



ALLIANCEBERNSTEIN®

NAVレンディングの 投資機会

プライベート・エクイティの
資金調達が多様化と柔軟性

プライベート・エクイティの純資産価値 (NAV) レンディングに関するリサーチは、プライベート・エクイティのスポンサーとリミテッドパートナーの視点に焦点を当てがちだ。本稿では、特に保険会社の投資家をはじめとするアセットオーナーの視点からNAVレンディングについて検証したい。NAVレンディングとは何か、なぜ魅力があるのか、その投資機会にアクセスする際に考慮すべき点は何だろうか？

2024年8月

デューブ アデエモ

ABプライベート・クレジット・インベスターズ・エル・エル・シー
AB NAVレンディング マネジング・ディレクター／責任者

サラ・ケイシー

ABプライベート・クレジット・インベスターズ・エル・エル・シー
AB NAVレンディング ディレクター

バトリック・フィア

ABプライベート・クレジット・インベスターズ・エル・エル・シー
シニア・マネジング・ディレクター
AB NAVレンディング チェア

ゲイリー・ズー

ABプライベート・クレジット・インベスターズ・エル・エル・シー
保険部門 副最高投資責任者

エグゼクティブ・サマリー

NAVレンディング市場は2000年代初めに誕生して以来、プライベート・エクイティのスポンサーやファンドにとって柔軟な資金源として成長を続けている。ファンドの投資サイクルが進展するのに伴い、その投資を裏付け資産とするローンは、リミテッドパートナーである投資家が拠出する初期の資本を補完することができる。

アライアンス・バースタイン（以下、「AB」）はNAVレンディングについて、多くのステークホルダーにとって魅力的な提案だと考えている。

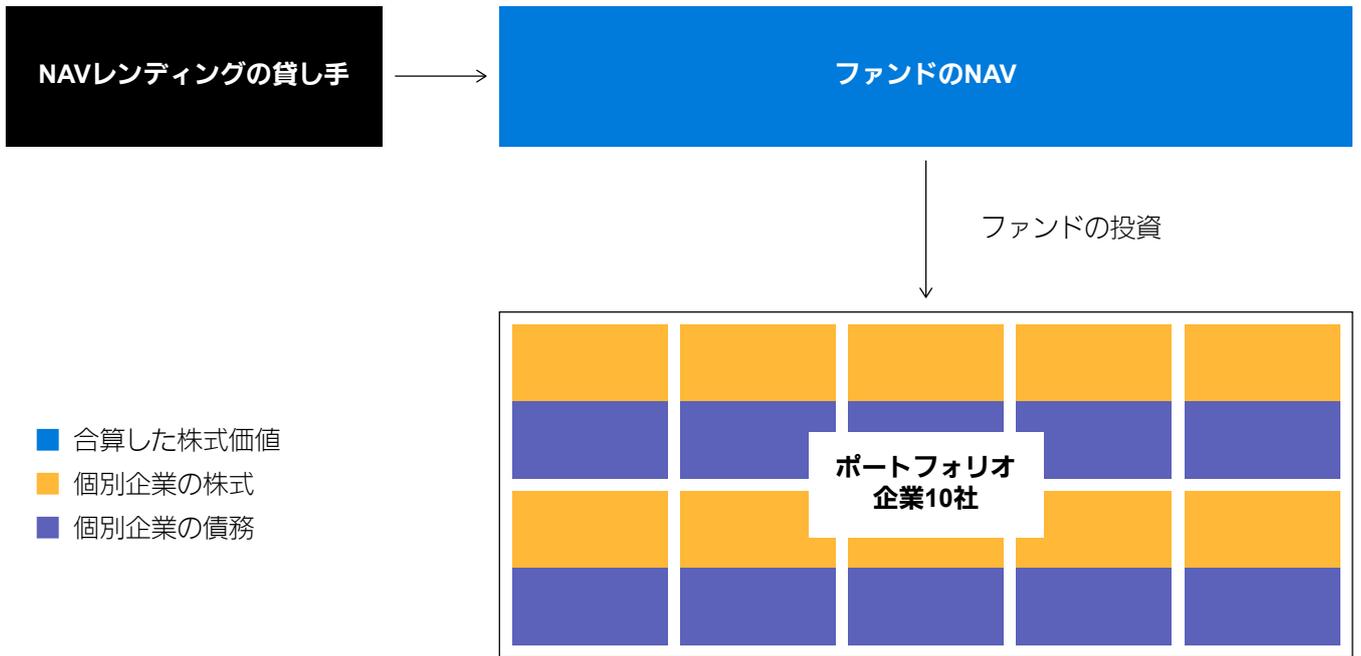
- プライベート・エクイティのスポンサーは、希薄化されない代替的な資本にアクセスでき、経営上の攻め及び守りの双方にさまざまな方法で活用できる。
- プライベート・エクイティ・ファンドのリミテッドパートナーは、ポートフォリオ構成企業の価値を拡大するためにNAVレンディングが利用された場合に利益を得ることができる。
- 強力なソーシングネットワークを持つ見識あるNAVレンディングの貸し手は、魅力的なリターン見通しや強固な契約条項を備えたローンの引き受けや実行ができる。
- 保険会社を含むアセットオーナーは、プライベート市場へのアロケーションに投資適格クラスの資産を補完的に組み入れることができる。

名称の由来は？プライベート・エクイティ向けNAVレンディングの定義

NAVレンディングへの投資機会について深く掘り下げる前に、いくつかの基本用語を定義しておくことが重要だ。本稿では、プライベート・エクイティの投資価値を担保とした、個々のプライ

ベート・エクイティファンド向けローンに焦点を当てたい(図表1)。そのため、インフラ、不動産、プライベートエクイティ・ファンドオブファンズやクレジット資産を担保とするNAVレンディングなど、この分野以外のNAVレンディングについては触れないこととする。

図表 1: NAVレンディングはどのように機能するか
NAVレンディングの構造



図表は例示のみを目的としており、実際の投資を示すものではありません。
出所: AB

NAVレンディングの魅力

ABの見解では、NAVレンディングは保険資産のオーナーにとって魅力的な投資機会となる。その理由は以下の通りである：

- 市場サイクル全体にわたって加速及び持続すると予想される安定した市場の成長
- ダウンサイドリスクを軽減し、投資適格クラスの格付け取得を可能にする本質的な資産保護機能
- 魅力的なリスク調整後リターン
- プライベート・エクイティのライフサイクルに柔軟性をもたらし、市場へのアクセスを促進する

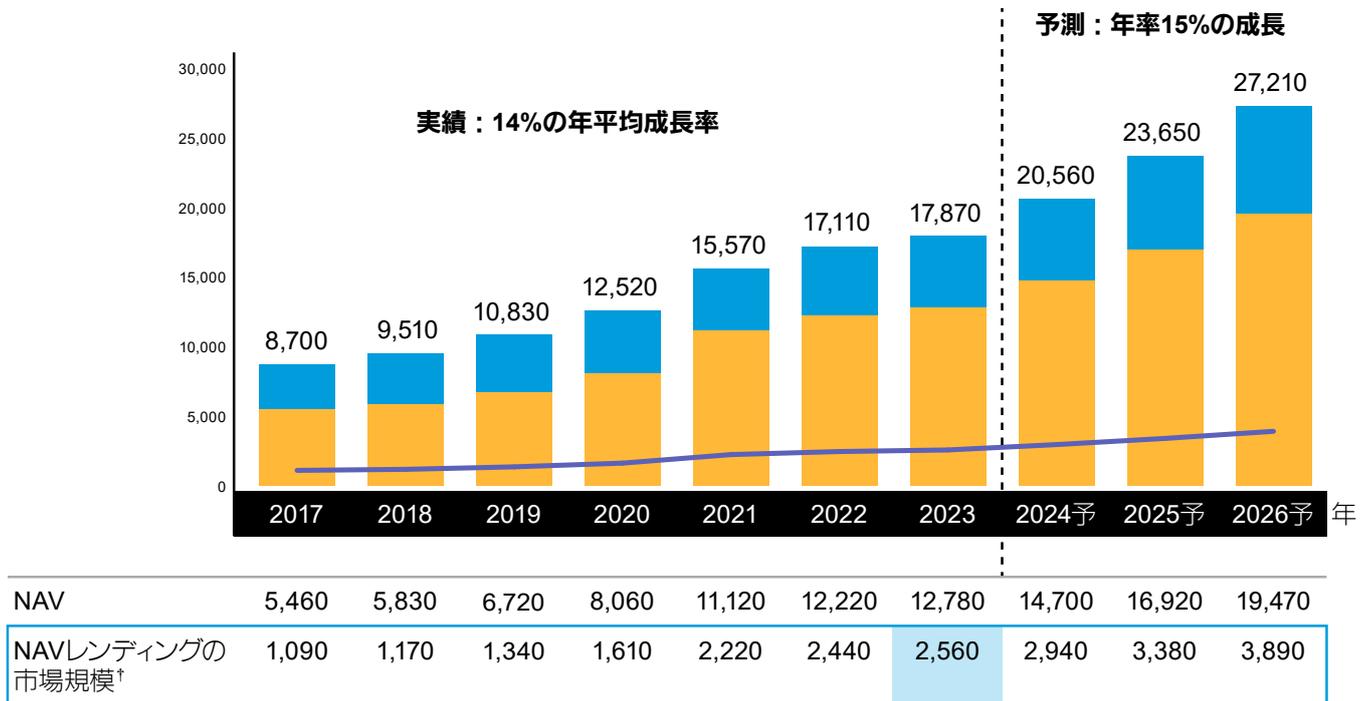
成長する市場：NAVレンディングの成長は今後も持続・加速するとABは考えており、世界の市場規模は750億米ドルから2030年までに3,500億米ドル近くに拡大すると予測している。¹

