



## ブラジル: 変化するプライベート・クレジット市場



ミハイ・フロリアン  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2025年10月

「**ブラジルは、引き続き資本需要が見込まれるプライベート・クレジット市場の中でも大きな市場の1つです。**」

最近、私はブラジルを訪問し、現地の企業やファンド・マネジャー、弁護士と面談しました。ブラジルはプライベート・クレジット市場の中で大きな市場の一つであり、引き続き資金需要が見込まれます。

以下は今回の訪問の主なポイントです:

### マクロ経済と政治的不確実性により、借り手は海外資金に目を向ける

来年の大統領選挙を控えた政治的な不確実性は、現地のリスク許容度や企業の設備投資、あるいはM&Aを介しての拡大意欲に大きな影響を与えています。このような抑制された投資環境は、CDI（現地基準金利）が15%近く<sup>1</sup>、インフレ率が5%超という金利環境によって、さらに悪化しています。これにより、ブラジルの実質金利は世界で最も高くなっています。過去1~2年で流動性が大幅に改善したにもかかわらず、株式市場（例えば、現時点で約2年間、現地でIPOは行われていません）から現地通貨建て債券市場への資本移動が多かったため、現地企業は依然として17~20%の利率でブラジル・レアル建て借入を行っています。明確なデータはないものの、現地の市場で相応な額の資金調達が行われており、トップティアのブルーチップ企業の場合、利用可能な流動性は、ブラジル・レアル換算で5-10億米ドルであり、数年前の2-4億米ドル相当から上昇しています。

米ドル建ての収益がある企業については、今年だけで為替が10%以上上昇していることを考えると、米ドル換算での借入実効金利は年率10%台後半から20%台前半となり、多くの企業にとって法外な高金利となります。したがって、多くの企業が現地資本市場で（ディベンチャーと呼ばれる現地通貨建ての無担保債を通じて）借り入れを行い、ブラジル・レアルを米ドルにスワップすることで、国際市場と同様の借入金利を実現しています。この方法は明らかにブラジルのトップティア企業にのみ門戸が開かれているものです。通常とは反対のスワップ取引となる性質や、銀行がブルーチップ企業以外とスワップ契約を結ぶことに消極的であることがその背景にあります。実際、米ドル建ての借入需要は高まっていますが、多くの中堅から大規模企業が（スワップ取引ではなく）オフショア市場を利用しています。

<sup>1</sup> CDI - Interest Rates - Interbank deposit - Portal de Finanças - Since 1986.

## プライベート・クレジットのシフト

ブラジルの社債市場における動きでは、日増しに「持てる者」と「持たざる者」との対比が顕著になっています：

1. 「持てる者」：レバレッジが低く、輸出や商品取引を主とする健全な大企業は、現地通貨建て市場での借入が高すぎる、もしくは米ドルへスワップする余地が限られていると考えています。これらの企業は、資金調達ニーズを分散化するためにオフショア・レンダーを活用し始めています。ブラジル市場は銀行の観点からは十分にカバーされていますが、それでも大手銀行は資本制限を受けます。その結果、銀行が新たな融資先を作るためにポジションを縮小する際に、興味深いプライベート・クレジットの機会がますます多く見られています。さらに、この半年間、「バイ・アメリカン」戦略に該当することで関税を回避するために、米国での事業拡大を目指すブラジル企業を数多く見てきました。米国の貸し手にとっては、事実上、海外スポンサーによる米国に進出するためのプロジェクト・ファイナンスとなり、貸し手からの意欲が乏しくなることから、我々のような運用者に豊富な投資機会を提供することとなります。同時に、ブラジルの現地市場は、このようなクロスボーダー融資を行うことに消極的です。

2. 「持たざる者」：一般的に、景気循環的な減速（化学セクターなど）または個別の課題（ソフト・コモディティ価格の下落に直面した農業セクターなど）を経験している業界において、レバレッジが高い企業がこれに該当します。事業キャッシュフローへの圧力に加え、現地通貨建て債務に対して支払っている金利の高さが重石となり、いくつかの企業は、米国の連邦破産法第11条に相当する、裁判所主導の再編プロセスあるいは司法再編（judicial reorganisation, RJ）プロセスに追い込まれました。ここでの潜在的な投資機会は、特定のストレス銘柄やレスキュー・ファイナンスであり、プライベート・クレジットのプロバイダーは、資本構成の上位にある有担保スパーシニア・ベースで、説得力のある回復の道筋を示すことのできる企業に融資することが出来ます。

## 現地の再編環境とRJプロセスの進化

現地の裁判所、特にサンパウロの裁判所は、合意型、司法外再編型（EJ）、あるいは破産主導型（RJ）からの法廷内再編に関しては、かなり洗練され、発展しています。

さらに、これらの再編を取り巻くインフラ（弁護士から現地の財務アドバイザーに至るまで）はかなり整備されており、再編を成功させてきた長い実績があります。

## 「債権者は、債権者寄りであり洗練されているサンパウロを好んでいます。」

さらに、議会は、裁判所のプロセスをより円滑にするために、かなりビジネス寄りの姿勢をとっていました。その一例として、2019年から2020年にかけて、Oi Telecomが国内最大規模の再編を発表した後、裁判所が執行停止を付与できる時間を制限する新たな法律が制定されました。これにより、このプロセスは従来よりもはるかに迅速かつ効率的になりました。

同時に、ブラジル各地の裁判所の洗練度のレベルは、依然として地域毎に大きな差があります。ここ最近の申請を見ると、企業は従来から債務者寄りのリオ・デ・ジャネイロを好むのに対し、債権者は、債権者寄りであり、より洗練されているサンパウロを好んでいます。

