

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。

REDI Core Issuer LLC

【新規】 債券格付	BBB+
【据置】 債券格付	BBB+

■格付事由

本格付の対象は、ケイマン SPC の REDI Core Issuer LLC（発行体）が発行する Notes である。発行体はケイマンフィーダーファンドを介して、Neuberger Berman Real Estate Debt Income Core Fund B-1 LP（マスターファンド）へ LP 出資する。裏付資産は、マスターファンドが投資する米国の住居用不動産を担保としたローン（不動産担保付ローン）である。

1. 概要

(1) スキーム

- ① 投資家は、国内籍投資信託およびケイマンユニットトラストを介してケイマン SPC である REDI Core Issuer LLC（発行体）が発行する Notes に投資を行う。
- ② 発行体は、ケイマンフィーダーファンドを介してマスターファンドに LP 出資を行う。ケイマンフィーダーファンド、マスターファンドはいずれも借入等によってレバレッジをかけることは想定されていない。
- ③ マスターファンドは、マスターファンドのインベストメントマネージャーの運用指図のもと、取引先のモーゲージレンダーから不動産担保付ローンを買取することで通常投資を行う。
- ④ マスターファンドは、借入人である不動産開発業者から月次で利息を回収する。利息の再投資は原則として行わない方針としており、LP 出資持分に応じた分配金を LP 出資者に対して支払う。ケイマンフィーダーファンドは LP 出資者である発行体に対して費用等控除後のキャッシュフローをパススルーで分配する。
- ⑤ 発行体は、分配金から費用や後述するリザーブ等を控除した金額を 3 カ月毎に投資家に支払う。Notes のクーポンは実績配当型で、元本償還は発行日の 4 年後から開始され、満期日は発行日から 5 年後と定められているが、償還開始日の前に全ての Notes ホルダーが同意した場合、償還開始日および満期日を 1 回あたり通常 4 年間延長することができる。また、償還開始日以降においても、発行体の裁量により最大 6 カ月×2 回の満期日の延長が可能である。なお、ロックアップ期間 6 カ月を経過すれば、当初 4 年後の償還開始日を待たずに早期償還が可能である。

(2) 裏付資産

- ① 投資対象は、米国の不動産開発業者向けのブリッジローンである。全てのローンが第一順位抵当権付および代表者保証付のローンとなる。
- ② ローンの当初 LTV は、As Is Value 対比（LTAIV）で 90%以下および After Repair Value 対比（LTARV）で 70%以下となり、そのほかローンの金額、期間、債務者、保証者、不動産種別等に関する運用規定が設けられている。

(3) リザーブ

償還開始前は、マスターファンドの NAV 判定日（3 カ月毎）における本件投資持分に対応する NAV が、Notes 元本残高を下回っている場合、その差額（NAV 不足額）をリザーブする。

償還開始後は、ケイマンフィーダーファンドから受領する分配金全額をリザーブする。

2. 投資プロセス

- (1) インベストメントマネージャーは、モーゲージレンダーとの取引開始に際して、選定対象の策定、データ分析、オンサイト・レビュー、業務フローの確認等のデューデリジェンスを行っている。ローカル市場に精通するモーゲージレンダーを厳選して活用することで、クオリティと規律ある地域分散が図られたポートフォリオ構築を行う方針である。
- (2) インベストメントマネージャーは、全てのローン購入前に、信用力評価、関連書類確認、担保不動産評価等のデューデリジェンスを行っている。
- (3) サービシングは、原債権者であるモーゲージレンダーまたはインベストメントマネージャーが委託した外部のサービサーが行う。ローンがデフォルトとなった場合には、サービサーがインベストメントマネージャーの委任に基づき債権回収を行い、インベストメントマネージャーも積極的に関与していく。
- (4) 独自のローン管理システムによりモニタリングを行う。取引執行、ローン明細確認、担保関連書類管理、回収・支払状況確認、ポートフォリオのパフォーマンス確認、社内および投資家向け資料作成等、当該システムの運用は多岐に亘る。

3. 主なリスクと緩和策

(1) 債務者の信用リスク

債務者である不動産開発業者が支払不能となるリスクがある。本件の運用戦略では、貸付期間が比較的短いことから一般的な長期ローンと比べて信用リスクに晒されづらくなっている。また、債務者や担保ローンに関する運用規定を設けることで、そうしたリスクがなるべく顕在化しないように工夫されている。

(2) インベストメントマネージャーのパフォーマンスに起因するリスク

本件においては、インベストメントマネージャーの良好なトラックレコードや高い運営能力も評価における重要な要素となっている。そのため、インベストメントマネージャーに関して現在の運営能力が維持されるかという点には留意が必要である。

