

국내 사모펀드 투자규제와 투자자보호 방안

권 재 현(인천대학교 교수)*

본 연구는 국내 사모펀드 투자규제의 문제점을 제도 면에서 진단하여 투자자 보호의 개선방안에 시사점을 도출한다. 특히 미국 사모투자 규제인 Regulation D Rule 506과 상응하는 국내 규정을 비교·분석하였다. 국내 사모펀드는 일정 투자금액 이상이면 투자참여가 가능하도록 설정하여 위험을 감내할 재력이나 전문성 없는 개인일반투자자의 시장진입을 허용하고 있다. 이 점이 미국 사모펀드의 투자 규제와 가장 두드러진 차이이며, 사모펀드 불완전판매 문제의 지속적 원인이 되고 있다. 최선책은 최소투자금액 기준을 폐지하여 '전문투자자'와 '고급투자자'만을 대상으로 사모펀드 판매가 아닌, 투자권유를 하도록 제도를 개선하는 안이다. 차선으로 사모펀드의 은행판매를 제한하여 개인투자자의 위험성 오인을 막고 금융안정성을 확보해야 한다. 대신 전문투자자만을 대상으로 하는 사모펀드의 경우에는 미국의 제도를 준용하여 일반광고를 허용하는 방안을 고려할 수 있다. 공모식 사모펀드 또한 사모투자의 취지에 부합하지 않고 혼동을 주는 제도로 규제할 필요가 있다.

핵심 단어: 사모투자; 사모펀드규제; 투자자보호; 전문투자자; 고급투자자

* 주소: 인천광역시 연수구 아카데미로 119, 인천대학교 동북아국제통상학부, 22012; E-mail: gwon@inu.ac.kr; Tel: 032-835-8722; Fax: 032-835-0784.

1. 들어가며

2019년 8월 은행에서 판매한 해외금리연계 파생결합펀드(DLF: Derivatives Linked Funds)에서 대규모 손실이 발생하며 고위험상품의 불완전판매 논란이 키코사태 이후 또 다시 불거졌다. 검사 결과에 따르면 2019년 9월 25일 현재 손실금액이 약 669억 원으로 손실률은 45.5%에 달하며, 투자자의 92.2%가 전문투자자가 아닌 개인 일반투자자로 파악되었다(금감원, 2019.10.2.).¹⁾

2019년 10월에는 사모펀드를 운영하는 라임자산운용이 펀드 환매를 중단하였다. 금융당국의 점검 결과 대규모 불법행위가 드러났다. 2020년 2월 현재 환매중단된 라임자산운용의 사모펀드 손실률은 50~68%에 이를 것으로 추산된다. 투자자의 87.4%가 개인투자자라는 점 때문에 DLF 사태에서 불거졌던 소비자 보호와 손실보전 조치에 대한 논란이 다시 일고 있다(금감원, 2020.2.14.; 금융위·금감원, 2020.4.27.; 김경율·권경애·전성인, 2020).

2020년에 들어서도 사모펀드 부실 운용에 따른 환매 중단이 멈추지 않았다. 2020년 6월 17일 옵티머스 자산운용이 펀드 판매사들에게 환매 연기를 요청하였고, 같은 해 6월 25일부터 검찰의 압수수색이 진행되었다. 2017년 6월부터 증권사를 통해 판매한 펀드 투자금은 약 2조원 남짓이며, 환매되지 않은 잔고가 2020년 5월말 기준 5,200억 원 정도 되는 것으로 알려져 있다. 판매사 방문 조사 결과 비상장기업 및 대부업체 사채 등 부실 자산에 대한 투자를 공공기관 매출채권으로 변조한 사실이 일부 드러났다.²⁾³⁾ 이외에도 기업은행이 불완전 판매한 사모 디스크버리펀드의 300억 원 가량 환매 중단, P2P 대출업체인 팝펀딩이 자사상품에 투자한 사모펀드를 한투증권권을 통해 1,200억 원 가량 사기성으로 판매한 사건 등에서도 개인투자자 보호 문제가 첨예하게 대두되고 있다.

최근 사태에서 언급되는 불완전판매는 개인 투자자의 고위험상품 투자 허용 범위와 밀접하게 연결된 문제다. 라임사태 및 옵티머스사태는 사모펀드의 투자자 범위와 판매 방식에 대해 정책당국이 세심히 고찰해야 할 점을 고스란히 드러내는 예라고 하겠다. 이 논문에서는 불완전판매 가운데에서도 사모펀드 판매 단계의 문제점을 구체적으로 들여다보고 정책방안을 제시하고자 한다.

우선 사모펀드를 '판매'한다는 용어 사용 자체에 문제를 제기하고자 한다. 공모와 달리 사모는 증권 취득 청약을 '권유'하는 것으로부터 시작된다. 공개광고 및 청약 절차를 따르는 공모 규제를 적용받지 않는 대신, 사적 관계로 투자금을 유치하는 것이 본질적으로 사

1) 법인 전문투자자는 전무하였고 개인 전문투자자가 17명에 불과하였다. 개인 일반투자자는 3,004명으로 가입금액 기준 합계 6,480억 원을 투자하였다. 개인투자자 가운데 65.8%가 2억 원 미만의 소액투자자이며, 60대 이상이 48.4%를 차지하였다. 투자경험이 전무한 개인투자자가 21.8%로 조사되었다.
2) '은행·증권사 다 속인 옵티머스 사기... 권력형 게이트로 가나,' 조선일보 기사(2020.07.06.)
3) 특히 옵티머스 46개펀드 연령별 개인투자자 현황을 살펴보면 60대 24.6%, 70대 이상 29.0%로 고령층이 과반수다('옵티머스 투자금 절반 6070... 보호 대책 필요,' 서울신문, 2020.07.20.). 이들로부터 증권사 PB의 권유에 따른 불완전판매의 증언이 잇따르고 있다('사모펀드 소비자 보호 체계 수립해야...처벌·배상 강화 필요,' 연합뉴스포맥스, 2020.07.14.)

모의 차별화된 고유 자금조달 방식이다. ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)’에도 ‘모집’으로 청약을 권유하는 공모와 달리(동법 §9⑦). ‘사모’는 모집에 해당하지 않는 방식으로 청약을 권유하도록 정하고 있다(동법 §9⑧). ‘판매’는 법에 정의된 용어도 아니며, 역사적으로 증권 판매 부문에서 시장지배력을 지닌 은행·증권사·보험사 등을 중심으로 두고 사고하는 관습이 반영된 것일 뿐이다.⁴⁾ 불완전판매에 대한 보다 생산적 토론은 ‘불완전’에 방점을 두는 것이 아니라 ‘왜 사모펀드의 자금조성이 투자 권유가 아닌 공모펀드의 판매 방식으로 이루어지는 관행이 지속되는가?’라는 보다 근원적 의문에서 비롯되어야 한다.

두 번째로 ‘왜 은행에서 사모펀드를 판매하고 있을까?’라는 질문에 대해 고찰하고자 한다. 시각을 국내에서 국외로 돌려 같은 질문을 하면 사모펀드의 은행판매, 개인에 대한 은행판매가 매우 독특한 현상이라는 점을 알 수 있다. 앞서 언급한 불완전판매 사태 대부분 은행에서 판매한 고위험 증권이 문제의 발단이 되었다. 외국에서는 문제가 되지 않는 것이 국내에서 빈번히 쟁점이 된다면, 이 질문을 비교법적 시각에서 고찰하는 것이 도움이 될 것이다. 사모펀드의 본질과 은행의 역할을 되짚어보며 은행의 사모펀드 판매 여부에 대한 정책 기준을 제시하고자 한다.

다음 제2.1절에서는 상기 두 질문과 관련하여 외국, 특히 미국의 규제 체계를 비교준거로 소개하며 해결책을 모색한다. 개별 국가가 치한 금융시장 환경이 상이하다는 점을 감안하면 단순 법규 나열보다 그 이면의 취지에 대해 숙고할 필요가 있다. 여기서는 사모펀드 관련 규제 가운데에서 투자권유 규제와 전문투자자 기준에 대해 구체적으로 살펴본다. 제2.2절에서는 미국제도에 상응한 국내 규제를 비교한다. 특히 개인 적격투자자의 사모펀드 허용 기준과 실제 사모펀드 시장 현황을 살펴보며 그 동안 도입된 규제의 효과에 대해 간략히 평가한다.

제3절에서는 국내외 사모펀드 규제를 비교·분석하여 정책 개선점을 모색한다. 개인 일반투자자의 사모투자 참여 범위, 은행의 사모펀드 판매 행위에 대해 집중 논의한다. 기본 쟁점에서 파생되는 이슈인 금융지주회사, 사모재간접 공모펀드 등도 간략히 추가 논의한다. 본고의 핵심 정책제언은 제4절에 발췌·요약하였다.

2. 사모펀드와 투자권유 규제

공모와 사모를 막론하고 펀드는 집합투자를 통해 투자자와 운용자가 공동의 이익을 향유

4) ‘판매’란 용어는 자본시장법의 모태가 된 증권투자신탁업법과 간접투자자산운용업법에서도 사용되었으며 그 후신인 자본시장법에 그대로 대물림된 것으로 추정된다. 방향성을 갖는 ‘권유’와 달리 판매는 투자매매·중개업자가 투자자에게 집합증권을 매도하는 중립적 행위를 지칭한다. 따라서 집합투자증권의 판매는 투자권유를 통해서 이루어질 수도 있고, 투자권유 없이 이루어질 수도 있다(박삼철외, 2017, 제111면).

하는 기제이다. 펀드 운용자는 전문지식을 활용하여 투자재원을 모아 위험을 감소하는 동시에 수익을 극대화한다. 펀드 수수료 및 보수는 일종의 투자자와 운용자의 계약으로서 ‘주인’과 ‘대리인’ 사이 유인기제로 간주할 수 있다.

동일한 수익률을 추구하더라도 투자자(‘주인’)가 많아지면 분산투자를 통해 위험을 감경할 수도 있고 펀드 운용에 소요되는 단위비용을 절감할 수 있다. 이러한 집적의 이익은 펀드의 대형화를 추동하는 요인이 된다. 하지만 투자자가 많아지면 운용자에 대한 감시와 통제가 약화되어 운용자(‘대리인’)가 투자자의 이해를 극대화하기 위해 행동할 유인이 약해지는 문제가 발생한다(‘moral hazard’). 이를 해결하기 위한 조치가 바로 공모펀드에 부과되는 다양한 규제이며, 이는 사회적 비용을 절감하기 위한 경제적 장치로 볼 수 있다. 특히 공모펀드 시장의 경우 전문지식이 결여된 다수의 소액 개인투자자가 참가하기 때문에 투자자와 운용자 사이의 정보격차가 크다(informational asymmetry). 그렇기에 개인 일반투자자 보호 규제가 필수적이다.

공모펀드에 비해 사모펀드는 소수의 전문투자자를 대상으로 한다. 투자자와 운용자 간 정보격차가 크지 않고, 전문투자자인 투자자가 운용자의 능력 및 이력에 대해 충분히 파악할 수 있는 전문성을 보유하고 있다. 따라서 공모펀드에서 요구하는 많은 규제, 그 가운데에서 투자자 보호에 관한 규제의 추가 사회적 효익이 거의 없다. 많은 국가에서 사모펀드를 정의할 때 전문투자자를 정의하고 투자자 수를 제한하는 이유가 여기에 있다. 엄격한 투자자 제한 기준을 만족하는 펀드는 이에 상응하여 몇몇 공모펀드 규제를 면제받는 방식으로 사모펀드 제도가 주로 운영된다.

이러한 이론적 시각에서 미국과 한국의 사모펀드 전문투자자 요건을 살펴보자.

2.1. 미국의 사모펀드 투자권유 제도

미국의 공모시장은 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 토대를 두고 있다. 따라서 증권법과 증권거래법 이전의 시장은 모두 사모시장이라고 보아도 무리가 아니며 태초에 모든 금융시장은 이런 면에서 사모시장이었다. 복잡다기한 근대적 증권거래와 이를 규율하는 법제가 태동하고 나서야 공모시장이 탄생하게 되었고, 반대급부로 근대적 사모시장은 공모의 예외로서 협소하게 정의되기 시작하였다.

1933년 증권법에서 사모펀드는 Regulation D Rule 506의 면제 규정을 따른다(17 C.F.R. §230.506). 미국 증권거래위원회(SEC: Securities and Exchange Commission)가 2013년 7월 10일 면제규정을 신규 추가하여 같은 해 9월 23일부터 발효됨으로써 기존 면제규정은 Rule 506(b), 신규 면제규정은 Rule 506(c)가 되었다.

