

해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점

- 바이아웃(buyout)을 중심으로 -

2012. 11.

| | |
|---------|-------|
| 연 구 위 원 | 박 용 린 |
| 연 구 위 원 | 천 창 민 |
| 연 구 원 | 안 유 미 |



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

우리나라는 외환위기 당시 많은 외국자본이 국내에 진출하여 기업 구조조정으로 인해 매물로 나온 국내 우량기업들을 헐값에 인수하여 상당한 차액을 남기고 매각하는 것을 지켜볼 수밖에 없었던 경험이 있다. 이러한 외국자본에 대한 대항마로서 구조조정 기업들을 인수할 수 있는 국내 자본을 육성하기 위하여 마련된 사모투자전문회사(PEF) 제도가 마련된 지도 벌써 8년의 세월을 바라보고 있다. 그간 PEF 제도는 국내 민간 부동산의 장기투자 자금화, 자본시장의 발전 및 해외자본에 의한 국부유출방지라는 역할을 기본적으로 충실히 수행해 왔다고 평가할 수 있다. 따라서, 이 시점에서 국내 PEF 시장의 과거를 점검해보고 국내 PEF 시장이 나아가야 할 지향점을 논의할 필요가 있다.

PEF가 자본시장과 경제의 발전에 끼치는 영향은 상당하다. 기업 측면에서 바라보면 PEF는 경영지배형 투자로서 기업 구조조정의 임무를 수행할 수 있다. 그뿐만 아니라 부실화된 기업이 아닐지라도 다양한 방법을 통하여 기업가치의 상승이 가능하다고 판단되는 기업의 경영권 인수와 가치제고 노력을 통해서 기업의 최대 잠재가치를 실현하는 역할을 수행할 수 있다. 자산운용산업의 관점에서 PEF는 일반 투자와 낮은 상관관계를 가지고 있으며, 주식시장 수익률 대비 초과 수익을 제공하므로 투자자들에게 다양한 투자 대상을 제공하며 국민연금 등 각종 연기금 대체투자의 큰 축으로서 안정적 장기 기금 운용에 적합하다. 금융투자산업의 관점에서 PEF는 투자대상 회사의 물색, 인수, 가치제고 및 회수 전 과정을 통하여 M&A나 IPO 등 다양한 투자은행 서비스가 필요하므로 국내 투자은행서비스의 발전에 기여한다. 마지막으로 PEF는 해외진출을 통하여 국부 창출의 기능을 수행할 수 있다. 특히 PEF는 고성장 신흥시장을 적극 공략함으로써 해외 시장 성장의 과실을 향유하고 자체적인 성장 동력으로서의 금융이라는 역할을 수행하는데 일조한다.

비록 지난 8년간 국내 PEF 산업이 양적으로 급성장하였지만, 그간 PEF 운용 경험을 쌓는 과정에서 많은 시행착오가 있었던 것도 사실이다. 특히 PEF가 자본시장과 경제에 진정한 기여를 하는데 핵심인 가치제고의 노력이 얼마나 이루어져왔는지 반문해 볼 일이다. 이 보고서는 이러한 문제의식을 바탕으로 글로벌 프라이빗 에쿼티 시장 현황과 해외 선진 프라이빗 에쿼티 운용사의 운용전략을 분석해 봄으로써 이제 걸음마 단계를 갓 벗어난 국내 PEF 시장에 대한 시사점을 도출하고 국내 PEF의 발전 방향을 제시해보고자 한다. 우선, 프라이빗 에쿼티 시장의 역사와 시대적 변화 과정을 살펴본다. 특히, 2000년대 들어 급성장한 글로벌 프라이빗 에쿼티 시장의 주요 추세를 분석하여 향후 시장의 진화 방향을 제시한다. 또한 주요 선진 프라이빗 에쿼티 운용사의 현황을 파악해 봄으로써 선진적인 운용 사례를 고찰한다. 그리고 해외 시장 현황에 대한 이해를 바탕으로 국내 PEF 시장 및 제도 현황을 살펴봄으로써 해외 시장과의 차이점 및 국내 PEF 시장의 개선점을 도출해 본다. 마지막으로 국내 PEF 시장의 장기적인 발전을 위해 필수적인 PEF의 해외진출 관련하여 진출의 원칙과 구체적인 방안을 제시해 본다.

이 보고서를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박용린 연구위원, 천창민 연구위원과 안유미 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 최순영 연구위원, 사내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들, 그리고 원고 정리에 수고를 아끼지 않은 김규림 선임연구원, 주혜림 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 이 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2012년 11월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

| | |
|---|------------|
| Executive Summary | x |
| Abstract | xxi |
| | |
| I. 서론 | 3 |
| | |
| II. 프라이빗 에퀴티(private equity) 및 바이아웃 개관 | 9 |
| 1. 프라이빗 에퀴티의 개념 및 의의 | 9 |
| 2. 프라이빗 에퀴티의 유형 및 특성 | 13 |
| 3. 바이아웃의 개념 | 15 |
| 4. 바이아웃의 역사 | 17 |
| 5. 바이아웃의 투자구조 | 20 |
| 6. 바이아웃의 운용체계 | 25 |
| | |
| III. 해외 바이아웃 시장현황, 트렌드 및 투자전략 | 37 |
| 1. 바이아웃 시장현황 | 37 |
| 2. 주요 트렌드 | 45 |
| 3. 주요 대형 바이아웃 펀드 현황 | 71 |
| 4. 해외 프라이빗 에퀴티 투자전략 | 96 |

| | |
|--------------------------------------|------------|
| IV. 국내 PEF 현황 및 해외 진출전략 | 111 |
| 1. 국내 PEF 시장 현황 | 111 |
| 2. 국내 PEF 제도 현황 | 131 |
| 3. 국내 PEF의 해외 진출전략 | 167 |
| | |
| V. 결론 및 시사점 | 177 |
| | |
| 참 고 문 헌 | 183 |

표 목 차

| | |
|--|----|
| <표 II-1> 미국 및 유럽의 바이아웃 회수 방식 | 32 |
| <표 III-1> 전 세계 상위 20대 바이아웃 GP | 41 |
| <표 III-2> 전 세계 프라이빗 에쿼티 자금모집액 및 투자액 | 42 |
| <표 III-3> 전 세계 지역별 프라이빗 에쿼티 투자 현황 | 43 |
| <표 III-4> 국가별 프라이빗 에쿼티 투자방식 분포 | 44 |
| <표 III-5> 규모 기준 상위 10대 바이아웃 펀드 현황 | 47 |
| <표 III-6> 규모 기준 상위 10대 바이아웃 투자 현황 | 48 |
| <표 III-7> 사업가치(EV) 기준 시기별 LBO 거래 평균 규모 | 49 |
| <표 III-8> 클럽딜 규모 | 50 |
| <표 III-9> 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티의 비교 | 56 |
| <표 III-10> 헤지펀드 및 프라이빗 에쿼티 융합 사례 | 58 |
| <표 III-11> 프라이빗 에쿼티의 상장 사례 | 60 |
| <표 III-12> 시기별 산업별 LBO 거래 현황 | 64 |
| <표 III-13> 주요 GP별 해외진출 현황 | 67 |
| <표 III-14> KKR 바이아웃 펀드 LP 수익률 | 77 |
| <표 III-15> Blackstone 바이아웃 투자 업종 및 지역 분포 | 82 |
| <표 III-16> Blackstone 바이아웃 펀드 LP 수익률 | 83 |
| <표 III-17> Carlyle 역대 펀드 현황 | 87 |
| <표 III-18> Carlyle 바이아웃 펀드 순수익률 | 88 |
| <표 III-19> TPG Capital 역대 펀드 | 89 |
| <표 III-20> TPG 바이아웃 펀드 LP 수익률 | 92 |
| <표 III-21> 전체 딜 중 독점적 딜 비중 | 97 |
| <표 III-22> 바이아웃 펀드의 딜소싱 방법 | 98 |

| | |
|---|-----|
| <표 III-23> 투자 대상 기업별 바이아웃 수익률 | 99 |
| <표 III-24> 바이아웃 투자수익률의 원천 | 105 |
| <표 III-25> LBO 거래의 투자회수 유형별 비중 | 106 |
| <표 III-26> LBO의 지역별 자금회수 유형별 비중 | 107 |
| <표 IV-1> 연도별 PEF 자금모집 추이 | 112 |
| <표 IV-2> 주요 국가별 PE 침투율 | 113 |
| <표 IV-3> 출자약정액 규모별 PEF 수 및 평균 규모 | 114 |
| <표 IV-4> PEF 투자유형별 현황 | 115 |
| <표 IV-5> LP 종류별 비중 현황 | 116 |
| <표 IV-6> 국내 및 해외 LP별 출자 비중 비교 | 117 |
| <표 IV-7> GP의 PEF 재설립 현황 | 118 |
| <표 IV-8> PEF 투자지분 유형별 분포 | 120 |
| <표 IV-9> PEF 상장회사 투자 비중 | 120 |
| <표 IV-10> PEF 투자지분 유형별 분포 | 121 |
| <표 IV-11> PEF 투자지분 유형별 분포 | 122 |
| <표 IV-12> PEF 투자 평균 차입비율 | 123 |
| <표 IV-13> PEF 해외진출 현황 | 125 |
| <표 IV-14> 국내 PEF 투자회수 현황 | 127 |
| <표 IV-15> PEF 투자회수 분포 | 128 |
| <표 IV-16> PEF 투자방식별 분포 | 128 |
| <표 IV-17> 국민연금 Corporate Partnership 현황 | 130 |
| <표 IV-18> 사모투자전문회사의 상법 적용제외 내용 | 135 |
| <표 IV-19> 국내 PEF의 해외 진출전략 | 172 |

그림 목 차

| | |
|--|----|
| <그림 II-1> 전 세계 바이아웃 시장 현황 | 16 |
| <그림 II-2> Private Equity Value Creation | 17 |
| <그림 II-3> LP 유형별 비중 | 21 |
| <그림 II-4> 바이아웃 펀드의 일반적 구조 | 23 |
| <그림 II-5> GP 자금모집 흐름도 | 26 |
| <그림 II-6> LBO의 거래구조 | 30 |
| <그림 III-1> 전 세계 프라이빗 에쿼티 자금모집 현황 | 37 |
| <그림 III-2> 전 세계 프라이빗 에쿼티 운용자산 현황 | 38 |
| <그림 III-3> 펀드 유형에 따른 운용자산 구조 현황 | 38 |
| <그림 III-4> 지역별 프라이빗 에쿼티 비중 현황 | 39 |
| <그림 III-5> 신흥시장 프라이빗 에쿼티 자금모집 현황 | 40 |
| <그림 III-6> 2000~2007년 상위 60대 LBO의 클럽딜 현황 | 52 |
| <그림 III-7> CLO 구조도 | 55 |
| <그림 III-8> LBO 평균 자기자본 사용비율 | 62 |
| <그림 III-9> 전 세계 간접재투자펀드 자금모집 현황 | 68 |
| <그림 III-10> 전 세계 세컨더리펀드 자금모집 현황 | 70 |
| <그림 III-11> KKR 소유구조 | 74 |
| <그림 III-12> KKR 투자산업 분포 | 76 |

약 어 표

| | |
|---------|--|
| ABS | Asset-Backed Securities |
| AIF | Alternative Investment Fund |
| AIFMD | Alternative Investment Fund Managers Directive |
| AUM | Assets Under Management |
| BW | Bond with Warrant |
| CalPERS | California Public Employees Retirement System |
| CB | Convertible Bond |
| CDO | Collateralized Debt Obligation |
| CLO | Collateralized Loan Obligation |
| EBITDA | Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization |
| EP | Executive Partner |
| EV | Enterprise Value |
| FoF | Fund of Funds |
| GP | General Partner |
| HLT | Highly Levered Transaction |
| IPO | Initial Public Offering |
| ILPA | International Limited Partners Association |
| IRR | Internal Rate of Return |
| KPI | Key Performance Indicator |
| LBO | Leveraged Buyout |
| LOI | Letter of Intent |
| LP | Limited Partner |

약 어 표

| | |
|-------|---|
| LPA | Limited Partnership Agreement |
| M&A | Mergers & Acquisitions |
| MA | Management Agreement |
| MBS | Mortgage-Backed Securities |
| MOU | Memorandum of Understanding |
| NAV | Net Asset Value |
| OTD | Originate-to-Distribute |
| OTH | Originate-to-Hold |
| PEF | Private Equity Fund |
| PIPE | Private Investment in Public Equity |
| PPM | Private Placement Memorandum |
| RCPS | Redeemable Convertible Preferred Shares |
| SA | Subscription Agreement |
| SPAC | Special Purpose Acquisition Company |
| SPC | Special Purpose Company |
| UCITS | Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities |
| VC | Venture Capital |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |

《 Executive Summary 》

이 보고서는 프라이빗 에쿼티 투자 방식 중 바이아웃(buyout)을 중심으로 해외 바이아웃 운용전략, 선도 바이아웃 투자자들의 현황, 바이아웃 시장의 최근 동향에 관한 조사결과로서 국내 PEF 시장의 성장과 발전에 도움이 될 수 있는 시사점들을 제시하고, 한국적 PEF 시장 정립에 기여하는데 목적이 있다.

1. 프라이빗 에쿼티 및 바이아웃 개관

상장 또는 비상장 기업의 등록되어 있지 않은 지분형 증권에의 투자를 의미하는 프라이빗 에쿼티는 합자조합(limited partnership)의 형태로 조직되어 있으며, 기관 투자자 등을 대신하여 전문적인 투자를 하는 집합투자기구이다. 프라이빗 에쿼티가 합자조합의 형태를 갖는 것은 프라이빗 에쿼티 투자에 본질적으로 내재되어 있는 정보 비대칭성과 유인 문제를 최소화하기 위함이다.

우리나라 자본시장법에 규정되어 있는 프라이빗 에쿼티인 사모투자전문회사 즉, PEF가 우리나라 자본시장과 경제 발전에 끼치는 영향은 상당하다. 우선, 기업 측면에서 볼 때 PEF는 경영지배형 투자로서 기업구조조정 의무를 수행한다. 또한 부실화된 기업이 아닐지라도 다양한 방법을 통하여 기업가치 상승이 가능하다고 판단되는 기업의 경영권의 인수와 가치제고를 통하여 기업의 최대 잠재가치를 실현하는 역할을 수행한다. 자산운용산업의 관점에서

PEF는 일반 투자와 낮은 상관관계를 갖고 있으며 주식시장 수익률 대비 초과 수익을 제공하므로, 투자자들에게 다양한 투자대상을 제공할 뿐만 아니라 국민연금 등 각종 연기금 대체투자의 큰 축으로서 안정적인 장기 기금 운용에 적합하다.

금융투자산업의 관점에서 PEF는 투자대상 회사의 물색, 인수, 가치제고 및 회수 전 과정을 통하여 M&A나 IPO 등 다양한 투자은행 서비스가 필요하므로 국내 투자은행 서비스의 발전에 기여한다. 마지막으로 PEF는 해외진출을 통하여 국부 창출의 기능을 수행할 수 있다. 특히 PEF는 고성장 신흥시장을 적극 공략함으로써 해외시장 성장의 과실을 향유하고 자체적인 성장동력으로서의 금융이라는 역할을 수행하는데 일조한다.

프라이빗 에퀴티는 벤처캐피탈, 성장자본, 바이아웃, 메자닌캐피탈 및 부실채권 등으로 구분할 수 있다. 이 중 바이아웃은 기업 경영권을 인수가 가능한 지분을 취득하여 피인수기업에의 다양한 경영 참여를 통하여 기업가치를 제고한 후 IPO, M&A 또는 세컨더리 등을 통하여 투자자금을 회수한다. 바이아웃 펀드들은 인수 대상의 자산이나 현금흐름을 담보로 차입하고 자기자본과 함께 인수 대금으로 지급한 후 비핵심 자산의 매각과 향후의 현금흐름으로 인수 시의 차입금을 갚아 나가므로 바이아웃을 통상 LBO (Leveraged Buyout: LBO)라 칭하기도 한다.

1970년대 후반에 시작된 바이아웃은 일반 금융시장과 마찬가지로 전형적인 활황기와 침체기(boom-bust cycle)를 거치며 현재에 이르고 있다. 바이아웃은 1980년대의 레버리지를 활용한 고차입거래 (Highly Levered Transaction: HLT)부터, 1990년대의 시장가치배수의 상승(multiple expansion)에 의한 투자, 그리고 2000년대 이후의

가치제고 중심의 투자에 이르기까지 기업지배구조 및 부채비율, 금리, 시장 유동성, 경제의 생산성 등 시기별로 다양한 거시경제 및 금융시장 환경에 따라 투자수익의 원천이 근본적으로 변해왔다.

2. 해외 바이아웃 시장 현황, 트렌드 및 투자전략

이러한 변화 중 2000년대 이후의 변화는 바이아웃 시장의 근본을 바꾸는 중요한 변화로서 일반 경기변동적 트렌드와 중장기 트렌드로 구분된다. 경기변동적 트렌드는 다음과 같다. 첫째, 초대형딜의 증가이다. 이는 2000년대 전 세계적인 유동성의 증가로 인해 높은 위험조정 수익을 좇아 바이아웃 펀드로 유입된 대규모의 자금과 낮은 차입비용으로 인수대상 기업의 초대형화가 이루어졌기 때문이다. 둘째, 클럽딜의 증가이다. 이는 개별 바이아웃 펀드들이 펀드 규모의 한계로 개별적으로 추진하지 못하던 초대형 기업들을 바이아웃 펀드들이 연합하여 인수하게 되었기 때문이다. 셋째, 경매방식 매각의 증가이다. 이는 전술한 바이아웃 펀드들의 대규모 자금 유입과 낮은 차입비용으로 펀드간의 인수 경쟁이 치열해짐으로써 매도자 중심의 시장이 형성되었기 때문이다. 넷째, 신용 및 차입금융 시장의 팽창이다. 2000년대는 기업에 대한 대출을 기초상품으로 한 담보부대출채권(Collateralized Loan Obligation: CLO)과 같은 구조화 신용상품이 폭발적으로 성장했던 시기였다. 이러한 대출자산의 유동화로 인하여 대출자산의 자본시장으로의 위험전가가 가능하게 되면서, 은행들은 기업 인수 관련 대출자산을 대폭 증가시키게 되었다.

중장기 트렌드는 다음과 같다. 첫째, 프라이빗 에쿼티 펀드와 헤지펀드의 융합이다. 일부 헤지펀드의 경우 경쟁 격화로 인해 수익성을 높이고 운용규모를 증가시키고자 프라이빗 에쿼티 영역으로 진출하기도 하였다. 또한 일부 프라이빗 에쿼티 펀드의 경우에도 펀드 전체의 유동성을 높이고 운용보수의 증대를 목적으로 헤지펀드 영역으로 진출하기도 하였다. 그러나 프라이빗 에쿼티 펀드와 헤지펀드는 투자 대상, 기간, 유동성 등에서 매우 상이하므로 본격적인 융합 추세가 나타나기에는 일정 부분 한계가 존재할 것으로 예상된다. 둘째, 대형 바이아웃 운용사의 상장이다. 이는 기본적으로 펀드지분의 현금화, 상장을 통한 자금조달과 가치평가의 수단 확보, 그리고 스톡옵션과 같은 펀드 운용인력 보상 수단의 확보를 위한 선택이다. 셋째, 레버리지 투자의 감소이다. 바이아웃 시장 초창기에는 안정적인 현금흐름과 유휴자산을 가진 기업의 차입매수가 주류를 이루었으나 이러한 유형의 기업이 점차로 감소하고 기업의 성장성이 주요 투자 기준으로 인식되면서 레버리지 투자가 감소하게 되었다. 넷째, 투자업종의 범위 확장이다. 이는 전술한 바와 같이 기업의 성장성이 바이아웃의 주요 투자 기준으로 인식되면서 제조업뿐만 아니라 인터넷, 소프트웨어, 금융업 등 다양한 산업이 바이아웃 투자의 대상이 되었다. 다섯째, 바이아웃 운용사의 적극적인 해외시장 진출이다. 바이아웃 시장의 성장은 바이아웃 운용사 간 경쟁 격화를 가져와 한정된 국내 시장을 벗어나 투자 지역을 확장하려는 움직임이 나타나게 하였다. 여섯째, 간접재투자펀드의 증가이다. 간접재투자펀드는 역량있는 운용사가 운용하는 바이아웃 펀드에 출자할 수 있도록 도와주며, 특정 분야에 특화하여 투자자들에게 고수익을 제공함과 동시에 분산투자를 가능하게 하여 지속적인 성장세를 보여왔다. 일곱째, 유한책임사원

(Limited Partner: LP) 지분 유통시장의 발달이다. 이는 프라이빗 에쿼티 투자가 장기 투자로서 자산배분, 현금흐름, 투자전략 등의 이유로 출자자의 펀드지분을 펀드 해산 전에 매각해야 필요성이 있음에 따라 발달하기 시작하였다.

3. 해외 바이아웃 투자전략

바이아웃 투자는 자금모집, 투자, 가치제고 및 회수의 사이클을 통해 완성되며 바이아웃 투자에는 운용의 각 단계마다 운용 수익률을 높이기 위한 검증되고 보편적으로 사용되는 전략이 있다. 먼저 투자기업 발굴전략의 경우 바이아웃의 대부분은 적극적인 딜발굴 전략, 즉, 기업 경영진과의 관계, 네트워크로부터의 소개 등에 의해 수행되고 있다. 상대적으로 매각 공고에 의한 경쟁입찰방식은 소수이며 대상기업을 발굴할 때 독점적인(proprietary) 딜플로우를 확보할 수 있는 능력이 높은 수익률을 올리는데 있어서 중요하다. 딜소싱의 방법으로는 투자은행이나 기타 중개기관을 통하는 경우가 점차 증가하여 왔는데 딜소싱을 위하여 산업계에 많은 경험과 네트워크를 가진 비중 있는 인사를 자문위원으로 삼는 경우가 많아졌다.

자금모집은 장기간이 소요되는 작업으로서 자금모집의 성공은 무한책임사원(General Partner: GP)의 트랙레코드와 경험 등 평판, 그리고 산업, 지역, 기업성장 단계별, 투자 대상 증권 등 명확한 투자전략과 타 펀드 대비 차별화 요소가 LP들에게 분명히 제시되

어야 하는 것이 관건이다. 신설펀드의 경우는 통상 자금모집에 있어 많은 어려움을 겪는다. 트랙레코드가 없는 펀드에도 출자할 가능성이 비교적 높은 대학기금, 개인 출자자 및 기업 등을 핵심 출자자로 유치하고 블라인드 펀드 대신 개별 투자건별로 출자를 약정하는 프로젝트 펀드 또는 플레지 펀드를 운용하거나, GP 출자지분을 대폭 높이는 방식으로 자금모집을 하고 있다.

투자수익률의 원천은 시장 배수(market multiple)의 증가, 레버리지, 기업 경영효율성의 제고 및 기업성장의 4가지로 나뉜다. 시장배수의 증가로 인한 수익률은 GP의 마켓타이밍 능력이 있음을 의미한다. 레버리지는 차입으로 인한 이자비용의 손금산입을 통한 절세효과와 현금흐름의 대리인 비용의 최소화를 통해 가치창출에 기여한다. 경영효율성 증가를 위하여 GP는 비용절감 및 이익률 개선, 불필요한 자본지출의 억제, 그리고 새로운 경영진의 영입, 임직원 인센티브 부여, 이사회 통제 등의 방법을 통하여 가치를 창출한다. 기업가치의 증가는 성장성에 의해서도 이루어지는데 이는 표적 시장, 제품, 고객 등 사업 전반을 아우르는 전략을 재점검하는 것이다. 기업을 성장시키는 방식에는 비핵심 자산의 매각을 포함하는 유기적 성장과 M&A로 매출을 증가시키는 방식의 성장이 있다. 특히, M&A를 통한 성장전략 중 중요한 방법으로서 인수후통합전략(buy and build strategy)이 있다. 이 전략은 시장점유율이 분산되어 있어 기업가치가 할인되어 있는 산업에서 비교적 시장점유율이 높은 기업을 먼저 인수한 후 이를 플랫폼으로 삼아 다른 소규모 기업들을 인수·통합하여 일정 규모를 지닌 기업으로 만드는 전략이다. 이에 따라 규모의 경제로 인하여 기업가치가 상승하게 되며 소규모 할인으로부터 탈피하여 기업가치가 높아지게 되는 방식이다.

마지막으로 투자회수 전략은 IPO, M&A, 세컨더리가 기본적인 회수방식인데, 기타방식으로는 유상감자를 들 수 있는데 투자금을 조기회수하고 이를 통해 수익률을 높이는 방식이며, 최근에는 SPAC을 통하여 회수하는 경우도 발생하고 있다. 자금회수 방식 중 가장 큰 비중은 차지하는 것은 M&A이며 회수시장의 두드러진 추세는 주식시장의 부침에 큰 영향을 받는 IPO의 비중이 지속적으로 감소하고 세컨더리의 비중이 증가하고 있다는 것이다.

4. 국내 PEF 시장 및 제도 현황

PEF 제도가 2004년 도입된 이후 국내 PEF 시장은 급속한 성장을 기록하였는데, 프라이빗 에쿼티 시장의 성숙도를 측정하는 하나의 지표로서 사용되는 PE 침투율로 보았을 때 국내 PEF 시장은 아직까지 추가적인 성장 잠재력을 보유하고 있는 것으로 추정된다. 해외 프라이빗 에쿼티 시장과 비교하여 국내 PEF 자금모집의 가장 큰 특징은 PEF의 영세성으로 약정규모 1,000억 원 미만의 소형 PEF가 과반수를 차지하고 있다. 이는 국내 PEF 시장이 아직까지 초창기로서 PEF 시장에 대한 자신감과 운용자인 GP에 대한 신뢰 부족 등으로 인하여 블라인드 펀드보다 프로젝트 펀드가 다수를 차지하기 때문이라고 할 수 있다. 현재 선도 GP를 중심으로 트랙레코드의 축적과 동시에 신규 진입 GP 및 프로젝트 펀드에 특화하는 GP 등의 등장으로 시장 내 계층화가 진행되고 있다. 또한 해외 프라이빗 에쿼티 시장과 달리 국내 PEF 시장의 LP 구성의 특징은 연기금의

비중이 작고 금융회사와 일반법인이 차지하는 역할이 큰 점과 재단, 대학기금, 부유가문 등이 LP로서 출자하지 않고 있다는 점이다.

투자와 관련하여 선도 PEF들은 바이아웃에 역점을 두고 있다. 반면, 일부 PEF의 경우 PEF 운용 경험 부족과 위험 회피 성향으로 상대적으로 회수가 용이한 상장회사의 소수지분에 투자하는 경향이 있다. PEF는 다양한 업종에 투자하고 있으며 건수 기준으로 IT 및 인터넷 관련 기업에, 금액 기준으로는 건설과 금융에 가장 많은 투자가 이루어졌다. 국내 PEF는 해외 시장보다 적은 레버리지를 사용하고 있으며, 해외투자 펀드의 설립이나 PEF의 포트폴리오 기업으로서 해외기업을 지속적으로 인수하고 있다. 국내 PEF 투자 시 평균적으로 낮은 차입비율을 사용하는 것을 고려하면 국내 PEF 평균 투자수익률은 제한된 수준일 것으로 판단되며 상대적으로 짧은 보유기간을 고려하면 가치제고 활동으로 인한 수익 창출의 폭은 그리 크지 않은 것으로 예상된다. 국내 PEF 회수시장은 M&A가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 국내 회수시장의 주요 특징 중 하나는 IPO나 M&A에 의한 회수 비중대비 장내매각, 상환(buyback) 및 유상감자 등에 의한 회수의 비중이 상대적으로 높다는 점이다. 물론 다양한 회수시장의 존재는 GP 입장에서 PEF 투자의 매력도를 높이는 장점이 있지만, 적극적인 가치제고의 유인을 감소시킴으로써 장기적인 관점에서 PEF의 순기능을 저하시키는 측면도 있게 된다.

국내 PEF 시장은 해외 프라이빗 에쿼티 시장과 달리 연기금과 정책금융기관에 의한 정책적 목적의 PEF 출자가 이루어지고 있다. 국민연금은 국내 PEF와 대기업 및 중견기업의 적극적인 해외진출을 돕기 위해 국내 대기업이 해외 기업 및 자산에 투자할 때 1:1

매칭방식으로 투자하는 블라인드 PEF에 주요 출자자로 참여하는 코퍼레이트 파트너십 프로그램을 운영하고 있다. 또한 정책금융공사는 중견기업 육성, 신성장동력 분야 투자, 대기업-중소기업 동반 성장 등을 지원하기 위한 PEF에 출자하고 있다.

국내 PEF 제도와 관련하여, PEF는 근본적으로 자기방어력을 갖춘 소수의 전문투자자를 대상으로 자금을 모집하여 포트폴리오 회사의 경영권을 취득하는 것이 특징이기 때문에 해외에서는 공모가 아닌 이상 특별한 규제를 가하지 않고 있다. 반면, 자본시장법의 경우에는 우리나라에 특수한 금산분리 및 독점규제법상의 문제로 인하여 PEF의 설립과정과 그 재산의 운용에 있어 열거주의적 규제를 가하고 있다. 또한 차입규제의 엄격한 제한과 차입매수에 대한 법원의 잇따른 배임죄 적용 등으로 인해 외국에 비해 PEF의 활동에 상당한 제약이 있어 PEF 활성화에 걸림돌이 되고 있다.

이러한 자본시장법상의 엄격한 규제에도 불구하고 투자자나 투자대상회사에 대한 고려가 부족하여 규제공백이 존재하는 부분도 있는 것이 현실이다. 이러한 관점에서 규제측면에서 보완해야 할 부분들은 다음과 같다.

첫째, PEF 재산운용규제에 대한 과감한 완화가 필요하다. PEF 제도 도입 시 외국의 바이아웃형 PEF를 모델로 삼아 제도를 설계 하였으나, 굳이 PEF 제도 자체를 특정 유형의 PEF에 맞춘 규제로 설계할 필요는 없다. 오히려 다양한 목적의 PEF가 설립·운영 될 수 있도록 향후 국내 PEF가 보다 성숙단계에 들어갈 수 있는 제도적 여건을 만들어야 할 것이다. 둘째, 현행 자본시장법상 운용사에 대한 규제는 전무한 실정이다. 이는 대표적인 규제공백의 사례로 지적할 수 있으며, 사모펀드 중 유독 PEF만 운용자 규제를 면제할

합리적인 이유를 찾기 힘들다. 셋째, PEF 제도를 풋백옵션이나 콜 옵션 등의 오용 관련 구체적인 사례연구를 통해 제도를 정비하여야 할 것이다. 넷째, LP의 업무집행관여와 관련하여 PEF규제의 전체적인 맥락에서 볼 때 기본적으로 유한책임사원(LP)의 업무집행관여는 금지하는 것이 타당하나 향후 업무집행관여는 원칙적으로 금지하고 이에 관한 규제근거를 만들어야 한다. 이와 동시에 업무집행관여로 보지 않는 사례를 가이드라인 등을 통해 예시로 제시함으로써 시장의 혼선을 어느 정도 줄여나가야 할 것이다.

끝으로, 현행 자본시장법은 PEF가 투자한 대상기업과 대상기업의 근로자를 고려한 규정을 두고 있지 않다. 바이아웃형 PEF 제도를 규정하고 자본시장법에서 기업의 지배권 취득 시 제도의 남용으로 인한 회사재산의 부당한 감소행위를 제한해야 한다. 또한 PEF의 기업지배권 취득으로 인해 직접적으로 영향을 받게 되는 근로자에 대해 적절한 정보접근권을 보장함으로써 원만하고도 균형 잡힌 제도의 운영이 가능할 수 있도록 하여야 할 것이다.

5. 국내 PEF의 해외 진출전략

국내 PEF의 장기적인 발전 관점에서 매력적인 해외투자 기회를 놓치지 않기 위해 해외시장으로의 활발한 진출이 필요하다. 성공적인 해외진출을 위해서는 다음과 원칙이 필요하다. 첫째, 지역적 특수성이 강한 프라이빗 에쿼티는 현지 시장, 산업 및 기업 지배구조에 대한 이해와 토착화가 중요하며 현지 네트워크를 필요로 한다.

그러므로 투자업종, 투자전략, 해외 파트너십, 수익률 제고의 방법, 현지화 정도 등에서 단계별 접근이 바람직하다. 둘째, 해외진출 초기에 단독 진출은 장기간이 소요되는 비효율적이며 리스크가 큰 방안이다. 따라서 해외 네트워크를 가지고 있거나 해외진출에 적극적인 대기업의 해외 M&A에 재무적투자자로서 동반 참여하여 해외 M&A에 대한 경험을 축적하는 것이 필요하다. 또한 해외진출에 따른 리스크 감소와 딜플로우의 시너지를 위해 현지 GP와 파트너십을 형성하려는 노력이 필요하다. 중장기적으로는 현지 프라이빗 에쿼티 시장에 대한 이해가 확대되고 네트워크가 축적된 후 현지 시장 중심의 PEF 사업 전략을 추진하는 것이 필요하다. 셋째, 해외진출 초기에는 현지 기업 통제권 확보, 기업경영 관행에 대한 이해 및 성공적인 회수를 기대하기 어렵다. 따라서 기업가치 제고보다 국내 기업의 해외 M&A에서 재무적 투자자로서 소수 지분투자에 주력하고 중장기적으로 현지 기업가치 제고 전략으로 옮겨가는 것이 필요하다. 넷째, 자금모집의 경우 해외진출 초기에는 국내 LP 자금으로, 장기적으로는 점차 트랙레코드가 쌓임에 따라 현지 LP의 자금이나 해외 유수 LP의 자금을 유치하여 자금모집의 안정성을 도모하고 인지도를 제고하는 것이 필요하다.

« **Abstract** »

The Current Landscape of Overseas PEFs

- A Close look at buy-outs and their implications

This report reviews the current landscape of global private equity with a focus on buyouts and sheds light on PEF's desired future direction in Korea. Private equity is practically defined as investments in non-listed companies. It takes the form of limited partnerships which have been the most effective way to minimize information asymmetry and incentive problems. Private equity plays an important role in the capital markets such as helping realize value potential for corporations, providing an additional asset class for asset management industry, inducing the development of investment banking through demand for IPO and M&A, and creating national wealth from overseas investments. Buyouts as a dominant form of investment in private equity have gone through a typical boom-bust cycle and the source of value creation has changed from leverage in the 1980s and multiple expansions in the 1990s to value creation in the 2000s. These changes were driven by the macroeconomic and financial market environment.

There have been significant cyclical and long-term changes in the global buyout market in the 2000s. Cyclical changes in the buyout market include: 1) a significant increase in large scale

investments, 2) an increase in club deals, 3) an increase in sale through auctions, and 4) significant expansion in acquisition loan markets such as CLO. Long-term changes include: 1) Convergence of buyout funds and hedge funds, 2) listing of global buyout funds, 3) a decrease in investment leverage, 4) expansion in the extent of industries for investment, 5) GP's active expansion into overseas markets, 6) a significant increase in the fund of funds, and 7) development of secondary markets for LP's fund units.

In every part of the buyout investment cycle comprised of fundraising, investment, value creation, investment, and exit, GPs have developed best practices in order to maximize investment returns. First, successful fundraising takes a track record, clear sector, and investment strategy to appeal to LPs. In particular, first-time funds need to approach university endowments, corporations, and individual investors rather than pension funds. They also have to raise project funds(pledge funds) and increase GP contribution to the fund. Second, most buyout funds have deal sourcing strategies, such as relationship building with management and introduction from advisory staff, to secure proprietary deal flows that are more profitable than auctions. Third, regarding value creation, investment returns can be derived from leverage, increase in market multiples, operational improvement, and growth. Among these, operational improvement and growth account for the majority of investment returns for global GPs. Operational improvement involves an

improvement in profit margin from cost reduction, slimming-down of operations, and better incentives for management and employees. Growth involves organic growth from changing corporate business strategies and also growth by M&As where the buy-and-build strategy plays an important role in value creation. Fourth, exits by M&A take up the largest proportion, whereas exits by IPO have been decreasing over the last two decades. Recently, exits by secondary transactions with other GPs have been increasing.

PEFs in Korea have been rapidly growing since inception in 2004 and are expected to continue to grow. One prominent PEF characteristic in Korea regarding fundraising is that the average PEF is too small due to the dominance of project funds. This stems from the lack of full trust of LPs in GP capability. Another characteristic is that pension funds do not contribute to PEFs as actively as in the overseas private equity market. None of the foundations, endowments, and wealthy families contribute. Regarding investments, although leading GPs focus on buyouts, followers focus more on minority investments. PEFs in Korea have invested in diverse industries with limited leverage, much lower than that of overseas market. Though not publicly available, average investment returns are likely to be limited due to low leverage and most returns are unlikely to be from value creation activities because of relatively short investment holding periods. For exits, M&A takes up the largest proportion, but exits by non-standard routes such as open market sales, buybacks

(or putbacks),and paid recapitalization account for a larger proportion than in overseas market. Despite the positive role, diverse exit routes weaken incentives for serious efforts for value creation.

A very unique feature of PEF in Korea is that there have been policy oriented contributions by pension funds and policy financial institutions. National Pension Service(NPS) has been running the Corporate Partnership program where NPS contributes to a PEF dedicated to joint overseas investments with a Korean corporation. The PEF 1:1 match-invests with the Korean corporation when it finds an attractive overseas investment opportunity. In addition, Korea Finance Corporation (KoFC) has been contributing to certain PEFs mandated to invest in sectors with high growth potential and middle-market corporations in Korea. This is in an effort to help financing and enhancing capabilities of the investee companies.

In the regulatory viewpoint, the Korean version of PEF was introduced under the title of Samotoojajeonmoonhwaisa(translated as specialized private investment company) through the Indirect Investment Management Business Act enforced on December 6, 2004. Its main focus was to introduce a buy-out type PEF in Korea. Most of the provisions in the Act were carried over to the Financial Investment Services and Capital Market Act (FSCMA), which went into effect on February 4, 2009. There has been no systemic and substantive change to the Korean PEF regulatory guidelines until today. Unlike PEF regimes in foreign

countries, Korea maintains sophisticated rules mainly arising from the special regulatory circumstances in Korea such as the separation rule of industry and banking capital and anti-trust laws. As such, most of the complicated rules are related to management of PEF assets. It goes without saying that these complicated regulations on PEF asset management considerably restrict PEF businesses and operations. In this regard, our review of the Korean PEF regime looks at the current PEF regulations under FSCMA, analyzes some problems of the current regime, and pinpoint five areas that should be deregulated in the near future.

For long-term development, Korean PEFs need to expand into overseas markets to take advantage of attractive foreign investment opportunities. Successful entry into overseas markets requires the following principles. First, private equity that has a strong locality requires understanding of local markets, industry, corporate governance, and networks. Therefore, a gradual approach in target sectors, strategy, overseas partnership, degree of value creation efforts, and localization is necessary. Second, independent entry into overseas market from the start is an inefficient, risky strategy that takes a long time. Therefore, at the beginning, it is advised to invest jointly as a financial investor for deal flows and risk minimization with large corporations in Korea which have overseas networks and actively seek foreign investment opportunities. Later on, when PEFs have acquired sufficient experience in foreign M&As and have built overseas

networks, PEFs can manage their overseas investments independently. Third, due to difficulty in securing control in management, lack of understanding of corporate culture, and uncertainty in the exit environment, PEFs are advised to focus on minority positions in joint overseas investments with Korean corporations as financial investors and move to value creation strategies in the mid to long term. Fourth, PEFs can invest in overseas markets through contributions of domestic LPs in the early stage, and as track records build up, they can invite local and international LPs for more stability in fundraising and global recognition.

1. 서론

I. 서론

우리나라의 외환위기 시 많은 외국자본이 국내에 진출하여 기업구조조정으로 인해 매물로 나온 우수한 사업성과와 자산을 가진 우량기업들을 인수한 바 있다. 이렇게 인수된 기업들은 현재 대부분 상당한 수익을 남기고 재매각된 상황이다. 당시로서는 이러한 핵심 우량기업을 인수하여 구조조정을 담당할 국내 민간 자본 및 제도가 없었기 때문에 이는 불가피한 상황이었다. 이에, 채권단의 출자전환이나 정부 공적자금을 투입하여 구조조정에 성공한 기업들의 매각이 예상되는 상황에서, 외국 자본에 대한 대항마로서 구조조정 기업들을 인수할 수 있는 국내 자본의 육성을 위한 제도를 마련코자 2004년 「간접투자자산운용업법」상의 사모투자전문회사 제도가 도입되었다. 이는 대규모 자본을 조직하여 기업 경영권의 인수, 구조조정을 통한 기업가치의 제고 및 투자자금 회수를 전담할 기구를 제도적으로 보장하고자 하였다. 그리하여 국내 민간 부동자금의 장기투자 자금화, 자본시장의 발전 및 해외자본에 의한 국부유출을 방지하는 역할에 그 목적을 두고 있다.

비록 우리나라의 사모투자전문회사를 편의상 프라이빗 에쿼티 펀드(Private Equity Fund: PEF)라 하지만, 동 제도는 프라이빗 에쿼티(Private Equity: PE)¹⁾의 일종으로서 구미 선진국에서 활성화되어 있는 바이아웃(buyout) 펀드를 모델로 삼은 제도이다. 프라이빗 에쿼티 또는 프라이빗 에쿼티 투자는 우리나라에서 통상 사모투자라 불리는 투자이다. 이에 벤처캐피탈(Venture Capital: VC), 성장자본(growth capital), 바이아웃(buyout) 등 주식형뿐만 아니라, 메자닌캐피탈(mezzanine capital), 부실채

1) 이 보고서에서 '프라이빗 에쿼티' 또는 '프라이빗 에쿼티 펀드'라는 용어는 해외에서 일반적으로 통용되는 프라이빗 에쿼티(private equity) 투자방식 또는 이러한 투자를 수행하는 주체로서의 펀드를 의미하며, 국내의 사모투자전문회사를 지칭할 경우에는 'PEF'라는 용어를 사용하고 있다.

4 해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점

권(distressed debt) 및 부동산 등 주식연계형, 채권형 및 기타 자산 투자도 포함되는 광의의 개념이다.

사모투자전문회사 제도를 도입한지 8년이 된 현재, 우리나라 PEF 시장은 외형상 많은 발전을 이루어 온 것으로 보인다. 2012년 9월 말 현재, 금융위원회에 등록된 PEF의 총 수는 216개, 출자약정 총액은 36조 9천억 원에 이르고 있는데, 이는 약 7년 전의 2005년 11월 말 기준 PEF 14개, 출자약정 총액 2조 8천억 원의 시장규모에 비하면 급속한 성장세이다. 하지만, 여전히 현재 국내 PEF의 활성화를 논하기에는 이른 감이 있다. 먼저 몇몇 선도 PEF를 제외하고는 여전히 규모가 영세하여, 대규모 M&A를 추진하기에는 무리가 있다. 둘째, 통상적으로 바이아웃 투자가 5년 이상의 장기간의 투자임을 고려할 때 프라이빗 에쿼티 운용 전 과정의 경험을 축적하기 위해 통상 필요한 수차례의 운용 사이클, 즉, 경영권 인수, 기업가치 제고 및 성공적인 자금 회수 등의 운용 사이클을 거치기에는 시간이 너무 짧았다. 또한, 기존의 성공적이었다고 평가되는 상당수 거래도 수익률의 대부분이 PEF의 기업가치 제고 전략을 통하여 창출되었다기 보다는 개별적인 기업 및 시장 상황의 선별적 활용(financial arbitrage 또는 asset arbitrage)에 기인하는 바가 크다. 반복 가능한 체계적인 기업가치 제고 전략 및 이의 실행 능력이야말로 PEF 제도가 민간 부문의 상시 구조조정 기구로서 기업 운영의 비효율을 끊임없이 제거하여 성장 및 고용에 기여하며, 자본시장 발전의 한 축으로서의 역할을 담당할 수 있는 초석이 될 것이다.

세계 금융시장은 세계 경제의 성장, 부의 축적, 금융상품의 혁신과 규제 변화에 따라 끊임없이 변화하고 있으며, 이는 해외 바이아웃 시장의 동향도 마찬가지이다. 우리나라의 사모투자전문회사 제도가 해외의 바이아웃 투자를 그 원형으로 삼았음을 고려할 때, 해외 바이아웃 시장의 현황과 나아가는 방향을 파악하고 주요 바이아웃 펀드들의 투자 및 펀드 운용 현황을 살펴보는 것이 제도의 취지를 살려 한국형 바이아웃

시장의 활성화를 도모할 수 있을 것이다. 또한 장차 국제 시장에서 해외 바이아웃 펀드들과 경쟁할 수 있는 기반이 될 것이다.

프라이빗 에쿼티, 특히 바이아웃에 관한 국내의 보고서 중, 해외 선도 바이아웃 업체들의 운용 현황에 관하여 중점적으로 다루고 있는 보고서가 드문 것이 현실이다. 사모투자전문회사 제도의 활성화는 결국 개별 PEF들의 성공적인 딜 경험과 이에 따른 자신감, 그리고 이를 뒷받침할 수 있는 제도에 있다. 이 보고서는 바이아웃 투자가 활성화되어 있는 해외의 바이아웃 운용 전략, 그리고 세계를 무대로 활동하고 있는 선도 바이아웃 투자사들의 현황과 해외 바이아웃 시장 및 제도의 최근 동향을 살펴보았다. 이를 통해 국내 PEF의 성장과 PEF 시장의 발전에 도움이 될 수 있는 시사점들을 제시하고자 하였으며, 한국적 PEF 시장 정립에 기여할 수 있도록 노력하였다.

이 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선 II장에서는 바이아웃을 포괄하는 프라이빗 에쿼티의 개념과 이의 경제와 자본시장에서 차지하는 중요성에 대해 살펴보고 활성화의 당위성을 도출해 보며, 프라이빗 에쿼티의 여러 유형 및 각각의 특성에 대해 살펴본다. 또한 이 보고서의 검토 대상인 바이아웃을 개관하고, 이의 개념, 역사, 투자구조와 운용체계를 소개한다. III장에서는 우선, 세계 프라이빗 에쿼티 시장의 규모와 추세, 그리고 선도 글로벌 바이아웃 운용사들을 살펴본다. 그리고 2000년 이후의 글로벌 바이아웃 시장의 트렌드를 프라이빗 에쿼티 시장의 붐-버스트 (boom-bust) 사이클로 인한 경기변동적 트렌드와 향후 지속적으로 영향을 미칠 중장기적 트렌드로 나누어 살펴본 후, 대형 바이아웃 운용사 6곳(KKR, Blackstone, Carlyle, TPG Capital, Bain Capital, Apax Partners)의 조직, 투자전략, 투자업종 및 현황 등의 세부 사항을 검토한다. 마지막으로 바이아웃 투자 운용 프로세스 전 과정을 통하여 해외 바이아웃 업체들의 투자전략을 알아본다. IV장에서는 해외 PE 시장 현황에 대한 조사를 바탕으로 국내 PEF 시장 현황과 제도 현황을 살펴보며 유용한

6 해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점

시사점을 도출한다. 그리고 최근 성장하는 국내 PEF 산업의 한 단계 도약을 위한 성장 전략의 하나로서 국내 PEF의 해외 진출전략을 살펴봄, 마지막으로 V장에서 결론을 맺는다.

II. 프라이빗 에퀴티(private equity) 및 바이아웃 개관

1. 프라이빗 에퀴티의 개념 및 의의
2. 프라이빗 에퀴티의 유형 및 특성
3. 바이아웃의 개념
4. 바이아웃의 역사
5. 바이아웃의 투자구조
6. 바이아웃의 운용체계

II. 프라이빗 에퀴티(private equity)²⁾ 및 바이아웃 개관

1. 프라이빗 에퀴티의 개념 및 의의

가. 개념

프라이빗 에퀴티는 기술적 의미로는 상장 또는 비상장 기업의 등록되어 있지 않는 지분형 증권³⁾이라고 정의할 수 있으며, 통상적으로 이러한 증권에의 투자를 의미하기도 한다. 여기서 프라이빗 에퀴티는 퍼블릭 에퀴티(public equity)에 대비되는 개념으로서 증권 감독기관에 등록되지 않은 증권의 의미가 강조된다. 예를 들어, 프라이빗 에퀴티 투자자들이 상장기업을 인수하여 경영 개선 목적으로 상장폐지시키는 거래도 비록 상장주식에 투자하게 되지만, 결과적으로 비상장 기업으로 전환(going private)되므로 넓은 범위로는 이러한 정의에 부합한다고 할 수 있다. 또한, 프라이빗 에퀴티 투자의 일종으로서 증권 감독기관 등록 절차를 거치지 않고 상장 주식에 투자되는 PIPE(Private Investment in Public Equity)의 경우도 이러한 정의에 부합된다. 그러나, 프라이빗 에

2) 엄밀히 말해서 사모투자는 프라이빗 에퀴티뿐만 아니라 헤지펀드 등 사모 방식으로 자금이 모집되고 이를 투자할 수 있는 대상과 방식에 제한이 없는 사모 집합투자기구를 지칭하나, 국내에서는 사모투자를 프라이빗 에퀴티를 지칭하는 용어로 사용하는 경우가 많으며, 이 보고서에서는 별도로 구분하지 않는 경우에는 프라이빗 에퀴티 투자와 사모투자를 혼용하여 사용하기로 한다.

3) 지분형 증권이라 함은 주식, 전환우선주, 신주인수권, 전환사채, 신주인수권 부 사채 등 지분 참여권을 가진 증권을 말한다. 즉, 이는 후에 서술할 프라이빗 에퀴티의 일종으로 메자닌캐피탈(mezzanine capital)을 포함한다.

쿼티 투자의 대부분은 비상장 기업에 집중되므로 통상적으로 프라이빗 에쿼티는 비상장 기업에의 지분형 증권 투자로 이해하여도 큰 무리는 없어 보인다.

프라이빗 에쿼티는 미국에서 1970년대 말 이후 급속한 성장을 시현하였는데, 이는 프라이빗 에쿼티 투자가 합자조합(limited partnership)의 형태로 조직되어 기관투자가 등을 대신하여 전문적인 투자를 하게 되었기 때문이다. 그런데, 이러한 주된 조직 형태로서 합자조합을 이용하는 것은 프라이빗 에쿼티 시장에 본질적으로 내재되어 있는 극심한 정보 비대칭성(asymmetric information)과 유인(incentive) 문제를 최소화하기에 적합한 구조였기 때문이다. 즉, 프라이빗 에쿼티에 내재되어 있는 정보 비대칭성을 전문적 경험을 가진 무한책임사원(GP)이 피투자기업 경영자의 지분 투자 또는 스톡옵션 등의 유인 제공 그리고 무한책임사원(GP)의 경영 감독을 통하여 피투자회사-프라이빗 에쿼티 펀드 간의 대리인 문제를 해결하며, 합자투자계약(Limited Partnership Agreement: LPA)에 의한 성과 배분 약정에 의하여 무한책임사원(GP)과 유한책임사원(LP) 간의 이해상충 문제를 해결한다.

나. 의의

프라이빗 에쿼티가 경제와 자본시장의 발전에 끼치는 영향은 상당하다. 먼저 프라이빗 에쿼티 투자의 다양한 방식 중에서 기업의 성장 단계 중 가장 초기 단계의 기업에 투자하는 벤처캐피탈의 경우에는 혁신적인 사업모델 및 기술을 가진 창업 초기 또는 확장 단계의 기업에 자금을 공급하고 경영 모니터링 및 자문을 제공한다. 그리하여 경제의 성장과 고용 창출을 주도하는 혁신 기업의 성장을 지원하고 육성하는 역할을 수행하고 있다.

또한, 바이아웃의 경우에도 World Economic Forum(2008)⁴⁾에 의하면 바이아웃이 일반 대중의 생각이나 미디어의 묘사와는 달리 전 세계적으로 경제 및 시장에 긍정적인 영향을 끼쳐온 것을 실증적으로 보여주고 있다. 첫째, 바이아웃은 특허권 신청 등 기업의 혁신 활동을 감소시키지 않았다. 둘째, 고용의 경우에도 구조조정 분야의 고용은 감소되었지만, 전략적 고성장 분야의 신규 고용은 오히려 늘어남으로써 전체 고용은 소폭 증가하였다. 셋째, 기업 지배구조가 개선되어 피투자회사 이사회역할이 강화되며, 바이아웃 펀드 운용인력이 이사회에 파견되어 경영 감독 및 관리가 적극적으로 이루어지게 되었다. 넷째, 비교 대상 기업과 비교하여 피투자회사의 경영 효율성이 개선되었으며, 합리적인 성과보상 체계의 도입으로 생산성의 증가와 임금의 증가도 이루어진 것으로 나타나고 있다.

또한, 바이아웃 펀드들의 활동은 비상장 기업들의 경영 및 지배구조 개선에 기여한 것뿐만 아니라 상장기업들의 경영 효율성 향상에도 기여하였다. 이는 상장기업들의 경우 경영이 비효율적으로 이루어지게 될 경우 바이아웃 펀드들의 인수 표적이 되기 때문에 사전적으로 비핵심 자산의 매각이나 차입을 통한 부채구조의 변환 등 자발적인 구조조정 노력을 기울이게 되었던 것에 기인한다.

우리나라 자본시장에서 프라이빗 에퀴티, 특히 바이아웃은 중요한 역할을 수행한다. 첫째, 바이아웃은 경영권의 획득 또는 경영에 중요한 영향을 미칠 수 있는 임원의 임면 등을 통하여 단순 재무적 투자자로서는 수행하기 어려운 기업 구조조정의 임무를 수행할 수 있다. 뿐만 아니라, 좀 더 적극적으로는 부실화된 기업이 아닐지라도 다양한 방법을 통하여 기업가치의 상승이 가능하다고 판단되는 기업의 경영권 인수와 가치제고 노력을 통해서 자본시장에서 기업의 최대 잠재 가치를 실현하는 역할을 수행할 수 있다.

4) World Economic Forum(2008).

둘째, 고수익·고위험 및 장기 투자를 특징으로 하는 바이아웃은 투자자들에게 다양한 투자 대상을 제공하여, 투자자들의 최적 포트폴리오 구성에 도움을 준다. 특히, 일반적으로 프라이빗 에쿼티 투자 수익률은 주식, 채권 등 포트폴리오 투자 수익률과 낮은 상관계수를 가지기 때문에 국민연금 등 각종 연기금 대체투자의 큰 축으로서 안정적 장기 기금 운용에 적합하다 할 것이며 전통 자산 수익률과 비교하여 상대적으로 높은 수익률을 나타내는 프라이빗 에쿼티는 국민연금 고갈 문제 해결에 일조할 수 있을 것으로 보인다.

셋째, 바이아웃은 인수 대상 회사의 물색, 인수, 가치제고 및 회수 전 과정을 통하여 M&A나 IPO 등 다양한 투자은행 서비스를 필요로 한다. 따라서 바이아웃의 활성화는 프라이빗 에쿼티 시장 활성화뿐만 아니라 국내 투자은행의 투자은행 서비스 수수료 수입의 확대와 투자은행 서비스의 트랙레코드(track record)를 쌓을 수 있는 경험을 제공하게 된다.

넷째, 바이아웃은 국부 창출의 기능을 수행할 수 있다. 바이아웃 펀드는 해외진출, 특히 신흥 경제국의 프라이빗 에쿼티 시장을 적극 공략함으로써, 해외 시장에서의 경험을 축적하고 현지 인지도를 높여서 해외 시장 성장의 과실을 향유할 수 있게 되며, 자체적인 성장 동력으로서의 금융이라는 역할을 수행하는데 일조한다.

2. 프라이빗 에퀴티의 유형 및 특성

가. 유형 및 특성

프라이빗 에퀴티는 벤처캐피탈(venture capital), 성장자본(growth capital), 바이아웃(buyout), 메자닌캐피탈(mezzanine capital), 부실채권(distressed debt) 등으로 구분할 수 있다.

벤처캐피탈은 창업된 지 얼마 되지 않아 정규시장이나 금융기관으로부터의 자금조달이 가능할 정도의 트랙레코드가 충분하지 않지만 신기술이나 신사업모델을 가진 벤처기업의 기술을 상용화하기 위한 자금을 공급하는 역할을 한다. 벤처캐피탈의 지분 참여는 형식상으로는 소수지분(minority) 참여이지만, 벤처기업의 전략 수립, 핵심 인력 채용, 자금 조달, 판로 확보 및 생산 등 벤처기업 운영 전반에 걸쳐 상당한 영향력을 행사한다. 또 한 가지 벤처캐피탈의 특징은 필요한 자금 공급을 일회성에 완료하는 것이 아니라, 벤처기술의 상용화 단계에 맞추어 수차례로 나누어 집행한다는 점이다. 이는 벤처기업 및 경영자와의 정보불균형에 따른 위험을 최소화하기 위해서이다.

성장자본은 신생 기업이 아닌, 일반적으로 매출이 발생하고 수익성이 검증된 기업이 한 단계 도약을 위해 필요한 자금을 공급하는 역할을 하는데, 이는 주로 신주의 발행이나, 메자닌 증권 등에 대한 투자를 통하여 이루어진다. 이러한 유형의 기업들은 새로운 제품이나 서비스를 도입하거나, 해외시장 개척, 기업인수 및 생산능력 확대 등을 위하여 자금이 필요한 기업들이다. 벤처캐피탈과 마찬가지로 투자자는 의미 있는 소수지분(significant minority)으로 참여하게 되지만, 전략 수립 등을 포함하여 기업가치 제고를 위한 여러 가지 자문 역할을 수행한다.

바이아웃은 기업 경영권을 인수할 수 있을 정도의 지분을 취득하여 피인수기업 경영진의 교체, 투자사 임직원의 이사회 파견, 비핵심 자산의 매각 및 운전자본 효율성 증가, 이익률의 증가, 경영 감시, 전략 수립 등 다양한 경영 참여를 통하여 기업가치를 제고한 후 상장(IPO), 전략적 투자자에의 매각 또는 타 바이아웃 펀드로의 매각 등을 통하여 투자자금을 회수하는 방식의 투자이다. 통상, 수익률을 높이고 경영자의 방만한 경영으로 인한 현금흐름상의 문제(free cashflow problem)를 방지하기 위해 인수자금의 대부분을 피인수기업의 자산 및 미래 현금흐름을 담보로 차입하는데, 이를 차입매수(Leveraged Buyout: LBO)라 한다. 레버리지의 비중이 매우 높았던 1980년대의 미국 바이아웃 시장 초기에는 현금흐름이 안정적인 성숙산업이 주 투자 대상이었으나, 레버리지가 감소한 현재는 다양한 LBO가 산업의 업종의 구분 없이 이루어지고 있다. 또한, LBO를 통해 상장기업을 인수한 후 상장폐지시키는(going private) LBO 형태보다는 비상장기업의 LBO나 상장 또는 비상장기업에서 분사되는 사업부에 대한 LBO가 대부분을 차지하고 있다.

메자닌캐피탈은 주식과 채권의 중간 단계의 성격을 지닌 자금으로써 주로 LBO와 관련하여 차입금융의 일부로서 고수익 채권(high yield debt), 후순위채권(subordinated debt) 등의 형태로 투자되는 자금이다. 후순위 채권으로써는 부채 상환의 우선순위가 낮기 때문에 매력적인 조건을 만들기 위하여 주식을 할인된 행사가격에 살 수 있는 신주인수권(warrant)이 주식첨가제(sweetener)로 부여된다.

부실채권 펀드는 부도가 났거나 법정관리 중이거나 또는 부실화된 기업이 발행한 채권에 투자하는 자금이다. 이는 기업의 구조조정에 따른 회생 가능성 판단, 관련 당사자 간의 법률 및 이해상충 문제 등에 대한 이해 등 고도의 전문성이 요구되는 분야이다. 통상적으로 부실채권 펀드는 회생 가능성이 높다고 판단되는 기업의 채권을 헐값에 대량으로 매집

하여 주식으로 전환, 구조조정 과정을 장악하여 기업 회사(turnaround)에 주력하게 된다. 부실채권 투자를 전문으로 하는 펀드를 통상 벌처펀드(vulture fund)라고 하며, 경기 침체나 특정 국가의 경제 및 금융위기에 활약하는 경향이 있다.

이 보고서에는 이러한 다양한 유형의 프라이빗 에쿼티 중에서 자본 시장법 상의 사모투자전문회사(PEF) 제도가 그 원형으로 삼고 있는 기업인수형 PEF, 즉, 바이아웃을 주 분석 대상으로 삼고 비록 소수지분을 취득하지만 많은 경우 사모투자전문회사에서 규정하는 10% 지분 인수 조항을 만족시킬 수 있는 성장자본에 대해서도 다루고자 한다.

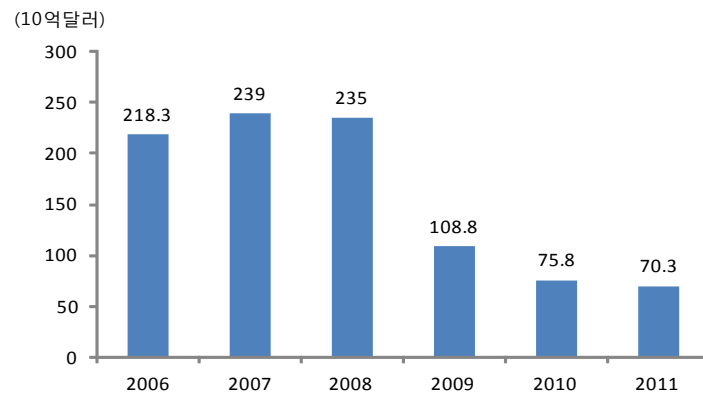
3. 바이아웃의 개념

가. 개념

전술한 바와 같이, 바이아웃은 기업 경영권을 인수할 수 있을 정도의 다수 지분을 취득하여 피인수기업의 경영진 교체, 투자사 임직원의 이사회 파견, 비핵심 자산의 매각 및 운전자본 효율성의 증가, 이익률의 증가, 경영 감시, 전략 수립 등 다양한 경영 참여를 통하여 기업가치를 제고한 후 상장(IPO), 전략적 투자자에의 매각 또는 타 바이아웃 펀드로의 매각 등을 통하여 투자자금을 회수한다. <그림 II-1>은 현재 전 세계 바이아웃 시장 규모를 나타내고 있다. 2011년 기준 전 세계 바이아웃 총 출자약정 금액은 703억달러로, 전체 프라이빗 에쿼티 시장의 26.5%를 차지하고 있으며, 총 94개의 바이아웃 펀드가 모집되었다. 2004년 이후 크게 성장한 바이아웃 시장은 2008년 금융위기 이후 다시 큰 감소를 겪고

있다. 미국, 유럽 시장이 대폭적으로 위축되고, 일부 바이아웃 피투자회사의 부실화로 인해 자금모집 건수 및 규모 모두 큰 감소를 나타내었다.

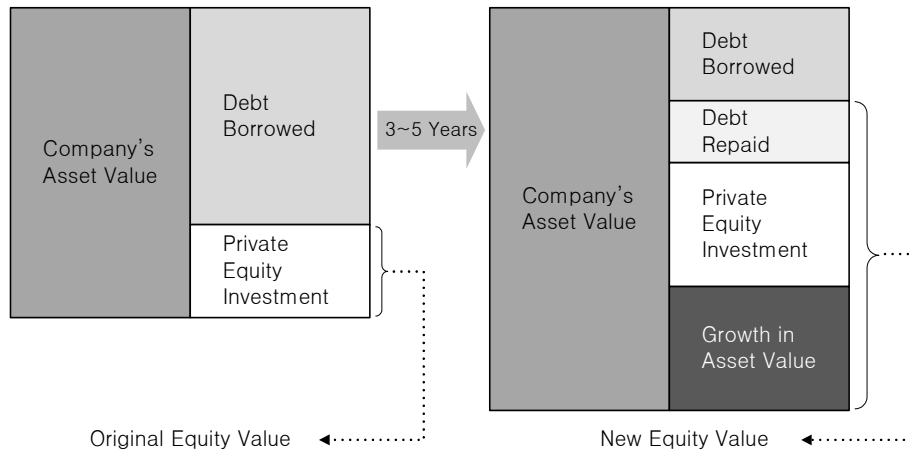
<그림 II-1> 전 세계 바이아웃 시장 현황



자료: Preqin(2012)

바이아웃 펀드들은 통상적으로 차입을 통해 기업이나 사업부를 인수하여 구조조정 성공으로 인한 지렛대 효과를 노리는데, 이를 차입매수(LBO)라 한다. 이렇게 인수 대상의 자산이나 현금흐름을 담보로 차입한 후 자기자본과 함께 인수 대금으로 지급한 후 비핵심 자산의 매각과 향후의 현금흐름으로 인수 시의 차입금을 갚아 나간다. 그러므로 인수 대상에 따라 차입금융의 부채 비율의 차이는 있으나 거의 모든 바이아웃은 차입금을 사용함으로 LBO라 칭하기도 한다.

<그림 II-2> Private Equity Value Creation



4. 바이아웃의 역사

본격적인 LBO는 1960년대에서 1970년대 중반까지 미국 투자은행 Bear Stearns에서 근무했던 Jerome Kohlberg Jr., Henry Kravis와 George Roberts(Kohlberg, Kravis & Roberts: KKR)에 의해 부트스트랩(bootstrap) 투자라는 이름으로 시작되었다. 당시는 이러한 방식의 투자가 비상장 가족기업 창업자의 후계 문제와 관련된 지분 매각 거래에 활용되었다. 1975년 KKR은 그들의 첫 번째 바이아웃 펀드를 설립, 3,000만 달러를 모집할 수 있었으며, 1976년 NYSE 상장기업이었던 AJ Industries를 인수함으로써 첫 LBO를 성사시킬 수 있었다. 또한 비슷한 시기인 1974년에 Thomas H. Lee가 Thomas H. Lee Partners를 설립하여 LBO 시장에 뛰어들었다.

1970년대 중반 이후부터 1980년대 말까지는 미국에서 LBO가 만개한 시기였으며 이때 Blackstone, Carlyle과 같은 현재의 대형사가 다수 설립되었다. 이 시기의 특징은 첫째, 투자은행 Drexel Burnham Lambert의 Michael Milken에 의해 활성화된 투기등급 고수익 채권인 정크본드(junk bond)의 발행에 힘입어, LBO 거래 시 인수자금에서 차입금이 차지하는 비율이 평균 85%~90%로 매우 높아졌으며 이로 인해 대형 LBO가 추진되었다는 점이다. 1980년대 LBO의 '광기'는 1989년 KKR이 RJR Nabisco를 당시로서는 최대금액인 311억 달러에 인수함으로써 절정에 달했다. 둘째, 이 시기는 LBO 방식이든 아니든 기업 사냥꾼의 활동이 활발해지는 등 적대적 M&A가 크게 유행하였다.

이러한 LBO 시장의 열기는 1989년과 1990년에 정크본드 시장이 붕괴되면서 막을 내리게 되며 LBO 기업들의 부도율은 2.2%에서 4.3%로 치솟게 된다. 그 후 LBO에 주력한 바이아웃 투자사들은 대중의 관심에서 멀어지면서 1990년대의 대부분을 LBO로 인수한 회사의 구조조정에 주력하게 되지만 1990년대, 특히 1990년대 초반은 당시에 투자하기 시작한 LBO 펀드들에게는 많은 이익을 가져다주었다. 1990년대 바이아웃 시장의 특징은 다음과 같다. 첫째, LBO 거래의 차입금 비중이 평균 20%~40%로 상당히 감소하였다는 것이다. 둘째, 레버리지보다 인수한 기업의 중·장기적인 가치제고를 수익률의 주요 원천으로 삼는 등 바이아웃의 투자전략이 정형화되기 시작했으며, 자산운용에서 프라이빗 에쿼티가 주요한 대체투자 군으로 확립되었으며 국제LP연합(International Limited Partners Association: ILPA)가 설립되었다. 셋째, 프라이빗 에쿼티 투자가 바이아웃에서 메자닌캐피탈이나 부동산 등 여타 대체자산으로 다각화되었다.

1990년대 후반부터 LBO 펀드들은 통신회사 등 고성장 기업에 많은 투자를 하였으나 2000년 버블 붕괴와 함께 이들 중 상당수가 부실화되었으며 이후 레버리지를 낮춘 소규모 거래에 주력하게 된다. 경기 침체

시기의 LBO 투자가 늘 그렇듯이, 이 시기에 투자하기 시작한 LBO 펀드들은 이후 높은 수익률을 기록하였다. 이 시기의 또 하나의 특징은 유럽의 LBO 거래가 증가하기 시작하였으며 2001년에는 유럽 LBO 거래규모가 440억달러로서 미국 전체 LBO 거래 금액인 100억달러를 능가하였다.

이후 2003년부터 2007년 금융위기가 발생하기 전까지는 가히 바이아웃의 황금기였다고 할 수 있다. 경기침체의 극복, 그리고 신용시장의 회복과 맞물린 이자율의 하락과 느슨한 대출 규제는 바이아웃 펀드의 인수 자금조달을 용이하게 하였으며, 또한 2002년 Sarbanes-Oxley Act(SOX, Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)의 제정으로 인한 상장기업의 상장유지비용 증가는 바이아웃 투자에 우호적인 환경을 제공해 주었다. 또한 이자율의 하락으로 인하여 투자자나 상업은행들은 고수익채권과 이자율이 높은 LBO 대출을 매력적인 수익원으로 생각하게 되었다. 이러한 모든 요인들은 대형 LBO 거래의 부활에 크게 기여하였는데 이 시기에 발표된 거래들은 거래금액 면에서 매년 신기록을 경신하곤 하였다. 이 시기에 바이아웃은 대중적인 인지도를 얻게 되었으며 한편으로는 각국 규제기관의 관심과 우려를 촉발하기도 하였다. 이 시기 또 한 가지의 중요한 변화는 Blackstone과 KKR이 주식시장에 상장되었다는 것인데, 이는 개인 파트너의 지분을 현금화할 수 있는 수단을 제공하였고 유동성의 부재 또는 투자 기회의 제한으로 인해 일반투자자들이 직접 투자하기 어려운 대체투자 자산군에 대한 새로운 투자 기회를 제공하게 되었다.

2008년의 금융위기는 이러한 바이아웃 황금기의 종언을 고하는 사건이었으며 이후 미국과 유럽의 바이아웃 시장은 자금모집, 거래건수 및 규모에 있어 대폭적인 위축을 겪으며 일부 LBO 피투자회사의 부실화가 진행되었으나 프라이빗 에쿼티의 존립에 영향을 미칠 정도의 대량의 부실화는 진행되지 않았다. 한편 아시아 지역, 특히 중국, 인도 등의 신흥경제국에서의 바이아웃은 일정 부분 영향을 받고 있으나 이 지역 프라

이빗 에쿼티에서 가장 많은 비중을 차지하는 성장자본의 견조한 성장으로 인해 이 지역의 전체 프라이빗 에쿼티 시장은 상대적으로 큰 영향을 받지 않았다. 2007년과 2008년의 금융위기 이후 2009년과 2010년 상당폭의 시장 축소를 경험한 전 세계 프라이빗 에쿼티 시장은 2011년 상반기 들어오면서 PE시장 자체의 구조조정이 어느 정도 마무리되고 전 세계 주식시장의 반등세로 인해 프라이빗 에쿼티 회수시장이 회복되면서 자금모집액이 다시 증가하며 완전한 회복세에 진입하는 듯하였다. 그러나 2010년 하반기에 발생한 유로존 재정위기 및 전 세계 동반 경기침체 우려에 따라 전반기의 상승세를 유지하지 못하고 제동이 걸린 상황이다.

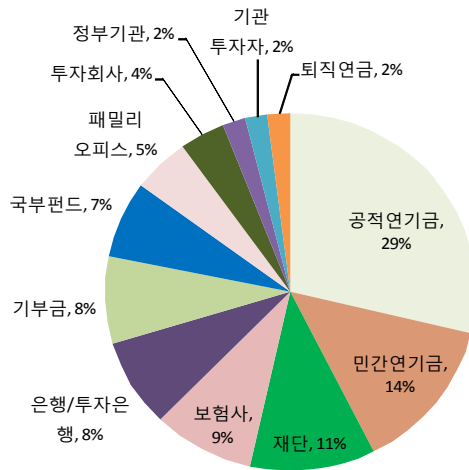
5. 바이아웃의 투자구조

바이아웃 투자의 운영주체는 미국에서는 일반적으로 주식회사(corporation), 합자조합(limited partnership) 또는 유한책임회사(limited liability company)의 형태로 이루어지는데, 이 중 합자조합 형태가 80% 이상을 차지하고 있다. 합자조합은 무한책임사원(GP)과 유한책임사원(LP)으로 이루어지는데 유한책임사원(LP)은 출자범위 내에서만 책임을 지며, 무한책임사원(GP)은 무한책임을 지는 구조이다. 합자조합이 선호되는 이유는 주로 세제상의 이익 때문이다. 합자조합 차원에서는 법인세가 면제되고(pass-through), 파트너들의 배당소득만 과세가 되기 때문에 미국의 경우 GP들은 배당수입에 대하여 고율의 소득세를 내는 것이 아니라 자본이득세를 넘으로써 조세형평성의 논란이 계속되고 있다. 이러한 GP-LP 구조는 인수대상 기업의 물색, 거래의 구조화(structuring), 투자 관리의 전문적인 능력을 가진 GP들이 자기 책임 하에 유한책임을 지는 LP로부터 자금을 모집하기에 가장 적절한 구조이다. 미국에서는 프라이빗 에쿼

티에 내재된 투자자와 피투자회사 간 정보 비대칭성 문제와 기관투자자의 직접투자 능력의 부족 등으로 이러한 구조가 인기를 끌게 되었다. 이와 같은 취지에서 우리나라 사모투자전문회사 제도는 미국의 합자조합(limited partnership)과 가장 유사한 형태인 합자회사를 채택하고 있다.⁵⁾

펀드 운용주체로서의 GP는 독립계 전문운용사(예컨대, KKR, Blackstone 등)와 금융기관 자회사(예컨대, Goldman Sachs Private Equity 등)로 대표되며, LP는 공적 연기금, 기업 연금, 투자은행, 상업은행, 보험사, 고액 자산가, 학교 재단, 국부펀드 및 간접투자펀드(Fund of Funds: FoF) 등이다. LP는 펀드 자문위원회나 특별위원회를 통하여 펀드 전반에 관한 조언을 할 수 있으나 투자 대상의 물색, 투자결정 및 회수 등 펀드 운용결정권을 가지지 않는다.

<그림 II-3> LP 유형별 비중



주 : 2011년 기준
 자료: Preqin(2012)

5) 우리나라 PEF의 조직형태를 비롯한 제도 및 규제체계에 관한 논의에 대하여는 이 보고서의 IV장 참조.

해외의 프라이빗 에쿼티 펀드(PEF)는 통상적으로 10년의 펀드 설정 기간을 가지며 추가로 최대 3년까지 펀드 존속 기간을 연장할 수 있다. GP는 파트너의 일원으로서 통상 펀드 모집 총액의 1%~5%를 투자하는데 이는 먼저 합자조합 형식을 갖추기 위해서는 일정액의 투자의무가 모든 파트너에게 부과되기 때문이다.

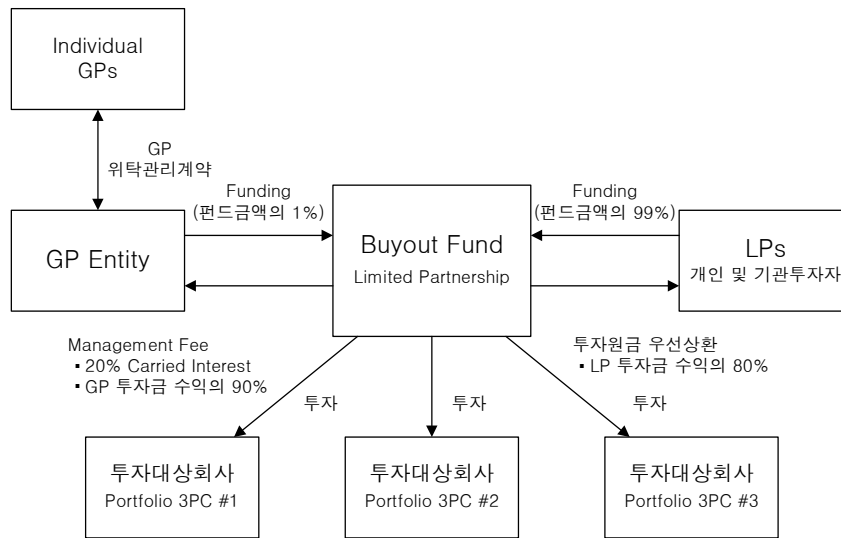
합자조합의 구조로부터 GP에게 적절한 유인책이 마련되지 않을 경우 GP-LP간 이해상충의 문제가 발생할 수 있다. 첫째, GP가 LP의 대리인으로서 포트폴리오 회사의 경영관리 및 감독을 소홀히 할 우려가 있고, 둘째, 성과에 연동되지 않는 높은 보수를 책정하여 고정 수입을 추구할 수 있으며, 셋째, 최소 지분만 투자를 함으로써 과도한 위험이 따르는 투자를 하려고 하는 유인이 발생할 수 있다. 마지막으로 수익성이 높을 것으로 예상되는 거래를 펀드 포트폴리오에 포함시키지 않고 자체 펀드에 편입하는 경우(cherry picking) 등의 문제가 발생할 수 있다.

이러한 이해상충 가능성은 GP의 평판(reputation)을 통한 자율적인 규제와 성과에 연동된 보상체계, 그리고 GP-LP간 합자관계를 규율하는 합자투자계약(LPA)으로 최소화한다. 먼저, 프라이빗 에쿼티 시장에서 GP의 평판이 차지하는 역할은 지대하며 향후 자금모집의 성공 여부를 좌우하는 중요한 요소이다. 기본적으로 LP 입장에서는 일회성이 아닌 GP의 지속성(staying power)을 중요한 척도로 보기 때문에 평판의 중요성은 상당하다 할 수 있다.

또한, GP의 보수체계는 운용보수(management fee) 및 성과보수(carried interest 또는 carry)로 나누어진다. 운용보수는 통상 펀드 초기 투자기간에는 약정금액, 후반기에는 총 투자금액의 2%이며, 이는 인수 대상 기업의 발굴, 실사, 인수 등에 필요한 제반 비용, GP 운용인력에 대한 보수, 그리고 사무실 운영비 등이다. 성과보수는 펀드 투자의 수익률에 비례하여 책정하는데, 통상 $20\% \times (\text{펀드수익률} - \text{기초수익률})$ 이다. 여

기서 기초수익(hurdle rate 또는 preferred rate)이란 LP들의 기회비용으로서 GP가 성과보수를 받기 전에 LP에게 지급해야 할 사전 약정 수익이다. 이 외에도 GP들은 포트폴리오 회사로부터 모니터링 수수료 (monitoring fee), 투자은행 서비스 수수료 등을 수수하기도 한다.

<그림 II-4> 바이아웃 펀드의 일반적 구조



자료: Levine(2005)

성과보수의 지급시기(distribution waterfall)와 관련하여, 전체 펀드의 해산 시에 성과보수가 지급되는 펀드합산지급방식(fund-as-a-whole)과 각 포트폴리오 회사 별로 투자금의 회수가 이루어지고 즉시 해당 투자건에 대하여 성과보수가 지급되는 건별지급방식(deal-by-deal)으로 나누어진다. 이 경우 성과보수도 펀드 전체의 성과보수 산정방식과 유사한 $20\% \times (\text{투자건별 수익률} - \text{기초수익률})$ 이다. GP의 힘이 LP보다 강한 미국에서는 건별지급방식이 주로 사용되며, 유럽에서는 펀드합산지급방식이

사용된다. 그런데 건별지급방식을 사용하게 되면 GP가 성공적인 투자로부터 투자금을 회수하여 성과보수를 받고 나머지 투자의 회수를 미룰 유인이 존재하게 된다. 이런 가능성을 없애기 위해 성과보수반환(clawback) 규정을 둬으로써 펀드 해산 시에 GP에게 초과 지급된 성과보수를 반환하게 하고 있다.

합자투자계약서(LPA)에는 GP 보수의 산정 방식뿐만 아니라, 각종 제한조항(covenant)을 두고 있다. 이는 기본적으로 향후 자금모집 가능성을 고려하지 않을 때 GP가 과도한 위험 투자를 하게 될 유인을 갖게 되기 때문에 이를 계약구조로 통제해야 할 필요가 있기 때문이다. 주요한 투자 제한조항으로는 (1) 개별기업 투자 한도, (2) 펀드의 투자 목적과 맞지 않는 유형의 투자 금지, (3) 펀드운용 인력이 수익성이 높을 것으로 예상되는 건에 개별적으로 투자하고 펀드계정으로는 보다 수익성이 떨어지는 투자 건에 투자하는 행위 금지, (4) 동일 GP가 운용하고 있는 기존의 타 펀드가 보유한 부실화된 포트폴리오 기업에의 투자 금지 등을 들 수 있다.

끝으로, 바이아웃 투자에는 GP와 LP뿐만 아니라 자금모집, 투자대상물색, 기업실사(due diligence), 투자 및 회수에 이르는 전 과정을 통하여 이들에게 각종 전문 서비스를 제공하는 전문기관들이 존재한다. 먼저 GP 입장에서는 자금모집에는 자금모집 중개인(placement agent)이, 투자기업 발굴에는 투자은행, 회계법인 또는 전문 투자기업 발굴 중개인 등이, 실사에는 투자은행 및 회계법인 및 그 밖에 특수 실사 전문기관 등이, 마지막으로 투자 회수에는 주로 투자은행이 IPO나 M&A 등의 자문을 통하여 서비스를 제공하고 있다. LP 입장에서는 다양한 GP의 투자성과를 분석하여 LP 최적의 프라이빗 에쿼티 투자 포트폴리오를 구성해주는 펀드자문사(gatekeeper)와 간접재투자펀드(fund of funds)를 들 수 있다.

6. 바이아웃의 운용체계

바이아웃 투자의 운용체계는 자금모집-인수기업 물색-대상기업 인수-기업가치 제고-투자자금 회수의 사이클로 이루어진다.

가. 자금 모집

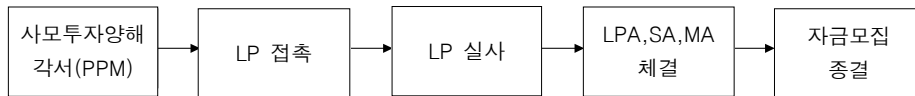
펀드조성을 위해서 GP는 먼저 프라이빗 에쿼티 펀드 자금 시장의 현황과 GP의 과거 펀드 운용 경험, 투자자의 니즈에 맞도록 펀드조성에 관한 계획을 수립한 후, 사모투자양해각서(Private Placement Memorandum: PPM)를 작성하는데 이는 자금모집을 위해 투자자들에게 GP의 투자전략 및 주요 조건들을 설명하는 문건으로서 다음과 같은 항목들을 담고 있다.

- GP 및 펀드의 투자 철학: 투자전략, 프로세스, 주요 투자 섹터, 딜플로우, 자금회수 방안 등
- 펀드 운용인력: 경험 및 포트폴리오 기업의 관여 정도
- 자문위원회: 투자 지침 및 가치평가 방법
- 주요 GP-LP간 계약 내용: 핵심인력유고조항(key-man clause), 무과실결별조항(no-fault divorce clause), 성과보수반환조항(clawback clause) 등
- 트랙레코드 및 펀드의 과거 운용성과
- 투자위험 고지
- 펀드운용 평가방법 및 보고에 관한 사항
- 법률 및 세금에 관한 사항

PPM의 작성이 완성되면, GP의 투자 철학과 투자대상에 부합되는 투자 방침을 가진 잠재적 LP들을 선정하여 접촉한다. 이 때 펀드는 다양한 유형의 LP로부터 출자를 받는 것이 바람직하다.

다음 단계로 접촉한 LP가 추가 실사를 거쳐 일차적인 출자의 의향을 보이게 되면 합자투자계약(LPA), 출자계약(Subscription Agreement: SA) 및 펀드운영계약(Management Agreement: MA)의 조항들을 교섭·조율하는 단계를 거쳐 최종 계약이 체결된다. 이러한 최종 계약을 체결하는 것을 자금모집 종결(closing)이라 한다.

<그림 II-5> GP 자금모집 흐름도



자금모집에는 구체적인 투자 대상을 확정하지 않고 일정의 투자액을 출자받아 설립하는 블라인드펀드(blind fund) 방식과 투자대상을 정하고 투자 건별로 펀드를 설정하는 방식인 프로젝트펀드(project fund) 방식으로 나뉘어지는데, 바이아웃 투자가 성숙된 해외 시장에서는 신설펀드(first-time fund)의 경우를 제외하고는 대부분 블라인드펀드 방식으로 자금모집이 이루어진다. 블라인드펀드의 경우에는 투자기업의 비밀유지와 신속한 의사결정 및 투자실행이 가능한 반면, 펀드 출자자가 높은 리스크를 부담하므로 자금모집에 어려움이 따른다. 반면, 프로젝트펀드는 자금모집은 상대적으로 용이하지만 비밀유지가 어렵고 신속한 투자가 이루어지기 어렵다.

LP의 실제 출자는 자금모집의 종결과 함께 이루어지는 것이 아니라 GP가 투자대상 회사를 선정하게 되는 시점에 소요 투자액의 LP출자 지분만큼이 인출되는데(draw down, take down), 이를 출자이행청구(capital call) 방식이라 한다. 이는 LP의 자금 수급계획 및 효율적 운용에도 도움이 될 뿐만 아니라 투자 지출시점이 이연되는 효과가 있어 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR)로 평가되는 GP의 입장에서도 펀드 수익률을 제고할 수 있는 효과가 있게 된다.

나. 인수기업 물색

바이아웃 펀드를 비롯하여 모든 프라이빗 에쿼티 펀드들에게 있어 가장 중요한 문제 중 하나가 바로 양질의 투자 기회를 지속적으로 찾아낼 수 있는 능력이다. 금융위기 이전 대규모 바이아웃 거래에 많이 사용되었던 경쟁입찰(auction) 방식의 매각에서는 그러한 능력의 중요성이 부각되지 않지만, 경쟁입찰 방식은 바이아웃 펀드 간 경쟁으로 인한 인수가격의 상승으로 수익성이 낮아지는 경향이 있기 때문에 타 펀드를 배제하고 독점적으로 투자대상 기업을 발굴할 수 있는 GP 고유의 능력이 중요하다.

인수대상으로 적절한 기업의 물색은 바이아웃 펀드 고유의 섹터 및 지역 전략에 따라 다를 수 있으나 통상적으로 안정적이고 예측 가능한 현금흐름, 성장성, 안정적 재무구조, 강력한 시장지배력, 낮은 운전자금 및 설비투자 부담, 비용절감 및 매각가능 자산 보유, 유능한 경영진 등이 주요 고려사항이라 할 수 있다.

전술한 바와 같이, 바이아웃 펀드는 수익률 제고를 위해 대부분 LBO 방식을 이용하는데, 1980년대의 LBO는 높은 수준의 부채비율을 가진

고차입거래(Highly Levered Transaction: HLT)가 대부분이었다. 이러한 매우 높은 레버리지 때문에 이 당시 LBO에서는 무엇보다 예측가능한 안정적인 현금흐름과 매각가능 자산 보유 등이 인수기업 선정의 중요한 요소였다. 따라서 이 시기에는 성숙산업에 거래가 집중되었던 반면, 상대적으로 낮은 부채비율을 가진 1990년대 이후의 LBO에서는 기존의 인수대상 기업으로서의 적격 요소에 추가하여 성장성을 주요한 인수기업 선정 요소로 고려하게 되었으며 성장산업을 포함한 다양한 산업에 LBO 투자가 분포하게 되었다.

다. 대상기업 인수

대상기업을 발굴·접촉하여 거래에 관한 일차적인 양해각서(PPM)가 체결되면 실사 작업을 거쳐 인수가와 인수지분 및 거래의 구조가 협의된다. 전술한 바와 같이 바이아웃 거래에서는 차입을 통한 인수인 LBO 방식이 대부분인데 이는 경쟁입찰의 경우에는 바이아웃 펀드의 적정 수익률 대비 입찰 가능 최고가를 높여 낙찰의 가능성을 높이게 해주며, 독점적(proprietary) 거래의 경우에는 투자수익률을 높일 수 있게 해 준다.

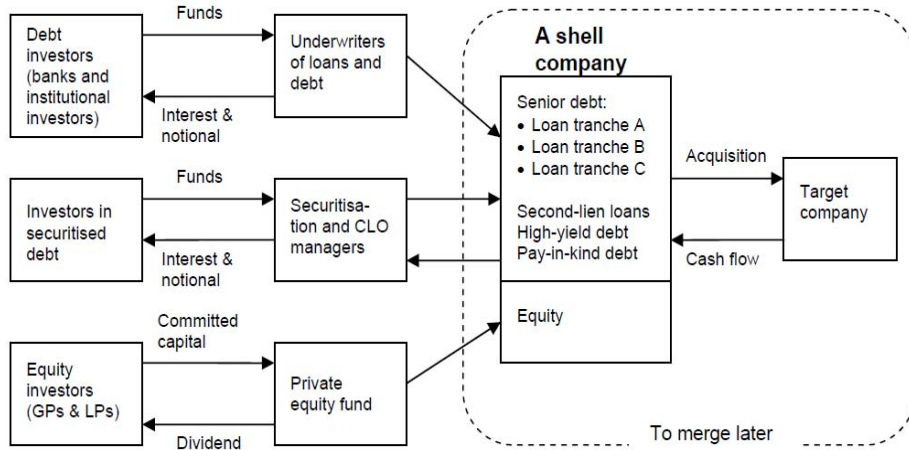
인수가는 실사를 거친 후 여러 가지 가치평가 방법에 의해 결정하는데, 통상 현금흐름할인법(discounted cash flow)과 시장배수비교법(market multiples)이 사용된다. 현금흐름할인법은 인수대상 기업의 미래 영업활동으로부터 나오는 현금흐름을 적정 할인율로 할인하여 기업가치를 추정하는 방법이며, 적정할인율은 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital: WACC)을 사용하는데, LBO의 경우는 인수 후에 재무구조가 계속 바뀌게 되므로 고정된 재무구조를 가정하는 WACC보다는 조정현재가치법(adjusted present value approach)이 조금 더 적합하다 할 수 있다. 시장배수비교법은 동종 산업 및 특성을 지니는 상장사의 시장가 및

M&A 시장에서 거래된 상장 및 비상장기업의 거래가를 비교하여 기업가치를 간접적으로 추정하는 방식인데, 이 때 가치산정의 비교 기준은 통상 매출액 및 세전영업현금흐름(Earning Before Interest, TAX, Depreciation & Amortization: EBITDA)으로서 이를 비교대상 기업의 사업가치(Enterprise Value: EV)로 나누어 비교한다.

인수지분의 경우 바이아웃 펀드는 펀드의 설정 취지와 목적에 맞게 경영권을 취득할 수 있는 절대지분의 인수를 추구하며, 상장사 인수의 경우에는 상장폐지(going private)를 하는 경우도 많으므로 주식 지분의 100% 인수도 가능하다. 반면, 성장자본의 경우에는 경영권에 일정 영향을 미치는 소수지분으로 남는다. 한편, 바이아웃 투자에서는 인수 후 지분 구조가 중요한데 피인수기업의 현 경영진이 LBO 후에 피인수기업에 남게 되거나 새로운 경영진이 영입되는가에 상관없이 경영진의 동기부여 및 도덕적 해이 방지를 위해 유인친화적(incentive compatible) 통제 장치들을 마련한다. 이는 경영진의 주식 지분(통상 10%), 스톡옵션 부여 및 성과연계보상계약을 통해 이루어진다.

LBO에서는 인수대상 기업의 자산이나 현금흐름을 담보로 차입한 후 인수측 자기 자금(equity)과 함께 인수대금으로 지급한 후, 비핵심 자산의 매각과 향후의 현금흐름으로 인수 시의 차입금을 갚아 나간다. 차입금의 종류는 먼저 상업은행의 운전자금 대출인 리볼버(revolver) 및 정기 대출(term loan)이 있으며, 이들은 모두 선순위 채권으로서 운전자본이나 고정자산이 담보로 잡힌다. 상업은행의 선순위 대출과 자기자금을 제외한 나머지 인수대금은 후순위 채권인 메자닌 또는 이를 바탕으로 한 CLO (Collateralized Loan Obligation), CDO(Collateralized Debt Obligation)와 같은 신용구조화상품의 발행으로 충당한다. 1980년대 후반 미국에서 정크본드 시장이 활성화되었을 때는 이러한 자금 부족분을 정크본드가 제공하였으며, 시장 규모의 대폭적 확대를 가져와 대규모 LBO가 유행하게 되었으나 현재는 메자닌 자금이 대세를 이루고 있다.

<그림 II-6> LBO의 거래구조



자료: Bank for International Settlement(2008)

전형적인 LBO의 구조는 다음과 같다. 먼저 인수자인 GP는 펀드 자금으로 투자목적회사(Special Purpose Company: SPC)를 설립한 후 피투자기업의 자산이나 현금흐름을 담보로 SPC 차원에서 차입을 일으킨다. SPC는 자기 자금과 차입금으로 피인수회사를 인수한 후 지배-종속 관계에 있게 된 SPC와 피인수기업을 합병하여 하나의 회사를 만들게 되고 이 회사를 운영하여 기업가치를 높인 후 보유지분을 매각하게 되는 것이다.

라. 기업가치 제고

바이아웃 투자가 일반적인 피동적 포트폴리오 투자와 근본적으로 상이한 점은 바이아웃 운용사인 GP가 피인수회사의 기업가치 제고를 위해 다양한 경영지원을 제공하며 회사운영에 깊숙하게 개입한다는 데 있다.

즉, 지분구조의 집중을 통해 현대의 상장기업에서 흔히 보이는 소유와 경영의 분리 및 분산된 지분으로 인한 대리인 문제(agency problem)를 근본적으로 치유할 수 있는 기제로서의 역할을 수행하는 것이다(Jensen and Meckling(1976)). 바이아웃 운용사는 투자가 집행되기 전 실사 단계에서부터 인수 후 기업가치 제고 활동을 통하여 증가시킬 수 있는 잠재적인 기업가치 상승분을 추정하며 인수 후 기업가치 제고 계획을 수립하게 된다. 인수가 마무리되면 GP는 자문 활동을 시작하게 되는데, 통상 초반 “100일 계획”(First 100 Day Plan)을 세우고, 이의 집행 성과를 매우 치밀하게 관리한다. 이 시기가 투자 보유 기간을 통틀어 기업 경영에 가장 깊숙하게 개입하는 시기이다.

먼저, 기업 운영의 생산성 증가를 위하여 구매, 생산, 판매 등 전 가치사슬의 점검과 개선을 통해 비용을 절감하며 운전자본과 투자의 효율화를 도모한다. 뿐만 아니라, 제품, 가격, 채널, 지역, 고객 전략을 점검 또는 수립하며 필요시 추가적인 M&A를 주도하기도 한다. 그리고 비업무용 자산이나 사업이 있을 경우, 이를 매각하여 차입금 상환에 이용하기도 한다. 이러한 지속적인 계획 이행의 점검은 성공적으로 자금회수가 될 때까지 계속되며 변화하는 경영환경에 맞게 초기의 계획 또한 지속적으로 수정된다.

한편, 이러한 기업가치 제고 노력은 경영진과의 긴밀한 의사소통 및 모니터링에 의해 이루어진다. GP는 이사회 기능 강화와 이사회 의결권의 확보를 통하여 경영자를 통제하며 빈번한 회의 주재를 통하여 경영자와 직간접적인 의사소통을 원활히 한다. 예를 들어, Acharya et al(2010)에 의하면 GP의 인수 후 이사회는 평균 9회 개최되었으며 기업 보유 전 기간을 통하여 90%이상의 기업에서 GP와 CEO가 최소 1주일에 한 번 회의를 가졌다는 연구결과가 있다.

마. 투자자금 회수

기업가치의 증가를 통해 충분한 투자수익률의 확보가 가능할 것으로 판단되면 GP는 여러 경로를 통해 보유 기업을 처분하여 투자자금을 회수하게 된다. 통상적으로 가장 많이 활용되는 방법으로는 주식시장에의 상장(IPO), 전략적 투자자로의 매각(trade sale), 타 바이아웃 펀드로의 매각(secondary sale) 등을 들 수 있는데, 투자자금 회수를 앞당기기 위해 완전한 처분 전이라도 특별배당금을 통해 일정 부분 자금회수에 나서기도 한다. 차입금으로 기존 주식을 유상감자한 후에 이를 바탕으로 배당금을 받는 이러한 방식을 차입형 유상감자(leveraged recapitalization)이라고 한다.

World Economic Forum(2008)에 의하면 북미에서 투자자금 회수가 이루어진 거래의 15%가 IPO 방식으로 이루어졌으며 전략적 투자자로의 매각과 타 바이아웃 펀드로의 매각이 각각 38%와 20%를 차지하고 있는 것으로 나타나 전략적 투자자로의 매각이 가장 비중이 큰 회수방식임을 알 수 있으며 영국이나 기타 유럽에서도 이와 유사한 비중을 나타내고 있다.

<표 II-1> 미국 및 유럽의 바이아웃 회수 방식(1970~2002년)

| 회수방식 | 북미 | 영국 | 기타 유럽 |
|----------------|-----|-----|-------|
| IPO | 15% | 11% | 10% |
| 전략적 투자자로의 매각 | 38% | 42% | 36% |
| 타 바이아웃 펀드로의 매각 | 20% | 22% | 34% |
| 기타 | 27% | 25% | 20% |

자료: World Economic Forum(2008)

투자자금 회수가 성공적으로 이루어지게 되면, 투자수익의 배분이 이루어지게 된다. 펀드합산지급방식(fund-as-a-whole)에서는 모든 포트폴리오 기업의 처분이 이루어져 펀드가 청산될 때 GP의 성과보수 분을 차감한 금액이 LP 출자 지분에 맞추어 배분되며, 건별지급방식(deal-by-deal)에서는 보유기업의 처분으로 투자자금의 회수가 이루어지는 즉시 배분이 이루어지게 된다.

III. 해외 바이아웃 시장현황, 트렌드 및 투자전략

1. 바이아웃 시장현황
2. 주요 트렌드
3. 주요 대형 바이아웃 펀드 현황
4. 해외 프라이빗 에쿼티 투자전략

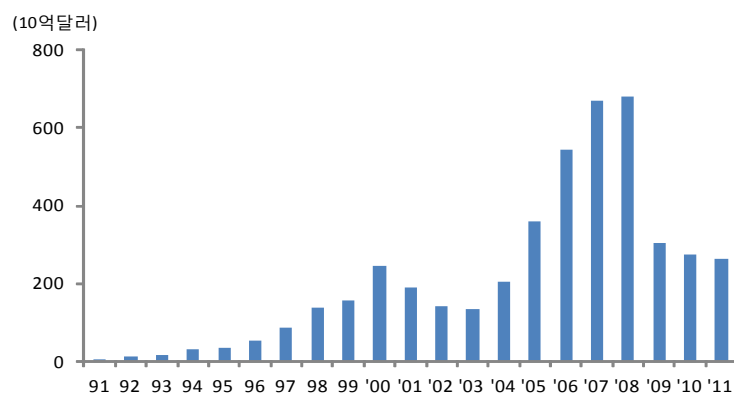
III. 해외 바이아웃 시장현황, 트렌드 및 투자전략

1. 바이아웃 시장현황

가. 시장규모 및 주요 플레이어

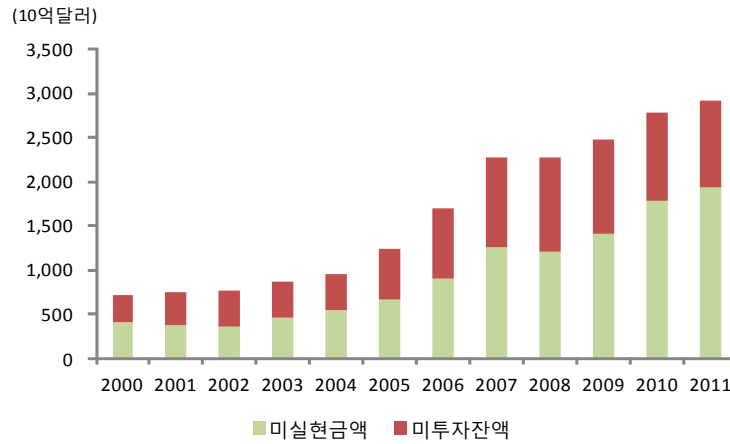
전 세계 프라이빗 에쿼티에 관한 조사기관인 Private Equity Intelligence에 의하면, 2011년 기준 전 세계 프라이빗 에쿼티 총 출자약정 금액은 2,656억달러에 달하고 이 중 바이아웃은 703억달러로 26.5%를 차지하고 있다. 기존 PEF 보유 기업가치와 미집행된 출자약정액(dry powder)의 합으로 정의되는 프라이빗 에쿼티 운용자산(AUM) 규모는 2010년 기준 2조 7,770억달러이며 전 세계 총 자산운용 규모 79조 3,000억달러 대비 약 3.5%를 차지하고 있다. 이 중 바이아웃은 1조 2,260억 달러로 프라이빗 에쿼티 운용자산의 44.1%를 차지하고 있는 것으로 추정되고 있다.