NAVレンディングは、プライベートエクイティファンドに柔軟な資金源を提供しており、希薄化をもたらすこともない（ファンドが資本を調達する上で、ポートフォリオ企業の所有権や株式を手放す必要がない）。その特徴は、NAVレンディングの導入が拡大する大きな要因となってきた。こうした資金調達形態がより広く受け入れられ、プライベートエクイティ市場が拡大すれば、NAVレンディングへの投資機会も拡大していくと思われる。

プライベート・エクイティ市場の成長について、いくつかの背景を説明しよう。2017年以降、北米のミドルマーケットにおけるプライベートエクイティの運用資産総額は年率14%の伸びを示している。その総額は2023年末までに、1兆8,000億米ドル近くに達した（図表2）。

図表 2：持続的に追い風が吹き、魅力的なダイナミクスを持つ大規模な市場

北米のミドルマーケットにおけるプライベート・エクイティの運用資産総額（億米ドル*）



■ ドライパウダー（待機資金） ■ NAV — NAVレンディングの市場規模

いかなる投資目的も、それが達成されることを保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
 CAGR：年平均成長率。NAVレンディングの市場規模や成長予測はABプライベート・クレジット・インベスターズの市場調査に基づきます。
 *ヒストリカルなデータはピッチブックの「2023年米PEミドルマーケット年次レポート」を引用。2023年は2023年6月30日まで。プライベート・エクイティのAUM成長予測は、直近5年間の年平均成長率15%を適用し、ドライパウダーの割合が2023年と同水準を維持すると想定。
 †NAVレンディングの市場規模は北米のミドルマーケットにおけるプライベートエクイティ向けNAVのLTVを20%として算出。
 2024年6月30日現在 | 出所：ピッチブック、AB
 1 市場の成長や規模に関する予測はABプライベート・クレジット・インベスターズに基づきます。

ダウンサイドリスクを軽減する資産クラスとしての機能

- 大きな緩衝効果を生む低いローン・トゥ・バリュー (LTV) レシオ：投資適格なNAVレンディングにおける取引完了時のLTVレシオは通常5～25%となっており、この比較的低いレシオは、原資産であるファンドのNAVの落ち込みに対する著しい緩衝効果をもたらしている。²
- 多様で分割可能な担保：原担保（複数のポートフォリオ企業に対するファンドの投資）は多様で分割可能であるため、個別企業のリスクが分散されていることがNAVレンディングに恩恵をもたらしている。一般的に、複数の組み入れ企業の価値が毀損した場合でも、1件のエグジット（プライベート・エクイティ・ファンドが投資先企業の株式を売却すること）を成功させれば、NAVレンディング全額の返済を十分に賄うことができる。
- 強力なローン条項：NAVレンディングの貸し手は、プライベート・エクイティ・ファンドやそのポートフォリオ企業の財務状況の影響から免れるためさまざまな条項を契約に盛り込んでおり、ポートフォリオの集中度やLTVレシオが許容できない水準に上昇した場合（資産売却の結果として上昇した場合を含む）、ローンのリスクを軽減することができる。例えば、貸し手はキャッシュフロー・スイープ（ポートフォリオ企業の売却に成功した場合に、回収した資金を長期にわたりローンの返済に充当すること）を増額することで、返済を加速させることができる。また、貸し手はポートフォリオ企業の評価額に異議を唱える権利を持つ場合もある。