먼저 기존 면제규정인 Rule 506(b)는 사모펀드의 등록을 면제하는 일종의 안전조항(‘safe harbor’)이다. 즉, Rule 506(b)에 의거 설립된 사모펀드는 사전 발행 승인을 받을

필요가 없으며 해당 사모펀드를 판매하기 위한 자격이 운용자에게 별도 요구되지 않는다.⁵⁾

기존 Rule 506(b)에서는 ‘전문투자자(accredited investor)’와 ‘고급투자자(sophisticated investor)’ 정의를 사용하여(17 C.F.R. §230.501) 사모펀드 투자자격에 대한 규제를 설정하고 있다. 이에 전문투자자의 수에는 제한이 두고 있지 않지만 고급투자자는 총 35명 이하여야 한다. 전문투자자와 고급투자자는 Rule 506(b)에 의거하여 펀드 발행인이 제공하는 사전점검 양식을 스스로 작성함으로써 자신이 전문투자자에 해당하는지 또는 고급투자자에 해당하는지 스스로 입증해야 한다.

우선 전문투자자의 종류를 살펴보자. 은행, 저축은행, 투자중개·매매업자, 기업성장집합투자기구(BDC: business development company), 중소기업투자회사(SBIC: Small Business Investment Company), 5백만 달러 규모 이상 공적 퇴직연금, 증권 취득이 목적이 아닌 총자산 5백만 달러 이상의 신탁, 전문투자자가 소유권을 전부 보유한 관련회사 등이 전문투자자로 열거되는 대표적 법인 투자자이다. 요컨대 대형 금융기관, 벤처투자, 자산 5백만 달러 이상의 연기금 등을 적격투자자로 간주할 수 있다.

적격투자자 가운데 개인 전문투자자는 자산 또는 수입을 기준으로 정의된다. 다음 <표 1>의 순자산 기준을 만족하거나 수입 기준을 만족하는 개인이 이에 해당된다.

<표 1>

이에 비해 고급투자자(sophisticated investor)는 본인 단독, 또는 본인의 매수 대리인과 함께, 사모투자의 위험과 수익에 대해 평가할 수 있을 만큼 충분한 재무 및 영업 사항에 대한 지식 및 경험이 있는 투자자를 의미한다(17 C.F.R. §230.506(b)(2)(ii)). 전문투자자가 충분한 재력을 보유한 자라면 고급투자자는 복잡한 투자를 이해하는 전문지식 및 경험을 갖춘 자이다. 고급투자자 수를 35인 이하로 설정한다는 의미는, 투자위험을 감내할 재력은 충분하지 않아도 사모투자의 위험에 대해 충분히 인지하고 있는 소수 전문가에 한하여 제한적 참여를 허락한 것으로 해석할 수 있다.

Rule 506(b)에 의거하여 전문투자자와 고급투자자를 모집할 경우 유념해야 할 규정 가운데 하나는 일반광고(general solicitation 또는 general advertising)에 의한 투자권유가 금지된다는 것이다(17 C.F.R. §230.502(c)). 강한 일반광고 금지 규정 때문에 미국에서는 사모펀드의 투자자 모집 시 직접 또는 투자은행 등의 모집주간사(placement agent)를 통해서만 투자권유가 가능하다.⁶⁾ 일반광고 금지 규제 하에서 사모펀드에 투자할 수 있는

5) 하지만 사모펀드 운용자는 자신이 운용하는 사모펀드 수와 무관하게 운용자산규모(AUM: Asset Under Management)가 1억5천만 달러 이상이면 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에 의해 SEC에 등록하고 규제를 받아야 한다(IAA §203(m)).—2011년 7월 21일 개정법 발효 전에는 펀드 수가 15개 미만이면 등록이 면제되었다. 단, 벤처캐피털펀드는 AUM과 무관하게 등록이 면제된다(동법 §203(1); 박삼철, 2015; Cendrowski et al., 2012: 17).

개인 전문투자자와 개인 고급투자자는 매우 제한적이다. 펀드 설정 이전 사모펀드 운용자와 투자자가 이미 비즈니스 관계(pre-existing relationship)를 맺고 있었거나, 일반광고에 의해 투자에 참여한 것이 아니라는 것이 명백하게 입증되어야 추후 설정 취소의 위험성이 없다.

일반광고는 다음과 같은 광고를 지칭한다(17 C.F.R. §230.502(c)): (1) 신문, 잡지, 또는 라디오와 TV 상의 유사한 방송·통신을 이용한 광고, 기사, 공고, 교신 등과 (2) 일반광고로 초빙된 참석자를 대상으로 한 세미나 또는 회의가 일반광고에 해당한다. 기존 투자자와 Rule 506(b)를 사용하여 사모투자를 권유하려면 일반광고를 사용해서도 안 되거나, 권유 대상자가 전문투자자 또는 고급투자자에 해당한다고 믿을만한 합리적 근거가 충분하여야만 한다. 사모펀드 운용자가 비일반광고(non-general solicitation)를 이용하여 신규 투자자를 모집하는 것이 사실상 불가능하기 때문에⁷⁾ 상당한 보수를 지급하며 모집주간사를 활용하는 수밖에 없다.

심지어 Rule 506(b)에 의거하여 사모펀드를 설정할 경우 자금조성을 위해 거의 모든 유형의 출간물을 배포하는 행위가 금지된다. 펀드 및 펀드운전자 등에 대한 일반적 설명도 SEC는 일반광고로 간주하고 있다. 자금조성이 완료된 후 펀드에 대한 광고나 언론사 인터뷰 등은 허용되지만(“tombstone” ads), 추후 펀드조성을 위한 일반광고로 SEC의 오인을 받을 가능성이 있어 운용자들이 꺼리는 형국이다(Cendrowski et al., 2012: 17).

Rule 506(b)를 이용하여 사모펀드를 설정할 경우 강력한 일반광고 금지 때문에 신규 투자자를 모집하는 것이 매우 어려웠다. 1천만 달러 이상의 대규모 사모펀드의 경우 기존 투자자 이외에도 등록된 투자자문업자, 투자중개·매매업자 등을 이용하여 사모투자자를 모집하는 것이 상대적으로 용이하였다. 하지만 이러한 자금조성 방식은 소규모 사모펀드에게는 사실상 불가능 수단이어서 대부분 직접 잠재 고객과 관계를 형성하거나 모집주간사 없이 직접 펀드투자를 권유할 수밖에 없었다. 이에 신생기업지원(JOBS: Jumpstart Our Business Startups)법의 일환으로 2013년 9월 Rule 506(c)를 추가하게 된다(78 F.R. 44804). 이 조항은 투자자를 전문투자자로만 제한한다면 사모펀드 조성 시 일반광고를 허용하는 것이다. 누구에게나 공개적으로 일반광고를 할 수는 있지만 최종 모집된 투자자는 전문투자자 외 단 한 명의 고급투자자나 일반투자자도 포함해서는 안 된다.⁸⁾ 투자자의 범

6) 모집주간사는 사모펀드를 위해 투자권유를 대행하는 기관이며 통상적으로 투자은행이 자사 고객을 상대로 모집주간사 역할을 수행하고 있다. 투자권유 대행의 대가로 모집된 투자금액의 2~2.5%를 보수로 수취하는 것으로 알려져 있다(김규필외, 2012).

7) 최근 소셜미디어, 웹사이트 등의 전자적 수단을 사용하여 전문투자자와 고급투자자 여부를 확인한 후 광고를 볼 수 있도록 하는 수단이 마련되고 있으나 실효성이 낮다. 신규 사모투자의 경우 Rule 506(b)의 일반광고 금지 하에서 펀드를 조성하는 것보다 일반광고를 허용하는 Rule 506(c)를 이용하는 것이 모집에 더 유리하다.

8) Rule 506(c)에 의거하여 사모펀드를 조성하려는 운용자는 실제 출시시점 이전에는 누구에게나 광고할 수 있지만, 출시 시 전문투자자에게만 투자를 허용해야 한다. 개인 전문투자자의 경우 이 때 소득 또는 자산 관련 증빙자료를 엄밀히 검수해야 하며 투자중개·중개업자, 등록 투자자문업자, 변호사, 공인 회계사 등으로부터 전문투자자 자격 검증 관련 서류를 취득해야 한다. 보통 Rule 506(c) 사모펀드를 조성하려는 운용업자는 자체 또는 위탁 홈페이지에 전문투자자 요건을 증명한 사람들만 접속 가능하도록 한 후, 해당 검증절차 단계 이후 광고를 볼 수 있도록 시스템을 구축하고 있다.

위를 전문투자자로만 극도로 제한하는 대신 일반광고에 의한 투자권유가 가능하도록 하여 소규모 사모펀드가 신규 전문투자자에게 접근하기 쉽도록 길을 열어준 것이다.

따라서 사모펀드 운용자는 이제 Rule 506(b)와 Rule 506(c) 두 가지 방식 중 하나를 선택하여 펀드를 설정할 수 있게 되었다. Rule 506(b) 사모펀드는 투자자의 범위가 넓지만 일반광고가 금지되는 반면, Rule 506(c) 사모펀드는 투자자의 범위가 좁지만 일반광고가 허용된다. 이에 사모투자 운용자의 혼선을 막기 위해 SEC 입장에서는 전문투자자와 일반광고의 정의와 해석을 보다 분명히 해야 할 필요가 생겼다.

Rule 506(c)(2)(ii)에서는 전문투자자 자격을 검증하는 방법에 대해 세세하게 적시하고 있다.⁹⁾ 다음 <표 2>의 기준 가운데 하나를 이용하여 전문투자자 식별을 증명할 수 있다.

<표 2>

2019년 12월 18일 현재 SEC는 전문투자자 정의를 개정하기 위해 입법안을 만들어 의견을 수렴하고 있다. 이 개정안의 핵심은 전문투자자의 범위를 확대하기 위해 해당 법인 및 개인 유형을 추가하는 것이다. 새로 추가하고자 하는 개인 전문투자자는 일종의 전문가들이다. 전문자격증을 소지한 자, 전문 직책에 종사하는 자, SEC가 인정하는 교육기관이 수여한 인증서를 갖춘 자가 이에 해당된다.¹⁰⁾

미국 사모펀드 제도의 자금조성(투자) 방식은 두 가지로 요약된다: ① [Rule 506(b)] 전문투자자와 고금투자자를 대상으로 하되 일반광고는 금지, ② [Rule 506(c)] 전문투자자만을 대상으로 하되 일반광고는 허용. 사모펀드 운용자 입장에서 보면 기존 고객기반이 튼튼하고 운용성과가 좋다면 Rule 506(b)을 선호할 것이고, 고객기반이 넓지 않고 신규 진입으로 운용성과 기록이 없다면 Rule 506(c)를 선호할 것이다. 투자자 입장에서 기존에 사모펀드에 투자한 사람들은 Rule 506(b) 사모펀드에 계속 투자하는 것이 편리하나 Rule 506(c) 사모펀드의 일반광고를 보고 투자처를 변경할 수도 있다. 이러한 점에서 Rule 506(c)는 사모펀드 시장에 신규 진입한 운용업자를 위한 조치이자 사모펀드 시장에 경쟁을 촉진하려는 취지를 내포하고 있다고 할 수 있다.

2.2. 한국의 사모펀드 투자권유 제도

2015년 10월 25일부터 시행된 국내 사모펀드는 ‘전문투자형 사모집합투자기구’(개정 전 ‘일반사모펀드’와 ‘한국형 헤지펀드’를 통합)와 ‘경영참여형 사모집합투자기구’(개정 전 PEF)로 이원화 되어 있다. 이들 사모펀드에 투자할 수 있는 투자자를 자본시장법에서는 ‘적격투자자’라고 하는데 다음 두 유형으로 구분된다(자본시장법 §249의2; 동법 §249의11): (1) 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 자, (2) 1억 원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는 개인 또는 법인, 그 밖의 단체(「국가재정법」 별표2에서 정한 법률에 따른 기금과 집합투자기구를 포함한다). 통상 (1)에 해당하는 투자자를 ‘전문투자자인 적격투자자’, (2)에 해당하는 투자자를 ‘기타 적격투자자’로 지칭한다.

국내 사모펀드는 일반투자자¹¹⁾의 참여를 49인 이하로 제한하고 있다(박삼철외, 2015, pp.46-47). 전문투자자 가운데에서도 주권상장법인, 기금 및 공제법인, 직전년도 소득액이 1억 원 이상¹²⁾이거나 순자산가액이 5억 원 이상인 내국인 개인 등의 전문투자자는 일반투자자로 분류되어 49인을 선택할 때 포함된다(자본시장법 §9; 동법시행령 §10; 금융투자업규정 §1-7의2)는 점이 특징이다. 미국 사모펀드 제도에서 전문투자자는 투자자수 35인의 제한을 받지 않고 참여할 수 있다는 점에서는 국내 제도가 형식상 엄격해 보인다. 그러나 기타투자자의 경우 투자금액이 일정 한도를 초과하면 전문지식이나 경험이 없더라도 49인까지 투자에 참여할 수 있다.

이를 종합하면 다음과 같다. 전문투자자 가운데 직전에 열거한 회사, 기금, 개인을 제외하면 제한 없이 사모펀드 투자에 참여할 수 있다. <그림 1>에서 A에 해당하는 투자자 유형이다. 이 외의 투자자는 모두 일반투자자로 분류되어 ‘기타 적격투자자’ 기준을 만족한다면 49인까지 사모펀드 투자에 참가할 수 있다. <그림 1>의 B, C, D 유형에 해당한다. 전문투자형 사모펀드의 경우 회사, 기금, 개인¹³⁾ 등이 현재 1억 원(사모펀드의 레버리지 규모가 200% 이하) 또는 3억 원(레버리지가 200% 초과) 이상을 투자하면 49인 한도 내에서 사모펀드 투자에 참여 가능하다.¹⁴⁾ 경영참여형 사모펀드의 경우 업무집행사원의 임원 또는 운용인력은 1억 원, 그 외는 3억 원 이상을 투자하면 49인 한도 내에서 펀드 투자가 가능하다(자본시장법 §249의11; 동법 시행령 §271의14).

<그림 1>

미국 Regulation D의 Rule 506의 경우 전문투자자는 35인 투자자 수 제한을 두지 않

9) 여기에 SEC의 웹페이지에 CDIs(Compliance and Disclosure Interpretations) 질의·응답 섹션을 마련하여 일반광고에 대한 유권해석을 더욱 분명히 하고 있다(Questions 256.23-256.33).

10) 더 자세한 내용은 Harvard Law School 기업지배구조 포럼의 SEC Proposes to Expand Definition of “Accredited Investor”를 참조할 것. 이러한 유형의 개인투자자는 기존의 전문투자자와 고금투자자의 구분으로 보았을 때 오히려 고금투자자로 분류되는 것이 더 자연스럽다는 생각이 든다.

11) 여기서 일반투자자는 전문투자자가 아닌 투자자를 의미한다(법 §9⑥).

12) 본인 및 배우자의 직전년도 소득액을 합산할 경우 1억5천만원 이상이면 전문투자자로 정의된다(금융투자업규정 §1-7의2④, 신설 2019.11.21., 시행 2020.5.27.).

13) 자본시장법의 전문투자자 충족 여부와 상관없다. 따라서 개인 전문투자자(<그림 1>의 B)와 개인 비전문투자자(<그림 1>의 C)가 모두 사모투자에 참여하는 것이 가능하다.

14) 금융위원회는 레버리지 200%를 기준으로 현재 1억 원과 3억 원으로 설정한 최소투자금액을 각각 3억 원과 5억 원으로 상향 조정하는 방안을 마련하였다(금융위 보도자료 2020.4.27.). 하지만 왜 다른 금액이 아닌 3억/5억 원이 되어야 하는지에 대한 근거는 찾을 수 없다.

는다(<그림 1>의 AUB). 하지만 고급투자자만 사모펀드 투자에 참여할 수 있어(<그림 1>의 C) 한국처럼 투자금액이 일정한도를 초과한다고 하여 사모펀드에 참여할 수는 없다.

다음으로 투자권유 관련 규제를 살펴보자. 전문투자형 사모펀드를 판매하는 금융투자업자는 투자자가 적격투자자인지를 확인하여야 한다(자본시장법 §249조의4①). 전문투자형 사모펀드를 판매하는 경우 원칙적으로 ‘적합성 원칙’과 ‘적정성 원칙’을 적용하지 않는다(법 §249의4②).¹⁵⁾ 다만 적격투자자 중 일반투자자 등이 요청하는 경우에는 두 원칙을 적용할 수 있으며, 이런 별도 요청이 가능하다는 사실을 판매하는 금융투자업자가 알려야 한다(법 §249의4③). 공모펀드 판매에서 적합성·적정성 원칙을 판매사와 제대로 준수했는지 여부가 불법성 판단에 중요할 수 있지만 사모펀드 판매에서는 사실상 두 원칙이 형해화되어 있다.¹⁶⁾

투자권유 시 지켜야 하는 설명 의무는 일반투자자(전문투자자가 아닌 적격투자자)에게 적용된다(자본시장법 §47)¹⁷⁾. 설명방법, 설명서 교부, 손해배상책임 등을 상세히 규정하고 있다. 투자권유 시 부당권유나 손실보전, 수익보장 등의 행위도 금지된다. 투자권유는 판매회사의 임직원을 통해서 하거나 자본시장법에 따른 투자권유대행인에게 위탁할 수 있다(법 §51①, §46의2①).¹⁸⁾ 투자권유대행인은 개인이며 하나의 판매회사에 전속되어야 한다는 점에서 보험설계사와 다르다.

2015년 개정된 자본시장법에 따라 전문투자형 사모펀드의 광고가 제한적으로 허용되고 있다(법 §249의5). 광고 대상은 투자광고를 하는 날 전날의 금융투자상품 잔고(투자자예약금 잔액 포함)가 1억 원 이상인 일반투자자이다.¹⁹⁾ 투자광고 매체는 문자메시지, 전신, 또는 모사전송 및 그 밖의 유사한 것으로 금융감독원장이 정하는 것을 이용하여야 한다(법 §249의5, 영§271의6②, 규 §7-41의3). 대중매체인 신문, 잡지, 방송 등을 통한 광고와 인터넷, 세미나 및 회의 등은 조문에 규정되어 있지 않아 허용되지 않는다고 해석할 수 있다.

지금까지 사모펀드의 ‘투자권유’와 관련된 법규를 살펴보았다. 이제 ‘판매’규제를 살펴보자. 펀드의 판매는 투자권유에 의해 이루어질 수도 있고, 투자권유가 없이 이루어질 수도 있다. 신규 사모펀드 투자자의 경우 투자권유에 응하여 펀드에 출자하는 경우에 해당할 것이고, 기존 사모펀드 투자자가 투자권유 없이 직접 찾아와 펀드 출자를 요구하는 경우

가 있을 것이다. 투자권유가 없이 펀드 판매가 이루어진다면 판매 관련 규제만 적용될 것이고 투자권유에 의해 펀드 판매가 이루어진다면 투자권유 규제와 판매 관련 규제가 동시에 적용된다고 볼 수 있다.

‘판매’는 자본시장법에 규정되어 있지 않고 ‘판매회사’라는 용어도 최근 자본시장법에서 모두 삭제되었다.²⁰⁾ 공모펀드 판매에 관한 특례는 판매가격, 환매, 판매보수 및 판매수수료 규제 등을 적시하고 있지만(법 §76), 전문투자형 사모펀드는 판매가격을 제외한 나머지 규제를 모두 면제받고 있다(법 §249의8①). 예를 들어 한 은행에 전속된 투자권유대행인이 1억 원 이상의 예금을 보유한 고객에게 투자를 적법하게 권유할 경우, 투자권유대행인은 대가를 받을 수 없지만(법 §52②3) 판매회사는 고객에게 자유롭게 판매수수료를 책정·징수할 수 있다. 투자권유 규제와 판매 관련 규제의 부정합에서 발생하는 현상이다.

2.3. 소결

제2장에서는 미국과 한국의 사모펀드 투자자 규제와 투자권유 규제를 살펴보았다. 투자자를 크게 두 종류로 분류하여 위험을 감수할 수 있는 투자자는 제한 없이 사모펀드에 참여할 수 있는 반면 그 외 투자자의 참가에는 제한을 설정하고 있다. 사모펀드 자금조성을 위해 불특정 다수를 상대로 하는 일반광고를 제한하고 있다는 것도 공통점이다.

하지만 제도의 구체적 측면에서 미묘한 차이가 존재한다.

미국에서는 투자손실을 감당할 수 있는 재력을 보유하고 있는 법인 및 개인을 ‘적격투자자(credited investor)’로 정의하고 사모펀드에 이들이 투자하는 데 제한을 두고 있지 않다. 대신 사모투자의 전문성을 확보한 자들을 ‘고급투자자(sophisticated investor)’로 분류하여 35인까지 투자를 허용하고 있다. 국내 사모펀드 투자자를 분류한 <그림 1>에 건주어 보면 미국의 전문투자자는 AUB에 해당한다. 그러나 미국 고급투자자의 경우 전문성이 검증된 자들로만 이루어진다. 따라서 Rule 506(b)에 의거한 사모펀드의 경우 <그림 1>의 AUBUC만 적격투자자 범위가 된다. Rule 506(b)는 일반광고를 금지하고 있기 때문에 국내 사모펀드 투자자에 비해 매우 투자자 참여가 매우 제한적이라 할 수 있다. Rule 506(c)에 의거한 사모펀드에 투자하는 자들은 AUB에 해당한다. 국내 사모펀드 투자자의 범위에 비해서도 제한적이며 일반광고가 허용된다고는 하나 광고대상이 실무상 전문투자자만으로 한다는 점에서 역시 국내 사모펀드 투자자 범위에 비해 매우 제한적이다.

미국의 사모펀드 투자자 범위와 비교하여 가장 중요한 차이점이 있다. 국내 사모펀드 투자자의 범위에 미국 기준 전문투자자도 아니고 고급투자자도 아닌 일반개인이 포함되어 있다는 사실이다(<그림 1>의 D). 개인투자자 중 전문투자자는 49인 비산정에서 제외하는 대신 문자 그대로 일반투자자가 사모펀드에 참여할 수 있도록 열어두었다. 단지 최소 투자금액이 1억 원 또는 3억 원이 되면 재력도 투자전문성도 없이 사모펀드 시장에 참여할

20) ‘투자매매업자 또는 투자중개업자’라는 용어로 모두 대체되었다.

15) 투자권유 전 투자자의 투자목적과 재산상태 등을 파악하여 그에 적합한 투자권유를 하는 ‘적합성 원칙’(자본시장법 §46)이라고 하고, 투자권유 없이 파생상품펀드 등을 판매하려면 투자자의 투자목적 등을 파악해 해당 상품의 위험성이 투자자에게 적정하지 않은지 여부를 알리고 확인을 받는 것이 ‘적정성 원칙’(동법 §46의2)이다. 해당 조항은 2020.3.24. 제정된 ‘금융소비자 보호에 관한 법률(금융소비자보호법)’ 제17조와 제18조로 이관되어 2021.9.25.부터는 금융소비자보호법에서 규율하게 된다.

16) 최근 사모펀드 불완전판매의 법률적 사각지대라고 지적할 수 있다.

17) 자세한 사항은 박삼철외(2017)의 pp.104-113 참조할 것.

18) 단, 파생상품매매에 따른 위험평가가 자산총액의 10%를 초과하는 집합투자증권, 집합투자재산의 50%를 초과하여 파생결합증권에 운용하는 집합투자증권은 투자권유 위탁이 금지되는 파생상품에 투자하는 펀드로 분류된다(영 §52의2①).

19) 현재 레버리지 200%를 기준으로 일반투자자의 최저 투자 한도가 1억원과 3억원으로 각각 다르다. 투자광고 대상의 1억 원 기준은 이 차이를 무시하고 폭넓게 광고대상을 정하고 있다.

수 있는 것이다. 개인전문투자자와 개인일반투자자를 구별하지 않고 개인투자자가 사모펀드 투자에 참여할 수 있다는 점이 미국에 비해 국내 사모펀드 제도가 갖는 맹점이다.²¹⁾

마지막으로 주로 투자는 행업을 영위하는 모집주간사(placement agent)를 통해 투자권유를 수행하는 미국의 사모펀드와 달리 국내에서는 사모펀드를 은행, 증권, 보험사를 통해 사실상 판매하고 있다. 국내에도 투자권유에 대한 규제는 있지만 강력하게 집행하고 있지 않으며 오히려 느슨한 판매 규제가 적용되고 있다고 볼 수 있다. 이는 판매회사 중심의 오랜 판매 관습에 의한 경로의존성(path dependency)이라고 볼 수 있다.

3. 정책 제언

지금까지 미국과 한국의 사모펀드 투자권유 법규제를 비교·분석하였다. 제2절에서 살펴본 것처럼 국내 사모펀드 시장의 가장 큰 문제는 개인 일반투자자들이 최소투자금액 1억 원 또는 3억 원이 있으면 사모펀드의 위험에 대한 전문적 평가능력 없이 투자참여가 가능하다는 점이다. 사모펀드 제도의 개인 투자자 참여범위는 대부분 이 최소투자금액과 결부되어 변화하였다. 사모시장이 침체되면 개인 투자자의 최소투자금액을 낮추고, 불완전판매 이슈가 불거지면 다시 이 금액을 상향하는 방식으로 정책을 조절하였다. 정책 조절수단으로 최소투자금액을 책정하여 정책당국이 전문투자자 및 일반투자자를 아우르는 개인투자자의 진입을 통제하는 조치를 취해왔다.

