

2022

CLO への投資： リスク、リターン、流動性



ヒマニ・トリヴェディ
マネージング・ディレクター
ストラクチャード・クレジット部門統括

ローレン・セイジャー
マネージング・ディレクター
プライベート・クレジット
プロダクト・スペシャリスト

近年、ローン担保証券（CLO）に注目する投資家が増加しています。CLO はすでに 30 年以上の歴史をもつアセット・クラスであり、数々のクレジット・サイクルを乗り越えてきた実績があります。中でも、CLO のエクイティ・トランシェは特に大きな関心を集めており、ダウンサイドは限定的に抑えつつも 10% 超のリターンを生み出せる点が魅力です。

さらに、CLO エクイティは、クレジット・スプレッドの拡大時においても利益を得る可能性がある点でも、多くの伝統的なクレジット投資とは一線を画しています。景気後退の可能性が叫ばれ始め、債券投資家がより大きなリスク・プレミアムを要求するようになった昨今では、この点が特に重要な特徴といえます（クレジット・スプレッドの拡大が CLO エクイティのリターンに与える影響の詳細については、「図表 1：CLO とは？」をご覧ください）。

また、CLO が人気を獲得するにつれ、投資家は このアセット・クラスにどのようにアクセスするかにも目を向けるようになってきています。

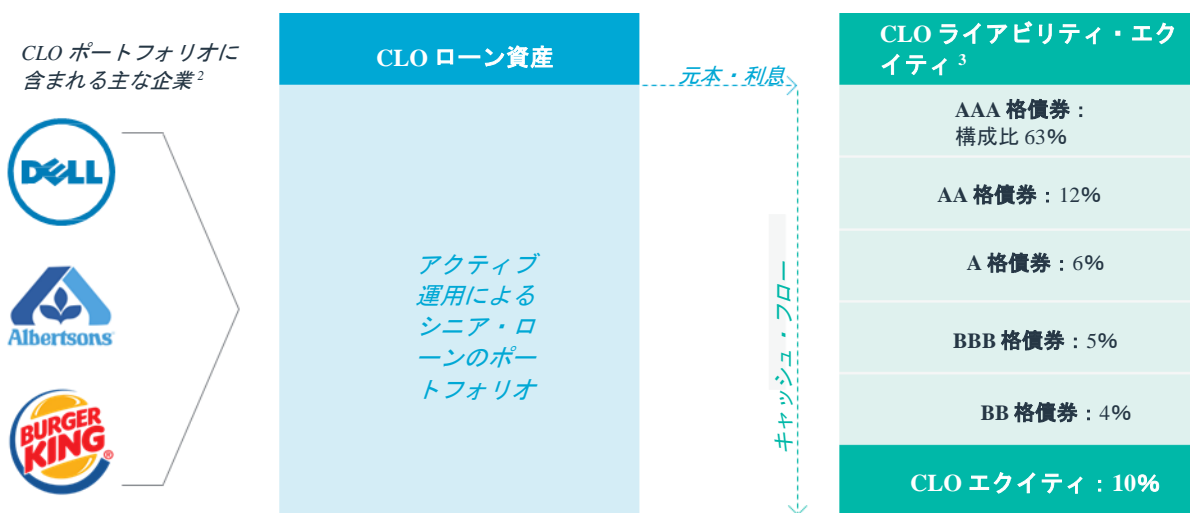
ハイライト

- CLO 市場への参入と投資の概要
- オープン・エンドとクローズド・エンド、単一/複数運用会社によるアプローチを比較

「CLO への投資は分散ポートフォリオに様々なメリットをもたらすと考えられます。CLO にどの程度投資を実施するかは、最終的には投資家それぞれの投資の目的次第です。」

図表1：CLOとは？

ローン担保証券（CLO）は、ノンリコース、ノンマーク・トゥ・マーケット（MTM）レバレッジの担保付シニア・ローンで、非常に分散度が高い、アクティブ運用のポートフォリオです。¹



出所：ヌビーン

- CLOは、資金を借入れ（ライアビリティ）、バンク・ローンに投資し、利払い後の残存額をエクイティ投資家に払い出します。
- CLOエクイティの投資家は、ローン資産の利回りとライアビリティの調達コストとの差によって生じるキャッシュ・フローのアービトラージだけでなく、CLOのローン・ポジションからも利益を得ることができます。
- またCLOのライアビリティがCLOの存続期間中ロックインされるため、CLOエクイティ投資家はスプレッドの拡大からも利益を得ることができます。クレジット・スプレッドが拡大すると、CLOマネージャーはスプレッドのより大きいローンにポートフォリオを再投資することで、CLOのキャッシュ・フローを改善する効果が期待されます。ただし、こうした利点は、CLOポートフォリオのデフォルトその他の実損によって相殺される可能性があります。

1 広範なシンジケート・ローン CLO の中には、第二順位担保付シニア・ローンが最大 10%含まれる場合があります。CLO では、MTM に影響するようなクレジット・イベントが発生する可能性があります。

2 特定企業のシニア・ローンについての言及は参考例であり、推奨や投資アドバイスを意図したものではありません。

3 CLO の構成例。

Q：機関投資家が CLO という分野でより高いリターンを志向する場合、どのような選択肢があるか？

A：初期の CLO 市場では、投資家は、直接購入するしか CLO のエクイティやデットにアクセスする手段はありませんでした。CLO は CUSIP が付与された商品であり、セカンダリー市場において活発に取引されているため、理論的にはこの方法で簡単にアクセスできるようにも思われます。もっとも、実際には、CLO 商品を直接保有することには様々な困難が伴います。例えば、カスタディアンや清算機関の多くは CLO 商品の取り扱いに慣れておらず、バリュエーションのプロセスも必ずしもシンプルとは限りません。

これは多くの投資家にとっても同様であり、CLO

関連の複雑な事務処理が会計や税務面で頭痛の種となっているほか、CLO 商品の収益化に手こずる場合もあります。活発な市場が形成されている一方で、許容できる価格で買い手を見つけるには、専任の CLO トレーディング・デスクでなければ把握していないような専門知識が必要となる場面も少なくありません。CLO デットやエクイティを直接保有する投資家も依然として存在はしているものの、大半の投資家にとっては好ましい選択肢とはいえません。

そこで、多くの機関投資家は CLO 市場にアクセスするために、プライベート・ファンドのピークルを利用しています。適切に設計された CLO ファンドを通してアクセスすることで、投資家は、事務処理の簡素化をはかると同時に、バリュエーションや簿記の手間を軽減することができます。

また、下記の点を踏まえながら、投資家はオープン・エンド型とクローズド・エンド型のどちらが良いかを検討する必要があります。

オープン・エンド型 CLO ファンドの場合は、CLO 市場へのエクスポージャーを自由に調整することが可能であり、投資家は流動性やリスクの状況に応じて投資額を減らすことも、追加資金があれば投資額を増やすこともできます。また、投資家はよりオポチュニスティックなアプローチを取ることもでき、市場のボラティリティが魅力的なバリュエーションを生み出している場合に追加資本を投入するといった対応も可能となっています。多くの投資家は「ドルコスト平均法」を採用しており、市場に合わせて CLO 投資を徐々に拡大させています。

一方、オープン・エンド型 CLO ファンドには欠点もあります。主なものとしては、投資家の流動性ニーズと実際の市場流動性の間にミスマッチが生じる可能性がある点が挙げられます。例えば、オープン・エンド型 CLO ファンド、中でも投資家に有利な償還条件を設定しているファンドの場合、市場低迷時には、パニック状態の投資家が資金を引き揚げようとする場合があります。CLO 市場の流動性は徐々に向上しているものの、この流動性は急速に失われる可能性があり、投資家の解約が進めば、運用会社は最適とは言えないポートフォリオへの変更を強いられ、結果として解約した投資家も、解約せず残存した投資家も、ともに損失を被る恐れがあります。

そのため、オープン・エンド型 CLO には通常、事前通知期間（例：90日または180日）、解約可能な周期（例：四半期または半年ごと）、解約上限（例：投資家またはファンド・レベルで解約の上限は20%に制限）など、解約に関する複数の制限が設けられています。一方で、こうした制限により、投資家は資金を柔軟に利用しにくくなる側面もあります。

この対極にあるのがクローズド・エンド型ファンドであり、ターム・ファンドとも呼ばれます。このファンドには通常、最初にドローダウン期間があり、その後一定の投資期間（多くの場合、2～3年）が設定されます。運用会社が時間をかけて CLO 商品を収益化し、投資期間が終了すると比較的ゆっくりとしたペースで投資家に資金を返還していきます。

クローズド・エンド型ファンドは、投資家側の柔軟性が犠牲になる代わりに、運用会社側の柔軟性が高まります。投資家による定期的な資金の引き上げに対応する必要がないため、運用会社はより高いリターンを追求することができます。すなわち、運用会社は、投資家の投資目標を実現するために十分な時間を利用することができ、CLO エクイティなど、より長期の CLO 商品に投資することができるのです。

図表 2：オープン・エンド型ファンドとクローズド・エンド型ファンドの比較

オープン・エンド型ファンド	クローズド・エンド型ファンド
<ul style="list-style-type: none"> — CLO 市場へのエクスポージャーを自由に調整することが可能 <ul style="list-style-type: none"> • 流動性やリスクの状況に応じて投資額を減らすことが可能 • 追加資金があれば投資額を増やすことも可能 — 市場のボラティリティが魅力的なバリュエーションを生み出している場合に追加資本を投入するといった対応も可能（市場に合わせて CLO 投資を徐々に拡大する「ドルコスト平均法」採用など） — 投資家側の流動性ニーズと実際の市場流動性にミスマッチが生じる可能性 <ul style="list-style-type: none"> • 通常、事前通知期間（例：90日または180日）、解約可能な周期（例：四半期または半年ごと）、解約上限（例：投資家またはファンド・レベルでの解約の上限は20%に制限）など、解約に関する各種制限が設けられている 	<ul style="list-style-type: none"> — 通常、最初にドローダウン期間があり、その後一定の投資期間（多くの場合、2～3年）が設定される — 運用会社が時間をかけて CLO 商品を収益化し、資金は投資期間終了後徐々に投資家に償還される — 運用会社に、より高いリターンを追求できる柔軟性がもたらされる <ul style="list-style-type: none"> • 投資家の投資目標を実現するために十分な時間を利用することができ、CLO エクイティなど、より長期の CLO 商品に投資することも可能 • 市場の低迷期には逆張りのポジションを取り、機を見つつ CLO 商品を購入、あるいは含み損のある CLO 商品へのエクスポージャー削減を試みる銀行から買い取ることも可能

そして市場の低迷期には逆張りのポジションを取り、機を見つつ CLO 商品を購入、あるいは含み損のある CLO 商品へのエクスポージャー削減を試みる銀行から買い取ることもできます。

Q：CLO ファンドの運用を単一の運用会社が行う場合と、複数の運用会社が行う場合の違いは？

A：単一の運用会社が運用する CLO ファンドは、「キャプティブ」ファンドとも言われ、単一の CLO マネージャーが発行する CLO エクイティを主な投資対象としています。これらのファンドの多くは、元々世界金融危機の直後に導入された規制に適合するよう設計されているため、「リスク・リテンション」ファンドと呼ばれることもあります（なお、この規制はその後米国では撤回）。これらはほぼクローズド・エンドで設計されており、最初のドローダウンと募集期間の後に運用を行い、約 3～5 年後に段階的に償却されます。

通常この種の CLO ファンドでは、CLO エクイティ・トランシェの「まとまった」ポジション（通常、少なくとも 1,500～2,500 万ドルに及ぶエクイティ）をバイ・アンド・ホールドする想定で設計されているため、投資家は途中解約を受けることができないのが一般的です。これらのエクイティ・トランシェについては、ほぼ全てがプライマリー市場において取得されますが、中には、セカンダリー市場でオポチュニスティックに CLO エクイティ・ポジションを取得することが可能になっているものもあります。

一方で、複数の異なる CLO マネージャーに投資を行っているファンドもあります。こういったファンドは、一般的によりオポチュニスティックな性質を持っており、CLO 市場の混乱に乗じて利益を得るのに適しています（それゆえ「オポチュニティ」ファンドとも呼ばれることもあります）。複数の運用会社が運用する CLO ファンドは、オープン・エンド型、クローズド・エンド型のいずれでも構成することができます。

投資家の多くは複数のマネージャーが運用するオポチュニティ・ファンドを好みますが、これは CLO 投資を柔軟に行うことが可能になり、最高の CLO マネージャーを選んだり、スタイルを多様化させたりといったことができるためです。

図表 3：単一の運用会社が運用する場合と複数の運用会社が運用する場合の CLO ファンドの比較

	単一の運用会社	複数の運用会社
概要	単一運用会社の CLO に投資	複数運用会社の CLO に投資
料金体系	通常、原資産となる CLO の手数料体系と同様（例：グロス資産額に対して 40～50 bps）、成功報酬	通常、プライベート・エクイティ型ファンドと同様のファンド単位の手数料（例：NAV に対して 2%、キャリー 20%、ハードル・レート 8%）
別名	キャプティブ・エクイティ・ファンド、リスク・リテンション・ファンド、イシュランス・ファンドなど	多くの場合、CLO またはストラクチャード・クレジット・オポチュニティ・ファンドと呼ばれ、柔軟でオポチュニスティックなアプローチとして紹介される
メリット	<ul style="list-style-type: none"> 手数料が一種類、10% 台半ばのリターン目標を達成しやすい 原資産となるローン・ポートフォリオをマネージャーが直接管理 引受手数料を削減できる可能性が高い 	<ul style="list-style-type: none"> マネージャーやポートフォリオ全体で分散度がより高い 流通市場の混乱に対する適応力が高まる 利益相反が少ない、AUM を増やすためだけに CLO を発行する必要がない
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> マネージャーは自社の CLO にのみ投資することになるため、投資家によっては利益相反となる オポチュニスティックな投資がしにくい 分散度の低下が懸念される 	<ul style="list-style-type: none"> 手数料が二重、10% 台半ばのリターン目標達成は困難 少数派の CLO ポジションに対するコントロール力が低い 原資産となる CLO ポートフォリオは銀行ローンのポジションを多く含む場合があり、よりインデックスに連動しやすい

もっとも、こうしたファンドには、追加費用が発生するというデメリットも存在します。この種のCLOファンドは事実上二重の管理手数料（ファンド・レベルでマネージャーに支払う手数料と、複数の原資産のCLOのマネージャーに支払う手数料）を支払うため、他の条件が全て同じ場合、単一のマネージャーが運用するCLOファンドと比較して低いリターンをターゲットにすることになります。

Q：単一のマネージャーが運用するCLOファンドで利用可能な「アルファ・レバー」とは？

A：キャプティブCLOエクイティ・ファンドは複数のマネージャーが運用するファンドに比べて投資対象が狭くなりますが、新規発行のCLOのクローリング・コストや引受手数料の引下げ交渉をすることで、リターンを高めることができます。さらに、キャプティブCLOファンドのマネージャーは、原資産となるCLOポートフォリオを直接管理しているため、市場環境の変化に応じてクレジット・エクスポージャーを変更することができるという利点があります。

キャプティブCLOエクイティ・ファンドは多くの場合、オポチュニティCLOファンドよりも迅速に運用を開始することができます。複数のマネージャーが運用する場合またはオポチュニティ・ファンドの場合は、セカンダリー市場で投資機会を常に発見できるとは限りませんが、名のあるCLOマネージャーならば、不安定な市場においても迅速に新規CLOを発行することができるのが通常です。

結論

CLOへの投資は分散ポートフォリオに様々なメリットをもたらすと考えられます。

CLOにどの程度投資を実施するかは、最終的には投資家それぞれの投資の目的次第です。マネージャーの分散、より流動的な資産構成（オープン・エンド）を好む投資家は、複数のマネージャーによるオポチュニスティック・ファンドを検討すると良いでしょう。一方で、より高いリターンを得るためにリスク許容度を上げたいと考える投資家には、単一のマネージャーによるクローズド・エンドのCLOファンドの検討をお勧めします。どのCLOを選ぶかにかかわらず、最良の結果を得るために不可欠な、アセット・クラスへアクセスできるだけの規模感、リサーチ力、アクティブ運用の経験値を備えた、高度なスキルを持つCLOマネージャーを検討することが投資家の皆様にとって大切です。

Q：単一のマネージャーが運用するキャプティブCLOエクイティ・ファンドは、新規CLOを発行することで自由に投資を募ることができるが、利益相反が発生する可能性は？キャプティブCLOファンドのマネージャーが、単にAUMを拡大するために、市場環境が最適でないときにも新規CLOを発行したらどうなるのか？

A：これはしばしば、単一のマネージャーが運用するCLOファンドにおいて、投資家から指摘される点です。CLOマネージャー多くは、アービトラージ（裁定取引）の機会が乏しいときでも新規CLOを継続して発行しています。さらに、セカンダリー市場での購入が可能なオポチュニスティックな枠を設けることで、これに対処しようとする場合もあります。これにより、新規CLO組成を行ううえで不利な市場でも、マネージャーはより柔軟に投資を募ることができます。実際、プライマリー市場が低迷する時期には、セカンダリー市場に投資対象が潤沢に流通することがよくあります。

また、投資家がCLOファンドを評価する際には、慎重にマネージャーのデュー・デリジェンスを行うことが重要です。一流のCLOマネージャーはCLOデットおよびエクイティへの投資家の評価を損なわないよう細心の注意を払っており、市場の低迷が長期的なリターンの低下につながる可能性がある場合には通常、新規CLOを組成しないよう配慮しています。

詳細については、[nuveen.com](https://www.nuveen.com) をご覧ください。

重要なお知らせ

スビー・ジャパン株式会社(以下「当社」といいます。)は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む)第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC 及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「スビー」と称する場合があります。Nuveen, LLC は Teachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

スビー・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

G-2588688P-E1022W

nuveen

A TIAA Company