



BlueBay
Asset Management

エマージング企業への新たな投資機会

2020年9月



Global Asset
Management

目次

イントロダクション	3
企業のデフォルト率と回収率についてのマクロ経済状況	4
流動性と資金へのアクセス	6
エマージング企業への新たな投資機会	8
リスクと誤解 VS リスクを緩衝してくれる要因と現実	9
投資哲学	10
まとめ	11



イントロダクション

2020年2月以降、新型コロナウイルスのパンデミックはグローバルな健康危機へと発展し、様々な形態でのロックダウン（都市封鎖）を招くことになり、市場参加者は影響されてきました。この先も政治や経済面で不透明感をもたらす材料となるのはほぼ確実で、さらなる経済と金融面でのストレスとなることも考えられます。コベナント・ブリーチからデフォルトまで、資金難に直面するという可能性から、この影響を最も受けるのは事業会社であると考えています。

金融市場の中では、大幅な経済悪化の見通しと資金を確保しようという動きによって、クレジット債市場全体で価格が暴落し、資金の手当てが困難となりました。この動きが最も顕著に現れたのが、エマージング市場であると考えています。

エマージング市場の低流動性資産については当面の間、さらに下落する可能性があると考えています。なぜなら、企業個別のニュースや銀行による単純なリスク解消によって、過度に価格が下振れする可能性があるからです。エマージング国の企業は銀行セクターへの依存度が高く、こうした資産を購入する特化型の資金が不足していることで、この動きがさらに助長されるかもしれません。

しかし、このボラティリティの多くは一時的なものに終わるといことが、この数ヶ月間の債券市場の動きでわかっています。特にファンダメンタルズと乖離が見られる場合には、そのことが当てはまります。

こうした根本的な構造面からの問題を考慮して、現在の市場環境を上手く乗り越えながら、良好なリターンを得られる投資機会を活用するには、優良なパフォーマンス銘柄と、回収価格を下回ったストレス水準で取引されている銘柄とを組み合わせ、バーベル・アプローチが有効と考えています。

しかし、こうした投資機会には落とし穴が付きものです。そのため、この戦略を成功させるには、以下の点が重要になると考えています。

1. **魅力的な投資機会を見つけ出すための高いソーシング能力とオリジネーターとの強いパイプ**
2. **迅速で厳格なボトムアップ分析**
3. **徹底した契約内容と法制面のデューデリジェンス**
4. **成果までには時間を要する可能性がある投資案件に適宜キャッシュを投じられること**

この資料では、投資資金にロックアップ期間を設け、そこから投資機会に応じて資金を都度引き出す手法を使ったエマージング企業への投資と、なぜそれが魅力的なリスク・リターンを得られる手法であると考えているか、という点についてお伝えしていきたいと思ひます。

このボラティリティの多くは一時的なものに終わるといことが、この数ヶ月間の債券市場の動きでわかっています。特にファンダメンタルズと乖離が見られる場合には、そのことが当てはまります。

現在の市場環境を上手く乗り越えながら、良好なリターンを得られる投資機会を活用するには、優良なパフォーマンス銘柄と、回収価格を下回ったストレス水準で取引されている銘柄とを組み合わせ、バーベル・アプローチが有効と考えています。

企業のデフォルト率と回収率に関するマクロ経済状況

新型コロナウイルスのパンデミックに対する各国政府の対応は様々で、その規模や厳しさはまちまちでした。財政と金融政策の面では米国とEUが先頭を走りました。先進国市場は低成長と超低金利を伴った過剰レバレッジの中でこの危機に突入したため、こうした積極的な政策は必要であったし、効果的でした。IMFは、先進国経済は2020年に大幅な収縮に見舞われ、新型コロナ以前の水準まで経済が回復するのは、2021年末になるだろうと予想しています。

