

Venture Opinion

미국 BDC 개관 및 정책적 시사점: 국내 도입방안 검토

한국벤처투자 정보사업팀 배승욱 연구위원

'벤처 오피니언'은 벤처생태계 전반에 걸친 주제들을 선정 후 심도 있는 조사 및 분석을 통해 도출된 인사이트를 매월 제공합니다. 본문의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국벤처투자(주)의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



■ Summary

▷ 미국의 BDC는 2008년 금융위기 이후 급성장하여 중견기업 회사채 시장에 자금을 주로 공급하고 있음

▷ 우리나라에 도입될 BDC가 벤처기업에 성공적으로 투자하기 위해서는 많은 경험과 네트워크를 가지고 있는 벤처캐피탈을 운용주체에 포함시켜야 함

▷ 향후 BDC의 자금이 IPO 직전의 중견기업 대출시장에 집중될 가능성이 높아 대출성 자산 투자에 제한을 두는 것이 필요함

1. 서언

2018년 11월 1일 금융위원회는 “혁신성장과 일자리 창출을 위한 자본시장 혁신 과제”에서 비상장기업 투자전문회사(Business Development Company, 이하 BDC)의 도입을 위해 2019년 1분기 중으로 개선방안을 마련할 계획을 발표하였다.¹⁾²⁾ 금융위원회가 BDC를 도입하려는 배경에는 풍부한 민간 자금이 중소·벤처기업으로 원활히 흘러들어가 우리 경제의 혁신성장과 일자리 창출을 도모하기 위함이다. 이는 중소·벤처기업의 활성화가 우리나라 경제성장과 고용을 높일 수 있는 핵심이라는 측면에서 매우 적절한 시도로 보인다. 하지만 아쉽게도 아직까지 국내에서 BDC를 자세히 소개한 연구는 매우 부족하다. 그 이유는 다양하겠지만 미국에서 1980년 처음으로 BDC 제도가 도입된 이후 중소·벤처기업의 자금 조달 통로로 거의 기능을 발휘하지 못하다가, 2008년 금융위기 이후 중소 지방은행의 대출 기능을 대신하면서 최근에서야 각광을 받기 시작한 것이 그 이유 중 하나라고 생각한다.

따라서 이 글에서는 BDC를 먼저 도입한 미국의 시장현황 및 규제를 면밀히 살펴봄으로써 우리나라에 곧 도입될 BDC에 관한 정책적 시사점을 도출하는 것을 목적으로 한다. 이 글은 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 BDC가 처음 도입된 미국의 BDC 역사를 살펴보고, 제3장에서는 미국 BDC 개념 및 시장 현황을, 제4장에서는 미국 BDC 규제 체계를 살펴본다. 그리고 마지막으로 제5장에서 국내 도입시 고려해야할 정책적 시사점을 도출하는 것으로 결론에 갈음하려고 한다.

1) 금융위원회, “혁신성장과 일자리 창출을 위한 자본시장 혁신과제”, 보도자료. 2018.11.1.

2) 위의 금융위원회 보도자료에 따르면 BDC란 “상장된 투자목적회사로서 비상장회사 등에 대한 자금지원과 Value-up 등 경영상 지원을 목적으로 설립된 투자기구”라고 정의를 내렸다.(보도자료 13면)

2. 미국 BDC의 역사

1970년대 미국은 실업률이 증가하고 경제성장률이 정체되는 경기침체를 경험하면서 민간의 모험자본이 벤처기업에 투입되어 새로운 일자리를 창출하고 경제성장률을 높일 수 있는 새로운 방안을 연구하였다. 이에 미국 정부는 일반인들도 벤처기업에 투자할 수 있는 새로운 투자기구인 BDC를 “Small Business Investment Incentive Act of 1980”(이하 SBIIA) 제정을 통해 1980년 도입하였다.³⁾⁴⁾ SBIIA의 주요내용은 기존의 “1940년 투자회사법”(Investment Company Act of 1940)과 “1940년 투자자문업법”(Investment Advisers Act of 1940)의 규정들 중 일반투자자들이 BDC를 통해 벤처기업에 투자하는데 장애가 되는 규정들을 개정하는 것이었다.

당초 미국의 입법자들은 BDC 도입으로 일반투자자를 통한 많은 모험자본이 벤처기업으로 흘러들어갈 것으로 기대하였지만 1980년부터 2004년까지 24년간 Merrill Lynch Venture Capital Inc(1981), American Capital Ltd(1986), Capital Southwest(1988) 및 Bristow and Petillon(1999)를 포함하여 총 30여개의 BDC가 95억 달러 정도의 자금을 모집하는데 그쳤다.⁵⁾⁶⁾ 2000년대 중반까지 BDC가 활성화되지 못한 주된 이유는 다음과 같다. 우선 1980년대는 벤처캐피탈(Venture Capital, 이하 VC)산업이 성장하기 시작한 단계로 투자자들의 투자자금의 BDC보다는 인기가 높은 VC로 몰렸으며, 또한 BDC가 법 개정을 통해 규제를 완화되었지만 여전히 다른 벤처투자기구에 비해 규제·감독적인 측면에서 덜 매력적이었다는 점이다. 일례로 VC가 Limited Partnership으로 자금을 모집하는 것이 BDC를 통해 자금을 모집하는 것보다 등록절차가 간단하고 감독기관의 감독도 상대적으로 덜 받게 된다. 따라서 VC는 미국법상 BDC의 운용사가 될 수 있음에도 불구하고 현재까지 미국 내에서 BDC를 통해 투자를 거의 진행하지 않고 있다.

