

# プライベートデット

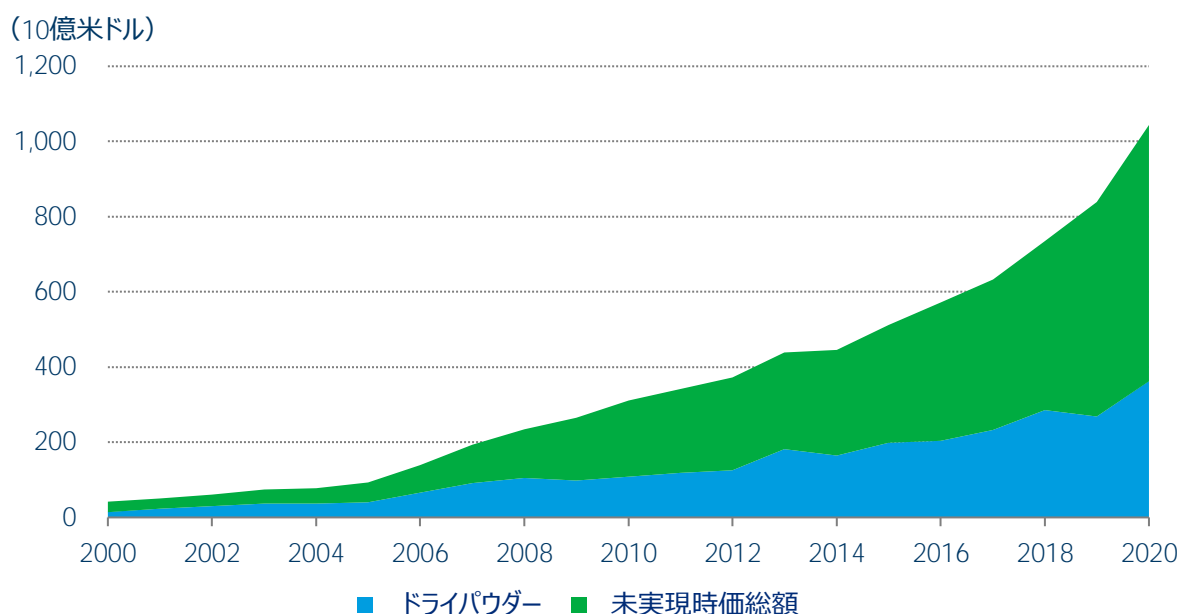
投資家に進化と新たな投資フロンティアを  
もたらす資産クラス

プライベート市場考察レポート

## プライベートデットとは？

プライベートデットは文明の黎明期から存在し、農民が種子を借りて、後日利子をつけて返済することが始まりでした。そして、記録に残る最初の約束手形は、紀元前 321 年にマウリヤ王朝が海外貿易を支援するために作成されたものです。さらに数千年経過した 20 世紀初頭には、近代的な銀行システムが登場し、中小企業への融資の大半は銀行が行うようになり、この流れは 20 世紀後半まで続きました。その後、様々な要因が重なり、ノンバンクによる融資、すなわち「プライベートデット」の普及が進みました。これらの要因には、主に 3 つの重要なマクロトレンドが含まれます（(i) 世界金融危機（GFC）後の金融規制による銀行の貸出縮小、(ii) 非上場企業の増加、(iii) 金利の継続的な低下による投資家の利回り追求）。その結果、プライベートデット市場は 2008 年以降、4 倍に増大しました（図 1）。現在では、世界全体で 1 兆米ドルを超える資産クラスとなり、その規模はさらに拡大しています<sup>1</sup>。市場規模の拡大、および、伝統的債券投資対比での高い期待リターンにより、プライベートデットは今や機関投資家のポートフォリオの中核をなす資産クラスになっています。世界規模のパンデミック（COVID-19）により上述のマクロトレンドはさらに加速し、プライベートデットは、投資家にとっては主要な資産クラスとして、そして、借り手にとっては重要な資金調達先として、さらに発展することが見込まれています。

図 1. プライベートデット市場の拡大



出所: Preqin (2021 年 9 月末)

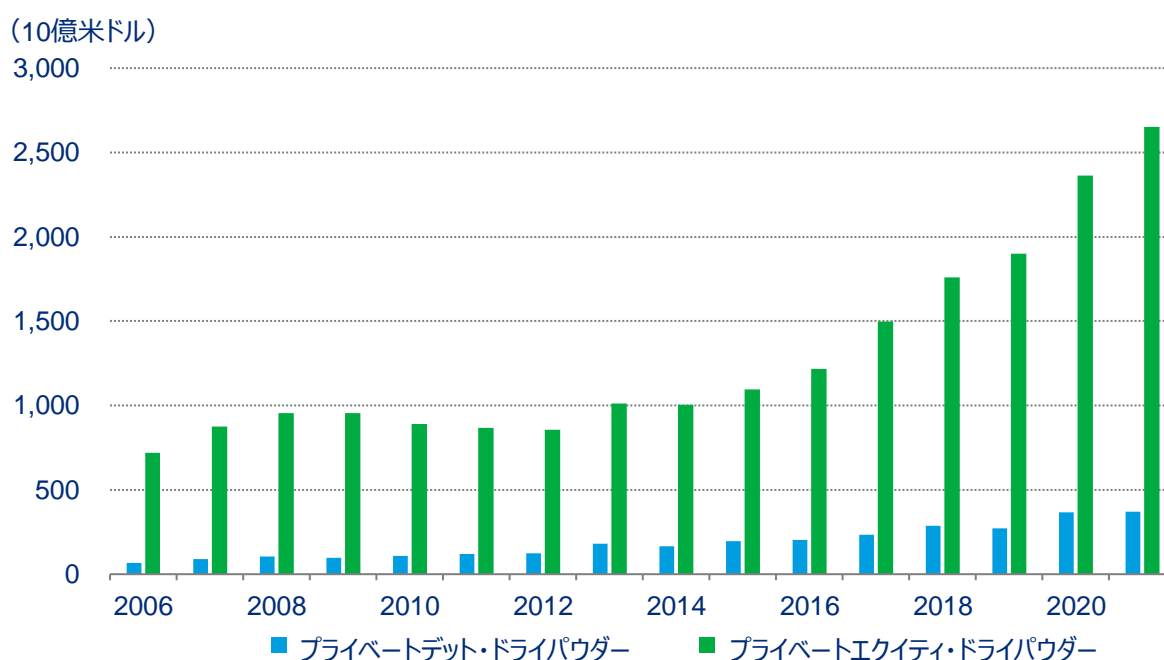
プライベートデットは、企業に対してローン（貸付）形態で資金を提供するという、非常にシンプルな仕組みです。企業は調達した資金を、成長のための有形固定資産の購入、M&A、あるいは、バランスシートの改善などに利用します。これらのローンは、借り手と貸し手（ノンバンク）との間で相対交渉し取引され、社債のように流通市場で取引されることはありません。

<sup>1</sup> 出所: Preqin (2021 年 9 月)

プライベートデットは、あらゆる企業が資金調達的手段として利用することができますが、大半のケースはプライベートエクイティ・マネージャーが投資する企業への融資に関連したものです。銀行への規制強化により、銀行からの信用供与はGFC以降50%にまで減少しています<sup>2</sup>。

その結果、企業およびそのオーナー（主にプライベートエクイティ・マネージャー、つまり「スポンサー」）は、魅力的な資金調達先として、プライベートデット市場に着目するようになりました。プライベートデットの特徴である、相対交渉によるスピードと柔軟性、そして、高いカスタマイズ性を高く評価する企業が増加しています。プライベートエクイティのドライパウダーが増加する一方で、銀行融資が急減したことから、信用供与に対するプライベートエクイティからの需要が増え続けています（図2）。

図2. プライベートデット・ドライパウダーとプライベートエクイティ・ドライパウダーの拡大比較



出所: Preqin (2021年9月末)

企業のプライベートデットに対する需要が高まる中、グローバルな低金利を反映して、高利回り資産に対する機関投資家の需要も高まっています。投資家は通常、オルタナティブクレジット・アセットマネージャー（いわゆる「ノンバンク・レンダー」）が運用する、従来型のリミテッド・パートナーシップ（LPS）や新たに登場した中途解約が可能なエバーグリーン・ストラクチャーのファンドに投資することで、プライベートデット市場にアクセスします。

プライベートデットのリターン的大部分は、キャピタルゲインではなくインカムゲインによってもたらされます。そして、プライベートデットは、伝統的債券と比較して、より高い利回りが期待できる魅力的な資産クラスと見なされています。投資家は、分散された債券ポートフォリオの利回りを高める目的、あるいは、成長ポートフォリオの分散効果を高める目的で、プライベートデットを利用します。

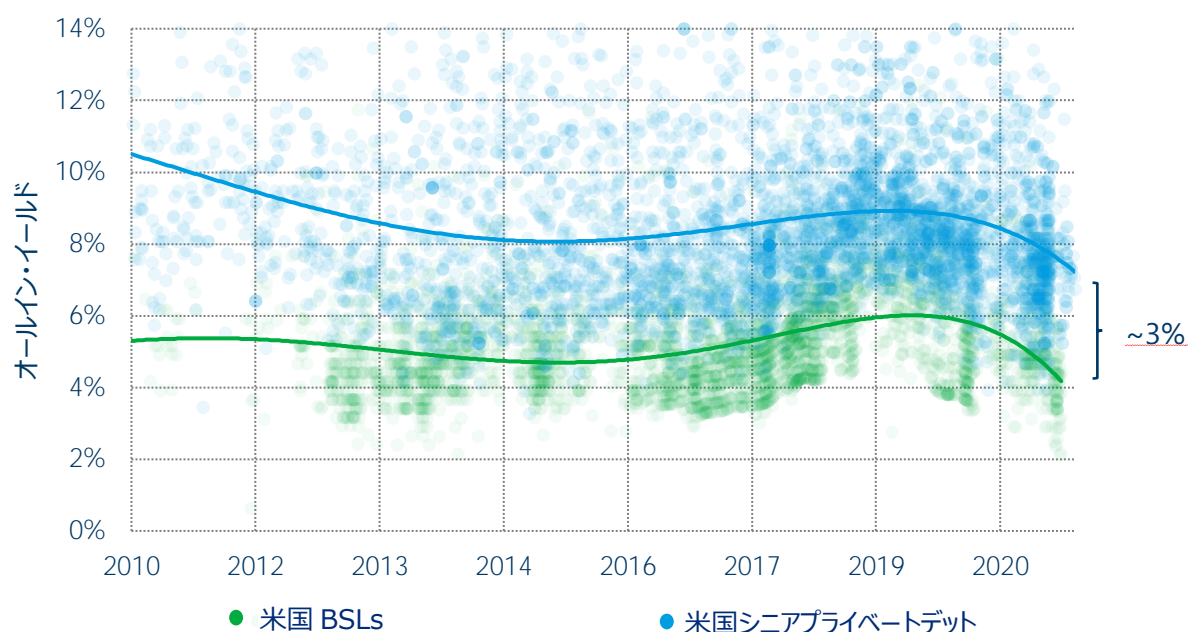
<sup>2</sup> 米国および欧州プライマリーローンにおける銀行のシェア。出所：LCD Global Leveraged Lending Review Q3 2020

## プライベートデットへの投資理由

プライベートデットローンの主な仕組みは、他のタイプのローンとほぼ同様であり、借り手は変動金利型での貸付を受け、貸し手は利息を受け取ります。ローンは満期まで保有されるか、借り換えにより返済されるのが一般的であり、流通市場では取引されません。それでは、プライベートデットにはどのような魅力があるのでしょうか。それは、**リターン、下方弾力性、分散効果**です。

プライベートデットは変動金利型が一般的であり、プライベートデットの投資家は、伝統的債券の利回りを上回るプレミアムを享受することができます。この超過スプレッドは、一般的に「非流動性プレミアム」と呼ばれ、プライベートローンの組成、引受、ストラクチャリングにおける複雑性の程度によって変動します。このリターンプレミアムは、ローンの種類や投資戦略によって異なりますが、以下に示すように、過去 10 年間に渡って、安定したスプレッド水準を維持しています（図 3）。

図 3. オールイン・イールド（総利回り） – 米国シニアプライベートデット vs 米国 BSLs\*（投資時点）



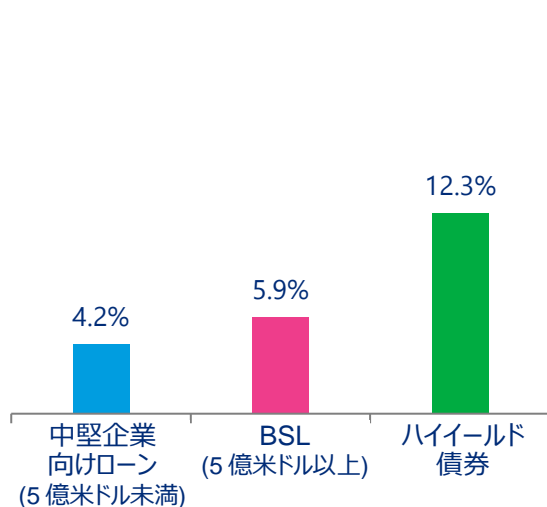
\* Broadly syndicated loans、比較的大規模な企業が貸付対象であり、幅広い金融機関や機関投資家にシンジケーションされることが多い

注：例示および説明を目的としたもの。**米国シニアプライベートデット** 出所：マーサー独自のデータベース（匿名化された約 5,000 件のダイレクトローン）。オールイン・イールドは、ローンごとに、貸付実行時点のスプレッド、受取手数料（OID、想定借入期間 3 年で平準化）、および、3ヶ月米ドル Libor または Libor フロアの高い方を用いて算出。当分析では、原資産であるローンのリターンを高めるために用いられる、ファンドレベルでのレバレッジ効果は除外。**米国 BSLs** 出所：S&P LCD（2021 年 6 月末時点）。オールイン・イールドは、S&P レバレッジ・ローン・インデックス内の第一順位抵当権付ローンの貸付実行時点のスプレッド、0.5%の受取手数料（OID、想定借入期間 3 年で平準化）、3ヶ月米ドル Libor または Libor フロアの高い方を用いて算出。過去の実績が、将来の結果を保証するものではない。いかなるファンドや投資目的が達成されることを保証するものではない。

プライベートデットの下方弾力性は、貸し手保護およびローン評価方法の 2 つの点から実証されます。

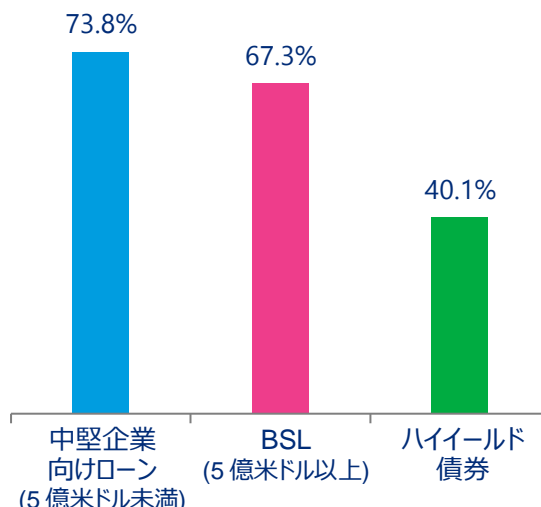
貸し手保護は、オーダーメイドでの貸付条件設定、および、相対交渉によるものであり、契約で定められた借り手の行動制限、および、コベナンツが含まれます。また、デフォルト（債務不履行）発生時の返済優先順位についても、保証されています。このようにプライベートデットは、ハイイールド債券市場などと比較して保護されていることから、低いデフォルト率および高い回収率もたらされます（図 4、図 5）。

**図 4. デフォルト率**  
(期間：1995年-2020年)



出所：S&P LCD, CreditPro (1995年～2020年)、2020年7-9月期時点。S&P LCDの累積デフォルト率は、融資実行後1年以内にデフォルトしないことを想定しているため、1年のタイムラグがある。

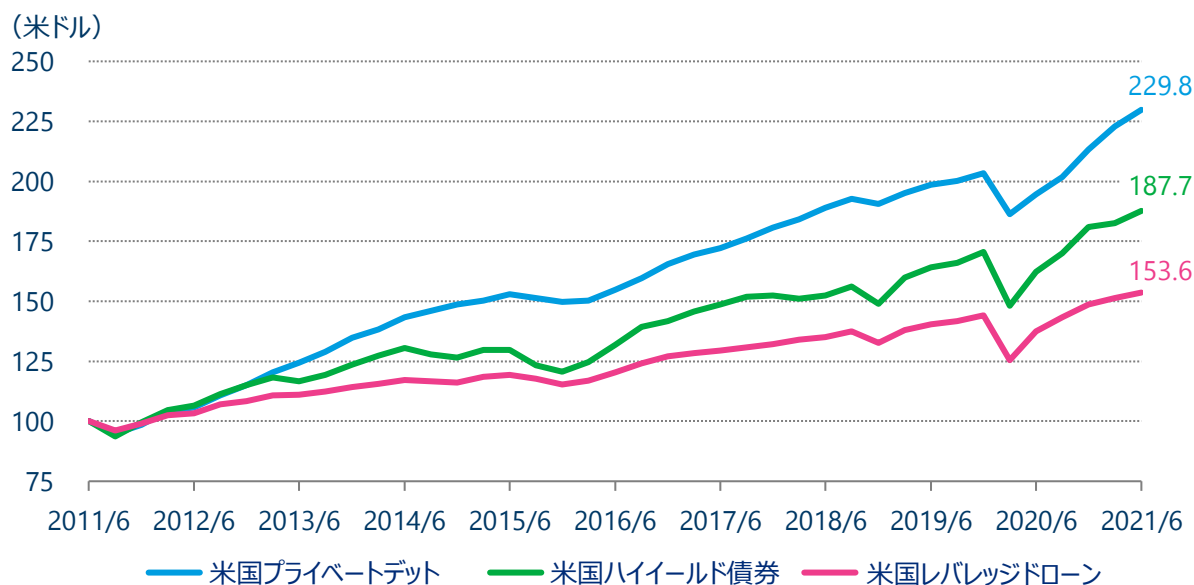
**図 5. 平均回収率**  
(年率、期間：1995年-2021年)



出所：S&P LCD, CreditPro (1995年～2021年)

時価評価についてですが、プライベートデットローンは市場で取引されません。そのため、時価評価方法では、短期的な市場変動の影響を排除し、真のファンダメンタルズに焦点を当てることができます。時価評価方法は様々ですが、市場価格の変動に直接さらされる流動性クレジットに比べて、プライベートデット・ポートフォリオのリターンは、通常はなだらかとなります。これらの特徴の結果、プライベートデットのリターンは高い下方弾力性を示していません（図 6、7）。これらは、経済成長期および経済的混乱期を通じたプライベートデットの運用実績であり、ドローダウンが浅く、ボラティリティが低いことが確認できます。

**図 6. パフォーマンス実績 (当初：100米ドル)**



出所：Mercer analysis, Thomson Reuters Datastream (ICE BofAML US High Yield Master II, S&P Leveraged Loan)、Burgiss (US Private Debt)

図 7. パフォーマンス分析（期間：2011年7月～2021年6月）

	米国 プライベートデット	米国 ハイールド債券	米国 レバレッジドローン
10年リターン（年率換算）	8.7%	6.5%	4.4%
10年標準偏差（年率換算）	5.4%	8.1%	6.4%
10年リターン／リスク比率	1.6	0.8	0.7

出所: Mercer analysis, Thomson Reuters Datastream (ICE BofAML US High Yield Master II, S&P Leveraged Loan), Burgiss (US Private Debt).

低金利が継続し、流動性市場では信用スプレッドの低下が見られる一方で、プライベートデット市場では追い風が続いていることから、プライベートデットでは、魅力的なリスク調整後リターンを得る機会が持続することが見込まれています。また、プライベートデットは、流動性の高いクレジット資産とは異なるタイプの市場や借手ターゲットとしていることから、高い分散効果が得られます。さらに、プライベートデットは、ボラティリティが低く、主なリターンの源泉はインカムゲインであることから、他のグロース市場やプライベート市場への資産配分以上に、ポートフォリオの多様化を図ることができます。インフレおよび金利上昇への懸念を考慮すると、プライベートデットの変動金利特性は、他の資産クラス対比での優位性をもたらし得る、もう一つの要因となります。

## プライベートデットの種類 – 多様性のある資産クラス

マーサーは、プライベートデット投資を手掛ける資産運用会社は600社以上、プライベートデット・ファンド／ビークルは1,600本以上あると推定しています<sup>3</sup>。そのため、プライベートデットの仕組みはシンプルではあるものの、地域、セクター、通貨、抵当権優先順位、担保の種類、ストラクチャー、貸付期間など、様々な要素に基づき多様な戦略を検討するという、複雑な分析が求められます。マーサーは、プライベートデットを5つの主要な戦略タイプに整理し、それぞれを分散ポートフォリオにおける構成要素として活用しています。

図 8. マーサーのカバレッジ – 戦略毎に異なるリスク／リターン特性および多様性を有する

1	2	3	4
ダイレクトレンディング	ストラクチャードクレジット	スペシャリティファイナンス	資産担保融資
大型中堅企業	CLOデット	音楽／映画／メディア／ロイヤルティ	不動産
中堅企業／小型中堅企業	CLOマルチ	ヘルスケアレンディング／ロイヤルティ	インフラストラクチャー
ベンチャー／テクノロジー企業	CLOエクイティ	保険／訴訟ファイナンス	5 クレジットオポチュニティー
シニア／ユニトランシェ	サードパーティCLOエクイティ	ESG/インパクト投資	
サードパーティCLOエクイティ	ABSマルチ	航空機／船舶／鉄道／不動産／エネルギーファイナンス	スペシャルシチュエーション
スポンサー付／ノンスポンサー	消費者ローンABS	レンダー／プラットフォームファイナンス	ディストレスト・デット
マルチ戦略ダイレクトレンディング／オポチュニスティック	商業ローンABS	必要自己資本軽減	クレジット・ディスロケーション
投資適格	ポートフォリオNAVレンディング	ファクタリング／トレードファイナンス	
ESG／インパクト投資	マルチセクターストラクチャードクレジット	マルチ戦略スペシャリティファイナンス	

<sup>3</sup> Mercer 推計（2021年6月30日時点）



図 9. プライベートデットの戦略別特性

戦略	概要および特徴	リターン源泉	ローン形態	過去リターン
ダイレクト レンディング	主に資産および利益を担保として、企業向けに直接貸付を実施	インカムゲイン	変動金利型	5%–8% (シニア債) 8.5%–12% (劣後債) レバレッジの活用
ストラクチャード クレジット	資産プールの運用実績に依存するローンで構成される	インカムゲイン	変動金利型	10%+ 案件の複雑性に応じて変動
スペシャリティ ファイナンス	専門的な知識を必要とする特定分野への貸付が含まれる	インカムゲイン	変動金利型	10%+ 案件の複雑性に応じて変動
資産担保融資	不動産デットやインフラデットなど幅広い実物資産を対象とする	インカムゲイン	変動金利型が中心だが、固定金利型もあり	2%–4% (シニア債) 5%–9% (ホールローンおよび劣後債)
クレジット オポチュニティー	クレジット市場もしくは株式市場における混乱から収益を獲得	インカムゲイン キャピタルゲイン	変動金利型／固定金利型／エクイティ	12%+ (市場ボラティリティが上昇中もしくは上昇後の期間)

## プライベートデットへの資産配分

プライベートデットの戦略毎の概要を把握することで、投資家はプライベートデット・ポートフォリオの構築が可能となります。マーサーは、プライベートデット・ポートフォリオを大きく3つのタイプに分類しています。

- コア**：流動性の高いクレジットや債券市場よりも高い利回りを目指す投資家に適したポートフォリオです。有担保シニアダイレクトレンディングファンド（レバレッジ無し）が中核となるポートフォリオが一般的であり、分散投資の観点から、不動産デット、インフラストラクチャーデット、ストラクチャードクレジット、スペシャリティファイナンスなどが組み入れられるケースもあります。
- コアプラス**：プライベートデットの多様な投資機会を活用し、リターン向上およびリターン源泉の多様化を目指す投資家に適したポートフォリオです。ダイレクトレンディング戦略（レバレッジあり）を軸として、ポートフォリオの多様性およびトータルリターンの向上のために、メザニン戦略、ストラクチャードクレジット、スペシャリティファイナンスを組み入れるポートフォリオが一般的です。
- クレジットオポチュニティー**：市場全体のボラティリティが高まる中で、グロースポートフォリオにおいてリターン向上に寄与する戦略として、魅力度が高まっています。

図 10. プライベートデット タイプ別特性

	コア戦略	コアプラス戦略	クレジット オポチュニティー
特徴	レバレッジ無、インカムゲインフォーカス、投資元本安全性確保	契約条件により定められたリターン、より高いスプレッド、追加的なキャピタルゲイン	デット投資を通じた、株式投資と類似したリターンの獲得
投資形態	ダイレクトレンディング 資産担保融資	ダイレクトレンディング ストラクチャードクレジット スペシャリティファイナンス	クレジットオポチュニティー
資産配分	市場サイクルを通じた 継続的な資産配分	市場サイクルを通じた 継続的な資産配分	オポチュニスティックな資産配分
想定ネット IRR	5-8%程度	9-12%程度	12-15%程度
リターンの源泉	インカムゲイン：90%以上 キャピタルゲイン：10%以下	インカムゲイン：75%以上 キャピタルゲイン：25%以下	インカムゲイン：50% キャピタルゲイン：50%
標準的な運用報酬 (年率)	1%	1.5%	2%
標準的な成功報酬	10%	15-20%	20%

出所: Mercer

プライベートデット・ポートフォリオは、目的やスタイルによって異なりますが、導入に際して考慮すべき共通の特徴があります：

- 分散投資** – プライベートデットは、リターン源泉の大半はインカムゲインでありアップサイドが限定的な一方で、ダウンサイドは無限であることから、分散投資が極めて重要です。そのため、投資対象の数、地域、戦略、ヴァインテージの分散による、集中リスクの抑制が重要となります。資産担保融資、ストラクチャードクレジット、スペシャリティファイナンスは、ダイレクトレンディングをコアとするポートフォリオの多様化に活用できます。
- 運用会社および戦略の選定** – 相互に補完性の高いプライベートローンを組み合わせるとともに、ローンの案件発掘、引受、モニタリングにおいて高く評価されている資産運用会社へのパイプラインを構築することが、目標達成には不可欠です。プライベートデット・ポートフォリオでは、資産保全が重要であり、単純に「利回りを追求する」誘惑に負けないようにすることが大切です。
- 投資の柔軟性** – プライベートデット投資プログラムには、投資の柔軟性が必要となります。多くの資産運用会社は、複数のプライベートデット戦略の投資能力を有しており、様々な時点において最も魅力的な戦略を投資家に提供することが可能です。これにより、時間の経過とともに資産配分を変更し、価値向上および投資機会の獲得を追求することができます。
- スケールメリットおよび効率性** – スケールメリットおよび効率性は、プライベートデット・ポートフォリオに大きな違いをもたらすことができます。大半の資産運用会社は、投資額に応じた運用報酬割引を提供しています。また、強固な運用プラットフォームを有する運用会社や、資本効率の高いファンドを選択することで、ネットリターンを極カグロスリターンに近づけることが可能となります。



## プライベートデットにおける ESG

プライベートデットの投資決定プロセスへの ESG の組み入れは、ESG 関連の課題に直接関与できる範囲が広いプライベートエクイティやインフラストラクチャーと比較して、遅れているとの見方もあります。ESG 課題はローン引受に際しての重要なリスク要因であり、プライベートデット運用会社は、そのようなリスクを特定するためのリソースを全面的に強化しています。このことは、投資家が ESG 課題に対応できる運用会社を求めるようになったことと一致します。

また、ESG 関連のエンゲージメント活動では、公募社債を発行している企業よりも、プライベートデットで投資する企業に着目しています。例えば、欧州ダイレクトレンディングでは、事前に設定した ESG 関連の報告や指標を、借り手が実施および達成した場合、金利を段階的に引き下げるローンが出現しています。

貸し手（ノンバンク）と借り手との間の ESG 関連エンゲージメントの強化、および、透明性とレポーティングの改善が課題となる一方で、それに対する変化が起きていることは良いニュースと言えます。プライベートデットの貸し手は、ESG を投資プロセスに組み入れることで利用可能となる機会を認識しており、世界の大手プライベートデット運用会社の多くは、この改善を推進するために、ESG 対応に多額の投資を行っています。今後短中期的に、ESG 分野でより多くの活動や革新が見られることが想定されます。

### まとめ

高い利回りが得られる投資機会に乏しい市場環境下において、プライベートデットへの追い風は続いており、プライベートデットに対する主要な資産クラスとしての位置づけが、さらに強まることが見込まれます。プライベートデットは、歴史的に高いパフォーマンスを実現しており、投資家にとって持続可能で信頼できる収益源泉となってきました。また、ポートフォリオを多様化するための資産として広く受け入れられており、プライベートデットにおける投資戦略の数や種類が増加していることから、プライベートデット戦略間での配分調整により、投資家が求めるリスク・リターン特性を実現することが可能になりつつあります。まとめとなりますが、プライベートデットは、高い利回り、相対的に高い下方弾力性、ポートフォリオの多様化など、投資家に多くのメリットをもたらす可能性があります。そして、これらの特徴によって、多くの投資家がプライベートデットに注目しています。



**Joe Abrams, CFA**  
欧州プライベートデット責任者



**Jordan Kitchen, CFA**  
プライベートデットスペシャリスト



**David Scopelliti**  
プライベートデットグローバル責任者

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

## ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。

## Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer LLC and/or its associated companies.

© 2021 Mercer LLC. All rights reserved.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission. Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

Information contained herein may have been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Private funds are intended for sophisticated investors only who are accredited investors or qualified purchasers. Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of

private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits. Funds of private capital funds are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds. Fund offering may only be made through a Private Placement Memorandum (PPM).

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited, Mercer (Ireland) Limited and Mercer Limited. Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer (Ireland) Limited are regulated by the Central Bank of Ireland. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited. Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments), which is one of several, associated legal entities that provide investment services to clients as part of a global investment advisory and investment management business (collectively referred to as "Mercer"). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and as "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments LLC is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Part 2A & 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110

December 2021