| Industry In depth | Collaboration | 크레딧 · 금융 | 2026. 3. 24 |

사모대출 순항에서 난항으로

Part Ⅰ 크레딧: 사모대출 리스크, A to Z
Part Ⅱ 금융: 춘래불사춘(春來不似春)

LS증권

크레딧
Analyst **조수희**
shcho@ls-sec.co.kr

금융
Analyst **전배승**
bsjun@ls-sec.co.kr

LS증권 크레딧 담당 **조수희**, 금융 담당 **전배승** 입니다.

블루아울 이슈로 촉발된 사모대출 리스크가 펀드런 사태로의 확산조짐을 보이고 있습니다.
국지적인 유동성 경색과 함께 신용 스프레드 상승, 금융시장 내 위험회피심리 강화가 예상됩니다.

하지만 펀드런은 뱅크런과 달리 투자자와 운용사로 손실이 국한되기 때문에 **금융위기 발생 가능성은 낮다고** 판단합니다.
일부 은행과 보험사의 익스포져가 관찰되지만 규모와 전염성 측면에서 2008년 금융위기 당시와는 확연한 차이가 있습니다.

다만, 리스크가 표면화될 경우 금융시장 충격은 일시적인 반면 **실물경기와 산업에 미칠 부정적 영향**은 장기간 지속될 가능성이 높습니다.
사모신용은 AI 등 성장산업의 자금조달 재원으로 활용되어 왔기에 부실우려는 조달비용 상승과 신규투자(Capex) 둔화를 의미합니다.
JP모건 등 일부 금융사들은 선제적으로 담보가치를 하향하는 등 대출태도 보수화에 나선 모습입니다.

국내에도 기업성장펀드(BDC)가 도입되면서 사모대출 시장의 개화를 알리고 있습니다.
최근 리스크 요인들이 부각됨에 따라 해외와 마찬가지로 규제강화 조치가 동반될 것으로 보입니다.

금융권 내에서는 증권사와 보험사가 직간접 익스포져를 보유하고 있으며, 관련손실 인식 혹은 투자수익률 하락 영향이 예상됩니다.
리테일 채널에 판매된 사모대출펀드에서 손실이 발생할 경우 불완전판매 이슈가 제기될 수 있습니다.

사모대출 리스크의 실체를 파악하고 증시와 크레딧, 금융주 투자판단에 도움이 되시길 바랍니다.

감사합니다.

Contents

사모대출 | 순항에서 난항으로

Part I
04 크레딧: 사모대출 리스크, A to Z
1. 사모대출 시장 개요
2. 최근 점증하는 미국 사모대출 관련 리스크
3. 사모대출 관련 8가지 FAQ

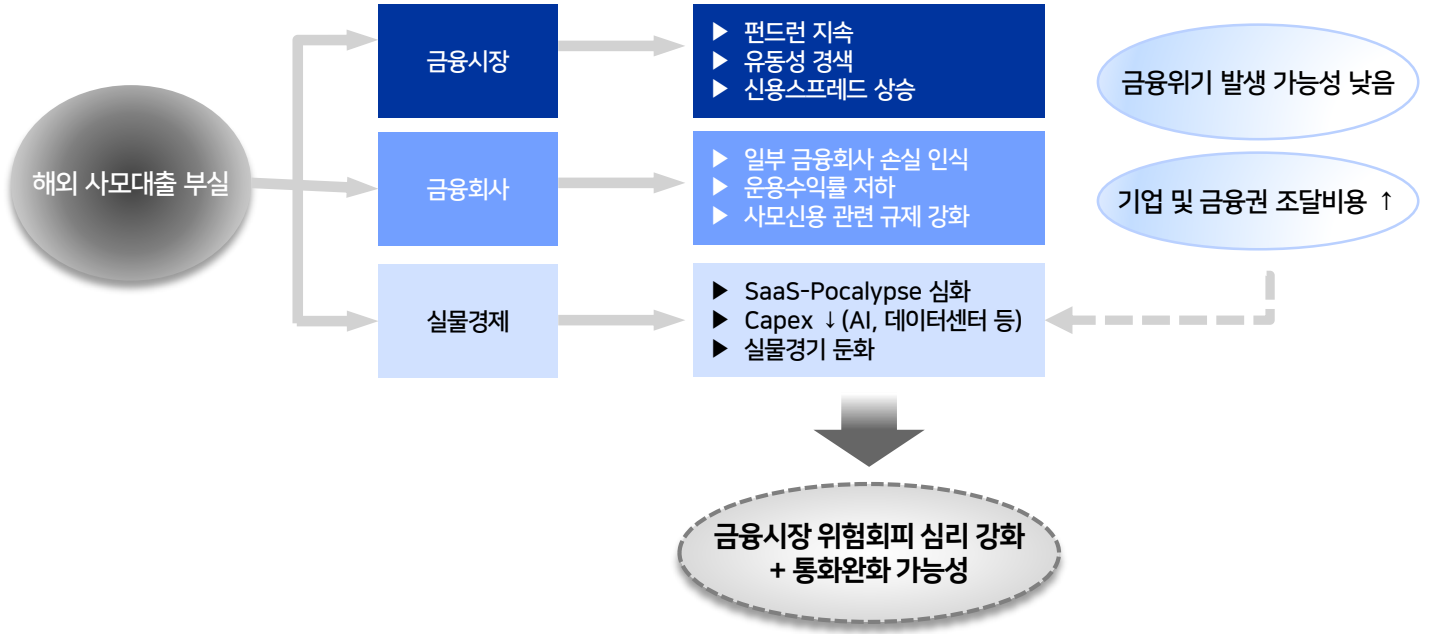
Part II
32 금융: 춘래불사춘(春來不似春)
1. 해외 사모대출 리스크와 금융주
2. 금융위기 발생가능성과 펀드런의 나비효과
3. 국내 사모대출시장 개화와 금융업종 영향

Summary

● 금융위기 발생 가능성 낮으나 실물경제 부정적 파급효과 경계

- 펀드런 지속에 따른 금융시장 내 유동성 경색과 신용스프레드 상승 가능성. 크레딧 시장 충격은 제한적
- 일부 금융회사 손실인식과 운용수익률 저하 예상. 국내 BDC 도입 국면에서 사모대출 관련 규제강화 불가피
- 궁극적으로는 AI 관련 성장기업의 조달비용 상승과 Capex 둔화 압력으로 작용 → 실물경기 둔화 가능성 내포

사모대출 리스크의 금융권 영향



자료: LS증권 리서치센터

Part I

크레딧: 사모대출 리스크, A to Z

조수희 | shcho@ls-sec.co.kr

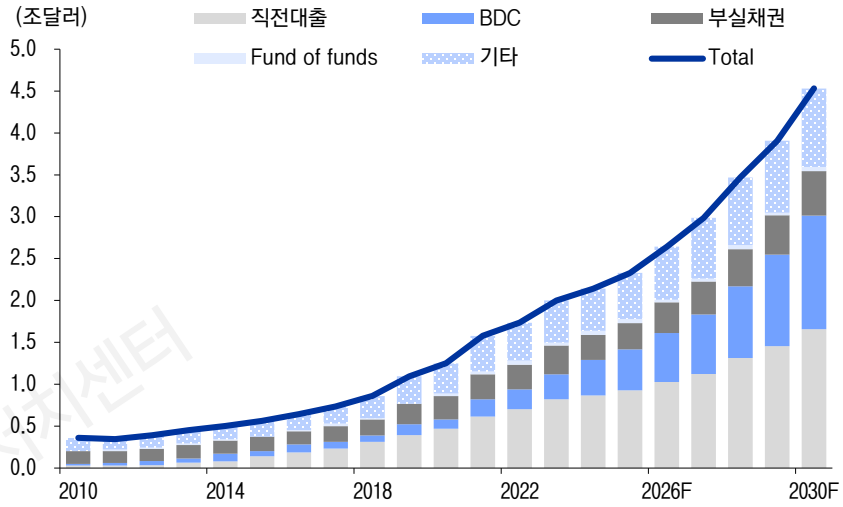
미국 사모대출發 리스크 점검

- 사모대출 시장 개요
- 최근 점증하는 미국 사모대출 관련 리스크
- 사모대출 관련 8가지 FAQ

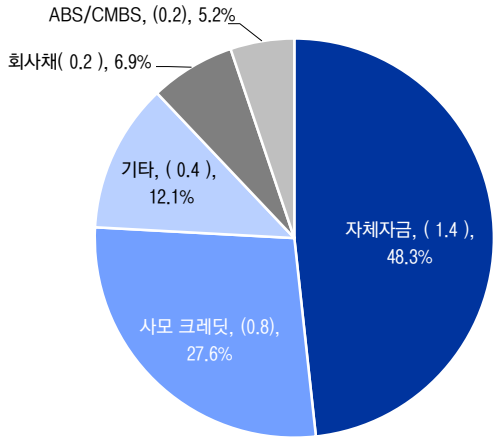
사모대출 시장 개요

구분	내용
사모대출 현황	-은행이 아닌 사모펀드, 대체자산운용사 등 비은행 금융기관이 민간기업에 직접 대출하거나 회사채를 비공개 방식으로 거래하는 신용 -최근 15년간 글로벌 자본시장에서 성장세가 큰 분야 중 하나, 미국 등 자본시장 발달지역에서 성장세 두드러짐 -2010년 도드-프랭크법 도입 이후, 은행권의 대출심사 보수화되며 사모대출(Shadow) 시장 성장 -상업은행 중심 금융구조인 아시아지역은 초기단계이나, 최근 국내 금융사와 제휴 사례 증가 - 상대적으로 높은 수익성과 낮은 변동성이 투자매력요인 -최근 10년, 보험사 운용자금 유입 확대 -사모대출이 금융시장의 숨은 뇌관 등으로 거론되며 규제 강화 움직임(유럽 AIFMD 2.0 등) -최근 SaaSpocalypse와 관련되어 리테일 센티먼트 악화 ('25.BIS 추정 리테일 비중 13%
구조의 취약점	-불투명성(공시 제한, Mark to Model) -문서약화(Cov-lite 확대) -PIK(현물납부) 증가
관전 포인트	-향후 AI 인프라 투자에 관여 정도 -최근 우려 요인들 경과 추이 (유동성 스트레스와 기초자산 부실 우려)

글로벌 사모대출 시장 규모



Hyperscaler의 자금조달 전망(Morgan Stanley)



자료: Bloomberg, Morgan Stanley, LS증권 리서치센터

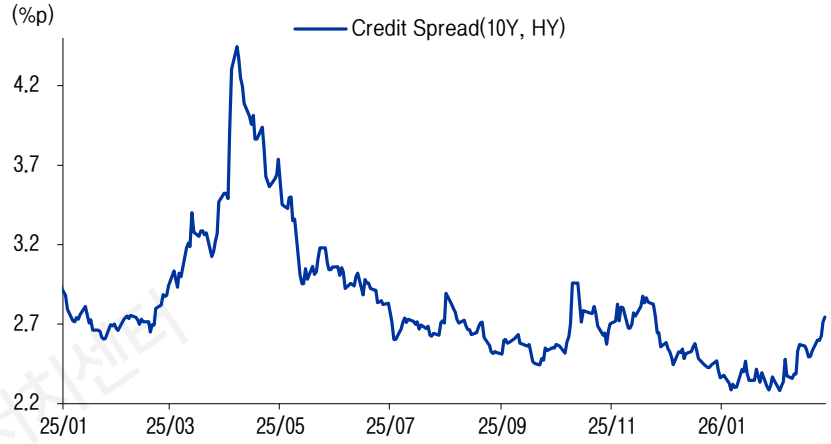
최근 점증하는 미국 사모 대출 관련 리스크

최근 사모대출 관련 Event

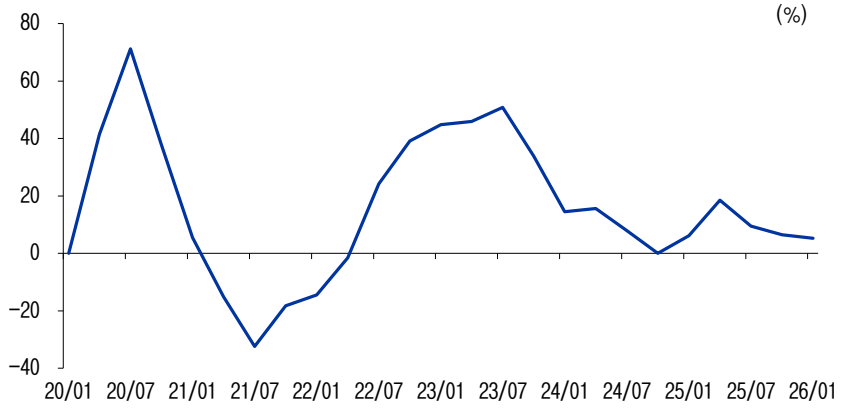
시기	주요사건 및 위기 조짐	영향 및 결과
'25.10	Tricolor Holdings (미국 자동차 대출사) 파산	자산기반금융(ABF) 시장의 담보 조작 Fraud 사건(중복 담보)
'25.11	블루아울의 OBDC II -OBDC간 합병 발표 및 철회	비상장 BDC인 OBDC II와 상장 BDC인 OBDC의 합병 추진 및 무산, 사모대출 시장 불안 확대의 계기
'25.12	First Brands(부품 제조사) 파산	글로벌 금융기관의 포트폴리오 기업 부실 가시화
'26.01	영국 Century Capital 파산	영국 내 브릿지론(단기 담보대출) 시장 유동성 우려
'26.02	미국 블루아울의 비상장BDC, OBDC II 환매 중단 선언	비상장 BDC 등 사모대출 분야의 유동성 우려
	MFS 파산 (Market Financial Solution)	G-SIB (바클레이즈 등)의 손실 발생
'26.03	BCRED 환매 압력 확대 (Blackstone Retail Fund)	일시조치로 환매 요청 모두 수용 (운용사/임직원 자금 투입)
	HLEND, CCFLX 등 Retail Fund 환매 압력 확대	전면 혹은 부분 Gating 실시 (분기 한도까지만 환매 수용)
	JP Morgan, 사모대출 관련 담보가치 하향 조정	은행의 사모대출 관련 레버리지 스탠스 보수화 시사

자료: 언론 취합, Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국 HY Spread 최근 확대되었으나, '25.4월보다는 낮은 수준



SLOOS(은행 대출태도 서베이) 지수는 20% 이내('25.4Q)



* SLOOS 지수(Senior Loan Officer Opinion Survey, 은행 대출행태 설문조사)
- 20% 이상을 경색 신호로 보는 경우 많음

사모대출 관련 8가지 FAQ

1. 사모대출로 인한 시스템적 금융위기 발생 가능성은?
2. 사모대출도 Layered Leverage 라는데, '08년과 다른점은?
3. 최근 미 사모대출 상황은 실질적 펀드런이라고 할 수 있지 않나?
4. PIK로 인해 부도율이 임계점을 넘는 구간에서 빠르게 상승할 가능성은?
5. SaaSpocalypse의 여파는?
6. 미국 보험사 운용자금을 사모대출펀드가 운용하는 경우 리스크는?
7. AI 인프라 투자에 사모대출이 활용되는 데 따른 리스크는?
8. 사모대출 리스크가 국내 크레딧 시장에 미치는 영향은?

자료: LS증권 리서치센터

Q1. 사모대출로 인한 시스템적 금융위기 가능성은?

A. 현재로선 '08년형 시스템 금융위기 가능성은 제한적이라고 판단한다. 은행권의 직접 손실 전이 채널(은행권의 사모신용 관련 대출 등)이 상대적으로 크지 않고, 상당수 펀드 구조가 환매 제한을 두고 있으며, '08년의 합성파생/재증권화 중심 구조와는 차이가 있기 때문이다. 은행/보험/사모펀드 간 연결성 확대와 불투명한 Valuation은 중기 리스크 요인으로 생각된다.

'08년 글로벌 금융위기와 비교

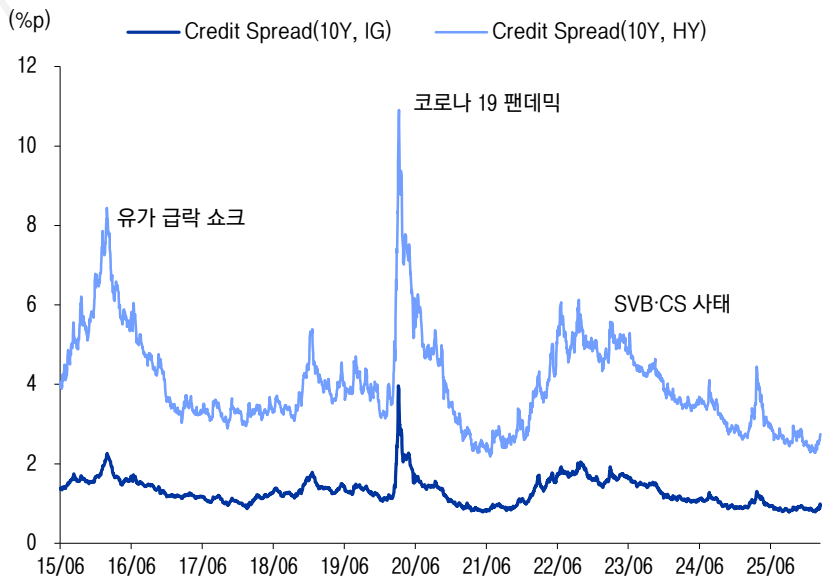
- '08년 글로벌 금융위기는 전면적 시스템 위기로, 부동산 시장에 대한 집중적 투자도 문제였으나, 재증권화 구조를 활용한 부실 파생상품의 광범위한 판매가 주된 요인
- 금번 사모대출 관련 불안감은 "사모" 특유의 불투명성 및 위험 과소 평가 가능성 (1)자료 공시 제한, 2) 건전성 및 실적 지표의 후행성, 3) Cov-lite 및 PIK 확대)에 기인
- 최근 센티먼트 악화는 중소 소프트웨어 기업들(특히, '20~'22년 초저금리시기 및 코로나 시기, 높은 Valuation으로 투자된 기업들)의 수익성 악화 등 부실 가능성
- 유동성 스트레스(리테일펀드의 환매 압력 확대)는 불안감 확대 및 센티먼트 악화에 따른 현상이나, 공시자료가 제한적인 사모대출 시장 흐름 파악의 factor 중 하나

'08년 글로벌 금융위기와 비교

	GFC 글로벌 금융위기 (2008, 서브프라임/CDO)	사모대출 리스크 점증 (2025~2026, 금융위기 국면은 아님)
위기 발생 원인	서브프라임 모기지&CDO부실, 파생시장 규모 크고 레버리지 수준 파악 어려움	언더라이팅 부실(사기), 차주 수익성 악화 우려에 따른 센티 악화
위기 성격	시스템적 리스크(Systemic)	-신용/투명성 위기(Credit/Trust) -펀드/투자자의 리스크 확대
기초자산	주택 담보 대출 (특정 섹터 집중)	중소기업 대출, 부동산 대출 등 (투자 섹터 다양)
전염 경로	-은행 간 파생상품 연쇄 디폴트 -주택대출 재증권화/CDS 확산	-은행보다는 자산운용사 중심 구조 -은행 대출 태도 강화 가능성은 존재 -부분적 신용경색 야기 가능성 내재
손실 전파 속도	시가평가, 담보콜, 강제청산 등 진행 과정에서 빠르게 진행	비상장·사적평가 비중이 높아 손실 및 위기 의식 전파 느리게 진행될 가능성. 차환 실패, covenant stress, 은행 대출 한도 축소 등을 통한 노이즈 지속 가능성
Layered leverage (은행 관여도)	MBS-CDO-Synthetic CDO (은행의 파생상품 익스포져 大)	차주-펀드-대주에 대한 대출 (은행의 대출 익스포져 제한적)

자료: 언론 취합 등, Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국 크레딧 스프레드 추이



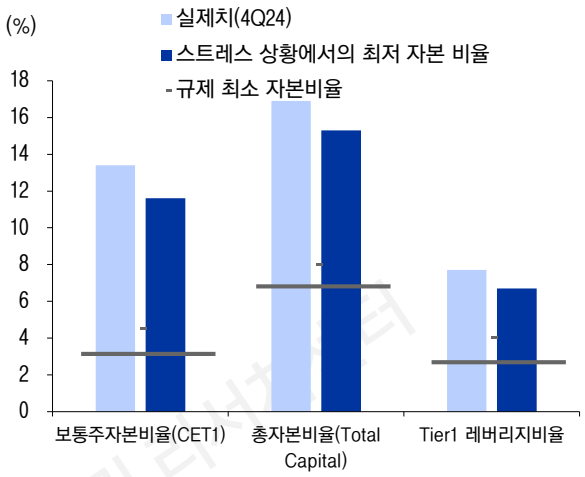
시스템적 금융위기 가능성 낮다는 판단 이유

- **미국 은행권의 사모대출 관련 대출은 제한적 수준**
  - 미국 은행권의 사모대출 규모는 약 3,000억달러, 웰스파고와 뱅크오브아메리카 등 5개 은행이 1,700억달러 보유
  - 사모대출은 미 은행권의 비은행금융기관대출 1.8조달러에 포함, 총대출 13조달러 대비로는 약 2% 비중에 불과

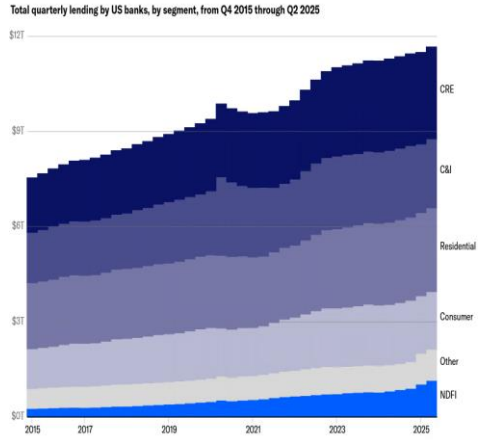
- **대형 은행들의 자본건전성과 NBFI에 대한 제한적 대출 비중, 사모대출의 다각화된 기초자산 섹터와 제한적 리테일 투자 비중 등 감안**

- **대형 금융기관들의 자본건전성('25.6월)은 스트레스 상황 가정한 경우에도 규제비율을 대폭 상회하는 양호한 수준(FED)**

연준 – 은행 스트레스 테스트

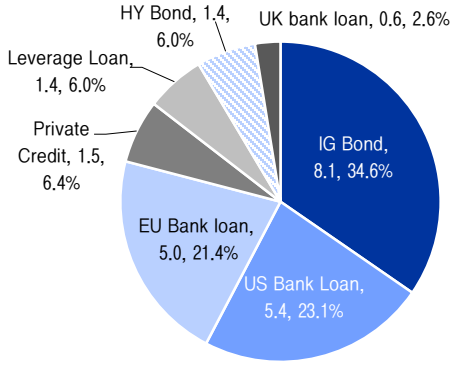


미국 상업은행 종류별 대출 잔액 추이(Moody's)

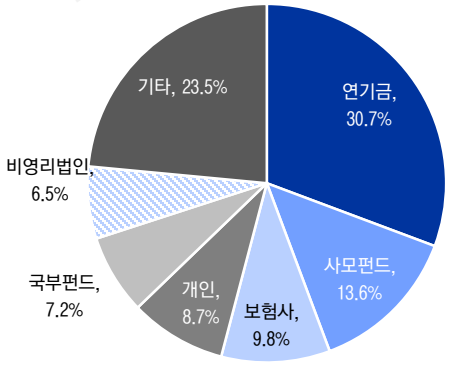


사모 대출 규모가 금융시장 내 제한적 비중

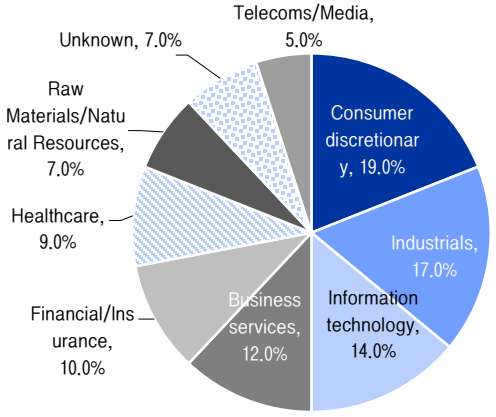
Global 자본시장('24년, $ tln)



사모대출의 투자자 유형별 비중



사모 대출의 섹터별 비중



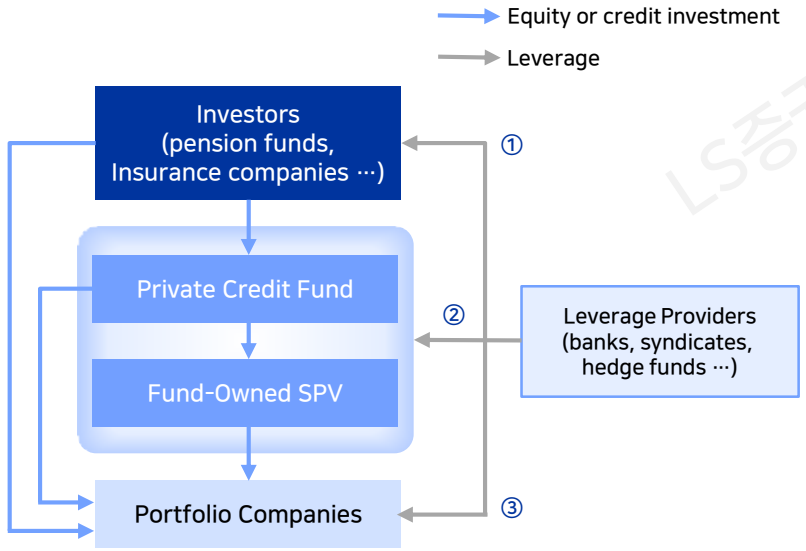
자료: FED, Moody's, IMF, Preqin, LS증권 리서치센터

Q2. 사모대출도 Layered Leverage라는데, '08년과 다른점은?

A. 사모대출도 다층 레버리지 구조를 갖지만, '08년의 서브프라임 위기와 동일하지는 않다.
'08년에는 주택담보대출이 MBS→CDO→Synthetic CDO 등의 파생상품으로 Layered 되었으며, 구조가 매우 복잡하여 투자자가 기초자산이나 관련 레버리지 수준을 파악하는 것이 불가능한 정도였다. 또한, 마진콜 등을 통해 위기가 빠르게 전이되었다.
금번 사모대출의 경우 주로 차주→ 펀드/SPV →운용사(Sponsor) → 대주 단위 대출로 Layered되어 있는데, 대출 중심으로 구조가 상대적으로 덜 복잡하다. 특유의 폐쇄성과 비유동성으로 위기 전파 속도도 상대적으로 느릴 것으로 보인다.
다만, 불투명한 밸류에이션(Mark-to-model)과 PIK 등을 통한 숨은 레버리지는 별도의 취약점이다.

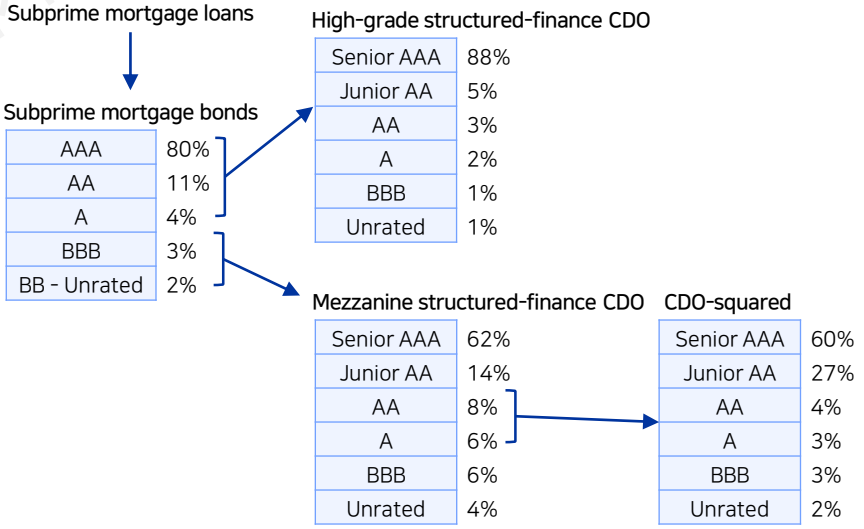
LS증권 리서치센터

사모대출의 다층적 레버리지 구조



IMF, Global Financial Stability Report(2024.04)

'08년 서브프라임 모기지를 기초자산으로 파생된 다층적 레버리지 구조



IMF, Global Financial Stability Report(2008.04)

자료: IMF, LS증권 리서치센터

Q3. 최근 미 사모대출 상황은 실질적 펀드런이라고 할 수 있지 않나?

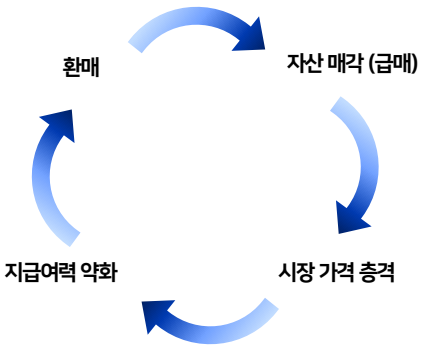
A. 현재 사모대출 관련 상황을 '시스템 차원의 펀드런'으로 보기는 어렵지만, 리테일이 참여한 사모대출·Semi-liquid 펀드에서 분기별 환매 한도까지 환매 요청이 몰리거나, 일부 펀드가 환매를 제한하는 사례가 늘고 있다는 점에서 '개별 리테일 펀드 단위의 실질적 펀드런 국면'으로 볼 수 있다고 생각된다.
다만, 펀드런은 환매용이성이 낮다는 점에서 뱅크런과 다르고, 관련 여파도 느리게 전개되는 경향이 있다.
펀드 단위 유동성 스트레스가 심화될 경우, 리테일 펀드의 환매 압력 지속, 기관 펀드의 NAV 하락으로 관련 투자자 평가손실이 커질 수는 있다.
관련 차주의 리파이낸싱 압박 등 자금 조달 환경 악화 및 디폴트 가능성 확대로 이어지며 기초자산 펀더멘털에 일부 영향을 줄 가능성도 있다.
최근 사모대출펀드의 실질적 펀드런은 펀드 투자자의 투자손실 확대 가능성과 리파이낸싱 압박이 핵심이라고 본다.

'23년 SVB 사태(뱅크런)와 비교

구분	SVB 사태(2023, 뱅크런)	사모대출 리스크 점증(2025~2026, 펀드런 가능성)
발생 원인	고금리에 따른 국채 평가손실&뱅크런	차주 수익성 악화 우려 등에 따른 센티 악화
위기 성격	• 유동성 위기(Liquidity) • 국지적/일시적 신용경색	• 신용/투명성 위기(Credit/Trust) • 펀드/투자자의 리스크 확대
기초자산	미 국채 및 MBS(우량자산)	중소기업 대출, 부동산 대출 등
가격구조	액면가(Par Value) 보장	순자산가치(NAV) 변동
투자자	선착순 원칙(First-come, First-served), 늦게 찾으면 원금을 못 받을 수 있다는 공포	선취매 이득(First-mover advantage), 가치 하락 전 먼저 팔려는 전략
진행 속도	• 매우 빠름(디지털 뱅킹으로 가속화)	• 상대적으로 느림(환매 주기 및 환매제한에따른 시차 발생) • 비상장·사적평가비중 높아 손실 및 위기의식 전파 느리게 진행될 가능성 • 차환 실패, covenant stress, 은행 대출한도 축소 등을 통한 노이즈 지속 가능성
경로	신뢰 훼손 → 예금 인출 급증 → HALQ 매각/중앙은행 차입 → 대출 축소/자산매각 → 은행채/자금시장 경색 → 실물경제 신용경색 가능성	성과부진/불확실성 등 → 자산 매각 → Fire sale/NAV 하락 → 투자자 심리 전염 → 차주 리파이낸싱 압박 등 확대
leverage	보통예금(Deposit)	대주 및 은행으로부터 조달한 차입금 (차주-펀드-자산운용사(Sponsor)의 leverage)
은행 관여도	디지털 은행의 뱅크런으로 인한 파산 사례	은행의 사모 대출 관련 익스포져 제한적, 최근 보수화 조짐
규제 관련 이슈	바젤III 미적용 중소은행 취약성	사모 시장의 비공식성
정부/당국 대응	예금 전액 보장 및 유동성 공급(BTFP)	규제 강화 유도 및 추진

자료: BIS, LS증권 리서치센터

펀드 환매런의 광범위한 확산 여파의 리스크(Negative Case)



리테일펀드의 환매 압력 확대 : 블루아울 환매사태

● '26.2월 Blue Owl의 비상장 BDC인 OBDC II의 환매 중단으로 사모대출의 부실 우려 재점화

- '25.11월 Blue Owl의 비상장 BDC인 OBDC II와 상장 BDC인 OBDC의 합병 시도 및 무산으로 사모대출의 유동성 및 NAV 하락 가능성에 대한 우려 야기한 바 있음
- '26.2월 OBDC II의 환매 중단 선언은 '25년 말부터 이어진 소프트웨어 섹터에 대한 센티먼트 조정과 중첩되며 사모대출 시장에 대한 불안감 확산

● GFC 1년 전 BNP Paribas의 펀드 환매 중단사례를 상기시킨 점에서 주목받음

- '07년 BNP Paribas의 환매중단 사례는 중단 선언 주체의 직접적인 시스템 영향도, 관련 시장의 리테일 비중 및 단기금융시장과의 연결성 면에서 차이 존재

● 유동성 미스매치라는 점에서 SVB 사태와의 유사성

- 매크로 환경 차이, SVB('23년)은 기준금리 인상 시점인데 반해 현재는 인하 혹은 동결 사이클

● OBDC II 사례의 시사점 : 점증하고 있는 사모대출 관련 리스크의 단면을 보여줌

- 1) 사모대출 시장의 유동성이 타이트해지는 상황이며, 2) 사모대출펀드가 투자해 온 주요 산업 중 하나인 중소 소프트웨어 섹터의 리스크가 확대되었다는 점, 3) PIK 방식 등을 통해 리스크를 이연해온 사모대출펀드에 대한 센티먼트가 약화되었다는 점, 4) 사모대출펀드의 특징인 비유동성과 불투명성을 드러냈다는 점

블루아울 환매 사태

시기	상황	특징
'25년	환매압력 확대	
'25.11월	OBDC II ~ OBDC간 합병 발표	비상장 BDC인 OBDC II와 상장 BDC 합병 추진
'25.11월 중순	OBDC II~OBDC간 합병 철회	두개 펀드 투자자의 반발로 합병 무산, 합병 완료까지 환매 중단 리스크
'25년 말	환매 압력 확대	
'26.2월	환매 구조 변경 (자산매각)	OBDC II, 분기 환매 중단
		Capital return 방식 채택
		블루아울, 3개 펀드(OBDC II, OBDC, OTIC)에서 14억 달러의 자산 매각
		매수자는 북미 연기금 및 보험사(CalPERS, OMERS, BCI 및 KUVARE)
		99.7%의 NAV 매각(전체 NAV 중 약 30%)하여 투자자에게 순차적 현금 반환
'26년 현재	대규모 자본 반환	NAV의 30%인 2.8억 달러를 투자자에게 반환 완료
		단계적 청산 형태로 전환

자료: 언론취합 등, LS증권 리서치센터

최근 리테일 펀드의 환매 확대 사례 증가

● '25.4Q에 이어 '26.1Q 사모대출 리테일 펀드의 환매 요구 증가 흐름 (최근 BCRED, HLEND 등 비상장 Evergreen BDC의 환매 요구 확대)

- 글로벌 최대 규모 Evergreen BDC인 BCRED(Blackstone), HLEND(Blackrock)의 분기 환매 요청 확대
- 차별화된 대응: BDRED는 일시 조치로 환매 요청 모두 수용, HLEND는 Gating 발동하여 분기 CAP 초과 요청분은 다음 분기로 이연 시킴
- 환매 대응을 위한 유동성 확보 방식도 다양: 운용사 및 임직원 자금(Blackstone), 일부 NAV 매각(Cliffwater, Blue Owl 등)
- 환매 증가 사유: AI 확산에 따른 중소 소프트웨어 업종의 실적 악화 우려

  고금리 환경이 상당기간 지속된 가운데, 현금흐름 약화 등 기초자산의 부실 가능성에 대한 우려, 사모대출 관련 지표의 경기 후행 경향

  밸류에이션 고평가 우려에 따른 리스크온 심리의 약화('20~'22년 코로나/저금리 환경에서 중소 소프트웨어 밸류에이션 고평가 가능성)

최근 리테일 펀드 환매 요청 확대 사례

구분	BCRED	HLEND	OBDC II	CCLFX	North Haven PIF
운용사	Blackstone	HPS(BlackRock)	Blue Owl	Cliffwater	Morgan Stanley
상장	비상장 BDC	비상장 BDC	비상장 BDC	Interval Fund	비상장 BDC
만기	Evergreen(Open-end)	Evergreen	Finite-life	Evergreen	Evergreen
AUM	$82B	$26B	$1.6B	$32.5B	$7.6B
최근 환매 요청/ NAV대비	7.9%	9.3%		14%	11%
규모	$3.8B	$1.2B		$4.5B	$0.37B
대응현황 (Gating 여부)	미적용(100% 수용)	게이팅 실행(5%캡)	구조 변경	7%까지만 환매	게이팅 실행(5%캡)
	한도를 5%→7%로 일시 상향. 운용사/임직원이 4억 달러 직접 수혈하여 환매 대응(Ad-Hoc, 일시조치)	환매 요청이 NAV의 5% Cap을 넘어서며 Gating 발동, 규약상 분기 5%에 해당하는 $0.6B만 실행, 잔여 물량(4.3%)이 다음 분기로 이월됨(Pro-rata)	합병안('25.11월) 철회 → ('26.2월) 자산 매각(기관투자자 컨소시엄이 인수, NAV $0.6B, Par 수준), 환매 중단 → 단계적 청산 (최근 NAV 약 30% 수준의 자본 환급)	규정상 분기별 환매 NAV의 5% 제한, 운용사 재량으로 7%까지 상향 가능 7% 이상 이연함 *NAV의 10% Secondary 매각 시도를 통한 유동성 관리 ('26.3월, $1B)	환매 요청이 NAV의 5% Cap을 넘어서며 Gating 발동

자료: 언론 취합 등, LS증권 리서치센터

사모대출 성장 동력의 하나인 리테일 자금, 최근 급격한 센티먼트 악화

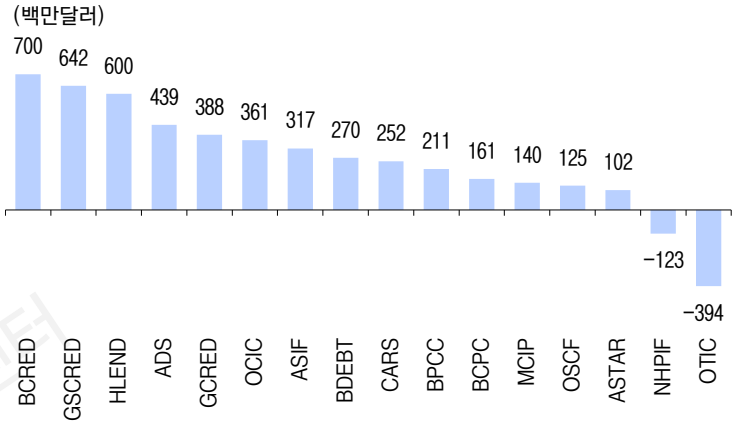
● **최근 사모대출에 대한 센티먼트 악화로 사모대출펀드 관련 자산운용사 주가 변동성 확대**

- AI 성장에 따른 중소 소프트웨어 부문의 펀더멘털 악화 우려, 사모대출의 소프트웨어에 대한 상대적으로 높은 투자비중(20~30%) 등 AI Disruption 및 SaaSpocalypse에 따른 주식시장 변동성 확대의 여파가 사모대출에 대한 센티먼트 악화로 이어진 듯

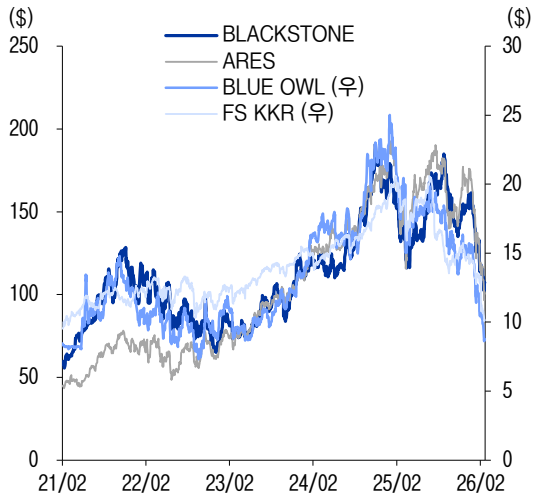
● **'25.4분기 리테일펀드의 자금유입 둔화되는 가운데, 환매 압력 확대**

- 우려 요인: 리테일 자금의 특징인 높은 뉴스 민감도, 센티먼트 악화와 전염효과에 따른 펀드런 발생 가능성, 이에 따른 해당 Vehicle의 유동성 미스매치 발생 가능성, BDC 가격 변동 확대 가능성 등

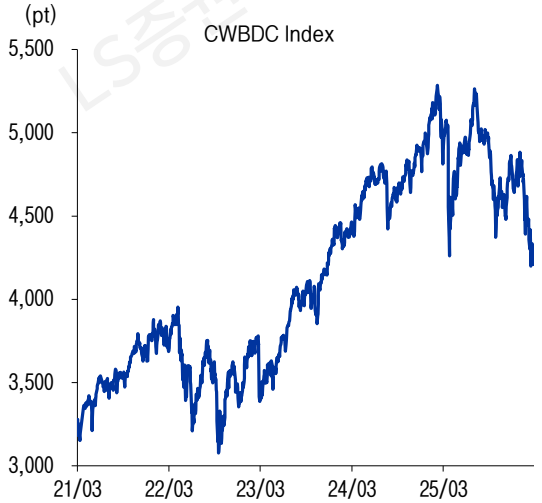
Perpetually Non-traded BDC net inflows(4Q25)



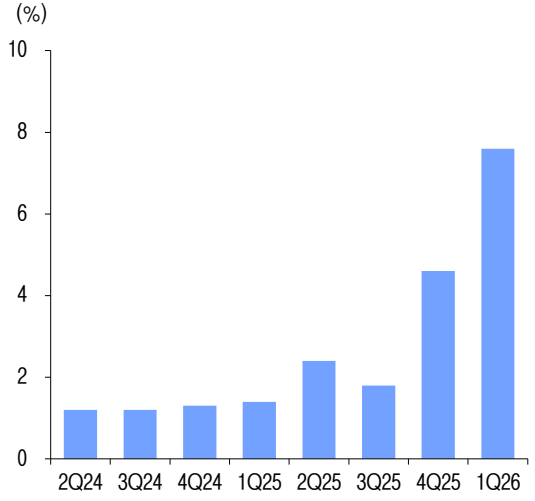
사모대출펀드 관련 자산운용사 주가 추이



Cliffwater BDC Index 추이



주요 비상장 BDC의 환매 요청 비율



자료: BIS, Bloomberg, 국제금융센터, Cliffwater, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

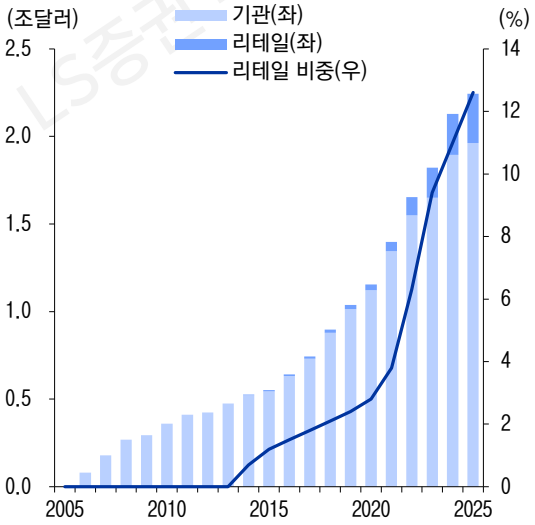
일부 펀드의 환매압박이 시스템 리스크로 확대될 가능성은 크지 않음

- **대형 비상장 BDC의 현금흐름은 '25.4분기 이후 약화, 다만, 순유입 규모 감소하였어도 자금유입은 지속(BCRED, HLEND, ADS 등)**
- **'22년 경부터 사모대출 시장에 고액자산가 등 리테일 자금 유입 확대되었으나, 사모대출 전체에서 아직은 작은 비중**
  - '22년 경부터 기관의 사모대출 시장 신규 자금 유입 속도가 다소 둔화된 반면, 리테일 자금 유입 속도 확대되며 사모대출 시장 성장 지속
  - BIS 추정 리테일 비중 약 13% ('25.7월 BIS Bulletin), 블랙스톤의 경우 리테일 AUM 약 $300B, 비중 약 24%
  - 리테일 자금 진입 및 사모대출을 기반으로 한 간접자산 익스포져가 상대적으로 아직 크지 않고, 환매제한 구조인 점에서 시스템 리스크로 확대 가능성은 제한적으로 판단
    ※ 사모대출시장은 기관 투자자 중심, 폐쇄형 및 비환매형 비중이 높음
  - 리테일 펀드의 경우 Semi-liquid(분기 환매량 제한) 구조의 특성상, 환매 요청이 일정 수준 초과시 환매 제한이 작동하여 펀드 차원에서 대응 시간 확보 가능
- **유동성 스트레스가 시장 전반의 펀드런으로 이어질 가능성은 아직 크지 않음**
  - 일부 투자자에게는 우량 자산을 선별 투자할 수 있는 기회로 작용할 가능성도 있다고 생각됨. 다만, 리프라이싱 선행된 이후 투자가 진행될 가능성 높음
  - 사모대출 시장의 최근 Dry Powder(미소진 자금)가 $500B 정도로 추정, OBDC II의 NAV 약 30%를 연기금/보험사 등에서 인수(Par 수준)

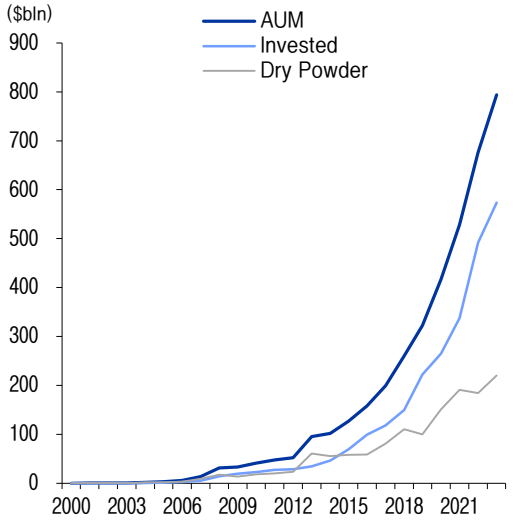
주요 비상장 BDC의 '25.4분기 자금흐름

구분	In Flows	Out flows	Net inflows
Apollo Debt Solutions BDC	1,019	689	330
Ares Strategic Income Fund	733	595	138
Blackstone Private Credit Fund	2,400	2,108	292
Blue Owl Credit Income Corp.	1,215	1,010	205
Goldman Sachs Private CreditCorp.	923	281	642
Golub Capital Private Credit Fund	361	51	310
HPS Corporate Private Credit Fund	900	477	423

미국 사모신용펀드 내 리테일 추이



사모 대출의 Dry Powder(미소진 자금) 추이



자료: S&P Capital IQ, BIS, FRB, LS증권 리서치센터

사모대출 관련 규제 강화 움직임(미국 및 유럽)

● 미국 SEC, 사모신용 부실 우려 및 리테일 확대에 대응해 감독 강화 시동

- 3월 SEC는 사모 시장의 가치평가와 개인투자자 확대에 따른 책임을 의제로 올린 라운드테이블 진행, 공정가치 평가 지침 실질 준수 관련 논의
- 미국은 사모신용의 부실 우려 및 개인투자자 판매 확대에 대응해 공정가치평가와 거버넌스 중심의 감독을 강화하는 방향으로 움직이고 있음

● 유럽의 사모대출펀드 규제강화 움직임

- 유럽 증권감독기구는 26년 4월 AIFMC 2.0(사모대출을 포함한 강화된 대체투자펀드 규제안) 발표 예정
- 레버리지 한도를 강화하고 원칙적으로 폐쇄형을 유도하는 방안이 포함
- 사모대출펀드 설정규모가 커지고 있고, 환매요청 기간이 축소되고 있어 유동성 리스크 관리강화 목적

미국 Rule 2a-5(공정가치 평가 지침) 주요 내용

구분	내용
시기	• 2020년 재정, 2022년 발효
대상	• 등록투자회사와 BDC
목적	• 운용사 자체 평가로 사모자산의 가격을 계산하는 불투명성을 개선하기 위함
내용	• 사모자산을 보유한 등록 펀드(BDC 등)의 공정가치 평가 방법 규정 • 기치평가 리스크의 식별과 관리, 평가 방법의 설정·적용·검증, 가격제공기관 감독, 이사회의 감독 및 보고와 기록 보존 등을 정립

미국 SEC 3월 라운드테이블 논의 내용

구분	내용
목적	• 개인 투자자의 사모시장 참여 가속화로 사모자산의 가격 불투명성 우려 부각
내용	• SEC 의장은 개인투자자 접근 확대를 추진하되 투자자 보호장치 마련 필요 언급 • Rule 2a-5의 실질 집행이 미흡하여 점검 필요성 강조

유럽 AIFMD 2.0 주요 내용

규제 항목	내용
적용 시점	• EU회원국은 '26년 4월 16일까지 국내법 이행 의무
적용 대상	• 대출 실행을 주된 투자전략으로 하거나, 실행 대출의 명목가치가 NAV의 50% 이상인 AIF를 'LOF(Loan-Originating AIF)'로 정의
레버리지 한도	• **개방형 LOF는 NAV의 175%까지, 폐쇄형 LOF는 NAV의 300%까지**
펀드 구조 원칙	• **원칙적으로 폐쇄형.** 운용사가 유동성 리스크 관리 시스템이 투자전략 및 환매정책과 양립 가능함을 감독당국에 입증하는 경우에 한해 개방형 유지 허용
리스크 유지 의무 (Risk Retention)	• AIF가 제3자에게 매각하는 대출의 명목가치 최소 5%를 보유해야함
단일 차주 집중 한도	• 단일 차주(타AIF·UCITS·금융기관)에 대한 대출은 AIF 자본의 20% 초과 불가
유동성 관리 도구 (LMT)	• EU AIFM은 관리하는 각 개방형 펀드에 대해 최소 2개의 LMT를 선택·사용해야함 (환매게이팅, 통지 기간 연장 등)
Originate-to-Distribute 금지	• 대출을 실행한 후 제3자에게 전량 매각하기 위한 목적으로만 실행하는 대출 금지
공시 의무 강화	• 투자 전 공시(Article 23) 항목 확대 • 운용사가 AIF에 배분하는 모든 수수료·비용, LMT 세부내용, 실행 대출 정보 포함

자료: SEC, BIS, ESMA(유럽증권감독기구), FTE, LS증권 리서치센터

Q4. PIK로 인해 부도율이 임계점을 넘는 구간에서 빠르게 상승할 가능성은?

A. 배제할 수 없다. 사모대출 구조에서 나타날 수 있는 구조적 위험이다.
다만, PIK의 1차 효과는 즉각적 부도 증가보다 부실의 이연이다. PIK는 유동성 스트레스를 완화하고 구조조정 시간을 벌어주지만, 반복 사용 시 원금이 불어나 레버리지가 높아지고 최종 리파이낸싱 실패 시 손실 규모와 회수율 악화를 키울 수 있다.
'부도의 지연'과 '손실의 누적'이 포인트이다.

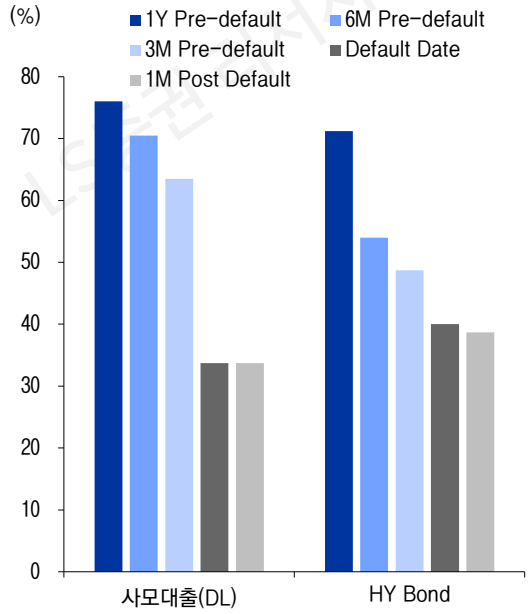
● PIK(Payment-in-kind)는 이자지급을 유예하는 대신 원금에 가산하거나 추가채권을 발행하는 방식의 임의적 상환구조

- 현금이자방식이 적용되는 경우 연체가 즉각적인 경고 신호 역할을 하지만, PIK 구조는 대출기간 동안 현금흐름이 발생하지 않아 신용 약화에 대한 가시성 취약한 편
- PIK 적용시에는 Covenant와 모니터링이 강화될 필요성 있음, 최근 Bad PIK 대출 비중이 3개 분기 연속 증가하고 있어 숨은 레버리지에 대한 경각심 필요

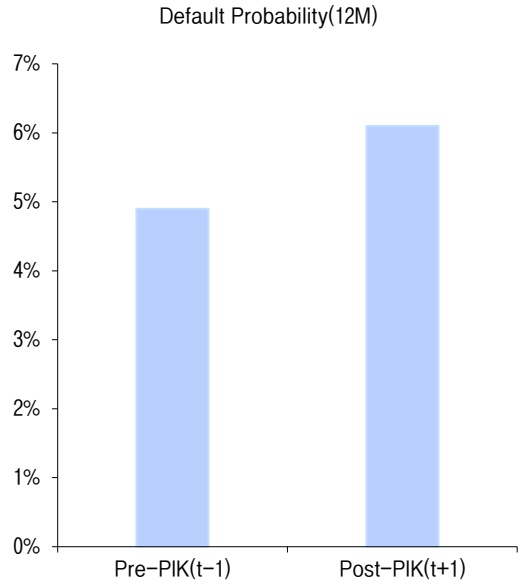
PIK방식과 현금이자 방식 비교

구분	현금이자방식	PIK(현물이자)방식
방식	정기적 현금 지급	원금 가산, 만기 상환
리스크	- 대주 입장의 리스크는 없음, 차주의 가용 현금 감소	- 현금유입지연, 신용위험 증가, 더 강력한 Covenant와 면밀한 모니터링 요구됨
기업가치에의 영향	- 성장 단계에 있거나 현금 유동성이 부족한 기업의 재정적 유연성 제한	- 시간이 지남에 따라 원금 증가 시킴 - 신용위험을 고려하여 조정하지 않으면, NAV 부풀려질 수 있음
주요 적용군	선순위, 저위험 부채구조	메자닌 금융, 벤처부채, 현금흐름이 제한적이거나 불규칙적인 금융상품에서 활용하는 경우 있음

시점별 회수율(Recovery Rate)



PIK 채택 전후 부도율 비교('20~'25)

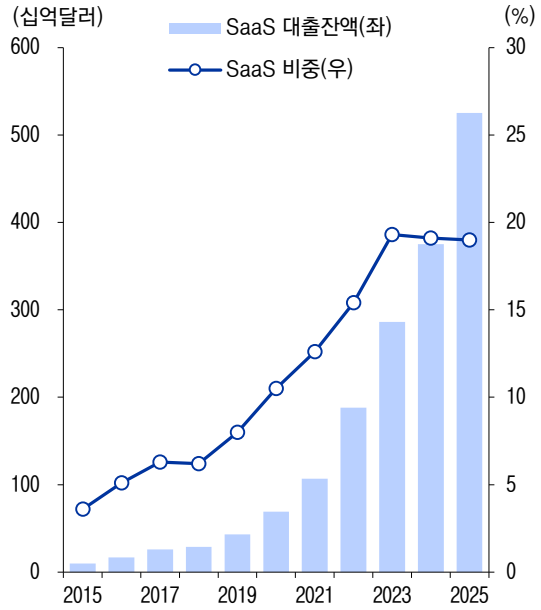


자료: FRB, HP6098 International Journal of Applied Mathematics(Volume 38 No.10s 2025), LS증권 리서치센터

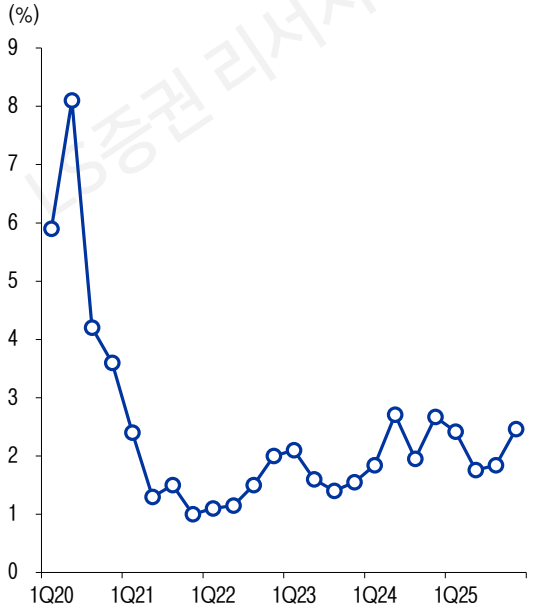
Q5. SaaSpocalypse의 여파는?

A. 단순 센티먼트 이슈를 넘어, AI 확산은 일부 중소 SaaS 차주의 현금흐름과 재계약률에 구조적 압박을 줄 수 있다.
이 경우, Software-heavy 포트폴리오를 중심으로 NAV(담보가치) 하락과 리파이낸싱 리스크가 커질 수 있다.
다만, 사모대출은 업종/차주/빈티지 분산을 통해 개별 섹터 충격을 흡수하려는 구조이며, 실제 영향은 펀드별 포트폴리오 편중도에 따라 다르게 나타날 것으로 보인다.
오랜 기간 성장세를 유지해 온 사모 대출 시장에도 수익성 검증과 투자 대상 선별의 시기가 도래하고 있는 것으로 판단한다.

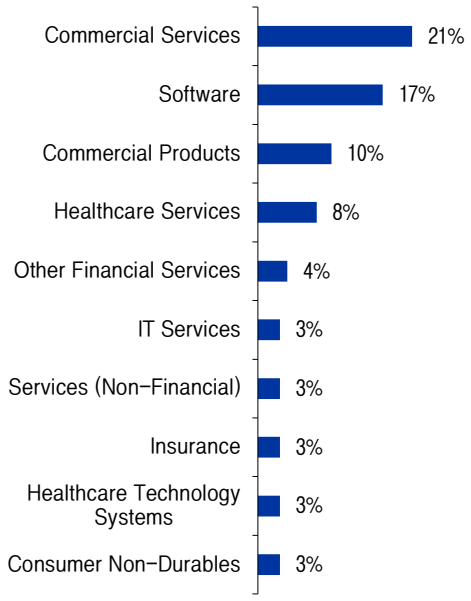
미국 사모대출 중 SaaS 규모와 비중



미국 사모대출 부도율 추이



BDC의 섹터별 분포



자료: BIS, 국제금융센터, Pitchbook, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

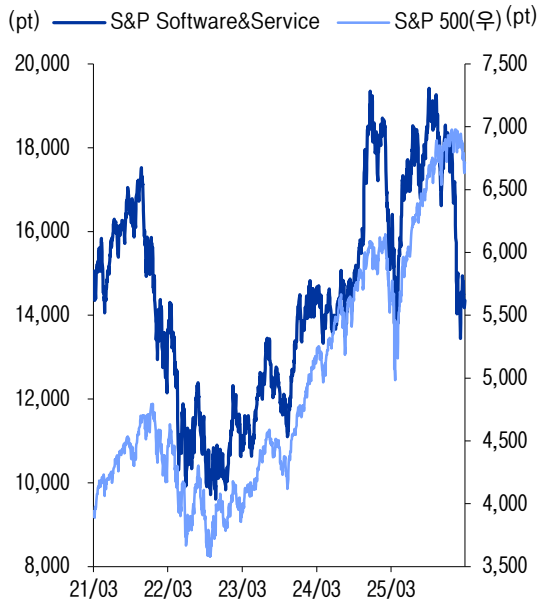
차주 부실 확대 우려, 다만, 선별과 검증의 시기인 듯

- 중소 기업들에 대한 대출을 주로 취급하는 사모대출펀드 특성상, 경기둔화에 따른 차주 현금흐름 약화 가능성으로 담보가치 하락 이슈 존재

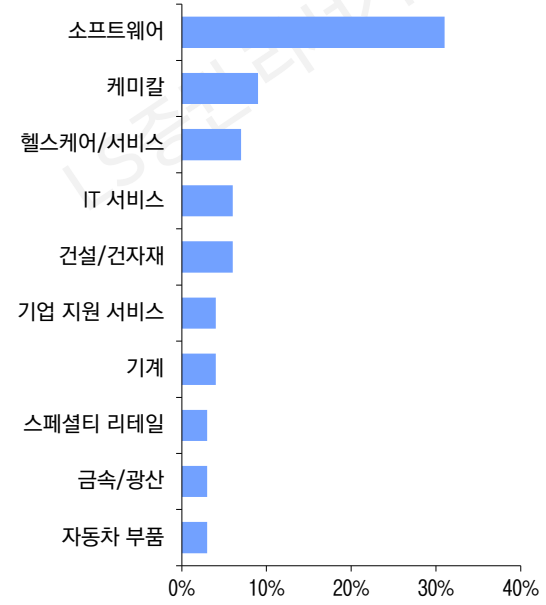
- 특히, SaaS는 사모 대출의 익스포져 집중도 상대적으로 높은 편이며, 코로나·저금리 시기에 투자된 기업들의 고밸류 부담에 대한 우려 존재
  - 미국 사모대출 시장에서 SaaS 업종은 전체 약 20%(모건스탠리) 차지하며 B 등급 이하의 중소 기업 비중이 높고, '20~'22년 대출의 만기(리파이낸싱) 시점 도래가 부담
  - '26년 초 Claude의 부상으로 소프트웨어 주식의 가격 하락(AI Disruption 우려 및 SaaSpocalypse)

- 소프트웨어 섹터 소멸이 아니고, 중소 SaaS 중에서도 성장 지속, 혹은 M&A 대상이 되는 기업 존재하는 등 선별 투자가 강화되는 시기로 판단
  - SaaS 기업 M&A 건수는 '25년이 최근 5년래 최대 수준으로 소프트웨어 섹터의 소멸이라기보다는 '질적 선별' 국면으로 전환 전망

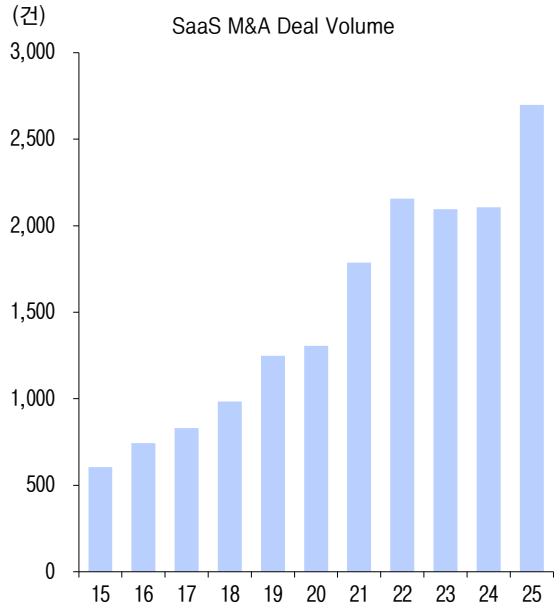
S&P 소프트웨어 지수 하락



부실채권 Top10 섹터별 비중



Global SaaS M&A Transaction Volume



자료: Bloomberg, Pitchbook, Acquiry Research, SEG(Software Equity Group), LS증권 리서치센터

은행 대출태도 보수화 가능성(JPM의 사모대출 담보가치 하향 조정)

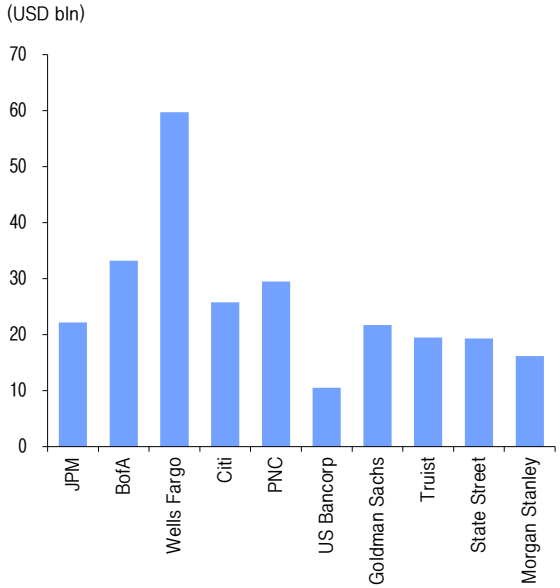
JP Morgan이 사모대출펀드가 보유한 일부 담보자산의 가치를 내부 기준상 하향 재평가

- JPM은 사모대출 시장에 Credit Facility를 제공해 온 주요 은행
- 일부 대형은행의 사모대출시장에 대한 레버리지 스탠스가 보수화될 가능성 시사

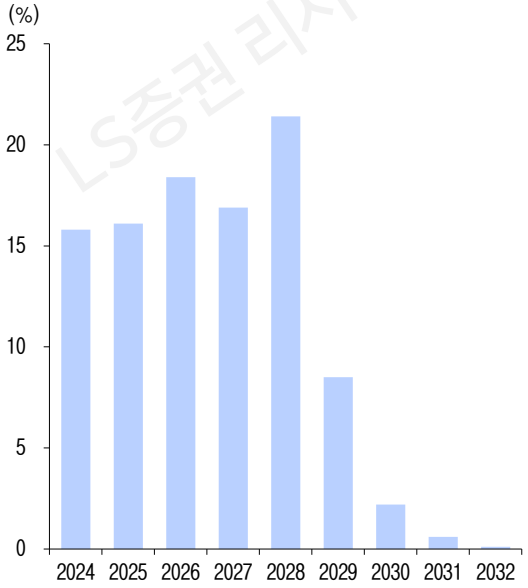
금융기관 대출 태도 및 규제 강화 가능성 존재

- 사모대출 부도율 지수 최근 소폭 상승
- 최근 반복된 사모대출 관련 노이즈를 계기로 은행 및 자산운용사의 대출태도가 보수화될 가능성
- 사모대출 관련 규제 강화 가능성

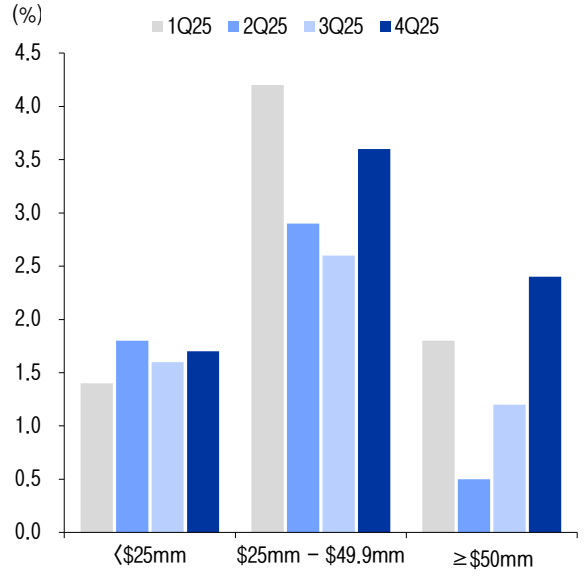
미 금융기관별 사모신용 Exposure



사모대출 만기 분포



Proskauer Default Index(사모대출 디폴트율)



자료: Proskauer Rose LLP, Lincoln international, Bloomberg, LS증권 리서치센터

주) Defaults defined as loan covenant defaults (not monetary defaults)

LS증권 리서치센터

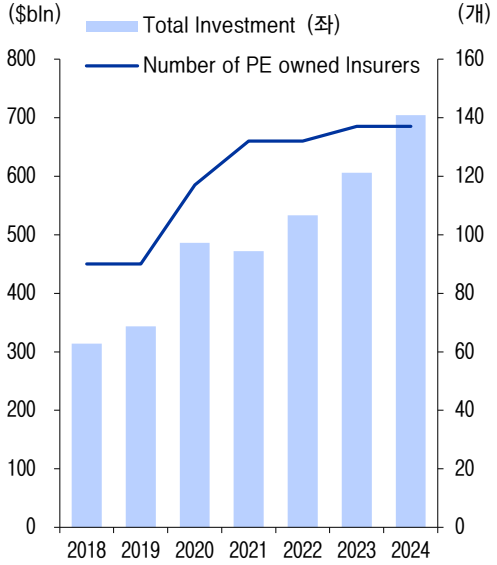
Q6. 미국 보험사 운용자금을 사모신용펀드가 운용하는 경우 리스크는?

A. 미국에서 보험사가 Private Credit에 직접 투자하거나, 외부 사모대출 운용사에 위탁하는 사례가 증가하고 있다. 사모펀드가 보험사를 인수하는 경우도 증가하였다. 전 보험사에 보편적이라고 보긴 어렵지만, 일부 보험사를 중심으로 자산배분상 존재감이 커지고 있어 잠재적 리스크 전이 채널로 볼 수 있다. 사모펀드가 인수한 보험사의 경우 위험자산 운용비중이 일반 보험사 대비 높은 경향이 있다는 분석이 있다. 특히, 사모펀드(사모대출펀드 포함)의 생명보험사 인수 사례, 사모펀드에의 런오프 보험 매각 사례 증가 등이 모니터링 요인이다.

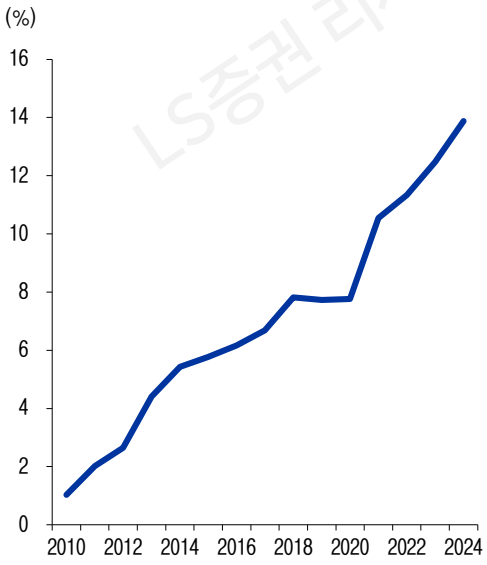
● 사모신용 등 PEF와 생보사의 협업 증가 확대 흐름

- 사모신용 등 PEF와 보험사의 협업 증가 사유: ①사모 신용의 장기성 투자 경향과 보험사의 장기부채와의 매칭이 상호보완적인 점, ②저금리 환경과 ALM 강화에 따른 보험사의 대체투자 수요 증가, ③유럽·영·미·일 보험사의 규제 환경적 특성(포트폴리오 이전, 전문 재보험사 허용 등), ④생보사의 런오프 포트폴리오 정리 수요 등
- 협업 방식: 1)보험사가 사모펀드에 런오프 보험 포트폴리오 매각, 2) 보험사 운용자산에서 사모신용 등 대체자산으로의 배분 확대, 3)사모펀드의 보험사 지분 매입 등

미국 PE계열 생보사 증가 추이



미국 PE계열 생보사 일반계정 비중 추이



미국 자산운용사의 생명보험사 인수 및 지분취득 사례

연도	사모펀드 (매수자)	보험사 (매수대상)	매수액 ($B)
2020	KKR	Global Atlantic	4.4
2021	Blackstone	AIG 생명보험·연금사업 (Corebridge)	2.2
	Blackstone	Everlake(Allstate 자회사)	2.8
	Apollo	Athene (생명보험·연금)	11.0
	Broolfield Reinsurance	American National Group	5.1
2022	Blackstone	Resolution Life	0.5
2023	Brookfield	American Equity Life(AEL)	4.3
2025	BlackRock	Viridium	3.8

자료: NAIC, IMF, 언론보도, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

사모신용과 보험사의 협업 증가와 잠재 리스크 확대에 대한 우려

● 잠재 리스크 확대에 대한 우려도 존재

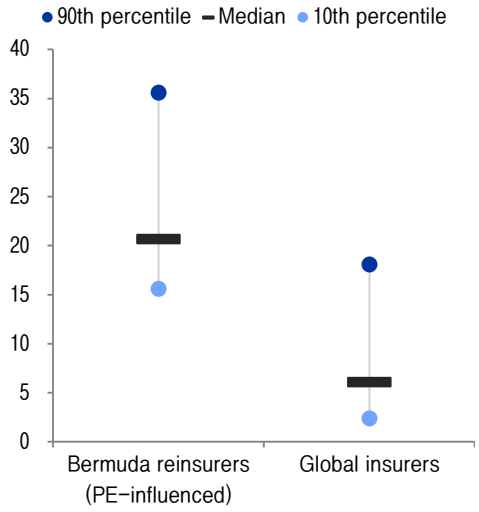
- PE계 생명보험사는 위험자산 비중 및 유동성 낮은 자산 비중의 증가, 투명성 부족 등 일반 보험사 대비 공격적인 자산운용에 따른 리스크 확대가 우려 요인
- 보험사가 실질적으로는 은행처럼 대출을 실행하는 데 반해 규제는 상대적으로 약한 점도 향후 리스크를 확대시킬 수 있는 부분으로 인식되고 있음.

런오프 전문 보험사를 둔 글로벌 보험사들(사모펀드와 운영 파트너십)

전문 플랫폼	인수·수용 주체	규모	특징
Viridium	BlackRock, Allianz SE, T&D Holdings	$ 3.8B	Cinven(영국 사모펀드) 및 Hannover RE(재보험사)가 매각
			Heidelberger Leben('14), Skandia Deutschland('14), Generali Leben('19) 등의 생명보험 인수
			독일 최대 런오프 전문 플랫폼
Resolution Life	Nippon Life	$8.2B	Blackstone과 투자관리 파트너십 유지, 기업가치 $10.6bn(추정)
			2000년대부터 Allianz, Voya, Axa, AMP, Zurich 등으로부터 런오프 보험 인수
			2025년 하반기 인수 딜 종결 예정, 최근 일본 보험사 M&A 중 최대 규모
Chariot Re	Metlife, General Atlantic (KKR)		Metlife의 일부 런오프 포트폴리오 인수, Funded Reinsurance 전용 플랫폼
			$10bn으로 시작, Metlife가 General Atlantic과 함께 설립한 재보험사(JV)

자료: 언론보도 등, BIS, LS증권 리서치센터

PE계 보험사 Level3(위험자산) 비중 (일반보험사 비교)



Q7. AI 인프라 투자에 사모대출이 활용되는 데 따른 리스크는?

A. 최근 사모대출은 AI 데이터센터(인프라) 관련 Financing에서 존재감을 키우고 있다. 다만, AI 투자 확대 과정에서 사모대출의 관여 방식과 리스크 이전 구조를 모니터링할 필요가 있다. AI 투자의 수익성과 지속가능성이 근본적인 이슈로 생각되나, 최근의 AI Infra Debt Financing 사례들은 다양한 조달 방식을 취하고 있어 투자자 및 시스템 차원에서 여러 리스크 요인들을 내포하고 있는 것으로 보인다.

AI 관련 인프라 Capex 확대 규모와 은행/공모채 자금조달 규모의 차이(틈)를 메우고 있는 사모대출

- 투자자에게는 프로젝트의 펀더멘털/사이클 리스크 및 조달구조에 따른 리스크 요인 등, 시스템 차원에서는 증권화(셀다운)를 통한 리스크 전이 채널 확대 가능성 등 존재
- 특히 데이터센터 등 대규모 Capex가 필요한 Hyperscaler의 경우 영업현금흐름을 부채로 전환하는 방식으로 사모신용을 활용하여 부외부채(Off B/S)가 주요 이슈
- [Hyperscaler의 AI 데이터센터+사모대출 자금조달] 프로젝트는 아직 다운사이클을 겪어보지 않았다는 점, AI 성장경로에 대한 낙관 편향 가능성 등도 우려 요인
- AI 투자 성과 가시화 시점과 정도, 범위, 사모대출의 관여도는 현 시점에서 예단하기 어려운 부분, 투자 규모와 방식, 여파 관련 모니터링 필요

AI 인프라 관련 Debt Financing 사례 예시

시기	데이터센터	조달규모	조달방식
'25.9월	오라클, 스타게이트 데이터센터	$20B	Loan Hybrid (JPM, MUFG 등)
'25.10월	Meta, Hyperion 데이터센터	$27B	SPV 자금조달 (PIMCO 등)
'25.12월	Terawulf-Fluidstack Abernathy JV, Debt 조달	$1.3B	JV에 빅테크의 백스톱(Google이 Fluidstack의 장기 임차의무 보증, $3.2B(초기 $1.8B)) '25.12월 선순위 담보채권 $1.3B 발행
	CoreWeave		GPU 담보로 Debt Financing 등

자료: 언론 취합 등, LS증권 리서치센터

AI 인프라 관련 Debt Financing 관련 리스크 요인

리스크 (투자자)	**AI Cashflow Uncertainty** -계약구조(lease/capacity)의 안정성 -AI 수요 및 가격 안정성 (AI 성장곡선 둔화, 공급과잉, 입지 미스매치 등) -전력/규제 리스크
	리스크 테이커 및 조달구조의 투명성 -빅테크의 Off balance 이슈 (회계처리 이슈 등) -SPV 구조 및 실제 신용도
	자산/담보가치 산정 불확실성 -GPU 감가상각기간 및 Secondary 시장 미흡 -전력/메모리반도체/네트워크 병목 현상 등
2차 리스크 (시장)	SPV 증권화/셀다운 → 유동성 리스크
	사모대출펀드 운용사의 NAV Loan 조달 등 → 레버리지 중첩 및 확대 리스크

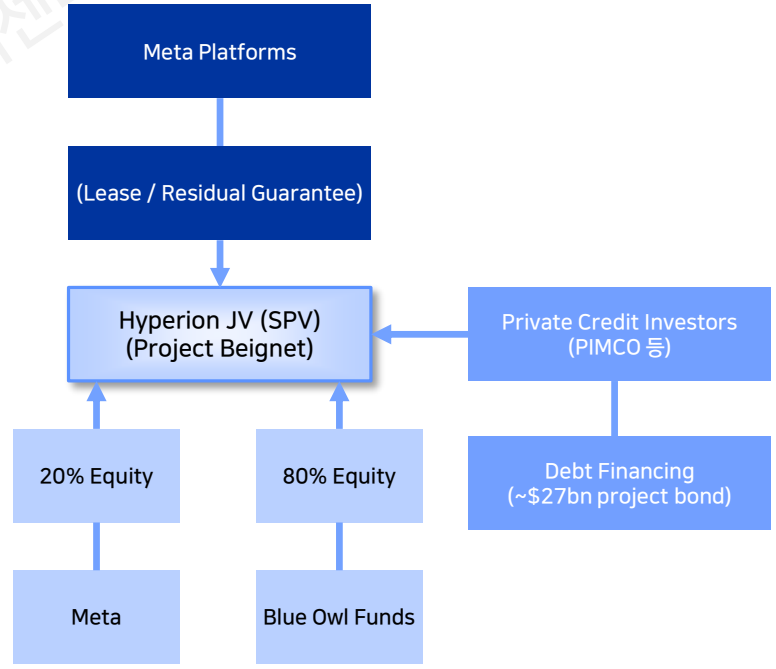
AI 인프라 투자 – 사모대출 Case (Meta의 Hyperion 데이터센터)

Meta-Blue owl의 Hyperion 데이터 센터 관련 요약

구분	내용
조달 규모	$27B~30B
JV 구조	• 루이지애나 Hyperion 데이터센터 캠퍼스 개발/소유 • Meta: 지분 20%+개발/운영/단독 테넌트 • Blue Owl: 지분 80%
Off B/S	• 데이터센터 캠퍼스 개발/운영에 필요한 부채를 SPV가 PF 방식 조달 (약 $27B의 프로젝트 채권을 Private Placement 형태로 발행, 일부는 PIMCO 등 기관이 매입) • Meta는 장기 lease 계약 체결, 대규모 프로젝트 채무를 Off B/S (Meta는 JV 체결하며 현금유입 발생($3B, 토지 및 기존 설비 매각 성격) • Blue Owl은 Equity 투입(약 $7B)
계약기간	Meta는 4년 단위 non-cancellable lease, 최대 20년까지 갱신 옵션
RVG	Meta는 16년 RVG(Residual Value Guarantee) 제공 (Meta PR) Meta would make a capped cash payment to the JV based on the then-current value of the campus……
회계 이슈	• (회계처리) 데이터센터/프로젝트 채무는 SPV에 귀속, Meta 리스/보증만 인식 • Meta의 외부감사인이 동건(Hyperion Off B/S) 관련 'Critical Audit Matter'로 'Highly judgmental'로 언급
신평사 (S&P)	• SPV(Beignet Investor LLC)에 "A+"등급 부여 • Meta 신용등급 AA- 유지 • Meta 재무부담 계산시, '29년 리스계약 시작되면 8년치 리스료 PV 반영 예정 • RVG 관련 조정부채 반영은 하지 않았으나, Debt-Like로 간주, 추후 조정가능성 언급
신평사 (Moody's)	• Hyperion을 "그림자 부채"사례로 언급 • GPU와 데이터센터 하드웨어의 수명이 짧아지는 반면, Financing 만기는 긴 점 주목
시사점	• 빅테크는 Off Balance 통해 회계비율 관리 • 실질은 빅테크가 주요 Risk Taker(실질 장기계약, RGV 등) • 신평사는 회계적으로 Off-balance 처리되어도, De facto Debt으로 감안 • AI 인프라 투자 과정에서 유사 케이스[SPV+장기리스+RVG 구조] 발생 가능성 존재하며, 회계/신용/규제 측면에서의 해석 논쟁 여지 있음

자료: 언론 취합 등, LS증권 리서치센터

Meta-Blue owl의 Hyperion 데이터 센터 JV 구조

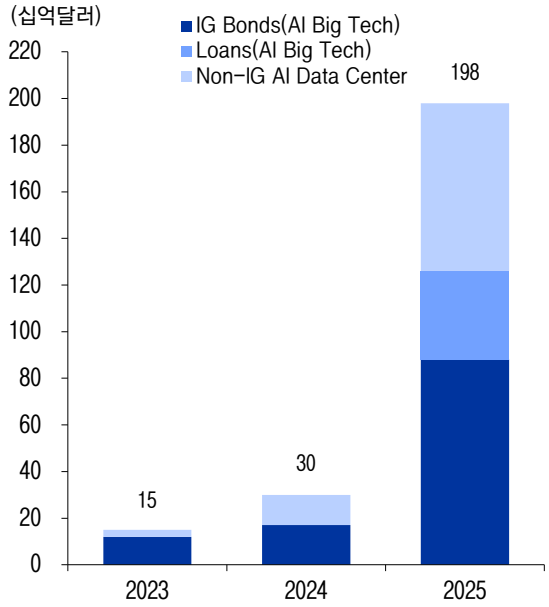


Hyperscaler에 대한 사모 대출 펀드의 신용 공급 추이 및 전망

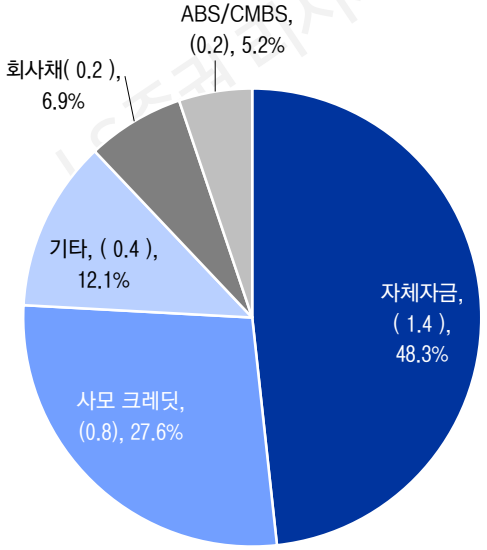
Hyperscaler가 사모 대출을 조달 수단으로 활용할 가능성에 대한 전망이 커지면서 관련 우려 확대

- AI 투자 수요와 거대 자본이 결합된 프로젝트로 높은 수익 잠재력과 구조적 위험이라는 양면적 성격
- 빅테크는 '재무적 유연성', 금융사는 '빅테크 신용 기반 ' 의 안정적 수익을 얻음, 사모신용은 누적된 Dry Powder 활용한 신사업 분야 확장 유인 존재
- 수익화 저조할 시 대형 부실 누적의 부담과 그 여파에 대한 시장의 우려 존재

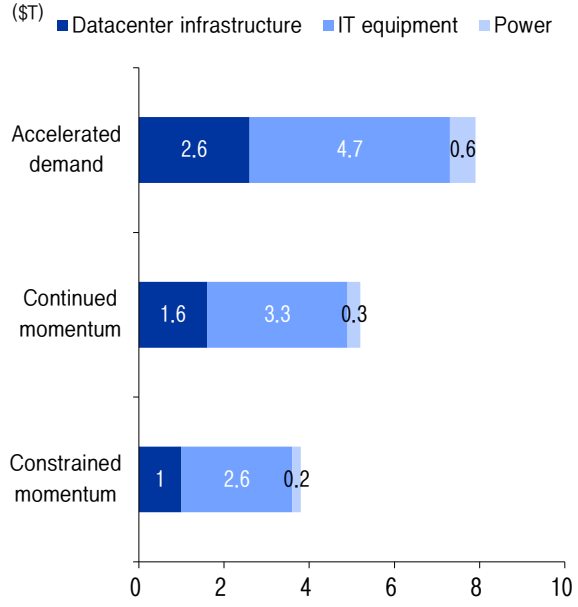
AI 빅테크의 차입조달 증가



Hyperscaler 자금조달 전망(Morgan Stanley)



AI 데이터센터 CAPEX 전망 시나리오('25~'30)



자료: FRB, Morgan Stanley, Mckinsey, LS증권 리서치센터

AI 인프라 투자 관련, 미국 테크기업의 회사채 발행 확대

● **최근 미국 빅테크(메타, 알파벳, 오라클 등)의 회사채 발행 증가**

- AI/데이터 투자에 대한 우려와 기대가 혼재하나, 자금조달 시장(공모 회사채/사모대출 등)이 AI의 펀딩 채널로 부각
  빅테크의 회사채 발행 증가는 AI/클라우드 인프라 투자, 장기 성장 자금 필요성에 따른 현상 등으로 레버리지 확대 기조로 변화 중

● **2026년 데이터 센터 관련 신규 프로젝트와 AI 인프라 확대에 의해 개별 기업의 대형 회사채 추가 발행 가능성**

테크기업 회사채 발행 추이

발행사	등급	발행시점	발행금액	발행 개요 및 수요 등	기타 특이사항
최근 대규모 발행					
Meta	AA-	'25.10월	$30bn	역대 최대 규모 발행, 6개 트랜치(5/7/10/20/30/40), $125bn까지 주문	Hyperion 데이터센터 프로젝트 자금조달
			$27bn	Blue owl Capital(사모 크레딧 운용사)와 구조화금융	
Alphabet	AA+	'25.11월	$25bn	견조한 투자자 수요, 유럽에서 대규모 발행(미국 $17.5bn/EU $7.5bn)	AI/클라우드 투자 등 대규모 인프라 확대
		'26.2월	**$27.5bn**	**수요 호조로 기존 달러화 채권 조달은 $15bn→$20bn 증액 + 영국 파운드화 표시 채권 $7.5bn 발행**	**파운드화의 경우 기술 업종 첫 100년채 발행(1990년대 후반 이후)**
Oracle	BBB/N	'25.09월~10월	$18bn	40년물 포함, 수요 견고	AI 데이터센터 인프라 자금
			$20bn	Loan Hybrid(JPM, MUFG 등)	
		'26년 2월	$25bn	**8개 트랜치(FRN 1개, 고정금리채 7개)**	AI 데이터센터/클라우드 투자로, '26년 자금조달 계획의 일부
Amazon	AA	'25.11월	$15bn	40년물 포함, 수요 견고	
		'26.3월	**$53.7bn**	**달러채 $36.9bn, 유로채 $16.8bn**	
Salesfoce	A+/N	'26.3월	$25bn	주주환원 위한 대규모 자사주 매입 목적	
기존 발행은 $10bn 이내					
Apple	AA+	'25.5월	$4.5bn	3, 5, 7, 10년물	
Microsoft	AAA	'25.2월	$3bn	25년 만기, 2.7%	
Amazon	AA	'25.4월	$4.75bn	$1.25bn(4.6%, 25년)/$3.5bn(4.05%, 47년)	
Broadcom	A-	'25.9월	$5bn	$1bn(4.2%, 5년)/$2.25bn(4.8%, 11년)/$1.75bn(4.9%, 13년)	
AMD	A	'25.3월	$1.5bn	$0.8bn(4.2%, 1년)/ $0.6bn(4.3%, 3년)	open AI 등 대형 AI 관련 신규 파트너십

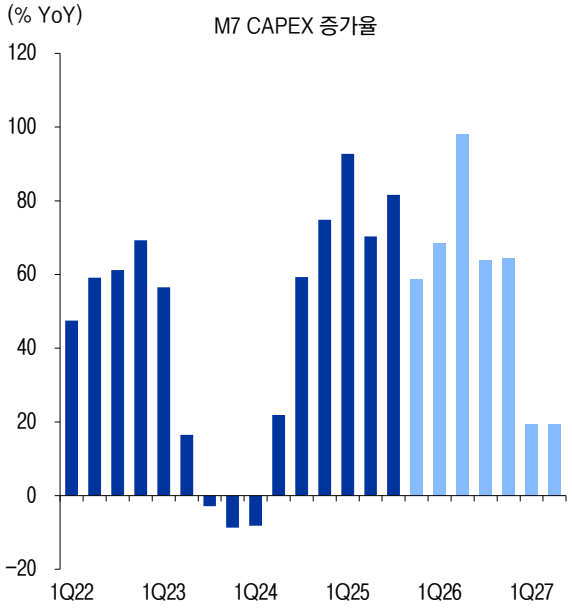
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

검증의 시기, 사모신용 성장 지속되나 성장률 둔화 전망

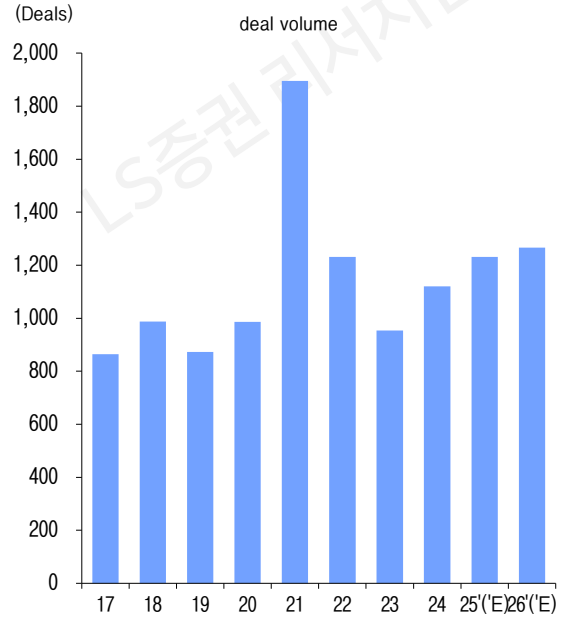
● **사모신용 시장 성장세는 지속될 것으로 보이나, 사모 신용 펀드 투자에는 과거 대비 선별을 강화하는 등 다소 신중한 접근 필요**

- 호황기를 이어온 사모 신용의 누적된 구조적 리스크에 대한 경고 및 우려가 확대되는 시기
- 향후 M&A 시장 및 AI데이터 센터 투자 수요 등으로 사모 신용 시장 성장세는 지속될 것으로 보이나,
  최근 사모대출 노이즈 및 실질적 펀드런 확산 가능성, 지정학적 이슈 등 매크로 둔화 가능성, 자금조달 환경의 보수화 가능성 등 고려시 성장률 둔화 전망
- 일부 섹터의 실적 저하 압력 및 부실 가능성 배제할 수 없으므로 사모 신용 펀드 투자에는 과거 대비 선별 강화하는 등 다소 신중한 접근 필요

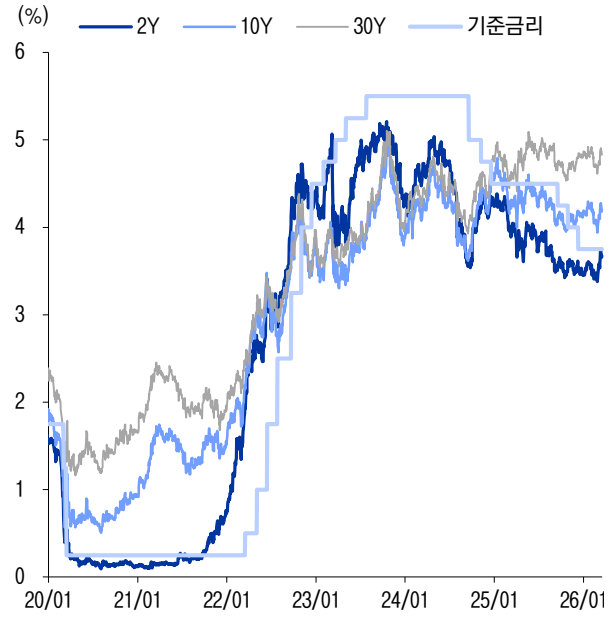
M7 CAPEX 증가율 '26년 하반기 둔화 전망



Annual US Corporate M&A deal volume



미국 국채금리 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, EY('25.11월), LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Q8. 사모대출 리스크가 국내 크레딧 시장에 미치는 영향은?

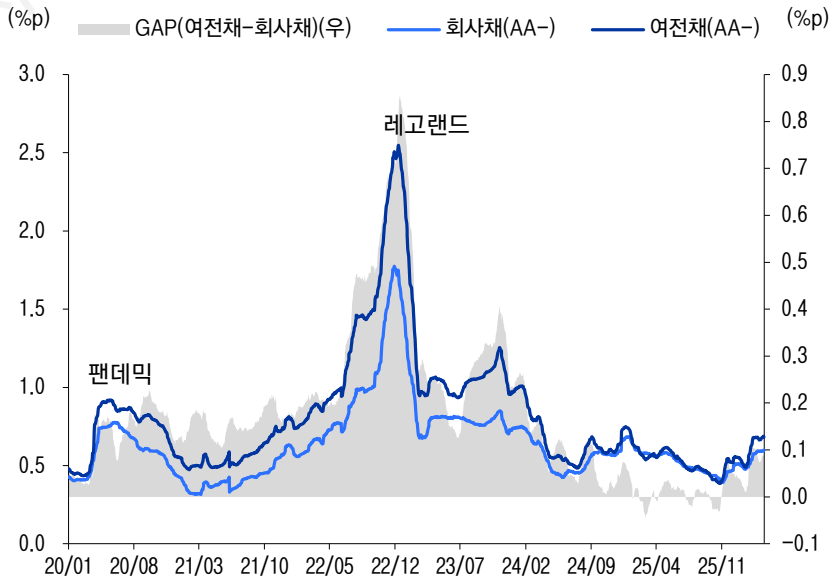
A. 국내 크레딧 시장에 대한 직접 충격은 제한적일 것으로 생각한다. 국내 금융기관의 미국 사모대출 익스포져는 전체 AUM 대비 아직 제한적인 수준으로 파악되며, 직접적인 손실 전이로 국내 시스템 위기를 촉발할 가능성은 낮기 때문이다.
다만, 크레딧 시장은 신뢰와 심리에 따라 비선형적으로 반응할 수 있다는 점에서 해외 사모대출 관련 헤드라인 이슈가 투자심리를 위축시키며 신용 스프레드 확대를 야기할 가능성을 경계할 필요는 있다. 특히, 해외 대체투자 익스포져를 보유한 증권사/보험사 등 기관투자자를 통한 간접 영향과 글로벌 위험회피 심리 확산 가능성은 모니터링이 필요하다.

국내 크레딧 시장 영향 분석

시나리오 LEVER	1) 노이즈 (No Crunch)	2) 부분적 자금 경색 (Partial Crunch)	3) 전면적 금융위기 (Systemic Crunch)
위기 성격	찻잔 속의 태풍	국지적·일시적 신용경색	금융 위기
국내 크레딧 시장 여파	신용 스프레드영향 미미 혹은 일부 확대	신용 스프레드 급속·큰폭 확대	급격한 전방위적 유동성 경색
과거 사례 비교		• 20년 팬데믹	• '22년 레고랜드 사태, • '08년 금융위기
섹터별 영향 특이사항		• 여전채 신용 스프레드 확대 폭 상대적으로 큰 편	• 여전채 신용 스프레드 증폭 두드러짐
단기자금시장 마비	△	O	O
정책개입	△	O	O
경색기간		1달 내외	3~4개월

자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

국내 크레딧 시장 신용 스프레드 추이



국내 금융권 영향과 크레딧 시장

● 해외 사모대출펀드의 국내 투자자 판매 잔액 및 금융기관 Exposure은 국내 금융시장 및 기관 AUM 대비 적은 수준

- 사모대출 이슈가 부각되면서 금융당국은 주요 증권사를 대상으로 실태 파악 및 리스크 관리 조치 시행
- 12개 증권사 기준 해외 사모대출펀드 판매잔액은 25년말 기준 17조원, 이 중 개인투자자 대상 판매규모는 4,800억원
- 대형 증권사들은 발행어음이나 IMA로 조달한 금액을 사모대출펀드에 직접 투자했거나, 투자할 계획 존재 (발행어음 및 IMA의 높은 조달금리 감안)

● 펀드 투자자 입장에서의 투자손실 발생 및 리파이낸싱 리스크는 존재

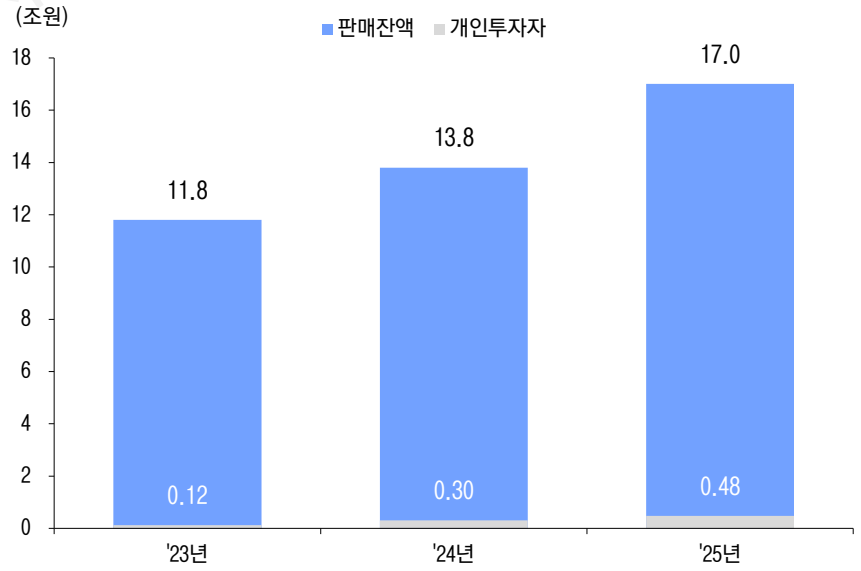
- 일부 증권사 리테일 판매와 자체 투자 형태로 익스포져 보유
- 아직 환매/부실 등 이슈는 발생하지 않고 있으나, 펀드런 심화시 은행권 ELS 사태와 마찬가지로 불완전판매 이슈가 제기될 수 있음
- 과거 은행권 ELS 판매 사태 등 불완전판매 이슈 발생시에도 해당 이슈로 인한 신용 스프레드의 전반적 확대는 나타나지 않았음

국내 증권사 및 보험사 해외 사모대출펀드 투자 현황

구분	내용
증권사	* 리테일 판매분 불완전판매 이슈 제기 가능성, 직접투자분 손실인식 가능성 등 존재 - 한국투자/삼성: 해외 사모대출펀드를 리테일에 적극적으로 판매, 직접투자분 일부 존재 추정 - 미래에셋: IMA 투자대상으로 검토, 직접투자분 일부 존재 추정 - NH: 익스포져 없음 - 금융지주계열: 아직 그룹 차원 모니터링 이전 단계, 그룹 총자산 대비 익스포져 미미할 것으로 보임
보험사	* 주요 보험사당 직간접 익스포져는 대략 1~2조원 수준으로 파악 * 대부분 FVPL 자산으로 인식하고 있어 평가손익 인식 - 삼성화재: 2조원(사모대출과 펀드 합산) - DB손보: 1.5조원(주요 운용사 상품 한정) - 현대해상: 1조원 미만(대부분 선순위, 대표 운용사 위주) - 한화생명: 1조원 수준(총운용자산 대비 1%) - 삼성생명: 일부 존재하나, AUM 대비 미미

자료: 언론보도, LS증권 리서치센터

12개 증권사 해외 사모대출펀드 판매잔액



국내 금융사와 글로벌 사모대출 운용사의 제휴 사례

● 글로벌 사모 대출 운용사와 국내 증권사 및 보험사의 제휴 사례 증가

- 글로벌 운용사의 아시아 확장 전략과 국내 증권사의 자본·상품 다변화 수요, 국내 LP의 글로벌 투자 수요 증가 등이 작용
- 국내 대형 LP(기금 및 보험 등)의 사모대출에 대한 관심도 증가(장기 투자기간의 특성)
- 해외투자(대체투자) 확대기조와 맞물려 국내 기관투자자(연기금, 운용사)의 사모신용 익스포져 확대추세
- 주요 기금은 주로 선순위 대출 형태로 글로벌 사모대출 전문운용사와의 파트너쉽을 통해 펀드에 투자
- 국내 사모신용펀드 전문 운용사 또한 AUM 규모 증가

국내 기금의 해외 사모 크레딧 출자 사례

시기	기관	약정금액 ($mln)	글로벌 운용사/펀드	펀드 수익구조
'24.12	공무원연금공단	100	누빈자산운용 (Nuveen)	• 미국 후순위 캐피탈(junior capital) 및 PE 솔루션
'23.01	행정공제회	100	3650REIT	• 브릿지앤드 이벤트 드리븐 대출 전략
				• PF 이전의 브릿지론 단기대출
'22.06	과학기술인공제회	70	골럽캐피탈 (Golub Capital)	• 미들마켓 선순위 대출
'17.09	과학기술인공제회	30	골럽캐피탈 (Golub Capital)	• 미들마켓 선순위 대출
'17.09	과학기술인공제회	30	에이리스 (Ares Management)	• 직접대출, 선순위 담보대출, 메자닌 대출
'15.01	공무원연금공단	각 30	에이리스 (Ares Management)	• 유럽 중견기업 M&A 자금 대출
			알센트라 (Alcentra)	• 투자액의 60%에 대해 선순위 대출

국내 증권사와 해외 사모펀드 업무 제휴 사례

시기	국내 증권사	대상 기관	내용
'25.10.28	KB증권	아폴로글로벌 매니지먼트(PEF)	• MOU 체결. 글로벌 인수금융을 포함 우량 크레딧 딜에 대해 KB증권에 국내 독점주선권 부여 • 아폴로 펀드 참여 해외 크레딧 딜에 대해 KB증권에 공동 투자 및 국내 주선 기회 제공
'25.10.20	삼성증권	세비오라그룹, 아젤리아(PEF)	• MOU 체결. 사모펀드/대체투자 상품 국내 공급
'25.06.24	삼성증권	블랙스톤(PEF)	• 블랙스톤 사모대출펀드에 투자하는 신탁상품 1,500억원 단독 모집 • 향후 1년간 블랙스톤 사모펀드 독점 판매권
'23.10.27	한국투자증권	칼라일(PEF)	• MOU 체결. 칼라일 조성 펀드에 3억달러 투자 • 칼라일의 해외 크레딧 관련 상품을 연간 40억 달러 규모로 국내에 단독 판매
'22.09.28	한국투자증권	스티펄 파이낸셜(IB)	• 인수금융 및 사모대출 전문 합작회사(JV) SF Credit Partners 설립 (자본금 2억달러: 한투 65.1%, 스티펠: 24.9%, 우리은행: 10%)

자료: 언론보도, 각사, LS증권 리서치센터

Part II

금융: 춘래불사춘(春來不似春)

전배승 | bsjun@ls-sec.co.kr

사모대출 이슈와 금융주

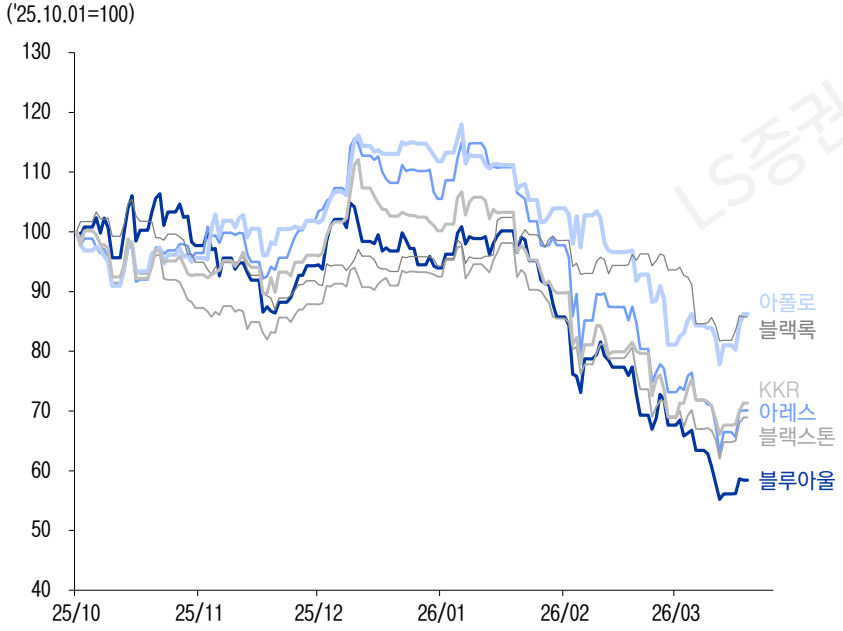
- 해외 사모대출 리스크와 금융주
- 금융위기 발생가능성과 펀드런의 나비효과
- 국내 사모대출시장 개화와 금융업종 영향

사모신용 리스크와 금융주

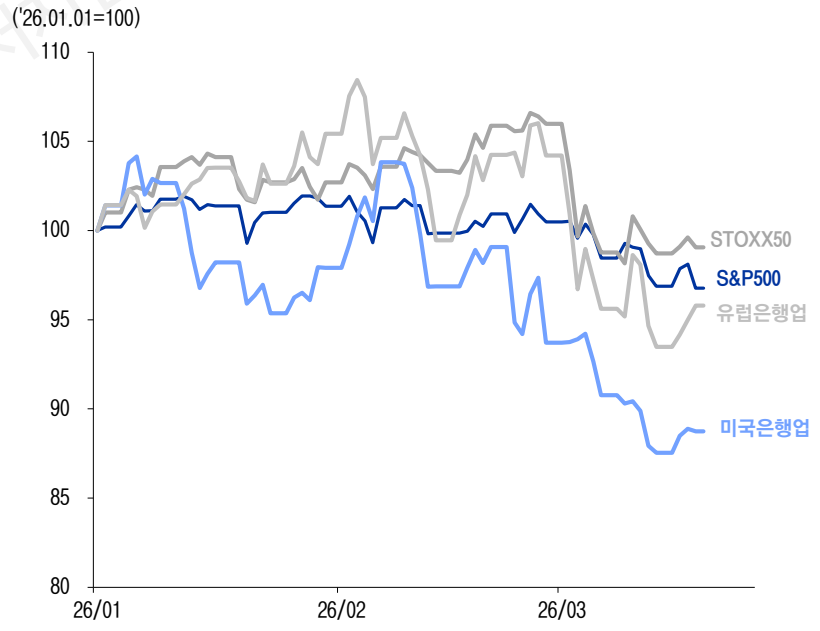
● **사모신용 리스크 표면화 → 글로벌 금융주 약세 압력**

- 금융시장 내 사모신용 리스크가 부각되며 관련된 운용사 주가는 26년 연초 이후 평균 30% 가량 하락
- 우려가 금융업종 전반으로 확산되면서 미국의 은행업 주가는 3월 이후 큰 폭 조정. 유럽 은행주 역시 시장수익률 하회
- 최근에는 유럽은행 가운데 가장 적극적으로 사모대출을 취급한 것으로 알려진 도이치뱅크(익스포져 250~300억 유로) 관련 우려가 제기됨: 위험확산 조짐

미국 사모신용 관련 운용사 주가



연초 이후 미국과 유럽 은행업종 주가



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

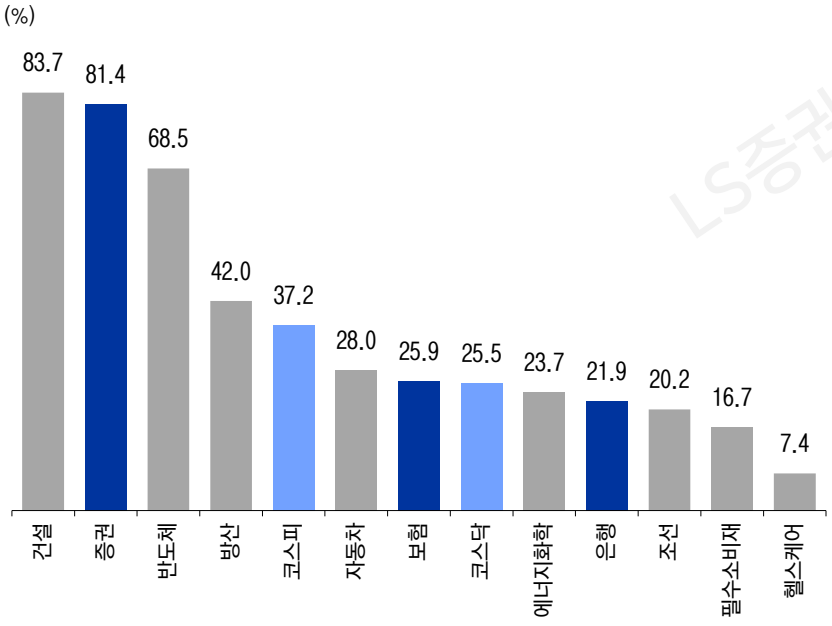
LS증권 리서치센터

사모신용 리스크와 금융주

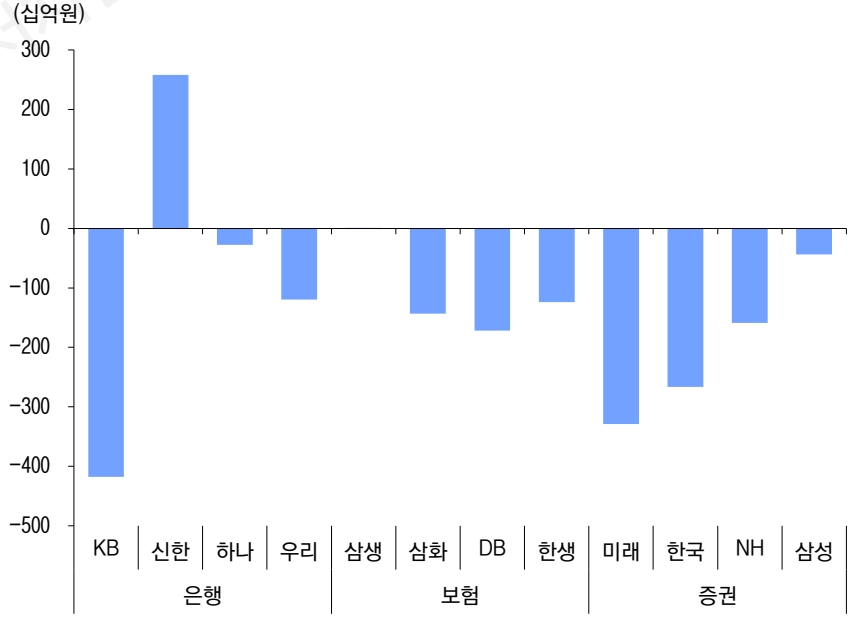
● 국내 금융주를 둘러싼 부정적 대외환경 → 외국인 수급 악화

- 최근 전쟁 발발과 함께 사모신용 리스크가 표면화되면서 대외환경 불확실성 증폭
- 이는 외국인지분율이 높은 금융주에 특히 부정적 영향. 연초 이후 신한지주를 제외하면 주요 금융주 외국인 순매도세 지속
- 특히 은행업종 주가는 연초 이후 상승률이 KOSPI를 크게 하회하면서 **글로벌 금융주와 동조화된 흐름**을 보여주고 있음

26년 연초 이후 국내 증시 업종별 주가 수익률



연초 이후 금융주 외국인 누적 순매수



자료: LS증권 리서치센터
주: 연초~3.20 기준

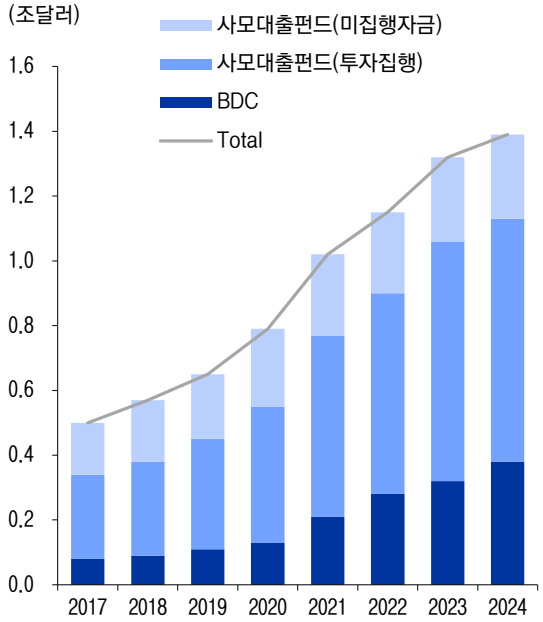
LS증권 리서치센터

사모대출과 금융권, 무엇이 문제인가

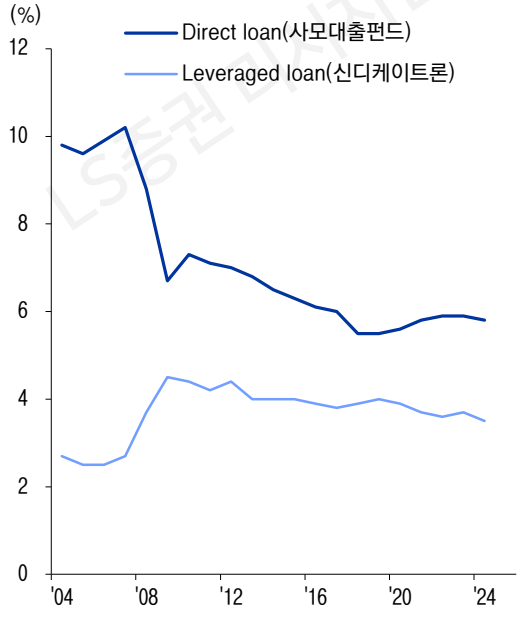
● 사모대출은 성장산업의 자금 통로: 구조적으로 높은 위험과 수익성을 내포

- 글로벌 사모신용 시장규모는 2조달러 수준으로 알려져 있으며, 이 중 미국이 70% 비중을 차지(약 1.4조달러)
- **주로 은행의 직접대출이 어려운 중견기업의 자금조달 창구로 활용.** 은행이 주선하는 신디론(Leveraged Loan)에 비해 금리가 높아 매력적인 투자처로 부각되며 고성장
- 사모신용은 코로나 국면을 거치며 가파른 성장세 시현. 헬스케어/IT/서비스 등 성장산업에 주로 투자

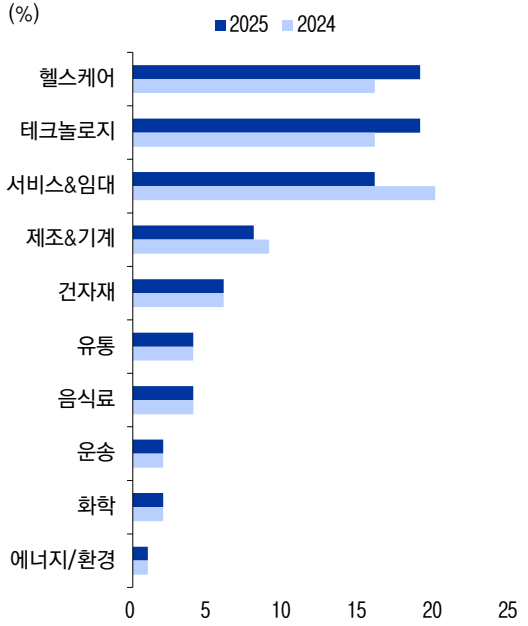
미국 사모신용 시장규모



미국 사모대출펀드 대출금리



미국 사모대출 섹터별 신규 발행



자료: Preqin, BIS, 국제금융센터, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

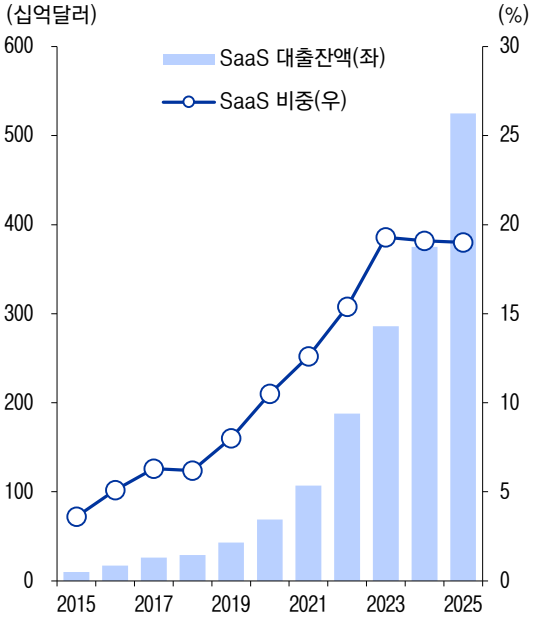
사모대출과 금융권, 무엇이 문제인가

● 사모대출과 사스포칼립스(SaaS+Apocalypse)

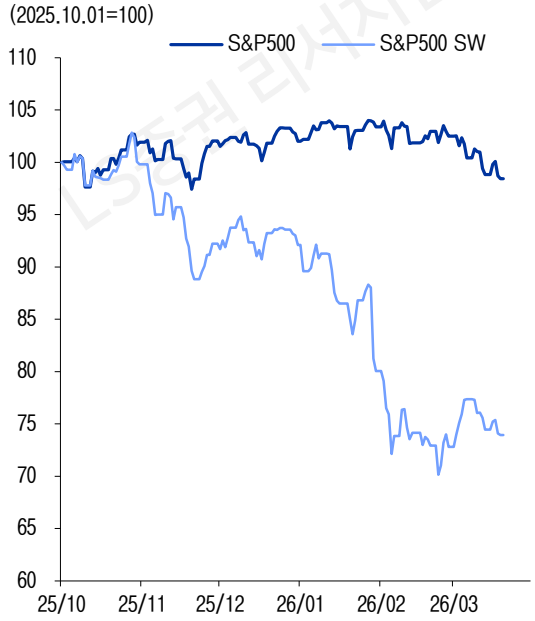
- 특히 사모대출 자금 중 상당규모가 서비스형소프트웨어(SaaS) 영역으로 집중되었으나 최근 AI의 파괴적 혁신에 따른 '사스포칼립스' 우려 부각
- 이에 자금공급 역할을 담당했던 **사모대출의 부실우려가 확산되면서 펀드 환매가 증가 → 사모신용 전반의 리스크로 확산**
- 현재 미국 사모대출의 표면적 부도율은 낮은 상태. 하지만 대출의 불투명성과 임의적 상환구조(PIK 등) 감안 시 실제 부실의 정도는 더욱 클 것으로 관측

**PIK(payment-in-kind: 이자지급을 유예하는 대신 원금에 가산하거나 추가채권을 발행하는 방식)*

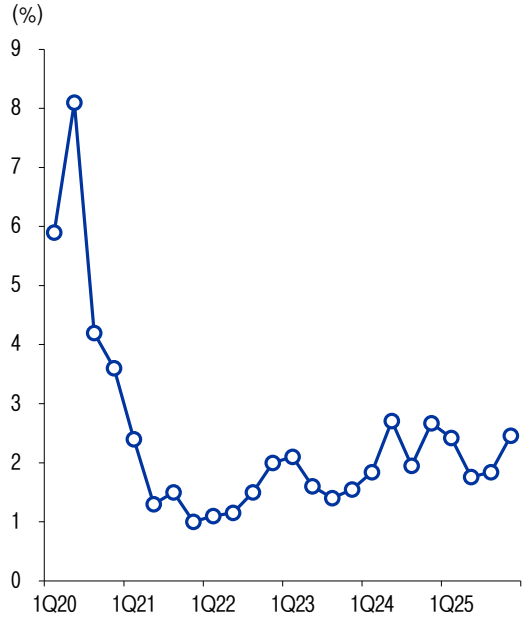
미국 사모대출 중 SaaS 규모와 비중



미국 소프트웨어 업종 주가



미국 사모대출 부도율 추이



자료: Preqin, BIS, 국제금융센터, LS증권 리서치센터

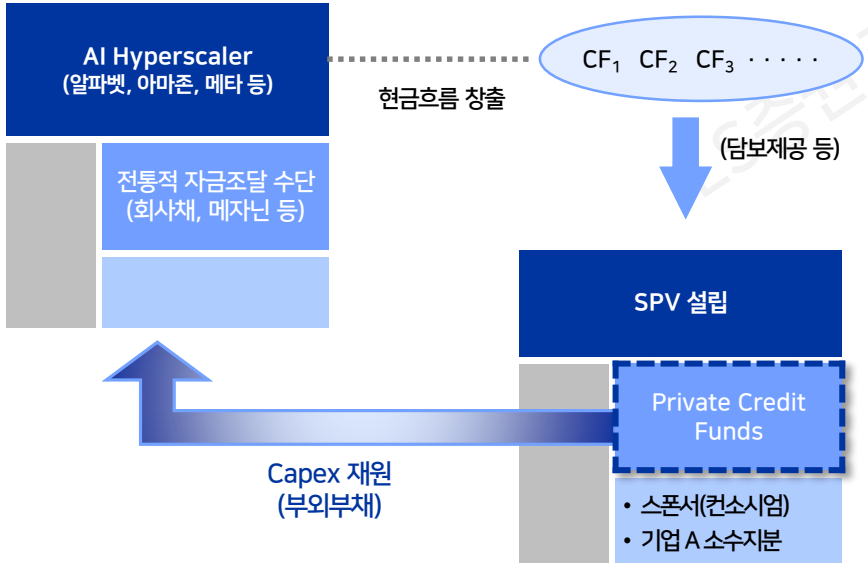
LS증권 리서치센터

사모대출과 금융권, 무엇이 문제인가

AI 기업들의 Capex 재원으로도 활용되고 있는 사모신용

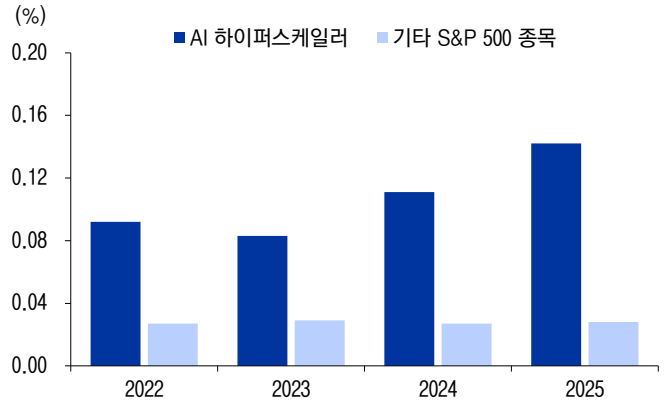
- 최근에는 AI기업들에 대한 사모대출 규모 또한 증가추세를 보이고 있음
- 특히 데이터센터 등 대규모 Capex가 필요한 Hyperscaler의 경우 영업현금흐름을 부채로 전환하는 방식으로 사모신용을 활용 → 부외부채(Off B/S Borrowing)
- **따라서 사모신용 위축은 환매증가에 따른 금융권(운용사) 부실과 함께 관련산업의 Capex 둔화, 조달비용 상승으로 연결될 수 있음**

사모대출펀드를 통한 AI 기업 자금조달 예시



AI Hyperscalers' Shadow Borrowing Bolsters Private Credit Risks

S&P500 기업별 총자산 대비 Capex 비중 추이



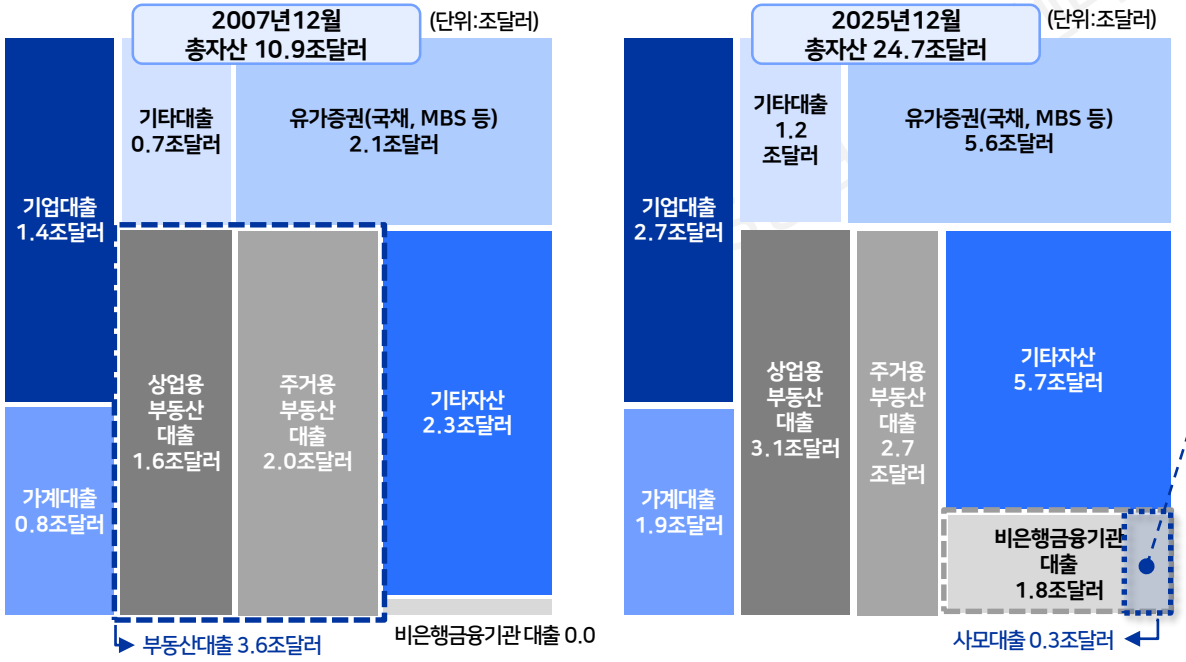
자료: BIS, LS증권 리서치센터
주: AI 하이퍼스케일러- 알파벳, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

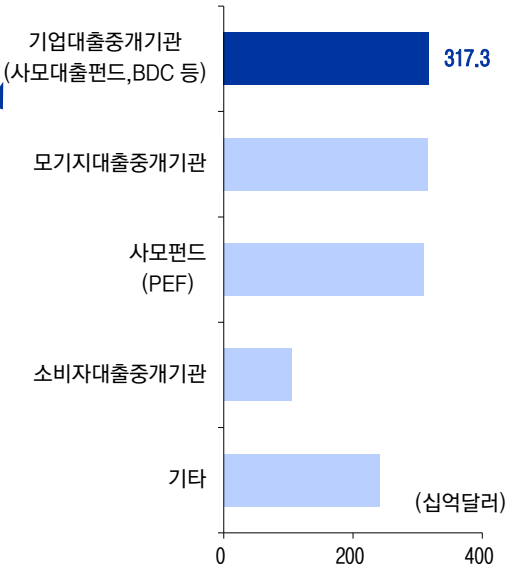
● 사모대출 리스크로 인한 금융위기 발생 가능성은 낮음: 2008년과는 비교되지 않는 기초자산 규모

- 그럼에도 우리는 사모대출 부실로 인한 금융위기 발생 가능성은 낮다고 판단
- 2008년 글로벌 금융위기 발생의 근본배경은 부동산시장 붕괴 VS 최근 사모신용 리스크는 중저신용 기업대출 부실우려에 기인
- **금융권에서 차지하는 규모와 비중이 당시와는 비교되지 않는 수준.** 금융위기 당시 미국 은행권의 부동산대출 익스포져는 3.6조 달러(33%)
- 반면 현재 미 은행권 총자산 24.7조달러 가운데 사모신용기관에 대한 대출은 0.3조달러(1.2%)에 불과(비은행 금융기관대출 1.8조달러 내에 포함)

미국 전체 상업은행 총자산 구성



미 은행권 비은행금융기관대출 세부구성



자료: 미 연준, FDIC, LS증권 리서치센터
주: 비은행금융기관대출 세부구성은 25년 9월말 총자산 100억달러 이상 은행 대상 기준

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

● 미국 은행권 사모대출 보유비중 크지 않아

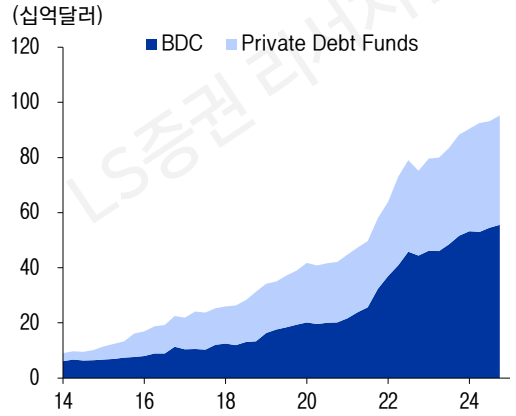
- **미국 주요 은행 중 사모신용 익스포져가 큰 상위 5개사의 합산규모는 약 1,700억달러로 총자산대비 1.3% 수준으로 비중이 미미**
- 코로나 국면 이후 높은 금리수준과 낮은 부실율을 바탕으로 사모신용 규모가 지속 확대되고 있는 추세를 보이고는 있음
- 직접대출 뿐 아니라 운용사와의 파트너십 체결을 통한 인수금융 지원, 지분투자 등 익스포져 형태 또한 다양화

미국 주요 은행 사모신용 익스포져

회사	사모신용 익스포져	총자산	총자산대비 비중
Wells Fargo	597억달러	2.1조달러	2.8%
Bank of America	332억달러	3.4조달러	1.0%
PNC	295억달러	0.6조달러	5.1%
Citi	258억달러	2.7조달러	1.0%
JP Morgan	222억달러	4.4조달러	0.5%
합계	1,704억달러	13.2조달러	1.3%

자료: 언론자료, LS증권 리서치센터

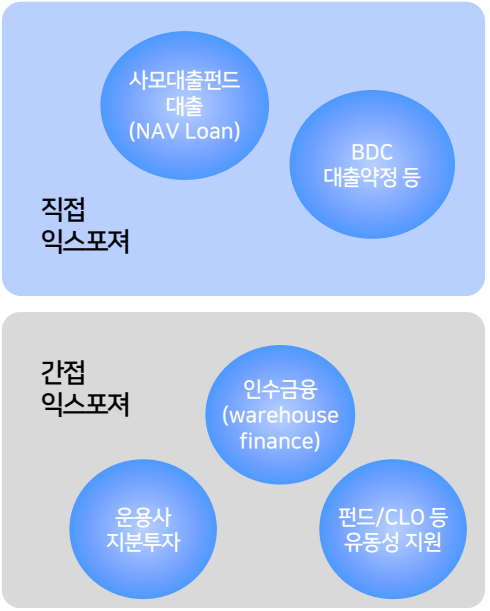
미국 은행권 사모신용 관련 규모와 내용



구분	평균금리	평균만기	평균 신용등급	연체율
BDCs	6.4%	4.1년	BBB	0.5%
Private Debt Funds	6.6%	2.6년	BBB	0.7%

* 24년말 기준

미 은행권의 사모신용 익스포져 형태



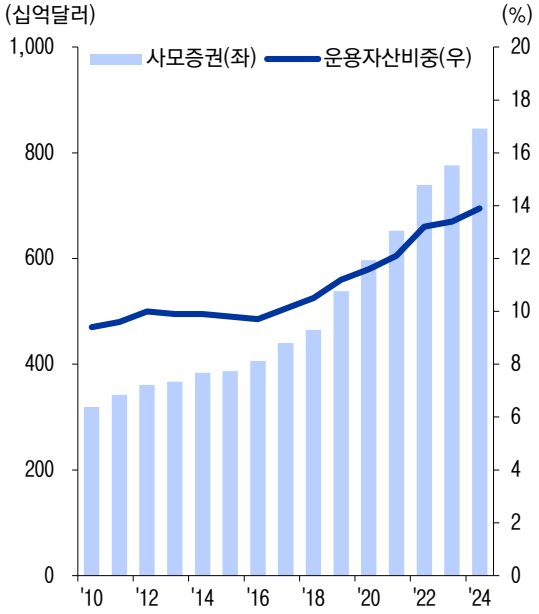
LS증권 리서치센터

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

● 미 보험사도 사모대출 익스포져 보유하고 있으나 장기투자 속성 감안시 위기 표면화 가능성 낮음

- 미국 보험사(생보사) 역시 운용수익률 제고를 위해 사모대출을 보유. 사모대출이 포함된 사모증권(채권 등) 잔액은 약 9천억달러, 운용자산 내 비중은 14% 수준
- 은행권에 비해 익스포져 규모가 크고 특히, 일부 사모대출 운용사는 보험사를 소유하고 있어 신용평가 이슈 등 문제가 제기
- 그럼에도 **1) 전체 사모증권 중 사모대출 규모는 일부로 예상되고, 2) 보험사의 장기투자 속성을 감안하면 환매 및 손실인식에 따른 부정적 영향은 제한적일 전망**

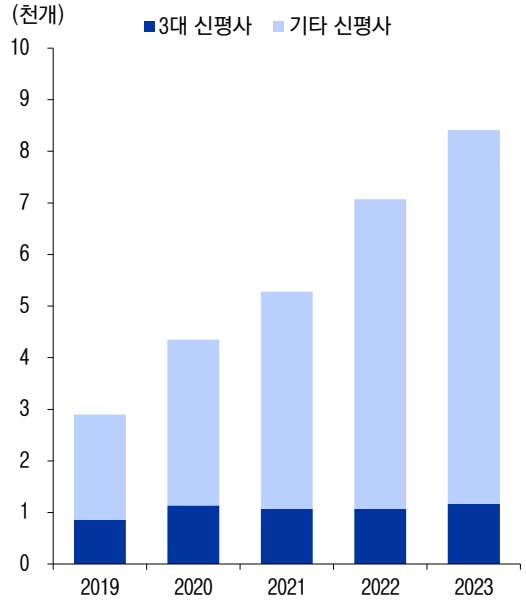
미 생보사 사모증권(Private Placement)



미국 운용사의 보험사 인수현황

연도	운용사 (매수자)	보험사 (매수 대상)	매수액 ($bln)
'20	KKR	Global Atlantic	4.4
'21	Blackstone	AIG 생명보험·연금사업 (Corebridge)	2.2
	Blackstone	Everlake (Allstate 자회사)	2.8
	Apollo	Athene (생명보험·연금)	11.0
	Brookfield Reinsurance	American National Group	5.1
'22	Blackstone	Resolution Life	0.5
'23	Brookfield	American Equity Life (AEL)	4.3
'25	BlackRock	Viridium	3.8

미 보험사의 사모증권 신용평가 현황



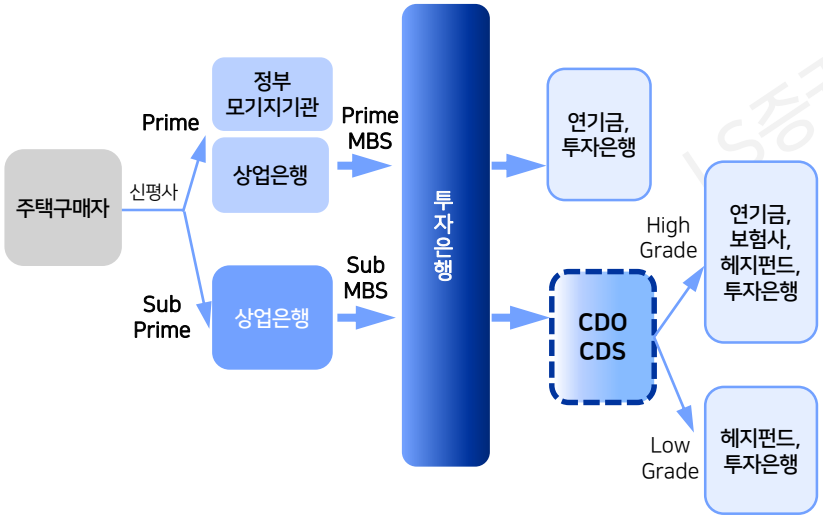
자료: 미 연준, IMF, LS증권 리서치센터

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

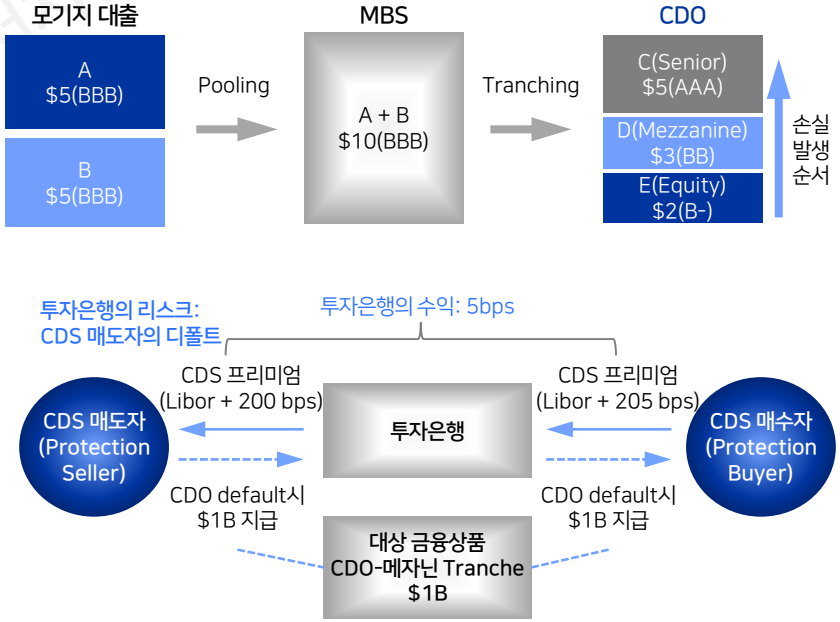
2008년 금융위기의 주요인은 파생상품(CDO + CDS)

- 글로벌 금융위기의 주요인은 주택버블 붕괴와 글로벌 주요 금융기관의 부실
- **금융권의 무분별한 레버리지 확대가 모기지대출의 증권화(MBS) 및 CDO/CDS와 같은 파생상품 확산과 맞물리며 손실규모가 급증하며 파산을 야기**
- 특히 MBS의 pooling과 tranching을 통한 재구조화(등급상향)로 탄생한 CDO와 이에 기반한 CDS 파생거래가 금융위기의 뇌관으로 작용
- 즉, 모기지 → MBS → CDO → CDS(synthetic CDO)로 위험이 증폭되는 구조

2008년 금융위기 당시 미국 주택금융시장 구조



CDO와 CDS 구조



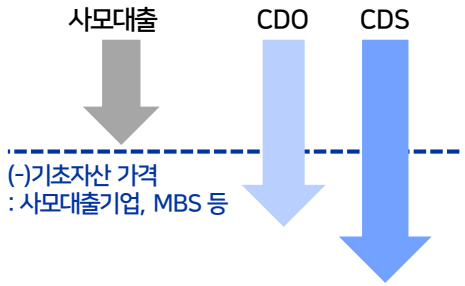
자료: LS증권 리서치센터

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

● 사모대출 손실인식 구조는 금융위기 시기와 상이

- CDO와 CDS 모두 기초자산 가격이 일정수준 이하로 내려가면 손실이 급격히 확대됨
- 이로 인해 글로벌 주요 투자은행, 보험사의 손실이 동시다발적으로 급증하며 부실의 전이 → 금융위기를 야기
- **반면 현재의 사모신용 시장에서 금융권의 손실은 사모대출펀드에 대한 직접적 익스포져(투자 혹은 대출)에 국한**

금융권 손실인식 범위



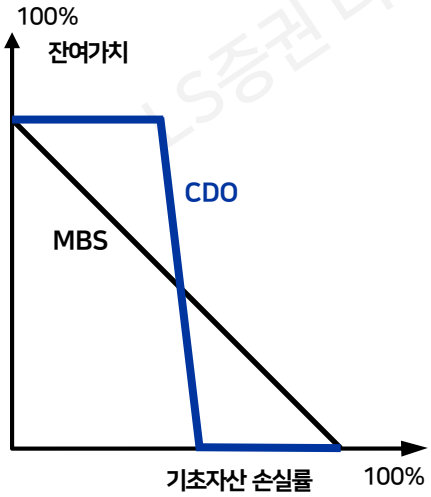
CDO 손익구조

MBS

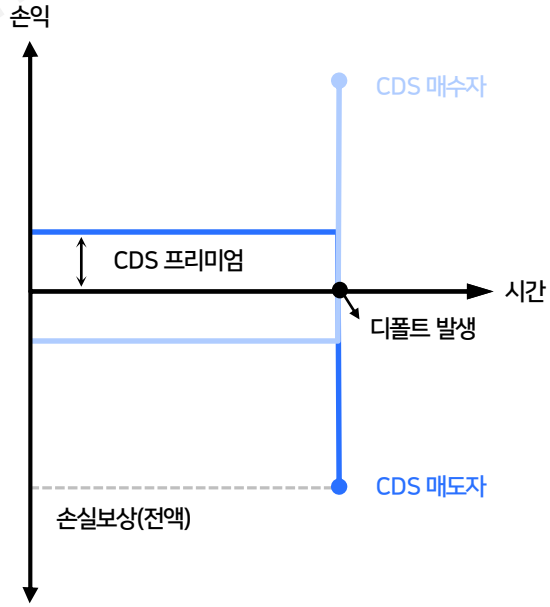
Tranche	손실구간
AAA	-24%
AA	-16%
A	-13%
BBB	-8%
BB	-6%
B	-5%
Sub B /Equity	
Total	

CDO(BBB 기초)

Tranche	손실구간
AAA	-25%
AA	-20%
A	-12%
BBB	-8%
Below BBB	-0%
Total	



CDS 손익구조



LS증권 리서치센터

자료: 언론자료, LS증권 리서치센터

금융위기 발생 가능성을 낮게 보는 이유

● 금융규제 강화와 제한적 익스포져 → 금융위기 발생 가능성 낮음. 개별 금융회사/관련산업 이슈로 전개 예상

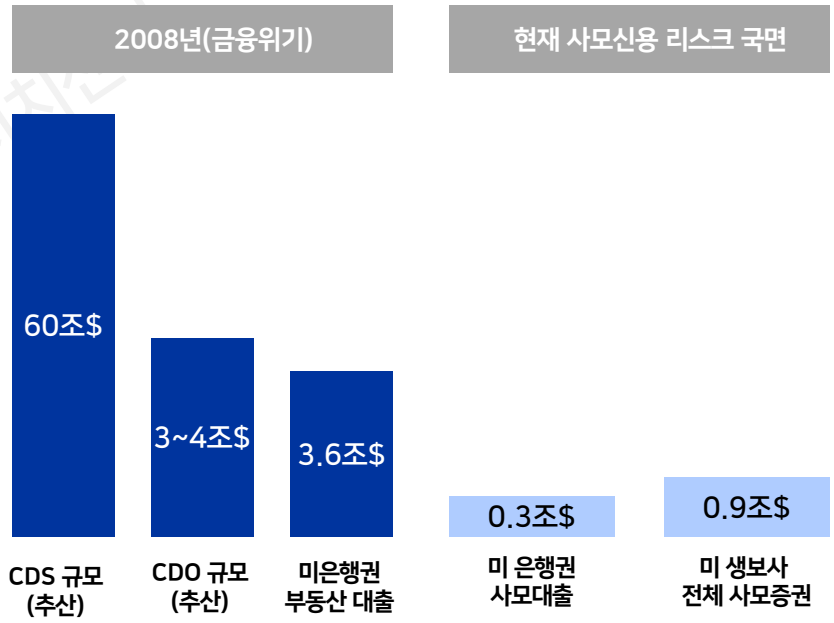
- 글로벌 금융위기 이후 파생상품 규제강화로 인해 금융권의 최종손실 인식규모는 제한적
- 제한적 익스포져와 낮은 전염성으로 인해 금융시스템 위기 가능성은 희박
- **개별 금융회사와 관련산업(SaaS, AI 등) 및 기업의 자금조달 이슈로 국한될 전망. 다만 사모신용 시장 전반의 성장둔화는 불가피**

2008년 금융위기 이후 글로벌 금융규제 강화

- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
- 유럽 등 STC securitization 규제

▼

- 구조화상품 전반에 대한 자본규제 및 투명성 요구 강화
- 파생상품 기반 구조 및 복합 구조화상품에 대한 취급 규제 강화
- 자본규제, 위험보유, 공시 및 투자자 실사 요구 강화
- 은행의 고위험·비표준 신용익스포져 취급 여력 축소
- 복잡한 구조화상품 대비 단순한 사모대출 구조 선호 확대



자료: LS증권 리서치센터

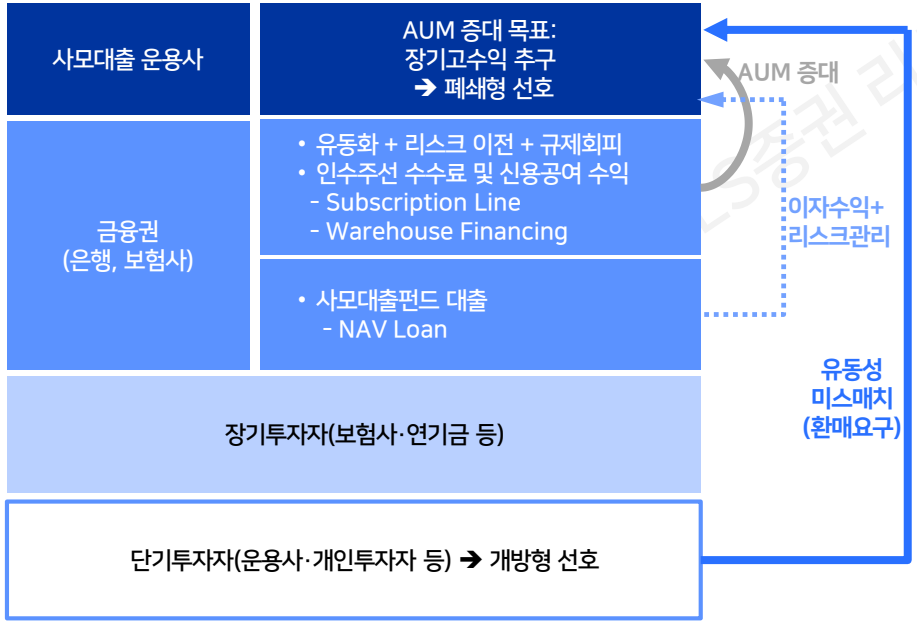
펀드런의 나비효과

● 사모대출펀드 운용사와 투자자, 금융권의 다양한 이해관계

- 사모대출의 불투명한 구조와 소프트웨어 업종을 둘러싼 우려가 연쇄적인 환매요청으로 나타남
- 특히 사모대출펀드는 장기에 걸쳐 안정적인 이자수익 확보를 추구하는데 반해,
  개인투자자들은 단기 수익 추구의 니즈가 큼 → **만기(유동성) 미스매치의 구조적 한계를 내포**
- AUM 증대와 수익확대 관점에서 사모대출 운용사와 금융권의 이해관계는 일치
- 하지만 동시에 사모대출펀드는 금융권의 익스포져로 리스크 관리대상: 최근 JP모건의 NAV 하향 배경

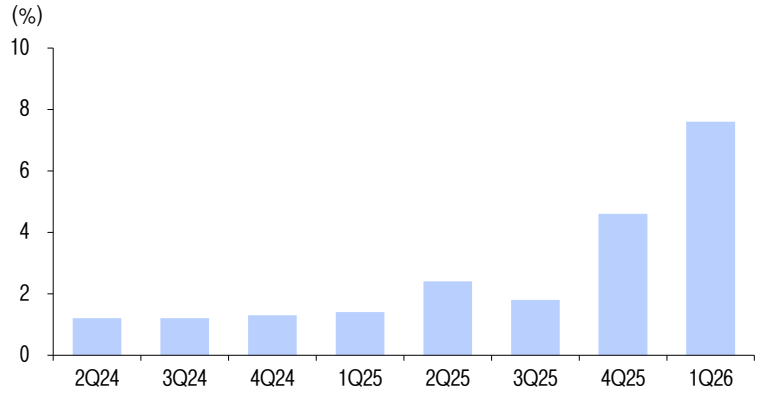
'25.09	트라이컬러, 퍼스트브랜즈 파산
'26.02.19	블루아울 OBDC II 환매 중단 발표
'26.03.03	블랙스톤 BCRED 7.9% 환매 요청
'26.03.06	블랙록 HLEND 환매 제한(9.3% 환매 요청)
'26.03.11	JP모건 사모신용 NAV 하향
'26.03.12	도이치뱅크 사모신용 우려 부각

사모신용 시장구조



자료: Robert A Stranger & Co. , LS증권 리서치센터

주요 비상장 BDC의 환매 요청 비율

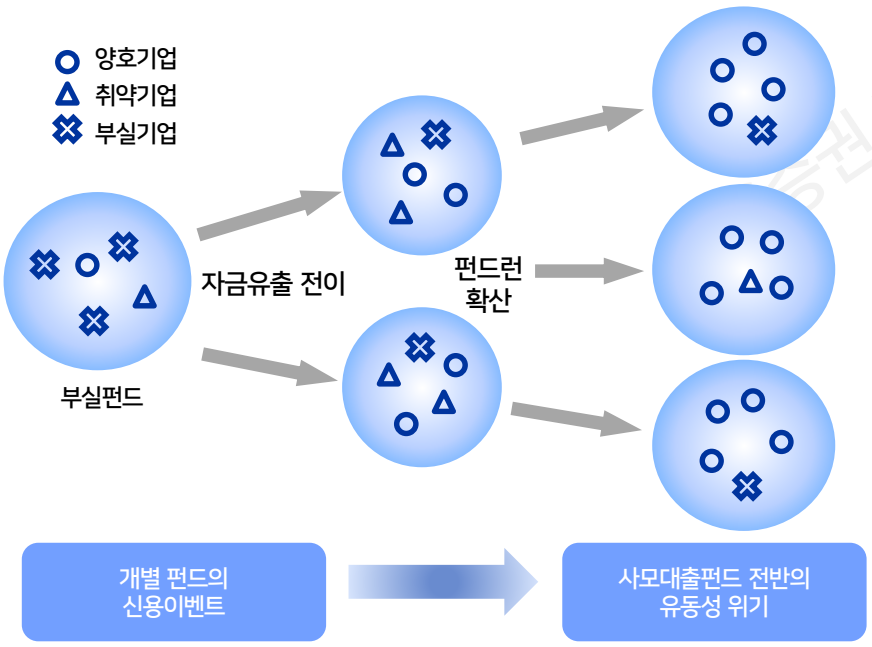


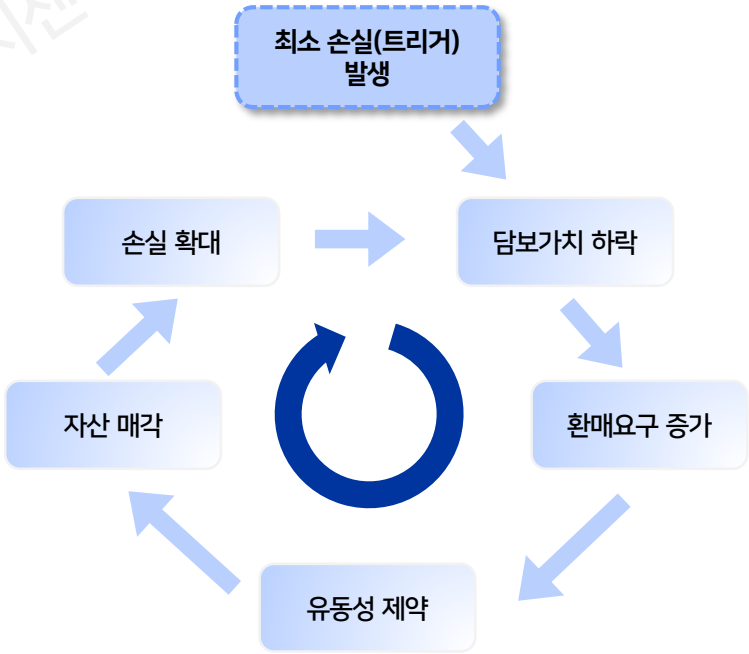
펀드런의 나비효과

펀드런 발생 → 유동성 제약 시나리오 예상

- 개별펀드의 부실우려에 따른 환매요구 확대가 상대적으로 우량한 펀드로도 확산될 수 있음: 펀드런 발생의 배경
- 환매에 대응하기 위한 펀드자산 매각은 추가적인 손실확대와 담보가치 하락을 야기해 펀드런을 더욱 확산시키는 구조
- **이 경우 개별 (부실)펀드의 신용이벤트가 전체 (양호한)사모대출펀드의 유동성 위기를 야기**

사모대출펀드 유동성 전이 구조





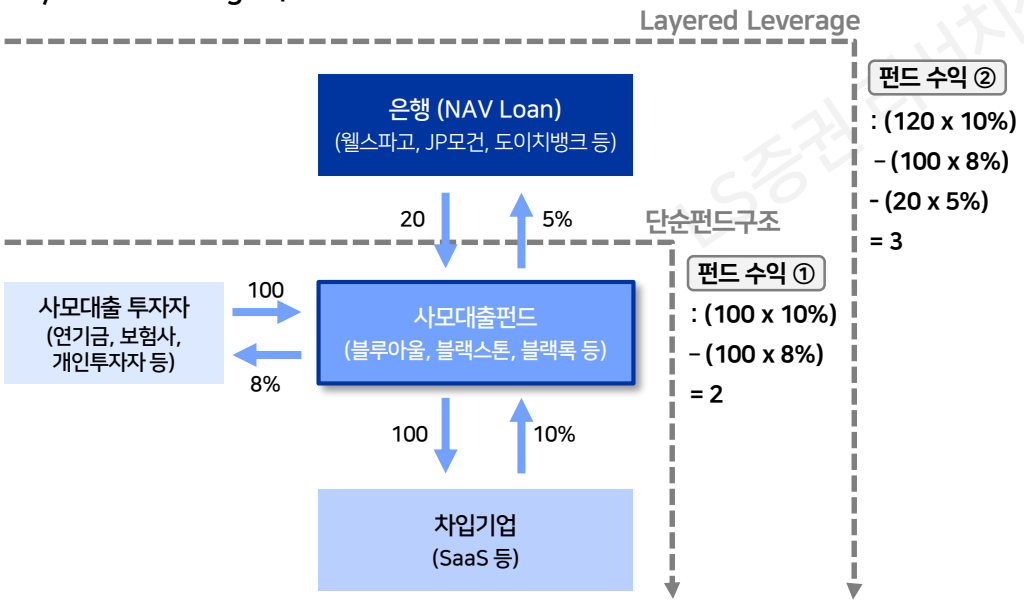
자료: LS증권 리서치센터

펀드런의 나비효과

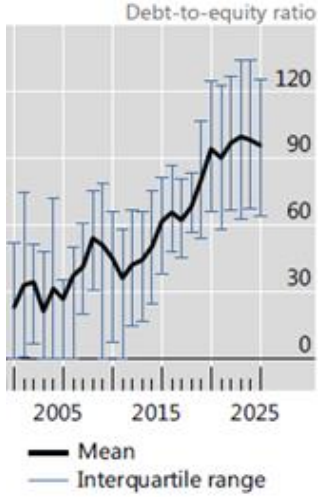
● 사모대출펀드의 Layered Leverage → 펀드런을 심화시키는 구조

- 사모대출펀드는 Layered Leverage를 통해 펀드수익을 극대화하는 구조: 펀드의 NAV를 기반으로 은행으로부터 추가 차입을 활용하기 때문
- **하지만 반대로 투자대상기업(차입기업)의 재무여건이 악화될 경우 펀드수익은 급감하고 운용사의 손실이 확대됨: 레버리지 효과**
- 최근 JP모건의 사모대출펀드 담보가치 하향 → 환매증가 → NAV 하락 → 대출축소의 악순환. 이는 결국 펀드런 심화를 야기
- BDC 등 사모신용 시장전반의 레버리지가 확대되는 추세: 위기 표면화시 급격한 자금회수 발생 가능성을 내포

Layered Leverage 구조



BDC 레버리지 추이



최근 JP모건의 사모신용 익스포져 NAV 조정관련 내용

- **사모신용 펀드 내 SW 기업 대출채권의 담보가치 하향 및 대출 한도 축소 (2026년 3월)**
- AI 경쟁 심화에 따른 SW 수익성 악화로 인한 채무불이행 우려 선제 대응
- NAV 대출 계약상 언제든 담보 재평가 가능한 조항 보유
- 25년말 기준 JP모건의 비은행금융기관 전체 익스포져는 1600억 달러, 그중 사모신용 익스포져는 222억달러로 추정

자료: LS증권 리서치센터

펀드런의 나비효과

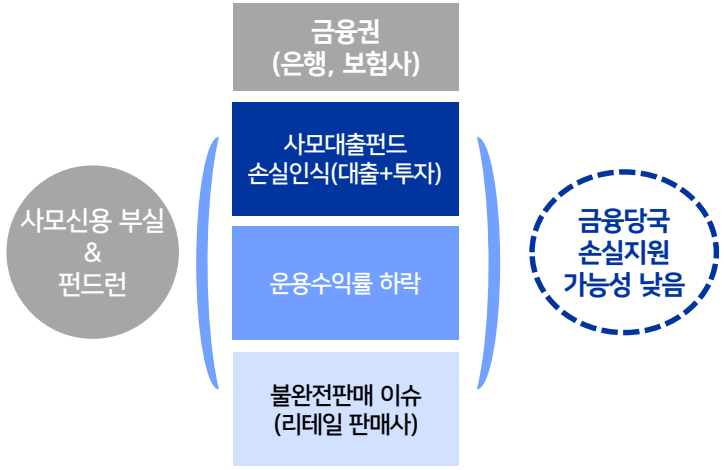
● 펀드런은 뱅크런이 아니다!

- 펀드런은 이해관계자, 금융시장 영향과 감독당국의 대응에 있어 뱅크런과는 근본적으로 차이가 있음
- **손실주체와 범위가 제한되고 금융시스템 위기를 초래하지 않음. 다만 관련기업/산업의 조달비용 상승과 함께 신규투자(Capex) 둔화를 야기**
- 사모대출 리스크가 표면화될 경우 익스포져를 보유한 금융권은 일차적으로 손실을 인식. 또한 고수익원으로 인식되던 사모신용 시장위축으로 운용수익률 저하가 불가피
- 리테일 판매 금융사는 개인투자자 손실발생시 분쟁 발생 가능성(불완전판매 이슈). 뱅크런과 달리 금융시장 안정을 위한 감독당국의 개입여지는 제한적

펀드런과 뱅크런의 차이

	이해관계자	금융시장 영향	실물경제 영향
펀드런	• 투자자 → 손실 • 운용사 → 부실 • 판매사 → 분쟁 가능성 (불완전판매 등)	• 관련 펀드 & 운용업계 유동성 제약 • 투자심리 위축	• 관련 산업 업황 악화 • 관련 기업 조달비용 상승 → 신규투자 둔화
뱅크런	• 불특정다수(개인+기업) 재무여건 악화 • 은행 부실	• 급격한 신용경색 • 금융시스템 리스크 • 금융당국 즉각 개입	• 전산업 타격 → Recession 야기 • 금융위기가 실물위기로 전이

펀드런 발생시 금융권 영향



자료: LS증권 리서치센터

사모대출 규제현황과 시사점

● 국가(지역별) 사모펀드 규제강도는 유럽>미국>한국 순

- 유럽(영국)의 사모펀드는 사전인가가 필요하고 AUM 규모에 따라 세부규제를 적용 받고 있음
- 미국은 레버리지 규제 등에서 상대적으로 자유롭고, 한국의 경우 과거 사모펀드 사태 이후 규제강화 기조

국가별 사모펀드 규제현황

항목	미국	영국	한국
감독기관	SEC(증권거래위원회)·FSOC(금융안정감독위원회)	FCA(금융감독청)·PRA(관련 은행·보험사의 익스포져 관리)	FSC(금융위원회)·FSS(금융감독원)
관련 법령	투자회사법, 투자자문업자법, 증권법·증권거래법·도드프랭크법 등 기타 시장 자율규범(AIMA 가이드라인 등)	FSMA(금융서비스 및 시장법), AIFMR(대체투자펀드운용지침), 자금세탁 방지법, FCA Risk Framework 등	자본시장법 및 하위 규정 대체투자펀드 리스크관리 모범규준 기타 관련 개별법
기본 규율 체계	• 투자자문업(Advisers Act)·투자회사법(1940 Act) 틀 내에 사모펀드(3(c)(1)/(7))·BDC 등으로 운용. Form PF 통해 관리 • 직접감독(Form PF)+익스포져 간접규제(은행, 보험 등)	• 브렉시트 후 UK-AIFMD + FCA의 AIFM/펀드 감독 • 2025.4 AIFM 체계 개편 방향성에 대한 의견수렴 등 진행 • FCA 라이선싱& AIFMD 기반 직접규제+ 익스포져 간접규제	• FSCMA(자본시장법) 2021.10 개정으로 사모펀드 체계 개편 (기관전용·일반사모 구분 등). 이후 세부 규정 보완 • 자본시장법 기반 기관 전용 사모펀드 중심 관리
직접대출 가능여부 (Direct lending)	• 사모크레딧 펀드/BDC가 직접대출·프라이빗론 투자 가능 • BDC는 1940 Act상 폐쇄형/상장도 가능	• AIF(사모대출펀드 포함)는 FCA 인가·내부통제·공시 요건 하 가능	• '21년 개정 후 크레딧 펀드의 '대출' 참여 가능 • 부동산펀드 등 특정 목적 대출은 법령상 예외 인정
개인·리테일 접근 가능성	• 기본적으로 기관/적격투자자 중심 • 리테일 채널은 BDC 상장·공모 구조를 통해 제한적으로 가능	• 전문/적격 투자자 중심 원칙, LTAF는 DC연금 등 일부 리테일 가능 (LTAF 레버리지 순자산 30% 까지만 허용, 강한 공시·유동성관리 등)	• **사모펀드 판매규제·적합성 요건 강화 기조 (리테일 접근 제한적)**
펀드 사전 인가	• 사후 등록	• **사전 인가**	• **사후 등록 (경영참여목적 사모펀드는 금융위 승인要)**
규제 (등록, 보고 등) 적용 AUM	• $150mln 이상 • $150mln 미만: Exempt Reporting Advisor로 SEC 등록 면제, 제한적 보고	• NAV 1억 파운드 이상 • NAV 1억 파운드 미만: Small AIFM (핵심 규제만 보고) • 1억~50억파운드/50억파운드 초과: Mid-sized/Full-scope AFIM	• 등록 요건은 20억원 이상 • 시장 관행상 100억원 이상
레버리지 규제	• 법령상 공식 한도 없음(1940 Act) • 감독기관 관리, 투자자 실사 기준 등을 통한 자율적 관리 체계	• 일반 사모펀드(AIFM 기준)는 자체 규제	• **자본의 400% (현안)**
유동성 규제	• 절대적 유동성 규제는 없고, 투자자와의 계약에 따라 결정됨 • 폐쇄형 사모 대출펀드를 포함한 BDC는 SEC 규제 하에서 Asset Coverage Rule 등 적용	• 절대적 유동성 규제는 없고, 계약에 따라 회수/환매조건 등 결정됨 • 운용사의 유동성 리스크 관리계획 수립 및 투자자 설명 요구됨	• 법령상 명시적 유동성 한도나 환매 규제는 없음 • 다만, 내부통제 강화 및 투자자 공시, 만기형 폐쇄구조, 투자자 보호용 유동성 리스크 관리 계획 등이 권장/요구됨
기타 특징	• 사건 기반 실시간 보고 체계 (72시간 내, 감독기관에만 제출)	• **담보자산으로서 주거용 부동산에는 제한 存**	• 일반/기관 전용 모두 대출 가능(개인 및 일부 영업분야 대출은 금지)

자료: LS증권 리서치센터

사모대출 규제현황과 시사점

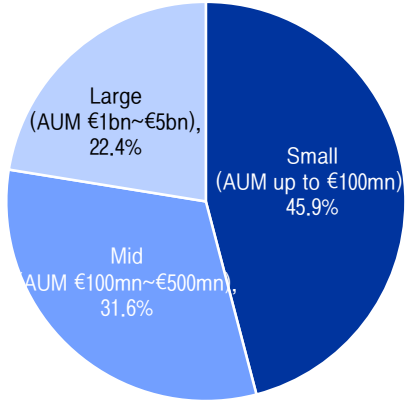
● 유럽의 사모대출펀드 규제강화 움직임

- 유럽 증권감독기구는 26년 4월 AIFMD 2.0(사모대출을 포함한 강화된 대체투자펀드 규제안) 발표 예정
- 레버리지 한도를 강화하고 원칙적으로 폐쇄형을 유도하는 방안이 포함
- 사모대출펀드 설정규모가 커지고 있고, 환매요청 기간이 축소되고 있어 유동성 리스크 관리강화 목적

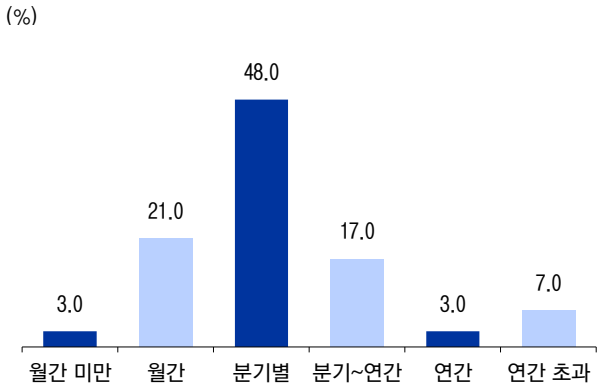
유럽 AIFMD* 2.0 주요 내용

규제 항목	내용
적용 시점	• EU회원국은 '26년 4월 16일까지 국내법 이행 의무
적용 대상	• 대출 실행을 주된 투자전략으로 하거나, 실행 대출의 명목가치가 NAV의 50% 이상인 AIF를 'LOF(Loan-Originating AIF)'로 정의
레버리지 한도	• **개방형 LOF는 NAV의 175%까지, 폐쇄형 LOF는 NAV의 300%까지**
펀드 구조 원칙	• **원칙적으로 폐쇄형.** 운용사가 유동성 리스크 관리 시스템이 투자전략 및 환매정책과 양립 가능함을 감독당국에 입증하는 경우에 한해 개방형 유지 허용
리스크 유지 의무 (Risk Retention)	• AIF가 제3자에게 매각하는 대출의 명목가치 최소 5%를 보유해야 함
단일 차주 집중 한도	• 단일 차주(타AIF·UCITS·금융기관)에 대한 대출은 AIF 자본의 20% 초과 불가
유동성 관리 도구 (LMT)	• EU AIFM은 관리하는 각 개방형 펀드에 대해 최소 2개의 LMT를 선택·사용해야 함 (환매게이팅, 통지 기간 연장 등)
Originate-to-Distribute 금지	• 대출을 실행한 후 제3자에게 전량 매각하기 위한 목적으로만 실행하는 대출 금지
공시 의무 강화	• 투자 전 공시(Article 23) 항목 확대 • 운용사가 AIF에 배분하는 모든 수수료·비용, LMT 세부내용, 실행 대출 정보 포함

사모대출펀드 규모별 비중



사모대출펀드 환매요청 빈도 (개방형 기준)



자료: ESMA(유럽증권감독기구), FTE, LS증권 리서치센터
* AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive): 헤지펀드·사모펀드·부동산펀드 등 대체투자펀드 운용사를 규제하는 EU 지침

사모대출 규제현황과 시사점

● 미국 SEC도 사모신용 부실 우려 및 리테일 확대에 대응해 감독 강화 시동

- 3월 4일 SEC는 사모시장의 가치평가와 개인투자자 확대에 따른 책임을 의제로 올린 라운드테이블 진행
- 사모자산을 보유한 BDC 등의 공정가치 평가방법 규정 등 논의(Rule 2a-5)
- **미국 또한 유럽과 마찬가지로 사모신용의 부실 우려 및 개인투자자 판매 확대에 대응해 감독을 강화하는 방향으로 선회**

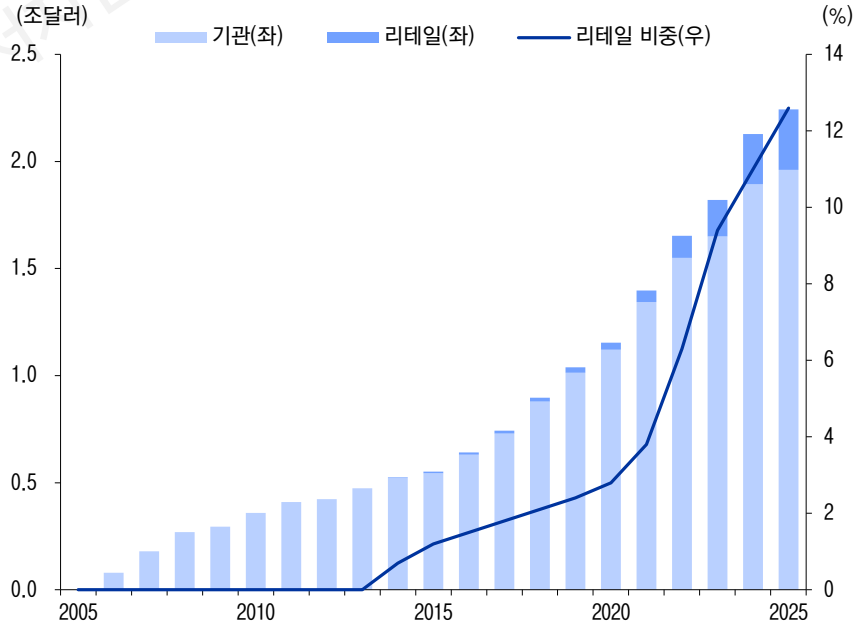
미국 Rule 2a-5 주요 내용

구분	내용
시기	• 2020년 재정, 2022년 발효
대상	• 등록투자회사와 BDC
목적	• 운용사 자체 평가로 사모자산의 가격을 계산하는 불투명성을 개선하기 위함
내용	• **사모자산을 보유한 등록 펀드(BDC 등)의 공정가치 평가 방법 규정** • 가치평가 리스크의 식별과 관리, 평가 방법의 설정·적용·검증, 가격제공기관 감독, 이사회의 감독 및 보고와 기록 보존 등을 정립

미국 SEC 3/4 라운드테이블 논의 내용

구분	내용
목적	• **개인 투자자의 사모시장 참여 가속화로 사모자산의 가격 불투명성 우려 부각**
내용	• SEC 의장은 개인투자자 접근 확대를 추진하되 투자자 보호장치 마련 필요 언급 • Rule 2a-5의 실질 집행이 미흡하여 점검 필요성 강조

미국 사모신용펀드 내 리테일 비중 추이



자료: SEC, BIS, LS증권 리서치센터

국내 사모대출시장과 금융권 영향

● BDC(기업성장펀드) 국내 도입: 국내 사모대출시장 개화

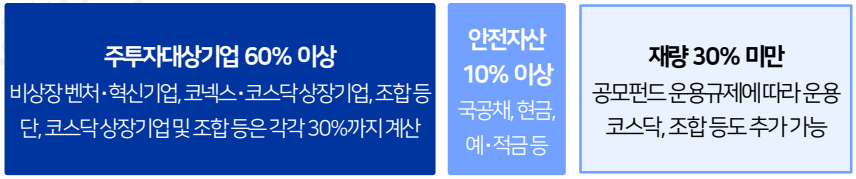
- 국내에도 BDC가 도입되어 코스닥에 상장될 예정: 법규 개정 완료, 4월 이후 상장 추진
- 정부의 생산적금융 정책의 일환으로 도입: 주투자대상기업(벤처기업 등) 비중을 60% 이상으로 설정
- 만기 5년 이상, 최소 모집가액 300억원 등 투자자 보호조치 시행. **최근 해외 사모대출 이슈 발발로 규제조치 강화 예상**

한국의 BDC(기업성장펀드) 주요 내용

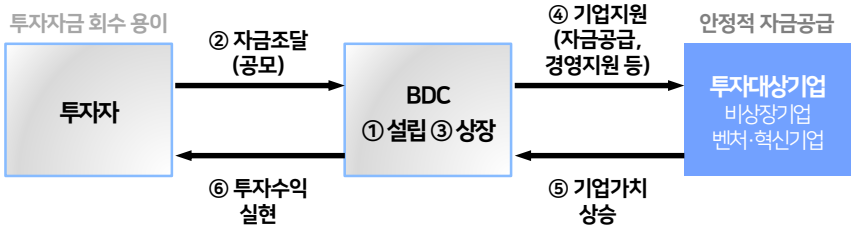
구분	내용
정의	• Business Development Company(기업성장펀드) : 벤처/혁신기업에 주로 투자하는 상장 공모펀드
투자대상	• 비상장 벤처·혁신기업, 코넥스·코스닥 상장기업, 벤처조합 등 에 60% 이상 투자
투자방법	• 증권 매입(주식 및 주식연계채권) 또는 **금전 대여(40%한도)**
투자자보호	• **만기 5년 이상(폐쇄형)**, 최소모집가액 300억원 • 운용사는 모집가액별 시딩투자 및 의무보유 기간 존재
상장 관련	• 설정 90일 이내 **코스닥에 상장**(BDC 집합투자증권(펀드) 형태)
운용인가	• 기존 종합운용사(42개)는 시행일 즉시 인가 받은 것으로 간주 • 신규 VC, 신기사 등은 특례인가
시행일정	• 3/17 부터 제도시행 (자본시장법 법규개정 완료) • 4월까지 거래소 시스템 정비 및 운용사별 상품출시 및 상장 추진

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

BDC 운용대상



BDC 개념도



국내 사모대출시장과 금융권 영향

● 증권사들은 BDC 시장에 직간접 참여. VC 수혜 예상

- 대형 증권사들의 생산적금융 관련 모험자본 공급계획 상 **BDC에 간접투자 형태로 참여**: 향후 3년간('26~28년) 8천억원 규모
- 또한 **IMA와 발행어음 운용자산 중 모험자본(25% 비중) 대상에 BCD가 포함**되어 있어 직접적인 투자 대상에도 해당함
- 벤처캐피탈(VC)의 경우 BDC 시장의 개화는 코스닥벤처펀드와 함께 상장시장 접근기회 강화를 의미: 직접적 수혜 예상

대형 IB(5개社)* 모험자본 공급계획(잠정안)

구분(단위: 조원)			'26년	'27년	'28년	3년간 투자계획
직접투자	기업자금 직접공급	연초 旣 투자 모험자본 잔액 ①	**5.1**	**9.8**	**15.0**	-
		중소·벤처기업	0.7	0.6	0.6	2.0
		중견기업	0.5	0.5	0.5	1.6
		A등급 이하 채무증권	0.5	0.7	1.0	2.2
	구조화금융	신·기보 보증 P-CBO	0.3	0.4	0.3	1.0
		상생결제 외상매출채권	0.01	0.01	0.02	0.04
소계						6.8
간접투자	투자조합	벤처투자조합	0.2	0.5	0.5	1.2
		신기사조합	0.3	0.4	0.4	1.0
	정책펀드	모태펀드	0.2	0.1	0.1	0.4
		코스닥벤처펀드	0.1	0.2	0.1	0.4
		하이일드펀드	0.1	0.2	0.2	0.5
		소부장펀드	0.02	0.02	0.03	0.07
		국민성장펀드	1.4	1.4	1.3	4.1
		BDC	**0.3**	**0.2**	**0.2**	**0.8**
소계						8.4
신규 모험자본 투자금액 ②			**4.6**	**5.3**	**5.3**	**15.3**
모험자본 투자잔액 합계 ③(①+②)			**9.8**	**15.0**	**20.1**	

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터
* 5개社: 한국투자증권, 미래에셋증권, 키움증권, 하나증권, 신한투자증권

IMA·발행어음 관련 증권사 모험자본 공급 의무 부과

구분	내용
모험자본 공급의무 부과	① 종투사 전체 운용자산에서 **발행어음·IMA 조달액 25% 상응하는 모험자본* 공급하도록 의무화**** * 중소·**중견**·벤처기업 발행 증권 및 관련 대출, **A등급 이하 채권**(대기업 계열사 제외), 상생결제 외상매출채권 및 이를 담보로 하는 대출, 벤처투자조합·신기사조합에 출자 및 대출, 모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자 및 대출, 국민성장펀드, **BDC 등** ** ('26년) 10% → ('27년) 20% → ('28년) 25%로 단계적 상향 ② 리스크 낮은 자산에 투자 편중되지 않도록, **'A등급 채권 및 중견 기업'에 대한 투자액은 투자액이 많아도 모험자본 의무이행 실적은 모험자본 공급의무액 최대 30%까지 인정*** * 예) 발행어음·IMA 조달액 100원인 경우 최소 25원만큼 모험자본 공급해야 하나, A등급 채권·중견기업에 대한 자금공급은 25원의 30%인 7.5원까지만 인정
부동산 운용한도 축소	◎ 종투사가 **기존에 발행어음·IMA에 적용되던 부동산 관련 자산*의 운용한도를 1/3 수준으로 축소(30%→10%)**** * ①부동산, ②부동산을 기초자산으로 한 파생상품, ③부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출채권 등 ** ('26년) 15% → ('27년) 10% 단계적 하향(단, IMA는 기존 운용분 없으므로 즉시 적용)

국내 사모대출시장과 금융권 영향

● 국내 기관투자자들의 투자규모 또한 확대되고 있어

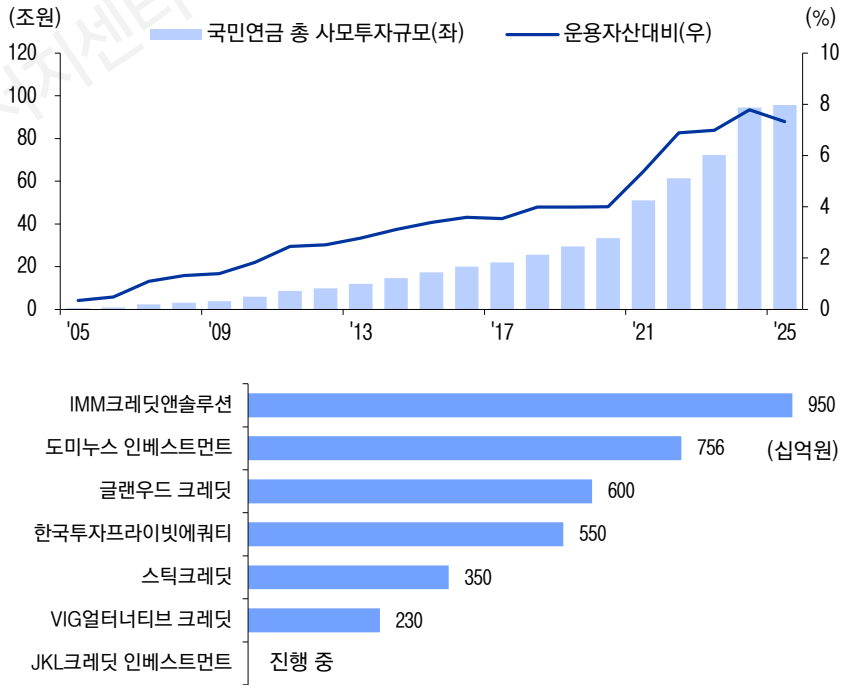
- 해외투자(대체투자) 확대기조와 맞물려 **국내 기관투자자(연기금, 운용사)의 사모신용 익스포져 확대추세**
- 주요 기금은 주로 선순위 대출 형태로 글로벌 사모대출 전문운용사와의 파트너십을 통해 펀드에 투자
- 국내 사모신용펀드 전문 운용사 또한 AUM 규모가 증가

국내 기금의 해외 사모 크레딧 출자 사례

시기	기관	약정금액 ($mln)	글로벌 운용사/펀드	펀드 수익구조
'24.12	공무원연금공단	100	누빈자산운용 (Nuveen)	• 미국 후순위 캐피탈(junior capital) 및 PE 솔루션
'23.01	행정공제회	100	3650REIT	• 브릿지앤드 이벤트 드리븐 대출 전략
				• PF 이전의 브릿지론 단기대출
'22.06	과학기술인공제회	70	골럽캐피탈 (Golub Capital)	• 미들마켓 선순위 대출
'17.09	과학기술인공제회	30	골럽캐피탈 (Golub Capital)	• 미들마켓 선순위 대출
'17.09	과학기술인공제회	30	에이리스 (Ares Management)	• 직접대출, 선순위 담보대출, 메자닌 대출
'15.01	공무원연금공단	각 30	에이리스 (Ares Management)	• 유럽 중견기업 M&A 자금 대출
			알센트라 (Alcentra)	• 투자액의 60%에 대해 선순위 대출

자료: 언론보도, 각사, LS증권 리서치센터

국민연금 사모투자 규모와 국내 사모신용펀드 운용사 AUM



국내 사모대출시장과 금융권 영향

● 증권업계가 파트너십을 통해 해외 사모대출펀드 판매채널 선점

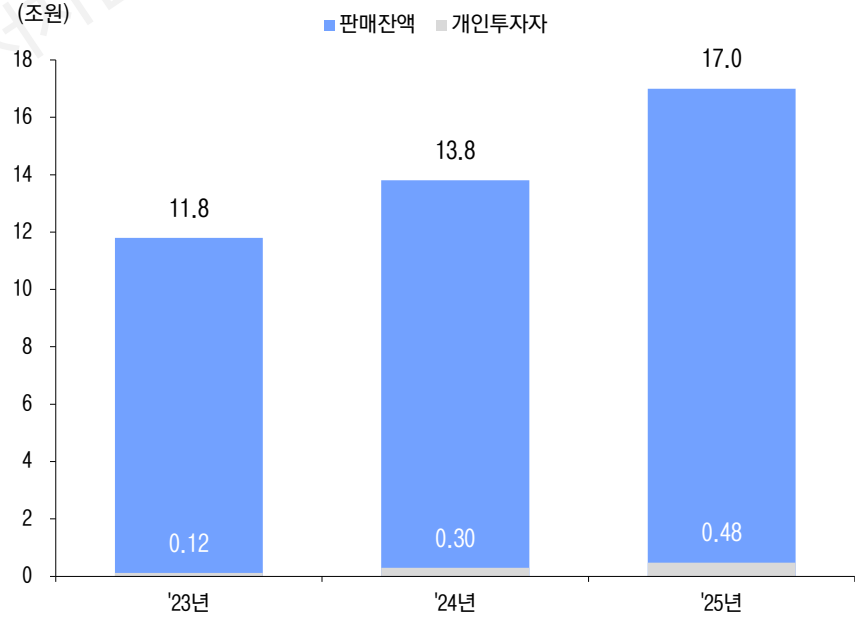
- 사모신용 이슈가 부각되면서 금융당국은 주요 증권사를 대상으로 실태 파악 및 리스크 관리 조치를 시행
- 12개 증권사 기준 해외 사모대출펀드 판매잔액은 25년말 기준 17조원, 이 중 개인투자자 대상 판매규모는 4,800억원
- **대형증권사를 중심으로 주요 해외 사모운용사와 업무협약(MOU)을 통해 국내 기관 및 리테일 시장 판매채널 선점**

국내 증권사와 해외 사모펀드 업무 제휴

시기	국내증권사	대상 기관	내용
'25.10.28	KB증권	아폴로글로벌 매니지먼트(PEF)	• MOU 체결. 글로벌 인수금융을 포함 우량 크레딧 딜에 대해 KB증권에 국내 독점주선권 부여 • 아폴로 펀드 참여 해외 크레딧 딜에 대해 KB증권에 공동 투자 및 국내 주선 기회 제공
'25.10.20	삼성증권	세비오라그룹, 아젤리아(PEF)	• MOU 체결. 사모펀드/대체투자 상품 국내 공급
'25.06.24	삼성증권	블랙스톤(PEF)	• 블랙스톤 사모대출펀드에 투자하는 신탁상품 1,500억원 단독 모집 • 향후 1년간 블랙스톤 사모펀드 독점 판매권
'23.10.27	한국투자증권	칼라일(PEF)	• MOU 체결. 칼라일 조성 펀드에 3억달러 투자 • 칼라일의 해외 크레딧 관련 상품을 연간 40억 달러 규모로 국내에 단독 판매
'22.09.28	한국투자증권	스티펄 파이낸셜(IB)	• 인수금융 및 사모대출 전문 합작회사(JV) SF Credit Partners 설립 (자본금 2억달러: 한투 65.1%, 스티펠: 24.9%, 우리은행: 10%)

자료: 언론보도, LS증권 리서치센터

12개 증권사 해외 사모대출펀드 판매잔액



국내 사모대출시장과 금융권 영향

● 일부 증권사 리테일 판매와 자체 투자 형태로 익스포져 보유

- 한국투자증권과 삼성증권이 해외 사모대출펀드를 개인투자자들에게 적극적으로 판매한 것으로 보임
- 아직 환매/부실 등 이슈는 발생하지 않고 있으나 **펀드런 심화시 은행권 ELS 사태와 마찬가지로 불완전판매 이슈가 제기될 수 있음**
- 리테일 판매분 이외에도 해외 사모대출 관련 자체 투자분을 보유. 또한 발행어음과 IMA 관련 운용자산에도 사모대출이 일부 포함되는 것으로 파악됨
- **향후 사모대출 규제강화시 운용수익률 확보에 부정적 영향 예상**

증권업계 해외 사모대출 관련 익스포져

증권사	내용	평가 및 영향
한국투자증권	• 칼라일과 MOU 체결을 통해 CLO펀드 판매: 계열사 자금 3,000억원, 리테일 자금 1,500억원 • 기관전용 약 1,500억원 규모의 블루아울 펀드 판매 (최근 환매중단 펀드는 아님) • 펀드 등을 통한 직접투자분 일부 존재 추정	▷ 해외 사모신용펀드 부실발생시 리테일 판매분 불완전판매 이슈 제기 가능성 ▷ 발행어음과 IMA 운용자산 내 사모대출이 일부 포함되는 것으로 파악됨 → 향후 사모대출 규제강화/투자제한 시 운용수익률 확보에 부정적 영향 예상 ▷ 해외 사모대출펀드 직접투자분 손실인식 가능성
삼성증권	• 블랙스톤 펀드 국내 독점 판매: 리테일 자금 약 1,500억원 • 아폴로, 아레스 등 미국 상위 사모대출펀드도 판매. 아직 환매 등 특이사항은 없음 • 펀드 등을 통한 직접투자분 일부 존재 추정	
미래에셋증권	• IMA 투자대상으로 해외사모대출 검토한 바 있으나 실제로 실행하지는 않았음 • 펀드 등을 통한 직접투자분 일부 존재 추정	
NH투자증권	• 익스포져 없음	
금융지주 계열 증권사	• 금융지주 계열 증권사의 경우 일부 익스포져 예상되나 아직 그룹 차원의 모니터링 이전 단계 • 그룹 총자산 대비 익스포져는 미미. 현재까지는 환매/부실 등 이상 징후 없음	

자료: 언론보도, 각사, LS증권 리서치센터

국내 사모대출시장과 금융권 영향

● 보험사는 대체투자 형태로 사모대출을 보유. 우려 확산시 투자수익률 확보에 부정적

- 국내 보험사 역시 저금리 환경에서 이차익 확보를 위한 대체투자 확대의 일환으로 해외 사모대출을 운용자산에 편입
- 회사별 투자규모는 1~2조원 수준으로 파악되며 대부분 당기손익-공정가치측정 금융자산(FVPL)로 분류. 다만 아직 손실인식 단계는 아닌 상태
- 고이원 자산으로 분류되고 있어 **향후 사모대출 부실우려 확산시 투자수익률 확보에 일부 부정적 영향 예상**

보험업계 해외 사모대출 관련 익스포져

회사	내용	평가 및 영향
삼성화재	• 사모대출과 펀드를 합쳐 2조원 수준 보유. FVPL 비중이 높고 일부는 FVOCI로 분류 • 최근 환매중단 이슈화된 상품과 관련된 직접적 익스포져는 없음	▷ 주요 보험사별 직간접 익스포져는 1~2조원 수준으로 파악 ▷ 대부분 FVPL 자산으로 인식하고 있어 평가손익 인식 → 하지만 아직 손상인식 단계는 아니며 상당기간 시차 발생 예상 ▷ 사모대출 신규(추가)투자 제약: 이차익 확보에 부정적
DB손해보험	• 해외 사모대출 규모 1.5조원. 블랙록 등 주요 운용사 상품 한정 • FVPL 적용으로 평가손익 인식. 현재까지 특이사항 없음	
현대해상	• 해외 사모대출펀드 규모 1조원 미만. 대부분 선순위 트랜치이고 대표 운용사 위주로만 보유 • FVPL로 분류되어 평가손익 인식	
삼생생명	• 사모대출 투자 규모 일부 존재하나 전체 운용자산 대비 비중 크지 않음 • '25년 영국 사모대출사 Hayfin 지분 2,000억원을 취득한 바 있음	
한화생명	• 총운용자산 대비 1% 수준으로 1조원 수준 규모 보유 • FVPL 로 분류. 평가이익 반영에는 다소 시차가 존재(타사 공통사항)	

자료: 각사, LS증권 리서치센터

Appendix) 글로벌 사모신용 운용사

사모부채 AUM 기준 상위 20개 사모신용 운용사

(단위: 십억달러)	지역	AUM	지난 10년간 자금 조달 규모	미소진 잔액	펀드 수	
					모집 완료	모집 중
Apollo	US	480.00	25.21	6.44	25	8
Blackstone	US	354.70	70.72	25.00	27	6
Ares	US	335.30	104.48	39.90	34	12
Ares SSG	HK	308.60	9.52	1.08	11	0
KKR	US	242.00	27.55	7.83	31	14
Guggenheim	US	198.00	2.00	0.08	3	1
Carlyle	US	189.80	12.35	1.56	15	5
Neuberger Berman	US	182.00	18.20	3.31	9	5
Oaktree	US	129.00	51.06	10.84	63	8
Brookfield	Canada	124.00	2.40	-	1	0
Nuveen	US	120.00	NA	NA	0	0
Goldman sachs	US	110.00	70.99	17.65	24	3
Metlife	US	104.50	0.46	0.15	0	1
HPS	US	98.00	74.80	17.57	27	11
Blue Owl	US	95.10	8.77	2.31	8	3
TPG	US	80.00	2.67	-	3	1
Golub	US	70.00	26.75	3.71	37	12
UBS	US	57.50	3.16	0.36	2	1
CVC	Jersey	46.07	8.44	0.34	7	2
SLC	US	40.00	NA	NA	0	0

자료: S&P, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희, 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.