欧州プライベート・クレジット市場の注目点
－米国との比較からみる機会とリスク－

関田　智也

▌要　約▐

1. 米国においてプライベート・クレジット（PC）市場の流動性リスクが表面化する中、欧州では PC 市場の成長加速が続いている。2025 年には、欧州 PC ファンドが世界の PC ファンド残高に占めるシェアが拡大した。欧州大手金融機関も PC 関連ビジネスの拡大を相次いで表明しており、PC 市場の状況は米欧で対照的な展開を見せている。
2. 欧州 PC 市場が米国と大きく異なる展開を見せる背景には、同市場が有する以下の特徴がある。まず、自己資本規制の強化等により、信用供与主体が銀行から PC へシフトする現象が米欧の両地域でみられる中、米国対比で銀行依存度の高い欧州は PC 市場の成長余地が相対的に大きくなっている。また、欧州主要国の倒産法制は経営者への厳格な規律を課す傾向があり、維持型コベナンツ等の債権者保護を企図した契約慣行も定着している。加えて、融資先のセクター構成は米国 PC 市場対比で分散されている。
3. 一方で、欧州 PC 市場にも、米国と共通する潜在的リスクがある。個人投資家向けのセミリキッド型ファンドの普及に伴う流動性ミスマッチリスクや、独自モデルに基づくバリュエーションに起因する資産評価の不透明性は、両市場に共通する構造的なリスクといえる。また、2026 年 2 月の英国のマーケット・ファイナンシャル・ソリューション（MFS）破綻事案は、PC 市場の不透明な構造を悪用した事例として、貸し手側のデューデリジェンスの重要性を改めて浮き彫りにした。
4. 今後の欧州 PC 市場を評価する上では、3 つの注目点が挙げられる。第一に、個人投資家向けファンドの制度設計上の優位性が実際の市場ストレス局面で実証されるか否かである。第二に、バリュエーションの不透明性と市場の細分化により欧州 PC 市場の評価が困難であることが、当該市場に機会とリスクの両方をもたらし得ることである。第三に、PC 市場のリスクが保険セクターへ波及するリスク経路の形成と、それに対する規制当局の対応である。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関田智也「プライベート領域の競争優位を実現する英国 M&G の三位一体戦略」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号。
・橋口達・小立敬「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」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号。

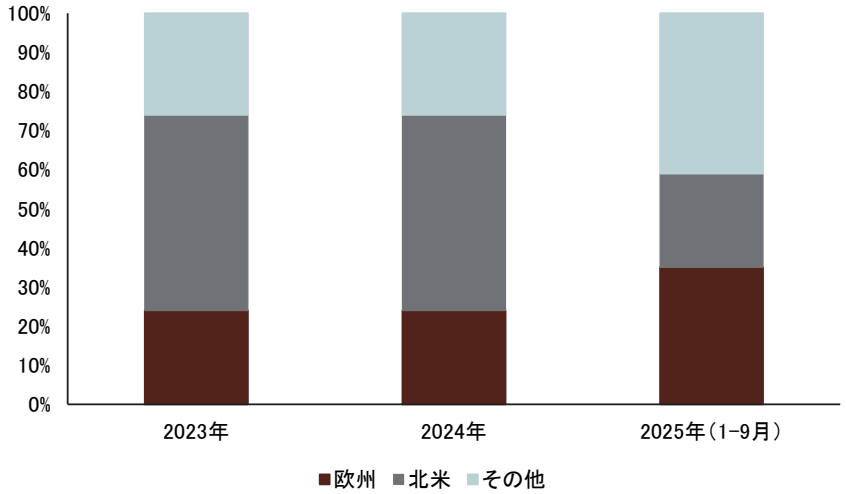
Ⅰ 米欧で異なる展開を見せるプライベート・クレジット市場

米国においてプライベート・クレジット（PC）市場に対する懸念が強まる一方、欧州では市場の拡大基調が強まっており、金融機関によるビジネス推進の機運も高まっている。

2026 年 4 月、米国財務省は、PC 市場のリスクを評価すべく、国内外の保険規制当局との会合を実施すると公表した[1]。この動きは、足もとにかけての PC 市場の急速な成長と、同市場に対する健全性に対する米国政府の懸念の高まりを象徴するものといえる。背景の一つには、2026 年初以降、ブルー・アウル・キャピタルやブラックストーン、アポロ、アレスといった大手資産運用会社の個人投資家向け PC ファンドが多額の解約請求に直面し、流動性リスクが表面化したことがある。特に、ブラックロック傘下の HPS インベストメント・パートナーズが運用するファンドが 5%の解約制限導入に追い込まれたことは、市場の動揺を決定づける象徴的な事案となった。調査会社のウィズ・インテリジェンスは、PC 市場がクレジットサイクルにおける最初の大きな試練（First Big Test）に直面していると分析している[2]。

