



국내외 사모펀드 시장 현황과 시사점 : Private Equity와 Private Debt를 중심으로

박 용 린 (자본시장연구원)

다양한 사모펀드 영역 중 기업재무구조와 밀접한 관련이 있는 Private Equity와 Private Debt이 최근 수년간 국내외적으로 주목받고 있다. 선진 자본시장에서 Private Equity는 성숙기에 접어들어 대체투자의 대표적인 영역으로 자리 잡았으나 Private Debt은 부실채권을 중심으로 발전하여 오다가 금융위기 이후 유럽을 중심으로 직접대출 분야가 성장하며 주목받는 사모펀드 분야로 성장하고 있다. 국내 Private Equity 시장은 PEF의 도입 이후 지난 10여 년 간 양적으로 급속하게 성장하였으나 재무적 투자가 다수를 차지하며 기업경영 개선과 구조조정 중심의 중심으로 자리 잡고 있지 못하고 있으며, Private Debt 시장은 현재 M&A 인수금융이 대부분을 차지하고 있으나 향후 제도의 정비와 더불어 다양한 분야의 성장이 예상된다. 사모펀드의 특징이 정보비대칭성 완화를 통한 자금중개의 효율성 제고에 있으므로 국내 사모펀드 시장도 가치제고 및 고위험 투자역량의 강화와 자금중개의 전문성 배양을 위해 힘쓸 필요가 있다.

[1] 서론

경제성장과 고용창출은 어느 나라든 경제정책의 큰 화두이다. 각국은 이를 위해 성장기업의 발굴과 지원을 통하여 부가가치를 창출하는 모험자본의 역할에 많은 기대를 걸고 있다. 사모펀드는 표준적 자산운용에 국한된 공모펀드와 달리 적극적 경영참여를 통한 부가가치 창출이나 시장기회를 활용하여 수익을 창출하고 있으며 이러한 사모펀드로 자본시장 자금중개의 축이 이동하고 있는 것이 세계적 추세이다. 사모펀드는 자금공급의 전문성과 정보 우위를 바탕으로 자금 수요자와의 정보비대칭 문제를 효과적으로 완화하고 있으며 가치

제고 활동을 통해 기업의 부가가치를 창출하고 있다.

대표적인 사모펀드로는 Private Equity(PE, 사모지분투자)와 헤지펀드를 들 수 있는데 본고는 Private Equity 중 벤처캐피탈(VC)을 제외한 바이아웃(buyout)과 성장자본(growth capital) 중심으로 Private Equity의 국내외 현황을 논의하고, 이와 관련하여 최근 사모펀드의 중요한 축으로써 새롭게 조명 받고 있는 Private Debt(PD, 사모부채)에 대하여 간단히 살펴본다.

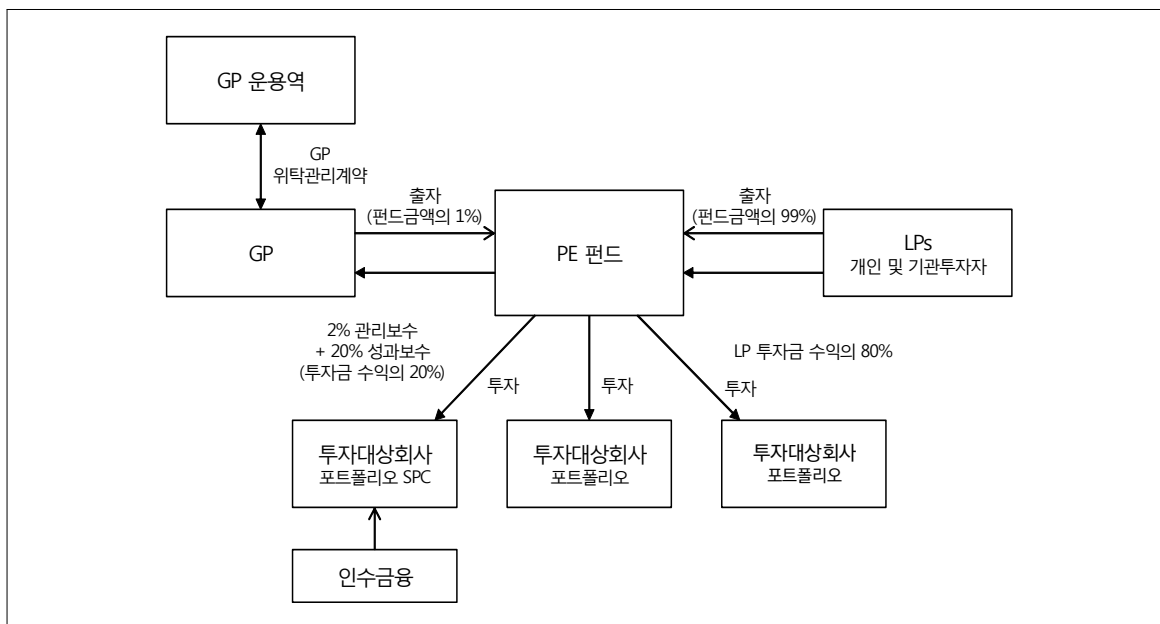
2 Private Equity

2.1 개념

Private Equity(PE)는 기술적 의미로는 상장기업 또는 비상장기업의 등록되어 있지 않은 지분형 증권으로 정의된다. 그러나 PE 투자의 대부분이 비상장기업에 집중되거나 상장기업에 대한 투자 후 상장폐지(going private)를 통해 이루어지므로 통상적으로 Private Equity는 비상장기업에의 지분형 증권 투자로 이해하여도 크게 무리는 없다.(박용린 외(2012)).

Private Equity는 일반적으로 운용사(GP)가 출자자(LP)로부터 자금을 출자 받아 펀드를 결성하여 투자하고 가치제고 이후 M&A, 세컨더리, IPO 등의 방식으로 투자를 회수하고 수익금을 출자자에게 돌려주는 방식으로 운용된다. 이 때 GP도 펀드 규모의 일정 비율(예를 들어, 1%)을 출자한다. GP는 LP로부터 운용보수를 받는데 평균적으로 펀드 규모의 2%인 관리보수(management fee)와 일정 기준수익률(hurdle rate)을 초과하는 수익에 대하여 20%를 성과보수(carry)로 수취한다.

〈그림 1〉 Private Equity 운용 구조도



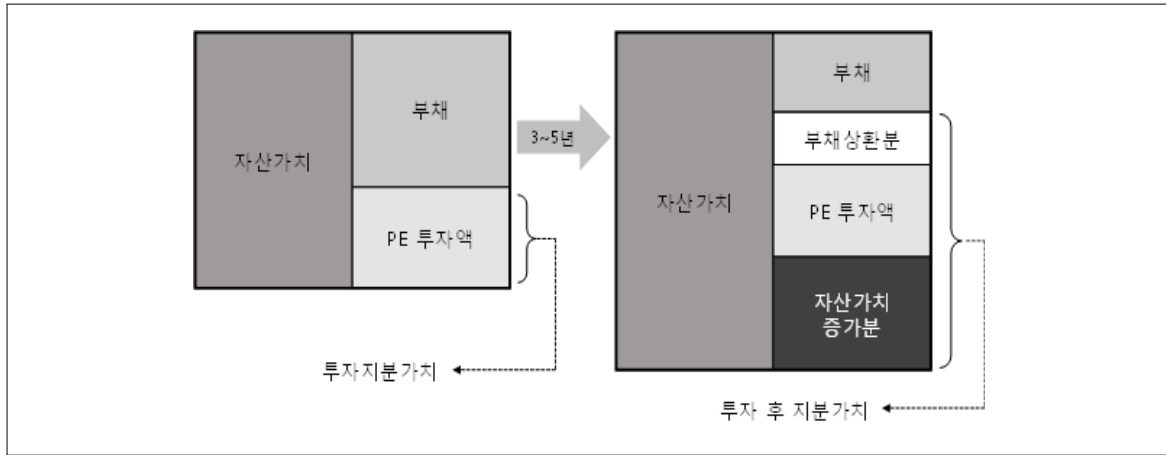
출처 : Levine(2005)

Private Equity의 수익창출의 원천은 레버리지의 사용과 자산가치의 상승이다. 인수부채의 이자는 손비 처리가 가능하며 사업으로부터의 현금흐름으로 인수부채를 상환한다. 한편, 투자기간 동안 가치제고(value creation) 활동을 통하여 성장성과 수익성을

향상시켜 사업의 가치를 증대시킨다. Private Equity 투자수익률은 레버리지, 성장성·수익성 등 기업가치 상승분, 그리고 추가적으로 투자 시점과 회수 시점에서 시장배수의 차이, 즉 주가배수확장(multiple expansion)으로 분해된다.



〈그림 2〉 Private Equity 투자의 기본 원리

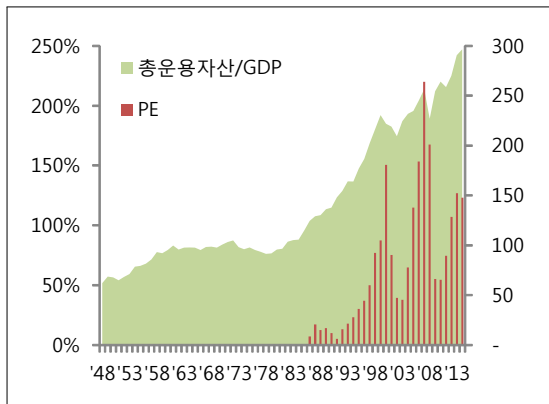


2.2 성장 배경

Private Equity 시장은 1970년대 후반 미국에서 형성되기 시작하였다. 미국 Private Equity 시장의 성장에는 1980년대 이후 미국 자본시장의 기관화가 크게 작용을 했다. 1979년 ERISA법(Employee Retirement Income Security Act)의 재해석으로 인해 1980년대 초부터 연기금 등 기관투자자 중심으로 모험 투자가 증가하기 시작하며 자본시장의 기관화가 지속적으로 이루어졌다. 이러한 자본시장의 기관화로 인해 상장주식 뿐만 아니라 비상장주식을 중심으로

〈그림 3〉 미국 기관투자자 운용자금과 PE 시장규모

(단위: 10억 달러)



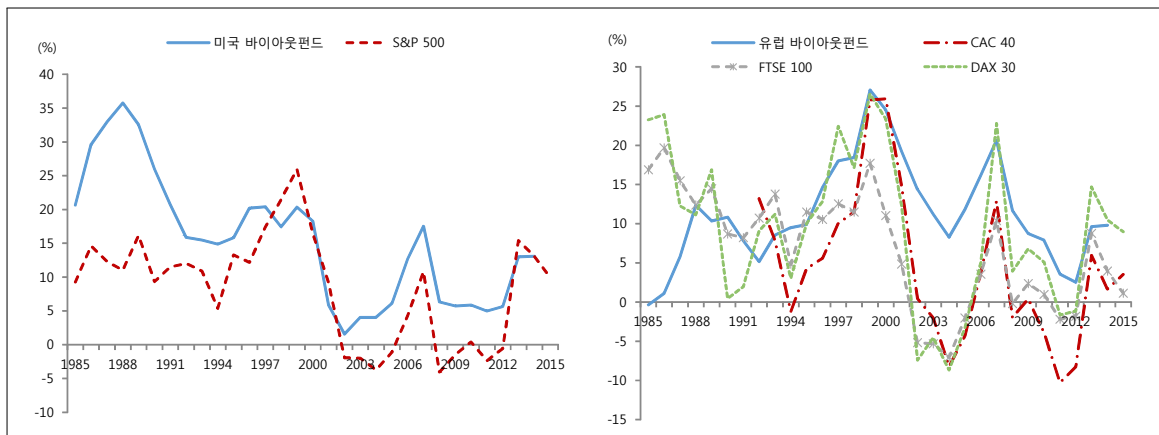
주) AUM 보험사, 연기금, 뮤추얼펀드 및 기타 펀드를 포함
출처 : Federal Reserve Board

하는 Private Equity 등 대체투자 출자액도 급증하게 되었다. 그런데 기관출자자의 대체투자 확대가 미국 Private Equity 시장 성장의 추진요인(push factor)이라고 한다면 유인요인(pull factor)은 1990년대 말까지 년 20%에 육박했던 높은 Private Equity 투자 수익률을 들 수 있다. Private Equity는 투자수익률 뿐만 아니라 S&P500과 같은 주식시장 지수와 비교적 낮은 상관관계를 보이며 기관투자자의 분산투자 니즈에도 부합하는 매력적인 투자 대상으로 부각되었다.

이러한 다양한 요인으로 인해 Private Equity 시장이 급성장하면서 1980년대 중반부터 신규 운용사들이 진입하며 경쟁이 심화되고 미국 기업의 구조조정이 마무리되며 매력적인 매물이 감소하는 가운데, 수차례 금융 및 경제 위기가 나타나며 Private Equity 수익률은 하향추세를 나타내게 된다. (〈그림 4〉)

또한, Private Equity 수익률의 주식시장 지수와 상관관계도 높아졌다. 예를 들어, 과거 10년 미국 바이아웃 펀드의 수익률과 S&P500 수익률의 상관관계수의 평균은 1994년부터 1999년까지 32.9%에 불과했지만 2010년부터 2015년까지의 평균은 82.6%로 크게 상승하였다. 한편, 유럽 Private Equity 시장의 경우에는 수익률의 주기적인 부침은 유사하지만 미국과 같은 뚜렷한 수익률의 하향 추세는 관찰되지 않는다.

〈그림 4〉 미국 및 유럽 바이아웃 펀드 수익률과 주식시장 수익률 비교



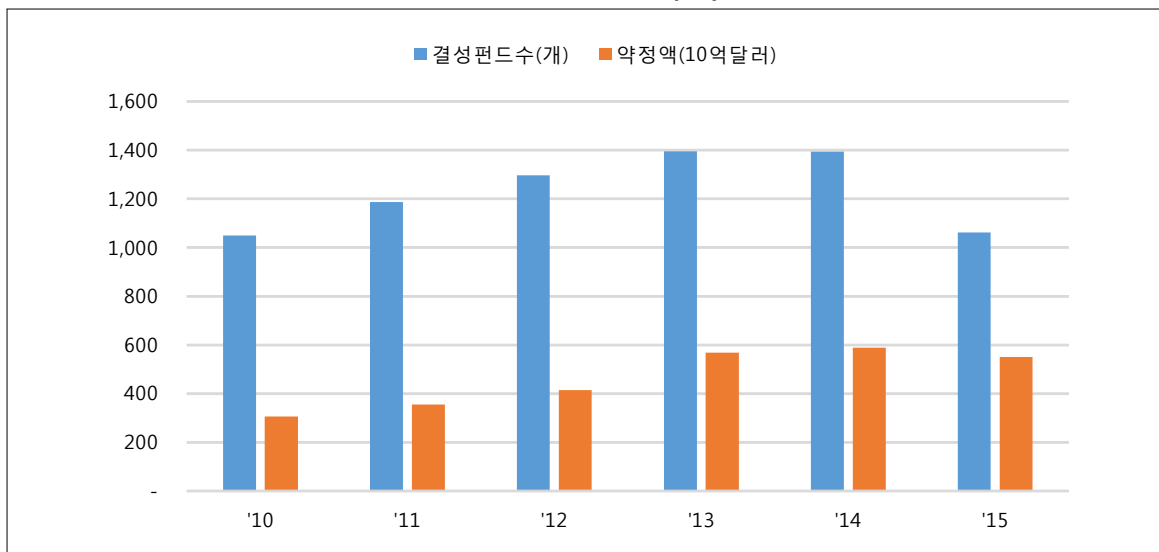
출처 : Datastream, 자본시장연구원

글로벌 Private Equity 시장은 2014년 기준 자금모집 규모 6천억 달러에 약 1,400개의 펀드가 신규로 결성되는 시장으로 성장하였다. 2015년은 그간의 자금모집의 성장세가 소폭 감소하였다. 지역별로는 Private Equity의 본고장이라고 할 수 있는 미국을 포함한 북미가 60%에 육박하는 비중을 차지하고 있으며, 유럽이 23%, 아시아 및 기타 지역이 17%를 차지하

고 있다.

글로벌 Private Equity 시장을 유형별로 살펴보면, 2015년 자금모집 금액 기준으로 바이아웃이 54%, 벤처캐피탈이 17%, 성장자본이 약 9%를 차지하여 Private Equity의 대표적인 3대 투자방식이 80%를 차지하고 있다.

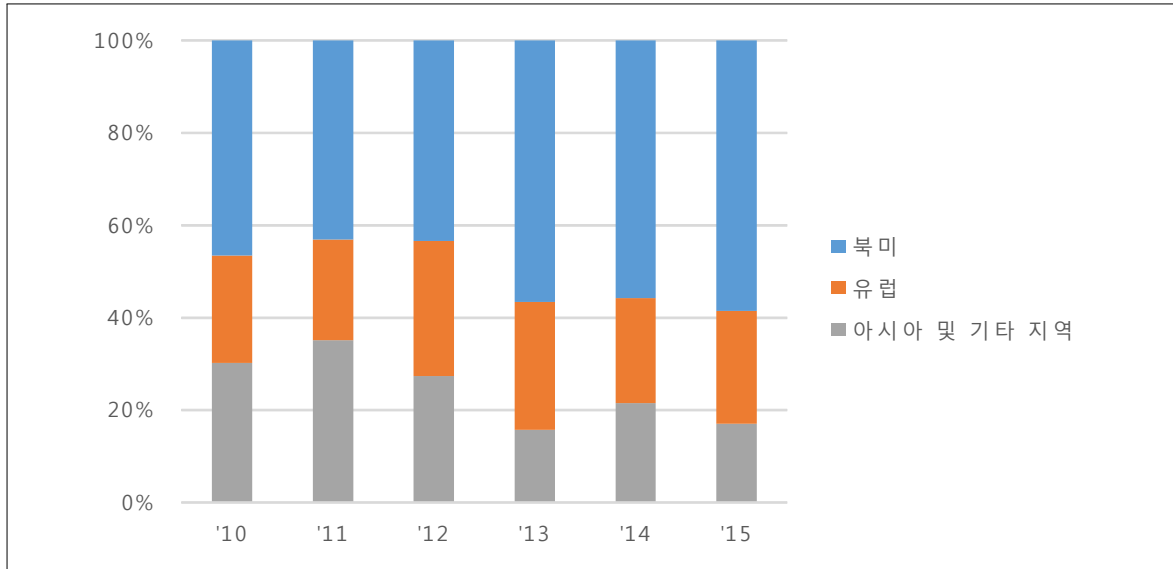
〈그림 5〉 해외 Private Equity 자금모집



출처 : Preqin

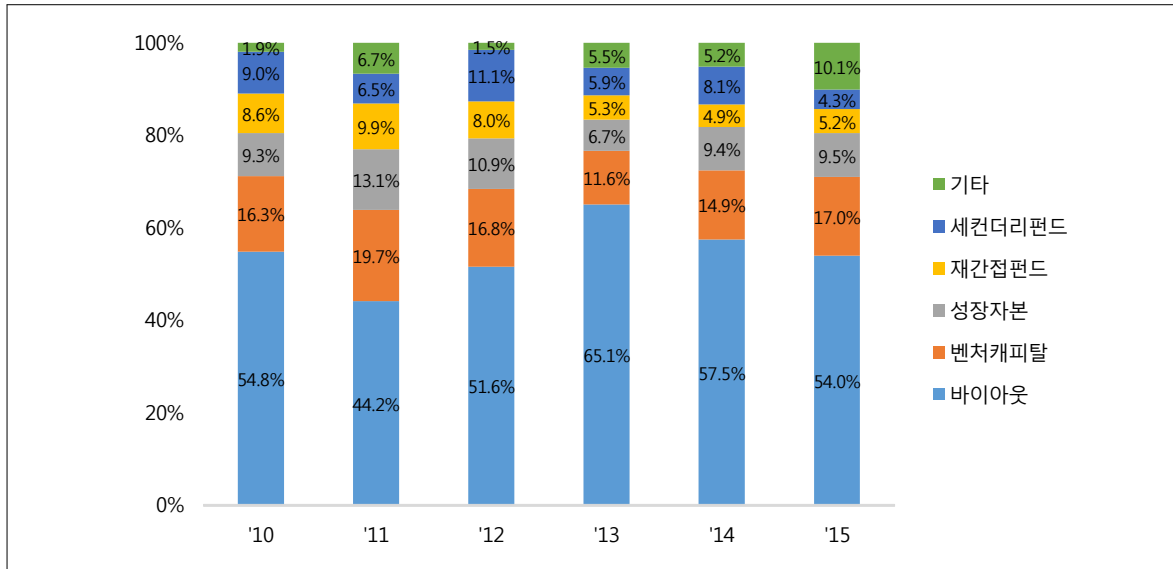


〈그림 6〉 해외 Private Equity 자금모집 지역별 비중



출처 : Preqin

〈그림 7〉 해외 Private Equity 자금모집 유형별 비중



출처 : Preqin

출자자 비중으로는 공·사적 연기금이 30%, 재단이 15%, 가문자산관리(family office)가 8%를 차지하고 있으며 기타 다양한 종류의 금융기관 및 출자자가 나머지를 차지하고 있어, 출자가 기반의 다변화가 이

루어진 것을 확인할 수 있다.

〈표 1〉 해외 Private Equity 출자자 비중 (2015)

재단	사적연금	공적연금	기금	가문 자산관리	보험회사	FoF 운용사	자산 운용사	은행· 금융기관	기관 투자자	기타	합계
15%	14%	10%	10%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	13%	100%

출처 : Preqin

2.3 투자방식의 변화

1980년 LBO(Leveraged Buyout)를 중심으로 한 Private Equity의 높은 투자수익률은 이후 경쟁 심화와 매력적인 인수 대상 기업의 감소로 인해 이후 점차 하락하게 되었는데 이러한 시장구조의 변화는 시기별로 Private Equity가 수익을 창출하는 방식의 변화를 가져오게 되었다.

먼저, 1980년대 Private Equity가 수익을 창출하는 방법은 LBO, 즉 레버리지였다. 이 당시는 미국 시장에서 저금리 기조가 유지되고 급성장한 정크본드가 LBO의 차입매수에 활용되며 고비율차입거래(Highly Leveraged Transaction)가 성행하였다. 고비율차입거래는 유휴자산이 존재하거나 안정적 현금흐름이 발생하는 기업을 인수대금의 80%~90%를 차입을 통해 조달한 자금으로 인수하는 거래이다. 높은 레버리지를 활용한 투자 방식은 1990년대 초 미국의 경기 침체와 정크본드 시장의 붕괴로 막을 내리게 되었는데, 이후에는 레버리지를 통한 투자 방식은 지속되었지만 레버리지비율 자체는 감소하게 되었다.

1990년대는 이른바 주가배수확장(multiple expansion)을 통해 수익을 창출하던 시기였다. 1990년대 초 미국 경제의 불황 이후 1990년대 중·후반은 정보기술의 발전과 함께 기업의 생산성이 높아지며 유래 없는 경제 호황이 일어난 시기였다. 즉, 기업의 성장성과 수익성 개선과 더불어 인수 시점 대비 EV/EBITDA나 PER과 같은 시장평가배수가 높아지며 수익을 창출할 수 있던 시기였다. 즉, 후술하는 운용사의 적극적인 가치제고 활동이 없이도 투자 수익을 창출할 수 있었던 것이다.

마지막으로 2000년대 이후는 가치제고(value

creation)의 시대라고 할 수 있다. 먼저, 2000년대는 1980년대와 1990년대 Private Equity 산업의 성숙, 운용사 수의 증가 및 경쟁 심화로 가치평가(valuation) 수준이 높아졌다. 또한 기술주 버블 붕괴로 인한 경기 침체의 장기화를 방지하고자 유동성이 지속적으로 공급되며 저금리 기조가 유지되었다. 이러한 시장 상황으로 인해 인수가 전반적으로 상승하였으며, 따라서 Private Equity 운용사들은 수익성 개선 가능성이 존재하는 기업을 인수하여 그 본질 가치를 증대시키는 방법으로 수익을 창출하게 된 것이다. 즉, Private Equity의 투자방식이 1980년대의 전통적인 재무적 투자(financial engineering) 방식에서 2000년대에는 경영개선(operational engineering)이 가미된 형태로 진화한 것이다.(Kaplan & Strömberg(2009)) 이러한 방식은 현재까지도 Private Equity 수익 창출의 근본을 이루는 방식인데, 글로벌 Private Equity 운용사들의 가치제고 방식을 좀 더 자세히 살펴보면 다음과 같다.

2.4 가치제고

Private Equity의 가치제고는 인수 전 실사 단계에서부터 인수 후 경영개선 까지를 포괄하는 일련의 활동으로서 기업경영 상의 가치사슬(value chain) 전 부분의 점검과 개선 계획이며 투자의 효율화나 M&A 등을 통한 성장 전략의 재정립 등을 포괄하는 전사적 개념의 활동이다. Private Equity 운용사는 투자 전 실사 단계에서부터 인수 후 기업가치 제고 계획을 수립하며 인수 직후 이른바 “100일 계획”(First 100 Day Plan)을 통하여 이를 집행하고 관리한다.

Private Equity의 가치제고 활동은 일반적으로



전문경영진의 선임과 운용사 내부의 오퍼레이션 전문 조직을 통해 이루어진다. Private Equity는 피투자기업의 기존 경영진과의 파트너십 형성, 운용사 내부 오퍼레이션 전문가의 경영진 파견 또는 외부 전문경영인 고용 등의 방식으로 경영진을 구성한다. 이러한 경영진들은 경영 기간 동안 증가한 기업 가치나 투자수익과 연동된 다양한 인센티브를 부여받는다.

운용규모와 명칭에 관계없이 글로벌 Private Equity 운용사들은 가치제고 활동을 위해 운용사 내부 오퍼레이션 전문 조직을 활용하거나 투자 건별로 외부 컨설턴트를 활용하는 방식으로 가치제고 활동을 수행하고 있다. 구체적으로, 오퍼레이션 전문 조직은 세 가지 방식으로 운영되고 있다. 첫째, 산업 전문가나 기업에서 핵심 경영진을 역임한 CEO나 CFO와 같은

C-레벨 오퍼레이팅 파트너(operating partner)를 활용한 모델이다. 이들은 개인의 인적 네트워크와 기업 경영 경험을 바탕으로 투자처의 발굴이나 투자 후 경영 전략을 제공하고 일반적으로 포트폴리오 기업의 이사회에 참여한다. 둘째, 생산, 마케팅, 재무, 법무 등 특정 분야의 전문성을 갖춘 전직 중간관리자 또는 외부 전문가를 활용하는 방식이다. 이들은 Private Equity의 포트폴리오 기업이 특정 분야의 자문을 필요로 하는 경우 이를 지원한다. 셋째, 내부 컨설팅 조직을 활용하는 방법으로서 포트폴리오 기업마다 컨설턴트들이 지정되어 경영진과 기업가치를 높이기 위한 활동 전부를 수행하는 방식이다. 해외 주요 Private Equity 운용사 내부 오퍼레이션 전문 조직의 예를 들면 다음 <표 2>와 같다.

<표 2> 해외 주요 Private Equity 운용사의 오퍼레이션 전문 조직

운 용 사	AUM(\$ bil)	인원 수	세부 오퍼레이션 조직
KKR	90.2	40+	KKR Capstone 20여 명 시니어 자문 그룹 20여 명
Blackstone	63.0	37	오퍼레이팅 파트너 4인 포트폴리오 오퍼레이션 그룹 21인 포트폴리오 오퍼레이션 자문역 2인 산업 자문인 10인
TPG	54.5	60+	오퍼레이팅 그룹 60여 명
Cerberus	25.0	100+	Cerberus Operations and Advisory Company 100여 명
Welsh, Carson, Anderson & Stowe	20.0	23	일반 전문직 6인 기능별 전문직 8인 시니어 산업 임원 5인 관련 산업전문가 4인
Silver Lake	20.0	26	Value Creation Unit 10인 Value Creation Unit 자문역 16인
Clayton, Dubilier & Rice	17.0	17	오퍼레이팅 파트너 10여 명 오퍼레이팅 자문역 7인
Sun Capital Partners	10.0	35+	오퍼레이션 팀 35여 명
The Riverside Company	3.5	33	매니징 및 시니어 오퍼레이팅 파트너 4인 오퍼레이팅 파트너 10인 오퍼레이팅 임원 9인 시니어 자문역 10인
Arsenal	1.7	17	오퍼레이팅 파트너 9인 시니어 자문역 8인

출처 : PrivCap(2014)

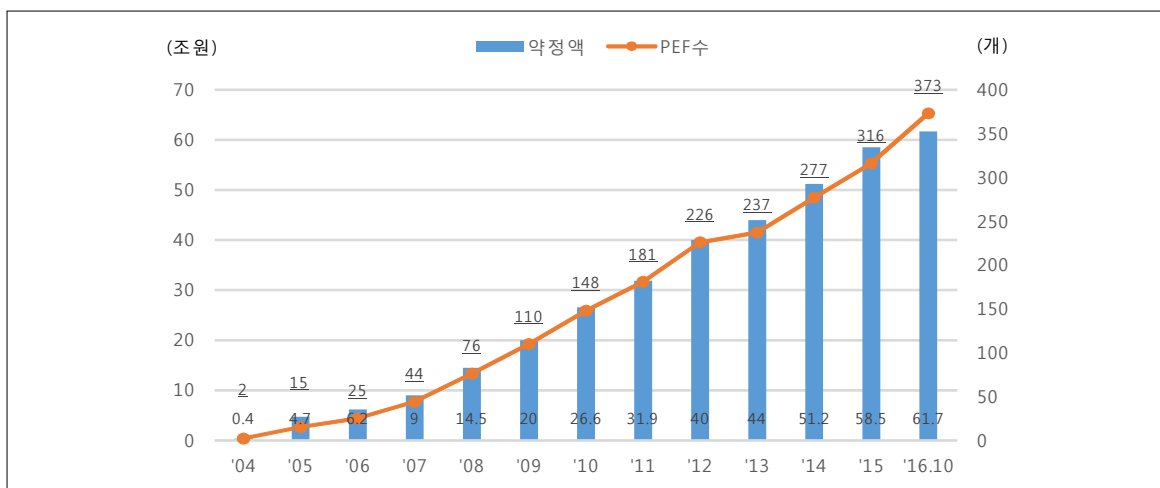
2.5 국내 PEF 시장 현황

우리나라의 Private Equity는 PEF 또는 경영참여형 사모펀드로 지칭되고 있는데 2004년 12월 제도 도입 당시 정식 명칭은 '사모투자전문회사'였으나 2015년 10월 25일 사모펀드 제도개편으로 '경영참여형 사모집합투자기구'로 변경되었다. PEF는 제도 도입 이후 매년 자금모집 규모가 꾸준히 증가 하여 2016

년 12월 총 출자약정액 61.7조 원, 373개 PEF가 등록된 시장으로 성장하였다.

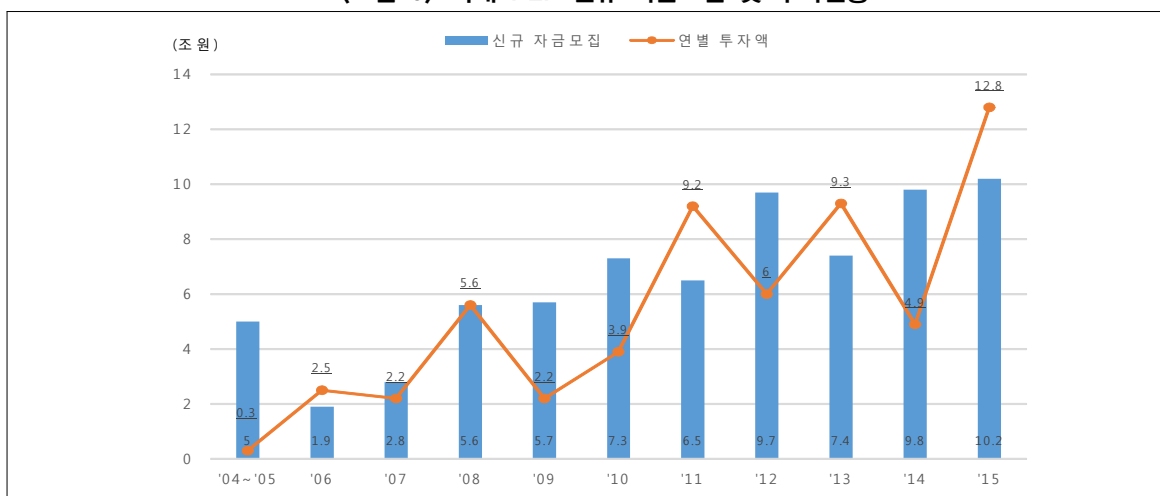
이는 기본적으로 해외 사례와 마찬가지로 연기금 대체투자 수요의 지속적 증가에 크게 기인한다. 실제로 국내 PEF 시장은 2016년 6월 최초로 약정액 60조 원을 달성하였는데 동 시점 국내 펀드 설정액(462.5조 원) 중 공모 주식형 펀드 설정액이 약 67.0조원임을 감안하면 자산운용의 중요한 분야로 성장한 것을 의미한다.

〈그림 8〉 국내 PEF 약정총액



출처 : 금융감독원

〈그림 9〉 국내 PEF 신규 자금모집 및 투자현황



출처 : 금융감독원

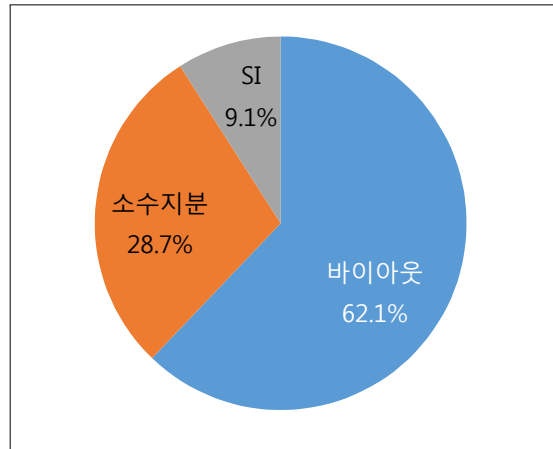


2015년의 경우 신규 자금모집은 10.2조원으로 10조원대를 돌파하고 신설 PEF도 76사로 사상 최대를 기록하고 있다. 투자에 있어서도 사상 최대 규모인 총 12.8조원을 투자하였다. 투자대상 기업을 업종별로 보면 총 투자기업 140여개, 총투자액 12.8조원 중 100여개 6조원이 국내 제조업에 투자되었다.(금융감독원(2016))

한편, 국내 PEF 시장은 투자규모 기준에서 보면 바이아웃 중심의 시장이라고 할 수 있으나 투자권수 측면에서 보면 소수지분(significant minority) 투자가 상당한 비중을 차지하는 시장으로서 성장자본(growth capital) 중심의 시장에 가깝다.

2005년부터 2014년 10년간 PEF가 투자한 회사 수는 총 690사인데 2007년부터 2015년까지 PEF가 투자한 해외기업 수는 전체 투자 기업 수의 10% 수준에 머물러 있는 등 국내 기업 투자에 편중되어 있다.

〈그림 10〉 2005년~2014년간 국내 PEF 투자방식 별 비중 (투자금액 기준)



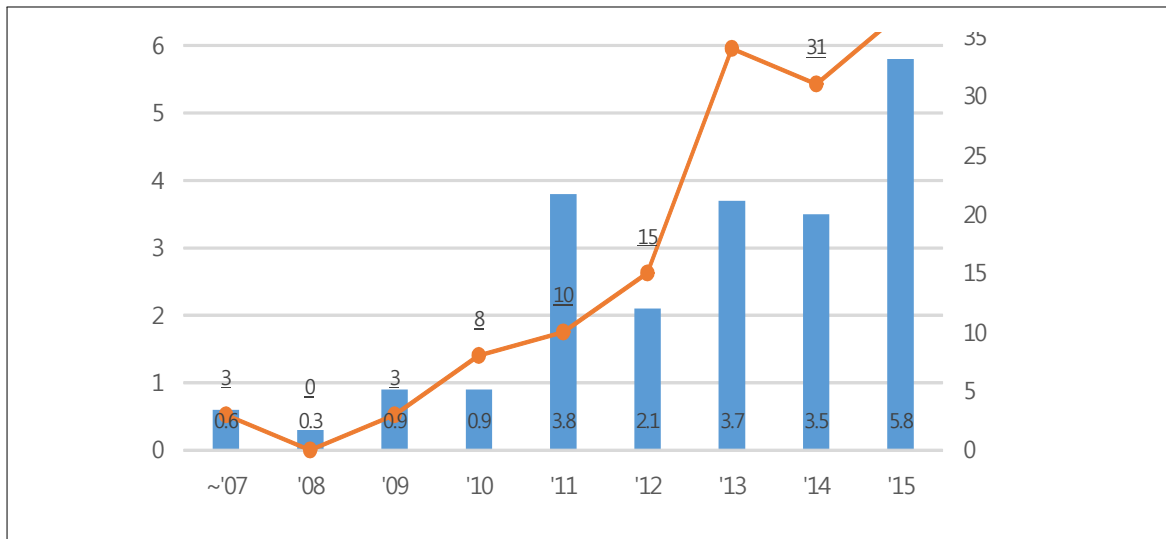
출처 : 자본시장연구원
 주: SI는 전략적투자자(기업)와의 공동투자를 의미

〈표 3〉 당해년도 투자기업 수 대비 국내기업 수

년 도	2007	2009	2011	2013	2014	2015
비 율	90.6%	96.4%	88.1%	93.4%	90.8%	90.0%

출처 : 금융감독원(2015, 2016)

〈그림 11〉 국내 PEF 회수현황



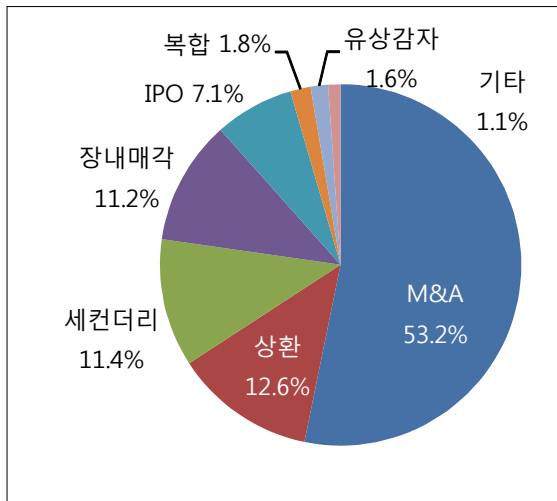
출처 : 금융감독원

또한, 차입투자 관련해서 2014년 말 기준 전체 277개 PEF 중 차입투자를 하고 있는 PEF는 60개 (21.7%)에 불과하며 PEF의 차입금 잔액은 총 7.7조원에 머물러 있다. 이는 2014년 기준 총 162개 PEF 운용자 중 바이아웃 투자역량을 갖춘 운용사만 차입투자를 활용하고 있기 때문이다.(금융감독원(2015))

한편, 2015년 PEF의 투자 회수액은 5.8조원으로 2014년 3.5조원 대비 약 66% 증가하였는데 이는 2008년~2011년 간 설립된 PEF들의 존속기간 만료에 따른 해산으로 인한 자금 회수와 함께 2012년~2014년 간 설립된 중소형 블라인드 PEF 중심으로 투자 집행과 함께 자금 회수가 본격적으로 진행되었기 때문이다.(금융감독원(2016))

2005년에서 2014년까지 회수된 국내 PEF 투자의 금액기준 회수 비중은 M&A가 53.2%, 세컨더리가 11.4%, IPO가 7.1%로 3대 주요 회수 방식이 71.7%를 차지하고 있으며 시장 초기 상장기업이나 재무적 방식으로 투자되어 장내매각되거나 상환된 회수 비중도 23.8%에 이른다.

〈그림 12〉 2005년~2014년간 국내 PEF 회수방식별 비중 (투자금액 기준)



출처 : 자본시장연구원

현재 국내 PEF 시장은 독립계 중심의 대형 선도 운용사와 후발 운용사로 시장분할이 활발히 이루어지

고 있다. 트랙레코드를 통해 평판을 구축하는 평판시장의 성격을 지닌 Private Equity 시장의 성격 상 시장이 성장하며 나타나는 자연스러운 현상이다. 이는 당해 연도 신설 PEF 수에서 동일 운용사에 의한 설립된 PEF의 비중을 통해 살펴볼 수 있다.

이 비율은 2007년 47.4%에서 2014년에는 91.5%로 상승하고 있다. 이러한 시장분할 현상은 프로젝트 PEF 비중의 증가로도 나타나고 있다. 보수적인 투자성향을 가진 대형 연기금들이 PEF 출자를 주도하면서 신규 진입 운용사를 중심으로 손실 방어를 좀 더 유리한 프로젝트 펀드 결성이 증가하며 2007년 이후 프로젝트 PEF 비중이 지속적으로 상승하고 있다.

한편 PEF 평균 약정규모는 2009년 이후 1,700억 원 수준에 머무르고 있는데 최근 프로젝트 PEF 비중의 상승이 원인의 하나가 되고 있다.

〈표 4〉 당해년도 신설 PEF 수 대비 재설립 PEF 수

년도	2007	2009	2011	2013	2014
비율	47.4%	51.4%	60.5%	91.1%	91.5%

출처 : 금융감독원(2015)

〈표 5〉 당해년도 신설 PEF 수 대비 프로젝트 PEF 수

년도	2007	2009	2011	2013	2014
비율	36.8%	59.5%	46.5%	68.9%	74.6%

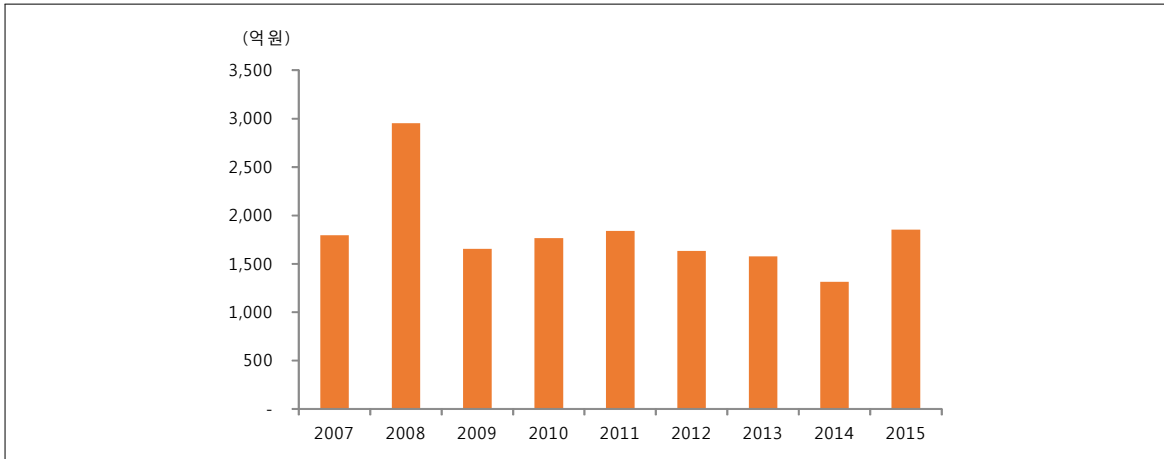
출처 : 금융감독원(2015)

한편, PEF 운용사의 경우, 시장 초기에는 외국 PEF 운용경험이 있는 전문 인력이 설립한 전문운용사와 정책 금융기관 등이 설립한 PEF가 주도를 하였는데, 이후 기관출자자의 출자 확대가 이루어지면서 벤처캐피탈 운용사가 PEF 시장으로 진입하였으며 기타 신규 운용사의 진입이 급증하였다.

2014년 말 기준 전문운용사는 82개사로 전체 162개 운용사 중 50.6%를 차지하고 있으며, 뒤이어 금융회사가 46개사로 28.4%, 창투계 회사가 34개로 21.0%를 차지하고 있다.



〈그림 13〉 국내 PEF 평균 약정 규모



출처 : 금융감독원

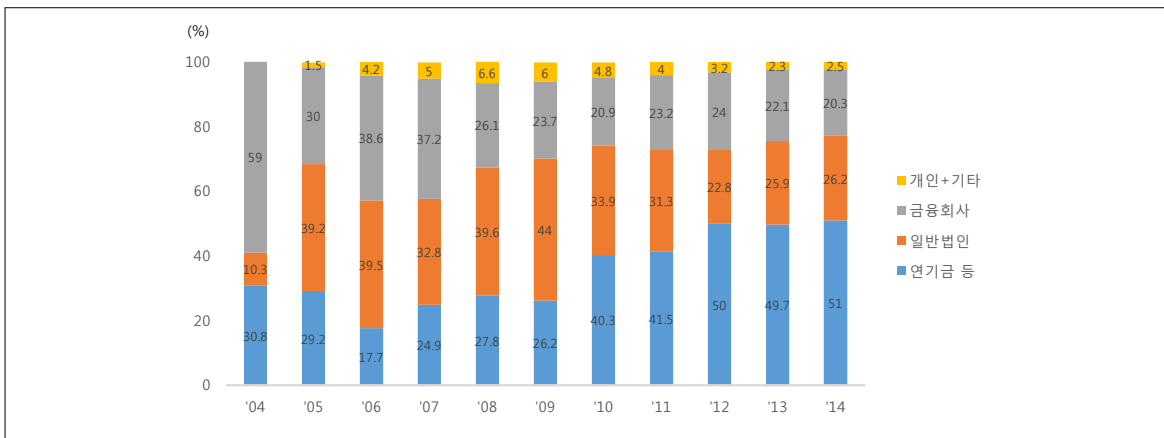
〈표 6〉 PEF 운용사 수

(단위: 개, %)

GP	2005	2007년	2008년	2011년	2012년	2014년
전문운용사 (비 중)	7 (50.0)	17 (48.6)	23 (47.9)	58 (46.8)	69 (48.9)	82 (50.6)
금융회사 (비 중)	7 (50.0)	13 (37.1)	17 (35.4)	44 (35.5)	46 (32.6)	46 (28.4)
창투계 회사 (비 중)	-	5 (14.3)	8 (16.7)	22 (17.7)	26 (18.4)	34 (21.0)
총 계	14	35	48	124	141	162

출처 : 금융감독원(2015)

〈그림 14〉 국내 PEF 출자자 비중



출처 : 금융감독원(2015)

출자자 관련해서는 2014년 말 기준 국내 연기금이 PEF 약정액의 51.0%를 차지하고 있어 PEF 시장 초기 보다는 해외에서 관찰되는 일반적인 PEF 출자자 분포가 나타나고 있으나, 재단, 대학, 고액출자자 등의 출자가 부진하여 해외와 같은 다양한 출자자 기반이 아직 구축되지 못하고 있다.

2.6 국내 PEF 시장의 평가

2015년 국내 PEF 시장은 자금모집, 투자 및 회수 등 모든 면에서 제도 도입 이후 최대치를 기록하는 등 양적 성장을 지속하고 있으며 질적 측면에서도 일부 초대형 바이아웃 투자가 성사되는 등 발전을 지속하고 있다. 그러나 경영권 인수를 통해 기업 구조조정을 수행하고 경영 효율성을 제고할 수 있는 국내 민간 자본 육성이라는 도입 취지와는 다르게 아직까지 역량 부족으로 인해 재무적 투자가 주요 투자 전략으로 활용되고 있는 등 양적 확대에 비해 질적 발전 수준은 기대에 미치지 못하고 있다고 할 수 있다. 2005년~2014년의 10년간 PEF가 전략적 투자자로서 투자 회사의 경영에 직접 참여한 투자 비중은 25.7%에 머무르고 있는 것으로 보고되고 있다.(금융감독원(2015))

경영권 인수, 즉 바이아웃을 위한 투자역량과 관련하여 현재 국내 PEF 운용사와 해외 Private Equity 운용사가 가장 큰 차이를 나타내는 분야는 가치제고 관련 분야인 것으로 평가된다. 가치제고를 위한 조직적 노력을 해외 선도 Private Equity 운용사의 사례에서 살펴보았는데 아직까지 국내 PEF의 경우 형식상의 조직 형태가 아닌 오퍼레이션 전문 조직을 갖추고 PEF 투자를 수행하는 곳은 실질적으로 없다고 할 수 있다. 이는 어찌 보면 당연하다고 할 수 있다. 실제 해외 Private Equity 투자시장에서도 시장이 형성된 지 20년 이상이 흘러서야 오퍼레이션 전문 조직을 통한 가치제고 활동이 Private Equity 투자의 모범적인 운용방안으로 자리 잡기 시작했기 때문이다. 국내 PEF가 재무적 투자에 치중하고 모험자본으로서의 제 기능을 수행하지 못한다고 하는 감독당국의 평가는

바로 가치제고를 위한 국내 PEF의 실질적인 역량이 아직 자리 잡지 못했기 때문이다. 물론 오퍼레이션 전문 조직과 같은 부분을 제외하고는 국내 PEF들도 투자 과정에서 전문경영인을 선임하고 이들을 통해 기업가치를 높이기 위한 노력을 기울이고 있음을 고려할 때 시장의 성숙과 함께 그 역량이 향상될 것으로 기대된다.

2.7 PEF와 기업 구조조정

국내 PEF의 도입 취지 중 하나는 기업 구조조정 시 국내 매물을 인수할 국내 민간자본을 육성하는 것이었다. 즉, 정책당국은 PEF를 국내 기업 구조조정의 주요 주체로 육성하고자 한 것이다. 특히, 최근 들어 국내 기업 구조조정의 근간을 형성해 온 채권단 중심의 구조조정이 한계를 노정하며 PEF의 역할에 대한 기대가 높아지고 있다.

전술한 바와 같이 분명 국내 PEF는 해외 Private Equity에 비하면 재무적 투자에 주력하고 구조조정의 역할이 전반적으로 미흡하다. 그럼에도 불구하고 국내 PEF는 지난 10여 년 간 개별 기업에 대한 구조조정 투자와 대기업 그룹 구조조정 지원을 통하여 국내 기업 구조조정에 있어서 일정 역할을 수행한 것으로 평가할 수 있다. 구조조정 중인 기업에 대한 유동성 공급과 연관된 PEF 투자는 비록 소극적인 의미의 구조조정 투자이기는 하지만 본질적으로 재무적 투자자(financial investor)인 PEF 관점에서는 의미 있는 기여를 한 것이기 때문이다. <표 7>은 PEF가 대기업 그룹 구조조정 과정에서 나온 매물을 소화한 사례와 유동성 공급 사례를 나타내고 있다.

좀 더 넓은 시각에서 보면 이러한 방식의 구조조정 투자는 정책당국이 염두에 두고 있는 근본적인 의미의 기업 구조조정 투자는 아니다. 그런데 이러한 기업 구조조정 투자는 주로 부실채권(distressed debt) 매집을 통해 구조조정 과정을 주도하는 협의의 구조조정 투자로서 고위험·고수익 투자 방식이며 전통적인 바이아웃과 같은 Private Equity 투자와는 다르다. 부실



채권 투자를 전문으로 하는 사모펀드 운용사들은 후술하는 Private Debt이라고 하는 사모펀드 중 일부로서 전통적으로 존재해 왔다. 부실채권 투자방식 중 일부가 경영참여형 부실채권(distressed for control) 투자로서 바이아웃과 공통적인 측면이 존재하여 종종 Private Equity로 분류되기도 하나 통상적으로 별도의 Private Debt으로 분류한다.

이러한 측면은 <표 8>에서 확인할 수 있는데 부실채권 투자 전문 운용사와 바이아웃 전문 운용사가 많은 차이를 나타내고 있다. 물론 일부 해외 대형 바이아웃 전문 운용사는 대부분 부실채권 투자 및 직접대출 펀드와 같은 Private Debt 펀드도 운용하고 있다.

부실채권 투자를 통한 구조조정 시장이 활성화되기 시작한 것은 1990년대 미국 정크본드 및 대출채권 유통시장이 형성되면서부터라고 할 수 있는데 부실채권을 통한 구조조정 시장은 고위험 투자를 전문으로 하는 헤지펀드들도 다수 참여하는 시장으로서 자본시장 영역 중 가장 고난도의 투자가 이루어지는 영역이라고 할 수 있다.

뿐만 아니라 이러한 구조조정 방식이 가능하기 위해서는 부실채권 유통시장이 필요한데 미국의 경우 부실채권 유통시장이 활성화되어 기업 구조조정 시장의 중요 인프라를 형성하고 있다.

<표 7> PEF의 대기업 그룹 구조조정 지원 사례

두 산	<ul style="list-style-type: none"> 2008년 두산테크팩 지분 100%를 MBK파트너스에 약 4,000억원에 매각 2009년 두산DST, 한국우주항공산업 지분, SRS코리아, 삼화왕관 사업부문 49%를 미래에셋-IMM PE에 7,808억원에 매각 2011년 IMM, 미래에셋, 하나대투PE에 두산인프라코어 중국법인(DICC) 지분 20%를 3,800억원에 매각 2012년 버저킹을 보고펀드에 1,100억원에 매각
금 호	<ul style="list-style-type: none"> 2010년 금호생명을 산은PE-칸서스자산운용에 6,500억원에 매각 2011년 대우건설을 산은PE에 3조 3천억원에 매각 2011년 금호고속(100%), 서울고속버스터미널(38.7%), 대우건설(12.3%)을 IBK증권 PE-케이스톤에 9500억원에 매각
현 대	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 현대로지스틱스를오릭스PE에 6,000억원에 매각 2014년 현대상선 LNG선 사업부를 IMM PE에 5,000억원에 매각
동 부	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 동부익스프레스를KTB PE와 큐캐피탈에 3,100억원에 매각
한 진	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 한진해운화물전용선 사업부를 약 6,000억원에 매각
웅 진	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 웅진코웨이를MBK파트너스에1조 2,000억원에 매각 2014년 웅진식품을 한앤컴퍼니PEF가 1,150억원에 유상증자 방식으로 인수
동 양	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 동양매직을 엔에이치글랜드PEF에2,800억원에 매각
STX	<ul style="list-style-type: none"> 2015년 법정관리 중인 팬오션을 하림-JKL컨소시엄에 1조 500억에 매각

출처 : 자본시장연구원

〈표 8〉 해외 주요 부실채권 투자 및 바이아웃 전문 GP

상위 10대 부실채권 투자 전문 GP	10년간 자금모집액 (\$bn) (2005~2014)	국적	상위 10대 바이아웃 전문 GP	10년간 자금모집액 (\$bn) (2005~ 2014)	국적
Oaktree Capital Management	36.1	미국	Carlyle Group	64.5	미국
Centerbridge Capital Partners	17.6	미국	Kohlberg Kravis Roberts	50.6	미국
Avenue Capital Group	16.5	미국	CVC Capital Partners	50.5	영국
Cerberus Capital Management	12.7	미국	TPG	45.0	미국
CarVal Investors	12.1	미국	Apollo Global Management	43.2	미국
Fortress Investment Group	10.7	미국	Blackstone Group	39.3	미국
Sankaty Advisors	9.6	미국	Bain Capital	39.2	미국
GSO Capital Partners	8.2	미국	Apax Partners	32.1	영국
Wayzata Investment Partners	7.4	미국	Advent International	31.9	미국
Varde Partners	7.0	미국	Goldman Sachs	30.4	미국

출처 : Preqin

〈표 9〉 부실채권 투자의 유형

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

출처 : EMPEA(2009)



경영참여형 부실채권 투자(distressed for control)는 고수익·고위험 투자의 대표적인 경우로서 법률 리스크, 정상화 지연 리스크 등 다양한 리스크가 존재하며 기업회생(turnaround) 전문가 등 다양한 전문 인력이 필요하다. 이런 관점에서 국내 대부분 PEF 운용사의 경우 투자 경험, 위험 감내도 및 투자 성향 측면에서 협의의 기업 구조조정을 주도하기에는

한계가 있다. 한편, 국내 출자자 중에서도 고위험 투자를 감내할 수 있는 주요 기관 출자자는 거의 없어 이러한 구조조정 시장이 형성되기는 시간이 더 소요될 것으로 예상된다. 이하에서는 부실채권 투자라는 투자 방식을 포괄하는 사모펀드의 한 영역으로서 Private Debt 시장 일반에 대해 살펴본다.

[3] Private Debt

3.1 개념

Private Debt는 지분투자가 아닌 대출(loan)과 채권 투자로 운용하여 수익을 내는 방식의 자본 또는 운용방식을 의미한다. Private Equity에서와 마찬가지로 Private Debt 시장규모의 상당 부분이 출자자로부터 자금을 모집하여 운용하는 합자조합의 형태를 띠고 있기 때문에 Private Debt는 일반적으로 Private Debt Fund라고 해도 무방하다.

Private Debt는 전술한 Private Equity와 투자기구의 구조가 동일하다. 다만, 지분투자가 아닌 대출이나 채권투자로 운용하며 상대적으로 기대 수익률이

낮은 대출 이자율이나 채권 수익률을 높이기 위해 레버리지 투자가 일반적이다. 또한, 보수구조의 경우도 Private Equity와 마찬가지로 관리보수와 성과보수로 구성되는 보수구조를 가지고 있으나 운용 대상의 탐색이나 실사 등 투자 과정에서의 비용 발생이 Private Equity보다는 낮아 관리보수율이 Private Equity보다 낮다.

기존 대부분의 글로벌 대형 사모펀드 운용사들은 지분투자 중심의 투자전략을 고수해 Private Equity에 중점을 두는 전략을 취해왔으나 금융위기 이후 변화된 상황을 반영하여 상당수의 대형 운용사들도 Private Debt를 동시에 운용하고 있다.

〈표 10〉 Private Equity, Private Debt, 고수익채권 투자의 비교

	Private Debt	고수익채권	Private Equity
자본구조 순위	선순위 부채에 후순위 보통주·우선주 자본에 선순위	선순위 부채에 후순위 보통주·우선주 자본에 선순위	후순위
실사 자료 접근성	상세 사적 정보	공적 정보	상세 사적 정보
레버리지	3.5x-5.5x	5.5x-7.0x	3.5x-7.0x
이표(coupon)	10%-15%	7%-10%	N/A
추가 수익률 (upside potential)	신주인수권/동시 지분투자	없음	보통주 투자
목표 수익률	14%-17%	7%-10%	17%-23%
관리보수	1%-3%	없음	2%-3%

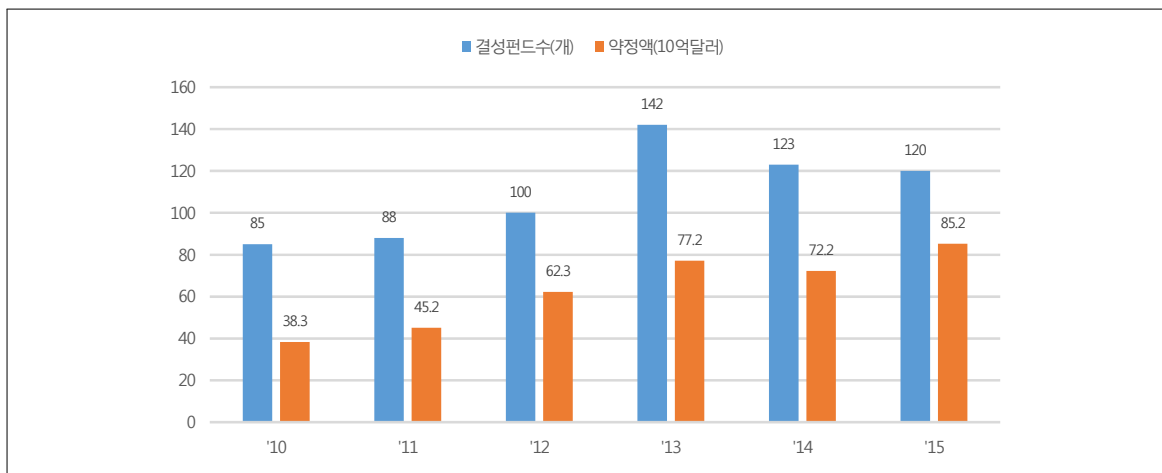
출처 : ICG(2014)

3.2 성장 배경

전술한 Private Equity에서의 주요 글로벌 부실채권 투자자에서 보았듯이 기업 구조조정의 주역으로서의 부실채권 투자는 넓은 의미의 Private Debt 투자 방식의 하나이며 전통적이고 대표적인 Private Debt 투자 방식의 위치를 차지하고 있었다. Private Debt은

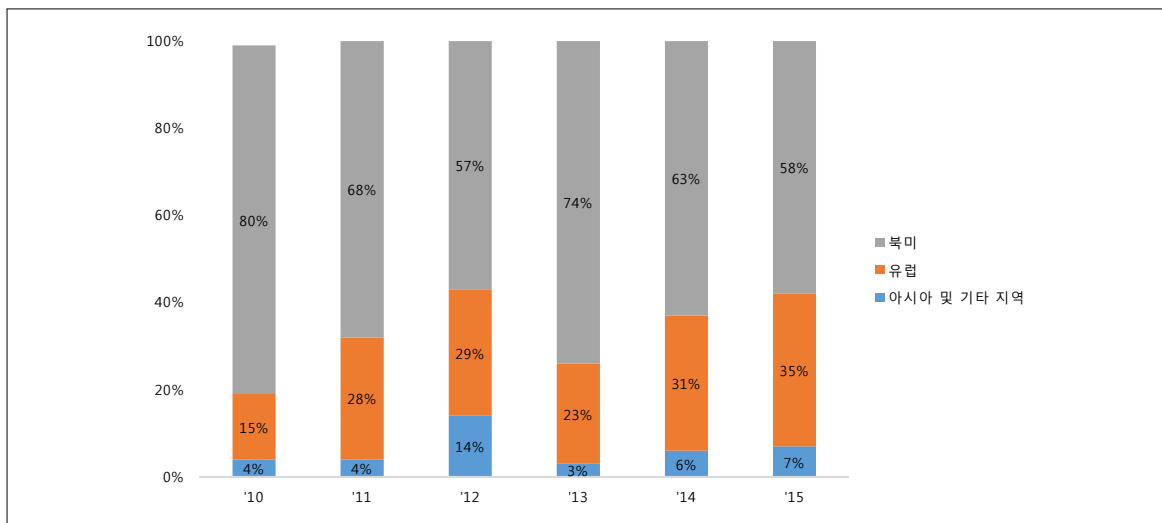
금융위기 이후 은행의 자본건전성 규제가 강화되며 은행의 자산규모가 축소되고 기업 대출규모가 감소하기 시작하며 생긴 기업 대출 수요를 대응하며 성장하기 시작하였다. 자금모집 기준으로는 2010년 383억 달러에서 2015년 852억 달러로, 5년 만에 122%, 연평균으로는 17.3% 증가하였으며, 펀드 수 기준으로는 2010년 85개 펀드에서 2015년 120개 펀드로 41.2%, 연평균으로는 7.1% 증가하였다.

〈그림 15〉 해외 Private Debt 자금모집



출처 : Preqin

〈그림 16〉 해외 Private Debt 지역별 비중



출처 : Preqin



원래 Private Debt은 부채성 기업 자금공급에서 다른 나라에 비해 상대적으로 은행 대출 규모가 작고 고수익채권을 포함한 회사채 등의 기타 부채성 자금공급 규모가 큰 미국이 성장의 축을 이루고 있었으며, 유럽은 상대적으로 그 규모가 크지 않았다. 그러던 것이 금융위기 이후 은행의 자본건전성 규제가 강화되며 기업 자금조달에서 상대적으로 은행 대출 비중이 큰 유럽을 중심으로 직접대출 방식을 중심으로 한 Private Debt이 성장을 주도하게 되었다. 2010년 기준으로 전체 Private Debt 자금모집의 15%에 불과하던 유럽 Private Debt 시장규모는 2015년 25%로 증가한 반면, 미국을 중심으로 한 북미의 경우 2010년 80%에서 2015년 58%로 그 비중이 감소하는 모습을 보이고 있다.

자금 공급의 측면에서 기존 은행의 대출규모가 감소하며 생긴 공백을 Private Debt이 메꾸었다고 한다면, 이러한 Private Debt에 대한 출자 규모가 증가하게 된 동인은 다음과 같다.

첫째, Private Debt은 양호한 위험조정수익률(risk-adjusted returns)을 제공하고 있다. Private Debt은 일부 Private Equity와 같은 지분투자 또는 단순 채권 투자보다 더 높은 수익률을 기록하고 있다. 특히, 미국의 경우 Private Debt은 최근 수년간 투자 등급 채권 뿐만 아니라 고수익채권보다 더 높은 수익률을 제공해 왔다.

둘째, Private Debt은 다른 자산과의 상관관계가 약하고 펀드 운용 구조상 분산투자가 이루어지므로 하방위험에 대한 방어가 가능하다. 타 자산과의 낮은 상관관계는 기관출자자들의 자산배분 방식이 자산군(asset class) 기반 배분에서 위험요인(risk-factor) 기반 배분으로 점차 진화함에 따라 Private Debt이 매력적인 투자 대상으로 부각되도록 만들었다.

셋째, Private Debt 운용 방식 중 직접대출의 경우 8년에서 10년에 이르는 펀드 만기에 따라 장기로 대출이 이루어질 수 있어 이른바 유동성 프리미엄을 수취할 수 있어 높은 수익률을 제공한다. 즉, 상대적으로 자금을 장기로 운용하여 비유동성 자산에 대한 수요가 상대적으로 높은 연기금 등 기관투자자는

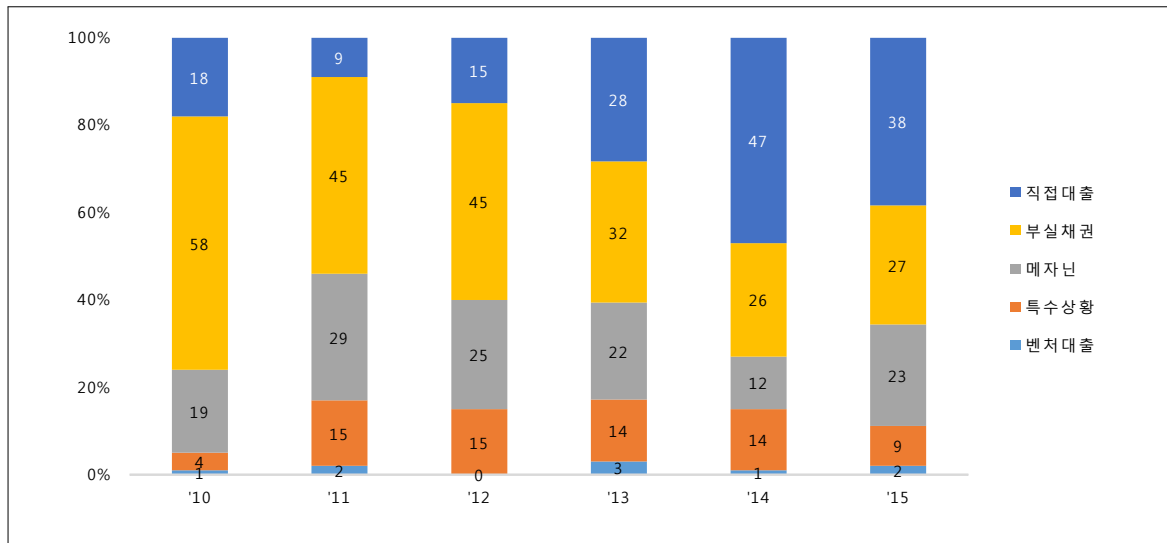
Private Debt을 통해 상대적으로 높은 수익률과 분산투자가 가능하다.

넷째, 대체투자의 중심으로서 Private Equity에 대한 출자가 상당한 정도로 이루어진 측면이 있다. 따라서 글로벌 Private Equity 시장의 성숙 및 포화에 따라 대체투자 내에서 Private Equity와 같은 지분형 투자보다는 Private Debt와 같은 새로운 대체투자 수단의 매력이 상대적으로 부각될 수 있는 것이다.

3.3 Private Debt의 유형

Private Debt의 투자방식 또는 유형은 일반적으로 다섯 가지 정도로 분류된다. 첫째, 직접대출 방식이다. 직접대출은 문자 그대로 기관투자자로부터 출자를 받은 Private Debt 펀드가 자금을 필요로 하는 기업이나 대주주에게 직접 대출하는 방식이다. 둘째, 부실채권 투자 방식이다. 이는 투자의 난이도 관점에서 고수익이 기대되며 세부 투자 방식에 따라서는 출자전환 등 지분투자 요소가 강하기 때문에 광의의 Private Equity의 한 가지 운용방식으로 존재해 온 방식이며 2013년 이후 직접대출이 급성장하기 전까지만 해도 Private Debt에서 가장 큰 부분을 차지하던 투자방식이다. 셋째, 메자닌 투자 방식이다. 이 방식은 메자닌 부채, 즉 CB, BW, 우선주 등에 투자하는 방식으로 부실채권 투자 방식과 더불어 광의의 Private Equity 영역으로 분류가 되기도 하던 영역이다. 직접대출과 메자닌의 일부는 LBO를 위한 인수금융으로 사용되기도 한다. 넷째, 특수상황(special situation) 투자 방식이다. 이러한 방식의 투자는 Private Equity 내에서도 다양한 의미로 쓰이고 있으나, Private Debt과 관련하여서는 다양한 운용 방식을 신축적으로 사용하여 투자 기회를 포착하는 방식이라고 할 수 있다. 마지막으로, 벤처대출 방식이 있다. 이는 벤처대출에 특화된 은행이나 비은행 금융사가 담보가 부족한 창업초기 기업이나 성장기 기업에 대출하는 방식인데 벤처기업의 지급불능 가능성에 대한 보상으로 신주인수권을 요구하기도 한다.

〈그림 17〉 Private Debt 유형별 비중



출처 : Preqin

금융위기 직후인 2010년의 경우 전체 Private Debt 시장 자금모집에서 부실채권이 58%, 메자닌이 19%를 차지하는 등 전통적인 Private Equity형 Private Debt이 77%를 차지하던 것이 2015년에

이르면 직접대출 방식이 부상하며 38%를 차지한 반면, 부실채권은 27%, 메자닌은 23%로 그 비중이 감소하는 모습을 보이고 있어 순수한 Private Debt 영역의 확장이 이루어지고 있음을 알 수 있다.

〈표 11〉 과거 10년간 총약정액 기준 세계 상위 10대 Private Debt 운용사(2005-2014)

순 위	운용사명	총약정액(10억 달러)	국 적
1	Oaktree Capital Management	55.2	미 국
2	Goldman Sachs Merchant Banking Division	32.0	미 국
3	Centerbridge Capital Partners	17.6	미 국
4	Avenue Capital Group	16.5	미 국
5	Cerberus Capital Management	15.0	미 국
6	GSO Capital Partners	14.3	미 국
7	Apollo Global Management	12.8	미 국
8	CarVal Investors	12.1	미 국
9	Sankaty Advisors	11.8	미 국
10	Fortress Investment Group	10.7	미 국

주) Preqin



〈표 12〉 Private Debt 투자유형별 과거 10년간 총약정액 기준 세계 상위 10대 운용사(2005-2014)

직접대출				메자닌				부실채권			
순위	운용사명	규모	국적	순위	운용사명	규모	국적	순위	운용사명	규모	국적
1	Goldman Sachs Merchant Banking Division	11.1	미국	1	Goldman Sachs Merchant Banking Division	18.3	미국	1	Oaktree Capital Management	36.1	미국
2	Oaktree Capital Management	8.6	미국	2	Crescent Capital Group	8.0	미국	2	Centerbridge Capital Partners	17.6	미국
3	Apollo Global Management	6.1	미국	3	Intermediate Capital Group	7.9	영국	3	Avenue Capital Group	16.5	미국
4	Hayfin Capital Management	4.6	영국	4	GSO Capital Partners	6.1	미국	4	Cerberus Capital Management	12.7	미국
5	Golub Capital	3.8	미국	5	Babson Capital Management	5.1	미국	5	CarVal Investors	12.1	미국
6	Providence Equity Partners	3.6	미국	6	Highbridge Principle Strategies	4.4	미국	6	Fortress Investment Group	10.7	미국
7	ABRY Partners	3.4	미국	7	Oaktree Capital Management	3.1	미국	7	Sankaty Advisors	9.6	미국
8	M&G Investments	3.2	영국	8	Partners Group	3.0	스위스	8	GSO Capital Partners	8.2	미국
9	Proventus Capital Partners	3.1	스웨덴	9	Prudential Capital Group	2.9	미국	9	Wayzata Investment Partners	7.4	미국
10	Highbridge Principle Strategies	3.0	미국	10	Euromezzanine	2.6	프랑스	10	Varde Partners	7.0	미국

주) Preqin

Private Debt 운용사는 일부 초대형 운용사를 제외하고는 Private Debt의 특정 운용방식에 특화하고 있는 모습이 나타난다. Private Equity 부분에서 살펴본 바와 같이 지난 10년간 부실채권 분야에서 가장 많은 자금을 모집한 운용사는 Oaktree Capital Management, Centerbridge Capital Partners, Avenue Capital Group 등이 있다. 상대적으로 자금 모집 규모가 큰 부실채권 분야 운용사가 전체 Private Debt의 주요 운용사 순위에도 그대로 반영되고 있어

과거 10년간 총약정액 기준 세계 상위 10대 Private Debt 운용사는 Oaktree Capital Management, Goldman Sachs Merchant Banking Division, Centerbridge Capital Partners로서 지난 10년간 각각 552억 달러, 320억 달러, 176억 달러의 총약정액을 기록하였다.

Private Debt 펀드의 출자자는 Private Equity 만큼 다양하다. 전통적인 사모펀드의 출자자인 공적·사적 연·기금, 재단, 보험사, 가문자산관리(family

office) 뿐만 아니라 자산관리 관련 금융회사나 자산운용사 등 폭넓은 출자자 군이 시장에 참여하고 있다. Private Debt 펀드의 출자자로는 사적연금이 17%, 공적연금이 16%, 재단이 13%를 차지하여 가장 많은

비중을 차지하고 있으며 다양한 출자자들이 고른 비중을 차지하고 있다. 이는 전술한 Private Equity와 유사한 분포를 보이고 있다.

〈표 13〉 Private Debt 출자자 비중 (2015)

사적 연금	공적연금	재 단	보험사	기 금	자산관리	가 문 자산관리	FoF 운용사	자 산 운용사	기타	합계
17%	16%	13%	9%	9%	7%	7%	6%	5%	11%	100%

출처 : Preqin

3.4 국내 Private Debt 시장 현황

2016년 정책당국은 “회사채시장 인프라 개선 및 기업 자금조달 지원 방안” 발표를 통해 회사채 시장의 수요기반을 확충하고 다양한 기업 자금조달 수단을 활성화하기로 하였다. Private Debt과 관련해서 주목할 것은 회사채 시장 수요기반 확충과 다양한 자금조달 수단의 일부로서 PDF(Private Debt Fund, 대출형 사모펀드)를 도입하기로 한 것이다.(금융위원회 (2016))

국내 회사채 시장은 그간의 양적 확대에도 불구하고 AA등급 이상 대기업·우량채권 중심으로 형성되어 일반 기업의 자금조달 수단으로 광범위하게 활용되지 못하는 극심한 양극화 현상이 심화되었다. 2015년 말 우리나라 기업의 전체 자금조달 규모 1,065조 원 중 회사채를 이용한 자금조달은 150.5조원, 약 14.1%에 불과한데 그마저도 대기업은 은행대출 대비 약 85.7%를 회사채로 조달하고 있는 반면 중소기업은 은행대출 대비 회사채 조달비율이 0.2%에 불과한 수준이다.

회사채 시장 침체의 원인은 다양하지만 그 중 하나가 성장형 중위험 기업에 대해 위험을 감수하며 고수익을 추구하는 전문적인 대출기관이 국내에 부재한 상황이다. 즉, 중위험 기업 등에 대해 투자위험을 면밀히 분석하고 적극적으로 대출을 공급할 주체가 필요하나

현재 기업에 대한 직접대출을 운용하는 사모펀드가 없다. 다만, 출자자의 경우 중위험 기업 등에 대한 충분한 정보를 갖춘 기관출자자에 대해서만 PDF 출자가 허용된다.

PDF를 도입하는 방식은 별도의 법률 개정 없이 기존에 전문투자형 사모펀드(즉, 헤지펀드)에 대해서는 펀드재산을 대출로 운용하는 전문투자형 사모펀드 활성화를 위한 가이드라인을 통해, 경영참여형 사모펀드(즉, PEF)에 대해서는 여유재산의 운용방법으로 기업에 대한 직접대출을 허용하고, 중장기적으로 경영권참여(즉, 지분투자) 의무규제를 폐지하여 재산의 100%까지 직접대출을 허용하는 방식으로 제도 개선을 추진할 예정이다.

국내에서는 지금까지 Private Debt이 PEF에 의한 바이아웃 등 M&A에 인수금융을 제공하는 제한적인 방식으로 활용되고 있다. 은행 대출의 축소로 인한 중소·중견 기업의 자금 공백을 Private Debt에 의한 직접대출 방식으로 보충하고 있는 유럽의 경우와 그 기능이 다른 것이다. 아직까지 국내 Private Debt에 대한 통계는 없으나 M&A 인수금융 시장규모로 그 성장 잠재력을 평가해 볼 수 있다. 2015년 국내 M&A 인수금융의 규모는 약 10조원으로 추산된다.(현대증권(2015)) 따라서, 전체 M&A 인수금융이 PDF에 의해 직접대출 방식으로 전액 조달된다면 국내 Private Debt 시장은 최대 10조원이 한계일 것으로 추정된다.

국내 주요 연기금 등 주요 출자자들은 이미 해외



PDF에 활발하게 출자하고 있기 때문에, 국내에서도 전문투자형 및 경영참여형 사모펀드의 Private Debt 관련 운용에 대한 명확한 가이드라인이 발표되면

Private Debt 시장의 규모가 급성장하게 될 것으로 생각하면 M&A 인수금융 시장에서의 경쟁도 자연스럽게 치열해질 것으로 예상된다.

[4] 결론

앞에서 살펴보았듯이, 해외의 경우 Private Equity나 Private Debt은 그 유형을 막론하고 시장 기회에 의해 자생적으로 탄생하였다. 대조적으로 국내 PEF의 경우는 기업 구조조정을 위한 민간 자본 육성이라는 취지로, PDF는 기업 자금조달 활성화 취지로서 도입되고 있다. 그러나 전술한 바와 같이 실제 국내 시장에서의 관행은 PEF의 경우는 재무적 투자가 상당수를 차지하고, 논의되는 PDF 형식은 아니지만 기존의 국내 부채펀드의 경우에는 M&A 인수금융으로 활용되고 있어, 도입 취지에 충실한 시장구조는 아니라고 할 수 있다.

Private Equity나 Private Debt은 기업 재무구조상 청구권의 우선순위에 따른 연속성이 있으므로 Equity과 Debt의 구분에 따라 별도의 사모펀드 영역으로 구분하기 보다는 기업 재무구조와 관련된 종합적인 연속선 상의 운용 방식으로 판단하여야 한다. 오히려 중요한 것은 Private Equity나 Private Debt에서 “private” 즉, 어떻게 사모 또는 사적 관계가 공모펀드

를 포함한 기존 공적 자본시장 및 전통적 간접금융의 한계를 극복하고 자금중개의 효율성을 높일 수 있는지에 초점을 맞출 필요가 있다.

Private Equity의 성장자본이나 바이아웃, Private Debt의 직접대출이나 부실채권 투자 모두 나름의 기능을 가지고 있으나 우리나라의 경우는 분야를 불문하고 투자역량이 축적되지 않아 운용의 난이도가 높은 투자에 대한 기피 현상이 지속되고 있다. 결국 사모펀드의 핵심 기능인 자금중개의 효율성 제고는 각 중개유형에 특화된 역량 있는 운용사를 통해 이루어질 수밖에 없으며 이러한 자금중개는 자원의 배분이 운용성과에 따라 이루어지는 자본시장, 그 중에서도 이른바 사적 자본시장(private capital market)이 가장 정합적이며 따라서 그 역할이 중요하다. 기업 구조조정이나 기업 자금조달 활성화와 같은 우리나라 금융시장의 과제는 결국 장기적으로 사적 자본시장의 심화가 그 해결책이 될 수밖에 없는 이유이다.

참고 문헌

- 구경희, 2015, 사모펀드의 새로운 물결, PDF!, 현대증권 리서치, 2015.10.20
- 금융위원회, 2016, 회사채시장 인프라 개선 및 기업 자금조달 지원 방안, 보도자료(7.4)
- 금융감독원, 2016, 2015년 PEF 동향 및 시사점, 보도자료(4.26)
- 금융감독원, 2015, 국내 사모투자전문회사(PEF) 도입 10년간의 변화 및 평가, 보도자료(3.10)
- 박용린, 천창민, 안유미, 2012, 해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점, 자본시장연구원 조사보고서 12-03
- EMPEA, 2009, Distressed Private Equity, *EM PE Quarterly Review*, Vol. V, Issue 3
- International Capital Group, 2014, *Introduction to Private Debt*
- Kaplan, S. N., and P. Strömberg, 2009, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 121-46
- Levine, Jack. S., 2005, *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Aspen
- Preqin, 2015 Preqin Global Private Debt Report
- PrivCap, 2014, All About Operators, PrivCap Special Report