

NAV ファイナンスの基礎： 次世代のプライベート・クレジット

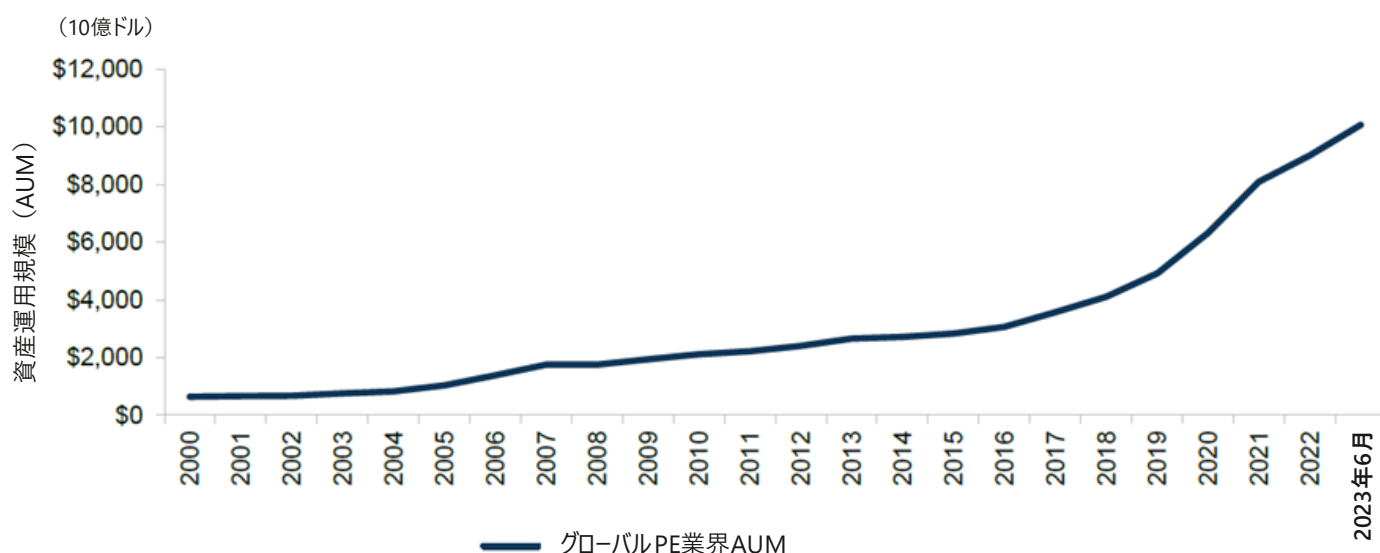
「ファンド・マネジャーとしての責務は、投資家の資本を適切に活用して、付加価値の創造、資本を必要とする企業そして善行に取り組む株主の支援、業界をリードする企業であるためのサポートを提供することです。一言で言えば、正しい目的を持った行動に注力することです。」

– ピエール＝アントワーヌ・ド・セラシエ、17 キャピタル共同創設者

NAV ファイナンスとは？

NAV ファイナンスとは、投資ポートフォリオの純資産総額（NAV）¹に基づいて主にプライベート・エクイティ（PE）ファンドに提供される、プライベートの資本ソリューションで、借り手における流動性の向上、付加価値の創造、効率的なポートフォリオ運用を支援する非希釈的資本を、主にデットまたはシニア・エクイティの形で提供するものです。NAV ファイナンスは 15 年以上前から存在しているものの、PE 業界の劇的な成長に伴って、近年普及が加速しています。PE 市場規模は約 10 兆ドルと、2019 年からでほぼ倍増、2014 年からは 3 倍超の成長を記録しています²（図表 1 参照）。

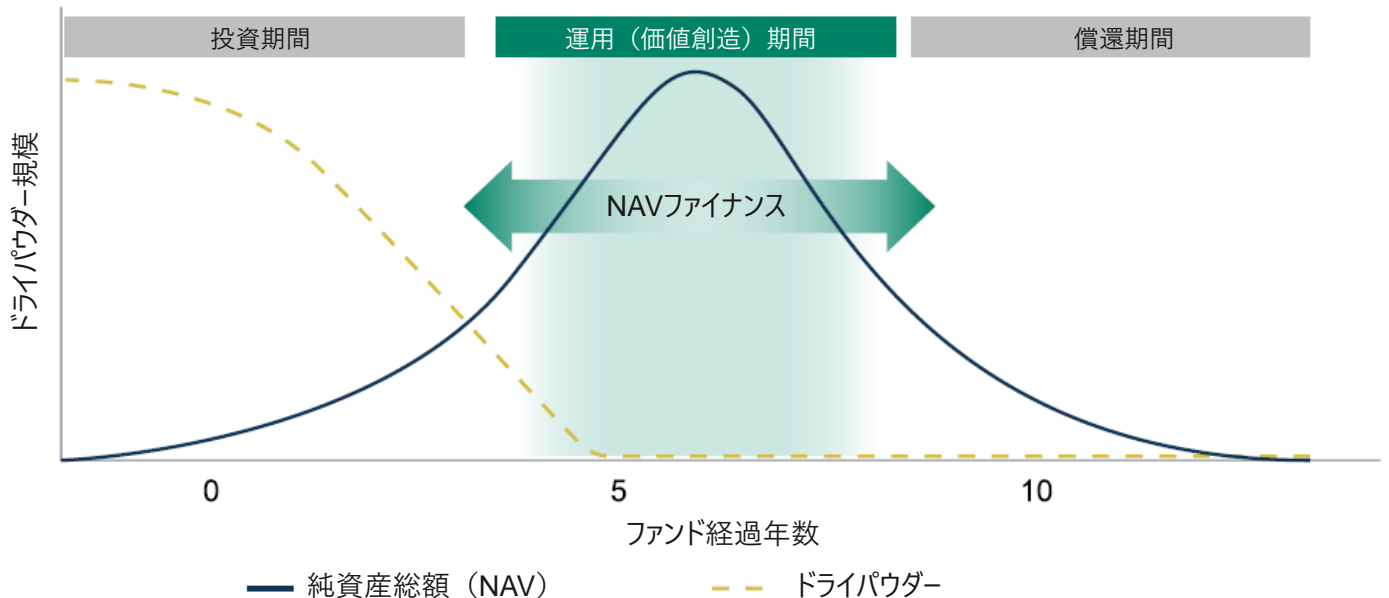
図表 1：PE 業界は近年において急速に拡大している



出所：ブレキン、2023年6月時点。

PE ファンドの投資期間中に利用されるケースが多いボルビング融資枠とは異なり、NAV ファイナンスは、一般的にファンドの運用（価値創造）期間、または投資コミットメントの多くが投資に回っている投資期間の終盤で活用されます（図表 2 参照）。

図表 2：NAV ファイナンスは PE ファンドの運用（価値創造）期間に活用される



出所：17 キャピタル

NAV ファイナンスは一般的に、貸し手と借り手特有のニーズに基づいてカスタマイズされるローンですが、その多くが共通する特徴を有しています：

- 多様な PE 投資を担保とする、弁済順位がシニアの金融商品であることが多い。
- 一般的に満期が長く、クーポンは変動金利。
- NAV ローン提供者に対する支払の原資は、組入投資案件からのキャッシュフロー。
- LTV レシオは僅か 5～30%、標準的な中規模直接融資案件の水準 35～60%と比較しても低水準なのが一般的³。
- NAV ファイナンスの満期前に組入投資案件の多くが現金化される予定。

NAV ファイナンスの魅力：貸し手の観点

プライベート・クレジットの中でも急成長しているこの分野は、直接融資と類似するリターン獲得の可能性を提供するほか、一般的により強固なダウンサイド・プロテクションを提供します。さらに、歴史的に見ると、NAV ファイナンスのリターンは、個々の資産のパフォーマンスではなく、PE 業界の成長との相関性が高く、ボラティリティは相対的に低水準となっています。

一般的に、貸し手が損失を被る唯一のシナリオはポートフォリオの価値が大きく下落する場合であるため、(a) 組入投資案件の分散、(b) 強固なコベナンツ、(c) スポンサーとの利益の一致、といったポイントも貸し手にとってプラス要因となります。また、カスタマイズで形成されるその他のプライベート・クレジット程複雑ではないため、スピードを要求する借り手にとっては特に魅力的です。

NAV ファイナンスの魅力：借り手の観点

NAV ファイナンスを活用することで、ポートフォリオ・マネージャーは流動性を確保すると同時に、投資先案件からのリターンの上昇を維持することが可能です。さらに、この資金は積極的（例：追加案件の取得、デットの借換）にもディフェンシブ的（例：取得価格以下での売却リスクの低減、投資先企業の支援）にも活用できるため、マネージャーにおける柔軟性が向上します。

重要な点として、リターンの上昇余地を犠牲にすることなく流動性を生み出し、追加投資を可能とする NAV ファイナンスは、PE ファンドやその投資家における長期リスク調整後リターンの向上を支援するものです。

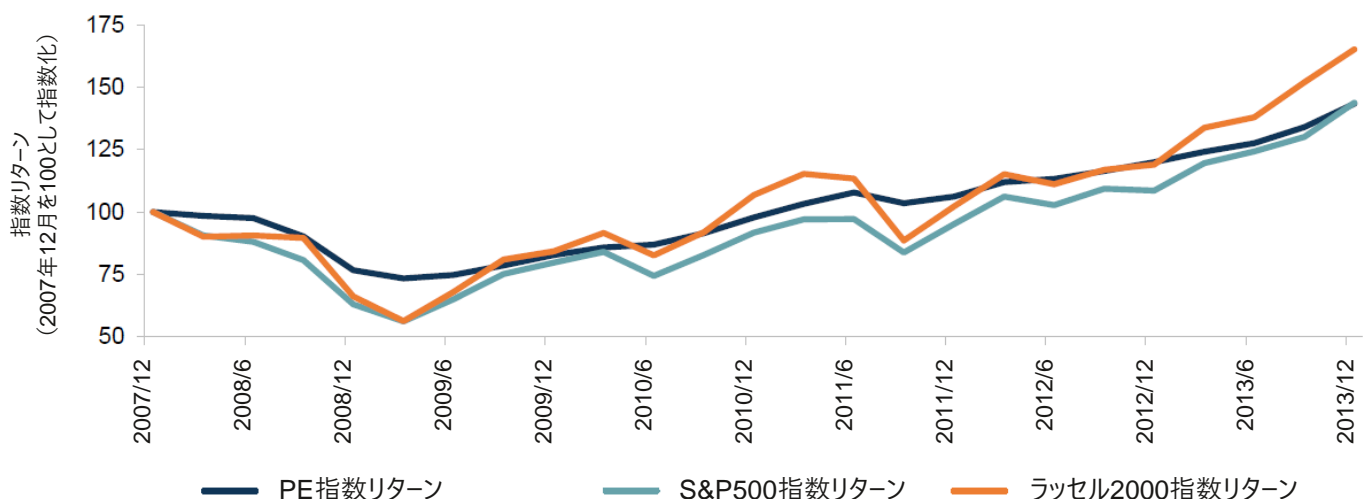
NAV ファイナンスのリスク管理

NAV ローンはシニアであるため、その返済は株式配当の払い出し前に行われます。ファンド・レベルでは弁済順位が高いものの、投資案件レベルでは構造的に債権者に劣後する点に注意する必要があります。言い換えると、投資先企業のローン返済が最優先となり、残るキャッシュがファンドに集まった後に NAV ファイナンスの返済に充てることが可能となります。

しかし、前述した通り、NAV ローンは多様な投資先案件を担保としており、LTV レシオは通常 30% 未満に設定されるため、貸し手が損失を被るのはポートフォリオ全体の価値が大きく下落する場合のみです。通常、このような全体的な悪化は滅多にありません。1990 年以降に設定された PE ポートフォリオ 680 件の分析では、投資倍率 40.5 倍未満を記録したポートフォリオは全体の 5% 未満にとどまっております⁵。

これは、ここ数十年にわたり、市場の混乱局面においても、PE ファンドが一般的にかなり底堅く推移してきたという事実を反映しています。例えば、世界金融危機（GFC）の渦中、PE ポートフォリオの平均価値は 2007 年 12 月の水準から約 25% 下落したのに対して、上場市場全般の下落率は約 45% となっています（図表 3 参照）。

図表 3：GFC とその後の混乱局面において、PE ポートフォリオのボラティリティは限定的となった



出所：プレキン、ブルームバーグ。

NAV ファイナンスの優れたリスク管理は、マネージャーと投資先資産の評価から始まると考えています。ある企業の株式価値の増大は、別企業の損失を相殺できるため、投資先案件のクオリティと分散を詳細に分析することが不可欠です。通常、相当程度のダウンスайд・プロテクションを提供する厳格なコバナンツを組み入れることでリスクの低減が図られることから、ストラクチャリングに関する専門知識も重要です。例えば、NAV ローンで頻繁に使用されるコバナンツには次の様なものがあります：

- 借り手による追加借入れを制限する
- ポートフォリオ組入資産の下限数を設定、または分散を強化するその他要件を含む
- LTV レシオの上限を設定し、超えた場合にはローン全額返済を義務づける
- デフォルト事由が発生した場合、ローン全額を回収するまで投資家への配当を禁止する

「ファンドや投資家向けにローンを提供する際には、そのファンドの運用者を確認します。マネージャーは誰か？ 運用経験はどの程度か？ トラックレコードは？ リソースの出所は？ 資金調達サイクルのどの局面にあるのか？ 現在資金を調達しているか？ その進捗状況は？ 今後数年間の資金調達計画は？ などが最初の確認事項です。」

– ピエール＝アントワーヌ・ド・セランシー、17 キャピタル共同創設者

NAV ファイナンスの成長見通し

市場環境の急速な変化に伴って、NAV ファイナンスは近年で大幅な成長を遂げています。NAV ファイナンスの案件は、2020 年以降で 2 倍以上増加しており、2023 年には約 440 億ドルまで増加しました⁷。

この案件取引の加速は、新型コロナウイルス感染がピークを打った 2020 年 4-6 月期に始まりました。従来の方法による資金調達が困難となった結果、自身とその投資先企業の生き残りをかけた PE ファンドの多くが、NAV ファイナンスから資金を調達するようになりました。その後、PE 案件フローが過去最高を記録した 2020 年後半から 2021 年にかけて、NAV レンディングの成長が更に加速しました。

興味深いことに、2022 年初期に始まった金利上昇を受けて、PE 案件取引が滞った後でも、NAV ファイナンス需要は引き続き増加しました。米国、英国、欧州における金融政策のタカ派転換とそれに伴う市場の混乱によって、(a) スポンサーによる投資回収がさらに困難となり、(b) 配当水準は過去最低まで低下⁸、(c) 金融市場全般において流動性が低下したことから、NAV ファイナンスは特に魅力的な資金調達手段となりました。その結果、多くの PE ファンドが追加投資と流動性の管理に注力しました。マネージャーが厳しい融資環境下においても引き続き価値創造に取り組んだことから、2022 年と 2023 年における PE 投資の約 2/3 は追加投資でした⁹。

