
출장 복명서

- 사모지분(Private Equity) 세컨더리 펀드 투자-
[아담스 및 하버베스트]

2023. 03.

더^{The}강한수협 더^{More}돈되는수산
 수산업협동조합중앙회
자 금 운 용 본 부

I. 출장내용

월 일 (요일)	출발지	도착지	방문기관	업무수행내용 (수집할 자료목록, 질의할 내용 등)	접촉예정인물 (직책포함)
3.6(월)	인천	시카고	-	○ 10:40 ~ : 출국 ○ 08:30 ~ : 현지 도착 및 입국수속	-
			MCF(Apogem) (기투자 운용사)	○ 15:00 ~ 18:00 - 북미 사모대출 시장 동향 - 기 투자펀드 현황 점검	• Junaid Sozer(Senior Director) • Brian Terners(MD)
3.7(화)	시카고	시카고	Adams Street (본건 운용사)	○ 09:00 ~ 17:30 - 펀드 소개 - 시장 현황 및 전망 - 투자전략 및 프로세스 - 위험 관리 - IT 시스템 및 오퍼레이션 - 본 건 펀드 포트폴리오 리뷰 - 질의응답	• 투자 Head 및 주요 인력 다수(예정) • Jeff Akers (Head of Secondary Team) • Joe Goldrick (Partner) 등
3.8(수)	시카고	보스턴	-	○ 09:15 ~ : 시카고 ○ 12:40 ~ : 보스턴	
			Arclight (기투자 운용사)	○ 15:00 ~ 18:00 - 북미 에너지 인프라 시장 동향 - 기 투자펀드 현황 점검	• Gavin(Partner) • Terrywetterman (Director)
3.9(목)	보스턴	보스턴	HarbourVest (본건 운용사)	○ 09:00 ~ 17:30 - 펀드 소개 - 시장 현황 및 전망 - 투자전략 및 프로세스 - 위험 관리 - 케이스 스터디 - 질의응답	• 투자 MD 및 주요 인력 다수(예정) • Jeff Keay(MD) • Jamie Kase(MD) 등
3.10(금)	보스턴	-	-	○ 11:55 ~ : 출국	-
3.11(토)	인천	-		○ 17:45 ~ : 입국	

II. 주요 실사 내용

□ 기관 미팅 주요 내용 ('23.3.06 ~'23.3.10)

【 3.06(월), 사모대출 운용사 미팅 : MCF(Apogem)】

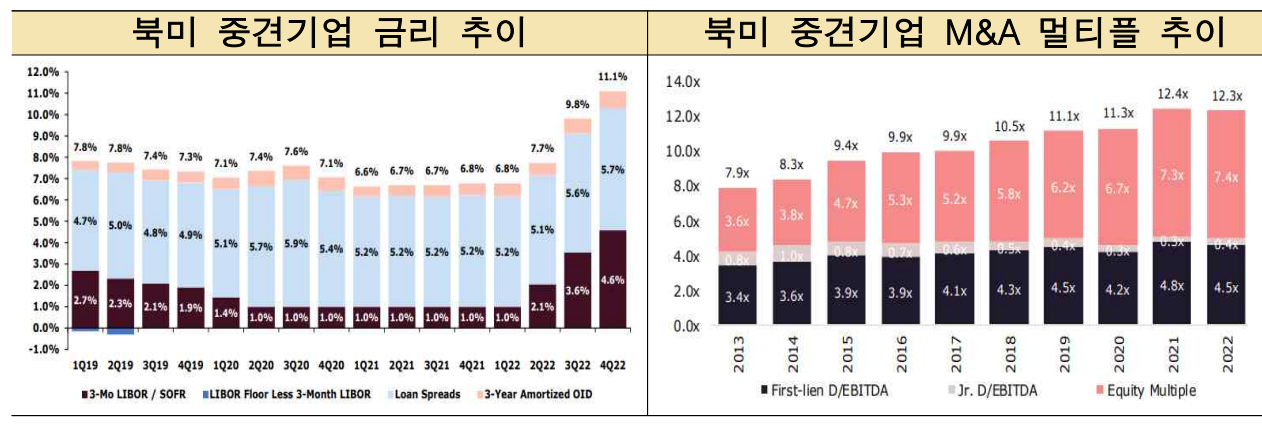
□ 회사 소개

- MFC(現 Apogem)은 2022년 3월 New York Life Insurance Company 산하의 3개 계열사 MCF, GoldPoint Partners, PA Capital이 합병하여 설립된 운용사로서 2022년 9월말 기준 약 USD 39bn의 자산(AUM)을 운용 중임
- 현재 본회가 투자 중인 펀드는 2022년 말기준 6% 내외의 양호한 수익률을 기록 중임

본회 투자 펀드(3호 펀드 실적)	본회 투자 펀드(4호 펀드 실적)
Activity & Performance Capital Commitments Called \$300.0 Remaining Uncalled Capital \$0.0 Last Capital Call Date 2018-10-04 Last Capital Call Amount \$35.7 Last Distribution Date 2022-12-21 Last Distribution Amount \$8.2 Gross IRR (as of 12/31/22) ⁽¹⁾ 7.13% Net IRR (as of 12/31/22) ⁽¹⁾ 6.76%	Activity & Performance Capital Commitments Called \$460.0 Remaining Uncalled Capital \$0.00 Last Capital Call Date 2022-02-03 Last Capital Call Amount \$29.40 Last Distribution Date 2022-12-21 Last Distribution Amount \$9.12 Gross IRR (as of 9/30/22) ⁽¹⁾ 6.75% Net IRR (as of 9/30/22) ⁽¹⁾ 6.09%

□ 북미 사모대출 시장 동향

- 북미 중견기업의 M&A 멀티플 추이는 '21년 대비 감소 하였으며, 선순위 대출 EV/EBITDA 멀티플로 축소 되었음
- 최근 금리 상승에 따라 북미 중견기업 대상 대출 금리가 11% 수준에 달해 투자 매력도가 높은 것으로 판단됨



【 3.07(화), 본건 펀드 현지 운용사 미팅 : Adams Street】

□ 회사 개요

- 아담스는 \$52bn을 운용중인 사모 전문 GP로서 1972년도에 설립되어 올해로 50주년을 맞이 하였음. 실물 전략은 없으며 바이아웃, 그로스, 벤처 시장에 재간접 혹은 직접 투자하거나 인수금융을 제공함
- 현재 총 임직원수는 270명 이상으로 이중 운용역은 약 100명, 특히 팬데믹 기간 동안 상당 부분 증가하였음. 2001년 UBS로부터 임직원 분사, 현재 시카고 UBS 타워에 본사가 위치해 있으나 지분 관계는 없음
- Growth Equity 기업 직접 투자 전략을 1972년부터 운용, 이후 딜소싱을 위한 프라이머리 (재간접) 전략을 세계 최초로 1979년부터 운용함. 현재 전세계에서 PE 재간접 운용 규모가 가장 크고 오래된 GP 중 하나임 (세컨더리 경쟁사들도 프라이머리 플랫폼이 있는 경우가 있으나 당사와 Harbourvest 가 전세계에서 PE 프라이머리 규모가 가장 큼). 프라이머리 플랫폼은 과거 1,280개 이상의 펀드에 투자, 현재 투자중인 360개 이상 GP 의 가장 중요한 투자자 중 하나로서, 510개의 펀드에는 자문위원회, 즉 어드바이저리 보드 멤버로 참여하고 있음.

□ 아담스의 주요 강점

- 펀드레이징이 어려워지며 GP-Led 딜이 많이 발생하고 있으며, GP는 기투자자 중 리업에 참여할 가능성이 높은 투자자를 선호함. 아울러 프라이머리 LP이자 Due Diligence 프로세스에 있어 이미 친숙한 세컨더리 GP를 선호하게 됨. 당사는 500개 이상의 이사회 의석을 보유하고 있으며, 이러한 위치는 당사가 좋은 위치에서 투자 기회 및 정보를 선점할 수 있게함
- 프라이머리 플랫폼을 통해 가장 좋은 딜에 대한 접근성이 가능함. 보통 좋은 딜들은 사적인 거래로만 이뤄지며 이런 관계를 가진 투자자에게는 Water Street, Accel- KKR, GTCR, Nexus 등의 거래가 가능함. 미들마켓에서 종종 좋은 딜은 많은 세컨더리 경쟁자를 포진하고 있으나 당사는 여기서 유리한 지위에 있음
- 1986년 세컨더리 전략을 시작하였고, \$9bn 이상을 세컨더리 시장에 투자하였음. 총 7명의 딜을 리드하는 인력이 있으며 이중 principal 두명은 Associate 시절부터 당사에서 근무하였음. 운용역 한명당 대략 20~30개의 딜을 리뷰함. 아울러 계속해서 새로운 인력을 채용하고 있으며 이외에도 70명의 투자전문인력이 있음. 세컨더리 딜을 발굴하는데도 많은 도움을 주고 있으며 특히나 임직원 소유의 회사이므로 경제적인 인센티브를 통해서 직원의 업무 효율성을 강화하며, 서로간의 업무에 많은 협업이 이뤄지고 있음.

□ 본회 투자 예정 펀드 주요 내용

- Jeff Akers, Head of Secondary Investment 의 주도 하에 시스템을 활용하여 딜을 분석하고 평가해왔음. 90% 이상의 딜이 제한적인 프로세스를 통하여 소싱되었으며, unlevered 기준 20% 이상의 수익률을 보여주었음. 2022년 9월 기준 1.5x의 net TVPI를 보여주고 있음
- 2021년은 투자하기에 적절한 시기였으며, 보통 한자리수의 할인율을 보여주었지만 해당 포트폴리오의 현재는 1.3x의 수익률을 보여주고 있음
- 2022년 상반기 시장의 변동성이 시작되었으며 사모시장과 공모시장의 딜에 많은 가격 변동성이 발생한 시기. 해당 시기에 아담스 스트리트의 투자는 현저히 감소하였고 딜 가격은 5~10%정도 하향되었음. 위험 높은 투자에 대하여 많이 거래가 줄었음. 이중 좋은 예는 G-Square(GP-led) 딜인데 2개의 헬스케어 회사가 시너지를 내기 위하여 합병하였고 인력 문제가 있기는 했지만 매우 좋은 성과를 보여주었음
- 2022년 하반기에 당사는 매우 활발하게 투자하였음. 보통의 다른 매니저들은 이때 활발하게 투자하지 않았음. 당사가 개최한 세컨더리 투자자 컨퍼런스에서 이 시기에 투자하지 않으면 투자 기회 적기를 놓치는 것이라는 이야기가 많이 나왔음. 높은 퀄리티의 자산을 15~20% 디스카운트된 가격에 매수 할 수 있었으며 나중에 돌아보면 가장 중요한 투자 시기로 기억될 것으로 예상
- 현재 아담스스트리트 세컨더리 펀드 7호 기초 자산의 퀄리티는 그 어떠한 FoF보다 우수하며 전통적인 세컨더리 펀드에서는 흔하지 않은 양질의 자산들을 담고 있음

□ 주요 Q&A

- 다른 일부 세컨더리 GP들이 2022년 하반기에 투자가 적었거나 하지 않은 배경과 아담스는 왜 적극적으로 투자했는지?
 - 투자건들에 있어 확실한 인사이트가 없을 때는 결정을 내리기 쉽지 않음. 인사이트가 있으려면 투자에 있어 철저한 사전 점검이 이뤄졌어야 함. 현재 시장을 예측하는건 누구에게나 쉽지 않지만 매력적인 회사가 있다면 이를 탐색하고 매수할 수 있는 기회를 확보하는 것이 매우 중요함. 현 시장은 세컨더리 팀이 투자한 이후 3번째로 큰 금융시장 위기를 겪고 있다고 판단하고 있으며 이는 완벽한 투자 기회를 제공하였음

○ Continuation Vehicle에 대한 우려: 하위 GP가 운용하는 펀드 LP 를 고려해야하기 때문 에, 할인이 된 가격이 아닌 최대한 Par에 가까운 가격으로 매각하려고 노력하게 됨. 이에 대해 GP-led딜을 그럼에도 불구하고 투자하게 된다면 그 이유는 무엇인가?

- GP-Led 딜의 특성상 당사도 동의하고 있음. 다만, 최근 시장은 LP 딜이 할인되고 이에 동시에 GP-Led 딜 또한 비슷한 할인 기조로 가고 있음. 그럼에도 불구하고 Par에 맞춰 가격 책정을 하고 이를 투자하게 된다면 이는 다음의 이유들로 설명드릴 수 있음. 해당 GP-Led딜의 하위 기업이 단기간 내에 가치 상승하는 요인이 있다는 것을 미리 알 경우 (e.g. 2-3 번의 M&A가 6개월 내에 발생할 것으로 예상) GP-led를 투자하게 됨. 이는 결국 거래하는 GP와의 관계와 하위 기업에 대한 정보 접근성이 없다면 GP-led 딜에 투자하기 어려움. 이를 방증하는 건으로는 Clearlake 와 TA Associate 투자 건을 예시로 들 수 있으며 두 곳의 GP 모두 당사에서 오랜기간 투자를 해온 LP이며 이사회를 보유하고 있음. 또한, 당사는 Single Asset 보다 Multi-asset의 GP-led 딜을 선호하고 있음. 한개의 자산에 집중되는 것을 방지하고자 하며 여러개의 우량 자산이 적절하게 섞여있는 GP-led 딜을 투자하고 있음

○ 최근 LP Led 딜 경쟁 상황은 어떠한가?

- 최근 3개월 세컨더리 딜에 높은 수요가 나타났으나 이러한 현상은 라지캡 시장에서 심화되었음. 블랙스톤 세컨더리 펀드가 USD 25bn 클로징한 후 올해 다시 20bn 수준의 펀드를 레이징할 것으로 예상됨. 이러한 수요와 공급 매칭이 세컨더리 디스카운트 축소를 야기하였음. Jeff가 언급했듯이 USD 200m 이하의 중소형 딜의 비효율성은 여전히 안정적 가격을 형성할 것으로 사료됨.
- 중요한 사실 중 하나는 지난 3개월 시장의 많은 변화가 있었다는 것이며, 지난 2월 주최한 세컨더리 시장 참여자 모임에서 2022 년 하반기 투자 여부에 대한 중요성에 논했으며 지난 하반기 투자비중을 높였던 GSF 7의 포트폴리오가 높은 의미를 지님

【 3.08(수), 북미 인프라 운용사 미팅 : Arclight】

□ 회사 소개 및 펀드 성과

- 2001년 설립된 북미 에너지 인프라 전문운용사로 총 투자 규모는 USD 27bn 수준임. 현재 까지 총 7개의 펀드를 모집하였으며, 본회는 2020년 Vintage인 7호 펀드에 투자자임
- 현재 본회가 투자한 펀드는 2022년 9월말 기준 Net IRR 45% 및 Net Multiple 1.6배 수준의 우수한 수익률을 기록 중임 ('22년말 기준 Gross Multiple 0.4x 추가 상승 예상)

아크라이트 에너지 인프라 펀드 수익률 현황

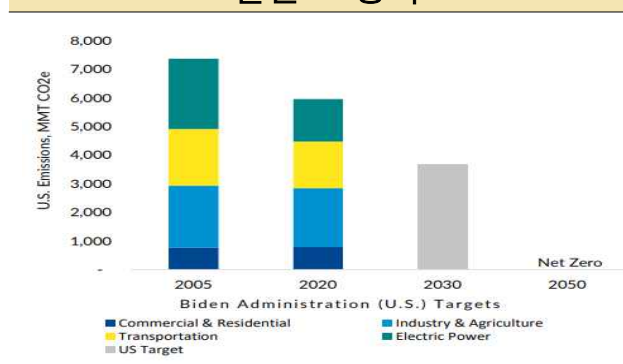
	FUND I 2002	FUND II 2004	FUND III 2006	FUND IV 2007	FUND V 2011	FUND VI 2015	FUND VII 2020
Invested Capital	\$950 Million	\$1.6 Billion	\$2.1 Billion	\$2.1 Billion	\$3.3 Billion	\$5.6 Billion	\$3.4 Billion
Realized & Partially Realized Deals	15 out of 15	24 out of 24	24 out of 24	20 out of 20	15 out of 17	10 out of 17	1 out of 17
Total IRR (gross/net)	30% / 25%	23% / 17%	13% / 9%	17% / 13%	13% / 8%	7% / 4%	56% / 45%
Total ROI (gross/net)	2.2x / 1.8x	1.7x / 1.5x	1.8x / 1.5x	1.9x / 1.5x	1.6x / 1.4x	1.3x / 1.2x	1.8x / 1.6x

- 아크라이트는 2023년 8호 펀드 모집 예정이며, 본회와 우호적 관계 유지를 통해 블라인드 펀드 및 프로젝트 기회 제공 예정임

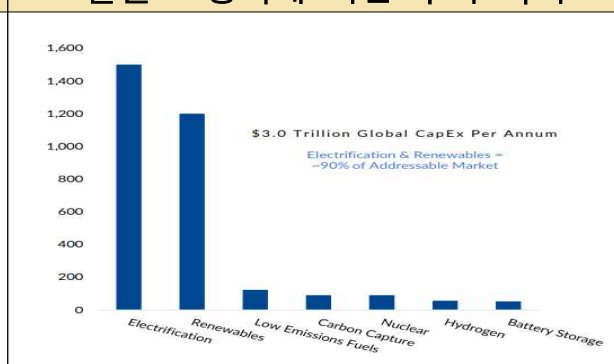
□ 북미 에너지 인프라 시장 동향

- 미국은 2050년까지 Net Zero(탈탄소) 정책 추진 예정으로 이로 인해 전동화 및 신재생 에너지 투자가 유망할 것으로 전망됨

탈탄소 정책



탈탄소 정책에 따른 투자 기회



【 3.09(목), 본건 펀드 현지 운용사 미팅 : HarbourVest】

□ 회사 개요

- 1970년 후반에 미국계보험회사(John Hancock)의 대체본부가 독립/분리하여 설립된 대체전문운용사임. 100% 임직원 소유의 독립계 운용사로 그 어떤 특정 개인도 7.5% 이상의 지분을 보유하지 않으며, 회사의 모든 의사결정에 있어서 LP와 이해관계가 정렬이 되어있음
- 현재 AUM은 \$103bn 수준으로 Primary / Secondary / Co-invest (Direct) 부문으로 투자전략을 구성하여 매년 약 \$16~17bn 수준으로 투자를 집행함.
- 현재 1,000여명의 임직원 (전문투자인력 200여명)이 13개 지역 투자사무소에서 근무 중임

□ 세컨더리 시장 현황

- 세컨더리 시장은 2013년부터 매년 약 23%가량 성장하며 2021년 그 규모가 \$134bn에 달하는 시장으로 성장하였음. 이러한 추세는 2022년까지 이어지며, 2022년 상반기 기준 세컨더리 거래 규모는 \$53bn을 기록하고 있음. 세컨더리 시장의 성장은 사모 시장의 성장세, LP들의 세컨더리 시장을 통한 매도 활성화 및 GP-Led 시장의 성장 등의 요소들이 견인하고 있으며, 앞으로도 이어질 것으로 예상함
- 2022년에 접어들며 확대된 금융시장 내 변동성은 PE 자산들을 이전 대비 더욱 할인된 수준에서 매입할 수 있도록 해주었음. 2022년 상반기 Venture 자산의 경우 평균적으로 NAV의 76%, 세컨더리 시장의 주를 이루는 Buyout 자산의 경우 평균적으로 NAV의 88%에 거래되고 있음. 이는 역사적 평균 대비 낮은 수치이며, 세컨더리 매수자들에게 매력적인 기회임을 의미함

□ 하버베스트의 차별성

- 수십 년간 복합적 (Complex) 거래에서 시장을 선도한 업계 리더 : 지난 20년간 Complex 세컨더리 시장의 리더로 시장을 선도하는 다양한 유형의 거래를 집행하였으며, 140개 이상의 딜에 약 \$23bn을 투자했음. HarbourVest의 세컨더리 팀은 40명 이상의 전담 투자전문가들을 보유하고 있으며, 평균 15년간 근무한 Managing Director들이 팀을 이끌고 있음. 팀원들의 긴 근속연수와 복수의 경제 사이클에 걸쳐 함께 투자해온 연속성 덕분에 세컨더리 팀은 성공적으로 매력적인 투자기회를 발굴하고 고객들의 자본금을 신중하고 엄격한 기준 하에 투자를 할 수 있게 하는 중요한 지식과 경험을 갖추고 있음

- **GP들에게 전략적 가치 제공** : 사모시장에서 견고한 네트워크를 보유한 신뢰할 수 있는 파트너로서의 입지를 굳혔었음. GP들의 관점에서 HarbourVest는 세컨더리 거래는 물론 프라이머리 투자 및 공동투자를 통해 유동성 솔루션으로서 중요한 자본금을 제공할 수 있는 전략적 파트너로 여겨지고 있음
- **강력한 플랫폼 및 딜 소싱** : HarbourVest의 투자 플랫폼은 Buyout, Venture, Growth Equity, Private Credit 그리고 실물자산을 포함하는 사모시장 전반에 걸쳐 프라이머리 펀드 투자, 세컨더리 매입, 그리고 직접공동투자에 집중함. 다양한 투자를 통해 HarbourVest 임직원은 1,000개 이상의 자문위원회(Advisory Board)에 위원으로 활동하고 있으며, 이러한 강력한 네트워크는 차별화된 딜 플로우와 보다 많은 정보에 접근할 수 있게 하며 이는 세컨더리 자산에 대한 실사를 진행하고 가격을 책정하는데 도움을 줌.

□ **본회 투자 예정 펀드 개요 및 전략**

- Dover XI는 포트폴리오 구성 측면에서 Dover X, IX 때와 매우 비슷할 것으로 예상되며 유의미한 변화는 없을 것으로 보임. 펀드 대부분이 북미지역 및 서유럽 등 선진 시장에 투자되고 10~15% 정도가 아시아를 비롯한 나머지 지역에 투자될 것임.
- 포트폴리오의 가장 큰 비중은 Buyout 자산일 것이며 15~20% 정도가 Growth Equity, Venture는 5% 미만일 것으로 보임. 5% 미만의 Venture 비중도 HarbourVest가 매입/구축하는 분산된 포트폴리오의 한 부분으로서 차지할 가능성이 높으며 직접 Venture 딜에 나설 가능성은 매우 적음.
- 거래 유형 면에서는 대부분이 Complex 혹은 Non-Traditional 딜 일 것이며, 여기에는 모든 유형의 GP-Led 딜 및 Traditional 딜, Straight forward Sale를 제외한 LP-Led 딜도 일정부분 포함될 것임.

