

2023年6月

HPS

INVESTMENT PARTNERS

HPSダイレクトレンディング ストレス下でのアクティブ運用

Vikas Keswani

Head of North American Specialty Direct Lending

CONFIDENTIAL

本資料は機関投資家、ホールセール、プロ投資家、適格投資家の皆様のみを対象とし、リテールのお客様への本資料の使用・配布は行いません。

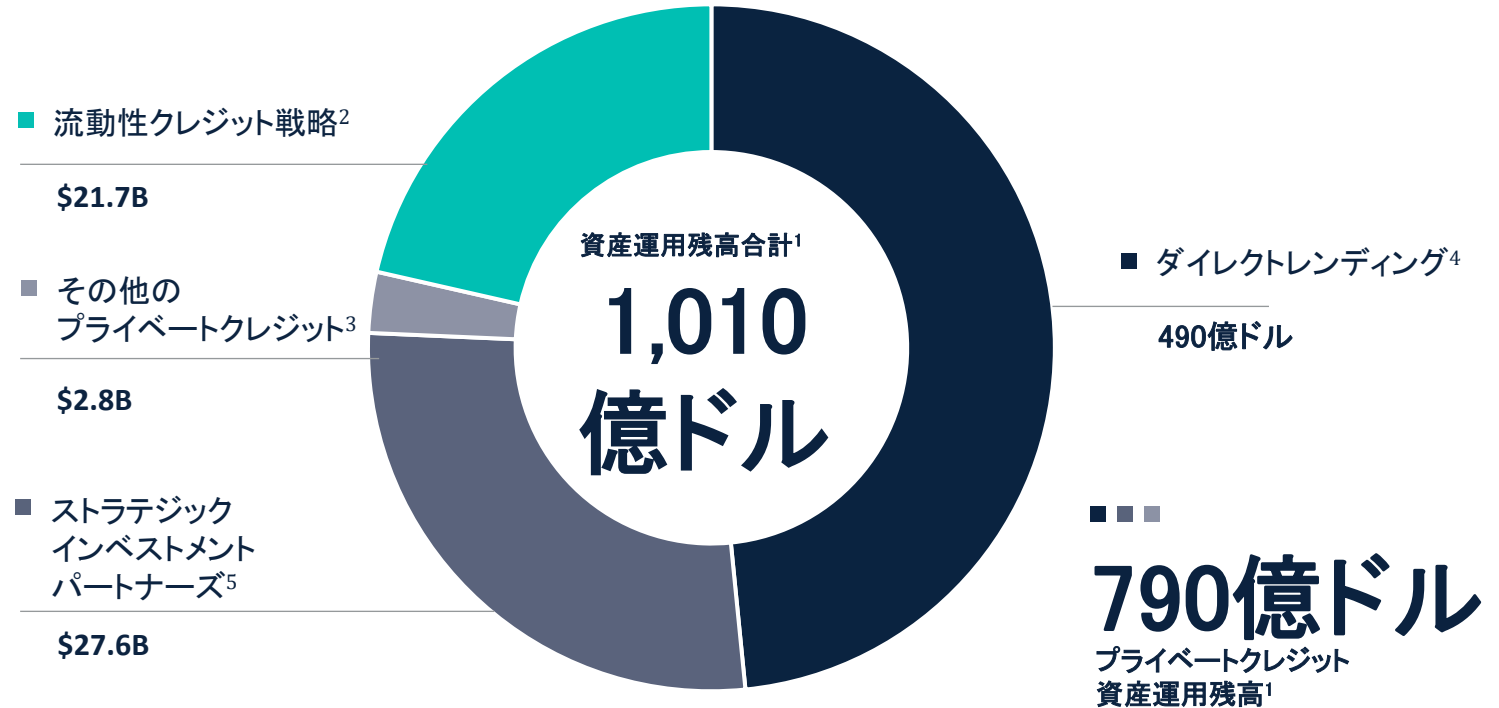
本資料は極秘資料です。本資料に記載の情報はPDI Tokyoによる特定のご要望に基づいて配布されています。本資料に記載の情報は極秘情報です。本資料の受領によって、受領者は本情報を極秘扱いすることに同意したものと、また、受領者もしくは受領者のディレクター、パートナー、オフィサー、社員、従業員、メンバー、弁護士、代理人、代表者が特定の要請に関連してのみ、本情報を使用するものとします。更に、本資料受領者は、法律の規定に従う場合を除いては、本情報をいかなる第三者にも漏らさないことに同意したものとします。

本資料は本資料に記載されている種の投資を行う資格を有する投資家向けに作成されています。米国では一般的に1933年証券法上の「適格投資家」、1940年投資会社法上の適格購入者、商品取引法の規制4.7上の「適格資格者」を含みます。本稿は情報提供のみを目的として配布されており、本稿で言及されている証券への投資の利点を評価する際に、本稿に依拠してはなりません。本稿で述べられている見解や戦略が全ての投資家に適しているわけではありません。いかなる目的の達成も、本投資の成功も保証することはありません。本稿は会計、法務、または税務会計に関する助言または投資の推奨を意図したものではありません。

