

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。

Fasanara Securitisation S.A.

【新規】

債券格付

BBB

■ 格付事由

本件は、ヨーロッパを中心に広く分散したエリアの売掛債権を裏付けとする社債に対する格付である。

1. スキームの概要

- (1) Fasanara Securitisation S.A. (SPC) は、ルクセンブルグの証券化法に準拠して財産の分別管理を確保したコンパートメント BR を通じて、Fasanara Capital Ltd をプログラムマネージャーとする Note Issuance Facility Agreement (本 Agreement) に基づき、本件格付対象である社債を発行し、その発行代わり金を短期の売掛債権で運用する。
- (2) SPC は、プログラムマネージャーが一定の審査を経て取引先として認定した複数のオリジネーターを通じて、商品の売り手（原債権者）が商品の買い手（原債務者）に対して有する売掛債権を投資可能期間にわたって継続的に購入する。
- (3) SPC は、原則として、期中の運用収益を原資に実績ベースで利払いを実施するが、社債発行当初からリザーブが一定の水準に達するまで利払いを停止することにより、本社債の元本償還に対する信用補完を積み上げていく仕組みになっている。
- (4) 本 Agreement では、投資可能期間満了日を超える売掛債権は購入できないことになっており、投資可能期間満了日以降、最終償還期日までの間に売掛債権の回収金と現金留保金を原資にパス・スルー方式で本社債を償還する。ただし、投資可能期間満了日の6か月前までに投資家より通知を受けた場合には、投資可能期間と本社債の償還期日を延長できることになっている。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 売掛債権にかかる貸倒・希薄化リスク

原債務者に破産等が発生した場合には、SPC が購入した売掛債権を予定通り回収できないリスクがある。また、原債権者と原債務者との間の継続的な商品売買取引に起因して、SPC が購入した売掛債権より少ない金額しか原債務者が支払わないリスクがある。本件では、期日 180 日以内の短期債権を投資対象としており、原債務者の信用力悪化を察知して再投資を停止することにより貸倒れを回避しやすい特徴がある。また、原債権者からの債権購入に際して、相応の金利を設定するとともに、一定の前渡金率により支払いの一部を留保することで対象債権の貸倒れや希薄化の影響を低減している。さらに、ポートフォリオ全体では、債務者の分散や信用力、上位債務者集中などに関する投資基準によって想定以上に貸倒損失が増大するリスクを抑制するとともに、社債の元本償還に対する信用補完として期中の運用収益を原資とするリザーブを積み上げていくことになっている。

(2) 売掛債権にかかる延滞リスク

売掛債権の回収に関して原債務者からの支払いに延滞が発生した場合、本社債の償還期日に元本償還の原資が不足するリスクがある。本件では、プログラムマネージャーが運用している既存ファンドのトラックレコードを踏まえ、最終償還期日前の1年間を債権の延滞に備えた資金化期間とするとともに、上述したリザーブにより一定のバッファーを設けている。

(3) 売掛債権にかかる不正リスク

プログラムマネージャーやオリジネーター、原債権者などのスキーム関係者の不正によって、売掛債権の実在性や正確性が虚偽報告されるリスクがある。本件では、オリジネーターが、原債務者へ電話や電子メール等を通じて債権金額や支払期日等を直接確認する仕組みになっている。また、JCR は、プログラムマネージャーに関して、同社及び同社の旗艦ファンドの財務諸表に対する会計監査報告、同社のオペレーションに対するデューデリジェンス結果報告を閲覧し、特段の懸念事項が報告されていないことを確認した。本件に関しても、同社の旗艦ファンドと同じ大手会計事務所が監査人として就任しており、不正に対するモニタリングは適切に実施されるものと考えられる。

(4) オリジネーターの信用悪化等にかかるリスク

仮に、原債務者からの回収金がオリジネーターを経由したり、原債務者が当該債権の支払義務をオリジネーターに対する債権と相殺したりする場合、オリジネーターの倒産時に SPC による債権回収に影響が生じるリスクがある。本件において、オリジネーターは売掛債権の仲介者にすぎず、SPC がオリジネーターの信用リスクを負わないように、プログラムマネージャーが取引開始時の審査や継続的なモニタリングを通じてオリジネーターを厳選している。また、SPC が、オリジネーターを介して売掛債権を購入する際、債権譲渡があった旨を原債務者に通知し、SPC 名義の回収金専用口座へ直接支払うように指示することになっており、オリジネーターの信用悪化等にかかるリスクは回避されている。

(5) 円ヘッジコストの上昇リスク

SPC は円建ての社債を発行するが、主にユーロ建てや米ドル建ての売掛債権を投資対象としていることから、SPC は、随時、投資金額相当の円ヘッジ取引を実行して為替リスクを低減する。期中に円ヘッジコストが上昇した場合、運用収支が悪化するリスクがあるが、先述のとおり、本社債の元本償還に対する信用補完として期中の運用収益を原資にリザーブを積み上げていくことになっている。

