

# ファンドファイナンス の新潮流

NAV ファイナンスを正しく理解する為に

2024年2月(改訂版)

筆者



成井 淳

Managing Director

Head of Asia | Business Development

E: [jun.narui@pembertonam.com](mailto:jun.narui@pembertonam.com)

T: +44 (0)20 7993 9316

M: +44 (0)771 9919 106

**Disclaimer:** This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.

## 前書き

Net Asset Value（以下「NAV」）ファイナンスとはファンドのNAVを担保に行う融資（つまりは当該ファンドに含まれる資産を裏付けに実行する融資）を指す。一部の投資家はNAVファイナンスが最近生まれた新たな資産クラスという印象を受けるかもしれないが、古くから存在する資産クラスである。様々なファンドの資産を担保に銀行は過去数十年にわたり融資をしてきた。しかし最近の潮流として、資金の貸し手が伝統的な銀行からファンドを通じた機関投資家の資金に徐々に置きかえられている事、また、ファンドが参入するにあたり、より柔軟性を持ったソリューション（シニアローンだけではなく、銀行が従来は提供していなかった優先株での資金提供等）を提供するようになった事があげられる。欧州のダイレクトレンディング市場でも似た潮流が見られ、規制上の理由を背景に銀行の中堅企業向け融資余力は減退しており、資金の貸し手が銀行からダイレクトレンディングファンドにとって代わられている。

本レポートでは、ファンドを通じてより広くアクセスすることが可能となった資産クラスとして、急速に発展しているNAVファイナンスに関し機関投資家の方々を抱くであろう諸々の疑問に回答する事を意図している。その方法として、より多くの方が馴染みを持ち、NAVファイナンスとの類似点と相違点を併せ持つダイレクトレンディング市場との比較を通じて解説する。

ペンバートン社はNAVファイナンス戦略内で「NAV Core」及び「NAV Strategic」の2つのサブ戦略を提供する。低いLTV水準でシニアローンを提供するより保守的な「NAV Core」に対し、「NAV Strategic」はより柔軟性を持ち、より高めのLTV水準での融資や、シニアローン以外の構造（PIK、Cov-lite、優先株等）での資金提供を可能とする。多くのテーマは両戦略に共通するものの、ダイレクトレンディング市場とNAVファイナンス市場を比較するという観点から、本レポートは「NAV Core」によりフォーカスを当てる。

## NAVファイナンスとは何か？

### NAVファイナンスの定義

一般的な広義のNAVファイナンスの定義は「ファンドが保有する資産のNAVを担保に実行する融資」である。よって、NAVファイナンスは様々なタイプの資産を保有する各種ファンドに対して実行する事が可能である。これは、流動性資産、非流動性資産に関わらず、株式、クレジット（債券及びローン）、マクロ、コモディティ、ヘッジファンド、HFのFoF、PEのFoF、セカンダリーファンド、そして最近個別のバイアウトファンド単体に対する融資等、幅広い資産クラスのファンドを対象とする。このようにNAVファイナンスのテクニックは幅広い資産クラスに適用されうるが、より狭義な定義はPEのバイアウトファンドのNAVを担保に融資をする事を指す。本レポートは狭義のNAVファイナンスにフォーカスを当てる。ペンバートン社が行うNAVファイナンス戦略はバイアウトファンドに特化しており、ベンチャーキャピタル、グロース、不動産ファンド等は対象としていない。

### ダイレクトレンディングとの類似点と相違点

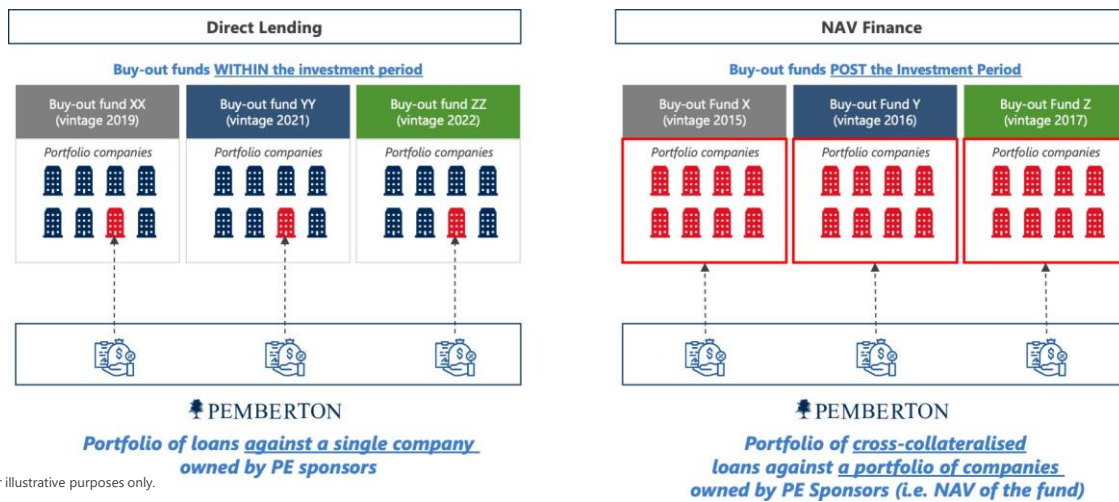
ダイレクトレンディングファンド（ペンバートン社が運用するファンド含め）はPEスポンサーが買収（バイアウト）をする企業に対して融資をする事が多い。そうした事から、ダイレクトレンディングとNAVファイナンスは同じ「PEのエコシステム及びPEのライフサイクル」の中で密接に関連している。どちらの戦略もPE/バイアウトファンドが投資を行う企業の株式価値を担保に取ってローンを出している。

こうした類似点がある中で相違点も存在する。最も重要な差は、一つの企業に対する融資（シングルクレジット融資）なのか、複数の企業を対象とする融資（マルチクレジット/ポートフォリオ融資）なのかという点である。ダイレクトレンディングでは常に一つの企業に対して一つの融資（よって、シングルクレジット融資）である一方、NAVファイナンスは常に複数の企業からなるPEポートフォリオに対する融資（よって、マルチクレジット/ポートフォリオ融資）を行う。

また、担保となる企業に対してPEスポンサーが投資を行ったタイミングにも大きな差が存在する。ダイレクトレンディングではPEファンドがこれから企業を買収しようとする際の買収資金を提供する事が多い。したがって、ダイレクトレンディングは投資期間または再投資期間内のPEファンドに対する融資ソリューションとなる事が多い。一方、NAVファイナンスはPEファンドが過去に買収し、既に複数年保有しシーズニングしたPEポートフォリオに対する融資となる。こうした事から、NAVファイナンスは投資期間または再投資期間を終えたPEファンドに対するソリューションとなることが多い。ハーベスト期間（よって投資期間、再投資期間を終えた）にあり、ポートフォリオ内に10社が残存するPEファンドのポートフォリオを想像して頂きたい。NAVファイナンスはこの10社からなる当該PEファンドのNAVを担保に一つのローンを実行する。そしてその融資を実行する上で、これらの10社のそれぞれに関する情報（ポートフォリオ内の各企業に関するPE保有状況下での過去数年に渡るパフォーマンス、今後の成長やエグジット戦略等）を取得した上で与信判断をし融資を行う。

NAVファイナンスの担保が複数の企業からなる企業群である事から、融資はこの企業群に対して共同担保（所謂「Cross-Collateralisation」）を設定する。よって上述の、一つの企業に対する融資（シングルクレジット融資）と複数の企業を対象とする融資（マルチクレジット/ポートフォリオ融資）の差からも読み取れるように、NAVファイナンスは一つの企業のリスクに晒される事が無い一方、ダイレクトレンディングは常に一つの企業のリスクに晒される。NAVファイナンスが提供する低LTV（通常NAVに対して10-30%程度）の融資という側面と共に、この共同担保（所謂「Cross-Collateralisation」）という側面があるからこそ、NAVファイナンスの融資は第三者格付け機関により投資適格（Investment Grade）の格付を取得する事ができる<sup>1</sup>。それにも関わらず、リターン水準はダイレクトレンディングというオルタナティブ資産クラスと似た水準となる。

図表1: ダイレクトレンディングとNAVファイナンスの概念図



For illustrative purposes only.

## なぜNAVファイナンス市場は拡大しているのか?

### NAVファイナンス市場の発展

前述の通り、NAVファイナンス市場はかなり前から存在している。様々な資産クラスのファンドの保有資産のNAVを担保に、多くの銀行が融資業務を何十年と行ってきた。行っている銀行の数こそ減るが、狭義の定義である「PE（バイアウト）ポートフォリオに対する融資」においても長く融資を行ってきた銀行は存在する。

NAVファイナンスは「PEのエコシステム及びPEのライフサイクル」に関連して銀行が行うファンドファイナンス業務の中で自然な発展を遂げてきた資産クラスである。銀行は過去数十年にわたってPEファンドのバイアウト活動に対しレバレッジファイナンスを提供（及びアレンジ）してきた。ファンドへの営業を通じて得たGP（PEスポンサーだけでなく一般的な各種ファンドのGP）とのリレーションシップをもとに、ファンドの投資実行時の投下資金の払込みのタイミングと投資家からのキャピタルコールを通じた資金の着金のタイミングの差を埋めるべく、投資家のファンドに対するコミットメントの未使用枠を裏付けにしたサブスクリプションファイナンスという商品が生まれた。サブスクリプションラインは、ファンドの投資期間の初期段階（ファンドが担保として使える資産をあまり持たない一方、投資家からの未使用コミットメント枠を多く持つ状況）に利用される。そして、ファンドの投資期間後（投資家からの未使用コミットメント枠は持たないが、担保として使える資産を多く持つ状況）の残存する追加の資金需要に応えるソリューションとしてNAVファイナンスが発展した。

### NAVファイナンス市場の成長見通し

多くのユーザーからのより広いニーズ（資金使途、融資形態、ストラクチャー等）に応えるべく、NAVファイナンスの発展は現在もまだ続いている。「NAVファイナンス」の定義が市場参加者によって異なる事も一因であるが、NAVファイナンス市場の現在及び将来の市場規模を正確に予測する事は難しい。ただ、多くのソースからの情報を総合すると、2022年段階でのNAVファイナンス市場の市場規模は\$80-\$100bn（約12 - 14兆円相当）で、2030年には\$700bn（約100兆円相当）まで拡大すると予測されている<sup>2</sup>。これは8年間で7倍、年率換算で約30%のCAGRで成長する事が予想されていることを指し、ダイレクトレンディングやセカンダリー市場といった他の高成長資産クラスと比較しても遥かに早い成長予想である。

NAVファイナンス市場の早い成長予想はサブスクリプションライン市場のこれまでの成長過程と比較するコメントからも見て取れる。独立系PEの資金調達アドバイザーファームである Rede Partnersによる2023年5月のレポートの中でも、PEファンドによるNAVファイナンスのアドプション（活用）率は、過去10年程度で多くのPEファンドに活用されるに至ったサブスクリプションライン市場に似た成長軌道を辿り、90%近くのアドプション率に到達する可能性がある<sup>3</sup>と記載している<sup>3</sup>。

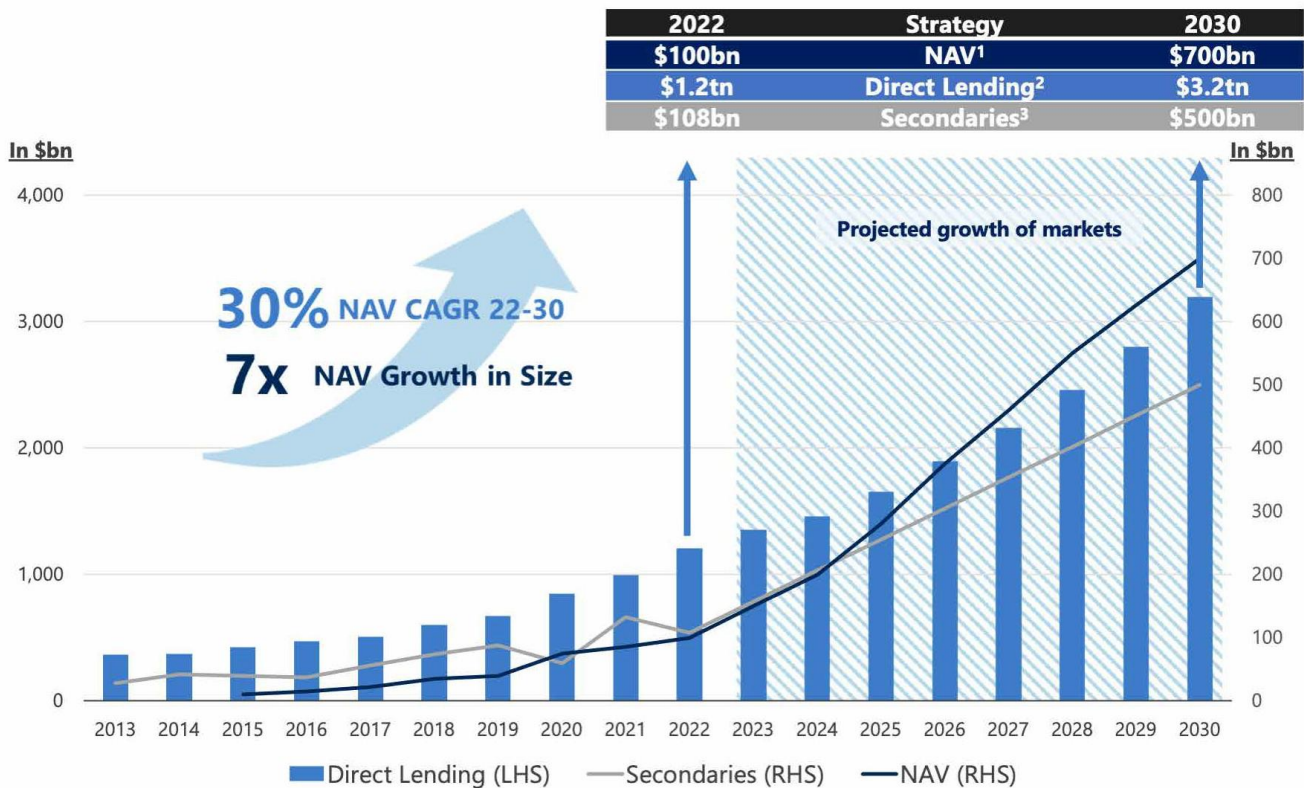
「こうした融資形態の成長曲線は、サブスクリプションファイナンス市場と比較する事が可能であろう。僅か10年前には同市場は未熟であったと共に、アグレッシブなファンドマネジメントテクニックであると頻りに揶揄されていた。ただ現在では全PEファンドの90%近くがサブスクリプションラインを活用し、活用しないGPはLPより、なぜサブスクリプションラインを使用しないのかと追及される可能性すらある。2030年までにNAVファイナンス市場でも似たようなアドプション率に達する、とRedeは見ている」

<sup>1</sup> ペンバートン社が提供するNAV Financing Core戦略では、大多数の融資で外部格付け機関より格付を取得する。

<sup>2</sup> Critical questions about NAV: How big could NAV Finance Get? (Private Funds CFO, PEI Group, 08/01/2023)

<sup>3</sup> Rede Partners, NAV Financing Market Report 2022/2023, May 2023

図表2: NAVファイナンス市場の成長予想



For illustrative purposes only. Please note that forecasts are not a reliable indicator of future performance. Source: <sup>1</sup> White & Case, 2022. <sup>2</sup> Preqin, 2022. <sup>3</sup> Collier Capital, 2022

### PEセカンダリー取引の代替としてのNAVファイナンス

何らかの理由でPEファンドの持ち分を売却しなければならない売り手（GP及びLP）と一定のディスカウントでその持ち分を購入する買い手のニーズを繋げることにより、PEセカンダリー市場は過去10年で急速に成長した。PEセカンダリー市場は引き続き存在し成長を続けると推察するが、売り手に求められるNAVに対する大幅なディスカウント（20%から30%に至ることもある）を背景に、一部の売り手がPEセカンダリー市場での大幅なディスカウントを通じた売却（よってPEファンドのポートフォリオ価値の更なる増大を通じたアップサイドは享受不可）ではなく、NAVファイナンスからの融資（よってPEファンドのポートフォリオ価値の更なる増大を通じたアップサイドは引き続き享受可能）による資金調達を検討する事は非常に自然な事である。

これは長期的な目線での保有ポジション及び資産クラスからのエグジットを計画する売り手というよりは、短期的な流動性や資本ニーズからセカンダリー市場でアセット売却を検討している売り手に特に当てはまる。過去に多くの労力をかけてデューデリジェンスを行い、投資の意思決定をしたPEファンドの持ち分を短期的な流動性や資本ニーズによりやむを得なく売却する事は、最後の手段であるべきだろう。もしあなたが持ち家を保有していて短期的に資金が必要になった際、持ち家を売却し好んで住んでいた家から退去する前に、持ち家を担保にしたローンを銀行から借りる事を先に考えるのではないだろうか？

こうした観点から、NAVファイナンス市場はPEセカンダリー市場の代替という側面も持つ。こういった属性もまたNAVファイナンス市場がPEセカンダリー市場の過去10年及び今後迎える成長曲線に似た成長性を示す可能性が高いと我々が考える背景である。

### なぜ銀行はNAVファイナンス市場での融資業務を消極化させているのか？

NAVファイナンス市場の成長の可能性を見ると、なぜ同資産クラスが今になって銀行のバランスシートから外部に流れているのか、という自然な疑問が頭に浮かぶ。なぜ銀行は市場の成長と合わせてプレゼンスを維持（もしくは新規の銀行が参入）せず、みすみすクレジットファンドやNAVファイナンスファンドに市場シェアを譲るのであるのか？このような問いに回答する上で、銀行が提供するNAVファイナンスソリューションの特性と共に、市場の成長に合わせて同ビジネスを拡大することが難しい銀行固有の制約要因を見ていく。

まずソリューションであるが、銀行が提供するNAVファイナンスとファンド（NAVファイナンスファンド含め）が提供するNAVファイナンスでは多くの事が異なる。こうした「銀行ソリューション」と「ファンドソリューション」の差は多くの理由を背景に生まれるが、1) 銀行バランスシートの制約及び2) 銀行が提供できるソリューションの構造上の制約（長い満期年限、Delayed Draw Term Loan（以下「DDTL」）、優先株形態での資金提供等）をここでは言及する。



まずバランスシートの制約であるが、この分野で活発に融資を行っていた銀行にとってもNAVファイナンスのアセットをどこまで積み上げられるのかには限界がある。市場の成長と共に、銀行は過去数年に渡りNAVファイナンスのブックを拡大してきたが今後もその成長についていけるとは限らない（成長ペースが年率30%にもなると特にそのことが顕著に当てはまる）。NAVファイナンス市場の成長速度が銀行の対応できるスピードを凌駕しており、そうした背景から機関投資家の資金をもとにファンドが誕生し、資金の需給ギャップを埋め始めているのである。

またそれ以外の様々な点でも銀行ソリューションにはストラクチャー上の制約が存在する。一つの例がNAVファイナンスローンの満期年限である。銀行は一般的に短期の年限を好み、多くの場合は3-4年、長くても原則的に5年が最長である。これは銀行規制（資本規制を含む）の将来を見通すことが困難である事が一つの背景である。パーゼルから今日のパーゼルIVへの変遷に見られる通り、銀行規制は時間と共に変化する。今後長期間にわたって銀行規制（資本規制を含む）がどう変化するのを見通せない中、銀行は一般的に長い年限のローンを躊躇する。一方、借入人（PEスポンサー等）は資金の柔軟性を持つ意味でも長い年限のローンを好む傾向がある。この傾向は現在の市場環境の中でPE資産の平均保有期間が延びている事で更に顕著になっている。

銀行ソリューションのストラクチャー上の制約のもう一つの例として、NAVファイナンスのストラクチャーがタームローンを後日引き出す事を可能にするDDTL（Delayed Draw Term Loan）が挙げられる。ローンの未使用枠に対しても銀行は必要資本を積む必要がある事からDDTLのストラクチャーでのローンを出すことは資本効率上銀行にとってあまり好ましくない。（シニアローンでは無く）劣後ローンや優先株での資金提供も同様に資本コストが高くなる事から資本効率上望ましくなく、銀行にとっては似たような制約がある。一方、借入人（PEスポンサー等）にとってはNAVファイナンスの性質や借入目的上、こうした構造を好むケースが多い。NAVファイナンスが投資期間・再投資期間を終えたPEファンドに対する（ポートフォリオ全体に共同担保を付けた）融資であるという性格から、初日からNAVファイナンスローンの全額を引き出す必要性は低く、劣後ローンや優先株といったより柔軟性を持つ資金を好む可能性もある。銀行がこうしたストラクチャーを好まない一方で、ファンドはこうした構造を提供する事に大きな抵抗が無い。

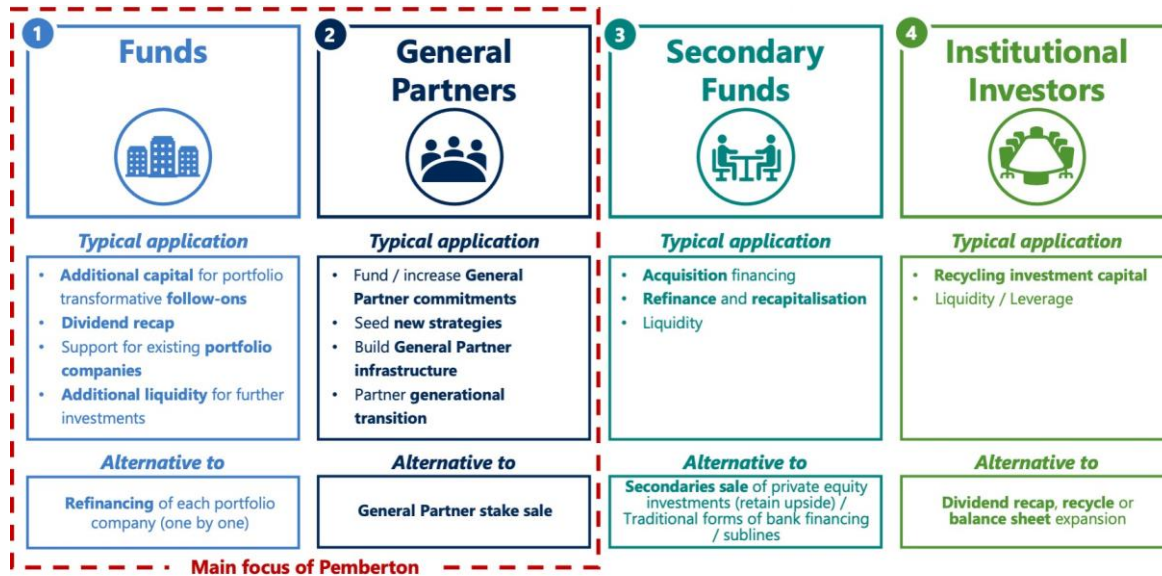
NAVファイナンスのエクスポージャーを取りたい投資家にとっても、銀行が組成するNAVファイナンスローンとファンドが組成するNAVファイナンスローンには相応の差があると考えられる。銀行が伝統的に提供してきたNAVファイナンスソリューションは、NAVファイナンスを生業とするファンドが提供するソリューションとは別の目的を持つことがある。銀行ソリューションは多くの場合、提供するNAVファイナンスローンからの純粋な利益だけではなく、スポンサーとの関係を構築（より強固に）し、他の付随業務獲得を目指す「リレーションシップトレード」という側面を持つことが多い（グローバルで活躍する著名バイアウトファンドにNAVファイナンスローンを提供することでリレーションシップを強化し、投資銀行部門でのM&Aアドバイザー手数料の増大を目指す等）。このような背景を踏まえると、銀行が組成したNAVファイナンスローンは優良PEファンドに対する低リスクの融資ではあるものの、銀行のように付随業務から収益を得られない投資家にとってはプライシングが適切ではない（低過ぎる）可能性がある。

銀行は引き続きNAVファイナンス市場の一部の分野では業務を継続すると考えられる。しかし、銀行を取り巻く様々な制約を背景に今後のNAVファイナンス市場の成長部分の多くで機関投資家の資金を裏付けとしたNAVファイナンスファンドがシェアを獲得していく事が予想される。ファンドはフェアプライシングで合意出来ることを前提に、スポンサーが求める金額、迅速な意思決定スピード及び融資実行の確実性、そして柔軟なソリューションを提供する事が可能である。これに似たトレンドは、銀行が非投資適格企業に対する融資業務に積極性を失っている中、ダイレクトレンディング市場でも見られる。レバレッジファイナンス市場の一部では銀行が引き続き業務を継続する中、現在は多くの分野においてダイレクトレンディングファンドがファイナンス活動を主導している。

## NAVファイナンスのユースケースとは?

### NAVファイナンスのユースケース

図表3: NAVファイナンスの様々なユースケース



For illustrative purposes only.

「シーズニングしたPEポートフォリオに対する融資」という根底のコンセプトは共通であるが、NAVファイナンスには最低でも4つのユースケースが存在する。

最も一般的なものとして、PEファンドに対して当該ファンドのNAVを担保にファンドレベルで融資を行うケースが挙げられる（例、スポンサーABCのバイアウトx号ファンドに対する融資）。借り手となるボロワーは、融資から得た資金を、1) ファンドのポートフォリオ内に使用（既存のポートフォリオ内に存在する企業のポルトオン買収の買収資金に活用等）、若しくは2) ポートフォリオ外（配当リキャップの様な形で融資で得た資金をLPへの分配金に充当等）に使用する。現在のマクロ環境及び景気の不透明性を背景にPE資産の保有期間は長期化している。こうした中、ポートフォリオ企業のバリューアップの為に再投資期間終了後にも追加買収資金等の追加資金を必要とするPEファンドは今後増加する可能性が高い。

2つ目は、PEファンドのGPIに対する融資を行うケースである（例、スポンサーABCに対する融資）。典型的な使用例の一つとして、GPが運営する最新ビンテージのファンドに対するGPコミットメントを行う意思があるものの、過去のビンテージが終了しておらずそのため既存GPコミットメントも未だ資金化していないため投資可能な手元の自己資金が乏しい場合である。このような場合、NAVファイナンスファンドは当該GPが過去ビンテージに投資をしたGPコミットメントを担保に融資を実行する事が可能である。これはセカンダリー市場でGPコミットメントの売却を行うGP主導のPEセカ

ンダリー取引の代替となる。PE資産の平均保有期間が延長しつつある事に加え、ファンドレイズサイクルの変化（ビンテージを重ねる毎に大きくなり、ビンテージ間の間隔が狭くなる傾向等）により、GP向け融資の需要は拡大している。

3つ目のユースケースはセカンダリーファンドがPEのポートフォリオをセカンダリー取引により取得する際に、その取得するPEポートフォリオを担保に当該PEセカンダリーファンドに対して融資を行うケースである。セカンダリーファンドは買収資金の一部をNAVファイナンスで調達する事によりリターンの上昇を図ることが可能となる。

最後は、LPが保有するPEファンドに対する持ち分を担保にLPに対し融資を行うケースである。これはLP持ち分をレポ取引に出すような経済効果が得られ、LP投資家にとっては流動性確保のソリューションとなる。前述の通り、これはLP主導のPEセカンダリーセール代替となるが、投資家は担保として提供するPE持ち分の更なる価格上昇からくるアップサイドを引き続き享受する事が可能である。

## NAVファイナンスを行う上で必要な能力とは?

NAVファイナンスの与信審査に関する2つの異なるアプローチ: クレジットアプローチ(「ボトムアップ」)及びセカンダリーアプローチ(「トップダウン」)

NAVファイナンス市場ではPEセカンダリー市場での経験を持つプレイヤーが多い。これは前述のNAVファイナンスとPEセカンダリーとの密接な関係とも関連する。PEセカンダリー取引に従事していたプレイヤーにとって、PEポートフォリオを購入する代わりにそれを担保にローンや資本性債権(劣後ローン、優先株等)等を提供するNAVファイナンス取引は取組みやすい分野と言える。PEセカンダリーの取引慣行を受け、同プレイヤーの与信審査は「トップダウン」的なアプローチになる傾向がある。一般的にはGP名、GP及び対象となるビンテージのトラックレコード、そして(GPが提示する)NAVに対してどのLTV水準で融資をするのか等に大きな比重を置く審査アプローチとなる。

一方、クレジットの経験値を持つプレイヤーが行うNAVファイナンスの与信審査は少々異なるアプローチを取ることが多い。クレジット投資を業とする投資ファンドのDNA及び重要な能力はポートフォリオ内の企業の信用力を一社ごとに分析する事である。こうした背景からクレジット投資を主たる業務とするプレイヤーのアプローチは「ボトムアップ」である事が多い。GP名、GP及び対象となるビンテージのトラックレコード等に加え、ポートフォリオ内の企業を一社ごとに深掘りし、各アセットに対して現在のNAV及び今後の成長性を精査した上でLTVを判断する。

### NAVファイナンスを行う上での必須能力、参入障壁

NAVファイナンスを検討する投資家がNAVファイナンスファンドを選定する際、同ファンドの様々な能力を見極める必要がある。本セクションでは、NAVファイナンスを実行する上での必須能力及び何故ペンバートン社のNAVファイナンス戦略が競合他社対比で優位性があるのかの説明を試みる。その上でNAVファイナンスファンドの投資プロセスを次の4つのステップに分けると、1) ファンドの資金調達能力、2) 案件のソーシング能力、3) 与信審査・判断能力、4) 投資後のモニタリング(及び担保権行使)能力、が挙げられる。

NAVファイナンスで成功する為にはレンダーとして上記全ての能力が必要となる。またこれらの多くの要件が新規のプレイヤーが市場に参入する事を困難にし、既存のプレイヤーの優位性を守る参入障壁として作用している。

### 1) ファンドの資金調達能力

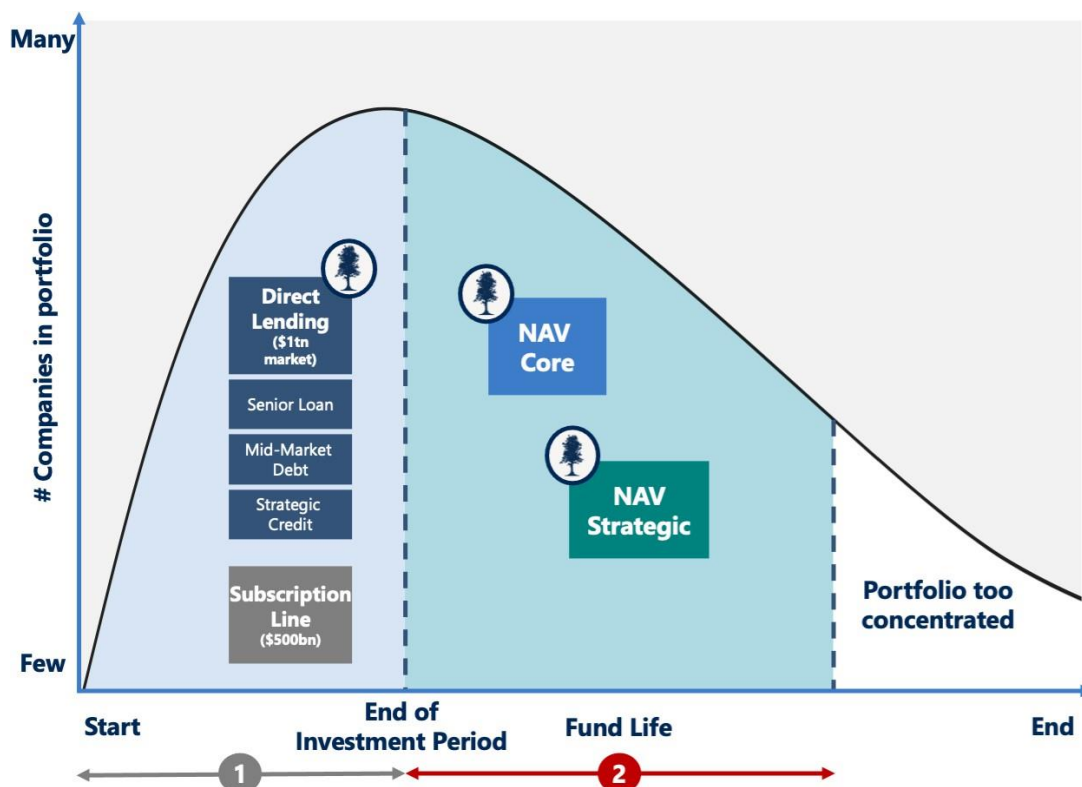
最初に必要となるのが、資金調達能力である。優秀な投資能力を有していたとしても、投資を行う上で必要なドライパウダーが無ければ宝の持ち腐れである。ペンバートン社は世界中で約1,000社の投資家と日常的に会話を持ち、約200社のLP資金を運用している。無論、LP投資家からファンド資金を調達する事に加え、投資後のサポート能力(レポーティング等)もNAVファイナンスプレイヤーを選定する上では重要な要素となる。

### 2) 案件のソーシング能力

ファンド資金が無事に集まった後、次に重要なのは案件ソーシング能力である。ファンドは可能な限り多くの投資機会を精査しその中でLP投資家にとって最良のリスク調整後リターンを生み出す案件の実行を目指す義務がある。NAVファイナンスがPEのポートフォリオに対する融資である事を鑑みると、PEスポンサーに対するアクセスとリレーションシップの強さは非常に重要である。

この点で、ペンバートン社は約200社のPEスポンサーと積極的に関係構築を行い、約70社のPEスポンサーに対してはダイレクトレンディング戦略において既に融資を実行している。PEスポンサーとのリレーションシップを一から構築する必要がなく、NAVファイナンスはあくまでペンバートン社がサポートするPEスポンサーに対して提供できる追加的なソリューションである。銀行がレバレッジファイナンスから、サブスクリプションファイナンスやNAVファイナンスで提供する商品やサービスを拡充したのと同様に、ペンバートン社にとってもNAVファイナンスに進出する事は非常に自然な流れなのである。これにより、PEスポンサーの投資期間中の企業レベルでのダイレクトレンディング戦略からの融資と共に、投資期間後のポートフォリオレベルの融資も提供する事が可能となる。リスクリターンを明確に切り分けた3つの異なるダイレクトレンディング戦略を持つ事により、ペンバートン社は既に多くのPEスポンサーにとって、無視する事の出来ない「マストコール(必ず声をかけなければならない)」マネージャーとなっている。ここにNAVファイナンス戦略が加わる事により、PEスポンサーから見ても弊社の重要性は更に増すことになる。

図表4: PEファンドのライフサイクルの異なる部分をサポートするダイレクトレンディング戦略とNAVファイナンス



For illustrative purposes only.

