ディスカウントでの取得

【図表3】 平均最大入札価格（対NAV比率）の変化



出所：Cogent Partners

売手・買手の需給関係次第では、当該ファンドの直近の評価額（NAV）に対して大幅なディスカウント価格で持分を取得できる可能性がある。図表3の通り、最近ではNAVに対して6割以上のディスカウントになっている。

また、ファンド設定時や投資期間中の報酬・コストについては既に支払済みであることからこうした費用が低減可能である。

(ウ) ポートフォリオの中身が透明

プライマリーで投資する場合は、その後構築されるポートフォリオの中身や、戦略がどのような形で実際に遂行されるかは、将来のことであり、知る術はない。しかし、投資が進んだファンド持分をセカンダリーで投資する場合は、ポートフォリオの構成・実行した投資戦略を精査した上での投資が可能である。

(エ) 優良ファンドへのアクセス、投資増額

従来、プライマリーでの募集時にアクセスが出来なかった、或いは希望するアロケーション額が取れなかったファンドに関して、投資家はセカンダリー市場で優良ファンドへのアクセスなどを達成・強化できる。但し、この際には、当該GPとの友好的関係やマーケットでの高いレピュテーションが必要となる。

3. セカンダリーでの投資方法

(ア) セカンダリー・ファンド

セカンダリー投資を専門に行うファンドへの投資を行うことで、手軽にセカンダリー投資の長所を享受できる。一連のセカンダリー投資のプロセスを経験豊かなファンドに委ねることで、負荷やリスクが大幅に軽減される。

セカンダリー・ファンドは、04年以降、年間平均で約97億ドルが募集されている。09年にはすでに87億ドルが募集を完了し、大型のLexington PartnersやColler Capital、中型のGreenpark、Newburyなどの専門ファンドに

加え、プライマリーのファンド・オブ・ファンズからの参入者を含めるとさらに240億ドル分の調達が予定されている。

オーソドックスなセカンダリー・ファンドが注目される要因としては、高く安定したパフォーマンスが挙げられる。2000年以降のビンテージのセカンダリー・ファンドのネットIRRの中間値がほぼ20%から30%の間で、コストに対する倍率はそれ程高くないものの、安定したリターンを生み出しており、ファンド・パフォーマンスのボラティリティの低さを評価する投資家もある。

(イ) 直接取引

相対取引やオークションによって、持分を売手からダイレクトに取得する方法である。

買手である投資家は、売手の持分を取得するとともに、当初コミットメントの未投資部分（キャピタル・コールがまだ行われていないもの）について、それ以降、キャピタル・コールに応じる義務が発生する。

また、これらの取引は通常GPの同意が必要であり、ファンドによっては優先交渉権のある既存投資家の同意を必要とする場合もある。

直接取引の場合は、ディール・ソーシングの手段に加え、通常行われるファンド評価のみならず、ポートフォリオ会社の評価、価格条件等の交渉などを短期間で行う必要があることから、専門的なスキルが要求される。

一方、買手にとっては自己のポートフォリオを勘案して買収すべきポートフォリオ、ファンド持分を選択できること、前述の通り優良ファンドへの直接のアクセスを図れること、通常セカンダリー・ファンドが投資しないヴィンテージ・イヤーの若いファンド持分にも投資しうることなどのメリットも多い。

(ウ) ストラクチャード・ビークル

(イ) の直接取引の発展形として、一定規模以上のポートフォリオの売買に関して、売手・買手双方のニーズに合わせた特別なストラクチャー・条件でセカンダリー取引を行うことがある。具体的には、売手の持分を別ビークルに移し、例えば、既存ポートフォリオ持分と、今後資本拠出を行う部分とに分けて、売手・買手それぞれの権利義務を定める形などがある。また、現在のクレジット市場環境では難しいが、状況によっては必要資金の一部をデットで賄いレバレッジでリターンを極大化することも出来る。

このようなストラクチャード・ビークルを使った事例はまだ少ないが、売手の様々なニーズを勘案すると今後、徐々に増えてくるものと予想される。

4. 終わりに

セカンダリー投資は大きな注目を集めているが、現状は騒がれている程、ディールは成立していない。今年の後半以降、PEファンドのヴァリュエーションが落ち着き、売手と買手の期待価格のギャップが縮まることによって成立するディールは増加するものと予測されている。また、それに備えてセカンダリー・ファンドのファンド・レイズも活発化している。直接取引やストラクチャード・ビークルでのセカンダリー投資も魅力的であるが、これらにはセカンダリー市場でのネットワークや専門的なスキルなどが必要である。

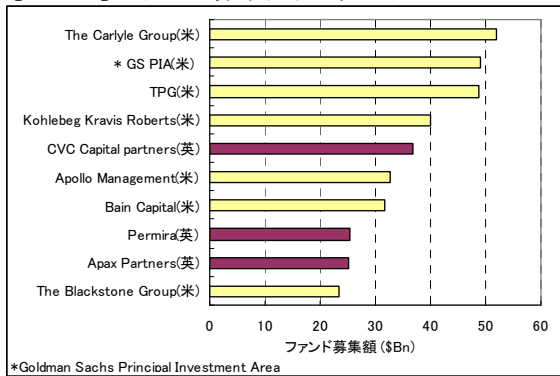
投資家としては、個々の投資戦略・ポートフォリオの状況に照らして、どのようにリソースを確保し、セカンダリー投資と向き合うかを検討するべきであろう。

(新井 隆司)

II. <地域> 英国プライベート・エクイティ市場

英国のプライベート・エクイティ市場は20年以上の歴史を有し、欧州地域の中心として世界第2位の規模を有している。また、ロンドンを本拠地としているバイアウトファンドも数多く、2004年1月から2009年4月までのファンド累計募集額の世界上位10社のうち、3社をCVC Capital Partners、Permira、Apax Partnersの英国勢が占めている。

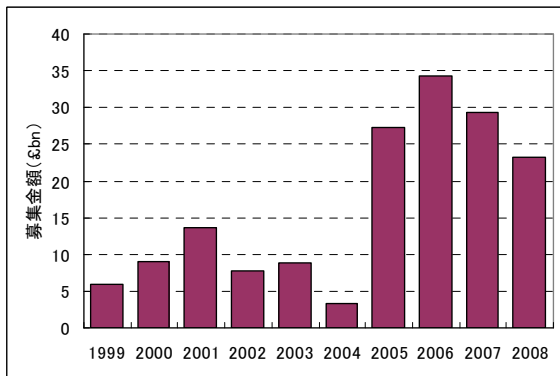
【図表4】ファンド募集総額上位10社(2001-2009/4)



出所: Private Equity International

英国のファンド募集総額は2005年以降、急激に伸び、2006年には343億ポンドに達した。当時の過剰流動性相場の影響により、機関投資家から巨額の資金流入したこと、低金利に後押しされた投資案件の大型化が背景にある。

【図表5】英国PEファンド募集推移

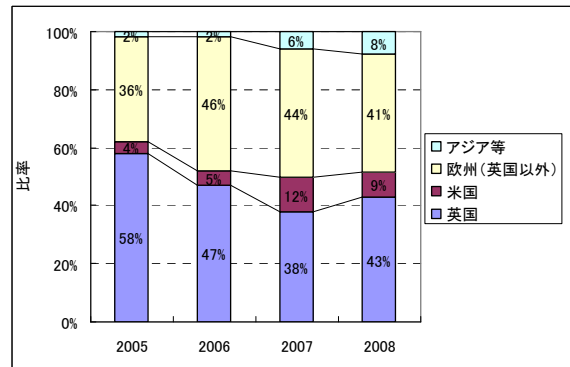


出所: BVCA

しかし、サブプライムローン問題が表面化した2007年秋口以降、募集は減少傾向にある。2008年にはピーク時の7割弱の募集総額は231億ポンドまで落ち込んだ。だが、歴史的にみれば高水準の位置に止まっている。

次に英国ファンドの投資先に目を向けて見ると、英国内への投資は2005年には5割を超えていたものの、直近2年間は4割程度に止まっている。ファンド規模の拡大にあわせ、魅力的な投資機会を求めて英国外、欧州大陸各国や米国、アジア等へ進出が増えおり、グローバル化が進んでいることがわかる。

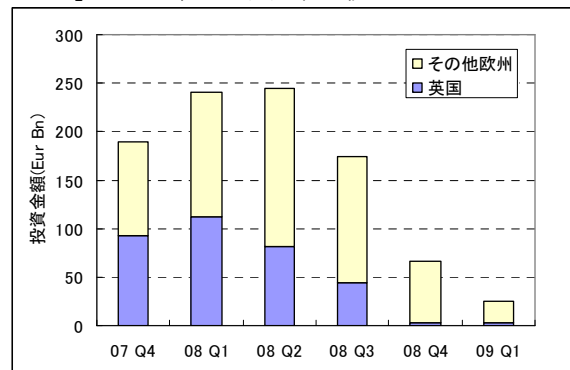
【図表6】英国PEファンドの地域別投資比率の推移



出所: BVCA

また、現在の英国内の投資環境は非常に厳しい状況に置かれている。2008年秋のリーマンショック以降、英国は銀行セクターの信用不安により、投資件数、一件あたりの投資金額が大幅に減少し、他の地域よりも落ち込みが激しくなっている。当面、英国内では大型案件は成立しづらい状況であろう。

【図表7】欧州地域内の投資額推移



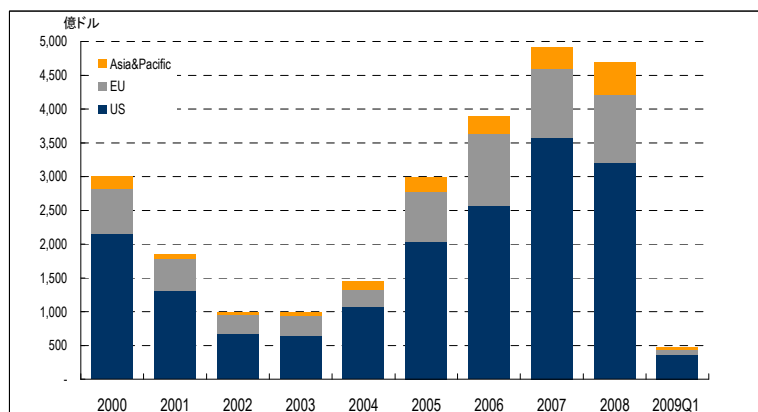
出所: Private Equity International

英国のファンドは世界中から資金を調達し、また世界中に資金を供給し続けているため、今後もその活動、動向は注目を集め続けることには変わりないと思われる。

(岩本 康史)

Ⅲ. <統計> 欧米アジアの案件・ファンドの動向

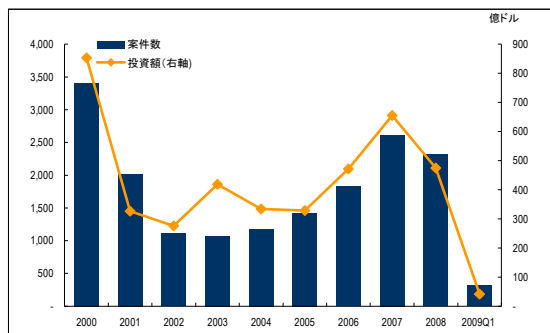
【図表8】欧米アジアのPEファンドの募集額



(出所: Thomson Reuters)

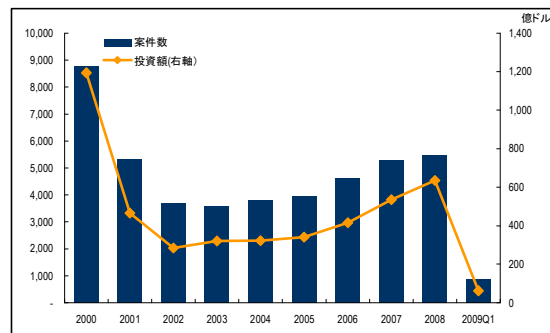
2009年第1四半期の募集額は、前年同期比約70%減額の471.6億ドルであった。特に米国においては、過去最高額を募集した昨年同期の約3分の1となった。世界的な経済環境の悪化の影響を受け、出資者側の資金の流動性枯渇等により、PEファンドの募集環境は厳しいスタートとなった。

【図表9】米国バイアウト案件への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

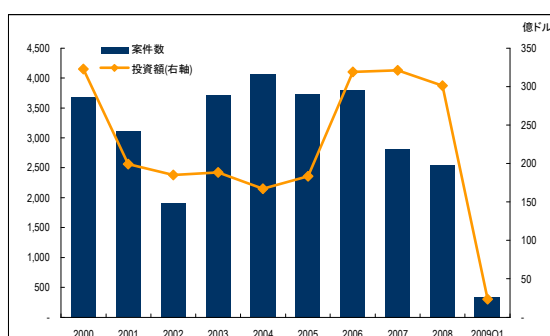
【図表10】米国ベンチャー企業への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

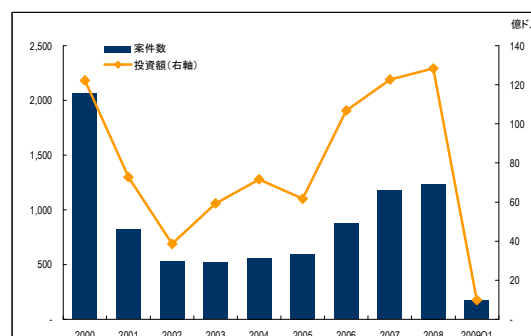
2009年第1四半期の米国バイアウト投資総額は、前年同期比の約62%減少で411億ドル（314案件）であった。デット調達コストの高騰により中小型案件に投資対象は移行しており、レバレッジ依存型投資からPE投資の基本であるオペレーション改善型へ回帰している。昨年堅調であったベンチャー投資額も前年同期比45%減少し62億ドル（852案件）であった。

【図表11】欧州PE案件への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

【図表12】アジアのPE投資状況



(出所: Thomson Reuters)

2009年第1四半期の欧州における投資額は前年同期比68%減の24億ドルであった。アジアの投資額も約73%減の10億ドルあった。

IV. <用語>コベナンツ

コベナンツ (Covenants) とは、銀行等が企業に対して貸し出しを行う際に締結する融資契約における特約条項、制限条項を意味する。義務と制限の側面から、能動的コベナンツ (Affirmative Covenants、すべきこと) と制限的コベナンツ (Negative Covenants、してはいけないこと) に分類できる。能動的コベナンツの例としては、財務情報の開示、重要事項の通知、監査の受け入れ、格付維持などがあげられる。制限的コベナンツの例としては、担保、借入・貸出、資産譲渡、設備投資、新規事業への参入等への制限ないし禁止、財務制限条項 (Financial Covenants) などがあげられる。これらのうち、買収ファイナンスにおいて特徴的である財務制限条項に焦点を絞って内容と意味を再確認することとしたい。

1. カバレッジ・コベナンツ

インタレスト・カバレッジ・レシオ (ICR: Interest Coverage Ratio) は、「EBITDA ÷ 支払利息」で定義されることが多い。EBITDAが金融費用の何倍であるか測定するものであり、金融費用の支払能力を測るための指標。

デット・サービス・カバレッジ・レシオ (DSCR: Debt Service Coverage Ratio) は、一般に「フリー・キャッシュ・フロー (デット・サービス支払前) ÷ デット・サービス」で定義される。債務返済能力を示し、元利金返済額を賄うだけの、キャッシュ・フローを創出しているかを判断するための指標。

2. レバレッジ・コベナンツ

レバレッジ・レシオ (Leverage Ratio) は、「借入金額 ÷ EBITDA」で表される。EBITDAに対して、どの程度の借入金の水準となっているのかを判断するための指標。また、シニア・

ローンのみを対象にした、シニア・レバレッジ・レシオ (Senior Leverage Ratio) を使用する場合もある。

3. 資本勘定

財務健全性を維持するための最低資本勘定 (Minimum Net Worth) が規定される場合がある。のれん代の償却などによる赤字計上により資本勘定が減少してきている場合に重要となる。

4. 設備投資

事業計画から予想される設備投資額に多少の余裕を持たせた金額として最大設備投資金額 (Maximum CAPEX Amount) が規定される場合がある。むやみに設備投資を実施するとフリー・キャッシュ・フローに影響を及ぼすので、これを抑制するために定める指標。

5. その他

毎年達成すべきEBITADの最低水準をミニマムEBITDA (Minimum EBITDA) として規定される場合がある。

6. PE投資家にとって

昨今、コベナンツの抵触あるいはその可能性の高まりから、PEファンドが投資先をライトオフ、ライトダウンする例が珍しくない。また、コベナンツ条件緩和と引き換えにエクイティによる資本増強をレンダーから要求されるケースも発生している。エクイティ・サイドの投資家にとっても、コベナンツの条件や状況に対するモニタリングの必要性は高まりつつあるといえる。

<参考文献>

笹山幸嗣・村岡加奈子 著「M&Aファイナンス [第2版]」
[2008年7月18日 社団法人 金融財政事情研究会 発行]

(仙石 隆太郎)