(6) プログラムマネージャーの信用悪化等に起因する業務遂行リスク

プログラムマネージャーによる業務遂行に関して、会社の倒産やキーパーソンの離脱など重大な悪影響を与える事象が生じた場合には、想定通りに SPC の運用を継続できなくなるリスクがある。本 Agreement では、このような事象の発生をトリガーとして、スキーム関係者との協議の上、売掛債権の再投資を停止し、治癒が見込まれない限り、本社債を期限前償還することになっている。

3. 格付評価のポイント

(1) 損失、キャッシュ・フローの分析

売掛債権の貸倒リスクに関して、Fasanara Capital Ltd が運用する既存ファンドのヒストリカルデータに一定の調整を加えた上で実施した大数プールアプローチと、本件の投資基準を前提とするモデルポートフォリオによる CDO アプローチによって、ポートフォリオ全体で想定される貸倒損失率を検証した。また、円ヘッジコストの上昇による運用収支の悪化リスクに関して、円ヘッジコストの推移や各国政府による金融政策の動向を踏まえたストレスシナリオの検討を行った。その結果、期中の運用収益を原資として積み上げられるリザーブの水準は、本社債が「BBB」格相当のリスクの範囲内で元本償還を行うのに十分であると判断した。

(2) その他の論点

- ① SPC は、スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。
- ② 売掛債権にかかる回収金口座開設銀行は、格付上適格であると認められる。
- ③ 関係当事者の本件運営にかかる事務遂行能力に現時点で懸念すべき点は見られない。

以上より、本社債の元本償還にかかるリスクについて、リザーブによる信用補完及び関係当事者の事務遂行能力などによって、相応の水準まで縮減されていると考えられ、本社債に対する格付を「BBB」とした。

【裏付資産プール 属性データ】

■ 予定キャッシュフロー

投資基準により、期日 180 日以内とする方針

■ 原債務者金額別内訳

投資基準により、最上位債務者の割合を 3%以内、上位 3 債務者の割合を 5%以内、その他の債務者をそれぞれ 1%以内、とする方針

■ 原債務者格付別内訳

投資基準により、上位 3 債務者の内部格付を「BBB」以上、想定貸倒発生率を全体で 0.70%以内、とする方針

(担当) 菅生 大介・中川 哲也

■ 格付対象

【新規】

対象	発行枠	最終償還期日(*)	クーポン・タイプ	格付
社債	1,000 億円	2030 年 3 月 1 日	実績配当	BBB

(*) 投資可能期間の延長に付随して延長可。

<発行の概要に関する情報>

発行日	2024 年 3 月 1 日
利払日	毎年 1 月と 7 月の最終営業日
投資可能期間	当初発行日から 5 年間 (ただし、SPC と社債保有者との間の合意により延長可)
償還方法	投資可能期間満了日以降、最終償還期日までにパス・スルー償還
流動性・信用補完措置	積立金

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

SPC	Fasanara Securitisation S.A.
アレンジャー(*)	Fasanara Capital Ltd ベイビュー・アセット・マネジメント株式会社
プログラムマネージャー	Fasanara Capital Ltd

(*) Fasanara Capital Ltd 及びベイビュー・アセット・マネジメント株式会社は、本 Agreement その他の関連契約におけるアレンジメント業務を受託しているわけではない。Fasanara Capital Ltd はプログラムマネージャーの立場で、また Fasanara Capital Ltd の業務提携者 (格付会社に対する情報提供を受託) であるベイビュー・アセット・マネジメント株式会社は格付会社への情報提供者の立場で、本社債の組成に関する事務を遂行していることを踏まえ、ここでは、金融商品取引業等に関する内閣府令に基づく格付関係者として両社を「アレンジャー」と位置付けている。

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	売掛債権等
裏付資産発生の概要	原則として、商品もしくはサービスの売り手 (原債権者) から買い手 (原債務者) への商業取引により発生
裏付資産プールの属性	上位者集中や分散、債務者の信用力等に関する投資基準を満たす資産プールを構築する方針
適格要件 (抜粋)	ファクタリングやトレード・ファイナンス等を通じて取得する売掛債権で、以下の要件を満たすもの。 ・商品の納品もしくはサービスの提供を買い手によって確認されていること ・支払期日が 180 日以内であること ・売掛債権の所有権が原債権者から SPC へ真正譲渡されていること

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2024年3月1日
2. 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：菅生 大介
3. 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。
4. 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、「手形債権・売掛債権」（2014年6月2日）、「投資ファンド」（2019年11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。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) Fasanara Securitisation S.A.
(アレンジャー) Fasanara Capital Ltd
ベイビュー・アセット・マネジメント株式会社
6. 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、債務履行の確実性の程度に関しての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して、アレンジャーから入手した証券化対象債権プールのヒストリカルデータ、証券化関連契約書類
なお、JCRは格付申込者等から格付のために提供を受ける情報の正確性に関する表明保証を受けている。
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. 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. 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んを問わず、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、改変等することは禁じられています。

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