

## イベント・ドリブン・クレジット戦略

# 投資機会が豊富な欧州にフォーカス 下値抵抗力を維持しつつヘッジコストに 負けない魅力的なリターンを実現

RBCブルーベイ・アセット・マネジメントが提供する『イベント・ドリブン・クレジット戦略』は、一時的な要因で困難な状況にある企業の債券やローンに投資するスペシャル・シチュエーション戦略で、シニアローンや担保付債券に投資することでダウンサイドを抑えながら魅力的なリターンを追求している。日本の投資家からの関心も高く、日本からの投資残高は2024年中に100億円に到達すると見込まれる。

## 欧州を中心とした ミドルマーケットに着目

——『イベント・ドリブン・クレジット戦略』の運用方針は。

**フィリップス** 『イベント・ドリブン・クレジット戦略』は、ローンや債券、株式を対象として、欧州を中心としたグローバルのスペシャル・シチュエーションの投資機会を捉える戦略だ。図表1の通り、5つのサブ戦略からなり、とりわけ①ストレート、②ディストレスト、③イベント・ドリブンが中心になる。

①ストレートは、主にハイイールド債券市場やレバレッジド・ローン市場から、額面1ドルに対して60~90セント程度の割安なローンや債券に厳選投資する。現状問題を抱えていても、利払いやクーポンの支払いを継続でき、最終的には額面価格まで回復すると

■図表1 『イベント・ドリブン・クレジット戦略』の5つのサブ戦略

①ストレート	将来的に額面価格までの回復が期待できる割安なローンや債券への投資
②ディストレスト	財務あるいは事業リストラクチャリングを必要とする企業への投資
③イベント・ドリブン	アップサイドの収益機会が見込める特定の短期的イベントに基づく投資
④コア・インカム	キャリー収益の確保や市場価格の変動に着目した投資
⑤クレジット・ショート	課題を有する企業や、本質価値より割高な企業の債券のショート・ポジション

出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、2024年1月末現在  
上記は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品や投資戦略を推奨するものではありません

見込まれる銘柄が対象だ。

一方、②ディストレストは、基本的にリストラクチャリングを必要とするケースで、額面1ドル当たり10~50セントなど大幅にディスカウントされたローンや債券を選別して投資する。借入金の一部を株式に切り換える「デット・エクイティ・スワップ」を含むケースも多く、ブルーベイが債権者グループや運営委員会に参加し、積極的に企業の再建を支援することもある。③イベント・ドリブンは、M&A(合併・買収)や資産売却、格付けの変更といった短期的な契機によって価格上昇が見込まれるローンや債券、株式を見いだし投資する。

ほかにも、利回りが高いクレジットを投資対象とする④コア・インカム、本質的な価値と比べて割高となっている債券をショートする⑤クレジット・ショートがある。マーケットの状況に応じて、ボトムアップ調査

から個別銘柄を選定し、5つのサブ戦略のエクスポージャーを機動的に変化させることで、様々な相場局面で柔軟に投資機会を発掘していく。当戦略はロングショート戦略だが、70~80%がロング、20~30%がショートと大部分がロングの構成だ。

——グローバルの中でも、とりわけ欧州にフォーカスする理由は。

**フィリップス** 新型コロナウイルス流行前から過剰債務を抱えていた企業は多かったが、エネルギー、原材料価格、賃金の上昇が利益率を圧迫しているほか、金利の高止まりで資金調達コストが上昇していることから、コロナ以前の収益性に戻らずに苦戦している企業は少なくない。

中でも、特に着目しているのが欧州ミドルマーケット(中堅・中小企業)だ。多くの中堅・中小企業は規模が大きいため事業の分散化が図られておらず、景気後退に対する抵抗力が乏し

い側面がある。また、そうした企業の多くは資本市場へのアクセスを持っていないが、足元では銀行の与信基準が厳格化されており、銀行に代わる資金調達ソリューションが求められている。投資家目線で見ると、ミドルマーケットは案件の規模ゆえ大手のプレイヤーは参入しづらく、案件獲得やプライシングの競争が緩やかなのもポイントだ。

## シニア債務や、担保付資産を愛好する

——14年のトラックレコードの中で、直近の10年リターンは年率9.44%\*。高リターンを上げられる秘訣は何か。

**フィリップス** 一般に「ディストレスト投資はリスクが高い」と思われている。しかし、徹底的に割安な価格で買うこと、そして下値に強い投資を行うことにより、ダウンサイドを限定的に抑える一方で、魅力的なリターンを獲得できる。2010年1月の運用開始来のシャープレシオは1.24\*と、リスク対比のリターンが高いことにこの理念の徹底が見て取れるだろう。

当戦略では、非常に良質で魅力的な事業を持っているにもかかわらず、財務状況が悪化しているなど一時的な要因で困難な状況にある企業を厳選している。実際に、案件はシニア債務のほか、

船や不動産、在庫、売掛債権などの担保付債券が大部分を占める。仮に想定通りにリターンが得られなかったとしても、担保価値によってダウンサイドが限られる構図だ。

割安な銘柄を見極めるのは容易くないが、当戦略の運用チームは、スペシャル・シチュエーション・デットに精通し、リストラクチャリング業界と深い関係を持つプロフェッショナルで構成されており、投資委員会のシニアメンバー3名の実務年数を合わせると100年を超えるほどだ。経験豊富なメンバーが幅広い投資手段を活用することで、リスク・リターンの視点から最善の投資対象を発掘できている。

——今後のチャンスは。

**フィリップス** ハイイールドおよびレバレッジド・ローンの市場規模は2008年ごろと比較して2倍以上に拡大している。また、格付機関によると、2024~2025年にかけて同市場のデフォルト率が4~6%程度と大きく上昇する見通しだ。先に述べたように、過剰債務を抱える欧州企業は増加しており、製造業、自動車部品、リテール、映画館、不動産など幅広いセクターで、今後3~5年、豊富な投資機会を発掘できるとみている。



RBCブルーベイ・アセット・マネジメント  
運用部 ポートフォリオ・マネジャー  
大川畑 聡氏

——日本の機関投資家からの引き合いは。

**大川畑** 既に複数の投資実績があり、とりわけ年金基金、一部の事業法人のお客様から、安定したリターンの高さや下方耐性を評価いただいている。

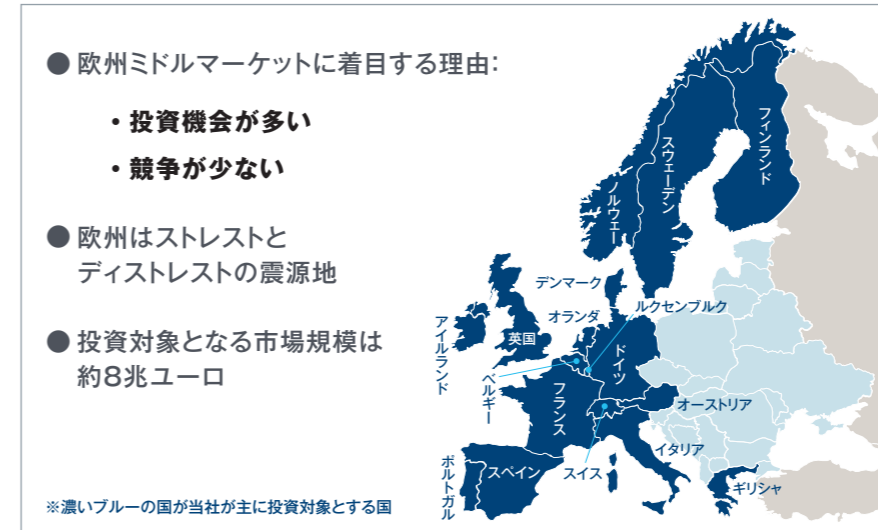
日本の投資家の間では、円ヘッジコストの高まりが課題になっているが、『イベント・ドリブン・クレジット戦略』の過去5年の米ドルベースのリターンは、年率13.05%\*。円ヘッジコストを差し引いたとしても十分高いリターンが見込めると言える。円ヘッジコスト対応に腐心しているお客様にはぜひお勧めしたい。

さらに、株式や債券の主要指数との相関係数を見ると、相関が低い点も強調しておきたい。イベント・ドリブン戦略をとる商品の中には、2022年に株式市場が下落した局面でパフォーマンスが悪化したものも少なくないが、当戦略は、株式との相関が低い上、金利の上昇にも影響を受けにくく、安定的に高いリターンを創出できる期待値が非常に高いと言える。

また、当戦略は四半期で解約可能と適度な流動性を持つため、低流動資産との分散を図れるのもポイントだ。組み入れれば、流動性リスクを抑えた上で代替資産のような投資効率の改善が見込める点は大きな魅力だろう。

\*米ドルベース、運用報酬等控除後、月次データ、2023年12月末現在

■図表2 豊富な投資機会が存在する欧州ミドルマーケット



出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、2024年1月末現在  
上記は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品や投資戦略を推奨するものではありません



RBCブルーベイ・アセット・マネジメント  
スペシャル・シチュエーション運用チーム責任者  
アダム・フィリップス氏

「欧州&非流動性」に着目した  
スペシャル・シチュエーション戦略

——新しく提供を開始した『欧州スペ  
シャル・シチュエーション戦略』とはどん

な戦略か。

**大川 畑** 四半期流動性を持つオーブ  
ンエンド型の『イベント・ドリブン・クレ  
ジット戦略』では、投資回収期間の長  
さから投資が難しい案件もある。そこ

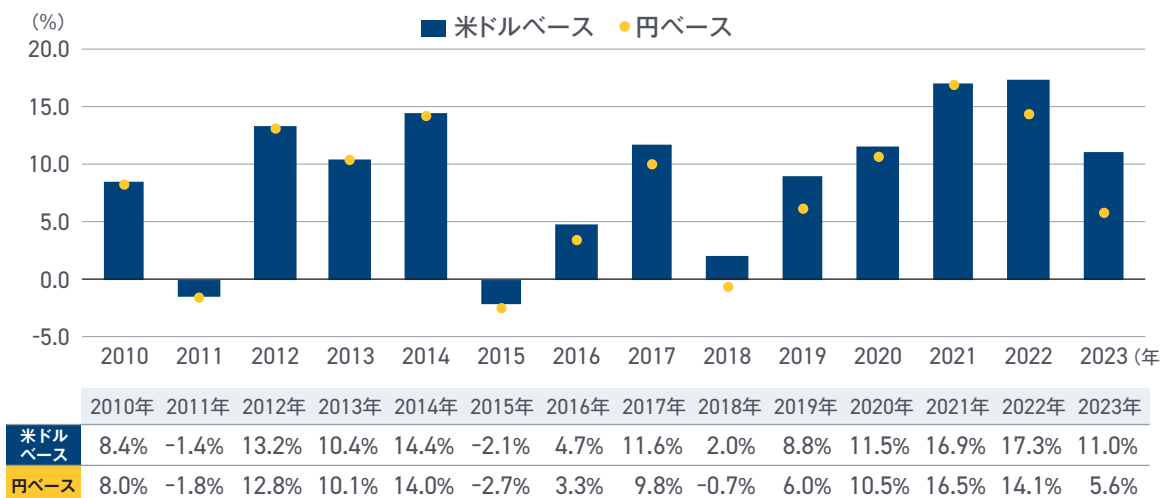
で欧州ミドルマーケットの中でも、より  
流動性が低く、より高いリターンが期  
待できる投資機会にフォーカスした戦  
略として、新たに『欧州スペシャル・シ  
チュエーション戦略』の提供を開始し  
た。2024年1月にファースト・クロー  
ズした同戦略では5年のロックアップ  
期間で、約15~20%の期待リターン  
(グロスIRR)を見込む。円ヘッジコス  
トを考慮しても魅力的なリターンを期  
待できる。非流動性資産への投資を  
検討する日本の機関投資家の皆様と  
つての新たな有望な選択肢になると  
信じている。

■ 図表3 各戦略の概要

	イベント・ドリブン・クレジット戦略	欧州スペシャル・シチュエーション戦略
投資対象	グローバルなスペシャル・シチュエーションの投資機会	欧州地域の中堅企業
投資対象市場	主にパブリック市場	主にプライベート市場
エクスポージャー	ロング・ショート (ただしロング・ポジションが中心)	ロングのみ
目標リターン	10%(年率ネットリターン)	15-20%(グロスIRR)
解約	オープンエンド/四半期 (90日前通知)	クローズドエンド(5年)

出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、2024年1月末現在  
上記は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品や投資戦略を推奨するものではありません

■ 図表4 『イベント・ドリブン・クレジット戦略』の運用開始来のパフォーマンスと相関係数



出所：RBCグローバル・アセット・マネジメント、Bloomberg、2023年12月末現在

当戦略の米ドルベースのリターンは、2023年9月までは他通貨のシェアクラスのリターンを米ドルにヘッジしたシミュレーション結果、2023年10月以降は実際の米ドル建てシェアクラスのリターン。円ベースのリターンは、2023年10月までは他通貨のシェアクラスのリターンを円にヘッジしたシミュレーション結果、2023年11月以降は実際の円建てシェアクラスのリターン。運用報酬等控除後、月次データ。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

主要指数との相関係数  
(米ドルベース)

先進国株式

0.41

外国債券

0.09

先進国株式：MSCI World Net Total Return USD Index\*

外国債券：Bloomberg Global Aggregate Total Return Index Unhedged USD

※MSCI Inc. が開発した株価指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します

本資料は情報の提供のみを目的としており、特定の投資商品の取引や資産運用サービスの提供の勧誘又は推奨を目的とする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、妥当性等を保証するものではなく、その誤謬についての責任を負うものではありません。本資料に記載された内容は本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。また、過去の実績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、本資料の全部又は一部を複製、転用、配布することはご遠慮ください。当社との金融商品取引契約の締結にあたっては、下記の投資リスク及びご負担いただく手数料等について契約締結前交付書面等を十分にお読みいただきご確認の上、お客様ご自身でご判断ください。■投資リスク 当社との投資一任契約に基づく運用においては、原則、外国籍投資信託を通じて、主に海外の公社債、株式、通貨等の値動きのある資産に投資しますので、基準価額が変動します。従って、契約資産は保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。運用による損益は全てお客様に帰属します。主なリスクとして、価格変動リスク、為替変動リスク、金利変動リスク、信用リスク、流動性リスク、カントリーリスク等があります。デリバティブ取引等が用いられる場合、デリバティブ取引等の額が委託保証金等の額を上回る元本超過損が生じることがあります。劣後投資において、投資先企業が債務返済に十分なキャッシュフローを生み出さない場合、投資資本の一部または全部を失う可能性があります。破産または更生・清算手続きなどの財政上または経営上の困難に直面している企業の債券や債務に投資する場合、大きな投資リスクを伴います。また、債務投資に関連して、財務状態が脆弱な業界または状況、株式および株式に連動する金融取引を含む幅広い金融資産に投資することがあります。このような投資においては、相当の額あるいは全額が損失となる経済的リスクがあります。なお、投資リスクは上記に限定されるものではありません。■手数料等 投資一任契約に係る費用として、投資顧問報酬をご負担いただきます。また、投資先外国籍投資信託において、運用報酬、管理報酬、信託事務に関する費用等が契約資産から控除されます。これらの費用は、契約内容や運用状況等により変動しますので、その料率、合計額、上限額又は計算方法等を表示することができません。



RBC BlueBay  
Asset Management

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  
機関投資家営業部

Tel: 03-6550-9320(代表) Email: Sales\_Tokyo@bluebay.com  
Web: https://www.rbcbluebay.jp

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1029号  
加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、  
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

戦略についての  
詳細はこちら

