

# 국내 PEF의 현황과 기업 구조조정에서의 역할

2016년 3월 11일

박용린  
자본시장연구원  
금융산업실장



Korea Capital  
Market Institute

# Contents

**I**    국내 PEF 시장의 현황 및 특징

**II**    국내 PEF의 성과

**III**    국내 PEF 시장의 개선 방향

**IV**    PEF와 기업 구조조정 역할의 확대

## I. 국내 PEF 시장의 현황 및 특징

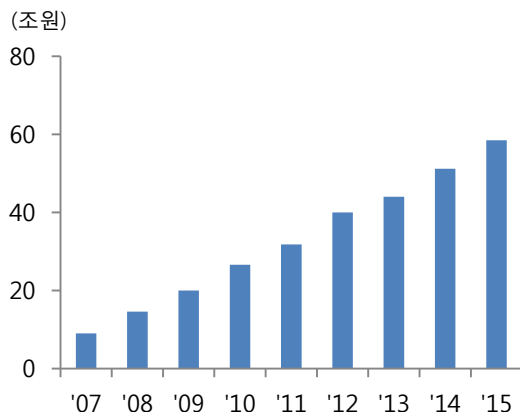
---

# 국내 PEF 시장 현황 : 규모 및 출자자

## ❖ 국내 PEF 시장은 2004년 12월 제도 도입 후 매년 꾸준히 성장하여 2015년 총 출자약정액 58조원, 316개 PEF가 등록된 대형 시장으로 성장

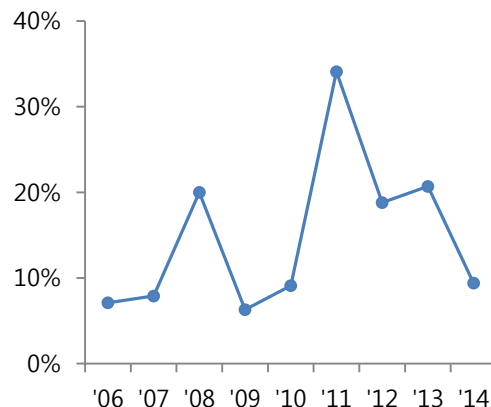
- 외국 자본에 대한 '대항마'로서 국내 자본에 의한 기업 구조조정, 기업 효율성 증대 및 다양한 대체투자 수단 제공을 목적으로 도입
- 연기금 대체투자 수요의 지속적 증가와 M&A 시장의 수급공백으로 인하여 성장 지속 중
- 연기금 등 기관투자자가 핵심출자자(anchor investor)로 자리매김 중이나 해외와 달리 재단, 대학, 고액 자산가 등의 참여가 거의 없어 LP 다변화가 필요
  - 연기금 비중은 제도 도입 초기 25% 수준에서 2014년 51%로 급증

PEF 약정총액 추이



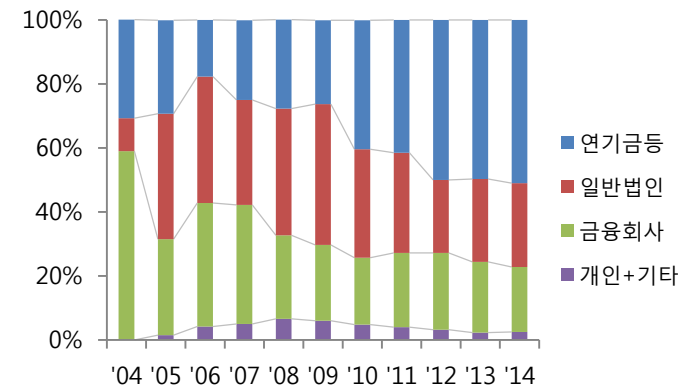
자료: 금융감독원

국내 PEF의 M&A 시장 비중



자료:금융감독원, Bloomberg

LP별 출자 비중 현황

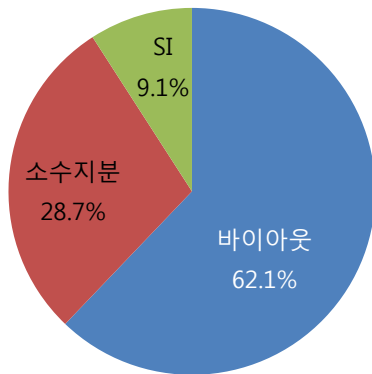


자료:금융감독원

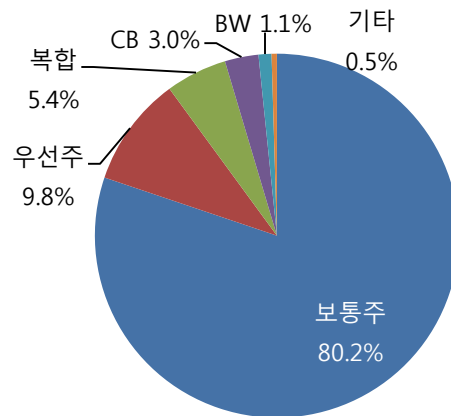
# 국내 PEF 시장 현황 : 투자 및 회수

- ❖ **성장자본 유형의 PEF가 다수를 차지하는 가운데 대형 PEF는 바이아웃 중심으로 운용**
  - 수적으로는 전략적 소수지분 (significant minority) 투자 및 전략적 투자자(SI)와의 공동투자가 다수
- ❖ **투자 대상으로는 보통주가 절대적인 비중을 차지하나, 메자닌에 대한 투자도 상당수 차지**
  - VC 배경 GP의 PEF 시장 진입으로 growth capital 및 메자닌 투자 증가
- ❖ **2014년까지 회수된 투자 중 M&A, IPO 및 Secondary는 금액 기준 72%를 차지**
  - 국내 회수방식은 M&A, 장내매각(block deal 등)의 비중이 상대적으로 높음

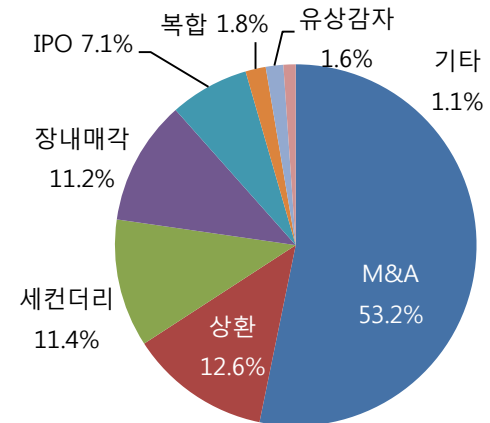
PEF 투자 유형 (2005-2014)



PEF 투자수단 (2005-2014)



PEF 회수유형 (2005-2014)



자료: 자본시장연구원  
주: 규모 기준

# 국내 PEF 시장 현황 : 경쟁구조

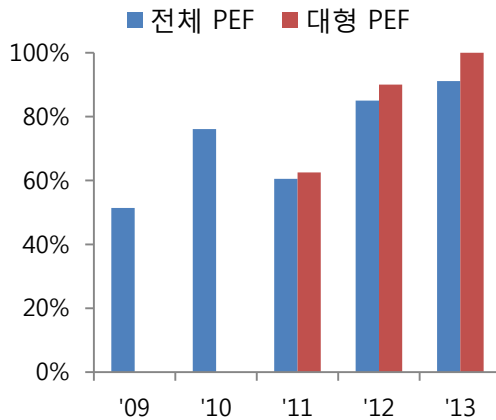
## ❖ 운용역량에 대한 검증이 이루어지며 시장의 계층화(segmentation)가 이루어짐

- 선도 GP는 블라인드 PEF 위주의 재결성 증가, 신규 및 후발 GP는 프로젝트 PEF 위주의 결성
- 경쟁심화, 운용능력 판별 및 프로젝트 펀드의 증가로 평균 관리보수율이 지속적으로 하락

## ❖ 독립계 GP의 국내 PEF 시장지배력 강화와 다양한 GP의 등장

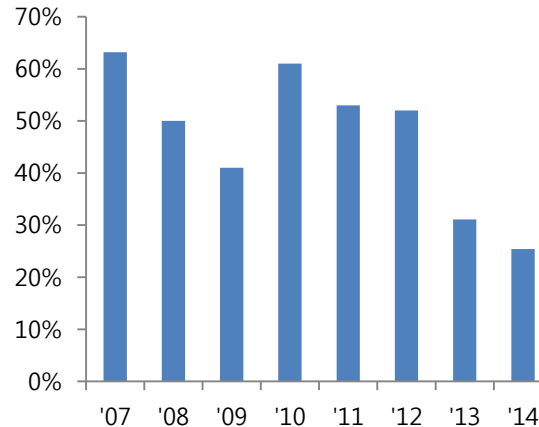
- 해외 및 국내 배경의 독립계 전업 GP의 자금모집 비중 상승
- 선도 벤처캐피탈 운용사의 시장 가세

신규 PEF 대비 동일 GP 재설립 비율



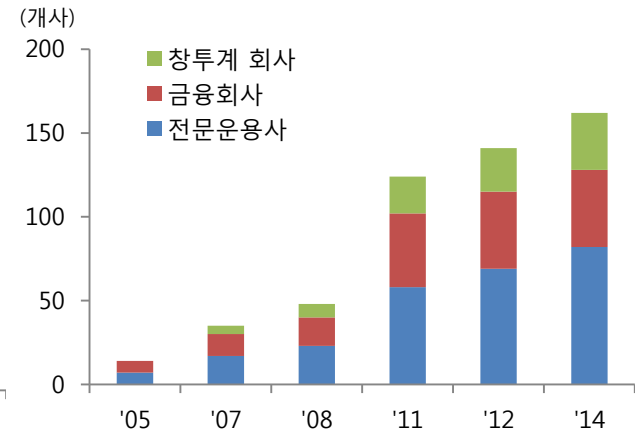
자료:금융감독원

전체 PEF중 Blind PEF 비중



자료:금융감독원

연도별 GP 수



자료:금융감독원

# 국내 PEF의 해외 PE의 운용사이클 별 비교

- ❖ PE 운용 사이클별로 살펴보면 국내 PEF 시장은 해외 PE에 비해 운용 안정성이나 수익률 측면에서 불리한 구조

국내 PEF와 해외 PE의 운용 사이클 별 비교

	국내	해외
자금 모집	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 국내 PEF의 LP구성은 연기금(51%), 일반법인(26.2%), 금융회사(20.3%), 개인/기타(2.5%)</li> <li>• 관리보수율은 국내 PEF 시장의 경우 평균 1.12%(2012년)</li> <li>• catch-up 조항 없는 20% : 80% 구조</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해외 PE의 LP구성은 연기금(32%), 개인(16%), 금융회사(15%), 대학/재단(9%), 정부/기관투자자(7%), 기타(21%)</li> <li>• 관리보수율은 평균 2.0% (2010~2011) (Preqin 자료)</li> <li>• 상당한 경우 catch-up 조항 존재</li> </ul>
투자	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 국내 PEF의 레버리지 투자의 비중은 2013년 평균 71.4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 해외 PE의 평균 레버리지는 2014년 156%</li> </ul>
가치 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가치제고의 중요성 인식 및 노력 경주 중이나 체계적 전문조직을 갖춘 곳이 거의 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2000년대 이후 오퍼레이션 전문 조직을 통한 PEF의 가치제고 활동이 정착</li> <li>• 현재 해외 중·대형 PEF 운용사들의 대부분이 내부 또는 제휴 오퍼레이션 운용조직을 보유</li> </ul>
회수	<ul style="list-style-type: none"> <li>• M&amp;A(52.6%), 세컨더리(14.2%), IPO(6.5%)로 총 78.3%를 차지하여 해외와 큰 차이는 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• M&amp;A (48%), 세컨더리 (22%), IPO (16%)로 전체의 86%를 차지</li> </ul>

# 국내 PEF 시장의 규제체계

❖ 국내 PEF 규제체계는 해외와 비교하여 규제목적, 진입규제, 투자운용 전반에서 규제강도가 높음

항목	국내 PEF 규제체계	규제강도	해외 PE 규제체계	규제강도
규제목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 제도 도입취지에 국한된 펀드 중심의 규제</li> <li>• 외국 PEF에 대한 대항마로서의 국내자본 육성 및 신규 투자기회 제공</li> <li>• 경영권 참여 목적의 투자에 걸맞은 펀드의 설립 및 투자운용 규제에 초점</li> </ul>	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시스템위험 관리 목적의 대형 운용업자 규제</li> <li>• 위험포지션 및 정보제공 의무에 국한</li> <li>• 잠재적인 시스템위험 요인에 대한 사전 인지 가능성 제고</li> </ul>	○
진입규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인적요건 중심의 운용업자 진입규제</li> <li>• 출자구성과 업무집행사원의 인적요건 중심의 요건</li> <li>• PEF 유형별 펀드 및 운용업자 등록</li> </ul>	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인적요건 중심의 (대형) 운용업자 진입규제</li> <li>• 포괄적인 등록(미)/인가단위에 의한 등록(미)/인가제(EU)</li> <li>• 상세한 규정보다는 인적요건에 대한 원칙 위주로 규정</li> </ul>	○
건전성규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 운영위험 및 이해상충 방지 목적의 건전성규제</li> <li>• 충실의무, 부당행위 금지, 내부통제기준, 행위준칙 등(재무건전성 없음)</li> <li>• 시스템위험 관리 목적은 아니며, 건전성요건을 진입요건의 하나로 규정</li> <li>• 규제수준 자체는 해외에 비해 다소 강함</li> </ul>	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시스템위험 및 운영위험 방지 목적의 건전성규제</li> <li>• 재무건전성 요건은 없거나(미), 있더라도 낮은 수준(EU)</li> <li>• 수탁자로서의 의무(fiduciary duty) 규정</li> <li>• 이해상충 방지체계 및 조직, 내부통제 및 위험관리, 영업행위 원칙 등(EU)</li> </ul>	●
투자운용규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 명시적이고 강한 투자운용규제</li> <li>• 경영권 참여 목적 투자, 여유자금 운용방법, 차입/보증한도, 옵션부 투자 등</li> <li>• 자본시장법 이외에도 공정거래법 및 금산법상 규제 적용</li> <li>• 투자 자율성뿐만 아니라 규제의 실효성이 낮음</li> </ul>	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사모펀드 투자운용의 자율성 보장</li> <li>• 투자운용에 대한 명시적인 규제 없음</li> </ul>	○

주: 1) 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '●', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

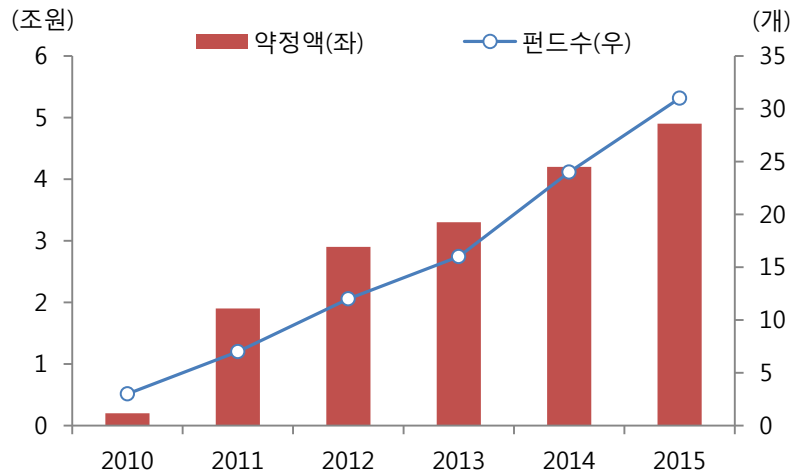


# 기업재무안정 PEF

## ❖ 기업재무안정 PEF는 2015년말 현재 약정총액 4.9조원의 시장으로 성장하여 전체 PEF 시장의 8.3%를 차지

- 기업재무안정 PEF는 금융위기 이후 기업의 구조조정 수요를 충족시키기 위해 지분형 투자에 국한되어 있던 PEF에 구조조정 관련 신축적 자금운용을 허용
  - 2014년 『M&A활성화 방안』에서 기업재무안정 PEF의 투자대상을 구조조정 추진 기업집단 소속 정상기업까지 확대
  - 2010년 도입된 한시법으로 도입된 기업재무안정 PEF는 일몰기간이 2016년 11월까지 일몰기간 연장
- 부실채권 투자 및 대출이 가능하여 기업 구조조정의 핵심 투자기구 역할을 수행할 것으로 기대

재무안정 PEF 약정총액



자료: 금융위원회, 금융감독원

	기업재무안정 PEF의 특징
투자기업	자본시장법상 재무구조개선기업
운용대상	경영권 참여 여부와 관계없이 펀드재산의 50% 이상을 구조개선기업의 주식, BW, 부실채권, 부동산 등에 투자
자금차입 (및 보증)	펀드재산의 200%
주식처분	6개월내 처분금지 (예외적인 경우 허용)
대출	허용

## II. 국내 PEF의 성과

---

# 국내 PEF의 성과평가 종합

## ❖ PEF의 성과를 (1)경제적 성과, (2)운용성과, (3)지배구조 개선효과 관점에서 분석

- PEF의 경제적 성과는 PEF 투자 후 피투자기업의 매출성장이나 자산성장은 비교대상 기업 대비 또는 투자 전 대비 높게 나타남
  - EBITDA 마진 같은 수익성 지표는 소폭 악화
  - 자산 효율성은 소폭 개선되어 일부 경영 효율성 제고 효과
  - 고용 증가는 높게 나타남
- PEF의 운용성과는 투자배수 기준으로 해외 PE의 평균 평가배수 대비 낮은 것으로 나타남
  - 시장 참여자의 컨센서스는 총수익률 기준 10% 수준으로 평균 수익률은 낮은 현황임
- 피투자기업의 지배구조 개선효과는 미미한 것으로 나타남
  - 적극적인 경영참여가 부족한 소극적(passive), 재무적(financial) 투자방식이 주종을 이룸
- 기업 구조조정 시장에서의 역할은 국내 전략적 투자자의 활동 공백 속에 상당한 기여
  - 대기업 구조조정의 재무적 투자자로 참여한 사례
  - 부실기업의 인수 및 정상화(turnaround)
  - 대기업의 선제적 구조조정의 파트너로서의 역할 등

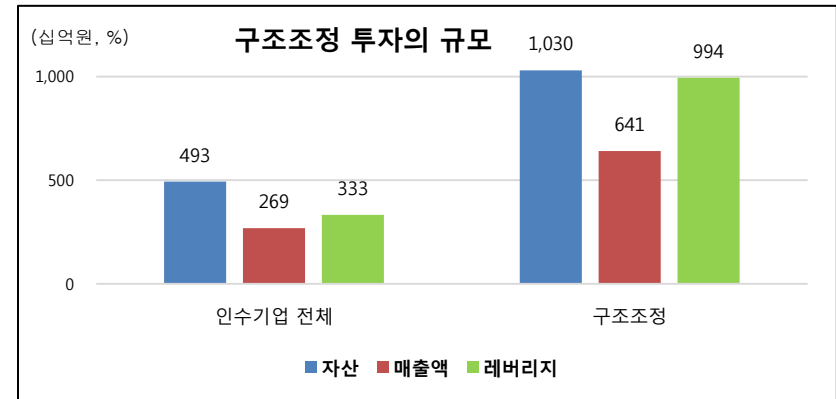
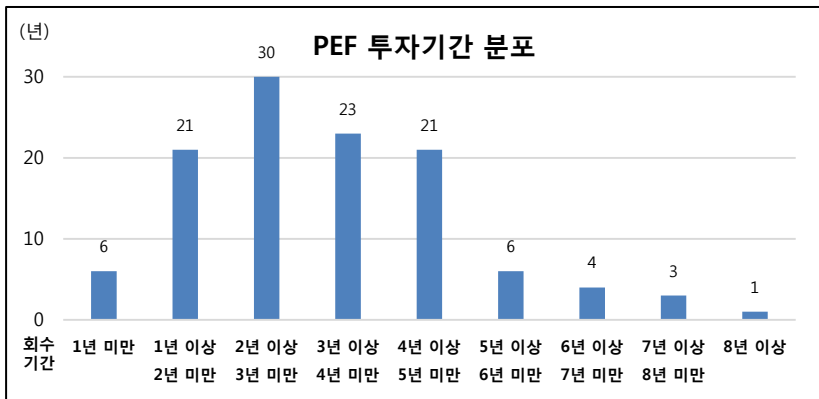
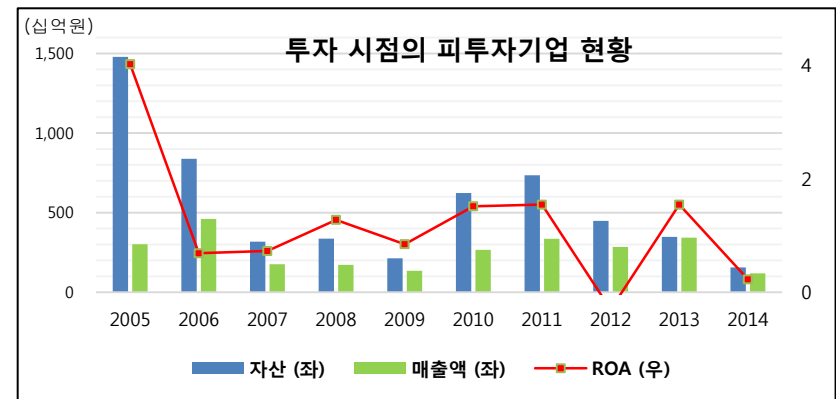
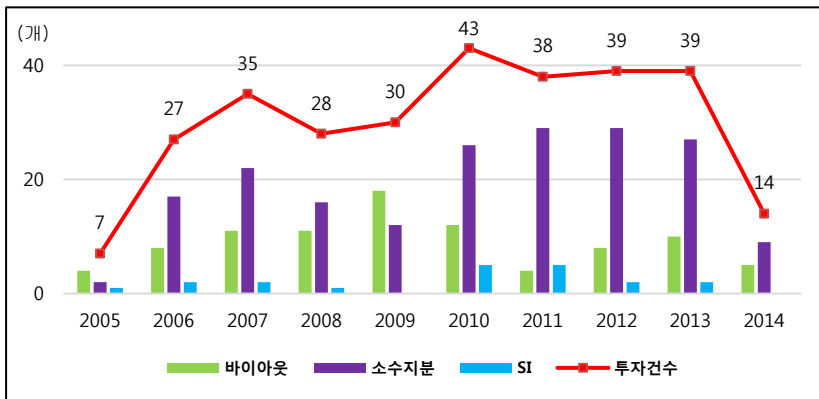
## ❖ 종합적으로 국내 PEF는 제도 도입 취지에 부응하여 구조조정 시장과 피투자기업의 경제적 성과 측면에서 제한된 범위의 성과를 시현함

- 그러나, 외생적 요인(국내 경제 및 자본시장의 침체 및 PEF 규제), 시장초기 미흡한 GP-LP 신뢰, GP 역량 개선 필요성(소극적·재무적 투자, 가치제고 부족) 등이 PEF의 성과를 제한

# 국내 PEF 피투자기업: 연도별 현황

## ❖ PEF 성과분석에 사용된 PEF 자료는 총 2005년~2014년 간 투자된 300개 기업

- 이 중 회수된 PEF 투자기업은 115개사이며 특이치 제거 이후 최종 표본 수는 90개사
  - 바이아웃 24개사, 소수지분 59개사, SI 7개사
  - 평균 투자기간은 2.8년

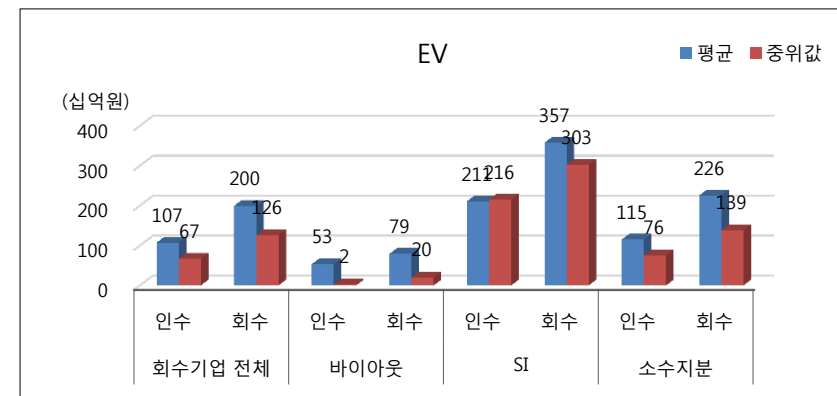
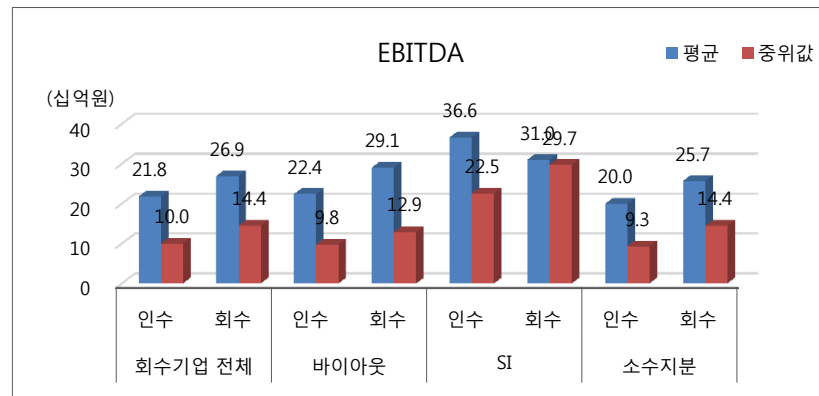
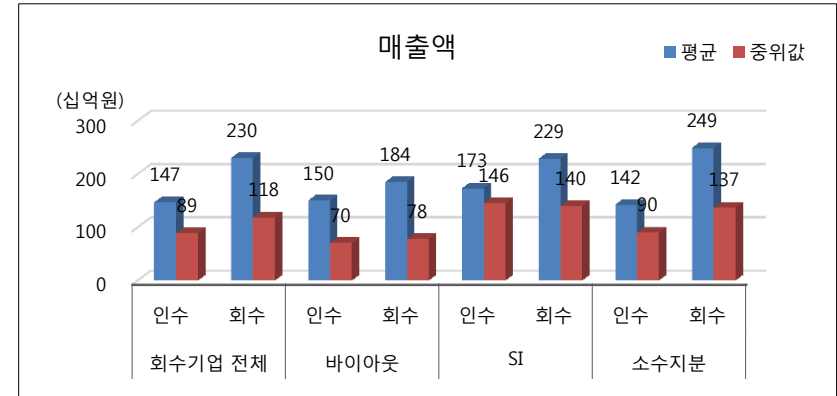
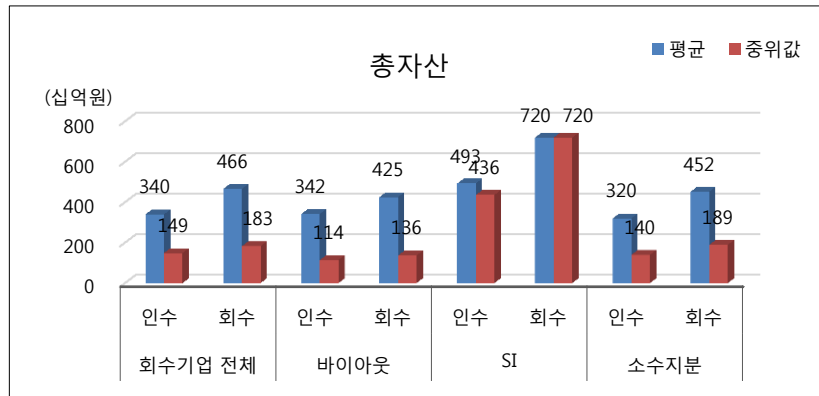


주: PEF 투자기업의 특이치(outlier)를 제거한 후 비교  
자료: 자본시장연구원, FnGuide

# 국내 PEF 피투자기업: 투자 및 회수시점 비교 (1)

## ❖ PEF 투자는 피투자기업의 성장을 촉진하는 효과가 있었던 것으로 분석됨

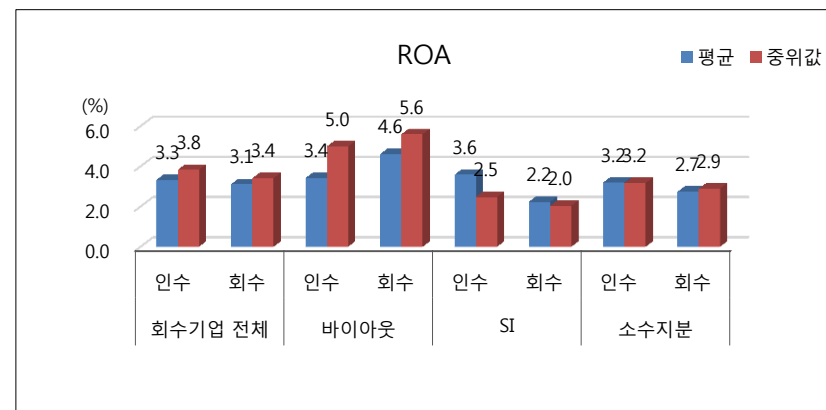
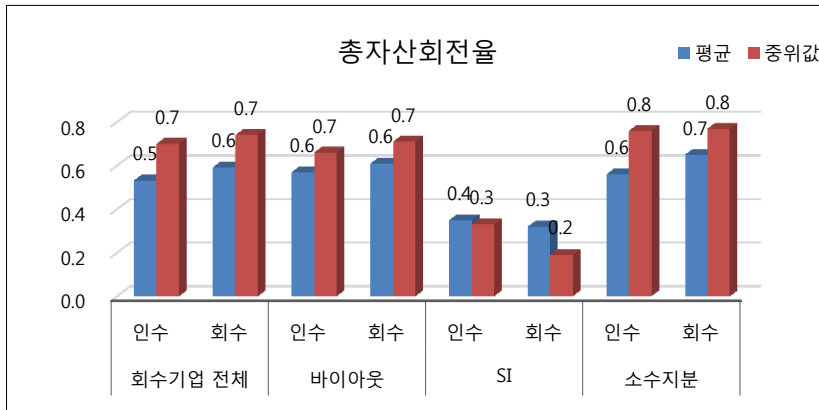
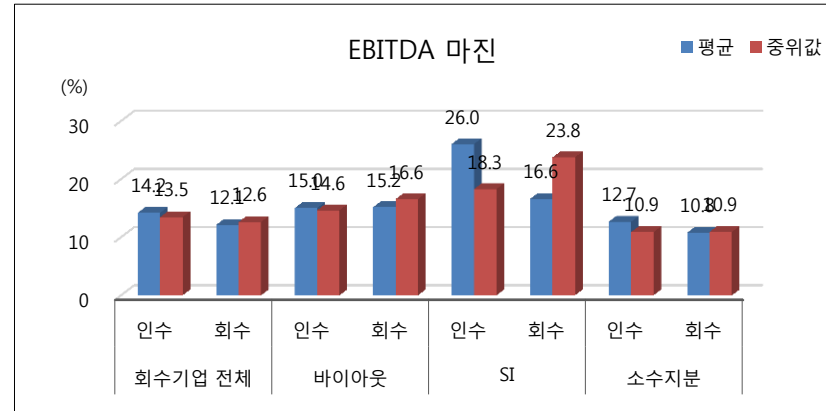
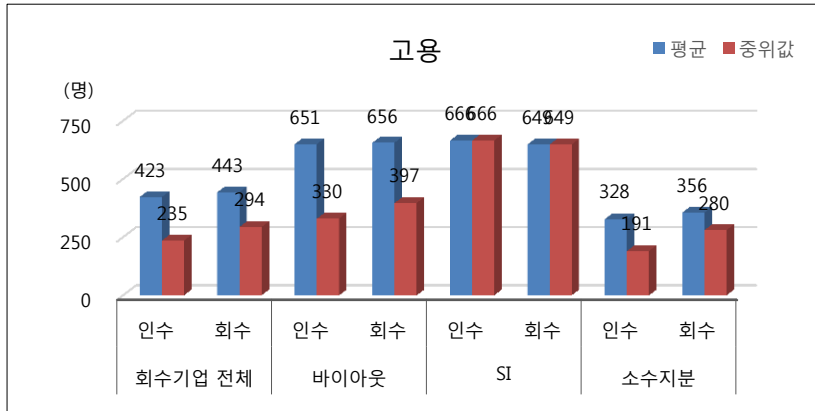
- PEF의 투자부터 회수까지 총자산, 매출액, EBITDA 및 총기업가치(EV)가 증가
  - 평균값(mean)과 중위값(median) 모두 동일한 결과
  - 투자방식에 상관없이 전체적으로 피투자기업의 성장이 이루어짐



# 국내 PEF 피투자기업: 투자 및 회수시점 비교 (2)

## ❖ PEF의 투자는 고용을 창출하고 경영 효율성을 증가시키는 긍정적 효과를 지님

- 고용 및 총자산회전율은 증가한 반면, 수익성 지표인 ROA는 다소 감소
- 인수시점 대비 회수시점의 수익성지표 부진은 금융위기 등의 거시경제적 변수에 영향을 받았을 가능성이 있음



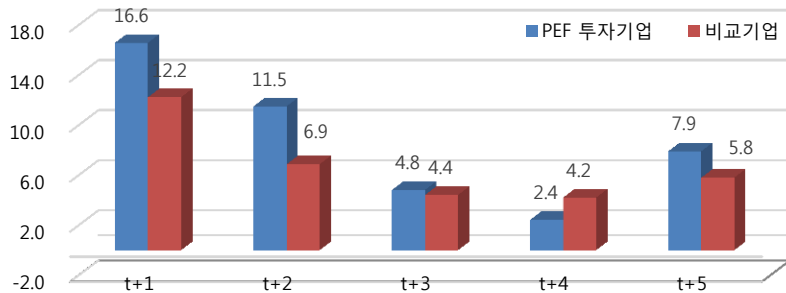
자료: 자본시장연구원, FnGuide

# 국내 PEF 피투자기업의 성과분석 : 통제표본과의 비교

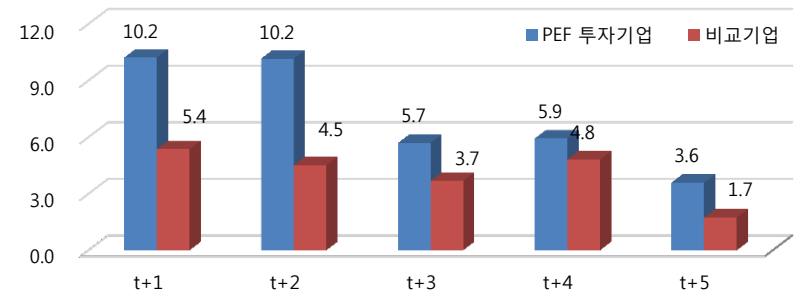
❖ (재무구조가 유사한 비투자 기업에 비해) 국내 PEF 투자기업은 통제표본과 비교하여 투자 이후 매출액, 자산 및 고용은 빠르게 증가한 반면 ROA의 개선은 소폭 더디게 진행

- 표본선택편의(sample selection bias)로 인해 발생하는 내생성(endogeneity) 문제를 최소화하기 위하여 성향점수매칭(propensity-score matching)법을 사용, PEF 투자기업과 유사한 비투자 기업들을 비교

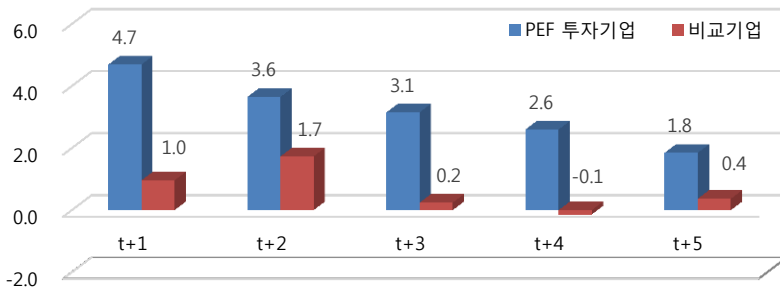
매출액증가율



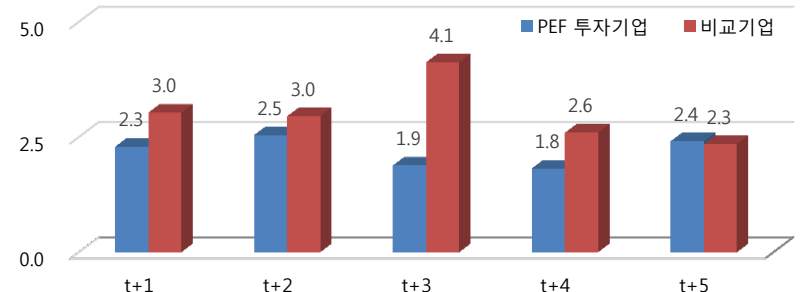
자산증가율



고용증가율



ROA

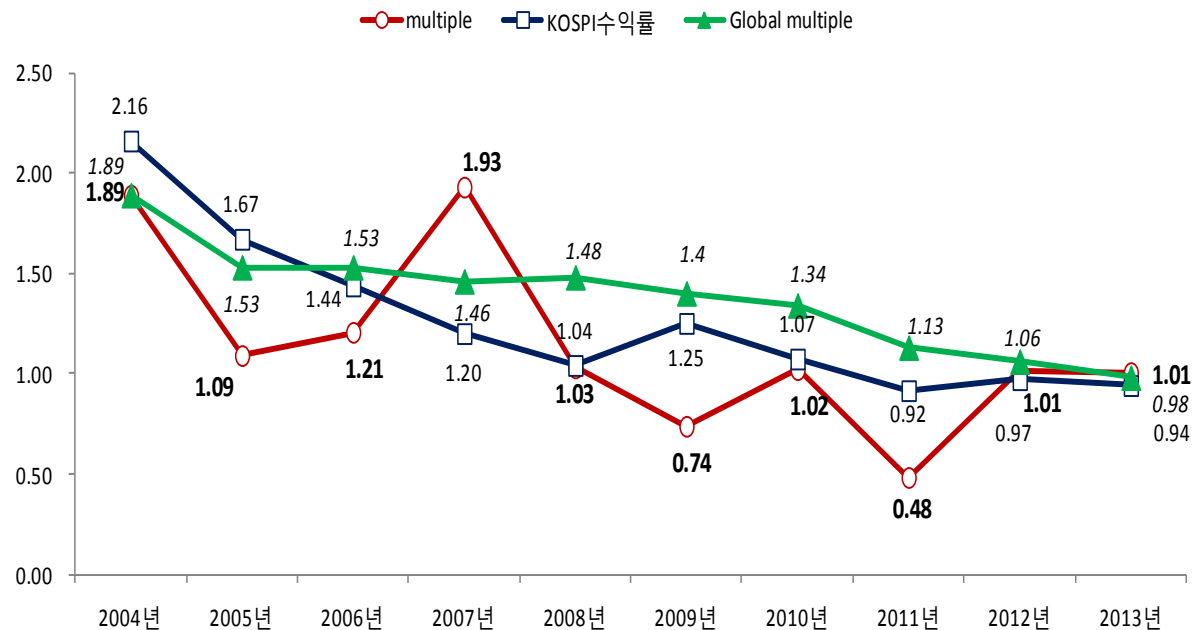


# 국내 PEF의 운용수익 분석 : 운용펀드 수익률

❖ 2004년부터 평가된 운용 중인 PEF의 수익배수는 Preqin 벤치마크로 측정된 글로벌 PE 시장과 방향성은 일치하나 전반적으로 낮은 수익률을 기록

- 청산 시 수익배수가 아니므로 국내 주식시장 수익률과의 직접적 비교는 곤란
- 청산 펀드의 자료가 공개되지 않아 업계 전체의 정확한 운용수익률 평가는 불가

운용 중인 PEF 펀드의 수익배수와 KOSPI



자료: 국민연금기금 제안서(2013년 7월2일), 금융투자협회



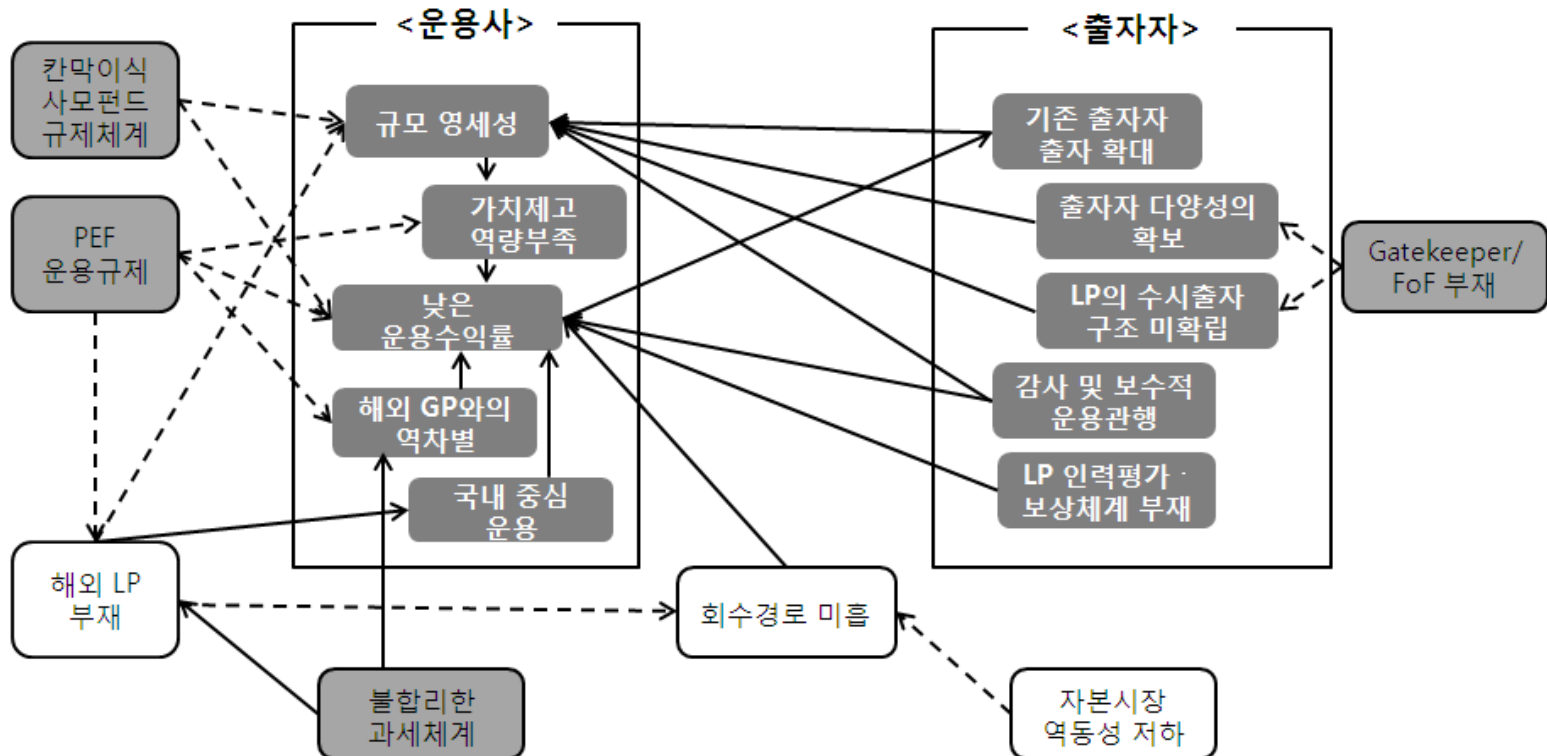
### III. 국내 PEF 시장의 개선 방향

---

# 국내 PEF 시장의 이슈 및 원인

## ❖ PEF 시장의 현재 이슈는 다양한 원인이 시장 참여자간 복잡한 인과관계에 영향을 주면서 나타나는 현상

- PEF 시장의 실질적 개선은 시장 참여자 중심의 직접적 시장 관행의 개선 뿐만 아니라 이러한 양태를 규정하는 규제, 세제 및 시장환경의 변화를 수반하여야 함



# 1. GP 측면: (1) 운용규모의 확대

- ❖ **국내 PEF 당 평균 출자액정액은 2015년 기준 1,851억원에 머무르고 있어 국내 GP의 운용 역량 향상에 장애**
  - (1)프로젝트 펀드 결성의 지속
  - (2)블라인드 펀드 규모의 한계에 기인
- ❖ **운용규모의 영세성은 다음과 같은 문제점을 가지고 있음**
  - (1)투자 포트폴리오를 구성할 수 없어 포트폴리오 기업 간 시너지 및 위험관리 역량 배양이 곤란
  - (2)관리보수 규모가 작아 고정비 및 운영비용 확보를 위해 관리보수 위주로 운용
  - (3)대형 투자 건에 참여할 수 없어 M&A 시장 활성화 및 구조조정 수요에 대한 부응이 곤란
  - (4)국내 GP의 해외투자 확대와 해외 LP의 국내 PEF 출자에 장애
- ❖ **운용규모의 영세성은 GP의 낮은 평균 운용수익률과 밀접한 관련이 있음**
  - 국내 PEF의 평균 운용수익률에 대한 공개자료는 존재하지 않으나 총수익률(Gross IRR) 기준으로 10% 이하인 것으로 컨센서스가 형성되고 있음
  - 국내 GP의 블라인드 펀드 운용수익률이 높지 않아 LP 입장에서는 블라인드 펀드 출자규모를 축소 하거나 출자 전 PEF의 투자 건을 검토할 수 있는 프로젝트 펀드에 투자

# 1. GP 측면: (2) 운용수익률 제고

## ❖ GP의 평균 운용수익률이 낮은 이유는 (1)GP 투자방식, (2)LP의 보수적 투자 선호, 그리고 (3)PEF 운용규제로 집약할 수 있음

- (1) 국내 GP 투자의 상당 부분이 메자닌 중심의 성장자본(growth capital)에 투자되거나 수익의 상방이 제한된 구조화 투자를 하기 때문
  - PEF 시장 초기에 트랙레코드를 쌓아야 하는 부담 및 레버리지 투자가 활성화되어 있지 않은 것에 기인
  - GP의 가치제고 역량이 축적되지 않아 가치제고를 통한 운용수익률 향상이 어려우나 이는 근본적으로 한정된 국내 PEF 시장규모와 관련된 규모의 경제 문제임
- (2) LP 내부의 운용결과에 대한 사후 감사 우려 및 PEF 운용인력과 LP 간의 이해관계의 일치 부재로 GP의 보수적 운용을 희망하는 측면도 있음
- (3) PEF 제도 도입의 목적 달성을 위한 현행 PEF 운용규제가 과도한 측면이 존재하여 규제 실익은 적은 반면 GP 운용 자율성을 제한
  - 예를 들어, 2년 내 출자액의 50% 이상을 주목적 투자에 소진해야 하는 조항 - LP 규율로 해결 가능

## ❖ 투자방식과 개별 투자 및 회수에 관한 의사결정은 GP의 선택이며 이는 LP가 차후의 PEF 자금모집과 관리보수-성과보수 책정을 통하여 규율할 대상임

- 이는 PEF 규제개선의 기본 방향이 되어야함

# 1. GP 측면: (3) 가치제고 활동 강화

- ❖ **국내 PEF는 피투자기업 경영성과를 개선하였으나 국내 PEF 투자는 기본적으로 높은 성장에 예상되는 기업에 투자하는 방식, 즉 성장형(growth-driven) 투자임**
  - 성장형 투자는 해외 PE의 주도적 투자 관점으로 자리잡은 방식
  - 국내 PEF의 수익성 개선은 전산업 평균이나 매칭기업 등 비교기업 대비 두드러지지 않음
  - 반면, 해외 PE는 오퍼레이션 전문조직 등을 갖추고 경영개선 노력에 집중
    - 2006년-2012년간 PE 회수기업 EBITDA 증가의 26%가 EBITDA 마진의 개선에서 창출 (Ernst & Young(2013))
- ❖ **제도 도입 직후 평판시장이 구축되던 국내 PEF 시장의 성격 상 운용사는 가치제고보다 PEF 투자 사이클 경험과 안정적 수익 창출에 주력했던 것으로 평가**
  - 운용사 내 오퍼레이션 조직을 통한 가치제고 방식은 해외에서도 시장 생성 후 30여년 후 확산
  - 현재 국내 상위 PEF의 운용자산 규모조차 해외 PEF와 비교하여 작으며 관리보수율도 해외 PEF보다 소폭 낮아 고비용이 소요되는 오퍼레이션 전문조직을 갖추기는 어려움
- ❖ **향후 국내 PEF 시장의 성숙, 경쟁심화 및 운용자산 규모의 증가로 인하여 상위 PEF를 중심으로 점차 오퍼레이션 전문 조직을 확보할 수 있는 자본력을 갖추어 나갈 것으로 예상**
  - 낙후된 산업 수준에서 세계적 경쟁력을 갖춘 산업으로 단기간 내에 성장시킨 경험을 가지고 있는 우리나라 기업에는 잠재적 오퍼레이팅 전문 인력들이 다수 존재
  - 출자규모 확대는 우수 운용사로 하여금 오퍼레이션 전문 조직 구축을 위한 자원 확보를 가능하게 하며 이는 다시 수익률 상승과 수익의 질 개선으로 이어지는 선순환 구조가 확립

# 〈참고〉 해외 Operation 전문조직

- ❖ 대부분의 해외 PE 운용사들은 운용사 내 오퍼레이션 전문조직을 활용하거나 투자 건별로 외부 컨설턴트를 활용하는 방식으로 가치제고 활동을 수행

## 해외 주요 PEF사의 가치제고 방식

대규모 (20인 이상) 내부 오퍼레이션 전문조직		소규모 (3~5인) 내부 오퍼레이션 전문조직		외부 컨설턴트 활용	
운용사명	최근 5년 자금모집 규모 (\$ bil)	운용사명	최근 5년 자금모집 규모(\$ bil)	운용사명	최근 5년 자금모집 규모(\$ bil)
KKR	27.2	CVC Capital	18.1	Carlyle	30.7
Blackstone	24.6	Advent	13.2	Apollo Management	22.3
TPG	18.8	Oaktree Capital	10.1	Goldman Sachs	12.3
CD&R	13.5	Apax	7.7	Warburg Pincus	11.2
Silver Lake	11	Permira	6.6	Hellman & Friedman	8.9
Bain Capital	9.1	Montagu	3.5	Cinven	8.1
Cerberus	7.2	PAI	2.3	Nordic Capital	6.3
Lion Capital	2.1	Bridgepoint	1.9	TA Associates	5.9
Sun Capital	1.9	3i	1.6	Charterhouse	5.6
Terra Firma	1.0				

자료: Private Equity International(2014)

## 2. LP 측면: (1) 출자 확대 및 다양화

- ❖ **국내 PEF 시장의 지속적인 성장을 위해서는 LP의 출자 확대가 이루어져야 함**
  - 신규 결성 PEF에 대한 출자 확대를 통해 GP는 운용 경험 및 트랙레코드를 축적할 수 있으며 그 과정에서 시장 내 GP 스크리닝이 자연스럽게 이루어짐
  - 이를 위해서는 개별 출자자에게 적용되는 법적, 제도적 규제 또는 애로사항 해소가 필요 (예: 보험사 리스크관리 기준 완화)
- ❖ **한편, 출자 확대를 위해 PEF에 출자하고 있지 않은 다양한 출자자의 출자를 유도할 필요**
  - 다양한 출자자의 확보는 장기 자금의 안정적 공급과 PEF 운용 안정성 제고에 기여
- ❖ **이를 위해, 군소 LP들의 PEF 출자 유도를 위해 사모 재간접투자펀드(fund of funds)를 도입할 필요**
  - PEF 시장에 다양한 출자자의 출자가 이루어지지 않는 것은 PEF 출자와 관련된 규모의 경제 부재가 원인
  - 주요 연기금 및 공제회, 보험, 은행 외의 기금 운용규모가 3~4조원에 못 미치는 30여개 군소 기금은 PEF 출자 가능 규모가 작아 PEF 출자를 담당하는 내부 별도 조직과 전문인력을 갖추기 어려워 출자에 참여하지 않음

## 2. LP 측면: (2) 감사 이슈 및 출자 관행 개선

- ❖ **국내 PEF 출자자의 대부분이 피감기관으로서 PEF 출자 및 운용성과에 대한 사후 감사 가능성이 PEF 출자 관행에 상당한 영향을 미치고 있음**
  - 과도한 감사 및 다층구조 감사로 공적 연기금의 투자 관행이 매우 보수적으로 경도되는 문제점
  - 투자 성과보다는 투자 집행실적에 대한 압박이 큰 실무운용역들은 대체투자위원회 통과를 위해 최소 요구수익률 및 하방위험 방지에 초점을 둔 투자 의사결정을 할 가능성
  - 감사 영역은 컴플라이언스 위반, 의사결정 절차 미비 등 규정 준수 관련으로 엄격하게 한정할 필요
  
- ❖ **PEF 출자 활성화를 위해 출자기관의 목적과 집행 운용역 간의 이해관계 일치를 담보하는 평가체계와 보상시스템을 구축할 필요**
  - 운용역들은 짧은 근속기간, 성과평가 체계의 미비, 그리고 과도한 감사 이슈로 인하여 수익성과에 기반한 투자 집행의 유인이 부족
    - 회수 이전에 공정가치평가(fair valuation)에 의한 펀드매니저 성과 산출의 어려움도 작용
  
- ❖ **한편, 대부분 주요 LP는 컨테스트 방식의 신규 출자를 진행하는 관행이 있으나 수시 출자를 통하여 상시적으로 양질의 투자 기회와 신규 운용사를 발굴하는 체계를 확보할 필요**



### 3. 국내 PEF 규제체계 개선방향

- ❖ **해외와 국내 PEF는 진입·건전성 규제보다는 투자운용 규제에서 규제격차가 크게 발생**
  - 이러한 규제격차는 사모펀드 또는 PEF에 대한 시각, 사모펀드 발전의 역사적 배경 차이 등에 기인
- ❖ **현행 펀드 중심의 규제체계를 '운용업자 중심의 규제체계'로 전환**
  - 사모펀드 유형 단일화(범용 PE 투자기구) 및 전향적인 투자운용 규제의 완화가 핵심 과제
  - PEF 업계의 자생력을 높이고, 다양한 투자수요에 부응하는 등 PEF 시장의 질적인 도약을 도모
  - 규제비용을 최소화하면서 규제목적을 달성할 수 있는 감독체계의 실효성 제고

구분	주요 개선과제
진입 및 건전성규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>(1) 세분화된 PEF 유형의 통합/범용 PE 투자기구의 도입</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ VC, 바이아웃, 성장자본, 구조조정 및 구조개선 등 다양한 유형의 PEF가 등장할 수 있는 여건 마련</li> </ul> </li> <li>• <b>(2) 투자목적회사 사원총수 제한 완화</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 공동투자 및 투자목적회사를 활용한 투자의 활성화</li> </ul> </li> <li>• <b>(3) 건전성 관련 규제의 보완 및 자율규제 강화</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 운영위험 및 이해상충 방지 목적의 규제, 시스템리스크 규제 보완</li> <li>▪ 업계 자체적인 모범규준 또는 행위준칙 마련으로 자율규제 및 투명성 제고 노력 강화</li> </ul> </li> </ul>
투자자 중심의 투자운용규율체계	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>(1) 투자운용규제의 대폭 완화</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ PEF 유형의 단일화와 함께 운용업자 중심의 규제체계 확립을 위한 핵심과제</li> </ul> </li> <li>• <b>(2) 재간접투자펀드의 도입</b></li> <li>• <b>(3) 투자목적회사를 통한 투자 활성화</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ PEF 투자운용의 자율성을 보장하고, 공동투자를 활성화</li> </ul> </li> </ul>

## 4. 국내 PEF 법률 및 세제 개선방향

### ❖ 자본시장법 상 PEF 조직으로서의 합자조합 인정 문제

- 2012년 4월 개정상법 합자조합 도입의 취지는 PEF를 위한 기업형태로 합자조합 이용을 지원하는 것
- 합자조합은 조합원 관계를 유연하게 설계할 수 있으며 자유로운 지분양도 방법을 규정할 수 있어 국제적 정합성의 제고를 통한 해외 LP의 유치를 지원할 수 있음

### ❖ 불합리한 PEF 과세 문제의 개선

- (1) 투자목적회사(SPC)를 통한 외국LP 소득의 일괄적인 배당소득 의제 문제
- (2) 동업기업과세특례제도 도입 이전 PEF에 대한 특례 배제 문제
- (3) 공정거래법상 과점주주 간주취득세 비과세 배제 문제
- (4) GP단계의 법인세부과(이중과세) 문제

### ❖ 외국 PEF와 비교시 역차별적 조세 개선

- (인바운드) 해외 적격 연기금 등에 한하여, PEF를 통한 수익에 대해서만 소득원천별 과세를 인정하나, 우리나라는 LP소득을 일괄적으로 배당소득으로 간주하여 외국 LP의 국내 PEF 출자 유인이 감소
- (아웃바운드) 국내 연기금 등의 입장에서 역량상의 문제가 아니라 세제상의 문제로도 외국 PEF를 선택할 유인이 있어 시정이 필요

### ❖ 독점법상 공시규제 면제

- 금융주력그룹에 대한 비상장회사·기업집단 공시의무 면제를 전업 PEF 운용사에 대해 확대
- PEF는 경제력 집중이나 경쟁제한을 목적으로 포트폴리오 회사의 경영권을 취득하는 것이 아니라 경영효율성 제고를 통한 기업가치 상승과 이에 따른 투자수익이 목적임

## IV. PEF와 기업 구조조정 역할의 확대

---

# 기업 구조조정에서의 PEF의 역할

- ❖ 기업 구조조정 투자는 구조조정 과정을 주도하는 협의의 구조조정 투자와 기업 구조조정에 대한 유동성 공급, 즉 광의의 구조조정 투자로 구분됨
- ❖ 주로 부실채권 매집을 통해 구조조정 과정을 주도하는 협의의 구조조정 투자는 고위험·고수익 PE 투자 방식으로 자본시장이 성숙하면서 나타나게 되는 투자 방식임
  - 미국에서 부실채권 투자를 통한 구조조정 시장이 활성화되기 시작한 것은 1990년대 정크본드 및 대출채권 유통시장이 형성되면서부터임
  - PE의 투자방식이 전통적인 재무적 투자(financial engineering) 방식에서 경영개선(operational engineering)이 가미된 형태로 진화해옴에 따라 구조조정 전문 PE를 중심으로 구조조정 시장 참여가 증가함
  - 협의의 구조조정 시장은 고위험 부실채권 투자를 전문으로 하는 헤지펀드들도 다수 참여하는 시장으로서 자본시장 영역 중 가장 고난도의 투자가 이루어지는 영역임
- ❖ 구조조정 기업에 대한 유동성 공급은 전통적인 PEF의 역할인 재무적 투자에 충실한 투자 방식임
  - 유동성 공급 과정을 통하여 PEF는 기업의 비핵심 자산에 대한 투자가 가능하게 되어 잠재가치의 발굴 및 창출에 기여하게 됨
  - 국내 PEF 시장 역량의 축적, 자본시장 성숙 등 기업 구조조정 시장 활성화를 위한 시장 여건이 마련됨에 따라 협의의 구조조정 투자도 점차 확대되어 나갈 것으로 예상

# 국내 PEF의 기업 구조조정 사례

❖ 이러한 관점에서 보면 국내 PEF는 지난 10여년간 개별 기업에 대한 구조조정 투자와 대기업 그룹 구조조정 지원을 통하여 국내 기업 구조조정에 있어서 중요한 역할을 수행함

- 대기업 구조조정의 재무적 투자자로 참여 : 대우건설 등
- 다수의 개별 기업회생형 (turnaround) 투자
  - 삼성메디슨, S&T 모티브, 세광중공업, 신우, 시그네틱스, 썬스타특수정밀, 해태제과, 캐프, 다수 저축은행 등
- 대기업의 구조조정 파트너로서의 역할

## PEF의 대기업 그룹 구조조정 지원 사례

두산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2008년 두산테크팩 지분 100%를 MBK파트너스에 약 4,000억원에 매각</li> <li>• 2009년 두산DST, 한국우주항공산업 지분, SRS코리아, 삼화왕관 사업부문 49%를 미래에셋-IMM PE에 7,808억원에 매각</li> <li>• 2011년 IMM, 미래에셋, 하나대투 PE에 두산인프라코어 중국법인(DICC) 지분 20%를 3,800억원에 매각</li> <li>• 2012년 버거킹을 보고펀드에 1,100억원에 매각</li> </ul>
금호	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2010년 금호생명을 산은PE-칸서스자산운용에 6,500억원에 매각</li> <li>• 2011년 대우건설을 산은PE에 3조 3천억원에 매각</li> <li>• 2011년 금호고속(100%), 서울고속버스터미널(38.7%), 대우건설(12.3%)을 IBK증권 PE-케이스톤에 9500억원에 매각</li> </ul>
현대	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 현대로지스틱스를 오릭스PE에 6,000억원에 매각</li> <li>• 2014년 현대상선 LNG선 사업부를 IMM PE에 5,000억원에 매각</li> </ul>
동부	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 동부익스프레스를 KTB PE와 큐캐피탈에 3,100억원에 매각</li> </ul>
한진	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 한진해운 화물전용선 사업부문을 약 6,000억원에 매각</li> </ul>
웅진	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 웅진코웨이를 MBK파트너스에 1조 2,000억원에 매각</li> <li>• 2014년 웅진식품을 한앤컴퍼니 PEF가 1,150억원에 유상증자 방식으로 인수</li> </ul>
동양	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2014년 동양매직을 엔에이치글랜우드 PEF에 2,800억원에 매각</li> </ul>
STX	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2015년 법정관리 중인 팬오션을 하림-JKL 컨소시엄에 1조 500억에 매각</li> </ul>

# 부실채권 투자를 통한 기업 구조조정

## ❖ 자본시장을 통한 협의의 기업 구조조정은 경영권 확보를 위한 부실채권 투자(distressed for control)를 통해 이루어짐

- NPL 포트폴리오 투자는 국내에 시장이 활성화되어 있는 반면, 경영권 확보와 무관한(non-control) 개별 부실채권 시장은 존재하지 않는다고 할 수 있음

부실채권 투자의 유형

	개별 부실채권: 경영참여형 (distressed for control)		개별 부실채권: 경영 참여 배제 (non-control distressed debt)		NPL 투자(포트폴리오)
	구조조정	기업회생(turnaround)	수동적 투자	적극적 투자	
요약	부실채권의 매집 및 경영권 확보로 재무구조 개선을 통해 구조조정 과정 전반에 적극적으로 개입	부실채권의 매집 및 경영권 확보로 재무구조 개선 및 기업회생 등 구조조정 과정 전반에 적극적으로 개입	회사에 대한 관여 없이 가격차이를 이용한 부실채권의 재정거래(arbitrage)	구조조정 과정에 일정 영향을 미칠 수 있는 부실채권(소수지분) 매집 전략	은행이나 금융기관을 통해 부실채권을 일괄적으로 매입하고 개별 채무자와 사후처리
방법	트레이딩, 대출, 권리관계, 재무구조 개선	매매, 신용, 권리관계, 구조조정, 재무구조 개선, 기업회생	트레이딩, 대출	트레이딩, 대출, 구조조정	권리관계, 현지 인력 필요
수단	부채 또는 자본	부채 또는 자본	주로 부채	주로 부채	주로 부채
대상 기업	대기업, 중소기업	대기업, 중소기업	대기업, 중견기업	대기업, 중견기업	대기업, 중소기업
진입 시장	부실채권 유통시장, 신규 대출	부실채권 유통시장, 신규대출	부실채권 유통시장	부실채권 유통시장	부실채권 유통시장
투자기간	2-5년 혹은 그 이상	2-5년 혹은 그 이상	2년 이하: 보유기간은 일 혹은 주 단위	1-2년	기본적으로 만기보유, 만기 전 매도 가능
기대수익률	18-25%	20-25%+	12-18%	15-20%	25%+ 혹은 1.75x

자료: EMPEA (2009)

# 부실채권 투자를 통한 기업 구조조정과 국내 PEF 현황

## ❖ 부실채권 매입을 통한 기업 구조조정 투자는 고수익·고위험 투자의 대표적인 경우임

- 법원 승인 등 규제 리스크, 정상화 지연 리스크, 정상화되는 경우의 수익률 리스크 등
  - 물론 turnaround 형 구조조정은 성공적인 회수 시 경영정상화로 인한 수익 뿐만 아니라 경영권 프리미엄 수취가 가능하여 고수익 실현
- 구조조정 투자는 PEF 투자 영역 중 재무적 판단 뿐만 아니라 고도의 법률적 지식을 필요로 하는 전문적 영역임
  - (기업회생형) 구조조정 투자를 위해서는 전문 법률조직 및 오퍼레이션 전문조직 등 다양한 전문인력이 필요
- 추가로, 구조조정은 기본적으로 제로섬 게임으로서 이해당사자 간 이해관계가 첨예하게 대립

## ❖ 국내 대부분 GP의 경우 투자 경험, 위험 감내도 및 투자 성향 측면에서 협의의 대형 기업 구조조정을 주도하기에는 한계가 있음

- 국내 PEF의 구조조정 시장 참여는 주로 대기업 구조조정을 지원하는 역할을 중심으로 이루어짐
- 다만, 소형 구조조정 투자 건의 경우는 주도적인 구조조정 주체로서 활동
  - 이는 국내 시장에 과거 CRC와 같은 구조조정 투자기구를 운용한 경험이 있는 전문인력이 있기 때문
- 시장 초창기 트랙 레코드 구축을 위해 수익률 제고보다 실패한 투자를 줄이는데 주력
- 일반 PE의 경우 분쟁의 가능성이 있는(contentious) 투자를 회피하는 성향

## ❖ 한편, 국내 LP 중 고위험 투자를 감내할 수 있는 주요 기관 출자자는 거의 없음

- 따라서, 일정 부분 정책 펀드를 활용하여 (중·후순위) 출자를 함으로서 민간 LP 출자를 유도할 필요

# 〈참고〉 해외 구조조정 전문 PEF 현황

## ❖ (미국 중심의) 해외 기업 구조조정 PE 시장은 바이아웃 투자 GP와는 일반적으로 다른 전문 GP에 의해 시장이 형성되어 있음

- 해외 대형 바이아웃 전문 GP는 대부분 부실채권(distressed debt) 투자 및 대출 펀드도 운용
- 부실채권 전문 GP의 경우는 대부분 바이아웃 전문 GP와 태생적 배경을 달리하고 있으며 이 중 협의의 기업 구조조정(distressed for control) 전문 투자자는 일부분임

해외 주요 부실채권 투자 및 바이아웃 전문 GP

상위 10대 부실채권 투자 전문 GP	10년간 자금모집액 (\$bn)	국적	상위 10대 바이아웃 전문 GP	10년간 자금모집액 (\$bn)	국적
Oaktree Capital Management	42.9	US	Carlyle Group	64.5	US
Centerbridge Capital Partners	17.6	US	Kohlberg Kravis Roberts	50.6	US
Avenue Capital Group	17.1	US	CVC Capital Partners	50.5	UK
Cerberus Capital Management	12.7	US	TPG	45.0	US
CarVal Investors	12.0	US	Apollo Global Management	43.2	US
Fortress Investment Group	10.7	US	Blackstone Group	39.3	US
Sankaty Advisors	9.6	US	Bain Capital	39.2	US
Sun Capital Partners	8.6	US	Apax Partners	32.1	UK
GSO Capital Partners	8.2	US	Advent International	31.9	US
Mount Kellett Capital Managemen	7.9	US	Goldman Sachs	30.4	US

자료: Preqin (2014)



# PEF를 통한 기업 구조조정 활성화 방향

- ❖ **회사채나 CP 등 시장성 차입으로 인한 비협약채권의 증가 및 다수 채권은행의 존재는 채권단 중심의 기업 구조조정을 지연시키는 요인**
  - 향후 채권자 구조가 복잡 다양해질 것으로 예상됨에 따라, 원활한 시장 중심의 기업 구조조정을 위해 자본시장 전문투자자인 PEF의 역할에 대한 기대가 점증
- ❖ **국내 PEF가 민간 주도의 기업 구조조정 주체가 되기 위해서는 향후 부실채권 유통시장과 같은 (1)시장 인프라 구축과 (2)구조조정 전문 GP로의 다변화·전문화가 필요**
  - 채권단으로부터 개별 협상 또는 채권단 의결을 통한 부실채권 매입은 협상가격의 불투명성 및 거래 종결 기간의 불확실성 등으로 상당 기간이 소요되며 비밀유지가 곤란
    - 가격 협상은 채권은행 총당금 설정과 관련되어 매각 지연 또는 회피를 가져올 수 있음
    - 단, 시장성 차입 없이 소수의 채권은행으로만 채권단이 구성되어 있을 경우 현재의 기촉법이 작동할 수 있음
  - 따라서, 부실채권 매입의 가격발견(price discovery) 효과를 제고하기 위한 시장 인프라가 필요
  - 민간에 의한 구조조정 시장이 활성화되어 있는 미국의 경우 부실채권의 유통시장이 활성화되어 기업 구조조정 시장의 중요 인프라를 형성
    - 부실채권 유통시장은 부실 고수익채권과 부실 대출채권으로 구성되며 부실 대출채권이 70% 이상을 차지
  - 향후 구조조정 시장 성장에 발맞추어 장기적으로 구조조정 관련 전문 GP의 육성이 필요하며 재무 구조의 개선이나 기업회생을 통한 가치창출을 위해서는 구조조정의 경험과 역량이 시장 내에 축적될 필요

감사합니다