

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。

## Man GPM US Residential Debt Fund

### 【据置】

債券格付

A+

### ■ 格付事由

本件は、ファンドのスキームを介した、米国の住居用不動産や土地等を担保としたローンに対する投資案件であり、格付の対象は Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1（SS sub-trust）が発行する Notes である。なお、Notes の発行は米ドル建を前提としており、本評価において Notes と裏付資産の通貨のミスマッチは想定していない。

#### 1. スキームの概要

- 投資家は、Man GPM US Residential Debt Fund（Trust）に対して投資を行う。
- Trust は、SS sub-trust が発行する Notes（SS sub-trust 2019-05 および SS sub-trust 2021-06、本 Notes）に対して投資を行う。
- SS sub-trust は、インベストメント・マネージャーである Man Global Private Markets (USA) Inc.（Man GPM）による運用指図のもと、ローン・オリジネーターが設立する SPE（ローン・オリジネーターSPE）に対して所定の条件のもとで担保付ローンを実行する。
- SS sub-trust は月次でローン・オリジネーターSPE からローンに対する利息を回収し、当該利息を Trust に対して分配する。Trust に対する利率は実績分配型となっている。
- 本 Notes はローン・オリジネーターSPE に対するローンの元本返済スケジュールに準じて償還される。予定償還期日までに本 Notes は全額償還される必要があるが、関係者合意のもと、償還期日は1年以内であれば延長される想定である。格付は延長を含めた期日までに本 Notes の元本が全額償還される蓋然性を表している。

#### 2. 裏付資産

本件の裏付資産は、SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対して融資されるローンである。

##### (1) ローンの概要

米国では、割安な不動産を購入し、改築・改装を行ってバリューアップしてから市場で転売するビジネス（Fix and Flip ビジネス）に従事する不動産開発業者が多数存在する。ローン・オリジネーターSPE はそのような不動産開発業者に対して審査を行ったうえで不動産の購入資金および改築・改装資金を融資している。SS sub-trust はそのようなローン・オリジネーターSPE に対して、所定の条件のもとで融資を行う。

SS sub-trust による融資にあたっては、ローン・オリジネーターSPE が保有する、不動産開発業者に対する第一順位の抵当権付きローン債権等が担保として差入れられる。ローン・オリジネーターSPE 単位で当該担保は多数に分散しており、クロス担保条項が設定される。

## (2) Borrowing Base（貸出基準額）

SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対して融資されるローン金額は、Borrowing Base の仕組みにより担保となる不動産価値に対して保守的な水準でコントロールされる。

Borrowing Base は、主に担保となる不動産の現在価値に基づく LTV（LTV（As-Is））と改築・改装後価値に基づく LTV（LTV（ARV））を軸に、所定の計算式で算出される。

SS sub-trust によるローンについては、LTV（As-Is）の上限ターゲットが 65%、LTV（ARV）の上限ターゲットが 50%とそれぞれ定められている。

## (3) モニタリング

SS sub-trust によるローンについて、所定の条件が遵守されているかどうかを管理するために、インベストメント・マネージャーである Man GPM は独自のシステムによりモニタリングを行う。当該モニタリングシステムでは、担保として組入れられるローンの明細をもとに、エリア別の集中度合い、借り手の信用スコア別の集中度合い、LTV の推移などが視覚的に把握できるようになっている。投資家および JCR も当該モニタリングシステムを利用して各種データを参照することが可能となっている。

## 3. 仕組み上の主たるリスクの存在

### (1) ローン・オリジネーターSPE の倒産リスクモニタリング

SS sub-trust からローン・オリジネーターSPE に対するローンに関して、借り手であるローン・オリジネーターSPE が倒産した場合、インベストメント・マネージャーである Man GPM がローン債権あるいは担保不動産を売却し、資金を回収する必要がある。

### (2) インベストメント・マネージャーにかかるリスク

本案件の評価においては、インベストメント・マネージャーである Man GPM の良好なトラックレコードや高い運営能力も重要な要素である。そのため、Man GPM が当初想定されていた業務を遂行できなくなった場合に裏付資産の管理やソーシング等が問題なく行われるかについて留意する必要がある。

### (3) 災害リスク

災害が発生した場合、裏付資産であるローン債権および担保不動産の価値が下落する可能性がある。

### (4) 不動産価値の下落リスク

3.(1)の状態においてインベストメント・マネージャーである Man GPM が担保処分を行う場合、不動産市場の悪化の影響などにより、担保処分による回収金額が本 Notes の残高に達しないリスクに留意する必要がある。

## 4. 格付評価のポイント

- (1) インベストメント・マネージャーである Man GPM は過去より本 Notes の裏付資産であるローンと同様のスキームを運用してきており、良好で安定したトラックレコードを有している。また、Man GPM の市場でのプレゼンス、システムの効率性、ローンの審査能力等において、一定の優位性が認められる。
- (2) 本 Notes の裏付資産であるローンの実行にあたっては、Borrowing Base やクロス担保をはじめとした回収の確実性を高めるための仕組みが設けられており、十分なモニタリング体制も構築されている。担保不動産の災害リスクに対しては、インベストメント・マネージャーの働きかけによりエリアごとのハザードリスクの特徴なども考慮された上で適切な保険への加入がなされる。本 Notes の裏付資産であるローンについて、仮にデフォルトが発生した場合、ローン債権あるいは担保不動産の売却を通じた資金回収がなされる。本件に関し、過去の不動産市場の価格動向等をもとにストレステストを JCR にて実施した結果、大幅な不動産価値の下落を想定したケースでも、保守的な LTV の水準が奏功し、本 Notes が償還されうることを確認している。
- (3) 裏付資産のローンにかかる LTV は運用上の上限値から余裕のある水準で推移している。住宅種別では、ポートフォリオの大部分を戸建て住宅が占めており、JCR の当初想定に沿った運用がなされている。ローン・オリジネーターSPE の追加を 24 年 9 月に予定しているが、追加後の LTV は運用上の上限値から余裕のある水準で推

移し、住宅種別はポートフォリオの大部分を戸建て住宅が占める等、引き続き JCR の想定に沿った運用がなされる見込みである。米国住宅市場に目を向けると、利上げを背景に住宅購入がしづらくなり、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。もともと、慢性的な戸建て住宅不足が続いている状況下、市場在庫が健全な水準にあること、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相応のモメンタムを維持している。高水準の金利が長期化した場合の悪影響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。以上およびインベストメント・マネージャーの運用体制が維持されていることも踏まえて、本 Notes の格付を「A+」に据え置いた。

(担当) 岩崎 智彦・猪又 哲

## ■格付対象

### 【据置】

対象	発行額	最終償還期日 (*1、*2)	クーポン・タイプ	格付
債券 (SS sub-trust 2019-05)	1.5 億米ドル	2028 年 8 月 1 日	実績配当型	A+
債券 (SS sub-trust 2021-06)	1 億米ドル	2027 年 10 月 31 日	実績配当型	A+

### <発行の概要に関する情報>

発行日	債券 (SS sub-trust 2019-05) : 2019 年 5 月 1 日 債券 (SS sub-trust 2021-06) : 2021 年 6 月 1 日
予定償還期日 (*1)	債券 (SS sub-trust 2019-05) : 2027 年 8 月 1 日 債券 (SS sub-trust 2021-06) : 2026 年 10 月 31 日
償還方法	裏付資産である貸付債権に準じたパススルー返済
流動性・信用補完措置	なし

(\*1) 本スキーム上、裏付資産にかかる新規投資や投資継続を目的として、償還期日の延長が行われる場合がある。

(\*2) 最終償還期日については、予定償還期日からの 1 年延長を予め織り込んでいる。

### <ストラクチャー、関係者に関する情報>

発行体	Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1
アレンジャー	Man Global Private Markets (USA) Inc.
ファンド・マネージャー	Man Asset Management (Cayman) Limited
インベストメント・マネージャー	Man Global Private Markets (USA) Inc.

### <裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	ローン・オリジネーターSPE に対するローン
---------	------------------------

## 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 : 2024 年 8 月 2 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)、「ABL (動産・売掛金等担保融資)」(2018 年 2 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) Man GPM US Residential Debt Fund - Sub Trust 1

**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、予定償還期日が到来した時点で元本が全額償還されていない場合でも、延長オプションが行使されていれば最終償還期日まで裏付資産からの受取金を受領することが可能であるため、「D」記号を付与しない。

本件信用格付は、債務履行の確実性の程度についての 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。

**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、関係者から入手した証券化関連契約書類

なお、上記については関係者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. 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