



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

석사학위논문

사모펀드법제 개선에 관한 연구

제주대학교 행정대학원

법학과

최 승 대

2021년 7월

사모펀드법제 개선에 관한 연구

지도교수 박 준 선

최 승 대

이 논문을 법학 석사학위 논문으로 제출함

2021년 7월

최승대의 법학 석사학위 논문을 인준함

심사위원장 이 윤 석 ①

위 원 윤 은 경 ①

위 원 박 준 선 ①

제주대학교 대학원

2021년 7월

A Study on the Improvement of Private Fund Regulation

Seung-Dae Choi
(Supervised by professor Jun-Sun Park)

A thesis submitted in partial fulfillment of the requirement
for the degree of Master of Law

2021. 7.

This thesis has been examined and approved.

Department of Law
GRADUATE SCHOOL
JEJU NATIONAL UNIVERSITY

< 국문 초록 >

2019년 다수의 사모펀드 불완전판매 사례가 발생하였다. 실질적인 공모펀드가 사모펀드의 형태로 판매될 수 있도록 한 공모판단 기준의 허점, 불법적인 운용행위가 가능할 수 있었던 사모펀드 운용사의 내부통제 부실, 전문적인 능력이 부족한 금융회사에서 고위험 투자상품의 판매가 허용되었던 점 등이 그 원인으로 판단된다. 본 논문에서는 이러한 문제점에 대하여 건전한 사모펀드의 육성과 사모펀드에 투자하는 일반투자자 보호를 위한 제도적인 개선방안을 제안하였다.

첫째는 투자자수에 근거하여 사모펀드의 개념정의를 변경하는 것이다. 자본시장법은 사모펀드에 대하여 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 투자자의 총수가 100인 이하인 것으로 정의한다. '소수의 투자자'만으로 투자자를 구성하여 '자산운용의 자율성'을 보장하는 것이 사모펀드를 공모펀드와 차별하여 규정하는 본질적인 이유이다. 그러나 '사모발행' 요건 없이 직접적인 개념표지인 '투자자총수' 요건만 규정하더라도, 사모펀드를 '소수의 투자자'로 구성되도록 규율할 수 있다. 또한 '사모발행' 요건은 입법체계상 공모펀드의 자산운용규제가 사모펀드에 적용되지 않도록 하기 위한 목적으로 도입된 것이고, 예외규정을 통해서도 공모펀드의 운용규제를 배제할 수 있다. 그러므로 '사모발행' 요건은 '자산운용의 자율성' 개념을 사모펀드에 구현하기 위한 필수적인 개념요소도 아니다. '자산운용의 자율성' 보장은 펀드시분 발행시 청약권유를 받은 일반투자자를 보호하기 위한 것이 아니고, 펀드유지중 공모펀드의 운용규제를 면제함으로써 실제 투자참여자가 고수익을 얻을 수 있도록 하기 위한 것으로 볼 수 있다. 따라서 실질적인 이해관계자를 기준으로 공모펀드와 사모펀드를 구분되도록 하기 위해서는 청약권유자수에 관한 '사모발행' 요건보다는 실제 투자에 참여한 '투자자총수' 요건을 기준으로 사모펀드 여부를 판단하는 것이 바람직하다. 사모펀드의 개념정의에서 '사모발행' 요건을 제외하도록 개선한다면 탈법적인 공모규제 회피사례를 방지함으로써 일반투자자에 대한 보호를 강화할 수 있고, 사모펀드의 투자자를 실질적으로 확대함으로써 사모펀드 시장의 발전을 도모할 수 있을 것이다.

둘째는 전문사모운용사의 진입규제를 강화하는 것이다. 내부통제체계가 부실한 소규모 전문사모운용사가 시장에 난립하는 것을 방지하기 위해 자산운용사의 등록요건을 강화하는 방안도 필요하다. 이를 통해 개정법이 의도하는 투자자 보호장치가 실질적으로 이루어질 수 있는 여건을 조성할 수 있고, 제한된 감독인력을 활용한 사모운용사 감독이 가능하게 되어 사모펀드에 투자하는 일반투자자에 대하여 실효적인 보호가 이루어질 수 있을 것이다.

셋째는 '고난도금융투자상품'에 대하여 전담 판매채널을 마련하고 이에 대한 분쟁조정절차에서 편면적 구속력을 인정하는 것이다. 복잡한 금융상품의 위험성을 충실하게 투자자에게 설명하고 펀드의 자산이 적정하게 운용되는지 확인할 능력이 있는 금융회사에게만 사모펀드를 포함한 고위험 금융상품의 판매를 허용하는 것이 바람직하다. 고난도금융투자상품이 일반적인 투자상품과 명확하게 구분되도록 객관적인 기준만으로 규정되도록 개선하고 동 상품의 판매채널을 대형 증권사인 종합금융투자사업자로 제한함으로써 사모펀드 투자자에 대한 보호를 강화할 수 있다. 또한 고난도금융투자상품의 불완전판매시에는 종합금융투자사업자에 대하여 금융분쟁조정결정의 편면적 구속력을 인정함으로써 그에 상응하는 책임을 지도록 할 필요가 있다.

주제어 : 사모펀드 개념정의, 불완전판매, 전문사모운용사, 진입규제, 고난도금융 투자상품, 전담 판매채널, 금융분쟁조정, 편면적 구속력

< 목 차 >

제1장 서론 1

제2장 사모펀드의 의의와 규제제도 2

제1절 사모펀드의 개념 및 연혁 2

 1. 사모펀드 개념정의

 2. 연원 및 발전경과

 3. 공모펀드와의 구별

제2절 펀드 설정에 관한 규제 9

 1. 공모규제의 의의와 목적

 2. 공모규제 우회를 방지하기 위한 장치

 3. 사모펀드 투자자자격 제한

제3절 운영주체에 관한 규제 16

 1. 펀드형태와 운영구조

 2. 자산운용사와 신탁업자의 투자자 보호의무

 3. 전문사모운용사 진입규제

제4절 판매절차에 관한 규제 21

 1. 사모펀드 판매자격

 2. 투자권유규제의 내용

 3. 고위험 사모펀드에 대한 판매규제

 4. 불완전판매 구제를 위한 분쟁조정제도

제3장	현행 사모펀드 제도의 문제점	29
제1절	사모펀드 불완전판매 사례 연구	29
1.	해외금리연계 DLF 사례	
2.	라임펀드 사례	
3.	옵티머스펀드 사례	
제2절	제도 보완의 필요성	36
1.	불완전판매 사례의 문제점	
2.	금융당국의 제도개선	
3.	사모펀드 특성을 고려한 규제 개선 방향	
제4장	사모펀드 제도 개선방안	42
제1절	투자자수에 근거한 사모펀드 개념 재정립	42
1.	사모펀드 개념표지의 의미	
2.	외국의 사모펀드 규제와의 비교	
3.	사모펀드 개념정의 재구성	
제2절	전문사모운용사 진입·퇴출 제도 정비	49
1.	현행 진입규제에 대한 평가	
2.	전문사모운용사 등록·유지 요건 강화	
제3절	고위험 투자상품 판매자격 강화	52
1.	고난도금융투자상품 제도의 한계	
2.	고난도금융투자상품 전담 판매채널 마련	
3.	분정조정결정에 대한 편면적 구속력 부여	
제5장	결론	57
	< 참고문헌 >	60
	< ABSTRACT >	64

< 표 목차 >

표1. 자산운용사 현황	20
표2. 자본시장법상 인가·등록단위 매트릭스 요약	22
표3. 해외금리연계 DLF 현황('19.8.7. 기준)	30
표4. 라임펀드 환매연기 현황('19.12월말 기준)	33

< 그림 목차 >

그림1. 사모펀드 시장 현황	5
그림2. 헤지펀드 판매채널별 판매비중('19년말 기준)	21
그림3. 해외금리연계 DLF 상품 설계·제조·판매 절차 개요	31

제1장 서론

2019년 사모펀드 불완전판매로 인한 투자자 피해가 사회적으로 큰 이슈가 되었다. 해외금리연계 DLF, 라임, 옵티머스 등 사모펀드 불완전판매 사례에서 투자 실적만을 좇은 금융회사들은 자본시장법상 공모규제를 회피하고 위법·부당한 펀드운용 행태를 보였다. 판매회사는 공모규제를 변칙적으로 회피함으로써 소수의 투자자를 대상으로만 판매할 수 있는 사모펀드를 다수의 개인투자자에게 판매하였고, 일부 자산운용사는 사모펀드의 부실발생 사실을 불법적으로 은폐하거나 처음부터 투자대상을 허위로 고지함으로써 투자자를 기망하였다. 결과적으로 은행과 증권사를 통해 복잡한 금융상품이 충분한 설명없이 판매됨으로써 특히 고령의 개인투자자 피해가 크게 발생하였다.

사모펀드 불완전판매 사례의 원인으로서는 실질적인 공모펀드가 사모펀드의 형태로 판매될 수 있도록 한 공모판단 기준의 허점, 불법적인 운용행위가 가능할 수 있었던 사모펀드 운용사의 내부통제 부실, 전문적인 능력이 부족한 금융회사에서 고위험 투자상품의 판매가 허용되었던 점 등을 들 수 있다. 본 논문에서는 이러한 문제점에 대하여 건전한 사모펀드의 육성과 사모펀드에 투자하는 일반투자자 보호를 위한 제도적인 개선방안을 연구하고자 한다.

제2장에서는 사모펀드의 의의, 발전경과 등 사모펀드 일반론에 대해 소개하고 자본시장법상 펀드의 설정, 운영주체, 판매절차와 관련하여 최근 개정법령을 포함한 사모펀드 규제제도에 대하여 살펴본다. 제3장에서는 최근 사모펀드 불완전판매 사례를 검토함으로써 투자자 피해를 야기한 현행 제도의 문제점을 분석하고 제도적 보완이 필요한 사항을 도출한다. 제4장에서는 사모펀드 제도 개선방안으로서 사모펀드의 개념정의 재구성, 전문사모운용사의 진입규제 정비, 사모펀드를 포함한 고위험 투자상품의 판매채널 제한에 관한 대안을 모색해본다. 제5장 결론에서는 앞의 논의를 바탕으로 투자자수에 근거한 사모펀드 개념정의 재정립, 준법감시인력 구비 등 전문사모운용사의 등록요건 강화, 고난도금융투자상품에 대한 전담 판매채널 마련 등 사모펀드 제도 개선방안을 정리한다.

제2장 사모펀드의 의의와 규제제도

제1절 사모펀드의 개념 및 연혁

1. 사모펀드 개념정의

사모펀드¹⁾는 기관투자자 등 소수의 투자자를 대상으로 자금을 모집하여 투자하는 간접투자상품을 의미하며, 일반 대중을 대상으로 자금을 모집하는 공모펀드와 구별된다.²⁾ 공모펀드는 불특정 다수의 일반인이 투자하기 때문에 투자정보에의 접근성이 부족한 개인투자자에 대한 보호의 필요성이 크나, 사모펀드는 투자정보에 대한 분석능력을 갖춘 기관 등 전문투자자가 주로 참여하기 때문에 투자자 보호의 필요성이 작다고 여겨져왔다.

2021.4.20. 개정되어 2021.10.21. 시행을 앞둔 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’이라 한다)에 의하면 사모펀드는 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 전문투자자를 제외한 투자자의 총수가 100인 이하인 것을 말한다(동법 제9조 제19항, 동법 시행령 제14조). 여기서 ‘사모’는 49인 이하의 투자자에게 새로 발행되는 증권을 취득하도록 청약을 권유하는 것이고(동법 제9조 제8항 및 제9항), ‘집합투자’는 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것이다(동법 제6조 제5항). ‘집합투자기구’란 투자신탁, 투자회사 등 집합투자를 수행하기 위한 기구(동법 제9조 제18항)를, ‘집합투자증권’은 집합투자기구에 대한 출자지분이 표시된 것(동법 제9조 제21항)을 뜻한다.

즉, 법률적으로 사모펀드란 펀드설정시 또는 펀드유지중 새로 집합투자증권을

1) 펀드(fund)란 투자자의 자금을 모아 일정기간 투자를 하여 그 결과를 돌려주는 일련의 행위를 수행하기 위한 기구를 통칭하는 실무상 용어를 의미(조효제, “자본시장법상 펀드규제 효율화와 투자자 보호에 관한 연구”, 법학박사 학위논문, 고려대학교, 2015, 6면).

2) 한국증권법학회, 「자본시장법 (주석서Ⅱ)」, 박영사, 2015, 358면.

발행할 때 49인 이하의 투자자에게만 청약을 권유하고, 펀드를 운영하는 과정중에도 100인 이하의 투자자를 유지하며, 펀드운용자가 독립적으로 투자자금을 운용하여 투자자에게 수익과 손실을 귀속시키는 것으로 정의할 수 있다.

외국은 사모펀드의 개념에 대하여 국가마다 다른 방식으로 정의하는데, 미국과 EU는 개념과 관련된 규정이 있으나, 일본은 법률상 정의규정을 두고 있지 않다. 미국은 2008년 글로벌 금융위기 이후 제정된 도드프랭크 월가개혁 및 소비자보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, 이하 '도드프랭크법'이라 한다)에서 사모펀드를 의미하는 'private fund'를 규정하면서, 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)상의 특정요건에 해당하는 발행인이라고 정의하였다(동법 제402조(a)). 1940년 투자회사법상의 특정요건이란 발행된 증권의 소유자가 100명을 넘지 않고 증권을 사모로 발행하는 경우(동법 제3조(c)(1))와 발행된 증권의 소유자가 일정규모 이상의 자산을 보유 또는 운용하는 적격매수인(qualified purchaser)에 한정되고 증권의 공모를 하지 않는 경우(동법 제3조(c)(7))이다. EU는 금융위기의 재발을 막기 위하여 유럽연합 차원에서 추진된 금융규제개혁의 일환인 대체투자펀드 운용자 지침(Alternative Investment Fund Managers Directive, 이하 'AIFMD'라 한다)³⁾에서 헤지펀드, PEF(Private Equity Fund) 등을 포함하는 대체투자펀드에 대하여 공모펀드에 대한 규제를 담고 있는 양도성증권 집합투자 지침(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 이하 'UCITS'라 한다)⁴⁾의 적용대상이 아닌 것으로 규정하고 있다(동지침 제4조(1)(a)). 일본은 2006년 제정된 금융상품거래법에서 증권·증서가 발행되는 주권, 사채권 등 제2조 제1항 유가증권과 증권·증서가 발행되지 않는 제2조 제2항 간주유가증권으로 유가증권을 구분하면서, 후자에 각종 펀드를 포괄하는 '집단투자기구지분'을 규정하고 있다.⁵⁾

3) DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

4) DIRECTIVE 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

5) 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016, p.27~41.