이러한 최소투자금액이 미국과 비교할 때 그 이론·실증적 근거가 빈약한 것은 물론이거니와 정책수단의 조절이 어떠한 방식으로 시장에 영향을 미쳤는지 사후 평가가 미미하였다. 이 절에서는 제2절의 비교법적 연구와 국내 사모펀드 시장의 현황을 함께 살펴보면서 기초적 수준의 정책평가와 추후 정책적 제언을 모색한다.

3.1. 사모펀드 개인투자자 규제와 시장 현황

국내 사모펀드 시장은 꾸준히 성장을 거듭하고 있다. 2012년 초 공모펀드는 198조원, 사모펀드는 125조원으로, 공모펀드 대비 사모펀드의 비중은 63%였다. 이후 공모펀드에 비해 사모펀드가 빠르게 성장하며 2019년 5월 기준 공모펀드는 280조원, 사모펀드는 420

21) 국내 개인 전문투자자에 대한 규정이 없는 것도 아니다(<표 3> 참조). 2019년 11월 21일 신설된 금융투자업규정에는 개인 전문투자자를 소득 또는 순자산에 의해 정의하였다. 본인 소득이 직전년도 1억 원 이상이거나 본인과 그 배우자의 직전년도 소득합계액이 1.5억 원 이상이면 개인 전문투자자에 해당한다(규 §1-7의2③). 총자산 가운데 주거주지의 가치나 주거주지 담보부채를 조정한 금액이 5억 원 이상일 경우도 개인 전문투자자로 분류된다(규 §1-7의2④). 더불어 미국에서 논의되고 있는 금융 관련 전문가(공인회계사, 감정평가사, 변호사, 변리사, 세무사, 금융협 주관 시험 합격자 등)를 이미 개인 전문투자자 유형에 적시하였다(규 §1-7의2⑤).

조원으로 오히려 사모펀드 시장이 공모펀드에 비해 1.5배 가량 규모로 성장하여 순위가 역전되었다(<그림 2>).

<그림 2>

이러한 사모펀드의 시장의 활황은 공모펀드 시장의 침체와 궤를 같이 한다. <그림 3>은 공모펀드, 사모펀드의 규모를 가계 및 비영리단체 금융자산으로 나눈 비중을 도시한 것이다. 펀드시장 전체는 가계 금융자산에 비례하여 소폭 증가하는 추세이지만 공모펀드 시장은 경향적으로 침체되고 있다. 반면 사모펀드 시장의 증가가 가파르다. 글로벌 금융위기 이후 지속되는 저금리 기조에 따라 투자자의 자금이 상대적 고수익의 사모펀드 시장으로 쏠린다고 해석할 수 있다.

<그림 3>

그렇다면 어떠한 유형의 투자자가 사모펀드로 몰리고 있는가? 사모펀드의 규제가 전반적으로 완화되는 가운데 펀드업계의 요청으로 개인 투자자의 참여가 완화되었다는 점을 주목해야 한다. 2015.10.23. 자본시장법 시행령을 전부 개정하여 개인투자자의 최소투자금액을 5억 원에서 1억 원 또는 3억 원으로 인하하였다. 주의해야 할 점은 이 당시 헤지펀드에는 5억 원의 개인투자 최저한도가 설정되었으나 일반사모펀드에는 최저한도가 없었다. 2015년 전부 개정 시 헤지펀드와 일반사모펀드가 합쳐져 1억 원과 3억 원의 개인투자 최저한도가 책정되었다.

<그림 4>는 개인, 일반법인, 금융기관이 사모펀드에 투자한 금액(판매잔고 기준)을 2010년 1월부터 2020년 4월까지 도시한 것이다. 개인투자금액은 2010.1월 6조원에서 2020.4. 21조 원로 증가한 것이 사실이지만 일반법인이나 금융기관의 사모펀드 투자금액에 비하면 미약한 수준이다. 특히 금융기관의 투자액은 같은 기간 72조원에서 303조원으로, 일반법인의 투자액은 26조원에서 90조원으로 증가하였다. 전체 사모펀드 규모 대비 비중으로 볼 때 개인은 2010.1월 현재 5.8%를 차지하였고 DLF 및 라임사태 이후인 2020.4월에는 5.1%를 기록하였다. 개인투자액 비중이 가장 높았던 2012년 4월에도 8.2%에 불과하였다.

<그림 4>

결국 사모펀드 시장의 성장을 주로 견인하는 것은 금융기관의 투자이지 개인투자는 아니었다. 그럼에도 불구하고 개인의 사모투자 절대금액이 증가하는 추세는 사실이다. 이에

최소투자금액을 가깝스로 넘긴 한계 투자자의 수가 증가한 결과인지, 개인이 투자하는 금액이 평균적으로 증가했는지 확인할 필요가 있다. <그림 5>에서 개인계좌수는 2010년 1월말 4.3만 개에서 증가하여 2016년 10월말 15.3만 개에 다다른다. 이후 감소하는 추세이며 2020년 4월말 현재 8.3만 개 수준이다. 판매잔고를 개인계좌수로 나누어 개인 평균 투자금액을 계산하면 U자형 추세를 확인할 수 있다. 2010년 1월말 1.4억 원에서 점차 하락하여 2014년 말과 2015년 초에는 7천6백만 원까지 하락한다. 해당 기간 헤지펀드에 대한 최소투자금액은 5억 원이었으나 대부분의 개인투자자는 최소투자금액이 없는 일반사모펀드에 투자했기 때문이다. 2015년 10월 헤지펀드와 일반사모펀드를 통합하고 개인 최소 투자금액을 1억 원 또는 3억 원으로 설정하자 개인 평균투자액이 반등하여 증가하기 시작하였다. 2020년 4월 현재 개인의 평균 투자액은 2.55억 원 규모이다.

<그림 5>

<그림 5>에서 확인할 수 있듯이 초창기 사모펀드에 대한 개인투자액의 증가는 개인투자자의 증가 때문이다. 2015년까지 개인의 평균 투자액은 꾸준히 감소하고 있음에도 불구하고 개인투자자의 수가 총액의 상승을 초래하였다. 2015년 이후 개인투자자의 수는 하락하고 있음에도 불구하고 오히려 개인투자의 총액이 증가하고 있다. 최소투자금액 인상으로 개인투자자의 투자금액이 상승하기 때문이다. 이처럼 2015년을 기점으로 개인투자금액 증가 원인이 나뉜다.

3.2. 개인의 사모펀드 투자에 관한 정책

정책제안 1. 원칙적으로 개인 일반투자자는 사모펀드 투자시장에 접근하지 못하도록 규제해야 한다.

앞서 제2장의 서두에서 살펴보았듯 사모펀드는 소규모 전문투자자들로만 구성될 때 ‘정보비대칭성’ 문제의 심각성이 경감되어 정책 측면에서 공모규제를 면제할 수 있다. 소수 전문투자자들로 구성된 사모펀드에 까다로운 공모규제를 부과한다면 실익은 미미한데 비해 사모펀드에 지나친 규제준수 비용을 부과하는 셈이기 때문이다.

현재 국내 사모펀드 투자자 규제는 최소투자금액으로만 ‘적격투자자’를 정의하여 개인 일반투자자가 49인 한도 내에서 사실상²²⁾ 자유롭게 사모펀드에 참여할 수 있도록 하였다. 소형 사모펀드 운용사들에게는 개인 일반투자자가 중요한 자금조달원이 될 수 있지만, 금융시장 전반을 볼 때 이는 사모펀드를 공모펀드화하는 동시에 공모펀드 규제의 경제원칙

22) 번거로운 투자권유의 절차를 거치지 않고 은행의 ‘판매’에 의해 개인 일반투자자가 진입할 수 있는 시장 환경과 관습이 문제를 더욱 증폭시키고 있다.

을 거스르는 것이다. <그림 3>의 공모펀드와 사모펀드의 역전 추세를 우려의 시각으로 보는 이유다.

이미 사모펀드 시장에서 평판을 얻은 운용사는 구태여 개인 일반투자자에게 신규 투자 권유할 이유가 없다. 대부분 평판이 없는 신규 소형 운용사가 적극적으로 개인 일반투자자를 유인할 수밖에 없기에 펀드 손실 발생 시 발생할 수 있는 잠재적 위험이 증폭되고 있다. 원칙적으로 이 문제를 해결할 수 있는 가장 간단한 방법은 개인 일반투자자가 이 시장에 접근하는 것을 원천봉쇄하는 것이다.

이 때 개인투자 금지로 사라지게 될 사모펀드 시장 투자자금은 2020년 4월 기준 최대 5.1%이며, 사모펀드 총투자금액 420조 원 가운데 최대 21조 원이다. 최대치는 개인 전문투자자와 개인 일반투자자의 투자금액을 합산한 것이다. 게다가 사모펀드의 공모펀드 구축효과(crowding effect)를 감안한다면(<그림 3>), 개인의 사모펀드 투자 가운데 어느 정도는 공모펀드로 전환될 것이 예상되기에 금융시장에서 개인 투자금 전액이 퇴장하는 것은 아니다.²³⁾ 또한 DLF와 라임 사태를 겪으며 발생한 손실액과 평판 손실로 인한 사모펀드 시장 위축 효과의 사회적 비용을 감안한다면, 개인 일반투자자의 사모펀드 참여 금지로 감소하는 투자금액의 경제적 손실은 더욱 사소한 수준이 된다. 개인 일반투자자의 참여를 계속 허용하면서 투자자 보호를 위해 주의를 기울여야 하는 감독당국과 금융회사들의 비용을 고려하면 더욱 그렇다.²⁴⁾

개인 일반투자자들이 집중적으로 몰리는 곳은 문제가 있는 소형 사모펀드 운용사라는 사실을 라임자산운용의 예가 잘 보여주고 있다. <그림 6>은 라임자산운용에 투자한 고객들을 유형별로 분류한 그래프다. 2017년 12월말 라임자산운용의 총 판매잔고는 1.46조원으로 개인투자액 비중이 51%, 일반법인과 금융기관의 투자비중이 각각 22%와 26%였다. 같은 기준시점 사모펀드 전체 개인투자액, 일반법인, 금융기관의 비중이 각각 6%, 18%, 76%라는 점과 견주어보면 과도하게 개인투자에 의존하는 운용사라는 점을 분명하게 확인할 수 있다(<그림 4>). 손실로 인한 위험의 휘발성이 이미 사태 발생 이전에 내포되어 있었다.

2018년 11월 라임자산운용의 아르헨티나 지역 무역금융 대출채권 부실징후가 감지되었고 북미 소재 무역금융 모펀드의 환매 중단 및 펀드 기준가 산출이 추가 통보되었다. 다음 해인 2019년 2월 남미 소재 무역금융 모펀드도 환매 중단이 통보되었다.²⁵⁾ 하지만 이 시기 <그림 6>에서 보듯 개인, 법인, 금융기관을 가리지 않고 투자가 급증세였다. 2019년 7월 중순 언론사 보도를 통해 라임의 펀드 수익률 둘러막기가 보도되면서 급기야 투자가 급락하게 된다. 일단 사모펀드가 조성되면 개인이든 기관이든 운영 관련 사항을 정확히

23) 개인 일반투자자의 사모펀드 투자금액 중 일부는 공모펀드로 일부는 부동산 등 다른 금융자산 투자로 전환될 가능성이 있다.

24) 이를 위해 금융감독원은 ‘전문사모운용사 전담 감사단’ 운용을 개시하였다. 금융감독원 자체인력 20명, 예금보험공사·예탁결제원·증권금융 등 유관기관 파견인력 10명을 합해 30명으로 구성된 감사단은 향후 3년간 1만여 개에 달하는 전체 사모펀드를 들여다볼 예정이다(‘금감원, 사모펀드 전담 감사단 출범...3년간 1만여 개 검사,’ 조선비즈 2020.07.20.)

25) 라임사태의 자세한 연표는 김경율외(2020)의 <부록2> 참조.

알 수 없다. 다만 사후적으로 위험 흡수능력에 차이가 있을 뿐이다. 라임 사태의 근원적 문제는 위험 흡수능력이 미약한 개인 일반투자자들이 지나치게 많이 참여했다는 데 있다. 라임자산운용의 부실이 드러난 이후 개인이 급속도로 환매하여 빠져나가는 속도가 금융기관에 비해 현저히 높다는 점도 이를 방증하고 있다.

<그림 6>

라임자산운용이 조성한 사모펀드에 투자한 대다수 개인들이 전문투자자가 아니라 일반투자자였다는 점은 평균 투자금액만을 보아도 여실히 드러난다. <그림 7>은 투자자 유형별 판매잔고를 해당 유형의 계좌수로 나눈 값을 도시한 것이다. 개인 평균 투자금액은 최소투자금액 한도 근처인 2~3억 원에 불과하다. 이는 사모펀드 전체의 개인 평균 투자금액(<그림 5>)을 조금 상회하거나 비슷한 수준이다.²⁶⁾ 문제는 개인 1인당 투자금액이 낮다는 데 있는 것이 아니라, 그러한 개인투자자들이 문제가 많은 또는 문제가 생길 수 있는 신규 사모펀드 운용사에 몰린다는 점이다. 일종의 ‘역선택(adverse selection)’ 문제가 사모펀드 투자시장에서 발생한 것이다.

<그림 7>

개인 일반투자자의 사모펀드 투자를 원천봉쇄하였다면 라임자산운용의 과도한 팽창은 초기에 제어될 수 있었을 것이고, ‘불완전판매’가 발생했을 때의 충격과가 지금처럼 크지 않았을 것이다. 현재 대부분의 사모펀드 자금조달에서 큰 비중을 차지하지 않는 개인투자자 한계 사모펀드 운용사의 자금원이 되고 있으며 문제가 실제로 발생했을 시 소비자보호 문제를 키우는 뇌관으로 작동하고 있는 것이다.

개인투자자를 사모펀드 시장에서 배제하더라도 일반적 사모펀드의 자금조성에 큰 손실이 발생하지 않을 것이며, 개인투자를 기반으로 영업하는 문제성 사모펀드의 토대를 약화시킬 수 있다. 공모펀드 시장이 활성화되는 부수효과도 기대할 수 있을 것이다. 원래 개인투자자들이 있어야 할 곳은 공모펀드 시장이었다.

이에 개인 일반투자자의 사모펀드 시장 참여를 위한 구체적 조치로 투자액 기준으로 하는 ‘적격투자자’ 판별기준을 폐기하고, ‘전문투자자’ 대상으로만 사모펀드 투자가 가능하도록 투자자 범위를 바꾸어야 한다. 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 법적 근거는 적격투자자를 투자금액을 기준으로 설정하였기 때문이다. 자본시장법 제249조의2 제2호에서 “1억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는 개인 또는 법인”을 적격투자자에 해당한다고 규정함으로써 제1호에서 정의된 전문투자자가 아니더라도 사모펀드 투자에 참여할 수 있는 통로를 열어 두었다. 앞서 제2.3절에서 살펴보았듯이 제1

26) 원자료에서는 라임자산운용이 운용하는 펀드별 자료가 없기 때문에 일률적 비교는 어렵다.

호의 전문투자자 범위에서 개인이 배제되는 것도 아니다(영 §10③17다, 규 §§1-7의2③-⑤). 따라서 자본시장법 제249조의2 제2호를 우선 삭제하여 ‘적격투자자=전문투자자’로 일단 대상을 한정해야 한다.

<표 3>

그 다음 전문투자자 가운데 사모투자 참여에 제한이 없는 투자자 집단과 참여정원에 한도가 설정된 투자자 집단으로 나눈다. 현재 법령을 준용한다면 참여정원 49인 한도가 부과되는 투자자 집단은 <표 3>과 같다. 이를 그대로 차용한다면 표에 열거된 법인과 개인 등이 미국법의 ‘고급투자자(sophisticated investor)’에 해당된다. 이렇게 되면 투자정원 제한을 받지 않는 미국의 ‘전문투자자(qualified investor)’에 비해 국내 규제가 오히려 더 강화된 셈이 된다. 따라서 <표 3>에 열거된 49인 투자정원 산정 전문투자자의 유형을 줄여나가는 것은 추후 정책과제가 될 것이다.

이제 적격투자자를 전문투자자와 일치시켰을 때 개인에 대한 사모펀드의 ‘판매’가 사실상 어려워진다는 것을 확인할 수 있다. <표 3>에서 개인 전문투자자 인정을 받으려는 자는 한국금융투자협회나 금융투자업자에게 관련 자료를 상세히 입증하여야 한다(규 §1-8). 자료 제출처가 협회나 금융투자업자로 되어 있으니 은행에서 사모펀드를 ‘판매’하는 것은 매우 어렵게 된다. 또한 개인 투자자가 입증해야 하는 부담이 커 판매회사의 현장창구에서 즉석으로 투자권유와 판매가 동시에 일어나기 어렵다.²⁷⁾

지금까지 사모펀드와 개인투자자 보호 이슈에서 쟁점이 되는 것은 주로 개인투자자의 최소투자금액이었다. 1억, 3억, 5억, 10억, 20억 원을 설정하는 데 어떤 특별한 정량적 근거는 없었다. 규제당국은 개인투자자 보호를 위해 높은 최소투자금액을 선호하는 반면, 금융업계는 보다 많은 투자금액을 유지하기 위해 낮은 최소투자금액을 선호하였다. ‘소비자보호’ 이외에도 최소투자금액 설정을 조절하는 정책취지로 ‘사모펀드 시장 육성’과 같은 목표가 언급되기도 하였다.

‘시장실패(market failure)’를 교정하는 것이 규제의 목표라는 경제원론을 상기하면 ‘사모펀드 시장 활성화’는 규제당국의 원칙적 고려요소가 될 수 없다. 사모펀드의 속성상 개인투자자를 보호하는 것이 규제의 주목표가 되어야 하는데 지금처럼 ‘적격투자자’를 투자금액으로 판별하면 개인 일반투자자의 사모펀드 시장 진입을 막을 수 없다. 따라서 정책에 대한 논의는 일단 투자금액으로 적격성을 판별하는 기준을 철폐하는 데에서 시작되어야 한다.

정책제안 2. 현행 ‘적격투자자’ 기준을 고수한다면 적어도 은행에서 사모펀드를 ‘판매’하

27) 이러한 부담 때문에 ‘한국형 헤지펀드’ 도입 당시 개인 투자자의 적격성을 자산이나 소득이 아닌, 투자금액으로 설정하자는 의견이 업계에서 제기되었다.

는 관행을 금지해야 한다. 대신 금융지주회사의 비은행 자회사를 통한 ‘판매’ 창구를 대안으로 허용할 수 있다.

앞서 제언에서는 개인 일반투자자들이 사모펀드 시장에 투자할 수 없도록 하는 조치에 대하여 논의하였다. 제안 1은 ‘판매’를 사실상 불허하되 선별적으로 개인 전문투자자에게만 ‘투자권유’할 수 있는 방안이라고 할 수 있다. 제안 2는 제안 1이 상정하는 ‘판매’의 관행은 유지하되 은행을 통해 판매하는 것을 금지하는 완화된 방안이다.

은행은 다른 금융회사와 차별화된 매우 중요한 기관이다. 수신, 여신, 환, 이 세 가지를 고유업무로 영위하고 있기 때문에 실물경제에 지대한 영향력을 행사하고 있다. 고유업무의 특성 상 개인 및 중소기업자와 긴밀한 관계를 형성하고 있으며, 통화창출의 경로로서 중앙은행의 통화정책에 매우 중요한 기관이다. 그렇기 때문에 진입, 영업, 자본 등 다양한 부문에 상대적으로 강한 규제를 부과하고 있으며, 금융위기가 은행부문으로 전이될 경우 정부가 구제금융을 실시하는 것이다.

2008년 글로벌 금융위기를 겪으며 은행이 고유업무 외 위험 투자업무를 영위하는 것에 대한 규제가 주요국에서 다양한 형태로 전개되었다. 미국, 영국, 유럽 각국의 공통된 규제 개혁 방향은 은행의 헤지펀드와 사모펀드 직·간접 소유와 지배를 금지하는 것이었다. 이에 은행의 고유업무와 비고유업무를 별도 법인으로 구조 분리하여 비고유업무 부문에서 발생한 위험이 은행으로 전이되는 것을 차단하는 게 은행 구조개혁의 핵심 취지였다(권재현, 2014).²⁸⁾

이에 비추어 볼 때 현재 벌어지고 있는 사모펀드의 불안전판매, 특히 은행을 통한 불안전판매 문제는 지난 글로벌 금융위기를 겪으며 교정하려고 했던 문제점을 그대로 노정하고 있다. 금융시스템 상 중요한 은행에 대해 개인이 갖고 있는 평판은 일종의 은행 보유 자산인데, 이를 지렛대 삼아 고위험 투자의 영역에 위치하는 사모투자, 특히 헤지펀드에 개인을 유인하는 것은 일반원칙과 국제기준에 어긋난다. 또한 판매단계의 설명의무가 부실하여 은행이 손해배상을 하게 된다면 결국 사태와 무관한 예금수취자의 재원 소요로 귀착된다. 위험투자가 아니라 위험투자 ‘판매’에 수반된 비용을 은행 및 고객이 부담하게 되는 것이다.

운용사에 비해 시장지배력이 월등한 은행이 사모펀드를 판매하는 것도 문제가 된다. ‘판

매’라는 것은 판매회사 입장에서 제조사를 대리한다는 수동적 의미를 띄고 있지만 실은 우월한 협상력을 지닌 은행이 도리어 판매보수와 판매수수료를 주도적으로 책정할 수도 있다는 점을 유념해야 한다.²⁹⁾ 사모펀드를 위해 판매하는 게 아니라, 판매하기 위해 사모펀드를 주선하는 격이라 할 수 있다. 이러한 관행을 단기간에 교정할 수 없다면 은행을 통한 사모펀드 판매를 금지하는 것을 대안으로 고안할 수 있다.

<그림 8>

2020년 4월말 현재 개인 사모투자금액은 판매회사 유형별로 보면 은행이 5.6조원, 증권사가 15.4조원이다. 보험사와 자산운용사는 각각 1,600억원과 6백억원을 개인에게 판매하여 은행과 증권사에 비해 미미한 수준이다. <그림 8>은 개인에 한정하여 판매잔고 기준으로 사모투자금액의 추이를 도시한 것이다. 은행과 증권사가 사모펀드 개인판매의 두 축이었으며 개인투자가 증가한 주요 채널임을 확인할 수 있다. 최근 불안전판매 사태에도 불구하고 증권사를 통한 개인 사모투자 참여는 꾸준히 증가하는 반면 은행을 통해 판매되는 금액은 급락하였다.

은행을 통해 사모펀드에 투자하는 개인의 수도 은행과 증권사의 패턴이 명확하게 갈린다. <그림 9>는 각 판매채널별로 개설된 개인 계좌수를 나타내고 있다. 은행을 통한 사모투자 개인판매는 2013년을 계기로 급속하게 증가하다가 2017년 6월을 계기로 급감하고 있다. 이에 비해 증권사를 통한 개인 판매는 안정적이다. 최근에는 개인투자자수도 증권사가 은행에 비해 많다. 결국 투자금액(<그림 8>)과 투자자수(<그림 9>)를 비교하면 은행과 증권사가 상대하는 개인투자자의 성격이 조금 다르다는 결론에 이른다. 은행을 통한 사모펀드의 개인판매는 주로 소액 개인투자자의 수를 늘리는 방식으로, 증권사는 주로 투자액을 늘리는 방식으로 판매영업이 전개되었다.

<그림 9>

사모펀드에 투자한 개인의 평균 투자금액을 도시한 것이 <그림 10>이다. 각 분기의 개인 판매잔고를 개인계좌수로 나눈 값을 평균 투자금액으로 측정하였다. 그림에서 보듯이 2012년 초에는 은행과 증권사를 통해 투자하는 개인의 평균금액에 큰 차이가 없었다. 하지만 점차 그 차이가 확대되었으며, 2018년 하반기가 되어서야 서서히 그 격차가 줄어들기 시작한다. 이는 은행이 다른 금융기관에 비해 소액 일반 개인투자자가 쉽게 접근할 수 있는 창구라는 점과 무관하지 않다. 예를 들어 자산운용사를 통해 투자한 개인의 평균투자금액은 3억 원을 상회한다. 결국 고유업무의 속성 상 은행은 개인과 손쉽게 대면할 수

28) 미국의 ‘볼커룰(Volcker Rule)’은 은행 및 은행지주회사와 그 자회사를 모두 ‘banking entity’라는 용어로 정의한 후 banking entity의 헤지펀드·사모펀드 투자 및 운영(sponsoring)을 금지하였다. 은행을 포함한 그룹 전체를 은행과 동일하게 취급하기 때문에 매우 강력한 조치이다. 영국은 ‘ring fencing’이라는 제도를 도입하여 상업은행과 투자은행을 각각 법인격 분리한 후 지주회사로 묶는 조치를 시행하였다. 이 때 상업은행 부문은 예금수취와 개인·중소기업 대출의 업무만 떼어낸 후 강도 높은 규제를 부과한다. 기존에 영위하던 나머지 검열·부수업무는 투자은행 쪽으로 이전한다. 유럽의 경우도 비슷한 방식으로 법인 분리를 추구하였다. 하지만 겸업주의(universal banking)의 전통이 있기 때문에 위험투자 부문만 투자은행 법인으로 분리하고, 나머지 업무는 상업은행 부문에 잔존하는 방식을 채택하였다. 현재 국내 은행법에서도 헤지펀드와 사모펀드에 투자하는 것을 어느 정도 제한하고 있다(은행법 §37②).

29) 공모펀드와 달리 전문투자형 사모펀드는 판매보수와 판매수수료에 규제를 면제받는다(자본시장법 §249의8①). 다음의 기사가 대표적이다([조선비즈 2019.11.04.](#); [중앙일보 2020.02.15.](#)).

밖에 없고, 이런 개인들이 충분한 재력과 전문지식 없이 사모펀드에 투자하고 있는 것이다.

<그림 10>

제안 1에서 개인투자를 금지할 경우 사모펀드 투자금액 가운데 최대 21조 원이 줄어들 것으로 예상하였다. 만일 은행을 통한 사모펀드 개인투자를 금지하게 되면 최대 5.6조 원이 줄어들게 된다. 줄어든 5.6조 원은 예·적금, 공모펀드, 또는 기타 금융자산으로 전환될 가능성이 높다.

문제가 된 라임자산운용의 개인투자자 판매를 살펴보자. <그림 11>은 라임자산운용이 거느리고 있는 사모펀드에 투자한 투자금액을 판매유형별로 분류한 것이다.³⁰⁾ 라임자산운용은 은행과 증권사를 통해서만 사모펀드를 판매하고 있다.³¹⁾ 은행과 증권사 가운데 개인투자자들이 어느 채널로 모집이 되는지는 확인할 수 없으나 투자자유형별 평균 투자금액(<그림 7>)으로 미루어 보면 상당수 개인투자자가 은행을 통해 들어오고 있다고 추론할 수 있다.

<그림 11>

은행의 사모펀드 개인 판매를 금지하고 다른 금융투자회사에는 허락하는 것에 형평성 문제를 제기할 수도 있다. 하지만 이미 2001년 우리금융지주를 시작으로, 이미 KB금융그룹, 신한금융그룹, 하나금융그룹, NH농협그룹 등 대부분의 시중은행과 몇몇 특수은행 및 지방은행이 금융지주회사제도로 편입되었다. 은행업, 증권업, 보험업, 여신전문금융업 등의 업무를 지주회사의 각 자회사에 분배하여 위험전이를 차단하는 한편, 고객정보 공유와 임원겸직 등을 통해 유기적 방식으로 단체(團體)처럼 복합금융업무를 영위하도록 한 것이 금융지주회사의 취지이다(신보성, 2013). 따라서 은행의 영업에 사모펀드의 개인판매가 매우 중요한 비즈니스라면 계열 증권사나 자산운영상로 업무를 이관·통합하여 수익을 향유하는 방법을 따르는 것이 제도의 취지에 합당한 것이다.³²⁾

다만 은행 이외의 금융회사에서 개인에게 사모펀드를 판매한다고 하여 ‘불완전판매’의

30) 원자료에는 판매유형과 투자자유형별 자료가 없어 판매유형별 개인투자금액을 식별할 수 없다.
31) 2020년 4월말 현재 판매잔고(3.6조 원) 기준 라임자산운용의 사모펀드를 가장 많이 판매한 판매회사는 대신증권(23.22%), 키움증권(14.64%), 우리은행(10.38%), 신한금융(9.95%), KB증권(9.64%), 신한은행(7.60%) 등의 순이다.

32) 라임의 판매채널에 신한금융투자와 신한은행이 모두 등장하는 것은 금융지주회사가 제도의 원 취지대로 시행되고 있지 않다는 증거가 될 수 있다. 본질적으로 현재 은행법에서는 은행의 겸영업무와 부수업무를 폭넓게 지정하여 금융지주회사를 활용할 유인이 은행에게 크지 않다(김용재, 2012). 상업은행과 투자은행 업무의 분리 원칙을 고수하는 한편 금융지주회사를 통해 겸업주의를 간접적으로 허용하려면 은행의 겸영업무와 부수업무의 범위에 대해 재고찰할 필요가 있다.

가능성이 저절로 해결되는 것은 아니다. 개인에 대한 사모펀드 판매가 지속된다면 불완전판매 여부를 둘러싼 논란이 계속될 수밖에 없다. 이에 불완전판매에 대한 징벌조항을 추가하는 방안을 생각해볼 수도 있다.³³⁾

정책제안 3. 사모펀드의 ‘판매’를 금지하였을 때 전문투자자만으로 투자자금을 조성하는 사모펀드에게 일반광고를 허용한다.

지금처럼 은행과 증권사를 통해 사모펀드를 ‘판매’하는 행위를 금지한다면 사모펀드의 투자자금 모집은 ‘권유’만 남게 된다. (제안 3)은 투자권유 행위만으로 사모펀드의 투자자금을 모집할 경우 미국의 방식처럼 투자자금 모집 대상의 범위에 따라 일반광고의 허용 여부를 결정하는 방식이다. 이는 제1에 대한 보완책이라고 할 수 있다. 앞서 살펴 본 바와 같이 미국 사모펀드의 경우 전문투자자와 고급투자자 모두를 대상으로 투자를 권유할 경우 일반광고가 금지되지만(Rule 506(b)), 전문투자자만을 대상으로 투자를 권유할 때는 일반광고가 허용된다(Rule 506(c)).

이미 많은 사모펀드 운용사는 고객을 유치하였고 법인과 개인을 막론하고 투자자에 대한 정보를 보유하고 있다. ‘판매’를 금지하더라도 이미 기존 고객과는 비즈니스 관계가 정립되어 있기 때문에 개별적 투자권유가 용이하다. 특히 사모펀드의 운용 실적이 좋은 펀드매니저의 경우 ‘판매’를 금지하더라도 투자자금 모집에 큰 영향을 받지 않을 것이다.

하지만 사모펀드 시장에 신규 진입하려는 운용사의 경우 기존 고객이 없기 때문에 어려움을 겪을 수 있다. 때문에 익명의 대중을 상대로 ‘판매’하는 은행과 증권사를 판매회사로 이용하여 투자자금을 모집해온 것이다. 이러한 ‘판매’를 금지하게 되면 신규 진입자의 사모펀드 설립은 사실상 불가능해질 가능성이 농후하다. 따라서 일반 투자광고를 허용하되 실질적으로는 전문투자자만이 구체적 정보를 취득할 수 있도록 2단계 절차를 구비하도록 하는 방안을 제안한다.³⁴⁾ 진입장벽을 낮춰 사모펀드 시장의 경쟁을 도모하기 위한 취지이다.³⁵⁾

33) 2014년 9월 23일 미국 SEC는 Rule 506(d)을 제정하여 Rule 503(b) 또는 503(c)에 의거 발행되는 사모펀드에 규제를 부과하기 시작하였다. 일명 ‘불량배 자격취소(Bad Actor) disqualification’으로 불리는 이 조항은 부정한 행위에 연루된 사람이 사모펀드와 직간접적으로 관련되었을 경우 사모의 지위를 박탈해버리는 매우 강력한 조치이다. 따라서 사모펀드 운용사는 사전에 이 조항에 연루된 사람이 없는지 꼼꼼히 조사해야 한다. 사모펀드에 연루된 사람의 범위에는 투자권유를 담당하는 ‘모집주 간사(placement agent)’도 포함되어 있으며, 모집주간사를 고용한 회사의 임원도 모두 ‘Bad Actor’로 간주된다(17 C.F.R. §230.506(d)(1)). 만일 Rule 506(d)를 국내에 도입한다면 ‘불완전판매’의 이슈는 사라질 테지만 사전에 ‘Bad Actor’를 일일이 점검해야 하는 사모펀드 운용자의 규제 준수비용이 증가할 것이다.

34) 현행 법은 전문투자형 사모집합투자증권을 판매하는 모든 금융업자가 광고를 할 수 있도록 되어 있다(자본시장법 §249의6, 동법 시행령 §271의6②). 또한 투자광고는 전문투자자 또는 금융투자상품 광고(투자자에탁금 잔액 포함) 1억 원 이상인 일반투자자이다. 따라서 일반광고를 실시하더라도 사전에 전문투자자 또는 금융자산 1억 원 이상을 입증하는 1단계 절차를 마련해야 하고, 이를 입증한 투자자들에게만 일반광고가 노출되어야 한다.

35) 금융위원회는 전문투자자만을 대상으로 하는 펀드는 적격일반투자자 대상 펀드보다 투자자 보호규제

정책제안 4. 사모펀드에 투자하는 공모펀드에 공모펀드 규제를 엄격하게 적용하여 개인 일반투자자가 간접적으로 사모펀드에 상당한 금액을 투자하는 것을 금지하여야 한다.

사모펀드에 투자하는 공모 재간접펀드(이른바 ‘사모재간접 공모펀드’)는 전문투자형 사모펀드에 자산총액의 50%를 초과하여 투자한 펀드로 정의된다(영 §80①5-2). 사모재간접 공모펀드의 경우 사모펀드에 투자하는 49인을 계산할 때 해당 공모펀드의 투자자를 사모펀드에 대한 투자자로 인식하지 않고(자본시장법 §9⑨; 동법 시행령 §14②), 순자산가치의 산정주기, 자산의 운용 등에 관한 공모펀드 규제의 예외적용을 받는다(김재철외, 2014). 사모재간접 공모펀드는 ‘국민재산 증식을 지원하기 위한 펀드상품 혁신 방안’의 일환으로 고안되었으며, 투자자 보호를 위한 장치로 동일 사모펀드에 대한 최대 투자비중을 20%로 제한하며 500만원의 최소 투자금액을 설정하였다(금융위 보도자료 2016.5.30.). 이 최소 투자금액은 2019년 10월 9일 자본시장법 시행령 개정을 통해 삭제되었다(영 §80①5의2 다).

사모재간접 공모펀드는 공모펀드의 외형을 한 사모펀드로 보아야 한다. 정책의 취지로 언급되는 ‘국민 재산증식’이나 ‘침체된 공모펀드 활성화’ 등도 논리적 근거가 박약하다. 사모펀드에 투자하지 못해 부의 불평등이 발생하는 것도 아니며, 공모펀드의 침체는 사모펀드 활성의 이면이다. 홍콩, 싱가포르, 독일은 개인투자자의 사모펀드에 대한 직접 투자가 허용되지 않기 때문에 사모재간접 공모펀드를 예외적으로 허용한 것이다(금융위 보도자료 2016.5.30. 별첨자료). 사모펀드에 대한 개인의 투자가 허용되는 국가에서 병행하여 운영할 제도는 아니다. 전문투자자인 개인이 사모펀드에 투자하도록 허용하거나, 모든 개인투자자의 사모펀드 투자를 금지하고 공모펀드를 통한 사모펀드 간접투자를 허용하는 양자택일을 해야 한다.

현재 정부에서 기획하는 사모재간접 공모펀드의 또 다른 유형으로 ‘기업성장투자기구(BDC: Business Development Company)’가 있다. BDC는 벤처·혁신기업 등에 모험자본을 공급하기 위해 투자자로부터 자금을 공모로 모집하여 비상장 기업에 투자하는 기구로 기획되고 있다(금융위 보도자료 2020.3.9.). 이는 공모를 통해 헤지펀드 유형 사모펀드가 아닌 PEF 유형 사모펀드에 투자한다는 점에서 사모재간접 공모펀드와 차별화된다. 더불어 BDC의 경우 공모펀드의 자산운용 규제를 완화할 방침이다.

국내에 도입하려는 BDC의 원형은 미국에서 찾아볼 수 있다. 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)을 1980년 개정하여 만든 제도가 BDC이며 사모에

를 합리적으로 완화하는 방침을 정하였다. 현재 일정 이상의 사모펀드에 대한 외부감사를 의무화 방안을 강구하고 있는데 전문투자자만을 대상으로 하거나 투자자 전원 동의를 얻는 경우 외부감사를 면제하겠다는 안이다(금융위 보도자료 2020.4.27.). 하지만 (제안 4)는 ‘판매’ 자체가 금지되어 투자권유만이 가능한 상황에서, 전문투자자 가운데에서도 ‘49인 산정’에서 제외된 전문투자자만 대상으로 할 경우에 관한 제안이다. 사모펀드에 외부감사를 받도록 하는 것은 사모펀드의 본래 취지에 어긋나지 않는다. 이는 현행 국내 사모펀드가 사실상 공모펀드라는 점을 간접적으로 인정하는 셈이다.

투자하는 공모펀드라고 할 수 있다. 이 제도는 거의 활용되지 않다가 글로벌 금융위기 이후 사모펀드 시장이 급속히 수축하자 그 대안으로서 갑자기 각광을 받기 시작하였다. 바이아웃(buyout)을 수행할 자금으로 단일 사모펀드로는 자금이 부족하자 그 보조수단으로 공모시장에서 BDC를 세워 일종의 부족분을 메꾸는 용도(“sidecar fund”)로 활용하기 시작한 것이다. 하지만 고스란히 공모규제를 준수해야 한다는 점에서 규제준수비용이 사모펀드에 비해 높고, 이 비용을 수수료에 전가하기 때문에 사모펀드에 비해 수수료가 높은 것은 어쩔 수 없다. 일종의 교육지책으로 재조명을 받은 제도이다(Cendrowski, 2012, pp. 54-55).³⁶⁾

따라서 BDC가 혁신성장의 원동력이 될 것이라는 정부당국의 기대와 전망이 실현되리라 낙관하기 어렵다. 오히려 공모펀드에 대해 공모규제를 완화함으로써 또다시 개인일반투자자가 사모투자에 참가하는 우회로를 열어 두어 향후 투자자보호 문제가 발생할 수 있는 소지를 키울 수 있다.

4. 요약 및 결어

본 연구는 현재 문제가 되고 있는 사모펀드의 ‘불완전판매’에 대한 문제의식에서 시작하였다. 특히 개인 일반투자자의 사모펀드 시장의 참가에 대한 문제점을 외국의 사례에 비추어 집중적으로 살펴보았다.

국내 사모펀드 시장 자금조성 단계의 문제점은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째, 위험을 감수할 능력도 지식도 없는 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 길을 법적으로 너무 쉽게 열어두었다. 둘째, 개인 일반투자자가 쉽게 사모펀드에 투자할 수 있는 이유는 판매회사, 특히 은행을 통한 경로이다. DLF, 라임, 옵티머스 사태 이전의 불완전판매 사례를 돌아보아도 판매망 단계에서 문제가 첨예하게 대두되었다. 공모와 사모를 구분하지 않고 판매회사에서 금융상품을 ‘판매’하는 것을 자연스럽게 받아들이는 관습이 강하게 존재한다. 사모펀드는 적합한 ‘투자권유’를 통해 자금을 조성해야지 형식적 권유를 통해 ‘판매’를 하는 대상이 아니다. 본질적으로 위험을 감수할 능력과 지식을 보유한 소수에 게만 허용되는 것이 사모시장이라는 점을 상기하면 너무 많은 불특정 다수가 광범위한 판매망을 통해 사모펀드 투자에 쉽게 접근할 수 있다.

이 문제에 대한 당국의 개선책은 오히려 공모규제에 준하는 방식으로 현재 수렴하고 있다. 시장규율을 강화하고, 투자자보호 취약구조를 규제하고, 감독·검사 기능을 강화한다는 것이다(금융위 보도자료 2020.4.27.). 이러한 개선안은 모두 공모규제를 가져다 사모펀드 규제에 적용하겠다는 것으로 사모펀드의 본질과 상충된다. 게다가 감독당국의 감독이 아

36) 사모펀드 시장의 역사에 관한 일반적 문헌은 Kaplan and Strömberg(2009)과 Fraidin and Foster(2019)를 참조할 것.

닌 시장자유규제에 이러한 역할을 맡기는 것은 규제 비용을 시장참가자에게 전가하는 것이며 규제의 경제적 비용을 숨기는 것이다. 공모펀드가 아닌 사모펀드에 이러한 규제를 부과하는 것은 공모펀드화된 사모펀드의 ‘일탈’에 공모규제를 덧씌우는 방편이다.

따라서 본고에서는 사모펀드 투자에 개인 일반투자자가 참가하는 것을 원칙적으로 금지해야 한다고 본다(제안 1). 개인 일반투자자를 사모펀드 시장에서 배제했을 때 감소할 투자금액이 그렇게 크지 않으며, 이로 인해 영업이 불가능한 사모펀드는 이미 대부분 예상 수익이 높지 않은 것들이다.

법적으로 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 길은 ‘적격투자자’의 정의가 투자금액 기준으로 정해졌기 때문이다. 현재의 투자금액 기준을 폐지하고 자본시장법에 있는 ‘전문투자자’를 그대로 ‘적격투자자’로 재정의 하는 방안을 제안한다. 전문투자자의 정의 상 사모펀드 및 판매회사의 자격검증 요건은 한층 강화된다. 업계의 이해관계를 떠나 논리적 ‘전문투자자’가 사모투자자의 적격성에 맞다. 위험을 감수할 수 있는 재력 또는 지식·경험을 보유한 개인만 사모투자에 적합하다. 전문투자자 자격의 요건을 따르면 사모펀드의 투자자는 ‘모집’도 ‘판매’도 아닌 ‘투자권유’의 방식으로만 참여 가능하다. 사모펀드 시장의 정상화가 가능해진다.

그럼에도 불구하고 은행, 증권사, 보험사 등을 통한 ‘판매’의 관행을 유지하려면 적어도 은행을 통한 사모펀드의 판매는 금지해야 한다(제안 2). 은행은 실물경제에 직접적 영향을 주는 금융시스템의 핵심이며 일반대중과 폭넓은 관계를 유지하는 기관이다. 법률 상 허점과 은행의 광범위한 개인일반투자자와의 접촉이 결합되어 사모펀드 불완전판매의 끝없는 반복의 원인이 되고 있다. 이에 은행에서의 사모펀드 판매를 금지하고 은행지주회사의 계열 금융투자회사에서 판매를 하도록 유도하는 게 바람직하다.

사모펀드 투자에 ‘판매’를 금지하거나 제한하게 되면 신규 사모펀드 진입이 어려워질 수 있다. 이는 사모펀드 시장의 경쟁과 경쟁력에 도움이 되지 않는다. 이에 전문투자자 가운데에서도 투자인원 제한의 적용을 받지 않는 전문투자자—이를 테면 위험을 감수할 수 있는 재력과 지식·경험을 갖춘 투자자—만을 대상으로 하는 사모펀드에게는 일반광고를 허용하는 것을 검토할 수 있다(제안 3). 투자자의 범위를 줄이는 대신 투자권유를 좀 더 쉽게 해주는 방안이다.

마지막으로 공모펀드로 조성된 자금을 사모펀드에 투자하는 것은 개인 일반투자자의 사모펀드 투자를 허용하여 제차 ‘불완전판매’의 위험을 키우는 것이다. 이러한 ‘공모식 사모투자(public investment in private equity)’를 금지해야 한다(제안 4). 사모펀드를 운영하는 나라에서 이러한 ‘공모식 사모투자’를 운영하지도 않거나 기존 사모펀드 제도를 운영하는 것과 상충된다. 공모펀드 시장에 별 도움이 되지도 않을뿐더러 투자자보호의 문제가 내포하고 있기에 사족과 같은 제도이다.

참고문헌

【국내문헌】

권재현, 2014, 은행구조개혁의 세계적 추세와 규제의 원칙, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2014-15호.

김정율·권경애·전성인, 2020, 라임사태의 전개와 정책과제, 국회토론회(2020.5.20.; 주최: 채이배 의원; 주관: 경제민주화21) 자료.

김규림·김수민·문주호·임유철, 2012, 『Private Equity Fund: 사모투자펀드의 모든 것』, 한국금융연수원.

김용재, 2012, 은행의 업무규제 분석 및 미국법을 모델로 한 향후 개정방향, 『증권법연구』, 제13권 제1호, pp. 365-304.

김재철·송홍선·남재우, 2014, 『공모펀드 규제체계 개선 방안 연구』, 금융위원회 학술연구용역보고서(2014.8.).

박삼철, 2015, 사모펀드규제 정비의 현황과 과제, 『BFL』, 제71호.

박삼철·차태진·박재현·이희중·김진, 2017, 『사모펀드 해설』 (전면개정판), 지원출판사.

신보성, 2013, 금융지주회사의 성장과 시너지 창출, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2013-40호.

【외국문헌】

Akerlof, G. A., 1970, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94(3), pp. 488-500.

Cendrowski, H., Petro, L. W., Martin, J. P., and A. A. Wadecki, 2012, *Private Equity: History, Governance, and Operations* (2nd ed.), Wiley.

Fraidin, S., and M. Foster, 2019, The Evolution of Private Equity and the Change in General Partner Compensation Terms in the 1980s, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 24(2), pp. 321-361.

Kaplan, S. N., and P. Strömberg, 2009, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23(1), pp. 121-146.

【보도자료】

금융위원회 (2016.5.30.). 국민재산 증식을 지원하기 위한 「펀드상품 혁신 방안」.

금융위원회 (2020.3.9.). 혁신기업의 자금조달체계 개선을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 입법예고.

금융위원회·금융감독원 (2020.4.27.). 사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안.

금융감독원 (2019.10.2.). 주요 해외금리 연계 DLF 관련 중간 검사결과.

금융감독원 (2020.2.14.). 라임자산운용에 대한 중간 검사결과 및 향후 대응방안.

<표 1> 미국 개인 전문투자자(credited investor) 정의	
기준	정의(17 C.F.R. §230.501(a)(5)&(6))
순자산	본인 순자산 또는 배우자 포함 합계순자산이 1백만 달러를 넘는 자 (A) 주거주지의 가치는 순자산가치 산정 시 자산금액에서 제외한다. (B) 주거주지에 대한 담보대출은 담보물의 시장가치를 초과하지 않는 범위 내에서 순자산가치 산정 시 부채금액에서 제외한다. (C) 주거주지에 대한 담보대출이 시장가치를 초과할 경우 초과분은 순자산가치 산정 시 부채금액에 포함한다.
수입	최근 2년 간 (ㄱ) 본인의 연수입이 매해 20만 달러를 초과하거나 배우자 합산 연수입이 매해 30만 달러를 초과하며, (ㄴ) 올해 수입도 같은 수준에 도달할 거라는 합리적 기대가 가능한 자

주: 주거주지 가치에 관한 계산법은 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 의해 추가됨(Cendrowski et al., 2012: 16-17).

<표 2> 미국 전문투자자 검증 요령

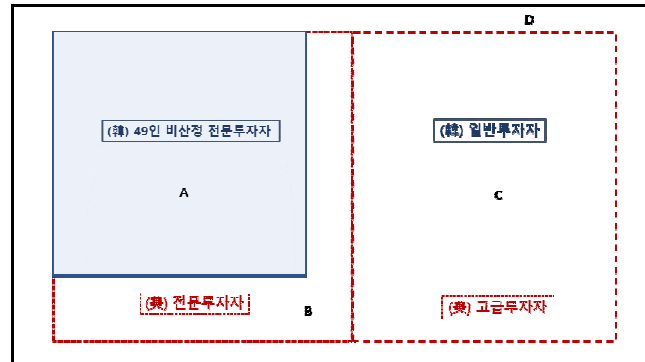
기준	전문투자자 식별법(17 C.F.R. §230.506(c)(2)(ii))
(A) 소득	최근 2년 동안 국제청(IRS) 제공양식인 Form W-2, Form 1099, Form 1065의 Schedule K-1, Form 1040 등을 활용할 수 있다. 이 양식 이외의 자료도 추가 증빙에 활용할 수 있다. 또한 올해 소득도 전문투자자 기준에 부합한다는 합당한 예측을 투자자 본인이 서면 각서로 제출해야 한다.
(B) 순자산	직전 3개월에 해당하는 다음 종류의 문서와 순자산 산정에 필요한 정보공개 동의서를 투자자로부터 취득해야 한다. (1) 자산: 은행, 증권 등의 잔고 증명서, 예금증명서, 세금증명서, 독립된 제3자가 발행한 자산평가서와 (2) 부채: 최소 1개 이상의 전국적 소비자보고기관(consumer reporting agencies)이 발행한 소비자 보고서
(C) 기타	직전 3개월 이내 다음의 공신력 있는 개인 또는 기관이 발행한 서면 확인서 (1) 등록 투자중개·매매업자 (2) SEC에 등록된 투자자문업자 (3) 변호사 자격증을 취득하고 해당 법역에서 영업을 하고 있는 자 (4) 해당 주거지 또는 주사무실이 있는 곳에서 활동하는 공인회계사

<표 3> 자본시장법상 사모집합투자기구 49인 산정 전문투자자의 범위

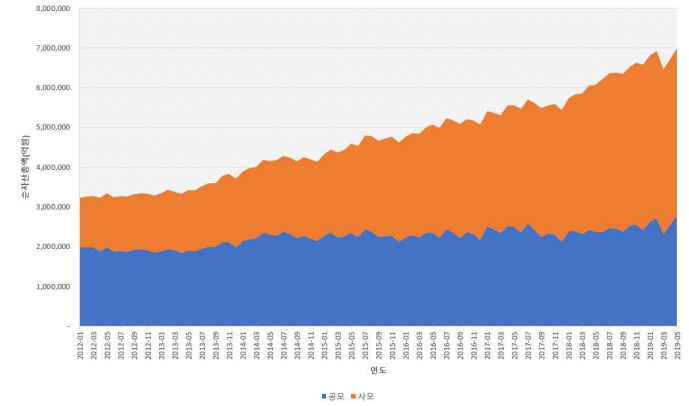
구분	49인 산정 전문투자자
법인	(1) 주권상장법인 (2) 기금 및 공제법인 중에서 법인세법시행규칙 제56조의2 제1항 및 제2항에 해당하지 않는 기금 및 공제법인 (3) 해외에 주권을 상장한 국내법인 (4) 지방자치단체 (5) 금융투자상품 잔고 100억 원 이상인 국내법인이나 단체(외부감사대상 주식회사는 50억 원)
개인	(6) [A] & ([B] or [C] or [D]) 조건을 충족하는 내국인 개인 [A] 최근 5년 중 1년 이상의 기간 동안 금융위원회가 정하여 고시하는 금융투자상품을 월말 평균잔고 기준으로 5천만 원 이상 보유한 경협이 있고, [B] 본인의 직전년도 소득액이 1억 원 이상이거나 본인과 그 배우자의 직전년도 소득액의 합계금액이 1억5천만 원 이상 [C] 본인과 그 배우자의 총자산가액 중 다음 각 호의 금액을 차감한 가액이 5억 원 이상일 것 1. 본인 또는 그 배우자가 소유하는 부동산에 거주중인 경우 해당 부동산 가액 2. 본인 또는 그 배우자가 임차한 부동산에 거주중인 경우 임대차계약서상의 보증금 및 전세금 3. 본인과 그 배우자의 총부채 중 거주중인 부동산으로 담보되는 금액을 제외한 금액 [D] 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(해당 분야에서 1년 이상 종사) 1. 공인회계사·감정평가사·변호사·변리사·세무사 2. 한국금융투자협회(이하 “협회”)에서 시행하는 투자운용인력의 능력을 검증할 수 있는 시험에 합격한 자 3. 금융투자상품을 분석하는 능력을 검증하기 위하여 협회에서 시행하는 시험에 합격한 자 4. 협회가 시행하는 재무위험관리사 시험에 합격한 자(이에 준하는 국제 자격증 소지자를 포함한다) 5. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 주요직무 종사자의 등록요건을 갖춘 자 중 협회가 정하는 자 가. 투자권유자문인력(투자권유를 하거나 투자에 관한 자문 업무를 수행하는 자를 말한다) 나. 조사분석인력(조사분석자료를 작성하거나 이를 심사·승인하는 업무를 수행하는 자를 말한다) 다. 투자운용인력(집합투자재산·신탁재산 또는 투자일임자산을 운용하는 업무를 수행하는 자를 말한다) 라. 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 위하여 대통령령으로 정하는 주요직무 종사자
기타	(7) 외국정부·국제기구·외국중앙은행 등에 준하는 외국인

출처: 박삼철외(2017) pp.46-47; 자본시장법 시행령 §10, §14①; 금융투자업규정 §1-7의2

<그림 1> 전문투자자와 49인 산정 투자자의 관계도

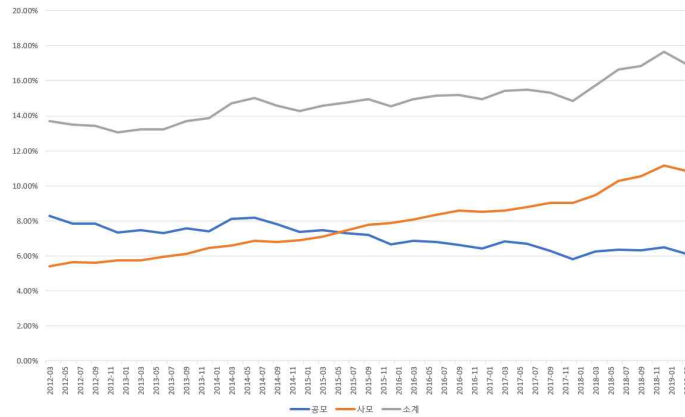


<그림 2> 공·사모펀드의 규모 추이



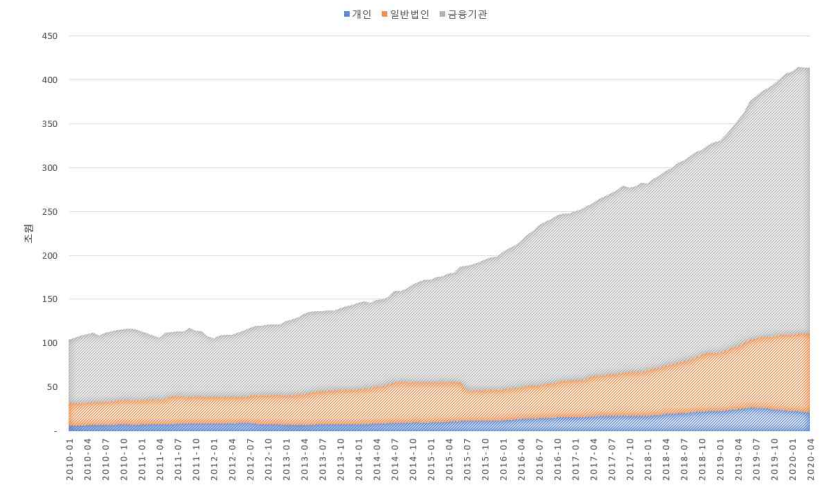
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 3> 가계·비영리단체 금융자산 대비 공·사모펀드 규모 추이



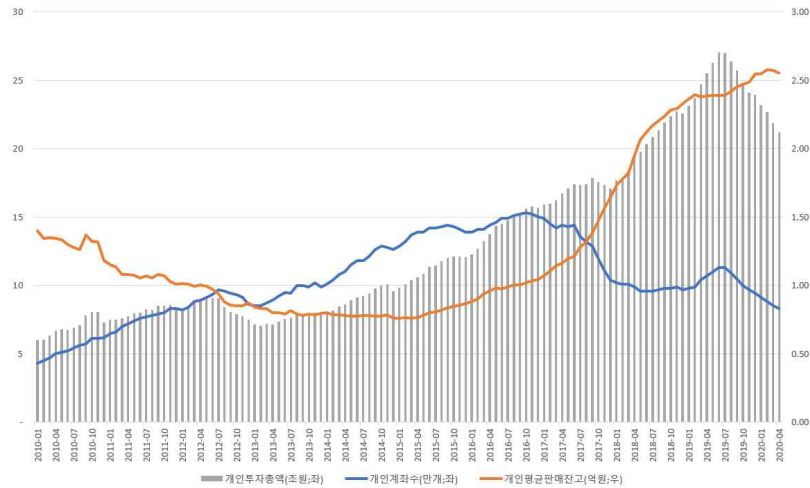
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr), 한국은행 경제통계시스템(ecos.bok.or.kr)

<그림 4> 고객 유형별 사모펀드 판매 규모 추이



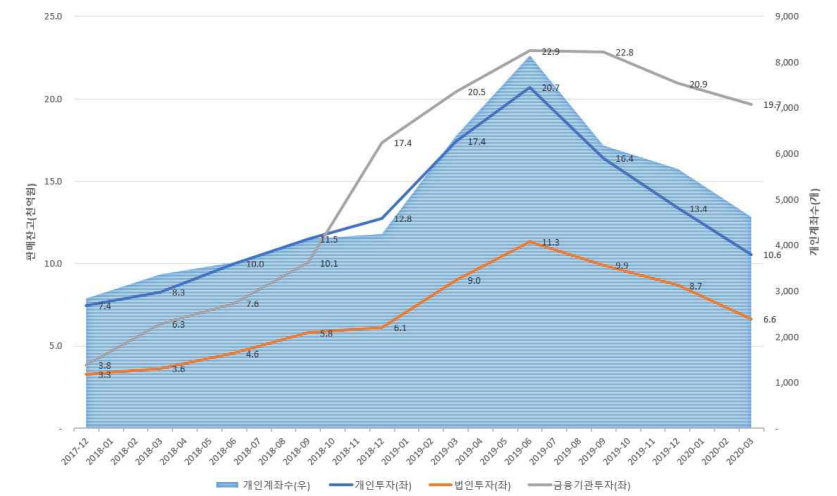
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 5> 개인투자자 사모펀드



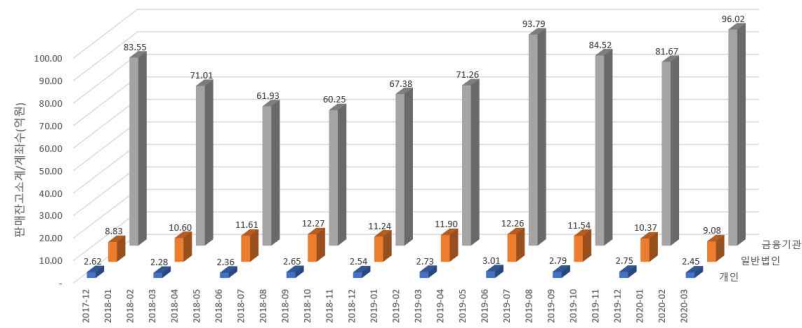
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 6> 라임자산운용 고객유형별 투자금액



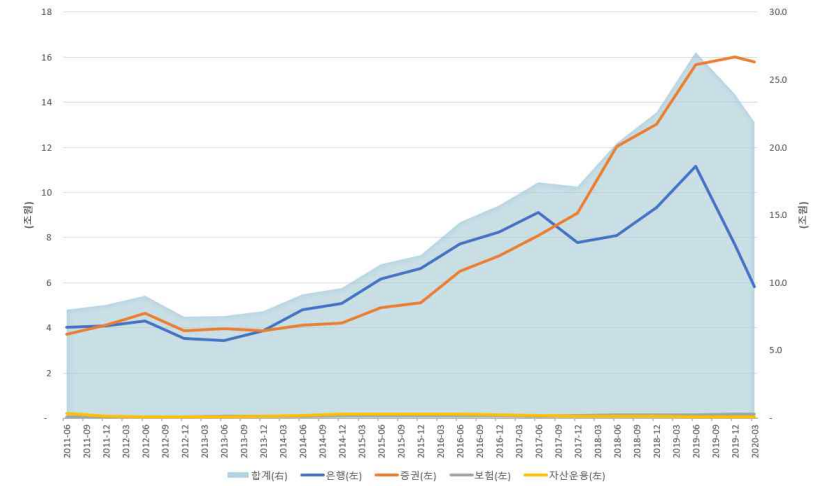
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 7> 라임자산운용 고객유형별 평균 투자금액



자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 8> 판매유형별 사모펀드 개인투자 금액



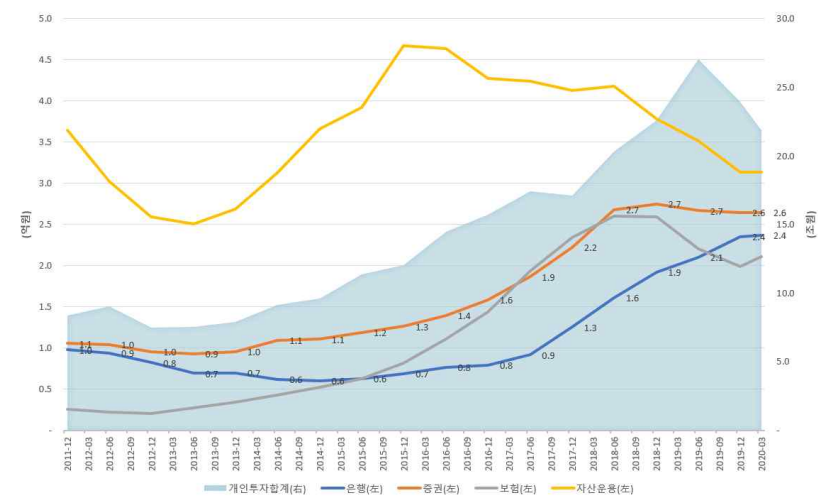
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 9> 판매유형별 사모펀드 개인 투자자수



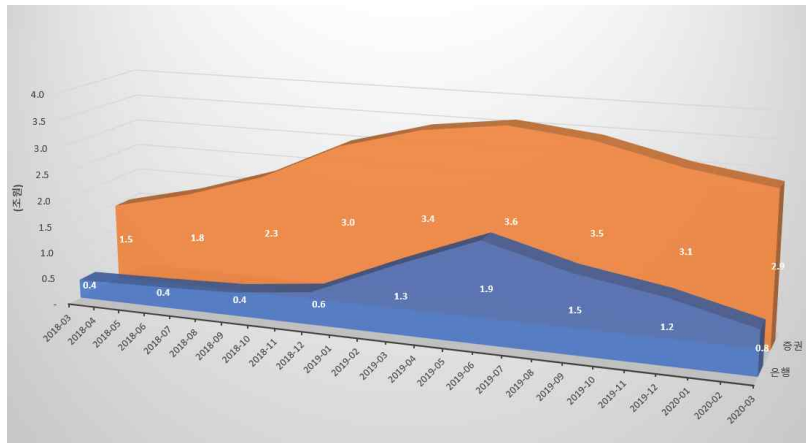
자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 10> 판매유형별 사모펀드 개인 평균 투자금액



자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

<그림 11> 판매유형별 라임자산운용 사모펀드 투자금액



자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr)