

十分に分散されたプライベート市場プログラムにセカンダリー戦略を配分するケース

概要

- 多くの機関投資家はセカンダリー戦略をプライベート・エクイティ・プログラムの初期段階から効果的な配分とみてきました。これは、Jカーブの緩和、効率的な資金投下、分散効果の大幅な向上、そして特に重要な点として、有力なリスク調整後リターンを追求する機会など、魅力的な特徴があるためです。
- セクション1**では、過去に多くの投資家がセカンダリー戦略への配分を選択した理由を述べます。また、プライマリーや共同投資と比較したセカンダリーのパフォーマンスとキャッシュフローの特性についても簡単に説明します。
- セクション2**では、セカンダリー市場の成長と構成について、「非伝統的」または「マネージャー主導型」のセカンダリー機会の増加に焦点を当てて論じます。
- セクション3**では、多くの洗練されたプライベート市場投資家が、流動性に乏しいオルタナティブ・プログラムが成熟した現在でも、プライベート市場配分の中においてセカンダリー市場へのエクスポージャーを恒常的な構成要素として捉えるようになってきた理由を説明します。このように、ポートフォリオにおいて一定の役割を担っている理由の1つとして、市場の混乱に迅速な対応が可能であり、柔軟で機動的、場合によってはカウンター・シクリカルな性質を持つ資金へのエクスポージャーが求められていることが挙げられます。セカンダリー戦略へのエクスポージャーが高まったもう1つの理由は、セカンダリー市場の急速な成長と革新的な取引構造が相まることで、プライベート市場戦略の全領域において最高のリスク/リターンの機会を追求できる幅広い投資マンドートを有するセカンダリー・ファンド・マネージャーにとっては、魅力的な投資機会を追求できる環境が継続する見通しです。
- なお、本稿では、プライベート・エクイティではなく、プライベート市場という用語を意図的に用いていることにご注意ください。現時点では、セカンダリー市場は、ニッチな戦略や資産に特化した戦略を掲げる多くの企業やファンド、そして幅広いマンドートを持つ大手ゼネラリスト・セカンダリー・ファンドをサポートできるほど規模が拡大かつ制度化されてきたとブラックロックはみています。欧州のセカンダリーやベンチャーキャピタルのセカンダリーなど、特定のサブマーケットに焦点を当てたセカンダリー・ファンドに投資をする行動は、それらのプライベート市場の分野が、ファンドの投資期間中に平均以上の投資機会を提供するという投資テーマの下では正当化されるかもしれませんが、しかし、幅広く案件を発掘し、様々な資産のアンダーライティングができる経験と専門知識を持つセカンダリー・マネージャーに、ある程度の資金を常に配分すべきだとブラックロックは考えています。

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見直しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。なお本資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

セカンダリー市場の急速な成長と革新的な取引構造が相まって、プライベート市場戦略の全領域において最高のリスク/リターンの機会を追求できる幅広い投資マンドートを有するセカンダリー・ファンド・マネージャーにとっては、魅力的な投資機会を追求できる環境が継続する見通しです

Acknowledgements

Secondaries and
Liquidity Solutions
“SLS” team

セクション1：プライベート市場のセカンダリー – プライベート市場における新規及び経験豊富な投資家両者にとってのメリット

定義

- プライベート市場のセカンダリーでは、流動性の低いオルタナティブ投資ファンドや、時には未公開企業やその他の流動性の低い資産に直接投資するポートフォリオにおける、投資家の既存の持分が売買されます。一般的に、購入者（セカンダリー・ファンドやその他の投資家）は、既存ファンドの残存資産の持分を取得し、将来のキャピタル・コールに応じるという売り手のコミットメントを引き受けます。過去のセカンダリー取引のほとんどは、個々のファンドまたはファンドのポートフォリオに対するリミテッド・パートナーシップ（LP）持分の売却に関わるものでした。しかし、セカンダリー市場は、より複雑でカスタマイズされた流動性ソリューションを含む方向へ発展し、現在ではダイレクト・セカンダリー（通常のファンド構造で保有されていない企業や資産に対する直接投資のポートフォリオと定義され、ほとんどの場合、セカンダリー投資家に代わって投資を運用する第三者チームが関与します）やマネージャー主導型セカンダリー（本稿の後半で詳しく説明します）が含まれています。
- 最終的には、セカンダリー市場は、主として流動性の低い資産クラスに流動性を提供するために存在します。通常は12年間のピークル構造においてLPが早期に、または機動的にエグジットできる数少ない方法の1つだと考えています。買い手にとって、セカンダリー市場へのエクスポージャーは、成熟し、大半の資金調達完了している資産に投資する手段であり、新規のコミットメントと比べ、ブラインド・プールのリスクを軽減できるとして、以前から好意的に受け止められてきました。セカンダリー戦略への配分によってもたらされる様々なポートフォリオの利点に関する説明は以下をご覧ください。

ポートフォリオの利点

- **ポートフォリオの分散。**セカンダリーは、マネージャー、戦略、セクター、地域において分散された、過去の様々なビンテージに対するエクスポージャーを通じて、即座に分散投資ができます。セカンダリー・ポートフォリオの規模や構成は、小規模な単一ファンドの持分から、多数の異なるプライベート市場マネージャーによって運用される数十のファンドからなる数十億米ドルのポートフォリオに至るまで広範にわたります。個々の取引案件における対象企業数は数百に上り、巧みに構築されたセカンダリー・ポートフォリオでは1,000社超の企業に対しエクスポージャーを保有できます。特に、プライベート市場への即時参入を目指す投資家や、複数年のプライベート市場投資プログラムを迅速に立ち上げたい投資家にとっては、過去のビンテージに対するエクスポージャーを「後から入手」できるところが魅力です。
- **Jカーブの緩和。**Jカーブとはプライベート市場ファンドのパフォーマンスがマイナスである期間を指します。その主な原因は、資金拠出が比較的少ない投資期間の初期に運用報酬を支払うことです。一般的な運用報酬率はLPのコミットメントの1.0～2.0%であり、ファンド設立初年度の平均資金拠出は20%程度です¹。これらの情報を総合すると、1年後のマルチプルは約0.9倍、内部収益率（IRR）はキャッシュフローのタイミング次第で-20%またはそれを下回ることがわかります²。価値創造や早期の分配によりパフォーマンスはかなり急速に向上します。業界のデータによると、プラスのパフォーマンスに転じるには平均3年かかるとされており、バイアウト・ファンドのJカーブの平均は約3年ということになります²。
- 図1は、プライマリー（橙色）、セカンダリー（黄色）、共同投資（緑色）に4年間、均等に投資する3つの分散したプログラムについて、内部収益率（IRR）（左）と払い込み済み資金に対する合計価値の割合である投資倍率（TVPI）（右）の時間推移を示しています。橙色の破線は単一のバイアウト・ファンドのもので、参考までに記載しています。

出所：ブラックロック。1 過去の分析に基づきます。2 業界データ（Burgiss Private iQ）と社内ファンド投資の過去のパフォーマンスにより確認された数値。分析は2021年1月現在、データは2002年1-3月期～2021年4-6月期まで。過去のパフォーマンスは現在または将来の成果の信頼できる指標ではありません。

セクション1：プライベート市場のセカンダリー – プライベート市場における新規及び経験豊富な投資家両者にとってのメリット（続き）

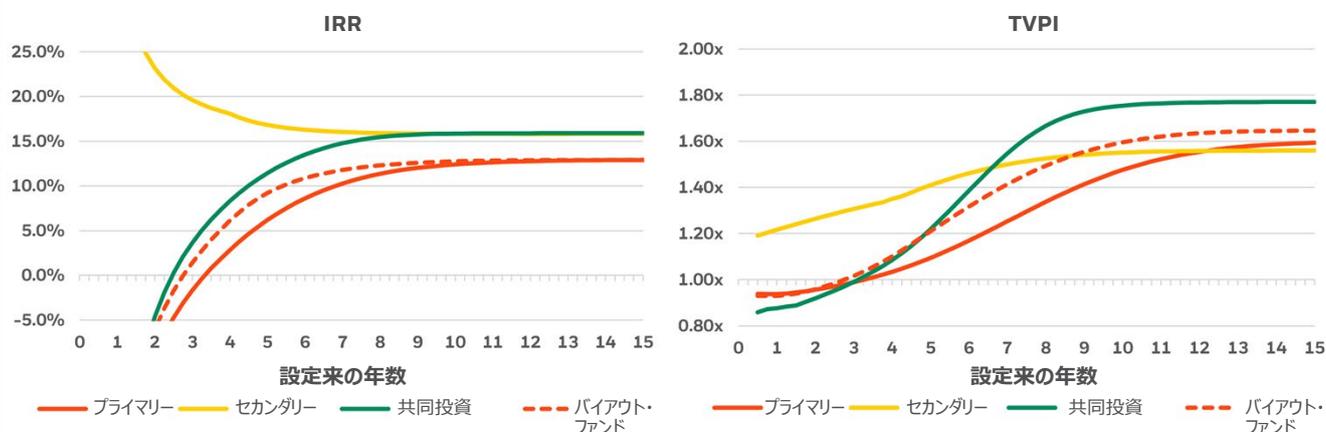


図1：プライマリーと共同投資の過去のパフォーマンスは、社内の過去のパフォーマンス・データに基づきます。セカンダリーの過去のパフォーマンスは、セルサイドのアドバイザーであるグリーンヒルが報告した実際の市場価格を用いてシミュレーションしました。2021年1月現在、データは2002年1-3月期から2021年4-6月期まで。詳細は補足資料をご覧ください。

- 上記の仮定した例でわかるように、プライマリー戦略のパフォーマンスは3年目から4年目にかけてプラスに転じ、単独のプライマリー・ファンドよりもやや時間がかかっています。これは、マネージャーは通常、4年間かけて様々なプライマリー・コミットメントを実行するため、キャッシュフローの進捗全体が長くなるためです³。共同投資は、主としてこれらのファンドの手数料構造が相対的に低水準にあるため、より早く（2～3年の間）プラスに転じます。セカンダリーでは、資産がNAVに対してディスカウントで取得されるため、初期のパフォーマンスが非常に高くなる可能性があります。このため、セカンダリーのIRRは初期に高くなり、4～5年目にかけて徐々に通常の水準に近づいていく可能性があります。
- **効率が高いキャッシュフロー。** 図2は、プライマリー、セカンダリー、共同投資について、NAVを考慮しない累積キャッシュフローの実績をグラフ化したものです。このデータから、典型的なプライマリー・プログラムでは、キャッシュフローがプラスになり、実現マルチプルが1.00倍を上回るまでに10～11年かかることがわかります。損益分岐点への到達は、共同投資で約7～8年後とプライマリーより短く、一方、セカンダリー・プログラムではさらに短く、約6～7年後となります。このように、セカンダリーが早期に資本を回収できる可能性があることは、プライベート市場に新たに参入する投資家にとって魅力的な特徴です。
- これらの曲線の最小値は投資家の最大キャッシュアウトフロー、すなわち「ネットの投資家負担」を示します。共同投資は、通常、1年目に資金の全額を調達し、分配金は主に実現した投資案件から生まれます。このようにネットの投資家負担は約80～85%と最大になります。セカンダリーは通常、共同投資よりも資金調達のペースが遅く、投資先ファンドのビンテージ次第で、分配金が早期に発生します。このため、セカンダリー・プログラムにおけるネットの投資家負担は50%未満と大幅に低くなります。早期の分配金が新規投資にリサイクルされる場合があるため、セカンダリー・マネージャーは投資家へのネット・キャピタル・コールを最小限に抑えられる点もセカンダリーにおける魅力的な特徴です。プライマリー・プログラムにおけるネットの投資家負担はセカンダリーと共同投資の中間で、およそ50～55%です。

