

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。

＜資産証券化商品＞ Montgomery Asset Holding DAC Series 2024-04

【新規】
Pass Through Securities 格付 **BBB**

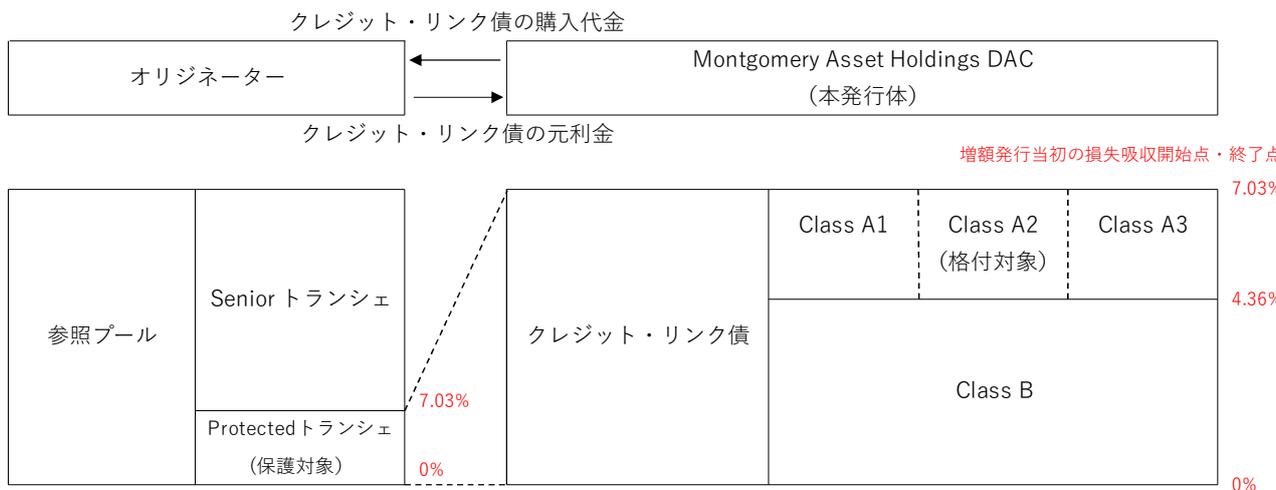
■ 格付事由

1. 概要

(1) 格付対象およびスキーム

本件の格付対象は、Christofferson, Robb & Company, LLC（CRC）をアレンジャーとし、アイルランド籍の Montgomery Asset Holding DAC（本発行体）が発行する Class A2 トランシェ（本ノート）である。本発行体は、2024年8月19日に Class A トランシェおよび Class B トランシェを発行し、調達した資金を用いて欧州に所在する銀行（オリジネーター）が発行するクレジット・リンク債に投資した。その後、2025年9月に本ノートおよび Class A3 トランシェを追加発行し、Class B トランシェを増額発行した上で、調達した資金を用いてオリジネーターが増額発行するクレジット・リンク債に投資した。なお、当初取引時の Class A トランシェは Class A1 トランシェへと改名された。本発行体は、クレジット・リンク債の保有を通じて、オリジネーターが保有する参照債務群（参照プール）から生じる損失のうち、最初の一定割合までの損失を引受ける（Protected トランシェ）。当該範囲を超える損失については、オリジネーターが負担する（Senior トランシェ）。参照プールは企業向けローンであり、クレジット・リンク債の予定満期は2032年11月末となっている。本発行体は、クレジット・リンク債から得たキャッシュフローを各ノートの元利金支払いに充てる。参照プールにおいて損失が発生した場合の損失負担の優先順位は Class B、Class A の順番となっており、Class B による信用補完効果を踏まえた Class A の劣後比率は4.36%となっている。

【スキームイメージ】



(2) 参照プール

増額発行当初の参照プールの特徴は下記のとおり。

- 貸付人はオリジネーター、債務は全てユーロ建て、債務総額は53.9億ユーロ。

- ・ 債務数は約 10,400 件、最大貸付先への与信比率は 0.50%、上位 10 社への与信比率は 5.0%、上位 30 社への与信比率は 14.4%。
- ・ NACE ベースでみた業種別の貸出上位先は、大きい順に Manufacturing が 28.7%、Professional, scientific and technical activities が 26.2%、Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles が 18.4%。
- ・ 満期が定まっている債務は 72.8%、満期末定の債務（UFN ローン）は 27.2%。
- ・ 返済スケジュールを踏まえた加重平均残存期間は約 1.95 年。

本件では 2 年間の Replenishment 期間が設けられており、オリジネーターは返済された元本相当額の範囲内で一定の条件を満たす債務を参照プールに追加することができる。なお、損失残高が経過月数に応じて設定される閾値を超えた場合、所定の回数連続で Replenishment が行われなかった場合、参照プールの規制上の加重平均 PD が所定値を超えた場合のいずれかに該当する際には、Replenishment は停止される。

参照プールには、UFN ローン（融資契約上で明確な満期日が定められていない債務）が含まれている。これらのローンでは、借入人は特段の通知がない限りローンを返済する義務がなく、返済は貸し手からの通知によって開始される。一方で、本件においてはこれら UFN ローンの満期を組入れ日から 1 カ月後の月末営業日として扱うこととされており、参照プールから 1 カ月で除外される。Replenishment 期間においては、適格基準をクリアするもののみが参照プールに追加可能な設計となっている。Replenishment 期間が終了すると、UFN ローンは参照プールに追加できなくなるため、参照プールが非連続的に縮小する。本件では適格基準により、延滞債権を参照プールに組み入れることができない。加えて、クレジット・リンク債において、延滞を理由にクレジットイベントに認定されるには 90 日以上支払い遅延が必要となっている。この仕組みにより、UFN ローンがクレジットイベントに認定されるのは、直前の月末時点で適格基準を満たし健全と判断された状態からわずか 1 カ月の間に破産手続きやリストラクチャリングに突入するケースに限られることとなり、UFN ローンに由来する損失が発生するリスクが抑制されている。

2. 主なリスクと緩和要素

(1) 信用リスク、回収リスク

参照プールから生じる損失が Class B で吸収できる限度を超過する場合、Class A の元本が毀損する。こうしたリスクに対して、参照プールに組み入れられるローンは最低でも行内格付 6 が要件となっており、一般に高い PD が想定される CCC 格相当の低格付ローンの組み入れが一定割合許容される CLO と比して、資産の質は相対的に良好である。また、参照プールの粒度も CLO 対比で非常に細かく、集中リスクは低減されている。参照プールには満期一括返済の債務が一定割合含まれているものの、満期ラダーは相応に分散されている。そのため、UFN ローンが Replenishment 期間終了後に参照プールから抜け落ちた後は、参照プール全体として一定のペースで元本償還が進んでいく予定であり、満期付近に返済が偏在する資産プールと比べるとリスクが抑制されている。参照プールに LBO ローンが含まれないことも定性的にサポート的な要素である。加えて、長年 SRT を中核事業として手掛けてきた CRC グループが本件をアレンジしていることも、参照プールに想定外の悪材料等が潜んでいるリスクを低減していると考えられる。

(2) 参照プールの変化に由来するリスク

本件では、増額発行当初より最大 2 年間の Replenishment 期間が設けられているため、参照プールが変化し、それによってもなるとプールの質が悪化するリスクがある。こうしたリスクに対して、本件では、プールに追加可能なローンについて、最低行内格付 (6) を含むきめ細かい適格基準が設けられている。そのうえで、参照プールの加重平均 PD は 1.80% 以下、行内格付 5+ 以下の参照債務の合計が参照プールの元本総額の 30% 以下に抑制されるメカニズムが設定されている。大口先与信比率の上限、業種集中の制限なども規定されており、プールの質の悪化が抑制されるようになっている。なお、増額発行時に新たに参照プールに組み入れられる債務についても、2025 年 7 月 31 日時点において当該適格基準を充足している必要がある。

前述のとおり、本件の参照プールには UFN ローンが含まれるが、適格基準を毎月満たし続けることが要件とされていることから、本件においてはむしろ参照プールの健全性を高める要素として機能するものと JCR

では見ている。本件では、ポートフォリオガイドラインにおいて、Replenishment 期間中については、これらのローンが参照プールの元本総額の少なくとも 23%を占めることが求められている。

(3) オリジネーターの目利き力、保全力等に関するリスク

ローン組成者の目利き力、管理者の保全力などが格付対象債務に影響を及ぼすリスクがあるが、JCR では次に掲げる要素などがそのリスクを緩和していると考ええる。

- ・ 本件参照プールのローンは、長年貸付事業を行ってきた堅固な事業基盤を有する銀行によって組成されていること。
- ・ 参照プールのローンに対して、規制当局の監督を受ける内部格付制度に基づき与信審査が実施されていること。
- ・ 長年 SRT を手掛ける CRC グループがレビューを行った取引先であり、同グループが関与して抽出された参照プールであること。
- ・ 参照プールのローンに対して、オリジネーターが保有するその他のローンと比べて遜色ないアフターフォローがなされると考えられること。

(4) カウンターパーティリスク

本案件の主要なキャッシュフローの源泉はオリジネーターから支払われるクレジット・リンク債の元本返済（参照プールにおける元本返済）である。したがって、仮にオリジネーターに信用事由等が発生した場合には本件も悪影響を受けるリスクがある。この点について、JCR では、オリジネーターの信用力は格付対象債務の根源的な信用力よりも高い水準にあると考えており、本件の格付はカウンターパーティリスクによる悪影響を受けないと整理している。なお、オリジネーターの外部格付が投資適格を下回る場合、オリジネーターはクレジット・リンク債の未払残高以上の金額の現金または適格証券を格付が A-以上のカストディアンに担保として預託することが求められる。これにより、仮にオリジネーターの信用力が将来悪化したとしても、格付対象の元本が毀損しにくくなっている。

3. 分析のポイント

(1) 分析のアプローチ

JCR では、①行内格付に対応する想定デフォルト率、②業種内のデフォルト相関、③マクロ経済のデフォルト相関、④LGD、などを加味したモンテカルロ・シミュレーションを実施することで、参照プールから発生しうる損失分布（リスクカーブ）を求めている。その際、ローンの返済スケジュールや、Replenishment 期間の存在による参照プールの残存年限の長期化についても可能な範囲で反映した。また、コールオプションについては考慮せず、クレジット・リンク債の満期までのデフォルト・回収リスクを考慮した。シミュレーションにおいては、UFN ローンが Replenishment 期間終了後に参照プールから排除されることや、Replenishment や経済環境の悪化によって参照プールへの一定の悪影響が及ぶことなども考慮した検証を行った。

(2) 検証結果

上述したモンテカルロ・シミュレーションの結果、本ノートにかかる債務履行の蓋然性は BBB 対比で問題無い水準にあることを JCR は確認した。

(3) 感応度分析

JCR では、参照債務の行内格付の悪化を仮定したシナリオを感応度分析の一環として検証した。その結果、参照債務全体がパラレルに 1~2 ノッチ格下げされた場合には、本ノートに対して 1~2 ノッチ程度の格下げ圧力が生じる可能性があることが示された。

(担当) 岩崎 智彦・梅沢 謙吾

■ 格付対象

【新規】

対象	発行額	当初劣後比率	最終償還日	クーポン・タイプ	格付
Series 2024-04 Class A2	27,000,000 ユーロ	4.36%	2033年12月31日	変動	BBB

〈発行の概要に関する情報〉

発行日	2025年9月29日
償還方法	クレジット・リンク債からのキャッシュフローを原資とした月次償還 ※ クレジット・リンク債に関する契約における Subordination Event が発生した場合、Senior トランシェが完済されるまでクレジット・リンク債ならびに格付対象債務の償還が停止される。
流動性・信用補完措置	優先劣後構造 ※当初劣後比率：4.36% (Class B 発行総額/当初参照プール残高)

上記格付はバーゼルⅡに関連して金融庁が発表した『証券化取引における格付の公表要件』を満たしている。

〈ストラクチャー、関係者に関する情報〉

Secured Limited Recourse Debt Issuance Programme	Montgomery Asset Holding DAC
アレンジャー	Christofferson, Robb & Company, LLC
オリジネーター等	欧州に所在する大規模な銀行

〈裏付資産、参照プールに関する情報〉

裏付資産の概要	オリジネーターが関連契約に基づいて発行するクレジット・リンク債
参照プールの概要	オリジネーターが関連契約に基づいて指定するローン
参照プール発生の概要	参照プールは、クレジット・リンク債の増額発行日に決定される。その後、2年間は Replenishment により構成が変化する可能性がある。
当初参照プールの属性	債権残高：5,390,177,948 ユーロ 債務数：約 10,400 ※詳細は 1.(2) 参照プールを参照。
適格要件	未公表

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：2025年9月30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：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、「シンセティック CDO」(2019年9月24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：
(オリジネーター等) 欧州に所在する大規模な銀行(ビジネス上の理由により非公表：オリジネーターを取り巻く競争が激しく、公表することにより格付関係者に悪影響が生じる可能性があるため)
(アレンジャー) Christofferson, Robb & Company, LLC
(SPC) Montgomery Asset Holding DAC
- 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する 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。JCR は、格付付与にあたって必要と判断する情報の提供を発行者、オリジネーターまたはアレンジャーから受けているが、その全ては開示されていない。本件信用格付は、資産証券化商品の信用リスクに関する意見であって、価格変動リスク、流動性リスクその他のリスクについて述べるものではない。また、提供を受けたデータの信頼性について、JCR が保証するものではない。
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：

- ① 格付対象商品および裏付資産に関する、アレンジャーから入手した証券化対象債権プールの明細データ、証券化関連契約書類等
- 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ならびに情報機関等から購入した情報
- ③ オリジネーターに関する、当該者が対外公表を行っている情報
- ④ その他、オリジネーターに関し、アレンジャーから書面ないし面談にて入手した情報

なお、①についてはアレンジャー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. 資産証券化商品の情報開示にかかる働きかけ：

(1) 情報項目の整理と公表

JCRは、資産証券化商品の信用格付について、第三者が独立した立場で妥当性を検証できるよう、裏付資産の種類別に、第三者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目をあらかじめ整理してホームページ上で公表している。

(2) 情報開示にかかる働きかけの内容及びその結果の公表

JCRは、本資産証券化商品の格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報（上記の情報項目を含む。）の開示を働きかけた。

働きかけの結果、格付関係者が公表に同意した情報の項目について、JCRは、格付関係者の委任を受け、格付関係者に代わりここで当該情報を公表する（上記格付事由及び格付対象を参照）。なお、公表に対して同意を得られていない情報の項目については、上記格付事由および格付対象の箇所未公表と表示している。

10. 資産証券化商品についての損失、キャッシュフローおよび感応度の分析：

格付事由参照。

11. 資産証券化商品の記号について：

本件信用格付の対象となる事項は資産証券化商品の信用状態に関する評価である。本件信用格付は裏付けとなる資産のキャッシュフローに着目した枠組みで付与された格付であって、資産証券化商品に関し (a) 規定の利息が期日通りに支払われること、(b) 元本が最終償還日までに全額返済されることの確実性に対するものであり、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力を示す発行体格付とは異なる観点から付与されている。

12. 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。

13. 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、結果的正確性、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