

エマージング 低流動性クレジットへの 投資を検討すべき理由

Mihai Florian

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2020年11月



イントロダクション

2020年に入ってからのイベントによって、グローバル市場の至るところで不確実性やミスプライスが発生しています。このような投資環境下において、投資家は一体どのように確信を持つことができるのでしょうか。コンセンサスとなっている見方は、経済及び金融が不安定化する可能性に対して、中央銀行が緩衝となるよう行動することで、主要先進国金利が当面は低位に留まるといことです。その結果債券投資家は、過去10年間に亘って直面してきた課題に、今後も向き合うことになりそうです。つまり、ポートフォリオの利回りを高めるために、適切な戦略を見付けるとい課題です。

2007年から2009年に掛けてのグローバル金融危機以来、先進国の投資家の多くは利回りを高める手段として、プライベート・クレジット資産¹のようなオルタナティブ投資戦略に目を向けてきました。また、エマージング（EM）資産を含むべく、投資地域を拡大し、主に流動性の高い、公募市場のEM資産に着目してきた投資家もいました。足元では、コロナ危機を受けた市場でのミスプライスの拡大を受けて、先進国（DM）社債市場でのディストレストの投資機会の増大を予想して、新たに投資家資金を集める動きが増えています。

これに関連してブルーベイでは、未だ投資家にそれほど注目されていない状況にあるオルタナティブ投資が存在すると考えています。その1つは、健全なEMの大企業向けの外貨建てのパフォーマンス・ローンという、魅力的なアプローチである、と考えています。このようなローンは、強固な法的地位を譲歩することなく、またレバレッジの高いディストレスト債への投資に踏み切る必要もなく、ポートフォリオの利回りを高めたい投資家にとって、特に有効な投資手段になり得ると考えています。

投資家は、分配のある、キャピタルコール方式でのストラクチャーを通じてEM国の優良企業に投資することで、流動性の高い資産に比較して、セカンダリーのローン市場にある低流動性プレミアムを効果的に得られる可能性があると考えています。

実際、このような投資によって、2桁のリターンを獲得できる可能性もあると考えており、投資期間が長期間に亘ることで、短期的に市場のボラティリティが高まる可能性や、EM市場への資金流入の変動などによる影響を受けにくくなると思います。

投資機会は豊富に存在すると考えていますが、その中で成功を収めるためには、地域やセクターに関する高度な専門知識が必要となり、対象となる資産に関連した法制度やドキュメンテーションでの経験や知識も重要になると考えています。

このレポートでは、投資機会についての主なポイントに加え、EMと先進国（DM）市場に注目する投資家にとって、なぜ魅力的なオルタナティブ投資となり得ると考えるのか、その背景をお伝えしたいと思います。また、当該市場にアプローチするにあたって必要な枠組みである、綿密なボトムアップによるファンダメンタルズ分析を行うためのリソースと経験を説明したいと思います。さらに個々の投資機会ごとの特性を評価するための組織的かつ実務的な能力といった事にも触れていきたいと思っています。

未だ投資家にそれほど注目されていない状況にあるオルタナティブ投資が存在すると考えています。その1つは、健全なEMの大企業向けの外貨建てのパフォーマンス・ローンという、魅力的なアプローチである、と考えています。

魅力的な投資機会

当レポートでの目的に照らして、ここではEM市場におけるセカンダリー・ローン市場を「プライベート・クレジット」と呼ぶことにします。多くの投資家にとって、これらの資産にアクセスすることはやや困難で、取引に関わる参加者の数も限定されていることが多いことを考慮しました。プライマリーでの融資機会も存在しますが、当レポートでは、豊富で多様な投資機会があると考えているセカンダリー市場で取引されるバンク・ローンを対象とします。

この資産クラスへのアクセス手段としてブルーベイが推奨する投資手段は、ロックアップ期間があるもので、戦略としては低流動性資産投資として位置付けられると考えています。

この市場について競合力という点で全体像を見ながら、いくつかの主なポイントを並べてみると、高いリターンの潜在力を持った投資機会であるように思います。

¹ここでプライベート・クレジット資産とは、ローンやその他低流動性資産を主に指しており、ダイレクト・レンディングやディストレスト債、メゼニン・ファイナンス、スペシャル・シチュエーション、ベンチャー債などを含みます。

エマージング低流動性クレジットへの投資を検討すべき理由

以下では、良好なリスク・リターン特性を目指して優良なパフォーマンス・クレジット資産にアクセスするに際して、効果的と思う要素をいくつか挙げたものです。

市場特性

豊富な投資機会

外貨建ての社債市場は2.5兆米ドル規模とされており、うち取引可能なプライマリーでのシンジケート・ローンの発行額は年間1,000~2,000億米ドルとされています。

競争が少ないEM資産

グローバル金融危機以降、ダイレクト・レンディング戦略（主に欧州フォーカス）を運用する新たな運用会社が市場に多く参入しました。このため、リターンの獲得余地やコベナンツなどが低下しました。しかしEM市場においては、絶対ベース及び相対ベースとも投資家から集めた資金ははるかに小さく、既存の運用会社にとってリターンの潜在性がかなり保たれた状態にあると思います。

デフォルト率と回収率は比較的良好

EM社債は、デフォルト率と回収率の観点から見て、DM社債と比較して良好に推移してきました。ブルーベイでは、EM社債のデフォルト率は1桁台後半でピークを付ける一方で、米国ハイ・イールド社債のデフォルト率は2桁台前半になるとみえています。さらに、EM市場の回収率は、債券もシニア・ローンも継続的にDM市場を上回っています。

魅力的な需給動向

銀行の資本やバランスシート管理が継続するによって、優良なローンのセカンダリー市場への供給は安定した状況が続くと予想しています。さらに、今日の新型コロナウイルス主導の市場において、国際的な金融機関の多くが、自国に必要な資本を確保するため、元利払いが行われている（パフォーマンス）EMリスクを売却するという傾向が見られます。その一方で特化型の投資家が少ないこともあって、魅力的な投資機会を巡る競争が激化する可能性も抑えられていると考えています。

堅固な信用指標

信用リスク

EM企業のEBITDAに対する負債倍率（平均2~4倍）は、DMプライベート・クレジットの戦略が投資対象とする企業（5倍以上）と比較して低い水準です。

コベナンツによるプロテクション

足元では大半のDMローンがいわゆる「コベナンツ・ライト」型のローンである一方、EM市場では財務コベナンツが債権者に資する状況で、借り手への制約は、その企業がデストレストになった場合に、高い回収率に結実すると考えています。

十分なリターン余地

2桁台のリターン

当社では、この資産クラスに投資することで、2桁台のリターンを享受出来る可能性があるとみえています。これは、DM市場のデストレスト戦略や、シニア・ダイレクト・レンディング戦略を大幅に上回る期待リターンと思います。例えば、DMダイレクト・レンディング戦略は、5~7倍のレバレッジの企業を投資対象としながら、シニア、ユニトランシェ、メザンでさえも1桁台後半の期待リターンがほとんどです。

分散

EMプライベート・クレジットは分散効果を発揮すると考えており、EM流動性資産に対しては、公募資産、資本構成でシニアな資産に投資しないことによって、DMプライベート資産に対しては、異なるリスク・リターン特性を持つことによって、効果的で、ボラティリティを抑えながら上乗せ利回りを得られる可能性があると考えています。

ESG統合

EM市場内はもとより、DM市場と比較しても、実用的かつ専用のアプローチによってESG要因を銘柄選択やデュ・デリジェンス、エンゲージメントのプロセスに統合することが、リターンの重要な鍵になっていると言えます。その結果、ESG統合がリスク・リターンのバランスを改善しているケースが多く見られます。さらに、企業にとって代替的な資金調達手段がないことから、ESG面の課題への取り組みといったエンゲージメントにおいては、貸し手側は強い影響力を持つことも出来ると考えています。

投資ビークル

低流動性プレミアム

ロックアップ型の投資であるが故に、実現までに時間が掛かるものの、魅力の高い案件に資金を投じることが可能で、公募市場に対する低流動性プレミアムを享受出来ると考えています。

経済サイクルに依存しない

複数の戦略を用いて、EM低流動性クレジットへの適切なアプローチを慎重に選択すれば、経済サイクルの時点に囚われずに投資が出来ると考えています。また、グローバルやローカルの銀行からのローン供給は、規制や商業的な理由であることがあり、その多くがバランスシート削減時の経済状況と無関係にあると考えています。

投資ペース

投資機会が多くあることで、投資は直ぐに、かつ継続的に行え、適切な市場環境を待つ必要はないとみえています。一方、DM市場では過去3~4年間のデストレスト投資の波とコミットされた資金の多さから、今日の市場環境下においても投資倍率は低下する可能性があると考えています。

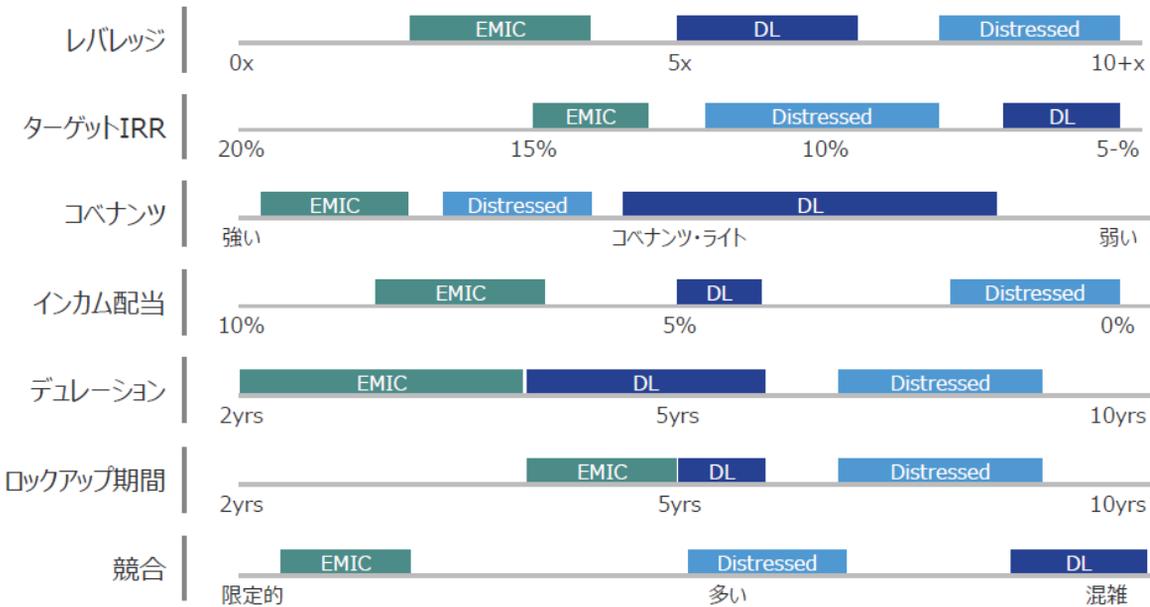
EM低流動性クレジット戦略の位置付け

ロックアップ期間を設けながらEM市場のシニア・パフォーミング・ローンに投資対象とする戦略は、DMに特化したダイレクト・レンディング及びディストレスト戦略と比較して、主要な指標上、良好なポジションにあるとみています（図1参照）。ここからは、EM市場のパフォーミング・ローンに投資するポートフォリオが、DMのディストレスト戦略と同等の期待リターンにある一方で、投資対象のレバレッジは低く、投資商品の年限も短いことがわかります。

また、投資対象となるローンにおけるコベナンツも貸し手に有利になっており、DMに特化したダイレクト・レンディング戦略やディストレスト戦略と比較して、魅力的な投資対象を巡る競争も少ないと言えます。

EM市場でも流動性の高い株式及び債券の投資戦略については、以前から投資可能であった中で、プライベート市場やプライベート資産（プライベート・エクイティ及びプライベート・クレジット）へのアクセスは限られていました。

図1: DMのプライベート・クレジット戦略と比較したEM低流動性クレジット戦略の位置付け



出所: ブルーベイ・アセット・マネジメント、2020年10月

プライベート資産: エクイティ vs. クレジット

EM市場でも流動性の高い株式及び債券の投資戦略については、以前から投資可能であった中で、プライベート市場やプライベート資産（プライベート・エクイティ及びプライベート・クレジット）へのアクセスは限られていました。その主因として、プライベート資産がグローバル規模で発展してきたことが関係していると考えています。

投資家のプライベート・エクイティ（PE）ファンドへの資金は規模が大きく、多岐にわたっていることから、EM市場に目を向けた場合、プライベート・エクイティは自然な選択でした。しかしブルーベイでは、EM市場におけるPE投資には、一部の例外を除いて、多くの困難が伴うと考えています。

a. レバレッジド・バイアウト: EM市場では、PE投資家がエクイティ投資を補完するようなレバレッジド・ローンが多くありません。結果として投資対

象となるEM企業は、DMに特化した戦略と同等のリターンを獲得できるように、非常に速いスピードで成長することがPEマネジャーによって求められると考えています。

b. 為替: EMの為替市場は一般的に小さく、短期の市場であるため、PEマネジャーにとって為替リスクをヘッジすることが困難です。PE戦略のイレギュラーなキャッシュフローや長期の投資目線を踏まえれば尚更です。さらに長期間、EM通貨は大幅な下落局面に見舞われる場合があり、一般的に投資家が為替リスクを負わない、もしくは完全にヘッジするDM戦略と比較して、米ドルベースでのリターンは見劣りする可能性があります。

c. 出口: DM市場では、PEマネジャーに多様な出口戦略の選択肢があります。株式市場での

売却、資産買収に前向きな戦略投資家や他のPEマネージャーなどが多く存在しています。EM市場ではそのようなケースはかなり少なく、EM株式の見直しに対するグローバルの投資家心理によっても影響されやすいと思います。

全体としてPEと比較上、プライベート・クレジットの投資家はEMプライベート市場でも十分に投資妙味のあるリスク調整後リターンを期待できると考えています。

リターンはより安定的で、大幅に投資期間を短くしながら、不確実性も抑えることが期待できます。また、Preqin社のデータに基づけば、一部の単一国PE戦略を除けば、EM市場のPE戦略は、過去3年、5年、10年のいずれの投資期間で見ても、DM戦略をアンダーパフォームする状況に留まっています。

高くオリティの投資機会に着目する

投資機会は豊富にあります。EM市場のセカンダリー・ローン投資で成功を収めるための鍵は、主に3つあると考えています。これらを組み合わせることで、潜在的なリスク・リターンのバランスを最大限に引き出すことが出来るとともに、EM市場にあり得る落とし穴に陥ることも避けられると考えています。

現地での法的枠組みの発展や為替リスク、全体的な取引実績などを考慮し、EMプライベート・クレジットへの投資家は以下の特性を持つ投資に集中すべきであると考えます。

1. パフォーミング・クレジット

銀行の資本上の制約や、銀行がローンを販売目的で組成することに注力し始めていることにより、セカンダリー市場において多くの優良な案件が取引されるようになってきました。これらはいずれも短期から中期のローンで、価格は大幅にディスカウントされており、レバレッジ対比で見ても十分な期待リターンを提供しています。大幅なディストレスト銘柄よりもパフォーミング（支払いが継続中の）案件に着目することで、過度な時間やリソースを使うことなく、また必要以上にディストレストのリスクを取ることもなく、投資ユニバースを広げることが出来ます。さらに、ブルーベイがこれまでに確認したところ、一般的にディストレスト投資での収益実現までの長い時間を踏まえると、EMのディストレスト投資に特化した戦略は、想定投資期間内にあるかどうかを別にしても、目標リターンを達成することに苦心していると考えています。

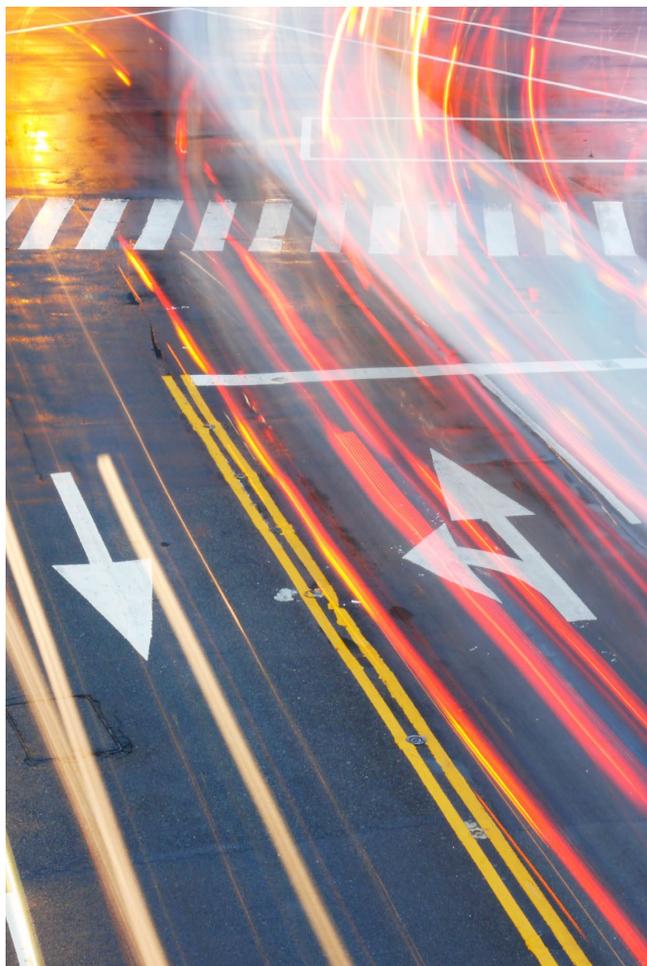
2. 外貨建て

EM社債市場の主なデフォルト・リスクは、収入と負債における為替のミスマッチにあると考えており、とりわけレバレッジが中程度から高い企業にこのことが当てはまります。従って投資家は、為替ミスマッチを排除している企業（外貨で売上を得る、もしくは外貨での資金調達をヘッジしている企業）に着目すべきであると考えています。

3. 英国／米国法に則ったドキュメンテーション

EM国には、一部の南欧諸国と比較して強固な法的権利を有するケースもあると言えますが、英米法と

比較して見れば依然脆弱で、契約の実施や担保及び保証の提供実績も短いと言えます。従って、投資家は英国法もしくは米国法に基づく契約になっている案件に着目すべきであると考えています。仮に現地で裁判となった場合にも、よりスピーディーかつ円滑な権利執行が可能になるためです。このようなドキュメンテーションに加え、運用チームの知見及び経験が、EM市場での投資に付きまといがちな法的リスクを低減させる上で重要な鍵を握ると考えています。



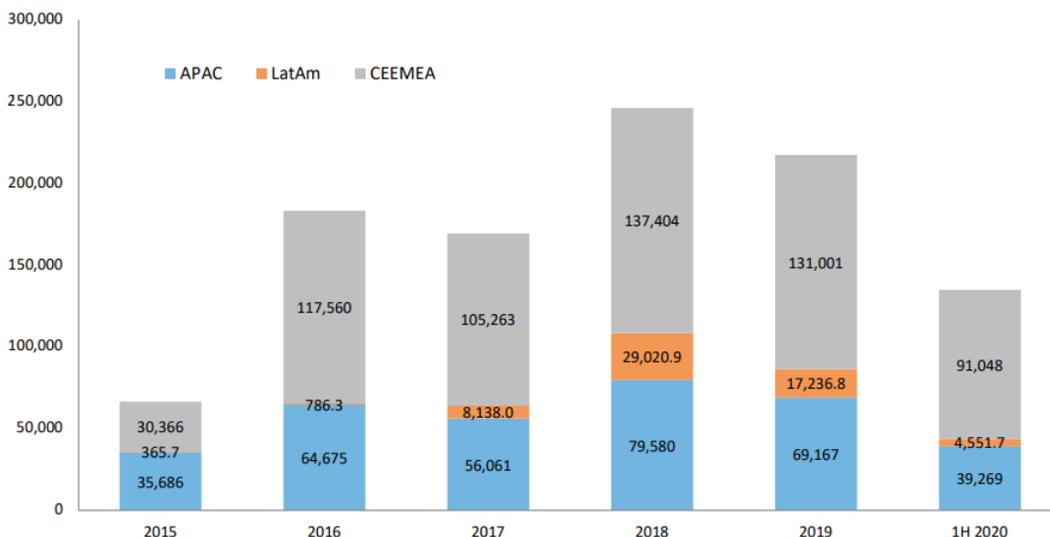
広大な投資ユニバース

投資対象を前述の3つの条件に当てはまるものに限ることで、主に国際的なシンジケート・ローンや外貨建て債に着目するということになります。

それでも、投資可能なユニバースは依然として広大で分散されていると言えるでしょう。

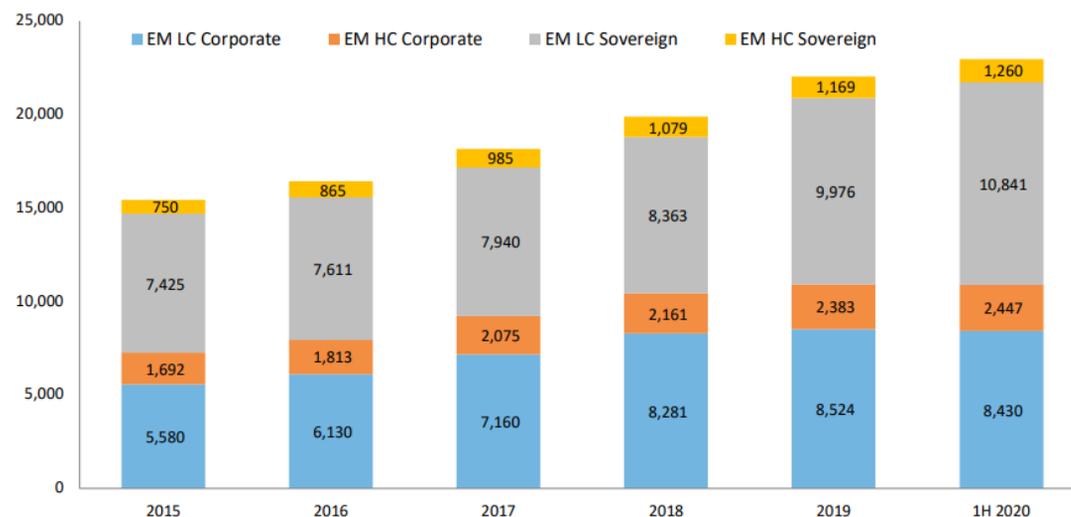
以下の図2及び図3が示すとおり、投資ユニバース内の資産残高は1.2兆米ドルを超えていると共に、毎年1,300億米ドル超の新たなシンジケート・ローンが組成されています。

図2: EMのシンジケート・ローン残高 (百万米ドル)



出所: Debtwire, 2020年7月

図3: 総債務残高は過去5年間で飛躍的に成長 (10億米ドル)

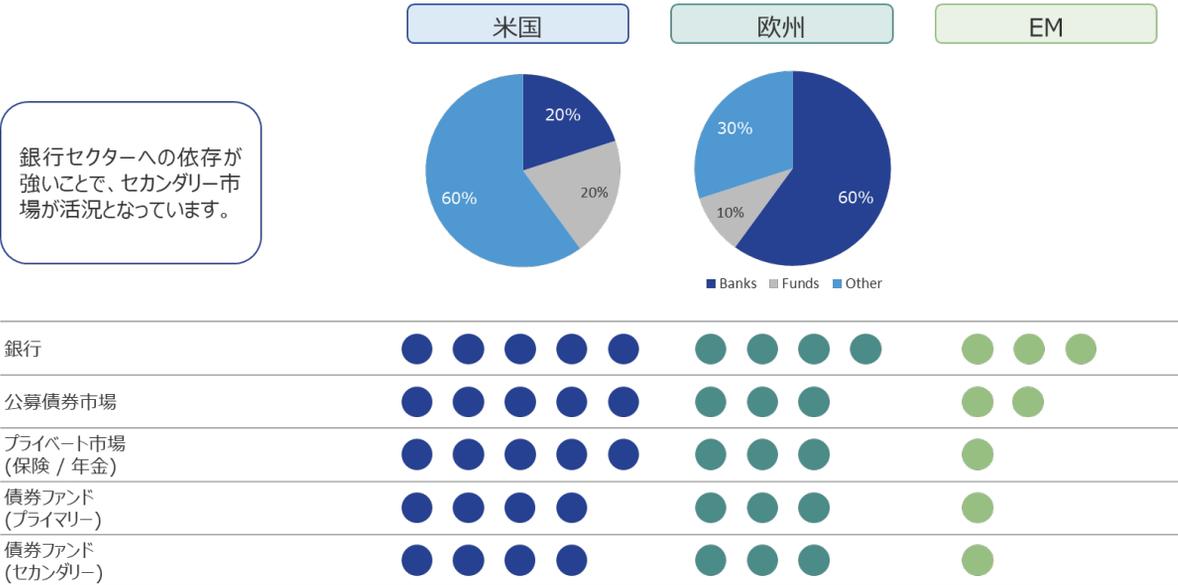


出所: JP Morgan, 2020年7月

投資ユニバースが広大であるのみならず、EM社債市場の足元のトレンドも、当面に亘って構造的な投資機会が続くことを示唆しています。債券市場の非効率性や低流動性、銀行セクターへの過度な依存と

代替的な資金提供元の欠如によって、EM社債市場が投資家に浸透していないため、今後もEM市場をDM市場と区別する動きが続く可能性が高いと考えています。

図4: 先進国とエマージング市場の企業の資金へのアクセス状況



出所: AIMA, IIF 及びブルーベイによる推定 注: 様々な市場での状況と動きを例示するものです

エマージング市場では、先進国と比較するとレバレッジ水準はかなり低くなっており、外的ショックからの影響を受けにくい状態と考えています。さらに、絶対値でみて高いリターンが見込まれ、レバレッジ対比、先進国の社債よりもかなり上乗せされた利回りを得ることができると考えています。

リスク管理

クレジット債の投資家として、ブルーベイでは潜在的なリターンを探るよりも前に、ダウンサイド・プロテクションを真っ先に考え、重視しています。このリスク評価においては4つの側面があります。

1. クレジット・リスク

ここでは、借り手及び発行体のレバレッジ比率を見ていきます。通常、レバレッジ比率を見る際に用いられるのは、EBITDA（その企業が事業活動でどれだけの収益を上げられるかという指標）に対する純負債の比率となります。レバレッジ比率は、株式（資本）による潜在的なバッファーと利払いを行える能力に影響します。超低金利と豊富な流動性、ドライ・パウダーが潤沢となっている現在のグローバルな環境においては、企業価値に対する倍率と高水準となっている債務への支払い能力の両方で改善が見られます。そのため、企業は金利上昇（当面の間は低位に留まることを想定しています）よりも、マクロ及びセクター・レベルでのショックに脆弱になっていると考えています。

先進国市場では、レバレッジ比率が過去最高水準まで上昇する動きが見られており、マクロ（例；新型コロナウイルスによるロックダウン）や市場（例；市場へのアクセスや再資金調達能力）のショックによって、企業がストレス及びディストレストの状況に追い込まれる度合いが高まっています。

エマージング市場では、先進国と比較するとレバレッジ水準はかなり低くなっており、外的ショックからの影響を受けにくい状態と考えています。さらに、絶対値でみて高いリターンが見込まれ、レバレッジ対比、先進国の社債よりもかなり上乗せされた利回りを得ることができると考えています。

2. 法的リスク

現在、先進国企業のローンのうち80～90%がコベナンツ・ライトとなっています。先進国ではこの10年間で、標準的なコベナンツが減少しており、借り手に対する、財務コベナンツや資産売却の制約、買収や配当支払いに関する制約が少なくなっています。こうした制約の緩和によって、貸し手による企業への統制力や影響力は低下しています。その結果、ディストレストに陥った借り手は債務再編を先延ばしすることが出来るようになり、最終的には回収率の低下につながるようになってきていると思います。例えば、ムーディーズによれば、先進国ハイ・イールド銘柄の過去5年間の平均回収率は約30%である一方、エマージングのハイ・イールド銘柄の回収率は約40%となっています。シニア担保付きファースト・リエン・ローンについては、先進国の回収率は60%程度に留まる一方、エマージング市場では70%に近い水準となっています。

エマージング企業は、いまだにほぼフル・コベナントで国際市場において（ローン及び債券を通じた）資金を調達しています。投資適格の非常に高格付けの銘柄は例外となりますが、ほとんどの企業は、最大ネット・レバレッジ、最低資産倍率、最低元利金返済カバー率（DSCR）といった財務維持コベナントによる制約を受けます。さらに、M&Aや配当支払いによる資産売却や価値喪失（バリュー・リーケージ）に対しても厳しい制約が設けられます。こうしたことから、先進国とエマージング企業の回収率の大きな差は今後数年に亘って続くものとみえています。

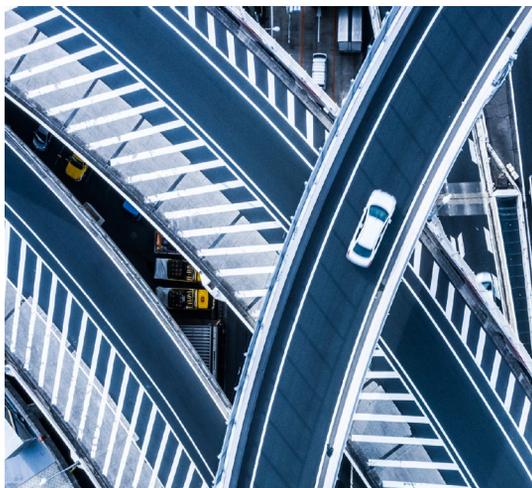
3. 担保権の実行と債務再編リスク

信用力が悪化し、最終的にデフォルトとなった場合、債権者は、その権利が守られ、債務再編や担保権の実行（エンフォースメント）が適切なプロセスに則って行われることを確実にしなければなりません。これにより、債権者は回収価格を最大化し、適切かつ迅速なプロセスを辿ることが出来ます。先進国での法環境は、特に米国や英国では、何十年にも亘って整備されてきたもので、市場参加者もよく理解しています。エマージング市場では必ずしもそうとは言えず、適切な保証パッケージの確保、一部の準拠法を避けること、現地特有の要因を軽減すること、そして何よりも、経験豊富な運用チームを持つことが重要となります。

エマージング企業のローンは、回収率を高め、債務再編交渉において債権者が追加的な交渉に使うことが出来る十分な担保を有するという特徴を持っているものがほとんどです。中長期的な稼働資産が担保の中心である企業（海運業や石油・ガス）に対しては、国内及び（ある場合は）海外資産ともに、エマージング国でも先進国でも似た形で担保権の行使ができます。さらに、法体制がしっかりとした国では、国内と海外の持ち株会社の株式による保証という構造にも、担保権行使において複数の選択肢があります。追加的な保証には、支配株主による個人保証、海外の口座や債務返済準備口座でのキャッシュフローや売掛金口座などが活用されます。

英国法に準拠している場合、エマージング市場の借り手も貸し手も、現地の債務再編のルールを回避することができます。さらに、英米法の枠組みをモデルとした破産法を取り入れるエマージング国も増えてきています。

- **中東欧**：2020年の予防的再編の枠組み※についてのEU指令によって、中東欧は最高水準の債務再編の制度に準拠することとなり、債権者にとっては債務再編にあたっての手段が強化されることになると考えられます。



- **中東・北アフリカ**：アラブ首長国（2016年）、バーレーン（2018年）、サウジアラビア（2018年）では、債務再編に関連する法改正が実施され、米国のチャプター11及び英国倒産法の再建計画にならったものとなっています。
- **インド**：企業登記に関する改革案が議会を通り、新破産法が施行され、プロセスの迅速化と簡素化が可能となりました。

4. ESGリスク

ESG要素を投資プロセスに組み入れることは、地球や社会に対して正しい行いをする、ということだけではありません。潜在的なリスク・リターンバランスに影響するリスクを管理することにつながります。投資家は、ESGを単なるリスク管理のツールではなく、アルファ創出機会として捉えるべきであると考えています。時として、現地の規制が緩いことから、エマージング企業はESGの3つのリスクに晒されやすくなっています。例えば、環境（E）では森林破壊や採掘作業、社会（S）ではエネルギーや上水などの社会インフラと労働者の権利、ガバナンス（G）では大株主の行動や利害関係者の関与、などのリスクが挙げられます。投資家は、企業価値を高めるエンゲージメントやリサーチ能力にフォーカスしながら、債券に特有の問題点を克服することが出来るESG評価の枠組みが必要であると考えています。

さらに、エマージング市場では、資金へのアクセスとESGへの取り組み姿勢の間には、反比例の関係があると思います。資金へのアクセスが少なければ、ESG問題に取り組もうという意思が強い傾向が見られます。そのため、その他の市場と比較して、投資家は借り手に対してより強い影響力を与えられるエンゲージメントでの役割を果たすことが出来る機会が多いと考えています。

投資家は、企業価値を高めるエンゲージメントやリサーチ能力にフォーカスしながら、債券に特有の問題点を克服することが出来るESG評価の枠組みが必要であると考えています。

※Preventive restructuring framework

様々な方法を通じてプレミアムを得る

投資先を探す際には、供給先へのアプローチに影響するいくつかのテーマに目を向けます。

- **非流動性プレミアム**：ローンと債券を両方発行する企業においては、ローンの方が債券よりも大幅な上乗せスプレッド得られるケースが多く見られます。
- **資本構造上の位置**：企業の資本構造の中では、シニア無担保債よりもシニア担保付きローンの方を購入する機会が多いと思います。時には、シニア債が劣後債と同程度、あるいはワイドなスプレッドで購入できることもあります。
- **売却を強いられる売り手**：銀行は時折、投資するクレジットの信用力に関係なく、バランス・シートの縮小を迫られます。すぐに一定のポジションを解消しなければならないことから、魅力的なディスカウント水準で投資できる可能性があります。

- **伝統的な商業銀行業務に適さない資金調達**：借り手は、銀行が意思決定をする際に必要な時間よりもずっと短時間で、プロジェクトのための資金調達を求めるケースがあります。また、資金調達や保証パッケージといったストラクチャーが伝統的な現地の商業銀行業務には複雑すぎるというケースもあります。
- **一般的でないストラクチャー**：単純な企業構造を現地の金融機関は好むことから、国をまたいだ買収や持ち株会社へのローンには、それほど関心を持っていないと考えています。
- **ストレス状況**：信用力は堅固で、喫緊のデフォルト・リスクはないような優良企業が、一時的なストレスに見舞われるケースです。例えば、一時的に運転資金へのアクセスを失うことや、中期的に影響を及ぼす可能性が低いマクロ・イベント、企業自体は盤石ながらもセクター全体にショックが起きること、こうした投資機会が生まれることがあります。

投資機会を分析し執行するために、ESGスクリーニングを兼ね備えた明確で確立された投資プロセスも過小評価できません。

エマージングの非流動性資産への投資においてはインフラとチームが整備されていることが不可欠

エマージング市場のローンには魅力的な投資機会があると思いますが、投資対象の広さや主だったリスクを効果的に小さくするということから、現地市場（法体系、企業の資金調達へのアクセス、国の政策枠組み）に対する深い見識と、セクター及びマクロ面の分析についての専門性が必要となります。こうした幅と深さを持った運用チームであれば、市場にある投資テーマや魅力的な投資機会を探り出すことが出来るでしょう。さらに、投資先を見つけ出して、デュー・デリジェンスを実施するために、グローバル、地域、現地の銀行やその他の資金の貸し手などと、関係を構築することが、そうした体制であれば可能だと考えています。

ソーシングと投資プロセス

現地での見識とコネクション

- デュー・デリジェンスをするための市場についての知識
- 幅広いソーシングのためのネットワーク

明確で確立された投資プロセス

- 主たるリスク指標を用いるセクターとクレジットの専門性
- 投資商品、法制面に対する専門性

最後に、投資機会を分析し執行するために、ESGスクリーニングを兼ね備えた明確で確立された投資プロセスも過小評価できません。

下表は、専門性の高い運用チームがソーシング及び投資プロセスのなかでカバーする必要があると考える主要項目をまとめたものです。

ESGスクリーニングとインテグレーション

- 商品面からのスクリーニング
- 操業面からのスクリーニング
- 様々なレベルでESGをシステミックに考慮
- 社内独自のESGリソース
- ESGエンゲージメントとスチュワードシップ

まとめ

主要先進国金利が低水準のなかで、マクロ主導のボラティリティ、政治と経済の不確実性といった特徴を持つ今日の市場において、低流動性ローンという形で、エマージング市場の優良なパフォーマンス銘柄に集中的にアプローチすることは、リスク・リターン面で魅力的なものだと考えています。

エマージング市場のプライベート・クレジットは、先進国市場での投資では避けられなくなっているレバレッジやコベナントといったリスクを高めることなく、魅力的なリターンを得られる可能性があります。

こうした戦略には高い参入障壁があるため、この市場では需要サイドよりも供給サイドの競合の方が高い状態が続くと考えています。同時に、市場の多様性や幅広さから魅力的なリスク調整リターンを得るためには、専門性と経験が求められると考えています。



Mihai Florian

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージ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ジ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となります。

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くか、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。