

사모투자전문회사 사원 간 계약의 주요 내용

— GP와 LP의 이해관계 조정을 중심으로 —

정준혁*

I. 서론

1. PEF 사원 간 계약

Private Equity Fund(이하 'PEF' 또는 '펀드')의 유한 책임사원(Limited Partner, 이하 'LP')은 펀드에 자금을 출자하여 업무집행사원(General Partner, 이하 'GP')에게 그 운용을 맡기고, 그 대가로 GP에게 보수를 지급한다. GP는 이러한 출자금으로 주로 투자대상기업(portfolio company)의 지분증권을 매입하여 경영권을 인수하거나 참여하는 등의 방식으로 투자를 실행하고, 이후 투자자산을 매각하여 투자금을 회수하면 이를 미리 정한 바에 따라 GP와 LP가 나눈다.

GP와 LP는 이러한 자금 출자 및 투자, 분배 등과 관련한 사원들의 권리·의무를 각종 계약 등을 통해 정한다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')에 따라 PEF가 상장법상 합자회사로 설립되는 우리나라에서는 사모투자전문회사(이하 '자본시장법상 PEF')의 정관이, PEF의 법적 형태로 limited partnership이 많이 사용되는 미국이나 유럽에서는 Limited Partnership Agreement(이하 'LPA')가 사원 간의 관계를 정하는 주된 문서가 된다. 이외에도 자본시장법상 PEF의 경우 업무집행사원 행위준칙, 여

러 투자기구가 관여되는 경우 투자기구 간에 체결되는 각종 계약, LP 간의 권리·의무 등에 대해 정하는 LP 간 계약 등을 통해서도 사원들의 권리·의무를 정한다.¹

본 논문에서는 이와 같이 넓은 의미의 사원 간 계약의 여러 규정들에 대해 검토하면서, GP와 LP가 그 권리·의무를 어떻게 조정하는지를 살핀다. 각국의 PEF 관련 법제 및 시장 상황 등에 따라 사원 간 계약의 형식이나 구체적 내용은 차이가 존재하지만, PEF와 관련한 사원들의 경제적 이해관계 자체는 국가별로 크게 다르지 않기 때문에, 자본시장법상 PEF의 정관을 중심으로 살펴된 외국의 펀드, 그 중에서도 경영권 인수를 주목적으로 하는 바이아웃(buyout) 펀드의 LPA에 등장하는 문제들에 대해서도

* 법무법인 세종 변호사

본 논문 작성에 도움을 주신 심민현 이사님, 송창현, 서태용, 김남훈 변호사님, 김성준 회계사님께 감사의 말씀을 전한다.

1 이외에도 외국에서는 사모투자회사가 투자자를 모집할 때 사용하는 사모투자설명서(private placement memorandum), 투자자가 PEF의 지분을 인수하면서 작성하는 인수계약(subscription agreement), 펀드가 투자운용회사(investment manager)와 체결하는 투자운용계약(investment management agreement), 일부 LP와 체결하는 side letter 등이 함께 사용된다.

함께 검토하고, 그 차이점에 대해서도 살핀다.²

2. 이해관계의 일치(Alignment of Interests)

PEF 사원 간 계약을 작성함에 있어 가장 중요한 문제는 GP와 LP의 이해관계를 어떻게 일치(alignment of interests)시킬 것인가이다. GP는 LP의 자금을 위탁 받아 자신의 판단하에 이를 운용하게 되는데, 이로 인하여 소유와 경영의 분리에 따른 대리인 문제 (agency problem)가 발생한다. 대리인 관계에서는 대리인(agent)이 본인(principal)의 이익보다는 대리인 자신의 이익을 우선시할 인센티브를 갖게 된다. 따라서 LP 입장에서 보면 GP의 이해관계를 LP의 이해관계와 최대한 일치시켜서 GP가 펀드를 운영함에 있어 LP의 이익을 위해 최선을 다하도록 하는 것이 중요하다.³

사원 간 계약의 내용을 검토할 때에도 GP와 LP 간의 이해관계가 얼마나 일치하는지가 논의의 출발점이 되어야 한다. 예를 들어 성과보수가 지나치게 낮다면 GP로서는 투자자산의 가치를 높여 성과보수를 받으려고 노력하기보다는 투자대상기업으로부터 사적인 이익을 얻어 내려는 유인이 생길 수 있다. 반대로 성과보수가 지나치게 높다면 GP로서는 투자가 실패하여 자신의 평판에 부정적인 영향이 발생하는 것을 감수하고서라도 리스크가 매우 높은 투자를 할 유인이 생긴다. 그렇다고 하여 LP가 GP의 사익추구를 통제하기 위해 GP의 투자집행 권한을 지나치게 축소하거나 펀드의 운용에 지나치게 간섭할 경우 GP가 전문성을 발휘하기 어렵게 되고, 시장에서 좋은 평가를 받는 GP의 경우 LP의 이러한 요구에 응하지 않거나 아예 해당 LP의 투자를 거절할 수도 있다. 결국 어느 규정이 가져올 장단점들을 고려하여 구체적 상황에 맞게 이를 조화시켜야 하는데, 예를 들어 GP 또한 펀드에 자금을 출자하도록 하거나(GP commitment), LP가 원금 및 일정 우선 수익을 분배받은 후에야 GP에게 성과보수를 지급

하는 것, GP 교체 사유 및 절차를 엄격하게 정하는 것 등은 모두 GP의 재산운용에 대한 전문성을 최대한 보장하면서도 GP의 사익추구를 최소화하여 GP와 LP의 이해관계를 일치시키고자 하는 노력에서 나온 산물들이다.⁴⁻⁵ Institutional Limited Partners Association(ILPA)의 Private Equity Principles(이하 'ILPA Principles')도 GP와 LP 간의 이해관계를 일치시키는 것을 PEF 사원 간 계약의 중요한 과제로 보고 있다.⁶⁻⁷

2 본 논문의 미국 PEF에 관한 통계자료는 Dow Jones, Dow Jones Private Equity Partnership Terms & Conditions, 2011 Edition을 주로 참조하였음을 알려 둔다.

3 자본시장법상 PEF를 합자회사로 설립하도록 규정한 배경에는 limited partnership이 주식회사에 비해 대리인 문제를 최소화하는 데에 도움이 된다는 점도 고려되었다고 한다. 박삼철, "사모투자전문회사(Private Equity Fund) 도입배경 및 경과," BFL 제10호(2005. 3), 서울대학교 금융법센터, 49면.

4 이와 같이 본인과 대리인의 이해관계를 일치시키는 방식들은 PEF 이외의 다른 분야에서도 쉽게 발견할 수 있다. 예를 들어 회사의 임직원들에게 주식매수선택권(stock option)을 주어 회사 주가가치를 상승시키게 할 인센티브를 주는 것, 우리사주조합을 통해 직원들이 회사 주식을 보유하도록 하는 것 등은 모두 주주와 임직원 간의 이해관계를 일치시키고자 고안된 것들이다.

5 PEF의 이러한 지배구조가 경영자의 독창적 가치(idiosyncratic value)를 보장하면서도 대리인 비용(agency cost)을 최소화시키는 장점을 갖는다고 보는 견해도 있다. 즉 GP의 PEF에 대한 경영권을 보장해 줌으로써 GP가 자신의 전문성을 마음껏 발휘할 수 있도록 보장하면서도, GP를 성과보수 지급에 있어 LP보다 후순위로 한다거나 펀드의 존속기간을 유한대개 10년)으로 하여 GP와 LP 간의 정보불균형(information asymmetric) 등으로 인한 대리인 비용을 줄인다고 본다. Zohar Goshen / Assaf Hamdani, Concentrated Ownership Revisited : The Idiosyncratic Value of Corporate Control (April 1, 2013), pp.24-25, Columbia Law and Economics Working Paper No. 444 ; ECGI-Law Working Paper No.206.

6 ILPA, Private Equity Principles, version 2.0, January 2011. ILPA는 LP의 입장을 대변하는 조직이고 ILPA Principles 역시 GP보다는 LP의 이익을 중시하지만, 세계의 여러 유명 기관투자자들은 물론 여러 사모투자회사들도 위 principles의 취지를 인정하였다는 점에서 상당한 의미를 갖는다. ILPA, ILPA Private Equity Principles Endorsements, 2013 참조.

7 ILPA Principles에 의하면 GP와 LP 간의 이해관계가 잘 일치되기 위해서는 GP의 이익이 주로 성과보수 및 GP의 펀드에 대한

3. 본 논문의 구성

PEF는 모집→설립→출자→투자→투자자산 관리→자산 매각→분배→해산/ 청산의 과정을 거친다. 본 논문에서는 이러한 PEF의 일생 주기에 따라 사원 간 계약의 내용 중 먼저 PEF의 설립 및 사원의 출자에 관한 조항을 검토하고(II), PEF의 투자, 운용, 매각 및 각종 이해상충 문제 등 지배구조 관련 조항에 대해 살핀 후(III), PEF 재산의 분배, 보수의 지급, 비용의 처리 관련 조항(IV), GP 교체, 지분 매각, 청산 및 기타 각종 조항들의 순서로 검토한다.⁸

II. PEF의 구성 및 사원의 출자 관련 조항

1. PEF의 설립, 구조 및 당사자

PEF는 일반적으로 펀드 단계에서 별도로 세금이 부과되지 않는 조직(flow through entity)을 법적 형태로 사용한다.⁹ 미국의 경우에는 먼저 펀드 역할을 할 limited partnership을 설립하면서 LPA를 작성하고, 이후 일정 기간 동안 투자자를 모집하여 일단 모집이 완료(first closing)되면, 투자자들이 기존 LPA에 대한 수정계약(amended and restated LPA)을 체결하여 펀드의 LP로 참여하고, 이후에도 일정 기간 동안 투자자를 추가 모집하여 LP 모집을 최종적으로 완료(final closing)하는 방식으로 진행되는 것이 일반적이다. 반면 자본시장법상 PEF의 경우에는 먼저 투자자의 모집을 완료한 후 정관 작성 및 사원의 기명날인 또는 서명, PEF 설립 및 등록 절차를 진행하는 방식으로 이루어진다.

PEF는 펀드의 운영을 담당하고 펀드의 채무에 대해 무한책임을 부담하는 GP와 펀드에 자금을 출자하고 출자약정액 범위 내에서만 책임을 부담하는 LP로 구성된다. 자본시장법상 PEF의 경우 전체 사

원의 총수는 49명 이하이어야 하기 때문에(제269조 제1항),¹⁰ 이러한 내용을 정관에 포함하기도 한다.

PEF 운용을 주된 사업으로 하는 회사를 흔히 사모투자회사(private equity firm, 이하 '사모투자회사')라 한다. 우리나라의 경우에는 사모투자회사가 PEF의 GP로 직접 참여하고, 관리하는 펀드가 복수인 경우 하나의 GP가 여러 펀드의 GP로 참여하는 것이 통상적이지만,¹¹ 미국의 경우에는 펀드의 채무에 대해

상당한 투자(GP commitment)로부터 창출되고 펀드 재산에 대해 LP에 우선적으로 분배가 이루어진 후에야 GP에게 일부 이익을 지급하여야 한다고 본다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 4면.

- 8 자본시장법상 PEF는 목적, 상호, 회사의 소재지, 각 사원의 출자의 목적과 가격 또는 평가의 기준, 회사의 존속기간(설립등기일부터 15년 이내로 한다), 회사의 해산사유를 정한 경우에는 그 내용, 사원의 성명·주민등록번호(법인인 경우에는 상호 또는 명칭·사업자등록번호) 및 주소, 무한책임사원 또는 유한책임사원의 구분, 정관의 작성연월일을 반드시 정관에 규정하여야 한다(제268조 제1항). 이외에도 자본시장법에 규정된 각종 규정들을 PEF의 정관에도 함께 규정하는 것이 통상적이다.
- 9 자본시장법상 PEF는 동업기업과세특례를 적용받을 수 있고(조세특례제한법 제100조의15 제1항 제3호), 외국에서는 limited partnership(상법상 합자조합과 유사)이나 LLC(상법상 유한책임회사와 유사)와 같이 세금 목적상 flow through entity로 취급되는 조직형태들이 주로 사용된다. 미국 국내 펀드의 경우에는 델라웨어 limited partnership이, 영국이나 독일의 경우에는 각각 limited partnership 및 GmbH & Co. KG 등이 주로 사용된다. 또한 역외투자를 하거나 여러 국적의 투자자가 개입되는 경우에는 케이맨 exempted limited partnership 등 조세피난처의 limited partnership 등이 선호된다. 룩셈부르크 펀드 설립지로 선호되는 국가 중에 하나다. limited partnership이나 LLC는 사원들이 비교적 자유롭게 계약으로 사원들의 권리·의무를 정할 수 있다는 점에서도 장점이 있다.
- 10 단 다른 집합투자기구가 PEF에 10퍼센트 이상 지분을 갖는 경우에는 해당 집합투자기구 투자자 수를 합하여 계산하고(자본시장법 제269조 제2항) 전문투자자 중 같은 법 시행령이 정하는 경우에는 사원 총수 계산에서 제외한다(제269조 제3항).
- 11 자본시장법상 PEF의 경우 GP의 경업금지에 관한 상법 제98조의 적용이 배제되기 때문에, 하나의 GP가 여러 PEF의 GP가 되는 것이 가능하다(제277조 제2항). 아울러 자본시장법상 PEF를 설립하기 위해서는 GP가 일정한 요건을 갖추어 등록해야 하는바(제272조의2), 여러 개의 GP를 설립할 경우 각 GP별로 자기자본, 운용인력 등 등록요건을 갖춰야 하기 때문에 사모투자회사 입장에서 볼 때 GP를 하나 두는 것이 보다 간편한 측면이 있다.

무한책임을 부담하는 GP의 채무가 사모투자회사나 다른 펀드에 영향을 미치는 것을 차단하기 위해 GP를 각 펀드마다 별도의 법인으로 설립하기도 한다. 또한 자본시장법상 PEF에서는 GP가 관리보수와 성과보수를 지급받지만, 미국에서는 GP가 펀드에 자금을 출자하여 성과보수를 받는 역할을 하고, 사모투자회사 산하의 별도 투자운용회사(management company)가 펀드 재산의 운용업무를 위탁받아 수행하면서 그에 대한 대가로 관리보수를 받는 구조를 택하기도 한다.¹²

이외에도 사모투자회사 임직원이나 일부 핵심 기관투자자에게 해당 펀드와 함께 투자할 수 있는 기회를 제공하는 공동투자기구(co-investment vehicle)를 둘 수도 있고, 외국의 경우 펀드 및 투자자 관련 각종 규제를 준수하고 세금 관련 리스크를 줄이기 위해 각종 blocker, feeder fund, parallel fund, Alternative Investment Vehicle(AIV) 등의 기구들을 설립하여 펀드에 직간접적으로 참여하기도 한다.¹³ 이러한 경우 LPA나 기타 계약에 공동투자 방법 등에 관한 내용이 들어가기도 한다.

2. 출자약정, 출자이행 관련 조항

PEF에서는 사원들이 PEF 설립 시부터 자금을 출자하는 대신 사원별로 일정한 출자약정금을 정한 후 투자기간 내에 GP가 출자이행요구(capital call)를 하면 출자약정금의 범위 내에서 출자금을 납입하는 방식으로 출자가 이루어진다.¹⁴ GP는 투자대상기업에 투자하거나 관리보수 및 비용을 지급하는 등 PEF에 자금이 필요할 때 출자이행요구를 하게 되는데, 출자이행요구가 있으면 사원들은 사원 간 계약 등에서 정해진 기간 내에 자금을 납입하여야 한다. PEF에 출자가 이루어지면 GP에게 일정한 기간 내에 투자실행 등 자금 집행을 하는 것이 요구되고, 만일 자금을 사용하지 않는 경우에는 이를 반환하도록 정하기도 하는데, 이는 투자자의 자금이 투자되지

않고 유휴자금으로 PEF에 남는 것을 최소화하기 위한 장치이다. 출자는 현금으로 하는 것이 일반적이지만, 현물로 하는 것도 생각할 수 있다.¹⁵

출자의무를 불이행하거나 지연 납입한 사원에 대해서는 일정한 불이익이 가해진다. 연체이자를 부담하고 손해를 배상해야 함은 물론, 제명 사유로 규정하거나 다른 사원들이 불이행 사원이 보유한 지분을 시가보다 낮은 가격에 매입할 수 있게 하는 등의 규정을 둔다. 일부 사원의 출자 불이행으로 인하여 PEF가 투자대상기업을 인수하지 못하는 등의 손해를 입는 것을 방지하기 위하여, 미이행 출자분에 대해 다른 사원들이 출자할 수 있는 기회를 제공하기도 한다.

PEF가 투자자산을 매각하여 자금이 회수된 경우, 이를 분배하는 대신 다시 PEF의 투자자금으로 활용할 수 있게 할 것인가의 문제도 있다. 이러한 재투자의 경우 사실상 사원들의 출자약정금액이 늘어나는 효과가 발생하므로, 이를 인정하더라도 예를 들

12 이 경우 펀드와 투자운용회사 사이에 투자운용회사는 펀드의 운용과 행정 관련 각종 서비스를 제공하고 펀드는 투자운용회사에게 관리보수를 지급하는 내용의 투자운용계약을 체결한다. 자본시장법상 PEF의 경우 GP가 투자 대상 선정 등 중요한 업무를 제3자에게 위탁하는 것이 금지되기 때문에, 이러한 구조를 취하기 어렵다(자본시장법 시행령 제295조 제3항, 금융투자업 규정 제7-50조 제4항 참조).

13 예를 들어 미국의 경우, 외국인 투자자가 투자한 펀드가 미국 내의 거래나 사업(trade or business)에 관여하는지 여부에 따라 세법의 적용이 달라진다. 아울러 미국 연방세외 면제 혜택을 받는 투자자의 경우에도 펀드가 델라웨어 LLC와 같이 flow through entity에 투자하는 경우 관련 소득이 비사업 관련 과세 소득(Unrelated Business Taxable Income, UBTI)으로 취급되면 이러한 세금 혜택을 받지 못할 수 있다. 이러한 투자자들의 경우 blocker나 parallel fund, AIV 등을 통해 이러한 세금 리스크를 줄인다. 자세한 내용은 James M. Schell, Private Equity Funds : Business Structure and Operations, 2013, Law Journal Seminar Press, \$5.04, \$5.05 참조.

14 자본시장법상 PEF의 경우, 제269조 제8항, 같은 법 시행령 제291조 제5항.

15 자본시장법 제269조 제5항(금전 출자를 원칙으로 하되 예외적으로 증권 출자도 인정).

어 PEF가 여유자금을 단기간 투자하여 투자금을 회수한 경우나 투자기간 내에 투자가 회수된 경우 등과 같이 제한된 범위 내에서만 허용하는 것이 일반적이다.

3. GP 출자약정(GP Commitment)

GP가 자신의 자금을 PEF에 전혀 투자하지 않는다면, PEF가 손실이 나더라도 GP가 직접적인 손해를 입지는 않는다. PEF에 이익이 발생하였을 때뿐만 아니라 손실이 발생하는 경우에도 GP와 LP의 이해관계를 일치시키기 위해 LP는 GP, 그 계열회사나 운용인력 개인들이 자신의 자금을 PEF에 투자할 것을 요구하기도 한다. 이를 GP 출자약정(GP commitment)이라 하는데, GP가 해당 펀드에 직접 투자하는 방식을 택하거나, 병행펀드(parallel fund)를 조성하여 LP가 투자하는 펀드와 동일한 투자 대상에 투자하게 하는 방식도 활용된다. 외국에서는 GP가 실제 현금을 펀드에 투자하는 대신, GP가 지급받을 관리보수와 출자금을 상계하는 방식을 사용하기도 한다.¹⁶

III. PEF의 운영 등 지배구조 관련 조항

1. GP와 LP의 의사결정 권한 분배

펀드 재산의 운용을 비롯한 PEF의 업무집행은 GP가 담당하는 것이 원칙이다. 자본시장법은 GP가 PEF의 업무를 집행할 권리와 의무를 갖는다고 명시하고 있다(제272조 제1항). 그런데 실무에서는 LP가 PEF의 운영에 개입하는 것을 원하는 경우가 종종 있고, 따라서 자본시장법상 PEF의 경우 어느 범위까지 LP의 개입이 허용되는지의 문제가 논란이 되어 왔다.¹⁷

이에 대해 자본시장법은 명확한 입장을 취하고 있다. 즉 자본시장법상 PEF의 경우 투자대상기업

선정, 투자대상기업의 지분증권 매매 시 가격·시기·방법 등의 결정, 투자대상기업 의결권 행사 등의 업무에 LP가 관여하는 것은 금지된다(제269조 제4항, 같은 법 시행령 제291조 제2항, 제295조 제3항, 금융투자업규정 제7-50조 제1항). 나아가 상법에 따르면 LP가 타인에게 자신을 GP라고 오인시키거나 책임의 한도를 오인시키는 행위를 한 때에는 상대방에 대하여 GP와 동일한 책임을 질 수도 있다(제281조).^{18·19}

그렇지만 LP가 PEF의 의사결정에 전혀 참여할 수 없거나 GP의 업무집행에 무조건 따라야 하는 것은 아니다. LP가 어느 자산을 매입·매각하라는 등의 구체적인 업무지시를 내리는 것은 금지되지만,²⁰ 위 규정의 반대 해석상 사전에 PEF의 투자 목적을

16 ILPA Principles는 LP 보호를 위해 상계 방식보다는 직접 출자 방식을 권고하고 있다. 아울러 GP가 출자를 약정하는 것뿐만 아니라 지분을 양도하는 것이 제한되고, 투자건별로 선택적으로 GP가 투자하는 것이 아니라 전체 펀드에 출자하는 방식으로 출자를 약정해야 사원의 이해관계가 보다 잘 일치한다고 본다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 6면.

17 LP가 PEF의 운영에 어느 범위 내에서 관여할 수 있는가에 대해서는 유석호/윤영균, “사모투자전문회사의 실무상 쟁점과 과제,” 증권법연구 제14-2호(2013); 김지명, “사모투자전문회사의 사원 간 권한분배 및 지배관계에 관한 소고,” 저스티스(2012. 6); 김건, “사모투자전문회사의 설립 및 운용에 관련된 몇 가지 실무상 문제,” 증권법연구 제10-2호(2009) 참조.

18 미국에서 펀드 조직형태로 자주 사용되는 델라웨어 limited partnership의 경우에도 LP가 사업의 경영에 관여하면, 이러한 LP의 행동으로 인하여 해당 LP가 GP라고 합리적으로 믿게 된 상대방에 대해 직접 책임을 부담할 수 있다. 델라웨어 주법은 이에 대한 안전항(safe harbour) 조항을 두고 있어서, 예를 들어 LP가 조합과 거래하거나 GP의 행위에 자문하는 것 등의 행동에 의해서는 위와 같은 무한책임을 부담하지 않는다고 규정하고 있다(6 Del. Code Ann. §17-303).

19 LP의 책임 범위에 대해서는 윤희웅/이진국, “사모투자전문회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점—권한과 책임의 범위를 중심으로,” BFL 제10호(2005. 3), 서울대학교 금융법센터, 29면 이하 참조.

20 실무에서는 PEF 설립 전에 LP가 투자대상기업을 결정한 후 이에 따라 PEF가 투자를 하는 사례들이 발견되는데, 이러한 행위가 자본시장법에 의하여 금지되는지 여부에 대해 논란이 있다. 자세한 사항은 유석호/윤영균, 앞의 논문(주 17), 432면.

정하고 투자 대상 및 방법을 정하여 GP가 이 범위 내에서만 투자를 할 수 있게 하는 것은 가능하다.²¹ 아울러 LP가 GP를 감시(monitor)할 수 있는 권리 또한 GP-LP 간의 대리인 비용을 최소화하고 LP의 이익을 보호하기 위해 당연히 규정되어야 한다. 예를 들어 GP가 LP에게 정보를 제공하게 하고, GP의 핵심운용인력이 PEF 재산을 성실하게 운용하도록 하거나, 일정 사유 발생 시 투자기간을 정지하거나 GP를 해임하는 등의 방법으로 GP를 감시·통제하는 규정들이 그것이다.

무엇보다도 LP의 개입이 필요한 상황은 GP와 LP 간에 이해관계가 충돌하는 경우이다. 이 경우에는 GP가 LP의 이익을 위해 업무를 집행하는 것을 기대하기 어려우므로, LP가 필요한 범위 내에서 이러한 행위에 대해 거부권을 행사하거나, 구체적인 의사결정에 개입할 수 있는 규정을 둘 필요가 있다.^{22·23} 이하에서는 GP의 업무집행 및 감시 관련 조항, GP의 투자 등 재산운용 관련 조항, 사원 간 이해상충 관련 조항에 대해 순서대로 살핀다.

2. GP의 업무집행 및 감시 관련 조항

(1) GP의 선관주의의무, 충실의무 관련 조항

자본시장법은 GP는 법령과 정관에 따라 PEF를 위하여 그 직무를 충실히 수행하여야 한다는 일반 규정을 두고 있고(제272조 제5항), 이외에도 구체적으로 금지되는 행위에 대해 나열하고 있다(제272조 제6항, 같은 법 시행령 제297조 제2항). 아울러 합자회사에는 위임에 관한 민법 규정이 준용되므로, GP 역시 PEF에 대해 선관주의의무를 부담한다(상법 제269조, 제195조, 민법 제707조, 제681조). 자본시장법상 PEF의 경우 통상 위 규정의 내용을 정관에 다시 한번 규정한다. 미국 펀드의 경우에는 법령 및 판례에 의하여 정해진 GP의 fiduciary duty를 법령 및 판례가 허용하는 범위 내에서 최대한 배제하고, 이를

LPA에서 합의하는 범위 내에서만 인정하는 내용의 규정을 두기도 한다.

(2) 핵심운용인력(Key Person) 관련 조항

LP는 사모투자회사 운용인력의 전문성을 믿고 자금을 투자한다. 이 중에서도 펀드재산 운용에 핵심적 역할을 하는 인력을 핵심운용인력(key person)으로 지정하여, 이들이 다른 펀드의 운용업무를 하는 것을 제한하는 등 해당 펀드의 업무에 집중하도록 하는 규정들을 두는 것이 일반적이다. 특히 이러한 핵심운용인력이 더 이상 펀드 운영에 관여하지 않는 경우 LP로서는 더 이상 자금을 투자할 이유가 적기 때문에, 만일 일정 비율 이상의 핵심운용인력이 이탈하는 경우(key person event)에는 투자기간이 종료되기 전이라도 더 이상의 투자를 중지하고, GP는 사원들이 다시 합의할 때까지 기존 투자자산의 관리업무 등 현상유지업무만 수행할 수 있게 하는 등의 규정을 둔다.

ILPA Principles는 핵심운용인력이 펀드의 이익을 극대화하기 위해 최선을 다하도록 GP가 받는 각종 보수가 해당 펀드를 실제 운용하는 인력에게 귀속되게 할 필요가 있다고 본다.²⁴

21 자본시장법 제269조 제4항에 의하여 LP가 관여할 수 없는 부분 이외의 업무에 대해서는 LP가 관여하는 것이 가능하다는 견해로는 유석호/윤영균, 앞의 논문(주 17), 432면.

22 자본시장법도 GP가 PEF와 거래하는 것은 금지되지만, 사원 전원의 동의를 얻으면 가능하다고 규정하고 있다(제272조 제6항 제1호). 이외에도 GP가 사모투자전문회사나 투자목적회사의 이익을 해치면서 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위를 금지하고 있다(제272조 제6항 제4호, 같은 법 시행령 제297조 제2항 제4호).

23 GP와 LP 간의 이해상충은 투자대상기업의 선정이나 매각, 의견결권 행사와 같은 상황에서도 발생할 수 있으므로, 입법론적으로는 GP-LP의 이해관계가 상충되는 경우에는 LP의 업무 관여를 금지하는 제269조 제4항의 적용을 제한하여, LP가 이에 대해 동의권을 행사할 수 있도록 규정하는 것이 바람직하다.

24 ILPA, 앞의 자료(주 6), 6면.

(3) 자문위원회(Advisory Board) 관련 조항

GP의 업무집행을 감시하기 위해, 주요 LP들로 구성된 자문위원회(advisory board)를 두는 것이 일반적이다. 자문위원회는 대개 GP 재산운용 방식과 정관상 투자 목적과의 부합 여부, GP의 이해상충 가능성 있는 행위, 운용인력의 교체, 자산의 평가 등의 사안을 논의하는데, 논의 결과는 GP나 PEF에 대한 구속력은 갖지 않고 권고적 효력만을 갖는다. 이외에도 GP에 대해 정보 제공을 요청하고 경우에 따라 조사할 수 있는 권한을 갖는다. LP 입장에서 보면 자문위원회는 GP의 업무집행을 감시하는 기구라는 점에서 도움이 되고, GP 입장에서 보더라도 자문위원회를 창구로 할 경우 개별적으로 LP를 접촉해야 하는 번거로움을 덜 수 있다는 장점이 있다.²⁵

(4) 사원총회 관련 조항

GP와 LP의 이해관계가 충돌하거나 LP의 이해관계에 근본적인 영향을 미칠 수 있는 사안에 대해서는 LP가 이를 결정할 필요가 있다. GP와 PEF 또는 투자대상기업 간 거래의 승인, GP의 해임, PEF 존속기간의 연장, 현물배당 등에 대한 결정 등이 대표적인 예이다. 자본시장법에는 사원총회에 관한 규정이 특별히 존재하지는 않지만, 사원들이 위와 같은 안건을 논의·결의하고 GP로부터 정기적으로 PEF의 운용 상황 등에 대해 보고받기 위해 정관에 사원총회 관련 규정을 두는 것이 일반적이다.

사원들의 의결권은 출자지분에 비례하여 부여하는 것이 일반적이다. 안건의 성격에 따라 과반수의 결의로 승인할 수 있는 일반 결의사항, 결의 요건을 강화한 특별 결의사항, 사원 전원의 동의를 얻어야 하는 사항 등으로 구분하여 정하기도 한다.

(5) 정보 제공 관련 조항

LP가 적절하게 GP를 감시하기 위해서는 GP로부터 PEF 관련 정보를 제공받는 것이 중요하다. 따라서 사원 간 계약에 GP가 LP에게 정기보고 및 수시 보고를 해야 하는 규정을 두고, 일정한 경우 LP가 PEF의 운영 상황 등을 검사할 수 있는 권한을 부여하기도 한다.²⁶ 이외에도 필요한 경우에는 자문위원회가 PEF의 비용으로 외부전문가들의 자문을 받아 운용 현황 등을 검사할 수 있게 하기도 한다. ILPA Principles는 펀드의 재무제표, 투자대상기업 관련 각종 정보, 각종 비용 지출 및 GP가 받은 제3자 지급 보수 내역, 향후 업무 계획, 각종 리스크 공개 및 보유 자산가치 변동 시 이에 대한 설명 등 여러 정보를 LP에게 제공할 것을 권고하고 있다.²⁷

(6) GP의 손해배상 및 면책 관련 조항

GP가 사원 간 계약상의 의무를 위반하여 다른 사원들에게 손해를 입힌 경우, GP는 그 손해를 배상하여야 한다. 그렇지만 PEF 투자 자체가 상당히 위험성이 큰 업무임을 고려할 때, GP에게 고의 또는 과실이 없는 경우에는 손해배상책임을 면제하는 조항을 통상 포함한다. 미국의 경우에도 어느 범위 내에서 손해배상책임을 면제할 것인가의 논의가 있지만, 우리나라보다는 다소 GP에게 유리한 입장이며, 악의(bad faith)나 고의, 중과실이 없는 경우에는 GP의 손해배상책임을 면제하는 것으로 보인다.²⁸ 이외에도 미국의 경우 GP나 운용인력 등이 업무집행으로 인하여 제3자에게 손해배상을 하는 등 손해를 입는 경우, 배상액 및 관련 비용 등을 사원들이 보전해 주는 조항을 두기도 한다.²⁹

25 James M. Schell, 앞의 책(주 13), §11.07.

26 자본시장법 제272조 제8~10항 참조.

27 ILPA, 앞의 자료(주 6), 18~19면.

28 James M. Schell, 앞의 책(주 13), §11.03.

29 GP의 손해를 보전하기 위해 LP는 펀드로부터 분배받은 금액을 펀드에 반환해야 할 수도 있다. 이를 LP clawback, indem-

3. 투자 및 매각 업무 관련 조항

(1) 투자 목적 및 운용 방식의 제한

투자자는 사모투자회사의 과거 실적(track record) 및 투자전략의 장단점을 고려하여 어느 PEF에 투자할지를 결정한다. 만일 GP가 LP를 모집할 때 제시한 투자전략과는 다른 방식으로 PEF 재산을 운용한다면, LP가 해당 GP를 선택한 결정 자체가 의미 없게 될 수 있다. 또한 PEF 투자자는 투자자산의 종류(asset class)를 다양화할 목적으로 PEF에 투자하기도 하기 때문에, 만일 PEF가 투자대상기업의 경영권을 인수하는 등의 방식으로 자산을 운용하지 않고, 다른 방식으로 자산을 운용한다면 이 역시 PEF에 투자하기로 한 취지와 맞지 않게 된다. GP에게 지급되는 보수 역시 PEF의 재산 투자 관련 특성을 반영하여 설계된 것이기 때문에, 다른 종류의 투자에 적용하는 것이 적합하지 않을 수 있다. 이러한 이유 때문에 LP 입장에서는 사원 간 계약에 PEF의 투자 목적 및 투자전략에 대한 규정을 두고 GP로 하여금 이를 준수하게 할 필요가 있다.³⁰

사원 간 계약에는 통상 GP가 경영권 인수 및 참여 방식으로 투자를 해야 한다는 내용이 포함된다. 자본시장법상 PEF의 경우, 이외에도 옵션부투자가 제한되고 지분증권 취득 후 일정 기간 동안 매각이 제한되는 등의 제한이 있다(제270조, 사모투자전문회사 옵션부투자 모범규준 등). 이러한 내용은 별도로 정관 등에 규정하지 않아도 GP에게 적용되지만, 실무에서는 이러한 내용을 정관이나 업무집행사원 행위준칙 등에 다시 한 번 규정하는 것이 일반적이다.

이외에도 건당 투자규모나 투자할 수 있는 업종, 대상기업의 소재 국가 등을 제한하여 분산투자(diversification)가 이루어질 수 있게 하기도 한다. 사모투자회사가 강점을 갖는 투자규모, 산업이나 지역에 주로 투자하도록 정하기도 한다. 나아가 일부 기관투자자의 경우 자신의 평판에 부정적인 영향을 줄

수 있는 특정 사업(도박, 총기 제조업 등)에의 투자를 제한하기도 하고,³¹ 적대적 M&A나 종업원의 해고를 제한하는 것 등도 생각해 볼 수 있다.

(2) 투자심의위원회 등 의사결정 관련 조항

투자 등 자산운용에 대한 결정은 GP가 해야 한다. 자본시장법상 PEF의 경우 투자대상기업 선정, 투자대상기업의 지분증권 매매 시 가격·시기·방법 등의 결정, 투자대상기업 의결권 행사 등을 GP가 제3자에게 위탁하는 것이 금지된다(시행령 제295조 제3항, 금융투자업규정 제7·50조 제1항).

의사결정의 신중성을 기하기 위해 GP 내에 운용인력 등으로 구성된 투자심의위원회를 구성하고,³² 투자결정 등 중요한 의사결정에 대해 심의·의결하

nification clawback이라고도 한다. James M. Schell, 앞의 책(주 13), §11.03; Christopher Aidun, et al., A Practitioner's Guide to Private Equity, City & Financial Publishing, Chapter 24 "Private Equity in the US", p.508.

30 ILPA Principles는 펀드의 투자전략을 명확하고 좁게 기술해야 한다고 본다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 7면.

31 평판 리스크는 사모투자회사 및 투자자에게 매우 중요한 문제이다. 2012. 12. 미국 코네티컷 주 샌디훅 초등학교 총기 난사 사건에서 Cerberus Capital Management가 운영하는 펀드가 투자한 회사인 Freedom Group이 제조한 총기가 사용된 것이 알려지자, Cerberus는 위 사건에 대해 유감을 표명하고 해당 회사를 신속하게 매각하겠다고 보도자료를 발표하였다. 해당 펀드의 LP인 California State Teachers' Retirement System의 담당자도 이에 대한 대책을 고려하겠다고 인터뷰한 바 있다. Cerberus Capital Management, Press Release, "Cerberus Capital Management Statement Regarding Freedom Group," 2012. 12. 18; New York Times, "Wall Street, Invested in Firearms, Is Unlikely to Push for Reform," 2012. 12. 17(http://dealbook.nytimes.com/2012/12/17/wall-street-invested-in-firearms-is-unlikely-to-push-for-reform/?_r=0).

32 자본시장법상 PEF의 경우 LP나 LP가 지정한 자가 투자심의위원회에 참여하는 것은 LP의 PEF 의사결정에 대한 관여에 해당하여 허용되지 않는다. 금융감독원, 사모투자전문회사 실무안내, 2011, 137면.

게 하기도 한다. 투자심의위원회는 이외에 일정 규모 이상의 계약이나 운용인력이 안전으로 상정한 사안 등에 대해 결정권을 갖기도 한다.

(3) 투자기간, 존속기간 및 연장

PEF는 투자대상기업의 경영이나 재무구조를 개선하는 방식으로 이익을 창출하기 때문에, 이익 실현까지 상당한 기간이 필요하다. 그렇다고 하여 PEF의 존속기간을 지나치게 장기간으로 하면 투자자들의 투자회수가 지나치게 오래 걸릴 수 있다. 이러한 이유로 PEF의 존속기간은 10년 안팎으로 정해지는 것이 일반적이다.³³

이와 비슷한 이유로 투자기간도 적절하게 설정할 필요가 있다. 만일 PEF의 존속기간이 10년인데, 9년째 되는 해에 새롭게 투자를 한다면 1년 만에 기업 가치를 올려 매각하는 것이 시간적으로 충분하지 않을 수 있다. 따라서 존속기간에 상응하여 투자기간을 5년 정도로 정하는 것이 통상적이다.

그렇지만 PEF의 존속기간이나 투자기간을 지나치게 엄격하게 적용하는 것이 투자자들의 이익에 부합하는 것은 아니다. 예를 들어 금융위기로 투자대상기업을 제값에 매각하기 어려운 상황에서 존속기간이 만료된다는 이유만으로 이를 무리하여 매각하거나, PEF를 청산하면서 유동성이 없는 투자대상기업의 지분증권 등을 현물로 분배한다면, 이는 투자자들에게도 바람직하지 않다. 따라서 사원 전원의 동의나 사원총회의 특별결의를 얻는 것 등을 조건으로 존속기간의 연장을 허용하는 것이 일반적이다. 마찬가지로 투자기간이 종료된 이후에도 투자대상기업의 기업가치를 극대화하기 위해서는 추가 투자가 필요한 경우도 있을 수 있다. 이에 대해서도 정관이나 LPA에 출자약정금액이 남아 있다는 조건하에 미리 예상되는 예외 사유들을 규정하거나 사원총회 특별결의 등을 얻어 연장을 허용하는 규정 등을 둔다.

4. 이해상충 관련 조항

경영자와 소유자 간의 이해상충은 매우 다양한 형태로 이루어지지만, 크게 경영, 사업기획 유용, 자기거래(self-dealing) 등으로 유형화하는 것이 일반적이다.³⁴ PEF의 운영 과정에서도 GP가 다른 펀드를 운용하거나(경영), 해당 펀드에 귀속되어야 하는 투자기회를 자신이나 다른 펀드에 귀속시키고(사업기획 유용), GP나 그 계열회사가 PEF나 투자대상기업 등과 직간접적으로 거래(자기거래)하는 등의 상황에서 GP와 LP 간의 이해관계가 충돌될 수 있다.

(1) 추가 펀드 설립

사모투자회사가 새롭게 펀드를 조성하여 운용할 경우, GP의 운용능력이 분산되어 예전만큼 기존 펀드에 역량을 집중하지 못할 수 있다. 나아가 사모투자회사나 GP가 여러 개의 펀드를 운용하면, 투자기회가 하나의 펀드에 집중되지 않거나, 펀드 간에 이해상충이 발생할 가능성이 높아진다. 따라서 사원총회에서 일정 비율 이상의 동의가 있거나, 총출자약정금의 일정 비율(예컨대 75퍼센트 이상)이 실제 출자된 이후에만 추가 펀드의 조성을 허용하는 규정을 두기도 한다.

(2) 펀드 간 투자기회의 분배

사모투자회사가 여러 개의 펀드를 운용하는 경우, 사모투자회사가 접하는 투자기회를 펀드 간에 어떻게 나눌 것인가의 문제가 발생한다. 해당 펀드에 최우선적으로 기회를 제공하거나, 다른 펀드들

33 자본시장법은 PEF의 존속기간을 설립등기일로부터 15년 이내로 제한하고 있다(제268조 제1항 제5호).

34 예를 들어 상법은 주식회사 이사의 여러 이해상충행위 중에서도 경영금지(제397조), 사업기획 유용금지(제397조의2), 이사 등과 회사 간의 거래(제398조)를 별도로 규정하고 있다.

과 공동으로 투자할 기회를 제공하는 방법 등이 있을 수 있다. 해당 투자기회가 펀드의 투자 목적 범위 내에 포함되는 경우 해당 펀드에 우선적으로 제공하게 하고, 다른 펀드의 명칭을 정관에 명시하여 펀드 간의 우선순위나 공동투자에 대해 정하는 방법도 있다.

그런데 실무적으로는 위와 같은 규정에도 불구하고 과연 해당 투자기회가 정관의 해석상 펀드에 귀속되어야 하는지 여부가 애매한 경우가 존재한다. 이에 대해서는 자문위원회와 협의를 하게 하기도 하지만, 결국에는 GP가 선의(good faith)에 따라 귀속 여부를 결정하도록 하는 규정을 두기도 한다.

(3) 각종 이해상충 거래

1) GP-LP 간 이해상충

GP, 사모투자회사 또는 그 계열회사가 PEF나 PEF가 투자한 회사와 거래를 하는 경우, GP와 LP 간에 이해가 상충될 수 있다. 예를 들어 GP의 계열회사인 금융기관이 펀드가 투자한 투자대상기업에 자금을 대여하거나 해당 회사가 발행한 증권 등을 인수하는 경우를 생각해 볼 수 있다. 또한 사모투자회사가 여러 펀드를 운용하는 경우, 한 펀드가 보유하는 투자대상기업을 다른 펀드에 매각하는 경우도 있을 수 있다. 이와 같은 상황에서 GP는 PEF보다 GP 및 계열회사 전체의 이익을 고려하여 행동할 인센티브를 갖는다.³⁵

이 경우 의사결정을 GP에게 맡기는 것은 적절하지 않으므로, 이러한 거래를 금지하거나 자문위원회 또는 사원 전원의 승인을 얻는 경우에만 예외적으로 허용하는 규정을 둔다.³⁶ 현실적으로 사원 간 계약에 이해상충 거래를 유형별로 사전에 예측하여 모두 규정하는 것은 가능하지 않으므로, 직간접적으로, 현실적·잠재적으로 이해상충의 가능성이 있는 행위를 포괄하여 자문위원회 승인 등의 절차를 거치도록 규정하는 것이 LP 입장에서 볼 때 바람직하다.

2) LP-LP 간 이해상충

LP와 LP 간에 이해가 상충되는 경우도 매우 다양한 형태로 발생할 수 있다. LP가 PEF나 투자대상기업에 자금을 대여하거나, PEF가 LP의 계열회사에 투자하는 경우는 물론, PEF가 투자한 회사에 일부 LP가 추가로 투자하거나(그 반대의 경우도 마찬가지), LP 간에 재산분배순위가 다르거나 GP에게 지급하는 보수의 내용이 다른 경우에도 LP들 사이에서 직간접적으로 이해가 상충될 수 있다.

LP 사이에 이해상충이 발생하는 경우, GP가 이에 대한 의사결정권을 갖는 것이 원칙적으로는 합리적이나, 현실적으로는 GP 또한 이해관계가 얽혀 있는 경우가 많다. 예를 들어 이해상충이 있는 LP가 영향력이 있는 투자자이고, GP 또한 해당 LP와 계속적으로 좋은 관계를 유지하기를 희망한다면, GP가 이러한 LP에게 유리한 방향으로 업무집행을 할 가능성이 있다. 이 경우에는 GP의 공정한 결정을 기대하기도 어렵고 이를 자문위원회에서 해결하는 것도 적절하지 않기 때문에, 사원 전원의 동의를 얻거나 사전에 이러한 거래를 제한하는 것이 보다 현실적인 해결방안이다.³⁷

35 예를 들어 사모투자회사가 A, B 두 개 펀드의 GP로 참여하는데, A펀드의 성과보수가 B펀드의 성과보수보다 훨씬 높다고 하면, GP로서는 A펀드가 보유하는 투자대상기업 지분을 매우 높은 가격에 B펀드에 매각하는 결정을 할 수 있다.

36 자본시장법도 일정한 이해상충행위의 경우 이를 금지하거나 사원 전원의 동의를 얻어야만 거래를 할 수 있게 하고 있다(제272조 제6항). 아울러 PEF나 GP가 상호출자제한기업집단의 계열회사인 경우에는 그 계열회사가 발행한 지분증권을 취득하는 것이 금지되고, 계열회사로 편입된 회사를 5년 이내에 상호출자제한기업집단의 계열회사가 아닌 자에게 처분하여야 한다(제274조). 대기업이 PEF 자금을 활용하여 계열회사를 지원하거나, PEF를 통해 회사를 인수한 후 이를 자신의 계열회사로 편입시키는 것을 막기 위함이다. 금융감독원, 앞의 자료(주 32), 67면.

37 자본시장법상 PEF의 경우 LP가 투자한 기업에 PEF가 투자하는 거래를 제한하는 규정이 정관에 종종 포함된다. 사실 LP-LP 간 이해상충 문제는 GP-LP 간 이해상충 문제에 비해 덜 주목을 받고 있는데, 대규모 기업집단이 많은 계열회사를 거느리고 있고 주요 기관투자자들이 여러 회사의 지분을 직간접적

IV. 분배, 보수, 비용처리 관련 조항 (Economic Terms)

1. 관리보수(Management Fee)

(1) 관리보수의 내용 및 산정

관리보수(management fee)는 GP가 PEF 재산을 운용하는 것에 대한 대가로서 지급된다. GP가 PEF 재산을 운용하기 위해서는 운용인력을 확보·유지하여야 하고, 사무실이나 IT 시스템 등을 갖춰야 한다. 또한 운용 과정에서 발생하는 각종 비용 중에서는 성질상 PEF로부터 보전받기 어려운 사모투자회사 내부 비용 등이 있을 수 있다. GP는 성과보수를 받아 이를 충당할 수도 있지만, 성과보수는 그 지급 여부가 확실하지 않고 실제 지급 시까지 장기간의 시간이 걸리기 때문에, GP로서는 PEF 결성 시점부터 정기적으로(예컨대 분기나 반년에 한 번) 관리보수를 지급받을 필요가 있다.

관리보수는 PEF의 실적과 관계없이 지급되는 금액이므로, LP 입장에서 관리보수가 과다할 경우 GP와 LP 간의 이해관계 일치가 이루어지지 않는다는 주장을 할 수 있다. 그렇지만 PEF 재산의 효율적인 운용을 위해서는 적절한 수준의 관리보수가 필요하기 때문에, GP 입장에서는 PEF 운용에 충분한 관리보수를 지급하는 것이 GP뿐 아니라 LP에게도 이익이 된다는 점을 강조할 수도 있겠다.³⁸

관리보수는 확정된 금액으로 하는 등 여러 가지 방법으로 산정할 수 있으나, 실무에서는 투자기간 종료 전과 종료 후를 구분하여 출자금 등에 비례하여 관리보수를 계산하는 방식이 자주 사용된다. 예를 들어 (i) 투자기간 종료 전까지는 출자약정금 총액에 일정한 비율을 곱하여 보수를 산출하고, (ii) 투자기간 종료 후에는 투자 잔액을 기준으로 보수를 산출하는 방식이다. 이 방식에 따르면 PEF가 투자 대상 자산 중 일부를 매각하면, 그만큼 GP에게 지

급되는 관리보수가 감소하게 된다. 관리보수는 PEF의 성과와 관계없이 GP가 펀드 재산을 운용하는 것에 대한 대가를 지급하는 것이므로, GP가 관리하는 재산이 줄어들면 그만큼 지급되는 관리보수도 줄어들도록 하는 것이다. 이외에도 PEF의 존속기간이 연장되거나 존속기간 중 추가 펀드(follow-up fund)를 새롭게 모집한 경우 관리보수를 하향 조정하는 규정을 둘 수도 있다.

관리보수 산정률은 PEF 재산 운용의 난이도, 투자 대상 재산의 종류, 각국의 시장 상황, GP 및 LP 간의 관계, 출자약정금 액수 등에 따라 달라진다. 예를 들어 미국의 경우 재간접투자기구(fund of funds)의 관리보수가 바이아웃 펀드보다 전체적으로 낮은데,³⁹ 이는 GP의 업무 부담이 재간접투자기구에서 상대적으로 낮기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

(2) 제3자 보수(Third Party Fee) 및 관리보수의 공제

GP, 사모투자회사, 그 계열회사 및 임직원은 PEF가 투자한 회사로부터 각종 계약 등을 통해 경제적 이익을 얻을 수 있다. 예를 들어 사모투자회사의 임직원이 PEF가 투자한 회사의 임원으로 선출되어 보수를 지급받거나, 사모투자회사가 투자대상기업과

으로 보유하고 있는 우리나라 경제의 현실을 고려할 때, 이러한 대규모 기업집단 소속 기업이나 여러 회사의 지분을 보유하는 기관투자자가 PEF의 LP로 참여할 경우 LP-LP 간 이해상충이 현실화될 가능성이 높다. PEF 정관 작성 및 협상 시 이 점에 대해서도 보다 관심을 갖고 다루는 것이 필요하다.

38 ILPA Principles에 의하면 “지나친 관리보수는 이해관계의 불일치를 가져올 수 있으므로, 관리보수는 합리적 수준의 운용비용 및 봉급을 기준으로 하여야 한다”고 권고하고 있다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 5면.

39 2008년부터 2011년 동안 결성된 바이아웃 펀드의 경우 조사 대상 중 63퍼센트의 펀드가 관리보수율을 2퍼센트로 두고 있지만, 재간접투자기구의 경우에는 88퍼센트의 펀드가 관리보수율을 0~1퍼센트 수준으로 정하고 있다. Dow Jones, 앞의 책(주 2), 29면.

각종 자문계약을 체결할 수도 있다. 특히 사모투자회사나 그 계열회사가 투자은행업무 등 각종 금융기관업무도 함께하는 경우에는 투자대상기업에 각종 금융 관련 서비스(예를 들어 인수금융 주선, 상장업무 지원, 신주·회사채 인수 등)를 제공하고 이에 대한 대가를 받는 것도 가능하다. 이외에도 GP가 펀드를 대신하여 기업의 지분을 인수하는 계약을 체결하였다가 매도인의 귀책 사유로 거래가 무산되는 경우 GP가 위약금(break-up fee)을 받을 수도 있고,⁴⁰ 미국의 경우에는 사모투자회사가 투자대상기업 인수를 주선·지원해 주는 대가로 각종 보수를 받기도 한다(이른바 transaction fee).⁴¹ 이러한 거래 중에는 투자대상기업과의 거래와 같이 앞에서 본 이해상충 거래에 해당하는 경우도 있지만, 위약금 수령과 같이 이해상충 거래로 보기 어려운 것들도 있기 때문에, 이러한 소득을 어떻게 처리할 것인가의 문제가 발생한다.

먼저 LP 입장에서 보면 이러한 보수는 GP가 PEF를 운영하는 과정에서 얻은 일종의 사업기회이기 때문에 GP가 아닌 PEF에 귀속되어야 한다고 볼 수 있다. 또한 GP는 PEF 재산을 운용할 의무를 부담하고 그 대가로 관리보수를 지급받는 것이므로, 투자대상기업에 자문을 제공하거나 GP의 운용인력이 임원으로 활동하는 것은 모두 펀드재산 운용업무의 일환으로 이루어지는 것이고, 따라서 투자대상기업으로부터 이중으로 보수를 받아서는 안 된다고 본다.⁴² 반면 GP 입장에서 보면 이러한 보수는 GP, 사모투자회사 및 그 임직원의 서비스 제공에 대한 정당한 대가이고, 투자대상기업으로서는 다른 당사자에게라도 보수를 지급하고 해당 서비스를 받을 필요가 있기 때문에, 이러한 보수를 펀드에 반환할 이유는 없다고 볼 수 있다.

이 문제는 일률적으로 처리하기보다는 해당 보수가 어떠한 성격을 갖느냐에 따라 구분하여 처리하는 것이 합리적이다. 예를 들어 GP의 계열회사가 투자대상기업에게 인수금융을 제공하면서 이에 대

한 수수료를 지급받는 경우에는 이를 GP가 PEF를 위해 수행하여야 하는 펀드재산 운용업무 범위에 당연히 포함된다고 보기 어렵다. 반면 PEF가 대상기업에 투자하는 거래와 관련하여 GP가 받는 수수료의 경우에는 펀드재산 운용과 밀접한 관련이 있으므로, 이를 PEF에 귀속시키는 것이 타당하다. 보수의 종류별로 귀속 비율을 다르게 정하는 방법도 생각할 수 있다.

GP가 지급받는 보수를 PEF에 귀속시킬 경우 이를 어떠한 방식으로 처리할 것인가의 문제도 있다. GP로 하여금 직접 이러한 보수를 PEF에 지급하게 하는 방법도 있고, PEF가 향후 지급해야 하는 관리보수에서 GP가 기지급 받은 보수를 공제하지만, 기존에 지급 받은 관리보수를 반환하게 하지는 않는 방식(rolling forward)도 생각할 수 있다. 우리나라에서는 아예 GP가 투자대상기업을 상대로 이러한 보수나 비용을 청구하지 않는 사례도 발견된다.

2. 각종 비용의 처리

GP가 PEF를 운영하는 과정에서는 각종 비용이 발생한다. PEF 설립 단계에서는 관련 자문료 및 등

40 펀드 설립 전에 투자계약을 체결해야 하거나, 하나의 사모투자회사가 운영하는 여러 펀드가 투자대상기업에 공동투자하지만 펀드별 투자비율이 아직 정해지지 않은 경우 등에는 이와 같이 GP가 일단 투자계약을 체결하고 이행완료 전에 계약을 펀드에 이전하는 방식을 취할 필요성이 있다. 다만, 금융감독원은 이와 같이 GP가 투자대상기업 지분 취득을 위한 계약을 체결하고 이후 계약을 PEF에 이전하는 것을 금지하는 규정을 업무집행사원 행위준칙에 포함시켜야 한다는 입장이며, 자본시장법상 PEF에서는 이러한 방식을 사용하기가 어렵다. 유석호/윤영균, 앞의 논문(주 17), 449-450면.

41 예를 들어 펀드가 대상기업을 인수하기 위해 회사(SPC)를 세우고, 해당 SPG가 금융기관으로부터 인수금융을 받아 투자대상기업을 인수하는 경우 GP는 이러한 인수금융 및 기업인수를 주선해 주고 협상 및 계약 체결 등의 업무를 수행한 것에 대한 대가로 SPG로부터 transaction fee를 받곤 한다. James M. Schell, 앞의 책(주 13), §2.06.

42 ILPA Principles도 같은 입장이다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 5면.

록 관련 비용이 발생하고, 투자 과정에서도 딜소싱(deal sourcing) 관련 비용, 각종 자문료 등의 비용이, 이후에도 회사재산의 위탁관리, 회계처리 및 자산 평가 관련 비용, 투자자산 매각 관련 각종 수수료 및 자문료 등이 발생한다. 이외에도 투자계약을 체결하고 투자를 추진하다가 GP 귀책사유로 계약이 결렬될 경우 위약금을 지급해야 하는 경우도 있을 수 있고, 분쟁 발생 시 이를 해결하는 과정에서 비용이 발생한다.

펀드의 운영 과정에서 발생하는 비용은 펀드가 부담하는 것이 합리적이다. 하지만 현실에서는 해당 비용이 펀드의 운영 과정에서 발생한 비용인지 여부가 명확하지 않을 수 있다. 특히 해당 비용이 관리보수를 통해 충당해야 하는 부분인지, 아니면 펀드 운영과 직접적으로 관련이 있기 때문에 펀드가 보전해야 하는지가 명확하지 않을 수 있다.⁴³ 또한 LP 입장에서는 GP가 펀드에 청구하는 비용이 적정한지에 대해 확인할 필요도 있다. 실무에서는 설립 관련 비용의 경우 일정한 한도(cap)를 설정하기도 하고, 발생 가능한 비용의 목록을 미리 정한 후 이 범위를 벗어나는 비용의 경우 사원총회의 승인을 받게 하기도 한다.

투자 대상을 물색하였으나 실제로 투자가 이루어지지 않은 실패한 거래와 관련하여 지출한 비용을 어느 범위에서 펀드가 부담하여야 하는지의 문제도 있다. 그런데 이를 펀드가 부담하지 않는다면 GP로서는 비용을 상환받지 못할 가능성 때문에 잠재적 투자 대상 물색이나 검토에 소극적으로 임할 우려가 있고, 경우에 따라서는 투자가 바람직하지 않음에도 불구하고 관련 비용을 자신이 부담하지 않기 위하여 투자를 강행할 유인을 가질 수 있다. 펀드가 이러한 비용을 부담하되 남용될 가능성을 적절히 방지하는 수준에서 제한하는 것이 GP와 LP의 이해관계를 일치시키는 방안일 것으로 생각된다.

3. 재산의 분배 및 성과보수(Carried Interest)

(1) 투자회수와 분배 방식

PEF는 사원 간 계약에 따라 재산분배방법을 자유롭게 정할 수 있는 것이 원칙이다. 자본시장법도 PEF의 사원 간의 권리·의무에 대해 정관으로 GP에 대한 손익의 분배 또는 손익의 순위 등에 관한 사항을 정할 수 있다고 규정하고 있고(제272조 제3항), 따라서 GP가 원금 또는 이익의 보장을 약속하는 등의 방법으로 LP가 될 것을 부당하게 권유하는 경우 등에 해당하지 않는 한(제272조 제6항 제2호 참조) 사원들이 재산분배 방식을 합의하여 정하면 된다.

재산의 분배에는 여러 방법이 있겠지만, 납입출자금 및 기준수익률(hurdle rate)에 해당하는 재산을 우선 분배하고, 이후 성과보수를 지급하는 것이 가장 기본적인 방식이다(이하 'waterfall 방식'). 즉 (i) 먼저 해당 사원의 납입출자금에 이를 때까지 납입출자금 비율에 따라 재산을 분배하고, (ii) 해당 사원의 납입출자금에 대한 내부수익률(internal rate of return)이 기준수익률에 달할 때까지의 금액을 역시 비례적으로 우선분배한 후(preferred returns), (iii) GP에게 위 우선수익분배 금액에 대응되는 초과수익에 대한 성과보수 금액에 이를 때까지의 금액을 분배하고(catch-up), (iv) 이후 초과수익의 일정 비율을 사원에게, 나머지 금액을 GP에게 성과보수(carried interest)로 분배하는 방식이다. 물론 실무에서는 이를 변형한 다양한 분배 방식들이 존재하고, GP catch-up을 인정하지 않는 사례도 많이 발견된다.

어느 범위 내에서 이러한 waterfall 방식을 적용할 것인지의 문제도 있다. 투자대상기업의 지분을 매각하여 재산을 회수한 경우에는 위 waterfall 방식에

43 ILPA는 관리보수가 일반 경비, 임직원 보수, 여행 경비, deal sourcing 비용, 일반 행정 관련 사항 및 LP와의 정보 교류 등과 관련한 일반적인 운용 비용을 포함하여야 한다는 입장이다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 5면.

따르는 것이 일반적이지만, 펀드가 투자대상기업으로부터 이익배당을 받거나 거래상대방으로부터 손해배상을 받는 경우와 같이 기타 수익이 발생한 경우, 이를 투자회수로 인한 수익과 함께 위 waterfall 방식에 따라 분배하기도 하지만, 사원의 출자지분에 비례하여 이를 나누는 방식을 택하기도 한다. 이 하에서는 위 waterfall 방식에 따른 재산분배 방식에 대해 검토한다.

1) 납입출자금의 반환

먼저 전체 납입출자금을 우선 반환 대상으로 할 것인지, 아니면 투자가 회수된 투자와 관련된 납입출자금만을 대상으로 할 것인지의 문제가 있다. 자본시장법상 PEF의 경우 거의 모든 펀드가 전자의 방식, 즉 사원들의 납입출자금 전체를 우선적으로 반환하도록 하고 있다. 그렇지만 외국 특히 미국의 경우에는 후자의 방식도 종종 사용된다. 후자의 방식에 의하면 예를 들어 펀드가 A, B, C 자산에 투자한 후 A자산을 매각하면, A투자를 위해 사원들이 출자한 납입출자금 및 이에 대한 우선수익분배금만을 사원들에게 우선적으로 분배하고, 이후에도 남은 금액이 있으면 GP에게 성과보수를 지급하게 된다(양 방식의 자세한 설명에 대해서는 이하 '4) 성과보수 산정기준 및 지급시기' 부분 참조).

후자의 방식을 택하는 경우 관리보수 및 각종 비용 지급을 위해 사원들이 출자한 납입출자금을 어느 범위에서 우선지급할 것인지에 대해 정할 필요가 있다. 미국의 경우 다양한 방식이 활용되고 있지만, 회수되는 투자와 관련된 납입출자금액에 비례하여 안분하는 방식, 해당 시점까지 지급된 관리보수 및 비용을 모두 우선지급하게 하는 방식 등이 주로 활용되는 것으로 보인다. 이외에도 미실현투자자산을 상각하여 손실이 발생한 경우 해당 손실금액을 우선지급 범위 내에 포함하는 규정을 두기도 한다. 우리나라의 경우 대부분의 펀드가 전체 납입출자금을 우선반환의 대상으로 하므로, 위 이슈는

크게 문제 되지 않는다.

2) 우선수익분배(Preferred Returns)

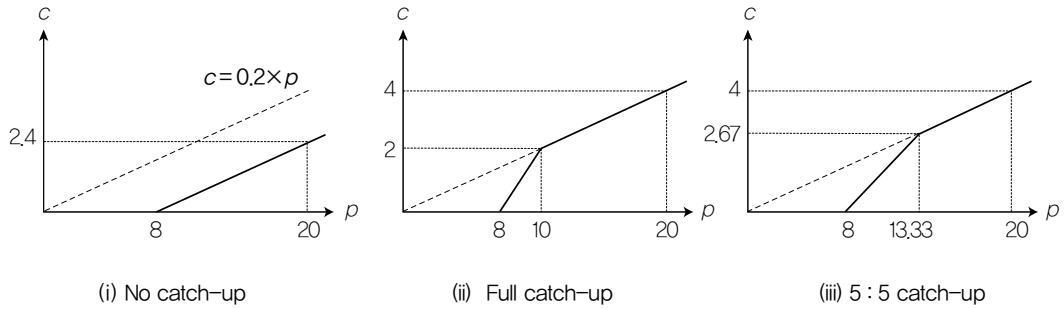
미국의 경우 1980년대 중반만 해도 원금에 추가하여 사원들에게 일정한 수익을 우선적으로 분배하는 조항은 흔하지 않았다고 한다.⁴⁴ 만일 우선수익분배 조항이 존재하지 않으면, 펀드에 출자금을 약간 상회하는 초과수익이 발생하기만 하면 GP가 성과보수를 받을 수 있게 된다. 그런데 투자자 입장에서는 비교적 높은 위험을 감수하면서도 높은 수익률을 기대하고 PEF에 자금을 투자하는 것이므로, GP에게 리스크를 감수하고서라도 보다 높은 수익률을 올리도록 유인할 필요가 있다는 논리가 설득력을 얻게 되었고, 이에 따라 우선수익분배 규정을 두는 것이 적어도 바이아웃 펀드 사이에서는 일반화되었다고 한다.⁴⁵ LP 입장에서 보면, MMF 등 비교적 투자위험이 낮은 자산에 투자했을 경우의 수익률과 PEF의 수익률이 크게 차이가 나지 않는다면, 구태여 GP에게 성과보수를 지급할 이유가 없다는 것이다.

우리나라에서도 이와 같이 우선수익을 조항을 넣는 것이 시장의 관행으로 보인다. 위에서 본 것과 같이 이러한 조항은 GP로 하여금 리스크가 있지만 보다 높은 수익률을 얻을 수 있는 방향으로 투자자산을 운용하게 할 인센티브를 제공한다. 그렇지만 기준수익률이 필요 이상으로 높을 경우 GP로서는 지나치게 리스크가 높은 투자를 하게 되거나, 아예 성과보수 부분을 포기하고 관리보수나 환급비용을 최대화하는 등의 방식으로 사익을 추구할 유인을 가질 수 있고, 이 역시 GP와 LP 간의 이해관계 일치라는 측면에서 바람직하지 않을 수 있다.

우선수익분배의 산정 기준이 되는 기준수익률은 고정수익률로 정하는 것이 일반적이지만, 시장지표

44 James M. Schell, 앞의 책(주 13), §2.03.

45 James M. Schell, 앞의 책(주 13), §2.03.



[그림 1] Catch-up 조항과 성과보수의 변화

p : 투자 수익, c : GP가 받을 성과보수

(market index) 등을 기준으로 변동하게 하는 방식도 생각해 볼 수 있다.

3) Catch-up 조항

사원에 대해 우선수익분배가 이루어진 경우, GP에게 이러한 우선수익분배 금액에 대응하는 초과수익에 대한 성과보수를 지급할지의 문제가 있을 수 있다. 예를 들어 납입출자금인 100원이고 기준수익률이 8퍼센트, 성과보수율이 20퍼센트인 펀드가 1년 후 투자자산을 120원에 매각하고 청산한다고 하자 (관리보수 및 각종 비용은 없다고 가정). 이 경우 사원에게 출자원금 100원 및 우선수익 8원(100원×8퍼센트)을 지급한 후, (i) 나머지 12원을 사원과 GP가 80대 20으로 나눌 것인지, 아니면 (ii) 우선수익분배금 8원에 대응하는 성과보수인 2원을 GP에게 우선지급하여 GP가 우선수익분배 규정 때문에 분배받지 못한 성과보수를 만회하게 한 후(catch-up, make-up) 나머지 10원을 80대 20으로 나눌 것인지에 대한 결정이 필요하다. 첫 번째 방식은 기준수익률을 넘는 수익(위 예에서 12원)만을 성과보수 지급 대상 수익으로 보는 반면, 두 번째 방식은 투자수익이 우선수익분배금(8원)과 이에 상응하는 성과보수(2원)를 더한 금액(10원)을 넘는 경우 납입출자금을 초과하는 모든 수익(20원)을 성과보수 지급 대상 수익으로 본다. GP 입장에서 보면 첫 번째 방식을 택하면 2.4원(12원×20퍼

센트)을 성과보수로 받지만, 두 번째 방식을 택하면 4원을 받는다.⁴⁶

위 catch-up 조항을 변형하여 GP가 사원들이 지급받은 우선수익에 대응하는 성과보수를 전액 우선분배받는 것이 아니라, (iii) GP에 대한 누적 분배금이 성과보수율에 이를 때까지 GP와 해당 사원이 일정한 비율(예컨대 5대 5)로 나누어 분배하고, 이후 초과수익에 대해서는 성과보수율에 따라 지급하는 방식도 있을 수 있다. 이에 의하면 펀드가 보다 높은 수익률을 올려야만 GP가 성과보수를 전액 catch-up할 수 있게 된다.

위 세 가지 방식의 차이점을 도표로 비교하면 [그림 1]과 같다. 각각의 방식에서 펀드의 초과수익(p)에 따라 GP가 지급받는 성과보수(c)가 어떻게 변하는지를 나타내고 있다. 파선은 우선수익분배 규정이 존재하지 않을 경우의 성과보수를 나타낸다. 위 세 가지 방식 중에는 (i) catch-up 조항을 두지 않는 방식이 LP에게 가장 유리한 반면, (ii) full catch-up 조항을 두는 방식이 GP에게 제일 유리하다. (iii) 일부 catch-up 조항을 두는 방식은 초과수익이 일정 수준을 넘으면 (ii) 방식과 차이가 없게 되지만, 초과하기 전까지는 (ii) 방식에 비해 GP에게 불리하다.

46 LP에게 우선분배된 8원에 상응하는 성과보수인 2원을 우선분배받고, 이후 나머지 수익(10원)의 20퍼센트인 2원을 받는다.

4) 성과보수 산정 기준 및 지급 시기

PEF 등장 초창기 미국에서는 펀드 전체로 성과보수를 계산하지 않고, 각 투자거래건별로 성과보수를 계산하는 방식을 취하는 것이 일반적이었다(non-aggregation 방식). 이 방식하에서는 예를 들어 5건의 투자 중 4건에서 손실이 발생한다고 해도 1건에서 이익이 발생하면 GP가 성과보수를 받을 수 있게 된다. 이와 같은 방식을 취할 경우 GP-LP 간 이해관계 일치가 잘 이루어지지 않는다는 문제점 때문에,⁴⁷ 미국에서도 1980년을 전후하여 위 방식 대신 펀드 전체를 기준으로 성과보수를 계산하는 것이 지배적인 방식으로 자리 잡게 되었다(aggregation 방식).⁴⁸

이처럼 펀드 전체를 기준으로 성과보수를 계산하더라도 어느 범위에서 출자금을 사원들에게 우선분배하고 어느 시점에 GP에게 성과보수를 지급할지에 대한 문제가 있다. 이에 대해서는 앞서 본 바와 같이 (i) 재산분배 시점에 투자자 회수된 투자들을 기준으로 이를 위해 출자한 납입출자금 및 우선수익분배금을 지급한 후 남는 금액이 있으면 성과보수를 지급하는 방식과 (ii) 사원들의 전체 납입출자금 및 이에 대한 우선수익분배금을 지급한 후에도 남는 금액이 있어야만 성과보수를 지급하는 방식이 크게 대비된다. 전통적으로 첫 번째 방식은 미국 시장에서 많이 사용된 방식이고 두 번째 방식은 유럽 시장에서 많이 사용된 방식이라는 점에서 이를 각각 미국식 모델, 유럽식 모델이라고 부르기도 하고,⁴⁹ 전자를 deal-by-deal 방식, 후자를 fund-as-a-whole 방식이라고도 부른다.⁵⁰ 전자의 경우 앞서 본 non-aggregation 방식이 deal-by-deal 방식으로 불리는 것과 구분하기 위하여 이를 deal-by-deal with loss carryforward 방식이라고 부르기도 한다.^{51·52}

두 방식을 비교하기 위해 간단한 예를 들면 다음과 같다. 기준수익률이 8퍼센트, catch-up을 완전하게 하고(full catch-up) 초과수익의 20퍼센트를 성과보수로 지급하는 펀드가 있다고 하자. 계산의 편의상 관리보수 및 비용은 없고, GP와 LP가 각 1인인데

GP는 펀드에 투자하지 않는다고 가정하며, 내부수익률은 단리로 계산한다. 첫째($t=0$)에 LP가 출자금 200원을 납입하였고, 펀드는 A회사와 B회사에 각각 100원씩 투자하였다. 1년 후($t=1$) 펀드는 A회사 지분을 매각하여 150원을 회수하였고, 이듬해($t=2$) 펀드는 B회사 지분을 매각하여 90원만 회수하고 청산하였다고 하자.

먼저 deal-by-deal 방식에 따르면 재산 분배 당시 현실화된 거래를 기준으로 계산하므로 A회사 지분을 매각한 시점($t=1$)에는 위 150원 중 A회사 투자 원금에 해당하는 100원 및 우선수익분배금 8원을 LP에게 분배하고, catch-up 조항에 의해 2원을 GP에게 지급한 후, 나머지 40원을 8대 20으로 분배한다. 결국 LP는 140원, GP는 10원을 받게 된다. 이후 B회사 지분을 매각하면($t=2$) 일단 누적원금(200원)에서 기존에 원금으로 분배받은 금액(100원)을 공제한 금액까지 우선적으로 LP에게 지급해야 하므로, 매각대금 90원을 LP에게 전액 지급하게 된다. 결과적으로 전체 분배금 240원 중 GP는 10원, LP는 230원을 받게 된다(표 1) 참조).

반면 fund-as-a-whole 방식에 따르면, 전체 투자

47 통상적으로 GP가 아주 적은 금액만을 펀드에 출자하는 것을 고려하면, GP 입장에서는 여러 투자건에서 손실이 발생해도 크게 앓을 것이 없는 반면, 한 건에서라도 크게 이익이 나면 많은 성과보수를 받을 수 있게 된다. 이는 GP로 하여금 매우 리스크가 높은 자산에 투자하게 할 유인을 제공할 수 있다.

48 James M. Schell, 앞의 책주 13), §2.02.

49 물론 미국 사모투자회사가 GP인 펀드가 모두 미국식 모델을 채택하고 유럽 사모투자회사가 GP인 펀드가 모두 유럽식 모델을 채택하는 것은 아니다.

50 Timothy Spangler, A Practitioner's Guide to Private Equity, City & Financial Publishing, Chapter 3 "Private Equity Fund Structures," pp.41-42.

51 Scott W. Naidech, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company, 2011, p.6.

52 이외에도 ILPA Principles는 전자를 deal-by-deal 모델, 후자를 all-contribution-plus-preferred-return-back-first 모델이라 부른다. 본 논문에서는 편의상 전자를 deal-by-deal 방식, 후자를 fund-as-a-whole 방식이라 칭한다.

〈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

금을 기준으로 분배를 하므로 A회사 지분을 매각한 시점(t=1)에 LP가 출자한 전체 원금 200원 및 우선 수익분배금 16원(200원×8퍼센트)에 이를 때까지 LP에게 우선적으로 분배를 하므로 LP가 150원 전액을 분배받는다. B회사 지분을 매각한 시점(t=2)에는 누적분배 원금이 200원에 이를 때까지 이를 우선적으로 LP에게 분배하므로 50원을 LP에게 분배하고, 기준수익률에 이르기까지의 금액[(150원×8퍼센트×1년)+(50원×8퍼센트×2년)=20원]을 우선수익분배금으로 LP에게 지급하며, catch-up 조항에 따라 5원을 GP에게, 남은 15원(=90원-50원-20원-5원)을 2대 8로 분배한다. 결과적으로 GP는 8원, LP는 232원을 받게 된다(〈표 2〉 참조).

위 예에서 보듯이, deal-by-deal 방식에 의하면 재산 분배 및 성과보수 지급을 그때까지 현실화된 거래별로 계산하기 때문에 펀드 전체를 기준으로 하는 경우와 비교할 때 GP가 성과보수를 많이 지급받는 결과가 발생할 수 있다. 따라서 이러한 경우 GP가

초과로 수령한 성과보수를 반환(clawback)하게 할 필요성이 존재한다. 또한 deal-by-deal 방식의 경우 fund-as-a-whole 방식에 비해 GP가 보다 이른 시점에 성과보수를 지급받을 수 있다.

우리나라의 경우 fund-as-a-whole 방식이 지배적이지만, 외국의 경우에는 어느 방식을 택할지가 협상의 대상이 되는 경우가 있다. 펀드의 존속기간이 대부분 10년이거나 그 이상인 점을 고려하면, fund-as-a-whole 방식을 택할 경우 GP 입장에서 보면 그만큼 현금흐름의 시간가치라는 측면에서 손해를 보는 것은 물론, 운용인력 입장에서도 보너스를 지급받기까지 장기간을 기다려야 하는 단점이 있다. 반면 deal-by-deal 방식을 택하는 경우 LP 입장에서 보면 마찬가지로 투자금을 늦게 회수하게 됨은 물론, 설사 clawback 조항에 의하여 초과로 지급한 성과보수를 반환받을 수 있다고 하더라도 그 기간 동안 GP의 신용위험에 노출된다. 특히 GP가 개인 운용인력에게 해당 성과금을 미리 분배하고, 해당 운용

인력이 회사를 퇴사하는 경우에는 현실적으로 초과 지급 성과보수를 clawback받는 것이 쉽지 않을 수도 있다.⁵³

이에 따라 위 두 가지 방식의 문제점을 어느 정도 보완한 방식들도 사용되고 있다. 예를 들어 deal-by-deal 방식을 택하더라도 미실현투자자산의 순현재 가치(NAV)가 일정 비율(예컨대 125퍼센트) 이상이어서 성과보수를 clawback해야 할 가능성이 낮은 경우에만 성과보수를 지급하거나(NAV coverage test), fund-as-a-whole 방식을 택하더라도 미실현투자자산의 순현재가치 등을 고려할 때 성과보수 지급이 확실 시되는 경우 성과보수의 일부를 선급하는 방법(advanced carried interest) 등이 사용된다.⁵⁴

(2) 성과보수 반환 조항(GP Clawback)

deal-by-deal 방식을 택하거나 fund-as-a-whole 방식을 택하더라도 성과보수를 일부 선지급하는 경우에는 앞서 본 바와 같이 성과보수가 초과하여 지급된 경우 GP로 하여금 이를 환급하게 하는 clawback 조항이 필요하다. 이에 대해서는 모든 투자 회수가 완료된 이후 정산을 하는 single clawback 방식과, 투자 회수가 매번 이루어질 때마다 정산을 하는 interim clawback 방식이 있다.⁵⁵ 또한 clawback 조항이 있더라도 LP 입장에서는 GP의 신용위험 등에 노출될 수 있으므로, 성과보수 중 일정한 금액을 에스크로(escrow) 계좌에 예치하게 하거나, 이에 대해 LP가 담보를 제공하게 하고, 운용인력이나 사모투자회사 등이 연대 보증할 것을 요구하기도 한다. 우리나라의 경우 앞서 본 바와 같이 대부분의 펀드들이 fund-as-a-whole 방식을 취하기 때문에 본 조항이 별로 문제 되지 않지만, 계산 실수나 현물 배당 시 평가 착오 등으로 인해 재산이 초과 분배될 가능성을 완전히 배제하기는 어려우므로, 사원들이 분배금을 초과하여 받은 경우에는 이를 펀드에 반환해야 한다는 정도의 조항을 두는 것이 통상적이다.

이외에도 미국에서는 초과 성과보수 반환을 세전 기준으로 해야 하는지 또는 세후 기준으로 해야 하는지가 문제 되기도 한다.⁵⁶

(3) 분배 자산의 종류 및 분배 시점에 관한 결정

현재 통용되는 자본시장법상 PEF의 정관들은 대부분 현금 분배를 원칙으로 하고, 회사 청산 시 사원 전원의 동의를 얻은 경우와 같이 매우 예외적으로만 보유 증권 등 현물을 분배하는 것을 허용한다. LP 입장에서는 현물을 분배받는 경우 이를 다시 현금화해야 하는 번거로움이 있기 때문에, 되도록 현금을 분배받는 것을 선호한다. 현물을 배당하는 경우에는 이를 어떻게 평가할 것인가에 대한 사항도 사원 간 계약에서 정한다.

펀드가 투자수익을 회수한 경우 이를 언제 분배해야 하는지의 문제도 있다. GP가 자신의 재량에 따라 자유롭게 분배 시점을 결정하게 하는 방식도 있고, 투자 회수 후 최대한 즉시, 또는 일정 기간 내에 재산을 분배하게 하는 규정을 두기도 한다.

53 ILPA Principles는 유럽식 방식, 즉 all-contribution-plus-preferred-return-back-first 모델이 모범규준(best practice)이라고 본다.

54 최근에는 미국의 경우에도 재산 분배 시점까지 납입한 원금 전액을 LP에게 우선 지급한 후에야 GP에게 성과보수를 지급하는 사례들이 상당히 많이 있는 것으로 보인다. 미국의 통계 자료에 의하면, 2008~2011년 동안 결성된 바이아웃 펀드 중 57퍼센트가 납입된 원금 전액 내지 출자약정금 전액을 LP에게 우선 지급하여야만 성과보수 지급이 가능하다고 한다. Dow Jones, 앞의 책(주 2), 38면.

55 이외에도 key persons event가 발생하거나 NAV가 충분하지 못할 때마다 자산을 평가·정산하여 interim clawback을 하게 하는 것도 고려 가능하다. ILPA, 앞의 자료(주 6), 16면.

56 GP가 초과 성과보수를 반환하여 GP에게 손실이 발생하더라도, 세액 계산 시 이를 이전에 지급받은 성과보수로 얻은 수익과 공제하기 어려울 수 있기 때문에, 결과적으로 초과 성과보수에 해당하는 세금만큼 손해를 볼 수도 있다. 이를 조정하기 위해 clawback 금액을 after tax basis로 산정하게 하는 규정이 포함되기도 한다.

V. GP의 해임, PEF의 해산 및 기타 조항

1. GP의 해임 관련 조항(Divorce Clause)

GP에게 귀책사유가 있는 경우 사원총회의 결의 등으로 GP를 해임하는 규정도 사원 간 계약에 포함된다. GP가 중대하게 법령이나 정관 또는 LPA를 위반하거나 심각한 이해상충행위를 한 경우 등이 그 예이다. 아무런 귀책사유가 없음에도 불구하고 LP 전원의 동의 등으로 GP를 해임할 수 있는 권한을 LP에게 부여할 것인가의 문제도 있는데, 이러한 규정은 GP 입장에서 받아들이기 쉽지 않다.

GP가 해임되면 PEF를 해산할지, 아니면 새로운 GP를 영입하여 계속 운영할지의 문제가 발생한다.⁵⁷ PEF 결성 초기에는 크게 문제가 없겠으나, 투자가 어느 정도 이루어진 이후라면 급하게 PEF를 해산할 경우 투자자산을 적절한 가격에 매각하지 못하여 LP들이 손해를 입을 수 있다. 새로운 GP를 영입하더라도 각종 보수는 어떻게 산정하여 줄 것인지, 기존 GP의 업무집행으로 인하여 PEF에 손해가 발생한 경우 새로운 GP에게 어느 범위 내에서 책임을 지게 할 것인지 등의 복잡한 문제가 남게 된다. 이러한 이유로 GP의 해임은 LP 입장에서조차 쉽게 결정하기 어려운 문제이다.

2. 출자지분 양도, 사원의 퇴사 관련 조항

LP가 지분을 양도하는 경우 GP의 동의를 얻게 하고, 다른 LP들에게 그 지분을 우선적으로 매입할 수 있는 권한을 주기도 한다. GP가 지분을 양도하면 GP의 교체나 추가라는 결과를 가져올 수 있으므로, LP 전원의 동의를 얻어야만 허용하는 등의 규정을 둔다. 자본시장법상 PEF의 경우 사원의 수가 49인을 넘지 못하므로, 이와 같이 사원 수를 늘리는 지분 양도는 금지한다.

사원의 퇴사 역시 PEF 및 다른 사원들에게 영향

을 미치므로, 자본시장법은 사원의 자유로운 퇴사를 제한한다(제277조 제2항, 상법 제217조 제2항, 제224조 참조). 사원 간 계약도 사원의 퇴사를 매우 예외적인 경우에 한해 허용하고, 이러한 퇴사가 해당 사원에게 책임 있는 사유로 인한 경우 등에는 투자금 환급과 관련하여 상당한 불이익을 주곤 한다.

3. PEF의 해산 및 청산 관련 조항

존속기간이 만료되거나 사원총회 전원의 결의 등이 있는 경우를 펀드의 해산사유로 정한다. 펀드가 해산하면 청산절차에 들어가게 된다. 미처분 투자 자산의 평가 방법에 대한 규정이나, 출자원금에 손실이 있는 경우에는 GP가 출자한 원금으로 LP의 손실을 충당하게 하는 규정 등이 들어가기도 한다.

4. 기타 조항 및 Side Letter

각국의 규제 및 세금 관련 법령 등을 고려한 조항들이 포함되기도 한다. 예를 들어 미국 근로자퇴직 수익보장법(Employee Retirement Income Security Act, ERISA)의 적용을 받는 기관투자자가 LP로 참여하는 경우에는 일정한 예외(venture capital operating company)에 해당하지 않는 한 GP가 위 법에 따른 각종 규제를 받을 수 있다. 따라서 펀드를 위 예외 요건에 부합하도록 운영해야 한다는 조항이 들어가기도 한다. 또한 미국에서는 몇 해 전부터 GP가 받는 성과보수를 자본소득(capital gain)으로 처리하는 것은 부당하고, 이보다 높은 세율이 적용되는 일반소득(ordinary income)으로 취급해야 한다는 논란이 있어

57 본 논문 작성 시점을 기준으로 금융감독원은 단독 GP가 파산, 영업정지 등 불가피한 사유로 GP 지위를 상실한 경우에만 일정 기한을 한도로 새로운 GP를 선임하는 것을 허용하고, 나머지의 경우에는 GP 교체를 허용하지 않는다는 실무 입장을 취하고 있다. 이외의 자세한 사항에 대해서는 유석호/윤영균, 앞의 논문(주 17), 443면 참조.

왔는데, 영향력 있는 GP의 경우에는 이와 같이 세제가 GP에 불리하게 변경되어 GP의 보수가 줄어드는 경우 이를 LP가 보전해 주는 내용의 조항을 요구하기도 한다.

한편 GP는 대규모의 자금을 펀드에 투자하거나 시장에 영향력이 큰 LP를 유치하기 위해 사원 간 계약에서 정한 내용보다 더 우월한 조건을 보장하기도 한다. 이와 같이 일부 사원과 맺는 계약을 side letter라 한다. 관리보수나 성과보수를 적게 받기로 하기도 하고 LP의 투자정책(예를 들어 도박, 총기 제조업 투자 금지)에 위반되는 투자를 실행하는 경우, 출자의무를 면제받을 수 있는 규정을 두기도 한다. 아울러 다른 사원들에게 보다 유리한 조건을 제공하였을 경우 동일한 조건을 적용할 것을 요구하거나 (Most Favored Nations clause), 추가 정보의 제공, side-fund를 통한 공동투자기회의 제공 등의 내용이 포함되기도 한다.

VI. 결론

이상과 같이 PEF 사원 간 계약의 주요 내용들에 대해 검토하였다. 사실 우리나라의 경우 PEF의 정관들 사이에 내용이나 구조 면에서 큰 차이가 나지는 않고, GP와 LP 간에 정관의 내용에 대해 치열하게 협상이 이루어지는 경우도 많지는 않은 것으로 보인다. 이는 자본시장법상 PEF의 재산운용방법이 비교적 제한적이어서 PEF별로 투자 목적이나 재산운용방법이 크게 다르지 않다는 점, 영향력이 큰 몇몇 기관투자자들이 시장을 이끌고 있고 이러한 투자자들이 선호하는 표준 정관 양식이 시장에서 널리 활용된다는 점 등을 그 이유로 생각해 볼 수 있다. 이러한 이유로 사원 간 계약에서 GP와 LP가 각각 어떠한 입장을 취할 수 있고 해당 조항이 사원들에게 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구는 외국에 비해 많지는 않았던 것으로 보인다.⁵⁸ 향후 자본

시장법상 PEF 규제의 변화 등으로 PEF의 재산운용 형태가 보다 다양해질 수 있고,⁵⁹ 이에 따라 각 펀드 및 투자자의 특성에 보다 적합하게 다양한 형태로 사원 간 계약을 설계하는 것이 보다 중요해질 것으로 생각된다. 본 논문이 이러한 논의를 활성화하는 계기를 마련할 수 있기를 희망한다.

58 미국의 사원 간 계약의 내용에 대한 연구로는 최승진, “사모투자전문회사(Private Equity Fund)의 사원 간 계약사항에 관한 고찰,” 투신 제53호(2005. 10).

59 참고로 최근 금융위원회는 사모펀드의 유형을 단순화하고 자산운용규제를 완화하는 등의 내용의 사모펀드제도 개편방안을 발표하였다. 이에 의하면 자본시장법상 PEF도 순자산의 50퍼센트 한도 내에서 부동산, 비자배 목적 증권 및 파생상품 등에 투자하는 것 및 채무보증이나 담보를 제공하는 것이 가능해진다. 금융위원회 보도자료, 사모펀드제도 개편방안(2013. 12. 4) 참조. 이와 같이 PEF의 구조, 투자 및 운용에 있어서는 최대한 자율을 보장하고, 펀드에 대한 직접적인 규제보다는 펀드 운용자(사모투자회사)에 대한 규제가 바람직하다는 견해로는 김은집, “사모투자전문회사에 대한 법적 고찰—미국의 제도를 중심으로,” 증권법연구 제8-1호(2007), 133면 이하 참조.