魅力的なリターンを得られる可能性：投資適格なNAVレンディング分野におけるローンは通常、目標リターンをネットで8～10%に設定して実行される。それは、現在の担保付翌日物調達金利 (SOFR) を300～500ベース・ポイント (bps) 上回る水準である。こうしたリターン見通しと資産クラスとしてのダウンサイドプロテクションにより、NAVレンディングは魅力的なリスク調整後リターンを提供していると考えられる。

プライベート・エクイティのライフサイクルを通じた柔軟性

資産価値を拡大するNAVレンディングの能力は、プライベート・エクイティ業界のライフサイクルにおいて重要な役割を果たす。

プライベート・エクイティ・ファンドのリミテッドパートナーがNAVレンディングからどんな利益を得られるかについて、簡単な例を挙げてみたい。北米のプライベート・エクイティ・パイアウトファンドが複数の黒字企業で支配的な立場を占めており、ファンドの運用期間が6年目に入ったと仮定しよう。

現時点の株式評価額が7,500万米ドルのポートフォリオ組み入れ企業が5,000万米ドルの買収を計画しており、取引完了後の合併企業の株式価値は1億2,500万米ドルとなる見通しだとする（図表3）。

図表 3: NAVレンディングの例: 成長機会

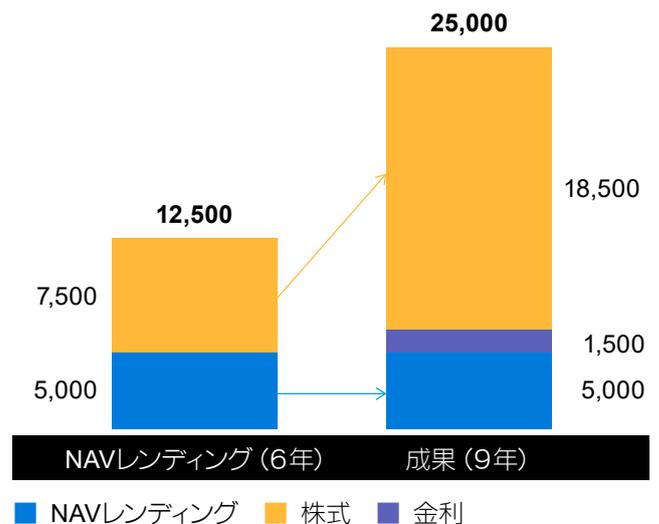
借り手のプロフィール

- ファンドの戦略: 北米のバイアウト
- コミットメント総額: 5億2,500万米ドル
- 払い込み資本: 5億米ドル
- ファンドの運用年数: 6年
 - NAV: 6億7500万米ドル
 - ポートフォリオ組み入れ企業: 8社

NAVレンディングの構造

- ローン規模: 5,000万米ドル
- 期間: 3年
- プライシング: SOFR + 600 bps
- 調達資金の用途: ポートフォリオ企業による買収の支援

NAVレンディングの使用とその成果 (万米ドル)



この図表は例示のみを目的としています。いかなる投資目的もそれが達成されることを保証するものではありません。

2024年6月30日現在 | 出所: AB

² プレキンによると、2023年12月31日時点でのパフォーマンスに基づけば、1億米ドル以上の資産を持つバイアウト及びグロース型プライベート・エクイティ・ファンドのうち、1990年～2020年に払い込み資本のリターンが価値総額の0.5倍を下回ったファンドは、わずか約2%。

しかし、ファンドには十分な資本がない：投資家によるコミットメント総額5億2,500万米ドルのうち、すでに5億米ドルが払い込まれており、プライベート・エクイティのスポンサーは、ポートフォリオ企業レベルでのさらなる債務の発行や、希薄化につながる株式発行を望んでいない。

代わりに、ファンドは期間3年、SOFR+600bpsの金利で5,000万ドルのNAVレンディングを調達し、その資金を買収企業に提供する。3年後、プライベートエクイティファンドは、買収直後の評価額を1億2,500万米ドル上回る2億5,000万米ドルで、合併したポートフォリオ企業を売却する。

この例では、NAVレンディングがプライベート・エクイティ・ファンド、ひいてはリミテッドパートナーに著しい価値をもたらした。NAVレンディングの柔軟性がなければ、ファンドは好機を逃すか、あるいはより多くのエクイティ資本を調達せざるを得なくなり、既存のエクイティ投資家のリターンが希薄化されていたかもしれない。