□ **주요 Q&A**

- 재무제표상 결손금 발생 이유는?
 - 2017년 HarbourVest의 조직 인사 정책들이 수정되어 현직 소유주들이 회사 지분을 더 많이 가져갈 수 있게 되었음. 그 결과 2018년에 HarbourVest는 대출을 받았으며 2019년에는 전직 지분 소유주들로부터 지분 재매입을 시행하였음. HarbourVest의 재무제표는 미국 세무회계 기준으로 작성이 되며 해당 회계 기준 상에서 지분 재매입은 마이너스(-) 배당으로 인식되기 때문에 궁극적으로 자본 계정이 (-)가 되었음. 손익계산서 항목을 보시면 영업이익 및 순이익은 모두 (+)임을 확인할 수 있으며 재무적으로 건실하게 운영이 되고 있음

○ 세컨더리 경쟁이 심화되고 있는 것으로 보이는데 하버베스트의 경쟁력은?

- 세컨더리 시장에는 다양한 유형의 딜이 존재하고 있으며, 이러한 딜은 각기 다른 위험-수익률과 그에 따른 경쟁 수준을 지니고 있음. HarbourVest는 LP-Led 시장 내 경쟁이 점차 고조되는 것을 경험하며 일찍이 LP-Led 거래 외에도 다양한 유형의 세컨더리 거래에 집중하기 시작하였으며, 이러한 거래들이 대부분 딜 구조화를 수반하는 바, 이러한 딜 유형을 “Complex” 유형으로 지칭하고 있음. Complex 거래 유형은 GP-Led 거래 외에도 Privatization, Joint Venture, Team Spin-out 등의 다양한 거래 유형들을 포함하고 있음
- 단순 LP-Led 거래 또는 특정 딜 유형에 얽매이지 않고 다양한 유형의 거래를 성공적으로 Underwrite하고 집행해온 경험과 이를 토대로 구축된 전문성을 바탕으로 HarbourVest는 더욱 다양한 유형의 딜을 소싱하고 소화하며 최적의 위험-수익률을 갖춘 포트폴리오 구축에 집중하고 있음.
- HarbourVest는 1995년부터 다양한 경기 사이클에 걸쳐 140여개의 Complex 거래를 집행해 왔는데, 이 중 통해 1) 보다 매력적인 가격의 딜을 선별할 수 있는 역량을 갖추고, 2) Liquidity Solution을 모색하는 세컨더리 매도자들이 우선적으로 선호하는 운용사로서의 입지를 다져오고 있음.

○ GP-Led 거래는 소수 지분 투자와 유사한데 문제 발생 시 대처 방안은?

- 투자집행 시 소액의 미출자약정금을 유보함 (투자규모의 약 10%이나 딜 성격에 따라 유동적임). 이 유보금은 향후 발생할 수도 있는 Add-on 거래, 자본재조정 (Debt Recapitalization), Equity Injection 등 다양한 용도로 사용될 수 있음. 나아가 GP-Led 거래 진행 시 기존 GP와의 이해관계 일치와 더불어 HarbourVest의 입지를 견고하게 유지하기 위해 다양한 권리 및 Governance를 설정함
- 앞서 말했듯이 GP-Led 거래의 GP운용사가 이미 투자/운용하고 있는 자산을 더 길게 보유하기 위한 거래로 포트폴리오 기업에 대한 이해도가 훨씬 높기 때문에, 이슈 발생 개연성이 다른 유형에 비해 낮은 편임

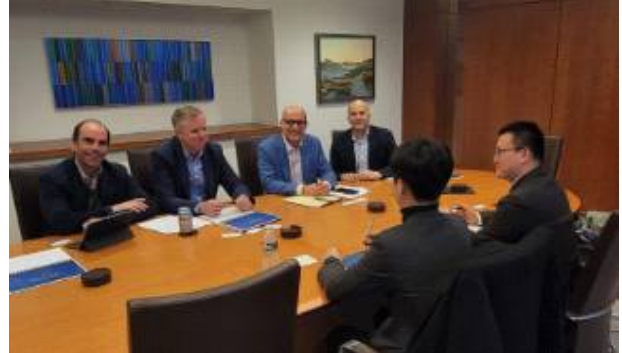
Ⅲ. 첨부자료

☐ 기관 미팅 사진

MCF(Apogem)



Arclight



Adams Street



HarbourVest

