

Issue Monitor

PEF 회수 전략의 진화,
컨티뉴에이션 펀드

October 2023 | 제160호

삼성KPMG 경제연구원

—
home.kpmg/kr



PEF 회수 전략의 진화, 컨티뉴에이션 펀드

Issue Monitor | October 2023

Contacts

삼성KPMG 경제연구원

김규림
이사

Tel: +82 2 2112 4089
gyulimkim@kr.kpmg.com

곽호경
수석연구원

Tel: +82 2 2112 7962
hokyungkwak@kr.kpmg.com

최연경
책임연구원

Tel: +82 2 2112 7769
yeonkyungchoi@kr.kpmg.com

본 보고서는 삼성KPMG 경제연구원과 KPMG Member firm 전문가들이 수집한 자료를 바탕으로 일반적인 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 보고서에 포함된 자료의 완전성, 정확성 및 신뢰성을 확인하기 위한 절차를 밟은 것은 아닙니다. 본 보고서는 특정 기업이나 개인의 개별 사안에 대한 조언을 제공할 목적으로 작성된 것이 아니므로, 구체적인 의사결정이 필요한 경우에는 당 법인의 전문가와 상의하여 주시기 바랍니다. 삼성KPMG의 사전 동의 없이 본 보고서의 전체 또는 일부를 무단 배포, 인용, 발간, 복제할 수 없습니다.

Contents

글로벌 경제 불확실성, PE 시장의 성장과 경쟁 심화 등으로 PE 투자 포트폴리오에 대한 회수가 어려워짐에 따라 향후 보다 높은 수익률과 투자시간을 확보하고자 글로벌 PE 시장에서 컨티뉴에이션 펀드를 채택하는 사례가 늘어나고 있다. 본 고에서는 컨티뉴에이션 펀드의 개념, 시장 현황, 주요 활용 사례, 그리고 컨티뉴에이션 펀드 관련 주요 이슈 등을 검토하고자 한다.

Page

Infographic Summary

3

컨티뉴에이션 펀드, PEF에게 각광받는 옵션으로 떠오르다

4

컨티뉴에이션 펀드 부상 배경

4

컨티뉴에이션 펀드의 개념과 목적

5

컨티뉴에이션 펀드 관련 이슈 및 고려사항

9

컨티뉴에이션 펀드 관련 가이드라인 및 규제 현황

10

컨티뉴에이션 펀드 시장 동향

12

글로벌 컨티뉴에이션 펀드 시장 동향

12

컨티뉴에이션 펀드 주요 사례와 Case Study

15

회수기법의 새로운 축으로 재조명 받는 컨티뉴에이션 펀드

15

블랙스톤, 컨티뉴에이션 펀드를 활용하여 자본재조정 진행

17

BC 파트너스, 스프링거 네이처 공개 상장 실패 후 미래 기회를 모색

18

노르딕캐피탈, 11%의 유동화 프리미엄에도 불구하고, 미래 기업가치 제고 선택

19

결론 및 시사점

20

컨티뉴에이션 펀드 관련 GP에 대한 제언

20

컨티뉴에이션 펀드 관련 LP에 대한 제언

21



Infographic Summary

컨티뉴에이션 펀드 부상 배경



As-Was

과거 실패한 PEF를 구조 조정하는 수단

GP

- ☑ 투자자산 지속 관리를 통한 자산가치 극대화 기회 확보
- ☑ 장기수익 극대화를 위해 포트폴리오 기업에 대한 추가적 성장 지속 지원
- ☑ 후속 투자를 위한 신규자본 및 추가 유동성 확보

As-Is

우량자산 장기 보유를 통한 차익실현 유예 수단

LP

- ☑ 기존 LP투자자는 투자회수를 통한 즉각적 현금화 또는 포트폴리오 재구성 가능
- ☑ 신규 LP투자자의 경우, 우량자산에 대한 새로운 투자기회 확보
- ☑ 펀드 관리 보수체계 등 펀드와 관련된 조건을 GP와 새롭게 협상 가능

컨티뉴에이션 펀드 이해관계자들을 위한 제언

GP

LP의 신뢰 확보

- 투자 전략, 포트폴리오 자산, 예상 수익, 수수료 등 컨티뉴에이션 펀드의 모든 측면을 투명하게 LP와 공유

새로운 LP투자자 모집

- 컨티뉴에이션 펀드는 LP투자자 모집이 핵심이므로 국내 LP투자자뿐만 아니라 해외 LP투자자를 대상으로 모집을 진행하는 것도 적극 고려

이전될 자산에 대한 로드맵

- 컨티뉴에이션 펀드의 잠재적 수익률을 현실적으로 제시, 출구전략에 대한 실현 가능한 장기 로드맵을 수립 및 LP들과의 명확한 소통

LP

투자 기회를 신중히 평가

- 컨티뉴에이션 펀드 관련 원하는 수익률을 달성할 수 있는 충분한 잠재력이 있는지에 대해 면밀히 검토
- GP의 결성 동기, 투자와 관련된 리스크와 기회비용, 출구전략 등에 대한 명확한 이해 등

LP의 권리 보호

- 투자 전략에 대해 발언권, 이익의 대한 공정한 분배 체계, 컨티뉴에이션 펀드 관련 수수료 및 비용 지출 등을 합리적이고 투명하게 유지하도록 협상
- GP가 선정한 자문사와 별도의 독립적인 제3자를 통해 기초자산 밸류에이션을 포함한 전반적 거래 공정성 검토

컨티뉴에이션 펀드, PEF에게 각광받는 옵션으로 떠오르다

“
과거 실패한 PEF를 구조
조정하는 수단이었던
컨티뉴에이션 펀드는 최근
우량자산을 장기 보유하여
차익실현 기회를 이연하는
수단으로 크게 활용
”

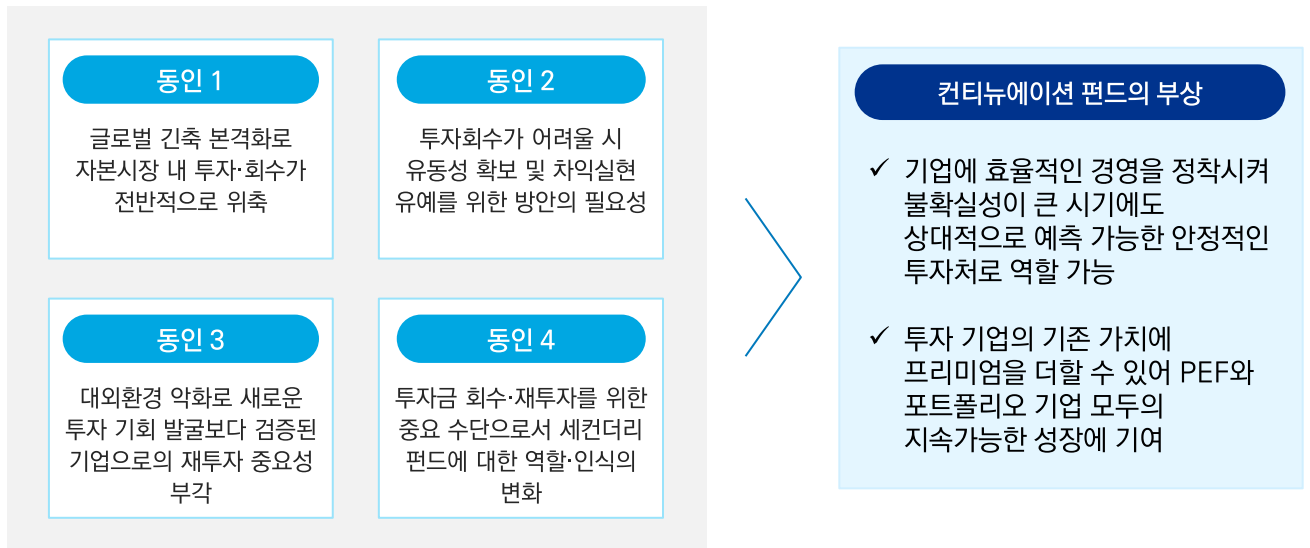
컨티뉴에이션 펀드 부상 배경

대표적인 중간 회수시장인 세컨더리(Secondary) 시장에서는 A 운용사 또는 무한책임사원(General Partner, GP)의 포트폴리오를 다른 B 운용사가 인수하거나 사모(Private Equity, PE)의 유한책임사원(Limited Partner, LP)이 투자한 출자지분을 다른 LP에게 매각하는 형태로 거래가 이루어진다. 한편 PE 시장의 성장과 경쟁 심화, 개별 투자 건 및 펀드 대형화 등으로 다양한 회수 기법과 보다 높은 수익률을 추구하기 위해 시간을 확보하는 수단에 대한 고민이 높아지고 있다. 이에 통상 10년 만기(5년 투자와 5년 회수)로 설정한 사모펀드(Private Equity Fund, PEF) 만기를 투자 10년, 회수 10년의 펀드로 결성하여 만기 자체를 늘리려는 방안 등도 고려되고 있다.

고금리 기조 하 펀드 청산을 앞두고 IPO 시장 위축 등으로 투자회수가 용이하지 않은 환경이 지속되는 가운데 최근 시장 상황을 반영해 2020년 이후 컨티뉴에이션 펀드(Continuation Fund)의 거래 규모가 꾸준히 증가하고 있다. 이는 팬데믹 이후 글로벌 경기가 위축되고 자본시장 내 IPO 시장을 통한 회수 기회가 제한되는 상황에서 만기가 얼마 남지 않는 펀드 내 우량 포트폴리오를 주변 환경이나 상황에 쫓겨 굳이 낮은 가격에 매각해 자금을 회수하는 것보다 해당 자산을 새로운 펀드로 이전하여 장기 보유함으로써 보다 적절한 시점으로 차익실현 기회를 이연하기 위한 수단을 모색하기 위함으로 판단된다.

이에 본 고에서는 컨티뉴에이션 펀드의 구조, 주요 활용 사례와 시장 현황, 그리고 최근 컨티뉴에이션 펀드 관련 주요 이슈 등을 점검하여, 국내에서 GP-LP가 함께 이익을 창출할 수 있는 컨티뉴에이션 펀드의 활용방안과 유의사항을 검토하고자 한다.

[컨티뉴에이션 펀드의 부상 배경]



Source: 언론보도 종합, 삼정KPMG 경제연구원 재구성

“

컨티뉴에이션 펀드는 펀드
내 특정자산 장기
보유·재투자자를 위해 만기 시
GP는 유지, LP는 새로
모집하여 펀드를 재결성하여
우량자산을 이전

”

컨티뉴에이션 펀드의 개념과 목적

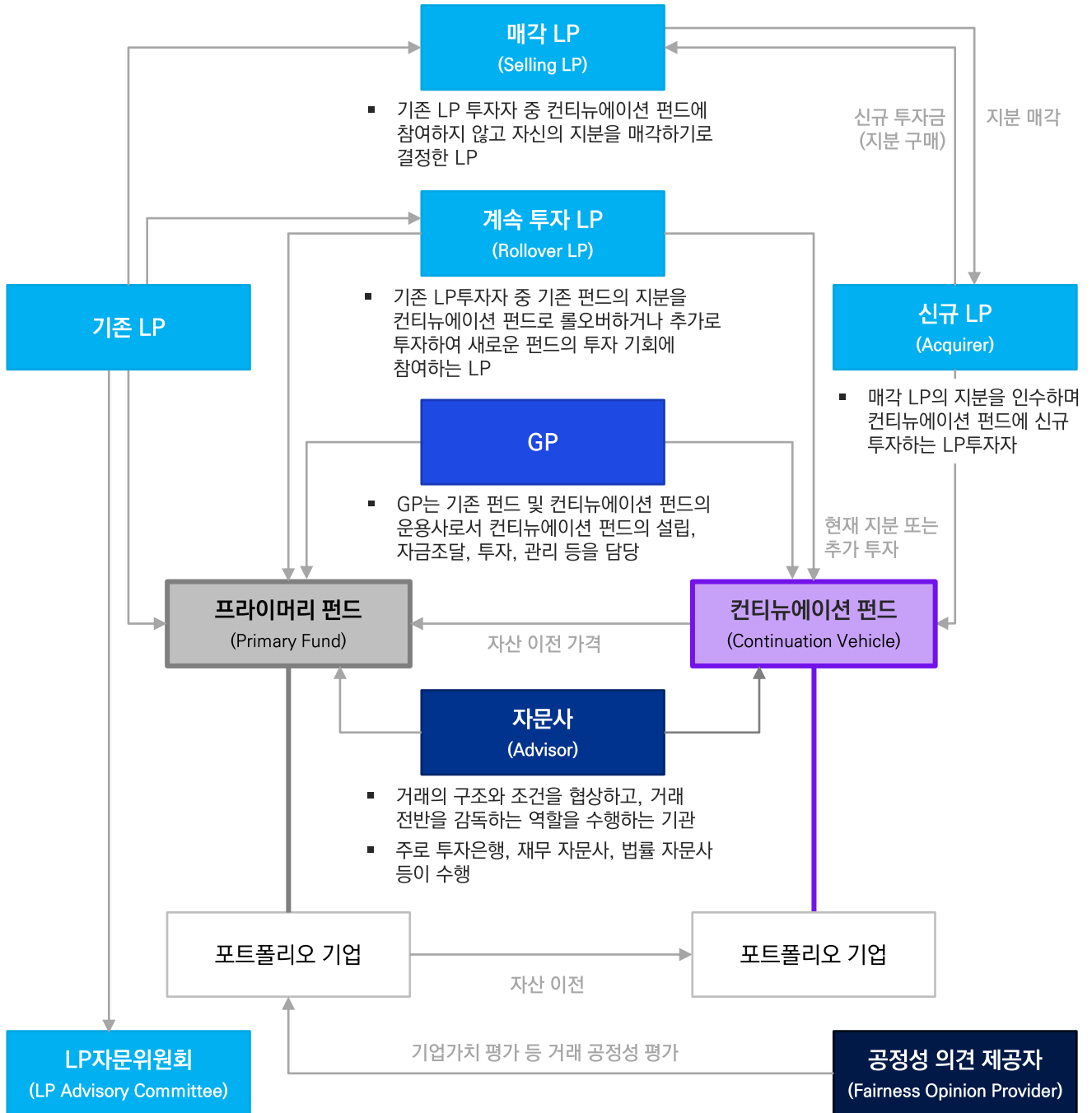
과거 세컨더리 시장에서는 PEF 만기가 도래하기 이전 출자를 한 LP들이 유동성 회수를 위해 펀드 내 출자지분을 매각하는 LP 주도형(LP-led) 거래가 전통적인 거래유형으로 대부분을 차지했다. 그러나 최근 글로벌 PE 시장에서는 글로벌 경제 불확실성으로 투자가 침체되고, 만기가 도래했음에도 투자한 자산에 대한 회수가 어려운 상황이 지속되고 있다. 이에 따라 GP가 우수한 자산을 보유하는 형태로 세컨더리 시장에 참여하여 기존 LP에게는 수익을 확정시키고, 전략적 투자자나 장기투자자를 통해 펀드 내 신규 자본을 확보하여 향후 수익실현 기회를 기약하는 자본재편, 사업분리, 공개매수 등과 같은 GP 주도형(GP-led) 거래 비중이 증가하는 양상이다.

이 가운데 컨티뉴에이션 펀드는 펀드 내 특정 자산을 장기 보유하거나 재투자할 목적으로 펀드 만기 시 GP는 유지하되, 기존 LP 또는 신규 LP를 모집하여 새로이 펀드를 결성하고 해당 자산을 이전하는 GP 주도형 거래 전략이다. 컨티뉴에이션 펀드는 과거에는 회수에 실패한 자산의 회수를 이연시키는 수단 또는 부실화된 PEF를 구조 조정하는 수단으로 인식되었으나, 최근에는 보다 적절한 시점으로 차익실현 기회를 이연하기 위해 활용되는 경우가 많아지고 있다. GP가 이전하는 자산이 단일 기업인 경우 단일자산 컨티뉴에이션 펀드(Single-asset Continuation Fund)를 설정하기도 하고, 복수의 여러 기업을 이전할 경우 복수자산 컨티뉴에이션 펀드(Multi-asset Continuation Fund)를 신규로 설정하기도 한다.

컨티뉴에이션 펀드는 일반적으로 GP가 펀드 만기가 도래함에도 불구하고, ①펀드 보유 자산에 대한 이슈 등으로 목표 가격으로 자산가치를 실현(판매)할 수 없거나 ②GP·LP투자자가 특정 우량자산(잠재성이 높은 기업이 성숙기에 도달하는 등 수익 창출 가능성이 높은 자산)에 대한 익스포저를 유지하기를 원하는 경우에 주로 많이 활용된다. 최근 컨티뉴에이션 펀드에 대한 인식 개선과 함께 컨티뉴에이션 펀드를 적극 활용하고자 LP들의 출자도 점차 확대되는 추이를 보이고 있다.



[컨티뉴에이션 펀드 구조]



- LP자문위원회는 LP자문위원회에 참여하는 LP이며, LP대표는 일반적으로 펀드에서 가장 많은 지분을 출자한 LP가 맡고, LP자문위원회 의장을 수행
- GP가 적절한 업무를 수행하는지 감독하는 등 LP의 이익을 대변

- 독립적으로 포트폴리오 기업의 가치평가, 거래 조건의 LP의 이익 부합 여부 검토 등 거래의 공정성을 평가하는 역할 수행
- 일반적으로 회계법인, 투자은행, 재무 자문사 등이 수행

Source: SEC(2023.3.17), 'Re: File No. S7-03-22; Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews', pp.15~17. 삼성KPMG 경제연구원

“

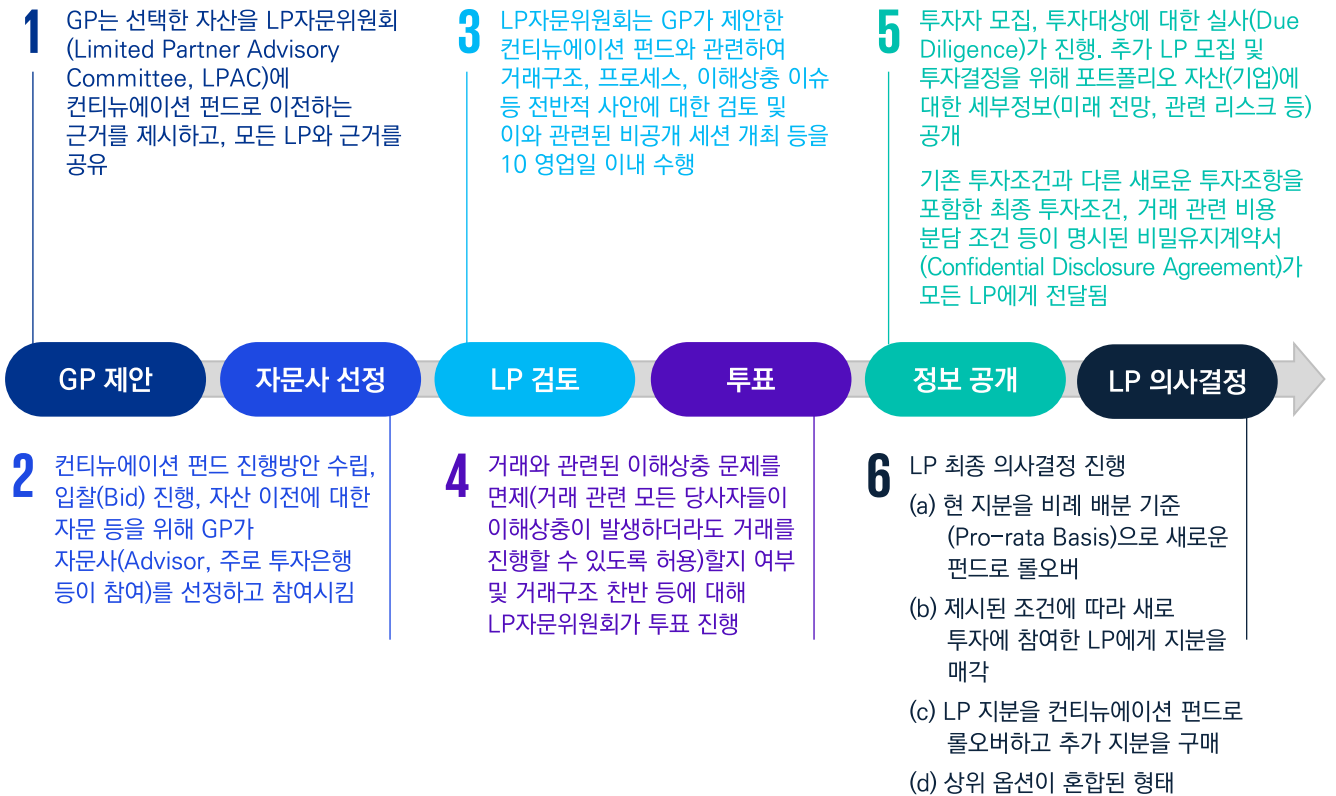
컨티뉴에이션 펀드는
투자기업의 가치에 대한
미래 잠재력을 실현시킬
충분한 추가 투자기간을
확보하는 방안으로 유용

”

컨티뉴에이션 펀드 결성은 PEF 만기 시점에 GP가 포트폴리오 기업 중 우량자산을 선정하고, PEF 내 출자지분이 가장 높은 LP가 주로 담당하는 LP자문위원회에 해당 우량자산 이전을 위한 새로운 펀드 결성을 건의하면서 시작된다. GP는 LP자문위원회를 포함하여 모든 LP에게 컨티뉴에이션 펀드 설정의 구체적 근거를 제시·공유하고, 자문사를 선정해 자산 이전 등 구체적인 진행 방안 등에 대한 자문을 의뢰한다. 이후 LP자문위원회 주최로 검토 과정을 거치며 새로운 펀드 결성 시 펀드 관리를 위한 보수체계 등 거래구조와 거래 프로세스 전반과 관련된 새로운 조건을 GP와 협상하는 한편 이해상충 가능성도 검토하게 된다. 이후 LP는 논의된 가격으로 출자 지분을 매각하여 투자금을 회수하며 거래를 종료할 것인지 또는 새로운 조건에 따라 신규 펀드의 출자자로 투자를 지속할 것인지 결정하게 된다.

컨티뉴에이션 펀드로의 이전 과정에서 자신의 지분을 유지(Rollover)하기로 선택한 LP투자자는 새롭게 결성되는 컨티뉴에이션 펀드에 대해 새로운 지분을 청구할 수 있으며, 기존 투자 조건을 유지 또는 추가로 투자하거나 자신에게 유리한 새로운 조건을 재협상할 수 있는 옵션도 부여 받을 수 있다. 무엇보다도 컨티뉴에이션 펀드는 투자기업의 가치에 대한 미래 잠재력을 실현시킬 때까지 충분한 투자기간을 확보할

[컨티뉴에이션 결성 프로세스]



Source: Institutional Limited Partners Association(2023), 'Continuation Funds - Consideration for Limited Partners and General Partners', 삼성KPMG 경제연구원 재구성

“

자산의 잠재가치를 실현할
시간확보 여부와 펀드
포트폴리오의 잠재 수익성은
기존 투자자 측면에서 투자
유지 또는 수익 실현을
결정하는 핵심요소

”

수 있다는 측면에서 롤오버 투자자들에게 이점으로 작용할 수 있다. 반면, 투자를 중단하기로 결정한 LP는 기존 지분을 현금화(Cashing out)함으로써 유동성을 확보하며 수익을 실현할 수 있다. 기업의 잠재가치를 실현할 충분한 시간확보 여부와 펀드 내 포트폴리오의 잠재 수익성은 기존 LP투자자 측면에서는 투자를 유지할 것인지 또는 보유 지분을 현금화할 것인지 결정하는 핵심요소가 된다.

기존 펀드 투자가 마감(Close)되어 참여하지 못했거나 이전되는 포트폴리오 기업의 성장성을 높게 본 투자자는 신규 LP투자자로서 새롭게 결성된 신규 펀드에 참여할 기회를 얻게 된다. 컨티뉴에이션 펀드는 기존의 프라이머리 펀드(Primary Fund)에 비해 일반적으로 만기(투자기간)가 짧게 설정되고, 사전 식별되고 검증된 자산 또는 우량 포트폴리오에 대한 가시성이 높은 투자 기회를 얻을 수 있다는 점에서 기존 LP투자자뿐만 아니라 신규 LP투자자에게도 좋은 선택지가 될 수 있다.

GP의 경우, 컨티뉴에이션 펀드를 통해 기존 LP투자자를 포함하거나 새로운 LP투자자를 모아 새 펀드를 꾸림으로써 최적의 회수 시기를 다시 노리며 추후 높은 수익률이라는 트랙 레코드(Track Record)를 쌓을 수 있으며, 인수한 투자자산을 계속 관리할 수 있어 관리보수 또한 지속 수취할 수 있다. 이와 더불어 최적의 시점에 포트폴리오 기업 매각을 대비하기 위해 GP는 지속적으로 포트폴리오 기업의 실적 제고와 성장 지원을 더욱 강화할 유인을 가지게 된다.



“

컨티뉴에이션 펀드는
신의성실 의무와 관련된
이해상충 문제, 정보
비대칭성과 공정가격 산정의
어려움 등의 이슈 존재

”

컨티뉴에이션 펀드 관련 이슈 및 고려사항

컨티뉴에이션 펀드를 활용하는 것은 여러 가지 장점에도 불구하고, 실질적인 운용 과정에서 정보 비대칭성과 이해상충 문제 등 거래구조 및 절차와 관련한 업계의 우려¹⁾와 GP에게 보다 유리한 거래라는 인식 또한 존재한다. 해외에서는 컨티뉴에이션 펀드 활성화에 따라 업계와 감독당국의 논의가 확대되며 최근 모범사례나 가이드라인 등이 확립되고 있는 양상이다.

이해상충 문제

이해상충(Conflicts of Interest) 문제는 컨티뉴에이션 펀드가 갖는 가장 대표적인 이슈로 원천적으로 GP가 투자자의 이익을 위해 자산을 책임 있게 운용할 신의성실 의무(Fiduciary Duty)와 연관된다. 컨티뉴에이션 펀드에서 GP와 LP간 잠재적 이해상충 문제는 GP가 기존 펀드의 매도와 신규 펀드의 매수를 동시에 주도하는 역할을 수행하며, 두 이해관계자 양측에 모두 참여·관여한다는 사실에 기인한다. 이 과정에서 GP는 연관된 두 개의 펀드 중 특정 펀드를 선호하거나 기존 LP와 신규 LP간 이해관계를 공정하게 조율하지 못하거나 또는 운용사의 이익에 보다 초점을 맞추므로써 대리인 문제를 더욱 심화시킬 소지가 있다.

일례로 GP는 새로이 설정되는 컨티뉴에이션 펀드로부터 관리보수(Management Fees)와 성과보수(Carried Interest)를 수취하게 되는데, GP는 포트폴리오 기업의 가치를 과소 책정하여 컨티뉴에이션 펀드로 이전할 유인이 발생할 수 있다. 왜냐하면 포트폴리오 기업이 실제 가치보다 낮은 가격으로 이전되면, 추후 엑시트 시점에 GP의 성과보수가 높아질 가능성이 높기 때문이다. 이는 기존 LP에게 낮은 수익률을 보상하게 되고, 신규 펀드로부터는 높은 성과보수를 수취하게 됨으로써 모든 LP의 이익을 저해할 수 있다. 또한 컨티뉴에이션 펀드 결성 과정에서 신규 투자자를 유치하거나 기존 투자자의 재투자를 설득하기 위해서는 이전하는 포트폴리오 기업가치를 과대하게 제시할 가능성도 있다.

정보 비대칭 문제 및 공정가격 책정의 어려움

기존의 단일자산을 복수자산 컨티뉴에이션 펀드로 이전하는 경우 또는 다수의 자산을 복수자산 컨티뉴에이션 펀드로 이전하되 또다른 자산을 추가로 이전하는 경우, 개별 투자 자산의 기업가치 등과 관련하여 GP와 LP 간 정보 비대칭 문제가 발생할 소지가 높다. 포트폴리오 기업 등에 대해 펀드의 관리를 담당하는 GP가 LP 대비 상대적 정보 우위를 가지게 되며, 이전하는 자산 중 일부를 비우량 기업으로 구성하여 포트폴리오 가치를 희석시키거나 실제 가치와는 상이한 가격을 책정할 가능성도 상존한다. 복수자산을 대상으로 컨티뉴에이션 펀드를 결성 시, 기존 LP투자자와 신규 LP투자자의 투자자금이 합쳐져 가치평가가 복잡해지고, LP와 GP 간 이해관계가 불일치할 경우 공정한 가격 책정이 더욱 어려워질 가능성도 존재한다.

1) 자본시장연구원(2022), '자본시장포커스 2022-19호, 안유미, 금리 상승기의 컨티뉴에이션 펀드 활용 증가와 규제 논의'

“

최근 ILPA 중심으로
컨티뉴에이션 펀드 관련
가이드라인이 마련된 데
이어 SEC는 GP 주도형
거래 등 전반적인 PE
자문업자에 대한 규제 강화
방안 발표

”

관리보수 및 성공보수 등에 대한 적정성 문제

컨티뉴에이션 펀드 결성 시, GP는 기존 LP투자자 및 신규 LP투자자와 새로운 보수체계를 협상·설정하게 된다. 이 과정에서 GP가 기존 LP투자자와 협상한 조건과 새로운 LP투자자에게 적용되는 신규 투자조항, 거래 관련 비용분담 조건 등에 대한 정보가 불충분하거나 이를 검토할 시간이 촉박할 경우, LP투자자들은 거래의 적정성과 합리성을 제대로 판단하기 어려울 수 있다. 일례로 미래 투자 수익성이나 간접적인 비용 지출 가능성에 대한 정보가 충분히 제공되지 않은 채 GP에게 유리한 성공보수가 제안될 수 있으며, 컨티뉴에이션 펀드에 이전되는 자산 외 신규 자산이 추가되어 펀드가 운용되는 경우, 신규 투자자 등은 전체 펀드관리 보수 및 성공보수의 적정성을 판단하기 쉽지 않을 수 있다.

컨티뉴에이션 펀드 관련 가이드라인 및 규제 현황

최근 몇 년간 GP 주도형 컨티뉴에이션 펀드가 세컨더리 시장에서 활용되는 사례가 증가하고 이해상충 등의 이슈가 대두됨에 따라 기관유한책임사원협회(Institutional Limited Partners Association, ILPA)를 중심으로 가이드라인이 발표되었고 미증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission)는 전반적인 PE 투자자문업자 규제 강화 방안 중 GP 주도형 거래에 대한 새로운 규제를 발표했다. ILPA의 경우, 2019년 GP 주도형 세컨더리 거래의 투명성을 제고할 목적으로 GP 주도형 세컨더리 펀드 재설계(GP-led Secondary Fund Restructurings) 시 GP와 LP에 대한 최초의 가이드라인을 발표한 데 이어, 2023년 5월 컨티뉴에이션 펀드 관련 GP와 LP의 고려사항을 담은 새로운 가이드라인을 발표했다. 동 가이드라인은 ①기존 LP투자자의 가치 극대화과 더불어 거래로 인해 기존 LP투자자의 투자가치가 저하되지 않아야 하며, ②GP는 거래 주요 단계마다 LP자문위원회와 LP투자자를 신속히 참여시켜 주요 의사결정에 대한 충분한 시간을 제공하되, LP자문위원회는 최소 30일(영업일 기준 20일)의 기한을 가지고 의사결정을 할 것을 권고했다. 또한 ③GP는 풍부한 경험을 가진 자문사를 참여시키고, 거래 전반에 걸쳐 LP와 의사소통을 명확히 하고 이를 문서화할 것을 권고했다.²⁾

더불어 SEC는 2023년 8월 투자자 보호와 PE의 GP 관련 이해상충 문제를 해결하기 위해 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)를 개정해 모든 등록 PE 자문업자에 대해 투자자 대상 PE 성과 및 수수료와 비용 등에 대한 분기별 명세서 제출, 연간 감사 의무 등을 골자로 하는 규제 강화 방안을 의결했다. 이 중 GP 주도형 세컨더리 거래와 관련하여 이해상충 방지 차원에서 등록 PE 자문업자의 경우, 컨티뉴에이션 펀드 설정 시 제3자의 공정성 의견(Fairness Opinion) 또는 가치평가의견(Valuation Opinion)을 받아야 하며, 이와 함께 직전 2년 이내의 중요한 거래 관계의 요약본을 투자자에게 배포하도록 요구하고 있다.³⁾

2) ILPA(2023), "Continuation Funds- Considerations for Limited Partners and General Partners".

3) Willkie Farr & Gallagher LLP.,(2023.9.5), "New SEC Rules for Private Fund Advisers Impact GP-Led Secondary Transactions"., SEC(2023.8.24), "Final Rule- Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews".

[ILPA의 컨티뉴에이션 펀드 가이드라인(2023.5월)]

구분	가이드라인 주요 내용
일반 원칙	<ul style="list-style-type: none"> • 컨티뉴에이션 펀드 거래는 기존 LP의 이익을 극대화해야 함 • 컨티뉴에이션 펀드 거래로 인해 롤오버 LP 투자자의 이익이 저하되지 말아야 함
정보공개 및 프로세스	<ul style="list-style-type: none"> • GP는 선정된 자산, 프로세스, 입찰에 대한 필요한 정보, 거래 수수료 및 비용 배분 방법론을 공개해야 함 • GP는 경험이 풍부한 자문사를 선정해야 함
LPAC (LP Advisory Committee) 역할	<ul style="list-style-type: none"> • LPAC와 초기단계부터 정기적이며 포괄적인 의사소통이 이루어져야 함 <ul style="list-style-type: none"> - GP는 LPAC는 거래 제안의 사업적 근거, 자문사 선정, 기존 펀드와 새로이 결성된 컨티뉴에이션 펀드 간 제안된 인수 조건 등에 대한 정보를 공개하며, 초기단계에 검토를 받아야 함 - 인수 조건은 동의 이전 최소 10 영업일 이전에 제공되어야 함 - GP는 LPAC의 요청 시, LPAC가 자문사와 접촉하고 LPAC가 독립적인 자문을 선택할 수 있도록 보장하며, 이 경우 모든 비용은 펀드가 지불해야 함
이해상충 문제	<ul style="list-style-type: none"> • LPAC는 펀드 판매 과정에서 모든 투자자의 이익 최적화를 추구해야 함 • GP는 모든 이해상충 문제를 완화해야 하며, 이해상충 문제가 사전에 해소되었는지 여부와 관계없이 모든 이해상충 문제를 LPAC에 보고하고 승인 받아야 함 • GP는 컨티뉴에이션 펀드 거래와 연계된 이해상충 문제를 사전적으로 제약하는 LPA(Limited Partnership Agreement)¹⁾ 조항을 피해야 함
공정가격	<ul style="list-style-type: none"> • 공정가격 책정을 위해 경쟁 입찰로 운영해야 하며, 이 때 제3자 가격 검증을 포함함
시간	<ul style="list-style-type: none"> • LP에게는 제안된 컨티뉴에이션 펀드의 투자 조건을 검토할 충분한 시간이 확보되어야 함 <ul style="list-style-type: none"> - 기존 LP가 컨티뉴에이션 펀드에 참여할지 또는 출자지분을 현금화할지 결정할 수 있도록 30일 이상 또는 영업일 기준 20일 이상의 시간이 주어져야 함
Side Letter	<ul style="list-style-type: none"> • 컨티뉴에이션 펀드 설정과 Offering은 GP와 LP 간 체결된 모든 Side Letter²⁾ 계약과 일치해야 함 • 컨티뉴에이션 펀드에 지속 투자를 결정한 롤오버 LP투자자의 경우, 기존 펀드에서 LP투자자로서 협상한 Side Letter의 조건은 ①컨티뉴에이션 펀드의 새로운 Side Letter 또는 ②컨티뉴에이션 펀드 유한책임조합계약(LP Agreement)을 통해 명시적으로 새로운 컨티뉴에이션 펀드로 이관되어야 함
수수료	<ul style="list-style-type: none"> • GP가 추가적인 수수료 수익 또는 출자 약정으로 이익을 얻은 경우, 거래 비용을 분담해야 함 • 컨티뉴에이션 펀드에 참여하는 LP에게 부과되는 관리보수는 동 펀드가 취득한 특정자산을 관리하기 위해 지분에 비례하여 부과되어야 함
경제성	<ul style="list-style-type: none"> • 컨티뉴에이션 펀드에 참여하는 롤오버 LP투자자는 조건의 변경 없이 새로운 컨티뉴에이션 펀드에 참여할 수 있는 '현상 유지(Status Quo)' 옵션을 제공받아야 함 <ul style="list-style-type: none"> - 성공보수의 증가 또는 기준수익률(Hurdle Rate/Preferred Returns)의 감소가 없어야 하며 롤오버 투자자의 성공보수에는 변화가 없어야 함
성공보수	<ul style="list-style-type: none"> • GP는 이해관계 일치를 위해 새로운 컨티뉴에이션 펀드에서 발생하는 모든 성공보수를 적립해야 함 • LP 매각으로부터 발생하는 GP의 모든 성공보수는 새로운 컨티뉴에이션 펀드로 귀속되어야 함 <ul style="list-style-type: none"> - 모든 성공보수가 적립되지 않는 경우, GP는 그 이유를 설명해야 함

Source: ILPA(2023), 'Continuation Funds- Considerations for Limited Partners and General Partners', 삼정KPMG 경제연구원 재구성
 Note: 1) LPA(Limited Partnership Agreement)는 GP와 동 펀드의 투자자인 LP 전체 간 체결하는 서면 합의서로서 펀드 기간, 투자자금 납입 및 투자수익 배분, 운용수수료, 손해배상, 투자제한 등 주요 투자조건들을 포함
 Note: 2) Side Letter는 LPA와는 별도로 특정 LP가 특별히 요구하는 사항이 있는 경우, GP와 특정 LP간에 체결되는 개별약정서로서 쌍방 간 별도 합의된 사항을 포함

컨티뉴에이션 펀드 시장 동향

글로벌 컨티뉴에이션 펀드 시장 동향

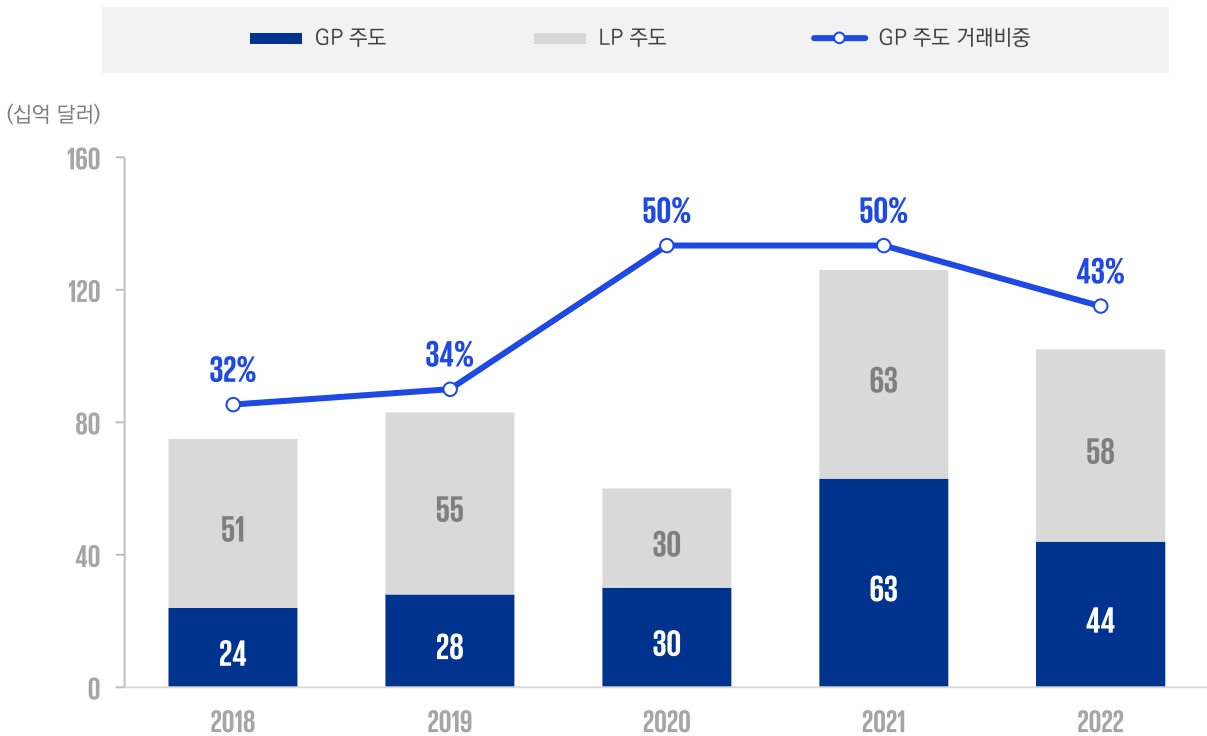
글로벌 자산운용사 라자드(Lazard)에 따르면, 글로벌 세컨더리 마켓 규모는 코로나19 팬데믹이 발생했던 2020년 전년대비 27% 감소한 600억 달러를 기록했다. 그러나 2021년에는 1,260억 달러를 기록하며 전년대비 110% 급증하였다. 특히 GP가 주도하는 세컨더리 펀드 거래의 비중은 2020년 이후 LP 주도형 거래의 감소 등으로 급증하는 추이를 보였다. 2018년 기준 GP 주도형 거래는 240억 달러를 기록하며 전체 세컨더리 시장에서 차지했던 비중은 32%에 불과했다. 그러나 이후 지속적으로 증가세를 기록한 결과 2021년 630억 달러를 기록하며 거래 비중이 50%까지 가파르게 상승한 후, 2022년에는 43%로 하락하였다.

2022년 기준 GP 주도형 거래는 440억 달러를 기록하며 거래비중이 2021년 대비 다소 감소하였으나, 전 세계적인 금리인상 기조 및 글로벌 경제의 불확실성 등으로 투자시장의 회복세가 요원한 가운데, 세컨더리 시장에서 컨티뉴에이션 펀드 증가의 영향 등으로 GP 주도형 거래의 강세는 당분간 지속될 것으로 전망된다. GP 주도형 거래를 유형별로 살펴보면 바이아웃(Buyout) 거래가 2021년과 2022년 각각 81%, 82%의 비중으로 가장 큰 부분을 차지했다. GP 주도형 거래를 전략별로 살펴보면 컨티뉴에이션 펀드의 비중은 단일·복수자산을 포함하여 2019년 78%에서 2021년 83%까지 증가했고 2022년에는 다소 하락한 74%를 기록하였으나, 여전히

“
2022년 세컨더리 마켓에서 GP 주도형 거래는 440억 달러를 기록하며 전체 세컨더리 시장 거래 비중의 43%까지 급증

”

[글로벌 세컨더리 마켓 거래량 추이]



Source: Lazard(2023), 'Secondary Market Report', 삼정KPMG 경제연구원 재구성

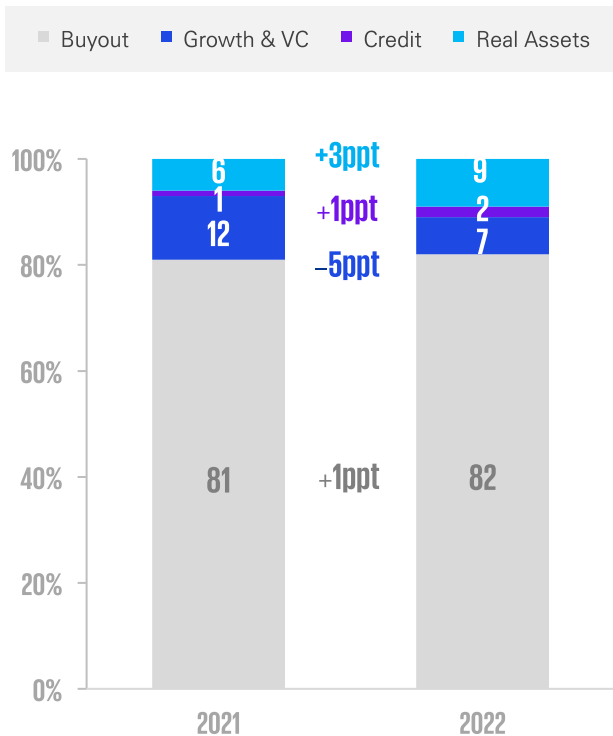
컨티뉴에이션 펀드가 GP 주도형 거래의 절대적인 비중을 차지하고 있다. 이처럼 컨티뉴에이션 펀드는 우수한 성과를 기록 중이거나 향후 회수 시 높은 수익률이 기대되는 일부 기업을 적극적으로 보유하기 위한 GP의 대표적인 거래 전략으로 자리매김하였다.

세컨더리 시장에서 단일자산 또는 집중도가 높은 포트폴리오를 구성하는 컨티뉴에이션 펀드의 활용이 두드러지는 가운데, 전체 세컨더리 거래 중 단일자산 컨티뉴에이션 펀드(Single-asset Continuation Fund)의 비중은 2019년 28%에서 2022년 40%까지 확대되었다. 반면, 여러 포트폴리오 기업으로 구성된 다중자산 컨티뉴에이션 펀드(Multi-asset Continuation Fund)의 비중은 2019년 50%에서 2022년 34%까지 감소세를 보였다.

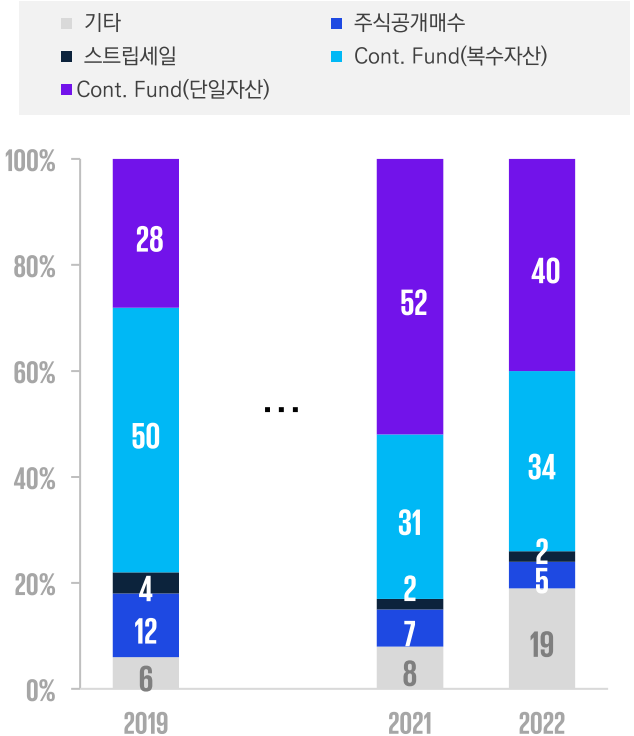
이전에는 복수자산 컨티뉴에이션 펀드를 중심으로 거래가 이루어졌으나, 2019년을 전후하여 유럽을 중심으로 단일자산 세컨더리 거래가 활발해졌다. 이후 2020년 코로나19 팬데믹을 맞이하며 회수를 위한 여건이 여의치 않은 상황에서 GP들이 향후 세컨더리 투자자들의 인수 가능성이 높은 소수의 우량 포트폴리오 기업을 중심으로 단일자산 또는 집중도가 높은 포트폴리오로 구성된 컨티뉴에이션 펀드를 결성하는 사례가 늘어나면서, 초기 컨티뉴에이션 펀드와는 다른 양상으로 발전하는 것으로 판단된다.

“
컨티뉴에이션 펀드는 우량 포트폴리오 기업을 적극적으로 보유하기 위한 GP의 대표적인 거래 전략으로 자리매김
”

[GP 주도형 거래 유형별 비중]



[GP 주도형 거래 전략별 비중]



Source: Lazard(2023), 'Secondary Market Report', 삼정KPMG 경제연구원 재구성

Source: Lazard(2019~2023), 'Secondary Market Report', 삼정KPMG 경제연구원 재구성



세컨더리 시장은 향후에도 성장을 지속하여 2023년 거래량은 약 1,350억 달러, 2024년에는 1,500억 달러로 증가할 것으로 추정

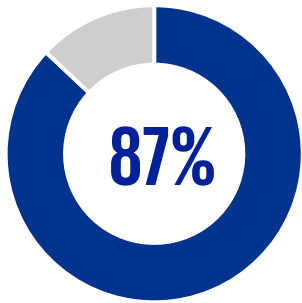


라자드가 실시한 설문조사에 따르면, GP 주도형 거래에 참여한 응답자의 87%는 투자에 참여한 펀드가 결성된 해를 의미하는 빈티지(Vintage)가 2015년 이후라고 응답하였다. 이는 GP 주도형 거래가 최근 몇 년간 주로 이루어졌거나 거래가 증가하고 있다는 것을 의미하며, 시장에서 컨티뉴에이션 펀드가 활성화된 기간이 비교적 길지 않음을 보여준다. 이와 더불어 87%의 응답자는 단일자산(Single-asset) 세컨더리 시장에서 자산의 평균 보유기간은 5년 미만이라고 응답하였는데, 이는 단일자산 세컨더리 시장이 단기적인 수익을 추구하는 투자자들에게 인기있는 수단으로 활용되고 있음을 의미한다.

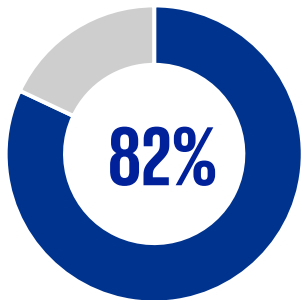
세컨더리 시장 거래량과 관련하여 2022년에는 2021년의 1,260억 달러 대비 19% 감소한 1,020억 달러를 기록하며 부진한 모습을 보였다. 그러나 라자드에 따르면 2023년 세컨더리 시장 거래량은 2022년 대비 32.4% 증가한 약 1,350억 달러, 2024년에는 전년대비 11.1% 증가한 1,500억 달러에 이를 것으로 추정하며 향후 세컨더리 시장의 건실한 성장세를 전망하였다. 이는 PE시장의 성장과 더불어 최근 컨티뉴에이션 펀드가 회수를 위한 효과적인 수단이라는 인식이 확대되고, 시중 유동성 감소 등으로 세컨더리 시장을 찾는 LP투자자가 증가하였으며, 향후에도 컨티뉴에이션 펀드를 특정자산에 대한 장기 보유·재투자를 위한 긍정적인 수단으로 고려하는 점 등이 반영된 것으로 판단된다.

[세컨더리 마켓 관련 설문조사 결과]

[세컨더리 마켓 거래량 추이 및 향후 전망]

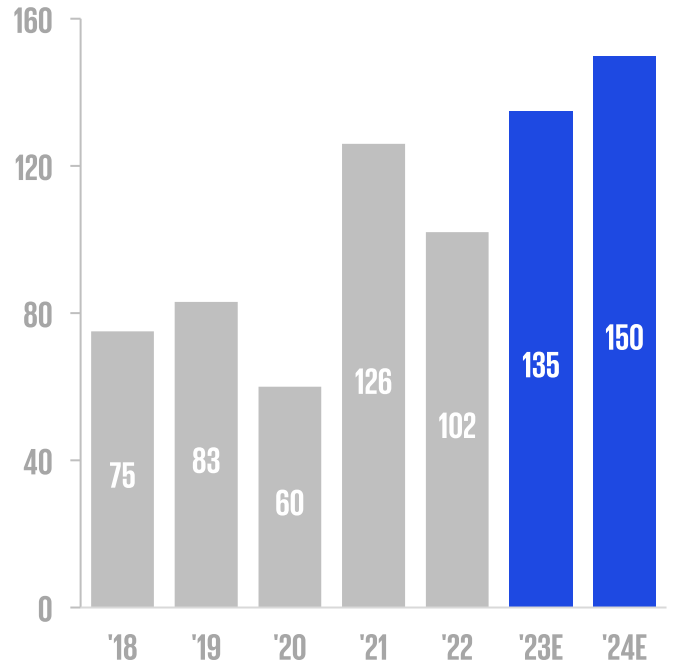


GP 주도형 거래에 참여한 응답자의 87%는 해당 거래가 2015년 이후에 이루어졌다고 응답



GP 주도형 거래에 참여한 응답자의 82%는 단일자산 세컨더리 시장에서 평균 자산보유 기간이 5년 미만이라고 응답

(십억 달러)



Source: Lazard(2023), 'Secondary Market Report', 삼정KPMG 경제연구원 재구성

Note: 2023년, 2024년 전망치는 상향, 기본, 하향 시나리오 중 기본 시나리오 전망치를 사용

Source: Lazard(2023), 'Secondary Market Report', 삼정KPMG 경제연구원 재구성

컨티뉴에이션 펀드 주요 사례와 Case Study

회수기법의 새로운 축으로 재조명 받는 컨티뉴에이션 펀드

새로운 개념은 아니지만, 해외에서는 수년 전부터 컨티뉴에이션 펀드가 주목받아 왔으며, 투자시장 침체로 회수가 여의치 않자 해외의 많은 사모펀드들이 컨티뉴에이션 펀드에 눈을 돌리고 있다. 이번 장에서는 해외에서 발생한 주요 컨티뉴에이션 펀드의 실제 케이스를 알아보기로 한다.

[해외 주요 컨티뉴에이션 펀드 현황]

운용사	프라이머리 펀드	컨티뉴에이션 펀드	LP투자자	이전 포트폴리오 회사
Blackstone (New York, US)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2016 Blackstone Real Estate Partners VIII(BREP VIII) 규모: 150.8억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2020 Blackstone BioMed Life Science Real Estate 규모: 146억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> New Mexico State Investment Council Indiana Public Retirement System Connecticut State Employees Retirement System 등 	<ul style="list-style-type: none"> BioMed Realty Trust Inc.
Accel-KKR (Menlo Park, US)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2008 Accel-KKR Capital Partners III 규모: 6억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2019 Accel-KKR Capital Partners CV III 규모: 13.9억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> Adams Street Partners GIC Private Investments Goldman Sachs Asset Management Indiana Public Retirement System 등 	<ul style="list-style-type: none"> Paymentus iSolved TrueCommerce Infinisource
	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2013 Technology buyout fund 규모: 8.75억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2022 Accel-KKR Capital Partners CV IV 규모: 17.7억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> Los Angeles County Employees Retirement Association ATP Private Equity Texas County & District Retirement System The ATP Group University of Washington Endowment 등 	<ul style="list-style-type: none"> Abrigo Vitu Kerridge Commercial Systems Energy Services Group IntergrimChain ClickDimensions TrueCommerce
BC Partners (London, England)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2011 Fund IX 규모: N/A 	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2021 Springer Nature Acquisition Fund(Single Asset Acquisition Fund) 규모: 40억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> Neuberger Berman 등 	<ul style="list-style-type: none"> Springer Nature

Source: 각 사 홈페이지, 언론보도 종합

운용사	프라이머리 펀드	컨티뉴에이션 펀드	LP투자자	이전 포트폴리오 회사
Hellman & Friedman (San Francisco, California, US)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2009 Hellman & Friedman Capital Partners VII 규모: 89.2억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2018 Hellman & Friedman Capital Partners IX 규모: 165.2억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> Alaska Permanent Fund AP Fonden 2 Bell Atlantic Master Trust BP Master Trust For Employee Pension Plans California Public Employees' Retirement System 등 	<ul style="list-style-type: none"> Verisure
Nordic Capital (Copenhagen, Hovedstaden, Denmark)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2008 Nordic Capital VII 규모: 43억 유로 	<ul style="list-style-type: none"> 2018 Nordic Capital CV1 규모: 30.2억 달러 (25억 유로) 	<ul style="list-style-type: none"> Massachusetts Pension Reserves Investment Trust Nordic Access Buyout Fund NAXS Nevada Public Employees Retirement System New York State Nurses Association Pension Plan 등 	<ul style="list-style-type: none"> Binding Site Sunrise Medical Acino Bladt Industries Britax Ellos Group Itiviti/Ullink Master Marine Sport Nordic Group
Leonard Green & Partners (Los Angeles, US)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2007 Leonard Green Equity Investors V 규모: 53억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 2021 N/A 규모: 25억 달러 	<p>펀드 결성 지원:</p> <ul style="list-style-type: none"> AlpInvest Partners Harbourvest Partners 등 	<ul style="list-style-type: none"> AerSale Holdings Authentic Brands Group CHG Healthcare Services Joann
Audax Private Equity (Boston, US)	<ul style="list-style-type: none"> 연도: 2012 Audax Private Equity Fund IV 규모: 12.5억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> 2021 Audax Private Equity Fund IV Continuation 규모: 17억 달러 	<ul style="list-style-type: none"> AlpInvest Partners El Paso Firemen & Policemen's Pension Fund Lexington Partners 등 	<ul style="list-style-type: none"> Innovative Chemical Products Group(ICP Group) Justrite Manufacturing Company 42 North Dental TPC Wire & Cable Corp.

Source: 각 사 홈페이지, 언론보도 종합

“

블랙스톤 BREP VIII 펀드,
컨티뉴에이션 펀드로
2020년 11월 146억 달러에
바이오메드 리얼티 매각
완료

”

블랙스톤, 컨티뉴에이션 펀드를 활용하여 자본재조정 진행

Blackstone

블랙스톤(Blackstone Inc.)은 뉴욕시에 본사를 둔 미국계 사모펀드이다. 2023년 6월 기준 회사의 총 관리 자산은 약 1조 달러로 전 세계 최대 규모의 대체투자 사모펀드로 손꼽히고 있다. 블랙스톤의 부동산 사업부는 1991년 창립되었고, 물류, 다세대 및 단독주택, 사무실, 숙박업, 소매업을 포함한 주요 부문에 걸쳐 여러 부동산을 보유하고 운영하고 있으며, 특히 상업용 부동산에 적극 투자하는 것으로 알려져 있다.

2020년 10월 블랙스톤은 2016년 결성된 Blackstone Real Estate Partners VIII(BREP VIII) 펀드의 포트폴리오 중 하나인 바이오메드 리얼티(BioMed Realty)를 자본재조정(Recapitalization)을 통해 매각한다고 발표했다. 바이오메드 리얼티는 1,130만 평방 피트 규모의 미국 생명과학 부동산을 포트폴리오로 보유하고 있는 부동산 신탁 기업으로, 2016년 약 48억 달러에 블랙스톤의 BREP VIII 펀드 및 공동 투자자들에 의해 인수된 바 있다.

BREP VIII 펀드는 바이오메드 리얼티 지분을 무기한 보유할 수 있는 블랙스톤의 Blackstone Biomed Life Science Real Estate 펀드에 매각하기로 합의했으며, BRP VIII 펀드와 바이오메드 리얼티 투자자들에게는 보유지분을 현금화하거나 또는 재투자할 수 있는 두 가지 옵션이 주어졌다. 3억 달러를 투자했던 텍사스 교직원 퇴직연금(Teacher Retirement System of Texas) 등 일부 투자자들을 제외하고, 대부분의 투자자들은 현금으로 유동화하는 대신 바이오메드 리얼티 지분을 계속 보유(Rollover)하거나, 뉴멕시코 주립투자기구(New Mexico State Investment Council)처럼 투자 익스포저를 오히려 늘린 것으로 알려졌다.

해당 거래에서 모건 스탠리(Morgan Stanley & Co. LLC)가 빈티지 펀드인 BREP VIII에 대한 공정성 의견(Fairness Opinion, 인수·합병 시 거래의 공정성을 평가한 의견이나 보고서)을 제공했으며, 2020년 11월 블랙스톤은 146억 달러에 바이오메드 리얼티의 매각을 완료했다고 발표했다. 이번 매각으로 BREP VIII 투자자들은 약 65억 달러의 수익을 기록했다고 블랙스톤은 밝혔으며, 월스트리트 저널(Wall Street Journal)에 따르면 이는 힐튼 호텔(Hilton Hotels Worldwide Inc.) 및 부동산 투자업체인 에쿼티 오피스 프러퍼티즈 트러스트(Equity Office Properties Trust) 거래에 이어 블랙스톤이 세 번째로 큰 수익을 올린 거래로 기록되었다.



블랙스톤
글로벌 공동 대표
Kathleen McCarthy

“

부동산 분야에서 투자자 중 다수는 생명과학 부동산에 대한 익스포저를 유지하거나 늘리기를 바랐으며, 이번 리캡(Recapitalization)을 통해 투자자들이 원하는 바를 이룰 수 있었다.

”

Source: 블랙스톤 홈페이지, 언론보도 종합, 삼정KPMG 경제연구원 재구성

BC 파트너스, 스프링거 네이처 공개 상장 실패 후 미래 기회를 모색

BC Partners

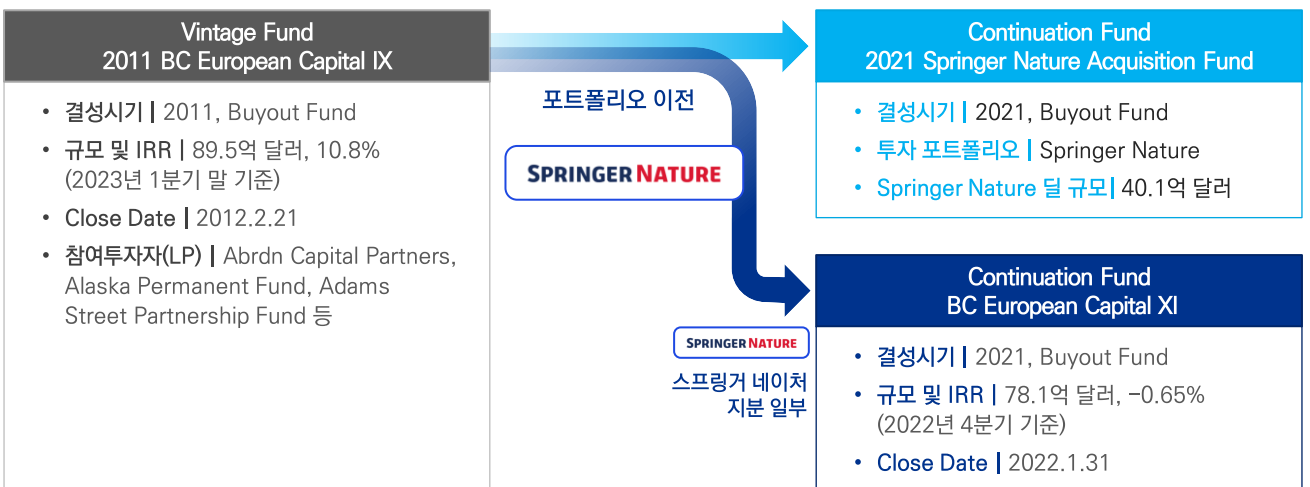
BC 파트너스(BC Partners)는 1986년 창립된 국제 사모펀드다. 부동산 전략 등에 강점을 보이며 북미와 유럽에 사무소를 운영하고 있으며, 330억 유로가 넘는 자산을 관리하고 있다. 설립 후 현재까지 약 120개 이상의 기업에 투자하였으며, 투자한 기업의 총 가치는 1,600억 유로에 달한다. 2021년 6월 BC 파트너스는 2011년 결성한 빈티지 펀드인 BC European Capital IX 포트폴리오 자산인 세계적인 학술출판사 스프링거 네이처(Springer Nature)를 인수할 단일자산 인수펀드(Single Asset Acquisition Fund) 계획을 발표하고, 10억 유로를 새로 조달했다.

BC 파트너스에 따르면 미국계 자산운용사 뉴버거버먼(Neuberger Berman)이 단일자산 인수펀드를 자본화(Capitalized)하여 BC 파트너스의 최신 주력 펀드인 BC European Capital XI에 일부를 재투자할 것이라고 밝혔다. 파이낸셜뉴스(Financial News)는 딜의 배경을 BC 파트너스가 스프링거 네이처를 공개 상장할 만큼 충분한 지원을 받지 못했기 때문으로 분석했다. 스프링거 네이처를 컨티뉴에이션 펀드로 이전하는 이번 거래에서 JP모건 체이스(J.P. Morgan Chase & Co.)가 빈티지 펀드인 BC European Capital IX에 대한 공정성 의견을 제공했으며, 스프링거 네이처의 기업가치는 57.5억 유로(2021년 6월 환율 기준 약 70억 달러)로 평가된 것으로 알려졌다.

2022년 2월 BC 파트너스 Partners는 주력 펀드인 BC Partners Fund XI의 최종 마감(Closed)을 발표하였으며, 해당 펀드는 총 69억 유로의 출자약정금을 확보했다. BC Partners Fund XI는 2022년 2월 기준 이미 첨단산업분야(Tech, Media, Telecom), 의료, 소비재 등의 8건에 걸쳐 약 24억 유로 이상의 자본을 투자한 것으로 알려졌다.

“ BC 파트너스, 2011년 BC European Capital IX 펀드의 포트폴리오 기업 스프링거 네이처(Springer Nature)를 인수할 단일자산 인수펀드 계획을 발표 ”

[BC 파트너스 컨티뉴에이션 펀드 개요]



“

노르딕캐피탈, 2018년
컨티뉴에이션 펀드인
Nordic Capital CV1를
결성하고, Nordic Capital
VII의 9개의 비상장
포트폴리오를 이전

”

노르딕캐피탈, 11%의 유동화 프리미엄에도 불구하고, 미래 기업가치 제고 선택

NORDIC CAPITAL

노르딕캐피탈(Nordic Capital)은 1989년 창립되었으며, 헬스케어, 테크, 지급결제, 금융서비스, 그린테크 등의 산업 비즈니스 서비스 섹터를 중심으로 북유럽 지역을 중심으로 투자하는 사모펀드이다. 현재까지 약 130개 이상의 투자를 진행하였으며, 투자금액은 약 220억 유로에 이른다. 가장 최근에 결성한 펀드는 각각 90억 유로, 12억 유로의 출자약정금(Capital Commitment)을 기록한 Nordic Capital Fund XI와 Nordic Capital Evolution Fund 등이 있으며, 주로 연기금과 같은 기관 투자자가 주요 고객군으로 알려져 있다.

노르딕캐피탈은 2018년 컨티뉴에이션 펀드인 Nordic Capital CV1를 결성하였으며, 2008년 결성한 빈티지 펀드(Vintage, 사모투자 시 특정한 해에 투자된 상품을 분류할 때 사용하는 용어)인 Nordic Capital VII의 9개 비상장 포트폴리오를 Nordic Capital CV1로 이전하기로 결정했다. Nordic Capital VII의 운용기간은 2017년 12월에 만료되었으며, 컨티뉴에이션 펀드로 이전되는 9개 비상장기업 포트폴리오의 총 가치는 44억 유로에 달하는 것으로 알려졌다.

Nordic Capital VII의 기존 투자자들은 보유지분 유동화를 통해 약 11%에 달하는 수익(11% Price premium)을 실현하거나 향후 5년 동안 컨티뉴에이션 펀드의 포트폴리오 투자에 계속 참여할 수 있는 옵션이 부여되었다. 그러나 Nordic Capital VII에 참여했던 기존 투자자의 80% 이상이 컨티뉴에이션 펀드로의 포트폴리오 이전을 지지한 것으로 알려졌다. 노르딕캐피탈은 향후 5년 동안 지속적인 관리와 지원 속에서 새로운 자본투입 등을 통해 Nordic Capital CV1로 이전된 9개 기업의 가치 창출 잠재력을 극대화하는 것을 목표로 하고 있다고 밝혔다.

[노르딕캐피탈 컨티뉴에이션 펀드 개요]



결론 및 시사점

“

GP는 컨티뉴에이션 펀드와 관련된 정보·프로세스 검증이나 자산실사 과정에 제3자를 참여시킴으로써 LP투자자의 신뢰·지지 확보 필요

”

컨티뉴에이션 펀드 관련 GP에 대한 제언

컨티뉴에이션 펀드를 통해 회수를 위한 시간과 수수료 수익을 유지할 수 있으며, 펀드의 투자기간을 연장하거나 유동성을 실현할 가능성을 충분히 높일 수 있는 경우, 컨티뉴에이션 펀드는 GP와 LP 모두에게 적합한 수단일 수 있다.

GP들은 컨티뉴에이션 펀드를 결성하는 사유를 신중히 고려해야 하며, 해당 결정이 LP들에게 최선의 이익이 되는지 깊이 숙고해야 한다. 무엇보다도 컨티뉴에이션 펀드의 성공적인 운영을 위해서는 GP의 관점에서 LP의 신뢰를 확보하는 것은 향후 가장 기본적인 동력이 되므로 컨티뉴에이션 펀드 결성을 고려 시 무엇보다도 LP들의 신뢰와 지지를 확보하기 위해 힘써야 한다. GP가 컨티뉴에이션 펀드 자본의 상당 비중을 투자하는 방안 등은 LP들과의 이해관계를 일치시킴으로써 LP의 신뢰를 확보하는 좋은 방법이므로 이를 적극적으로 고려할 필요가 있다.

무엇보다도 컨티뉴에이션 펀드는 독립기업 간 공정거래(Arm's Length Transaction)이므로 공정한 거래가액 산정에서 독립적인 제 3자의 참여는 필수적이다. 기존 펀드의 자산을 컨티뉴에이션 펀드로 옮기는 과정에서 자산가치에 대해 과대 혹은 과소한 가치가 책정된다면 양 펀드의 LP들이 피해를 보게 되기 때문이다. 따라서 독립적인 제3자를 참여시켜 컨티뉴에이션 펀드와 관련된 정보·프로세스 등을 검증하거나 자산실사 등을 수행하게 함으로써 LP들의 신뢰와 거래 투명성을 확보하는 것이 필요하다.

컨티뉴에이션 펀드의 성공을 위해서는 새로운 LP투자자 모집이 매우 중요하다. 새로운 자본의 확충과 더불어 컨티뉴에이션 펀드에 더이상 참여하지 않는 기존 LP들의 지분 처리 등과 같은 재무적인 목적도 있지만, LP 모집에 대한 흥행 여부는 컨티뉴에이션 펀드의 향후 미래 전망에 대한 외부의 객관적인 시선이며, 이는 기존 LP투자자의 심리에도 큰 영향을 미칠 가능성이 높기 때문이다. 따라서 가능한 한 많은 신규 LP투자자 모집이 요구되는데, 이를 위해 국내 LP투자자뿐만 아니라 해외 LP투자자를 대상으로 모집을 진행하는 것도 적극 고려해야 한다. 글로벌 네트워크를 보유한 감사인이나 투자 자문사를 선임하여 해외 투자자의 참여를 지원받는 방안도 좋은 방안이 될 수 있다.

또한 GP는 컨티뉴에이션 펀드로 이전될 자산 선별에 특히 주의를 기울여야 한다. 포트폴리오 자산은 튼튼한 재무구조와 해당 업계에서 차별화되는 상품·서비스 및 경쟁력이 높은 밸류체인 등을 보유함으로써 매력적인 수익창출 모델을 보유하거나, 향후 수익을 창출할 수 있는 잠재력이 있어야 한다. 컨티뉴에이션 펀드의 잠재적 수익률을 현실적으로 제시하여 LP가 투자에 대한 현실적인 기대치를 설정할 수 있도록 하는 것도 중요하다.

“

GP는 신의성실에 어긋난
거래행위를 지양하는 등
컨티뉴에이션 펀드가 투자를
회수하는 건전한 축의
하나로 자리잡도록 노력해야

”

이와 더불어 GP는 컨티뉴에이션 펀드의 포트폴리오 기업과 비즈니스 거래를 하고 있는 경우 등과 같이 잠재적인 이해상충 문제에 대해 LP에게 정직하고 투명하게 알려야 한다. GP가 투자자들의 최선의 이익에 부합하도록 행동하고 있다는 것을 LP가 신뢰할 수 있어야 하므로 잠재적으로 갈등을 불러일으킬 수 있는 사안에 대해서는 사전에 명확하게 밝혀 불필요한 오해가 생기지 않도록 해야 한다.

이와 더불어 GP는 커뮤니케이션을 투명하게 해야 한다. LP의 신뢰를 확보하기 위해 GP는 컨티뉴에이션 펀드의 투자 전략, 포트폴리오 자산, 예상 수익, 운영팀의 경험, 수수료·비용 등 모든 측면을 투명하게 공개해야 한다. 또한 컨티뉴에이션 펀드 투자와 관련하여 유동성, 시장, 운영 등과 관련하여 예상되는 리스크에 대해 투자자들과 명확하게 소통해야 하며, 파악된 리스크들을 GP가 어떻게 완화하고 대응하고 있는지도 명확히 이해시켜야 한다. 특히 컨티뉴에이션 펀드의 출구전략에 대해 실현 가능한 장기 로드맵을 수립하고 LP들이 언제, 어떻게 회수를 실현할 수 있을지에 대해서도 명확히 소통해야 한다. 컨티뉴에이션 펀드의 결성 이후 GP는 보고서 등을 포함하여 LP와 정기적인 소통을 유지함으로써 펀드의 성과에 대해 공유하고, 질문과 우려사항에도 적극적으로 대응해야 한다.

마지막으로, GP는 컨티뉴에이션과 관련하여 포트폴리오 자산 부풀리기, 관리보수 유지 목적의 펀드 신설 등 신의성실에 어긋난 거래행위를 지양하고, 좋은 선례를 남기려는 노력을 통해 컨티뉴에이션 펀드가 LP보다 GP의 이익에 초점이 더 맞춰진 거래라는 우려를 불식시키고, 잠재력 있는 자산에 대한 투자를 회수하는 건전한 축의 하나로 자리잡도록 노력해야 할 것이다.

컨티뉴에이션 펀드 관련 LP에 대한 제언

컨티뉴에이션 펀드는 GP와 LP 모두에게 다양한 잠재적 이점을 제공할 수 있기 때문에 최근 몇 년 동안 컨티뉴에이션 펀드에 대한 관심이 증가하였다. LP의 경우, 컨티뉴에이션 펀드는 추가 상승 잠재력이 있다고 생각되는 자산 포트폴리오에 투자를 유지할 수 있는 기회를 제공할 수 있다. 그러나 LP의 경우, 컨티뉴에이션 펀드에 투자하기 전 컨티뉴에이션 펀드와 관련한 다음의 요소들이 반드시 고려되어야 한다.

첫째, LP는 컨티뉴에이션 펀드가 제공하는 투자 기회를 신중하게 평가해야 한다. 이러한 평가는 컨티뉴에이션 펀드와 관련하여 GP의 동기 및 이해관계, 투자 성과에 대한 트랙 레코드(Track Record), 컨티뉴에이션 펀드 투자전략, 새로운 펀드로 이전되는 포트폴리오 자산 잠재성, 잠재적 리스크, GP의 보상 조건 등에 대한 검토 등을 포함한다. 이와 더불어 LP는 컨티뉴에이션 펀드에 대한 투자와 관련된 리스크와 기회비용을 명확히 이해하고 검토해야 한다. 컨티뉴에이션 펀드는 일반적으로 공개적으로 거래되지 않는 자산을 중심으로 투자하므로, 펀드 내 포트폴리오 자산은 일정 기간 동안 거래되지 못할 수도 있기 때문이다.

“

LP는 컨티뉴에이션 펀드 투자 시 수익 잠재성, 협상 조건, 향후 예상되는 리스크 및 기회비용 등을 면밀히 검토 필요

”

자문사에게 고정 수수료를 지급하는 경우라면, 새로 투자에 참여할 LP를 유치하는 과정에서 흥행에 실패할 경우 예상보다 과도한 비용을 부담할 수 있다는 점도 유념해야 한다. LP는 컨티뉴에이션 펀드에 투자하기 전 투자자의 비유동성 및 기회비용 등을 적절히 고려하여 투자금 회수 타임라인, 회수 옵션 등에 대한 명확한 출구 전략을 마련하고, 이러한 구체적인 출구 전략을 바탕으로 투자를 신중히 결정해야 한다.

둘째, LP는 컨티뉴에이션 펀드에 투자할 때 자신의 이익이 훼손되는 것을 막기 위해 합리적인 조건으로 신중히 협상에 임해야 한다. 특히 투자 전략에 대한 발언권, 이익의 대한 공정한 분배 체계, 컨티뉴에이션 펀드 관련 수수료·비용 등이 합리적이고 투명하게 유지될 수 있도록 협상해야 한다. 또한 컨티뉴에이션 펀드의 회수와 관련하여 다양한 시나리오를 상정하고, 가장 현실 가능성이 높은 시나리오를 기반으로 수수료나 성공보수 조건을 협의해야 한다.

LP는 펀드의 기초자산(Underlying Assets) 가치평가가 공정한지에 대해 독립적인 제3자(Fairness Opinion Provider)의 검토를 공동으로 요청할 필요가 있으며, 포트폴리오 자산의 밸류에이션과 관련하여 LP도 적극 참여하는 등의 방식을 통해 투자자들이 부담해야 하는 가격이 공정한지에 대한 객관적인 평가가 필요하다. 이와 더불어 LP는 LP자문위원회 등을 활용하여 GP가 선임한 자문사에 대해서도 면밀히 검토해야 한다. 실제로 글로벌 출자자 협회인 ILPA는 LP자문위원회가 자문사의 역할, 서비스 범위, 수수료 구성 요소 및 수수료 수준, LP, GP 및 새로운 LP투자자 간 수수료가 할당되는 방식 등과 같은 수수료 약정을 포함하여 GP의 자문사 선정 전 과정을 면밀히 검토할 것을 권고하고 있다.

따라서 LP와 LP자문위원회는 GP가 자문사에 제고하는 보상이 공정하고 기존 투자자의 가치를 최대화하는 방식으로 진행되었는지 여부를 포함하여 컨티뉴에이션 펀드의 진행 구조, 가치평가, LP가 가지고 있는 특정 권리 포기 등의 거래조건 등을 검토하기 위해 GP가 선정한 자문사와 별도로 경험이 풍부한 독립적인 제3자 전문 자문사를 활용하는 방안을 진지하게 검토할 필요가 있다. LP를 대표하거나 또는 LP자문위원회 입장을 대변하는 독립적인 제3자 자문사의 활용은 컨티뉴에이션 펀드에서 가장 핵심인 LP투자자의 이익을 지키기 위한 매우 유용한 수단이 될 수 있다.



How KPMG Can Help

글로벌 경제 불확실성, PE 시장의 성장과 경쟁 심화, 개별 투자 건 확대 등에 따라 PEF는 과거보다 복합적이고 전략적인 다양한 의사결정을 내려야만 하는 상황에 직면하고 있습니다. 이러한 시장변화 속에서 새로운 회수방안으로 떠오르는 컨티뉴에이션 펀드를 통해 사모펀드들은 보유 자산의 미래가치를 제고하고, 장기적인 관점에서 보유 자산의 지속 투자를 이어 나갈 수 있는 환경이 조성되고 있습니다.

삼성KPMG는 PEF의 컨티뉴에이션 펀드 결성 및 이관과 관련하여 최적의 자문 서비스를 제공할 수 있는 전문성과 업무 경험을 보유하고 있습니다.



성공적 컨티뉴에이션 펀드 결성 및 지원 업무에 대한 전문성 보유

- ▶ 감사, 전략컨설팅, 기업금융, 세무, 재무실사, 기업가치평가 등 컨티뉴에이션 펀드 결성 및 이관 등을 위한 핵심 업무 영역에서의 전문서비스 제공



국내 및 글로벌 투자자 네트워크 기반 LP 투자자 발굴 지원

- ▶ 광범위한 감사고객, 풍부한 M&A 자문 경험을 바탕으로 구축된 국내 및 해외 재무적·전략적 투자자 네트워크 기반 최적의 신규 LP 투자자 발굴 지원 가능



다양한 전략 시행이 가능한 One-stop Solution 제공

- ▶ 컨티뉴에이션 펀드 결성을 포함하여 시장 및 자산 여건에 최적화된 M&A, Financing, Transaction Service, 기업지배구조 개선 등 다양한 전략 시행이 가능한 재무자문 One-stop Solution 제공



Business Contacts

Deal Advisory

김이동
부대표, Head of Deal Advisory
T 02-2112-0343
E yidongkim@kr.kpmg.com

손호승
부대표
T 02-2112-0717
E hson@kr.kpmg.com

김양태
상무
T 02-2112-7585
E ykim32@kr.kpmg.com

김성규
상무
T 02-2112-0847
E seongkyukim@kr.kpmg.com

임창희
상무
T 02-2112-3492
E changheelim@kr.kpmg.com

이기영
상무
T 02-2112-0239
E kiyoungee@kr.kpmg.com

home.kpmg/kr
home.kpmg/socialmedia



The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2023 KPMG Samjong Accounting Corp., a Korea Limited Liability Company and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.