他方、欧州に目を転じると、PC 市場で成長ペースの加速がみられている。2025 年初から同 9 月までの期間において、欧州を主要投資対象地域とする PC ファンドの資金調達総額は約 660 億ドルを記録し、2024 年通年の実績を 17%上回った。北米に特化した PC ファンドの資金調達シェアが 2024 年のおよそ 5 割から 3 割へと急落する中、世界の PC ファンドの資金調達総額に占める欧州のシェアは 2 割から 3 割超へと急伸している（図表 1）。

図表 1　世界の PC ファンドの地域別資金調達シェア推移



（注）　2023 年および 2024 年のシェアは、出所に記載の概算値に基づく。
「その他」は、アジアおよび複数地域に跨る資金調達が含まれる。
（出所）S&P Global, “All Eyes on Europe as Cracks Emerge in Private Credit”より
野村資本市場研究所作成

[1] U.S. Department of the Treasury, “Treasury To Convene First Series of Conversations with Domestic and International Regulators,” April 1, 2026.
[2] With Intelligence, “Private Credit Outlook 2025,” January 22, 2025.

グローバルの PC 市場残高は 2024 年末時点で約 3 兆 5,000 億ドルに達しており、そのうち米国のシェアが 65%、欧州のシェアが 28%となっている。このように、残高では依然として米国優位であるものの、足もとの資金流入については欧州の成長ペースが米国のそれを上回る状況がみられている[3]。

欧州の大手金融機関は、PC 関連ビジネスの拡大を相次いで発表している。例えばドイツ銀行は、自行で保有する PC のポートフォリオ残高が 2025 年末で前年比 6%増の 259 億ユーロに達したと発表するとともに、2025 年 9 月にグループ資産運用会社の DWS およびスイスのパートナーズ・グループとともにセミリキッド型のファンド（定期的な解約機会を設けつつも、即時換金を保証しないファンドを指す）を新たに立ち上げるなど、グループを挙げた関連ビジネスの拡大姿勢を鮮明にしている[4]。同様に、アムンディも、2025 年 11 月にロンドンを本拠地とする PC 運用会社である Intermediate Capital Group（ICG）の株式を 9.9%取得し、戦略的パートナーシップを締結することを発表した。アムンディは 2024 年にスイスのアルファ・アソシエイツを買収するなど、プライベート関連戦略の運用能力強化を経営戦略の中核に据えてきた。BNP バリパ・アセットマネジメントのサンドロ・ピエリ CEO は、欧州 PC 市場への資金流入規模は未だ初期段階にあることに加え、米国対比で投資家保護を重視する規制の存在により、欧州市場の信用力は根本的には悪化していないとの主張を展開している[5]。

このように、PC 市場の状況および関連ビジネスを手がける金融事業者の動きが米欧で大きく異なる様相を見せる中、金融市場では欧州 PC 市場への評価をめぐる議論が活発化している。2026 年 3 月には、米バンク・オブ・アメリカのセールス部門が、PC 市場をめぐる混乱の影響が株価に織り込まれていないとして、ドイツ銀行、パートナーズ・グループ、アクサといった欧州の大手金融機関株価に対して最大 30%の下落余地があるとする顧客向けコメンタリーを公表した。これに対して、売り推奨の対象となった金融機関からは事実誤認であるとの抗議が相次いだ。コメンタリーにおいて実際に事実誤認があったことや、バンク・オブ・アメリカのリサーチ部門がセールス部門とは異なる見解を示していたことなどを踏まえ、同行はわずか 1 日で当該コメンタリーの撤回および謝罪に追い込まれる結果となった[6]。この事例は、欧州 PC 市場の現状と先行きの評価が非常に困難であることを示唆していると言えよう。

以上を踏まえ、本稿では、欧州 PC 市場の特徴を米国市場と比較しながら概観するとともに、PC 市場をめぐる潜在的なリスクや欧州規制当局の動きについて紹介する。その上で、欧州 PC 市場の今後の注目点を提示する。

---

3 Alternative Credit Council and Houlihan Lokey, “Financing the Economy 2025,” December 9, 2025.

4 Deutsche Bank, “Deutsche Bank launches private markets fund for private clients in collaboration with DWS and Partners Group,” September 23, 2025.

5 “BNP Paribas bets European private credit boom can defy US downturn,” *Financial Times*, March 17, 2026.

6 “BofA apologises for bet against European private credit,” *Financial Times*, March 19, 2026.

Ⅱ　欧州 PC 市場の特徴と米国市場との比較

本稿執筆時点において、欧州 PC 市場はいくつかの点で米国市場と異なる特徴を備えている。そして、これらの特徴の違いは、欧州市場の相対的な成長余力や損失耐性・回復力（レジリエンス）の高さに繋がっているとの見方もある。以下では、欧州 PC 市場の主な特徴について、米国市場と比較しながら論じる。

１．欧州のクレジット市場における銀行のプレゼンスと変化

一般にプライベート・クレジット（PC）とは、銀行が仲介者として介在することなく、非銀行の貸し手が企業に対して私的交渉（private negotiation）を通じて直接行う信用供与を指す[7]。歴史的に欧州のクレジット市場は銀行主体であったことから、PC 市場の規模や存在感は米国対比で小さかった。実際、2024 年時点における企業向け融資総額に占める非銀行融資のシェアは、米国が 75%であったのに対して、ユーロ圏で 12%、英国では 24%と推計されており、欧州では依然として銀行が信用供与の主体となっている[8]。

