

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〉 General Investments (Cayman) Limited Series 2024-09

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

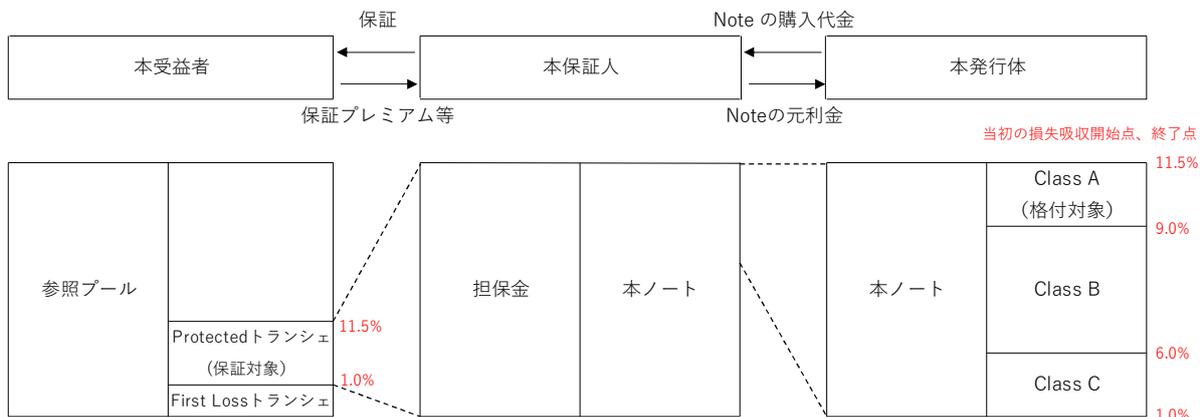
■ 格付事由

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、ケイマン籍の General Investments (Cayman) Limited (本発行体) が発行する Class A トランシェである。本発行体は同トランシェに加えて、Class B、Class C1、Class C2 (Class C1 と C2 を併せて “Class C” と総称する) トランシェを発行し、調達した資金を元手に特別目的会社 (本保証人) が発行するノート (本ノート) への投資を行う。本保証人は欧州に所在する特定の銀行 (本受益者) 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、当初参照プールの元本合計金額に対して一定割合までの損失にかかる保証を提供し、本ノート発行により得た資金を保証履行にかかる担保として本受益者の口座に預託する。発行当初の参照プールの元本合計金額に対して 1.0% 相当分までの損失については本受益者に帰属する。本保証人による保証部分を Protected トランシェ、本受益者による最劣後損失吸収部分を First Loss トランシェと呼ぶ。参照プールは中小・中堅企業向けのローンであり、保証期間は 2039 年 9 月末までとなっている。参照プールでは時間の経過とともに元本残高が減少していく。これに合わせて保証にかかる担保金も本保証人に返還される取り決めとなっており、保証金額も逡減していく。本受益者から支払われた保証料および預託している担保金の金利収入が本ノートのクーポン支払いに充てられ、本保証人に返還された担保金が本ノートの元本償還に充てられるように設計されている。なお、参照プールにおいて元本返済が進捗したとしても、First Loss トランシェは減少しない仕組みとなっている。First Loss トランシェで吸収しきれない損失が発生した場合、保証にかかる担保金すなわち Protected トランシェが損失を負担する。本発行体は本ノートから得たキャッシュフローを各トランシェの元金償還に充てる。本ノートで担保金の損失が発生した場合の損失負担の優先順位は Class C、Class B、Class A の順番となっており、First Loss トランシェによる信用補完効果も含めた Class A トランシェの当初劣後比率は 9.0% となっている。

【スキームイメージ】



(2) 参照プール

当初参照プールの特徴は下記のとおり。

- ・ 貸付人は本受益者、債務者は中小・中堅企業、債務は全てユーロ建て、債務総額は 42 億ユーロ。
- ・ 債務数は約 13,800 件。最大貸付グループへの与信比率は 0.50%、上位 10 グループへの与信比率は 4.31%、上位 30 グループへの与信比率は 10.54%。
- ・ GICS ベースでみた業種別の貸出上位先は、大きい順に Industrial が 52.0%、Consumer Discretionary が 31.1%、Real Estate が 4.9%。
- ・ ローンが残存期間が長いものでは 10 年以上のものも一定割合存在するが、元本返済スケジュールを踏まえた加重平均残存期間は約 3.7 年。

本件では 1 年間の Replenishment 期間が設けられており、本受益者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。また、本受益者は本ノートホルダーからの承認を条件として、Replenishment 期間を 1 年間延長することができる。なお、参照プールにおいて行内格付 5- (BB-相当) 未満の残高が一定割合を超えたり、当初参照プールサイズに対して累積損失が一定以上に達した場合、Replenishment は停止される。

