

Weekly Book Review

1조 원의 승부사들 사모펀드 최고수들이 벌이는 혈전 박동휘, 좌동욱 지음 | 한국경제신문 (2015)

전략연구실 송치훈 책임연구원 s.chihoon@woorifg.com

WRITER _ 박동휘, 좌동욱

박동휘는 한국경제신문 증권부, 산업부를 거친 13년차 기자다. 2004년 사모펀드 법이 만들어질 때 증권부에 입사한 이래 사모펀드 업계를 취재하면서 쌓은 인맥과 지식을 바탕으로 이번 책을 저술했다. 2012년 ‘중동은 지금 한국의 시대’로 광고주 협회 ‘올해의 좋은 기획상’을 수상했고, 2014년에는 외국계 사모펀드의 국내 기업 편법 인수를 집중 보도해 투기자본감시센터로부터 ‘올해의 언론인상’을 수상했다. 저서로는 <대한민국 와인 베스트 100>이 있다

좌동욱은 2004년 이데일리에 입사하면서 기사 생활을 시작했다. 산업부, 경제부, 정치부, 금융부를 거쳤으며, 2010년에는 금호아시아나그룹이 검은머리 외국인과 이면 거래를 통해 투자자, 금융 당국을 속인 혐의를 단독 보도해 한국기자협회 경제보도 부문 ‘이달의 기자상’을 수상했다. 2011년 한국경제신문 증권부로 자리를 옮기면서 사모펀드 업계를 본격적으로 취재하기 시작했다.

REVIEW _ 국내 M&A 시장의 야만인들이 만들어내는 투자 스토리

야만인(Barbarians)이란 미국에서 PE 투자전문가를 일컫는 은어이다. 이는 1980년대 당시 최대 규모의 LBO(Leveraged Buy-out) 딜이었던 KKR의 RJR Nabisco 투자에 관한 뒷얘기를 담은 책인 “Barbarians at the Gate”에서 유래한 표현으로, 이후 영화로도 만들어진 바 있다. 미국에서 PE 투자전문가를 야만인이라고 표현하는 것은 그만큼 치열하고 또한 탐욕적이기 때문일 것이다. 투자수익을 극대화하기 위해 과도한 차입투자를 실행하고, 혹독한 구조조정을 실시하는 등의 과정을 거치면서 생겨난 표현인 것이다.

그러나 우리나라에서도 PEF를 야만인이라고 할 수 있을까? PE산업이 자생적으로 성장한 미국과 달리 우리나라는 M&A 시장에서 외국자본에 대한 대항마로서 정책적으로 육성된 측면이 강하다. 또한 기업을 소유한 오너가 직접 경영에도 참여하는 경

우가 대부분으로 전문경영인에 의한 경영이 일반적인 미국과는 성장배경과 환경이 확연히 다르다. 제도가 국내에 도입된 지 만 10년이 지나가고, 투자 약정액이 40조 원을 넘어가면서 PEF는 양적으로는 성장했다. 그러나 국내 PEF의 실제 투자 스토리는 경제신문에 단편적으로 실리는 기사에 의존할 수밖에 없어 궁금하던 차였다.

이 책은 경제신문에서 사모펀드를 담당하는 기자 2명이 그간의 취재 내용을 바탕으로 외부에 잘 알려지지 않았던 PEF 투자의 숨겨진 스토리를 비교적 상세하게 다루고 있다.

글로벌 사모펀드의 관심을 이끈 아시아 바이아웃의 신화

2014년 1월, 국내 맥주 시장 점유율 1위인 오비맥주가 5년 전 주인에게로 되돌아갔다. 지난 2009년 7월 KKR과 어피너티에 오비맥주를 매각했던 세계 최대의 맥주회사 AB인베브가 다시 58억 달러(약 6조 1,700억 원)에 재인수하기로 합의한 것이다. 이는 AB인베브가 4년 8개월 전 매각하면서 받았던 18억 달러(약 2조 3,000억 원)보다 3배가 넘는 금액이다. 오비맥주의 재매각설은 2013년 초부터 꾸준히 거론됐다. 인베브가 안호이저부시를 520억 달러에 인수하면서 차입금을 줄이기 위해 어쩔 수 없이 오비맥주를 매각한 것이었고, 5년 이내에 우선매수 조건(콜옵션)을 걸었기 때문이다. 하지만 3배 이상 커진 가치평가 금액이 부담이었다. 우여곡절 끝에 거래는 성사됐고 KKR-어피너티 컨소시엄의 오비맥주 재매각은 ‘아시아 바이아웃의 신화’로 기록되었다. KKR-어피너티는 언아웃(차후정산) 조항에 따라 AB인베브에 재매각 이익의 15%를 배분하더라도 약 3조 5,000억 원의 매각 차익을 얻게 되었다. 이 거래는 바이아웃 전략의 가장 이상적인 모델이 될 수 있는 거래였다. 또한 사모펀드 투자가 왜 자본시장의 종합예술이라고 불리는지를 보여주는 가장 좋은 예가 되었다. 싼값에 매물을 사는 것도 중요하지만 무에서 유를 창조하듯, 기업 가치를 올리는 것이 사모펀드의 궁극적인 목표임을 오비맥주 거래가 여실히 보여줬다. 그리고 TPG, 아플로글로벌매니지먼트 등 글로벌 사모펀드 운용사들이 한국 시장에 다시 관심을 갖게 만드는 계기가 됐다.

외국계 PE와 경쟁을 위해서는 ‘규모의 경제’ 확보가 중요

2014년 3월 칼라일 그룹이 2조 650억 원에 지분 100%를 인수한 국내 2위 보안업체 ADT캡스에 대한 투자는 2008년 이후 국내에서 이뤄진 최대 규모의 사모 투자였다. 당시 인수전은 대기업 없이 사모펀드들만 참여했다는 것이 특이했는데, 소위 말해서 ‘선수들’ 간의 진검승부가 펼쳐진 것이었다. 최종적으로 ADT캡스를 인수한 칼라일그룹을 비롯해서 KKR, 어피너티, 베인캐피탈, 유니타스캐피탈, 한앤컴퍼니,

SC PE 등 외국계 PE가 참여했고, 토종 사모펀드 중에는 IMM PE가 참여했으나 고배를 마시고 말았다. IMM PE는 비록 실패를 경험했지만 중요한 교훈을 얻었는데, 외국계 대형 사모펀드와 경쟁하려면 무엇보다 ‘규모의 경제’를 이뤄야 한다는 것이다. ADT캡스를 통해 향후 창출하게 될 이익에 근거하여 가치를 산출하고, 이를 얼마나 과감하게 ‘베틱’할 수 있느냐가 인수 여부를 결정한 것이다. 매각가격을 극대화하기 위해 프로그레시브 딜로 진행된 쏫리스트 선정에서 IMM PE는 탈락했다. 우선협상대상자로 선정되면 국내 기관투자자로부터 프로젝트 펀드를 통해 자금을 조달할 수 있었지만, 대규모 펀드를 통해 단번에 수 조원을 쓸 수 있는 외국계 사모펀드와 경쟁하기는 힘들었던 것이다. 이후 IMM PE는 1조원 규모의 블라인드 펀드를 조성하여 실패를 와신상담의 계기로 활용하였다.

M&A 시장에서 대기업의 경쟁상대로 부상

2012년 7월에 이루어진 하이마트 매각은 국내 재벌그룹과 국내 사모펀드의 대결이라는 점에서 관심을 끈다. 결과적으로 롯데그룹이 MBK파트너스를 제치고 1조 2,480억 원에 인수했는데, MBK파트너스가 원래 우선협상대상자로 선정되었으나 포기하면서 이루어진 거래였다. 한편, 거의 동시에 진행된 웅진코웨이 매각에서는 GS리테일이 우선협상자로 선정되었으나, 결국 1조 2천억 원을 제시한 MBK파트너스가 경영권을 갖게 되었다. 이처럼 사모펀드가 허용되고 10년여의 세월이 흐르면서 토종 사모펀드는 국내 M&A 시장의 주역으로 부상했다. 대기업에게는 새로운 경쟁상대가 출현한 것이다. 서로의 영역을 인정해주던 대기업 집단들 사이의 인정과 의리는 설 자리가 없어졌다. 필요하다면 어떤 수단을 동원해서라도 차지하고 마는 사모펀드와의 경쟁은 한국 기업들에게 새로운 도전이다. 특히 MBK파트너스는 투자기업 자산 총액을 합치면 국내 10대 재벌과 비견할 정도의 규모를 갖추고 있다. MBK파트너스의 김병주 회장은 치밀한 전략과 전술을 구사하여 많은 기업을 인수했는데, 합리적인 가격을 제시하고 기다리는 특유의 ‘로우볼’ 전략은 웅진의 법정관리 신청으로 인해 진흙탕에 빠질 뻔한 웅진코웨이 딜에서 MBK파트너스를 최종 승자로 이끌면서 M&A 시장참여자에게 깊은 인상을 남겼다.

해외 M&A 시장 개척

2011년 7월 미래에셋 PE와 힐라코리아 컨소시엄은 아퀴시네트를 인수했다. 아퀴시네트는 세계 1위의 골프용품 브랜드로 타이틀리스트, 풋조이, 스카티 카메론, 보키웨이 등 유명 브랜드를 보유하고 있었다. 총 12억 2,500만 달러에 달하는 빅딜에 전략적 투자자로 힐라코리아, 재무적 투자자로 미래에셋 PE, 국민연금공단, 그리고

매수 자문사 및 인수금융 주간사로 신한은행 등이 참여했다. 국내 기업이 세계 1위의 골프용품 브랜드를 인수한 것에는 여러 가지 의미가 있다. 우선 아디다스, 캐러웨이 등 세계적 기업들을 꺾고 이룬 쾌거로 글로벌 투자은행들이 한국을 대하는 눈높이를 바꿔놓은 계기가 됐다. 또한 대부분 국내 자금으로 이뤄진 사모펀드가 글로벌 기업 인수전에서 처음으로 성과를 낸 것이었다. 미래에셋 PE 컨소시엄의 아퀴시네트 인수를 통해 토종 사모펀드의 해외 M&A 물꼬가 터지게 됐다. PEF가 자금을 대고, 기업은 전략적 투자자로서 경영을 맡는다면 해외투자에 따르는 위험성을 최소화할 수 있다. 이는 PEF가 기업들과 항상 경쟁관계에 있는 것은 아니라는 것이다. 서로 이해관계가 일치한다면 기업 입장에서 PEF는 훌륭한 조력자가 될 수 있다.

MBK파트너스처럼 유학파 창업주가 설립한 PEF를 제외하고는 대부분 자금조달을 국내에서 하는데 반해, 국내파 창업주가 설립했음에도 불구하고 해외에서 성공적으로 자금 조달을 해오는 PEF도 있다. 스틱인베스트먼트가 그런 경우이다. 스틱인베스트먼트는 아시아 지역의 앵커투자자인 테마섹 출자를 계기로 해외 투자를 성공적으로 유치하고 있으며, 아시아 전역의 기업에 투자하는 것이 목표다. 홍콩, 상하이, 타이베이, 호찌민, 자카르타와 실리콘밸리에 사무소를 열었고, 300억 원의 연 매출 중에서 50억 원을 해외사무소 운영에 투자하고 있다.

향후 지속적인 성장을 위해서는 기업과의 상생 모델 수립 필요

PEF 투자 중에는 성공적인 사례도 있지만, 실패 사례도 있다. 국내 2위 규모의 PEF이던 보고펀드가 공중분해되는 계기를 제공한 LG실트론 투자가 대표적이다. LG실트론의 상장이 지체되면서 보고펀드는 인수금융을 갚지 못해 부도를 내고 말았는데, 변양호 대표는 보고펀드 경영에서 손을 떼기로 하고, 보고펀드는 두 개의 회사로 나눠지게 되었다. 우리나라의 PEF 제도 도입과 초기 성장을 이끌었던 1세대 선구자의 다소 씩씩한 퇴장이라 할 수 있다.

지난 10년 간 PEF는 한국 기업 생태계에 많은 변화를 몰고 왔다. 앞으로 10년 뒤의 모습이 어떻게 변할지는 아무도 모른다. 다만 대결보다는 상생의 길을 찾는 것이 타당한 것으로 보인다. 오너 경영의 장점인 과감하고 선제적인 결단력을 그대로 살리되, PEF는 기업들이 관행처럼 해오던 악습들을 제거하는 역할을 담당하는 것이다. 기업과 상생 모델을 통해 PEF가 ‘야만인’이 아닌 ‘자본시장의 종합예술인’으로서 경제의 활력 제고와 고용 창출을 위해 지속적인 발전을 거듭하길 바란다.