Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

그림자 금융, 언젠가 스노우볼이 될지도

'하나의 담보로 두 번 돈을 빌린 회사' — 사건인가, 신호인가

2025년 가을, 미국 서브프라임 중고차 대출업체 Tricolor와 자동차 부품 도매업체 First Brands가 잇달아 파산했다. 두 기업은 업종이나 사업 구조 면에서 직접적인 연관은 없지만, '하나의 자산을 중복 담보로 활용해 실제보다 큰 유동성을 끌어모았다'라는 공통점을 지닌다. 특히 Tricolor는 보유 중인 서브프라임 대출채권을 ABS (자산유동화증권)로 유동화해 투자자에게 매각한 뒤, 동일한 채권을 다시 은행 신용라인의 담보로 제공했다. 이는 담보 우선순위가 불명확한 불법 이중담보 (double-pledging) 구조였다.

호황기에는 드러나지 않았던 이 위법 구조가 금리 상승과 저신용 차주의 연체율 급등 속에서 표면화되자, 은행과 ABS 투자자 모두 해당 채권의 회수권을 주장하며 충돌하고 있다. 결국 Tricolor는 파산하였고, 숨겨져 있던 위험의 대가는 투자자들의 손실로 돌아갔다.

'합법의 옷을 입은 중복담보' — Private Credit–CLO 구조의 그림자

Tricolor의 이중담보는 명백히 불법행위이나, 그 유동성 창출 논리는 오늘날 Private Credit–CLO 시장과 상당히 닮아 있다.

통상 Private Credit 펀드는 기업에 대출한 뒤 그 채권을 담보로 은행이나 다른 펀드에서 NAV Loan을 조달하고, 동시에 같은 채권을 CLO의 기초자산으로 편입해 투자자에게 판매한다. 결과적으로 하나의 대출채권은 펀드·은행·CLO 투자자에게 서로 다른 권리 (담보권·수익권 등)로 분할되어 중첩된다. 법적으로는 펀드가 자산 소유권을 유지해 합법이지만, 경제적으로는 동일한 현금흐름이 여러 계약을 거치며 세 겹의 레버리지가 형성되고, 그만큼 신용 공급 규모는 과도하게 팽창하게 된다.

만약 기초자산 가치가 흔들리면 충격은 NAV Loan 대주 → 펀드 지분 → CLO 투자자의 순으로 전이되며, 기초자산이 외부 담보권자에게 넘어가는 순간 CLO 내부 등급 체계는 무력화된다. 합법이라는 사실이 위험까지 지워주진 않으며, 권리의 우선순위가 복잡해진 만큼 남는 것은 '신의성실 원칙 아래 누가 먼저 현금흐름을 조금이라도 챙기는가'일 뿐이다.

요약하면, 하나의 자산이 여러 금융계약 속에서 반복적으로 사용될수록 유동성은 빠르게 늘지만 충격 흡수력은 얇아지는 셈이다.

규제의 시선 — 'Tricolor의 교훈'을 제도화할 수 있을까

이중담보 충돌은 단일 사건으로 끝나지 않을 수 있음을 기억해야 한다. JP모건의 제이미 다이먼이 지적했듯, 한 건의 문제는 더 많은 유사 사례의 가능성을 시사하기 때문이다.

현재 미국 SEC (증권거래위원회)와 OCC (통화감독청)는 사모대출 시장의 투명성 제고 방안을 검토 중이며, 특히 NAV Loan 담보자산과 CLO 기초자산의 중첩 문제에 대해 공시 강화와 담보 우선순위 (intercreditor agreement) 명확화 필요성을 논의하고 있다.

다만 이 논의는 아직 공식 규제안으로 확정되지 않았으며, 감독기관의 모니터링 단계에 머물러 있다.

핵심은 불법·합법의 경계를 가리는 것이 아니라, 시장 전체가 동일한 담보 위에 얼마나 쌓여 있는지를 투명하게 드러내는 것이다. 그 투명성이 확보되지 않는다면, 제도권의 합법적 구조조차 신뢰를 잃고 또 다른 시스템 리스크의 씨앗이 될 수 있다.

그림자 금융, 언젠가 스노우볼이 되어 돌아올지도 모른다.

Tricolor 사태는 단순한 기업 파산이 아니라, 유동성의 속도와 자산의 중복이 결합할 때 금융시장이 얼마나 빠르게 허수로 팽창할 수 있는가를 보여준 축소판이었다.

Private Credit–CLO 시장은 이를 더 크고 정교한 제도권 버전으로 확장해 놓은 구조다. 우선은 연준의 기준금리 인하와 자본 투입이 시장을 안심시킬 수 있겠으나 결국 근본적으로 가장 중요한 것은 '하나의 담보가 몇 번 거래되고, 어떤 권리가 겹쳐 있는가'를 투명하게 아는 것이다. 그 사실을 보지 못한다면, 이 유동성의 착시는 언젠가 스노우볼이 되어 돌아올 것이다.

KEY CHART

도표 1. Private Credit 펀드의 권리 구조

구분	주요 주체	보유 권리	권리 성격	설명
①	은행 (NAV Loan 대주)	선순위 담보권	*Senior Lien*	기초자산 (대출채권)에 대한 담보 설정을 통해 가장 먼저 회수권을 가진다
②	Private Credit 펀드 (LP·GP)	소유권 및 배당권	*Ownership · Distribution Right*	대출채권의 법적 소유자로서, 수익 발생 시 투자자 (LP)에게 이익을 분배한다
③	CLO 투자자	수익청구권	*Payment Claim Right*	동일 자산의 현금흐름을 기반으로 발행된 CLO 증권에 대해 수익을 청구할 권리를 가진다

자료: 하나증권