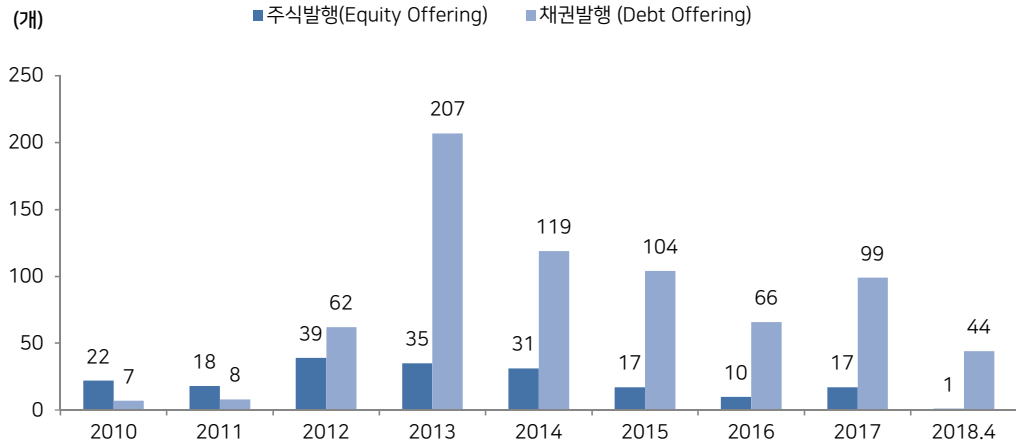
3) Reginald L. Thomas, Paul F. Roye, “Regulation of BusinessDevelopmentCompany under the Investment Company Act”, Southern California Law Review, 1982.5.

4) SBIIA는 정부(의회증권거래위원회(이하 SEC))와 벤처캐피탈(이하 VC) 산업 간의 많은 논의의 산출물로서 투자자 보호를 유지하면서도 VC를 활성화 하는데 장애가 되는 규제를 철폐하는 것을 목표로하였다.

5) Sandra M. Forman, Andrew W. Lo, Monica Shilling, Grace K. Sweeney, “Funding Translational Medicine via Public Markets: The Business Development Company”, Journal of Investment Management, Vol.13 No.4., 2015, p.8.

6) Steven B. Boehm, Cynthia M. Krus, Harry S.Pangas and Lisa A. Morgan, “the investment lawyer Covering legal and regulatory issues of asset management - Shedding New Light on Business Development Company”, the investment lawyer Covering legal and regulatory issues of asset management, Aspen Publishers, Vol.11 No.10., 2004.10, p.2.

그림1] BDC의 주식 및 채권 발행 자본조달 현황 (2010~2018.4)
(출처 : S&P Global Market Intelligence as of April 25, 2018)



2008년 금융위기 이후 볼커룰(Volcker Rule)과 같은 은행에 대한 규제가 강화되면서 상대적으로 규제를 덜 받는 BDC가 벤처기업의 새로운 자금조달 수단으로 각광을 받기 시작하였다. 특히 기존에 은행이 벤처기업에 대출을 통해 자금을 공급하던 시장이 위축되면서 BDC가 대출시장에 새롭게 진입하였다.⁷⁾ 실제로 2018년 12월초 현재 90여개 이상의 BDC들이 운영되고 있으며, 이들의 주요 투자대상은 회사채로 BDC 투자금액의 84%가 선순위 및 후순위 회사채에 투자되고 있다.⁸⁾⁹⁾

7) FS Investment, "Business Development Company - Seeking income and diversification through direct investments in the U.S. middle market", 2016, pp.4-5.

8) Closed-End Fund Advisors(www.cefddata.com)

9) 2008년 이후로 BDC의 회사채 투자금액은 2018년까지 3배 이상 증가하였다.(CSBG, "Modernize Business Development Companies(BDC) In Order to Increase the Volume, Safety and Transparency of Lending to Small and Medium-sized Businesses", 2016, p.1.)

3 BDC 개념 및 시장현황

■ 개념

BDC란 1940년 투자회사법상 BDC로 취급받기 위해 SEC에 등록(Filed)한 폐쇄형 투자회사(Closed-End Investment Company)를 의미한다. BDC는 투자금액의 70% 이상을 적격포트폴리오회사(Eligible Portfolio Companies)에 투자하여야 하며, 그 밖에 경영지원(Significant Managerial Assistance), 자산커버리지비율(Asset Coverage Ratio) 200% 유지 의무와 같은 BDC 관련 법규정(1940년 투자회사법 등)을 준수해야 한다.¹⁰⁾

	투자 유형	투자 방법	투자자 위험도	유동성	회수 방법	경영지원
상장 BDC	공모	주식 or 사채	낮음	매우 높음	공개시장매매	법정의무
일반회사	사모	주식 or 사채	높음	매우 낮음	IPO or M&A	없음
엔젤펀드	사모	주식	낮음	낮음	IPO or M&A	보통
VC 또는 PE	사모	주식	낮음	낮음	IPO or M&A	높음
Reg D 506(c)	사모	주식 or 사채	보통	낮음	IPO or 사모시장	없음
Reg A+	준공모	주식	보통	보통	상장 후 매매	없음

표1]
미국 벤처기업 투자
옵션 비교
(출처 :
Commonwealth
Group)

10) Cynthia Krus and Kristin Hespos Burns, "A Primer on Private Business Development Companies", LAW360, 2018.5.23, p.1.

일반적으로 BDC의 유형은 “상장 BDC”(Traded BDC), “비상장 BDC”(Non-Traded BDC), “사모 BDC”(Private BDC) 세 가지로 구분된다. 상장 BDC와 비상장 BDC는 모두 “1933년 증권법”(Securities Act of 1933)에 따라 SEC에 증권신고서를 제출하고 증권을 신고(Registered)를 하여야 하고, 그 이후 거래소(NYSE, Nasdaq 등) 상장여부에 따라 상장 BDC와 비상장 BDC로 나뉜다. 사모 BDC는 1933년 증권법 상 증권신고서 면제대상 규정에 따라 적격투자자(Accredited Investors)에게만 투자를 받으며 거래소에 상장하지 않는 BDC를 의미한다.¹¹⁾ 2018년 6월 현재 94개의 BDC가 존재하며, 이 중 53개의 상장 BDC가 총자산 630억 달러(시가총액 330억 달러) 규모로 운영되고 있다. 또한 23개의 비상장 BDC와 18개의 사모 BDC가 각각 210억 달러 및 130억 달러 규모로 운영되고 있다.¹²⁾

BDC는 자산운용주체를 선택할 수 있으며, 운용주체에 따라 “내부운용형 BDC”(Internal Managed BDC)와 “외부운용형 BDC”(External Managed BDC)로 나뉜다. 내부운용형 BDC란 회사 내부에 자산운용부서 또는 완전자회사 설립을 통해 자산을 운용하는 형태를 의미하고, 외부운용형 BDC란 외부의 독립적인 자산운용사와 별도의 독립된 계약을 체결하여 자산을 운용하는 형태를 의미한다.¹³⁾ 2003년 이전에는 SEC의 투자자문업자 등록 의무가 없는 내부운용형 BDC가 대부분이었지만, 점차 BDC의 투자규모가 증가하면서 보다 전문적인 자산운용사에 자산운용을 맡기는 외부운용형 BDC로 변화하였다. 2018년 7월 현재 94개의 BDC 중 약 84개 BDC가 외부운용형으로 운용되고 있다.¹⁴⁾

11) Cynthia Krus and Kristin Hespos Burns(2018), p.2., 다만, 사모 BDC도 증권신고서를 제출하면 상장 BDC 또는 비상장 BDC가 될 수 있다.

12) Eversheds Sutherland, “The ABCs of BDCs Business development company basics”, 2018.7.

13) Morrison&Foerster LLP, “Frequently asked questions about business development companies”, 2016.

14) Eversheds Sutherland(2018)

	상장 BDC	비상장 BDC	사모 BDC
모집유형	전통적인 IPO	사전 설정된 최대 금액까지 연속 모집	사모모집 (캐피탈콜 구조)
최초 투자	Blind-Pool Vehicle	Acquired as shares are sold	Acquired as capital is called
유통방법	Nasdaq 또는 NYSE	주기적인 환매 제공	없음
자금 회수기간	-	5-7년 기간내 상장	5-7년 기간내 청산 또는 상장 등

표2] BDC 유형별 구조 (출처 : Eversheds Sutherland, 2018)

	내부운용형 BDC	외부운용형 BDC
구조	BDC 내부에 운용조직 또는 자회사 설립	BDC 외부에 별도의 자산운용사와 계약 체결
장점	외부운용형 BDC에 비해 상대적으로 운용비용이 절감됨	전문적인 운용기관이 운용을 하기에 높은 수익률을 기대할 수 있으며, 외부운용사와 계약시 별도의 조직을 설립할 필요가 없어 관리비용이 감소
단점	운용자의 전문성이 외부운용형에 비해 떨어져 높은 수익률을 기대하기 어려우며, 내부 운용조직 및 자회사를 설립하는 관리비용이 증가됨	BDC의 자산운용을 하는 자는 SEC에 등록해야 하기 때문에 컴플라이언스 프로그램, 준법감시인 선임, 윤리규정 준수 등 규제비용 증가

표3] BDC 자산운용 구조 (출처 : Franklin Square, 2012)

내부운용형 BDC는 자산을 운용하는 임직원에게 임금 및 보너스 외에 스톡옵션(Stock Option) 또는 이익배분제(Profit Sharing Arrangements)와 같은 보상을 해주고 있다. 임직원에게 지급하는 임금 및 운영비(임차료 등)는 BDC에서 직접 지급되며 그 밖의 보상 체계인 스톡옵션 또는 이익배분제는 이사회의 승인을 거쳐 제공하고 있다. 전통적으로 외부운용형 BDC는 운용자산(AUM)의 1.5%~2.5% 관리보수 및 20% 정도 성과보수(다만 Hurdle Rate 7~8%)를 받고 있으며, 최근에는 계약 구조에 따라 다양한 보상체계를 구성하고 있다.¹⁵⁾ 성과보수(Incentive Fee)는 외부운용형 BDC에서만 지급할 수 있다.¹⁶⁾

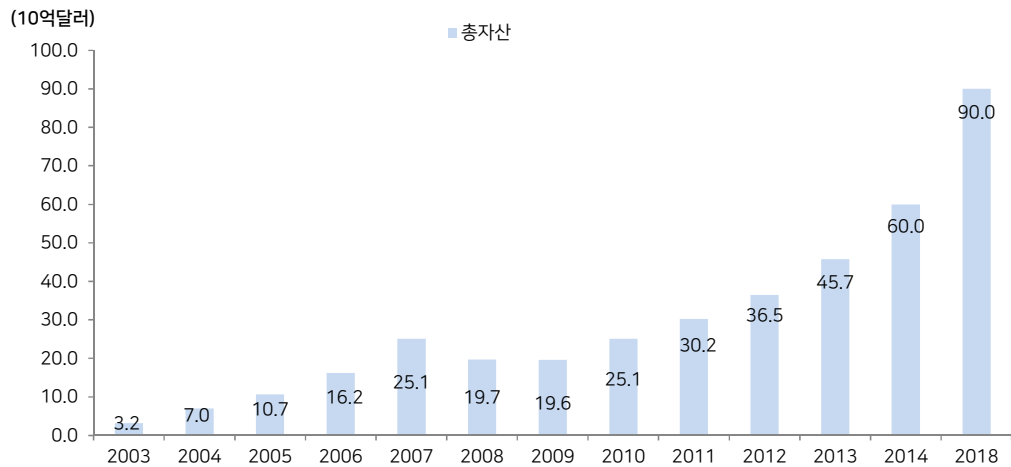
15) 예) Incentive fee, 0%(below "hurdle rate" 7%), 100%(7-8.75% hurdle rate), 20%(above 8.75% hurdle rate)

16) Section 205(b)(3) of the Advisers Act

■ 시장현황

2003년에서 2018년까지의 BDC 전체 시장규모를 보면 2008년 금융위기 이전 2003년 자산(Total Asset)이 32억 달러에서, 2008년 이후로 자산이 급격하게 증가하여 2018년 900억 달러에 육박하고 있다. 또한 상장 BDC의 시가총액도 2009년까지는 100억 달러 미만이었으나 2018년 300억 달러를 넘어서고 있다. BDC의 개수도 2004년까지 24년간 30개 설립에 불과하였으나, 2018년 현재 94개의 BDC가 운영 중에 있다.

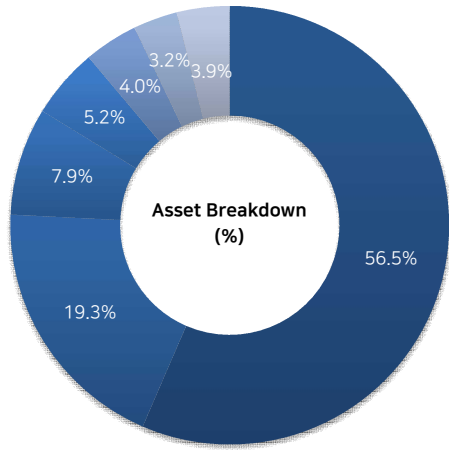
그림2]
상장BDC 자산
(출처 : Business
Development
Company Inside
Alternative(2015),
Eversheds
Sutherland(2018.7))
* 단, 2015~2017년
자료는 불포함



BDC의 투자형태는 1순위 회사채(1st Lien/Senior Secured)에 56.5%, 2순위 회사채(2nd Lien/Senior Subordinated)에 19.3%를 투자하고 있다. 또한 후순위 회사채(Unsecured/Subordinated)에 7.9%를 투자하고 있어 미국 BDC는 회사채에만 약 83%이상 투자하고 있다. 반면 지분투자는 10% 정도 이루어지고 있다.

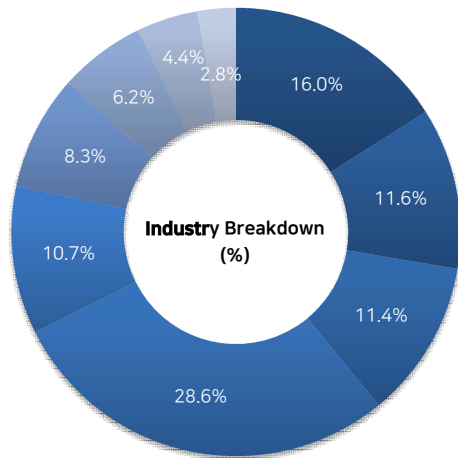
BDC의 투자분야는 IT 소프트웨어, 장비 분야에 16%로 가장 많은 투자를 하고 있으며, 소비재와 서비스 분야에 11.6%로 두 번째로 많은 투자를 하고 있다. 그 밖에 BDC는 헬스케어와 의약품(11.4%), 금융서비스(10.7%) 분야 순으로 투자를 하고 있다.

