



사모 대출

퍼페추얼 BDC의 스타일 변화 이해하기

만기없이 지속 운용되는 퍼페추얼(Perpetual) BDC의 투자 성과는 스타일 및 자산배분 차이에 따라 달라질 수 있습니다.

INSIGHTS

일부 퍼페추얼(Perpetual) BDC의 인기 및 빠른 자본 조달 속도로 일부 운용사들이 진정한 미들마켓(true middle market) 밑에 선별적으로 자본을 집행하기가 어려워짐에 따라, 포트폴리오의 스타일 변화가 불가피해졌으며(스타일 드리프트; Style Drift), 이 경우 투자자는 원치 않는 위험에 노출될 가능성이 있습니다.



조 마즐리(Joe Mazzoli)

베어링 BDC 투자자 관리 및 고객개발 대표

사모 대출에 대한 투자 접근성이 커지고 있습니다. 사모 대출은 한때 기관 투자자의 영역이었으나 최근 몇 년간 투자자 기반이 대폭 확장되면서, 이제 웰스 리테일 투자자도 사모 대출에 투자할 수 있게 되었습니다. 집합투자기구의 일종인 BDC의 출현으로 사모 대출 투자가 대중화된 것입니다. BDC에는 몇 가지 유형이 있으며, 유동성 및 기준가격 변동 선호도에 따라 선택적으로 BDC에 투자할 수 있습니다:

- **공모(Public) BDC**는 증권거래소에서 공개적으로 거래되는 BDC입니다. 공모 BDC는 투자자에게 의미 있는 유동성을 제공하지만, 상장 주식의 특성상 시장 움직임에 따라 상승 또는 하락할 수 있어 투자 변동성이 높습니다.
- **사모(Private) BDC**는 폐쇄형 구조인 사모 펀드와 마찬가지로 투자 금액 약정 이후 투자금을 인출하는 구조의 투자기구입니다. 사모 BDC는 시장 상승 또는 하락에 따른 기술적인 영향에서 벗어나 있어, 공모 BDC 대비 변동성이 낮은 편입니다. 하지만 투자 지분 매매에 제약이 따라 유동성이 제한적입니다.
- **퍼페추얼(Perpetual) BDC**는 최소 투자금액으로 투자 집행이 완료된 다각화된 포트폴리오에 투자가 가능하며, 분기(또는 월)별 현금 배당을 바로 받을 수 있다는 장점이 있습니다. 특히 만기 없이 지속 운영되며 분기별 주식공개매수(Tender Offer)를 통해 유동성이 확보되므로, 웰스 투자자들 사이에서 점점 인기가 높아지고 있습니다.

퍼페추얼 BDC의 성장은 특히 일부 운용사에겐 양날의 검과도 같은 결과가 되었습니다. 한편으로는, 더욱 많은 투자자들이 잠재적으로 매력적인 일드 수준, 역사적으로 높은 위험조정 수익률, (사모 대출의 대표적인 특징이기도 한) 상대적으로 낮은 변동성 등의 이점을 누릴 수 있게 되었습니다. 그러나, BDC의 인기가 높아지며 일부 운용사들이 수요 충족이 가능할 만큼의 양질의 거래를 충분히 창출해내는데 어려움을 겪으면서, 포트폴리오 스타일의 변화가 불가피해졌고(스타일 드리프트; Style Drift), 이 경우 투자자가 원치 않는 위험에 노출될 가능성이 커졌습니다.

여러 BDC에서 투자하는 BSL*

퍼페추얼 BDC는 일반적으로 전통적인 미들 마켓 선순위 대출에 투자하는 사모 대출 투자기구입니다. 미들 마켓 기업은 일반적으로 EBITDA(상각전영업이익) 1,500~7,500만 달러 기업으로 정의되며, 은행 주도의 신디케이트 대출 조건 고려시 BSL 위주 공모 시장에서 자본 조달에 어려움을 겪는 경우가 많습니다. 투자 자금을 과모집한 퍼페추얼 BDC의 경우, “진정한” 미들 마켓 자본 배치에 어려움을 겪을 수 있으며 실제로 관련 문제가 발생하기도 합니다.¹ 사모 대출 투자는 자본을 특정 기간 내에 배치해야 전체 수익률에 영향을 주지 않으므로, 운용사 입장에서 신속히 투자를 집행해야 한다는 압력을 받습니다.

***BSL(Broadly Syndicated Loans)** : 기업 자금 조달 방식의 하나로 주로 은행의 주도로 구성된 대출자 그룹(syndication)을 통해 자금을 모집. 사모 시장에 비해 대출자 그룹의 규모가 훨씬 크고, 유통시장이 형성되어 있어 유동성은 다소 높으나 스프레드는 사모시장에 비해 낮게 형성됨.

1. 분기별 또는 월별 공개 보고서 및 시장 트렌드 기반 베어링 관측.

“... 과도한 BSL 투자는 투자자가 미처 예상하지 못한 방식으로 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다..”

이에 따라, 일부 운용사는 BDC 포트폴리오의 상당 부분을 BSL로 채우거나, 경우에 따라 사모 대출보다는 공모 대출에 더 가까운 대기업/대규모의 사모 대출 딜을 편입하는 경우가 발생할 수 있습니다. 포트폴리오내 BSL 편입 비중이 큰 퍼펙추얼 BDC 운용사는 이를 소위 ‘유동성 슬리브 (Liquidity Sleeve; 유동성 투자)’라고 주장할 수도 있겠지만, 유동성이 큰 대출에 투자하는 비중이 높은 운용사들 중 상당수는 사모 대출 투자 집행 역량이 부족한 경우가 많습니다. 발행년도가 잘 분산된 사모 대출 포트폴리오는 보유 대출별 만기가 골고루 분포되어 있어 유동성이 유기적으로 창출되므로, 유동성 슬리브는 주로 운용 역량이 뒤떨어지는 신규 사모 대출 시장 진입 운용사에게만 해당되는 이야기일 수 있습니다. 또한, BSL에 투자하기 원하는 투자자는 일반적으로 공모 시장을 통해 더 낮은 수수료로 BSL 투자가 가능합니다.

물론, BDC내 BSL이 투자성과에 미치는 영향은 그 규모에 따라 달라질 수 있겠지만, 과도한 BSL 투자는 투자자가 미처 예상하지 못한 방식으로 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다. BSL은, 사모 대출과 마찬가지로, 변동금리가 적용되며, 발행사 자본 구조의 최상단에 위치하지만, 보통 스프레드가 낮은 편이며, 재무 약정이 없고, 사모 대출임에도 불구하고 공모 시장에 준하는 수준의 변동성을 보일 수 있습니다.

투자 성과

과거 수익률이 반드시 미래의 성과를 보장하는 것은 아니지만, 사모 대출의 주요 투자 매력 중 하나는 공모 시장 대비 잠재적으로 높은 스프레드 프리미엄이 제공된다는 사실일 것입니다. 전통적으로 이러한 프리미엄은 비유동적인 사모 대출 시장의 특성 또는 만기 (일반적으로 5~7년) 도래 전 자산 매각이 자유롭지 않다는 사실에서 비롯됐습니다. 또한 사모 대출은 은행을 통해 조달이 불가능하며, 대출기업과 직접 거래를 통해 비공개 협상을 진행해야 합니다.

BSL 시장이 대규모의 활성화된 유동시장의 기능을 수행하고 있음을 감안하면, 투자자는 BSL 시장에서 보다 쉽게 자산을 매매할 수 있습니다. 이에 따라, 유동성이 중요한 투자자에게 BSL의 스프레드 매력도가 커보일 수 있으나, BSL은 일반적인 사모 대출에 비해 스프레드 수준이 더 낮은 경우가 많습니다. 이러한 점은, 궁극적으로, 투자 성과 측면에서 사모 대출 투자자의 기대를 충족하지 못할 가능성이 있습니다. 일반적으로 유동성이 있는 BSL보다 유동성이 낮은 사모 대출의 투자 수익이 더 높을 것으로 기대되므로, BDC 포트폴리오내 높은 BSL 투자 비중은 결과적으로 전반적인 투자 성과 부진을 초래할 수 있습니다. 일례로, ‘진정한’ 사모 대출에만 전면적으로 투자하는 BDC는 역사적으로 두 자릿수 초반의 수익률을 기록했으나, BSL 또는 대규모 사모 대출 딜에 주로 투자하는 BDC는 수익률이 한 자릿 수에 그칠 가능성이 더 큽니다.²

2. 공개적으로 이용 가능한 시장 데이터에 대한 베어링 관측 기반.

변동성

또한 공모 대출 투자는 퍼페추얼 BDC 포트폴리오에 공모 시장의 변동성을 더하는 결과를 초래할 수 있습니다. 일반적으로 사모 대출 투자자는 낮은 변동성, 공모 시장과의 낮은 상관관계, 사모 시장으로의 분산 투자 효과 등에 매력을 느껴 사모 대출에 투자하는 경우가 많습니다. 예를 들어, 위험 추구에서 위험 회피로 투자 심리 전환시, 시장의 BSL 매도 압력 상승에 따라 BSL 투자 비중이 큰 BDC 포트폴리오의 순자산가치는 하락할 수 있습니다. 유동성이 낮은 자산 투자로 시장 변동성의 영향을 줄이고자 했던 BDC 투자자에게 유동성 자산의 비중이 큰 BDC 포트폴리오는 유쾌하지 않은 투자 결과를 안겨줄 가능성이 있습니다.

재무약정 문서화

BSL은 일반적으로 손실 관리에서 중요한 재무 유지 약정 등 구조적으로 강력한 보호 장치의 제공이란 측면에서 다소 미흡할 수 있습니다. 핵심 미들 마켓(core middle market) 거래의 대부분은 재무 유지 약정을 보유하고 있어 포트폴리오 하방 위험으로부터 투자자 보호에 도움이 됩니다. 재무 유지 약정을 통해, 가장 기본적으로, 운용사는 대출기업 실적 부진시 조기에 개입해 영향력을 행사할 수 있습니다. 또한 재무 유지 약정은 문제가 생겼을 때, 협상 테이블에서 대출기관이 주도적으로 투자원금을 보호할 수 있는 권한을 부여합니다. 퍼페추얼 BDC와 같은 투자기구는 강력한 보호 장치가 부족하면 특히 시장 환경이 어려울 때 투자 회수에 곤란을 겪는 등 투자자를 포트폴리오 하방 위험에 빠뜨릴 수 있습니다. 지금과 같이 우호적인 환경에서는 보수적인 재무약정이 가져다 주는 이점이 두드러져 보이지 않을 수 있으나, 사이클 하락기에는, 재무 유지 약정과 같은 구조적 보호 장치의 중요성은 절대적일 수 있습니다.

도표 1: 구조적으로 더 높은 수준의 보호력을 제공하는 핵심 미들 마켓

| | 사모 대출 | | 공모 대출 | |
|--------------------------|-------------------------|--------------------|----------------|----------------|
| | 핵심 미들 마켓 | 대기업/ 메가캡 | BSL | 하이일드 채권 |
| 대출기업 규모 | EBITDA \$1,500-\$7,500만 | EBITDA \$7,500만 이상 | EBITDA \$1억 이상 | EBITDA \$1억 이상 |
| 비공개 협상 | ● | ● | ● | ● |
| 변동금리 | ● | ● | ● | ● |
| 선순위 대출 | ● | ● | ● | ● |
| 재무 유지 약정 | ● | ● | ● | ● |
| 대출기관 영향력 | ● | ● | ● | ● |
| 콜 프로텍션 (Call Protection) | ● | ● | ● | ● |
| 워크아웃(Workout) 프로세스 컨트롤 | ● | ● | ● | ● |

● 자주
 ● 때때로
 ● 매우 드물게

일러스테이션 용도. 베어링 시장 관측, Moody's 및 S&P LCD 포함 제3자 데이터 관측 기반. 2024년 6월 기준.

BDC 포트폴리오에서 대기업 사모 대출 및 BSL의 비중이 커지는 상황에서, 투자자는 BDC의 기본 포트폴리오 구성에 대해 잘 이해하고 있어야 합니다. 대표적으로 포트폴리오의 발생사 규모로 포트폴리오 스타일의 변화 여부(스타일 드리프트; Style Drift)를 파악할 수 있습니다. 앞서 언급했듯이, 진정한 미들 마켓은 전통적으로 EBITDA 1,500~7,500만 달러 규모 발행사 위주로 구성되어 있습니다. 따라서 발행사 EBITDA 평균이 1억 또는 2억 달러 이상인 경우, 해당 포트폴리오의 위험도는 잠재적으로 높을 수 있습니다. 이러한 포트폴리오는 우선, BSL 투자 비중이 높아 투자자가 인지하지 못하고 있거나 예상치 못한 투자 성과 또는 유동성 등의 문제를 안고 있을 가능성이 있습니다. 또한 포트폴리오에 **대규모의 사모 대출 딜**이나 미들 마켓 상단부 거래가 포함되어 있을 가능성이 있습니다. 이러한 대출 역시 기술적으로 사모 대출에 해당되긴 하지만, 일반적인 전통 미들 마켓 대출 대비 기대 수익률이 낮고 재무 유지 약정이 부실한 경우가 많습니다. 이러한 대규모 사모 대출 딜은 BSL 시장과 직접 경쟁해야 하므로, BSL 시장의 가격 및 기타 조건을 수용해야 하는 경우가 많습니다.

운용사 역량 (및 포트폴리오) 확인이 필수적

퍼페추얼 BDC는 사모 대출 성장, 웰스 투자자로의 투자 저변 확대 등에 큰 기여를 해왔습니다. 하지만 일부 운용사의 자본 조달 속도가 빨라지면서 진정한 미들 마켓 투자는 더 어려워졌습니다. 이에 대응해 여러 운용사가 BSL 및/또는 대규모의 사모 대출 딜을 포트폴리오에 추가하는 등 시장 상단부로 투자 범위가 확대되고 있으며, 이는 리스크 및 리턴 측면에서 투자자에게 여러 가치를 시사합니다. 사모 대출 투자에는 위험이 따릅니다. 크레딧 및 유동성 리크스 노출 위험이 있으며, 극단적인 경우 디폴트 리스크에 처하게 될 수도 있습니다.

이러한 상황에서 투자자는 투자 파트너인 운용사 및 해당 포트폴리오를 눈여겨보아야 합니다. 운용 경험과 함께, 얼마나 체계적으로 포트폴리오를 구성하는지 면밀히 살펴야 하는 것입니다. 궁극적으로 사모 대출 투자를 통한 매력적인 위험 조정 수익 창출의 핵심은 운용사의 투자원금 보존 역량, 보수적인 투자 접근법 실행 역량, 이해관계의 조정 능력 등에 달려 있다고 볼 수 있습니다.

베어링자산운용은 기관 투자자 및 보험사, 판매사 등과의 파트너십을 통해 다양한 맞춤형 투자 서비스를 제공하는 글로벌 자산운용사로 4,093억 달러* 이상의 수탁고를 보유하고 있습니다. 세계적인 보험사 매스뮤추얼(MassMutual)의 자회사인 베어링자산운용은 채권, 실물 자산, 캐피탈 솔루션 등에서 글로벌 네트워크 및 투자 역량을 적극 활용, 공·사모 시장에서 초과 수익을 추구합니다.

중요정보

본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 향후 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며, 투자 수익은 보장되지 않습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증 및 보장하지 않습니다.

•이 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. •집합투자증권은 자산가격 및 환율 변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. •과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. •투자자는 이 금융투자상품 <집합투자증권>에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. •외화자산의 경우 환율변동 위험을 헤지할 계획이나(UH형 제외) 환율변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다. •하이일드채권 투자시 신용위험 및 유동성위험이 상대적으로 높아 원리금 지급이 원활하게 이루어지지 않을 위험이 크며, 이로 인하여 투자원금 손실이 발생할 수 있습니다. •투자대상국가의 시장, 정치 및 경제 상황 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. •재간접형펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. 본 자료의 용도는 판매사 사내한 또는 가입고객 열람용으로 제한함.

전문 투자자 및 판매사 배포용. 본 자료는 개인투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 베어링자산운용(BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED)이 발행하였습니다. 본 자료는 정보제공의 목적으로 작성된 것으로 베어링자산운용이 제공하는 특정 상품이나 서비스의 판매나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아닙니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자 및 세금, 법적 자문이나 권유 행위로 인식될 수 없습니다.

본 자료에는 현재 의견 및 예상, 예측에 근거한 예측 정보가 포함될 수 있습니다. 당사는 예측 정보를 갱신하거나 수정할 의무가 없으며, 실제 결과는 예측 자료와 현저히 달라질 수 있음을 유념하시기 바랍니다. 당사는 여기에 인용된 제 3자로부터 얻은 정보가 발행일을 기준으로 정확하다고 판단합니다. 어떠한 투자 결정도 본 자료의 정보에 의존하여 이루어져서는 안됩니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 “계열사”) “베어링” 으로 통칭합니다.

본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하지 않고 작성되었습니다. 따라서, 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 대한 권고가 아니며 그러한 행위로 인식되어서도 안됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안됩니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다. 본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2023 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용도로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제 2024-3796239호(2024.08.16~2027.08.15)

BARINGS.COM에서
보다 자세한 사항을 확인하세요

*2024년 6월 30일 기준

24-3671329