案件のソーシングにおいて、更に一つ重要な点としてペンバートン社が独立したプライベートデットのプレイヤーである事が挙げられる。NAVファイナンスプレイヤーが案件の与信審査をする際、PEポートフォリオに含まれる全ての銘柄に対して主要な情報（各銘柄のNAVだけに留まらず、財務情報、過去のトラックレコード、今後のビジネスプラン等を含む）を取得する。これらの情報は多くの機密情報を含み、PEスポンサーの業務においては非常にセンシティブな情報である事から、情報を誰に開示するか（そして開示しないか）をPEスポンサーは非常に厳しく判断することになる。こうした背景からPEスポンサーが自分たちの不利益に繋がる行動を取る可能性のあるプレイヤーにこのような情報を共有する事を避けることは容易に想像ができる。よって、PEスポンサーは自分たちの業務と競合関係になりうる企業（もしくは競合する事業を同グループに持つ企業）にはこうした情報を開示する事を避ける傾向にある（PEスポンサーが競合するPE事業を持つプレイヤーからのNAVファイナンスを避ける等）。PE事業、ディストレスト、株式化を目的とする債権投資（所謂Loan-to-Own）等を持たず、純粋なクレジットプラットフォームである事から、ペンバートン社はPEスポンサーと競合するビジネスを持たないNAVファイナンスのプレイヤーとしてのポジショニングが可能である。

### 3) 与信審査・判断能力

ダイレクトレンディングのプラットフォームとしてスタートしたペンバートン社の与信審査は、クレジットアプローチ（「ボトムアップ」）を用いている。案件のソーシングと同様に、与信審査においてもダイレクトレンディングとNAVファイナンスは大きなシナジーを有す。ペンバートン社が欧州ダイレクトレンディング市場におけるトッププレイヤーの一角である事から、ポートフォリオに含まれる企業の一部をPEスポンサーが当初買収した際に一度デューデリジェンスを行っている場合が相応にある。NAVファイナンスが主に再投資期間を終えたPEファンドに対する融資である事から、ポートフォリオの中に含まれる企業の買収は過去に行われたものであり、買収時にスポンサーがダイレクトレンダーからの資金調達を検討したケースも多い。ペンバートン社のダイレクトレンディング戦略で当時当該企業に対する融資を検討したとすれば、ポートフォリオの各銘柄のボトムアップの与信判断を行う際、そのPEスポンサーの元でその企業が実際どう成長したかを見る際、過去の知識と情報を有効活用できる。こうした情報の優位性は我々のダイレクトレンディングビジネスで実際に融資を行った企業（年間30-50案件）だけではなく、我々が分析しながら融資に至らなかった案件（年間約700件以上）にも存在する。ペンバートン社は、2019年以降約3,000件の案件を分析してきた。4-5年前に買収された企業群こそが投資期間を終えたPEファンドのポートフォリオに現在含まれているのである。



#### 4) 投資後のモニタリング（及び担保権行使）能力

クレジットアプローチ（「ボトムアップ」）は投資後のモニタリングプロセスにおいても重要な役割を果たす。NAVファイナンスで融資を行うPEファンドのファンドレベルでの情報（四半期・年次レポート、年次株主総会へのアクセス、ファンドレベルでの財務諸表等）に加え、企業レベルでの融資判断と似た形でポートフォリオに対しても個別銘柄の詳細に関して深掘りする事ができる。ダイレクトレンディングファンドで融資判断し、モニタリングをするのと同様に、個別企業レベルでのパフォーマンスを評価し、（PEが提示するNAVではなく）我々が適切と考えるNAVをモニタリングし、パフォーマンスに問題がある場合には早期に何らかの処置を施す事が可能となる。優先担保付ローンでファンドレベルへのNAVファイナンス融資を行っている場合、最悪の場合、担保となるポートフォリオ内の企業群に対して担保権を行使し資産の売却を通じた資金回収を実行する事も可能である。

#### 終わりに

NAVファイナンスは一見すると新たに登場した資産クラスのように見えるが、過去相応の期間存在してきた資産クラスである。欧州のダイレクトレンディング市場と同様に、銀行はできる事とできない事が明確にあり、NAVファイナンス市場は徐々に機関投資家からの資本に軸足を移している。PEスポンサーに対して、運用するPEファンドのライフサイクルの異なる時期を支援するという意味で、NAVファイナンスはダイレクトレンディングと密接に関連する資産クラスである。サブスクリプションファイナンス市場やPEセカンダリー市場が急速に成長・拡大したのと同様に、我々はNAVファイナンス市場も急速にPEスポンサーから幅広く活用されるようになると共に、世界中の多くの投資家にとって必要不可欠な資産クラスになると考える。

ペンバートン社がこれまで運営してきたダイレクトレンディング事業との様々なシナジーがあることから、我々はプライベートクレジット市場の中で急速に成長・発展しつつあるこの魅力的な資産クラスへのアクセスを投資家の方々にご案内できるプラットフォームを有していると考えます。

#### NAVファイナンス戦略 チーム紹介



**Thomas Doyle**  
Partner  
Head of NAV Financing

パートナーとしてNAVファイナンス戦略を統括。2022年にペンバートン社に入社。それ以前はロンドンの17Capitalのパートナーとしてクレジット部門の責任者、クレジット及び優先株戦略の投資委員会のメンバーを務めた。

バンキング及びプライベートデット分野で25年以上の経験を有し、JPモルガンではEMEAにおけるファンドファイナンスのビジネスの立ち上げを主導したほか、KBCフィナンシャルプロダクツではファンドデリバティブのグローバル統括責任者を務めるなど、欧米でファンドファイナンス事業を立ち上げ成功に導いた豊富な経験を持つ。

CFAを保有し、ダブリンのユニバーシティ・カレッジにて商学士号を取得。



**Pavol Popp**  
Managing Director  
Portfolio Manager – NAV Financing

2022年にペンバートン社に入社。ファイナンス及びバンキング業界で23年の経験を持つ。ペンバートン社入社以前はJPモルガンのマネージングディレクターとしてEMEAでのストラクチャードファイナンスビジネスの立ち上げを行ったほか、ファイナンスソリューションのグローバル共同責任者を務め米国・カナダ以外のストラクチャード・レンディングのビジネスを統括した。

ロンドンビジネススクールにてファイナンス修士号、またスロバキアのブラチスラヴァ経済大学で国際ビジネスの修士号を取得。

## 免責事項

This document is about the Pemberton NAV Financing Strategy and is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes and does not constitute an offer or a firm commitment of any kind to provide any investment opportunity, fund structure or return. It should only be used for evaluation of any facts presented herein.

**Investment in instruments that the strategy may reference are likely to be long-term and of an illiquid nature. Such instruments are also likely to involve an above average level of risk. This document does not purport to identify all of the risk factors associated with any exposure to such a strategy and prospective investors should make their own assessment of any risk involved in seeking exposure to the strategy or instruments referenced therein. There is no guarantee of trading performance and past or projected performance of the strategy or instruments referenced is no indication of current or future performance / results. The value of investments may fall as well as rise.**

Exposure to the strategy is suitable only for sophisticated investors and requires the financial ability and willingness to accept for an indefinite period of time the risks and lack of liquidity inherent in the strategy or instruments referenced therein.

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Asset Management group of companies, being Pemberton Asset Management SA, Pemberton Capital Advisors LLP and any other affiliates (“we”, “our” or “us”) and has not been independently verified.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of our affiliates or our respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

Certain information contained herein includes calculations or data that have been prepared internally and have not been audited or verified by a third party; as a result material differences may occur if using different methods for calculation or presenting information. There is no guarantee that the strategy, when implemented, will make the investments as discussed herein.

This document contains forward-looking statements, which give current expectations of the strategy's future activities and future performance. Any or all forward-looking statements in this document may turn out to be incorrect. They can be affected by inaccurate assumptions or by known or unknown risks and uncertainties. Although the assumptions underlying the forward-looking statements contained herein are believed to be reasonable, any of the assumptions could be inaccurate and, therefore, there can be no assurances that the forward-looking statements included in this document will prove to be accurate. In light of the significant uncertainties inherent in the forward-looking statements included herein, the inclusion of such information should not be regarded as a representation that the objectives and plans discussed herein will be achieved. Further, no person undertakes any obligation to revise such forward-looking statements to reflect events or circumstances after the date hereof or to reflect the occurrence of unanticipated events. In addition, the statements herein containing words such as “may,” “will,” “should,” “expect,” “anticipate,” “estimate,” “intend,” “continue” or “believe” (or the negatives thereof) or other variations thereon or comparable terminology are forward-looking statements and not historical facts. Due to various risks, uncertainties and assumptions, including, without limitation, those set forth herein, actual events or results or the actual performance of the investments may differ materially from those reflected in or contemplated by such forward-looking statements.

Return targets are presented only for comparative purposes and as a guide to assist prospective investors in evaluating the strategy described herein and their implicit risk/reward ratio. Targeted returns are subjective determinations by us based on a variety of factors that we consider relevant, such as the historical performance of other similar investments, investment vehicles and strategy, leverage and market conditions. Targeted returns do not reflect either actual past performance or a guarantee of future performance. There can be no assurance that any return target will be met.

The information contained herein employs proprietary projections of expected returns as well as estimates of their future volatility. The relative relationships and forecasts contained herein are based upon proprietary research and are developed through analysis of historical data and capital markets theory. These estimates have certain inherent limitations and, unlike an actual performance record, they do not reflect actual trading, liquidity constraints, actual market conditions or fees and other costs. References to future returns are not promises or even estimates of actual returns that an investor portfolio may achieve. The forecasts contained herein are for illustrative purposes only and are not to be relied upon as advice or interpreted as recommendations.

No representation or warranty is made by us or any of its related entities or affiliates as to the sufficiency, relevance, importance, appropriateness, completeness, or comprehensiveness of the market data, information or summaries contained herein for any specific purpose.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on our behalf in connection with any potential investment. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

These materials contain confidential and proprietary information, and their distribution or the divulgence of any of their contents to any person, other than the person to whom they were originally delivered and such person's advisors, without our prior consent is prohibited.

These materials are not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation.

This document has been prepared and issued for use in the UK and all countries outside of the European Union and Middle East by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 5 Howick Place, London SW1P 1WG, United Kingdom. Registered with the US Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757. Tel: +44(0) 207 993 9300.

**This document has been prepared and issued for use in the European Union by Pemberton Asset Management S.A.. Pemberton Asset Management S.A. is authorised and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") and entered on the CSSF Register with the firm reference numbers A1013 & A1342 and is registered in Grand Duchy of Luxembourg at 70 route d'Esch, L 1470. Pemberton reports to the US Securities and Exchange Commission as a reporting exempt investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD 282865 and SEC File No. 802-107832. Tel: +352 26468360**

**This material is being distributed/issued in the Middle East by Pemberton Capital Advisors LLP (DIFC Branch) ("PCA DIFC"). PCA DIFC is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). This document is intended only for Professional Clients or Market Counterparties as defined by the DFSA and no other person should act upon it.**

[www.pembertonam.com](http://www.pembertonam.com)

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton

**Pemberton Capital Advisors LLP**

5 Howick Place

London, SW1P 1WG

United Kingdom

Registered in England No. OC359656.

**General Enquiries**

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

**Tel:** +44 (0)20 7993 9300

[www.pembertonam.com](http://www.pembertonam.com)