

PEF 활용의 Best Practice와 정책적 시사점



2004.11.26

김형태

한국증권연구원

Private Equity Market과 Private Equity Fund

□ Private equity market은 private equity가 거래되는 시장으로서 자본시장 핵심축의 하나임

➢ Private equity는 public equity와 함께 equity market을 구성

□ Private equity market과 거래소 주식시장의 관계

➢ Private equity market이 발전해야 우량한 기업이 상장되어 코스닥 시장이 발전하고, 반대로 코스닥 시장이 발전해야 이를 기대하고 private equity 시장이 발전함

□ Private equity fund(PEF)는 private equity market의 대표적 intermediary vehicle임

Private Equity Fund(PEF)의 개념

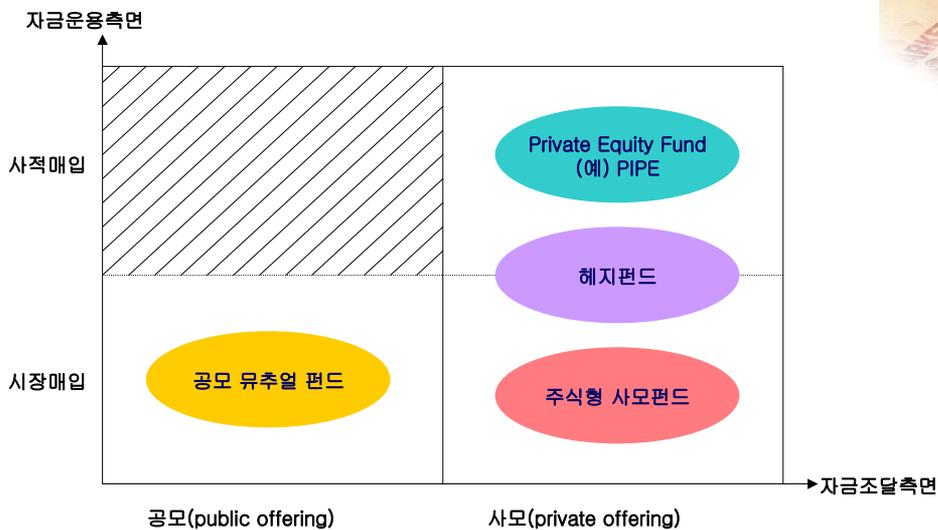
□ Private Equity Fund의 의의

- ‘private’하게 자금을 모집하여 ‘private’한 방식으로 주식을 매입하는 펀드
 - ❖ Private co. before IPO, private or public co. under restructuring(going private)

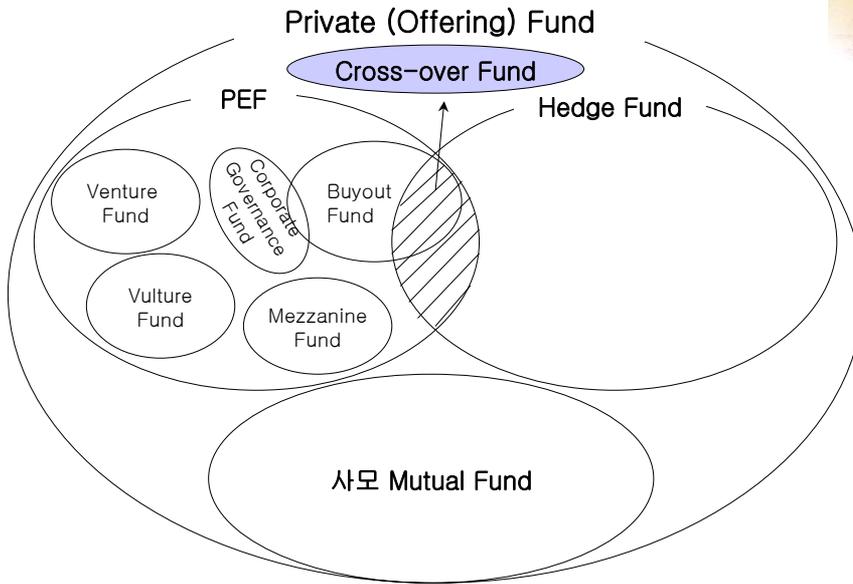
□ Private Equity Fund의 특성

- 자금조달방식 : private(사모) vs public(공모)
- 투자방식 : private purchase vs public market
 - ❖ ‘private’한 주식매입 방식 : 대주주, 회사, 채권은행(NPL매입+출자전환)
- 투자대상기업 : IPO 이전 벤처기업(pre-IPO), 구조조정대상기업(going private)
- 투자자금회수 전략(exit strategy) : IPO, sale to a strategic buyer, leveraged recapitalization, sale to another buyout firm

Private Equity Fund vs Private (Offering) Fund



Private(Offering) Fund의 구분



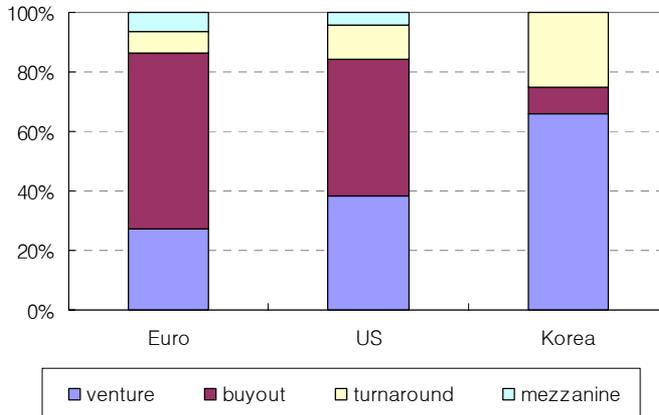
4

Private Equity Fund의 구분

Private Equity Market	Private Equity Fund
<input type="checkbox"/> Venture Capital Market	<input type="checkbox"/> Venture Capital
<input type="checkbox"/> Buyout Market	<input type="checkbox"/> Buyout Fund
> Corporate Governance Market	> Corporate Governance Fund
<input type="checkbox"/> Mezzanine Financing Market	<input type="checkbox"/> Mezzanine Fund
<input type="checkbox"/> Distressed Debt Market	<input type="checkbox"/> Vulture Fund, NPL Fund

5

각국 PEF Market의 구성 현황



6

PEF활용의 Best Practice와 성공요인

□ PEF 활용주체 차원

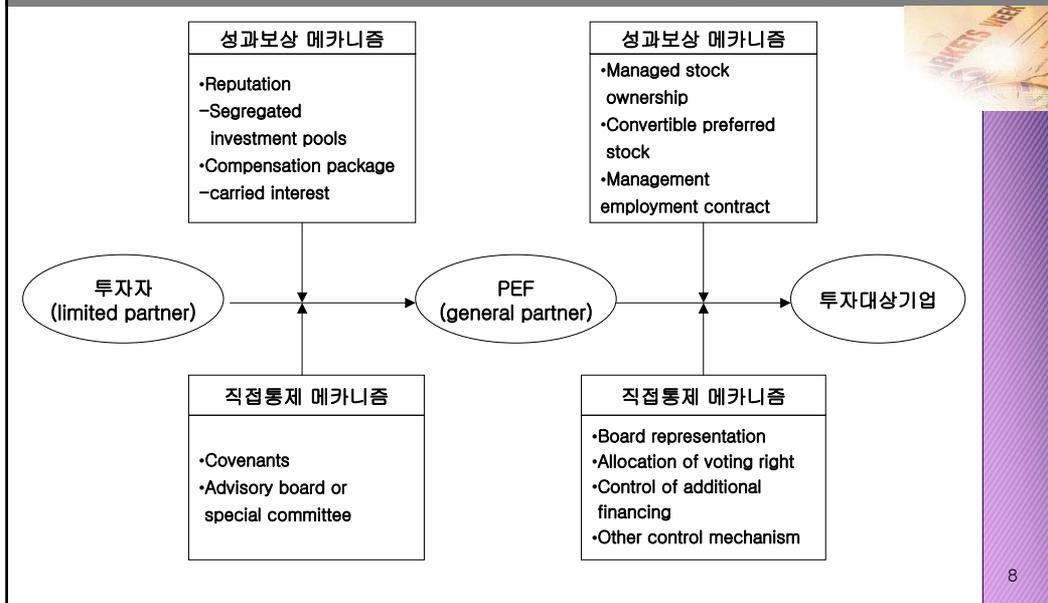
- PEF활용의 best practice는, PEF에 필연적으로 존재하는 이해상충문제의 합리적 해결방안을 모색하는 것임
 - ❖ PEF의 이해상충은 정보비대칭(information asymmetry)과 도덕적 해이(moral hazard)로부터 발생

□ 정책적 차원

- PEF의 Best practice 수행을 가능하게 하는 제도적 인프라의 구축 필요
- PEF의 장기성, 비유동성을 반영하는 제도적 인프라 필요

7

PEF의 이해상충 통제메카니즘



8

PEF의 이해상충 통제메카니즘

PEF와 투자대상기업 management간의 정보불균형 해결 메카니즘

- 주식연계보상제도 : stock grant, stock option, equity 'earn-out'
- 전환우선주(convertible preferred stock)
- 경영자 고용계약서 : replacement provision, buyback provision
- 이사회(Board Representation)

9

PEF의 이해상충 통제메카니즘

LP와 GP간의 정보불균형 해결 메카니즘

- 평판(reputation)
 - Track records

- 보상구조(compensation structure)
 - Carried interest

- 투자제한 조항(restrictions on investment)

- Advisory board(LPs)

10

PEF 활성화를 위한 정책 방안

1. 진입 및 퇴출기준 강화와 펀드운용의 재량권 확대
2. 주식연계보상제도의 다양화
3. 장기투자자기반 육성
4. 적격투자자펀드의 활용
5. Interval Fund의 활용
6. 다양한 exit mechanism 구축
7. 금융지주회사와 은행의 PEF 활용에 대한 적절한 규제

11

1. 진입 및 퇴출기준 강화와 펀드운용의 재량권 확대

- PEF의 성격상, 한편으로는 정보불균형과 도덕적해이의 가능성이 높고 다른 한편으로는 펀드운용의 재량권과 융통성이 중요함
- 사전적(ex-ante), 사후적(ex-post) 규율을 강화하고 interim 단계 즉 펀드운용 단계에서는 최대한 재량권을 부여하는 것이 합리적인 제도설계 방향임
- 특히 시장의 건전한 발전을 위해서는 초기 PEF에 대한 quality control 필요

12

2. 주식연계보상제도의 다양화

- 주식연계보상제도의 중요성
 - ▶ 기업인수사모펀드의 핵심적 성공요인은, **"make managers owners!"**를 구현할 수 있는 주식연계보상제도의 효율적 활용임
- 우선매수권 부여를 통한 stock grant 현황
 - ▶ 실무적으로는 buyout fund가 인수한 전환사채를 대상으로, 이를 전환할 경우 buyout fund가 보유가능한 주식 중 일정비율에 대해구조조정대상 기업 경영진에게 우선매수권 부여
- 주식연계보상제도의 활성화 필요
 - ▶ Stock option에 세제혜택이 부여되기 위해서는 부여 후 2년 동안 행사불가 등 몇 가지 제약조건이 만족되어야 하는 바, 이와 유사한 제약조건이 전제된 stock grant에 대해서는 stock option과 유사하게 소득세 부과도 가능하다고 판단됨

13

3. 장기투자자 기반 육성

□ 장기투자자 기반의 조성 필요

- 기업인수사모펀드의 특성상 patient investor가 요구되므로 장기 기관투자자 기반의 조성이 필요함

□ 미국 기업인수사모펀드의 주요 투자자

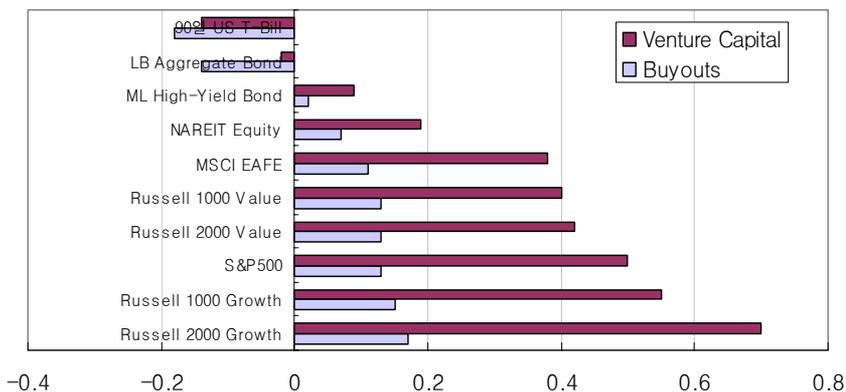
- 연금 30%, 기금 및 재단 10%, 일반기업 14%, 은행 및 보험 13%, 외국투자자 9% 등

□ 한국의 경우 국민연금 등 연기금의 PEF 투자에 제약 존재

- 연기금의 경우 매년 자금운용계획안에 대해 국회의 동의가 필요함
- 연기금의 입장에서는 PEF를 개별자산 차원이 아닌 전체 포트폴리오 차원에서 평가할 필요

14

□ Private Equity Fund와 타자산과의 상관관계



15

4. 적격투자자펀드의 활용



□ 미국 1940 Investment Company Act

- Private Fund(3(c)1 Fund) : 100명 미만
- Qualified Purchaser Fund(3(c)7 Fund) : QIB 등 기관투자자, 투자액이 500만 달러 이상인 개인 또는 2,500만 달러 이상인 일반법인

□ 한국 간접투자자산운용업법상 사모펀드

- 소수투자자펀드 : 투자자수 30인 미만
- 적격투자자펀드 : 기관투자자, 간접투자증권 매입액이 100억원 이상인 개인 또는 500억원 이상인 일반법인

□ 기업인수사모펀드의 고위험-고수익 성격상 공모를 통한 자금조달이 적합치 않기 때문에 적격투자자펀드를 활용한 효율적 자금조달이 성공요인의 하나임

16

5. Interval Fund의 활용



□ 개방형 펀드(open-end mutual fund)의 한계

- 투자자에게 유동성 제공을 위해 항상 환매권 제공
- 총자산의 15%이상을 비유동증권에 투자할 수 없으므로 PE투자펀드로 부적합
 - ❖ 비유동자산 : 7일 이내에 유동화가 어려운 자산

□ 폐쇄형 펀드(closed-end mutual fund)의 한계

- 15% 제한없이 비유동증권에 투자할 수 있으나 시장에서 할인된 가격으로 거래됨

□ 정기적 환매펀드(interval fund)

- SEC Rule 23c-3(1992) : 정기적 환매(periodic redemption)가 가능한 폐쇄형 펀드
- Market discount를 최소화하고 비유동증권에 대한 투자 활성화

17



□ Interval Fund의 장점

- ▶ 투자자 관점
 - ❖ 정기적 유동성을 제공받기 때문에 개인도 PE와 같이 비유동증권에 투자하는 펀드에 투자가능
- ▶ 펀드 관점
 - ❖ 비유동자산에 대한 15% 투자제한이 없으므로 private equity와 같은 장기투자에 적합한 펀드임
- ▶ 수요기반 확대 관점
 - ❖ SEC에 등록된 공모펀드이므로 투자자수의 상한(예: 100명)에 대한 제약이 없음

18



6. 다양한 exit mechanism 구축

- IPO 또는 재상장
- Strategic Investor에게 매각
- Secondary Fund와 Secondary Market
 - ▶ Lexington Partners
- Securitization의 활용
 - ▶ CPO(Collateralized Private Equity Obligation)
- ESOP

19

7. 금융지주회사와 은행의 PEF 활용에 대한 적절한 규제

□ 미국 Gramm-Leach-Bliley(GLB) Act에 의하면, 금융지주회사는 증권사를 통하거나 private equity fund 설립을 통해 merchant banking investment를 수행할 수 있음

- GLB법에 의해 은행지주회사(BHC)는 몇 가지 조건 충족을 전제로 금융지주회사(FHC)가 될 수 있고 금융지주회사는 '본질적으로 금융업의 성격'을 갖는 업무(activities that are financial in nature)'를 모두 수행가능
- '본질적으로 금융업의 성격을 갖는 업무'에 기업의 주식·자산·소유지분을 획득하거나 지배하는 업무 즉 merchant banking investment가 포함됨
- 금융지주회사는 merchant banking investment를 직접 수행할 수도 있고 private equity fund를 통해 수행할 수도 있음

□ 금융지주회사의 경우 별도의 자회사나 증권자회사를 통해 PEF업무를 수행하는 것이 합리적임

20

PEF시장의 발전 방향

□ PEF 기능의 통합

- 기존 venture capital, vulture fund, buyout fund 등 기능별로 구분되어 있는 기구를 다양한 투자가 가능한 하나의 PEF로 통합

□ 규모에 따른 PEF의 구분

- 중소형 기업을 대상으로 한 PEF는 중소기업청의 PEF가 수행
- 대형사 또는 금융회사를 대상으로 한 PEF는 간접투자자산운용업법상 PEF가 수행

21