민주노총 총서 2022-09

KCTU

사모펀드(PEF) 동향과 쟁점, 노동의 과제

김성혁 민주노동연구원 원장
이한진 민주노동연구원 연구위원
박형준 전환사회연구소 소장
장석우 민주노총 법률원 변호사

전국민주노동조합총연맹 부설
민주노동연구원

민주노동연구원의 연구보고서 및 이슈페이퍼는
민주노총 공식 입장과 다를 수 있습니다.

목차

발간사 ····· ii

요약 ····· vi

서론 ····· 2

제1장 사모펀드(PEF) 일반론 : 현황과 쟁점 ····· 8

Ⅰ. 펀드의 정의 및 분류 ····· 8

1. 펀드, 공모(公募)와 사모(私募) ····· 8

2. 펀드의 분류 ····· 9

3. 펀드의 기원과 특성 ····· 14

Ⅱ. 글로벌 사모펀드(PEF) 변천사 및 주요 특성 ····· 22

1. 사모펀드(PEF)의 기원과 변천사 ····· 22

2. 글로벌 금융위기와 사모펀드 규제강화 ····· 30

3. 사모펀드(PEF)의 개념과 주요 특성 ····· 37

4. 글로벌 사모펀드(PEF) 동향 ····· 53

Ⅲ. 한국의 사모펀드(PEF) ····· 60

1. 제도 도입배경과 변천사, 주요 특징 ····· 60

2. 시장 동향 및 전망 ····· 67

Ⅳ. 사모펀드(PEF) 주요 쟁점 ····· 77

1. 양날의 칼 레버리지 : 차입인수(LBO) ····· 77

2. '약탈적 기업사냥꾼' Vs 기업가치 제고 ····· 83
3. 운용사(GP)와 투자자(LP)의 이해상충 ····· 86
Ⅴ. 소결 ····· 89

제2장 해외 사모펀드 현황과 학술적 논의 ····· 96
Ⅰ. 해외 사모펀드 현황 ····· 96
1. 기업인수 사모펀드 모집현황 ····· 97
2. 글로벌 사모펀드 차입매수 투자 현황 ····· 103
Ⅱ. 사모펀드 관련 이론의 체계화 ····· 111
1. 새로운 기업 지배구조 이론의 등장 ····· 111
2. 사모펀드 논쟁 ····· 117
Ⅲ. 사모펀드 LBO의 대량해고 사례 ····· 130
1. 미국 소매업을 파산시킨 사모펀드 ····· 131
2. 세계 최대 완구업체 토이저러스의 파산 ····· 133
Ⅳ. 최근 규제강화 논의 ····· 137
1. 금지되는 활동 ····· 139
2. 보고서 요구 ····· 143
3. 지분가 주도 2차시장 매매 관련 요구 사항 ····· 144
Ⅴ. 소결 ····· 145

제3장 국내 사모펀드 사례 분석 ····· 160
Ⅰ. 사모펀드 운영사 국적에 따른 분석 ····· 160
1. 외국계 사모펀드 ····· 160
2. 국내 사모펀드 ····· 169

Ⅱ. 사모펀드 유형별 분석 ····· 171
1. 바이아웃(전략적 투자) ····· 172
2. 소수 지분, 재무적 투자자 ····· 178
3. 세컨더리 거래 ····· 180
Ⅲ. 산업·업종별 사모펀드 진출 현황 ····· 182
1. 준공영제 시내버스 ····· 182
2. 필수공공재 도시가스 ····· 183
3. 폐기물 처리와 에너지산업 ····· 185
4. 사모(私募) 부동산 펀드 ····· 187
5. 플랫폼기업 및 이커머스 ····· 191
6. 맘스터치 등 외식 프랜차이즈 ····· 194
7. 인터넷전문은행 ····· 196
8. 콘텐츠산업 ····· 197
9. 상조업 ····· 199
Ⅳ. LBO(차입매수)의 문제점 ····· 199
1. 홈플러스 ····· 200
2. C&M(딜라이브) ····· 204
3. 웰리브 ····· 205
Ⅴ. 노동조합의 대응사례 ····· 206
1. 마트산업노조 홈플러스지부(MBK파트너스) ····· 206
2. 관광레저산업노조 밀레니엄힐튼호텔지부(이즈사자산운용) ····· 219
Ⅵ. 소결 ····· 230

제4장 LBO, 사모펀드 규제 필요성과 방향 ····· 234
Ⅰ. LBO방식 M&A의 문제점 ····· 234

1. LBO 규제 필요성 ····· 234
2. 법원 판례로 본 주요 사례 ····· 236
3. LBO 유형별 판례 태도 정리 ····· 253
4. LBO 규제 방향 ····· 257
Ⅱ. 사모펀드 규제 방향 ····· 260
1. 단기 과제 ····· 260
2. 중장기 과제 ····· 262
Ⅲ. 관련 상법 등 개정방향 ····· 265
1. 이사의 신인의무 대상 확장과 지배주주 책임 강화 ····· 265
2. 고용 영향이 큰 기업의 지분매매에 대한 통제 ····· 269
Ⅳ. 소결 ····· 271

결론 ····· 276

부록 : 사모펀드 LBO 주요 사례 ····· 280
1. 에너지퓨처홀딩스(Energy Future Holdings) ····· 281
2. 미국 힐튼 호텔(Hilton Hotel) ····· 283
3. 클리어 채널(Clear Channel) ····· 287
4. 알제이알 나비스코(RJR Nabisco Inc.) ····· 291
5. 퍼스트 데이터(First Data Corp.) ····· 293

표 목차

〈표1-1〉 펀드의 분류방식 및 종류 ····· 10
〈표1-2〉 자금 모집 방법에 따른 펀드의 분류 ····· 12
〈표1-3〉 공모(公募)펀드 Vs 사모(私募)펀드 비교 ····· 13
〈표1-4〉 공모펀드의 기본적 특성과 사회적 역할 ····· 16
〈표1-5〉 투자대상에 따른 사모(私募)펀드 분류 ····· 19
〈표1-6〉 글로벌 LBO 거래 역대 TOP 10(1945~2012) ····· 28
〈표1-7〉 사모펀드(Private Equity Fund)의 의미 ····· 37
〈표1-8〉 투자전략에 따른 사모펀드(PEF) 분류 ····· 39
〈표1-9〉 글로벌 사모펀드 주요 투자자 내역 ····· 43
〈표1-10〉 글로벌 사모펀드 운용사 TOP 10 ····· 57
〈표1-11〉 2015년 사모펀드 관련 자본시장법 개정 주요 내용 ····· 65
〈표1-12〉 2021년 사모펀드 관련 자본시장법 개정 주요 내용 ····· 66
〈표1-13〉 국내 사모펀드 운용사 구성 현황 ····· 69
〈표1-14〉 국내 사모펀드 운용사 규모별 분류 및 약정액 비중 ····· 69
〈표1-15〉 국내 신규설립 사모펀드 규모별 현황 ····· 71
〈표1-16〉 국내 사모펀드 연도별 미집행잔액 및 투자이행률 추이 ····· 72
〈표1-17〉 국내 사모펀드 운용사 순위 ····· 75
〈표2-1〉 기업인수 사모펀드 최근 현황(연도별 모집 완료 통계) ····· 98
〈표2-2〉 세계 10대 사모펀드 기관('21년까지 5년 모집액 기준) ····· 100
〈표2-3〉 세계 100대 사모펀드 투자기관 통계 ····· 102
〈표2-4〉 기업인수 목적 사모펀드 최근 투자현황 ····· 104
〈표2-5〉 비상장화(Public-to-Private) 기업인수 거래 현황 ····· 106
〈표2-6〉 상위 5대 거래 규모 인수 사례 ····· 107

〈표2-7〉 기업인수 투자회수 거래 현황 ····· 110
〈표2-8〉 1980년대 미국 사모펀드 LBO의 증가 ····· 112
〈표2-9〉 비상장화 LBO 관련 실증연구 사례들* ····· 120
〈표2-10〉 사모펀드 비상장화 인수와 고용에 관한 연구 사례들 ····· 126
〈표3-1〉 외환, 제일, 한미은행의 공적자금 투입금액 ····· 161
〈표3-2〉 외국계 바이아웃(영업권 인수) 사례 ····· 166
〈표3-3〉 칼라일그룹 한국 투자 현황 ····· 167
〈표3-4〉 MBK파트너스 투자 현황 ····· 170
〈표3-5〉 바이아웃(영업권 인수) 사례 ····· 172
〈표3-6〉 MBK 투자금(보통주기준) 투자·회수 현황 ····· 177
〈표3-7〉 소수지분 인수(재무적 투자) 사례 ····· 180
〈표3-8〉 세컨더리 거래 현황 ····· 181
〈표3-9〉 사모펀드의 폐기물처리 업체 진출 현황 ····· 185
〈표3-10〉 맥쿼리PE의 에너지 등 필수공공재 투자현황 ····· 187
〈표3-11〉 블라인드 펀드 부동산 대체투자 ····· 188
〈표3-12〉 집합투자기구 운용 현황 및 구조 ····· 189
〈표3-13〉 이지스자산 부동산 투자회사와 수익금 회수 ····· 190
〈표3-14〉 카카오 계열사 사모펀드 진출 현황 ····· 192
〈표3-15〉 사모펀드의 이커머스 투자 현황 ····· 192
〈표3-16〉 11번가 실적 및 배당금 ····· 193
〈표3-17〉 맘스터치 2021년 사건 일지 ····· 195
〈표3-18〉 외식업체 사모펀드 M&A 현황 ····· 196
〈표3-19〉 인터넷전문은행 사모펀드 주요 투자자 ····· 197
〈표3-20〉 콘텐츠 산업 사모펀드 주요 투자자 ····· 198
〈표3-21〉 국내 LBO(차입매수) 현황 ····· 200
〈표3-22〉 홈플러스 자산매각 현황 ····· 202
〈표3-23〉 홈플러스 인력 감축 ····· 203
〈표3-24〉 홈플러스 배당 추이 ····· 203

〈표3-25〉 김병주 회장 순자산 추이 ····· 208
〈표 부록-1〉 역사상 가장 유명한 5대 대형 사모펀드 LBO 사례* ···· 280

그림 목차

[그림1-1] 미국 사모펀드 LBO 거래 규모 (단위 : 십억 달러) ····· 23
[그림1-2] 영국과 유럽 대륙 LBO 추이 (단위 : 백만 유로) ····· 26
[그림1-3] 유럽지역 사모펀드 출자약정액 및 투자이행액 추이 ····· 36
[그림1-4] 사모펀드의 일반적 구조 ····· 40
[그림1-5] 글로벌 사모펀드 투자자별 비중 ····· 42
[그림1-6] 사모펀드 투자 장애, 기관투자자 설문조사 결과 ····· 46
[그림1-7] 미국 LBO 평균 EBITDA 거래배수 추이 ····· 49
[그림1-8] 세계 Buyout 거래 규모 추이 ····· 54
[그림1-9] 세계 주요 지역별 · 분기별 바이아웃 동향 ····· 55
[그림1-10] 사모펀드 및 바이아웃 미집행 잔액 추이 ····· 56
[그림1-11] 글로벌 M&A 거래 규모 및 바이아웃 비중 ····· 57
[그림1-12] 국내 사모펀드 약정액 및 이행액, 등록펀드 수 추이 ···· 68
[그림1-13] 국내 사모펀드 신규 모집액 및 등록펀드 수 추이 ····· 70
[그림1-14] 국내 사모펀드 투자 및 회수 추이 ····· 72
[그림1-15] 국민연금 대체투자 및 사모(私募)투자 추이 ····· 74
[그림2-1] 글로벌 사모펀드 모집액, 투자 거래, 회수 거래 규모 ····· 97
[그림2-2] 글로벌 모집 규모별 비중 ····· 99
[그림2-3] 사모펀드 전문 운용사의 여러 투자 범주 ····· 101
[그림2-4] 글로벌 M&A 대비 사모펀드 기업인수 비중(%) ····· 108
[그림2-5] 글로벌 사모펀드 기업인수 거래 규모(1985-2006) ····· 117
[그림2-6] 글로벌 M&A와 사모펀드 LBO 거래가치 추이* ····· 148
[그림2-7] 사모펀드 LBO 거래가치와 S&P500 지수 비교 ····· 149

[그림2-8] 자본주의 투자 포트폴리오의 다양화 ····· 150
[그림3-1] MBK파트너스의 코웨이 인수구조(2013.12.31.) ····· 176
[그림3-2] 홈플러스 등 관계사의 지분 구조 ····· 201
[그림3-3] 현재 웰리브 계약 구조 ····· 206
[그림4-1] ㈜신한 사건 인수구조 ····· 236
[그림4-2] ㈜한일합섬 사건 인수구조 ····· 240
[그림4-3] ㈜대선주조 사건 인수구조 ····· 243
[그림4-4] 온세통신㈜ 사건 인수구조 ····· 246
[그림4-5] ㈜하이마트 사건 인수구조 ····· 249
[그림4-6] 판례의 LBO 배임죄 판단 구조 ····· 257
[그림 부록-1] 글로벌 사모펀드 부동산 투자자본 합계(십억 달러) 284

발간사

발간사

사모펀드는 대항해시대 왕실의 지원을 받은 유럽 탐험가들이 식민지 약탈경제로 확보한 이윤을 투자자들에게 분배해 준 것에서 기원하였는데, 20세기 신자유주의 시대 자본자유화에 기반하여 주주 이익 극대화를 위한 대체투자로 세계적으로 활성화되었습니다.

한국에서는 1998년 외환위기 때 헐값에 나온 은행과 알짜기업들을 인수하기 위해 론스타, KKR, 뉴브리지캐피털 등 해외 사모펀드들이 상륙하여 거대한 차익을 실현하였습니다.

노무현 정부는 동북아 금융허브 전략 아래에, 신성장 동력으로 국내 사모펀드를 육성하기 위해 2004년 12월 제도화하였습니다.

현재 국내외 사모펀드들은 모든 산업·업종에 진출하여 국내 M&A 시장에서 가장 큰 손이 되고 있습니다.

사모펀드의 확산으로 투자자들은 차익을 실현하고 돈을 빌려준 은행들은 높은 이자를 받았지만 기존 채권자와 노동자들은 손실은 입었습니다. 공개기업에서 사모 기업으로 전환을 통해 얻는 이득은 새로운 가치 창출에 의한 것보다는 대부분이 당사자들 사이의 이익 또는 손실이 이전된 결과입니다.

민주노총 소속 중에도 사모펀드가 진출한 기업이 많고, 다양한 문제가 발생하고 있습니다. 그러나 사모펀드는 투자자들과 투자내역이 공개되지 않고, 운영사도 기업 뒤에 숨어버리기 때문에 노동조합은 실제 실권 없는 기업 경영자들과만 교섭하고 있습니다.

사모펀드가 진출한 대부분의 기업에서는 자산매각, 고율배당, 유상증자, 조세회피, 구조조정 등이 발생하여 피인수 기업의 자산이 줄어들었으며 노동자들은 임금과 복지가 정체되고 인력이 축소되었습니다.

그러나 사모펀드 관련 정보공개가 차단되고 노동자들이 활용할 수 있는 수단이 부재하여, 노동조합은 불이익이 발생한 뒤에야 문제를 파악할 수 있었습니다.

해당 노동조합들은 사모펀드의 개념과 작동원리, 수익창출 방법, 사회적 문제점, 다른 노동조합들의 대응사례 등이 정리된 종합적인 매뉴얼이 필요하였습니다.

본 연구는 민주노총 차원의 첫 번째 사모펀드 연구로 노동조합이 활용할 수 있도록 국내외 자료들을 분석하고 정리하였습니다. 이 보고서가 사모펀드에 대응하는 노동자들에게 작은 나침판이 되길 바랍니다.

끝으로 방대한 연구조사에 참여해 주신 이한진 민주노동연구원 연구위원, 박형준 전환사회연구소 소장, 장석우 민주노총 법률원 변호사께 감사 인사를 드립니다.

2022년 12월 30일

김성혁 민주노총 부설 민주노동연구원 원장

요약

KCTU

요약

1장

펀드는 투자자를 모집하는 방법에 따라 '공모(公募)'와 '사모(私募)'로, 사모(私募)는 다시 헤지펀드(Hedge Fund)와 사모펀드(PEF)로 구분하는데, 본 연구의 주된 연구 대상이 바로 사모펀드(PEF)다.

공모펀드는 분산투자를 통하여 일반투자자에게도 이익을 제공하겠다는 목적에서 만들어졌으며, 산업자금의 조달과 합리적 투자를 지원하는 등 자본시장의 안정성에 기여해 왔다. 반면 사모(私募)펀드는 전통적 투자(주식, 채권) 성과에 만족하지 못하는 투자자들이 '고수익, 고위험'의 투자기회를 모색하면서, 대체투자 수단으로 부상했다. 사모(私募)펀드는 소득이나 자산이 많고, 금융투자에 대한 전문적 지식을 보유하고 있다고 인정되는 개인이나 기관투자자들로만 가입이 제한하기 때문에, 금융당국에 의한 관리 감독보다는 자율규제의 원칙을 적용, 공시의무나 정보공개 의무가 없다. 주식, 채권, 환율, 파생상품, 원자재 등을 대상으로 단기 유동성 투자를 지향하는 헤지펀드는 금융시장을 교란하고 변동시키는 투기자본으로 악명을 떨쳤고, 기업 지분(Equity)에 주로 투자하는 사모펀드는 '약탈적 기업사냥꾼'으로 사회적 논란의 대상이 되었다.

사모펀드 시장이 본격화된 것은 기관투자자들의 위험투자가 가능해지고 정크본드가 활성화된 1980년대로, 유동성이 풍부해지면서 대규모의 레버리지를 사용하는 차입인수(LBO) 바람이 불었다. 2000년대 중반에는 구조화 증권 'CLO'가 M&A 시장에 유동성을 증가시키면서, 차입인수가 재전성기를 보였다. 2008년 금융위기를 계기로 시장은 급격하게 위축되었고, 규제는 강화되었다. 미국은 보고의무를 강화하는 수준에 머물렀지만, 유럽연합은 '대체투자 펀드메니저 지침'을 통하여 2014년부터 보다 강력하게

규제했는데, 향후 경영전략 및 고용과 관련한 영향 등 세부적인 정보를 노동자에게도 공지하도록 했고, 지분 취득 후 24개월 동안에는 배당, 감자, 자사주 취득 등 구조조정 및 지분변동과 관련한 주요 의사결정을 내릴 수 없도록 만들었다. 사모펀드는 유럽에서 마케팅 활동을 포기하겠다는 등 강력히 반발하면서, 시장이 위축될 것이라 주장했지만, 이후 시장 또한 글로벌 시장과 유사하게 움직이면서 업계의 주장이 틀렸음을 방증했다.

2021년 세계 바이아웃 거래는 1조 1,121억 달러로, 전년 대비 94.3% 증가했으며, 종전 최고치인 2006년 8,040억 달러를 상회했다. 금리인하와 양적완화 등 유동성을 증가시키는 금융완화 정책의 영향이었다.

사모펀드는 기본적으로 투자이익 극대화를 위해 레버리지를 활용하는데, 이자 비용에 대해서는 세금이 면제된다. 결국 레버리지가 없다면 사모펀드라는 사업모델 자체가 성립할 수 없다고 말할 수 있다. 하지만 차입인수(LBO)는 양날의 검으로서의 리스크를 가지고 있는데, 피인수 기업의 생존과 지속가능성에 큰 위협을 주는 경우가 다반사였기 때문이다. 2020년 한 연구에 따르면 LBO를 통해 인수된 피인수 기업들의 경우 LBO를 이용하지 않은 피인수 기업들에 비해 파산 위험이 10배 이상 높았다.

사모펀드를 바라보는 사회적 시각은 두 종류다. 자본이나 주류적 시각에서는 사모펀드는 기업가치 제고에 기여하는 모험자본으로서의 역할을 수행하고 있다고 주장한다. 반면 노동이나 시민사회의 입장에서는 투기와 횡령, 악랄한 구조조정이라는 '약탈적 기업사냥꾼'으로 생각한다. 현실의 사모펀드는 대개 기업을 인수한 후 가혹한 구조조정을 통해 기업가치를 단기간에 상승시켜 투자를 회수하는 '구조조정(Restructuring)' 전략을 사용했다. 피인수 기업을 계속기업(Ongoing Business)으로 간주하는 것이 아니라 보유 현금이나 자산을 빼먹거나 약탈하는 대상으로 간주해 온 것으로 사회적 논란의 근본 원인이 되어왔다. 특히 미국에서 사모펀드에 대한 부정적 시각은, 2012년 대선 과정을 통하여 크게 부각됐는데, 당시 공화당 후보였던 '밋 롬니(Mitt Romney)'가 글로벌 사모펀드 베인 캐피털(Bain Capital)의 전 대표였기 때문에, 상대 진영은 물론 언론들로부터 거센 비

판을 받았다. ‘기업을 헐값에 매입한 후 분할매각하여 일자리를 빼앗는 기업사냥꾼’, ‘수많은 기업을 파산시키고, 일자리를 없앴다.’, ‘이러한 악랄한 방식과 탈세로 엄청난 부를 축적했다’ 등이 비판으로 사모펀드에 대한 실체적 진실이 잘 드러나는 계기가 되었다.

사회·경제 환경 변화로 사모펀드에 의한 기업 M&A가 꾸준히 증가할 것으로, 노동조합은 사모펀드에 대한 대응역량을 강화해 나가야 한다. 시민사회와의 협업을 통한 사모펀드 제도 개혁도 중요한데, 무엇보다 차입인수를 원천 금지하는 방향의 입법화가 필요하며, 효과적인 레버리지 규제를 위해서는 세부 투자자 내역을 금융당국에 반드시 보고토록 해야 한다. 나아가 론스타 사례처럼 회전문 현상이나 금융관료의 불법적 개입을 원천 차단하기 위해서는 일정 직급 이상의 고위공직자나 금융관료는 사모펀드에 대한 투자나 이직을 원천 금지해야 한다.

2장

2장에서는 미국을 중심으로 글로벌 사모펀드 현황, 1980년대부터 이어져 온 관련 이론과 주요 논의, 주요 사모펀드 LBO 사례, 그리고 미국에서 진행되고 있는 최근의 규제강화 논의를 살펴본다.

글로벌 금융·자산시장의 역사적인 초호황 시기인 2000년대 중반 사모펀드 LBO 거래도 절정을 이루었지만, 2008년 글로벌 금융위기로 인해 거품이 붕괴하면서 시장은 급속히 냉각되었다. 2009년 그 규모가 1천 2백억 달러로 2006년의 약 1/7 수준으로 축소되었다. 2010년대 중반 시장이 안정화되면서 사모펀드 LBO도 다시 살아나, 2021년 기업 인수 투자가 사상 처음으로 1조 달러를 돌파했다.

언뜻 사모펀드라고 하면 은밀한 거래를 원하는 자금들이 투자될 것 같다는 생각이 들지만, 사실은 정반대이다. 2021년 세계 100대 사모펀드 투자자의 투자금은 약 1조 7,880억 달러인데, 이 중 58%는 공공연기금이, 19%는 국부펀드가 차지했다. 한국의 국민연금은 투자액 406억 달러로 100대 기관 중 12위에 올랐으며, 한국투자공사는 147억 달러를 투자해 38

위에, 한국교직원공제회가 83억 달러를 투자해 64위를 기록했다.

사모펀드 기업 차입매수가 체계화된 형태로 자산시장에서 대중화된 것은 1980년대였다. 그와 함께 관련한 이론적 논의도 활성화되었는데, 그 중심에는 사모펀드의 아버지라고 불리는 마이클 젠슨(Michael Jensen)이 있었다. 그는 사모펀드 전문기관, 상당한 지분을 소유한 경영진, 기관투자자, 은행으로 구성된 "LBO 연합"이 만들어 내는 기업지배구조가 20세기 초 등장했던 소유와 경영의 분리를 기반으로 하는 전문 경영인 중심의 기업 체계를 대체하며, 새로운 자본주의를 열 것이라고 주장했다. 젠슨은 대리인 문제, 비효율적 경영, 주주가치 훼손을 이전 체제의 주요 문제점이라고 거론하며, LBO 연합이 주도하는 사모 기업을 이 문제들에 대한 해결책으로 제시한다.

젠슨은 LBO 연합 기업지배구조가 가진 장점들이 새로운 기업가치를 만들어 낸다고 주장했는데, 반론도 만만치 않았다. 사모펀드 LBO가 새로운 가치를 창출하는 것이 아니라 이미 존재하는 다른 이해당사자들의 부를 LBO 연합에 이전시킬 뿐이라는 것이 핵심 요지다. 예를 들어, 기존 채권자의 손실과 피고용자들의 희생을 바탕으로 만들어진 가치를 새로운 주주들이 차지할 뿐이라는 주장이 대표적인 비판론 중 하나이다. 또 다른 비판적 시각으로 세금 혜택을 통한 부의 획득이라는 주장이 있다. 마지막은 주로 경영진이 주도하는 LBO에서 주로 나타나는 방식으로, 경영진들이 외부 자금을 끌어와 지분을 모두 사들이고 자신들만 아는 내부 정보를 이용해 기업가치를 올려 매각함으로써 이득을 취한다는 주장이 있다.

관련 논쟁들은 명확한 결론 없이 아직 이어지고 있지만, 사모펀드 LBO와 관련해 누구도 부인하지 않는 한 가지 사실이 있다. 금융 변동성에 대한 구조적 취약성이다. 대내외적인 변화로 사업 환경이 어려워지면, 높은 부채비율로 인해 위기에 쉽게 빠진다. 2장에서 조사한 여섯 가지 역사적으로 가장 유명한 사모펀드 LBO 사례 모두에서 기업들이 파산 위기를 겪었다. 높은 부채비율로 인해 대내외적 환경이 나빠지면 원리금 상환 부담으로 인해 기업들은 바로 경영악화로 이어졌다.

지난 40년 동안 발생한 여러 번의 심각한 금융위기에서 사모펀드 LBO의 이러한 취약성은 위기를 심화시키는 역할을 했다. 그러나 관련한 규제는 거의 없었다. 2008년 금융위기를 겪고 나서야 비로소 규제를 강화하려는 진지한 시도가 시작되었다. 미국에서는 이른바 도드-프랭크법 안에 "금융소비자" 보호를 강화한다는 취지로 대형사모펀드 자문사가 투자 관련 보고서를 증권거래위원회 SEC에 제출해야 한다는 내용이 담겼다. 그러나 관련 내용을 일반에게 공개하는 것은 아니었고, 투자자들에게도 보여줄 의무도 없었다.

이후 규제가 너무 약하다는 비판적 여론이 많았는데, 최근 미국 증권거래위원회는 "사모펀드 투자자문업자 관련법 수정안" 초안을 발표하면서 강화된 규제책을 내놓았다. 이 수정안에서는 SEC 보고 대상을 기존 운용자산 20억 달러에서 15억 달러로 낮추고, 특별대우, 책임 제한과 면책 추구, 불-비례 수수료와 비용 떠넘기기, 하지 않은 서비스에 대한 수수료 부과, 세금 전가를 통한 성과보수 환수 축소, 사모펀드 고객으로부터의 대출, 사모펀드 자문가에게 부과되는 비용의 전가 등 지금까지 사모펀드 운용사가 관행적으로 해오던 여러 행위를 금지하고 있다. 또한, 회계감사를 강화하고, 그 내용을 사모펀드 투자자들에게 분기별, 연간 보고서로 제공하도록 강제하고 있다.

이전보다 훨씬 강화된 규제이긴 하지만, 이번 개정안에도 투자 주체, 대상, 부채비율같이 투자 자체를 조건 짓는 내용은 들어있지 않다. 충분하지는 않지만, 현재 국내에서 개인의 사모펀드 참여를 확대하는 방향으로 관련 법이 개정되고 있는 점을 고려하면, 투자자에 대한 보호를 강화하는 이러한 미국의 규제강화 논의를 참조할 필요가 있다.

3장

한국에서는 외환위기 이후 자본자유화로 론스타, 칼라일 등 외국계 사모펀드들이 들어와 헐값에 나온 은행과 알짜기업들을 인수하고 고율배당, 유상증자, 자산매각, 재매각 등으로 엄청난 차익을 실현하였는데, 공

적자금을 투입한 기업들이 외국에 팔려 가면서 국부유출이 발생하였다.

2004년 노무현 정부 때 동북아 금융허브 전략의 일환으로 국내 사모펀드를 신성장 동력으로 키우기 위해 제도화하였다.

이후 국내외 사모펀드들은 국내 모든 산업에 진출하여 M&A 시장의 가장 큰 손이 되고 있다.

투자유형은 크게 바이아웃의 전략적 투자, 소수 지분 투자, 사모펀드 간의 세컨더리 거래가 있다.

바이아웃에서 사업재편과 자금조달 과정을 보면, 먼저 주주들에게 약정한 높은 수익률을 보장해야 하므로 초기부터 고율배당을 실시한다. 둘째 인수금융 부채로 이자 비용을 감당하기 위해 회사의 각종 자산을 매각한다. 셋째 유상증자로 주주들에게 사내유보금을 나누어 주고, 넷째 차입금 만기 차환, 투자자금 회수 등을 위해 자본구조 재조정을 시행한다. 다섯째 투자자들은 5년 내 상장 등의 조건으로 투자를 회수하며, 상장이 실패하면 옵션에 따라 우선 배당권, 대출금리 인상 등으로 수익률을 보장받는다. 소수 지분 투자는 대기업의 파트너가 되어 기업 인수로 인한 투자와 손실의 부담은 줄이고, 수익은 나누어 갖는 장점이 있다. 세컨더리 거래는 투자를 회수해야 하는 펀드와 새로 투자금을 집행해야 하는 펀드 간 이해가 맞아 실시되는데 최근 비중이 증가하고 있다.

사모펀드는 전통산업을 넘어 물류, 골프, 외식, 프랜차이즈, 호텔·부동산, 시내버스, 도시가스, 풍력발전, 플랫폼기업, 인터넷은행, 상조업, 폐기물업체 등 모든 산업에 진출하고 있다. 특히 영세기업들이 영업했던 분야에서 큰 손으로 독과점을 형성하고 있다.

사모펀드 LBO는 인수자금 80% 가까운 빚을 내 원리금 상환압박이 큰데 단기간 부채 축소와 기업가치 제고 등의 성과를 내기 위해서 자산매각과 구조조정을 시행하는 경우가 많다. 민주노총 소속으로는 홈플러스, C&M, 웰리브 등의 사례가 있다.

사모펀드에 대한 노동조합의 대응 최근 마트노조 홈플러스지부와 관광산업노조 밀레니엄힐튼지부의 모범사례가 있다.

홈플러스 지부는 MBK파트너스의 자산매각에 지속해서 대응하였고, 특히 흑자 매장의 폐업매각에 맞서 2년간 끈질긴 투쟁을 전개하였다. 기자회견, 지역연대, 조례개정, 지자체 의원 면담, 서명운동, 고소·고발, 문화제, 집회, 파업, 국제연대, 투기자본 규제 제도개선 추진 등 모든 방법을 동원하였다. 결국 새로운 빌딩에 마트매장을 배치하고 고용을 승계하며, 준공 동안 생계비를 지급하는 것으로 합의하였다. 밀레니엄 힐튼 호텔지부도 2년간의 실천 투쟁을 통해 이지스 자산으로부터 고용승계 등을 확보하였다.

4장

LBO 방식을 통한 사모펀드의 기업인수가 증가하고 있다. 그런데 현재와 같은 고금리, 저성장 상황에서 사모펀드의 레버리지비율이 높을수록 일반적인 방식을 통하여서는 이자 비용 감당조차 어려워질 수 있다. 그 경우 투자 대상 회사는 임금, 복지 축소, 희망퇴직, 정리해고 등 인건비 및 고용 축소를 선택할 수 있고, 주요 자산양도, 영업양도, 분할매각 등의 구조조정을 시도하여 현금을 확보하려 할 것이다. 그 과정에서 노동자들은 고용과 노동조건에 있어 불이익을 받게 될 가능성이 크다.

이러한 LBO 방식 기업인수를 규제할 수 있는 법률은 형법의 업무상배임죄 조항이다. 대표이사 등 피인수 회사 경영진과 그 공범들이 이러한 죄책을 질 수 있다. 만약 이들이 충실의무, 선량한 관리자의 주의의무 등을 위반한 행위로서 대가 없는 담보제공 등을 한다면 제삼자인 인수회사로 하여금 재산상의 이익을 취득하게 하고, 본인인 피인수 회사에 손해를 끼치게 된다. 이 경우 특별한 사정이 없으면 고의도 인정된다.

LBO는 크게 담보 제공형, 합병형, 환급형으로 구분할 수 있으며, 대법원 판례는 구체적 사실관계에 따라 업무상배임죄의 성립을 인정하기도 하고 부정하기도 한다. 간략하게 인수과정에서 아무런 대가 없이 피인수 회사가 담보를 제공하고, 적절한 대가를 수령하지 아니하였다면 배임이 인정되는 구조다. 인수회사와 피인수 회사가 합병했다고 하더라도

SPC와의 합병은 배임죄 성립에 크게 고려되지 않는다. 환급형의 경우 위법한 배당이나 유상감자가 없었다면 배임죄가 인정되지 않는다.

판례 법리의 엄격한 적용을 통해 배임죄를 쉽게 인정하는 것이 LBO 규제의 첫걸음이 될 것이다. 그다음 사모펀드가 투자목적회사를 통해 LBO 형태로 다른 기업을 인수하는 것에 대한 금지 규정을 자본시장법에 적절히 포함하는 방향으로 법률 개정도 필요하다.

사모펀드의 규제 방향 중 단기 과제로는 400%로 높아진 레버리지비율을 200% 정도로 축소하는 것을 들 수 있다. 중장기 과제로는 ① 사모펀드가 경영권을 인수하면 인수기업의 주주와 임원뿐 아니라 노동자 대표 혹은 노동자에게 각종 정보를 제공하는 방향, ② 지침 내지 가이드라인을 통해 사모펀드의 인수기업 자산 약탈행위를 제한하는 방향, ③ 국민연금을 포함한 공적 연금의 수탁자 책임 강화 등이 있다.

이러한 방향으로 법률 개정 등이 이루어져 사모펀드가 인수하거나 경영에 참여하는 기업에 대해 핀셋규제를 하려고 해도, 규제를 우회할 방법은 있을 수 있다. 근본적으로 모든 회사에 적용될 수 있는, 노동자들을 위한 법률 개정을 고민하여야 한다. 그리하여 상법 개정 필요성이 대두된다.

먼저 이사의 신인의무(선량한 관리자의 주의의무, 충실의무) 대상을 노동자들의 이해관계까지 고려하도록 확장하는 것과 지배주주에도 충실의무를 부과하는 등 책임을 강화하는 방향의 상법 개정이 필요하다. 그다음 고용 영향이 큰 기업의 지분매매(사모펀드의 인수)에 대한 통제를 하기 위해 지배주주 변경에 대하여 승인하도록 하는 개별 법률들의 제정 혹은 개정도 필요하다고 생각한다.

서론

서론

1. 연구 배경

‘사모펀드는 인수기업을 사실상 현금자동출납기(ATM)처럼 여긴다.’ 블룸버그 비즈니스위크가 어린이 장난감 업체 토이저러스 사례를 언급하며 지적한 내용이다. 어린이 장난감 유통업체인 토이저러스는 매년 내야 하는 4억 달러 이상의 이자 비용을 감당하지 못하게 되자, 2017년 파산보호를 신청했고, 그 결과 3만 명에 달하는 노동자가 일자리를 잃었다. 토이저러스는 사모펀드인 ‘베인 캐피털(Bain Capital)’과 ‘콜버그 크래비스 로버츠(Kohlberg Kravis Roberts. KKR)’ 그리고 부동산 신탁회사인 ‘보나도 리얼티 트러스트(Vornado Realty Trust)’가 2005년 공동으로 66억 달러에 인수했는데, 이 중 50억 달러를 차입인수(LBO) 방식으로 조달하면서, 토이저러스가 이자 비용을 떠안게 된 것이었다.

금융개혁을 위한 시민단체들의 연합체인 ‘금융개혁을 위한 미국인들(AFR, Americans for Financial Reform)에 따르면, 2010년대 들어 사모펀드는 80개 이상의 미국 소매업체를 인수했는데, 이후 피인수 기업들의 파산으로 130만 개의 일자리가 사라졌다고 한다.

우리나라는 사모펀드를 ‘먹튀 자본’이라 부른다. 1997년 IMF 외환위기 당시 우리나라는 한계기업 및 산업부문에 대한 구조조정이 본격화되면서, 유동성 위기에 빠지게 된 금융기관들 또한 대규모의 공적자금 투입과 함께 M&A 시장에 매물로 나오게 되었다. 당시 글로벌 사모펀드들은 위기를 기회로 활용, 불법과 편법의 경계를 넘나들며, 다수의 국내 금융기관들을 헐값에 인수하여 천문학적인 수익을 남길 수 있었다. 미국계 사모펀드 칼라일은 한미은행으로 3년 만에 7,000억 원에 달하는 이익을 거두었고, 뉴브리지캐피털은 제일은행을 인수 5년 만에 1조 1,500억 원을 벌어들였

다. 사모펀드 론스타는 외환은행 인수과정에서, 인수 자격 논란부터 금융관료들의 개입과 불법행위 논란까지 사회적으로 큰 물의를 일으켰는데, 2003년 1조 3,833억원에 인수했던 외환은행을, 2012년 하나금융지주에 되팔아 4조 7,000억 원에 달하는 천문학적인 이익을 남겼지만, 세금은 거의 내지 않으면서 '먹튀' 논란이 크게 불거졌다. 더욱이 론스타는 2010~2012년 외환은행 매각 과정에서, 한국 정부가 매각 승인을 늦추는 바람에 손실을 봤다며, 세계은행 국제투자분쟁해결센터(ICSID)에 6조원에 달하는 배상소송을 제기했는데, 중재재판부는 소송 제기 10년 만인 지난 8월 한국 정부가 손해배상금 2억 1,650만 달러와 2011년 12월 이후의 지연이자를 지급하라고 판정했다. '먹튀'도 모자라, 국민의 혈세까지 손해배상금으로 나가게 되자, 사모펀드 론스타와 관련 금융관료들에 향한 국민적 공분이 다시 한번 들끓고 있다.

이처럼 글로벌 사모펀드는 은밀하게 막대한 자금을 모아 전 세계를 누비며, 기업 인수합병 시장에서 경영권을 확보하여, 기업 활동은 물론 노동자 고용 문제에도 막대한 영향력을 행사하고 있다. 우리나라도 외환위기 이후 글로벌 사모펀드가 본격적으로 진출하여 활동하고 있고, 내부적으로는 2004년 사모펀드 제도를 도입한 이후, 국내 사모펀드 시장 또한 비약적인 성장세를 보여 왔다.

2020년 공정거래위원회가 발표한 '준대기업집단(공시대상기업집단, 자산총액이 5조원 이상인 기업집단)'을 보면 '사모펀드 운용사인 'IMM인베스트먼트'가 새롭게 지정됐는데, IMM은 2019년 기준 79개의 계열사를 보유하고 있었고, 자산총액이 6조원을 넘어서, 사모펀드 운용사로는 처음으로 공시대상기업집단으로 분류된 것이었다. IMM보다 운용자산 규모가 더 큰 'MBK파트너스'나 '한앤컴퍼니' 등의 사모펀드 운용사가 있지만, 그 지배구조 상 차이로 지정을 피할 수 있었다. 'MBK · 한앤컴퍼니 · IMM' 등 국내 사모펀드 시장을 주도하고 있는 상위 3개사의 경우, 자산 기준으로 '삼성 · 현대차 · SK · LG · 롯데' 등 기존 재벌 대기업 집단에 이어 거대기업집단이 되어가고 있다. 기업 인수합병(M&A)에서의 자금 조달 능력과

영향력만 놓고 보면, 이미 5대 그룹을 능가하고 있다.

사모펀드가 인수하는 기업이 늘어나고, 한국경제를 움직이는 공룡이 되어가고 있지만, 우리는 지금까지 사모펀드를 뉴스 속의 사건이나 남의 일로 치부해왔다. 하지만 자세히 살펴보면 2022년 현재 사모펀드는 우리의 모든 일상에 개입되어 있다. BHC, 노랑통닭, 버거킹, 맘스터치, 아웃백과 놀부 등 수많은 패스트푸드점과 외식업체들, 그리고 커피전문점 투썸플레이스와 이 모든 곳에서 결제수단으로 사용하는 롯데카드까지 모두 사모펀드가 인수한 곳이다. 이처럼 우리가 먹고 마시는 음식 가격은 물론이고 퇴직 후 매월 받게 되는 연금에도 사모펀드가 깊숙이 개입되어 있다. 한마디로 사모펀드는 우리의 삶에서 떼려야 뗄 수 없는 관계가 되었다.

투자나 금융시장에 크게 관심이 없던 사람들도 이제는 사모펀드를 반드시 이해해야 하는 시대 되었다. 음식가격부터 퇴직 후의 연금액까지, 사모펀드의 의사결정이 우리 실생활에 미치는 영향이 날이 갈수록 커지고 있기 때문이다. 그런데도 사모펀드를 일목요연하게 설명하는 콘텐츠가 없다. 민주노총도 마찬가지다. 그간 민주노총 소속 사업장에서도 사모펀드로의 매각사례가 늘어났지만, 사모펀드가 무엇인지, 인수 전후로 어떻게 대응해야 하는지, 인수 후 어떤 일들이 일어나는지 등 당해 현장의 노동자들에게 필요한 정보들이 체계적으로 정리되지 못했다.

그동안은 사모펀드의 특성상 관련 자료 수집이 어렵다는 핑계로, 사모펀드 문제를 체계적으로 정리해야 한다는 당면 과제를 미뤄왔지만, 사모펀드에 홈플러스 노동자들의 투쟁 사례는, 본 과제가 더 이상 미루어져서는 안된다는 경각심을 일깨워 주었다. 홈플러스를 인수한 주체는, 한국형 바이아웃 펀드의 새로운 전형을 구축했다고 칭송받아온 'MBK'로, 2016년 홈플러스를 인수한 이후 '착한 토종 사모펀드'의 가면을 벗어던지고, 그 이면에 감춰져 있던 '악질적 차입인수(LBO) 구조조정' 전략을 본격적으로 구사했기 때문이다.

2. 연구 대상과 연구 방법

본 연구의 주된 연구 대상은 사모펀드(PEF, Private, Equity Fund)다. 금융시장에서 수익 창출을 목표로 운용되는 펀드는 그 모집 방법에 따라 공모(公募, Public Offering) 펀드와 사모(私募, Private Placement) 펀드로 분류되고, 사모(私募)펀드는 다시 투자 대상과 운용 방법의 차이에 따라 헤지펀드(Hedge Fund)와 사모펀드(PEF)로 분류된다. 그리고 글로벌 사모펀드(PEF)는 다양한 방식의 'PE(Private Equity)' 투자 모두를 포괄하고 있지만, 우리나라의 사모펀드(PEF)는 기업의 경영권을 인수하는 바이아웃(Buy-out) 투자로 한정되어 있다.

'사모(私募)' 펀드는 그 특성상 정보공개 의무가 없고, 금융당국의 규제 또한 받지 않기 때문에, 주요 출자자는 물론이고 세부 자금조달 내용이나 운용 전략 등 그 실체적 정보를 파악하기 어렵다는 근본적 한계가 있다. 사모펀드가 가진 이러한 불투명성 때문에 선행연구는 물론이고 글로벌 시장 관련 통계수치나 구체적 인수합병 관련해 많은 사례에서, 연구자나 저자, 조사기관 그리고 언론사마다 서로 다른 결과와 내용을 다루는 경우가 많았다는 한계가 있었다.

그럼에도 본 연구는 국내외 선행연구나 문헌자료 그리고 언론의 보도 내용이나 금융당국이 제공하는 보도자료, 관련 컨설팅업체나 조사기관이 제공하는 조사 · 분석 자료 등 주어진 시간 내에 수집할 수 있는 모든 자료를 검토하고 분석했다.

3. 연구의 구성

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에서는 연구 배경과 필요성 그리고 주요 연구내용을 설명했다. 제1장 '사모펀드 일반론 : 현황 및 쟁점'에서는 공모 및 사모펀드의 기원 및 분류 방법, 국내외 사모펀드 시장 동향 및 주

요 특성 그리고 사모펀드 관련 주요 쟁점들을 개략적으로 분석했다. 제2장 '해외 사모펀드 현황과 학술적 논의'에서는 해외 사모펀드 시장 현황과 변천사를 구체적으로 검토하고, 차입인수 관련 사례 및 최근 규제강화 논의 내용을 정리했다. 제3장 '국내 사모펀드 사례 분석'에서는 국적 및 유형에 따른 사례 분석과 산업 · 업종별 진출 현황 그리고 노동조합의 구체적 대응사례로 홈플러스와 힐튼호텔 사례를 분석했다. 제4장 'LBO, 사모펀드 규제 필요성과 방향'에서는 차입인수 M&A의 문제점과 판례를 집중적으로 분석하고, 사모펀드 관련 제도 및 상법 등 관련법들의 세부 개정 내용과 규제 방향을 제시했다. 마지막 결론에서는 연구 결과를 정리하고, 본 연구의 한계 및 향후 과제를 제시했다.

1장

KCTU

사모펀드(PEF) 일반론 : 현황 및 쟁점

이한진

Ⅰ. 펀드의 정의 및 분류

1. 펀드, 공모(公募)와 사모(私募)

펀드(Fund)란 우리말로 기금이라고도 하며, 특정 목적을 위하여 여러 사람으로부터 모은 자금의 집합체 즉 뭉칫돈 그 자체를 지칭하는 용어이다. 예를 들어 '유엔아동기금(UNICEF, United Nations Children's Fund)'은 전쟁 피해 아동이나 저개발 국가 아동을 돕기 위한 목적으로 기금을 만들어 활동하므로 일종의 펀드라고 볼 수 있다. 그러나 이 기금은 수익을 목적으로 하지 않는다는 점에서 금융시장에서 말하는 펀드와 차이가 있다.

본 연구는 금융시장에서 운영되는 펀드를 연구 대상으로 해서, 펀드를 '여유 자금을 가지고 있는 개인이나 단체가 자본시장의 투자 전문가들에게 돈을 맡겨, 투자를 의뢰하고, 그 수익을 배분받는 간접투자 상품'이라 정의한다.

펀드는 투자자를 모집하는 방법에 따라 두 가지 유형으로 구분된다. 첫째가 '공모(公募)' 방식의 펀드로, 자산운용회사가 유가증권 등에 투자할 목적으로, 금융기관(판매회사)을 통하여 '불특정 다수의 일반 대중'들로부터(투자자) 자금을 모아, 주식이나 채권(투자대상) 등에 분산투자하고, 그 투자로부터 발생하는 손익을 투자자의 투자비율에 따라 배분하는(수익의 배분) 간접투자 상품을 통칭하는 개념이다. 둘째, '소수의 특정한 투자자'(거액의 자산가나 기관투자자)들로부터 사적으로 은밀하게 투자자금을 조달하여 운용되는 '사모(私募)' 방식의

펀드가 있다. 사모(私募)펀드 관련 정보는 대개 비공개되며, 그 운용 또한 일반 대중이 알 수 없도록 은밀하고 불투명한 방식으로 이루어지며, 금융당국의 규제 또한 받지 않는다. 사모(私募)펀드의 투자자들은 '고위험(high risk)'을 감수할 수 있을 정도의 자금력과 금융시장에 대한 전문적 지식을 가지고 있다고 인정되는 적격투자자와 기관투자자들로 한정되어 구성된다.

사모(私募) 방식으로 조달되어 운용되는 대표적 펀드로는, 헤지펀드(Hedge Fund)와 사모펀드(Private Equity Fund, '이하 사모펀드 또는 PEF라 한다')가 있다. 벤처캐피탈의 경우에도 사모(私募) 방식으로 투자자금을 조달하지만, 우리나라에서는 별도의 법체계와 제도 아래서 벤처기업에 대한 투자만을 전문적으로 수행한다. 본 연구의 주된 연구 대상은 바로 사모(私募)펀드 중에서도 사모펀드(PEF)로, 이들의 주된 투자 대상은 경영권과 관련 있는 지분(Equity)[1]이다.

2. 펀드의 분류

펀드는 그 목적에 따라 다양한 방식으로 분류할 수 있다. 가장 보편적인 분류방식으로는 투자 대상에 따른 분류로, 증권펀드(주식형, 채권형, 혼합형), MMF(Money Market Funds)[2], 파생상품 펀드(선물, 옵션), 부동산펀드, 실물펀드(석유, 금, 은 등), 특별자산펀드, 재간접펀드(다른 펀드에 투자) 등으로 구분한다. 투자지역에 따라서는 신흥시장(Emerging Markets) 펀드, BRICs펀드(Brazil, Russia, India, China, South Africa) 등으로 구분하기도 한다.

보다 전문적 분류방식을 살펴보면, 펀드의 설립 형태에 따라서는 뮤추얼

1) '지분(Equity)'이라 함은 주식, 전환우선주, 신주인수권, 전환사채, 신주인수권부사채 등 지분 참여권을 가진 모든 종류의 증권을 의미한다.
2) MMF란 단기금융상품에 집중투자, 단기 실세금리의 등락이 펀드 수익률에 신속히 반영될 수 있도록 한 초단기 공사채형 펀드다.

펀드와 투자신탁펀드로 나뉜다. 가입 및 환매 방식에 따라서는 개방형 펀드(Open-end Fund)와 폐쇄형 펀드(Closed-end Fund)로 구분한다. 자금 조달 방법에 따라서는 공모(公募, Public Offering)펀드와 사모(私募, Private Placement)펀드로 나눠진다. 한편 사모(私募)펀드는 투자대상 및 투자방식의 차이에 따라 크게 사모펀드(Private Equity Fund)와 헤지펀드(Hedge Fund)로 구분된다.

〈표1-1〉 펀드의 분류방식 및 종류

<table>
<tr><th>분류방식</th><th colspan="3">펀드의 종류</th></tr>
<tr><td>투자대상</td><td colspan="3">증권펀드, MMF, 파생상품펀드, 부동산펀드
실물펀드, 특별자산펀드, 재간접펀드</td></tr>
<tr><td>법적성격</td><td>뮤추얼펀드
(주식회사 형태 / 주주)</td><td colspan="2">수익증권
(투자신탁증서 / 계약자)</td></tr>
<tr><td>환매방식</td><td>개방형펀드
(중도납입 및 환매 가능)</td><td colspan="2">폐쇄형펀드
(만기까지 중도납입 및 환매 불가)</td></tr>
<tr><td rowspan="2">모집방법</td><td rowspan="2">공모(公募, Public Offerings)펀드</td><td colspan="2">사모(私募, Private Placement)펀드</td></tr>
<tr><td>사모펀드
(PEF)</td><td>헤지펀드
(Hedge Fund)</td></tr>
</table>

1) 뮤추얼펀드와 수익증권

펀드는 그 법적 성격(지위)에 따라 뮤추얼펀드(Mutual Fund)와 수익증권(Beneficiary Certificate)으로 구분한다. 뮤추얼펀드는 회사형 펀드, 수익증권은 계약형 투자신탁이라고 할 수 있다. 뮤추얼펀드의 투자자는 펀드의 주주가 되는 것이며, 수익증권 투자자는 펀드와 단순 계약을 하는 것으로 일종의 계약자라 할 수 있다.

실제 자본시장에서 판매되고 있는 뮤추얼펀드는 투자자들로부터 자금을

모아 주식회사 형태로 증권투자회사를 만들어 주식이나 채권 등 다양한 금융상품에 투자한 후 이익을 나눠주게 된다. 투자자들의 출자금으로 만들어진 증권투자회사는 일종의 '페이퍼 컴퍼니(Paper Company)'다. 이 때문에 뮤추얼펀드를 '회사형 투자신탁'이라 부르기도 한다. 투자자는 별도의 독립된 주식회사에 주주로서 투자하는 것이기 때문에, 투자자는 곧 주주가 된다. 뮤추얼펀드 가입자는 일반 주식회사의 주주와 마찬가지로 주주의 권리를 행사할 수 있는데, 임원 선임권, 펀드운용에 대한 감시, 운용회사 변경 등을 요청할 수 있는 권리 등이 있다.

반면 수익증권이라는 투자신탁펀드(Investment Trust Fund)의 가입자는 계약자이면서 동시에 수익자가 된다. 수익증권이란 재산의 운용을 타인에게 맡긴 경우, 그 수익을 받을 수 있는 권리가 표시된 증권을 의미한다. 펀드에 자금을 대는 투자자와 이 자금을 운용하는 자산운용사 그리고 펀드자금을 보관하는 수탁회사 사이에는 서로 계약적 관계가 형성된다. 그래서 수익증권을 '계약형 투자신탁'이라고 부른다.

2) 개방형펀드와 폐쇄형펀드

펀드는 가입 및 환매 방식에 따라 개방형 펀드(Open-end Fund)와 폐쇄형 펀드(Closed-end Fund)로 구분한다.

개방형 펀드란 투자자가 언제든지 자유롭게 추가로 자금을 투자하거나 환매(투자자금을 회수)할 수 있는 펀드를 의미한다. 미국 펀드 시장의 90% 이상이 개방형 펀드인 뮤추얼펀드다. 개방형 펀드는 보통 주식시장에 상장하지 않는데, 그 이유는 투자자금이 언제든 자유롭게 증가 또는 감소할 수 있어 실무상 상장이 어렵기 때문이다.

반면 폐쇄형 펀드는 정해진 만기까지 추가납입도 불가능하고 환매도 불가능하다. 하지만 보통 주식회사 형태로 주식시장 상장을 전제로 만들어지기 때문에, 투자자는 주식시장을 통해 언제든 자유롭게 지분을 팔 수 있어 투자자금 회수가 가능하다. 'ETF(Exchange Traded Fund, 상장지수펀드)'

가 이렇게 만들어진 펀드다.

3) 공모(公募)펀드와 사모(私募)펀드

펀드는 자금 모집 방법에 따라 공모(公募, Public Offering) 펀드와 사모(私募, Private Placement)펀드로 나뉜다.

가입 제한 없이 불특정 다수의 일반 대중들로부터 자금을 조달하는 펀드를 공모펀드라 부른다. 따라서 공모펀드는 투자하려고 하는 투자금의 규모나 특정한 자격 제한 없이 누구나 가입할 수 있다.

반면 특정한 자격 기준에 부합하는 소수의 투자자로부터 자금을 조달하는 펀드를 사모(私募)펀드라 칭한다. 2021년 3월 국회를 통과한 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법")'에 따르면, 특정한 소수는 100인 이하의 자에게 투자를 권유하는 경우를 의미한다. 이전에는 49인 이하를 사모로 분류했었다. 그 외에 개인의 경우 최소 투자자금 요건으로 3억원(레버리지 200% 초과 시 5억원) 이상의 투자자만 가입할 수 있다. 기관전용 사모펀드의 경우에는 '기관투자자 및 이에 준하는 자', 즉 금융기관, 연기금, 공제회, 특수법인, 일정 요건을 갖춘 상장법인 등으로 그 가입 자격을 특정하여 제한하고 있다.

〈표1-2〉 자금 모집 방법에 따른 펀드의 분류

구분	내용
공모(公募)펀드	불특정 다수의 일반 투자자들로부터 자금을 조달
사모(私募)펀드	특정한 소수(기관투자자나 자산가)로부터 자금을 조달

실례를 들어 보면, 적립식 펀드처럼 누구나 제한 없이 은행이나 증권사 영업점을 통해 가입하거나, 신문이나 TV, 인터넷 등의 광고를 통해 알게 되는 펀드는 모두 공모(公募) 펀드다. 반면 사모(私募)펀드는 공공연하게 펀드 홍보하지 않으며, 사적으로 은밀하게 특정한 자격을 갖춘 개인이나

기관투자자들에게 투자를 권유하게 된다.

〈표1-3〉 공모(公募)펀드 Vs 사모(私募)펀드 비교

구 분	공모(公募)펀드	사모(私募)펀드		
		PEF	벤처캐피탈	헤지펀드
모집방식	공모	사모(100인 미만)		
공시여부	공시의무	비공시		
정보공개	공개	비공개		
자기자금 출자	불가능	가능		
차입	규제	제한 없음(한국 일부 규제)		
공매도	규제	제한 없음(한국 일부 규제)		
통제	감독기관	주주 자율 규제		
경영참여	단순 투자	적극적 참여		참여 가능
투자기간	중장기	중장기(통상 3~10년)		제한 없음
투자대상	주식, 채권	주로 비상장 기업 M&A	벤처기업	제한 없음
유동성	개방형 & 폐쇄형	폐쇄형 펀드 (만기 해지, 조기청산 가능)		개방형펀드
성과측정	시장 비교	내부수익률(IRR 측정)		

자료) 사모투자펀드와 M&A(윤승환외, 2020)

공모펀드는 불특정 다수의 투자자들로부터 자금을 조달한 후, 전문적인 자산운용회사의 운용전문가(Fund Manager)가 펀드를 운용한다. 공모펀드는 자금 모집자(은행 및 증권사 등 판매사)와 운용자(자산운용회사)가 서로 상이하며, 자산운용회사는 관리보수를 받고, 판매사는 판매수수료를 얻게 된다. 반면, 펀드 운용 결과 발생한 손익은 모두 투자자의 몫이 된다. 투자자들이 얻게 되는 손익의 규모는 자산운용사 펀드 매니저의 능력에 의해 좌우된다. 펀드매니저가 투자자의 이익에 우선하여 개인적 혹은 소속

집단의 이익을 추구할 가능성이 존재하기 때문에, 투자자 보호 차원에서 각종 공시의무를 강력하게 부과하여 규제한다.

반면 사모(私募)펀드는 금융투자에 대한 전문적 역량을 보유, 자신을 보호할 수 있는 능력을 갖췄다고 인정되는 소수의 적격투자자들을 대상으로 자금을 모집하여 펀드를 운용한다. 이러한 전제로 인해, 자산운용사와 투자자 간의 이해 상충 리스크가 상대적으로 적다고 판단하기 때문에, 금융당국에 의한 관리 감독보다는 자율규제의 원칙을 적용한다.

이처럼 공모와 사모(私募)는 기본적으로 투자자층이 완벽하게 달라서, 유통되고 공개되는 정보의 양과 질 또한 근본적으로 차이가 크다. 공모펀드 투자자는 가입 시 투자설명서, 간이투자설명서, 약관을 충분히 확인할 수 있어 자신이 가입하고자 하는 펀드에 대하여 정확하게 알 수 있다. 반면 사모펀드 투자자는 가입 시 집합투자규약(약관) 외에는 관련 서류를 따로 교부하지 않는다. 게다가 사모펀드는 투자자산에 대한 보고의무나 공시의무 등이 일반적으로 자체 특례조항으로 배제하고 있다.

공모펀드는 펀드 운용에 있어 투명성과 전문가에 의한 간접투자로 시장수익률 정도의 투자수익을 목표로 하지만, 사모(私募)펀드는 자율성과 익명성을 기반으로 시장수익률을 상회하는 고수익을 목표로 운용된다.

3. 펀드의 기원과 특성

1) 공모(公募)펀드의 기원과 특성

펀드가 실제 투자수단으로 사용된 유래는 여러 가지 설이 있으나, 대체로 1868년 영국에서 만들어진 '해외&식민지 정부 신탁(The Foreign and Colonial Government Trust)'이 최초의 펀드로 언급된다.

당시 영국은 산업혁명을 계기로 거대한 화폐자본이 축적되었고, 풍부해진 국내 유동성은 해외에서 적정 수익의 투자대상을 찾게 되었다. 그런데 유럽 대륙은 나폴레옹 전쟁 후 복구와 배상금 지급을 위해 고금리 공채를 발행했고, 미국도 철도 · 운하 · 통신 등 기간시설에 대한 자금 수요가 많았기에 금리가 높았다. 이에 영국의 대자본은 유럽과 미국 등에서 발행하는 국공채 및 기업에 투자하여 큰 이윤을 남길 수 있었다. 대개 해외투자는 대자본에 의해 이루어졌는데, 시간이 지남에 따라 일반투자자나 중소자본도 자연스럽게 해외투자에 대한 욕구가 늘었고, 공동투자로 거대자본을 형성하여 다양한 유가증권에 투자, 위험을 분산할 필요성도 생기게 되었다. 이에 부응하여 만들어진 것이 '해외&식민지 정부 신탁'이다.

이 펀드는 그 설립 취지에서 "이 신탁의 목적은 투자를 여러 종류의 외국 및 식민지 정부 증권에 분산 투자하여 투자의 위험을 감소시킴으로써 대자본과 마찬가지의 이익을 일반투자자에게 제공하는 데 있다"라고 규정하고 있다. 이처럼 이 펀드는 '투자 위험 감소를 위해 다양한 유가증권에 분산투자'하는 것, '공동투자를 통해 일반투자자에게도 이익을 제공'할 것을 목표로 하는 등 현재의 공모펀드와 같은 특성을 포함하고 있어, 세계 최초의 투자신탁 펀드로 인정받고 있다.[3)]

이후 1900년대 미국에서 본격적으로 펀드 형태가 나타나기 시작했다. 1907년에는 알렉산더 펀드(Alexander Fund)라는 현대 뮤추얼펀드에 가장 근접한 펀드가 탄생했다. 알렉산더 펀드는 1년에 2번 정기적으로 자금을 모집했고 투자자들이 요구하면 환매해주기 시작했다.[4)]

1920년대 들어 다양한 펀드들이 등장하기 시작했는데, 건국 이래 항상 자본 결핍 상태에 있었던 미국에서, 제1차 대전 이후 자본 축적이 본격적

---

3) '약탈적 기업사냥꾼 사모펀드'(이한진, 2013)
4) 미국의 펀드 발전사는 '사모펀드 투자와 M&A(윤승환외, 2020)'에 근거하여 저자가 재정리하였음.

으로 이루어지면서 펀드가 발전할 수 있는 기반이 만들어졌기 때문이다. 제1차 대전으로 유럽은 대량의 물자를 미국으로부터 공급받을 수밖에 없었고, 미국은 공업생산물과 농산물의 대량 수출국이 되면서 자본 축적이 가능하게 된 것이었다. 이 과정에서 1921년에는 투자신탁 펀드로서 완전한 형태를 갖춘 미국 최초의 투자신탁 펀드 'The International Securities Trust of America'가 설립되었다.

1929년 대공황으로 펀드 산업은 한때 큰 시련을 겪기도 했지만, 1930년대 펀드 관련 법들이 제정되면서 비약적인 성장을 지속했다. 미국 정부는 투자자 보호를 위해 증권 발행을 규제하는 증권법(Securities Act of 1933)과 증권 유통을 규제하는 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)을 제정하게 되었다. 이후 뮤추얼펀드의 설립과 모집은 미국 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)[5]에 그 내용을 등록하고 투자설명서를 공시하도록 의무화되었다.

〈표1-4〉 공모펀드의 기본적 특성과 사회적 역할

구 분	내 용
본질적 특성	1. 공동투자 2. 대행투자 3. 분산투자
사회적 역할	1. 산업자금의 조달을 지원 2. 개인투자자들의 합리적인 투자를 지원 3. 자본시장의 안정성에 크게 기여

자료) 사모펀드 규제 완화의 결과(이한진, 2020)

펀드의 탄생과 발달 등 역사적 과정을 통해서 알 수 있듯이, 금융시장에

5) SEC는 증권시장의 거래를 감시하고 감독하는 정부 기관으로 1934년 설립됐다. 1929년 대공황 당시 주가 대폭락을 겪은 이후, 투자를 더 엄격하게 감독해야 한다는 여론이 형성됨에 따라, 미국 의회는 1933년 증권법과 1934년 증권거래법을 잇달아 제정했다.

서 말하는 일반적 의미의 공모펀드는 '공동투자 · 대행투자 · 분산투자'라는 특성을 기본적으로 가지고 있다. 그리고 공모펀드는 역사적으로 성장 과정을 거치면서, 자본시장 내에서 '▷불특정 다수의 대중으로부터 자금을 조달하여 산업의 발전을 지원하고 ▷자본시장 전문가가 운용하는 간접투자 상품을 제공함으로써 일반 투자자들의 합리적인 투자를 도와줌은 물론 ▷자본시장의 안정성을 유지하는 데 큰 역할을 수행한다.'는 그 사회적 역할을 인정받고 있다.

2) 사모(私募)펀드의 부상 배경과 특성

사모(私募, Private Placement)펀드가 본격적으로 발전하게 된 계기는 매우 단순하다. 일반 시장의 흐름에 따라서 얻게 되는 안정된 수익만으로는 만족할 수 없었던 소수의 자산가나 기관투자가들의 존재였다. 이들은 다소 더 위험하더라도 더 많은 수익을 올릴 수 있는, 즉 '고위험, 고수익(high risk and high return)'의 투자 기회를 찾았고, 대체투자(Alternative Investment)의 수단으로 사모(私募)펀드가 부상하게 된 것이었다. 영화 '월스트리트(Wall Street)'의 주연 배우 마이클 더글라스가 자주 쓰던 "탐욕이 최선이다(Greed is Good)"이란 대사는 지금도 업계의 생생한 경구로, 사모(私募)펀드의 특성을 한 마디로 잘 표현하고 있다.

글로벌 금융시장에서 주요 대체투자 수단은 사모펀드(PEF)와 헤지펀드 그리고 부동산이다. 대체투자 전문 시장조사 업체인 프레퀸(Preqin)에 따르면, 글로벌 대체투자 시장은 2019년 6월 말 기준 약 10조 달러로 20년 만에 10배가량 커졌고, 전체 대체투자 자산의 약 40%는 사모펀드(PEF)에 투자되고 있다고 한다.[6)]

6) '100조를 움직이는 사람들'(최우석 외, 2022)

전통적 투자자산인 주식과 채권은 일찍부터 가장 보편적인 투자 대상으로 간주되었지만, 이들을 주요 투자 대상으로 운영하는 공모펀드는 불특정 다수의 개인으로부터 자금을 모집하기 때문에, 투자자 보호 명목으로 금융당국으로부터 여러 가지 제약을 받을 수밖에 없었다. 게다가 공모펀드의 수익률은 기본적으로 시장이 흐름에 따를 수밖에 없다는 한계를 내재하고 있다. 대중들에게 가장 널리 알려진 지수 연동형 기금[7]가 대표적인 실례로, 투자자는 시장의 실제 성과에 따르는 이익을 얻게 된다.

반면 투자자금의 규모가 크고 전문가들을 고용하고 있는 대형 기관들이나, 일정 규모의 투자 위험 정도는 얼마든지 감당할 수 있었던 자산가들은 투자자금 보호를 위한 여러 가지 제약보다는, 위험을 감수하더라도 시장수익률 이상의 고수익을 원했고, 그 투자대상으로 사모(私募)펀드를 선택했다. 사적으로 은밀하게 자금을 모으는 이유는 단 한 가지, 여러 가지 제약에 구속되지 않고 자유롭고 은밀하게 자금을 운용하여, 더 많은 수익을 올리는 것이었다. 이러한 현대적 의미의 사모펀드는 1980년대 신자유주의적 경제 질서의 본격화와 그 흐름을 함께하고 있다.

사모(私募)펀드의 중요한 특징 중 하나가, 투자자가 특정한 소수로 한정된다는 점이다. 미국의 경우 투자자 수는 '투자회사법(Investment Act of 1940)'에서 100인 이하인 경우를, 특정한 자격 제한 관련해서는 증권거래위원회(SEC)에서 금융기관 등의 대형 법인 혹은 100만 달러 이상의 투자자산을 가지고 있거나, 연간 수입이 20만 달러가 넘는 개인투자자들을 '적격투자자(Accredited Investors)'로 분류하고, 이들은 스스로 투자 위험을 판단할 수 있는 능력이 있는 것으로 간주하고 있다.

그런데 사모(私募)펀드는 일반적으로 사모펀드(PEF)와 헤지펀드(Hedge

7) 지수 연동형 기금은 KOSPI 또는 S&P500 등 사전에 정해진 주가지수의 수익률과 유사한 수익을 실현할 수 있도록 만들어진 펀드이다. 즉, 현실에서 주가지수가 오르게 되면, 그만큼의 이익을 얻게 되는 전형적인 간접투자 상품이다.

Fund)로 구분한다. 우리나라의 경우 2021년 자본시장법 개정으로 법적으로는 더 이상 사모펀드(PEF)와 헤지펀드를 구분하지 않게 되었지만, 개정 전만 하더라도 헤지펀드는 '전문투자형 사모펀드'라 불렀고, '경영참여형 사모펀드(PEF)'는, 경영참여 목적으로 펀드 자산의 50% 이상을 지분 투자하거나, 의결권 있는 주식 10% 이상을 취득하는 것을 전제로 한 펀드에 한정하여 사모펀드(PEF)라 지칭했다. 지금은 사모펀드(PEF)와 헤지펀드가 '기관전용 사모펀드'라는 명칭으로 통합, 관리됨에 따라 의결권이나 지분투자 의무가 폐지된 상태다.

〈표1-5〉 투자대상에 따른 사모(私募)펀드 분류

구 분	운용사 명칭	투자대상
경영참여형 사모펀드(PEF)	론스타, MBK파트너스, 코링크PE, KKR, 칼라일	기업의 경영권 의결권 보유지분 10%이상
전문투자형 사모펀드(헤지펀드)	라임자산운용, 옵티머스자산운용	주식, 채권, 환율, 원자재, 파생상품 등

자료) 사모펀드 규제완화의 결과(이한진, 2020)
주) 2021년 자본시장법 개정 전 분류 사례임.

3) 헤지펀드의 기원과 특성

헤지펀드는 펀드 운용 전략의 특성이 강조됨에 따라 '헤지(Hedge)'라는 명칭을 사용하게 되었다. '헤지(hedge)'의 어원은 고대 그리스어 'Hecke'에서 나왔는데, 이 용어는 '가축을 보호하기 위하여 나무로 둘러싼 울타리'를 뜻한다. 여기서 파생된 헤지의 의미가 '위험을 없애거나 줄이는 행위'를 뜻하는데, 헤지펀드의 주요 투자 전략 중 하나가 무위험 차익거래(Arbitrage)를 주로 활용했기 때문에 '헤지'라는 용어가 붙었다. 차익거래란 현물과 선물 혹은 상품과 파생상품 간의 가격 차이가 정상적인 수준을 벗어나는 순간 고평가된 자산을 매도하고 저평가된 자산을 매수하는 방식으로

무위험 이익을 올리는 거래를 의미한다. 그런데 이 이익의 크기는 매우 작을 수밖에 없으므로 수익률을 올리기 위하여 엄청나게 큰 레버리지(차입)을 활용하게 되었다.

한편 헤지는 '양다리를 걸친다(make a hedge)'란 의미도 있는데, 실제로 헤지펀드는 '현물과 선물' 또는 '매수 및 매도'라는 두 개의 거래를 동시에 모두 취하는 전략을 구사한다. 1949년 Alfred Winslow Jones[8)]에 의해 설립된 펀드가 공매도와 레버리지를 주요 운용방식으로 투자해 성공을 거뒀는데, 이 펀드가 헤지펀드의 기원이라 알려져 있다.

2019년 우리나라에서 발생한 라임자산운용 등 다수 헤지펀드의 환매중단 사태는 이러한 단기 유동성 투자와 사모(私募)라는 기본적 전제마저도 무시되었기 때문에 발생했다. 헤지펀드 운용사의 진입규제는 물론 적격투자자 기준마저 대폭 완화되어 발생한 사태로, 우리나라 금융정책 실패의 대표적 사례로 언급되고 있다.

헤지펀드는 기본적으로 주식, 채권, 환율, 파생상품, 원자재 등 유동성이 높은 다양한 자산을 투자 대상으로 하며, 공매도(Short Selling)와 매도 포지션(Short Position) 그리고 레버리지(차입)를 적극적으로 활용하여 운용한다. 기본적으로 단기 유동성 투자를 지향하며, 초과수익을 올릴 기회가 포착된다면 심지어는 수 초 내의 짧은 시간 안에도 여러 번의 매매를 발생시키는 초단타 매매(scalping)도 마다하지 않는다. 이러한 공격성 때문에 사회적으로 논란이 됐던 몇몇 사례를 보면 다음과 같다.

조지 소로스가 운영하는 '퀀텀펀드(Quantum fund)'는 1997년 동아시아 외환위기를 불러왔던 태국 바트화 폭락사태와 1992년 파운드화를 공

8) 1900년생 존스는 부유한 집안 출신으로, 포춘지(Fortune magazine) 기자 생활의 경험을 바탕으로 큰돈을 벌겠다며, 1949년 자기 돈 4만 달러에 친구 4명으로부터 조달한 6만 달러를 보태 직접 펀드를 만들어 운용했다. 헤지펀드의 기본전략인 매수, 매도 동시 전략, 즉 매수를 의미하는 '매수(long) 전략'과 매도를 의미하는 '하락에 베팅(short) 전략'을 동시에 구사하여 큰돈을 벌었다.

격해 영란은행을 굴복시킨 일로 악명이 높다.

'롱텀 캐피털 매니지먼트(LTCM, Long-Term Capital Management)'라는 미국의 헤지펀드는 전성기 시절 최대 3000%, 즉 자기자본의 30배까지 레버리지를 사용했는데, 1998년 러시아 국채선물에 투자했다가 러시아가 모라토리엄을 선언하자, 설립 4년 만에 파산했다. LCTM 설립에는 '블랙-숄즈모형(Black-Scholes Model)'로 노벨경제학상을 받았던 마이런 숄즈(Myron Scholes)와 로버트 머튼(Robert C. Merton) 등도 참여했는데, 이들은 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)의 중심의 서 있던 인물로, 투자자가 합리적이고 이성적 존재라는 효율적 시장가설의 전제가 잘못된 것이었음을 반증했다.

미국 헤지펀드 '엘리엇매니지먼트'는 채무가 탕감(원금 75%)된 아르헨티나의 국채를 헐값에 사들인 후, 채무조정에 동의하지 않는다며 빚을 전액으로 갚을 것을 요구, 아르헨티나 정부를 상대로 뉴욕법원에 '원리금 전액 반환 청구 소송'을 진행 2012년 승소했다. 아르헨티나가 상환을 거부하자 싱어 회장이 이끄는 엘리엇매니지먼트는 2012년 아프리카 가나에 정박 중인 아르헨티나 군함 3척을 압류했고, 2014년 아르헨티나 정부와 재협상 끝에 2015년 채권 원리금 75%를 받아내는 조건에 합의 392%에 달하는 수익률을 올렸다. 일명 '대머리 독수리[9]'에게 굴복하는 나쁜 사례를 만들어진 것이었다. 아르헨티나 정부 입장에선 저 판결에 불복하여 부채를 상환하지 않으면 미국에서의 모든 거래가 정지될 것이고, 이는 글로벌 시장에서의 모든 거래가 정지됨을 의미하기 때문에 협상에 응할 수밖에 없었던 것으로 추정할 수 있다.[10]

헤지펀드가 가진 이러한 극단적인 공격성 때문에, 글로벌 금융시장을 교란하고 변동시키는 투기 세력이라는 사회적 비난이 지속해서 제기되

9) '대머리 독수리 자본가(vulture capitalist)'란 글로벌 금융시장에서 부실채권을 헐값에 사들인 후 채무자를 상대로 원리금을 전액 그대로 반환하라고 소송을 거는 투자자를 대머리 독수리(vulture)에 빗대어 부르는 용어다.

10) '사모펀드 규제완화의 결과'(이한진, 2020)

어 왔다. 나아가 글로벌 헤지펀드들은 레버리지를 동원한 엄청난 규모의 자금력을 바탕으로 각종 위기를 이용할 뿐 아니라, 위기를 조장하는 배후로 지목되기도 했다.

Ⅱ. 글로벌 사모펀드(PEF) 변천사 및 주요 특성

1. 사모펀드(PEF)의 기원과 변천사

사모펀드가 근대적 형태를 갖추기 시작한 시점은 2차 대전 직후였지만, 모험자본으로서 기본형태는 기원전 1,500년 전후 크레타인과 페니키아인의 항해 프로젝트까지 거슬러 올라간다. 당시 페니키아인들은 투자자들로부터 자금을 모아 항해하고, 수익이 발생하면 수익의 20%를 가져가는 것이 관행이었다. 이것이 현재 사모펀드 성과보수(Carried Interest) '20% 룰(Rule)'의 기원이 되었다.

1492년 미국을 콜럼버스는 사모펀드 운영자(GP)였다. 콜럼버스는 스페인의 페르난도 2세와 이사벨라 1세를 7년 동안이나 설득하여 자금을 조달했다. 이 계약에는 오늘날 사모펀드의 모든 요소, 콜럼버스가 스페인 왕실을 개인적으로(Private) 설득했고, 스페인 왕실이라는 기관투자자(LP)와 동방무역 개척이라는 프로젝트(equity) 그리고 프로젝트 운용자인 콜럼버스(GP)의 권리(10% of carried interest) 등을 포함하고 있다.[11]

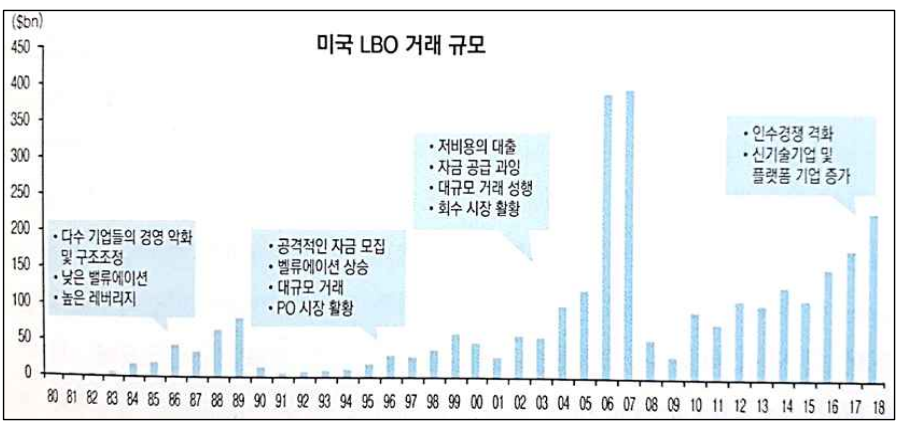
근대적 형태의 사모펀드가 등장하게 된 배경은 2차 세계대전이다. 전쟁으로 파괴된 세계를 복구하기 위해서는 막대한 자금이 있어야 했고, 대개는 공적 영역에서 자금이 조달되었지만, 민간부문에서도 다양한 형태로 자금이 조성되기 시작했다. 1946년 조지 도리엇(Georges F. Doriot)[12]은

11) 'Introduction to Private Equity'(Cyril Demaria, 2010)

'ARDC(American Research Development Corporation)'라는 벤처캐피탈을 설립, 고소득층을 대상으로 자금 모집하여 벤처기업의 지분(Equity)을 인수하는 등 근대적 의미의 사모펀드 개념을 확립했다, 대표적 투자사례로는 미국 컴퓨터 기업 '디지털이퀴프먼트(DEC)' 설립 당시 지분 70%를 고작 7만 달러에 인수했는데, 미니컴퓨터가 대성공을 거두자 1968년 기업공개로 투자액의 500배인 3억 5500만 달러를 회수했다.[13)]

1960년 중반부터 본격적으로 전문 운용사(GP) 형태의 사모펀드가 나타나기 시작했고, '사적 지분(Private Equity)' 투자라는 용어가 등장했다. 이 펀드들은 대개 기업 경영권에 영향력을 행사할 수 있을 정도의 지분을 취득하는 등 주로 '바이아웃(Buy-out)' 펀드로 활동했다. 라이언엘 핀커스(Lionel I. Pincus)가 1966년 설립한 '워버그 핀커스(Warburg Pincus LLC)'는 자본시장에서 가장 오랜 역사를 보유한 사모펀드(PEF) 운용사다.

[그림1-1] 미국 사모펀드 LBO 거래 규모 (단위 : 십억 달러)



자료) 사모투자펀드와 M&A(윤승환외, 2020)

---

12) 도리엇은 벤처투자의 아버지라 불리며, 그 개념을 확립한 사람이다. 도리엇이 정립한 벤처투자 전략은 신기술 및 특허, 저작권 등 법적 장치를 가진 기업의 주요 지분을 취득한 후, 기업공개(IPO)나 매각을 통해 자금을 회수했다.

13) '100조를 움직이는 사람들' (최우석 외, 2022)

사모펀드 첫 번째 전성기 : 1980년대 차입인수(LBO) 붐

이렇게 출발한 사모펀드 산업은 1970년대 후반 투자은행 '드렉셀 번햄 램버트(Drexel Burnham Lambert, DBL)'와 마이클 밀큰(Michael Milken) 그리고 KKR[14]의 등장으로 비약적인 발전을 이룩하며, 1980년대 '차입인수(Leveraged Buy-Out, 이하 'LBO') 붐'을 이끌었다. 이전까지 지분(Equity)투자에 필요한 자금은 기본적으로 자기자금이 대부분으로, 차입금은 최소로 한정하는 것이 일반적이었다. 당시 펀드에 필요한 자금을 빌려준 주체들은 투자은행이 아니라, 대개 보수적인 상업은행이나 연기금이었기 때문이다, 1976년 투자은행 DBL의 신설 부서인 고수익 채권부서의 책임자가 된 마이클 밀큰은 자금조달 구조를 획기적으로 변화시켰다. 미국 회사채 시장은 재무구조가 건실한 기업만 참여할 수 있는 제한된 시장이었는데, 투자은행 DBL와 밀큰이 투기등급 채권(고수익-고위험 채권) 중개사업을 본격화하면서 시장의 유휴자금을 급격하게 흡수했다. 이후 기업 인수합병(M&A)에 필요한 자금을 손쉽게 대규모로 조달하게 되면서, LBO는 물론 M&A 시장 자체가 급격하게 커졌다. 더불어 KKR은 LBO 전략을 주도하면서, 대기업이라도 사모펀드의 인수대상이 될 수 있다는 새로운 사실을 M&A 시장에 각인시켰다.

1979년에는 미국 노동부가 노동자들의 연금수급권을 보장한 '종업원 퇴직소득 보장법(ERISA, Employment Retirement Income Security Act, 이하 'ERISA')'을 통해, 기관투자자들에 대한 책임판단 기준을 능동적 분산투자를 옹호하는 '신중한 전문가의 법칙(Prudent Expert Rule)'으로 확대하였다. '신중한 전문가의 법칙'이란 종전에는 투기적이라 하여 금기시됐던

14) 제롬 콜버그 주니어와 그의 사촌인 헨리 크래비스, 조지 로버츠가 1976년 설립한 KKR은 차입인수(LBO, Leveraged Buy-our) 분야의 대표적 운용사였다. 1980년대 세계 최대 식품 유통업체인 세이프웨이스토어즈(1986년), 배터리업체 듀라셀(1988), 세계적인 음료업체 RJR나비스코(1989)를 연달아 인수했다.

