

FMB850 대체투자 사모펀드

Finance MBA

정 지 웅
고려대학교 경영대학

PEF 사원 간 계약

대리인 문제

- 원칙적으로 10여년 간 투자 기간 동안 LP는 GP의 투자/운영 정책에 관여할 수 없음.
- 어떻게 GP를 관리할 수 있나?
- 철저한 실사와 치밀한 계약을 통해 (정관, limited partnership agreement)
 - Institutional Limited Partners Association
 - 실사 체크 포인트 및 모델 LPA 제공

이해관계 상충

- Robinson and Sensoy (2013), Do private equity fund managers earn their fees? Compensation, ownership, and cash flow performance?
 - 1984-2009, 837개의 계약서 (542개 바이아웃)
 - 캐치업이 발효 되는 시점에서 수익분배가 가속화되는 경향 (조기 수확 가능성)
 - 관리보수 산정기준이 약정액에서 순투자자본으로 바뀌는 구조를 채택한 펀드는 펀드 생애 후반부에 투자를 청산하는 시점이 늦어지는 경향
 - 기타 결과
 - 운용보수가 높은 펀드가 저성과를 보이지 않음 (공모펀드와 상이)
 - GP 지분과 성과 간에는 음의 관계 (협상력의 영향?)
 - 성과보수와 성과 간에 양의 관계

이해관계 상충

- Arcot, Fluck, Gaspar, and Hege (2015), Fund managers under pressure: Rationale and determinants of secondary buyouts
 - 1980-2010, 9,575딜 (8,658 타켓, 957 PE)
 - 투자기간 종료에 가까운 GP는 세컨더리 바이아웃을 더 하는 경향
 - 더 비싸게 인수, 적은 부채 활용하는 경향
 - 전반적으로 저성과로 이어짐
 - (매각의 경우 더 싸게 매각하고 타켓 보유 기간이 짧음)
- Degeorge, Martin, and Phalippou (2016), On secondary buyouts
 - 매수·매각 측 PE의 전략이 보완적일수록 세컨더리 바이아웃의 성과 양호
 - LP들은 급히 진행된 세컨더리 거래를 추진한 PE를 선호하지 않음.

이해관계 상충

- Barber and Yasuda (2017), Interim fund performance and fundraising in private equity
 - 1993-2009, 425 바이아웃 (450 VC)
 - 중간 운용성과는 후속 펀드의 자금 모집 결과에 큰 영향을 미침
 - 실제 엑시트 실적으로 뒷받침 되는 경우, 평판이 낮은 GP의 경우 그 영향이 더 큼.
 - → 좋은 투자회수 실적이 발생한 직후, 후속 펀드(follow-on fund) 를 조성
 - → 후속 펀드를 조성하는 시기에 이전 펀드의 성과를 조작
- Brown, Credil, and Kaplan (2019), Do private equity funds manipulate reported returns?
 - 성과를 조작한 PE는 후속펀드를 조성하기 힘들어짐.

이해관계 상충

- Continuation 펀드
 - 기존 펀드의 일부 미청산 자산을 새로운 펀드(Continuation Vehicle) 로 이관하여 추가 운용하는 구조
 - 동일 GP 가 두 펀드를 모두 운용하는 것이 일반적
 - 기존 LP 중 일부는 자산을 현금화(매도), 일부는 재투자(Roll-over) 선택
 - 새로운 LP 가 후속 펀드에 참여할 수도 있음
 - 동일 LP가 두 펀드의 투자한 경우 거래비용 발생, 성과보수 실현
 - 거래가격의 공정성에 대한 의문 제기(특히 다른 LP가 후속 펀드에 출자한다면)

사모투자전문회사 정관

- 합자회사 정관
 - 펀드 목적, 투자 전략: 건당 투자규모, 업종, 대상회사 소재 국가 등
 - 출자 약정, 자금 요청, 지분양도제한, 병행펀드 가부, 후속펀드 설립 조건 (펀드 간 투자기회 배분), 이해상충거래 허용 조건 (GP관련 기업과의 거래, 펀드 간 거래 등)
 - 지배구조: 핵심인력관련 (Key man), 자문위원회, GP교체 사유/절차 등)
 - 펀드 운용 기간 (투자 기간), 보상 구조
- 목적: GP-LP 간의 이해 관계 일치
- ILPA 3대 원칙: Alignment, Governance, Transparency

LPA 핵심 조항: 출자·보수·성과

- 출자구조 (Capital Commitment): GP·LP 출자 비율을 명시, GP는 의미 있는 자기자본 출자(통상 $\geq 1\%$)
 - GP 지분이 너무 작으면 손실 민감도 \downarrow ·성공 시 보수 과대 \rightarrow 극단적 위험유인
- 운용보수 (Management Fee)
 - 약정총액의 $\sim 2\%$ 내외, 운영비 충당
- ILPA: 합리적 비용 수준, 과도한 보수 지양
 - 성과보수 (Carried Interest): 'LP 원본+우선수익(예: 8%)' 초과분의 20% 지급

LPA 핵심 조항: 분배방식·클로백·이해상충

- 분배방식: 한국(유럽식) '펀드 전체 기준', 미국식은 '딜별/펀드전체' 협상
- Clawback 조항: GP가 선지급받은 보수 과다분 반환 → LP 보호
- 이해상충 방지: GP의 충실의무·자기거래 제한 등 금지행위 명시
 - 이해상충 발생 시 LP 거부권·LPAC 사전승인으로 GP 독단 견제
 - 예: GP·특수관계인 거래 시 LP 사전동의 의무

LPA 핵심 조항: 정보권리·통제장치

- 정보공유: 분기/반기 운용보고·재무현황 공시 의무
- Key Person: 핵심운용인력 이탈 시 투자집행 일시 중단·LP 투자중단권
- 거버넌스: GP 해임·펀드 조기청산—중대한 위반 또는 LP 75% 동의 등

2021년 사모펀드 제도 개편

- 사모펀드 체계 통합:
 - 기존 경영참여형 사모펀드(PEF)와 전문투자형 사모펀드(헤지펀드) 통합
 - "운용목적"(경영참여 vs 투기추구)에 따른 구분을 없애고, 대신 투자자 구성에 따른 분류로 전환하여 "기관전용 사모펀드"와 "일반 사모펀드"
 - 이에 따라 자산운용 규제도 일원화되어 PEF와 헤지펀드 간 운용상 제한 차이가 대부분 사라졌고, 펀드 유형에 관계없이 부동산·대출채권 투자, 레버리지 활용 등이 폭넓게 허용

2021년 사모펀드 제도 개편

- 기관전용 vs. 일반 사모펀드:
 - 기관전용 사모펀드는 전문기관투자자만으로 구성된 펀드로, 기존 PEF와 동일하게 합자회사 형태(사모투자합자회사)만 허용, 업무집행사원(GP)이 펀드를 운용
 - 반면 일반 사모펀드는 전문투자자 외에 일부 적격 개인 등도 포함될 수 있는 범용 사모펀드로, 투자신탁, 회사형 펀드 등 다양한 법적 형태로 설정 가능
 - 전문사모집합투자업자(자산운용사)가 위탁운용사(GP 역할)로 펀드를 운용하는 구조로 개편. 이로써 사모펀드도 공모펀드와 유사하게 외부 운용사가 설정·운용하는 형태가 도입

2021년 사모펀드 제도 개편

- 위탁운용사 제도 도입:
 - 개정법은 일반 사모펀드에 대해 운용사 제도를 명확히 도입. 전문사모 운용사로 등록된 자산운용사가 일반 사모펀드의 집합투자기구를 운용하며, 판매사(증권사)와 수탁사(신탁업자)에는 펀드 운용 감시 의무를 부과하여 GP의 운용행위를 견제
 - 한편, 기관전용 사모펀드의 GP에 대해서도 등록요건이 강화되어 GP도 사실상 자산운용사에 준하는 내부통제와 인력 요건을 갖추도록 요구 (예: GP 등록요건으로 투자운용전문인력 2인 이상 보유 및 자격요건 충족, GP 변경등록 및 재무보고 의무 부과 등)
 - 이를 통해 GP에 대한 관리·감독 장치가 마련되고, 기관전용 펀드의 GP도 책임 운용을 강화.

2021년 사모펀드 제도 개편

- 운용규제 변화:

- 운용범위 제한이 완화되고 통일. 예, 종전 PEF는 의결권주식 10% 이상 취득 의무(경영참여)가 있었으나 개정법에서 이러한 경영참여 의무조항이 삭제
- 기관전용 펀드도 경영참여 외 다양한 방식의 투자가 가능
- 대신 경영권 참여목적 투자시에는 15년 내 지분처분 의무를 공통 부과하여 기업경영 개입 시 장기보유 제한
- 또한 레버리지 한도를 PEF(순자산 10% 한도)와 헤지펀드(순자산 400%)로 이원화했던 것을 일률적으로 순자산의 400%까지 차입 허용으로 통합
- 부동산 직접투자나 대출 실행도 원칙적으로 허용하여 PEF의 운용자산 범위를 대폭 확대
- 그밖에 사모펀드 투자자 수 제한이 완화되어 전문투자자의 경우 최대 100인까지 투자 가능하도록 변경, 일반투자자 참여시에는 기존과 동일하게 49인 이하 제한을 유지.

2021년 사모펀드 제도 개편

- 기존 펀드에 대한 조치:
 - 2021년 10월 시행 당시 기존 등록 PEF GP와 헤지펀드 운용사는 자동으로 새로운 제도에 전환 등록
 - 기존 PEF는 모두 기관전용 사모펀드로 간주되었으나, LP 구성에 따라 운용규제가 달리 적용.
 - LP 전원이 기관전용 자격을 충족한 펀드는 신법상 완화된 운용방법을 적용할 수 있었으나, LP 중 개인 등이 포함된 경우에는 해당 펀드에 종전 PEF 운용규제(옛 경영참여형 규제)가 계속 적용되도록 하여 기존 투자자 보호와 제도연착륙을 도모
 - 예: 기존 PEF에 개인 LP가 있다면 신규 투자유치 불가 및 종전처럼 경영참여 방식으로만 운용하는 조건부과
 - 각 펀드는 필요시 정관 변경과 금융당국 보고를 통해 새로운 제도에 부합하도록 전환이 진행.

2021년 이후 GP-LP 역할 변화와 이해조정

- GP에 대한 감독 강화:
 - 2021년 개정법은 GP(업무집행사원)를 직접 감독·규율하는 장치를 처음 도입.
 - GP 등록요건에 전문인력 자격요건을 추가하여 운용 전문성을 담보, GP의 변경사항 발생시 2주 내 신고 및 연 1회 재무제표 제출을 의무화.
 - 또한 금융위원회·금감원이 GP에 대해 검사권을 명시적으로 부여받아, GP를 다른 금융회사에 준하여 상시 감독할 수 있게 됨.
 - 이전에는 펀드 자체만 관리·보고 대상으로 삼고 GP 법인은 직접 규제하지 않았으나, 이제는 GP도 운용사로서 관리되어 LP 보호와 책임운용이 한층 강화.

2021년 이후 GP-LP 역할 변화와 이해조정

- LP 보호장치 및 권한 변화:
 - 기관 투자자(LP)의 권한이 일부 확대.
 - 개정법은 기관전용 펀드의 경우 금융당국 사전승인 없이도 기관 LP가 펀드에 대한 검사 실시를 할 수 있도록 하여, GP와 LP 간 문제는 LP의 자체적 실사로 해결할 수 있게 함.
 - 또한 일반 투자자가 들어오는 사모펀드의 경우, 펀드를 판매한 증권사(판매사)와 신탁사(수탁사)에 운용행위 감시 의무를 부여하여 불합리한 운용이 있는지 상시 모니터링하도록 함.
 - 이처럼 제3자를 통한 운용 감시체계를 도입함으로써 LP의 간접적 보호장치가 강화. 다만 법령상 LP의 직접적 의결권한 확대 등은 크게 변화하지 않았으며, 여전히 GP가 펀드 운영에 광범위한 재량권을 가짐.
 - GP의 자율성은 유지하되 사후적 견제와 투명성을 높이는 방향으로 역할 구도가 변함.

2021년 이후 GP-LP 역할 변화와 이해조정

- GP-LP 간 권한·책임 조율:
 - 대형 기관LP의 영향력이 커지면서 LPA 단계에서 LP의 요구사항을 반영하는 경향이 강해짐.
 - 예컨대 국민연금은 일부 펀드 출자 협약서(LOC)에 “적대적 M&A 투자금지” 등을 명시하며 GP의 투자행위에 제한을 두는 시도를 하였고, 향후 이러한 조건을 정관(LPA)에 직접 반영하는 방안도 논의되고 있음.
 - 이는 LP의 책임투자 원칙을 구현하려는 움직임이지만, 자본시장법상 GP의 자율적 투자권과 충돌 여지가 있어 논쟁이 되고 있음.
 - 전반적으로 2021년 이후 LP들은 투자원칙(ESG, 책임투자 등)과 수익안정성을 중시하여 GP에 보다 엄격한 기준(예: 고용위험이 큰 투자 제한 등)을 요구하고, GP는 이를 수용하며 LPA에 세부 조율조항을 넣는 추세. 이에 따라 GP-LP 간 사전에 이해를 조정하는 협상이 과거보다 중요해지고 있음.

2021년 이후 GP-LP 역할 변화와 이해조정

- 투명성 및 보고 강화:

- 법 개편 이후 공시·보고 의무 측면에서는, GP가 여러 펀드의 재무정보를 일괄 보고하도록 절차 간소화가 이루어진 반면, LP 대상 정보제공 의무는 여전히 계약에 맡겨져 있음.
- 그러나 글로벌 ILPA 표준과 국내 연기금 요구에 따라 펀드 운용보고서의 국제 기준화가 진행되고, 수수료·성과보수 내역 공시, 투자자산 평가보고 등 LP에 대한 정보공개 범위가 확대되는 추세.
- 2025년 ILPA 보고 가이드라인 개정 등으로 LP들은 GP에게 더욱 상세한 운용 데이터 제공을 요청하고 있으며, 국내 GP들도 이러한 요구를 수용하여 투명성을 높이고 있음. 정보 비대칭 감소는 GP-LP 간 신뢰 구축과 이해관계의 조율에 기여.

2021년 이후 GP-LP 역할 변화와 이해조정

- 정책 및 시장 영향:

- 2021년 이후 사모펀드의 구조적 변화는 GP-LP 간 이해관계 조정 메커니즘을 글로벌 스탠다드에 수렴시키는 계기.
- 제도적으로 사모펀드 운용사가 공모펀드 수준의 책임성을 일부 부담하게 되고, LP도 전문기관 위주로 재편되어 보다 능동적으로 펀드 관리에 참여.
- 이는 장기적으로 한국 사모시장에 ILPA 원칙 등 국제모범 사례가 정착되는 기반이 됨. 현재 국내 PEF 운용계약도 미국·유럽의 LPA 모범조항(예: GP 출자 확대, 성과보수 구조 투명화, LPAC 운영)을 적극 도입하고 있으며, GP와 LP의 이해를 균형 있게 반영한 펀드 거버넌스가 중요한 경쟁력으로 인식되고 있음. 결국 제도개편 이후 GP-LP 구조는 규제 준수와 계약상 합의를 통해 상호 신뢰와 인센티브 균형을 도모하는 방향으로 진화하고 있음.