(3) 不動産種別に関するリスク

投資対象不動産の種別に関する制限はなく、規模が大きい集合住宅や複合施設のような建設リスクが比較的高い不動産への投資が行われるリスクがある。当該リスクについては、ローンに関する運用規定を設けることで、建設リスクの大きい不動産への投資が一定程度制限されるようになっている。運用上の柔軟性が残る部分については、信用規律を重視するインベストメントマネージャーにより過度なリスクが避けられることをJCRは想定している。

(4) 地域集中リスク

投資対象地域の集中制限はなく、地域分散が図られないリスクがある。当該リスクについては、運用規定におけるインベストメントマネージャーの努力義務、米国各地域のモーゲージレンダーからソーシングを行っていること、インベストメントマネージャーの投資ポートフォリオ実績およびインベストメントマネージャーへのヒアリング等を踏まえ、相応の地域分散が継続されるとJCRは考えている。

(5) 対応する裏付資産の満期がNotesの満期を超過するリスク

償還期間1年に対し、それよりも満期の長い不動産担保付ローンへの投資が可能であり、裏付資産がNotes期間を超過するリスクがある。Notesの満期日にあわせて裏付資産を売却する必要性が生じた場合、裏付資産がそのタイミングでのマーケットリスクに晒されることになる。当該リスクについては、インベストメントマネージャーの運用によりコントロールされるとJCRは想定している。加えて、本件において、Notesの満期がインベストメントマネージャーの裁量により、6カ月×2回の延長が可能であることも踏まえると、当該リスクは軽減されている。

(6) 災害リスク

災害が発生した場合、裏付資産である不動産担保付ローン債権およびその担保不動産の価値が下落するリスクがある。本件における担保不動産については、業界慣行に照らして適切な損害保険が付保される方針であり、リスクは軽減されている。

(7) 裏付資産にかかる NAV 変動リスク

本件は、発行体がマスターファンドに LP 出資をしているため、Notes の償還原資はマスターファンドの NAV の変動リスクに晒される。本件においては、通常、NAV はローンのマーケット価格ではなく、ローン元本の回収可能見込額に基づいて評価が行われるため、平常時においては NAV が大きく変動するリスクは低いと考えられる。投資したローンが不良債権化した場合や景気悪化等により回収懸念が高まった場合などにおいては、NAV が Notes 元本残高を下回り、Notes の償還原資が不足するリスクがあるが、当該リスクについては、各種セキュリティパッケージによりリスクが軽減されている。

4. キャッシュフロー分析とストレステスト

(1) 平常時の元本回収シナリオ

本件においては、裏付ローンから発生する利息収入も Notes の元本償還になるべく充てられるようなスキーム上の工夫が施されており、それにより元本償還の蓋然性が高められている。インベストメントマネージャーによるこれまでの運用実績を踏まえると、裏付ローンの平常時の償却率は運用報酬控除後の利回りで十分にカバーできることが見込まれる。したがって、通常想定される不動産開発業者の倒産リスクや不動産市況変動リスクに対しては、期中の NAV 不足額を分配金からリザーブする仕組みや、元本償還開始後に裏付資産から発生するキャッシュフローをリザーブした上で元本償還に優先的に充てる仕組みなどにより十分にリスクが軽減されていると JCR はみている。

(2) ストレス時の元本回収シナリオ

上記の平常時シナリオにおいては、運用報酬控除後の利回りに対して非常に僅少な償却率が想定されている。一方で、07 年から 09 年におけるサブプライムローン問題を発端とした金融危機時のようなストレスが到来した場合には償却率がこれを大きく上回るような状況が短中期的に継続するような局面も想定される。また、同戦略にかかるローンの需給が緩むことで、運用利回りに低下圧力が生じる可能性も考えられる。

本件では、LTAIV が当初 90%以下、LTARV が当初 70%以下となるように裏付ローンが組成される。戸建て住宅の改装期間が比較的短いことや改装費用に対応するローンが建設の進捗状況に応じてドローダウンされ、仮に改装請負業者が倒産したとしても改装工事を引き継ぐことが可能な他の請負業者の裾野が広いこと、などを踏まえると、LTAIV のみにフォーカスした評価は過度に保守的であり、LTARV にも着目した評価が適切であると JCR では考えている。

このような考え方の下、JCR では過去の米国不動産市場の価格動向をもとにストレステストを実施した。運用利回りについても、過去実績から一定の下方調整を行った。その結果、大幅な不動産価格の下落を想定したケースにおいて、裏付ローンの償却が相応に発生するケースはあるが、そうした場合においても元来の貸出スプレッドの厚みや各種セキュリティパッケージが奏功し、Notes の元本償還を行うに際して高い耐久力を有することを確認した。

5. 格付評価

本件は、裏付ローンが比較的短期であること、厳格な借入人精査基準と上限対比で余裕のある LTV の水準、裏付ローンの高い利回りとそれを Notes の元本償還に充当可能な工夫されたスキーム、各種セキュリティパッケージ、トラックレコードに裏打ちされたインベストメントマネージャーの高い運営能力などの点で強みがある。

今回、運用ガイドラインにおいて、購入可能な個別ローン金額の上限が引き上げられた。これについて JCR では、①段階的な上限額の引き上げが行われる予定であること、②運用資産の質が悪化する局面では大口ロー

ンへの投資が抑制される仕組みがあること、③建設リスクが相対的に低い戸建住宅向けのローンが引き続き運用資産の大部分を占める予定であること、④大口ローンについて注意深く取り組んでいく方針であること一などから直ちに信用力に悪影響を及ぼすものではないとみている。

裏付ローンにかかる LTV は運用上の上限値に対し余裕のある水準となっており、JCR の当初想定に沿う動きとなっている。また、延滞の発生は裏付ローン全体のごく一部にとどまっており、マスターファンドの NAV についても Notes 元本残高以上の水準にて推移している。裏付ローンの残存貸付期間は本 Notes の延長を含む償還期間に対して短めの運用が行われており、本 Notes がマーケットリスクに晒される蓋然性やその程度は現状では限定的と考えられる。

関税政策に起因するコスト上昇圧力や、移民取締り強化等に伴う建設労働力への影響は、改装コストの予算超過や引渡遅延の要因となる可能性があるが、ポートフォリオへの直接的な悪影響はこれまでのところ見られていない。高金利により中古物件を中心に住宅販売件数に下押し圧力が継続しているが、慢性的な戸建て住宅不足が続いている状況下、価格上昇に追従できる相応の買い手が存在することなどから、足もとの住宅価格は上昇基調を維持している。金利の高止まりやトランプ政権による政策が米経済に悪影響を及ぼすリスクには留意が必要であるものの、マクロでみた米家計は健全であること、金融危機以降の住宅ローン貸出においては一定の規律が保たれてきていること、なども踏まえると、ストレステストの想定を上回るような市況の悪化は現状展望しづらいと JCR は考えている。

以上を勘案し、本 Notes の格付を「BBB+」とした。

(担当) 岩崎 智彦・梅沢 謙吾

■格付対象

【新規】

対象	発行枠	最終償還期限（注）	クーポン・タイプ	格付
Note Series III	3,000,000,000 米ドル	2031 年 10 月 30 日	実績配当	BBB+

【据置】

対象	発行額	最終償還期限（注）	クーポン・タイプ	格付
Note Series I	97,760,000 米ドル	2029 年 11 月 15 日	実績配当	BBB+
Note Series II	75,000,000 米ドル	2030 年 9 月 25 日	実績配当	BBB+

（注）インベストメントマネージャーの裁量による 6 カ月×2 回の延長を含む期限を記載。

＜発行の概要に関する情報＞

発行日	Note Series I：2023 年 11 月 15 日 Note Series II：2024 年 9 月 25 日 Note Series III：2025 年 10 月 30 日
予定償還開始日	発行から 4 年経過した日
予定償還期限	発行から 5 年経過した日
償還方法	所定期間における裏付資産からのキャッシュフローによる償還
流動性・信用補完措置	リザーブ

＜ストラクチャー、関係者に関する情報＞

発行会社	REDI Core Issuer LLC
アレンジャー	ニューバーガー・バーマン株式会社
インベストメントマネージャー	Neuberger Berman Investment Advisers LLC

＜裏付資産に関する情報＞

裏付資産の概要	LP 出資および貸付債権
---------	--------------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：Note Series I・II 2025 年 10 月 28 日
Note Series III 2025 年 10 月 31 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：濤岡 由典
主任格付アナリスト：岩崎 智彦
- 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」(2021 年 8 月 2 日)、「ABL(動産・売掛金等担保融資)」(2018 年 2 月 22 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。
- 格付関係者：
(発行体・債務者等) REDI Core Issuer LLC
(アレンジャー) ニューバーガー・バーマン株式会社
- 本件信用格付の前提・意義・境界：
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。
- 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：
① 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
② 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
③ その他、オリジネーターに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報
なお、①について JCR は格付申込者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行っている。
- 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。
- 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。
- 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を問わず、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を問わず、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。

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