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 トランシェで吸収できる限度を超過する場合、格付対象である Class A トランシェの元本が毀損する。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 5- (BB-相当) が要件となっており、B 格はもちろんのこと一定割合の CCC 格のローンも資産プールに組入れ可能な CLO と比べて、資産の質が良好である。参照プールの粒度も CLO 対比で非常に細かい。また、参照プールのローンのほとんどが元利金均等返済となっており、満期一括返済やバルーンの大きい資産プールと比べて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タイプな要素である。そのうえで、格付対象に当初劣後比率として 9.0% が設定されている。2003 年以降 Risk Sharing Transaction (RST) 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、通常 1 年、最大 2 年間の Replenishment 期間設けられているため、参照プールが変化し、それにもなるとともに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 (5-) 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、当初参照プール対比で行内格付 5- 以下は 15% 以内、行内格付 5+ 以下は 60% 以内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、当初参照プールに含まれるローンについても当該適格基準を発行日時点において充足している必要がある。

(3) 本受益者の目利き力、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られる。

- ・ 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が組成したものであること。
- ・ 長年 RST 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、本受益者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ことが考えられること。

(4) 償還方法にかかるリスク

本件では、Reverse Sequential Amortisation の存在により、Class A トランシェの劣後比率が低下するリスクがある。Class A トランシェの劣後比率の目標フロアは最低で 4.0%、累積デフォルト率が既定水準を上回った後で 6.0%と、当初の 9.0%を有意に下回る。こうしたリスクに対して、JCR では、本ノートの保証にかかると Switch to Sequential Amortisation Event が案件開始後 3~4 年以内に発動する可能性が高いと考えており、Class A トランシェの劣後比率の大幅な低下には歯止めがかかるとみている。Replenishment 期間の存在も、劣後比率の低下ペースを緩慢化させると予想している。また、仮に累積デフォルト率が既定水準を超過した場合には、比例償還方式もしくはシークエンシャルペイ方式のいずれかの償還方法しか採用されないスキームも同リスクを軽減している。

(5) 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本受益者から支払われる保証料と、担保金の取り崩し（参照プールにおける元本返済）である。担保金は本受益者の口座に預託されている。したがって、仮に本受益者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、本受益者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、本案件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、本受益者の外部格付が投資適格を下回る場合、担保金の預託口座は投資適格級の銀行に移管される必要があり、CRC グループでは預託先銀行の外部格付を日次でチェックしている。これにより、仮に本受益者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、参照プールを構成するローンの満期までのデフォルト・回収リスクを考慮した。

(2) 検証結果

JCR では、格付構成の経時的な変化と Switch to Sequential Amortisation Event の存在を踏まえた結果、Class A トランシェの劣後比率は 7.0%前後までの低下にとどまる可能性が高いと考えている。その場合、上述したモンテカルロ・シミュレーションの結果、Class A トランシェ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確認した。

(3) 感応度分析

劣後比率の低下が一段と進む場合、参照プールの行内格付の分布等にもよるが、格付への影響として以下のような感応度が想定される。

Class A トランシェの劣後比率	6.0-6.5%程度	6.0%未満
格付への影響	▲1ノッチ	▲2ノッチ以上

(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 2024-09 Class A	39,285,714 ユーロ	9.00%	2041年10月1日	変動	BBB

* 2年の延長期間を含む期日。

<発行の概要に関する情報>

発行日	2024年12月10日
償還方法	本ノートからのキャッシュフローを原資とした四半期毎償還 ※ 参照プールの累積デフォルト率およびClass C トランシェの損失吸収力に応じて各Class トランシェ間での償還割合が変化する構造。 ※ 本ノートの契約におけるSwitch to Sequential Amortisation Eventが発生した場合、参照プールが保証額とFirst Loss トランシェの合計額と等しくなるまで本ノート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：9.00%（（Class B+ Class C + First Loss トランシェ）/参照プール）

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	General Investments (Cayman) Limited
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
担保金預入先金融機関	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	本ノートの発行者である本保証人が預託する担保金、本受益者から支払われる保証料等
参照プールの概要	本受益者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	当初参照プールは本ノート発行日に決定される。その後の1年間（延長された場合は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：4,200,000,000 ユーロ 債務数：約13,800 ※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4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) General Investments (Cayman) Limited
- 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、オリジネーターおよび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 オリジネーターから提供された当該者の監査済財務諸表
 - ④ 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
 - ⑤ 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についてはオリジネータ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