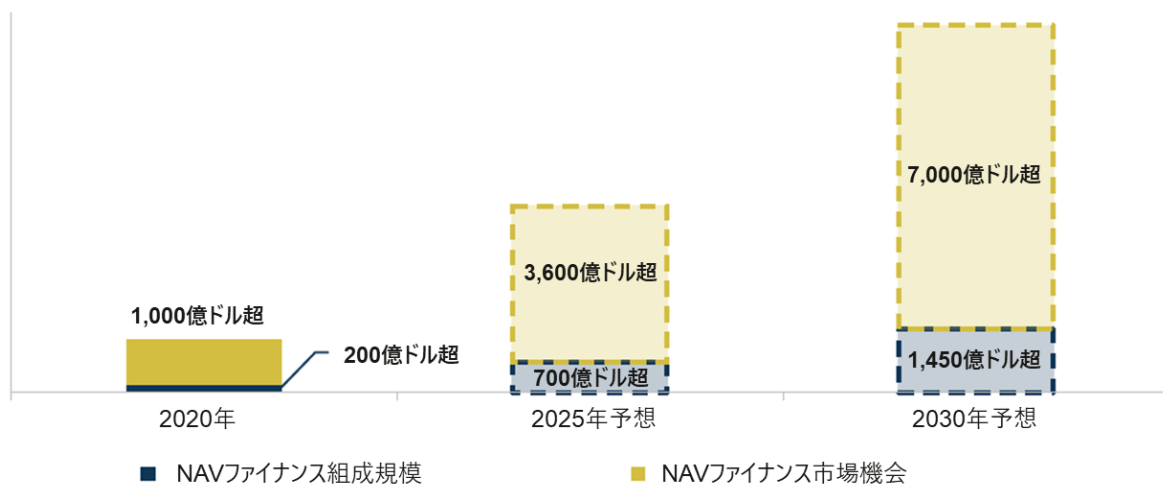
今後も、過去 10 年にわたり年平均約 15%の成長を記録してきた世界の PE ユニバース¹⁰の拡大と進化に連動する格好で、NAV ファイナンスの成長が継続すると予想されます。重要な点として、NAV ファイナンスのターゲット市場となる投資期間を終えた PE ファンドの AUM は、2030 年までに 5.5 兆ドル規模に成長すると見込まれており、これは 2020 年以降で約 60%の伸びとなります¹¹。

また、2023 年において、PE 市場に占める NAV ファイナンスの割合は僅か 2%と、相当の成長余地が残されている点は注目すべきポイントであり、投資運用会社や機関投資家の間で人気が高まっていることもこれを裏付けています¹²。現時点の見通しによると、NAV ファイナンス市場は、2030 年までに 1,450 億ドルに達する可能性があります¹³（図表 4 参照）。

さらに、欧州で最初に人気を得た NAV ファイナンスは、最近では北米でその利用が普及しています。実際のところ、2023 年における NAV ファイナンスの増加は米国で 30%超を記録した一方で、欧州では前年比約 20%となっています¹⁴。NAV ファイナンスは、今後数年でより幅広い地域へと普及すると予想しています。

当然ながら、金融市場が今後数年でどのように進化するかを正確に予測することはできませんが、オークツリーがレポートで詳細に解説している金利の大転換によって、PE スポンサーは新たな資金調達源、新たな価値創造の方法、柔軟性を高める新たな方法の模索に迫られる可能性があります。この継続的な進化の過程において、NAV ファイナンスは重要な役割を果たしつつ、拡大するプライベート・クレジット市場への新たなエクスポージャー取得の方法を投資家に提供するでしょう。

図表 4：NAV ファイナンスの活用は大幅な拡大が見込まれている



出所：プレキン、17 キャピタル（予測データ）。

オークツリーと 17 キャピタルのパートナーシップ

オークツリーは、成長著しい NAV ファイナンスにおけるリーダーである 17 キャピタル（本拠地：ロンドン）の過半数持分を 2022 年に取得しました。相互に有益をもたらすこの取引を通じて、17 キャピタルはオークツリーが誇る幅広いグローバル・ネットワークへのアクセスを獲得し、オークツリーは充実したプライベート・キャピタル・ソリューションの更なる強化を図っており、両社ともに PE スポンサー選好パートナーとしての座を確かなものにしてしています。両社は、補完的なビジネスモデルと専門性を有するほか、おそらく最も重要な点として、リスク管理と最高の倫理基準を維持することの重要性を強調しており、その哲学が強く合致しています。

「17 キャピタルは、プライベート・クレジットの資産クラスにおいて最も急速に発展しているセクターの一つ、NAV ファイナンスにおけるマーケット・リーダーです。リスク管理を重視する 17 キャピタルの投資哲学は、オークツリーの投資哲学と完全に合致しています。補完的なビジネスモデルと専門性は、両社の将来的な成長を促進するものであると考えています。」

– アーメン・パノシアン、オークツリー共同 CEO 兼パフォーミング・クレジット部門ヘッド

脚注

- NAVは、投資ファンドの総資産から債務を差し引いたものです。
- ブレキン、グローバル・プライベート・エクイティ・ユニバースのAUMデータ、2023年6月時点。
- 17キャピタルによる市場観察、2024年1月時点、UBS、JPモルガン月次ブログ、2023年9月。
- 投資ファンドの評価総額（リミテッド・パートナーに支払われた全ての分配金の総額とファンドの残余投資先の未実現価値の合計）をファンドに払い込まれた出資金額と比較する、評価総額／払出資金倍率（TVPI）を指します。投資倍率は、プライベート・エクイティ業界における共通のパフォーマンス評価基準です。
- ブレキン、2020年10月時点。データの基準：ベンチャー戦略を除くプライベート・エクイティ・ファンド、北米／欧州中心、1億ドル以上のファンド規模、1990年以降のファンド・ビンテージ、最終的なパフォーマンス指標が取得可能な解散ファンド。標本総数：680
- 対応する参照期間について、ブレキンによるプライベート・キャピタル・クォーター・インデックス。プライベート・エクイティ戦略に関するデータのみ。
- 17キャピタル、2023年12月時点のディールフローデータ。
- リード・パートナーズ・リクイディティ・インデックス、2022年下半年期。
- EYプライベート・エクイティ・パルス2022年第4四半期。2023年1月。
- ブレキン、2024年2月時点。グローバル・プライベート・エクイティ・ユニバースは、2014年12月から2023年6月までのデータ。
- ブレキン、2020年9月時点。
- 17キャピタル、2023年12月時点のディールフローデータ、裏付けとなるポートフォリオの担保価値の推定累積額。グローバル・プライベート・エクイティ・ユニバースのAUMデータ、2023年6月時点。
- ブレキンのデータに17キャピタルの想定を追加、2020年9月時点。
- 17キャピタルの分析、2023年12月時点のデータ。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク／リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達を選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。

プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りも高くなります。

©2024 Brookfield Corporation; ©2024 Brookfield Asset Management Ltd.; ©2024 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2024 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC; & ©2024 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、それぞれブルックフィールド・コーポレーションの間接過半数所有子会社です。

当資料に含まれる論説および情報は、教育および情報提供のみを目的としており、いかなる証券もしくは関連する金融商品の募集または購入申し込みの勧誘ではなく、そのように解釈してはなりません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。

ブルックフィールド・コーポレーションとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。

情報および見解は予告なく変更される場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。

当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第21E条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。

これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

インデックスに関する開示事項

当資料内で引用されたインデックスは運用されておらず、投資家がインデックスに直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資のパフォーマンスも予測または表示するものではありません。当該比較に関連して、記載されたインデックスとブルックフィールドの戦略、コンポジットまたはファンドへの投資との間には、ポラリティや規制上および法律上の制約の違いなど、重大な要因が存在する可能性があります。ブルックフィールドは、第三者のインデックス・スポンサーからインデックスに関するすべてのデータを取得しており、当該データは正確と考えていますが、その正確性に関していかなる表明も行いうるものではありません。インデックスは運用されておらず、投資家が直接購入することはできません。

ブルックフィールドは、当資料で参照されたインデックスを所有しておらず、その構築または日々の管理に関与していません。当資料に記載されたインデックスの情報は、お客様への情報提供のみを目的としており、ブルックフィールドの運用商品が同様の結果を達成すると暗示または予測するものではありません。当該情報は予告なく変更されることがあります。当資料で参照されたインデックスは、いかなる報酬、費用、販売手数料または税金も控除していません。インデックスに直接投資することはできません。インデックス・スポンサーは、インデックスおよび関連データの「現状のまま」での使用を許可しており、これに関していかなる保証も行わず、インデックスまたはインデックスに含まれる、関連する、もしくはそこから派生するデータの適合性や品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、それらの使用に関連して一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的またはその他の損害（利益の損失を含む）について一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、ブルックフィールドまたはそのいかなる運用商品やサービスの後援、是認または推奨も行いうるものではありません。別段の注記がない限り、すべてのインデックスはトータル・リターン・インデックスです。

Contact Us

 brookfieldoaktree.com

 info@brookfieldoaktree.com

Brookfield | OAKTREE
WEALTH SOLUTIONS