

# FMB850 대체투자 사모펀드

---

Finance MBA

정 지 웅  
고려대학교 경영대학

# 보수체계

---

# 2022년 주요 PEF 운용사 수익 현황

(단위 : 억원, 명)

PEF 운용사	보수(수수료 등)		총 직원	인건비		비고	주요 PEF (규모는 2022년말 기준)
	성과보수	관리보수		급여	퇴직급여		
KDB인베스트먼트	805.1		15	86.2	2.8	전체 수수료수익	케이디비인베스트먼트제이호 (3000억원)
프리미어파트너스	587.6	165.5	32	555.0	122.4	조합 관리·성과보수. 직원 수는 홈페이지 참조	프리미어성장전략엠앤에이3호 (7122억원)
연합자산관리	448.6	165.4	97	163.1	14.8	CR 부문 수수료·배당금수익. 직원 수·인건비는 전체 기준	유암코기업리바운스제팔차기업재무안정 (3300억원)
IMM인베스트먼트	176.3	484.1	82	199.8	32.4	PEF·VC 수익(관리·성과보수(분배금 포함))	페트라8호 (9608억원)
H&Q코리아파트너스	463.4		13	293.3	64.1	전체 영업수익	케이에이치큐제삼호 (5642억원)
IMM PE	4.7	384.8	34	160.3	36.4	성과보수는 배당수익 반영	아이엠엠로즈골드4 (1조7350억원)
스틱인베스트먼트(상장)	95.1	243.9	58	184.6	11.2	관리·성과보수	스틱스페셜시츄에이션제2호(1조2200억원)
IMM크레딧앤솔루션	86.7	125.0	10	94.3	10.2	관리보수, 성과보수(배당수익 반영)	아이엠엠에코솔루션 (5665억원)
웰투시인베스트먼트	138.6	55.9	9	89.8	4.3	PEF 운용 관리·성과보수	웰투시인베스트먼트리빌딩챔피언제1호 (1990억원)
아주IB투자(상장)	4.8	167.6	54	61.6	10.1	수수료수익(일반·성과관리보수)	아주좋은제이호 (1700억원)
어펠마캐피탈매니저스코리아	148.8		16	14.1	4.8	수수료수익	어쎄타제오호 (5434억원)
E&F PE	133.3		13	43.4	3.2	운용수수료수입. 직원 수는 홈페이지 참조	이앤에프제2호 (5264억원)
한국투자PE	13.3	106.2	23	41.6	4.6	관리·성과보수. 급여는 상여 포함	한국투자2022 (3880억원)
글랜우드PE	117.0		16	65.7	3.4	운용수수료(관리·성과보수)	글랜우드코리아제이호 (8876억원)
나우IB(상장)	0	104.9	20	42.2	5.3	관리수수료·배당금	나우그로쓰캐피탈 (2000억원)
큐캐피탈파트너스(상장)	9.3	76.9	24	54.6	8.2	투자 관리·성과보수	2021큐씨피제15호 (4067억원)
SG PE	0.8	80.5	19	48.4	2.2	운용수익(수수료수익·배당수익)	에스지2022 (2631억원)
스톤브릿지캐피탈	9.8	71.0	22	47.0	4.8	회사 관리·성과보수	스톤브릿지에쿼티오퍼튜니티제2호의1, 2 (6038억원)
프렉시스캐피탈파트너스	74.1		17	37.0	2.7	수입수수료·배당수입	프렉시스밸류크리에이션2호 (2966억원)
에이티넬인베스트먼트(상장)	934.4		35	490.4	7.7	전체 관리·성과보수	에이티넬고성장기업투자조합 (2030억원)

\*상장사·연합자산관리 직원 수는 2022년말, 나머지(크레딧잡 기준)는 2023년 3월 기준.

