

사모펀드에 의한 주식(포트폴리오)의 유동화

박 환 일 (경희대 법대 교수)

차 례

1. 사모펀드의 개념
2. 사모펀드의 유형
3. 사모펀드의 유동화
4. 사모펀드의 유동화 시 고려할 사항

IMF 위기 이후 우리나라의 금융산업이 재편되면서 뉴브리지 캐피탈, 칼라일, 론스타 등 외국계 사모펀드가 제일·외환·한미 등 3개 은행의 경영권을 속속 인수하였다. 이에 따라 사모펀드란 무엇인가, 국내 자본시장에도 외국계 사모펀드에 필적하는 토종 사모펀드를 만들어 은행을 비롯한 우수기업을 인수하여 국내 경제를 활성화하고 투자자들도 많은 수익을 올리면 좋지 않겠는가 하는 논의가 활발하다.

본고에서는 사모펀드를 이용하고 확대하는 한 가지 방안으로 자산유동화(ABS)를 소개하고자 한다. 이는 자산유동화의 기법이 사모펀드의 유가증권 포트폴리오까지도 유동화하는 수준으로 발달하였다는 것과 사모펀드의 규모를 확장할 수 있는 유력한 방법이 된다는 것을 보여주고 있다. 이하 세계적인 신용평가회사인 Fitch Ratings의 보고서 “사모펀드 CFO¹⁾의 공개”(Going Public with Private Equity CFOs, 2002.11.13)를 토대로 사모펀드의 개념과 유형, 자산유동화에 따른 이점과 위험요소에 대하여 알아보기로 한다.

1. 사모펀드의 개념

사모펀드(private equity fund)란 주식 등 유가증권에 투자하여 수익을 올리는 것을 목적으로 설립된 투자조합²⁾을 말한다. 투자대상은 대부분 비공개 법인(private

1) 사모펀드를 유동화하는 경우 그 대상은 자본과 부채의 집합(pool)인 펀드이므로 CEO(collateralized equity obligation), CDO(collateralized debt obligation)라고 일컫는다. 본고에서는 말 그대로 펀드를 담보로 한 유동화증권이라는 의미에서 CFO(collateralized fund obligation)라고 부르기로 한다.

2) 현재 우리나라의 투자조합에는 중소기업창업 투자조합, 신기술사업 투자조합, 엔젤(개인) 투자조합이 있다. 투자조합은 2인 이상의 조합원들이 상호출자하여 공동사업을 경영할 목적으로 계약에 의하여 설립되며 상법상의 회사와는 달리 법인격이 없으므로 조합이 취득한 권리, 의무는 조합원들에게 직접 귀속된다. 투자조합을 둘러싼 법률관계는 민법 제703조 이하 조합에 관한 규정이 적용되는데 조합원

company)의 보통주와 우선주, 후순위채, 전환사채, 신주인수권(warrants) 등이다. 따라서 사모펀드는 투자목표를 달성하기 위하여 투자기업(portfolio company)의 경영에도 상당한 영향력을 행사하고 있다.

사모펀드는 일정한 유가증권에 대하여 투자자들이 최소한의 금액을 장기간 투자할 것을 요한다. 투자자들은 100인 미만의 공인된 투자자(credited investors)로 제한되는데 거액의 자산가(high net-worth individuals), 보험회사, 연기금, 대기업 등으로 구성된다.

현재 우리나라에서 외국계 사모펀드에 대한 대항마로서 거론되고 있는 토종 사모펀드는 일반공모 펀드에 대한 규제(동일 종목에 신탁재산의 10% 이상 투자할 수 없음)가 크게 완화(동 50%)된다. 아직은 기업인수용으로만 허용되고 있는데, 적대적 M&A에 대항하기 위한 자사주 취득용 사모펀드와 일반투자 목적 또는 특정 기업의 M&A 목적용 사모펀드로 구분된다.³⁾

