

## 米国プライベート・クレジット・ファンド市場の混乱と 論点整理

橋口 達、小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 米国においてプライベート・クレジット・ファンド（以下、PCF）を巡る混乱が続いている。ブルー・アウル・キャピタルを発端に、他の運用会社の PCF でも投資家の解約請求が相次いで増加したことが明らかになっている。
2. PCF は、信用リスクが高い企業等に対して比較的高い金利で融資を行う。グローバル金融危機以降、銀行規制の大幅な強化を受けて、銀行の信用供与に伴う資本コストが上昇して融資余力が減退したことなどを背景に、米国を中心に大きく拡大してきた。
3. 解約請求が急増している PCF で共通しているのは、投資家にとっての流動性の観点から「セミ・リキッド型」に分類されるファンドという点である。セミ・リキッド型ファンドは、非流動性資産を保有することによる流動性プレミアムの獲得と、定期的な解約機会により生まれる流動性リスクとの両立を図った、富裕層を含む個人投資家向けに設計された運用商品である。
4. 現時点で、PCF を巡る混乱が米国の金融システム全体に影響する可能性は高くないと考えられている。一方、今般のセミ・リキッド型ファンドに対する解約請求の急増を受け、ファンドが有する流動性のミスマッチの議論が改めて注目される可能性がある。

---

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号。
- ・小立敬「ノンバンク金融仲介と銀行の関係に関する新たな視点－プライベート・クレジット拡大の背景とリスク－」『野村資本市場クォーターリー』2026年春号。

## I 投資家から相次いだファンドの解約請求

米国においてプライベート・クレジット・ファンド（以下、PCF）を巡る混乱が続いている。きっかけは、2026年2月18日に、PCFの運用会社であるブルー・アウル・キャピタル（以下、ブルー・アウル）が運用するファンドにおいて、それまで実施してきた公開買付けを通じた解約対応を行わない意向を示したことであった<sup>1</sup>。翌19日にはブルー・アウルの株価が約10%下落し、他のPCF運用会社の株価も大きく下落した。

その後、ブルー・アウルの他にもブラックロック、ブラックストーン、クリフウォーター、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、アポロ・グローバル・マネジメント、アレス・マネジメントが運用するPCFにおいて、投資家の解約請求が相次いで増加したことが明らかになっている（図表1）。

図表1 主なプライベート・クレジット・ファンドへの解約請求（2026年2月以降）

月日	運用会社	解約請求をめぐる状況
2月18日	ブルー・アウル	同社が運用するブルー・アウル・キャピタル・コーポレーションⅡに関して、貸付債権の売却を原資に、全ての投資家に対して、ファンドへの投資額の30%を返還すると発表。
3月2日	ブラックストーン	同社が2021年より運用するブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド（純資産は約480億ドル）では、2026年第1四半期に発行済株式数の7.9%相当の解約請求があったが、全てに応じると発表。このうち0.9%分は同ファンドの新規購入（サブスクリプション）及び同社、同社従業員の購入で対応。
3月6日	ブラックロック	同社傘下のHPSインベストメント・パートナーズが2022年より運用するHPSコーポレート・レンディング・ファンド（純資産は約240億ドル）は、2026年第1四半期に発行済株式数の7%まで解約請求に応じると発表。解約請求の申し込みは同9.3%であった。
3月11日	クリフウォーター	同社が2019年より運用するクリフウォーター・コーポレート・レンディング・ファンド（純資産は約330億ドル）は、2026年第1四半期に発行済株式数の7%まで解約請求に応じると投資家に通知したと報道。解約請求の申し込みは同14%であった。
3月11日	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント	同社が2022年より運用するノースハイブン・プライベート・インカム・ファンド（純資産は約80億ドル）は、2026年第1四半期に発行済株式数の5%まで解約請求に応じると発表。解約請求の申し込みは同11%であり、申し込んだ投資家に按分で解約請求に応じる。
3月23日	アポロ・グローバル・マネジメント	同社が2022年より運用するアポロ・デット・ソリューションズBDC（純資産は約150億ドル）は、2026年第1四半期に発行済株式数の5%まで解約請求に応じると発表。解約請求の申し込みは同11.2%であり、申し込んだ投資家に按分で解約請求に応じる。
3月24日	アレス・マネジメント	同社が2023年より運用するアレス・ストラテジック・インカム・ファンド（純資産は約100億ドル）は、2026年第1四半期に発行済株式数の5%まで解約請求に応じると発表。解約請求の申し込みは同11.6%であり、申し込んだ投資家に按分で解約請求に応じる。

（注） 2026年3月24日時点。

（出所） 各種資料より野村資本市場研究所作成

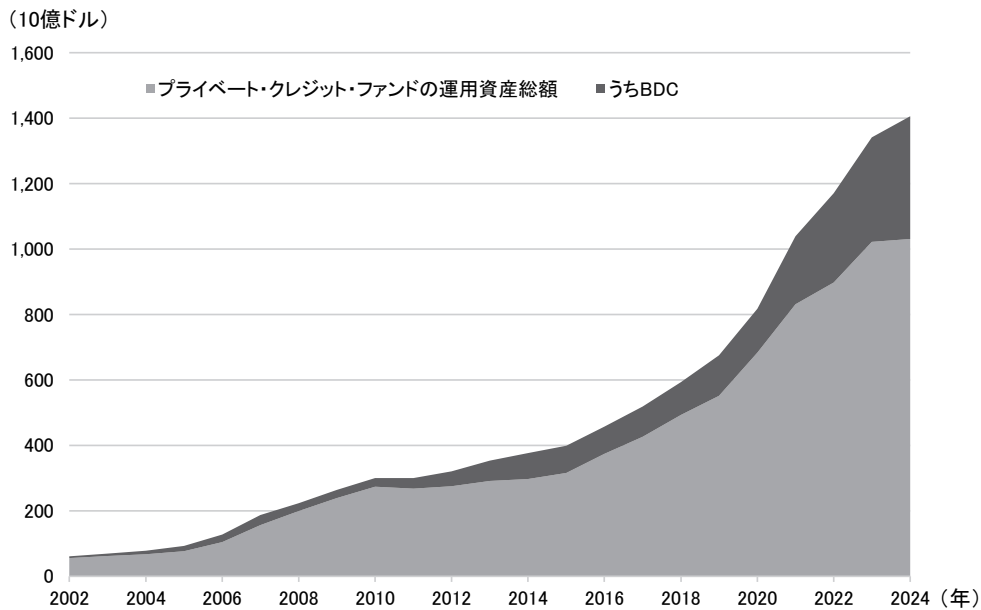
<sup>1</sup> Blue Owl Capital Corporation, “Certain Blue Owl BDCs to Sell \$1.4 Billion of Assets to Institutional Investors,” February 18, 2026.

PCF は、グローバル金融危機以降、銀行規制の大幅な強化を受けた銀行の信用供与に伴う資本コストの上昇により融資余力が減退したことを背景に、米国を中心に大きく拡大してきた<sup>2</sup>。その結果、米国の PCF 市場は、2008 年の 2,000 億ドルから 2024 年 6 月時点では 1.4 兆ドルへと大幅に増加している（図表 2）。足もとでは約 1.8 兆ドルもの規模に上るとされており、米国のハイイールド債の市場規模やレバレッジド・ローンの残高にも匹敵する規模になっている。

PCF の市場規模が大きく拡大する中で、2025 年 9～10 月にかけて PCF が融資を行っていたサブプライム自動車ローン会社のトライカラー、自動車部品メーカーのファースト・ブランドズが相次いで倒産申請を行ったことで、プライベート・クレジットの質に対する投資家の懸念が深まることになった。

さらに 2026 年 2 月に入ると、PCF の主要な融資先である IT セクターに関して、高機能の AI（人工知能）モデルの登場が既存のソフトウェア・ビジネスモデルに大きな打撃を与えることを懸念する見方が強まり（いわゆるアンソロピック・ショック<sup>3</sup>）、プライベート・クレジットの質に対する投資家の懸念をさらに深めた。

図表 2 米国プライベート・クレジット・ファンドの運用資産残高の推移



(注) 1. 2024 年は 6 月末時点のデータ。  
 2. BDC は、事業開発会社 (Business Development Companies) の略称。  
 (出所) 連邦準備制度理事会より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> PCF 市場の拡大の背景については、小立敬「ノンバンク金融仲介と銀行の関係に関する新たな視点—プライベート・クレジット拡大の背景とリスク—」『野村資本市場クォーターリー』2026 年春号を参照。

<sup>3</sup> 2026 年 2 月上旬に、米国のアンソロピックが高性能な自律型 AI エージェントを発表したことを受け、株式市場では、AI が、人間が行う業務を代行することにより、インターネット経由で必要な時にソフトウェア機能を利用できる既存のクラウドサービス (SaaS) を崩壊させる、いわゆる「SaaS の死」への懸念が高まった結果、ソフトウェア・ビジネスモデル関連株を含むハイテク株を中心に急落した市場混乱を指す。

なお、国際通貨基金（IMF）によると、PCFの融資先企業の業種は、①ITセクターが約41%、②ヘルスケアセクターが約14%、③一般消費財セクターが約11%、④産業財セクターが約9%、⑤原材料及び天然資源セクターが約8%となっており、PCFの融資先企業におけるITセクターへの偏りがみられる<sup>4</sup>。

こうした火種がくすぶる市場環境の中で、ブルー・アウルの解約を巡る混乱が重なり、投資家によるPCFへの解約請求が増加することになったものと考えられる。

## II プライベート・クレジット・ファンドとは

PCFは、一般に信用リスクが高い企業等に対して比較的高い金利で融資（プライベート・クレジット）を行うファンドを指す<sup>5</sup>。PCFは、複数の貸付債権等から成るポートフォリオを構築し、企業やインフラ、不動産といった融資先の信用リスク等を管理しながら、主にインカムゲインの獲得を目指すものであり、しばしばプライベート・デット・ファンドとも呼ばれている。

PCFの運用会社を運用資産総額順にみると、アポロ・グローバル・マネジメントやブラックストーン、ブルー・アウルのように、プライベート・エクイティ・ファンドや不動産ファンド事業等も展開する総合オルタナティブ運用会社と、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのように、伝統的資産及びオルタナティブ資産への投資を広範に行っている運用会社が上位に名を連ねている（図表3）。近年、大手運用会社が、運用戦略の多角化を図り、PCFを専門とする運用会社を買収する事例が相次いできた。ブラックロックが、2025年7月にHPSインベストメント・パートナーズの買収を完了したのもその一例である。

PCFの運用戦略として主流となっているのは、ダイレクト・レンディング戦略である。ダイレクト・レンディング戦略とは一般に、比較的信用リスクの高い企業に融資を行い、第一順位抵当権付きローンなど弁済順位が高位の貸付債権を保有する運用戦略である。ダイレクト・レンディングは、変動金利で、期間が7～10年程度の融資が主流であって、コベナントが設定されている場合が多い<sup>6</sup>。

PCFの運用会社は、融資先企業のビジネスモデルや財務状況等のデュー・デリジェンスを行って信用リスクを把握した上で、融資の実行を通じて金利収入等を獲得し、リターンの上昇を図っている。

<sup>4</sup> 業種のシェアは、直近3年間のグローバルな取引額に基づく（International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report, April 2024 The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks,” April 16, 2024）。

<sup>5</sup> PCFは、各州の定める貸金業等の許認可に基づき融資活動を行っている。融資先企業は年間売上高1千万～10億ドルの中堅・中小企業（ミドルマーケット）が中心であるが、最近はより大規模な企業も融資対象になっている。PCFの詳細は、岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場—銀行融資の代替と資産運用業の新展開—」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号を参照。

<sup>6</sup> PCFが行う融資のコベナントには、融資先企業に対して、追加の借り入れの制限や、利払い前・税引き前・減価償却前利益（EBITDA）対有利子負債倍率の上限を設けることなどが含まれる。

図表3 プライベート・クレジット・ファンドの運用会社（運用資産上位20社）

順位	運用会社の名称	運用資産総額 (10億ドル)	順位	運用会社の名称	運用資産総額 (10億ドル)
1	アポロ・グローバル・マネジメント	480.0	11	ヌビーン	120.0
2	ブラックストーン	354.7	12	ゴールドマン・サックス・アセット・ マネジメント	110.0
3	アレス・マネジメント	335.3	13	メットライフ・インベストメント・ マネジメント	104.5
4	アレス SSG	308.6	14	HPS インベストメント・ パートナーズ(現ブラックロック)	98.0
5	KKR	242.0	15	ブルー・アウル	95.1
6	グッゲンハイム・ファンズ・ インベストメント・アドバイザーズ	198.0	16	TPG キャピタル	80.0
7	カーライル・グループ	189.8	17	ゴラブ・キャピタル	70.0
8	ニューバーガー・バーマン	182.0	18	UBS オコーナー	57.5
9	オークツリー・キャピタル・マネジメント	129.0	19	CVC キャピタル・パートナーズ	46.0
10	ブルックフィールド・アセット・ マネジメント	124.0	20	SLC マネジメント	40.0

(注) データは2024年12月16日時点。

(出所) S&P グローバルより野村資本市場研究所作成

PCFの投資家は、米財務省金融調査局（OFR）の調査<sup>7</sup>によれば、2024年末時点で、米国PCFの運用資産総額の割合でみると、年金基金が30%、投資ファンドが14%、保険会社が11%、個人が9%、ソブリン・ウェルス・ファンドが7%、非営利団体が5%、銀行が2%、その他が21%であり、機関投資家が投資主体の中心である。もっとも、最近は個人投資家の割合が増える傾向にある。

### III 流動性リスクを抱えるセミ・リキッド型ファンド

#### 1. セミ・リキッド型ファンドとは

今般、解約請求が急増しているPCFで共通しているのは、投資家にとっての流動性の観点から「セミ・リキッド型」と呼ばれる種類のファンドであるという点である。

米国におけるセミ・リキッド型ファンドとは、1940年投資会社法におけるクローズドエンド・ファンド又は非上場のリート（REIT）を法的形態とし、原則として中途解約ができないものの、定期的な設定・解約の機会を投資家に提供するファンドを指す。

従前、企業への貸付債権や不動産、非上場株式といった流動性の乏しい資産に投資するために用いられるファンドといえ、投資家が予めコミットした投資資金の拠出を運用会社が要請するキャピタル・コールを通じて、段階的に資産を取得するドローダウン型を指した。ドローダウン型ファンドは、投資家の属性や人数が限定されるため、主たる投資家

<sup>7</sup> Office of Financial Research, “Measuring Counterparty Exposures to Private Credit,” March 12, 2026.