사모펀드나 헤지펀드 투자에 대해, 이러한 투자가 시장 상황을 반영하여 수익률을 극대화하기 위한 능동적 자산 배분의 결과였다면 기관투자자의 투자 실패를 면책한다는 내용을 담고 있다.[15)]

1979년 이전에는 위험을 기본적으로 회피하는 '신중한 사람의 원칙(Prudent Man Rule)'이 미국 기관투자자들에게 적용되었다. 이는 국채 등을 주요 투자대상으로 해야 한다는 소극적 투자를 옹호하는 원칙이었다. 하지만 투자대상의 다양화를 기본으로 하는 현대 포트폴리오 이론이 등장하면서, 소극적인 매수 위주의 채권투자가 오히려 손실을 보는 현상이 다반사가 되었다. 이에 따라 ERISA가 새로 제시한 원칙이 바로 투자의 다양화와 거시경제 환경에 능동적으로 대처하는 분산투자를 옹호하는 '신중한 전문가의 법칙'이었다. ERISA가 미국의 대다수 연기금의 투자 운용을 규제하는 법임을 생각할 때, 이와 같은 법적인 정의로 인해 연기금들과 같은 대형 기관투자자들이 대규모 자금을 사모펀드에 투자할 수 있는 중요한 계기가 되었다. 결국 신중한 전문가의 법칙은 사모펀드의 대형화를 촉진한 가장 결정적인 계기가 되었다.

침체기 : 1990년대 초, LBO 및 M&A 관련 규제강화

1989년 3월 밀큰이 미연방 기소배심(grand jury)에서 공갈, 사기, 내부자 거래, 조세 포탈 등 혐의로 기소되어, 1990년 10년형을 선고받고, 6억 불에 달하는 벌금을 부과받았다. 이후 LBO 시장은 급격하게 위축되었고, 미국 5위의 투자은행이었던 DBL는 94년 파산했다.

당시 미국은 LBO 광풍을 억제하기 위한 각종 규제를 도입했다. 대표적인 것이 저축은행들의 정크본드 투자를 금지한 '금융기관 개혁 및 부흥법(FIRREA, Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act of 1989)'이다. 기업 경영진을 보호하기 위한 반 M&A 입법들도 DBL 몰락 이후, 주 정부 차원에서 더 강화되었다. 이에 따라 1990년대에는 LBO

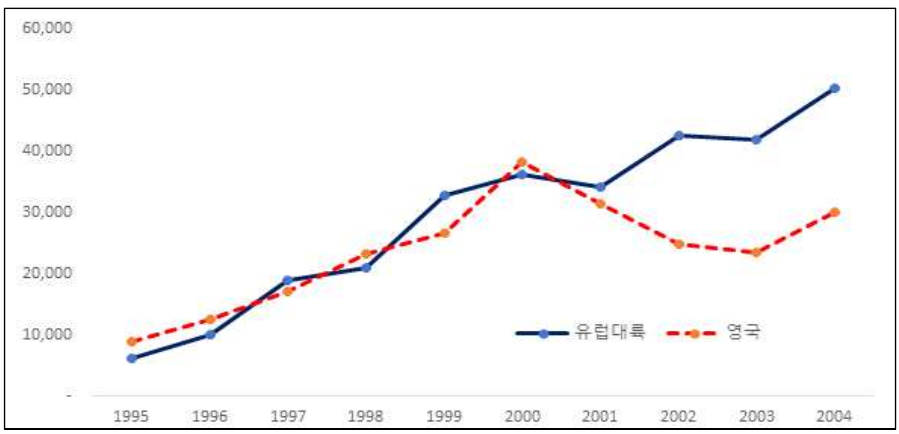
15) 'Private Equity Exit'(Stefan Povaly, 2007)

활동이 크게 위축됨에 따라, 80년대 80~90%에 달했던 차입 비중이, 20~40% 선까지 하락했다.[16]

회복기 : 90년대 말 'IT 벤처 붐' & PEF의 국제화

90년대 말 사모펀드 시장은 다소 회복세를 보였는데, 미국의 경기 회복과 함께 벤처 열풍이 불면서 벤처기업들의 기업공개(IPO)가 활성화되었기 때문이다. 당시 미국의 경제 상황을 보면, 재정이 흑자로 전환되면서, 정부가 국채 원금을 조기에 상환하자, 투자처를 잃은 많은 자금이 나스닥 시장으로 흘러들었다.

[그림1-2] 영국과 유럽 대륙 LBO 추이 (단위 : 백만 유로)



자료) Private Equity Exit(Stefan Povaly, 2007)

정보통신 기술의 발달과 함께 세계화도 본격화되었다. 92년에는 느슨한 경제연합체였던 EC가 해체되고, 단일 시장으로 통합된 EU가 출범했다. 세계화로 자본의 이동이 자유로워지면서, 미국의 거대 바이아웃 사모펀드들

16) '사모투자펀드와 M&A'(윤승환외, 2020)

이 유럽 시장 진출을 본격화했다. TPG가 1997년 런던사무소를 설립한 것을 기점으로, KKR, 워버그 핀크스(Warburg Pincus), CD&R이 1998년, 칼라일은 1999년, 블랙스톤이 2000년에 런던사무소를 설립했다.

미국 사모펀드의 유럽 진출이 본격화되자, 유럽 대륙의 사모펀드 활동도 1990년대 중반부터 본격화되었다. 유럽 전체 LBO 규모는 1996년까지는 영국의 거래 규모를 따라가지 못했으나, 독일, 프랑스, 네덜란드를 중심으로 LBO 활동이 폭발적으로 전개된 1997년부터 영국을 넘어섰다. 1995년부터 2004년까지, 독일은 LBO 규모가 연평균 34.9%, 프랑스는 26.6%, 스페인은 31.3%, 벨기에는 76.0%나 증가하는 기록적인 성장세를 보였다. 유럽 전체 차입인수 규모 증가율은 연평균 26.1%에 달했다.[17] 1997년 동아시아 외환위기 역시 해외 진출을 시도하던 사모펀드, 특히 부실자산 투자를 주된 전략으로 구사하는 운용사들에게 투자기회를 제공했다. 론스타 또한 한국의 부실자산과 일본의 부동산을 인수하면서 아시아 지역에 그 이름을 알렸다.

침체기 : 닷컴 버블 붕괴와 엔론 분식회계

90년대 말 사모펀드 시장 회복세는 오래가지 못했는데, 엔론 분식회계[18] 사건과 더불어 수익모델을 제대로 보여주지 못한 닷컴 기업들의 버블 붕괴가 본격화되었기 때문이다. 엔론 분식회계 사건으로 도입된 '상장회사 회계개혁 및 투자자 보호법(The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)', 이른바 '사베인-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act, SOX)'은 상장기업들에게 엄청나게 많은 양의 정

17) 'Private Equity Exit'(Stefan Povaly. 2007)

18) 엔론(Enron)은 인터노스와 휴스턴 내츄럴가스가 합병한 에너지 기업이었다. 2001년 10월 6억 1,800만 달러의 적자가 발생했다는 사실과 2억 달러의 감자(자본감소) 소식이 발표되면서 80달러에 달했던 주가가 30달러 수준으로 폭락했다. 증권거래위원회(SEC)는 11월 13억 달러에 달하는 분식회계 사실을 발표했으며, 같은 해 12월 파산보호신청을 했으나, 2007년에 결국 파산했다.

보와 엄격한 투명성을 강요했다. 이에 따라 기업공개(IPO) 관련 비용이 급격히 상승하면서, 사모펀드가 크게 위축되었다. 이에 상장기업에 대한 엄격한 규제를 회피하기 위해, 상장회사를 인수하여 비공개기업으로 전환하는(Public-to-Private) 사례가 유행하기도 했다.

재 전성기 : 2000년대 중반, 대출의 증권화와 구조화 증권(CLO)

2000년대 중반 주식시장이 회복되고, 금리 하락과 대출규제 완화로 인수자금 조달이 용이해지면서, M&A와 LBO 시장으로 풍부한 자금이 유입됐다. 2008년 글로벌 금융위기의 주요 원인 중의 하나로 지목되었던 CDO(Collateralized Dept Obligation, 부채담보부증권)[19]와 유사한 형태의 구조화 증권인 CLO(Collateralized Loan Obligation, 대출채권담보부증권)가 사모펀드로의 자금유입에 큰 영향을 미쳤다. 기업 M&A 과정에서 차입한 자금 중, 선순위와 메자닌 영역의 대출상품인 레버리지 론(Leveraged Loans)을 묶어서 구조화한 증권, 즉 CLO의 영향으로 M&A와 사모펀드 시장이 폭발적인 증가세를 연출했다.

〈표1-6〉 글로벌 LBO 거래 역대 TOP 10(1945~2012)(단위 : 10억 달러)

순위	기업	거래 규모	PEF 운용사	시기	산업
1	TXU	43.80	KKR, TPG, Goldman	2007	에너지
2	Equity Office Properties Trust	38.90	Blackstone Real Estate Partners LP	2007	부동산
3	HCA, Inc.	32.70	Bain Capital, KKR, 메릴린치 PE	2007	헬스
4	RJR Navisco, Inc.	31.10	KKR	1988	식품
5	Alltell Corporation	27.87	TPG, Goldman	2007	통신

19) CDO란 주택담보대출을 증권화하여 유동화시킨 MBS(주택저당증권, Mortgage Backed Securities)과 여타 자산유동화증권을 새롭게 묶어((Pooling) 만든 일종의 구조화증권이다.

6	Fist Data Corporation	27.73	KKR	2007	금융/기술
7	Harrah's Entertainment, Inc.	27.40	Apollo Management LP, TPG	2008	엔터
8	Hilton Hotels, Inc.	25.80	Blackstone Group	2007	호텔
9	Clear Channel Communications	24.86	Bain Capital, Thmas H, Lee Parters	2008	미디어
10	Kinder Morgan, Inc.	21.56	Golden, AIG Globla, Riverstone, Carlyle	2007	에너지

자료) Pensions & Investments, 이원희(2015) 재인용

1980년대 사모펀드 LBO 전성기를 정크본드가 이끌었다면, 2000년대 중반의 폭발적인 LBO 시장은 CLO가 주도했다. 2003년부터 2007년 중반까지 바이아웃 투자 규모는 미국와 유럽을 모두 합쳐 연평균 35% 이상이라는 엄청난 성장세를 연출했다.[20)]

2012년까지의 거래 규모를 기준으로, 사모펀드가 주도한 바이아웃 거래 상위 10건 중, 2007년에 거래가 이루어진 건수가 모두 7건이었고, 2008년에도 2건을 기록했다. 상위 9건의 거래가 모두 2007과 2008년에 집중되어 있는 등 CLO가 사모펀드 시장에 미친 영향은 대단한 것이었다. 2007년 KKR과 TPG 그리고 골드만삭스가 공동으로 합작하여 인수한 TXU의 최종 인수금액은 438억불에 달했다.

정크본드 또한 2000년대 M&A 시장 인수금융에 큰 영향을 미쳤는데, 2007년 한 해 동안 정크본드 시장에서 1,930억불의 자금이 모았는데, 이 중 차입인수에 사용된 금액은 그 28%인 540억불에 달했다. CLO와 정크본드의 영향으로 사모펀드 LBO 시장이 천문학적으로 커지게 되자, 운용사(GP) 간의 협의를 통해 공동으로 기업을 인수하는 '클럽 딜(Club Deal)'도

20) 'International Investments in Private Equity' (Peter Cornelius, 2011)

유행하기 시작했다. 2009년 한 보고서에 따르면 2000~2007년까지 사모펀드 주도의 차입인수 2,994건 중 클럽 딜 형태의 차입인수가 493건으로 전체의 16.5%를 차지하였으며, 2007년에는 그 비중이 44.4%로 확대되었다고 한다.[21)]

2. 글로벌 금융위기와 사모펀드 규제강화

사모펀드 LBO 재전성기는, 신용시장이 크게 위축되면서 2007년 3사분기부터 급격히 감소하다가, 2008년 금융위기 이후 본격적 침체 국면에 진입했다. 2007년 7,770억 달러에 달했던 글로벌 사모펀드 바이아웃 거래 규모는 2008년(2,240억 달러), 2009년(1,180억 달러) 큰 폭으로 줄었고, 이후로도 한동안 침체 국면에서 벗어나지 못했다.[22)]

특히 2008년 금융위기는 막대한 레버리지를 사용해 기업을 인수한 사모펀드들에게 막대한 피해를 줬다. PEGCC(Private Equity Growth Capital Council, 사모펀드 성장자본 위원회)에 따르면 미국 기업의 2008년 한 해 부도율은 2007년 부도율의 4배를 기록했고, 2008년 1~9월까지 디폴트를 선언했던 86개 기업 중 62%인 53개 기업이 사모펀드가 인수한 기업이었다고 한다.[23)] 한편 금융위기 이후 대규모 거래 또한 크게 위축되었는데, 3G 캐피털과 워런 버핏의 하인즈 인수를 포함, 사모펀드가 주도한 200억 불을 넘는 대형 인수 건은 2건에 불과했다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 사모펀드 업계의 가장 큰 이슈는 미국과 유럽을 중심으로 사모펀드와 헤지펀드, 즉 사모(私募)펀드에 대한 규제가

---

21) 'Private Equity and its Impact' (Spencer J. Fritz, 2009)
22) 'Private Equity Market in 2022' (Bain and Company, 2022)
23) 'Private Equity at Work' (Eileen Appelbaum et al., 2014)

대폭 강화된 것이었다. 대표적인 것이 '도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 이하 'DFA')와 '볼커룰(Volcker Rule)' 그리고 유럽의 '대체투자 펀드 매니저 지침(Alternative Fund Manager Directive, 이하 'AIFMD')' 등 이었다.

DFA는 미국 오바마 행정부의 금융개혁 의지를 집대성한 법안으로 은행지주회사법, 1934년 증권거래법, 연방준비위원회법 등 각종 금융관련 법안을 포괄적으로 수정한 것이었다. 2012년 시행된 DFA의 사모펀드 관련 내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

우선 운용자산(AUM, Asset Under Management)이 가장 최근 연도 말 현재 1.5억불을 넘은 사모펀드의 운용사는 보고서를 매년 작성해 SEC에 제출해야 한다. 들어가는 내용은 해당 GP의 이름, 주소, 사무소 현황, AUM 전체 현황, 펀드별 총자산 및 순자산 가치, 펀드 차원의 레버리지 및 파생상품 투자현황, 펀드별 재무제표, 펀드의 실질적 소유자 상위 5인, 펀드 소유자의 지역별 및 형태별 분류 통계, 펀드의 총수익 및 순수익 등이다. 운용자산이 20억불을 넘는 사모펀드는 좀 더 엄격한 자료 제출 의무가 부과됐는데, 펀드 순자산 가치(NAV)의 5%가 넘는 포트폴리오 공개, 레버리지 사용 정도, 포트폴리오 회사의 부채/자본 비율, 레버리지를 제공한 금융기관 등이 이에 해당한다. 이러한 규제는 미국 사모펀드와 운용사 이외에도, 미국에서 펀드를 판매하거나 미국인이 실질적 소유자인 경우에는 외국의 사모펀드와 운용사에게도 적용된다.

이처럼 DFA에 따라 사모펀드에 부과된 규제는 대개 보고사항과 관련된 규제이며 운용과 관련된 규제는 전혀 없다. 게다가 보고서를 SEC에 등록은 하되, 관련 내용을 공개하지는 않는다. 이는 규제는 강화하되, 사적 거래라는 '사모(私募)' 펀드의 기본적 특성은 존중하겠다는 견해라 판단된다. DFA 시행되기 전 미국은 증권의 발행과 관련된 등록 의무나 일반적인 사기 금지 의무를 제외하고는 사모펀드에 대한 규제가 전혀 없었다.

한편 '볼커 룰'이란 전 연준 의장이었던 폴 볼커(Paul Volcker)가 제창한 것으로, 은행들이 소비자 보호는 도외시한 채 자신들의 이익과 경영진들의 유인책만을 추구하여 과도한 투기적 거래를 일삼는 것을 강력히 규제하여야 한다는 주장을 수용한 것이었다. 볼커 룰이 사모펀드에 미치는 영향은 크게 두 가지로, 하나는 은행 및 은행계열사로 하여금 증권, 파생상품 등에 대한 자기계정 거래를 방지하는 규정이며, 다른 하나는 헤지펀드 및 사모펀드와의 특수 관계 및 투자를 금지하는 규정이다.

사모(私募)펀드와의 특수 관계 및 투자를 금지하는 규정의 구체적 내용은 다음과 같다. '▷펀드 자산규모의 3% 이상으로 보유하거나 해당 펀드의 무한책임사원(General Parter)으로서 운용 및 수탁업무를 담당하지 못하도록 하되 ▷초기 투자자금(seed investment) 투자는 예외적으로 허용하며 ▷은행법인이 규제대상 펀드의 소유지분을 자기자본의 3% 이상으로 취득, 보유할 수 없으며 ▷기존에 투자를 집행한 개별 펀드의 지분은 1년 이내에 3% 미만으로 감소시켜야 한다는 것'이었다.

결과적으로 볼커 룰은 금융지주회사에 대한 관리감독 강화방안의 하나로 상업은행과 투자은행의 역할을 분리하는 내용을 포함하고 있어, 1933년 제정된 '글래스-스티걸 법(Glass-Steagall Act)[24)]'의 부활이라는 평가를 받고 있다. 그런데 2017년 미국 대통령으로 취임한 트럼프는 금융규제 완화를 통해 금융업의 수익성을 개선하고 산업 성장력을 높이는 것을 주요 대선 공약 중 하나로 제시했고, 당선 후 실천에 옮겼다. 그 결과 볼커 룰은 상당부분 완화되는 방향으로 개정되어 2020년 1월부터 발효되었다.

---

24) 미국에서 1933년 제정된 상업은행 규제에 관련 법률로, 공식 명칭은 '1933년 은행법(Banking Act of 1933)'이지만, 입법 의원 2명의 이름을 딴 명칭을 주로 사용한다. 대공황 당시 주가 폭락사태는 상업은행들이 방만한 경영도 주요 원인 중 하나라는 반성에 따라 만들어졌다. 이에 상업은행에 대한 규제를 강화하는 차원에서 상업은행과 투자은행 업무를 엄격히 분리, 상업은행들이 위험도가 높은 증권 관련 거래하지 못하도록 하는 내용을 담고 있다.

유럽은 미국과 달리 근대적 사모펀드의 역사가 길지 않은데, 그 태동기는 1980년대 후반이다. 설립 목적도 단순했는데, 초기자금 조달과 그로쓰 캐피탈(Growth Capital) 전략이 대부분으로 바이아웃 전략은 주된 전략이 아니었다. 1992년 유럽연합의 출범으로 추세가 반전, LBO가 활발해지면서 바이아웃 사모펀드가 본격 성장하기 시작했다.

하지만 사모펀드 시장의 급성장에도 불구하고, 사모펀드가 지닌 본질적 특성, 즉 비공개성과 불투명성 때문에 유럽연합의 중심 국가인 프랑스와 독일 등에서는 종종 사회적 논란이 제기되었다. 2005년 독일 사민당 당수였던 프란츠 뮌터페링(Franz Munterfering)은 사모펀드의 폐해를 "앵글로-아메리칸의 메뚜기들이 퍼뜨리는 역병(plague of Anglo-American locusts)"이라고 표현하기까지 했다. 2008년 글로벌 금융위기는 이와 같은 사모펀드에 대한 반감이 유럽에서 최고조에 이르는 결정적 계기가 됐고, EU 회원국을 중심으로 사모펀드에 대한 규제 논의가 활발히 전개되었다.

그 결과 '유럽 금융감독청(European Securities and Markets Authority, 이하 'ESMA')'에서는 사모펀드와 헤지펀드 등의 펀드매니저를 규제하기 위한 제도인 '대체투자 펀드매니저 지침[25](Alternative Investment Fund Managers Directive, 이하 'AIFMD')을 도입하여 2014년부터 시행하고 있다. 구체적인 규제 내용은 다음과 같다.[26]

첫째, 규제 대상 관련 사항이다. ▷펀드 설립장소가 어디이든, 펀드를 운용하는 실체(펀드매니저, 사모펀드에서는 GP)가 EU 회원국에 설립되어 있으면 규제가 적용된다. ▷운영 실체가 EU 회원국 밖의 법인 또는 개인이라 하더라도, EU 내에서 펀드를 설립하였다면, 펀드 자금 모집과 마케팅 활동에도 본 규제가 적용된다. ▷펀드 설립과 관련해서는 해당 회원국의 승인을 먼저 받아야 하며, 펀드 활동과 설립에 대한 승인 내용은 회원국이

25) AIFMD에서는 사모펀드와 헤지펀드를 포함하여 대체투자 펀드(Alternative Investment Fund, AIF)라는 표현을 사용한다.

26) AIFMD 규제 관련 내용은 윤승환(2020) 및 이원희(2015)의 관련 내용을 참조하여 재정리하였다.

ESMA에 보고하여야 한다.

둘째, 규제 면제 조항으로 다음 사항에 해당하는 펀드는 본 규제가 면제된다. ▷설립된 펀드가 펀드 차원의 레버리지를 사용하지 않고 5년 동안 환매를 금지하며, 운용자산(AUM)이 5억 유로 미만인 경우나 ▷펀드 차원의 레버리지를 사용하되 AUM이 1억 유로 미만이고 5년 동안 환매가 금지된 경우 면제된다.

셋째, 펀드의 자기자본 및 운영에 대한 규제다. ▷외부자금을 운영하는 펀드의 경우에는 자기자본을 125,000유로 이상 보유하여야 한다. ▷자기자본으로 운영하는 펀드의 경우에는 자기자본을 300,000유로 이상 보유하여야 한다. ▷펀드의 자산을 보관하는 단일 예탁소를 지정해야 하며, 보관된 자산에 대한 객관적 평가를 위해 적절한 내부 절차를 의무적으로 갖추어야 한다. ▷펀드 임직원에 대한 보수와 보너스에 대해 펀드의 이익이 극대화될 수 있도록 설정할 의무가 있으며, 펀드 전체의 리스크를 적절히 측정하고 모니터링 할 수 있는 시스템을 갖추어야 한다.

넷째, 레버리지에 대해서도 다음과 같이 규제한다. ▷펀드의 레버리지 수준이 합리적이어야 한다. ▷레버리지를 사용해야 하는 이유, 레버리지 사용의 최대치 및 내부 제한, 레버리지 사용 수준 등에 대해 투자자들에게 공개할 의무가 있다. ▷증권을 차입한 레버리지와 레버리지가 내재된 상품을 분리하여 투자자에게 공개하여야 한다. ▷금융시스템의 안정성과 건전성을 보전하기 위해 필요하다고 판단되면, ESMA가 펀드 차원의 레버리지 규제를 시행할 수 있는 권한을 보유한다.

다섯째 투명성에 대한 규제다. ▷펀드 투자 이전에 투자자에게 펀드 전략, 목적, 가치 산정 방법, 모든 수수료 체계, 과거 성과 등에 대한 정보를 의무적으로 공개해야 한다. ▷EU 내에서 설립된 펀드나 판매되는 펀드의 경우, 비유동성자산 비율, 리스크 시스템, 유동성 조절을 위해 새롭게 도입되는 조치, 거래 대상 자산의 세부 내역 등을 규제당국에 보고해야 한다. ▷펀드에서 투자한 포트폴리오 기업이 EU 회원국 내 비상장 기업이고 10% 이상의 지분을 취득한 경우, 해당 펀드의 성격(identity), 펀드와 기업

간 이해 상충 방지에 관한 내용, 해당 기업의 노동자를 포함한 내-외부와의 소통 방식, 향후 경영전략 및 고용과 관련된 영향 등 세부적인 정보를 규제당국, 주주 및 노동자에게 공지하여야 한다. ▷또한 펀드가 유럽 내 비상장기업 지분 10% 이상을 취득한 경우에는 취득 후 24개월 동안에는 배당, 감자, 자사주 취득 등 구조조정 및 지분변동과 관련된 주요 의사결정을 내릴 수 없으며, 이에 대한 지원, 지시, 여타의 절차 진행(support, instruct or facilitate) 등도 금지된다.

유럽연합의 'AIFMD' 도입 당시 상황을 보면, 사모펀드나 헤지펀드 등 대체투자 업계로부터 강력한 반발에 부딪혔다. 게다가 규제 대상을 사모펀드와 헤지펀드로 구분하지 않고 동일하게 적용한 것에 대한 비판도 제기되었다. 글로벌 금융위기의 진원지는 사모펀드가 아니라 헤지펀드였음에도 결과적으로 과도하게 사모펀드에 대해 규제 강화되었다는 불만이었다. 파이낸셜 타임즈는 수많은 미국계 헤지펀드 매니저 및 사모펀드 운용사들이 영국을 포함한 유럽지역에 마케팅 활동을 포기한다고 보도하기도 하였다. 반면 유럽 금융당국은 AIFMD가 종전보다 펀드 관리 및 운영의 투명성을 높이고, 이에 순응하기만 하면 EU 전역에서 마케팅이 가능하다는 점에서 인허가 비용을 오히려 낮춘다는 입장을 표명했다.[27)]

유럽연합이 'AIFMD'를 시행한 이후 유럽의 사모펀드 시장 상황이 어떠했는지는 매우 중요한 의미를 지닌다. 규제강화가 사모펀드 시장을 위축시킬 것이라는 자본과 업계의 주장이 정당했는지를 판가름할 수 있는 결정적 요인이기 때문이다. 결과적으로 사모펀드에 대해 규제를 강화하면 시장이 크게 위축시킬 것이라는 업계의 주장은 잘못된 주장이었다.

유럽지역 출자약정액 및 투자이행액 추이를 보면, 글로벌 시장 전반과 마찬가지로 금융위기 이후 침체기를 보였다가 2013년 이후 추세적으로 약

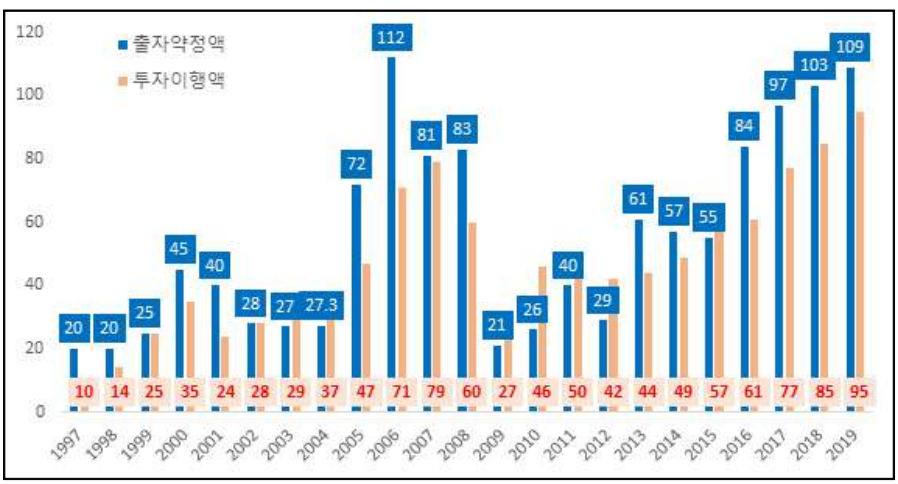
27) '대체투자 파헤치기(중) 사모투자펀드(PEF)' (이원희, 2015)

정액과 이행액이 모두 증가하고 있기 때문이다. 2019년 출자약정액은 1,090억 유로로 기존 최고치였던 2006년 1,120억 유로에 육박하고 있으며, 2019년 투자이행액은 950억 유로로, 2007년 이전 최고치였던 790억 유로를 크게 갱신했다. 결국 유럽연합 'AIFMD'의 사례와 같이, 사모펀드 시장을 더 엄격하게 규제한다고 하더라도, 투자가 크게 위축되지 않는다는 사실이 분명하게 드러났다.

2008년 글로벌 금융위기 이후로 세계 각국은 금융기관과 금융시장에 대하여 규제를 강화하는 동시에 사모(私募)펀드 관련 규제도 대폭 강화하였다. 하지만 우리나라는 2015년 사모(私募)펀드 관련 규제를 완화함으로써, 2019년 라임자산운용 등 헤지펀드 환매 중단 사태를 불렀다. 이후 투자자 보호를 강화하겠다며 2021년 자본시장법을 개정했지만, 사모펀드와 헤지펀드를 '기관전용 사모펀드'로 통합하여 규제체계를 적용함으로써, 펀드 운용에 있어 오히려 규제를 완화하는 결과를 가져왔다.

[그림1-3] 유럽지역 사모펀드 출자약정액 및 투자이행액 추이

(단위 : Billion Euro)



자료) 사모투자펀드와 M&A(윤승환외, 2020)

3. 사모펀드(PEF)의 개념과 주요 특성

1) 사모펀드(PEF)의 개념과 분류

우리나라는 사모투자전문회사를 편의상 '사모펀드(PEF)'로 부르는데, 이는 'PE(Private Equity)' 투자의 일종으로서, 사모펀드 투자 전략 중 바이아웃 펀드를 모델로 만든 제도이다.

'PE(Private Equity)'는 기술적 의미로 기업의 등록되어 있지 않은 지분형 증권이라고 정의할 수 있으며, 통상적으로 이러한 증권에의 투자를 의미한다. 여기서 PE(Private Equity)는 'Public Equity'에 대비되는 개념으로 '유통되지 않거나, 유통하지 않을 지분', 즉 경영권 행사를 위해 '공개적으로 매매하지 않고 보유할 지분'이라는 의미를 지닌다. 사모펀드는 때로 상장기업도 인수하지만, 대개는 경영개선 목적으로 상장을 폐지 비상장 기업으로 전환하며, 그렇지 않은 경우에도 결과적으로 유통시장에서 매매하지는 않기 때문에, 이러한 정의에 부합된다. 따라서 'PE(Private Equity)'는 기업의 상장 여부와는 관계가 없는 개념이다.

〈표1-7〉 사모펀드(Private Equity Fund)의 의미

구 분	주요 내용
Private	특정한 소수의 투자자로부터 비공개로 자금을 모집 각종 규제를 회피하고, 유연한 펀드 운용이 가능
Equity	경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선을 통한 투자이익 실현을 위해 지분증권에 투자함. PE(Private Equity), '공개적으로 매매하지 않고 보유할 지분(유통되지 않는 보유지분)이라는 의미도 존재.
Fund	관련 전문가에게 투자를 위탁하는 간접투자상품

자료) 사모투자펀드와 M&A(윤승환외, 2020), 저자 재정리

사모펀드는 투자대상이 되는 지분(Equity)의 성격에 따라, 통상 보통주 성격의 지분에 투자하는 벤처캐피탈(VC), 성장자본(growth capital), 바이아웃(buyout) 등의 주식형뿐만 아니라, 메자닌(mezzanine)과 같은 주식 연계형, 채권형인 부실채권(distressed debt), 부동산 등 기타 자산 투자로 구분할 수 있다.

투자 전략에 따라서는 다음과 같이 구분한다. ①기업의 경영권을 인수하는 바이아웃(Buyout) ②초기 모험 기업에 지분을 투자하는 벤처 캐피탈(Venture Capital) ③성장단계의 기업에 지분을 투자하는 그로쓰 캐피탈(Growth Capital), ④사모펀드 지분이나 사모펀드가 이미 투자한 기업의 지분을 인수하는 세컨더리(Secondary) 전략, ⑤부실화되거나 부실화될 가능성이 있는 기업의 지분이나 자산을 매입하는 부실자산 투자(Distressed) 전략 ⑥지분과 부채의 성격을 모두 보유한 증권에 투자하는 메자닌(mezzanine) 전략 등으로 구분한다. 한편 투자 대상 기업의 부채에만 투자하는 펀드를 PDF(Private Debt Fund)라 부르기도 하는데, 이 또한 사모펀드의 한 종류라 할 수 있다.

〈표1-8〉 투자전략에 따른 사모펀드(PEF) 분류

구 분	투자전략의 주요 내용
기업인수 (Buy-out)	기업의 경영권을 취득한 후 구조조정 등을 통하여 기업가치를 높인 뒤, 재매각하거나 상장 등의 방식으로 투자금을 회수
벤처캐피탈	아이디어와 기술력은 있으나 자금이 부족한 초기단계 기업에 자금지원 및 경영자문을 제공. 경영권에도 적극 관여
성장자금 (Growth Capital)	향후 성장 가능성이 클 것으로 전망되는 중견기업들에 대하여 경영권 취득보다는, 소수지분 방식의 투자로 기업 성장을 도모하여 투자자금을 회수
세컨더리 (Secondary)	사모펀드가 이미 투자한 기업의 지분을 인수하거나, 사모펀드의 지분 일부를 인수하는 방식의 투자
메자닌 (Mezzanine)	은행 대출 외의 자금조달 방식을 선호하는 확장 단계 기업이 발행하는 전환사채, 신주인수권부 사채, 상환우선주 등 주식과 채

	권의 성격을 모두 지닌 금융상품을 취득하는 투자
부실자산 (Distressed)	부실화된(or 부실화될 가능성이 있는) 자산에 투자한 후, 적극적인 구조조정 등을 통하여 자산가치를 상승시켜 수익을 추구. Distressed Seller(소유자만 부실), Distressed Assets(자산이 부실, Distressed Loan(채무자 부실) 등으로 구분

한편 투자자들에게 자금을 모집하는 단계에서 투자 대상이 확정되어 있는지 그 여부에 따라 프로젝트 펀드(Project Fund)와 블라인드 펀드(Blind Fund)로 구분한다.

바이아웃 초기에는 인수대상 기업을 발굴한 후 투자자금을 모집하는 프로젝트 펀드가 일반적 형태였다. 이 펀드는 투자자들이 투자대상에 대해서 미리 알 수 있기 때문에 자금 모집이 용이하다는 장점이 있지만, 인수과정에서 대상 기업이 정보가 유출될 경우, 인수비용이 높아져 인수에 실패할 가능성이 있다. 대개 펀드가 설립되기 전에 입찰에 먼저 참여하고, 우선협상대상자로 지정된 후에 펀드를 설립한다.

반면 블라인드 펀드(Blind Fund)는 투자대상 기업을 정하지 않은 상태에서 투자자금을 조성한 펀드다. 투자대상이 미리 정해진 것이 아니기 때문에 운영상 자율성이 높아 다양한 방식의 투자 및 포트폴리오 구성이 가능하며, 기밀 유지가 쉽다는 장점이 있다. 하지만 투자자 입장에서는 투자대상 기업에 대한 정보가 없으므로 사전에 투자 리스크를 전혀 파악할 수 없다. 결국 블라인드 펀드는 운용사(General Parter)에 대한 신뢰가 없으면 투자자금 모집이 쉽지 않고, 투자를 약정한 투자자가 실제 자금 납입 요청(Capital Call, 출자이행 요구)에 응하지 않으면 투자에 차질이 생길 가능성이 크다. 유명 투자자를 유치하기 위한 차원에서 사전에 투자자에게 투자 거부권(Opt-out)을 주는 경우도 있다.

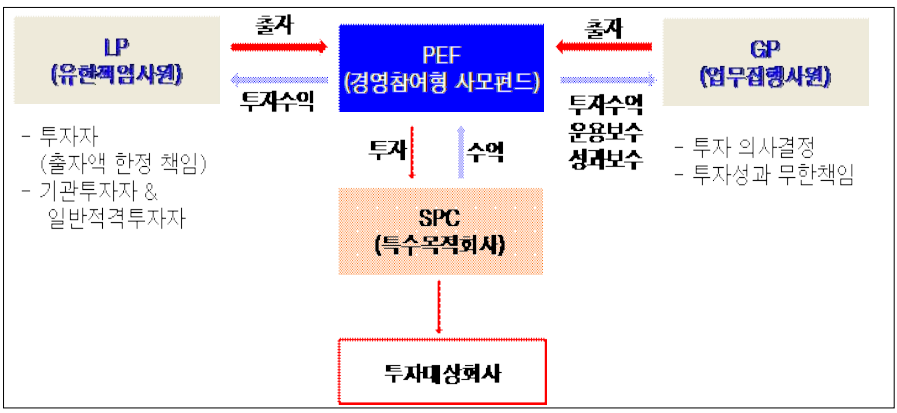
2) 사모펀드(PEF)의 기본구조 및 주요 특징

국내 사모펀드는 상법상 합자회사 형태로, 무한책임사원(General Parter,

이하 'GP')[28]과 유한책임사원(Limited Parter, 이하 'LP')으로 구성된다. 일반적으로 GP를 업무집행사원이라 부르는데, 사모펀드 운용사를 지칭한다. 사모펀드에 자금을 투자하는 재무적 투자자는 LP로 통칭한다.

사모펀드 운용사(GP)가 자금 모집, 펀드 등록, 투자건 발굴, 실사, 투자 집행 및 투자 회수 등 펀드의 일상적 운용을 책임지는 역할을 하고, LP는 사모펀드에 일정금액을 출자하는 투자자다. 재무적 투자자(LP)가 사모펀드 업무 집행에 관여하는 것은 법으로 금지되어 있다.

[그림1-4] 사모펀드의 일반적 구조



자료) 사모펀드 규제완화의 결과(이한진, 2020)

한편 GP는 대개 펀드 지분에 일정 비율 투자하게 되는데, 통상 전체 펀드 규모의 1~2% 내외로 투자한다. GP의 펀드 지분투자는 투자자인 LP와의 이해관계를 일치시킨다는 점에서 중요한 의미가 있다. 사모펀드가 설립되면, GP나 LP 모두 자신이 투자한 금액 내에서만 책임을 지며, 개인적인 책임은 없다. 이처럼 GP와 LP가 서로 출자한 범위 내에서만 책임을 지게

28) 무한책임사원 중 1인 이상을 업무 집행 사원으로 정하여, PEF 업무를 집행할 권리와 의무를 부여하기 때문에, 무한책임사원을 일반적으로 업무집행사원이라 부른다.

하는 구조가, 대규모 자금 유입의 결정적 요인이 되었다.

사모펀드는 폐쇄형 펀드(closed den fund)로, 펀드가 청산되기 전까지 투자자는 자금을 인출할 수 없다. 미국의 경우 투자기간 3~5년, 투자회수기간 3~5년을 포함하면 약 6~10년간이 투자자금에 대한 환매제한(Lock-up) 기간이다. LP가 동의하면 1~2년 내외의 기간에서 펀드 청산기간을 연정하기도 한다. 이처럼 사모펀드는 헤지펀드와 달리 설립 이후로도 투자 건에 대하여 면밀하게 검토할 수 있는 충분한 시간적 여유가 있지만, 개방형 펀드인 헤지펀드에 비해 유동성은 매우 불리하다.

한편 사모펀드는 최초 약정액 내에서 투자 동안 투자 건이 발생할 때마다 자금 출자를 요청하는 '캐피탈 콜(Capital Call) / 드로우 다운(Draw Down)' 방식으로 운용된다. 캐피탈 콜(Capital Call)이란 GP의 입장에서 투자포트폴리오가 확정되었을 때, 약정된 투자금의 범위 내에서 자금을 요청하는 것을, 드로우 다운(Draw Down)은 자금을 인출하는 것을 지칭하는 용어다.

사모펀드가 투자하는 자산은 대개 유동성이 높지 않은 자산으로, 시장가치 평가가 어렵기 때문에, 외부 평가기관의 객관적 평가가 중요하다. 미국의 경우 외부 평가기관을 반드시 활용하라는 의무 규정은 없고, 단지 '공정 가격(fair price)'이기만 하면 된다. 하지만 규정이 없더라도 일반적으로는 외부 평가기관을 활용한다. 유럽은 이와 달리 자산에 대한 외부 평가기관의 평가 절차가 강제 규정이다. 우리나라도 의무사항이다.

사모펀드의 주요 투자자 ; 연기금과 국부펀드

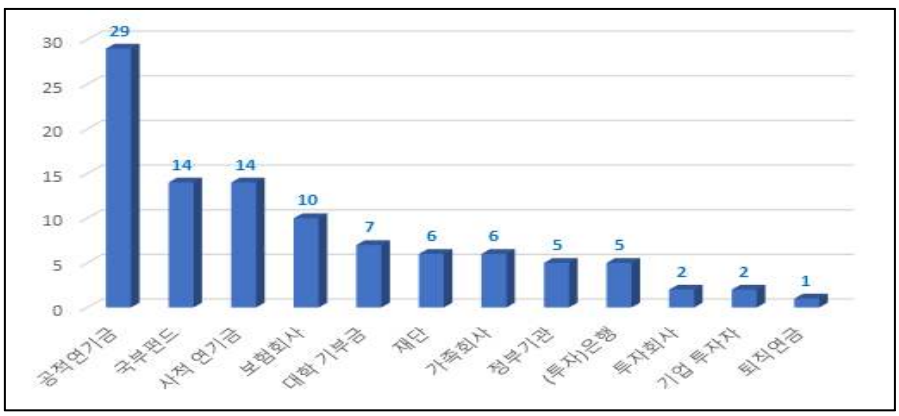
글로벌 리서치기관 '프레퀸(Preqin)' 조사 자료[29]에 따르면, 2014년 6월말 사모펀드의 투자금액 기준으로 공적 연기금이 차지하는 비중은 29%로 가장 높았고, 그 다음이 국부펀드[30]와 사적 연기금으로 각각 14%였다.

---

29) '"Preqin Investor Outlook : Alternative Asset' (Preqin, 2015)

공적 연기금과 국부펀드 그리고 사적 연기금의 3개 기관을 합치면 사모펀드 전체 투자액의 57%에 달한다. 글로벌 주요 연기금의 경우, 헤지펀드보다 사모펀드 투자를 먼저 시작했는데, 사모펀드에 대한 투자자금 비중을 꾸준히 늘리고 있다. 공적 연기금과 국부펀드가 헤지펀드에 앞서 사모펀드 투자를 할 수 있었던 이유는, 사모펀드가 헤지펀드와 달리 금융질서를 교란한다는 사회적 비난으로부터 상대적으로 자유로웠기 때문이다.

[그림1-5] 글로벌 사모펀드 투자자별 비중



자료) Preqin Investor Outlook: Alternative Asset (Preqin, 2015)
주) 2014년 6월말 투자금액 기준.

사모펀드가 거대 기업들에 맞설 만큼 대형화된 가장 결정적인 이유는, 전술한 바와 같이 '신중한 전문가의 원칙'이라는 미국 공적 연기금 운용자들의 위험 투자에 관한 면책조항이 확대되면서, 1980년대 들어 사모펀드 투자를 본격화했기 때문이었다. 실례로 1978년에 가장 먼저 설립한 차입

30) 국부펀드(Sovereign Wealth Fund)란 정부나 국영기업 등이 출자하고 운용하는 펀드다. 중국과 싱가포르 및 여러 중동 국가들은 수천억 달러 규모의 펀드를 운용하고 있는데, 사모펀드 주요 유한책임사원(LP)으로서 비중이 커지고 있다. 우리나라는 한국투자공사(KIC)가 2015년 말 기준 918억 달러를 주로 해외시장에서 운용하고 있다.

인수(LBO) 펀드 약정액은 3,200만 불에 불과했지만, KKR이 2006년에 설립한 'KKR Fund 2006' 약정액은 약 176억 불이었다. 공적 연기금의 위험 투자를 가능하게 만들었던 제도 변화가 이러한 엄청난 차이를 만들었다.

프레퀸에 따르면 2015년 6월 기준으로 국부펀드, 연기금과 재간접 펀드(PE Fund of Funds)를 모두 통틀어서 사모펀드에 가장 많은 투자를 하고 있는 투자자는 중동의 3대 국부펀드 중 하나인 쿠웨이트 투자공사(KIA, Kuwait Investment Authority)였다.

〈표1-9〉 글로벌 사모펀드 주요 투자자 내역

순위	투자자 명	투자액 (단위: 백만$)	형태	위치
1	Kuwait Investment Authority	54,800	국부펀드	쿠웨이트
2	Ardian	50,000	PE FoF	프랑스
3	CPPIB	49,090	Pension	캐나다
4	AlpInvest Partners	48,439	PE FoF	미국
5	Goldman Sachs AIMS PE	41,000	PE FoF	미국
6	HarbourVest Partners	37,000	PE FoF	미국
7	Pathway Capital Management	30,598	PE FoF	미국
8	CalPERS	29,700	Pension	미국
9	GCM Customized Fund Investment Group	28,811	PE FoF	미국
10	Pantheon	28,325	PE FoF	영국

자료) Preqin(2015년 6월말 기준), 이원희(2015) 재인용

쿠웨이트 투자공사(KIA)는 원유가 발견되면서 창출된 막대한 잉여 자금을 관리하기 위해 1953년 만들어졌다. 2015년 6월말 기준 총 수탁자산(Asset Under Management) 5,920억불의 약 10%인 548억불을 사모펀드에

투자하고 있다. 기금운용본부는 쿠웨이트에 있으나 런던 사무소가 실질적으로 자산운용전략을 책임지는 핵심운용 기관이다. 아부다비 투자청과 달리 쿠웨이트 국회로부터 상시적인 모니터링 대상이 되면서 매우 보수적인 투자 운용을 하는 것으로 알려져 있다.

KIA 다음으로 사모펀드 투자를 많이 하는 투자자는 500억불을 투자하고 있는 프랑스의 아디안(Ardian)이다. 파리에 본사를 두고 있는 재간접펀드(PE Fund of Funds) 운용사로, 프랑스 보험회사인 악사(AXA)의 한 사업부문 '악사 프라이빗 에쿼티(AXA Private Equity)'로 운영하다가, 2013년 9월 모회사에서 독립하면서 이름을 아디안으로 바꾸었다. 2015년 6월 현재 전 세계 255개 기관 및 개인투자자들을 위해 사모펀드에 투자하고 있다. 아디안은 사모펀드 지분을 유통시장에서 매입하여 거래하는 세컨더리 시장에서 최대 투자자로 자리매김하고 있다.

3위를 기록한 캐나다연금투자위원회(CPPIB, Canada Pension Plan Investment Board)는 2015년 6월말 기준 AUM이 2,686억불인 대형 연기금이다. 캐나다 연금을 운용하는 독립 투자기관으로 1997년 탄생했다. 설립 초기 주식과 채권 등 수동적(passive) 투자로 운용하다가, 2001년부터 대체투자 중 지분(equity)투자를 먼저 시작했다. 2014년 말 기준으로 전체 운용자산의 18.6%가 사모펀드 투자다. 2012년 3월말 기준 전체 운용인력 341명 중 45%인 154명이 대체투자 인력이라 알려져 있다.

최근 연기금이나 국부펀드의 경우, 운용사 선정에 초점을 맞추는 것에서 벗어나, 스스로 직접투자 역량을 양성하는 데 역점을 두고 있다. 운용사에 지급해야 할 수수료 부담이 갈수록 커지고 있기 때문이다. 이에 시장에서 전문성 있는 인원을 직접 선발 · 고용하여 직접투자에 나서는 것이 사모(私募) 투자의 수익성을 대폭 향상시킬 수 있는 전략이라 판단하는 기관투자자가 계속 느는 추세다.[31] CPPIB는 직접투자 형태의 사모펀드 투자에

31) 2014년 9월 캘퍼스가 헤지펀드 투자에서 철수하겠다는 정책을 발표한 것은 위험자산 축소의 의미보다는 헤지펀드 운용에 드는 비싼 수수료 때문이라는 것이

매우 적극적인데, 이 전략에 따라 2014년 말 기준으로 캘퍼스를 제치고 공적 연기금 중에서는 가장 많은 투자액인 443억불을 사모펀드에 투자하고 있다.

GP의 세 가지 수익원 ; 관리보수, 성과보수, 수수료

사모펀드 운용사(GP)의 수익은 관리보수와 성과보수 그리고 수수료 등 크게 3가지로 구분한다.

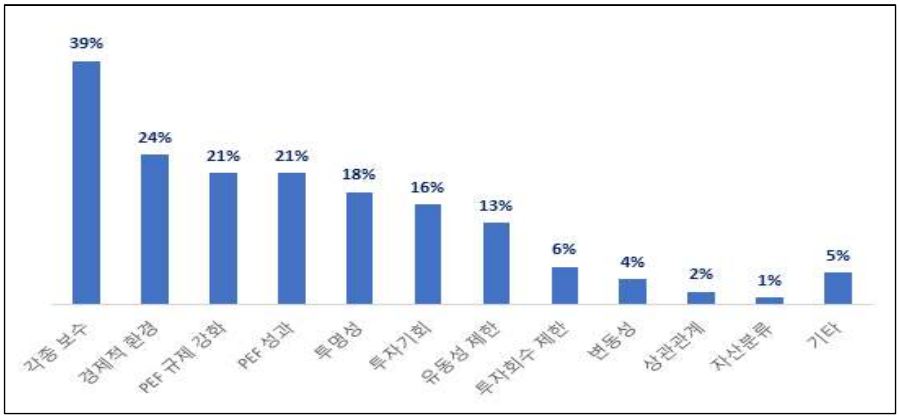
첫째, 관리보수(Management Fee)는 펀드의 기본 운영자금을 충당하기 위한 것이다. 투자기간 동안에는 출자약정액을 기준으로, 투자기간이 종료되면 실제 투자액을 기준으로 1.5~2%를 GP가 가져간다.[32] 관리보수는 GP 입장에서 사모펀드 유지를 위한 기본비용으로 가장 중요한 수익원이다. 하지만 투자자 입장에서는 상당히 부담스럽다. 예컨대 만기가 10년이고 약정액을 100으로 가정했을 때, 관리보수가 2%라면, 단순 계산으로도 실제 펀드 투자액은 80에 불과하고, 나머지 20은 GP에 대한 수수료로 10년간 나눠서 지급되기 때문이다.

전통적으로 관리보수는 2%를 부과해 왔었으나, 관리보수가 지나치게 높다는 인식이 확산됨에 따라 최근에는 1.5% 내외로 관리보수가 줄었다. 프레퀸이 2015년 1사분기에 기관투자자들을 대상으로 설문 조사한 결과에 따르면 투자자 입장에서 사모펀드 투자에 있어 가장 큰 걸림돌이 각종 보수라고 조사되었다. 그만큼 수수료에 대한 투자자들의 민감도가 최근 급격히 상승하고 있어 향후 추이에 관심이 집중되고 있는데, 이는 후술할 GP와 LP의 이해관계 불일치 이슈와도 관련되어 있다.

정설이다. 캘퍼스는 사모펀드 자산 배분 비중도 줄이고 있는데, 이 또한 비싼 수수료 때문이라 알려져 있다.

32) 투자기간이란 투자자가 출자를 약속한 이후 기업 인수절차가 마무리되기까지의 기간을 말한다. 따라서 투자기간이 종료된다는 의미는 인수절차가 완료된 시점 이후 회수(exit)까지의 기간을 의미한다.

[그림1-6] 사모펀드 투자 장애, 기관투자자 설문조사 결과



자료) Preqin(2015년 1사분기), 이원희(2015) 재인용

두 번째 수익원은 성과보수(carried interest)다, GP 입장에서는 펀드를 설립46 운영하는 결정적 동기가 바로 성과보수라 할 수 있다. 펀드가 일정 수준 이상(hurdle rate)의 성과를 거두었을 경우, 초과수익의 보통 20%를 GP가 가져간다. 바이아웃 사모펀드의 원조라 평가되는 KKR은 기준수익률을 8%로 정하고, 이를 초과하는 수익의 20%를 가져간다는 규칙을 정했는데, 이 '8% · 20%' 규칙이 자연스럽게 시장 표준으로 확정됐다. 성과보수는 펀드운용의 역사가 오래된 상위 GP일수록 관리보수보다 더 중요한 것으로 알려져 있다. 예컨대 블랙스톤의 경우 2013년 관리보수 수입은 21.9억불이었으나 성과보수는 그 두 배가 넘는 46.7억불이었다.

성과보수는 운용사 핵심 운용인력 수입의 대부분 차지한다. 기업이 상장되어 있어 핵심 운용인력의 보수가 공개되어 있는 블랙스톤 그룹을 보면, 2012년 창업자인 스티븐 숄츠만 회장의 연봉(즉 관리보수)은 35만 달러였으나, 그가 보유한 회사 지분에 따라 배분된 성과보수는 806만 달러에 달했다. 2014년에는 연봉은 변하지 않았지만, 성과보수는 8,553만 달러였다.

한편 성과보수의 지급방식은 ▷개별 투자 건의 회수가 완료되면, 즉시 그 성과를 측정하고, 그 결과에 따라 펀드 만기와 상관없이 GP에게 보수

를 지급하는 '투자건별 지급방식'과 ▷개별 투자 건의 실행이나 회수와 관계없이 펀드 만기에 이르러서야 청산금 및 성과보수를 지급하는 '펀드합산 지급방식'이 있다.

세 번째 수익원은 펀드 운용 중에 발생한 실무비용 명목으로 포트폴리오 기업으로부터 징수하는 각종 수수료가 있다. 수수료에는 인수과정에서 발생한 거래 수수료(transaction fees)와 경영 컨설팅이나 감시비용으로 징수하는 모니터링 수수료(monitoring or advisory fees)가 있다. 때로 과도한 수수료 문제로 논란이 종종 발생하는데, 특히 모니터링이나 자문과 관련된 수수료가 논란의 대상인데, 과도한 수수료가 포트폴리오 기업의 재무적 성과를 악화시킬 수 있기 때문이다. 특히 이와 같은 수수료 관행은 미국의 바이아웃 사모펀드에서 흔히 볼 수 있다.[33] 심지어 포트폴리오 기업이 부도 직전인 경우에도, 수백만 불의 수수료를 자문 수수료(advisory fees)라는 명목으로 가져가는 경우도 흔히 볼 수 있다. 어떤 경우에는 수입 규모 측면에서 해당 포트폴리오 기업으로부터 징수하는 모니터링 비용이나 자문비용이 관리보수 금액과 거의 유사한 규모라는 연구결과도 있다.[34]

일반적으로 사모펀드 바이아웃 과정에서 부수적으로 발생하는 비용 중 가장 큰 것이 거래비용(transaction fees), 즉 투자은행에 대한 수수료다. 바이아웃 거래비용은 1990년대 투자은행 전체 수수료의 2~3% 수준에 불과했지만, 점차 투자은행의 주요 수입원으로 전환되는 추세다. 파이낸셜타임즈와 딜로직에 따르면 2007년 미국 투자은행 수입 360억 달러 가운데 24%인 86.4억 달러가 바이아웃 사모펀드로부터 나왔다고 한다. 이 비중은 금융위기가 발생했던 2008년 12%까지 하락했다가, 점차 상승세로 전환 2014년 8월 기준 31.8%를 기록했다.[35] 이처럼 투자은행과 GP와의

33) 미국 바이아웃 사모펀드는 해당 산업의 전문가 집단을 운영하는 사례가 많다. 이와 같은 전문가 집단을 운영하기 위한 기본적인 비용을 해당 포트폴리오 기업으로부터 자문 비용이나 모니터링 비용이라는 명목으로 징수하는 것이다.

34) 'Private Equity at Work' (Eileen Appelbaum, 2014)

관계 매우 밀접한데, 월가의 투자은행들은 사모펀드에 열심히 돈을 빌려주는 한편, 인수금융과 펀드 유지 · 관리 관련 서비스를 제공해 수수료를 챙긴다. 대형 투자은행들은 사모펀드에 대출만 하는 것이 아니라 직접 유한책임사원으로 투자하기도 한다.

투자회수(Exit) 전략과 투자수익률

경영권을 획득하여 장기적으로 투자하는 바이아웃 사모펀드의 경우, 투자회수 전략은 매우 중요하다. 보통 사모펀드의 수명은 10년 정도이며, 기업을 인수하고 나서 매각까지 걸리는 기간은 대개 5~7년 정도로 장기간이 소요되기 때문에, 투자자 입장에서 투자회수 전략은 투자 여부에 결정하는데 있어 가장 결정적인 요소로 작용할 수밖에 없다.

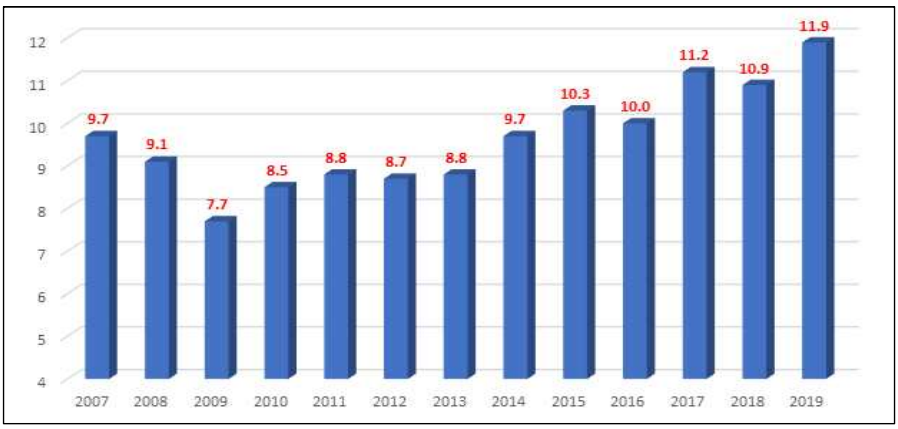
시기별로 투자회수 기간은 차이를 보였는데, 바이아웃 사모펀드의 경우 2009년 이전에는 5년 이내에 회수하는 비율이 전체의 절반을 넘었으나, 2010년부터는 회수에 5년 이상 소요되는 투자 건이 전체의 50%를 넘는 추세로 바뀌었다. 금융위기 이후 투자회수 환경이 어려워졌다는 점도 한 요인이지만, 바이아웃 사모펀드들이 재무적 구조조정보다는 기업의 경영권 장악을 통한 기업가치 제고에 매진하면서 투자회수 기간이 늘어난 이유도 있다고 한다.[36]

일반적으로 사모펀드 운용사는 포트폴리오 기업의 가치 제고(Value-up) 및 투자회수 전략을 투자 실행 이전에 구체적으로 미리 수립한다. 투자회수 개시 시점은 통상 다음 3가지 경우 중 하나로 산정한다. ①LBO의 경우 조달한 차입금을 대부분 상환한 경우, ②인수 당시 계획했던 목표수익(EBITDA)[37]이나 영업 관련 주요 지표(Key Performance Indicator)를 달

35) Financial Times (2014.8.10.)
36) '대체투자 파헤치기' (이원희, 2015)
37) EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, 상각 전 영업이익)는 기업이 영업활동으로 벌어들인 현금창출 능력을 나타내는 지

성한 경우, ③주식시장이나 인수합병 시장에서 거래 배수(EV/EBITDA multiple)[38]가 투자 기간 내에 높게 형성되어, 초기에 목표했던 투자수익률에 근접하는 경우 등이다.

[그림1-7] 미국 LBO 평균 EBITDA 거래배수 추이



자료) Global Prtivate Equity Report (Bain and Company, 2020}

M&A은 물론 바이아웃 사모펀드에 있어, 인수 시점은 물론 투자회수 시점에서 기업의 적정 가치가 얼마인지를 산정하는 것은 매우 중요한데, 가장 일반적으로 사용되는 방식이 위에서 언급한 'EV/EBITDA Multiple' 방식이다. 최근 미국 차입매수 시장에서 M&A 거래 시의 EBITDA 배수는 금융위기 직후인 2009년 7.7배 이후 꾸준히 증가하는 추세를 보인다. 사모펀드 시장이 회복되면서 인수 경쟁이 점점 더 치열해지고 있기 때문이

표로 법인세 · 이자 · 감가상각비 차감 전 영업이익을 의미한다.

38) 기업가치(Enterprise Value) 평가방법 중 하나로, 기본공식은 'EV / EBITDA'로 기업가치가 EBITDA의 몇 배수인지를 보여주는 지표다. '기업가치(EV) = 시가총액 + Net Debt(이자부 부채－현금 및 현금성 자산)'의 방식으로 산출한다. 해당 기업이 속한 업종이나 비교 대상 상장기업이 유통시장에서 몇 배수로 거래되고 있는지를 알 수 있다.

라 분석된다. 90년대에는 6배 정도가 적정가격이었으나, 2000년대 중반 9배수 내외까지 증가했고, 2019년에는 11.9배까지 올랐다. 2018년 이후 한국 바이아웃 시장에서는 EBITDA 배수가 15배를 넘는 사례도 종종 나타나고 있다.[39)]

해외 사모펀드의 경우 비교적 투자회수 경로가 다양한 편인데, 주요 전략은 크게 다음의 4가지로 구분할 수 있다.

첫째, '트레이드 세일(Trade Sale)'로 전략적 투자자(Strategic Investor)에게 기업을 매각하는 것이다. 미국 유럽 등 글로벌 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 전략이다. 이 전략은 바이아웃 사모펀드에 기본적으로 요구되는 산업에 대한 전문성이 매우 중요하다.

둘째, 재무적 투자자(Financial Investor)에게 기업을 매각하는 것으로, 최근 기업의 재무적 투자자가 대개가 사모펀드라는 점을 생각하면, 기업의 지분이 유통되는 시장에서 투자를 회수하는 것으로, '세컨더리 바이아웃(Secondary Buy-out)전략이라 불린다. 세계적으로 사모펀드 시장이 확대되고 있어, 향후에도 그 비중이 지속해서 증가할 것으로 예상된다.

그런데 전략적 투자자나 재무적 투자자에게 매각하는 전략은 즉각적인 현금화가 가능하고, 상대적으로 기업가치를 높게 평가받을 수 있다는 점에서 사모펀드에 유리한 방법이나, 매수자를 찾기가 어렵고, 기업공개(IPO)에 비해 대중적 관심이 떨어진다는 단점이 있다.

셋째, 기업공개(IPO), 즉 거래소에 상장시키는 전략이다. 기본적으로 많은 시간과 비용을 투자해야 한다는 단점이 있다. 통상 기업공개 전략 비중은 15% 내외로 알려져 있다.

넷째, 구조조정(Restructuring) 전략이다. 보통 배당이나 유상감자, 혹은 차입 후 배당 등의 재무적 구조조정(ReCap, 리캡)이나 기업의 특정 사업

39) 윤승환(2020)에 따르면 로레일의 스타일 난다 인수 18.2배(2018.2Q), 블랙스톤 지오영 인수는 25.7배(2019.1Q)였다.

부문을 매각하거나 전체 사업부문을 축소하는 사업적 구조조정(ReOrg, 리오그)으로 구분할 수 있다. LBO 전략을 구사하는 사모펀드들이 주로 사용하는 전략이다. 이 전략은 사모펀드가 피인수 기업을 계속 기업(Ongoing Business)으로 간주하는 것이 아니라, 보유 현금이나 자산을 빼먹거나 약탈하는 대상으로 간주한다. 사모펀드에게 '약탈적 기업사냥꾼'이라는 사회적 논란을 일으킨 주범이기도 하다.

자본시장연구원 조사결과에 따르면. 2005년에서 2019년 사이 국내 사모펀드 주요 회수방식 비중은 M&A(27.6%), 세컨더리(11.6%), IPO (4.9%)로, 해외 사모펀드에서의 회수방식과 유사한 양상을 보였다. 한편 M&A, IPO, 세컨더리의 3대 주요 회수방식의 합산 비중은 2010년 28.6%를 저점으로 증가하기 시작하여 2016년도에는 66.7%로 증가하는 등 일반적인 사모펀드 회수시장의 모습이 나타나고 있다고 분석했다.[40)]

투자회수와 관련하여 또 다른 중요 사항은 투자수익률인데, 사모펀드 운용사들이 제시하는 수익률이 객관적으로 얼마나 타당한 것인지에 의문이 오래전부터 제기되어왔다.

무엇보다 오랫동안 사모펀드 업계의 관행으로 자리 잡았던 수익률 평가기준인 IRR(내부수익률, Internal Rate of Return)의 경우, 그 수석의 복잡성과 난해성과 더불어 매년 퇴직 기금을 마련해야 하는 연기금의 특성으로 인해 내부수익률을 사용할 수 없다는 근본적 문제를 안고 있었다. 연기금의 입장에서는 언제 얼마만큼의 현금 수익이 회수되는지가 더 중요했기 때문이다.

한편 프랑스 파리 경영대학원의 올리버 곳사알그(Oliver Gottshalg) 교

40) 박용린(2020)에 따르면 1986년에서 2007년까지 미국 및 유럽 바이아웃 투자 4,747건의 회수방식을 분석한 Degeorge et al.(2016) 연구결과는 M&A 37.1%, 세컨더리 22.2%, IPO 19.7%였다. 1970년부터 2007년까지의 바이아웃을 분석한 Strömberg(2008) 연구결과는 M&A 40.7%, 세컨더리 31.2%, IPO 14.4%였다.

수는 사모펀드 수익률 관련 운용사들의 관행을 폭로하는 연구결과를 2009년 발표했다. 사모펀드 운용사들은 자신들의 성과라고 제시하는 기준이 매우 자의적이었다는 것으로, 성과가 좋은 해를 기준으로 순위를 스스로 책정했고, 순위를 책정하는 평가기준도 통일되지 않았다는 것이었다. 2005년 카플란(Kaplan)과 앙투아네트 쇼어(Antoinette Schoar) 교수가 발표한 연구결과는 바이아웃 사모펀드의 평균 순수익이 S&P500 지수와 대체로 동일하다는 것이었다.[41]

2013년 버지니아 대학 경영대학원의 로버트 해리스(Robert Harris) 교수 등이 발표한 연구[42]에 따르면, 1984년에서 2008년 사이 598개 바이아웃 펀드를 분석한 결과 펀드의 가중평균 수익률이 같은 기간 S&P500 수익률의 1.27배에 달했다고 한다. 이 연구는 이외에도, 펀드의 규모가 커질수록 수익률은 하락하는 경향이 있다는 것, 주식시장 대비 사모펀드의 성과를 측정하려면 내부수익률보다 투자자본 배수를 활용하는 게 더 정확하다는 것, 그리고 사모펀드 수익률이 점차 감소하는 경향을 보인다는 결론을 내렸다.

위와 같은 연구결과를 종합할 때, 측정시기 및 측정방법에 그리고 평가기준에 따라 사모펀드 수익률은 그 결과가 크게 달라졌기 때문에, 시장수익률(주식시장)보다 월등하다는 객관적인 증거는 찾기 어렵다. 따라서 향후 사모펀드 투자자(LP)들은 운용사에 지불해야 하는 각종 보수나 수수료에 대해 지금까지보다 더 많은 문제의식을 가지게 될 것으로 보인다. 시간이 경과함에 따라 사모펀드 수익률이 감소하는 경향을 보이고 있다는 연구결과는 매우 자연스러운 현상이라 판단할 수 있는데, 경쟁이 심화되고 시장이 성숙해질수록 수익은 감소하기 때문이다.

---

41) ‘KKR 스토리 : LBO, M&A, 사모펀드의 선구자’ (George Baker et al., 2009)
42) 'Private Equity Performance: What Do We Know?' ('Robert S. Harris et al., 2013)

경쟁 심화와 수익률 감소 현상을 반영, 사업 다각화를 도모하는 사모펀드 운용사가 늘고 있다. 블랙스톤, KKR, 아폴로, 베인캐피탈, 칼라일, TPG와 같이 전 세계에 알려진 대형 사모펀드 운용사들 대개가 이러한 추세를 반영하고 있다. 블랙스톤이 가장 대표적인 경우인데, 총자산 가운데 사모펀드 분야가 차지하는 비중은 대략 28%이고, 2011년 수익 가운데 사모펀드로 벌어들인 수익은 20%도 채 안 된다. 사모펀드 운용사 가운데 다각화 수준이 낮은 베인캐피탈과 TPG도 해지펀드, 부동산, 신용대출 등 병행할 업종을 점점 늘려가고 있다. 반면 기업인수 분야에만 집중하는 사모펀드 또한 존재하는데, CCMP캐피탈, CD&R, 퍼미라 그리고 대개는 소규모 운용사들이 여기에 해당한다.

사모펀드 업계 동향을 종합하면, 거대 사모펀드 운용사들은 주요 사업모델을 변화시키면서 주식시장에 상장하거나 사업을 다각화하는 경향이 있으며, 중소형 운용사들은 기존 사모펀드 업무에 집중하는 전략을 고수하고 있는 것으로 분석된다.

4. 글로벌 사모펀드(PEF) 동향

2021년 전 세계 바이아웃 거래 규모는 1조 1,121억 달러로, 이는 전년도 5,770억 달러 대비 증가율이 94.3%에 달했으며, 종전 최고치인 2006년 8,040억 달러를 상회하는 등 폭발적 성장세를 보였다. 이러한 결과는 코로나19 대응과정에서 실행된 대규모 양적완화로 바이아웃 펀드로 많은 자금이 몰렸고, 그간 누적되어온 바이아웃 펀드의 미집행 잔액도 큰 영향을 준 것으로 추정할 수 있다. 글로벌 사모펀드 발전사를 통해 알 수 있듯이, 금리인하 등 시중의 유동성을 증가시키는 금융완화 정책은 사모펀드 시장에 결정적인 영향을 미쳤기 때문이다.

[그림1-8] 세계 Buyout 거래 규모 추이

자료) Private Equity Market in 2022 (Bain & Company, 2022)
주) 거래총액 단위는 십억 달러이며, 평균거래액의 단위는 백만 달러

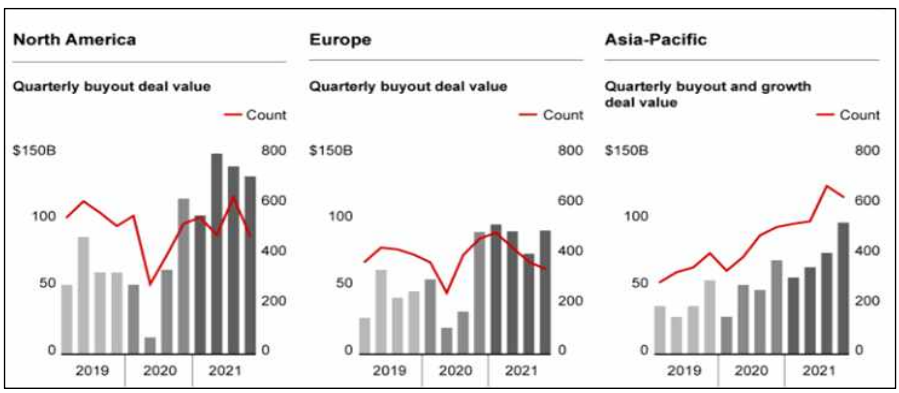
글로벌 사모펀드의 재 전성기였던 2000년대 중반, 바이아웃 거래 또한 크게 늘어 2006년 8,040억불, 2007년 7,770억불 등 이전에는 볼 수 없었던 폭발적 모습을 보였다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 바이아웃 시장은 급속하게 위축되었는데, 2008년 거래 규모는 불과 2,240억 달러로 전년보다 -71.2%나 감소했다. 2009년에도 -47.3%나 줄어든 1.180억 달러에 불과했다. 2010년 이후 다소 회복세를 보인 후, 한동안 정체되었던 바이아웃 시장은 2021년 급등세를 연출했다.

바이아웃 평균 거래액 또한 2020년 7.0억 달러에서 2021년 11.0억 달러로 57.1%의 증가세를 보이는 등, 처음으로 평균 거래액이 10억 달러를 넘어서면서 거래 규모의 대형화 추세를 반영했다. 한편 평균 거래 추이는 총 거래 규모 추이와는 달랐는데, 2010년대 중반 평균 거래 규모는 5~7억 달러 수준으로 2000년대 중반의 4억 달러 수준을 상회했다.

2021년 바이아웃 거래가 급증한 것은 전 세계적 현상이었지만, 투자

자들이 미국의 기술 분야에 집중적으로 몰리면서, 북미지역의 거래 규모가 5,370억 달러에 달하는 등 바이아웃 시장을 주도했다. 한편 2021년 거래 규모가 급증한 배경에는 거래 건수의 증가보다는 평균 거래액 증가가 더 큰 영향을 미친 것으로 분석된다. 2021년 개별 거래 건수는 전년보다 16% 증가해 약 4300여건에 달했지55, 평균 거래액은 57.1%나 증가하며 10억 달러를 넘어섰기 때문이다.

[그림1-9] 세계 주요 지역별 · 분기별 바이아웃 동향



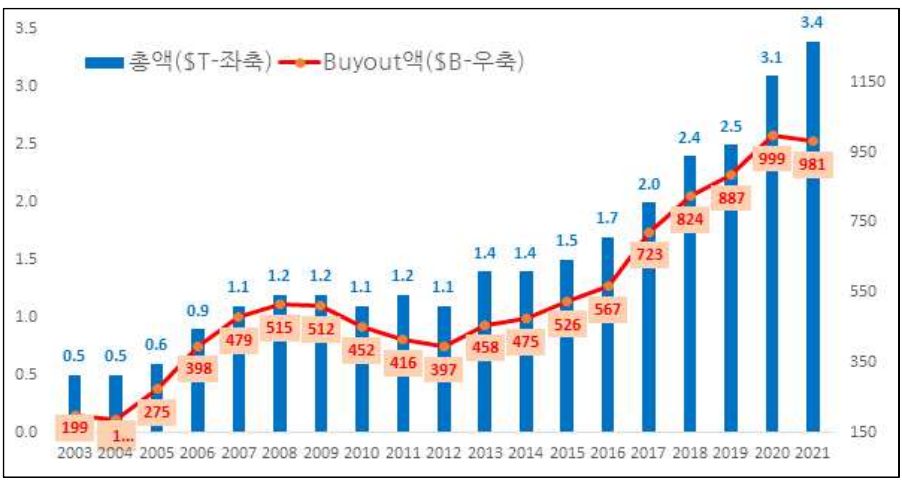
자료) Private Equity Market in 2022 (Bain & Company, 2022)

사모펀드 시장이 급팽창했던 2000년대 중반, 글로벌 사모펀드 미집행 잔액(Dry Powder) 총액은 2006년(0.9조 달러)~2008(1.2조 달러) 수준이었다. 2012년 이후 미집행 잔액은 2013년(1.4조 달러) → 2016년(1.7조 달러) →2019년(2.5조 달러) → 2020년(3.1조 달러) 등으로 급증 추세를 보였고, 2021년 총 미집행 잔액은 3.4조 달러로 전년보다 9.7% 증가하며, 역대 최고치를 기록했다.

바이아웃 미집행 잔액의 경우 사모펀드 총 미집행 잔액 추이와 유사한 흐름을 보이긴 했지만, 2020년 9,990억 달러로 최고치를 기록한 후, 2021년 9,810억 달러로 전년 대비 -1.8%로 소폭 감소했다. 이는 2021년 사모펀드 전략 중 바이아웃 투자가 여타 전략 대비 상대적으로 크게

활성화되었다는 것을 의미한다. 한편 2012년 이후 바이아웃은 물론 사모펀드 전체적으로 미집행 잔액이 늘어나고 있는데, 이는 두 가지 관점으로 해석할 수 있다. 한편으로는 투자자들의 출자 약정이 늘고 있으나 상대적으로 투자대상 발굴이 어려워지면서 경쟁이 심화되고 있음을 시사하고 있다. 다른 한편으로는 향후 투자액이 급증할 가능성이 커지고 있음을 보여주고 있다.

[그림1-10] 사모펀드 및 바이아웃 미집행 잔액 추이



자료) Private Equity Market in 2022 (Bain & Company, 2022)
주) 사모펀드 미집행 잔액은 조 달러, 바이아웃 미집행 잔액은 십억 달러

글로벌 인수합병(M&A) 시장의 거래 규모는 2007년 4.6조 달러를 기록한 이후, 2008년(3.2조 달러), 2009년(2.3조 달러) 등으로 위축된 모습을 보였다. 2010년 이후로도 2013년까지 거래 규모는 3조 달러를 밑돌며 전반적으로 약세를 보였고, 2014년 3.6조 달러, 2015년에는 4.6조 달러로 M&A 시장이 회복되는 모습을 보였지만, 추세적으로 상승세가 이어지지는 못했다. 하지만 2021년 거래 규모는 2020년(3.7조 달러) 대비 59.5%의 증가한 5.9조 달러로 사상 최대치를 연출했다.

[그림1-11] 글로벌 M&A 거래 규모 및 바이아웃 비중

자료) Private Equity Market in 2022 (Bain & Company, 2022)
단위) M&A 거래규모는 조 달러, 바이아웃 비중은 %.

2021년 기업 인수합병(M&A) 거래 중 바이아웃 거래가 차지하는 비중은 19%로, 2020년 16% 대비 3.0%p 늘어났다. 금융위기로 사모펀드 시장이 급락세를 보였던 2009년 바이아웃 비중은 5%로 최저치를 기록한 이후, 서서히 회복하는 양상을 보이는 상태다.

〈표1-10〉 글로벌 사모펀드 운용사 TOP 10

2020년 순위	2019년 순위	업체명 (본사 소재지)	펀드 규모
1	1	Blackstone Group (미국 뉴욕)	95,951
2	2	Carlyle Group (미국 워싱턴 D.C.)	61,719
3	3	Kohlberg Kravis Roberts (미국 뉴욕)	54,760
▲ 4	12	TPG Capital (미국 포트워스)	38,682
5	5	Warburg Pincus (미국 뉴욕)	37,587
▲ 6	10	NB Alternatives (미국 뉴욕)	36,505
▽ 7	4	CVC Capital Parters (영국 런던)	35,877
▽ 8	7	EQT (네덜란드 스톡홀름)	34,461

▲ 9	19	Advent International (미국 보스턴)	33,491
▲10	14	Vista Equity Partners (미국 캘리포니아)	32,095

자료) Private Equity International 300(2020 기준), 윤승환(2020) 재인용
주) 펀드규모는 최근 5년간 신규 출자약정액의 합계 금액임. (단위 : 백만 달러)

글로벌 사모펀드 동향과 정보를 제공하는 Private Equity International에 따르면, 최근 5년간 출자약정액 규모를 기준으로 작성한 사모펀드 운용사 순위는 2019년에 이어 2020년에도 블랙스톤, 칼라일 그리고 KKR의 순으로 업계 탑 3의 지위를 굳건하게 유지하고 있었다. 2020년 6월 기준 블랙스톤의 펀드규모는 959.5억 달러로, 업계 2위인 칼라일(617.1억 달러)과 3위 KKR(547.6억 달러)을 크게 앞서고 있었다. TPG Capital의 경우 2019년 12위에서 2020년 4위로 순위가 크게 올랐는데, 펀드규모는 386.8억 달러였고, Warburg Pincus는 375.8억 달러로 5위에 올랐다.

상위 10개 사 중 미국에 본사를 둔 운용사가 8개에 달했으며, 영국과 네덜란드는 각 1개 업체를 순위에 올렸다. 2020년 6월 기준 조사에 따르면 우리나라 MBK파트너스가 펀드 규모 132.2억 달러로 글로벌 순위 36위에 올라 있다.

한편 글로벌 리서치 기관인 '프레퀸(Preqin)' 2015년 6월 기준 최근 10년 자금조달 규모에 의해 산출한 사모펀드 운용사 순위 상위 10개 업체를 보면, 블랙스톤(1위, 790억불, 미국), 칼라일(2위, 738억불, 미국), KKR(3위, 630억불, 미국), TPG(4위, 621억불, 미국), 골드만삭스(5위, 592억불, 미국), Appllo Global Management(6위, 535억불, 미국), CVC Capital(7위, 505억불, 영국), Oaktree Capital Management(8위, 497억불), Bain Capital(9위, 441억불, 미국), Ardian(10위, 394억불, 프랑스) 등이었다. 미국 소재지 운용사가 8개사, 영국과 프랑스가 각 1개사였다.

2020년과 2015년 업계 순위를 비교하면, 몇 가지 유의미한 시사점을 얻을 수 있다. 첫째, 순위 변동에도 불구하고 상위권 운용사 대부분이 미국에 소재하고 있음을 감안하면, 글로벌 사모펀드 시장을 미국을 주도하고 있다는 알 수 있다. 둘째, 상위 3개 운용사의 지위가 매우 확고하며, 해마

다 일부 순위 변동이 있지만, 약 20위권 내의 운용사는 거의 변화가 없을 것으로 추정된다. 따라서 노동운동의 입장에서 글로벌 사모펀드 운용사 20여개 정도만 제대로 파악한다면 보다 효과적인 사모펀드 대응이 가능할 것으로 판단되는바, 향후 주요 연구과제로 심층적 분석이 필요해 보인다.

한편 코로나19가 사모펀드 시장에 미칠 영향과 관련하여 미국계 경영전략 컨설팅 회사인 '베인앤컴퍼니(Bain & Company)'는 "사모펀드는 포트폴리오 안정화를 최우선 하지만, 기업의 대주주들은 지분가치가 떨어질 때 나서는 것을 싫어하므로 당분간은 불확실성과 변동성 심화로 인해 신규 매수나 투자회수가 상당 기간 지연될 수 있다"며 사모펀드 시장이 상당 기간 침체할 것으로 전망했었다.[43] 하지만 글로벌 차원의 M&A는 물론 바이아웃 시장 또한 2020년에도 크게 나쁘지 않았고, 2021년에는 오히려 폭발적으로 증가했다.

글로벌 사모펀드 시장 동향과 코로나19에 따른 대규모의 양적완화를 생각하면, 향후 사모펀드 시장흐름은 대략 다음과 같을 것으로 추정할 수 있다. ▷코로나19로 글로벌 분업구조, 즉 글로벌 공급망의 취약성이 잘 드러남에 따라, 사모펀드의 기본적 투자 전략은 글로벌 벨류체인(Value Chain)을 다변화하고 분업구조에 따르는 리스크를 줄이는 방향이 될 것이다. ▷향후 사모펀드 시장은 경쟁이 더 심화될 것으로, 운용사의 사업 다각화 및 기업공개가 늘어날 전망이며, 투자수익률 또한 하락할 가능성이 크다. ▷운용사의 과도한 보수체계에 대한 문제 제기와 함께 사모펀드 주요 투자자였던 공적 연기금과 국부펀드들의 공동투자나 직접투자가 꾸준하게 늘어날 전망이다.

43) 'The Impact of Covid-19 on Private Equity' (Bain & Company, 2020)

Ⅲ. 한국의 사모펀드(PEF)

1. 제도 도입 배경과 변천사, 주요 특징

우리나라가 2004년 사모펀드 제도를 도입한 배경은 크게 두 가지로 구분하여 생각할 수 있다. 첫째, IMF 외환위기 이후 구제금융이 투입된 국내 금융기관에 대한 글로벌 사모펀드들의 '헐값 인수' 문제와 더불어 외환은행 인수과정에서 금융관료들이 개입되었다는 정황이 속속 드러나면서, 전 국민적으로 공분이 들끓자, 금융당국은 글로벌 사모펀드에 대항할 국내 자본 즉 '토종 사모펀드'를 적극적으로 육성하겠다는 명분을 내세우며 사모펀드 제도를 도입했다. 둘째, 외환위기 이후 IMF 및 글로벌 금융자본 주도의 시장개방과 금융 자유화가 본격 추진되면서, 한국경제의 주도권이 산업자본에서 금융자본으로 넘어가게 되었다. 이 과정에서 금융을 미래 중점산업으로 육성하겠다는 '동북아 금융허브 구축' 정책이 본격화되면서, 그 일환으로 사모펀드가 전격 도입되었다.

도입배경1 ; 글로벌 사모펀드와 금융당국에 대한 부정적 시선 회피

1997년 IMF 외환위기 당시 우리나라는 한계 상황에 몰린 산업 및 기업들에 대한 구조조정이 본격화되면서, 유동성 위기에 몰린 금융기관들 또한 구제금융 투입과 함께 구조조정이 본격 진행되었다. 외화 유동성 위기 상황에서 글로벌 사모펀드는 불법과 편법의 경계를 넘나들면서 헐값에 다수의 국내 금융기관을 인수할 수 있었다. 특히 사모펀드 론스타가 외환은행을 인수하는 과정에서 금융관료들이 직간접적으로 개입한 정황이 속속 드러나면서, 이들에 대한 공분과 함께 글로벌 사모펀드에 대한 사회적 여론은 '약탈적 기업사냥꾼'이나 '먹튀'라는 부정적 이미지로 각인되었다.

당시 글로벌 사모펀드에 의한 주요 M&A 사례를 보면, 미국계 사모펀드 칼라일은 2000년 11월 한미은행 지분 37%를 4,900억 원에 인수했고,

이후 370억 원의 배당을 받은 뒤, 2004년 씨티그룹에 1조 1,500억 원에 매각, 3년 만에 7,000억 원에 달하는 매매차익을 거두었다. 론스타는 외환은행 인수과정에서 금융관료들의 개입과 불법행위 논란 등 사회적으로 큰 물의를 일으켰는데, 투자 10년 만에 자기자금의 27배가 넘는 수익을 올렸지만 세금은 거의 납부하지 않으면서 '먹튀' 논란이 크게 불거졌다.

브릿지증권, 메리츠증권, 서울증권 등도 사모펀드가 인수한 후 유상감자, 고배당 등을 통하여 편법적으로 수익을 약탈했고, 수많은 국내 기업들이 사모펀드에 매각되면서 상상을 초월하는 방식으로 구조조정이 이루어졌다. 그 결과 사모펀드에 대한 사회적 인식은 '약탈적 투기꾼'이나 '먹튀 자본'으로 굳어졌고, 금융당국에 대한 사회적 인식도 극단적으로 나빠졌다. 이에 금융당국은 글로벌 사모펀드에 대항할 국내 자본 즉 '토종 사모펀드'를 적극 육성하겠다는 명분아래, 2004년 사모펀드 제도를 도입했다.

도입배경2 ; '동북아 금융허브 구축'이라는 금융정책의 일환

1997년 외환위기 이후, 우리나라는 국제통화기금(IMF)과 글로벌 금융자본 주도의 신자유주의적 금융자유화, 즉 금융 규제완화와 금융시장 개방이 본격적으로 진행되었다. 한편 당시에는 수출주도 산업에 의한 전통적 성장전략이 한계에 직면했다는 인식도 널리 퍼져 있던 상태로, 첨단기술은 일본과 경쟁하고, 저가 제품은 중국과 경쟁해야 한다는 '샌드위치 위기론' 또한 팽배한 상태였다.

이러한 경제적 상황 속에서, 제조업 중심의 수출주도 성장 전략에서 벗어나 금융업을 미래 전략 산업으로 육성해야 한다는 주장을 노무현 정부가 전격 수용하면서, '동북아 금융허브 구축'이라는 금융산업 정책이 구체화되었다. 이는 금융 규제를 대폭 완화한 이후 금융업이 큰 폭의 성장세를 보였던 영국과 아일랜드 등을 모델로 한 것으로, 국내 금융시장을 더 개방하는 동시에 규제를 대폭 완화하는 방식으로 선진금융기법을 도입하면, 국내 금융업의 선진화와 함께 한국경제가 새로이 도약할 수 있다는 믿음에

근거한 정책이었다. 그리고 그 첫걸음으로 '간접자산운용업법'을 개정하여 사모펀드(PEF) 제도를 도입했다.

금융을 미래 전략산업으로 육성하겠다는 입장은 한편으로 당시 기업 인수합병 시장의 주도권이 산업자본에서 금융자본으로 본격 이동하고 있었다는 증거이기도 하다. 고도성장시기 산업자본 주도의 M&A 시장을 주도했던, 재벌 대기업 중의 하나인 대우그룹이 주요 계열사가 모두가 워크아웃에 들어가는 등 공중 분해되면서, 우리나라도 산업자본에 의한 M&A시대는 막을 내리게 되었다. 이후 기업 M&A 시장은 글로벌 금융자본(특히 사모펀드)에 의해 좌우되자, 국내 금융자본을 육성하겠다는 입장에서 사모펀드가 도입된 것이었다. MBK와 IMM이 이때 탄생한 사모펀드 운용사들로, 사모펀드 도입 이듬해인 2005년, 국내 등록 사모펀드 수는 15개, 출자약정액은 4.7조원에 육박했다.

금융업을 미래 성장 동력으로 육성하겠다는 정책적 지향은 이후로도 현재까지 지속하여 유지되고 있는데, 우리나라의 잠재성장률이 지속적으로 떨어지고 있다는 사실과 함께 양극화가 심화되고 있는 사회적 현실을 고려하면 근본적으로 문제가 있는 정책방향이라 할 수 있다.

저금리 장기화로 대체투자 수요증가, 사모펀드 운용자산규모 급증

2008년 금융위기 이후 저금리 추세가 장기화되면서, 대체투자 수요가 급증하고 있는 것도 국내 사모펀드 시장에 큰 영향을 미쳤다. 연기금과 각종 공제회들이 기존 증권투자나 대출 시장을 통해 벌어들이는 수익만으로 목표수익률 달성이 어려워지면서 대체투자에 대한 수요가 크게 늘리고 있기 때문이다. 출산율이 낮아지고 고령화가 급진전되면서, 주요 연기금의 지속가능성에 대한 문제제기와 더불어 연금개혁 문제가 사회적 이슈로 대두되는 등의 사회적 환경 변화 또한 대체투자 수요를 부채질했다.

실제로 국민연금 대체투자 규모는 2006년(2조 1,000억원), 2009년(12조 5천억원), 2022년 6월(133.7조원) 등으로 대폭 커졌다. 이외에도 공무원연금과 사학연금은 물론 교직원공제회 · 행정공제회 · 과학기술인공제회 등

각종 공제회와 금융기관들도 사모펀드 투자를 늘리고 있다.

이처럼 국내 투자자들이 사모펀드 투자를 지속적으로 늘리면서, 주요 운용사들의 운용자산 규모가 기존 대기업 집단에 버금갈 정도로 커졌다. 2020년 공정거래위원회가 발표한 '준대기업집단(공시대상기업집단[44])'을 보면 'IMM인베스트먼트'가 새롭게 지정됐다. 2019년 기준 IMM은 79개의 계열사를 보유하고 있었고, 자산총액이 6조원이 넘어서, 사모펀드 운용사로는 처음으로 '준대기업집단'으로 분류된 것이었다. 운용자산 규모가 더 큰 MBK나 한앤컴퍼니의 경우 지분이 한명에게 집중되지 않은 공동운용 구조를 취하고 있기 때문에, 준대기업집단 지정을 피할 수 있었다. 운용자산 규모로 보면, 이미 사모펀드는 삼성, 현대자동차, SK, LG, 롯데 등 5개 대기업을 제외하고 가장 덩치가 크다는 것을 알 수 있다.

기업구조조정 전문회사(CRC)에서 사모펀드로

IMF 외환위기 이후 한계 기업들이 급증했지만, 이를 정리하기 위한 제도적 기반은 매우 취약한 상태였다. 1998년 6월 워크아웃 제도가 추진되었는데, 이는 대기업 중심의 제도였다. 이에 정부는 시장 메커니즘에 의해 구조조정 시장을 활성화하겠다며, 1999년 '산업발전법'에 근거 '기업구조조정전문회사(CRC, Corporate Restructuring Company)' 제도를 도입했다. 이 제도는 기업의 신속한 구조조정을 위해 민간의 참여를 열어준 것으로, 해외 자본에 의한 일방적 M&A 부작용을 최소화하겠다는 목적도 있었다. CRC는 주로 부실기업의 인수와 매각, 채권 매입, 회사정리 절차 등의 구조조정을 담당했다. 도입 첫해인 1999년 말 16개이던 CRC는 2002년 100개가 넘었는데, 사모펀드 제도가 도입되기 이전까지 M&A 시장에서 활약했다. 2009년 근거법이 일몰되면서 현재는 자취를 감춘 제도이다.

---

44) 공정거래위원회가 지정하는 자산 총액이 5조원 이상인 기업집단으로, '공시대상기업집단'으로 지정되면 대규모 내부거래 등을 공시해야 하고 총수 일가 일감 몰아주기 규제를 받는다. IMM의 경우 2022년에는 사모펀드 전업집단이라는 이유로 공시대상기업집단에서 제외됐다.

CRC 제도는 투자범위가 기업의 청산가치를 극대화하기 위한 한계기업 구조조정 시장에 한정되어 있었기 때문에, 경기가 회복되자 한계에 부딪혔다. 이에 CRC와는 달리 자금조성에서부터 투자 및 운영 전반에 걸쳐 포괄적인 자율권이 부여되는 사모펀드 제도를 2014년 12월 도입했다.

도입 당시의 취지가 '사모(私募)로 자금을 모집한 후 적극적인 M&A를 통하여 기업의 구조조정을 촉진'한다는 것이었기 때문에, 도입 초기부터 사모펀드는 대상 기업의 경영권 취득에만 그 목적이 한정되어 있었다. 즉 인수기업의 경영권이 있는 지분 10% 이상을 취득하거나, 10% 미만이더라도 경영권에 참여하는 다른 계약이 있는 경우에만 사모펀드로 인정했다. 이때 법적 근거를 제공한 '간접투자자산운용업법'은 2007년 새로 제정된 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')'에 통합되었다.

2015년 '경영참여형 사모펀드(PEF)'로 개정, 운용규제 대폭 완화

2015년 사모펀드를 활성화시키겠다는 목적에서 자본시장법이 개정이 이루어지면서, 공모(公募)와 대비되는 개념의 사모(私募, Private Placement) 펀드를 '전문투자형 사모펀드(Hedge Fund)'와 '경영참여형 사모펀드(사모펀드, PEF)'로 단순화시키면서, 적격 투자자 기준은 물론 운용관련 규제도 대폭 완화했다.

사모펀드 관련 구체적 개정 내용을 보면 '▷사모펀드 설립 시 사전 등록에서 설립 후 2주 이내에 사후 보고로, ▷금융전업그룹이 사모펀드에 투자하는 경우 투자대상 기업에 대한 의결권을 허용했고, LP로 참여하는 경우 공정거래법상 기업집단 현황 공시 의무를 면제했으며, ▷사모펀드가 설립하는 SPC의 주주로 전략적 투자자의 참여를 허용했고, ▷ 이전에는 금지되었던 SPC의 다단계 복층 설립을 허용했다.

특히 문제인 것은 SPC의 다층 · 복층 구조 설립을 허용한 것으로, 사모펀드가 기업 인수 시 다양한 방식으로 인수금융 조달을 가능하게 함은 물론 이후의 합병이나 분할매각도 더욱더 용이해지도록 만들었다. 이는 결과적으로 인수금융 조달에 있어 인수 대상기업의 자산을 담보로 제공하는

LBO도 가능하도록 만들었다.

〈표1-11〉 2015년 사모펀드 관련 자본시장법 개정 주요 내용

구분	개정 전	개정 후
명칭	사모투자전문회사(PEF) /헤지펀드/	경영참여형 사모펀드(PEF) /전문투자형 사모펀드/
등록·보고 절차	사전등록	설립 후 2주 이내 금융위원회에 사후 보고
운용규제	다층, 복층 구조 SPC 설립 금지 자산 5% 이내 증권투자 허용	다층, 복층 구조 SPC 설립 허용 자산 30% 이내 증권투자 허용

자료) 금융감독원

2021년 '기관전용 사모펀드'로 운용규제 일원화, 규제 완화 효과

2019년 헤지펀드 운용사인 라임자산운용에서 대규모의 환매중단 사태가 발생하면서, 사모(私募) 펀드 전반에 걸쳐 투명성 부족 문제는 물론이고, 금융당국의 정책 실패와 관리감독이 소홀했다는 사회적 비판이 거세게 제기되었다. 이에 금융당국은 투자자보호와 시스템리스크 방지하기 위해 사모(私募) 펀드 관련 제도를 전면 개선하겠다는 입장을 표명했다.

2021년 8월 발표된 제도 개편의 구체적 내용을 보면, 전문투자자와 일반투자자 등의 개인투자자만을 가입 대상으로 제한하고 있는 '일반 사모펀드'에 한정해서만 판매사나 수탁사로 하여금 사모펀드에 대한 운용감시 의무 등 별도의 관리감독 의무를 부과했다. 문제는 기존 헤지펀드와 사모펀드를 모두 포괄하고 있는 '기관전용 사모펀드'로 오히려 모든 규제가 이전보다 더 완화되는 결과를 낳았는데, 그 이유는 그간 별도로 규제 체계를 부과했던 사모펀드와 헤지펀드를 '기관전용 사모펀드'라는 하나의 틀 안에 포괄하여 공통의 규율 체계를 부과함에 따라 사실상 운용관련 규제가 대폭 완화되는 결과를 가져왔기 때문이다.

기존 사모펀드 입장에서는 차입규모가 400%로 확대되었고, 지분취득 의

무는 폐지되고, 대출 방식의 자산운용도 허용됨에 따라 보다 다양한 방식으로 공격적 투자가 가능하게 되었다. 헤지펀드의 경우도 10% 초과 지분에 대한 의결권 제한이 없어짐으로써, 투자기업의 경영 활동에 이전보다 강력한 영향력을 발휘할 수 있게 되었다. 그 결과 2003년 SK그룹을 공격한 소버린 자산운용이나 2015년 삼성물산을 공격했던 엘리엇매니지먼트와 같은 주주행동주의 펀드가 더욱 활성화될 것으로 예상되고 있다. 주주행동주의 펀드는 주주가치 제고와 기업 지배구조 개선을 표명하지만, 그 실상은 대체로 막대한 시세차익을 얻는데 있기 때문이다.

〈표1-12〉 2021년 사모펀드 관련 자본시장법 개정 주요 내용

<table>
<tr><th rowspan="2">구 분</th><th colspan="2">제도개편 前</th><th colspan="2">제도개편 後</th></tr>
<tr><th>전문투자형 사모펀드</th><th>경영참여형 사모펀드</th><th>일반 사모펀드</th><th>기관전용 사모펀드</th></tr>
<tr><td>운용 주체</td><td>전문사모운용사(금융투자업자)</td><td>업무집행사원 (非금융투자업자)</td><td>일반사모운용사 (금융투자업자)</td><td>업무집행사원 (非금융투자업자)</td></tr>
<tr><td>투자자 범위</td><td colspan="2">전문투자자 + 최소투자금액(3억원*) 이상 투자하는 일반투자자

* 레버리지 200% 초과시 5억원</td><td>현행 유지
* 전문투자자 + 최소투자금액(3억원, 레버리지 200% 초과시 5억원)이상 일반투자자</td><td>기관투자자 및 이에 준하는 자*
* 금융회사, 연기금, 공제회, 특수법인, 일정 요건을 갖춘 주권상장법인 등</td></tr>
<tr><td>사모펀드 설립보고</td><td>사후보고 (2주 이내)</td><td>사후보고(2주 이내) 단, 일정한 경우
* 설립즉시 보고
*상호출자제한기업집단 계열사가 30% 이상 투자하는 경우 등</td><td colspan="2">사후보고(2주 이내)
단, “경영참여 목적 펀드”가 일정한 요건*을 갖춘 경우 설립즉시 보고
* 상출제한집단 계열사가 30% 이상 투자 등 (현행 PEF 즉시보고 사유와 동일)</td></tr>
<tr><td>투자자 보호장치</td><td colspan="2">공모펀드에 비해 완화된 투자자 보호장치 적용

* 표준화된 설명서 작성·교부 의무 없음, 자산운용보고서 교부의무 없음 등</td><td>❶ 일반투자자 대상 : 투자자 보호 강화 (판매사 · 수탁사 운용감시 등)
❷ 전문투자자 대상 : 현행 수준을 유지</td><td>현행 수준을 유지</td></tr>
<tr><td>운용목적</td><td>경영참여 목적 外</td><td>경영참여 목적</td><td colspan="2">모두 가능
(경영참여 목적 / 경영참여 목적 外)</td></tr>
</table>

운용방법	차입	400% 이내	10% 이내 * 단, SPC는 300% 이내	400% 이내	
	대출	가능(단, 개인대출 금지)	불가	가능 (단, 개인대출 금지)	
	의결권 제한	10%초과 의결권 제한	해당 없음	의결권 제한 폐지	
	지분투자	해당 없음	펀드자산의 50% 이상 지분투자	지분투자 의무 폐지	
감독·검사		전문사모운용사는 금융투자업자로서 감독·검사	업무집행사원 검사권한 불명확 * PEF 검사권한만 명시	일반사모운용사도 금융투자업자로서 감독·검사	업무집행사원 검사권한 명확화 * GP-PEF 검사권 명시

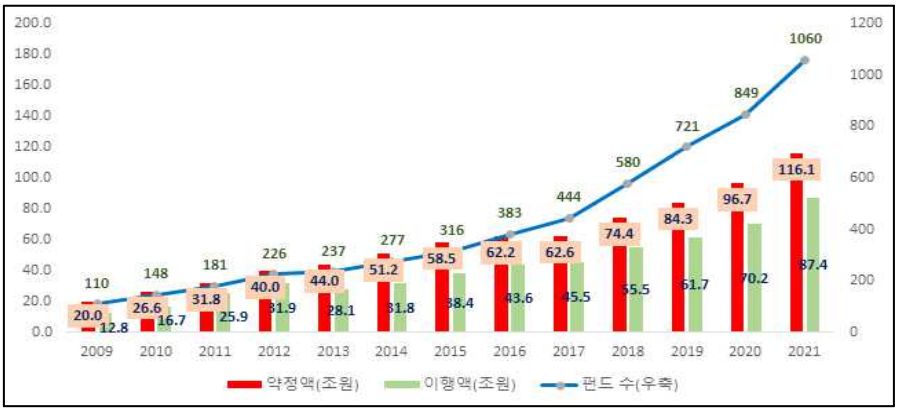
자료) 금융위원회 보도자료 (2021.08.04.)

2. 시장 동향 및 전망

2004년 12월 사모펀드 제도 도입에 따라, 12월 27일 국내 최초로 독자적인 사모펀드 2개가 동시에 설립되었다. '미래에셋파트너스제1호PEF(최초 출자약정액 1,000억원)'와 '우리제1호PEF(2,100억원)'였다. 이렇게 2개 펀드, 3,100억 원의 약정액으로 출발한 국내 사모펀드 시장은 2021년 말 펀드 수 1,060개, 약정액 116.1조원의 시장으로 대폭 성장했다.

코로나 1차년도인 2020년 경기침체에도 불구하고 사모펀드의 성장세가 이어졌는데, 전년대비 약정액은 14.7% 증가한 96.7조원, 이행액은 13.8% 증가한 70.2조원, 펀드 수는 17.8%가 늘어나 849개 되었다. 코로나 2차년도인 2021년 사모펀드 약정액은 116.1조원, 이행액은 87.4조원, 펀드 수는 1,060개로 2020년 대비 각 19.4조원(20.1%↑), 17.2조원(24.5%↑), 211개(24.9%)가 늘어나면서, 2020년보다 더 높은 성장세를 보였다.

[그림1-12] 국내 사모펀드 약정액 및 이행액, 등록펀드 수 추이



자료) 금융감독원 (단위 : 조원, 개)

2009년부터 2021년까지 12년 동안의 연평균증가율을 보면, 약정액은 16.1%, 이행액은 18.3%, 펀드 수는 21.0% 등으로 나타났는데, 펀드 수 증가율이 약정액 증가율보다 더 높게 나타나고 있다는 것은, 국내 사모펀드 시장 또한 펀드의 소형화 추세와 더불어 경쟁이 심화되고 있음을 보여주고 있다.

2021년말 기준 사모펀드를 운용사는 총 394개사로 전년(394개사) 대비 58개사(17.3%↑)가 늘었다. 그 중 전업사는 294개사로 74.6%의 비중을 차지했고, 창투계는 55개사(14.0%), 금융회사 GP는 45개사(11.4%) 등으로 나타났다.

2015년 이후 GP 구성변화를 보면, 전업 GP의 경우 2015년 그 비중이 56.3%에서 2021년 74.6%로 꾸준히 증가하고 있다. 금융회사나 창투 GP의 경우는 반대로 그 비중이 추세적으로 하락하고 있는데, 특히 금융회사 GP는 2015년 24.5%에서 2021년 11.4%로 -53.5%나 줄었다. 전업사 비중이 늘어나고 있다는 사실은, 바이아웃 사모펀드의 전문성이 점차 중요시되고 있음을 시사한다.

〈표1-13〉 국내 사모펀드 운용사 구성 현황

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
전업	94 (56.3)	115 (60.5)	138 (66.0)	168 (66.4)	210 (69.1)	246 (73.2)	294 (74.6)
금융 회사	41 (24.5)	41 (21.6)	35 (16.8)	37 (14.5)	38 (12.5)	37 (11.0)	45 (11.4)
창투 회사	32 (19.2)	34 (17.9)	36 (17.2)	49 (19.1)	56 (18.4)	53 (15.8)	55 (14.0)
계	167	190	209	254	304	336	394

자료) 금융감독원 (단위 : 개, %)
주) 창투회사는 창업투자회사, 신기술사업자 등임.

〈표1-14〉 국내 사모펀드 운용사 규모별 분류 및 약정액 비중

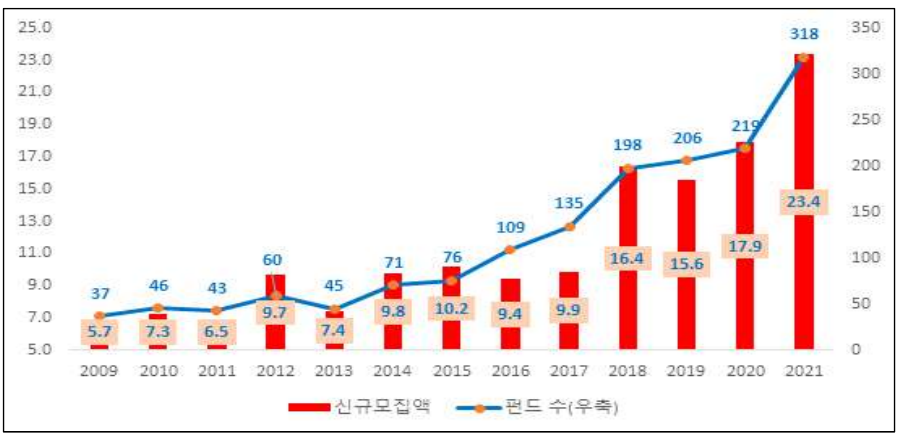
구분	GP 규모별 분류			GP 규모별 약정액 비중		
	2020년	2022년	증감 (증감률)	2020년	2021년	증감 (%p)
대형 GP	23	31	8 (34.8)	55.9	57.6	1.7
중형 GP	125	151	26 (20.8)	38.5	37.1	-1.4
소형 GP	188	212	24 (12.8)	5.6	5.3	-0.3

자료) 금융감독원 (단위 : 사, %, %p)

국내 사모펀드 운용사의 경우, 출자약정액 규모에 따라 대형사(1조원 이상), 중형사(1천억~1조원), 소형사(1천억원 미만) 등으로 구분하고 있는데, 2021년 기준 총 394개사의 GP 중, 대형사는 31사, 중형사 151사, 소형는 212사였다. 전체 운용사의 7.9%를 차지하고 있는 대형 GP의 자금 규모가 57.6%에 달하는 등 대형 GP로의 자금 집중도가 매우 높았고, 소형 GP의 경우, 2021년 약정액 비중이 5.3%에 불과, 영세업체의 난립으로 경쟁이 격화되고 있음을 알 수 있다.

2021년 318개의 사모펀드가 새롭게 설립되었고, 신규 모집자금은 23.4조원에 달했다. 펀드 수는 2020년(219개) 대비 45.2%가 증가했고, 자금 모집액은 2020년(17.9조원) 대비 30.7% 증가했다. 2021년 들어 펀드 설립과 모집 자금이 큰 폭으로 늘었는데, 이는 사전에 주요 내용이 예고되었던 2021년 자본시장법 개정안이 업계의 요구에 부합했음을 반증했다.

[그림1-13] 국내 사모펀드 신규 모집액 및 등록펀드 수 추이



자료) 금융감독원 (단위 : 개, 조원)

2021년 새로 설립된 318개의 사모펀드를 규모별로 보면, 출자약정액 3천억원 이상의 대형 펀드(17개), 중형(48개), 소형(253개) 등이었다. 전체적으로 신설 펀드 수가 늘어나긴 했지만, 상대적으로 1천억원 미만의 소형 펀드 설립이 늘어나면서, 향후 경쟁이 심화될 것임을 시사했다.

<표1-15> 국내 신규설립 사모펀드 규모별 현황

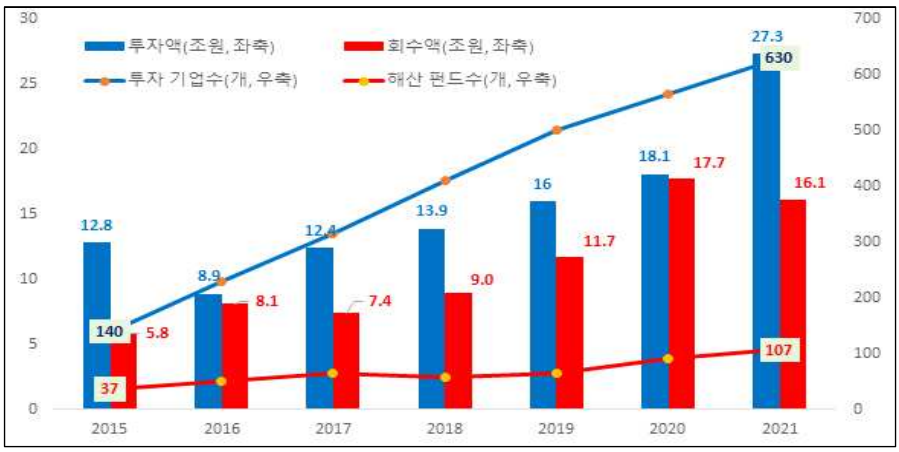
구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
대형	8 (10.5)	7 (6.4)	5 (3.7)	13 (6.6)	8 (3.9)	12 (5.5)	17 (5.3)
중형	22 (29.0)	22 (20.2)	22 (16.3)	33 (16.7)	36 (17.5)	37 (16.9)	48 (15.1)
소형	46 (60.5)	80 (73.4)	108 (80.0)	152 (76.8)	162 (78.6)	170 (77.6)	253 (79.6)
계	76	109	135	198	206	219	318

자료) 금융감독원 (단위 : 개, ( )은 %)
주) 출자약정액 기준 대형(3,000억 이상), 중형(1,000~3,000억), 소형(1.000억 미만)

2021년 중 사모펀드 투자는 총 630개사를 대상으로 27.3조원의 자금이 집행되었는데, 2020년(18.1조원) 대비 9.2조원(50.8%↑)이 증가하는 등 신규투자가 크게 늘었다. 27.3조원 중 국내 투자액은 22.9조원, 해외투자액은 4.4조원으로, 2020년(국내14.5조원, 해외3.6조원) 대비 투자액이 각각 8.4조원(57.9%↑), 0.8조원(22.2%↑) 늘어나, 국내 투자 비중이 83.9%에 달하는 등 해외 투자가 부진한 양상을 보였다.

2021년도 투자 회수액은 16.1조원이며, 107개 사모펀드가 해산되었다. 해산 사모펀드 수는 전년(91개) 대비 16개가 늘었으나, 회수액은 2020년(17.7조원) 대비 1.6조원이 줄었다. 해산 펀드 수가 증가했음에도 회수액이 줄었다는 것은, 투자 기업의 실적이 악화되었을 가능성이 크다. 투자회수액을 단계별로 구분하면, 중간회수(배당 등)가 4.8조원(29.8%), 최종회수(IPO, M&A 등)는 11.3조원(70.2%)이었다. 한편 해산 펀드 107개의 평균 존속기간은 3.7년이었다.

[그림1-14] 국내 사모펀드 투자 및 회수 추이



자료) 금융감독원 (단위 : 조원, 개사)

국내 사모펀드 시장 동향과 변화 추세를 고려하면, 향후 국내 사모펀드 시장의 변화 방향에 대하여 개략적인 예측이 가능하다.

〈표1-16〉 국내 사모펀드 연도별 미집행잔액 및 투자이행률 추이

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
미집행잔액	20.1	18.6	17.1	18.9	22.6	26.5	28.7
투자이행률	65.6	70.1	72.7	74.8	73.2	72.7	75.3

자료) 금융감독원 (단위 : 조원, %)
주) 투자이행률 = (이행액 / 약정액) × 100

첫째, 국내 사모펀드 시장의 외형성장세는 당분가 지속될 것으로 보인다. 무엇보다 연기금 등 주요 투자자들의 대체투자 수요가 추세적으로 꾸준하게 증가하고 있기 때문이다. 여기에 출자약정액과 신규모집액 또한 그 증가세가 추세적으로 지속되고 있다. 사모펀드가 유치한 투자약정액 중 아직 투자가 집행되지 않은 미집행 잔액(Dry Powder)은 일종의 투자 대기

자금이라 할 수 있는데, 2021년 말 기준 28.7조원에 육박하고 있으며, 코로나 국면과 글로벌 양적긴축 과정에서 한계에 몰린 기업들의 구조조정도 본격화될 것으로 예상되기 때문이다.

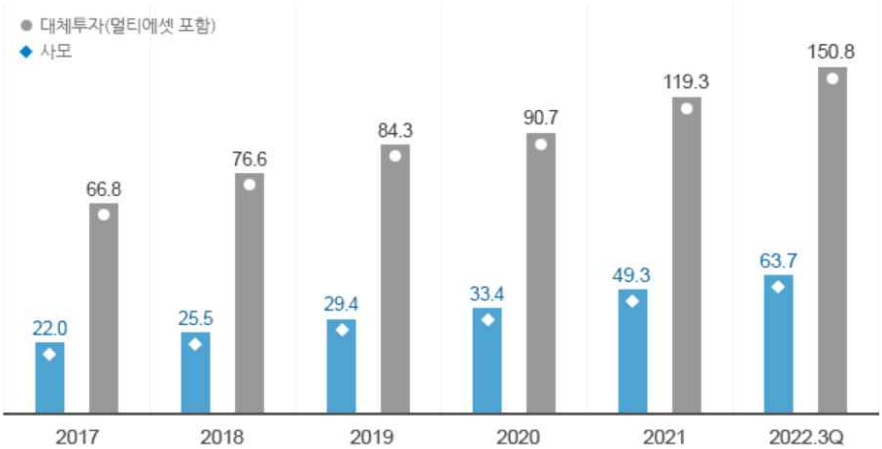
둘째, 중소형 운용사 및 펀드의 시장 진입이 늘어남에 따라, 기업 M&A 시장 경쟁은 더욱 격화될 전망이다. 운용사(GP)의 규모를 보면, 2021 기준 총 394개사 중 중형사(151개사) 비중은 38.3%, 소형사(212개사) 비중은 53.8%로, 중·소형사를 합산하면 그 비중이 92.1%에 육박하지만, 이들의 약정액 비중은 42.4%로 중소업체가 난립되어 있다. 2021년 새로 설립된 펀드 또한 253개 펀드가 1천억원 미만의 소형 펀드로 그 비중이 80%에 육박하고 있다. 이는 인수기업 발굴에 있어 중소형업체 간 경쟁이 격화될 수밖에 없다는 것을 시사하고 있으며, 중소형 운용사들의 진입과 퇴출 또한 매우 빈번해질 것으로 예상할 수 있다.

셋째, 2004년 제도 도입 이후 국내 사모펀드 업계가 투자에서 회수까지의 한 사이클을 경험함에 따라, 앞으로는 펀드 수익 극대화 차원에서 투자 포트폴리오의 다변화와 함께 보다 더 많은 레버리지를 활용한 공격적 투자를 진행할 것이라고 추정할 수 있다. 사모펀드가 도입된 이후 약 18년이 경과함에 따라, 사모펀드 업계의 경험은 충분하다. 여기에 사모펀드 시장으로 유입되고 있는 대규모의 자금 흐름 추세를 반영하면, 향후 투자 포트폴리오가 더 다양해질 것이라고 예측할 수 있다. 인수 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 산업 및 소비 패턴의 급격한 변화는 기존 투자 포트폴리오의 변화를 요구하고 있기 때문이다. 실제로 국내 사모펀드 투자는 벤처기업, 구조조정 업종, 중공업 및 제조업 위주의 투자에서, 점차 소비자와 직접 접촉하는 유통업, 음·식료업, 인터넷 포털, 체인점 등으로 다양화되어 왔다. 게다가 투자자들의 요구에 부응하기 위해, 이전보다 레버리지를 더 적극적으로 활용하는 공격적 투자를 진행할 것이라 추정할 수 있다.

국내 사모펀드 주요 투자자 현황

우리나라 사모펀드 시장도 글로벌 시장과 유사하게 연기금 등이 주요 투자자로 부상하고 있다. 국민연금 기금운용본부가 제공하는 자산운용 현황에 따르면, 2022년 9월말 기준 국민연금 총자산은 896.6조원이며, 이중 대체투자가 150.8조원으로, 대체투자 비중은 16.8%에 달했다.[45)]

[그림1-15] 국민연금 대체투자 및 사모(私募)투자 추이



자료) 국민연금 기금운용본부 (단위 : 조원)
주) 사모(私募) 투자는 사모펀드와 헤지펀드, 사모대출 등을 포함한다.

국민연금의 대체투자 추이를 구체적으로 살펴보면, 2017년 66.8조원에서 2022년 3사분기 150.8조원으로 약 5년 동안 2.3배가 늘어났다. 대체투자 중 사모(私募)투자는 2017년 22조원에서 2022년 3사분기 63.7조원으로 2.9배가 증가해, 대체투자 내에서도 상대적으로 사모(私募)투자 가 더 큰 폭으로 증가했음을 알 수 있다. 사모(私募) 투자 중 사모펀드 투자 규모가 얼마인지는 불분명하지만, 대체투자 중 사모(私募) 투자 비중이 2017년 32.9%에서 2022년 9월 42.2%까지 추세적으로 증가하고 있다는 점에

45) 2022년 9월 기준 국민연금 대체투자는 총 150.8조원, 이중 사모(私募)투자 63.7조원(42.2%), 부동산 46.7조원(31.0%), 인프라 투자 38.6조원(25.6%)임.

비춰볼 때, 사모펀드 투자 또한 큰 폭으로 증가하고 있을 것이라는 사실을 유추할 수 있다.

공무원연금의 경우 2021년 말 총 금융투자자산 규모는 8조 1,055억 원이었으며, 이중 대체투자는 2조 911억원으로, 대체투자 비중은 25.8%에 달했다.

우정사업본부의 운용자금 규모[46]는 2021년 말 예금사업단(83조3880억원)과 보험사업단(58조4493억원)을 합쳐 총 141조 8,373억원이다. 이 중 대체투자는 예금사업단이 7.2%(5조9912억원)의 비중을, 보험사업단은 10.5%(6조1461억원) 비중을 기록하고 있다. 예금사업단이 최근 5년간 5~7% 수준을 유지하고 있는 것에 비해, 보험사업단은 5%에서 10%까지 비중을 끌어올렸다.

국내 사모펀드 운용사 현황 ; 부동의 1위 MBK 파트너스

출자 약정액을 기준으로 우리나라 사모펀드 상위 10개 운용사 현황을 보면 아래 표와 같다. 그런데 상위 10개사 중에는 산업은행이나 연합자산운용 등과 순수한 바이아웃 사모펀드라고 보기는 어려운 운용사들도 포함되어있다.[47]

〈표1-17〉 국내 사모펀드 운용사 순위

순위	2013.03		2019년말	
	GP 명칭	약정액	GP 명칭	약정액
1	MBK 파트너스	53,217	MBK 파트너스	108,010
2	한국산업은행	43,970	한앤컴퍼니	81,215
3	미레에셋자산운용	18,189	IMM PE	53.056
4	맥쿼리자산운용	17,642	IMM Investment	34,861

46) '한국의 LP들②' (아주경제, 2022.05.23.)
47) 산업은행이나 유암코는 주로 공동투자나 정부 주도의 구조조정 투자를 위한 목적으로 운영되기 때문에, 순수한 의미의 바이아웃 사모펀드와는 차이가 있다.

5	연합자산관리(유암코)	15,707	한국산업은행	33,128
6	IMM Prrvate Equity	13,046	연합자산운용(유암코)	32,612
7	이큐파트너스	11,792	STIC Investment	31,663
8	신한PE투자자문	11,691	VIG Pareters	27,542
9	보고인베스트먼트	10,583	JKL 파트너스	14,952
10	KTB PE	9,342	한국투자 PE	14,639

자료) 2013년 순위(이원희, 2015), 2019년 순위(윤승환, 2020) (단위 : 억원)
주) 출자약정액 기준 순위이며, 2이상의 GP가 운용중인 공동펀드의 경우 2013년 자료는 GP수대로 안분했고, 2019년 자료는 전체 약정액으로 일괄 집계 한 것임.

2019년 현재 국내 1위의 운용사는 'MBK파트너스'로 오랫동안 업계 1위의 자리를 유지하고 있다. 김병주 대표는 2005년 글로벌 운용사인 칼라일을 나와 MBK를 설립했다. 2015년 영국 태스코로부터 대형마트인 '홈플러스'를 7조 2,250억원에 인수하면서, 아시아에서 손꼽히는 바이아웃 사모펀드 운용사로 도약했다. 이전까지는 차입인수 후 인위적 구조조정을 통해 비용절감에 주력하는 미국식 전략에서 벗어나, 기업경영을 통해 새로운 가치를 창출하는 한국적 바이아웃 전략을 주도했다는 평가를 받았었다. 하지만 홈플러스를 차입인수(LBO)한 후, 인력 감원과 자산매각 등 전형적인 기업사냥꾼의 진면목을 드러냈다.

한앤컴퍼니는 2010년 모건스탠리 PE 한국대표였던 한상원 대표가 독립하면서 설립했다. 모건스탠리 재직 당시 쌍용(현 GS글로벌), 현대로템 등의 거래를 주도하면서 주목을 받았다. 20년간 소니코리아를 이끈 윤여을 회장과 손잡고 한앤컴퍼니를 만들었는데, 설립 1년만인 2011년 8,000억원 규모의 블리안드 펀드를 조성했으며, 설립 5년 만에 운용자산 3조원들 돌파했고, 현재 업계 2위에 올라있다. 주요 투자 대상은 시멘트, 해운, 자동차 부품 등 굴뚝산업을 중심으로 비슷한 업종의 기업들을 인수해 시너지를 내는 방식으로 '집중투자'와 '장기투자' 전략을 구사하고 있다.

IMM은 송인준 IMM PE 대표와 김영호 부대표, 지성배 IMM 인베스트먼트 대표 등 창업파트너들이 모두 서울대 경영학과를 졸업한 공인회계

사 출신들이다. 2001년 기업구조조정전문회사(CRC)로 시작한 IMM은 3년 후 IMM창업투자를 합병 벤처캐피탈인 IMM인베스트먼트를 설립했고, 2006년에는 사모펀드 사업부를 분리해 IMM PE를 설립했다. 주요 투자로는 우리은행 지분 인수와 주방가구업체 한샘의 경영권 인수가 있으며, 바이오 및 엔터 분야에 전략적 투자를 진행하는 것으로 알려져 있다.

Ⅳ. 사모펀드(PEF) 주요 쟁점

1. 양날의 칼 레버리지 : 차입인수(LBO)

전통적 바이아웃 전략을 구사하는 사모펀드라 하더라도, 자기자금의 100%를 사용하여 기업을 인수하는 경우는 거의 없다. 사모펀드는 기본적으로 투자이익 극대화를 위해 레버리지를 활용하는데, 투자규모가 크면 클수록 더 많은 규모의 레버리지를 활용해야 투자수익률을 높일 수 있다. 게다가 자금을 빌려서 투자하는 경우 지출되는 이자 비용에 대해서는 세금이 면제되므로, 사모펀드 입장에서는 자금을 차입하려는 유인이 매우 높다. 결국 레버리지가 없다면 사모펀드라는 사업모델 자체가 성립할 수 없다고 말할 수 있다. 하지만 큰 폭의 레버리지를 이용한 차입인수(LBO)는 양날의 검으로서의 리스크를 가지고 있다. 자기자본 비율이 낮은 인수합병(M&A)의 경우, 결과적으로 피인수기업의 생존과 지속가능성에 큰 위협을 주는 경우가 다반사였기 때문이다.

캘리포니아 주립대 폴리테크닉대학 연구팀은 차입인수(LBO)가 피인수기업의 파산 위험에 미치는 영향을, 1980년부터 2006년 사이에 발생한 미국 상장 기업들의 대규모 LBO 사례 484건을 이용하여 분석했다. 연구결과에 따르면 LBO를 통해 인수된 피인수기업들의 경우 LBO를 이용하지 않은

피인수기업들에 비해 파산 위험이 10배 이상 높았다. LBO로 인수된 피인수기업들(실험집단)의 경우 인수 후 10년간 파산하는 비율이 20%에 달한 반면, LBO로 인수되지 않은 피인수기업들(통제집단)의 경우 그 비율이 2%밖에 되지 않았다.[48)]

세계 최대 장난감 유통업체인 토이저러스의 경우, 차입인수(LBO)에 의해 기업이 망하게 된 대표적 사례라 할 수 있다. 사모펀드 베인캐피탈과 KKR 등은 2005년 공동으로 66억 달러에 토이저러스를 인수했는데, 이중 50억 달러가 차입금(LBO)으로, 매년 4억 달러 이상의 이자비용을 지급하게 되면서, 2017년 파산보호 신청을 하게 됐다.

미국이나 우리나라는 차입인수(LBO)에 대한 일반적 정의는 물론이고 사회적 논란의 주된 쟁점 또한 매우 다르다. 우리나라는 사모펀드가 피인수기업의 자산을 담보로 하여 인수자금을 차입하는 것을 포괄적으로 차입인수라 정의하고 있는데, 이 경우 상법 상 배임죄 해당여부가 주된 관심사였다. 그리고 대개 사회적 논란은 차입인수 사례에 대한 법원의 판단 잣대가 일관적이지 못해 발생했다.

우리나라에서 차입인수에 대한 정의는 대법원에 의해 내려졌다. 동양메이저가 한일합섬을 인수한 차입인수 사건 판결에서 “이른 바 차입인수 또는 LBO란 일의적인 법적 개념이 아니라, 일반적으로 기업 인수를 위한 자금의 상당 부분에 대하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공하거나, 그 상당 부분을 피인수기업의 자산으로 변제하기로 하여, 차입한 자금으로 충당하는 방식의 기업인수 기법을 일괄하여 부르는 경영학적 용어”라고 정의했다.[49)] 여기서 핵심적인 개념은 피인수 기업의 자산을 어떤 식으로든 인수자금 조성에 관여시킨다는 점이다. 이로인해 차입인수는 기본적으로 상법상 배임죄가 적용될 가능성이 많았다. 차입인수는 ‘차입금 이전(Debt

48) ‘Leverged Buyouts and Financial Distress’ (Ayash Brian & Mahdi Rastad, 2020)
49) 대법원(2010.4.15.) 선고 2009도6634

Push-Down)'으로 인하여, 인수합병 후 존속기업의 부채비율이 필연적으로 올라가기 때문이다.

상법상의 배임 가능성 때문에, 사모펀드 도입초기 차입인수 사례는 드물었지만, 사모펀드 운용사들은 배임 문제를 해결할 '차입금 이전 방식'의 구체적 방법을 찾았고, '합병', '유상감자' 그리고 '2개의 SPC 병행 설립'이라는 3가지 수단을 발굴했다. 개략적으로 설명하면 다음과 같다.

첫째, 피인수기업과의 합병이 가장 흔한 방식이다. 합병의 장점은 SPC의 설립 및 합병과 관련된 절차가 매우 간단하고 신속하다는 점이다. 하지만 합병에 반대하는 주주들의 주식매수청구권에 추가 비용이 소요될 수 있다. 합병 과정에서 피인수기업의 자산이나 현금 흐름을 담보로 자금을 차입할 경우, 배임 이슈가 언제든지 제기될 가능성이 있기 때문에, 대개 피인수기업이 자금 차입을 주도하는 '매도자 융자(vendor financing) 방식'을 사용하는 것으로 알려져 있다.

둘째, 유상감자 방식으로, 대표적 사례가 2010년 대선주조 차입인수였다. 이는 차입금으로 기업을 인수 합병한 후 자본을 유상으로 감자하고, 이 때 주주가 가져가는 환급금으로 차입금을 상환하는 방식이다. 감자 환급금은 주로 차입을 통해 조달한다. 이 방식의 장점은 과세 문제가 없다는 점이지만, 합병 이후 유상감자까지 복잡한 절차로 인해 많은 시간이 걸린다는 단점이 있다.

셋째, SPC를 2개 설립하여 1개 SPC는 피인수기업과 합병하고, 나머지 SPC는 합병 후 존속기업으로 배당을 받아 원리금을 상환하는 방식이다. 이 구조는 합병하지 않는 SPC를 배당금에 대해 면세 혜택을 받는 지주회사로 만들기 위한 것이었지만, 국세청이 과세 대상으로 간주하고 있어 현실에서 그 사례가 드물다. 대표적으로 OB맥주를 인수한 KKR의 배당금에 대해 국세청이 과세한 바 있다. 하지만 글로벌 사모펀드의 경우 SPC를 여러 국가에 걸쳐 여러 층위로 설립하는 것이 매우 일반적 방식이기 때문에 사실 법망을 피해가기 쉽다. 무엇보다 다양한 국가에 분산 설립할 경우, 그 실제적인 레버리지를 파악하는 것이 사실상 불가능하다.

미국의 경우는 차입금의 규모가 일정 규모 이상인 경우를 차입인수라 정의하는데, 시장의 유동성이 풍부한 경우 사모펀드의 레버리지 수준이 더욱 더 커졌고, 그때마다 사모펀드의 약탈적 행위에 대한 사회적 논란 또한 거세졌다. 현실적으로 차입인수와 그 외 바이아웃 거래를 잘 구분하지는 않는데, 미국의 바이아웃 사모펀드는 대개 피인수기업의 자산을 담보로 자금을 차입하는 것이 일반적이기 때문이다. 그럼에도 차입인수에 대한 금융당국의 기준은 존재한다. 2013년 연방예금공사와 연방준비제도이사회 그리고 통화감독청이 공동으로 작성하여 발표한 가이드라인에 따르면, 대상기업의 총 부채가 상각 전 영업이익(EBITDA)의 4배 이상, 혹은 선순위 부채(senior debt)가 상각 전 영업이익의 3배 이상이면 차입인수라 정의하고 있다. 미국에서는 차입인수 거래 자체가 합법이냐 불법이냐를 논의한 판례는 없다. 미국의 경우 M&A와 관련된 판례는 증권거래법 등 일반적으로 증권과 관련된 절차를 준수하였는지, 일반적인 증권 법규상 사기는 없었는지, 그리고 경영진들이 주주의 이익을 위해 합리적인 범위 내에서 선량한 관리자의 의무를 다하였는지 등을 판단한다.

차입인수(LBO) 관련 사회적 논란 사례들

레버리지는 사모펀드가 수익률을 높일 수 있는 주된 요인 중의 하나임은 분명하다. 레버리지 정도에 비례하여 수익이 늘어나기 데다가, 인수 과정에서 조달한 대출금에 대한 이자는 소득공제가 가능하기 때문이다. 작가이자 칼럼니스트인 윌리엄 코핸(William D. Cohan)은 감세혜택은 국가가 사모펀드(PEF)에 보조금을 제공하는 것과 같다고 비판했는데, 사모펀드가 벌어들인 막대한 수익에 대해 감세혜택이 주어지면 부족한 세수는 결국 다른 곳에서 충당할 수밖에 없기 때문이라고 설명했다. 코헨은 “부채는 LBO에 꼭 필요한 요소이기 때문에 만일 엄청난 감세 혜택이 없다면 사모펀드 업계나 LBO 거래는 존재하지 않을 것이다”라고 주장했다.[50]

한편 1980년대 말 미국 의회는 적대적 인수합병과 높은 레버리지를 구

사하는 차입인수 M&A 사례에 대한 청문회를 열어 기업구조조정으로 영향을 받는 다양한 이해관계자들로부터 많은 증언을 청취한 바 있다. 당시 노동조합대표, 대기업최고 경영자, 저명한 은행가, 경제 전문기자, 변호사, 경제학자들 대개가 높은 레버리지의 차입인수가 국가경제와 기업금융 시장에 가져올 위험에 대해 우려를 표명했었다. 이처럼 사모펀드의 차입인수에 대한 대중의 반응은 결코 우호적이지 않았으며, 1990년대 들어 정크본드 시장이 붕괴하고 정치적인 규제압력을 받게 되자 높은 레버리지의 자금조달이 어려워졌다. 실제로 89년 총 M&A 건수 중 LBO 비중은 9.85%로 최고치를 기록한 이래, 점차 그 비중이 축소되어 96년에는 2.41%까지 낮아졌다. 비정상적인 초과수익을 가능하게 만들었던 높은 수준의 레버지리가 축소되자, 사모펀드 시장이 자연스럽게 위축된 것이었다.[51]

'배당 지급을 위한 추가 대출(Dividend Recapitalized)' 논란

글로벌 사모펀드의 차입인수 사례 중 '배당 지급을 위한 추가 대출'을 둘러싼 논란 또한 매우 격렬하다. '배당 지급을 위한 추가 대출'은 사모펀드가 기업을 인수한 다음 그 기업의 자산을 담보로 추가 대출을 받아, 스스로에게 배당금을 지급하는 것을 말한다. 사모펀드의 입장에서는 수익을 배분받는 여러 방법 중 하나일 뿐이라고 주장하지만, 피인수기업의 입장에서는 사업구조를 개선하거나 사업을 확장하는 것이 아님에도 빚만 늘어나기 때문에 사회적으로 심각한 문제를 야기한 것이었다.

2010년 말 포브스(Forbes)지에 실린 한 기사는 이 문제를 다음과 같이 지적했다. "재무제표의 부채 비율을 높이면서도 정작 이득은 전혀 없는 상황이라 투자자도 회사 직원들도 종국에는 더욱 곤란해진다. 수십억 달러가 적힌 수표가 우편으로 송부되지만 정작 연구인력 채용, 설비 투자, 기술

50) William D. Cohan, "Private Equity's Public Subsidy is a Tragedy", Bloomberg. (2012.01.22.)
51) '약탈적 기업사냥꾼 사모펀드' (이한진, 2013)

개발 등에는 투자가 이뤄지지 않는다.“[52]

2011년에는 롬니의 대선 출마를 계기로 ‘배당 지급을 위한 추가 대출’이 다시 한 번 논란의 대상이 됐다. 롬니가 베인 캐피탈(Bain Capital)에 대표로 근무하던 당시의 기업인수 사례 중 추가 대출이 주요 원인으로 작용, 기업이 파산한 사례가 있었기 때문이다. 피해기업은 베인캐피탈이 1994년 인수한 '데이드 인터내셔널(Dade International:의료기기제조업체)'으로, 베인캐피탈이 2억 4200만 달러를 배당금으로 챙긴 뒤 파산했다. ‘데이드 인터내셔널’의 전직 사장은 배당금으로 100만 달러를 벌었지만, 돌이켜 생각해보면 확실히 잘못된 결정이었다고 고백했다.[53]

포춘 소속의 댄 프리맥은 롬니의 행위가 노숙자에게 먹을 것과 입을 것을 제공하고 나중에 노숙자가 다시 돈을 벌기 시작하자, 가진 것을 몽땅 빼앗아버린 다음 굶어 죽어가는 것을 지켜보는 것과 다르지 않다고 꼬집었다. 덧붙여 “배당 지급을 위한 추가 대출은 사모펀드 업계가 저지를 수 있는 최악의 행위이며, 업계가 파괴적인 금융공학자로 악명을 날리는데 기여했다”고 평가했다.[54]

사모펀드의 차입인수(LBO) 원천금지 명문화 필요

기업이 보유한 자산을 투자가 아니라 부채에 대한 이자를 지급하는데 소모하게 되면 성장 역량은 약화될 수밖에 없다. 더구나 차입인수는 차입을 일으킨 실질적인 주체가 사모펀드임에도 불구하고, 사모펀드가 원리금 상환을 책임지는 것이 아니라 피인수기업이 원리금 상환의 주요 책임을 지게 되며, 돈을 빌린 주체가 사모펀드임에도 원리금을 상환하지 못하면

52) Ken Hackel, “How Dividends Can Destroy Value”, Forbes.com. (2010.12.13.)
53) Michael Barbaro, “After a Romney Deal, Profits and Layoffs” New York Times. (2011.11.12.)
54) Dan Primack, “A Romny Talking Point That Should Stick” Fortune.com. (2011.12.13.)

사모펀드가 아니라 피인수기업이 부도를 맞게 되는 어처구니없는 상황이 벌어진다는데 근본적으로 문제가 있다.

현재 우리나라는 차입인수에 대하여 '배임'이라는 잣대를 적용하고 있긴 하지만, 명문화된 판단기준이 없어 혼란을 야기하고 있다. 판단기준은 오직 판례뿐인데, 판례는 해당 사건에만 기속력을 가지는 제한된 효과만 지니기 때문이다. 따라서 사모펀드가 기업을 인수함에 있어, 피인수기업의 자산을 담보로, 차입자금을 조달하거나 배당에 필요한 자금을 조달하는 등 LBO 관련 모든 대출을 원천적으로 금지시키는 내용을 관련 법률에 명문화시키는 것이 필요하다.

2. '약탈적 기업사냥꾼' Vs 기업가치제고

사모펀드를 바라보는 사회적 시각은 두 종류다. 자본이나 주류적 시각에서는 사모펀드는 기업가치제고에 기여하는 모험자본[55]으로서의 역할을 수행하고 있다고 주장한다. 반면 노동이나 시민사회의 입장에서는 투기와 횡령, 악랄한 구조조정이라는 '약탈적 기업사냥꾼'이라 생각한다. 사모펀드를 둘러싼 긍정과 부정의 찬반양론이 존재하지만, 어떤 모습으로 사회에 투영될 것인지에 대한 선택은 기본적으로 사모펀드 스스로에 달려있다. 그동안 사모펀드가 '매출 증대를 통한 기업가치 증가' 전략과 '재무적 구조조정을 통한 기업가치 증가' 전략 중 무엇을 선택하였는지에 따라 그 사회적 시각이 달라졌기 때문이다.

---

55) 모험자본의 역할은 다음과 같이 정의된다. 첫째, 혁신에 필요한 자본을 공급하여 경제성장 및 고용창출에 기여한다. 둘째, 기업지배구조 개선과 경영지원을 통하여 기업의 효율성을 개선한다. 셋째, 다양한 거래 수요 진작을 통하여 금융투자업의 발전을 촉진시킨다.

사모펀드의 가장 바람직한 유형은, 기업을 인수한 후 추가적인 투자와 경영 혁신을 통해 매출이나 마진을 늘려서 상각 전 영업이익(EBITDA)을 증가시키는 방식으로 기업 가치를 제고하는 전략이라 할 수 있다. 이 전략은 사모펀드가 피인수기업의 산업분야에 대한 전문적 지식을 가지고 새로운 사업전략 수립이나 공급체계 개선, 설비투자와 기술혁신 그리고 생산과정 개선이나 사무 혁신 등을 통하여 매출과 영업이익을 증대시킬 수 있을 것이라는 기대에 근거한다. 현실적으로 쉽지 않은 접근법인데, 사모펀드의 가장 중요한 운영 원칙이 수익률 극대화인데다가, 펀드의 청산기간이 존재하기 때문에, 인수 후 5년 내에는 반드시 수익을 내야 하기 때문이다.

긍정적 입장에서는 모험자본의 성격을 지닌 사모펀드가 다음과 같은 사회적 역할을 수행한다고 주장한다. 첫째, 기업의 가치제고에 기여한다. 바이아웃 사모펀드는 기업 인수 이후, 경영의 투명성과 효율성을 높여 기업 가치를 증대시키는 목적에만 집중한다는 것이다. 둘째, 자금조달의 다각화로 기업 성장에 도움을 준다. 사모펀드가 기업에 투입하는 자금은 추가적인 성장이나 구조조정을 위한 것으로, 대개 5년 만기의 자금 투입이 가능하며, 이자비용이 추가되기 않는 지분 투자 형태의 자금유치도 가능하다는 것이다.

하지만, 현실에서 사모펀드에서 주로 활용하는 기업 가치 상승 전략은 대개 '구조조정(Restructuring)'이다. 차입인수 기법을 구사했던 글로벌 사모펀드들이, 기업을 인수한 후 가혹한 구조조정을 통해 기업 가치를 단기간에 상승시켜 투자를 회수했던 방법들이 바로 이 전략이다. 이 전략이 사용하는 기법들로는 '배당 목적의 자본구조 재조정(Dividend Recap), 회사분할, 직원 해고, 세금차익거래(Tax Arbitrage), 채권재매입(Buying Back Debt), 부채교환(Debt Exchange)' 등이 있다.[56] 이러한 기법들을 통칭하

56) 배당목적의 자본 재조정은 주주인 사모펀드에 배당하기 위해 고수익 채권을 발행하는 것. 회사분할은 부동산이 많은 피인수기업을 운영회사와 부동산 회사로 분할하여, 부동산을 한 회사에 집중 시킨 후 두 회사가 세일즈 앤 리스 백(sales & lease back) 계약을 체결하는 것. 채권 재매입은 시중에 유통되는 피인수기업

여 '구조조정(Restructuring)' 전략이라 부른다. 이러한 기법들은 사모펀드가 피인수기업을 계속기업(Ongoing Business)으로 간주하는 것이 아니라 보유 현금이나 자산을 빼먹거나 약탈하는 대상으로 간주한다는 점에서 사회적 논란의 근본 원인이 되어왔다.

이처럼 현실에 투영된 사모펀드는 고용창출이나 기업의 효율성 향상은 커녕 악랄한 구조조정으로 피인수기업은 물론 당해 노동자들에까지 큰 피해를 입힌 사례가 비일비재했다.

부정적 입장에서 사모펀드의 단점으로 제기하는 문제들은 다음과 같다. 첫째, 기업의 성장 동력을 훼손한다. 단기적 관점에서의 성과도출에 집착하기 때문이다. 둘째, 기업의 재무구조를 악화시킨다. 사모펀드는 배당금과 자문수수료 그리고 외부 차입금을 피인수기업의 부담으로 쉽게 돌릴 수 있기 때문이다. 셋째, M&A 시장 경쟁을 격화시켜 기업인수비용을 높인다. 이는 사회적으로 꼭 필요한 M&A를 오히려 구축(驅逐)시키는 결과를 낳을 수 있다.

미국에서 사모펀드에 대한 부정적 입장은, 2012년 미국 대선 과정을 통하여 크게 부각됐고, 사모펀드의 실체적 진실이 잘 드러나는 계기로도 작용했다. 당시 공화당 후보였던 '밋 롬니(Mitt Romney)'가 글로벌 사모펀드 베인 캐피털(Bain Capital)의 전 대표였기 때문에, 후보 경선이나 본선 과정에서 상대 진영은 물론 언론들로부터 거센 비판을 받았다. 비판의 주된 내용은 '기업을 헐값에 매입한 후 분할매각하여 일자리를 빼앗는 기업사냥꾼', '수많은 기업을 파산시키고, 일자리를 없앴다', '이러한 악랄한 방식과 탈세로 엄청난 부를 축적했다' 등 이었다.[57]

의 부채를 싼 값에 매입하여 부채 비용을 감소시키는 것. 부채교환은 채권자에게 원금 삭감을 요청하는 방식이다.

57) Los Angeles Tines "Gingrich, Romney Exchange Blows"(2011.12.12.), ABcnews.com "Axelord Jabs Gingrich : Higher a Monkey Climbs...More You Can See His Butt"(2011.12.13.) 등의 기사 내용을 인용.

롬니의 대선 출마 이후 촉발된 사모펀드 관련 일자리 문제는 사회 전반에 걸쳐 폭넓게 영향을 미쳤고, 사모펀드 운용사들은 적절한 대처를 위해 노력했지만, 사모펀드가 '일자리 파괴자'라는 이미지를 반박할만한 증거를 내놓지는 못했다. 사모펀드가 고용에 미치는 영향에 관한 여러 연구결과들 또한 명확한 답은 없었지만, 사모펀드 피인수기업들 사례에서 확률적으로 일자리 문제가 더 심각했었던 것은 아니라고 해서, 문제를 회피할 수는 없었다. 사모펀드가 그간 사회적으로 격한 논란이 될 정도의 고용 문제를 야기한 사례가 너무도 많았기 때문이다.

이처럼 2012년 미국 대선 전 당시 사모펀드 관련한 사회적 논란은 매우 중요한 의미를 지닌다. 첫째, 무엇보다 사모펀드의 실체적 모습이 대중들에게 제대로 드러나는 계기가 되었다. 둘째, 이후로도 사모펀드의 불투명성 때문에 피인수기업의 파산과 일자리가 없어진다는 비판이 지속적으로 제기됐고, 그 결과로서 2022년 2월 미국 증권거래위원회(SEC)가 사모(私募) 펀드의 정보 공개와 감독을 더욱 강화하는 규제방안[58]을 내놓았다는 사실이다. 이 규제안이 확정된다면 사모펀드의 행태가 지금보다 더 나빠지기는 어렵다는 점에서 매우 중요한 의미를 지닌다.

3. 운용사(GP)와 투자자(LP)의 이해 상충

2009년 ILPA(International Limited Partners Association)[59]가 유한책임

58) 미국 SEC는 2022년 사모펀드 시장 규모 확대와 이에 따른 시스템 리스크 증가, 투자자와 자문업자 간에 이해상충 문제 및 정보 비대칭에 따른 투명성 악화 문제 등을 제기하면서, 문제 해결 방안으로 사모펀드와 헤지펀드의 보고의무를 강화하는 동시에 사모펀드자문업자 대상으로 모니터링을 강화하는 한편, 투자자 보호 차원에서 관리감독도 강화하겠다는 방안을 발표했다.(이정은, 2022)

59) ILPA는 사모펀드에 투자하는 기관투자자들로 구성된 단체로, 사모펀드 운영상의 투명성 제고와 운용사에 지급되는 보수를 인하하기 위한 가이드라인을 만들었다. 설립 초기 저녁식사 모임으로 출발, 현재는 영향력 있는 단체로 발전했다.

사원(LP)과 업무집행사원(GP)의 이해관계를 일치시키는 일이 점점 힘들어지고 있다는 문제를 지적하면서, 투명성과 보수에 관한 원칙을 구체적으로 정하자는 투자원칙의 기본방향을 발표했다. 2011년 초 배포된 ILPA '사모펀드 원칙 제2판'[60]에 따르면 "과도한 운용보수, 거래보수, 그 외 각종 보수 및 수익의 원천을 통해 사모펀드가 벌어들이는 부는 (…) 이해관계 일치에 장애 요인이다"고 지적하면서, 이러한 유형의 보수는 바로 사모펀드 운용사로 들어 갈 것이 아니라 일단 펀드 내 적립할 것을 요구했다. 이렇게 하면 사모펀드 운용사가 각종 비용을 청구하더라도 최소한 기존의 분배 비율에 따라 수익을 배분하는 것이 가능하다는 판단 때문이었다. 이처럼 주요 사모펀드 투자자들은, 운용사의 운용보수와 성과보수에 기본적으로 과도하다는 입장은 물론, 이런저런 명목으로 부과하는 갖가지 수수료에 대해서도 비판의 목소리가 높이고 있는 상황이다.[61]

그런데 사모펀드 운용사(GP)와 투자자(LP) 간의 갈등이 심화된 계기는 글로벌 사모펀드 운용사(GP)가 상장하는 사례가 많아진데서 찾을 수 있다. 상장기업에 대한 공시의무로 글로벌 운용사들의 운용 방식이나 수익 규모가 명확하게 들어나게 되었기 때문이다.

특히 갈등이 심화되고 있는 문제는 거래보수(Transaction Fees)와 모니터링 보수(Monitoring Fees)다. 거래보수는 사모펀드 운용사가 거래 성사 시 피인수기업에 부과하는 보수이며, 모니터링 보수는 피인수기업에 구체적으로 명시되지 않은 자문 용역을 제공한 대가로 지급되는 보수다. 투자자들은 사모펀드 운용사들이 대상 기업으로부터 여러 명목으로 보수를 징수하고서도 자신들과 그 이익을 공유하지 않는다는 사실을 알게 되면서 특히 문제의식이 깊어진 것이라 추정할 수 있다.

2011년 말 한 연구보고서[62]에 따르면, 운용사 보수를 둘러싼 투자자들

60) ILPA, "Private Equity Principal, Version 2.0" (2011.01)
61) 'The New Tycoons' (Jason Kelly, 2012)

의 감시와 비난이 증가했지만, 정작 보수를 억제하는 데는 별로 효과가 없었다고 한다. 분석결과에 의하면, 모니터링보수와 거래보수가 금융위기 기간 동안 떨어졌다가 회복 과정에서 다시 상승했다. 또한 조사 대상 사모펀드 운용사 72 곳에서 응답자 중 약 20%는 보수의 전체 또는 상당 부분이 사모펀드 운용사로 곧바로 들어갔다고 답했다. 이러한 연구결과는 앞으로도 운용사와 투자자들 간의 갈등이 지속될 수밖에 없음을 시사하고 있다.

운용사(GP)의 사모펀드 출자액이 상대적으로 너무 적어, 운용사가 심각한 도덕적 해이에 빠질 수 있다는 비판도 존재한다. 펀드 전체의 경영 전반을 책임지면서도, GP 자신은 펀드 전체 금액의 1~2% 범위 내에서만 책임지면 되기 때문이다. 최근 투자자들이 운용사 핵심운용인력의 개인적 출자 비율을 좀 더 높이려는 시도가 점차 늘어나고 있는 이유도, GP와 LP의 이해관계를 일치시키기 위한 노력의 일환이다. 2015년 이후 국민연금이 사모펀드 위탁 운용사 선정에 있어, GP의 출자 비율을 중요 요소로 판단하고 있는 것도 동일한 맥락이다. 이처럼 거대 LP가 GP보다 우월한 정보력을 바탕으로 GP의 의사결정 과정에 참여하는 추세가 강화되고 있을 뿐 아니라, 직접투자에 대한 경험을 축적한 LP가 M&A 시장에서 GP와 경쟁하는 사례도 증가하고 있다. 실례로 CPPIB는 2015년에는 GE 캐피탈의 사모투자펀드 대출사업 부문 '안타레스 캐피탈(Antares Capital)'을 인수하는데 있어 블랙스톤, KKR, 아폴로 등의 쟁쟁한 운용사들을 제치고 단독 인수에 성공했다.

사모펀드 운용사(GP)와 주요 투자자(LP) 간의 갈등과 이해상충 문제는 노동조합이나 시민사회의 입장에서 매우 중요한 이슈이다. 공익적 성격이 강한 공적 연기금이나 국부펀드는 사모펀드의 주요 투자자로서, 기본적으로 사모펀드 운용사에 대하여 강력한 영향력을 보유하고 있다. 이러한 영

62) "Transaction and Monitoring Fees : On the Rebound?" Dechert LLP and Preqin (2011.11)

향력을 잘 활용한다면, 노동계가 사모펀드에 직접적으로 압력을 가하는 것이 힘든 상황에서 간접적인 압박 수단으로 활용할 수도 있고, 무엇보다 사모펀드가 기업을 인수하는데 있어 지켜야 할 '최소한의 원칙'이라는 사회적 합의를 만들어 가는 과정에서도 전략적으로 활용할 수 있기 때문이다.

Ⅴ. 소결

사모펀드에 의한 기업인수가 노동에게 긍정적으로 작용할지, 부정적으로 작용할지 예단하기는 어렵다. 하지만, 우리 사회가 점차 사모펀드 세상이 되어가고 있다는 것은 현실이다. 대체투자 수요가 늘어나면서, 해마다 사모펀드로 몰려드는 자금들이 폭증하고 있는데다가, 경제적 환경이 악화되고 있고, 공공부문 민영화와 구조조정도 예고되어 있다. 언제 어느 때 내가 속한 사업장이 사모펀드의 탐욕을 채워 줄 먹이 감이 될지 알 수 없게 된 것이다.

역사적으로 노동자는 비용을 줄이고 이익을 극대화하려는 사용자와 투쟁해왔다. 구조조정 반대 투쟁이 일상사가 되었지만, 기업사냥꾼 사모펀드가 대주주가 되는 순간 지금까지의 투쟁은 잊어야 할지 모른다. 사모펀드의 최대 목표는 재화의 생산이나 서비스를 어떻게 효율적으로 조직하여 영업이익을 늘릴 것인가가 아니라, 가장 짧은 시간 내에 최대한의 수익을 뽑아내는 일이기 때문이다. 모든 자산은 더 많은 부채를 얻는데 활용되기 때문에 부채 총량이 늘어나고, 개별 사업장은 생산성이나 영업 성과와 상관없이 구조조정 되거나, 폐업 또는 매각된다.

노동자가 사모펀드의 속성과 운용방법 등을 사전에 제대로 알고 준비하지 못했다면, 어느 한 순간 사모펀드의 탐욕에 의해 기업과 일자리가 사라질 수도 있다. 반면 노동자가 만반의 준비가 되어 있다면, 어떤 악명 높은 사모펀드라도 이면에 감춰져 있는 '약탈적 기업사냥꾼'의 모습을 쉽사리

드러낼 수는 없을 것이다.

노동조합은 정치적 역량을 강화하는 동시에 시민사회와의 협업을 통하여, 사모펀드 관련한 법과 제도를 개선해야 한다. 글로벌 사모펀드 차입인수 사례를 보면, 레버리지 비율이 과도하게 높아질 때마다, 피인수기업의 지속가능성이 훼손되고 수많은 일자리가 사라졌다. 우리나라는 차입인수 시 상법상 배임죄 적용 가능성 때문에, 사모펀드는 이를 피하기 위하여 다각적인 수단을 활용해 왔는데, 법원의 판단이 일관적이지 못해 문제가 발생했다. 따라서 사모펀드가 피인수기업의 자산을 담보로 하는 모든 대출행위를 원천적으로 금지하는 내용을 관련법에 명문화할 필요가 있다. 나아가 레버리지 규제를 무력화시키는 다양한 우회적 방법들을 효과적으로 차단하려면, 사모펀드 세부 투자자 내역은 금융당국에 반드시 보고하도록, 즉 필수 보고사항으로 만들어야 한다. 유럽 '금융감독청(ESMA)'이 2014년부터 시행하고 있는 '대체투자 펀드매니저 지침(AIFMD)'도 반드시 도입해야 한다. 일자리와 기업을 '약탈적 기업사냥꾼'으로부터 지키는데, 가장 효과적인 수단이 될 수 있기 때문이다.

나아가 일정 직급 이상의 고위공직자나 금융관료는 사모펀드에 투자하거나, 사모펀드로 전직하는 것을 원천 금지시켜야 한다. 회전문 현상[63]을 우려하기 때문이다. 실례로 사모펀드 론스타나 김&장 법률사무소 등은 전직 고위관료들을 막대한 돈으로 영입해 무소불위의 영향력을 발휘함으로서 사회적으로 큰 문제를 야기한 바 있다.

사모펀드 운용사나 투자자가 무엇인가를 할 수 있다는 것이 곧 무엇인가를 해도 된다는 의미는 아니다. 사모펀드 또한 기업 경영, 나아가 사회 전반에 미치는 영향력이 커지면 커질수록, 더 큰 사회적 책임을 나눌 수

63) 회전문 현상(Revolving Door)'은 아이젠하워 대통령이 61년 고별연설에서 군산(軍産)복합체의 과도한 권력과 위험성을 경고하면서 생겨난 개념이다. 현재는 고위관료들이 퇴직 후 각종 업체로 전직, 현직 동료들한테 로비로 지대한 영향을 미치는 현상을 통칭하는 용어로 사용되고 있다.

있도록 만들어야 한다. 이러한 사회를 만들어 가는 것 또한 향후 노동조합이 감내해야 할 중요한 책무 중의 하나라 할 수 있다.

참고문헌

공무원연금공단 홈페이지. 연도별 금융자산 운용현황.
국민연금기금운용본부 홈페이지. 운용현황 기금포트폴리오.
금융위원회 · 금융감독원. 사모펀드(PEF) 관련 각종 보도자료.
박용린. 2020. 국내 PEF의 평가와 향후 과제. 자본시장연구원
윤승환 · 차일규. 2020. 사모투자펀드와 M&A. 삼일인포마인.
이원희. 2015. 대체투자 파헤치기(중) 사모투자펀드(PEF). 지식과감성
이정은. 2022. 미국 사모펀드 시장 감독강화 움직임. 자본시장연구원
이한진. 2013. 약탈적 기업사냥꾼 사모펀드(PEF). 국회토론회 토론문
이한진. 2020. 사모펀드 규제완화의 결과. 민주노동연구원.
최우석 · 조세훈. 2022. 100조를 움직이는 사람들. 흐름출판
Ayash Brian & Mahdi Rastad. 2020. Leverged Buyouts and Financial Distress. Finance Research Letters.
Bain and Company. 2020. Global Private Equity Report.
Bain & Company. 2020. The Impact of Covid-19 on Private Equity.
Bain and Company. 2022. Private Equity Market in 2022.
Cyril Demaria. 2010. Introduction to Private Equity, Wiley.
Eileen Appelbaum & Rosemary Batt. 2014. Private Equity at Work. Russel Sage Foundation.
George Baker & George David Smith. 2009. KKR 스토리: LBO, M&A, 사모펀드의 선구자. 김규진 역.
Jason Kelly. 2012. 새로운 거물들(The New Tycoons: Inside the Trillion Dollar Private Equity Industry That Owns Everything. 정인국 옮김.

한국경제신문

Peter Cornelius. 2011 "International Investments in Private Equity". Elsvier.

Preqin. 2015. Preqin Investor Outlook : Alternative Asset.

Robert S. Harris, Tim Jenkinson and Steven N. Kaplan. 2013. Private Equity Performance: What Do We Know? Journal of Finance.

Spencer J. Fritz. 2009. Private Equity and its Impact. NOVA

Stefan Povaly. 2007. Private Equity Exit: Divestment Process Management for Leveraged Buy-outs. Springer.

Steven J Davis. John C. Haltiwanger. Ron S. Jarmin. Josh Lerner, Javier Miranda. 2011. Private Equity and Employment. National Bureau of Economic Research

2장

KCTU

해외 사모펀드 현황과 학술적 논의

박형준

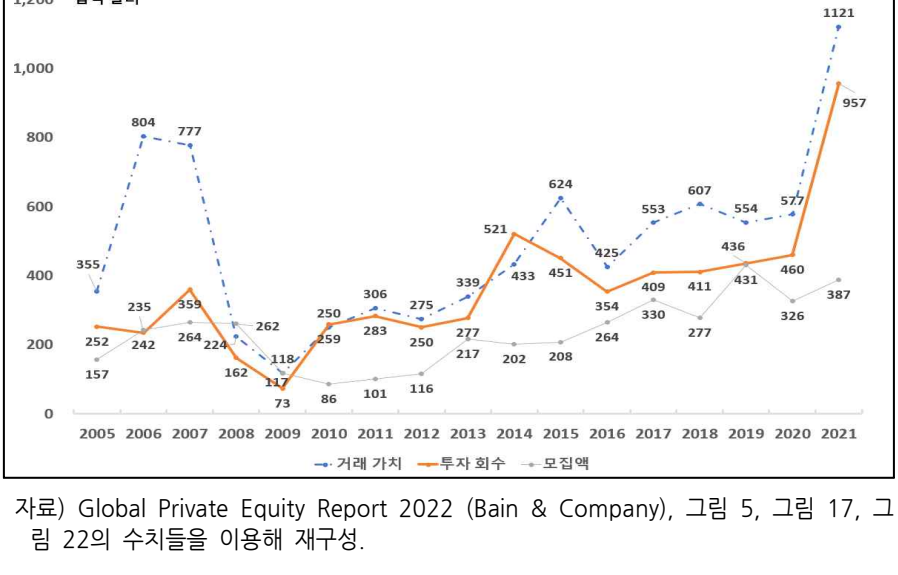
Ⅰ. 해외 사모펀드 현황

2010년부터 매년 발간되고 있는 Bain & Company의 글로벌 사모펀드 보고서(Global Private Equity Report 2022)에 따르면,[64] 코로나 팬데믹에도 불구하고 2021년 글로벌 사모펀드의 기업 인수(buyouts) 투자액은 사상 최고치를 경신하며, 새로운 역사를 썼다. 사모펀드의 투자금 회수 규모(exit value) 또한 최고 기록을 달성했다. 사모펀드 모집액의 경우, 2019년 역사적 최고치를 기록한 후, 20년에 코비드-19로 주춤하며 마이너스 성장을 했지만, 2021년에 다시 규모를 키우며 19년 기록에 근접했다. 2021년에 사모펀드 사업이 세 가지 측면 모두에서 급격한 성장을 이룬 것은 코비드-19 대유행으로 인한 경제적 불안정을 잠재우기 위해 세계 각국 정부와 중앙은행이 펼친 "제로 금리"와 "양적 완화"가 가져온 금융시장의 풍부한 유동성에 기인한다.

아래에서 사모펀드 신규투자 모집액, 기업 인수 투자 규모, 그리고 지분 매각을 통한 투자회수액 규모의 최근 동향을 구체적으로 알아보겠다.

64) 별도의 참고문헌 언급이 없다면, 이 장에서 제공하고 있는 사모펀드 투자에 관한 데이터는 *Global Private Equity Report 2022*를 참조한 것임을 밝힌다.

[그림2-1] 글로벌 사모펀드 모집액, 투자 거래, 회수 거래 규모



자료) Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company), 그림 5, 그림 17, 그림 22의 수치들을 이용해 재구성.

1. 기업 인수 사모펀드 모집현황

1) 전반적 추이

2021년 기업 인수(buyout)를[65] 목적으로 모집이 완료된 사모펀드는 약 3,870억 달러이다([그림2-1] 참조). 2019년 4,310억 달러라는 역사적 최고액을 달성하였지만, 코로나 대유행 여파로 2020년에는 사모펀드 판매액이 3,260억으로 줄어들었다. 그 후 세계 각국 정부가 미국이 선도한 제로금리와 양적완화라는 방향을 따르며 공조를 펼치면서, 2021년 다시 금융·자산

65) 여기 정리된 통계들의 참고문헌인 *Global Private Equity Report 2022*에서는 기업 인수(buyout)에 사모펀드가 타겟 기업지분 전체를 인수해 비상장화 하는 전형적 방식뿐만 아니라. 공동 지분투자, 멀티매니저 펀드 공동투자, 균형(balanced) 투자, 애드온(add-on) 투자를 포함한다.

시장이 초호황을 누렸다. 사모펀드 기업인수 시장의 급격한 팽창도 그 일부였다. 이런 분위기 속에서 투자 심리가 살아나면서, 사모펀드를 통한 수익 추구도 다시 급증했다.

〈표2-1〉 기업인수 사모펀드 최근 현황(연도별 모집 완료 통계)

구 분	모집 완료 건수	모집 총액 (억 달러)	평균모집액 (백만달러)	목표액 달성 (%)
2014	316	2,020	640	73
2015	351	2,080	594	71
2016	408	2,640	647	72
2017	444	3,300	743	79
2018	399	2,770	694	80
2019	444	4,310	970	81
2020	420	3,260	777	86
2021	490	3,870	790	88

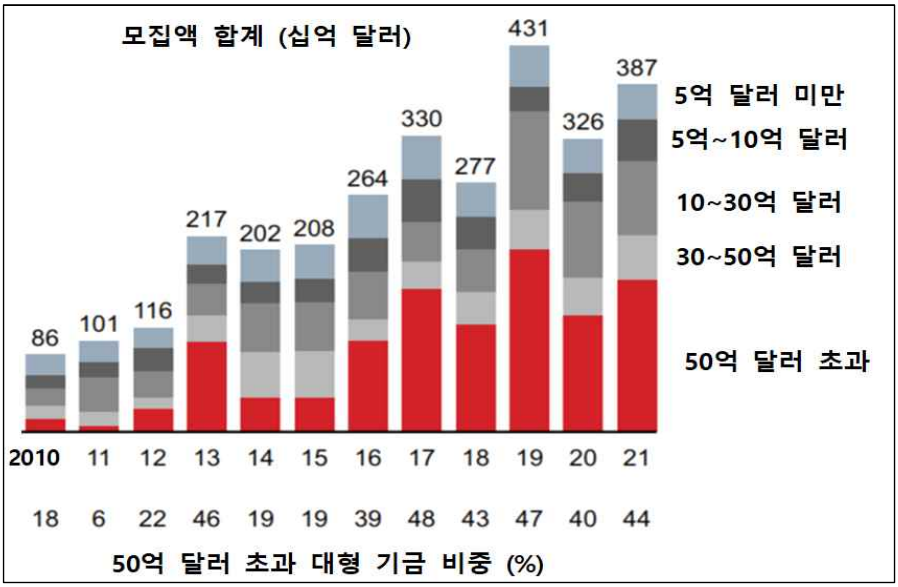
자료 : Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company)

〈표2-1〉은 각 연도에 모집이 완료된 사모펀드 현황인데, 2010년대 중반으로 들어서면서 2008년 금융위기 여파에서 벗어나 사모펀드에 대한 투자가 지속적 증가했음을 보여준다. 모집 건수의 경우 2014년 316개에서 2021년 490개로 약 60% 증가했다. 모집 규모의 증가는 더 두드러졌다. 같은 기간 기업 인수 목적 사모펀드 모집 총액은 2,020억 달러에서 3,870억 달러로 대략 90% 늘어났다. 결과적으로 모집 건당 평균 규모도 6억7천만 달러에서 7억9천만 달러로 커졌다.

이러한 성장은 정부 정책의 결과로 생긴 풍부한 금융 유동성이 적극적 투자 심리로 이어졌기 때문이다. 〈표2-1〉에 소개된 사모펀드 모집 목표설정액 달성 또는 초과 비율에서도 이러한 상황을 읽을 수 있다. 2014년 73%에서 2021년 88%로 15% 포인트 높아졌는데, 그만큼 투자자들이 적극적으로 투자처를 물색하고 있다는 증거로 볼 수 있다.

2) 주요 특성

[그림2-2] 글로벌 모집 규모별 비중



자료) Global Private Equity Report 2022(Bain & Company), 그림 24.

펀드당 모집액 규모의 평균적 증가는 대형 기업 인수 사모펀드 모집에 크게 기인했다. [그림2-2] 하단에 표시된 수치들은 전체 완료된 모집액에서 50억 달러를 초과하는 대형 펀드의 비중을 나타낸다. 2017년에서 2021년까지 5년 동안 50억 달러 초과 펀드가 차지한 비중의 평균은 전체 모집액의 거의 절반에 가까운 약 45%였다. 이는 2013년의 예외를 제외하면, 2천년대 전반기 평균보다 두 배 이상으로 증가한 수준이다. 2021년만 보면, 약 1,700억 달러인데, Hellman & Friedman이라는 사모펀드 전문 자산운용사가 모집을 완료한 X Fund는 규모가 240억 달러에 달했다. 이 운용사는 이전 IX 펀드에서 170억 달러를 모집했는데, 3년도 안 돼서 더 큰 규모의 사모펀드 모집에 성공한 것이다. 또한, 상위 20개 운용사의 이전에 완료된 펀드 모집액 평균과 이번에 완료된 모집액 평균을 비교하면 120억

달러에서 170억 달러로 증가했다. 이러한 사실은 사모펀드 규모의 확연한 증가 추세를 말해 주고 있다.

〈표2-2〉 세계 10대 사모펀드 기관('21년까지 5년 모집액 기준)[66]

구 분	운용자산* (억 달러)	5년간 사모펀드 모집액 (억 달러)
KKR & Co. Inc.	4,910	1,265
The Blackstone Group Inc.	9,410	825
EQT Partners AB	760	573
CVC Capital Partners	1,310	554
Thoma Bravo	1,220	503
Carlyle Group Inc.	3,760	484
General Atlantic Service Co. LP	640	448
Clearlake Capital Group LP	700	424
Hellman & Friedman LLC	867	409
Insight Partners LP	900	401

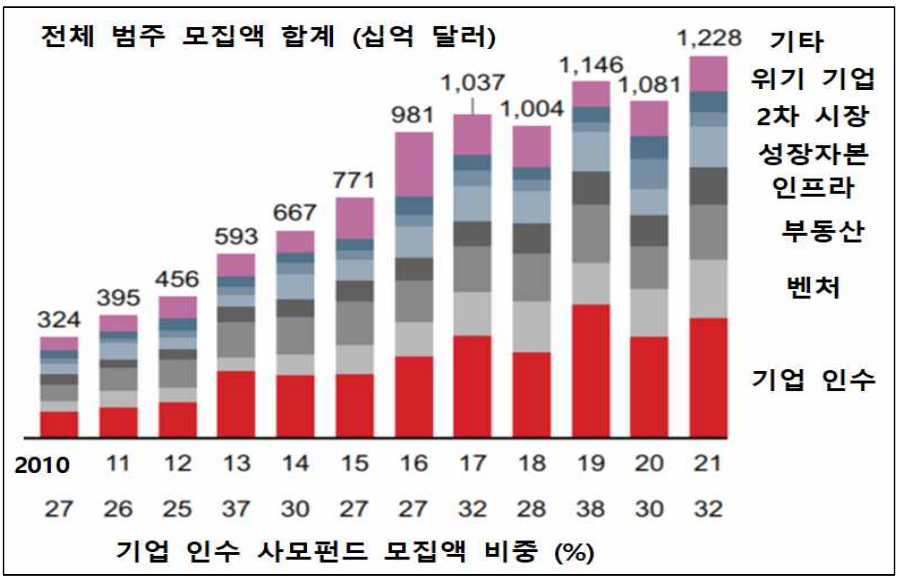
자료 : U.S. News (2022.09.26.)[67]
*기업 인수 사모펀드뿐만 아니라 부동산, 신용, 헤지펀드, 벤처, 성장자본 등 이 기관들이 투자해 운용하고 있는 모든 종류의 자산 투자를 위해 모집한 펀드.

〈표2-2〉는 지난 5년간 완료된 사모펀드 모집액 규모 순으로 세계 10대 사모펀드 전문기관들을 정리한 것이다. 1위는 KKR로서 1,265억 달러를 기록했다. 그 뒤를 825억 달러를 달성한 Blackstone 그룹이 이었다. 2위로 밀려나긴 했지만, 이 그룹은 세계 최대의 사모펀드 자산운용사이며, 2020년 말까지 사모펀드 모집액도 가장 컸다. 전체 운용자산은 약 9,410억 달러이고, 그중에 기업 지분투자 사모펀드 규모는 1,260억 달러 정도라고 알려져 있다(Investopedia).[68] 이들 10대 기관의 모집액을 합하면 약 5,900

66) 이 중에 EQT와 CVC는 유럽계이고 나머지는 미국계이다. 우리나라의 MBK파트너스는 65억 달러를 모집해 세계 98위, 아시아계 8위를 기록했다(*Private Equity International*).
67) https://money.usnews.com/investing/slideshows/largest-private-equity-firms?slide=15 내려받기(2022.10.06)

억 달러인데, 이는 삼성전자를 두 개 정도 살 수 있는 규모다.

[그림2-3] 사모펀드 전문 운용사의 여러 투자 범주



자료) Global Private Equity Report 2022(Bain & Company), 그림 21.

사모펀드 전문 자산운용사들이 기업 인수 자금만 다루는 것은 아니다. 이 자산운용사들은 우리의 주 관심사인 기업 인수 사모펀드뿐만 아니라 다양한 목적의 사모펀드를 모집해 투자하고, 관리하고 있다. [그림2-3]은 2010년부터 지금까지 모집된 다양한 종류의 사모펀드를 보여주고 있다. 사모펀드는 기업 인수, 벤처캐피탈, 성장자본,[69] 부동산, 인프라, 2차 사모

68) 아래 사이트에서 확인할 수 있음. 내려받기(2022.10.6.)
https://www.investopedia.com/articles/markets/011116/worlds-top-10-private-equity-firms-apo-bx.asp

69) 성장자본은 growth capital을 표현한 것이다. 유망한 신생 기업 투자를 가리키는 venture capital과 구분하여, 벤처캐피탈 단계를 벗어났지만 완숙한 단계로는 아직 진입하지 않은 잠재력 있는 기업의 자본 확대에 투자하는 사모펀드 지분투자를 의미한다.

펀드 시장, 위기 기업, 기타 투자로 그 종류를 나눈다. 2021년에 글로벌 사모펀드 전 범주의 모집 총액은 1조 2,280억 달러였다. 그림 하단의 숫자들은 전체 사모펀드 모집액 중 기업 인수 사모펀드의 비중을 나타낸 것인데, 최근 5년 평균이 32%이다. 2021년의 기업 인수 목적 모집액은 앞에서 보았듯이 3,870억 달러로 5년 평균과 같은 32%를 차지했다. 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있지만, 최근 2021년에는 벤처, 인프라, 성장자본 부문의 성장률이 기업 인수 부분보다 높았다. 2021년 수치와 이전 5년 평균을 비교하면, 벤처, 인프라, 성장자본 부문이 각각 34%, 30%, 24%의 성장률을 보였고, 기업 인수 부문은 17% 증가했다.

〈표2-3〉 세계 100대 사모펀드 투자기관 통계 (달러, 개)

구 분	투자금 합계	기관 수	평균
공공 연기금	1조 416억	56	186억
국부펀드	3,448억	8	431억
재단/기부금운용	1,638억	14	117억
보험사	1,390억	10	139억
사적연기금	560억	8	70억
은행/금융서비스	428억	4	107억
계	1조 7,880억	100	179억

자료 : 세계 100대 사모펀드 투자기관, Private Equity International[70]

그런데 사모펀드에 돈을 맡겨 투자하는 주체는 누구일까? “비밀스러운” 투자 문화로 잘 알려진 사모펀드의 이미지 때문에 언뜻 세금 내기 싫어하는 부자들을 떠올릴지도 모른다. 하지만 실상은 그 이미지와는 정반대이다. [표2-3]은 2021년 말 기준 세계 100대 사모펀드 투자자들의 통계를

70) https://www.privateequityinternational.com/global-investor-100/ 내려받기(2022.10.07.)

정리한 것이다. 이들 100개 기관이 글로벌 사모펀드 전문기관에 맡겨 운용 중인 투자금은 약 1조 7,880억 달러인데, 이 중 58%인 1조 406억 달러를 공공연기금이 차지하고 있다. 그 뒤를 이어 국부펀드가 3,448억 달러로 19%를 차지한다. 평균 투자액으로 보면 국부펀드가 431억 달러로 가장 높다. 그 밖의 민간 기관들도 기능적으로는 사회에서 공적인 역할을 하는 곳들이다.

이 100대 투자기관에 우리나라 기관도 세 개가 올라가 있다. 하나는 국민연금인데, 투자액 406억 달러로 12위를 차지했다. 다른 하나는 국부펀드 쪽으로 분류되는 한국투자공사이다. 147억 달러를 투자해 38위에 올랐다. 마지막으로 공공연기금으로 분류되는 한국교직원공제회가 83억 달러를 투자해 64위를 기록했다. 100대 기관 중 1위도 공공연기금 쪽인데, 캐나다 국민연금 운영기관인 CPP Investment이다. 1,305억 달러를 사모펀드에 맡겨 운용하고 있다.

2. 글로벌 사모펀드 차입매수 투자 현황

1) 신규투자 추이

2021년 사모펀드 모집액이 다시 대폭 증가하면서, 실제 기업 인수 투자도 많이 늘어났다. [그림2-1]에 제시된 최근 현황을 좀 더 구체적으로 살펴보면, 2021년 글로벌 사모펀드 기업 인수 거래가치는 1조 1,121억 달러를 기록했다. 이는 바로 전년도인 2020년의 5,770억 달러의 두 배에 달하며, 2008년 글로벌 금융위기 이전 사모펀드 절정기였던 2006년에 기록한 8,040억 달러보다 3천억 달러 이상 큰 규모이다. 거래 건수는 2020년 코로나 대유행으로 잠깐 주춤하며 2019년의 4,400여 건에서 3,700여 건으로 줄었다가, 21년에 4,300여 건을 기록하며 19년 수준에 근접한 회복을 보였다. 지역적으로도 골고루 성장을 보였다. 2021년 지역별 거래액과 이전

5년의 평균을 비교해 보면, 북미가 114%, 유럽이 97%, 아시아-태평양 104%, 여타 지역이 99%의 증가율을 기록했다.

2021년에 있었던 거래금액의 폭발적 증가와 더불어 주목할 사항은 거래 건수보다 변화 비율이 훨씬 크다는 점이다. 이는 건당 거래액이 대폭 증가했다는 사실을 의미한다. 정확한 거래가 공개된 1,018건의 평균 거래 규모는 약 11억 달러였다.[71] 이는 이전 5년 평균 약 6억 달러보다 5억 달러 높은 규모다(표2-4 참조). 2021년에는 평균 거래액의 증가와 함께 초대형 기업 인수 투자도 많이 나왔다. 세계 최대 사모펀드 전문기관인 Blackstone이 Carlyle, Hellman & Friedman과 함께 300억 달러가 넘는 규모로 Medline Industries라는 헬스케어 기업을 매입하는 사례를 남기기도 했다. 2021년에 있었던 급작스러운 평균 인수 금액 증가는 전반적인 주가 상승에 따른 기업 시총의 전반적 증가 때문이라고 판단된다. 가령, S&P 500지수는 2019년 말 3,240에 2021년 말 4,766으로 48% 올라갔고, 나스닥은 같은 기간 9,000에서 15,644로 74% 상승했다.

〈표2-4〉 기업인수 목적 사모펀드 최근 투자현황

구 분	거래 건수	거래 총액 (억 달러)	평균 거래액 (백만달러)
2014	1,294	4,330	335
2015	1,169	6,240	533
2016	953	4,250	446
2017	982	5,530	563
2018	925	6,070	657
2019	907	5,540	611
2020	823	5,570	701
2021	1,018	1조 1,210	1,101

자료 : Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company)

71) 공개된 1,018건의 총 거래액이 앞에서 언급한 전체 투자액 1조 1,121억 달러의 약 99%에 달한다. 이전 연도들도 마찬가지다.

2) 사모펀드 차입매수의 주요 특성

앞에서 언급했듯이 사모펀드 전문 자산운용사들은 우리의 주된 관심사인 기업 인수를 위한 펀드뿐만 아니라, 부동산, 인프라, 벤처캐피탈, 상장자본, 2차 사모펀드 기업 매매 등 다양한 영역에 투자해 자산을 운용하는 펀드를 조성한다. 사모펀드 기업 인수 투자도 본 연구의 핵심 관심사인 LBO뿐만 아니라 다시 몇 가지 세부 유형으로 구성된다. 높은 부채비율을 바탕으로 하는 LBO의 전형은 1980년대에 만들어진 것인데, 10% 안팎의 자본과 90%의 투자은행 담보대출로[72] 자금을 조달해 기업을 매수하는 경우가 매우 흔했다고 한다. 그래서 사모펀드는 정크본드 LBO라는 등식이 자리 잡았다.

현재는 그런 극단적인 부채비율로 기업을 매입하는 사모펀드는 거의 없다. 그 대신 전형적인 비상장화(public-to-private) 기업 인수 형태와 함께 공동 지분투자, 멀티매니저 펀드 공동투자, 균형(balanced) 투자, 애드온(add-on), 파이프(PIPE)[73] 등 다양한 지분투자 방식을 병행하고 있다. 앞에서 언급했던 기업 인수 투자 가치 총액에는 이들 모두가 포함되어 있다. [표2-5]는 이 중에 우리의 주된 관심사인 전형적인 비상장화 투자 액수와 비중을 정리한 것이다. 2021년에는 4,690억 달러로 전체 투자 가치의 41.9%를 차지했다. 2017-21년 5년의 단순 평균은 40%로서 2011-16

---

72) 사모펀드 기업 인수에서 부채는 주로 기업채권 발행을 통해 이루어졌는데, 전환사채와 같은 메자닌 증권과 은행 차입도 포함되어 있다. 여기서는 세부적인 부채의 종류를 구별하지 않고 대출 또는 부채로 표현한다. LBO를 차입인수로 번역해 표현하는데, 여기서 사용되는 차입도 은행으로부터의 대출을 통한 현금 차입을 의미하지 않고, 대출 전반을 의미한다.

73) PIPE는 Private Investment in Public Equity의 줄임말로서 공개기업에 유리한 조건으로 소수지분 투자하는 것이다. 애드온은 소규모 기업 또는 기업 유닛을 인수해 이미 운용하고 있는 대형 비상장화 기업(플랫폼)에 합치는 방식이다. 공동투자는 다른 사모펀드나 기관투자자들과 공동으로 지분투자 하는 방식이며, 멀티매니저 펀드는 복수의 운용사나 자문사들이 다층적인 포트를 구성해 투자자들을 모아 공동으로 지분투자 하는 방식이다. 균형투자는 다양한 위험률과 수익률을 가진 복수의 상품에 균형을 맞춘 복합투자이다.

년 평균 20%의 두 배였다. 2010년대 중반을 지나면서 전반적인 투자 심리가 되살아나고, 금융·자산시장 전체가 활성화되면서 전통적인 사모펀드 기업 인수도 증가한 것으로 보인다.

〈표2-5〉 비상장화(Public-to-Private) 기업인수 거래 현황

구 분	인수 거래 총액 (억 달러)	비상장화 거래 (억 달러)	비상장화 거래 비중 (%)
2011	3,060	740	24.2
2012	2,750	480	17.5
2013	3,390	1,080	31.9
2014	4,330	450	10.4
2015	6,240	960	15.4
2016	4,250	970	22.8
2017	5,530	1,790	32.5
2018	6,070	2,150	35.4
2019	5,540	2,020	36.5
2020	5,570	2,980	53.5
2021	1조 1,210	4,690	41.9

자료 : Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company)

앞에서 살펴보았듯이, 2021년 사모펀드 기업 지분투자의 평균 거래 규모가 대폭 증가했다. 이와 같은 맥락에서 대형 비상장화 인수 투자도 많이 늘었다. 인터넷 보안업체로 우리에게 많이 알려진 McAfee가 가장 큰 규모의 비상장화 투자였다. 거래 규모는 부채까지 포함한 기업의 가치를 가리키는데, [표2-6]에 정리한 것처럼 맥아피를 3개의 사모펀드 운용기관이 싱가포르 국부펀드, 캐나다 연기금, 아부다비 국부펀드와 공동으로 154억 달러에 매입했다. 두 번째는 앞에서 언급했던 지난 5년간 가장 큰 사모펀드 모집액을 기록한 KKR이 손꼽히는 인프라 투자 전문기관인 Global Infrastructure Partners와 함께 데이터 서비스 업체인 CyrusOne을 153억 달러에 매입한 사례이다. 그 뒤를 이어 사모펀드 전문기관 Thoma Bravo가 123억 달러에 매수한 Proofpoint가 3위에 올랐다. 100억 달러를 넘은

거래는 이 세 경우였다. 데이터 서비스 업체 QTS와 미디어 업체 TEGNA를 자산운용사 Blackstone과 Apollo가 각각 80억 달러에 매수해 4위와 5위에 올랐다.

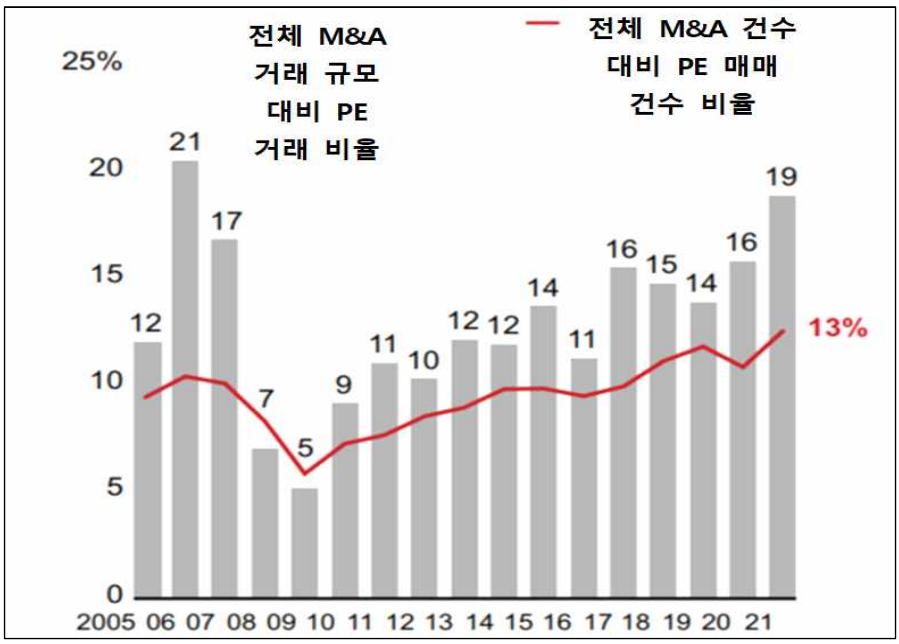
〈표2-6〉 상위 5대 거래 규모 인수 사례

구 분	부문	거래 가치 (억 달러)	인수 기관
McAfee	테크	154	Advent International, Permira, Crosspoint Capital Partners 등
CyrusOne	부동산 및 서비스*	153	KKR, Global Infrastructure Partners
Proofpoint	테크	123	Thoma Bravo
QTS Realty Trust	부동산 및 서비스*	80	Blackstone
TEGNA	미디어 엔터	80	Apollo

자료 : Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company)
* CyrusOne과 QTS 둘 다 데이터 센터 및 데이터 서비스 업체이다.

글로벌 사모펀드 기업 인수 현황에서 또 하나 상대적으로 파악해 봐야 할 지표는 글로벌 M&A 규모이다. 넓게 보면 사모펀드의 기업 매매는 M&A의 일부이다. [그림2-4]는 전체 M&A에서 사모펀드 기업 인수가 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 사모펀드 기업 인수 총 거래액은 [표2-4]와 〈표2-5〉에 정리되었기 때문에 여기서는 상대적 비중만 예시했다. 그림에서 볼 수 있듯이, 사모펀드 기업 거래는 금융위기 직후인 2009년 글로벌 M&A에서 5%를 차지하는 저조한 수치를 기록한 이후 꾸준히 증가 추세를 보이며 2021년 19%를 차지했다. 그동안 전체 M&A 규모가 약 2조 3천억 달러에서 5조 9천억 달러로 약 2.5배 증가하는 가운데, 사모펀드 기업 인수는 1,180억 달러에서 1조 1,210억 달러로 10배가량 성장했다. 거래 규모로는 2000년대 전성기였던 2006년의 8,040억 달러를 능가했지만, M&A에서 차지하는 비중은 2006년에 기록한 21%를 넘지는 못했다.

[그림2-4] 글로벌 M&A 대비 사모펀드 기업인수 비중(%)



자료) Global Private Equity Report 2022(Bain & Company), 그림 13.

3) 투자의 회수

사모펀드 기업 인수 투자의 목적은 영속적 영업을 통한 소득 창출이 아니라 일정 기간을 두고 기업의 성장을 이룸으로써 기업 가치를 극대화한 후 어떤 형식으로든 다시 매도해 차익을 얻는 것이다. 사모펀드가 이용하는 투자금 회수 방법에는 크게 다음의 여섯 가지가 있다고 한다.[74]

74) *Finance Train*에서 참조. 내려받기(2022.1010): https://financetrain.com/exit-strategies-for-private-equity-investors

- 신규상장(IPO): 사모펀드가 소유한 지분을 개인들이 주식시장에서 살 수 있게 공개기업으로 전환하여 투자금을 회수하는 방식이다.
- 스팩(SPAC: Special Purpose Acquisition Company): 기업 자체를 바로 상장하지 않고 "주식자금"을 먼저 상장하고 기업을 통합하는 방식의 기업공개이다.
- 전략적 인수(strategic acquisition): 사모펀드가 소유한 기업에 관심을 보이는 기업에게 경영권 프리미엄을 받고 지분을 넘기는 방법이다. 사모펀드가 많이 선호하는 방식이다.
- 2차 시장 매매(secondary market): 다른 사모펀드에 지분을 넘기는 방법이다. 어떤 이유로 소유 기업에 추가로 돈이 들어갈 필요가 있는데, 현재 펀드 규모로 감당이 안 되거나 빨리 투자금을 회수하는 게 유리하다고 판단될 때 이용된다.
- 관계자 재매수(Repurchase by the Promoters[75)]): 경영진이나 원래 이해당사자들이 사모펀드로부터 지분을 다시 매수하는 방식이다.
- 청산(Liquidation): 원치 않는 방식이지만, 기업 경영이 계획대로 잘 진행이 안 되어 투자가 실패로 돌아갔을 때, 청산을 통해 투자금을 최대한 회수하는 방법이다.

〈표2-7〉은 위와 같은 방식을 이용해 사모펀드가 매수했던 기업을 다시 매도하며 투자금을 회수하는 거래 현황을 나타낸 것이다. 2010년대에 기업 인수 목적 사모펀드 모집액의 증가, 그리고 실제 매수 규모 증가와 함께 투자금 회수 거래도 꾸준히 증가해 왔음을 알 수 있다([그림2-1] 참조). 2021년 거래 총액은 9,570억 달러로 2011년 2,830억 달러의 3.4배를 기록했고, 2016-20년 5년 평균 4,140억 달러와 비교해도 2.3배 커진 규모이다. 건당 평균 거래액 규모도 마찬가지의 증가 추세를 보였다. 2021년

75) 영어로 promoter 또는 incorporator는 주식회사를 설립할 때 발기인을 의미한다. 즉, 원래 주주를 의미하는데, 여기서는 경영진을 포함하고 있어 이해당사자로 표현했다.

12.4억 달러로 2011년 4억 9천만 달러와 비교해 2.5배로 커졌고, 이전 5년 평균 7억 9천만 달러의 1.6배 수준으로 증가했다.

〈표2-7〉 기업인수 투자회수 거래 현황

구 분	거래 가치 총액* (억 달러)	평균 거래액 (백만 달러)	IPO/SPAC 비중 (%)
2011	2,830	488	14
2012	2,500	471	9
2013	2,770	450	21
2014	5,210	674	16
2015	4,510	602	14
2016	3,540	590	11
2017	4,090	635	12
2018	4,110	690	10
2019	4,360	949	11
2020	4,600	1,070	23
2021	9,570	1,241	28

자료 : Global Private Equity Report 2022 (Bain & Company)
*여기에 포함된 IPO 거래액은 시장가치가 아니라 공모가격을 의미한다. 파산하여 청산을 통한 투자금 회수는 포함되지 않았다.

이와 같은 거래액 증가에 기업공개와 스팩의 급증이 많은 기여를 했다. 특히 스팩이 급속히 증가했다. 2021년 신규상장은 1,120억 달러, 스팩은 1,580억 달러로 합계하면 전체 매도거래의 28%였다. 사모펀드 매도에서 가장 선호되며 지속적으로 가장 큰 비중을 차지해 온 전략적 인수는 4,580억 달러, 다음으로 애용되는 2차 펀드 매매는 2,280억 달러였다. 신규상장과 스팩이 규모에서는 이 둘을 따라잡진 못했지만, 증가율은 눈에 띄게 높았다. IPO는 2016-20년 5년 평균과 비교하면, 168% 증가율을 보였고, 스팩은 무려 1,045%의 성장률을 보였다. 이런 높은 비중 증가의 원인은 미국 주식시장의 초호황에 있었다. 즉, 코로나 대유행의 위기에서 벗어나 주가가 고공행진을 하면서 기업공개가 사모펀드의 차익 매도에 유리한 환경이 만들어졌다.

II. 사모펀드 관련 이론의 체계화

1. 새로운 기업 지배구조 이론의 등장

1) 1980년대 1차 사모펀드 물결

미국에서 사모펀드의 법적 근거가 마련된 것은 1940년 투자회사법(Investment company Act)의 제정이지만, 현재 우리가 알고 있는 형태의 사모펀드 전문기관이 대거 등장하고, 주요 관심사인 LBO라는 사모펀드의 투자형태가 체계화된 것은 1980년대다. 그 당시는 2차 석유파동으로 인한 인플레이션과 그에 대한 대응책으로 미국 연준이 단행한 20% 기준금리라는 이른바 "볼커 쇼크"가 가져온 세계 경기불황을 관통하면서, 기업들이 대거 구조조정을 겪어야 했던 시기였다. 위기에 빠진 기업들의 정리 또는 정상화하는 과정에서 경영진의 협력하에 사모펀드 전문기관이 모은 "적은" 자본과 투자은행으로부터 조달한 "많은" 부채로 주주들의 주식을 모두 사들인 후 기업을 비공개로 전환하는 형태, 즉 사모펀드 LBO가 주요한 구조조정 방식으로 자리 잡았다.

[표2-8]은 1980년대 미국에서 이루어진 사모펀드 LBO의 증가 추세를 보여주고 있다(Jensen, 1989). 이 첫 번째 물결의 최고조였던 1988년에는 기업 전체를 완전히 매입한 사모펀드 LBO가 125건 성사되었고, 평균 거래가치는 4억 8,770만 달러였다. 거래 건수와 규모 모두 1979년에 비교해 약 8배가 증가했다. 표에 제시된 수치들은 모두 1988년 달러 가치로 환산된 것으로서 인플레이션 때문에 부풀려진 효과는 제거된 것이다. 기업의 부문을 분할 매입한 것까지 합하면 거래가치는 770억 달러에 달했다. 1979-83년과 1984-88년의 총거래가치 평균을 비교해 보면, 전반기 평균 68억 달러, 후반기 평균 484억 달러로, 후반기가 전반기의 7배가량 되었다.

1988년 거래가치를 현재 수준과 비교하기 위해 2015년 달러로 환산하면 1,366억 달러 정도이다.[76] 앞에서 인용했던 Global Private Equity Report 2022에 따르면, 2021년 미국의 사모펀드 투자는 5,370억 달러였는데 이를 2015년 달러로 전환하면 4,749억 달러이다. 통계방식이 달라 수평 비교는 불가능하지만, 실질 가치로 1988년의 비상장화 LBO 거래 규모가 대략 2021년의 1/4 수준이었다고 볼 수 있다.

〈표2-8〉 1980년대 미국 사모펀드 LBO의 증가(1988년 백만 달러)

구 분	비상장화 인수		분할 인수		매수 기업 가치 합계
	건수	평균 가치	건수	평균 가치	
1979	16	64.9	59	5.4	1,400
1980	13	106.0	47	34.5	3,000
1981	17	179.1	83	21.0	4,800
1982	31	112.2	115	40.7	8,200
1983	36	235.8	139	58.2	16,600
1984	57	473.6	122	104.0	39,000
1985	76	349.4	132	110.1	41,000
1986	76	303.3	144	180.7	49,000
1987	47	466.7	90	144.2	36,000
1988	125	487.7	89	181.3	77,000

자료 : Jensen(1989, Revised 1997), 표1, p.4.

76) 달러 가치 환산은 미국 GDP 디플레이터를 사용했다. (데이터는 World Bank의 Databank 이용. https://databank.worldbank.org/databases)

2) 사모펀드(private equity[77])의 아버지

1980년대 펼쳐진 구조조정은 단지 개별적 기업들 차원의 미시적 변화에 그치지 않았다. 국가 경제 전체, 그리고 훗날 "신자유주의"라는 이름으로 불리게 된 세계 자본주의 체제 전환의 일부였다. 사모펀드 관련 이론들도 신자유주의 사상이 체계화되는 가운데 기업 지배구조와 기업금융이라는 하부 시스템에서 이념을 구체화하는 역할을 하며 발전했다. 그 중심에는 "사모펀드의 아버지"로 불리는 젠슨 (Michael C. Jensen)이 있었다.[78] 그의 1989년 논문 "공개기업의 퇴색 (Eclipse of the Public Corporation)"은 사모펀드 논의의 출발점으로서 관련 논의에서 가장 많이 인용된다. 따라서 우리의 논의도 그로부터 시작한다.

젠슨이 사모펀드 관련 논의에서 핵심적 위치를 차지하게 된 것은 그의 이론이 단순히 사모펀드의 장점을 옹호하는 수준을 넘어 사모펀드가 1980년대 대중화한 기업 지배구조를 새로운 자본주의의 등장을 특징짓는 중심 요소로 규정했기 때문이다(Chew, 2021). 이는 1930년대에 기업의 소유와 경영이 분리된 새로운 기업구조의 등장, 즉 전문 경영인이 주주의 대리인(agent)으로서 사업 운영을 책임지는 형태의 현대적인 주식회사가 보편화되는 것을 확인하며 새로운 자본주의의 시작을 주장했던 벌과 민즈(Bearle & Means)의[79] 대척점에 젠슨이 있음을 의미한다.

Jensen은 경영자 혁명에서 내세웠던, "소유와 경영의 분리", "경영자 지

77) Private equity는 상장을 통한 기업공개로 누구나 살 수 있는 주식을 의미하는 공모주(public equity)의 상대어로 비상장 주식, 비공개 주식, 또는 사모주식이라고 표현해야 하나, 여기서는 편의상 사모펀드라고 표현.

78) 그는 미국 대학에서 가장 많이 채택하고 있는 기업금융(Corporate Finance) 교과서 중 하나인 *현대기업금융이론*(*The Modern Theory of Corporate Finance*)의 공동저자이기도 하다.

79) 두 사람이 주장은 1932년에 출간된 *The Modern Corporation and Private Property*에 담겨 있다. 이후 버넘(James Burnham)이 1941년 경영 혁명(*Managerial Revolution*)이란 제목의 책을 내면서 경영과 소유의 분리가 자본주의 체제 전환에 가지는 의미를 더 강력히 피력했다.

배", "독과점 거대기업" - 60년대에는 복합기업(Conglomerate)으로 진화 - 관료주의적 "국가 규제"에 내재한 경제적/사회적 낭비와 비효율성이 1970년대에 전면화했다고 진단하며, 1980년대 M&A의 물결 속에 진행된 사모펀드의 폭발적 성장이 기업지배구조를 구조적으로 변화시키면서 이러한 문제들을 해결하고 자본주의 체제의 새로운 미래를 열었다고 주장한다(Jensen, 1989). 그는 사모펀드가 주도한 "LBO 연합"이[80] 새로운 기업지배구조로 자리 잡으면서 낭비되는 투자는 줄고 경영 효율성은 제고되었으며, 기업지배권 매매 시장이 활성화로 올바른 기업 가치 평가체계가 만들어짐과 동시에 주주의 권리 보장도 강화되었다고 말한다. 젠슨의 기업 지배구조 이론의 가장 핵심은 기업의 가장 중요한 목적을 "주주가치 극대화"로 설정하고 사모펀드가 이를 구현하는 가장 적합한 조직체라는 것이다(Morgan & Nasir, 2020). 이러한 젠슨의 중심 테제는 그 당시 부상하고 있던 신자유주의 이념과 맥락을 같이 하고 있으며, 기업계와 금융계에서 신자유주의 이데올로기를 확산하고 현실화하는 데 많은 역할을 했다.

젠슨이 공개기업의 퇴조와 사모펀드 기업의 약진을 옹호한 것은 80년대 미국의 산업 전환기와 밀접하게 연관되어 있다. 이는 신자유주의가 힘을 얻게 된 시대적 환경이기도 하다. 그가 보기에(ibid, 3-10), 첫째, 70년대를 지나면서 전후 미국의 주력 산업이었던 "항공, 자동차, 자동차 부품, 은행, 전력, 식품 가공, 산업기계, 농업기구, 수송 장비" 분야가 레드오션이 되었고, 그를 주도했던 미국의 거대기업들이 "과잉생산" 문제에 효과적으로 대응하지 못하고 비효율적인 투자로 "현금 흐름의 낭비"를 초래했다. 둘째, 이런 경영상의 문제의 근원은 경영과 소유의 분리에서 나오는 이른바 "대리인 문제"에 내재한다. 지분을 거의 소유하지 않은 경영진은 주주들에게 "현금흐름을 분배하기"(즉, 배당)보다는 "유보율"을 높이거나 불필요한 덩치 키우기에 나서 "과잉생산"이라는 비효율을 양산한다. 셋째, 공

80) 젠슨은 사모펀드 전문기관, 지분을 가지고 있는 경영진, 연기금/보험사/투자은행 등의 기관투자자들로 이루어진 이해당사자들을 집합적으로 LBO Association이라고 칭함.

개기업의 주주들은 사실상 경영을 감시하거나 제어할 수 있는 수단이 없다. 대공황 이후 만들어진 "1933년 글라스-스테갈 은행법, 1934년 증권거래법, 1938년 챈들러 파산법, 1940년 투자회사법" 등 다양한 규제와 법들이 기관투자자들의 "경영진 감독"을 사실상 불가능하게 만들어 놓았고, "자본시장이 기업에 행하는 제어기능"을 작동하지 못하게 막아 그로 인해 결국 "공개기업의 퇴조"가 초래된 것이다.

젠슨은 1980년대 사모펀드 기업 인수 물결 속에서 체계를 갖춘 사모펀드 전문기업(GP)-지분 소유 경영진-기관투자자(LP)의 "LBO 연합" 기업 지배구조가 이러한 대리인 문제에서 기인한 문제점들을 해결하면서 새로운 자본주의 시대를 열어갈 것이라고 주장한다. 다시 말해, 그는 LBO가 위기를 수습하는 과정에 나타난 단순한 "과도기적 국면"이 아니라고 보았다. 젠슨이 주창하고 이후 관련 학계에서 계속해서 논의되며 검증의 대상이 되었던 LBO 연합의 장점은 다음과 같이 정리할 수 있다(Jensen, 1989; Kaplan & Stromberg, 2009).

대리인 문제의 해결: 경영진에게 상당한 수준의 기업지분을 매수하도록 요구되고, 인센티브로 스톡옵션이 제공되기 때문에 경영진의 이익과 GP, LP의 이익이 일치하게 된다. 따라서 경영진이 단기적인 성과보다 중장기적으로 회사의 가치를 높이는 데 중점을 두고 기업을 경영하게 된다.

LBO의 경영 효율성 효과: 높은 부채비율에 따른 이자와 원금 상환 규모는 경영진에게 압력으로 작용하여, 조직을 슬림화하면서 낭비를 줄이고 효율적 투자를 추구하게 만든다. 많은 돈을 대출해준 기관들 쪽에서도 기업이 건실하게 운영되는지 감시하려는 경향이 강할 수밖에 없다.

적극적 주주 행동: 소수의 대형 투자자로 이루어진 주주들이 공개기업에서보다 더 적극적으로 경영에 참여할 수 있고, 경영성과가 좋지 않으면 LP와 GP는 경영진을 바꿔버릴 수 있기에 주주들의 실질적인 경영 감독이 이루어질 수 있다.

산업적 가치의 극대화: 사모투자 전문기관들이 금융적 지식뿐만 아니라 산업적 지식을 갖춘 전문가들로 이루어진 자문단을 통해 경영전략의 향상

과 함께 비용 절감, 생산성 향상, 영업 전략, 시장 내 위치 재선정 등 다양한 컨설팅을 기업에 제공함으로써 기업가치의 극대화가 이루어진다.[81]

젠슨이 주장한 사모펀드 기업의 장점들이 정말로 현실에서 기업의 경영 효율성과 산업적 생산성이 향상, 기업가치의 상승으로 이어졌는지를 두고 지금까지 관련 학계에서 많은 논의가 이루어져 왔다. 하지만 그 여부가 명확하게 판명되었다고 말하긴 여전히 어렵다. 사모펀드를 옹호하는 측과 비판하는 측이 다른 관점으로 서로 다른 부분을 부각하기 때문이기도 하지만, 기업의 경영이 전반적인 사회경제 상황의 변화와 결부되기 때문이기도 하다. 경제의 호황과 불황, 최근 우리가 겪고 있는 전염병의 대유행이나 전쟁에 의한 경제 위기 발생과 같이 다양한 요인들과 함께 진행되는 경기 순환에 따라 자본시장, 금융시장, 기업의 경영 상황이 달라진다. 사모펀드의 운용도 마찬가지이며, 관련 논의도 이런 맥락에 따라 옹호론이 유행하기도 하고 비판론이 부각하기도 한다.

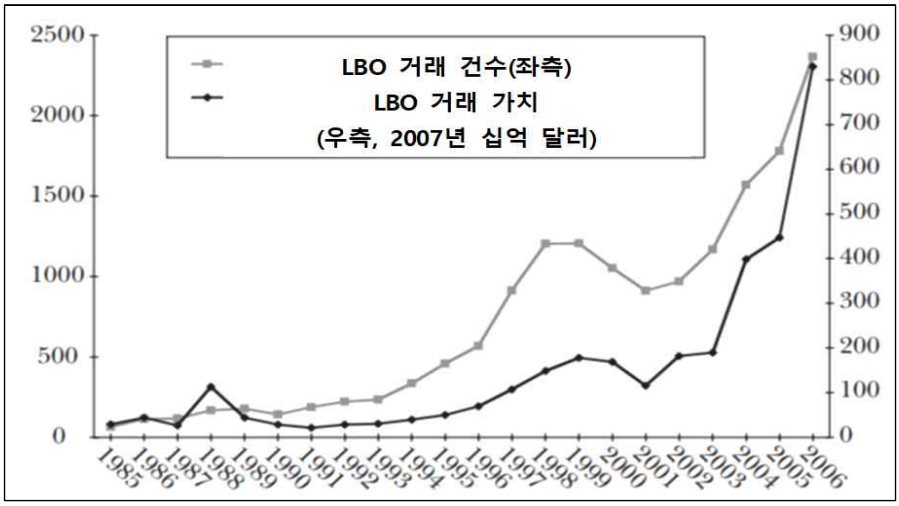
젠슨이 사모펀드의 아버지라고 불리게 된 계기였던 1989년 논문은 전년도 LBO 사모펀드 기업 인수 붐에 바탕을 두고 있었는데, 그가 논문을 발표하자마자 이른바 “정크본드 사태”가 터져 LBO는 한동안 침체에 빠진다. 그렇다고 젠슨의 예측이 틀린 것도 아니다.

[그림2-5]에서 볼 수 있듯이, 1990년대 중반부터 사모펀드 기업 인수는 다시 활기를 되찾았고, 이른바 닷컴버블로 또 주춤했다가 2000년대 중반부터 살아나 초호황을 맞았다. 그리고 1절에서 보았듯이 글로벌 금융위기로 위축되었다가 최근 역사적 기록을 다시 썼다. 따라서 관련 논의를 살펴볼 때 이러한 거품과 붕괴의 순환 주기를 함께 염두에 둘 필요가 있다.

---

81) Kaplan & Strömberg(2009)는 첫째와 셋째를 Governance Engineering, 둘째를 Finance Engineering, 넷째를 Operation Engineering이라고 칭한다.

[그림2-5] 글로벌 사모펀드 기업인수 거래 규모(1985-2006)



자료) Kaplan & Strömberg(2009)

2. 사모펀드 논쟁

1) 비판론 또는 회의론

여러 번의 금융위기를 겪으면서 고비를 맞긴 했지만, 사모펀드는 기업금융과 기업 지배구조에서 중요한 역할을 하며 자본주의 시스템에서 주요한 한 축으로 자리 잡았다. 그렇다고 사모펀드 옹호론자들이 주장하는 경영과 산업 효율성의 제고를 통한 수익과 기업 가치 상승이 사모펀드 확장의 진짜 이유라고 검증된 것은 아니다. 80년대 이래로 실증적 연구가 많이 이루어졌는데, 옹호론 못지않게 비판론 또는 회의론도 많이 제기되었다. 특히 공개기업에서 사모 기업으로의 전환을 통해 얻는 이득에 관해서 – 있다고 전제한다 해도 – 효율성 증대를 통한 새로운 기업 가치의 창출에 의한 것보다는 관련 당사자들 사이의 이익 또는 손실이 이전된 결과에 불과하다는 것이 핵심 요지이다.

1980년대부터 최근까지 진행되어 온 관련 논의를 총정리하고 있는 한 논문에서는(Renneboog & Vansteenkiste, 2017: 8-13) 회의적인 시각을 다음의 다섯 가지로 요약한다. 앞의 세 가지는 비판적인 시각으로, 나머지 둘은 중립적 시각이지만 옹호론과는 다른 시각으로 분류할 수 있다.

부의 이전(Wealth Transfer): 새로운 주주들이 얻은 재산 이득은 기존 채권자와 피고용자 등 이해당사자들로부터 가져간 것이다. 첫째, 경영권의 변화가 예상될 때, 사업에 예기치 않은 위험이 증가하거나 새로운 우선순위 부채 또는 단기 부채가 증가할 때, 그리고 배당이 증가할 때 채권의 가치가 하락하는 경향이 있다. 사모펀드의 비상장화 인수에서 이런 경향이 동반되면서, 계약서상 채권 가치를 보장받지 못하는 채권자들의 이익이 새로운 주주들의 이익으로 이전된다. 둘째, 사모펀드가 기업을 인수 한 후, 특히 적대적 인수의 경우에 기존 고용계약을 파기하고 대량해고를 하거나 임금을 깎는 경향이 강한데, 이는 피고용자들을 희생을 바탕에 둔 부의 이전이다.

세금 혜택(Tax Benefits): 새로운 주주들이 얻은 재산 이득은 부채비율 증가에 따른 세금감면 효과이다. 부채가 증가하면 이자도 증가하게 되는데, 이는 기업 회계상 비용으로 처리됨은 물론 이자증가에 결부된 세금감면 혜택도 볼 수 있다.[82]

저평가(Undervaluation): 사모펀드 기업 인수에서 특히 기존 경영진 주도형 LBO, 즉 MBO에서[83] 경영진들만 알고 있는 정보를 바탕으로 기업 가치의 상승을 기대하고 기존 주주들의 지분을 모두 매수한다. 즉, 정보의 비대칭을 통해 아직 실현되지 않은 기업 가치를 전취하는 것이다. 또한,

82) 사모펀드가 가져가는 성과보수와 관련한 세금 감면 혜택에 관한 논란도 있는데, 이는 기업 인수 투자의 결정 이유 영역이 아니고 투자의 회수와 관련된 사안이기에 별도로 다루어짐.

83) Management Buyout의 약자. 경영진들이 주도해서 사모펀드나 외부 기관투자자들의 힘을 빌려 기존 주주들의 지분을 모두 사들이는 LBO.

경영진들은 의도적으로 회계 조작이나 사업소득 축소, 배당 조정 등 여러 기술을 통해 주가를 하락시킴으로써 기존 주주들에게 손실을 안기는 행위를 펼치기도 한다.

거래비용(Transaction Cost): 기업이 상장을 유지하기 위해서 주식중개 비용, 등록비용, 법률 서비스 비용, 투자은행 등 금융기관의 재무계획 비용 등 상당한 비용이 들어가는데, 비상장화 하면 비용 절감에 따른 -가령, 10%의- 자산 가치 상승효과를 볼 수 있다.[84] 특히 주식시장에서 주목받지 못해 자금조달이 쉽지 않은 기업은 굳이 비용을 들여 상장을 유지할 필요가 없다고 판단해 비상장화를 택하는 경우가 있다.

인수 방어(Takeover Defense): 주로 경영진 주도 LBO에서 경영진들이 적대적 M&A 경우와 같이 회사를 다른 세력들에게 뺏기지 않기 위해 비상장화를 추진한다. 말하자면, 경영진들이 자신들의 일자리를 방어하기 위한 수단으로 금융기관에서 대규모의 돈을 차입해 기존 주주들의 지분을 모두 사들이는 경우이다. 회사 경영에 특별한 문제가 없다면 기존 주주들에게 프리미엄을 지급하는 게 일반적이다.

사모펀드 관련 논쟁 주제는 옹호론자들이 내세우는 장점 4가지와 이 다섯 가지 회의론을 합해 총 9가지로 정리할 수 있다.[85] 핵심 문제의식은 비상장화 LBO를 애써 하려는 "진짜" 이유가 무엇인가이다. 1980년대 이래로 관련 학계에서 오랫동안 이 9가지 범주들에 대한 실증적인 연구가 이루어졌지만 확실한 결론은 아직 없는 상태이다. [표2-9]는 관련 연구들이 어떠한 결론을 도출했는지를 요약해서 보여주고 있다(ibid.: 50). 비슷한 시기에 관한 연구에서 관점과 접근방식에 따라 다른 결과가 나오기도 하고, 시기에 따라 사모펀드 성격이 변해 일관된 답을 제시하기 어렵다.

---

84) 예를 들어, 비용 절감에 따른 기업소득 증가가 1%이고 PER이 10이라면 10%의 자산 가치 상승을 얻을 수 있다는 뜻이다. 물론, 이론상으로만 그렇다.

85) 회의론의 "부의 이전"에 포함된 기존 채권자와 피고용자를 나누어 다른 주제로 다루는 게 더 나을 것 같다. 여기서는 참고문헌대로 정리한다.

본 연구의 해외논문 검토가 1차 자료 분석을 통한 검증을 목표로 하지 않기 때문에 사모펀드의 비사장화 기업인수의 이유를 선택적으로 정리하진 않는다. 다만 관련 논의들에서 생각해 볼 사항들을 아래에서 살펴보겠다.

〈표2-9〉 비상장화 LBO 관련 실증연구 사례들*

구 분	대상	검토 주제와 결과
Maupin, Bidwell & Oregren(1984)	1972-83 미국, 63건	긍정: 저평가 부정: 인센티브, 현금흐름
Lehn & Poulsen(1989)	1981-85 미국, 102건	긍정: 현금 흐름 부정: 세금 혜택, 저평가 중립: 인수 방어
Kieschnick(1989)	1980-87 미국, 263건 MBO	긍정: 저평가 부정: 세금 혜택, 현금흐름, 거래비용
	263건 모든 유형	긍정: 세금 혜택, 인수 방어 부정: 현금흐름, 저평가
Ippolito & James(1992)	1980-87 미국, 169건	중립: 현금흐름, 부의 이전
Opler & Titman(1993)	1980-90 미국, 180건	긍정: 현금흐름 부정: 세금 혜택
Halpern, Kieschnick & Rotenberg(1999)	1981-85 미국, 126건	긍정: 세금 혜택, 인수 방어 부정: 인센티브, 현금 흐름
Kosedag & Lane(2002)	1980-96 미국, 21건	긍정: 세금 혜택 부정: 현금흐름
Weir, Laing, Wright & Burrows(2004)	1998-01 영국, 117건	부정: 경영 감독, 현금흐름 중립: 인센티브
Weir, Laing, Wright(2005a)	1998-00 영국, 95	긍정: 인센티브, 경영 감독 부정: 세금 혜택, 현금흐름, 인수 방어
Weir, Laing, Wright(2005b)	1998-00 영국, 84	긍정: 인센티브, 경영 감독, 저평가 부정: 세금 혜택, 현금흐름, 인수 방어
Billett, Jiang & Lie(2008)	1980-05, 미국	긍정: 현금흐름, 부의 이전, 저평가

Mehran & Peristiani(2010)	1990-07, 미국	긍정: 현금흐름, 부의 이전, 거래비용 부정: 세금 혜택, 저평가
Bharath & Dittmar(2010)	1980-04 미국, 1377	긍정: 현금흐름, 거래비용
Fidrmuc, Roosenboom & Dijk(2013)	1997-03 영국, 33 MBO	긍정: 현금흐름, 인수 방어, 저평가 부정: 세금 혜택, 현금흐름, 거래비용
	37 PE MBO	긍정: 인수 방어, 저평가 부정: 세금 혜택, 현금흐름, 거래비용

자료 : Renneboog & Vansteenkiste, 2017, 표4, p.50.
*참고문헌 저자들은 옹호론자들의 사모펀드 비상장화 장점을 주주를 위한 현금흐름(free cash flow) 강화, 경영진 인센티브(incentive realignment), 경영 감독(control) 시스템 강화 세 가지로 이름 붙여 정리하고 있다.

2) 시기에 따른 변화

비교적 최근에 상대적으로 긴 시계열 검토가 이루어진 논문들은 시간에 따른 사모펀드 기업 인수 성격의 변화를 많이 거론하고 있다. 80년대 1차 물결, 90년대 중반에서 2000년대 중반까지의 2차 물결, 그리고 최근의 3차 물결로 나누면, 유행 시기에 따라 경제·금융 상황의 변화와 제도적 변화가 맞물려 사모펀드의 비상장화 기업 인수의 주요 패턴과 성격도 변해왔다는 것이다. 예를 들어, 이런 종류의 한 논문은(Mehran & Peristiani, 2010) 1차 물결에서는 레드오션의 늪에 빠진 거대기업들이 가진 대리인 문제와 저성장 비효율의 해결책으로 구조조정이 동반되는 LBO가 유행했는데, 2차 물결에서 이것들은 별로 중요한 사안이 아니었다고 주장한다. 90년대를 지나면서 경영진에 주어지는 스톡옵션 제도가 안착하면서 배당흐름도 좋아졌고, 산업 중심도 IT 기업들로 이동하면서 비효율성 문제도 사라졌다. 새로운 성장 산업의 등장과 함께 1990년대에는 신규상장(IPO)을 통한 “대박”이 주된 관심거리였다. 따라서 사모펀드가 개입된 기업 인

수도 이와 관련되었다. 위 논문에서는(ibid.: 520) 시장에서 "충분한 금융적 관심과 가시성 획득에 실패한 신규상장 기업들이…… 오래 가지 못하고 비상장화를 선택하는 경향이 강했다"고 결론 내린다. 위에서 언급한 거래비용이 주된 비상장화 인수의 이유였다는 것이다. "1980년대에 전체 LBO에서 IPO 기업이 차지하는 비중은 8%였는데 1990년대에는 거의 50%로 뛰어올랐다"는 사실을 근거 중 하나로 제시한다.

비슷한 시기를 검토한 또 다른 논문에서는(Billett et al., 2010) 1980년대 1차 물결에서는 대리인 문제 해결을 통한 배당 흐름 개선과 기업 가치 저평가 문제 해결을 통한 숨은 가치 획득이 중요했지만 2천년대 들어서 이 둘의 상대적 중요성은 줄어들었고, 계약상 보호장치 없는 채권 소유자들의 손실을 새로운 주주들이 이익으로 전취하는 LBO는 계속해서 활용되면서 더 많은 비중을 차지하게 되었다고 주장한다. 더 정확히 말하면, 1980년대의 경험을 바탕으로 계약상 주요 주주 변경 시 보호받는 구절을 넣는 채권발행이 늘어나면서, 사모펀드 인수 대상이 보호장치 없는 채권발행으로 좁혀져 더 부각 되었다는 말이다. 일종의 역설적인 결과이다. 이 논문에 따르면, LBO 대상기업 중에 최소한 한 번이라도 보호장치 있는 채권을 발행한 기업은 41%였는데, 비교군은 57%였다. 보호를 받는 채권 비중은 전자가 평균 26%, 후자가 34%였다. 또한, 채권 수익이 전자는 약속된 수익의 −6.76%였던 반면, 후자는 이보다 9.06% 높은 2.3% 초과수익이었다.[86] 위 논문은 이런 차이가 통계적으로 큰 의미가 있다고 강조한다.

사모펀드 LBO와 관련해서 가장 많이 논란이 되는 가설은 감세효과일 것이다. 관련 당사자들뿐만 아니라 사회적인 비용도 초래되는 문제이기 때문이다. 세금 혜택을 LBO의 주요 이유로 제기한 대표적인 학자로 카플란(Kaplan, 1989)을 들 수 있다. 그는 1980년에서 1985년 사이에 이루어진

86) 저자들은 Warga and Welch(1993)을 인용해 그 당시 채권 보호장치가 있는 경우 액면가 101%에 누적된 이자 전액을 보장한다는 구절이 계약서에 흔히 들어있다고 말한다.

경영자 주도 LBO, 즉 MBO 비상장화 기업 76개를 대상으로 조사를 했는데, 그가 세운 모델을 통해 얻은 결과부터 말하자면, 인수 이후 기업이 누린 총 세금공제 중 76%가 신규 대출증가와 관련된 감면 효과였다. 이는 이전 주주들에게 지급된 지분 프리미엄의 108%에 해당한다.

이 수치들의 의미를 이해하려면 카플란이 세운 모델과 관련해 몇 가지 이해가 필요하다.

첫 번째는 기업 부채비율의 증가와 세금 혜택의 관계이다. 기업의 부채가 늘어나면 이자가 늘어나고, 이는 기업 과세소득 계산 과정에서 비용으로 처리되는 비중도 증가한다는 것을 의미한다. LBO 이전의 자본구성에 대비해 늘어난 이자 비용은 소득 구간과 연계된 한계세율만큼 기업에 세금감면 효과를 얻을 수 있게 해 준다. 카플란의 모델은 소득 구간에 따른 한계세율 변화를 고려하고 있으며, 위 수치들은 중간값에 해당한다.

두 번째는 세금감면 효과의 복합적 관계이다. 기업의 소득세는 줄겠지만, 지분을 판 이전 주주들은 자본이득세를 내야 한다. 그리고 늘어난 부채의 채권자들은 이자 소득을 얻기 때문에 이에 대한 세금을 낸다. 위 수치들은 이를 함께 고려한 순 감면 효과이다.

세 번째, 또한, 비중은 거의 없지만, 우리사주조합을 이용한 감면 효과도 포함되어 있다.

넷 번째, 이전 주주들이 얻는 프리미엄에 대비해 감면 효과를 계산하는 이유이다. 이는 시장 참여자들이 이런 효과를 다 알고 있다고 전제하기 때문인데, 기업의 매매 가치에 이것이 포함되어 현재 시가보다 높은 프리미엄으로 지급되는 것이라 본다. 따라서 신규 인수자들이 얻는 새로운 이득은 아니고, 그들이 기존 주주들에게 지급한 비용을 상쇄하는 형태의 이익이다. 마지막으로, 세금감면 효과는 영원히 얻는 게 아니다. 기업은 이자와 함께 원금도 상환하기 때문에 한계세율 효과는 곧 사라진다. 카플란에 따르면, 그 당시 은행 대출의 평균 만기는 8년이었고, 한계세율에 따른 혜택으로 인수 후 2년은 연방 소득세가 제로였고, 3년 후부터 다시 내기 시작했다고 한다.

위 사항들을 염두에 두고 카플란의 모델이 고려한 당시 상황들을 몇 가지 살펴보자. 당시 기업 소득세율은 소득 구간에 따라 46%, 30%, 15%였다. 인수 기업이 부채비율 변화에 따라 과세소득 구간이 최고에서 중간으로 내려갔다면, 소득 변화 즉 이자증가의 대략 16%에 해당하는 감세효과를 얻었다는 것이다. 하위 구간까지 내려갔다면, 일부는 16%, 또 다른 일부는 거기에 또 15%의 혜택을 얻는 것이다. 조사대상 기업의 인수 전후 부채비율이 18.8%에서 87.8%로 높아졌다고 하니, 세액공제가 커 2년 동안 세금을 한 푼도 안 냈다는 위에서 언급한 결과가 당연하게 보인다. 마지막으로 언급할 만한 것은 당시 기존 주주들이 받은 프리미엄 수준이다. 카플란에 따르면, 조사한 기업들의 중간값은 42.3%였다. 여기서 프리미엄은 최초 인수발표 두 달 전 시가총액과 최종 거래가치의 차액을 말한다. 그 기간 S&P500의 지수변화를 고려한 프리미엄은 37.3%였다.

카플란의 연구에서 세금감면 효과가 LBO에서 중요한 구성요소라는 것을 보여주었지만, LBO의 이유를 증명한 것은 아니었다. 결과적으로 그 효과는 거의 다 기존 주주들이 가져간다. 새로운 주인들의 인수 동기는 되지 못한다는 것이다. 부채비율 폭증에 동반되는 재무적 스트레스가 있는데, 프리미엄 비용에 충당되는 세금감면이 주요 이유일 수는 없다는 주장이(Opler & Titman, 1993) 더 설득력 있게 들린다.

또한, 제도의 변화에 따른 감면 효과의 축소도 고려되어야 한다. 레이건 정부 시절인 제정된 1986년 조세개혁법안에 따라 최고 한계세율이 46%에서 34%로 낮아졌다(Kaplan, 1989). 이는 그 이전의 중위 소득 구간 한계세율 30%에 근접한 수치다. 이자 비용 때문에 소득 구간이 낮아져 얻었던 한계세율 혜택이 그만큼 없어졌다는 뜻이다. 더불어 LBO 부채비율의 변화도 고려되어야 한다. 현재 세계 최대의 사모펀드 전문 자산운용사 중 하나인 KKR의 창립자를 인용하면, “1987년 매매 기업의 평균 부채비율은 93%, 자기자본 비율은 7%였는데, 2006년에는 67%, 33% 구성으로” 변했다(Oxman & Yildirim, 2007). 이는 1989년 정크본드 사태가 초래한 금융위기를 계기로 일어난 변화이다. 그만큼 LBO의 재무적 스트레스와 위험

도 문제가 부각된 것이고, 기업 매매에서 중요한 고려사항이라는 증거이기도 하다.

앞에서도 언급했듯이, 논의된 LBO의 이유를 선택적으로 택하기보다는 종합적 고려가 필요하다. 지난 40년 동안의 비상장화 LBO를 종합한 한 책에서는(Hooke, 2021) LBO 타겟 기업의 특성을 다음 여섯 가지로 정리한다.

저-테크(low-tech) 사업: 대출 기관이 대상기업의 생산품이 기술 변화로 쓸모없게 되는 위험에 노출되는 것을 피하기 위해서다.

낮은 부채(low-debt): LBO시 사모펀드가 추가로 부채를 늘릴 수 있는 여지가 있어야 한다.

긍정적인 이익 증가: 대출 기관이 기업의 미래 소득과 빚을 갚을 능력에 대한 확신을 가질 수 있어야 한다.

비-금융 관련 사업/비-규제 사업(utility): 부채비율과 현금 배당에 관해 정부의 감독을 받기 때문이다.

경기순환에 둔감한 사업: 경기순환에 민감하면 하강 국면에서 채무불이행 가능성이 높아지기 때문인데, 원자재 상품 관련 사업이 이에 해당한다.

합리적 가격: LBO는 낮은 PER, 낮은 PBR 등 저평가 지표를 가진 기업의 매매를 선호한다.

어떻게 보면 당연한 내용이다. 요지는 매수한 이후 4~5년의 투자 기간, 이후 5~8년의 숙성기간을 갖고 재판매해 이익을 얻는 것을 목표로 하는 사모펀드 LBO가 “키워 먹을” 여지가 있어야 한다는 것이다.

3) 사모펀드 LBO와 고용

사모펀드와 관련한 사안 중 노동자들이 가장 큰 관심사는 LBO와 고용과의 관계이다. 사모펀드가 기업을 매수한 후에 기업 가치를 높이기 위한

전략으로 종종 구조조정을 단행하면서 기존 피고용자들을 해고하는 경향을 보이고, 때로는 일시적이나마 임금을 깎는 경우가 있기 때문이다. 앞에서 언급했듯이, 이것은 부의 이전(wealth transfer) 범주에 속한다.

언뜻 검증이 간단할 것으로 보이지만, 실제로는 쉽지 않은 문제이다. 간단히 말해, 고용의 변화는 LBO 말고도 여러 가지 원인과 이유가 있을 수 있기에 단순히 해당 기업 인수 전후의 피고용자 숫자 변화로 사모펀드 LBO의 범주적 성격이나 경향을 단정할 수 없기 때문이다. 가령, 전반적인 경제 상황이나 경제 부문의 경기순환 국면 때문에 LBO 대상이 속한 산업의 위축이 있을 수 있는데, 이를 고려해 관련된 다른 기업들과의 상대적 평가가 필요하다. 기업 내에서도 사업체별로 고용의 변화가 다를 수 있기에 이를 감안한 평가 모델이 요구된다. 또한, 시간에 따른 고용 변화도 고려해야 한다. 기업 인수 후 구조조정을 실행한 다음 일정 기간을 두고 경제 상황과 기업 사정에 따라 다시 고용이 증가할 수도 있기 때문이다(Davis et al., 2011: 1-2).

〈표2-10〉 사모펀드 비상장화 인수와 고용에 관한 연구 사례들

구 분	대상	결과
Wright & Coyne(1985)	영국, MBO	대상기업 44%가 고용 축소; 인수 전 일자리 18% 삭감; 차후에 재고용이 있었으나 이전 수준에 미치지 못함
Kaplan(1989)	미국, LBO	인수 이후 고용이 약간 증가했지만, 산업 효과를 보정하면 소폭 하락
Wright et al.(1990)	영국, MBO	인수 과정에서 25%의 기업이 고용 축소
Smith(1990)	미국, LBO	인수 이후 고용이 약간 증가했지만, 산업 효과를 보정하면 소폭 하락
Lichtenberg & Siegel(1990)	미국, LBO, MBO	3년에 걸쳐 비생산직 일자리 8.5% 축소; 생산직 일자리 변화 없음
Muscarella & Vetsuypens (1990)	미국, 재상장 LBO	LBO와 재상장 사이에 피고용자 수 중간값은 하락했지만, 매각 처분 없는 LBO의 경우에는 대상 기업 상위 15%에서 성장의 증가가

		있었음; 완전 LBO 인수보다 분할 인수에서 고용 증가 경향이 더 강했음
Opler(1992)	미국, LBO	인수 후 고용이 약간 증가
Wright et al.(1992)	영국, MBO, MBI*	MBO에서 평균 6.3% 고용 하락했지만, 연구가 진행되는 과정에서 차후에 1.9%가 회복됨
Robbie et al.(1992); Wright(1995)	영국, MBO	38% 고용 감소
Robbie et al.(1993)	영국, 파산보호 MBI	3/5 이상은 인수에서 정리해고가 없었으나, 1/6은 20% 감원해 피고용자 중간값이 75에서 58로 하락
Wieser et al.(1997)	호주, 민영화 인수	인수 후 초기에 감원이 있었으나 대부분의 경우 차후에 고용 증가
Amess & Wright(2007a)	영국, MBO, MBI	소유권 변화 후 MBO에서는 0.51%p 고용이 증가했지만, MBI에서는 0.81%p 하락
Wright et al.(2007a)	영국, MBO, MBI	MBO에서 평균적으로 인수 후 초기에 고용 하락이 있었으나 다시 이전 수준을 회복; MBI에서는 인수 후 고용 하락; MBO와 MBI 모두 대다수는 고용이 증가
Amess & Wright(2007b)	영국, MBO, MBI, 사모펀드 관여/비관여	인수 기업 선택에서 내생적 요소를 보정하면 사모펀드 관여와 비관여가 고용에 미치는 효과 차이는 미미
Cressy et al.(2007)	영국, 사모펀드 관여/비관여 기업	인수 후 처음 4년 동안 비교 대상 그룹보다 고용이 하락했지만, 5년째는 상승; 초기에 행한 경영합리화가 좀 더 생존력 있는 일자리 창출의 기반 마련
Davis et al.(2008)	미국, 사모펀드 관여/비관여 기업과 사업체 비교	인수 전에 비교군보다 사모펀드 관여 집단에서 고용 성장이 더디게 진행되다가 인수 후 좀 더 급격히 하락했지만, 4-5년째에 비교군만큼 고용이 증가; 인수 기업군이 비교군과 유사한 수준의 일자리 창출을 보였으며 신규 사업 일자리 창출은 더 많았음
Amess et al.(2008)	영국, 영국, MBO, MBI, 인수, 사모펀드 관여/비관여	사모펀드 관여 LBO는 고용에 미미한 영향을 줌; 사모펀드 비관여 LBO와 인수는 고용에 부정적 결과를 미침

자료 : Wright et al, 2009, 표1, p.504-5.
*MBI는 다른 기업 경영진이 중심이 된 LBO이다.

[표2-10]은 2010년대까지 이루어진 사모펀드 LBO가 고용에 미치는 영향을 검토한 논문들을 정리한 것이다. 다른 논의들과 마찬가지로 긍정적인 결과와 부정적인 답이 혼재해 있다. 하나의 답을 도출할 수 없지만, 몇 가지 경향은 언급할 가치가 있어 보인다. 그 하나는 LBO 인수 후 초반에는 대체로 고용이 축소된다. 하지만 고용 축소는 영구적인 것이 아니고, 몇 년 후 다시 고용을 늘리는 패턴이 나타난다. 사업성이 떨어지는 부분을 떼어내거나 축소시킨 다음, 수익성이 좋아 보이는 신규사업 부문에 투자하면서 고용을 다시 늘리는 경향을 보인 것이다. 또 다른 한 가지는 영국에 관한 연구에서 특히 고용 축소 결과가 좀 더 뚜렷하게 나타난다. 이는 전통산업의 쇠퇴로 1980년대에 매우 호된 전환기를 겪었던 영국의 경험과 관계있는 것으로 보인다. 영국에서도 2000년대 연구에서는 LBO와 비교군에서 고용에 관한 차이가 거의 없다는 결과가 많다.

비교적 최근에 이루어진 한 논문은(Davis et al., 2014) 이전 연구들의 한계를 지적하면서, 문제점들을 극복하는 방법론을 제시하고 실증적 연구 결과를 보여준다. 이 논문이 내놓은 LBO가 고용에 미치는 효과의 수용 여부를 떠나 이 문제에 접근할 때 고려해야 할 여러 가지 사안들을 설명하고 있다. 이를 좀 더 구체적으로 살펴보면서 사모펀드 LBO에 관한 학술적 논의의 정리를 마무리하겠다. 논문은 기존 연구들이 많이 안고 있는 한계로 다음의 다섯 가지를 든다(ibid.: 3957-9).

첫째, 기존 연구들이 선택적 대응 차원의 불완전한 조사 자료에 의존하고 있어서 대표성과 정확성에 의문이 제기된다. 둘째, 기초하고 있는 데이터에는 비교군 기업들에 동시적으로 진행된 변화들을 감안하는 요소가 빠져있다. 가령, 사모펀드가 관여된 기업에 5%의 고용 축소가 있을 때, 그 의미의 해석은 비교군 기업의 고용이 3% 늘었나 10% 줄었나에 따라 크게 달라진다. 셋째, 기존 연구들이 벤처캐피탈 관여 기업과 다른 사모펀드

형태가 관여하는 기업을 구분하지 않는다. 전자도 흥미로운 주제지만 따로 다루어져야 한다. 넷째, 기존 연구에는 사업체 수준의 데이터가 부재하기 때문에 유기적인 일자리 성장을 측정하는 데 큰 어려움이 있다. 그 결과, 완전 인수, 특정 사업 시설과 부문 매각을 분리해 다루기가 어렵다. 다섯째, 사업체 수준의 데이터 부재는 또한 기업 단위의 고용 변화를 일자리 창출과 파괴 – 즉, 사업체 수준의 증감 – 두 범주로 세분해 파악하기 어렵게 만든다.

위 논문은 이러한 문제를 극복하기 위해 몇 가지 주요 데이터베이스를 이용해 1980년부터 2005년까지 미국에서 이루어진 사모펀드 인수 기업 3,200개에 속한 15만 개의 사업체의 관련 데이터를 모아낸다.[87] 이를 바탕으로 산업, 기업 설립연도, 기업 크기, 단/복수 사업체 등의 요소를 종합해 비교군을 설정하고 기업 단위와 사업체 단위의 변화를 시계열로 비교 검토한다. 사모펀드가 관여하지 않은 MBO와 벤처캐피탈은 여기에 포함되지 않았다.

이 논문은 우선 사업체 수준의 분석에서 다음 세 가지 주요 결과를 제시한다. 첫째, 평균적으로 대조군보다 대상 사업체에서 인수 후 좀 더 빠르게 고용 축소가 일어났다. 평균적으로 누적된 차이를 보면, 처음 2년 동안 초기 고용의 약 3%, 5년 동안 6%였다. 둘째, 상대적으로 큰 대상 사업체의 고용 축소는 해당 사업체의 축소 또는 해체로 인한 일자리 정리가 차지하는 높은 비율 때문이었다. 사실 인수 후 확장하는 사업체 부문의 새로운 일자리 창출은 대상 사업체가 훨씬 많았다. 셋째, 유지된 대상 사업체의 노동자당 소득은 인수 후 2년을 놓고 볼 때 대조군과 비교해 평균 2.4% 하락했다.

위 논문은 사업체 수준의 비교에서는 새로 만들어진 사업체의 새로운 일자리 창출이 파악되지 않기 때문에 기업 수준의 비교와 병합해 검토한

87) 미국통계국의 Longitudinal Business Data(LBD), 제조업 통계조사인 the Annual Survey of Manufactures(ASM), the Census of Manufactures(CM) 등의 데이터 종합.

결과도 도출한다. 이를 "신규사업greenfield" 일자리 창출로 부르면서 인수 후 2년 동안의 변화를 비교한다. 조사대상 기업이 비교군과 비교해 거의 2% 더 많은 일자리를 만들어 냈다. 앞의 일자리 축소와 신규사업 일자리 창출을 종합해 비교하면, 사모펀드 기업 인수 후 처음 2년 동안 조사대상 기업이 비교군보다 1%에 좀 못 미치는 일자리 축소를 보였다. 산업별로 보면, 제조업에서는 비교군에 비해 상대적 고용 하락이 약하게 나타났고, 소매업에서는 인수 후 5년에 걸쳐 12%나 많이 고용이 줄었다. 서비스 부문에서는 대상 그룹이 인수 후 비교군보다 약간 더 빠른 속도로 고용이 늘었다. 이러한 결과는 산업의 성격에 따라도 고용에 미치는 효과가 다를 수 있음을 보여주고 있다.

III. 사모펀드 LBO의 대량해고 사례

앞에서 언급했듯이, 사모펀드 LBO와 고용의 관계를 가장 체계적으로 연구한 논문에서(Davis et al., 2011) 소매업 부문의 고용 축소가 가장 두드러졌다고 파악했다. 이와 관련해서 미국의 소매업 분야에서 사모펀드가 소유한 기업들을 전수 조사해 지난 10년 동안 벌어진 고용 변화를 정리한 보고서가 있어, 아래에서 이를 요약해 소개하려고 한다(Baker et al., 2019).[88] 다음으로 소매업 쪽에서 가장 최악의 사모펀드 LBO 중 하나로 꼽히는 토이저러스(Toy R US) 사례를 정리해 소개한다. 그리고 "5대 유명 사모펀드 LBO 사례"는 부록으로 별첨했다.

88) 보고서 제목은 Private Equity: How Wall Street Firms are Pillaging American Retail 이며, 다음의 시민단체들이 연합하여 출간했다. Center for Popular Democracy, Americans for Financial Reform, United for Respect, Hedge Clippers, and Private Equity Stakeholder Project.

1. 미국 소매업을 파산시킨 사모펀드

사모펀드 기업 인수는 대략 5년의 투자기관과 5~7년의 숙성 과정을 거쳐 기업의 가치를 올려 매각해 자본이득을 얻는 것을 목적으로 한다. 이 목적을 달성하기 위해 경영 효율성이란 개념 아래 여러 가지 구조조정을 단행하곤 한다. 수익성을 높이기 위해 사양 사업 부문을 정리하고 성장성 있는 새로운 부문을 확장하는 일은 불가피하다고 이해할 수 있다. 하지만 사모펀드 LBO는 높은 부채비율이라는 태생적인 약점을 가지고 있어서 이를 만회하기 위해 무리하게 변화를 추구하는 경향이 있다. 엄청난 규모의 원리금을 상환하면서, 동시에 기업의 수익성을 증가시켜 몇 년 후 높은 가치로 회사를 매각해야 한다는 압박이 있기 때문이다. 더군다나 지난 반세기 동안 거의 10년에 한 번씩 세계를 덮친 심각한 금융·경제 위기는 LBO의 "대박" 꿈을 이루는 걸 더 어렵게 만들었다. 높은 부채비율을 안고 있는 LBO가 원리금을 상환에 어려움을 겪어 챕터11 파산보호신청을 한 경우가 꽤 많았다. 아래에서 소개할 토이저러스도 그러한 경우였으며, 부록에 별첨해 정리한 "5가지 유명 사모펀드 LBO 사례" 모두 비슷한 어려움을 겪었다.

참조한 보고서에 따르면, 2012년부터 2019년까지 총 14개의 대형 소매체인 기업이 챕터11 파산보호신청을 했는데, 그중 10개가 사모펀드가 소유한 기업이었다. 사모펀드는 무리한 기업 인수로 회사와 노동자들의 삶을 파괴하고, 아무 일도 없었다는 듯 떠나버린 것이다. 최근에 있었던 소매체인 대량 폐점 사태에서도 같은 양상이 나타났다. 2019년 1분기에 33개 소매업 기업에서 6,683개의 매장을 폐장했다. 여기에는 Sears, K-Mart, J. Crew, Payless Shoes, Shopko, Charlotte Russe 같은 유명 기업의 4,680개 지점 폐업이 주를 이루었다. 폐점한 매장 중 70%가 사모펀드 소유 기업이었다.

관련한 다른 연구 논문에서도 최근 소매업 분야의 사모펀드 소유 기업들이 유독 많은 파산보호신청을 했음을 확인해 준다(Carrol & Yozzo,

2018). 이 논문은 2011년 중반부터 2017년 중반까지 챕터11 파산보호신청을 한 부채 1억 달러 초과 기업 481개를 조사했다. 그중 25%가 사모펀드 소유 기업이었다. 소매업에 속한 기업은 44개였는데, 그중 55%인 24개 기업이 2016년과 2017년에 보호 신청을 냈다. 이 24개 중에 2/3에 해당하는 16개가 사모펀드 인수 기업이었다. 파산보호신청 전 이들의 평균 소유 기간은 6.3년이었다.

위 논문에 따르면, 소매업은 최근까지 사모펀드 LBO에 적합하지 않은 업종이라는 생각이 일반적이었다고 한다. 소매업은 전반적으로 경기순환을 타는 업종이고, 성장성이 크지 않으며, 마진도 높지 않기 때문이다. 이런 성격으로 인해 업계의 평균 부채가 EBITDA의 2배 수준으로 다른 산업 분야보다 상당히 낮다. 그런데 왜 최근에 소매업 쪽에 사모펀드 LBO가 부쩍 늘어난 것일까? 앞의 보고서는(Baker etal., 2019) 소매체인 기업들이 가지고 있는 부동산에 주목한다. 대개 이쪽 기업들은 매장이 속한 토지와 빌딩을 직접 보유하고 있어, 인수 시 담보를 제공하고 부채를 얻기 쉽고, 인수 후 부분 매각을 통해 부채를 갚거나 배당으로 빼가기도 쉽다. 일례로, 2019년에 파산보호신청을 한 Payless Shoes는 2012년 세 개의 사모펀드 전문 운용사가[89] 함께 기존 부채를 포함 20억 달러에 인수했는데, 그 해와 이듬해 2013년에 7억 달러를 배당으로 가져갔다.

사모펀드는 이득을 이미 다 챙기고, 파산보호신청을 통해 부채를 감경받고, 기업회생 후 매각하고 떠나면, 손실은 채권자들과 노동자들이 지게 된다. 노동자들은 일자리를 잃으면서 생계가 위태롭게 되기 때문에 특히 더 많은 타격을 입는다. 위 보고서는 2005년부터 2019년까지 소매업에 속한 사모펀드 인수 기업 83개의 고용 변화를 조사한 결과, 이중 2/5에 해당하는 35개 기업이 파산보호신청을 했으며, 총 597,143개의 일자리가 줄었다는 사실을 밝힌다. 새로 창출된 일자리는 75,968개로, 521,175개의 일자리가 순감했다.

---

89) Blum Capital Partners, Golden Gate Capital, Wolverine Worldwide Inc.

위 보고서는 파산한 기업과 주된 일자리 감소가 주로 유색인종과 여성으로 이루어진 저소득층이 종사하는 분야이기에 사회적 파장이 더 크다고 말한다. 가령, 의류판매 분야 소매업 종사자 76%는 여성이고, 43%는 흑인, 아시아계, 라틴계로 이루어져 있다. 소매업 종사자 1/4은 빈곤선 아래와 그 근처에 머물러 있다.

2. 세계 최대 완구업체 토이저러스의 파산

2005년 세 개의 사모펀드가 컨소시엄을 구성해 세계 최대의 완구 및 아동용품 소매업체인 Toys R Us를 부채포함 66억 달러에 인수한다. 하지만 경영악화와 LBO로 인한 원리금 상환 부담을 견디지 못하고 2017년 9월 미국 법원에 챕터11 파산보호신청을 한다. 회생절차마저도 제대로 진행이 되지 않으면서, 2018년 3월 회사는 전 세계의 점포를 모두 닫고 33,000여 개의 일자리를 일시에 날려버리는 폐업을 선택한다. 이후에도 다시 매각 절차를 밟기도 하고, 여러 소송에 얽혀 부분 회생과 폐업을 반복해 지금까지 뉴스에 회자되고 있다. 토이저러스 파산은 소매업 분야 역대 세 번째로 큰 규모로 기록되었다.[90]

1) 토이저러스

토이저러스는 찰스 라자러스(Charles Lazarus)가 1948년 워싱턴 D.C에서 창립했다. 그는 2차 세계대전에 참전 용사였는데, 전쟁이 끝나면 신생아 출산이 늘고 아동용품에 대한 수요가 대폭 증가할 것을 예견하고 회사 설립을 결심했다고 한다. “내가 얘기 나눈 모든 친구들이 귀국하면 결혼하

90) *Insider*. 08/08/2022. Inside the wild and tumultuous history of Toys R Us. https://www.businessinsider.com/the-tumultuous-history-of-toys-r-us-photos-2020-8

고, 애 낳고, 아메리칸 드림을 먹고살 거라고 말했다." 그는 성공을 확신하며 아버지의 자전거 수리점 옆에 유모차를 가져다 놓고 팔면서 사업을 시작했다.[91]

처음에는 아기용 가구와 기본 용품을 팔면서 Children's Bargain Town이란 회사명을 사용했다가, 1957년 장난감 쪽으로 사업을 확장하면서 공식적으로 Toys R Us란 이름을 사용하기 시작했다. 라자러스는 판매망을 전국으로 확장하기 위해 Interstate Sales라는 회사와 합병을 선택하고, CEO에서 물러나 토이저러스 부문 총괄 관리자 역할을 한다. 그런데 모회사가 1994년 파산하게 되면서, 우여곡절 끝에 다시 토이저러스를 회생시켰다. 이후 1978년 신규상장에 성공했다. 1983년에는 아동의류 판매를 전문으로 하는 Kids R Us를, 1996년에는 아기 옷을 판매하는 Babies R Us를 출범한다 (*Insider*).

사세가 계속 승승장구할 것 같았지만, 두 가지 복병이 나타났다. 하나는 월마트(Walmart)로 대표되는 대형할인매장의 확장이었으며, 두 번째는 아마존(Amazon.com)으로 대표되는 온라인 판매 플랫폼의 출현이었다. 1997년까지 미국 완구 소매 판매 1위는 토이저러스였지만, 1998년부터 월마트가 1위를 차지했다. 월마트가 시장점유율 17.4%를 차지하면서 16.8%의 토이저러스를 제쳤다. 토이저러스는 월마트가 제시하는 가격을 따라갈 수 없었다. 소비자들도 다른 여러 물품을 함께 구입할 수 있으면서 값이 더 싼 월마트에서의 쇼핑을 선호할 수밖에 없었다. 경쟁 상대가 월마트만 있는 것도 아니었다. Sears, Kmart, Target, KB Toys 등 강력한 경쟁자들이 너무 많이 생겼다. 그뿐만 아니라 아마존 같은 온라인 쇼핑 플랫폼이 세를 확대하면서, 매장을 찾아와 장난감을 사는 소비자들이 줄기 시작했다 (McKinnon, 2021).

위기를 헤쳐나가는 방법의 하나로 토이저러스는 2000년 아마존과 완구

91) *Financial Times*. 20/09/2017. Toys R Us buckled under private equity ownership. https://www.ft.com/content/02a5edbe-9d93-11e7-8cd4-932067fbf946

온라인 독점 공급 10년 계약을 맺는다. 계약의 하나로 www.toysrus.com을 치면 www.amazon.com으로 가게 하는 내용이 들어있었다. 그 결과 2002년에 들어서면서 아마존은 최대 온라인 완구판매처로 떠오른다. 그런데 아마존이 계약을 어기고 다른 완구 공급업자들도 아마존에서 판매할 수 있도록 허용한다. 아마존은 온라인 플랫폼의 확장 속도를 보고 토이저러스에 묶여 있을 필요가 없다는 판단을 한 것 같다. 토이저러스는 계약 위반으로 2004년에 아마존을 고소하고, 5천 1백만 달러의 배상을 받는다. 하지만 배상액이 문제가 아니었다. 토이저러스는 아마존에 의존하는 잘못된 전략으로 온라인 판매 플랫폼이라는 "대세"에 올라탈 기회를 완전히 놓친 것이다(ibid.).

2) 사모펀드 LBO

경쟁의 심화와 온라인 플랫폼의 위협 속에 영업 실적이 나빠지고 신용등급까지 강등되면서 토이저러스 경영진들은 기업 전략의 전반적 재검토에 들어갔다. 첫 번째로 Kids R Us 아동의류 부문 146개 매장의 문을 닫기로 결정했다. 그런 결정과 함께 Credit Suisse First Boston에 경영에 관한 자문을 구한다. 자문사는 토이저러스 이사회와 경영진에게 주주가치 극대화 방안으로 핵심 사업 부문인 Global Toys의 매각을 권고한다. 회사 측은 이 권고를 받아들여 경쟁입찰을 시작한다(Maneepan, 2017).

처음에 여섯 곳의 매수 후보가 나섰다가 실사 과정에서 두 곳은 포기하고 나간다. 나머지 네 곳의 자산운용사는 KKR, Apollo, Cerberus, Bain/Vornado 연합이었다. 입찰과정에서 Cerberus가 부분 매각이 아닌 전체 매각을 제안한다. 입찰과 실사가 진행되는 가운데 KKR, Bain Capital, 그리고 부동산 투자 회사 Vornado Realty Trust가 연합한다. 토이저러스 이사회는 2005년 3월 더 높은 가격을 제시한 사모펀드 연합에 매각을 결정한다. Cerberus 주당 25.25달러를 제시했는데, 연합 측에서는 주당 26.75달러를 제시했다. 계약 조건 중 하나로 사모펀드 연합은 경영진 전원

해고를 요구함에 따라 기존 경영진은 모두 회사를 떠났다.

지분 매수 총액이 약 59억 달러였고, 기존 부채를 포함해 총 거래 규모는 66억 달러였다. 달러사모펀드 연합이 13억 달러를 조달하고, 44억 달러의 부채가 신규로 추가됐다. 토이저러스는 50억 달러가 넘는 부채를 떠안게 되었다. 당시 이자율을 추산해 보면, 이자 비용으로 나가는 액수가 연 4억 달러 이상이었다. 2007년에 들어서면서 영업이익의 97%가 이자를 지불하는 데 쓰였다(Baker etal., 2019).

3) 사모펀드 LBO 이후

기존 경영진을 모두 해고한 후 사모펀드 측은 경쟁 기업인 Target의 전 CEO 제랄드 스토치(Gerald Stroch)를 영입했다. 부임 후 스토치는 온라인 플랫폼 투자를 강화하며 eToy.com과 Toys.com을 인수한다. 매출이 2004년 112억 달러에서 2008년 137억 달러로 증가했다. 이를 바탕으로 2010년 스토치는 IPO를 신청했다. 그러나 IPO가 순조롭게 진행되지 못했다. 증권시장 상황이 별로 좋지 않았고, 회사의 영업 실적도 안 좋아졌다. 게다가 고질적인 부채 문제와 더불어 순이윤의 하락으로 IPO 진행이 여의치 않았다. 어쩔 수 없이 계획을 철회하면서 2013년 스토치가 회사를 떠났다. 새로 부임한 CEO 데이비드 브랜던(David Brandon)은 이전에 Bain Capital과 팀워크를 이루어 좋은 성과를 보인 적이 있었다. 인수했던 도미노 피자를 IPO에 성공해 500%의 수익을 냈다. 이런 기대로 그를 CEO로 임명했지만, 상황은 더 나빠졌다. 2014년 영업이익 적자를 기록하고, 순이익은 그때부터 계속 적자를 기록했다. 2015년 매출은 LBO 이전 수준인 118억 달러로 줄었다. 영업이익으로 이자를 갚기도 힘든 상태가 되었다(Maneepan, 2017).

결국, 2017년 9월 파산보호신청을 하게 된다. 당시 부채가 79억 달러였다. 회생절차도 완만하게 진행되지 못했다. 채권자들은 파산해 정리하는 게 회생하는 것보다 더 유리할 거라 판단했다. 2018년 6월 청산을 결정한

다. 한날한시에 다 정리된 것은 아니지만, 이로써 3만 명 이상의 노동자가 직장을 잃게 되었다. 처음에 노동자들은 해고에 따른 퇴직수당을 한 푼도 받지 못했다. 이후 해고노동자들과 사회단체들이 다방면으로 캠페인을 펼치자, KKR과 Bain Capital이 2천만 달러 규모의 기금을 조성해 수당을 지급하기로 했다. 노동자 측에서는 지급해야 할 수당이 아직 7천 5백만 달러 남았다고 주장한다(McKinnon, 2021).

우여곡절 끝에 Toys R Us 브랜드는 2019년 Tru Kids에 팔렸다. 현재 미국 내 매장은 존재하지 않으며, 온라인 판매와 해외 25개국에 900여 개 매장에서 영업하며 약 20억 달러의 매출을 올리고 있다. 이를 기반으로 다시 미국 내에도 영업장을 열 계획이라고 한다.

Ⅳ. 최근 규제강화 논의

지금까지 살펴보았듯이, 1980년대에 시작된 사모펀드 LBO 물결이 체계적인 형태를 갖추고 계속 그 세를 확장해 오면서 현대 자본주의의 주요 구성요소 중 하나로 자리 잡았다. 사모펀드가 직접적 원인은 아니었지만, 1980년대 말 정크본드 사태, 98년 닷컴버블, 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 사모펀드 LBO 기업의 높은 부채비율은 위기에 취약성을 드러냈고, 금융권 신용경색을 가중하는 역할을 했다. 위기 때마다 관련 규제와 당국의 감독 강화 목소리가 나오긴 했지만, 이렇다 할 규제체계가 만들어지진 못했다. 심지어 2008년 금융위기 이후 이루어진 새로운 금융규제 시스템에서도 큰 틀의 변화는 없었다. 위기에서 헤지펀드의 역할이 컸기 때문에 그에 대한 제도를 정비하려는 노력이 펼쳐지는 가운데 사모펀드에 관한 규제도 함께 강화하려는 시도가 이루어졌다. 미국에서는 이른바 도드-프랭크법으로 알려진 월가 개혁과 소비자 보호법(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)이 2010년 제정되었고, EU에서는 2011년 대체투자펀드매니저명령(AIFMD: Alternative Investment Fund Manager

Directive)이 제정되었다. 그렇지만 "펀드 자체를 직접 규제하지는 않는다"는 기존의 기조를 유지하고 있으며, 투자자 적격성 정의와 사모펀드 자문기관에 관한 요구사항만 조금 강화된 수준에 머물렀다(김은집, 2015).

그 후에도 사모펀드에 관한 규제강화 목소리는 계속 나왔고, 미국 증권거래위원회(SEC)도 그 필요성을 인정하며 관련 법규의 개정을 준비해 왔다. 게다가 지난 5~6년간 사모펀드 투자가 크게 늘면서 대응의 필요성도 높아졌다. 그간의 이루어진 노력의 결과물로서 2022년 1월 "사모펀드 투자자문업자 관련법 수정안" 초안을 발표하고, 관련 업계의 의견을 수렴하는 과정을 밟고 있다.[92] 수정안에는 그동안 보고서 제출이 면제되었던 자문가, 외국인 사모펀드 자문가, SEC에 등록 의무가 없었던 사모펀드 투자자문가 모두를 포함하는 의무준수 규정을 대폭 강화하는 내용이 담겨 있다. 사모펀드 투자가들에게 더 높은 수준의 투명성을 제공하고, SEC가 규정한 이해충돌 영역과 높은 투자 위험 영역에서 사모펀드 자문가들의 특정 활동을 금지하는 게 주요 골자라고 밝히고 있다.

이번 규제 역시 사모펀드 LBO의 위험성이나 그와 관련해 야기될 수 있는 사회적 파급력을 다루는 내용은 없었으며, 투자자(즉, 도드-프랭크법에서 말하는 소비자)의 보호가 주된 내용이다. 어떤 식으로든 사모펀드 투자방식이나 투자자를 제한하는 내용도 전혀 없다. 많이 논란이 되어 온 성과보수에 대해 소득세가 아니라 자본이득세를 부과하고 있는 현재의 조세방식에 대한 언급도 없다. 다만 SEC 보고 대상 기준을 기존 운용자산 규모 20억 달러 이상에서 15억 달러 이상으로 낮춤으로써 보고 대상 사모펀드 자문사가 전체 67%에서 75%로 늘어날 전망이다. 규제강화가 충분하진 않지만, 투자자 보호도 중요한 문제이기 때문에 국내 관련법 개정 요구에

92) 미국증권거래위원회에서 발표한 초안의 원제목은 다음과 같다. Amendments to Form PF to Require Current Reporting and Amend Reporting Requirements for Large Private Equity Advisers and Large Liquidity Fund Advisers.
chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/ia-6083.pdf

참조할 수 있도록 아래에서 이 수정안의 주요 내용을 살펴보겠다.

1. 금지되는 활동

수정안은 SEC 등록 의무 지위와 무관하게 모든 사모펀드 자문가들에게 다음의 활동을 금지하고 있다. 특별대우, 책임 제한과 면책 추구, 불-비례 수수료와 비용 떠넘기기, 하지 않은 서비스에 대한 수수료 부과, 세금 전가를 통한 성과보수 환수 축소, 사모펀드 고객으로부터의 대출, 사모펀드 자문가에게 부과되는 비용의 전가.

1) 특별대우(Preferential Treatment)

수정안은 사모펀드 투자자와 자문가 사이에 다음과 같은 특정한 유형의 부가협약을 엄격히 금지한다. 첫째, 특혜적 현금화 조건 부여. 둘째, 다른 투자자들에게 물질적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 생각되는 사모펀드의 투자 포트폴리오 등 민감한 내용을 특정 투자자에게 특혜적으로 공개하는 행위. 또한, 수정안은 특별대우에 관한 구체적인 내용을 적시한 문서를 각각의 투자 희망자에게 제공하지 않고 이루어지는 어떠한 형태의 우대 약속도 계약에 넣을 수 없게 규정하고 있다. 기존의 투자자들에게 현재 계속 진행되고 있는 펀드 증액에 참여하는 다른 투자가들에게 제공되는 우대에 관한 구체적 내용을 적시한 연간 문서를 제공하지 않고 추진되는 특별대우도 금지한다.

이러한 금지사항들은 사모펀드 투자에서 광범위하게 이루어지는 관행들에 큰 변화를 요구하고 있다. 투자자들을 유인하기 위한 여러 형태의 우대 조건들은 개별적 비공개로 이루어지거나 문서화 되지 않는 경우들이 많았는데, 문서로 적시되고 모두에게 공개된다면 투자자와 자문가 사이의 협상 전략에도 변화가 있으리라 예상된다. 하지만 수정안에는 특별한 우대

가 무엇인지, 우대에 관한 구체적 정보가 어떤 수준인지가 자세하게 규정되어 있지는 않고, 자문가가 합리적으로 판단할 수 있는 차등적 대우라고 모호한 개념으로 얘기하고 있다.

2) 책임 제한과 면책 추구(Limiting Liability and Seeking Indemnification)

수정안은 사모펀드 자문가나 (사모펀드 GP를 포함한) 관련자가 사모펀드에 서비스를 제공할 때 저지르는 신의성실 의무 위반, 고의적 과실, 부정직, 태만, 무모함 등에 관해 사모펀드 또는 그 투자자들로부터 변제, 면책, 변호, 책임 제한을 추구하는 행위를 금지한다. 이러한 금지 조치는 이전에 많이 논란이 되었던 사모펀드 계약서에 명기된 책임회피 조항(hedge clause)에 대한 규제 논의를 확대 적용하기로 한 것이다. 이전에는 계약서의 책임회피 조항이 자문가 행위의 사기 금지 규정에 위배 여부를 사안별로 따져 본다는 정책이었다면, 이젠 아예 금지한다는 것이다. 또한, 기존에 존재했던 연방 증권법에 따른 사모펀드 자문가의 신의성실 의무를 책임회피 조항을 통해 제한하려는 행위를 금지하는 것을 넘어 고의적 과실, 부정직, 태만, 무모함의 범주까지 금지사항으로 추가했다는 특징이 있다. 이 범주들의 개념이 넓고 추상적이기 때문에 수정안이 투자자들과 자문가들 사이에 광범위한 분쟁의 가능성을 열었다고도 볼 수 있다.

3) 불-비례 수수료와 비용 떠넘기기
(Non-Pro Rata Fee and Expense Allocations)

수정안은 포트폴리오 투자 또는 잠재적 포트폴리오 투자와 관련된 특정한 수수료와 비용이 불-비례하게 부과되는 것을 금지한다. 사모펀드 자문가 또는 관련자의 자문받는 다수의 사모펀드와 고객이 함께 같은 포트폴리오 투자에 투자하거나 투자를 제안하려고 할 때 해당한다. 수정안이 정확히 불-비례의 의미를 정의하고 있지는 않지만, 투자자들이 투자하고 있

거나 투자하기로 한 자본에 기초해 비례적 비용의 분배를 생각하고 있는 것으로 보인다. 수정안은 포트폴리오 투자의 완수 여부와 상관없이 비용의 비례적 분배를 요구하는데, 이는 중간에 깨진 거래와 관련된 비용도 모든 투자 참가자들이 비례 원칙에 따라 부담해야 한다는 뜻이다.

사모펀드 자문가들이 이 수정안의 조항을 지키는 데 여러 어려움이 따르리라 예상된다. 추가 투자자들을 모집할 때 앞에 들어간 비용을 포함해 비례 원칙에 따라 부담해야 한다고 설득해야 한다. 보통 투자 유인을 제공하기 위해 우대 조건을 제시하는 지금까지 관행과는 반대인 셈이다. 또한, 잠재적 공동 투자자들과 계약에 성공하지 못하고 중간에 거래가 깨지면 그때까지 들어간 비용을 어떻게 청구할 수 있을지도 어려운 문제가 될 것으로 보인다.

4) 하지 않은 서비스에 대한 수수료 부과
(Charging Fees for Unperformed Services)

수정안은 사모펀드 자문가가 아직 수행하지 않은, 그리고 포트폴리오 투자와 관련해 수행할 거라 합리적으로 기대하지 않는 감독, 관리, 고문, 기타 서비스에 대한 대가를 해당 기업으로부터 받지 못하도록 규정한다. 물론 실제 제공한 서비스와 앞으로 수행할 거라 합리적으로 기대할 수 있는 서비스에 대한 대가는 받을 수 있다. 미리 대가를 받았는데 서비스를 수행하지 않았다면, 사후정산을 통해 돌려줘야 한다.

5) 세금 전가를 통한 보수 환수 축소
(Reducing Clawback Amounts by Taxes)

수정안은 사모펀드 자문가가 성과보수 부분 환수 시 세금을 제하는 행위를 금지한다. 이 조항을 이해하기 위해서는 미국에서 성과보수 지급, 그와 관련된 세금 문제에 대한 이해가 먼저 필요하다. 사모펀드 자문가나

CEO들의 성과보수는 당해 기업의 잠정적 실적에 근거해 중간에 보너스 형태로 지불된다. 이듬해 세금보고를 위해 정확한 기업실적을 정산한 결과, 잠정 실적보다 낮게 나왔다면, 성과보수를 환수하게 된다. 2008년 금융위기 이후 법으로 강제하고 있다. 가령 10억 원의 성과보수를 받은 CEO가 3억 원을 회사에 돌려줄 때, 자신이 낸 세금은 10억 원을 기준으로 계산했으니까 7억 원일 때 세금과의 차이를 떼고 돌려주는 게 관행이었다. 그 차액을 다음 세금계산 때 공제받기 어려워 회사에 돌려줘야 하는 돈에서 그것을 떼는 것이다. 수정안은 이것을 금지하겠다는 것이다. 수정안이 시행되면 성과보수 관련 지금까지의 세금계산을 완전히 다시 해야 한다.

6) 사모펀드 고객으로부터의 대출

수정안은 사모펀드 자문가가 사모펀드 고객으로부터 어떠한 자산도 빌릴 수 없도록 금지한다. 현재도 대부분의 사모펀드 약관에는 이러한 본인-대리인 거래를 하지 못하게 적시하고 있지만, 일부는 자문위원회의 승인이 있으면 가능하기도 하다. 제3자로부터 자금을 빌리기 위해 사모펀드 자문가가 사모펀드를 대신해 모금체계를 구축하는 것은 허용된다.

7) 사모펀드 자문가에게 부과되는 비용의 전가

수정안은 사모펀드 자문가 또는 관련자가 해야 하는 의무적 활동과 관련된 수수료와 비용을 사모펀드에 부과하는 것을 금지한다. 규제 당국이나 정부 당국이 조사·감독과 연관되어 발생하는 비용도 마찬가지다. 수정안 제안서에는 SEC가 사모펀드에 전가할 수 있는 수수료와 비용과 그럴 수 없는 것을 구별한다고 되어 있다.

지금까지 신생 자문업체나 중소 규모 자문업체들이 위에서 언급한 의무적 활동과 관련된 수수료와 비용을 사모펀드에 전가하는 일이 일반적 관

행처럼 이루어졌는데, 이제는 아예 못하게 된다.

2. 보고서 요구

1) 분기 보고서 요구

제안된 수정안은 등록된 사모펀드 자문가는 사모펀드 투자자들에게 분기 보고서를 제공하도록 요구하고 있다. 보고서에는 다음의 사항들이 포함되어야 한다.

경영 수수료 대체 비용을 포함해 사모펀드 자문가와 관련자들에게 지급된 모든 비용과 수수료에 관한 구체적인 회계 자료

이 외의 포트폴리오에 있는 투자 기업이 사모펀드 자문가에게 지급한 모든 수수료와 비용

투자 기업 관련 지분과 실적에 관한 특정한 정보로 다음을 포함: 한도 비고정 펀드의 경우, 연간 투자 총 순수익(net total returns), 분기 투자 총 순수익, 한도 고정 펀드의 경우, 총 내부수익률(internal rate of return)과 순 내부수익률, 그리고 투자자본 대비 총 가치 배수(multiple of invested capital)와 순 가치 배수

수정안은 해당 분기 말 기준 45일 안에 이러한 보고서가 투자자들에게 배포되어야 한다고 규정하고 있다. SEC는 이러한 요구가 비용, 실적, 상충되는 약관들에 대한 감시에 들어가는 투자자들의 비용 부담을 줄여줄 거라고 기대하고 있다. 또한, 사모펀드 자문가들과 벌이는 투자 조건, 서비스 평가 등에 관한 협상력을 높여 줄 거라 기대한다.

2) 연간 보고서 요구

수정안은 등록된 사모펀드 자문가들이 사모펀드 각각의 연간 회계감사 자료를 최대한 빨리 획득하여 투자자들에게 배포해야 한다고 요구한다. 회계감사 자료는 상장기업 회계감독원에 등록되어 있고, 정기 감사를 받는 독립적인 공인 회계 기관에 의해서 미국 일반기업 회계원칙에 따라 준비되어야 한다. 해외 사모펀드의 경우 준하는 정보가 들어있는 재무제표를 제공한다. 사모펀드 자문가는 회계사와의 계약을 끝내거나, 회계사가 의견을 수정하는 경우에 회계사가 SEC 조사국에 그 사실을 통보해야 한다는 내용을 회계사와의 계약서에 넣어야 한다고 규정한다.

3. 자문가 주도 2차 시장 매매 관련 요구 조항

수정안은 등록된 사모펀드 자문가가 주도하는 2차 시장 펀드 매매 시 거래를 끝내기 전에 다음의 사항을 시행토록 규정하고 있다.

- 사모펀드 자문가가 제시하는 가격이 공정한지 제삼자 의견을 구함
- 사모펀드 자문가 또는 그 관련자가 제삼자 의견 제공자와 이전 2년 동안 어떠한 물질적 사업 관계를 맺었는지에 관한 요약 보고

이러한 규정의 신설은 사모펀드의 2차 시장 매매가 늘어나면서 투자자의 이익에 반하는 사모펀드 자문가 주도의 거래가 많아진 현실을 반영한 것이다. 사모펀드 자문가들은 이러한 거래에서 추가적으로 관리 비용이나 성과보수를 받을 수 있는 기회가 생기기 때문이다. 수정안에서는 자문가 주도 2차 시장 거래가 완료되면 1영업일 내에 그 사실을 보고해야 한다고 규정한다. 보고 내용에는 거래 완료 날짜와 거래 내용의 설명이 포함되어야 한다.

V. 소결

지금까지 미국을 중심으로 글로벌 사모펀드 LBO 근황, 1980년대부터 펼쳐져 온 관련 이론의 체계화와 주요 논의들, 유명한 사모펀드 LBO 사례, 그리고 미국에서 진행되고 있는 최근의 관련 규제강화 논의를 살펴보았다.

사모펀드 전문 자산운용사, 전문경영진, 그리고 기관투자자가 연합하여 은행으로부터 구한 많은 부채를 바탕으로 상장회사를 인수해 비상장화 한 후, 구조조정과 사업 개편을 통해 기업가치를 높여 재상장 또는 다른 기업이나 투자자들에게 되파는 방식으로 자본이득을 얻는 방식인 사모펀드 LBO는 1980년대에 미국과 영국을 중심으로 현대 자본주의의 주요 구성요소로 자리 잡았다. 그전에 LBO가 없었던 것은 아니지만, 체계화된 형태로 자산시장에서 대중화된 것은 그때였다. 1979년 미국에서 거래된 사모펀드 LBO 기업 가치는 14억 달러였는데, 1988년 그 수치는 770억 달러로 10년 동안 규모가 50배 증가했다. 그리고 가장 최근 기록인 2021년에는 그 규모가 1조 1천억 달러를 넘어섰다.

사모펀드 LBO는 금융·자산 시장의 호황과 불황 순환 주기와 궤를 같이 하며 성장해 왔다. [그림2-6]는 이러한 사실을 잘 드러내 보여주고 있다. 사모펀드 LBO 물결은 M&A와 마찬가지로 시장의 거품과 거품 붕괴 주기에 맞춰 움직였다. 지금까지 크게 4번의 물결로 나누어 볼 수 있다. 1980년대 호황 – 금융위기 –1990년대 중반 닷컴버블 – 거품 붕괴 – 2000년대 신용 호황 – 글로벌 금융위기 – 최근 양적완화 호황. 1990년대에는 전체 M&A 대비 사모펀드 LBO의 상대적 규모가 다른 시기보다 작아 보이는데, 당시에는 ICT 기업들이 대거 나스닥에 상장되고 그 안에서 M&A가 많이 이루어졌기 때문이라고 해석된다. 다시 말해, 나스닥의 거품이 너무 커, 그 속에서 이루어진 M&A 기업가치가 지나치게 부풀려져 있었다.

1980년대에 사모펀드 LBO가 체계적으로 자산시장에 자리 잡으면서 관련한 이론적 논의도 활성화되었다. 사모펀드의 아버지라고 불리는 마이클 젠슨이 논의의 구심점 역할을 했다. 그는 사모펀드 전문기관, 상당한 지분을 소유한 경영진, 기관투자자, 은행으로 구성된 "LBO 연합"이 만들어 내는 기업지배구조가 20세기 초 이른바 "경영 혁명"이란 이름으로 등장했던 소유와 경영의 분리를 기반으로 하는 기업체계를 대체하며, 새로운 자본주의를 열 것이라고 주장했다. 또한, 젠슨은 이전 체제의 주요 문제점으로 대리인 문제, 비효율적 경영, 주주가치 훼손을 들면서, LBO 연합이 주도하는 사모 기업이 이 문제들을 해결할 것이라고 강조한다.

그에 따르면, 기존 체제에서는 대리인인 경영진들이 주주의 경영 참여를 배제하고, 혁신 없이 만성적 과잉생산 상태에 빠진 레드오션 사업에 비효율적인 투자를 지속하며, 기업의 주인인 주주들에게 이익을 돌려주는 배당을 소홀히 한다. 새로운 체제에서는 경영자도 상당한 지분을 가진 주주이기에 본인-대리인 이분법이 사라진다. 따라서 경영진의 이익 추구와 다른 주주의 이익 추구가 같은 방향으로 이루어진다. LBO의 특징인 높은 이자와 원금 상환 규모는 경영진에게 큰 압력으로 작용해, 경영을 효율화할 수밖에 없게 만든다. 채권자인 은행들도 원금과 이자를 회수하기 위해 기업의 경영 상태에 대해 적극적으로 감독하려 든다. 그리고 주주들이 소수의 투자기관으로 이루어져 있고, 사모펀드 운용사가 경영진을 교체할 수 있기에 주주들의 실질적인 경영 참여와 감독이 이루어진다. 게다가 사모펀드 운용사의 산업 전략 컨설팅이 기업 발전에 도움을 줄 수 있다.

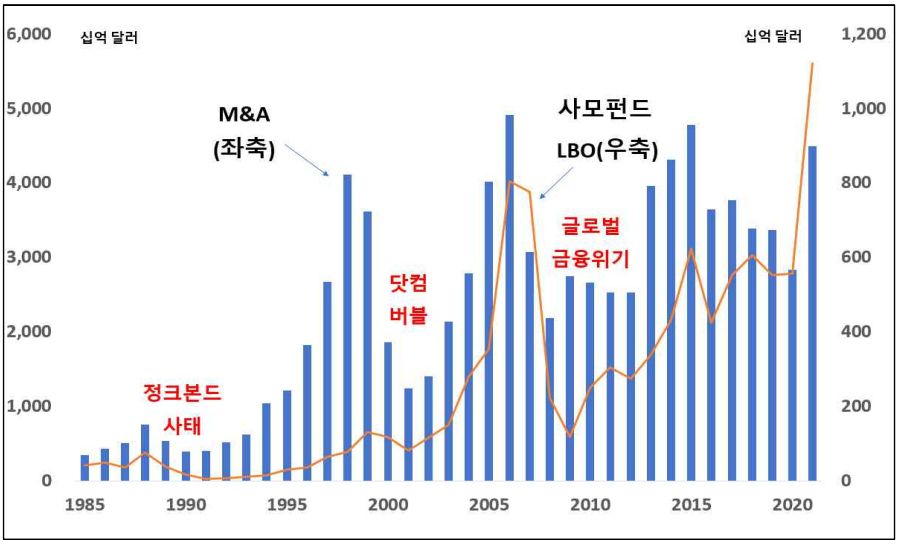
젠슨은 이러한 장점들이 LBO 연합 기업지배구조가 현대 자본주의의 대세로 자리매김할 것이며, 기업의 가치를 극대화할 것이라 확언했다. 대세까지는 아니지만, 확실히 중요한 구성요소로 자리 잡았다. 하지만 사모펀드 LBO가 새로운 기업 가치를 만들어 낸다는 주장에는 많은 반론이 쏟아졌다. 사모펀드 LBO가 새로운 가치를 창출하는 것이 아니라 이미 존재하는 다른 이해당사자들의 부를 LBO 연합에게 이전시킬 뿐이라는 것이 핵심 요지다. 가장 대표적인 비판적 시각으로는 부의 이전(wealth transfer),

세금 혜택, 내부 정보를 이용한 숨은 가치의 확보가 있다. 앞에서 살펴보았듯이, 부의 이전은 기존 채권자의 손실과 피고용자들의 희생을 바탕으로 기업 가치를 높여 부를 획득한다는 뜻이다. 세금 혜택은 높은 부채비율에서 나오는 이자를 비용 처리하며 얻는 세금감면을 말한다. 마지막은 주로 경영진이 주도하는 LBO를 뜻하는 MBO에서 종종 발견되는 방식으로, 경영진들이 알려지지 않은 내부 정보를 이용해 이득을 취하기 위해 사모펀드, 은행, 또는 기관투자자와 손잡고 기업을 인수한다. 때로는 회계 조작 등 기만적 행위를 통해 주가를 하락시켜 싸게 지분을 넘겨받기도 한다.

80년대 이래로 지금까지 관련 학계에서는 사모펀드 LBO 옹호론과 비판론을 실증하려는 연구가 많이 이루어졌다. 그러나 어느 쪽이 옳다고 판단할 수 있는 확실한 근거는 없었다. 연구자와 연구 시기에 따라 상반된 연구 결과가 혼재해 있다. 가령, 사모펀드 LBO 이후 고용이 축소되는지도 결론이 쉽지 않다. 인수 직후에는 보통 구조조정이 진행되어 축소되는 경향이 나타나지만, 구조조정 이후 새로운 사업 분야에 투자가 이루어지면서 다시 고용이 늘어나기 때문이다. 높은 부채비율에 의한 세금감면의 경우, 그런 효과는 확실히 있지만, 프리미엄을 받고 지분을 넘긴 기존 주주들이 그 수혜자라는 게 대부분의 의견이다. 사모펀드 LBO의 동기 자체는 될 수 없다는 의미이다.

높은 차익을 낳는 사모펀드 LBO만의 어떤 특별한 “비법”이 애초부터 없는 것일 수도 있다. 시장에서 기업을 사고팔며 차익을 얻으려는 행위를 의미하는 M&A의 한 형태로 보고 이해하는 게 적절한 접근방식일 수도 있다.

[그림2-6] 글로벌 M&A와 사모펀드 LBO 거래가치 추이*



자료) Jensen, 1989; *Global Private Equity Report 2022; 2019; 2012* (Bain & Company); Institute for Mergers, Acquisitions, & Alliances.[93]
*사모펀드 LBO 거래가치는 여러 연도의 보고서 데이터를 병합한 것으로서 통계 차이와 달러 기준 년도 차이로 인해 수치가 정확하지 않음을 밝힘.

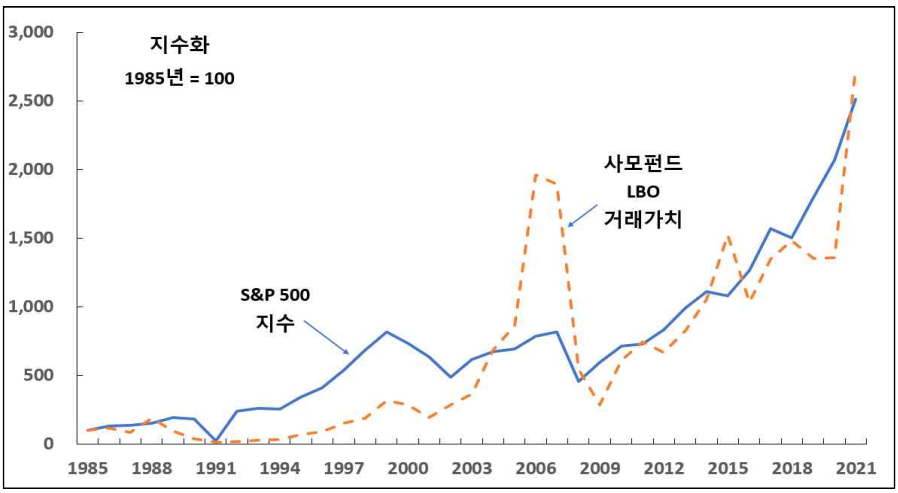
[그림2-6]에서 본 것처럼 사모펀드 LBO 추세가 M&A 추세와 거의 유사하게 움직인다는 사실도 이를 뒷받침하는 하나의 근거이다. 기업 인수를 자산시장 호황-불황 주기에 잘 맞춰서 하면, 큰 자본이득을 보고 되팔 수 있고, 잘못해 거품 붕괴를 만나면 손실을 볼 수 있다.

[그림2-7]은 사모펀드 LBO의 거래가치 변화와 S&P500 지수 변화를 비교해 나타낸 것이다. 두 지표의 변화를 상대적으로 비교하기 위해 1985년 값을 100으로 환산해 지수화했다. 그림을 보면 두 지수가 대체로 같은

93) IMAA는 글로벌 M&A 자료를 온라인에서 제공하고 있다.
https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-transaction-type/

추세적 변화를 보임을 알 수 있다. 사모펀드의 차입매수가 독립적으로 움직이는 것이 아니라, 시장의 전반적 상황에 종속되어 있다는 의미이다.

[그림2-7] 사모펀드 LBO 거래가치와 S&P500 지수 비교

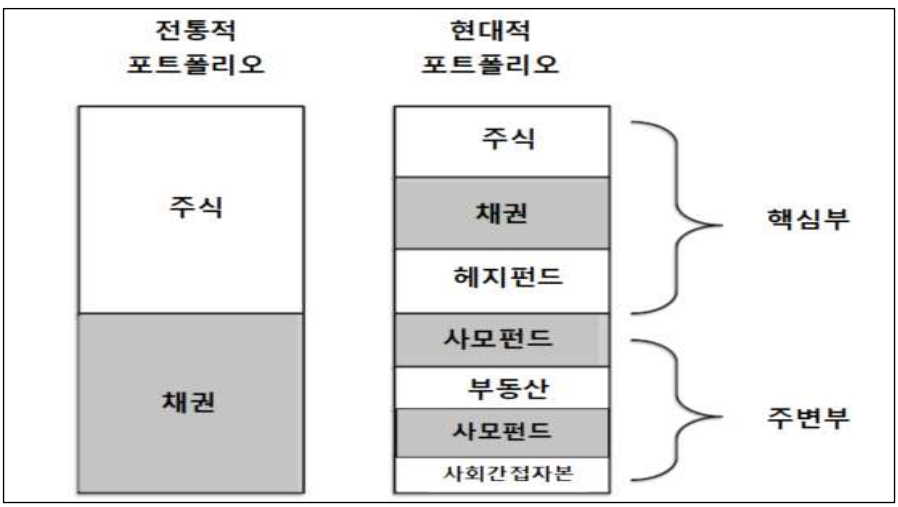


자료) Yahoo Finance; Jensen 1989; *Global Private Equity Report 2022; 2019; 2012* (Bain & Company).

2006-7년은 예외적으로 사모펀드 LBO의 거래가치 증가가 S&P500의 상승률보다 훨씬 높았다. 이때가 바로 사모펀드 LBO가 역사적으로 가장 가열되었던 시기였다. 그만큼 후유증도 컸다. 사모펀드 LBO는 높은 부채비율 때문에 금융위기에 구조적인 취약성을 가지고 있다. 2008년 거품 붕괴로 인해 사모펀드는 절정기에 이루어진 여러 기업 인수에서 고전을 면치 못한다. 이는 앞에서 본 토이저러스 사례와 부록으로 첨부한 역사적으로 가장 유명한 다섯 가지 사모펀드 LBO 사례에서도 확인할 수 있었다. 숙박업 Hilton 호텔은 가까스로 위기를 탈출하고 매우 성공한 사례로 남았지만, 전기에너지 회사 Energy Future Holdings와 미디어방송 Clear Channel는 Chapter 11 파산보호신청을 했다. 카드결제 망 사업자 First Data Corporaton는 간신히 다른 동종업계 기업과 합병하면서 파산보호신

청을 면했을 뿐이다. 1980년대 대표적인 사모펀드 LBO인 식품/담배 업계의 RJR Nabisco도 정크본드 사태가 터지면서 엄청난 부채에 허덕이다 분할매각 되었다. 이 기업들의 거래는 Blackstone, KKR, Bain Capital 등 세계 최대 사모펀드 전문 운용사들이 주도했지만 특별한 수는 없었다. [그림2-6]과 [그림2-7]은 사모펀드만의 특별한 수익 비법이 있는 것이 아니라 경기변동과 금융·자산 시장의 호황과 불황, 거품과 거품 붕괴의 순환과 궤를 같이하고 있을 뿐이란 사실을 말해 주고 있다.

[그림2-8] 자본주의 투자 포트폴리오의 다양화



자료) Hooke, 2021, 그림 2.4.

사모펀드 LBO 투자는 현대 자본주의의 골간인 "자율적인" 금융·자산시장의 그저 한 부분을 담당하는 매매 형태일 수 있다. [그림2-8]은 자본주의 상품화가 확장되어 오면서 투자 포트폴리오가 다양화되어 왔고, 사모펀드도 그 일부일 뿐이라는 점을 표현하고 있다. 다만 이른바 "개미"도 참여할 수 있는 공개기업 주식의 부분 거래와는 달리 기업을 통째로 사고파는 상품이라 투자기관들과 대부호들만 참여할 수 있다. 자산형태에 따라 매매

시 기대 위험과 잠재적 수익이 다 다른데, 사모펀드 옹호론자들은 사모펀드 투자가 보통주 매매보다 기대 위험은 낮고 잠재적 수익은 높다고 주장하지만, 비판론자들은 반대로 고위험 저수익이라고 말한다. 이 문제도 사모펀드 LBO 관련 주요 논점 중 하나이다. 비교 모델에 따라 다른 대답이 나올 수 있어서, 어떤 주장이 옳다고 결론 내리기 어렵다.

사모펀드 LBO에 기관투자자들만 참여한다고 해서 일반 시민들과 무관한 것은 아니다. 앞에서 언급했듯이, 연기금, 공제회, 국부펀드, 보험사 등이 주요 참여 기관들이다. 이들은 다 시민들의 돈을 가지고 공적인 역할을 하는 기관들이다. 뫼비우스의 띠처럼 가장 안정적이고 공공성을 띠어야 할 돈이 위험성이 높지만, 관계 당국의 규제는 받지 않는 투자 방식으로 흘러가고 있다. 사모펀드 투자의 활성화는 우리의 삶을 자산시장의 변동성에 더 꽁꽁 묶어 버리는 자본주의적 정치 기획의 일부이다. 안정적인 삶의 기대가 연기금의 수익률에 좌지우지되고, 그것을 핑계로 공공의 돈을 확장적 금융화 전략에 사용하고 있다. 안정을 원하는 마음이 불안정성 확대로 이어지는 구조를 키우는 것이다.

높은 부채비율을 가장 큰 특징으로 가지고 있는 사모펀드 LBO는 그 출발부터 금융 변동성에 취약했다. 실제로 그동안 있었던 세 번의 큰 금융위기에서 큰 타격을 받았을 뿐만 아니라, 위기를 더 심화시키는 역할을 했다. 더군다나 사모펀드 LBO의 위기는 각국 연기금의 위기로 파급될 수 있다. 사모펀드 투자가 직접 원인은 아니었지만, 미국 최대 연기금인 캘리포니아 공무원 연금(CalPERS)은 지난 세계금융위기 여파로 2009년 마이너스 23%의 손실을 보기도 했다.[94] 금융 불안정성이 사모펀드 투자의 대규모 손실로 이어지면, 이는 또한 사회적 위기를 초래할 수도 있다.

글로벌 금융위기를 겪으면서 주요국 정부들도 이러한 문제점들을 파악

94) 오피니언뉴스, 2022.07.21. 미국 최대 연기금 '캘퍼스' 2009년 이후 첫 연간 손실. http://www.opinionnews.co.kr/news/articleView.html?idxno=70744

하고 사모펀드에 대한 규제를 강화하려고 시도해 왔다. 앞에서 살펴본 것처럼 미국에서는 도드-프랭크법이 제정되었다. 하지만 대형사모펀드 자문사, 즉 GP 역할을 하는 자산운용사가 증권거래위원회에 투자 관련 보고서 제출을 요구하는 수준의 규제였다. 투자 자체를 규제하는 내용은 없었으며, 보고서를 투자자나 일반에게 공개하는 것은 아니었다.

최근 이런 부분을 강화하는 규제강화 논의가 이루어지고 있다. 미국 증권거래위원회 SEC는 2022년 1월 "사모펀드 투자자문업자 관련법 수정안" 초안을 발표하고, 다양한 의견을 수렴하고 있다. 이 수정안에서는 SEC 보고 대상을 기존 운용자산 20억 달러에서 15억 달러로 낮추고, 특별대우, 책임 제한과 면책 추구, 불-비례 수수료와 비용 떠넘기기, 하지 않은 서비스에 대한 수수료 부과, 세금 전가를 통한 성과보수 환수 축소, 사모펀드 고객으로부터의 대출, 사모펀드 자문가에게 부과되는 비용의 전가 등 지금까지 사모펀드 운용사가 관행적으로 해오던 여러 행위를 금지하고 있다. 또한, 회계감사를 강화하고, 그 내용을 사모펀드 투자자들에게 분기별, 연간 보고서로 제공하도록 강제하고 있다.

이번 개정안에도 사모펀드 자체에 대한 규제는 없고, 주로 금융소비자라고 일컫는 투자자를 보호하는 내용에 초점이 맞춰져 있다, 여전히 규제 내용이 충분하지는 않지만, 현재 국내에서 개인의 사모펀드 참여 문턱을 낮추는 방향으로 법 개정이 이루어지고 있어, 투자자에 대한 보호의 필요성이 높아지고 있기에 미국에서의 이러한 규제강화 논의를 참조해 볼 수 있겠다.

참고문헌

김은집. 2015. 미래의 사모펀드규제: 법제도론을 중심으로, 증권법연구.

Alexander, A. & Owers, J. 2009. Divestiture Restructuring in the Media Industries: A Financial Market Case Analysis, International Journal on Media Management.

Beatitie, Andrew. 2022. Corporate Kleptocracy at RJR Nabisco, Investopia.
https://www.investopedia.com/articles/stocks/09/corporate-kleptocracy-rjr-nabisco.asp

Baker, J., Corser, M., and Vitulli, E. 2019. Private Equity: How Wall Street Firms are Pillaging American Retail. Center for Popular Democracy, Americans for Financial Reform, United for Respect, Hedge Clippers, and Private Equity Stakeholder Project.

Bernstein, S., Lerner, J., and Mezzanotti, F. 2020. Private Equity and Portfolio Companies: Lessons from the Global Financial Crisis, Applied Corporate Finance, summer, Vol. 32, No. 3.

Chen, N. and Wang, K. 2022. An Overview on Private Equity Leveraged Buyouts, *Advances in Economics, Business and Management Research*, volume 648.

Chew, D. 2021. Misreading Michael Jensen: The Case of Nicholas Lemann's Transaction Man: The Rise of the Deal and the Decline of the American Dream, *Journal of Applied Corporate Finance*.

Cock, C. D. 2014., The Possibility of Critique under a Financialized Capitalism: The Case of Private Equity in the United Kingdom, *Organization*, 1-20.

Carrol, C. and John, Y. 2018. Private Equity Has a Retail Problem, *American Bankruptcy Institute Journal*.

Cressy, R., Munari, F. and Malipiero, A. 2007. *Creative Destruction: Evidence that Buyouts Cut Jobs to Raise Returns*, Working Paper No. 5, Entrepreneurship and Innovation Centre, University of Birmingham.

Davis S. J. *etal*. 2018, Private Equity, Jobs, and Productivity: Reply to Ayash and Rastad, *Harvard Business School, Working Paper* 18-074.

Davis S. J. *etal*. 2014. Private Equity, Jobs, and Productivity, *American Economic Review*, 104 (12): 3956-3990.

Davis S. J. *etal*. 2011. Private Equity and Employment, *NBER*, Working Paper No. 17399, September.

Davis, S., Lerner, J., Haltiwanger, J., Miranda, J. and Jarmin, R. 2008. 'Private Equity and Employment', in J. Lerner and A. Gurung (eds) *The Global Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, pp. 43-64. Davos: World Economic Forum.

Devereux etal. 2009. Private Equity, *EEag Report on the European Economy 2010*.

Holstrom, B. and Kaplan, S. N. 2001. Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, Spring.

Hooke, J. C. 2021. *The Myth of Private Equity: An Inside Look at Wall Street's Transformative Investments*, Columbia Business School Publishing.

Jensen, M. C. and Meckling W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Finance Economics*, No. 3, pp. 305-360.

Jensen, M. C. 1989(Revised 1997). Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, September-October.

Kaplan, S. N. and Stromberg, P. 2009. Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, Winter, pp. 121-146.

Kaplan, S.N. 1989a. Management buyouts: evidence on taxes as a source of value, *Journal of Finance 44, 611-632.*

Kaplan, S. N. 1989b. The Effects of Management Buyouts on Operations and Value, *Journal of Financial Economics* 24:217-54.

Korteweg, A. 2019. Risk Adjustment in Private Equity Returns, *Annual Review of Financial Economics*, 11:131-52.

Kumar, B.R. 2019. *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions: Integrated Case Studies*, Springer.

Lichtenberg, F.R. and Siegel, D.S. 1990. 'The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior', *Journal of Financial Economics* 27: 165-94.

Maneepan, P. 2017. The Anatomy of Buyout Failure: The Case of Toys "R" US, Thammasat University.

McKinnon, T. 2021. Why Toys "R" Us Had a Fall From Grace & Filed for Bankruptcy, Indigo9Digital.
https://www.indigo9digital.com/blog/toysrusfallintobankruptcy

Mehran, H. and Peristiani, S. 2010. Financial visibility and the decision to go private, *Review of Financial Studies 23(2), 519-547.*

Michel, A. and Shaked, I. 1991. RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, *Financial Analysts Journal*, September-October.

Mohan, N. and Chen, C. R. 1990. A Review of the RJR-Nabisco Buyout, Journal of Applied Corporate Finance, summer, Vol. 3.2.

Morgan J. and Nasir M. A. 2020. Financialised Private Equity Finance and the Debt Gamble: The Case of Toys R Us, New Political Economy, published online: 26 Jun.

Muscarella, C. and Vetsuypens, M. 1990. 'Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs', *Journal of Finance* 65: 1389–413.

Opler, T. and Titman, S. 1993. The determinants of leveraged buyout activity, free cash flow versus financial distress costs, *Journal of Finance 48, 1985-1999.*

Opler, T.C. 1992. Operating Performance in Leveraged Buyouts, *Financial Management* 21: 27–34.

Oxman, J. and Yildirim, Y. 2007. Evidence of competition in the leveraged buyout market, SSRN working paper. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=972060.

Phalippou, Ludovic. 2014. Hilton Hotels: Real Estate Private Equity, *Said Business School Cases, the University of Oxford.*

Platt, H. D. 2009. The Private Equity Myth, *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, Vol. 4, Issue 1, Article 7.

Robbie, K. and Wright, M. 1995. 'Managerial and Ownership Succession and Corporate Restructuring: The Case of Management Buy-ins', *Journal of Management Studies* 32: 527–50.

Robbie, K., Wright, M. and Ennew, C. 1993. Management Buyouts from Receivership, *Omega* 21(5): 519–30.

Robbie, K., Wright, M. and Thompson, S. 1992. Management Buy-ins in the UK, *Omega* 20(4): 445–56.

Scarantino, Francesco (2018) Leveraged Buyout in the Hotel Sector: the analysis of the Hilton Hotels Acquistion Made by the Blackstone Group, *Department of Business and Management, Luiss.*

Vaheesan, Sandeep. 2009. Different Shades of Gray: Crafting a Regulatory Response to Private Equity Buyouts in Electricity, The Electricity Journal, Vol.22, Issue1, Jan.-Feb., pp.37-49.

Warga, A. and Ivo W. 1993. Bondholder losses in leveraged buyouts, Review of Financial Studies 6, 959-982.

Wieser, O., Wright, M. and Robbie, K. 1997. Management and Employee Buyouts from the Austrian Public Sector, *Annals of Public and Cooperative Economics* 68(4): 689-712.

Wright, M. , Bacon, N. , Amess, K. 2009. The impact of private equity and buyouts on employment, remuneration, and other HRM practices. J. Ind. Relat. 51 (4), 501-515.

Wright, M., Burrows, A., Ball, R., Scholes, L., Meuleman, M. and Amess, K. 2007. *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Survey of Empirical Research*. Report prepared for the Steering Group on Corporate Governance. Paris: OECD.

Wright, M., Thompson, S. and Robbie, K. 1992. 'Venture Capital and Management-led Leveraged Buy-outs: A European Perspective', *Journal of Business Venturing* 7: 47-71.

Wright, M. and Coyne, J. 1985. *Management Buyouts*. Beckenham: Croom Helm.

KCTULI

3장

국내 사모펀드(PEF) 사례 분석

김성혁

Ⅰ. 사모펀드 운영사 국적에 따른 분석

1. 외국계 사모펀드(PEF)

1998년 이후 금융시장이 전면 개방되자 2000년대 외국계 사모펀드(PEF)가 국내에 대거 진출하여, 외환위기로 헐값으로 나온 은행 등 주요 기업들을 인수하였다. 공적자금을 들여 회생시킨 기업들을 인수한 칼라일(한미은행), 뉴브리지캐피탈(제일은행), 론스타(외환은행) 등 외국계 사모펀드들은 엄청난 차익을 실현하였지만, 국민경제로 볼 때는 구제금융과 조세회피 등 국부유출로 사모펀드에 대한 부정적인 이미지가 확산되었다.

이들은 금융·자본시장 개방 초기, 사모펀드와 국제조세에 대해 한국이 무방비 상태인 것을 이용하여 약탈적인 금융기법과 조세회피로 주주이익 극대화를 실현하였다.

이들이 진출한 기업들에서 대부분 단기수익추구 경영이 진행되었는데 당기순이익을 넘어서는 고배당, 무상증자와 유상감자를 통한 투자자본 회수(브릿지증권, OB맥주, 만도기계), 구조조정과 인력감축 등이 발생하였다.

1) 국부유출

한국은 고도성장기 관치금융으로 기업에 은행대출을 보장하였다. 기업은 저렴한 정책금리를 받으면서 위험과 조세감면의 혜택을 누릴 수 있었다.

따라서 기업은 은행부채에 최대한 의존하였고, 은행은 정부가 손실을 보전해 주었기 때문에 위험성이 높은 대출을 선호하였다.

1997년 외환위기로 기업들이 연쇄도산하고 주채권 은행들도 위기에 빠져 금융시스템이 마비되는 사태가 발생하였다. 특히 만기도래한 해외부채의 상환유예가 어려워, 정부는 공적자금 지원과 BIS자기자본비율을 기준으로 은행구조조정을 감행했다. 부실금융기관 처리방식에 따라 부실은행들에게 1997~2004년 사이 70조원의 구제금융이 제공되었다.

〈표3-1〉 외환, 제일, 한미은행의 공적자금 투입금액(단위 : 억원)

시중은행	1997	1998	1999	2000	2001	02~04	정산	합계
외환은행	6,666	9,747	2	2,542	884	0	2,832	19,841
제일은행	16,696	21,066	86,711	34,704	6,601	13,432	-2,660	165,778
한미은행	218	23,233	8,502	561	0	0	449	32,514

자료 : 재경부 공적자금관리위원회 사무국, 국회예산정책처 요구자료(2005)

그러나 공적자금을 받은 은행들이, 한국의 은행법에서 허용되지 않는 외국 사모펀드에게 헐값으로 매각되면서 국부유출이 발생하였다.

미국계 사모펀드 칼라일은 JP모건과 컨소시엄(5대5 공동투자로 해석)으로 금융감독위원회의 승인을 받아 시중은행인 한미은행을 2000년에 인수하였다[95]. 그러나 금감위 승인 직후 '비즈니스위크'는 "(J.P.모건이 아닌) 칼라일이 주도하는' 컨소시엄이 한미은행 주식의 40.7%를 인수했으며 칼라일이 4억5,000달러 중 3억달러를 부담했다"고 보도하여 사실상 은행을 인수할 수 없는 사모펀드인 칼라일이 대부분의 투자금을 낸 것으로 확인

95) 칼라일 아시아 김병주 회장은 파이낸스아시아와 인터뷰에서, 애초 은행 인수 자격이 없던 칼라일이 재경부와 이헌재 당시 금감위원장, 그리고 김 회장의 장인인 박태준 전 국무총리 등을 상대로 로비를 벌여 자격을 따낸 과정을 소상히 밝혔다. 특히 칼라일이 금감위에 주식 취득을 승인 신청한 내용과 달리 칼라일-J.P.모건 컨소시엄의 칼라일측 지분이 50%를 넘는다는 사실도 털어놨다(신동아, 2005.3.23)

되었다.

칼라일은 4년 뒤 씨티은행에 한미은행 주식 36.6%를 되팔면서 6,617억원의 매매차익을 남겼고, 배당금을 합하면 7,000억의 이익을 올렸다. 그러나 복잡한 투자구조와 조세피난처(말레이시아와 케이만 등)를 이용하여 한국에 양도세를 한 푼도 내지 않았다.

미국계 사모펀드 뉴브리지캐피털은 당시 한국의 은행 중 가장 큰 제일은행을 1999년 5,000억(정부 보유주식 51%)에 인수하고 2004년 영국 스탠다드차터드은행에 1조 6,500억원에 매각하여 1조 1500억의 차익을 실현하였다.

한국 정부는 거액의 공적자금을 투입하였는데, 이는 1999년 12월 매각 시 향후 2년간(워크아웃 여신은 3년) 발생하는 부실여신을 정부가 책임진다는 풋백옵션을 맺었기 때문이다. 이헌재 당시 재경부장관도 도저히 받아들일 수 없는 안을 뉴브리지가 제출했다고 언급하였다.

뉴브리지는 태국 등 동아시아에서 은행을 M&A했던 약탈적인 벌처펀드로 뉴브리지가 추천한 이사진은 대부분 은행전문가가 아니었다. 제일은행 뉴욕지점을 철수한 것도 미국 은행법에 의한 연준의 규제를 회피하기 위한 것이었으고, 한국 정부에는 풋백옵션으로 위험을 전가하였다. 뉴브리지는 정부가 매입해야 할 부실채권이 예상한 4조 5,000억원보다 훨씬 많은 7조원이라고 주장하여 결국 1조 2,000억원이 추가로 투입되었다.

한국 정부가 5조 7,000억원을 출자하고 2조 9,000억원 상당의 주식(51% 지분)을 5,000억원에 매각하였다. 매각 후 제공한 공적자금까지 고려하면 엄청난 국부유출이 발생하였다.

여기에 뉴브리지는 1조 1500억원의 매각차익에 대해서 세금도 내지 않았다. 조세피난처인 말레이시아 라부안을 거주지로 등록하여 한·말레이시아 주식 양도차익 과세를 소재지 정부에 내기로 한 조세협정의 허점을 이용한 것이다.

정부가 출자하지 않고 제일은행 주식을 모두 소각하고 국유화한 다음

매각하였다면 공적자금이 적게 소요되었을 것이고, 그냥 청산했다면 시장 경쟁에 의해 다른 은행들은 살아남았을 것이라는 지적이 있다.

미국계 사모펀드 론스타는 2003년 외환은행을 인수한 후 2012년 하나금융지주에 되팔아 4조 7,000억원의 이익을 챙겼다. 론스타가 마련한 자기자금은 1,704억원뿐이고 나머지는 채권 발행과 인수금융을 활용하였다. 투자 10년 만에 자기자금의 23배가 넘는 수익을 올린 것이다. 그런데도 론스타는 조세당국의 불합리한 과세로 손해를 보았다고 한국 정부를 국제투자분쟁센터에 제소하였다. 10년 만에 한국 정부가 패소하여, 2022년 8월 국제투자분쟁센터는 한국이 론스타에 2,800억원을 배상하라고 판정하였다[96].

외환은행은 한때 장기신용은행, 상업은행과 함께 국내 최대 은행 중의 하나였다. 그러나 국내은행 2개를 매각하기로 한 IMF 이행각서에 따라 제일은행에 이어 외환은행이 론스타에 매각되었다. 론스타는 미국 텍사스 주에 본사가 있는 사모펀드로. 단기투자수익을 올린 뒤 되파는 것이 주목적이다. 론스타 펀드의 주요 투자자들은 국제통화기금(IMF)과 세계은행(IBRD) 등 국제금융기구와 공공연기금, 대학기금, 보험회사, 은행지주회사, 텍사스 석유재벌 등이다. 노무현 정부에서 재경부는 2003년 외환은행을 매각하였는데, 기간산업인 은행 매각에 비판적인 국민감정을 의식하여 이를 '매각'이라 하지 않고 '외자유치'로 표현하였다. 외환은행을 인수한 론스타는 주주들에게 고배당을 실시하고 점포와 직원을 줄여 비용을 최소화하는 가혹한 구조조정을 진행하였다.

---

96) 윤석열 정부 경제팀 다수는 론스타 사건과 연관돼 있다. 론스타가 외환은행을 인수할 때 한덕수 국무총리는 론스타의 법률대리인인 김앤장 고문이었고, 추경호 부총리 겸 기획재정부 장관은 재정경제부(기재부) 은행제도과장이었다. 이창용 한국은행 총재는 론스타가 산업자본이라는 의혹이 나온 2008년 금융위 부위원장이었고, 추 부총리는 론스타가 외환은행을 하나금융에 되판 2012년 당시 금융위 부위원장이었고 김주현 금융위원장은 그때 금융위 사무처장으로 재매각을 지휘하고 있었다(한겨레 2022.8.31.)

충분히 이익을 본 론스타는 인수차익을 챙기면서 한국을 떠나려 했지만, 뜻하지 않게 시민단체들의 고발로 소송이 진행되어 매각 절차가 중단되었다. 대법원은 론스타의 외환카드 주가조작 사건에 대해 유죄 판결을 내렸다. 당시 론스타측 이사들은 형사처벌을 받았고 론스타는 외환카드 2대 주주였던 올림푸스캐피탈 등에 손해배상금으로 718억 원을 지급했다. 불법행위로 외환은행을 인수한 것이 드러나면서 론스타는 외환은행 대주주 자격을 상실하였다. 그러나 금융위는 론스타의 범죄에 대해 '징벌적 처분명령'을 내리지 않고 지분 41%를 매각하라는 '조건 없는 매각명령'을 내려 면죄부를 주었다. 결국 론스타는 하나은행에 외환은행을 팔고 고액 배당금에 매각차익까지 챙겨 한국을 떠날 수 있었다(김성혁 외, 2021)

외환은행, 극동건설, 스타타워빌딩 인수차익으로 수조원의 차익을 올린 론스타는 국세청의 과세에 불복하여 소송이 진행되었으나 대법원은 2017 10월 론스타Ⅳ에 대해 17,000억원의 법인세 부과가 위법하다고 판결했다. 재판부는 "원고들이 국내에 고정사업장을 가지고 있다고 보기 어렵다며 법인세 부과처분이 위법하다고 판단한 원심 판결에는 관련 법리를 오해한 잘못이 없다"고 판단했다.

론스타유에스 등은 국내 기업인 외환은행과 극동건설, 스타리스 등에 투자하기 위해 벨기에와 버뮤다, 룩셈부르크 등에 지주회사를 설립했다. 이후 벨기에 지주회사를 통해 2002년부터 2005년까지 외환은행 4억1,675만주, 극동건설 2,626만주, 스타리스 754만주를 사들였다. 이들은 외환은행에서만 2006년 한 해 배당금으로 4천167억원을 받았지만, 국내에 투자하는 벨기에 기업에 세제혜택을 주는 '한국-벨기에 조세조약'에 따라 소득의 15%만 소득세로 납부했다.

이들은 2007년 6월과 8월 외환은행 주식 일부와 극동건설, 스타리스 주식 전부를 매각하면서 수조원의 시세차익을 얻었지만, 한국-벨기에 조세조약을 이유로 별도의 세금을 납부하지 않았다. 외환은행 주식 매각과 관련해서는 매수자가 매각대금의 11%를 원천징수 형태로 납부했을 뿐이었다.

서울지방국세청은 2007년 8월부터 이듬해 5월까지 세무조사를 벌여, 시세차익 등 소득을 얻은 벨기에 국적의 지주회사는 도관 회사(실질적 관리권 없이 조세회피 목적으로 차린 회사)에 불과하고, 국내에 고정사업장을 두고 있으므로 소득세를 납부하라고 고지했다.

그러나 대법원은 "투자소득은 원고들에게 귀속됐다"면서도 "투자자로부터 자금을 모집하고 투자를 결정하며, 투자금을 회수하는 주요 결정은 모두 미국에 있는 본사에서 이뤄져 국내에 고정사업장이 있다고 볼 수 없다"며 법인세 부과를 전부 취소하라고 결정한 하급심 판단이 옳다고 판단하였다(세무사신문, 2017.10.25.)

영국계 사모펀드 BIH(브릿지 인베스트먼트 라부안 홀딩스)는 조세회피 지역인 말레이시아 라부안에 설립된 페이퍼컴퍼니로 1998년 3월 대유증권을 인수하여 1999년 204억원을 배당으로 가져가고 이후 유상감자(자본금을 줄여 주주들이 나누어 갖는 것)로 투자금 전부를 회수해 갔다. 2002년에는 일은증권과 합병해 브릿지증권을 탄생시켰다. 자산매각, 무상증자, 유상감자, 고율배당을 반복하여 합병 당시 4,500억원의 자기자본은 2005년 800억원으로 감소하였다. 이에 투기자본감시센터는 브릿지증권 대주주인 BIH 짐 멜런 회장와 이사 등 8명을 강제집행면탈죄와 업무상배임 혐의로 서울지점에 고발하였다.

2005년 2월 브릿지증권 이사회는 리딩투자증권과 주식인수 계약을 체결하면서 LBO(차입매수) 방식을 도용하였다. BIH는 자기 지분 77.75%와 다른 주주들(RPCA와 SWIB)의 지분을 1,310억원에 리딩투자증권에 넘기기로 했는데, 리딩투자증권은 브릿지증권을 인수한 뒤, 브릿지증권의 채권과 자산을 팔아 매각대금을 후납하기로 했다.

외국계 사모펀드의 약탈적 금융기법들은 이후 국내 사모펀드에게 그대로 확산되어 주주 이익극대화를 실현하는 방식으로 일반화되었다.

유사한 방식으로 2000년 초반 진로, SK브로드밴드(하나로텔레콤), 국동

건설, 하이마트, STX중공업, 하이닉스 비메모리사업부(현 매그나칩반도체), 위니아만도 등 일시적으로 부실화된 알짜기업들이 헐값으로 외국계 사모펀드에게 매각되었다.

주요기업들의 매각 사례를 보면 [표3-2]와 같다.

〈표3-2〉 외국계 바이아웃(영업권 인수) 사례(단위 : 억원)

투자자	대상 기업	투자액	차익	비고	인수
BIH	대유증권(브릿지증권)	2,200	2,155	L	1998
뉴브리지캐피탈	제일은행	5,000	11,500		1999
UBS컨소시엄	위니아만도	2,350	2,300	L,세컨	1999
론스타	극동건설	1,700	7,100		2003
칼라일	한미은행(씨티은행)	4,900	7,000		2004
매틀린패터슨	오리온전기	500	분사	청산	2004
어피니티PE	하이마트	12,481	19,500	L	2005
CVC	위니아만도	950	미공개	L	2005
론스타	외환은행	13,833	47,000		2006
맥쿼리PE	SK E&S(SK엔론)	3,400	1,600		2006
KKR-어피니티	OB맥주(카스)	23,000	38,000	L	2009
스탠다드차타드	두산산업차량	2,450	1,470		2011
맥쿼리인프라펀드	강남도시가스	538	960	세컨	2012
베어링PEA	로젠택배	1,580	2,000		2013
칼라일	약진통상	2.048	-1,200	L	2013
오릭스PE	현대로지스틱스(롯데)	6,500	미공개		2014
칼라일	ADT캡스	21,000	9,349	L	2014
K3파트너스	카페베네	221	법정관		2015
KKR	LS오토모비브,동박·박막	10,500	9,000		2017
파인트리파트너스	STX중공업 엔진·기자재	977	블록딜		2018
블랙스톤	지오영(의약품,의료기기)	10,600	진행중	세컨	2019
KKR	ESG (의료폐기물기업)	8,750	진행중		2020
어피너티PE	잡코리아	9,000	진행중	L	2021
글랜우드PE	해양에너지·서라벌가스	6,160	2,000	세컨	2021
이지스자산운용	밀레니엄힐튼	11,000	진행중		2021
KKR	SKE&S(도시가스,수소)	24,000	진행중		2021
칼라일	투썸플레이스	8,800	진행중	세컨	2022

자료 : 공시자료 및 각 언론사 * L : LBO(차입매수), 세컨 : 세컨더리(2차 거래)

2) 칼라일의 국내 투자 사례

세계 3대 사모펀드인 칼라일그룹의 국내투자 현황을 보면, [표3-3]과 같이 투자회수를 대부분 완료한 상태이다. 칼라일의 투자금액을 보면 소수지분투자 비중은 미미하고, 경영권 인수의 전략적투자 비중이 크다.

〈표3-3〉 칼라일그룹 한국 투자 현황 (단위 : 억원)

투자 대상자	시기	회수	투자유형	투자금	매각가
한미은행	2000	○	경영권1)	4,890	11,500
대우통신 IT(머큐리)	2000	○	경영권2)	1,600	400
현대HCN	2006	○	지분	1,600	1,250
토피아이카데미	2007	○	지분	190	미공개
에프엔스타즈	2007	○	지분	104	미공개
이오테크닉스	2010	○	지분	340	560
HK유카클로벌	2010	○	지분	1,500	미공개
우주일렉트로닉스	2010	○	지분	170	미공개
테이팩스	2013	○	경영권3)	1,130	1,700
약진통상	2013	○	경영권	2,048	593
ADT캡스	2014	○	경영권	21,000	29,700
KB금융	2020	×	지분(EB)	2,400	진행 중
카카오모빌리티	2021	○	지분	3,600	70% 회수
투썸플레이스	2021	×	경영권	8,800	진행 중
현대글로비스	2021	×	지분	6,113	진행 중

자료 : 각 언론사.
1) JP모간컨소시엄, 2) CVC컨소시엄, 3) 스카이레이크컨소시엄

칼라일은 외환위기 직후 한미은행에서 투자금의 두 배를 회수하였고, 에이디티캡스 투자에서 9,349억원의 차익을 올렸다. 그러나 머큐리(대우통신 정보통신사업부), 약진통상 등 일부 투자실패도 있었다. 그 외는 소규모 지분투자들이 진행되었고, 다시 2021년 투썸플레이스, 현대글로비스 등에 5,000억원 이상의 대형투자에 나서고 있다.

3) 고환율을 이용한 외국계 투자

외국계 사모펀드는 원화 약세 때 헐값으로 국내기업을 인수할 수 있으므로 고환율 시기에 국내 M&A 시장에서 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 2000년 초반 이후 2022년 인플레이션으로 고환율이 형성되고 있다. 2022년 11월 현재, 연준의 급격한 금리인상으로 원화대비 달러가치가 연초보다 30%나 증가하여 외국계 사모펀드들이 공격적으로 국내 알짜 매물을 사들이고 있다. 2022년 매각을 완료했거나 우선협상대상자로 선정된 5,000억원 이상의 대형 M&A 거래 7건 중 5건을 외국계 PEF가 인수했다.

미국계 베인캐피털이 4월 의료기기 업체 클래시스(6,700억원)를, 유럽계 베어링PEA는 PI첨단소재(1조3,000억원)를, 캐나다계 브룩필드는 SK머티리얼즈에어플러스의 산업가스설비(1조원)를, 미국계 칼라일·GS 컨소시엄이 구강 스캐너기업 메디트(약 3조원)를, 싱가포르 케펠인프라펀드는 폐기물처리업체인 에코메니저먼트코리아(7,700억원)를 인수하였다. 국내 PEF는 E&FPE가 KG ETS 폐기물사업부를 5,300억원에 매입했고 한앤컴퍼니가 SKC필름 사업부를 1조6,000억원에 매입하였다.

4) 외국계 사모펀드에서 청산과 감원 발생

한편 외국계 사모펀드에서 청산과 해고 등으로 대규모 인원조정이 발생한 사례가 있다.

오리온전기는 워크아웃상태에서 공적자금만 3,967억원이 투입되었는데, 2004년 미국계 구조조정 펀드인 매틀린패터슨 펀드가 인수하여 OLED와 PDP 사업부를 분사하여 기술을 유출하고, CRT 사업부는 오션링크(페이퍼컴퍼니)에 재매각하였다. 오리온전기(CRT)는 매틀린패터슨 때 노조와 고용승계 합의서를 작성했으나 재매각 후에 청산되어 1,500명이 실직되었다.

만도공조(위니아만도)는 스위스계 UBS캐피탈컨소시엄이 1999년 인수하였는데 2,350억원의 인수금 중 1,400억원을 차입매수(LBO)로 조달하였다. 인수 직후 사모펀드는 대량해고, 임금동결, 노동조합 무력화를 감행하고 유상감자로 1,350억원 그리고 세 차례 고율배당으로 722억원을 유출해 갔고, 2005년 영국계 CVC(씨티벤처캐피탈)에 재매각하여 두 배의 차익을 실현하였다. CVC는 또다시 차입매수로 위니아만도를 인수하였고, 유상감자와 고배당으로 2,500억원을 가져갔고, 2009년 130명 희망퇴직, 100여명 정리해고를 실시하였다. 2014년 CVC가 다시 KG이니시스에 매각을 추진하였으나 세번째 사모펀드로의 매각은 인정할 수 없다고 직원 700명 전원이 파업과 시위에 나서 거래가 무산되었다.

한국게이츠는 미국계 블랙스톤이 게이츠의 최대 주주가 된 이후, 2020년 폐업하여 147명이 실직하였다. 한국게이츠는 자동차부품사로 30년 흑자기업이었으나 수익이 낮아졌다는 이유로 중국법인으로 생산물량을 이전한 것이다. 노동조합은 550일 동안 투쟁을 진행하였고 2021년 게이츠 본사와 보상금을 합의하였다.

2. 국내 사모펀드(PEF)

해외 사모펀드들의 국내진출이 급증했으나, 국내 펀드들은 공모 중심의 법제에 묶여 있었다.

해외 사모펀드들의 단기이익 추구행태가 국내기업의 장기 성장성을 약화시켜 산업발전을 저해한다는 비판이 제기되면서, 국내 사모펀드를 허용하여 국내자본 축적과 구조조정 시장의 활성화를 도모하자는 명분으로 국내 사모펀드가 도입되었다. 펀드 도입의 필요성은 '기업구조조정을 통한 부실기업의 회생', '금융기관 부실채권의 정리', '신성장산업에 대한 지원',

‘기관투자자 등에게 새로운 투자기회 제공’, ‘국내자본의 대형화를 통한 외국계 펀드와의 경쟁력 제고’, ‘새로운 산업기회 부여를 통한 투자은행의 육성 촉진’ 등이었다.

2004년 buy-out형 PEF 제도가 국내에 도입된 이후, 한국계 사모펀드 시장이 꾸준히 성장하였다.

한국계 사모펀드들은 초기에는 소수 지분투자가 많았으나 2016년에는 바이아웃 투자가 과반을 넘어섰다.

2017년부터는 사모펀드가 국내 M&A 시장의 큰손이 되어, 대기업의 투자를 능가하고 있다.

최근에는 중소형 사모펀드 그리고 투자유형에서는 세컨더리 투자도 증가 추세에 있고, 국내 모든 산업·업종으로 사모펀드 투자가 확산되고 있다.

한국계 사모펀드들은 외국계에 비해서 자금이 부족해 차입매수(LBO)가 많은 편인데, 원리금 상환 등으로 과배당, 자산매각, 구조조정 등이 발생하기도 한다.

한국에서 투자규모 1위인 MBK파트너스의 현황을 보면, [표3-4]처럼 블라인드 1호 펀드부터 블라인드 4호 펀드까지 운영하고 있는데 1, 2호는투자회수가 마무리 단계이고 현재 5호 펀드를 추진 중에 있다.

〈표3-4〉 MBK파트너스 투자 현황(단위 : 억원)

펀드	회사	나라	시기	투자회수	투자수익
MBK 1호 펀드	베이징보웨이공항지원	중국	2005	2016	미공개
	한미캐티털(우리캐피탈)	한국	2006	2007	3,900만$
	HK저축은행	한국	2006	2016	20억원
	차이나네트워크시스템즈	대만	2007	2010	9,180억원
	야요이	일본	2007	2014	4억1,890만$
	C&M	한국	2008	진행	
	루예제약	중국	2008	2012	2억6,800만$
	타사키	일본	2008	2015	1,850억원
	갈라TV	대만	2008	2011	1억1,720만$
	C&M강남/울산방송	한국	2010	진행	

MBK 2호 펀드	두산태크팩	한국	2008	2014	1,930억원
	유니버셜스튜디오재팬	일본	2009	2015	1조원
	영화엔지니어링	한국	2009	진행	법정관리
	GSEI	중국	2009	2014	3억5,600만$
	금호렌탈(KT렌탈)	한국	2010	2013	800억원
	인보이스	일본	2011	2013	2,000억원
	뉴 차이나라이프보험	중국	2011	2014	7,430만$
	고메다	일본	2013	2016	7,520만$
	코웨이	한국	2013	2018	1조1,061억원
MBK 3호 펀드	네파	한국	2013	진행	
	오렌지라이프	한국	2013	2019	2조1,600억원
	홈플러스	한국	2015	진행	
	두산공작기계	한국	2016	2021	1조2,700억원
MBK 4호 펀드	대성산업가스	한국	2017	2019	1조원
	골프론카운티	한국	2019	진행	
	모던하우스	한국	2017	진행	

자료 : 각 언론사

물론 한국계 사모펀드인 MBK파트너스가 LP로 캐나다연기금, 싱가포르 국부펀드 등을 유치하기도 하며, 투자대상도 한국 기업뿐만 아니라 중국, 일본 기업 등 아시아를 무대로 사업하고 있으므로 외국계와 한국계가 근본적인 차이를 가진 것은 아니다.

그러나 상대적으로 한국계 사모펀드들은 국내자본이 주로 LP로 참여하고 국내기업에 투자하며 국내법의 적용을 받는다.

반면 외국계는 해외 기관투자자가 LP이며 국내법이 적용되지 않는 경우가 많다.

Ⅱ. 사모펀드(PEF) 투자유형별 분석

사모펀드 유형은 경영권을 인수하는 바이아웃(경영권을 인수하는 전략적 투자), 소수지분 인수(재무적 투자), 사모펀드가 인수한 기업을 다시 사모

펀드에게 매각하는 세컨더리 투자(2차 거래) 등 크게 세 가지로 분류할 수 있다.

자본시장연구원에 따르면 2005~2019년까지 15년간 국내 사모펀드 투자 유형은 바이아웃 41.2%, 소수지분 53.1%, 공동경영은 5.7%를 차지하였고, 동기간 주요 회수방식은 M&A가 27.6%로 가장 많고, 세컨더리가 11.6%, IPO(기업공개)가 4.6%로 나타났다.

1. 바이아웃(전략적 투자)

1) M&A 사례 및 전망

경영권을 인수하는 바이아웃은 사모펀드의 전형적인 투자 형태로, 사모펀드가 주도하여 부실한 기업을 인수한 후 기업가치를 올린 뒤 다시 판매하여 수익을 내는 구조이다.

외국계 사모펀드인 칼라일, 블랙스톤, KKR, 론스타 그리고 국내 사모펀드는 IMM PE, MBK파트너스, 한앤컴퍼니 등 대형 사모펀드들이 이 기법을 많이 사용한다.

바이아웃은 경영권을 인수하기 때문에 전략적 투자라고 하는데 국내 사모펀드 운영사들에 의해 이루어진 중요한 투자는 [표3-5]와 같다.

〈표3-5〉 바이아웃(영업권 인수) 사례(단위 : 억원)

투자자	대상 기업	투자액	차익	시기
MBK파트너스	두산테크팩(테크팩)	1,800	700	2008
KDB-칸서스자산운용	금호생명(KDB생명)	10,300	-2,589	2010
KDB인베스트먼드	대우건설	32,000	-1,3000	2011
MBK파트너스	코웨이	11,900	10,000	2012
MBK파트너스	ING생명(오렌지라이프)	18,400	20,000	2013
스틱인베스트먼트 등	동부팜한농(씨앗)	3,500	1,652	2013

한앤컴퍼니	웅진식품	1,150	1,450	2013
글래우드-농협PE	동양매직	3,500	2,200	2014
IMM PE 컨소시엄	현대상선 LNG사업부문	5,000	진행중	2014
IMM PE	대한전선	3,000	2,218	2015
MBK파트너스	두산공작기계	11,300	12,700	2016
VIG파트너스	본촌(치킨)	600	진행중	2018
IMM PE	W컨셉(온라인, 물류)	800	1,200	2018
한앤컴퍼니	SK엔카(케이카)	2,000	5,000	2018
MBK-우리은행	롯데카드	13,800	진행중	2019
한앤컴퍼니	대한항공 기내식 사업부	7,900	진행중	2020
한앤컴퍼니	SK케미칼 바이오에너지	3,825	진행중	2020
IMM PE	한국콜마 제약·콜마파마	6,000	진행중	2020
VIG파트너스	프리드라이프(상조보험)	2,600	진행중	2020
KL&파트너스	맘스터치	1,937	진행중	2020
VIG파트너스	쿤달(더스킨팩토리)	2,000	진행중	2021
제이앤PE	현대오일터미널	1,800	진행중	2021
스톤-한앤프라더스	바디프랜드	4,200	진행중	2022

자료 : 공시자료 및 각 언론사

바이아웃 시장은 연기금, 공제회, 금융사들이 기존 채권, 대출시장을 넘어 고수익의 대체투자로 부각되었고, 2008년 세계금융위기 이후 작년까지 풍부한 유동성과 저금리 상태에서, 3~4% 인수금융으로 자금을 조달하며 호황을 누려 왔다.

국내 인수합병 시장(2021년)에서 PEF의 비중은 33.2%로 세계적으로도 높은 수준이다. 최근 국내에서 진행된 거래규모 상위 20개 M&A(소수지분 거래 포함) 중 사모펀드 참여 비중이 2019년 65%, 2020년 80%, 2021년 85%로 늘어나고 있다. 2021년에는 동북아시아 최대 PEF운용사 MBK파트너스가 두산공작기계(2조 4,931억원)를 디티알오토모티브에 매각해 2위에 올랐으며, KKR은 2조 4,157억원 규모 SK E&S 상환전환우선주를 인수해 3위이다(매일경제 레이더M 및 베인앤드컴퍼니, 2020.1.19.)

그러나 2022년 금리가 급격하게 인상되면서 기관투자자들의 PEF 투자가 위축되고 있다. 2022년 10월 M&A 인수금융 평균금리는 8% 중반에서

9%로 급등하였다. 금리가 계속 오르면 M&A 자금조달 수요 자체가 멈출 우려도 크다. 인수금융 등 이자비용이 늘어날수록 사모펀드들이 달성해야 할 기대수익률(IRR) 부담이 가중되기 때문이다. 약정시 기대수익률이 연 7~8%인데 인수금융 대출금리가 10%를 넘어서면 운용이 불가능해 질 수 있다. 작년 11월 바디프랜드 인수계약을 맺은 스톤브릿지캐피탈은 프로젝트 펀드 모집에 8개월이 걸려 올해 9월에야 잔금 납입을 마무리하였다.

연기금, 공제회 등 주요출자자(LP)들도 보수적인 출자 기조를 보이고 있다. 고물가, 고금리, 고환율로 시장 변동성이 커진 상황에서 위험자산으로 분류되는 PEF에 대한 투자 비중을 줄이는 분위기다.

이러한 조건에서 검증된 일부 대형 운용사로 자금이 집중되고 있는데, 대형 운용사들은 출자금을 활용해 대규모 신규펀드 조성, 스틱인베스트먼트와 IMM PE는 2조원대의 블라인드 펀드를 조성 중이며, 스카이레이크 PE는 1조원대 블라인드 펀드를 준비하고 있다. 하지만 중소형 운용사들은 LP모집으로 신규 펀드를 조성하기가 어려운 상태이다.

2) 단계별 특징

사모펀드는 고성과 창출을 위한 청사진에 맞추어 회사 조직을 개편하는데, 전문경영진에게 구체적인 과제를 주고 보상을 연계한다. 핵심 과제별로 인력을 배치하고 과제 실행 결과를 담당자가 책임지도록 한다. 평가기준이 되는 핵심 지표는 '지난달 획득한 고부가가치 고객의 수', '이탈한 고객수', '현금흐름', 투자자금 대비 실제 발생한 수익을 알 수 있는 '투하자본수익률(ROIC)' 등이다.

대형 사모펀드들은 전문 오퍼레이션 조직을 두고 있다. 미국계 KKR은 컨설팅 조직인 캡스톤을 통해 전문적으로 투자한 회사를 관리한다. 미국계 칼라일과 블랙스톤도 투자자문을 담당하는 오퍼레이션 그룹을 갖고 있다. 홍콩계 어피니티PE도 김정인 현대카드 부사장을 영입해 오퍼레이신 그룹

을 운영하고 있다. 국내 사모펀드도 유사하다. MBK파트너스는 차영수 전 삼성선물대표를 서울오피스 운영파트너로 영입했고, 한앤컴퍼니는 윤여올 전 소니코리아대표가 10여명의 전문가를 이끌고 오퍼레이션 업무를 수행한다. 스틱인베스트먼트는 OPG(경영자 파트너 그룹)이라는 별도조직을 운영하며, IMM PE도 2020년 별도법인을 출범했다.

한국 기업들은 오너가 친인척을 회사 임원으로 임명하여 인건비가 낭비되고, 대기업 계열사 간 일감 몰아주기 등으로 과도하게 지출하는 악습이 있는데, 사모펀드의 전문경영인이 오면 이러한 관행은 줄어들 수도 있다.

사모펀드는 전문경영진에게 청사진에 따른 정확한 과제를 제시하므로, 피인수 기업에서는 일반적으로 아래와 같은 절차로 사업재편, 자금조달 등이 추진된다.

첫째, 사모펀드는 주주들에게 약정한 높은 수익률을 보장해야 하므로, 인수 초기부터 고배당을 실시한다.

둘째, 피인수기업은 인수금융 부채로 이자비용이 많아 영업실적이 악화될 수 있다. 이러한 가운데 인수금융 상환, 주주 수익률 보장 등을 위해 각종 자산(흑자 매장, 호텔부지, 물류센터 등 도시권 부동산)을 매각한다. 이는 인력조정 및 외주화 등 구조조정을 동반하는 경우가 많다.

셋째, 나아가 무상증자로 자본금을 늘리고, 유상감자로 주주들에게 사내유보금을 나누어 준다.

넷째, 자본구조재조정(Recapitalization)[97]은 사모펀드가 재무적투자자를 모아 추가적으로 자금을 조달하는 것이다. 일반적으로 '차입금 만기 차환', '금융조건 개선', '투자자금 회수' 등을 위해 리캡을 실행한다. exit를 앞두고 투자금 중간회수를 위해 실시하는 경우도 많다.

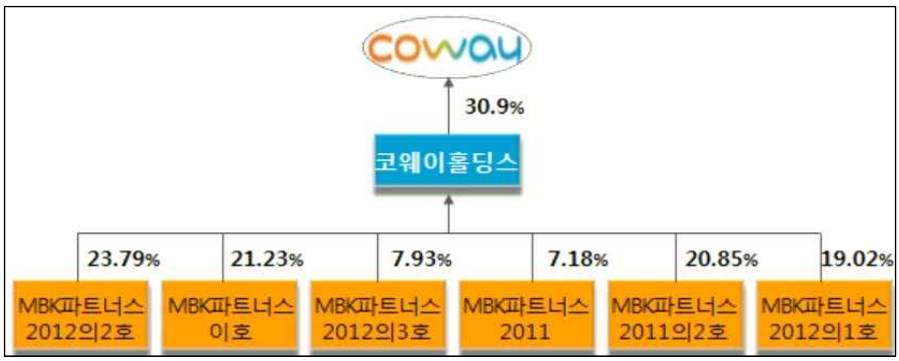
다섯째, 투자자들은 투자회수를 위해 보통 5년 내 상장(IPO)으로 exit를

97) 자본구조재조정은 인수금융 최초의 자본구조를 이후 리파이낸싱을 통해 변경하는 것을 의미하는데 보통 리캡이라고 부른다.

약속한다. 상장 직전에 주가를 최대한 올리는 조치를 취하며, 상장이 실패했을 때는 옵션에 따라, 투자자들에게 우선배당권 보장, 대출금리인상 등으로 원금과 수익률을 보장한다. 이럴 경우 기업 재무구조는 나빠진다.

사모펀드의 인수 전후 변화를 분석하기 위해, 생활가전 렌탈기업 1위인 코웨이의 재무재표를 분석하면 아래와 같다.

[그림3-1] MBK파트너스의 코웨이 인수구조(2013.12.31.)



자료 : 장석우(2022), 금감원 공시자료

MBK파트너스는 2013년 웅진그룹으로부터 코웨이 지분 30.9%를 인수하여 대주주가 되었다. 인수형태는 [그림 3-1]과 같이 MBK가 운용하는 각 사모펀드들이 코웨이홀딩스(주)를 설립하고 코웨이홀딩스가 대주주가 되는 형태였다.

당시 인수대금의 구성은 보통주(자기자본) 약 4,200억원, 우선주 약 3,000억원, 인수자금 대출 4,700억원(한도 7,200억원)이었다.

코웨이홀딩스의 지분율은 2016년 중 31.2%로 증가하였다가, 2017년부터 블록딜(시간외 대량매매) 방식으로 지분 매각을 시작하여 2017년 26.8%, 2018년 22.2%까지 감소하였고, 2019년에는 다시 웅진씽크빅에 지분을 전량 매각하고 exit하였다.

이 과정에서 코웨이는 MBK의 현금인출기 역할을 하였다.

먼저, MBK파트너스는 [표3-6]처럼 보통주 기준 투자원금의 2배에 달하는 약 9,000억원의 이익을 올렸다.

다음으로, 대주단으로 참여한 시중은행 등 금융기관들은 4~6%대의 이자를 챙기면서 원금도 빠짐없이 회수하였다.

또한, 국민연금·새마을금고 등 우선주 투자자들은 약 3,000억원을 투자하여 5년 만에 배당 및 상환금으로 약 6,000억원의 이익을 올렸다.

〈표3-6〉 MBK 투자금(보통주기준) 투자·회수 현황(단위 : 억원)

시기	거래	투자·회수	비고(우선주 등)
2012	홀딩스설립 /유상증자	-4,200	보통주 투자.
2013	유상증자/ 코웨이인수	-422	보통주 투자. 우선주 투자금액은 3,042억 나머지 4,700억원은 차입
2014	자본재조정	-	차입금 4,700억을 8,200억원으로 증가
2015	배당	+2,012	배당액 3,436억 중 우선주에 1,425억원
2016	배당(우선주)	-	우선주만 91억원 배당
2017	배당(우선주)	-	우선주만 91억원 배당
2017	자본재조정	-	차입금 8,200억을 1조2,500억으로 증가
2017	블록세일	-	지분 4.4% 매각(주당 98,000원)하여 3,704억원 확보. 차입금 일부 상환
2017	연말 결산	-	차입금 8,500억 원. 보통주 + 우선주 1조1,553억 원
2018	배당	-	우선주 3,377억 배당, 1,079억원 상환. 자기자본(보통주) 7,097억으로 감소
2018	블록세일	-	지분 4.6% 매각(주당 84,400원)하여 3,114억원 확보. 차입금 일부 상환
2018	자본재조정 (배당)	+2,800	차입금 5,500억을 8,300억원으로 증가. 차액은 배당한 것으로 추정
2019	매각	+8,550	지분 총 매각금액 1조 6,850억원. (차입금 추정액 약 8,300억원 제외)

총 투자 회수 규모	+8,690	+6,000

자료 : 장석우(2022) 재인용

2. 소수지분, 재무적 투자자(FI)

정부는 민간자본인 사모펀드(PEF)를 통해서 기업구조조정을 활성화하기 위해 자본시장법을 개정(2019년, 2021년 시행령)하였다. 출자금 50% 이상 2년 내 주식 투자, 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 또는 사실상의 지배력 행사 의무, 취득 주식 6개월 이상 보유 등의 규제가 사라졌다.

이에 국내 사모펀드의 저변이 크게 확장되었다. 경영참여형과 전문투자형으로 분류했던 기존의 사모펀드 형태를 이원화했는데 출자자(LP) 성격만 구분해 규제를 적용할 뿐 투자방식에 대한 규제는 사라졌다. 따라서 기업에 대한 대출은 물론 부동산개발 투자도 가능하다. 과거 글로벌 PEF들이 주로 투자했던 쿠팡, 카카오, 마켓컬리 등 성장기업에 국내 PEF들도 투자할 수 있게 되었다. 바이아웃 중심의 투자를 벗어나 소수지분투자, 기업대출, 부동산PF 진출 등이 수월해진 것이다.

사모펀드가 대기업의 투자 파트너가 되어 재무적 투자자로 참여할 수 있는데, 이는 기업 인수로 인한 투자와 손실의 부담은 줄이고, 수익은 나누어 갖는 장점이 있다.

반면 소수지분 투자자는 대주주와는 달리 경영권 프리미엄을 받을 수 없어 투자금 회수에 어려움이 있으므로 이를 보완하기 위해, ‘IPO 약속’, ‘상환전환우선주나 지분연계채권(전환사채, 신주인수권부사채) 등으로 상환청구권 보장’, ‘대주주에게 풋백옵션, 지분인수, 동반매각 약정’ 등의 방안을 활용한다.

상환전환우선주는 전환비율 또는 그 산정 방법이 확정된 우선주로 배당

을 통해 수익을 추구하며 IPO 때 보통주로 전환할 수 있고, 일정 기간 후에는 상환 청구를 통해 투자금을 회수할 수 있다.

풋백옵션은 매수자가 인수한 주식지분을 매도자에게 되팔 수 있는 권리이다. 우선 동반매각청구권(drag-along)은 비상장 회사에 대한 소수지분 투자자는 그 소수 지분만을 매각하는 것은 매우 어렵지만, 대주주의 지분까지 함께 매각(drag along)하게 되면 경영권 있는 지분을 거래대상으로 하는 것이므로 경영권 프리미엄이 붙은 가격으로 매각을 진행할 수 있다.

한편 재무적투자는 기존 경영자와 지분투자를 한 사모펀드 간에 약속이행 여부로 분쟁이 많이 발생한다.

교보생명, SK(주), LG실트론, 캐프, 남양유업, 두산인프러코어차이나 등에서 법적 소송까지 진행되었다.

어피너티PE는 2012년 교보생명의 지분 24%(1조 2054억원, 주당 24만 5,000원)를 인수하고, 2015년까지 상장하지 않으면 교보생명 회장에게 주식을 되팔 수 있는 풋옵션을 맺었다. 이후 상장(IPO)이 지연되자 2018년 풋옵션 행사를 통보했고 딜로이트안진회계법인에 의뢰해 행사가격을 2조 107억원(주당 40만 9,000원)으로 산정하였다. 교보생명은 가격을 부풀린 풋옵션을 행사했다고 어피니티와 회계법인을 공모 혐의로 고발하였다.

2011년 IMM PE, 미래에셋 PE, 하나금융투자 PE 등 재무적 투자자들은 두산인프라코어의 중국 자회사인 DICC 지분 20%(3,800억원) 인수하고 두산인프라코어와 투자금 회수(Exit)에 관한 주주간계약으로 재무적 투자자(FI)들은 3년 내에 DICC가 상장(IPO)되면 이를 통해 투자금을 회수하고, 위 기간 내에 상장이 안 되면 “Drag & Call” 약정을 통해 투자금 회수를 할 수 있도록 하였다. 그러나 3년이 지난 후에도 DICC의 상장이 이루어지지 않자, 재무적투자자들은 동반매도요구권을 행사하려 했다.

그런데 DICC 지분의 80%를 보유한 두산인프라코어가 주주간계약상 매도자 실사에 협조할 의무가 명시되지 않았다는 이유로 거부하자 투자자들은 매각 절차를 진행할 수 없어 소송에 들어갔다.

〈표3-7〉 소수지분 인수(재무적 투자) 사례(단위 : 억원)

인수자	대상 기업	규모	인수
소버린	SK(주)	1,768	2003
보고펀드-KTB PE	LG실트론	4,246	2007
IMM PE	캐프(상환전환우선주)	600	2010
IMM·미래에셋·하나금융투자PE	두산인프라코어차이나	3,800	2011
IMM PE	셀트리온제약	300	2012
소프트뱅크 비전펀드	쿠팡	30,000	2015
메디치인베스트먼트	롯데글로벌로지스	2,960	2017
캑터스PE-KG그룹	동부제철(KG동부제철)	3,600	2019

자료 : 각 언론사 및 업계

3. 세컨더리 거래

사모펀드의 투자 회수방식은 M&A, 세컨더리, 상장(IPO) 3가지가 있는데, 이들이 전체의 67%를 차지한다(2016년). 여기서 경영참여형 사모펀드 운용사 간의 거래를 세컨더리(Secondary Deal, 2차 거래)라고 한다.

세컨더리 거래는 5~10년 주기로 설정된 매물을 사고팔아야 하는 흐름상 성장 기간에 매물을 넘길 수 있어 좋은 기회가 될 수 있다는 견해와 거품 낀 거래로 돌려막기가 될 수 있다는 우려가 상존한다. 빈센트 CIO는 “상장 주식이나 채권시장은 자산 가격의 변동을 실시간으로 추적하지만, PEF 운용사들의 자산은 회사가치 상승이나 축소에 대한 정보를 선택적으로 제공하기 때문에 부풀려진 가격으로 서로 자산을 이전할 수 있다”고 지적한다.

〈표3-8〉 세컨더리 거래 현황(단위 : 억원)

매각사	인수자	대상 기업	매각가	인수
UBS컨소시엄	CVC	위니아만도	2,300	2005
VIG파트너스	LK파트너스	삼양옵티스	1,200	2019
베이사이드PE	페트로뱅크컨소시엄	웰리브	1,100	2019
블랙스톤	앵커에쿼티파트너스	지오용	11,000	2019
MBK파트너스	맥쿼리PE	대상산업가스	25,000	2019
칼라일	맥쿼리-SK텔레콤	SK쉴더스(캡스)	29,700	2020
H&Q코리아	어피니티	잡코리아	9,000	2021
글랜우드PE	맥쿼리운용	해양에너지·서라벌가스	8,200	2021
KPS캐피탈PE	센트로이드PE	테일러메이드	19,000	2021
VIG파트너스	스톤브릿지캐피탈	바디프랜드	7,000	2021
앵커PE	칼라일	투썸플레이스	10,000	2021
TPG	스톤브릿지캐피탈	헬스밸런스	600	2021
훼트린씨앤디	하일랜드PE	선진정공,선진파워테크	265	2021
글래우드PE	베어링PEA	PE첨단소재	13,000	2022

자료 : 각 언론사 및 업계

PEF 회수방식에서 세컨더리 비중은 2006년 10%에서 2016년 33.3%로 높아졌는데, 사모펀드 결성액 증가와 신생 운용사의 진출 등으로 시장규모는 크게 확장되었으나, 과다 경쟁으로 투자처 발굴이 어려워졌기 때문이다. 이에 투자회수를 원하는 운용사와 신규 PEF의 투자집행이 필요한 운용사 간의 이해가 일치하여 사모펀드 간 거래가 늘었다.

코로나19 이후 블라인드 펀드 설정이 늘면서 보유 자산이 증가하였지만 자금회수 수단이 제한적인 상황도 영향을 주었다. 세컨더리는 규모 있는 M&A가 무산될 경우 PEF 운용사들의 충격을 막아줄 수 있는 대안이 되기도 한다.

Ⅲ. 산업·업종별 사모펀드(PEF) 진출 현황

현재 사모펀드는 국내 거의 모든 산업과 업종에 진출한 상태이다.

초기에는 금융, 제조, 통신, 유통 등 규모가 큰 전통산업에 주로 진출하였으나 2004년 국내 PEF가 제도화되고, 2008년 금융위기 이후 풍부한 유동성과 저금리 조건에서 진출 영역이 크게 늘어났다. 특히 2019년 자본시장법 개정으로 투자방식에 대한 규제가 사라져 다양한 투자가 가능해졌다. 최근에는 제약, 물류, 골프, 외식 프랜차이즈, 호텔 및 부동산, 도시가스, 폐기물처리, 플랫폼기업 및 이커머스, 시내버스 등 모든 산업에 다양하게 진출하고 있다.

여기서는 최근 확대되고 있는 신규 분야를 중심으로 분석하였다.

1. 준공영제 시내버스

코로나 거리두기로 운수업계가 불황에 빠진 조건을 이용하여 사모펀드가 버스업체들을 인수하고 있는데, 경기도는 사모펀드가 버스노선 운행 차량의 80%를 장악하고 있다.

사모펀드 차파트너스는 지자체별로 난립된 소규모 운수회사들을 인수하여 통합·대형화에 나서고 있는데, 인천의 시내버스 회사인 명진교통, 삼환교통, 인천스마트, 송도버스, 성산여객, 세운교통 등을 인수하여 인천지역에서만 491개 버스를 운영하고 있고 전국적으로는 1,700대를 운영하여 준공용제 버스 사업자 1위에 올랐다.

그리니츠파이빗에쿼티, 팔리스타캐피탈 등의 사모펀드들도 시내버스 투자를 늘리고 있어, 기존 영세한 업체들이 난립되어 가족기업으로 운영되었던 시내버스 사업이 통합되어 대형화되고 있다.

국토교통위 유경준 의원의 국정감사에 의하면, 버스 준공영제를 시행하

는 서울, 인천, 대전, 제주 등 4개 시·도에서 버스회사 16곳을 차파트너스가 인수한 것으로 나타났다. 유의원은 2022년 1~8월까지 이들 16개 버스회사에 지급된 준공영제 지원금이 총 1,564억원인데, 이 자금이 버스 정상화보다 사모펀드 배 불리기에 이용되는 건 아닌지 점검할 필요가 있다고 지적했다.

실제 사모펀드들은 준공영제에서 영업손실을 공공재원으로 보전할 수 있다. 이들이 공공성보다 목표수익률 달성에 최우선가치를 두므로, '비수익 노선 운행중단', '차고지 매각 수익의 주주 배당', '부동산 매각' 등 손쉬운 경영에 나설 수 있다. 차고지를 매각하고 통폐합하면 특정 버스노선의 운행거리가 늘어나고 노동자들의 근무조건이 악화될 수 있으며, 사모펀드가 보유한 적자노선을 공공의 예산으로 매입하는 것도 문제가 될 수 있다.

차파트너스는 인천의 모 버스회사를 인수해 차고지를 57억원에 매각한 뒤 52억원을 펀드에 배당으로 지급하였다. 지방자치단체들이 버스회사 경영난 해소를 위해 공영차고지를 확대하고 있는 것을 감안하면, 앞으로 사모펀드 버스회사들이 공영차고지로 차적을 옮기고 기존의 차고지를 매각하거나 개발하는 등 부동산 개발 차익까지 노릴 수 있을 것으로 보인다(이슈앤비즈. 2022.10.6.)

2. 필수 공공재 도시가스

맥쿼리자산운용은 2021년 6월 글랜우드PE가 보유한 해양에너지와 서라벌도시가스 지분 100%를 7,980억원에 인수하였다.

해양에너지는 광주와 전남 8곳 시·군 지역에 독점적으로 도시가스를 공급하고 있는데 2021년 10.9% 요금인상을 요구하였으나, 광주시에서 승인하지 않았다.

광주 시민단체협의회·민주노총광주본부·참여자치21 등 9개 시민·사회단체는 필수 공공재인 도시가스가 사모펀드에 인수될 경우 도시가스 인상과

업무 외주화 등을 실시할 수 있다고 우려한 바 있다. 맥쿼리는 광주에서 제2순환도로 1구간 민자사업에서 자기자본 비율을 축소하는 수법으로 광주시가 4,900억원을 보전하게 하고 주민 통행료로 4,717억원 등 총 1조원을 가져가 신뢰가 떨어졌다.

광주시는 산업부에 도시가스사업자 양도·양수 시 시·도지사의 인가를 받도록 하는 제도개선을 추진하고 나섰다. 사모펀드가 국민생활에 밀접한 영향을 미치는 공공재인 도시가스사업에 유입돼 과도한 구조조정과 자금회수에 따른 성장성 및 경영안정성 저하를 예방하는 등 공공성을 강화하겠다는 의도이다.

도시가스사업자 인가제도는 1971년부터 1999년까지 시행되어오다가 폐지되었다. 정무위 소속 민형배 민주당 의원은 도시가스 공급과 안정성 등 공공성에 대한 주무관청이 심사할 수 있도록 하는 도시가스 사업법 일부 개정법률안을 대표 발의했다. 법안 요지는 '공공성이 강조되는 사업 특성상 매각에 대한 부작용을 소비자에게 전가할 우려가 크다며, 특히 투기자본은 사업 양수 이후 관련 투자보다 배당금과 매각차익 등 자본금 회수만을 목표로 하는 경우가 많아 도시가스의 안정적인 공급과 안정성 확보마저 저해시킬 수 있다고 지적했다. 이에 따라 도시가스사업을 양수하려는 자는 해당 사업의 허가권자인 산업통상자원부장관, 시·도지사 또는 시장·군수·구청장의 인가를 받도록 할 필요가 있다'는 것이다.

도시가스사업은 공공재를 다루는 만큼 공공성인 강한 사업으로, 40년 동안 정부로부터 막대한 정책자금(2022년 배관건설자금 262억원, 안전관리자금 20억원 등)과 정책지원(도시가스 시설개선 및 가스검사시설 개선에 대출금리 4.0% 적용)을 받았고, 도시가스사업자는 특정 지역을 분할해 사실상 사업권을 독점하고 있다. 공공재인 도시가스를 사익만 추구하는 사모펀드에 넘어가는 것은 바람직하지 않다고 지적되고 있다.

한편 강남도시가스, 경남도시가스 등도 사모펀드에 매각되었다.

3. 폐기물처리와 에너지산업

코로나 이후 사모펀드들이 폐기물처리업체 인수에 몰려들고 있다. 폐기물처리 단가가 높아져 안정적인 수익률이 보장되며, 진입장벽이 높아 기업가치 상승이 용이하며, ESG 경영으로 선호도가 높기 때문이다. 사모펀드의 진출로 소규모 영세기업들이 난립하던 폐기물 처리산업은 대형화가 이루어지고 있다. 폐기물처리 업체들은 매우 영세하여, 사업장폐기물 중간처리업체 151개 중, 시장점유율이 1% 이상인 곳은 37개에 불과하고, 건설폐기물 처리업체 547개 중 시장점유율 1% 이상인 곳은 11개에 불과하다.

VIG파트너스는 2021년 1,000억원대 중반의 금액으로 바이오에너지팜아산의 과반지분을 인수하였다. 총 1조원 규모의 투자금은 4호 펀드 자금과 출자자(LP)들의 공동투자로 충당하였다. 팜아산은 축산분뇨와 음식물·폐수를 하루 950톤을 처리할 수 있는 국내 최대 업체이다.

싱가포르계 케펠인프라스트럭처트러스트는 폐기물업체 에코매니지먼트코리아홀딩스(EMK)를 2022년 7,700억원에 인수하였다. 매각대상에는 EMK와 그 자회사인 한국환경개발, 비노텍, EMK승경, 다나에너지솔루션, 그린에너지, EMK울산, 탑에코, 케이디환경 등 6개의 폐기물 소각 및 매립업체가 포함된다.

사모펀드들의 폐기물업체 진출 주요 사례를 보면 〈표3-9〉과 같다.

〈표3-9〉 사모펀드의 폐기물처리 업체 진출 현황 (단위 : 억원)

인수자	대상기업	통합업체	매매가	인수
어펄마캐피탈	EMC홀딩스	와이에스텍 등 7개	15,000	2017
앵커에쿼티	ESG	의료폐기물업체 6개	9,000	2017
IMM인베스	에코매니지먼트코리아	폐기물업체 11개	3,900	2017
IS동서-E&F	코엔텍, 새한환경	폐기물업체 2개	5,000	2020
VIG파트너스	바이오에너지팜아산	축산,음식물처리1개	10,000	2021
케펠인프라	에코매니지먼트코리아	비노텍 등 6개	7,700	2022

자료 : 각 언론사 및 업계

문제는 사모펀드들이 폐기물처리·운용 및 자원화(에너지화) 등 기술개발은 뒷전이고 기업가치 올리기에만 치중하고 있다는 지적이다. 또한 우리나라는 지방자치단체 주도로 생활폐기물 소각·매립 등 처리 시설을 설치한 뒤 민간위탁하는 방식이므로, 이들의 가격협상력이 높아질수록 폐기물 처리단가가 상승해 지자체 및 국민 부담이 증가하게 된다.

환경부의 억제 정책에도 불구하고 폐기물 발생은 지속 증가하고 있으며, 이는 국민 생활수준향상과 산업발전 등으로 자연스런 현상이다. 그런데 처리시설을 확보하는 것이 어렵기 때문에 처리단가가 상승할 수밖에 없는 구조다. 지난 5년간 톤당 폐기물 처리단가는 매년 매립단가가 15%, 소각단가가 9% 각각 상승해 왔다.

사모펀드가 인수한 코엔텍은 톤당 매립 처리단가가 2018년 12만 2,200원에서 2020년 24만 3,700원으로 2년 만에 두 배로 뛰고, 소각 단가는 같은 기간 14만5,300원에서 17만 6,300원으로 오른 것으로 전해진다.

한편 호주에 본사를 둔 맥쿼리그룹은 국내 도로, 터널 등 민자사업에 이어 최근 필수공공재 투자에 적극 나서고 있다. 진출 영역을 보면, [표 3-10]과 같이 도시가스, 폐기물업체, 풍력 및 해상발전, 케이블방송, 부두설비, 열병합발전, 지역난방 등 에너지와 필수공공재 기업이 다수이다.

맥쿼리는 먼저 여러 개의 폐기물처리업체와 도시가스 업체들을 인수하여 통합한 후 기업가치를 올려 재매각하고 있다.

다음으로 2019년 국내 1위 산업용 가스업체인 대성산업가스를 2조 4,000억원에 인수하였다. 맥쿼리그룹이 출자하는 금액은 1조 1,000억원이고 인수금융으로 1조 2,000억원 이상을 차입하였다.

또한 국내 1위 산업용 수소 생산업체 덕양을 8,000억원에 인수하였다. 덕양은 국내 수소의 70% 이상을 공급하는 울산석유화학공단에 60㎞의 가스배관망과 250대의 튜브트레일러 인프라를 갖추고 석유화학공정에서 발생하는 부생수소를 정제해서 석유화학 등 부생수소 수요처에 공급하며, 대량수소를 직접 제조해 인근 울산 정유사에 제조용으로 공급하고 있다.

또한 에너지사업에서 영덕 풍력발전과 영양 풍력발전을 인수한 후 이자수익 및 재매각으로 1,000억원의 차익을 챙겼으며, 해상풍력에 진출하여 소속회사로 그린인베스트먼트그룹(GIG)코리아, 울산 부유식해상풍력 발전, 귀신고래 해상풍력 발전 1·2호(울산), 지원드스카이(청사포), 부산 해상풍력 발전(다대포), 기장 해상풍력 발전, 해운대 해상풍력 발전, 거문도 해상풍력 발전, 맹골도 해상풍력 발전, 부산 부유식해상풍력 발전 등을 거느리고 있다.

〈표3-10〉 맥쿼리PE의 에너지 등 필수공공재 투자현황(단위 : 억원)

대상 기업	사업 내용	투자액	시기
C&M 등 4개 자산	케이블TV, MBK 컨소시엄	15%	2007
SK E&S(구 SK엔론)	도시가스 8개사 지주회사	49%	2009
WIK그린, 용신산업개발 등	폐기물처리업체 6개사 통합	5,500	2010
동북화학	부두설비, 석유제품저장탱크	1,000	2011
경북 영덕, 영양 풍력발전	풍력발전	1,700	2013
코엔텍, 새한환경, 클렌코	영남권 최대 폐기물업체	1,000	2014
대전열병합발전소	지역난방 및 산업단지 병합	375	2015
SK쉴더스(ADT캡스)	보안업체, 재무적투자	3,200	2019
대성산업가스(DIG에어가스)	국내 1위 산업용 가스업체	24,000	2019
온산탱크터미널(태영호라이즈)	석유제품 인수·저장·분배	200	2020
LG CNS	정보기술 서비스업체	9,500	2020
덕양(수소)	국내 1위 수소 공급·제조	8,000	2021
S&I코퍼레이션 FM사업부	빌딩관리(디지털플랫폼)	5,000	2021
부산 청사포, 다대포 해상풍력	GIG 해상풍력 복합개발	진행중	2022

자료 : 각 언론사

4. 사모(私募) 부동산 펀드

풍부한 유동성으로 2021년까지 부동산 가격이 크게 오르면서 사모펀드(PEF)가 부동산 투자에 집중하였다. 글로벌 팬데믹에서도 다른 대체투자펀드의 성장이 제한된 가운데 부동산펀드는 견조한 성장세를 지속했다.

자본시장법에서 '경영참여형 사모펀드'는 경영참여 성격의 투자만 허용되고 부동산, 특별자산, 채권 등에 대한 투자는 제한되었다. PEF는 대상회사의 의결권 있는 주식 10%이상 취득 의무, 6개월 이상 지분보유 의무, 메자닌증권에 투자한 경우 2년내 출자금의 50% 이상을 지분으로 전환할 의무 등 경영참여를 위한 엄격한 규제가 있었으나 최근 삭제되었다.

이에 사모펀드들은 상업용부동산, 물류센터, 오피스, 매장, 리츠, 프로젝트파이낸싱, 숙박시설 등에 집중적으로 투자하고 있다.

프로젝트펀드는 투자자들의 심의를 거치는 집행기간이 소요되나, 개발형 블라인드펀드는 신속한 거래대금 입금과 수수료 절감이 가능하고 운영자의 의사결정만으로 투자를 집행할 수 있어 투자자들에게 인기가 있다. 국내 블라인드펀드 부동산 대체투자의 대표적인 운용사들은 아래 표와 같다.

〈표3-11〉 블라인드 펀드 부동산 대체투자(단위 : 억원)

운용사	주요 투자자	규모
마스터투자운용	한국토지신탁, 메리츠증권 외	1,100
	국내 금융기관	3,000
	교직원공제회 외	1,000
이지스자산운용	국민연금, 산재기금, KDB생명 외	5,000
	교직원공제회 외	1,370
하나대체투자운용	국민연금 외	1,000
파인트리자산운용	국민연금, 교직원공제회 외	9,400

자료 : 각 언론사 및 업계

운용사별로 공모·사모 펀드를 포함하며, 대표적인 부동산펀드의 설정액을 보면 아래와 같다.

1위 이지스자산운용 18조 6,1402억원

2위 미래에셋자산운용 8조 4,314억원

3위 삼성SRA자산 7조 7,344억원

4위 마스터투자운용 6조 8,961억원

5위 하나대체투자자산 5조 5,228억원

설정액 1위인 이지스자산운용은 집합투자업[98]과 투자매매업·투자자문업[99]을 목적으로 한다. 사업방식은 단독으로 부동산 투자 사모펀드를 만들어 투자하기보다 다른 사모펀드들과 연합하여 부동산 관련 자산이나 회사를 인수하고, 그 자산을 운영·관리하면서 수익을 얻는다. 관리만 하는 것이 아니고 펀드 투자자들에게 그러한 이익을 배분해야 한다.

집합투자업을 주된 사업으로 하는 국내 자산운용사는 317개사이며 수탁자산 규모는 총 1,201조원이고, 이중 부동산을 투자 대상으로 하는 집합투자업 규모는 114조원이다(금융투자협회, 2020년말 기준).

이지스자산은 부동산 사모펀드인데, 수익의 대부분은 부동산 집합투자에서 발생하고 있는데 수탁자산 총액 17조원 중 부동산 펀드가 16조원으로 전체 부동산 펀드 114조원의 14%를 차지하고 있다.

〈표3-12〉 집합투자기구 운용 현황 및 구조(단위 : 억원)

구 분		규모
부동산집합투자기구	임대형	25,385
	대출형	918
	개발형	3,944
	재간접형	72
	파생형	4,689
	기타	2,587
전문투자형 사모집행투자기구		128,667
합 계		166,262

자료 : 이지스자산 사업보고서(2021)

98) 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 않으면서 자산을 취득·처분 등 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것을 영업으로 한다. 즉 자금을 편당하여 부동산을 취득하고, 관리하여 최종적으로 수익을 배분한다. 중요한 점은 해당 사업을 계속하는 것이 아니라는 점이다.

99) 금융투자상품 매도 및 매수, 증권 발행 및 인수 또는 청약권유, 청약 승낙을 영업으로 하는 업무이고, 투자자문업은 금융투자상품의 가치 또는 투자판단에 관하여 자문하는 것을 영업으로 하는 업무다. 이런 투자업무는 일반적인 주식이 아니라 부동산 금융자산이라 볼 수 있다.

2020년 이지스자산운용의 집합투자기구 영업실적과 재무구조를 보면, 펀드 수는 293개이며 설정잔액은 16조 6,262억원이고 순자산총액은 17조 7,497억원이다. 집합투자기구 운용현황 및 구조는 보면 〈표3-12〉와 같다.

이지스자산운용의 부문별 수익구조를 보면, 2020년 영업수익에서 수수료 수익이 1,261억원인데 이중 운용보수가 1,231억원이고 자문수수료가 2억 3,500억원이다. 이지스자산의 차입금 구조는 은행과 기업 차입금, 그리고 회사채 등인데 총 1,127억원이다.

〈표3-13〉 이지스자산 부동산 투자회사와 수익금 회수(단위: 백만원)

관계기업명	기초	취득 (대체)	배당금 수령	처분
이지스전문투자형사모부동산 149 호	2,874	0	0	0
이지스 200 호전문투자형사모부동산유한회사	3,921	0	-231	0
이지스전문투자형 230 호사모부동산투자회사	3,947	0	-14,375	-4,794
마스턴전문투자형사모부동산투자신탁제 39 호	1,681	0	0	0
마스턴전문투자형사모부동산투자신탁제 47 호	991	0	-16	-565
이지스전문투자형사모부동산투자신탁 232 호	2,880	0	-150	0
마스턴전문투자형사모부동산투자신탁제 66 호	1,355	253	0	0
이지스전문투자형사모투자신탁 317 호	2,513	0	0	-2,513
이지스청년주택제 1 호위탁관리부동산투자회사	9,763	0	0	0
에스비씨피에프브이주식회사	18,975	0	0	0
이지스전문투자형사모부동산투자신탁제 354 호	0	5,500	0	0
이지스전문투자형사모부동산투자신탁 370 호	0	6,200	0	-6,200
마스턴전문투자형사모부동산투자신탁제 84 호	0	2,012	0	0
이지스전문투자형사모부동산투자유한회사 367 호	0	7,000	-307	-2,000
이지스글로벌고배당리츠플러스부동산투자신탁	0	2,000	0	0
이지스전문투자형사모부동산투자신탁제 384 호	0	2,395	0	0
이지스글로벌전문투자형사모부동산투자 335 호	0	3,000	0	-100
이지스글로벌셀렉트리츠투자형사모부동산 1 호	0	999	0	0
합 계	48,901	29,359	-15,079	-16,172

자료 : 이지스자산 사업보고서(2021)

이지스자산의 부동산 투자회사 사례를 보면 〈표3-13〉과 같이 2020년 현재 18개 부동산사모투자회사를 운용하고 있고, 배당수입액은 약 294억원이고 처분 수입액은 약 162억원이다. 즉 부동산 투자회사의 수익회수는 배당과 처분을 통해서 실현된다.

이지스자산운용은 최근 프로젝트 투자로 청담펜트하우스(2조 4,413억원) 그리고 동부건설, 라한호텔, 밀레니엄힐튼호텔 등을 인수하였다.

5. 플랫폼기업 및 이커머스

카카오는 카카오톡 월간 활성이용자(4,750만명)에 기반하여 쇼핑, 송금, 영상, 메일, 암호화폐까지 전송하는 독점적 지위를 차지하고 있는데, 2022년 판교 데이터 화재로 국민 플랫폼 서비스가 사흘 이상 중단되었다.

정부는 플랫폼기업을 성장동력으로 보고 규제완화로만 접근하여, 국민생활에 필수 인프라가 된 부가통신서비스에 대한 재난 대비책을 제도화하지 않았다. 이런 환경에서 카카오의 정보보호 전담인력은 61명, 비용은 140억원에 그쳐, 네이버(107명, 350억원)보다 적었다.

플랫폼기업의 안전 불감증은 필수 공공서비스로서로서 장기성장을 위한 투자(안전 및 재난 대비, 국민 편의 향상 등)보다는 단기수익추구의 지배구조 형성이 주요 원인으로 지적되었다. 기업가치를 올리기 위해 계열사 확장으로 독과점 형성 과정에서 사모펀드 등을 재무적투자자로 다수 끌어들인 것이다.

사모펀드들의 진출을 보면 〈표3-14〉와 같이, 카카오뱅크는 2021년 TPG캐피털에서 2,500억원, 앵커에쿼티파트너스가 2,500억원을 투자하였고, 카카오모빌리티와 카카오엔터테인머트도 사모펀드가 일정한 지분을 투자하였다.

카카오모빌리티는 2022년 상반기 MBK파트너스로 매각을 추진하였으나 관련 노동조합들(화섬노조 카카오지회, 대리운전노조, 배달플랫폼노조 등)이 '차익실현 우선정책으로 노동자와 이용자에 피해 생길 것'이라며 반대하여 무산되었다.

〈표3-14〉 카카오 계열사 사모펀드 진출 현황 (단위 : 억원, %)

회사명	투자자	규모	시기
카카오뱅크	미국 TPG캐피탈	2,500	2020
	홍콩 앵커에쿼티파트너스	2,500	2020
카카오모틸리티	미국 TPG컨소시엄	5,000	2017
		1,300	2021
	미국 칼라일	2,300	2021
카카오엔터테인먼트	홍콩 앵커에쿼티파트너스	6,000	2021

자료 : 각 언론사 및 업계

한편 사모펀드가 국민생활과 밀접한 이커머스 기업들에 대한 진출이 〈표3-15〉와 같이 증가하고 있는데, 주로 재무적투자자이다.

〈표3-15〉 사모펀드의 이커머스 투자 현황(단위: 억원, %)

회사명	투자자	규모	시기
티몬	PSA얼라이언스	2,550	2020
	KKR·앵커에쿼티PE	98.7%	2019
쿠팡	소프트뱅크 비전펀드	10,000	2015
	소프트뱅크 비전펀드	25,500	2018
SSG닷컴	어피니티PE·BRV캐피탈	10,000	2018
11번가	H&Q코리아	5,000	2018
위메프	IMM인베스트먼트	1,200	2019
마켓컬리	세콰이어캐피탈	25.3%	2018
	앵커에쿼티PE	2,500	2021
오아시스마켓	한국투자파트너스	1,253	2020
	유니슨캐피탈	500	2021

자료 : 각 언론사 및 업계

11번가는 2018년 H&Q컨소시엄으로부터 2023년까지 기업공개(IPO) 조건으로, 5,000억원의 투자를 유치했다. 그런데 사모펀드 인수이후 [표 3-16]과 같이 11번가의 매출은 조금 늘었지만, 영업손실은 2020년, 2021년 각각 98억원, 694억원에 달했고, 동기간 당기순손실도 각각 296억원, 669억원을 기록하였다. 이렇게 적자가 큰 조건에서도 H&Q코리아는 투자 당시 계약에 따라, 3년간 배당금으로 475억원을 가져갔는데 배당성향이 1,000%가 넘는 경우도 있다.

〈표3-16〉 11번가 실적 및 배당금(단위 : 억원)

구분	2018	2019	2020	2021
매출액	2,280	5,305	5,456	5,614
영업이익	-196	14	-98	-694
당기순이익	95	51	-296	-669
배당금	0	175	50	250
배당성향	0	1,879	537%	2,684%

자료 : 금감원 공시시스템

티몬은 2015년 KKR과 앵커에쿼티파트너스가 지분 59%를 3,800억원에 인수했다. 이후 이들은 유상증자를 통해 지분율을 98.7%로 높여, 7명의 이사 중 사모펀드가 5명을 장악하고 있다(앵커PE 2명, KKR 2명, PSA 1명). 2019년 경영진은 롯데와 1조 2,500억원으로 매각가를 합의했는데, KKR·앵커가 1조 7,500억원을 고수하여 거래가 무산되었다. 2022년 티몬은 자본잠식에 빠져 기업가치가 2,000억원에 불과하다.

쿠팡은 일본 소프트뱅크 비전펀드(28%)가 주요 출자자로 참여했다가 상장 후 exit 하였고, SSG닷컴, 위메프, 마켓컬리, 오아시스마켓 등도 사모펀들 재무적투자자로 유치하였다.

6. 맘스터치 등 외식 프랜차이즈

햄버거·치킨 프랜차이즈 맘스터치를 운영하는 해마로푸드서비스가 국내 사모펀드 케이엘엔파트너스에 2019년 12월 2,000억원에 매각되었다. 당시 맘스터치는 전국에 1,226개 가맹점을 운영하여 시장점유율 5위였다.

사모펀드 인수 이후 맘스터치는 외연 확장과 수익 극대화 전략을 추진하면서 매출액과 영업이익이 크게 증가하여 기업가치가 올랐다. 원가 대비 17%의 비용을 절감하고, 전국 11개 지사와 재계약을 통해 지급수수료를 2%p 낮췄고 본사에서 지사까지 운송비도 50%를 지사가 부담하도록 했다. 또 배달역량을 강화하고, 배달과 포장 맞춤형 뉴노멀 삼성중앙역점을 2020년 12월 출범시켰다.

그러나 사모펀드 인수 전(2019년)과 인후 후(2021년)로 실적을 비교하면 영업이익은 무려 108%(205억원)나 증가했는데, 이상하게 동기간 매출액은 4.2% 증가에 그쳤다.

프랜차이즈 사업은 본사와 가맹점 사이의 물품 거래를 기반으로 운영되므로 본사가 이익을 많이 낼수록 가맹점주의 몫은 줄어들기 쉽다. 실제 본사는 가맹점에 물류 마진이 붙은 물품을 공급해 이익을 남겼는데, 맘스터치는 본사에서 1년 동안 가맹점 한 곳에서 물류 마진으로 가져가는 평균 차액가맹금이 △2019년 5,768만원(가맹점 매출의 12.7%)에서 2020년 5,952만원(13.8%)으로 증가했다.

맘스터치 가맹점주협의회 황성구 회장은 “본사는 싸이패티 1개당 617원에 공급받아 가맹점에 1,050원에 판매하며 매입가 기준 70%(433원)에 달하는 이익을 얻고 있다”고 주장했다.

맘스터치 본사는 가맹점협의회를 구성한 황회장을 고소하고 계약을 해지했으나 검찰조사 결과 무혐의 처분되었다.

가맹점주 124명은 맘스터치 본부 상대로 부당이득 반환청구 소송을 제기하고, 점주들이 단체를 만드는 활동을 반복적이고 계획적으로 방해해 가맹사업거래 공정화법을 어겼다고, 공정위에 신고하였다.

2021년 5월에도 가맹점주들이 단체행동을 했다는 이유로 가맹점 계약을 끊은 프랜차이즈 BBQ(큐캐피탈파트너스)와 BHC(MBK파트너스)가 공정위에게서 가맹사업법 위반으로 시정명령과 함께 각각 15억원, 5억원의 과징금을 부과받았다.

〈표3-17〉 맘스터치 2021년 사건 일지

3/2	황성구 가맹점주 '가맹점사업자단체 구성 안내·독려' 우편물 발송
4/9	맘스터치 본사, 황점주 명예훼손·업무방해로 동작경찰서 고소
7/14	동작경찰서 불송치 결정(무혐의)
8/3	본사, 계약해지 통보 및 원부자재 공급 중단
8/6	본사, 황성구씨를 서울중앙지점에 고소
8/18	서울중앙지검, 불기소 처분(무혐의)
9/2	본사, 서울고검에 항고
9/14	본사, 경기도 공정경제과 조정 거부
9/30	서울 고검, 항고 기각
10월	본사, 상도점에 원부자재 공급 재개
11/3	경기도, 공정위에 맘스터치 본사의 가맹사업법 위반 신고서 제출

자료 : 각 언론사

맘스터치는 가맹점뿐만 아니라 노동조합과도 충돌하였다. 2019년 말 220명이었던 직원 수는 2021년 178명으로 감소하였다. 또 계약직 20명을 더욱 여건이 열악한 사내하청으로 돌렸다. 대기발령 등으로 퇴사한 직원은 50여명이다.

서비스일반노조 맘스터치지회는 매각 이후 1년 넘게 단체교섭과 투쟁을 지속하였으나 합의에 이르지 못했다. 노조에 따르면, 사측이 팀장을 포함, 사무직 50여명을 노조 가입범위에서 제외하고 조합원은 업무배제, 인사이동으로 불이익을 주었다. 회사는 노조 수석부위원장인 물류팀장을 본사로 발령내고 단체교섭에서 물류부서의 쟁의권 제한을 끝까지 고수하였다. 나아가 노조 전임간부의 활동시간을 제약하였다. 결국 회사의 노조탄압과 인사권 악용으로 교섭기간이 장기화되면서 노동조합이 와해되었다.

한편 외식업체 사모펀드 M&A 현황을 보면 [표3-18]와 같다.

〈표3-18〉 외식업체 사모펀드 M&A 현황(단위 : 억원)

브랜드	회사명	인수사	규모	시기
놀부	㈜놀부	모건스텐리PE	1,200	2011
버거킹	㈜비케이알	VIG파트너스	1,100	2012
BHC	㈜비에이치씨	TRG매니지먼트	1,200	2013
할리스	㈜케이지할리스에프엔비	IMM PE	1,000	
크라제	㈜엘에프푸드	나우B캐피탈	149	2014
메드포갈리	㈜엠에프지코리아	어펄마캐피탈	500	
KFC	케이에프씨코리아	CVC캐피탈	1,000	
공차	㈜공차코리아	유니슨캐피탈	360	
참고43	㈜비에이치씨	TRG매니지먼트	140	
큰맘할매순대			200	
그램그램			-	
불소식당			-	
강호동치킨 등	㈜육칠팔	KUN 캐피탈LLC	215	
토다이	㈜원당에프엔디	프랙시스캐피탈	300	2015
카페베네	㈜카페베너	K3제오호사모	-	2016
아웃백스테이크	아웃백스테이크하우스	스카아레이크PE	562	
피자헛	한국피자헛	오차드원	-	2017
온더보더	㈜제이알더블유	베이사이드PE	150	2019
투썸플레이스	씨제이푸드빌(주)	영거에쿼티PE	2,025	
맘스터치	㈜맘스터치엔컴퍼니	케이엔엘PE	1,973	
미스터피자	㈜MP그룹	페리카나	-	2020
노랑통닭	㈜노랑푸드	코스톤·큐캐피탈	700	
효도지킨 등	네오이타잔	유니스캐피타	300	2021

자료 : 각 언론사 및 업계

7. 인터넷전문은행

2020년 출범한 인터넷은행들은 블라인드펀드로 사모펀드를 유치하고 있다. 케이뱅크에는 2021년 MBK파트너스와 미국계 베인캐피탈이 각각 2,000

억원씩을 투자하여 8.3% 지분을 보유하고 있다. 또한 JS프라이빗에쿼티와 신한대체투자운영이 결성한 사모펀드가 1,250억원을 투자하였다.

카카오뱅크에는 2021년 외국계 TPG캐피털, 앵커PE가 각각 2,500억원을 투자하였다. 국내 PEF는 투자기업 지분을 10% 이상 인수해 6개월 이상 보유해야 하지만 외국계는 이런 규제 받지 않는다. TPG는 1년만에 카카오뱅크 투자금 리캡에 성공했고 앵커PE 등도 차입금 조달을 위해 리캡을 추진하고 있다.

2021년 6월 출범한 모바일 금융서비스 토스(비바리퍼블리카)에는, 당시 미국계인 알케온캐피탈과 라이트스트리트가 각각 800억, 250억원을 투자하였다. 토스는 2022년 하반기에 국내외 사모펀드들로부터 유상증자로 6,000억원의 투자유치를 추진하고 있다. 기업가치는 8조 5,000억원을 인정받았고, 모건스탠리와 크레이트스위스를 자문사로 하여 국내 사모펀드 프리미어파트너스, 코스톤아시아, 토닉PE 등이 투자자로 거론되고 있다.

인터넷전문은행에서 주요 사모펀드 투자자를 보면 아래와 같다.

〈표3-19〉 인터넷전문은행 사모펀드 주요 투자자(단위 : 억원)

은행	투자자	투자금액	시기
카카오뱅크	TPG 캐피탈	2,504	2020
	앵커 에쿼티파트너스	2,504	
	베인캐피탈 크레딧	2,000	2021
케이뱅크	MBK파트서스 SS펀드	2,000	
	MC파트너스 및 토닉PE	1,500	
	JS PE 및 신한대체투자운용	1,250	
토스	알캐온캐피탈 및 라이트스트리트	1,050	2021

자료 : 각 언론사

8. 콘텐츠 산업

드라마, 영상, 웹툰, 음악, 게임 등 콘텐츠 산업에도 사모펀드 투자가 증가하고 있다.

방탄소년단을 길러낸 하이브(빅히트엔터테인먼트)에 SV인베스트먼트가 2011·2012년에 40억을 투자하여 원금대비 27배 회수 수익을 올렸다. 하이브에는 2017년 LB PE(189억원), 2018년 스틱인베스트먼트(1,040억원) 등이 투자하였다.

2018년 온라인 게임 배틀그라운드 개발사 크래프톤(블루홀)에, 벨리즈원이 투자하여 지분 6.5%를 보유하고 있다. 벨리즈원은 크래프트에 투자하기 위해 조성된 사모펀드인데 IMM인베스트먼트(2000억원), JKL파트너스(500억원), NHN인베스트먼트(90억원)이 출자하였다.

2020년 카카오엔트테인먼트는 3,300억원, JTBC스튜디오는 4,000억원을 사모펀드에서 유치하였다.

콘텐츠 산업 사모펀드 주요 투자자를 보면 아래 표와 같다.

〈표3-20〉 콘텐츠 산업 사모펀드 주요 투자자 (단위 : 억원)

대상기업	업종	투자자	투자금	시기
레진엔터테인먼트	웹툰	IMM PE	500	2016
하이브	연예 기획사	SV인베스트먼트	40	2012
		LB PE	189	2017
		스틱인베스트먼트	1,040	2018
크래프튼(전 블루홀)	게임 개발	IMM인베스트먼트	2,000	2018
		JKL파트너스	500	2018
카카오엔터테인먼트	라이브 영상	앵커PE	3,300	2020
JTBC스튜디오(SLL)	방송	프랙시스캐피탈 등	4,000	2020
하이그라운드	영화 미디어	SKS PE, SG PE	400	2022
모스트콘텐츠	드라마 음악	N3캐피탈	130	2022
코핀커뮤니케이션즈	캐릭터디자인	NPX캐티탈	150	2022
채널옥트	AI로 IP 제작	플루토스파트너스	진행중	MOU
912엔터테인먼트	음반,MB 유통	플루토스파트너스	진행중	MOU

자료 : 각 언론사

9. 상조업

국내 상조업은 1980년대 일본에서 영향을 받아 부산에서 시작되었다. 특별한 규제가 없어 전국으로 확산되어 업체수가 2016년 195개에 달했다. 그러나 대부분 영세업체로 선수금으로 낸 돈을 환급하지 못하거나 서비스를 제공받지 못한 피해가 발생하였다. 이에 2019년 상조업계 설립 자본금 요건이 3억원에서 15억원으로 상향되고 선수금의 50%를 은행 등 지급보증기관에 맡기도록 규제가 강화되면서 업체수가 48개로 줄었다.

상조는 가입한 뒤에 반드시 장례 관련 상품을 쓰게 되어 있으므로 행사와 동시에 장례상품 영업이 가능하며 불황을 타지 않는 특성이 있다.

이러한 조건에서 VIG파트너스는 2016년부터 좋은라이프(630억원)를 시작으로 금강문화허브(60억원), 모던종합상조(100억원), 프리드라이프(2,600억원) 등의 상조사를 인수하였다. 2022년에는 투자금 회수를 위해, JP모간을 주간사로 하여 업계 1위 프리드라이프(2020년에 인수)를 2조원 수준의 매물로 내놓았다.

Ⅳ. LBO(차입매수)의 문제점

LBO(Leveraged Buy-Out)는 기업인수 과정에서 외부 차입금 조달 및 상환에 피인수 기업의 자산(주식)을 활용하는 방법을 말한다.

인수대금 마련을 위한 차입금의 이자가 손비로 인정되어 법인세 절감효과가 있고, 장기적인 관점에서 기업가치 제고와 구조조정을 통한 경영 효율화를 이룰 수 있다고 하지만, 피인수 회사가 인수대금을 부담함으로써 피인수 기업의 부실을 초래한다. 이러한 이유로 법적으로는 인수대금을 상환하기 위해 피인수 회사의 자산(주식)을 담보로 제공하므로 회사 경영진이 배임죄가 될 수 있다.

LBO는 인수자금의 80% 가까운 빚을 내 회사를 인수하므로 파산위험이 높고, 단기간에 성과를 내야 하므로 부채 축소와 기업가치 제고를 위해 강도 높은 구조조정을 실시하기도 하여 많은 비판을 받았다.

〈표3-21〉 국내 LBO(차입매수) 현황(단위 : 억원)

투자자	대상 기업	투자액	인수금융	차익	인수
UBS컨소시엄	위니아만도	2,350	1,400	2,300	1999
어피니티PE	하이마트	12,481	9,281	19,500	2005
MBK파트너스	C&M(딜라이브)	22,000	15,600	디폴트	2007
KKR-어피니티	OB맥주	23,000	10,000	38,000	2009
칼라일	ADT캡스	21,000	13,000	9,349	2013
한앤컴퍼니	한라비스테온공조	39,400	28,000	진행	2014
MBK파트너스	홈플러스	72,000	50,000	진행	2015
VIG파트너스	바디프랜드	4,000	1,170	2,000	2015
베이사이드PE	웰리브	650	377	미공개	2017
MBK파트너스	BHC	15,550	9,000	진행	2020
센트로이드PE	테일러메이드	19,000	9,100	진행	2021
어피니티PE	잡코리아	9,000	4,000	진행	2021
IMM-롯데쇼핑	한샘(가구)	14,500	8,550	진행	2022

자료 : 공시자료 및 각 언론사

1. 홈플러스

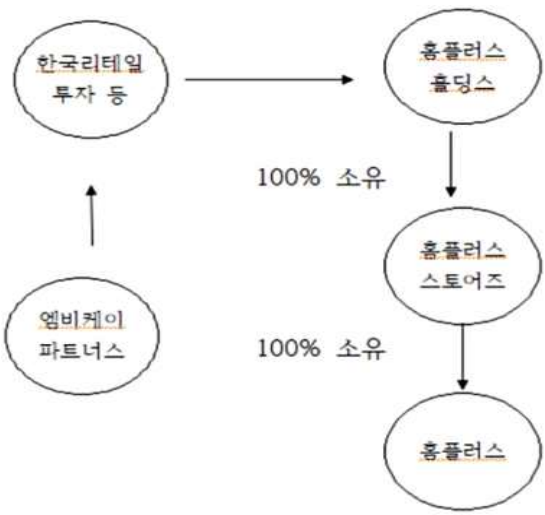
국내 대형마트 2위인 홈플러스(7조 2000억원)는 2015년 MBK파트너스에 인수되었다. MBK는 블라인드펀드로 2조 2,000억원을 조성하고, 인수대상 기업의 자산을 담보로 하는 LBO(차입인수)방식으로 4조 3,000억원, 상환전환우선주[100]로 7,000억원을 조달하였다. 인수자금 중 외부자금이 5

100) 상환전환우선주 : 인수했던 주식을 회사에 되팔 수 있는 권리, 상환권을 갖는 투자자는 주식을 인수한 후 전망이 좋으면 주식을 보유하고, 전망이 어둡다면 주식 인수대금에 이자를 붙인 가격으로 회사에 팔고 투자금을 회수할 수 있다. 국민연금은 2015년 6000억원의 홈플러스 상환전환우선주에 투자하고 9% 수익률을 보장받았다.

조원인데 이는 고스란히 홈플러스의 차입금으로 바뀌었다.

홈플러스의 지배구조는 인수시 아래와 같이 복잡한 법인으로 이루어져 있는데, 인수 4년 후에는 홀딩스, 스토어즈, 홈플러스가 홈플러스 하나의 법인으로 통합되었다.

[그림3-2] 홈플러스 등 관계사의 지분 구조



출처 : 김경률(홈플러스 경영분석, 2020)

홈플러스는 2016년부터 2019년까지 이자비용만 약 1조 2,635억원을 지출하였는데, 차입금과 이자를 갚기 위해, 당기순이익보다 많은 배당을 실시하고, 부동산 등 각종 자산을 매각하였다.

2016년부터 세일앤리스백으로, 매장부지를 매각하고 다시 임대해서 쓰는 방식으로 자금을 마련하기 시작하였다.

2016년부터 2018년까지 홈플러스는 1조 2,000억원을 배당으로 지급하고, 적자인 2019년에는 상환전환우선주로 1,715억원을 주주사(한국리테일)에게 상환하였다.

2017년부터는 부동산 및 연수원 등 부지들을 잇달아 매각하였다.

2019년에는 차입금 상환을 위해 51개 매장을 인수하는 부동산 리츠를 설립한 뒤 공모상장(1조 7,000억원)을 추진하였으나, 공모액이 조달계획의 절반에도 미치지 못해서 무산되었다.

2020년부터는 대전(둔산점, 탄방점), 대구점, 안산점 등 흑자 매장을 폐점매각하는 자산유동화에 나섰다. 2016년 142개였던 점포 수는 2022년 11월 현재 134개로 8개가 축소되었다.

〈표3-22〉 홈플러스 자산매각 현황(단위 : 억원)

시기	내 용	매각금액
2016	서대전 잔여지 매각	60
2016	가좌, 김포, 김해, 동대문, 북수원점 세일앤리스백	1,167
2017	목포 상동 부지 매각	5,035
2017	남양주 별내 부지 매각	689
2017	강서점 세일앤리스백	2,150
2017	킨텍스점 부분매각 등	155
2018	의정부점, 울산남구점 등 세일앤리스백	3,672
2018	함안 물류센터 세일앤리스백	750
2018	부천 중동점 매각	950
2019	칠곡 IC 부지 매각	130
2019	무의도 연수원 매각	1,200
2019	인하점, 대전문화점, 전주완산점 세일앤리스백	3,150
2020	울산점(중구), 구미점, 시회점 세일앤리스백	3,003
2020	대구 스타티움점 매각	no
2020	대전 둔산점 매각	3,840
2020	대구점 매각	1,279
2020	대전 탄방점 매각	3,000
2020	안산점 매각	4,300
2021	부산 가야점 매각 (2022.1 미래형 마트로 재입점)	3,510
2021	동대전점 매각	3,000
2022	연산점, 해운대점 매각	4,000
2022	안성 신선물류센터	1,670
합 계		46,710

자료 : 마트노조(2022)

매각 이전 2015년과 2022년의 인력변화를 보면 직접고용은 5,700명 감소했고, 간접고용은 5,068명 감소하여 총 1만명 이상이 줄어들었다.

〈표3-23〉 홈플러스 인력 감축

연도	2015	2022	인원 변화
직접고용	26,477	20,717	-5,760
간접고용	8,112	3,044	-5,068

자료 : 고용노동부 고용공시 각 년도

인수 이후 배당 추이를 보면 [표 3-24]와 같이 2016년, 2017년은 당기순이익의 두 배에 달하는 배당을 실시하였고, 2019년은 적자인데 상환전환우선주로 1,715억원을 회수하였다.

〈표3-24〉 홈플러스 배당 추이(단위 : 억원)

연도	2016	2017	2018	2019
당기순이익	3,232	2,536	1,762	-5,382
배당	6,035	4,882	1,214	1,715[101]

자료 : 금감원 공시자료 각 년도

유통산업이 온라인쇼핑으로 빠르게 전환하였으나 홈플러스는 경쟁사인 이마트, 롯데마트에 비해 투자가 부족하여 경쟁력이 떨어졌다. 이에 매출액과 영업이익이 하락하여, 2021년 1,335억원 영업적자, 당기순손실 372억원을 기록하였다.

이러한 가운데 지속적인 자산 매각으로 총차입 규모는 5조원에서 2021

101) 상환전환우선주는 일정한 기간 우선주의 성격을 갖고 약정된 배당을 받은 뒤, 기간이 지나면 상환을 받거나 보통주 등으로 전환하는 것이 가능한 주식이다. 홈플러스홀딩스는 이를 자본으로 분류해 매년 약정된 배당금 214억원을 우선주에 현금배당했다. 그러나 2019년 K-IFRS로 회계기준이 변경되면서 상환청구권이 투자자에게 있을 경우 상환전환우선주는 부채로 분류된다. MBK파트너스 측은 기존 지급되던 214억원과 별개로 1500억원의 상환전환우선주에 대한 상환이 있었다고 밝혔다.

년말 1조 4,349억원으로 감소되었고, 4조 3,000억원 인수금융 잔액도 2021년 9,400억원으로 줄어들었다.

MBK파트너스는 홈플러스의 성장보다는 재무구조 개선을 위한 부동산 장사에만 몰두하였다. 점포매각 과정에서 노동자의 고용불안이 가중되었고, 매각 차익에만 집중하여 노조와 장기간 갈등을 빚었다. 게다가 세일앤리스백으로 임차료 증가라는 약점이 발생하였다.

이에 홈플러스의 기업가치도 떨어지고 본업 경쟁력도 약화됐고 회사 신용도마저 떨어졌다. 한국기업평가는 지난 2월 홈플러스에 대한 등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 낮췄다. 영업실적이 부진하고 과중한 재무 부담이 이어지고 있다는 이유이다.

2022년 2월 노동조합의 파업, 집회, 제도개선 추진 등 오랜 투쟁 끝에, 회사는 노조의 요구를 수용하여, 폐점 매각시 새로 건축된 빌딩에 유사한 매장을 재입점하고 고용을 승계하기로 합의하였다.

2. C&M(딜라이브)

MBK파트너스는 맥쿼리PE와 컨소시엄으로 2007년 국내 3위 케이블방송 C&M(가입자 240만명)을 인수하였다. 맥쿼리는 외국자본으로 국내 방송국을 인수할 자격이 없는데도 페이퍼컴퍼니를 만들어 방송통신위원회의 승인을 얻었다. 그런데 인수대금 2조 2,000억원에서 70.1%인 1조 5,600억원을 LBO방식(피인수회사의 주식과 자산 담보로 차입)으로 조달하였다. 이에 2009년부터 2015년까지 영업이익 4,841억원 중 53.2%인 2,557억원을 이자비용으로 지출했고, 동기간 1,344억원이 배당금으로 빠져 나갔다.

케이블방송 쇠퇴와 높은 차입 등으로 채무 만기 5년 동안 임금·노동조건 후퇴가 진행되었다. 불법 다단계 하도급으로 운영해 온 C&M은 2013년 노동조합과 협력업체 비정규직 노동자들의 고용승계를 합의하였는데, 이를 지키지 않고 2014년 하도급업체를 교체하면서 면접을 통한 선별 승계를

주장하며 계약 만료를 이유로 조합원 109명을 해고하였다.

이에 희망연대노조 딜라이브지부는 204일 간의 파업투쟁, 고공농성 등 간고한 투쟁을 전개하여, 이직 인원을 제외한 83명을 복직시켰다.

IPTV의 성장으로 케이블방송이 쇠퇴하면서 딜라이브(C&M)의 수익성도 하락하여, 2015년 디폴트가 선언되고 경영권은 채권단으로 넘어갔다. 현재 수년째 매물로 나와 있는 상태인데, 이는 14년 전 2조 2,000억원이나 되는 인수금융이 과도한 부채가 되어 기업가치를 훼손시킨 결과이다.

3. 웰리브

대우조선 자회사인 웰리브(800명)는, 옥포조선소 3만명의 노동자가 사용하는 급식, 세탁, 시설, 수송 등의 복지업무를 전담하고 있다.

2017년 베이사이드PE는 웰리브홀딩스를 설립하여 웰리브를 역합병 방식으로 합쳤는데, 이 과정에서 웰리브홀딩스의 인수금융(360억원)이 합병법인에 그대로 전이되어 웰리브의 재무구조가 악화되었다.

웰리부는 원래 차입금 없이 현금자산만 280억 보유할 정도로 재무구조가 안정적이었는데, 웰리브홀딩스와 합병하는 과정에서 인수대상 기업의 현금으로 인수금융을 부담하면서 빚이 265억원 늘어났다. 나머지 차입금에 대한 담보도 웰리브 소유 부동산을 맡겼다.

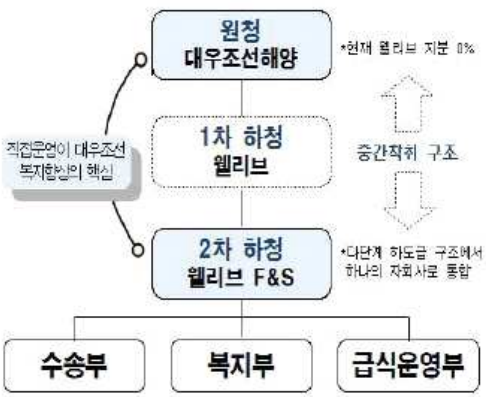
즉 사모펀드는 웰리브 인수에 283억원 만을 사용했고, 웰리브의 현금자산으로 인수금융을 메우는 차입매수를 이용하였다. 이에 따라 웰리브의 부채비율은 2017년 17%에서 합병 이후 150%로 증가하였다. 베이사이드PE는 2018년과 2019년 137억원의 중간배당을 통해 투자금의 일부를 회수했다.

대우조선 1차하청인 웰리브는 다시 2차하청 웰리브F&S를 설립하여 다

단계 하도급 구조가 되었고, 사모펀드 매각 당시 5년 계약기간이 2022년 7월에 끝났지만 아직 재계약이 안 된 상태이다. [그림 3-3]은 악화된 웰리브의 계약구조를 보여준다.

사모펀드 운영 이후 재무구조가 나빠진 회사는, 취업규칙과 근로계약서를 바꾸는 과정에서 노동자에 개별 접촉하여, 강압적으로 부가급여(상여금) 567,000원을 기본급에 녹여버렸다. 소정근로시간 또한 226시간에서 209시간으로 변경되었다. 이에 더하여 주52시간 제도는 하루 2H, 4H 쪼개기 계약근무, 더욱 강화된 노동으로 바뀌었고, 임금도 삭감되었다.

[그림 3-3] 현재 웰리브 계약 구조



자료 : 금속노조 웰리브 지회 소식지

V. 노동조합 대응 사례

1. 마트산업노조 홈플러스지부(MBK파트너스)

1) 홈플러스 회사 및 노동조합 개요

○ 회사연혁

· 1997년 삼성물산 유통부문 : 1호점 대구점 오픈
· 1999년 삼성물산+테스코(51%, 49%) 합작회사 삼성테스코 설립
· 2004년 6월. 홈플러스 익스프레스 1호점 중계점 오픈
· 2005년 3월. 아람마트 인수
· 2008년 5월. 홈에버 인수(33개 매장), 홈플러스테스코(주) 설립
· 2011년 3월. 홈플러스주식회사(HC)로 법인 변경
· 2011년 11월. 홈플러스 365편의점 1호점 출점
· 2011년 6월. 영국 TESCO가 인수해서 지분 100% 확보
· 2013년 5월. 14년 만에 CEO 교체 (이승한 → 도성환)
· 2015년 9월. MBK파트너스 7조 2천억원에 홈플러스(주) 인수
· 2018년 6월. 홈플러스 스페셜 1호 대구점 출점

○ 매장 수(2020년 7월 현재)

· 하이퍼매장(대형마트) 140개(자가매장 69개/임대매장 71개)
· 풀필먼트센터 3개
· 익스프레스(SSM) 직영 261개. 가맹 84개
· 365플러스(편의점) 가맹 160개

○ 홈플러스 직원 현황(2020년 7월 기준)

· 전체 임직원 : 21,700명
· 하이퍼 매장 : 16,900명
· 익스프레스 매장 : 2,900명
· 본사 및 물류센터 : 1,900명

○ 노동조건

· 고된 육체노동과 최저임금

대형마트 노동자는 하루 수십 톤의 물량을 받고 옮기는 노동, 창고 정리, 매장 진열, 카트로 이동, 계산대, 하루 8시간 근무 중 1만5천~2만보 걷기, 이커머스(피킹)는 3만보 걷기.

· 남들 쉴 때 더 바쁜 마트노동자

업계 특성상 주말, 공휴일, 명절 때 더 바빠, 국민들이 쉬는 휴가기간과 명절에 평소보다 3~5배 많은 업무 감당.

· 감정노동으로 인한 고통 심각

하루 평균 120명 고객 응대, 계산대와 고객센터 노동자들은 300명 응대. 진상 고객들의 모욕과 폭언 감수하는 감정노동 시달림.

· 무리한 인력감축과 강제전배와 통합부서운영 강행

사모펀드 이윤 극대화를 위해 무리한 인력감축, 수년째 신규인력 채용 없음, 보안업체와 콜센터, 베리커리 판매, 헬스플러스 등 4개 외주업체의 계약을 해지하여 1,800명 감원. 직간접 고용 1만명 이상 감원으로 부족한 인력 메우기 위해 강제전배, 통합운영 등으로 노동강도 심화.

○ MBK파트너스 김병주 회장 순자산 현황

〈표3-25〉 김병주 회장 순자산 추이(단위 : 억원)

연도	2016	2017	2018	2019	2020	2021
자산	8,100	11,135	11,135	17,661	22,286	41,000

자료 : 포브스글로벌, 포브스코리아

2) 홈플러스 MBK 흑자매장 폐점 저지 투쟁일지

〈2020년〉

○ 5월~6월초까지 : 전 조합원 총회에서 매각상황 설명

○ 5월 22일 폐점을 전제로 한 매각에 대한 노동조합 입장 발표

○ 5월 29일 밀실매각/폐점중단 안산지회 투쟁선포 결의대회 개최

○ 6월 3일 홈플러스 밀실매각 MBK 규탄 기자회견 개최
○ 6월 3일 노동조합 중앙집행위원회 열고 전 조직적 매각저지투쟁 결의
○ 6월 5일 노동조합과 안산지회 간부간담회 진행
○ 6월 9일~11일 MBK 규탄 전 조합원 인증샷 투쟁 진행
○ 6월 10일 안산지회 전 조합원 간담회 및 결의모임 진행
○ 6월 14일 대전지역 지회장들과 투쟁간담회 진행
○ 6월 15~24일 9개 지역본부 릴레이 기자회견(경기/인천/대전/강원/대구/부산/울산/경남/광전)
○ 6월 16일 홈플러스민주노조연대 2차 공동운영위 열어 양노조 총력투쟁 결의
○ 6월 17일 대구지회 전 조합원 간담회 및 결의모임 진행
○ 6월 18일 김철민 의원(안산상록구을), 박태순 안산시의원 안산점 방문, 노동조합 및 안산지회 간부들과 간담회 진행
○ 6월 18일부터 전 지회에서 본격적인 현장투쟁 돌입
○ 6월 19일 안산점 앞에서 일방적 매각/폐점 저지 규탄대회 진행
○ 6월 24일 노조 [교섭결렬과 쟁의국면을 앞두고 2만 직원에게 드리는 글] 발표
○ 6월 24일 둔산지회 전조합원 간담회 및 결의모임 진행
○ 6월 27일 안산점 앞에서 '안산점 비밀폐점 저지! 배송노동자 부당해고 철회 촉구! 투쟁문화제' 진행
○ 6월 30일부터 밀실매각 저지를 위한 MBK 김병주회장 자택 및 홈플러스 본사 항의행동 시작
○ 7월 4일 MBK 규탄과 임단협 승리를 위한 간부파업 및 결의대회 개최
○ 7월 6일 [쟁의행위에 돌입하며 전직원에게 드리는 위원장 호소문] 발표
○ 7월 9일 안산점 우선협상대상자로 선정된 화이트코리아측에 대표 면담 공문 발송, 회신 없음
○ 7월 13일 '화이트코리아 안산점 인수 우선협상대상자 선정 규탄과 인수계획 철회 촉구 기자회견' 개최
○ 7월 15일 '화이트코리아 안산점 인수계획 철회 촉구대회' 개최
○ 7월 24일 대전 탄방점 매각 추진 회사로부터 확인
○ 7월 31일, 대전 탄방점 매각추진에 대한 노동조합 입장 발표
○ 8월 10일~11일, 경고파업 돌입 전국 지역본부 동시 기자회견 개최
○ 8월 14일~16일 사이 이틀동안 '임단협투쟁승리, 폐점매각 중단, MBK의 부동

산투기 규제 촉구 전 지회 경고파업' 돌입

○ 8월 17일부터 전 매장에서 '폐점매각 저지, 고용안정 쟁취! MBK 규탄, 홈플러스 전 구성원 서명운동' 돌입, 직영직원, 온라인배송기사, 외주/협력직원, 입점업주까지 참여, 9월 4일까지 진행

○ 8월 24일, 일자리 없애는 투기자본 부동산투기 규제 청와대 기자회견 개최

○ 8월 24일부터 안산점 폐점매각 철회 촉구 안산시청앞 1인 시위 등 투쟁 시작

○ 8월 31일, 〈안산점 폐점매각 저지 안산시민사회 대책위〉 결성, 40개 단체 참여

○ 8월 31일, 시의회 개회에 맞춰 '안산시 도시계획 조례' 개정 촉구 안산시민사회 기자회견 개최, 안산시의회 앞

○ 9월 4일, '폐점매각 저지, 고용안정 쟁취! MBK 강력규탄, 홈플러스 전구성원 서명운동' 1차 마감, 전국 매장에서 근무하는 직원 총 1만 5천여명 동참

○ 9월 8일, 안산시의회 상임위(도시환경위)에서 '도시계획 조례 일부개정안' 통과

○ 9월 10일, '폐점매각 저지, 고용안정 쟁취, 홈플러스 1만 5천 구성원 서명 및 요구안 전달' 청와대 기자회견 개최

○ 9월 10일, '폐점매각 계획 철회 촉구' MBK앞 무인의자 집회 개최

○ 9월 14일, '홈플러스 사례로 본 먹튀사모펀드 형태 문제점 토론회' 개최, 민주당 을지로위원회, 김철민, 이동주 의원, 서비스연맹, 마트노조, 시민사회전문가 참여

○ 9월 18일, 안산시의회 본회의 '조례 개정', 일반상업지역의 용적률이 1,100%에서 주상복합건물은 400%로 낮아짐. 개발수익 제한, 안산점 폐점매각 사실상 무산

○ 9월 20일, 둔산지회 조합원과 박영순 국회의원(민주당 을지로위원회 소속, 대전 대덕구, 대전시당 위원장) 면담, 둔산점/탄방점 폐점매각 상황공유 및 문제점 협의

○ 9월 21일, '홈플러스 폐점매각 무산 관련 노동조합 입장발표 기자회견' 진행. 노조, MBK측에 폐점매각계획 완전철회와 1조원 투자약속 이행 촉구

○ 9월 21일, 박영순 의원과 대전시의회 주최로 '홈플러스 (둔산점/탄방점) 폐점매각 추진에 따른 피해관련자 경청 간담회' 개최. 박영순의원, 대전시의원, 대전시 관계자, 노동조합, 둔산점 입점주, 탄방점 입점주 등 참석

○ 9월 25일, 박범계 국회의원(대전 서구을)과 간담회. 둔산점/탄방점 폐점매각 상황을 공유하고 지역구 의원으로 책임있게 나서달라고 요청

○ 9월 26일, 임단협승리, 매각중단, MBK 부동산투기 규제촉구 전지회 기습파업

○ 9월 28일, MBK 인수후 홈플러스 회계분석 보고회(금속노조 장석우 변호사)

○ 10월 7일, 2020년 3차 중앙위원회 개최 ▲전지회 조합원 지회의날 진행 ▲2차 전구성원 서명운동 결의 ▲조합원 확대투쟁 돌입 등 확정
○ 10월 13일, 홈플러스 둔산점 인수계획 철회 촉구 기자회견 진행. '미래인은 MBK 기업사냥의 공범이 되려는가'
○ 10월 12일부터 10월말까지 전 지회 조합원 지회의날 진행, 투쟁결의
○ 11월 6일, 고용안정 보장, 폐점매각 저지 둔산조합원 파업대회 진행, 이후 폐점매각 저지 대전시민 서명운동 돌입
○ 11월 16일, 투기자본 MBK의 부동산투기 규제법 제정 촉구를 위한 홈플러스 전구성원 2차 서명운동 본격 시작
○ 11월 20일, 민주당 박홍배, 신동근 최고위원과 간담회, 홈플러스 폐점상황 설명 및 부동산투기규제법 제정 논의
○ 11월 20일, 민주노총 투기자본규제법안 협의회 진행, 법안 준비
○ 12월 8일, MBK 김병주 회장 역외탈세혐의로 검찰에 고발, 기자회견 진행

〈2021년〉
○ 1월 5일, 대전 둔산점과 대구점 자산유동화 완료 규탄 입장 발표
○ 1월 9일, 둔산지회 부분파업 진행
○ 1월 12일, 대전둔산점 인수업체인 미래인(주)측과 고용보장 및 보상안 협약식
○ 1월 14일부터 1월말까지, 노동조합 중앙간부 전국 현장순회 진행
○ 1월 20일, '1조원대 매각대금 직원에게 투자하라' 회사의 입장 촉구 논평 발표
○ 3월 2일, 대구스타디움점 폐점 발표, 3일 노동조합 규탄성명 발표
○ 3월 12일, 부산 가야점 폐점매각 발표
○ 3월 15일, 부산 가야점 폐점매각 규탄 기자회견 진행
○ 3월 21일, MBK의 홈플러스 처분에 대한 노동조합 입장 발표 〈더이상 안전한 매장은 없다. 몽땅 처분하기 전에 MBK 쫓아내자〉
○ 4월 8일, '지키자 홈플러스! 쫓아내자 MBK' 노동조합 끝장투쟁 선포 기자회견
○ 4월 27일, MBK 비호하는 서부지법 규탄 기자회견 진행
○ 5월 1일, 노동절 맞아 MBK 앞에서 'MBK 물러가라' 대형 상징의식 진행
○ 5월 6일, '정부는 MBK의 부동산투기, 먹튀매각 더 이상 묵과하지 마라' 정부의 MBK 규제촉구 청와대앞 기자회견 진행

○ 5월 13일, ‘지키자 홈플러스! 쫓아내자 MBK’ 홈플러스 여성노동자 삭발식
○ 5월 14일부터 위원장과 지역본부장 등 삭발간부 현장순회 시작
○ 6월 16일, ‘지키자 홈플러스! 쫓아내자 MBK’ 홈플러스 여성노동자 2차 삭발식
○ 6월 16일, ‘지키자 홈플러스! 쫓아내자 MBK’ 투기자본 MBK 앞 농성 돌입
○ 6월 19일, ‘폐점매각중단, 임단협타결, 투기자본 규제입법’ 조합원 파업대회
○ 6월 22일, ‘안산점 개발계획 저지와 영업연장 촉구’ 안산시청 앞 노상농성 돌입
○ 6월 28일, 외국인투자촉진법 개정 방향 토론회 참가, 투기자본 규제 촉구
○ 7월 6일, 중앙위원회 열어 MBK 끝장투쟁 2시기 투쟁계획 확정
○ 7월 12일부터 끝장투쟁 2시기 전지회 투쟁 ▲전지회 결의의날 진행 ▲결의문 필사운동 ▲투기자본 규제입법촉구 의원 면담투쟁 ▲서울시내 차량투쟁 돌입 등
○ 8월 9일, 전조합원 투쟁티셔츠 착용투쟁 돌입
○ 8월 11일, 회사의 폐점점포 직원을 위한 고용안정지원제도 규탄 입장 발표
○ 8월 11일부터 8월말까지, ‘폐점투쟁 승리, 임단협 5대요구안 쟁취, 추석 총파업 성사’를 위한 위원장 전국현장순회투쟁 돌입
○ 8월 17일, 동대전점 폐점매각 발표
○ 8월 18일, 동대전점 폐점매각 규탄 노동조합 입장 발표
○ 8월 24일, ‘수만 명 마트노동자들은 어디로 가란 말입니까’ 마트노동자 고용보장과 투기자본 규제입법을 위한 범국민 서명운동 돌입
○ 8월 31일 〈홈플러스 폐점 정치권이 해결하라〉 민주당앞 전국동시다발 기자회견
○ 9월 10일 민중공동행동, 참여연대, 경실련, 민주화를위한변호사모임, 시민사회연대회의 등에 대책위 구성 제안
○ 9월 11일 투기자본 규제입법을 위한 전국동시다발 민주노총 결의대회
○ 9월 18일~20일까지 추석연휴 총파업 진행
○ 9월 25일~10월 10일 민주당 대선경선후보 그림자 투쟁 진행
○ 9월 30일 대책위 구성을 위한 재벌개혁경제민주화네트워크 간담회 진행
○ 10월 1일 확대간부 안산시장 항의방문 및 시청점거투쟁 진행
○ 10월 7일 일자리위원회 유통TF대응 세종시 산자부 앞 확대간부 결의대회
중앙위 열어 MBK끝장 3시기 투쟁 시작 ▲투기자본규제입법 위한 서명운동 개시 ▲10.20 총파업 투쟁조직 ▲제단체 규합 대책위 결성 ▲지역별 투쟁문화제 진행
○ 10월 14일 먹튀폐점매각저지 고용안정보장 투기자본규제법제정 홈플러스 폐점매각저지 대책위 결성

○ 10월 20일 전조합원 총파업 및 110만 총파업대회 참가
○ 10월 26일 노동조합-화이트코리아 재개발 이후 홈플러스 재입점 약속
○ 11월 10일 대책위-민주당 을지로위원회 면담
○ 11월 11일 MBK파트너스 피해 사업장 증언대회
○ 11월 15일 대책위-정부 일자리위원회 면담
○ 11월 18일 홈플러스 매각저지대책위 투기자본규제입법추진 선포 기자회견
○ 11월 23일 부산본부 가야지회 조합원 총파업 상경투쟁(MBK앞, MDM[102]앞)
○ 11월 30일~12월 11일 홈플러스 폐점매각저지 지역대책위 결의대회(서울 경기, 인부천, 부산, 경남, 울산 등)
○ 12월 3일 국민연금 기금운용위원회 대응 피켓팅 및 기자회견
○ 12월 6일 홈플러스 가야점 재개발 이후 홈플러스 재입점 MDM으로부터 확인
○ 12월 23일 캐나다연기금 및 캐나다노총에 MBK 투자 제고요청 서한발송
○ 12월 24일 투기자본 규제입법촉구 서명전달 기자회견 (민주당)
○ 12월 30일 민주당 을지로위원회 위원장 진성준 국회의원 간담회

〈2022년〉
○ 1월 12일~19일 MBK 끝장 전조합원 총파업 릴레이 상경투쟁 진행
○ 1월 21일 홈플스 폐점매각저지 투기자본 규제입법을 위한 대책위 결의대회
○ 2월 28일 2020 임단협 및 임단협 및 고용안정협약(MBK폐점매각) 조인식

3) 매각 합의서 내용

〈홈플러스 대전 둔산점 매각 관련 협약서〉

르피에드두산페이프브이 주식회사(이하 A), 마트산업노동조합 홈플러스지부(이하 B), 홈플러스둔산점 입점주 협의회(이하 C)는 A의 대전시 서구 둔산동 소

102) MDM그룹 : 종합부동산금융그룹의 부동산개발, 자산운용 등 계열사를 둔 기업집단(회장 문주현), 공정거래위 공시대상 기업집단 69위, 2021년 홈플러스 가야점 등 10개 점포를 7,000억원에 인수하여 1조원 수준의 주상복합개발 사업 추진(2023년 착공 예정).

재 홈플러스 둔산점 부지를 활용한 개발사업과 관련하여 아래와 같이 협약서를 체결하기로 한다.

- 아 래 -

제1항 (홈플러스 둔산점 직원의 고용안정)

A는 홈플러스 둔산점 부지를 활용한 개발계획 시 아래 각 호와 같은 판매시설을 건축계획에 반영하고 직영 또는 A의 계열사를 임차로 운영하고자 한다.
본 판매시설의 운영개시 시점에, 홈플러스 주식회사가 홈플러스 둔산점 정직원(130명)에 대한 고용보장 약정을 불이행함에 따라 실직한 직원에 대하여, A는 본 판매시설에 최우선적으로 고용하기로 한다.

가. 판매시설 위치 : 본건 사업의 사업지 지하1~2층 사이에 마트 배치
나. 판매시설 면적 : 연면적 7000㎡ 예정
다. 운영방식 : 직영 또는 A의 계열사 임차
라. 판매시설 운영기산 : 영업시작일로부터 최소 3년 이상은 운영한다.
마. A는 판매시설 개업시점에 홈플러스 주식회사의 임금 및 복지에 준하는 수준으로 한다.

제2항 (홈플러스 둔산점 직원의 생활안정)

A는 아래 각 호에서 정하는 조건에 따라 생활 안정을 위한 고용 지원금을 지급하기로 한다.
가. 지원대상 : 홈플러스 주식회사가 홈플러스 둔산점 정직원에 대한 고용보장 약정을 불이행함에 따라 실직한 직원 중 재취업을 하지 못하여 경제활동이 중단된 자
나. 지원기간 : 본건 사업 착공시부터 준공시까지(최대 45개월)
다. 지원금액 : 상기 지원기간 동안 상기 지원대상에 한해서 재취업시까지 월 100만원의 지원금을 지급함.

제3항 (홈플러스 둔산점 입점자 대책)

A는 아래 각 호와 같이 지원하기로 한다.
가. 지원대상 : 2020년 12월 31일 현재 홈플러스 둔산점 내 입점자 중 임차계약기간이 남아있는 자로서 실제 영업을 행하고 있는 자
나. 지원방법 : 점포당 2,500만원을 폐점시 50%, 본건사업 착공시 50%를 지

급한다. 단 C에서 제출한 16개(C대표에게 위임장을 제출한 업체에 한함)점포에 한한다.
다. 입점 우선협의 : 본건 사업의 준공 후 A가 소유하고 있는 임대점포가 있을 경우, A가 소유하고 있는 임대점포에 대하여 A의 임대계획 및 임대조건에 부합하는 복수의 입점희망자가 있을 경우 입점 우선협의.

제4항(전제사항)

가. 본 협약서는 홈플러스 둔산점 부지에 대한 A의 개발사업이 2020년 12월 현재 유효한 지구단위계획구역에 따른 용도 및 용적율을 적용받아 원활한 개발사업이 추진되는 것을 전제로 한다.
나. B와 C는 본건 사업의 원활한 진행을 위하여 적극 협조하도록 한다.

제5항 (기타)

가. A는 본 협약 체결시 B에게 본 협약에 원만한 합의에 따른 위로금으로 1억 5천만원을 지급키로 한다.
나. A는 홈플러스 둔사점 내에서만 연속 근무한자로 귀속법인의 4대보험 가입증명서, 재직증명서와 둔산점 근무사실확인서 제출한 자 중 폐점 후 본건 산업 착공시점에 실직한 자로써 B가 인정한 자에 대한 위로금으로 본건 사업 착공시 100만원(1인)을 B에게 지급키로 한다. B는 상기 협력업체 직원임을 증명하는 서류 및 명단을 취합하여 A에게 제출키로 하며, 위로금 지급에 대해서 책임지기로 한다.
다. A는 홈플러스 둔산점 정직원을 본 판매시설에 최우선적으로 고용하고도 추가 직원의 채용이 필요한 경우, 홈플러스 둔산점에 근무하던 협력업체의 직원을 우선하여 채용하기로 한다.
라. 본 협약서를 위반한 자는 이로 인해 발생한 제반 문제에 대하여 민,형사상의 책임을 진다. (중간 생략)
마. 본 협약을 체결하기 위해 4부를 작성, 각각 날인하에 공증하고, A는 1부를 대전광역시의회에 제출한다.

2021년 1월 12일

르피에드둔산피에프브이 주식회사 대표이사 박지현
마트산업노동조합 홈플러스 지부 위원장 주재현
홈플러스 둔산점 입점주 협의회 대표 김희숙

하이퍼 폐점 고용안정 협약

홈플러스 주식회사(이하, '회사')와 홈플러스 민주노조연대(마트산업노동조합 홈플러스 지부, 홈플러스 일반노동조합, 이하, '교섭대표노조')는 현재의 경영위기를 함께 극복하여 고용안정을 도모하기 위하여, 작금의 하이퍼 폐점과 관련하여 아래와 같이 협약을 체결한다.

- 아 래 -

1. 회사와 교섭대표노조는 작금의 하이퍼 폐점 상황에서도 조합원의 고용안정을 위하여 노력하며, 본 협약을 성실히 준수한다.

2. 회사는 하이퍼마켓에 대한 자산유동화를 시행할 경우, 홈플러스의 지속성과 해당점포 소속 직원의 고용안정을 위해 재 입점을 기본방향으로 한다.

3. 하이퍼 폐점 점포 조합원의 전환배치는 영업종료 3개월 전에 진행하고, 본인 희망 점포 3순위 내 출퇴근 거리를 고려하여 재배치함을 원칙으로 한다. 단, 희망점포 선정은 중복하지 않고(격오지 및 도농점포 예외), 하이퍼 폐점 확정 공표 이후 사전 진행되는 발령은 기존 점간 전환배치 절차에 따른다.

4. 하이퍼 폐점으로 인해 다른 점포로 전환 배치된 조합원의 경우, 조합원과 추가 전환배치를 합의한 경우가 아닌 한 전환배치일로부터 18개월 동안 다른 점포로 전환 배치를 하지 아니한다. 회사는 하이퍼 폐점 점포 조합원의 전환배치로 인해 특정점포에 초과 인력이 발생하더라도, 전환 배치 이후 18개월간 초과인력이 발생한 해당점포 소속 기존 조합원에 대해 추가 전환 배치를 실시하지 않는다. 단, 교섭대표노조는 회사의 성장을 위한 신 사업 또는 온라인 사업의 확장에 따른 인력소요 발생 시 적극 협조한다.

5. 회사는 자산유동화에 따른 하이퍼 폐점 시 2021년 기 공지한 '자산유동화 점포 지원제도'를 적용한다.(별첨 참조)

6. 회사와 교섭대표노조는 현재의 경영위기를 극복하기 위해 적극 협력하며, 경영 정상화 노력에 최대한 협조한다.

2022. 2. 28

홈플러스주식회사	마트산업노동조합 홈플러스지부	홈플러스일반노동조합
대표이사	위원장	위원장
이제훈 (서명)	주재현 (서명)	이종성 (서명)

고용안정지원제도

자산유동화 점포 소속직원 중 자발적인 사유로 퇴사를 희망하는 직원을 대상으로 고용안정지원금을 지원합니다.

지급 대상

- 직급기준 : 자산유동화 점포 책임(전임) ~ 선임 직급인 직원
- 근속기준 : 근속 1년 이상인 직원
- 소속점포 재직 기준: 자산유동화 점포에서 6개월 이상 근무자
- 신청접수 : 영업종료일 30일 전 부터 신청접수
  ※ 퇴직일 적용 기준 : 자산유동화 점포의 공식 폐점일

지급기준금액

- 근속 20년 이상 : 기본급 12개월 분
- 근속 10년 이상 ~ 19년 이하 : 기본급 10개월 분
- 근속 4년 이상 ~ 9년 이하 : 기본급 8개월 분
- 근속 1년 이상 ~ 3년 이하 : 기본급 3개월 분
- 근속 1년 미만 : 해당 없음
  ※ 근속 계산 기준일 : 입사일 ~ 공식 폐점일

지급일 및 기타사항

- 퇴직정산 시 지급 (퇴직금 별도, 세전 기준)
- 자산유동화 점포 위로금과 중복 지급하지 않음
- 폐점일 기준 잔여 정년이 12개월 이하인 직원은 잔여 정년 개월 수와 위 지급기준금액에 따라 산정된 개월 수를 비교하여 적은 금액을 지급함
- 위로금 수령 및 전배 이후 3개월 이내 퇴직 희망 시 기지급 위로금 및 기본급 상계 후 잔여분이 있을 경우 지급 가능
- 고용안정지원금을 받고 퇴사한 직원은 재입사 불가함. 예상치 못한 상황에 따라 재입사가 이루어지는 경우 기 지급된 지원금은 일시금으로 반환함
- 고용안정지원금을 신청하여 퇴직한 직원은 (점포 폐점에 따른) 권고사직으로 처리

문의 사항 : 해당점포 인사 섹션장/매니저

2021. 8. 11

인사부문

별첨. 자산유동화 점포 지원 제도

Homeplus

자산유동화 점포 위로금

자산유동화 점포 소속직원에게 그 동안의 헌신과 노력에 대한 감사의 뜻으로 "자산유동화 점포 위로금"을 지급합니다.

지급 대상

- 자산유동화 확정 공표 시 대상 점포에 재직 중인 선임 직급 이상 직원

지급기준금액

- 개인별 300만원 지급(세전 기준)
  - 자산유동화 발표 시점 해당 점포 재직자 중, 공식 폐점일 까지 재직한 경우에 한함
  - 폐점일 이전 회사의 전환배치 계획에 따라 타점포 전배 된 경우도 포함
- 예외사항
  - 폐점일 기준 잔여 정년이 3개월 이하인 직원은 지급 대상 제외
  - 자산 유동화에 따른 노동조합을 통한 별도 지원금 수령자는 차액만큼 지급

지급일

- 공식 폐점일 이후 3개월 내 급여지급 일자에 지급

2. 관광레저산업노조 밀레니엄힐튼호텔지부(이지스자산운용)

1) 밀레니엄힐튼호텔 개요

· 1983년 대우그룹이 서울 중심가 22층, 700개 객실, 5성급 호텔 설립
· 대우개발이 힐튼호텔을 운영하다가 외환위기로 1999년 싱가포르 부동산 투자전문회사 CDL에 2,600억원에 매각됨.
· 2004년 CDL의 호텔운영업체인 밀레니엄과 새로 계약을 맺어 밀레니엄힐튼호텔로 재출범.
· 2022년 이지스자산운영이 1조원에 인수, 오피스빌딩으로 용도 변경.
· 펀드에는 싱가포르 국부펀드(GIC) 비롯한 해외 기관투자자(LP) 참여.
· 부동산개발회사는 호텔이 특성상 교통 편리하고 시내 중심가로 접근성 용이하므로 고급 오피스텔이나 오피스빌딩으로 용도 전환해 개발.

2) 매각대응 투쟁일지

(1차 매각시도)

○ 2021년 3월 4일자 서울경제신문 기사로 매각추진 사실 확인
○ 3월 5일자 총지배인 메모랜덤 – 씨디엘에 사실관계 확인 요청했으나 답변이 없었다고 함
○ 3월 15일, 힐튼매각대응팀 구성하여 1차 회의 진행
○ 3월 18일, 서울 중구청/서울시청 방문, 부지 용도변경 행정적 규제사항 확인
○ 3월 25일, 진보당 서울시장 송명숙후보와 연대하여 매각저지 현수막 게시(15개)
○ 3월 29일, 민변 김남주변호사 만남. 일반적 매각절차와 부동산개발 사례를 중심으로 노동자가 할 수 있는 투쟁 문의
○ 4월 2일, 기본소득당 서울시장 신지혜후보와 정책협약 체결
○ 4월 28일~30일, 관광레저산별노동조합으로 조직 전환
○ 5월 10일, [함께 살기 위한 우리의 선언문] 부동산 투기 밀실 매각 반대! 일자리 지키기! 공동선언문 서명운동시작, 힐튼의 모든 구성원(정규직, 비정규직, 하

청업체, 납품업체)

○ 5월 26일, 매각 인수자로 거론된 이지스자산운영 면담 공문발송. 투쟁지침 – 밴드프로필 변경(우리일터 우리가 지킴시다)

○ 5월 29일, 싱가폴 언론을 통한 씨디엘 입장 발표, 투자금 회수와 자산 취득상에 진전이 있다면 그룹에서 발표할 것이다

○ 6월 1일 기자회견 – 이지스자산운용 앞
'멀쩡한 호텔 허물고, 오피스빌딩 건립?
밀레니엄힐튼서울 노동자들의 생존권 박탈하는 매입 반대!
부동산 투기에 몰두하는 이지스자산운영을 규탄한다'

○ 6월 1일, 이지스자산운용 면담, 매각기사관련 공식적인 답변은 적절치 못하고 노조의 이야기를 듣기 위해 나왔다 함

○ 6월 3일 기자회견 – 국회 앞, 연맹주도 진보당, 민주노총 참석
'코로나19 위기의 관광산업, 이젠 땅투기 장으로
밀레니엄힐튼서울 노동자 생존권 보장과
지속가능한 관광산업 발전 대안 마련, 정치권이 나서라!'

○ 6월 3일, 더불어 민주당 을지로위원회 면담, 중구청장/서울시 의회 민생실천단 면담/ 정부주도 관광포럼 개최 약속

○ 6월 11일~30일, 전 조합원 간담회 : 현 상황 인식, 투쟁 방향, 투기자본과 투쟁에서 승리한 사례(마트노조 MBK), 향후 투쟁지침, 11월 총파업 의의 전달.

○ 6월 22일, 총지배인 메모랜덤을 통해 "힐튼은 여러 차례 CDL과 대화를 나누는 등 후속조치를 취한 결과로서, 힐튼의 부사장은 CDL로부터 현재 호텔을 매각할 계획이 없다는 확인을 받았습니다" 발표.

○ 6월 23일, 3차교섭, 매각철회를 확인할 수 있는 3개 사항 요구, 씨디엘 매각철회 인용문 / 언론 정정기사 / 씨디엘 입장문.

○ 6월 28일, 매각철회 의사를 분명히 하라 공문 발송, 6월 30일까지 답볍이 없을 경우 단체행동 돌입 통보.

○ 6월 28일, 중구청 확인(중구청 도시재생과 도시환경정비팀 신축담당), 씨디엘로부터 공문 받음, "매각 관련 몇 곳에서 투자자들이 당사에 타진해왔으나 확정된 것은 없고 추측성 보도일 뿐이다"

○ 6월 29일, 뉴데일리 보도, 펜트하우스 웨딩쇼케이스 자리에서 "소유주로부터 현 시점에 매각 계획이 없다는 사실을 전달받았다"고 총지배인이 밝혔다.

○ 6월 30일, 씨디엘로부터 매각철회 관련 사실관계 공문 받음
○ 7월 2일, 노동조합은 최종 현시점에서 매각이 철회되었음을 발표.

(2차 매각시도)

○ 10월 18일, 이지스자산운용사와 MOU 체결
· 11월내 본계약 체결 예정(올해 안에는 마무리하겠다는 계획)
· 철회후 3개월 만에 다시 매각된 배경에는, 애초 씨디엘에서 직원 이슈(노조)를 정리해서 매각하려고 했으나 노동조합의 투쟁으로 좌절되었고, 이후 이지스에서 직원 이슈를 수용하여 적극적으로 매각을 진행함
○ 10월 19일, 1차 노동조합·씨디엘·이지스 3자 미팅
신축건립 상업시설, 업무시설, 호텔 들어설 예정(8만평 규모)
인허가 준비부터 완공까지 5~6년 예상
5성급 200객실 규모 호텔
"인허가 기간을 단축될 수 있도록 도와달라"요청
○ 10월 27일, 2차 노동조합·씨디엘·이지스 3자 미팅. 노조 요구 구두 전달
· 대 전제는 폐업 뒤 호텔업을 유지한다.(고용·단협승계) / 영업재개 후 고용보장 / 노동조합 유지 /협력업체 직원관련 다른 곳으로 근무배치 또는 구직기간 임금보전
○ 11월 2일, 3차 노동조합·씨디엘·이지스 3자 미팅
· 공기 동안 처우관련 고용보장, 생계보장 맞출 수 있도록 하겠다고 함
· 단협승계에 관해 난색 표명, 호텔업은 위탁 또는 임대 형태,
· 임대를 주더라도 고용승계는 기본
○ 11월 4일, 확대간부회의를 통해서 노동조합 요구안 정리
○ 11월 5일, 김태근변호사 면담, 부동산 매각 과정, 절차 문의, 모든 고용승계 과정에서 이지스의 이행 보장 필요 강조
○ 11월 8일, 비조합 대표로 5명이 이지스와 면담,
○ 11월 10일, 조합원총회를 통해서 노동조합 요구안 확정, 비조합원 대표의 개별 만남 위험성 경고
○ 11월 19일, 부동산 전문가 김남주변호사 면담 / 설계, 정비 계획, 사업시행인가, 철거, 공사 등의 일정에 대해 검토. 내용을 좀 더 구체적으로 파악해 11월 30

일(화) 오후 5시, 김변호사가 브리핑하기로 했고, 대응팀 참석하기로 함.

○ 11월 22일, 노동조합 요구안 이메일 전달

○ 11월 23일, 이지스에서 "이지스의 생각과 제시안" 답신

○ 11월 26일, 4차 노동조합·이지스 미팅(3자에서 당사자간 회의로 전환)

○ 11월 30일, 김남주변호사 면담, 힐튼대응팀 회의 진행,

○ 12월 1일, 서울시중구의회 조영훈의장 면담, 매각상황에서 힐튼 직원들의 고용보장을 위한 결의문, 공동입장문에 함께 해줄 것을 요구, 고문변호사와 상의해서 기초의회에서 할 수 있다면 바로 하겠다고 함,

· 중구청 도심재생과 담당자 면담, 사업계획서 제출되면 공람 기간이 있어 이해관계인으로 노동조합도 의견을 낼 수 있다 함, 변곡점이 있을 때마다 연락줄 수는 없지만 궁금할 때 전화달라고 함,

· 우리의 생존권을 지켜내기 위한 투쟁, 호텔앞 피켓팅 집행부부터 시작

○ 12월 6일, 5차 노동조합·씨디엘·이지스 3자 미팅, 교섭창구 단일화 요구 및 고용보장·단협승계 요구, 대의원대회를 통해 제2노조를 힐튼지부로 승인하여 힘을 하나로 모음.

○ 12월 7일, 중구청장 면담, 중구청장이 참여하는 공동입장문 발표요구에 대해 자문변호사와 위원회 승인을 받아야 하고 적극적으로 검토해서 할 수 있도록 해보겠다고 함

○ 12월 10일, 전조합원 간담회 시작, 한국경제 신문에 힐튼 매각관련 이지스와 최종 매매계약 체결되었다는 내용 보도

○ 12월 15일, 이지스 규탄 기자회견

"이지스자산운영은 말로만 상생인가? 이중적 여론몰이 즉각 중단하라!
약속대로 온전한 고용·단협승계 이행을 촉구하는 기자회견"

○ 12월 17일, 제3노조 출현, 구조조정 빨리 실행해서 본인들만 이득을 보고 퇴사하려는 목적

○ 12월 20일, 이지스 앞 피켓팅, 이지스 교섭 촉구 및 온전한 고용안정 요구

○ 12월 27일, 임금복원 위한 투쟁화살을 씨디엘로 돌려 호텔 앞에서 피켓팅

○ 12월 28일, 6차 노동조합·이지스 미팅, 이지스와 매일 교섭하기로 함

○ 2022년 1월 4일, 8차 노동조합·이지스 미팅, 노조는 보상안 및 상생안에 대한 급여기준을 임금복원 후 평균임금으로 요구, 온전한 고용승계 방안으로 씨디엘이 공기동안 고용보장 또는 이지스가 법인을 만들어 책임지는 방안 제시

○ 1월 11일, 9차 노동조합·이지스 미팅, 양자 법률자문 변호사 참석, 공사기간 동안 고용보장 방안 논의
○ 1월 12일, 10차 노동조합·이지스 미팅, 보상안 관련 논의
○ 1월 17일, 11차 노동조합·이지스 미팅, 합의서에 들어갈 항목과 단협사항 중 우려되는 점 정리해서 문서로 주기함
○ 2022년 2월 13일, 전직원 총회, 상생 합의서 설명회
○ 2월 15일, 이지스·노동조합·씨디엘 3자간 **"상생 합의서"** 체결(직원 382명 적용)
○ 5월 20일, "추가 상생 합의서" 체결(실행 방법 및 시기 합의)
○ 5월 25일, 노동조합 지원 합의서 체결(노조활동 지원내역 세부적인 합의)

3) 매각 합의서 내용

〈상생 합의서〉

본 상생 합의서(이하 "본 합의서")는 2022년 2월 15일에 다음 당사자 사이에서 체결되었다:

1. 민주노총 관광레저산업노동조합 밀레니엄힐튼호텔 지부(이하 "노동조합")
2. 본 합의서 체결일 현재 씨디엘호텔코리아 소속 정규직 및 연봉기간제(Annul Contract) 근로자 382명(조합원은 282명). (명단 별첨1, 이하 "대상직원")
3. 주식회사 씨디엘호텔코리아(이하 "씨디엘")
4. 와이디427피에프브이 주식회사(이하 "매수인")

전 문

씨디엘과 매수인은 밀레니엄 힐튼 호텔(이하 "힐튼호텔")의 매매계약을 체결하였다. 씨디엘은 매수인과 체결한 별도 임대차계약에 따라 힐튼호텔을 일시임차하여 운영하다가, 2022년 12월 31일 또는 씨디엘, 노동조합 및 매수인이 별도 합의하는 날까지 호텔영업을 정상적으로 종료하고자 한다{이하 그와 같이 호텔영업(카지노 임대 포함)이 정상적으로 종료되는 날을 이하 "호텔운영종료일"이라 함}.

매수인은 조세특례제한법 제104조의 31 제1항에 따라 설립된 프로젝트금융투

자회사(PFV)로서 위 일시임대의 종료 후 기존 건물을 철거하고 호텔을 포함한 새로운 건물(이하 “본건 신축건물”)을 개발하고자 한다(이하 “본건 사업”).

노동조합은 씨디엘의 교섭대표노동조합이다.

당사자들은 매수인의 본건 사업과 관련하여 대상직원에 대한 고용보장 방안(이하 “상생안”) 또는 재정지원 방안(이하 “보상안”)과 관련하여 다음과 같이 합의한다.

다 음

제1조 대상직원에 대한 지원방안

1) 매수인은 대상직원의 선택에 따라 각 대상직원에게 상생안 및 보상안 중 어느 하나가 제공되도록 한다.

2) 상생안 및 보상안의 세부 내용은 별첨 2와 같다.

3) 상생안 및 보상안은, ① 매수인과 씨디엘 간의 매매계약이 적법하게 거래종결(소유권이전)되고, ② 대상직원이 호텔운영종료일까지 근무하다가 퇴사하며, ③ 노동조합 및 대상직원이 매매계약과 본건 사업을 반대하지 않고 필요한 협조를 제공하는 등 제2조 제1항에 따른 의무를 준수하는 것을 각 조건으로 제공된다.

4) 상생안 또는 보상안을 선택한 대상직원의 명단은 별첨1에 각 날인(서명)한 명단과 같다.

제2조 상생 협조

1) 노동조합 및 대상직원은 본 합의서의 체결로, ① 힐튼호텔의 매매, ② 호텔 운영종료일에 영업종료, ③ 매수인의 본건 사업의 진행에 동의하며, 위 각 행위에 필요한 협조를 제공하고, 본건 사업에 관한 여하한 이해관계자를 상대로 위 각 행위를 반대 또는 저해하는 일체의 행동을 하지 않는다. 단, 매수인이 본 합의서와 본 합의서에 따른 추가 합의서의 내용 전부 또는 일부를 이행하지 않을 시에는 그러하지 아니한다.

2) 매수인은 본건 신축건물에서 5성급 호텔이 운영될 것임을 확인하고, 신규호텔을 운영 또는 관리할 법인(이하 “신규호텔법인”)으로 하여금 상생안을 선택한 직원들을 고용하도록 한다. 대상직원들이 신규호텔법인에 고용되지 않은 경우, 매

수인은 호텔운영종료일로부터 최소 5년 간 대상직원에게 상생금 지급 및 제3조 제3항에 따른 노동조합 운영 및 그 활동에 소요되는 비용을 보장하며, 이와 별개로 대상 직원에게 위약금을 지급한다. 구체적인 내용은 별첨2에 따른다.

제3조 단체협약 및 노동조합 활동지원

1) 매수인은 신규호텔법인으로 하여금 노동조합과 단체협약을 체결하도록 한다.

2) 제1항에 따라 체결될 단체협약의 내용은 본 합의서 체결일 현재 씨디엘과 노동조합이 체결한 단체협약과 동일한 내용으로 한다. 단, 단체협약 중 제4조(조합 가입 및 탈퇴)에 관한 사항에 한하여 노동조합과 신규호텔법인 간 별도 논의하여 정하도록 한다.

3) 매수인은 상생기간(별첨 2에 정의됨) 중 노동조합에게 조합활동지원금, 사무실, 사무실 운영비용 및 전임자 2명에 대한 급여를 지원하되, 그 수준은 씨디엘이 노동조합에게 기존 제공하던 것과 동일한 수준으로 한다.

4) 제3항에 따른 노동조합 사무실은 조합원의 집합교육 및 조합활동이 가능한 수준의 적정한 크기 및 환경의 사무공간 및 회의공간을 포함하여야 하며, 호텔운영종료시점부터 공사기간까지는 힐튼호텔 인근에 위치한 장소로 하되, 공사종료 후에는 본건 신축건물 내 운영되는 호텔내부로 이전되도록 한다.

5) 매수인은 조합비로서 상생안을 선택하는 조합원들에게 지급되는 상생금의 1%를 공제하여 노동조합에게 지급되도록 한다(체크오프).

6) 제3항 내지 제5항에 관한 세부 내용은 매수인과 노동조합 간에 추가 합의서를 체결한다.

제4조 기타 사항

1) 당사자들은 본 합의서 체결 이후 3개월 이내에 상생금의 구체적 지급방식 및 보상안에서 휴직자의 처우방안 등 본 합의서의 이행을 위하여 필요한 세부 사항을 정의하기 위해 추가 합의서를 체결한다.

상생안 또는 보상안을 선택한 직원은 제1항에 따른 추가 합의서를 체결할 상생안과 보상안에 관한 기존의 선택을 변경할 기회가 주어진다. 단, 직원이 기존의 선택을 변경하더라도 제2조 제1항의 의무는 준수되어야 한다.

2) 본 합의서는 별첨1 명단의 대상직원 전원의 과반수가 상생안 또는 보상안 중 어느 하나를 선택하는 방식으로 본 합의서에 서명 또는 날인하는 경우에 한하여 유효하다.

3) 매수인은 본 합의서에 기재된 내용에 관하여 노동조합 이외의 단체 및 개인과 별도 이면 합의하지 않는다.

4) 본 합의서에서 씨디엘의 의무로 명시된 사항을 제외하고는, 본 합의서에 따른 상생안과 보상안의 이행책임을 부담하는 주체는 매수인으로 한정되며, 노동조합과 대상직원은 본 합의서와 관련한 사항에 대하여 씨디엘을 상대로 여하한 청구를 하지 않는 것으로 한다.

2022. 2. 15.

민주노총 관광레저산업노동조합 밀레니엄힐튼호텔지부 지부장 최대근(인)
씨디엘호텔코리아 대상직원들 (별첨1에 서명란)
씨디엘호텔코리아 주식회사 대표이사 곽익승(인)
와이디427피에프브이 주식회사 대표이사 김도남(인)

별첨 2

1. 상생안

항목	내 용
대상자	· 힐튼호텔 영업 종료후 고용보장을 원하여 상생안을 선택하는 근로자 단, 상생안에 따른 지원은 만60세가 도래하는 해의 12월 31일로 종료하나, 법령에 따라 정년이 연장되는 경우 상생안에 따른 지원 종료 연령도 그에 따르도록 한다.
기존호텔 근무	· 호텔운영종료일까지 힐튼호텔에서 근무해야 함 · 호텔운영종료일에 씨디엘로부터 퇴직하고, 퇴직일까지의 임금 및 퇴직금은 씨디엘이 지급
기존 호텔 근무기간동안 재도약 프로그램B	· 매수인은 국내 최고의 전직지원서비스 업체를 통해 재도약 프로그램B 지원 · 재도약프로그램 B: 심리안정 및 변화관리 프로그램, 경력관리 위한 컨설팅 등 · 진행 시점 등 세부 내용은 매수인과 노동조합이 합의하여 결정하고 씨디엘의 동의를 득하기로 함

상생금	· 매수인은 매수인의 복합단지 개발기간(호텔운영종료일로부터 PMC가 상생안을 선택한 대상직원을 고용하는 날, 이하 "상생기간") 동안 다음 금액을 지급. 단, 본건 사업과 관련하여 사업 중지 철회 등의 상황이 발생하더라도 그와 무관하게 최소 5년간의 상생금 지급을 보장함(이하 '최소 상생기간'). 대상직원 별 "월 기준급여"의 78.42% · "월 기준급여"는 다음 방식에 따라 계산함: (A + B) /12 - A(실지급 임금): 2021년 지급된 기본급, 상여, 가족수당, 직무수당, 근속수당, 대기수당, 야근수당, 잔업수당, 휴일근로수당, 고정교통비의 총액 - B(임금 삭감분): A에 포함된 항목 중 기본급, 상여 및 기본급에 연동하여 결정되는 수당(대기수당, 야근수당, 잔업수당, 휴일근로수당을 의미함)에 1/9을 곱한 금액 2021년 중 휴직한 직원의 월 기준급여는 휴직 개시일 전까지 지급된 당해 연도 임금 및 실 근무기간을 기준으로 일할 계산하여 산정하되 구체적인 내용은 추가 합의서에 따름
새출발 격려금	· 금 2,000만원 - 새출발격려금 중 50%는 매수인이 씨디엘을 통하여 호텔운영종료일로부터 14일 이내 지급 - 나머지 50%는 매수인이 PMC 통해 상생기간 종료 후 30일 이내 지급
학자금	· 매수인이 상생기간 중 학자금 지원 (단체협약 상 기준에 따름) · 세부 내용은 매수인 및 노동조합 간 추가 합의서에 따름
상생금 지급방법	· 매수인은 금융회사(이하 "자금관리자")가 개설하는 별도의 자금관리계좌에 상생금, 새출발격려금 중 50% 및 학자금 총액을 미리 입금하여 보관하고 자금관리자로 하여금 이를 지급하도록 하는 것을 원칙으로 하되, 구체적 내용은 자금관리자와 협의하여 확정함 · 매수인이 자금관리자에게 입금한 금원은 본 합의서에서 정한 목적으로만 사용되어야 하며 매수인이 달리 관리, 수익, 처분할 수 없음
상생기간 타사취업 경제활동	· 상생기간 중 타사 정규직 근로자로 취업시 잔여상생기간 상생금 지급 중단 · 단, 기간제 또는 파트타임 취업은 제한되지 않음 · 이 경우 PMC와의 신규 고용계약 체결은 보장되지 않음
상생기간 직무교육	· 월 2회이상 정기적직무교육 실시 (상생안 선택 근로자는 참석의무 부담) · 상생안 선택 근로자의 직무를 반영한 프로그램 개발 후 교육 예정
사업계획 공유	· 매수인은 상생안을 선택한 직원들에게 호텔개발사업의 진행 상황 및 향후 계획을 정기적으로 공유
복합단지 개발 완료 후 고용보장	· 고용주체는 부동산자산 및 호텔의 운영 또는 관리를 위하여 설립될 신규호텔법인 ["PMC(Property Management Company)"] · 고용형태는 정규직 근로계약 · 급여는 PMC의 내규에 따르되, (2021년 기본급 X 10/9)에 연 2.3% 임금인상율을 적용한 금액을 보장함 · 복리후생은 현재 씨디엘 단체협약에 따름

	· 직무는 호텔운영종료일에 담당하던 직무를 원칙으로 하되, PMC가 수행하는 업무 중 각 개인의 기존 업무 및 희망 업무를 고려하여 배정 가능 (호텔운영종료일에 담당 직무와 다른 직무에 배정될 경우 직무교육 실시) · 만약 PMC가 상생안을 선택한 직원들을 고용하지 못하는 경우, 매수인은 전술한 최소 5년간의 상생금 지급과는 별개로 해당 직원들에게 위약금 지급. -1인당 위약금 : 총액 200억원 상생안 선택한 직원수로 균등하게 나눈 금액 - 위약금 지급 시점은 PMC가 고용 못하는 것이 확정된 날부터 30일내 지급 - 최소 상생기간 5년이 경과하여 최소 상생기간 중 상생금 지급이 완료된 시점에서 매수인이 대상직원을 고용하지 못하게 된 경우에 한하여 최소 상생기간 이후에 이어지는 추가 상생기간은 위약금 지급과 동시에 종료함

2. 보상안

항목	내 용
대상자	· 힐튼호텔 영업종료 후 고용보장 대신 새로운 경력을 희망하여 보상안을 선택하는 근로자
기존호텔의 근무	· 호텔운영종료일까지 힐튼호텔에서 근무해야 함 · 호텔운영종료일에 씨디엘로부터 퇴직하고, 퇴직일까지의 임금 및 퇴직금은 씨디엘이 지급
기존호텔 근무 기간 재도약 프로그램B	· 매수인은 국내 최고 전직지원서비스 업체 통해 재도약 프로그램B 지원 · 재도약프로그램B: 심리안정 및 변화관리 프로그램, 경력관리 위한 컨설팅등 · 진행 시점 등 세부 내용은 매수인과 노동조합이 합의하여 결정하되 씨디엘의 동의를 득하기로 함
재도약 프로그램A	· 매수인은 국내 최고 전직지원서비스 업체 통해 재도약 프로그램A 지원 · 재도약프로그램A: 1:1 면담 및 컨설팅을 통해 경력 전환을 위한 개별 맞춤 서비스 진행 (소그룹 활동, 이력서 작성, 헤드헌팅 등 이직/구직 지원, 창업 교육 및 지원 프로그램 제공)
퇴직보상금	· “월 기준급여”를 기준으로, 힐튼호텔 영업종료일을 기준으로 아래 조건에 따라 ‘퇴직보상금’ 및 ‘추가지원금’ 지급 · 퇴직보상금 - “월 기준급여” 기준 40개월 분 - 단, 2022년에 정년이 도래하는 직원은 지급하지 않고, 2023년에 정년이 도래하는 직원은 36개월 분 지급 - 추가지원금: 호텔운영종료일 기준 (정년 도래 연도와 관계없이 지급) 5년 미만 근무자: 5백만원 5년 이상 10년 미만 근무자 : 10백만원 10년 이상 15년 미만 근무자: 15백만원 15년 이상 20년 미만 근무자: 20백만원

	20년 이상 25년 미만 근무자: 25백만원 25년 이상 근무자: 30백만원 · “월 기준급여”는 다음 방식에 따라 계산함 : (A + B) /12 - A: 2021년 지급된 기본급, 상여, 가족수당, 직무수당, 근속수당, 대기수당, 야근수당, 잔업수당, 휴일근로수당, 고정교통비의 총액 - B: A에 포함된 항목 중 기본급 상여 및 기본급에 연동하여 결정되는 수당(대기수당, 야근수당, 잔업수당, 휴일근로수당을 의미함)에 1/9을 곱한 금액 2021년 중 휴직한 직원의 월 기준급여는 휴직 개시일 전까지 지급된 당해 연도 임금 및 실 근무기간을 기준으로 일할 계산하여 산정하되 구체적인 내용은 추가 합의서에 따름.
퇴직보상금 지급 방법	· 지급주체 : 씨디엘 · 씨디엘 지급조건: 매수인과 씨디엘 간의 매매계약에 따른 근로자 퇴직 관련 부담액을 매수인이 씨디엘에게 아래 지급시기로부터 2영업일 이전까지 지급완료하였을 것을 조건으로 함. 본 지급조건 미성취 책임은 매수인이 부담함. · 지급 시기: 씨디엘로부터 퇴사한 날로부터 14일 이내 지급

〈합의서〉

주식회사 씨디엘호텔코리아-밀레니엄힐튼서울호텔(이하 “회사”)와 관광레저산업노동조합 밀레니엄힐튼서울호텔지부(이하 “노동조합”)는 호텔 매각에 따른 위로금 지급을 아래와 같이 합의한다.

- 아 래 -

· 위로금 : 5,000,000원
· 지급대상 : 지급일 현재 근무중인 정규직, 연봉계약직, 촉탁직원 전원
· 지급일시 : 2022년 6월 급여일에 전액지급(제세금 본인부담)
· 2022년 위로금 지급은 호텔 매각과 관련한 최종적인 합의로써 노동조합은 더 이상의 요구나 이의를 제기하지 않는다.

2022.5.18.

관광레저산업노동조합
밀레니엄서울호텔지부
위원장 최 대 근

씨디엘호텔코리아-밀레니엄 힐튼서울
Owner‘s Representative
차 제 윤

Ⅵ. 소결

1998년 외환위기 이후 공적자금으로 회생시킨 은행들이 외국 사모펀드에 헐값으로 매각되어 국부유출이 발생하였고, 이들의 단기이익추구 경영으로 이해당사자들이 고통을 받으면서 먹튀 이미지가 부각되었다.

국내 사모펀드(PEF)는 2004년 12월에 제도화되고, 저금리와 양적완화 시기 유휴자금이 몰리면서 빠르게 성장하였다. 현재 사모펀드는 국내 인수합병 시장에서 대기업을 제치고 가장 큰 손이 되고 있는데, 한국에서 사모펀드의 인수합병 참여 비중은 글로벌 평균보다 높다.

사모펀드는 국내에서 급속히 확산되어 모든 산업·업종에 진출하여 높은 차익을 실현하였다. 현재 사모펀드들의 2018년 이전 투자는 EXIT를 완료하여 차익을 실현하였고, 최근 4년 이내 투자는 재매각이 진행 중이다.

그러나 급속한 금리인상, 경기침체 등으로 유휴자금이 고갈되고 있어, 호황을 누렸던 한국 사모펀드 시장이 내년부터 위축되고, 이자부담 증가 및 투자회수 등을 해결하기 위해 구조조정이 진행될 가능성이 크다.

국내 사모펀드 시장은 규모의 확대 속에서 다양한 문제점이 발생하고 있는데 '공급과잉 및 출혈경쟁', '단기차익 위주 경영으로 장기적인 사업과 투자 부족', '회계·조세상 허점을 이용한 탈세', 'LBO로 인한 부작용', '세컨더리 거래에서 오너와 재무적 투자자의 갈등', '사업실패로 인한 청산과 구조조정' 등이 지속되고 있다.

국내 사모펀드의 주요 특징과 구조적 문제점을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 사모펀드들이 최근 인터넷전문은행, 물류산업, 플랫폼기업 및 이커머스, 콘텐츠 등 신산업에 진출하여 수익 창출을 시도하고 있다. 그러나 시장 장악을 위해 과도한 저가경쟁이 진행되어 기존업체들의 몰락, 종사자들의 임금 및 수수료 하락 문제들이 발생하고 있다.

둘째, 사모펀드가 시내버스, 상조회, 폐기물업체 등 주로 영세기업들이 주먹구구식으로 운영하던 무주공산 상태의 시장에 진입하여 새로운 독과점을 형성하고 있다.

이들은 경영난에 빠진 중소업체들을 헐값에 인수하고 통합하여 대형화, 규모의 경제를 이루고, 효율성 개선으로 기업가치를 높인 후 독과점 지위에 오른 기업을 재매각하여 차익을 남기는 영업방식을 추진한다.

셋째, 사모펀드가 도시가스, 폐기물처리업체, 풍력발전, 수소업체, 열병합발전소 등 필수공공재 산업에 진출하여 생성된 전기 에너지를 한전 등에 비싸고 팔고 지자체의 지원을 받으면서도, 이자수익과 매각차익을 극대화하고 있다. 결국 국민들의 전기요금이나 세금이 사모펀드의 수익이 되는 셈인데, 이는 공공영역의 민영화(민간위탁)가 만연하고 공공재에 대한 인허가 관리 등이 유명무실해진 결과이다.

이런 행위를 막기 위해, 제주도는 조례를 제정하여 도지사의 권한으로 지역의 공공자산인 바람, 햇빛, 바다 등을 이용하여 벌어들인 개발이익을 도민에게 사용되도록 하는 공유화 계획을 제출하도록 하였다.

넷째, 사모펀드들은 금융기법과 조세조약의 허점을 이용하여 다양한 기업구조 설계와 회계 조작 등으로 조세를 회피하고 있다. 특히 외국 사모펀드들이 페이퍼컴퍼니, 조세피난처 등을 이용하면서 조세회피를 일상화하고 있다.

다섯째, 미국에서 일반화된 LBO 방식은 한국에도 확산되었는데 배임 혐의로 여러 건의 소송이 진행된 바 있다. 차입매수는 과도한 이자비용을 부담하기 때문에 결국 자산매각, 자본인출, 고율배당 등으로 기업 재무구조가 악화되고 구조조정이 발생하기 쉽다.

참고문헌

곽수근·이준일·최아름. 2012. 론스타 펀드의 극동건설 인수 및 매각사례. 한국회계학회 회계저널 제21권 제2호.

김성혁·임수강·박용석·김장호. 2021. 탈세계화 시대 한국경제 구조진단, 민주노총 부설 민주노동연구원.

마트산업노조 홈플러스지부. 홈플러스 리츠매각 국회토론회 자료집. 2018.

마트산업노조 홈플러스지부. 2021. 투기자본 MBK의 홈플러스 먹튀 매각보고서. 문제는 무엇이며 노동조합은 무엇을 할 것인가.

문상일. 2013. LBO 사례분석과 적법성여부에 관한 소고. 성신법학 제12호.

이찬근 외. 2004. 한국경제가 사라진다. 21세기북스.

송덕용. 2021. 이지스자산운용(사모펀드)의 인수와 그 대응. 관광레저산업노동조합 밀레니엄힐튼호텔지부.

장석우. 2019. 홈플러스 경영분석보고서. 전국서비스산업노동조합연맹.

장석우. 2022. 코웨이 경영분석보고서. 전국서비스산업노동조합연맹.

장석우. 2022. SK쉴더스 경영분석보고서. 전국서비스산업노동조합연맹.

정운오·정규안. 2011. 론스타의 스타타워빌딩 거래를 통해 살펴본 글로벌투자 펀드의 세무전략. 한국경영학회. 제14권 제3호.

최우석·조세훈. 2022. 100조를 움직이는 사람들. 흐름출판.

홍성준. 2019. 한국의 약탈자본과 공범자들. 레인북.

4장

KCTU

LBO, 사모펀드 규제 필요성과 방향

장석우

Ⅰ. LBO방식 M&A의 문제점

1. LBO 규제 필요성

1) LBO 개요

LBO(차입매수, Leveraged Buy-Out)란 일의적인 법적 개념이 아니라 일반적으로 기업인수를 위한 자금의 상당 부분에 관하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공하거나 그 상당 부분을 피인수기업의 자산으로 변제하기로 하여 차입한 자금으로 충당하는 방식 등의 기업인수기법을 일괄하여 부르는 경영학상의 용어로, 거래 현실에서 그 구체적인 태양은 매우 다양하다.[103] 이는 인수대상회사의 자산을 담보 삼아 끌어들인 대규모 타인의 자본을 지렛대(lever)로 이용하여, 소규모 자기자본으로 덩치가 큰 상대기업을 사들여 자기자본의 수익률을 끌어올리는 효과(leverage effect)를 가져오기 때문에 그와 같이 부르는 것이다.[104] 사모펀드의 자금조달규모가 크게 확대되고 IT벤처호황이 붕괴된 2000년 이후에는 사모펀드의 운영행태가 LBO 중심으로 전환되면서 사모펀드에 의한 LBO규모가 빠르게 증가하였다.[105]

---

103) 대법원 2013. 6. 13. 선고 2011도524 판결(이른바 '신한' 판결)
104) 임재훈, 차입매수(Leverage Buyout)와 경영판단, 원광법학, 2022
105) 신원섭, 박용진, 세계 차입매수(LBO) 시장의 확대 영향과 시사점 – 사모펀드에 의한

2) LBO방식 인수의 문제점 – 고용과 노동조건을 중심으로

인수하고자 하는 대상회사(피인수회사)가 속한 산업 경기가 호황일 경우, LBO방식 인수가 그리 큰 문제가 되지 않을 수 있다. Leverage를 활용하여 투자수익률을 극대화시킬 수 있기 때문이다. 그러나 문제는 항상 불경기에 발생한다. 피인수회사가 3년 연속 영업이익으로 이자비용을 감당할 수 없는 상황(이른바 이자보상배율<1)인 경우, 금융당국에 의해 '한계기업'으로 분류되어 채권단 자율협약, 워크아웃 등 구조조정 대상 기업이 될 수 있다. 그 과정에서 영업이익을 늘리기 위한 가장 손쉬운 방법은 임금, 복지 축소, 희망퇴직, 정리해고 등 인건비 및 고용 축소다.[106]

이자발생 부채를 감소시키기 위해 피인수회사는 주요자산양도, 영업양도, 분할매각 등의 구조조정을 시도하여 현금을 확보할 가능성이 높다. 그 과정에서 노동조합 조합원 수가 크게 감소할 수 있다. 자산양도와 분할매각의 경우, 기존 단체협약이 양수회사 혹은 분할신설회사에 법률적으로 당연 승계되지 않으므로[107] 해당 사업부문에 속한 노동자들은 노동조건에 있어 불이익을 받게 될 가능성이 매우 높다. 특히 자산양수도 방식 매각의 경우 고용조차 당연승계되지 않으므로 유의하여야 한다.[108]

LBO를 중심으로, 한국은행, 2007.

106) 실제로 사모펀드에 의한 인수는 근로자 해고를 낳고 근로자에 비용을 부담시킨다는 강한 실증 연구 결과가 있다. 예컨대 거래 이후 2년 간 투자대상회사의 고용이 13% 가량 축소된다는 최근 연구가 있다. 보다 이른 연구도 사모펀드에 의한 인수 이후 고용이 감소한다는 결과를 보였다. (Bebchuk, Kastiel and Tallarita, For Whom the corporate leaders bargain, forthcoming Southern California Law Review, 2021.)

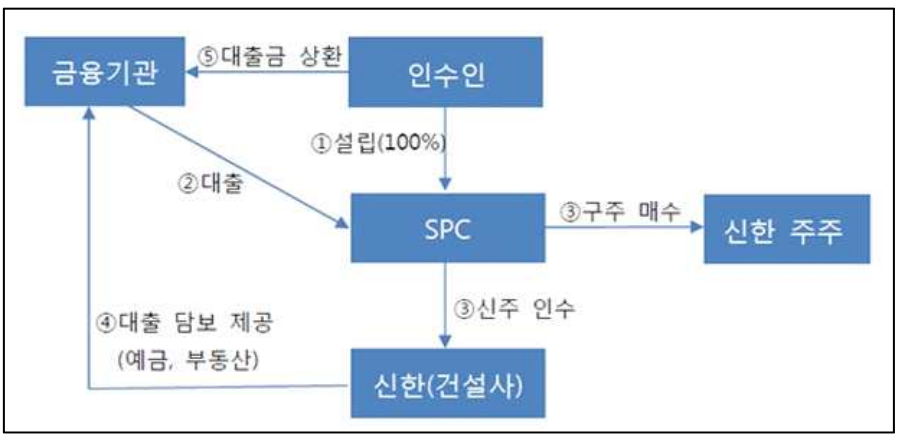
107) 분할신설회사에 단체협약이 당연 승계되지 않는다는 사례 – 인천지방법원 2019. 4. 11.자 2019카합10014 결정, 서울고등법원(인천) 2019. 8. 28.자 2019라10010 결정, 대법원 2020. 1. 16.자 2019마6332 심리불속행 기각 결정(지엠테크니컬센터코리아 사건)

108) 대법원 2001. 7. 27. 선고 99두2680 판결(창원특수강 사건) 참조

2. 법원 판례로 본 주요 사례

1) 신한 판결 – 업무상 배임 인정[109)]

[그림4-1] ㈜신한 사건 인수구조



자료) 뉴스티앤티, 2018. 1. 2.자 기사 - 차입매수(LBO)와 형사책임에서 발췌

① 사건의 개요와 쟁점

재미교포인 김춘환은 SPC(특수목적회사)인 ㈜에스엔드케이월드코리아를 설립하여 건설사인 ㈜신한을 인수한다. 그 과정에서 피인수회사 ㈜신한은 SPC의 한미은행 대출금 채무에 대하여 2001. 6. 12. 예금채권에 대한 근질권을 설정하고, SPC의 동양종금 대출금채무에 대하여 2001. 7. 3.-9. 근저당권을 설정하는 방식의 담보를 제공한다. 검사는 위 근질권 및 근저당

109) 1심 서울남부지방법원 2003. 11. 28. 선고 2003고합145 판결, 2심(파기환송전 원심) 서울고등법원 2004. 10. 6. 선고 2003노3322 판결, 3심(상고심) 대법원 2006. 11. 9. 선고 2004도7027 판결, 2심(파기환송후 원심) 서울고등법원 2007. 7. 5. 선고 2006노2544 판결, 3심(재상고심) 대법원 2008. 2. 29. 선고 2007도5987 판결

권 설정 행위를 업무상 배임으로 보아 기소하였다. 법원 판결은 심급에 따라 결론이 달라졌다. 1심은 모두 유죄를 인정하였으나, 파기환송전 원심(2심)은 모두 무죄 판결을 하였다. 반면 대법원(3심, 상고심)은 위 쟁점에 대하여 모두 유죄 취지로 파기환송했다. 파기환송후 원심(2심) 근저당권 부분만 유죄 판결을 하였는데, 대법원(3심, 재상고심)은 이를 다시 뒤집고 상고심 판결의 취지와 마찬가지로 모두 유죄 취지 파기환송 하였다.

② 인수회사 재무상황[110)]

SPC인 ㈜에스엔드케이월드코리아는 2001. 5. 24. 건설업을 목적으로 설립되었으며, 자본금이 5천만 원에 불과하였다. 그럼에도 피인수회사의 자산을 담보로 한미은행으로부터 320억 원을 대출받고, 동양종금으로부터 350억 원을 대출받았다. SPC는 위 자금을 활용하여 2001. 6. 7.㈜신한의 신주 520만주를 약 260억 원에 취득함으로서 ㈜신한의 최대주주가 되었고, 나라종금 등 10개 채권단으로부터 ㈜신한의 보유주식 약 512만 주를 99억 원에, ㈜신한의 정리채권(원리금 합계 약 619억 원)을 약 283억 원에 취득하였다. 또한 나라종금 등 금융기관에 대하여 여신취급수수료 명목으로 약 23억 원을 지급하는 등 위 대출금 670억 원의 대부분을 모두 ㈜신한 인수를 위해 사용하였다.

③ 피인수회사 재무상황[111)]

㈜신한은 1968. 2. 28. 설립된 종합건설회사인데 영업 및 재무상황의 악화로 1999. 9. 3. 서울지방법원에 회사정리절차(현 기업회생절차) 개시신

110) 주식회사 에스엔드케이월드코리아 2003. 4. 10.자 재무제표에 대한 감사보고서, 서울고등법원 2004. 10. 6. 선고 2003노3322 판결이 인정한 사실관계 참조.
111) 주식회사 신한 2003. 3. 31.자 사업보고서 첨부 재무제표 참조

청을 하였다. 2000. 9. 1. 법원의 인가를 받아 회사정리계획 진행 중, 위 인수회사가 2001. 6. 7. 260억 원의 증자를 실시하였고, 다음날 법원의 직권에 의해 회사정리절차가 종결되었다. 인수 전 2000년 말 기준 자산총계는 2,482억 원, 부채총계는 1,185억 원, 자본총계는 1,297억 원이었고, 인수 후 2001년 말 기준 자산총계는 2,359억 원, 부채총계는 1,180억 원, 자본총계는 1,179억 원으로 인수 전보다 자산과 자본이 약 120억 원 감소하였다.

④ 판결 요지[112)]

기업인수에 필요한 자금을 마련하기 위하여 인수자가 금융기관으로부터 대출을 받고 나중에 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 방식, 이른바 LBO(Leveraged Buyout) 방식을 사용하는 경우, 피인수회사로서는 주채무가 변제되지 아니할 경우에는 담보로 제공되는 자산을 잃게 되는 위험을 부담하게 되는 것이므로, 인수자가 피인수회사의 위와 같은 담보제공으로 인한 위험부담에 상응하는 대가를 지급하는 등의 반대급부를 제공하는 경우에 한하여 허용될 수 있다 할 것이다. 만일 인수자가 피인수회사에 아무런 반대급부를 제공하지 않고 임의로 피인수회사의 재산을 담보로 제공하게 하였다면, 인수자 또는 제3자에게 담보가치에 상응한 재산상 이익을 취득하게 하고 피인수회사에게 그 재산상 손해를 가하였다고 봄이 상당하다. 이는 인수자가 자신이 인수한 주식, 채권 등이 임의로 처분되지 못하도록 피인수회사 또는 금융기관에 담보로 제공함으로써 피담보채무에 대한 별도의 담보를 제공한 경우라고 하더라도 마찬가지이다.

한편 배임죄에서 '재산상의 손해를 가한 때'라 함은 현실적인 손해를 가한 경우뿐만 아니라 재산상 손해 발생의 위험을 초래한 경우도 포함되며,

112) 최종 재상고심인 대법원 2008. 2. 28. 선고 2007도5987 판결 기준

일단 손해의 위험을 발생시킨 이상 나중에 피해가 회복되었다고 하여도 배임죄의 성립에 영향을 주는 것은 아니고, 재산상 손해의 유무에 대한 판단은 본인의 전 재산 상태를 고려하여 경제적 관점에 따라 판단되어야 하므로(대법원 2000. 11. 24. 선고 99도822 판결, 대법원 2004. 5. 14. 선고 2001도4857 판결 등 참조), 비록 위 대출금 채무에 대하여 주채무자인 공소외 2 주식회사(SPC)가 정리채권 등을 담보로 제공하고 있었다고 하더라도, 원심판결 이유와 같이 피고인이 그가 대표이사로 있는 공소외 1 주식회사(신한)로 하여금 아무런 대가 없이 공소외 1 주식회사의 재산을 제3자인 공소외 2 주식회사의 대출금 채무에 대한 담보로 제공하도록 하였다면, 공소외 1 주식회사로서는 그와 같은 담보제공으로 인하여 그 담보가치 상당의 재산상 손해를 입었다고 보지 않을 수 없고, 그러한 행위에 대하여 피고인에게 배임의 고의가 없었다고 할 수도 없다.

2) 한일합섬 판결[113] – 업무상 배임 부정

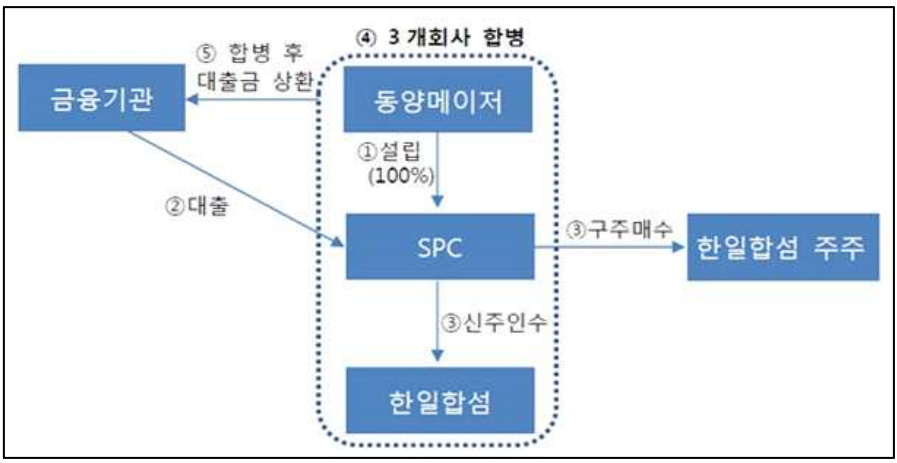
① 사건의 개요와 쟁점

동양메이저㈜는 ㈜한일합섬을 인수하기 위하여 회사채를 발행하고 자신의 재산을 담보로 대출받은 인수자금을 SPC인 동양메이저산업㈜에 출자하였다. SPC는 한일합섬 신주와 회사채를 인수하여 지분 62,6%를 확보한 다음, 지분을 91.5%까지 늘려 인수를 마무리했다. 이후 동양메이저㈜는 순차적으로 위 SPC와 ㈜한일합섬을 합병하였다. 합병 이후 대표이사는 ㈜한일합섬 보유 현금으로 인수대금채무 전액을 변제하였다. 검사는 동양메이저㈜의 ㈜한일합섬 인수자금을 사실상 ㈜한일합섬이 부담하도록 하여

113) 1심 부산지방법원 2009. 2. 10. 선고 2008고합482, 2008고합516(병합), 2008고합656(병합) 판결, 2심 부산고등법원 2009. 6. 25. 선고 2009노184 판결, 3심 대법원 2010. 4. 15. 선고 2009도6634 판결

㈜한일합섬에 손해를 발생시켰고, 이에 상응하는 대가를 동양메이저㈜가 지급하지 않았다는 이유로 ㈜한일합섬 대표이사를 업무상 배임죄로 기소하였다. 그러나 법원은 1심, 2심, 3심 모두 배임죄의 성립을 부정하였다.

[그림4-2] ㈜한일합섬 사건 인수구조



자료) 뉴스티앤티, 2018. 1. 2.자 기사 - 차입매수(LBO)와 형사책임에서 발췌

② 인수회사 재무상황[114)]

동양메이저㈜는 1955. 8. 25. 설립되어 시멘트 생산 및 판매업 등을 영위해온 유가증권 상장회사다. 동양메이저는 2006. 중 자본금 5,000만 원으로 SPC인 동양메이저산업㈜를 설립하고, 2007. 중 유상증자와 회사채발행, 추가차입 등으로 마련한 현금으로 동양메이저산업에 1천억 원을 유상증자하여 ㈜한일합섬의 인수를 준비한다. SPC는 인수자금 마련을 위해 3개 은

114) 동양메이저 주식회사 2007. 3. 31.자 및 2008. 3. 31.자 사업보고서 첨부 연결재무제표 및 재무제표 참조. 부산지방법원 2009. 2. 10. 선고 2008고합482, 2008고합516(병합), 2008고합656(병합) 판결에서 인정한 사실관계 참조

행으로부터 4,667억 원을 대출받았고, 이를 바탕으로 2007. 1. 31. ㈜한일합섬 신주 3,002억 원과 회사채 2,000억 원을 인수하여 최대주주(62.6%) 지위에 오른다. 그리고 2008. 2. 29.을 합병기일로 하여 SPC를 흡수합병하고, 2008. 5. 12.을 합병기일로 하여 ㈜한일합섬을 흡수합병한다. 연결재무제표 기준으로 본다면 인수 전 2006. 말 자산총계는 18.0조 원, 부채총계는 16.9조 원, 자본총계는 1.1조 원이었고, 인수 이후인 2007. 말 자산총계는 22.1조 원, 부채총계는 20.6조 원, 자본총계는 1.4조 원이었다.

③ 피인수회사 재무상황[115)]

㈜한일합섬은 1964. 6. 22. 설립되어 인조섬유제조가공 및 판매업 등을 영위해오다 1999. 1. 19. 창원지방법원으로부터 회사정리절차(현 회생절차) 개시결정을 받았다. 2004. 6. 18.에 회사정리계획변경계획안의 인가를 받아 정리계획을 진행하여 오던 중, 제3자 배정방식의 유상증자를 통한 M&A를 통하여 2007. 1. 30.에 동양메이저㈜를 대표자로 하는 컨소시엄과 투자계약을 체결했다. 2007. 1. 31. 동양메이저컨소시엄이 신주인수(인수금액 3,002억 원) 및 회사채인수(인수금액 2,000억 원)를 완료함에 따라 2007. 2. 7. 법원으로부터 회사정리절차종결결정을 받았다. 인수 전인 2006. 12. 31. 자산총계는 3,705억 원, 부채총계는 2,233억 원, 자본총계는 1,472억 원이었고, SPC의 (신주)인수 후인 2007. 3. 31. 자산총계는 5,122억 원, 부채총계는 662억 원, 자본총계는 4,459억 원으로 자본규모가 크게 증가하였다. 이후 ㈜한일합섬은 2008. 5. 12.을 기준일로 하여 동양메이저㈜와 합병된다.

④ 판결 요지[116)]

115) 주식회사 한일합섬 2008. 3. 27.자 사업보고서 첨부 재무제표 참조
116) 최종심인 대법원 2010. 4. 15. 선고 2009도6634 판결 내용

이른바 차입매수 또는 LBO(Leveraged Buy-Out의 약어)란 일의적인 법적 개념이 아니라 일반적으로 기업인수를 위한 자금의 상당 부분에 관하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공하거나 그 상당 부분을 피인수기업의 자산으로 변제하기로 하여 차입한 자금으로 충당하는 방식의 기업인수 기법을 일괄하여 부르는 경영학상의 용어로, 거래현실에서 그 구체적인 태양은 매우 다양하다. 이러한 차입매수에 관하여는 이를 따로 규율하는 법률이 없는 이상 일률적으로 차입매수 방식에 의한 기업인수를 주도한 관련자들에게 배임죄가 성립한다거나 성립하지 아니한다고 단정할 수 없는 것이고, 배임죄의 성립 여부는 차입매수가 이루어지는 과정에서의 행위가 배임죄의 구성요건에 해당하는지 여부에 따라 개별적으로 판단되어야 한다.

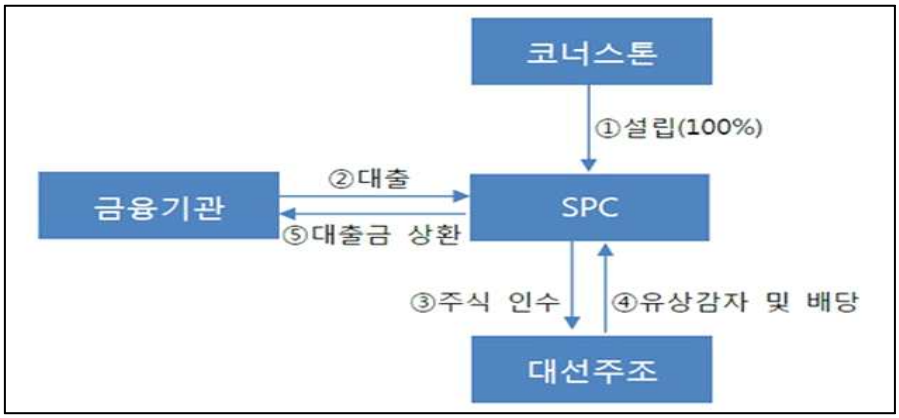
원심은 공소외 6 주식회사(SPC)가 공소외 1 주식회사(한일합섬)를 인수 및 합병한 경위와 과정에 관하여 그 판시와 같은 사실을 인정한 다음, 이는 피인수회사의 자산을 직접 담보로 제공하고 기업을 인수하는 방식과 다르고, 위 합병의 실질이나 절차에 하자가 없다는 사정 등을 들어 위 합병으로 인하여 공소외 1 주식회사가 손해를 입었다고 볼 수 없다고 판단하였다.

기록 및 관련 법리에 비추어 보면, 원심의 위와 같은 판단은 정당한 것으로 수긍이 간다. 거기에 상고이유 주장과 같은 합병형 차입매수에 있어서의 배임죄 성립에 관한 법리 오해 등의 위법이 없다.

3) 대선주조 판결[117] – 업무상 배임 부정

117) 1심 부산지방법원 2010. 8. 10. 선고 2010고합73 판결, 2심 부산고등법원 2010. 12. 29. 선고 2010노669 판결, 3심 대법원 2013. 6. 13. 선고 2011도524 판결

[그림4-3] ㈜대선주조 사건 인수구조



자료) 뉴스티앤티, 2018. 1. 2.자 기사 - 차입매수(LBO)와 형사책임에서 발췌

① 사건의 개요와 쟁점

피고인 신준호는 롯데우유㈜(현 ㈜푸르밀)의 대주주이자 회장으로, 그 일가는 2004. 5.부터 약 387억 원을 투자, 당시 경영난을 겪던 대선주조㈜의 주식을 매입해 최대주주가 되었다. 이후 이들은 사모펀드인 코너스톤에쿼티파트너스의 SPC인 ㈜시원네트워크에 지분 98.97%, 79만 1,837주를 주당 45만 원, 총 3,600억 원에 매각하기로 계약하였다(신준호는 매각 이후에도 위 SPC의 20% 지분을 가지게 됨). SPC는 위 신준호 등 여러 투자자들로부터 1,136억 원 상당의 투자자금을 조달하고, 7개 금융기관으로부터 2,000억 원을 대출받았으며, 위 신준호로부터도 500억 원을 차입하여 대선주조㈜의 대주주 지위를 취득하였다. 위 차입금은 결국 대선주조㈜의 유상감자와 무리한 이익배당을 통해 원리금을 상환하였다. 검사는 이들이 대선주조㈜의 이사들로서 직무를 성실히 수행하여야 하고, 자산건전성이 최대한 유지되도록 노력하여야 하며, 그 과정에서 대선주조㈜ 및 소수주주, 채권자들의 이익이 최대한 보호되도록 할 업무상 임무가 있음에도 불구하고 이를 위반하여 오로지 대주주 SPC의 차입원리금을 상환하기 위

한 목적으로 유상감자 및 이익배당 방식으로 614억 원을 회사에서 빼내어 갔다는 이유로 기소하였다. 그러나 법원은 1심, 2심, 3심 모두 배임죄의 성립을 부정하였다.

② 인수회사 재무상황[118)]

㈜시원네트워크는 증권 등에의 투자를 목적으로 2007. 6. 5. 자본금 5억 원으로 설립되어 두 차례의 증자를 거쳐 자본규모는 약 1,000억 원으로 증가하였다. 위 회사의 주주는 코너스톤제일호사모투자전문회사(21%), 씨이피제일호사모투자전문회사(59%), 대선사모투자전문회사(20% - 신준호 측)이다. 약 1,200억 원의 자기자본과 2,400억 원의 차입금(담보로 대선주조의 주식 제공)을 통해 3,600억 원을 마련하여 ㈜대선주조의 지분 99.7%를 취득한 것이다.

③ 피인수회사 재무상황[119)]

인수 전 2006. 말. ㈜대선주조의 자산총계는 1,189억 원, 부채총계는 430억 원, 자본총계는 759억 원이었는데, 인수 후 2010. 말. 자산총계는 787억 원, 부채총계는 300억 원, 자본총계는 479억 원까지 감소하였다.

④ 판결 요지[120)]

원심은, 피고인 2, 3이 공소외 2 회사(㈜대선주조)의 이사로서 수행한 유상감자 및 이익배당으로 인하여 공소외 2 회사의 적극재산이 감소하였

118) ㈜시원네트워크 2008. 12. 감사보고서 첨부 재무제표
119) 대선주조(주) 2006년-2010년 감사보고서 첨부 재무제표
120) 최종심인 대법원 2013. 6. 13. 선고 2011도524 판결 내용

다고 하더라도 이는 우리 헌법 및 상법 등 법률이 보장하는 사유재산제도, 사적 자치의 원리에 따라 주주가 가지는 권리의 행사에 따르는 결과에 불과하고, 유상감자 당시 공소외 2 회사의 영업이익이나 자산 규모 등에 비추어 볼 때 유상감자의 절차에 있어서 절차상의 일부 하자로 인하여 공소외 2 회사의 채권자들에게 손해를 입혔다고 볼 수 없으며, 1주당 감자 환급금액과 공소외 2 회사의 배당가능이익을 감안하면 결국 이 사건 유상감자 및 이익배당으로 인하여 공소외 2 회사의 주주들에게 부당한 이익을 취득하게 함으로써 공소외 2 회사에 손해를 입혔다고 볼 수 없다고 판단하였다.

관련 법리에 비추어 기록을 살펴보면, 원심의 위와 같은 판단은 정당하고, 거기에 상고이유의 주장과 같이 차입매수에 있어서 업무상 배임죄의 성립, 업무상 배임죄에서 손해의 발생 또는 유상감자와 이익배당 등에 관한 법리를 오해하거나 논리와 경험의 법칙을 위반하여 사실을 인정하는 등의 위법이 있다고 할 수 없다.

4) 온세통신 판결 – 업무상 배임 부정[121)]

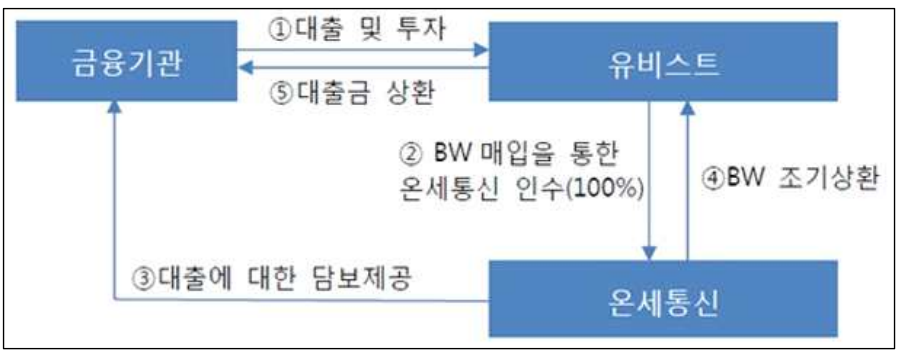
① 사건의 개요와 쟁점

㈜유비스타(현 세종텔레콤㈜)는 수원지방법원으로부터 인가된 ㈜온세통신의 회사정리계획변경계획안에 따라, ㈜온세통신의 기존 주식에 대한 유상감자 후 제3자 배정방식의 유상증자(834억 원은 신주인수권부사채 인수, 710억 원은 유상증자)를 통해 2006. 8. 28.자로 ㈜온세통신 지분 전액을 인수하였다. 검사는 인수 과정에서 ㈜유비스타의 대표이사였던 피고인이

121) 1심 서울중앙지방법원 2012.1.5. 선고 2011고합680, 2011고합1364(병합) 판결, 2심 서울고등법원 2012.7.5. 선고 2012노268 판결, 3심 대법원 2015. 3. 12. 선고 2012도9148 판결.

인수 전 전환사채 발행 및 단기대출(Bridge Loan)을 받을 때 피인수기업인 ㈜온세통신의 매출채권을 양도담보로 제공하고, 집금계좌인 우리은행 계좌에 근질권을 설정하고, 부동산에 근저당권을 설정하도록 하는 등의 이유로 기소하였다. 1심 법원은 업무상 배임죄의 유죄를 인정하였으나, 2심과 3심은 모두 배임죄의 성립을 부정하였다.

[그림4-4] 온세통신㈜ 사건 인수구조



자료) 뉴스티앤티, 2018. 1. 2.자 기사 - 차입매수(LBO)와 형사책임에서 발췌

② 인수회사 재무상황[122)]

㈜유비스타는 1992. 6. 9.에 설립되어 통신기기와 GPS 기기 등의 제조, 판매를 주 영업목적으로 하고 있었던 코스닥상장회사였다. ㈜유비스타는 2005. 말까지 자산총계 786억 원, 자본총계 268억 원, 매출규모 725억 원의 작은 회사였으나, ㈜온세통신의 인수와 관련하여 2006년 중 총 1,903억 원을 조달하였고, 그 중 무담보로 조달한 DKR로부터의 280억 원 및 유상증자대금 222억 원을 제외한 나머지 1,400억여 원은 온세통신의 자산을 담보로 제공하고 조달한 인수자금이며, 그 비율은 전체 인수자금의 약

122) ㈜유비스타 2007. 3. 30.자 사업보고서 첨부 재무제표. 서울중앙지방법원 2012.1.5. 선고 2011고합680, 2011고합1364(병합) 판결에서 인정한 사실관계 참조

73%에 달했다. 인수 이후인 2006. 말, 자산총계는 1,488억 원, 자본총계는 517억 원으로 자산과 자본규모가 약 2배 증가하였다.

③ 피인수회사 재무상황[123)]

㈜온세통신은 1996. 7. 3. 설립되어 국제전화와 시외전화, 개방형 무선 인터넷 포털, 초고속인터넷 사업 등을 영위해오다 재무상황 악화로 2003. 5. 9. 수원지방법원으로부터 회사정리절차(현 회생절차) 개시결정을 받았다. 정리계획을 진행하여 오던 중 2006. 5. 23. ㈜유비스타와의 회사인수를 위한 투자계약을 체결하고 2006. 8. 17. 법원으로부터 회사정리계획변경계획안의 인가를 받았다. 이에 따라 회사는 기존주식을 144억 원에 전량 유상감자하고, 정리채무 147억원을 채무면제 받아 정리채무 및 관련이자 1,400억원을 현금변제하여 2006. 9. 26.자로 법원으로부터 회사정리절차 종결결정을 받았다. 인수 전인 2005. 12. 31. 자산총계는 2,910억 원, 부채총계는 2,282억 원, 자본총계는 627억 원이었고, ㈜유비스타의 (신주) 인수 후인 2006. 12. 31. 자산총계는 2,478억 원, 부채총계는 873억 원, 자본총계는 1,605억 원으로 자본규모가 크게 증가하였다. 이후 ㈜온세통신은 2007. 11. 8.을 기준일로 하여 ㈜유비스타와 합병된다.

④ 판결 요지[124)]

기업의 경영에는 원천적으로 위험이 내재하여 있어서 경영자가 아무런 개인적인 이익을 취할 의도 없이 선의에 기하여 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 기업의 이익에 합치된다는 믿음을 가지고 신중하게 결정을 내렸다 하더라도 그 예측이 빗나가 기업에 손해가 발생하는 경우

123) 온세통신(주) 2007. 3. 30.자 사업보고서 첨부 재무제표
124) 최종심인 대법원 2015. 3. 12. 선고 2012도9148 판결 내용

가 있을 수 있는바, 이러한 경우에까지 고의에 관한 해석기준을 완화하여 업무상배임죄의 형사책임을 묻고자 한다면 이는 죄형법정주의의 원칙에 위배되는 것임은 물론이고 정책적인 차원에서 볼 때에도 영업이익의 원천인 기업가 정신을 위축시키는 결과를 낳게 되어 당해 기업뿐만 아니라 사회적으로도 큰 손실이 될 것이므로, 현행 형법상의 배임죄가 위태범이라는 법리를 부인할 수 없다 할지라도, 문제된 경영상의 판단에 이르게 된 경위와 동기, 판단대상인 사업의 내용, 기업이 처한 경제적 상황, 손실발생의 개연성과 이익획득의 개연성 등 제반 사정에 비추어 자기 또는 제3자가 재산상 이익을 취득한다는 인식과 본인에게 손해를 가한다는 인식(미필적 인식을 포함)하의 의도적 행위임이 인정되는 경우에 한하여 배임죄의 고의를 인정하는 엄격한 해석기준은 유지되어야 할 것이고, 그러한 인식이 없는데 단순히 본인에게 손해가 발생하였다는 결과만으로 책임을 묻거나 주의의무를 소홀히 한 과실이 있다는 이유로 책임을 물을 수는 없다(대법원 2004. 7. 22. 선고 2002도4229 판결 참조).

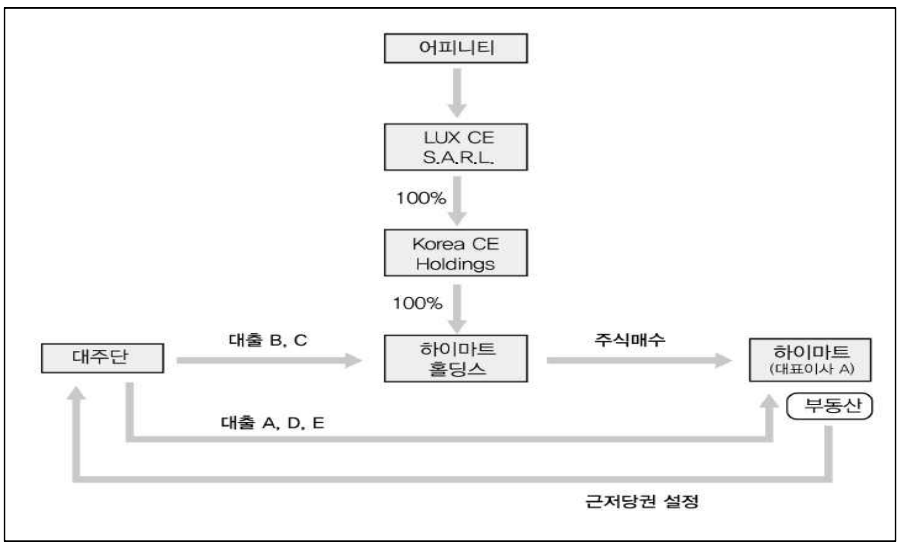
원심은, (중략) 사정을 종합하면 피고인이 공소외 2 회사(㈜온세통신)의 인수자금 또는 공소외 1 회사(㈜유비스타) 운영자금을 조달하면서 이 부분 공소사실 기재와 같이 업무상 임무에 위배하여 공소외 2 회사의 부동산 등 자산을 담보로 제공하거나 신주인수권부사채를 조기상환함으로써 공소외 1 회사로 하여금 이득을 취하게 하고 공소외 2 회사에 손해를 가하였다고 볼 수 없을 뿐만 아니라, 피고인에게 공소외 1 회사에 이익을 주고 공소외 2 회사에 손해를 가하려는 의사, 즉 배임의 범의가 있었다고 볼 수도 없다고 보아, 이 부분 공소사실을 무죄로 판단하였다.

원심판결 이유를 앞서 본 법리와 기록에 비추어 살펴보면, 원심이 설시한 이유 중 다소 미흡한 부분이 없지 아니하나, 원심이 위와 같은 판시 사정을 종합하여 피고인이 공소외 2 회사 인수자금 등 조달 과정에서 공소외 2 회사의 자산을 담보로 제공하거나 신주인수권부사채를 조기상환함에

있어 공소외 1 회사에 이익을 주고 공소외 2 회사에 손해를 가하고자 하는 배임죄의 고의가 있었다고 볼 수 없다고 판단한 것은 정당하다.

5) 하이마트 판결 – 업무상 배임 인정[125)]

[그림4-5] ㈜하이마트 사건 인수구조



자료) 김현재, 한병하(2022), 차입매수(LBO)에서의 업무상배임죄 판단기준에 대한 비판적 검토와 대안적 판단체계, 법학평론(2022. 4.)

① 사건의 개요와 쟁점[126)]

125) 1심 서울중앙지방법원 2015.1.22. 선고 2012고합450, 2013고합319(병합) 판결. 2심(파기환송전 원심) 서울고등법원 2016.6.24. 선고 2015노478 판결, 3심(상고심) 대법원 2020. 10. 15. 선고 2016도10654 판결, 2심(파기환송심) 서울고등법원 2021.8.18. 선고 2020노1872 판결, 3심(재상고심) 대법원 2022.3.31. 선고 2021도11071 판결

126) 서울중앙지방법원 2015.1.22. 선고 2012고합450, 2013고합319(병합) 판결, 대법원 2020. 10. 15. 선고 2016도10654 판결 내용을 토대로 한 정리

피고인 1은 2005. 중 ㈜하이마트의 대표이사 겸 대주주로서 구주매각 방식으로 ㈜하이마트를 사모펀드에 매각하였다. 위 주식은 차명주식으로 피고인 1이 민사소송을 통해 위 주식 및 경영권을 빼앗길 것을 우려하였기 때문이다. 피고인 1은 사모펀드와 이면약정을 통해 최상위 지배회사 지분 중 일부를 확보하고, 소액주주들의 주식 매수와 차입매수를 위한 담보를 제공하는 등의 편의를 봐주고 대가를 받기로 하였다. 피고인 1은 이러한 개인적 이익을 얻기 위해 다른 이사들과 공모하여, 인수자인 SPC가 대주단으로부터 ㈜하이마트 인수자금 대출을 받을 때 SPC와 대주단 사이에 체결된 대출계약에서 정한 조건에 따라 ㈜하이마트로 하여금 그 보유 부동산에 관하여 근저당권을 설정하게 하는 등 임무에 위배되는 행위를 함으로써, SPC가 대출이 실행된 인수자금 약 2,408억 원 상당의 재산상 이익을 얻게 하고, 피해자 ㈜하이마트에는 같은 액수의 재산상 손해를 가하였다는 이유로 기소되었다. 1, 2심 법원은 이러한 공소사실에 대하여 무죄를 선고하였으나, 대법원은 유죄취지로 파기환송하였고, 이는 파기환송심과 재상고심에서 확정되었다.

② 인수회사 재무상황[127]

㈜하이마트홀딩스(SPC)는 2005. 1. 26. 유가증권 등 각종 자산의 취득, 관리 및 처분 등을 주된 사업목적으로 하여 설립되었다. ㈜하이마트 인수 완료 후 1년 여가 지난 2016년 말 자산총계는 5,464억 원, 부채총계는 1,986억 원, 자본총계는 3,487억 원이었다. 인수회사는 그 다음해인 2017. 5. 31.을 기준일로 하여 ㈜하이마트와 합병한다.

③ 피인수회사 재무상황[128]

127) ㈜하이마트홀딩스 2007. 4. 30.자 감사보고서 첨부 재무제표
128) ㈜하이마트 2006. 4. 10.자 및 2007. 3. 30.자 감사보고서 첨부 재무제표

㈜하이마트는 1987년 6월 가전제품 도소매업을 영위할 목적으로 설립되었다. 인수 전 2004. 말 자산총계는 6,483억 원, 부채총계는 4,830억 원, 자본총계는 1,652억 원이었는데, 2015년 및 2016년 막대한 순이익 발생으로(각 664억 원, 870억 원) 2006. 말 자산총계는 7,612억 원, 부채총계는 5,207억 원, 자본총계는 2,404억 원으로 각 증가하였다.

④ 판결 요지[129)]

피고인 1이 공소외 1 회사(하이마트)의 다른 이사들과 공모하여 공소외 1 회사로 하여금 이 사건 근저당권을 설정하게 한 행위는, 이로 인하여 공소외 1 회사로서는 보유 부동산 전부가 공소외 20 회사(SPC)의 공소외 1 회사 인수를 위해 필요한 자금을 마련하기 위해 대주단과 사이에 체결된 이 사건 대출금 채무를 위한 책임재산으로 제공되어 장차 이를 변제하지 못할 경우 환가처분 될 수 있는 위험을 부담하게 되는 이상, 대표이사로서의 임무를 위배하여 공소외 20 회사에게 재산상 이익을 취득하게 하고 공소외 1 회사에게 재산상 손해를 가한 것에 해당한다.

(중략) 이 사건 합병을 통해 이 사건 근저당권의 피담보채무로 성립된 이 사건 대출금 채무는 공소외 20 회사가 그 자신의 이익을 위하여 대주단으로부터 인수자금을 차입하는 과정에서 생긴 채무로서, 공소외 1 회사 자체의 영업이나 금융상의 수요와 이익을 위한 것이 아니었다. 특히 공소외 20 회사가 공소외 1 회사의 발행 주식 전부를 주주들로부터 매수하는 방법으로 인수를 추진함에 따라 이 사건 대출금 채무로 조성된 자금은 공소외 20 회사 스스로 조달한 지분투자금과 합쳐져 공소외 1 회사의 기존 주주들에게 주식매수대금으로 지급되었을 뿐, 그중 합병 후 공소외 1 회사

129) 대법원 2020. 10. 15. 선고 2016도10654 판결 내용

의 자산으로 유입된 부분은 없는 것으로 보인다. 그런데 앞서 본 바와 같이 주식회사는 채권자는 물론 주주와도 별개의 법인격을 가진 존재이고, 주식회사에게 이익이 되느냐 손해가 되느냐는 주주의 이익과는 별개의 것이므로, 결국 공소외 1 회사는 이 사건 근저당권 설정 당시는 물론 이 사건 합병 후에도 어떠한 재산상의 이익을 얻지는 못한 채 자신의 재산을 공소외 20 회사의 채무를 담보하기 위한 책임재산으로 제공함으로써 공소외 1 회사 소유 부동산을 활용하여 대출을 받을 기회가 제한되고 공소외 20 회사의 채무를 제대로 변제하지 못할 경우에는 환가처분 될 위험에 처하는 재산상의 손해를 입게 되었다. 비록 이 사건 합병이 성립된 이후에는 합병의 법률적 효과로 이 사건 대출금 채무가 공소외 1 회사의 채무가 되었고, 그에 대한 변제와 담보제공은 자신이 부담하는 채무에 관한 것으로 전환되기는 하였지만, 배임죄에서 재산상 손해의 유무에 관한 판단은 배임 여부가 문제되는 행위 당시를 기준으로 본인의 전 재산 상태와의 관계에서 경제적 관점에서 파악되어야 하는 이상, 공소외 1 회사의 재산 상태에 초래한 경제적 영향을 감안하지 않은 채 단지 그 법률적 효과만을 근거로 배임죄의 성립을 부정할 수는 없다.

(중략) 결국 공소외 1 회사로서는 인수절차가 진행되기 전에 비하여 채무원리금 변제의 부담이 크게 증가하고, 미변제 시 보유 부동산을 상실할 위험이 발생하는 등 전체적으로 재산상의 손해만 입었을 뿐 이를 상쇄할 만한 다른 반대급부를 인수자인 공소외 20 회사 등으로부터 제공받지 못하였다고 봄이 상당하다.

(중략) 그럼에도 원심은 앞서 살펴본 것과 같은 이유로 이 부분 공소사실에 대하여 범죄의 증명이 없다고 보아 무죄를 선고하였다. 이 부분 원심의 판단에는 논리와 경험의 법칙을 위반하여 자유심증주의의 한계를 벗어나거나 근저당권의 피담보채무의 범위, 처분문서의 효력, 계약의 해석, 차입매수 방식의 기업인수와 관련하여 업무상배임죄의 성립 등에 관한 법리

를 오해하여 판결에 영향을 미친 잘못이 있다.

3. LBO 유형[130]별 판례 태도 정리

1) 업무상 배임죄의 법리

배임죄는 타인의 사무를 처리하는 자가 그 임무에 위배되는 행위로써 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가함으로써 성립하는 범죄로 이러한 배임죄가 성립되기 위해서는 ⅰ) 타인의 사무를 처리하는 자가 ⅱ) 주관적으로 배임의 고의 및 불법이득의사를 가지고 ⅲ) 임무위배행위를 통해 ⅳ) 자기 또는 제3자로 하여금 재산상의 이익을 취득하게 하고 ⅴ) 본인에게 재산상 손해를 발생시켜야 한다.[131]

LBO 방식 인수에서 배임죄의 죄책을 물을 수 있는 자는 피인수회사의 대표이사 등 경영진과 그 공범관계에 있는 자들이다. 대표이사 등 경영진은 타인인 피인수회사의 사무를 처리하는 자이다. 만약 충실의무, 선량한 관리자의 주의의무 등을 위반한 행위로서 대가 없는 담보제공 등을 한다면 제3자인 인수회사로 하여금 재산상의 이익을 취득하게 하고, 본인인 피인수회사에 손해를 가하게 된다. 이 경우 특별한 사정이 없는 한 고의도 인정된다.

---

130) 아래 3가지 유형 외에도 상호 대출형, 자산 인출형, 복합형 등을 추가로 유형화하기도 한다.

131) 일본 형법과 달리 우리 배임죄의 성립에는 본인의 손해에 대한 목적은 요하지 않는다 (임재훈, 차입매수(Leverage Buyout)와 경영판단, 원광법학, 2022.)

2) LBO 유형

① 담보제공형 LBO

인수회사나 SPC가 피인수회사에게 아무런 반대급부 없이, 혹은 담보를 제공하는 것에 상응하는 반대급부를 제공함이 없이 피인수회사의 자산을 (인수회사나 SPC 채무의) 담보로 제공하는 경우에 업무상 배임이 성립할 수 있다. 대법원은 ㈜신한 사건에서 인수회사의 채무에 관하여 피인수회사 은행예금에 근질권과 부동산에 근저당권을 설정한 행위에 대하여 2심이 무죄로 선고한 것을 파기하고 업무상 배임을 인정하였다. 당시 위 담보제공과 관련하여 이들 사이에는 어떠한 대가도 오가지 않았고, 인수회사는 사실상 무자본으로 피인수회사를 인수한 것이다.

다만, 온세통신㈜ 사건에서는 인수회사 내부에 유보된 자금이나 유상증자 및 전환사채 발행 등에 의하여 자체적으로 마련한 자금도 피인수회사에 상당 정도 투입되었다. 따라서 피인수회사가 인수회사의 일부 채무에 대하여 담보를 제공하였다고 하더라도, 반대급부의 제공이 있었던 것으로 평가할 수 있어 무죄가 선고되었다. 또한 인수회사와 피인수회사가 합병하여 결과적으로 하나의 법인격이 된 사정도 업무상 배임을 부정하는 요소로 기능하였다.

마지막으로 ㈜하이마트 사건에서는 다시 담보제공 행위에 대한 배임죄가 인정되었다. 그 이유는 피인수회사는 인수진행 전에 비하여 채무원리금 부담이 크게 증가하고, 미변제시 보유 부동산을 상실한 위험이 발생하는 등 전체적으로 재산상의 손해만 입었을 분 이를 상쇄할 만한 다른 반대급부를 인수회사로부터 제공받지 못하였다고 법원이 판단하였기 때문이다. 즉, 온세통신㈜ 사건과 다른 점은 인수회사가 일반적으로 사업을 영위하는 기업이 아닌 SPC였고, SPC는 처음부터 껍데기였을 뿐이므로 해당 SPC와

합병을 하였다고 하더라도 피인수회사의 실질적인 본질에는 변화가 없다고 본 것이다.

② 합병형 LBO

인수회사가 채무를 부담하여 피인수회사를 인수한 후 피인수회사와 합병하는 유형이다. ㈜한일합섬 사안에서 법원은 1,2,3심 모두 무죄를 선고하였다. 그 주된 취지는 합병으로 인하여 인수회사와 피인수회사가 일체가 되었으므로 대상 회사의 손해라는 개념을 생각하기 어렵다는 것이다. 단, 인수기업이나 SPC가 자본금이 거의 없는 회사라면 업무상 배임의 성립에 영향을 미치지 않을 수 있다. ㈜한일합섬 사건에서는 무죄가 선고되었지만, 이는 SPC가 동양그룹의 지주회사격인 동양메이저㈜와 먼저 합병을 하였고, 이후 ㈜한일합섬과 합병을 하였기 때문에, 법원은 실체가 있는(SPC가 아닌) 인수회사와 피인수회사가 합병을 했다고 본 것이다.

참고로 담보제공과 SPC와의 합병이 둘다 있었던 ㈜하이마트 사건에서 법원은 대법원은 합병이 있었다는 이유로 업무상 배임을 부정한 1,2심을 유죄 취지로 파기하였고, 재상고심에서 유죄가 확정되었다. 앞에서 살펴본 것처럼 법원은 위 사건에서 껍데기인 SPC와 합병만으로는 인수회사의 채무에 대한 담보를 피인수회사가 제공[132]하였다는 본질이 달라지지 않았다

132) 대법원은 이 사건 근저당권의 피담보채무에는 하이마트의 대출금 채무뿐만 아니라 하이마트홀딩스(SPC)의 대출금 채무도 포함되었다고 볼 여지가 크다고 하면서 다음과 같은 점을 주된 근거로 들었다. ㉠ 국문본 근저당권설정계약서에는 이 사건 근저당권의 피담보채권으로 하이마트 및 하이마트홀딩스가 채권자에 대하여 이 사건 대출계약에 따른 채무를 담보한다는 취지로 기재되어 있다. ㉡ 하이마트는 이 사건 대출계약에 따라 2,170억 원을 대출받으면서 그 소유 부동산에 대출액의 2배가 넘는 채권최고액 6,136억 원의 근저당권을 설정하였는데, 위 채권 최고액은 하이마트와 하이마트홀딩스의 대출금 합계 4,720억 원의 130%(= 6,136억/4,720억×100)에 해당하는 금액으로 금융기관의 관례상 담보비율에 부합한다.

고 본 것으로 평가할 수 있다.

③ 환급형 LBO

㈜대선주조 사건의 피고인은 SPC를 설립하였고, SPC가 금융기관으로부터 자금을 대출받아 대선주조 주식 98.95%를 취득하였다. 피고인은 대선주조의 유상감자와 배당을 실시하였고, SPC는 유상감자와 배당으로 지급받은 자금으로 금융기관에 대한 채무를 변제하였다. 대법원은 이 사건에서 배임죄의 성립을 부정하였다.

즉, 이사는 주주나 일반 채권자에 대하여 직접 신인의무(Fiduciary Duty)를 부담하지는 아니하므로[133], 유상감자나 이익배당으로 회사 재산의 유출이 있다고 하더라도 이는 주주의 권리로서 위법하다고 보기 어렵다는 것이다. 다만, (유상 감자의 경우) 유상소각되는 주식의 가치를 실질상의 그것보다 높게 평가하여 감자환급금을 지급하는 등의 사정이 있거나 ② (이익배당의 경우) 법령과 정관에 위반된 배당의 경우에 해당한다면 업무상 배임 소지가 있다는 취지이다.

위 대법원 판결에 대하여, 만일 이해관계자주의(여기서는 채권자를 의미) 입장에서 차입매수로 인하여 회사 자산의 유출이라는 손해가 발생했다면 배임행위가 될 여지가 있다는 견해가 있다[134].

---

133) 다만, 대법원 2000. 5. 26. 선고 99도2781 판결은 “주식회사의 경영을 책임지는 이사는 이사회의 결의가 있더라도 그 결의 내용이 주주 또는 회사 채권자를 해하는 불법한 목적이 있는 경우에는 이에 맹종할 것이 아니라 회사를 위하여 성실한 직무수행을 할 의무가 있으므로, 이사가 임무에 위배하여 주주 또는 회사 채권자에게 손해가 될 행위를 하였다면, 회사 이사회의 결의가 있었다고 하여 그 배임행위가 정당화될 수 없다.”고 판시한 사안도 있다.

134) 한석훈, 기업범죄의 쟁점 연구, 법문사 (2013. 2.) 185면 (다만, 결과적으로는 배임 성립을 부정하고 있다.)

3) 종합

대법원의 LBO 배임죄 판단구조를 매우 간략히 도식화하면 위 그림과 같다. 빨간 색 네모 안은 유죄판단의 핵심 요소들이고, 파란 색 네모 안은 무죄판단의 핵심 요소들로 보면 될 것이다.

[그림4-6] 판례의 LBO 배임죄 판단 구조

구분	신한	한일합섬	대선주조	온세통신	하이마트
피인수회사 담보제공	O	X	X	O	O
담보대가 여부	X	X	X	O	X
합병여부	X	O	X	O	O
SPC 합병	X	X	X	X	O
위법 감자/배당	X	X	X	X	X
결론	유죄	무죄	무죄	무죄	유죄

자료) 자체 작성

4. LBO 규제 방향

1) 대법원 판례법리의 엄격한 적용

우리나라 상법에서 회사의 이해관계와 주주의 이해관계가 항상 동질성을 가진다고 보기는 어렵다. 주주들에게는 이익이 되나, 채권자나 노동자들과 같은 여타 이해관계자들에게는 손해인 경우와 같이 그 이익이 상반

되는 경우 손해여부 판단이 어렵게 된다.

만약 주주 또는 채권자의 이익이 회사의 이익과 밀접한 관련이 있어 회사의 경영진이 이들의 이익을 보호하기 위해 행위할 의무가 있다고 가정해보자. 만약 그것만으로도 경영활동의 위법성이 조각된다고 한다면, 독립된 법인격으로서 회사제도를 인정한 취지자체가 몰각될 위험이 있다. 뿐만 아니라 주주 또는 채권자의 손해가 없더라도 차입매수 과정에서 이루어지는 피인수회사의 자산에 대한 약탈행위를 처벌할 필요성은 여전히 존재한다. 따라서 회사의 손해는 회사 그 자체 재산의 변화를 기준으로 판단하는 것이 타당하다. 다만 회사를 둘러싼 주주나 채권자의 손해 여부는 경영진이 차입매수 과정에서 객관적이고 전문인으로서 부여받은 임무 즉 회사의 이익을 보호하기 위해 노력하였는지 여부를 판단하는 자료로만 활용하는 것이 타당하다.[135]

판례 또한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있었다고 하더라도 배임행위가 정당화될 수 없다는 견해를 취하고 있다.[136] LBO의 경우에도 LBO 이외의 다른 거래형태에 대하여는 배임죄의 요건을 충족할 경우 배임죄로 처벌하면서 LBO에 대하여만 예외를 둔다면, 형평성 차원에서 맞지 않다.

2) 관련 입법 방향

판례법리에 대한 엄격한 해석을 토대로, 사모펀드가 투자목적회사를 통해 LBO 형태로 다른 기업을 인수하는 것에 대한 금지 규정을 자본시장법에 적절히 포함시키는 방향으로 개정이 필요하다. 투자목적회사는 부채를 담보하기 위해 투자할 회사로부터 (공정한 대가를 지급받지 아니하고) 물

135) 임재훈, 차입매수(Leverage Buyout)와 경영판단, 원광법학, 2022
136) 대법원 2016. 1. 28. 선고 2014다11888 판결

상보증, 지급보증 등을 받아서는 아니된다는 규정(담보형 LBO), 합병 후 투자하는 회사의 자산으로 기존 부채를 상환해서는 아니된다는 규정(합병형 LBO), 주주에 대한 과도한 환급금지 등(환급형 LBO)을 자본시장법 상 투자목적회사 부분에 추가할 필요가 있다. 또한 사모펀드 뿐 아니라 일반 회사의 경우에도 이러한 LBO 방식 인수를 못하게 하기 위해 비슷한 취지의 상법 개정 역시 필요하다고 본다.

현행	개정안
[자본시장과 금융투자업에 관한 법률] 제249조의13(투자목적회사) ① 사모집합투자기구는 다음 각 호의 요건을 모두 충족하는 투자목적회사의 지분증권에 투자할 수 있다. 〈개정 2021. 4. 20.〉 1. 「상법」에 따른 주식회사 또는 유한회사일 것 2.~5. 생략 ② 투자목적회사에 관하여는 이 법에 특별한 규정이 없으면 「상법」의 주식회사 또는 유한회사에 관한 규정을 적용한다. ③ 삭제 〈2021. 4. 20.〉 ④ 투자목적회사 재산의 투자비율 산정방식과 그 밖에 투자목적회사 재산의 운용에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. ⑤ 투자목적회사에 관하여는 제242조(이익금의 분배), (중략)을 준용한다. 〈개정 2021. 4. 20.〉 ⑥ 생략 ⑦ 생략	제249조의13(투자목적회사) ① 사모집합투자기구는 다음 각 호의 요건을 모두 충족하는 투자목적회사의 지분증권에 투자할 수 있다. 〈개정 2021. 4. 20.〉 1. 「상법」에 따른 주식회사 또는 유한회사일 것 2.~5. 생략 ② 투자목적회사에 관하여는 이 법에 특별한 규정이 없으면 「상법」의 주식회사 또는 유한회사에 관한 규정을 적용한다. ③ 삭제 〈2021. 4. 20.〉 ④ 투자목적회사 재산의 투자비율 산정방식과 그 밖에 투자목적회사 재산의 운용에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. ⑤ 투자목적회사에 관하여는 제242조(이익금의 분배), (중략)을 준용한다. 단, 제242조 적용 시 대통령령이 정하는 과도한 분배를 하여서는 아니된다. ⑥ 생략 ⑦ 생략 ⑧ 투자목적회사는 부채를 담보하기 위해 투자할 회사로부터 물상보증, 지급보증 등을 받아서는 아니된다.

	⑨ 투자목적회사는 투자하는 회사와 합병하는 경우, 합병 후 5년간 자산·부채 및 손익을 각각 다른 회계로 구분하여 기록하여야 한다. 해당 기간, 특정 회계의 부채는 다른 회계의 자산으로 상환할 수 없다.

Ⅱ. 사모펀드 규제 방향

1. 단기 과제

현행 자본시장법은 공모펀드에 대한 레버리지 규제를 금전차입, 채무보증·담보제공, 파생상품매매에 따른 위험평가액으로 구분하여 각각 따로 규정하고 있다. 즉, 집합투자재산으로 해당 집합투자기구 외의 자를 위한 채무보증·담보제공을 하는 것을 전면 금지하고(자본시장법 제83조 제5항), 금전차입도 원칙적으로 금지하면서 환매자금마련등의 경우와 부동산 취득(부동산집합투자기구 운용하는 경우 포함)하는 경우에 한해 예외를 인정하며(자본시장법 제83조 제1항·제2항, 제94조 제1항), 파생상품매매에 따른 위험평가액은 집합투자기구 순자산총액의 100% 미만으로 제한한다(자본시장법 제81조 제1항 제1호 마목, 같은 법 시행령 제80조 제6항 본문)[137]

반면, 자본시장법은 사모펀드에 대해서는 금전차입 등을 제한하는 개별

137) 박삼철 외, 사모펀드 해설 제3판(2021), 지원출판사

규정의 적용을 배제하고, 대신 금전차입, 채무보증, 담보제공, 파생상품매매에 따른 위험평가액 등을 통합하여 그 한도를 규제한다(자본시장법 제249조의7 제1항, 제249조의8 제1항). 2022년 현재 이 비율은 400%이다.

최근 금리가 빠르게 상승하고 있다. 거시경제 전망도 좋지 않다. 현재와 같은 고금리 상황에서 자기자본 대비 4배나 되는 부채를 버텨낼 수 있는 기업은 극히 드물 것이다. 최소한 그 1/2인 2배 정도로 축소시키는 선행조치가 필요하다고 본다.[138)]

현행	개정안
[자본시장과 금융투자업에 관한 법률] 제249조의7(일반 사모집합투자기구의 집합투자재산 운용방법 등) ① 일반 사모집합투자업자가 일반 사모집합투자기구의 집합투자재산(제249조의13에 따른 투자목적회사의 재산을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)을 운용하는 경우 다음 각 호의 금액을 합산한 금액이 일반 사모집합투자기구의 자산총액에서 부채총액을 뺀 가액의 100분의 400 이내에서 대통령령으로 정하는 비율을 초과해서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해칠 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 일반 사모집합투자기구의 경우에는 제1호·제2호 및 제4호를 합산한 금액 또는 제3호의 금액이 각각 일반 사모집합투자기구의 자산총액에서 부채총액	[같은 법 시행령] 제271조의10(일반사모집합투자기구의 집합투자재산 운용방법 등) ① 법 제249조의7제1항 각 호 외의 부분 본문에서 “대통령령으로 정하는 비율”이란 100분의 200을 말한다.

138) IMF 관리체제 이후 정부가 기업들에게 권고한 적정부채비율도 200% 였다.

을 뺀 가액의 100분의 400 이내에서 대통령령으로 정하는 비율을 초과해서는 아니 된다.<개정 2021.4.20.> 1. 파생상품에 투자하는 경우 그 파생상품의 매매에 따른 위험평가액 2. 집합투자재산으로 해당 일반 사모집합투자기구 외의 자를 위하여 채무보증 또는 담보제공을 하는 방법으로 운용하는 경우 그 채무보증액 또는 담보목적물의 가액 3. 일반 사모집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하는 경우 그 차입금의 총액 4. 그 밖에 거래의 실질이 차입에 해당하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한 그 실질적인 차입금의 총액 [같은 법 시행령] 제271조의10(일반사모집합투자기구의 집합투자재산 운용방법 등) ① 법 제249조의7제1항 각 호 외의 부분 본문에서 "대통령령으로 정하는 비율"이란 100분의 400을 말한다.	

2. 중장기 과제[139)]

1) 투자 대상 회사(투자하는 회사) 노동자 보호를 위한 규제

EU의 대체투자펀드 운용사지침(AIFMD)은 비상장회사[140)]의 경영권을

139) 김태욱, 외국투자기업, 투기자본 감시 통제를 위한 법적 제도적 장치 마련, 외국투자기업, 투기자본 투쟁현황과 감시통제 제도화를 위한 집담회 자료집, 2021.

획득한 대체투자펀드 운용사에게 ① 장래 사업계획과 그것이 고용에 미치는 영향(근로조건에 관한 중요한 변화를 포함)을 공개하도록 하고 있고(제28조 제4항), ② 대체펀드 운용사가 경영하는 비상장회사 및 대체펀드 자신의 연간 사업보고서에 회사의 사업 발전에 관한 공정한 평가, 미래 발전 등에 관한 정보를 포함하도록 하고 있으며, 이러한 정보를 종업원 대표에게 전달할 수 있도록 정하고 있다.(제29조) ③ 또한 경영권 취득일로부터 24개월간 배당, 유상감자, 주식 상환청구, 자사주 취득 등을 통하여 투자대상 회사로부터 자금이 유출되는 것을 제한하고 있다.(제30조 제1항, 다만, 배당의 경우에는 배당 결과 순자산이 납입자본 아래로 떨어지거나 배당액이 이익잉여금을 초과하는 경우에 한정[141])

EU 의 대체투자 펀드 운용사지침 등을 참조하여 사모펀드가 경영권을 인수할 경우 인수기업의 주주와 임원뿐 아니라 노동자 대표 혹은 노동자에게 ① 펀드 운용자에 관한 세부 정보, ② 인수 기업과의 이해상충을 방지하기 위한 정책 등 계약관계를 보장하기 위한 각종 보호조치의 내용, ③ 노동자들과의 소통 방법 등을 사전에 통지 의무를 신설하여야 한다.

이를 금융위원회 혹은 법무부 지침 내지 가이드라인으로 시행 후 입법화하는 방안을 검토해볼 수 있을 것이다.

2) 자산 약탈 행위 제한

EU 의 대체투자 펀드 운용사지침 등을 참조하여 자산 약탈 행위 제한 (금융위원회 혹은 법무부 지침 내지 가이드라인) 금융위원회 혹은 법무부

140) 비상장 회사의 경영권을 취득한 경우에 한정되므로 PEF에 의한 약탈행위 규제에 한계가 있다는 견해도 있다. (정대익, 유럽연합 대체투자펀드 운용사 지침의 주요 내용, 2013. 9.)
141) 박영윤, 유럽증권법, 박영사 (2021. 3.)

지침 내지 가이드라인으로 시행 후 입법화하는 방안을 검토할 수 있을 것이다. 미국 민주당 엘리자베스 워렌이 제안한 약탈금지법(The Stop Wall Street Looting Act of 2019)도 EU의 대체투자 펀드 운용 지침을 기초로 하여 유사한 내용의 약탈 방지 조항(Title Ⅱ- Anti looting)을 두고 있다.

LBO유형 중 환급형이 자본재구성(Recapitalization, 리캡 혹은 Recap이라는 약어로 많이 부르고 있음)이라는 명목으로 활용되는 것으로 보인다. 이에 대하여 사모펀드 측에서도 "이 방식은 포트폴리오 기업이 여전히 바이아웃 사모펀드의 통제하에 있고, 지분율이 변하지 않는 장점이 있는 반면에, 포트폴리오 기업의 재무상태와 현금흐름이 나빠지는 단점이 있다[142]."고 하여 그 문제점을 잘 인식하고 있는 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 현행법상 이사의 신인의무가 법인에 한정되고, 업무상 배임으로 환급형 LBO를 통제하기 어렵다는 점을 이용하여 이러한 방법을 장려하고 있는 것으로 보인다. 앞서 본바와 같이 이사의 신인의무 범위를 노동자까지 확장하고 지배주주의 충실의무 범위를 법인에까지 확장함으로써 부분적으로나마 환급형 LBO를 통제할 수 있을 것으로 보인다.

3) 국민연금을 포함한 공적 연금의 수탁자 책임 강화

기관투자자는 일종의 공익의 집사(STEWARDS[143])로 평가되므로 국민연금기금의 의결권 행사 시 적극적으로 ESG 측면을 고려하여야 한다. EU 집행위원회(European Commission)는 기관투자자의 투자원칙에 대하여 "고객의 최선의 이익을 위하여 행동하는 기관투자자는 회사의 성과 또는 저축자의 더 넓은 이해관계에 장기적으로 영향을 줄 수 있는 다양한 요인

142) 삼일인포마인(삼일회계법인 관련 법인), 사모펀드와 M&A, 2020. 8.
143) 한국스튜어드십 코드 원칙 3에 의하면 "기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다."고 되어있다.

가운데 회사 활동의 환경적, 사회적 영향과 이에 관한 위험을 고려해야 한다"는 점을 명시하고 하고 있다.

수탁자(trustee) 책임이란 기금이 그 가입자(자금의 주인인 국민 등)를 위하여 행동할 지침을 말하는 것으로서 노동자들의 이해와 항상 일치한다고 볼 수는 없다. 다만, 공적 기금의 경우 그 자금의 주인이 국민이므로 공공성을 고려하는 것이 장기적인 주주 이익에 부합한다고 볼 수 있는 점 등을 고려하여 노동자들의 고용 안정이 한 요소로 고려될 수 있을 것이다. 국민연금법 제102조 제4항[144]은 이러한 취지를 반영한 것으로 보인다. 다만, 현재까지 마련된 국민연금의 수탁자 책임 원칙에는 노동자들의 권리 보장 등의 부분이 명확하게 포함되어 있지는 않으므로 이를 반영하도록 한다.

Ⅲ. 관련 상법 등 개정방향

1. 이사의 신인의무 대상 확장(노동자 이해관계 고려)과 지배주주 책임 강화[145]

1) 상법상 이사의 신인의무(충실의무) 조항과 유지청구권 조항 개정

사모펀드가 인수한 기업은 어떤 방식으로든 구조조정에 돌입할 가능성

144) 제102조(기금의 관리 및 운용) ④ 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

145) 장석우, 외국인투자제도의 문제점과 개선 방향 – 법·제도 개선 측면에서, 국회토론회(2022) 토론문을 사모펀드에 맞추어 일부 수정, 보완함

이 높다. 구조조정은 정리해고를 제외하고는 거의 상법(자본시장법 포함)의 체계에 따라 이루어진다. 노동자들의 삶에 미치는 영향이 막대함에도 불구하고, 상법은 합병, 분할, 매각, 청산 등과 같은 구조조정에 노동자들의 개입권을 제도적으로 보장하지 않고 있다. 의사결정 권한을 가진 이사들도 현행법상 노동자들을 위하여 행동할 의무를 지고 있지는 않다. 현행 대법원 판례와 같이 이사가 회사 자체만을 상대로 신인의무(fiduciary duty – 선관주의 의무, 충실의무)를 진다고 해석하면 구조조정 과정에서 노동자들이 이사진에 대해 요구할 수 있는 사항이 사실상 없게 된다.

만일, 이사가 회사에 대하여 신인의무를 지는 것 외에 노동자 등 이해관계자(stakeholders)에 대해서도 신인의무를 부담한다면, 기업구조조정에 대한 노동자들의 개입권이 생길 수 있다. ① 구조조정 과정에서 이사가 법인(혹은 주주)의 이해관계만을 고려하고, 노동자의 이해관계를 고려하지 않는다면 그 자체가 신인의무 위반으로 업무상 배임 등의 불법행위가 될 수 있을 것이다. ② 만약 일정 요건을 갖춘 소수주주가 위법행위를 한 이사들에게 그 행위의 금지를 청구할 수 있는 유지청구권(상법 제402조)과 같은 제도도 함께 도입된다면, 노동자도 이해관계자의 지위에서 그와 유사한 권리를 가처분 등으로 행사할 수 있을 것이다. 실제 영국 회사법(Companies Act)의 경우 이사로 하여금 노동자 등의 이해관계를 고려하여 회사의 성공을 가장 촉진하는 방향으로 충실하게 행동하도록 하는 의무를 부과하고 있기도 하다. 가안으로 입법안을 제안해보자면 아래와 같다.

현행	개정안
상법 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	상법 제382조의3(이사의 충실의무 및 주의의무 등) ① 좌동 ② 이사는 제1항의 직무 수행에 있어 근로자의 이해관계를 고려하여야 한다.
상법 제402조(유지청구권) 이사가	상법 제402조(유지청구권) 이사가 법령

법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에는 감사 또는 발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사를 위하여 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.	또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사와 이해관계자에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에는, 감사 또는 발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주, 회사에 근로자의 과반수로 조직된 노동조합이 있는 경우에는 그 노동조합(근로자의 과반수로 조직된 노동조합이 없는 경우에는 근로자의 과반수를 대표하는 자)은 회사와 이해관계자를 위하여 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.

다만, 상법 제517조 제2호는 주식회사가 주주총회의 특별결의(상법 제434조)에 의해 해산한다고 규정하고 있다. 사모펀드가 투자한 회사의 주주는 대부분 투자목적회사(SPC)이고, 회사 해산 시 주주총회 결의가 필요할 뿐, 회사 이사회의 결의는 필요하지 않으므로, 회사의 이사에게 신인의무 위반 책임을 묻기가 어려운 난점이 있다. 따라서 폐업, 청산의 경우 상법 개정으로 인한 신인의무 도입도 유효한 대안이 되기는 어렵다. 다만, 정리해고 등의 인력 구조조정은 통상 이사회의 결의가 필요하므로, 배임이나 손해배상 책임을 물을 수 있는 수단으로 기능할 수는 있을 것으로 보인다.

2) 지배주주의 책임 강화(충실의무 부과)

여기서 논하고자 하는 “지배주주(controlling shareholder)”의 개념은 이후 논의를 거쳐 확정할 필요가 있으나, 일견 상법 제542조의 8에서 사용하고 있는 “주요주주”의 개념을 택하면 될 것으로 보인다. 즉, “누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주”를 지배주주라고 규정한다.

상법상으로 위와 같은 주요주주는 ① 이사회의 승인을 요하는 자기거래의 상대방(상법 제398조), ② 상장회사의 신용공여 금지(상법 제542조의 9)등의 대상이 되고, 자본시장법상 ③ 단기매매 차익 반환(자본시장법 제172조 제1항), ④ 미공개 중요정보 이용행위 금지(자본시장법 제174조 제1항)등의 대상이 된다. 또한 이사의 불법행위를 전제로 상법 제401조의 2(업무집행지시자의 등의 책임) 등에 기초하여 지배주주의 책임을 물을 수도 있다.

그러나 위 규정들만으로는 아래에서 살펴볼 지배주주 변경에 대한 적격성 심사를 정당화하기 어렵고, 또한 LBO 등의 방식을 통하여 지배주주가 기업을 약탈(looting)하는 행위에 대한 규제의 범위가 제한될 수밖에 없다. 지배주주의 충실의무가 상법에 도입된다면, 지배주주인 투자목적회사가 주주총회에서 소수주주나 회사의 이사, 노동자 등 이해관계자의 반대에도 불구하고 회사의 해산결의를 할 경우, 그 투자목적회사에 충실의무 위반책임을 물을 수 있을 것이다. 따라서 앞서 본 이사의 신인의무 확대와 더불어 지배주주에게 충실의무도 부과하는 방식을 검토할 필요가 있다. 가안으로 입법안을 제안해보자면 아래와 같다.

현행	개정안
상법 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	상법 제382조의3(이사와 지배주주의 충실의무 및 주의의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 제1항의 직무 수행에 있어 근로자의 이해관계를 고려하여야 한다.

	③ 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(이하 이 관에서 "지배주주"라 한다)는 이사와 연대하여 전항의 의무를 지며, 회사의 장기적이익에 반하여 그 의결권을 남용하여서는 아니된다.

2. 고용 영향이 큰 기업의 지분매매(사모펀드의 인수)에 대한 통제[146)]

1) 문제 지점

한국에서 기업집단 내의 M&A와 달리 기업집단 외의 M&A는 대다수가 주식 매매 거래이다. 주식 매매는 법률적으로 보면 사인간의 매매 계약이 본질이므로 합병, 분할 등과 달리 회사 조직법상의 의결을 거치지 않고 채권자 보호 절차도 별도로 존재하지 않는다. 그러나 그 효과는 합병, 분할 등 기업의 조직에 근본적 변경을 초래하는 결정 이상의 효과를 가지고 오는 경우가 많다. 특히, 고용에 영향이 큰 경우에는 이를 단지 주식매매로만 볼 것은 아니다[147)]. 특히 사모펀드가 인수하는 경우는 더 그러하다.

2) 규제 산업에서의 대주주 변경 내지 적격 심사 제도

146) 장석우 외, 외투기업을 둘러싼 법제도 환경의 문제점과 개선 방향, 2022.. 사모펀드에 맞추어 일부 발췌함

147) 이러한 관점에서 노사공동결정제 혹은 노동이사제 논의시에 중요한 쟁점이 될 수 있으나, 이번 발제의 범위를 벗어나므로 별도로 다루지 않는다.

공공성이 강한 금융(금융사지배구조법 등)이나 기간통신사업(전기통신사업법 등), 방송사업자(방송법 등) 같은 규제 산업은 일정한 범위의 대주주 변경[148] 시에 감독기관(금융위원회, 공익성심사위원회, 방송통신위원회)의 승인을 받아야 한다. 승인을 받지 않고 대주주가 변경되는 경우 혹은 위 심사 결과에 따라 감독기관이 해당 주식에 대한 처분 명령을 내릴 수 있고, 의결권 행사도 금지된다.

사법상 거래인 주식 매매(그에 따른 경영권 이전)을 감독기관이 심사하여 승인할 수 있는 것은 ① 해당 산업의 성격(공공성 등)상 사업의 자유가 원칙적으로 제한되고(인가, 허가 등의 대상) ② 단순한 주식 매매가 아니라 지배권(경영권)의 전부 혹은 일부 변동을 초래할 수 있는 경우이기 때문이다.

3) 고용 영향이 큰 사업장에서의 지배주주 변경 승인 제도

대주주의 변경으로 지배권이 전부 혹은 일부 이전되면서 고용에 큰 영향을 미치는 경우(ex. 상시 근로자 500명 이상 등) 또한 국가 및 지역사회에 미치는 영향이 크므로 공적으로 규제할 필요가 크다고 볼 수 있다. 따라서 ① 경영계획서(ex. 향후 5년간 경영계획서)를 제출받고, ② 그에 대한 고용영향 평가를 진행하여, ③ 대주주(혹은 지배주주) 변경 승인 제도를 도입할 필요가 있다. 그리고[149] ④ 경영계획서의 내용과 실제 경영실태가 현저히 다를 경우 기망 등 부당한 방법에 의한 승인 신청으로 보아 대주주 변경 승인을 취소하도록 하고, ⑤ 사정 변경으로 인하여 경영계획의

148) 금융기관의 경우 정기적으로 최대주주 자격 심사도 받는다.
149) 현재 사모펀드(PEF)가 금융기관을 인수하려는 경우에 금융위원회가 경영계획서를 제출받는 경우가 있다(2017. 4. 금융위원회 보도자료). 그런데, 명확한 법적 근거없이 제출받다보니 경영계획서가 형식에 그치는 경우도 많고, 또 경영계획서와 다르게 경영된다고 하여 제재를 가하기도 어려운 구조라고 한다.

내용을 이행하지 못할 경우 그 사유에 따라 의결권 제한 및 주식 처분 명령 등을 법제화 하는 것을 검토할 필요가 있다. 그리고 이 과정에서 노동자들의 참여[150]도 필요하다.

다만, 앞서 본 규제산업 외의 영역에서 위와 같은 대주주 변경 승인 제도를 운영하는 것은 위헌 논란 및 다른 법률과의 체계 정합성 논란 등을 불러일으킬 수 있으므로, 앞서 본 이사의 신인의무 확대 및 지배주주의 책임 확장 논의와 병행하여 이루어질 필요가 있다고 보인다[151].

Ⅳ. 소결

이상과 같이 LBO 방식 기업인수의 문제점과 현재 대법원 판례의 태도, LBO에 대한 규제방향, 사모펀드가 인수한 기업의 노동자들을 보호하기 위한 단기, 중장기 규제방안, 관련 상법 등 개정방향을 살펴보았다.

1997년 말 외환위기, 2008년 말 미국발 금융위기, 최근 감염병으로 인한 위기 등 세계경제 혹은 한국경제 전체가 불황을 겪게 되는 순간은 주기적으로, 또는 언제든 찾아올 수 있다. 또한 현재와 같은 고금리 상황에서 적절한 부채규모를 유지하는 것이 중요한데, 400%의 레버리지비율 상한은 과도하게 높다. 이자비용 감당을 위해 회사를 위하여 투자되거나 불황을 대비하여 남겨두어야 할 내부유보금은 배당 등의 형태로 모두 사외유출 될 가능성이 매우 높다. 이후 혹독한 사업재편과 인력구조조정으로 노동자들은 큰 피해를 입을 수 있다. 제도개선을 통해 이를 사전예방하는

150) 앞서 언급한 바와 같이 노동자 참여에 대해서는 이번 발제에서는 다루지 않는다.
151) 법률 개정이 되면 법률적인 문제는 없겠으나, 주식 양도 제한은 원칙적으로 상장폐지 사유이다.(유가증권시장 상장규정 제48조 제1항 제13호, 코스닥 상장규정 제38조 제1항 제15호)

것이 중요하다.

물론, 본문에서 제시한 규제나 입법방향이 결코 완벽한 것은 아니다. 담보형, 합병형, 환급형 LBO를 모두 막더라도, 새로운 유형의 LBO가 또 등장할 수 있다. 국내 법률로 레버리지 비율을 낮추더라도, 해외를 거쳐 들어오는 등의 경우 실질적인 레버리지 비율을 다시 높일 수 있다. 자산약탈 행위를 제한한다고 하더라도 어디까지나 한시적인 조치가 될 것이며, 근본적으로 제한한다면 위헌논란이 불거질 수 있다. 공적연금의 수탁자 책임을 강화하더라도 노동자들의 고용안정보다 연금가입자들의 수익성이 더욱 고려될 가능성이 높다. 이와 같이 사모펀드가 인수하거나 경영에 참여하는 기업에 대한 핀셋규제를 하려고 해도, 빠져나갈 방법이 많아 보인다.

근본적으로 모든 회사에 적용될 수 있는, 노동자들을 위한 법률 개정을 고민하여야 한다. 노동자들을 이해관계자로서 구조조정 과정에 참여할 수 있도록 하고, 이사와 지배주주의 책임을 강화시키는 방향의 상법 개정이 그래서 필요하다. 고용 영향이 큰 기업들의 지분매매에 대하여 통제를 하기 위해 지배주주 변경에 대하여 승인을 하도록 하는 개별 법률들의 제정 혹은 개정도 필요하다고 생각한다.

참고문헌

김태욱. 2021. 외국투자기업, 투기자본 감시 통제를 위한 법적 제도적 장치 마련. 외국투자기업, 투기자본 투쟁현황과 감시통제 제도화를 위한 집담회 자료집.

박삼철 외. 2021. 사모펀드 해설(제3판). 지원출판사

박영윤. 2021. 유럽증권법, 박영사

삼일인포마인. 2020. 사모펀드와 M&A.

신원섭, 박용진. 2007. 세계 차입매수(LBO) 시장의 확대 영향과 시사점 – 사모펀드에 의한 LBO를 중심으로. 한국은행.

임재훈. 2022. 차입매수(Leverage Buyout)와 경영판단. 원광법학

장석우 외. 2022. 외투기업을 둘러싼 법제도 환경의 문제점과 개선 방향

장석우. 2022. 외국인투자제도의 문제점과 개선 방향 – 법·제도 개선 측면에서. 국회토론회 토론문

결론

결론

사모펀드(PEF)는 장기 투자와 생산을 통해서 부를 창출하는 산업자본주의와 달리, 전문자산운영사와 기관투자자·슈퍼부자들이 연합하고 금융기관에서 인수자금을 빌려 M&A를 통해 차익을 확보하는 금융자본주의의 고위험 고수익 투자모델이다.

사모펀드의 기원은 중세 후기 대항해 시대 왕실의 자금과 후원으로 소위 신대륙에서 이윤을 확보하여 투자자들에게 분배해 주었던 식민지 약탈경제이다. 이러한 투자기법은 자본주의에서 20세기에 제도화되었고, 1980년대 신자유주의가 본격화되면서 주주이익 극대화를 위한 대체투자로 세계적으로 확산되었다.

글로벌 사모펀드 투자 추이를 보면, 1980년대의 호황 국면에서 상승하다가 1990년 정크본드사태로 위축되었고, 다시 2000년대 신용 호황으로 크게 상승하였다. 2008년 세계금융위기로 축소되었고 2015년 이후 회복되다가 코로나 시기 양적완화 등으로 2021년 바이아웃(기업인수) 투자 규모가 1조 1,121억 달러를 넘어섰다.

사모펀드의 투자영역은 기업 인수, 벤처캐피탈, 성장자본(유망신생기업), 위기기업, 부동산, 인프라, 세컨더리 거래 등이고 글로벌 모집액(약정액) 규모는 2021년 1조 2,280억 달러이다. 이와 같이 사모펀드는 자본주의 시스템의 주요한 한 축으로 자리잡았다.

사모펀드의 아버지로 불리는 젠슨은, 주주 권리를 제한하고 공개기업에서 경영자 지배로 비효율을 제거하는 기존 소유와 경영의 분리 이론을 비판하고, LBO연합(사모펀드+기관투자자+지분소유 경영진)의 새로운 지배구

조를 구축하여 주주이익을 극대화해야 한다고 주장하였다. 즉 '스톡옵션 등으로 대리인 문제 해결', 'LBO의 경영 효율성 효과(돈을 제공한 기관들의 감시, 높은 부채비율에서 원리금 상환 압박)', '성과에 따라 경영진 교체 등 적극적 주주행동으로 실질적 경영참가', '전문가들로 구성된 자문단을 통해 기업가치 극대화' 등이 가능하다고 사모펀드를 옹호하였다.

반면 사모펀드 비판론은 공개기업에서 사모기업으로 전환을 통해 얻는 이득은 효율성 증대를 통한 새로운 기업가치의 창출에 의한 것보다는 관련 당사자들 사이의 이익 또는 손실이 이전된 결과에 불과하다는 지적이다. 즉 새로운 주주들이 얻은 재산과 이득은 기존 채권자와 피고용자 등으로부터 가져간 것이고, 부채비율 증가에 따른 세금 감면 효과이다.

한편 사모펀드 LBO는 높은 부채비율 때문에 금융위기에 구조적인 취약성을 가지고 있다. 실제 2008년 거품 붕괴로 인해 사모펀드는 절정기에 이루어진 여러 기업 인수에서 고전을 면치 못했다.

사모펀드 LBO에 기관투자자들만 참여한다고 해서 일반 시민들과 무관한 것은 아니다. 연기금, 국부펀드, 보험사 등 주요 참여 기관들은 시민들의 돈을 가지고 공적인 역할을 하는 기관들이다. 가장 안정적이고 공공성을 띠어야 할 국민의 돈이, 위험성이 높고 규제를 받지 않는 투자 방식으로 흘러가고 있다. 사모펀드 투자의 활성화는 우리 삶을 자산시장의 변동성에 묶어 버리는 자본주의적 정치 기획의 일부이다. 안정적인 삶의 기대가 연기금의 수익률에 좌지우지되고, 그것을 핑계로 공공의 돈을 확장적 금융화 전략에 사용하고 있다. 단기 수익으로 안정을 원하는 마음이, 불안정성 확대로 이어지는 구조를 키우는 것이다. 실제 캘리포니아 공무원 연금이 금융위기 여파로 2009년 23%의 손실을 보기도 했다. 이와같이 사모펀드 투자의 대규모 손실은 사회적 위기로 연결될 수 있다.

최근 사모펀드 규제 강화에 대한 논의가 진행되고 있다. 미국 증권거래위원회 SC는 2022년 '사모펀드 투자자문업자 관련법 수정안'을 제출하였

다. 보고 대상을 늘리고, 특별대우, 책임제한과 면책 추구, 사모펀드 고객으로부터의 대출 등 그동안의 관행을 금지하고 있다.

사모펀드는 국내에서도 급속히 확산되어 모든 산업·업종에 진출하였는데, '공급과잉 및 출혈경쟁', '단기차익 위주 경영으로 장기적인 사업추진과 투자 부족', '회계·조세상 허점을 이용한 탈세', 'LBO로 인한 부작용', '세컨더리 거래에서 오너와 재무적 투자자의 갈등', '사업실패로 인한 청산과 구조조정', '필수공공재 진출로 공공성 훼손' 등 다양한 문제점이 발생하고 있다.

특히 적절한 부채 규모를 넘어서는 LBO 방식 기업인수는, 경제침체 등과 결합하여 사회적 위기를 불러올 수 있다.

사모펀드가 주주인 경우 현재 자본시장법에 의하면 부채비율을 400%까지 늘릴 수 있다. 미래를 위해 투자하거나 불황에 대비하여 남겨두어야 할 내부유보금은 배당 등으로 모두 유출될 가능성이 크다. 이후 사업재편과 인력구조조정으로 노동자들이 큰 피해를 입을 수 있다.

노동조합은 사모펀드와 싸울 때, 노사 간 교섭의 틀을 넘어서야 한다. 기업 경영주는 실적에 따라 보수를 받는 대리인으로 실권이 없다. 따라서 그 뒤에 있는 사모펀드 운영사, 기관투자자들을 상대로 공론화가 필요하다. 관련 산업에 대한 정부와 지자체의 인허가 등 점검 책임도 제기해야 한다. 나아가 지역경제, 일자리 문제, 공공성 훼손 등으로 사회적 이슈를 제기하며 시민사회단체와 연대하여 대응해야 한다. 사모펀드는 예정된 기간 내에 이익을 챙기고 떠나야 하므로, 노동조합의 투쟁이나 소송 등으로 사업 인가, 투자 절차, 건축 과정, 매입과 매각 등의 처리 기간이 연장되면 손실이 크다.

사모펀드 대응에서 홈플러스와 밀레니엄 힐튼호텔 사례는 매각 이후 신축 빌딩에 매장 및 호텔을 다시 배치하고 고용을 승계하며. 준공 기간 동

안 생계비 지급 등을 합의한 모범적인 사례이다.

사모펀드 문제를 제대로 해결하기 위해서는 규제강화와 제도개선이 필요하다.

우선적으로 필요한 것은 정보공개이며 일정 기간 피인수 자산 처분 금지조치인데, 유럽 금융감독청에서 2014년 시행한 '대체투자 펀드매니저 지침'을 도입해서 비상장 기업 중 10% 이상의 지분 취득시, 경영전략 및 고용 관련 영향 등 세부정보를 규제당국, 주주, 노동자에게 공지하도록 해야 하고, 취득 후 2년 동안 배당, 감자, 자사주취득 등 구조조정 및 지분변동과 관련된 주요 의사결정을 내릴 수 없게 한다.

4장에서 제시한 담보형, 합병형, 환급형 LBO 규제와 레버리지 비율 제한는 일정한 효과가 있겠지만 한계가 있다. 이를 우회하는 새로운 유형의 LBO가 다시 등장할 수 있고, 해외를 거쳐 차입할 수도 있고, 자산 약탈행위를 규제하는 것은 위헌 논란이 생길 수도 있다.

따라서 단기적으로는 위의 규제강화와 제도개선을 활용할 수는 있지만, 근본적으로 모든 회사에 적용될 수 있는, 노동자들을 위한 법률 개정을 고민하여야 한다. 노동자들을 이해관계자로서 구조조정 과정에 참여할 수 있도록 하고, 이사와 지배주주의 책임을 강화시키는 방향의 상법 개정이 필요하다. 나아가 사회적 통제로 고용 영향이 큰 기업들의 지분 매매를 제한할 수 있는 방안도 모색해야 한다.

부록 : 해외 LBO 사례

여기에서는 사모펀드 LBO 사례 몇 가지를 살펴본다. 그 대상은 Investopia에서 선정한 역사상 가장 유명한 10대 LBO 사례 중에 규모가 큰 다섯 개를 골랐다. [표5-1]은 소개할 대상을 정리한 것이다. 여기에는 전기에너지 회사 Energy Future Holdings, 숙박업 Hilton 호텔, 미디어방송 Clear Channel, 식품/담배 RJR Nabisco, 카드결제 망 사업자 First Data Corporaton이 포함된다. 이 거래들에 개입한 사모펀드 전문기관들을 보면, Blackstone, KKR, Bain Capital 등 세계 최대 기관들이다. 아래에서 차례대로 자세히 살펴보겠다.

〈표 부록-1〉 역사상 가장 유명한 5대 대형 사모펀드 LBO 사례*

구 분	거래 가치 (억 달러)	거래 년도	사모펀드
Energy Future Holdings	480	2007	KKR, TPG Capital, Goldman Sachs
Hilton Hotel	260	2007	Blackstone
Clear Channel	270	2006	Bain Capital, Thomas H. Lee Partners
RJR Nabisco Inc.	310	1989	Kohlberg, Kravis, Roberts&Co.
First Data	290	2007	KKR

자료 : Investopia, “10 Most Famous Leveraged Buyouts”, 2022.09.30. https://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp

*10대 사례 중 대형 거래 순위로 5개를 골랐다.

1. 에너지퓨처홀딩스(Energy Future Holdings)

KKR이 TPG Capital과 골드만삭스의 사모펀드 전문 자회사와 함께 컨소시엄을 구성해 2007년 약 480억 달러를 들여 전력회사 TXU를 인수하여 만든 Energy Future Holdings가 역사적으로 가장 큰 규모의 사모펀드 LBO로 기록되어 있다. 거래 규모뿐만 아니라 다른 관련 사안들로도 유명했다. 협상에서 환경단체의 압력으로 친환경적 매매 조건을 넣은 최초의 기업 인수 사례로 남았으며, 에너지/수도/전기 등 공공사업 부문 규제 완화도 거래에 결부되어 있었고, 몇 년 못가서 챕터11 파산보호신청을 한 것으로도 널리 화제가 되었다. 여러모로 가장 유명한 사모펀드 LBO로 남을 만한 이유를 가졌다.

인수를 발표할 당시에는 주식 318억 달러에 부채 120억 달러로 총 438억 달러 규모의 거래로 알려졌다.[152] 주주들에게 부여된 프리미엄은 직전 시가의 15.4%였으며,[153] 지분 가치는 EBITDA의 8.5배로 정해졌다. 위에서 언급한 사모펀드 컨소시엄 외에도 리먼브러더스, LEH.N, 씨티그룹, 모건스탠리도 지분투자에 참여했다.

2천년대 이전에는 미국에서 사모펀드가 공익사업 분야에 투자하는 일일 쉽지 않았다. 공익사업지주회사법(Public Utility Holding Company Act, PUHCA) 때문이었다. 이 법안은 대공항 이후 나온 여러 뉴딜 법안 중 하나였는데, 그 요지는 전력/에너지/수도 등 공익사업을 운영하는 지주회사는 미국 증권위원회(SEC)의 감독을 받아야 한다는 내용이었다. 증권위원회가 지주회사에 대한 면허 관리와 일반적 규제뿐만 아니라 해산까지 명령할 수 있었다. 지주회사가 부문이 다른 사업을 2개 이상 운영하고 있으

152) Reuters, 2007/02/26, “Private equity buys TXU in record deal”, 내려받기 https://www.reuters.com/article/us-txucorp-takeover-kkr/private-equity-buys-txu-in-record-deal-idUSWNAS203120070226

153) 통상은 인수 의향 발표 2개월 전 주가를 기준으로 프리미엄을 계산한다. 그렇게 하면 약 25%의 프리미엄이 지급되었다(Platt, 2009).

면 공익사업과 무관한 부문을 매각하도록 강제할 수 있고, 공익사업은 한 주에 한정해서 이루어져 해당 주의 법적 규제를 받도록 묶어 두었다. 이런 강력한 규제 법안 때문에 공익사업 분야는 사모펀드의 투자 대상이 되기는 어려웠다. 하지만 반세기 넘게 기업계가 펼친 로비 덕분에 1992년에 한 차례 약화 됐고, 2005년에는 아예 폐지되었다(Vaheesan, 2009).

법안 폐지와 함께 공익사업 분야는 사모펀드의 좋은 투자처로 떠올랐다. KKR과 TPG는 2004년 텍사스 주의 전력회사인 Texas Genco를 37억 달러에 사들여 2006년 58억 달러에 판 경험이 있었다.[154] 이 경험을 바탕으로 이번에는 더 큰 전력회사를 사들여 더 큰 수익을 노렸다. 더군다나 인수가 진행되던 당시 TXU는 11개의 석탄 발전 시설을 추가로 건설할 계획을 발표한 상태였다(Kreisberg, 2007). 그런데 이 계획으로 인해 뜻밖의 저항에 부딪혔고, 나중에는 파산의 원인이 되었다.

당시 텍사스 주지사 릭 페리(Rick Perry)는 이 계획이 조속히 시행될 수 있게 하려고 패스트트랙 행정명령을 내린다. 그런데 이런 배려가 오히려 환경운동 쪽의 강력한 저항을 초래한다. 인수 제안을 이미 한 상태에서 계획에 없던 난초에 부딪힌 KKR과 TPG는 해결 방안으로 자신들의 협상 테이블에 저항을 주도한 환경단체들을 초대한다. 10일 이상의 협상 끝에 최종 계약서에 환경운동 쪽의 요구를 대폭 수용한 다음의 내용을 포함시켰다.

- 11개의 발전소 설립 계획을 3개로 축소하고, 그중 2개는 이산화탄소 저감기술을 채택하고, 하나는 전통적인 석탄발전소로 짓는다.
- 사모펀드 그룹은 온실가스 배출 한도를 지지하며, TXU는 2020년까지 1990년 수준으로 배출을 줄인다.
- TXU는 에너지 효율 프로그램에 4억 달러를 투자하고, 풍력발전 구매를 두 배로 늘린다.

154) ibid.

- 3개의 발전소에서 질소산화물과 황산화물 등 규제 오염물질 배출을 20% 줄이기로 약속한다.

거래의 규모뿐만 아니라 환경운동의 측면에서도 TXU의 인수는 역사적인 의미를 남겼다. 그러나 이야기가 이렇게 화기애애하게 끝나지 않았다. 2014년 4월 부채 400억 달러를 감당하지 못하고 챕터11 파산보호신청을 하게 된다. 금융기관을 제외하면, 당시까지 가장 큰 파산기업이라는 기록 또한 갖게 되었다.[155)]

인수가 이루어진 시점이 이른바 셰일가스 혁명이 일어나기 직전이었다는 게 가장 큰 문제였다. TXU는 석탄 발전에 의존하고 있었는데, 값싼 셰일가스가 쏟아져 나오면서 전력 도소매 가격이 크게 하락했다. 2008년에는 전년도 가격의 반으로 내려갔다. 석탄 발전으로는 그런 수준의 단가를 맞출 수가 없었다. 계속되는 적자에 1년 이자가 40억 달러에 달했던 TXU는 부채를 결국 감당 못 하고 파산보호신청을 하게 된다.

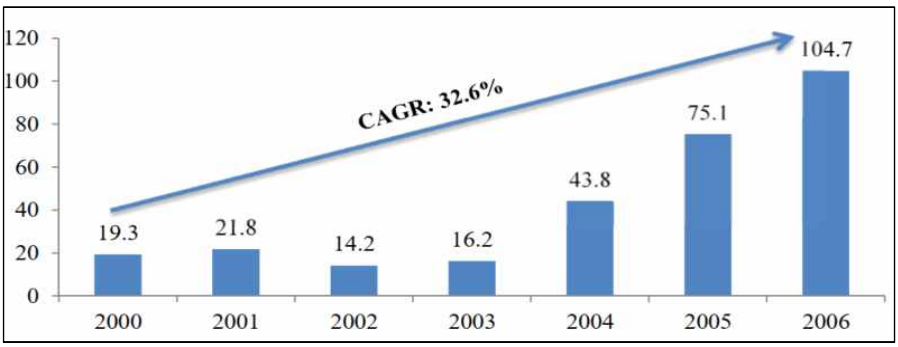
2. 미국 힐튼 호텔(Hilton Hotel)

앞의 Energy Future Holdings가 실패한 사모펀드 LBO로 유명하다면, 힐튼 호텔은 성공한 사례로 유명하다. 세계 제일의 사모펀드 전문 자산운용사인 블랙스톤이 2007년 힐튼 호텔을 260억 달러에 매수하기로 합의한다. 힐튼 호텔 EBITDA의 12.2배 수준이었다. 206억 달러는 부채를 얻어 감당하고 54억 달러의 자본이 들어갔다. 힐튼 호텔의 주주들은 약 40%의

155) The Dallas Morning News, “Energy Future enters bankruptcy, proposes break-up”, 2014/04/29.
https://www.dallasnews.com/business/energy/2014/04/30/energy-future-enters-bankruptcy-proposes-break-up/

프리미엄을 받았다(Scarantino, 2018).

[그림 부록-1] 글로벌 사모펀드 부동산 투자자본 합계(십억 달러)



자료) Phalippou, 2014에서 재인용.

블랙스톤은 이미 여러 호텔과 리조트에 투자해 성공적은 자산 운용을 하고 있었기 때문에 관련 업계에서 "큰손"으로 불렸다. 힐튼 호텔을 사들이기로 한 것은 그 자연스러운 연장 선상에 있었다. 부동산 투자에 열을 올린 게 블랙스톤만도 아니었다. [그림2-9]는 2000-06년 글로벌 사모펀드의 부동산 투자 동향을 보여주고 있다. 2000년 193억 달러에서 2006년 1,047억 달러로 5배 증가했다. 연 32.6%씩 늘어난 것과 마찬가지다. 블랙스톤은 이러한 흐름을 주도한 세력이었다.

하지만 인수 시점이 좋았던 것은 아니었다. 2008년 금융위기 직전이었고, 거래 직후 부동산 거품이 터졌다. 힐튼 호텔은 전 세계 영업에서 매출이 20%가 줄고, EBITDA는 40%가 하락했다. 금융위기의 직격탄을 맞은 블랙스톤은 투자자들에게 39억 달러의 가치하락과 56억 달러의 대차대조표상 무형자산 가치 삭감이 진행되었다는 통보를 하기도 했다.[156] 힐튼 호

156) The Strategy Story, "Blackstone and Hilton Hotels: The Beauty of LBOs", 2021/04/10. https://thestrategystory.com/2021/04/10/blackstone-hilton-lbo/

텔 때문만은 아니지만, 2007년 주당 31달러에 신규상장 되었던 블랙스톤의 주가가 2009년 2월 4달러로 무료 87% 폭락하기도 했다 (Phalippou, 2014:7).

위기를 극복하기 위해 힐튼 호텔의 경영진과 블랙스톤 쪽 이사진은 경영 효율성 제고와 부채구조 재조정을 추진했다. 경영 효율성 제고를 위해 비용 절감과 직장 문화 전면 쇄신을 단행했다. 우선 비용 절감을 위해 호텔의 본사 이전을 결정했다. 본사가 캘리포니아 베브리 힐즈에 있었는데, 이곳은 번잡하고 교통도 안 좋고 땅값도 비싸서 거대한 공간이 필요한 본부가 있을 곳으로 적합하지 않다고 보았다. 그래서 본사를 워싱턴으로 옮겨 비용도 절감하면서 운영적인 효율성도 높이려고 시도했다. 본사 이전과 더불어 인터넷을 활용한 호텔 운영을 강화함으로써 부가가치의 증대도 꾀하였다. 그를 통한 비용 절감을 다시 고객들에게 돌려주는 보상 제도 강화에 활용해 더 많은 고객을 유인하는 정책도 펼쳤다. 리조트에서 많이 채택되는 공동소유형 객실을 호텔 소유로 통합하면서, 이후 6년 동안 해당 부문의 매출이 44% 증가하는 효과도 얻었다. 2009년에는 호텔을 302개 늘려, 57개국 900개 이상의 호텔을 보유하게 되었다 (Scarantino, 2018).

경영 쇄신을 주도한 CEO 나세타(Christopher Nassetta)는 일하는 문화도 바꾸려고 박차를 가했다. 그는 “우린 자만에 빠져, 혁신이란 걸 모른다. 그저 하던 대로 느릿느릿 하는 문화밖에 없다”고 말하며 호텔 운영책임자들을 대거 교체했다. 그리고 호텔 운영자들은 1년에 3일은 요리, 프런트, 객실 정리 등의 일을 직접 경험해야 했다. 종업원 관리와 관련해서는 단일한 평가시스템을 도입해, 경쟁을 강화하고 더 많은 시간 일하도록 유인했다.[157]

---

157) The Washington Post, 2014/07/06, “Christopher Nassetta: The man who turned around Hilton”.
https://www.washingtonpost.com/business/capitalbusiness/christopher-nassetta-the-man-who-turned-around-hilton/2014/07/03/43071478-fd5a-11e3-932c-0a55b81f48ce_story.html

경영 쇄신과 더불어 재무구조의 변화도 위기를 벗어나는 데 중요한 역할을 했다. 금융위기로 경영에 어려움이 있었지만, 블랙스톤은 금융위기의 대응책으로 나온 양적 완화를 활용해 이득을 취할 수 있다고 판단했다. 간단히 말해, 악성 채무를 갚아 버리고 새로운 부채로 대체하는 전략이다. 보장계약이 없는 부채가 많아 이런 구조조정이 가능했다. 2010년 4월 채권기관과 긴 협상 끝에 200억 달러의 빚을 160억 달러로 줄였다. 18억 달러의 보장성 메자닌 부채를 54% 할인해 약 8억 달러로 갚았다. 이 돈은 블랙스톤이 보유한 펀드 잔여 자금을 추가로 출자하는 형식으로 지불해, 블랙스톤의 지분은 그만큼 늘었다. 게다가 21억 달러 상당의 후순위 메자닌 부채를 우선주로 전환하는 데 채권자들의 동의를 얻어냈다. 여기에는 싱가포르 국부펀드 운영기관인 GIC도 포함되어 있었다. 금융위기가 진정되면서, 호텔 영업이 다시 활황을 되찾자, 블랙스톤과 힐튼 호텔 경영진은 채권을 할인된 가격으로 되사면서 재무구조도 개선하는 일거양득의 상황을 지속적으로 활용해 갔다 (Phalippou, 2014:8-9).

힐튼 호텔의 경영 쇄신 노력은 실질적인 성과를 냈다. 먼저, 양적으로 2007년 101,000개이던 객실이 2013년 149,000개로 50% 늘었다. EBITDA도 증가해 2012년에는 경쟁업체 Marriott와 Starwood에 비해 거의 두 배에 달했다. 힐튼 호텔이 이 기간에 매출 연 2%, EBITDA 5.5%의 성장을 보인 반면, 두 비교 업체는 매출은 정체되고, EBITDA는 마이너스 성장을 보였다. 이런 성과를 바탕으로 블랙스톤은 힐튼 호텔의 신규상장을 결정했다. 2013년 12월 11일 23억 달러의 자본 증자와 함께 주당 20달러로 상장되면서 호텔의 가치는 200억 달러가 되었다. 140억 달러의 순 부채까지 포함하면, 기업 가치는 약 340억 달러에 달한다. 블랙스톤은 인수 6년 만에 약 100억 달러의 수익을 낼 수 있는 상황을 맞았다(ibid: 10).

블랙스톤이 바로 지분을 다 팔지는 않았다. IPO 당시 지분의 76%를 소유하고 있었고, 나누어 매도하면서 2015년에 45%로, 2016년에 40%로, 2017년에 5%로 줄었고, 2018년에 잔여분 전량을 매도했다. 자본이득 총계가 140억 달러로 알려져 있다. 2007년 지분투자의 3배에 달한다.[158] 블

랙스톤의 힐튼 호텔 투자는 가장 성공적인 사모펀드 LBO 사례 중 하나로 남게 되었다.

3. 클리어 채널(Clear Channel)

미국에서 가장 큰 라디오 방송통신사였던 Clear Channel의 이사진은 2006년 11월 16일 사모펀드 전문 자산운용사 Bain Capital과 Thomas H. Lee 컨소시엄에게 지분 가치 187억 달러에 회사를 넘기기로 합의했다고 발표한다. 여기에 넘겨받아야 할 기존 부채 약 80억 달러가 더해져 총 거래 규모는 267억 달러였다. 당시 기준으로는 역대 4번째 큰 사모펀드 기업 인수 계약이었다고 한다.[159] 그런데 이 거래는 훗날 그 규모가 아닌 인수 과정 중에 발생한 여러 잡음으로 유명한 사례로 기록되었다. 일부 주주들의 인수 가격 불만에 따른 반대, 대출을 약속했던 은행 연합의 대출 거부, 법정 소송 등 최종 협상과 거래 완료까지 험난한 길을 가야 했다.

Clear Channel은 1972년 로우리 메이스(Lowry Mays)가 텍사스주 San Antonio에서 라디오 방송국을 설립하면서 시작했다. 1984년에 상장하면서, 설립자 가족은 지분 7.8%를 소유하며 경영도 함께 맡아 왔다. 이 미디어 기업은 계속해서 사세를 확장하면서 2004년에는 49개 주에 1200개가 넘는 라디오 방송국과 36개 TV 방송국, 그리고 77만 개의 옥외 광고판을 소유하고, 105개의 공연장을 가지고 연 7천만 명의 관객을 유치하는 종합미디어가 된다. 연 매출 90억 달러, 시가총액 290억 달러의 기업이었다. 사업의 확장세가 절정을 치닫던 2000년에는 주당 가치가 95달러까지

158) The Strategy Story, “Blackstone and Hilton Hotels: The Beauty of LBOs”, 2021/04/10. https://thestrategystory.com/2021/04/10/blackstone-hilton-lbo/
159) Los Angeles Times, 2006/11/17, “Clear Channel to be sold for $18.7 billion”. https://www.latimes.com/archives/la-xpm-2006-nov-17-fi-clear17-story.html

올라갔으나, 이후 성장성의 한계가 증권가에 회자되면서 2004년에는 32달러 정도에 거래되었다. 상장 이후 20년 동안 시가총액이 71배까지 올랐다. 같은 기간 S&P500는 6배 올랐다고 하니까 상대적으로 10배 이상 더 높은 성장을 한 것이다.[160]

아마도 창립자 가족은 인터넷을 기반으로 한 새로운 미디어가 기존 방식의 매체들을 내리막길로 걷게 할 거라는 것을 알았던 것 같다. 계속해서 다른 지방 방송국들을 흡수하며 덩치를 키우다가 2006년 10월에 갑자기 TV, 라디오, 옥외 광고 부문을 분할 매각하려는 계획을 발표한다. 처음에는 별다른 내용 없이 "기업의 미래 방향"을 고려하고 있다는 언급만 공개적으로 밝힌 후 11월에는 42개 TV 방송국 전체와 비주류 라디오 방송국 40%를 떼어서 매각하고, 주요 라디오 방송국과 옥외 광고는 사모펀드 컨소시엄에 넘기겠다는 발표를 한다(Alexander & Owers).

그러나 매각 절차가 순조롭게 진행되지 못했다. 주당 37.6 달러 총 187억 달러에 지분을 넘기기로 한 이사회의 결정을 주요 주주들이 반대하고 나섰다. 지분 11%로 가장 많은 회사 지분을 보유하고 있던 뮤추얼펀드 기업 Fidelity Management & Research가 그중 하나였다. 거래는 주주 2/3 이상의 동의를 얻어야 성사될 수 있었는데, 가장 큰 주주가 반대하면 성공하기 어려웠다.[161] 주주들의 반대에 부딪히자 사모펀드 기관들은 주당 가치를 39달러로 올렸다. 하지만 주주들은 여전히 받아들이지 않았다. 이후 다시 39.2달러로 제안을 상향했으나 이마저도 주주들을 설득하지 못했다.[162]

2007년 초반에 이런 밀고 당기기가 이어지는 가운데 뜻밖의 상황이 발

---

160) Forbes, 2004/10/18, "Gee, Thanks Dad". https://www.forbes.com/forbes/2004/1018/106.html?sh=61d9a3a4496b

161) Variety, 2007/01/29, "Clear Channel shareholder against deal". https://variety.com/2007/biz/news/clear-channel-shareholder-against-deal-1117958285/

162) The New York Times, 2007/05/04, "Clear Channel Board Rejects Sweetened Offer From Bidder". https://www.nytimes.com/2007/05/04/business/media/04clear.html

생했다. 2008년 금융위기의 시작을 알리는 여러 불안한 징후들이 터지기 시작했다. 그러면서 주요 주주들의 의견과 자문회사들의 권고가 달라졌다. 9월에 열린 주주총회에서 주당 39.2 달러, 총액 약 200억 달러에 매각하는 안건이 승인되었다.[163]

이로써 모든 게 다 해결되었다고 생각했지만, 또 다른 복병이 나타났다. 이번에는 회사채 매입 방식으로 대출을 해 주기로 했던 은행 연합이 원래 조건으로 대출을 해 줄 수 없다고 태도를 바꿨다. 여기에는 Citigroup, Morgan Stanley, Dewtsche Bank, Credit Suisse, Royal Bank of Scotland, Wachovia가 포함되어 있었다. 금융시장 상황이 1년 전과 확연하게 달라졌기 때문에, 거래가 성사되는 순간 자신들이 보유한 채권은 바로 15% 이상 가치하락을 겪게 된다는 것을 그들은 알고 있었다. 은행 연합은 채권의 하한가격 보장과 거래 성사 후 가까운 시일에 회사 자산 일부를 매각해 부채를 상환하는 내용을 계약 조건에 추가하자는 요구를 하고 있었다. 사모펀드 컨소시엄은 인수가 무산되면 6억 달러의 해지 수수료를 물어야 할 수도 있어 진퇴양난이었다.[164]

사모펀드와 Clear Channel은 은행 연합과 협상을 계속 진행했지만, 원하는 결과를 얻지 못하자 텍사스 법원에 소송을 제기했다. 확정은 아니지만, 법원이 거래에서 손을 떼지 못하도록 은행 연합에 명령하는 등 소송이 유리한 방향으로 진행되면서, 은행들과의 협상을 끝낼 수 있었다. 최종안에서는 주당 가치도 내려갔다. 앞에서 언급했듯이, 처음에 37.6 달러 제안이 주주들의 반대로 39.2달러로 올라갔지만, 최종안에서는 첫 제안보다 낮은 36달러에 합의되었다. 총액도 187억 달러에서 195억 달러로 올랐다가 첫 제안보다 낮은 179억 달러가 되었다.[165] 주주들의 최종 승인은 2008년

163) Reuters, 2007/09/25, “Clear Channel shareholders approve buyout”. https://www.reuters.com/article/us-clearchannel-idUKN2537315420070925
164) The Wall Street Journal, 2008/03/26, “Major Buyout Deal Is Close to Collapse”. https://www.wsj.com/articles/SB120647527104363151
165) Business News, 2008/05/14, “Clear Channel, lenders resolve buyout dispute”.

7월에 이루어졌다. 거의 2년 동안 거래가 진행되면서 달라진 금융·자산시장 상황으로 인해 결국 주주들도 손해를 보게 되었다.

우여곡절 끝에 매각은 완수되었지만, 늘어난 부채는 훗날 이 회사가 챕터11 파산보호신청으로 가게 되는 복선이 되었다. 매각 후 이 미디어 그룹은 iHeartMedia라고 개명했는데, 2018년 3월에 옥외 광고 부문을 제외한 그룹 전체가 텍사스 법원에 파산보호신청을 내기로 채권단과 합의했다고 발표한다. 회사가 적자로 돌아선 것은 아니지만, 새로운 형태의 여러 매체와의 경쟁에서 뒤처지며 정체에 빠졌는데, 200억 달러가 넘는 부채를 계속 부담하기가 어렵다고 판단한 것이다. 회사 측에서는 선순위 채권단에게 지분 94%를 넘기고 나머지는 후순위 채권단에게 넘기기는 안을 제시했는데, 큰 원칙에선 합의가 되었지만, 세부적인 조율을 위해 법원에 가게 되었다고 발표했다.[166]

이후 기업회생 절차에서 부채를 100억 달러 감경되었고, 미디어 부문과 옥외 광고 부문을 완전히 분리해 개별적으로 상장한다는 계획이 법원에서 승인되었다. 부채-지분 스왑을 통해 재무구조를 건전하게 구조조정한 것이다. 실제로 iHeartMedia는 바로 미국 증권위원회에 상장신청을 냈다.[167] 2019년 7월에 신규상장이 아니라 나스닥에 직접 상장방식으로 변경되어 거래되었다.[168]

---

https://www.nbcnews.com/id/wbna24613060#.XqJKLtNKhp8

166) Wall Street Journal, 2018/03/15, "iHeartMedia Files for Bankruptcy, Reaches Restructuring Agreement in Principle".
http://distressinvesting.com/Distress2022/Day_1_files/iHeartMedia%20Files%20for%20Bankruptcy,%20Reaches%20Restructuring%20Agreement%20in%20Principle%20-%20WSJ.pdf

167) Financier Worldwide Magazine, 2019/01, "Bankruptcy and Restructuring".
https://www.financierworldwide.com/iheartmedia-files-for-ipo#.Y2PX8nZBxhE

168) Variety, 2019/07/18, "iHeartMedia Stock Drops in NASDAQ Debut".
https://variety.com/2019/music/news/iheartmedia-stock-drops-nasdaq-debut-1203271620/

4. 알제이알 나비스코(RJR Nabisco Inc.)

세계 최대 사모펀드 전문 자산운용사인 Kohlberg Kravis Roberts & Co.(KKR)이 주도한 1989년의 RJR Nabisco 인수는 제1차 사모펀드 LBO 물결의 최정점이었다. 좋은 의미든 나쁜 의미든, 이후 업계의 "전설"로 남아 두고두고 회자되는 사례로 남았다. 관련 내용이 책으로 출판되고, "Barbarians at the Gate"라는 제목의 영화로도 만들어졌다. 거래가치는 당시 액수로 310억 달러인데, 인플레이션을 고려해 현재 가격으로 환산하면 550억 달러로 역사상 최대의 사모펀드 LBO로 남아 있다.[169)]

이 정도라면 우리나라에도 꽤 알려졌을 텐데, 기업 이름은 생소할 것이다. RJR Nabisco는 1985년 식품업체 Nabisco와 담배회사 R.J. Reynolds Tobacco Company(RJR)가 합병하면서 만들어졌는데, 우리나라에서도 꽤 인기 있는 오레오(Oreo) 쿠키와 리츠(Ritz) 크래커, 카멜(Camel), 켄트(Kent) 담배가 이 회사 제품들이다. 역사적인 LBO 성사는 그 전사인 이 두 업체의 합병에서 시작된다. 아래에 제시된 설명은 대부분 이를 잘 정리한 한 자료에 바탕을 두고 있다(Beattie, 2022).

두 기업 모두 기원부터 따지면 100년이 넘은 회사들이었다. 1980년대 들어 담배에 관련된 유해성이 많이 홍보되고, 금연 캠페인과 대규모 법률 소송까지 펼쳐지자 담배가 주업종인 RJR은 위기의식을 느끼기 시작했다. 당시 CEO였던 윌슨(Tylee Wilson)은 타개책으로 식품회사와의 합병을 모색한다. 대상으로 떠오른 나비스코와의 "밀당" 협상 끝에 1985년 봄에 우호적인 합병이 성사되었다.

안정적인 수익 흐름을 유지하고 있는 나비스코는 좋은 선택이었으나, 문제는 CEO 존슨(Ross Johnson)이었다. 그는 매우 탐욕적인 인물로 훗날

---

169) Investopia, "10 Most Famous Leveraged Buyouts", 2022/09/30. https://www.investopedia.com/articles/markets/111015/10-most-famous-leveraged-buyouts.asp

영화로 나온 Barbarian at the Gate의 제목이 가진 의미에 걸맞은 사람이었다. 나비스코의 경영자로 있을 때도 셀프 연봉 인상과 함께 각종 수행비용을 높인 것으로 유명했다. 합병 후 윌슨이 회장, 존슨이 부회장을 맡았는데, 이사회를 움직여 1년도 안 되어 윌슨을 내쫓고 회장이 된다. 그는 법인 비용으로 30개 가까운 골프클럽 회원권을 구입하고, 자가 비행기 10대를 사들였으며, 자신의 연봉을 그 당시에는 엄청난 수준이었던 170만 달러로 높인다.[170)]

자신만의 왕국을 천년만년 누릴 것 같았지만, 곧 뜻밖의 상황이 찾아왔다. 1987년 10월 19일 이른바 "블랙 먼데이"로 알려진 증시 붕괴가 터졌다. 그 여파로 RJR Nabisco의 주가도 70달러에서 40달러로 내려앉았다. 전반적인 재무 상태가 악화되면서 사치스러운 그의 생활도 채권 은행들의 감사 대상이 되자, 존슨은 자문회사의 권고를 듣고 80년대 유행한 사모펀드 LBO로 출구를 모색하며 KKR과 대화에 들어간다. 그러나 KKR이 얘기하는 사모펀드 LBO의 장점은 그가 원하는 반대 방향이었다. 방만한 경영을 억제해 기업 가치를 높이는 걸 내세우는데, 존슨이 좋아할 리 없었다. 그럼에도 불구하고, 배당을 높여 주주가치를 높인다는 말에 솔깃한 그는 고민 끝에 사모펀드 LBO를 추진하기로 결정한다.

KKR은 존슨이 자신들과 곧바로 협상에 들어갈 거라 기대했지만, 그는 훨씬 더 교활했다. 투자은행 및 중개업 전문 Shearson Lehman Hutton을 끌어들여 가격 올리기 전략을 펼쳤다. 그가 내건 조건은 모두를 놀라게 했다. 주식 20%를 경영진 몫으로 무상 제공하고 주당 75달러 176억 달러의 지분 가치 보상이었다. RJR Nabisco 이사회도 느닷없는 LBO 발표에 반대 의사를 표명했다. 이에 KKR은 존슨을 제외하는 전략을 택했다. 이사회에 주당 90달러를 제시했다. 존슨은 다시 경영자 기업 인수, 즉 MBO를 결정하고 주당 92달러를 제시했다. 호가 올리기 싸움이 계속됐다. KKR이

170) 참고문헌의 제목에 들어가 있는 kleptocracy는 권력자가 부를 독점하는 "도둑 정치" 체제를 의미하는데, 존슨을 빗댄 것이다.

주당 94달러로 올리자, 존슨은 101달러로 대응했고, 다시 KKR은 109달러로 올렸다. 존슨이 마지막으로 112달러를 불렀지만, 이사회는 이보다 3달러 낮은 KKR을 선택했다. 지분 가치 250억 달러, 부채포함 310억 달러 거래였다. 존슨은 KKR에 의해 해고되었지만, 3천만 달러라는 거액의 퇴직금을 받았다.

RJR Nabisco 이사회가 3달러 낮은 가격을 선택한 이유는 선뜻 이해가 가진 않지만, 이유는 있었다. 존슨이 이사회에 미운털이 박혀서인 것도 있었지만 KKR이 몇 가지 우호적인 조건을 계약에 명시했다(Michel & Shaked, 1991:25-6). 이사회는 회사를 최대한 온전히 유지하는 것을 원했는데, KKR은 50~60억 달러 이하의 자산매각 약속을 계약에 넣었다. 존슨 측은 식품 부문 전체를 처분할 계획이었다고 한다. 기존 주주들의 인수 참여 가능 지분도 존슨 측보다 많은 25%를 제시했다. 노동자들에게도 정리해고 시 보상을 약속했다.

하지만 인수 경쟁으로 인한 거래가치 상승은 결국 이후 250억 달러라는 부채 부담으로 남았다. 한 논문에 따르면(Mohan & Chen, 1990), 부채 중 일부는 지분 25%를 담보한 전환사채였는데, 14.7%로 시작한 변동금리 이자율을 계산하면 인수 4년 후 지분 25%의 가치가 약 127억 달러로 상승해야 감당할 수 있는 수준이었다고 한다. KKR의 미래 가치 예측은 빗나갔고, 회사는 고용을 축소하고, 기업 부문을 분할 매각하는 길을 갈 수밖에 없었다. 국제 담배 부문은 일본에 팔렸고, 미국 내에서는 담배와 식품이 분리되었다. 2000년 필립 모리스가 Nabisco를 149억 달러에 매수해 Kraft에 합병시켰다.

5. 퍼스트 데이터(First Data Corp.)

마지막 사례인 신용카드 전산망 업체 First Data의 사모펀드 LBO 주체도 KKR이었다. 2007년 KKR이 주도해 이 기업을 290억 달러에 인수한

다. 2008년 금융위기 직전에 이루어진 다른 LBO와 마찬가지로 First Data도 위기를 겪었다. 어렵게 위기를 견뎌내고, KKR은 2019년 First Data를 다른 금융 네트워크 사업체인 Fiserv에 매각한다. 조건은 First Data 1주를 Fiserv 0.303주로 교환하는 것이었는데, 이는 First Data 보통주 과거 5년 동안의 주가 가중 평균치에 29% 프리미엄을 더한 수준이었다. 총 지분 가치는 220억 달러였다.[171)]

First Data는 1971년 설립된 이후 비자카드와 마스터카드에 데이터 처리 서비스를 제공하면서 미국에서 주요 신용카드 분야 금융서비스 기업으로 자리 잡았다. 1980년 American Express가 First Data를 인수한 이후부터 최근까지 숱하게 많은 인수합병 과정을 겪어 왔다. KKR의 2007년 LBO도 그 과정 속의 한 국면이라고 볼 수 있다. 1992년 아메리칸 익스프레스는 First Data를 분리해 상장시킨다. 1995년에는 금융 정보처리 업체 First Financial Management Corp.(FFMC)와 합병한다. 이름은 First Data로 유지되었고, FFMC와 이미 합친 또 다른 결제 정보처리 업체 Western Union과도 통합되었다. 1998년까지는 미국 내에서만 사업을 펼치다가, 이후 영국, 호주, 멕시코, 캐나다로 사업을 확장했다. 2000년대 들어와서는 PaySys International, VisionPLUS Payment Software System, Concord EFS, GovOne, Paymap, Taxware 등 여러 금융 IT 기업들을 인수합병 하였다.[172)]

이러한 연속적인 인수합병의 결과, First Data는 미국뿐만 아니라 세계에서 가장 큰 카드결제와 ATM 사업체가 되었다(Kumar, 2019). 100개국 이상에서 영업을 펼치고 있으며, 4천여 개 기관 고객을 확보하고 그와 연

---

171) Lewis, A. 2019/01/16, With $22B fintech merger, KKR avoids another disastrous pre-crisis mega-deal, *PitchBook News & Analysis*.
https://pitchbook.com/news/articles/with-22b-fintech-merger-kkr-avoids-another-disastrous-pre-crisis-mega-deal

172) Companies History.com, First Data, https://www.companieshistory.com/first-data/

결된 6백만 개 이상 사업장에 서비스를 망을 제공하고 있다. 전자 결제, 신용카드 발행 대행, 체크카드, 선불카드, ATM 등 관련 사업을 총망라하고 있다. 2017년 기준 930억 회의 결제 서비스를 기록했고, 미국 내에서 2조 1천억 달러 규모의 거래를 처리했다. 금융 IT 분야에서도 글로벌 비즈니스 솔루션, 글로벌 금융 솔루션, 네트워크 보안 솔루션 등 관련 사업 영역 전체를 커버하고 있다.

KKR도 이러한 금융 IT의 성장성을 보고 인수를 추진했는데, First Data가 2007년 4월 주당 34달러에 지분을 매각하는 데 동의한다. 이 가격은 발표 직전 주가의 26%로 지분 가치 총액은 264억 달러였다. 이전 30거래일 평균 주가의 약 34% 프리미엄이 더해진 수준이었는데, First Data의 2007년 추정 순익의 27배, EBITDA의 14배 정도였다. 기존 부채를 더하면 290억 달러의 거래였다. 부채 제공을 약속한 은행 연합에는 Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch 등 주요 은행이 거의 다 포함되어 있었다.[173)]

인수 자금 중 240억 달러가 부채로 조달되었다(Kumar, 2019). 거래가 완성된 직후 시작된 신용경색과 이후 터진 금융위기는 자기자본의 다섯 배에 달하는 부채를 짊어진 First Data에게 큰 부담으로 다가올 수밖에 없었다. 2012년에 이 회사 재무제표상 부채는 220억 달러였는데, 이는 연 매출의 2배에 달하는 수준이었다. 이윤은 인수 후 더 안 좋아졌다. 인수 직전인 2006년에는 15억 달러 흑자였지만, 금융위기 여파로 2008년과 2009년 각각 38억 달러, 11억 달러의 적자를 기록했다. 인수 후 감원과 비용 절감 노력을 통해 운영비용을 연 5천만 달러 줄였지만, 손실을 피할 수 없었다. 이러한 위기상황이 전개되자, KKR의 헨리 크레비스(Henry Kravis)가 이사회에 직접 참여해 회사운영에 간여하게 된다. 본사를 덴버(Denver)에서 애틀랜타(Atlanta)로 옮기고, 추가감원을 단행한다.

---

173) Reuters, 2007/04/02, First Data agrees to be sold to KKR.
https://www.reuters.com/article/us-firstdata-kkr-idUSN0238467320070402

시간이 지나고 금융위기 상황이 조금 호전되면서 2010년에는 흑자로 전환한다. 그렇지만 악화된 재무구조를 그대로 놔둘 순 없었다. 2014년 First Data는 35억 달러의 사모 주식을 발행한다. KKR이 12억 달러로 추가 자본을 댔고, 나머지는 헤지펀드, 무추얼펀드, 기타 금융기관들의 참여로 해결했다. 이 돈은 부채를 갚는 데 쓰였다. 그를 통해 연간 3억 7,500만 달러를 아낄 수 있다고 회사는 발표했다.[174)]

이런 과정을 통해 위기를 가까스로 넘긴 First Data는 앞에서 언급한 것처럼 2019년 3월 동종업계 Fiserv에 주식 맞교환 형태로 합병하기로 합의된다. 합병 후 Fiserv 주주들이 57.5%, First Data 주주들이 나머지 42.5%를 소유하게 되었다. 사실 사업 규모 면에서 Fiserv가 더 작은 기업이었다. 연 매출이 55억 달러 정도였는데, First Data는 연 매출 86억 달러 수준이었다. KKR의 지분은 39%에서 인수 후 16%로 줄었지만, 계속 이사회에 참여하기로 합의되었다. 금융계에서는 KKR이 앞에서 사례로 들었던 TXU 이후 또 한 번 LBO 실패를 겪게 되지 않을까 우려하는 목소리가 컸는데, 합병은 나름 선방이었다고 평가했다.[175)]

---

174) Dow Jones Business News (through KKRMarketAxess), 2014/06/19, KKR Pumps $1.2 Billion Into Fisrt Data.
https://investor.marketaxess.com/news-releases/news-release-details/kkr-pumps-12-billion-first-data/

175) Financier Worldwide Magazine, 2019/03, Fiserv pays $22bn to acquire PE-backed First Data Corp.
https://www.financierworldwide.com/fiserv-pays-22bn-to-acquire-pe-backed-first-data-corp#.Y2jHR3ZBxhE

◈ **집필진**

- **김성혁** (민주노동연구원 원장)
- **이한진** (민주노동연구원 연구위원)
- **박형준** (전환사회연구소 소장)
- **장석우** (민주노총 법률원 변호사)

전국민주노동조합총연맹 부설
민주노동연구원

- **발 행 일** | 2022년 12월 30일
- **펴 낸 곳** | 전국민주노동조합총연맹 부설 민주노동연구원
  04518 서울특별시 중구 정동길 3 경향신문사 13층
  전화 (02)2670-9291 / 팩스 (02)2670-9299
- **홈페이지** | http://kctuli.kctu.org
- **블 로 그** | http://blog.naver.com/kctuli