成功のカギを理解する

プライベート・エクイティの分野でNAVレンディングの普及が進むのに伴い、保険会社を含むアセットオーナーにとっても機会が増大している。しかし、NAVレンディングに投資するには、アセットオーナーは貸し手と協力する必要がある。そして、すべての貸し手が同じように成功を収めるわけではない。ABの見方では、適切な判断を下すためには、案件発掘の機会を促進するさまざまな特性や、綿密なデューデリジェンスとリスク管理に基づき、レンディングに関する適切な判断を下す能力が必要になる。

幅広いソーシングネットワーク：NAVレンディングへの投資機会を発掘するには、業界における関係構築が大きな役割を果たす。プライベート・エクイティのスポンサーとの強固なネットワークを構築することが、潜在的な案件を発掘するうえでカギを握る。NAVレンディングへの投資機会は定期的に発生するものではなく、直接のコミュニケーションで生じることも多いため、素早い行動も求められる。

引き受けに関する専門知識：賢明な形でNAVレンディングを引き受けるためには、プライベート・エクイティ・ファンドや、その投資先であるポートフォリオ企業を評価することが重要で、特に企業のバリュエーションを重視する必要がある。ファンドレベルでは、実績、リーダーシップ、管理文書、構造をすべて精査しなくてはならない。ポートフォリオ企業レベルでは、業界のトレンド、固有のリスク、資本構造、バリュエーションが主な重点分野となる。その企業には、本当にスポンサーが主張するような価値があるのだろうか？

執行力と柔軟性：NAVレンディングは、プライベート・エクイティのスポンサーにとって柔軟なソリューションとなることを目的としている。しかし、その目的を達成するには、貸し手のリスクを管理しながら、スポンサーが投資先企業のポートフォリオを適切に管理し続けるための、ローンの組成に関する豊富な経験が必要となる。

執行の確実性：NAVレンディングの活用が進むのに伴い、一部の貸し手はこれらのローンについて、幅広い投資マンドートにおけるオポチュニスティックな投資とみなすようになってきている。そうした場合、貸し手は、NAVレンディングに必要なプロセス、手順、リスク許容度を備えていない可能性がある。その結果、NAVレンディングに特化した財務及び人的資本を擁する貸し手と協力する場合に比べ、ローンの執行（及びNAVレンディングへの資本投入）に関する確実性が低くなる可能性がある。

重点分野：NAVレンディングに関する幅広い機会がある中で、持続的に比較的高いリターンが見込める市場分野を特定し、そこに資本を投入することが重要である。ABは、ミドルマーケットのプライベート・エクイティ・ファンドへのNAVレンディングが、そうした分野の一つだと考えている。その持続性には、流動性の低さや、NAVレンディングのソーシングに関する関係や適切な引き受けを行うための専門知識を持つ市場参加者が限られているという現実が反映されている。

NAVレンディング：保険ポートフォリオの観点

今日のプライベートクレジット市場では、ダイレクトレンディング、メザニンローン、ディストレストテット、スペシャルシチュエーション、不動産クレジット、実物資産クレジット、そしてNAVレンディングを含むスペシャルティファイナンス戦略など、さまざまな戦略が提供されている。

保険業界の投資家は、ポートフォリオにNAVレンディング戦略を組み入れることについて、どう考えるべきなのだろうか？

ABの見方では、NAVレンディングのような分散型の戦略は、インカム追求型及びトータル・リターン型のプライベートクレジットの構成要素を補完する役割を果たし、保険業界の投資家によるプライベート資産への全般的なアロケーションを充実させる上で役立つと思われる。市場にはさまざまなNAVレンディングが存在するため、その特性の違いを理解することが重要である。NAVレンディングは一般的に、リスクに基づいて分類される。一方（次ページの図表4）には、貸し手がノンバンクのローンがあり、柔軟性は高いものの、リスクが高く、資本コストも高くなりがちだ。その一方で、保守的なローンは投資適格クラスの格付けを得ることができる。³ それらは銀行が提供する典型的なローンで、一般的に高度に構造化され、柔軟性は低く、金利も低くなる。プライベートな貸し手が提供するローンは通常、両者の中間あたりに位置する経済的条件がつけられている。

3 KBRA と S&P はいずれも NAV レンディングに対する格付け手法を有しており、定量フレームワーク（資産カバー率、流動性、他の特性の測定など）から始め、マネジャーの運用実績などの定性的な要因に基づいて修正を加えている。

図表 4 : NAVレンディングの市場セグメント及び目標とするスプレッド



いかなる投資目的もそれが達成されることを保証するものではありません。
2024年6月30日現在 | 出所: AB

投資適格クラスのNAVレンディングは幅広い投資家にとって魅力的で、保険会社など高利回りへのエクスポージャーに制約や制限のある投資家にとってはとりわけ大きな魅力がある。それらは魅力的なリスク調整後リターンをもたらす、ネットの目標リターンは通常、ポートフォリオベースでSOFR+300~500bpsに設定される。投資適格クラスの社債ポートフォリオと比較すると、NAVレンディングには現時点で、非流動性プレミアムが5.8%程度上乗せされている。⁴

米国の保険会社の場合、現在のリスクベースの資本チャージは、全米で認知された格付け機関による格付けに基づいて決定される。A格からBBB格までの一般的な格付けを得ている場合の資本チャージは、生命保険会社が0.82~1.52%、損害保険会社は1.3~2.1%、医療保険会社の場合は1.6~2.5%となっている。会計上の目的では、投資適格クラスのNAVレンディングはスケジュールDに含まれる。

欧州の保険会社の場合、KBRAとS&Pはどちらも外部信用評価機関に分類される。そのため、保険会社が投資している多くのプライベートクレジット資産とは異なり、ソルベンシー資本チャージは格付けとデュレーションに基づいて決定される (保険会社がソルベンシーII標準フォーミュラを用いていると想定)。デュレーションを3年と仮定した場合、A格のローンはスプレッドリスク資本要件が4.2%であるのに対し、BBB格のローンは7.5%となる。同じローンが格付けを得ていない場合、9%の資本要件が発生する。

NAVレンディング市場の相対的な規模や、他のプライベートクレジットへの投資機会を考慮すれば、保険会社の投資家が分散化されたプライベートクレジット戦略として、一般勘定資産の5%以上をNAVレンディングに振り向けることはないと思われる。投資家は、NAVレンディングが全体的な非流動性及びプライベート市場へのエクスポージャーに与える影響に関する評価など、ポートフォリオレベルで数多くの問題について検討する必要がある。

結論として、プライベート・エクイティ市場の拡大が続き、スポンサーがファンドの定期的な資金調達手段としてますますNAVレンディングを活用するようになるのに伴い、NAVレンディング市場は著しい成長を遂げる見通しだ。NAVレンディングには、投資適格クラスの格付けを取得できる可能性、投資適格企業に対するリターンプレミアム、保険会社にとって規制上有利な資本の取扱い、及び全体的な投資アロケーションにおける補完的なプライベート資産へのエクスポージャーなど、いくつかの魅力的な特性がある。

これらの要因を考慮すると、投資家である保険会社は、強力なソーシングネットワークと、広範なデューデリジェンスやリスク管理に裏打ちされたレンディングに関する意思決定能力を備えたマネジャーと手を結び、NAVレンディングへの投資機会を探っていくべきであると考えられる。

⁴ NAVレンディングの総スプレッドを5.5%、当初の発行ディスカウントを2%、加重平均期間を3年と想定。ICE BOFA BBBコーポレート・インデックスの実効利回りは5.7%、SOFRは5.3%で、いずれも2024年6月30日時点のFREDによる情報。

当資料は、2024年8月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（AB）が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。ABプライベート・クレジット・インベスターズ・エル・エル・シーはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピー傘下の関連会社であり、またアライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- 投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります
 - 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
 - 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
 - 有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。
上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

<リスクに関する説明>

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。オルタナティブ戦略への投資は投機的なもので、高いリスクを伴います。オルタナティブ投資はボラティリティが高くなり、投資家は元本の全部または大部分を失う場合もあります。パフォーマンス連動型の運用報酬は、よりリスクが高い、または投機的な投資を行う誘因を作る可能性があります。ヘッジファンドはたいてい多くの他の種類の投資より手数料が高く、売買益がその分減る可能性があります。オルタナティブ投資は、多くの場合流動性が低く、意図した時に意図した価格での証券の購入や売却が困難な場合があります。いかなるオルタナティブ戦略もその投資目的を達成できる保証はありません。過去の実績は将来の成果を示唆するものではなく、投資目的の達成を保証するものではありません。

<手数料等>

投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等は確定していないため、各手数料等の金額またはその上限を記載することができません。したがって、手数料等の合計額等の記載もすることができません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