일반적으로 사모펀드는 투자조합(limited partnership)의 형태로 설립되며 무한책임을 지는 업무집행조합원(general partner: 펀드매니저)이 투자운용에 대한 책임을 진다. 사모펀드를 구성할 때에는 펀드를 운용하는 업무집행조합원이 수익을 극대화하기 위한 투자전략을 수립하고, 여기에 투자를 하는 일반조합원(limited partner)들과 권리·의무, 특히 투자기간과 펀드매니저에 대한 보수 약정을 체결하게 된다. 일반적으로 펀드매니저에 대한 보수는 순자산가치(net asset value: NAV)에 따른 수수료와 수익의 일정 비율(carried interest)을 지급하는 것으로 구성된다. 펀드가 투자자들에게 투자할 것을 요구하는 것을 ‘캐피털 콜’(capital call 또는 drawdown, takedown)이라고 하는데 약정한 기간 동안에는 언제든지 시행할 수 있으나 당초 투자자들과 약정한 금액 이상은 요구할 수 없다. 미국에서 사모펀드의 법정 만기는 10년이다. 즉 어느 펀드든지 10년이 지나면 해산하고 투자자들에게 현금이나 현물로 분배하여야 한다. 만일 청산이 전부 이루어지지 못하면 만기는 2년 연장될 수 있다.

미국에서 사모펀드의 수익률은 공개법인의 유가증권을 대상으로 한 일반 펀드보다 실적이 더 좋은 것으로 나타났다.⁴⁾ 펀드에의 투자는 자본유입, 리파이닝, 파산신청 등 제3자 사건(third-party event)이 있을 때 가치가 오르거나 떨어지게 된다. 펀드로

들간의 특약으로 달리 규정할 수 있다.

3) 정부는 사모펀드의 용도에 주목하여 「간접투자자산운용업법」(“간투법”) 개정안을 마련하고 기업인수·합병(M&A), 경영권 참여, 사회간접자본(SOC) 시설투자 등을 위한 모든 유가증권의 취득을 허용하기로 했다. 다만, 대기업집단이 지배하는 사모펀드에 대해서는 계열사 주식의 취득을 금지하고 다른 회사를 계열사로 편입하는 경우 5년 이내에 매각하는 것을 의무화했다. 이와 함께 은행에 대한 대기업집단 펀드의 투자비율이 4%를 초과해도 10%까지는 ‘비금융주력사(산업자본)’로 간주하지 않기로 함으로써 산업자본의 은행 지분 4% 이상 소유가 사실상 허용된다. 연합뉴스 2004.5.6 보도.

4) 사모펀드의 수익률이 비교적 높다는 것은 그만큼 투자위험도 크다는 것을 의미한다. 따라서 대부분의 사모펀드는 위험관리기법이 고도로 발달해 있으며 거액의 투자에 실패하는 일(black holes, blow-ups)도 드문 편이다.

부터의 탈퇴(exit)는 현금화(cash realization)라고도 하며, 합병, 매매, 신규상장(IPO)을 통해 이루어진다. 그 결과 순자산가치의 변동은 항상 의미있는 것이 아니다.

순자산가치가 믿을 만한 기준이 못되기 때문에 사모펀드는 내부수익률법(IRR)을 사용하여 현금 베이스로 실적을 평가하게 된다. IRR은 현금흐름의 순현재가치(NPV)를 영으로 하는 할인율이다. IRR은 연간 기준으로 기간에 비중을 두고 투자가 종료될 때까지의 현금 수익을 측정하는 것이다. 이 과정이 여러 해가 걸리게 마련이므로 초기의 투자자들에 대한 배당을 고려한다면 IRR은 처음에는 마이너스를 보이다가 차츰 증가하게 되므로 전형적인 “J”커브를 그리게 된다.

2. 사모펀드의 유형

가. 사모펀드의 투자대상

사모펀드에 투자하는 것은 모험기업에 대한 투자(venture capital), 기업인수(leveraged buy-out: LBO) 목적의 투자, 후순위의 자금조달인 메자닌 금융,⁵⁾ 다른 펀드 지분의 매입(secondary purchases), 부동산투자, 직접투자(direct investment) 등 여러 형태가 있다.

(1) 벤처 캐피털

상당한 투자위험을 안고 있는 첨단산업 분야에서 새로 창업하는 회사에 투자하는 것을 말한다. 벤처 캐피털 회사는 자본유입이 얼마나 순조롭게 이루어지느냐에 따라 그 가치가 결정된다. 투자기업을 처음으로 공개(IPO)할 때 투자금을 회수할 수 있다. 그러므로 기업공개가 성공적으로 이루어지면 매우 극적인 투자수익을 올릴 수 있다.

