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

사모대출 환매 압박, 과거 사례를 거울삼아 볼 때

계속되는 리테일 사모대출 펀드 환매 압력

몇 주째 리테일 기반 주요 사모대출 펀드의 환매 요청 소식이 끊이지 않고 있는 가운데, 운용사별 대응 방식도 제각각이다. 예를 들어 Blue Owl Capital의 OBDC II는 환매 구조를 종료하고 자본 반환 방식으로 전환하였다. Blackstone의 Blackstone Private Credit Fund (BCRED)는 환매 요청이 증가하는 가운데 운용사 및 임직원 자금을 추가 투입하며 환매를 지급하고 있다. 한편, BlackRock과 Cliffwater의 리테일 사모대출 펀드들은 환매 요청 증가 속에서 한도 적용을 통해 유동성을 관리하고 있는 것으로 확인되었다.

과거 리테일 부동산 펀드 환매 사례 살펴보면..

현재 상황을 이해하기 위해 과거 리테일 사모펀드의 환매 사례를 살펴볼 필요가 있다.

대표 사례가 2022년 이후 발생했던 Blackstone Real Estate Income Trust (BREIT)와 Starwood Real Estate Income Trust (SREIT)이다. 두 펀드 모두 리테일 투자자 대상의 비상장 부동산 펀드였고 정기 환매 구조를 가지고 있었다. 일반적으로 월 NAV의 약 2%, 분기 NAV의 약 5% 수준에서 환매가 허용되는 구조였으며, 펀드 보유 자산은 상업용 부동산(CRE)이었다. 환매는 정기적으로 가능했으나, 자산은 단기간에 현금화하기 어려웠다. 즉 지금 private credit 펀드와 마찬가지로 구조적으로 유동성 미스매치가 존재하는 펀드였다.

당시 환매 압력의 배경 역시 기초자산 시장의 불안이었다. 2022년 이래 금리가 급등하면서 CRE 가격 훼손 및 구조적 수요 붕괴 우려가 커졌다. 이에 리테일 투자자들의 환매 요청이 증가해 펀드 규정 한도를 넘자, BREIT과 SREIT는 모두 환매 제한되었다.

BREIT의 경우, 2022년 말부터 약 15개월 동안 환매 제한이 유지되었는데 동 기간에 상업용 부동산 시장은 상당한 자산 가격 조정과 포트폴리오 재편이 일어났다. 이후 2024년 점차 환매 요청이 감소했으며, 펀드는 정상적인 환매 구조로 복귀하였다. 이 과정에서 University of California Investments가 약 40억 달러 규모 투자를 집행한 점도 펀드 안정에 크게 기여하였다. 즉 당시 리테일 펀드의 환매 안정은 환매 제한 직후보다 기초자산 시장의 가격 조정이 상당 부분 진행되고 신규 자금이 유입되며 나타날 수 있었다.

private credit 시장의 대응과 기관 투자자의 관망

현재 private credit 시장도 비슷한 갈림길에 들어가는 모습이다. 일부 펀드는 구조 변경이나 자산 매각을 통해 run-off에 가까운 형태로 이동하고 있고, 일부는 유동성을 유지하며 환매 요청을 수용하고 있다. 다만, 지금까지는 BREIT 사례처럼 대형 기관 자금이 유입되며 시장 안정 신호가 나타났다는 징후는 제한적이다. 오히려 주요 기관 투자자들은 지분 매각 가능성을 열어두고 상황을 관망하는 국면에 가깝다는 분석이 우세하다. 기관 투자자는 구조적으로 환매를 요구할 수 없기에 필요할 경우 세컨더리 시장에서 LP 지분을 매각하는 방

식으로 유동성을 확보할 수 있다.

NAV와 실제 거래 가격 괴리. 그리고 이벤트 드리븐 헤지펀드의 등장

환매 대응 과정에서 대출 자산 매각이 늘어나면 유동성이 제한된 시장에서 포트폴리오는 할인된 가격에 거래될 수밖에 없다. 이는 펀드 NAV 축소로 이어질 수 있고, 동시에 환매 지급으로 펀드 규모 역시 축소된다. 이후 신규 투자 확대가 제한되면서 운용 가능한 대출 자산이 감소하게 되고, 이는 결국 이자 수익 조정으로 이어질 수 있다. 이러한 환경에서는 펀드가 신규 투자를 확대하기보다 기존 대출 회수 중심의 run-off 운용으로 이동할 가능성이 높다. 최근 OBDC Ⅱ에서 나타난 구조 전환 역시 이러한 우려를 자아낸다.

지속되는 헤지펀드들의 움직임 또한 시장 불안을 확산시키고 있다. Saba Capital Management와 Cox Capital은 OBDC Ⅱ 지분을 NAV 대비 약 33% 할인된 가격에 매입하는 공개 제안을 진행했다. 환매 압력 속에서 유동성이 제한된 펀드 구조가 할인 거래 기회를 만들 수 있다는 점을 노린 전략으로 해석된다. 블루아울 펀드 측은 이러한 제안이 장기 가치 대비 과도한 할인이라고 반박했다.

과거에도 유동성이 제한된 펀드의 경우, NAV와 실제 거래 가격 사이에 괴리가 발생하기 쉽고, 이벤트 드리븐 헤지펀드들은 이러한 할인 구조를 활용해 지분 매입이나 공개 제안을 시도하는 경우는 존재해왔다. 다만, 헤지펀드들의 할인 매입 시도는 NAV와 실제 거래 가격 사이의 괴리가 여전히 시장 변수로 남아 있음을 보여준다. 결국 시장이 확인하고 싶은 것은 장부 NAV가 아니라 실제 거래 가격 소식일 것이다.

향후 Private Credit 시장 내 전환 포인트는 환매 대응 과정에서 나타나는 자산 매각 가격, 리테일 펀드의 환매 요청 흐름, 그리고 기관 자금 유입 여부 속에서 드러날 가능성이 높다.

도표 1. 과거 비상장 부동산 펀드 환매 사례

펀드	환매 구조	환매 압력 발생	제한 / 대응	환매 제한 기간	주요 특징
Blackstone Real Estate Income Trust (BREIT)	월 2%/ 분기 5% 환매 허용	2022 년 말	환매 요청이 한도를 초과하면서 환매 제한 적용	약 15 개월 (2022.11 ~ 2024 초)	약 $13.8B 환매 지급 후 정상화
Starwood Real Estate Income Trust (SREIT)	월 2% / 분기 5% 환매 허용	2022~2023	환매 제한 후 월 0.33%/ 분기 1%까지 축소	환매를 허용하나, 제한적 처리 (2024~2026)	환매 대기 존재

자료: 하나증권

도표 2. 리테일 사모대출 환매 이슈 정리 (2025~2026)

시점	운용사	펀드	규모	환매 요청	대응
2026 Q1	Blackstone	Blackstone Private Credit Fund (BCRED)	약 $82B	7.9% 환매 요청	환매 7.9% 승인, 운용사·임직원 $400M 투자
2026 Q1	Cliffwater	Corporate Lending Interval Fund	약 $33B	14% 환매 요청	7%만 환매 승인, 일부 대출 매각 검토
2026 Q1	Morgan Stanley	North Haven Private Income Fund	약 $7.6B	10.9% 환매 요청	5% 환매 제한
2026	BlackRock	HPS Corporate Lending Fund (HLEND)	약 $26B	9.3% 환매 요청	5% 환매 제한
2025~2026	Blue Owl Capital	Blue Owl Capital Corp II (OBDC II)	약 $1.6B	환매 증가	환매 중단 → run-off 전환 우려 존재

자료: 하나증권

도표 3. OBDC II 할인 매입제안에 대한 블루아울 대응 (블루아울 보도자료 인용)

Blue Owl 발표 내용 (인용)	해석	시장 의미
“The Board unanimously recommends that shareholders reject the unsolicited minority tender offer.”	이사회가 헤지펀드 제안 거절 권고	할인 매입 시도 방어
“The offer price represents a discount of approximately 33.2% to NAV.”	제안 가격이 NAV 대비 약 33% 할인	NAV 와 실제 거래가격 괴리 발생
“An attempt to capture value at the expense of OBDC II shareholders.”	헤지펀드가 기존 투자자 가치 희생시키며 차익 확보 시도	이벤트 드리븐 전략
“The offer price is inadequate and substantially undervalues OBDC II's assets.”	제안 가격이 펀드 자산 가치를 심각하게 과소평가	운용사의 NAV 방어
“Cox and Saba conducted no independent analysis of their offer.”	제안 가격이 독립적인 가치평가 없이 제시됐다고 주장	헤비펀드의 가격 정당성 공격
“Tendering will prohibit shareholders from receiving future distributions.”	매각 시 향후 배당 및 자본환급 포기	보유 유지 유도
“Return of capital distribution representing 30% of NAV.”	NAV 기준 자본 반환 진행	할인 매입보다 유리한 대안 제시
“Shareholders expected to receive 50% or more of net assets in 2026.”	2026 년 NAV 의 절반 이상 환급 예정	유동성 문제 완화 시도

자료: Blue-Owl-Capital Board, 하나증권