IMFの予想に基づけば、エマージング市場の落ち込みは先進国ほどではなく、2021年末には以前ほどの幅ではないものの、成長はプラス圏内にあると見られています。

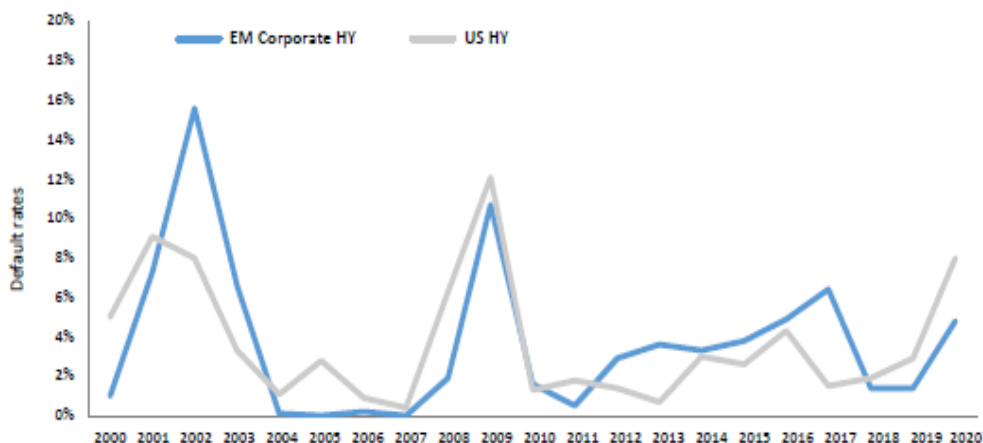
IMFの予想を地域別に見ていくと、中南米が最も厳しい景気後退に見舞われ、2020年の経済成長率はマイナス5.2%になると予想されている一方、アジア太平洋地域は相対的に持ちこたえたとみられています。

アフリカ諸国は、国ごとの差が大きくなり、ザンビアのような商品への依存度が高い国は苦境に立たされる一方、ケニアなどはそれほどの落ち込みは見られないと予想されています。東欧諸国は、2021年には比較的良好なプラス成長に回復するとみられていますが、2020年に新型ウイルスでかなり落ち込んだ状態からの回復という点を考慮する必要があります。

2019年はデフォルト率が低水準となりましたが、ムーディーズはコロナ関連の混乱と市場の不透明感によって、2020年のデフォルト率はかなり高くなると予想しています。2020年3月時点では2.2%だったエマージング企業のデフォルト率は、2020年末までに7.8～11.2%にまで上昇すると予想しています（12ヶ月移動平均予想、2020年4月時点）。

しかし、前例のない流動性供与及び財政緩和によって、最終的なデフォルト率はムーディーズの予想を下回るとみており、一桁台半ばから後半に留まると考えています。

図1：米国及びエマージング企業のデフォルト率推移



出所：Moody's Investor Services; JP Morgan. 2020年3月27日

サハラ砂漠以南のアフリカ諸国などの産油国と地域は、原油価格が長期間に亘って低水準となった場合、より厳しい状況に追い込まれるとみえています。一方、トルコなどの原油輸入国にとってはプラス材料となるでしょう。

しかし、ロックダウンと外需の減少が多くの国にとって重石となる中、この恩恵も限定的になるとみられます。

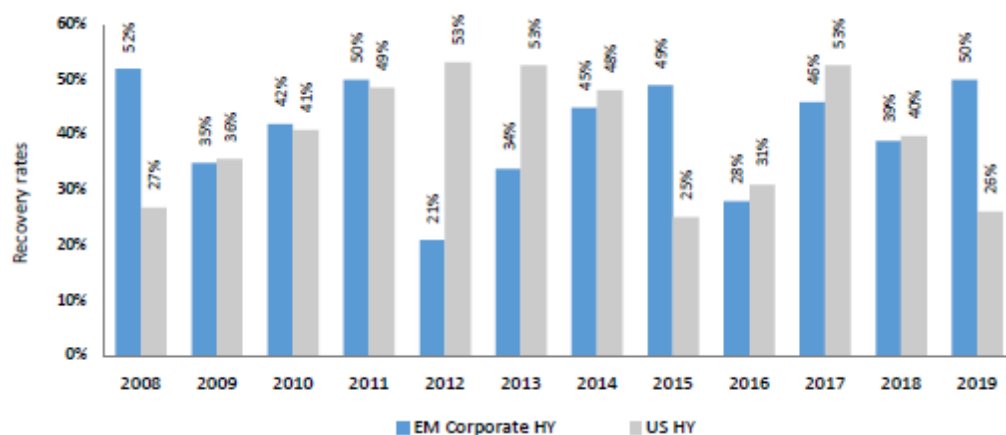
エマーシング企業への新たな投資機会

現在の市場環境においては、デフォルト率は上昇が予想されますが、ムーデーズの予想では、回収率は先進国企業と比較して、それを大幅に上回ることにはないにしても同程度になる、とされています。

- (シニア担保付き債)
エマーシング：40%、先進国：36%
- (シニア担保付きローン)
エマーシング：69%、先進国：65%

この回収率の予想は概ね、ブルーベイの見方や実感と合致しています。

図2：米国及びエマーシング企業の回収率



出所：Moody's Investor Services; JP Morgan. Recovery rates are issuer-weighted and based on price 30 days after default date. 2020年1月6日

エマーシング経済の規模が拡大し、グローバル経済に占める存在感が増したのと同様に、エマーシング債券市場もクレジット債の投資家にとっては無視出来ない資産クラスとなってきました。JPモルガンによれば、2019年末時点のエマーシング外貨建て社債市場の市場規模は5兆米ドルに上り、その半分はユーロボンド債で、残りはローンとなっています。

格付けに関しては、全体の62%が投資適格債で、38%がハイ・イールドの発行となっています。ローン市場では格付けが付与されていないものの、同水準の内訳になると考えています。



流動性と資金へのアクセス

企業にとって、今回の市場の調整は2008-2009年の危機と状況が大きく異なっています。当時は金融システム自体が過剰レバレッジとなっており、多くの資金調達先が断絶してしまいました。

今回は先進国市場で顕著に違う点いくつかあります。

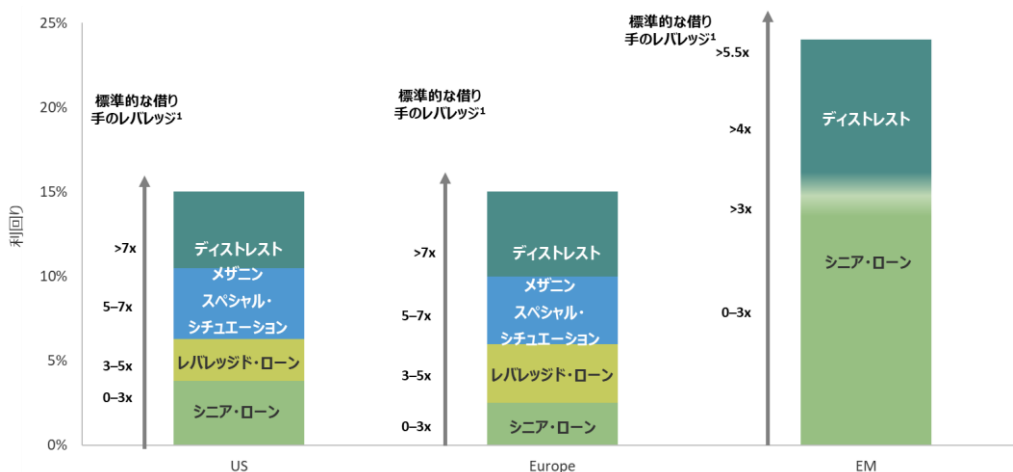
それは、銀行セクターがかなり健全な状態にあるだけでなく、一般企業も財政パッケージと中央銀行による買入プログラムを通じて、直接的、間接的な支援を受けています。市場で有り余るドライ・パウダー（投資待機資金）もさらなる流動性の下支えとなっています。ドライ・パウダーは2020年を迎える時点ですでに積み上がっていましたが、大幅な下落が見られた先進国のストレス及びディストレストの投資案件をターゲットに4月と5月に資金が積み、さらに潤沢となりました。

皮肉にもこの流動性の波は、先進国で信用リスクに対するプロテクションがここ最近で最も脆弱な中（コベナンツ・ライト、つまり財務上のプロテクションがない状態）で訪れています。これはゾンビ企業の増加につながるリスクであり、債務再編が必要となった際には回収率の低下圧力となります。

印象とは異なるかもしれませんが、エマージング企業は先進国の企業と比較して、市場の下落局面に財務面で堅固な状態で突入しており、多くの点から投資家により強いプロテクションを提供していると考えています。低流動性クレジットにおいては、ますますこの違いが明白となっています。



図3：リスク・リターンのバランス比較



出所：US Senior Loans and High Yield: S&P Global; GEM Blended Sovereign: GBI-EM JPMorgan Index 2020年6月 注：1 データ及び過去の投資経験を基に試算したものです。

低いレバレッジ

ほとんどのエマージング企業のレバレッジは3倍程度であるのに対して、先進国企業のレバレッジは5～6倍となっています。一方で、利回りはエマージング企業の方が高くなっています。

契約上の強いプロテクション

エマージング企業が資金調達する際の準拠法は英米法であり、コベナンツのフル・プロテクション（対して先進国ではコベナンツ・ライドが主流）と借手への制約が付帯されています。

規制の強まった銀行セクター

以前よりも状況は改善しているものの、エマージング国の銀行は先進国の銀行と同程度には流動性へのアクセスを持ち合わせていません。さらに、一部の先進国の銀行はリスク削減の一環で、エマージング市場でのリスクをさらに削減すると予想しています。グローバルの銀行によるこうした行動変化は、主力となる先進国市場における資本要件強化と、エマージング国で事業を展開する際のコスト負担増によってもたらされたと言えるでしょう。自己資本とレバレッジに対する規制は、長期資金を直接提供する役割としての銀行の行動と能力に大きく影響しています。さらに銀行は仲介者（アレンジャー）という役割を嗜好しており、この結果、ボラティリティの高まりやクレジット債の大幅下落が助長されることになっています。

流動性が低く、小さい債券資本市場

巨大な債券市場によって、企業に流動性が供与される先進国（米国やドイツでは、社債の市場規模はGDPの40～50%に相当）とは違い、エマージングの社債市場は非常に小さいです。社債の市場規模は、南アフリカ、トルコ、ブラジルといった比較的大きな国においても、GDPの10%相当に過ぎません。

ドライ・パウダーが少ない

Prequinによると、2020年初めのエマージング市場のプライベート・クレジット市場における待機資金（ドライ・パウダー）は約50億米ドルでした。この数年間、先進国にフォーカスしたファンドが、利回りを求めてエマージング市場での投資に資金を向けてきました。最近の市場の動きと、先進国市場での大幅下落によって生まれた投資機会に向かう投資家急増から、近い将来にエマージング市場での投資に資金が向かうかどうかは不透明です。この動きは、優良企業への投資を行っている投資家ほど大きくなる可能性があります。

エマージング企業への新たな投資機会

この数ヶ月でエマージング資産は反発しましたが、低流動性資産の新たな供給の波によって、バリュエーションの大幅調整が見られると考えています。財務面で問題に直面する企業では、信用力に疑問が出てくるのが、その背景にあるでしょうし、需給面が理由となるケースもあるでしょう。すでに述べたように、強制的な売却と低流動性資産の投資家が少ないことが合わさって、必然的に多くの投資案件が現れてくると考えています。

ブルーベイでは、最適の投資機会を特定し選択するために、いくつかの重視する原則に則って、実績のある投資プロセスを用いています。その際、ファンダメンタルズ分析が出発点となります。今後一年から一年半のあいだ、金融環境の引き締まった状況が続くと保守的な想定を用いて、以下のような点を注視していきます。

困難な状況にあるセクターを見極める；市場が不透明な時期に元本毀損を防ぐために、長期的に影響が続きそうな産業を避ける

勝ち組を見つけ出す；必要不可欠なサービスを提供する企業に集中

流動性とキャッシュフローを生み出す力；新たな資金へのアクセスが限定されている中、キャッシュ（及びキャッシュ同等物）を持ち、短期債務を支払うためのキャッシュフローを生み出す力を持つ企業に集中

複雑なサプライ・チェーンは避ける；複雑なサプライ・チェーンをもつ製造業者は、全てのサプライヤーがフル稼働まで回復するのを待たねばならないから、様々な問題を抱える可能性を懸念

新たなパラダイムでの勝ち組を見つけ出す；将来を見据えて投資機会を見いだす

政府による介入をモニター；先進国と比較して財政及び金融緩和を提供出来る能力は限定的であるものの、政府による行動はエマージング市場及び企業の信用力に影響することを念頭に置く

さらに、最適の投資機会を見いだすために、5段階の**持続的価値を生み出すためのプロセス**を取ります。

ソーシング；投資プロセスでのリスクを大幅に低下させ、地域及びセクターを超えて潜在的な投資案件をコンスタントに得られる独自のソースとの直接かつ長期的な関係

厳格なデューデリジェンス；セクターやマクロ経済の専門家を活用した、財務及び事業面からのデューデリジェンス；ストレス・シナリオにおいて、キャッシュフローを生み出す力、債務の持続性、レバレッジの傾向、借り換えリスク、為替リスクを集中的に分析し、需給面やESG要素も考慮

法制面；債務再編の専門性や、現地の破産法の知識を有することで、法制面からのダウンサイド・プロテクションを確保する；ワースト・ケース・シナリオにおける債権者の権利行使や、担保の現金化などに関する綿密な分析を実施

取引執行；堅固なリスク管理、オペレーション、コンプライアンスの流れに沿ったプラットフォームを有する

積極的なモニタリングとエンゲージメント；借り手の継続的な財政状況と現地市場の環境を継続的にモニタリング；貸し手の情報、情報開示請求、経営陣とのエンゲージメントを通じて営業及び財政状況が当初の投資時と乖離していないことを継続的に確認する

リスクと誤解 VS リスクを緩衝してくれる要因と現実

エマージング市場クレジット債という資産クラスはグローバルな拡がりを見せる一方で、いくつかの目立った誤解によって、投資家が躊躇してしまうケースがあります。実態と想定しているリスクを区分けするためにもよく調査を行い、投資プロセスの中でそのリスクをどのように最小化するべきかを理解するのは重要だと思えます。

通貨リスクが高いという想定

投資対象は外貨建て資産で、先進国通貨建てのものです。一方で、企業のキャッシュフローの大部分は現地通貨となります。そのため以下の点を注視していきます。

- 債務支払いに十分な外貨収入がある
- 調達資金は現地通貨に対してヘッジされている
- 借り手のレバレッジが低い

法制面のリスクが高いという想定

一般的に、エマージング国の法体制は新しく、契約や担保権を実行するといった歴史が長くありません。このリスクを緩和するものとして、次のことが挙げられます。

- ほとんどのエマージング外貨建て債務は、英国法もしくはニューヨーク法に準拠しており、包括的担保パッケージを有します。また、エマージング国で英国法やニューヨーク法に基づいた契約行使の実績もあります。
- 資金融資に関する法体制の大部分は、債権者の権利を保護しており、チャプター11のような債務者への保護はありません。
- 相対的に、エマージングの多くの国での法的権利は米国や英国よりは弱いものの、一部南欧諸国よりも強くなっています。
- 相応の実績；担保権の実行については多くの成功事例があります。
- 法制面で困難がある投資は避ける；クレジットの投資家として、最終的にはダウンサイド・リスクを軽減しなければなりません。一部の国においては、権利行使を考慮した場合に投資が困難で、時間や能力から、投資をすることが難しいことがあります。

かなり高いリターンが必須の高リスク投資案件という想定

先進国企業と比較して、エマージング企業のレバレッジは低く、書類上のプロテクション（コベンツや制約など）は強くなっています。先進国企業への投資は、リスクが高くプロテクションは弱いものの、得られるリターンは同レベルです。

担保付きローンで見た場合、担保パッケージにおける総資産有利子負債（LTV）比率はかなり保守的な水準となっており、担保資産はローン価値を大きく上回る価値となっています。

レピュテーション・リスクが高いという認識

KYCやESGのリスク、経営陣及び主要株主から適切な情報が得られるのか、といった事がこれに該当します。

このリスクを効果的に抑制するには以下の方法があると考えています。

- しっかりとした実績をもつ経営陣を持つ大企業を選好する。こうした企業は一般的に長い歴史と、公募市場に匹敵する情報開示を行っている。
- 現地のリソースを活用して、厳格なデューデリジェンスを行う。

多くのエマージング企業は、国際市場で資金調達を行った経験があり、ESGについても強い方針を持っています。さらに、投資家として、ブルーベイも積極的にこうした問題には関わっていきます（エンゲージメント）。

Price is what you pay; value is what you get (価格はあなたが支払うもので、価値はあなたが得るものである)

これは2008年の金融危機時にウォーレン・バフェット氏が株主へのレターに記した言葉です。流動性が低くボラティリティが高い今日の市場環境にもまさに当てはまる言葉でしょう。

流動性が低く、ボラティリティが高い社債市場に投資をする場合、投資家が最も心配するのは通常、デフォルトリスクであり、そのデフォルトによってもたらされる可能性のある損失額で、将来受け取る価値を考えるケースは少ないと思います。

投資哲学

1. 投資アプローチ

現在の市場環境においては、**バーベル・アプローチ**がエマージング企業への投資においては最も有効であると考えています。つまり、以下のふたつのタイプの銘柄を組み合わせます。

- A. 価格が大きく調整された水準で取引される優良銘柄**；レバレッジが低く、キャッシュフローを生み出す十分な力を有し、サイクルのあらゆる時点において契約上のプロテクションが提供されている
- B. 回収価格を下回る価格で取引されるストレス銘柄**；債務再編というシナリオにおいてもアップサイドを提供する

投資は厳選しながらも、柔軟性を持ちます

- **外貨建て資産**（主に米ドル建て）に投資をし、外貨建てで収入を得ている、もしくはレバレッジ水準が低く、外貨建て債務を返済することが可能な企業に投資
- 様々な投資環境に適応可能な**複数の投資戦略**を持ち、「サイクルを通じて」投資を実施できる柔軟性
- 公募市場と比較して**リスク・リターン**のバランスが勝る投資機会をターゲット
- トレードを頻繁に行うのではなく「**投資をして保有を続ける（テイクアンドホールド）**」アプローチ

2. 時間軸

バーベル・アプローチはローンやその他の低流動性資産への投資に適しており、公募市場での投資と比較して、より高いリスク・リターンにありますが、**リターンを完全に得るためにはより長い投資期間が求められます。**

時価評価とデフォルト・リスク

直近で見られた市場の下落のスピードと深刻さを考えると、流動性の高い戦略に投資をする場合、大幅な評価損に見舞われたり、実際に解約やリバランスによって実現損を被る可能性があります。最終的に、債券資産に関する投資家のリスク分析は、デフォルト・リスクとそれによって元本を損失する可能性を中心に行っているにもかかわらず、投資リターンにとって、こうした状況は非生産的です。需給面や短期的な市場のボラティリティからクレジット・リスクを引き離したいと考える投資家にとっては、より長期的な投資の時間軸を持つことが適切であると考えています。

3. ストラクチャとプラットフォーム

最後に、規律ある分析と迅速な意思決定が出来るプラットフォームと運用チームが不可欠であると考えています。

リターンを最大化するオポチュニスティックな投資も組み合わせることが出来る投資ビークルとストラクチャ

- すべての資金を強制的に投資に充てるのではなく投資機会の度に**都度資金を引き出す仕組み**
- **資金をロックアップ**することでボラティリティを抑え、投資機会を活用する十分な時間を用意
- 高利回り資産への投資を通じて四半期もしくは半期ごとに投資家に**インカムを配当**として還元

規律ある分析と迅速な意思決定を実現するプラットフォームと運用チーム

- エマージング市場における**高いソーシング能力**によって、最良のリスクリターンを得られる投資機会を厳選することが可能
- クレジット・サイクルを通じて様々なセクターで専門性を持つ**経験の長い運用チーム**

まとめ

市場は厳しい下落に見舞われましたが、エマージング国は新型コロナのパンデミックに比較的、ファンダメンタルズ面では堅固な状態で突入し、グローバルな財政及び金融政策による対応には前回の危機時からの大きな成長が見られました。先進国市場の中央銀行は緊急利下げによってゼロ近辺まで政策金利を引き下げ（もしくはゼロを下回る政策金利を維持）、債券投資家は利回りを求めています。

保険衛生面でも金融面でも、今後の道筋は不透明で、それに伴うリスク回避的な動きはしばらく続くことが予想されます。エマージング企業は、今後数年間で多くの投資機会をもたらすとみており、厳選したバーベル・アプローチをクローズド・エンド型のストラクチャの中で実施することが、ダウンサイド・リスクを抑えながら魅力的なリターンを獲得する上で最適な手法になると考えています。





Mihai Florian

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマーシング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーです。ブルーベイには2020年1月に入社し、ローン、低流動性資産、スペシャル・シチュエーション、ディストレスト銘柄を専門とします。ブルーベイ入社以前は Helios Investment Partnersの設立メンバー（パートナー）としてクレジット戦略を運用していました。バンク・オブ・アメリカでは債券、為替、コモディティと多岐に亘るエマーシング資産のストラクチャリングに携わるなど、セルサイドで経験を含め、業界経験年数は19年を超えます。ウォーリック大学経済及びファイナンス修士課程修了。

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

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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。

■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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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になります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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。

この他、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詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただき、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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あり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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。