벤처 캐피털은 연구개발과 상품화에 자금이 소요되는 사업 초기단계, 제품을 시장에 선보이고 제조·판매를 본격화하는 본격생산단계, 생산과 매출을 증대하기 위하여 추가투자를 필요로 하는 확장단계로 나누어 투자가 이루어진다.

(2) LBO 투자

기업의 경영권을 장악하여 자산과 운영에 상당한 영향력을 미칠 수 있도록 (buy-out) 일정 종류의 유가증권을 집중적으로 매입하는 투자를 말한다. 통상 현 경영진이 주도하는 기업인수(management buy-out: MBO)에 많이 참여하게 되는데, 어느 정도 성숙된 산업 분야에서 전략적으로 유망한 회사에 투자가 행해지고 있다.

5) 본래 메자닌(mezzanine)이란 층과 층 사이의 공간을 말한다. 여기서는 보통주와 채권의 중간에 있는 유가증권을 뜻하며 우선주, 후순위채(subordinated bond)가 이에 해당한다. 따라서 메자닌 금융은 이러한 유가증권 발행을 통하여 자금을 조달하는 것으로 투자자의 입장에서는 고정된 수입이 보장되는 장기성 투자이지만 열후적 지위에 따른 위험성을 수반하게 된다.

기업인수 목적의 투자는 당해 기업을 신속하게 공개하기 위하여 또는 전략적인 기업을 인수하기 위하여, 기업경영상의 시너지 효과를 올림으로써 기업전망을 개선할 목적으로, 경영난에 빠진 기업을 회생(turn-around)시키거나 기업가치를 올리기 위하여 추진하게 된다. LBO 투자는 자금조달이 그리 빈번하지 않으므로 벤처 캐피털 투자에 비해 가치의 변화가 적게 마련이다. 그리고 투자자들의 구성에 있어서도 벤처 캐피털에 비해 개인이나 개별기업의 참여가 많지 않다.

(3) 메자닌 금융

메자닌 금융이란 보통주에 비해서는 우선적으로 변제를 받지만 일반 채무에 비해서는 변제순위가 열후적인 투기적인 자금조달을 말한다. 따라서 LBO 펀드나 벤처 캐피털에 비해 매우 높은 현금지급(high cash coupon)을 약속하고, 보통주에 대한 신주인수권이나 추가적인 지급을 보장하는 형태로 투자를 유치하고 있다.

(4) 다른 펀드 지분의 매입

흔히 ‘세컨더리’(secondaries)라고도 하는데 기존 사모펀드의 지분을 매입하는 것을 말한다. 세컨더리를 매입하는 것은 기존 펀드의 수익률에 대하여 자신이 있을 때, 장부가격보다 싸게 매입할 수 있을 때, 잔존기간이 얼마 남지 않은 펀드에 투자함으로써 투자수익을 조속히 올리고자 할 때, 유능한 펀드매니저와 관계를 맺기를 원할 때 주로 행하여진다.

그러나 세컨더리의 매입이 용이치 않을 수도 있는데 기존 펀드의 투자자들로부터 동의를 얻어야 하거나, 기존 펀드에 관한 정보가 부족하거나 막대한 자금을 요하는 경우가 그러하다.

(5) 부동산투자

부동산에 투자하는 것은 사모펀드 사업의 일부로 행해지는 경우가 많으며 사무실 빌딩, 호텔, 위락시설, 상업시설, 주거용 건물에 투자하거나 자금을 빌려주는 형태로 이루어지고 있다. 경우에 따라서는 부동산운영회사에 투자하기도 한다.

부동산투자용 사모펀드는 전략적으로 이루어지며, 정기적인 현금수입과 함께 부동산 가격의 상승에 따른 초과수입을 기대할 수 있다.

(6) 직접 투자

사모펀드는 비상장 기업에 투자하여 수익을 올리기 위한 목적으로 행해진다. 흔히 투자자들이 펀드매니저에 대한 관리수수료 또는 이익의 분배를 줄이려 할 때 많이 이용된다.

직접 투자 과정에서 일반조합원들도 사업수완을 보일 수 있으므로 펀드매니저(업무 집행조합원)로서 자리매김을 할 수도 있으나 투자자들로서는 그만큼 많은 시간과 노력, 자원을 투입하지 않으면 안 된다.

나. 사모펀드의 투자와 이익분배 및 평가

일반적으로 사모펀드는 일반조합원들의 투자약속과, 펀드매니저에 의한 투자실행, 그리고 이익의 실현에 따른 이익분배라는 라이프 사이클을 갖고 움직인다. 초기단계에서 투자활동이 많이 이루어지며 조합원들이 투자약속을 이행함에 따라 포트폴리오의 가치가 증가하며, 펀드매니저가 투자분을 회수함으로써 일반조합원들에게 현금과 이익을 분배하게 된다.

일반조합원의 입장에서 투자의 이행, 이익분배의 시기를 전혀 예측할 수 없는 등 펀드의 투자절차는 상당한 불확실성을 내포한다. 투자자산을 평가하는 것은 상당한 비용을 수반하므로 포트폴리오의 가치를 산정하기란 쉽지 않다. 포트폴리오의 평가는 업무집행조합원의 책임인데, 제3자 사건 즉 새로운 자금유입이 있을 때에는 포트폴리오의 평가가 오르거나(mark-up) 내려가고(mark-down), 투자대상기업이 도산한 경우에는 당해 투자가치를 상각하게 된다. 회계감사를 할 때 펀드매니저의 평가방법을 점검하지만 평가결과를 심사하는 것은 아니다.

포트폴리오의 가치를 평가함에 있어서의 또 다른 불확실성은 실현된 이익과 미실현 이익의 세무처리가 다르다는 데 있다. 실현된 부분은 자산의 매각에 따른 수입이 매입가액을 초과하는 금액이므로 이익이 실현되면 세법상 수입으로 본다. 반면 미실현(紙上) 이익은 자산가치를 평가함에 있어 매입가액을 초과한 것으로 나타났다는 것이므로 과세대상은 아니다.

사모투자조합은 그것이 실제로 100% 투자되는 것은 아니다. 왜냐하면 투자기회가 생겼을 때 일반조합원들로부터 투자를 받지만 기존 투자분에 대하여 실현된 이익은 되돌려줘야 하기 때문이다. 그러므로 투자액을 극대화하고 일반조합원(limited partners)에 대한 지출을 최소화하려면 일반투자자로 하여금 초과투자약속(overcommitment)⁶⁾을 하게 해야 한다. 실제로는 적립금이 투자요청액(capital call)에 미치지 못할 경우 초과투자약속에 해당하는 금액을 차입(credit facility)하는 형태로 이루어진다. 이러한 장치가 없으면 일반조합원은 투자요청액을 투자할 수 있는 자금이 부족하게 되어 투자약속의 불이행에 따른 제재를 받을 수 있다.

3. 사모펀드의 유동화

가. 사모펀드의 펀드 개념

투자자들은 투자총액을 가지고 대상이 되는 사모펀드에 일반조합원으로서 투자

6) '초과투자약속'이란 투자자가 자신이 처분할 수 있는 이상의 금액을 투자하기로 약속한 것을 말한다. 이것은 투자자들에게 이미 분배한 것을 나중에 투자이행(drawdown)을 할 때 사용하기로 하면 된다.

(limited partnership investments)하는 방식으로 여러 가지 다양한 사모펀드에 투자를 할 수 있다. 이것을 ‘사모펀드의 펀드’(private equity funds of funds)라고 부른다. 이러한 사모펀드의 펀드는 구조상으로는 대상이 되는 펀드와 같은 사모펀드이며, 투자 의무나 수익의 실현을 거울처럼 그대로 반영하게 된다.

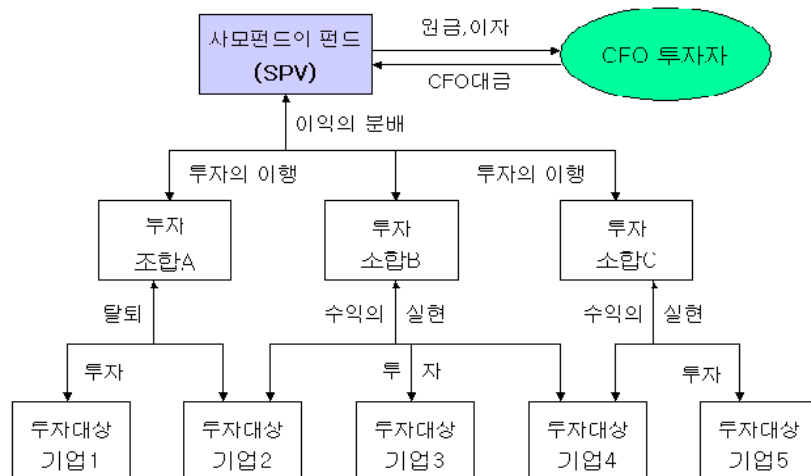
이러한 특징으로 인하여 사모펀드의 펀드는 다음과 같은 이점을 누릴 수 있다.

