



BlueBay
Asset Management

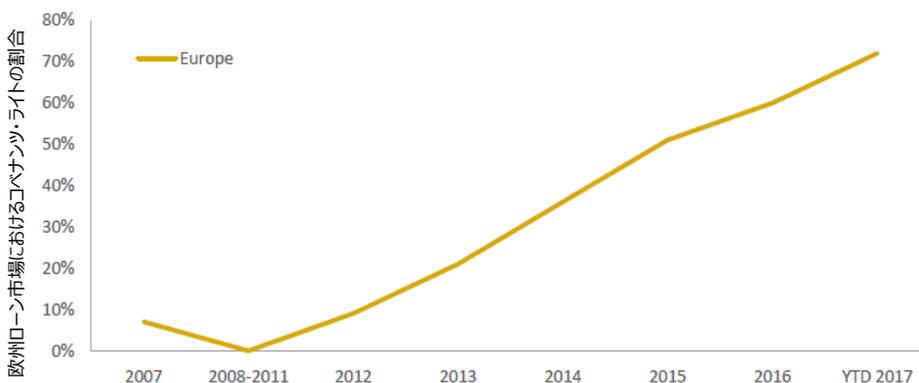


コベナンツ・ライト騒ぎたてるべきものなのか

「コベナンツ・ライト」という言葉を欧州レバレッジド・ローン市場で最近よく耳にします。そこで、これが本当に意味するところと、これほど騒がれるべきものであるのか、を検証してみます。

もし、コベナンツ・ライトの数だけで考えた場合、注目を集めることには理解できます。2011年にはコベナンツ・ライトの欧州ローンの発行は1件もありませんでした。それが今では、欧州市場における約75%のローンがコベナンツ・ライトとなっており、コベナンツ・ライトは例外ではなく通例と なっています。

コベナンツ・ライトのローンの割合—2017年は70%を超える



出所：LCD, and offering of S&P Global Marketing Intelligence, 2017年6月

インサイト



トム・クルーザー

パートナー、レバレッジド・ファイナンス・チーム共同ヘッド



マーク・ケンプ

レバレッジド・ファイナンス・チーム
クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

2017年9月

コベナンツ・ライトとは何ですか。

簡単に言うと、コベナンツ・ライトのレバレッジド・ローンは、貸し手にとって債権の保全度合いが弱まります。伝統的かつ旧来のレバレッジド・ローンにおいては、借り手の財務状況及び信用力が四半期ごとに試されていました。企業は、いくつかの財務上の基準や検査（財務維持コベナンツ）を満たしていることを継続的に示していかなければなりません。こうした検査に合格できなかった場合、何らかの形で「処置」がなされました。通常それは、株式による新規資本の注入やその他の方法で財務状況を健全な状態に回復する、といったことでした。

名前の通り、こうしたプロテクションは、コベナンツ・ライトのローンにおいては、かなりなくなっています。借り手は、財務上の数値を守っていることを継続的に示す必要はなく、代わりに、こうした制約なしに事業を続けることができます。配当の支払い、買収の実施、債務の新規発行といった何らかの特定の行動を取りたい場合にのみ、検査を受けることになっています。

ここ最近コベナンツ・ライトが増えている背景はなんですか。

理由は簡単だと思います。一つのそして最も大きな背景は、売り手市場である、ということです。あらゆる投資家から、インカムが得られる資産に対する強い需要がみられ、通常ローンよりも借り手に制約条件の少ないハイ・イールド債に対してローンが競争力を持ちながら、CLO や機関投資家を含む投資家からの需要を満たそうとするなかで、買い手は自らが求める要件の緩和に見舞われました。

投資家はこの動向をどのように捉えるべきでしょうか。

欧州経済は広範に回復しており、企業の売上や収益は改善しています。これほど堅固な状況に市場があるなか、コベナンツがあったとしても、企業がそれを遵守できない可能性のほうが低いと考えています。

しかし、当たり前のことですが、今は大した問題でなかったとしても、将来大きな問題となる可能性はあります。クレジット・サイクルが進むにつれ、今の市場で約束したことを痛い目にあって思い起こさせられることになるでしょう。コベナンツの維持が必要とならないことは、借り手の財務状況が悪化した場合に、早めの行動を取ることが難しくなるでしょう。こうした予防的な行動が難しくったり、遅れたりすることで、貸し手はさらに悪い状況に追い込まれる可能性が高まると考えています。

コベナンツが貸し手のプロテクションとなるのは確かですが、コベナンツがあるからと言って、悪い事業が良くなるわけではないことを覚えておく必要があります。一方で、コベナンツがないことで、良い事業が悪くなる可能性があることも、忘れてはいけません。

現在のトレンドは、懸命に信用力の分析を行う重要性を過小評価し、継続的なモニタリングや経営陣のコミットメントの必要性の大切さも覆い隠しているとみています。

この状況に対する見通し

ブルーベイでは、これまで通りの分析を続けており、厳選した銘柄にのみ投資を行っています。コベナンツを欠いていることは、考慮すべき一要素に過ぎないとみています。ハイ・イールド債の投資においては何年も前から経験してきたことで、危機への対応への準備は十分に備えてきていると考えています。財務レバレッジの高まりは最初から注視しており、株式及び劣後債がどれだけ事業を下支えしているか、という水準について注意深くみてきています。劣後債務の層が適切であるということは、ブルーベイの投資哲学において必要不可欠で、こうした分析を行うことで長期的に元本毀損を防ぐことにつながると考えています。

コベナンツ及びコベナンツ・ライトは重要な問題ではありますが、企業の信用力を測る上では一つの要素でしかないと考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略： 年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略： 年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略： 年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略： 年率 0.45%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略： 年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略： 年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略： 年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略： 年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略： 年率 0.80%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略： 年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年9月22日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上