

---

The Alts Institute

# プライベートクレジット： 拡大する投資機会

2024年5月

## プライベートクレジットとは何か？

従来の仲介業者を介さず、借り手とプライベートの貸し手（ノンバンク）が直接取引するよう組成された二者間ローン



# 一般的なプライベートクレジット戦略

ダイレクト レンディング	メザニン・ファイナンス	資産担保融資	オポチュニスティック レンディング	ディストレスト デット
<p>創業者が経営する企業やプライベート・エクイティ（PE）が経営する企業に対して発行されるシニアデットで、成長資金を支援する場合が多い</p>	<p>シニアデットと株式の間に位置するジュニアデットが、レバレッジド・バイアウト、資本再編成、企業買収の資金調達に用いられることが多い</p>	<p>企業の資産、現金、債権を担保としてローンが組成される専門融資</p>	<p>至急の資金需要がある（流動性や満期などにより）稼動中で利益を上げている企業への融資</p>	<p>債務超過や倒産など、財政難に直面している企業に対するディスカウント・ファイナンス</p>
<p style="text-align: center;"><b>例</b></p> <p>パーソナルケア製品会社の買収をサポートするための、PEスポンサー企業への柔軟な資金調達ソリューション</p>	<p style="text-align: center;"><b>例</b></p> <p>事業拡大を目指す創業者所有のテクノロジー企業が、利払いと転換ワラントを組み合わせた資金調達を実施</p>	<p style="text-align: center;"><b>例</b></p> <p>歯科医療機器メーカーに対する既存在庫と独自の製造設備を担保とするオーダーメイドのローン</p>	<p style="text-align: center;"><b>例</b></p> <p>シクリカルな逆風により一時的に影響を受けているが、長期的に安定しているエネルギー会社に対する第一抵当権付定期「レスキュー（救済）」ローン</p>	<p style="text-align: center;"><b>例</b></p> <p>バランスシートは思わしくないものの基本的に事業運営は健全な小売企業を貸し手が支援、成功裏に破産再建から立ち直った</p>

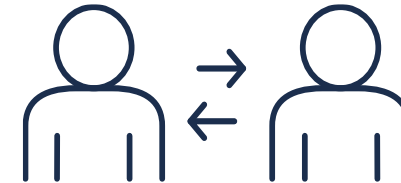
# プライベートクレジット 融資が急増した背景

# 答え：世界金融危機（GFC）による規制強化



## GFC 以前

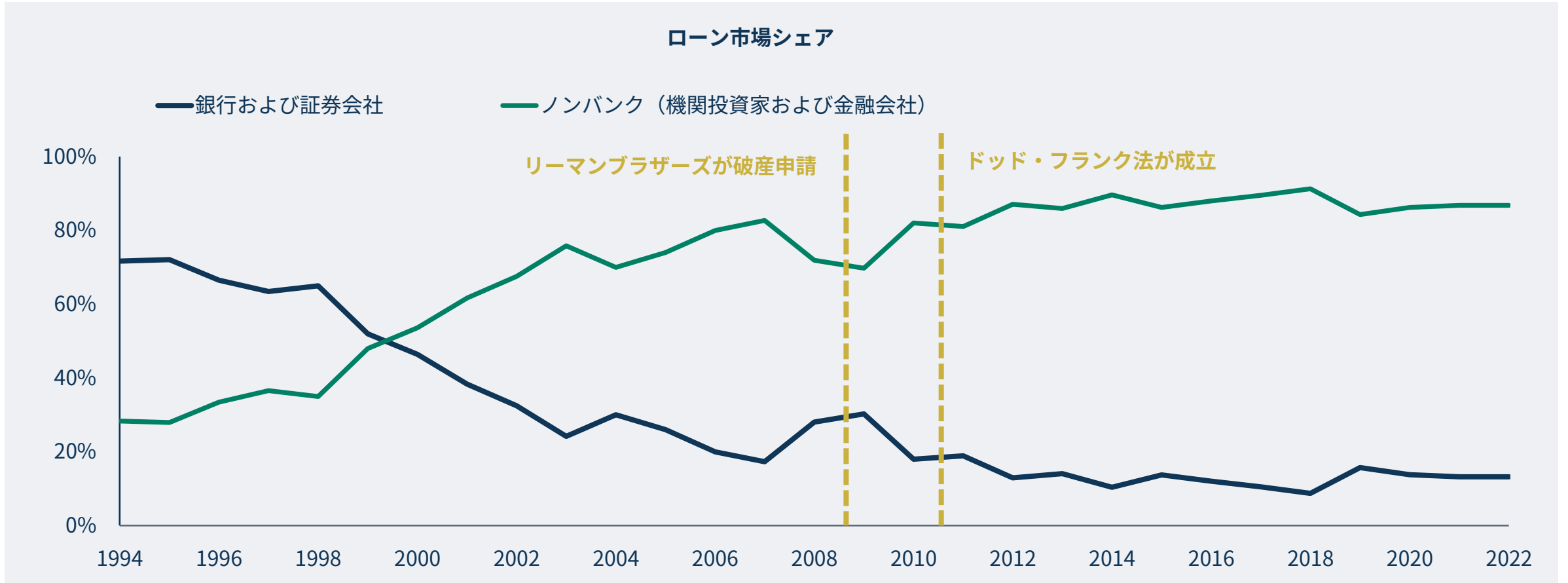
- 銀行規制が緩和され、あらゆる規模の融資が可能になった
- プライベートクレジットは、よりリスクの高いメザニン、ディストレスト、オポチュニスティックが中心だった



## GFC後

- 規制強化により、銀行が特定の融資活動を行う能力が制限された
- 銀行は最大級の借り手に集中
- 中小企業はプライベートクレジットに依存
- プライベートクレジット＝高リスクという評判はもはや当てはまらない

