최근 국내 OCIO 시장 확대에 관한 소고*

연구위원 남재우

대형 공적기금을 중심으로 형성된 국내 OCIO 시장에 최근 들어 민간 기업이나 대학기금 같은 다양한 특성의 자금이 유입되고 있다. 또한 최근 관련 법안이 재발의된 기금형 퇴직연금제도 역시 OCIO 시장 활성화의 기폭제가 될 것으로 기대된다. 하지만 한국형 OCIO라 불리는 다소 왜곡된 운용 체계는 OCIO 시장 확대의 걸림돌이 될 수 있다. 대형 공적기금의 전담운용기관이라는 역할로 특징되는 국내 OCIO 시장은 해외사례와 비교해 볼 때 위임되는 업무의 범위와 운용의 재량이 지나치게 제한적이기 때문이다.

전문성이 부족한 내부 인력으로 대규모 자금을 운용해야 하는 자산보유자가 OCIO 시장의 잠재적 고객이다. 이러한 잠재 수요가 성공적으로 시장에 진입하기 위해서는 상이한 자금 특성에 부합하는 목표지향적 OCIO 체계를 확립하는 것이 무엇보다 중요하다. 국내 OCIO 체계의 일반적인 관행인 독점적 전담운용은 외부의 우수한 전문성을 상대적으로 작은 비용으로 활용하겠다는 제도 도입의 근본 취지를 희석시키고 퇴직연금기금과 같은 소규모 자금의 시장 유입을 가로막는 제약요인이 된다. 규모의 경제를 이루기 위한 자금의 집합운용(pooling)과 개별 자금의 상이한 특성이 반영되는 맞춤 운용, 이를 동시에 구현하는 유연성이 OCIO 제도의 차별적 경쟁력이다.

들어가는 말

외부최고책임투자자 또는 총괄외부위탁운용 등으로 불리는 OCIO(Outsourced Chief Investment Officer) 제도는 전략적 의사결정을 포함하여 자산운용의 전반을 포괄적으로 외부에 위탁하는 운용 체계를 의미한다.[1] 최근 들어 국내 OCIO 시장이 두터워지고 있다. 전통적인 위탁운용 방식에서 OCIO 체계로 전환을 모색하는 자산보유자(asset owner)가 늘어나고 있으며, 이에 대응하는 OCIO 운용기관[2]의 관심과 역량 확대도 가시적이다. 건전한 시장 생태계 구축이라는 측면에서 매우 긍정적인 양상으로 평가된다. 또한 이미 200조원을 상회하고 있는 국내 퇴직연금제도에 기금형 지배구조가 도입되면 국내 OCIO 시장이 획기적인 성장세를 보일 수 있을 것으로 기대된다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 외부의 자산운용자가 수탁자로써 자산보유자의 자금을 위탁받아 자산운용 업무의 전부 또는 일부를 대행해주는 전략적 일임위탁 서비스로 정의

2) 해외에서는 투자자문회사(consulting company)가 OCIO 시장의 주요 공급자인 반면, 국내에서는 증권회사와 자산운용회사를 중심으로 시장이 형성됨

하지만 한국형 OCIO 제도라고도 불리는 국내 OCIO 시장의 다소 왜곡된 구조를 감안하면 기금형 퇴직연금제도의 도입이 국내 OCIO 시장 활성화의 기폭제가 되리라는 기대에 부정적인 전망도 제기될 수 있다. 대표적인 글로벌 OCIO 운용기관에 대한 사례조사[3] 결과, 국내 OCIO 시장은 20년 가까운 연혁에도 불구하고 역할 및 권한, 자금의 집합(pooling)에 의한 규모의 경제, 수수료 체계 등 많은 부분에서 해외시장과는 상이한 구조인 것으로 파악된다. 이는 '다수의 기업연금에 대한 전략적이고 개별적인 총괄관리(total solution) 제공'이라는 개념으로 성장한 해외 OCIO와 달리 우리나라는 제도 도입 초기부터 지금까지 '대형 기금의 집행기능(execution function)을 전담하는 외부 전담조직' 정도로 그 역할과 위상이 매우 제한적이었기 때문이다. 시장조사 기관인 Chief Investment Officer(2019)의 서베이에 의하면 OCIO 제도를 활용하는 가장 주된 사유는 '복잡한 시장 환경에서 전략적으로 자산을 운용하기에 절대적으로 부족한 내부 역량'이다. 전략적이고 총괄적인 접근이 어려운 한국형 OCIO 제도는 위탁자의 이러한 요구에 부응하기 힘든 구조이다.

100조원에 달하는 국내 OCIO 시장은 전체 운용자산의 80% 이상이 5개 대형 공적기금[4]에 집중되어 있으며, 이를 5개 OCIO 운용사[5]가 안분하고 있어 공급과 수요 양면에서 과점시장의 양상을 보이고 있다. 이러한 시장 구조는 경쟁에 의한 진입과 퇴출이라는 시장 원리가 원활히 작동하기 어려운 제약요인이 된다. 원가에도 미치지 않는 비합리적인 수수료 체계나 일 년에 한두 번 이벤트 성격으로 개최되는 운용사 선정 과정에서 나타나는 혼탁한 유치 경쟁의 문제 등은 모두 과점 체계라는 얇은 시장에 기인한다. 따라서 보다 다양한 운용규모와 상이한 자금 특성을 갖는 자산보유자가 자금의 위탁 방식으로 OCIO 제도를 채택할 수 있도록 제도적 제약 요인을 제거하는 것이 무엇보다 중요하다.

퇴직연금뿐만 아니라 공적기금, 공제회, 그리고 최근 사내유보금이 늘고 있는 기업 등 전문성이 부족한 내부 인력으로 많은 자금을 운용해야 하는 자산보유자가 OCIO 시장의 잠재적 고객이다. 이러한 잠재 수요를 원활히 시장으로 유입시키기 위해서는 여러 측면에서 제도적 개선과 시장 참여자의 인식 변화가 수반되어야 하겠으나, 그 중에서 가장 시급하고 중요한 과제로 목표지향적인 OCIO 위탁 체계 확립과 과도한 전담운용체계의 지양을 제기한다. OCIO 제도를 채택하는 모든 자금은 상이한 조성 목적과 다양한 운용규모를 갖는다. 개별적인 자금 특성을 고려한다는 측면에서 목표지향적 OCIO 운용의 중요성을 논의하고, 특히 중소형 자금의 시장 진입에 걸림돌이 되는 전담운용체계의 비효율성을 살펴본다.

---

3) 운용규모 기준 상위 5개사 중 Mercer, Russell investment, Wills Towers Watson, Blackrock 등을 대상으로 심층면담(focus interview) 방식으로 조사하였으며, 자세한 내용은 남재우(2019, 국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제, 자본시장연구원 이슈보고서 19-05) 참조

4) 주택도시기금, 산재보험기금, 고용보험기금, 공적연기금투자풀, 민간연기금투자풀

5) 미래에셋자산운용, 삼성자산운용, 한국투자신탁운용, NH투자증권, 한국투자증권

목표지향적 OCIO 운용의 중요성

기존의 위탁운용방식[6]과 비교하여 OCIO 체계가 갖는 가장 중요한 차이는 위탁운용의 포괄성이다. 여기에서 포괄성이란 분산된 포트폴리오를 구성하는 투자 대상 자산군(asset class)의 다양성뿐만 아니라, 자산운용에 수반되는 단계별 투자의사결정(investment decision making)의 모든 과정을 포함한다. 전통적 위탁운용에 비해 OCIO 방식은 위임되는 업무의 범위가 포괄적이며 그로 인하여 OCIO의 운용 재량(discretion)이 확대된다는 점이 특징이다. 이름에서 알 수 있듯이, 펀드매니저가 아닌 최고책임투자자(CIO)를 외주한다는 것은 실행 단계의 의사결정을 포함하여 보다 상위의 전략적인 의사결정을 외부 전문가에게 위임함을 의미한다. 달리 말하면, 전략적 의사결정의 상당 부분이 위임되지 않는 OCIO 체계는 기존의 전통적 위탁운용의 문제점을 완화하고자 하는 제도 전환의 목적을 달성하기 어렵다는 뜻이다.

OCIO 제도는 운용 방식이나 투자 자산에 있어 매우 유연한 구조를 갖는다. 자금의 위탁자와 수탁자가 체결하는 계약관계에 따라 운용자산의 전부 또는 일부를 위탁할 수 있다. 일반적으로는 모든 금융 자산을 대상으로 하나 대체투자 또는 해외투자와 같이 특정 유형의 자산군으로 한정하여 위탁하는 것도 가능하다. OCIO에게 위임되는 업무의 범위 역시 다양하게 설정될 수 있다. 하지만 어느 경우이든 전략적 의사결정의 상당 부분이 위임되고 그로 인하여 OCIO의 운용 재량이 충분히 확보되는 것이 중요하다. 예를 들면, 단일 자산군에 대해 복수의 OCIO를 선정하여 균등하게 자금을 배분하고 동일한 투자 전략을 요구하는 경우 자산군 단위의 전략적 의사결정은 여전히 위탁자에게 남을 수밖에 없다. 이러한 OCIO 체계는 결과적으로 기존의 재간접펀드와 무차별한 위탁 구조가 된다. 전통적 위탁운용에 비해 고비용인 OCIO 체계가 정당성을 갖기 위해서는 기존 방식과는 차별적인 목표와 운용 구조가 제시되어야 한다.

목표지향적 관계 설정의 출발점은 OCIO 운용사 선정을 위하여 위탁자가 제시하는 제안요청서(Request For Proposal: RFP)이다. 공적기금이든 민간기업이든 모든 운용자산은 자금의 조성 목적과 운용 목표가 상이하다. OCIO 제도를 도입하려는 위탁자는 먼저 충분한 시간과 노력을 들여 자금의 특성에 부합하는 위탁운용의 방식과 목표를 설정하고 그 결과를 충분히 반영하여 제안요청서를 작성하여야 한다. 제안요청서에는 OCIO 위탁운용의 목표와 이에 상응하는 OCIO의 역할이 명확하게 기술되어야 한다. 또한 이러한 목표를 달성할 가능성을 극대화한다는 관점에서 OCIO 운용사 선정기준과 평가표, 보수수준, 선정된 OCIO에 대한 관리방안 등이 제시되어야 한다. 예를 들면, 동일한 중장기 자산이라 하더라도 대기 자금 성격의 사업성 기금과 확정된 부채의 초장기 완충 기금에는 상이한 운용전략이 요구되며, 이를 구현하기 위한 OCIO의 역할과 역량도 다를 수밖에 없다.

6) 사모펀드 형태의 수익증권 또는 일임운용과 같은 위탁운용 체계를 의미함

이러한 제안요청서를 바탕으로 선정된 우선협상대상자와의 기술협상 과정에서 별도의 위탁운용 투자정책서(Investment Policy Statement: IPS)가 작성될 필요가 있다. 이는 제안요청서에 담긴 내용이 온전히 구현될 수 있도록 OCIO가 특정 위탁자의 자산을 운용하는데 있어 최상위 운용지침으로 기능한다. 현재 OCIO 제도를 채택하고 있는 대부분의 공적기금은 기금 자체의 투자정책서를 OCIO에게 동일하게 적용하고 있다. 하지만 기금의 조성 목적을 달성하기 위한 투자정책서와 자금의 전부 또는 일부에 대한 위탁운용의 목적을 달성하기 위한 투자정책서는 동일하지 않다. 수탁자인 OCIO 운용사는 일반적인 내부 운용규정을 투자정책서로 준용하고 있으나, 여기에는 위탁자의 개별적인 특성이 반영되어 있지 않은 한계가 있다. OCIO 체계에서 제기될 수 있는 대리인 문제(agent problem)를 최소화하고 다양한 이해상충(interest conflict) 가능성을 차단하며, 자금을 위탁하는 기관의 기대와 목표가 전 운용 기간에 걸쳐 온전히 유지되기 위해서는 위탁자와 수탁자 간의 목표지향적 관계 설정과 이를 명확한 문장으로 문서화하는 것이 중요하다.

