

FMB850 대체투자 사모펀드

Finance MBA

정 지 웅
고려대학교 경영대학

사모펀드의 역사: 미국

WORLD **WAR II**



최초의 사모펀드

- 2차 세계대전 이후, 1946년, 최초의 VC
 - ARDC: 재향군인 대상
 - J. H. Whitney & Company: 은행 거절 기업
- 1949년 알프레드 존스 (Alfred Winslow Jones), 최초의 헤지펀드
 - 레버리지와 공매도 전략 통해 10년간 670% 수익률
 - 1966년 포춘지를 통해 "Hedged Fund"라는 용어를 처음 사용
- 1959년 Draper, Gaither, and Anderson, 합자회사(limited partnership)로 [VC설립](#)
 - 폐쇄형 펀드(상장)로 자금 조달: 주가가 저평가되었을 때, 자금 조달 어려움

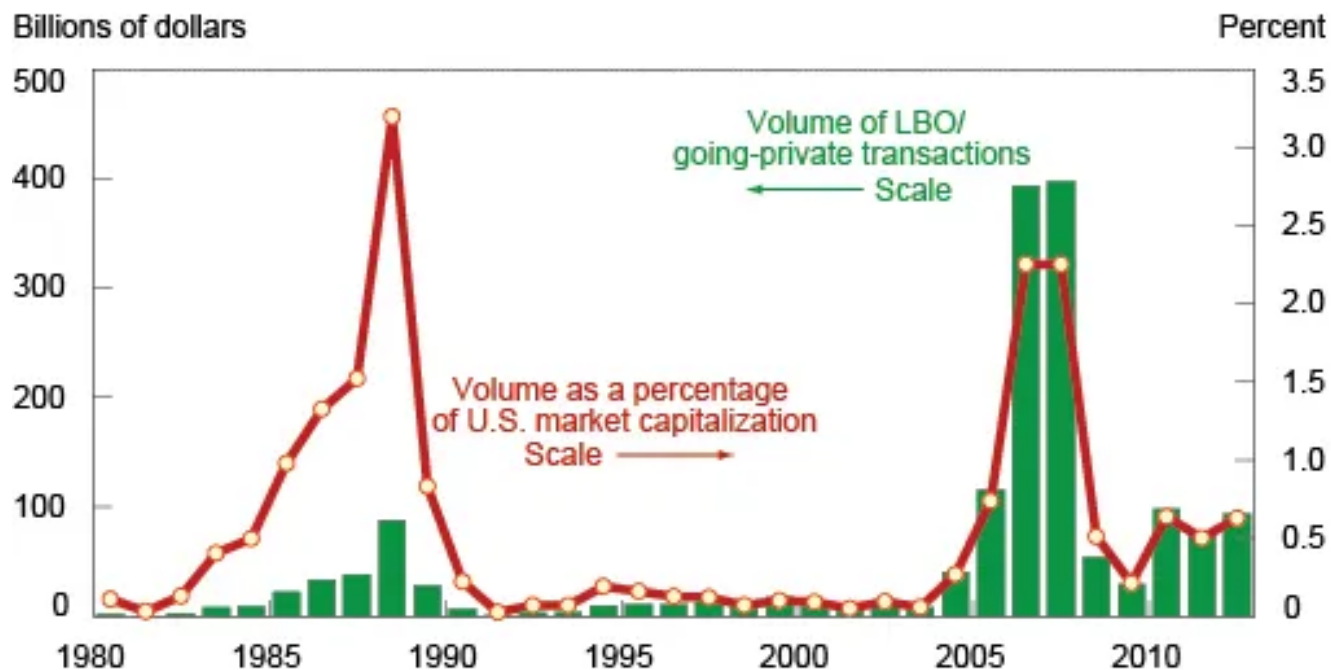
최초의 사모펀드

- 역사상 최초의 차입매수(Leveraged buyout)
 - 1955년 Malcom McLean (McLean Industries) 의 Pan-Atlantic Steamship Company와 Waterman Steamship Corporation 인수
 - \$42m (부채) + \$7m (자기자본); 컨테이너 통한 효율성 제고
- 최초의 (제도화된) PEF 펀드
 - 1978년 미국의 KKR (Kohlberg Kravis Roberts), \$30m

사모펀드의 역사

- **80년대**: 60~70년대 문어발식 확장 대기업, 비효율적인 경영, 상속 단절 + Michael Milken (Drexel Burnham Lambert) 정크 본드 시장: 높은 레버리지(85~95%)
 - LBO: 붓스트랩 (bootstrapped) 파이낸싱
 - 1989년 KKR RJR-Nabisco \$25 b (12x EBITDA)인수 (자기자본: \$1.5b)
 - 80년대 후반 정크 본드 시장 디폴트 시작
- **90년대 중반**: 낮은 레버리지 (20~40%), 장기적 가치 창출 포커스
 - 2000년: 닷컴 버블
- **00년대 중반**: 저금리, 상장기업 규제 강화(SOX)
 - 2008년 Financial Crisis
 - 하지만 곧장 rebound

Boom-and-Bust Cycles in U.S. LBO Activities: Completed Transactions, 1980-2012



Sources: Thomson Reuters, SDC databases; Standard and Poor's Capital IQ; authors' calculations.

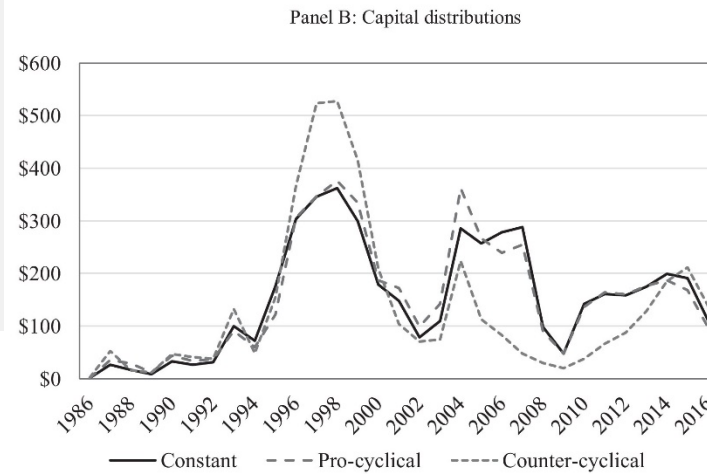
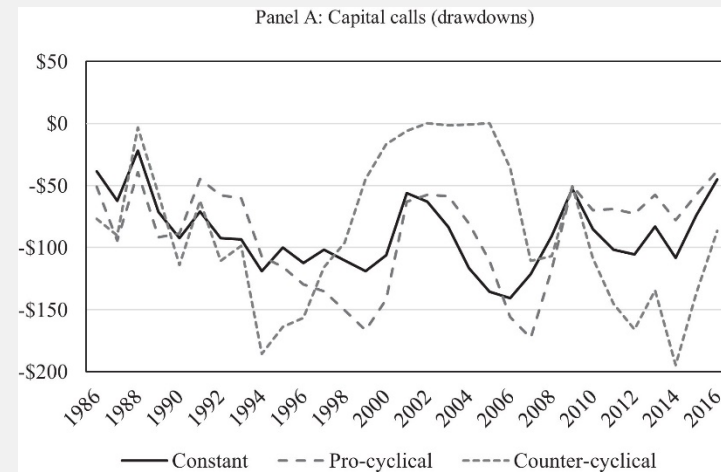
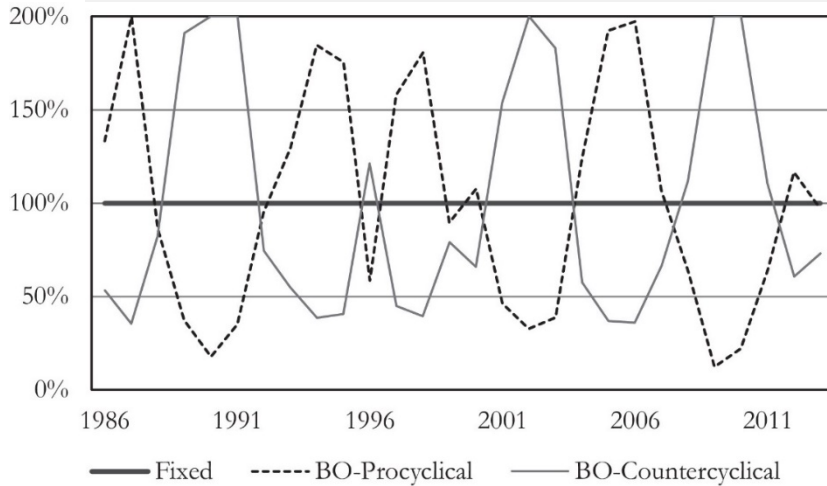
Boom-Bust Cycle

- 경기, 특히 시장금리에 크게 영향을 받음.
 - 예, 22년 금리 인상 이후 바이아웃 시장이 크게 긴축
- 펀드의 수익률은 경기와 역의 관계
 - 금리가 높은 시기 조성된 펀드의 수익률이 높은 경향
 - 금리가 낮은 시기에 출자약정이 많이 이루어짐

Panel A: Buyout performance			
	IRR	MOIC	PME
Fundraising scaled by stock market value	-13.76*** [-4.18]	-0.81*** [-4.40]	-0.23* [-1.83]
Constant	21.73*** [12.47]	2.14*** [21.90]	1.28*** [18.91]
Observations	27	27	27
R-squared	0.41	0.44	0.12

- 경기를 고려한 출자약정이 효과적인가?

- Can investors time their exposure to private equity? (Brown et al. 2021)
- LP의 출자약정과 GP의 자금요청(capital call)의 타이밍이 상이

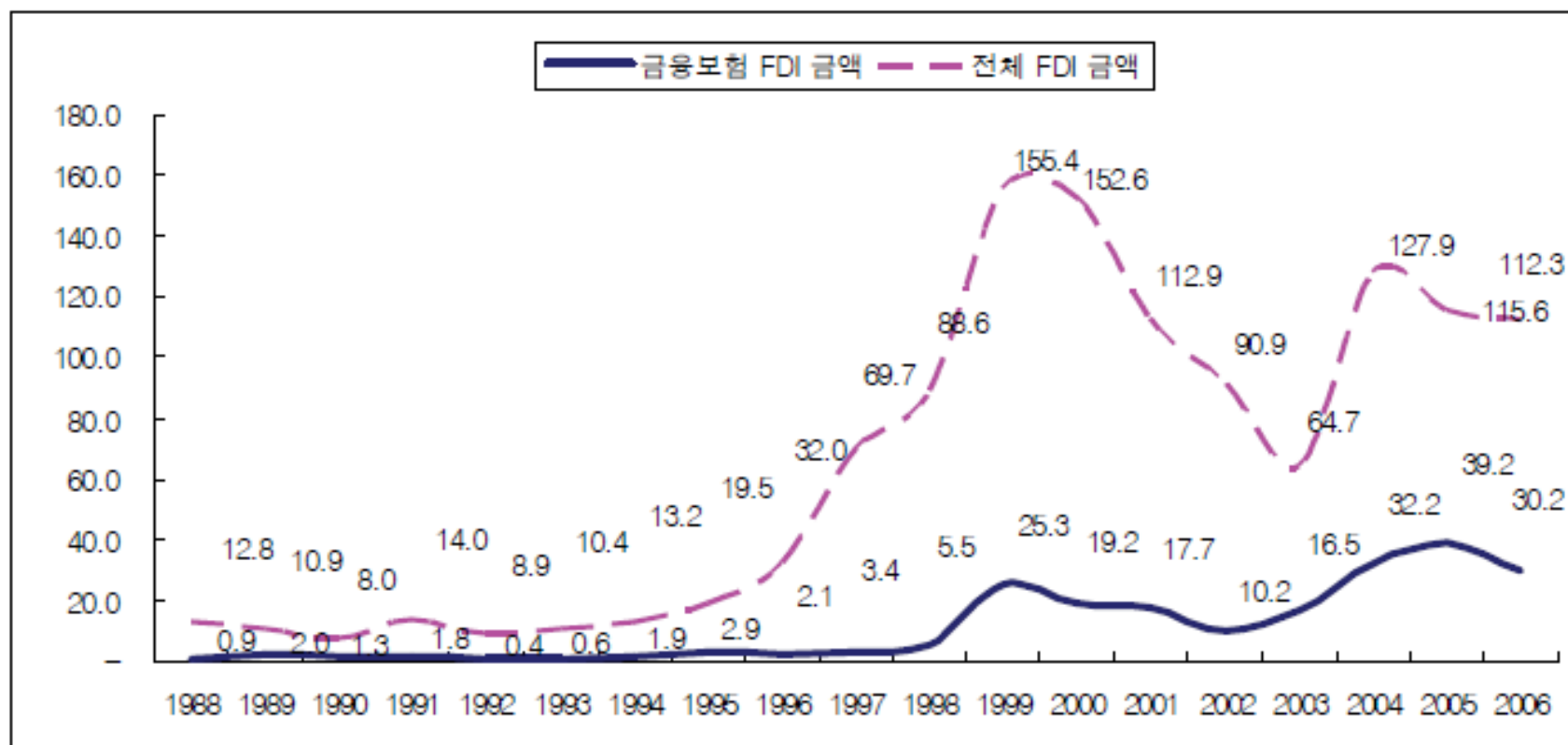


Commitment strategy	PME	Direct- α	IRR	MOIC
Fixed annual commitment	1.15	2.8%	16.5%	1.80
Strategies relying on foresight (using actual PME)				
Foresight	1.35	7.4%	21.4%	1.94
Anti-foresight	0.97	-0.6%	13.4%	1.65
Allocations based on fundraising scaled by three-year rolling average				
Procyclical	1.10	1.8%	14.3%	1.74
countercyclical	1.20	4.0%	18.9%	1.89
Allocations based on fundraising scaled by stock market				
Procyclical	1.09	1.8%	14.9%	1.75
countercyclical	1.17	3.5%	18.1%	1.86
Allocations based on dry powder scaled by three-year rolling average				
Procyclical	1.10	1.8%	14.7%	1.79
countercyclical	1.21	4.6%	19.7%	1.81
Allocations based on dry powder scaled by NAV of active funds				
Procyclical	1.12	2.1%	14.6%	1.78
countercyclical	1.18	3.9%	19.1%	1.81

사모펀드의 역사: 한국



금융보험 분야 외국인투자신고 금액



*자료: Invest Korea

외환위기 이후 외자 PEF의 국내기업 인수

- 1998년 외환위기 이후 외국 사모펀드가 적극적으로 활동
 - 굿모닝증권 (H&Q, 1998.5), 외환은행 (코메르츠뱅크AG, 1998.7; 론스타 2003), 한미은행(칼라일, 1998.9), 제일은행(뉴브리지캐피탈, 1998.12), 국민은행(골드만삭스, 1999.5), 외환카드(올리푸스캐피탈, 1999.12), 하나은행(알리안츠AG, 2000.4), LG카드(워버그핀커스, 2000.1) 등
 - 위니아만도 (UBS캐피탈, 1999.11), 만도(JP모건파트너스, 2000.11), 해태제과 (UBS캐피탈, 2001), 하나로통신(AIG, 2003), 하이닉스 (CVC, 2004), 하이마트 (어피너티, 2005) 등
 - 1998년부터 2006년까지 총 34건, 6천 6백억원의 인수가 이루어짐 (출처: Invest Korea)

한국의 사모펀드

- 우리나라는 사모펀드 제도를 해외 사모펀드의 국내기업 인수에 대응하고, 국내 M&A 시장을 활성화하기 위한 수단으로 도입.
 - 외환위기 이후 해외 사모펀드의 국내 기업 인수가 급증했으나 국내펀드들은 공모 중심의 법규로 인해 투자가 자유롭지 못했음.
 - 우리나라 사모펀드의 태동에는 정부와 금융기관의 전임 고위인사들의 적극적인 참여.
- 2004년 12월 간접투자자산운용업법 개정을 통해 사모투자전문회사 도입.
 - 2004년 이전까지 국내 M&A 시장은 해외에서 자금이 모집된 외국계사모펀드가 주도.
- 우리나라 최초의 사모펀드: “우리 제1호 사모투자 전문회사”와 “미래에셋파트너스1호 사모투자 전문회사” (2004년 12월 27일 결성).
- '11년 전문투자형 사모펀드, 즉 한국형 헤지펀드 제도를 도입

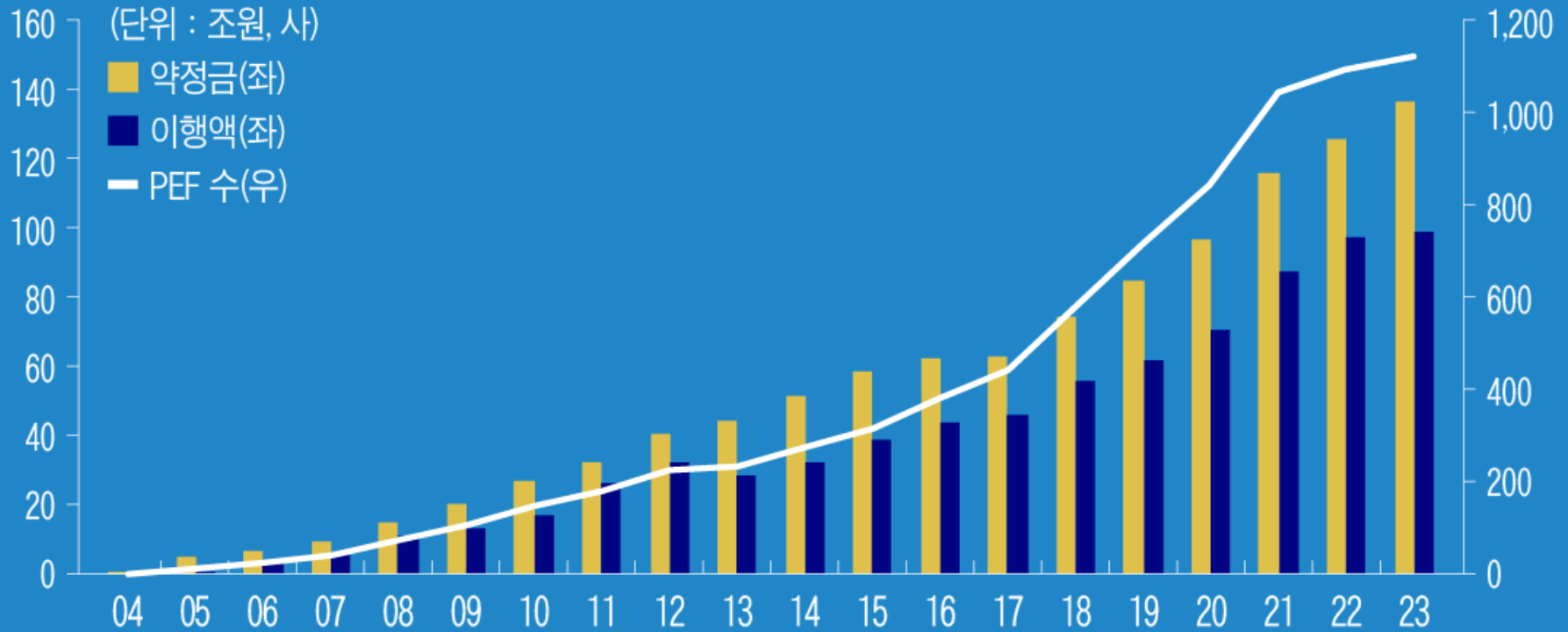
사모펀드 제도 개정 역사

- 1998년 일반 사모펀드 도입
 - 공모펀드 대비 자산운용/공시 규제 완화
- 2004년 경영참여형 사모펀드 도입
 - [舊 사모투자전문회사] 경영권 참여·구조조정
- 2010년 기업재무안정 사모펀드 도입
- 2011년 전문투자형 사모펀드 도입 (헤지펀드)
 - [舊 적격투자자 사모펀드] 일반사모펀드보다 규제 더 완화
- 2015년 경영참여형/전문투자형 사모펀드 체계
- 2021년 사모펀드 제도개편: 운용규제 일원화, 투자자 보호 강화

사모펀드 제도개편 개요('21.10월 시행)

- 사모펀드의 투자자 수 확대
 - 49인 이하 → 100인 이하
- 일반 사모펀드/기관전용 사모펀드로 이원화
 - 전문투자형 사모펀드/경영참여형 사모펀드 구분 폐지
- 기존 PEF → 기관전용 사모펀드로 전환
 - 감시 능력 있는 LP의 자체 감독 + 금융당국 개입 최소화
 - 개인 및 일반기업 등은 재간접펀드 통해 기관전용에 투가 가능
 - 의결권 있는 지분 10%이상 취득, 자산 50%이상 지분투자 등 경영참여 관련 운용 규제 폐지

사모펀드(PEF) 시장 성장 추이



출처 금융감독원 작성 인베스트조선(www.investchosun.com)

Invest chosun

- 인베스트조선

국내 PEF 주요 변화






- 삼일PwC경영연구원 2023 “K-PE(Korea Private Equity)의 현주소”

사모펀드 없인 M&A 생각 못해 ... 작년 85% 차지

나현준 기자 rhj7779@mk.co.kr

입력 : 2024-01-23 17:52:35

가   

상위20개 거래 중 17개 참여
오스템 2.5조에 인수한 MBK
국내 거래 금액 규모 2위

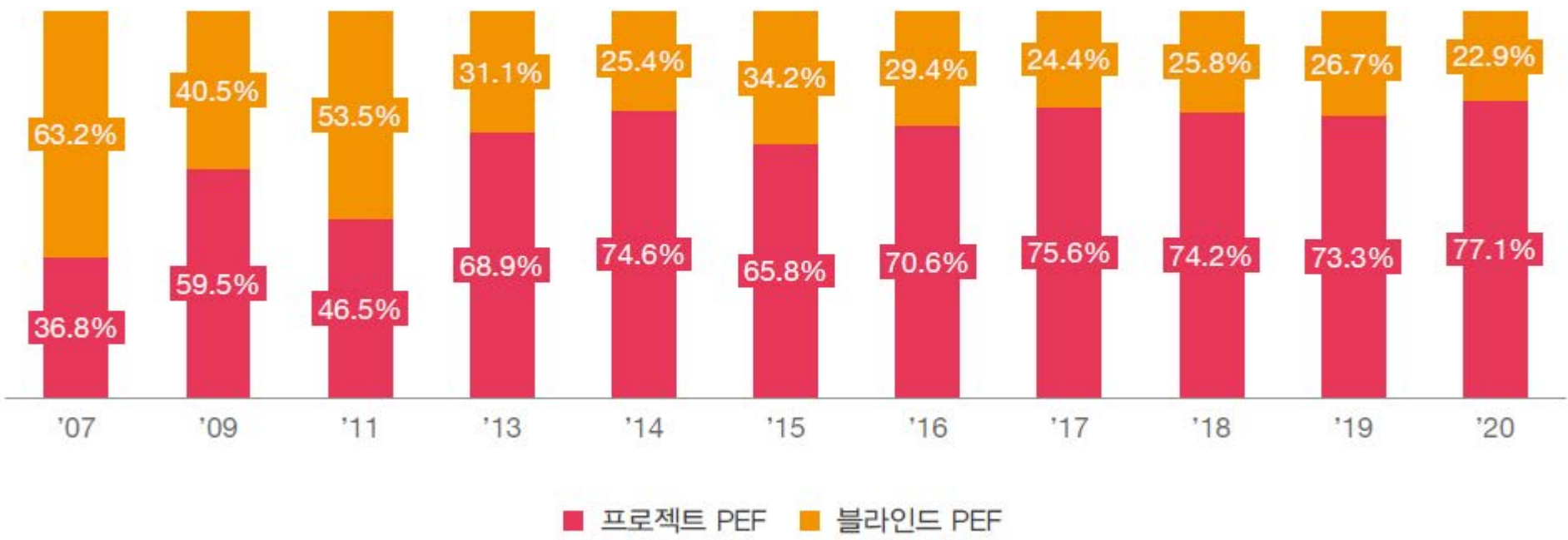
지난해 국내에서 성사된 주요 인수·합병(M&A) 가운데 85%를 사모투자펀드(PEF)가 주도한 것으로 나타났다.

고금리 지속으로 M&A 시장이 위축된 가운데 잇따라 굵직한 거래를 성사시키는 등 PEF 존재감이 갈수록 커지는 모습이다.

