

OCIO 대체투자에서 주의해야 할 수익률 조작

장호규*

한국에서는 자산규모 10조 원 이상의 일부 대형 공적기금이 주간운용사제도 또는 전담운용체계라는 이름으로 OCIO 제도를 도입하고 있다. OCIO 제도는 2001년부터 공적연기금 투자풀이 주간운용사 제도를 운용하며 최초의 사례로 보고되고 있기도 하며, 2014년 증권사와 운용사로 별도 전담운용체계를 구축한 주택도시기금을 첫 번째 사례로 보고 있기도 하다. 중요한 점은 60개 이상의 공적기금 중 일부가 이미 OCIO 형태로 투자를 실시하고 있으며 추가적으로 거대 공적기금들이 OCIO 투자를 실시할 것으로 예상된다라는 점이다. 구체적으로는 각종 공제회, 대학기금, 사내유보금이나 사내연금을 운용하려는 기업, 퇴직연금 등이 OCIO 투자에 대한 잠재적 수요자들로 대기 중이다.

현재 한국의 OCIO 투자 형태는 금융선진국인 미국과 비교했을 때 약간은 후진적이거나 특수한 모습을 띠는 경우가 많다. OCIO 투자는 GP(general partners)에 투자를 일임하는 형태이므로 실제로는 주식, 채권, 그리고 대체투자를 총망라하는 투자의 형태를 띠게 되는 것이 일반적이다. 그런데 한국에서는 OCIO 투자는 특수한 성격을 가지는 경우가 많다. 특정 산업 분야에 치우친 펀드나, '성장형 OCIO 펀드'라고 명명된 펀드 등이 OCIO 투자 상품으로 등장하고 선택되는 경우가 흔하다. 이러한 펀드들은 소위 말하는 스마트 베타 투자 상품과 동일한 투자상품일 뿐 일반적인 형태의 펀드는 아니다. 코로나 팬데믹 이후 한국에서 블라인드 펀드라는 이름으로 해외 자산운용사에 OCIO 형태로 투자를 위임하는 경우가 많이 등장하고 있다. 그런데, 블라인드 펀드라는 것은 한국에서만 사용하는 용어이고 실제로 해외 자산운용사들은 주식, 채권, 대체투자 등을 모두 적절히 섞어서 펀드로 운용한다. 한국에서는 이러한 펀드를 co-mingled fund라고 부르는데, 사실은 이것이 일반적인 형태의 펀드(fund)라고 할 수 있다. 한국의 기금들은 내부에 운용인력들을 보유한 경우가 많아서 운용인력들이 자신들이 전문성을 보유한 부분에 대해서 OCIO 형태의 투자를 하게 되는 경우가 많은데 이 경우 전문한 특수한 형태의 OCIO 펀드가 널리 선택받는 주된 이유가

논문접수일 : 2022년 11월 29일 논문수정일 : 2022년 12월 8일 논문게재확정일 : 2022년 12월 15일

본고는 장호규 교수가 작성한 논문과 보고서의 일부 내용을 참고하고 준용하였다

* 충남대학교 경제학부, E-mail: jhogyu@gmail.com

된다. 하지만 OCIO 투자는 실상 일임 형태의 투자여서 현재 한국의 OCIO 투자 형태는 글로벌 OCIO 투자 스탠다드와 동떨어진 모습이며, 투자 파편화에 따른 수수료 혹은 운용보수에 대한 과도한 지급이라는 부작용도 발생할 가능성이 높다. 하지만, 이러한 현상은 OCIO 시장이 성숙해지면서 머지않은 미래에 점차적으로 선진 형태로 바뀌게 될 것으로 예상된다.

OCIO 투자의 주된 자산군은 주식과 채권 그리고 대체투자 상품들이다. 주식과 채권은 전통적인 형태로서 늘 선호되는 자산군이다. 하지만, 2000년대 이후 금융시장의 변동성이 확대되고, 시장에 유동성이 크게 증가하면서 투자자들의 관심은 점차적으로 대체투자 쪽으로 확대되었고, 이는 OCIO 투자 형태에서도 마찬가지로 나타난다. 특히 OCIO 운용사도 고객(주로 기금)의 목표 수익률을 맞추기 위해서 부동산, 인프라 등에 대한 투자 비중을 늘리는 것이 불가피해졌다. 그런데 일반적으로 OCIO에서 대체투자를 할 때는 기금이 LP(limited partners)이고 운용사가 GP(general partners)가 되는 경우가 드물다. OCIO 운용사가 1차적으로 대체투자 펀드를 운용하는 다른 자산운용사를 찾아서 그들이 운용하는 펀드에 위탁을 하게 된다. 이 경우 OCIO 운용사가 LP, 그리고 대체투자 펀드를 운용하는 자산운용사가 GP가 되며, 기금은 이때 최종 end 투자자가 된다.

