

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.



2025 レビュー 見通し 2026

Pemberton 欧州ミッドマーケット・モニター（四半期）と欧州プライベート・市場に関する洞察

2026年1月

序文

2025年も、世界的なマクロ経済の逆風や政策変更があったにもかかわらず、欧州におけるプライベートクレジットは成長を続けました。これは、この市場機会が景気循環的というよりも構造的な性質を持っていることを改めて示す結果となりました。

この傾向は、ドイツにおける大幅な憲法改正を含むファンダメンタルな要因によって支えられました。この改正は、実質的な財政刺激策、インフラ投資、防衛支出の拡大につながっています。これらは、欧州の経済成長、初期段階のセクター統合、そして活発なM&A市場を後押しすると期待されています。

一方、銀行は特に欧州のミッドマーケット領域で特定のセグメントへの融資から引き続き撤退しており、代替的な資金調達手段への強い需要が継続しています。

とはいえ、2025年は決して順風満帆というわけではありませんでした。市場のボラティリティの高まり、貿易政策の変化、そしてウクライナおよび中東における継続的な紛争が、市場環境に常に影を落としていました。年後半には、米国市場で Tricolor と First Brands Group の二つの著名なデフォルトが発生したことを受け、信用リスクに対する懸念が高まりました。

こうした局面におけるプライベートクレジットの回復力は、構造的な要因の強さを裏付けており、規律ある責任あるアンダーライティングが、長期的に投資家に価値を提供し続けることを改めて示しています。

2025年には、投資家のヨーロッパに対するセンチメントにおいて、顕著な変化も見られました。上半期のデータによると、世界のプライベートクレジットの資金調達に占めるヨーロッパの比率が上昇する一方、北米では資金調達が大幅に減速しました¹。

2025年におけるお客様のご信頼とパートナーシップに、ペンバートン一同を代表して心より感謝申し上げます。2026年も引き続き緊密に協力し、成功とともに築いていけることを楽しみにしております。




Symon Drake-Brockman
Co-Founder and Managing Partner

この再評価の動きは、複数の要因を反映しています。例えば、投資家が米国エクスポージャーから分散したいという意向、ヨーロッパの相対的なバリュエーションの認識、欧州ミッドマーケットにおける有望な成長見通し、などが挙げられます。

Pemberton にとって、2025 年は重要な節目の年となりました。当社の旗艦戦略を開始してから 10 周年を迎えたためです。過去 10 年間で、当社はダイレクトレンディングにおける創業期から発展し、現在では 8 つのそれぞれ異なる戦略を展開するマルチストラテジー型のプライベートクレジット・プラットフォームへと発展し、運用資産残高 (AUM) は 270 億ユーロ超となりました²。

過去 12 か月にわたり、当社は引き続き事業拡大を進め、いくつかの重要なマイルストーンを達成しました。これには、ダイレクトレンディング戦略のファンドレイジング・サイクルを 84 億ユーロで成功裏にクローズしたことで、そして初の NAV ファイナンス・コア・ファンド I の最終目標額である 15 億ユーロでファイナルクローズしたことが含まれます。CLO プラットフォームも勢いを継続しており、Indigo III と Indigo IV の 2 件の案件の成功裏にプライシングを行いました。さらに、ニューヨークオフィスの開設により北米でのプレゼンスを強化し、欧州ミッドマーケット機会へのアクセスを求めクライアントへの対応力を高めました。

2026 年に入るにあたり、ここまでの市場環境や LP・スポンサーとの対話から得られる洞察を踏まえると、欧州プライベートクレジット市場の成長見通しについて当社は楽観的です。

当社の “2025 Review and Outlook 2026” では、昨年の欧州プライベートクレジット市場を形づくった主要トレンド (M&A 動向、セクター動向、地域別の洞察など) に関する当社の見解に加え、今年の見通しを提示しています。これらのインサイトを共有できることを嬉しく思うとともに、クライアントおよびパートナーの皆様とこの成長の勢いをさらに高めていくことを楽しみにしています。

¹Source: Pitchbook data as of November 2025.

²As of 31st December 2025.

2026見通し

サマリー

利回りはスプレッドが縮小しているにもかかわらず、2022年以前の水準を依然として上回っている。また欧州のオールインリターンは引き続き米国を上回っている。

2026年初の市場環境は、2025年末に見られた状況を踏襲している。すなわち、緩やかに低下するベースレート、堅調な借入需要、そしてミッドマーケットにおける投資機会の拡大が特徴。これらの要因により今後1年にわたって力強い投資実行と魅力的なリスク調整後リターンを引き続き支えると見込まれる。

2025年は、市場の動揺が再燃する中で幕を開けた。世界的な関税措置、変化する貿易構造、繰り返される地政学的な緊張が、市場全体に断続的なボラティリティをもたらした。こうした年前半の逆風にもかかわらず、欧州プライベートクレジットは顕著なレジリエンスを示した。春先に金融環境が安定するにつれ、ミッドマーケットの活動は回復し、欧州のM&Aが急回復する中で、ダイレクトレンダーは恩恵を受けた。プライベート市場とシンジケート市場の双方で活力が戻った。

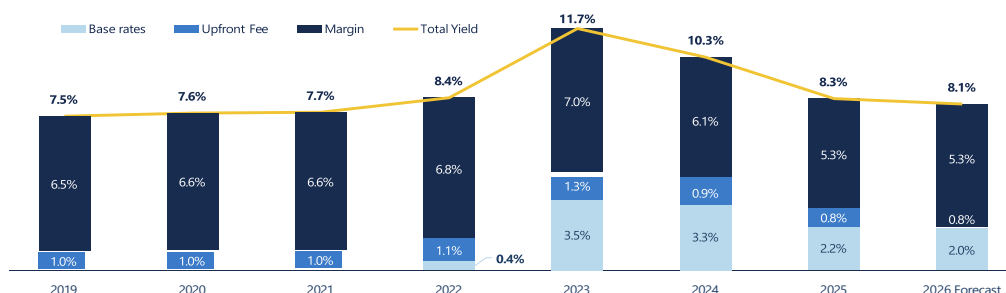
スプレッドが縮小しているにもかかわらず、欧州のダイレクトレンディングはシンジケートローンに対して200~300ベースポイントのプレミアムを維持している³。欧州に投資するドル建て投資家は、為替ヘッジにより引き続き大きな上乗せ効果を楽しんでおり、米ドル建てのグロス利回りは概ね10%程度を維持している。

主要なテーマ

1. プライシング

2025年、欧州プライベートクレジットの利回りは引き続き堅調で、ユーロ建てで8%超、米ドル建てで約10%となった。市場環境の安定とレンダー間の競争激化を背景に、マージンスプレッドおよびアップフロント・フィーはさらに縮小した。利回りは2022年の水準に戻ったものの、ミッドマーケット全体では2019~2021年を依然として上回っている。2026年を見越してみるとベースレートとマージンの縮小は徐々に、但し2022年以前の水準よりは高い水準で、進むと見ている。また米ドル建ての投資家はユーロからドルにスワップする場合の2%程度の上乗せがあり2桁の利回りを享受できる⁴。

図 1: Pembertonミッドマーケット戦略の過去のイールド推移 (MDF)⁵



For illustrative purposes only. Past performance is not a reliable indicator of future results.

³Source LCD Pitchbook data as of 8 January 2026.

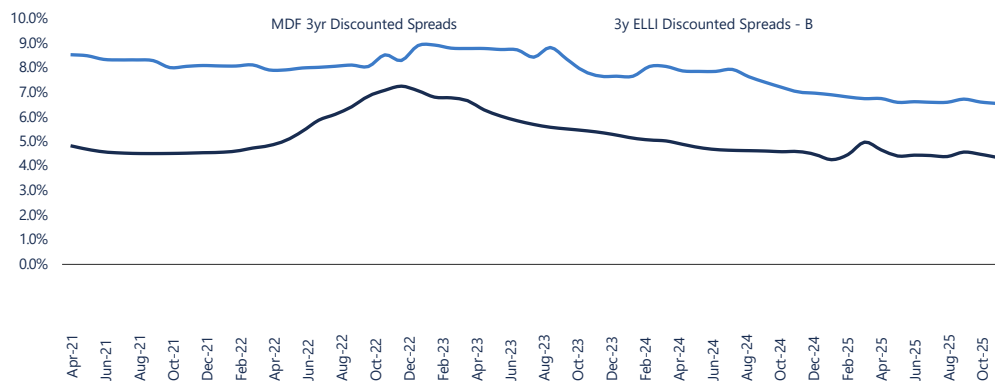
⁴Source: Bloomberg as of 15 January 2026

⁵Source: Pemberton internal portfolio data. Upfront fees are illustrated based on 3-year repayment basis. Bloomberg as at 12 January 2026 (base rates).

2. 利回りとレバティバリュー⁶

ダイレクトレンディングの利回りはシンジケートローン対比で引き続き大幅に高い水準を記録している。

図 2: Pemberton ミッドマーケット戦略利回り vs ELLI B格利回り
(3年ディスカウントスプレッド)⁶



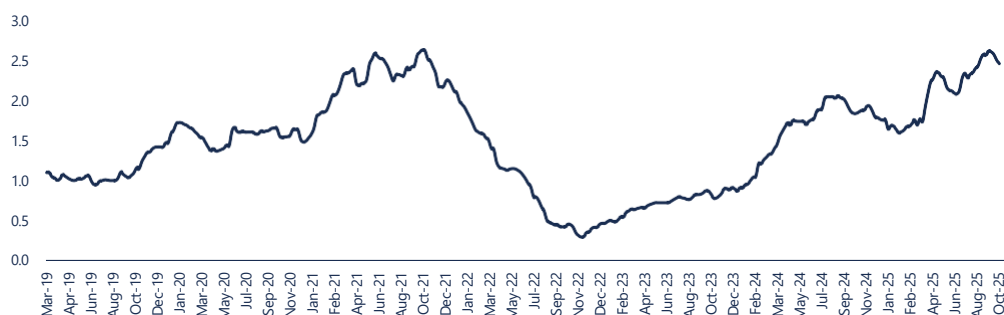
For illustrative purposes only. Past performance is not a reliable indicator of future results.

過去約5年間、欧州ダイレクトレンディングは一貫してシンジケート・レバレッジドローンを上回り、ウクライナ危機から根強いインフレやマクロ経済のボラティリティに至るまで大きな市場混乱が続く中でも、200~300bpsのプレミアムを提供してきた。2025年においてもこのプレミアムは堅調で、ダイレクトレンディングのスプレッドはレバレッジドローン市場全体を引き続き上回り、このアセットクラスのレジリエンスを改めて示した。

3. アッパーミッドでのパブリック市場との取れん ミッドマーケットの差別化

2025年の欧州レバレッジドローンおよびハイイールド市場は活発な状態が続き、2024年に記録的な成長を遂げた後も堅調な発行量が維持された⁷。リファイナンスおよびリキャップ取引が引き続き主要テーマである一方、チャートが示すように、ハイイールド債の発行は複数年ぶりの高水準へと上昇した。これは、堅調なテクニカル要因、継続的な投資資金の流入、そしてレンダーがスプレッドの縮小と良好な市場環境を活かして発行を進めた結果、年初来（2025年11月時点）で約540億ユーロとなったCLOの年間新規発行が過去最大規模となったことに支えられている⁸。

図 3: 欧州ハイイールド市場発行額（直近12カ月
€bn)⁷



For illustrative purposes only. Past performance is not a reliable indicator of future results.

⁶Source: LCD Pitchbook, Pemberton internal portfolio data as of 8 January 2026.

⁷Source: LCD Pitchbook as of 8 January 2026.

⁸Source: Rothschild European Leveraged Finance Market – September 2025 Update, Structured Credit Investor.

このような環境下で、ダイレクトレンディングは欧州ミッドマーケットの資金調達における役割をさらに強固なものとした。LCDの *European Private Credit Monitor* によれば、欧州のダイレクトレンディング取引量は2025年に過去最高を更新し、2024年を上回った。特に買収およびLBOが活動全体の中で拡大している。また2025年には、欧州ラージキャップのダイレクトレンディングがシンジケートローン市場に代わるプライベートな選択肢として一段と機能するようになった。LCDは、上位セグメントのスポンサー支援ファイナンスが、契約条項の緩いコベナントライト条件で実行され、価格水準もパブリック市場に近づいたと指摘している。これは、スポンサーが僅かな価格優位性よりも、確実なエグゼキューションを優先したためと考えられる⁹。

当社は、欧州のコア・ミッドマーケット（EBITDA 1,500万～7,500万ユーロ規模）が、ラージキャップ市場とは異なり、グローバルや米国系レンダーからの競争圧力に対して構造的により保護されていると考えている。ミッドマーケット取引は、ロンドン、ニューヨーク、ロサンゼルスといったグローバル資本が集中するハブでシンジケートされるのではなく、通常は現地で組成・実行される。そのため、こうした案件へのアクセスは、現地に確立されたオフィスネットワークを有し、オンザグラウンドでのリレーションシップとソーシング能力を持つダイレクトレンダーにほぼ限定される。

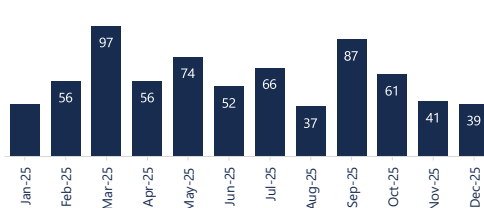
2026年を見据えると、コア・ミッドマーケットでは引き続きコベナントが維持される見込み。一方で、上位ミッドマーケット、ラージキャップ、シンジケートローンの各セグメントでは市場の収れんが進む中、魅力的なリスク調整後リターンを確保するためには、レンダーによる厳格な選別姿勢が今後も重要になると考えている¹⁰。

4. 案件ボリューム

2025年に、当社は700件超のダイレクトレンディング候補案件を精査し、49億ユーロを投資実行した。これは2024年を上回る水準であり、COVID後の大幅なキャッチアップが特徴的だった2021年に次ぐ過去2番目に高い年間投資額となった。

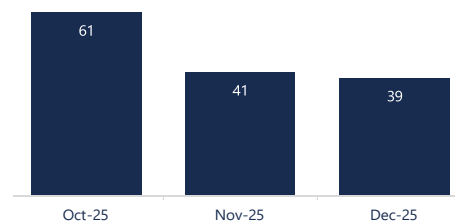
2025年第4四半期も活動は力強さを維持し、競争が一段と激化する市場環境の中で、141件の新規案件紹介があり、8件の案件およびアドオンに対して合計18億ユーロをコミットした。

図 4: 案件紹介数（2025年通年）¹¹



Source: Pemberton internal data as of 31 December 2025.

図 5: 案件紹介数（2025年第4四半期）¹¹



Source: Pemberton internal data as of 31 December 2025.

2026年を見据えると、M&A活動は増加傾向にある一方で、プライベートエクイティの保有期間は依然として比較的長期化し、コンティニューエーション・ピークル（“CV”）の継続的な活用が見込まれる。また、デットのリファイナンスによる資金回収が増加しており、ダイレクトレンダーはプライベートエクイティ投資家よりも早期に投資家へ資本を返還することが可能になりつつある。¹²

⁹Source: LCD Pitchbook European Private Credit Monitor 2025, Pictet Asset Management.

¹⁰Source: S&P Global, LCD Pitchbook.

¹¹Pemberton's direct lending funds include Mid-Market Debt (MDF), Senior Loan (SLF) and Strategic Capital (SCF).

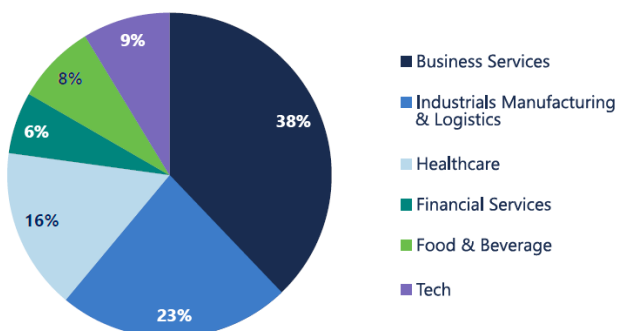
¹²Source: DC Advisory M&A Outlook 2026.

2026年における取引全体のモメンタムは、経済センチメントの改善、豊富なドライパウダーの投資先需要、そしてミッドマーケットのスポンサーがより予見可能なファイナンス環境のもとで買収やエグジツトを積極的に追求できるという信頼感の高まりによって、大きく後押しされると考えられる。

5. セクター・トレンド

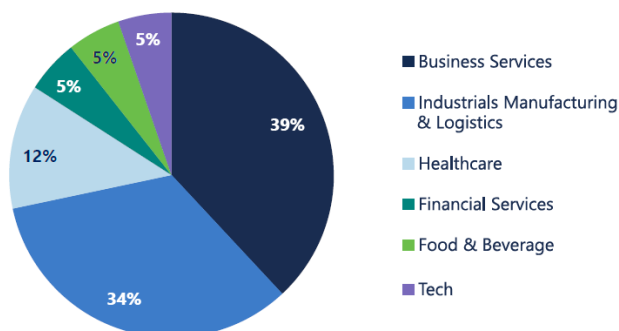
2025年は全てのセクターの案件数が増加した。当社ではビジネスサービス業が38%と最大で次いで一般製造業&ロジスティクスが23%。

図 6: セクター別案件紹介 (2025通年)



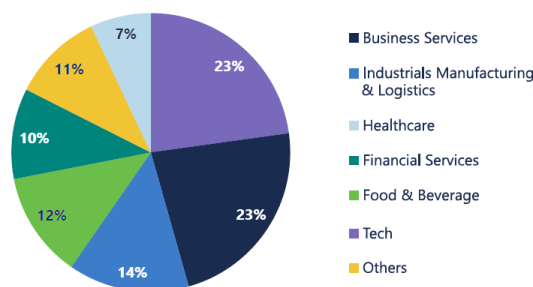
Source: Pemberton internal data. As of 31 December 2025. Sectors as defined by Pemberton.

図 7: セクター別案件紹介 (2025年第4四半期)



Source: Pemberton internal data. As of 31 December 2025. Sectors as defined by Pemberton.

図 8: Pemberton投資先のセクター別分布 (2025年第4四半期) ¹³



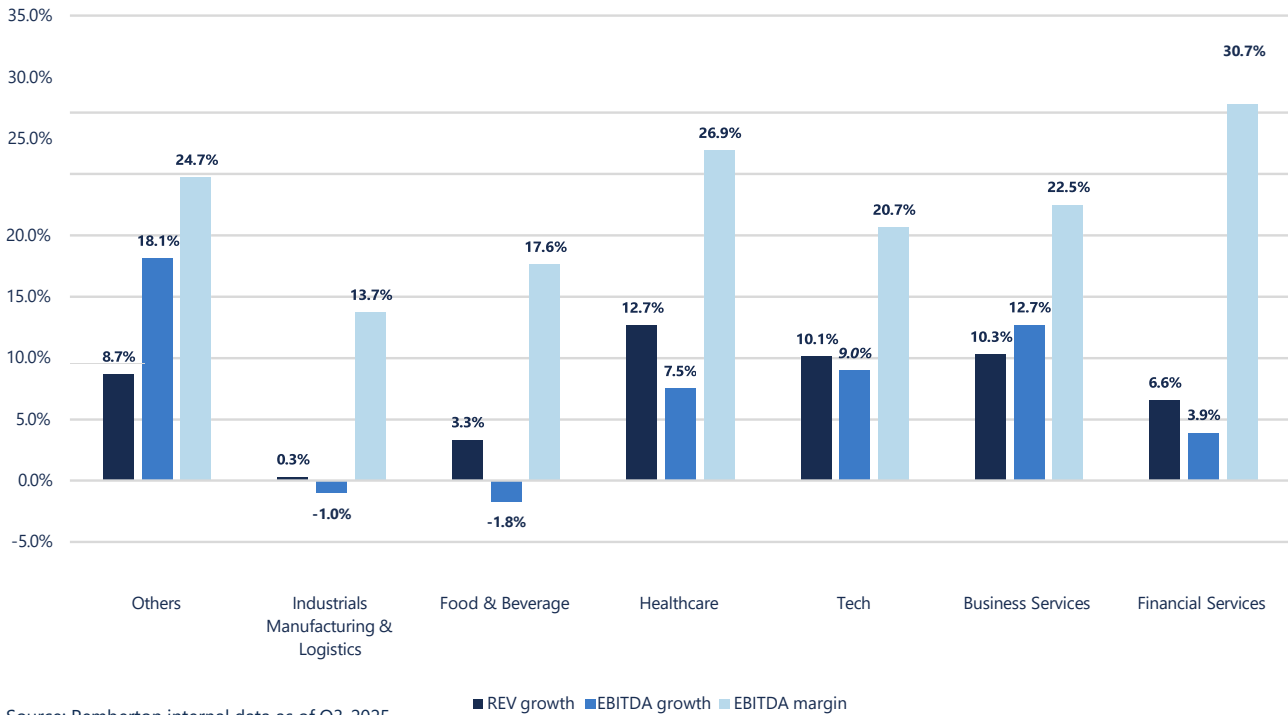
Source: Pemberton internal data. As of Q3-2025. Sectors as defined by Pemberton.

当社ポートフォリオは、ミッドマーケットに焦点を当て、主としてサービス主導型かつアセットライトな事業で構成されており、グローバルなサプライチェーンへの依存が限定的であることから、これまで関税関連のプレッシャーに対するエクスポージャーは抑制されている。最近の代表的な投資案件には以下が含まれる¹⁴：Prescient Healthcare（英国、ライフサイエンス分野のコンサルティング）、Sereni（ベルギー、葬祭サービス）、Safe Life（スウェーデン、除細動器の販売）、U-blox（スイス、GPS・ワイヤレスチップ）、Serveo（スペイン、インフラサービス）、GenesisCare（英国、がん医療クリニック）Ayming（フランス、業績改善コンサルティング）

¹³Portfolio analysis is based on a sample size of 57 companies. Criteria excludes (i) companies with material M&A activity (financial data is not like-for-like or PF adjusted), (ii) turnaround situations (material growth due to underperformance in PY), (iii) underperforming names (year-on-year revenue or EBITDA decline of >25%).

¹⁴Names are representative only, and there is no guarantee that an investment in these issuers will be profitable.

図9: 当社セクター別パフォーマンス (2025年第3四半期 vs 2024年第3四半期)



There is no guarantee that sector performance growth will be achieved in the future. Past performance is not a reliable indicator of future results.

Pemberton のダイレクトレンディング・ポートフォリオは、引き続き堅調な財務パフォーマンスを示した。前年同期比で全セクターで収益が拡大し、特に Pemberton の主要2セクターであるビジネスサービス (+10.3%) とテクノロジー (+10.1%) が際立った成長を見せた。EBITDA 成長率は、収益成長率を上回ったセクターが2つあり、その他セクターでは EBITDA が18.1%増 (収益は8.7%増)、ビジネスサービスでは12.7%増 (収益は10.3%増) となった。一方、インダストリアル (製造・ロジスティクス) および食品・飲料セクターでは減少が見られ、これはセクター全体のボリューム圧力や継続するコモディティ価格の上昇を反映したものである。平均 EBITDA マージンは全セクターで堅調に推移し、なかでも金融サービスとヘルスケアが最も高いマージン成長を示し、それぞれ 30.7% と 26.9% に達した。

DLポートフォリオの主要指標 - 2025年第3四半期

€40.0m

企業規模 (中央値)
(LTM EBITDA)

9.8x

平均EVマルチプル
(EV/LTM EBITDA)

4.1x

平均ネットレバレッジ

Source: Pemberton internal data as of Q3-2025.

ダイレクトレンディング市場全体では、防御的で非景気循環的なビジネスへのセクター偏重が続いており、特に TMT、ビジネスサービス、ヘルスケアが活発で、これら3セクターだけで 2025 年の取引件数の 60%超を占めた。

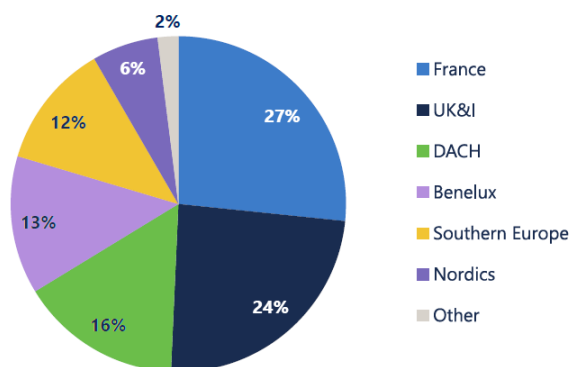
年を通じてインフレ圧力が緩和し、金融環境も安定化したものの、多くのレンダーが依然として景気循環に左右されやすい消費関連および産業関連のエクスポージャーに対して慎重な姿勢を維持した。これらの領域では、マージン感応度やボリュームリスクへの注目が引き続き高い状態にある。この傾向は 2026 年も継続すると見込んでいる¹⁵。

¹⁵Source: LCD Pitchbook European Private Credit Monitor 2025.

6. 国別分布の傾向

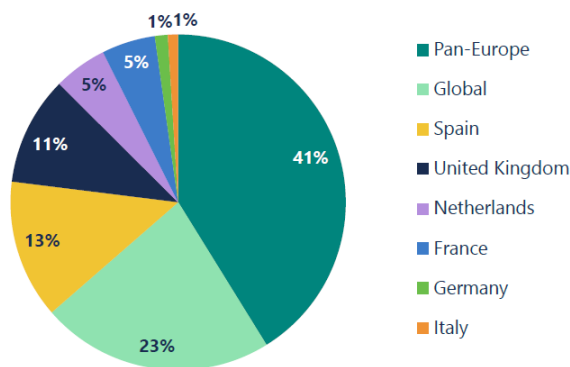
地理的観点では、2025年も英国が欧州における最も活発なダイレクトレンディング市場となった。これは、同国の成熟したプライベートエクイティ・エコシステム、高いリファイナンス需要、そして確立されたプライベートクレジットのインフラに支えられたものである。フランスでは政治的不確実性の高まりや銀行主導のファイナンスが引き続き存在するにもかかわらず、当社のポートフォリオは堅調な活動を記録した。一方で、ドイツでは案件フローが抑制される結果となった。南欧市場——特にスペインとイタリア——は引き続き重要性を増しており、プライベートクレジットが歴史的に銀行支配的であった金融システムへ浸透するにつれ、各国ローカル市場に根差しオリジネーション能力と現地でのエグゼキューションに強みを持つレンダーにとって魅力的な機会が拡大している¹⁶。このような環境においては、ローカルソーシングと各セクターへの専門性が、より差別化された成果を生み出すようになっており、欧州全域で独自性のあるリスク調整後リターンを獲得するためには、地域に根差したプレゼンスの重要性が一段と高まっている。

図10: 国別案件紹介数（2025通年）



Source: Pemberton internal data. As of 31 December 2025.
Chart data reflects where companies are based.

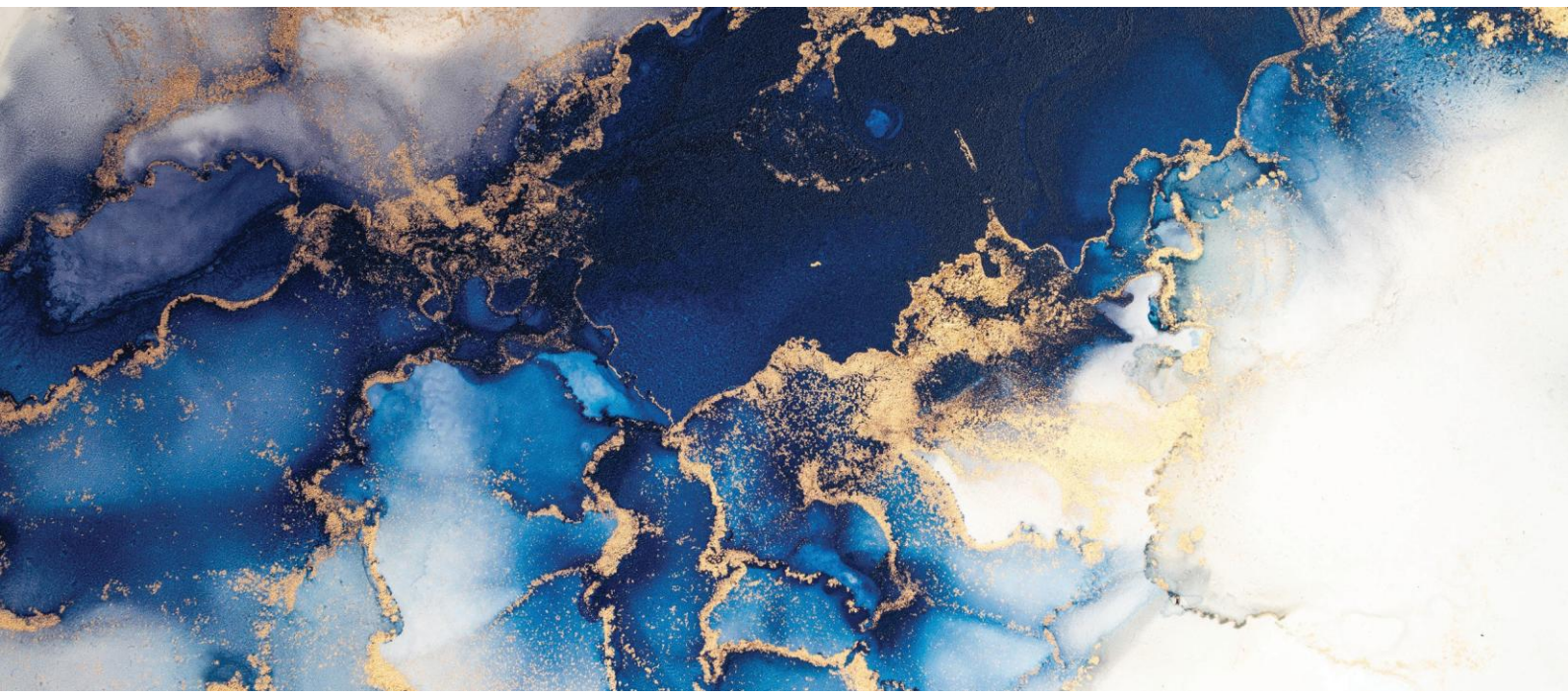
図11: 国別投資分布（2025年第3四半期）¹⁷



Source: Pemberton internal data. As of 30 September 2025.
Chart data reflects region where portfolio companies generate majority of revenues from (over 50%).

¹⁶Source: LCD Pitchbook European Private Credit Monitor 2025, ECB 2025.

¹⁷Borrowers with more than 50% of revenues within the country where they are headquartered will be classified as within that specific country. Pan-Europe: Borrowers who have more than 50% of their revenues outside of the country in which they are headquartered but still largely within Europe. Global: Borrowers who have more than 50% of their revenues outside of Europe.



国別特集 – イタリア

過去数年にわたり、イタリアはヨーロッパのダイレクトレンディングにおいてますます重要な市場となっており、2025年は記録的な年となった。かつては周縁的な機会と見なされていたものが、今では世界のプライベートクレジットマネジャーのリーダーにしっかりと乗っている。

この成長を支えている3つの構造的要因がある：魅力的なミッドマーケット企業が多く存在すること、国内での一連の統合を経て銀行の集中度が上昇したこと、そして比較的安定した政治状況である。

これらの中で、イタリアのミッドマーケット企業基盤の質は特別に注目に値する。イタリアはヨーロッパで2番目に大きな製造業経済である。イタリアは世界で4番目に大きな輸出国であり、G7諸国の中では過去10年間で最も高い輸出成長を記録している。輸出は48%増加し、フランスの28%、ドイツの27%、英国のわずか12%を上回っている。

今日、輸出はGDPの約40%、およそ6,300億ユーロを占め、イタリアは約550億ユーロの貿易黒字を計上している¹⁸。

この成長は、短いサプライチェーン、技術的ノウハウと柔軟な運営方法を特徴とする160の産業地区にまたがって活動する数千の高度に専門化された中小企業によって牽引されている¹⁸。

イタリアは非常に幅広い種類の財を輸出しており、主要輸出品目は機械、車両、医薬品、ファッション／アパレル、食品&ワイン、家具、ラグジュアリー製品など多岐にわたる。

企業の特徴的な所有構造がさらに機会を創出している。イタリアのミッドマーケット企業の約70%はファミリー所有であり¹⁹、これは英国・ドイツ・フランスの約30~40%と比してとても高い。

さらに、イタリアのファミリービジネスのリーダーの33%は70歳以上であり、フランスの15%、ドイツの9%と比べかなり高い²⁰。

この組み合わせが、継承を主眼としたM&Aの持続的な波を生み出しており、プライベートエクイティスポンサー、そしてその結果プライベートデットプロバイダーにとって肥沃な土壌を形成している。

イタリアのプライベートエクイティ市場は依然としてヨーロッパの同業国に比べて小さいが、国際投資家からの関心は高まっている。AIFIによれば、イタリアのプライベートエクイティに投資された総エクイティは2024年に約150億ユーロに達し、国際投資家はその71%を占め、前年の64%から上昇した。

この割合は2025年上半期にさらに上昇し、外国投資家が投下資本の77%を占めた。

ダイレクトレンディングも同様の軌道をたどっており、特に市場の大型セグメントで顕著である。大型チケットのファイナンスは現在、プライベートデット全体の約半分を占めている。2025年には、1億ユーロを超えるプライベートエクイティ主導のダイレクトレンディング取引が約20件成立し、これは2024年の約12件、さらにそれ以前の年の10件未満からの増加である²¹。

このシフトは、クラブ取引やアレンジャー主導取引によるより大きなアンダーライティング能力、イタリアのM&Aやファイナンスにおけるプライベートクレジットのより広い受容、そしてグローバルクレジットマネジャーの存在感の増大を反映している。

より大きなファイナンス取引はスポンサー主導であることが多く、国際的に認識されたドキュメンテーションをベースにストラクチャリングされている。

ロイターによれば、デロイトの分析だが、イタリアは大陸ヨーロッパのダイレクトレンディング取引の約4.3%しか占めておらず、英国、フランス、ドイツを大幅に下回っている。これは依然として比較的浸透度の低い市場であることを意味している。その結果として、競争圧力は相対的に低くリターンも完全には圧縮しておらず、構造的信用補完も残っており、ダイレクトレンダーにとって魅力が増している。

将来を見越すと、イタリアの多くの伝統的ミッドマーケット企業は今後、レバレッジドバイアウト、買収ファイナンス、リファイナンスなどの形で数次にわたり資金調達を行っていく流れにある。したがって、市場はこれまで英国やフランスで見られた成長軌道に似た道をたどり、その過程で魅力的なリスク調整後リターンを提供することが期待される。

ペンバートンは2016年からイタリアに投資しており、一貫して市場の主要プレーヤーの1つであり続けている。2025年、ペンバートンはターゲットとする1億ユーロ超のスポンサー主導取引の中では推定20%の市場シェア²²を占める4件のダイレクトレンディング取引をアンダーライトした。

¹⁸Source: Keystone Procurement, Italy's Export Renaissance, January 2026.

¹⁹Source: Università Bocconi's 16th Edition of the AUB Observatory, published 3 February 2025.

²⁰Partner Consul, <https://partnerconsul.com/aziende-familiari-troppi-leader-over-70/>

²¹Based on Pemberton's research and Debtwire's deal statistics in 2025.

²²Pemberton internal analysis.

Source: The primary data source of *Regional Focus – Italy* is AIFI, Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association Report, published in September 2025.

7. 欧州ミッドマーケット市場・パフォーマンスと今後の成長

過去1年にわたり、欧州ミッドマーケットは、世界的な経済変動の中で顕著なレジリエンスを示し、リンカーン・インターナショナルの European Private Market Index によれば、企業価値は約6.7%成長し、FTSE 250 EV や STOXX 600 EV 指数を含む公開市場のベンチマークをアウトパフォームした。

この成長は、主としてマルチプル拡大ではなく利益成長によってもたらされたものであり、ミッドマーケット企業がコスト圧力をうまく乗り越え、市場シェアを維持し、プラスの取引実績を示した結果である。米国の関税政策が主要な不確実性の要因として浮上した一方で、ヨーロッパのミッドマーケット企業は、主として国内または欧州域内で事業を行っていることから、貿易政策ショックへの構造的なエクスポージャーが小さく、これは「解放の日 (Liberation Day)」関税発表後に行われたペンバートのポートフォリオ分析によって裏付けられ、多くの欧州ミッドマーケット企業が構造的に関税問題へのエクスポージャーが小さいことが認識された。

先を見れば、ヨーロッパのミッドマーケットは、政策主導の投資および構造的支出コミットメントから恩恵を受ける好位置にある。

ドイツがこの変化を牽引しており、インフラ、気候、産業の近代化のための5,000億ユーロの特別基金に加え、防衛費増加を可能にする憲法改正を行っており、交通、エネルギーシステム、安全保障関連能力にわたり前例のない水準の公共投資が為されていく環境にある。

ミッドマーケット企業がドイツの産業基盤において中心的役割を果たしていることを踏まえると、このプログラムは専門メーカー、エンジニア、サービスプロバイダーにとって、新たなビジネスフローと設備投資の機会に直接つながると期待される。

EUレベルでは、Readiness 2030 のようなイニシアチブが、各国の支出、共同調達、ターゲットを絞った金融手段の組み合わせを通じて、最大8,000億ユーロの防衛・安全保障支出を動員することを目指しており、ヨーロッパの防衛および重要インフラのエコシステムを強化し、地域全体のサプライヤーを支援する。

これらの取り組みは、2035年までにGDP比5%相当の防衛・安全保障支出を目指すというNATOの合意によって補強されることとなり、物資資材の調達およびレジリエンス投資は長期にわたり盛り上がるが見込まれている。

即ち、大規模な刺激策とEUによる協調的措置は政府主導の需要と成長のための環境を創り出している。

Sources: Lincoln International, Federal Ministry of Finance of Germany; European Commission and NATO.



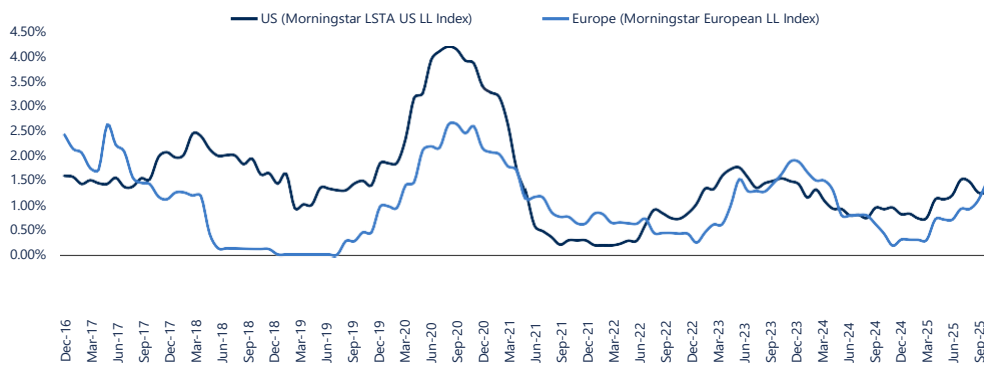
8. デフォルト

ヨーロッパのデフォルト率は、2025年の大部分の期間において長期平均を下回ったままであったが、後半にかけて緩やかに上昇し、年末には1.5%に近づき、米国のレベルに近づいた。

ヨーロッパでは、この上昇は実質的な信用リスクの質の悪化というよりも、2024年の歴史的低水準からの正常化と考えられる。デフォルト率は依然として2020～2021年のピークを大きく下回っている。

今後を見据えると、緩やかな信用悪化が続く可能性はあるが、ポートフォリオのレジリエンスはエクイティスポンサーのサポートと貸し手による建設的な関与によって支えられる。

図 12: 欧米デフォルト率 (過去12か月、元本ベース)²³



For illustrative purposes only. Past performance is not a reliable indicator of future results.

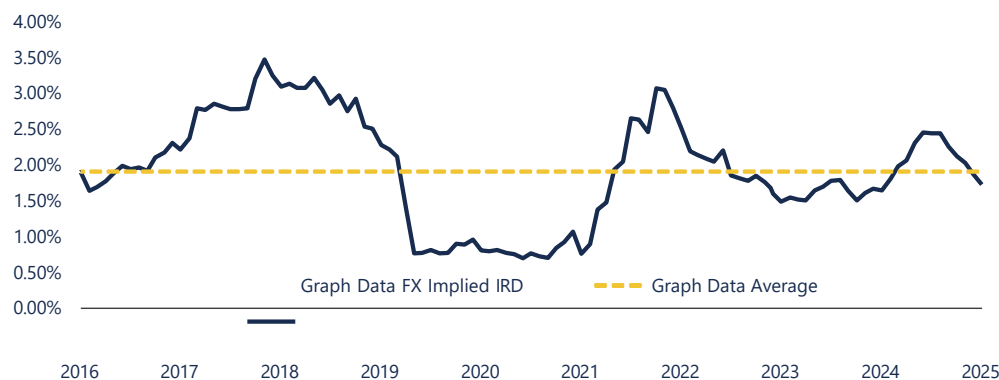
9. USDベース投資家フォワードFXの享受メリット

私たちは、USD投資家が、ヨーロッパのダイレクトレンディングに投資する際に、2026年もリターンのピックアップから引き続き恩恵を受けると考えている。

直近12か月の為替フォワード (LTM FX forwards) は、1～3年にわたり2.0%²⁴の金利上乗せを示唆しており、もしヘッジ戦略が円滑に実行されれば、EURでの8%のネットリターンがUSDでの10%のネットリターンに転換される。

上乗せ幅には多少のボラティリティがあるものの、過去10年間の歴史的なトレンドを見ると現行の上乗せ幅は平均に近い数値であることが分かる。ここ約2%の上乗せ幅で概ね横ばいと言える。

図 13: EUR USD FX 上乗せ幅 - 3 カ月フォワード為替ベース²⁵



For illustrative purposes only. Past performance is not a reliable indicator of future results.

²³Source: LCD Pitchbook as at 17 January 2026.

²⁴Source: Record Financial Group as of 20 January 2025, Bloomberg as of 15 January 2026.

²⁵Source: Record Financial Group as of 20 January 2025.

最後に

2026年に向けて見据えると、私たちは、ヨーロッパのダイレクトレンディングが、支援的な背景——インフレの緩和、金融政策の緩和、そして強まる M&A パイプライン——から引き続き恩恵を受けると予想している。

競争圧力はスプレッドを引き締める可能性があり、特に市場の上位セグメントではそうだが、ミッドマーケット資産は、コベナンツ、エクイティクッション、そして貸し手主導の規律といった特徴に支えられ、引き続き構造的なプライシングプレミアムを維持するはずである。

信用品質は堅固なままである。2025年後半にかけてのデフォルトの緩やかな上昇は正常化を反映しており、率としては依然として長期平均を下回っており、強力なスポンサーの支援によって支えられている。

非循環的でサービス中心のセクターが引き続きディールフローを支配しており、これは、世界貿易ダイナミクスの変化および関税関連で大きく圧力を受けるセクターや分野が顕在してくる中においてレジリエンスを提供している。

投資家にとって、ヨーロッパのプライベートクレジットは絶対的および相対的な観点の両方で魅力を維持している。

私たちは、ヨーロッパのダイレクトレンディングが、米国のダイレクトレンディングに対してプレミアムを提供し続け、またシンジケートローンに対しても大幅な上昇幅を提供し続けると予想している。またUSDベースの投資家はEURからUSDへの為替ヘッジを通じた利回り上乘せのメリットを引き続き享受するであろう。

私たちはこのアセットクラスは、規律あるオリジネーションとセクターエクスポージャー分散を通じて魅力的なリスク調整後リターンを提供し、2026年も堅実に安定したパフォーマンスを提供する可能性が高いと考えている。

Disclaimer

This document references the Pemberton Mid-Market Debt Strategy, Strategic Capital Strategy, Senior Loan Strategy, the Working Capital Solutions Strategy, Net Asset Value Financing Strategy, GP Solutions Strategy, Risk Sharing Strategy and CLO Strategy. It is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes.

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Asset Management group of companies, being Pemberton Asset Management S.A., Pemberton Capital Advisors LLP and any other affiliates ('we', 'our' or 'us') and has not been independently verified.

Investment in instruments that the strategy may reference are likely to be long-term and of an illiquid nature.

Such instruments are also likely to involve an above average level of risk. This document does not purport to identify all of the risk factors associated with any exposure to such a strategy and prospective investors should make their own assessment of any risk involved in seeking exposure to the strategy or instruments referenced therein. There is no guarantee of trading performance and past or projected performance of the strategy or instruments referenced is no indication of current or future performance / results.

The value of investments may fall as well as rise. Exposure to the strategy is suitable only for sophisticated investors and requires the financial ability and willingness to accept for an indefinite period of time the risks and lack of liquidity inherent in the strategy or instruments referenced therein.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us 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 document 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 document (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 document may be reproduced in any manner without our written permission.

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes. This document is a financial promotion directed at professional investors only and approved for such purpose. No offer of or invitation to subscribe for interests in the Fund is being made by the circulation of this document. Any subscription for interests may only be made on the terms of the applicable limited partnership agreement and the subscription agreement. If there is any inconsistency between the information contained in this document and the applicable limited partnership agreement, then the limited partnership agreement shall prevail.

Reliability of ESG Data

ESG refers to "Environmental, Social and Governance" factors, and to the consideration of these factors when making investment decisions. Having ESG screens does not assure compliance with the UN-sponsored "Principles for Responsible Investment." No strategy, formula or approach can guarantee gains or avoid losses.

The ESG data presented herein does not necessarily reflect the situation upon the day financing has been approved and is subject to change of over time. Further, such ESG data may not be representative of Pemberton's approach to Sustainable Finance Disclosure Regulation ("SFDR") or other regulatory initiatives.

Pemberton uses ESG data acquired through its own internal due diligence, external consultants and third-party data analytical tools when considering a prospective borrower's adherence to ESG Factors, ESG risks and their potential impact on the fund's returns. Such due diligence relies on the availability and accuracy of various sources, such as borrower disclosures, which often include forward looking statements of intent and are not necessarily fact-based or objectively measurable. In assessing a particular Investment, Pemberton may be dependent upon information and data obtained through third parties that may be incomplete, inaccurate or unavailable. Such data gaps could result in the incorrect assessment of a sustainability practice and/or related sustainability risks and opportunities.

Disclaimer continued...

Pemberton is also dependent on the subjective judgements in respect of ESG risks of its investment analysts. Each of the foregoing means that an ESG risk relevant to a particular Investment may not be identified prior to an investment being made and losses may be suffered as a result.

This document has been prepared and issued for use in the UK and all countries outside of the European Union by Pemberton Capital Advisors LLP. 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.

Tel: +44(0) 207 993 9300.

This document has been prepared and issued for use in the European Union by Pemberton Asset Management S.A..

Pemberton Asset Management S.A. is authorised and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") and entered on the CSSF Register with the firm reference numbers A1013 & A1342 and is registered in Grand Duchy of Luxembourg at 70 route d'Esch, L-1470. Pemberton reports to the US Securities and Exchange Commission as a reporting exempt investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD 282865 and SEC File No. 802-107832.

Tel: +352 26468360.

This material is being distributed/issued in the Middle East by Pemberton Capital Advisors LLP (DIFC Branch) ("PCA DIFC"). PCA DIFC is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). This document is intended only for Professional Clients or Market Counterparties as defined by the DFSA and no other person should act upon it. Please note that this Fund is not based in the Dubai International Financial Centre ("DIFC). This material relates to a Fund which is not subject to any form of regulation or approval by the DFSA.

Footnote continued (page 22)

There is no guarantee that target investments will be achieved. Such forecasts are not a reliable indicator of future performance. Target investments are presented as a guideline only. The target investments have been based on a variety of factors and assumptions, including, among others, investment strategy, volatility measures, risk tolerance and market conditions, and such assumptions are subject to various risks. Target investments are not intended to be, and are not, a prediction, projection or guarantee of future performance and should not be relied upon as an indication of future performance. Pemberton's beliefs and assumptions utilised in setting such target investments may or may not prove to be correct and there can be no assurance that such target investments are attainable or will be realised, and actual results may vary materially – as with any investment, losses (including total losses) are possible.

Contact Us

investorrelations@pembertonam.com
 www.pembertonam.com
 5 Howick Place, London SW1P 1WG
 +44 (0) 20 7993 9300

