

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

Man GPM US Residential Debt Fund

【据置】

債券格付

A+

■格付事由

本件は、ファンドのスキームを介した、米国の住居用不動産や土地等を担保としたローンに対する投資案件であり、格付の対象は Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1 (SS sub-trust) が発行する Note である。なお、Note の発行は米ドル建を前提としており、本評価において Note と裏付資産の通貨のミスマッチは想定していない。

1. スキームの概要

- (1) 投資家は、Man GPM US Residential Debt Fund (Trust) に対して投資を行う。
- (2) Trust は、SS sub-trust が発行する Note (SS sub-trust 2019-05、本 Note) に対して投資を行う。
- (3) SS sub-trust は、Investment Manager である Man Global Private Markets (USA) Inc. (Man GPM) による運用指図のもと、ローン・オリジネーターが設立する SPE (ローン・オリジネーターSPE) に対して所定の条件のもとで担保付ローンを実行する。
- (4) SS sub-trust は月次でローン・オリジネーターSPE からローンに対する利息を回収し、当該利息を Trust に対して分配する。Trust に対する利率は実績分配型となっている。
- (5) Note はローン・オリジネーターSPE に対するローンの元本返済スケジュールに準じて償還される。予定償還期日までに Note は全額償還される必要があるが、関係者合意が得られた場合、償還期日は1年以内であれば延長される想定である。格付は延長を含めた期日までに本 Note の元本が全額償還される蓋然性を表している。

2. 裏付資産

本件の裏付資産は、SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対して融資されるローンである。

(1) ローンの概要

米国では、割安な不動産を購入し、改築・改装を行ってバリューアップしてから市場で転売するビジネス (Fix and Flip ビジネス) に従事する不動産開発業者が多数存在する。ローン・オリジネーターSPE はそのような不動産開発業者に対して審査を行ったうえで不動産の購入資金および改築・改装資金を融資している。SS sub-trust はそのようなローン・オリジネーターSPE に対して、所定の条件のもとで融資を行う。

SS sub-trust による融資にあたっては、ローン・オリジネーターSPE が保有する、不動産開発業者に対する第一順位の抵当権付きローン債権等が担保として差入れられる。当該担保はローン・オリジネーターSPE 単位で多数に分散しており、クロス担保条項が設定される。

(2) Borrowing Base (貸出基準額)

SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対して融資されるローン金額は、Borrowing Base の仕組みにより担保となる不動産価格に対して保守的な水準でコントロールされる。

Borrowing Base は、主に担保となる不動産の現在価値に基づく LTV (LTV (As-Is)) と改築・改装後価値に基づく LTV (LTV (ARV)) を軸に、所定の計算式で算出される。

SS sub-trust によるローンについては、LTV (As-Is) の上限ターゲットが 65%、LTV (ARV) の上限ターゲットが 50%とそれぞれ定められている。

(3) モニタリング

SS sub-trust によるローンについて、所定の条件が遵守されているかどうかを管理するために、Investment Manager である Man GPM は独自のシステムによりモニタリングを行う。当該モニタリングシステムでは、担保として組入れられるローンの明細をもとに、エリア別の集中度合い、借り手の信用スコア別の集中度合い、LTV の推移などが視覚的に把握できるようになっている。投資家および JCR も当該モニタリングシステムを利用して各種データを参照することが可能となっている。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) ローン・オリジネーターSPE の倒産リスク

SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対するローンに関して、借り手であるローン・オリジネーターSPE が倒産した場合、Investment Manager である Man GPM がローン債権あるいは担保不動産を売却し、資金を回収する必要がある。

(2) Investment Manager に係るリスク

本案件の評価においては、Investment Manager である Man GPM の良好なトラックレコードや高い運営能力も重要な要素である。そのため、Man GPM が当初想定されていた業務を遂行できなくなった場合に裏付資産の管理やソーシング等が問題なく行われるかについて留意する必要がある。

(3) 災害リスク

災害が発生した場合、裏付資産であるローン債権および担保不動産の価値が下落する可能性がある。

(4) 不動産価格の下落リスク

3.(1)の状態において Investment Manager である Man GPM が担保処分を行う場合、不動産市況の悪化の影響などにより、担保処分による回収金額が本 Note の残高に達しないリスクに留意する必要がある。

4. 格付評価のポイント

- (1) Investment Manager である Man GPM は過去より本 Note の裏付資産であるローンと同様のスキームを運用してきており、良好で安定したトラックレコードを有している。また、Man GPM の市場でのプレゼンス、システムの効率性、ローンの審査能力等において、一定の優位性が認められる。
- (2) 本 Note の裏付資産であるローンの実行にあたっては、Borrowing Base やクロス担保をはじめとした回収の確実性を高めるための仕組みが設けられており、十分なモニタリング体制も構築されている。担保不動産の災害リスクに対しては、Investment Manager の働きかけによりエリアごとのハザードリスクの特徴なども考慮された上で適切な保険への加入がなされる。本 Note の裏付資産であるローンについて、仮にデフォルトが発生した場合、ローン債権あるいは担保不動産の売却を通じた資金回収がなされる。本件に関し、過去の不動産市場の価格動向等をもとにストレステストを JCR にて実施した結果、強いストレス（大幅な不動産価格の下落）を想定したケースでも、保守的な LTV の水準が奏功し、Note が償還されうることを確認した。
- (3) SS sub-trust によるローンの LTV は上限ターゲットの範囲内に収まっている。新型コロナの影響により住宅販売件数が落ち込んだ時期もあったが、その後は急速に販売が回復しており、住宅の在庫月数も特段問

題ない水準にある。不動産価格指数への影響もこれまでのところ認められない。金融危機前と比べサブプライム層向けの新規住宅ローン貸出が抑制されてきたほか、金利低下の影響もあり家計の可処分所得に占める住宅ローン返済額の割合も問題ない水準にある。新型コロナの影響について、関連の支援策の効果が切れることなどにより時間差でリスクが顕在化する可能性には留意が必要であるが、現状、JCR のストレステストの前提を上回るような米不動産市況の悪化が生じることは想定しづらい。

- (4) 仮に Investment Manager である Man GPM が業務を継続できない事態が発生した場合でも、同業他社の層の厚さや投資姿勢等を勘案すれば、Man GPM の事業が承継される等により、一定レベルの業務運営態勢が維持され得ると考えられる。

以上より、本 Note の格付を「A+」に据え置いた。

(担当) 杉浦 輝一・岩崎 智彦

■格付対象

【据置】

対象	発行額	最終償還期日 (*)	利率	格付
債券 (SS sub-trust 2019-05)	1 億米ドル	2024 年 5 月 1 日	実績分配型	A+

(*) 関係者の同意に基づく想定最大延長期間 1 年を含む。

<発行の概要に関する情報>

発行日	2019 年 5 月 1 日
予定償還期日	2023 年 5 月 1 日
償還方法	裏付資産である貸付債権に準じたパススルー返済
流動性・信用補完措置	なし

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

発行体	Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1
アレンジャー	Man Global Private Markets (USA) Inc.
ファンド・マネージャー	Man Asset Management (Cayman) Limited
インベストメント・マネージャー	Man Global Private Markets (USA) Inc.

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	ローン・オリジネーターSPE に対するローン
---------	------------------------

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2020 年 11 月 26 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：湊岡 由典
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014 年 1 月 6 日) として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法 (格付方法) の概要は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「不動産証券化」(2018 年 8 月 1 日)、「ABL (動産・売掛金等担保融資)」(2018 年 2 月 22 日) の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。
- 格付関係者：
(発行体) Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1
(アレンジャー) Man Global Private Markets (USA) Inc.
- 本件信用格付の前提・意義・限界：

本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。

本件信用格付は、予定償還期日が到来した時点で元本が全額償還されていない場合でも、延長オプションが行使されていれば最終償還期日まで裏付資産からの受取金を受領することが可能であるため、「D」記号を付与しない。

本件信用格付は、債務履行の確実性の程度についての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。

本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。

7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：

- ・格付対象商品および裏付資産に関する、関係者から入手した証券化関連契約書類

なお、上記については関係者が証券化関連契約書類上で情報の正確性に関する表明保証を行っている。

8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：

JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。

9. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■用語解説

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル