

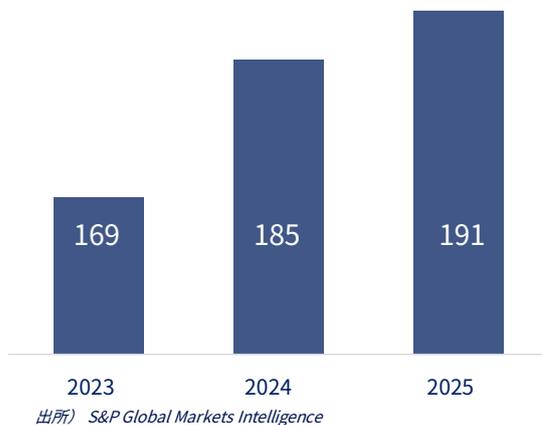
プライベートデット投資： アッパーマーケットに偏っており、投資の再配分 が必要

プライベートデットは最近、ネガティブなニュースで注目を集めている。プライベートデットファンドが貸し手となる企業の倒産や、それに伴う信用不安の連鎖リスクなどの報道から「プライベートデットは投資家の期待に見合う恩恵をもたらしていない」と簡単に結論づけることもできるが、倒産や連鎖リスクに関する報道は一面に過ぎない。報道されないプライベートデット市場の別の一面は、大型シンジケートローン取引とは異なる規模の案件がもつ成長力や高い回収率、分散効果、そして魅力的なリターンなどの特徴である。

規模に関する警告

プライベートデットは米国でより長い歴史がある一方、欧州では金融危機後に独立した資産クラスとして台頭した。金融危機以前は、プライベートエクイティがスポンサーをつとめる企業は、主に銀行融資やパブリック市場で資金を調達していた。しかし、銀行に対する資本・流動性規制の強化が資金供給のギャップを生み、その穴を埋めたのがプライベートデットファンドである。そして現在、プライベートデットは欧州で最も急成長している資産クラスの一つであり、2025年中に4,000億ユーロ¹に達すると見込まれている。

欧州プライベートデットファンド調達金額（10億ユーロ）



この急成長は、メガ案件をターゲットにする大規模デットファンドへの投資によってけん引されてきた。その結果、業界でも名高い運用会社が運用することの多いこれらのファンドの規模は急激に拡大した。この急拡大の背景には、企業規模の大きい借り手は、景気悪化時にも耐えうる体力があり、デフォルトが少ないため、より魅力的なリスク・リターンが期待できるとの投資家の論理的で明快な考えがある。

しかし、前回の危機時のデータは逆のことを示している。小規模なシンジケートローンの借り手の方がデフォルト率が低かったという結果である。最近の事例も同様の傾向を裏付けている。

昨年9月には、米国の自動車部品サプライヤーであるファーストブランドが破綻し、116億ドル超の負債を抱えて破産申請を行った。多くの大手銀行が巨額の損失を計上する一方で、プライベートデットファンドも大きな打撃を受けた。これらのファンドは、数億ドル規模のサプライチェーン・ファイナンスを、不透明な在庫やサプライヤー契約を担保に提供しており、その結果かなりの損失が発生した。

この出来事は、広範な連鎖的影響を懸念した投資家のリスク資産売りを誘発した。プライベートデットの融資を受けレバレッジをかけていた上場準備中の企業は、相次いでIPOを取り下げた。さらに、この事例は「規模＝安全」ではないことを示すものだった。むしろファーストブランドの事例は、規模や大型取引に伴う貸付条件がより大きなリスクを含む可能性を明らかにした。

しかし、投資家にとってのポジティブ・ニュースは、プライベートデットのアッパーマーケット（市場規模上位のセグメント）に代わる選択肢が存在し、投資再配分の機会がローア～ミドルマーケット（市場規模下位～中位のセグメント）にあるということだ。



Petr Rojicek
Chief Investment Officer
Amundi Alpha Associates

Trust must be earned

これらのセグメントには、レバレッジが低く、デレバレッジを下支えするキャッシュフロー成長の高い企業が多い。各ローンに、実質的に意味のある早期警告型のコベナンツ条項や、従来どおりのドキュメンテーション整備が備わっていることも、アップマーケットとの重要な差別化要因であり、市場はその点を評価すべきである。

ミドルマーケットの優位性

アップマーケットでは、競争の激化により取引に高いレバレッジがかかり、コベナンツやリスク管理体制も弱まっている。ファーストブランドの事例が示すように、こうした弱体化が致命的になり、プライベートエクイティ・スポンサーや貸し手が状況を改善する前に問題が制御不能に陥ることもありうる。

一方、ミドルマーケットではそのような過度の競争がなく、したがって弱体化も見られていない。コベナンツや債務管理はより強固であり、これによりプライベートエクイティのスポンサーと借り手の間で利害の整合性が高まる。強固なコベナンツときちんとした法的文書によって構成される早期警告の仕組みは、債権者が資産をモニタリングし、是正措置を指示する権限を持つことを可能にしている。堅固なコベナンツによるプロテクションは、デフォルト時にコベナンツ条項が弱い場合や存在しない場合に比べて、はるかに投資家に恩恵をもたらす。加えて、より強固なシニア担保トランシェを通じた案件も多くある。

ただし、ここには注意しなくてはならない点がある。

コンプレックスプレミアム

アップマーケットと比較して、ミドルマーケットのローン案件はより複雑で扱いにくい。取引はオーダーメイドで情報の透明性に欠け、マネジャーの判断や経験に大きく依存する。そのため、投資家がファンドを適切に選定し、ポートフォリオを構築するのは難しい。そこでマルチマネジャーとそのネットワークが活用できる。

マルチマネジャーは、不透明な取引環境において投資家のファンド選定負担を軽減し、広範なネットワークを活用して適切な投資先を幅広く分析し、複数のファンドへの適切な分散投資を実現する。この分散投資は集中リスク回避に不可欠である。たとえ2つのファンドのマネジャーがいずれも優れた実績を投資に値すると判断されても、同じタイプの取引や同一の案件に偏っている可能性がある。経験豊富なマルチマネジャーは、補完的なファンドを組み合わせることで投資案件ベースでバランスを取ったポートフォリオを構築できる。

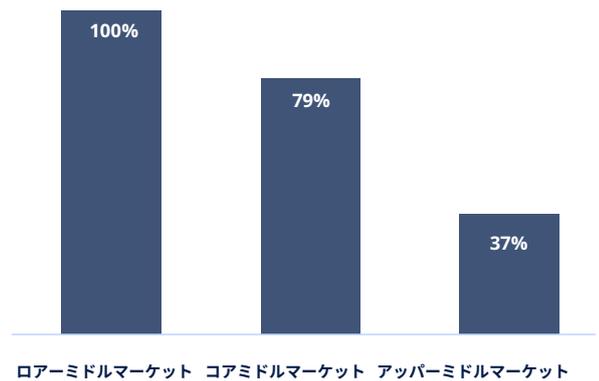
また、前述の強固なコベナンツや法的文書に加え、ミドルマーケットの取引はシンジケート案件が少ないため、貸し手は借り手と直接コミュニケーションを取り、コベナンツの遵守状況を監視し、問題発生時には迅速に対応できる。

これらの要素を総合すると、特にマルチマネジャーを通じて投資する場合、プライベートデットのミドルマーケット案件はダウンサイド保護の面ではるかに優れている。

ファーストブランドの事例は投資家への警告であると同時に、プライベートデットの真の投資機会がどこにあるかを示すシグナルでもある。投資家はアップマーケットだけでなく、ロー・ミドルマーケットに目を向けることも必要である。

規律とダウンサイド保護を意識しながら、分散投資を行うことによって、ロー・ミドルマーケットが提供する魅力的なリターンを享受することができる。

財務コベナンツが少なくとも1つある案件数の割合



出所) S&P Global Markets Intelligence, FY2024

Amundi Alpha Associatesについて

Amundi Alpha Associates (アムンディ・アルファ・アソシエイツ)は、アムンディ・オルタナティブ&リアル・アセットのプライベートマーケット・マルチマネージャー部門です。アムンディ・オルタナティブ&リアル・アセットは、40年以上の投資経験を持つ欧州のマネジャーです。Amundi Alpha Associatesは、プライベートエクイティ、プライベートデット、インフラストラクチャーのファンド・オブ・ファンズおよび投資家様専用口座において、200億ユーロ以上の資産を運用しており、主にグローバルな機関投資家を顧客としています。チューリッヒ、パリ、バルセロナのオフィスに80名以上のプロフェッショナルを擁しています。

Further Insights

Unlocking private markets: The rise of evergreen funds

Private Assets likely to stay resilient during market turmoil

Beyond the Numbers: ESG in Action

Important Information

¹ <https://www.cgphbanquedaffaires.com/post/the-private-debt-market-in-europe-2025-opportunities-trends-and-future-prospects>

The information in this article is shared "as is," and the user of this information assumes all risk for its use. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Alpha Associates AG and is as of February 2026. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Alpha Associates AG and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets, or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as tax, legal, investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi Alpha Associates AG product. This material does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any security, fund units, or services. Investment involves risks, including market, political, liquidity, and currency risks. Past performance is not a guarantee or indicative of future results. Historical data and analyses should not be considered as an indication or guarantee of future performance analyses, forecasts, or predictions. Furthermore, none of the persons involved in the preparation of this document shall be liable for direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including but not limited to lost profits), or any other damages. All company logos mentioned are registered trademarks which remain the property of each company.

Amundi's private market multi-management business, based in Paris, was launched in 1998 under the legal entity Amundi Private Equity Funds (PEF). Zurich-based Alpha Associates AG was founded in 2004 as a spin-off from Swiss Life. These two entities have been working together since 2024 to create the Amundi Alpha Associates platform.

Date of first use: 26/02/2026

Doc ID no. 5237854

Document issued by Amundi Alpha Associates AG, a "société anonyme" (Swiss public limited company) with a share capital of 250,000 Swiss francs, authorised by the FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority) as a collective wealth manager. Registered office: Bahnhofstrasse 13, 8001, Zürich, Switzerland. Zefix (business registration no.): CHE-110.534.686, Commercial Register of the canton of Zürich.

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

5272716