대체투자 펀드 중에서 2010년대 이후 가장 각광받는 형태의 펀드 중 하나는 사모펀드(private equity fund)이다(이하 PE로 통칭). 사모펀드는 여러 가지 특징이 있지만, 그 중 대표적인 것으로 불투명성과 강제 락인(lock-in)이 있다. 사모펀드의 투자가 어떤 식으로 이루어지는지는 일반 퍼블릭 시장에 잘 알려져 있지 않고, 일반 투자자들은 그 정보에 접근하기도 힘들다. 또한, 사모펀드에 가입을 한다고 하더라도 그 기간은 일정기간 이상 고정되기에, 투자자의 경우 개인사정에 따라 유동성 확보를 위해서 사모펀드 지분을 처분하는 것도 쉽지 않다. 그럼에도 불구하고 대체투자 크기가 확대되면서 부동산이나 인프라를 중심으로 한 사모펀드 투자는 확대일로에 있다.

OCIO의 경우에도 수익률 확보를 위해서 일정부분을 대체투자로 돌리게 되는데, 그 와중에 PE에 투자하게 되는 경우가 흔히 발생하게 될 것임이 분명하다. 일반적으로 PE가 중간수익률을 보고할 때는 주로 IRR(internal rate of return) 방법을 사용해서 수익률을 보고한다. PE가 IRR을 계산할 때는 실제 발생한 현금흐름(cash flow)을 이용하지 않고 앞으로 발생할 것으로 예상되는 현금흐름에 기초하여 수익률을 계산한다. 이 경우에는 수익률을 부풀릴 가능성이 언제나 존재한다. 최근 발표된 한 연구(Jackson, Ling, and Naranjo, 2022)에 따르면 일반적으로 PE 펀드매니저(GP)들은 특히 펀드금액을 모을 때(fund raising period), IRR을 이용한 부풀려진 수익률을 보고하는 경우가 많다고 한다.

이 연구는 특히 인과관계 분석(causality analysis)법을 이용하여 PE 펀드매니저들이 의도적으로 수익률을 부풀려서 보고하는 경우가 발생함을 보였다. 더 흥미로운 점은 이렇게 PE 펀드매니저들이 수익률을 부풀리는 경우, 이를 잡아낼(detect) 수 있음에도 불구하고 LP 매니저들은 이를 방치하거나 찬성하는 입장을 보인다는 것이다. 경제학에서 통용되는 모니터링(monitoring) 이론에 따르면 PE 매니저가 수익률을 부풀려 보고하면 투자자인 LP는 모니터링 등의 방식으로 그것을 알아낼 경우 응징(punish)해야 하는 것이 일반적이다. 하지만, 이 경우 LP의 incentive compatibility 조건은 모니터링과 응징에 맞지 않는다. 왜냐하면 LP의 경우에도 엔드 투자자인 기금에게 괜찮은 수준의 수익률을 보고할 수 있어야 기금운용기간 동안의 중간 평가에 도움이 되기 때문이다. 더 나아가 LP 매니저의 계약기간이 PE가 수익률을 보고하는 기간과 겹치게 되면 LP 매니저의 경우 일단 그 기간 동안 괜찮은 수익률을 엔드 투자자에게 보고할 수만 있다면 이후에는 수익률이 어떻게 되든 말든 상관없이 본인의 자리는 지킴과 동시에 추후 더 나은 조건으로 다른 직장으로 옮길 수 있다. 이 경우 LP는 GP의 수익률 조작(return manipulation)을 적당히 묵인하는 행동을 취하게 되는 것이다. 더 문제가 되는 것은 GP의 펀드모금(fund raising)이 끝나고 나면 추후 실제로 실현되는 수익률은 점차적으로 떨어지게 되는 것이 일반적이라는 점이다.

공적기금, 특히 (퇴직)연금 등은 그 성격상 외부에 투자를 위임했을 경우 수익률 보고에 민감할 수밖에 없다. 앞으로 OCIO 투자에 있어서 대체투자가 활발해지고, 부동산이나 인프라 쪽 PE에 투자하는 경우가 발생한다면 LP인 OCIO 운용주관사와 GP인 PE 펀드매니저의 행동에 따라서 엔드 투자자인 기금은 부풀려진 수익률을 보고받게 될 경우가 발생할 가능성이 높아진다. 특히 위에서 서술한 바와 같은 상황이 발생하게 된다면 엔드 투자자인 기금은 궁극적으로 대체투자로부터 고수익을 올릴 수 없을 가능성이 높아지기 때문에 궁극적으로는 전체 기금 수익률이 낮아지게 되는 결과가 발생할 수 있다.

결국, OCIO 투자에서 대체투자자로 위임되는 경우라면 엔드 투자자인 기금이 자체적으로 모니터링 기능을 강화하거나, 아니면 객관적인 제3자에게 위임하여 모니터링 기능을 추가하는 것이 필요하다. OCIO 투자가 활발해질수록 이러한 대리인 문제가 발생할 가능성이 높아질 것에 대비한 장치를 잘 마련해야 할 것이다.

참 고 문 헌

Catering and Return Manipulation in Private Equity, Jackson, Ling, and Naranjo, University of Florida Working Paper, 2022.