<그림 III-1> 전 세계 프라이빗 에쿼티 자금모집 현황



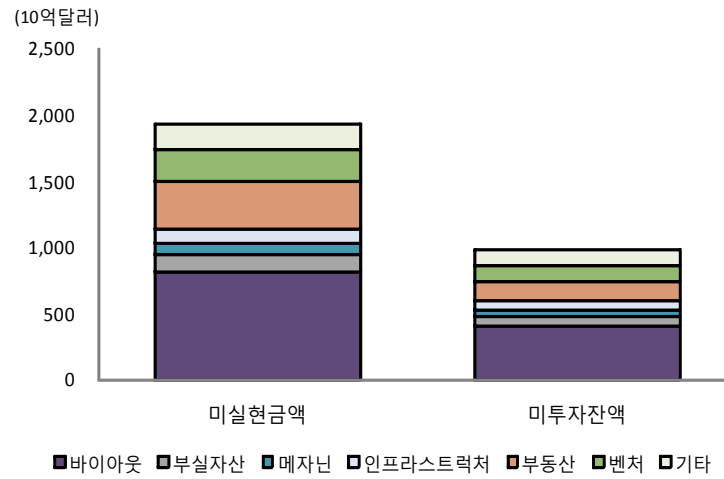
자료: Preqin(2012)

<그림 III-2> 전 세계 프라이빗 에쿼티 운용자산 현황



자료: Preqin(2012)

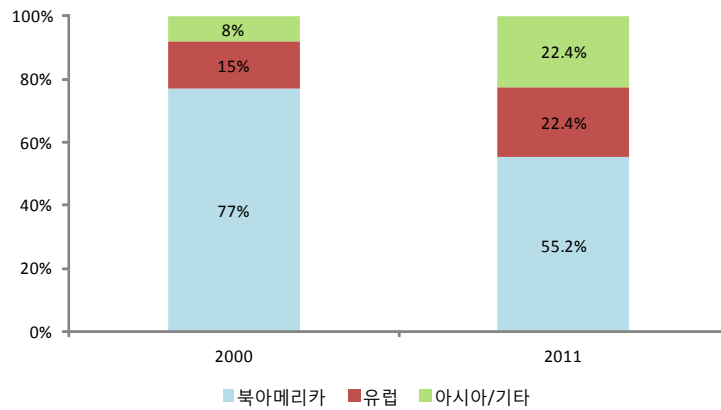
<그림 III-3> 펀드 유형에 따른 운용자산 구조 현황



자료: Preqin(2012)

<그림 Ⅲ-1>은 프라이빗 에쿼티 시장의 출자약정 금액이 경기변동 및 프라이빗 에쿼티 시장의 사이클과 밀접한 관련이 있음을 보여주고 있다. 1990년대 초의 정크본드 시장의 붕괴 이후 1990년대에 지속적으로 성장하던 신규자금 모집은 2000년의 기술주 버블의 붕괴와 경기침체로 위축을 겪다가 2004년 이후 수년간의 급성장을 거쳐 2008년 금융위기 이후 다시 큰 감소를 겪고 있다.

<그림 Ⅲ-4> 지역별 프라이빗 에쿼티 비중 현황

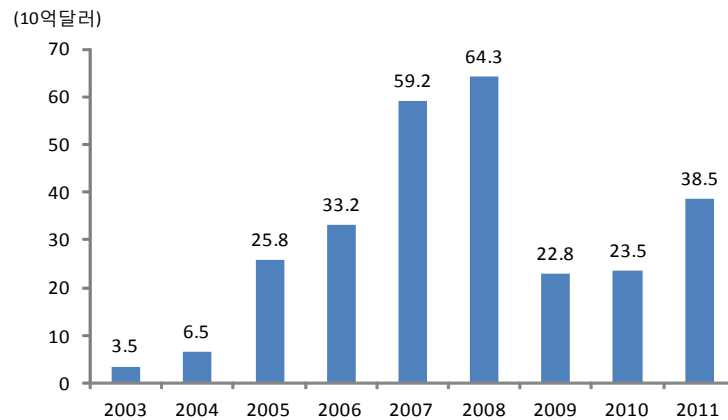


자료: Preqin(2012)

프라이빗 에쿼티 펀드의 투자를 지역별로 살펴보면 2011년 기준 북미 지역이 55.2%, 유럽이 22.4%, 아시아 및 기타 지역이 22.4%를 차지하고 있으며, 2000년과 비교할 때 북미의 비중 감소와 유럽과 아시아 지역의 성장세가 뚜렷한 특징으로 나타난다. 이는 2000년대 들어 미국의 주요 대형 프라이빗 에쿼티 투자사들, 특히 바이아웃 펀드들이 해외진출에 주력하여 유럽 및 아시아로 활발히 진출하였기 때문이다. 특히 신흥시장의 경우 2003년 35억달러이던 자금모집 규모가 글로벌 금융위기의 초기인 2008년 643억달러에 이르러 연평균 79%에 달하는 성장세를 보여주었다.

이후 금융위기로 인하여 신흥시장 자금모집의 규모는 상당 폭 줄어들었으나 2010년의 회복기를 거쳐 2011년 385억달러에 이르는 자금을 모집하였다.

<그림 III-5> 신흥시장 프라이빗 에쿼티 자금모집 현황



자료: Preqin(2012)

다음 표는 과거 10년간 모집한 총 금액 기준 전 세계 상위 20개 바이아웃 GP 현황을 나타낸 표이다. 먼저 두드러진 특징 중 하나는 바이아웃 시장 상위 20위 GP 중 미국 및 영국 소재의 GP가 무려 19곳이나 차지한다는 사실인데 이 중 미국이 13곳, 영국이 6곳을 차지하고 있다. 이는 대체투자로서의 바이아웃이 1970년대 미국에서 탄생하고 1980년대에 활성화되었으며 영국에서도 1980년대에 시작된 반면, 영국과 미국을 제외한 유럽 및 아시아 여타 국가에서의 바이아웃 활성화는 비교적 최근의 일이기 때문이다. 이 중 Kohlbeg, Kravis & Roberts(KKR)는 미국에서 처음으로 체계화된 바이아웃 투자를 수행한 투자사로서 바이아웃 투자 방법의 전형을 제시하였으며 이들의 성공과 높은 수익률을 따라 많은 경쟁 바이아웃 펀드들이 설립되었다.

<표 III-1> 전 세계 상위 20대 바이아웃 GP

(단위: 십억달러)

| 순위 | 바이아웃 GP | 2002~2011년 자금모집액 | 설립년도 | 국가 |
|----|-------------------------------|---------------------|------|-----|
| 1 | Blackstone Group | 44.2 | 1985 | 미국 |
| 2 | TPG | 43.9 | 1992 | 미국 |
| 3 | Carlyle Group | 42.5 | 1987 | 미국 |
| 4 | KKR | 41.6 | 1976 | 미국 |
| 5 | CVC Capital Partners | 33.0 | 1993 | 미국 |
| 6 | Bain Capital | 31.6 | 1984 | 미국 |
| 7 | Goldman Sachs Private Equity | 29.1 | 1986 | 미국 |
| 8 | Apollo Management | 24.8 | 1990 | 미국 |
| 9 | Apax Partners | 24.1 | 1969 | 영국 |
| 10 | Hellman & Friedman | 20.7 | 1984 | 미국 |
| 11 | Advent International | 20.5 | 1984 | 미국 |
| 12 | Permira | 18.0 | 1985 | 영국 |
| 13 | Providence Equity Partners | 16.4 | 1989 | 미국 |
| 14 | BC Partners | 15.9 | 1986 | 영국 |
| 15 | EQT Partners | 15.7 | 1994 | 스웨덴 |
| 16 | JC Flowers & Co | 14.4 | 2001 | 미국 |
| 17 | Silver Lake Partners | 14.1 | 1999 | 미국 |
| 18 | 3i | 13.4 | 1983 | 영국 |
| 19 | Charterhouse Capital Partners | 13.1 | 1982 | 영국 |
| 20 | Bridgepoint Capital | 12.8 | 1984 | 영국 |

주 : 1) 미국 Citicorp의 자회사인 Citicorp Venture Capital의 유럽 사업부문의 분리
 2) 1969년 벤처캐피탈로 출발하였으나, 1980년대에 성장자본 및 바이아웃으로
 주력 사업이 이동됨
 3) 중소기업 자금지원 목적으로 영국 중앙은행과 민간은행에 의해 1945년에 설립
 된 Industrial and Commercial Finance Corporation(ICFC)이 1973년 Finance
 Corporation for Industry를 인수한 후 1983년 3i(Investors inIndustry)로 개명
 자료: Preqin(2012)

다음 표는 PriceWaterhouse Coopers(PwC)가 조사한 1998년부터 2007년
 까지 전 세계 프라이빗 에쿼티 자금모집액 및 투자액을 나타낸 표이다.

프라이빗 에쿼티 자금모집액은 글로벌 경제의 부침과 궤도를 같이 하면서 지속적으로 증가하였으며 특히 2004년 이후 증가세가 두드러졌는데 1998년부터 2007년까지의 자금모집액 및 투자액은 각각 연평균 14.8%, 17.4%의 성장률을 시현하였다. 또한 2007년 투자액 기준으로 바이아웃은 전체 투자액의 66%를 차지하였으며, 성장자본은 14%, 벤처캐피탈을 포함한 기타 투자는 20%를 차지하였다. 한편 2000년대 들어 프라이빗 에쿼티 시장에서 바이아웃이 차지하는 비중은 지속적으로 증가하였으며 반대로 성장자본의 비중은 감소하는 추세가 지속되었다. 이는 프라이빗 에쿼티 시장의 활황기로서 활황기의 특징 중 하나인 상대적으로 위험도가 높지만 고수익이 가능하고 대규모 자금모집으로 인하여 운용보수 규모가 큰 바이아웃의 비중은 증가하는 반면, 투자 위험도가 비교적 낮지만 고수익 가능성도 상대적으로 낮고 펀드 규모도 비교적 작은 성장자본의 비중은 감소하는 현상이 나타나기 때문이다.

<표 III-2> 전 세계 프라이빗 에쿼티 자금모집액 및 투자액

(단위: 십억달러)

| 년도 | 자금모집액 | 투자액 | 투자액 | | |
|------|-------|-----|---------|----------|---------|
| | | | 성장자본 | 바이아웃 | 기타 |
| 1998 | 133 | 70 | 21(30%) | 30(43%) | 19(27%) |
| 1999 | 154 | 123 | 46(37%) | 41(33%) | 36(29%) |
| 2000 | 262 | 191 | 86(45%) | 40(21%) | 65(34%) |
| 2001 | 177 | 103 | 39(38%) | 32(31%) | 32(31%) |
| 2002 | 93 | 87 | 24(28%) | 45(52%) | 18(21%) |
| 2003 | 88 | 117 | 21(18%) | 73(62%) | 23(20%) |
| 2004 | 134 | 112 | 22(20%) | 66(59%) | 24(21%) |
| 2005 | 277 | 157 | 29(18%) | 89(57%) | 39(25%) |
| 2006 | 437 | 235 | 42(18%) | 146(62%) | 47(20%) |
| 2007 | 459 | 297 | 42(14%) | 197(66%) | 58(20%) |

자료: PwC, Global Private Equity Report(2008)

1998년에서 2010년까지의 전 세계 프라이빗 에쿼티 투자액을 지역별로 나누어보면 1998년 57%였던 북미의 비중은 지속적으로 감소한 반면 아시아·태평양 지역은 7% 수준에서 지속적으로 증가하여 2010년 기준으로 북미, 유럽 및 아시아·태평양 지역이 각각 45%, 32%, 17%를 차지하게 되었다.

<표 III-3> 전 세계 지역별 프라이빗 에쿼티 투자 현황

| | 북미 | 유럽 | 아시아태평양 | 기타 |
|------|-----|-----|--------|-----|
| 1998 | 57% | 24% | 7% | 11% |
| 1999 | 64% | 24% | 7% | 5% |
| 2000 | 68% | 21% | 6% | 4% |
| 2001 | 58% | 28% | 11% | 4% |
| 2002 | 49% | 37% | 10% | 3% |
| 2003 | 53% | 29% | 15% | 3% |
| 2004 | 42% | 39% | 16% | 4% |
| 2005 | 41% | 35% | 21% | 2% |
| 2006 | 34% | 35% | 27% | 4% |
| 2007 | 36% | 29% | 29% | 6% |
| 2008 | 26% | 40% | 29% | 5% |
| 2009 | 36% | 37% | 21% | 6% |
| 2010 | 45% | 32% | 17% | 6% |

자료: TheCityUK(2011)

한편, 프라이빗 에쿼티는 지역성이 강한 특징을 가지고 있다. 다시 말하면, 프라이빗 에쿼티 시장 규모나 투자 방식의 분포는 국가별로 다양하게 나타나고 있는데, 이는 각 국가는 경제의 성숙도, 성장가능성, 기

업지배구조, 회수시장 활성화 정도 등에서 다양한 발전단계에 있기 때문이다. 이러한 국가별 프라이빗 에쿼티 시장의 모습을 조금 더 세밀하게 살펴보면 다음의 표와 같다.

<표 III-4> 국가별 프라이빗 에쿼티 투자방식 분포

(단위: 십억달러)

| 국가 | 자금 모집액 | 투자액 | 투자액 | | | 투자액 대비 비율 | | |
|-------|-----------|-------|----------|----------|------|-----------|----------|-----|
| | | | 성장 자본 | 바이 아웃 | 기타 | 성장 자본 | 바이 아웃 | 기타 |
| 미국 | 302.0 | 105.2 | 10.9 | 76.3 | 18.0 | 10% | 73% | 17% |
| 영국 | 48.5 | 40.1 | 4.9 | 32.0 | 3.3 | 12% | 80% | 8% |
| 인도 | 5.9 | 17.5 | 7.2 | 1.0 | 9.4 | 41% | 6% | 53% |
| 일본 | 4.6 | 14.7 | 1.0 | 9.7 | 4.0 | 7% | 66% | 27% |
| 호주 | 6.5 | 14.6 | 0.8 | 12.7 | 1.1 | 6% | 87% | 8% |
| 프랑스 | 7.7 | 14.4 | 1.2 | 12.4 | 0.8 | 8% | 86% | 5% |
| 중국 | 11.0 | 10.6 | 4.7 | 0.8 | 5.1 | 44% | 8% | 48% |
| 독일 | 6.6 | 8.7 | 0.8 | 7.2 | 0.8 | 9% | 83% | 9% |
| 말레이시아 | 1.3 | 5.4 | 0.0 | 4.8 | 0.6 | 0% | 89% | 11% |
| 싱가포르 | 4.0 | 5.4 | 0.0 | 3.9 | 1.4 | 0% | 73% | 27% |
| 대만 | 0.1 | 4.9 | 0.0 | 3.1 | 1.8 | 0% | 63% | 37% |
| 스웨덴 | 5.5 | 4.9 | 0.5 | 3.8 | 0.5 | 11% | 78% | 11% |
| 남아공 | 2.8 | 4.7 | 1.3 | 3.0 | 0.3 | 28% | 65% | 7% |
| 네덜란드 | 3.7 | 4.6 | 0.6 | 3.9 | 0.2 | 12% | 84% | 4% |
| 한국 | 0.9 | 4.3 | 2.3 | 1.7 | 0.3 | 54% | 39% | 7% |
| 스페인 | 3.9 | 3.6 | 1.0 | 2.1 | 0.5 | 29% | 59% | 13% |
| 홍콩 | 15.5 | 2.9 | 0.0 | 1.3 | 1.6 | 0% | 44% | 56% |
| 뉴질랜드 | 0.0 | 2.7 | 0.0 | 2.2 | 0.5 | 0% | 82% | 18% |
| 이태리 | 2.8 | 1.7 | 0.3 | 1.3 | 0.1 | 19% | 76% | 5% |
| 덴마크 | 0.4 | 1.4 | 0.0 | 1.2 | 0.3 | 0% | 82% | 18% |
| 기타 | 25.3 | 24.7 | 4.6 | 12.7 | 7.5 | 18% | 51% | 30% |

자료: PwC, Global Private Equity Report(2008)

2007년 기준 프라이빗 에쿼티 총 투자액에서 미국 투자액은 1,052억 달러로 전 세계 프라이빗 에쿼티 투자액의 35.4%를, 영국이 401억달러로 13.5%를 차지하여 미국과 영국이 세계 전체 투자액의 49%를 차지하고 있다. 아시아 지역 신흥경제국인 인도와 중국의 약진도 두드러져 2007년 인도와 중국의 총 투자액은 각각 175억 달러, 106억 달러로서 세계 총 투자액의 5.9%, 3.6%를 각각 차지하고 있다. 또한 1998년부터 2007년까지 인도와 중국에서의 10년 간 총 투자액의 연평균증가율은 각각 79% 및 29%로서 높은 성장세를 보이고 있다. 대부분 국가의 프라이빗 에쿼티 시장에서는 바이아웃이 가장 큰 규모를 차지하나 중국 및 인도의 경우에는 바이아웃의 투자비중은 낮은 대신 성장자본의 투자비중이 매우 높다. 이는 이들 국가들의 경우 경제의 고속성장과 경쟁격화 및 글로벌화와 맞물려 성장자금의 수요가 크다는 측면과 이 지역 대부분의 성장 기업들이 창업주 일가에 의해 지배되는 비상장기업들로서 창업주 일가의 경영권에 대한 애착이 강하기 때문에 경영권의 이전을 전제로 하는 바이아웃 거래가 활성화되기 어려운 구조이기 때문이기도 하다.

2. 주요 트렌드

이 절에서는 2000년대 이후 세계 바이아웃 시장의 변화와 트렌드를 경기활황과 침체에 따른 boom-bust 사이클과 관련된 경기변동적 트렌드와 바이아웃 시장의 부침과 상관없이 진행되고 있는 중장기적 트렌드로 구분하여 기술하고자 한다.

가. 경기변동적 트렌드

2000년의 기술주 붕괴 후 시작된 경기침체가 끝나갈 무렵인 2002년 즈음부터 신용시장의 상황이 개선되기 시작했다. 먼저 금리가 떨어지기 시작했으며 상업은행도 저금리 추세 하에서 고수익원으로서의 LBO 인수금융에 많은 관심을 가지게 되었고 느슨한 대출 심사로 이어지게 되었으며, 저금리 하에서 투자자 입장에서 고수익의 투자대안을 찾게 되었다. 또한 Enron, Worldcom, Tyco International 등의 회계부정과 같은 사례들의 재발을 방지하고자 2002년에 도입된 Sarbanes-Oxley Act의 제정으로 인한 상장유지비용의 증가로 상장기업들은 상장 유지의 유인이 많이 약화되었다. 이러한 변화는 인수 후 상장폐지(going private)를 위주로 하는 바이아웃 펀드들에게도 우호적인 환경을 제공해 주었다. 뿐만 아니라, 1990년대 바이아웃 펀드들이 보여주었던 고수익은 각종 연기금, 기업연금 등의 자금이 지속적으로 바이아웃 펀드로 밀려들게 하였다. 이와 같은 2000년대 이후의 바이아웃 시장의 붐은 다음과 같은 특징을 나타내게 되었다.

1) 초대형 딜의 증가

높은 위험조정 수익을 좇아 바이아웃 펀드로 몰리게 된 펀드 유입액과 낮은 차입비용으로 바이아웃 펀드들은 유래 없는 규모의 LBO를 수행할 수 있게 되었다. <표 III-5>는 현재까지 결성된 바이아웃 펀드 중 가장 큰 규모를 가진 상위 10대 펀드를 나타내고 있는데 2006년에 Blackstone Group에 의해 결성된 Blackstone Capital Partners V이 역사상 최대 규모의 바이아웃 펀드로서 217억달러의 출자약정 규모이며 그 뒤를 이어 2007년에 결성된 GS Capital Partners VI와 2008년 결성된 TPG Partners VI가 각각 203억달러 및 178억달러 규모이다.

이러한 초대형 바이아웃 펀드의 등장은 자연스럽게 인수대상 기업의 초대형화로 이어졌다. 과거 펀드 규모가 제한되어 있는 경우 펀드 운용상의 분산투자 의무 때문에 인수할 수 있는 기업의 규모가 상대적으로 제한되어 있었으나 펀드의 규모가 커지면서, 그리고 후술할 클럽딜이 유행하게 되면서 초대형 상장기업에 대한 인수도 이루어지게 되었다. <표 III-6>은 이 시기 이루어졌던 규모 기준 역사상 상위 10대 바이아웃 거래를 나타낸 표로서 2007년 2월 Kohlberg, Kravis & Roberts(KKR), Texas Pacific Group(TPG), Goldman Sachs Capital Partners가 클럽딜로 미국 텍사스 주의 대형 에너지 기업인 TXU사를 434억달러에 인수한 사례가 역사상 최대 규모의 LBO로 기록되고 있다.

<표 III-5> 규모 기준 상위 10대 바이아웃 펀드 현황

| 펀드명 | GP | 년도 | 규모 | 국가 |
|--------------------------------|------------------------------|------|--------|----|
| Blackstone Capital Partners V | Blackstone Group | 2006 | 217억달러 | 미국 |
| GS Capital Partners VI | Goldman Sachs Private Equity | 2007 | 203억달러 | 미국 |
| TPG Partners VI | TPG | 2008 | 178억달러 | 미국 |
| KKR Fund 2006 | KKR | 2007 | 176억달러 | 미국 |
| Blackstone Capital Partners VI | Blackstone Group | 2010 | 160억달러 | 미국 |
| Texas Pacific Group Partners V | TPG | 2006 | 150억달러 | 미국 |
| Apollo Investment Fund VII | Apollo Management | 2008 | 147억달러 | 미국 |
| Carlyle Partners V | Carlyle Group | 2008 | 137억달러 | 미국 |
| Apax Europe VII | Apax Partners | 2008 | 112억유로 | 영국 |
| CVC European Equity Partners V | CVC Capital Partners | 2009 | 108억유로 | 영국 |

자료: Preqin(2012)

<표 III-6> 규모 기준 상위 10대 바이아웃 투자 현황

(단위: 십억달러)

| 대상회사 | 인수자 | 일자 | 규모 |
|------------------------------|---|-----------|------|
| TXU | KKR, Texas Pacific Group, Goldman Sachs | 2007년 2월 | 43.8 |
| Equity Office Properties | Blackstone Group | 2006년 11월 | 38.9 |
| HCA | Bain Capital, KKR, Merrill Lynch | 2006년 7월 | 32.7 |
| RJR Nabisco | KKR | 1988년 10월 | 31.1 |
| Harrah's Entertainment | Apollo Advisors, Texas Pacific Group | 2006년 10월 | 27.4 |
| Clear Channel Communications | Bain Capital, Thomas H. Lee Partners | 2006년 11월 | 25.7 |
| Kinder Morgan | GoldmanSachs, A.I.G., CarlyleGroup, Riverstone Holdings | 2006년 5월 | 21.6 |
| Freescale Semiconductor | Blackstone Group, Carlyle Group, Permira, Texas Pacific Group | 2006년 9월 | 17.6 |
| Albertson's | SuperValu, CVS, Cerberus Capital, Kimco Realty | 2006년 1월 | 17.4 |
| Hertz | Carlyle Group, Clayton Dubilier & Rice, Merrill Lynch | 2005년 9월 | 15.0 |

자료: Dealogic

이러한 LBO 거래 규모의 증가는 1970~2007년간에 있었던 바이아웃 거래 평균 규모의 연도별 변화를 나타낸 <표 III-7>을 통해서도 확인할 수 있다. 이 표에서 알 수 있듯이 바이아웃 시장은 활황과 침체의 순환성을 갖는데 1980년대의 LBO 활황기에 RJR Nabisco 등의 대형 LBO가

이루어진 이후 2000년대 들어서 바이아웃 시장의 활황과 맞물려 거래의 빈도뿐만 아니라 거래의 평균규모도 지속적으로 증가하여 2006~2007년의 경우 사업가치(EV)를 기준으로 평균 거래 규모가 6억달러에 이르고 있다. 또한 평균치와 중위치의 상당한 차이는 거래 규모의 분포가 대형 거래에 밀집되어 있음을 보여주고 있다.

<표 III-7> 사업가치(EV) 기준 시기별 LBO 거래 평균 규모

(단위: 백만달러, 건)

| 시기 | 평균 EV | 중위 EV | 거래 수 |
|------------|-------|-------|-------|
| 1970~1984년 | 287.2 | 72.8 | 103 |
| 1985~1989년 | 669.1 | 118.4 | 304 |
| 1990~1994년 | 196.5 | 74.1 | 473 |
| 1995~1999년 | 216.6 | 65.4 | 1,952 |
| 2000~2002년 | 191.6 | 34.4 | 2,110 |
| 2003~2005년 | 325.6 | 61.6 | 2,635 |
| 2006~2007년 | 601.5 | 86.8 | 1,416 |

자료: World Economic Forum(2008)

2) 클럽딜의 증가

바이아웃 투자 평균 규모의 증가와 더불어 2000년대 이후 두드러진 현상 중 하나가 클럽딜(club deal)의 증가이다. 클럽딜이란 복수의 바이아웃 펀드가 동일 대상 기업에 공동 GP로서 투자하게 되는 경우를 말한다. 바이아웃은 통상 경영권지배가 가능한 수준의 지분을 획득하는데, 인수 대상기업의 선정과 인수 교섭, 실사 그리고 인수 후 경영을 통한 기업가치의 제고 등 바이아웃의 전 과정에 있어서 의사결정 과정의 신속성 및 일관성의 유지 때문에 통상적으로 단수의 바이아웃 펀드가 주도하는 경우가 많다. 2000년대 들어 연기금 등 장기자금의 바이아웃 펀드로의 집

중, 금융기관의 고수익 운용수단으로서의 LBO 차입금융의 확대 및 저렴한 인수 금융 이자율 등으로 인하여 GP들은 사업이나 경영 환경 상으로는 매력적인 투자 대상이었으나 개별 바이아웃 펀드들이 감당하기 어려웠던 규모의 바이아웃도 수행할 수 있게 되었는데, 이는 바이아웃 펀드들은 통상 개별 기업에 투자할 수 있는 한도가 정해져 있기 때문이다. 또한, 클럽딜은 단순 인수자금의 조달을 용이하게 하는 차원이 아니라 인수 후 기업가치 제고 등에 있어서 개별 GP가 가지고 있는 강점을 보완적으로 활용할 수 있기 때문에 인기를 끌게 되었다.

<표 III-8> 클럽딜 규모

(단위: 건, 십억달러)

| 연도 | 전체 | | | 10억달러 이상의 클럽딜 | | |
|------|-----|-------|---------|---------------|--------|-------|
| | 수 | 총규모 | 딜 평균 규모 | 수 | 전체대비비중 | 총규모 |
| 2000 | 47 | 8.8 | 0.19 | 2 | 4.3% | 4.2 |
| 2001 | 37 | 7.9 | 0.21 | 2 | 5.4% | 3.0 |
| 2002 | 34 | 10.1 | 0.30 | 2 | 5.9% | 4.4 |
| 2003 | 37 | 18.9 | 0.51 | 5 | 13.5% | 10.4 |
| 2004 | 68 | 30.8 | 0.45 | 13 | 19.1% | 22.4 |
| 2005 | 97 | 64.6 | 0.67 | 11 | 11.3% | 56.1 |
| 2006 | 110 | 100.8 | 0.92 | 17 | 15.5% | 92.9 |
| 2007 | 63 | 221.2 | 3.51 | 28 | 44.4% | 217.4 |
| 총계 | 493 | 463.1 | 0.94 | 80 | 16.2% | 410.8 |

자료: GAO(2008), Dealogic

<표 III-8>는 2000년부터 2007년까지 미국에서의 연도별 클럽딜 규모를 나타낸 표이다. 전체 클럽딜의 총 수와 규모는 2000년 47건, 88억달러 규모에서 바이아웃이 절정에 이른 2007년 63건, 2,212억 달러로 크게 증가하였음을 알 수 있는데, 금융위기로 인한 바이아웃 시장의 침체가

2007년 중반에 시작되었음을 감안한다면 그 증가세는 가히 폭발적이라 할 수 있다. 클럽딜 당 규모는 2000년 평균 1억 9천만달러에서 2007년 35억 1천만 달러로 연평균 51.7%의 증가세를 시현하였다. 10억 달러 이상의 대형 클럽딜의 경우도 2000년의 2건, 42억달러에서 2007년 28건, 2,174억 달러로 대폭 증가하여 2007년 전체 클럽딜 중 44.4%를 차지하고 있다. 대형 LBO 거래에서의 클럽딜은 <표 III-6>을 통해서도 확인할 수 있다. 2007년까지 인수 규모 기준 상위 10대 LBO 거래 중 8건이 클럽딜이며 이 모든 거래가 2005년 이후 일어나고 있다.

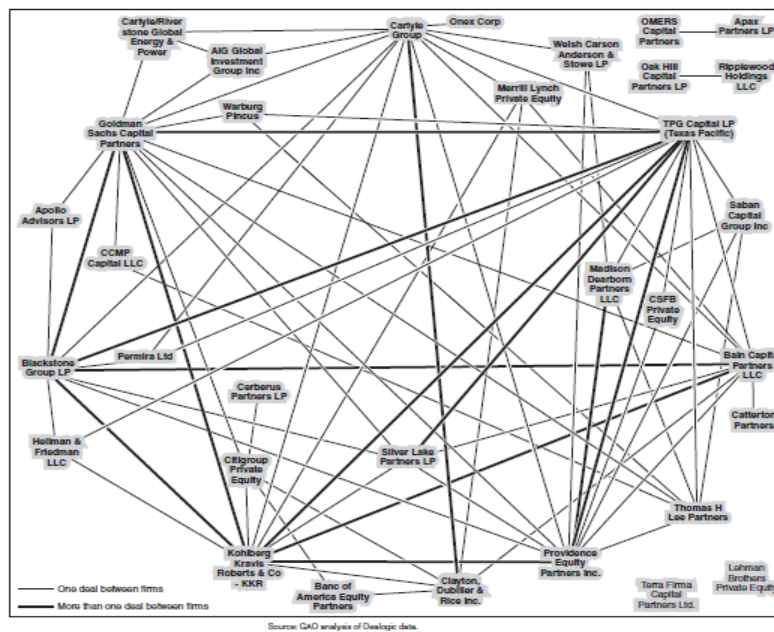
클럽딜의 급증과 관련하여 클럽딜이 입찰자의 수를 줄여 매수가격을 낮춤으로써 불공정거래로 이어질 수 있다는 주장이 제기되었으나 대부분의 클럽딜이 경매방식으로 진행이 되므로 이러한 가능성은 높지 않은 것으로 알려져 있으며 GAO의 실증분석에서는 클럽딜이 인수가에 미치는 영향은 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다(GAO(2008)).

클럽딜은 바이아웃 운용 철학의 본질과 위배되는 부분이 있다. 바이아웃은 인수 대상 회사의 인수, 운영 및 투자 회수에 이르는 전 과정에서 GP의 독점적인 경영권 행사를 주요한 가치창출의 수단으로 하고 있는데 클럽딜의 경우는 복수의 GP가 운영을 담당함으로써 경영 의사결정의 혼선 및 비효율이 발생할 가능성이 상존하게 되기 때문이다. 따라서 자금이 허락한다면 GP들은 단독 딜을 선호하게 되며 인수자금이 부족한 경우라면 타 GP를 공동투자자로 하기보다는 기존의 LP들에 대한 공동투자(co-investment) 기회의 제공을 통하여 자금을 추가로 확보하는 것을 선호한다.

그러나 GP 입장에서 또 하나 고려해야 할 사항이 딜플로우(deal flow)이다. 바이아웃 자금모집액을 가능한 한 빨리 소진할 유인을 가진 GP는 딜플로우를 확보해야 할 당위성을 갖는데 클럽딜은 이를 용이하게 하는 기회를 제공한다. 그리고 거래 확보 차원에서 GP들은 경쟁하면서도 상

호협력하는(give-and-take) 관계를 형성하게 되고 이러한 공동 투자 경험을 바탕으로 협력관계를 형성하게 된다.

<그림 III-6> 2000~2007년 상위 60대 LBO의 클럽딜 현황



자료: GAO(2008)

3) 경매방식 매각 증가

초대형 딜의 증가, 클럽딜의 증가가 매수자 측에 의해 주도되었던 트렌드라고 한다면, 경매방식 매각의 증가는 매도자 측에 의해 주도된 경향이라고 할 수 있다. 대체투자라 할 수 있는 바이아웃으로의 자금 유입 증가와 클럽딜의 증가에 따른 바이아웃 펀드의 대형사 인수 능력의 확대는 매도자 시장(seller's market)을 가져오게 되었으며 그 결과로서 경매방식의 매각이 증가하게 되었다. KPMG의 조사에 의하면 2003년 유

럽에서 매각된 대형사의 82%가 경매 방식으로 매각되었으며 이 중 대다수는 6곳 이상의 잠재적 매수자가 입찰에 참여하였다.

매각 대상회사가 대형사일 경우 대개 상장회사인 경우가 많으며 이때 이사회는 매각대금의 극대화를 통하여 주주가치 보호 및 선관의무(fiduciary duty)를 다하게 된다. 통상 주주가치의 극대화를 위해 스스로 매각을 결정하거나 인수를 타진해 오는 바이아웃 펀드가 있게 되면 매각 대상회사는 투자은행을 고용하여 경매방식의 매각을 진행하게 된다. 통상 전략적 투자자 및 바이아웃 펀드와 같은 재무적 투자자 등 10여 곳 이상의 잠재적 투자자들을 경매과정에 유치하여 경합을 벌이도록 한다.

경매방식 매각은 바이아웃 펀드를 포함한 잠재적 매수자들 간의 치열한 경쟁으로 인수가의 상승을 가져오게 되었으며, 이는 바이아웃 펀드에 대한 기대수익률의 하락과 이를 보전하기 위한 레버리지의 증가 등 바이아웃 투자의 위험을 높이는 계기가 되었다. 또한 이는 개별 바이아웃 펀드 입장에서 높은 수익률 및 성공적인 투자에 핵심인 독점적 딜플로우(proprietary deal flow)를 어렵게 하는 요인이 되었으며 경매방식을 취하지 않는 중소 규모의 비상장사를 바이아웃 투자대상으로 삼는 전략으로의 변화도 일어나게 되었다.

4) 신용 및 차입금융(leveraged loan) 시장의 팽창

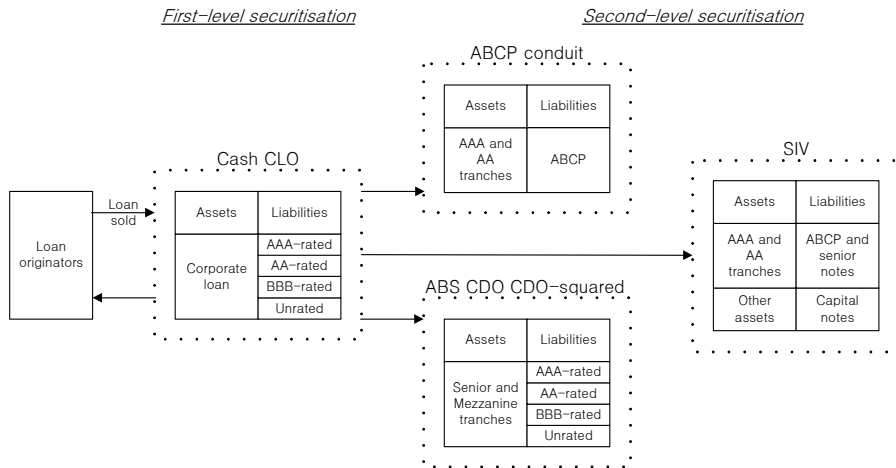
2003년 이후의 대형 LBO의 등장은 인수 금융을 지원해 준 은행의 역할이 컸다고 할 수 있는데 이는 근본적으로 이 시기 담보부대출채권(Collateralized Loan Obligation: CLO)과 같은 구조화 신용상품의 폭발적 성장과 맥을 같이 한다. CLO는 기업에 대한 대출이나 회사채 등 다양한 채권을 기초 상품으로 하여 유동화된(securitized) 구조화 신용상품인 담보부채무채권(Collateralized Debt Obligations: CDO)⁶⁾ 중에서 특별히 기업에 대한 대출을 기초 상품으로 한 구조화 신용상품이다. CDO 또는

CLO는 기초자산의 우량도에 구애받지 않고 위험도에 따라 다양한 수익률을 갖게 되는 트랜치(tranche)들로 구분되어 발행되는데, 각각 다른 위험 선호도를 갖는 상업은행, 보험사, 헤지펀드, 자산관리 회사 등 다양한 투자자가 CLO 시장에 자금을 공급하는 역할을 수행하게 되었다.

자산유동화로 인하여 상업은행은 전통적 영업방식인 OTH(Originate-to-Hold)에서 OTD(Originate-to-Distribute)의 새로운 사업모델로 전략을 수정하게 되었는데 유동화로 인하여 대출자산의 자본시장으로의 위험 전가가 가능해 짐으로써 은행들은 대출규모를 대폭 증가시켰으며 대출 심사를 엄격히 할 유인이 줄어들게 되기도 하였다. 또한, 대출에 따른 제한조항도 많이 느슨해졌는데(covenant-lite), 채권자의 이익을 침해할 채무자의 행동을 규제하는 행위제한(incurrence) 조항보다 이자율배수(interest coverage) 조항 또는 총차입금 대비 영업현금흐름(EBITDA/debt) 조항 등 유지관리(maintenance) 제한조항 등에 주로 해당되었다. 또한 CLO는 헤지펀드, 보험사 등에게는 새로운 투자수단으로 각광을 받았으며 투자자들의 CLO 수요 증가는 LBO 대출자산에 대한 수요로 이어져 은행의 LBO 관련 대출 규모가 급속히 증가하였다. 그러나 Shivdasani & Wang(2009)는 이러한 LBO 대출의 증가가 LBO 시의 부채비율의 증가로 이어지지 않았음을 보이고 있는데, 이는 LBO 대출의 증가가 부채비율의 상승이 아닌 LBO 거래의 수와 규모의 증가로 나타나게 되었음을 의미한다. LBO 거래 시의 차입금은 상업은행 또는 투자은행이 주관사가 되어 복수의 트랜치로 구성된 신디케이트론 형식으로 공급되었는데 이에는 정기대출(term loan), 리볼버(revolver), 2차 담보(second-lien) 대출 등이 있다. 이러한 대출의 대부분은 유동화 되어 CLO로 재포장된 후 다양한 투자자들에게 매각되었다.

6) CDO는 기초상품에 따라 대출자산을 유동화한 CLO(Collateralized Loan Obligation), 채권을 유동화한 CBO(Collateralized Bond Obligation), 구조화 채권을 기반으로 한 구조화상품 CDO 등이 있다.

<그림 III-7> CLO 구조도



자료: BIS(2008)

나. 중장기적 트렌드

1) 프라이빗 에쿼티 펀드와 헤지펀드의 융합(convergence)

사모펀드 방식의 대표적 두 가지 형태인 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 펀드는 과거 20년 간 시장수익률이 낮은 경우에는 헤지펀드가, 높은 경우에는 프라이빗 에쿼티가 성장을 주도하며 발전하게 되었다. 사모펀드란 투자자를 증권의 등록(registration)에 의한 공모방식이 아닌 사적 방식에 의해 모집하는 집합투자기구로서, 펀드운영에 대한 정보공개와 공시의무가 기본적으로 면제된다. 이 두 가지 형태의 사모펀드는 매우 상이한 투자대상과 전략을 가지고 성장하였는데 이들의 간략한 비교는 다음 표와 같다.

<표 III-9> 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티의 비교

| | 헤지펀드 | 프라이빗 에쿼티 |
|-----------|------------------------|--------------|
| 투자 기간 | 제한없음(통상 수개월) | 7~12년 |
| 투자대상의 유동성 | 높음 | 낮음 |
| 투자자의 유동성 | 높음(분기별 인출 가능) | 낮음 |
| 출자 | 투자금 전액 납입 | 출자액 약정 |
| 운용보수 | 펀드 순자산가치(NAV) 대비 1%~2% | 출자 약정액 대비 2% |
| 성과보수 | 수익의 20% | 수익의 20% |
| 위험관리 | 적극적 | 소극적 |
| 분산투자 | 높음 | 낮음 |
| 수익률 | 통상 연 7%~15% | 통상 연 12%~20% |

자료: Crestmont Research(2005), IFSL(2007)

헤지펀드는 비록 다양한 대상에 투자하지만 비교적 유동성이 높은 투자대상에 투자하므로 투자자 입장에서는 투자자금의 유동성이 보장되며, 분산투자가 두드러지며 비교적 짧은 투자기간을 가진다. 반면, 프라이빗 에쿼티는 유동성의 측면에서 헤지펀드의 또 다른 극단에 있기 때문에 투자의 유동성은 떨어지지만 상대적으로 헤지펀드보다 높은 수익률을 갖는 것으로 알려져 있다.

이렇듯 헤지펀드는 기본적으로 유동성이 풍부한 금융상품 또는 이를 이용한 차익거래(arbitrage)에 주로 투자한다. 하지만 헤지펀드 수익 증가 및 경쟁 격화로 인해 수익성 있는 투자 기회가 감소되어, 일부 헤지펀드는 수익성을 높이고 운용자산(AUM) 규모의 증가를 통한 운용보수의 증가 및 지속적 펀드 성장을 도모하기 위해 프라이빗 에쿼티 영역으로 진출하였다. 2005년 기준으로 헤지펀드 자산의 7%(650억달러)가 프라이빗 에쿼티 영역에 투자되고 있으나 대부분 바이아웃에는 거의 투자되고 있지는 않다. 반면 프라이빗 에쿼티 펀드 입장에서도 펀드 전체의 유동성을 높이고 운용보수의 증대를 목적으로 일부 대형 프라이빗 에쿼티

펀드를 중심으로 헤지펀드 영역으로 진출하기도 하나 대형 펀드를 제외하고는 미미한 형편이다. <표 III-10>는 헤지펀드와 프라이빗 펀드 상호 간 융합현상의 사례를 나타낸 표이다.

그런데 이러한 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 펀드의 융합현상의 중요한 특징은 개별 펀드 차원의 융합이 아니라 펀드운용회사(fund management company)의 펀드 포트폴리오의 다각화 차원의 융합이라는 것이다. 즉, 한 펀드 안에 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 투자전략을 동시에 구사하는 것이 아니라 펀드 운용사(가령, Blackstone)가 펀드 그룹 안에 프라이빗 에쿼티 펀드와 헤지펀드를 동시에 운용하는 형식이 되고 있다는 것이다. 이는 기본적으로 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 펀드의 운용 전략이 투자 대상, 기간, 유동성, 투자자 특성 등에서 매우 상이하여 두 전략을 한 펀드 안에서 동시에 운용하는 것은 불가능하기 때문이다.

<표 III-10> 헤지펀드 및 프라이빗 에쿼티 융합 사례

| | 펀드 | 비고 |
|-------------------|--------------|---|
| 프라이빗 에쿼티 펀드 | Blackstone | <ul style="list-style-type: none"> • Blackstone Alternative Asset Management: Blackstone 종업원과 기관고객을 위한 252억 달러 규모의 재간접투자 헤지펀드 • GSO Capital Partners: 차입대출 및 메자닌에 투자 • The India Fund, The Asia Tigers Fund: 폐쇄형 뮤추얼펀드 |
| | Bain Capital | <ul style="list-style-type: none"> • Brookside Capital Partners: 상장주식에 투자하는 헤지펀드 • Absolute Return Capital: 주식, 채권, 외환, 상품에 투자하는 헤지펀드 |
| | TPG Capital | <ul style="list-style-type: none"> • TPG-Axon Capital: 주식에 투자하는 55억달러 규모의 헤지펀드 |
| | Carlyle | <ul style="list-style-type: none"> • Carlyle Blue Wave Management Partners: 다중전략 헤지펀드(2008년 청산) |
| 헤지펀드 | D.E. Shaw | <ul style="list-style-type: none"> • 미국, 인도 및 중국의 프라이빗 에쿼티 투자에 관심 |
| | Eaton Park | <ul style="list-style-type: none"> • 브라질, 멕시코 등 신흥 경제국에 투자하기 위한 Eaton Park Fund 설립 |
| | Och-Ziff | <ul style="list-style-type: none"> • 바이아웃 투자를 위해 타 프라이빗 에쿼티 운용사 및 타 헤지펀드 운용사와 협력 관계 유지 |

자료: Crestmont Research(2005)

헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 펀드의 융합은 펀드운용사 내부의 정보 교류를 통한 투자기회를 창출할 수 있는 등 시너지 효과가 기대되나, 헤지펀드와 프라이빗 에쿼티 펀드 간 경쟁격화와 이로 인한 수익률의 하락 및 투자자 확보를 위한 경쟁 등으로 이어질 것이 예상된다. 다만, 헤지펀드 입장에서는 프라이빗 에쿼티 운영의 핵심 성공요인(key success factor)인 경영효율성 개선을 통한 기업가치 제고 능력의 부재로, 프라이빗 에쿼티 입장에서는 트레이딩 방식의 포트폴리오 운용능력과 시장 적응 능력의 부재로 본격적인 양대 사모펀드의 융합 추세가 나타나기에는 일정 부분 한계가 존재할 것으로 전망된다.

2) 대형 바이아웃 펀드의 상장

2003년 이후의 바이아웃 붐과 관련하여 두드러진 현상 중 하나는 일부 대형 바이아웃 운용사 중심의 주식시장 상장(IPO)을 들 수 있다. 이는 바이아웃 펀드의 주요 투자 행위 중 하나가 상장에 따르는 공시의무와 투명성 제고 등 기업 부담을 경감하기 위해 상장기업을 인수한 후 상장폐지(going private)하는 것임을 고려할 때 이례적인 일로 보일 수 있다. 또한 현재 성과보수는 소득이 아닌 자본이득으로 간주되어 소득세율 35%가 아닌 자본이득세율 20%가 부과되고 있는데, 주요 펀드운용사 창업자 및 주요 운용인력의 보수액에 대한 일반 및 규제기관의 부정적 인식으로 인하여 세법의 개정 움직임 전에 지분가치를 현금화하려 한다는 의심을 받고 있다.

이러한 바이아웃 펀드의 상장 배경에는 다음과 같은 요인들이 있는 것으로 파악된다. 첫째, 바이아웃 펀드 창업자의 노령화 및 은퇴에 따른 지분의 현금화이다(liquidity event). 둘째, 상장은 자본시장을 통한 증자 등 자금의 확보를 용이하게 하여 향후 타 바이아웃 운용사와의 인수 합병에 유용한 자금 및 가치평가의 수단을 제공하게 된다. 셋째, 상장은 스톡옵션이나 스톡그랜트 등을 통한 펀드 운용인력 보상에 있어 유용한 수단을 제공해 준다.

그런데, 주목할 것은 KKR이나 Blackstone의 경우 상장의 주체는 바이아웃 운용사(management company)이지 개별 바이아웃 펀드가 아니다. 따라서 상장된 지분의 투자자는 향후 발생할 운용보수와 성과보수의 현금화된 가치를 매수하는 것이라 할 수 있다.

미국에서 최초로 상장된 바이아웃 펀드로는 현재 Nasdaq에 상장되어 있는 American Capital이 그 효시라 할 수 있는데, 이 후 Fortress, Blackstone, KKR 등이 상장되었으며, Apollo Management의 경우에는 유럽지역 투자를 전담하는 Apollo Alternative Assets를 Euronext에

상장하였다. 영국에서는 3i가 LSE에 상장되었는데 상장 이후 연 평균 20%에 이르는 수익률을 투자자에게 제공해왔다. <표 III-11>는 현재까지 상장된 바이아웃 운용사들의 현황을 나타낸 표이다.

<표 III-11> 프라이빗 에퀴티의 상장 사례

| 펀드 | 국가 | 설립 년도 | 상장 내용 |
|-------------------------|-----|----------|--|
| 3i Group | 영국 | 1987 | <ul style="list-style-type: none"> • 1994년 런던증권거래소(LSE)에 상장 • 2007년 사회간접자본 투자 자회사 상장 |
| American Capital | 미국 | 1986 | <ul style="list-style-type: none"> • 1997년 Nasdaq에 상장 • 2008년 자회사 American Capital Agency Management(REIT) Nasdaq 상장 |
| Fortress Investment | 미국 | 1998 | <ul style="list-style-type: none"> • 2007년 NYSE 상장 |
| Blackstone | 미국 | 1985 | <ul style="list-style-type: none"> • 2007년 NYSE 상장 |
| KKR | 미국 | 1976 | <ul style="list-style-type: none"> • 2005년 KKR Financial Holdings(REIT) NYSE 상장 • 2006년 KKR Private Equity Investors(FoF) Euronext 상장 • 2009년 KKR & Co Euronext에 상장 |
| Apollo Management | 미국 | 1990 | <ul style="list-style-type: none"> • 2004년 Business Development Company (BDC)인 Apollo Investment Corp을 Nasdaq에 상장 • 2006년 AP Alternative Assets를 Euronext에 상장 |
| Eurazeo | 프랑스 | 1969 | <ul style="list-style-type: none"> • 1974년 Eurafrance 상장 • 2001년 자회사인 Azeo와 합병으로 Eurazeo 탄생 |
| Wendel Investissement | 프랑스 | 1975 | <ul style="list-style-type: none"> • 1991년 Euronext Paris에 상장 • 2002 Marine-Wendel과 CGIP와의 합병 |
| Partners Group Holdings | 스위스 | 1996 | <ul style="list-style-type: none"> • 2006년 스위스 증권거래소 SWX에 상장 |
| Carlyle Group | 미국 | 1987 | <ul style="list-style-type: none"> • 2012년 Nasdaq에 상장 |

자료: 자본시장연구원

대리인 이론의 창시자이자 대리인 문제를 해결하는 효율적인 수단으로서 LBO의 역할을 높게 평가한 Jensen(2007)은 이러한 바이아웃 운용사의 상장에 대해 우려하고 있다. 바이아웃 펀드의 존재가치는 궁극적으로 추후의 자금모집을 위한 평판의 축적 및 유지, 이를 위한 높은 운용 수익률의 달성 노력에 있다. 그런데 투자금의 분배가 필요 없는 항구적인 자금의 유입은 바이아웃 운용사의 성과에 대한 유인을 감소시키며 바이아웃 펀드 운용보다 상장에 따른 운용사 지배구조에 더 많은 자원이 배분될 수 있으므로 또 다른 형식의 대리인 비용이 발생할 것을 우려하였다. 그러나 개별 바이아웃 펀드가 아닌 바이아웃 운용사 상장 경우에는 영구적인 투자 자금의 유입으로 인한 부의 효과는 일정 부분 제한이 있을 것으로 보인다.

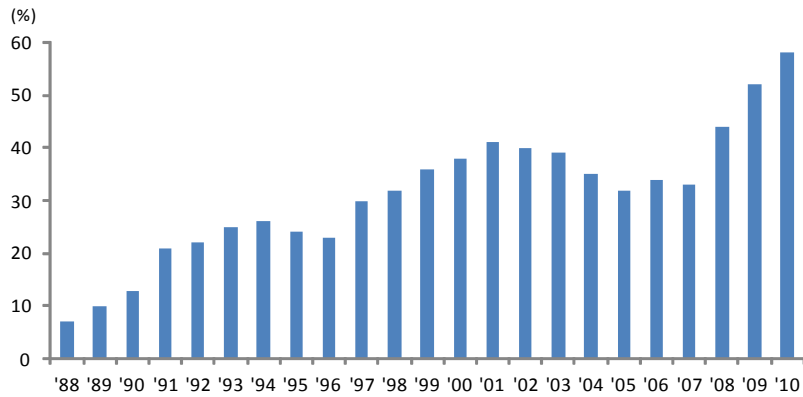
3) 레버리지 투자의 감소

1980년대 성행한 LBO는 인수금액에서 자기자본이 차지하는 비율이 매우 높은 HLT형의 M&A였는데, LBO가 세간의 많은 관심을 불러일으켰던 1987년의 인수대금 대비 평균 자기자본 비율은 7%로서 이는 인수 후 매우 높은 부채비율을 갖게 됨을 의미한다. 이 후 바이아웃 붐이 끝난 1990년대 초기에는 자기자본 비율은 20% 이상으로 급증하게 된다.

이 시기 LBO의 부채비율이 높았던 이유는 초창기 LBO의 성격과 밀접한 관련이 있다. 먼저, 초기의 LBO는 1970년대와 1980년대 미국 기업의 비효율적 경영에 따른 기업가치 상승 가능성을 수익의 원천으로 삼았다. 또한 당시 기업들은 재무구조에서 차입금을 많이 사용하지 않았으며 따라서 차입금 증가로 인하여 기업가치를 증대시킬 수 있는 여지가 있었다. 즉, 사업간 연관성이 떨어지는 다각화된 거대기업을 인수하여 분리 매각 등 구조조정을 수행하거나 높은 차입금 이자비용의 손금 인정을 통한 법인세 감면을 통하여 기업가치를 창출하고자 하였는데 이러한 높은

부채비율로 인한 도산의 위험을 방지하기 위하여 오래 되고, 안정적이며, 투자 수요가 별로 없고, 많은 자산을 보유한 기업을 LBO 대상기업으로 삼는 것이 필수적이었다. 또한 전술한 바와 같이 정크본드 시장의 발달도 이에 큰 공헌을 하였다.

<그림 III-8> LBO 평균 자기자본 사용비율



자료: Standard & Poors Leveraged Loan(2011)

1990년대와 2000년대를 통하여 자기자본 비율은 지속적으로 높아지는데 이는 첫째, 1980년대 방식의 LBO를 통하여 수익을 올릴 수 있는 이상적인 유형의 기업, 즉, 안정적 현금흐름과 보유 자산이 많은 기업들 중 이미 바이아웃 펀드에 인수가 되지 않은 기업이 많이 줄어들었고, 둘째, 기업들의 자체 구조조정 노력으로 바이아웃 펀드에 의한 추가적인 구조조정으로 기업가치를 높일 수 있는 기업이 줄어들었으며, 셋째, 1990년대 전반의 높은 생산성 향상으로 바이아웃 투자의 대상이 성장성 있는 기업으로 바뀌었기 때문이다. 이는 LBO 대상 업종의 분포에도 변화를 가져오는데 이에 관하여는 다음 절에서 설명한다.

1990년대 LBO의 자기자본 비율은 20% 이상이었으며 1998년에는 헤지펀드 LTCM(Long-Term Capital Management)의 도산 및 러시아 모라토리엄과 관련된 국제 신용시장의 경색에 따라 30% 이상으로 급증하였다. 이는 상업은행의 신용위험 회피와 관련하여 자기자본 비율은 지속적으로 상승하였기 때문이며 2000년 버블 붕괴 이후 자기자본 비율은 40.6%로 정점을 기록한다. 이후 2000년대에는 전술한 바와 같이 유동화 시장의 발달로 인한 차입금융의 팽창으로 자기자본 비율이 하락하여 30%대 초반에 머무르다 금융위기 이후 2010년에는 거의 60%에 이르는 수준을 보이고 있다. 향후 바이아웃 시장의 지속적 성장과 GP 간 경쟁 심화로 인한 인수가의 상승은 수익창출 면에서 바이아웃 펀드들의 입지를 약화시킬 것으로 예상된다. 또한 성장성 위주의 기업으로 투자 대상이 바뀌는 추세와 맞물려 과도한 차입금을 사용할 수 없으므로, 인수대금 대비 자기자본 사용의 추세적 하락은 기대하기 어렵다.

4) 투자 업종의 범위 확장

1990년대 이전과 이후 바이아웃 투자의 근본적인 변화에 따라 투자 업종에도 변화가 있게 되었다. 먼저 오래되고 안정적이며 투자수요가 별로 없고 많은 자산을 보유한 기업을 주요 인수대상으로 하던 1990년대 이전에는 소매업이 전체 거래의 13.8%로 가장 큰 비중을 차지하였고 산업장비나 농화학 및 제지 등이 7.6%로 그 뒤를 잇고 있었는데 이러한 산업들이 대체로 안정적인 현금흐름과 유휴자산을 보유할 가능성이 많은 기업들이 많은 산업이라 할 수 있다. 하지만 이러한 소매업도 1990년대 및 2000년대에 각각 6.7%, 5.7%로 비중이 축소되고 있으며 산업장비의 경우도 7.6%에서 6.1%, 5.0%로 그 비중이 감소하고 있다. 반면 1980년대라면 HLT의 대상으로 부적합한 사업으로 간주되었을 소프트웨어/인터넷 업종은 1990년대 이전 3.1%에서 1990년대 및 2000년대에 각각

5.7%, 6.2%로 증가하였고, 대표적 서비스 업종인 금융업이 2.1%에서 2.8%, 4.0%로 증가하고 있다.

이러한 소프트웨어나 서비스 업종의 경우 유형자산의 보유가 기업가치를 결정하는 것이 아니라 영업권이나 개발능력 등의 무형자산(intangible asset)이 기업가치를 대부분 결정하므로 재무적 부실(financial distress)의 비용이 크다. 또한 이러한 기업들의 경우 현금흐름이 안정적이지 않은 경우가 많으므로 높은 부채비율을 유지하기에는 파산의 위험성이 높다고 할 수 있다. 대체투자의 주요 분야로 확고하게 자리 잡은 바이아웃 시장의 경쟁 격화 및 수익률의 하락에 따라 투자업종의 외연은 지속 확대될 것으로 예상되며 이에 따라 인수금액 대비 부채 사용 비율은 상승하기 어려울 것으로 예상된다.

<표 III-12> 시기별 산업별 LBO 거래 현황

| | (단위: %) | | | | |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| | 1970~1989 | 1990~1999 | 2000~2007 | 1970~2007 | 변화율 |
| 소매업 | 13.8 | 6.7 | 5.7 | 6.3 | -8.1 |
| 소프트웨어/인터넷 | 3.1 | 5.7 | 6.2 | 5.9 | 3.1 |
| 산업용 기계 | 5.6 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 0.1 |
| 산업장비 | 7.6 | 6.1 | 5.0 | 5.4 | -2.6 |
| 호텔, 리조트 및 레저 | 2.7 | 3.8 | 5.8 | 5.2 | 3.1 |
| 화학·산업, 농산물, 종이, 임산물 | 7.6 | 5.8 | 4.7 | 5.1 | -3.0 |
| 미디어, 출판, 광고 | 4.5 | 5.2 | 4.7 | 4.8 | 0.2 |
| 산업 및 상업 서비스 | 2.3 | 4.0 | 4.7 | 4.4 | 2.4 |
| 기타 서비스 | 2.5 | 4.1 | 4.2 | 4.1 | 1.7 |
| 무역 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | -0.2 |
| 식음료 및 담배 | 4.0 | 4.5 | 3.7 | 3.9 | -0.2 |
| 금융 | 2.1 | 2.8 | 4.0 | 3.6 | 1.9 |

<표 III-12> 시기별 산업별 LBO 거래 현황(계속)

| | 1970~1989 | 19901~999 | 2000~2007 | 1970~2007 | 변화율 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 산업재 및 건설재 | 4.9 | 3.3 | 3.5 | 3.5 | -1.5 |
| 비내구재 | 2.8 | 4.0 | 3.2 | 3.4 | 0.3 |
| 금속 및 광업 | 4.0 | 3.6 | 2.9 | 3.2 | -1.0 |
| 자동차 | 3.5 | 2.8 | 3.0 | 3.0 | -0.5 |
| 교통 | 2.7 | 2.2 | 2.8 | 2.7 | 0.1 |
| IT 및 데이터 서비스 | 2.0 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 0.7 |
| 내구재 | 5.1 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | -2.5 |
| 건설 및 엔지니어링 | 2.3 | 2.0 | 2.8 | 2.5 | 0.5 |
| 헬스케어 제품 및 장비 | 2.8 | 2.9 | 2.1 | 2.3 | -0.7 |
| 헬스케어 서비스 | 0.3 | 2.3 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 컴퓨터 및 통신 장비 | 3.4 | 3.0 | 2.0 | 2.3 | -1.4 |
| 생명공학 및 제약 | 0.8 | 2.3 | 1.5 | 1.7 | 0.7 |
| 기간산업, 유틸리티 | 0.4 | 0.7 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| 부동산 | 0.3 | 0.7 | 1.7 | 1.4 | 1.4 |
| 교육, 인적자원 및 고용 서비스 | 0.7 | 1.3 | 1.5 | 1.4 | 0.7 |
| 에너지 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 0.3 |
| 통신 | 0.3 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.0 |
| 영화 및 엔터테인먼트 | 0.4 | 0.7 | 1.1 | 1.0 | 0.7 |

주 : 변화율은 2000~2007년과 1970~1989년 간의 차이
 자료: World Economic Forum(2008)

5) 해외시장으로의 적극적 진출

1990년대 초반 바이아웃 펀드의 투자 성과는 연기금, 보험사 등 기관 투자자의 투자자금 유입을 가져오게 되었으며 신규 바이아웃 투자사의 진입 및 바이아웃 시장의 경쟁 격화를 가져오게 되었다. 또한, 미국 내 시장의 성숙에 따른 적절한 투자대상의 감소와 투자수익률의 하락은 대형 바이아웃 투자사를 중심으로 유럽 및 아시아 신흥시장으로 진출하는

계기가 되었다. 같은 시기, 영국을 중심으로 한 유럽계 바이아웃 펀드들도 유럽 바이아웃 시장의 활성화와 더불어 일부 투자사를 중심으로 미국 및 아시아로 진출하기도 하였다.

미국계 바이아웃 투자사는 1990년대 중반에서 말까지는 서유럽 시장을 공략하였으며, 2000년대 들어서 중국, 인도, 일본, 한국, 홍콩을 중심으로 한 아시아 시장에 활발히 진출하였다. 유럽의 경우 경제 규모에도 불구하고 영국을 제외하고는 바이아웃 시장이 발달하지 않다가 각국 기업들의 분사 등 구조조정 노력과 맞물려 독일과 프랑스를 중심으로 바이아웃 투자가 활발해졌으며 아시아 신흥시장의 경우 높은 경제성장이 바이아웃 투자를 촉진하는 계기가 되었다.

바이아웃 펀드들은 바이아웃 투자 현지화의 중요성을 인식하여 운용 인력의 현지화, 인수 기업 이사회에 현지의 영향력 있는 주요 비즈니스 인사를 영입하는 등의 노력을 기울이고 있으며 바이아웃 투자에 대한 현지 언론 및 일반인의 거부감을 희석시킬 수 있는 각종 홍보에도 신경을 쓰고 있다.

<표 III-13>는 주요 대형 바이아웃 투자사별 해외진출 현황을 나타낸 표이다.

<표 III-13> 주요 GP별 해외진출 현황

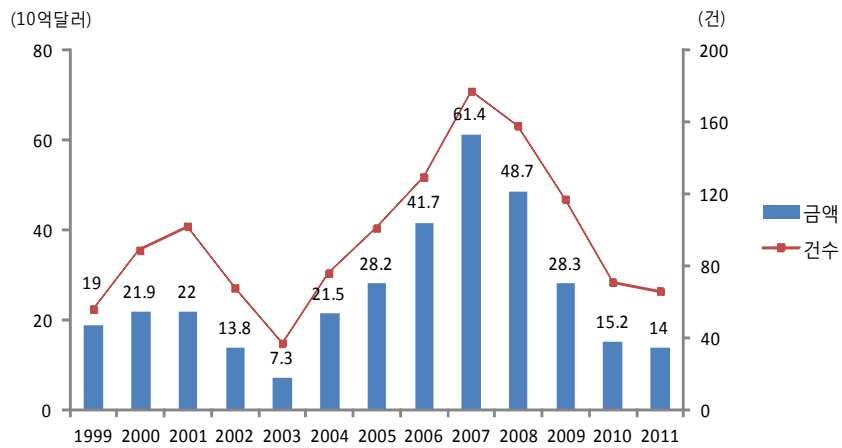
| GP | 국적 | 설립년도 | 진출 지역 | 진출년도 |
|----------------------------|-----|------|-------|------|
| TPG | 미국 | 1992 | 유럽 | 1997 |
| | | | 아시아 | 1994 |
| | | | 호주 | 2006 |
| KKR | 미국 | 1976 | 유럽 | 1997 |
| | | | 아시아 | 2005 |
| | | | 호주 | 2006 |
| Carlyle | 미국 | 1987 | 유럽 | 1998 |
| | | | 아시아 | 1998 |
| | | | 호주 | 2005 |
| Blackstone | 미국 | 1985 | 유럽 | 1998 |
| | | | 아시아 | 1993 |
| Bain Capital | 미국 | 1984 | 유럽 | 1989 |
| | | | 아시아 | 2006 |
| | | | 호주 | 1998 |
| Apollo Management | 미국 | 1990 | 유럽 | 1995 |
| | | | 아시아 | 2008 |
| | | | 호주 | 2007 |
| Apax Partners | 영국 | 1969 | 아시아 | 2000 |
| Permira | 영국 | 1985 | 미국 | 2002 |
| | | | 아시아 | 2005 |
| Advent International | 미국 | 1984 | 유럽 | 1984 |
| | | | 아시아 | 1984 |
| | | | 남미 | 1996 |
| Providence Equity Partners | 미국 | 1989 | 유럽 | 1996 |
| | | | 아시아 | 2007 |
| Silver Lake | 미국 | 1999 | 유럽 | 2005 |
| | | | 아시아 | 2008 |
| PAI Partners | 프랑스 | 1998 | 미국 | 2005 |
| Cinven | 영국 | 1977 | 아시아 | 2008 |
| | | | 아시아 | 1997 |
| | | | 호주 | 1996 |
| 3i | 영국 | 1983 | 미국 | 2003 |
| | | | 유럽 | 1998 |
| Clayton, Dubilier, & Rice | 미국 | 1978 | 유럽 | 1998 |
| EQT Partners | 스웨덴 | 1994 | 아시아 | 2002 |
| | | | 미국 | 2006 |

자료: 자본시장연구원

6) 간접채투자펀드(fund of funds)의 증가

간접채투자펀드(FoF)란 GP들이 직접 대상 회사에 투자하기 위하여 설립한 펀드와는 달리 사모투자펀드에 LP로서 참여하기 위해 투자자들로부터 자금을 모집하여 설립하는 사모투자 펀드이다. 간접채투자펀드는 많은 수의 사모투자펀드에 투자금을 배분하여 위험을 분산시키고 있다. 1992년 최초로 10억 달러 이상의 간접채투자펀드 자금모집이 이루어진 이후 1990년대를 통하여 급속한 성장세를 보였다.

<그림 III-9> 전 세계 간접채투자펀드 자금모집 현황



자료: Preqin(2012)

간접채투자펀드의 성공요소로서는 첫째, 일급 GP와의 긴밀한 관계 확보를 들 수 있다. 이는 일급 GP들의 경우 기존 펀드의 LP들이 향후의 펀드 설립에 있어서도 참여하는 경우가 많으므로 신규 LP들의 출자 기회가 좀처럼 생기지 않는 특성이 있기 때문에 간접채투자펀드는 투자자들이 간접적으로 일급 GP가 설정하는 펀드에의 출자를 가능하게 할 수

있게 한다. 둘째, 간접채투자펀드는 신규 GP나 중소형 바이아웃 분야 등 특정 분야에 특화하여 투자자들에게 고수익을 제공할 수 있다. 특히 대형 LP들의 경우 운용자금의 규모 때문에 벤처펀드나 중소 규모의 바이아웃 펀드에 LP로서 직접 투자하기 어려울 때 이러한 섹터에 특화된 간접채투자펀드에 투자함으로써 분산 투자의 효과를 누림과 동시에 특정 섹터의 수익 전망에 따른 신축적인 투자를 가능하게 한다. 또한 간접채 투자펀드들은 프라이빗 에쿼티 펀드의 LP 지분 또는 LP의 공동투자(co-investment) 지분의 매입을 통하여 수익성을 높이려는 시도를 하기도 하는데 이를 유통지분(secondaries)이라 한다.

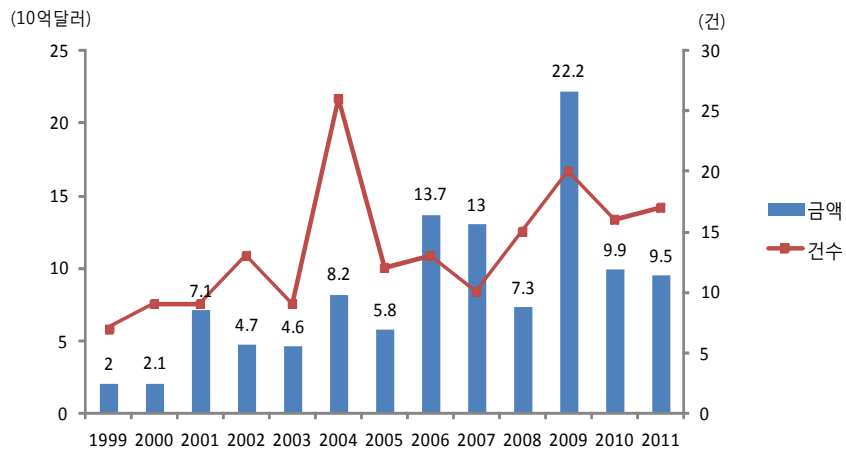
이렇듯 간접채투자펀드는 역량 있는 GP에의 접근성을 높이며 분산 투자를 가능하게 한다. 그러나 이것도 펀드이므로 운용보수와 성과보수를 부과하게 되는데 이는 간접채투자펀드 LP 입장에서는 프라이빗 에쿼티 펀드 수수료에 더하여 또 하나의 수수료를 부담하게 되므로 불리하다고 할 수 있다. 통상 간접채투자펀드도 일반 프라이빗 에쿼티 펀드와 마찬가지로 1.0%~1.5%의 운용보수와 20%의 성과수수료를 부과하고 있다. 또 다른 간접채투자펀드의 단점은 투자기간이 일치하지 않는 여러 프라이빗 에쿼티 펀드에 투자하므로 일반 프라이빗 에쿼티 펀드보다 장기투자가 된다는 점을 들 수 있다.

7) LP 지분의 유통시장(secondaries) 발달

LP 입장에서 프라이빗 에쿼티 펀드 투자는 수년이 걸리는 장기 투자로서 자산배분, 현금흐름, 투자전략 및 규제 등의 이유로 펀드에 대한 LP 지분을 펀드 해산 전에 매각하고자 하는 경우가 있는데 이 때 이러한 LP 지분이 거래되는 시장을 LP지분유통시장 또는 세컨더리시장(secondary market)이라고 한다. LP 지분의 매매라 함은 펀드 투자가 집행된 부분뿐만 아니라 아직 LP 출자요구(capital call)가 이루어지지 않은

부분까지 포함한다. 세컨더리시장은 1990년대에 서서히 발전하다가 2000년 이후 급속히 성장하는데 2011년 기준 17개의 세컨더리 간접채투자펀드가 95억 달러의 자금을 모집하였으며 현재 기관투자자를 포함한 다양한 투자자들이 세컨더리 시장에 참여하고 있다.

<그림 III-10> 전 세계 세컨더리펀드 자금모집 현황



자료: Preqin(2012)

금융위기 이후 많은 LP들이 유통시장을 통한 펀드 지분 매각을 추진함으로써 지분의 거래가가 지분의 순자산가치(NAV) 대비 70%~80%까지 할인되어 거래되기도 하였다. LP들이 큰 할인 폭에도 불구하고 매각하려고 했던 이유는 첫째, 프라이빗 에쿼티를 제외한 여타 투자자산의 가치가 상당 폭 하락하여 전체 운용자산액 중 프라이빗 에쿼티 배분 비율이 상승하는 효과가 발생하였기 때문이다. 이는 프라이빗 에쿼티의 자산평가는 통상 분기별로 이루어져 시장가를 바로 반영하지 못해서인데 이러한 프라이빗 에쿼티 배분 비율의 상승효과를 분모효과(denominator

effect)라고 한다. 둘째, 금융위기 이후 펀드가 보유한 포트폴리오 기업에 대한 투자의 회수(exit)가 막힘에 따라 LP로의 투자수익금의 배분이 줄고 이는 추후 있을 GP의 출자요구(capital call)에 응할 LP의 재원 부족으로 이어져 LP지분을 매각하고자 하였기 때문이다.

현재 간접재투자펀드, 일반 LP 등을 포함한 시장참여자들이 세컨더리 시장에 관심을 갖고 있는데 이는 첫째, 일반적으로 시장에 매물로 나온 LP 지분은 할증보다도 할인되어 거래되는 것이 통상적이고 매수자 입장에서는 유동성을 공급함으로써 초과수익을 얻을 수 있기 때문이다. 둘째, LP 입장에서는 빈티지(vintage)별 프라이빗 에쿼티 포트폴리오를 구성할 수 있는 기회를 제공함으로써 분산투자를 한층 제고할 수 있기 때문이다. 셋째, 프라이빗 에쿼티 펀드가 일류급 펀드일 경우 펀드의 LP 지분을 매입함으로써 펀드 GP와의 관계 수립으로 향후 펀드 설립 시 LP로서 참여할 수 있는 기회를 얻을 수 있기 때문이다.

3. 주요 대형 바이아웃 펀드 현황

가. Kohlberg, Kravis & Roberts(KKR)

1) 개관

KKR은 LBO의 아버지라 할 수 있는 바이아웃 투자사로서, 1976년 5월 1일, Henry R. Kravis와 그의 사촌 George R. Roberts이 Bear Stearns의 동료이자 선임자였던 Jerome Kohlberg와 함께 설립한 투자사이다. 세 사람은 Bear Stearns에서 LBO의 전신이라 할 수 있는 부트스트랩 방식의 투자를 하다가 독립하여 당시로서는 알려지지 않았던 방식의 투자방법

인 LBO를 전문으로 하는 회사를 설립하게 되고, 소수의 개인과 시카고 은행으로부터 자금을 투자받아 첫 바이아웃 펀드를 결성하게 된다. 1977년 NYSE 상장사였던 A.J. Industries의 인수를 시작으로 그 후 현재까지 14개의 바이아웃 펀드 설립을 통하여 총 594억달러의 자금을 모집하였으며 170개 이상의 LBO를 성사시켜오고 있다.

바이아웃 시장 초기 KKR의 높은 수익률과 성공은 이후 많은 경쟁 바이아웃 펀드들의 설립으로 이어져 1980년대를 거쳐 이후 바이아웃 전성기를 열게 되는 시발점이 되었으며, 바이아웃 시장에서 최고의 펀드 운용능력(best practice)을 보이며 바이아웃 시장의 발전에 많은 기여를 해오고 있다.

2011년 말 기준, KKR은 총 전 세계 20개 국가, 17개 산업 소속의 73개의 포트폴리오 기업이 있으며, 이 기업들은 연간 총 2,000억달러 이상의 수익을 올리고 있다.

2) 역사

1976년 설립 이후 1977년 첫 바이아웃으로서 운수 및 군수업체였던 A.J. Industries를 260만달러에 인수한 KKR은 인수기업의 규모를 늘려가면서 1979년에는 380만달러 규모의 Houdaille Industries 인수에 성공한다. A.J. Industries와 Houdaille Industries는 8년의 보유기간 후, 각각 57.3%, 33.9%의 수익률을 남기고 성공적으로 매각되어, 1976년 조성된 첫 바이아웃 펀드는 총 8건의 딜로 투자자들에게 37%의 수익률을 안겨주고 해산된다. 이후 펀드의 규모는 점차 대형화하여 현재까지 10차례에 걸쳐 펀드가 조성되었다.

특히, 1980년대에는 투자의 규모가 크게 증가하여 소비자에게 친숙한 브랜드를 가진 회사들이 KKR 포트폴리오에 편입되게 되어 KKR이 전문 투자자뿐만 아니라 일반인에게도 알려진 존재(household name)가 되는

계기가 된다. 이 때 인수된 대표적 회사들로는 대형 슈퍼마켓 체인인 Safeway Stores(1986년), 건전지로 유명한 Duracell(1988년), 담배 및 제과로 유명한 RJR Nabisco(1989년) 등이다. 특히, RJR Nabisco는 1980년대 바이아웃 시장의 절정에서 인수된 회사로 2006년 전까지는 가장 큰 바이아웃으로 기록되기도 하였다.

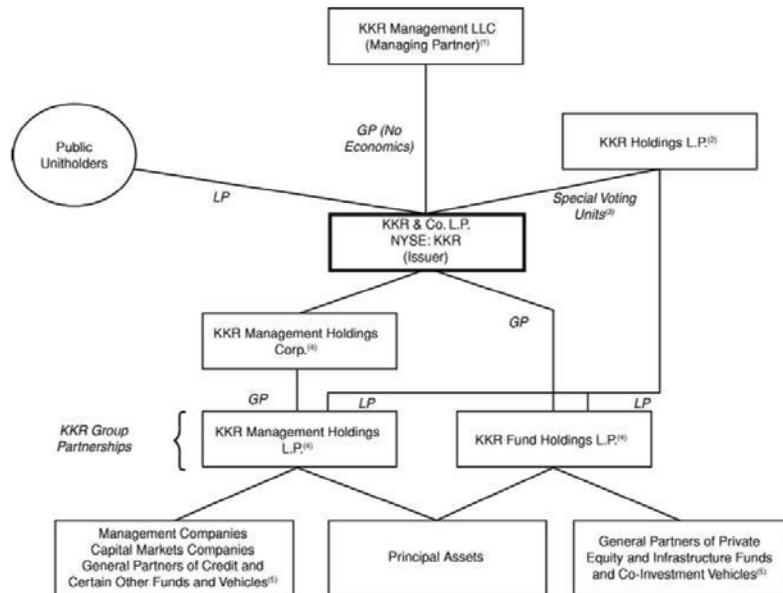
1990년대에 들어서는 인수기업의 업종을 다각화하여 규제산업인 보험, 은행 등 금융산업과 발전 및 배전 등 전력산업에도 진출하는 등 투자에 있어서 산업적·지역적 지평을 넓히는데 노력을 기울였다. 2000년대에는 인수기업의 가치제고를 위해 다양한 재무적 노력뿐만 아니라 실제 기업 운영의 효율성 제고를 위한 노력을 집중하여 전문적인 기업운영 자문과 경영인력의 파견을 업무로 하는 별도 컨설팅 조직인 KKR Capstone을 설립하기도 하였으며, 인수 즉시 기업가치를 높이기 위한 구체적인 실행 계획에 대한 합의와 책임을 분담하는 계획인 “100일 계획”(100-day plan)을 도입하기도 하였다. 이러한 가치제고의 구체적인 실행 노력은 이후 바이아웃 시장의 표준을 제공하게 되었으며 다른 주요 투자사 펀드 운영 전략의 모범이 되었다.

2004년에는 부동산투자증권(REITs), 회사채, 대출채권, 부동산담보부증권(MBS), 자산담보부증권(ABS)에 투자하는 KKR Financial Holdings를 설립하여 NYSE에 상장하였으며, KKR 자산운용(KKR Asset Management: KAM)이 운용을 담당하고 있다. 또한, 간접재투자펀드로서 KKR의 다양한 PEF에 투자하는 KKR Private Equity Investors를 Euronext에 상장하여 기관 및 개인투자자에게 KKR 펀드에 참여할 수 있는 기회를 제공하였다. KKR 전체 그룹지분의 30%를 소유하고 있는 KKR Private Equity Investors는 2009년 10월 KKR과 합병하여 KKR Guernsey로 개명되어 Euronext에서 거래되었으나, 2010년 3월 NYSE에 상장하였다.

3) 소유구조

KKR은 KKR & Co.(Guernsey)와 KKR & Co.가 합병하여 형성된 KKR Group Holdings가 GP가 되고, KKR 파트너들이 설립한 KKR Holdings가 LP가 되어 KKR Management Holdings와 KKR Fund Holdings를 소유한다. 이 두 회사가 실제 투자 포트폴리오 운영에 관여하는 구조로 되어 있다. 이 때, 이 두 회사는 각각 KKR Group Holdings가 GP로서 30%, KKR Holdings가 70% 출자하는데, KKR Management Holdings는 투자운용사로서 운용수수료를 수취하고 KKR Fund Holdings는 성과수수료를 수취하는 구조로 되어있다. 간단히 말하자면, 상장된 KKR & Co.를 통하여 외부 투자자들은 KKR 총 지분 가치의 30%를 소유하고 있는 구조이다.

<그림 III-11> KKR 소유구조



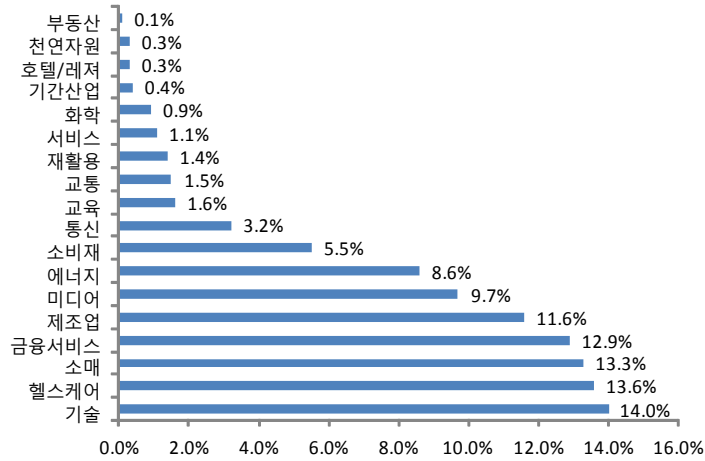
자료: KKRt(2011)

4) 투자전략 및 업종

KKR이 말하는 자신의 전반적 투자전략은 다음과 같다. 첫째, KKR 운용인력이 19억달러 이상을 직접 투자함으로써 투자성공의 강력한 유인을 자체 부여하도록 하고 있다. 둘째, 인수 회사의 경영진도 개인 자산의 상당 부분을 자신의 회사에 투자하도록 하여 관리자가 아닌 소유주로서의 성공 유인을 갖도록 한다는 것이다. 셋째, 인수회사의 사업전략에 부합하는 부채비율의 사용으로 경영위험을 최소화한다. 넷째, 운용인력을 포트폴리오 기업 이사회에 파견, 재무적·전략적 조언을 통하여 기업경영에 관여한다. 다섯째, 단기적 성과에 연연하지 않고 장기적인 기업가치의 제고를 목표로 한다.

2011년 기준 KKR 보유 포트폴리오 가치는 투자액 기준으로 75개 사 총 712억달러 수준이며, 업종별 투자 회사의 분포를 보면 다음과 같다. 성장산업으로 주목받는 기술(14%), 헬스케어(13.6%), 소매(13.3%), 금융서비스업(12.9%), 제조업(11.6%)으로 이 다섯 산업이 전체의 65.4%를 차지하고 있음을 알 수 있다. 전통적으로 안정적 현금흐름을 이용한 차입금융을 통하여 재무적인 가치창출에 적합한 소매업이나 제조업에서 건강관리, 정보기술, 금융 등 성장성을 보유한 분야로 투자분야를 넓혀가고 있는 상황의 단적인 모습이다.

<그림 III-12> KKR 투자산업 분포



자료: KKR website

5) 투자성과

KKR은 1976년부터 2011년 말까지 총 16개의 바이아웃 펀드를 설정하였으며, 주요 펀드별 LP 수익률은 <표 III-14>와 같다. 먼저, 1976년에 결성된 초기 펀드는 운용보수와 성과보수를 제외한 LP 수익률인 펀드 순수익률(Net IRR)이 36%였으며, 1980년대 중반까지 평균 30%에 이르던 수익률이 KKR Fund 1987에 이르러 9%로 급락하였는데, 이는 1990년대 초에 닥친 정크본드 시장의 붕괴와 경기침체, 기업 도산 등에 기인하였다. 1990년대 들어 결성된 펀드들은 13%~20%의 수익률을 기록하여, 이 시기 치열해진 전략적 투자자 및 타 바이아웃 펀드와의 경쟁을 말해주고 있다. 마지막으로, 2000년대에 들어와 결성된 펀드들은 투자지역을 막론하고 2007년에 불어 닥친 금융위기의 여파를 벗어나지 못하고 있음을 여실히 보여주고 있다.

<표 III-14> KKR 바이아웃 펀드 LP 수익률

(단위: 백만)

| 바이아웃 펀드 | 빈티지 | 설정규모 | 순수익률(IRR) |
|-----------------------|------|----------|---------------------|
| KKR Fund 1976 | 1977 | \$31 | 36.0% |
| KKR Fund 1980 | 1980 | \$357 | 26.0% |
| KKR Fund 1982 | 1982 | \$328 | 37.0% |
| KKR Fund 1984 | 1984 | \$1,000 | 29.0% |
| KKR Fund 1986 | 1986 | \$672 | 28.0% |
| KKR Fund 1987 | 1987 | \$6,130 | 9.0% |
| KKR Fund 1993 | 1993 | \$1,946 | 17.0% |
| KKR Fund 1996 | 1997 | \$6,012 | 13.0% |
| KKR European Fund | 1999 | \$3,085 | 19.7% |
| KKR Millennium Fund | 2002 | \$6,000 | 17.1% |
| KKR European Fund II | 2005 | € 4,500 | -1.9% ¹⁾ |
| KKR Fund 2006 | 2006 | \$17,642 | 4.5% ¹⁾ |
| KKR Asian Fund | 2007 | \$4,000 | 11.2% ¹⁾ |
| KKR European Fund III | 2008 | € 6,000 | -7.4% ¹⁾ |
| KKR Annex Fund | 2009 | € 4,500 | 27.0% ¹⁾ |
| KKR Asian Fund II | 모집중 | \$6,000 | NA |

주 : 1) 2011년 12월말 포트폴리오 평가액 기준으로 아직 청산 완료되지 않은 펀드
 자료: Washington State Investment Board, The New Financial Capitalists(1998)

나. Blackstone Group

1) 개관

Blackstone은 바이아웃 등 프라이빗 에쿼티, 부동산, 주식, 채권 등의 투자 사업과 M&A 자문서비스 및 PEF 펀드모집서비스를 사업영역으로 하고 있는 종합투자사라고 할 수 있다. 1985년 Stephen A. Schwarzman 과 Peter G. Peterson에 의해 설립되었는데 초기에는 M&A 자문을 위주로 하는 부피크 회사로 출발하였으나 자문서비스 뿐만 아니라 자기자본

투자를 겸하는 머천트뱅크으로 눈을 돌려 당시 붐이던 바이아웃으로 사업을 확장하였다. 1987년에 8억달러 규모의 바이아웃 펀드를 결성한 이후, 1990년대에는 부동산 투자 및 주식, 채권 등 시장성을 가진 유가증권(marketable securities) 투자 등으로 사업을 확장시켜 나갔다. 현재, 전세계 23개의 사무소에 1,580 여명의 투자인력을 보유하고 있다.

2) 역사

Blackstone의 역사는 사업확장과 다각화의 역사라고도 할 수 있다. M&A 자문사로 출발하여 바이아웃 투자, 부동산 투자, 기타 시장성 있는 유가증권 투자 등으로 사업 영역을 넓혀오고 있는 Blackstone의 사업 전략은 설립 이후 비교적 바이아웃 펀드에 주력하고 있는 KKR과는 대조된다고 할 수 있다.

1985년 M&A 자문사로 출발한 이후, 1987년 8억달러 규모의 1호 바이아웃 펀드를 모집하였고, 같은 해 채권투자 펀드를 결성하였다. 이러한 성장성으로 일본 닛코증권은 Blackstone 지분의 20%를 1억달러로 매입하였다.

1990년대에도 Blackstone의 성장세는 이어져 바이아웃 투자를 지속적으로 해 나감과 동시에, 1990년에는 Black 시니어 파트너들의 자산을 운용하기 위한 간접채투자헤지펀드를 결성하였다. 1994년에는 4억 8천만달러 규모의 부동산펀드를 조성하고 현재까지 대규모 부동산 사모펀드를 조성하여 활발한 사업을 영위하고 있다. 또한, 메자닌펀드 등 프라이빗 에쿼티 외의 다양한 시장성 있는 유가증권(marketable securities)에 투자하고 있다. 1998년에는 메자닌펀드를 설정하고 프라이빗 에쿼티외의 다양한 시장성 있는 유가증권에 투자하고 있다. 1998년에는 AIG가 Blackstone 지분의 7%를 1억 5천만달러에 인수하여 2대 주주로 올라섰다.

2000년대 들어서면, Blackstone이 바이아웃 시장에서 갖는 영향력이 크게 증대된다. 2002년 기술주 버블의 붕괴에도 불구하고 당시로서는 최대 규모인 64억 5천만달러의 Blackstone 바이아웃 4차 펀드 결성에 성공한 Blackstone은 이러한 넉넉한 투자자금과 낮은 자산가격 등을 배경으로 바이아웃 투자의 대형화를 주도하여, Houghton Mifflin Company(2002년), TRW Automotive(2003년), SunGard(2005년), Equity Office Properties(2006년), Freescale Semiconductors(2006년) 등을 클럽딜 방식으로 인수하게 된다. 또한, 이 시기 사업 다각화는 지속 진행되었으며, 2005년 프라이빗 에쿼티 펀드, 헤지펀드 등의 펀드모집 서비스업체인 Park Hill Group을 설립하고, 2006년 헤지펀드 운영에 직접 진출, 에쿼티 롱숏펀드인 Kailix Capital(2008년 말 기준 19억달러 AUM)을 설립한다.

2007년 6월, Blackstone은 중국 국부펀드(China Investment Corporation: CIC)에게 9.3%의 무의결권주 지분을 주당 31달러, 총 30억달러에 매각하였고, 이어 6월 21일 41억 3천만달러 규모, 12.5%의 지분을 NYSE에 상장하여 바이아웃 투자 역사의 한 획을 긋게 되었다.

3) 소유구조

Blackstone의 소유구조는 먼저 Schwartz를 포함한 주요 시니어 임원들이 Blackstone Group L.P.의 GP인 Blackstone Group Management LLC와 실제 바이아웃 펀드 투자 주체인 Blackstone Partners LLC의 지분을 100%를 소유하고 최종 투자주체인 Blackstone Group L.P.의 지분을 Blackstone Partners LLC가 75%, 상장되어있는 보통 유닛의 외부투자자가 25%의 지분을 참여하는 구조로 되어 있으며, Blackstone Group L.P.가 실제 펀드인 각 Blackstone Holdings Partnership의 유일한 GP이다. Blackstone Group L.P.의 사원간 계약에 의하면 전체 지분의 2/3 이상의 동의를 얻어야만 GP인 Blackstone Group Management LLC의 임직원을

해임할 수 있으므로 현재의 소유구조에서는 창업자를 포함한 Blackstone Group Management LLC의 운용인력을 해고할 수 없는 구조이다.

4) 투자전략 및 업종

Blackstone은 현재 프라이빗 에쿼티, 부동산, 신용 및 시장성 있는 증권 투자 및 재무자문서비스의 4개 사업부문을 가지고 있다. 프라이빗 에쿼티 부문은 초창기에는 미국 기업의 LBO 거래에 주력하다가 점차 성장자본, 벤처캐피탈, 소수지분 투자, 기업 파트너십, 부실채권 등으로 확장해 감과 동시에 지역적으로도 해외로 진출하는 등 다변화된 종합적 투자를 지향하고 있다. 부동산 부문은 숙박, 도시 사무실 및 부동산 관리회사에 대한 경영권을 인수하는 투자를 하는데, 바이아웃 투자와 마찬가지로 차입금융을 한다. 신용 및 시장성 있는 증권 투자 부문은 재간접 투자헤지펀드인 Blackstone Alternative Asset Management(271억달러), 신용/CLO 관련 투자 및 자산관련 회사인 GSO Capital Partners(242억달러)를 소유하고 있으며, 기업자문서비스 부문은 재무전략 및 기업구조조정 자문서비스 부문인 Blackstone Advisory Partners LP 및 각종 사모펀드 모집 대행 기관인 Park Hill Group이다. Blackstone은 2012년 9월 현재 총 2,050억달러 규모의 운용자산을 자랑하는데, 프라이빗 에쿼티, 부동산, 신용 및 시장성 있는 증권 투자 부문의 자산 규모는 각각 500억달러(24.4%), 540억달러(26.3%), 1,010억달러(49.3%) 이다.

전반적인 바이아웃 투자전략으로는 투자기업과의 파트너십 강조, 섹터 전문성, 역행투자(contrarian bias), 전 세계적 투자, 독점적 거래 기회 확보, 자금조달 능력, 가치창출에 대한 강조 등을 들 수 있다. 특히, 전술한 KKR과 마찬가지로 Blackstone도 바이아웃에 있어서의 가치창출을 매우 중요하게 생각하고 있다. 통상, 바이아웃 투자를 통하여 창출되는 가치의 원천으로는 (1) 매출 및 이익률의 증가에 의한 경영효율성의 개선(operating

improvement), (2) 인수 및 자금회수 시 시장평가 배수의 증가(multiple expansion), (3) 차입금융의 사용으로 인한 수익률(leverage)을 들 수 있는데, Blackstone의 경우에는 이러한 요인들이 차지하는 비중이 각각 67%, 25%, 8%를 차지하고 있다. 가치평가 배수의 증가도 경영효율성의 변동에 많은 부분 영향을 받기 때문에 실질적으로 가치창출이 갖는 비중은 최소 70% 이상을 차지한다고 볼 수 있다.

Blackstone은 이러한 가치창출을 위해 KKR과 마찬가지로 포트폴리오 운영그룹(Portfolio Operations Group)이라고 하는 별도 조직을 두고 기업 운영자문을 하고 있는데, 과거 실제 기업 경영의 경험을 갖고 있거나 컨설턴트 출신의 전문인력을 보유하고 업무 프로세스 재설계, 공급사슬, 구매, 가격, 영업, 재무, 전산 등 기업 경영의 모든 부문에 관한 조언을 하고 있다. 또한 Blackstone도 KKR과 마찬가지로 100일 계획(100-day plan)을 시행하고 있다. 또한, 포트폴리오 내 40여개 보유 기업 간 공동구매나 직장 의료보험의 공동구매(equity healthcare)를 통하여 한 해에 2억달러 이상의 원가를 절감하고 있는데, 이는 다른 바이아웃 펀드들이 갖지 못하는 규모의 경제를 이룬 경우라 할 수 있다.

2012년 9월 Blackstone의 포트폴리오 기업을 살펴보면 사업서비스 등에 투자하고 있음을 알게 된다. Blackstone 포트폴리오 기업의 업종별 분포를 보면, 전통적인 LBO에 적합한 대상으로 이해되고 있는 소비재 및 산업이 각각 8.4%, 16.2%밖에 차지하지 않고 있음을 확인할 수 있다. 지역별로는 아메리카가 대부분을 차지하고, 유럽이 31.4%를 차지하고 있으며, 아시아는 아직까지 금액적으로는 1.8%밖에 차지하지 못하고 있다.

<표 III-15> Blackstone 바이아웃 투자 업종 및 지역 분포

| 구분 | | 비율 |
|----|----------|-------|
| 산업 | 미디어/통신 | 25.5% |
| | 여행/레저 | 19.9% |
| | 산업 | 16.2% |
| | 건강관리/제약 | 9.9% |
| | 소비자/소매 | 7.9% |
| | 금융서비스 | 7.7% |
| | 사업서비스 | 6.5% |
| | 에너지/천연자원 | 4.8% |
| | 소비재 | 0.5% |
| | 기타 | 1.1% |
| 지역 | 아메리카 | 66.7% |
| | 유럽 | 31.4% |
| | 아시아 | 1.8% |

주 : 2012년 9월 기준
 자료: Blackstone website

5) 투자성과

Blackstone은 1987년부터 2011년까지 총 8개의 바이아웃 펀드를 결성하였으며 펀드별 수익률은 다음과 같다.

<표 III-16> Blackstone 바이아웃 펀드 LP 수익률

(단위: 백만)

| 바이아웃 펀드 | 빈티지 | 설정규모 | 순수익률(IRR) |
|--------------------------------------|------|----------|----------------------|
| Blackstone Capital Partners I | 1987 | \$800 | NA |
| Blackstone Capital Partners II | 1994 | \$1,270 | 37.3% |
| Blackstone Capital Partners III | 1997 | \$3,780 | 14.6% ¹⁾ |
| Blackstone Communications Partners I | 2000 | \$2,019 | 6.1% ¹⁾ |
| Blackstone Capital Partners IV | 2003 | \$6,450 | 38.2% ¹⁾ |
| Blackstone Capital Partners V | 2006 | \$21,700 | 1.9% ¹⁾ |
| Blackstone Capital Partners VI | 2011 | \$15,000 | -24.3% ¹⁾ |
| Blackstone-GSO Capital Solutions | 2010 | \$3,500 | 14.3% ¹⁾ |

주 : 1) 2012년 3월말 포트폴리오 평가액 기준으로 아직 청산 완료되지 않은 펀드
 자료: California Public Employees' Retirement System(CalPERS)

Blackstone은 2호 펀드가 37.3%의 순수익률을 기록하고, 4호 펀드가 38.2%의 순수익률을 기록하는데 이는 4호 펀드가 64억 5천만달러에 달하는 대형 펀드임을 감안하면 놀라운 수익률이라 할 수 있다.

다. Carlyle Group

1) 개관

Carlyle Group은 1987년 Stephen L. Norris와 David M. Rubenstein이 설립한 프라이빗 에쿼티 전문투자사이다. 1995년 Norris가 그룹을 떠난 이후 Daniel A. D'Aniello, William E. Conway, Jr.를 영입하여 3인의 최고 파트너 그룹을 구성하고 있다. 1990년에 미국 국내 및 해외 기관투자자로부터 1억달러 규모의 첫 바이아웃 펀드인 Carlyle Partners I, L.P.를 설정한 이후, 2008년까지 총 5회의 바이아웃 펀드를 결성하였는데, 5호 펀드인 Carlyle Partners V, L.P.는 137억달러 규모이다.

Carlyle Group은 영향력 있는 정치인 또는 관료들과의 연계를 통해 군수산업을 포함한 정치적으로 민감한 산업 또는 회사에 투자하고 있는데, 이는 이해상충 발생의 가능성을 안고 있다. 칼라일 그룹이 관계를 맺고 있는 정치인들로는 George H. W. Bush(전 미국 대통령), George W. Bush(전 미국 대통령), James Baker III(전 미국 국무장관), Frank C. Carlucci(전 미국 국방장관), Donald Rumsfeld(전 미국 국방장관), Arthur Levitt(전 미국 SEC 의장), John Major(전 영국 총리), Fidel V. Ramos(전 필리핀 대통령), Thaksin Shinawatra(전 태국 총리) 등을 들 수 있다.

Carlyle은 Washington D.C.에 본사를 두고 있으며 전 세계 20개 국가에 32개의 사무소를 두고 100명 이상의 시니어 파트너와 600명 이상의 투자전문가들을 보유하고 있으며, 총 1,560억달러의 자산을 관리하고 있다.

2) 역사

Carlyle은 1987년 설립 이후, 1990년 1호 바이아웃 펀드의 모집과 더불어 바이아웃 투자를 시작한다. 초기 Carlyle은 방위산업과 항공산업 분야의 기업을 인수하며 바이아웃 시장에서 입지를 굳혀나갔는데 이는 1989년 베를린 장벽 붕괴 이후 많은 기업들이 방위산업 부문을 매각했기 때문에 시장을 확대할 수 있었다.

2001년에는 전 세계 최대 연금인 미국 캘리포니아주 공무원연금(California Public Employees' Retirement System: CalPERS)에게 5.5%의 지분을 1억 7,500만달러에 매각하였으며, 2007년 9월에는 Abu Dhabi 국부펀드인 Mubadala개발회사(Mubadala Development Company)에 7.5%의 지분을 13억 5천만달러에 매각하였다.

1990년대 말에 이르러 Carlyle은 투자 대상과 지역의 적극적인 확장 정책을 쓴다. 먼저, 1998년에 유럽과 아시아 지역 바이아웃 투자를 위해

Carlyle Europe Partners와 Carlyle Asia Partners가 각각 10억유로 및 7억 5000만달러 규모로 자금이 모집되었고, 일본 투자를 전담할 Carlyle Japan Partners가 2000년 500억엔 규모로 결성되었다. 2005년과 2007년에는 Carlyle Mexico Partners와 Carlyle MENA Partners가 설립되었다.

Carlyle의 투자 대상도 확대되어 2004년 Carlyle은 메자닌 및 부실채권 투자를 시작하여, 미국 내 LBO, 자본구조조정(recapitalization), 성장자본과 관련된 메자닌에 투자하는 Carlyle Mezzanine Partners와 부실기업의 주식 및 채권에 투자하는 Carlyle Strategic Partners를 설립하였고, 2006년에는 북미 교통 관련 건설 수요와 관련 Carlyle Infrastructure Partners를, 2007년에는 Carlyle Global Financial Services Partners를 설립하였다. 마지막으로 벤처캐피탈 및 성장자본 투자를 위해 1997년 Carlyle Growth Partners를, 2000년 Carlyle Asia Growth Partners를 설립하였다.

마지막으로, 2006년 Carlyle은 미국 주택저당증권(MBS) 투자를 목적으로 Carlyle Capital Corporation을 설립하였으나, 여타 투자사와 마찬가지로 매우 높은 차입비율로 투자를 하던 중 서브프라임 사태로 2008년 3월 담보가 부족하게 되어 청산절차를 진행하게 되었으며, Carlyle의 처음이자 유일한 복수전략 헤지펀드로서 9억달러 규모로 2007년 설립된 Carlyle-Blue Wave Capital Partners도 금융위기 여파로 2008년 청산되었다.

3) 소유구조

Carlyle은 현재 창업자인 David M. Rubenstein, William E. Conway, Jr., Daniel A. D'Aniello를 포함한 다수의 핵심 경영이사들이 87.5%의 지분을 가지고 있으며, 세계 최대 연금인 CalPERS가 5%, Abu Dhabi 국 부펀드의 투자사인 Mubadala개발회사가 7.5%를 소유하고 있다.

Carlyle Group은 합자조합으로서 투자지역 및 상품별로 또 다른 합자조합들을 소유하는 구조로 되어 있으며, 이들이 운용자문사로서 총 67개의 펀드들을 운영하는 구조로 되어 있다.

4) 투자전략 및 업종

Carlyle Group의 바이아웃 투자업종을 살펴보면, 기술 및 사업서비스 22.1%, 소비자/소매 18.4%, 산업재 13.0%, 헬스케어 11.6%를 차지하고 있으며, 나머지 산업들은 모두 10% 미만의 비중을 차지하고 있다. 특히, 흔히 Carlyle Group이 초기 항공산업에서 입지를 굳힌 것과 달리 현재는 항공산업이 차지하는 비중이 6%에 불과하여 산업 포트폴리오의 많은 변화가 있었음을 알 수 있다.

Carlyle Group의 바이아웃 투자전략은 경영권 인수(control)를 통하여 유능한 경영진을 보유하고 있으며, 높은 시장점유율을 가지고 있거나 또는 틈새시장을 보유하고 있으며, 현금흐름이 예측가능한 회사를 주요 대상으로 하는 것이다. 또한 성장자본의 경우에는 고성장이 예상되는 분야로서 유능한 경영진과 Carlyle이 전문성을 갖고 있거나 기존 포트폴리오 투자기업을 보유한 산업에 속하는 회사를 통하여 가치제고 가능성이 높은 기업을 선호하고 있다. 또한, 일본시장에 특화된 지역 펀드인 Carlyle Japan Partners 같은 경우에는 지역 상황에 맞는 전략을 구사하고 있는데, 이는 대기업의 비핵심사업부 매각 건, 성장자금이 필요한 기업, 고성장 기업과의 합작, 비효율적으로 운영되는 기업 및 경영권 승계 문제가 있는 기업 등을 주 타겟으로 하고 있다.

Carlyle은 1987년 설립 이후, 현재에 이르기까지 지역 또는 투자군 별로 구분된 15개의 프라이빗 에쿼티 운용사를 가지고 있으며, 현재까지 약 1,000건에 총 696억달러를 투자하였고, 현재 99개의 펀드에 1,560억달러의 자산을 운용하고 있다. <표 III-17>는 Carlyle의 하부 운용사별 운용 펀드를 나타낸 표이다.

<표 III-17> Carlyle 역대 펀드 현황

(단위: 백만)

| 소속 파트너십 | 역대 펀드수 | 설정년도 | 설정규모 |
|---|--------|-----------|----------|
| Carlyle Partners | 5 | 1990~2007 | \$26,900 |
| Carlyle Asia Partners | 3 | 1999~2007 | \$5,100 |
| Carlyle Japan Partners | 2 | 2001~2006 | ¥265,600 |
| Carlyle MENA Partners | 1 | 2007 | \$500 |
| Carlyle Mexico Partners | 1 | 2005 | \$134 |
| Carlyle-Riverstone Partners | 6 | 2000~2008 | \$15,800 |
| Carlyle Infrastructure Partners | 1 | 2006 | \$1,100 |
| Carlyle Growth Partners | 3 | 1997~2006 | \$1,420 |
| Carlyle Europe Technology Partners | 3 | 2000~2008 | € 1,300 |
| Carlyle Asia Growth Partners | 4 | 2000~2009 | \$20,400 |
| Carlyle U.S. Leveraged Finance Partners | 16 | 1999~2009 | \$7,950 |
| Carlyle Strategic Partners | 2 | 2006~2007 | \$1,560 |
| Carlyle Realty Partners | 5 | 1997~2007 | \$5,360 |
| Carlyle Europe Real Estate Partners | 3 | 2002~2008 | € 3,400 |
| Carlyle Asia Real Estate Partners | 1 | 2005 | \$410 |

자료: Carlyle website 및 www.wikipedia.com

5) 투자성과

Carlyle이 1987년부터 2011년까지 결성한 펀드의 수익률은 <표 III-18> 과 같다. 금융위기 전에 청산된 펀드들의 경우에는 거의 대부분 20% 이상의 LP 수익을 제공하였는데, Carlyle Partners 2호 및 3호 펀드가 각각 25.2%, 21.4%의 순수익률을 기록하고, Carlyle Europe Partners 2호 펀드가 19.7%, Carlyle Asia Partners가 21.1%, 그리고 Carlyle Japan Partners 1호가 34.3%의 순수익률을 기록하였으나, 청산이 이루어지지 못한 2005년 이후에 결성된 펀드들의 경우 모두 마이너스의 수익률을 기록하고 있다.

<표 III-18> Carlyle 바이아웃 펀드 순수익률

(단위: 백만)

| 바이아웃 펀드 | 빈티지 | 설정규모 | 순수익률 (IRR) |
|--|------|---------|----------------------|
| Carlyle Partners II | 1996 | \$1,300 | 25.4% |
| Carlyle Partners III | 2000 | \$3,900 | 22.7% |
| Carlyle Partners IV | 2005 | \$7,800 | -13.1% ¹⁾ |
| Carlyle Partners V | 2007 | \$1,370 | -8.2% ¹⁾ |
| Carlyle Europe Partners II | 2003 | € 180 | 21.6% ¹⁾ |
| Carlyle Europe Partners III | 2006 | € 540 | -0.4% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Partners | 1999 | \$750 | 18.3% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Partners II | 2005 | \$180 | 8.6% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Partners III | 2007 | \$250 | -3.5% ¹⁾ |
| Carlyle Japan Partners I | 2001 | ¥5,000 | 34.0% |
| Carlyle Japan Partners II | 2006 | ¥21,560 | 0.1% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Growth Partners III | 2005 | \$680 | -5.2% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Growth Partners IV | 2008 | \$104 | 0.5% ¹⁾ |
| Carlyle/Riverstone Global Energy & Power II | 2002 | \$110 | 55.5% ¹⁾ |
| Carlyle/Riverstone Global Energy & Power III | 2005 | \$380 | 15.6% ¹⁾ |
| Carlyle Asia Venture Partners II | 2002 | \$164 | 17.6% ¹⁾ |
| Carlyle Europe Technology Partners II | 2007 | € 530 | -1.7% ¹⁾ |
| Carlyle Global Financial Services | 2008 | \$110 | 11.1% ¹⁾ |

주 : 1) 2012년 3월말 포트폴리오 평가액 기준으로 아직 청산 완료되지 않은 펀드
 자료: Carlyle website, California Public Employees' Retirement System(CalPERS)

라. TPG Capital

1) 개관

TPG Capital(舊 Texas Pacific Group)은 1992년 David Bonderman, James Coulter, William S. Price 3인에 의해 설립된 프라이빗 에쿼티 전

문투자사이며, 주력 부문은 바이아웃, 성장자본 및 구조조정 투자이다. 1994년 첫 바이아웃 펀드로 7억 2천만달러 규모의 Texas Pacific Group Partners를 설립한 이후 총 22개의 프라이빗 에쿼티 펀드를 통하여 480억 달러에 이르는 자금을 모집했으며 총 515억달러를 운용 중이다. 본사는 미국 Texas 주 Fort Worth에 있으며, 전 세계 10개국에 17개의 사무소를 두고 운영하고 있다.

<표 III-19> TPG Capital 역대 펀드

(단위: 백만)

| 펀드명 | 설정년도 | 설정규모 |
|----------------------------------|------|----------|
| Texas Pacific Group Partners | 1994 | \$721 |
| Texas Pacific Group Partners II | 1997 | \$2,500 |
| Texas Pacific Group Partners III | 2000 | \$3,414 |
| Texas Pacific Group Partners IV | 2003 | \$5,300 |
| Texas Pacific Group Partners V | 2006 | \$15,000 |
| TPG Partners VI | 2008 | \$19,800 |
| TPG Ventures | 2001 | \$339 |
| TPG Biotechnology Partners | 2002 | \$70 |
| TPG Biotechnology Partners II | 2006 | \$402 |
| TPG Biotechnology Partners III | 2008 | \$550 |
| TPG Credit Management I | 2007 | \$1,000 |
| TPG Credit Strategies | 2007 | \$443 |
| Newbridge Investment Partners | 1995 | \$120 |
| Newbridge Latin America | 1995 | \$300 |
| Newbridge Andean Partners | 1996 | \$150 |
| Newbridge Asia II | 1998 | \$392 |
| Newbridge Asia III | 2001 | \$724 |
| Newbridge Asia IV | 2005 | \$1,500 |
| TPG Asia V | 2008 | \$4,250 |
| T3 Partners | 1999 | \$1,000 |
| T3 Partners II | 2001 | \$378 |
| TPG Star | 2007 | \$1,500 |

자료: www.wikipedia.org

2) 역사

TPG Capital은 1980년대에 바이아웃 분야에서 활동하던 창업자들이 당시 부실기업이던 Continental Airlines의 구조조정 성공 가능성을 확신하며 출범하게 되는데, 창업자들은 유능한 경영진의 유치, 비행기 운항의 가동률 증대 및 수익성 높은 노선에 집중함으로써 경영 개선에 성공하여 연평균 55%라는 놀라운 수익률을 기록하며 성공하게 되었고, 이후 2000년까지 3차례에 걸친 자금모집을 통하여 탄탄한 성장을 구가하게 된다. 2000년대 들어서는 Petco, Burger King, MGM 등 주요한 바이아웃 딜을 수행하였으며, 2005년에는 KKR, Blackston Group, Bain Capital, Goldman Sachs, Silver Lake, Providence Equity와 함께 1980년대 RJR Nabisco 딜 이후, 당시로서는 최대 규모인 113억달러 규모의 SunGard를 클럽딜로 인수하게 된다. 바이아웃 붐이 절정을 향해 가던 2006년 말에는 TPG는 KKR과 무려 1000억달러의 Home Depot 바이아웃을 추진하였으나 성사시키지는 못하였다.

TPG는 금융위기가 진행되던 시기인 2008년 4월, Washington Mutual Bank에 70억달러를 투자하였으나 Washington Mutual사가 과도한 모기지 자산 투자로 인하여 부실화되고 미국 정부에 의해 구제되는 과정에서 13억 5천달러를 손해 보게 된다.

TPG Capital의 아시아 지역 투자는 Newbridge Capital이 담당하였는데, Newbridge Capital은 우리나라 외환위기 시 제일은행과 하나로통신을 인수함으로써 우리에게도 친숙하다. Newbridge Capital은 초기 TPG, Blum Capital, ACON Investments의 합작회사로 출발하였으나 2000년대 초반에 TPG가 합작파트너의 지분을 매수함으로써 TPG 단독사로 전환된다. 이후 TPG Newbridge로 개명한 동사는 아시아, 남미의 신흥시장에 투자하는 투자사로서, 제일은행뿐만 아니라 1949년 중국 공산당 정권의 설립 이후 최초 국영기업 바이아웃 사례인 심천개발은행(Shenzhen

Development Bank)의 인수를 성공시켰으며, 아시아 시장에서 활발한 투자 활동을 벌이고 있다.

3) 소유구조

TPG Capital의 소유구조는 외부에 알려져 있지 않으나 바이아웃 운용사(management company)인 TPG Capital L.P.가 TPG가 모집하는 모든 펀드의 GP 역할을 담당하고 있으며, 창업자 및 주요 파트너들의 지분을 제외한 TPG Capital L.P.의 외부 소유 지분은 없는 것으로 알려져 있다.

4) 투자성과

TPG Capital의 순수익률을 보면, 현재 청산 완료된 펀드들의 경우 2000년 결성된 Texas Pacific Group Partners III가 24.6%, 2003년 결성된 Texas Pacific Group Partners IV가 15.3%, Newbridge Asia III가 30.8%를 기록하는 등 우수한 투자 수익률을 보여주었으나, 금융위기의 영향으로 청산이 이루어지지 않은 펀드의 경우 대체로 마이너스의 저조한 수익률을 보여주고 있다.

<표 III-20> TPG 바이아웃 펀드 LP 수익률

(단위: 백만)

| 바이아웃 펀드 | 빈티지 | 설정규모 | 순수익률 (IRR) |
|----------------------------------|------|----------|---------------------|
| Texas Pacific Group Partners III | 2000 | \$3,414 | 24.6% |
| Texas Pacific Group Partners IV | 2003 | \$5,300 | 15.3% ¹⁾ |
| Texas Pacific Group Partners V | 2006 | \$15,000 | -5.2% ¹⁾ |
| TPG Partners VI | 2008 | \$19,800 | 1.3% ¹⁾ |
| TPG Ventures | 2001 | \$339 | 2.7% |
| TPG Biotechnology Partners | 2002 | \$70 | 4.6% ¹⁾ |
| TPG Biotechnology Partners II | 2006 | \$402 | 12.9% ¹⁾ |
| TPG Biotechnology Partners III | 2008 | \$550 | 3.2% ¹⁾ |
| TPG Credit Strategies | 2007 | \$443 | 6.6% ¹⁾ |
| Newbridge Asia III | 2001 | \$724 | 30.8% |
| Newbridge Asia IV | 2005 | \$1,500 | 20.2% ¹⁾ |
| TPG Asia V | 2008 | \$4,250 | -0.2% ¹⁾ |
| T3 Partners | 1999 | \$1,000 | 29.3% |
| T3 Partners II | 2001 | \$378 | 95.2% |
| TPG Star | 2007 | \$1,500 | 14.2% ¹⁾ |

주 : 1) 2012년 3월말 포트폴리오 평가액 기준으로 아직 청산 완료되지 않은 펀드
 자료: California Public Employees' Retirement System (CalPERS)

마. Bain Capital

1) 개관 및 역사

Bain Capital은 1984년 미국 경영컨설팅 회사인 Bain & Company의 파트너였던 Mitt Romney, T. Coleman Andrews III, Eric Kriss 3인에 의해 설립된 프라이빗 에쿼티 전문투자사이며, 투자 부문은 바이아웃, 성장자본 및 벤처캐피탈의 전 부문을 아우르고 있다. 1984년 3,700만달러의 개인자금을 모아 출범한 Bain Capital은 창립 파트너들의 컨설팅사

경력에서 보듯이 컨설팅적 시각에서 인수 대상기업과 산업의 매력도를 평가하는 것으로 잘 알려져 있다. 1986년 미국 사무기기 업체인 Staples의 인수를 시작으로 현재 총 650억달러를 투자하였으며, 잘 알려진 기업들로는 AMC Entertainment, Burger King, Domino's Pizza, HCA, Toys R Us 등이 있다. 본사는 미국 Massachusetts 주 Boston에 있으며, 전 세계에 775명의 종업원을 두고 있다.

2) 조직

프라이빗 에쿼티 중 바이아웃과 성장자본을 담당하는 Bain Capital Private Equity는 현재까지 10개의 펀드를 통하여 250건 이상의 투자를 수행하였으며, 주 업종은 소비재/유통, 금융서비스, 통신/기술, 의료 및 산업재 등 다양한 산업을 포괄하고 있다. 전 세계 6개국에 8개 사무소, 225명의 전문인력을 두고 있다.

벤처캐피탈의 경우에는 2001년부터 Bain Capital Ventures라는 별도의 계열사를 통해 투자하고 있는데, 1984년 Bain Capital 설립 이후 125건의 벤처투자를 수행하였다.

Bain Capital은 또한 헤지펀드로서 6억달러 규모의 Absolute Return Capital(ARC)를 운영하고 있는데, 주로 주식, 채권 및 상품시장에 투자하고 있다. 또한 장기적인 기업가치 상승이 예상되는 상장주식 투자를 위한 Brookside Capital을, 고수익 채권, 인수금융, 부실채권, 메자니채권, 전환사채 등의 다양한 채권에 투자하는 Sankaty Advisors를 보유하여 비상장 프라이빗 에쿼티 투자뿐만 아니라 다양한 수익원을 발굴하고 있다.

바. Apax Partners

1) 개관 및 역사

Apax Partners는 1969년에 설립되어 현재 전 세계를 무대로 활동 중인 프라이빗 에쿼티 전문투자사이다. 설립 이후 358억달러의 자금을 모집하였으며, 현재 약 200억달러의 투자자산을 보유하고 있고, 전 세계에서 가장 오래된 프라이빗 에쿼티 투자사 중 하나이다. Apax Partners는 3개의 별도의 회사가 합쳐서 만들어진 다소 복잡한 역사를 가지고 있다. 먼저 Apax Partners는 1969년 Alan Patricof가 뉴욕에서 Patricof & Co.라는 벤처캐피탈사를 설립한 것이 시초라 할 수 있는데, 그는 America Online, Office Depot 등 많은 주요 기업의 초창기 발전에 공헌했다. 한편, Ronald Cohen과 Maurice Tchenio는 런던, 파리, 시카고에 사무소를 두고 Multinational Management Group(MMG)이라는 벤처컨설팅사를 설립하는데, 시장의 침체와 맞물려 사업운영의 방향을 재정립하고 Alan Patricof와 공동사업을 수행하기 위해 Alan Patricof Associates(APA)라는 회사를 설립하는데, 이것이 2000년 Apax Partners로 개명된다.

1980년대를 통하여 지속적인 성장세를 구가하던 Apax Partners는 초기 주력 부문이었던 초기벤처(start-up) 투자에서 1984년 후반벤처(late-stage) 투자, 1987년에는 성장자본, 1989년에는 유럽지역 바이아웃으로 투자 영역을 넓혀간다. Apax Partners는 2005년 미국 내 중견기업 바이아웃 투자사인 Saunders Karp & Megre를 인수하였으며, Patricof는 2006년 소규모 초기 벤처 투자에 전념하기 위해 Apax Partners를 떠났으며, 런던 본사를 중심으로 미국 보다는 유럽 및 아시아 지역에 더 활발한 투자활동을 수행하고 있다.

2) 소유구조

Apax Partners의 소유구조는 외부에 알려져 있지 않으나 바이아웃 운용사(management company)인 Apax Partners LLP가 Apax Partners가 모집하는 모든 펀드의 GP역할을 담당하고 있으며, 창업자 및 주요 파트너들의 지분을 제외한 Apax Partners LLP 외의 외부 소유지분은 없는 것으로 알려지고 있다.

3) 투자업종 및 전략

Apax Partners는 다른 프라이빗 에쿼티나 바이아웃 펀드와는 달리 투자업종을 엄격히 제한함으로써 Apex가 투자하는 산업의 전문성을 살리는 방식의 전략을 취하고 있다. Apax Partners는 소매업, 기술/통신, 의료, 방송, 금융 및 사업서비스의 5가지 산업 이외에는 투자를 하지 않는다. 투자 포트폴리오에서 소매업은 27.4%를 차지 가장 큰 비중을 보이고 있으며, 기술/통신이 26.3%, 방송 21.1%, 의료 15.3%, 금융/사업서비스가 10%를 차지하고 있다.

투자전략으로서는 바이아웃에 가장 역점을 두고 있는데, 규모가 큰 사업일수록 중견기업보다 가치창출의 기회가 더 많다고 생각하며, 경기순환에 따른 다양한 투자전략을 구사하는데, 경기순환 및 사업의 성장성에 중점을 두고 투자기업을 발굴하고 있으며 과도한 레버리지 사용을 피한다. 또한 여타 글로벌 바이아웃 펀드와 마찬가지로 산업전문가 그룹인 Portfolio Support Group을 두고 투자기업에 경영 일반에 관한 실제적인 자문을 제공하거나 주요 경영 인력을 파견하여 투자 기업의 가치를 창출할 수 있도록 하고 있다. 그리고, Apax Partners의 운용인력을 투자기업의 이사회에 파견하여 지배구조의 개선을 통한 가치제고에도 힘쓰고 있다.

4. 해외 프라이빗 에쿼티 투자전략

가. 투자기업 발굴 전략

1) 딜소싱

바이아웃 투자를 성공적으로 수행하기 위해서 가장 먼저 선결되어야 하는 것이 바로 투자할 대상기업의 발굴이다. 이는 단순히 여러가지 투자 기준에 적합한 투자기업의 스크리닝과 바이아웃 딜의 성사를 위한 대상 기업에의 접근뿐만 아니라 인수意向서(Letter of Intent: LOI)의 제시와 이의 응락을 통한 딜 추진에 관한 상호간 동의에 이르는 전 과정을 의미한다. 전 세계 바이아웃 딜의 대부분은 적극적인 딜발굴(deal origination) 전략, 즉, 기업 경영진과의 관계, 네트워크로부터의 소개 등에 의해 수행되고 있으며 상대적으로 매각 공고에 의한 경쟁입찰(auction) 방식은 소수이다. 그런데 이러한 경매 방식의 바이아웃 딜에서조차 우선 협상 매수자로 선정되기 위해서는 철저한 준비, 경영진과의 우호적인 관계, 투자업종 전문화 등이 필수 요소이다. 투자업종 전문화(sector focus)는 바이아웃 딜의 본고장인 미국과 영국에서 매우 보편화되어 있는 방식이다.

바이아웃 펀드들은 투자 대상기업을 선정할 때, 통상 대상기업의 규모, 지역, 업종으로 일차 스크리닝을 한 후 대상기업 접촉을 시작한다. 그런데, LP 입장에서는 GP가 대상기업을 발굴할 때 독점적 딜플로우(proprietary deal flow)를 확보할 수 있는 능력을 중시하게 된다. 통상 바이아웃 펀드의 존속기간이 10년 정도이고, 투자완료기간을 펀드 모집 종료(closing) 후 4년 이내로 하고 있음을 고려할 때 딜플로우의 확보가 매우 중요하기 때문이다. 또한 이러한 독점적인 딜플로우는 경쟁자 없이 기업 인수를 위한 협상에 임하게 됨으로써 과도한 매입가를 지불하지 않게 되며 따라서 투자수익률을 높인다. 다시 말하면, 경매의 증가는 투

자 대상 회사 경영진과 관계를 쌓을 수 있는 기회가 적기 때문에 인수 가격 산정을 위한 정보의 양이 부족하게 되며 따라서 수익률이 낮게 되는 것이다. 전 세계 바이아웃 투자의 현황을 분석한 Loos(2006)에 의하면 딜소싱 방법별 투자수익률을 보면 독점적 딜의 경우는 39%의 IRR을 기록하고 있으며 중개기관을 통한 딜의 경우는 36%, 그리고 경매방식의 경우에는 26%인 것으로 조사되었다.

둘째, 매수자인 바이아웃 펀드의 개별 상황이나 투자 원칙에 맞출 수 있는 유리한 거래의 조건들을 가져가게 할 수 있기 때문에 거래의 위험 관리나 수익률 측면에서 유리하다. LP들은 또한 GP들이 LP에게 약속한 투자의 원칙을 고수하지 않고 상황에 따라 그때그때 투자의 원칙이 바뀌는 상황(style drift)을 원하지 않는다.

<표 III-21> 전체 딜 중 독점적 딜 비중

| 전체 딜 중 독점적 딜의 비중 | 퍼센트 |
|------------------|------|
| 25% 이하 | 36% |
| 25% 초과 50% 이하 | 25% |
| 50% 초과 75% 이하 | 23% |
| 75% 초과 | 16% |
| 총계 | 100% |

주 : 총 178개 바이아웃 펀드 설문조사
 자료: ACG/Thomson Financial Dealmakers Survey(2007)

투자업종 전문화 관련하여서는 대략적으로 대형 바이아웃 펀드의 경우에는 다양한 업종에 투자를 하고, 중소형 바이아웃 펀드의 경우는 많은 경우 업종전문화 전략을 쓰고 있다. 딜소싱의 방법으로는 투자은행이나 기타 중개기관을 통하는 경우가 점차 증가하여 왔는데 2007년의 설문조사에서는 51%를 차지하였다. 이와 관련하여, 대형 바이아웃 투자사를 중심으로 딜소싱을 위하여 산업계에 많은 경험과 네트워크를 가진

비중 있는 인사를 자문위원으로 삼는 경우가 많아졌다. 일례로, 전 GE Capital 회장이었던 Jack Welch는 구조조정에 강점을 지닌 바이아웃 펀드인 Clayton Dublier & Rice에 고용되어 딜소싱과 투자대상 기업의 경영에 많은 자문 활동을 하고 있다. 다음으로 투자 대상기업 발굴을 위한 산업 및 기업 분석 등 조직적인 리서치 활동을 수행한 후 잠재적 대상 기업의 직접적인 접근(cold calling)하는 방식이 28%를 차지하고 있으며, 컨퍼런스 등 네트워크를 쌓을 수 있는 기회의 활용이 8%, 그리고 세컨더리딜을 위한 타 바이아웃 펀드의 접촉이 3%를 차지하고 있다.

<표 III-22> 바이아웃 펀드의 딜소싱 방법

| 딜소싱 방법 | 비중 |
|-------------------|------|
| 중개기관/투자은행을 통한 | 51% |
| 직접 대상기업 연락 | 28% |
| 컨퍼런스 참석 등 네트워크 활용 | 8% |
| 타 바이아웃 펀드 연락 | 3% |
| 기타 | 10% |
| 총계 | 100% |

주 : 중견기업(middle-market company) 바이아웃 시의 딜소싱 방법, 총 178개 바이아웃 펀드 설문조사

자료: ACG/Thomson Financial Dealmakers Survey(2007)

2) 대상 기업 유형별 투자 수익률

전 세계 바이아웃 딜의 특성에 따라 바이아웃 투자의 수익률을 비교한 Loos(2006)에 의하면, 시장 점유율, 시장 내 위치, 경기 순환에의 민감도 등 투자 대상기업의 다양한 특성에 따라 다른 투자 성과를 내고 있는 것을 알 수 있다. 첫째, 성공적인 투자 대상기업은 국내 사업에 주력하는 기업이라는 것이다. 둘째, 성공적인 투자 대상기업은 진입장벽이 높은 산업에 속한 기업이라는 것이다. 셋째, 경기순환에 민감한 산업 소속이라는 것인데, 이는 바이아웃 펀드들이 마켓타이밍(market-timing) 능

력이 있다는 것을 의미한다. 넷째, 틈새(niche)시장을 장악한 기업의 수익률이 높다는 것이다. <표 Ⅲ-23>는 기타 여러 가지 다양한 인수대상 기업 특성별 수익률을 나타낸 표이다.

<표 Ⅲ-23> 투자 대상 기업별 바이아웃 수익률

| 투자 대상기업 특성 | | | | | |
|------------|-----|----------|----------|--------|--------|
| | | 국내 시장 | 국제 지역 | 국내 지역 | 글로벌 시장 |
| 사업 활동 범위 | 표본수 | 87 | 60 | 7 | 40 |
| | 수익률 | 96% | 80% | 67% | 63% |
| 진입장벽 | | 서비스 | 산업재 | 소비재 | |
| | 표본수 | 70 | 70 | 36 | |
| 경기 순환성 | | 경기순환적 | 계절적 | 경기방어적 | |
| | 표본수 | 127 | 20 | 43 | |
| 시장점유율 | | 1위 | 2-5위 | 기타 | |
| | 표본수 | 53 | 81 | 76 | |
| 틈새 시장 | | 틈새시장 | 저원가 | 프리미엄 | |
| | 표본수 | 33 | 12 | 8 | |
| 시장 구조 | | 독점 | 과점 | 분산 | |
| | 표본수 | 18 | 31 | 114 | |
| 단독 기업 여부 | | 대기업내 사업부 | 단독 기업 | | |
| | 표본수 | 87 | 138 | | |
| 지배구조 | | 국영기업 | 상장사 | 세컨더리 | 가족기업 |
| | 표본수 | 7 | 51 | 15 | 115 |
| 지분구조 | | 분산 | 절대적 최대주주 | 과점 대주주 | |
| | 표본수 | 11 | 102 | 10 | |
| | 수익률 | 96% | 117% | 70% | |

주 : 수익률은 가중평균 총 IRR을 의미함
 자료: Loos(2006)

나. 자금모집 전략

바이아웃 펀드들의 자금모집은 여러 개별 LP들의 이해관계의 조정 과정, 특히 블라인드 펀드로 결성될 경우 GP에 대한 실사 등에 장기간이 소요되는 작업이다. 따라서 GP 입장에서는 무엇보다 충분한 시간을 두고 철저한 준비를 하여야 성공적인 자금모집이 가능하게 된다. 첫째, 자금모집의 성공은 GP의 트랙레코드와 경험 등 평판에 일차적으로 의존하게 된다. 그런데 트랙레코드는 단시간에 쌓이는 것이 아니므로 장기간에 걸쳐 평균 이상의 수익을 내어야만 한다. 둘째, 명확한 투자전략과 타 펀드 대비 차별화 요소들을 LP들에게 분명하게 제시할 수 있어야 한다. 이것은 산업, 지역, 기업성장 단계별 전략과 주식, 채권, 메자닌 등 운용대상 전략, 그리고 기업가치 제고 전략으로 나누어진다. 셋째, 자금모집의 경우에 모집대리인(placement agent)을 사용할 수 있다. 모집대리인은 통상 모집된 자금의 1.5%~2%에 이르는 수수료를 수취한다. 현재 전 세계적으로 이러한 모집대리인의 사용이 점차로 늘어나고 있는 추세인데 모집대리인은 GP와 자금모집 전략 수립부터, PPM작성, LP 접촉, 합자투자계약(LPA)협상 등 자금모집의 모든 단계에서 GP에 대한 자문서비스를 제공한다.

과거에 성공적인 자금모집과 투자, 청산을 경험한 바이아웃 펀드의 경우 평가를 받을 수 있는 트랙레코드가 있다고 할 수 있는데 그러한 트랙레코드가 없는 신설펀드의 경우는 자금모집에 있어 많은 어려움을 겪는다. 이러한 펀드들의 자금모집 전략은 첫째, 트랙레코드가 없는 펀드에도 출자할 가능성이 비교적 높은 대학기금, 개인 출자자 및 기업 등을 핵심출자자(anchor LP)로 유치하는 것이다. 반면, GP 선정에 있어서 안정성과 공공성을 중시하는 공적 연기금 등은 피하는 것이 좋다. 둘째, 출범 초기에는 GP와 LP간 정보 비대칭성으로 인하여 펀드설정액 전체

에 대해 출자를 약정하는 블라인드 펀드(blind fund) 대신 개별 투자건별로 출자를 약정하는 프로젝트 펀드(project fund) 또는 블라인드 펀드처럼 일정 규모의 출자를 약정하고 개별 투자 건별로 투자를 승인하는 플레지 펀드(pledge fund)를 운용하여 LP 입장에서의 리스크를 줄일 수 있도록 하는 것이 좋다. 셋째, GP 운용 능력과 높은 투자수익률에 대한 자신감을 보일 수 있도록 GP 출자 지분을 대폭 높이는 것이다. 통상 해외 바이아웃 시장의 경우 GP 출자 지분은 1% 수준이나, 트랙레코드 없는 펀드의 경우 통상 5% 선에서 GP 출자 지분이 제시된다.

다. 기업가치 제고 전략

자금모집을 끝낸 GP는 정해진 투자전략과 딜소싱 전략에 따라 대상기업을 독점적으로 접촉하거나 경쟁입찰 방식으로 딜을 수행하게 된다. 인수에 성공하면 본격적으로 기업가치 제고 단계를 시작한다. 바이아웃 투자수익률은 다음 식과 같이 분해될 수 있다. DuPont 공식이라 불리는 이 식은 바이아웃 투자의 수익률을 분해할 수 있도록 해주는 항등식이다.

$$\frac{E_{Exit}}{Cost_{Entry}} = \left(\frac{\frac{E_{Exit}}{Cost_{Entry}}}{\frac{EV_{Exit}}{EV_{Entry}}} \right) \left(\frac{Rev_{Exit}}{Rev_{Entry}} \right) \left(\frac{EBITDA_{margin_{Exit}}}{EBITDA_{margin_{Entry}}} \right) \left(\frac{(EV/EBITDA)_{Exit}}{(EV/EBITDA)_{Entry}} \right)$$

즉, 투자수익률의 원천은 크게 4가지로 나뉘어진다. 즉, (1) 시장 배수(market multiple)의 증가(4번째 요소), (2) 레버리지(1번째 요소), (3) 마진으로 표현되는 기업 경영효율성의 제고(3번째 요소) 및 (4) 매출액으로 표현되는 기업성장(2번째 요소)으로 분해할 수 있다. 이 중 시장배수의

증가는 경영효율성과 기업 성장과 밀접한 관련이 있으므로, 전체 4가지 요소 중 3가지가 기업가치의 제고와 직접적인 관련이 있음을 알 수 있다.

1) 레버리지

레버리지를 사용한 기업가치의 창출은 1980년대에 성행하던 LBO의 전형적인 가치창출 방법이었다. 레버리지의 사용 이유로는 (1) 자본비용을 최소화하는 최적의 자본구조를 달성하기 위해서, (2) 차입으로 인한 이자비용의 손금산입을 통한 절세효과로 인한 수익성을 증가시키기 위해서, (3) 바이아웃 펀드의 수익을 높이기 위해서, (4) 현금흐름의 대리인 비용을 최소화하기 위해 부채가 대상기업 경영진의 방만한 경영을 방지할 수 있기 때문에 광범위하게 사용되었다. 그러나 레버리지의 경우에는 경영진의 방만한 경영을 방지한다는 일부 기능을 제외하고는 바이아웃 펀드나 GP, 피투자회사의 가치창출 노력과는 상관없이 투자수익률이 제고되는 측면이 있다.

2) 경영효율성의 개선

GP가 투자대상 기업의 경영진과 기업가치를 제고하기 위해 진행하는 경영효율성 개선 작업은 다음과 같이 다양한 방면으로 진행될 수 있다. 첫째, 비용절감 및 이익률 개선이다. 이는 비용지출 관리 및 비용절감 프로그램, 간접비의 절감 및 공장 생산성의 증가를 포함하는 모든 노력이다. 둘째, 자본지출의 억제이다. 이는 기존 기업 자산의 효율적인 활용, 운전자본과 투자비 지출의 철저한 관리 및 유휴 자산이나 비핵심사업의 매각을 포함한다. 이러한 비용절감과 자본지출의 억제는 현금흐름을 개선하여 LBO 부채를 감소시킬 수 있다. 셋째, 경영진이 무능하면 퇴임을 시키는 등 각종 경영상의 비효율성을 제거하는 것이다. 또한 바

이아웃 딜의 실사 단계부터 인수 초기의 구체적인 기업 경영전략의 수립 및 조정, 그리고 이를 달성할 수 있는 구체적인 측정지표(Key Performance Indicator: KPI)의 선정 및 분명한 책임소재 확립을 위한 100일 계획(100-day plan)을 수립한다. 넷째, 정합적 인센티브 구조를 통하여 대리인 비용을 최소화하는 것이다. 즉, 프라이빗 에쿼티 펀드와 기업 경영진의 이해관계가 일치하도록 하는 것으로서 이에에는 경영진의 지분을 높이는 방법, 주식매수선택권 부여를 통한 경영성과와 연동된 보상 시스템의 확립하는 방법, 그리고 경영진으로 하여금 자기 자본으로 회사의 주식을 취득하게 하는 방법 등이 있다. 주식매수선택권은 옵션이므로 기업가치의 상승가능성(upside potential)을 유도하는 효과가 있는 반면 기업가치의 하방위험(downside risk)으로부터 펀드를 보호하지 못하나, 경영진이 자기자본으로 지분을 취득하게 되면 이러한 하방위험을 감소시키는 역할을 하게 되는 것이다. 다섯째, GP 운용인력의 이사회 파견을 통한 경영진의 감시 및 통제이다. 여섯째, 경영진에 대한 직·간접적 경영지원인데 GP가 보유한 다양한 산업의 인적 네트워크의 활용, GP로부터 경영진으로의 지식전수 및 GP 보유 포트폴리오 기업들과의 경영시너지 등을 들 수 있다.

3) 매출 증가의 성장성

기업가치의 증가는 또한 성장성에 의해서도 좌우되는데 이에에는 기업 전략의 재정립 및 조정을 통한 유기적(organic) 성장과 시장통합적 인수를 포함하여 적극적 M&A로 기업매출을 증가시키는 성장 방식이 있다. 먼저 유기적 성장은 표적 시장, 제품, 가격, 고객, 유통 등 사업 전반을 아우르는 전략의 재점검이며 비핵심 자산이나 무수익 자산의 매각을 포함한다.

M&A를 통한 성장전략의 중요한 방법으로서 인수후통합전략(buy and build strategy)이 있다. 이는 leveraged buildup, strategic rollup,

consolidation play 등으로 불리기도 하는데, 시장점유율이 분산되어 (fragmented) 있는 산업에 소속된 기업들은 기업가치 면에서 소규모로 인한 할인(size discount)을 받는 경우가 많다. 이러한 경우 비교적 시장 내에서 점유율이 높은 기업을 인수한 후 이를 플랫폼으로 삼아 시장 내의 다른 소규모 기업들을 인수·통합하여 일정 규모를 지닌 기업으로 만들면 규모의 경제로 인한 기업가치의 상승과 소규모 할인으로부터 벗어나게 되어 매각 시 상당한 수익률을 달성할 수 있게 된다.

인수후통합전략은 산업통합전략(consolidation), 빌드업전략(buildup), 애드온전략(add-on acquisition) 및 롤업전략(roll-up)으로 세분할 수 있다. 산업통합전략은 성숙산업이나 경기순환적인 산업의 구조조정 및 합리화와 관련하여 주로 수평적인 합병을 통하여 규모의 경제를 목표로 하는 전략을 지칭하며, 빌드업전략은 시장점유율이 분산된 산업의 경우 수차례의 M&A를 통하여 일정 규모를 갖는 기업을 만드는 것을 목표로 한다. 이 경우 각각의 M&A는 상대적으로 적은 위험을 가지고 있다. 애드온전략은 바이아웃 후 기업 전략상 부족한 제품군이나, 고객, 시장, 유통망 등을 보충하기 위한 관련기업을 추가로 인수하는 전략이며, 롤업 전략은 바이아웃 기업의 성공적인 사업모델을 유사기업에 이식하기 위한 목적으로 대상기업을 추가 인수하는 전략이다. 그런데 이러한 구분은 실제 용어의 사용에서 많이 혼용되고 있다.

<표 III-24> 바이아웃 투자수익률의 원천

| 요소 | 설명 | 성격 | 기회의 창출 |
|--|---|-----------------|--------|
| 시장평가 배수의 증가 (multiple expansion, asset arbitrage) | <ul style="list-style-type: none"> • 시장 가치평가의 변화 • 대상기업, 시장 및 딜메이킹 능력 • 개별 자산 매각 | 마켓 타이밍 가치 창출 없음 | 시장 |
| 레버리지 (leverage) | <ul style="list-style-type: none"> • 재무적 엔지니어링 • 레버리지를 사용한 절세효과 | 가치 창출 | 시장 |
| 경영효율성의 증가 (operational improvement) | <ul style="list-style-type: none"> • 비용절감 및 이익률 개선 • 자본지출 삭감 • 경영 비효율성 제거 • 현금흐름으로 인한 대리인 비용 제거 • 펀드와 피투자기업 경영진과의 이해 관계 조정 • 경영진의 통제 및 모니터링 • 경영진에 대한 자문 | 가치 창출 | GP |
| 매출성장 (growth) | <ul style="list-style-type: none"> • 사업전략의 재점검 및 수립 • 바이아웃에 이은 추가 인수 (add-on acquisitions) • 시장통합적 인수전략 (buy and build, roll-up) | 가치창출 | GP |

라. 투자회수 전략

바이아웃 후 충분한 가치창출이 이루어졌다고 판단되면 GP는 시장 상황을 고려하여 투자회수에 나서게 된다. 먼저 투자회수 시기와 관련하여서는 기업가치의 훼손이 이루어지지 않는 선에서 먼저 유상감자나 특별배당의 형식으로 투자금의 일부를 먼저 회수할 수 있다. 유상감자는 기업가치에 따른 주당 적정 평가액으로 일정 지분을 주주간 동일 비율로 (pro-rata) 감자하는 절차이다. 이 때 회사가 부채를 일으켜 감자로 인한 자본의 상환액을 지불하게 되는 것이 차입형 유상감자로서 부채비율이

상승하게 된다. 이러한 유상감자나 특별배당은 투자의 현금유입 시기를 앞당기므로 LP 입장에서 IRR로 측정되는 LP 투자수익률을 높일 수 있는 방법이 되며 동시에 회수의 안정성을 높이는 역할을 한다.

충분한 가치창출이 이루어지고 투자회수 기회가 있거나 펀드 의무청산 시기가 다가오면 GP는 투자회수를 추진하게 된다. 이 때 가능한 투자회수 방안은 기업공개(IPO), 전략적 투자자로의 매각(Trade Sale), 타 바이아웃 펀드로의 매각(Secondary Buyout) 또는 일반 재무적 투자자(Financial Buyer)로의 매각을 생각할 수 있다. <표 III-25>는 기간별 LBO 거래의 투자회수 방법별 비중을 나타낸 표이다.

<표 III-25> LBO 거래의 투자회수 유형별 비중

(단위: 건)

| 유형 | 70~84 | 85~89 | 90~94 | 95~99 | 00~02 | 03~05 | 06~07 | 총계 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| IPO | 53 | 152 | 232 | 360 | 142 | 133 | 1 | 1,073 |
| 전략적투자자 | 60 | 211 | 387 | 1,258 | 616 | 472 | 27 | 3,031 |
| 재무적투자자 | 14 | 94 | 212 | 909 | 616 | 450 | 28 | 2,323 |
| 경영진 | 1 | 8 | 15 | 50 | 31 | 7 | 1 | 113 |
| 기타 또는 자료무 | 50 | 111 | 127 | 340 | 166 | 86 | 19 | 899 |
| 총계 | 178 | 576 | 973 | 2,917 | 1,571 | 1,148 | 76 | 7,439 |
| IPO | 30% | 26% | 24% | 12% | 9% | 12% | 1% | 14% |
| 전략적투자자 | 34% | 37% | 40% | 43% | 39% | 41% | 36% | 41% |
| 재무적투자자 | 8% | 16% | 22% | 31% | 39% | 39% | 37% | 31% |
| 경영진 | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | 1% | 1% | 2% |
| 기타 또는 자료무 | 28% | 19% | 13% | 12% | 11% | 7% | 25% | 12% |
| 총계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

주 : 타 바이아웃 펀드로의 매각은 재무적투자자에 포함
 자료: World Economic Forum(2008) 재구성

자금회수 유형별 비중에서 두드러지는 사실은 전체 자금회수 방법에서 IPO가 차지하는 비중이 지속적으로 줄어드는 추세를 보이고 있다는 것이

다. 반면 전략적 투자자로의 매각은 일정 비율을 유지하고 있으며 재무적 투자자로의 매각이 2000년대 이후 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 이는 2000년대 들어서 바이아웃 펀드로의 자금 유입액이 크게 증가한 사실과 밀접한 연관이 있는데, 펀드 규모 증가에 비해 딜플로우의 확보가 어려워 지자 타 바이아웃 펀드로부터 인수 대상 기업을 매수하는 세컨더리 바이아웃(secondary buyout)이 크게 증가하였기 때문이다. 세컨더리 바이아웃은 매각하는 측에서도 시장상황에 따라 IPO나 전략적 투자자로의 매각이 여의치 않을 때 비록 상대적으로 높은 가치평가를 받기는 어려울 수 있지만 투자 회수를 가능케 함으로써 바이아웃 펀드의 유동성 제고와 적기 청산을 돕게 되므로 활성화되게 되었다. 또한 바이아웃 펀드 간 가치제고에 있어 강점을 가진 부분이 다를 수 있기 때문에 이러한 세컨더리 바이아웃 거래가 늘어나게 되었다. 반면 IPO의 경우에는 주식시장 상황에 따라 IPO가 가능한 시기가 있으며(IPO window) 대부분의 주식시장에서 대주주 지분의 처분제한기간(lock-up)이 있어 완전한 지분 매각이 불가능하다. 또한 전략적 투자자에게 매각할 때와는 달리 경영권 프리미엄을 받을 수 없기 때문에 자금회수 방법으로서 중요도가 점차 감소하고 있다.

<표 III-26> LBO의 지역별 자금회수 유형별 비중(1976~2002년)

| 유형 | 북미 | 유럽 | 기타 | 총계 |
|-----------|------|------|------|------|
| IPO | 17% | 11% | 20% | 15% |
| 전략적투자자 | 41% | 41% | 43% | 41% |
| 재무적투자자 | 28% | 33% | 20% | 30% |
| 경영진 | 1% | 3% | 2% | 2% |
| 기타 또는 자료무 | 13% | 11% | 15% | 12% |
| 총계 | 100% | 100% | 100% | 100% |

주 : 타 바이아웃 펀드로의 매각은 재무적투자자에 포함
 자료: World Economic Forum(2008) 재구성

자금회수 방법의 지역별 차이를 보면 북미의 경우 IPO가 17%, 전략적 투자자가 41%, 재무적 투자자가 28%를 차지하고 있으며, 유럽의 경우에는 IPO가 11%, 전략적 투자자가 41%, 재무적 투자자가 33%를 차지하고 있는데, 북미의 경우 IPO가 차지하는 비중이 상대적으로 유럽 국가들보다 높은 이유는 미국을 중심으로 한 북미시장이 유럽시장보다 발달되고 유동성이 풍부한 주식시장을 갖고 있기 때문이다.

또한 재무적 투자자의 중요성이 높아진 이유의 하나로 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company: SPAC)를 들 수 있다. 1990년대 초 미국에서 우회상장 방식으로 소규모 회사의 IPO를 위해 도입된 SPAC은 2000년대 초에 이르러 주요한 IPO의 수단으로 자리 잡는다. 전통적인 IPO 대신 SPAC은 역합병 방식(reverse merger)을 통하여 우회상장시킴으로 IPO와 실질적으로 동일한 효과를 볼 수 있다. 도입 초기에는 소규모 딜이 주종을 이루었으나, 기관투자자들의 활발한 참여에 힘입어 2008년 정도에 이르면 전체 IPO 건수의 39%를 차지하여, 평균 SPAC 딜 규모는 2억 달러 이상에 이르고 있으며 유럽 국가에서도 도입되는 추세에 있다. 우리나라의 한국형 SPAC 제도가 자본시장법에 도입되어 있으며 현재 22개의 SPAC이 거래소 및 코스닥 시장에 상장되어 있으나 아직까지 PEF의 회수 수단으로써의 기능을 할 정도로 활성화되어 있지 않다.

SPAC의 활성화는 바이아웃 펀드에게는 자금회수를 가능하게 하는 또 다른 대안을 제시해주고 있다. 다만 SPAC은 SPAC 스폰서(발기인)들이 M&A에 정통한 경력자들이므로 바이아웃 펀드 입장에서는 일반 IPO에 비하여 매각가를 높이기 쉽지는 않으며, 역합병 방식 즉, SPAC과의 합병으로 상장되는 형식이므로 IPO와 마찬가지로 자금회수가 일시에 일어나지 않는 단점이 있기 때문에 기존의 자금회수 방법의 보조적인 수단으로 활용될 것으로 예상된다.

IV. 국내 PEF 현황 및 해외 진출전략

1. 국내 PEF 시장 현황
2. 국내 PEF 제도 현황
3. 국내 PEF의 해외 진출전략

IV. 국내 PEF 현황 및 해외 진출전략

1. 국내 PEF 시장 현황

PEF(Private Equity Fund)는 2004년 12월 당시 「간접투자자산운용업법」의 개정을 통해 탄생한 사모펀드로서 공식 명칭은 사모투자전문회사이다. 이 제도는 M&A를 통하여 구조조정을 촉진하고 투자자에게 다양한 투자자산을 제공함으로써 자산운용업의 발전을 도모하고자 도입되었다. 우리나라에서의 PEF는 합자회사 형태의 사모펀드로서 49인 이하의 소수 전문투자자로부터 자금을 조달하여 기업의 지분증권에 투자하여 기업가치를 제고한 후 매각하여 수익을 올리는 투자방식을 사용한다. 특별히 우리나라 PEF는 프라이빗 에쿼티의 여러 유형 즉, 바이아웃, 성장자본, 부실자산 투자, 벤처캐피탈 등 다양한 투자방식 중 경영권을 행사할 수 있는 지배지분(controlling stake)을 인수하는 바이아웃을 유도하기 위해서 도입되었으나 프라이빗 에쿼티의 다양한 유형을 고루 포괄할 수 있도록 신축적으로 설계되어 있다.⁷⁾

국내 PEF는 2004년 말 제도 도입 이후 매년 꾸준히 증가하여 2012년 6월말 현재 202개의 PEF, 총 34.5조원의 투자약정액을 가진 대형 시장으로 단기간 급성장하였다. 국내 PEF 시장의 고속 성장은 2007년 이후 전 세계적 금융위기로 인한 해외 프라이빗 에쿼티 시장의 광범위한 축소에도 불구하고 이루어진 것이다. 세계 전체의 프라이빗 에쿼티 자금모집액은 2007년 6,682억달러를 기록한 이후 2011년 2,656억달러까지 지속적으로 감소한 반면, 국내 PEF 시장은 2007년 2조 8천억원을 기록한 이후 지속적으로 증가하여 2011년 5조 9천억원을 기록하였다.

7) 다만, 후술하는 바와 같이 제도 도입의 목적이 바이아웃의 기능이었기 때문에 규제의 상당 부분은 기업지배와 관련된 규정이다.

세계 프라이빗 에쿼티 시장의 축소와 달리 국내 PEF 시장이 고속 성장을 할 수 있었던 요인으로는 다음과 같은 세 가지의 요인이 작용한 결과로 판단된다. 첫째, 한국의 실물 경제가 세계 금융위기의 영향을 비교적 덜 받았기 때문이다. 둘째, 신흥 경제국의 대표주자로서 국내 경제가 보여준 성장성이다. 여기에는 중국의 경제 성장에 따른 반사이익도 크게 작용하였다. 셋째, 전 세계가 글로벌 금융위기를 겪었던 시기는 국내 PEF 제도가 도입된 초반부로서 제도에 대한 기대와 국내 시장의 PEF에 대한 관심 등 제도 도입 초기의 이점이 동시에 작용하였다.

<표 IV-1> 연도별 PEF 자금모집 추이

(단위: 10억달러, 조원)

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 세계전체 | 133.8 | 206.3 | 361.1 | 543.9 | 668.2 | 679.7 | 305.6 | 274.9 | 265.6 |
| 국내 | | | 4.7 | 1.5 | 2.8 | 5.6 | 5.4 | 6.5 | 5.9 |

주 : 연도 말 누적기준
 자료: 금융감독원, Preqin(2012)

우리나라 PEF 시장 성장세의 지속 가능성을 살펴보기 위해서는 PEF 시장의 성숙도와 이에 따른 추가적인 성장 가능성을 개략적으로 살펴볼 수 있는 지표로서 PE 침투율(PE penetration rate)을 사용한다. 이는 1년간의 프라이빗 에쿼티 투자액을 GDP로 나눈 지표인데, 2010년 및 2011년 2년간의 평균 프라이빗 에쿼티 투자액을 평균 GDP로 나누어 국가별로 비교한 표가 <표 IV-2>이다. 프라이빗 에쿼티의 종주국이며 세계 프라이빗 에쿼티 시장 규모 1위인 미국과 2위인 영국의 경우 과거 2년간 프라이빗 에쿼티 시장의 침투에도 불구하고 각각 1.05%, 1.02%의 PE 침투율을 보여주는 반면, 우리나라는 일본, 터키와 유사한 0.05% 수준을 보여주고 있다.

<표 IV-2> 주요 국가별 PE 침투율

| 국가 | PE 침투율 |
|----------|--------|
| 영국 | 1.02% |
| 미국 | 1.05% |
| 인도 | 0.36% |
| 브라질 | 0.16% |
| 중국 | 0.14% |
| 한국 | 0.05% |
| 중동/북아프리카 | 0.02% |
| 러시아 | 0.09% |
| 일본 | 0.07% |
| 터키 | 0.06% |

주 : PE 침투율(penetration rate) = PE 투자액/GDP로서 정의되며, 자료는 2010년 및 2011년 2년 자료의 평균치 사용
 자료: 금융감독원(2011), EMPEA(2011)

따라서 비록 단순하지만 PE 침투율의 국가 간 수치 비교는 기본적으로 국내 PEF 시장이 추가적으로 성장할 여지가 있음을 시사하고 있다. 물론 국내 PEF 시장의 절대적 PE 침투율이 낮다고 하더라도 국내 PEF 시장 규모가 미국이나 영국의 수준으로 근접할 것이란 보장은 없다. 왜냐하면 PEF라고 하는 것은 기본적으로 M&A를 수행하는 주체 중 하나로서 잘 알려진 바와 같이 M&A 시장은 경제 규모와 상관없이 그 나라의 독특한 법률체계, 지배구조, 기업의 지분구조 등 다양한 요소들이 복합적으로 작용하여 M&A 활동의 수준이 결정되는 것이다. 이하에서는 프라이빗 에쿼티 운용 사이클인 자금모집-투자-가치제고-회수별로 국내 PEF 시장의 현황과 특징을 개관해 보고 우리나라 PEF 시장의 발전을 위한 시사점을 도출해 본다.

가. 자금모집

국내 PEF 시장의 자금모집과 관련해서 가장 큰 특징은 출자약정액 1천억원 미만의 소형 PEF가 총 PEF 수의 과반을 넘는 상황이다. 2011년 말 기준으로 185개의 등록 PEF 중 출자약정액 1천억원 미만의 PEF 수는 전체 185개 PEF 중 51.9%인 96개이다. 출자약정액 3천억원 이상의 대형 PEF는 37개로 20%, 1천억원에서 3천억원의 중형 PEF는 52개로 28.1%를 차지하고 있다. 이러한 현상은 특히 2008년 이후 두드러지고 있는데, 2011년 중대형 PEF 수는 2008년 대비 122.5% 증가한 반면, 소형 PEF 수는 2008년 대비 166.7% 증가하며 상대적으로 더 큰 폭의 성장세를 보여주고 있다.

평균 출자약정액은 2011년의 경우 1,730억원 수준에 머무르고 있으며 제도 도입 초기 일부 대형 블라인드 PEF들이 설립되었던 2005년을 제외하고는 2006년 이후 평균 2,000억원에도 못 미치는 상황이 지속되고 있다. 이는 해외 프라이빗 에쿼티 시장 상황과 크게 대비되는데, 2010년 해외 프라이빗 에쿼티 펀드의 평균 출자약정액은 7,000억원 이상으로서 국내 PEF 규모와 많은 대비가 되고 있다. 반면, 국내 PEF 시장의 경우 출자약정액 규모에 관계없이 PEF 수는 전체적으로 고르게 증가하고 있는 상황이다.

<표 IV-3> 출자약정액 규모별 PEF 수 및 평균 규모

| | 출자약정액 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 대형 | 3천억원 이상 | 7 | 9 | 13 | 20 | 23 | 31 | 37 |
| 중형 | 1천~3천억원 | 4 | 6 | 13 | 20 | 23 | 38 | 52 |
| 소형 | 1천억원 미만 | 4 | 10 | 18 | 36 | 64 | 79 | 96 |
| 평균 출자약정액(억원) | | 4,105 | 1,744 | 1,577 | 1,815 | 1,813 | 1,542 | 1,730 |
| 계 | | 15 | 25 | 44 | 76 | 110 | 148 | 185 |

주 : PEF수는 각 년도 말 등록 PEF 기준이며 평균 출자약정액은 당해 년도에 등록된 모든 PEF의 평균 출자약정액

자료: 금융감독원(2011)

국내 PEF 시장에서 중소형 규모의 PEF의 비중이 높은 것은 아직까지 국내 PEF 시장이 초창기로서 PEF 시장에 대한 자신감과 운용자인 GP에 대한 신뢰 부족 등으로 인하여 블라인드(blind) 펀드보다 프로젝트(project) 펀드가 다수를 차지하기 때문이라고 할 수 있다. 기술한 바와 같이 블라인드 펀드는 투자대상을 확정하지 않은 상태에서 LP들로부터 출자를 약정 받은 후 투자대상을 발굴하는 구조의 펀드이고, 프로젝트 펀드는 투자대상을 물색한 후 이를 바탕으로 LP로부터 출자를 받는 구조의 펀드이다. 일반적인 의미의 PEF는 블라인드 펀드라고 할 수 있으며 통상 시장이 성숙되고 GP 평판 시장이 형성되면서 블라인드 펀드가 대부분을 차지하게 된다. 이는 다음 표에서도 확인된다. 트랙레코드가 쌓여가는 대형 PEF의 GP들의 경우 블라인드 펀드 비중은 PEF 제도 도입 초반기인 2004~2007년간 78.6%에서 2008~2011년 73.1%로 소폭 낮아지고 있는 반면 중소형 PEF의 경우 2004~2007년간 79.2%에서 2008~2011년 52.9%로 대폭 감소하고 있다. 그러나 이는 중소형 PEF의 경우 시장의 발전이 역행하고 있기 때문이 아니라 PEF 시장의 잠재성에 유인된 신규 GP의 PEF 시장 진입과 운용 초기 단계인 이들에 의해 시도되는 중소형 프로젝트 펀드가 급증하였기 때문이다. 다시 말해서, 선도 GP를 중심으로 트랙레코드가 축적되면서 이들을 중심으로 블라인드 펀드의 증가 추세가 지속됨과 더불어 신규 진입 GP 및 프로젝트 펀드에 특화하는 GP 등의 등장으로 시장 내 계층화(segmentation)가 활발히 진행되고 있는 것으로 판단된다.

<표 IV-4> PEF 투자유형별 현황

(단위: 개)

| 년도 | 중소형 | | | 대형 | | |
|-----------|------|------|-----|------|------|----|
| | 블라인드 | 프로젝트 | 합계 | 블라인드 | 프로젝트 | 합계 |
| 2004~2007 | 19 | 5 | 24 | 11 | 3 | 14 |
| 2008~2011 | 74 | 66 | 140 | 19 | 7 | 26 |
| 합계 | 93 | 71 | 164 | 30 | 10 | 40 |

자료: 금융감독원(2011), 자본시장연구원

LP 구성을 살펴보면 2010년 국내 PEF의 LP 비중은 금융회사와 일반 법인이 각각 38.8%와 29.9%를 차지하여 17.5%를 차지한 연기금보다 압도적인 우위를 점하고 있다. 연기금의 경우는 제도 도입 초기 이후 매년 20%를 넘지 못하고 있는 상황이다. 우리나라 PEF 시장의 LP 구성이 해외 프라이빗 에쿼티 시장의 LP 구성과 다른 가장 두드러진 특징은 바로 금융회사와 일반법인이 차지하는 역할과 재단, 대학기금, 부유가문 등의 부재이다. 해외 프라이빗 에쿼티 펀드의 경우 LP 유형이 비교적 다양한 반면 국내 PEF의 경우는 금융회사와 일반법인이 총 68.7%를 차지하는 등 일부 유형의 LP가 상당 부분을 점유하고 있다. 이러한 LP 구성은 아직까지 국내 PEF 시장이 성숙되지 못하여 검증된 GP 역량에 기초한 GP-LP간 신뢰가 없기 때문으로 풀이된다.

<표 IV-5> LP 종류별 비중 현황

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 금융회사 | 60.8% | 52.2% | 49.3% | 44.9% | 41.9% | 38.8% |
| 일반법인 | 12.7% | 16.7% | 22.0% | 23.6% | 28.0% | 29.9% |
| 연기금 | 19.6% | 16.1% | 17.9% | 15.8% | 14.8% | 17.5% |
| 개인 | 6.9% | 13.3% | 9.5% | 13.6% | 12.3% | 11.4% |
| 기타 | 0.0% | 1.7% | 1.4% | 2.2% | 3.0% | 2.4% |
| 합계 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

자료: 금융감독원(2011)

<표 IV-6> 국내 및 해외 LP별 출자 비중 비교

| 국내 LP 유형 | 국내 LP 비중 | 해외 LP 유형 | 해외 LP 비중 |
|----------|----------|----------|----------|
| 금융회사 | 38.8% | 연기금 | 45% |
| 일반법인 | 29.9% | 금융회사 | 17% |
| 연기금 | 17.5% | 재단·대학 | 11% |
| 개인 | 11.4% | 기관 | 6% |
| 기타 | 2.4% | 기타 | 21% |
| 총계 | 100.0% | 총계 | 100% |

주 : 국내 LP 자료는 2010년, 해외 LP 자료는 2011년 자료임
 자료: 금융감독원(2011), Preqin(2012)

그럼에도 불구하고, 국내 PEF 시장은 선두 GP를 중심으로 점차 트랙레코드가 축적되고 있는 상황으로 판단되고 있다. 이는 전술한 전체 PEF 중 블라인드 펀드의 비중과 신규로 결성되는 펀드 중에서 과거 PEF 결성 경험을 가진 GP가 결성하는 PEF, 즉, 재설립(repeat) PEF 비중에서 살펴볼 수 있다. 재설립 PEF 비중은 2006년 50%에서 2011년 54.8%로 소폭 증가하고 있으나, 대형 PEF의 경우는 재설립 PEF의 비중은 2006년 67%에서 2010년 100%, 2011년 71.4% 등으로 최근 높은 비중을 유지하고 있다.

<표 IV-7> GP의 PEF 재설립 현황

| 연도 | 대형 PEF | | | 중소형 PEF | | |
|------|--------|-----|--------|---------|-----|-------|
| | 전체 | 재설립 | 비율 | 전체 | 재설립 | 비율 |
| 2006 | 3 | 2 | 66.7% | 9 | 4 | 44.4% |
| 2007 | 4 | 3 | 75.0% | 15 | 6 | 40.0% |
| 2008 | 7 | 6 | 85.7% | 25 | 17 | 68.0% |
| 2009 | 3 | 1 | 33.3% | 34 | 14 | 41.2% |
| 2010 | 9 | 9 | 100.0% | 37 | 27 | 73.0% |
| 2011 | 7 | 5 | 71.4% | 35 | 18 | 51.4% |
| 총계 | 26 | 21 | 80.8% | 129 | 69 | 53.5% |

자료: 금융감독원(2011), 자본시장연구원

금융회사가 주요 LP가 되는 주된 이유는 PEF 시장 초기에 전략적 시장 선점을 위해 계열 금융사가 GP로서 참여할 때 핵심투자자(anchor investor)로서 다른 LP들의 출자를 유도하기 위해 참여하는 것으로 판단된다. 이는 트랙레코드가 없는 신설펀드(first-time fund)의 경우 LP의 신뢰 부족으로 펀드를 결성하기가 매우 힘들기 때문에 나타나는 현상이다. 금융회사의 LP 비중이 큰 또 한 가지 이유는 시장에 대한 LP들의 신뢰가 부족한 우리나라의 경우 GP들에게 해외와 같은 1% 정도의 명목적인 출자가 아니라 상당한 출자를 요구하고 있기 때문이다. 반면 일반법인의 출자 비중이 높은 것은 LP 또는 GP로 참여할 경우 투자수익률을 올릴 수 있을 뿐만 아니라 PEF 포트폴리오 기업과의 시너지를 위한 기술제휴 및 전략적 제휴를 도모할 수 있거나 PEF를 신사업에 진출하기 위해 전략적으로 활용하기 때문이다. 특히 일부 대기업의 경우는 비상장 계열사의 자금조달을 위한 방편으로 사용되기도 한다. 이와 관련된 한 가지 추세는 GP들의 트랙레코드가 축적되어감에 따라 금융회사의 LP 비중은 2005년 60.8%를 기록한 이후 지속적으로 감소하고 있는 반면, 일반법인의 LP 비중은 2005년 12.7% 이후 현재까지 지속적으로 증가하고 있다는

것이다. 이는 PEF 시장이 성장함에 따라 일반기업들이 PEF가 기업 경영에 도움을 줄 수 있는 가능성에 주목하기 시작했기 때문으로 추정된다.

나. 투자

국내 PEF의 경우 제도 도입 자체가 바이아웃을 유도하기 위해 도입되었으나 이러한 도입 취지와 관계없이 바이아웃 뿐만 아니라 성장자본, 구조조정 투자 등 다양한 방식의 투자가 진행되어 왔다. 바이아웃은 경영권의 이전을 수반하는 투자로서 기업가치 개선을 가장 적극적으로 이루어낼 수 있는 투자인 반면, 성장자본은 경영권 인수를 수반하지 않지만 경영권에 영향을 미칠만한 주요 소수지분(significant minority stake) 인수를 통하여 성장형 기업의 성장잠재력을 극대화할 수 있도록 자금, 조언, 네트워크를 지원하고 성장의 과실을 공유하는 방식의 PEF 투자이다. 국내 PEF 시장의 경우 선도 PEF들의 경우 대부분 경영권 지분의 취득을 통한 적극적인 바이아웃 딜을 추구하는 것으로 평가된다. 2005년에서 2011년간 등록된 PEF들의 공시자료 또는 언론을 통하여 파악된 투자 내역을 통해 살펴보면 총 255건, 약 16조 3천억원의 투자 중 바이아웃은 79건, 약 9조 224억원 수준으로, 건수로는 31.0%, 금액으로는 55.3%를 차지하고 있다. 반면, 성장자본을 포함한 소수지분 투자와 전략적 투자자와의 공동투자는 건수 기준으로 각각 60.0%, 9.0%, 금액 기준으로 32.1%, 12.6%를 차지하고 있다.⁸⁾ 소수지분 투자가 건수 기준으로 과반 이상을 차지하는 현상은 일부 PEF의 경우 PEF 운용 경험 부족과 위험 회피 성향으로 상대적으로 회수가 용이한 소수지분, 특히 소수 상장회사 지분에 투자하는 경향이 나타났기 때문이다. 피투자회사 중 상장회사 비중은 건수 및 금액 기준으로 각각 43.1%, 41.4%를 차지하고 있는 상황이다.

8) 전략적 투자자와의 공동투자에는 일부 대기업 그룹의 구조조정 관련된 지주사 설립에 GP들이 합작 파트너로 참여하는 방식의 거래구조를 포함한다.

<표 IV-8> PEF 투자지분 유형별 분포

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|---------|-----|--------|---------|-------|-----------------|
| 바이아웃 | 79 | 31.0% | 90,224 | 55.3% | 1,142 |
| 소수지분 | 153 | 60.0% | 52,389 | 32.1% | 342 |
| SI 공동투자 | 23 | 9.0% | 20,647 | 12.6% | 898 |
| 총계 | 255 | 100.0% | 163,259 | 100% | 640 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자 건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
자료: 자본시장연구원

<표 IV-9> PEF 상장회사 투자 비중

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|-------|-----|--------|---------|--------|-----------------|
| 상장회사 | 110 | 43.1% | 67,669 | 41.4% | 615 |
| 비상장회사 | 145 | 56.9% | 95,591 | 58.6% | 659 |
| 총계 | 255 | 100.0% | 163,259 | 100.0% | 640 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자 건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
자료: 자본시장연구원

이러한 소수지분 투자와 관련된 특징은 PEF 투자지분의 유형별 분포를 통해서도 살펴볼 수 있다. 투자지분 유형 중 보통주가 차지하는 비중은 건수 및 금액 기준으로 각각 60.8%, 80.7%를 차지하고 있다. 반면, 전환사채(Convertible Bond: CB), 신주인수권부사채(Bond with Warrant: BW), 상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Shares: RCPS) 등 메자닌 투자가 건수 및 금액 기준으로 각각 27.8%, 11.9%를 차지하고 있다. 메자닌 투자의 경우 보통주보다 위험이 낮고 회수가 용이하므로 위험도가 큰 성장형 벤처기업을 중심으로 활용되기도 하지만 국내 PEF 시장의 경우 기업 유형과 관계없이 폭넓게 사용되고 있다.

<표 IV-10> PEF 투자지분 유형별 분포

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|------|-----|--------|---------|--------|-----------------|
| 보통주 | 155 | 60.8% | 131,736 | 80.7% | 850 |
| CB | 8 | 3.1% | 4,636 | 2.8% | 579 |
| BW | 20 | 7.8% | 2,390 | 1.5% | 120 |
| RCPS | 43 | 16.9% | 12,413 | 7.6% | 289 |
| 복합 | 27 | 10.6% | 10,685 | 6.5% | 396 |
| 기타 | 2 | 0.8% | 1,400 | 0.9% | 700 |
| 총계 | 255 | 100.0% | 163,259 | 100.0% | 640 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자
건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
자료: 자본시장연구원

한편, PEF가 투자한 회사의 업종별 분포는 매우 폭넓은 것을 알 수 있다. 건수 기준으로 가장 큰 비중을 차지한 업종은 IT 및 인터넷 관련 업종이며, 이는 이러한 성장형 기업에 대한 소규모 소수지분 투자가 집중적으로 이루어졌기 때문이다. 반면, 금액 기준으로는 건설과 금융이 가장 큰 비중을 차지하고 있는데, 이는 건설 및 금융 섹터의 일부 대형 M&A 건에 PEF가 참여하였기 때문이다.

<표 IV-11> PEF 투자지분 유형별 분포

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|--------|-----|-------|---------|-------|-----------------|
| IT/인터넷 | 48 | 18.8% | 12,576 | 7.7% | 262.0 |
| 금융 | 30 | 11.8% | 28,469 | 17.4% | 949.0 |
| 산업재 | 22 | 8.6% | 4,942 | 3.0% | 224.6 |
| 운송 | 19 | 7.5% | 9,804 | 6.0% | 516.0 |
| 금속 | 13 | 5.1% | 3,252 | 2.0% | 250.1 |
| 건설 | 12 | 4.7% | 39,024 | 23.9% | 3,252.0 |
| 에너지 | 12 | 4.7% | 7,689 | 4.7% | 640.8 |
| 음식료 | 11 | 4.3% | 6,972 | 4.3% | 633.8 |
| 화학 | 11 | 4.3% | 4,157 | 2.5% | 377.9 |
| 소비재 | 10 | 3.9% | 2,435 | 1.5% | 243.5 |
| 의료/제약 | 10 | 3.9% | 2,863 | 1.8% | 286.3 |
| 미디어 | 8 | 3.1% | 11,665 | 7.1% | 1,458.1 |
| 통신 | 6 | 2.4% | 2,471 | 1.5% | 411.8 |
| 교육 | 5 | 2.0% | 2,292 | 1.4% | 458.4 |
| 지주회사 | 5 | 2.0% | 5,094 | 3.1% | 1,018.8 |
| 환경 | 4 | 1.6% | 600 | 0.4% | 149.9 |
| 도소매 | 4 | 1.6% | 2,420 | 1.5% | 605.0 |
| 유통 | 3 | 1.2% | 2,235 | 1.4% | 745.0 |
| 레저 | 3 | 1.2% | 3,610 | 2.2% | 1,203.3 |
| 게임 | 3 | 1.2% | 872 | 0.5% | 290.7 |
| 조선 | 2 | 0.8% | 380 | 0.2% | 190.0 |
| 제지 | 2 | 0.8% | 2,976 | 1.8% | 1,488.0 |
| 기타 | 12 | 4.7% | 6,462 | 4.0% | 538.5 |
| 총계 | 255 | 100% | 163,259 | 100% | 640.2 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자
 건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
 자료: 자본시장연구원

바이아웃은 수익률 극대화를 위해서 인수대상 기업의 현금흐름이나 자산 상황이 허용하는 범위 내에서 자금을 차입하여 인수하는 경우가 많으므로 일반적으로 차입매수(LBO)라 부르기도 한다. 앞서 소개한 바와 같이 해외에서 LBO가 전성기를 누렸던 1980대의 경우는 자기자본 대비 차입금의 비중이 1,000%에 육박하는 LBO도 많았으나 이의 높은 위험성, 정크본드 시장의 붕괴, 그리고 LBO의 대상이 되었던 기업 운영의 비효율이 상당 폭 감소함에 따른 적합한 인수 대상의 부족 등으로 이러한 방식의 LBO는 사라지게 되었으며 2003~2010년의 경우 자기자본 대비 약 150% 선에서 차입비율이 형성되고 있다. 미국의 경우 2003년 156%였던 차입비율은 전 세계적인 과잉 유동성으로 바이아웃이 활발하던 2007년 203%까지 증가하다가 금융위기 이후 신용경색으로 2009년 96%까지 하락하였으며 이후 신용경색의 완화와 함께 2010년 127%까지 다시 증가한 상황이다.

<표 IV-12> PEF 투자 평균 차입비율

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 국내 | N/A | N/A | N/A | N/A | 16.3% | 27.7% | 34.7% | 49.1% |
| 미국 | 156% | 186% | 213% | 194% | 203% | 133% | 96% | 127% |

주 : 미국 자료는 바이아웃, 국내 자료는 PEF 전체의 차입비율임
 자료: 금융감독원(2011), S&P Leveraged Loan(2011)

반면, 국내 PEF의 경우 자본시장법상 차입매수는 PEF 자회사로서의 투자목적회사(SPC)를 통하여 200%까지만 허용이 되어 있는데,⁹⁾ 이러한 규정에도 불구하고 국내 PEF 차입비율은 이에 훨씬 못 미치는 수준이다. 이는 PEF 시장 초기 단계에 상대적으로 인수 시 차입을 활용하는 바이

9) 자본시장법시행령 제296조 제3항의 개정으로 2013년 1월 1일부터는 300%까지 가능하다.

아웃보다는 차입을 이용하지 않는 성장자본이나 메자닌캐피탈, 상장사 소수지분 인수 등에 주력하기 때문으로 판단된다. 그러나 최근 PEF 운용경험이 축적됨에 따른 자신감 상승과 바이아웃 딜 비중의 확대로 평균 차입비율이 점차 증가하고 있는 추세이다. 2007년 16.3%에 머물던 평균 차입비율은 점차 증가하여 2010년 49.1%에 이르고 있으나 아직까지 높은 수준은 아니므로 국내 PEF 시장의 경우 차입매수와 관련된 경제적 관점에서의 위험은 거의 없다고 할 수 있다.¹⁰⁾

한편, 국내 PEF의 경우 해외투자 펀드의 설립이나 PEF의 포트폴리오 회사로서 해외 기업을 인수하는 경우도 지속되고 있다. 2005년부터 2010년까지 투자된 총 263개의 회사 중 외국기업은 25개 사로 9.5%를 차지하고 있으며, 해외 기업 중에서도 미국, 일본 및 유럽 등 선진국이 17개를 차지하고 있다. 또한, PEF의 해외 투자와 관련하여 국내 전략적 투자자의 동반자적 역할이 중요해질 것으로 전망된다. 일부 몇몇 전략적 투자자들이 해외자원 개발 관련하여 PEF와 전략적 제휴를 하고 있다. PEF 입장에서 전략적 투자자의 동반자적 역할 수행은 몇 가지 면에서 PEF 운용에 도움을 준다. 첫째, 전략적 투자자의 장기적인 사업 운영 경험으로 PEF의 투자대상 기업 발굴에 도움을 준다. 둘째, PEF와 전략적 투자자가 모두 지분 참여를 하여 경영권을 획득하게 되면 향후 회수 시 전략적투자자로의 매각(즉, buyback)이 가능하게 되어 회수(exit)에 도움을 준다. 셋째, 전략적 투자자의 경영 노하우 및 전략적 방향 설정에서 도움을 준다. 그러나 전략적 투자자와의 동반 진출은 PEF의 해외진출 경험이 축적되기 전 단계에서 위험 감소를 목적으로 활용하게 될 가능성이 높다.

10) 후술하는 국내 PEF 제도에서 소개하는 바와 같이 우리 법원은 LBO에 대하여 형사법적인 배임죄를 적용한 사례가 다수 있고, 아직까지 명확한 판단기준이 없는 상태여서 LBO와 관련된 법적 위험은 상당한 수준이라 할 수 있다.

<표 IV-13> PEF 해외진출 현황

(단위: 건수)

| | | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 계 |
|------|--------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 국내기업 | | 8 | 39 | 40 | 51 | 41 | 59 | 283 |
| 외국기업 | | - | 2 | 7 | 5 | 2 | 9 | 25 |
| 지역 | 미·일·유럽 | - | 2 | 6 | 2 | 2 | 5 | 17 |
| | 기타 | - | - | 1 | 3 | - | 4 | 8 |
| 총계 | | 8 | 41 | 47 | 56 | 43 | 68 | 263 |

자료: 금융감독원(2011)

다. 가치제고

PEF 투자 수익률의 원천은 일반적으로 시장평가배수증가(multiple expansion), 레버리지, 매출 증가 및 이익률의 개선의 4가지 요소이다. 시장평가배수증가란 기업 내용, 즉, 펀더멘털의 변화 없이 시장 상황에 따른 가치평가 배수의 증가에 의해 수익이 창출되는 경우이므로 기본적으로 마켓타이밍 방식이라 할 수 있는 반면, 매출증가와 이익률의 개선은 펀더멘털의 개선이라고 볼 수 있다. 국내 PEF 투자 시 평균적으로 낮은 차입비율을 사용하는 것을 고려하면 국내 PEF 투자 수익률은 상대적인 제한이 있을 것으로 예상된다. 국내 PEF가 투자한 기업 단위의 투자성과에 대한 공개자료 부족으로 엄밀한 실증분석은 불가능하다. 그러나 전반적으로 국내 PEF 들의 피투자기업 보유기간이 상대적으로 짧은 2~3년 정도로 추정되므로¹¹⁾ 가치제고 활동 즉, 성장(매출 증가) 및 이익률 개선 등 경영 개선 활동을 통한 수익 창출의 폭은 그리 크지 않은 것으로 판단된다. 특히 2011년까지 조기 회수된 투자 건의 경우 상당수

11) 참고로 2005년에서 2011년 등록된 PEF가 투자한 기업들 중 이미 회수가 이루어진 투자 건 중 공시자료나 언론에 공개된 75개 투자 건의 경우, 회수된 기업만을 대상으로 하므로 하향편차가 있을 수 있으나, 평균 보유기간은 2.5년이며 총 3조 5천억원 수준이다.

가 시장평가배수증가 또는 시장가 변동에 의한 재무적 거래(financial arbitrage)에 의해 수익이 창출된 것으로 판단된다. 참고로 해외 유수 프라이빗 에쿼티 운용사인 Blackstone은 수익률의 65%가 경영효율성 향상에서, 24%가 시장평가배수증가에서, 그리고 나머지 11%가 레버리지에 의해 창출되고 있음을 밝히고 있다.¹²⁾ 치열한 해외 프라이빗 에쿼티 시장의 경쟁을 고려할 때 이러한 가치제고에 의한 수익 창출은 프라이빗 에쿼티의 전형적인 순기능으로 인식되고 있다.

라. 회수

마지막으로 회수를 살펴보면 국내 PEF의 경우 초기 설립된 PEF를 중심으로 2011년 말까지 약 6조 5천억원이 회수되어 2010년 말까지의 회수금액 2조 7천억원 대비 3조 8천억원 증가하여 일부 가시적인 투자 성과가 나타나기 시작하고 있다. 현재 등록되어 있는 PEF의 상당수는 2007년 이후 결성되어 펀드의 만기가 돌아오는 향후 수년 내 회수금액의 급증이 예상된다. IRR로 계산되는 회수수익률은 PEF 차원이든 개별 투자 건이든 공개 자료가 존재하지 않으나, 단순 투자원금 대비 회수금액으로 계산하면 회수수익률은 투자원금 대비 2010년까지 회수된 투자의 회수가액은 투자금액의 평균 1.46배로서 PEF 시장 초기임을 감안하면 무난한 수익률을 거둔 것으로 평가된다.

12) Blackstone 연차보고서(2009)

<표 IV-14> 국내 PEF 투자회수 현황

(단위: 억원)

| 투자회수 년도 | 투자회수 금액 | 투자원금 | 회수액/투자액 |
|-----------|---------|--------|---------|
| 2005~2007 | 5,652 | 2,799 | 2.02 |
| 2008 | 3,449 | 2,749 | 1.25 |
| 2009 | 8,611 | 6,837 | 1.26 |
| 2010 | 9,179 | 5,996 | 1.53 |
| 총계 | 65,891 | 18,381 | 1.46 |

자료: 금융감독원(2011)

현재까지 국내 PEF 시장의 회수 관련 주요 특징 중 하나는 주요 회수방식인 IPO나 M&A(또는 trade sale)에 의한 회수보다 장내매각이나 대주주나 피투자회사의 상환(buyback), 그리고 유상감자에 의한 회수 등의 비중이 상대적으로 높다는 점이다. 2005년에서 2011년 설립된 PEF에 의한 PEF 투자 중 회수된 투자 건수 중 공시자료와 공개자료를 통해 분석이 가능한 82건의 회수 중 M&A와 IPO는 각각 25건 및 8건을 차지하여 전체의 30.5% 및 9.8%를 차지한 반면 장내매각과 상환(buyback)은 각각 17건, 12건으로 20.7%, 14.6%, 유상감자는 4건으로 4.9%를 차지하고 있다. 금액적인 기준으로도 M&A와 세컨더리 거래가 각각 31.5%, 24.0%를 차지하고 있다. M&A가 PEF 회수 방식 중 가장 높은 비중을 차지하는 현상은 해외 프라이빗 에쿼티 시장에서도 관찰되는 현상이다. 다양한 회수시장의 존재는 PEF 투자의 매력도를 높이는 장점이 있지만 국내 PEF 시장의 경우 제도 도입 초기 트랙레코드의 축적을 위해 투자 및 회수 위험을 최대한 감소시키기 위해 비교적 소극적인 회수 방법의 비중을 높인 측면이 있다. 이러한 회수방법은 일차적으로 PEF 시장을 확대하는 측면은 있으나 적극적인 가치제고의 유인을 감소시킴으로써 장기적인 관점에서 PEF의 순기능을 저하시키는 측면도 있게 된다. 북미 LBO의 경우 대략적으로 M&A, IPO 및 세컨더리가 회수 방식으로 각각 약 48%, 16%, 22% 정도를 차지하고 있다¹³⁾. 이러한 점에서 앞으로 국내

PEF 시장이 성숙되면서 바이아웃과 비상장사에 대한 PEF 투자비중이 증가함에 따라 우리나라 시장의 회수 방식별 분포도 향후 해외시장과 유사하게 변화될 것으로 예상된다.

<표 IV-15> PEF 투자회수 분포

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|-------|-----|--------|---------|--------|-----------------|
| 회수 | 75 | 29.4% | 37,467 | 22.9% | 500 |
| 미회수 | 173 | 67.8% | 124,238 | 76.1% | 718 |
| 감액/상각 | 7 | 2.7% | 1,555 | 1.0% | 222 |
| 총계 | 255 | 100.0% | 163,259 | 100.0% | 640 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자 건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
자료: 자본시장연구원

<표 IV-16> PEF 투자방식별 분포

| | 건수 | 비율 | 금액(억원) | 비율 | 평균 투자 금액(억원) |
|------------|----|--------|--------|--------|-----------------|
| 장내매각 | 17 | 20.7% | 2,517 | 6.5% | 148 |
| Buyback | 12 | 14.6% | 6,288 | 16.2% | 524 |
| Trade sale | 25 | 30.5% | 12,221 | 31.5% | 489 |
| IPO | 8 | 9.8% | 3,902 | 10.1% | 488 |
| Secondary | 4 | 4.9% | 9,300 | 24.0% | 2,325 |
| 유상감자 | 4 | 4.9% | 1,634 | 4.2% | 409 |
| 복합 | 3 | 3.7% | 1,097 | 2.8% | 366 |
| 기타 | 9 | 11.0% | 1,863 | 4.8% | 207 |
| 총계 | 82 | 100.0% | 38,822 | 100.0% | 473 |

주 : 2004년부터 2011년간 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자 건을 집계하되, 해외투자 건은 제외하였음. 금융감독원 자료와 상이점 존재함.
자료: 자본시장연구원

13) World Economic Federation(2008).

마지막으로 우리나라 PEF 시장은 해외 프라이빗 에쿼티 시장과 근본적으로 다르게 연기금과 정책금융기관에 의한 정책적 목적의 PEF 출자가 이루어지고 있다. 먼저 기금운용 규모가 365조원에 이르는 세계 4대 연기금인 국민연금은 국내 PEF와 대기업 및 중견기업의 적극적인 해외 진출을 돕기 위해 국내 대기업이 해외 기업 및 자산에 투자할 때 1:1 매칭투자하는 블라인드 PEF에 주요 출자자(anchor LP)로 참여하는 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership) 프로그램을 운영하고 있다. 대기업 별로 별도로 구성되는 PEF들은 파트너로 지정된 대기업이 투자 대상을 선정하면 PEF에서 투자목적회사(SPC)를 통하여 대기업과 1:1 매칭투자를 진행한다. 물론 국민연금의 코퍼레이트 파트너십이 정책적 목적만을 갖는 것은 아니지만 이러한 PEF는 해외에도 사례가 거의 없는 특수한 한국형 PEF라 할 수 있다.

코퍼레이트 파트너십의 운영원리는 프로그램 참여 당사자의 이해관계, 견제와 균형의 요소가 자리잡고 있는 것으로 보여 원활하게 운영될 경우 참여 당사자 모두에게 유리한 결과를 가져올 수 있다. 먼저 전략적 투자자의 입장에서는 매칭투자로 인하여 해외투자에 따른 위험의 분산이 가능하며 GP의 추가적인 투자대상 심사를 통해 양질의 딜에 대한 선별적 투자가 가능하다. 해외투자 경험이 많지 않은 국내 GP 입장에서는 대기업으로부터 투자대상 발굴의 편의를 제공받으며 해외투자 경험을 쌓을 수 있는 기회가 될 것으로 보인다. 또한 대기업이 경제적 논리에 부합하지 않는 자의적 해외투자를 추진할 경우 이를 견제하는 역할을 수행할 수 있다. 마지막으로 인구 고령화로 양호한 운용 수익률을 지속적으로 올릴 필요가 있는 국민연금 입장에서는 성장성이 높은 지역이나 산업으로의 적극적인 해외진출로 국내시장에서의 운용의 한계를 벗어나 해외 프라이빗 에쿼티 투자로부터 수익을 창출할 수 있다.

<표 IV-17> 국민연금 Corporate Partnership 현황

(단위: 억원)

| 기업명 | 규모 | 기업명 | 규모 |
|-------|-------|--------|-------|
| KT&G | 3,920 | 한라그룹 | 2,000 |
| POSCO | 4,000 | 두산그룹 | 4,000 |
| 동원그룹 | 2,900 | LG상사 | 3,000 |
| SK그룹 | 4,000 | NHN | 3,000 |
| GS건설 | 2,940 | CJ그룹 | 5,000 |
| LS그룹 | 3,000 | 동아제약 | 2,000 |
| KT | 4,000 | 대성합동지주 | 2,000 |
| 삼성물산 | 3,000 | 한국전력 | 4,000 |
| 한화그룹 | 5,000 | | |

자료: 국민연금

우리나라에서 정책적 목적의 PEF 출자를 담당하고 있는 주요 출자자 중 하나는 정책금융공사로서 정책금융공사는 중견기업 육성, 신성장동력 분야 투자, 대기업-중소기업 동반성장 등을 지원하기 위한 PEF에 출자하고 있다. 2012년 6월 금액기준으로 중견분야 1조 3천억원, 신성장동력 2조 3천억원, 동반성장 PEF 4천억원 등 정책금융공사 출자 PEF의 총 규모는 4조 원로서 2012년 6월 말 국내 전체 PEF 출자약정액 수준의 12%이다. 정책금융기관이 특정 정책목표의 달성을 위하여 체계적으로 출자하는 경우는 세계적으로 드문 현상으로 PEF 시장 확대와 시장실패 극복에 기여하는 측면이 있다. 그러나 정책자금의 PEF 출자가 일정 시기에 집중됨에 따라 정책자금을 출자받은 다수의 PEF가 동일 투자대상을 놓고 경합을 벌이는 상황이 벌어지는 등 투자대상 기업의 발굴의 문제와 민간 투자와의 경합에 따른 출자년도(vintage) 수익률의 악화로 정책자금의 효율적 운용이 퇴색되는 측면이 있다.

2. 국내 PEF 제도 현황

앞서 소개한 바와 같이 우리나라 PEF는 2004년 12월 6일 시행된 구 「간접투자자산운용업법」(이하, 간투법)을 통해 사모투자전문회사란 명칭의 바이아웃형 PEF 제도로 도입 되었¹⁴⁾ 2009년 2월 4일 시행된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하, 자본시장법 또는 법)에 기존의 규정이 통합되어 체계적인 변화 없이 오늘까지 그대로 이어지고 있다.¹⁵⁾ 그런데, 해외 사례에서는 근본적으로 자위력을 갖춘 소수의 전문투자자를 대상으로 자금을 모집하여 포트폴리오 회사의 경영권을 취득하는 것이 특징인 PEF에 대하여는 공모가 아닌 이상 특별한 규제를 가하지 않고 있다. 반면, 자본시장법의 경우에는 우리나라에 특수한 금산분리 및 독점규제법상의 문제로 인하여 PEF의 설립과정과 그 재산의 운용에 있어 열거주의적 규제를 가하고 있다. 그리고 차입규제의 엄격한 제한과 차입매수(LBO)에 대한 법원의 잇따른 배임죄 적용으로 인해 외국에 비해 PEF의 활동에 상당한 제약이 있어 PEF 활성화에 걸림돌이 되고 있다. 또한 자본시장법상의 엄격한 규제에도 불구하고 투자자나 투자대상회사에 대한 고려가 부족하여 규제공백이 존재하는 부분도 있는 것이 현실이다.

이에 이하에서는 우선 우리나라의 PEF 제도에 관한 법제를 개관하고, 자본시장법을 중심으로 주요 PEF규제에 관하여 살핀 후 최근 미국과 유럽을 중심으로 도입된 PEF규제에 관한 주요 논점을 정리한 다음, 마지막으로 향후 국내 PEF의 활성화를 위한 PEF 제도의 개선방향을 제시하고자 한다.

14) 구 간접투자자산운용업법 제2조 제4의2호 및 제5장의2에 의해 한국형 PEF 제도의 기초가 마련되었다.

15) 자본시장법하에서는 제9조 제18항, 제5편 제10장에서 PEF 제도를 규정하고 있다. 자본시장법 도입 시 투자목적회사(SPC)의 주주·사원의 범위(제271조 제1항)가 확대되었고, 금융위원회(금융감독원)에 대해 사모투자전문회사의 등록 사실에 대한 광고의무(제268조 제9항)가 부과되었다.

가. 우리나라 PEF 법제 및 규제체계의 개관

우리나라 PEF 법제는 크게 자본시장법상 PEF 규제와 그 외 특별법상의 PEF 규제로 구분할 수 있고, 자본시장법상 PEF는 일반적인 PEF와 기업재무안정을 목적으로 부실채권 투자 등을 목적으로 하는 기업재무안정 PEF¹⁶⁾로 구분된다. 특별법상으로는 산업발전법에 의한 기업구조개선 PEF와 해외자원개발사업법에 의한 해외자원개발투자 PEF를 대표적으로 들 수 있고, 그 밖에 중소기업 창업지원법에 의한 중소기업창업투자조합, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의한 한국벤처투자조합, 여신전문금융업법에 의한 신기술사업투자조합, 부품소재전문기업등의 육성에 관한 특별조치법에 의한 부품·소재 전문투자조합, 문화산업진흥기본법에 의한 문화산업전문회사 등의 벤처캐피탈 펀드로 구분할 수 있다. 이렇듯 우리나라 PEF 법제는 PEF 제도라는 일관된 체계 아래 하나의 법제에 의해 규율되는 것이 아니라, PEF의 운용목적과 관련 정부부처의 정책목적에 따라 상이한 법률에서 규율되고 있어 그 규제체계부터 간단치 않음을 알 수 있다.

16) 기업재무안정사모투자전문회사(기업재무안정PEF)는 세계적 금융위기에 따라 어려움을 겪고 있는 재무구조개선기업의 경영정상화와 재무안정 등을 지원하기 위한 목적으로 2010년 3월 자본시장법 제278조의2에 의해 도입된 PEF이며, 3년간 한시법의 형태로 도입되었다. 기업재무안정PEF는 자본시장법상 일반 PEF에 비해 투자대상기업의 경영권 참여를 목적으로 하지 않는 경우에도 투자가 가능하고, 대상기업의 부실채권, 부동산이나 영업권 등의 고정자산 등에 주로 투자한다는 점에서 차이가 있다. 기업재무안정 PEF의 기업회생절차상의 사례와 그 의미에 대하여는 이진웅(2011), 255면 이하 참조. 참고로 기업재무안정 PEF는 은행으로부터 부실채권을 인수하여 금융기관의 건전성을 제고함은 물론, 보다 근본적으로 부실기업자체의 인수하여 구조조정을 통해 기업을 회생시키고 금융기관의 부실채권을 정상채권으로 전환시키는 기능을 수행한다(김형태(2005), 10면).

자본시장법상 집합투자기구에 관한 규제는 공모집합투자기구를 기준으로 설계되어 있다. 따라서 사모투자전문회사 규제 또한 체계상 다른 사모집합투자기구와 마찬가지로 공모집합투자기구에 관한 규제의 적용을 배제하고, PEF에만 존재하는 특이점을 반영하는 규제 체계를 가지고 있다 하겠다. 따라서 PEF도 자본시장법상의 집합투자기구의 한 종류이기 때문에 적용배제조항이 없는 한 일반 집합투자기구에 관한 규정의 적용을 받는다.¹⁷⁾

나. 자본시장법상 PEF 규제의 주요내용

1) 사모투자전문회사 설립 규제

자본시장법상 PEF는 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 상법상 합자회사의 형태를 가진 투자합자회사로서 투자자에게 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로 정의할 수 있다(제9조 제18항). 사모로 발행한다는 의미는 사모집합투자기구의 정의에서와 동일하게 대통령령으로 정하는 전문투자자를 제외하고 투자자 즉, 사원의 총수가 49인 이하인 것을 말하며, 사모집합투자전문회사의 경우에는 1인 이상의 무한책임사원(GP)과 1인 이상의 유한책임사원(LP)이 존재하여야 한다(제269조 제1항). 그리고, 사모투자전문회사는 정관으로 무한책임사원(GP) 중 1인 이상을 업무집행사원(Executive Partner: EP)으로 정하여 그 업무집행사원으로 하여금 회사의 업무를 집행하도록 하여야 하며(제272조 제1항), 현재 업무집행사원의 자격에 대한 특별한 제한은 없다(제272조 제4항).¹⁸⁾ 사원 총수 산

17) 자본시장법 제277조 제1항은 이러한 공모집합투자기구 규제의 배제범위를 규정하는 조항이다. 동조 제2항의 상법상 합자회사의 규정 중 PEF의 특징을 반영하여 그 적용을 배제하고 있다.

정 시에는 다른 집합투자기구가 PEF 지분의 10% 이상을 취득하는 경우에는 그 다른 집합투자기구의 투자자 수를 합산하여 계산하는데 이는 사모집합투자기구에서의 사모 요건을 산정하는 방식과 동일하다.¹⁹⁾

사모투자전문회사는 상법상의 합자회사이기 때문에 PEF의 특성상 합자회사와 관련한 상법 규정을 그대로 적용할 경우 PEF의 설립 및 운용 등에 있어 지장을 초래하기 때문에 자본시장법은 상법의 합자회사에 관한 일부 규정을 배제하고, PEF의 특수성을 반영하여 합자회사에 관한 상법의 규정과는 다른 명문의 규정을 두고 있다. 따라서, 이러한 배제규정이나 상법의 규정과는 다른 내용의 자본시장법상 규정이 존재하지 않는 한 합자회사에 관한 상법의 규정이 적용된다. 자본시장법이 상법과는 다르게 규정하고 있거나 그 적용을 배제하고 있는 내용을 정리하면 다음의 표와 같다.²⁰⁾

18) 자본시장법 제214조 제1항에 따라 투자합자회사의 경우에는 업무집행사원 1인 외의 무한책임사원(GP)을 둘 수 없고, 업무집행사원은 집합투자업자만 가능하다는 제한이 있다. 다만, 후술하는 바와 같이 국제적 규제 동향과 학계의 의견을 반영하여 현재 국회에 계류 중인 자본시장법개정안은 PEF 업무집행사원의 경우에 그 자격 요건을 정하는 등 업무집행사원등록제도 도입을 예정하고 있다.

19) 자본시장법시행령 제14조 제2항

20) 표에서 정리한 항목 이외에도 정관 기재사항, 등기사항이 상법상 합자회사와 상이하며, PEF는 합병이 금지되어 있다(법 제273조 제4항)라는 점에서도 차이가 있다.

<표 IV-18> 사모투자전문회사의 상법 적용제외 내용

| 내용 | 상법 | 자본시장법 |
|-----------------------|---|--|
| 회사인 무한책임사원 (GP) | 회사는 타 회사의 무한책임 사원(GP)이 될 수 없음 (§173) | 금융기관 등이 GP로 참여 하는 것이 일반적이라는 점 에서 적용배제(§277②) |
| 사원의 경업금지 | 사원은 다른 사원의 동의 없 이 회사의 영업부류에 속하 는 거래가 금지되고, 동종영 업을 목적으로 하는 타 회사 의 무한책임사원(GP)이 되지 못함(§198) | 미국과 같은 복수의 펀드를 운용하는 PEF 전문운용사의 출현을 도모하기 위기 위해 배제(§277②) |
| 사원의 퇴사권 | 사원은 6개월 전 예고 후 영 업연도말에 퇴사 가능하고, 부득이한 사유가 있을 경우 에는 언제든지 퇴사 가능하 며, 지분압류채권자도 6개월 전 예고 후 영업연도말에 그 사원을 퇴사시킬 수 있음 (§§217, 224) | 장기의 안정적인 투자와 운 용이 요구되는 PEF의 특성 을 반영하여 적용 배제(§277 ②) |
| 지배인의 선임·해임 | 지배인의 선임과 해임은 업 무집행사원이 있는 경우에도 무한책임사원(GP) 과반수의 결의에 의함(§274) | PEF의 경우 지배인에 대한 적용이 없으므로 배제(§277 ②) |
| 조직변경 | 합자회사는 전사원의 동의로 합명회사로 그 조직을 변경 가능(§286) | PEF의 경우 전사원의 동의 가 있어도 합명회사로 조직 변경 불가(§277②) |
| 업무집행 | 정관에 다른 규정이 없는 한 업무집행은 무한책임사원(GP) 각자가 행할 권리·의무 있음 (§273) | 업무집행사원만이 회사업무 를 집행할 권리·의무 있음 (업무집행사원 선임제)(§272 ①) |

<표 IV-18> 사모투자전문회사의 상법 적용제외 내용(계속)

| 내용 | 상법 | 자본시장법 |
|-----------------|--|--|
| 지분양도 | <ul style="list-style-type: none"> 무한책임사원(GP): 총사원의 동의(\$197) 유한책임사원(LP): 무한책임사원 전원의 동의(\$276) | <ul style="list-style-type: none"> 무한책임사원((GP): 정관으로 정한 경우 전사원의 동의(\$273①) 유한책임사원(LP): 상법과 동일(\$273②) 사원의 지분은 분할양도 금지가 원칙이며, 사원총수가 49인 이하의 경우에는 분할양도 가능(\$273③) |
| 업무집행 감시권 | <p>유한책임사원(LP)은 영업년도 말 영업시간 내에만 회사의 회계장부·대차대조표 등의 서류열람과 회사 업무 및 재산상태 검사 가능(중요사유가 있는 경우 법원의 허가 얻은 경우 언제든지 가능) §195. 업무집행권이 없는 무한책임사원은 언제든지 업무 및 재산상태 검사가능(\$277)</p> | <p>업무집행사원이 아닌 무한·유한사원은 영업시간 내에 PEF 또는 PEF가 출자한 SPC의 재산에 관한 장부·서류의 열람권과 등·초본 교부청구권을 가짐(\$272⑨)</p> |
| 출자의 목적 및 최소출자가액 | <p>무한책임사원(GP)은 신용 또는 노무를 출자의 목적으로 할 수 있으나, 유한책임사원(LP)은 불가(\$272)</p> | <p>모든 사원의 출자의 목적은 금전에 한하며, 예외적으로 일정한 요건을 갖춘 증권은 다른 모든 사원의 동의가 있을 경우 가능(\$269⑤) 유한책임사원(LP)이 법인, 단체 등의 경우에는 20억원, 개인의 경우에는 10억원을 최소출자가액으로 함²¹⁾(\$269⑥)</p> |
| 회사의 존속기간 | 제한 없음 | 설립등기일로부터 15년 이내(268①(1)) |

21) PEF의 출자의 방식은 출자약정(capital commitment) 후 업무집행사원의 출자이행청구(capital call, take down)가 있을 때 실제 출자를 이행함으로써 유휴자금(idle money)을 최소화하는데, 자본시장법시행령 제291조 제4항은 이를 반영하여 유한책임사원(LP)은 업무집행사원이 출자이행을 요구

사모투자전문회사는 합자회사(Kommanditgesellschaft)라는 회사 형태를 취하는데, PEF 제도 도입을 담당했던 정부실무자에 따르면 미국의 limited partnership의 법률적 성격이 실제 미국에서는 회사의 한 형태로서 오히려 합자회사와 유사하다는 것과, 새로 도입되는 PEF에 대하여 법률관계의 명확화 차원에서 조합의 형태로는 한계가 있다고 보았기 때문이라고 한다.²²⁾ 미국에서 PEF를 합자조합(limited partnership)으로 하는 가장 큰 이유는 앞서 기술한 바와 같이 합자조합의 경우 이중과세를 피할 수 있다는 장점 때문이다. 우리나라의 경우 2007년 12월 31일 조세특례제한법 개정²³⁾ 통해 '동업기업과세특례제도'를 도입함으로써 동업기업²⁴⁾ 즉, PEF의 경우 사모투자전문회사 단계에서는 법인세를 부과하지 않고 동업자 즉, 사원 단계에서만 소득세 또는 법인세를 납부할 수 있도록 하였기 때문에 조세측면에서는 이중과세의 문제는 상당부분 해결되었다고 볼 수 있다. 따라서, 사모투자전문회사의 형태를 합자회사로 제한한 것에 대한 비판은 상당부분 의미가 없어졌다고 볼 수 있다.²⁵⁾ 다만, 향후

한 때 출자하기로 약정하는 방식에 의해 출자할 수 있다고 규정하고 있다. 따라서 최소출자가액의 산정시점은 출자약정 시점을 기준으로 한다(법령제정 실무작성반(2006), 224면; 윤영신(2009), 467면). 무한책임사원에 대한 최소출자가액 제한은 없다.

22) 박정훈(2005), 50면.

23) 조세특례제한법 제100조의14~제100조의21을 신설하였다.

24) 동업기업이란 2명 이상이 금전이나 그 밖의 재산 또는 노무 등을 출자하여 공동사업을 경영하면서 이익 또는 손실을 배분받기 위하여 설립한 단체를 말하며(조세특례제한법 제100조의14), 조합, 익명조합, 합명회사, 합자회사, 법무조합, 특허법인, 노무법인 회계법인, PEF가 동업기업의 범위에 포함된다(제100조의15). 다만, 자본시장법에 따른 투자조합, 투자익명조합, 투자합자회사는 적용대상에서 제외된다.

25) 오영표(2010), 161면은 동업기업과세특례제도의 도입으로 이중과세 문제가 해결되었기 때문에 미국의 limited partnership을 합자조합 형태로 도입할 실익이 크게 없는 것으로 판단하면서도 개정상법에 따라 도입된 합자조합을 사모투자전문회사의 법적 형태로 허용한다면 업무집행사원과 유한책임

2012년 개정상법에 도입된 합자조합도 사모투자전문회사의 한 형태로 인정할 필요가 있는가에 대하여는 현행 자본시장법상 사모투자전문회사의 내부관계에 관한 규제체계의 종합적인 관점에서 조금 더 검토가 필요한 것으로 보인다.

사모투자전문회사의 설립절차는 투자자를 모집하여 자본시장법 제 268조 제1항에 규정된 기재사항을 포함한 정관을 작성한 후 동조 제2항에서 규정하는 사항을 등기하고, 등기일로부터 2주 이내 금융위원회에 등록신청서를 제출하면, 금융위원회는 접수일로부터 30일 이내에 등록요건을 심사 후 등록 여부에 관한 결과를 신청인에게 서면으로 통지하게 된다. 등록신청서에 흠결이 있는 경우 금융위원회는 보완을 요구할 수 있고 이 흠결보완기간은 심사기간에 산입되지 않는다. 등록이 결정된 경우 금융위원회는 사모투자전문회사등록부에 필요사항을 기재 후 등록내용을 인터넷 홈페이지 등에 공고하여야 한다. 심사 기준이 되는 등록요건은 (1) 사모투자전문회사가 자본시장법에 따라 규정에 맞게 설립되어야 하고, (2) 사모투자전문회사의 정관이 법령을 위반하거나 투자자의 이익을 명백히 침해하지 않아야 한다. 만약 사모투자전문회사가 (1) 등록요건을 갖추지 않거나, (2) 등록신청서를 거짓으로 작성하였거나, (3) 금융위원회의 흠결보완요구를 이행하지 않은 경우에는 등록이 거부된다.

사원(LP) 간의 다양한 계약관계를 형성할 수 있다는 장점이 있을 것이라고 한다. 그러나, 사건으로는 자본시장법상 PEF규제를 그대로 둔 채 PEF의 법적 형태를 합자조합으로 한다고 하여 별도의 다양한 계약관계를 형성할 수 있을지에 관하여는 의문이며, 업무집행사원과 유한책임사원(LP) 다양한 계약관계가 정확히 무엇을 의미하는 것인지는 알 수 없으나, 합자회사의 내부관계에 관한 통설에 따를 경우 '다양한 계약관계'가 가능하다고 해석할 수 있으므로 PEF의 법적형태를 특별히 합자조합으로 인정할 실익은 거의 없다고 판단된다.

2) 사모투자전문회사에 대한 출자 규제

사모투자전문회사의 설립규제에 대한 특수문제로서 자본시장법과 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」(이하, 금산법) 등의 개별 법률에서 PEF를 대기업의 기업확장수단이나 금융자본과 산업자본의 분리라는 ‘금산분리’ 원칙을 회피하는 수단으로 이용되는 것을 차단하기 위한 설립단계에서의 출자규제가 존재한다.

우선 자본시장법은 은행, 보험업자 등 금융관련업을 영위하는 자는 해당 금융관련 법령에도 불구하고 그 법령에서 제한하거나 금지하는 규정을 위반하지 아니하는 범위에서 업무집행사원이 될 수 있도록 허용하고(제272조 제2항), 한국산업은행과 중소기업은행 같은 국책은행은 그 설립목적에 부합하는 범위 내에서 PEF에 출자하여 PEF를 설립·운영할 수 있도록 하고 있다. 그러나, 금산법상의 금융기관 및 그 금융기관과 동일한 기업집단에 속하는 동일계열 금융기관은 (1) 다른 회사의 ‘의결권 있는’ 발행주식총수의 20% 이상을 소유하게 되는 행위나, (2) 다른 회사의 ‘의결권 있는’ 발행주식 총수의 5% 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 (i) 그 회사의 최대주주가 되거나 (ii) 주식분산도로 보아 주주권 행사에 의한 지배관계를 형성하는 경우에는 그 금융기관의 설립근거법에 따라 인가·승인을 받은 경우를 제외하고 금융위원회의 사전 승인을 얻어야 한다(금산법 제24조 제1항).²⁶⁾ 그리고, 은행법에 따라 은행은 원칙적으로 다른 회사의 ‘의

26) 금산법 제24조는 발행주식 총수를 기준으로 지배관계를 규정하고 있어 업무집행사원에 의해 업무를 집행하는 PEF의 경우에는 무엇을 기준으로 지배관계가 성립하는지에 관하여 논란이 있어왔다. 이에 대해 2010년 금융위원회는 금융위원회 의결을 통해 이에 관한 유권해석을 제시하였다(금융위원회 보도자료(2010. 9. 1)). 이에 따르면, 금융회사가 PEF에 유한책임사원(LP)으로 투자하는 경우에는 PEF에서 유한책임사원(LP)은 PEF의 다른 회사 보유지분 의결권 행사 등 주요의사결정에 대한 참여가 제한되기 때문에 금산법상 승인대상에서 제외시키고, 금융회사가 업무집행사원으로 참여하

결권 있는' 지분증권의 15%를 초과하여 보유하는 것이 금지되지만(제37조 제1항), PEF와 PEF의 지분소유를 목적으로 하는 업종을 포함한 금융위원회가 정하는 업종에 속하는 회사 등(은행의 자회사)에 대해서는 금융위원회의 승인을 얻은 경우 은행의 일정한 자기자본 이내에서 15%를 초과하여 의결권 있는 지분증권을 보유할 수 있다(제37조 제2항). 다만, 이러한 규정에도 불구하고 은행이 자본시장법상 PEF의 업무집행사원 또는 무한책임사원이거나 유한책임사원(LP)으로서 PEF 출자총액의 30%를 초과하여 지분을 보유하는 경우에는 제37조 제2항에서 규정하는 자회사로 간주하여 규제하고 있다.²⁷⁾

또한, 자본시장법은 대기업을 경제력집중을 위한 우회수단으로 PEF를 이용하는 것을 사전에 차단하기 위해 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하, 독점규제법) 제9조 제1항에 따른 상호출자제한기업집단에 속하는 금융기관은 PEF에 출자하는 경우 PEF 전체지분의 30%를 초과하여 출자할 수 없도록 규정하고 있다(법시행령 제291조 제3항).²⁸⁾

는 경우에는 PEF에서 업무집행사원은 보유지분에 관계없이 다른 회사의 경영권 참여 결정 등에 유일하게 의사결정을 행사하므로 그 보유지분과 관계없이 모두 금산법상 승인대상이 된다고 한다.

- 27) 은행이 유한책임사원(LP)으로 출자하는 경우에도 출자총액의 30%를 초과하여 대규모로 투자하는 경우에 과도하게 위험을 부담할 수 있기 때문에 자회사로 본다는 취지라고 한다.
- 28) 30% 산정은 무한책임사원 및 유한책임사원(LP)의 출자지분을 합산하고, 상호출자제한기업집단별로 각각 30% 초과 여부를 판단한다(금융감독원(2011), 54면). 명확하지는 않으나, PEF 전체출자지분의 30%의 의미에 대한 금융감독원의 이러한 해석은 '출자총액'에 대한 사원의 '출자가액'의 비율로 본 것으로 판단된다. 김성용(2005a), 41면 참조.

3) 사모투자전문회사재산의 운용 규제

한국형 PEF 제도의 도입 배경은 2003년 말 외환위기 이후 우리나라에서 활발하게 활동하고 있던 외국계 펀드에 대한 대항마로서 한국형 PEF가 필요하고 국내 자금으로도 기업인수·합병 등을 원활히 할 수 있어야 한다는 주장에 따라 바이아웃형 PEF로 제도를 설계하게 되었다. 이에 따라 구 간투법 및 현 자본시장법에서도 바이아웃을 중심으로 제도가 설계되어 PEF재산의 운용방법을 규제하고 있다.

구체적으로 PEF는 단독 또는 시행령에서 규정하는 방법에 따라²⁹⁾ 다른 PEF와 공동으로 다음에 열거하는 한 방법으로 PEF재산을 운용해야 한다(법 제270조 제1항).

1. 다른 회사(투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사 등은 제외³⁰⁾)의 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 10% 이상이 되도록 하는 투자
2. 임원의 임면 등 투자하는 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력 행사가 가능하도록 하는 투자
3. 지분증권을 제외한 증권에 대한 투자(다만, 위의 첫 번째 또는 두 번째 투자를 목적으로 하는 경우에 한함)³¹⁾

29) 다음의 3가지 공동행사를 말한다(법시행령 제292조 제1항): (1) 지분증권, 신주인수권(그 밖의 신규발행 지분증권을 인수할 수 있는 권리를 포함)이 표시된 것, 전환사채권, 신주인수권부사채권 또는 교환사채권(이하, 지분증권등)을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, (2) 지분증권등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 지분증권등을 상호 양도 또는 양수하는 행위, (3) 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 공동으로 행사하는 행위.

30) 이는 PEF를 간접재투자펀드로 운용하는 것을 금지하기 위함이다.

31) 예컨대, 임원선임을 수반하는 전환사채나 신주인수권부사채 등에 대한 투자를 들 수 있다.

4. 투자대상기업이 발행한 증권에 대한 투자위험을 회피하기 위한 투자로서 시행령으로 정하는 장내파생상품 또는 장외파생상품³²⁾에 대한 투자
5. 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 따른 사회기반시설투융자회사가 발행한 증권에 대한 투자
6. 투자목적회사(SPC)의 지분증권에 대한 투자
7. 그 밖에 위에 열거한 투자에 준하는 것으로서 투자대상기업의 금전채권에 대한 투자, 투자대상기업의 사업구조나 지배구조 등을 개선하는 과정에서 처분하는 부동산(지상권·지역권·전세권·임차권·분양권 등 부동산 관련 권리를 포함) 또는 금전채권 등에 대한 투자, 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 따른 사회기반시설에 대한 투자 등

이상의 원칙적 재산운용 이외의 여유재산은 단기대출, 금융기관 예치, PEF재산의 5% 이내의 증권투자하거나 PEF의 건전한 자산운용을 해할 우려가 없는 방법으로서 원화표시 양도예금증서에 대한 투자, 기업어음을 제외한 특정 금융기관 발행 어음에 투자하는 방법으로만 운용할 수 있다.

PEF는 사원이 실제 출자한 날부터 2년 이내에 출자금액의 50% 이상을 위의 1., 2, 5, 또는 6에서 정한 투자방법으로 운용하여야 하며, 투자목적회사의 경우에는 1, 2, 5의 방법으로 투자하여야 하고, 부득이하게 투자대상기업을 선정하기 곤란하거나 투자대상기업의 경영권지배를 확보할 수 있을 정도의 투자대상기업 지분증권을 취득하기 어려운 경우 등의 경우에는 금융위원회의 사전승인을 받아 투자개시 시한에 대한 규제를 늦출 수 있다(법 제270조 제3항).

32) 투자대상기업이 발행한 증권이나 그 증권의 가격 또는 이를 기초로 하는 지수를 기초자산으로 하는 장내파생상품 또는 장외파생상품이나 투자대상기업이 발행한 외화증권에 대한 환위험을 회피하기 위한 장내파생상품 또는 장외파생상품을 말한다(법시행령 제292조 제4항).

자본시장법은 PEF의 단기매매차익 거래를 차단하기 위해 PEF가 위의 투자방법 1 및 2에 따라 투자대상기업의 경영권지배를 확보한 때로부터 6개월 이상 투자대상기업이 발행한 지분증권을 계속 소유하도록 하고 있다. 그러나 그러한 계속소유로 인하여 사원의 이익을 명백히 해할 우려가 있거나 투자대상기업이 영업정지된 경우, 3개월 이상 조업을 중단한 경우 등의 경우에는 금융위원회의 사전승인을 받아 6개월 미만의 기간 중에도 보유증권을 처분할 수 있다(법 제270조 제4항). PEF가 투자목적회사를 통하여 투자대상기업의 지분증권을 보유하는 경우에도 동일한 제한이 따르며, 투자목적회사에 공동으로 출자한 PEF도 같은 규제를 받는다(법 제270조 제5항). 또한, PEF가 투자대상회사의 지분증권을 최초로 취득한 날부터 6개월 이내에 의결권 있는 발행지분 10%이상의 지분증권을 취득하거나 10%가 아닌 경우에도 사실상의 경영권지배 확보에 실패하는 경우에는 1개월 이내에 이미 취득한 투자대상회사의 지분증권 전부를 PEF와 출자관계에 있거나 출자에 의한 지배를 받는 자를 제외한 다른 자에게 처분하여야 한다(법 제270조 제6항). 다만 증권시장에서 투자대상기업의 지분증권에 대해 매매거래가 정지된 경우 등 그 처분이 곤란한 경우 금융위원회의 승인과 확인을 받은 때에는 그 처분이 가능할 때까지 보유할 수 있다(법시행령 제294조 제6항 및 제7항).

PEF재산운용의 제한과 관련하여 이른바 ‘옵션부 투자’는 합리적이고 최소한의 범위에서만 가능도록 제한된다는 점을 주의하여야 한다. 옵션부 투자는 사실상 대출과 다름없기 때문에 금융감독원은 창구지도(guideline)를 통해³³⁾ 풋백옵션과³⁴⁾ 콜옵션³⁵⁾ 등의 계약을 통한 옵션부

33) 금융감독원 보도자료(2005. 7. 18). 이 가이드라인은 2005년 우리은행PEF가 건설회사 우방에 투자하면서 콜옵션과 풋백옵션을 동시에 약정하여 사실상 위험이 없는 투자에 나서면서 사실상 대출이라는 논란이 일자 창구지도를 위해 마련된 것이다.

34) 투자자(PEF)가 매도자로부터 특정시점에 해당 지분을 일정 수익률을 보장 받고 매도청구권을 행사할 수 있는 권리를 약정하는 것을 말한다.

투자를 제한하고 있다. 금융감독원은 PEF가 경영권참여를 통한 기업가치 제고라는 목적 달성에 필요한 합리적인 수준의 옵션약정일 것을 전제로 (1) 옵션약정 당사자 사이에 콜옵션과 풋옵션이 동시에 존재하지 않아야 하고, (2) 단순 기간경과를 옵션행사요건으로 하지 않아야 하며, (3) 원금보장특약은 가능하나, 옵션행사가격은 행사 당시 시가(시가가 없는 경우 본질가치)를 초과하지 않아야 하며, (4) 금전대여의 실질을 갖는 과도한 담보(이행적립금(적금가입등), 단기간내 현금확보를 추구하는 처분신탁, 최대주주 및 그 특수관계인의 인적담보)를 청구 또는 제공하지 않아야 하며, 옵션부 투자 시 그 투자내용을 미리 계약으로 정하고 이를 금융감독원에 보고토록 가이드라인을 제시한 바 있다. 그러나, 이 가이드라인은 풋백옵션과 콜옵션을 동시에만 사용하지 못하도록 하고 있고 기간경과를 옵션행사가격으로 하지 않으면 되는 등 상당히 느슨한 형태로 만들어진 측면이 강해 실무에서는 이 가이드라인을 피해 여전히 일정 수익률을 보장하는 옵션부 투자를 행하고 있는 것으로 보인다³⁵⁾. 그러나 대출과 동일한 형태의 옵션부 투자는 PEF 제도의 도입취지를 몰각시킨다는 점에서 향후 이에 관한 적절한 규제가 필요할 것으로 판단된다.

PEF재산의 운용과 관련하여 PEF 사원의 퇴사에 따른 출자금 지급 및 운영비용에 충당할 자금이 일시적으로 부족하거나 투자대상기업에 투자하기 위해 필요한 자금이 일시적으로 부족한 경우에만 예외적으로 자금을 차입하거나 투자대상기업 또는 투자대상기업과 관련된 타인을 위한 채무보증을 할 수 있으며, 차입 또는 채무보증을 할 경우에도 차입금액 및 채무보증액의 합계는 PEF재산의 10%를 초과할 수 없다(법 제

35) 매도자가 투자자에게 특정 시점에 일정 수익률로 환매수권을 행사할 수 있는 권리를 약정하는 것을 말한다.

36) PEF의 주요 옵션부 투자 사례에 대하여는 한국경제(2012. 9. 19), 25면 보도자료 참조.

270조 제7항).³⁷⁾ 이는 차입금액 및 채무보증액을 무제한으로 허용할 경우 재무구조의 위험이 확대될 수 있고 기본적으로 PEF도 집합투자기구라는 점과 미국의 경우에서와 같이 PEF의 특성상 PEF 단계에서는 차입을 인정할 실익이 없다는 점을 고려한 것이다.³⁸⁾ 그리고, 레버리지를 통한 기업인수 즉, LBO는 실제 SPC를 통해서 이루어지는 것이 일반적이므로 자본시장법도 투자목적회사³⁹⁾를 통해 투자목적회사 자기자본의 200%⁴⁰⁾의 범위 내에서 차입 또는 채무보증을 가능하도록 하고 있다(법제271조 제4항 및 법시행령 제296조 제3항). 투자목적회사의 차입 및 채무보증 제한은 정부가 마련한 구 간투법(안)에는 없던 것이었는데 국회 논의 과정에서 일부 국회의원과 시민단체의 반대가 있어 자본시장법시행령 단계에서 200%의 제한을 가하게 된 것으로서⁴¹⁾ 명확하지는 않으나 앞서 살펴본 바와 같이 2000년 이후 미국에서 PEF의 차입비율이 평균 200% 정도라는 점을 고려한 부분도 있지 않나 생각된다. 그러나, PEF는 소수의 자위력을 갖춘 전문투자자를 대상으로 투자가 이루어지고, 투자

37) 이와 유사하게 일반 집합투자기구의 경우에도 집합투자기구의 계산으로 금전차입이 금지되며, 환매 또는 반대수익자나 반대주주의 매수청구 시 예외적으로 집합투자재산 총액의 10%를 한도로 차입을 할 수 있도록 하고 있다(법 제83조 참조).

38) 변재호·홍성기·김중훈·엄세용·김유석(2009), 712면; 법령제정 실무작업반(2006), 695면.

39) 자본시장법상 PEF의 투자목적회사는 주식회사 또는 유한회사로서 상급임원이나 직원이 없는 명목회사이며, 본점 이외의 영업소를 설치할 수 없다. PEF의 주주 또는 사원은 구 간투법에서는 PEF만 가능하였으나, 자본시장법 제정 시 MBO와 금융기관의 출자전환을 인정하기 위해 투자목적회사가 투자하는 회사의 임원 또는 대주주와 투자목적회사에 대하여 신용공여를 한 금융기관으로서 출자를 전환한 자도 주주 또는 사원이 될 수 있도록 그 범위를 확대하였다.

40) 2012년 6월 29일 자본시장법시행령 제296조 제3항의 개정을 통해 2013년 1월 1일부터는 자기자본의 300%까지 차입 및 채무보증이 가능하다.

41) 박정훈(2005), 52면; 김성용(2005b), 233면.

목적회사는 회사는 위험을 제한하는 투자수단에 지나지 않는다. 특히 LBO에 대한 적법성이나 적정성에 대해서는 회사법적인 차원과 배임죄에 관한 형사법적 차원에서 규제하는 것이 바람직하다는 측면에서 자본시장법상의 차입비율을 통한 규제는 향후 전향적인 고려가 필요할 것으로 보인다. 그리고, 배임죄⁴²⁾를 적용한 2006년 신한 LBO 사건에 대한 판결⁴³⁾로 시작하여, 2008년 들어서는 경영자매수(Management Buyout: MBO)의 경우에도 회사 재산을 담보로 제공할 때 그에 '상응하는 반대급부'가 없을 경우 배임죄가 성립한다는 서울중앙지법의 판단⁴⁴⁾이 있어 우리나라에서는 PEF의 특수목적회사가 차입을 통한 기업인수를 시도할 수 있는 여건 자체도 상당히 열악한 상황이다. 다행인 것은 최근 법무부가 이러한 상황을 인식하고 2011년 12월 29일 서울대학교 산학협력단이 제출한 연구용역보고서⁴⁵⁾ 기초로 상법 개정안을 마련해 2014년

42) 배임죄는 “타인의 사무를 처리하는 자가 그 임무에 위배하는 행위로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가한 때”에 성립한다(형법 제355조 제2항).

43) 대법원 2006. 11. 9 선고 2004도7027 판결.

44) 머니투데이(2008. 7. 6), 인터넷 보도자료.

45) 서울대학교 산학협력단(2011). 이 보고서는 다음의 11개 조문을 합법적 LBO의 가이드라인으로 제시하고 있으며, MBO는 그 적용범위에서 제외하고 있다.

제1조 (목적) 본 가이드라인은 LBO 형태의 기업인수에 있어서 대상회사의 이사의 임무위배 및 그에 따른 배임죄의 기소 여부를 결정하는 판단기준을 제시함을 목적으로 한다.

제2조 (용어의 정의) ① 본가이드라인에서 “LBO”라 함은 인수자가 대상회사의 주식매수를 위한 매수자금의 전부 또는 일부를 차입함에 있어 대상회사가 인수자에게 금융지원을 제공하는 기업인수방법을 말한다.

② 본 가이드라인에서 “금융지원” 이라 함은 인수자로 하여금 차입을 가능하게 하거나 이를 원활하게 할 목적으로 대상회사 주식의 매매거래의 종결 전후를 불문하고 대상회사가 인수자에게 직접적 또는 간접적으로 금전지급, 자금대여, 채무인수, 보증, 담보제공 등의 행위를 하는 것을 말한다. 다만 배당금의 지급, 자기주식취득, 상환주식의 상환 등 대상회사의 배당가능이익의 범위 내에서 인수자가 대상회사의 주주의 지위에서 이루

어지는 금전 등의 지급은 금융지원으로 보지 않는다.

③ 인수회사가 대상회사의 인수를 위하여 특수목적회사(SPC)를 설립하는 경우에는 특수목적회사를 본 가이드라인의 “인수자”로 본다.

제3조 (적용범위) 인수자가 인수를 위한 차입금을 상환하지 않은 상태에서 LBO 이후 대상회사를 합병하는 경우에도 본 가이드라인을 적용한다. 이 경우 합병이전에 금융지원이 없었다면 합병을 금융지원으로 본다.

제4조 (금융지원의요건) LBO 형태의 기업인수에 있어서 대상회사의 이사는 다음의 요건을 모두 충족하는 경우 대상회사로 하여금 금융지원을 제공하도록 할 수 있다.

1. 당해 이사가 금융지원의 대가로 부당하게 개인적인 이익을 얻지 않을 것
2. 금융지원의 결정 후 지체 없이 그 내용을 상당한 방법으로 공고할 것
3. 금융지원이 주주 및 채권자의 이익을 부당하게 침해하지 않을 것

제5조 (주주 및 채권자의 이익에 대한 부당한 침해의 판단기준) 금융지원이 다음 각호의 어느 하나에 해당하면 금융지원은 대상회사의 주주 및 채권자의 이익을 부당하게 침해하지 않는 것으로 본다. 그러나 이를 모두 충족하지 못한다고 하여 바로 주주 및 채권자의 이익이 부당하게 침해되었다고 보는 것은 아니다.

1. 대상회사의 주주 및 채권자 전원의 동의가 있는 경우
2. 대상회사의 주주 및 채권자의 보호를 위한 절차를 거친 경우
3. 주주 및 채권자의 이익을 침해할 위험성이 현저히 낮은 경우

제6조 (주주 및 채권자 전원의 동의) 제5조 제1호의 주주 및 채권자 전원의 동의는 개별적 또는 집단적인 방법에 의할 수 있다. 주주와 채권자의 동의를 구하는 경우 이사는 미리 금융지원의 내용과 중요한 조건을 서면으로 통지하여야한다.

제7조 (주주의 보호절차) 다음 각호의 어느 하나에 해당하면 제5조 제2호의 대상회사 주주의 보호를 위한 절차를 거친 것으로 본다.

1. 인수자가 대상회사 발행주식총수의 전부를 취득한 경우. 인수자가 대상회사 발행주식총수의 100분의 95 이상을 취득하여 소수주주에게 상법 제360조의25에 따른 매수청구권이 인정되는 경우를 포함한다.
2. 인수자가 응모주식 전부를 매수하는 조건의 공개매수(대상회사가 비상장회사인 경우에는 모든 주주에게 동일한 조건으로 매도기회를 부여하는 등 공개매수에 준하는 절차)에 의하여 대상회사의 주식을 취득한 경우.
3. 인수자가 대상회사를 합병하면서, 대상회사 주주에게 반대주주의 주식 매수청구권이 부여된 경우.
4. 인수자를 제외한 나머지 주주의 3분의 2 이상의 동의를 받아 선정한 전

1월 시행을 목표로 하고 있다 보도⁴⁶⁾한 바 있어 향후 보다 법적 안정성이 확보된 상태에서 LBO를 진행할 수 있는 여건이 형성될 수 있을 것으로 보인다.

문가가 주주의 이익의 관점에서 공정한 내용이라는 의견을 제시한 경우. 제8조 (채권자의 보호절차) 다음 각호의 어느 하나에 해당하면 제5조 제2호의 대상회사 채권자의 보호를 위한 절차를 거친 것으로 본다.

1. 상법 제232조2에 따른 채권자보호절차를 거친 경우.
2. 채권자가 보유한 잔여채권액의 3분의 2 이상의 동의를 받아 선정한 전문가가 채권자의 이익의 관점에서 공정한 내용이라는 의견을 제시한 경우.

제9조 (파산위험의 판단기준) 다음 각호를 모두 충족하면 제5조 제3호의 대상회사의 주주 및 채권자의 이익을 침해할 위험성이 현저히 낮다고 본다.

1. 인수자의 자기자본 비율이 100분의 50 이상일 것
2. 인수자가 특수목적회사인 경우에는 인수자의 50%를 초과하여 보유하는 주주 또는 투자적격 등급인 실질적인 지배주주(특수관계인의 지분 또는 사실상 영향력을 합산한다)가 인수자의 인수를 위한 차입에 관하여 보증 또는 상당한 담보를 제공하거나 자금보충약정을 체결할 것. 다만 관련 법령에 따라 보증, 담보제공, 자금보충약정 등이 금지되는 경우에는 이 요건을 적용하지 않는다.
3. 공신력 있는 신용평가회사가 대상회사의 신용등급에 대한 예비평정을 실시하여 투자적격 이상의 신용등급을 받을 것. 다만 기존에 투자적격 미만의 신용등급을 받고 있는 경우에는 신용등급이 하향되지 않으면 이를 충족하는 것으로 본다.

제10조 (정보의 공시) 대상회사의 이사는 금융지원을 제공한 날 이후 6월이 경과하는 날까지 다음 각호의 서류를 본점에 비치하여야 한다. 주주 및 채권자는 이 서류의 열람 및 등사를 청구할 수 있다.

1. 금융지원과 관련한 계약서
2. 인수자 및 대상회사의 최종 재무상태표 및 포괄손익계산서

제11조 (회생절차가 개시된 대상회사의 경우 특칙) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생절차 및 기업구조조정촉진법에 따른 구조조정절차가 개시된 회사를 대상으로 한 LBO의 경우에는 제4조 내지 제9조의 적용에 있어 주주의 보호에 관한 내용은 적용하지 아니하고, 채권자의 동의는 각 절차에서 채무재조정에 필요한 채권자의 승인으로 갈음한다.

46) 한국경제(2012. 5. 8) 인터넷 보도자료.

끝으로, PEF 설립 시 출자제한의 경우와 마찬가지로 PEF재산의 운용을 통해 PEF 제도를 금산분리원칙을 잠탈하고 대기업의 지배력 확장수단으로 이용하는 것을 방지할 필요가 있다. 이에 우선 자본시장법은 상호출자제한기업집단의 계열회사인 PEF 또는 상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 PEF가 국내의 다른 회사를 계열회사로 편입할 경우에는 그 편입일로부터 5년 이내에 그 다른 회사의 지분증권을 그 상호출자제한기업집단의 계열회사가 아닌 자에게 처분토록 규정하고 있다. 그리고 상호출자제한기업집단의 계열회회사인 PEF 또는 상호출자제한기업집단의 계열회사가 무한책임사원인 PEF는 국내외에 소재한 그 계열회사가 발행한 지분증권의 취득을 금지하고 있다(법 제274조). 또한 은행법은 산업자본(비금융주력자)이 은행을 소유하게 됨으로써 은행을 사금고화하여 은행의 공공성과 부실화를 초래할 수 있다는 판단 하에 (1) 비금융주력자가 PEF 출자총액의 18% 이상의 지분을 보유하는 유한책임사원(LP)인 PEF,⁴⁷⁾ (2) 비금융주력자가 PEF의 무한책임사원인 PEF,⁴⁸⁾ (3) 다른 상호출자제한기업집단에 속하는 각각의 계열회사가 취득한 PEF 지분의 합이 PEF 출자총액의 36% 이상인 PEF 및 (4) 위 (1)~(3)에 해당하는 PEF(투자목적회사의 주식 또는 지분을 취득한 자 중 비금융주력자가 있는 경우 그 비금융주력자를 포함한다)가 투자목적회사의 주식 또는 지분의 9%를 초과하여 취득·보유하거나 임원의 임면 등 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 경우의 투자목적회사의 경우 해당 PEF 및 투자목적회사는 비금융주력자(산업자본)에 해당하고(은행법 제2조 제1항 제9호 라목~마목), 비금융주력자인 PEF는 은행의 의결권 있는

47) 그 지분의 계산은 해당 사원과 다른 유한책임사원(LP)으로서 해당 사원의 특수관계인 지분을 포함한다.

48) 다만, 비금융주력자가 아닌 무한책임사원이 다른 PEF를 통하여 비금융회사의 주식 또는 지분에 투자함으로써 비금융주력자에 해당하게 된 경우로서 해당 PEF의 유한책임사원(LP)이 그 다른 PEF에 출자하지 않는 경우에는 이를 제외한다.

발행주식총수의 9%를 초과하여 주식을 보유할 수 없다(은행법 제16조의 2 제1항). 그러나 취득한 은행주식에 대해 의결권을 행사하지 않는다는 조건으로 재무건전성 등의 초과보유요건을 충족하여 금융위원회의 사전 승인을 얻은 경우에는 10%까지 은행 주식을 보유할 수 있다(은행법 제 16조의 2 제2항).⁴⁹⁾ 비금융주력자가 아닌 PEF의 경우에는 원칙적으로 은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 10%를 초과하여 은행의 주식을 보유할 수 없지만(은행법 제15조 제1항), 금융위원회의 사전승인이 있는 경우에는 10%, 25% 및 33%를 초과하여 은행의 주식을 보유할 수 있으며 이 경우 각각의 초과기준 시마다 별도의 승인을 받아야 한다(은행법 제 15조 제3항). 또한 은행법은 일정한 비금융주력자가 출자한 PEF 또는 투자목적회사가⁵⁰⁾ 지방은행을 제외한 은행의 최대주주가 되거나 임원의 임면 등을 통해 해당 은행의 경영에 관여할 수 있는 경우로서 은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 4%를 초과하는 주식을 보유하고자 하는 경우에는 금융위원회의 사전 승인⁵¹⁾을 받도록 하고 있다(은행법 제15조의3 제1항). 금융지주회사법도 은행지주회사의 경우 동일한 내용의 규정을 두고 있다.⁵²⁾

49) 지방은행의 경우에는 의결권불행사 조건 없이 15%까지 보유할 수 있다.

50) (1) 비금융주력자가 PEF 출자총액의 10% 이상의 지분을 보유하는 유한책임사원(LP)인 경우의 그 PEF, (2) 다른 상호출자제한기업집단에 속하는 각각의 계열회사가 보유한 PEF 지분의 합이 PEF 출자총액의 30% 이상인 경우의 그 사모투자전문회사 및 (1) 또는 (2)에 해당하는 PEF가 투자목적회사의 주식 또는 지분의 4%를 초과하여 취득·보유하거나 임원의 임면 등 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 경우의 그 투자목적회사를 말한다.

51) 은행법 제15조의3 제2항 및 동법시행령 제10조가 승인요건을 규정하고 있다.

52) 금융지주회사법 제2조 제1항 제8호(비금융주력자의 정의), 제8조(은행지주회사 주식의 보유제한), 제8조의2(비금융주력자의 주식보유제한), 제8조의4(비금융주력자의 주식보유에 대한 승인) 및 제8조의5(PEF등의 주식보유에 대한 승인) 참조.

4) 사모투자전문회사의 내부관계: 유한책임사원(LP)의 업무집행 관여 문제

PEF의 업무집행은 업무집행사원의 권리와 의무이다(법 제272조 제1항). 그런데, 우리나라의 PEF는 시장의 수요에 의해 자연적으로 형성된 것이 아니라 외국 PEF에 대한 '대항마'로서 국내자본에 의한 M&A와 구조조정을 활성화시키기 위해 기존의 틀 내에서 제도로서 도입된 것이기 때문에 선진 해외시장의 PEF와는 다른 양상을 보이는 부분이 존재한다. 그 중 PEF의 내부관계, 특히 PEF의 업무집행에 대하여 유한책임사원(LP)이 관여할 수 있는지, 만약 관여할 수 있다면 어떤 방법으로 어느 선까지 관여가 가능한 것인지가 논란이 되고 있다. 앞서 소개한 바와 같이 대표적으로 미국시장에서는 오랜 업력과 시장평판을 가진 GP를 중심으로 PEF 시장이 형성되어 있기 때문에 재무적 투자자인 LP의 경우 자연스럽게 PEF의 업무집행에 관여하지 않는 구조로 시장관행이 재편되어 있다. 하지만, PEF를 증권규제의 틀 내에서 하나의 제도로서 도입한 우리나라의 경우에는 초기 GP의 시장 평판이란 것이 없는 상태에서 PEF가 설립되었고, 이에 재무적 투자자로 PEF에 출자한 LP의 경우에는 GP에 대한 신뢰가 부족할 수 있고 따라서 자본시장법의 규정에도 불구하고 여러 경로를 통해 GP의 '업무집행'에 관여하고자 하는 유인이 강했다고 할 수 있다. 또한 이러한 이유 때문에 2008년 이후에 설립된 국내 소형 PEF의 경우에도 설립 시 유한책임사원(LP)의 의견개진이 보다 자유로운 프로젝트 펀드가 여전히 절반 가까이를 차지하고 있는 실정이다. 이하에서는 PEF의 업무집행과 관련한 자본시장법상의 규제와 이에 관한 해석을 둘러싼 논의를 간략히 살펴보고자 한다.

먼저 자본시장법은 업무집행사원의 업무집행에 관한 권리·의무가 있음을 명시하고, 업무집행사원은 법령과 정관에 따라 PEF를 위하여 그 직무를 충실히 수행할 의무가 있음을 규정함과 동시에 이해상충의 방지

를 위하여 다음의 5가지 핵심 업무에 대하여 제3자에 대한 위탁을 금지하고 있다.⁵³⁾ (1) 투자대상기업 선정이나 투자목적회사의 설립 또는 선정업무, (2) 투자대상기업이나 투자목적회사의 지분증권을 매매하는 경우 그 가격·시기·방법 등의 결정업무, (3) PEF재산이나 투자목적회사 재산에 속하는 지분증권에 대한 의결권의 행사, (4) 증권, 장내·장외파생상품 및 부동산 등 자산을 매매하는 경우 그 가격·시기·방법 등의 결정업무, (5) 투자대상기업 또는 투자목적회사에 파견 또는 선임할 임원의 선정업무는 위탁이 금지된다. 그런데, 금융위원회는 업무집행사원의 제3자 업무위탁금지를 유한책임사원(LP)이 PEF 운영에 대하여 영향력을 행사할 수 없다는 것과 동일한 의미로 해석하여 PEF 등록 시 첨부되는 정관을 심사하여 유한책임사원(LP) 또는 유한책임사원(LP)이 지명한 자로 구성되는 자문위원회나 투자심의위원회 등을 두는 정관 조항을 예외 없이 삭제하도록 요구하고 있다고 한다.⁵⁴⁾

자본시장법 명문 규정의 문리적 해석상 업무집행사원의 제3자 업무위탁금지를 유한책임사원(LP)의 업무집행관여와 동일한 것으로 보기에 는 사실 무리인 측면이 있고, 자본시장법 자체에서는 유한책임사원(LP)이 업무집행을 관여하지 못한다고 하는 명문의 규정도 없다. 따라서 이는 결국 합자회사의 내부관계에 관한 해석과 자본시장법상 PEF 제도의 입법정책적 목적, 독점규제법, 은행법, 금융지주회사법 등 타법률과의 관계 및 유한책임사원(LP)의 업무집행관여를 허용했을 경우의 부작용 등을 종합적으로 감안하여 판단해야 할 문제라고 생각된다.⁵⁵⁾ 그리고 무엇이 자본시장법상 유한책임사원(LP)의 업무집행관여인지에 관하여 자본시장법상의 규정을 조금 더 분석할 필요가 있고 또 업무집행관여를 유형별로 세분화하여 검토할 필요가 있다.⁵⁶⁾

53) 자본시장법 제270조 제8항, 법시행령 제295조 제3항 및 금융투자업규정 제 7-50조 제1항.

54) 이행규·채희석·이은영(2010), 2~3면; 오영표(2010), 61면, 각주 93.

55) 오영표(2010), 59면도 동일한 취지를 기술하고 있다.

먼저, 상법 제273조는 정관에 다른 규정이 없으면 무한책임사원은 각자가 회사의 업무를 집행할 권리와 의무를 가진다고 규정하고 있는데, 이에 대해 통설은 업무집행은 내부관계에 불과하기 때문에 이를 임의규정으로 보고 정관 또는 총사원의 동의가 있을 경우에는 유한책임사원(LP)에게 업무집행권을 부여할 수 있다고 본다.⁵⁷⁾ 이러한 통설의 견지에서 보면 PEF의 유한책임사원(LP)도 업무집행에 관여할 수 있다고 해석할 수 있다. 그러나 자본시장법에 의한 PEF의 경우에는 입법목적 및 타 법률과의 균형에 비추어 볼 때 유한책임사원(LP)의 업무집행관여를 상법 제273조에 관한 통설과 같은 무제한적 적극설로 받아들이기에는 무리가 있다고 본다. 이는 (1) 국회의 입법과정에서 유한책임사원(LP)이 규제를 피하면서 실질적으로는 무한책임사원으로 활동할 우려가 있다는 점을 감안하여 유한책임사원(LP)은 PEF 재산인 주식 또는 지분의 의결권 행사에 영향을 미쳐서는 안된다는 규정⁵⁸⁾을 두게 되었고,⁵⁹⁾ (2) 2001년에 개정된 미국의

56) 이에 관한 상세한 논의는 이 보고서의 범위를 벗어나므로 여기에서는 관련문헌을 소개하는 것으로 그친다. 이에 관한 상세는 김지평(2012), 199면 이하 참조. 이 논문의 207면은 유한책임사원(LP)의 업무집행관여를 보다 넓게 보는 입장에서 유한책임사원(LP)의 업무집행 관여의 유형을 PEF 설립 이전의 관여와 설립 이후의 관여로 나누고, 설립이후의 관여에 대하여는 법적 강제력이 있는 경우와 법적 강제력 없이 자문권한만 있는 경우로 대별 후 법적 강제력이 있는 경우로서 내부의사 결정기구에서의 의결권 행사를 통한 간접적 관여와 거부권 행사를 통한 직접적 관여로 다시 구분한다. 이에 비해 오영표(2010), 62~63면은 블라인드 PEF의 경우와 프로젝트 PEF의 경우로 구별하여 논하고 있다.

57) 최기원(2012), 1060면; 손주찬(1998), 535면; 김정호(2012), 818면; 권기범(2012), 284면; 정찬형(2003), 203면; 김지평(2012), 201면. 이에 대한 반대의 견(소극설)으로는 이철송(2012), 179면; 채이식(1996), 904면; 최준선(2011), 776; 김건(2009), 113면 참조.

58) 구 간투법 제144조의3 제5항, 현행 자본시장법 제269조 제4항.

59) 박정훈(2005), 55면; 윤희용·이진국(2005), 20면; 법령제정 실무작업반(2006), 697면; 윤영신(2009), 465~466면.

limited partnership에 관한 Uniform Limited Partnership Act(ULPA)도 원칙적으로는 유한책임사원(LP)의 경영참여를 금지하고 있으며⁶⁰⁾ 파트너십계약에 의해 업무집행권(managerial right)을 부여하거나 별도의 계약에 의해 유한책임사원(LP)에게 대리인 같은 다른 지위(capacity)에서 합자조합을 위한 행위를 할 수 있다는 것이 공식견해이지만⁶¹⁾ 이러한 유한책임사원(LP) 업무집행 등에 따른 책임 문제로 인해 실무에서는 거의 예외 없이 파트너십계약에서 명문으로 유한책임사원(LP)의 업무집행 관여나 합자조합을 지배할 수 있는 능력을 제한하는 규정을 두고 있으며,⁶²⁾ (3) 자본시장법이 무한책임사원만을 회사의 업무집행에 관한 권리·의무를 가진 업무집행사원이 될 수 있도록 규정한 입법취지가 PEF의 업무를 집행하려는 자는 무한책임사원이 되고, 업무집행에 관여 없이 재무적 투자만 하려는 자는 유한책임사원(LP)으로 투자하라는 의미로 해석할 수 있고,⁶³⁾ (4) 자본시장법, 독점규제법, 은행법 등에서 PEF를 대기업의 지배확장을 위한 수단이나 금산분리원칙을 잠탈하여 이용하는 것을 막기 위해 각종 규제장치를 두고 있는데 유한책임사원(LP)의 업무집행 가능성을 인정할 경우 PEF 제도가 악용될 소지가 있을 수 있다.⁶⁴⁾

그러나, 다른 한편으로는 현재 금융위원회가 유한책임사원(LP)으로 구성된 자문위원회나 투자심의위원회에 관한 정관 조항을 예외 없이 삭제하도록 하는 조치 등 유한책임사원(LP)의 '업무관여'를 너무 광범위하게 해석하여 적용하는 점 또한 업무집행사원의 권한남용의 방지 및 PEF 활성화 차원에서는 문제가 있다고 생각된다. 예컨대, PEF의 설립 이전에

60) ULPA §302는 “유한책임사원(LP)은 유한책임사원(LP)으로서 합자조합을 위하여 행하거나 합자조합을 구속(bind)하는 권리 또는 권한을 가지지 아니한다”라고 규정한다.

61) ULPA §302 cmt. 참조.

62) J. William Callison & Maureen A. Sullivan(2012), §22:2.

63) 김건(2009), 113면.

64) 오영표(2010), 61면.

유한책임사원(LP)이 사원총회를 통해 투자대상기업의 산업군을 결정하거나 투자대상기업별 투자한도를 설정하고, 설립 이후에 업무집행사원이 그의 결정에 따라 투자를 집행하는 것은 제3자에 대한 업무위탁이나 유한책임사원(LP)의 업무집행관여로 보기는 어렵다고 생각된다.⁶⁵⁾ 그리고, 대형 PEF의 경우 유한책임사원(LP) 및 업무집행사원이 아닌 무한책임사원의 동의 없이 출자총액의 일정한도(예컨대, 30%)를 넘어 한 기업에만 투자할 수 없도록 하는 것도 유한책임사원(LP)이 PEF의 보다 효과적인 성공을 위해 일조한다는 차원에서 충분히 고려할 수 있는 부분이므로 업무집행관여로 보기 어렵다고 생각된다.⁶⁶⁾ 끝으로, 업무집행사원의 업무집행 시 '법적 강제력이 없는' 단순한 자문을 거치도록 하는 것 또한 PEF에 금융투자에 정통한 금융기관이나 연기금이 유한책임사원(LP)으로 참여하는 것이 국내 PEF의 현실이라는 점을 감안하면 이러한 유한책임사원(LP)을 통해 보다 정확한 투자를 할 수 있도록 자문을 구하는 것까지 일의적으로 막을 필요는 없다고 본다.⁶⁷⁾ 특히, 국내 PEF의 경우 연기금, 학교재단 등의 출자가 저조한데 이에는 GP의 업력부족 등 여러 이유가 있겠지만, 연기금이나 재단의 경우 대부분 투자심의위원회를 두고 있는 것이 일반적인데 금융감독 차원에서 이를 원천적으로 봉쇄하고 있기 때문에 연기금이나 재단의 PEF 출자를 주저케 하는 한 원인으로 작용할 수도 있다고 생각된다.

65) 김건(2009), 116면; 오영표(2010), 62면; 김지평(2012), 208면

66) 실제 미국의 경우 다수의 PEF가 이러한 투자제한규정을 가지고 있다
Thomas P. Lemke, Gerald T. Lins, Kathryn L. Hoenig & Patricia S. Rube
(2011), §12:11).

67) 김지평(2012), 216면도 같은 견해를 기술한다.

다. 미국 및 유럽의 PEF규제

2008년 미국에서 시작된 서브프라임모기지 사태는 급속히 각국으로 전파되어 전 세계 경제와 금융시장을 혼돈의 상태로 빠뜨리게 했다. 이로 인해 G-20국가를 중심으로 시스템 위험(systemic risk)에 대한 관리의 중요성을 다시 한 번 절감하고 이에 관한 적절한 규제의 필요성에 따라 증권규제를 강화하는 조치를 취하게 되었다. 그 중에서도 헤지펀드를 비롯한 사모투자가 위험을 더욱 증폭시켰다는 인식에 따라 과거 사적 자치의 영역에 머물렀던 사모투자를 공적인 규제 영역에서 규제하기 시작하였다. 대표적으로 미국은 2010년 7월에 제정된 「Dodd-Frank WallStreet Reform and Consumer Protection Act」(도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자보호법, 이하, 금융개혁법)⁶⁸⁾ 제4편에서 헤지펀드를 포함한 사모펀드의 전문업자의 등록 등을 통한 규제를 도입하였고, 유럽연합(EU)의 경우에는 2011년 6월에 제정된 Alternative Investment Fund Managers Directive⁶⁹⁾(대체투자펀드운용자지침, 이하, AIFMD)를 통해 UCITS지침⁷⁰⁾에 의하지

68) 금융개혁법의 주요 내용과 정책적 시사점에 대한 상세는 신보성·노희진·김갑래·남길남(2010) 참조. 금융개혁법에 따른 헤지펀드 규제에 대하여는 오성근(2011) 참조.

69) AIFMD의 정식명칭은 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (2011) OJ L 174/1. AIFMD를 소개하는 국내문헌은 아직까지 없으며, 최종 AIFMD 채택 전의 2009년 EU 위원회안을 기초로 이를 소개하는 문헌으로는 노희진·빈기범·신인석·정의중(2010), 95면 이하 참조.

70) Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) (2009) OJ L 302/32.

않는 모든 펀드를 규제할 수 있는 토대를 마련하였다. 미국의 금융개혁법 및 EU의 AIFMD 모두 PEF규제에 관한 사항을 포함하고 있어 이하에서는 이를 중심으로 간략하게 소개하기로 한다.

1) 미국 금융개혁법에 따른 PEF규제

금융개혁법에 따른 PEF규제는 크게 대형 헤지펀드, PEF를 포함한 사모펀드의 투자자문업자를 SEC 등록의무화를 통해 SEC의 감독 하에 두었다는 점과 볼커룰(Volcker Rule)에 따라 은행과 은행의 자회사 및 계열사로 하여금 자기계정거래(proprietary trading)를 금지함으로써 일정 금액 이상을 헤지펀드 및 PEF 관련 업무 등 고위험 투자행위를 할 수 없도록 직접 규제를 가하고 있다는 점이다.

먼저 금융개혁법은 과거 1940년 투자자문업법(Investment Adviser Act) Section 203(b)(3)에 따라 15명 미만의 고객을 대상으로 하는 사모투자자문자의 SEC등록 면제조항을 삭제하고 투자자문업자의 운용자산규모가 1억달러⁷¹⁾ 이상인 경우 SEC에 의무적으로 등록하도록 함으로써 등록대상인 사모투자자문업자의 범위를 확대하였다. 다만, 신성장동력이라 할 수 있는 중소기업육성을 위한 정책적 판단에 따라 중소기업투자회사(small business investment company) 자문업자 및 벤처캐피탈펀드에 대해서는 등록을 면제하고 있다. 그리고, SEC에 등록된 자문업자는 개별 사모펀드에 대한 정보⁷²⁾를 기록·유지하여야 하고, 이를 SEC에 보고하여야 한다. 이 외에도 SEC는 등록투자자문업자가 관리하는 사모펀드의 기록에 대하여 정기 검사권과 특별 검사권을 행사할 수 있다. 또한 고객

71) 과거에는 운용자산 규모가 2,500만달러 이상인 경우에만 SEC에 투자자문업자로 등록하도록 하고 있었다.

72) 운용자산과 레버리지 사용 정보, 거래상대방 신용위험 노출, 거래 및 투자 포지션, 가치평가 정책과 관행, 보유자산의 유형 등이다.

자산가와 관련한 전문투자자 개념의 기준인 순자산가치 산정에서 투자자의 주택자산가치를 제외함으로써 위험성이 높은 투자에 대해 개인투자자의 접근성을 낮추는 조치를 취하였다.

금융개혁법 제6편의 규정에 따른 볼커룰과 관련하여 금융개혁법은 은행 및 은행이 포함된 금융그룹을 Banking Entity(금융실체)라 하고 Banking Entity는 원칙적으로 자기계정거래가 금지되고, 헤지펀드 및 PEF에 투자하거나 펀드의 무한책임사원, 업무집행사원(managing member) 또는 수탁자가 되는 경우 등의 sponsoring⁷³⁾도 원칙적으로 금지하고 있다. 다만 예외적으로 헤지펀드, PEF를 조성하는 경우에도 Banking Entity가 헤지펀드, PEF의 운용 관련 투자자문서서비스를 제공하여야 하며, 헤지펀드, PEF는 Banking Entity의 투자자문서서비스를 이용하는 고객에 한하여 조성되거나 제공되어야 한다. 그리고, 최소한의 투자에 그치도록 하기 위하여 Banking Entity는 보유지분 축소를 위해 비계열사인 투자자(unaffiliated investor)를 적극적으로 모색하여야 하고, Banking Entity의 출자지분을 펀드 설립 후 1년 내에⁷⁴⁾ 3% 내로 줄어야 하며, Banking Entity의 펀드에 대한 출자총액이 Banking Entity의 Tier 1 자기자본⁷⁵⁾의 3%를 초과하지 않도록 하여야 한다. 또한, Banking Entity의 신용위험을 줄이기 위해 금융개혁법은 Banking Entity가 프라임 브로커업무를 제외하고 헤지펀드, PEF에게 신용공여, 신용연장, 펀드증권의 매수, 펀드재산의 매수, 펀드증권의 제3자에 대한 대출 및 신용연장의 담보로 취득하거나 펀드를 위한 보증서, 신용장 등을 발행할 수 없도록 하고 있다. 이와 유

73) 이외 펀드의 수탁자나 이사 또는 업무집행사원의 과반수를 선임 또는 지배하는 경우 및 Banking Entity와 동일하거나 유사한 상호를 펀드에 사용하는 경우를 말한다.

74) FRB는 Banking Entity의 신청에 있는 경우 1년의 기간에 추가적으로 2년을 연장할 수 있다.

75) Tier 1 자기자본은 바젤 은행의 건정성을 측정하는 핵심 자본으로서 주로 보통주, 유보이익 및 비상환·비누적적우선주로 구성된다.

사한 취지로 Banking Entity는 헤지펀드, PEF 및 헤지펀드, PEF가 투자한 펀드의 채무를 보증 또는 인수하거나 펀드의 실적을 보장하는 것이 금지된다.

2) 유럽연합 AIFMD에 따른 PEF규제

2008년 금융위기 이후 EU의 경우에도 헤지펀드 등 사모펀드가 금융위기에서 시스템 위험을 증가시켰다는 인식 하에 UCITS이 아닌 펀드에 대한 규제공백을 없애기 위한 논의 시작하여 EU위원회가 2009년 4월 AIFMD⁷⁶⁾을 발표하였고, 유럽의회와 EU이사회가 2011년 6월 8일 최종적으로 지침을 채택하였으며, AIFMD는 2011년 7월 21일에 발효하였다. EU회원국은 AIFMD의 규제를 2013년 7월 22일까지 국내법으로 입법화(transposition)하여야 한다.

AIFMD도 미국의 금융개혁법과 동일하게 지침의 명칭이 시사하는 바와 같이 일정한 AIF(대체투자펀드)의 운용자(manager)를 그 설립회원국의 감독기구에 등록하게 함으로써 운용자 단계의 규제가 가능하도록 하고 있다. 구체적으로, 운용자산규모가 1억유로(레버리지를 사용하지 않고 각 펀드의 최초 투자일로부터 5년간 환매권이 없는 폐쇄형 펀드의 경우에는 5억유로)를 초과하는 모든 AIF운용자는 운용자와 운용자의 펀드에 관한 정보⁷⁷⁾를 운용자의 설립지회원국(home member state)의 감독기구에 제공함으로써 인가를 받아야 한다(Art. 3(2)). PEF의 경우에는 통상

76) COM(2009) 207 final, 30. 4. 2009.

77) 이외에도 등록 시에 AIF의 투자전략에 관한 정보를 제출하여야 하며, 감독당국이 시스템위험을 효과적으로 모니터할 수 있도록 하기 위하여 정기적으로 주요 거래상품(instruments)과 주 익스포저, AIF의 최고 중요 운용물(most important concentrations)에 관한 정보를 제공하여야 한다. Art. 24는 AIF운용자의 권한있는 감독기구에 대한 보고의무와 세부 보고내용에 대하여 규정하고 있다.

폐쇄형이고 PEF 단계에서는 차입을 하지 않기 때문에 5억유로 이상인 경우에만 인가의무가 있는 것으로 판단된다. 또한 AIF의 투자자가 AIF가 아니고, AIF의 유일한 투자자가 그 AIF의 AIF운용자이거나 AIF운용자의 모회사인 경우 및 모회사의 다른 자회사인 경우에는 등록이 면제된다(Art. 3(1)).

운용자의 설립지회원국의 감독기구에 등록된 AIF의 운용자는 2013년부터 상호인증제도(passport)를 통해 모든 EU회원국에서 전문투자자⁷⁸⁾를 대상으로 EU AIF를 판매(marketing)할 수 있다.⁷⁹⁾

AIF운용자의 건전성 감독은 AIF운용자의 설립지회원국의 감독기구에서 하게 되며, AIF를 운용하거나 판매하는 AIF 운용자에 대하여는 그 운용·판매지의 판매지회원국(host member state)의 감독기구에서 관할하게 된다. 그러므로 판매지 회원국은 자신의 영토에서 AIF를 운용·판매하는 AIF운용자에 대하여 관련법의 준수를 감독하기 위하여 필요한 정보제공을 요구할 수 있으며, 관련법의 위반을 확인한 경우 해당 AIF 운용자에게 위반사항을 시정을 요구하여야 하고 해당 위반 내용을 AIF 운용자의 설립지회원국 감독기구에 통지하여야 하는 등 일정한 감독절차와 분쟁해결 절차가 마련되어 있다.⁸⁰⁾

AIFMD는 금융시스템의 투명성을 높이고 감독기구가 레버리지를 모니터링할 수 있도록 하기 위하여, 우선 AIF운용자로 하여금 그가 운용하는 AIF가 사용할 수 있는 레버리지의 유형과 출처, 관련 위험 및 AIF를 위하여 AIF운용자가 사용할 수 있는 레버리지의 최고한도에 관한 사항을 투자자에게 공시하도록 하고 있으며(Art. 23(1)), 레버리지의 계산방법에

78) AIFMD에서 말하는 전문투자자(professional investor)는 MiFID에서 규정하는 전문투자자를 말한다.

79) 반면, 2015년 7월까지 비EU AIF나 비EU AIF운용자가 운용하는 AIF는 사모를 허용하는 EU회원국에서 사모의 방법으로만 판매가 가능하다.

80) Arts. 24, 45-55 참조.

대해서는 EU위원회의 하위 규정에 정하도록 하고 있다. 또한, AIFMD는 AIF운용자에게 각 AIF를 위한 레버리지의 최고한도를 설정하게 하고 각 AIF의 그러한 차입한도가 합리적이며 항상 그 한도를 준수한다는 것을 감독당국에 입증하도록 하고 있으며, 설립지회원국의 감독기구가 시스템 위험 방지와 시장질서의 유지를 위해 AIF운용자가 설정한 차입한도를 줄일 수 있는 권한을 부여하고 있다(Art. 25(3)). 그리고 AIFMD는 체계적인 레버리지 규제를 위해 AIF운용자의 설립지회원국 감독기구로 하여금 자신이 감독하는 AIF운용자의 레버리지 정보를 다른 회원국의 감독기구, 유럽증권시장감독기구(ESMA) 및 유럽시스템리스크위원회(ESRB)가 입수할 수 있도록 하는 장치를 마련하고 있다(Art. 25(2)).

끝으로, AIFMD는 미국의 금융개혁법과는 달리 PEF만의 특성을 고려하여 몇 가지 중요한 특칙을 규정하고 있다. 첫째, AIF가 비상장회사의 주식을 취득, 처분 또는 보유하게 된 경우 그 AIF를 운용하는 AIF운용자는 지배권 취득 여부와는 관계없이 그 AIF가 보유하는 비상장회사⁸¹⁾의 의결권 있는 주식의 비율이 10%, 20%, 30%, 50%, 및 70%에 이르거나 초과 또는 미만이 되는 때에 AIF운용자의 설립지회원국 감독기관에 그 비율을 보고하여야 한다(Arts. 26(3) & 27(1)). 둘째, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사를 지배(control)하게 된 경우 그 AIF를 운용하는 AIF운용자는 그 비상장회사, 그 비상장회사의 주주 및 근로자 대표,⁸²⁾ AIF운용자의 설립지회원국 감독기구에 AIF에 의한 지배권 취득

81) 비상장회사는 MiFID에서 규정하는 정규시장(regulated market)에 상장되지 않은 회사를 말한다. 따라서 비정규시장인 영국의 AIM(Alternative Investment Market)에 상장된 회사는 AIFMD의 적용에 있어서는 비상장회사가 된다. 또한, AIFMD는 비상장회사임에도 불구하고 중소기업 및 부동산의 보유 또는 관리를 목적으로 하는 특수목적기구(SPV)는 PEF에 관한 Articles 26~30의 규정을 적용하지 않는다. 중소기업의 경우에는 PE가 중소기업의 중요한 금융의 원천을 대표한다는 점을 감안하여 중소기업을 대상으로 하는 지배권 취득의 경우에는 규제에서 제외시킨 것이다(EU Commission, SEC(2009)576, 53면).

사실 등의 정보를⁸³⁾ 통지하여야 한다(Art. 27(2) & (3)). 이 경우 지배권은 비상장회사의 경우에는 의결권 있는 주식의 과반수 취득을 말하고, 발행회사⁸⁴⁾의 경우에는 공개매수지침⁸⁵⁾ Article 5(3)에 따라 결정된 기준을 말한다. 그리고, 첫 번째의 주식 보유기준에 따른 보고와 두 번째의 지배권 취득에 관한 보고는 해당 보고의무 발생일로부터 10 영업일 이내에 하여야 한다(Art. 27(5)). 셋째, Article 27(2)에 따른 비상장회사의 지배권 취득 등에 관한 정보의 통지 의무와 유사하게 AIF가 비상장회사나 발행회사의 지배권을 단독 또는 공동으로 취득하게 된 경우 그 AIF를 운용하는 AIF운용자는 지배권을 취득한 AIF운용자의 내역과 AIF운용자, AIF 및 회사 간의 이해상충 등을 방지하고 관리하기 위한 정책 및 대상회사 특히, 근로자와 관련된 내외부의 소통정책에 관한 정보를 해당 회사⁸⁶⁾, 회사의 주주 및 AIF운용자의 설립지회원국 감독기구가 입수할 수 있도록 하여야 한다(Art. 28(1)(s.1)). 회원국은 이러한 정보를 비상장회사가 속한 감독기구가 입수할 수 있도록 규정할 수도 있다(Art. 28(1)(s.2)). 넷째, AIF운용자는 단독 또는 다른 AIF운용자와 계약으로 지배권을 취득한 AIF를 운용하는 AIF운용자의 내역(identity)과 AIF운용자,

82) AIF운용자의 근로자대표(근로자대표가 없을 시 근로자, 이하 “근로자대표”)에 대한 통지는 이사회에 의뢰하는 방식으로 하기 때문에 AIF운용자가 근로자와의 마찰을 피할 수 있도록 하고 있다(Art. 27(4)). 이하, 이사회를 통한 근로자대표에 대한 통지의 취지는 동일하다.

83) 취득사실 자체뿐만 아니라 의결권과 관련한 결과적 상황, 다른 관련 주주와 그들을 대신하여 주주권을 행사할 자격이 있는 모든 자연인 또는 법인에 대한 내역을 포함한 지배권 취득의 조건, 의결권을 보유하고 있는 일련의 기구(undertakings)가 있는 경우 그 일련의 기구 및 지배권 취득일에 관한 정보를 같이 통지하여야 한다(Art. 27(3)).

84) AIFMD는 회사라는 용어 대신에 발행회사(issuer)라는 용어를 사용하는데, 이는 정규시장에 상장된 회사를 의미한다.

85) Directive 2004/25/EC, (2003) OJ L 124/36.

86) 회사에 대한 통지 시 AIF운용자는 이사회로 하여금 근로자대표에게 같은 내역을 통지하도록 하여야 한다(Art. 28(3)).

AIF 및 회사 간의 이해상충 등을 방지하고 관리하기 위한 정책 및 회사, 특히 근로자와 관련된 내외부의 소통정책을 비치(vorlegen)하여야 한다(Art. 28(2)). 다섯째, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사의 지배권을 취득한 경우 AIF나 그 AIF를 대신하여 행하는 AIF운영자는 그 비상장회사의 향후 영업과 고용조건의 중대변화를 포함한 고용에 미칠 수 있는 영향(likely repercussions)과 관련한 견해를 비상장회사와 그 주주에게 공시하여야 한다(Art. 28(4)(s.1)).⁸⁷⁾ 여섯째, AIF가 비상장회사의 지배권을 취득한 경우 그 AIF를 운영하는 AIF운영자는 자신의 설립지회원국 감독기구와 AIF투자자에게 취득에 대한 금융 관련 정보를 제공하여야 한다(Art. 28(5)). 일곱째, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사의 지배권을 취득한 경우 그 AIF를 운영하는 AIF운영자는 그 비상장회사의 이사회로 하여금 비상장회사의 연차보고서⁸⁸⁾를 근로자대표가 입수할 수 있도록 하거나 그 AIF의 연차보고서에 관련 비상장회사의 정보를 포함하여 이사회로 하여금 근로자대표가 이를 입수할 수 있도록 하여야 한다(Art. 29). 끝으로, AIFMD는 PEF가 지배권을 취득한 비상장회사나 발행회사의 회사재산 해손행위(asset stripping)를 제한하는 회사법적 조치를 규정하고 있다. 즉, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사나 발행회사의 지배권을 취득한 경우, 그 AIF를 운영하는 AIF운영자는 AIF의 지배권 취득일로부터 24개월의 기간 동안은 (1) 모든 배당(distribution),⁸⁹⁾ 감자, 주식상환 및 자사주 매입의 조성(facilitate)·지원·지시 행위를 할 수 없으며, (2) AIF운영자가 AIF를 대신하여 회사의 지배기구 회의에서 의결권을 행사할 수 있는 경우에는 배당, 감자, 주식상환 및 자사주 매

87) 관련 AIF를 운영하는 AIF운영자는 이사회로 하여금 근로자대표가 동일한 정보를 입수할 수 있도록 하여야 한다(Art. 28(4)(s.2)).

88) AIF운영자는 AIF가 지배권을 취득한 비상장회사의 연차보고서의 정보를 그 AIF의 투자자도 입수할 수 있도록 하여야 한다.

89) 여기서 배당이란 일반적인 연말 배당, 중간배당, 건설이자, 주식과 관련된 이자를 포함한 분배금을 말한다(Art. 30(3)(a)).

입에 찬성할 수 없으며, (3) 어떠한 경우에도 배당, 감자, 주식상환 및 자사주 매입을 방지하기 위한 최선의 노력을 경주하여야 한다(Art. 30(1)). 이 경우 금지되는 배당은 회사의 회계연도 말에 회사의 연간 계정에 기재된 순자산이 법률에서 분배가 금지된 유보금을 합한 약정자본금(subscribed capital) 보다 낮아지거나 배당 이후에 약정자본금 보다 낮아질 수 있는 배당을 말한다. 다만 약정자본금의 계산 시 약정자본금 중 납입되지 않는 부분이 대차대조표상의 재산에 포함되지 않은 경우는 그 부분은 공제된다. 또한, 지난 회계연도말의 수익금과 배당시점까지의 모든 수익 및 처분가능한 유보금 총액을 합한 금액에서 배당시점까지의 모든 손해와 법정준비금을 공제한 금액을 넘는 배당도 금지된다. 그리고 자사주 취득도 그 결과 금지되는 배당에서와 같은 방식에 의해 산정된 금액 이하로 순자산을 감소시키는 경우에 금지된다. 끝으로 자본감소 중에서 발생한 손해의 상각이나 분배가 불가능한 유보금 총액을 포함하기 위한 목적의 자본감소는 가능하나, 그러한 감자의 결과 분배 불가 유보금이 감소된 약정자본금의 10% 이하이어야 한다.

라. 평가 및 PEF 제도의 개선방향

사모투자전문회사 제도를 국내에 도입한지 8년이 된 현재 양적인 면에서는 분명 상당한 성과를 이룬 것으로 보이며, GP의 업력이 차츰 쌓여 가고 연기금의 참여도 조금씩 늘어가는 등 질적인 면에서도 어느 정도 안정된 횡보를 보이고 있는 것으로 보인다. 그러나 이상에서 살펴본 바와 같이 국내 PEF 제도가 앞으로 한 걸음 더 나아가 성숙한 제도로서 안착하기 위해서는 여전히 규제측면에서 보완해야 할 부분들이 있음을 발견하였다.

첫째, PEF 재산운용규제를 과감히 완화할 필요가 있다. PEF 제도 도

입 시 외국의 바이아웃형 PEF를 모델로 삼아 제도를 설계하였으나, 굳이 PEF 제도 자체를 특정 유형의 PEF에 맞춘 규제로 설계할 필요는 없다. 오히려 다양한 목적의 PEF가 설립·운영될 수 있도록 함으로써 향후 국내 PEF가 보다 성숙단계에 들어갈 수 있는 제도적 여건을 만들어야 할 것이다. 이는 각 법률에 산재해 있는 PEF 제도의 통합과도 관련되어 있다. 현재 우리나라 PEF 제도는 그 목적에 따라 각 법률에 산재해 있고 해당 법률 간의 운용자, 규제 방식 등이 달라 상당히 혼란하다. 규제의 비효율이 지적될 수 있는 부분이다. 이 경우 법률간 중복된 내용이 존재하거나 규제의 공백이 발생할 수도 있다. 따라서 향후 자본시장법을 중심으로 여러 법률에 산재해 있는 PEF 제도를 통합·정비하는 것이 바람직하다.⁹⁰⁾

둘째, 미국과 유럽연합의 사례에서 살펴본 바와 같이 외국의 사모펀드 규제는 모두 펀드 자체가 아니라 펀드를 운용하는 자산운용사를 기준으로 규제를 설계하고 있다. 즉, 미국과 EU에서의 사모펀드에 대한 입법의 공통점은 일정한 규모의 펀드를 운용하는 자산운용사를 등록하게 하고 자산운용사를 규제의 대상으로 삼음으로써 금융시스템의 시스템 위험 방지 및 관리를 꾀하고 있다. 물론, 두 입법 모두 헤지펀드가 규제의 주요 목적이지만 PEF에 대한 규제도 헤지펀드와 동일하게 자산운용사를 기준으로 삼았다는 점에 주목할 필요가 있다. 현행 자본시장법은 PEF의 설립규제와 운용규제를 위해 PEF 자체를 중심으로 제도가 설계되어 있고 운용사에 대한 규제는 전무한 실정이다. 이는 대표적인 규제공백의 사례로 지적할 수 있으며, 사모펀드 중 유독 PEF만 운용자 규제를 면제할 합리적인 이유를 찾기 힘들다.⁹¹⁾ 다행인 것은 2012년 5월

90) 김형태·빈기범(2011), 182~184면도 동일한 지적을 하고 있으며, 특히 PEF가 상시의 사전적 기업구조조정 기제로서 작동하기 위해 자본시장법상 사모투자전문회사에 대한 규제는 전향적으로 최소화하고 헤지펀드와는 구분하여 규율할 것을 주장한다. 타당한 의견이다.

91) 박삼철(2009), 103면은 자본시장법 시행 이후 폐지된 기업인수증권투자회사

정부에서 입안하여 현재 국회에서 심사 중인 자본시장법개정안⁹²⁾은 제 272조의2를 신설하여 1억원 이상으로서 시행령에서 정하는 금액 이상의 자기자본을 갖춘 업무집행사원의 경우에는 이를 등록하게 하는 등 PEF 운용사에 관한 규제공백을 제거하기 위한 규정을 신설하고 있다.

셋째, PEF 제도는 경영권 등 회사에 대한 지배권의 취득 등을 통해 기업의 체질을 개선하고 경영의 효율을 도모함으로써 기업가치를 제고하고 상장 등을 통해 투자금을 회수하는 대표적인 대체투자의 한 방법이다. 그런데, PEF 제도를 풋백옵션이나 콜옵션 등을 통하여 기업에 대한 대출로 오용하고 있는 사례가 있는 것으로 파악되고 있다. 감독기관도 이에 관한 사실을 인지하고 가이드라인을 제정하여 창구지도를 하고 있으나 가이드라인 자체가 느슨하여 여전히 PEF 제도를 대출로 이용하는데 별 어려움이 없는 상황이다. 향후 구체적인 사례연구를 통해 PEF가 제도의 취지에 맞는 투자기제가 될 수 있도록 제도를 정비하여야 할 것이다.

넷째, 유한책임사원(LP)의 업무집행관여와 관련하여 PEF규제의 전체적인 맥락에서 볼 때 기본적으로 유한책임사원(LP)의 업무집행관여는 금지하는 것이 타당하다. PEF는 업무집행사원의 업무집행능력과 업력을 기초로 투자하는 것이며 재무적 투자자인 유한책임사원(LP)의 업무집행관여는 자칫 건전한 PEF 제도의 발전을 저해하는 요소로 전략할 우려가 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 현행 자본시장법령은 무엇이 업무집행관여인지에 관한 기준이 없고, 실제 감독기관은 창구지도를 통해 광범위한 부분을 업무집행관여로 보고 있기 때문에 실무의 혼선을 유발할

(이른바, 사모M&A펀드)의 경우에도 펀드운용자에 대한 규제가 없었으며 그 결과 실력 없는 펀드운용자에 의한 펀드남설로 이어졌고 경쟁이 심화되면서 정상적인 투자보다는 각종 편법과 시세조종 등 불법적 거래가 난무하여 결국 제도폐지를 초래하였던 점을 교훈으로 되새겨 볼 필요가 있다고 지적하고 있다.

92) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」, 의안번호 1900298, 제안일: 2012. 6. 25.

수 있다. 그리고, 업무집행관여금지와는 그 취지가 다른 업무집행사원의 제3자에 대한 업무위탁금지 규정을 통해 업무집행관여에 관한 감독을 실시하다 보니 그 법적 근거도 취약한 상태이다. 따라서, 향후 업무집행관여는 원칙적으로 금지하고 이에 관한 규제근거를 만듦과 동시에 업무집행관여로 보지 않는 사례를 가이드라인 등을 통해 예시로 제시함으로써 시장의 혼선을 어느 정도 줄여갈 수 있을 것이라 생각된다.

끝으로, 현행 자본시장법은 PEF가 투자한 대상기업과 대상기업의 근로자를 고려한 규정을 두고 있지 않다. 물론, 이는 회사법적인 내용이므로 회사법 차원에서 규정하는 것이 바람직하다고 생각할 수도 있다. 하지만, 바이아웃형 PEF 제도를 규정하고 자본시장법에서 기업의 지배권 취득 시 제도의 남용으로 인한 회사재산의 부당한 감소행위를 제한하고, PEF의 기업지배권 취득으로 인해 직접적으로 영향을 받게 되는 근로자에 대해 적절한 정보접근권을 보장함으로써 원만하고도 균형 잡힌 제도의 운영이 가능할 수 있도록 하여야 할 것이다. 이러한 점에서 유럽연합 AIFMD의 관련 규정은 상당히 유의미한 시사점을 주고 있다고 할 수 있다.

3. 국내 PEF의 해외 진출전략

2004년 12월에 도입된 우리나라 사모투자전문회사 제도가 현재 만 8년이 된 상황에서 평균적으로 초기에 설립된 PEF를 중심으로 자금모집부터 회수에 이르는 한 사이클을 경험하고 있다. 해외의 경험에서 살펴보면 GP들은 자국 프라이빗 에쿼티 시장에서의 경쟁이 치열해지고 매력적인 투자기회가 줄어들어 따라 해외 시장에서의 투자기회에 눈을 돌리기 시

작했다. 우리나라 PEF도 단기간 시장규모가 급성장하였으나 이러한 급성장으로 인하여 출자액을 소진해야 하는 PEF 입장에서는 국내 투자기회 발굴에 곤란을 겪고 있는 것도 현실이다. 장기적으로 국내 PEF가 발전하기 위해서는 중국, 인도 등의 고성장 신흥시장 또는 유로존 위기와 같은 상황에서 출회되는 구조조정 관련 매물 등의 매력적인 해외투자 기회를 놓치지 않고 활발하게 진출하는 것이 필요하다. 그러나 진정한 의미의 해외진출은 장기간이 소요되며 해외시장 정착에 많은 노력이 필요하며 장기 성공적인 해외진출을 위해서는 기본원칙에 충실할 필요가 있다.

가. 단계별 진출

프라이빗 에쿼티는 국가 또는 지역적 특수성이 매우 높은 사업으로서 성공적인 해외진출을 위해서는 현지 시장에 대한 토착화가 중요하며 고성장 또는 구조조정이 예상되는 현지 산업에 대한 이해가 필요하다. 또한 프라이빗 에쿼티 투자에 대한 잠재적인 수요가 있는 현지 기업의 포착 및 주요 의사 결정권자에 대한 접근성은 현지 네트워크를 절대적으로 필요로 한다. 또한 현지 매력적인 우량기업에 투자할 기회는 대부분 독점적(proprietary) 딜의 형식으로 진행되므로 성공적인 투자를 위해서는 현지 네트워크 및 기업 지배구조에 대한 이해 및 관리가 중요하다.

글로벌 선도 프라이빗 에쿼티의 사례에서 보듯이 해외 선도 GP들은 자국에서의 프라이빗 에쿼티 사업이 궤도에 오름과 국내에서의 경쟁이 치열해짐에 따라 해외로 진출하였다. GP 중 상당수는 LBO 시장이 붐이던 1980년대 중반에 설립되어 1990년대 후반 무렵 해외로 적극적으로 진출하기 시작하였다. 그런데 주요 미국계 선도 GP들도 동일 문화권이랄 수 있는 영국, 프랑스, 독일 등 유럽 시장 진출에 많은 노력 후 안착할 정도로 프라이빗 에쿼티의 해외진출에는 많은 난관이 따르며 시

간이 소요된다. 따라서 성공적인 PEF 해외진출을 위해서는 투자업종, 투자전략, 해외 파트너십, 수익률 제고의 방법, 현지화 정도 등에서 단계별 접근이 바람직하다. 현재 대부분 국내 PEF는 기존 국내에 설정된 PEF에서 해외투자를 개별적으로 진행하는 상황이다.

나. 대기업과의 공동 투자전략에서 현지 단독 투자전략으로

초기 해외 시장 정착을 위해서는 현지 PE 시장에 대한 경험 및 역량이 필요하며 이러한 상황에서 초기의 단독 진출을 통한 유기적 성장(organic growth)은 장기간이 소요되는 비효율적이며 리스크가 큰 방안이다. 이는 은행산업이 통상 해외진출하는 기업고객과 동반 진출하는 전략(customer following strategy)을 구사하는 것과 유사한데 딜플로우 확보와 리스크가 문제이기 때문이다.

초기에는 딜플로우 확보 차원에서 국내 GP가 가지고 있는 기업금융 네트워크를 이용하여 해외 네트워크를 가지고 있거나 해외진출에 적극적인 기업과의 동반진출을 도모하는 것이 바람직하다. 전술한 국민연금이 주도하고 있는 코퍼레이트 파트너십은 바로 이러한 전략의 일환으로 볼 수 있으며 국내 GP는 대기업의 해외 M&A 추진 시 재무적 투자자로서 동반 참여하여 해외 M&A에 대한 경험을 축적하는 것이 필요할 것이다. 즉, 동반 진출을 통하여 해외 프라이빗 에쿼티 시장 사정, 법률, 세제 및 기업 지배구조에 대한 경험을 체득할 기회로 활용하는 것이 바람직하다.

또한 국내 GP는 해외진출에 따른 리스크 감소와 딜플로우의 시너지를 위해 현지 GP와 파트너십을 형성하려는 노력 또는 선별적으로 국내 GP와 공동으로 현지 시장을 탐색하는 노력이 필요하다. 다만, 이러한 경우에는 공동 GP에 따른 운영상의 비효율성이 존재할 수 있으며 딜플로우 측면에서는 해외진출 기업과의 동반 진출이 우월한 방안으로 판단된

다. 중장기적으로는 현지 프라이빗 에쿼티 시장에 대한 이해가 확대되고 네트워크가 축적된 후 현지 시장 중심의(market seeking strategy) PEF 사업 전략을 추진하는 것이 필요하다. 이를 위해서는 현지인을 채용하여 현지 딜소싱을 추진해야 하며 현지에서의 M&A 또는 IPO를 통한 자금 회수와 현지 자금모집을 해야 할 것이다.

다. 재무적 투자방식에서 전략적 투자방식으로

국내 GP 입장에서 국내 PEF 시장에서의 경험 축적 부족 및 초기 해외 시장의 이해 부족은 투자 후 기업가치 제고(value enhancement)를 운용전략으로 하기에는 어려운 상황이다. 이는 기본적으로 기업가치 제고가 현지 소유주 및 경영진에 대한 통제(control), 비용절감, 수익성 개선 등 경영 효율성의 제고, 제품, 가격, 마케팅, M&A 등을 포괄하는 전사적 전략 수립을 통해 가능하기 때문이다. 해외진출의 초기단계에서 현지 기업의 통제권 확보, 현지 기업경영 관행에 대한 지식 확보 및 성공적인 회수는 PEF 투자 초기 단계에서는 기대하기 어려운 상황이다.

이런 관점에서 해외진출 초기 단계에서는 해외 네트워크를 보유하고 있거나 해외진출을 추진하는 국내 기업의 해외 M&A에서 재무적 투자자로서 소수 지분투자에 주력하는 것이 바람직하다. 이러한 방식의 투자는 향후 자금회수 시에도 동반 투자 파트너에 대한 상환(buyback) 또는 장내매각 추진이 가능하며 또한 메자닌 투자 병행으로 안정적 펀드 운용이 가능하다. 투자규모 관련하여 PEF를 통한 단독 투자의 경우에는 중·소규모의 투자가, 국내 기업과 연계되어 소수지분을 투자하는 경우에는 그 이상의 규모도 가능할 것이다.

중·장기적으로는 현지 PEF 운영 경험이 축적됨에 따라 단순지분 투자전략에서 벗어나 기업가치의 제고를 통하여 수익을 창출하는 중·대형

규모의 전략적 투자로 옮겨가야 한다. 특히, 고성장 신흥경제국 중 프라이빗 에쿼티 시장이 가장 큰 중국과 인도 같은 경우는 프라이빗 에쿼티의 다양한 투자방식 중 경영권의 이전이 없는 성장자본이 주도하는 시장이므로 초기 단계에서는 성장자본에 집중하는 것이 바람직할 것이다. 추후 현지 시장의 성숙에 따른 바이아웃 시장의 확대와 현지 투자 경험의 축적에 따라 현지 바이아웃으로 점차 확장하여 나갈 필요가 있다.

라. 국내 자금모집에서 해외 자금모집으로

PEF의 해외진출 관련하여 자금모집의 경우 궁극적으로 현지 LP의 자금이나 해외 유수 LP의 자금을 유치하는 것이 바람직하다. 현지 LP의 자금은 현지 통화로 투자가 이루어지게 됨으로써 PEF 투자와 회수에 있어서의 환리스크를 최소화할 수 있으며, 진출 국가에 따라서는(특히 중국) 현지 통화 표시 펀드를 구성하는 경우 외국인 투자의 경우에도 투자 제한 및 심의 등의 규제 적용에서 내국인에 준하는 수준의 규제 완화가 가능하다. 향후 점차 트랙레코드가 쌓이면 해외 유수 LP의 자금을 유치하여 자금모집의 안정성을 도모할 수 있으며 인지도의 제고를 통하여 GP 투자비용 등과 관련된 국제적 수준의 LPA 적용이 가능하다.

펀드 설정 관련하여 펀드 설정 장소에 따른 펀드 구성 방식은 국내(on-shore) 설정과 역외(off-shore) 설정으로 나눌 수 있다. 역내 설정의 경우는 국내에 PEF를 설립한 후 해외 SPC를 통하여 현지에서 투자하거나 SPC가 GP가 되어 자펀드를 구성하는 형식이며 역외 설정의 경우에는 통상 조세피난처에 직접 GP로 펀드를 결성하는 형식이다. 현지 또는 해외 LP의 자금 유치가 어려운 해외진출 초기에는 국내 LP 자금으로 국내에 PEF를 설립하고 SPC를 통하여 해외 투자하는 것이 바람직하다. 이 경우 현지 LP가 있을 때에는 SPC가 GP가 되어 현지 자펀드 구성도 가능하며 이는 국내 주요 연기금 LP의 해외 자금운용에 대한 부담을 경감시켜준다.

또한 진출 대상국의 관점에서 펀드 등록지에 따라 역내와 역외로 나눌 수 있으나 이는 PE 투자와 관련된 법률과 세금 관련 규정에 따라 국가별로 선택적으로 적용할 수 있을 것이며, 진출 초기 단계에는 국내 PEF의 SPC로 조세피난처에 펀드 설립이 가능하다.

<표 IV-19> 국내 PEF의 해외 진출전략(예시)

| | 해외진출 1 단계 |
|--------------|--|
| 운용방안 | 재무적 투자, 성장자본 및 메자닌 투자 |
| 투자업종 | 자동차(부품), 철강, 반도체, IT 및 기타 내수 산업 등 한국이 경쟁력을 지니고 있는 산업군 및 기타 투자 기회 |
| 투자규모 | 중소규모(small to middle-market) |
| 수익률 제고 방안 | <ul style="list-style-type: none"> • 기본적으로 수익에 치중하기보다 현지 투자환경 파악 및 트랙레코드 구축 주력 • 기업가치 제고에 크게 의존하지 않는 재무적 투자방식 |
| 자금모집 | 국내 LP 자금모집 및 파트너 로컬 자금 |
| 진출형태 | 국내 PEF 설립 후 해외 SPC를 통해 투자(현지 또는 역외) • 로컬 LP 자금 투입 시 SPC가 GP로 로컬 PEF 구성 |
| 진출방안 | 1. 국내 대기업과의 파트너십 진출 <ul style="list-style-type: none"> • 국내 대기업 진출국 기업 인수 시 재무적 투자자로 참여 • 트랙레코드 및 현지 딜 경험의 축적과 PEF 투자 위험 축소를 위한 투자환경 파악 2. 해외 현지 GP와 전략적 제휴 또는 공동 GP 구성 <ul style="list-style-type: none"> • 해외 GP와 공동으로 펀드를 결성하여 현지 투자 • 한국 PEF에 관심을 갖는 현지 GP와 교차 투자 방식으로 매칭펀드를 구성하는 전략적 제휴 |
| 운영조직 | <ul style="list-style-type: none"> • 금융허브에 PEF desk를 두고 현지 사무소(management company) 설립으로 딜소싱, 컨설팅, 관리 기능만 부여 • 대리인으로서의 현지 전문인력 일부와 파견 인력 |

<표 IV-19> 국내 PEF의 해외 진출전략(예시)(계속)

| 해외진출 2 단계 | |
|-----------|--|
| 운용방안 | 성장자본, 메자닌, 부실채권 및 바이아웃 투자 |
| 투자업종 | 현지의 PEF 투자 적합 산업(고성장 또는 부실 산업) 및 한국이 경쟁력 있는 산업(제조업 등) |
| 투자규모 | 중·대규모(middle to large market) |
| 수익률 제고 방안 | <ul style="list-style-type: none"> • 트랙레코드와 수익률 동시 추구 단계 • 성장자본과 메자닌의 적절한 조합을 통하여 안정적이면서도 일정 수익 창출 • 성장자본 투자 시, 국내 기업의 국내외 네트워크 활용을 통한 전략적 제휴, M&A 등의 주선으로 기업가치 상승 • 현지 자본시장 발전 및 PEF 운용능력 축적으로 인해 바이아웃 투자 확대 • 현지 전문인력을 활용을 통한 적극적 기업가치 제고 노력 • 시장 및 경제의 일시적 실패에 따른 구조조정 투자기회 시 이를 적극적으로 활용 |
| 자금모집 | 국내 LP, 현지 및 해외 LP 자금 |
| 진출형태 | <p>국내 PEF 설립 후, 해외 SPC를 통해 투자(현지 또는 역외)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 로컬 LP 자금 투입 시, SPC가 GP로 로컬 PEF 구성 • 해외 LP의 경우, 선택적으로 역외펀드 설정 |
| 진출방안 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 현지 중규모 금융사와 공동 GP 구성 <ul style="list-style-type: none"> • 현지 GP는 딜소싱 및 가치제고를 위한 투자기업 관리 및 현지 투자 위험 최소화 • 이 경우 전문 PE 투자사보다는 PE 투자로 업무영역을 확장하고자 하는 일반 금융사가 유리 • 국내 GP는 국내 LP 자금 모집 및 PE 투자 경험 기여 2. 추후 단독 GP 및 로컬 펀딩 |
| 운영조직 | <ul style="list-style-type: none"> • 로컬 펀드 및 로컬 투자 관리자 설립(국별 데스크) • 금융허브는 각국에 설립된 관리조직의 백오피스 및 구심적 기능 수행(예: 인력관리, 자금모집, 각국 PE 펀드 운영의 시너지) • 현지 전문인력, 현지 경영자 및 파견 인력 균형 |

V. 결론 및 시사점

V. 결론 및 시사점

이 보고서는 전 세계 프라이빗 에쿼티 시장의 태동부터 현재에 이르기까지의 역사 및 발전 현황과 전 세계 프라이빗 에쿼티 시장을 주도하고 있는 글로벌 운용사들의 운용전략을 살펴보았다. 이에 따라 도입된 지만 8년이 가까워 오고 있는 국내 PEF 시장의 발전을 위한 시사점을 제시하고자 하였다. 이 보고서에서 살펴본 바와 같이, 30여년의 역사를 가지고 있는 해외 프라이빗 에쿼티 시장과 그 가운데 프라이빗 에쿼티 펀드 운용을 역량을 키워온 글로벌 운용사들과 비교하여 우리나라 PEF 시장은 아직까지 전반적으로 시장이 성숙되지 못하고 다양한 거래 경험을 갖춘 두터운 GP 층이 확보되지 못한 상황이다. 이에 국내외 프라이빗 에쿼티 시장 현황을 바탕으로 국내 PEF 시장의 향후 한 단계 추가적인 도약을 위한 바람직한 개선점은 다음과 같다.⁹³⁾

첫째, 주요 LP로서의 연금 및 공제회의 역할이 좀 더 확대되어야 할 것으로 보인다. 아직까지 국민연금을 제외하고 기타 연금 및 공제회의 PEF 출자는 비교적 소극적으로 이루어지고 있는 상황이다. PEF 시장 초기의 현상이기는 하지만 금융회사와 일반기업이 PEF LP로서 차지하는 비중이 해외보다 높은 것을 고려하면 점차 시장이 성숙되어 갈수록 이러한 금융회사와 일반기업의 비중은 줄어들 것으로 예측됨에 따라 연기금의 역할이 증가되어야 할 것으로 보인다. 또한 연기금 및 공제회의 활발한 참여뿐만 아니라 해외의 경우처럼 대학 등을 포함한 각종 재단과 기금의 참여도 필요한데, 이 모든 것은 GP의 투자 역량 검증을 통한 신뢰의 축적이 전제가 될 것이다. 장기적으로는 PEF 선진화의 목표는 해외 우수 LP 자금 유치를 통한 글로벌 PEF로의 도약이라고 할 수 있다.

93) 국내 PEF 제도의 개선점에 관하여는 앞의 IV. 2. 라. 평가 및 PEF 제도 개선방향 참조

그런데 해외 LP들의 경우 LP 수익률(Net IRR)과 GP의 운용능력 및 지속가능성에 큰 비중을 두고 있으므로 해외 LP 자금의 유치를 위해서 PEF 투자 역량 강화를 위해 지속적으로 노력해야 한다.

둘째, 국내 PEF 시장의 편중된 회수시장 구조를 다변화할 필요가 있다. 현재 회수방식 중 전형적인 회수방법인 M&A 및 IPO의 비중이 지나치게 낮은 상황으로 다양한 회수시장의 존재와 각 시장의 활성화는 PEF 시장의 발전을 위한 매우 중요한 전제조건이다. 향후 국내 PEF 시장의 성숙과 GP의 투자 역량의 축적이 진행되면서 바이아웃과 비상장사에 대한 PEF 투자 비중이 증가함에 따라 회수시장도 점차로 균형 잡힌 전형적인 회수시장으로 변해갈 것으로 예상된다.

셋째, 지금도 일부 GP가 선도하고 있지만, 장차 국내 GP들의 해외 투자를 위해 필요한 해외투자의 역량을 배양해야 할 것이다. 국민연금 등의 대체투자 관련 PEF 출자규모의 증가 추세에 따른 국내 우량 딜플로우의 부족을 극복하고 해외에서의 매력적인 투자 기회를 포착하기 위해서 해외투자의 역량을 축적해 나가야 한다. 이를 위해서는 국제적인 수준에 걸맞은 다양한 해외 국가에서의 투자기회 발굴, 네트워크의 구축과 현지 실정에 맞는 가치제고 활동, 그리고 회수 네트워크를 구축해 나가야 할 것이다. 또한 해외투자 관련하여 투자 환해지에 대한 노하우를 축적해 나가야 한다. PEF는 투자의 속성상 중간 수익률 평가, 중간 배당 및 최종 매각대금의 송금과 관련 장기간의 환위험에 노출되는데, 이를 헤지할 수 있는 장기 외환 파생상품은 거의 없다. 또한, 해외 매각 대상에 대한 입찰 시에도 입찰 시점과 계약 체결까지 환율 변동의 위험에 노출되며 이에 대한 위험 관리는 이러한 위험을 반영한 최선 가격 제시를 통하여 입찰의 성공 여부에도 많은 영향을 미친다. 따라서 장차 해외투자가 활발해질 경우를 대비, 이러한 외환 관련 위험관리 역량이 중요해질 것으로 판단된다.

넷째, 양호한 수익률과 이를 통한 LP와의 신뢰관계를 구축하기 위해서는 반드시 GP의 가치제고 역량을 배양하여 GP 수익률의 지속가능성(sustainability)을 보여주어야 한다. 현재까지 대부분 GP의 목표가 펀드의 단순 수익률 제고가 목표였다면 향후에는 단순 수익률 자체가 아닌 가치제고에 의해 창출된 수익, 즉, 수익의 질이 중요해 질 것이다. 가치제고는 기업 부문의 비효율성 제거와 투자자들에게 다양한 투자대상을 제공하고 국부를 창출한다는 PEF 제도 본연의 취지를 만족시키기 위해서 필수적으로 이루어져야 한다. 지속가능한 수익창출 능력은 날로 경쟁이 격화되고 있는 해외 프라이빗 에쿼티 시장에서의 생존을 위해서도 필수적인 역량이다. 이와 관련하여 해외 우수 GP들의 펀드 운용 사례에서 보듯이 다양한 기업운영의 실무 경험(operation background)을 가진 두터운 전문인력을 확보하여 가치제고 작업에 있어서 주도적인 역할을 담당하도록 해야 할 것이다. 또한 이러한 관점에서 바이아웃이 가치제고 능력을 배양하기 위한 최적의 구조이므로 바이아웃에 대한 경험을 지속적으로 축적해 나가려는 노력을 계속해야 한다.

다섯째, PEF 시장의 핵심 참가자인 국내 GP와 LP의 투자 관행 및 태도의 개선이 필요하다. 먼저 국내 GP의 경우 해외 프라이빗 에쿼티 시장의 운용시스템 및 선관의무(fiduciary duty)에 좀 더 충실할 필요가 있다. 먼저, GP 내부의 성과보상 시스템을 강화하여 운용인력의 인센티브를 강화하여야 하며 핵심인력유고조항(key-man clause)을 강화하여 GP-LP 간 신뢰를 지속적으로 구축하여야 한다. 또한 운용보수의 수취보다는 성과보수 중심의 운용 자세를 확립하고 전문 운용인력을 양성해야 한다. 마지막으로, 실질적으로 투자가 아닌 대출적 성격을 지니므로 가치제고의 필요성이 전혀 없는 옵션부 투자의 자세를 통해 진정한 의미의 PEF 운용을 담당해야 한다. LP의 경우도 출자관리 인력들이 감사 우려로 GP들의 보수적인 PEF 운용을 희망하거나 순환보직으로 출자관리의 연속성이 부족한 현실에서 수익성보다는 하방 리스크의 최소화

집중하는 경향이 있다. 이러한 현실이 위험회피적인 운용을 희망하는 GP의 이해관계와 맞물려 옵션부 투자 또는 재무적 투자 등의 양태로 나타나고 있다.

마지막으로, PEF가 자본시장에 기여하고 활성화되기 위해서는 시장 참여자 공동의 노력으로 벤치마크 개발, 펀드 중간평가, 개별 투자별 성과 분석 등을 포함한 PEF 투자성과의 분석 방법이 마련되어야 한다. PEF가 국내 자본시장에서 효율적인 구조조정 및 가치창출 역할을 원활히 수행하기 위해서는 역량 있는 GP로 LP 자금이 집중되어야 한다. 이에 따라 투자성과 분석의 틀은 역량 있는 GP의 선별과 운용보수 및 성과보수 체계의 합리적 설정, 그리고 LP 입장에서는 PEF로의 최적 자산 배분의 근거를 제공한다.

결론적으로, 짧은 시기에 양적인 면에서 고속성장한 우리나라 PEF가 한 단계 추가적인 도약을 하기 위해서는 질적 개선이 필요하다. 또한 이러한 질적 개선은 장차 향후 경제 및 시장 규모의 제한으로 인하여 닥쳐올 국내 PEF 시장 성장의 한계를 극복시켜 줄 대안으로서 해외시장 진출을 염두에 두었을 때도 절실히 필요하다. 해외시장에서의 경쟁은 국제적 수준의 PEF 투자역량과 해외 현지 네트워크의 구축을 모두 필요로 하는데 이는 장기간에 걸친 노력이 필요한 부분이다. 이를 위해서는 운용 전문인력에 대한 적절한 보상체계를 마련하고 이를 통해서 해외시장 경험이 있는 인력과 해외 현지 전문인력 등의 영입이 활발히 이루어져야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김건, 2009, 사모투자전문회사의 설립 및 운용과 관련된 몇 가지 실무상 문제, 『증권법연구』 제10권 제2호.
- 김성용, 2005a, PEF의 독점규제법 및 금융규제법상 문제점, 『BFL』 제10호.
- 김성용, 2005b, 사모투자전문회사 관련 개정 간접투자자산운용업법 검토, 『법조』 Vol.585.
- 김정호, 2012, 『회사법』, 법문사.
- 김지평, 2012, 사모투자전문회사의 사원 간 권한분배 및 지배관계에 대한 소고, 『저스티스』 통권 제130호.
- 김형태, 2005, PEF의 경제적 중요성과 성공요인, 『BFL』 제10호.
- 김형태·빈기범, 2011, 자본시장 기반 기업구조조정 제도의 현황 분석 및 정책 개선에 관한 연구, 『한국증권학회지』 제41권 1호.
- 금융감독원, PEF 활성화 관련 가이드라인 마련, 보도자료, 2005(7. 18).
- 금융감독원, PEF 제도의 도입 6년의 평가와 향후 과제, 보도자료, 2011 (6. 7).
- 금융위원회, 금산법 제24조 규제 운용 개선방안 금융위원회 의결, 보도자료, 2010(9. 1).
- 권기범, 2012, 『현대회사법론』, 삼영사.
- 노희진·빈기범·신인석·정의중, 2010, 사모펀드 규제체계 선진화 방안, 금융투자협회 연구용역보고서.

- 박삼철, 2009, 사모펀드 규제에 바람직한 모습, 『금융법연구』 제6권 제2호.
- 박정훈, 2005, 사모투자전문회사(Private Equity Fund) 도입배경 및 경과, 『BFL』 제10호.
- 법령제정 실무작업반, 2006, 『간접투자(펀드)해설』 개정판, 박영사.
- 변재호·홍성기·김종훈·엄세용·김유석, 2009, 『자본시장법』, 지원출판사.
- 서울대학교 산학협력단, 2011, 국제적 기준에 부합하는 합법적 LBO 가이드라인 제정 방안, 용역보고서.
- 손주찬, 1998, 『상법(上)』 제8정증보판, 박영사.
- 신보성·노희진·김갑래·남길남, 2010, 『미국 금융개혁법의 주요 내용 및 정책적 시사점-자본시장 관련 업무를 중심으로-』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 오영표, 2011, 사모투자전문회사(PEF)에 대한 규제에 관한 법적 연구, 『성균관대학교』.
- 오성근, 2011, 도드-프랭크법 제정 전후의 헤지펀드 관련 규제의 변화, 『증권법연구』 제12권 제2호.
- 윤희웅·이진국, 2005, 사모투자전문회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점: 권한과 책임의 범위를 중심으로, 『BFL』 제10호.
- 이진웅, 2011, PEF의 회생기업에 대한 투자 및 회생절차 종결 - 사례 및 실무상 쟁점의 소개 -, 『법조』 Vol.662.
- 이철송, 2012, 『회사법강의』, 박영사.
- 이행규·채희석·이은영, 2010, 사모투자전문회사(Private Equity Fund)의 설립 및 등록 관련 실무상 쟁문제, 『BFL』 제39호.

- 정찬형, 2003, 『회사법강의』, 박영사.
채이식, 1996, 『상법강의(하)』, 박영사.
최기원, 2012, 『신회사법론』, 박영사.
최준선, 2011, 『회사법』, 삼영사.
한국증권법학회/윤영신, 2009, 『자본시장법 [주석서Ⅱ]』, 박영사.

<외국문헌>

- Acharya, V., M. Hahn, and C. Kehoe., 2010, Corporate governance and value creation evidence from private equity, Working paper, London Business School.
- Association for Corporate Growth, 2007, ACG/Thomson Financial Dealmakers Survey.
- Apax 2011 Annual Report.
- Baker, George P., and George D. Smith., 1998, The New Financial Capitalists, Cambridge University Press.
- Bank for International Settlements, 2008, Private Equity and Leveraged Finance Markets, CGFS Papers No. 30.
- Blackstone, 2011, Annual Report.
- Carlyle, 2011, Annual Report.
- Cremont Research, 2005, Convergence Across the Hedge Fund & Private Equity Industries.
- EMPEA, 2011, EMPEA Industry Statistics.

Government Accountability Office, 2008, Recent Growth in Leveraged Buyouts Exposed Risks That Warrant Continued Attention.

International Financial Services London, 2007, Private Equity, Financial Markets Series.

Jensen, Michael C, and William H. Meckling., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No. 5 pp 305-360.

Jensen, Michael C., 2007, The Economic Case for Private Equity(and Some Concerns), Harvard NOM Research Paper No. 07-02.

Callison, J. William & Maureen A. Sullivan., 2012, *Partnership Law and Practice*, WEST.

KKR, 2011, Annual Report.

Levin, Jack S., June 2005, Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions.

Loos., 2006, Value Creation in Leveraged Buyouts, DBA Dissertation to the Graduate School of Business Administration, Economics, Law, and Social Sciences (HSG), University of St. Gallen.

Preqin, 2012, Preqin Global Private Equity Review.

PriceWaterhouse Coopers, 2008, Global Private Equity Report.

Shivdasani Anil and Yihui Wang., 2009, Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?, *Journal of Finance*, Vol 66, Issue 4, pp 1291-1328.

Standard & Poors, Leveraged Lending Review 2011.

TheCityUK, 2011, Private Equity, Financial Markets Series.

Lemke, Thomas P., Gerald T. Lins, Kathryn L. Hoenig, Patricia S. Rube, 2011, *Hedge Fund and Other Private Funds: Regulation and Compliance*, WEST.

United States Government Accountability Office, 2008, Recent Growth in Leveraged Buyouts Exposed Risks That Warrant Continued Attention.

World Economic Forum, 2008, The Global Economic Impact of Private Equity Report, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1.

World Economic Forum, 2009, The Global Economic Impact of Private Equity Report, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 2.

<보도자료>

임도원, '합법적 차입매수' 가이드라인 만든다, 한국경제, 2012(5. 8).

정영일, 위기에 처한 회사 구한 경영진 '유죄' 논란, 머니투데이, 2008(7. 6).

조진형, 사모펀드 '무위험 투자' 적정성 논란, 한국경제, 2012(9. 19).

<웹사이트>

| | |
|--|--|
| 금융위원회 | www.fsc.go.kr |
| 금융감독원 | www.fss.or.kr |
| 전자공시시스템(DART) | dart.fss.or.kr |
| Apax Capital | www.apax.com |
| Bain Capital | www.baincapital.com |
| Blackstone | www.blackstone.com |
| Blackston Private Equity | www.blackstone.com |
| California Public Employees' Retirement System | www.calpers.ca.gov |
| Carlyle | www.carlyle.com |
| Emerging Markets Private Equity Association | www.empea.net |
| KKR | www.kkr.com |
| Private Equity Intelligence | www.preqin.com |
| Standard & Poors | www.standardandpoors.com |
| TPG Capital | www.tpg.com |
| Washington State Investment Board | www.sib.wa.gov |
| Wikipedia | www.wikipedia.org |