

NAVレンディング～リスクか？チャンスか？

本稿では、近年、注目が集まるNAVレンディングについて解説します。資産運用における新たなフロンティアとしてチャンスでもあると同時にリスクを内在している可能性もあり、動向を注視する必要があると思われます。

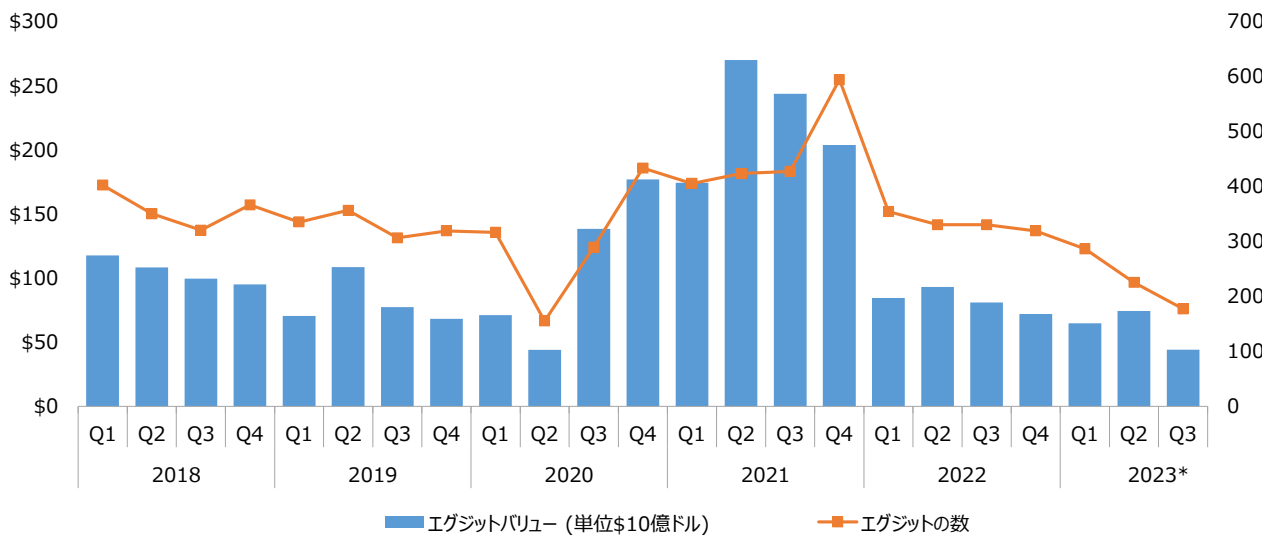
NAVレンディングとは

NAV(Net Asset Value)レンディング(あるいはローン)とは、プライベートエクイティなどのファンドへの貸付を指します。従来からあるファンド向けファイナンスであるサブスクリプション・ローンなどと比べると、ファンドが保有する資産(NAV)を担保としている点などが異なっています。

プライベートエクイティなどの投資回収(エグジット)活動が2021年以降、低下傾向にあり、投資

案件の保有期間が長期化(図表1参照)しているため、NAVレンディングを始めとしたファンド向けファイナンスのニーズが高まっています。しかし、銀行などの伝統的金融機関は、資本規制などの影響で、ファンド向けファイナンスを拡大できないため、プライベートクレジットファンドがファンド向けファイナンスを担うケースが増加しています。国内でも複数のNAVレンディングファンドが現在、募集活動を行っています。

図表 1 米国プライベートエクイティのエグジットの状況



(出所) Pitchbook “US PE Breakdown 2023 Q3”より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

NAVレンディングと従来のファンド向けファイナンス(サブスクリプション・ローン)との違い

図表2は、従来からあるファンド向けファイナンス手法(サブスクリプション・ローン)とNAVレンディングを比較したものです。

サブスクリプション・ローンは、主にLPからのコールの調整などのために利用されているつなぎ融資です。頻繁なキャピタルコールは、LP投資家、GPいずれにとっても事務負担が大きいため、それを調整する手段として利用されています。同時にクローズドエンドファンドのパフォーマンス指標として利用されるIRR(内部収益率)は、投資資金のコールが後ろ倒しになるほど、分配がより前倒しになるほど上昇するため、IRRの引き上げ手段としても利用されることもあります。

一方で、NAVレンディングは、LPからの今後のキャピタルコールをもとに実行されるサブスクリプション・ローンとは異なり、GPあるいはファンドが保有する資産が信用リスクの源泉です。サブスクリプション・ローンと利用目的に類似点は多いものの、ファンドの投資回収期間でも利用され、より柔軟な使い方ができるようになっています。サブスクリプション・ローンと同様にIRRの引き上げという目的で利用されることもありますが、分配を前倒しにし、投資先の売却が遅延した場合

の配当リキャップ¹としても活用されています。不利なエグジットを避ける手段としては、GP主導型セカンダリー取引なども知られていますが、相対的に高いコストが発生してしまいます。NAVレンディングを使えば、GPにとってはセカンダリー取引よりも有利な形で投資を回収できると考えられています。

投資対象としてのNAVレンディング

NAVレンディングは、ABL(資産担保ローン)の一つとして近年、投資対象としても注目が集まっています。企業向けローン、クレジット商品からのリスク分散が可能、リスク対比で魅力的な利回りなどが特徴となっています。

通常、ある程度、規模が大きく、業界内で一定の評価を得ているファンド(GP)を対象とし、保有資産額(NAV)の50%程度を上限として貸付枠などを設定していることが多いようです。

変動金利のローンであるため、為替ヘッジコストを短期金利で相殺できるため、為替ヘッジコストの上昇に悩まされる国内投資家の一つのソリューションとしても考えられます。

また、これまでにない投資資産、いわゆるフロンティア資産へのいち早い投資には、先行者利益が期待できる場合もあります。実際、NAVレン

図表2 サブスクリプション・ローンとNAVレンディングの比較

	サブスクリプション・ローン	NAVレンディング
主な担保	将来のLPからのキャピタルコール	ファンドの保有資産
ローンの形態	与信枠の提供あるいはローン	与信枠の提供あるいはローン
目的	<ul style="list-style-type: none"> 流動性ギャップへの対応 事務的負担の軽減など ファンドのIRRの引き上げ (キャピタルコールの後倒しにより) 	<ul style="list-style-type: none"> ファンドのIRRの引き上げ (分配を前倒しにより) リファイナンス、つなぎ融資 既存投資先への追加投資・再投資 など

(出所)「日銀レビュー ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」などを参考に NFRC 作成

¹ 調達資金によって配当を支払うエグジット手法

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

ディングは現状、一定のスプレッドが期待でき、新しいフロンティアとして注目の価値はあると思われれます。ただし、ファンドの信用リスクの評価、管理の方法などは、必ずしも企業向けローンのように成熟しているわけではなく、特有のリスクには注意が必要でしょう。ファンドが持つNAVは、分配が行われれば、その分低下するため、適切な時期に投資をエグジットできなければ、レバレッジが過剰になる可能性もあります。

ダイレクトレンディングなどのプライベートクレジット戦略全般に言えることですが、金融規制の範囲外であることもチャンスである一方、リスクにもなりえます。金融機関が実施するファンド向けファイナンスは、SECなどの金融当局による監督を受けてますが、ファンドが実施するNAVレンディングは、金融当局からの監督を必ずしも受けていないため、投資家自身がしっかりとモニタリングを行う必要があります。

PEファンドなどのプライベート資産のモニタリングにおける留意点

バイアウトなどのプライベートエクイティ投資全般においてもNAVレンディングの活用の広がり

は注意をする必要があります。前述の通り、投資リターンを「良く見せる」効果があるため、投資倍率やPMEなどのキャッシュフローの影響を受けづらい指標を使ってプライベートエクイティファンドを評価する必要性がこれまで以上に高まっていると言えるでしょう。

また、高すぎる金利によるNAVレンディング、あるいは過剰なレバレッジは投資パフォーマンスを毀損する可能性もあり得ます。NAVレンディングを始めとしたファンド向けファイナンスをGPがどの程度、「賢く使っているか」を投資家はしっかりとモニタリングする必要があると考えられます。NAVレンディングをある意味で「レバレッジにレバレッジをかける」ものだと批判しているメディアもあります²。

加えて直近は、NAVレンディングを利用した分配は、再コールされる可能性があるため、LP投資家にとってはゼロサムゲームであるという指摘もあります³。

今後のプライベート資産ファンド選定の際にNAVレンディングを始めとしたファンド向けファイナンスの活用度合い、利用方針などを追加しておくことが望ましいと思われる。

— 次号のお知らせ —

次号は

12月11日(月)

発行予定です。

² たとえば、"Allocators Aren't Happy With the NAV Lending Craze" *Institutional Investor*, August 22, 2023 など

³ "Recallable NAV loans: The 'zero-sum game' leaving LPs in a bind" *Private Equity International*, November 2, 2023

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com