- 광범위한 투자조합으로의 분산을 통한 비용의 절감
- 의사결정의 중앙집중에 의한 펀드 관리효율의 개선
- 사모펀드의 펀드 업무집행조합원(펀드매니저)의 탁월한 업무능력 활용

그러나 펀드의 펀드 구조는 새로운 수수료를 지급해야 하므로 대부분의 사모펀드의 펀드는 미국에 거점을 두고 만기를 8~12년으로 하고 있다.

사모펀드의 유동회 메커니즘

→ 자금의 흐름



나. 사모펀드의 펀드의 이점

사모펀드의 펀드 투자자들은 단일 펀드에 투자하는 것에 비해 분산의 이익 (diversification benefits)을 얻을 수 있다. 펀드의 펀드는 대략 10개 내지 40개 펀드에 대한 투자자금을 전부 합친 것이기 때문이다. 그리함으로써 각양각색의 펀드매니저, 지리적 분포, 투자단계 및 업종, 투자시점에 따른 위험노출(risk exposure)을 널리 분산시킬 수 있다. 지리적으로 분산시킨다는 것은 특정지역, 국가의 위험이 현재화하더라도 그것으로 제한할 수 있다는 의미이다. 서로 다른 업종에 투자하는 것은 위험과 보상(risk-reward profiles)의 균형을 이룰 수 있게 해준다. 또 업종을 분산하면 불경기로 고전하는 산업에 대한 투자의 실패를 최소화할 수 있고, 투자기간을 분산하면

투자 사이클이 안 좋아 수익이 악화되는 것도 방지할 수 있다. 그러므로 사모펀드의 펀드 투자는 최소한의 투자기간을 2~3년으로 잡고 있다.

다. '사모펀드의 펀드' 유동화

자산유동화의 대상은 거의 제한이 없기 때문에 비교적 안정된 현금흐름이 발생하는 사모펀드도 고정금리채를 발행하는 방식으로 유동화할 수 있다. 이때 '사모펀드의 펀드' 운용자는 유동화전문기구(special purpose vehicle: SPV)를 설립하고 사모펀드를 담보로 하여 출자증권 또는 고정금리채를 발행할 수 있다. 앞에서 말한 것처럼 이것을 'CFO'라고 하는데, CFO 증권의 판매대금은 새로운 사모펀드의 포트폴리오를 매입하는 데 사용된다.

이와 같은 CFO 유동화를 통하여 사모펀드의 펀드 운용자는 투자자의 범위를 넓히고 자본의 증대를 꾀할 수 있다. CFO 유동화의 또 다른 이점은 기존 사모펀드의 포트폴리오를 SPV에 양도함으로써 대차대조표에서 이를 제거(off-balance sheet)하고 포트폴리오를 이상적으로 재편성할 수 있다는 것이다.

4. 사모펀드의 유동화 시 고려할 사항

사모펀드의 포트폴리오를 유동화하는 이점이 많더라도 다음과 같은 위험요소를 신중히 고려하여야 한다. 왜냐하면 파산으로부터의 절연(bankruptcy remote)을 위해 SPV를 만드는 것 이상으로 안정적인 현금흐름을 확보하는 것이 중요하기 때문이다.

- SPV의 원리금상환과 투자자에 대한 현금배당(cash distribution)의 미스매치에 따른 현금흐름의 관리(cash flow management)와 원리금 상환의 문제
- 투자기간의 장기화 및 투자효율의 개선 문제
- 투자대상인 포트폴리오의 유동성 결여 및 투자정보수집의 한계
- 벤치마킹 데이터의 정확성과 자산 풀의 잠재적 손실 가능성에 대한 측정의 어려움

가. 현금흐름의 관리 문제

다른 유동화자산의 현금흐름과는 달리 사모펀드의 펀드에 투자하는 것이나 이익의 분배를 받는 것은 일정하지 않고 그 금액도 들쭉날쭉이다. 그러나 CFO 유동화기구(SPВ)는 채권이자는 물론 관리수수료, 관리비용을 고정적으로 지급해야 한다. 이로 인한 채무이행과 현금수입간의 시간상의 불일치를 피하기 위해서는 몇 가지 방안(option)을 고려해볼 수 있다.