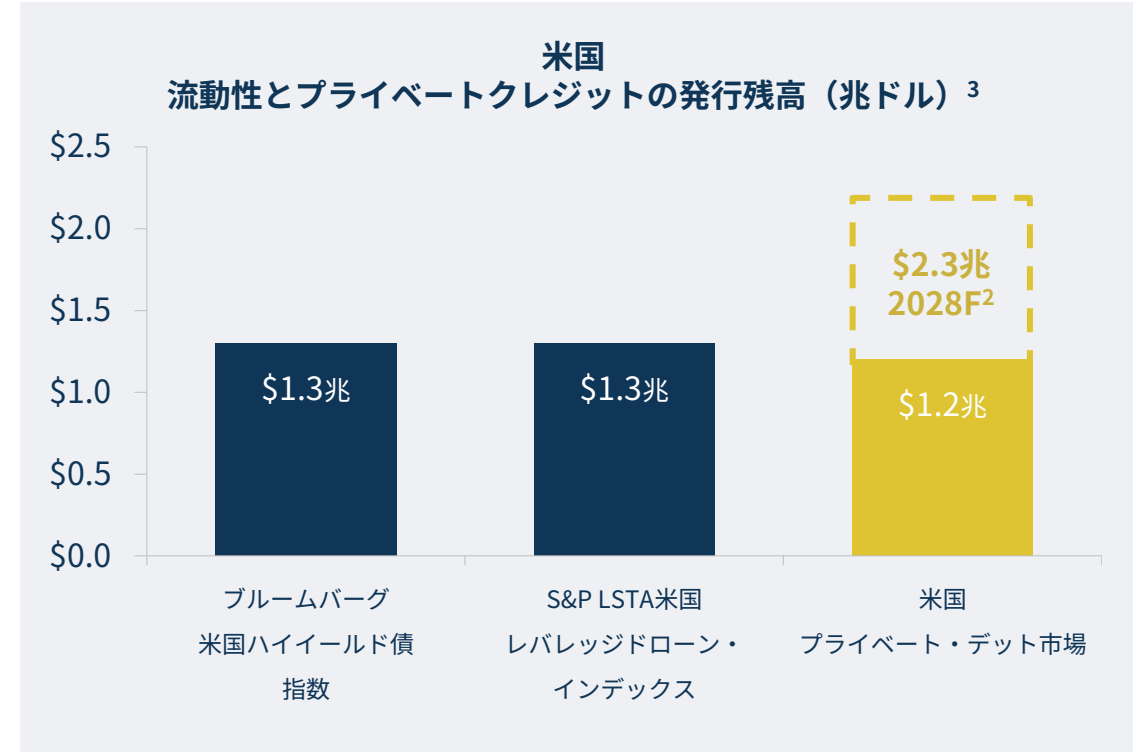
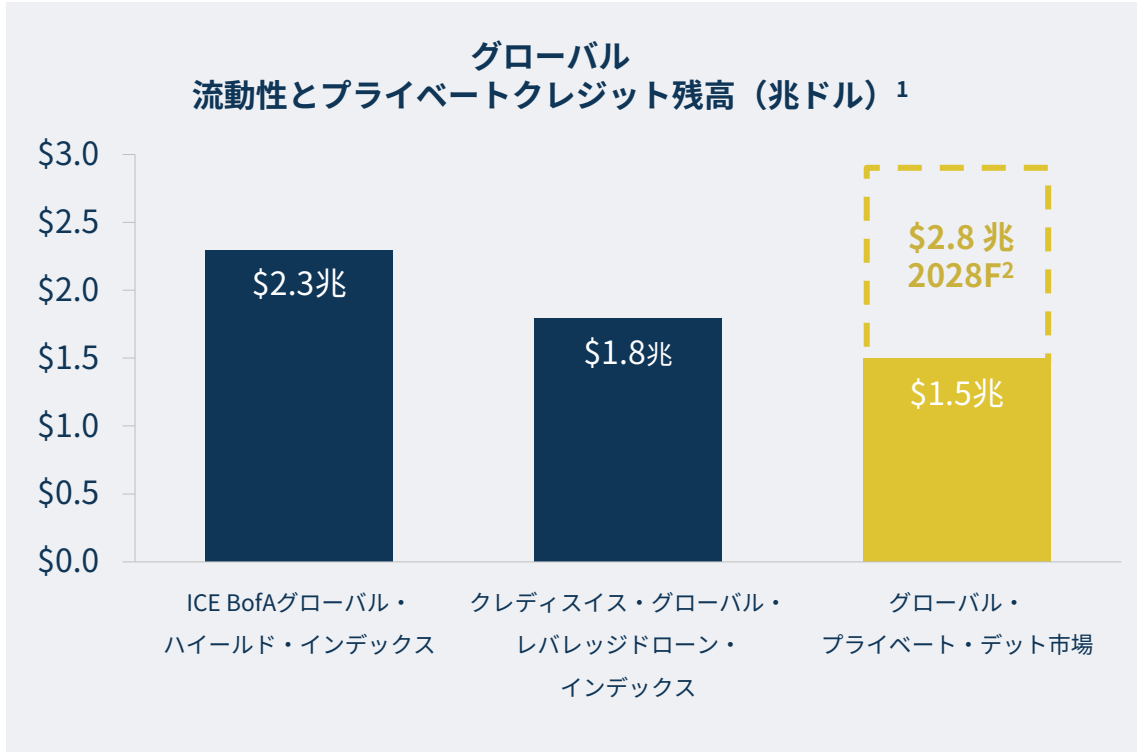
# ドッド・フランク法など新たな規制が融資の状況を変えた



出所：ピッチブックLCD、2022年12月31日現在。2023年にローンの新規発行が大幅に減少したため、LCDは投資家分析に有意な平均値を作成するために十分な追跡結果を得ていません。

# プライベートクレジットが企業向け融資の最大の源泉になる日も近い

## 大規模な成長が見込まれる市場への個人資本参加を可能にするプライベートクレジット・ファンド

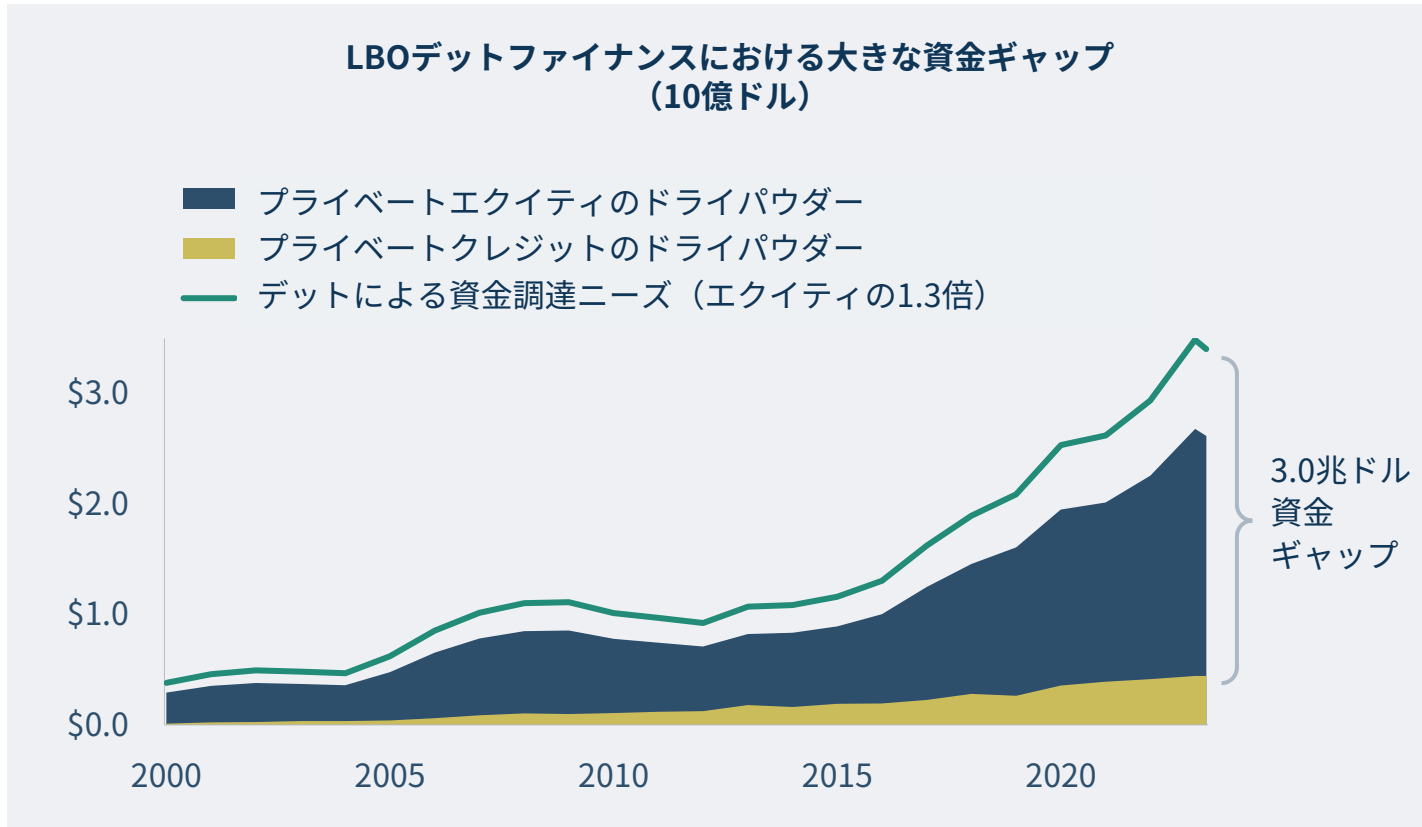


2023年12月31日現在。

1. 出所：ブルームバーグ、クレディスイス・レバレッジドローン・インデックス、2024ブレキン・グローバル・レポート・プライベート・デット。
2. 米国のプライベート・クレジットが2022年から2028年の間に年平均11,1%で成長する（ブレキンによる世界のプライベート・クレジットの予測成長率）という前提に基づいています（予測）。
3. 出所：ICE BofA、クレディスイス・レバレッジドローン・インデックス、2024ブレキン・グローバル・レポート・プライベート・デット。

# 投資機会は依然として潤沢

PEのドライパウダーは過去最高水準と、潜在的なデットファイナンス需要を裏付けている



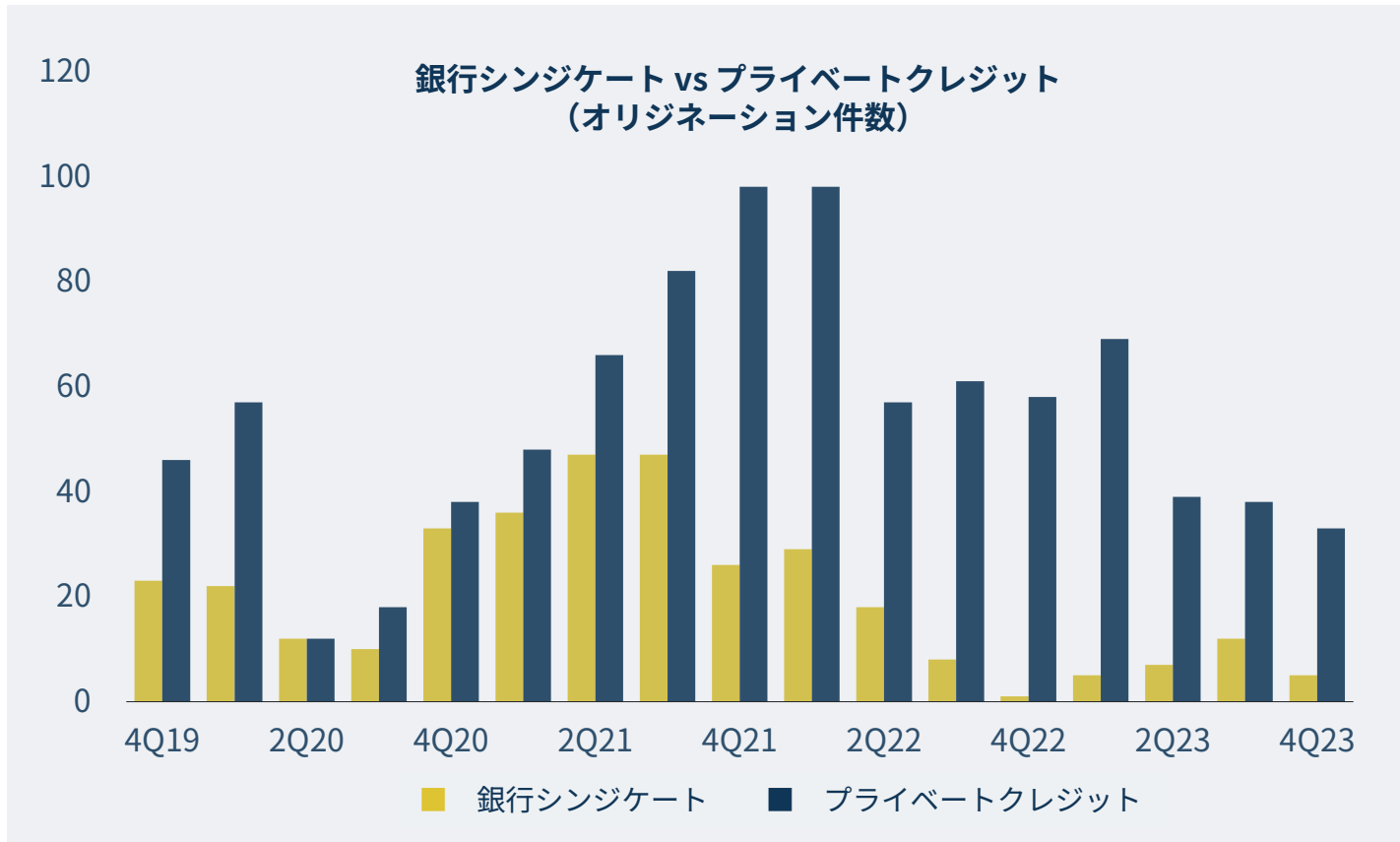
出所：ブレキン、ブルームバーグ、ピッチブックLCD。2024年3月31日現在。

## 飽和状態にあるとの懸念は当てはまらない

- PEスポンサーは買収資金の調達にデットを利用することが多く、プライベートクレジットの大きな需要源となっている
- ドライパウダーの水準は、PEスポンサーが将来のディールや取引に投入可能な巨額の資金を保有していることを示している
- プライベートの貸し手は、スピード感、執行の確実性、多様な借り手に対し大型の融資を行う能力により、市場シェアを獲得し続けている



# オリジネーションは好調で、銀行の実績を大きく上回る



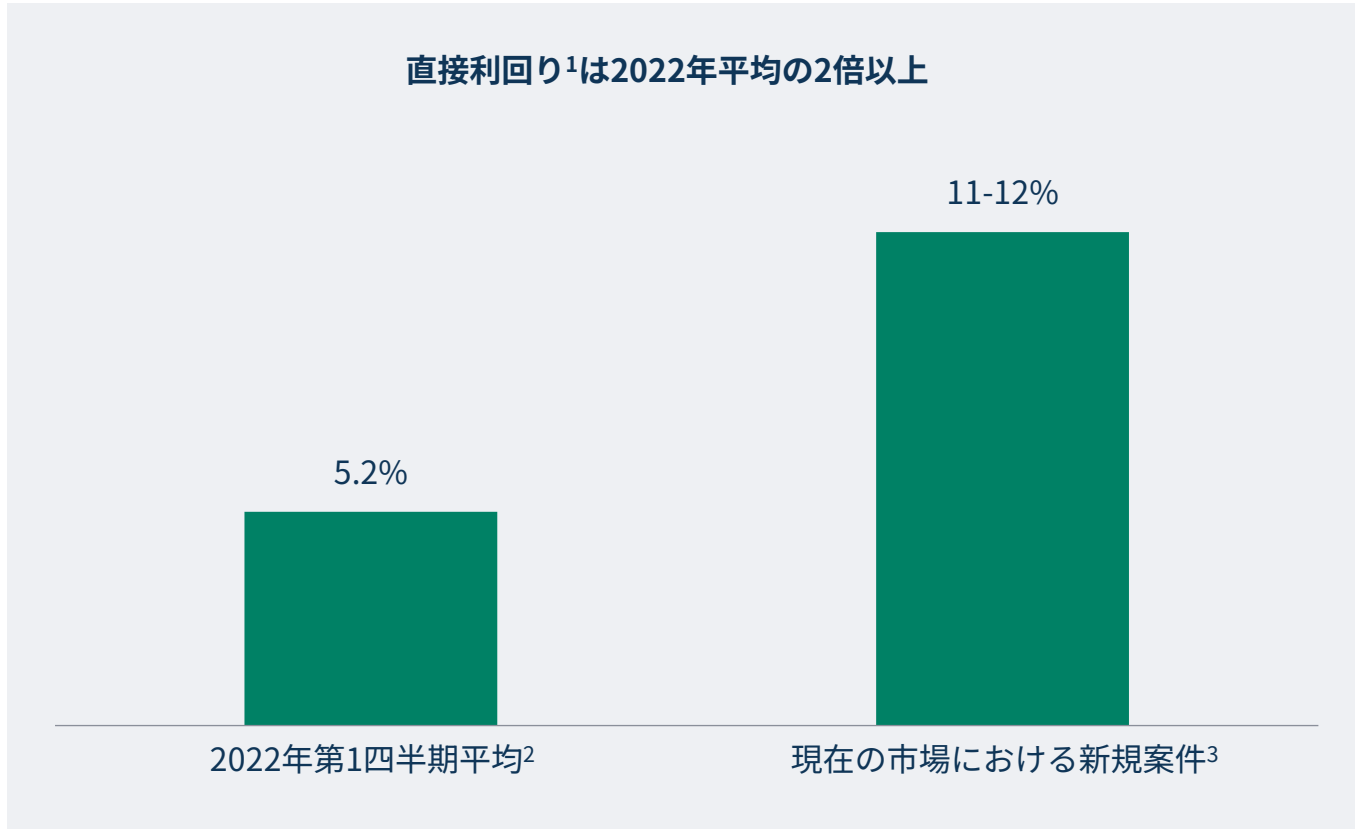
## 銀行によるオリジネーションが低迷している理由

- ハングローン<sup>1</sup>からの損失で銀行のリスク選好度が悪化
- 規制当局の監視強化
- 従来の資本市場の信頼性の低下

1. ハングローンとは、ローンが引受・売却された後、金利/金利スプレッドの上昇により価値を失った銀行が保有するローンを指します。銀行は、それらのローンをバランスシートから切り離すために、しばしば割安で売却する必要があります。