HPSはプライベートクレジットのマーケットリーダー

2007年設立。HPSはグローバルに展開する350以上の大手機関投資家に対し、長期にわたりアドバイスをを行っている。

- 非投資適格企業に専念
- 様々な資本構造に対応し、規模の大きい与信提供を行う。
- プライベート市場、パブリック市場ともに高い専門能力
- グローバルに業界トップの地位を確立



193 投資プロフェッショナル数⁶

580 グローバル全拠点の在籍スタッフ数⁶

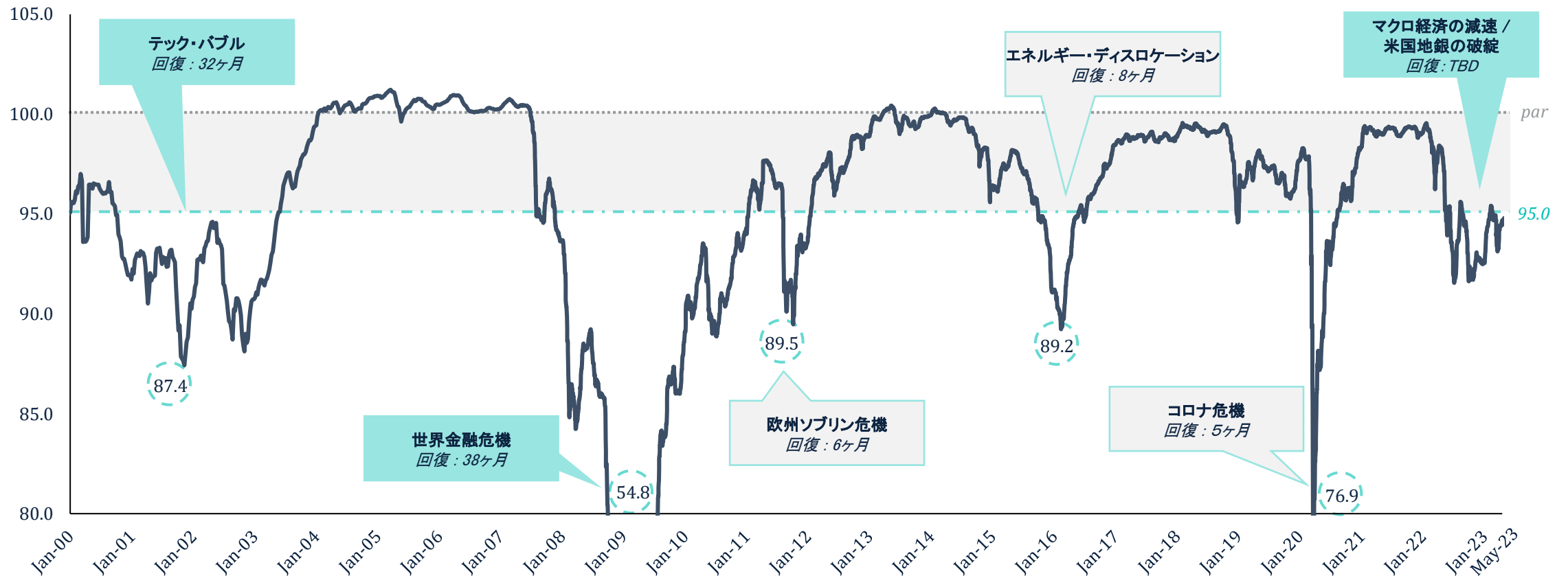
4 大陸に **15** 拠点

HPSの主観的な意見および見解は本稿掲載日時におけるものであり、市場環境に応じて変更されることがあります。過去の業績は必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。出典:HPS。¹2023年4月1日時点の資産運用残高。プライベートクレジットファンド、関連マネージド・アカウント、その他のクローズドエンド型の流動性クレジットファンドの資産運用残高は、当該ファンドの投資期間中ならびに投資期間後のキャピタル・コミットメント金額、投資コストまたはNAV(ファンドレベルのレバレッジを含みますが、いずれの場合もキャピタル・コミットメントが上限)で示されています。CLO以外の投資可能なオープンエンド型の流動性クレジットファンドおよび関連マネージド・アカウントの資産運用残高は、入手可能な最新のNAVを表しています。CLOおよびウェアハウジングの資産運用残高は、ポートフォリオの担保資産および現金の額面金額で表しています。HPSコーポレートレンディング・ファンド(HLEND)の資産運用残高は、投資のNAVにレバレッジ(含、引き出し額および未引き出し額)を加味したものです。²流動性クレジット戦略には、アジア・パブリッククレジット、流動性ローン、CLO、ストラクチャードクレジット、マルチアセットクレジットの各戦略が含まれます。³その他のプライベートクレジットにはアセットバリュエーションファンド、不動産、再生可能エネルギー・電力、スペシャルシチュエーション戦略が含まれます。⁴ダイレクトレンディングにはスペシャルティダイレクトレンディング戦略、コアシニアレンディング戦略、HPSコーポレートレンディングファンドが含まれます。⁵旧名称:メザニン・パートナーズ。⁶従業員数は2023年3月31日時点で、HPSが運用するファンド関連会社の従業員を含みます。