23일 매일경제 프리미엄 자본시장 뉴스 레이터M과 컨설팅 기업 베인앤드컴퍼니 분석에 따르면 PEF는 지난해 국내에서 진행된 거래 규모 상위 20개 M&A(소수 지분 거래 포함) 중 17개에 매각 또는 인수자로 참여했다. 상위 20개 거래 중 PEF 참여 비중은 2019년 65%, 2021년 85%, 2023년 85%를 기록하는 등 지속적으로 시장을 주도하는 모양새다.

- PE의 신규 자금모집 금액은 꾸준히 증가했으며, '18년 이후 매년 15조 원 이상 모집. 특히 '21년은 유례없는 저금리와 주식시장 활황 등으로 인해 PE 도입 이후 최고 금액인 23.5조 원을 모집했으나, '22년은 하반기부터 본격화된 글로벌 금리상승 영향으로 자금모집 위축되며 16.3조 원 모집
- '22년 기준 신규 PEF는 175개로, 규모별로 구분하면
 - 대형(출자약정액 기준 3천억 원 이상)펀드가 11개로, 전체 신규펀드의 6.3% 차지
 - 중형(출자약정액 기준 1천억~3천억) 펀드는 41개로, 전체 신규 펀드의 23.4%
 - 소형(출자약정액 기준 1천억 미만)펀드는 123개로, 전체 신규펀드의 70.3%
- 소규모 전업 GP의 시장 진입이 늘어나면서, 1천억 미만의 소형 프로젝트 펀드가 크게 증가
 - 전체 PEF 내 소형펀드의 비중은 '15년 60% → '22년 70%로 지속 증가
 - '15년 전문사모집합투자업자(20억 이상 자기자본, 3인 이상 전문인력) 제도를 도입하면서, GP 설립이 용이해진 결과로 소형 PEF 급격히 증가
- 삼일PwC경영연구원 2023 “K-PE(Korea Private Equity)의 현주소”

신규 PEF 구분



Source: 금융감독원, 삼일PwC경영연구원

프로젝트펀드 / 블라인드펀드

	프로젝트펀드	블라인드펀드
개념	<ul style="list-style-type: none"> 투자대상이 확정된 후 펀드모집, 설립 	<ul style="list-style-type: none"> 투자대상을 미리 정해놓지 않은 상태에서 펀드를 설립하고, 투자대상이 확보되면 투자하는 펀드
심사 포인트	<ul style="list-style-type: none"> 투자대상회사 및 투자조건 등을 바탕으로 출자여부 결정 	<ul style="list-style-type: none"> 위탁운용사 역량에 대한 평가 위주로 <ul style="list-style-type: none"> 투자회사를 사전에 알 수 없으므로 위탁운용사(GP)의 Deal Sourcing 역량이 중요
장점	<ul style="list-style-type: none"> 투자대상을 알고 있으므로 펀드모집이 상대적으로 용이 	<ul style="list-style-type: none"> 자금모집 과정이 없으므로 투자대상회사에 대한 신속한 투자 가능, 우량 투자기회 선점 가능 하나의 블라인드펀드로 여러 회사에 투자함에 따라 상대적으로 안정성이 높음
단점	<ul style="list-style-type: none"> 투자대상기업의 정보 유출 가능성 자금모집에 기간이 소요되므로 신속한 투자집행이 블라인드펀드 대비 어려움 	<ul style="list-style-type: none"> 보수율이 프로젝트펀드에 비해 높은 수준 Track Record가 없는 신생 운용사는 결성하기 어려움 펀드투자자는 관련 리스크를 사전에 알 수 없음
설립 절차	<ul style="list-style-type: none"> 펀드설립에 앞서 입찰 등에 참여하고, 최소 우선협상대상자로 선정된 후 펀드설립 	<ul style="list-style-type: none"> 펀드 결성 후 투자기업 확정

- 출처: 최현희 (고려대 기술경영대) “사모펀드 개관 및 운용”

국내 바이아웃의 특징

- 대기업의 그룹 구조 조정 지원 비중이 큼
 - 두산 2011/두산인프라코어 중국법인20%/IMM, 2012/버거킹100%/VIG, 2016/두산인프라코어 공작기계100%/MBK
 - 현대 2010/금호생명/산은 PE, 2011/대우건설/산은 PE, 2011/금호고속/IBK증권 PE
- 최대주주와 함께 투자 (적대적 인수 지양)
- 높은 레버리지 지양