



RBC BlueBay
Asset Management

欧州のリストラクチャリングの増加



アダム・フィリップス
スペシャル・シチュエーション
運用チーム責任者



ダンカン・ファーレイ
スペシャル・シチュエーション
ポートフォリオ・マネジャー



ディロン・ニール
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

2025年6月

変化し続けるマクロ環境を背景に、欧州の中堅企業市場の社債におけるストレスとデフォルトの見通し、そして、それが投資家にとって何を意味するかを見ていきましょう。

ポイント:

- 世界全体のボラティリティ上昇が、欧州企業の課題を複雑化させています。
- 戦略の見直しや事業再編が必要な企業が増加しています。
- 特に、ビジネス・プロセス・アウトソーシング企業、自動車部品企業、エネルギー開発・海運企業における投資機会が増加しています。

市場は、トランプ大統領の矛盾した関税政策に不安を感じています。当初、米国は、予想以上に高く広範囲にわたる複雑な関税を導入し、投資家の懸念を引き起こし、株式の下落と債券の上昇を招きました。大混乱の後、大統領は方針を転換し、関税の大半を当面の間保留にしました。明らかに不確実性があふれています。

市場はボラティリティに動揺し、景況感は悪化しました。ミシガン大学消費者信頼感指数は、経済的影響に対する国民の不安の高まりを反映して大幅に低下しました¹。欧州では、政策当局は関税への対応策として、防衛およびインフラ支出を増加させています。

短期的なボラティリティ上昇と共に、欧州経済は依然として厳しい状況にあります。今後数年間に行うべき過剰レバレッジの解消は、たとえ大きな景気後退がなくても、スペシャル・シチュエーション投資家に投資機会をもたらすでしょう。欧州は引き続き負債市場におけるストレスとデストレストの中心的存在となると考えられます。これは、資本市場へのアクセスが限定的で、製品ラインナップが乏しく、景気後退の影響を受けやすい欧州の中堅企業市場に特に当てはまると考えられます。

¹ 出所: The Regents of the University of Michigan

消費者センチメントや企業の成長性は低下し始めています。企業は、債務の借り換えのタイミングで、大幅な金利上昇の影響を受けることになります。先進国はまだ景気後退に陥っていませんが、欧州では、2025年にディストレスト・エクスチェンジ（財務が困難となった企業の債務交換）が増加しており、2025年第1四半期にはデフォルト事由の71%を占めるにいたっています。

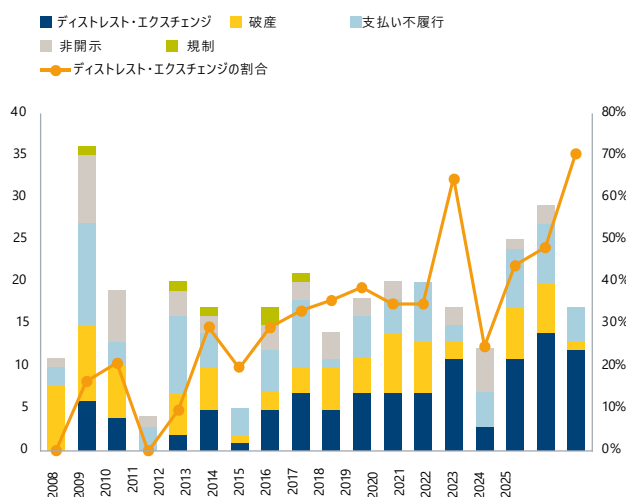
「重要なこととして、RBCブルーベイは、他の貸し手や企業との交渉の際に影響力を持てることを目指しています。」

さらに、欧州銀行監督局は2025年3月24日にデータを発表し、ドイツの銀行の不良債権が2023年末から2024年12月までに22%以上増加したことを示しました。

欧州の銀行は、企業向け融資の約70%をカバーしており、非金融企業への貸出市場規模は6.2兆ユーロとなっています²。この規模の市場があれば、それほど多くのディストレスト企業が無くても、私たちのようなディストレスト/スペシャル・シチュエーション投資家は豊富な投資機会を得ることができます。

図表1: ディストレスト・エクスチェンジがデフォルト事由の71%を占める

2025年のデフォルト事由



出所: S&P Global Ratings Credit Research & Insights
2025年2月28日時点のデータ。

この状況に沿うように、私たちのポートフォリオでもディストレストのポジションが近年で最大のウェイトとなるまでに成長し、2025年2月末時点で44%に達しています。多くの企業が流動性危機に見舞われ、生き残るための解決策が必要な状況となっています。

² 出所: ブルームバーグ

その中で、企業やその所有者である株主には3つの基本的な選択肢があります。

- 企業を支援するために株主が新たな資本を注入する
- 債務減額、資本注入などを含むリストラクチャリングを行なう
- 株主が企業の支配権を債務者に引き渡す

私たちのポートフォリオでも、過去数年で3つのシナリオすべてが実施されました。

さらに重要なこととして、RBCブルーベイは、他の貸し手や企業との交渉の際に影響力を持てることを目指しています。基本的には、私たちが相応の割合の債務を保有することができる小規模資本の企業を投資対象とすることで、投資家にとっても、企業の長期的な持続可能性にとっても有益となる影響を与えることができます。

私たちは、リストラクチャリングを完了したか、あるいは2025年にリストラクチャリングを完了する予定の企業を6社保有しています。こうしたリストラクチャリングの一環として、私たちは企業に新規資金を投入し、その結果、私たちが保有する債務は増加しました。また、私たちがリストラクチャリングに参加している企業は、消費財、小売、エネルギー、自動車部品、建設など幅広いセクターにわたっており、経済的逆風や債務借り換えが困難な状況はほぼ全てのセクターに影響していることも強調したいと思います。

最近の注目分野

今年に入って、ビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）、自動車部品、公益、エネルギー・海運会社の4つのセクターが注目に値すると考えていました。私たちは、これらの内、公益を除く全てのセクターで投資活動を行いました。

BPO分野では3つの発行体に投資を行いました。人工知能（AI）による混乱の中で、これらのセクターの企業バリュエーションは低下しました。これは過剰反応であると感じています。AIへの移行は数年にわたって徐々に進むと考えており、依然として同セクター内の企業業績は比較的堅調に推移しています。企業に対する評価が低下したことから、私たちはタイミングを捉えて安心できる価格で投資を行うことができました。

自動車部品セクターについては、ドイツ経済が景気後退に陥りそうな状態が続き、さらに大手自動車メーカーが2024年後半に減産と工場閉鎖を発表したことを受けて、豊富な投資機会が存在しています。

この状況は、中堅規模企業の自動車部品サプライヤーや製品需要に対して直接的な影響を及ぼしています。私たちは、主にドイツ国外で事業を展開し、業界リーダーとなっているシーリング・システム企業に投資しており、そのアドホック・グループ（AHG）にも参加しています。オーナーであるPEファンドとの交渉を続けており、現時点では、今後数カ月で取引が完了するのではないかと前向きに考えています。

「直近のボラティリティ上昇以前においても、事業戦略の見直しや事業再編を必要とする企業は増加しつつありました。」

さらに、自動車のサンルーフ、電動ブラインド、トランクルームなどに使用されるキネマティクス部品を製造するドイツ企業へのエクスポージャーを拡大させました。銀行とのネットワークを通じて、相応のアップサイドが期待できるバンクローンを、企業価値に対して大幅なディスカウント価格で購入する機会を得ました。私たちの知る限り、私たちが同社ローンの唯一のセカンダリー購入者となっており、今年後半に債務の借り換えが予定されています。

エネルギー・セクターでは、ノルウェーの海上宿泊施設企業のバンクローンに投資しました。私たちはAHGに加わり、債務のリストラチャリングについて企業と交渉を始めています。

最後に、私たちの戦略は、主に中堅企業に焦点を当てています。その結果、米国市場に収入エクスポージャーを持つ企業は一部となっており、米国関税政策による直接的な影響は比較的軽微なものにとどまっています。

直近のボラティリティ上昇以前においても、事業戦略の見直しや事業再編を必要とする企業は増加しつつありました。私たちはこのような投資機会を利用する準備ができています。スペシャル・シチュエーション投資チームにとっての理想的な投資先は、健全な事業戦略を持ちながらも、財務のリストラチャリングを必要としている企業であると考えています。このような企業は、他の部分では優れているに関わらず、資本構造が問題を抱えていることがあります。

さらに、世界的に起こっている混乱は、私たちにとって概して好ましいボラティリティを生み出しています。欧州の中堅企業市場では、これまでかなりの投資機会がありましたが、今回の混乱は投資機会を大幅に強化することになるでしょう。現在、借り換えの中断、新規上場や買収の撤回、スプレッドのワイド化が見られています。間違いなく、ストレス/ディストレスト、およびレスキューファイナンスの投資機会が増えるでしょう。

本質的に、私たちの戦略は、資本市場が課題に直面する中で、機能発揮できる独自性のあるポジションを構築しています。目の前には、私たちが十分に活用できる投資機会への扉が開かれています。

ディスクレマー

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主な手数料や費用等は以下になります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライアント戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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。

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。

以上



RBC BlueBay
Asset Management