層は機関投資家である<sup>8</sup>。また運用期間は10年前後であり、投資家はその間、原則として中途解約を認められていない（ロックアップ期間）。

これに対し、運用会社がオルタナティブ資産の投資家の裾野を富裕層を含む個人にも広げるべく考案されたのが、セミ・リキッド型ファンドである（図表4）。セミ・リキッド型ファンドはドローダウン型ファンドとは異なり、投資家に対して定期的な設定・解約の機会を設けている。投資家が解約できる頻度・金額は、ファンドの取締役会<sup>9</sup>の裁量に基づき、四半期ごと、発行済株式数の上限5%などとされることが多い。流動性の観点から資金を一定期間ロックアップするドローダウン型ファンドと、日次での設定・解約が可能なオープンエンド型ファンドの中間に位置することが、セミ・リキッド型と呼ばれる所以である。

セミ・リキッド型ファンドは一定の流動性を持たせるために、ファンド資産の一部を現金や上場する有価証券などで保有する。その分、ドローダウン型ファンドと比較すると、運用効率が劣る可能性がある。つまり、セミ・リキッド型ファンドは、非流動性資産を保有することによる流動性プレミアムの獲得と定期的な解約機会により生まれる一定程度の流動性リスクとの両立を図った、富裕層個人等向けに設計された運用商品であるといえる。また、セミ・リキッド型ファンドは、運用期間を定めないことが多い（エバーグリーン型ないしパーペチュアル型ファンドとなる）。例えば、代表的なファンドとして、ブラックストーンのブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド（以下、BCRED）やブラックロックのHPS コーポレート・レンディング・ファンド（以下、HLEND）は、運用期間を設定していない。

図表4 セミ・リキッド型ファンドとドローダウン型ファンドとの違い

	セミ・リキッド型ファンド	一般的なドローダウン型ファンド
法的形態	1940年投資会社法におけるクローズドエンド・ファンド（事業開発会社（BDC）、インターバル・ファンド、テンドー・オファー・ファンド）、リート	1940年投資会社法における私募ファンド
主な投資家層	富裕層個人	機関投資家
リターン	解約対応のために、資産の一定程度を現金や上場証券などで保有する分、ファンドのリターンに影響	最適な投資機会が訪れたときのみキャピタル・コールを実施することで、内部収益率（IRR）と投下資本倍率（MOIC）の最大化を図る
リスク	資産の一定程度を現金や上場証券などで保有している分、伝統的資産との相関が高まる可能性	セミ・リキッド型に比べると現金や上場証券の比率は少ないため、伝統的資産との相関が低い
設定	定期的（月次、四半期毎など）	不定期
解約	定期的（月次、四半期毎など）	資金はロックアップされる
運用期間	無期限	10年前後

（注） インターバル・ファンド及びテンドー・オファー・ファンドは、継続的な募集を行うクローズドエンド・ファンドである。

（出所） 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> ドローダウン型ファンドは、法規制的には、主に私募ファンドの形態をとる。私募ファンドとは、1940年投資会社法第3条(c)(1)または同法第3条(c)(7)が定義するファンドを指す。前者は、受益者数100人以下等の要件を満たすファンドであり、後者は私募で適格購入者のみに保有される等の要件を満たすファンドである。適格購入者とは、①配偶者との共同保有も含めて500万ドル以上の投資資産を持つ個人、または②家族関係にある2人以上によって直接・間接的に保有される500万ドル以上の投資資産を持つ会社、または③自己または他の適格購入者の勘定で2,500万ドル以上の投資資産の裁量を有する形で保有する個人、または④上記の①、②、③に該当する者が出資し、受託者が決定権限を持つ信託である。

<sup>9</sup> 米国のクローズドエンド・ファンドは、投資会社の形態をとる。

## 2. セミ・リキッド型ファンドで用いられる BDC

プライベート・クレジットの分野において利用されるセミ・リキッド型ファンドの法的形態は、主に事業開発会社（以下、BDC）というクローズドエンド・ファンドである<sup>10</sup>。BDC とは、1940 年投資会社法が定めるクローズドエンド・ファンドの一種であり、その特徴は、①原則として収入の 90%以上が投資収益であり、90%以上を配当等として投資家に提供している場合、法人段階での課税がされない、②ファンド資産の 70%以上を非上場企業等が私募発行した証券等に投資する、③総資産に対する債務の比率としてのレバレッジは 50%（または 66.7%<sup>11</sup>）を上限とする、等である。

BDC は、新興成長企業や破綻企業等に対する資金提供を目的に導入された仕組みであるが、法人段階での課税を避けるには投資家に対して投資収益の 90%以上を分配する必要があり、定期的なキャッシュフローが生じる資産との親和性が高いため、PCF の投資ビークルとして幅広く活用されている。連邦準備制度理事会（FRB）によれば、2024 年 6 月末時点において米国の PCF の市場規模 1.4 兆ドルのうち、BDC の残高は約 3,700 億ドルであり、全体の 26%を占めている。

BDC は、上場 BDC と非上場 BDC に分けられるが、セミ・リキッド型ファンドで利用されるのは、上場していないために換金機会が限定される非上場 BDC である。BDC といえば元々は上場 BDC が主流であったが、2021 年にブラックストーンがセミ・リキッド型の非上場 BDC である BCRED を組成して、資金調達を成功させて以来、他の資産運用会社が追随するようになった。また、セミ・リキッド型ファンドで利用される非上場 BDC は、主に公募証券として州当局に登録することで、私募ファンドよりも幅広い投資家を対象に募集を行うことができる<sup>12</sup>。

## 3. 浮き彫りになったセミ・リキッド型ファンドの流動性リスク

今回の混乱の発端となった、ブルー・アウルが運用する OBDC II（Blue Owl Capital Corporation II）は、従前、四半期に一度、発行済株式数の 4~5%を上限に、公開買付けを

<sup>10</sup> PCF においては、BDC の他に、インターバル・ファンドやテnder・オファー・ファンドを法的形態として用いるセミ・リキッド型ファンドも存在する。インターバル・ファンドとは、1940 年投資会社法のルール 23c-3 に基づくクローズドエンド・ファンドであり、投資家に対して定期的な解約機会を提供することが義務付けられる。テnder・オファー・ファンドは、1940 年投資会社法のルール 13e-4 に基づくクローズドエンド・ファンドであり、運用会社の裁量に応じて投資家に対して解約機会を提供する。インターバル・ファンドとテnder・オファー・ファンドのレバレッジ（総資産に対する債務の比率）は 33.3%までである。

<sup>11</sup> レバレッジについては、従前は 50%が上限であったが、2018 年に成立した小規模事業信用利用可能法により、一定の要件を満たせば 66.7%を上限とすることも可能になっている。BDC の詳細は、神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給—米国 BDC と英国 VCT の事例—」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

<sup>12</sup> 公募証券は、州当局に登録することで、「一部の投資家」に対して、募集することが可能になる。「一部の投資家」とは、北米証券監督者協会が定める適合性基準に基づいて、①年間所得が 7 万ドル以上かつ純資産が 7 万ドル以上、または②純資産が 25 万ドル以上を有する個人及び法人とされている。また、非上場 BDC の中には、セミ・リキッド型ファンドのように定期的な解約機会を設けていないものも存在する。

通じて投資家の解約請求に応じてきたが、2025年秋頃にPCF市場への疑念が深まると、同ファンドへの解約請求が急増した。こうした状況を受けて、ブルー・アウルは2026年2月18日に、今後の公開買付けを停止する意向であること、OBDC IIで保有していた貸付債権を売却した資金で、ファンド投資家への還元に充当することを発表した（OBDC IIを巡る混乱の経緯は補論を参照）。

ブルー・アウルの発表以降、前掲図表1の通り、ブルー・アウル以外の運用会社が運用するセミ・リキッド型のPCFも解約請求に追われることとなった。ブラックストーンは2026年3月2日、2026年第1四半期の解約請求が発行済株式数の約7.9%あり、通常の上限5%を7%に引き上げたうえで、上限超過分の0.9%については、同ファンドへの新たな資金流入と、ブラックストーン自身および同社従業員の購入で対応したことを明らかにした。

また、ブラックロックが運用するHLENDは2026年3月6日、同年第1四半期の解約請求が、通常設定している発行済株式数の上限5%を超える約9.3%あった一方で、上限超過分について特段の措置を講じることはない旨を発表している<sup>13</sup>。上限超過分への対応を図らない理由としてHLENDは、発行済株式数の5%までという制限がなければ、投資家資本とファンドの融資ポートフォリオのデュレーションに構造的なミスマッチが生じると説明している。

セミ・リキッド型ファンドは、解約できる金額に上限が設けられているため、ひとたび投資家心理が悪化すると、他の投資家よりも先んじて解約しようとする動きが生まれやすい。この「ファースト・ムーバー・アドバンテージ（先行者優位）」の問題は、オープンエンド型ファンドの脆弱性として各国金融当局に共有されている課題である。今般のセミ・リキッド型のPCFに対する解約請求の急増は、流動性の乏しいプライベート資産をファンド形態で組成・販売する際、投資家の解約を認める場合において生じる流動性リスクを浮き彫りにしたといえよう。

## IV プライベート・クレジット・ファンドをめぐる論点整理

### 1. 焦点はセミ・リキッド型ファンドの流動性リスク

米国におけるPCF市場の足もとの混乱の要因を整理すると、少なくとも現状は必ずしもPCF全体に共通する要因ということではなく、富裕層を含む個人投資家を対象に、発行済株式数の一定割合に上限を設けるなど限定的に解約を認めるセミ・リキッド型ファンドにおける解約請求という、PCFの中でも特定のセクターにおける流動性リスクという要素が浮かび上がる。

2025年秋頃の融資先倒産を受けてプライベート・クレジットの質への疑念が生じる中で、2026年2月に入ると、いわゆるアンソロピック・ショックも加わり、ITセクターの

<sup>13</sup> HPS Corporate Lending Fund, “HPS Corporate Lending Fund First Quarter 2026 Tender Update,” March 6, 2026.

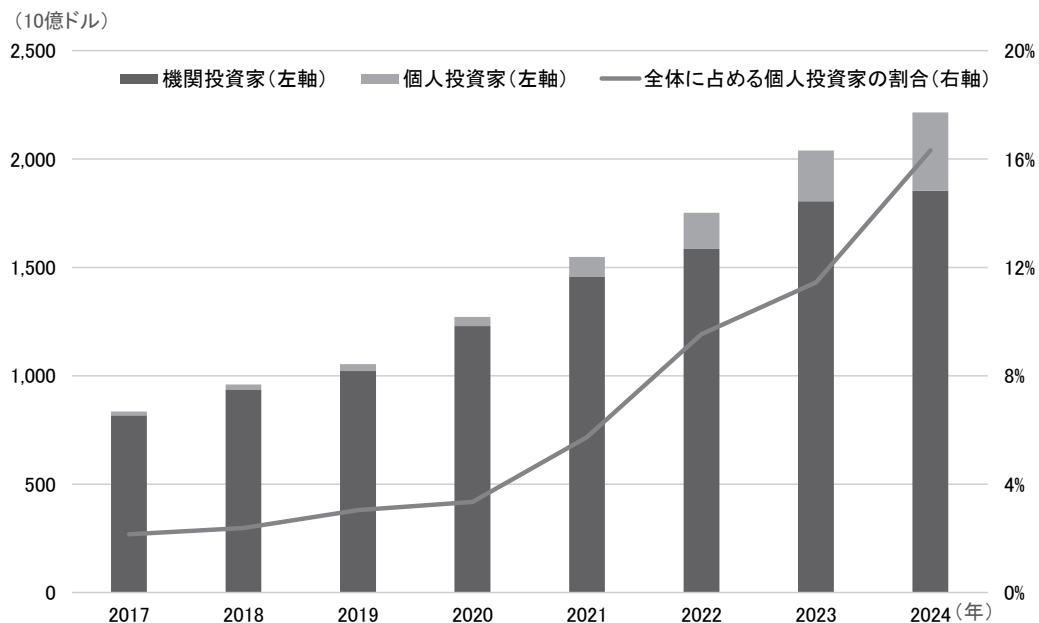
エクスポージャーが高いPCFの融資内容への懸念、特に個人投資家からの懸念が高まり、セミ・リキッド型ファンドの解約が急増したという状況が窺われる。こうした動きに対して運用会社は、解約上限を超えて解約に応じるところもあれば、解約は上限内にとどめるところもあるなど、それぞれに対応を図っている。

すなわち、PCFの投資家は、かつてはほとんど機関投資家に限定されてきたが、セミ・リキッド型ファンドの普及によって富裕層個人に投資の裾野が広がってきていたところ、ブルー・アウルがOBDC IIの公開買付け停止を発表したことが、ブルー・アウル以外のセミ・リキッド型ファンドの解約請求を引き起こしたものと言える。ただし、セミ・リキッド型ファンドと富裕層を含む個人投資家の存在感がPCF市場において高まってきているものの、現状ではいずれも市場全体に占める割合は限られている。

モーニングスターによれば、プライベート・クレジットを含む、クレジットを運用対象とするセミ・リキッド型ファンドの運用資産残高は、米国において2022年末の750億ドルから2024年末には1,880億ドルへと2.5倍に増加している<sup>14</sup>。もっとも、足もと1.8兆ドルとされるPCF市場全体の規模からするとその割合はまだ小さいと言える。

また、PCFのグローバルな運用資産総額において個人投資家が占める割合は、2017年末の2%から2024年6月末には16%へと大幅に上昇しているものの（図表5）、PCF市場の主たる投資家は引き続き機関投資家である。

図表5 投資家別のプライベート・クレジット・ファンドの運用資産（グローバル）



(注) 2024年は6月末時点のデータ。

(出所) モーニングスターより野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 米国におけるセミ・リキッド型ファンド全体の運用資産残高は、同期間に2,150億ドルから3,500億ドルへと約1.6倍に増加していることから、特にクレジット投資でセミ・リキッド型ファンドが利用されるようになっていることがわかる（Morningstar, “The State of Semiliquid Funds 2025,” June 2025）。

機関投資家はこの間、プライベート・クレジット投資に対してどのような認識をしているのだろうか。機関投資家からは、資産クラスとしてのプライベート・クレジットに問題が生じているのではないとする見方も聞かれる。例えば、バージニア州退職基金<sup>15</sup>は、定期的な解約機会を提供するファンドは運用会社と投資家の双方に流動性の問題を生じ得るため、プライベート・クレジットに投資する際は流動性リスクが生じないドローダウン型ファンド等を通じて投資しているという<sup>16</sup>。また、同基金は、現状でもプライベート・クレジットが有する、高水準のインカム収入、ポートフォリオの分散効果といった特性に変化はないと述べており、プライベート・クレジット投資に対するネガティブな姿勢はみられない。

## 2. 米国金融当局の現状認識と想定される焦点

PCF 市場で混乱が生じている中で、米国金融当局はどのような現状認識を示しているのだろうか。米国金融システムの安定に責任を有する FRB のジェローム・パウエル議長は、2026 年 3 月 30 日に開かれたハーバード大学のイベントで、PCF について、FRB がリスクを軽視していると受け取られるようなことは言いたくないと予め断った上で、銀行システムとのつながりや波及を引き起こしかねない要因を注視しているが、現時点ではそうしたものは見られない、と発言した<sup>17</sup>。さらに、パウエル議長は、現在は調整局面であるとの認識を示した上で、当然ながら損失を被る人も出てくるだろうが、より広範なシステム的な事態に発展する兆候は見受けられない、とも述べている。

FRB は元々、2023 年 5 月の金融安定報告の中で、多くの PCF は、①クローズドエンド型であり、投資家の資本は 5~10 年間はロックアップされるため、取付けリスクが低いこと、②レバレッジをかけておらず、デリバティブ・エクスポージャーも有していないことから、金融安定リスクは低いとの見解を示していた<sup>18</sup>。パウエル議長の発言も 2023 年の金融安定報告で示したこれまでの判断の延長線上にあるものとみられる。

一方、証券市場を所管する米国証券取引委員会（SEC）は、現ドナルド・トランプ政権が 2025 年 1 月に発足して以降、個人によるプライベート資産への投資について前向きな姿勢を示してきた。より多くの米国民がプライベート資産への投資の恩恵を享受すべきというトランプ政権の考え方に則ったものである<sup>19</sup>。

実際、SEC が 2026 年 3 月 4 日に開催したプライベート市場に関するラウンドテーブルでは、ポール・アトキンス委員長が、ここ数週間で目にした通りプライベート市場は不確

<sup>15</sup> 2025 年末時点での運用資産残高は約 1,300 億ドルである。

<sup>16</sup> Lydia Tomkiw, Jesse Pound, “Blue Owl’s BDC raised questions around private credit. Institutional investors aren’t slowing down,” *Pension&Investments*, February 27, 2026.

<sup>17</sup> “Powell sees inflation outlook in check, no need to hike rates because of oil shock,” *CNBC*, March 30, 2026.

<sup>18</sup> FRB, “Financial Stability Report,” May 2023.

<sup>19</sup> 橋口達「米国確定拠出型年金におけるオルタナティブ投資を促進する大統領令」『野村資本市場クォーターリー』2025 年秋号を参照。

実性を伴うが、このことが投資家を排除する根拠にはならない、と述べた<sup>20</sup>。ただし、アトキンス委員長は、適切なプライベート投資にはガードレールが必要であるとも述べており、個人投資家保護を重視する姿勢も示している。なお、本ラウンドテーブルでは、プライベート市場に関する規制について、明確な方向性は示されなかった。

PCF 市場の一連の混乱を受けた足もとの焦点は、セミ・リキッド型ファンドが抱える流動性のミスマッチの問題であるとみられる。今般の PCF の混乱を踏まえて投資家保護の観点により重視されていくことも想定される。すなわち、セミ・リキッド型ファンドの流動性のミスマッチに加え、運用会社と販売会社によるセミ・リキッド型ファンドの個人投資家への開示や説明についての議論が活発化する可能性がある<sup>21</sup>。この点について、アポロ・グローバル・マネジメンツのジム・ゼルター社長は、2026 年 3 月 26 日に、特定の地域における一部の販売経路では、投資家に対する流動性リスクについての説明が不十分であり、その結果、足もとで短期的なミスマッチが生じている、と言及している<sup>22</sup>。

オープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチについては、金融危機以降に国際的な議論が重ねられてきた経緯がある。例えば、金融安定理事会（FSB）は 2017 年以降、オープンエンド型ファンドの保有資産と解約条件の間の流動性のミスマッチに対応するための政策提言を行っている<sup>23</sup>。米国金融当局からは、現時点で、セミ・リキッド型ファンドの流動性ミスマッチに関する特段の言及はないが、今後、こうしたファンドについて、一定の流動性を保持するための措置等が議論されることも想定されよう。

また、米財務省は 2026 年 4 月 1 日に、米国及び国際的な保険当局と、プライベート・クレジット市場の最近の動向について、4 月から 5 月初旬にかけて複数回にわたる会合を開催することを発表した<sup>24</sup>。米財務省は、ファンドレベルでのレバレッジ利用の拡大、プライベート・クレジット格付の一貫性、オフショア再保険の利用、プライベート・クレジット市場の流動性について、保険当局の意見を聞くことに関心を示しているとされる<sup>25</sup>。近年、PCF の運用会社の一部は、傘下の保険会社において、再保険事業を通じて運用資産の

<sup>20</sup> Paul S. Atkins, "Opening Remarks at Private Markets Roundtable," SEC Chairman Statement, March 4, 2026.

<sup>21</sup> SEC が 2026 年 3 月 4 日に開催したラウンドテーブルでは、セミ・リキッド型ファンドについての投資家の理解、低流動性資産の公正価値評価などがテーマになった。ムーディーズのプライベート・クレジット担当ヘッドのマーク・ピント氏は、セミ・リキッド型ファンドの解約はファンド取締役会の裁量次第であって、必ずしも保証されていないことをより明確に開示すべきと指摘した。一方、ブラックストーンのジョン・フィンリーCLO（最高法務責任者）は、投資家は十分にセミ・リキッド型の特性を理解していると反論した。また、同ラウンドテーブルでは、低流動性資産の評価は保守的であり、また複数の情報源のデータを用いることで信頼性が担保されているといった指摘もあった。

<sup>22</sup> Olivia Fishlow and Ellen DiMauro, "Trapped in Private Credit, Investors Wait to Pull Out \$5 Billion," *Bloomberg*, March 26, 2026.

<sup>23</sup> FSB, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities," January 12, 2017; FSB, "Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds," December 20, 2023.

<sup>24</sup> U.S. Department of the Treasury, "Treasury To Convene First Series of Conversations with Domestic and International Regulators," April 1, 2026.

<sup>25</sup> Ismail Shakil, "US Treasury to meet with insurance regulators to discuss private credit markets," *Reuters*, April 1, 2026.

拡大を図るようになっており、相互連関性の高まりが指摘されている<sup>26</sup>。米財務省は、2026年夏にかけてさらなる会合の開催も予定しているといい、今後の発信が注目されよう。

### 3. パリバ・ショックの再来か？

PCF 市場の混乱を受けて「パリバ・ショック」の再来ではないかとする声もある<sup>27</sup>。2007年8月に、米国のサブプライム・ローン（低所得者など高いリスクの住宅ローン）を組み込んだ証券化商品を運用していた BNP パリバ傘下の運用会社が、米国の証券化市場の流動性低下を受けて資産価値の評価が困難となったために、運用するファンドの解約停止を公表した<sup>28</sup>。その結果、市場参加者に信用不安が広がり、グローバル金融危機へとつながる契機となったのが、パリバ・ショックである。

パリバ・ショック以前の状況として、サブプライム・エクスポージャーが証券化等を通じてグローバル金融システムに拡散していた。投資家だけでなく銀行も含め市場参加者がサブプライムという共通のエクスポージャーを保有していたことが、世界的な金融危機を引き起こした1つの要因となった。銀行は当時、証券化商品の組成・販売に積極的に関与するだけでなく、トレーディング業務を通じて自らも証券化商品を保有していたために、銀行システムで巨額の損失が生じた。また、金融危機の際に銀行は、レピュテーション・リスクを避けるべく契約上の義務を超えて、当時はシャドバンキングと呼ばれた関連ノンバンク金融機関（以下、NBFI）の支援を迫られるステップインのリスクにも直面した。

これに対して、現在の銀行はPCFにおいては、概ね有担保のシニアローンを通じてファイナンスを提供する役割にとどめており<sup>29</sup>、ステップイン・リスクも限られているように窺われる。さらに、金融危機後の大幅な銀行規制強化によって自己資本という損失吸収バッファの確保を含め、銀行システムはその強靱性を大きく改善しており、パリバ・ショックが再来するおそれは現時点では低いように思われる。

ただし、銀行による PCF への信用供与は大きく増加していることが指摘されている。信用規模が大きければその分影響も大きい。もっとも、FRB は、他の NBFI 向け与信と比べると依然として小規模であることから、金融安定への影響は限定的と判断している<sup>30</sup>。

<sup>26</sup> 詳細は、岡田功太「米国プライベート・エクイティ・ファームが展開する資産集約型再保険事業」『野村資本市場クォーターリー』2025年春号を参照。

<sup>27</sup> 「ブルー・アウル、融資ファンド解約停止『パリバ危機と類似』指摘も」日本経済新聞、2026年2月20日。

<sup>28</sup> BNP Paribas, “BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA,” Press Release, August 9, 2007.

<sup>29</sup> 銀行は、金融危機後の大幅な銀行規制強化を受けて自己のバランスシートを使って信用リスクを負う役割から、金融仲介を提供する NBFI に資金を供給する「ファイナンス」へと役割を変えてきていることが指摘されており、その代表例としてプライベート・クレジットが挙げられている（脚注2を参照）。

<sup>30</sup> Jose Berrospide, Fang Cai, Siddhartha Lewis-Hayre, and Filip Zikes, “Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications,” *FEDS Notes*, May 23, 2025.

#### 4. プライベート・クレジットに関する今後の留意点

PCF 市場に関する今後の留意点としては、まずはセミ・リキッド型ファンドの解約請求が、趨勢として今後も継続するのかどうかであろう。セミ・リキッド型ファンドがいくらか解約を限定しているとは言え、大きな解約圧力が定期的（例えば、四半期ごと）にかかるとすれば、いずれファンドの流動性の問題に行き着くことになり、ファンドの資産売却を強いられたり、銀行からクレジットラインを通じて流動性を確保せざるを得なくなったりといった、さらなるストレス状況に置かれる可能性も否定はできない。

オルタナティブ運用会社のコービン・キャピタル・パートナーズでクレジットを担当するジョン・コック副最高投資責任者は、今後、数四半期にわたって PCF 市場の解約請求が増加する見込みであることに加えて、ストレス下においては、ファンドへの資金流入が細ることで、資金流出への対応がさらに難しくなる、と指摘する<sup>31</sup>。近年、日本の投資家も米国プライベート・クレジットに投資するセミ・リキッド型ファンドを購入するようになってきていることから<sup>32</sup>、今後の米国におけるセミ・リキッド型ファンドの解約動向を注視していく必要がある。

この点に関して、S&P グローバル（以下、S&P）は 2026 年 3 月 18 日に、クリフウォーターが運用する PCF であるクリフウォーター・コーポレート・レンディング・ファンド（以下、CCLF）について、長期格付を「A」に維持する一方で、格付の見通しを安定的からネガティブに引き下げた<sup>33</sup>。長期格付を維持した理由として S&P は、個人投資家からの解約請求が殺到しても十分な流動性を有していることを挙げる。

その一方で、CCLF が 2 四半期連続で発行済株式数の 5% という解約上限を引き上げて、7% までの解約請求に対応したことを受けて<sup>34</sup>、こうした対応が常態化すれば CCLF の流動性への評価が下がり得ると述べた。S&P は、CCLF の保有資産の質については問題ないと判断する一方で、解約上限を超えた解約対応については流動性リスクを高めるものとして否定的な評価を下している。

また、PCF 市場に関するよりファンダメンタルな問題として、2025 年秋頃に PCF が融資していた企業の破綻が相次いだこともあって、特に AI 台頭の影響が懸念されるソフト

<sup>31</sup> 脚注 22 を参照。

<sup>32</sup> 日本において、プライベート資産に投資する公募投資信託の純資産総額は、2024 年末の 4,170 億円から 2025 年末で 1 兆 3201 億円と 3.2 倍に増加した。1 兆 3201 億円のうち、投資対象で見るとデットが 5,700 億円超と 6 割以上を占め、2,993 億円と最も残高が多いダイワ・ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド（米ドル建て）や、1,847 億円と次ぐゴールドマン・サックス・プライベート・クレジット戦略投信米ドル建ては、米国のセミ・リキッド型ファンドを投資対象としている（「プライベート資産投信、残高 1 兆円超え 1 年で 3 倍超」日本経済新聞、2026 年 3 月 6 日）。

<sup>33</sup> S&P Global, “Cliffwater Corporate Lending Fund 'A' Rating Affirmed; Outlook Revised To Negative On Large Redemption Payouts,” March 18, 2026.

<sup>34</sup> CCLF の法的形態は BDC ではなく、インターバル・ファンドである。インターバル・ファンドは、BDC のような税制面でのメリットはないが、保有資産に関する制限はない。インターバル・ファンドは、解約請求が上限を超えた場合、1940 年投資会社法ルール 23c-3 に基づき、2% を上限に追加的に応じることが可能である。一方、追加的な対応を行わない、または解約請求が追加的な 2% を上回った場合には、請求した投資家の持ち分に応じて解約対応をする必要がある。

ウェア関連企業を含む、IT セクターに偏った PCF の融資の質に対する疑念が投資家から向けられている。

実際に、PCF の融資先のデフォルト率が上昇しているとの指摘があることに加えて<sup>35</sup>、PCF では、利息を現金ではなく債務等で支払って将来に利息の支払いを繰り延べるペイメント・イン・カインド（以下、PIK）の利用が増えており、PIK の増加をもって PCF の融資の質が悪化している可能性があるとの見方もある<sup>36</sup>。

足もとの PCF の混乱が、個人投資家を対象とするセミ・リキッド型ファンドの流動性リスクの問題にとどまるのか、それとも機関投資家も含めた PCF 市場全体に及ぶような信用リスクの問題に発展するのか、米国のソフトウェア関連を始めとする IT セクターの動向や米国のマクロ景気動向も含めて、今後の見極めが肝要であろう。

## 【補論】ブルー・アウルの OBDC II を巡る混乱の経緯

今般の市場混乱のきっかけとなったブルー・アウル<sup>37</sup>の PCF である OBDC II については、混乱を生じた要因が複雑に絡み合っていることから、改めて経緯を整理する。

OBDC II は、2017年に運用が開始されたセミ・リキッド型の PCF であって、法的形態は非上場 BDC である。運用期間を定めないパーペチュアル型の BCRED が登場する以前の非上場 BDC は、流動性イベントがファンドの満期として設定されることが多く、OBDC II に関しても 2021 年に募集を停止した後、3~4 年程度の間、①取引所への上場、②BDC など他のファンドとの合併、③清算（資産の全売却）といった流動性イベントを発生させる方針であることをファンド投資家に示していた。なお、現在は、OBDC II のような流動性イベントを掲げる非上場 BDC はほとんど存在しないとされる<sup>38</sup>。

さらに、OBDC II は、流動性イベント発生前であっても解約を望む投資家には四半期に一度、一定の期間に所定の価格でファンド持ち分に対する公開買付けを行うことで、NAV の 5% までの解約請求に応じてきた。

こうした中、2025 年秋頃に融資先倒産を受けてプライベート・クレジットの質に対する疑念が深まった影響から、OBDC II への解約請求が急増した。そこでブルー・アウルは、

<sup>35</sup> フィッチ・レーティングスは、米国のプライベート・クレジットのデフォルト率が 2026 年 1 月末までの過去 12 ヶ月累計で 5.8% となり、2024 年 8 月の算出開始以来、最も高い水準となったことを明らかにしている（Fitch Ratings, “U.S. Private Credit Default Rate Continues Upward March to 5.8% in January 2026,” February 23, 2026）。

<sup>36</sup> 金融サービス会社のリンカーン・インターナショナルの調査によれば、PCF の貸付債権のうち、PIK を利用している割合は、2022 年第 1 四半期の 5.1% から 2025 年第 4 四半期には 11.0% に上昇したとされる。PIK はしばしば、当初の債務契約に条項として組み込まれる PIK である「良い（good）PIK」と、途中で債務契約に組み込まれることで、借り手が資金繰りに窮している状況を示唆する「悪い（bad）PIK」に大別される。同調査によれば、2022 年第 1 四半期で PCF の貸付債権のうち良い PIK を利用しているのは 2.8%、悪い PIK を利用しているのは同 2.3% であり、2025 年第 4 四半期にはそれぞれ 4.6%、6.4% へと上昇した（Bill Alpert, “‘PIK’ Loans Are the Market’s Latest Concern. What They Are and Why They Matter.,” *Barron’s*, March 13, 2026）。

<sup>37</sup> ブルー・アウルは、2016 年創業のクレジット運用会社であるアウル・ロック・キャピタル・グループを前身とし、運用資産残高は 3,070 億ドル、従業員数 1,365 名である（2025 年末時点）。

<sup>38</sup> Cliffwater, “After Misstep, Blue Owl Gets It Right, Unlike the Press,” February 22, 2026.

2025年11月5日にOBDC IIの投資家に対する流動性を確保するべく、ブルー・アウルが運用するPCFであり、上場BDCであるOBDC (Blue Owl Capital Corporation) によってOBDC IIを吸収合併する方針を公表するとともに<sup>39</sup>、合併が完了するまでの間、OBDC IIはファンド投資家に対して公開買付けを行わない旨を明らかにした。つまり、解約請求の急増を受けてブルー・アウルは、OBDCとの合併を通じてこれまで運用方針として掲げていたOBDC IIの流動性イベントを発生させようとしたものである(図表6)。

しかしながら、この合併はOBDC IIの投資家から反対されることとなった。OBDC IIの投資家にとっては上場BDCである方が持ち分の流動性が高いことが期待される一方で、OBDCは当時、NAVに対して20%程度ディスカウントされた株価で取引されており、OBDC IIの投資家はその分、損失を被る恐れがあったためである<sup>40</sup>。この結果、ブルー・アウルは2025年11月19日に吸収合併を取り下げることとなった。ブルー・アウルはその際、OBDC IIの公開買付けを2026年第1四半期に再開予定であることも併せて発表している。

図表6 OBDC IIの概要と貸付債権売却に至るまでの経緯

概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2017年に運用開始された、個人を主たる投資家層とする、セミ・リキッド型のPCFであり、法的形態はBDC</li> <li>・ ブルー・アウル傘下の登録投資顧問ブルー・アウル・クレジット・アドバイザーズが運用</li> </ul>	
投融資ポートフォリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ポートフォリオの規模は17億ドル。投融資先の企業数は190社。年間のイールドは10.7%</li> <li>・ 内訳は、第一順位抵当権付きローン(77%)、第二順位抵当権付きローン(9%)、普通株式(5%)、優先株式(4%)、無担保ローン(2%)、その他(3%)</li> </ul>	
融資先企業の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ プライベート・エクイティ・ファーム傘下の中堅企業(売上10億ドル、EBITDA2億ドル程度)が主な融資先</li> <li>・ 産業別には、インターネット・ソフトウェア&amp;サービス(12%)、製造(9%)、ヘルスケア・プロバイダーズ&amp;サービス(9%)、食料・飲料(8%)、ヘルスケア・テクノロジー(7%)、建築・不動産(5%)、化学(5%)、専門小売店(4%)、ヘルスケア機器&amp;サービス(4%)、金融サービス(3%)、その他(36%)</li> </ul>	
経緯	2017年～2025年	・ 2017年に非上場BDCとして運用が開始され、2021年に公募を停止
	2025年9～10月	・ プライベート・クレジットに対する投資家心理が悪化し、OBDC IIへの解約請求増加
	2025年11月5日	・ 上場BDCであるOBDCが、株式交換によりOBDC IIを吸収合併すると発表
	2025年11月19日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ OBDC IIの投資家の反対を受け、OBDCは吸収合併の取り下げを発表</li> <li>・ OBDC IIは、テンダー・オファーを2026年第1四半期に再開予定ということを発表</li> </ul>
	2026年2月18日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ OBDC II、OBDC含む3つのBDCにおいて、中小企業向けの貸付債権14億ドル相当を、北米の機関投資家に売却することを発表</li> <li>・ OBDC IIにおいて、売却資金を、全投資家に対してNAVの30%を按分で還元すること及びファンドの負債の返済に充当することも発表</li> </ul>

(注) EBITDAは、利払い前・税引き前・減価償却前利益(Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)を意味する。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>39</sup> 正確には、OBDC IIの吸収合併を発表したのはOBDCである。OBDCとOBDC IIは元々類似の投資戦略を採っていたために投融資ポートフォリオの90%以上(OBDCから見たときは90%が、OBDC IIから見たときは98%)が重複しており、規模を拡大することによるコスト・シナジーが見込まれた。

<sup>40</sup> OBDCの株価が一株あたりNAVを下回っている(ディスカウントされている)場合には、OBDC II一株(ファンド持ち分)とOBDC一株の交換比率は、OBDC IIの一株あたりNAVをOBDCの一株あたりNAVで除した値になるとされた。例えば、OBDCの一株あたりNAVが15ドル、株価が12ドル(NAVから20%ディスカウント)、OBDC IIの一株あたりNAVが9ドルとすると、交換比率は60%となるため、OBDC II一株は、OBDC 0.6株に相当するが、これは株価に直すと7.2ドルに相当する。OBDC IIであれば、換金機会は限定されるが、一株あたりNAVで換金可能であるために、OBDCによる吸収合併は損失につながると認識された。

ブルー・アウルはその後、2026年2月18日に、OBDC IIとOBDCを含む3つのPCFに関して、14億ドル相当の中小企業向けの貸付債権<sup>41</sup>を北米の公的年金基金及び保険会社<sup>42</sup>に対して額面の99.7%で売却したと発表した。また、OBDC IIにおいて、投資家の持ち分に応じた還元及びファンドの負債の返済に売却資金を充当することも併せて発表した。投資家への総還元額は、2025年末時点のNAVの30%に相当する規模となった。このとき、OBDC IIにおいて、今後はファンド投資家への還元を四半期ごとに行うことを優先し、これは将来的な四半期ごとの公開買付けに代替することが意図されている、と説明している。このような一連のブルー・アウルの発表を受けて各メディアは、ブルー・アウルが運用するPCFの解約を停止したと報じた。

ブルー・アウルのクレイグ・パッカー共同社長（プレジデント）は、2026年2月19日のOBDC投資家向け説明会において、「OBDCによるOBDC IIの吸収合併が中止になったことで、投資家に混乱が生じたため、迅速に行動し、投融資ポートフォリオの質を示し、投資資金を速やかに返却することが重要と考えた」として資産売却の背景を述べた<sup>43</sup>。また、額面の99.7%で売却できたのは、ブルー・アウルのファンドの融資ポートフォリオの健全性を示すものだと主張した<sup>44</sup>。パッカー共同社長は、そのうえで、ファンドの解約を停止したとするメディアの報道は誤った表現であり、今後も四半期ごとに投資家に資金を還元するつもりだとした。

たしかに、ブルー・アウルは、OBDC IIの解約を停止する、と直接的に明言したわけではないが、従前は公開買付けを以て解約機会としていたことからすると、2月18日の発表は、ファンド投資家にとって自発的な解約が行えないことを意味するものであり、不安を高め得る内容であったといえる。

すなわち、混乱の発端となったブルー・アウルのOBDC IIは、流動性イベントを掲げる非上場BDCという、現在はほとんど存在しないユニークなファンドであり、さらに流動性イベントの実現に失敗したことでファンド投資家から不信感が生まれていた中で、将来的な解約機会の制限が示唆されたという点で、特殊な事例であったといえる。

<sup>41</sup> 14億ドル相当の貸付債権売却の内訳は、OBDCとOBDC IIが6億ドル、OTIC（Blue Owl Technology Income Corp）が4億ドル。各貸付債権の平均額は500万ドル、融資先企業は27の産業に跨る128社であった。産業として最大なのはインターネット・ソフトウェア&サービスであり、貸付債権の13%を占めた。貸付債権14億ドルのうち、97%は有担保シニア債権であり、格付会社クローラボンドが資産売却価格の正当性に関する第三者のフェアネス・オピニオンを提供した。2025年6月末時点で、投融資額の公正価値は、OBDCが169億ドル、OBDC IIが17億ドル、OTICが59億ドルであった。

<sup>42</sup> 買い手となった保険会社は、クヴァレ・ホールディングス（以下、クヴァレ）であり、ブルー・アウルは、クヴァレの無議決権優先株式2億5千万ドル相当を保有している。これは、ブルー・アウルが、クヴァレの保険会社の一般勘定の運用を行っていたクヴァレ・アセット・マネジメントを2024年7月にクヴァレから買収した際に出資したものである。近年、保険会社とプライベート・エクイティやプライベート・クレジットの関係が注目を集める中で、ブルー・アウルがクヴァレを所有していると複数のメディアが報道しているが、クヴァレは、ブルー・アウルはあくまで第三者であるとし、貸付債権の購入は十分なデュー・デリジェンスを経ており、問題資産は購入していない旨を説明している（Kuvare Holdings, “Kuvare Holdings Comments on Recent Press Coverage Addressing Matters Involving Relationship with Blue Owl Capital,” February 24, 2026）。

<sup>43</sup> Blue Owl Capital Corporation, “Fourth Quarter and Full Year 2025 Earnings Call,” February 19, 2026.

<sup>44</sup> パッカー共同社長は、30%だけ売却した点について、ポートフォリオ全体を売却することもできたが、それには時間がかかり、より複雑な取引になっただろう、として迅速性を優先したことを説明する。