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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터



# 해외 크레딧

## 리테일 사모대출 환매 확산과 시험대 오른 상장 BDC

### 리테일 사모대출에서 시작된 환매 문제

최근 사모대출 시장에서 가장 큰 이슈는 리테일 사모대출 펀드의 환매 문제다. 그 중심에 있었던 사례가 Blue Owl Capital의 비상장 BDC인 OBDC Ⅱ였다.

리테일 사모대출 펀드는 보통 분기마다 NAV의 일정 비율, 대략 5% 범위에서 환매를 허용한다. 그러나 펀드 자산의 대부분은 미들마켓 직접대출이다. 이 자산은 공개 시장에서 즉시 매각하기 어렵고 거래도 제한적이다. 다시 말해 유동성 미스매치 구조가 기본적으로 전제된 상품이다. 이런 구조에서는 환매가 빠르게 늘어날 경우 운용사가 자산 매각이나 구조 조정을 통해 현금을 마련할 수밖에 없다.

Blue Owl의 대응도 이 흐름 속에서 나왔다. 회사는 OBDC Ⅱ의 기존 분기 환매를 종료하고 자본환급 구조로 전환한다고 발표했다. 동시에 투자자들에게 45일 내 NAV의 약 30% 환급을 약속했다. 이후 이를 위한 유동성 확보 차원에서 OBDC, OBDC Ⅱ, OTIC 3개 BDC에서 총 14억 달러 규모의 자산을 매각했다. 매각 가격은 99.7% of par 수준이었다.

초기 대응 과정에서 일부 대출 자산이 매각됐지만 매각 규모 자체는 시장 전체를 흔들 수준은 아니었다. Blue Owl 크레딧 플랫폼의 전체 규모가 약 1,600억 달러인 점을 고려하면, 이번 매각은 전체의 1%에도 미치지 않는 수준이다. 따라서 이번 매각만을 두고 사모대출 시장 전반의 자산 가격이 흔들리고 있다고 해석하기는 어렵지만, 그렇다고 이 사실만으로 자산 건전성을 단정할 수 있는 것도 아니다. 중요한 것은 매각 규모 자체보다도 향후 자산 매각이 어떤 속도로 확대되는지, 그리고 이러한 흐름이 다른 펀드로 확산되는지 여부가 될 것이다.

### NAV 논쟁과 price discovery

이 사건 이후 일부 크레딧 헤지펀드들이 Blue Owl의 비상장 BDC 지분에 대해 NAV 대비 약 20~35% 할인된 가격으로 공개매수 의향을 밝히면서 시장 분위기는 다시 흔들렸다. 사모대출 펀드의 NAV는 대부분 내부 평가 모델을 기반으로 산출되는 장부가이며, 실제 거래 가격이 아니다. 이런 상황에서 NAV 대비 큰 폭의 할인 가격이 공개적으로 제시되면 투자자들은 자연스럽게 묻게 된다. 현재 NAV는 실제 거래 가능한 가격과 얼마나 가까운가.

이 질문은 얼마전에도 등장했다. Blue Owl은 이전 (25년 11월)에 OBDC Ⅱ를 상장 BDC인 OBDC와 통합하려 했지만 투자자 반발로 계획이 무산됐다. 당시 제시된 조건은 NAV 대비 약 20% 할인된 가격 수준이었다. 게다가 이번에는 그보다 더 큰 할인 가격이 제시되면서 장부 가격이 아니라 실제 거래 가능한 가격을 확인하려는 움직임, 즉 price discovery가 시작되었다.

### 운용사별 환매 대응 : Blackstone과 BlackRock

환매 압력이 확대되는 가운데 운용사들의 대응 방식도 서로 달랐다.

먼저, Blackstone의 리테일 사모대출 펀드에서는 최근 환매 요청이 약 7~8% 수준까지 증가한 것으로 알려졌다. 이에 회사는 환매 캡을 적용하기보다는 임직원 자금을 활용해 일부 환매 물량을 직접 매입하는 방식으로 대응했다. 자산을 급하게 매각해 NAV를 훼손하기보다는 내부 자금을 통해 환매 수요를 흡수한 것이다. 이는 시장 신뢰를 유지하기 위한 조치로 해석된다.

반면 BlackRock의 HLEND는 다른 선택을 했다. HLEND 역시 약 9.3% 수준의 환매 요청이 발생했지만 펀드 규정에 따라 분기 환매 한도인 5%만 적용하기로 했다. 환매를 중단한 것은 아니지만 규정상 허용된 범위까지만 환매를 실행하기로 한 것이다.

연이어 등장한 환매 관련 이슈는 결국 투자자들의 사모대출 투자 부담이 점차 확대되고 있음을 시사한다. 당분간 다른 운용사들의 환매 대응 소식도 이어질 가능성이 높다.

### 상장 BDC 는 괜찮아?

리테일 사모대출 펀드의 상황을 보면 자연스럽게 한 가지 질문이 따라온다. 같은 전략 구조를 가진 상장 BDC는 어떤가.

구조적으로 두 형태는 다르다. 리테일 사모대출 펀드는 투자자가 환매를 요청하면 펀드가 현금을 마련해야 한다. 반면 상장 BDC는 투자자가 주식을 매도하면 다른 투자자가 이를 매수하는 구조다. 펀드 자산에는 변화가 없다. 환매 대신 주가 할인 거래가 먼저 나타나는 구조다. 상장 BDC는 워낙 디스카운트 거래 (NAV 대비)가 흔하지만, 최근 사모대출 시장 불안이 확대되면서 디스카운트 폭이 더 커진 것은 분명한 사실이다.

결국 비상장 펀드는 환매라는 형태로 불안이 반영되었다면 상장 BDC에서는 주가 디스카운트를 통해 같은 불안이 반영되고 있는 셈이다. 전략 구조가 유사한 만큼 두 시장 모두 사모대출 투자 심리가 위축된 상태라는 점은 크게 다르지 않다.

### 검증받는 사모대출 비즈니스 구조

그렇다고 이 산업 자체를 부정적으로만 볼 필요는 없다. BDC를 포함한 사모대출 시장은 지난 20여 년 동안 미국 성장 산업의 중요한 자금 공급 역할을 해왔다. 팬데믹 이후 재택근무 확산 속에서 소프트웨어 산업이 빠르게 성장할 때도 이 시장이 자금을 공급했고, 최근에는 그 흐름이 AI 투자 자금으로 이어지고 있다. 앞으로도 데이터센터와 AI 인프라 관련 투자 등에서 자금 수요가 확대될 가능성이 높은 만큼 사모대출 산업의 역할 자체는 여전히 중요해 보인다.

최근 시장에서는 몇 가지 변화가 동시에 나타나고 있다. 일부 대형 사모대출 운용사에서 개별 포트폴리오 상각 (write-down) 사례가 등장했고, 특히 소프트웨어 산업에 대한 익스포저가 높은 포트폴리오에서는 성장 기대와 실제 현금흐름 사이의 괴리가 부각되고 있다. SaaS 기반 비즈니스 모델의 장기 성장성 자체가 부정되는 것은 아니지만, 금리 환경 변화와 기술 투자 사이클 속에서 향후 현금창출 안정성에 대한 질문은 분명 커지고 있다.

현재 시장이 금리 인하 구간에 들어가 있다는 점도 BDC 수익 환경에는 부담 요인이다. 금리 하락과 경쟁 심화가 동시에 진행되면서 대출 스프레드 확대나 자산 증가를 통해 수익을 빠르게 늘리기 어려운 환경이 형성되고 있기 때문이다. 이런 조건을 고려하면 당분간 BDC

섹터의 상승 여력을 기대하기보다는 추가 하방 리스크를 열어두고 접근해야 하는 구간에 가깝다. 이런 환경에서는 BDC를 바라보는 투자 기준도 한층 신중해질 필요가 있다. 미래 NII (Net Investment Income)가 배당을 안정적으로 커버하는지, 배당 커버리지 비율이 유지되는지, 배당 삭감 가능성은 없는지, non-accrual 자산 관리가 안정적인지, 그리고 주가가 적정 수준에서 거래되고 있는지를 함께 점검할 필요가 있다.

결국 앞으로는 사모대출 운용사별 포트폴리오 운용 전략이 중요한 차별 요소가 될 가능성이 높다. 큰 조정 없이 빠르게 확장되어 온 사모대출 비즈니스 구조가 이제 실제 시장 환경 속에서 검증되는 국면에 들어서면서, 같은 사모대출 영역이라도 운용사와 포트폴리오 전략에 따라 결과가 달라지는 구간이 열리고 있다.

****시장 거래 수준**

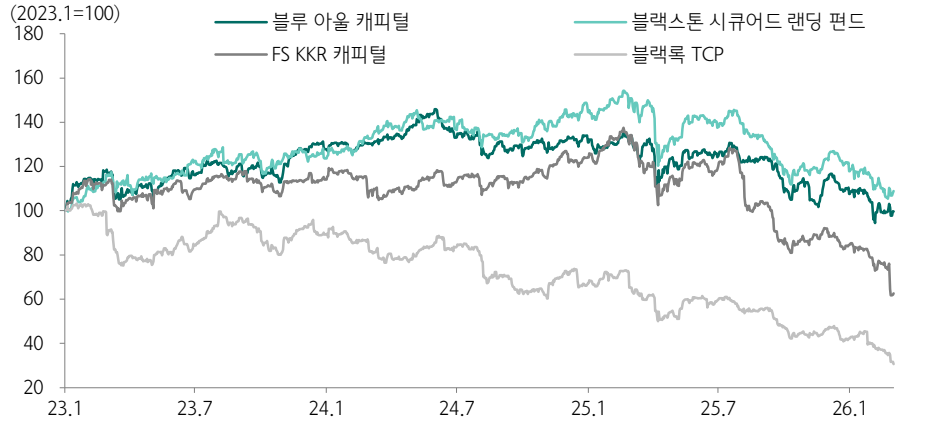
**블루아울 캐피탈 0.77x**

**FS KKR 캐피탈 0.51x**

**블랙스톤 시큐어드 랜딩 0.88x**

**블랙록 TCP 0.54x**

**도표 1. 주요 상장 BDC 주가**




자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 2. 리테일 사모대출 환매 이슈 정리 (2025~2026)**

| 시점 | 운용사 / 펀드 | 사건 | 규모 / 수치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| 25 년 | Blue Owl – OBDC II | 환매 요청 증가 | 전년 대비 환매 20% 증가 | - 리테일 환매 압력 상승 |
| 25 년 11 월 | Blue Owl | OBDC II 와 상장 BDC 와 합병 시도 | 약 20% 할인 가격 조건 | - 투자자 반발로 합병 무산<br>- NAV 가치 의구심 확산 |
| 26 년 2 월 19 일 | Blue Owl – OBDC II | 분기 환매 구조 종료 발표 | 대신 NAV 30% 환급 계획 | - 환매 전략 전환 (종료) |
| 26 년 2 월 | Blue Owl | 환급 재원 확보 위해 자산 매각 | 총 14 억 달러 대출 매각 | - 가격 약 99.7% (par) |
| 26 년 2 월 말 | Saba Capital<br>Cox Capital | OBDC II 지분 공개매수 제안 | NAV 대비 약 65% 가격<br>(약 35% 할인) | - NAV 신뢰 문제와 price discovery 시도 |
| 26년 3월 초 | Blackstone – BCRED | 환매 대응 | 7.9% 환매 요청 (약 $3.7B)<br>임직원/회사 자금 투입 $400M | - 환매 전량 수용 |
| 26 년 3 월 | BlackRock – HLEND | 환매 대응 | 9.3% 환매 요청 발생<br>분기 환매 한도 5%만 적용 | - 규정대로 환매 제한 실행 |

자료: 하나증권