

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。

CRED RN-D Cayman LLC

【新規】

債券格付

BBB

■ 格付事由

本格付の対象は、ケイマン籍法人であるCRED RN-D Cayman LLC（発行体）が発行するNotesの発行枠である。発行体はBlockerを介してCRED RN-D Fund LP（ファンド）へLP出資する。実質的な裏付資産は、ファンドがCanyon Partners Real Estate LLC（CPREまたはインベストメント・アドバイザー）の助言の下で投資する不動産デット等である。

1. 概要

(1) スキーム

- ① 発行体はNotesの発行により調達した資金を用いてBlockerを介してファンドにLP出資する。ファンドはインベストメント・アドバイザーの助言の下、投資機会に応じて不動産デット等への投資を行う。
- ② 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Notesの利息として投資家に支払う。なお、Notesは表示金利に基づくクーポンを有せず、四半期ごとに実績配当型の利払いを行う。
- ③ Notesに予め定められた償還スケジュールはなく、Notes投資家が償還にかかる通知を行わない場合、もしくは償還開始期限が到来していない場合、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。Notesの償還が開始された場合、発行体を受領する元本返済由来の収入およびリザーブ資金がNotesの元本償還に充当される。なお、Notesの償還が開始されたとしても、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返済によりNotesが償還されていく。

(2) ファンドの投資対象

- ① 投資対象は、不動産に関連するシニアローン、メザニンローン、優先出資等で構成される。対象不動産は米国の主要市場に所在することが想定されている。
- ② 主として3～5年程度の期間を有するローンが想定されている。
- ③ 物件タイプについては、集合住宅、高齢者住宅、学生住宅を含む賃貸住宅系不動産に重点を置きつつ、産業施設、ホテル、商業施設、オフィス、スタジオ、倉庫・保管施設、ライフサイエンス施設、データセンター、冷蔵倉庫、セルフストレージ、教育施設等を含み、土地については限定的な場合に限り投資対象となる。ファンドは、初回クロージングから3年以内に、純資産価値の50%超を集合住宅等の住宅系戦略に投資することを目標としている。
- ④ 各案件の投資時点のLTVは安定化後の価値を基準として65%以下とされている。
- ⑤ 原則として正常債権を投資対象とし、証券化商品、非正常債権、および必要な開発許認可が十分に整っていない土地を主要担保とする投資は行わない。
- ⑥ ポートフォリオ構築に関しては、単一案件への投資額は、投資時点においてファンドの総コミットメントの20%を原則として超えないこととされている。

(3) リザーブ

発行体は、Notes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、下記①を下限とし、②、③および発行体が必要と判断する追加リザーブを加えた水準である。

- ① Base Reserve：発行済Notes元本総額の5%、最大シニア・エクスポージャーの元本の50%、最大非シニア・エクスポージャーの元本の100%のうち最大額。
- ② LTV Reserve：個別案件のLTVが65%を超過した場合に、当該LTVを実効的に65%に抑制するために必要な金額。
- ③ Realized Loss Reserve：実現損相当額。

2. 主なリスクと緩和策

(1) 不動産価値の下落リスク

本件の回収可能性は、裏付不動産の価値に左右される。裏付不動産の価値が下落した場合、ファンドの保有するデットや優先出資等の元本が棄損し、Notesの元本償還に悪影響が生じるリスクがある。これに対し、本件では投資時のLTVを安定化後の価値基準で65%以下とする制限が設けられている。また、個別裏付資産のLTVが65%を超過した場合には、当該LTVを実効的に65%に抑制するために必要な金額をLTV Reserveとして留保する仕組みが設けられている。この仕組みにより、個別の投資案件単位で損失が抑制されるようになっている。そのうえで、Base Reserveが設けられていることにより、ファンドの投資ポートフォリオにおいて元本の棄損が発生したとしても、一定レベルまでの損失であれば、同リザーブで吸収できる仕組みが備わっている。また、実際に投資案件で元本損失が発生した場合には、Realized Loss Reserveとして当該損失額が追加でリザーブされることとなっており、Base Reserveが減少しないようになっている。これにより、Notesの元本が全額償還されるまではBase Reserveによる損失吸収力が保持されるようになっている。加えて、Base Reserveを上回る損失が発生すると見込まれる場合には、発行体の裁量により、予防的にリザーブを積み増すことができるようになっている。これらにより、不動産価値下落に伴うリスクの軽減が図られている。

(2) インベストメント・アドバイザーの運用手腕に起因するリスク

本件では、CPREによる案件選別、投資判断および投資後の管理・回収対応の実効性が、裏付資産のパフォーマンスに影響を及ぼす。担保価値や出口戦略の見極めが不十分である場合、投資案件からの回収率が悪化し、Notesの元本償還の蓋然性に悪影響を及ぼす可能性がある。

CPREは米国不動産デット投資における長期の投資実績を有し、案件ソーシングから投資後管理、ワークアウトまでの体制を整備している。また、開発・建設リスクを伴うローンについては、建設請負会社の実績、工事契約、建設予算、工期等の確認を通じて、リスク軽減が図られている。これまでの投資実績も踏まえると、当該リスクは相応に抑制されているとJCRはみている。ただし、投資体制や投資スタンスなどに変化が無いかは今後もフォローしていく必要がある。

(3) 集中リスク

個別案件への集中度が高い場合、当該案件の信用悪化がNotesの元本償還に与える影響が大きくなるリスクがある。これに対し、本件では、単一案件への投資額は、投資時点でファンドの総コミットメントの20%を原則として超えないこととされており、単一案件への集中に対する明示的な制限が設けられている。加えて、本件では、Notesの利払いに先立ち、所定の基準に従ってBase Reserveを積み立てる仕組みが設けられており、少なくとも、最大シニア・エクスポージャーの元本の50%または最大非シニア・エクスポージャーの元本の100%のうち大きい金額がリザーブされる。これにより、集中リスクに対しては一定のリスク軽減措置がとられているとJCRは考えている。

(4) レバレッジに起因するリスク

ファンドは、投資対象資産を裏付けとする借入により投資規模を拡大することを目的とした、ファンドレベルでの恒常的なレバレッジは利用しない方針である。なお、ファンドは、投資家の未払込出資コミットメントおよびキャピタルコール権を返済原資・担保とするクレジット・ファシリティを利用する可能性があるが、当該ファシリティは一時的かつ補完的な資金調達であり、発行体に対してNotesの発行枠を上回る投資を可能にするものではない。したがって、Notesの元本償還に悪影響を及ぼすものではないとJCRでは考えている。

また、一部の投資案件では、潜在的な最大損失が単一の投資額を一定程度上回る形で参画する場合がある。こうした案件では、契約内容によっては、裏付担保からの回収金が不足した場合にファンドの損失負担が大きくなり得る点に留意が必要である。これについては、LTVに関する制限やCPREのトラックレコード等がリスク軽減要因になっている。こうしたローンの割合がファンドのポートフォリオに占める割合が高くなる場合は、NotesのLGDが大きくなりやすい点に留意が必要である。

(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

本件では、Notesの元本償還が開始されない限り、ファンドは投資案件の元本を再投資していくこととなっている。ファンドの投資案件の満期は主として3～5年程度が想定されているが、再投資が繰り返されていく場合、これらの満期がNotesの満期を超過するリスクがある。その場合、Notesの元本償還が投資案件のセカンダリー市場での価格変動リスクや、Notes自体のリファイナンスリスクに晒されることとなる。こうしたリスクに対し、本件では、Notesの満期日の延長が明示的に可能な契約内容となっている。そのうえで、Notesの満期を、ファンドの投資案件のうち最も満期が長いものから一定期間のゆとりを持たせた日付とする運用が行われることが想定されている。こうした運用が遵守される限り、当該リスクは顕在化しない。JCRでは、実際にこのような運用が行われるかフォローしていく。

(6) 災害リスク

裏付不動産が自然災害等により毀損した場合、担保価値および回収可能性が低下するリスクがある。本件における裏付不動産については、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。

3. 格付評価

本件は、投資時LTVを安定化後の価値基準で65%以下とする制限、工夫されたリザーブの仕組み、CPREの高度な運用手腕とそれを裏付ける投資実績といった点で強みがある。今後の投資対象資産の内容、ポートフォリオの分散状況、対象不動産にかかるマーケット動向等については継続的に確認していく必要があるものの、先述した各種リスクに対するリスク軽減要素を勘案すれば、ストレス時においてもNotesの元本償還の確実性は認められるとJCRでは判断した。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	最終償還日	クーポン・タイプ	格付
Master Notes	150,000,000 米ドル	2037年7月1日	実績配当	BBB

<発行の概要に関する情報>

発行日	2026年7月1日
強制償還開始日	2037年7月1日
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>

発行会社	CRED RN-D Cayman LLC
アレンジャー	Canyon Partners, LLC
インベストメント・アドバイザー	Canyon Partners Real Estate LLC

〈裏付資産に関する情報〉

裏付資産の概要	Blocker を通じて保有するファンドの LP 持分
---------	-----------------------------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2026年7月1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、「不動産証券化」(2021年8月2日)、「開発型不動産」(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。
- 格付関係者：
(発行体・債務者等) CRED RN-D Cayman LLC
(アレンジャー) Canyon Partners, LLC
- 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。
- 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、インベストメント・アドバイザーに関し、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なるものを問わず、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