



금융상품의 이해 6: 사모투자전문회사(PEF) (2)

이경아 연구원

■ 사모투자전문회사는 투자대상 기업의 가치를 제고한 뒤 이를 매각하여 투자이익을 회수하는 것을 투자 전략으로 삼으며, 주요 가치창출 요인은 ① 피투자회사의 운영효율성을 증대시키는 것, ② 유리한 조건의 부채조달을 통해 기업가치를 높이는 것, ③ ‘투자자(LP)-투자회사(GP)’이익을 연동시켜 이해상충으로 인한 대리인 비용을 낮추는 것임.

- 첫째, 사모투자전문회사는 피투자회사의 운영을 효율화하기 위해 해당 분야의 전문성을 갖춘 경영인을 CEO나 CFO를 영입하여 피투자회사(target company)의 조직을 합리화(reengineering)하는 과정을 진행함.
- 둘째, 유리한 조건의 부채차입(debt financing)을 통해 조달된 자금을 피투자회사의 운영 및 투자에 활용함으로써 기업가치를 높임.
 - 예를 들어, 신사업확장을 위한 자금이 필요한 피투자회사는 투자회사(GP)의 신용보강(credit enhancement)을 통해 자신의 자산과 현금흐름으로 차입 가능한 규모 이상의 자금을 조달할 수 있음.
 - 미국의 경우¹⁾ 사모투자전문회사에 대한 부채금융 조달은 주로 대형금융기관들로 구성된 협조융자(syndicated loan)를 통해서 이루어지고 해당 부채는 대출채권담보부증권(CLO: Collateralized Loan Obligation)으로 재발행될 수 있으며, 사모펀드가 직접 하이일드채권을 발행할 수도 있음.²⁾
- 셋째, 불투명한 운영구조로 인해 발생할 수 있는 이해상충을 완화하기 위해 투자회사(LP)는 직접 투자자(GP)로 참여하고 투자자(GP)는 투자회사(LP)에 높은 성과보수(carried interest)를 지급함.
 - 사모투자전문회사의 수수료는 공모펀드보다 높은 ‘운용수수료 2%-성과보수 20%’수준임.

1) 하지만 국내의 경우 사모투자전문회사는 자기자본의 200% 이내에서만 차입할 수 있으며 아직까지 사모투자전문회사의 채권 발행은 허용되지 않고 있음.

2) Alternative asset valuation and fixed income, Kaplan, 2009

■ 사모투자전문회사는 투자자산, 투자기간, 투자위험 등 펀드 고유특성이 일반 공모펀드들과 다르며, 이로 인해 수익률 패턴, 수익률 평가기준, 투자자산 가치산정, 투자자금 납입 및 투자자본 회수 등 제반 사항에 있어서 상당한 차이를 지님.

- 첫째, 사모펀드는 투자기간이 장기(10~12년)이고 비유동성 자산에 대한 투자가 주를 이루므로 시장성 증권에 대한 중기(3~5년) 투자를 주로 하는 공모펀드에 비해 fat-tailed³⁾한 수익률 분포를 나타냄.
- 둘째, 일반적으로 사모펀드의 수익률 패턴은 공모펀드와 달리 초기 단계에서는 순자산가치가 원금 이하로 하락하다가 투자 후반기로 갈수록 가파르게 상승하는 ‘J-Curve 패턴’을 나타냄.
- 셋째, 시장성 증권에 투자하는 공모펀드의 경우 적절한 기준지수(bench mark) 선정이 가능하지만 사모펀드의 경우 비상장기업에 대한 투자가 주를 이루고 펀드마다 상이한 투자전략이 적용되기 때문에 적절한 기준지수 선정에 어려움이 있음.
- 넷째, 보유증권의 시장가격(market price)으로 가치산정이 이루어지는 일반 펀드와 달리 비유동적(illiquid)이고 시장호가(unquoted)가 없는 자산으로 구성된 사모펀드의 경우 펀드 공정가치 산정⁴⁾이 용이하지 않음(이를 ‘비호가 시장위험(unquoted market risk)’이라 함).
- 다섯째, 사모펀드의 경우 부채비율이 높을 뿐만 아니라 펀드 간 부채비율의 편차가 커 사모펀드 상대평가 시에는 공모펀드 상대 평가에 일반적으로 사용되는 자기자본 배수(equity multiples) 대신 총자본 배수⁵⁾를 사용하여야만 함.
- 여섯째, 사모펀드 수익률 산정은 공모펀드 가치산정에 사용되는 시간가치가중(time-weighted) 순현재가치(NAV: Net Asset Value) 방식보다는 현금흐름가중(money-weighted) 내부수익률(IRR: Internal Rate of Return)⁶⁾ 방식으로 하는 것이 바람직함.
- 일곱째, 사모펀드는 공모펀드에 비해 애널리스트, 주주 등 시장 참여자들의 감시기능(monitoring)이 약해 이로 인한 위험⁷⁾에 노출될 수 있음.

-
- 3) 이는 사모펀드 시장이 펀드 간 수익률 분포가 정규화(normalised)된 시장이 아니고 Outperformer와 Underperformer 간 수익률 격차가 크게 벌어진 시장이기 때문임.
- 4) 투자 초기 단계에서는 원가법(cost method)으로 평가를 하다가 투자회수가 본격화되는 시점에서는 상대비교법(comparables method)을 사용함으로써 보다 공정한 투자가치를 산정할 수 있음. 상대비교법 적용 시 투자년식(vintage), 위험도(risk), 투자전략(strategy) 등 펀드 간 투자속성은 반드시 비교 가능해야 함.
- 5) 이 때 총자본 배수를 사용하여야지만 자본구조 차이에 따른 비교가능성을 훼손하지 않을 수 있고 적절한 가치산정이 가능함. 총자본이란 자기자본과 타인자본의 합이며 대표적인 총자본지수는 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)임. EBITDA는 자기자본비용과 타인자본비용을 모두 고려하기 전 회사에 귀속되는 총 현금흐름의 대응치로 자본구조가 상이한 기업 간 비교에 활용도가 높음.
- 6) 투자수익 산정 시 NAV 방식보다 IRR 방식이 더 적절한 것은 사모펀드 투자기간이 장기이기 때문이며, 사모펀드의 경우 성과보수가 커 투자자(LP)에게 적용되는 순수익률(Net IRR)이 투자회사(GP)에게 적용되는 총수익률(Gross IRR)과 차이가 클 수 있기 때문임.

- 여덟째, 사모펀드는 설정·해지가 자유로운 일반 공모펀드와 달리 폐쇄형(closed-end)으로 설정되기 때문에 사전에 약정된 기간 동안만 해지할 수 있거나 사모펀드 유통시장(secondary market)⁸⁾을 통해서만 투자자금이 회수될 수 있음.

7) 투자자산에 대한 실사(due-diligence)를 보다 정확히 하기 위해서 대개의 경우 투자자(LP)들은 제3자 평가기관을 이용함.
 8) 사모펀드 유통시장은 2000년대 초반까지는 별로 활성화되지 못하였으나 2004~2007년 기간 동안 사모펀드가 성장하면서 유통시장도 함께 성장하였음. 특히 유통시장을 통해 투자자금을 만기이전에 회수할 수 있고 새로운 투자자 모집과 투자자금 회수가 용이해져 사모펀드 투자의 장애요인이었던 유동성 위험이 크게 감소하였음.