こうした中、足もとでは自己資本規制の強化によって、銀行が従来担ってきた信用供与の継続が一部困難になり、その結果生じる信用供与の需給ギャップを PC が補完するというトレンドが明確化している。より具体的には、バーゼルⅢ最終化の導入により、銀行が独自モデルで算出するリスクウェイトの下限を制限するアウトプット・フロアが適用される。これは、銀行によるミドルマーケット向け融資や不動産融資の資本コストを大幅に上昇させる方向に作用する。銀行は、これらの融資のうち収益性が不十分な資産をバランスシートから外さざるを得ず、その結果生まれる信用供与の空白を PC が埋めるという構図となっている[9]。

自己資本規制の強化を契機とした銀行から PC へのシフトというメカニズムは、米国においても同様に観察されている現象である。しかし欧州においては、上述の通り銀行依存度が依然として高いことから、このシフトによる PC 市場の成長余地は米国と比較して大きいと考えられる。

欧州における信用供与主体が銀行から PC にシフトしていることは、既にデータや実績に現れている。例えば、かつて銀行が大きなシェアを占めてきた欧州レバレッジド・バイアウト（LBO）融資市場において、2024 年第 2 四半期におけるダイレクト・レンディングのシェアは案件数ベースで約 50%へ急伸しており、PC へのシフトが鮮明となっている[10]。PC が担う案件の大型化も進行している。欧州におけるダイレクト・レンディング案件のうち、3.5 億ユーロ以上の大型案件の割合は、2021 年の 10%から 2024 年には 47%まで急増した。2025 年には、ノルウェーのアデビンタ（62 億ユーロ）や仏ディオ・シアシ（20

7　Financial Stability Board, “Promoting Global Financial Stability: 2024 FSB Annual Report,” November 18, 2024.
8　Apollo Global Management, “The Continental Shift: Europe’s Private Credit Moment,” June 20, 2025.
9　前掲脚注 8 参照。
10　Morgan Stanley Investment Management, “European Private Credit: Why Now?” June 20, 2025.

～25 億ユーロ）といった、かつては銀行でなければ組成不可能だった規模の信用供与が、PC によって実施されている[11]。こうした銀行から PC へのシフトは、両者の関係を競合から協調へと変化させつつある。前章で紹介した欧州大手銀行の PC ビジネス拡大の動きは、銀行が PC を競合として捉えるのではなく、自らの成長戦略に取り込もうとする動きの表れとして理解できよう。

２．融資先のデフォルトに関する法制度および規律

銀行融資や投資適格債券と比較して信用リスクが高い傾向がある PC 市場において、法制度（破産法）の内容と、それが融資先のデフォルト時の資産保全に及ぼす影響は重要な意味合いを持つ。欧州主要国の破産法はその志向性に差異があり、例えば英国やドイツでは債権者保護が重視される傾向がある一方で、フランスでは債務者や従業員の保護を優先する傾向があるとされてきた（図表 2）。

しかし、欧州主要国に共通して見られる特徴は、デフォルト時における経営陣への厳格な法的責任および規律の存在である。例えば、米国以上に債務者・従業員の保護を優先する内容と評されているフランスの破産法は、企業の支払不能から 45 日以内の申立義務といった重い義務を経営陣に課している[12]。また、欧州では、PC の契約文書において維持型コベナンツやホワイトリストと呼ばれる要素が盛り込まれる慣習があり[13]、これらは、米国

図表 2　欧州主要国と米国の倒産法制と規律の比較（概要）

国	法制度の基本的志向	経営陣への規律	近年の法制度改正の方向性
米国	債務者保護を重視	経営陣の裁量が広く、倒産手続きの申立に伴う自動停止（Automatic Stay）により債権者の権利行使が強力に制限される	中小企業向けの再編手続きの導入等により、更なる再編の機動性を確保
ドイツ	債権者保護を重視	支払不能発生から 3 週間以内の破産申立が義務付け。遅延は刑事罰や個人的な賠償責任の対象	2021 年の法改正に伴い、支払不能前の法廷外再編を可能としている
英国	債権者保護を重視	取締役の不当取引（Wrongful Trading）への厳格な責任追及に特徴。倒産不可避を知りながらの取引継続に厳格な法的責任を課す	2020 年の法改正では、米国チャプター11をモデルとした再編プランを採用。債権者クラスの多数決による拘束力を強化
フランス	債務者・従業員保護を重視	支払不能から 45 日以内の届出義務。経営過失に対し、経営者が私財で債務を負担する可能性を排除せず	2021 年の大統領令により EU 指令を国内法化。債権者クラス制度の導入などにより再編の柔軟性向上

（出所）Ana Maria Fagetan, “Corporate Insolvency Laws in Selected Jurisdictions: US, England, France, and Germany —A Comparative Perspective”より野村資本市場研究所作成

[11] 前掲脚注 10 参照。

[12] Ana Maria Fagetan, “Corporate Insolvency Laws in Selected Jurisdictions: US, England, France, and Germany—A Comparative Perspective,” March 28, 2025.

[13] 維持型コベナンツとは、借り手が一定期間ごと（通常は四半期）にレバレッジ比率・インタレスト・カバレッジ比率等の財務指標の基準を満たすことを義務付ける契約条項であり、財務状況の悪化を早期に捕捉し、支払不能が発生する前の段階で貸し手が借り手と交渉する機会を確保するものである。ホワイトリストとは、欧州のレバレッジドファイナンス市場において一般的な契約条項であり、融資の契約文書において当該融資を売買・譲渡できる主体を限定列挙するものである。貸し手によるアップティアリング等の攻撃的な負債管理取引（LME）を防止し、全債権者の平等な取扱いを維持することを目的とした債権者保護手段である。

において一般的となっているコベナンツ・ライト（債権者保護のための財務制限条項を緩和し、借り手の裁量を広げた融資契約の形態）やアップティアリング（一部の債権者が既存の債権者に対して高い弁済順位を確保することを図る行為）から債権者を守る防壁として作用している[14]。実際、欧州ミドルマーケットの案件では維持型コベナンツが一般的であり、財務状況の悪化を早期に捕捉し、デフォルト前の段階で貸し手が借り手と建設的な対話を開始することを可能にしているとされている[15]。これらの法的責任および規律の存在が、資産の散逸を防ぎ、欧州 PC 市場のレジリエンスを支えているとの解釈ができよう。

ただし、欧州主要国では近年倒産法の枠組み改定が進んでおり、債務者（経営陣）に再起を促す「米国化」へのシフトが見られている点には注意が必要である[16]。例えば、欧州連合（EU）の予防的再編枠組み指令（PRD）は、米国のチャプター11 をモデルとして設計されており、経営陣が権限を保持したまま再編を進める DIP（Debtor-in-Possession）型アプローチを敷いている。こうした動きを背景に、欧州における債権者の優位性を所与とすることには慎重になるべきとの指摘もなされている。

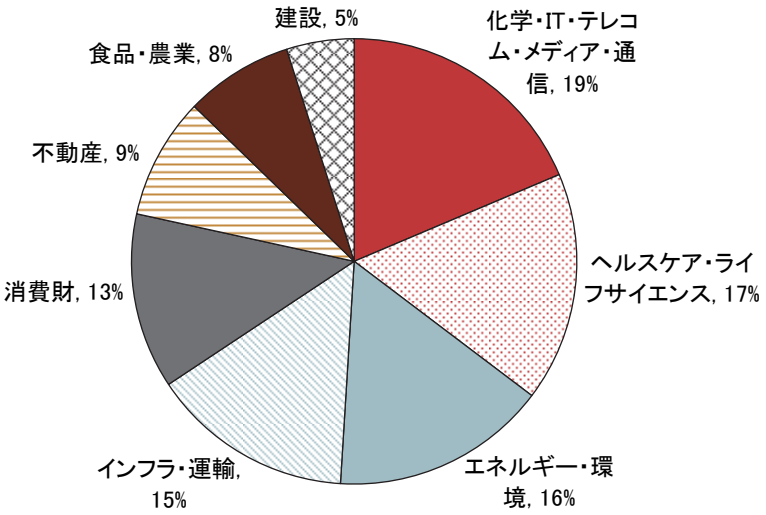
３．欧州 PC 市場におけるセクター分散と実物資産の存在感

米国において、PC 市場への懸念が強まっている背景の一つとして、ソフトウェア産業への過度なセクター集中が挙げられている。具体的には、米国の直接融資残高に占める Software as a Service（SaaS）企業向け融資の割合は 2025 年末時点で約 19%に達しており、PC ファンドの約 3 分の 1 が SaaS セクターへの融資を行っていると推計されている。生成 AI の台頭により SaaS 企業のビジネスモデルの持続可能性への懸念が高まっており、こうしたエクスポージャーに対する投資家の警戒感が強まっている[17]。市場価格ではなく独自評価モデルに依存するプライベート市場特有の性質も相まって、生成 AI に代表されるような構造変化が PC ファンドの資産価額（NAV）に適切かつタイムリーに反映されていないのではないかという疑念が高まっている。

対照的に、欧州の PC 市場はセクターが分散されており、エネルギー移行やデジタル化を支えるインフラなどの実物資産に裏打ちされた投資案件・プロジェクトの存在感が大きい点が特徴である。2025 年に KPMG およびルクセンブルクファンド協会（ALFI）が公表した報告書によれば、欧州の主要ファンドセンターであるルクセンブルク籍の PC ファンドの融資先はヘルスケア・ライフサイエンス（17%）、エネルギー・環境（16%）、インフラ・運輸（15%）など多様なセクターに分散されている（図表 3）。

[14] White & Case, “Blockers Revealed: The Next Frontier in Creditor Protection,” October 23, 2025.
[15] “Why private credit has become increasingly attractive for European investors,” *Funds Europe*, March 4, 2026.
[16] 前掲脚注 12 参照。
[17] Bank for International Settlements, “BIS Quarterly Review, March 2026,” March 16, 2026.

図表 3　ルクセンブルク籍 PC ファンドのセクター別アロケーション分布



（注）　各数値は四捨五入されており、合計が 100%にならない場合がある。
（出所）KPMG/ALFI, “Private debt fund survey 2025” より野村資本市場研究所作成

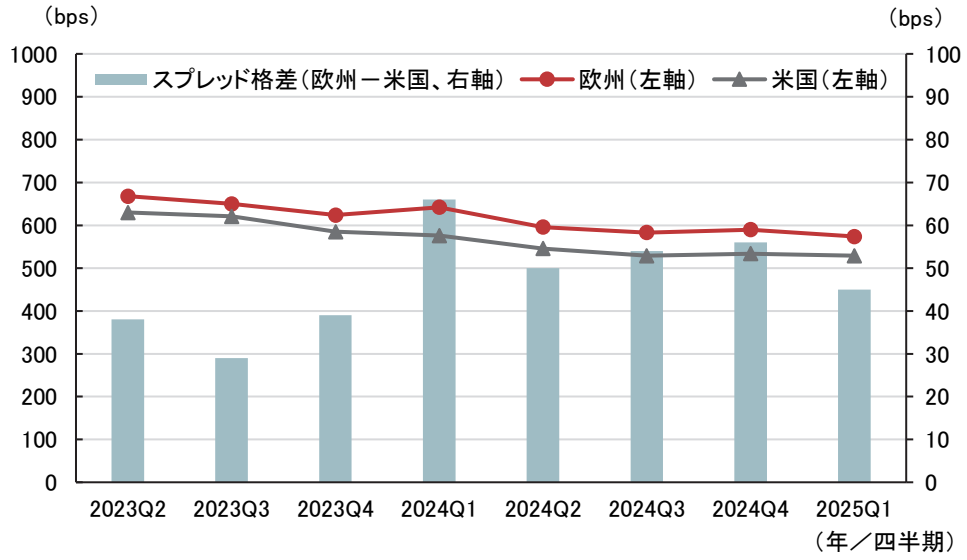
この背景には、欧州企業の保有資産における有形資産比率が米国企業対比で高いという構造的要因に加えて、独・仏・英などの主要国でエネルギーインフラの近代化やエネルギー安全保障の確保が最優先の政策課題となっていることがある。これらの分野のプロジェクトに対して、PC 市場が銀行に代わる資金の出し手として台頭しており、これが欧州 PC 市場のセクター分散の高さの要因の一つとなっている。

４．欧州 PC 市場の構造に由来する超過収益（構造的プレミアム）

前述の通り、欧州 PC 市場は米国市場といくつかの側面で異なる特徴を有している。これらの特徴は、欧州市場におけるデフォルト率や回収率の相対的な優位性に繋がっているとされる。前節で紹介したようにセクター分散が進んでいることも、欧州 PC 市場の相対的なレジリエンスの高さに寄与しているとみられる。

こうした構造的なレジリエンスの高さは、欧州 PC 市場への注目が高まっている背景の一つである。しかし近年、同市場が市場参加者の関心を集めているのはレジリエンスのみならず、米国対比で相対的に高いリターンを提供しているという点も同様である。欧米における PC 市場の平均スプレッドはともに縮小トレンドを辿っている一方で、欧州 PC 市場は、平均的には米国対比で一定水準の超過収益を提供し続けている（図表 4）。

図表 4　欧米 PC（ダイレクト・レンディング）の平均スプレッド推移



（注）　各地域のミドルマーケット向け直接融資において、貸し手が基準金利（SOFR、Euribor 等）に加えて受け取る上乗せ金利の平均値の推移を示している。
（出所）KBRA アナリティクスのデータより野村資本市場研究所作成

英国を本拠とする欧州のプライベート・エクイティ・ファンド運用会社である CVC キャピタル・パートナーズは、欧州 PC 市場が米国対比でレジリエンスを備えつつも高いリターンを提供し続けている背景として、欧州 PC 市場における構造的なプレミアムの存在を指摘している[18]。すなわち、欧州市場は国・通貨・言語・規制などによって高度に細分化されており、これが運用会社の参入障壁として作用しているとの見方である。こうした参入障壁は、欧州 PC 市場における貸し手の優位性に繋がっており、これが高いリターンに繋がっているとの見方がある。加えて、欧州 PC 市場の参入障壁は同市場の保守的な引受に繋がっているとの見方もある。実際、2024 年のデータによれば、欧州の PC 案件は米国と比較してエクイティ・クッション（借り手企業の総資産に占める株主資本の割合であり、貸し手にとっての損失吸収バッファを示す指標）を有しており、レバレッジも抑制されている。

CFA 協会も、こうした構造的プレミアムの存在を指摘している[19]。同機関によれば、欧州の PC ファンドは米国対比で高いスプレッドを提供している一方、リスク特性（レバレッジ水準、セクター集中度等）は米国対比で保守的であるとしている。CFA 協会は、欧州 PC 市場において構造的プレミアムが観測される背景として、景気要因（成長鈍化や地政学的不確実性の高まりなどによる融資意欲の抑制）や資本市場由来の要因（貸し手である機関投資家の資本プールの規模が米国対比で小さいことや、一部の欧州主要国では依然

[18] CVC Capital Partners, “Alternative Credit Solutions for Insurers,” January 15, 2026.
[19] CFA Institute, Enterprising Investor, “From Inefficiency to Alpha: Europe’s Lower Mid-Market Opportunity,” September 15, 2025.

