

3월 2회차 신문 스터디

- 사모신용시장과 직면 미국 시장 리스크

(a) 사모신용이란?

① 사모신용(Private Credit)의 정의

⇒ 사모신용이란 은행이나 공개시장(공모 채권시장)을 거치지 않고, 사모펀드(PEF)나 자산운용사 등의 비은행 금융기관이 기업에게 직접 자금을 빌려주는 것을 의미한다.

② 사모신용의 주요 전략

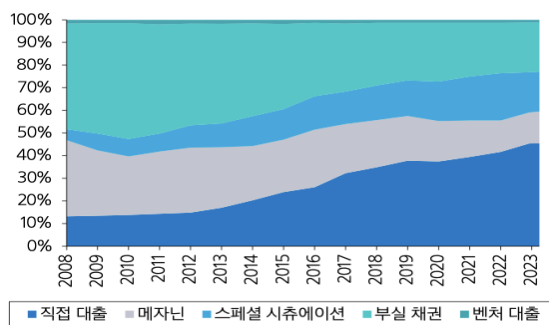
⇒ **직접대출(Direct Lending)**: 사모신용시장의 대부분을 차지하는 가장 대표적인 형태로, 은행에서 대출을 받기 어려운 중소 및 중견기업에 직접 자금을 빌려주는 가장 일반적인 전략이다. 주로 기업의 자산이나 현금흐름을 담보로해 자산을 빌려주고, 가장 먼저 변제 받는 선순위(Senior) 형태를 취한다. 대부분 변동금리(Floating Rate)를 적용해 금리 인상기에도 수익을 방어할 수 있다.

⇒ **메자닌(Mezzanine)**: 선순위 대출과 주식의 중간 성격으로 후순위 대출(Subordinated Debt)이나 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW) 등이 포함된다.

⇒ **부실채권(Distressed Debt) 및 특수상황(Special Situations)**: 재무적으로 어려움에 처했거나 파산 절차를 밟고 있는 기업의 채권을 크게 할인된 가격에 매입한다. 이후 구조조정을 통해 정상화시켜 차익을 얻거나, 채권을 출자전환(Debt-To-Equity Swap)하여 아예 기업의 경영권을 확보하는 High Risk High Return 전략이다.

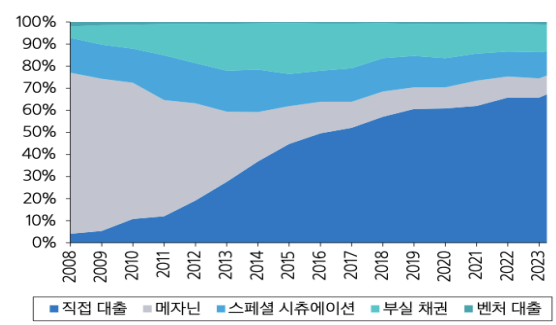
⇒ **자산기반금융(Asset-Based Finance: ABF)**: 특수금융(Specialty Financing)의 한 형태로 기업의 신용도가 아닌 항공기와 선박 및 데이터센터와 상업용 부동산, 지적재산권(IP) 등 확실한 실물 자산이나 현금흐름을 담보로 대출을 실행한다.

도표 1. 유형별 사모대출 AUM(북미)



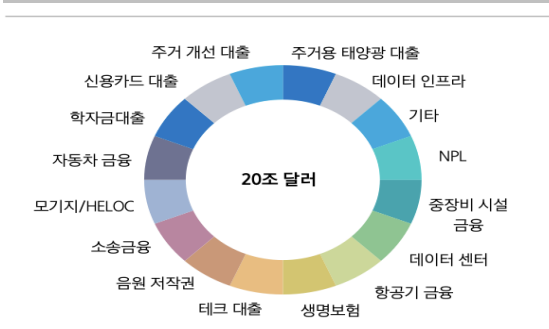
자료: 삼성증권

도표 2. 유형별 사모대출 AUM(유럽)



자료: 삼성증권

도표 3. 미국 특수금융 시장 규모와 종류



자료: 삼성증권

도표 4. ABF vs Direct Lending

ABF (자산담보부대출)	구분	Direct Lending (직접대출)
담보자산 (대출 Pool, 저작권료 등) 현금흐름	대출 담보	기업 미래 현금흐름
낮음	딜소싱 경쟁 강도	높음
높음	위험조정수익률	낮음
전문화된 자산 분석 능력	Underwriting 역량	기업 현금흐름 분석
원리금 분할 상환	대출 상환구조	만기 일시상환
주로 고정금리, 일부 변동금리 포함	금리 (수익률) 구조	변동금리
낮은 편	시장 상관관계	높은 편

자료: 삼성증권

③ 전통적 자금조달 방식과의 핵심 차이점과 사모신용시장 참가 유인

⇒ 사모신용 펀드 대출 금리는 전통 은행보다 보통 2~4%p 가량 더 높은 모습을 보이지만, 그럼에도 다양한 플레이어가 사모신용시장에 참가하는 가장 큰 이유는 확실성과 유연성이다. 사모신용은 빠르고 확실한 자금 집행을 가능케하고 맞춤형 구조화를 통해 유연한 구조를 짤 수 있다. 이러한 특성은 공모 회사채(Public Bond)와 신디케이트론(Syndicated Loans)과 비교하면 이러한 모습이 두드러진다.

⇒ **공모채**는 기업이 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 조달하기 위해 발행하는 채권으로 신용평가사 등급이 필요하다. 표준화된 조건으로 발행되면서 시장에서 자유롭게 거래되며 발행 절차가 복잡하다. 그에 반해 **사모신용**은 신용등급이 없어도 되며, 차입 기업과 대출자 간의 1:1 협상을 통해서 금리와 만기 및 코버넌트 등을 맞춤형으로 설정할 수 있다. 보통 사모신용은 만기까지 보유(Hold To Maturity)하는 경우가 많아 유동성은 떨어진다. 일반 공모와 달리 유가증권신고서 제출이 면제되어 절차가 간소해 비공개로 신속하게 자금을 조달할 수 있다.

⇒ **신디케이트론**은 대형 증권사나 은행의 주선 하에 여러 금융기관이 대주단을 구성해 대출을 실행하고 이를 다시 시장에 셀다운(Sell-Down)해 리스크를 분산한다. 참여자가 많기 때문에 의사결정이 느리고 정보가 상대적으로 넓게 공유된다. 그에 반해 **사모신용**은 단일 사모펀드나 소수 펀드가 대출금 전체를 직접 부담(Take and Hold)한다. 주선기관을 거치지 않기 때문에 딜 진행 속도가 매우 빠르면서 M&A 과정 등에서 정보 보안을 유지하기에 유리하다.

⇒ 결과적으로 사모신용은 엄격해진 금융 규제로 인해 전통적인 은행과 신디케이션 시장이 커버하지 못하는 중견기업과 인수금융 등의 빈자리를 메우면서 ‘그림자 금융(Shadow Banking)’의 진화된 형태로 자리잡게 되었다.

도표 5. 공모 발행구조



자료: 이데일리

도표 6. 신디케이트론 발행구조



자료: Silkgroup

* 공모채 발행 절차: 증권신고서 제출 및 심사 → 수요예측 실시 → 공모가액 확정 → 청약 진행

* 사모채 발행 절차: 발행 기획 → 투자자 선정 및 협의 → 계약 체결 및 발행

* 신디케이트론 발행 절차: 차주 및 주간사 선정 → 구조화 및 대주단 모집 → 실사 및 대출 약정

④ 사모대출(Private Debt)의 기본적인 특징

가) 은행이 아니기에 Basel 규제, 예금자 보호 등 전통적인 금융 규제를 받지 않는다.

나) 중견 및 중소기업(Middle Market), 비상장기업, 사모펀드(PEF) 인수 기업 등에 대출을 제공한다.

다) 시장에서 거래되지 않는 Loan 형태의 비공개, 비상장 대출이다.

라) 레이어 설계(Unitranche, Senior, 2nd Lien, Mezzanine 등)부터 조항(Covenant) 등을 차주와 대주 니즈에 맞춰서 설계가 가능하다.

마) 일반적인 금융기관들이 Mark to Market 방식으로 담보가치를 평가하는데에 반해, 사모대출은 유동성이 매우 부족해 시장의 GP들은 보통 Mark to Model 방식으로 담보가치를 평가함

⑤ 사모대출시장의 성장계기

⇒ 사모대출은 2007년 서브프라임 모기지 부실과 2008년 리먼브라더스 파산을 계기로 크게 부상했다. 이전까지 대출이라는 상품은 은행이 거의 유일한 공급자였다. 그러나 금융위기 이후 Basel III 도입, RWA 규제 강화, 유동성 규제(LCR, NSFR) 등에 직면한 은행들은 이제 안정적인 대기업 이외의 대출을 대폭 축소하게 된다. 이렇게 발생한 **대출 공백을 사모펀드가 메우기 시작**한 것이 구조 변화의 시발점이 되었다. 금융위기 이후 버냉키 연준의장은 양적완화(Quantitative Easing) 정책을 시행한다. 이로 인해 시장 금리가 급락했고 국채와 회사채 수익률이 크게 낮아졌다. 이에 **기관투자자들은 예측 가능하면서도 안전한 대체투자처를 찾기 시작했고, 변동금리 구조의 선순위 대출 기반 사모대출을 해답으로 여겼다.**

이후 코로나 섯다운 이후 각국 중앙은행은 기준금리를 급격히 인하해 경기 부양에 나섰고, 이후 찾아온 리오프닝 국면에서 소비와 경제활동이 급격히 회복되며 금리가 가파르게 상승했다. 금리 급등으로 인해 은행들이 보유한 장기채권의 가치가 급락했고, 이는 미국 지역은행 위기(실리콘밸리 은행 파산 사건 등)로 이어졌다. 이런 **지역은행 위기는 은행업계 전반에 보수적 대출 기조를 확산**시켰고, 중소기업들은 막힌 은행을 통한 대출 대신 사모대출을 핵심 자금조달 수단으로 선택하게 되었다.

⇒ 결과적으로 기업의 입장에서 자금 조달의 한 축이며, 투자자의 입장에서 주식보다 안전하면서 전통적인 채권보다 높은 수익을 추구하는 대체투자 자산군이 되었다고 볼 수 있다. 대체로 신용등급이 낮아 은행 대출이 어렵지만 성장성이 높은 스타트업, 비상장 기업, 구조조정 후 정상화 단계 기업 등이 차주로 주로 참가하면서 시장이 크게 성장했다.

도표 7. 헬리콥터 벤으로 불린 버냉키 전 연준의장



자료: 동아일보

도표 8. 코로나 섯다운 전후 미 기준금리, 10년물 추이



자료: KB자산운용

⑥ 사모대출의 주요 플레이어와 시장 규모

⇒ 사모대출은 대출 심사와 실행 및 자금 소싱 등 고도의 전문성이 필요한 시장이기에, 전문 운용사와 제도적 인프라를 갖춘 북미(미국, 캐나다)와 서유럽에 편중된 양상을 보인다.

⇒ 사모대출시장의 주요 LP 기관들

가) 퇴직연금(Private & Public Pension Fund): 퇴직자들의 연금 지급이 장기간 이뤄지는 특성을 갖고 있기 때문에 사모대출펀드(PDF)와 같은 비유동성 자산에 투자하기 용이하다. 거기에 더해 과거 저금리 기조가 길게 이어지자 전통적인 자산인 채권과 주식으로는 목표수익률을 달성하기 어려워 높은 수익을 제공하는 사모대출시장 투자 비율을 크게 늘렸다.

나) 보험사(Insurance): 보험사는 고객에게 10 ~ 20년 차후 보험금을 지급해야 하는 장기 부채를 안고 있다. 그렇기에 금리 변동 리스크를 줄이기 위해 자산과 부채의 듀레이션을 일치시키는 ALM이 굉장히 중요하다. 사모대출은 만기가 길고 장기 채권보다 높은 고정 쿠폰을 챙길 수 있기 때문에 보험사 입장에서는 좋은 대안이 될 수 있다. 거기에 보험사가 주식 등 위험자산에 투자하기 위해서는 완충자본을 쌓아야 한다. 그러나 사모대출의 선순위 담보 대출은 상대적으로 리스크가 낮게 책정되어 규제 자본을 적게 쓸 수 있다는 장점도 있다.

다) 국부펀드(Sovereign Fund): 국부펀드는 당장 갚아야 할 부채가 없어 장기적으로 자금이 묶이는 것에 큰 문제가 없다. 운용 규모도 크기 때문에 막대한 자금을 한 번에 사용할 수 있는 사모대출을 선호하기도 한다.

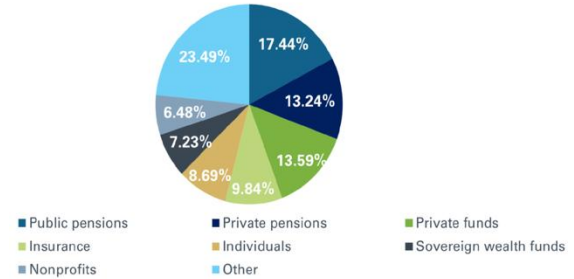
도표 9. 글로벌 사모대출 시장 지역별 비중



자료: KB자산운용

도표 10. 사모대출시장 주요 투자자

Fig. 2: Share of Private Debt Assets by Investor Type



자료: NEPC

⇒ 사모대출시장의 주요 차입 기관들

가) 사모펀드(PE): 기업의 경영권을 인수하는 사모펀드들은 사모대출 생태계의 가장 큰 손 중 하나다. 이러한 사모펀드들은 타겟 기업을 인수할 때 LBO를 통해 수익률을 극대화하기 위해 큰 규모의 대출을 내어 이를 레버리지로 활용한다. 사모신용펀드(Private Credit Fund)들은 대형 은행들이 신디케이트론을 주선하느라 많은 시간을 소요하고 대주단 모집에 실패할 위험을 앓고 있는 것에 반해, 단일 기관이기에 신속하게 대출을 집행해 줄 수 있다. 또한, 규제에 묶인 은행보다 더 많은 금액을 대출 받을 수도 있다. 이들은 주로 **스폰서 지원 대출(Sponsor Backed Lending)** 형태를 기초로 차입을 하는데, 기업을 인수하는 주체인 펀드를 스폰서로 칭하고 이 스폰서는 타겟 기업을 인수하기 위해 SPC를 설립한다. 이렇게 설립된 SPC는 스폰서의 자기자본과 PCF로부터 받은 자금 대출을 합해 타겟 기업을 인수한다. 이 때 담보는 SPC가 보유한 타겟 기업의 주식과 핵심 실물 자산 등으로 설정한다. 인수 이후 타겟 기업에서 발생하는 FCF를 통해 사모대출의 원리금을 상환하는 구조이다.

나) 중견 및 중소기업(Mid Market Corps): 사모펀드를 중간에 끼지 않고 기업 스스로 자금을 조달하는 경우를 **논스폰서 대출(Non Sponsored Lending)**이라고 한다. 주로 연 매출 500억~5,000억 원 사이의 탄탄한 비상장 중견기업들이 고객이다. 이들은 단순 기업대출 한도보다는 큰 자금이 필요하지만 상장된 대기업처럼 신용평가사의 높은 등급을 기반으로한 대규모 공모 자금조달이 불가능하다. 그렇기 때문에 자금 조달을 위해 사모대출 시장을 찾게 된다.

다) 자산 보유형 특수목적법인(SPV, Asset Backed Borrowers): 자산기반금융(ABF) 시장의 성장을 통해 급부상하고 있는 차입자군으로, 대규모 실물 자산을 관리하기 위해 세워진 SPV가 차입자가 된다. 이는 모기업의 재무제표에 부채를 잡히지 않게 하는 부외금융(Off Balance) 효과를 가져오면서도 해당 자산 FCF를 담보로 개발 자금이나 운영 자금을 조달할 수 있게 한다.

