News Release

株式会社日本格付研究所
Japan Credit Rating Agency,Ltd.

26-S-0124
2026 年 11 月 10 日

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。

VPC Investor Fund D Feeder, Ltd.

【新規】
債券格付　　ＢＢＢ

■格付事由

本格付の対象は、ケイマン諸島籍の VPC Investor Fund D Feeder, Ltd.（発行体）が発行する Note である。

1. 概要

(1) スキーム

① 発行体は Note に基づく資金実行による調達資金を原資として VPC Investor Fund D, L.P.（メインファンド）への LP 出資を行う。メインファンドのジェネラルパートナーは VPC Investor Fund GP D, L.P.であり、Victory Park Capital Advisors, LLC（VPC またはインベストメントマネジャー）が投資運用を担う。メインファンドは、主として消費者や中小企業向けの金融債権を裏付とする担保付シニアクレジット資産（ABF）への投資を行う。

② メインファンドは、投資から生じる利息等の収益を LP 投資家へ分配する。発行体は当該分配金を源泉とする収入から所定の費用および後述のリザーブを控除し、残余がある場合にはこれを Note の利息として投資家に支払う。なお、Note には固定された表示金利はなく、利払いは裏付資産から得られる収益に連動する実績配当型である。

③ Note には予め定められた元本償還スケジュールはなく、所定の償還手続きが開始されるまで、メインファンドが回収した元本は原則として再投資に充当される。Note の償還手続きが開始された場合、発行体が受領する裏付資産の元本回収に由来する分配収入およびリザーブ資金が Note の元本償還に充当される。なお、Note の償還が開始されたとしても、メインファンドはセカンダリー市場を通じたすみやかな投資資産の処分義務を負わず、平常時は実質的な裏付資産の借入人からの契約上の支払いを原資として Note が償還されていく。

(2) メインファンドの投資対象

① 主な投資対象は、消費者や中小企業向けの金融債権を裏付資産とし、相対交渉により組成される ABF である。

② 単一の投資先に対する投資額は、メインファンドの初回クロージングから 1 年間は上限が適用されず、1 年経過後から 2 年経過までの期間は利用可能資本（メインファンドへのコミットメント総額）の 15%以下、その後は 10%以下に制限される。

③ 所定の国以外を主たる事業活動地域とする債務者への投資は、利用可能資本の 25%以下に制限される。

(3) リザーブ

発行体は、Note の利払いに先立ち、所定の基準に従ってキャッシュリザーブを積み立てる。リザーブが必要水準に達するまで利払いは制限される。必要水準は、Base Reserve、NAV 不足 Reserve、Credit Impairment Reserve の合計にマネジャーが必要と判断する任意積立を加えた金額である。

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

2. 主なリスクと緩和要素

(1) 裏付資産の質

メインファンドが投資する ABF は、消費者や中小企業を債務者とする資産を裏付けとしており、これらの債務者の信用力が悪化した場合には、本 Note の元利払いに悪影響が及ぶおそれがある。こうしたリスクに対し、VPC では、仮に 2008 年の世界金融危機に相当する深刻な景気後退が発生したとしても、元本毀損を回避できる水準の信用補完を投資先に求めている。具体的には、担保の合計価値に一定の掛け目を乗じた金額を上限として与信を行う。また、適格担保基準を設けることにより、与信後に裏付資産の債務者の延滞率が上昇し、延滞日数が長期化する局面においても、一定割合以上の適格な超過担保をオリジネーターに要求する仕組みとなっている。裏付資産のデュレーションが比較的短いこと、オリジネーターに最低流動性にかかるコベナンツが課されていること、裏付資産の質が VPC の想定を下回り始めた場合に対する保護策が講じられていること、適格要件を満たさなくなった裏付資産も余剰担保として残存することなども、裏付資産の質の悪化に対する下支え要因となっている。個別投資資産の元本回収を支えるこれらの仕組みに加え、本件では、Note の発行体レベルでも所定のリザーブの積立てが義務付けられている。これにより、仮に一部の資産で元本毀損が懸念される場合でも、本 Note の元本回収に悪影響が生じにくくなっている。

(2) インベストメントマネジャーの運用手腕

メインファンドが投資する ABF は、インベストメントマネジャーにより選別され、本 Note の投資家が償還を希望しない限り、回収した元本は通常、再投資される。そのため、インベストメントマネジャーの案件ソーシング力、条件交渉力、投資規律、投資後のモニタリング体制やワークアウト力が、同資産のパフォーマンスに影響を及ぼす。

JCR では、VPC の長年の経験、リピーター率の高い取引先基盤、一貫性のある堅牢な与信ストラクチャー、きめ細かいモニタリング体制、良好なトラックレコードなどが運用手腕にかかるリスクを現状では緩和しているとみている。

(3) ポートフォリオにおける集中や脆弱性

特定の個別案件への集中度が高い場合、当該案件の信用悪化が Note の元本償還に与える影響が大きくなるリスクがある。当該リスクに対し、本件では単一の投資先に対する集中度がメインファンドの初回クロージングから 1 年経過後は利用可能資本の 15%以内、2 年経過後は 10%以内に抑制されるようになっている。加えて、本件では最大の大口案件に対し、少なくとも実行済み残高の一定割合を利息収入から積み立てる仕組みが設けられている。

貸出掛目が一定水準を超過する案件へのエクスポージャーは 30%以内に抑制されるようになっている。加えて、各投資の実効 LTV が一定水準を超える場合には、当該超過相当額がリザーブの必要水準の算定に反映される。

地域別では、特定の国以外を主たる事業活動地域とする債務者へのエクスポージャーは 25%以内に抑制される仕組みが備わっており、新興国や VPC にとって馴染みの薄い先進国等への投資割合が過度に高くならないようになっている。

(4) 為替のミスマッチ

VPC が組成する ABF は原則として米ドル建てであるが、米ドル以外の通貨で組成される場合には、ファンド段階で為替予約等を活用し、元本および将来の現金利息に係る為替リスクを対米ドルでヘッジする方針であることを、JCR は VPC へのヒアリングにより確認している。

一方、ABF が米ドル建てであっても、その裏付資産が米ドル以外の通貨建てである場合には、間接的に為替リスクに晒される。こうした場合、裏付資産通貨と米ドルの為替レートを踏まえて、SPV の借入可能額が高頻度で更新されるように ABF が組成される。加えて、値動きが相対的に激しい通貨の場合には、実行済み与信残高全額に対して為替ヘッジが通常なされる。これにより、借入可能額が更新される区間における短期的な為替変動リスクからも保護される。

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

こうした為替リスクに対する保守的な方針に加えて、リザーブの仕組みがあること、ABF の裏付資産の多くが米国所在となることが想定されていること、などを踏まえれば、為替のミスマッチに起因するリスクは抑制されていると JCR では判断している。

3. 総合評価

本件は、個別投資における信用補完と工夫されたストラクチャー、最終裏付資産のデュレーションの短さ、個別資産の元本毀損リスクや特定資産への集中リスクなどに備えたリザーブの仕組み、ならびに良好なトラックレコードに裏打ちされた VPC の運用手腕などに強みがある。今後の投資対象資産の内容、実質的なポートフォリオの分散状況、リザーブの積立状況、為替リスクへの対応および元本回収の見通しなどについては継続的な確認を要するものの、前述したリスク軽減要素を勘案すれば、ストレス時においても Note の償還期日までの元本回収の確実性は認められると JCR では判断した。以上を踏まえ、本 Note の格付を「BBB」とした。

（担当）岩﨑　智彦・梅沢　謙吾

■格付対象

【新規】

対象	発行枠	ｸｰﾎﾟﾝ・ﾀｲﾌﾟ	格付
Note	1,000,000,000 米ドル	実績配当	BBB

<発行の概要に関する情報>

発行日	2026 年 11 月 9 日
償還期日	投資家による全額償還開始にかかる通知の効力発生日から 8 年後
償還方法	パススルー償還（リザーブを除く）
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>

発行体	VPC Investor Fund D Feeder, Ltd.
アレンジャー	Victory Park Capital Advisors, LLC
インベストメント マネジャー	Victory Park Capital Advisors, LLC

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	消費者・中小企業向け金融債権を裏付とする ABF に投資を行うファンドの LP 持分

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**：2026 年 11 月 9 日
2. **信用格付の付与について代表して責任を有する者**：涛岡　由典
   主任格付アナリスト：岩﨑　智彦
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、「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）　VPC Investor Fund D Feeder, Ltd.
   （アレンジャー）　Victory Park Capital Advisors, LLC

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

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。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、関係者から入手した証券化関連契約書類や関連情報
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、インベストメントマネジャーに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報

なお、JCR は格付関係者から提供される情報の正確性に関して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行っております。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

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.