전담운용의 비효율성

현재 국내 OCIO는 대부분 전담운용체계이다. 여기에서 전담운용이란 운용인력과 운용시스템에 있어 물리적으로 분리된 독점적 구조를 의미한다. 즉, 계획(plan)-실행(do)-평가(see)라는 자산운용의 전 과정에 소요되는 운용인력을 타 업무에서 배제하여 독립된 공간에서 해당 위탁자산의 운용 업무만 수행토록 하며, 위험관리시스템 같은 필수적 운용시스템 역시 모 회사의 전산 시스템과 물리적으로 분리된 환경을 갖추어야 한다. 하지만 이러한 전담운용체계는 내부 역량의 부족을 OCIO라는 방식으로 외주하여 해소하고자 하는 제도 도입의 근본 동인과 부합하지 않는다.

먼저 직접운용과의 비용 효율적인 측면이다. OCIO 제도를 도입하는 자산보유자는 동일한 인력과 시스템을 조직 내부에 직접 확보하는 것보다는 외주하는 것이 비용 효율적인 측면에서 유리하다고 판단하였을 것이다. 하지만 완전한 전담운용체계는 내부 조직을 신설하는 것과 동일한 구성을 외부에 설치한다는 것으로 결국 동일한 비용을 발생시키게 된다. 체계화된 자산운용에는 규모에 상관없이 최소한의 필수인력과 운용시스템이 요구된다. 1조원 미만의 중소형기금이라 하더라도 최소 1본부 4개팀의 운용조직은 필요하며, 여기에 독립된 사무공간과 전산 시스템 등을 확보하려면 최소 15억원 이상의 연간 운영비용이 발생하게 된다. 수탁수수료가 3bp를 하회하는 상황에서 15억원 이상의 운영비용을 감당하려면 운용규모가 최소한 5조원은 되어야 한다는 계산이다. 기금형 퇴직연금제도가 도입된다 하더라도 단일형과 연합형 모두 단일 기금의 운용규모가 5조원을 넘기는 어렵다. 중소형 규모의 자금운용에 보다 의미가 있는 OCIO 제도가 대형기금만 접근할 수 있게 된 데는 전담운용체계에 대한 요구가 주요 원인으로 작용하고 있다.

다음은 외부의 전문성 활용이라는 측면이다. 전담인력의 배치는 지속적으로 양질의 서비스를 제공한다는 OCIO 운용사의 약속에 대한 제도적 보증이다. 하지만 자산운용의 전문성이 단순히 운용인력의 숫자로 담보되지는 않는다. OCIO 선정 과정에서 운용 역량과 전문성을 모회사 전체의 인적 구성으로 평가하는 것도 전담운용체계와는 부합하지 않는 부분이다. OCIO 모회사의 인력 활용 측면에서도 단일 업무에 전속되어야 하는 자리에 탁월한 역량의 사내 인력을 배치하기는 어려울 것이다. 위탁운용에서 양질의 서비스 제공은 수탁자의 기본적인 신의성실의무에 해당하며, 이를 담보할 제도적 장치는 합리적인 성과평가체계가 유일하다.

전담운용의 다른 한 축인 독립된 운용시스템은 위탁자의 민감한 정보가 외부로 유출되는 것을 차단하기 위한 보안 목적이다. 하지만 물리적으로 차단된 방화벽(Chinese wall)은 OCIO 운용사가 보유하고 있는 전사적 네트워크와 고비용의 전산 인프라를 활용하는데 있어 커다란 제약요인이 된다. 특히 최근 강조되고 있는 해외투자 또는 대체투자 분야에서 이러한 정보 제약은 수익성과에 보다 직접적인 영향을 미칠 수 있다. 투자자 정보 보안은 굳이 전담운용체계가 아니더라도 타인의 자산을 운용하는 수탁자에게는 사업을 영위하기 위한 기본 의무이다.

전담운용과 연관된 보다 중요한 문제는 자금의 집합(pooling) 운용에 대한 부정적 인식이다. 국내 OCIO는 채권, 주식, 대체투자 등 모든 자산군에 대해 위탁자 별로 별도의 하위운용사와 하위펀드를 구성하고 있다. 다수의 위탁자산을 집합하여 운용함으로써 규모의 경제를 달성할 목적으로 설립된 기획재정부 산하의 연기금투자풀조차도 예외가 아니다. 일정 수준 이상의 운용규모가 되면 집합 운용의 합동펀드보다는 단독펀드가 절대적으로 선호된다. 하지만 연기금투자풀이 제공하는 단일 자산군의 단독펀드는 감독 당국이 규제하고 있는 일반 단독 사모펀드와 경제적 실질이 다르지 않다. 자금의 집합운용에 의한 규모의 경제는 OCIO 위탁 방식의 우월적인 경쟁 요인이다.

이러한 관점에서, 최근 연기금투자풀이 추진하고 있는 소규모 기금의 완전외부위탁체계는 복수의 고객에 대한 온전한 형태의 OCIO 운용이라는 시범적인 의미가 있다. 여기에 자산을 위탁하는 소형기금은 전략적자산배분을 포함하여 포트폴리오 구성과 성과평가 및 위험관리 등 기금운용의 모든 과정을 포괄적으로 OCIO에게 위임하게 된다. 국내 OCIO 운용사로서는 지금까지 경험해보지 못한 운용체계이다. OCIO는 복수의 기금으로부터 자금을 집합하여 운용함에도 불구하고, 기금 입장에서는 자신이 개별적인 전담운용서비스를 받고 있는 것으로 느낄 수 있어야 한다. 향후 퇴직연금 시장에서 복수의 퇴직연금기금에 대한 OCIO 서비스 역시 이와 유사한 구조가 될 것으로 전망된다. 이러한 유형의 OCIO 체계 수립에 네덜란드 공적연기금의 운용전문기관인 APG(All Pension Group)[7] 사례를 벤치마킹할 수 있다. 자금 성격이 상이한 다수의 연기금에 포괄적 OCIO로 기능하기 위하여 APG는 상당한 규모의 대 고객서비스(customer service) 부서를 운영하는 것으로 알려져 있다.

7) 2008년 네덜란드 공무원연금(ABP)의 운용전문기관으로 설립되어 현재는 건강보험기금과 같은 네덜란드 주요 공적기금의 공공 OCIO로 기능하고 있음

맺음말

국내 OCIO 시장은 수요와 공급 양면에서 빠른 성장세를 보일 것으로 기대된다. 운용규모에 비해 지배기능(governing function)이 취약한 것으로 평가되는 다수의 국내 자산보유자에게 OCIO 제도는 운용 전반을 총괄적으로 위탁할 수 있는 효과적인 대안으로 인식되고 있다. 자금의 수탁자인 운용사 입장에서도 기금형 퇴직연금제도의 도입으로 국내 OCIO 시장이 크게 확대될 것으로 기대하고 전사적 역량을 집중하고 있는 상황이다. 이렇게 시장의 수요와 공급이 모두 양호함에도 불구하고 현재 국내 OCIO 시장은 구조적인 비효율성으로 인하여 시장참여자 모두의 기대에 부응하지 못하고 있는 것이 현실이다.

불합리한 시장구조의 개편은 대부분 위탁자인 자산보유자가 주도해야 할 사안이다. 하지만 민간기업을 포함하여 기금형 퇴직연금과 같은 중소 규모의 자금이 폭넓게 시장에 유입될 것을 감안하면 이에 대비한 수탁자의 선제적인 운용 역량 강화도 중요한 시점이다. 지금까지 한국형 OCIO 체계에서는 전략적 의사결정은 여전히 비전문가인 위탁자에게 남아있고 OCIO는 자문의 형식으로 이를 보조하는 수준에 머물렀으나, 앞으로는 이에 대한 OCIO의 역할과 책임이 보다 강조될 것으로 전망된다. OCIO의 본원적인 경쟁력은 다수의 고객을 대상으로 운용 전반에 걸친 포괄적인 업무 위임에 있음을 강조한다.