우선 이익배당을 받는 등 현금수입이 발생하기 전에는 채무이행을 연기하는 것이

다. 연기하는 것이 곤란하다면 각종 비용을 지급하기 위한 충당금(reserve account)을 쌓도록 한다. 아니면 금융기관 등 제3자로 하여금 필요한 유동성을 공급해주도록 계약을 맺는 방법도 있다.

그러나 이러한 방안은 비용부담이 따르므로 구조화(structuring)를 할 때 이자지급(coupon payment)식이 아닌 원금보장(principal protection)형 증권을 발행하면 좋을 것이다. 이 경우 투자자는 만기까지 초기투자액에 대한 일정한 명목가치와 최소한의 약정이자를 받기를 원할 것이다.

나. 자금의 효율적 사용

앞에서 설명한 바와 같이 사모펀드의 펀드 운용자는 사모펀드에의 투자액을 극대화하고 장기에 걸친 투자기간 동안의 현금관리의 부담을 줄이기 위하여 초과투자약정 전략을 구사할 것이다. 이에 따라 자금활용율(utilization rate)이 100%가 되지 않는다면 현금보유에 따른 기대수익의 저하로 상당한 부담을 안게 된다. 이렇게 되면 사모펀드 투자로 만족시켜야 하는 필요적 수익(required return)이 커질 수밖에 없다. 따라서 사모펀드 투자에 대한 할당(allocation)을 늘림으로써 현금지체 효과(cash drag effect)를 줄이도록 한다.

그밖에 초기의 이익배당을 가지고 새로운 펀드에 재투자하거나 다른 사모펀드의 지분(secondaries)을 매입하는 것도 고려해볼 수 있다. 투자대상에서 나오는 이익의 일부는 추가로 투자약정을 하거나 다른 사모펀드 지분을 매입함으로써 자산을 늘리는 것이 좋다. 이러한 새로운 투자가 충분한 수익을 올리게 된다면 전체 자본금에 대한 총수익률은 향상될 것이다. 그러나 새로운 투자약정이나 다른 펀드 지분을 매입하는 것이 기대에 못 미칠 수도 있음을 유의해야 한다.

다. 유동성 부족

대부분의 사모펀드 투자대상은 즉각 현금화하기 곤란하므로 사모펀드의 지분은 수입이 좋지 않을 때에는 크게 할인된 가격으로 거래되는 것이 보통이다. 그러므로 사모펀드에 대한 투자는 ‘장기보유’(buy-and-hold) 전략이 불가피한 바, 다른 구조화금융에서 볼 수 있는 구조화의 이점을 살릴 수 없는 것이 단점이다. 그 결과 자산이 변제해야 할 채무액에 미달하는 경우에는 펀드매니저가 과도한 담보(over-collateralization)를 요구하기도 한다.

라. 데이터의 벤치마킹 문제

투자대상 업종에 대한 객관적이고 공정한 정보가 충분치 못하다면 여기에 투자하였

을 때 투자자들이 얼마나 손실을 볼 수 있는지 예측하기가 힘들어진다. 특히 사모펀드 시장이 활성화되어 있지 않을 때에는 투자실적을 제대로 파악할 수 없으므로 개개의 펀드매니저나 제3자 응모(third-party subscription)에 관한 데이터베이스만 가지고 투자여부를 결정해야 한다.

사모펀드 운용자가 자발적으로 투자실적을 보고하기도 하지만, 업무집행조합원은 펀드의 실적이 나빠지면 보고를 중단할 수도 있다. 펀드의 시범적인 투자실적이 실제 결과를 왜곡시킬 수도 있다. 국제적으로 많이 참조되는 데이터베이스는 「벤처 이코노믹스」(Thomson Financial의 한 사업부문)인데 이미 청산된 펀드의 실적자료도 포함되어 있다.

무엇보다도 중요한 것은 펀드매니저의 실적을 비교할 만한 자료가 크게 부족하다는 점이다. 사모펀드는 1978년부터 있었지만 현재의 대부분의 펀드는 1997년과 2000년 사이에 조성된 것들이다. 따라서 소수의 펀드매니저말고는 투자 사이클의 모든 구간을 실제로 겪어보지 못했고 그에 관한 실적자료(track record)도 태부족한 실정이다.

그리고 사모펀드의 투자대상은 경기변동을 타게 마련이므로 올바른 투자결정을 위해서는 호황과 불황을 겪었던 모든 구간의 정보자료가 필요하다. 더욱이 사모펀드 투자실적은 그의 실현에 시간이 걸리므로 1990년대 말 이후의 벤처 캐피털 투자실적은 제대로 반영시켜야 할 것이다.

마. 리스크 관리대책

사모펀드의 수익률은 공개기업의 주식투자 수익률과 종종 비교가 된다. 사모펀드의 펀드를 유동화한 CFO 거래에 있어서 리스크 관리는 각각의 투자가 수익성에 대한 무제한의 가능성을 두고, 손실은 초기의 비용 정도에 그치게 하는 것을 목표로 한다. 그러나 비교적 소수의 펀드만이 성공적인 포트폴리오 투자수익을 올릴 뿐이며, 실제로 어느 정도나 수익을 기대할 수 있을지 여부는 투자선택 절차에 있어서 한 부분에 불과하다.

따라서 사모펀드의 펀드를 유동화할 경우 당해 CFO 증권에 대한 신용평가는 기초가 된 포트폴리오의 평가를 제3자에게 맡기는 등 상당히 보수적으로 하게 된다.⁷⁾ 유동화 대상인 포트폴리오가 매우 다양한 만큼 몬테 카를로 모의실험(Monte Carlo simulation)⁸⁾을 비롯한 고도의 분석기법을 적용하고 있다. 법적 측면에서도 어느 자산

7) 사모펀드의 CFO 증권에 대한 구체적인 신용평가 절차(rating process)에 관하여는 *supra* Note 1) Fitch Ratings, pp.6-10 참조.

8) 몬테 카를로 시뮬레이션이란 반도체 회로와 같은 첨단공학설계에 있어서 입력변수를 확률함수로 보아 난수를 발생시켜 적합한 값을 취하고 나머지 값을 버림으로써 가장 근사한 결과값을 얻는 방법을 말한다. CFO의 경우 대상이 되는 포트폴리오가 매우 복잡하고 실적도 불규칙이기 때문에 일정한 오차 범위에서 가장 만족스러운 결과 값을 얻으려면 이러한 분석기법이 효과적인 것으로 알려져 있다.

유동화 거래와 마찬가지로 파산으로부터의 절연상태(bankruptcy remoteness), 재무제표의 실질적 연결(substantive consolidation) 여부, 담보권의 우선순위, 각종 약정의 이행가능성 여부를 검토하여야 한다. 그리고 이에 추가하여 대상이 되는 개개 펀드의 업무집행조합원(펀드매니저)이 투자조합의 모든 권리·의무를 아무런 조건이나 부담 없이(unencumbered transfer) 유동화기구(SPV)에 양도하였다는 확인서를 제출하도록 하고 있다.

<출처: 한국경영법무연구소, 『경영법무』 N0.122 (2004. 6)>

[後記] 사모주식펀드의 문제

다음은 2004년 6월 25일 수안보파크호텔에서 열린 『2004년 한국상사법학회 하계 학술대회』에서 인천대 이준섭 교수가 발표한 논문 “간접투자에 대한 규제 통일성 확보 방안” 가운데 사모주식펀드와 관련된 내용(47~49면)을 간추린 것이다. 그러나 여기 소개된 간접투자자산운용업법 개정안(위의 각주 3) 참조)은 정부측 절차상의 흠결로 국회에 상정되지 못하였다.

(1) 간투법 개정안 상의 사모주식펀드

최근(2004. 5. 11) 정부는 간접투자자산운용업법상의 사모펀드 규제에 덧붙여 소위 사모주식펀드(PEF)에 관한 법적 규제의 근거를 신설하기 위해 동법 개정안을 마련하였다.

동 개정안에서는 간접투자기구의 개념 정의에 ‘투자전문회사’를 추가하고, 이 투자전문회사는 “주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권참여, 사업구조 또는 지배구조개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법상 합자회사인 간접투자기구를 말한다”고 함으로써 사모주식펀드의 회사 형태를 아예 정하고 있다. 또한 동법에 의하지 않고는 사모투자전문회사를 설립할 수 없으며(동법 제144조의2 7항), 그 상호 중에 ‘사모투자전문’이라는 문자를 사용하는 것도 그것이 아닌 자에 대해서는 유사한 명칭의 사용을 금함으로써 처음부터 법적 규제를 위해 탄생된 투자기구로 설정하고 있다.

이 개정안에서 사모주식펀드를 합자회사 형태로 못박은 이유는 주식회사 형태로 운영하게 되면 주주총회 등 복잡한 의사결정과정을 거쳐야 하므로 신속한 투자결정이 방해받지 않도록 하기 위한 것이라 한이다. 합자회사의 무한책임사원은 회사도 사모투자전문회사의 무한책임사원이 될 수 있다고 함으로써 상법 제173조의 적용을 배제하였다.

또한 이 개정안에서는 사모투자전문회사의 재산운용방법을 정해 놓고 있는데, 우선 다른 회사의 발행주식총수 또는 출자총액의 10% 이상을 투자하여야 하고, 투자대상회

사의 주요 경영사항에 대해 사실상 지배력 행사가 가능하도록 투자하여야 한다(동 개정안 제144조의5 1항). 뿐만 아니라, 사모투자전문회사의 투자재산은 6개월 이상 보유하여야 한다(동 개정안 제144조의6).

(2) 비판

이 개정안에서 사모투자전문회사를 합자회사 형태로만 취해지도록 정하는 것은 그 취지가 어떠한 사모투자펀드의 성질에 부합하지 않는다. 사적 결사의 형태를 민법상 조합, 특수한 조합이든 혹은 상법상의 익명조합이거나 다른 종류의 회사 형태이든 자유롭게 선택할 수 있도록 하는 것이 오히려 애당초의 도입취지에 맞게 사모투자전문회사의 활성화에 기여할 수 있을 것이다. ⇒ 본문에서 언급한 ‘사모펀드의 펀드’ 즉 CFO가 가능한 방법을 찾아야 한다.

다음으로 사모투자전문회사는 그 본질이 사무간접투자기구이므로 脫規制가 요체임에도 오히려 각종 규제를 신설한 것은 사적 자치에 입각한 다른 거래와의 형평이 문제될 수 있고 전체 법체계의 통일성 측면에서 바람직하지 않다. 법이 애매모호한 자산운용의 방식을 노골적으로 지정하는 것은 일반적인 법적 규율의 상식에서 벗어난 것이다.

문제는 사모투자전문회사의 필요성에 대해서도 전혀 동의할 수 없다는 점이다. 이미 법이 개념을 정의하고 있는 사모간접투자기구가 존재하고 그 법적 형태가 무엇이든지, 어떠한 투자물을 대상으로 투자하는지는 그 기구가 결정하고 행동할 것이기 때문에 별도의 사모투자전문회사를 법적 규율의 대상으로 삼을 필요는 없는 것이다.

한편 개정안에서 사무투자전문회사의 무한책임사원을 회사도 가능하도록 한 이유가 그 도입취지를 살리기 위해서는 기업을 참여시키는 것이 불가피했기 때문이라고 추측된다. 그러나 상법상 회사가 다른 합명회사, 합자회사의 무한책임사원이 될 수 없도록 한 취지가 그 사원인 회사의 人的 무한책임으로 인하여 그 회사의 재산적 기초를 위태롭게 하고 결국 그 회사의 존속을 위태롭게 할 가능성을 막기 위한 것이다. 그렇다고 본다면 일반적인 투자회사의 이사회에 자산운용회사를 법인이사가 취임할 수 있도록 한 것과는 근본적으로 다른 것이다. 또한 무한책임사원은 합자회사에 있어 업무집행권한과 대표권을 가지고 있는데 적어도 업무집행의 실행은 자연인을 전제로 하고 있다고 보는 것이 옳다. 합자회사의 무한책임사원으로 다른 회사에 자격을 부여한 것은 법체계의 통일성을 무시한 것이다. 입법목적이 일반 회사를 사무투자전문회사의 경영진으로 유인하기 위한 것이라 하더라도 반드시 법인 자체를 무한책임사원으로 할 필요는 없는 것이어서 개선이 요청된다.