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

CLO, 자기자본보다 더 중요한 것은 바로 “구조”

자기자본 참여가 주는 신호

CLO와 Private Credit Fund (PCF)는 구조적으로 운용사 측이 일정 비율의 자본을 함께 부담하는 장치를 갖고 있다. CLO의 경우 발행 시 매니저 또는 매니저가 설립한 보유 vehicle (SPV)이 전체 Equity의 일부를 보유하며, 이는 과거 Risk Retention Rule (5% Rule)의 영향으로 시장에 자리 잡은 관행이다. Private Credit에서는 GP Commit (운용사·GP가 자기자본을 펀드에 직접 출자)이 오랫동안 일반화된 구조다. 최근에는 이러한 참여 비중이 다시 주목 받으면서, “운용사 측이 더 많은 자본을 보유하면 운용이 보수적으로 변하고 시장 안정성이 높아지는 것 아니냐”는 궁금증이 늘고 있다.

그러나 안정성을 결정하는 것은 ‘자기자본’이 아니라 구조

하지만 CLO와 PCF에서 운용사 측 자본 참여가 확대된다고 해서 그 자체로 시장 안정성이 강화됐다고 보기는 어렵다. 자기자본은 이해 상충을 줄이는 긍정적 요인이지만, 이 시장에서 실제 리스크를 좌우하는 핵심은 구조적 변화에 달려 있기 때문이다.

예를 들어, CLO는 *Cov-lite 대출이 시장 표준으로 자리잡고 있으며, *First-lien-only 구조 확대로 완충층이 얇아지고 있다. 게다가 특정 채권자에게만 우선순위를 몰아주는 非비례 구조조정 사례 (*LME/*Uptier)가 늘어나고 있다. 이는 Manager가 Equity 일부를 보유하더라도 회수율 변동성과 법적 리스크가 여전히 크게 남아 있음을 의미한다. Private Credit 또한 *NAV Loan과 *Subscription Line을 통한 펀드 레버리지 증가, 대형 거래 중심의 포트폴리오 집중도 상승, 일부 기초자산의 유동성 약화 등 구조적 요인이 더 중요한 위험요인으로 부각되고 있다. 결국 리스크의 본질은 운용사가 얼마나 자본을 넣었는가가 아니라, 그 자본이 어떤 구조 위에서 운용되고 있는가에 있다.

자기자본은 신호일 뿐, 판단 기준은 ‘구조’

CLO Manager나 Private Credit GP가 일정 비율의 자본을 함께 부담하는 구조는 투자자의 신뢰를 높일 수 있지만 이를 안정성의 근거로 해석하기에는 한계가 있다. 실제 리스크는 여전히 기초자산의 질이 어떻게 변화하는지, 레버리지 층위가 얼마나 균형 있게 유지되는지, 회수 구조와 커버넌트가 실제 보호 기능을 수행하는지, 그리고 유동성 관리가 충격을 흡수할 수 있는 방식으로 작동하는지가 훨씬 더 중요한 판단 기준이 될 것이다. 투자자는 표면적인 “자기자본 참여 확대”보다, 이러한 구조적 변화가 시장 전체의 위험성을 어떻게 바꾸고 있는지에 더 집중해야 한다.

[**전문 용어 설명은 도표 1,2 참고]

KEY CHART

도표 1. CLO와 Private Credit Fund 관련 용어 및 정의

용어	정의
NAV Loan	- 펀드 전체 자산가치(NAV)를 담보로 받아오는 펀드 레벨 대출 - Private Credit 펀드의 레버리지를 확대하는 핵심 수단
Subscription Line	- LP 약정자본을 담보로 단기 자금을 조달하는 신용라인 - 초기 투자 속도 및 펀드 유동성 관리를 위해 사용됨
Cov-lite (Covenant-lite Loan)	- 레버리지 비율·이자보상비율 등 재무 커버넌스가 거의 없는 대출 - 차입자 친화적이며 최근 레버리지론 시장의 표준 구조
First-lien-only	- 후순위나 무담보 계층 없이 선순위 담보대출 (First-lien)만으로 부채 구조가 형성된 형태 - 충격 완충층이 없어 회수율 변동성이 커질 수 있음
LME (Liability Management Exercise)	- 기존 채권자 중 일부만 선택적으로 조건을 조정하는 구조조정 거래 - Serta Simmons 사례처럼 특정 채권자에게 super-priority 를 부여하는 방식 포함
Uptier	- 기존 대출 구조에서 일부 채권자의 순위를 super-priority 로 올려주고, 나머지 채권자를 사실상 후순위로 밀어내는 구조적 재배열 방식

자료: 하나증권

도표 2. CLO vs. Private Credit Fund 구조 비교

구분	CLO	Private Credit Fund (PCF)
자기자본 구조	- Risk Retention Rule 에 따른 Equity 5% 의무	- GP Commit (운용사 자기자본) 1~5% 자발적 출자
자기자본 주체	- 운용사 직접 보유도 있으나, SPV·외부 투자자 활용 사례 다수	- GP 가 실제 자본 투입하지만 비중은 제한적
목적·성격	- 규제 준수 목적 (Rule-based)	- LP 신뢰 확보 목적 (Market practice)
실질 리스크 부담	- 구조상 매우 제한적, 매니저의 'Skin-in-the-game' 약함	- 비중은 작지만 GP 가 일부 리스크 공유
주요 위험 요인 (구조적)	- Cov-lite 확대 - First-lien-only 구조 증가 - Uptier (LME)로 선순위 재배열 가능성 - Amortizing 단계의 비우량자산 잔류 - 회수율 하락 가능성	- NAV Loan·Subscription Line 통한 펀드 레버리지 확대 - 대형·집중 포트폴리오 증가 - 기초자산 유동성 제약 - 은행·레포 펀딩과의 상관관계 증가
운용 구조 특징	- 구조화증권 (선순위~Equity 트랜치 다층)	- 펀드 구조 (기간, Drawdown, 유동성 관리)
리스크 전이 메커니즘	- 기초자산 디폴트 → 트랜치별 손실	- 펀드 레버리지 축소 → 유동성 스트레스 → 기초자산 영향
투자자 확인 포인트	- OC/IC Test 변화 - CCC 비중·회수율 - LME 가능성 - 담보·순위 구조	- Fund-level Leverage - NAV Loan Covenant - 자산 집중도 - LP Liquidity & Redemption 구조

자료: 하나증권