として資金調達における銀行への依存度が高く、特に中小企業はニーズに合った融資を受けられない状況となっていること）などの存在を指摘している。

ただし、欧州 PC 市場における構造的プレミアムの持続可能性については、慎重に評価する必要があるだろう。機関投資家向けにオルタナティブ投資プラットフォームを運営するアクシアの分析によれば、現在欧米の PC 市場で進行しているスプレッド縮小は一律にみられる現象ではなく、大手運用会社が注力しているダイレクト・レンディング、特に上位ミドルマーケット向けの案件で特に顕著に観測されている[20]。これは、今後の市場の拡大に伴う競争激化などにより、上述した欧州 PC 市場の構造的プレミアムも時間の経過とともに収束へ向かう可能性があることを示唆していると考えられる。

Ⅲ 欧州 PC 市場の潜在的リスクと規制当局の動き

冒頭で触れた米国における流動性リスクの表面化を契機に、欧州においても PC 市場のリスクに注目が集まっている。フランス中銀のビルロワドガロー総裁は 2026 年 3 月の講演において、PC 市場の成長が欧州経済にとって好機になり得るとした一方で、PC 市場は主に流動性ミスマッチおよび資産評価（バリュエーション）リスクという 2 種類の潜在的リスクを孕んでおり、同市場の不透明な構造を悪用したリスクの隠蔽も行われていることを指摘した[21]。以下では、欧州 PC 市場における潜在的リスクについて米国と比較しながら論じるとともに、欧州における「リスクの隠蔽」に該当する最近の事例として注目された英国マーケット・ファイナンシャル・ソリューション（MFS）の破綻について、概要を紹介する。その上で、欧州規制当局の現状認識と規制強化に向けた主な動きを解説する。

１．欧州 PC 市場の流動性ミスマッチとバリュエーションリスク

世界的なプライベート市場の発展により、足もとでは当該市場の潜在的リスクに注目が集まっている。特に、前述の通り、米国の PC ファンドにおいて解約請求が急増していることや、特定セクターへのエクスポージャーが注目されていることなどにより、米国市場ではこうしたリスクへの懸念が大きく高まっている。

プライベート市場をめぐる潜在的リスクのうち特に注目されているのは、流動性ミスマッチとバリュエーションリスクである。前者は、個人投資家を惹きつけることを目的としたセミリキッド型ファンドの普及拡大により、短期間にファンドの解約請求が集中した場合に、資産運用会社が流動性の低いプライベート資産を売り急ぐ必要が生じ、それがファンド、ひいては最終投資家の損失を誘発するというものである。後者は、プライベート・ファンドのバリュエーションが多くの場合において（市場・時価評価ではなく）独自モデルに基づき行われていることから、ファンドの NAV が正確・タイムリーな資産価値

[20] AC Private Markets (Axia), “Does Private Credit Have Too Much Money?” August 2025.
[21] Banque de France, “Private markets: Three conditions to get the Good without the Bad or the Ugly,” March 12, 2026.

を反映していないのではないかとの疑念を生じさせやすいことに関連している。こうした疑念が、上述したファンド保有者による解約や、それに伴うファンド（資産運用会社）の保有資産の投げ売り、それに伴う損失の発生に繋がるというものである。

これらの潜在的リスクは、プライベート市場および当該市場へ投資を行うファンドの構造に起因するものであることから、欧州のプライベート市場においても米国と同様に顕在化し得るリスクであると言える。一方で、欧州のプライベート市場は、上記 2 つの潜在的リスクを緩和し得る特徴を有している。

まず、流動性ミスマッチをめぐるリスクに関して、個人投資家向けファンド制度の違いが注目される。EU で残高が拡大している欧州長期投資ファンド改訂版規則（European Long-Term Investment Funds 2.0、以下 ELTIF2.0）は、米国で焦点が当たっている事業開発会社（BDC）と比較して流動性およびレバレッジについて保守的な要件を備えている（図表 5）[22]。すなわち、流動性ミスマッチのリスクが顕在化するきっかけである解約請求の規模や、レバレッジを通じたリスク顕在化の影響が、欧州では相対的に抑制されていると言える。バリュエーションリスクに関しては、前章で述べた通り、欧州プライベート市場においてセクター分散が進んでいることが、同市場のレジリエンスに寄与している可能性がある。

図表 5　個人投資家向けプライベート・ファンド枠組みの概要比較

	ELTIF2.0（EU）	非上場型 BDC（米国）
規制枠組みの法的根拠	EU 規則 2023/606（ELTIF2.0）および関連する委任規則	1940 年投資会社法および 2018 年小規模事業信用利用可能法（SBCAA）
レバレッジ上限	個人投資家向け：NAV 比 50% （プロ投資家向け：NAV 比 100%）	SBCAA 適用により、NAV 比最大 200%まで可能（従前は NAV 比 100%が上限）
ファンド解約・換金	オープンエンド型ファンドの解約頻度は原則四半期毎が上限（当局の承認の下でより高頻度も可能）。解約上限額（解約可能な流動資産の最大比率）の設定および解約方針の各国所管当局（NCA）への届出を義務付け。ゲートやスウィング・プライシング等の流動性管理ツール（LMT）の導入は運用会社に裁量	解約機会（買戻し）やゲートの設定につき、法的義務は無し。業界慣行として、四半期毎の定期買戻しおよび NAV 比最大 5%のゲート設定が一般的
資産価値評価	市場価格が取得不能な資産については、独自モデルに基づく公正価値評価を適用	市場価格が取得不能な資産については、独自モデルに基づく公正価値評価を適用

（注）　BDC のレバレッジ比率は 1940 年投資会社法上、資産カバレッジ比率（総資産に対する債務の比率）で規定されているが、表中では比較のため NAV 比に換算して表示している。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[22] 米国の PC ファンドの流動性ミスマッチおよび BDC については、橋口達・小立敬「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」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号を参照。

２．英国 MFS 破綻事案とその評価

前節で紹介したバリュエーションリスクからも示唆される通り、PC 市場の構造的課題は、パブリック市場対比での透明性の低さにある。こうした市場構造上の課題を悪用した不正事案として足もとで注目されているのが、2026 年 2 月の MFS 破綻事案である。

不動産向けブリッジローンを手がけていた MFS は、不正疑惑や大手金融機関による口座凍結を機に法的整理に入った。同社には一つの担保を複数の借入先に使い回す「二重担保（Double-pledging）」の疑いに加え、デフォルトの蓋然性が高い既存の融資を新たな資金で借り換えさせ続けることにより、デフォルト率を偽装していた疑いなどが浮上している。管財人の調査によれば、融資の裏付けとなる担保価値について、債権者の認識と実際の資産価値の間に最大 13 億ポンドの乖離（不足）が生じている可能性があるとされている[23]。

本件は、バークレイズやサンタンデールといった欧米銀行を含む大手金融機関が MFS への債権を保有していたことから、国内外で大きな注目を集めた。MFS が子会社ごとに小規模な会計事務所を使い分けて全社横断での監視を逃れていたことなどが明らかになっており、現地での実地調査が不十分であった点も含めて、貸し手側のデューデリジェンスの形骸化が露呈したとの見方もなされている。

現時点で、MFS 破綻をめぐる市場の評価は分かれている。悲観的な見方としては、米国のトライカラー破綻（2025 年 9 月）に続く本件は、低金利下で膨張したシャドーバンキング領域に潜むシステミックな腐敗を示唆しているとの見方がある[24]。

一方で、楽観論としては、大手金融機関の資本がグローバル金融危機以前と比較してはるかに充実しており、PC 市場のリスクは個別事案の範囲に留まる、すなわちグローバル金融システム全体への伝播リスクは限定的との見方もある[25]。いずれにせよ、MFS 事案は、PC 市場のレジリエンスを評価する上で、運用の透明性と現地の高度な目利き能力が不可欠であることを改めて浮き彫りにしたと言えよう。

３．PC 市場の潜在的リスクを巡る欧州規制当局の動き

ビルロワドガロー総裁は前述の講演において、欧州諸国がプライベート市場における潜在的リスクを回避しつつ、イノベーション促進の支援というメリットのみを享受するために、銀行規制の緩和やプライベート市場に対する銀行規制の適用といった単純な解決策は不適切であると主張した。代わりに、①透明性の向上、②汎欧州的なアプローチ、③プライベート・ファンドの流動性リスク等に対するレジリエンスへの目配り、という 3 つの要素を重視した施策を進めることが、イノベーションと金融システムの安定の適切なバランス確保に繋がるとしている。

---

[23] “How lenders missed red flags on MFS’s ‘refinancing merry-go-round’,” *Financial Times*, March 11, 2026.
[24] “Letter: Europe cannot escape the contagion in private credit,” *Financial Times*, April 2, 2026.
[25] Cliffwater, “New Private Credit Data Contradicts the Recent Risk Narrative,” February 23, 2026.

EU 規制当局は、このビルロワドガロー総裁の主張に沿った取り組みを進めている。まず、上述の①と②をめぐる最近の施策として、2026 年 4 月以降に順次導入が予定される改訂版オルタナティブ投資ファンドマネージャー指令（AIFMDII）が挙げられる。当該指令では、汎 EU のプライベート・ファンド規制枠組みにおいて、ローン組成ファンドに対する透明性要件が強化されている[26]。また、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、データの中央集約を通じて、PC 市場が金融システムにもたらすリスクの可視化を試みている[27]。

上述③については、前述の通り EU の ELTIF2.0 がレバレッジ比率・解約頻度の上限値を設定するとともに、解約上限額の設定義務などの各種要件を定めているものの、ビルロワドガロー総裁は、こうした要件が市場のストレス局面において、投資家保護と金融システムの安定という目的に適っていることを検証し続けるべきであると主張している。ESMA のヴェレナ・ロス議長も、ESMA が「欧州におけるファンドの規制報告要件を一歩引いて、再考する権限」を与えられていると言及しており、市場実態に即して規制の妥当性を柔軟かつ継続的に検証していく方針を示唆している[28]。これは、米国同様に個人投資家の参加が進む欧州 PC 市場において、センチメント主導の解約が招く流動性ミスマッチのリスク顕在化を防ぐための策を講じようとする当局の強い意志の現れであると言えよう。

Ⅳ 今後の注目点

これまで述べてきた通り、欧州 PC 市場は米国市場と大きく異なる展開を見せており、その背景には制度・構造・市場慣行にわたる多面的な差異がある。しかし同時に、第Ⅲ章で論じたプライベート市場固有の流動性ミスマッチおよびバリュエーションリスクは、欧州 PC 市場にも潜在的に存在するものである。今後の欧州 PC 市場を評価する上では、欧米市場の相違点と共通点の両方に目配りすることが肝要といえよう。

今後の欧州 PC 市場を評価する上では、3 つの注目点が挙げられる。第一に、欧州 PC 市場における流動性リスク顕在化の可能性である。第Ⅲ章で述べた通り、欧州の ELTIF2.0 は米国の BDC と比較して流動性およびレバレッジに関して保守的な要件を備えている。しかしこれはあくまで制度設計上の差異であり、実際の市場ストレス局面における機能の優劣は検証されていない点に留意が必要である。米国において流動性ストレスが表面化した現状について分析が進む中、欧州 PC 市場で同様のストレスが発生した際に「ELTIF2.0 は BDC よりも本当に安全か」という問いに対する実証的な答えが明らかになっていくだろう。欧州規制当局は ELTIF2.0 の規制要件が市場のストレス局面において有効に機能するか否かを継続的に検証していく方針を示しており、その結果が今後の制度設計に影響を及ぼす可能性がある。

---

[26] European Parliament, “Directive (EU) 2024/927 amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, the provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds,” March 13, 2024.

[27] ESMA, “Discussion Paper on the integrated collection of funds’ data,” June 23, 2025.

[28] “Europe Private Credit Reporting Burden to Be Eased, ESMA Says,” *Bloomberg*, January 27, 2026.

第二に、欧州 PC 市場の評価をめぐる困難さとその帰結である。冒頭で紹介した欧州 PC 関連株価の下値余地に関する顧客向けコメンタリーが翌日に撤回された事案は、欧州 PC 市場の実態を外部から評価することがいかに困難であるかという、市場構造に根差した問題が存在することを示唆している。この困難さの背景には、本稿でも論じてきたバリュエーションの不透明性がある。このバリュエーションの不透明性は、欧州特有の市場の細分化と相まって欧州 PC 市場の構造的なプレミアムの源泉になっているとされている一方で、MFS 破綻事案において貸し手側のデューデリジェンスの形骸化を招いた遠因の一つでもあると考えられる。以上から、欧州 PC 市場は、現地での高度な目利き能力を有する参加者には機会をもたらし得る一方、それを欠く参加者にはリスクをもたらし得るとの解釈ができよう。

第三に、欧州保険会社による PC 市場へのエクスポージャー拡大である。米国財務省が保険規制当局と連携して PC 市場のリスク評価を進めていることは冒頭で述べたが、この動きの背景には、保険会社が PC 市場における主要な資金の出し手として急速に台頭しているという事実がある。この動きは欧州においても同様であり、アクサやアリアンツ、チューリッヒといった大手保険会社グループが自社の PC 市場運用部門の拡充や投資拡大を進めている[29]。保険会社は長期的な負債（保険契約）を有しており、プライベート資産の主要な潜在的リスクである流動性ミスマッチを相対的に管理しやすいという性質がこうした動きを後押ししていると考えられる。一方で、保険会社の PC 市場へのエクスポージャーが急速に拡大すれば、PC 市場のバリュエーションリスクから保険セクターへのリスク波及経路が形成される可能性があり、今後の動向に注目が必要である。EU の保険当局である欧州保険・企業年金監督局（EIOPA）は保険会社のオルタナティブ投資に対する監視強化を進めており、今後の規制動向が欧州 PC 市場の資金フローに悪影響を与える可能性があると考えられよう[30]。

[29] Allianz Global Investors, “Private Credit - Investors are turning to Europe,” March 17, 2026; Zurich Insurance Group, “Annual Report 2024,” March 6, 2025.

[30] EIOPA, “EIOPA flags financial stability risks related to private credit, a weakening dollar and global interconnectedness,” December 15, 2025.