

## ■ 증권금융 칼럼 ■

기업구조조정과 PEF<sup>1</sup>

(법무법인 지평 채희석 변호사)

새해 들어 시장을 지배하고 있는 화두는 단연 '기업구조조정'입니다. 세계적인 경제불황과 이에 따른 국내의 장기 경기 침체로 인해 전체 기업 수익성은 악화되는 추세이고, 기업 간 양극화도 심화되고 있습니다. 국내 외부감사 대상기업 중 한계기업의 비중도 대기업과 중소기업을 불문하고 빠르게 증가하고 있고, 부채과다 기업 역시 증가하고 있는 추세입니다. 이런 상황에서 정부는 기업구조조정 작업에 대한 강한 의지를 표명하고 있고, 각 부처 차관급 및 국책은행까지 참여하는 범정부 협의체를 구성하겠다는 이야기도 나온 바 있습니다. 한편 정책금융기관과 금융당국이 주도하는 구조조정에 대한 회의론을 바탕으로, 특정 기업을 제외한 개별 기업구조조정은 시장에 맡기자는 주장도 나오고 있습니다. 이러한 논의 속에서 기업구조조정용 PEF의 역할에 대한 관심과 기대가 뜨거워지고 있습니다.

기업구조조정과 관련해서 PEF가 주목받는 것은 PEF 시장의 규모가 비약적으로 성장한 것과 관련이 깊습니다. PEF 시장은 2004년 12월 처음 제도가 도입된 이후 급격히 증가하여 2015년 말 기준으로 총 출자약정액이 58.5조 원에 이르렀고, 설립된 PEF 수도 316개에 이르렀습니다. 요즘은 국내 M&A 시장에서 PEF가 관련되지 않은 거래를 찾아보기 어려울 정도로, PEF는 M&A 시장을 주도하는 '큰손'이 되었습니다.

더구나 PEF는 그 성격 자체로도 기업구조조정과 관련이 깊습니다. PEF는 본시 경영권을 인수하여 기업가치를 제고한 후 이를 되팔아 수익을 누리는 이른바 '경영참여형 투자(Buy-out)'를 기본적인 재산운용전략으로 하고 있으므로, 한계기업의 경영개선을 핵심으로 하는 기업구조조정과 상응하는 측

<sup>1</sup> 본 원고는 리걸타임즈 2016년 3월호에 게재되었습니다.

면이 있습니다. 특히 PEF는 경제 내 여유자금(연기금, 은행, 대학기금, 보험사, 개인 부호 등)을 주요 투자재원으로 하기 때문에, 기업구조조정에 실패하더라도 국가경제에 미치는 충격이 상대적으로 적습니다. 기업구조조정이 수반된 투자에 따르는 높은 위험을 분산시킬 수 있다는 말입니다.

이러한 맥락에서 올해 기업구조조정에 특화된 PEF의 활약이 기대됩니다. 현재 금융감독법령은 기업구조조정용 PEF로 자본시장법에 따른 '기업재무안정 PEF'와 산업발전법에 따른 '기업구조개선 PEF'를 인정하고 있습니다. 동일한 기업구조조정용 PEF이지만 여러 측면에서 서로 차이가 있는데, 중요한 것만 정리해 보면 아래와 같습니다. 참고로 2016년 2월 29일 현재 기업재무안정 PEF는 32개, 기업구조개선 PEF는 2개로, 기업재무안정 PEF가 압도적으로 많습니다.

	기업재무안정 PEF	기업구조개선 PEF
투자기업	자본시장법상 재무구조개선기업	산업발전법상 구조조정 대상기업
운용대상	재무구조개선기업의 주식, 채권, 부동산 등에 대한 투자	경영권 참여투자(일반 PEF와 동일)
자금차입	펀드재산의 200%	불가능(극히 예외적인 경우 펀드재산의 10%)
대출	가능	불가
제도 존속	2016. 11. 13.까지 존속(일몰규정)	영구 존속

한편 지난 2015년 2월 10일에 발표된 「PEF 운영 관련 법령해석 안내」와 2015년 10월 25일부터 시행된 개정 자본시장법에 따라 PEF의 재산운용에 관한 제한이 상당한 수준으로 완화되었는데, 이러한 규제 완화가 기업구조조정을 위한 긍정적인 역할을 할 것으로 기대됩니다. 이러한 완화 조치 중에서 가장 주목을 끄는 대목은 역시 그간 PEF의 재산운용에 큰 제약이 되었던 「옵션부 투자 모범규준」의 폐지를 들 수 있습니다. 이에 따라 PEF는 종래 금지되었거나 허용 여부가 불투명하였던 매도선택권(Put-option), 매수선택권(Call-option), 동반매도참여권(Tag-along), 동반매각요청권(Drag-along), 우선매수권(Right of First Refusal 또는 Right of First Offer) 등 다양한 거래구조를 활용할 수 있게 되었습니다. 구조조정대상기업에 투자하는 PEF 역시 자연스럽게 투자금 회수(Exit) 수단을 더욱 다양하게 설계할

수 있게 되었고, 구조조정대상 기업의 최대주주가 회사정상화 이후 회사를 되찾고 싶어하는 이해관계도 좀 더 유연하게 반영할 수 있게 되었습니다.

또한 개정 자본시장법이 투자목적회사에 대한 전략적 투자자(SI)의 참여를 허용한 것도 눈에 띕니다. 과거에는 PEF가 설립하는 특수목적회사(SPC)인 투자목적회사에 참여할 수 있는 투자자가 PEF와 투자대상기업(Target)의 주요주주 및 임원으로 한정되어 전략적 투자자와의 공동투자에 제약이 있었습니다. 그러나 개정 자본시장법이 투자목적회사에 대한 전략적 투자자의 참여를 허용함으로써, PEF는 전략적 투자자와의 공동투자를 통해 더욱 다양하고 안정적인 거래구조를 이용할 수 있게 되었습니다. 그리고 이 밖에도 이른바 '2년 rule'의 적용방법 변경, 메자닌 투자에 관한 규제의 명확화, PEF와 이해관계인 간의 거래에 관한 명시적인 기준 도입 등도 기업구조조정 시장에서 PEF가 더욱 활약할 수 있는 발판이 될 것으로 예상됩니다.

국내에서 PEF가 처음 알려진 것은 1997년 IMF 경제위기에 따른 기업구조조정 때문이었습니다. 당시 국내 부실기업에 대한 구조조정은 외국 PEF의 독무대였습니다. 칼라일, 론스타 등 외국계 PEF는 한국 구조조정시장에 대한 투자를 통해 천문학적 규모의 차익을 거두었고, 이에 대응할 국내 경쟁자가 없어서 외국계 PEF끼리만 서로 인수경쟁을 벌인 적도 허다했습니다. 그리고 20여 년이 흘러 다시금 기업구조조정이 화두가 된 지금, PEF가 또 한 번 주목을 받고 있습니다. '악탈적 자본'으로 불리며 우리에게 악몽으로 기억되는 외국계 PEF를 대신해 이번에는 한국계 PEF가 국내 구조조정 시장을 주도하여 궁극적으로 국부유출 없이 구조조정이 성공되고 경제의 활력을 회복할 수 있기를 기원합니다.