最後に、特に破産法制は米国の影響を大きく受けたため、私たちは多くのDIPファイナンス（つなぎ融資）を見てきました。これらは、裁判所によって認められ、申立後にも担保が供与され、結果として清算中においてもこれが認められます。



## 現地のオポチュニティック・クレジット市場に注目

ブラジルでは、現地資本市場の発展と再編プロセスの洗練度の高まりに伴い、不良債権（NPL）から債権（プレカトリオ、裁判所による国への支払い命令）まで、プライベート・クレジット（優良で、高品質のクレジット）や、DIPファイナンス（ストレスおよびディストレスト企業への救済融資）など、様々な商品において、現地での活動が増加しています。

現地の銀行、経営者、財務アドバイザーの多くがグローバルなアプローチを取るなか、これらの案件が国際金融市場で執行されたり、オンショア・オフショアの共同構造で実行されたりする投資機会が増加しています。

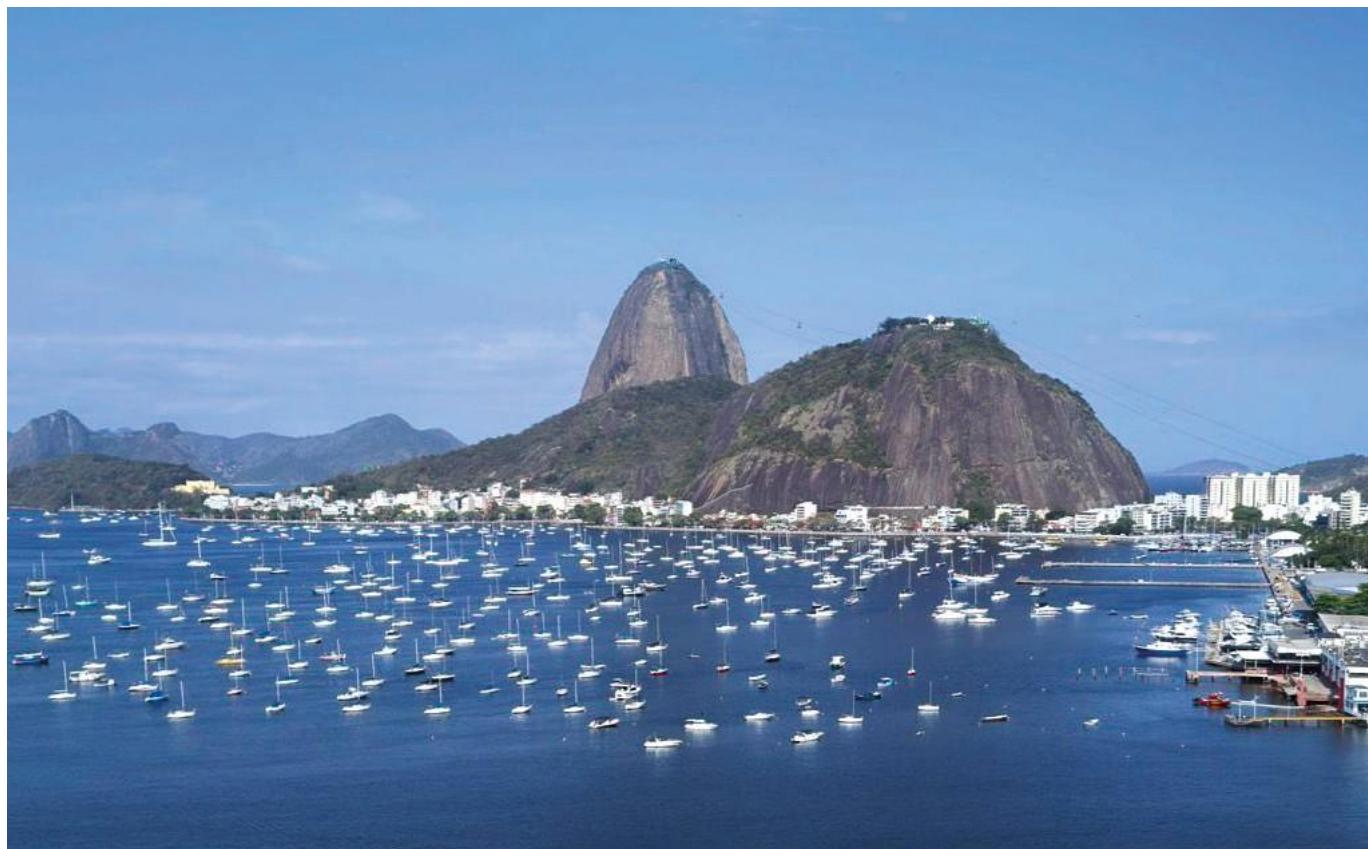
**「「ブラジル市場は大規模で洗練されつつあり、大きな投資機会があります。」**

ブラジル市場を悩ます、好ましくない展開の1つは、知名度のある企業の不正によるデフォルトです。例えば数年前の Americanas の不正では、過小報告された債務水準や運転資金調達ルートの悪用が、銀行から入手可能な運転資金調達の凍結につながりました。最近では、廃棄物管理会社の Ambipar をめぐる詐欺容疑の話が、現地において同様の波紋を広げています。



## まとめ: トレンドの進化によって動く

ブラジル市場は大規模で洗練されつつあり、大きな投資機会があります。高い現地金利は、一部の銘柄をめぐるノイズと相まって現地市場のボラティリティを悪化させており、我々のようなアクティブ・マネジャーにとっての投資機会を生み出しています。会合や企業訪問がぎっしりと詰まった忙しい1週間でしたが、リオのよく晴れた暖かい天候が和らげてくれました。ロンドンに戻った際の、暗くて灰色の空と強い突風は全く対照的でした。



## ディスクレーマー

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のようになります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライバート戦略	
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下さい。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