図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の成果の信頼できる指標ではありません。出所：ブラックロック。3 すべてのシミュレーションはネット・ベースであり、基礎的な手数料だけでなく、プロバイダーの運用報酬やパフォーマンス・フィーも含まれています。信用供与ファシリティやリサイクルのメカニズムはこれらの分析から除外されています。図1は仮定の図であり、実際の結果はこれとは異なる場合があります。

セクション1：プライベート市場のセカンダリー – プライベート市場における新規及び経験豊富な投資家両者にとってのメリット（続き）

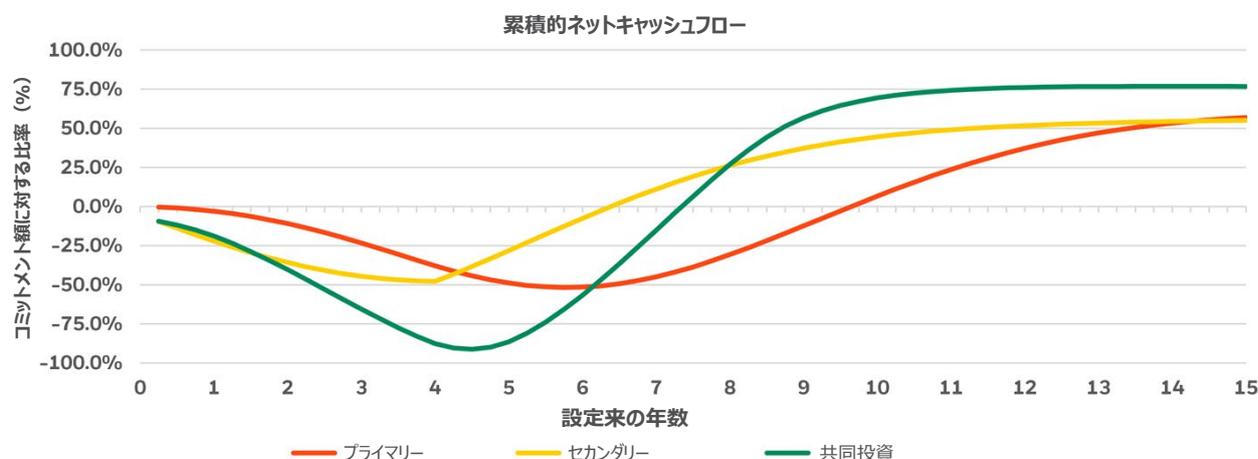


図2：プライマリー（橙色）、セカンダリー（黄色）、共同投資（緑色）に4年間、均等に投資する3つの分散したプログラムの累積的ネットキャッシュフロー。2021年1月現在、データは2002年1-3月期から2021年4-6月期まで。詳細は補足資料をご覧ください。

- 魅力的なリスク調節後リターン。** おそらく最も重要な点として、セカンダリーは歴史的に他のプライベート市場戦略と比較して魅力的なリスク調節後リターン（リターンの標準偏差によって定義）と損失率の低さ（投下資本を失った取引の割合として定義）を提供してきました⁴。図3は、プライマリー、セカンダリー、および共同投資のリスク・リターン特性をよりわかりやすく解説するため、プライベート市場プログラムの終了時における分散指標を示したものです。プライマリーと比較すると、セカンダリーは歴史的にIRRの中央値が15.9%とプライマリー（13.2%）より高く、TVPIはプライマリーと同程度となっています。セカンダリーの四分位範囲がプライマリーより小さく、第5パーセンタイルがプライマリーと同程度であることは、セカンダリーのブラインド・プール・リスクが低いことの現れと解釈でき、セカンダリーは有利なリスク調節後リターンをもたらし得ることを示唆しています。

| 特徴 | IRR | | | TVPI | | |
|------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| | プライマリー | セカンダリー | 共同投資 | プライマリー | セカンダリー | 共同投資 |
| 平均値 | 13.0% | 16.0% | 18.5% | 1.60x | 1.58x | 1.80x |
| 中央値 | 13.2% | 15.9% | 16.0% | 1.59x | 1.59x | 1.76x |
| 四分位範囲 | 4.7% | 3.0% | 12.4% | 0.23x | 0.20x | 0.44x |
| VaR ₅ | 7.9% | 12.4% | 6.9% | 1.37x | 1.33x | 1.35x |

図3：モンテカルロ・シミュレーションによって算出した期待リターンと予想される分散（補足資料を参照）。2021年1月現在、データは2002年1-3月期から2021年4-6月期まで。

図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の成果の信頼できる指標ではありません。出所：ブラックロック。4 Burgiss Private iQ Associates。リターンはBurgissのデータベースに含まれる全ファンド（つまり提示されている各戦略の、すべてのビンテージ、地域を網羅する）の2002年1-3月期から2021年4-6月期のネットIRRの中央値に基づいています。図2と図3は仮定の図であり、特定の投資プログラムを反映したものではありません。実際の結果はこれとは異なる場合があります。

セクション2：投資機会の大きさを測る – セカンダリー市場の成長

市場の規模と成長

- 世界のプライベート市場が成長・成熟するに伴い、セカンダリー市場は過去20年間で急成長を遂げました。以下の図4が示すように、2021年には世界のセカンダリー市場の取引高が過去最高の1,320億米ドルに達しました。これは10年前の5倍超、2003年の15倍に相当する額です⁵。

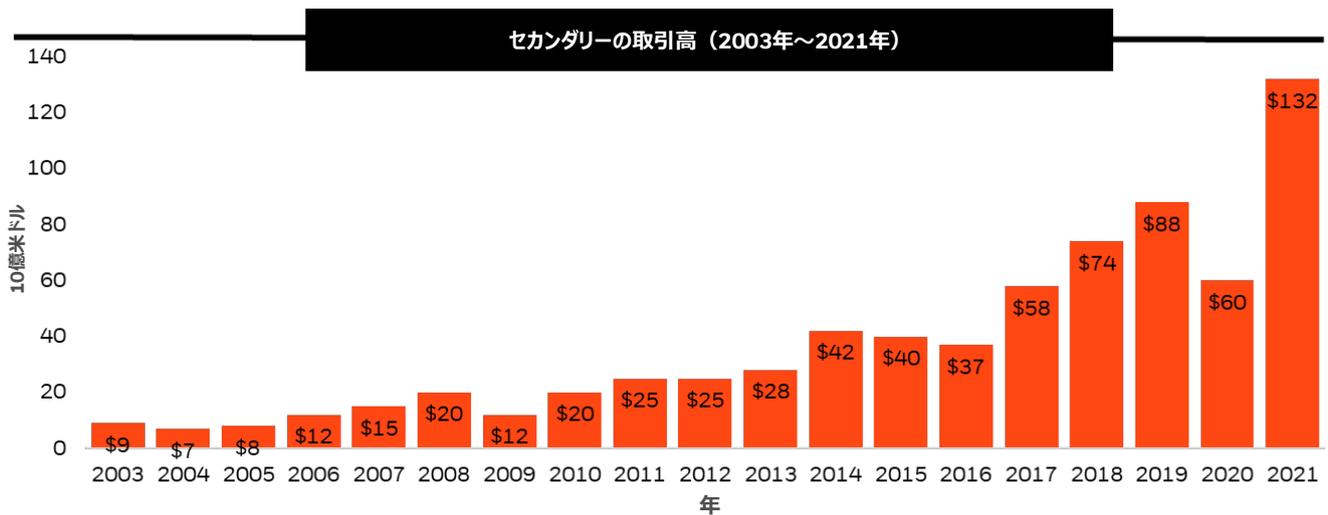


図4：出所：ブラックロック、Jefferies – Global Secondary Market Review（2022年1月1日）。

- この成長の大部分は、過去5年半で年平均10%の成長を記録した、プライマリー市場における資金調達の急拡大によるものです。2021年前半だけでもクローズド・エンド型プライベート・エクイティ・ファンド全体で5,500億米ドル以上の調達が行われました⁶。市場のデータによれば、現在2,700以上のマネージャーが積極的に運用を行っており、年間平均750本以上のファンドが資金調達を行っています⁷。
- 長期的データによれば、セカンダリー市場の年間取引高は歴史的にプライベート・エクイティ全体の純資産価額（NAV）の平均約2.5%、またはプライベート市場全体のNAVの約1.5%に相当します。世界のプライベート・エクイティのNAVが3.8兆米ドルを上回る⁸ことを踏まえれば、今後数年間のクローズド・エンド型セカンダリー投資ファンドの年間取引高が1,000億米ドルを優に上回ることは十分に予想できます。現在のプライマリーは今後セカンダリーとなるためです。また市場が拡大する中で、セカンダリーはゼネラル・パートナー（GP）、LP、売り手、および買い手から見て「正当な」プライベート市場の一側面へと進化しました。セカンダリー市場では歴史的に、市場にストレスがかかり、価格の乖離が生じた局面で流動性を求める投資家が売りを主導してきました（セクション3を参照）。しかしプライベート市場がより高度に進化した結果、セカンダリー市場はあらゆる種類のプライベート市場投資家のためのポートフォリオ運用ツールとしてより一般的に用いられるようになりました。2021年には、取引高の84%が（リバランス、銘柄固有またはオポチュニスティックな要因のための）アクティブなポートフォリオ運用、7%がノン・コア資産の処分、3%がディストレスト／流動性を理由とする売り、3%が運用終了間近（テールエンド）のファンドによるポジション縮小、2%が規制当局からの圧力、1%がその他の理由によるものでした⁹。

出所：ブラックロック、⁵ Jefferies – Global Secondary Market Review、2022年1月1日。⁶ Preqinの歴史的な資金調達額および運用資産額検索ツール。2021年10月にデータを取得。⁷ Preqin（2021年12月現在）。ビンテージ：2016年～2021年。パイアウト、メザニン、ディストレスト、ベンチャー、グロース、スペシャル・シチュエーション。ファンドの最小規模：1億米ドル。⁸ Preqinの歴史的な資金調達額および運用資産額検索ツール。2021年10月にデータを取得。⁹ Evercore Private Capital Advisory – FY2021 Secondary Market Survey Results、2022年1月1日。

セクション2：投資機会の大きさを測る – セカンダリー市場の成長（続き）

市場の二分化：伝統的・非伝統的なセカンダリー

- この市場の進化の重要な部分は、より複雑でカスタマイズされた流動性ソリューションの台頭であり、それによってセカンダリー取引の種類は二分化されました。様々なセカンダリー戦略に関する合意された用語はないものの、広く受け入れられている枠組みの1つは、セカンダリー取引を大まかに伝統的と非伝統的という2つのカテゴリーに分類するというものです。
- 下の図5が示すように、伝統的なセカンダリーとは、セカンダリー投資家が、早期に流動性を確保したいリミテッド・パートナーから単独のリミテッド・パートナーシップ持分または複数の（場合により多くの）リミテッド・パートナーシップ持分のポートフォリオを購入する取引を指します。それぞれ10社に投資する10本のファンドを取得する取引を15件行った場合、1,500以上のポートフォリオ企業に投資する、非常に分散されたセカンダリー・ポートフォリオを容易に構築することができます。

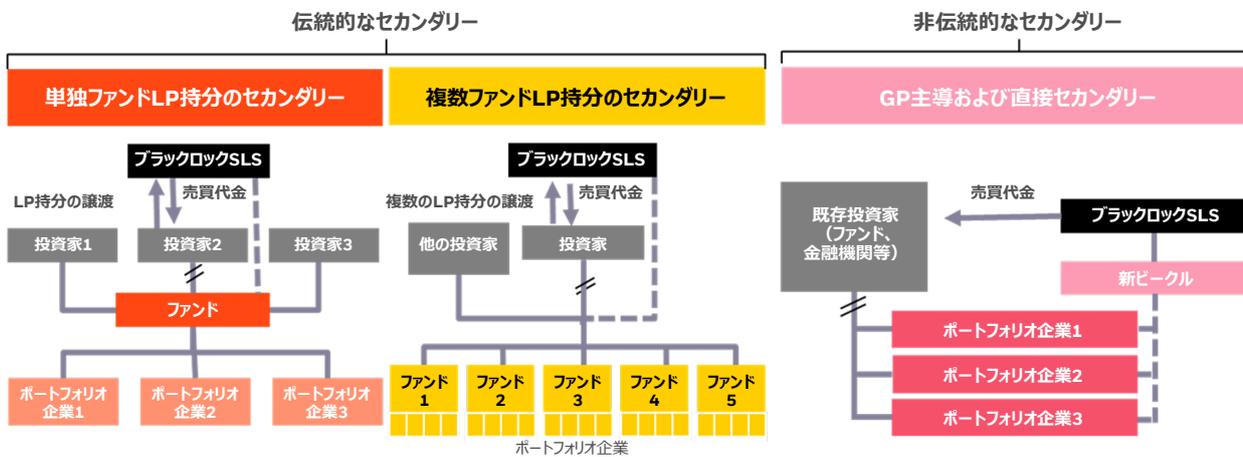


図5：出所：ブラックロック。伝統的・非伝統的な取引構造の比較。

- 往々にしてマネージャー主導またはGP主導取引と呼ばれる非伝統的なセカンダリーは、サブ戦略の幅が広いいため、正確な定義は伝統的な取引以上に困難です。しかし一般的には i) セカンダリー取引においてファンド・マネージャーがより積極的な役割を果たし、ii) 該当ポートフォリオの集中度が比較的高い傾向にあるという2つの明確な特徴があります。以下図6に示すように、2021年には非伝統的なセカンダリー取引が全体の52%と過半数を占めました¹⁰。

出所：ブラックロック。10 Jefferies – Secondary Market Trends/Outlook、2022年1月1日。

セクション2：投資機会の大きさを測る – セカンダリー市場の成長（続き）

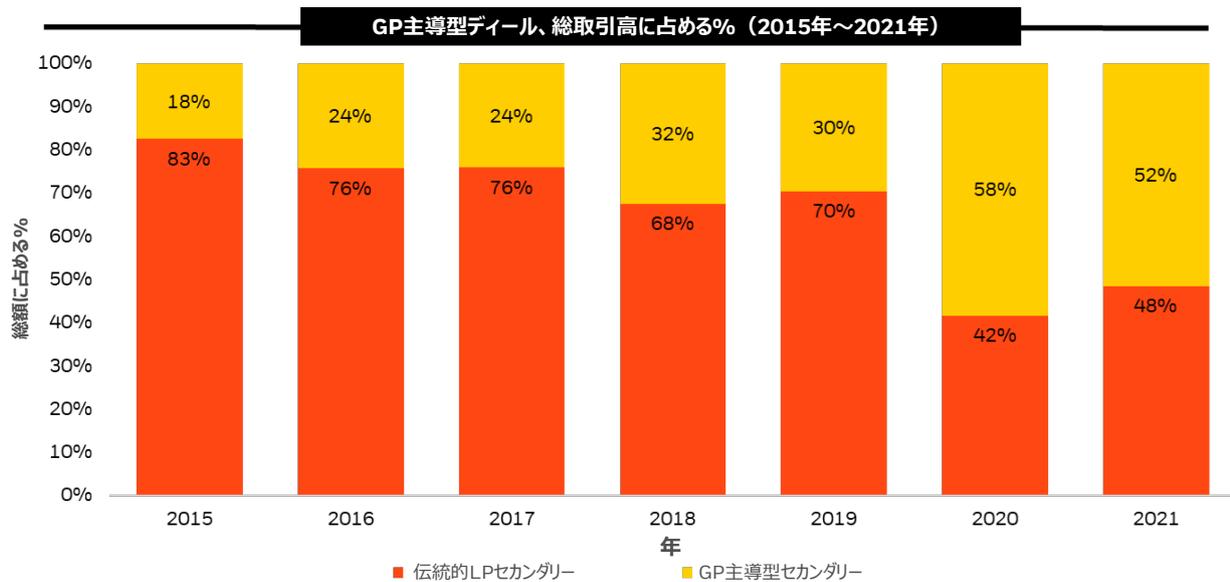


図6：Jefferies – Secondary Market Trends/Outlook、2022年1月1日。

- 取引におけるファンド・マネージャーの役割は、多くの場合、マネージャーによる取引の開始です。例えば、特定のファンドにおける既存のすべてのリミテッド・パートナーに対して、早期の流動性オプションを提案したいと考え、そのファンドの一部のまたはすべての持分について公開買付を行うセカンダリー投資家と提携するファンド・マネージャーが挙げられます。また別の例としては、ポートフォリオに含まれる1社またはそれ以上の企業について、現在のファンドで利用できるよりも多くの時間や資金を必要とすることを認識したファンド・マネージャーが挙げられます。このため、マネージャーは、セカンダリー投資家と協力して企業を購入し、それらを、より長い投資期間と追加資本を伴う新たなパートナーシップ（一般的に、「継続ビークルと呼ばれます）に投入し、価値創出プランを実行します。したがって、全面的に非伝統的取引で構築されたセカンダリー・ポートフォリオの対象企業数は、セカンダリー投資家が投資期間を満了した時点で、100社未満である可能性があります。

市場の見通し

- ブラックロックは、未実現のプライベート市場の資産の拡大、好調なプライマリー市場の資金調達、引き続きディール活動を円滑にする魅力的な市場構造、そしてセカンダリー市場がLPとGPの両方によって引き続きアクティブ・ポートフォリオ運用ツールとして活用されることに鑑み、世界のセカンダリー市場は引き続き短期・長期的に成長を続けると予想しています。さらに、マネージャー主導型流動性オプションなど、新たな種類の取引が、漸進的な市場成長の触媒になると考えます。これらを総合すると、上記のデータは、市場で利用できるセカンダリー資産の供給が、引き続き急速に成長することを示唆しています。
- また、需要側では、セカンダリー市場のアドバイザーは、2021年末現在で、世界のセカンダリー市場をターゲットとする手元資金は約1,050億米ドルであったと推定しており、これは1年分のディール活動を下回っています（これに対し、より広範なプライベート・エクイティ市場には、3年分に近い手元資金が存在していました）。今後12カ月において730億米ドルのセカンダリー資金が追加調達されるという推計があってもなお、セカンダリー市場は依然としてディール活動に対する利用可能な資金の比率が最も低いプライベート市場戦略に留まっています¹¹。

出所：ブラックロック。11 Evercore Private Capital Advisory – FY2021 Secondary Market Survey Results、2022年1月1日。すべてエクイティ・ファイナンスと想定。

セクション3：ディスロケーション戦略としてのセカンダリー

- 流動性の低いポートフォリオが満期を迎えたときでさえ、セカンダリー市場へのエクスポージャーをプライベート市場ポートフォリオの主要な要素として選択する大規模な機関投資家が増えています。これらの満期を迎えたプログラムにおいて、Jカーブの緩和、より広範な分散化、ビンテージ前のエクスポージャーの増加などのメリットは、それほど重要ではないかもしれません。そこで、引き続きセカンダリーに配分を行う理由を問われた場合、これらのプログラムのリーダーは、引き続き魅力的なリスク調整後リターンの可能性があること、そして、ディスロケーションを利用できること、の2つを主要な理由として挙げる傾向があります。

魅力的な投資パフォーマンスの継続可能性

- セクション1で考察され、以下の図7でも示されているように、戦略としてのセカンダリーは、プライベート・エクイティ戦略の中でも、歴史的に最高のネットリターン中央値を実現しています。これは、単独ベースでも、プライベート・エクイティ戦略におけるリターンの標準偏差との比較でも同様です¹²。

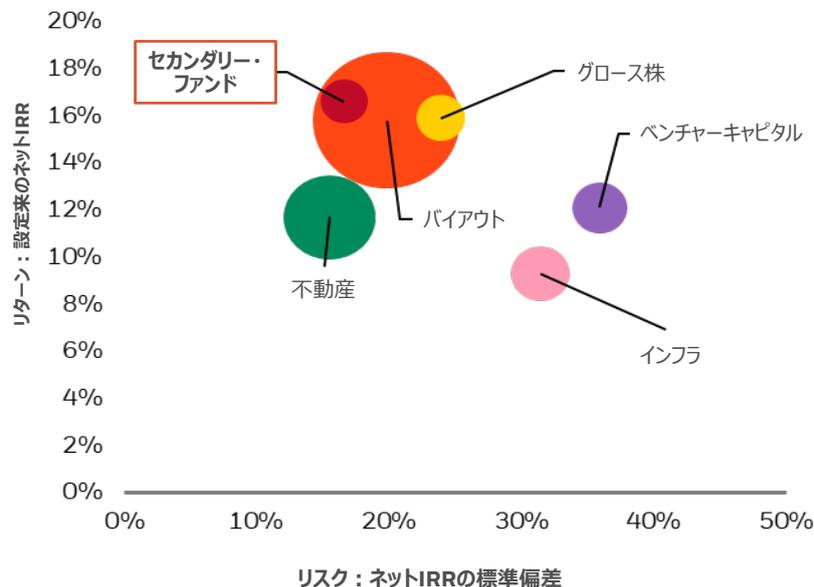


図7：Preqin。2000年1-3月期から2021年4-6月期までの各種プライベート・キャピタル戦略のリスク/リターン特性。

- ブラックロックは、複数の理由により、セカンダリー市場が引き続き投資家に魅力的なリターンを提供する可能性があると考えています。まず、先に述べた理由から、投資機会が拡大し、需給バランスは引き続き買い手に有利なものになると予想しています。さらに、他のほとんどの戦略と比較して、セカンダリー市場は依然として極めて非効率的です。つまり、プライベート市場のデータの異質な性質は、セカンダリー市場が、依然として価格と情報の非効率性を特徴としていることを意味しています。例えば、プライベート・エクイティのレポートは、マネージャーや戦略の間で引き続きばらつきがあり一貫性がなく、数カ月から数四半期の時間的な遅れが伴います。十分なリソースを持つセカンダリー・マネージャーは、既に陳腐化したGPのレポートに経済的、財務的、市場的な判断を適用し、魅力的なポートフォリオと資産を有利な価格で取得することによって、価値を創造することができます。

図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の成果の信頼できる指標ではありません。出所：ブラックロック。12 2021年12月のPreqinベンチマーク検索ツールによります。バブルの大きさは、提示されている各戦略のすべてのファンドの時価総額の合計を示しています。ネットIRRは、Preqinのデータベースに含まれるすべてのファンド（つまり提示されている各戦略の、すべてのビンテージ、地域を網羅する）のネットIRRの2000年以降の中央値を示しています。

セクション3：ディスロケーション戦略としてのセカンダリー（続き）

ディスロケーションを活用できること

- セカンダリー戦略は、有利なエントリーポイントを創出するディスロケーションの終了後、投資家がプライベート市場の資産に効率的に、大きな規模でアクセスすることを可能にする潜在性があります。ブラックロックでは、ディスロケーションを、予想外の変化によって、資産をその本質的価値よりも低価格で取得できる機会が創出される時、と定義しています。この場合の本質的価値は、資産毎の、ボトムアップのバリュエーションに基づくものです。ブラックロックでは、これらのディスロケーションを、**市場主導型**、**リミテッド・パートナー主導型**、**ゼネラル・パートナー主導型**の3つの大きなカテゴリーに分類しています。ディスロケーションは、極めて多くの投資家が早期の流動性を追求するような結果をもたらす、幅広い金融市場のボラティリティを意味する場合があります。逆に、ディスロケーションが、特定の市場セクターや投資家の種類により限定されたものである場合もあります。以下に、様々な種類のディスロケーションについて説明し、過去のディスロケーションから発生した具体的な投資機会の例をご紹介します。

市場主導型

- 広範な経済ディスロケーション／著しい上場株式のボラティリティ。**2000年代初期（「ドットコム」バブルの崩壊とこれに続く9.11テロ攻撃）、2008～2009年の世界金融危機、そして直近の新型コロナウイルス・パンデミックなどで見られた広範な上場株式のボラティリティは、歴史的に長期投資を前提とする投資家にエントリーポイントを提供してきました。しかし、プライベート市場の投資家が直面する1つの難問は、委託した資本を、株価が低い期間に確実に投下することが難しい場合があることです。ダイレクト・プライベート・エクイティ・ファンドは、各々の地域または業界における魅力的な投資機会を追求しますが、一方で既存のポートフォリオ企業における問題に煩わされたり、新規投資のためのデットファイナンスの不足や費用による制約を受けたりする可能性があります。また、個々の企業の所有者が、自らが認識する長期的な公正価値を大幅に下回るバリュエーションで売却する可能性が低いこともあり得ます。セカンダリーへの一貫性のある配分は、売り手が非経済上の理由から流動化を前倒ししたい動機を持つ可能性があるため、資産価格が低い間に投資家資本が投下される確率を高める可能性があります。例えば、一部のLPは「分母効果」のため、売却を希望する場合があります。「分母効果」とは、リアルタイムの上場株式のバリュエーションが、3～6か月遅れのプライベート市場のバリュエーションと混ぜ合わされることにより、投資家がプライベート・エクイティにオーバーウェイトしているという考えに至る場合を指します。逆に、「分子効果」のために、LPがプライベート・エクイティにオーバーウェイトしていると考えられる可能性もあります。「分子効果」とは、プライベート市場ポートフォリオが、上場株式ポートフォリオをアウトパフォームする状況を指します。いずれの状況も、売却の漸増につながる可能性があり、これにより売却額が急増する可能性があります。現在の供給が需要を上回っている市場（現状の手元資金1,050億ドルに対し、2021年に成立した取引1,320億ドル）¹³において、追加供給の急増は、セカンダリー投資家にとって特に魅力的な買収機会をもたらす可能性があります。
- 業界固有。**過去10年間において、業界固有のディスロケーションがセカンダリー投資家にとって魅力的な投資機会を創出した例は多数存在します。これには、金融危機後のヘッジファンドのサイドポケットや不動産資産、そして、2010年代半ばのエネルギー・セカンダリーなどがあります。
- 信用のディスロケーション。**信用サイクルが進化するにつれて、セカンダリー市場は伝統的な借入資金源にアクセスできないリミテッド・パートナーとゼネラル・パートナーにとっての資金源となってきました。例えば、漸増的な追加資本を必要とし、より高い貸出基準や（ファンドが100%コールされたため）リミテッド・パートナー持分へのアクセス制限に直面したゼネラル・パートナーは、優先出資またはメザンタイプ¹⁴の資金調達のためにセカンダリー市場を利用してきました。

出所：ブラックロック。13 Evercore Private Capital Advisory – FY2021 Secondary Market Survey Results、2022年1月1日。すべてエクイティファイナンスと想定。

セクション3：ディスロケーション戦略としてのセカンダリー（続き）

- ・ **規制の変更。**近年、ボルカー・ルールやバーゼルIIIフレームワークなどの規制の変更により、一部の投資家、特に金融機関が、プライベート資産を保有することが困難になりました。こうした変更により、多くの売り手が、加速度的にプライベート・エクイティ・ポートフォリオを売却しています。2019年には、プライベート資産に関連する規制上の圧力の緩和を目指す日本の機関投資家をきっかけとして、リミテッド・パートナーシップ持分のポートフォリオ50億米ドルという、過去最大級のセカンダリー取引が発生しました¹⁴。

リミテッド・パートナーのディスロケーション

- ・ **アクティブ・ポートフォリオの運用。**リミテッド・パートナーは、セカンダリーの売却を、ポートフォリオ運用のための堅実かつ実用的なツールと考える可能性があります。しばしば、分母効果または分子効果（前述の通り）、あるいは、バリュエーション、キャッシュフロー管理、または業界・地域的なエクスポージャーなどの変化を含む、わずかな変化が、アクティブ運用の触媒となり、これによって、投資家が資産配分方針に従うために売却を行うきっかけとなる可能性があります。
- ・ **戦略／ガバナンスの変更。**長期的には、機関投資家は、他の領域での投資機会の発生を認識し、資本をこうした機会に再配分しようとする可能性があります。また、CIOとポートフォリオ運用の役割が変わることにより、新たに任命されたチームが、前任者によって選択された投資対象や戦略からの資金の再配分を目指す可能性があります。セカンダリー市場は、流動化の前倒しを可能にし、その資金を新たな投資戦略に投下することが可能になります。
- ・ **テールエンド／「クリーンアップ」売却。**予想よりも長期化する投資は、しばしば、モニタリングの観点から重荷となるため、テールエンドのポートフォリオ売却は、一部のLPにとって魅力的なオプションです。

ゼネラル・パートナーのディスロケーション

- ・ **マネージャー固有のディスロケーション。**長期的に、ゼネラル・パートナーとリミテッド・パートナー間の利益の調整は変動していく可能性があります。不均衡は、ファンドの投資期間の早期における低パフォーマンス、ポートフォリオの運用における変更、または不均衡なポートフォリオによって、ファンドが成功報酬を得られない状況にある場合に発生する可能性があります。セカンダリー市場は、既存のリミテッド・パートナーに対して流動性の選択を容易にするための資本を提供すること、ゼネラル・パートナーに改めてインセンティブを与えること、および価値創出の時間枠を延長することを可能にします。
- ・ **企業のディスロケーション。**機関投資家が戦略を統合または変更する場合、コアでなくなるプライベート市場投資が発生する可能性があります。これには、JPモルガンとバンクワンの合併によって発生した例があります。両銀行とも、自社内のプライベート・エクイティ投資チームを有していたことがその理由です。JPモルガン・キャピタル・パートナーズは、10億米ドルのセカンダリー取引を通じ、スピンアウトによって、独立企業であるCCMPキャピタルとなりました。

結論

- ・ 非流動性オルタナティブ投資のセカンダリー市場は過去25年間で急速に成長し、今や多くの機関投資家にとってコアな配分対象となりました。本稿では、セカンダリー・マネージャーがどのように価値を創出し、情報遅延や情報の非対称性がどのようにセカンダリーのアルファを創出し、セカンダリー戦略のリスク／リターン特性がなぜ分散化し、プライマリーや共同投資などといった他のプライベート市場戦略に付加され得るのかを明確にすることを目指しました。さらに、本稿では、プライマリー資金調達の拡大や市場の高度化の加速を含む、セカンダリー市場の継続的な成長の構造的な推進力を概説するとともに、他のプライベート市場戦略と比較して魅力的な需要・供給のダイナミクスが、どのようにセカンダリー購入者に有利に働くかを考察しました。また最後に、本稿では、伝統的・非伝統的セカンダリー戦略の分岐、および、それぞれのサブ戦略に固有の特徴にスポットを当てていくことを目指しました。

出所：ブラックロック。14 2019年4-6月期現在の社内データ。

補足資料

モンテカルロ・シミュレーション

- すべての分析は、プライマリー、セカンダリー、共同投資に4年間均等に投資する、分散化されたプライベート・エクイティ・プログラム投資に基づいています。すべてのプログラムは、完全なキャッシュフローおよびバリュエーションの推移が確認できる既存投資の大規模なユニバースからサンプリングすることによって（入れ替えることなく）、無作為に構築されています。原投資のキャッシュフローは、プログラムのレベルで集計され、さらに、プログラムのIRRとTVPIを計算するために、原資産と提供者のレベルで、運用報酬と成功報酬を全額差し引いて集計を行いました。総計10,000回のシミュレーションを実施しました。その結果は、これらのプログラムの投資家を代表するものであり、個別の投資や取引の投資家を代表するものではありません。
- こうしたシミュレーションによるプログラムを構築することにより、ばらつき、四分位範囲、極端なシナリオなど、より洞察に富んだリスク指標を計算することが可能になります。また、ソルティノレシオなどの、ファット・テール特性を考慮したリスク調整後リターン指標を導き出すこともできます。
- データセット：
 - すべてのデータは、2021年6月30日現在。
 - プライマリー：2002年以來のブラックロック社内データ、308のバイアウト・ファンドに関する少なくとも4年間のデータ。
 - セカンダリー：プライマリーと同一のデータですが、4年目、5年目または6年目のプライマリーを無作為に選択して持分を市場価格で購入することによって、セカンダリー取引のシミュレーションを行いました。取引日現在での50%出資およびTVPI 0.8倍という閾値を適用しました。このため、本作業におけるセカンダリー・プログラムは、セカンダリーの伝統的なコンポーネントのみを代表するものであり、漸増的なアルファを提供する可能性がある市場のGP主導型のまたは非伝統的な部分を代表するものではありません。
 - 共同投資：2002年以來のブラックロック社内データ、150の全額または一部出資されたバイアウト共同投資に関する少なくとも過去4年間のデータ。
 - Burgiss Private iQ およびPreqinの業界データによって補完。

重要事項

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。当資料は、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。グローバルの投資家向けに作成されており、日本の投資家には当てはまらない内容を含みます。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成時点のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役職員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であるとと考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願い致します。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号
加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館