출처 DART, 금융감독원, 크레딧잡, 각 사 등. 별도 기준. 1인당 보수는 단순 계산 작성 인베스트조선(www.investchosun.com)

## 2023년 주요 PEF 운용사 수익 현황

(단위 : 억원(미만 절삭), 명)

운용사	보수(수수료 등)		총직원	인건비		비고	주요 PEF (규모)
	성과보수	관리보수		급여	퇴직급여		
글랜우드PE	896		16	605	2	관리·성과보수	글랜우드코리아제이호(8878)
스틱인베스트먼트(상장)	252	440	65	317	14	관리·성과보수	스틱오퍼튜니티제삼호(12800)
IMM PE	92	535	31	292	108	관리보수·배당수익	아이엠엠로즈골드5(8000)
큐캐피탈(상장)	143	77	24	84	8	투자관리·투자성과보수	2021큐씨피제15호(4067)
한국투자PE	74	183	33	105	4	관리·성과보수	한국투자2022(3880)
비엔더블유인베스트먼트	191		12	89	4	사모투자펀드수수료수익·분배금	아이비케이비엔더블유산업경영성장지원(1900)
스카이레이크에쿼티파트너스	219		25	128	7	수수료수입	스카이레이크신성장바이아웃6호(6683)
스카이레이크인베스트먼트	180		23	82	2	수수료수입	스카이레이크신성장바이아웃2호(3317)
IMM인베스트먼트	44	529	82	194	23	PEF·VC 수익(관리·성과보수(분배금 포함))	페트라9호(5336)
JKL파트너스	0	133	23	65	7	관리보수·분배수익	제이케이엘제12호(7350)
케이스톤파트너스	23	123	21	36	3	사모투자전문회사관리보수·분배금	케이스톤골든밸류4호(5367)
어펠마캐피탈매니저스코리아	145		19	47	3	수수료수익	어쎬타제호(5434)
스톤브릿지캐피탈	15	124	22	58	9	관리·성과보수	스톤브릿지에쿼티오퍼튜니티제2호의1(3501)
E&F PE	137		18	44	3	운용수수료수입	이앤에프제2호(5264)
센트로이드인베스트먼트	130		25	34	4	응역수수료·배당금수익	센트로이드제7호바이아웃(6192)
연합자산관리	283	164	121	198	22	CR 부문 배당금·사모집합투자기구관리보수	유암코기업리비온스세십삼차기업재무안정(1000)
프랙시스캐피탈파트너스	102		19	40	3	수입수수료·배당수익	프랙시스밸류크리에이션2호(2966)
H&Q코리아파트너스	74		10	53	10	전체 영업수익	케이에이치큐제사호(5062)
웰투시인베스트먼트	16	51	9	33	2	관리·성과보수	웰투시인베스트먼트리빌딩채퍼언제1호(1990)
KDB인베스트먼트	65		14	32	2	수수료수익	케이디비인베스트먼트글로벌헬스케어제일호(1450)

\*직원 수는 워터드인사이트 국민연금 가입자(2024년 3월) 기준, 상장사는 2023년 사업보고서 기준

출처 DART, 워터드인사이트, 각 사 등. 주요 PEF는 2023년 9월말 금융감독원 등록 기준 작성 인베스트조선(www.investchosun.com)

Invest chosun

## 글로벌 PEF 연봉 추정치

### 어쏘시에이트 초년차 기준

펀드사이즈	보수 총액	기본급	성과급
2조~6조원	3억원	1억5000만원	1억5000만원
6조원 이상	3억5000만원	1억6000만원	1억9000만원

### 시니어 어쏘시에이트(MBA 졸업) 초년차 기준

펀드사이즈	보수 총액	기본급	성과급
2조~6조원	5억원	2억3000만원	2억7000만원
6조원 이상	5억6000만원	2억3000만원	3억3000만원

출처: Gobuyside 2019년 보고서




출처: <https://www.hankyung.com/article/2020082127871>

# 일반적 보수 구조

---

- 운영보수/관리보수 (Management fee): 평균 2%
  - 펀드 운용에 대한 고정 보수로, 펀드 운영 비용을 충당
  - 약정자본 (committed capital) 또는 투자자본 (invested capital)의 일정 비율
  - 펀드 규모/추가 펀드 모집 여부에 따라 다를 수 있음
- 성과보수/성공부수 (Carried interest): 평균 20%
  1. 납입출자금의 반환 (Return of capital)
  2. 우선수익분배 (Preferred return)
    - 기준수익률 (Hurdle rate) 보통 연 8%
  3. Catch-up 조항
    - 초과 수익률 분배 규정
  4. 성과보수 (Carried interest)

Vintage	Fund Size (\$M)				Management Fee (%)					Carry (%)					GP Share of Fund (%)			
	N	Mean	Median	SD	N	Mean	Median	SD	Fraction =2%	N	Mean	Median	SD	Fraction =20%	N	Mean	Median	SD
Panel A: North America																		
1970–2000	906	307	150	528	112	1.9	2	0.4	75.00%	109	20.1	20	1.6	95.40%	107	4.5	3	5.25
2001–2005	609	472	252	685	119	2	2	0.2	85.70%	122	20.1	20	0.9	96.70%	121	4.6	2.7	4.54
2006–2010	411	753	364	1307	119	2	2	0.2	75.60%	118	20	20	0.8	96.60%	116	4.2	3	3.51
2011–2015	266	1048	550	1409	102	2	2	0.2	78.40%	102	20	20	1.2	97.10%	100	4.6	2.7	4.94
2016–2020	173	1643	750	2832	63	2	2	0.2	74.60%	64	19.9	20	0.6	98.40%	63	4.3	2.5	6.62
Panel B: Europe																		
1970–2000	478	290	150	490	18	1.9	2	0.3	72.20%	19	19.4	20	2	89.50%	16	3.9	2.5	4.66
2001–2005	351	433	223	664	30	1.9	2	0.3	63.30%	31	20.1	20	1	90.30%	30	3.8	2	4.32
2006–2010	229	683	314	1080	33	2	2	0.2	66.70%	35	20.1	20	0.9	97.10%	30	3.3	2	3.12
2011–2015	137	973	380	1602	30	1.9	2	0.2	63.30%	31	19.8	20	1.4	96.80%	30	2.8	2	2.32
2016–2020	86	1483	515	1957	25	1.8	1.8	0.2	40.00%	25	20.2	20	1	96.00%	23	5	3	8.12
Panel C: Asia																		
1970–2000	178	342	126	603	13	2	2	0.3	69.20%	12	20.8	20	2.9	91.70%	11	4.9	2	5.78
2001–2005	115	407	200	736	14	2	2	0.4	64.30%	13	20.8	20	2.8	92.30%	10	3	2	2.84
2006–2010	77	692	332	1102	20	1.9	2	0.1	75.00%	20	20	20	–	100.00%	18	5	2.3	6.41
2011–2015	51	1114	500	1600	21	1.9	2	0.2	76.20%	21	20	20	–	100.00%	21	2.8	2	2.61
2016–2020	20	1845	920	1937	13	1.9	2	0.2	76.90%	13	20	20	–	100.00%	13	2	2	0.74

구분	 NPS 국민연금	 The-K 한국교직원공제회	 KDB산업은행
관리보수	설립일~2년(약정총액 기준) 2년~만기(투자잔액 기준)		
500억원 이하	2.0% 이하	Mid-Cap 1.2% 이내 Growth-Cap 1.5% 이내 벤처 2.0% 이내 루키 2.3% 이내	
500억~1000억원	1.2% 이하		
1000억~3000억원	0.8% 이하		
3000억원 초과분	0.6% 이하		
성과보수	<Mid-Cap PEF, 벤처펀드> IRR 8% 상회시 초과수익의 20% 이하, IRR 10% 상회시 초과수익의 30% 이하 중 택일 Catch-up 40% 이내	① IRR 8% 초과수익의 20% 이하 또는 IRR 10% 초과수익의 30% 이하 중 택일 ② IRR 7~15%시 초과수익의 20% 이하, IRR 15% 초과수익의 30% 이하 ③ ①택일 후 Catch-up 선택 ④ 기타 자율제안	IRR 7~15% 초과수익의 20% IRR 15% 초과수익의 30%

출처: [https://www.investchosun.com/site/data/html\\_dir/2019/06/21/2019062186001.html](https://www.investchosun.com/site/data/html_dir/2019/06/21/2019062186001.html)



# 기타 보수

---

- 제3자 보수
  - 타켓 기업에 GP임원 이사, 자문료, 인수주선/지원에 대한 거래 수수료 등
- 펀드운영 관련 비용
  - 설립 및 투자 과정 발생하는 자문료/거래비용, 재산 위탁관리, 회계처리, 자산 평가, 자산 매각 비용 등
- 협상을 통해 운용비용에서 상계할지 결정
  - 누구 부담해야하나? GP vs. LP
  - 이중청구 주의: GP가 포트폴리오 회사로부터 수령한 수수료가 펀드 비용으로도 청구되지 않도록

# 성과보수

---

# 성과보수 (Waterfall)

---

1. 납입출자금의 반환 (Return of capital)
  - 수익금이 LP 투자원금에 달할때까지 모두 LP에게 배분
2. 우선수익분배 (Preferred return)
  - 기준수익률에 달할때까지 투자원금 초과분을 LP에게 배분
  - 기준수익률 (Hurdle rate) 보통 연 8%
3. Catch-up 조항
  - 초과 수익률 분배 규정
  - LP에게 우선수익분배가 이뤄지고 난 다음
  - GP가 수익금에 대한 성과보수 (예, 20%)를 모두 배분 받을 때까지 20% 이상 빠르게 배분 받을 수 있게 하는 조항
4. 성과보수 (Carried interest)

## 예제: 성과보수 (Waterfall)

---

- 100억 투자, 1년 뒤 130억 Exit (수익률 30%)
  - 성과보수 20%, 기준수익률 8%
1. 0% Catch-up
    - 먼저 LP에게 100억 배분
    - + 기준수익률 해당하는 8억, LP에게 배분
    - 나머지 22억은 LP:GP=80%:20%으로 배분

## 예제: 성과보수 (Waterfall)

---

2. 100% catch-up
  - 먼저 LP에게 100억 배분
  - + 기준수익률 해당하는 8억, LP에게 배분
  - 이후 GP에게 성과보수 20%에 해당하는 수익금 배분
  - LP가 분배금 8억이 80%에 해당, GP에 귀속되는 20%는 2억
  - 나머지 20억은 LP:GP=80%:20%으로 배분

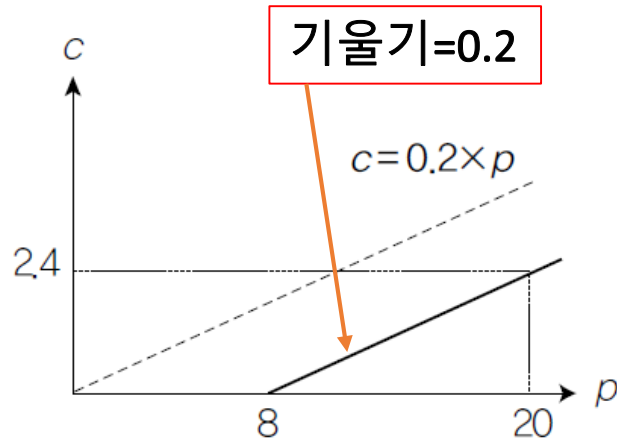
## 예제: 성과보수 (Waterfall)

---

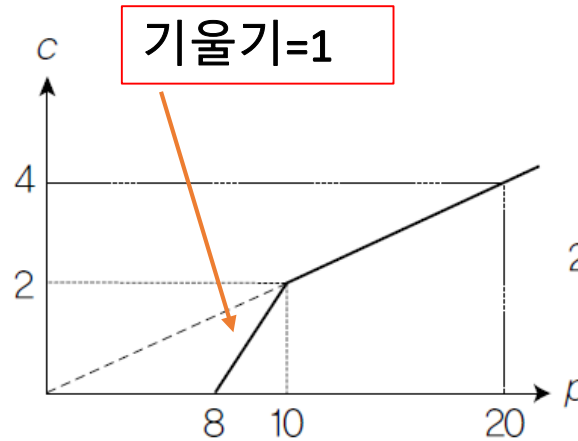
### 3. 50% catch-up

- 먼저 LP 100억 배분
- + 기준수익률 해당하는 8억, LP에게 배분
- 이후 GP에게 성과보수 20%에 해당하는 수익금 배분
- “분배속도”는 50%. 기준수익률 초과 수익(X)의 50%를 GP 배분
- 언제까지? 총수익 (8억+X)가 20%에 이를 때까지. 즉 8억+X중 80%는 LP, 20%는 GP에게 귀속
- $20\% \times (8\text{억} + X) = 50\% \times X \rightarrow X = 5.33\text{억}$
- 즉 초과수익이 5.33억이 될 때까지 LP:GP=50%:50%
- 따라서 LP:GP=2.67억:2.67억 배분
- 나머지 16.67억은 LP:GP=80%:20%으로 배분

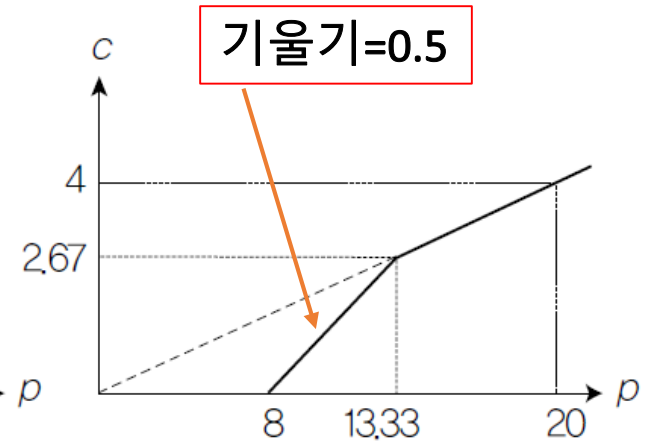
# 예제: 성과보수 (Waterfall)



(i) No catch-up



(ii) Full catch-up



(iii) 5 : 5 catch-up

$p$  : 투자 수익,  $c$  : GP가 받을 성과보수

출처: 정준혁, 2014, 사모투자전문회사 사원 간 계약의 주요내용

# 성과보수 산정 기준 및 지급 시기

---

- Deal-by-deal 방식 (American waterfall)
  - 매번 거래가 완료되고 보수 결정
- Fund-as-a-whole 방식 (European waterfall)
  - 펀드 전체의 성과를 기준으로 보수 결정
- 예: 기준수익률 8% (단리 가정), 100% catch-up, 20% 성과보수
  - LP출자금 200 억원
  - 펀드는 A와 B에 각각 100억 투자
  - 1년 후 A 매각, 150억 회수
  - 2년 후 B 매각, 90억 회수



〈표 1〉 Deal-by-deal 방식

(t = 1) 150원 분배

	GP	LP
출자원금		100원
우선수익		8원
Catch-up	2원	
초과 수익	8원	32원
계	10원	140원

(t = 2) 90원 분배

	GP	LP
출자원금	-	90원
우선수익		-
Catch-up	-	
초과 수익	-	-
계	0원	90원

〈표 2〉 Fund-as-a-whole 방식

(t = 1) 150원 분배

	GP	LP
출자원금		150원
우선수익		-
Catch-up	-	
초과 수익	-	-
계	0원	150원

(t = 2) 90원 분배

	GP	LP
출자원금	-	50원
우선수익		20원
Catch-up	5원	
초과 수익	3원	12원
계	8원	82원

$$(150 \times 8\% \times 1 \text{년}) \\ + (50 \times 8\% \times 2 \text{년}) \\ = 20$$

출처: 정준혁, 2014, 사모투자전문회사 사원 간 계약의 주요내용

## DD vs. FW 방식

구분	Deal-by-Deal	Fund-as-a-Whole
성과보수 지급 시점	개별 투자 성공 시 즉시	펀드 전체 수익 실현 및 기준 초과 시점 이후
LP의 리스크	펀드 전체 손실에도 GP가 성과보수를 받을 가능성 있음	펀드 전체 기준으로 GP가 보수를 받으므로 상대적으로 낮음
GP의 동기부여	단기적 성과에 집중, 과도한 위험감수 가능성	장기적 성과에 집중, 전체적인 성공 필요
계산 및 구조의 복잡성	상대적으로 간단	펀드 전체 수익 산정 및 계산 과정이 복잡
공정성	LP 입장에서 성과보수 과대 지급 가능성	LP에게 더 공정하며 펀드 전반의 성과를 반영

# 절충안

---

- NAV 커버리지 테스트 (NAV coverage test)
  - DD + 미실현투자자산 NAV기준 수익률이 일정 수준 (예, 125%)을 넘어서야 성과보수 지급
  - 즉, 단일 투자에서 이익이 발생하더라도, 펀드 전체의 가치가 일정 수준 이상 상승했음을 확인해야 GP가 보수를 받을 수 있음.
  - LP의 손실 가능성을 방지하는 사전적 안전장치 역할
    - 예) 펀드의 원금(Committed Capital)이 100억 원일 때, 현재까지의 분배금(Distributed Proceeds)이 80억 원, 미실현 투자자산의 NAV가 60억 원이라고 가정하면,
    - $\text{Coverage Ratio} = (80 + 60) / 100 = 1.4 = 140\%$
    - → 이 경우  $140\% > 125\%$ 이므로, NAV Coverage Test 기준(125%)을 초과하여 성과보수 지급 허용

# 절충안

---

- 선급성과보수(Advanced carried interest)
  - FW + 미실현투자자산 가치 등 고려 시 성과보수 지급이 확실 되는 경우 성과보수의 일부를 선급
  - 펀드 전체 청산 전이라도 합리적인 근거가 있으면 일부 보상 가능.
  - 다만, 이후 펀드 가치가 하락할 경우 클로백(clawback) 조항을 통해 초과 지급분을 환수함
    - 예) 펀드의 전체 투자 중 80%가 이미 높은 수익으로 청산, 남은 20%의 자산도 안정적인 가치 상승이 예상되어 성과보수 지급이 거의 확실한 상황이라면
    - 펀드의 운용계약(LPA)에 따라 GP는 전체 성과보수의 (예) 50%를 선급(advanced) 받을 수 있음. 이후 펀드가 완전히 청산되면 최종 정산을 통해 초과 또는 부족분을 조정

# 성과보수 반환 조항(GP Clawback)

---

- 성과보수가 초과하여 지급 된 경우
  - GP로 하여금 이를 환급하게 하는 clawback 조항
    - 모든 투자 회수가 완료된 이후 정산을 하는 single clawback
      - 장점: 관리가 단순하고 계산이 명확함.
      - 단점: 펀드 기간 동안 과도한 성과보수가 장기간 유지될 수 있음 → LP의 자금회수 지연.
    - 투자 회수가 매번 이루어질 때마다 정산 interim clawback
      - 장점: LP 보호 강화, 과도한 조기 보상 방지.
      - 단점: 계산이 복잡하고, GP의 현금 흐름이 자주 변동.
- GP의 신용위험
  - 성과보수 중 일정한 금액을 에스크로(escrow) 계좌에 예치
- 기지급한 성과보수에 대한 세금 처리 문제

# 분배 자산 종류 및 시점

---

- 현금 분배: 기본 원칙
- 현물 분배 (in-kind distribution)
  - 펀드가 보유 중인 증권 등 자산을 현물 형태로 LP에게 분배
  - 모든 사원(조합원) 또는 LP-GP 간 동의가 필요, 자산의 평가방법(시장가치, 제3자 평가 등)을 사전에 정해두어야.
- 펀드가 투자수익을 회수한 경우 이를 언제 분배 해야 하는지의 문제도 정해야 함.
  - 이 모든 내용이 LPA (Limited Partnership Agreement)에 포함 되어야.
  - 분배가능한 이벤트(trigger event) 정의(예: 자산 매각, 청산, 배당수령 등)
  - 분배전 보유(reserve)할 수 있는 이유 및 시한(예: 재투자 예정, 세무 리스크, 환율 리스크)
  - 현물 분배 선택 시, LP가 현금 대신 현물을 요구할 수 있는 옵션 또는 거부할 수 있는 권리

- 예시 A (현물 분배 및 평가 관련 조항)
  - “Upon the dissolution or winding-up of the Partnership, the General Partner may distribute to the Partners, pro rata in accordance with their respective Percentage Interests, assets of the Partnership in-kind (i.e., other than cash) provided that: (i) all Partners consent in writing to such in-kind distribution; (ii) the value of the assets so distributed shall be determined by the General Partner (or an independent valuation agent) at fair market value as of the date of distribution; and (iii) such in-kind distribution shall be charged against and reduce the cash amounts otherwise distributable to the Partners. ”
- 예시 B (현금 분배 및 분배시점 관련 조항)
  - “The Fund shall distribute available cash from realized investments promptly after the receipt thereof, subject to any reserves the General Partner reasonably determines are required for contingent liabilities, expenses or other obligations of the Fund. Distributions shall be made to the Limited Partners and the General Partner (in the case of any carried interest) in accordance with the waterfall provisions set forth herein. ”
- 예시 C (분배 가능한 이벤트 및 인-카인드 배분 권한)
  - “In-kind distributions (or distributions of portfolio securities) may be made if the General Partner, in its sole discretion, determines that a cash distribution is not feasible or not in the best interests of the Partners, subject to the agreement of all Limited Partners and subject to such terms and conditions as the General Partner may impose (including the right of a Limited Partner to elect to receive a cash equivalent). ”

- 제 x조 (분배 자산의 형태 및 현물 분배)

- 본 조합은 조합원에 대한 분배(distribution)를 원칙적으로 현금(cash)으로 하며, 조합의 자산·투자회수로부터 발생한 현금흐름을 우선하여 분배한다. 다만, 조합원 전원의 서면 동의를 받은 경우에는 현금이 아닌 증권 또는 기타 자산(in-kind assets)을 현물 형태로 분배할 수 있다. 현물 분배가 이루어지는 경우, 해당 자산의 가치는 분배일 현재의 공정시장가치(fair market value)를 기준으로 산정하며, 이를 위하여 업무집행사원(General Partner)이 독립평가기관(independent valuation agent)을 지정할 수 있다. 현물로 분배된 자산은 동 자산의 가치만큼 현금으로 분배되는 금액에서 차감하여야 한다. 제

- y조 (분배 시점 및 절차)

- 조합은 자산의 매각, 청산, 배당수령 또는 기타 회수실현이 이루어진 경우(“분배가능사건(Distributable Event)”) 가능한 한 조속히 분배를 실행한다. 다만, 업무집행사원은 조합의 향후 의무지급금, 예정투자, 세무·법률리스크 등을 고려하여 일정금액을 적립(reserve)해 둘 수 있으며, 이 경우 조합원에게 적립 사유 및 적립금액을 서면으로 통지한다. 조합원은 현물 분배가 제안된 경우, 현금 수령을 선택할 권리를 보유하며, 이에 대한 선택기한과 절차는 업무집행사원이 정한다.

- 제 z조 (계약서 포함사항)

- 본 계약서에는 분배 자산의 형태, 현물 분배의 조건 및 평가방법, 분배 시점 및 적립금 설정사유, 조합원 선택권 및 절차 등의 사항이 명시되어 있으며, 조합원은 이 조문을 충분히 숙지하고 본 계약서에 서명한다.



# 사이드 레터 (Side Letter)

---

- 동일 펀드에 투자하는 LP들이라도 계약사항이 다를 수 있음
- 개별 LP의 요구/제한사항 등을 고려하여 LPA이외에 side letter를 작성.
  - 대형 LP는 내부 정책, 규제 의무, 또는 특정 투자 목표를 반영하기 위해 LPA 기본 조항 외 추가 조건을 협상하려 하며, GP는 출자 유치를 위해 사이드 레터(Side Letter)를 체결.
  - 사이드 레터는 LPA의 일부로 간주되며, 내용이 충돌할 경우 사이드 레터가 우선 적용.다만, 그 존재와 세부 내용은 다른 LP에게 공개되지 않는 경우가 많음.

# 사이드 레터 (Side Letter)

---

- 최혜국요건 (MFN, Most Favored Nation)
  - 특정 LP가 다른 LP에게 제공된 더 유리한 조건(예: 낮은 관리보수율)을 동일하게 적용받을 수 있는 권리.
  - LP는 공정한 대우를 확보하고, GP는 사이드 레터 조건 관리에 주의해야 함.
- 면책 권리 (Excusal Rights)
  - LP가 특정 산업·국가·기업에 대한 GP의 자금 요청(Capital Call)에서 제외될 수 있는 권리.
  - 연기금·공공기금 등 윤리적 투자 제한(예: 담배, 무기 산업)을 가진 투자자에게 필수적.
- 추가 정보 요청 권리
  - LP가 펀드의 특정 투자나 운용 정보에 대해 추가 정보 제공을 요구.
  - 대형 기관 LP의 내부 감사·규제 준수 요건 충족을 위해 필요.

# 사이드 레터 (Side Letter)

---

- 기타 맞춤형 조항
  - 특정 회계 기준(Accounting Standards) 적용 요구
  - 특정 의사결정 시 추가 승인 절차 요청
  - LP의 내부 정책이나 규제 요건을 반영한 개별 조건 설정
  - 공동투자기회 제공
  - 보수 체계

- Begenau and Siriwardane (2022), How do private equity fees vary across public pensions?
  - 동일한 펀드에 투자하는 LP들이 경험하는 성과가 다르다 → 지급하는 수수료의 차이
  - 평균적인 사모펀드(PE) 내에서 운용보수율의 분산(차이)은 83bp(평균 200bp)
  - 성과보수의 분산은 3.3% (평균 20%)
  - 법률 자문사, GP의 협상력(과거 성과 등)가 영향을 미침
  - 연기금이 더 낮은 수수료를 지급