

NAV 파이낸싱

펀드 파이낸싱의 진화

2024년 2월



Jun Narui

Managing Director

Head of Asia| Business Development

E: jun.narui@pembertonam.com

T: +44 (0)20 7993 9316

M: +44 (0)771 9919 106

Disclaimer: The Korean version of the material has been translated by a third party using due skill and diligence. The third party believes that the Korean version is a true translation of the original English version of the material. The translated version is for information purposes only. In case of a discrepancy, the original English material will prevail. Pemberton takes no responsibility for the accuracy of the translation.

서론

Net Asset Value (NAV) Financing은 펀드 자산의 NAV를 담보로 제공되는 대출 (즉, 펀드 포트폴리오에 담겨 있는 기초 자산을 담보로 제공되는 대출)입니다. NAV 파이낸싱은 최근에 등장한 자산군이 아닌, 상당히 오랫동안 존재해온 전략입니다. 은행은 지난 수 십 년간 여러 자산군에 속한 다양한 유형의 펀드 NAV를 담보로 수많은 펀드에 대출을 제공해왔습니다. 최근 NAV 파이낸싱은 전통적으로 은행에서 거래되던 방식에서 탈피해 기관투자자로부터 조성한 자본을 펀드가 운용하는 방식으로 진화하고 있습니다. 다른 진화로는 전통적으로 은행이 제공하지 않았던 유연한 솔루션을 펀드가 제공하기 시작한 것을 들 수 있습니다 (예, 선순위 담보 대출 vs 우선주 제공). 이러한 변화는 유럽의 은행 규제에 의해 은행들이 Direct Lending 시장에서 점진적으로 철수하고, 대출 공급이 Direct Lending 펀드로 대체되고 있는 기초와 유사합니다.

본 보고서는 기관투자자들이 펀드 투자를 통해 보다 용이하게 접근할 수 있는 자산군으로 빠르게 진화하고 있는 NAV 파이낸싱에 관한 주요 질문들을 다룹니다. 이를 통해 우리에게 친숙한 Direct Lending 전략과 NAV 파이낸싱의 유사점 및 차이점을 비교합니다.

Pemberton은 NAV 파이낸싱 상품군에서 'NAV Core' 및 'NAV Strategic' 두 가지 하위 전략을 운용합니다. 'NAV Core' 전략은 주로 LTV 수준이 낮은 선순위 담보 대출을 제공하는 반면, 'NAV Strategic'은 PIK, Cov-Lite, 우선주 등 다른 옵션을 제공하거나 더 높은 LTV 수준의 파이낸싱을 제공할 수 있는 유연성을 갖추고 있습니다. 이들 두 개의 하위 전략의 주요 내용은 일관되지만, 본 보고서는 NAV 파이낸싱과 Direct Lending 전략을 비교하기 위해 'NAV 코어'에 더욱 중점을 둡니다.

NAV 파이낸싱이란 무엇인가?

NAV 파이낸싱의 정의

NAV 파이낸싱은 보편적으로 "펀드 기초자산의 NAV를 담보로 제공되는 대출 방식"으로 정의할 수 있습니다. NAV 파이낸싱은 다양한 자산군에 속한 여러 유형의 펀드 포트폴리오를 담보로 제공될 수 있습니다. 담보 자산으로는 주식형 펀드, 크레딧 펀드 (채권 또는 대출), 매크로 펀드, Commodity 펀드, 헤지 펀드, 싱글 헤지 펀드, PE 펀드, 세컨더리 및 바이아웃 전략 전반의 유동적인 투자 상품 및 비유동적인 상품이 모두 포함되며, 본 보고서에서 집중적으로 다루고 있는 단일 사모 펀드 또한 주요 투자 대상입니다.

NAV 파이낸싱 기법이 적용되는 자산군이 광범위하기 때문에, 보다 범위를 좁혀 NAV 파이낸싱을 살펴보기 위해 본 보고서에서는 PE 바이아웃 포트폴리오를 담보 대상으로 하는 NAV 대출 전략을 예시로 집중할 것입니다. 참고적으로, Pemberton의 NAV 파이낸싱 상품군은 벤처 캐피탈, 성장 금융, 부동산 펀드 또는 기타 유형의 투자 전략이 아닌 바이아웃 펀드 파이낸싱에 집중하고 있습니다.

Direct Lending과의 유사점 및 차이점

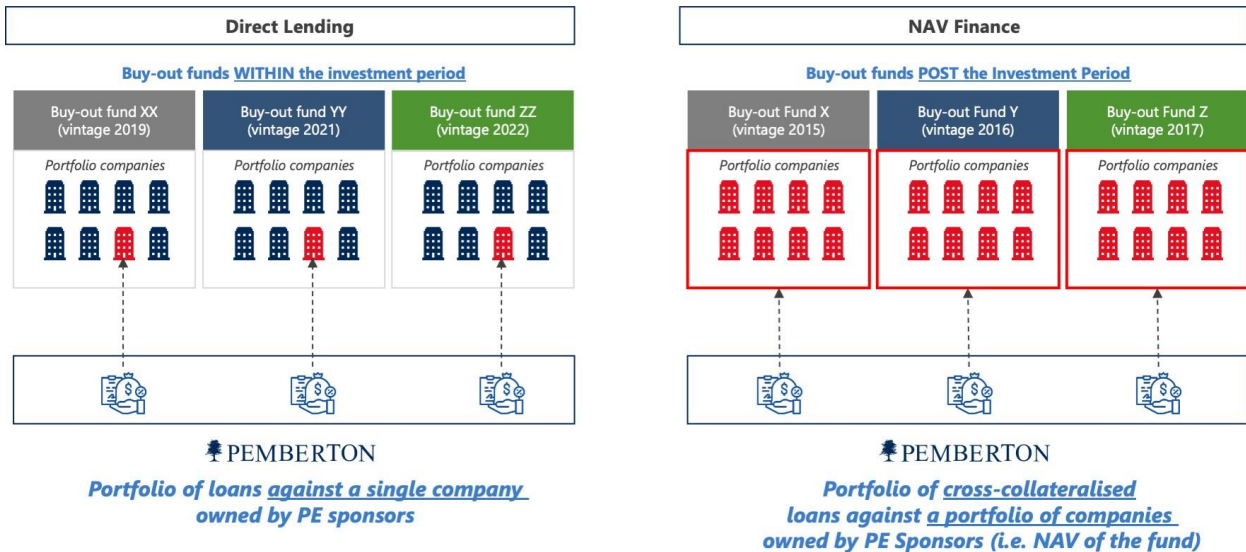
Pemberton이 운용하는 Direct Lending 펀드를 포함한 사모 대출 펀드는 PE 스폰서가 인수하는 기업에 대출을 제공합니다. 이런 점에서 Direct Lending과 NAV 파이낸싱은 'PE 바이아웃 생태계 및 PE 생애주기' 내에서 밀접하게 연관되어 있습니다. Direct Lending 펀드와 NAV 파이낸싱 펀드는 PE 바이아웃 펀드가 투자하는 기업의 지분을 담보로 대출을 제공합니다.

그러나, 두 펀드 사이에 차이도 존재합니다. 무엇보다 Direct Lending과 NAV 파이낸싱의 근본적인 차이는 'Single Credit Lending' 또는 'Multi-credit/Portfolio Lending' 중 어느 전략을 택하는가에 따릅니다. Direct Lending은 단일 기업을 대상으로 대출을 제공하기에 'Single Credit Lending'인 반면, NAV 파이낸싱은 복수의 기업으로 구성된 포트폴리오를 담보로 대출을 제공하므로 'Multi-credit/Portfolio' 대출이라 할 수 있습니다. 또한, PE 스폰서들의 투자 주기 내에서 대출을 제공하는 시점에도 차이가 있습니다. Direct Lending은 PE 펀드의 기업 인수 시에 대출을 제공하기 때문에 투자/재투자 기간 내에 PE 스폰서에게 대출 솔루션을 제공하는 경우가 많습니다.

반면, NAV 파이낸싱은 PE 펀드가 이미 투자를 완료하고 다년간 보유 중인 기업 포트폴리오를 대상으로 대출을 제공합니다. 이러한 이유에서, NAV 파이낸싱은 PE 펀드가 투자/재투자 기간 이후에 필요로 하는 솔루션인 경우가 많습니다. 투자/재투자 기간 이후 '회수 기간 (harvest period)'에 진입한 PE 펀드 포트폴리오에 10개의 자산이 남아 있는 경우를 예로 들어보겠습니다. NAV 파이낸싱은 PE 스폰서가 기업을 보유하는 기간 중 이들 기업의 실적 및 기초 기업 각각에 대한 지분 유지 또는 회수 계획을 포함한 모든 정보를 고려하여 10개 회사의 NAV 총합을 담보로 일괄 대출을 제공합니다.

NAV 파이낸싱은 기업풀 (pool) 에 담보를 설정하기 때문에 PEF 포트폴리오 내의 여러 기업이 '교차 담보' 됩니다. 그러므로, 'Single Credit Lending'과 'Multi-credit/Portfolio Lending'의 차이가 시사하듯, NAV 파이낸싱 전략은 포트폴리오 내의 개별 자산에 의지하지 않는 반면, Direct Lending은 항상 개별 자산 위험에 노출됩니다. NAV 파이낸싱 펀드가 설정하는 일반적으로 낮은 수준의 LTV (NAV의 10~30%) 및 교차 담보 성격으로 인해 이 대출 전략은 외부 평가 기관'으로부터 투자 적격 등급을 받을 수 있는 동시에, Direct Lending 펀드와 유사한 수준의 대체투자 수익을 제공할 수 있습니다.

Exhibit 1: Illustration of Direct lending and NAV Financing



For illustrative purposes only.

NAV 파이낸싱의 성장 배경

NAV 파이낸싱 시장의 발전

앞서 설명한 바와 같이 NAV 파이낸싱 전략은 오랜 기간 존재해 왔습니다. 은행들은 지난 수십년간 다양한 자산의 NAV가 담보된 다양한 펀드에 대출을 제공해왔습니다. 특정 은행들은 “PE 포트폴리오 담보부 대출”이라는 좁은 범위로 정의한 NAV 파이낸싱 전략에 한동안 투자해왔습니다.

NAV 파이낸싱 전략은 ‘PE 바이아웃 생태계/PE 생애주기’를 중심으로 형성된 은행의 펀드 파이낸싱 사업부문으로부터 자연스럽게 진화한 결과물입니다. 은행은 지난 수십년간 PE 펀드의 기업 인수 시에 레버리지 파이낸싱을 제공 또는 주선했어 왔습니다. GP의 현금 투자와 LP 캐피탈 콜을 통한 자금 수취 시기 사이의 펀딩 갭을 메꾸기 위해 은행은 펀드의 투자 기간 초기에 미인출 LP 약정금을 담보로 Subscription Line을 제공하기 시작했습니다 (이는 미인출 LP 약정금은 충분하지만 담보로 사용할 수 있는 자산이 부족한 경우에 해당합니다).

투자 기간 이후, 펀드의 잔여 미인출 LP 약정은 없지만 담보로 제공할 수 있는 자산을 보유하고 있는 경우, 투자 기간이 지난 PE 펀드의 자금 수요를 지원하기 위한 맞춤형 솔루션으로 NAV 파이낸싱 전략이 발전해왔습니다.

NAV 파이낸싱 시장의 성장 전망

NAV 파이낸싱 전략은 다양한 사용 사례와 담보 자산의 종류 및 자본 구조에 대한 수요에 발맞추어 사용자 기반이 확대되는 과정을 통해 여전히 진화하고 있습니다. ‘NAV 파이낸싱’의 정의는 시장 참여자에 따라 다를 수 있기에 현재와 미래의 시장 규모를 정확히 파악하기는 어렵습니다. 그러나, 다양한 자료에 따르면, 현재 NAV 파이낸싱의 시장 규모는 2022년 기준 \$800억에서 \$1,000억 사이이며, 2030년에는 \$7,000억에 도달할 수 있습니다². 이는 시장 규모가 8년간 7배, CAGR이 약 30% 성장하는 것으로, Direct Lending 또는 세컨더리와 같은 전략의 성장세보다 더욱 가파릅니다.

또한, 우리는 Subscription Line (subline) 시장과의 비교를 통해 NAV 파이낸싱 전략의 향후 성장 전망을 살펴볼 수 있습니다. 독립계 사모펀드 자문사인 Rede Partners는 2023년 5월에 발간한 보고서에서 지난 10년간 PE 펀드가 Subscription Line을 사용한 것과 같이, PE 펀드의 NAV 파이낸싱 사용률이 90%에 이를 가능성이 있다고 발표했습니다³.

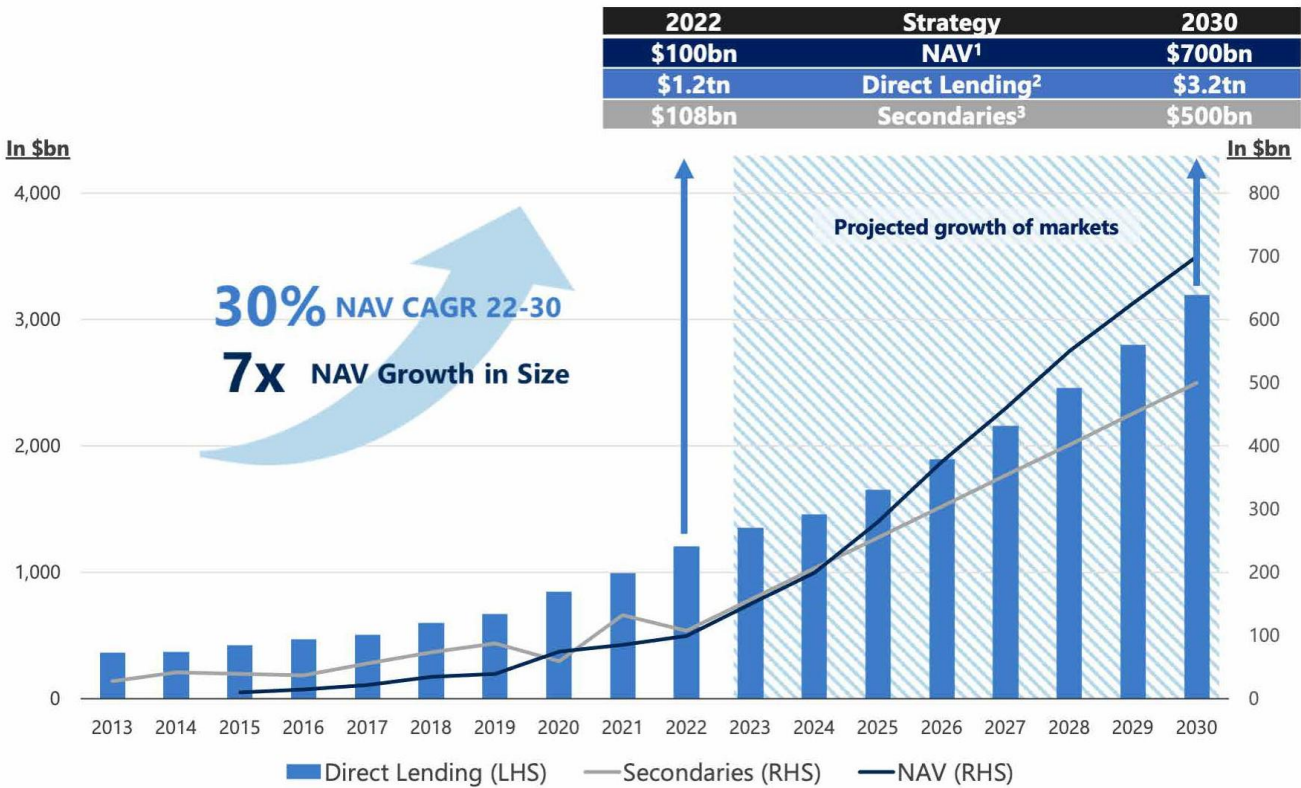
“NAV 파이낸싱 전략의 성장세는 Subscription Credit Line 시장의 발전 과정과 비교할 수 있습니다. 불과 10년 전, Subscription Line 시장은 초기 단계였으며 공격적인 펀드 운용 기법으로 간주되었습니다. 현재, 90%에 달하는 사모펀드가 Subline을 널리 활용하고 있으며, 오히려 이를 활용하지 않는 GP는 Subline을 사용하지 않는 이유에 대해 LP에게 설명해야 할 수 있습니다. 2030년까지 NAV 파이낸싱 시장은 사모펀드 업계에서 Subline과 비슷한 사용률을 보일 것이라 Rede는 예상합니다.”

¹ Significant majority of loans invested by Pemberton's NAV Financing Core Strategy will be rated by external rating agencies.

² Critical questions about NAV: How big could NAV Finance Get? (Private Funds CFO, PEI Group, 08/01/2023)

³ Rede Partners, NAV Financing Market Report 2022/2023, May 2023

Exhibit 2: Growth projection of NAV Financing Market



For illustrative purposes only. Please note that forecasts are not a reliable indicator of future performance. Source: ¹ White & Case, 2022. ² Prequin, 2022. ³ Collier Capital, 2022

PE 세컨더리의 대안으로 부상하는 NAV 파이낸싱

PE 세컨더리 시장은 지난 10년간 빠르게 성장하여 투자금 회수가 필요한 GP 또는 LP 매도자와, 할인 가격으로 자산을 인수하려는 구매자의 수요에 부응해왔습니다. PE 세컨더리 시장은 매도자가 포기해야 하는 큰 할인폭 (일반적으로 NAV의 20-30%)을 고려할 시 꾸준히 존속하고 성장하겠으나, 일부 매도자는 할인가에 자산을 청산함으로써 포트폴리오의 업사이드를 포기하는 대신 NAV 파이낸싱을 통해 자금을 차입하는 방안을 고려할 것입니다.

이는 특히 포지션 또는 자산을 영구적으로 청산하려는 것보다, 단기 유동성 확보 또는 자본금 확충을 위해 이를 처분하려는 세컨더리 매도자의 경우에 해당합니다. 매력적인 자산인 PE 지분을 매각하는 것은 일시적으로 유동성 문제가 불거진 잠재 매도자에게는 최후의 수단일 수 있습니다. 이는 마치 단기 유동성이 필요한 주택 소유자가 집을 팔고 영구적으로 이사하는 것을 고려하기 전에 주택 담보 대출을 받는 것과 유사합니다.

이러한 관점에서, NAV 파이낸싱 전략은 PE 세컨더리 시장의 대안으로 사용될 수 있으며,

이는 NAV 파이낸싱 시장이 PE 세컨더리 시장의 과거 및 향후 10년의 흐름과 유사하게 급격히 성장할 것으로 예상되는 또 다른 이유입니다.

NAV 파이낸싱 투자를 축소하는 은행

NAV 파이낸싱 시장의 성장 잠재력을 고려해보면, 은행이 NAV 파이낸싱 대출을 축소하는 이유에 대해 자연스러운 의문이 들 수 있습니다. 은행이 크레딧 펀드나 NAV 파이낸싱 시장 점유율을 확대하지 않는 이유는 무엇인가라는 질문에 답하기 위해, 은행이 제공하는 NAV 파이낸싱 솔루션과 여기에서 은행이 가진 한계에 대해 알아보겠습니다.

은행과 NAV 파이낸싱 펀드 사이에는 서비스 측면에서도 상당한 차이점이 있습니다. ‘은행 솔루션’과 ‘펀드 솔루션’의 차이는 1) 은행의 대차대조표상의 제약 2) 은행 상품의 구조적인 한계 (long maturity facilities, delayed drawn facilities, preferred equity 등) 와 같은 다양한 요인이 있기 때문에 은행들이 이 분야에서 적극적으로 파이낸싱 규모를 늘리는 데에는 어려움이 있습니다.



시장이 확장됨에 따라, 은행의 NAV 파이낸싱 대출 규모는 지난 몇 년간 급격히 성장했지만, 연간 30%에 달하는 NAV 파이낸싱 시장의 빠른 예상 성장 속도에 맞춰 대출 규모를 확대할 수 없을 것입니다. NAV 파이낸싱 시장은 은행이 감당할 수 있는 규모를 넘어 성장하고 있습니다. 따라서, 이러한 자금 수요와 공급 사이의 격차를 해소하기 위해 기관 자금을 유치해 투자하는 펀드가 등장했습니다.

NAV 파이낸싱 퍼실리티의 짧은 만기는 '은행 솔루션'이 가진 여러 구조적 한계 중 하나입니다. 많은 은행이 NAV 파이낸싱 만기를 3~4년으로 설정하는 것을 선호합니다. 은행은 자기자본 규제를 포함, 불확실한 규제 변화로 인해 일반적으로 최장 5년의 만기를 설정합니다. Basel I에서 Basel IV로 발전하는 과정에서 볼 수 있듯, 은행에게 요구되는 자기자본 비율은 계속해서 변합니다. 자기자본 규제를 포함한 각종 규제가 어떠한 방향으로 변할 것인지 정확히 예측하기 힘든 은행들은 대체로 만기가 긴 퍼실리티에 출자하는 것을 망설입니다. 그러나, 특히 PE 스폰서와 같은 차주는 현재의 불확실한 시장 환경에서 유연성을 확보하기 위해 자산 보유 기간을 길게 가져갈 수 있는 여력에 가치를 뒤 만기가 긴 대출을 선호합니다.

'은행 솔루션'이 가진 구조적 한계의 다른 예로 DDTL (Delayed Draw Term Loan) 구조의 퍼실리티를 들 수 있습니다. 은행은 NAV 파이낸싱 퍼실리티의 미인출분에 대해서도 자기자본을 유지해야 하기 때문에, 이러한 유형의 DDTL 구조에 투자하거나 유지하는 것은 매우 비효율적입니다. 선순위 대출 대비 후순위 대출 및 우선주 구조 또한 은행이 보유하기에 매우 불리합니다. 반면, PE 스폰서와 같은 차주들은 긴 만기와 유연한 구조를 제공할 수 있는 NAV 파이낸싱 펀드 솔루션을 선호할 것입니다.

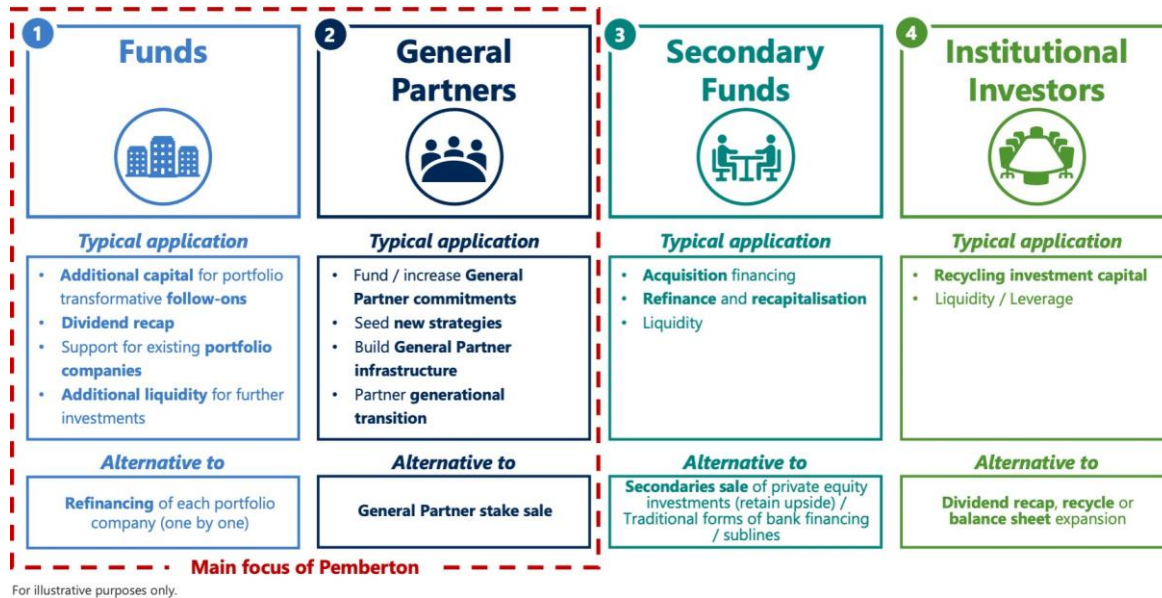
NAV 파이낸싱은 재투자 기간이 지난 교차 담보부 포트폴리오로 구성된 PE 펀드 담보부 대출이기 때문에 차주가 전체 퍼실리티를 서둘러 인출할 필요가 없고 후순위/우선주 구조를 선호할 가능성이 있습니다. 은행은 이러한 구조를 선호하지 않는 반면, NAV 파이낸싱 펀드는 일반적으로 유연한 구조의 대출을 제공하는 데 제약이 없습니다.

NAV 파이낸싱 대출에 투자 중인 LP들 또한 은행이 소싱한 대출과 펀드가 소싱한 대출 사이에서 선호가 다를 수 있습니다. 은행이 전통적으로 제공해온 NAV 파이낸싱 솔루션은 NAV 파이낸싱 전문 펀드가 제공하는 것과 인센티브가 다를 수 있습니다. 많은 경우 은행의 NAV 파이낸싱 대출은 거래의 수익성에 근거하기보다, PE 스폰서와의 관계를 강화하고 다른 경로를 통해 추가적인 수익 창출을 도모하는 '관계 강화 거래 (relationship trade)'로 간주될 수 있습니다. 은행이 IB 부문에서 더 많은 M&A 자문 수수료 수익을 창출하기 위해 글로벌 바이아웃 펀드에 NAV 기반 파이낸싱 대출을 집행하는 것이 그 예시입니다. 따라서, 은행이 활용할 수 있는 이러한 부수적인 사업에서 혜택을 얻을 수 없는 LP의 경우, 무량한 PE 펀드 자산을 담보로 은행이 제공하는 NAV 파이낸싱에 참여하는 것은 적절한 리스크를 지닌 투자일 수 있지만, 수익 측면에서는 적절하지 않은 투자일 수 있습니다.

이러한 한계에도 불구하고, 은행은 NAV 파이낸싱 산업의 특정 하위 부문에서 지속적으로 활발한 활동을 이어가겠지만, NAV 파이낸싱에 투자하는 비은행권 기관이 확대될 것으로 예상합니다. NAV 파이낸싱 전문 펀드는 스폰서가 요구하는 규모, 대출 집행 속도, 실행성 및 유연성을 적절한 가격에 제공할 수 있습니다. 이러한 추세는 Direct Lending 시장에서 은행이 지속적으로 철수하는 상황과 유사합니다. 현재 은행이 여전히 특정 대출 시장에서는 활발하지만, 막대한 비중의 레버리지 파이낸싱 대출이 Direct Lending 펀드에 의해 제공되고 있습니다.

NAV 파이낸싱이란 무엇인가? NAV 파이낸싱 활용법

Exhibit 3: Different applications of NAV Financing



NAV 파이낸싱의 기본 핵심 개념은 “성숙한 PE 포트폴리오를 담보로 제공되는 대출”이지만, 본 전략에는 최소 4가지의 활용법이 있습니다.

가장 보편적인 활용법은 펀드의 NAV를 담보로 PE 펀드에 대출하는 것입니다 (가령, PE 스폰서 ABC의 바이아웃 펀드 X에 대출하는 경우가 있습니다). PE 펀드는 차입금을 1) 포트폴리오에 투자하거나 (예, 포트폴리오 내 기업에 대한 볼트온 인수 자금 조달), 2) Dividend Recap을 통한 LP 분배금 지급 등 포트폴리오 외부적으로 사용할 수 있습니다. 최근 거시 환경과 경제의 불확실성으로 인해 PE 자산의 보유 기간이 길어지고 있기 때문에 투자 기간이 지난 PE의 자금 수요가 늘어날 것입니다.

두 번째 활용법은 PE 펀드를 운영하는 GP에게 대출을 제공하는 것입니다. GP가 신규 빈티지 펀드에 GP 약정금을 납입해야 하지만 선행 펀드가 청산되지 않아 자본이 부족한 경우가 있습니다. 이러한 상황에서 NAV 파이낸싱 펀드는 선행 펀드의 GP 약정금을 담보로 대출을 제공할 수 있으며, 이는 GP가 주도하는 세컨더리 매각의 대안으로 사용될 수 있습니다.

PE의 자산 보유 기간이 길어지고, 펀드 규모는 증가하면서 빈티지별 모집 간격이 단축되는 등 자금 모집 주기가 크게 변화함에 따라 GP 약정금을 충당하기 위한 파이낸싱 수요 또한 증가하고 있습니다.

세 번째 활용법은 세컨더리 펀드가 PE 세컨더리 포트폴리오를 인수할 때, 매입 대상 자산을 담보로 대출을 제공하는 것입니다. 세컨더리 펀드는 NAV 파이낸싱을 통해 지분 일부를 대출로 인수해 수익률을 향상시킬 수 있습니다.

NAV 파이낸싱의 마지막 활용법은 PE 포트폴리오를 보유한 LP 지분을 담보로 대출하는 것입니다. 이 역시 LP가 PE 포트폴리오의 업사이드를 유지할 수 있기 때문에 LP가 주도하는 PE 세컨더리 매각에 대한 강력한 대안이 될 수 있습니다.

NAV 파이낸싱 투자에 필요한 역량

NAV 파이낸싱 언더라이팅의 다양한 접근 - '크레딧 접근' ('상향식') vs. '세컨더리 접근' ('하향식')

NAV 파이낸싱 투자자 중에는 PE 세컨더리 경력을 가진 이가 다수 있습니다. 이는 부분적으로 앞서 언급한 NAV 파이낸싱과 PE 세컨더리 시장 간의 긴밀한 관계 때문입니다. PE 포트폴리오를 세컨더리 시장에서 매입하는 대신, NAV 파이낸싱을 통해 대출이나 지분과 유사한 형태로 자금을 공급한다는 점에서 PE 세컨더리 경력을 가진 사람들이 NAV 파이낸싱으로 이동하는 것은 자연스러운 수순입니다. PE 세컨더리의 투자 방식 특성상, 세컨더리 경력을 지닌 투자자의 언더라이팅 기준은 GP명, GP의 과거 운용 실적, LTV 수준 (NAV 대비 대출 금액)에 중점을 두고 '하향식'으로 접근할 수 있습니다.

반면, 크레딧 경력을 지닌 NAV 파이낸싱 투자자는 다르게 접근할 수 있습니다. 크레딧 전문 회사의 DNA에는 포트폴리오 내의 개별 자산을 일일이 분석하는 핵심 역량이 내재되어 있습니다. 이러한 이유에서, 크레딧 배경을 가진 참여자가 흔히 택하는 접근 방식은 '상향식'에 가깝습니다. 크레딧 펀드는 GP명, GP의 과거 실적과 함께 PE 포트폴리오 내의 개별 자산을 분석하며, LTV를 계산하는 방식으로 개별 자산의 진정한 NAV와 전망을 평가합니다.

NAV 파이낸싱 투자의 필요조건/진입장벽

NAV 파이낸싱 전문 펀드를 평가할 때, 투자자들이 고려해야 할 역량이 있습니다. 본 섹션에서는 NAV 파이낸싱 전략에 요구되는 핵심 역량에 대해 논의하고, Pemberton의 NAV 파이낸싱 전략이 가진 경쟁 우위를 간략히 설명하겠습니다.

이를 위해, NAV 파이낸싱 펀드의 투자 능력을 다음과 같이 4단계로 구분합니다. 1) 자금 모집 역량 2) 딜 소싱 역량 3) 딜 언더라이팅 역량 4) 사후 모니터링·관리·집행 역량.

NAV 파이낸싱 전략에서 성공하기 위해서 대주는 상기의 모든 역량을 가져야 하며, 이는 신규 참여자가 시장에 쉽게 진입하지 못하게 하는 진입 장벽이 되어 기존 대주의 경쟁 우위를 보호합니다.

1. 자금 모집 역량

펀드 운용에 우선적으로 요구되는 것은 자금 모집 역량입니다. 만약 펀드에 운용자금이 없다면, 우수한 투자 기법은 가치를 발휘할 수 없습니다. Pemberton은 약 1,000에 달하는 LP와 주기적으로 소통하고, 200여 LP의 자금을 운용하고 있습니다. LP 자금 모집 역량과 함께, 투자 보고 등 사후 지원 역량 또한 NAV 파이낸싱 펀드 운용사를 선택할 때 매우 중요한 요소입니다.

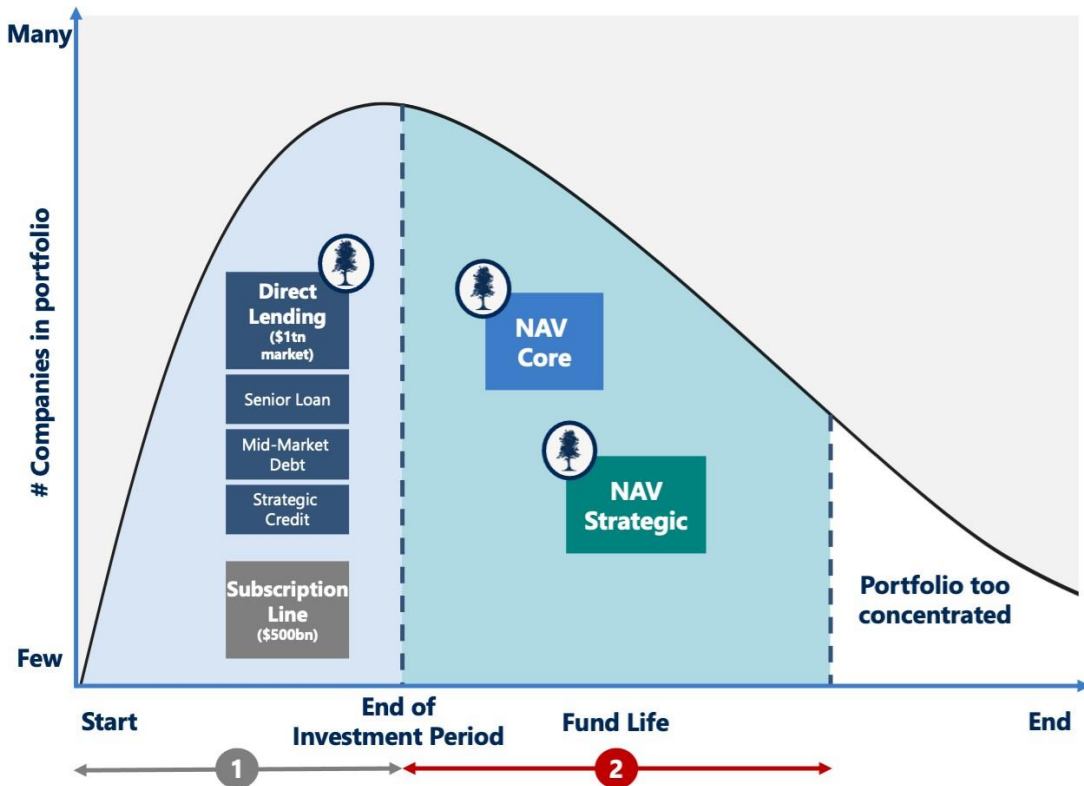
2. 딜 소싱 역량

자금 모집 역량에 더해, GP는 투자자를 대신해 딜을 소싱하며 시장에서 가장 우수한 거래를 선택하도록 기회를 최대한 확보해야 합니다. NAV 파이낸싱은 PE 포트폴리오를 담보로 설정한 대출을 포함하므로 PE 스폰서와의 관계 및 네트워크 개발이 핵심입니다.

Pemberton은 200여 개의 PE 스폰서를 적극적으로 관리하고 있으며, Direct Lending 전략을 통해 70여 개가 넘는 PE 스폰서의 포트폴리오 기업에 파이낸싱을 제공해왔습니다. Pemberton의 NAV 파이낸싱 솔루션은 PE 스폰서와의 네트워크를 처음부터 구축하기도 하지만, 기존에 협력하고 있는 PE 스폰서에게도 솔루션을 제공합니다.

은행은 PE 스폰서에게 제공하는 상품 및 서비스를 레버리지 파이낸싱부터 Subscription Line으로, 그리고 NAV 파이낸싱으로 확장해왔습니다. 이와 유사하게, Pemberton은 PE의 투자 기간 중 Direct Lending 플랫폼을 통해 기업에 파이낸싱을 제공해왔습니다. 따라서, 당사가 NAV 파이낸싱 플랫폼을 통해 PE 스폰서의 투자 기간이 지난 포트폴리오를 대상으로 대출을 제공하며 NAV 파이낸싱 분야에 참여하는 것은 자연스러운 전략 확장입니다. 리스크-수익 스펙트럼이 명확히 구분된 Direct Lending 전략을 통해, Pemberton은 이미 다수 PE 스폰서의 '핵심 파트너'로서 입지를 다졌습니다. NAV 파이낸싱은 PE 스폰서들에게 Pemberton의 입지를 강화할 것입니다.

Exhibit 4: Direct Lending and NAV Financing serving different phases of the life cycle of PE Funds



For illustrative purposes only.

아울러, Pemberton이 순수 Private Debt 플랫폼이라는 점 또한 딜 소싱에 주요 장점입니다. 대주가 NAV 파이낸싱 대출을 언더라이팅 할 때, 차주는 기초 자산의 NAV 뿐만 아니라 기업의 재무, 과거 실적, 사업 계획 등 모든 기초자산의 주요 정보를 제공해야 합니다. 이러한 정보는 극도로 민감하고 필수적이므로 PE 스폰서는 매우 신중하게 정보를 제공합니다. 물론, 스폰서는 이러한 민감한 정보를 자신에게 불리하게 활용할 수 있는 대상에게 공유하길 원치 않습니다. 이러한 이유에서 자신과 경쟁 구도를 형성할 수 있는 대상에게 중요 정보를 공유하지 않는 경우가 많으므로, PE 스폰서는 PE 비즈니스를 영위하는 NAV 파이낸싱 운용사를 기피합니다. 이러한 맥락에서, Pemberton은 PE 사업을 영위하지 않으며, Distressed 전략에 기반한 “경영권 인수” 의향이 없는 순수 크레딧 플랫폼이기에 이해관계가 상충하지 않는 NAV 파이낸싱 대주로서의 입지를 확보하고 있습니다.

3. 언더라이팅 역량

언더라이팅 측면에서, Direct Lending 플랫폼으로 시작한 Pemberton은 ‘크레딧 접근 방식’ (‘상향식’)을 채택하고 있습니다. 딜 소싱 방식과 유사하게, Pemberton의 Direct Lending 사업 부문은 NAV 파이낸싱 언더라이팅에 상당한 시너지를 제공합니다. 유럽 탐티어 Direct Lending 운용사인 Pemberton은 PE 스폰서의 기업 인수 시점에서, 이들을 분석한 경험이 있을 가능성이 높습니다. NAV 파이낸싱이 투자 기간이 종료된 PE 펀드에 대출을 제공한다는 점을 고려할 때, 이미 포트폴리오에 편입된 기업들에게 대출이 제공되는 것입니다. PE 스폰서들은 투자 기간 중 인수 자금을 조달하기 위해 Direct Lending 솔루션을 찾습니다. 이러한 경우, Pemberton은 Direct Lending 거래에 참여하거나 검토함으로써 그 기업에 대한 지식을 갖게 됩니다. 이로 인해, 당사는 기업이 PE 소유 하에서 어떠한 성과를 냈는지 알 수 있으며, NAV 파이낸싱 포트폴리오 내의 기초 자산에 대한 ‘상향식’ 평가를 수행할 때 과거의 정보를 활용할 수 있습니다.

Pemberton은 Direct Lending 사업 부문을 통해 대출을 제공한 연간 30-50개에 달하는 기업에 더해, 검토했지만 최종적으로 대출을 제공하지 않은 연간 700개가 넘는 기업의 정보를 갖고 있다는 점에서 우위를 선점합니다. 2019년 이래, Pemberton의 Direct Lending 플랫폼은 약 3,000개의 기업을 검토했으며, 지난 4-5년 이내에 집행된 대출은 현재 투자 경과한 PE 펀드의 포트폴리오에 속해 있을 가능성이 높습니다.

4. 사후 모니터링·관리·집행 역량

‘크레딧 접근 방식’ (‘상향식’ 접근) 은 사후 모니터링에도 적용됩니다. PE 펀드 포트폴리오 수준의 정보 (분기별/연간 보고서, AGM 행사 참여, 펀드 회계 내역 등) 에 더해, 당사는 필요 시 언더라이팅 방식과 유사하게 개별 자산을 심층적으로 분석하는 역량을 갖고 있습니다. Direct Lending 펀드에서 자산을 언더라이팅하고 모니터링하는 방식과 동일하게, Pemberton은 자산별 성과를 검토하고, 직접 산출한 NAV를 모니터링하며, 저성과 징후가 나타날 시 조기에 조치를 취할 수 있습니다. 최악의 경우, 특히 NAV 파이낸싱이 선순위 담보대출일 때, 담보 자산풀에 집행권을 행사할 수 있습니다.

결론

NAV 파이낸싱은 새로운 자산군으로 보일 수 있지만, 사실 오랫동안 존재해 왔습니다. 유럽 Direct Lending 시장 또한 은행이 할 수 있는 사업과 할 수 없는 사업이 존재하며, 점차 비은행권 기관으로 비중이 옮겨가는 것이 관찰되고 있습니다. NAV 파이낸싱 전략은 PE 펀드의 생애주기 중 특정 단계에서 스폰서에게 대출을 제공하지만, Direct Lending 전략 역시 펀드의 생애주기 내에서 대출을 제공하기에 서로 밀접하게 연결된 자산군입니다. Subscription Line 시장과 PE 세컨더리 시장이 성장한 것과 같이 NAV 파이낸싱 시장 또한 더욱 많은 PE 스폰서들이 도입하고 전 세계 투자자들에게 주요한 자산군이 될 것으로 예상됩니다. Direct Lending 사업 부문과의 시너지를 통해, Pemberton은 Private Credit 시장에서 투자자들에게 차별화되고, 매우 매력적이며, 빠르게 성장하는 시장에 대한 우수한 접근성을 제공하고 있습니다.

Pemberton's NAV Financing Team



Thomas Doyle

Partner | Head of NAV Financing Strategy

He joined Pemberton in 2022. He was previously a partner at 17Capital in London, where he was head of credit, and a member of the investment committee for both the credit and preferred equity strategies.

Tom has over 25 years' experience in banking and private debt, with experience in building and creating successful fund financing businesses in Europe and the US, including at JP Morgan where he established and led the fund financing business in EMEA and at KBC Financial Products, where he was global head of fund derivatives.

Tom is a CFA Charterholder from the CFA Institute and holds a Bachelor of Commerce from University College, Dublin.



Pavol Popp

Managing Director | Portfolio Manager of NAV Financing Strategy

He joined Pemberton in 2022. Pavol has over 23 years of experience in finance and banking. Prior to joining Pemberton, Pavol was a Managing Director at J.P. Morgan, where he established the structured financing business in EMEA and was Global Co-head of the Financing Solutions team with a direct responsibility for all structured lending business outside of US & Canada.

Pavol holds a Master's Degree in Finance from London Business School and MA in International Business from University of Economics, Bratislava.

DISCLAIMER

This document is about the Pemberton NAV Financing Strategy and is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes and does not constitute an offer or a firm commitment of any kind to provide any investment opportunity, fund structure or return. It should only be used for evaluation of any facts presented herein.

Investment in instruments that the strategy may reference are likely to be long-term and of an illiquid nature. Such instruments are also likely to involve an above average level of risk. This document does not purport to identify all of the risk factors associated with any exposure to such a strategy and prospective investors should make their own assessment of any risk involved in seeking exposure to the strategy or instruments referenced therein. There is no guarantee of trading performance and past or projected performance of the strategy or instruments referenced is no indication of current or future performance / results. The value of investments may fall as well as rise.

Exposure to the strategy is suitable only for sophisticated investors and requires the financial ability and willingness to accept for an indefinite period of time the risks and lack of liquidity inherent in the strategy or instruments referenced therein.

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Asset Management group of companies, being, Pemberton Asset Management SA, Pemberton Capital Advisors LLP and any other affiliates ("we", "our" or "us") and has not been independently verified.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of our affiliates or our respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

Certain information contained herein includes calculations or data that have been prepared internally and have not been audited or verified by a third party; as a result material differences may occur if using different methods for calculation or presenting information. There is no guarantee that the strategy, when implemented, will make the investments as discussed herein.

This document contains forward-looking statements, which give current expectations of the strategy's future activities and future performance. Any or all forward-looking statements in this document may turn out to be incorrect. They can be affected by inaccurate assumptions or by known or unknown risks and uncertainties. Although the assumptions underlying the forward-looking statements contained herein are believed to be reasonable, any of the assumptions could be inaccurate and, therefore, there can be no assurances that the forward-looking statements included in this document will prove to be accurate. In light of the significant uncertainties inherent in the forward-looking statements included herein, the inclusion of such information should not be regarded as a representation that the objectives and plans discussed herein will be achieved. Further, no person undertakes any obligation to revise such forward-looking statements to reflect events or circumstances after the date hereof or to reflect the occurrence of unanticipated events. In addition, the statements herein containing words such as "may," "will," "should," "expect," "anticipate," "estimate," "intend," "continue" or "believe" (or the negatives thereof) or other variations thereon or comparable terminology are forward-looking statements and not historical facts. Due to various risks, uncertainties and assumptions, including, without limitation, those set forth herein, actual events or results or the actual performance of the investments may differ materially from those reflected in or contemplated by such forward-looking statements.

Return targets are presented only for comparative purposes and as a guide to assist prospective investors in evaluating the strategy described herein and their implicit risk/reward ratio. Targeted returns are subjective determinations by us based on a variety of factors that we consider relevant, such as the historical performance of other similar investments, investment vehicles and strategy, leverage and market conditions. Targeted returns do not reflect either actual past performance or a guarantee of future performance. There can be no assurance that any return target will be met.

The information contained herein employs proprietary projections of expected returns as well as estimates of their future volatility. The relative relationships and forecasts contained herein are based upon proprietary research and are developed through analysis of historical data and capital markets theory. These estimates have certain inherent limitations and, unlike an actual performance record, they do not reflect actual trading, liquidity constraints, actual market conditions or fees and other costs. References to future returns are not promises or even estimates of actual returns that an investor portfolio may achieve. The forecasts contained herein are for illustrative purposes only and are not to be relied upon as advice or interpreted as recommendations.

No representation or warranty is made by us or any of its related entities or affiliates as to the sufficiency, relevance, importance, appropriateness, completeness, or comprehensiveness of the market data, information or summaries contained herein for any specific purpose.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on our behalf in connection with any potential investment. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

These materials contain confidential and proprietary information, and their distribution or the divulgence of any of their contents to any person, other than the person to whom they were originally delivered and such person's advisors, without our prior consent is prohibited.

These materials are not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation.

This document has been prepared and issued for use in the UK and all countries outside of the European Union and Middle East by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 5 Howick Place, London SW1P 1WG, United Kingdom. Registered with the US Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757. Tel: +44(0) 207 993 9300.

This document has been prepared and issued for use in the European Union by Pemberton Asset Management S.A.. Pemberton Asset Management S.A. is authorised and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") and entered on the CSSF Register with the firm reference numbers A1013 & A1342 and is registered in Grand Duchy of Luxembourg at 70 route d'Esch, L 1470. Pemberton reports to the US Securities and Exchange Commission as a reporting exempt investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD 282865 and SEC File No. 802-107832. Tel: +352 26468360

This material is being distributed/issued in the Middle East by Pemberton Capital Advisors LLP (DIFC Branch) ("PCA DIFC"). PCA DIFC is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). This document is intended only for Professional Clients or Market Counterparties as defined by the DFSA and no other person should act upon it.

www.pembertonam.com

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton

Pemberton Capital Advisors LLP

5 Howick Place

London, SW1P 1WG

United Kingdom

Registered in England No. OC359656.

General Enquiries

info@pembertonam.com

Tel: +44 (0)20 7993 9300

www.pembertonam.com