SECTOR
UPDATE

2026. 3. 9

대체투자팀

이경자 팀장
kyungja.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

대체투자

비상장 BDC 환매 증가에 따른 사모대출 리스크 점검

- 비상장 BDC에서 환매 요청 증가, 건전성 문제라기보다 유동성 불일치가 문제
- 무차별 성장에서 변별의 시기. 단, 금융시스템으로 전이 가능성은 낮다고 판단

WHAT'S THE STORY?

비상장 BDC 환매 요청 증가: 2월 비상장 BDC인 블루아울의 OBDC II, 3월 블랙스톤의 BCRED에 이어 블랙록/HPS의 HLEND의 환매 압력 증가. 6일, 블랙록이 환매 제한 조치(게이트, 약정한 NAV의 5% 한도까지 수용)를 결정하며 우려 확산

- **환매 증가 이유**: BSL(은행 주도의 syndicated loan)과의 경쟁, 관세정책 및 고금리 후유증으로 투자심리가 취약해진 가운데 AI disruption이 환매를 촉진. 사모대출 포트폴리오 내 소프트웨어 비중은 10%, BDC는 18%로 높은 편. AI가 소프트웨어 기업을 단숨에 대체하기는 어렵겠으나 경쟁력 낮은 기업의 도태가 예상된다는 점, 포트폴리오에 2021~2022년 PSR 10배 이상의 고가에 투자한 소프트웨어 기업이 다수라는 점이 리스크. 사모대출 업계는 PE 스폰서와 협력해 구조조정 및 관리에 집중하게 될 것
- **유동성 불일치:** 환매 압력은 개인 대상 에버그린형 펀드 구조인 비상장 BDC에서 발생. 투자자산인 사모대출은 비유동성 자산(만기 3~7년)인 반면 짧은 분기별 환매를 허용, 기관 중심의 폐쇄형 펀드와 차이. 사모대출의 지표는 경기를 후행하나 아직까지는 부도율이나 수익률 급변이 확인되지 않음. 즉, 건전성보다 유동성 불일치의 문제

상이한 환매 대응 방식: 환매 사태를 겪은 펀드마다 다른 대응. 블랙스톤- 환매 요청 전량 수용, 블루아울- 자산 매각 후 자본 환원, 블랙록/HPS- 약정대로 NAV의 5% 초과분은 환매 제한.1) HLEND의 AUM은 BCRED의 1/3 이하로 유동성 버퍼가 약하다는 점, 2) 블랙록은 2024년 인수한 HPS를 통해 초기 시장 진입자라는 점에서 원칙에 충실, 3) 블랙스톤은 2022년 비상장 리츠 'BREIT'의 환매 급증 당시 환매 제한의 후유증이 컸다는 경험이 작용한 것으로 보임. 2023년 1월 BREIT 환매 요청액은 53억 달러에 육박한데다 부동산은 사모대출 대비 유동성 확보가 더 어렵다는 점을 고려해야 함

사모대출 변별과 기준 강화 예상: 사모대출 업계는 코로나19, SVB 사태 등 각종 위기를 기회로 성장했으나 금융위기급 위기를 겪지 않았다는 점, BSL과 과열 경쟁의 후유증이라는 리스크. 향후 다음 변화가 예상됨. ① AI가 야기할 산업별 변화, 관세정책, 고금리 후유증이 후행적으로 2026~2027년 수익률에 영향을 미칠 것. ② 비정상적 스프레드 축소를 겪었던 사모대출 및 BSL 스프레드는 재확대돼 일부에게 기회. ③ 급성장해온 에버그린 펀드의 기준 강화. ④ 사모대출은 부동산 대비 은행과 연관성이 높은 것이 사실이나 시스템 리스크로 전이 가능성은 낮다고 판단. 은행의 NDFI 대출 비중은 금융위기 당시 18%, 현재 11%이며 운용사들은 자체 유동성과 자산 매각에 집중하고 있기 때문. 이제 사모대출 업계는 변별에 초점. 운용사 및 펀드에 따라 유동성, 차주 분산도, 선순위 대출 비중 등에서 차이를 보임

HLEND 환매 제한으로 우려 증폭: 비상장(non-traded) BDC인 블랙록의 HLEND는 1분기 환매요청이 NAV의 9.3%인 12억 달러로 증가했다. 일반적으로 펀드 약정상 환매는 직전 분기말 발행주식의 5%까지 가능하도록 명시된다. 블랙록은 5%에 해당하는 6.2억달러만 지급하고 초과분에 대한 환매는 제한하기로 결정했다. 예외적 조치라기보다 유동성 관리 목적이라는 펀드의 기본 원칙을 지켰다.

HLEND의 환매 증가는 최근 연쇄적으로 발생한 블루아울의 OBDC II(트리거 역할), 블랙스톤의 BRECD 환매 증가에 전염 영향이 크다. 그럼에도 블랙록 HLEND의 환매제한은 이례적으로 받아들여져 관련 업종 주가 하락을 야기했다. 3월 초 발생한 블랙스톤의 'BCRED'는 1분기 환매 요청이 NAV의 7.9%인 37억 달러까지 늘었지만 기본 한도를 NAV의 5%에서 7%로 상향하고 회사 및 임직원이 4억 달러를 추가 납입하며 환매 요청에 모두 대응하기로 했기 때문이다. 2월, 블루아울의 OBDC II는 환매 급증에 대응하기 위해 분기 환매 방식 대신 자산 매각으로 자본 분배, 즉 사실상 청산으로 투자금을 반환하기로 구조를 변경했다. 이후 블루아울은 3개 주요 펀드에서 대규모 자산 매각을 NAV의 99.8% 수준에 완료했다.

환매 증가를 겪은 비상장 BDC 요약

펀드	BCRED	HLEND	OBDC II, OCIC
운용사	블랙스톤	블랙록/HPS	블루아울
AUM	820억 달러	260억 달러	250억 달러 내외
NAV	480억 달러	130억 달러	180억 달러 내외
최근 환매 요청 규모	37억 달러 NAV의 7.9%	12억 달러 NAV의 9.3%	18억 달러 내외 NAV의 10~15%
환매 대응	Cap 7%로 일시 상향 4억 달러의 스폰서 자본 투입	5%만 지급(6.2억 달러) Gate 발동	일부 환매 중단, 자산 매각으로 환원
운용사 규모	초대형	초대형	중형
기관투자자 비중	상	하	중
유동성 버퍼	상	중	하
차주 규모	EBTDA 평균 2.6억 달러 (대형 차주 중심)	Mid-upper market (중소)	Mid market (중소)

자료: 각 사, 삼성증권

블루아울 환매 사태 정리

	상황	특징
2025년 초~2025년 3분기	환매 증가 시작	2025년 3분기까지 환매 1.5억달러 발생, 전년 대비 20% 증가
2025년 11월	OBDC II-OBDC간 합병 발표	비상장 BDC인 OBDC II와 상장 BDC 합병 추진 환매 증가로 OBDC II(비상장 펀드) 투자자에게 유동성 제공을 위함
2025년 11월 중순	OBDC II-OBDC간 합병 철회	두개 펀드 투자자의 반발로 합병 무산, 합병 완료까지 환매 중단 리스크 PD 시장 불안 확대의 계기
2025년 말	환매 압력 급증	환매액은 이전의 2배인 6천만 달러(NAV의 6%)로 증가
2026년 2월	환매 구조 변경 (자산매각)	OBDC II, 분기환매를 중단하는 대신 capital return 방식 채택, 자산 매각 결정 블루아울, OBDC II의 6억 달러 매각 등 3개 펀드에서 14억 달러의 자산 매각 매수자는 북미 연기금 및 보험사, 99.7%의 NAV에 매각 대출 자산 매각으로 투자자에게 순차적 현금 반환
2026년 현재	대규모 자본 반환	NAV의 30%인 2.7억 달러를 투자자에게 반환 완료 기존 환매 구조 대비 6배 규모에 달함 분기 환매 대신 자산매각을 통한 단계적 청산 형태로 전환

자료: 블루아울, 삼성증권

HLEND의 환매 제한 이유는 다음 요인이 고려된 것으로 보인다. ① HLEND의 AUM은 블랙스톤 BRED의 1/3 이하로 유동성 버퍼가 상대적으로 작다. ② 블랙록은 2024년 말, HPS를 인수하며 사모대출 업계에 새로 진입했기에 초기에는 기본 원칙에 충실할 필요가 있다. 반면 환매 요청을 전량 수용하기로 한 블랙스톤은 2022년 비상장 리츠인 BREIT의 환매 제한(게이트) 조치로 AUM 하락 등 후유증을 겪은 경험이 있다는 점이 다른 대응 방식을 가져왔다고 판단된다.

2022년 블랙스톤의 BREIT 환매 사태 복기: 사모대체 펀드의 환매 리스크는 이번이 처음은 아니다. 2022년 11월, 블랙스톤의 대표적 비상장 리츠인 'BREIT'는 투자자 환매 요청이 분기한도인 NAV의 5%를 초과하자 환매 제한(게이트)을 결정했다. BREIT는 AUM 700억 달러의 세계 최대 비상장 리츠로 2017년 설립 이후 리테일 투자자에게 연평균 11%의 수익률을 제공해 왔다.

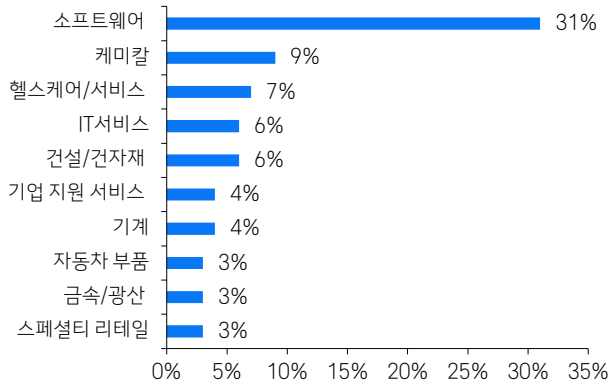
고금리와 상업용 부동산 부실화로 2023년 1월 환매 요청은 역대 최고치인 53억 달러에 달했고 BREIT는 월 2%, 분기 5% 한도를 적용하며 환매 요청 건의 40~67%만 충족했다. 환매 제한은 2022년 11월부터 2024년 2월까지 15개월간 지속되었고 150억 달러가 환원되었다. 블랙스톤은 자산 매각, 포트폴리오 전환 등으로 리츠 정상화 작업을 병행했다.

2024년 2월 환매 요청은 9.6억 달러로 2023년 1월 정점 대비 82% 감소했으며 100% 환매 요청에 충족했다. 이후 2025년 하반기부터 순유입이 전환되었다. BREIT의 NAV는 설립 당시 700억 달러에서 13% 하락, 2023년 수익률은 설정 이후 최저인 -0.5%까지 하락했다. BREIT 사례 역시 비유동 자산에 투자하며 리테일 투자자에게 정기적 환매를 허용하는 세미 리퀴드 구조로 시장 침체 시 유동성 리스크가 커진다는 공통점을 보인다. 통상 하나의 펀드가 환매 사태를 겪으면 다른 펀드도 유사한 상황에 처하는 확산 사례가 나타난다. 당시 Starwood REIT도 BREIT의 환매 제한 이후 유사한 환매 급증을 겪어야 했다.

현재 사모대출 시장의 환매 사태와 다른 점은 건전성의 차이다. 2022년 미국 상업용 부동산 시장은 고금리와 오피스 중심의 수요 저하로 실제 부실화가 진행 중이었다. 현재 사모대출 업계는 부실화율이 후행적으로 나타날 수 있을지언정, 현재 수치상으로 부실화가 진행된 의미 있는 사례는 아직 나타나지 않았다.

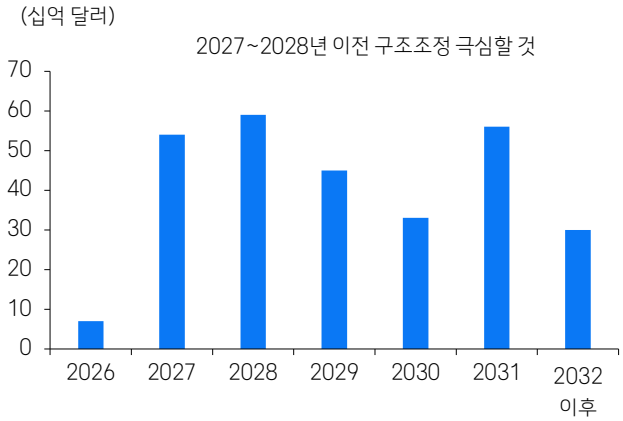
리스크 점검 1) AI disruption 우려: 2월, AI로 인한 소프트웨어 부문의 붕괴 우려는 사모대출 시장에 확산되었다. 사모대출 시장에서 소프트웨어 익스포저는 10%, BDC에서는 18%로 높은 편이다. AI 우려가 급속히 확산되며 1월 기준, 레버리지론 시장에서 부실채권 상위 섹터에 소프트웨어가 진입했다. AI로 인한 소프트웨어의 부정적 영향은 명확하나 시장에 과대 반영되었을 가능성 또한 고려해야 한다. 자율주행차와 로봇 산업 태동에도 여전히 구산업은 존재하는 것이 그 예가 될 수 있다. 소프트웨어 기업은 서비스형 소프트웨어로 급격한 전환을 추구하게 될 것이다. 사모대출 업계는 PE스폰서와 함께 포트폴리오 구조조정과 소프트웨어 기업 워크아웃에 집중할 전망이다.

부실채권 Top 10 섹터별 비중



참고: 레버리지론 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

소프트웨어 부문 대출 만기 도래액



자료: Pitchbook, 삼성증권

소프트웨어와 AI 비교

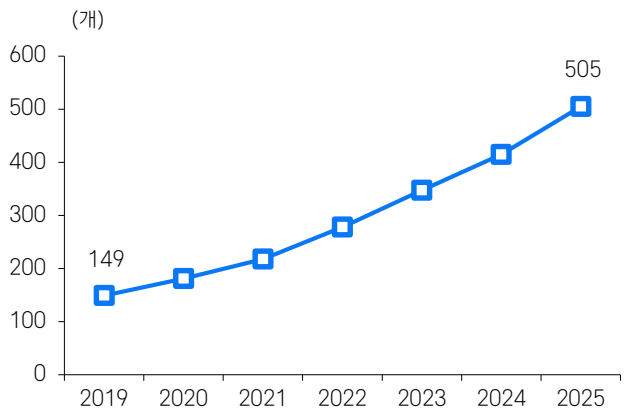
비교	SaaS	AI
유통망	확보된 영업 채널, 장기 계약, 주요 기업과의 신뢰 관계 (특히 전환이 어려운 공공기관, 병원 등에서 중요)	벤더 승인 절차, 조달 네트워크의 단기간 내 복제 어려움
데이터 맥락 (context)	CRM, ERP, HR시스템 등 system of record 독점적 과거 데이터 소유	대규모 LLM은 범용화된 상품 고객 이력, 재고 로드, 코드 저장소에 접근하지 못함
전환비용	기존 SaaS를 걷어내는 마찰 비용 부담 이전 위험 감수보다 기존 벤더에게 AI Copilot 추가 비용 지불이 나을 수 있음	핵심 SaaS 플랫폼 교체는 치명적
보안, 규제	SOC2, ISO인증, 권한 관리 보안 체계	폐쇄형 AI환경(walled garden) 제공이 어려움 LLM을 통한 데이터 유출 리스크

자료: 삼성증권

리스크 점검 2) 에버그린형 상품 급증: 사모대체 상품은 만기가 긴 비유동성 자산이라 기관 중심의 폐쇄형 펀드 위주로 공급되어 왔다. 그러나 2020년 이후 기관 중심에서 개인 투자자로도 투자자 저변이 확대되며 운용사들은 리테일 상품을 다수 출시하기 시작했다. 정부 정책도 k401(퇴직연금)에 사모대체 상품 편입을 추진하는 등 진입장벽을 낮추는 방향으로 전환하며 2025년, 미국 내 에버그린형 펀드는 역대 최대인 500여개로 증가했다. 시장 형성에 기여했으나 이 가운데 검증된 상품도 상당 수일 리스크도 배제할 수 없다.

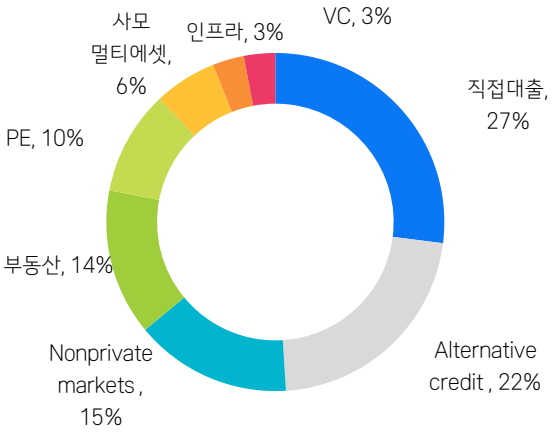
신규 자금 유입 및 차주의 대출 상환→ 유동성 확보의 순환은 환매 요청이 집중될 경우 작동하지 못하고 환매 제한, 자산 매각, 스폰서 자금 투입 등을 택하게 된다. 개인 투자자들은 기관의 장기 자금 대비 시장 변화에 민감하게 반응한다. 즉, 투자심리 약화 시 크레딧 리스크보다 유동성 리스크가 먼저 나타난다는 점이 리스크다. 에버그린 펀드가 유동성에 취약할 수 있음을 시사한 사례라 향후 에버그린형 상품은 더욱 엄격한 기준과 투명한 공시를 적용받을 가능성이 있다.

미국 내 에버그린 펀드 개수



참고: 2025년 11월 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

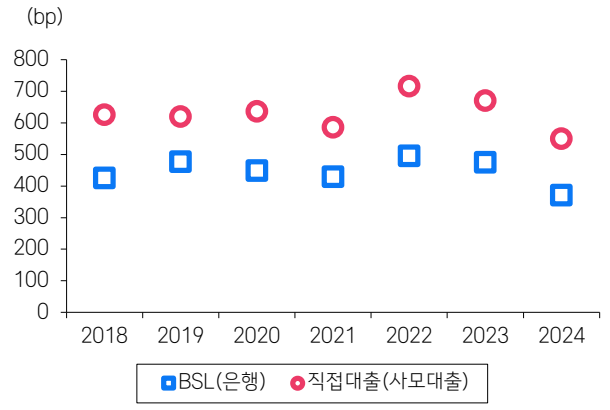
전략별 에버그린 펀드 비중



참고: Alternative credit은 직접대출을 제외한 사모신용 전략 포괄
자료: Morningstar, 삼성증권

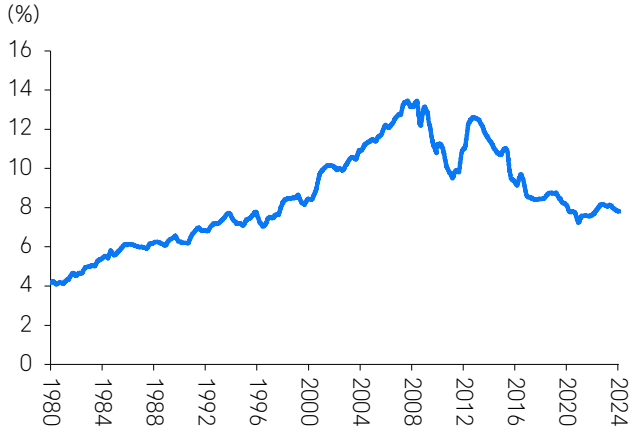
사모대출의 변별: 10여년간 고성장을 해 온 사모대출은 이제 유동성이 충분하고 기관 자금 비중이 높으며, 차주 선별 및 포트폴리오 분산, 기업 포트폴리오의 구조조정 역량이 강한 운용사 중심으로 변별의 시기가 될 것이다. 단기적으로는 환매 대응을 위해 신규 대출을 보수적으로 운용하게 되므로 신규 딜 감소와 자금 모집 부진이 예상된다. 중장기적으로는 과열 경쟁으로 급격한 스프레드 축소를 겪었던 사모대출 업계의 스프레드 재확대의 정상화가 예상된다. 가장 중요한 것은 금융 시스템으로의 리스크 전이 여부일 것이다. 부동산 대비 사모대출 시장 규모는 더욱 크지만 부동산 대비 유동성 확보나 자산 매각은 비교적 덜 어렵다는 점, 은행의 NDFI 대출 비중은 금융위기 전후 18%에서 현재 11%라는 점, 대형 운용사 위주로 자산 매각 및 유동성 확보로 관리에 나서고 있다는 점은 시스템 리스크 전이 가능성을 낮추는 요인이다.

그림 1. BSL과 직접대출 스프레드



참고: SOFR 대비 스프레드, 직접대출은 유니트랜치 대출 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