BDC가 연 9.0%로 미국 위험자산 중 가장 높은 수익률을 기록하고 있으며, 그 밖에 하이일드채권, REITs 등은 연 4% 내외의 수익률을 보여주고 있다. 따라서 수익률로만 비교한다면 BDC가 압도적으로 높은 수치를 보여주고 있다.



- 1st Lien/Senior Secured
- 2nd Lien/Senior Subordinated
- Unsecured/Subordinated
- Equity (Other)
- Common Stock (US)
- Preferred Stock (US)
- Other

그림3]
BDC 자산 구성
(출처 : Closed-End
Fund Advisors,
2018년 12월 12일
기준)



- IT Software, Services & Equipments
- Consumer Products & Services
- Healthcare & Pharmaceuticals
- Other
- Financial Services
- Business Services
- Manufacturing
- Energy, Oil, Gas & Related Services
- Investment Funds and Vehicles

그림4]
BDC 투자분야
(출처 : Closed-End
Fund Advisors,
2018년 12월 3일
기준)

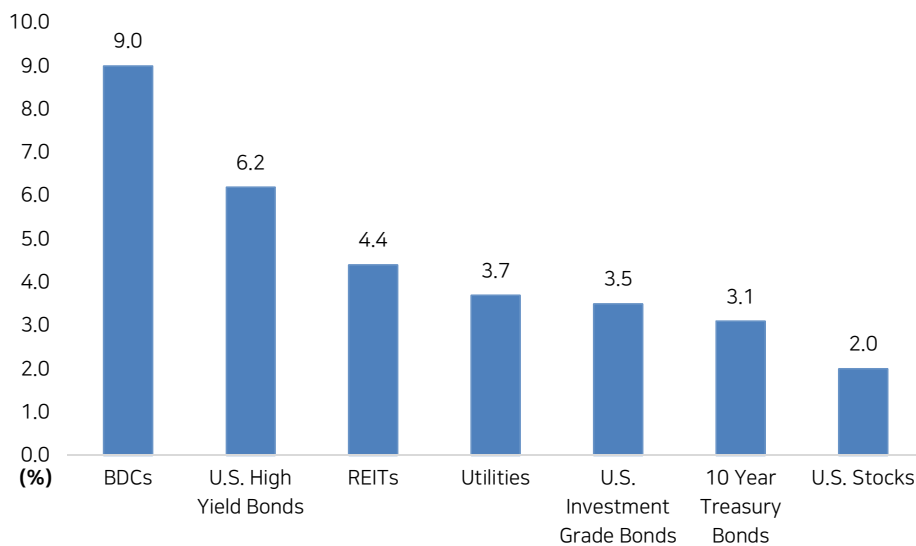


그림5]
미국의 위험 자산
수익률 비교
(2018.9.30.일 기준
연환산,
출처 : Eversheds
Sutherland(2018))

4. 미국 BDC 규제체계

■ 개관

1980년 SBIIA 제정으로 도입된 BDC는 1940년 투자회사법 일반규정에 대한 적용을 면제(Exemption)하면서 BDC 적용조항 제54조~제65조를 신설했다.¹⁷⁾ 다만 기존의 1940년 투자회사법 중 일부 규정¹⁸⁾은 BDC가 법상 투자회사(Registered Investment Company)가 아니지만 폐쇄형 투자회사(Registered Closed-End Investment Company)로 간주하고 해당 규정을 적용하고 있다. BDC는 1940년 투자회사법 상 BDC로 선택(Elect)하여 미국증권거래위원회(이하 SEC)에 등록(Filing)한 폐쇄형 투자회사이며, 그 전제조건으로 “1934년 증권거래법”(Securities Exchange Act of 1934) 상 증권을 신고하여야 한다.

BDC는 상장회사(Public Operating Company)와 같이 1934년 증권거래법 상 정기공시 및 수시공시(Forms 10-Q, 10-K, 8-K) 뿐만 아니라 Proxy Statements¹⁹⁾도 SEC에 제출하여야 한다. 결론적으로 BDC는 폐쇄형 투자회사(펀드)와 사업회사가 결합된 새로운 유형의 회사라고 볼 수 있다.

17) Steven B. Boehm, Cynthia M. Krus, Harry S. Pangas and Lisa A. Morgan(2004), p.2.

18) 1940년 투자회사법 제1조, 제2조, 제3조, 제4조, 제5조, 제6조, 제9조, 제10조(f), 제15조(a), (c), (f), 제16조(b), 제17조(f)-(j), 제19조(a), 제20조(b), 제32조(a)-(c), 제33조-제47조, 제49조-제53조

19) Proxy Statements란 주주들의 주주총회 개최 의사결정에 도움을 주기위해 SEC가 요구하는 보고서로서 그 내용에는 이사선임에 관한 계획, 경영진의 보너스 등 경영진 관련 신고사항을 포함한다.

■ 투자관련 규제

포트폴리오 투자

BDC는 전체자산 중 70% 이상을 적격자산(Eligible Assets)에 투자하여야 하며.²⁰⁾ 여기서 적격자산이라 함은 ① Eligible Portfolio Company, 특수관계인(Affiliated Person), 그 밖의 자로부터 사적거래(Private)의 방법으로 취득된 Eligible Portfolio Company²¹⁾의 증권, ② 현금 및 현금성 자산, 국공채, 1년 미만의 우량한 단기사채 등을 의미한다.

Asset Coverage Ratio

일반적인 폐쇄형 투자회사는 300%의 Asset Coverage Ratio를 적용받는 것에 비해, BDC는 200%의 Asset Coverage Ratio를 적용받아 상대적으로 더 많은 부채(Debt)를 이용할 수 있다.²²⁾

공정가치평가

BDC의 이사회는 분기별로 포트폴리오 자산에 대해 가치평가를 하여야 하며, 이를 SEC에 제출하는 정기적인 보고서에 포함시켜야 한다. 이 경우 자산의 평가는 시가에 기초하여야 하지만, 만약 자산에 대한 시장가치를 측정하기 어려운 경우 신뢰성을 담보할 수 있는 공정가치(Fair Value)로 대체 할 수 있다.²³⁾

20) 1940년 투자회사법 제55조(a), Steven B. Boehm, Cynthia M. Krus, Harry S.Pangas and Lisa A. Morgan(2004), p.2.

21) Eligible Portfolio Company : 미국에서 설립되고 주된 사무소가 미국에 존재하는 비상장회사를 의미하며, 다만 상장회사 중 시가총액 2억 5천만 달러 이하도 포함한다.

22) 1940년 투자회사법 제61조(a)(1). Asset Coverage Ratio = Total Assets / Total Debt

23) 1940년 투자회사법 제2조(41)(A).

경영지원

BDC는 투자한 포트폴리오 회사에 대해 경영지원(Significant Managerial Assistance)을 제공해야 한다.²⁴⁾ 여기서 경영지원이라 함은 포트폴리오 회사의 경영자문 등 사업전반에 관한 지원을 의미하며, 자금조달, 인력관리, 인수합병자문 등도 포함된다.

투자제한

BDC는 또 다른 BDC의 의결권 있는 주식을 3% 이상 보유할 수 없다.²⁵⁾ 또한 투자회사(Investment Company)에 의결권 있는 주식의 3%, 자산가치의 5%, 총자산의 10% 이상을 투자할 수 없다.²⁶⁾

성과보수

기본적으로 폐쇄형 투자회사의 운용사와 임직원에게는 자본이득(Capital Gain)을 기초로 한 성과와 연동된 보상(Incentive Compensation) 및 이익공유(Profit Sharing Plans)를 제공하는 것이 1940년 투자회사법 상 금지되었는데, 1980년 투자회사법 개정을 통해 예외적으로 BDC의 운용사와 임직원에 대해서는 성과와 연동된 보상 및 이익공유를 제공할 수 있도록 규제를 풀었다.

외부운용형 BDC의 운용사는 실현된 자본이득의 20%까지 성과보수를 제공받을 수 있으며²⁷⁾, 폐쇄형 투자회사와 같이 1.5%~2.5% 내외의 관리보수(Management Fee)도 받을 수 있다. 다만 일반적으로 성과보수는 연 8% 정도의 기준수익률(Hurdle Rate)을 조건으로 한다.

내부운용형 BDC의 임직원은 성과보수 대신에 이익공유 및 스톡옵션을 받을 수 있는데²⁸⁾, 이익공유는 연간 순이익의 20%를 넘지 않는 범위에서 제공이 가능하다. 이익공유를 제공하지 않는 내부운용형 BDC는 스톡옵션을 제공할 수 있다. 또한 내부운용형 BDC의 경우에는 기본임금, 보너스 등의 추가적인 보상체계를 추가할 수 있다.

24) 1940년 투자회사법 제2조(47).

25) 1940년 투자회사법 제20조(c).

26) 1940년 투자회사법 제5조(b)(1).

27) 1940년 투자자문업법 제205(b)(3).

28) 1940년 투자자문업법 제57조(n).

■ 운영관련 규제

이사회 구성

BDC 이사의 다수는 1940년 투자회사법 제2조(a)(19)의 이해관계인(Interested Person)이 아니어야 하며,²⁹⁾ 여기서 다수라 함은 SEC 규정³⁰⁾상 75%를 의미한다. 이해관계인에는 BDC의 특수관계인(Affiliated Person) 및 그 친족, 관련 투자자문사의 관계자 등이 포함된다.

면책금지조항

임직원의 불법행위, 중과실, 배임행위 등과 같은 위법행위에 대한 책임을 면제(Indemnification)하는 것이 금지되며, 이는 BDC의 외부운용사에게도 동일하게 적용된다.³¹⁾

특수관계인 거래금지

BDC는 특수관계인과의 거래가 금지된다. 여기서 특수관계인이라 함은 임직원, 자문위원회 위원, 투자자문사 등 그 밖의 BDC에 직·간접적으로 영향력을 미칠 수 있는 자를 의미한다.³²⁾ 다만 예외적으로 BDC와 특수관계인과의 거래가 가능할 수 있다.³³⁾

윤리강령

BDC(외부운용사포함)는 임직원의 개인적인 투자에 관한 절차를 수립하는 윤리강령(Code of Ethics)을 제정하여야 하며³⁴⁾, 임직원 간 또는 임직원과 BDC 간의 거래는 금지된다.

29) 1940년 투자회사법 제56조(a).

30) SEC Release No. IC-26520, "Investment Company Governance", July 27, 2004.

31) 1940년 투자회사법 제17조(h).

32) 1940년 투자회사법 제57조.

33) SEC, "BUSINESS DEVELOPMENT COMPANIES—TRANSACTIONS WITH CERTAIN SECOND-TIER AFFILIATES", Guidance Update, No. 2014-12, DECEMBER 2014

34) 1940년 투자회사법 제17조(j).

내부통제

BDC(외부운용사포함)는 연방증권법의 위반을 방지할 수 있는 내부통제 정책 및 절차를 도입하여야 하며, 매년 이 정책과 절차가 적절한지 준법감시인을 선임하여 평가 및 감독하여야 한다.³⁵⁾ 상장 BDC의 경우에는 거래소(NYSE, Nasdaq, AMEX 등)의 상장 기업 지배구조 모범기준을 준수하여야 하며, 일부 BDC의 경우에는 펀드지배구조모범기준(Fund Governance Standards)을 준수해야 할 수 있다.

보증보험

BDC는 횡령 및 절도와 같은 위법행위로부터 보상을 받을 수 있는 보증보험(Fidelity Bond or Insurance)에 가입하고 유지하여야 한다.³⁶⁾

장부기록의무 및 정기감사

BDC는 장부를 기록하고 보관하여야 하며, 정기적으로 SEC의 감사를 받아야 할 의무가 있다.³⁷⁾

35) 1940년 투자회사법 Rule 38a-1, 1940년 투자자문업법 Rule 206(4)-7, Sarbanes-Oxley Act of 2002.

36) 1940년 투자회사법 제17조(f)(5).

37) 1940년 투자회사법 제17조(f)(2).

■ 공시관련 규제

BDC의 보고의무는 1934년 증권거래법 상의 상장회사와 동일하며, 연차보고서 10-K, 분기보고서 10-Q, 수시보고서 8-K, Proxy Statements 등 그 밖의 모든 형식의 보고서가 이에 포함된다.³⁸⁾³⁹⁾ 만약 BDC가 거래소에 상장된다면 그 시장에서 요구하는 상장 요건을 충족하여야 한다. 또한 BDC는 미국 회계개혁법(Sarbanes-Oxley법) 제404조의 컴플라이언스 대상으로 내부통제보고서, 감사보고서 등 그 밖의 관련 보고서를 제출하여야 한다.

BDC는 연간 재무상태표와 Form N-2를 보고하면서 투자한 포트폴리오 회사에 관련한 정보를 공시하여야 하는데, 이에는 ① 개별 포트폴리오 회사의 가치 및 투자금액(Value and Cost), ② Regulation S-X Rule 3-09와 4-08(g)에서 요구하는 재무정보를 포함한다.

■ 세제혜택

BDC는 세제상 “C Corporation”(전형적인 사업회사) 또는 1986년 내국세법 상 “Regulation Investment Company”(이하 RIC)를 선택할 수 있는데, 대부분의 BDC는 회사 단계에서 세금을 부과 받지 않는 RIC를 선택하고 있다. RIC로 분류되기 위해서는 매년 수익의 90%이상을 배당하여야하고, 자산분산요건⁴⁰⁾ 등을 충족시켜야 한다.

38) Form 10-k, Form 10-Q, Form 8-K, Proxy Statements, Sections 13 and 16 filings, Regulation G and Regulation FD.

39) 폐쇄형 투자회사는 N-CSRs와 N-SARs을 보고한다.

40) 자산분산요건이란 현금성자산을 50%이상 보유하여야 하고, 한 주식에 25% 이상을 투자할 수 없는 것을 의미한다.

5. 정책적 시사점

민간의 새로운 모험자본을 벤처기업에 투입하기 위한 목적으로 1980년 미국에 도입된 BDC는 당초 기대와는 달리 2008년 금융위기 전까지 미국 벤처시장에서 많이 이용되지 못하였다. 그 주된 이유로는 이미 초기단계의 미국벤처시장에 자금이 충분히 공급되고 있었기 때문이다. 또한 공모펀드에 준하는 규제들이 BDC에 부과되어 벤처시장에 자금을 공급하는 주된 역할을 하는 VC에게 매력적이지 못하였고 벤처시장에 투자기구로 거의 쓰여지지 않았다. VC에게는 기존의 투자기구를 통해 벤처기업에 투자하는 것이 규제적인 측면에서 BDC보다 유리하였기 때문이다. 그러나 2008년 금융위기 이후 미국 은행에 대한 규제가 강화되고, BDC는 이 규제대상에서 빠지게 되면서 지역 중소은행의 벤처기업 대출 시장이 BDC로 급격히 이동하게 되었다. 현재 BDC의 주요 투자대상은 중견기업(Middle-Market Companies) 규모의 B~C등급사이 회사채로, 당초 초기 벤처기업 지분에 투자하여 벤처시장에 자금을 공급하고자 했던 도입목적과는 다르게 이용되고 있다.

우리나라도 중소·벤처기업에 풍부한 민간 자금을 공급하기 위한 목적으로 BDC가 도입될 예정이다. 미국의 경우와 달리 우리나라 초기단계의 벤처시장에 자금이 충분히 공급받지 못하고 있는 상황이기 때문에 BDC가 일정부분 그 역할을 감당할 수도 있을 것으로 보인다. 다만 미국은 VC도 BDC의 운용사로 참여할 수 있도록 길을 열어주고 있는 반면, 금융위원회가 발표한 보도자료에 따르면 증권사와 자산운용사만을 적격운용사로 포함시키고 있어 개선이 필요해 보인다.⁴¹⁾ 국내 벤처시장은 높은 투자 리스크와 정보의 비대칭으로 인해 증권사 및 자산운용사가 진입하여 성공적인 성과를 내기에는 많은 어려움이 따를 수 있기 때문이다. 또한 BDC가 수행해야 할 경영지원의 역할도 기존의 VC들이 신생 벤처기업에 투자를 하면서 제공한 경영지원과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

41) 금융위원회는 보도자료(2018.11.1.)에서 BDC의 운용주체에 증권사와 자산운용사를 기재하고 있다.

따라서 BDC가 성공적으로 중소벤처기업에 투자하기 위해서는 기존의 벤처시장에서 많은 경험과 네트워크를 가지고 있는 VC(창업투자회사 등)를 BDC 운용에 참여할 수 있도록 열어주는 것이 필요하며 구체적으로 VC가 BDC를 단독으로 운용할 수 있도록 운용주체에 추가하여야 할 것이다.

다만 일반투자자 보호에 방점을 두는 공모시장의 특성상 VC에게 어느 정도 진입장벽(자기자본규제)을 둘 필요는 있을 것이며, 이 경우 효과적인 관리감독을 위해 창업투자회사 등 기존 중소벤처기업부의 관리감독을 받는 VC들의 경우에 한해 계속하여 중소벤처기업부의 관리감독을 받도록 하는 것이 필요할 것으로 생각된다.

또한 BDC가 국내에 도입된다면 미국의 사례와 유사하게 IPO 직전단계와 기업 대출에 자금이 집중될 가능성이 여전히 크다. 이렇게 된다면 정작 자금이 필요한 초기 및 Scale-up 단계의 벤처기업들에게는 자금이 지원되지 않을 가능성이 크기 때문에 투자대상 중 지분투자를 제외한 대출성격의 투자에 대해서는 일정정도의 투자제한을 두는 것도 필요할 것으로 사료된다. **KVIC MarketWatch**

참고문헌

금융위원회, “혁신성장과 일자리 창출을 위한 자본시장 혁신과제”, 보도자료. 2018.11.1.

CSBG, “Modernize Business Development Companies (BDC) In Order to Increase the Volume, Safety and Transparency of Lending to Small and Medium-sized Businesses”, 2016, p.1.

Cynthia Krus and Kristin Hespos Burns, “A Primer on Private Business Development Companies”, LAW360, 2018.5.23, p.1.

Eversheds Sutherland, “The ABCs of BDCs Business development company basics”, 2018.7.

FS Investment, “Business Development Company – Seeking income and diversification through direct investments in the U.S. middle market”, 2016, pp.4-5.

Morrison&Foerster LLP, “Frequently asked questions about business development companies”, 2016.

Reginald L. Thomas, Paul F. Roye, “Regulation of Business Development Company under the Investment Company Act”, Southern California Law Review, 1982.5.

Sandra M. Forman, Andrew W. Lo, Monica Shilling, Grace K. Sweeney, “Funding Translational Medicine via Public Markets: The Business Development Company”, Journal of Investment Management, Vol.13 No.4., 2015, p.8.

SEC Release No. IC-26520, “Investment Company Governance”(July 27, 2004).

SEC, “BUSINESS DEVELOPMENT COMPANIES—TRANSACTIONS WITH CERTAIN SECOND-TIER AFFILIATES”, Guidance Update, No. 2014-12, DECEMBER 2014

Steven B. Boehm, Cynthia M. Krus, Harry S.Pangas and Lisa A. Morgan, “the investment lawyer Covering legal and regulatory issues of asset management – Shedding New Light on Business Development Company”, the investment lawyer Covering legal and regulatory issues of asset management, Aspen Publishers, Vol.11 No.10., 2004.10, p.2.