出所：ピッチブックLCD、2023年12月31日現在。

# 魅力的な利回りは良好な長期投資となる可能性を示唆



## 平均利回り急上昇の背景

- 金利が上昇基調にある
- 信用不安
- 調達可能な資本の縮小

1. 最終利回り。最終利回りとは、長期の利付投資を満期まで保有した場合に、投資家が受け取る収益率を決定するために用いられる概念です。

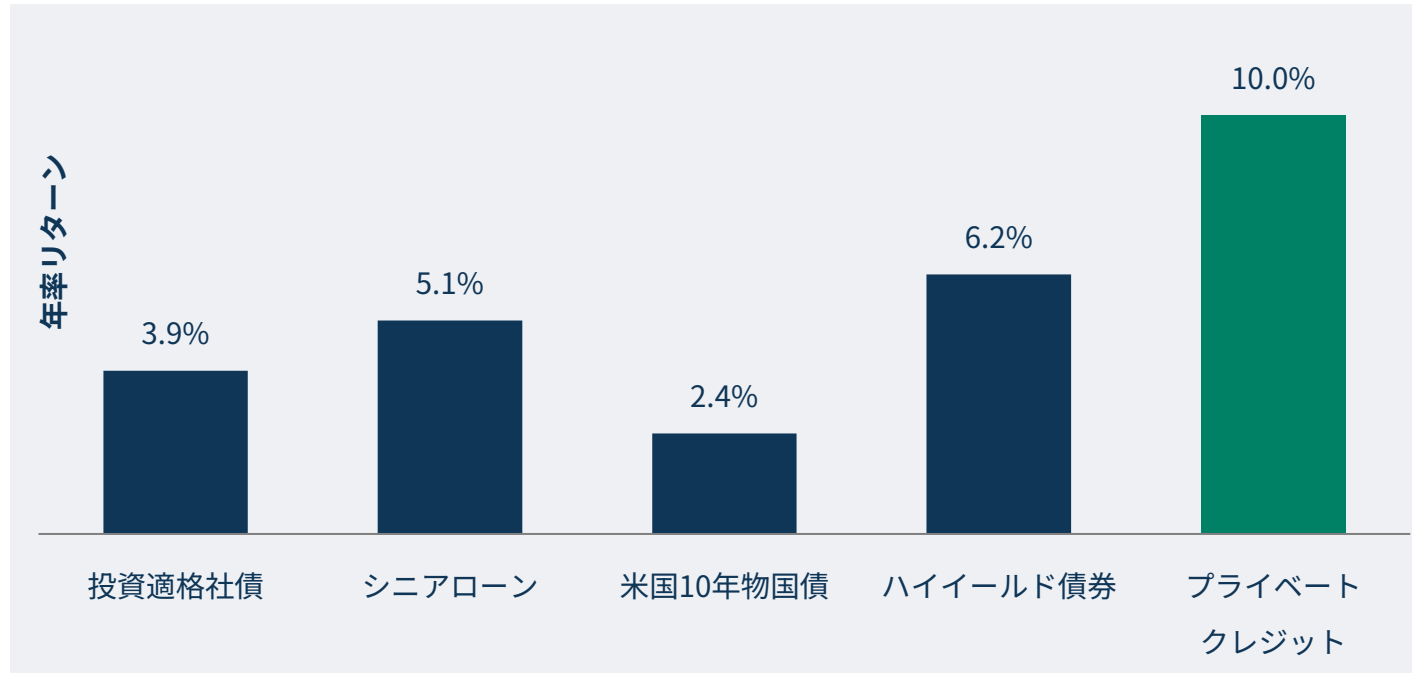
2. EBITDAが5,000万ドルを超える企業。3.最近のディール活動とオークツリーの市場観察に基づきます。

出所：ピッチブックLCD、2023年12月31日現在。

# プライベートクレジット： 投資を検討すべき理由6つ

# クレジット投資の潜在的メリット

## 1. 魅力的な長期トータルリターン



### 背景

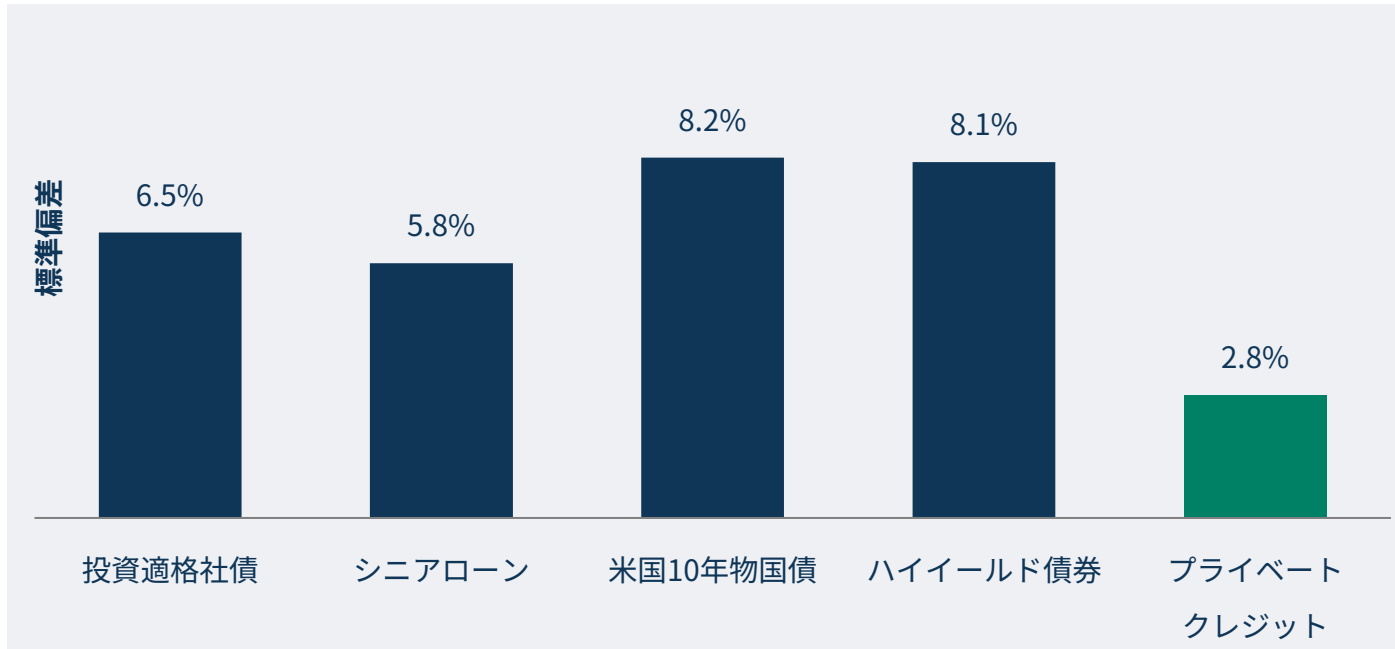
- 流動性の低さ（そして場合によっては複雑さ）が、伝統的債券に対するプレミアムの源泉
- 変動金利型ローンは金利上昇環境から恩恵を受ける

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。揭示された情報はファンドのリターンを表すものではありません。投資家はインデックスに投資することはできません。例示のみを目的としています。投資適格社債はブルームバーグ米国社債指数、シニア・ローンはクレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス、米国10年物国債はFTSE10年物国債 (OTR)、ハイイールド債券はICE BofA U.S. ハイイールド・インデックス、プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスで表されます。

出所：ブルームバーグ、クリフウォーター。2010年1月1日から2023年12月31日まで。

# クレジット投資の潜在的メリット

## 2. ボラティリティの低下



### 背景

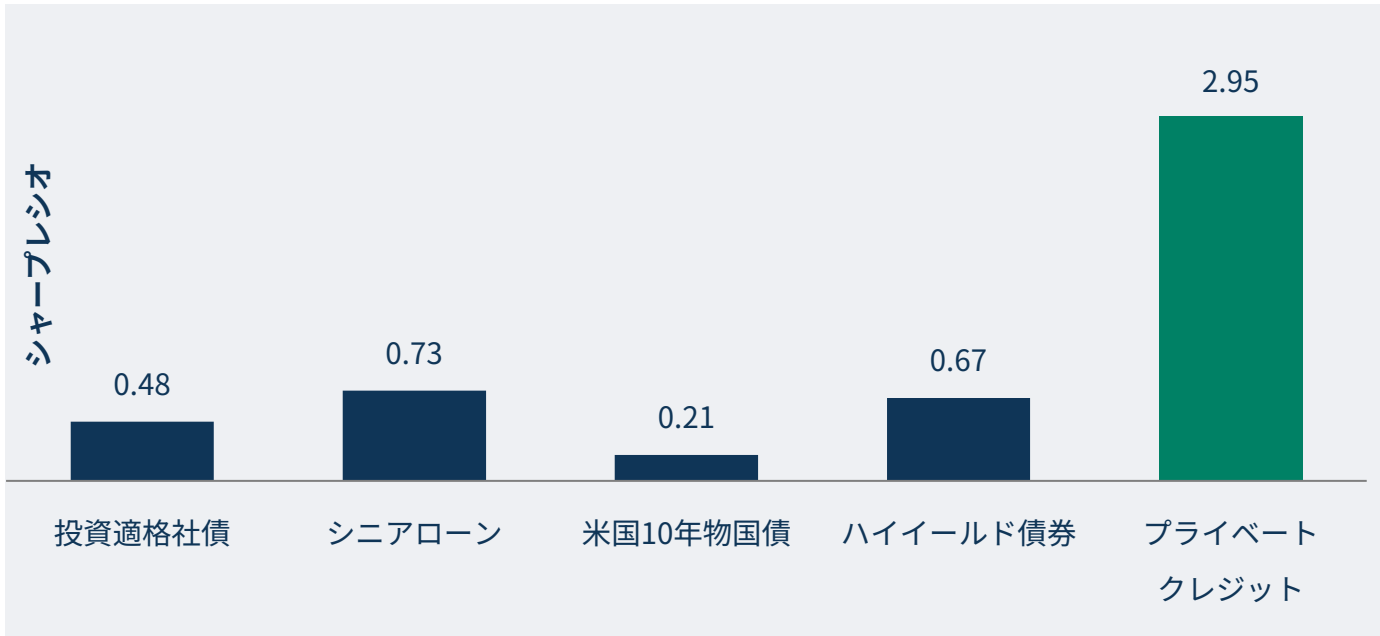
- 投資対象は流動性が低く、公開取引所では取引されない
- プライベート資産は市場のベータや投資家心理の影響を受けにくい

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。揭示された情報はファンドのリターンを表すものではありません。投資家はインデックスに投資することはできません。例示のみを目的としています。ボラティリティは標準偏差で表され、投資リターンがその平均リターンからどの程度変動するかを表します。投資適格社債はブルームバーグ米国社債指数、シニア・ローンはクレディスイス・レバレッジド・ローン・インデックス、米国10年物国債はFTSE10年物国債 (OTR)、ハイイールド債券はICE BofA米国ハイイールド・インデックス、プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスで表されます。

出所：ブルームバーグ、クリフウォーター。2010年1月1日から2023年12月31日まで。

# クレジット投資の潜在的メリット

## 3. 優れたなリスク調整後リターンを得る可能性



### 背景

- ボラティリティの低下
- より大きなインカムを得る可能性

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。揭示された情報はファンドのリターンを表すものではありません。投資家はインデックスに投資することはできません。説明のみを目的としています。リスク調整後リターンはシャープレシオで表され、投資資産または取引戦略のリスク（標準偏差で測定）1単位あたりの超過リターン（またはリスクプレミアム）を測定します。投資家はインデックスに投資することはできません。投資適格社債はブルームバーグ米国社債インデックス、シニア・ローンはクレディスイス・レバレッジド・ローン・インデックス、米国10年物国債はFTSE10年債（OTR）、ハイイールド債券はICE BofA米国ハイイールド・インデックス、プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスで表されます。

出所：ブルームバーグ、クリフウォーター。2010年1月1日から2023年12月31日まで。

# クレジット投資の潜在的メリット

## 4. 長期で一貫したトータルリターン

### 暦年リターン比較：2005年～2023年

暦年	クリフウォーター・ ダイレクト・レンディング・ インデックス (CDLI)	ブルームバーグ・ ハイイールド債券指数	モーニングスターLSTA 米国レバレッジドローン・ インデックス	ブルームバーグ 総合債券指数
2005	10.10%	2.74%	5.06%	2.43%
2006	13.70%	11.87%	6.74%	4.33%
2007	10.23%	1.88%	2.08%	6.96%
2008	-6.50%	-26.15%	-29.10%	5.24%
2009	13.18%	58.21%	51.62%	5.93%
2010	15.79%	15.11%	10.13%	6.56%
2011	9.75%	4.98%	1.51%	7.86%
2012	14.03%	15.81%	9.67%	4.23%
2013	12.68%	7.46%	5.29%	-2.02%
2014	9.57%	2.46%	1.59%	5.94%
2015	5.54%	-4.46%	-0.70%	0.57%
2016	11.24%	17.14%	10.11%	2.66%
2017	8.62%	7.50%	4.14%	3.55%
2018	8.07%	-2.08%	0.46%	0.02%
2019	9.00%	14.20%	8.65%	8.73%
2020	5.45%	7.11%	3.12%	7.51%
2021	12.78%	5.28%	5.20%	-1.54%
2022	6.29%	-11.19%	-0.77%	-13.01%
2023	12.13%	13.45%	13.31%	5.53%
過去10年	8.84%	4.59%	4.41%	1.81%
設定来	9.45%	6.35%	4.82%	3.11%

ダイレクト・レンディング・インデックスは、2005年から2022年の18暦年のうち12暦年でその他上場債券インデックス3つをアウトパフォームしており、リターンが一貫して相対的に高いことを示している

### 背景

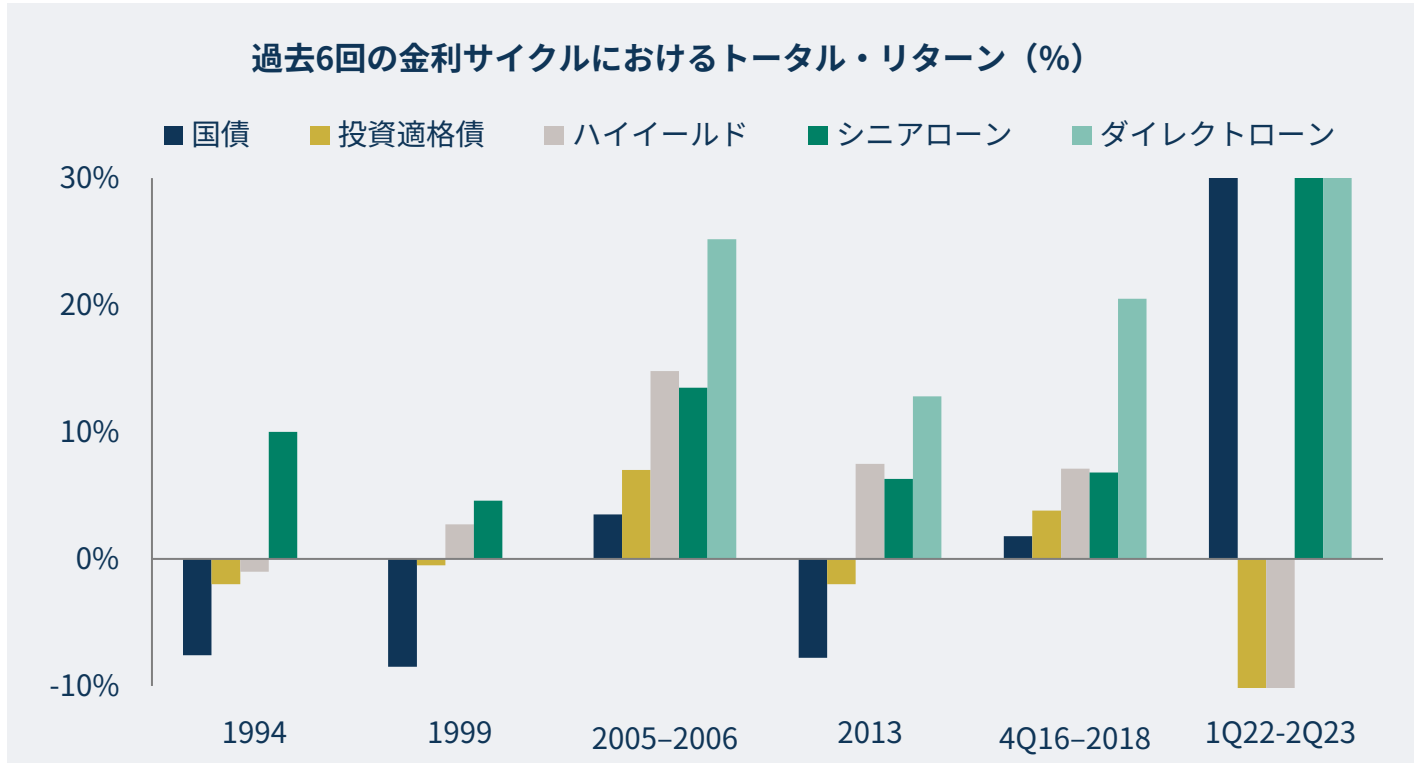
- 市場低迷期においてさえも、他の債券投資では避けられない時価変動を回避

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。揭示された情報はファンドのリターンを表すものではありません。投資家はインデックスに投資することはできません。例示のみを目的としています。

出所：クリフウォーター2023年第4四半期米国ダイレクト・レンディング・レポート。

# クレジット投資の潜在的メリット

## 5. インフレ防衛による安定性



### 背景

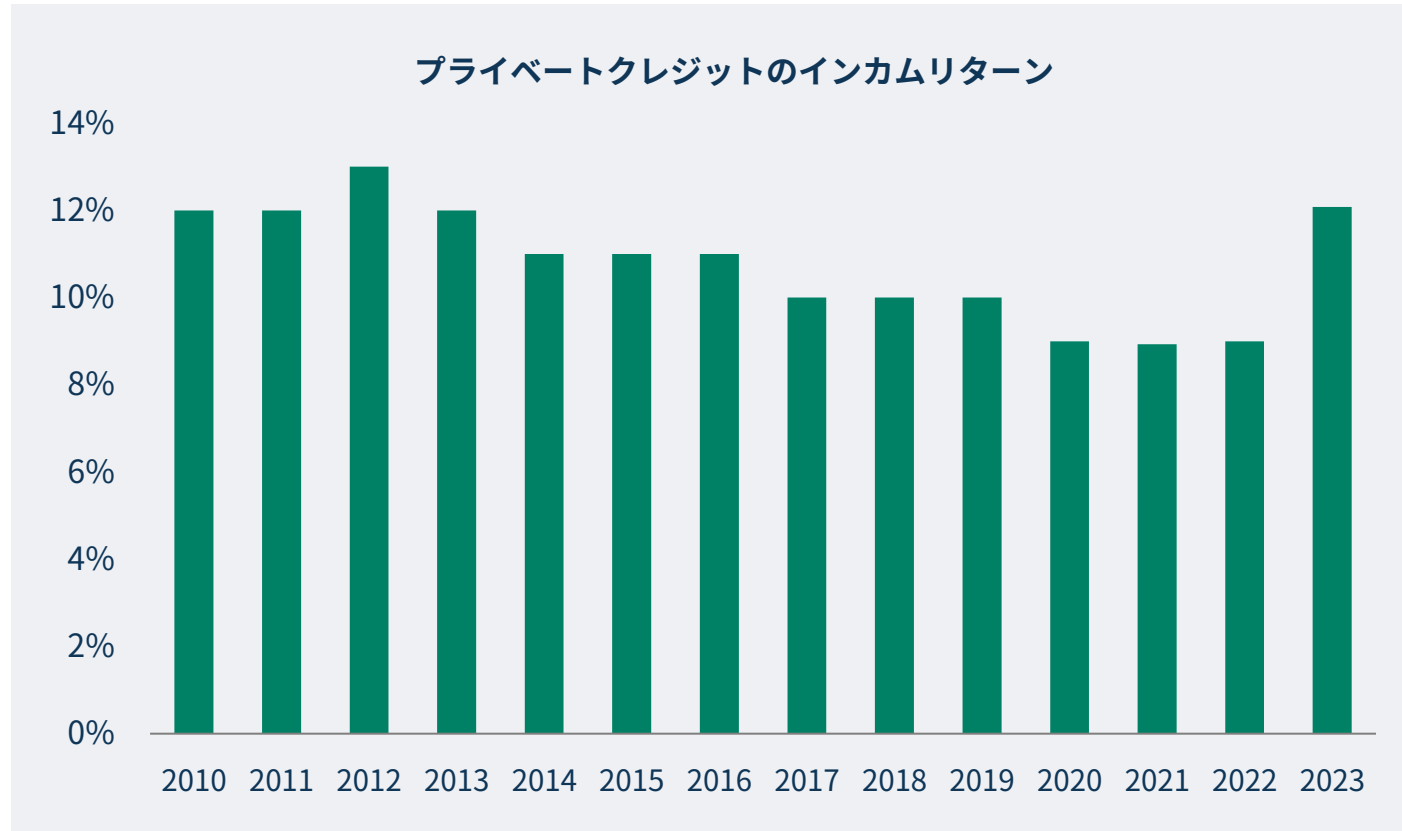
- 実質的にデフレーションがない
- 変動金利クーポン

グラフは2022年11月までの過去6回の金利サイクルにおけるパフォーマンスを示しています。投資適格債 (IG) はICE BofAグローバル社債インデックス、米国ハイイールドはICE BofAインデックス、シニア・ローンはクレディスイス・レバレッジドローン・インデックス、ダイレクト・ローンはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスで表されます (2005年の指数開始以来のデータ、2023年9月30日現在)。累積リターンを反映しています。



# クレジット投資の潜在的メリット

## 6. 定期的に支払われる安定したインカム



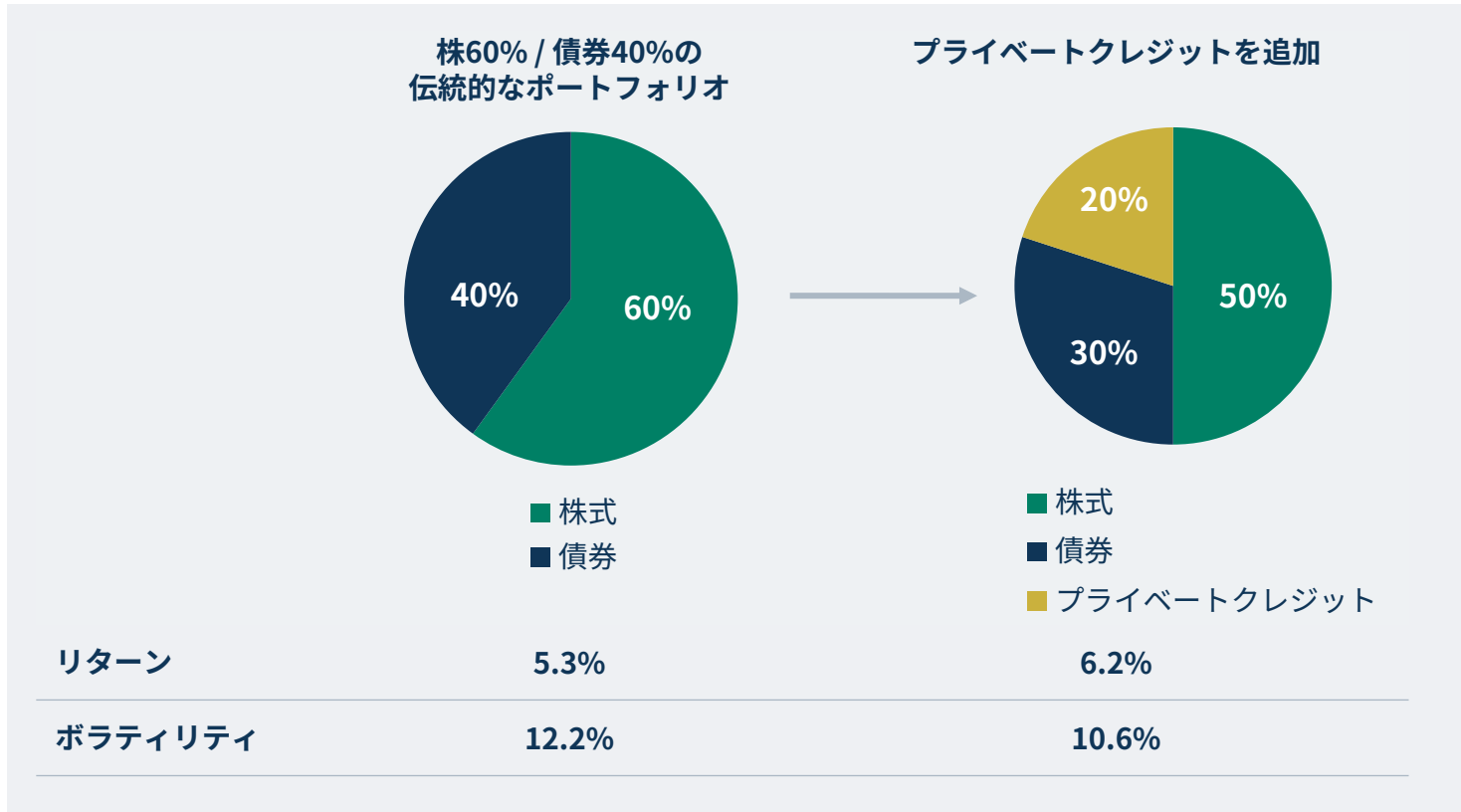
出所：CDLI。2023年12月31日までの4四半期を示しています。

### 背景

- 契約で担保されたインカム収入
- 資本構造においてシニアの弁済順位

安定性とインカムの両方の提供を目指す  
プライベートクレジットは、市場との  
直接的な相関性が低く、あらゆるポート  
フォリオにおいて、よりバランスの取れ  
たリスク特性を提供する

# 安定と成長の両方を支えるバランスの取れたリスク特性



## 背景

- エクイティではなくデットである
- 市場で取引されていない、または市場とのつながりがない
- 貸し手と借り手の関係が1対1

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。揭示された情報はファンドのリターンを表すものではありません。投資家はインデックスに投資することはできません。例示のみを目的としています。トータル・リターンとリスク：2008年1月1日から2023年12月31日までの期間。株式はMSCIワールド・インデックス、債券はブルームバーグ総合債券指数、プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスで表されます。

出所：モーニングスター、クリフウォーター。

# まとめ

1. **プライベートクレジット**：借り手のデットが公募発行または取引されていないノンバンク・ローン
2. **GFC後の規制強化**により銀行による中堅企業への融資が難しくなり、プライベートの貸し手がその穴を埋める機会が生まれた
3. **プライベートクレジット**が、潤沢な投資機会が見込まれる企業向け融資の最大の供給源になる日も近い
4. 魅力的なインカム、安定したリターン、低いボラティリティ、インフレ防衛など、ポートフォリオへの**潜在的なメリット**を備えている



## 市場成長

**\$1.5兆**

プライベートクレジット  
グローバルAUM  
現在

**\$2.8兆**

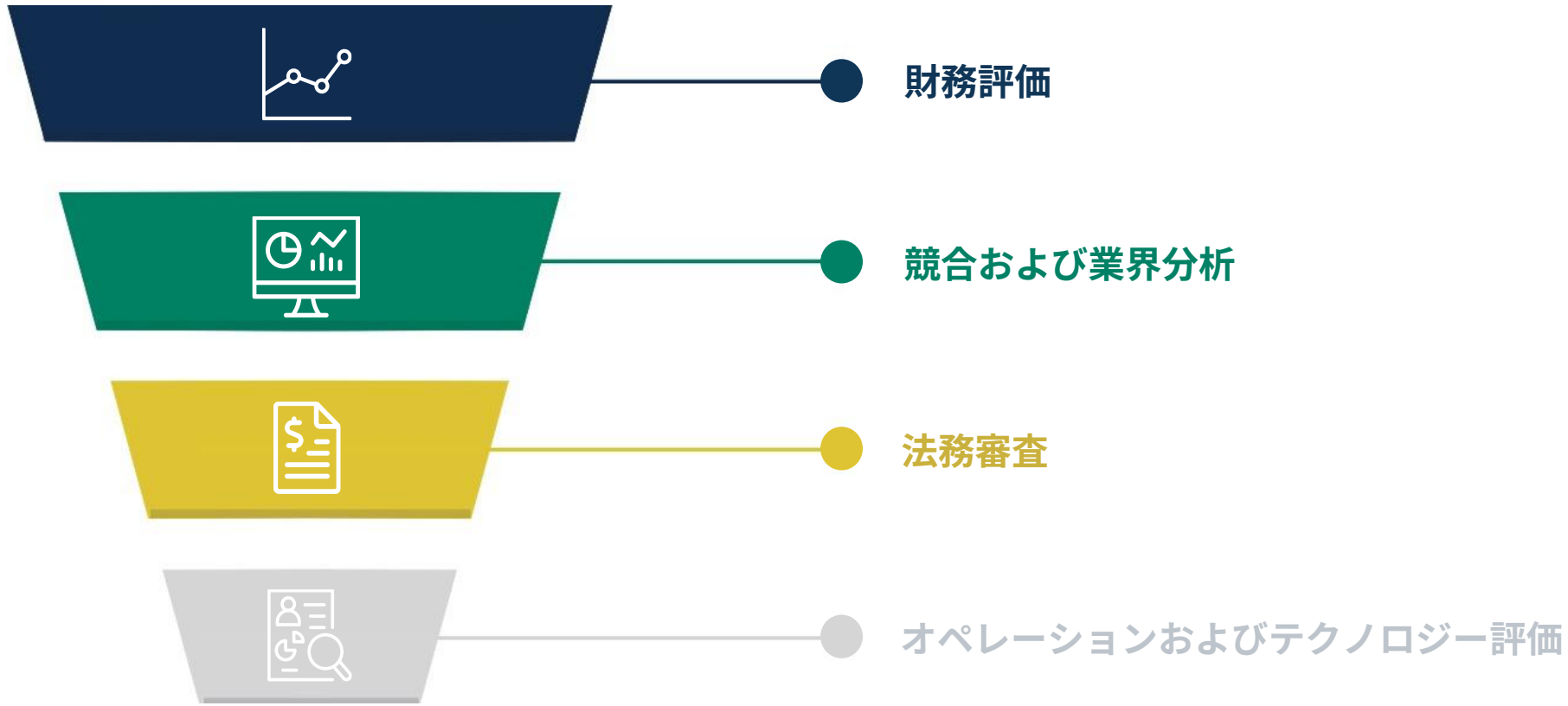
プライベートクレジット  
グローバルAUM  
2028年（予想）

出所：プレキン・グローバル・レポート「プライベート・デット2024」（2023年12月発行）。

プライベートクレジットの  
ユニバーサルが拡大し続ける中、  
貸し手が価値ある機会を掴む  
上で重要なポイント

# 堅実な貸し手が行うPEスタイルの精査

堅実な貸し手は、魅力的な機会を発見するためには時間と資源を投じ、スポンサー、銀行、仲介業者、潜在的な借り手と協力して業務を遂行する：



例示目的のみで掲載しています。

# プライベートの貸し手が新規投資を評価する際に重視する3つの要素

1

## 信用リスク

単独ベースで合意可能な案件か？

その企業が属する業種は？ GDPおよび広範な市場サイクルとの相関関係は？

借り手企業のEDITDA、融資比率、レバレッジ水準、およびローン総額は？

借り手が債務を履行する可能性はどの程度か？

2

## 案件構造

コベナンツやオーダーメイドの条件は、貸し手と借り手の利益に合致しているか？

下振れ防衛は十分か？

資本構造における弁済順位は？

3

## 価格

想定リスク水準に対して価格が適切か？

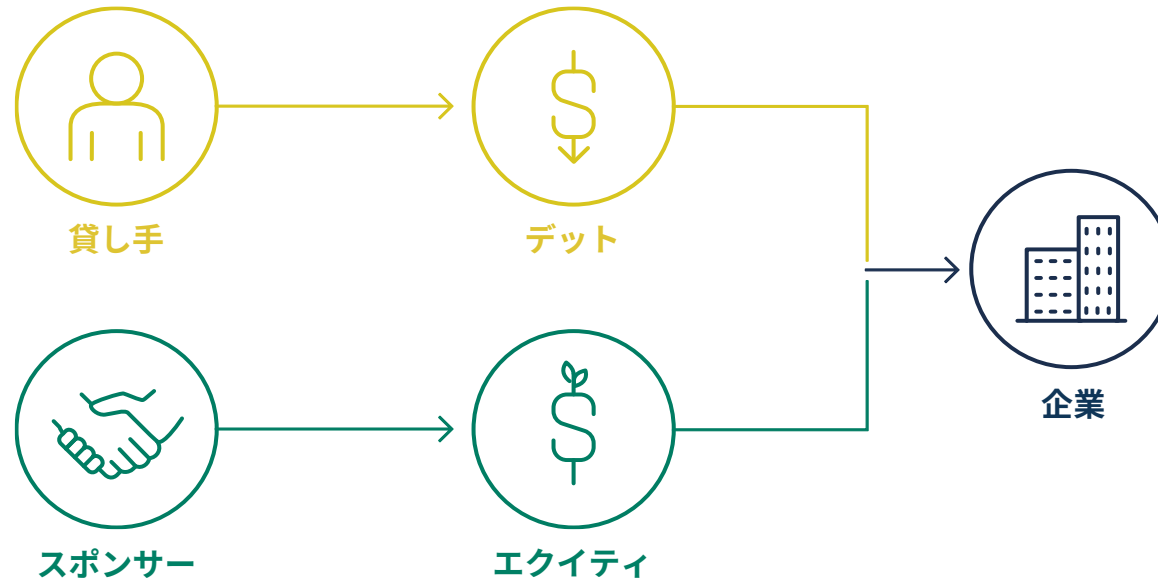
リスク特性とは別に、その他資産クラスと比較した相対価値は適切か？

# 実例：スポンサー付きのファイナンス

## その仕組み

プライベートエクイティ（PE）企業が100%または過半数を所有する企業に対し、ノンバンクの貸し手が、デット融資を提供

- PE企業は、広範なデューデリジェンス・パッケージを提供し、貸し手との関係を活用して、有利なローン交渉を支援
- PEがスポンサーする企業に対し、柔軟な資金調達ソリューションを提供し、パーソナルケア製品会社の買収を支援



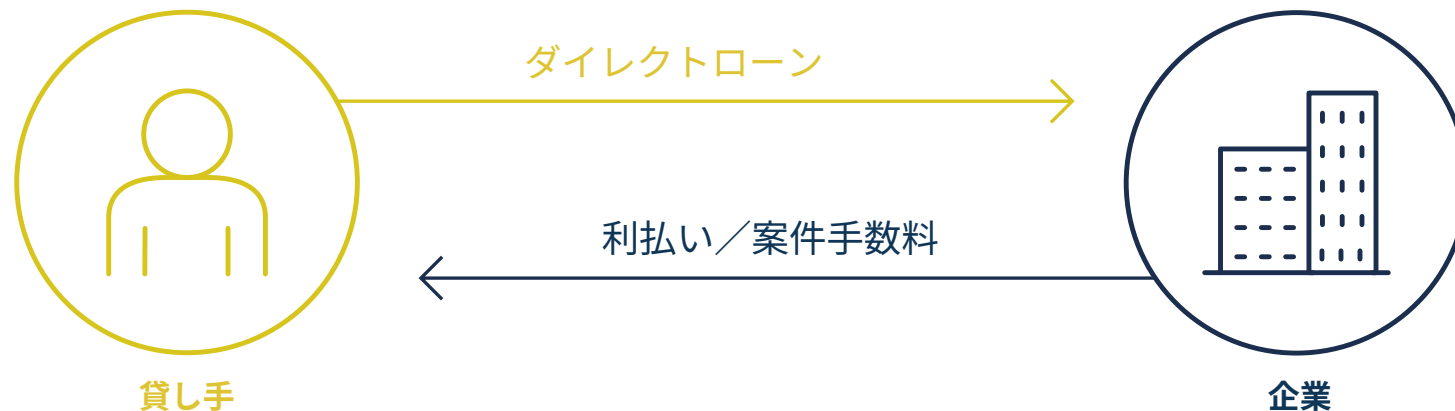


# 実例：ノンスポンサーのファイナンス

## その仕組み

銀行、スポンサー、またはその他の仲介者を介さずに、貸し手と借り手が直接と交渉する。貸し手は、デュー・デリジェンスと引受のすべての側面で責任を負う

- 新興のライフサイエンス企業は、その利益を救命製品の開発に再投資
- 利益を再投資しているため、銀行にとって、企業評価や事業モデルの理解、ニーズに合致したオーダーメイドのローン形成は困難
- より厳格な規制下にある銀行よりも有利な条件と柔軟性を提供できる貸し手との間で、ローン交渉を実行



# 実例：レスキューローン

## 仕組み：

ストレス下にあり資本市場へのアクセスが低下しているセクターで事業を営む非上場企業に対し、貸し手がローンを提供

- 新型コロナウイルス渦中、過剰なレバレッジをかけた旅行会社が旅行者数の減少で苦境に立たされた
- プライベートの貸し手が第一抵当権付シニアローンを発行、債務不履行を回避
- 新たな貸し手が、既存の第一抵当権付デットを上回る最優先請求権、資産に対する平等請求権、ワラントと強化されたコール・プロテクションという形でさらなるアップサイドの可能性を受領



Thank You

**Brookfield** |  **OAKTREE**  
WEALTH SOLUTIONS

 [brookfieldoaktree.com](https://brookfieldoaktree.com)

 [info@brookfieldoaktree.com](mailto:info@brookfieldoaktree.com)

# 開示事項

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・エルエルシーは、ブルックフィールドの完全子会社です。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・エルエルシーは、米国証券取引委員会（SEC）の登録ブローカー・ディーラーであり、米国金融業規制機構（FINRA）と米国証券投資者保護公社（SIPC）の会員です。

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。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。

当資料で示された意見は、子会社および関連会社を含むブルックフィールドの現在の意見であり、予告なく変更される場合があります。子会社および関連会社を含むブルックフィールドは、当該情報の更新または顧客への変更の通知を行う責任を負いません。当資料に提示されたいかなる見通し、予測またはポートフォリオ保有比率も当資料に示された日付時点のものであり、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の成果を示唆するものではなく、投資の価値およびそれらの投資から生じるインカムは変動する可能性があります。

## プライベート・クレジットに関するリスク

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、資金調達の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より高くなります。

## 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。

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

ID1376

# 付録：主な用語

**ビジネス・ディベロップメント・カンパニー（BDC）：**  
1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）に基づき証券取引委員会（SEC）によって規制されているクローズドエンド型投資会社の一種で、主に小～中規模企業（多くの場合、非上場または創業者所有）に投資する。

BDCは、1980年に米国議会（Small Business Investment Incentive Act）によって創設され、バンクローンや公開市場を通じた伝統的な資金調達に困難な企業に代替的な資金調達手段を提供することで、成長中の小規模な米国企業への投資を促進することを目的としている。

BDCとしての地位を維持するためには、企業は資産の70%を適格資産に投資しなければならない。一般的に適格資産とは、投資実行時の時価総額が250百万ドル以下の米国未公開企業または米国公開企業を指す。残りの30%には、一般的にその他の資産を含めることができる。

## **コール・プロテクション：**

契約締結後一定期間にわたり、貸し手が提供したローンに対して合意した利回りを得ることを保証する契約。返済手数料と呼ばれることもあるコール・プロテクションは、コール・プロテクションの期限が切れる前に、借り手が手数料を支払わずにローンを期限前返済できないようにするものである。

## **資本構造（キャピタルスタック）：**

企業会社に投資された全ての資本の総称で、会社のキャッシュフローに対する請求権の優先順位を示す。

シニアデットが最初に支払われ、普通株式は他のすべての債権者が支払いを受けた後に支払いを受ける。

- 普通株式は、キャピタルスタックの最上位で最もリスクの高い層と考えられている。リターンには上限がないため、最も収益性の高い層となる可能性がある
- 優先株式は、普通株式とメザンデットの特徴を備えている。普通株式と同様、優先株式は、一定の投資の潜在的なアップサイド（普通株式より少ない）を備える。また、メザンデットと同様に、定期的な支払いを受ける権利を有する場合もある
- メザンデットはシニアデットと同様、通常シニアデットより高い利率を定期的に受け取る（より高いリスクを考慮）
- シニアデットは、通常メザンデットより低い利率を定期的に受け取るが、これは一般的にこの債務がスタックの中で最大かつ最もリスクの低い部分であることを反映している

## **コベナンツ：**

ローンや債券の良好な状態を維持するために、借り手が満たさなければならない法的拘束力のある規定または要件。コベナンツに違反した場合、借り手は債務不履行に陥る可能性がある。

財務維持（または肯定的）コベナンツは、借り手が実行しなければならない具体的な事柄を示す（例えば、一定のインタレスト・カバレッジ・レシオを維持するなど）。追加負担制限（または不作為）コベナンツは、借り手を制限するものである（例えば、借り手は配当の増加や特定の債務比率を超えることを禁止される場合がある）。

## **変動利付債：**

借入金利の変動を反映して金利が変動する債券またはローンを指す。

変動金利は通常、担保付きオーバーナイト・ファイナンス・レート（SOFR）のような参考レートと、受け入れるリスクを反映する追加プレミアム（またはスプレッド）の組み合わせとして価格設定される。例えば、SOFR+150で価格設定されたローンの金利は、SOFR+150ベース・ポイント（またはSOFR+1.5%）となる。

## **ローン・トゥ・バリュー・レシオ（LTV）：**

借入額を原資産の価値で割って算出される貸出リスクの尺度。LTVが高いローンは担保となる資産が少なく、債務不履行の際に借り手がローンを全額返済する可能性が低いいため、リスクが高くなる。