



# Pemberton Viewpoint

## 欧州プライベートクレジット インサイト

2026年3月

ニュースで取り上げられるプライベート・クレジット—シグナル（本質）とノイズを切り分けることが肝要。欧州のプライベート・クレジットはどのように異なるのか。

最近のメディア報道に関する事実に基づく分析、その背景となっている論点、そして提起されている懸念の多くがなぜ主として米国市場に特有のものであるのかについて  
以下の記事は、公開時点におけるペンバートンの市場認識に基づいている

### イントロダクション

ここ数か月、プライベート・クレジットに関する見出しが数多く報じられている。この資産クラスが成長し、より広範なデット市場においてますます重要な比重を占めるようになるにつれ、精査が行われること自体は自然で健全なプロセスである。しかし、どこに真の課題が存在し、市場が本質的かつ構造的に健全であり続けているのはどの点か、を理解するためには、市場の異なる部分を明確に区別し理解することが必要である。

現在のメディア報道の多くは、いくつかの明確に異なる論点を区別しておらず、その中には個人投資家からの資金流入による非上場ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）の急速な成長、BDCによるソフトウェア企業やデータセンターへの集中的なエクスポージャー、さらには引受基準やポートフォリオ評価、資産クラスとしてのプライベート・クレジットの健全性に関するより広範な問題が含まれている。本稿は、これらの論点を整理し、なぜ欧州のプライベート・クレジットがこうした動向の影響を概ね受けていないのかを説明することを目的とする。

**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.

参考和訳

# 1. ビジネス・デベロップメント・カンパニー(BDC) : 米国市場特有の懸念事項

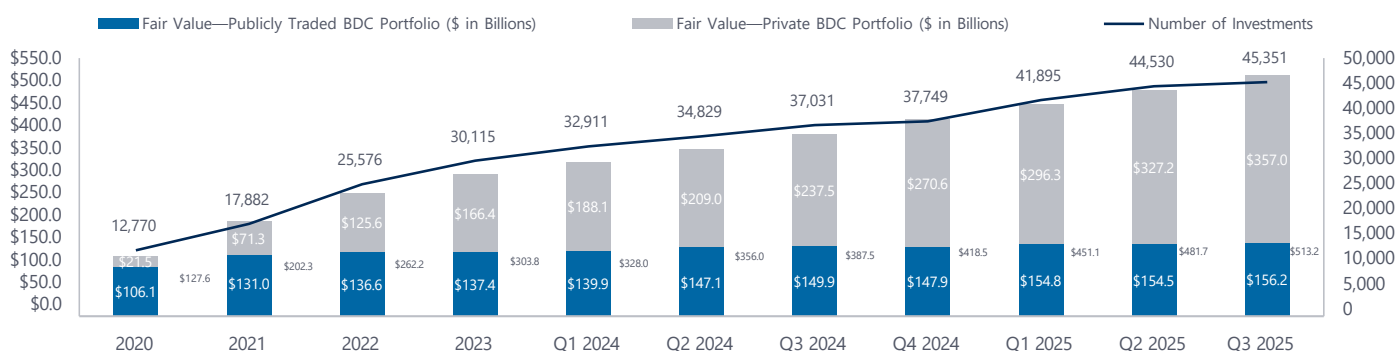
## BDCとは何か

BDCは、プライベートローンを含む流動性の低い資産を保有することを目的として設計された、米国の規制下にある投資ビークルである。上場型と非上場型の双方が存在するが、近時メディアの争点となっている論点は、米国の個人投資家が投資可能であり、過去5年間で爆発的に成長してきた非上場・オープンエンド型のBDCに関連したものである。2020年末時点で、非上場BDCの運用資産残高は215億米ドルに達し、BDC市場全体の17%を占めていた。

2025年Q3時点では、この金額は3,570億米ドルに達し、BDC資産全体の70%を占める規模となっており、主としてリテール流通チャンネルを通じた資金流入によって、過去5年間で約17倍の増加を示している（図表1）。

非上場BDCは、通常、ファンド純資産価値（NAV）の5%を上限とする四半期ごとのテンダーオファーを通じて、投資家に限定的な定期流動性を提供している。これらは裁量的なものであり、BDCには償還請求に応じる義務はない。

Figure 1: 米国BDC市場の成長 (2020–Q3 2025)



For illustrative purposes only. Source: Houlihan Lokey, BDC Monitor, Winter 2025, Advantage Data, SEC Filings, and S&P Capital IQ  
Notes: Represents data for all BDCs tracked by Advantage Data that were filed as of January 15, 2026. Excludes outliers. The data is meant to reflect performing loans only. 45,351 number of investments represents crossheld investments across BDCs

## ソフトウェア分野への集中投資 : AIとデータセンターがもたらす影響

償還請求の増加を引き起こしている要因は、ポートフォリオの集中に対する個人投資家の懸念である。具体的には、ソフトウェア企業に対するBDCのエクスポージャー、ならびにAIがそれらのビジネスモデルにもたらす脅威である。特に、サブスクリプション収益（ARR）モデルで事業を行うSaaS企業は影響を受けやすく、AIによる自動化が、それらの企業の企業価値評価および信用力を支える反復的な収益基盤を損なうリスクがある。一部の推計によれば、BDCのローン・ポートフォリオのおよそ20%から30%がソフトウェア企業に関連したエクスポージャーとされている<sup>1</sup>。

このエクスポージャーは、ソフトウェア企業に対してAIがもたらし得る潜在的な脅威を主因として当該セクターに対するセンチメントが悪化する中で、注目点となってきた。BDCは投資家から大きな懐疑的見方をし始めたもう一つの分野であるデータセンター向けファイナンスに対しても、相当のエクスポージャーを積み上げてきた。プライベートクレジットの投資額が急速に拡大したこの時期に、これら二つのセクターに対するエクスポージャーが急拡大したことに疑念が生じることは真つ当な事である。

1 Houlihan Lokey, BDC Monitor, Winter 2025

## リテール、構造、流動性ミスマッチおよび償還制限

BDCに対して生じているストレスの一面は流動性が本質的に低い資産クラスに、流動性があるように見え得る仕組みを通じて個人投資家資金が急速に流入した場合に何が起こるか、という論点に繋がっている。

非上場BDCは、満期まで保有される企業向け長期ローンという本質的に流動性の低い資産クラスへの投資に対し、個人投資家に定期的な流動性を提供している。センチメントが悪化すると、償還請求が積み上がる。それが裁量的に設定された四半期5%の上限を超える場合、運用者は追加的な流動性を調達するか、償還を制限するかを選択を迫られ、実際に複数のBDC運用者がすでに後者の措置を講じている。しかしながら、2022年後半におけるブラックストーン(BREIT)の事例が示すとおり、償還制限は問題の解決につながることは稀であり、むしろ引き出し制限が投資家の信認をさらに損ない、本来抑制しようとした圧力そのものを増幅させる結果となり得る。

こうした動きは、現在BDC市場全体に広がりつつある。Blue Owl、BlackRock、Blackstoneといった著名な運用会社はいずれも、非上場のリテール向け商品において償還圧力に直面している。一部のケースでは、運用者はこの流れに先手を打つ形で、内部資金を原資として、裁量的に設定された5%の上限を超える償還を認めている。

## なぜこれは欧州の話ではないのか

BDCは米国の規制上の枠組みに基づく投資ビークルであり、欧州にはこれに直接対応する制度は存在しない。個人投資家によるアクセス、裁量的な定期流動性、ソフトウェアおよびデータセンターへの集中、ならびに最低限にとどまる規制上の流動性要件といった、現在のストレスを生じさせている構造的特徴は、欧州の機関投資家向けプライベート・クレジット市場には見られない。

ペンバートンのファンドは、ほぼ例外なく機関投資家向けに運用されており、償還権は付与されていない。当社のダイレクト・レンディング・ポートフォリオにおけるソフトウェアセクターへのエクスポージャーはわずか1%にとどまっており、実質的なエクスポージャーはなく、当社ファンドは引き続きセクターおよび地域をまたぐ高い分散効果の恩恵を受けている。

現在、Blue Owl、BlackRock、Blackstoneに影響を及ぼしている圧力は、流動性の低い資産に対して定期的な流動性を提供するリテール向けファンド構造と、特定セクターへの集中したエクスポージャーが組み合わさったことの直接的な結果である。これらの条件はいずれも、ペンバートンには当てはまらない。



## 2. 注目企業のデフォルト: (広範な) 引受基準や信用力を示すものではない個別事象

### 事実関係

最近の注目度の高い企業倒産であるFirst Brands Group (FBG) およびTricolorの2件は、プライベート・クレジットにおける引受基準および信用力の悪化を示す証拠として、広く引用されてきた。これらの事例を受けて、JPモルガンのCEOであるジェイミー・ダイモンは、「1匹見つければ、さらに多くがいる可能性が高い」とするいわゆる「ゴキブリ理論」を持ち出した。しかし、より詳細に検証すると、これらは個別事例に過ぎず、資産クラス全体にわたるリスクを示すものではないことが明らかである。

#### 個別リスクであり、システミックな問題ではない:

両事例はいずれも、資産クラス全体にわたる信用環境や引受規律の広範な悪化を示すものではなく、当該企業のガバナンスおよび経営に固有の個別リスク事象である。

#### 根本原因は不正とガバナンス不全:

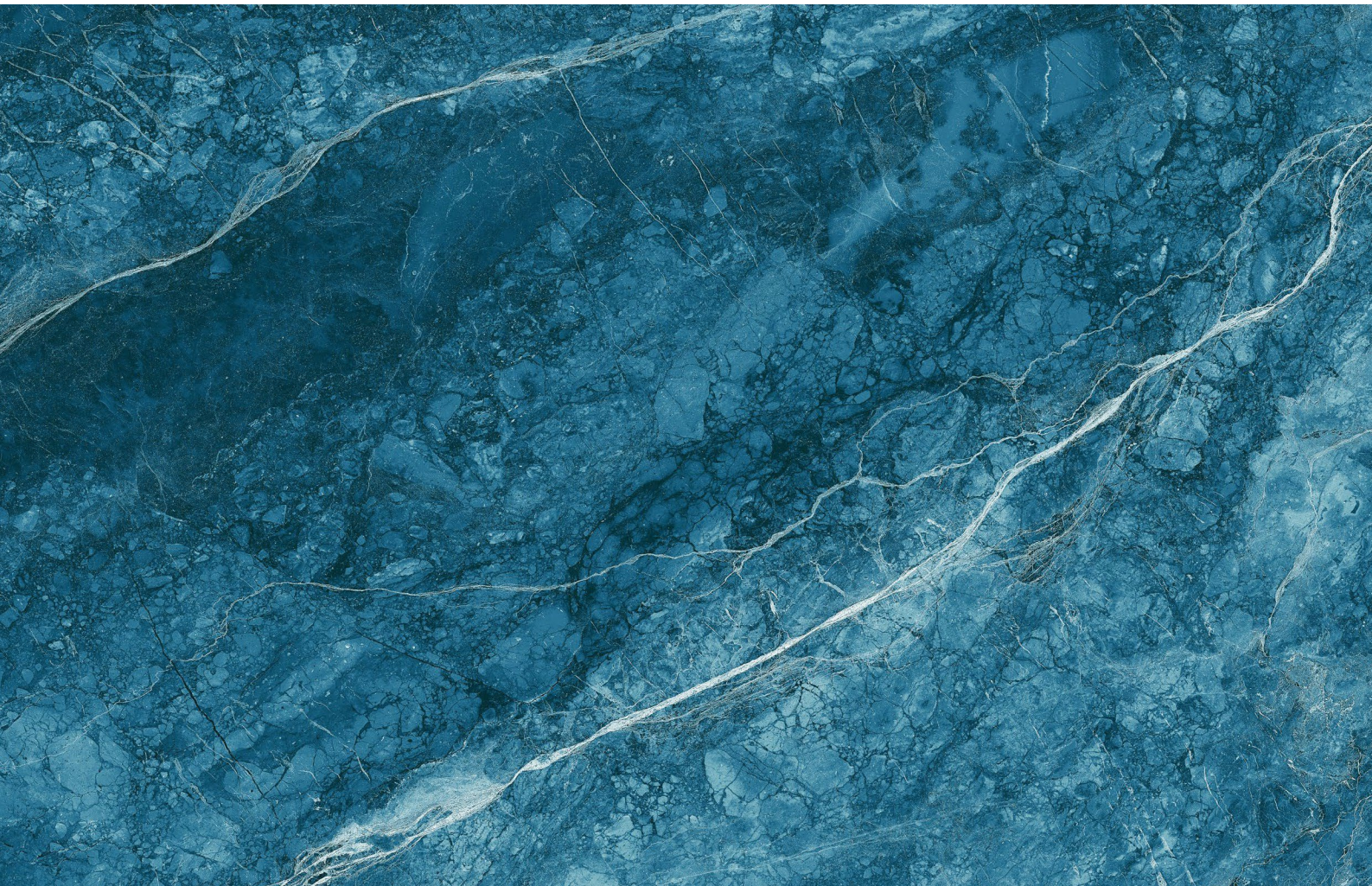
いずれの事例においても、財務的困難を招いた主因は、不十分な企業ガバナンスおよび不正であった。不正は引受時に見極めることが極めて困難であり、その存在自体は、信用分析が不十分であったことを示す証拠にはならない。

#### 資金調達主体は銀行:

一般的な認識とは異なり、両事例における負債の大部分は、JPモルガンを含む銀行によって提供されたものであり、プライベート・クレジット・ファンドによるものではない。これらの破綻をプライベート・クレジットの事象として位置づけることは、事実と反している。

#### 米国のビジネス文化という文脈

また、注目度の高い企業破綻の多くが米国で発生している点も指摘しておく必要がある。我々は、米国を特徴づける強い起業家精神を伴う文化が、その一因であると考えている。この文化は、歴史的により高い経済成長を牽引してきた一方で、企業レベルにおいて、より攻撃的なビジネスモデルや高いリスク許容度を生み出す傾向があり、いずれもデフォルトリスクの上昇を伴う。こうした傾向はデータにも表れており、米国の企業デフォルト率は、公募・私募の両クレジット市場において、一貫して欧州の水準を上回って推移している。これに対し、欧州の企業文化は失敗に対する許容度が低く、より保守的な経営スタイルを育む傾向がある。



### 3. 市場規模、成長とシステミックリスク

最近の報道では、プライベート・クレジットが約2兆米ドル規模まで急成長したことが、システミックリスクをもたらし、いずれ崩壊するバブルであるのではないかとの疑問が提起されている。これを公正に評価するためには、その成長をもたらした要因を理解し、米国と欧州市場の動態を区別するとともに、市場規模を適切な文脈の中で捉えることが重要である。

市場	残高 / AUM
グローバル債券残高	~EUR 128 trillion (23,424兆円)
グローバル銀行バランスシート規模	~EUR 91 trillion (16,653兆円)
グローバル株式市場の時価総額	~EUR 105 trillion (19,215兆円)
グローバル・プライベート・クレジットのAUM	~USD 1.8–2.0 trillion (284兆円 ~316兆円)
うち米国(グローバルの約60%)	~USD 1.1–1.2 trillion (174兆円~190兆円)
うちヨーロッパ(グローバルの約25%)	~USD 450–500 billion (71兆円~79兆円)

For illustrative purposes only. Sources: ECB, June 2025; Preqin Ltd, June 2025 為替レート：1ドル 158円 1ユーロ 183円として換算

この文脈において、プライベート・クレジットはグローバルな債務金融全体のごく一部を占めるに過ぎない。それは、金融システムの中で支配的、あるいは潜在的に不安定化をもたらす存在ではない。

#### 欧州プライベート・クレジットの成長：投機ではなく構造的変化が原動力

プライベート・クレジットの成長の原動力は投機的投資ではなく、信用仲介における構造的な転換の結果である。その大部分は規制によってもたらされたものである。世界金融危機（GFC）後の規制改革、とりわけバーゼルⅢは銀行融資に対する自己資本要件を大幅に引き上げ、特にミッドマーケットの借り手に対する融資に影響を与えた。銀行が融資姿勢を後退させる中で、構造的な資金調達ギャップが生じた。プライベート・クレジットはこれに応じて参入しミッドマーケット企業が資金を必要とする一方で、従来の金融機関からはもはや安定的に調達できなくなり、代わって安定的かつ柔軟で長期的な資金供給を提供してきた。

欧州において、この転換は米国よりも早期段階にあり、市場成熟度の観点では推計で20年から30年程度遅れているとされる。ここ数十年に米国で進展した市場の進化は、欧州においても現在進行しており、それに伴い銀行の一般貸出としては大き過ぎる一方で資本市場には小さ過ぎる企業に対するミッドマーケット・ファイナンスの需要が生じ、拡大している。決定的な力学は、家族所有の欧州企業が機関投資家保有へと移行している点にあり、プライベート・エクイティがバイ・アンド・ビルド戦略を展開して、汎欧州のセクター・チャンピオンを創出している。これは、地域やセクターを横断する、プライベート・クレジット・ファイナンスに対する反復的かつ構造的な需要を生み出している。

2 Preqin Ltd, June 2025

3 European Central Bank (ECB) Private Markets Report, June 2025

### 市場規模

グローバルのプライベート・クレジットの運用資産残高（AUM）は、約USD2trillion<sup>2</sup>に達している。これは世界金融危機（GFC）後の期間と比べれば大きな成長を示しているものの、その評価にあたっては当該市場が属する金融システム全体の規模との相対関係の中で捉える必要がある。

#### 機関投資家基盤：資産クラスとの整合性

上記の成長要因は主として欧州に特有のものである一方で、プライベート・クレジットはグローバルな資産クラスであり、運用資産残高（AUM）は約2兆米ドルに達しており、そのうち米国が約60%、欧州が約25%を占めている。したがって、欧州のプライベート・クレジットに特有の成長要因と、より広範なグローバル市場の文脈とを区別して考えることが重要である。

両市場に共通しているのは、投資家基盤の性質である。グローバルなプライベート・クレジットの運用資産残高（AUM）の大半は、年金基金、保険会社、政府系ファンド、エンダウメントといった高度な知見を持つ機関投資家によって保有されており、通常7年から10年程度の固定期間を有し、償還権のないクローズドエンド型ファンドを通じて投資が行われている。これは、リテール向けBDC市場とは本質的に異なる力学である。機関投資家は途中償還を行うことができず、短期的なセンチメントの変化に反応することもなく、現在のBDCにおけるストレスを生み出しているフィードバック・ループの影響を受けない。彼らの長期的な資本コミットメントは、単なる構造的な特徴ではなく、この資産クラスの安定性の基盤そのものである。これは、プライベート・クレジットにおけるリテール投資家の関与が依然として限定的であり、市場が主として機関投資家資本によって特徴づけられている欧州において、特に当てはまる。

## 4. 欧州プライベート・クレジットの ファンダメンタルズ

プライベート・クレジットを巡るニュースの流通量が多く、その多くが明確な区別を欠いている中で、何が重要であるのを見失いがちである。欧州のプライベート・クレジットは本質的に健全であり、以下に挙げる投資特性は、それが依然として魅力的な投資対象である理由を改めて示している。

### 相対的価値と流動性プレミアム

欧州のダイレクト・レンディングは、通常6年から8年の固定期間を有するクローズドエンド型の仕組みに資本をコミットすることと引き換えに、投資家に流動性プレミアムを含む妙味ある利回りを提供する。これは、安定的かつ長期的な資金供給を行うことに対する構造的なリターンである。需給動向は魅力的な相対価値を下支えしており、欧州市場は米国と比べて競争環境が緩やかで、上位8社の貸し手がダイレクト・レンディング融資の50%超を提供している。ユーロ建てで5.25~6.00%のアセット・マージン、2.25~3.00%の手数料水準、さらに米ドルへの通貨クロスによる約2%の上乗せは、同等の信用力を有する公募クレジット市場と比較しても有利な水準にある。また、プライマリーおよびセカンダリーのバイアウト取引が多く存在することにより、裏付け資産（企業）のパフォーマンス改善に向けた手段がより多く確保され、これがリターンをさらに下支えしている。

4 Pitchbook, January 2025

#### Sources

ECB Private Markets Report, June 2025 | Preqin Private Debt Data, June 2025 | Houlihan Lokey BDC Monitor, Winter 2025 | Scope Fund Analysis, European ELTIF Study 2025 | Scope Ratings, Private Credit: Singular Risks but also Opportunities for Europe with Capital-Markets Reform, 2025 | Pitchbook Morningstar European Leveraged Loan Index, January 2025 | Goldman Sachs Private Credit Research | Pemberton Capital Advisors LLP, May 2025 | Debtwire, 2024 European Direct Lender Rankings

### ダウンサイド・プロテクション

欧州のダイレクト・レンディングは、構造的にディフェンシブな特性を有している。融資は主として第1順位の優先担保付で構成されており、企業価値に対して通常50%以上のエクイティ・クッションが確保され、レバレッジ倍率はEBITDAの4~5倍の範囲にある。ポートフォリオは、借り手、セクター、地域をまたいで高度に分散されている。欧州のミッドマーケットにおけるコベナンツ保護は、同等の米国市場と比べて依然として強固であり、借り手の業績が悪化した場合に、より早期の介入を可能にしている。

### 低いデフォルト率

欧州のプライベート・クレジットは、強固な実績を有している。欧州のBSLのデフォルト率は1.2%にとどまり、米国の1.5%を下回っている<sup>4</sup>。

### 持続性のある成長機会

欧州のプライベート・クレジットは、引き続き構造的な成長要因の恩恵を受けている。家族所有企業が機関投資家保有へと移行していることや、プライベート・エクイティによるバイ・アンド・ビルド戦略がセクター統合を促進し、汎欧州のチャンピオン企業を創出していることは、いずれもミッドマーケット・ファイナンスに対する増加的かつ反復的な需要を生み出している。さらに、欧州における銀行融資からプライベート・クレジットへの移行は、依然として進行余地を残しており、銀行融資が欧州企業向けクレジットの50%超を占めている一方で、米国ではその比率が約25%にとどまっている。



# Contact Us

---

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

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

5 Howick Place, London SW1P 1WG

+44 (0) 20 7993 9300

## Disclaimer

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes.

### **Past performance is not a reliable indicator of future results.**

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained has not been independently verified.

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

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. No part of this report may be reproduced in any manner without our written permission.

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.

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

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton