

COVID19からESGに至るまで：プライベート・クレジット市場の現状

SPONSORED CONTENT



Ian Fowler (イアン・ファウラー)
グローバル・プライベート・ファイナンス共同
責任者



Adam Wheeler (アダム・ウィーラー)
グローバル・プライベート・ファイナンス共同
責任者

北米および欧州プライベート・ファイナンス責任者であるイアン・ファウラーおよびアダム・ウィーラーが、市場トレンドおよび地域間における相違点について議論し、各市場の現状について解説します。

COVID19は北米および欧州のプライベート・クレジット市場に対してどのような影響を及ぼしましたか？

イアン・ファウラー：北米プライベート・クレジット市場においては、予想に反して驚きをもって受け止められた事態が一部で発生しています。例えば、プライベート・クレジットの取引におけるリレーションシップの重要性を考慮した場合、危機の初期段階においては、活動が低迷し取引の成立が困難になるとの見方がありました。しかしながら、実態は予想と異なり、スポンサー、借り手企業の経営陣および貸し手のすべてが、物理的な距離を要求される状況乗り越える方法を見出してきたと思われま。実際、取引量は2020年第3四半期および第4四半期に大きく回復し、2021年初期においても好調な水準を維持しています。

COVID19の感染拡大に伴う今般の危機は、ほとんどすべての企業やセクターが影響を受けた過去の景気後退と異なり、より影響を受ける対象が絞られてきました。特に今般の危機においては、ベアリングスが投資を行わない、レストランや小売りといった流行性のあるセクターを中心とする接客を伴うビ

ジネスが大きな影響を受けました。そのため、当該セクターに対してエクスポージャーを有する貸し手は、ポートフォリオに内在する問題の対処に多くの労力を費やす一方、エクスポージャーが少ないもしくは皆無であった貸し手については、追加投資に注力し、危機後に到来した魅力的な取引条件を享受することが可能となりました。

アダム・ウィーラー：欧州のプライベート・クレジット市場に対するCOVID19の影響は、北米市場と多くの類似点がありますが、いくつかの重要な違いも存在します。その一つとして、欧州は米国よりもかなり早い段階でロックダウンに入り、わずかに早いタイミングで取引が再開したことが挙げられます。米国と異なり、欧州の市場は単一の貸し手が案件全体に対する貸出を実行することが一般的であるため、取引の回復に伴い、貸し手間における市場シェアの格差はますます二極化された状況にあります。実際、不透明な投資環境において典型的に見られる「質への逃避」が発生しています。プライベート・エクイティ・スポンサーは自身と強力なパートナーシップを有する一方、優れた取引執行能力および大きな投資サイズを兼ね備えた、資本構造上において柔軟な戦略を提供するマネジャーとの協業を選好しています。これにより、市場の参入障壁はより一層高まり、結果として、規模の小さいマネジャーは「やむを得ない選択」を迫られる、もしくは大手マネジャーが投資却下した案件のみを対象とした、限られたユニバースにおいて投資を実行する状況に直面しています。

プライベート・クレジット市場に対して最も関心を持っているのはどのような投資家ですか？

アダム・ウィーラー：欧州においては、これまで年金および保険会社からの関心が最も高い状況にありました。しかしながら、足元では大規模なソブリン・ウェルス・ファンドがプライベート・クレジット市場に注目しています。これらの投資家は、サイクル全体を通じた安定的なリターンを獲得および魅力的な利回りの追求を目的として、規模の大きいマネジャーと戦略的な関係を構築する動きを強めています。投資家全体を見渡した場合、欧州プライベート・クレジットは多くの投資家にとつ

てよりコアな資産となり、数年前とは異なる状況にあります。また、北米の投資家においては、過去10年以上に亘りハイールド社債およびバンクローンにおいて確認されたように、投資対象地域に欧州を含める動きがプライベート・クレジット投資においても加速しています。

イアン・ファウラー：北米においては、大手機関投資家の多くがプライベート・クレジットをコアな資産と見なし、長年に亘り継続的な投資を行ってきました。アダムが言及した利点に加えて、プライベート・クレジットは変動金利商品であり、一般的にはLIBORフロアが設定されたミドルマーケット企業向けのローンとなります。そのため、金利の上昇・下落にかかわらず、市場環境に応じてオールイン利回りを構成するLIBORとクレジット・スプレッド間の構成割合は変動する可能性があるものの、オールイン利回りそのものは同等の水準にとどまる傾向があります。プライベート・クレジット市場に比較的新規に参入した投資家においては、不透明な足元の環境において投資を手控えるケースが散見されたものの、このような投資家の行動はむしろ例外であると思われる。特にグローバル・ソブリン債券および社債の大部分が依然として利回り2%を下回る中、これまで6~8%の利回りを提供してきたミドルマーケット企業向け優先担保付ローンへの投資は、相対的に非常に魅力的であると考えます。

今後12~24ヶ月の見通しを教えてください。

イアン・ファウラー：昨年の政府による一連の支援を受けて、特にレバレッジド・バイアウト案件を中心として、北米における取引量は引き続き活況になると見えています。今後逆風が吹く可能性があるにも関わらず、質の高い企業への投資機会は存在すると確信しています。北米のミドルマーケットにおいては、多くのディストレストの投資機会がこれまでに確認されたわけではありません。しかしながら、そのような投資機会は存在し、業績が悪化しすぐに回復しないセクターおよびビジネスに対してエクスポージャーを持つマネジャーも存在します。プライベート・クレジットのような流動性が限定的な資産クラスにおいては、マネジャーは投資家に問題点を開示せず、課題への対応について先送りする可能性があります。そのため、ポートフォリオにおける問題点の有無を確認するため、投資家がマネジャーを詳細に調査することは重要です。リスクに対する耐性を確認するため、マネジャーに関する

調査は、案件毎の情報、価格評価方針およびその他の要素にまで掘り下げる必要があります。最終的にはマネジャーの投資規律が重要であり、マネジャーが大きなスタイル変更を行わず、慎重かつ効率的に資金投入してきたことを確認することが必要となります。

アダム・ウィーラー：イアンの慎重な楽観的見方に同調したいと思います。欧州においては、COVID19の感染者拡大およびロックダウンの延長を受けて、今後、より深刻な景気後退に突入する可能性を加味した投資を実行していく予定です。そのため、イアンが言及した流行性のあるセクターを回避する一方、広範な景気後退局面に対して耐性を示し、乗り切ることが可能と思われるビジネスに対して投資を行います。

ポジティブな話題として、M&Aが引き続き活発であることから、欧州における案件のパイプラインは非常に豊富な状況にあります。また、足元の案件の多くは、危機直前と比較した場合、レバレッジ水準の低下、契約書の厳格化およびプライシングの改善が確認され、過去数年間に亘り構築されてきた市場の基準が新たな基準に再設定されたことを示唆しています。

ワクチンが欧州全域に普及することにより、2021年後半には経済活動の回復が予想され、同資産に対する追い風になると思われます。

最後にお話したいテーマとして、欧州は、特に環境・社会・ガバナンス (ESG) を考慮した投資において、最前線に位置しています。債権者は、その性質上企業を所有しておらず、企業の行動に対して直接影響を与えることはできないものの、ストラクチャーの条件および究極的にはプライシングを通じて、借り手のESG慣行に影響を与える貸し手の能力に対する市場の認識はますます強まっています。

実際、ベアリングスでは足元、欧州ミドルマーケット企業に対して、プライシングに直接影響を与える形でESG目標を契約条件に盛り込んだ最初の貸出を実行しました。

多くの貸し手が借り手に一定のESG目標の達成を奨励する方法を検討していることから、ESGの観点に基づく条件設定は今後このような取引において主要なテーマとなる可能性があります。