

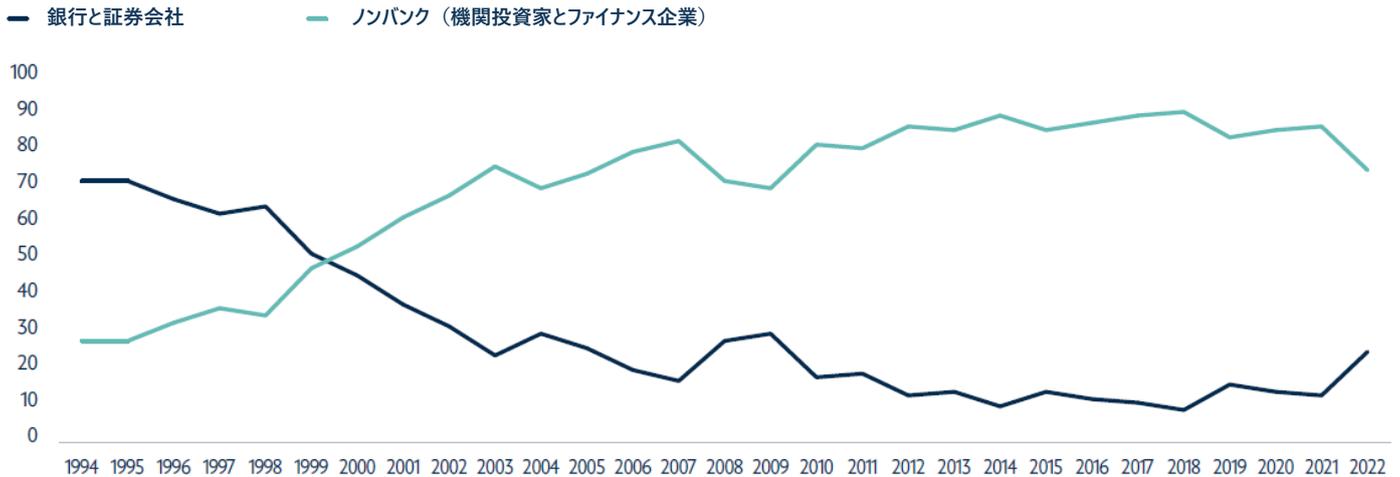
プライベート・クレジットを理解する： スポンサー付き vs ノンスポンサー

過去 20 年間にわたり、従来の銀行を追い越して、コーポレート・ローン最大の貸し手として台頭しているのがノンバンクです。この状況は、ミドルマーケット市場の中堅企業において特に著明であり、イールドを追求する投資家もプライベート・クレジットへの投資を通じて、このトレンドを追随してきました。

2022 年から 2023 年初めにかけては銀行融資の緩やかな増加が確認されていますが、金利上昇や銀行破綻を背景とした銀行貸出の厳格化を受けて、このリバウンドは一時的なものになる可能性が高いと見ています（図表 1）。

図表 1：コーポレート・ローンにおける最大の貸し手はノンバンク

プライマリー市場のコーポレート・ローン参加者



出所：S&P LCD、2022 年 12 月 31 日時点。

2022 年の年末時点における世界のプライベート・クレジット市場は 1.4 兆ドルと、米国ハイイールド債市場と引けを取らない規模で、今後は 2027 年までに 2.3 兆ドルへと成長する見通しです¹。

資産クラスとしてのプライベート・クレジットの魅力は明らかです：2022 年末におけるイールドは、ハイイールド債券が 8.9%であったのに対して大型 LBO ローンは 12.4%でした³。強固なインカム以外にも、ポートフォリオ分散や変動金利型ローンというインフレに対するプロテクションの効果が期待できます。

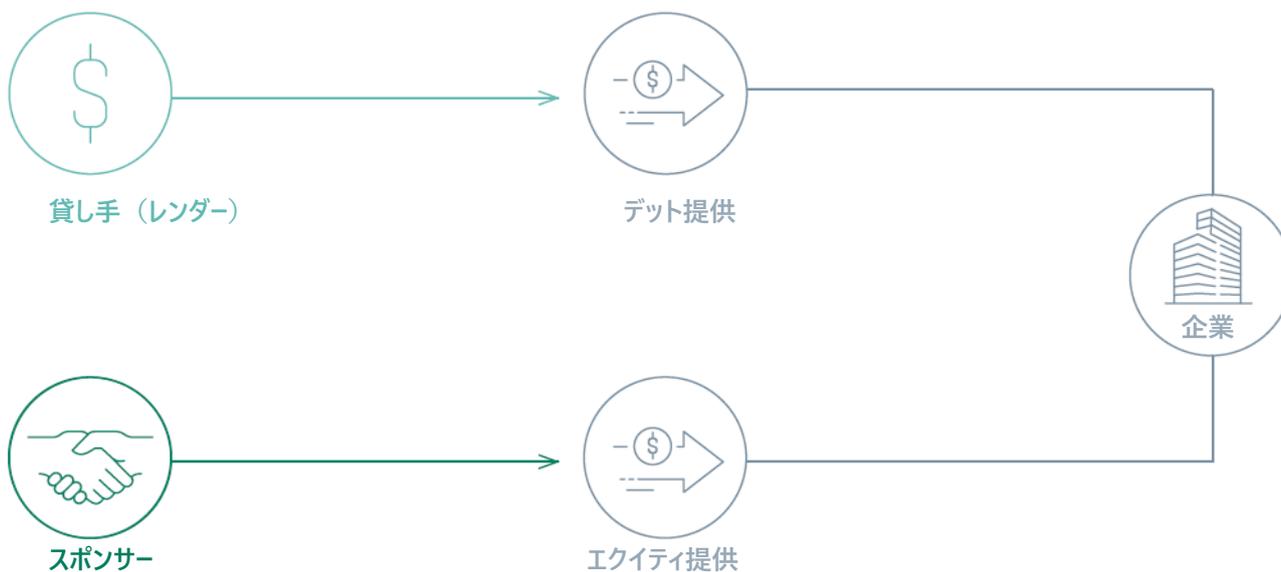
同資産クラスへのアロケーションを検討している投資家においては、主なプライベート・クレジットの 2 種類「スポンサー付き」と「ノンスポンサー」について、それぞれの特徴や利点に関する理解を深めるべきでしょう。大半のダイレクト・レンダーは、スポンサー付き／ノンスポンサーのどちらかを専門とする傾向にありますが、投資家は両方を手掛けるマネージャーを選択することで、投資機会の幅やリターン向上の可能性が広がり、ポートフォリオ分散の恩恵が得られると当社では考えています。

スポンサー付きローン

スポンサー付きの融資において、ノンバンクの貸し手（レンダー）は、プライベート・エクイティ（PE）企業が完全所有または過半数所有する事業に対して貸付を行います。PE 企業は、それぞれのネットワークや経験に基づいて適当な貸し手を特定し、様々なステージで案件をリードしながら、貸し手のプロテクションとなるエクイティのクッションを提供します。これらローンは、PE スポンサーが今後必要に応じて追加出資する用意があるという前提が伴います。投資先事業のデュー・デリジェンスは PE 企業が実施しているため、その情報をレンダーと共有することでローンの迅速な形成と実行が可能となります。

スポンサー付きローンの仕組み

スポンサー付きローンはより多額の資金確保を可能とするもので、従来の銀行融資よりも独創的な手法によるストラクチャリングや一般的にレバレッジが高めという特徴があります。従来の債券と比較すると直接融資にはプレミアムが付くため、スポンサー付きローン市場は競争が激しく、貸し手はしばしば価格譲歩を提供しなければなりません。



例えば、PE 企業が支配権を保有する上場企業が、株式非公開化に向けて自社株買いを行う目的で、ノンバンクの貸し手から借り入れを行う場合、PE 企業がデュー・デリジェンスの書類一式を提供し、レンダーとのリレーションシップを活用して競争力のあるローンを交渉します。

ノンスポンサー・ローン

ノンスポンサー・ローンには PE スポンサーが存在しないため、本質的により複雑で、実行までにより長い時間を要します。この対価として、貸し手側はより多くのアップサイドを得ることが可能です。ノンスポンサー・ローン案件の利回りは、同等のスポンサー付きローンに約 1-2%⁴ を上乗せした水準です。

追加リターンを確保するためには追加の作業が必要で、適当な借り手を特定するための優れたソーシング能力だけでなく、デュー・デリジェンスを効率的に実行する専門性が不可欠です。この複雑性から、この種のローンはリスクが高いと考えられがちですが、そうとは限りません。経験豊富なプライベート・クレジットの貸し手は、強靱なコベナンツ条項⁵を盛り込んだローンをカスタマイズするため、競争は少なく、より良いプライシングを獲得することが可能となります。

これらのローンは、必ずしも信用力の面で劣後するという訳ではありません。厳格なデュー・デリジェンスのプロセスを介して、厳しい環境を乗り越えることのできる耐久性のあるビジネスモデルと十分な流動性クッションを有しているのかを、事前に確認することが可能だからです。

ノンスポンサー・ローンの仕組み

銀行や仲介を介さずに、貸し手側と借り手側が直接交渉を行います。貸し手はスポンサーに似た役割を担い、デュー・デリジェンスとアンダーライティングをあらゆる面からリードします。



例えば、新興ライフサイエンス企業が、新規商品開発の資金を調達するために、業界の専門性と類似案件のトラックレコードを有するレンダーにアプローチをする場合、同セクター特化のナレッジを持たない従来の銀行から融資を受けるよりも良い条件で、かつ同社のニーズに合わせてカスタマイズされたローンを得ることができます。

スポンサー付きローン／ノンスポンサー・ローンの大まかな特徴

スポンサー付きローン

- ✔ プライベート・エクイティ企業とのリレーションシップを経由してソーシングされる。
- ✔ エクイティ・スポンサーがデュー・デリジェンスを簡素化することで、迅速に資金を提供。
- ✔ エクイティ・スポンサーが条件を交渉し、エクイティを提供。このクッションが貸し手の保護に寄与する。
- ✔ 目標イールドがより低い。
- ✔ レバレッジがより高い。

ノンスポンサー・ローン

- ✔ 貸し手のネットワークや自社の専門性を活用してソーシングされる。
- ✔ デュー・デリジェンスと案件執行に際して、貸し手はより多くの時間を要する。
- ✔ 強靱なコベナント条項を盛り込んだ契約をカスタマイズすることから、プレミアムが上乘せとなるケースが多い。
- ✔ 目標イールドがより高い。
- ✔ レバレッジがより低い。

例示のみを目的としています。

スポンサー付きとノンスポンサーの二刀使い

プライベート・クレジット需要は継続的に増加すると予想されており、この資産クラスに対する投資家の注目も高まると見込まれます。経験則からは、一定の市場環境下においてスポンサー付きローン案件の取得競争が高まる可能性があることが分かっており、ノンスポンサー案件のソーシングと交渉能力を持ち合わせたマネージャーであれば、混み合ったスポンサー付き案件のみを模索するのではなく、柔軟かつ安定的に投資の実行が可能となります。また、ノンスポンサー案件への投資を行わないマネージャーの場合、投資可能な案件数が限定されることから、十分な分散を達成することは困難です。一方で、スポンサー付きとノンスポンサーの両方に投資するマネージャーであれば、その投資機会は最大で、ノンスポンサー案件におけるプレミアム獲得が期待できます。

この様な理由から、プライベート・クレジット投資を検討している投資家においては、市場サイクルを通して力強いパフォーマンスのトラックレコードを有するマネージャーを通じて、スポンサー付きローンとノンスポンサー・ローンの中から最良の案件への投資を模索すべきだと当社では考えています。

脚注

1. ブルームバーグ・ニュース、2023年1月13日。
2. プレキン、SIFMAリサーチ（2022年キャピタル・マーケット・ファクト・ブック）、ピッチブックLCD、2022年12月31日時点。大型LBOローン案件とは、EBITDA=5,000億ドル以上のものを指します。
3. ハイイールド債券は、ICE BofA 米国ハイイールド債インデックスで示しています。2022年12月31日時点。
4. オークツリーによる市場の見方に基づきます。2023年3月31日時点。
5. コパナンツとは、ローン契約に関して借り手が合意する義務や特約条項のこと。

重要な開示事項

©2023 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2023 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC & ©2023 Brookfield Public Securities Group LLC

ブルックフィールド・アセット・マネジメント・インク（「ブルックフィールド」）は、2019年9月30日にオークツリー・キャピタル・グループ・エルエルシー（「オークツリー」）の株式の62%の取得を完了しました。ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、それぞれブルックフィールドの完全子会社です。

プライベート・クレジットに関するリスク

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク/リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達の実績が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。

プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

分散とは、ポートフォリオにおけるボラティリティの影響を軽減し、リターン向上の可能性を高めるために、異なる局面で好成績を収める傾向にある様々な投資を所有するプロセスです。分散は、利益を保証するまたは損失を回避するものではありません。

当資料に含まれる情報は、教育および情報提供のみを目的としており、いかなる証券もしくは関連する金融商品の募集または購入申し込みの勧誘ではなく、そのように解釈してはなりません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。

ブルックフィールド・アセット・マネジメント・インクとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。

情報と見解は告知なしに変更となる場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。

当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

© 2023 Brookfield Asset Management Inc.

Contact Us

 brookfieldoaktree.com/japan

 info@brookfieldoaktree.com

Brookfield | **OAKTREE**
WEALTH SOLUTIONS