

대체투자의 현황, 자산군 분류와 자산배분

이성훈

국민연금연구원

2020.6.12

본 발표의 내용은 연구자 개인의 소견으로
국민연금연구원 및 국민연금공단의 공식견해가 아님을
서두에 밝히는 바 입니다.

목차

1. 대체투자 자산군
 2. 대체투자 시장 현황
 3. 투자의사결정 과정
 4. 대체투자와 자산배분
- 맺음말

1. 대체투자 자산군

■ 대체투자란?

● 유통시장이 존재하지 않는 투자자산군

- 전통적 투자자산인 주식, 채권은 유통시장이 존재하여 가격발견이 가능하나 대체투자는 유통시장이 부재하여 가격발견이 난해
- 이에 투자, 수익 정보가 관계자 이외에는 알려지지 않아 공정가치평가가 수행되더라도 객관적인 검증이 불가능

● 대체투자의 유형

- 유형자산 vs 무형자산
- 전통적 대체투자군 vs 신생 대체투자군
- 현대 대체투자의 가장 큰 비중은 사모주식과 헤지펀드

1. 대체투자 자산군

■ 자산군 및 투자상품

자산군	구분: 투자대상, 투자전략 등
Private Equity (PE)	Venture Capital, Buyout Funds, Growth, other
Hedge Funds (HF)	Long-short Equity, Event Driven, Value-Oriented Global Macro, Sector-Focused, Long-short bias etc.
Real Estate (RE)	Commercial RE, REITs, MBS, Mezzanine debt, Preferred Equity
Infrastructure (Infra)	Road, Harbor, Airport, other
Private Debt	Venture Debt, Direct Lending, Distressed Debt Special Situation
Soft Commodities	Agricultural, livestock
Hard Commodities (Natural Resources)	Energy sector(Crud oil, Coal, Natural gas), Metals & Mining, Farmland, Forest(timber), Water resource etc.

• 참조: WEF(2015), CAIA, Preqin, HFR 등

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Global AI 시장현황

- 시장규모는 급속한 성장세 지속

- 2019년 6월말 시장규모는 10조 달러 시장으로 2000년 대비 10배 규모로 성장

- 비교: 2019.6 코스피 1,400조원, 채권잔액 2,000조원

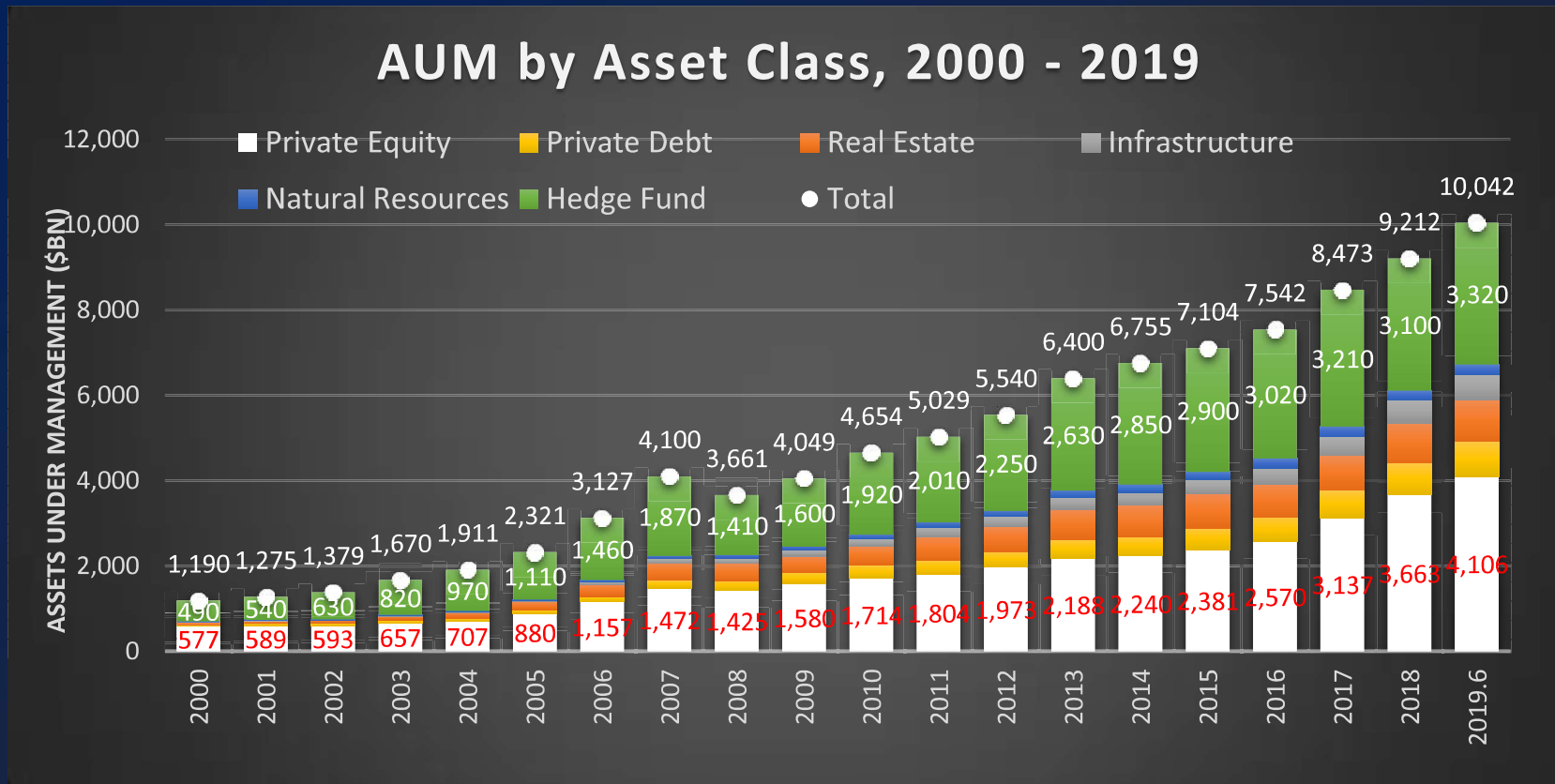
- 매해 평균 10~12% 규모 확대

- 가장 규모가 큰 자산은 사모주식과 헤지펀드

- 2019년 6월 기준 사모주식 \$4.1 tn, 헤지펀드 \$3.3 tn, 부동산 \$1 tn 등

2. 대체투자 자산시장 현황

● Global AI 시장규모

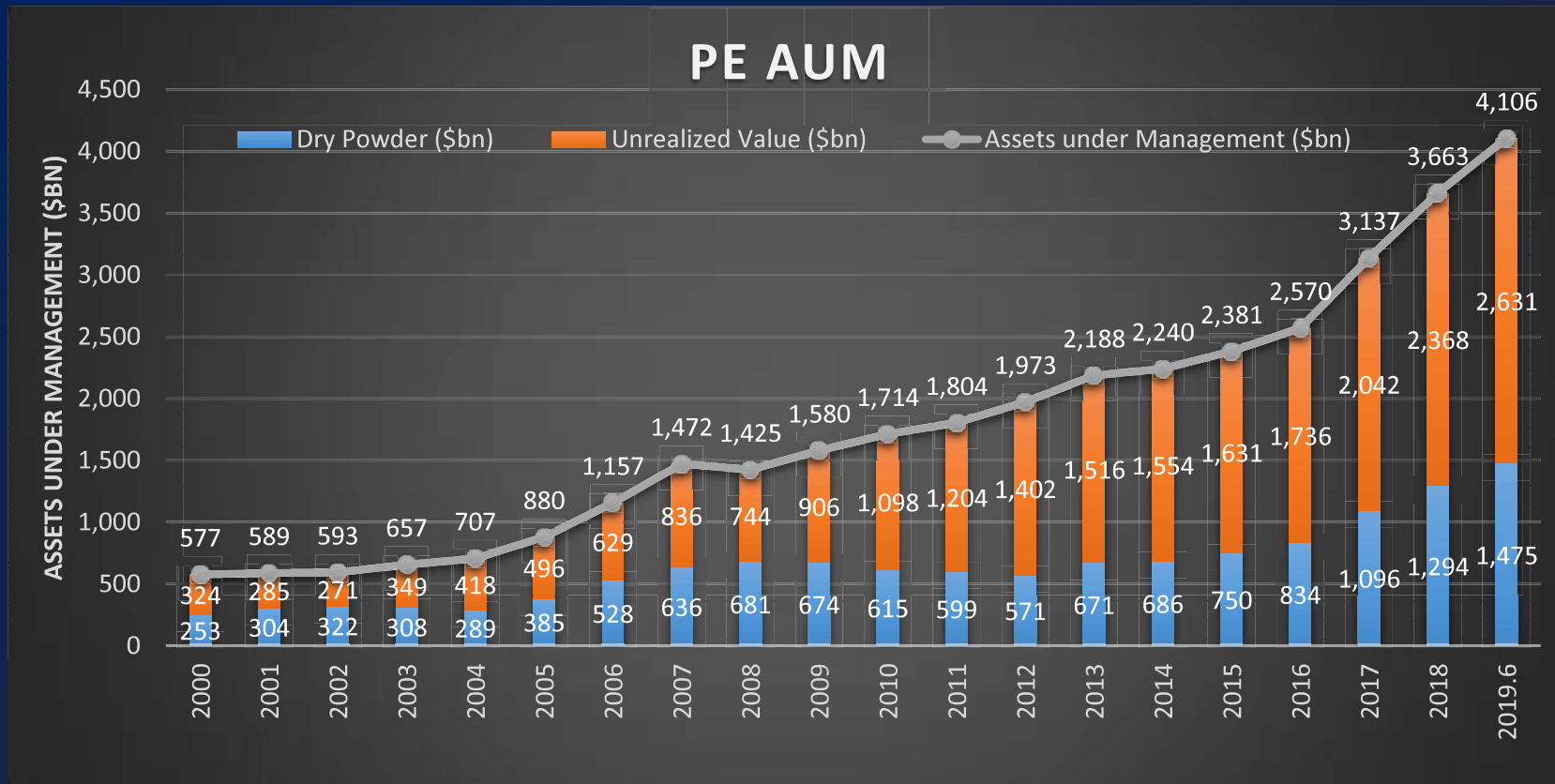


• 자료: Preqin, HFR

- No Definitive figures for the size of AI markets

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Private Equity AUM



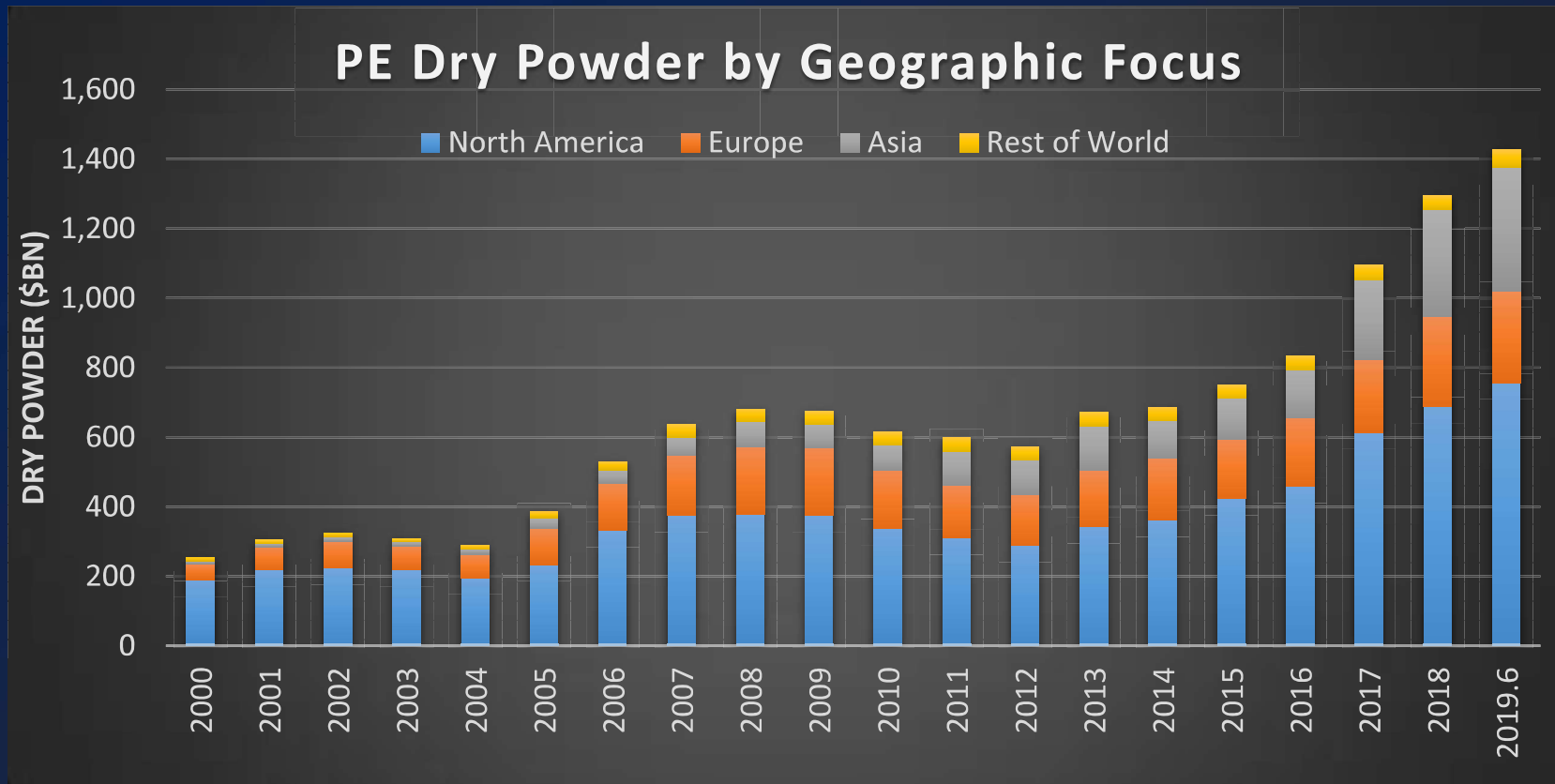
• 자료: Preqin

- 투자자들의 Median Allocation: US(6%), UK(4%), 한국(5%), 일본(2%)

• 참조: NPF 4%

2. 대체투자 자산시장 현황

● PE 투자지역

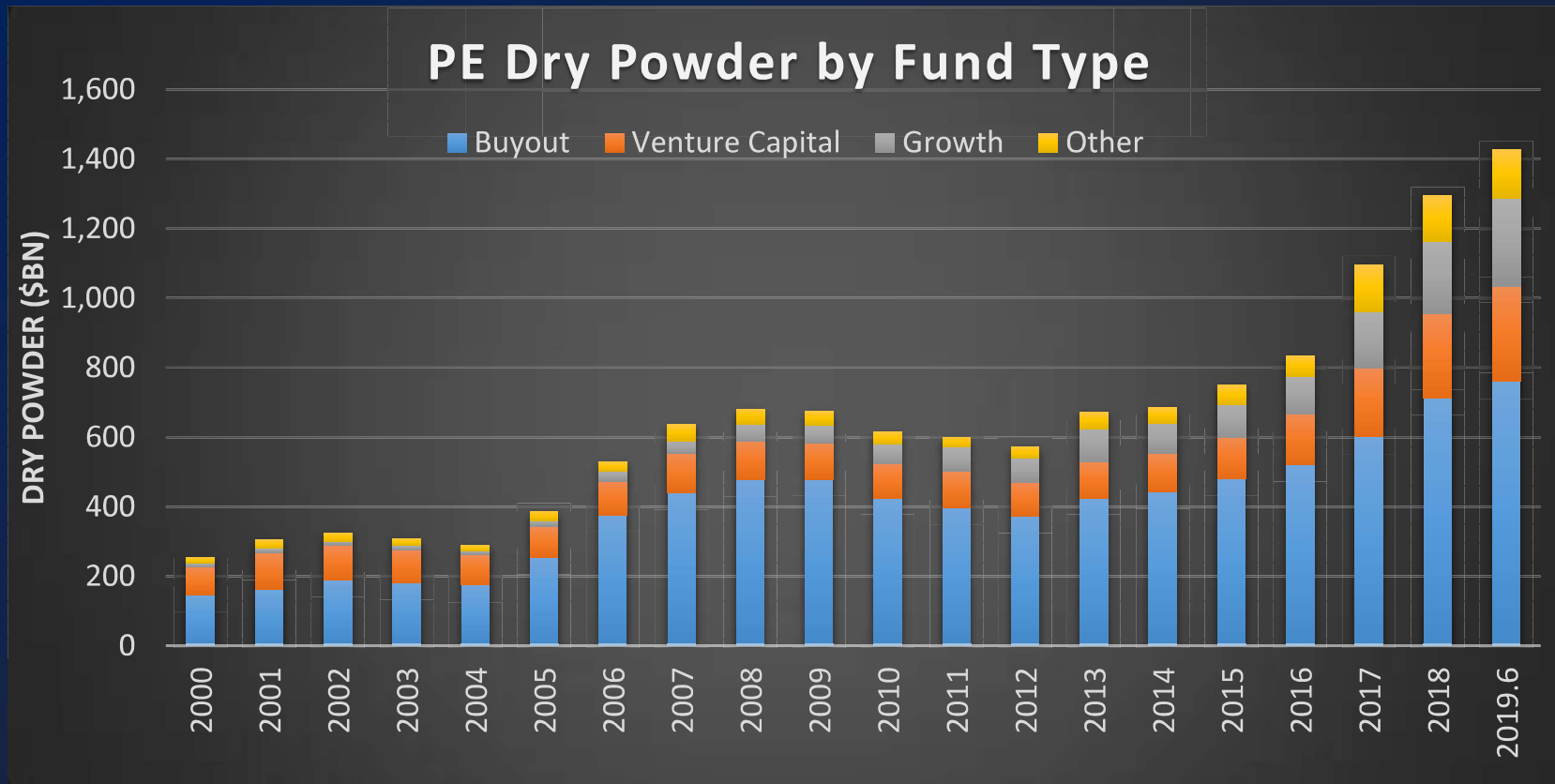


• 자료: Preqin

- 최근 들어 아시아(+16%)와 기타지역(+25%) 비중이 확대되고 있음

2. 대체투자 자산시장 현황

● PE type별 투자현황

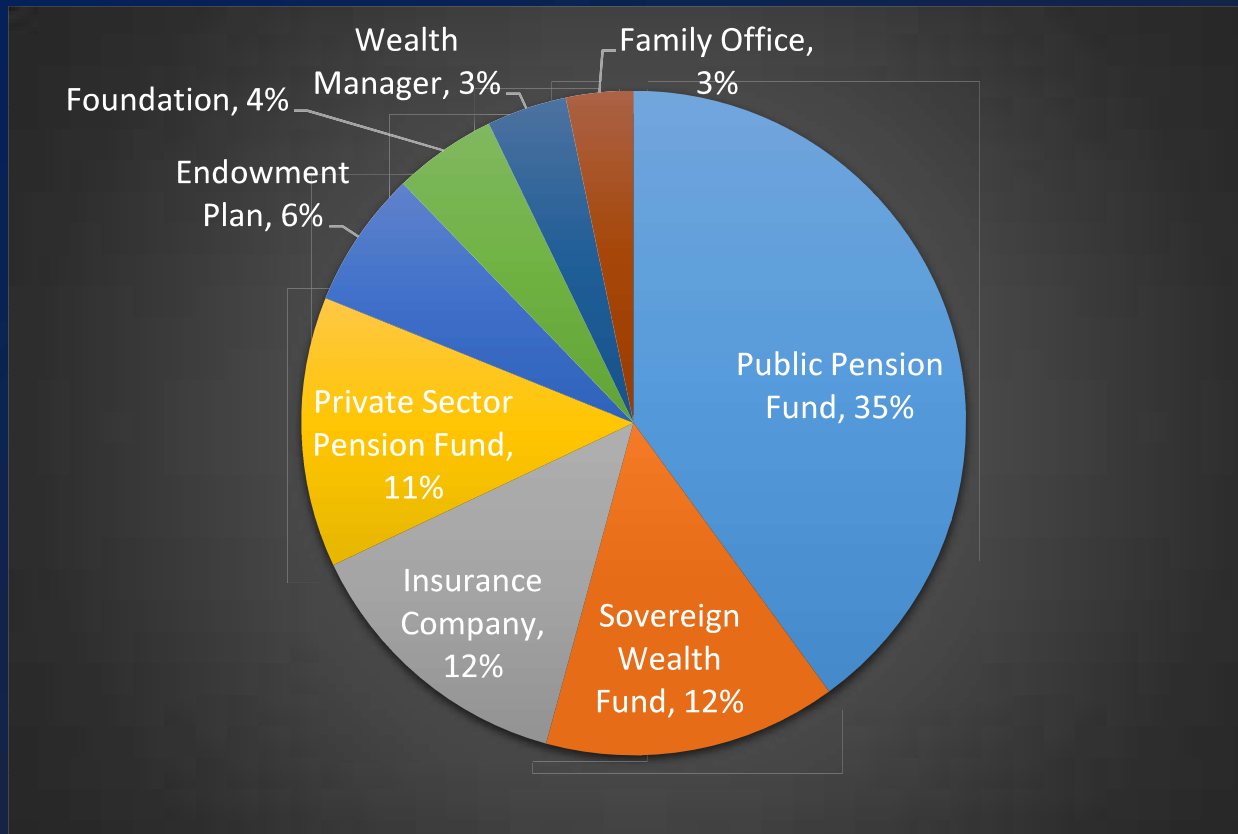


• 자료: Preqin

- 바이아웃의 비중이 가장 크고, 성장형 기업투자자 VC가 성장세 지속

2. 대체투자 자산시장 현황

● PE 투자비중-투자자 type (2019)



• 자료: Preqin

- 공적연기금, 국부펀드, 보험사, 사적연금 등이 주요 투자자

2. 대체투자 자산시장 현황

● PE 지역별 펀드매니저, 투자자 분포

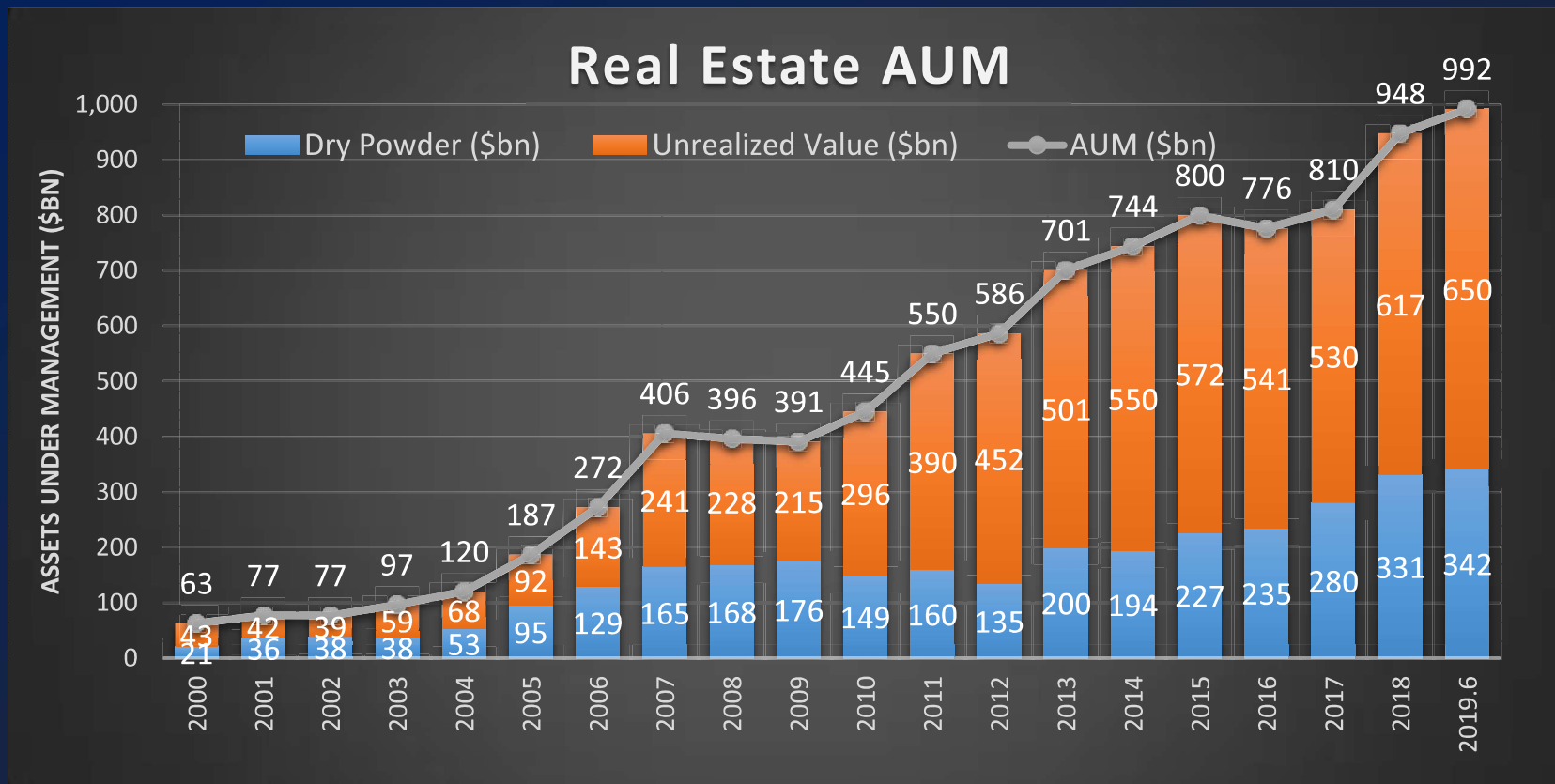
지역(국가)	No. of Fund Managers	No. of Investors
North America	7,222	4,148
US	6,784	3,881
Europe	3,778	2,067
UK	989	492
Asia	5,623	1,507
Greater China*	3,753	653
Japan	438	316
South Korea	219	135
Hong Kong	265	115
Singapore	293	97
Rest of World	1,497	694
Australasia	275	164

• 자료: Preqin 2020

- 한국은 펀드매니저 경우 글로벌 기준 1%, 아시아 기준 4% 차지, 투자기관 경우 글로벌 기준 2%, 아시아 기준 9% 차지
- 미국은 글로벌 기준 펀드매니저 경우 37%, 투자기관 경우 46% 차지

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Real Estate

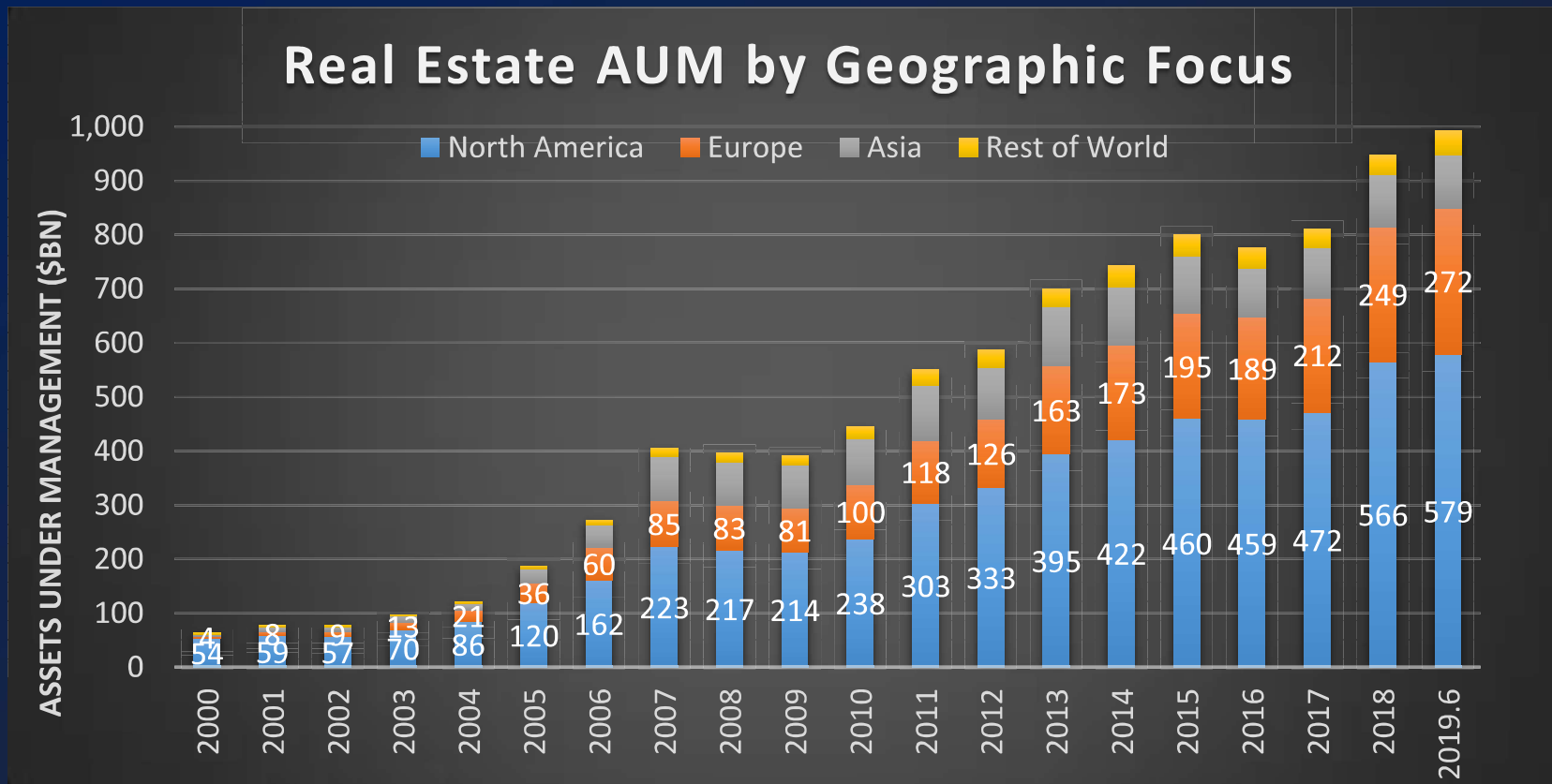


• 자료: Preqin

- 2019년 1조 달러 시장 규모, 2000년 대비 16배 성장

2. 대체투자 자산시장 현황

● RE 투자지역

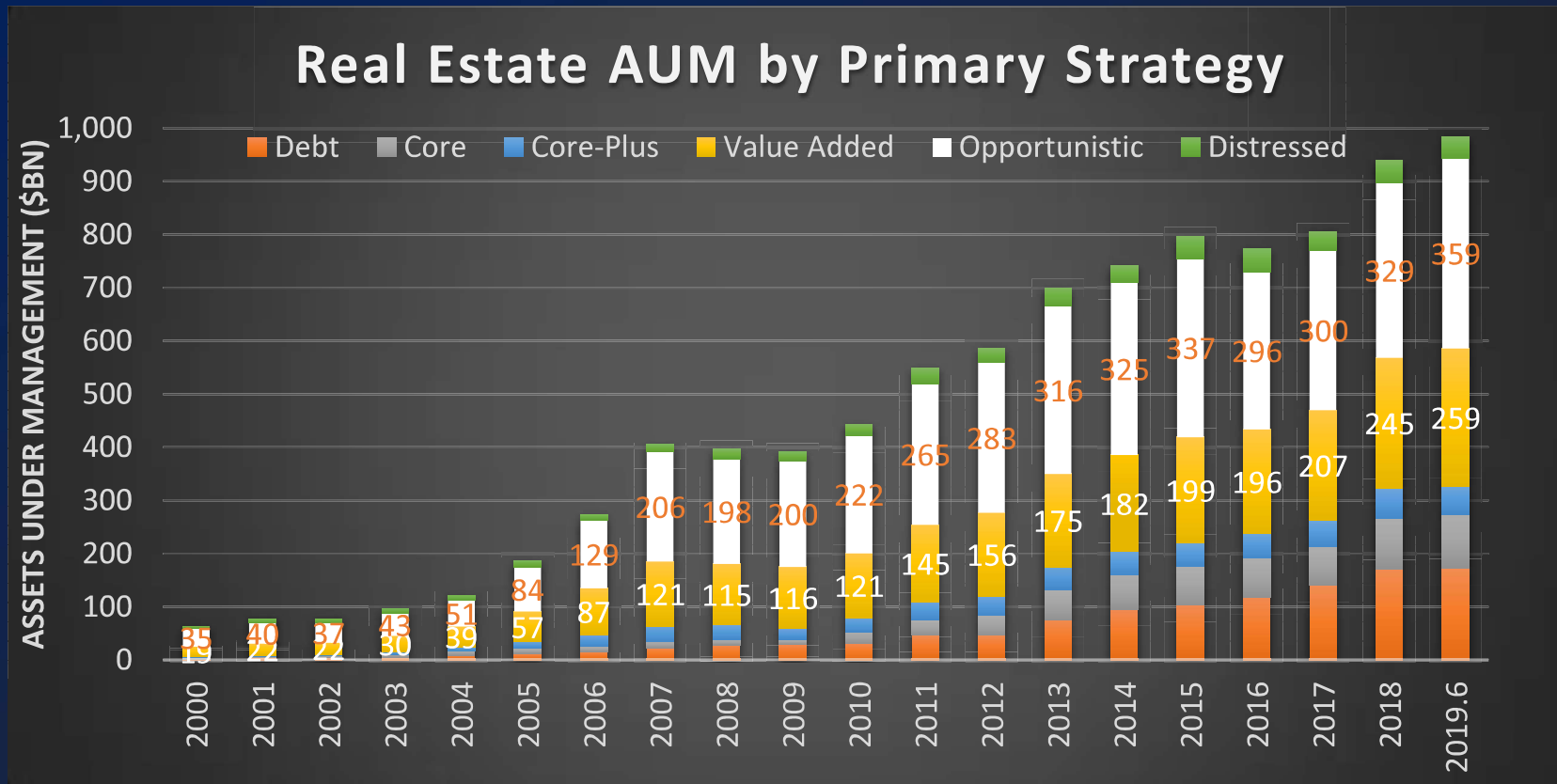


• 자료: Preqin

- 북미와 유럽 중심으로 성장 중

2. 대체투자 자산시장 현황

● RE 전략별 AUM

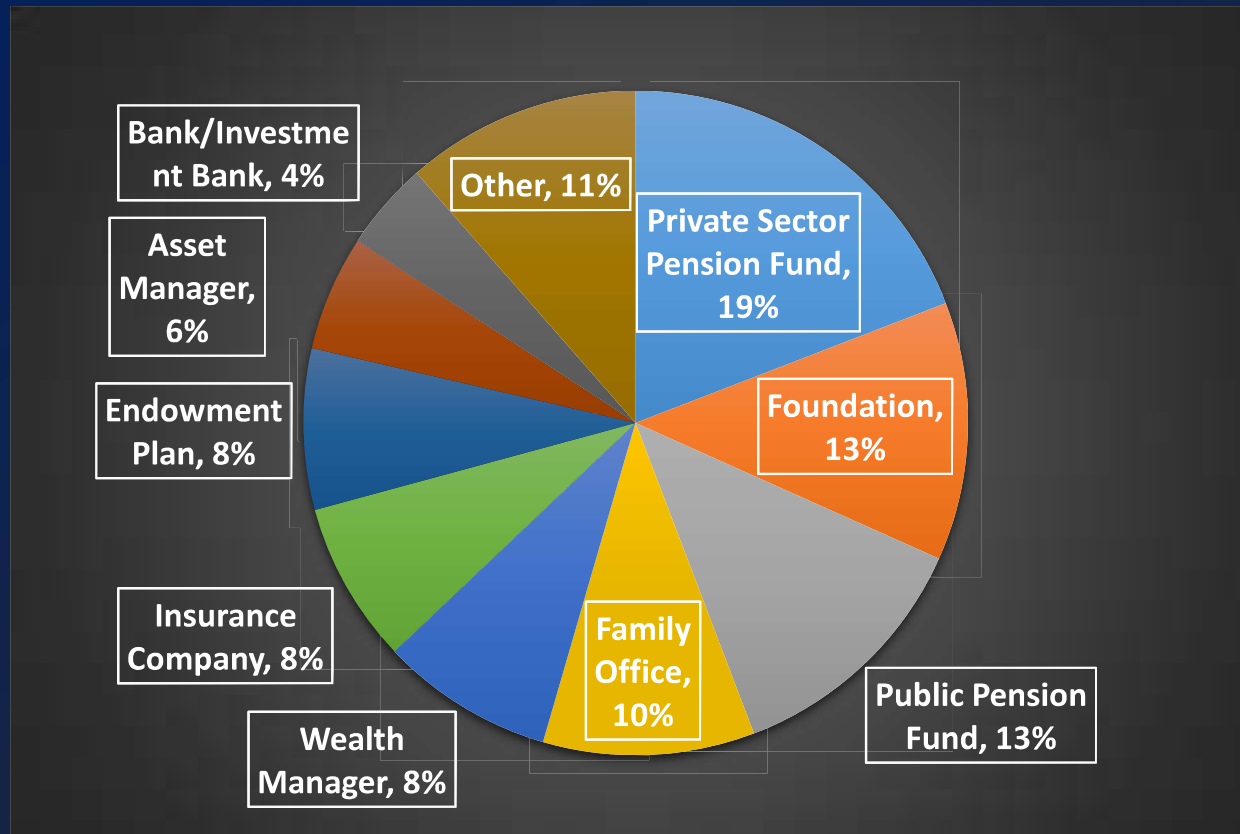


• 자료: Preqin

- 위험, 수익에 따라: Core < Core+ < Value added < Opportunistic

2. 대체투자 자산시장 현황

● RE 투자자 type (2019)

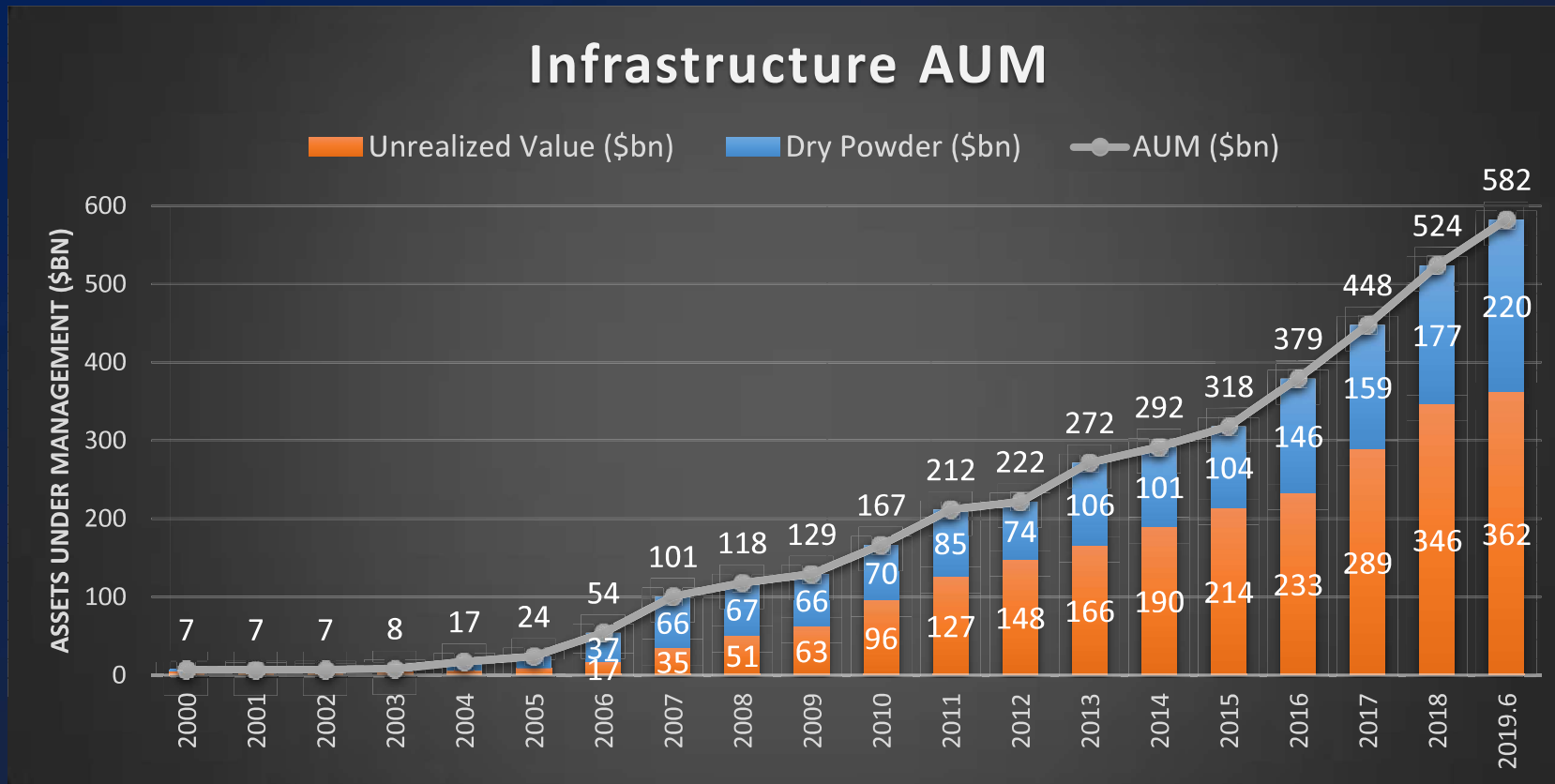


• 자료: Preqin

- 주요 투자자는 사적연금, 재단, 공적연금, 부유층 가족 등
- 지역별로는 북미 50%, 유럽 19%, 아시아 12%

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Infrastructure

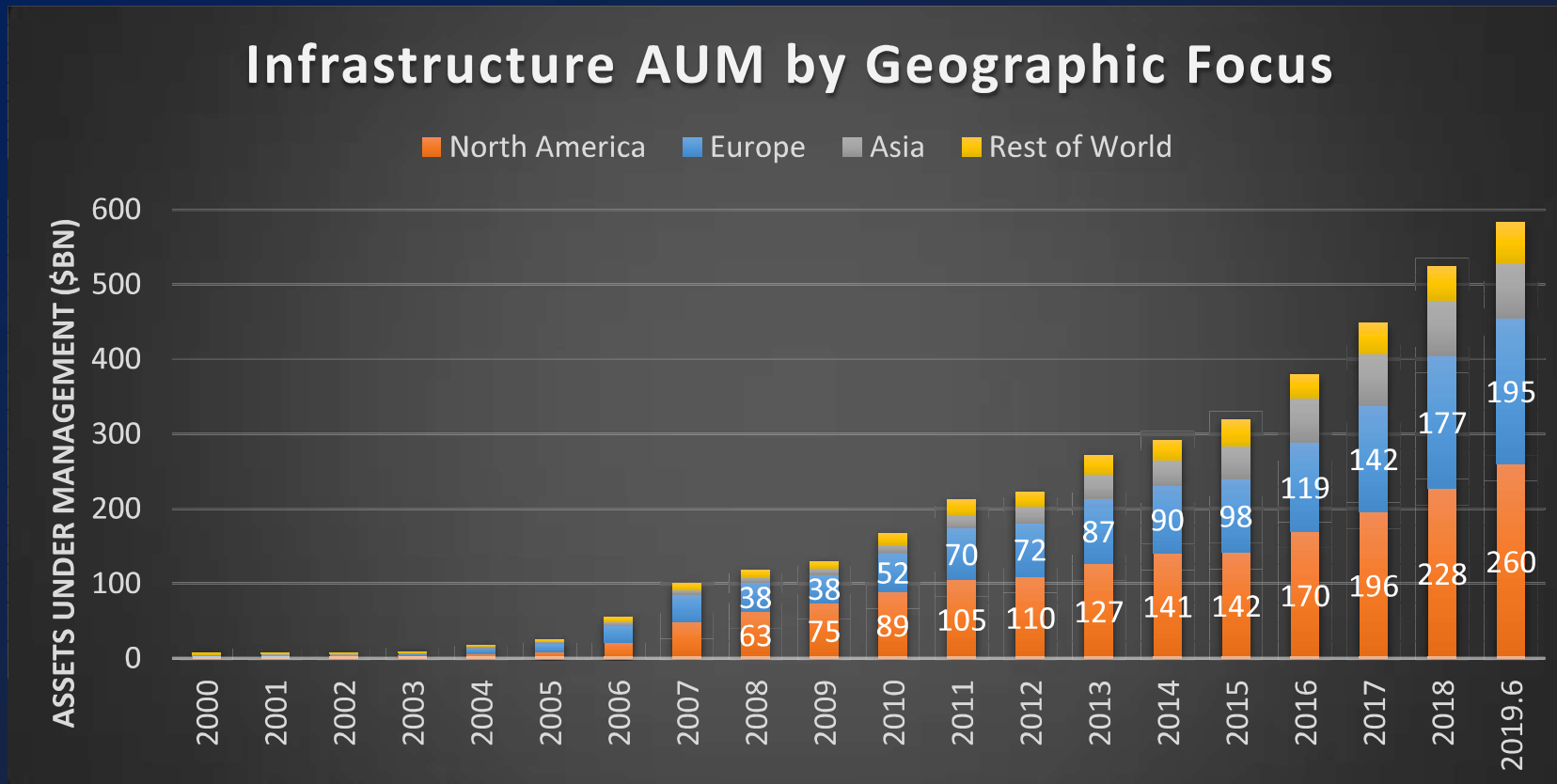


• 자료: Preqin

- 인플레이션 방어용 자산으로 투자

2. 대체투자 자산시장 현황

● Infrastructure

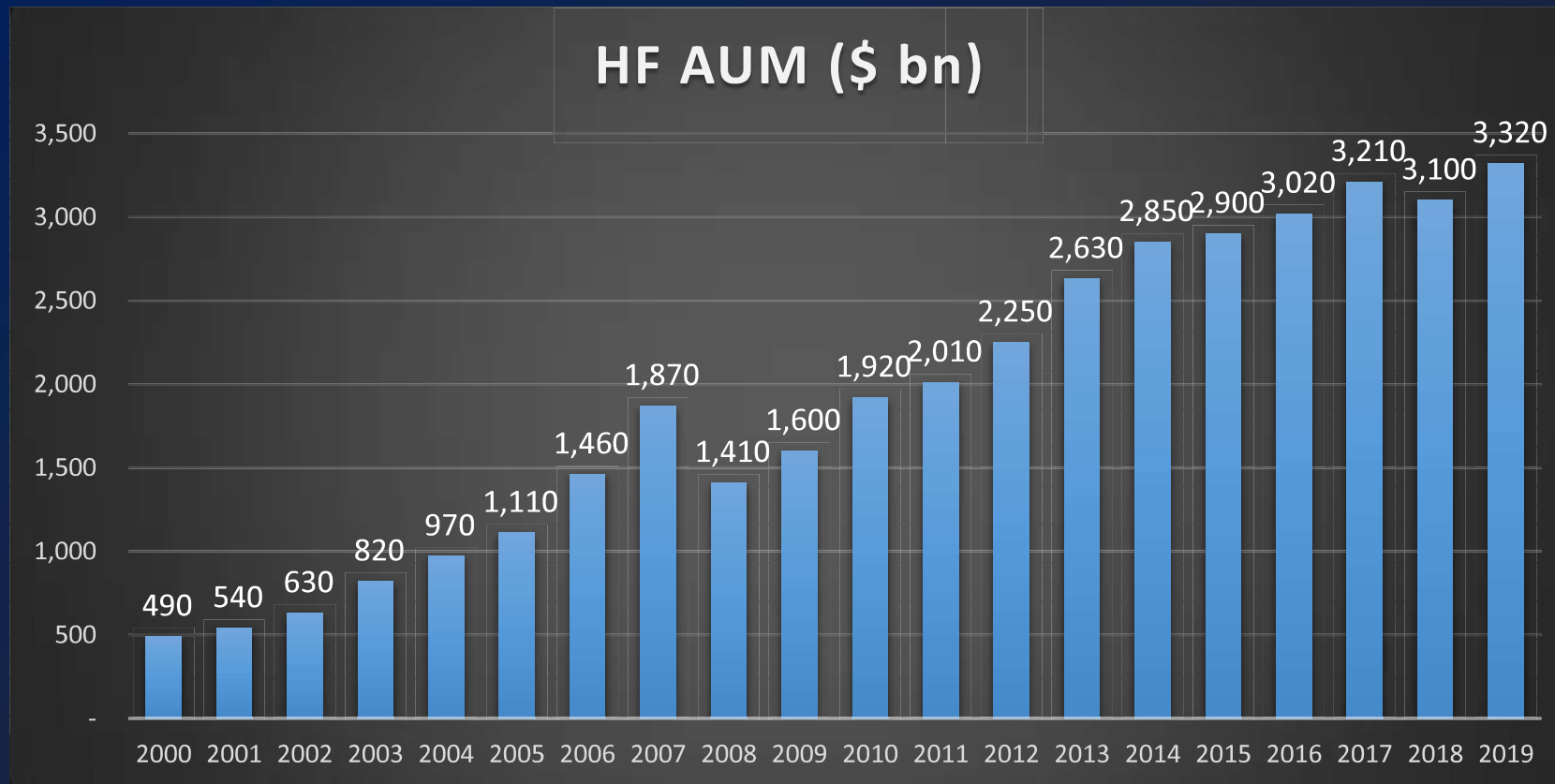


• 자료: Preqin

- 북미와 유럽에 집중됨
- 전략별 투자금액은 core < core+ < value added, 55~60 \$bn 으로 비슷

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Hedge Funds



• 자료: HFR

– 투자전략별 AUM은 Macro > Multi-strategy > Relative Value > Credit > Event Driven > Niche 등 임

2. 대체투자 자산시장 현황

■ 2023년 말 대체투자 시장규모 추정

자산군	2019.6	2023
PE	\$4.1 tn	\$4.7 tn
RE	\$1.0 tn	\$1.2 tn
infra	\$0.6 tn	\$1 tn
HF	\$3.3 tn	\$4.7 tn

• 자료: preqin, HFR

- 2023년 말 기준, 사모주식 15%, 부동산 20%, 인프라 67%, 헤지펀드 40% 성장 추정

■ 대체자산군 공통의 투자환경 특징

- ESG
- 대형 GP에 자금집중도 심화
- 과대평가에 따른 성과 하락 가능성
- 새로운 투자에 대한 경쟁 심화

2. 대체투자 자산시장 현황

■ Vintages 2007–2016 performance

Asset Class	Median Net IRR	Standard Deviation of Net IRR
Private Equity	14.9%	15.1%
Real Estate	12.4%	10.0%
Infrastructure	10.6%	10.7%

• 자료: Preqin 2020

– 빈티지 연도별, 자산군별 IRR의 중앙값 및 변동성

■ 보수

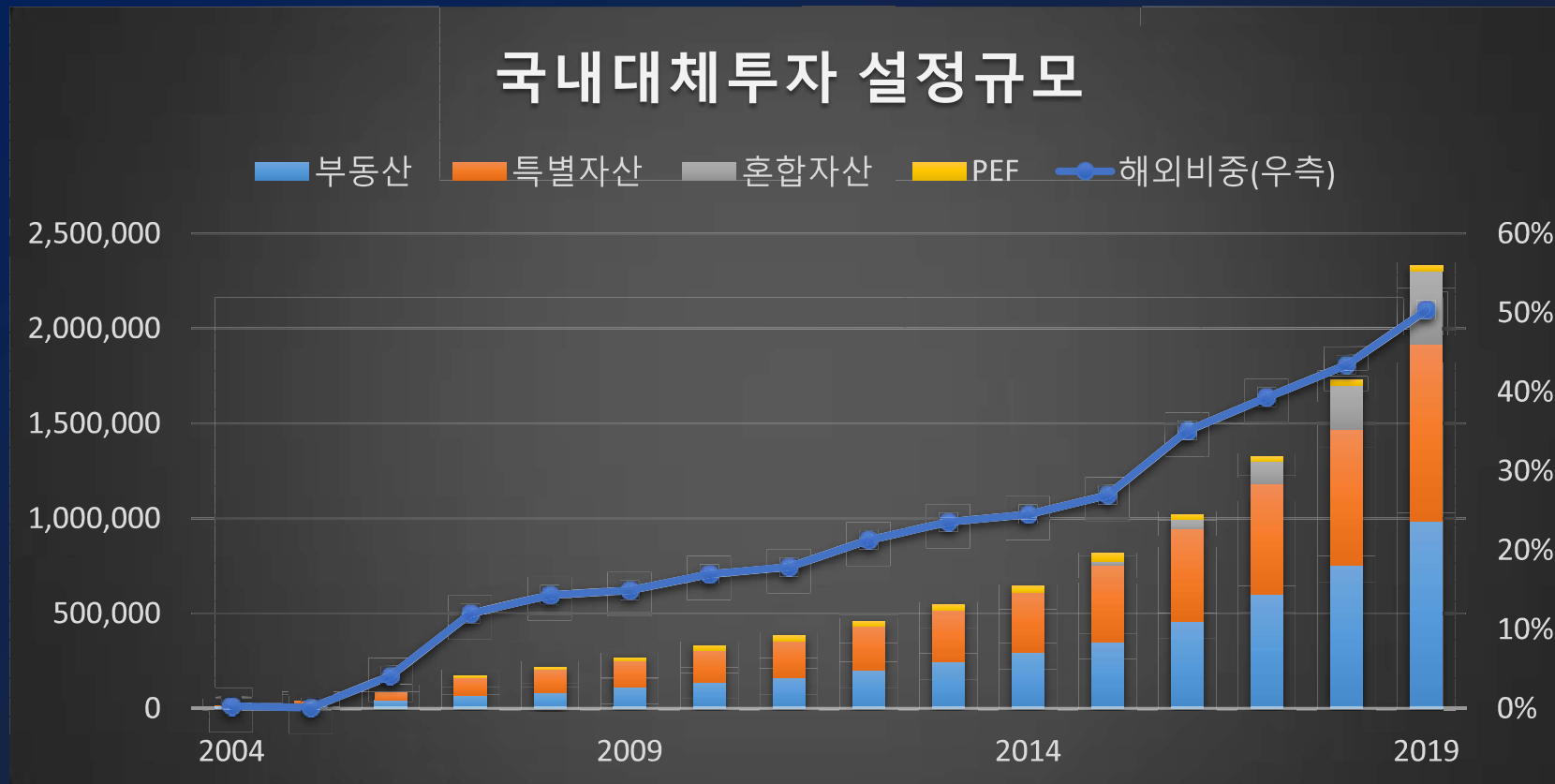
● 관리보수: 1.5~2%, 성과보수 20%

– 성과보수는 hurdle rate을 초과하는 수익에 대한 보수율

– Hurdle rate는 자산군마다 상이하지만 대략 7~8% 수준

2. 대체투자 자산시장 현황

■ 국내대체투자 시장



• 자료: 금융투자협회

- 부동산과 특별자산에 집중, 해외비중 확대

• NPF: 국내/해외 3:7

3. 투자 의사결정 과정

■ Pre-Investment Process

● 투자폴 초기 선별작업

- 결정된 투자방향에 따라 투자를 하기 위해 다양한 경로를 이용해 자료수집, 분석 수행
 - 내부 데이터베이스, 상용 데이터 분석, 투자 컨설턴트, 투자 브로커/딜러 등의 의견, 전문가 네트워크 의견 등 다양한 정보를 분석하여 기금 목적에 맞는 투자방향 및 투자상품 선별

● Due Diligence

- 선관주의 의무
- 투자 의사결정을 내리기 위해 투자기회를 평가하는 업무
- 이는 투자기회에 대한 조사(research), 검토(examination), 분석(analysis) 등의 업무를 반복적으로 수행하는 일체의 프로세스를 뜻 함
- Due Diligence에서는 투자대상인 펀드의 전략, 포트폴리오 구축방법, 기회 포착방법, 다른 자산군과의 상관관계, 투자규약, 관련 위험, 탈출전략 등 투자대상과 관련된 모든 것을 분석함
- Due Diligence는 문서(memorandum) 검토, GP 구성원의 경험 및 자질 검토 등 투자 실패요인을 최소화 하는 것에 목적이 있음

3. 투자 의사결정 과정

■ Investment Process

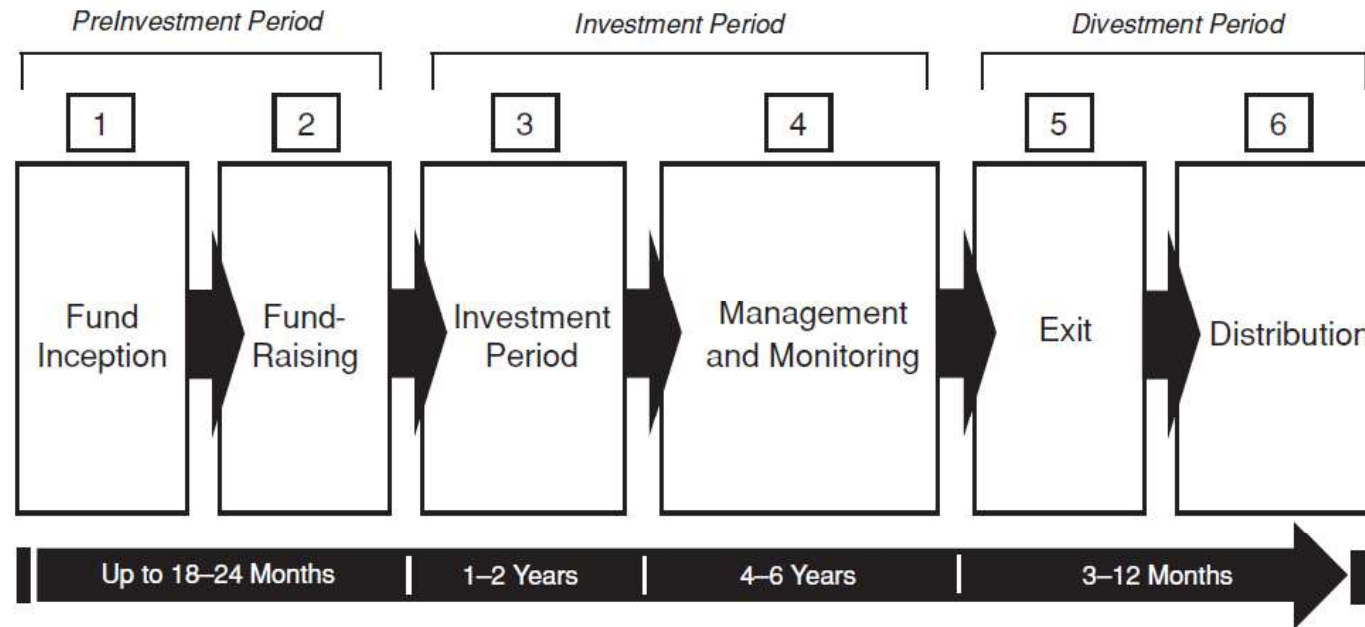


Exhibit 14.3 Private Equity Investment Process

The exhibit shows the typical six-stage investment process of a buyout fund.

- 출처: Alternative Investments, Baker and Filbeck (2013, Wiley)

4. 대체투자와 자산배분

■ 분산투자 효과에 기여

● Private Equity

- Chen et al.(2002), Schmidt(2004), Ennis and Sebastian(2005)

● Real Estates

- NAREIT(2002), Chen et al.(2005), Hudson-Wilson et al.(2005), Lee and Stevenson(2005), Chiang and Lee(2007)

● Hedge Fund

- Amin and Kat (2002, 2003), Lhabitant and Learned(2002), Gueyie and Amvella(2006), Kooli(2007)

● Commodities

- 분산투자 효과에 대한 엇갈린 의견
- Positive diversification: Gorton and Rouwenhorst(2006), Conover et al.(2010)
- No Effects: Erb and Harvey(2006), Daskalaki and Skiadopoulos(2011)

4. 대체투자자와 자산배분

■ 대체투자 자산속성 파악 선결, 포트폴리오 효과를 예측할 수 있음

● 선행과제

- 대체투자 자산의 위험-수익 관계를 전통 투자자산과 동일 위험-수익 평면으로 투영이 가능해야 하며,
- 이를 통해 상관관계가 측정 가능해야 하며,
- 포트폴리오에 편입/제외 될 때 분산투자효과에 중대한 영향을 미칠 수 있어야 함

● 이익 속성 파악 가능하여야 함

- 전통 투자자산과 동질의 Carry indicator, Value indicator 파악
- 대체투자자산만의 Carry indicator, Value indicator 파악

4. 대체투자와 자산배분

■ 바람직한 SAA 자산군

- 자산군을 편입/제외 시 포트폴리오 특성 변화에 영향이 있어야 함
 - 위험, 수익, 상관관계가 측정 가능해야 하며,
 - 포트폴리오에 편입/제외 될 때 분산투자효과에 중대한 영향을 미칠 수 있어야 함
- 자산군이 ALM framework 내에서 전략적 역할을 수행할 수 있어야 함
 - 이는 그 자산군 만이 지니는 기저 특성 및 수익, 위험의 원천 파악이 선행되어야 함

4. 대체투자와 자산배분

■ 대체투자와 자산배분

● 기금의 특성에 맞는 자산선택

- 대체투자 상품의 미래 현금흐름을 최대한 예측하여야 함

- 이는 과거 투자 경험을 통해 축적된 정보를 바탕으로 신규 투자상품이 어떤 패턴의 현금흐름을 가져올지를 예측할 수 있어야 함

- 기금의 수지비율이 높다면 장기 투자를 통해 가치상승을 얻는 투자를

- Exit할 때 큰 현금흐름이 들어오는 투자

- 기금의 수지비율이 낮다면 예측범위 내에서 꾸준한 현금흐름이 발생하는 투자를 권고

- 부동산 임대수익, 고속도로 통행료 등 투자안의 생애 동안 carry income이 큰 비중을 차지하는 자산

● 수익률 제고를 위한 무리한 대체투자는 유동성 위기를 초래할 수 있음

- 대체투자는 유동성이 결여된 상품

- 기금의 수지, 약정금액이 기간별로 어떻게 deployed 되는지 정확히 파악하고 있어야 함

- 현금유출과 유입이 계획에서 어긋나는 경우가 많음

맺음말

- 대체투자 투자 결정에서 사업수지 파악은 필수

- 수익률 제고보다는 대체투자 상품의 현금흐름 구조와 사업수지 구조가 잘 맞는지를 먼저 확인하는 것이 중요

- ESG

- 현 투자환경에서는 ESG가 핵심 화두이며, 대체투자도 이로부터 자유롭지 못 함
- Preqin PE 설문조사에서 LP의 2/3가 투자의사결정에서 ESG 요인이 주요 고려사항인 만큼, 국내투자 기관 및 자산운용사도 적극적으로 ESG를 투자의사결정 시 고려해야 함

- 지역에 직접 투자하는 경우 현지 정치, 법률 파악 필요

- 부동산, 인프라, 광물자원 개발 등은 현지 정치, 법률 변동에 직접적인 영향을 받음

맺음말

- 국가 포트폴리오 차원에서 대체투자를 바라다볼 필요성
 - 국내 대체투자는 NPF가 선도하는 경향이 큼
- 벤처기업은 경제성장의 원동력
 - 미래 국가경쟁력 확보는 유망 벤처기업 발굴 및 성장이 핵심
 - 벤처캐피탈은 벤처기업 자금조달자 역할 뿐만 아니라 미래 시장 조성자의 역할을 수행
- 우수한 글로벌 GP 배출 필요
 - 연기금 등 대형 투자자의 투자자금 증가에 따른 투자처 확보, 수익률 제고 목적 등에 의해 직접투자인 대체투자 시장의 성장세는 지속될 것으로 전망
 - 벤처시장 뿐만 아니라 부동산, 인프라 등에서도 우수 GP를 배출하여 글로벌 시장을 주도하는 GP 배출 필요

감사합니다