

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〉 PACE INVADERS T2-UT-2026-1

【新規】

信託受益権格付

A +

■格付事由

本件は、米国ユタ州において建築中のコンドミニアム（総戸数 28 戸、対象不動産）を対象として実行される C-PACE ローン（原ローン）を裏付けとする信託受益権に対する格付である。

1. スキームの概要

- (1) 米国ユタ州の法律に基づき設立された開発 SPC は、原ローン、建設ローン及び出資金等によって調達した資金を、建設予定地となる土地の取得資金、工事請負業者との間で締結された工事請負契約に基づく対象不動産の建築費等の支払いに充当する。工事付帯費用及び開発関連費用等を除いた残額は、期中の利払いも含めた準備金として積み立てられる。また、原ローン貸付人は原ローンの実行と同時に当該債権を信託譲渡し、本信託受益権が発行される。
- (2) 原ローンは、米国ユタ州が定める基準を満たす商業用不動産に関する再生エネルギー効率の向上、耐用年数の長期化等の強靭性の向上、水資源の保全等に要する資金を拠出するプログラムである C-PACE (Commercial Property Assessed Clean Energy)に基づき実行されるノンリコースローンである。当該プログラムに基づき、原ローンの返済順位は建設ローン等の支払いに優先される仕組みになっている。
- (3) 対象不動産は建物竣工前から販売用不動産として分譲販売がなされ、竣工引渡し後、コンドミニアム購入者から受領する売買代金を原資として原ローンの元本返済を行う。なお、原ローンのファイナンス期間は約 25 年であるものの、それ以前に到来する建設ローンの満期が本件における実質的な予定返済期日となっている。
- (4) 本信託受益権の元本償還および配当の支払いは、原ローンの元利金を原資として行われる。

2. 対象不動産の概要及び主要情報

- (1) 開発用地は米国ユタ州におけるスキーリゾート地として名高い地域に所在する。ソルトレイクシティなどの主要都市への交通利便性や最寄りの空港への接近性にも優れた立地である。開発用地の近隣地域においては、スキー施設のほか、宿泊施設や料飲施設等の開発も進んでいる。
- (2) 対象不動産はスキー場に隣接した低層の高級コンドミニアムであり、グレード及び設計・設備等の機能性の観点から、竣工後、高い競争力を有する物件となるものと見込まれる。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

- (1) 原ローンは竣工前から実行されるローンであるため、工事請負業者の信用悪化や不可抗力等に起因する工事の大幅遅延、工事請負契約の解除等により、対象不動産が竣工しないリスクや請負代金が膨張するリスク（コストオーバーランリスク）が存在する。本件では、工事請負会社や設計会社など開発関係者のスキーリゾート地におけるコンドミニアムの開発にかかる実績が十分にあること、躯体工事の難易度は高くないと見られること、さらに工事の遅延やコストオーバーランに対しては、優先劣後構造や契約書上の取り決めによるストラクチャー上の手当てがなされていることから、建設リスクは相応に低減されているものと評価される。
- (2) 原ローンは対象不動産を販売用不動産として個人のエンドユーザーに売却することにより返済することが予定されており、市場の変動により販売価格が下落するリスクの影響を受ける。近隣地域におけるスキー場に

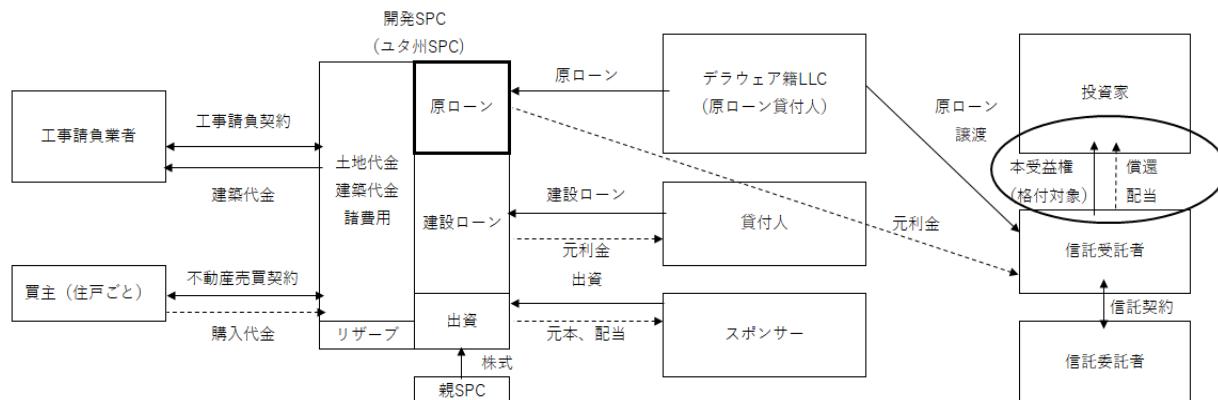
隣接するコンドミニアムに対する強い需要及び対象不動産の競争優位性を背景に、建物竣工前の販売状況は順調であり、既に大半の住戸が契約済みである。また、優先劣後構造により一定程度の販売価格の下落が発生した場合でも原ローンが返済可能となるような仕組み上の手当てがなされていることから、販売段階のリスクは相応に低減されているものと評価される。

4. 格付評価のポイント

- (1) 原ローンは、開発型不動産を裏付けとするノンリコースローンであり、販売用不動産として売却することをもって返済することが予定されている。よって、本件分析は、建設リスクと販売リスクを踏まえて、原ローンに対する劣後水準が十分か否かを主要なポイントとした。
- (2) 本件では、販売契約済み住戸にかかる預かり金が原ローンの返済前に工事代金等の支払いに充当されることも踏まえ、これまでの販売実績をベースとしたJCR評価額に対する原ローンのLTVを約38.7%と算出した。
- (3) 建設リスクと販売リスクは、各スキーム関係者の業務遂行能力やストラクチャー上の手当て等により格付相応に軽減されている。なお、タイムオーバーランリスクに関して、原ローンよりも先に到来する建設ローンの満期に照らしても、概ね余裕のある建設スケジュールになっていると見ている。
- (4) 開発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。
- (5) 感応度分析の結果、コンドミニアムの販売価格が今後19%以上下回った場合、1ノッチの格下げが想定される。ただし、将来の格付を約束するものではない。

以上より、LTV水準やスキーム関係者の業務遂行能力、現時点の販売実績などを考慮して、本信託受益権の格付を「A+」と評価した。

【スキーム図】



(担当) 中川 哲也・濱口 尚夫

■格付対象

【新規】

対象	発行金額	劣後比率 *	最終償還期日	クーポン・タイプ	格付
信託受益権	75,000,000 米ドル	61.3%	2051年1月1日	固定	A+

* 劣後比率=1-担保資産のJCR評価額（販売預り金控除後）に対する原ローンのLTV

〈発行の概要に関する情報〉

信託設定日	2026年1月30日
償還方法	パススルー償還
流動性・信用補完措置	優先劣後構造、積立金

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〉

アレンジャー	CastleGreen Finance, LLC
--------	--------------------------

〈裏付資産に関する情報〉

裏付資産の概要	米国ユタ州において開発中のコンドミニアムを対象とするノンリコースローン
---------	-------------------------------------

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1月30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 : 中川 哲也
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、「開発型不動産」(2014年6月2日)、「不動産証券化」(2021年8月2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 :
(オリジネーター等) 該当なし
(アレンジャー) CastleGreen Finance, LLC
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 :
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. 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で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眼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) 規定の配当が期日通りに支払われること、(b) 元本が最終償還期日までに全額償還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、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、遗漏、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行っています。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