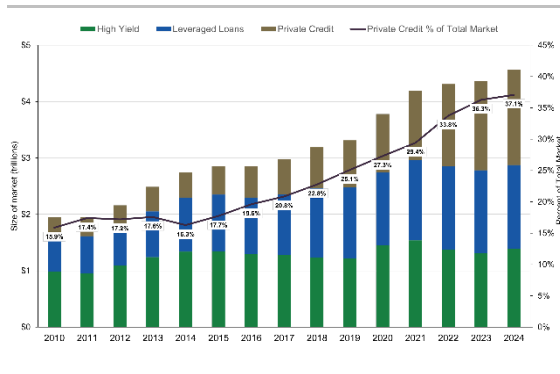
* ABF는 Direct Lending과의 낮은 상관관계로 인한 포트폴리오 분산 효과 극대화 및 실물 자산을 기반으로 하기 때문에 발생하는 인플레이션 헤지 효과 및 하방 경직성으로 인해 주목 받고 있다.

⇒ 사모대출시장에서 GP와 역할: 사모대출시장에서 GP는 연기금이나 보험사 같은 LP들로부터 거대한 자금을 모아 PCF를 직접 구성하고 운용한다. 이 과정에서 차입자 재무상태 등을 실사하고 대출 금리와 담보 조건을 설계하며 만기까지 이자가 잘 들어오는지 감시한다. 이들은 펀드 운용의 대가로 LP로부터 관리 보수와 성과 보수를 수령하게 된다. 사모대출시장의 주요 GP로는 아레스, 블랙스톤, 블랙록 등이 있다.

⇒ 글로벌 사모대출시장 규모는 작년 기준 약 2조 3000억 달러로 추산되며 이 중 70% 이상을 미국 시장이 차지하고 있다. 미국 사모대출 시장은 2024년 말 기준 약 1조 5000억 달러로 레버리지론이나 하이일드 채권 시장과 맞먹는 거대 시장으로 성장했다. 특히, 하이퍼스케일러 기업들의 대규모 데이터 센터 인프라 투자와 유니콘 기업들의 자금 조달 수요가 맞물리며 폭발적으로 성장했다.

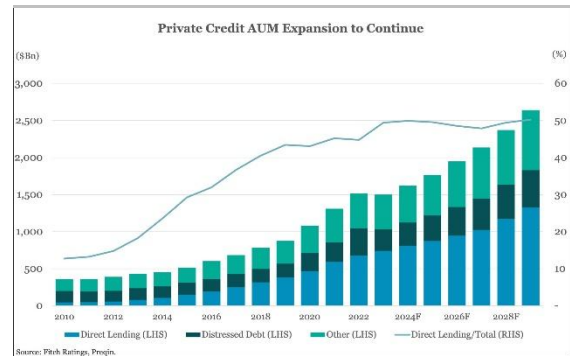
* 하이퍼스케일러: 초대형 데이터센터를 운영하며 기업에 방대한 클라우드 컴퓨팅 및 스토리지 솔루션 제공 업체

도표 11. 미 레버리지 금융 시장 추이



자료: PitchBook

도표 12. 사모신용 AUM



자료: Fitch Rating

(b) 사모신용시장 리스크

① 사태의 징조와 우려 요인의 돌출

⇒ 작년 하반기부터 미국을 중심으로 주로 자금을 사모신용을 통해 조달한 **서브프라임 자동차 대출업체들의 잇따른 파산**이 이어졌다. 대표적인 기업 중 하나인 **‘트라이컬러’**는 사모신용시장에서 돈을 빌려 중고차를 매입하고 개인 소비자에게 매도했는데, 이 때 소비자에게 매도금에 대한 대출을 제공했다. 개인 소비자가 대출을 상환하면 트라이컬도 대출을 상환하는 구조로, 그 사이에서 발생하는 스프레드 차익을 남기는 것이 주요 BM이다.

⇒ 문제는 트럼프 행정부의 불법이민자 단속과 함께 나타났다. 트라이컬러의 대출 상품을 주로 이용하는 고객은 히스패닉 이민자 계층의 저신용자들이 많았는데, 트럼프 행정부의 강한 정책으로 인해 고용에 직격타를 맞은 계층이 히스패닉 이민자 계층이었다. 이들이 점차 대출을 상환하지 못하게 되자, 트라이컬도 채권단에 상환을 못하게 되었고, 결과적으로 담보로 잡힌 중고차가 시장에 마구잡이로 쏟아지게 되었고, 미국 내 시장의 신차 판매량이 급감했다. 이로 인해 자동차 부품 업체 **‘퍼스트프렌즈’**가 파산하는 것을 포함해 연쇄 부실이 일어났다.

⇒ 문제는 이들의 부실에만 있지 않았다. JP모건의 CEO 제이미 다이먼은 ‘바퀴벌레 한 마리가 나타났다면 더 있을 가능성이 크다’라고 신용 과잉을 경고했다. 또한 **CLO(Colateralized Loan Obligation)**와 **이중 담보(Double Pledging)**에 대해 이야기하며 모든 인수 조건을 우리가 알지 못하는 상태라고 경고했다. 이중 담보는 두 기업의 내부적인 문제로 볼 수 있는데, 트라이컬러의 경우에 서브프라임 대출채권을 ABS로 유동화해 투자자에게 매각한 뒤에 동일한 채권을 다시 은행 신용 담보로 제공하는 불법을 저지른 바 있다.

⇒ CLO는 시스템적인 문제로 지적 받고 있다. 원래 CLO는 신용도가 좋은 대기업이 여러 은행에서 공동으로 받은 신디케이트론을 바탕으로 만든 상품이 많았다. 그러나 사모신용펀드가 사모대출을 재료로 CLO를 만들기 시작한 것이 지적을 받고 있다. 사모신용펀드의 입장에서는 한 번 대출을 집행하고 나면 유동성 경화 문제가 발생하고 차후 원금 회수가 안된다면 큰 손실을 볼 수 있다. 이에 GP는 집행한 대출을 모아 하나의 상품으로 묶어 유동화하는 방법을 고안했다. 이렇게 만든 CLO를 중소 신용평가사에 가서 대형 신용평가사에 비해 비교적 쉽게 높은 신용등급을 받아 투자적격 상품으로 만든 후, 은행과

연기금 같은 기타 기관들에 매각하기 시작했다. 결과적으로 많은 규제에 의해 **신용도가 낮은 기업들에 대출을 내주지 않는 은행의 돈이 부실기업에게 흘러가게 되는 것이다**. 실제로 이번 사태로 인해서뱅크 오브아메리카, 피프스서드, 바클레이스와 같은 은행들이 큰 손실을 봤다.

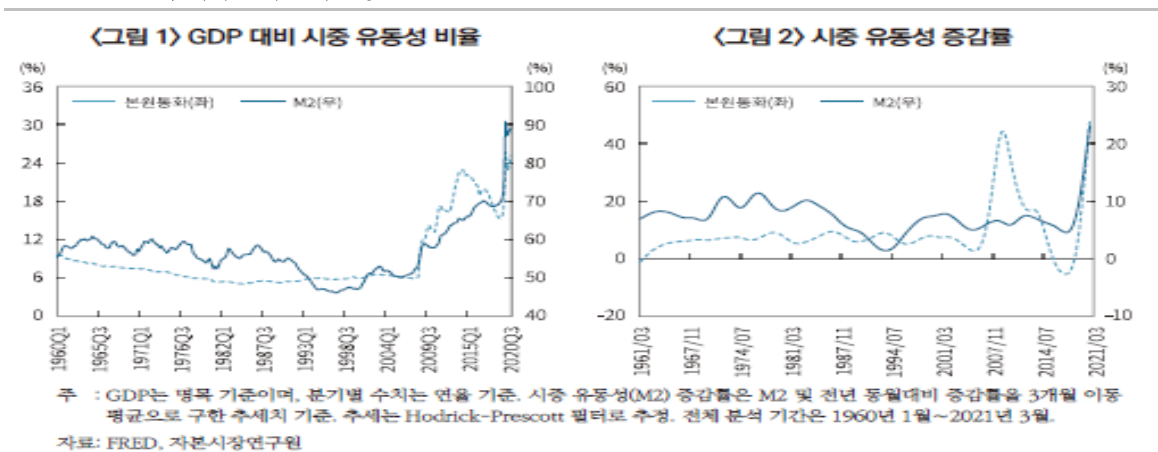
⇒ 코로나 시기 경기부양을 위해 지속되던 유동성 장세도 불길을 키우는데 일조했다. 기준금리는 매우 낮아져 이자 수익을 얻기는 힘든 상태에다 유동성도 풍부하다보니 시중에 대주 수요는 많은데 차입자 수요는 그에 미치지 못한 상태가 유지되었다. 그렇기 때문에 당시 이뤄진 많은 대출에 **코브라이트(Cov-Lite, 차입자에게 일반적으로 불리한 커버넌트를 완화하거나 없애는 조항) 조항**이 들어가 있었다. **PIK** (Payment in Kind, 대출에서 이자를 현금 대신 원금 증액으로 받는 것) 옵션 이용 비율 증가도 이슈가 되었다. 2022년 PIK 옵션을 이용한 기업들은 7%였는데 2025년 말 13%까지 급증했다. PIK 옵션은 현금 흐름이 말라 대출 상황이 불가능해 사실상 디폴트에 도달한 기업들이 생존할 수 있게 만들어 실제 상황과 다르게 겉으로 보이는 공식 부도율을 낮추는데 크게 기여했다.

도표 13. CLO의 구조



자료: 한국경제

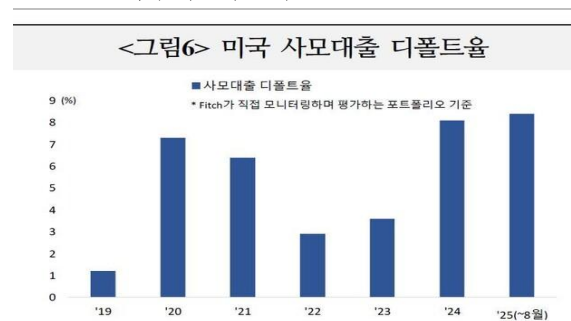
도표 15. 코로나 시기 증가한 유동성



자료: 자본시장연구원

⇒ 그러나 이 때 당시에는 트라이컬러와 퍼스트프렌즈 및 비우량 기업들의 연쇄 파산에 대해 불법 이중 담보 행위 등을 지적하며 소수 기업들의 일탈에 불과하다라고 주장했다. 세계 최대의 사모펀드 운용사 블랙스톤은 사모신용시장과는 관계 없는 일이라고 선을 그었다. 그러면서 '파산을 사모신용과 연결 지으려는 시도는 가짜뉴스'라고 강하게 주장했다.

도표 14. 미국 사모대출 디폴트율



자료: WSJ, Fitch

자료: Fitch

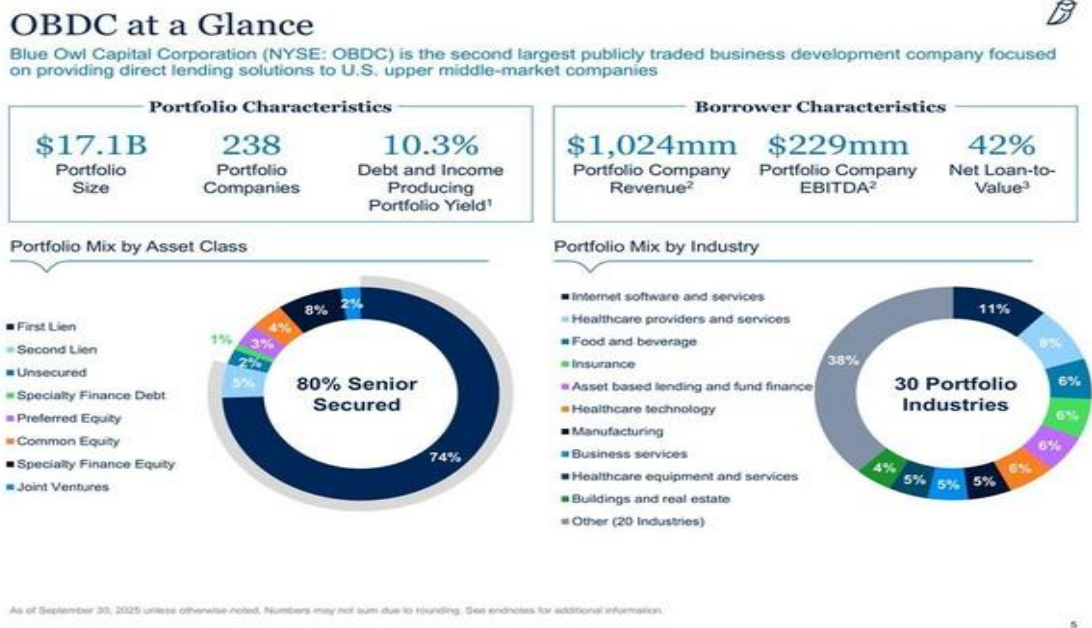
② 이후 발생한 사모대출 시장 관련 사건 정리

⇒ 영국 센추리 캐피탈 파산: 센추리 캐피탈은 고가 주택, 상업용 부동산을 담보로 하는 브릿지론 전문 기업이었다. 이들은 은행에서 돈을 빌리지 못하는 차주들에게 고금리로 돈을 빌려줬는데, 이들에게 빌려줄 대출금 조달을 위해 대형 은행이나 사모펀드로부터 자금을 조달했다. 그러나, 고금리의 장기화로 인해 조달 비용이 급증했다. 거기에 부동산 경기 침체로 인해 차주들이 만기 내에 대출금을 갚지 못하고 부동산 매각에도 실패하며 센추리의 자금이 완전히 묶여버렸고, 결국 파산 절차에 돌입하게 되었다.

⇒ 영국 부동산 브릿지론 전문 업체 MFS 파산: MFS는 아폴로 글로벌 매니지먼트, 엘리엇 매니지먼트 등 최상위 사모펀드와 대형 은행들에게 약 20억 파운드를 대출받아 런던의 초고가 부동산들을 담보로 대출을 내어주는 전형적인 그림자 금융 회사였다. MFS도 상기했던 회사들과 유사하게 이중담보 제공을 지속적으로 하는 사기 행각을 벌였다. 결국 이들은 약 24억 파운드(4조원) 규모의 대출을 남기고 파산했는데, 이는 담보의 장부가치만 믿고 대출을 집행한 사모펀드들의 완벽한 담보 통제 실패를 보여준다.

⇒ 미국 비상장 BDC, OBDC II 환매 중단 선언: 미국의 초대형 사모펀드인 '블루 아울'이 센추리 캐피탈 사태에 큰 익스포저를 갖고 있다고 알려지며 이 일은 월스트리트로 확산되었다. 블루 아울은 데이터센터 인프라 투자 기업에 공격적으로 대출을 해오던 곳이며 AUM은 400조에 달하는 기업이다. 센추리 캐피탈과 MFS의 연쇄적인 파산은 대출 자산 건전성에 심각한 의문을 제기했고 이 일에 연결되었던 블루 아울에 환매 집행 요청이 빗발치게 되었다. 결국, 블루 아울은 OBDC II 환매를 중단하게 되었다.

도표 16. OBDC 구조



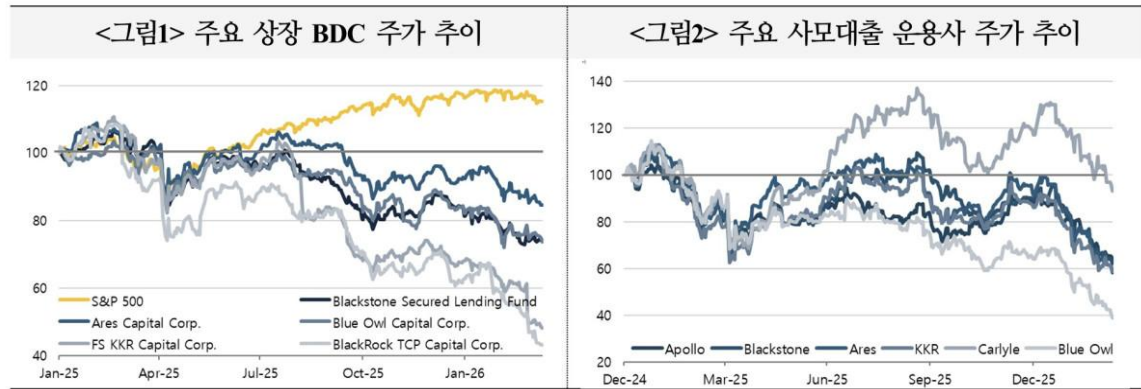
자료: 뉴스퀘스트

③ 현재 상황 분석

⇒ 블랙록은 2500만 달러 규모의 대출 자산을 불과 3개월 만에 장부가 100에서 0으로 전액 상각처리했다. 세계 최대 사모펀드인 블랙스톤은 비상장 사모대출 펀드인 'BCRED'에서 약 38억 달러(6천억 원) 규모의 대규모 환매 요청이 발생했다. 이는 해당 펀드 자산의 7.9%에 달하는 이례적인 수치다. 블루 아울 등 주요 사모신용 운용사들의 주가는 1년 만에 반토막이 났고, 그럼에도 불구하고 여전히 공매도 비율이 15 ~ 20%에 육박하며 시장에 불안감을 더하고 있다. 이후 환매 중단은 블랙록과 모건스탠리 등으로 확산되고 있다. 블랙록의 자회사 HPS인베스트먼트는 투자자들이 NAV의 약 9.3% 규모 환매를 요청하자 한도를 5%로 제한했다. 모건스탠리 역시 노스헤이븐프라이빗인컴펀드에 대한 환매 한도를

전체 주식의 5%로 제한했다. 한편, 미국 최대 은행인 JP모건체이스는 이러한 우려를 반영해 사모대출 펀드의 담보자산 가치를 하향 조정했다고 밝혔다. 전통 대형 은행들도 이 사모대출펀드에게 돈을 빌려줬기 때문에(펀드 파이낸싱, 웨어하우스 파이낸싱) 전통 은행권 시스템으로 전염 우려도 대두되고 있다.

도표 16. BDC(기업성장집합투자기구) & 주요 사모대출 운용사 주가 추이



자료: Bloomberg 주) '25년초 = 100

자료: 이투데이

* 웨어하우스 파이낸싱(Warehouse Financing): 금융 기관이나 기업이 담보(창고 보관 재고, 모기지 채권 등)를 바탕으로 단기 자금을 융통해 일시적 유동성을 확보하는 구조화 금융 방식

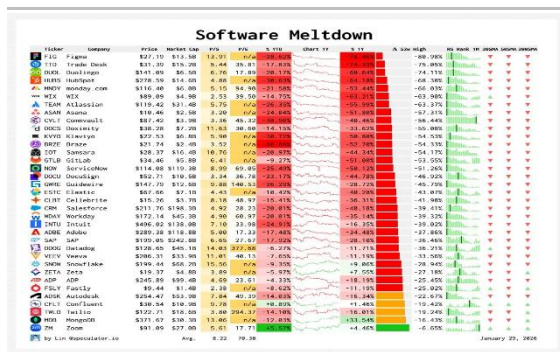
* 펀드 파이낸싱(Fund Financing): 사모펀드(PEF)가 LP의 자금을 실제 납입하기 전 은행 등 금융사에서 펀드 자체 신용을 담보로 자금을 빌려 투자에 활용하는 금융 기법

⇒ 현재 사모 신용시장의 핵심 문제점으로는 3가지가 지적 받고 있다. 첫 번째로 지적 받는 문제점은 **자산 가치평가의 불투명성**이다. 사모대출은 주식처럼 실시간으로 거래되지 않기 때문에 펀드 매니저가 직접 자산의 장부가를 평가한다. 그러나 운용사의 입장에서는 장부가를 깎아내릴 유인이 없다. 자산의 가치가 줄어들면 AUM이 줄어들고, 본인들의 수수료도 깎이기 때문이다. 이러한 이해상충은 **뱅크런을 가속화하는 역설적인 구조**를 만들게 된다. 예를 들어 주가가 70% 폭락한 소프트웨어 기업에 빌려준 대출의 장부가가 여전히 낙폭에 못 미치게 높게 잡혀 있다면, 합리적인 투자자들은 장부가가 폭락하기 전에 빨리 펀드에 환매 요청을 할 것이다. 두 번째로 지적 받는 문제점은 **단기성 부채와 장기 자산의 미스매치**이다. 사모신용펀드가 집행한 대출은 수년 동안 묶이는 유동성이 굉장히 떨어지는 자산이다. 그러나 펀드들은 월별 혹은 분기별로 환매할 수 있는 구조를 제공했다. 이로 인해 환매 요청이 몰리면 펀드는 결국 시장에서 가장 잘 팔리는 자산부터 내다 팔 수 밖에 없다. 이러한 일이 반복되면 결국 펀드에는 가장 안 좋은 쓰레기 자산만 남게 되고 펀드의 질적 저하를 가속할 수 있다. 최종적으로 봤을 때, 더 높은 장부가로 받기 위한 환매 신청은 펀드 자산의 질적 저하를 일으키고 이는 다시 장부가와 실제 가치 갭을 우려한 투자자의 추가적인 환매 신청을 일으킨다. 이는 결국 Spiral로 작용해 연쇄적인 효과를 일으킬 수 있다.

⇒ 이번 사태의 직접적인 뇌관으로 지목당한 것은 **소프트웨어(SaaS: Software as a Service) 섹터의 쏠림 현상** 때문이다. 현재 사모신용 시장은 소프트웨어 기업에 과도하게 노출되어 있다. 일반 하이일드 채권 시장의 소프트웨어 익스포저는 5% 미만이나, 사모신용 시장은 약 21%가 소프트웨어 기업들에 몰려 있다. 최근 소프트웨어 기업들의 주가는 AI의 파괴적 혁신에 의해 30 ~ 60% 폭락했다. 첫 번째 문제는 기업들의 AI 도입으로 인해 고용이 감소되고 있는 점이다. **직원 숫자 단위로 과금하는 기존의 기존 소프트웨어의 라이선스 매출이 급감할 것이라는 우려가 확산**되었고 이것이 주가에 반영되어 가격이 급락했다. 다른 문제는 AI로 인한 **코딩 자동화(Vibe Coding)**이다. 엔트로픽은 1월에 Claude

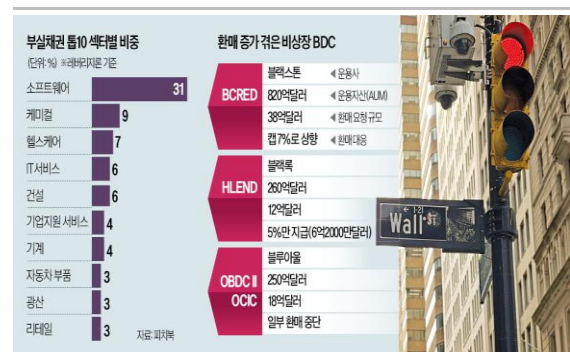
Cowork를 리서치 프리뷰로 공개했고, 구글은 2월 말 엔터프라이즈 버전을 정식으로 런칭했다. 오픈AI도 엔터프라이즈 에이전트 Frontier를 선보였다. 이러한 톨의 등장으로 인해 과거에는 비싼 돈을 주고 사서 사용했던 소프트웨어를 이제는 기업이나 개인이 자체적으로 쉽게 만들어 쓸 수 있게 되었다. 월스트리트에서는 이에 ‘SaaSpocalypse’라는 신조어까지 탄생했다. 이러한 일들로 인해서 소프트웨어 기업 가치가 폭락하면, LTV가 치솟게 되면서 대출의 안정성이 크게 흔들리게 된다. 최악의 경우, 소프트웨어 기업의 부도 → 사모대출펀드 환매 중단 및 자산 투매 시작 → 시장 자산 가치 폭락 → 시스템 리스크 발생의 시나리오가 이뤄질 수 있다.

도표 17. 주요 소프트웨어 기업 주가 변동률 추이



자료: 오스왈드

도표 18. 부실채권 섹터별 비중



자료: 한경

* 바이브 코딩(Vibe Coding): 개발자가 엄격한 논리나 세부 설계를 하는 대신 생성형 AI에게 자연어로 원하는 기능을 설명하고 AI가 코드를 자주 생성해주는 소프트웨어 개발 방식

⇒ **네오클라우드 기업들의 공격적인 확장도 우려점의 하나로** 지적받고 있다. 네오클라우드란 생성형 AI의 도래 이후 촉발된 GPU 부족 현상을 기회로 나타난 기업 유형이다. 이들은 엔비디아와 같은 AI 칩을 대량으로 구매하는 CAPEX 투자를 통해 필요한 기업들에 GPU 연산에 특화된 고성능 컴퓨팅 환경을 제공한다. 이 서비스를 이용하면 자체 데이터센터 건립이 어려운 중소 및 중견 기업들도 상대적으로 낮은 가격에 AI 컴퓨팅 능력을 갖출 수 있게 된다. 코어위브, 아이렌을 필두로 한 이런 기업들은 사모 신용시장을 통해 큰 자금을 조달했고 이를 CAPEX 투자에 말 그대로 쏟아 부었다. 현재 네오클라우드 기업들은 CAPEX 지출 부담이 급증으로 인해 감가상각비와 이자비용이 증가했는데, 이를 완화하기 위한 수단으로 AI 칩의 내용연수를 3년에서 6년으로 늘렸다. 내용연수가 늘어나면서 상대적으로 순이익이 좋아지는 효과와 생기고, 이를 통해 좋은 조건으로 다시 차입을 해 신형 AI 칩을 계속해서 구매하고 있다. 문제는 엔비디아가 최신 칩 개발 주기를 기존 2년에서 1년으로 단축할 것임을 밝힌 점에 있다. **더 좋은 성능을 가진 신형 AI 칩셋은 매년 출시가 되는데 구형 칩셋은 성능을 따라올 수 없으므로 계속해서 가치가 하락**하게 됨은 자명하다. 이는 네오클라우드 기업들의 담보물 가치 폭락을 불러올 수 있으며, 대규모 장부가 하향 조정을 유발할 수 있다. **고금리 장기화도 네오클라우드에게 부담**으로 꼽힌다. 이란과 미국의 전쟁으로 인해 유가와 인플레이션 우려가 가중되면서, 기존의 금리 인하 전망은 의미가 없어졌다. FedWatch는 연내 금리 인하 가능성을 크게 낮췄다. 10월까지 동결 가능성을 50% 이상으로 유지하고 있으며, 12월 동결 가능성을 39%로 예상하며 연내 금리 인하 가능성을 낮게 보고 있다. 이는 자산의 대부분이 부채로 이뤄져 큰 이자비용 부담을 지고 있는 네오클라우드 기업들에게는 굉장한 악조건이다. 만일 AI 확장 국면이 무너진다면, 사모대출을 이용한 AI 기업 부도 → AI 칩 메이커 수주 취소(엔비디아 등) → 반도체 제조업 타격으로 이어질 수도 있다.