그림 2. 은행 총 부채 대비 NDFI 대출 비중



자료: FRED, 삼성증권

사모대출 용어 정리

용어(영문)	개념	설명
Non-Traded BDC	비상장 BDC	증권거래소에 상장되지 않은 BDC. 주로 리테일/고액자산가 대상으로 판매. 주식처럼 매일 거래 불가하고 분기별 환매(Tender Offer)로만 유동성 제공
Traded BDC	상장 BDC	NYSE 등 거래소에 상장된 BDC. 매일 주식처럼 매매 가능. OBDC(Blue Owl 상장 BDC) 시장가로 거래되므로 NAV 대비 할인/프리미엄 발생
Evergreen Fund / Perpetual Fund	에버그린 펀드 /영구형 펀드	만기가 정해져 있지 않은 개방형 사모펀드. 일정 조건 하에 수시로 신규 자금 유입/환매 가능 BCRED, HLEND 등 비상장 BDC의 구조. 전통적 폐쇄형 펀드(7~10년 만기)와 대비
Semi-Liquid Fund	세미리퀴드 펀드	완전한 유동성(공모펀드)과 완전한 비유동성(폐쇄형 PE) 사이의 구조 분기별 제한적 환매를 제공하지만 기초자산은 비유동 자산
Redemption Gate	환매 게이트	펀드가 환매 요청을 제한. 한도(보통 분기 NAV의 5%)를 초과하는 환매 요청이 들어오면 한도까지만 충족하고 나머지를 이연
Tender Offer	공개매수/환매 제안	비상장 BDC가 투자자에게 주식을 되사겠다고 제안하는 정기적 절차 보통 분기별로 NAV 비율(2~5%)까지 매입. 투자자는 참여 여부를 선택
Redemption Queue	환매 대기열	환매가 이연된 투자자의 요청이 다음 분기로 이월되어 순서대로 처리되는 대기 구조
Lock-up Period	의무보유기간	투자 후 일정 기간(6개월~2년) 환매 요청 불가 기간. 세미리퀴드 펀드의 초기 유동성 안정화 장치
Return of Capital	자본환원	투자 수익이 아닌 원금의 일부를 투자자에게 반환하는 것. Blue Owl OBDC II가 환매를 폐지하고 자산매각 수익으로 자본환원하는 방식으로 전환한 것이 이 사례
Direct Lending	직접대출	은행 신디케이션 없이 사모대출 펀드가 기업에 직접 대출, 사모대출의 가장 핵심적 전략
Senior Secured Loan / First Lien	선순위 담보대출	차주의 자산에 1순위 담보권이 설정된 대출. 사모대출에서 가장 보수적인 형태
Unitranche	유니트랜치	선순위와 후순위를 하나의 대출로 통합한 구조. 차주에게는 단일 대출자/단일 금리의 편의성, 대출자에게는 블렌디드 수익률 제공. 사모대출에서 가장 일반적인 구조 중 하나
Covenant	약정조항/커버넌트	대출계약에 포함된 차주의 재무/행위 제한 조건. 재무적 커버넌트(부채비율 유지 등)와 비재무적 커버넌트(추가 차입 제한 등)로 구분
Covenant-Lite (Cov-Lite)	커버넌트 라이트	재무적 유지 약정이 없거나 완화된 대출. 차주에게 유리하나 대출자 보호 약화
PIK (Payment-in-Kind)	현물이자지급	현금 대신 추가 대출(원금 증가)로 이자 지급. 차주의 현금흐름 부담을 줄이나 대출자의 현금 수취가 지연됨
OID (Original Issue Discount)	발행할인	대출이 액면가 이하로 발행되는 것. 차이가 대출자의 추가 수익. 시장 환경에 따라 OID 폭 변동
Vintage	빈티지	펀드가 투자를 집행한 시점(연도). 시장 환경에 따라 빈티지별 수익률 차이가 큼
Middle Market	중견기업 시장	연매출 1천만~10억 달러 또는 EBITDA 1천만~1.5억 달러의 기업군을 사모대출의 주요 차주 시장
Leveraged Loan	레버리지드 론	투자적격 이하(BB+) 등급의 기업 대출. 신디케이션을 통해 은행/기관에 분배. 사모대출과 경쟁/보완 관계
Syndication	신디케이션/대주 구성	하나의 대출을 여러 금융기관이 나누어 인수. 사모대출의 직접대출(Direct Lending)은 신디케이션 없이 단일/소수 대출자가 전체 인수하는 차이
Sponsor-Backed	스폰서 지원	PE가 소유한 기업에 대한 대출. LBO(차입매수) 자금의 상당 부분이 사모대출로 조달 스폰서의 자금력이 추가적 신용 보강 역할
Non-Sponsor	비스폰서	PE 지원 없이 독립적으로 운영되는 기업에 대한 대출. 상대적으로 위험이 높으나 높은 스프레드
Credit Enhancement	신용보강	후순위 출자, 초과담보, 보증 등을 통해 선순위 투자자의 위험을 경감하는 구조 이번 블랙스톤의 BCRED에 4억 달러 출자도 일종의 Credit Enhancement

자료: 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA