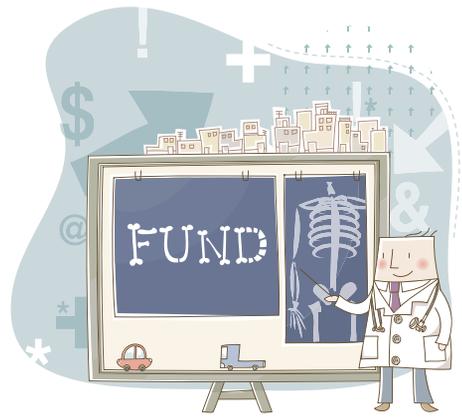




기업구조조정으로 주목받는 사모투자펀드(PEF)



최근 산업은행이 사모투자펀드(Private Equity Fund; 이하 PEF)를 조성하여 유동성 문제를 겪고 있는 대기업그룹 계열사의 매입을 추진하고 있고, 정책당국 또한 기업구조조정에 민간자본을 참여시키기 위해 자본시장법 개정을 통해 PEF 관련 규제를 완화할 것은 발표함에 따라 PEF가 기업구조조정의 주인공으로 주목받고 있다. 본고에서는 2005년 국내에 PEF가 처음 도입된 이후 PEF 시장의 성장과정 및 현황을 소개하고, 최근 PEF시장을 둘러싼 환경 변화를 살펴봄으로써 시사점을 도출해보고자 한다.

1. 사모투자펀드(PEF)란?

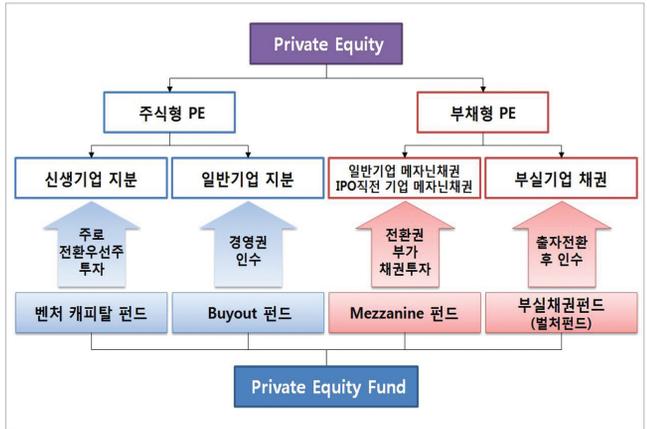
우리나라의 경우 자본시장법을 통해 사모투자펀드(PEF)의 설립방법과 운용제한 등을 명확히 규정하고 있어 이에 근거하여 PEF의 정의를 명확히 할 수 있으나, 미국이나 영국 등 대부분의 국가에서는 사모펀드를 법으로 규정하고 있지 않고 관행상 PEF, 헤지펀드 등으로 분류하고 있어 자칫 용어상의 혼란을 가져오기 쉽다. 따라서 먼저 일반적인 PEF의 개념에 대해 알아본 후 이와 비교하여 국내법상 PEF 제도를 살펴보는 것이 이해에 도움이 될 것이다.

PEF의 정의 및 분류

일반적으로 PEF는 소수의 투자자들로부터 사모 방식으로 자금을 모집하여 기업의 지분 등에 사적인 방법으로 투자하는 펀드를 말한다. PEF는 다시 투자전략에 따라 ①창업단계의 기업 지분에 투자하여 수익을 추구하는 벤처캐피탈(Venture Capital), ②기업의 경영권에 투자하여 기업가치를 높인 후 매각하는 바이아웃(Buyout), ③부채와 지분투자의 중간성격을 가진 CB, BW 등에 투자하는 메자닌(Mezzanine),

④현금흐름에 문제가 있는 부실기업의 채권에 투자하는 부실채권 투자(Distressed debt investing)로 나눌 수 있다. PEF를 좁은 의미로 사용하는 경우 보통 Buyout PEF를 의미하며, 인수자금의 상당 부분을 인수 대상 기업의 자산이나 미래 현금흐름을 담보로 차입한다는 점에서 Leveraged Buyout(LBO) 펀드로 불리기도 한다.

Private Equity와 PEF의 유형



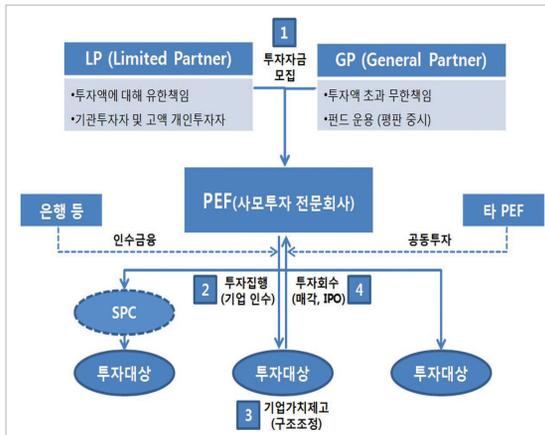
국내법에 의한 PEF의 개념

우리나라의 사모투자펀드(PEF; 정식명칭은 사모투자전문회사)는 IMF 이후 국내 우량기업들이 외국자본에 의해 인수되면서 막대한 국부가 유출된 데 대한 반성으로 국내기업을 인수할 수 있는 토

종자분을 육성하자는 취지에서 2004년 처음 도입되었다. 기업 경영권 참여 목적의 투자를 법으로 정하고 있어, 앞서 살펴본 PEF의 여러 유형 중 Buyout 방식을 전제로 한다고 볼 수 있다.

국내 PEF는 상법상 합자회사의 형태를 취하고 있으며, 무한책임사원(GP; General Partner)과 유한책임사원(LP; Limited Partner)으로 구성된다. 무한책임사원은 PEF의 운용회사로서 투자자금의 조달과 투자집행의 기능을 수행하며, 채권자에 대해 무한책임을 부담한다. 유한책임사원은 투자자금을 위탁한 투자자로 자신의 투자 금액에 대한 책임만 부담하며 일반적으로 소수의 고액 개인투자자 및 연기금, 금융기관과 같은 기관투자자들이 유한책임사원으로 참여한다. 국내 PEF의 구조와 투자절차는 다음과 같다.

PEF의 구조 및 투자절차(Buyout펀드, 블라인드형)



1. 투자자금 모집 투자자(LP)와 출자약정 체결, GP도 일부 출자하여 PEF설립
2. 투자 집행 투자대상 선정하여 기업인수 (경우에 따라 차입, 공동투자)
3. 기업가치제고: 구조조정/경영혁신/ 통합 경영 효율화, 현금흐름 위주의 경영
4. 투자 회수: 매각, 상장을 통해 이익실현하여 배분

2. 국내 PEF 시장의 성장 및 특징

2004년 이전: 외국계 PEF의 전성기

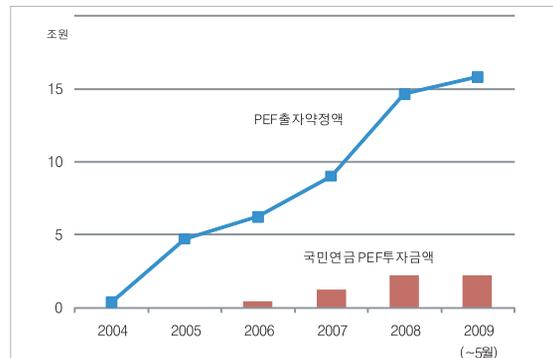
외환위기 이후 2003년까지 국내 M&A시장은 해외에서 모집된 외국계 PEF가 주도했다. 1998년 H&Q와

Lombard가 굿모닝증권을 8천2백만 달러에 인수한 것을 시작으로 외국계 PEF들은 2003년까지 총 66억 달러를 국내 기업에 투자하여, 몇 년 후 천문학적 규모의 차익을 거둬들였다. 국부 유출이라는 측면에서 이들의 국내투자를 비판하는 시각도 있었으나, 당시 국내외 금융기관이나 개인 투자자들은 국내 기업들에 대한 투자에 소극적이었던 점, 많지는 않았지만 외국계 PEF의 실패 사례도 있었다는 점 등을 생각해보면 외국계 PEF가 거둔 수익은 상당 부분 투자위험을 감내한 대가로 볼 수 있다. 아쉽게도 당시 국내에는 외국계 PEF와 같이 고위험을 감수할 수 있는 투자자로부터 대규모 자금을 모집하여 향후 성장 가능성이 높은 기업을 발굴하여 투자할 수 있는 투자 메커니즘과 노하우가 부족했을 뿐이다.

2005년 이후: 국내 PEF의 성장

2004년 PEF가 도입된 이후 국내 PEF시장은 지속적으로 성장해 왔다. 금융감독원의 PEF 등록 현황에 따르면, PEF 출자약정액은 2005년 5조원에서 2008년 15조원으로 약 3배 규모로 성장하였으며, 국민연금 등 연기금 또한 대안투자의 일환으로 PEF 투자금액을 점차 늘리고 있는 추세이다. 자금 모집에서부터 투자금 회수까지 상당 기간이 소요되는 PEF의 특성상 대부분의 경우 아직 수익을 실현하지 못하고 있으나, 일부 PEF는 기업 매각을 통해 수익을 실현하면서 운용 성과(Track Record)를 쌓아 가고 있다.

PEF 출자약정액 및 국민연금 PEF투자 증가 추이



자료: 금융감독원, 국민연금

국내 PEF 시장의 특징

시장의 성장에도 불구하고 국내 PEF 시장이 갈 길은 아직 멀다. 가장 큰 문제는 투자성과에 대해 GP와 LP간에 신뢰 형성이 부족하다는 점이다. PEF에 투자하는 시점으로부터 수익을 확정하기까지는 적어도 3년 이상의 시간이 걸리는데, 현재까지 설립된 80여 개의 국내 PEF 중 수익을 실현한 경우는 4~5건에 지나지 않는다. 해외 PEF의 경우 수십 년에 걸쳐 운용 성과를 축적하면서 이제는 운용사의 이름만으로도 LP들로부터 신뢰를 얻을 수 있게 되었으나, PEF의 역사가 짧은 우리의 경우 GP의 운용 능력 및 기대 수익을 가능할 수 있는 기준이 아직 불확실한 것이다.

이와 같은 신뢰 부족 현상은 LP들의 적극적인 PEF 투자를 가로막는 요인이 되고 있다. LP들이 구체적인 투자대상을 정하지 않은 채 대규모의 자금을 조성한 뒤 기업 인수 등 투자에 나서는 블라인드 방식의 PEF보다 투자대상을 정한 뒤 자금을 모으는 프로젝트 방식의 PEF를 선호하는 경향을 보이는 것이나, 경영권을 확보하여 고수익을 추구하는 전략적 투자보다 재무적 투자나 CB, BW와 같은 메자닌 투자를 통해 비교적 안정적 수익을 제공하는 PEF를 선호하는 것도 이 같은 신뢰 부족에 기인한 바가 크다.

3. 최근 PEF 시장을 둘러싼 환경 변화

글로벌 금융위기가 기업의 실적을 악화시켜 PEF의 수익률을 떨어뜨리면서 PEF 시장 또한 급격히 위축되었다. 투자 회수단계에 이르러 좋은 운용 성과를 통해 LP들의 신뢰를 쌓고자 했던 국내 GP들의 꿈도 다시 멀어지는 듯했다. 하지만 한편으로 경기 침체에 따른 기업구조조정 시장의 확대는 PEF에게 엄청난 기회가 될 전망이다. 해외 PEF의 국내 진출, 기업구조조정, 규제완화 등 최근 PEF 시장을 둘러싼 환경변화에 대해 살펴보고자 하겠다.

해외 PEF의 귀환

금융위기로 인해 글로벌 PEF들 또한 상당한 타격을 입었으나 PEF에 대한 투자자금은 크게 줄어들지 않았다. 2008년 세계적으로 PEF가 약 20%의 손실을 났으나, 이는 헤지펀드의 수익률과 비슷한 수준으로, 미국 주식(-37%)이나 부동산(-38%), 원자재(-47%)보다는 나은 성적을 기록했다 때문이다. 금융 리서치회사인 그리니치 어소시에이츠에 따르면 미국의 기업연금들은 향후 5년간 자신들이 투자한 PEF의 수익률을 연 10.1%로, 헤지펀드의 기대수익률(연 7.8%)보다 높을 것으로 보고 있다.

글로벌 PEF의 국내 진출도 활발하다. 세계 최대의 PEF 중 하나인 콜버그크래비스로버츠(KKR)는 5월 OB맥주를 18억 달러(2.3조원)에 인수한데 이어 산업은행과 투자협약을 맺고 국내 투자대상을 물색 중이며, 또 다른 글로벌 PEF인 블랙스톤(Blackstone)은 국민연금과 공동펀드 설립을 약속하고 약 20억 달러를 출연하여 국내 기업, 부동산, 주식, 채권에 투자할 계획이다. 최근 설립된 대형 PEF인 MBK파트너스2호(1.5조)와 마이어제1호(1조)에도 상당 부분 외국계 자금이 LP로 참여한 것으로 알려진 등 앞으로도 글로벌 PEF들은 다양한 형태로 국내에 진출할 것으로 예상된다.

구조조정의 도구로 주목

최근 정부 주도의 기업구조조정이 진행되면서 PEF가 기업구조조정의 유용한 도구로 활용되고 있다. 산업은행은 5월 설립한 PEF인 KDB턴어라운드를 통해 선물환 손실로 어려움을 겪고 있는 유망 중소기업을 인수하였으며, 해외 투자유치 등을 통해 대형 PEF를 조성하여 동부, 금호 등 유동성 위기를 겪고 있는 대기업 그룹의 계열사를 매입해 줄 예정이다. 이에 따라 산업은행은 앞서 언급한 KKR과의 투자협약 외에도 최근 아부다비 투자사절단을 대상으로 투자유치를 위한 설명회를 여는 등 투자자금 유치에 힘을 쏟고 있다.

한편, 두산그룹은 PEF를 이용하여 경영권을 유지하면서도 약 6300억원의 유동성을 확보하여 주목을 받았다. 두산은 재무적 투자자인 미래에셋PEF 및 IMM PE와 손을 잡고, 특수목적회사(SPC)를 설립하여 4개 계열사 지분을 각각 51대 49의 비율로 인수하였다. 경영권을 그대로 유지하면서 지분 매각대금을 유동성으로 확보한 것이다. 단기적으로는 유동성을 확보하면서도 장기적으로 기업가치제고를 통해 추가적인 수익을 발생시킬 수 있도록 하여 거래구조 측면에서 시장의 호평을 받고 있다.

PEF의 규제 완화: 재무안정PEF

한편, 정부는 민간 자본인 PEF를 이용하여 기업구조조정을 활성화하기 위해 국회에 자본시장법 개정안을 제출한 상태이다. 개정안의 주요 내용은 크게 두 가지인데, 하나는 중소기업 투자를 목적으로 공모 방식의 '기업재무안정투자회사' 제도를 신설하여 집합투자자산의 운용 제한을 완화시켜주는 것이고, 다른 하나는 '기업재무안정PEF' 제도를 신설하여 재무구조 개선 기업에 투자하는 PEF에 대해 규제를 완화하는 것이다.

현행 자본시장법에서는 PEF의 자산운용에 대해 출자금액의 50% 이상을 다른 회사의 경영권 참여 목적의 투자 등으로 운용하도록 하고, 투자대상기업이 발행한 지분증권을 6개월 이상 보유하도록 하는 등 Buyout 방식의 투자를 전제로 하고 있어 다양한 형태의 PEF의 활성화에 걸림돌이 되고 있었다. IMF 시기에 비해 기업들의 펀더멘털이 탄탄해 경영권을 인수하는 Buyout 방식의 투자기회는 많지 않았기 때문이다. 법 개정을 통해 재무구조개선기업에 한해서는 경영권 참여와 관계없이 메자닌 자산, 부실채권, 부

동산 등에 대해 자유로운 투자가 가능하도록 함으로써 자본시장의 활성화와 원활한 구조조정을 통한 경제 효율화가 기대된다.

4. 시사점

2005년 신한 Private Equity가 설립을 계기로 당행 또한 신한PE를 비롯한 여러 PEF에 LP로서 투자하고 있다. 하지만 앞서 언급한 높은 위험과 불확실성, 긴 투자기간, 성과평가의 어려움과 같은 PEF 투자의 특성이 은행업과는 잘 맞지 않는 면이 있어 투자에 그다지 적극적이지 못했던 것도 사실이다.

하지만 PEF 시장과 관련한 최근의 환경변화는 은행에 새로운 기회를 가져다 줄 수 있다. 구조조정시장의 활성화로 인수금융과 같은 전통적인 은행의 영역이 활성화되는 것 외에도, 예를 들면 PEF 운용사의 핵심 기능인 자금 모집 및 운용을 제외한 업무(투자대상 소개, Back office 등)에 대한 아웃소싱 서비스를 제공하여 새로운 수익원을 확보할 수도 있을 것이다. 또한 기업재무안정PEF를 설립하여 당행 거래종인 구조조정 기업의 우량 자산을 매입해준다면 은행의 자산 건전성을 제고하는 동시에 향후 투자수익도 기대할 수 있는 효과가 있을 것이다.

장기적으로 자본시장의 성장으로 인해 은행의 수익기반이 약화되는 문제는 우리의 생존 및 성장을 위해 반드시 풀어야 할 숙제이다. 현실에 안주하지 않고 변화하는 환경에 맞춰 끊임없이 진화하는 종(種)이 끝까지 살아남는 것처럼, PEF가 은행업과 잘 맞지 않는 분야라고 외면할 것이 아니라 환경의 변화에 맞춰 끊임없이 새로운 기회를 찾아 스스로를 변화시킨다면 어려운 상황 속에서도 지속적인 성장 동력을 발굴할 수 있을 것이다. 🌐

현행 PEF와 기업재무안정 PEF

구분	현행 PEF	기업재무안정 PEF
투자대상기업	제한 없음	재무구조개선기업
운용대상	경영권참여 목적의 투자 - 펀드재산의 50% 이상 주식에 투자 - 대상기업 발행주식의 10%이상 투자	경영권 참여 관계없음 - BW, CB, NPL, 부동산, 영업권 등에 자유롭게 투자 가능
자금차입	펀드재산의 10%(SPC차입: 200% 이내)	펀드재산의 200%(SPC+PEF 차입: 200% 이내)
주식처분	6개월 내 처분금지	제한 없음
대출/담보제공	금지	허용