

ZOOM
-IN미국 BDC 제도의 유인 체계 설계와
국내 도입 시사점

- 최근 국내 벤처투자 시장의 스케일업 자금 공백 해소와 민간 유휴자금 활용을 위해 추진되어 온 기업성장집합투자기구 도입이 가시화되면서 모험자본 시장 참여자들의 관심이 확대
- 미국은 BDC를 도입해 투자대상 규율과 경영자문 의무를 바탕으로 레버리지·세제·자본조달·보수체계를 유인적합적으로 결합한 제도 기반을 구축
- BDC 유인체계는 운용사에겐 규모 확대와 순투자이익(NII) 유인을, 투자자에겐 RIC 기반의 고배당 구조를, 피투자기업에겐 신속·확정성 자금과 경영자문을 제공
- BDC는 중소·성장기업 자금공급을 확대하며 중간시장 LBO의 핵심 채널로 자리잡고 보수적 포트폴리오·고배당으로 안정성과 환원 가시성을 높였으나, 최근 PIK 상승·만기 집중·스프레드 압박 등에 따른 사이클 리스크 관리가 요구됨
- BDC 도입시 국내에도 시장형 자금중개 체계 기반이 마련되는 만큼 실효성·지속가능성 제고를 위해 미국 BDC 운용 경험을 반영해 국내 규율체계와 세부 운영기준을 보완·정교화할 필요가 있음

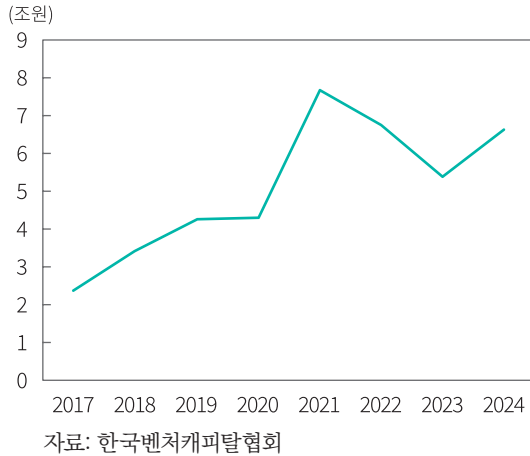
- 최근 국내 벤처투자 시장의 스케일업 자금 공백 해소와 민간 유휴자금 활용을 위해 추진되어 온 기업성장집합투자기구 도입이 가시화되면서 모험자본 중개기관 및 시장 참여자들의 관심이 확대
 - 국내 벤처투자 규모는 증가하였으나 벤처·혁신기업의 스케일업 투자자금 수요 충족에는 한계
 - 국내 벤처투자조합 투자금액은 2017년 2.4조원에서 2021년 7.7조원으로 3배 이상 성장하였으나 이후 국내외 금리 인상 등에 기인하여 감소세를 이어오다 2024년 6.6조원을 기록¹⁾
 - GDP대비 벤처투자금액 비중은 2017년 0.07%에서 2023년 0.14%로 크게 증가하였으나 벤처투자 선진국인 이스라엘 1.27%, 미국 0.47%와 비교하여 낮은 수준²⁾
 - 후기 벤처투자조합의 2019~2023년 최근 5년간 평균 후속투자³⁾ 비중은 72% 수준으로 동기간 미국의 평균 후속투자 비중이 90%인 것과 비교하여 낮은 수준

1) 2024년 국내 벤처투자의 증가는 ICT 부문 투자 증가에 기인한 것으로 전년대비 증가액 1조 2,338억원에서 ICT 서비스 및 ICT제조 부문의 비중이 각각 50%, 10%로 2024년 벤처투자 증가의 60%를 ICT 부문이 차지

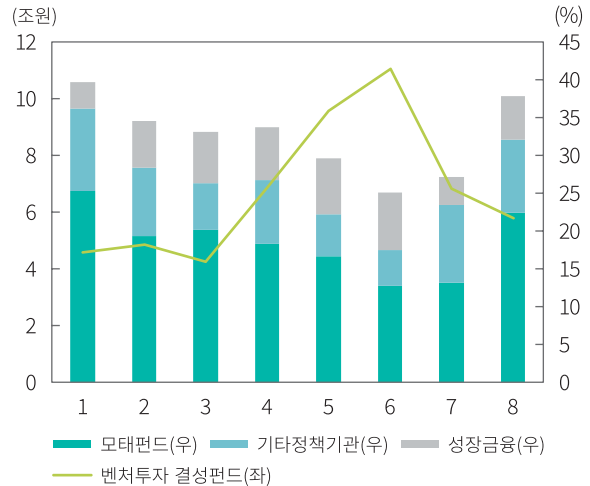
2) OECD, Venture capital investments (market statistics).

3) 투자업력 3년 이하는 초기, 3~7년은 중기, 7년 초과는 후기로 구분하며 후속투자는 중기와 후기 투자의 합

〈그림 1〉 국내 벤처투자 추이



〈그림 2〉 국내 벤처투자 펀드결성 추이 및 정책금융 비중 추이



- 국내 벤처펀드 결성은 정부 주도 정책금융 중심에서 민간 비중이 확대되는 추세였으나 금리 상승 및 시장변동이 확대되면서 민간자금이 급격히 위축되고 정책금융의 마중물 역할이 재강화되며 여전히 높은 정책금융 의존도가 높은 구조를 유지
 - 벤처투자조합 펀드결성에서 정책금융 비중은 2017년 40%수준에서 2022년 25%까지 하락하였으나 최근 민간 부문 출자자가 크게 위축되면서 정책금융 비중은 2024년 38%로 다시 증가
 - 2024년 모태펀드 비중은 22.4%로 2021년대비 5.7%p로 가장 크게 증가하였는데, 민간 LP 위축 국면에서 정부가 마중물 공급을 강화하며 2024년 1조원 출자를 집행한 데 따른 결과
- 민간자본 벤처생태계 전환과 혁신기업 스케일업을 위한 안정적 장기자본 수요가 커지며 기업성장집합투자기구 도입을 담은 자본시장법 개정안이 2025년 7월 여야 합의로 국회 정무위 법안 심사소위를 통과
 - 기업성장집합투자기구는 미국의 BDC(Business Development Company)를 벤치마킹하여 도입이 추진된 제도로 일정 비율 이상을 비상장 벤처·혁신기업 등에 투자하는 폐쇄형 공모 집합투자기구로 혁신기업으로의 장기 자금공급 및 후속투자에 적합한 구조
 - 공모 방식으로 일반투자자의 참여가 가능하고 증권시장 상장을 통해 유동 및 환금성이 확보되므로 민간자본의 모험자본 시장 참여를 유도하는 기능을 수행
- 기업성장집합투자기구 시행의 제도적 기반 마련으로 향후 국내 모험자본 시장 전반의 변화가 예상되면서 다양한 모험자본 중개 기관 및 시장 참여자의 관심이 크게 증가

□ 미국은 일찍이 BDC 제도를 도입하여 투자대상 70% 규정과 경영자문의무를 부과함으로써 중소기업·혁신기업에 대한 자금공급 확대와 자문 지원을 통한 기업가치 제고를 결합한 구조로 설계

— 미국에서는 1980년 SBIA 제정을 통해 1940년 투자회사법상 폐쇄형 투자회사인 BDC를 도입함으로써 신생·성장기업으로의 민간자금 유입을 제도화

- 1970년대 VC의 공모 조달이 규제로 제약되며 신생 혁신기업에 자금공급 공백이 발생함에 따라 이를 해소하기 위한 대안을 모색하는 과정에서 BDC 도입이 논의
- 소규모·성장기업에 자금공급을 확대하기 위한 목적으로 1980년 SBIA(Small Business Incentive Act) 제정을 통해 1940년 투자회사법상 폐쇄형 투자회사인 BDC를 도입하고 제도를 정비

— BDC가 자산의 최소 70%를 비공모·비상장 중심의 대상에 투자하도록 강제함으로써 목적 외 사업으로의 자금 유출을 억제하고 신생·성장기업으로의 자금공급을 유도하도록 설계

- BDC는 자산의 70%를 투자회사법 Section 55에 열거된 적격 포트폴리오 기업(eligible portfolio companies)이 발행한 증권에 신주 또는 대출 방식으로 투자하여야 하며 해당 비율을 유지하지 못하는 경우 적격자산 외 투자가 금지(1940년 투자회사법 제55조(a))
- 적격 포트폴리오 기업은 미국 국내 기업으로서 투자회사가 아니며 비상장기업 또는 시가총액 2,500만달러 미만 상장기업(SEC Rule 2a-46, 2006)으로 상장성이 낮거나 자본시장 접근이 어려운 미국 내 중소·중견기업을 지칭

— BDC가 투자 포트폴리오 기업에 중요한 경영지원(significant managerial assistance)을 제공하도록 의무화함으로써 단순한 자금지원에 그치지 않고 운영 개선을 통해 기업가치 제고를 유도(1940년 투자회사법 제20조(c))

- 경영지원은 포트폴리오 기업의 경영자문 등 사업전반에 관한 지원을 의미하며, 자금조달, 인력관리, 인수합병자문 등도 포함

□ 의무 규정과 더불어 레버리지, 세제, 자본조달, 보수체계 등 제도 전반을 유인적합적으로 설계·운영함으로써 BDC 제도의 일관된 제도적 기반을 마련

— BDC에는 일반 폐쇄형 투자회사에 비해 완화된 자산커버리지 요건이 적용되어 레버리지 여력이 강화

- 2018년 SBCA(Small Business Credit Availability Act) 개정으로 BDC에 적용되는 자산커버리지 비율이 200%에서 150%로 완화
- 이사회 또는 주주 승인 및 공시 요건을 충족하는 경우 출자금 대비 2배까지 차입이 가능하므로 레버리지 여력이 늘어나고, 이에 따라 운용자산(AUM) 확대 유인 증가

— BDC에 RIC 과세지위 선택을 허용하고 엄격한 배당요건을 부과함으로써 BDC가 고배당 정책을 유지하고 분배 시점을 적극 관리하도록 설계

- 대부분의 BDC는 세법상 RIC(Regulated Investment Company)지위를 선택을 통해 법인세 면세 혜택을 적용받는 대신 과세소득의 최소 90%를 배당해야 하므로 높은 현금배당을 유지하려는 유인으로 작용
- 연간 분배 요건⁴⁾을 충족하지 못하면 미분배액의 4%를 추가세로 부담해야 하므로 분기·연말 특별배당 등을 통해서라도 분배 타이밍을 관리하려는 유인이 강함
- 공모규제 완화에 따라 BDC는 단기 선반공모(Short-term Shelf Offering)와 우량 발행회사(Well-Known Seasoned Issuer: WKSJ) 등 상장사 수준의 공모수단을 활용할 수 있게 되면서 이에 시장 상황에 부합하는 신속한 증자 및 탄력적 자금 조달이 가능
 - 2020년 SEC Offering Reform으로 BDC도 Form N-2 단기 선반등록, WKSJ 자동선반 등 공모 규정을 상당 부분 활용할 수 있게 되면서 ATM(at-the-market) 등 탄력적인 자금조달 유인이 강화
 - 순자산가치(Net Asset Value: NAV) 이하 발행은 원칙적으로 금지되며 비계열 주주 다수결 등 엄격한 주주승인이 필요(1940년 투자회사법 제63(2))
- BDC는 성과보수형 자문계약 체결이 가능하므로 수익 창출(순투자이익 및 자본이익) 극대화 유인이 내재
 - 투자자문사 성과보수는 원칙적으로 자본이익 및 자본가치 상승과 연동하는 것이 금지되지만 BDC에 한해서는 예외 규정을 적용(투자자문업자법 제205조(b)(3))
 - 성과보수는 실현자본이익의 최대 20%까지 가능하며 누적 실현손실과 미실현감가를 순감하여 산정

4) IRC 제4982조는 RIC가 보통소득의 98%와 순자본이익의 98.2%, 그리고 이전 연도 이월 부족분을 합산한 금액을 분배하지 못할 경우 그 미분배액에 4%의 초과분배세를 부과하도록 규정

〈표〉 미국 BDC 주요 유인체계

구분	핵심 규정	유인 · 목적(작동 메커니즘)
정책목표 정합성	- 적격자산 70% 규정: 총자산의 $\geq 70\%$를 Eligible Portfolio Companies 등에 투자 - 경영자문 의무	- 자금이 신생 · 성장 · 비상장 중심으로 흐르도록 대상 · 행태를 동시에 규율 - 자문 결합으로 사후관리 · 가치제고 유인
레버리지 인센티브	자산커버리지 200% → 150% (선택): 주주 승인 시 즉시, 이사회 'Required Majority' 승인만 있을 경우 1년 경과 후(공시 포함)	차입여력 확대 → 규모의 경제(AUM) · 딜 대응력 · NII 개선 유인
세제 · 배당 유인	- RIC 과세지위: 법인세 면제 vs 연 90% 이상 분배(\$852) - 초과분배세 4%: 보통소득 98% · 순자본이익 98.2% 미달 시 4% 부과(\$4982)	고배당 유지 · 연말 특별배당/타이밍 관리 유인 → 투자자 현금흐름 가시성 제고
자본조달 인프라	Offering Reform(2020): Form N-2 short-form shelf, WSKI 자동선반(ASR), 참조편입, FWP 등 운영회사 수준의 공모수단 허용	ATM · 속행공모 · 회사채 등 시장 타이밍형 조달 가능 → 속도 · 유연성 증대
공동투자 (Co-investment)	계열 펀드와 공동투자 면제명령(exemptive order)하에 참여 허용	딜 동반참여 · 규모화 · 체결 속도 개선
보수체계 유인	- 기본보수(통상 연 1.5~2%, 총자산 기준) + 성과보수(대개 최대 20%, 소득·자본이익) - 최근 총수익(look-back) 허들 확산	- 총자산 기준은 AUM/레버리지 확대 유인 내재 - 성과보수는 수익성 제고 유인
공시	상장 BDC는 10-K/10-Q 등 운영회사 수준 공시	정보 비대칭 완화, 순자산가치(NAV) 프리미엄/디스카운트와 조달 전략의 상호작용 투명화

□ BDC 유인체계는 운용사에겐 규모 확대와 안정적 순투자이익 창출 유인을, 투자자에겐 RIC 분배 규율에 기반한 고배당 구조를, 피투자기업에겐 은행 공백기에 신속·확정성 있는 자금과 경영자문을 제공

- 운용사의 경우 기본보수 · 성과보수 구조와 레버리지, 단기 선반공모 · WSKI 등 신속 조달 수단의 유인 아래 규모 확대와 안정적 순투자이익(Net Investment Income: NII) 창출을 동시에 도모
 - 기본보수가 통상 총자산(레버리지 포함) 기준으로 산정되고 성과보수에 허들(hurdle)·캐치업(catch-up)·룩백(look-back)이 결합되어 선순위 담보·변동금리 대출 중심의 NII 극대화 전략이 강화⁵⁾
 - 자산커버리지 150% 옵션을 채택(주주/이사회 승인)할 수 있고, 단기(Short-form) 선반공모·WSKI 등 공모 인프라로 신속한 증자와 채권발행이 가능해져 시장 상황에 맞춰 자금 조달 계획을 집행할 수 있음
 - 총자산 기준 보수는 운용자산(AUM)/레버리지 확대 편향을 유발할 소지가 있어, 보수율 인하·순자산 기준 전환·총수익 허들 등 정렬 장치의 실효성이 중요

5) 성과보수는 허들수익률을 초과해야 발생하고 초과분에 대해 운용사가 캐치업으로 정해진 비율까지 먼저 배분받은 뒤 룩백(총수익) 기준으로 누적 손실·감가를 반영해 최종 정산하는 구조

- 투자자 입장에서는 RIC 과세 · 분배 규율로 고배당이 구조화되는 한편 수수료 · 평가 · 레버리지 위험에 대한 상시관리가 요구
 - RIC 규칙의 연 90% 분배와 초과분배세(98%/98.2%) 규율 덕분에 높은 현금배당을 받게 될 가능성이 구조적으로 높음
 - 배당의 상당 부분이 일반배당 과세로 처리되는 점과, 순자산가치(NAV) 프리미엄/디스카운트 변동이 수익률과 조달 전략에 미치는 영향은 상시 점검이 필요
- BDC는 은행 공백 구간에서 중소 · 혁신기업에게 신속하고 확정성 높은 직접대출을 제공하는 창구로 기능하며, 경영자문 의무를 통해 해당 기업의 운영 효율화와 기업가치 제고
 - BDC는 은행 대출이 원활하지 않은 구간에서 중소 · 혁신 기업에게 직접대출 · 메자닌 · 소수지분 등 맞춤형 자본을 제공하여 M&A · 성장투자 · 리파이낸싱을 지원
 - BDC의 경영자문 의무는 중소 · 혁신기업의 재무 외적 운영 효율화와 거버넌스 개선을 지원하는 기능을 수행
 - 거래 확정성 · 집행 속도가 상대적으로 높아 경기 변동기 자금 조달의 대체 창구로 작동

□ BDC를 통한 중소 · 성장기업 자금공급이 확대되며 중간시장(Middle Market)⁶⁾ 차입매수(Leveraged Buyout: LBO)의 핵심 자금원으로 자리 잡았고, 선순위 담보 중심의 보수적 포트폴리오와 높은 배당 성향의 정착으로 자금흐름 안정성과 투자자 환원 가시성이 제고

- 2008년 이후 제도 개선을 토대로 BDC 산업이 대형화되었고, 중간시장 LBO 자금조달이 직접대출 중심으로 재편되면서 BDC가 주요 자금원으로 안착
 - 2008년 금융위기 이후 볼커룰(Volcker Rule) 등 은행 규제 강화로 은행 대출이 위축되자, 모험자본시장을 통한 비상장기업 대출(private debt)이 증가했고 BDC가 기업대출 중심으로 자금공급 공백을 메우며 성장
 - 2018년 자산커버리지 요건이 완화로 차입 여력이 제고되었고 2020년 공모 · 공시 현대화(Short-form 선반등록 · WKSI)를 통해 조달 속도와 범위가 개선되면서 BDC 운용자산(AUM)이 크게 증가
 - BDC 운용자산(AUM) 규모는 비상장 BDC 성장에 기인하여 2025년 1분기 기준 4,750억달러로 전년 동기 대비 38%, 전기대비 8%의 대폭 증가를 기록⁷⁾
 - 중간시장 LBO 자금조달에서 BDC를 포함한 직접대출(non-bank direct lending)의 비중은 2014년 36%에서 2023년 80%로 확대된 데 이어 2024년에는 90%까지 증가⁸⁾
- 성과보수에 허들(hurdle) · 캐치업(catch-up) · 룩백(look-back)이 결합되는 구조로 BDC 투자 포트폴리오는 선순위대출 비중이 대부분을 차지하며 보수적 구성이 강화

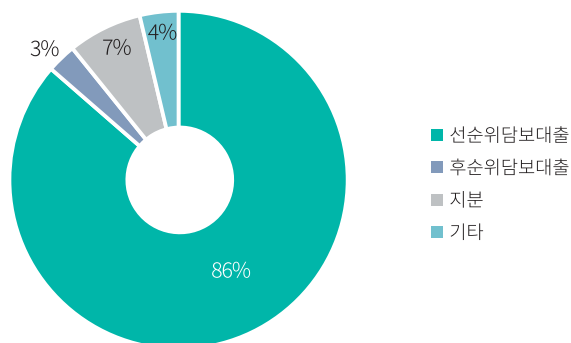
6) 중간시장은 대기업과 소기업 사이에 위치한 중견기업이 형성하는 시장을 의미

7) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25. (전체 167개 중 166개 펀드 기준)

8) LSTA, 2025, 2024 Direct Lending Review: Volume Surges Amid Favorable Market Conditions.

- BDC 포트폴리오는 선순위(1st-lien) 대출 비중이 전년 동기 대비 3.6%p 증가한 86.4%로 대부분을 차지하며, 후순위(second-lien) 대출과 지분의 비중은 각각 2.8%, 7.1%로 매우 낮은 수준
- 펀드 레벨 평균 레버리지는 0.91배로 선순위 중심의 포지셔닝과 함께 방어적 운용 기조를 반영

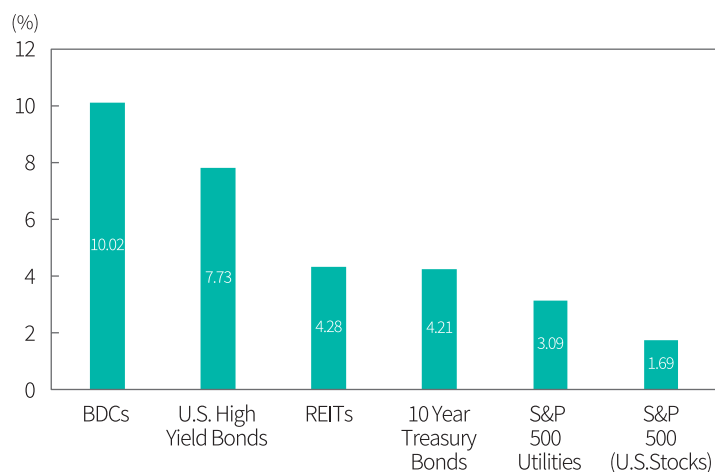
〈그림 3〉 미국 BDC 포트폴리오 구성



자료: LSTA, BDC Quarterly Wrap: 1Q25

- RIC 분배 규정에 따라 BDC는 주요 금융투자상품과 비교하여 높은 배당 수익률을 유지
- BDC의 수익률이 10.02%로 가장 높으며 하이일드 채권, REITs가 다음 순위로 각각 7.73%, 4.28%의 수익률을 기록

〈그림 4〉 미국 주요 금융상품 수익률



주 : 2025년 3월말 기준 Factset(BDC는 MVIS US Business Development Companies Index, 미국 HY Bond는 ICE BofA US High Yield Index, REIT는 FTSE NAREIT Equity REITs Index, 유틸리티는 Standard & Poor's 500 Utilities Index, 미국 주식은 Standard & Poor's 500 Index 로, 미국 10년 국채는 ICE BofA Current 10-Year US Treasury Index)

자료: VanEck, 2025, *BDCs: An Alternative Way to Access the Benefits of Private Credit*

□ 최근 이자원금편입(Payment-In-Kind, PIK)⁹⁾ 상승 · 만기 집중 · 스프레드 압박에 따른 사이클 민감 리스크 증가, 은행 커밋라인 확대에 따른 유동성 전이 가능성, 비상장형 비중 확대에 따른 평가 · 유동성 제약 등 관련 리스크에 대해서는 주의가 필요하다는 평가

— 현재 기준 비상환률은 낮지만 PIK 비중 상승은 신용 스트레스의 선행 신호로 손실 인식 확대 가능성을 내포

- 2025년 1분기 비상환률은 1.36%로 낮은 수준이지만 PIK 이자 비중이 7.01%(총투자이익 대비)로 전분기 대비 0.79%p 상승했고, 순실현손실은 11개 분기 연속 발생¹⁰⁾
- 비상환 증가가 2025년 BDC의 구조조정 및 회수로 이어지면 이 과정에서 평가손이 실현손으로 전환되고 NII(Net Investment Income)가 감소하여 펀드의 총성과와 배당 지속성에 부정적 영향을 미칠 수 있음¹¹⁾

— 2026~2027년 만기 집중과 스프레드 재확대는 차환 리스크와 조달비용 변동성을 높임

- BDC가 발행한 무담보채 만기는 2026년에 104억달러, 2027년에 85억달러가 돌아오며 총잔액 약 590억달러 중 대략 3분의 1이 2026~2027년에 집중¹²⁾
- 리파이닝신 수요로 2025년 1분기 신규 발행은 90.5억달러로 전년 동기 대비 18.3% 증가
- 스프레드는 3월 전후 연중 최저치 이후 재확대되었으며, 이런 스프레드 압박과 비상환 증가는 이익 및 배당 커버리지 약화 요인으로 지적¹³⁾

— BDC의 운용 과정에서 은행이 대규모 신용라인을 제공하며 유동성 공급자 역할을 키웠고 스트레스 시 은행과 BDC 간 리스크 전이가 확대될 수 있음

- FSOC(Financial Stability Oversight Council)는 은행의 BDC 대상 커밋라인(commit line)이 2020년 420억달러에서 2024년 3분기 1,170억달러로 증가했다고 추정하며 유동성 전이 경로로서 모니터링 필요성을 강조¹⁴⁾
- 보스턴 연준(2025)은 은행이 BDC 및 비은행 대출의 핵심 유동성 공급자가 되면서 은행이 민간신용 대출 위험에 간접 노출되고 있다고 지적¹⁵⁾

— 비상장 BDC 비중이 커진 구조에서 평가 불확실성과 환금성 제약은 본질적인 리스크를 내재

9) 차입자가 정기적인 이자지급을 연기하고 대신 대출 원금 잔액에 추가하는 대출 기능으로 PIK 부채 증가는 전체 부채 부담을 증가시킴

10) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25.

11) Fitch Ratings, 2025, *Tight Spreads, Rising Non-Accruals to Further Weaken BDC Earnings*.

12) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25.

13) Fitch Ratings, 2025, *Tight Spreads, Rising Non-Accruals to Further Weaken BDC Earnings*.

14) U.S. Department of the Treasury, 2024, Financial Stability Oversight Council (FSOC) Annual Report 2024, December 2024.

15) Federal Reserve Bank of Boston, 2025, Current Policy Perspectives: "Bank Linkages to Private Credit and Business Development Companies", May 21, 2025.

- 2024년 4분기 기준 BDC 포트폴리오의 공정가치는 4,185억달러이며 이 중 사모/비상장 BDC가 약 65%를 차지¹⁶⁾
- SEC 투자자 안내는 비상장 BDC 지분은 정기 환매 한도·중단 가능성 등 구조적 제약으로 현금화까지 수년이 소요될 수 있고 사적·비유동 자산의 공정가치 산정이 불확실해 장부가 회수가 괴리될 수 있음을 지적

□ BDC 도입 시 민간자본이 중소·혁신기업으로 순환하는 시장형 자금중개 체계가 마련되는 만큼, 실효성과 지속가능성을 높이기 위해 미국 BDC의 운용 경험을 반영하여 국내 규율체계를 보완·개선하고 세부 운영기준을 정교화할 필요가 있음

— 국내 BDC 도입안에는 법정 투자비율 및 투자방식은 명시되어 있으나 경영지원 요건은 부재하므로 자금공급과 함께 사후관리 및 가치제고가 병행될 수 있도록 보완 장치를 고려해 볼 필요가 있음

- 미국은 적격자산 70% 투자 요건과 경영자문 의무를 결합해 투자 대상과 운용 행태를 동시에 규율해 왔고, 이는 사후관리·가치 제고 유인을 강화하는 장치로 기능

— 일반 공시만으로는 한계가 있으므로 제도가 안착되는 과정에서 공시·평가·유동성 관리를 체계적으로 표준화하여 정보 접근성을 높일 필요

- 미국은 상장 BDC에 대해 레버리지, 비상환률, PIK 비중, 만기구조 등 운영회사 수준의 정보를 주기적으로 공개

선임연구원 한아름

16) Houlihan Lokey, 2025, *BDC Monitor*, Spring 2025.