



AI Capital Newsletter

第18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>	One Year After Crisis	P. 1
II. <地域>	ブラジルのPE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>	ウォーターフォール (Waterfall)	P. 6
V. <業界>	10月～12月の業界動向	P. 7
<編集後記>		P. 8

I. <潮流> One Year After Crisis

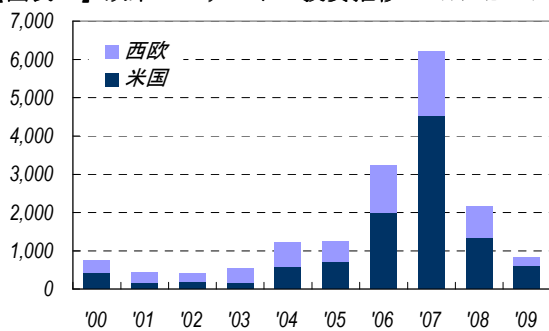
2008年の世界金融危機は、PE業界にも大きな影響を与え、1年前の最悪の時期には「LBOは死んだ」とも言われたが、現在は姿を変えて回復基調にある。本稿においては2009年の欧米のバイアウト・ファンド業界の動向の分析を通じてPEファンドを取り巻く環境の変化を概観するとともに2010年の新たな動きについても触れてみたい。

1. 2009年のPE市場

(1) 新規投資活動

2009年の欧米のバイアウト案件の取引総額は820億ドルと前年対比では▲62%、ピークの2007年対比では▲87%と大幅に落ち込んだ。

【図表1】欧米PEファンドの投資推移 (単位:億ドル)



この大幅な落ち込みの理由としては、金融

危機の影響によりデットの調達に困難になったこと、投資対象企業の業績が急激に悪化した結果、売手と買手の間で期待買収価格のギャップが広がり合意が出来なくなったこと、GPが既投資案件の梃入れに追われ新規投資案件への人的リソースを振り向けられなかったことなどがある。

2009年前半は新規投資が事実上ストップしていたが、2009年半ばよりは上述のマイナス要因が解消されてきている。デットの調達に関しては、米国においてハイ・イールド債の起債が回復、シニア・デットに関しても銀行の資本増強などにより相応の回復基調にある。欧州は米国にやや遅れをとるものの、クレジット市場は回復してきている。期待買収価格のギャップに関しては、個々に状況は異なるが経済環境の安定に伴い縮小してきている。GPの人的リソースの観点でも、既存投資先企業のリストラ、経営陣の入れ替え、リファイナンスや借入条件の変更による返済期限の繰延べなど打つべき手は打たれたので、徐々に新規投資案件に向ける人的リソースが回復している。加えて、資本市場の回復を捉えた既

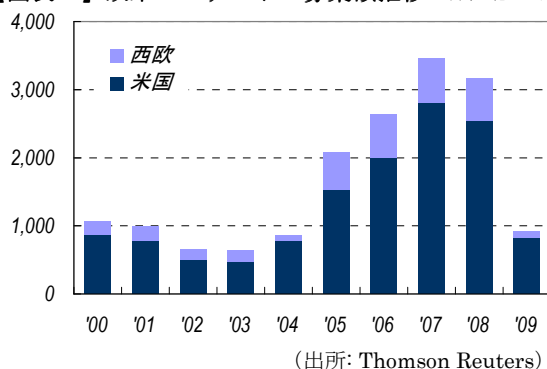
ご留意事項:本誌は、情報提供を唯一の目的としており、投資助言や投資運用に係る勧誘等を目的としたものではありません。本誌に使用した数値、評価は過去の実績等を分析したものであり、その正確性・完全性を保証するものではなく、将来の投資成果等を保証するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。

存投資先企業のIPO又はトレード・セールでのエグジット案件も増加し、新規案件へ軸足が移ってきている。2009年の新規案件に関してはLBOバブルの際の数兆円規模の案件はなかったものの、後半の回復によりIMS Health（米、ヘルスケア、52億ドル）を筆頭に10億ドル超の規模の案件が10件以上出来た。

(2) ファンド募集活動

ファンドの募集額に関しても、新規投資活動同様、2009年は前年対比で大幅に落ち込み、913億ドルに留まった。

【図表 2】 欧米PEファンドの募集額推移 (単位:億ドル)



投資環境の急速な悪化に伴い投資家の新規投資コミットのアペタイトが大幅に減退した上に、既存投資先ファンドからの分配のストップや所謂「デノミネーター効果」などによって新規投資余力を持つ投資家が減少し、金融危機直後の一時期は資金繰りに窮する投資家も現れた。

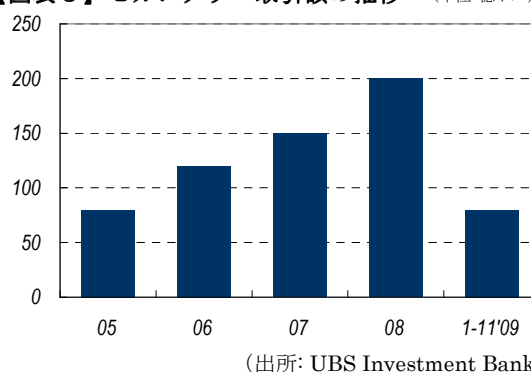
ファンド募集期間は自ずと長期化する傾向にあり、2009年にレイズされたファンドの平均の募集期間は18ヶ月と2007年の12ヶ月から大幅に長期化している (Preqin調べ)。

(3) セカンダリー取引

1年前には資金繰りに窮した投資家やPEのエクスポージャーがオーバー・アロケーションとなった投資家を念頭においてセカンダリー取引の大幅な増加が予想されたが、2009年前半は売手と買手の間の期待価格のギャップ

が大きかったことなどからセカンダリーの取引金額は2008年を下回る80億ドル (2009年1月～11月の実績) に留まった。

【図表 3】 セカンダリー取引額の推移 (単位:億ドル)



2. 2010年のPE市場の見通し、新たな方向性

以上の状況分析をベースに2010年のPE市場の見通しについて考察してみたい。

(1) 投資活動

新規投資活動は、マーケット環境の改善をベースに活発化すると予想される。

一般的には現下の様な厳しい経済環境の際に行われる投資は高いリターンが期待出来ると言われているが、バイアウト・ファンドは5,000億ドル以上のドライ・パウダーを持っており、ファンド間の競争も厳しく、加えてストラテジック・バイヤーとの競争もある為、買収価格は必ずしも安くはならない。更にレバレッジの活用にも制約がある為、買収価格に占めるエクイティの比率も相対的に高くなる。従って、新規投資案件のリターンの源泉は、より一層、投資先企業の利益水準の上昇に伴う企業価値増加に依存することとなる。

GPはそれらを念頭に置いて、投資先企業のオペレーション改善の為のスキル・人員体制の拡充を図ってきている。また、セクター・フォーカス・ファンドに加えジェネラリストのバイアウト・ファンドでも自己が得意とするセクターを明確に定め競合ファンドとの間で差別化を図ろうとしている。

投資戦略を見た場合、経済環境を反映しデ

イストレスト案件にオポチュニティが多いと言われている。但し、上述の通り有力なGPは昨年一年間に投資先企業のリファイナンスなどを上手く進めてきているため、当初想定された程はデフォルト案件の増加は見込めないのではと予測される。また、1年前には金融市場のディスロケーションの中でLBOローンの価格も大幅に下落したが、それを捉えた投資機会は市場の正常化に伴い消失している。

対象案件のサイズを見た場合、2010年も引き続きミドル・マーケットの案件に投資機会が多いものと考えられる。超大型案件はデット市場の状況を勘案すると実現は難しいことに変わりはないが、その改善が進めば100億ドル（1兆円）規模の案件が成立する可能性もあるものと考えられる。

(2) ファンド募集

2009年後半より増加してきている既存投資案件のIPO又はトレード・セールによるエグジットに伴いファンドから投資家への分配が増えることなどによって投資家の新規ファンドへのコミットの余力は徐々に回復してきており、約7割の投資家が2010年に新規投資（再開）を計画している（Preqin調べ）。また、GPの新規投資活動が進むことに伴い、ドライ・パウダーを消費したGPによるファンド募集が今年後半より増加するものと予想されている。

一方、投資家によるGPの選別は従来以上に厳しくなり、差別化を図り新規投資をきちんと行うことが示せないGPの淘汰が進むものと予想される。また、前回の「潮流」で取り上げたILPAのガイドラインに代表される通り、新規設立ファンドの契約条件はより投資家に有利な形になっていくものと予想される。

ファンドの戦略を見た場合、マーケットを反映しミドル・マーケットのバイアウト・ファンドへのニーズが引き続き高いが、ラー

ジ・バイアウトへのアペタイトも徐々に回復してくるものと予想される。アジア、特に中国及びインドのグロース・キャピタル・ファンドへのニーズは、これらの国のマクロ経済の成長性と投資家の一層の分散投資ニーズに照らして引き続き高いものと予想される。

(3) セカンダリー取引

2009年後半よりNAVに対するディスカウント幅も大幅に縮小し期待価格のギャップも小さくなってきていることから、2010年はセカンダリー取引の大幅な増加が予想される。また、セカンダリー・ファンドに加え、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）や大手年金基金などの機関投資家、プライマリーのファンド・オブ・ファンズが買手として増え、マーケットの層の厚みが出来てきている。

PEの投資家の一部には、ポートフォリオのリ・バランス、或いはバーゼルIIなどのレギュレーションのタイト化によるリスクアセット低減の要請から相応の価格レベルであればポートフォリオを売却したいというニーズは高い。現在、米国でオバマ大統領が提案し検討されている所謂「ボルカー・ルール」に関しては、実現の可能性は低いと言われており、そのルールを念頭に置いてポートフォリオを売却する動きは見られないが、議論の進展状況によってはセカンダリーでの売却の誘因になる可能性はある。

3. 終わりに

ここ1年間で欧米のバイアウト市場は、GP・投資家双方の面で、最悪の状況から急速な回復を示している。日本のGP及び投資家はやや後塵を拝している感があるが、状況をより一層、タイムリーに把握し投資活動を続けることが重要である。

(小林 和成)

II. <地域> ブラジルのPE市場

ブラジルのプライベート・エクイティ市場はBRICs諸国の中では比較的歴史が長く、1990年代前半にベンチャー・キャピタルが誕生した。コントロール型の投資についても1993年に老舗地場PEファームであるGP Investmentsが設立され、翌年に1号ファンドの運営を開始した他、海外勢では1996年にAdvent Internationalが南米ファンドの第1号を設立して市場に参入した。しかし、1999年の通貨危機や2002年のアルゼンチンのデフォルトの影響により、2000年代前半に投資活動は停滞した。2000年代後半から漸く拡大に転じたものの、2008年度のPE投資額は約30億ドル、GDPに対するPE投資額は0.18%で、欧米対比PE投資の浸透度はまだまだ低い。

【図表4】 GDPとPE投資額推移 (単位:10億ドル)

年度	2006	2007	2008
GDP	1,072	1,314	1,665
PE投資額	1.3	4.8	3.0
PE投資額/GDP対比	0.12%	0.37%	0.18%

(出所:EMPEA)

しかし、今ブラジル市場に投資家が注目し始めている。2009年5月にCollar CapitalとEMPEAが実施したLP動向アンケートにおいて、ブラジルは新興諸国の中で中国に次いで2番目に魅力的との結果となった。他の類似の投資家宛調査でもブラジルへの注目度は高い。

その要因としてまず挙げられるのがブラジル経済の成長期待であろう。GDP成長率は中国やインドに比べれば見劣りするものの、2009年第2四半期には2期続いたマイナス成長から脱した。金融緩和や減税効果等の景気対策が奏功し、個人消費を筆頭に内需が回復を牽引している。プライベート・エクイティ投資においても、小売、金融、サービス等に加え、インフラ関連事業やその周辺サービス等、内需拡大を展望した投資が実行されている。

投資規模については、レバレッジファイナンス市場が未成熟であることもあり、事業価値ベースで1億ドルを下回る中小型案件が大宗である。しかし、2009年にはAdvent Internationalが1億ドル超のバイアウト案件を2件実行、2010年1月にはカーライル・グループによる大手旅行代理店CVC Turismoの株式の約60%を4億ドル超で取得するなど、一部では大型案件も見られている。

【図表5】 2009年以降の主要な投資案件

投資時期	投資先名称	事業内容	スポンサー
2010/01	CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens	旅行代理店	The Carlyle Group
2009/07	Pitagoras Administracao e Participacao S.A. (Kroton Educational)	教育施設運営	Advent International
2009/07	Perenne	浄水装置製造	Rio Bravo Investimentos
2009/05	CETIP S.A.	証券決済、保管	Advent International

(出所:Thomson Reuters)

堅調な株式市場も注目要因の一つである。ボブスパ指数は既にリーマン・ショック前の水準を取り戻した。またIPO市場も回復の兆しがあり、EXIT面で追い風となると期待される。

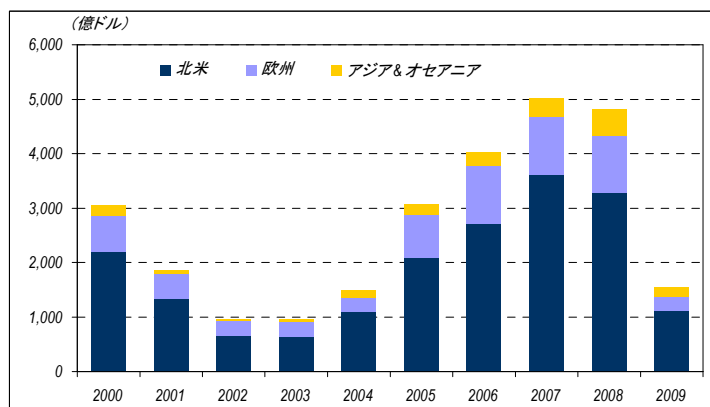
法律・会計制度面は欧米には劣るものの、徐々に整備が進んでいる。2003年にブラジル証券取引委員会(CVM)によりプライベート・エクイティファンド設立及び運営に係るレギュレーションが制定され、2006年にはファンド経由でブラジル企業に投資した海外投資家の投資収益に対する課税ルールが明確化された。また、2010年からは金融機関及びサンパウロ株式上場企業に対し、連結財務諸表の国際会計基準準拠を義務づけさせており、会計面での透明性も高まっている。

短期的には資源価格変動や大統領選挙等のリスク要因はあるものの、新興諸国におけるブラジルへの注目は今後も高まると予想される。

(浜崎 航史)

Ⅲ. <統計> 欧米アジアの案件・ファンドの動向

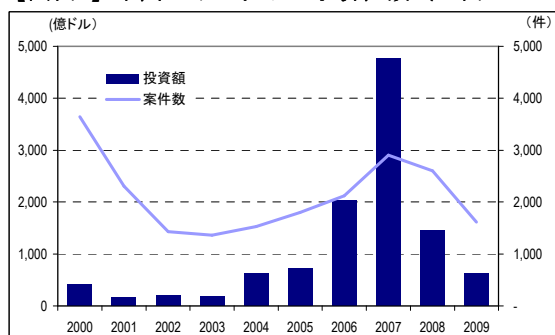
【図表6】 欧米アジアのPEファンドの募集額



(出所: Thomson Reuters)

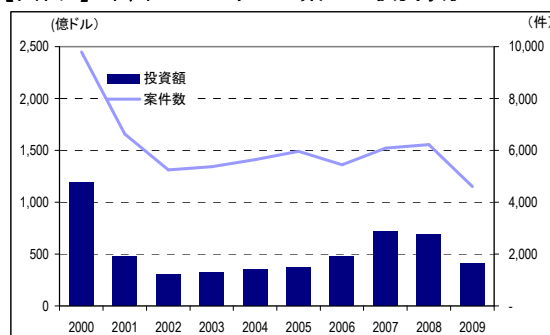
2009年第4四半期の募集状況は引き続き低調となり、2009年の募集額は前年比68%減少し1,541億ドルと過去5年間で最低となった。地域別では、相対的に欧州の下落率が高く、2009年の募集額に対するアジアの占める割合は過去5年間で最高の11%であった。2010年後半には欧米の募集状況も緩やかな回復が見込まれている。

【図表7】 米国バイアウトの取引総額 (公表ベース)



(出所: Thomson Reuters)

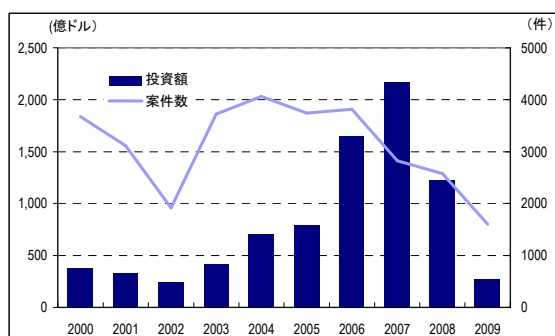
【図表8】 米国ベンチャー企業への投資状況



(出所: Thomson Reuters)

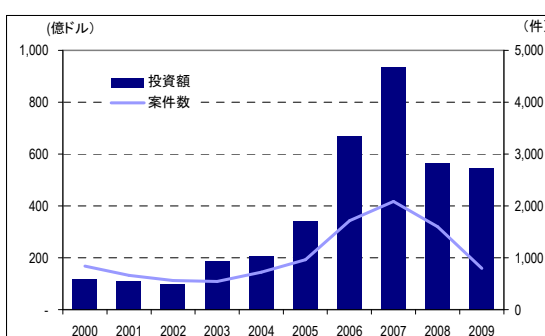
2009年の米国市場では、バイアウトの取引総額は、前年比の約56%減少で636億ドル(1,614案件)、ベンチャー投資額は前年比約40%減少の408億ドル(4,599案件)となった。2009年第4四半期のバイアウトの取引額は大型案件も成立しており前期比4倍の243億ドル、また、ベンチャーの投資額においても前期比2.5倍の200億ドルとなり、バイアウト、ベンチャー共に回復基調となった。

【図表9】 欧州PE案件の取引総額 (公表ベース)



(出所: Thomson Reuters)

【図表10】 アジアPE案件の取引総額 (公表ベース)



(出所: AVCJ)

欧州では、2009年第4四半期は第3四半期に引き続き新規投資も堅調でリーマン・ショック前とほぼ同水準となったが、クレジット環境の復調が遅れ、2009年の取引総額は前年比約78%減少の266億ドル(1,602件)となった。アジアでは、2009年第4四半期は前期比2.5倍の227億ドルとなり、2009年の取引総額は前年比約3%減少のみの546億ドル(798件)となった。

IV. <用語> ウォーターフォール (Waterfall)

プライベート・エクイティ投資は10年超の長期に渡る運用であり、流動性も低い。そのため、GPに資金を委託しているLPにとっては、運用資金を早い段階でGPから回収することは運用戦略上の大切なポイントである。一方、GPにとっても、案件を成功させた投資担当者に報酬を還元し、チームのモチベーションを維持しながらファンドを運用していくために、早い段階で成功報酬を確保する必要がある。

このように、利害が相反するLP:GP間において、投資先から回収した資金をどのような順番で分配していくかを詳細に規定したものを上流から下流に流れる滝になぞらえてウォーターフォール (Waterfall) と呼ぶ。

LP、GPの顔ぶれや出資関係の利害に応じてウォーターフォールの内容も異なるが、ここでは一般的な方式とそのポイントについて確認したい。

1. ディール・バイ・ディール方式

まずは、米国ファンドで一般的な個別案件毎にウォーターフォールを考えるディール・バイ・ディール (Deal by Deal) の仕組みについて以下にて説明する。

①投資元本および付随費用

まず、第一順位として、投資にかかる元本および付随費用をLPに分配する。

②優先リターン (Preferred Return)

次に第二順位として、上記①に対し優先リターンをLPに分配する。ハードル・レートと呼ばれ、利率は年率6~8%複利が一般的。

③GPキャッチアップ

次に第三順位として、上記②にて優先的にLPに分配した金額に対するGP取り分を、GPが成功報酬 (一般的には20%) として受け取る。

④成功報酬割合に準じて、LP:GP間で分配

最後に、成功報酬割合に応じてLP:GP間で分配する。一般的には、LPに80%、GPに20%。

この方式の場合、案件毎の勝ち負けにより結果的にGPが成功報酬を取り過ぎてしまうケースが想定される。そのため、GPは受け取った成功報酬の一部 (30~50%) をエスクロー口座に留保し、ファンドの最終清算時に改めてLP:GP間の分配額の調整を行うクローバック条項を契約に定めるのが一般的であるが、クローバック条項で戻される金額はAfter Taxベースに限定される例が多い。

2. ホール・ファンド方式

一方、欧州ファンドではファンドレベルでウォーターフォールを考えるホール・ファンド (Whole of Funds) 方式が多い。この方式は、前述①の第一順位部分を案件毎の投資元本ではなく、LPの履行済出資金合計とする。LPに対して履行済出資金額合計およびそれにかかる優先リターンを分配して初めて、GPが成功報酬を受け取る形とし、クローバックの事態が生じ難くなっているのが特徴である。

ILPA (Institutional Limited Partners Association) が公表したガイドラインでは、ホール・ファンド方式を基本的な仕組みとしながらも、クローバック等の必要な条項が付加されている場合は、ディール・バイ・ディール方式についても認めている。ファンド全体の運用成績がハードル・レート以下になった際のLPの資金に対するダウンサイドプロテクションと、運用成績がプラスとなった場合の公平な利益分配が適切に設定されているかがウォーターフォールのポイントと言えよう。 (西村 満美子)

編集後記

今回の「潮流」では、ちょうど1年前に取り上げた「世界金融危機のPE投資への影響」を改めてレビューすることと致しました。仕事柄、欧米の有力バイアウト・ファンドのGPと面談などをする機会は多いですが、ここ数ヶ月の彼らの話のトーンは、打つべき手を打ち、投資先のパフォーマンスが改善していることでもあります。1年前に比べると驚くほど自信を回復しており、「潮目」の変化を感じられます。但し、そうは言っても2006～7年のクレジット・バブルの時期のようにレバレッジに依存するモデルはもはやワークせず、オペレーションへのフォーカスを含めバイアウト・ファンドの進化が進んでいます。

一方、先日オバマ大統領が発表した「ボルカー・ルール」の背景には、大きな失業率を抱えまだ病み上がりの米国経済の状況の下での金融業界への一般大衆の風当たりの強さがあると考えられます。バイアウト・ファンドに関しても昨年出版された” *The Buyout of America - How Private Equity Will Cause the Next Great Credit Crisis* ” (Josh Kosman) という本の論調にも代表される厳しい批判は引き続き残っているため、GPは継続してバイアウト・ファンドの社会的意義を説明していく必要があると思います。

今回<地域>で取り上げました「ブラジルのPE市場」、或いは<用語>で取り上げました「ウオーターフォール」を含め、本ニューズレターの内容に関しご質問、ご意見がございましたら、ご遠慮なく弊社のスタッフまでご連絡下さい。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18号

エー・アイ・キャピタル・ニューズレター

発行日：2010年3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: March 1, 2010

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 © 2010 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。