V. <業界> 2009年1月～3月の業界動向

	米国	欧州	アジア、その他
1 月	<p>Lyondell ChemicalがChapter 11の適用申請。負債総額194億ドル</p> <p>Cerberusが全従業員の10%相当の削減を発表</p> <p>Sun Capitalが全従業員の10%に相当する23名の削減を発表</p> <p>Providenceが150億ドルのミドルマーケット対象ファンドのレイズ中止を発表</p> <p>Aisling Capitalが3号ファンドを650百万ドルでクローズ</p>	<p>Finvestが欧米のPEファンドに250億ドルを投資するビークルを設立することを発表</p> <p>Cinvenがニューヨークオフィスの開設を発表</p>	<p>大和証券とBlackstoneが計画していた5,000億円規模のアジアファンド設立延期を発表</p> <p>Mount Kelletが1号インドファンドを15億ドルでクローズ</p> <p>Jacob Ballasが3号ファンドを440百万ドルでクローズ</p> <p>DCMが東京オフィスの開設を発表</p>
2 月	<p>Sequoia Capitalが50億ドルのベンチャー以外を投資対象とするファンドのレイズを発表</p> <p>Kleiner Perkinsが既存ファンドのポートフォリオ企業に投資をするアネックスファンドを125億ドルでクローズ</p> <p>Alindaがインフラファンドを30億ドルでクローズ</p> <p>Quintanaがエネルギーファンドを250百万ドルでクローズ</p> <p>NEAが13号ファンドを12億ドルでクローズ</p> <p>PEファンド4社(Blackstone, Carlyle, TPG, Permira)が保有する半導体製造会社Freescaleが29.5億ドルの社債をローンと交換することを発表</p>	<p>HgCapitalが4名の従業員削減とアムステルダムオフィスの閉鎖を発表</p> <p>Vision Capitalが3号ファンドを680百万ユーロでクローズ</p> <p>経営不振の英FoF運用会社SVG Capitalが最大の投資家であるPermira4号ファンドへの投資コミット額を965百万ユーロ削減すると発表。今後数年間はPermiraの後継ファンドにコミットしないことを発表</p> <p>Candover 2008ファンドへ10億ユーロコミットしている英上場ファンド運用会社Candover Investmentがコミット額を10億ユーロ削減することを発表</p>	<p>Sun Capitalが東京オフィスの閉鎖と中国ティールチームの解散を発表</p>
3 月	<p>Carlyleが2号メソニンファンドを553百万ドルで、中東ファンドを500百万ドルでクローズ</p> <p>Odysseyが4号ファンドを15億ドルでクローズ</p> <p>Industry Venturesが5号セクター・ベンチャー・ファンドを265百万ドルでクローズ</p> <p>ApolloとTPGが保有するカジノ運営会社Harrah'sが37億ドルの無担保社債を有担保社債と交換することを発表。昨年12月に実施した22億ドルに続く2回目のネット・テnder・オファーの実施</p>	<p>Apaxがストックホルムオフィスの閉鎖を発表</p> <p>Candoverが全従業員の25%に相当する10名の削減を発表</p>	<p>TPG Asiaが、希望する投資家に対し、ファンドサイズの減額を受け入れ</p> <p>Goldman Sachsがユニバーサル・スタジオ・ジャパンに対する1,112億円のTOBを発表</p> <p>Unitas (旧CCMP) が東京オフィスの閉鎖を発表</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

本号の〈潮流〉では、最近よく話題に上る「セカンダリー投資」について取り上げさせて頂きました。5月始めに欧州に出張した際に、本件に関して、セカンダリー・ファンド、機関投資家、プレースメント・エージェント、セカンダリーのエージェントなどの方々といろいろな議論をしてまいりました。激変している投資環境の下で売手も買手も慎重に対応を探っている状況で、巷に噂されるようにデフォルトする投資家が多数出てきたり、すぐにセカンダリーの大型ディールがどんどん出来るような感触ではありませんでしたが、セカンダリーのPE市場での重要性はますます高まってきていることを感じました。筆者が最初にセカンダリー・ファンドと接触した17年前はまだPE市場も小さかったですが、その中でもセカンダリー・ファンドは超ニッチな戦略であったことを思い起こしますと隔世の感が致します。

今回〈地域〉で取り上げました「英国プライベート・エクイティ市場」、或いは、〈用語〉で取り上げました「コベナンツ」を含め、内容に関し、ご質問、ご意見等ございましたら、ご遠慮なく筆者若しくは弊社スタッフにご連絡下さい。皆様のコメントをお待ちしております。

(小林 和成)

AI Capital Newsletter 第15号

エー・アイ・キャピタル・ニューズレター

発行日：2009年6月1日

発行人：小林和成

編集：漆谷淳 齋藤誠一 香月由嘉 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, YUKA KATSUKI, JUN JOKO, AIKO OHIRA

Published: June 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法違反となります。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。