HPSでは、現在の市場のボラティリティは過去のディスロケーション時とは異なり、今後も継続すると考えている

現在のような市場のディスロケーションは、過去23年間で5回しか観測されておらず、稀な投資機会をもたらしている。このようなディスロケーションは短期間で終わることが多く、機敏な判断力の重要性が求められる。

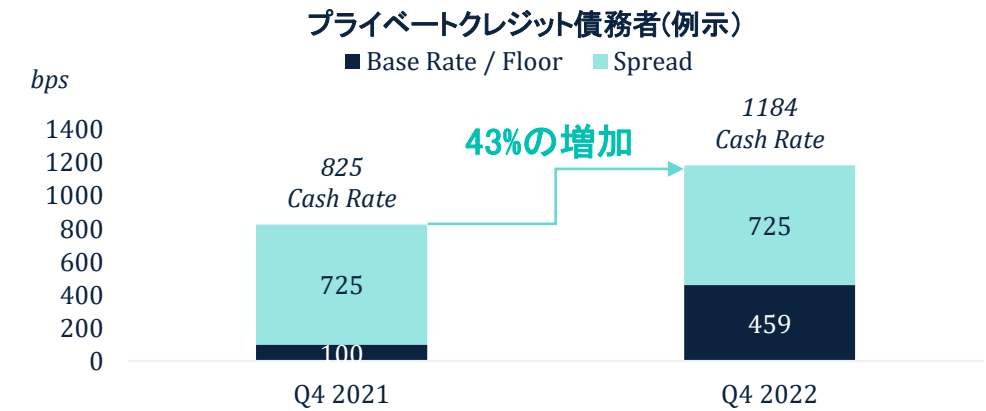
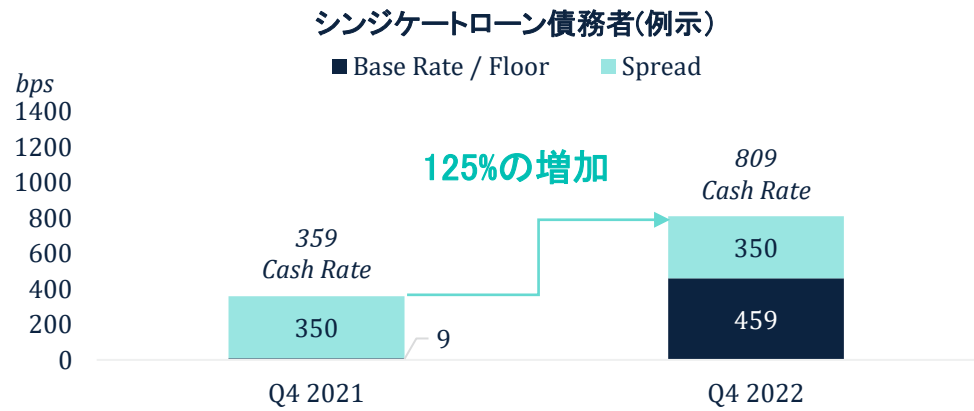
Morningstar/LSTA米国 格付B ローンインデックス-ビッド・プライス(平均)



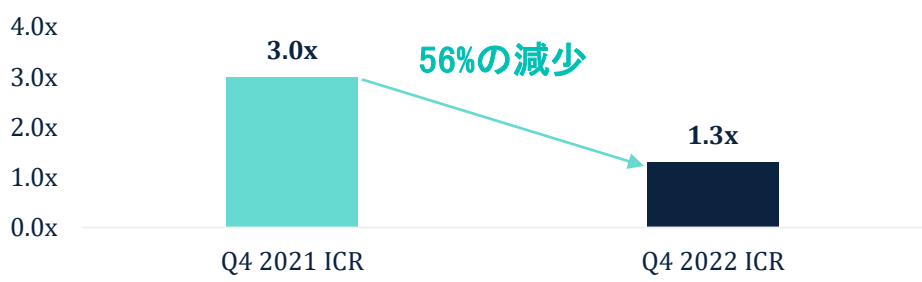
2023年5月24日時点のデータ。出典: Pitchbook LCD。Morningstar LSTA 米国 格付B ローン・トータルリターン USDインデックスを反映しています。回復に要した月数とは価格95以下でトレードされた期間を指します。

金利上昇はパブリック市場とプライベート市場の債務者に大きな影響を与えている

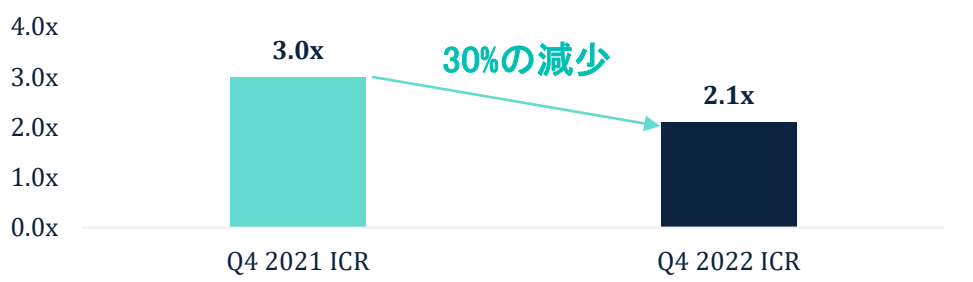
プライベートクレジットの債務者は現在の金利環境により上手く対応している。以下の例が示すように、基準金利の上昇は、高い水準の支払い金利を抱える企業以上に、シンジケートローンの債務者に劇的な影響を与えている。



シンジケートローン債務者(例示) - インタレスト・カバレッジ・レシオの変化¹



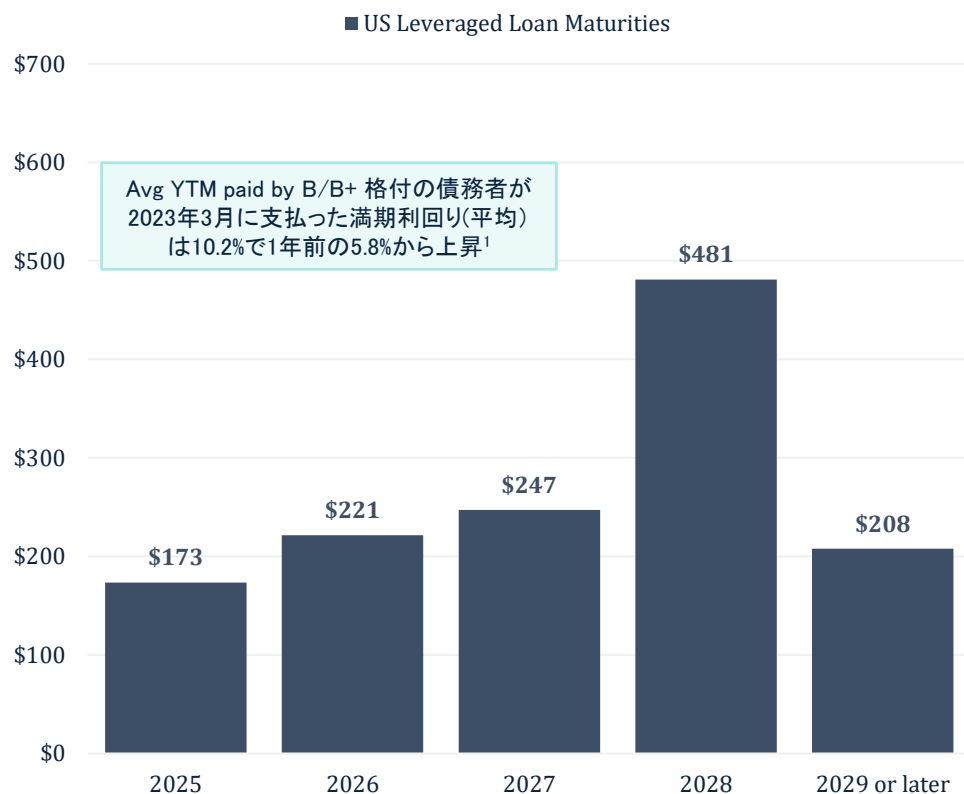
プライベートクレジット債務者(例示) - インタレスト・カバレッジ・レシオの変化¹



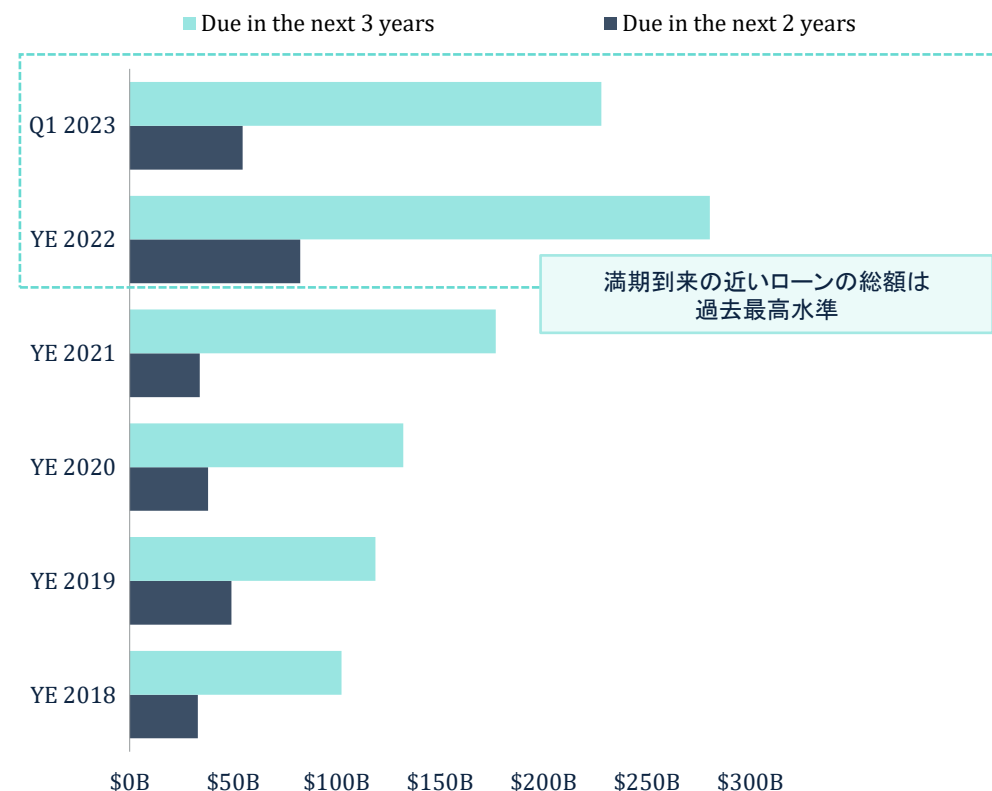
特に断りのない限り2022年12月31日時点のデータ。出典 HPS、Bloomberg。基準金利/フロアとは3ヶ月物平均のSOFR。出典：Bloomberg。上記の例示は特定の投資を表すものではなく、また証券の売買を推奨すると解釈されるべきではありません。過去の実績は必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。¹インプライド・インタレスト・カバレッジ・レシオ(以下「ICR」)の低下は、以下の前提条件を用いた現在の市場環境に関するHPSの分析に基づいています：i)プライベートクレジットおよびシンジケートローン債務者の双方について、開始時のインタレスト・カバレッジ・レシオは3.0倍で同等 ii)直近12ヶ月EBITDAは\$100mm。iii)シンジケートローンのスプレッドは350bps(参照：Credit Swiss概算値)、プライベートクレジットのスプレッドは725bps(参照：HPS SLFV ポートフォリオ開始以降の加重平均現金スプレッドの概算値)、iv)インタレスト・カバレッジ・レシオは直近12ヶ月のEBITDAを支払利息総額で除して計算。注：本分析は主観的かつ一定の前提に基づくものであり、比較的軽微な前提条件の変更が分析結果に大きな影響を与える場合があります。

企業は、満期到来の近いローン総額が過去最高水準となる中、近い将来の借り換えへの対応という課題に直面。資金調達コストが上昇し続ける中、格下げリスクにより複雑性は更に増している。

米国レバレッジドローンの満期到来問題¹



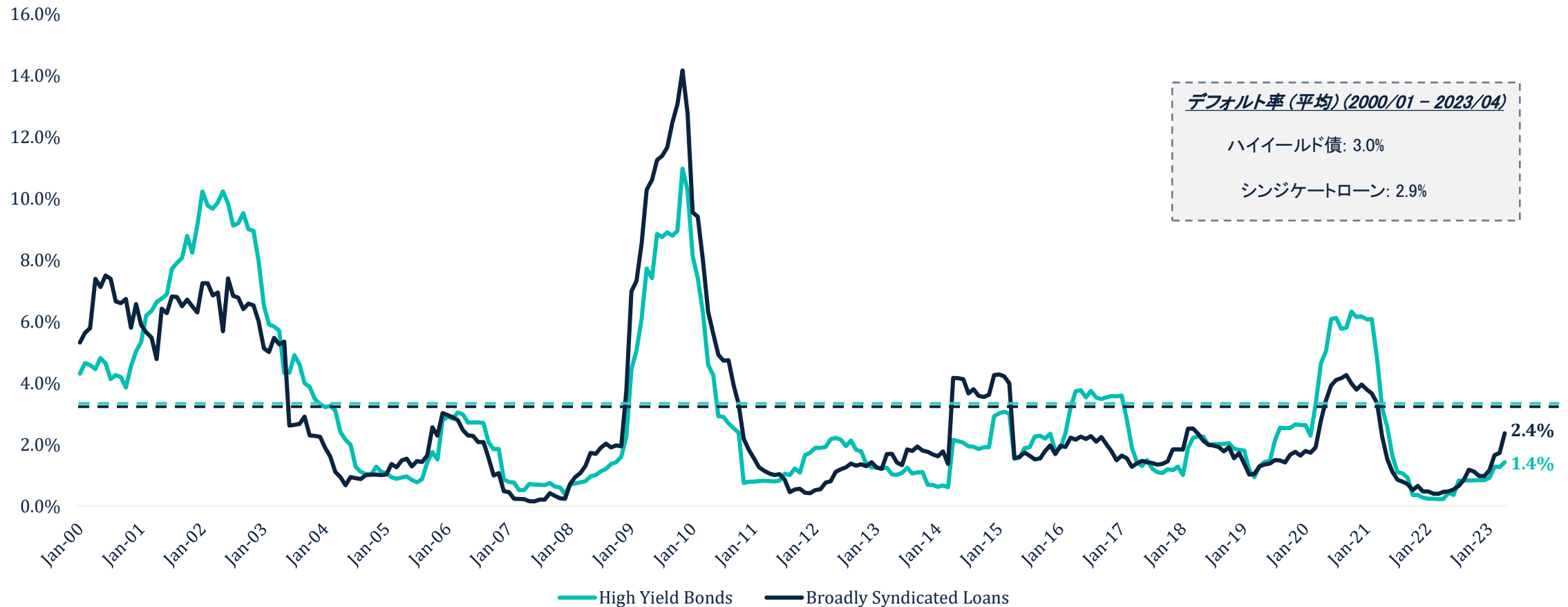
満期到来の近いローンの総額(時系列比較)¹



¹出典: PitchBook, LCD; Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index; データは2023年3月24までのもの。本稿掲載日時点のHPSの主観的な意見や見解であり、市場の環境によって変更されることもあります。

パブリック市場におけるデフォルト率は長期の平均水準を下回っている

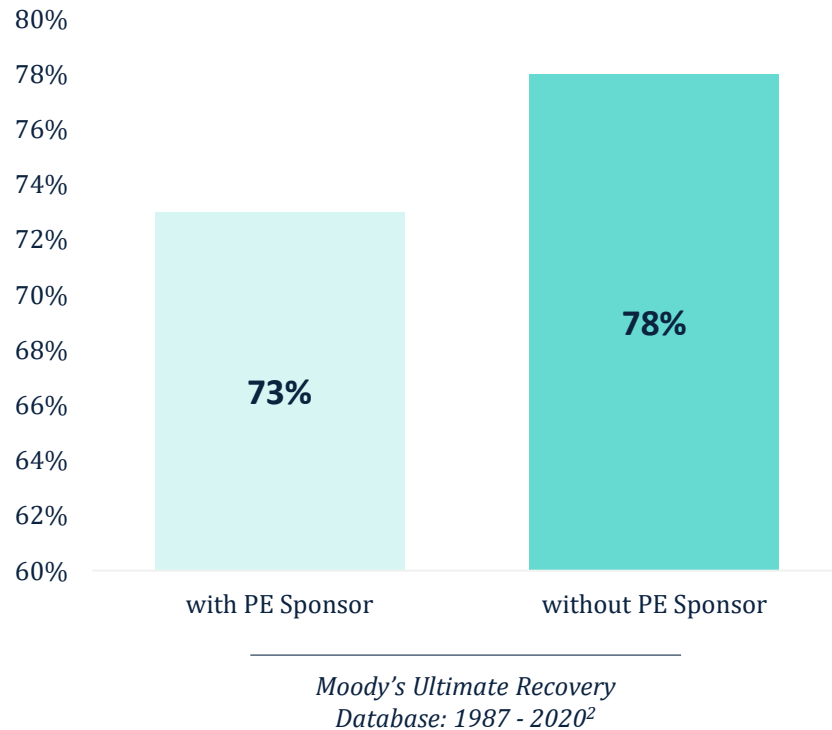
2023年4月30日時点におけるデフォルト率はハイイールド債が1.4%、シンジケートローンが2.4%。満期到来のローンが多いことや、現在の金利環境にありながら、これらの水準は長期のデフォルト率平均値を大きく下回っている。



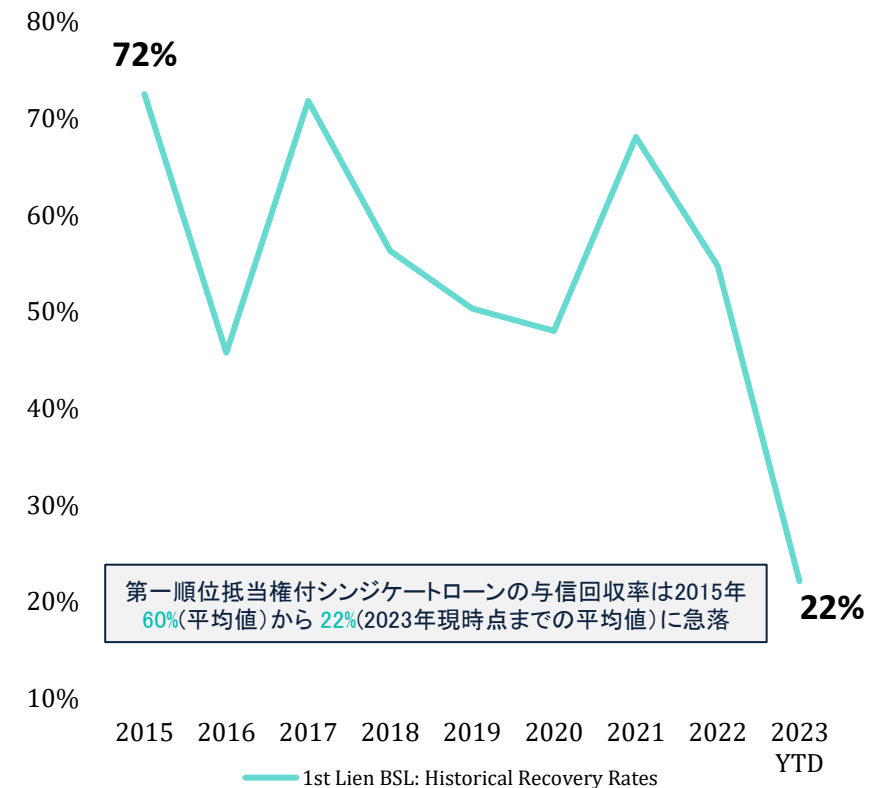
与信関連の契約書が弱いローンは回収率が低下

第一順位抵当権を有するが与信契約書面で弱いローンについては、貸し手が担保回収不能になったり、超優良ローンに劣後する場合もあり、また、業績悪化時に経営関与できる能力が限られる場合もある。マクロ経済環境が悪化し、借り手が逆境にさらされる中、与信契約の脆弱性により、与信回収率は大幅に低下すると考えられる。

回収率は与信関連の契約によって大きく異なる



第一順位抵当権付シンジケートローン回収率の急落¹



特段断りのない限り2023年4月28日時点。本稿掲載日時点におけるHPSの主観的な意見および見解を示したものであり、市場環境に応じて変更される場合があります。本稿に掲載されている市場データは、表示された期間における該当市場の一般的な傾向を示すためのもので、SLFファンドやSLF関連アカウントが、構成やリスク要素において当該データと同等であることを示唆するものではありません。¹出典: Bank of America Global Research, CLO Loan Defaults April 2023 report. 2023年4月28日時点でCLOに保有されているデフォルトした第一順位抵当権付ローンに基づいています。回収率は、デフォルトから30日後のローン価格、または入手可能な最新のローン価格に基づいています。²2021年2月22日発行のMoody's Corporate Defaults and Recoveries - USレポート。破綻プロセスのデフォルトトランシェを含みます。

与信関連の契約書における留意事項

シンジケートローンの与信契約書が弱いことは度々指摘されているが、プライベートクレジットにおける与信関連の契約書にも興味深いばらつきが見られる。一般的なスポンサー型ダイレクトレンディングローンの与信条件面には大きな改善余地がある。

重要なターム	重要視される理由	シンジケートローン	スポンサー型ダイレクトレンディング	相対 / 非スポンサー型ダイレクトレンディング
コントロール権	レンダーが与信契約書の交渉やワークアウト／事業再編プロセスを推進できるようにする。	コントロール権なし	10～12のレンダーにあり	完全なコントロール権あり
期間および金利	基本的には、利払い不履行や期限到来時のリファイナンスがデフォルトの引き金となる。	5～7年 S + 400 bps ¹	5～7年 S + 600 bps	5年 S + 750 bps ²
財務レポートの義務	レポートの頻度と詳細度が高いほど、レンダーは早期にストレスを特定することができる。	四半期ごと(公開情報のみ)	四半期ごと	より頻繁(月次または週次)且つ、より詳細
財務維持コベナンツ	事業価値が著しく損なわれる前に、レンダーがデフォルトに強制的に持ち込めるようにする。	殆どなし	時々あり	殆どあり
EBITDAの定義	EBITDAの調整により、債務者の債務返済能力を過大に見積もり、コベナンツの効力が低下する。	EBITDA調整可能	EBITDA調整可能	厳格なEBITDAの定義あり
債務増加に関する制限	債務者のレバレッジを制限し、既存のレンダーを超優先レンダー(Prime Loan)扱いにするのを阻止	殆ど制限なし; Prime Loanの参入余地あり	多少制限あり; Prime Loanの参入余地あり	債務増加に関する制限あり Prime Loanに対する保護あり
最恵国待遇 (“MFN”) 条項	新たな追加融資がより高い金利などで提供されたら、既存レンダー金利もこれと同じになる。	殆どなし	殆どなし	多くに付与
非制限子会社に対する制限/支払制限	レンダーの担保プールからの資産剥奪と価値の流出を制限する。	殆どなし	殆どなし	多くに付与
コールプロテクション	債務者のリスクを軽減しつつ、レンダーの収益を高める	6ヶ月のノンコール	一定のノンコール期間の後、 2%のコールプレミアム	1年のノンコール期間の後、 2-3%のコールプレミアム

特段断りのない限り2023年5月31日時点。本稿掲載日時点におけるHPSの主観的な意見および見解を示したものであり、市場環境に応じて変更される場合があります。

¹ 出典: Credit Suisse Leveraged Loan Index。2023年4月28日時点の格付B銘柄のスプレッドを示しています。² 2022年12月31日時点。Cliffwater社による米国ダイレクトレンディングに関する報告書(2022年4Q時点)。信用損失や手数料など潜在的な控除項目による差異は考慮していません。Cliffwater社による調査は、公開情報および同社からの問い合わせに対するダイレクトレンディング・マネジャーの回答(対外秘)に基づいています。情報源は1年以上前のものである可能性があり、ダイレクトレンディング・マネジャー(回答者)による解釈の余地を含む可能性があります。リスクプレミアムは推定値であり、各マネジャーのローンの優劣順位、平均EBITDAによる予想/実際のポートフォリオ会社の規模、スポンサー型と非スポンサー型のローンの予想/実際の割合に関するCliffwater社の推定に対して、2022年12月31日までの公開および非公開BDCの4四半期のグロス利回りのクロスセクション3要因回帰分析を用いて推定しています。Broadly Syndicated Loanとは、2022年12月31日までのMorningstar/LSTA U.S. Leveraged Loan Indexの金利リターンとして報告されるシンジケートローンの利回り。この分析の詳細については、第9章「プライベートデット: コーポレート・ダイレクトレンディングにおける投資機会」(著者 Stephen L. Nesbitt (Wiley 2019))をご参照ください。

J.Crew

非制限子会社への資産譲渡

J.Crewブランド商標の所有権を非制限子会社に
移行し、これを担保に借入を起こした

Serta Simmons Bedding

超優先ローンの設定

既存レンダーの過半数の承認を得て契約書を改
訂し、第一順位抵当権付既存ローンをプライミン
グローンと交換、新規ローンと合わせて資金調
達成功

PetSmart / Chewy

子会社を保証義務から解放

資産を移管させることなく資産の取り崩しを行いつつ、
制限子会社に存する同資産の保証義務を外した。

Envision Healthcare

子会社を非制限に直接指定

制限付子会社を非制限付子会社に指定し、
保証義務を免除した。

事業再編を成功させるための基本原則

✓ パターン認識

- + 行動手順および事業再編/ワークアウトのエコシステムに精通した、長く豊富な経験を持つチーム
- + 専門分野に特化した投資プロフェッショナルが、これまでの経験を活かして最大の結果を引き出す

✓ 事業再編コストを最小限に抑える

- + 弁護士費用他、プロフェッショナル・フィーをモニター
- + 事業価値の下落を最小限に抑える

✓ 所有権を継承する意志と能力

- + 建設的なエンゲージメントを行うが、ジュニア・デットやエクイティが会社を支援する意志がない場合は、「所有権を継承する」ことも厭わない。

✓ (事業運営の専門能力を持つ)経営陣の刷新

- + 事業の運営に精通した経営陣の刷新に注力

価値向上に向けた枠組み

- 事業の戦略的見直しの実施: 必要に応じて対象企業の構造を評価し、再編する。
- 経営陣とガバナンスの評価: 経営陣の質、利害の一致を見直し、必要に応じてオペレーション/業界の専門能力を強化する。
- 財務および/または営業面でのパフォーマンス改善: 利益率の向上、投資配分、資本構造の最適化に専念する。
- M&Aとエグジット戦略の決定: 価値創造と経費率削減の機会を積極的に模索する。

背景:

2017年3月、HPSダイレクトレンディングはプロジェクト・カウント(以下「同社」)に対し、第一順位抵当権付タームローンを提供。同社は在庫監査サービスのプロバイダーとしてグローバルに展開。小売業界に店舗レベルの在庫計数サービスを提供している。

イベント/ タイムライン:

コロナ前

- » 2019/4Q: 2019年を通して売り上げは堅調に推移したが、人件費の上昇により利益率が圧迫された。

事業再編

- » 2020: 在宅受注による大きな逆風に直面
 - コロナのピーク時、顧客はすべての第三者による店舗活動をシャットダウン
 - シャットダウンの結果、売上は約70%減少

緊急時

- » 2020/6月: PJTパートナーズと合意による事業再編を実施
 - 200MMドルのテイクバック・タームローン締結
 - HPSおよびその他のレンダーが100%の株式を取得

HPSのアクティブ運用により、資本保全とリターン向上を実現

HPSの アクティブ運用:

- > HPSは中期の利益率改善策について経営陣へのアドバイスを行った
- > 本投資は2019/4QにHPSのウォッチリスト入り

- > HPSと他のレンダーがスポンサーとの協議に積極的に関与
- > スポンサーが追加出資に消極的であったため、HPSダイレクトレンディングが事業再編を主導し、私的整理による資本構成の再編を推進。

- > 取締役会5議席のうち2議席を選任
- > 新しい経営インセンティブ・プランを創設
- > 戦略的案件を実行し、HPSの経費率を抑えた。
- > 配当リキャップを促し、テイクバックローンを全額返済
- > 2023/2024年に戦略的エグジットを目指す

2023年6月20日時点。過去の実績は必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。本情報は例示を目的としたものであり、いかなる証券の売買を推奨するものではありません。本投資は、スペシャルティ・ダイレクト・レンディング戦略(「本戦略」)のポートフォリオ全体のごく一部を示すものであり、本戦略のポートフォリオ全体を代表するものではありません。本戦略によるこれまでの投資が、スペシャルティ・ダイレクトレンディング戦略の同等の将来の投資を示唆する保証はありません。本戦略は類似の投資を模索する可能性があります。本戦略がそのような投資を成功させる保証はなく、また本戦略の投資がこれらの特徴を共有する保証もありません。HPSは、異なる投資対象を対象とする完全な裁量権を有しています。本資料は、本資料の日付現在におけるHPSの主観的な意見および見解を示したものであり、市場環境によっては変更される場合があります。