2. 연원 및 발전경과

사모펀드는 크게 헤지펀드와 PEF로 구분할 수 있다.⁶⁾ 사모펀드는 20세기 미국에서 시작되었는데, 헤지펀드는 알프레드 존스가 1949년 포춘지에 새로운 투자 개념에 관한 글을 기고하면서 세상에 알려졌고, 소수의 투자자를 모아 자기의 이름을 붙인 존스 펀드회사를 운용한 것이 시초라고 알려져 있다.⁷⁾ PEF는 신생벤처기업에 대한 투자수요가 형성되면서 소수의 백만장자들을 대상으로 투자모임을 만든 것에서 기인하는데, 1946년 조지 도리엇이 설립한 ARD 투자회사를 최초의 민간 PEF로 보고 있다.⁸⁾

사모펀드 시장은 금융회사·연금·기금 등 기관투자자의 투자 확대에 힘입어 지속적으로 성장하였으며, 특히 90년대 후반부터 10여년간은 헤지펀드, PEF 모두 출자규모에서 두배 이상 폭발적으로 성장하였다.⁹⁾ 글로벌 헤지펀드 운용규모는 2003년 이후 세계적인 유동성을 바탕으로 크게 증가하였으나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 사모펀드 규제강화에 따라 크게 감소하였고, 최근에는 미국의 양적완화에 의한 유동성 증가로 글로벌 위기의 영향에서 벗어나 성장추세를 보이고 있다.¹⁰⁾

외국의 사모펀드는 자본시장에서 자생적으로 태어나 투자자 수요에 상응하여 자금규모를 늘리면서 규제가 적용되지 않는 영역에서 자연스럽게 고도화되었으나, 금융위기를 겪으면서 나타난 투자자 보호의 필요성에 근거하여 일부 규제가 도입되었다고 할 수 있다. 그러나 우리나라 사모펀드는 외국자본에 대항하여 정부주도로 일정한 규제와 함께 1998년 제도화되어 역사가 길지 않다. 정부는 국내의 모험자본을 육성하기 위해 사모펀드 관련 규제를 완화하는 추세였으나, 최근에 발생한 사모펀드 불완전판매 사례에서 투자자 보호의 허점이 드러남에 따라

6) 종래 자본시장법 제9조 제19항에서는 1호에서 PEF를 경영참여형 사모집합투자기구, 2호에서 헤지펀드를 전문투자형 사모집합투자기구로 구분하였으나, 2021.10.21. 시행되는 개정법에서는 이와 같은 구분을 폐지하고 투자자의 범위에 따라 1호의 기관전용 사모집합투자기구와 2호의 일반 사모집합투자기구로 구분함.

7) 성형표, 「사모펀드」, 매일경제신문사, 2005, 26면.

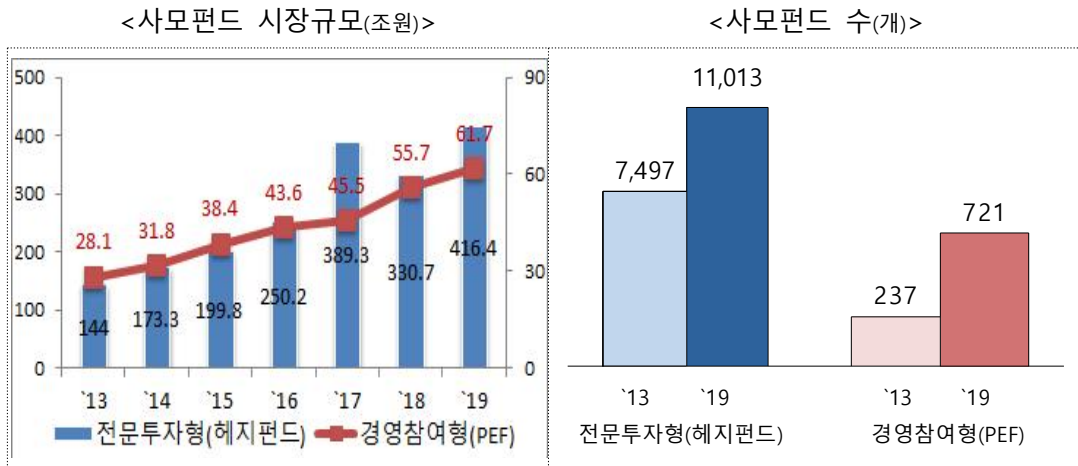
8) 윤승환·차일규, 「사모투자펀드(PEF)와 M&A」, 삼일인포마인, 2017, 33면.

9) 금융위원회·금융감독원, “혁신성장과 일자리 창출을 뒷받침하기 위한 「사모펀드 체계 개편방향」”, 보도자료, 2018.9.27, 17면.

10) Hedge Fund Intelligence, “Hedge fund in Q1 20”, 2020.4.7, (<https://hfm.global/research-reports>, visited jun.27,2021).

2021년 자본시장법을 개정하며 투자자 보호를 강화하였다. 우리나라의 사모펀드 시장은 정부의 규제완화 정책에 따라 짧은 역사 속에서 크게 성장하였다.

그림1. 사모펀드 시장 현황



출처 : 금융위원회·금융감독원, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)”, 보도자료, 2020.4.27, 1면.

1998년 자본시장의 규모가 커지고 투자환경이 성숙됨에 따라 공모펀드에 비해 자산운용 및 공시 관련 규제를 일부 완화한 ‘일반사모집합투자기구’ 제도를 도입하였는데, ‘증권투자신탁’의 개념정의에서 자금을 모집받는 대상을 ‘불특정 다수인’에서 ‘투자자’로 변경함으로써 소수의 자본가 또는 기관투자자로부터 자금을 모집할 수 있도록 허용하였다.¹¹⁾

2004년 정부는 시중의 풍부한 자금이 기업투자로 전환되고 기업 구조조정에 적극 활용될 수 있도록, 의결권 있는 지분의 10% 이상을 취득하여 경영에 참여함으로써 기업가치를 높인 후 그에 따른 수익을 투자자에게 배분하는 ‘사모투자전문회사’(PEF, 경영참여형 사모펀드) 제도를 신설하였다.¹²⁾ 투자자에게는 다양한 중장기 투자기회를, 금융회사에게는 새로운 사업영역을 제공하여 자산운용산업의 발전을 도모하고자 한 것이다.¹³⁾

2007년 자본시장법 제정시 다양한 투자기회 제공 및 금융회사의 투자기법 고

11) 1998.9.16.시행 (구)증권투자신탁업법(법률 제5558호, 1998.9.16. 일부개정) 제2조 제1항.
 12) 2004.12.6.시행 (구)간접투자자산운용업법(법률 제7221호, 2004.10.5. 일부개정) 제2조 제4의2호 및 제144조의2~제144조의18.
 13) 금융감독원, 「금융감독개론」, 2020, 422면.

도화를 통한 금융시장 선진화를 목적으로 정부는 ‘헤지펀드 도입 로드맵’을 발표하였는데, 그 내용은 국내 금융시장과 규제체계에 맞추어 적정수준의 규제를 유지하고 금융시장과 감독당국의 적응도를 보아가면서 단계적으로 헤지펀드를 도입하겠다는 것이었다.¹⁴⁾ 이에 따라 2009년 해외 헤지펀드에 대응할 한국형 헤지펀드 육성을 위해 ‘적격투자자 사모집합투자기구’(헤지펀드, 전문투자형 사모펀드) 제도가 도입되었다.¹⁵⁾

2010년에는 기존 사모투자전문회사가 외국PEF에 비해 역차별을 받는다는 지적에 따라 기업구조조정에 투자하는 경우 경영권 참여방식의 운용의무를 면제하고 PEF의 직접 차입 등 투자제한을 완화하는 ‘기업재무안정 사모투자전문회사’(기업재무안정PEF)가 도입되었다.¹⁶⁾

2015년 개정 자본시장법은 기존 4개 유형의 사모펀드(일반사모집합투자기구·PEF·헤지펀드·기업재무안정PEF)를 펀드의 운용목적에 따라 ‘전문투자형(헤지펀드)’과 ‘경영참여형(PEF)’으로 단순화하였다.¹⁷⁾ 전문투자형 사모펀드는 다양한 투자대상과 투자전략으로 자산을 운용하여 시장가치 상승에 따른 이익을 추구하는 펀드, 경영참여형 사모펀드는 경영권 참여나 구조조정 등의 방법으로 기업가치 제고를 통한 이익을 추구하는 펀드로 구분할 수 있다.¹⁸⁾

동 개정법은 연기금 등 기관투자자의 사모펀드 투자촉진을 통하여 실물경제의 활력을 높이고 저금리시대에 일반투자자에게 다양한 투자기회를 제공하기 위한 목적으로 진입·설립·운용·판매규제와 투자자자격을 대폭 완화하는 등 사모펀드 관련 제도를 전면적으로 정비하였다.¹⁹⁾ 사모펀드 운용업자의 진입에 있어 전문투자형 사모펀드의 운용업자가 금융위원회의 인가 대신 등록만으로 영업을 가능하도록 개정하였고(동법 제249조의3), 펀드설립과 관련하여 사모펀드의 사전등록의무를 사후 보고의무로 개정하였으며(동법 제249조의6 및 제249조의10), 전문투자형 사모펀드는 펀드내에 다양한 투자자산 편입을 허용하고(동법 제249조의7) 경영참여형 사모펀드는 복층 SPC 설립을 허용하는(동법 제249조의12) 등 사모

14) 금융감독원, 「금융감독개론」, 416면.

15) 2009.2.4.시행 자본시장법(법률 제8635호, 2007.8.3. 제정) 제249조.

16) 2010.6.13.시행 자본시장법(법률 제10063호, 2010.3.12. 일부개정) 제278조의2.

17) 2015.10.25.시행 자본시장법(법률 제13448호, 2015.7.24. 일부개정) 제9조 제19항.

18) 금융위원회, “자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안”, 보도자료, 2013.12.4, 5면.

19) 금융위원회, 위의 보도자료, 15면.

펀드의 자산운용규제를 대폭 완화하였으며, 전문투자형 사모펀드의 판매에 대해서는 공모펀드와 동일하게 적용되던 적합성·적정성 원칙을 면제하였다(동법 제249조의4). 기존에는 일반투자자가 사모펀드에 투자하려면 전문투자형은 5억원, 경영참여형은 10억원 이상이 요구되었으나, 전문투자형은 1억원 이상, 경영참여형은 3억원 이상으로 투자자 자격을 완화하였다(동법 제249조의2 및 동법 시행령 제271조 제2항).

2017년에는 자본시장법 시행령 개정을 통해 사모투자재간접펀드가 도입되었는데, 이는 전문투자형 사모펀드에 자기자산의 50%를 초과하여 투자하는 공모펀드로서 소액 개인투자자도 동 펀드를 통해 사모펀드에 간접적으로 투자할 수 있게 되었다.²⁰⁾

2021년 개정 자본시장법은 사모펀드의 모험자본 공급기능 활성화를 위해 사모펀드 체계를 개편하여 운용규제를 일원화하였다.²¹⁾ 사모펀드의 분류기준을 펀드 운용목적에서 투자자의 범위로 변경하여 '일반 사모펀드'와 '기관전용 사모펀드'로 재편하였다(동법 제9조 제19항). 사모펀드의 운용규제는 대폭 완화하여 종래 전문투자형 사모펀드 수준으로 일원화함에 따라 헤지펀드와 PEF의 자본시장법상 구분이 폐지되고, 사모펀드에 대하여 양자에 적용되던 자산운용규제중 더 완화된 규제를 적용함으로써 펀드운용의 자율성이 한층 강화되었다(동법 제249조의7 및 제249조의12). 또한 해외사례를 고려하여 사모펀드 투자자수를 '49인 이하'에서 '100인 이하'로 변경하였고(동법 제9조 제19항), 최근의 사모펀드 불완전판매 사례에 대응하여 일반투자자가 투자하는 사모펀드에 대해서는 투자자 보호장치를 대폭 강화하였다.

3. 공모펀드와의 구별

공모펀드가 50인 이상의 불특정 다수를 대상으로 청약유권유함으로써 자산운용 및 투자자 보호 측면에서 자본시장법상의 엄격한 규제가 적용되는 것과 달리 사모펀드에는 상당부분 자율성이 부여된다. 공모펀드와 달리 사모펀드는 집합투

20) 2017.5.8.시행 자본시장법 시행령(대통령령 제28040호, 2015.5.8. 일부개정) 제80조 제1항.

21) 2021.10.21.시행 자본시장법(법률 제18128호, 2021.4.20. 일부개정).

자증권을 공모하지 않으므로 증권신고서 제출이 면제되고(자본시장법 제119조 제1항), 펀드설정시 금융위원회 등록이 아닌 사후보고로 족하다(동법 제249조의6 제2항). 공모펀드 운용자가 인가를 받아 운용업무를 영위하는 것과 달리 사모펀드 운용자는 등록만으로 운용업무를 수행할 수 있으며(동법 제249조의3), 동일종목의 증권에 자산총액 100분의 10 이상 투자금지(동법 제81조 제1항 제1호 가목) 등 공모펀드에 적용되는 자산운용규제들이 사모펀드에는 원칙적으로 적용되지 않는다(동법 제249조의8 제1항). 또한 사모펀드의 투자자는 전문투자자와 일정금액 이상을 투자하는 적격일반투자자로 제한된다(동법 제249조의2).

사모펀드는 투자대상과 자산운용 전략에 따라 헤지펀드와 PEF로 구분된다. 헤지펀드는 시장에서 거래되는 주식·채권·파생상품 등을 투자대상으로 하여 투자전략의 비밀성, 매수·매도 전략의 병행, 높은 차입비율의 유지 등의 운용전략을 이용하여 단기적인 시세차익을 추구하는 반면, PEF는 기업에 대한 경영권 참여를 통해 사업구조 또는 지배구조 개선의 방법으로 투자기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 투자전략을 사용한다.²²⁾ 헤지펀드는 유동성이 높은 다양한 자산으로 포트폴리오를 구성함으로써 시장가격에 기초한 펀드가치가 산출될 수 있으므로 주기적인 환매·배당 등으로 투자금 회수가 가능한 개방형 펀드로 운용되는 것이 일반적이고, PEF는 기업경영에 적극적으로 참여하여 해당 기업의 가치를 제고하는데 장기간의 시간이 필요하므로 만기 해지만 가능한 폐쇄형 펀드로 운용되는 것이 일반적이다.²³⁾

사모펀드의 순기능²⁴⁾으로는 첫째, 자금을 필요로 하는 신생기업 등에 직접 투자하거나 주식·파생상품 등을 통하여 간접적으로 투자함으로써 유망기업의 발굴, 일자리 창출 등 실물경제 측면에서 긍정적인 역할을 한다. 둘째, 사모펀드는 적극적인 의결권 행사를 통하여 기업경영의 효율성과 투명성을 높여 기업의 가치증대에 기여한다. 셋째, 다양한 투자전략을 활용하는 헤지펀드는 금융시장의 전통적인 투자대상인 주식·채권을 대체할 수 있는 새로운 투자상품을 투자자에게 제공함으로써 금융상품의 다양성을 증진시키고 궁극적으로 금융산업 전체를

22) 한정미, “헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구”, 한국법제연구원, 2008, 16~21면.

23) 윤승환·차일규, 앞의 책, 25면.

24) 정주호, “헤지펀드 활성화를 위한 법적 연구”, 법학박사 학위논문, 숭실대학교, 2015, 37~39면.

성장시키는 역할을 수행한다.

이에 대비되는 역기능²⁵⁾으로는 첫째, 기업의 성장동력이 훼손될 수 있다. 단기 차익을 목표로 하는 헤지펀드는 무리한 감원이나 시설 매각 등을 요구하여 기업에 막대한 피해를 입힐 수 있으며, PEF 또한 연구개발 투자를 도외시하고 단기적 매출·수익 증대에 치중할 경우 내재적인 기업가치는 감소할 수 밖에 없다. 둘째, 투자정보가 투명하게 공개되지 않는 경우 투자자 피해가 야기될 수 있다. 최근 라임펀드가 투자자산에 부실이 발생한 사실을 숨긴 채 지속적으로 펀드를 판매한 것이 단적인 예가 될 것이다. 셋째, 헤지펀드의 경우 레버리지를 과도하게 사용함에 따라 투자손실규모가 커질 경우 투자자 뿐만 아니라 금융시스템과 실물경제에까지 부실 위험이 전이될 가능성이 있다.

이하에서는 사모펀드와 관련된 법제도 현황을 살펴보고, 최근 사모펀드 불완전 판매 사례를 분석함으로써 사모펀드에 투자하는 일반투자자 보호를 위한 제도 보완방안에 대하여 논의하도록 한다.

제2절 펀드 설정에 관한 규제

1. 공모규제의 의의와 목적

사모펀드는 다양한 운용전략을 통하여 고수익을 추구하는 본질상 투자대상, 자산배분 등 운용전략이 일반에 공개되어서는 안된다. 우리나라의 사모펀드는 집합투자증권 발행시 모집에 해당되지 않도록 49인 이하의 일반투자자에게만 청약을 권유함으로써 자본시장법의 공모규제로서 증권신고서 제출의무(자본시장법 제119조)와 증권신고서 미제출 또는 허위 기재시의 과징금(동법 제429조), 형사처벌(동법 제444조), 손해배상책임(동법 제125조) 등을 적용받지 않을 수 있다.

자본시장법은 공정하고 투명한 증권시장 환경조성을 위하여 기업공시제도로서 발행공시, 유통공시, 지분공시 제도를 규정한다. 증권의 발행시장은 기업이 직접

25) 정주호, 위의 논문, 40~42면., 윤승환·차일규, 앞의 책, 111면.

자금을 조달하는 시장이면서 투자자에게는 새로운 증권에 투자할 수 있는 기회를 제공하는 시장이고, 발행공시제도는 모집이나 매출에 해당하는 경우 증권의 발행인과 투자자간 정보불균형을 해소하기 위하여 발행인으로 하여금 해당 증권과 발행인에 관한 정보를 투자자에게 충분하게 제공하도록 하는 제도이다.²⁶⁾ 해당 증권의 거래가 모집 또는 매출에 해당하면 공모, 모집에 해당하지 않으면 사모로 구분하고, 공모에 해당하는 경우 투자자가 신규로 발행되거나 매도될 증권의 내용에 대하여 사전에 충분한 정보를 갖고 투자판단을 할 수 있도록 증권의 발행인에게 증권신고서 등의 공시의무가 부과된다.²⁷⁾

증권의 모집이란 50인 이상의 자에게 신규로 발행되는 증권을 취득하도록 청약을 권유하는 것을 말하며(동법 제9조 제7항), 매출이란 50인 이상의 자에게 이미 발행된 증권을 매도 또는 매수하도록 청약을 권유하는 것을 말한다(동법 제9조 제9항). 청약권유대상자의 수를 산정할 때는 최대주주 등 회사의 재무상태나 사업내용을 잘 알 수 있는 연고자와 금융회사·회계법인 등 전문가를 제외하고, 6개월 이내에 해당 증권과 같은 종류의 증권에 대하여 모집 또는 매출 이외의 방법에 의해 청약의 권유를 받은 자를 포함한다(동법 시행령 제11조 제1항). 한편 증권의 발행 당시에는 산정된 청약권유대상자가 50인 미만이라도 발행 후 1년 이내에 50인 이상에게 양도될 수 있는 경우로서, 금융위원회가 고시하는 전매기준에 해당하는 경우에는 모집으로 간주된다(동법 시행령 제11조 제3항).²⁸⁾ 새로운 증권을 발행하는 모집의 경우에만 간주규정이 적용되고 매출의 경우에는 증권의 유통성이 저해되는 것을 방지하기 위해 간주규정이 적용되지 않는다.²⁹⁾

자본시장법은 모집·매출에 해당하면, 과거 1년간 증권신고서를 제출하지 않은 모집·매출가액의 합계액이 10억원 이상인 경우 발행하는 증권과 관련된 투자정보를 상세히 기재한 증권신고서를, 합계액이 10억원 미만인 경우에는 상대적으로

26) 금융감독원, 「금융감독개론」, 510면.

27) 금융감독원, 「기업공시실무안내」, 2020, 198면.

28) 같은 종류의 지분증권이 유가증권·코스닥 시장에 상장된 경우, 전환사채가 50매 이상으로 발행되거나 발행 후 50매 이상으로 권면분할되어 거래될 수 있는 경우 등 전매기준에 해당하는 경우에는 사실상 모집과 동일한 효과를 발생시키므로 변칙적인 모집행위를 방지하기 위해 모집으로 간주되고(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조 제1항), 이 경우 증권을 발행한 후 지체없이 한국예탁결제원에 예탁하고 그 예탁일로부터 1년간 해당 증권을 인출하거나 매각하지 않기로 하는 내용의 예탁계약을 예탁결제원과 체결한 후 그 예탁계약을 이행하는 등의 전매제한조치를 취하게 되면 50인 이상에게 증권이 양도되지 않게 되므로 모집으로 간주되지 않음(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조 제2항).

29) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2018, 400면.

기재사항이 간소한 소액공모공시서류를 제출하도록 함으로써 투자자에게 투자위험정보를 제공하도록 하고 있다(동법 제119조 제1항 및 제130조, 동법 시행령 제120조 및 제137조). 이러한 공시의무를 위반하거나 신고서에 부실·허위기재가 있으면 행정조치 및 형사처벌의 대상이 될 수 있다(동법 제132조, 제429조, 제444조). 또한 증권신고서가 제출되기 전까지는 원칙적으로 청약의 권유가 금지되고(동법 제119조 제1항), 증권신고서가 제출된 후 효력이 발생하기 전까지는 청약의 권유가 허용되나(동법 제124조 제2항 제2호 및 제3호), 증권의 매매계약은 신고서의 효력발생 이후에 허용된다(동법 제121조 제1항).

집합투자증권을 ‘사모로만 발행’하는 펀드중 투자자의 총수가 100인 이하인 것으로 정의되는 사모펀드는 그 개념정의상 모집에 해당하지 않을 것을 요하고, 이에 따라 자본시장법상 증권신고서나 소액공모공시서류 등의 공시의무가 면제된다. 공모규제는 투자자 보호를 통하여 궁극적으로 자본시장의 발달을 추구하는 것을 목적으로 하는데, 모집에 해당되지 않는 경우 발행되는 증권에 대한 청약권유를 받음으로써 보호받아야 할 이해관계자의 수가 적고, 증권발행을 통해 자금을 조달하는 편익보다 공시의무를 이행하는 비용이 크다고 보아 자본시장을 활성화하기 위한 정책적인 관점에서 증권신고서 등의 공시의무를 면제하는 것이다.³⁰⁾

발행인은 증권과 발행인에 대한 많은 정보를 가지고 있고 가능한 많은 자금을 모집하기 위해 발행가격을 높이려는 유인이 있는 반면에, 투자자는 공개되지 않은 정보에는 접근할 수 없고 가능한 증권을 싸게 매입하여 시세차익을 얻고자 하는 유인이 있다.³¹⁾ 자본시장법이 공모에 해당하는 경우 증권과 발행인에 대한 일정한 내용을 공시하게 하는 것은 투자정보에의 접근이 어려운 불특정 다수 일반투자자의 투자판단정보 불균형을 해소시키기 위한 최소한의 보호장치이다.

투자판단에 따른 수익 또는 손실의 결과가 투자자의 책임으로 귀속되도록 하는 투자자 자기책임의 원칙은 자본시장 체계의 근간을 이루는 중요한 원칙이다. 이 원칙은 투자대상과 관련된 정보가 충분히 제공되는 상황에서 투자자가 자유로운 판단을 통해 투자를 결정한다는 것을 당연한 전제로 하고, 금융당국은 시장

30) 김연미, “증권발행 규제에 있어 거래통합에 관한 연구”, 증권법연구12(3), 한국증권법학회, 2012, 31면.

31) 이동기, “미국과 우리나라의 증권 발행제도에 대한 비교적 고찰”, 법학석사 학위논문, 연세대학교, 2014, 12면.

참여자간 정보불균형의 조정을 통하여 투자판단을 위한 정보가 투자자에게 충실히 제공되도록 하기 위하여 법과 제도를 구비하고 있다. 공모규제는 이와 같은 관점에서 청약권유를 받은 일반투자자가 투자결정 이전 단계에서 발행될 증권에 대하여 투자여부를 자기책임하에 자율적으로 판단하게 하기 위하여 발행인으로 하여금 필요한 정보를 적정하게 제공하도록 하는데 그 의의가 있다.

따라서 실질적으로 공모에 해당함에도 편법적으로 사모의 형식으로 발행하는 사모펀드의 경우 투자자가 투자참여여부와 투자금액을 판단하기 위한 충분한 정보를 제공받지 못하게 됨으로써 투자자의 이익이 중대하게 침해된다. 이런 탈법적인 공모규제 회피행위는 투자자 자기책임 원칙의 전제조건인 투자판단의 기초 정보 제공이 이루어지지 않게 하므로 자본시장의 정상적인 작동을 위해 제도적으로 규제할 필요성이 크다고 하겠다.

2. 공모규제 우회를 방지하기 위한 장치

실질적으로 다수의 투자자가 참여하는데도 공모규제를 의도적으로 회피함으로써 공시의무가 면제된다면 자본시장법상 발행공시 제도가 형해화됨으로써 투자자 보호 측면에서 심각한 문제가 야기된다. 이러한 문제를 방지하기 위해 자본시장법은 10억원 기준의 적용에 있어 과거 1년간의 발행금액을 합산하거나, 50인 기준의 적용에 있어 6개월간 청약의 권유를 받은 자를 합산한다고 규정하여 왔다.

그러나 2017년 특정 증권회사가 해외 부동산에 투자하는 자산유동화증권(ABS)을 발행하는 과정에서 15개의 특수목적법인(SPC)을 이용해 15건의 사모발행으로 설계하여 공모발행에 따른 공시의무를 면하려고 한 시도가 드러나면서 2018년에는 수회의 증권발행을 하나의 거래로 통합하기 위한 기준을 자본시장법에 도입하였다.³²⁾ 미국 증권법에서의 거래의 통합³³⁾과 유사하게 “대통령령으로 정하는

32) 김연미, “의도적 분할발행의 규제 -미국의 Integration Doctrine과 자본시장법의 비교-”, 증권법연구 21(2), 한국증권법학회, 2020, 4면.

33) 여러 건의 증권발행을 하나의 발행의 일부로 볼 것인지 여부를 결정하는 데 있어 1962년 SEC가 제시한 기준은 다음 다섯 가지인데, 개별 발행이 이러한 다섯 가지 기준을 모두 충족해야만 하나의 거래로 통합되는 것은 아니며, 이 다섯 가지 사항을 종합적으로 고려하여 통합 여부를 결정(김연미, “증권발행 규제에 있어 거래통합에 관한 연구”, 39면)

사항을 종합적으로 고려하여 둘 이상의 증권발행이 사실상 동일한 증권의 발행으로 인정되는 경우에는 공시의무와 관련하여 하나의 거래로 본다”는 내용을 증권신고서 제도에 추가하였다(동법 제119조 제8항).³⁴⁾ 법에서 위임한 구체적인 통합기준을 마련하기 위해 시행령도 개정되었는데, ① 증권의 발행 또는 매도가 동일한 자금조달 계획에 따른 것인지 여부, ② 증권의 발행 또는 매도의 시기가 6개월 이내로 서로 근접한지 여부, ③ 발행 또는 매도하는 증권이 같은 종류인지 여부, ④ 증권의 발행 또는 매도로 인하여 발행인 또는 매도인이 수취하는 대가가 같은 종류인지 여부를 고려하도록 하였다(동법 시행령 제129조의2).

2019년 해외금리연계 DLF 사례에서 복수의 자산운용사를 이용해 시리즈로 펀드를 발행하여 판매한 경우 자본시장법 시행령 제129조의2를 근거로 하나의 발행으로 인정할 수 있는지가 문제됨에 따라 실질적 공모상품이 사모형식으로 발행되지 않도록 철저히 차단하기 위한 목적으로 동 자본시장법 시행령을 2021년 다시 개정³⁵⁾하였다. 위 ① 과 관련하여 증권의 기초자산 또는 운용대상자산이 별도로 있는 경우 기초자산, 운용대상자산, 손익구조의 유사성 여부 등을 기준으로 자금조달계획의 동일성을 판단하도록 하는 내용과 ⑤ 둘 이상의 증권의 발행인이 다르더라도 모집 또는 매출하는 자가 같다면 동일증권으로 판단하도록 하는 내용을 추가함으로써 여러 자산운용사가 기초자산, 손익구조 등 실질이 유사한 펀드를 설정한 후 특정 판매회사를 통해 판매하는 공모규제 회피행위를 금지하였다.

이에 따라 현재는 사모 판단기준으로 기존의 ‘합산’ 기준 외에 ‘통합’ 기준도 적용되는데, 공모규제를 잠탈하려는 의도적 탈법행위를 차단한다는 측면에서 타당한 제도개선으로 보인다. 다만 소수의 투자자만을 대상으로 자금을 모집하여 자유로운 운용을 통해 수익을 추구하는 속성을 가진 사모펀드 입장에서 생각할 때, 최근 개정된 ‘통합’과 관련된 사모판단 기준은 다소 불명확하게 여겨질 수 있

- (i) 단일한 자금조달계획의 일부인지 여부
- (ii) 각각의 발행에서 같은 클래스의 증권발행이 개입되어 있는지 여부
- (iii) 각각의 발행이 동시에 또는 거의 동시에 이루어졌는지 여부
- (iv) 발행으로 받는 대가가 같은 종류인지 여부
- (v) 각각의 발행이 동일한 일반 목적을 위하여 이루어진 것인지 여부.

34) 김연미, “의도적 분할발행의 규제 -미국의 Integration Doctrine과 자본시장법의 비교-”, 5면.

35) 2021.5.10.시행 자본시장법 시행령(대통령령 제31441호, 2021.2.9. 일부개정).

고 이는 사모펀드를 조성하려는 운용사에게 규제부담으로 다가와 새로운 펀드를 설계하고 판매하는데 제한으로 작용할 수 있다. 예를 들어 새로운 투자대상을 발굴한 A운용사가 사모펀드를 설계하여 X금융회사를 통해 펀드를 판매하려고 하는데, 같은 투자대상에 대하여 B운용사가 A운용사와는 아무런 관계없이 유사한 손익구조의 상품을 설계하여 X금융회사를 통해 펀드를 판매하려는 경우 위의 ①~⑤ 기준에 따라 공모에 해당할 수 있고, 증권신고서를 제출하지 않으면 자본시장법상 과징금 등의 조치를 받을 수 있다. 이를 회피하기 위해서는 시장에서 판매되는 사모펀드를 모두 조사하여 공모로 판단될 가능성이 있으면 투자대상, 손익구조, 판매회사를 기존 사모펀드와 유사하지 않게 변경해야 하는 규제준수비용이 발생하게 된다. 또한 이런 노력을 들여 사모펀드를 설계하더라도 출시 후에 투자대상, 손익구조 등에서 유사성이 인정되는 사모펀드가 새로 출시된다면 '통합'기준에 따라 사후적으로 공모로 판단받는 역올함을 겪을 수도 있다.

사모펀드 투자자 보호를 위해 공모펀드가 사모펀드로 위장하여 판매되지 않도록 규제하는 것이 요구되지만, 기업에 자금을 공급하는 사모펀드 시장이 위축되지 않도록 하여야 한다. 금융당국은 비조치의견서, FAQ 등 안내자료를 통해 추상적인 개념으로 규정된 '통합'과 관련된 공모·사모 판단기준을 구체화함으로써 제도를 유연하게 운영하도록 노력해야 할 것이다.

3. 사모펀드 투자자자격 제한

자본시장법은 사모펀드에 투자할 수 있는 투자자를 적격투자자로 제한하는데, 적격투자자는 투자에 대한 전문성을 보유하고 투자에 대한 손실감수능력과 함께 리스크관리능력을 보유하고 있다고 보기 때문이다.³⁶⁾ 적격투자자는 전문투자자와 적격일반투자자로 나뉜다. 전문투자자는 국가, 한국은행, 금융회사 등 기관투자자와 기관투자자가 아닌 전문투자자로서 주권상장법인, 일정금액 이상 금융투자상품 잔고를 보유하는 등 자격을 갖춘 일반법인 및 개인 등으로 구분된다(동법 제9조 제5항). 전문투자자는 금융투자상품에 관한 전문성 구비여부, 소유 자산규모

36) 정주호, 앞의 논문, 141면.

등에 비추어 위험감수능력이 있는 투자자로서, 지식·경험·재산상황 등을 고려할 때 스스로 독립적으로 투자판단이 가능하기에 보호할 실익이 없고, 당사자도 행정규제에 의한 보호를 반드시 원한다고 볼 수 없기 때문에 자본시장법에서 일반투자자와 다르게 취급된다.³⁷⁾ 적격일반투자자는 일정금액 이상을 투자하는 일반법인과 개인이 해당되는데, 거액을 투자한다는 사실만으로 사모펀드 투자에 대한 전문성이 높다고 볼 수 없으므로 전문투자자보다는 상대적으로 보호할 필요성이 있다. 금융당국은 DLF 사례를 계기로 적격일반투자자에 대하여 고난도 사모펀드 판매시 녹취의무와 숙려기간을 부여하고(동법 시행령 제68조 제5항 제2호의3), 투자위험을 충실하게 기재한 핵심상품설명서를 교부하도록 하는 등 투자자 보호를 강화한 바 있다(동법 제249조의4 제4항).

자본시장법 시행령은 일반투자자의 헤지펀드 투자참여 활성화를 목적으로 종래 적격일반투자자 기준을 1억원 이상 투자자로 운영하였다가 DLF 사례 이후 3억원 이상 투자자로 강화하였다.³⁸⁾ 3억 미만의 금액을 투자하는 일반투자자는 사모투자 재간접공모펀드를 통해 사모펀드에 간접적으로 투자할 수 있다.

한편, 3억원의 최소투자금액만으로 사모펀드에 투자자격을 부여한다면 전 재산을 투자하는 개인투자자들을 불충분하게 보호하는 것은 아닌지 문제될 수 있다. 그러나 라임·옵티머스펀드 사례처럼 극히 예외적인 사기성 사모펀드 판매행위를 제외한다면 투자자 자기책임 원칙의 영역으로 보아야 할 것이다. 자본시장법의 보호대상은 일반투자자이고, 전문투자자 제도를 두어 개인이라도 일정요건³⁹⁾ 하에 전문투자자로 등록하는 경우 공모판단시에도 청약권유자의 수에서 제외하고, 사모펀드에서도 투자자 자격을 부여하고 있다. 사모펀드에 투자하려는 개인 자산가 입장에서는 1년 이상 기간동안 금융투자상품 잔고를 5천만원 이상 보유하는 등 요건을 갖춘 후 전문투자자로 등록하여 최소투자금액 제한 없이 투자하

37) 류혁선, “전문투자자 제도에 대한 소고”, 은행법연구12(2), 은행법학회, 2019, 7면.

38) 2021.5.10.시행 자본시장법 시행령(대통령령 제31441호, 2021.2.9. 일부개정) 제271조 제2항.

39) 최근 5년중 1년이상 일정수준의 투자위험이 있는 금융투자상품을 월말 평균잔고 기준으로 5천만원 이상 보유한 투자경험이 있고, 아래의 소득기준·자산기준·전문성중 하나의 요건을 충족하는 경우 전문투자자로 등록 가능(금융위원회, “새로운 개인전문투자자 기준을 투자자 보호방안과 함께 시행합니다”, 보도자료, 2019.11.20, 3면)

- 소득기준 : 본인 소득액 1억원 이상 또는 배우자의 소득 합계액 1.5억원 이상
- 자산기준 : 거주주택, 부채 등을 제외한 투자자의 실제 가용자산을 기준으로 5억원 이상
- 전문성 : 회계사·감평가·변호사·변리사·세무사, 투자운용인력·재무위험관리사 등 시험합격자, 금융투자업 주요 직무 종사자로서 해당 분야에서 1년이상 종사한 자.

는 방법과 개인적격투자자로서 3억원 이상을 투자하는 방법이 있다. 후자의 방법을 택하는 사모펀드 개인투자자가 등록된 전문투자자와 같은 수준으로 자신을 보호할 수 있는 전문적인 투자능력이 있다고 볼 수는 없으나, 사모투자 재간접공모펀드를 통해 간접적으로 투자하지 않고 3억원 이상을 직접 투자하기로 결정함으로써 높은 수익을 목표로 그만큼 높은 위험을 감수하기로 스스로 선택한 것이므로 제도적으로 그를 보호할 필요성이 낮다고 보아야 한다.

또한 사모투자 재간접공모펀드가 사모펀드에 투자하는 경우 동 공모펀드를 통해 다수의 일반투자자가 사모펀드에 투자하는 결과로 되어 일반투자자 보호에 미흡하다는 비판도 있다.⁴⁰⁾ 재간접공모펀드를 운용하는 자산운용사는 기관투자자로서 거액의 자금을 투자함에 따라, 최초 투자여부 결정시 사모펀드측에서 투자유치를 위해 투자대상·운용전략 등 투자판단정보를 적극적으로 제공하므로 투자정보 불균형이 발생할 우려가 작고, 투자유지중에도 사모펀드의 운용상황을 감시·견제할 수 있는 조직과 인력을 갖추고 있다. 재간접공모펀드에 투자하는 일반투자자는 증권신고서, 자산운용보고서 등을 통해 동 공모펀드의 투자위험을 충분히 고지받을 수 있으므로 투자자 보호에 미흡하다고 볼 수 없을 것이다.

제3절 운영주체에 관한 규제

1. 펀드형태와 운영구조

법적 조직형태에 따라 펀드는 크게 투자신탁과 투자회사로 구분된다. 투자신탁은 집합투자업자인 자산운용사가 신탁원본의 가액, 이익분배, 신탁·판매 보수 등 펀드 운용구조를 담은 투자신탁계약서에 의하여 신탁업자와 신탁계약을 체결한 후, 그 수익권을 균등하게 분할한 수익증권을 투자자에게 판매하여 모은 투자신탁재산을 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시킨다.⁴¹⁾ 투자회사는 자산운용

40) 정용채·이진형, “사모투자재간접펀드 등 사모펀드 활성화 대책에 대한 비판적 검토 -자본시장법 개정안을 중심으로”, 은행법연구7(2), 은행법학회, 2014, 206면.

41) 금융감독원, 「금융감독개론」, 391면.

사 등이 발기인이 되어 펀드를 위한 도관체로서 주식회사를 설립한 후 그 주식을 투자자에게 판매하여 조성된 자금을 신탁업자에게 위탁하여 보관·관리시키고 자산운용사가 법인이사로서 투자회사의 명의로 투자운용하여 그 결과를 주주에게 귀속시킨다.⁴²⁾

자본시장법상 펀드의 운영과 관계된 회사로는 자산운용회사, 신탁회사, 판매회사, 일반사무관리회사, 펀드평가회사가 있다. 금융위원회에 등록된 자산운용사는 사모펀드를 설정한 후 금융위원회에 사후적으로 보고하고, 신탁업자는 사모펀드 자금을 보관·관리하면서 자산운용사의 운용지시를 받아 펀드재산을 취득·처분한다. 투자매매업 또는 투자중개업 인가를 받은 금융회사가 자산운용사와 위탁판매계약을 체결하여 사모펀드의 판매와 환매를 담당하고, 금융위원회에 등록된 일반사무관리회사가 기준가격 산정·총회소집·법령에 의한 통지 등 운용지시 이외의 펀드운영 관련 업무를 수행하고, 펀드평가회사가 펀드등급을 산정하여 투자자에게 제공하는 업무를 수행한다.⁴³⁾

2. 자산운용사와 신탁업자의 투자자 보호의무

자산운용사는 자산운용보고서를 작성하여 신탁업자의 확인을 받아 분기별 1회 이상 펀드투자자에게 교부하여야 하는데(자본시장법 제88조), 사모펀드의 투자자는 주로 기관투자자나 전문투자자로서 공모펀드의 투자자보다 운용자에 대한 협상력을 보유하고 있어 펀드운용 관련 정보를 쉽게 취득할 수 있다고 보아 종래에는 자산운용보고서 교부의무가 적용되지 않았다.⁴⁴⁾ 그러나 라임펀드와 관련하여 공모펀드에서 금지되는 복층형 투자구조나 차입을 통한 운용이 문제됨에 따라, 관련된 위험을 투자자가 명확히 알고 관리하도록 하기 위해 사모펀드의 일반 투자자에 대해서는 분기별로 자산운용보고서를 제공함으로써 정기적인 정보제공이 가능하도록 개정하였다(동법 제249조의8 제2항 제2호).

자산운용사의 자의적인 자산관리로 인한 투자자 피해를 예방하기 위해 모든

42) 금융감독원, 「금융감독개론」, 392면.

43) 조효제, 앞의 논문, 18~19면.

44) 이호영, “현행 사모펀드 규제의 개선방향에 관한 연구”, 법학석사 학위논문, 서울대학교, 2019, 81면.

사모펀드는 공모펀드와 같이 집합투자재산의 보관·관리를 신탁업자에게 위탁하여야 한다(동법 제80조). 투자신탁의 경우 자산운용사는 신탁업자에 대하여 투자신탁재산별로 투자대상자산의 취득·처분 등에 관하여 필요한 지시를 하고 신탁업자는 그 지시에 따라 투자대상자산을 취득·처분하여야 하며(동법 제80조 제1항), 투자회사의 경우에는 자산운용사가 투자회사의 명의로 투자대상자산을 취득·처분하고 자산운용사가 신탁업자에게 투자대상자산의 보관·관리에 필요한 지시를 하면 신탁업자는 그 지시에 따르도록 하고 있다(동법 제80조 제5항). 자산운용사는 집합투자재산을 시가로 평가하되, 평가일 현재 신뢰할만한 시가가 없는 경우에는 공정가액으로 평가하고, 공정한 평가가 이루어질 수 있도록 집합투자재산 평가기준을 마련하여 신탁업자의 확인을 받아야 한다(동법 제238조). 공정가액을 운용사가 자체적으로 평가함에 따라 사실상 부도기업이 발행하여 장부가액 매도가 불가능한 사모사채를 임의로 장부가격으로 평가하는 등의 문제가 최근 라임펀드 사례에서 확인되었고, 개정법은 일정규모 이상 사모펀드에 대하여 회계법인 등 제3자에 의한 외부감사를 의무화하도록 하였다(동법 제249조의8 제2항 제4호).

신탁업자는 공모펀드에 대하여 자산운용사의 운용지시 또는 운용행위가 법령, 규약, 투자설명서 등을 위반하는지 확인할 감시의무가 있으나(동법 제247조), 종래에는 신탁업자의 감시의무가 사모펀드에 적용되지 않았다. 그러나 기준가를 임의산정하여 펀드의 부실을 은폐하는 등 운용사의 부당행위가 발생함에 따라 운용사의 위법·부당행위를 가장 신속히 인지할 수 있는 신탁업자에 대하여 감시기능을 부여할 필요성이 제기되었고, 개정법에서는 일반투자자를 대상으로 하는 사모펀드에 대하여 신탁업자의 감시의무가 적용되도록 하였다(동법 제249조의8 제2항 제5호).

요컨대, 2021년 개정 자본시장법은 일반투자자가 참여한 사모펀드에 대하여 자산운용사의 투자정보 제공과 펀드재산 평가 관련 공정성 확보, 신탁업자의 부당 운용행위 감시 등을 통하여 투자자 보호를 강화하였다고 볼 수 있다.

3. 전문사모운용사 진입규제

사모펀드를 운용하는 자산운용사는 종래 공모펀드 운용시 요구되는 집합투자업 인가를 받아야 했으나, 사모펀드만을 운용하고자 하는 자산운용사에 대한 과도한 진입규제를 완화하기 위해 2015년 자본시장법 개정시 등록만으로 사모펀드 운용업을 영위할 수 있도록 하였다(동법 제7조 제6항 제3호). 등록제는 객관적 기준의 충족여부만을 평가하나, 인가제는 사업계획의 타당성 등 감독당국의 재량적·주관적 판단이 개입될 수 있는 점에서 차이가 있다.⁴⁵⁾ 투자자와 직접 채권·채무관계를 갖거나 투자자의 자산을 수탁하는 투자매매업, 투자중개업, 신탁업, 집합투자업은 인가제를, 투자자의 자산을 직접 수탁하지 않고 단순 투자조언 등의 업무만을 영위하는 투자자문업과 투자일임업 그리고 집합투자업중 전문사모 집합투자업에 대해서는 등록제를 채택하고 있다.⁴⁶⁾

2021년 개정 자본시장법상의 일반 사모펀드를 운용하기 위한 등록요건으로는 자기자본 10억원 이상, 상근 투자운용인력 3명 이상, 전산설비 및 통신수단 구비, 운용사와 투자자간 또는 투자자들 상호간의 이해상충 방지체계 구축 등이 요구된다(동법 제249조의3 및 동법 시행령 제271조의2). 전문사모운용사의 등록유지를 위해서는 원칙적으로 등록 이후에도 등록요건을 유지하여야 하나, 자기자본요건은 최저자기자본의 70% 이상을 유지하면 된다(동법 제20조). 등록요건의 유지의무를 위반하는 경우 금융위원회는 등록을 취소할 수 있다(동법 제420조 제1항 제3호).

등록을 위한 자기자본 기준이 2015년 60억원에서 20억원으로, 2017년 다시 10억원으로 낮춰지면서 전문사모운용사의 수는 2015년말 20개에서 2020년말 251개로 크게 증가하였다. 같은 기간 전체 자산운용사 임직원수가 5000명 가량 증가한 데 비해 공모운용사는 2개사 증가하였다는 점을 고려하면, 자산운용 시장에 신규 진입한 전문사모운용사 231개사는 평균적으로 볼 때 20명 내외의 소규모 인력으로 운영된다고 볼 수 있다.

45) 한국금융연구원 등, “금융업 진입규제 개편방안 연구”, 금융위원회 정책연구용역보고서, 2017, 184면.

46) 금융감독원, 「금융감독개론」, 24~25면.

표1. 자산운용사 현황

구분	'15	'16	'17	'18	'19	'20
회사 수	93	165	215	243	292	326
전문사모운용사	20	91	140	169	217	251
공모운용사	73	74	75	74	75	75
임직원수	5,259	6,429	7,337	8,223	9,542	10,606

출처 : 금융위원회·금융감독원, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)”, 보도자료, 2020.4.27, 25면,
 금융감독원, “2020년중 자산운용회사 영업실적 (잠정)”, 보도자료, 2021.3.24, 2면.

2019년 금융당국은 등록취소 제도에 대하여 전문사모운용사의 자기자본 미달 여부에 대한 판단주기를 연 1회에서 월 1회로 단축하고, 퇴출유예기간을 1년에서 6개월로 단축하여 운영하였다. 2021년 개정 자본시장법은 등록말소 제도를 도입하여 부실한 사모운용사에 대하여 기존 1년 이상 소요되는 등록취소 조치보다 신속히 시장에서 퇴출되도록 하였다(동법 제20조의2). 구체적으로는 자기자본 유지요건 위반후 6개월 유예기간내 미충족, 등록후 1년간 영업미개시, 인력요건 6개월 미충족 등 검사절차 없이 확인가능한 객관적 사유에 해당하는 경우 금융소비자 피해발생과는 무관하게 금융위원회의 직권으로 전문사모운용사의 등록을 말소하도록 규정하였다. 또한 금융당국은 금융사고 발생 또는 법규위반시 손해배상책임을 고려하여 전문사모운용사에 대해서도 공모운용사와 같이 수탁고의 0.03%에 상당하는 금액을 손해배상을 위해 추가 적립하고 고위험 자산투자에 대응하여 자기자본을 추가 확충하도록 개선하였다.⁴⁷⁾ 부실 업체를 자산운용시장에서 적시 퇴출하여 ‘다산다사’ 체계를 구축한다는 것이 제도개선의 취지이나,⁴⁸⁾ 자산운용사의 증가로 업체간 경쟁이 심화되는 시장 상황에서 소규모 전문사모운용사가 법령상 요구되는 다양한 의무를 적정하게 이행할 가능성은 높지 않아 보인다.

47) 2021.3.18.시행 금융투자업규정(금융위원회고시 제2021-8호, 2021.3.18. 일부개정) 제4-40조.

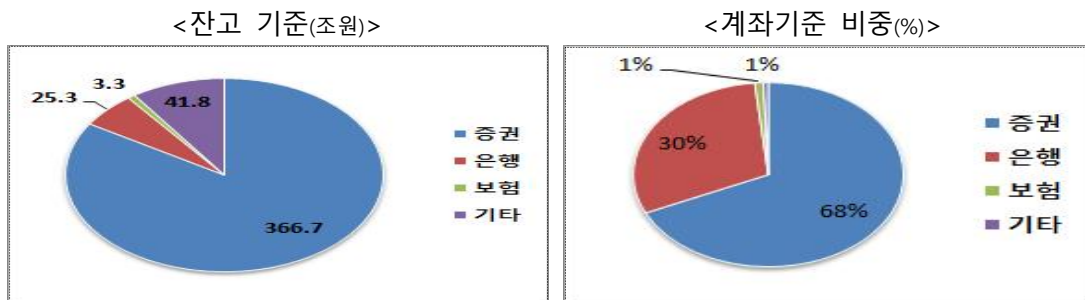
48) 금융위원회·금융감독원, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)”, 보도자료, 2020.4.27, 22면.

제4절 판매절차에 관한 규제

1. 사모펀드 판매자격

투자매매업이나 투자중개업의 인가를 받은 금융회사가 자산운용사와 위탁판매 계약을 체결하고 사모펀드를 판매한다. 주로 증권회사와 은행을 통해 판매가 이루어지는데, 개인투자자에 대해서는 사모펀드 판매잔고 대비 계좌수 비중이 높은 은행이 주된 판매창구 역할을 하는 것으로 보인다.

그림2. 헤지펀드 판매채널별 판매비중(19년말 기준)



※ 기타 : 운용사 직판, 단위조합, 우정사업본부 등

출처 : 금융위원회·금융감독원, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)”, 보도자료, 2020.4.27, 25면.

자격을 갖추지 못한 업자가 금융투자업을 영위하는 것을 금지함으로써 투자자를 보호하고 자본시장의 건전하고 공정한 질서를 유지하기 위해 자본시장법은 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 신탁업, 투자자문업, 투자일임업의 6개업으로 금융투자업을 구분하고, 투자자에게 미치는 위험의 크기를 감안하여 금융기능별 인가·등록체계를 도입하여 금융투자업의 진입을 규제하고 있다.⁴⁹⁾

자본시장법 시행령에서는 금융투자업의 종류, 금융투자상품의 범위, 투자자 유형에 따라 금융기능을 유형화하여 총 78개 인가·등록 업무단위로 세분하고 있으므로(동법 시행령 제15조 제1항 및 별표1), 은행·보험회사 등 겸영금융투자업자를 포함하여 금융투자업을 영위하려는 자는 업무단위중 전부나 일부를 선택하여 인가·등록을 신청할 수 있으며(동법 제12조 제1항), 기존 금융투자회사는 새

49) 한국금융연구원 등, 앞의 보고서, 184면.

로이 추가하려는 업무단위를 선택하여 변경 인가·등록을 받음으로써 업무영역을 확장할 수 있다.50) 모든 증권과 투자자를 대상으로 하는 투자매매업은 500억원, 투자중개업은 30억원으로 자기자본요건이 높은 수준이며 회사형태, 사업계획의 타당성, 임원, 대주주, 이해상충 방지체계 등 다양한 진입요건을 포지티브 방식으로 규정하고 있다.51) 현행법상 사모펀드를 적격일반투자자에게 판매하기 위해서는 집합투자증권을 판매하는 투자매매업의 자기자본 50억원 또는 집합투자증권을 중개하는 투자중개업의 자기자본 10억원이 요구되는데, 사모펀드 불완전 판매시 발생할 수 있는 손해배상금액을 고려하면 낮은 수준으로 보인다.

표2. 자본시장법상 인가·등록단위 매트릭스 요약

(단위: 억원)

코드	금융투자업 종류	금융투자상품 범위	투자자	자기자본					
1-1-1	투자매매업	인수포함	증권	일반+전문	500 ¹⁾				
1-11-1				채무증권	일반+전문	200 ¹⁾			
1-111-1				국공채	일반+전문	75 ¹⁾			
1-12-1		인수제외	증권	일반+전문	250 ¹⁾				
1-13-1				지분(집합제외)	일반+전문	50 ¹⁾			
11-1-1				집합투자증권	일반+전문	200 ¹⁾			
11-11-1		인수제외	증권	채무증권	일반+전문	80 ¹⁾			
11-111-1				국공채	일반+전문	30 ¹⁾			
11-112-1				사채	일반+전문	40 ¹⁾			
11-12-1				지분(집합제외)	일반+전문	100 ¹⁾			
11-13-1				집합투자증권	일반+전문	20 ¹⁾²⁾			
11r-1r-1				RP대상증권	일반+전문	60			
12-112-1				인수만	채무증권	사채	일반+전문	60 ¹⁾	
1-2-1				장외파생	증권	장내파생	일반+전문	100 ¹⁾	
1-21-1						주권기초	일반+전문	50 ¹⁾	
1-3-1		장외파생	증권			주권기초	일반+전문	900 ¹⁾	
1-31-1						주권외기초	일반+전문	450 ¹⁾	
1-32-1						통화·이자율기초	주권외기초	일반+전문	450 ¹⁾
1-321-1							일반+전문	180 ¹⁾	
1a-1-2	투자매매업 (ATS)		전문			300			
2-1-1	투자중개업 (RP중개)	증권 (증권)	일반+전문			30 ¹⁾			
2r-1-2			전문	5					
2-11-1			채무증권	일반+전문	10 ¹⁾				
2-12-1		지분(집합제외)	일반+전문	10 ¹⁾					
2-13-1		집합투자증권	일반+전문	10 ¹⁾					
2-2-1		장내파생	증권	일반+전문	20 ¹⁾				
2-21-1				주권기초	일반+전문	10 ¹⁾			
2-3-1		장외파생	증권	일반+전문	100 ¹⁾				
2-31-1				주권기초	일반+전문	50 ¹⁾			
2-32-1				주권외기초	일반+전문	50 ¹⁾			
2-321-1				통화·이자율기초	일반+전문	20 ¹⁾			

50) 금융감독원, 「금융감독개론」, 25면.

51) 한국금융연구원 등, 앞의 보고서, 185면.

코드	금융투자업 종류	금융투자상품 범위	투자자	자기자본
2a-1-2	투자중개업 (ATS)		전문	200
2i-11-2i	투자중개업 (장외채권중개)	증권 채무증권	전문	30
3-1-1	집합투자업	모든펀드	일반+전문	80 ¹⁾
3-11-1		증권펀드(MMF포함)	일반+전문	40 ¹⁾
3-12-1		부동산펀드	일반+전문	20 ¹⁾
3-13-1		특별자산펀드	일반+전문	20 ¹⁾
3-14-1	전문사모집합투자업	모든펀드	적격 ³⁾	20
4-1-1	신탁업	모든신탁재산	일반+전문	250 ¹⁾
4-11-1		금전만신탁	일반+전문	130 ¹⁾
4-12-1		금전제외신탁	일반+전문	120 ¹⁾
4-121-1		부동산신탁	일반+전문	100 ¹⁾
5-1-1	투자자문업	증권, 파생상품, 부동산, 예치금	일반+전문	8 ¹⁾
5-2-1		증권, 파생상품, 예치금	일반+전문	5 ¹⁾
5-3-1		부동산, 예치금	일반+전문	3 ¹⁾
6-1-1	투자일임업	증권, 파생상품, 부동산, 예치금	일반+전문	27 ¹⁾
6-2-1		증권, 파생상품, 예치금	일반+전문	15 ¹⁾
6-3-1		부동산, 예치금	일반+전문	12 ¹⁾

주1) 전문투자자만을 대상으로 하는 경우 1/2 경감 (코드 번호는 0-0-2 형태)

2) 자신이 운용하는 집합투자기구의 집합투자증권을 매매하는 경우 1/2 경감 적용

3) 자본시장법 제249조의2 각호의 투자자

출처 : 한국금융연구원 등, “금융업 진입규제 개편방안 연구”, 금융위원회 정책연구용역보고서, 2017, 187면.

2. 투자권유규제의 내용

자본시장법상 투자권유란 인가받은 금융상품판매자가 특정 투자자를 상대로 금융투자상품의 매매 또는 계약의 체결을 권유하는 것을 말한다(동법 제9조 제4항). 일반적으로 금융투자상품의 투자권유시에는 투자자 보호를 위하여 적합성 원칙, 적정성 원칙, 설명의무, 부당권유금지 등이 적용된다. 종래에는 자본시장법에서 규정하였으나 금융소비자 보호에 관한 정책을 일관되게 추진하기 위한 제도적 기반을 마련하기 위하여 「금융소비자 보호에 관한 법률」(이하 ‘금융소비자보호법’이라 한다)이 제정되면서 그 내용이 이관되었다.

적합성 원칙은 투자권유에 앞서 일반투자자 또는 전문투자자 여부를 확인하고, 일반투자자인 때에는 면담 등을 통해 투자목적·재산상태·투자경험 등을 파악하고, 파악된 투자자의 투자목적·투자경험 등에 비추어 적합하지 않은 투자권유를 해서는 안된다는 원칙이다(종래 자본시장법 제46조, 금융소비자보호법 제17조).

적정성 원칙은 일반투자자에게 계약체결을 권유하지 않고 파생상품 등의 판매 계약을 체결하려는 경우에는 면담 등을 통해 투자목적·투자경험 등을 파악하고,

그 결과 파생상품 등이 걱정하지 않다고 판단되면 그 사실을 경고하여야 한다는 원칙이다(종래 자본시장법 제46조의2 및 금융소비자보호법 제18조).

설명의무는 일반투자자에게 투자권유를 하는 때에는 금융투자상품의 내용과 투자에 따르는 위험 등 중요한 사항을 이해할 수 있도록 설명하고, 투자자의 합리적인 투자판단이나 해당 상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항을 거짓 또는 왜곡하여 설명하거나 중요사항을 누락해서는 안된다는 원칙이다(종래 자본시장법 제47조 및 금융소비자보호법 제19조).

부당권유금지는 투자권유를 함에 있어 불확실한 사항에 대하여 거짓의 내용을 알리는 행위, 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위 등이 금지됨을 의미한다(종래 자본시장법 제49조 및 금융소비자보호법 제21조).

2021.3.5. 금융소비자보호법 시행 이전에도 자본시장법에서 전문투자형 사모펀드 판매업자에게 투자자가 적격투자자인지 여부를 확인하도록 하였으나, 적합성·적정성 원칙은 적용되지 않음을 규정하면서 일반투자자가 적합성·적정성 원칙의 적용을 별도로 요청할 수 있음을 미리 알리도록 하였고(종래 자본시장법 제249조의4), 금융소비자보호법에서도 사모펀드의 특성을 고려하여 같은 내용을 규정하고 있다(금융소비자보호법 제17조 제5항 및 제18조 제4항).

3. 고위험 사모펀드에 대한 판매규제

기존에는 구조가 복잡하고 위험성이 큰 금융투자상품군에 대한 별도의 규제체계가 없었으나, 원금손실의 위험이 높고 투자자가 이해하기 어려운 고난도 금융상품에 대하여 해당 상품의 내용, 투자위험 등을 요약한 설명서를 내어 주도록 하는 등 일반투자자의 보호를 강화하기 위해 '고난도금융투자상품' 제도가 시행되었다.⁵²⁾

자본시장법 시행령은 고난도의 상품군을 별도로 정의하면서 개인투자자에게 판매시에는 핵심상품설명서 교부, 녹취·숙려제도 적용 등을 통해 투자자 보호를

52) 2021.5.10.시행 자본시장법 시행령(대통령령 제31441호, 2021.2.9. 일부개정) 제2조 제7호.

강화하였다(자본시장법 시행령 제68조 제5항 제2호의3). 고난도금융투자상품이란 최대 손실가능금액이 원금의 20%를 초과하고, 파생상품이 내재하는 등으로 기초자산의 특성·가격결정·손익구조 등에 대하여 투자자가 이해하기 어려운 파생결합증권, 파생상품 및 이들을 20% 초과하여 편입한 펀드를 의미한다(동법 시행령 제2조 제7호). 최대 손실가능금액이 원금의 20%를 초과하는 경우라도 주식·채권·부동산 등 실물자산을 투자대상으로하는 금융상품은 투자자의 이해가 어렵다는 기준에서 제외된다. 거래소에 상장된 금융상품은 투자자가 직접 자기판단으로 거래소를 통해 거래하는 점을 고려하여 고난도금융투자상품에서 제외되나, 상장된 상품이 펀드 등에 편입되는 경우에는 투자권유를 통해 투자자에게 판매되므로 일률적으로 고난도금융투자상품에서 제외하지 않고, 펀드재산의 특성·가격결정·손익구조 등에 대하여 투자자가 이해하기 어려운 경우에는 포함된다. 개별 상품이 이에 해당하는지는 금융회사가 1차적으로 판단하고, 해당여부가 불분명할 때에는 금융회사의 요청에 따라 금융투자협회에 판단을 의뢰하고, 금융투자협회가 이에 해당한다고 판단하면 금융회사에 통보하지만 해당하지 않는다고 판단하는 경우에는 금융위원회에 최종판단을 요청하도록 하였다.⁵³⁾ 판정절차를 마련하였음에도 '투자자의 이해'라는 불명확한 판단기준이 포함됨에 따라 1차 판단주체인 금융회사가 고난도금융투자상품이 아닌 것으로 인정하는 경우 개인투자자를 보호하기 위한 동 제도의 도입취지가 무색해질 가능성이 있다.

4. 불완전판매 구제를 위한 분쟁조정제도

불완전판매라는 용어는 법률적인 용어는 아니고 금융투자상품뿐만 아니라 은행·보험상품의 판매에서도 문제되는 폭넓은 개념으로, 금융투자상품의 판매와 관련해서는 자본시장법의 투자권유규제에 관한 적합성·적정성 원칙, 설명의무, 부당권유금지를 위반하는 경우를 통칭하는 의미로 사용되고 있다.⁵⁴⁾ 금융상품의 불완전판매에 대한 금융소비자의 피해회복을 위한 사후적인 구제장치로서 분쟁

53) 금융위원회·금융감독원, “고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안(최종안)”, 보도자료, 2019.12.12, 25~26면.

54) 이상훈, “불완전판매 사건에 대한 손해배상소송의 문제점 및 개선방안”, 기업지배구조연구48, 경제개혁연구소, 2014, 119면.

조정제도가 있다.

금융분쟁조정제도란 금융소비자가 금융회사를 상대로 제기하는 분쟁에 대하여 금융감독원이 조정신청을 받아 당사자의 주장과 사실관계를 조사·확인한 후 합리적인 조정안을 제시하여 당사자간 합의를 유도함으로써 소송을 통하지 않고 분쟁을 해결하는 자주적 분쟁해결 제도이다.⁵⁵⁾ 분쟁조정제도는 정보력의 열위에 있는 금융소비자를 보호하고 이해관계자 사이에 발생하는 금융분쟁을 합리적으로 조정하여 금융거래질서를 유지하는 역할을 한다.⁵⁶⁾ 금융분쟁조정위원회는 금융분쟁을 신속·공정하게 해결하기 위해 금융감독원에 설치된 분쟁조정기구로서 위원회의 조정안을 양 당사자가 수락한 경우에는 재판상 화해와 동일한 효력을 갖게 된다.⁵⁷⁾ 종래 「금융위원회의 설치 등에 관한 법률」에서 분쟁조정제도가 규정되었으나, 금융소비자보호법이 제정됨에 따라 그 내용이 이관되면서 종전보다 소비자의 권익보호가 강화되었다.

금융소비자보호법에서는 금융분쟁조정이 신청된 사건에 대하여 소송이 진행중일 때에 수소법원은 소송절차를 중지할 수 있도록 하고(동법 제41조), 일반금융 소비자가 조정을 신청한 2천만원 이하의 소액분쟁사건의 경우 분쟁조정절차가 완료되기 전까지는 은행, 보험회사 등 조정대상기관이 법원에 소송을 제기할 수 없도록 하여(동법 제42조) 금융소비자의 권리구제 관련 부담을 경감하였다.

금융감독원의 분쟁조정제도는 최종판단에 장기간이 소요되는 법원 판결에 비해 투자자 손해를 신속히 구제함으로써 금융소비자의 권익보호에 기여하는 측면이 크다. 그러나 금융소비자보호법 제정으로 금융소비자의 권익을 강화하였음에도 분쟁신청 당사자인 개인이 거대조직인 금융회사를 상대로 대등한 지위에서 금융분쟁을 해결하는 것은 현실적으로 여전히 어렵다. 2천만원 초과인 사건에 대해서는 분쟁조정 진행중 금융회사에 의해 소송이 제기되는 경우 수소법원이 소송을 중지하지 않으면 분쟁조정이 중단될 수 있다. 이 경우 전문조직과 자금이 뒷받침되는 금융회사는 소비자를 압박하여 자신들에게 유리하게 민사조정을 유도할 수 있는 반면에 금융소비자는 변호사 선임 등 소송비용을 이유로 소송대응 대신 당

55) 금융감독원, 「금융감독개론」, 462면.

56) 금융감독원, 「금융감독개론」, 453면.

57) 금융감독원, 「금융감독개론」, 462면.

장의 피해회복을 위해 민사조정제에 응함으로써 충분한 피해보상을 받지 못할 수 있다. 또한 분쟁조정이 종료된 후에도 금융회사가 조정결과를 수용하지 않고 같은 사안에 대해 유능한 변호사를 선임하여 소송을 제기하면 금융소비자의 피해구제금액이 분쟁조정보다 줄어들 가능성이 높으며, 구제금액의 불이익을 입지 않더라도 최소한 피해구제 완료시기는 늦춰지게 된다.

이런 이유로 일각에서는 현행 제도로는 불완전판매를 당한 피해자의 권리구제에 충분하지 않으므로 금융회사에 대하여 분쟁조정결정의 편면적 구속력을 부여하여야 한다는 주장이 제기된다.

편면적 구속력이란 금융소비자가 조정안을 수용하게 되면 상대방인 금융회사는 이에 구속되어 조정안을 거부할 수 없도록 하는 제도이다.⁵⁸⁾ 영국과 호주에서 편면적 구속력을 인정하고 있는데, 영국의 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA)에 근거하여 설립된 금융옴부즈맨서비스(Financial Ombudsman Services, FOS)의 분쟁조정결정안은 금융소비자를 구속하지 않으나, 신청인인 금융소비자가 조정결정을 수락하면 금융회사에 대하여 편면적 구속력을 부여한다(동법 제228조(5)). 호주의 경우 금융옴부즈맨서비스(Financial Ombudsman Services, FOS)에의 가입이 금융업 인가조건이고 금융회사가 이에 가입할 때에는 금융옴부즈맨서비스의 조정결정에 따를 것을 계약상 합의하여야 하므로, 조정결정에 사실상의 편면적 구속력이 인정되고 있다.⁵⁹⁾

금융감독원장은 분쟁신청이 있는 경우 당사자에게 그 내용을 통지하고 합의를 권고할 수 있고 이를 위해 당사자에게 의견의 진술 또는 자료의 제출을 요구할 수 있다(금융소비자보호법 제36조 제2항, 동법 시행령 제33조 제2항). 소속직원을 통한 금융회사 검사도 가능하나, 분쟁조정시 사실관계 확정을 위한 조사는 영장 등을 활용하는 수사나 행정상 강제조사에 비해 조사수단이 충분하지 못한 측면이 있으므로 사실관계 인정에 있어 오류가 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 한편으로는 금융회사에 대해서만 편면적 구속력을 인정하는 경우 금융회사는 분쟁사항에 대해 법원을 통한 재판받을 기회를 상실하여 헌법상 보장된 재판청구권이 침해될 수 있으므로 편면적 구속력 인정여부는 신중하게 판단하여야 한다.

58) 김윤정, “현행 금융분쟁해결제도의 평가 및 개선방안”, 기업법연구27(1), 한국기업법학회, 2013, 66면.
59) 서희석, “한국형 금융ADR의 제도 모델”, 법제연구44호, 한국법제연구원, 2013, 352면.

사모펀드의 투자자자격은 기관투자자 등 전문투자자와 3억원 이상을 투자하는 적격일반투자자로 제한된다(자본시장법 제249조의2 제2호, 동법 시행령 제271조 제2항). 최근의 사모펀드 불완전판매 사례에서 분쟁조정제도의 보호가 필요한 투자자는 금융회사와 대등한 지위에서 사기적 불완전판매에 대한 피해보상을 충분히 받지 못할 우려가 있는 금융소비자이며, 적격일반투자자중 개인투자자가 해당된다고 볼 수 있다. 이들은 금융회사가 분쟁조정결정을 수용하지 않을 경우 소송을 통해 피해구제를 받을 수 밖에 없어 피해구제금액과 구제시기에 있어 불이익을 받을 가능성이 높기 때문에 분쟁조정의 편면적 구속력이 인정된다면 실효적인 피해회복을 위해 큰 도움이 될 것이다. 다만, 편면적 구속력을 인정하는 경우에도 헌법 제37조 제2항의 기본권 제한의 범리에 따라 질서유지 또는 공공복리를 위한 목적으로 금융회사의 재판청구권을 필요최소한으로만 제한하도록 제도를 설계하여야 한다.

제3장 현행 사모펀드 제도의 문제점

제1절 사모펀드 불완전판매 사례 연구

1. 해외금리연계 DLF 사례

DLS(Derivative-linked Security)는 주식이나 주가지수 이외의 금리, 원유, 신용 등 기초자산의 가격변동에 따라 수익률이 결정되는 파생결합증권이며,⁶⁰⁾ DLF는 DLS를 편입한 펀드를 말한다. 최근 이슈화 되었던 ‘해외금리연계 DLF’란 독일 국채금리 등 해외금리에 연계된 파생결합증권(DLS)을 편입한 사모펀드로서 특정 국가의 금리를 추종하는 파생상품이라 할 수 있는데, 은행에서는 사모펀드의 형태로 판매함에 따라 개인투자자는 최소 억단위로만 동 상품에 투자할 수 있었다.

보통 DLS는 해당 상품이 설정하고 있는 기간까지 기초자산이 일정한 수준으로 유지되면 일정한 수익률을 보장하는 상품이다. 금리는 일반적으로 주식이나 유가 등의 지수보다는 비교적 변동성이 낮기 때문에 금리를 기초로 하는 DLS가 안정적이라 생각할 수도 있으나, 문제된 사모펀드는 금리가 일정 기준 이하로 떨어지면 원금의 100%까지도 손실이 가능한 구조로 설계되었다. 은행에서는 만기에 선진국의 국채금리가 마이너스로 내려가지 않기로만 하면 되는 안전한 상품이라는 점을 강조하며 개인투자자를 상대로 총 7,950억원 상당의 해외금리연계 DLF를 판매하였지만, 글로벌 저금리 추세속에 선진국의 금리수준이 마이너스를 기록하게 되자 개인투자자에게 큰 손실이 발생하게 되었다. 하나은행에서 판매한 영국과 미국의 CMS금리를 추종하는 DLF는 한때 약 50%의 손실률을 기록하였고, 우리은행에서 판매한 독일 국채금리 연계형 DLF는 투자금 전액을 잃을 수 있는 구간에 돌입하기도 하였다.⁶¹⁾

독일, 영국, 미국의 주요 금리와 연계된 DLF 210개가 설정되어 은행을 통해

60) 김화진, 「자본시장법 이론」, 박영사, 2015, 135면.

61) 금융감독원, “주요 해외금리 연계 파생결합상품 판매현황 및 대응방향”, 보도자료, 2019.8.20, 2면.

7,950억원이 판매되었는데, DLF 투자자 3,243명중 개인투자자가 92.6%로 대부분을 차지하였고, 개인투자자중 60대 이상은 48.4%였으며, ELF·DLF 등 유사한 투자상품에 대한 투자경험이 없는 투자자는 21.8%, 유사 투자경험이 1~5건인 개인투자자는 41.9%에 달하는 등 주로 파생상품 투자경험이 적은 고령의 개인투자자가 동 펀드에 가입하여 큰 손실을 입었다.⁶²⁾

표3. 해외금리연계 DLF 현황^(19.8.7.기준)

(억원, %)	총 판매액 (A)	만기상환 또는 중도환매 (손실 확정)			향후 만기도래 (현 금리수준 유지 가정)			총 손실액 (B+C)	총 손실률 (B+C)/A
		금액	손실액(B)	손실률	금액	손실액(C)	손실률		
獨 國채	1,255	850	△531	-62.5	405	△10	-2.5	△541	-43.2
英.美CMS	6,695	1,229	△564	-45.9	5,465	△772	-14.1	△1,336	-20.0
합계	7,950	2,080	△1,095	-52.7	5,870	△782	-13.3	△1,877	-23.6

출처 : 금융위원회·금융감독원, 「「고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안」 발표», 보도자료, 2019.11.14, 2면.

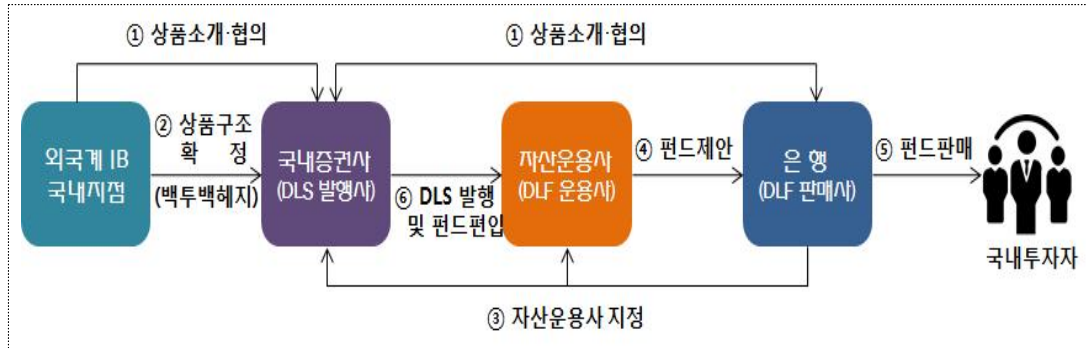
사모펀드 상품은 원칙적으로 자산운용사가 중심이 되어 펀드설정 협의가 이루어져야 하나, 해외금리연계 DLF의 경우 은행 창구를 통해 일반투자자를 대상으로 판매할 것임을 예정하면서 은행과 증권사가 중심이 되어 펀드상품을 개발하였다.⁶³⁾ 외국계 IB는 국내지점 등을 통해 증권사에 DLS상품을 소개하고, 증권사는 은행에 해당 상품의 판매를 제안하고, 은행은 만기·손실발생금리·약정수익률 등 DLS의 기본조건을 결정하여 증권사에 해당 조건의 DLS발행을 요청하고, 자산운용사는 증권사가 발행한 DLS를 1:1 매칭방식으로 사모펀드에 편입하였다.⁶⁴⁾ DLS 추가 발행시 은행은 4% 이상 일정 수준의 약정수익률로 발행될 수 있도록 증권사에 지속적으로 요청하고, 증권사는 외국계 IB와 협의하여 은행이 요청하는 상품조건을 설계하고 DLS를 계속하여 발행하였으며, 자산운용사는 사실상 동일한 편입자산과 운용방식을 가진 복수의 DLF를 발행사·약정수익률 등 일부 조건만을 변경하여 반복 설정하였다.⁶⁵⁾

62) 금융감독원, 「2019 연차보고서」, 2020, 160면.

63) 금융위원회·금융감독원, 「고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안(최종안)」, 보도자료, 2019.12.12, 3면.

64) 금융감독원, 「주요 해외금리연계 DLF 관련 중간 검사결과」, 보도자료, 2019.10.2, 6~7면.

그림3. 해외금리연계 DLF 상품 설계·제조·판매 절차 개요



출처 : 금융위원회·금융감독원, “고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안(최종안)”, 보도자료, 2019.12.12, 3면.

금융회사들은 이와 같은 과정을 통해 펀드를 시리즈로 설계·제조하고 은행은 해당 펀드를 주로 개인투자자에게 판매하였다.⁶⁶⁾ DLF판매은행은 경영계획에서 매년 DLF판매목표를 상향하여 제시하면서 영업본부에 실적 달성을 독려했음에도 자산운용사가 과거 금리추이를 기준으로 실시한 수익률 모의실험 결과를 자체 검증없이 판매직원 연수와 DLF판매시 활용하였다.⁶⁷⁾ 은행 본점에서는 수익률 모의실험 결과에 따르면 손실사례가 없었다는 점을 판매전략으로 이용하도록 하거나 목표 고객층을 단기간에 확정수익을 원하는 정기예금 선호 고객으로 선정하도록 영업점에 지시하였고, 일선 영업점에서는 DLF 관련 교육과 정보부족으로 인해 금리연계 DLF가 원금손실이 거의 없는 고수익 상품으로 오인될 수 있는 자료를 고객에게 배포하기도 하였다.⁶⁸⁾ 은행은 기초자산으로 사용된 해외금리가 마이너스에 진입한 상태에서도 상품구조를 계속 변경하여 투자자에게 약 4% 이상의 약정수익률을 유지하면서 지속적으로 DLF를 판매하였다.⁶⁹⁾

2019년 12월 금융감독원 금융분쟁조정위원회는 DLF를 판매한 금융회사에 대하여 40~80%의 배상을 결정하였다. 그간 불완전판매 분쟁조정에서 영업점 직원의 법규위반 행위를 기준으로 배상비율을 결정해왔으나, 금번 사안에서는 본점 차원

65) 금융감독원, 위의 보도자료, 6~7면.
 66) 금융감독원, 위의 보도자료, 5면.
 67) 금융감독원, 위의 보도자료, 11~13면.
 68) 금융감독원, 위의 보도자료, 16~17면.
 69) 금융감독원, 위의 보도자료, 9면.

의 과도한 수익추구 영업전략과 심각한 내부통제 부실이 대규모 불완전판매로 이어져 사회적 물의를 야기한 점까지도 최초로 배상비율에 반영하였다.⁷⁰⁾ 원칙적으로 기존 분쟁조정사례와 동일하게 적합성 원칙과 설명의무 위반에 대해 30%를 적용하되, 은행의 내부통제 부실책임 등을 배상비율에 20% 반영하고 초고위험상품 특성도 5%를 가산하여 기본배상비율을 55%로 정하였으며, 은행의 책임가중 사유와 투자자의 자기책임사유를 투자자별로 가감 조정함으로써 투자자별 최종 배상비율을 40~80%로 결정하였다.⁷¹⁾

이에 따라 은행직원이 먼저 전화하여 초고위험상품인 DLF를 ‘안전하고 좋은 상품’이라며 만기·이자율만 설명하고 위험성은 설명하지 않은 행위에 대해서는 피해자가 은행직원에게 비밀번호를 알려주며 자산관리 포트폴리오를 일임한 점을 고려하여 40%의 배상을 인정하였고, 은행직원이 투자자정보확인서의 투자자 성향을 ‘적극투자형’으로 임의작성하고 위험등급 초과 가입 확인서에 별도의 설명없이 서명하도록 하여 투자경험 없고 난청인 79세의 치매환자에게 DLF를 판매한 행위에 대해서는 은행에 엄정한 책임을 물어 분쟁조정사례중 가장 높은 수준인 80%로 배상비율을 결정하기도 하였다.⁷²⁾

2. 라임펀드 사례

라임 자산운용사는 다수 자펀드가 투자자로부터 모은 자금을 모펀드에 집중하고, 모펀드가 실제로 투자대상자산을 취득·운용하는 형태로 펀드를 운용하였는데, ‘19년말 기준 173개 자펀드에서 1조 6679억원의 환매 연기가 발생하였다.⁷³⁾ 환매 연기된 펀드는 개인투자자를 상대로 4,035개 계좌, 총 9,943억원이 판매되었으며, 은행에서 2,663계좌, 5778억원이 판매되고, 증권사에서 1,372계좌, 4,165억원이 판매되어 은행 판매비중은 계좌수 기준 66.0%에 달하였다⁷⁴⁾.

70) 금융감독원, 「2019 연차보고서」, 2020, 163면.

71) 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40%~80% 배상 결정”, 보도자료, 2019.12.5, 3면.

72) 금융분쟁조정위원회, “사모 파생결합펀드(DLF) 불완전판매로 인한 손해배상책임 여부(2019.12.5. 분쟁조정안건 제2019-7호 및 제2019-9호)”, 2020.1.15, e-금융민원센터 홈페이지 ‘분쟁조정사례’ 게시 자료.

73) 금융감독원, “라임자산운용에 대한 중간 검사결과 및 향후 대응방안”, 보도자료, 2020.2.14, 3면.

74) 금융감독원, 위의 보도자료, 4면.

표4. 라임펀드 환매연기 현황(19.12월말 기준)

구분	펀드명	주요 투자자산	설정액(억원)
해외투자 모펀드	플루토TF-1호	무역금융펀드(P-note)	2,438
	Credit Insured 1호	무역금융채권	2,949
국내투자 모펀드	플루토 FI D-1호	국내 사모사채	10,091
	테티스 2호	국내 메자닌(CB, BW)	3,207
합계(중복투자 제외)			16,679

출처 : 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 무역금융펀드 투자원금 전액 반환 결정”, 보도자료, 2020.7.1, 2면.

라임은 과도한 수익을 추구하기 위하여 유동성 위험에 대한 고려없이 비정상적인 펀드를 설계하여 운용하였는데, 장기의 비시장성 자산에 투자함에도 불구하고 개방형·단기 폐쇄형 구조를 채택하고, TRS⁷⁵⁾ 거래 등 레버리지를 활용하여 원금 이상의 자금을 사모사채 등 투명성이 결여된 비시장성 자산에 투자함으로써 펀드의 유동성 위험을 야기하였다.⁷⁶⁾ 또한 투자의사결정 과정에서 적절한 내부통제장치가 구축되어 있지 않아 운용책임자의 독단적 의사결정에 의한 위법행위가 반복적으로 발생하였는데, 특정 펀드의 손실발생을 회피하기 위해 타펀드 자금을 활용하여 부실자산을 인수하는 행위를 수차례 반복하였고, 일부 임직원은 직무상 얻은 정보를 이용하여 라임 임직원 전용 펀드 등을 통해 거액의 부당이득을 취득하기도 하였다.⁷⁷⁾

라임은 2017년 5월부터 신한금융투자 명의로 TRS레버리지를 이용하여 해외 무역금융펀드에 투자하였는데, 2018년 11월 라임과 신한금융투자는 주요 투자자산에서 부실이 발생한 사실을 인지하였음에도 부실발생 펀드를 정상 펀드와 합하여 모자형 구조로 변경(플루토TF-1호 모펀드 설립)하거나 해외에 특수목적법인(SPC)을 설립하여 부실자산을 장부가로 처분하는 등의 방법으로 부실을 은폐한 채 지속적으로 투자자에게 펀드(플루토TF-1호 모펀드에 투자하는 자펀드)를 판매

75) Total Return Swap : 투자금의 일정 배수를 금융회사로부터 차입하여 운용규모를 확대하는 스왑계약으로 TRS를 제공한 금융회사는 대출금을 우선 회수하고 투자수익은 펀드에 귀속되므로 투자자 입장에서는 수익률 뿐만 아니라 손실률도 레버리지 비율만큼 확대됨(금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 무역금융펀드 투자원금 전액 반환 결정”, 보도자료, 2020.7.1, 4면).

76) 금융감독원, “라임자산운용에 대한 중간 검사결과 및 향후 대응방안”, 보도자료, 2020.2.14, 7면.

77) 금융감독원, 위의 보도자료, 7면.

하였다.⁷⁸⁾

플루토TF-1호 모펀드와 관련하여 라임과 신한금융투자는 투자자산의 부실을 인지한 이후에도 부실을 은폐하고 은행 등이 펀드 판매를 지속하도록 하였으며, 그 결과 2018년 11월부터 2019년 7월까지 은행 등에서 판매된 펀드 1,611억원의 환매가 연기되었다. 사기적 판매의 대표적인 예로는 은행직원이 안전한 상품을 요청한 50대 직장인에게 라임이 허위·부실 기재한 투자제안서를 그대로 설명·교부하고 투자자정보확인서의 투자자성향을 공격투자형으로 임의기재하는 방법으로 판매 당시 이미 투자원금의 98%가 부실화된 펀드에 2억원을 가입하도록 한 사례를 들 수 있다.⁷⁹⁾

이에 대해 2020년 7월 금융감독원은 금융투자상품에 관한 분쟁조정사례중 최초로 펀드 판매계약을 취소하고 판매회사가 투자원금 전액을 반환하도록 민법상 착오에 의한 계약취소를 결정하였다.⁸⁰⁾ 계약체결 시점에 이미 투자원금의 최대 98%에 달하는 손실이 발생한 상황에서 운용사는 투자제안서에 수익률 및 투자위험 등 다수의 핵심정보를 허위·부실 기재⁸¹⁾하고 판매사는 투자제안서 내용을 그대로 설명함으로써 투자자의 착오를 유발한 것으로 인정하였고, 판매사의 허위 투자정보 설명, 투자자성향 임의기재, 손실보전각서 작성 등으로 인해 투자자의 합리적인 투자판단 기회가 박탈된 점을 고려할 때 투자자에게 중과실이 있다고 보기는 어렵다고 판단하였다.⁸²⁾

한편, 플루토TF-1호 모펀드 이외의 라임 관련 분쟁조정에 대해서는 판매회사의 책임에 따라 배상책임을 차등 적용하는 결정을 하였다. KB증권에 대해서는 60%의 기본배상비율을 적용하여 투자자별 배상비율을 40~80%로 결정하였는데, 펀드

78) 금융감독원, 위의 보도자료, 9면.

79) 금융분쟁조정위원회, “수익증권 매매계약 취소에 따른 부당이득반환 책임(2020.6.30. 분쟁조정안건 제 2020-5호)”, 2020.8.31, e-금융민원센터 홈페이지 ‘분쟁조정사례’ 게시 자료.

80) 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 무역금융펀드 투자원금 전액 반환 결정”, 보도자료, 2020.7.1, 1면.

81) 부실이 발생한 해외 펀드에 40%를 투자하고 있는 모펀드 기대수익률을 6% 수준으로 기재, 모펀드자 ‘18.11월 설정되었음에도 ‘17.11월부터 연환산수익률 9.25%를 실현하고 있는 것으로 기재, 이미 환매 자금 돌려막기를 위해 모자형 구조로 변경하였음에도 해외 무역금융펀드에 직접 투자하는 것으로 수익 구조 도식화, TRS레버리지를 이용함에도 손실률이 레버리지 비율만큼 확대된다는 위험성 설명 미흡, 운송 사고 보험 등에 가입된 무역금융에만 투자한다고 기재하였으나 실제 보험가입 비율은 50%에 불과 등 총 11개 주요내용에 대하여 허위·부실 기재함(금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 무역금융펀드 투자원금 전액 반환 결정”, 보도자료, 2020.7.1, 4~5면).

82) 금융분쟁조정위원회, “수익증권 매매계약 취소에 따른 부당이득반환 책임(2020.6.30. 분쟁조정안건 제 2020-5호)”, 2020.8.31, e-금융민원센터 홈페이지 ‘분쟁조정사례’ 게시 자료.

판매사이면서 TRS도 제공한 KB증권은 더욱 강화된 투자자 보호 노력을 기울여야 했음에도 이를 소홀히 하여 다수의 피해자를 발생시킨 책임을 고려하여 해외 금리연계 DLF의 55%보다 높게 기본배상비율을 책정하였다.⁸³⁾ 또 다른 분쟁조정에서는 본점 차원의 투자자 보호 소홀 책임 등을 고려하여 우리은행 55%, 기업은행 50%로 기본배상비율을 책정하고 투자자별 배상비율을 최대 78%까지 결정하였고,⁸⁴⁾ Credit Insured 1호에 투자하는 자펀드를 판매한 신한은행에 대해서는 과도한 수익추구 영업전략, 내부통제 미흡 등을 고려하여 55%의 기본배상비율을 적용한 후 투자자별 배상비율을 최대 75%까지 결정하였다.⁸⁵⁾

3. 옵티머스펀드 사례

금융감독원은 라임펀드 사건 이후 주요 자산운용사의 운용실태 점검을 실시하고, 개인투자자 판매비중이 높은 운용사 10개에 대한 자금유출입 모니터링을 실시하였는데, 이 과정에서 옵티머스 자산운용사가 공공기관 매출채권 투자를 가장 하여 펀드투자자를 모집하고 펀드자금을 다르게 사용한 혐의가 파악되었다.⁸⁶⁾

2020년 7월 기준 옵티머스가 판매한 펀드는 46개, 5151억원이며, 개인투자자의 투자계좌는 982개로 84.2%, 개인투자자의 투자금액은 2,404억원으로 46.7%를 차지하는데, NH투자증권을 통한 개인투자자 판매가 884개 계좌, 2,092억원으로 대부분을 차지하였다.⁸⁷⁾

옵티머스는 펀드자금을 부동산 및 개발사업 등 위험자산에 투자할 목적이었음에도 투자제안서에는 비교적 낮은 금리를 제시하면서 공공기관 발주 확정 매출채권에 대하여 직·간접으로 투자하는 것처럼 기재하는 방법으로 투자자금을 모집하였다.⁸⁸⁾ 옵티머스 대표이사는 펀드자금 일부를 개인 계좌를 통하여 주식·파생상품 등에 투자하였고, 옵티머스는 금융감독원 검사과정에서 허위자료를 제출

83) 금융분쟁조정위원회, “사모펀드 불완전판매로 인한 손해배상책임 등(2020.12.30. 분쟁조정안건 제2021-11호)”, 2021.1.28, e-금융민원센터 홈페이지 ‘분쟁조정사례’ 게시 자료.

84) 금융분쟁조정위원회, “사모펀드 불완전판매로 인한 손해배상책임 등(2021.2.23. 분쟁조정안건 제2021-1호 및 제2021-3호)”, 2021.4.2, e-금융민원센터 홈페이지 ‘분쟁조정사례’ 게시 자료.

85) 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 라임 CI펀드 투자손실 배상 결정”, 보도자료, 2021.4.20, 3면.

86) 금융감독원, “옵티머스자산운용에 대한 중간 검사결과 및 향후 대응”, 보도자료, 2020.7.23, 2면.

87) 금융감독원, 위의 보도자료, 4면.

88) 금융감독원, 위의 보도자료, 7면.

하거나 자료를 은폐하는 등 정상적인 검사업무를 방해하기까지 하였다.⁸⁹⁾

2021년 4월 금융감독원은 NH투자증권이 판매한 옵티머스펀드 관련 분쟁조정 신청사건에 대해 라임펀드 사례와 같이 착오에 의한 계약취소를 결정하였다.⁹⁰⁾

공공기관의 기성공사대금은 관련 법규에 따라 5일 이내에 지급하기 때문에 옵티머스 펀드가 만기 6~9개월의 공공기관 매출채권에 투자하는 것이 불가능한 상황에서, 판매사인 NH투자증권은 자산운용사의 설명에만 의존하여 운용사가 작성한 투자제안서나 자체 제작한 상품숙지자료 등을 통해 공공기관 매출채권에 95%이상 투자한다고 설명함으로써 투자자의 착오를 유발하였다고 인정하고, 일반투자자가 공공기관 매출채권 투자 가능 여부까지 주의할 것을 기대하기 어려운 점을 고려할 때 투자자에게 중과실이 인정되지 않는다고 판단하였다.⁹¹⁾ 이에 따라 라임펀드 사례와 마찬가지로 옵티머스펀드 판매계약을 취소하고 판매회사가 투자원금 전액을 반환하도록 권고하였다.

제2절 제도 보완의 필요성

1. 불완전판매 사례의 문제점

해외금리연계 DLF 사례는 사모펀드 관계회사들이 투자자 보호를 소홀히하고 이익 추구에만 몰두함으로써 고령의 일반투자자에게 거액의 피해를 야기한 사건이라고 할 수 있다. 특히 그 개념상 소수의 투자자를 대상으로만 판매할 수 있는 사모펀드를 변칙적인 방법을 통해 다수의 개인투자자에게 판매한 점에서 사모펀드의 투자자를 소수로 제한하기 위한 방안에 대하여 검토할 필요가 있으며, 금융소비자에게 원금이 보장된다는 이미지가 강한 은행에서 일반인들이 이해하기 어려운 복잡한 금융상품을 제대로 된 설명없이 안전한 상품인 것처럼 판매한 점에서 현행 사모펀드 판매채널에 대하여 재검토가 요청된다.

89) 금융감독원, 위의 보도자료, 7면.

90) 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, 옵티머스펀드 투자원금 전액 반환 결정”, 보도자료, 2021.4.6, 1면.

91) 금융감독원, 위의 보도자료, 5면.

라임펀드와 옵티머스펀드 사례는 자산운용사가 사모펀드의 부실발생 사실을 불법적으로 은폐하거나 처음부터 투자대상을 허위로 고지함으로써 투자자를 기망한 사건으로써 투자자의 자금을 운용하는 자산운용사의 내부통제 부실이 야기할 수 있는 위험성이 적나라하게 드러난 사건이라고 할 수 있다. 최근 금융당국은 앞서 기술한 바와 같이 운용사가 사모펀드의 일반투자자에게 펀드현황에 대한 정보를 적정히 제공하도록 하고, 펀드자금을 관리하는 신탁업자에 대해서도 운용사를 감시하도록 하는 등 사모펀드가 투명하고 적법하게 운영되도록 제도를 정비하였다. 이와 함께 사모펀드 운용사의 자체적인 내부통제가 적정히 이루어지게 하기 위하여 물적·인적요건이 갖추어진 운용사만 사모펀드 시장에 진입할 수 있도록 하는 방안도 논의할 필요가 있다고 본다. 또한 분쟁조정결정의 법적 구속력이 인정되지 않음에 따라 사모펀드 판매계약을 취소하는 금융감독원의 조정결정에 대하여 판매회사가 불복하는 경우에는 피해자가 실효적인 구제를 받지 못하는 점에 대해서도 제도적인 개선방안을 고민할 필요가 있다.

2. 금융당국의 제도개선

금융당국은 사모펀드 사례에 대한 대응으로 공모판단 기준 강화, 사모펀드 자산운용회사 및 판매회사의 책임 강화, 고위험 투자상품의 투자자 보호 강화 등 제도개선 방안을 발표하였고 이를 반영한 자본시장법령이 2021년 개정되었다.

첫째, 실질적인 공모상품이 사모형식으로 발행·판매되지 않도록 ‘통합’과 관련된 공모판단 기준을 강화하였다. 증권의 기초자산과 손익구조가 유사한 경우, 여러 운용사가 설정한 펀드를 특정 판매사가 판매한 경우에 대해서도 원칙적으로 공모로 판단하도록 개정하였다(동법 시행령 제129조의2).

둘째, 자산운용사의 내부통제를 강화하는 등 사모펀드와 관련된 금융회사의 위험관리를 강화하였다. 운용규모 2천억원 이상의 모든 자산운용사는 내부통제·위험관리 이행내역을 감독당국에 보고하도록 하는 한편(동법 시행령 제271조의10 제6항) 운용규모 2천억원 미만 운용사의 이행내역은 금융투자협회가 자율점검하고 취약회사에 대해 컨설팅을 실시하도록 하는 등 자율규제를 강화하였다.⁹²⁾ 감

독당국 보고사항에 펀드구조·투자대상자산 현황 등과 관련된 운용위험, 위험관리방안을 추가하면서 운용사의 보고주기도 분기로 단축하였다(동법 시행령 제271조의10 제6항 및 제7항, 금융투자업규정 제7-41조의6). 또한 판매회사로 하여금 적격일반투자자에 대한 사모펀드 판매시 핵심상품설명서를 제공하도록 하고(동법 제249조의4 제4항), 펀드의 자산운용행위가 핵심상품설명서에 부합하는지 여부를 사후에 점검하도록 하는(동법 제249조의4 제3항) 등 자산운용사의 불합리한 운용행위에 대한 판매회사의 견제책임을 강화하였다.

셋째, 고위험 투자상품에 대한 투자자 보호를 강화하였다. 최대 손실가능금액이 원금의 20%를 초과하면서 투자자가 이해하기 어려운 펀드 등을 '고난도금융투자상품'으로 별도로 정의하였는데(동법 시행령 제2조 제7호), 동 상품에 해당하는 경우 개인투자자에게 판매시 투자자의 연령, 투자적합성 여부를 불문하고 판매과정이 녹취되고 투자자가 다시 생각해서 청약철회할 수 있는 2일 이상의 숙려기간이 부여된다(동법 시행령 제68조 제5항 제2호의3). 또한 사모펀드에 투자가 가능한 적격일반투자자의 최소투자금액 기준을 1억원에서 3억원으로 상향하였다(동법 시행령 제271조 제2항).

금융당국은 개정 자본시장법이 일반투자자 대상 사모펀드의 투자자 보호장치를 대폭 강화함으로써 판매·운용 전반에 걸쳐 판매회사·신탁회사 등에 의한 투자자 보호체계가 구축됨에 따라 투자자의 올바른 투자판단이 이루어지고, 펀드 설정·운용에 관하여 시장의 자율적인 위험관리도 가능해질 것이라는 기대를 밝혔다.⁹²⁾ 자산운용의 자율성은 보장하면서도 운영구조 및 일반투자자 보호에 관한 일부 취약점에 대하여 부분적 보완을 추진하는 제도개선의 방향성은 적절하다고 판단된다.

다만, 규제제도를 개선함에 있어 현실의 금융소비자는 항상 합리적이진 않다는 점을 감안하여야 한다. 금번 사모펀드 사례는 투자자산의 부실화사실 은폐, 상품의 위험성에 대한 허위 설명 등이 행해진 사기적 판매행위로 볼 수 있지만, 은행에서 '투자'상품을 가입한 후 손실이 발생했다는 이유만으로 판매은행에 손해배

92) 금융위원회·금융감독원, "사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)", 보도자료, 2020.4.27, 8면.

93) 금융위원회, "사모펀드 투자자보호 강화 및 체계개편을 위한 「자본시장법 개정안」 국회 본회의 통과", 보도자료, 2021.3.24, 5면.

상책임을 묻는 것을 당연시하는 투자자들이 일부 존재하는 것도 사실이다. 자신이 결정한 투자결과를 온전히 받아들이는 건전한 투자문화 확립이 궁극적인 해결방안이 될 것이나, 이는 사회구성원의 의식 제고를 요하는 장기간의 과제이므로 투자문화가 성숙되기 전까지는 평균적인 투자자의 인식수준에 맞는 규제가 필요할 것이다. 다른 한편으로는 투자자 보호측면에 치중할 경우 금융회사에 대한 규제의 강도가 높아져 성장기업에 대한 모험자본 공급이라는 사모펀드의 순기능이 원활하게 작동하지 않게 되는 점을 고려하여 사모펀드 시장의 위축을 초래하지 않으면서 투자자를 보호할 수 있는 방안을 강구하여야 한다.

3. 사모펀드 특성을 고려한 규제 개선 방향

사모펀드의 본질은 '소수의 투자자'로부터 자금을 모아 '자산운용의 자율성'을 보장함으로써 고수익을 추구하는 것이다.⁹⁴⁾ 자본시장법은 '소수의 투자자' 개념에 대하여 제9조 제19항에서 '사모발행', '투자자총수' 100인 이하라는 요건을 통해 규정하고 있다. '자산운용의 자율성' 개념에 대해서는 집합투자증권 발행단계에서 운용전략을 공시하지 않도록 제9조 제19항에서 '사모발행' 요건을 두고, 펀드의 유지단계에서 공모펀드의 운용규제가 사모펀드에 적용되지 않도록 제249조의8 제1항에서 예외규정을 두는 방식으로 규정하고 있다. 그러나 '소수의 투자자' 개념에 대하여 '투자자총수' 100인 이하라는 직접적인 개념표지를 두고 있으므로 청약권유자를 49인 이하로 함으로써 잠재적 투자자수를 제한하는 '사모발행' 요건이 사모펀드의 법적 정의에서 필수적인 것인지 의문이 있다. 또한 집합투자증권 발행단계에서 운용전략을 공시하지 않기 위해 반드시 '사모발행' 요건을 두는 방식으로 규율하여야 하는 것은 아니고, 제249조의8 제1항에서 별도의 예외규정을 두는 것처럼 증권신고서 등 공시의무가 사모펀드에 적용되지 않도록 또다른 예외규정을 두는 방법으로 규율할 수도 있다. 자본시장법은 사모펀드 투자자 자격을 전문투자자와 3억원 이상을 투자하는 적격일반투자자로 제한하므로 보통의 일반투자자를 대상으로 증권을 발행할 때 적용되는 공모제도를 사모펀드에는 다

94) 정주호, 앞의 논문, 9면.

르게 적용할 여지가 있고, 공모제도를 완화하여 적용한다면 투자자 유치가 용이해짐에 따라 사모펀드 시장 활성화에 기여할 수도 있을 것이다.

사모펀드 운용사 진입규제 완화에 따라 투자자 보호를 위한 전문성이 부족한 자산운용사가 업계에 대거 유입되어 모럴헤저드 가능성이 커진 점이 사모펀드 투자자 피해를 야기한 원인이 되었다는 비판도 있다.⁹⁵⁾ 인가제에서 등록제로 변경한 목적은 전문사모운용사의 시장 진입 및 퇴출을 용이하게 함으로써 새로운 투자대상과 투자전략을 발굴하는 다양한 사모펀드 출현을 촉진하기 위한 것이나, 이는 시장의 기본적인 룰이 준수됨으로써 사모펀드 투자자가 최소한의 보호를 받는 것을 전제하는 것이다. 라임펀드의 독단적인 자산운용을 통한 펀드부실 은폐, 옵티머스펀드의 공공기관 매출채권 허위 투자행위 등은 고수익만을 추구하는 사모펀드 운용사가 시장질서의 근간을 침해할 수 있음을 보여주는 예시라고 할 수 있다. 자산운용사는 기본적으로 이윤 창출이 목적인 영리회사이므로 운용수익을 위해 투자자 보호를 등한시할 우려가 상존하고, 소규모 운용사의 경우에는 내부통제가 적정하게 작동하지 못할 위험이 크므로 투자자 피해를 야기할 가능성이 더 높다. 자산운용사 내부에서 최소한의 통제장치가 작동할 수 있도록 전문사모운용사의 등록요건을 강화하는 조치도 병행될 필요가 있다.

은행은 예금과 대출을 본업으로 하는 금융회사이지만 금융소비자가 접근하기 용이한 다수의 지점망을 통해 겸영업무로서 펀드·보험 등 투자성·보장성 상품도 판매하여 수수료 등의 수익을 얻고 있다. 은행직원들은 기본적인 여수신 업무 외에 별도의 교육을 받고 펀드 등을 판매하는데, 앞서 살펴본 사모펀드 사례에서 드러난 것처럼 기본업무만으로도 바쁜 은행직원이 복잡한 구조의 투자성 상품을 충분히 이해하고 고객에게 그 위험성을 적절히 고지하기를 기대하기는 어렵다. 반면에, 상품 판매실적이 높을수록 좋은 평가를 받는 은행권의 성과평가방식상 사모펀드 등 고위험 투자상품에 대하여 상세한 설명을 생략한 채 판매실적만 올리려는 유혹에 빠지기는 쉬울 것이다.

한편, 행태과학을 금융부문에 적용하는 행태재무학의 접근방법은 이성적으로 사고하면 올바른 판단을 할 수 있다고 설명하는 전통경제학과 달리 인간의 사고

95) 조선비즈, “[펀드사고잔혹사]③ 사모펀드 투자에도 진입장벽이 필요하다”, 2021.3.30.
(https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2021/03/29/2021032902110.html, 2021.6.27. 방문).

자체가 과거의 경험이나 임기응변식 방법으로 이루어지기 때문에 잘못된 판단이나 편향이 일어난다고 본다.⁹⁶⁾ 이와 같은 ‘제한된 합리성’을 인정하는 관점에서는 금융소비자를 일관적이고 합리적으로 효용을 극대화하는 경제주체이기 보다는 정보를 인식하고 활용하는 능력에 한계가 있는 존재로 여긴다. 따라서 금융소비자에게는 형식적인 정보제공이 아니라 그들이 실질적으로 이해할 수 있는 정도의 설명이 이루어져야 한다고 보거나,⁹⁷⁾ 투자자가 충분한 정보를 제공받았다고 하여도 잘못된 판단으로 피해를 보는 경우를 배제할 수 없다고 보기도 한다.⁹⁸⁾ ‘제한된 합리성’ 이론이 모든 금융소비자에게 보편적으로 적용된다고 단정할 수는 없지만, 사모펀드 사태에서 은행원 말만 믿고 면밀한 투자판단없이 거금을 투자한 개인투자자들은 이에 해당되는 금융소비자라고 볼 수 있을 것이고, 최소한 사모펀드 사례들을 통해 우리사회 금융소비자의 평균적인 투자판단 능력치가 그리 높지 않다는 점은 인정될 수 있다.⁹⁹⁾

고위험 투자상품의 판매현실과 금융소비자의 눈높이를 감안할 때 고난도금융 투자상품 등 일정비율 이상 원금손실이 발생할 수 있는 고위험 투자상품은 일반 투자자가 실질적으로 이해할 수 있도록 적절하게 설명할 수 있는 물적·인적 조직과 체계를 갖춘 별도의 채널을 통해 판매되도록 하는 것이 바람직하다고 본다.

다음 장에서는 사모펀드에 대한 공모규제의 적용, 전문사모운용사의 등록요건, 고위험 투자상품의 판매채널 등과 관련하여 사모펀드 일반투자자에 대한 실질적인 보호방안을 제시하고자 한다.

96) 안수현, “특집_ 자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제: 금융상품거래와 신뢰 -자본시장법상 투자권유 규제의 의의와 한계-”, BFL61, 서울대학교 금융법센터, 2013, 56면.

97) 원승연, “금융투자상품 시장에서의 금융소비자 보호 -제한된 합리성 개념을 중심으로-”, 소비자학연구 22(1), 한국소비자학회, 2011, 40~41면.

98) 안수현, 앞의 논문, 56면.

99) 한편 "2020 전국민 금융이해력 조사"(2021.3.30. 금융감독원·한국은행 공동 보도자료) 결과 우리나라 성인의 금융이해력 점수는 66.8점으로 OECD 평균인 62.0점을 상회한다고 발표된 바 있으나, 동 조사는 기본적인 금융개념을 묻는 수준으로(ex.친구에게 10만원을 빌려주었는데 친구가 다음날 10만원을 돌려 주었습니다. 이 경우 친구가 지불한 대출이자(는 얼마입니까?) 우리나라 금융소비자의 ‘투자판단능력’을 측정한다고 보기는 어려움.

제4장 사모펀드 제도 개선방안

제1절 투자자수에 근거한 사모펀드 개념 재정립

1. 사모펀드 개념표지의 의미

2021년 개정 자본시장법은 사모펀드 개념에서 투자자의 총수를 49인 이하에서 100인 이하로 확대하였다(동법 제9조 제19항). 기존에는 기관투자자를 제외한 전문투자자와 적격일반투자자를 합산하여 투자자수 49인을 산정하였으나, 개정법에서는 기관투자자까지 포함하여 100인 이하로 산정하도록 하였다¹⁰⁰⁾. 펀드에서 ‘사모발행’이란 펀드설정시에 최초로 또는 펀드유지중에 추가로 집합투자증권을 발행할 때, 6개월 이내 모집에 의하지 않고 청약권유한 자를 합산하여 연고자·전문가 등을 제외한 49인 이하의 일반투자자를 대상으로 청약을 권유함을 의미하고, ‘투자자총수’ 100인 이하란 청약을 권유받고 이에 응함으로써 펀드에 투자한 최초청약자와 이들로부터 집합투자증권을 양수받은 자를 포함하여 펀드유지중 계속적으로 전문투자자와 적격일반투자자의 총수가 100인 이하일 것을 의미한다.

사모펀드가 집합투자증권 발행단계에서 투자자를 모집할 때에는 펀드 판매회사로부터 청약을 권유받고 이에 참여한 최초청약자들만으로 투자자가 구성된다. 집합투자증권의 발행단계에서 펀드 판매회사가 50인 이상에게 청약을 권유하더라도 그들중 실제로 사모펀드에 청약하는 투자자는 50인에 미달할 수도 있는 반면, 판매회사로부터 청약을 권유받지 않았으나 지인·SNS 등을 통해 투자정보를 인지하고 청약에 참여하는 일반투자자가 있다면 49인 이하에 대하여 청약을 권유하더라도 사모펀드의 투자자가 50인 이상이 될 수도 있다. 현행 사모펀드 개념 정의는 ‘사모발행’을 요건으로 함에 따라 청약권유자수로 공모와 사모가 구분되

100) 금융위원회, “사모펀드 투자자보호 강화 및 체계개편을 위한 「자본시장법 개정안」 국회 본회의 통과”, 보도자료, 2021.3.24, 5면.

므로 전자는 공모펀드, 후자는 사모펀드에 해당한다.¹⁰¹⁾ 그러나 이 경우 사모펀드에 참여하여 실질적인 이해관계를 갖는 일반투자자는 후자의 경우가 더 많으므로 펀드의 자산운용과 관련된 자본시장법의 규제를 적용할 필요성은 후자가 더 크다.

사모펀드는 최초 설정단계 뿐만 아니라 유지단계에서도 '투자자총수'가 100인 이하일 것을 요한다. 이는 최초청약자의 수가 100인 미만이거나 최초청약자가 펀드를 환매하여 투자자에서 제외되는 경우 집합투자증권의 추가 발행을 통해 100인까지 투자자를 유치할 수 있고, 투자자총수 100인 이내에서 최초청약자가 보유 증권을 다수에게 분배하거나 증권을 분할하여 양도하는 것이 가능함을 의미한다. 그러나 '사모발행' 요건이 존재함에 따라 청약권유를 할 수 있는 일반투자자는 6개월간 합산하여 49인 이하여야 하고, 사모펀드가 최초로 투자자를 모집할 때에는 투자자금을 최대한 모으기 위해 허용한도인 49인까지 청약을 권유할 것이기 때문에 새로운 일반투자자에게 청약을 권유하는 것은 6개월내에는 사실상 불가능하다. 또한 6개월이 경과한 후 추가로 증권을 발행하는 경우에도 추가 발행 이전 투자자를 포함하여 '투자자총수' 100인 이하 요건을 충족하여야 자본시장법 제9조 제19항의 사모펀드로서 공모펀드에 적용되는 자산운용규제를 면제받을 수 있다. 펀드업계도 사모펀드가 운용자금의 규모를 늘릴 수 있도록 사모펀드 투자자수를 산정할 때 '권유' 기준이 아니라 '가입자수' 기준으로 개선해 줄 것을 요구해왔다.¹⁰²⁾ 이는 일반적인 공모규제와 달리 청약권유자수에 관계없이 투자자수만으로 사모펀드를 규율해달라는 요청으로 해석할 수 있다. 사모펀드 투자자 보호와 사모시장 활성화의 관점을 조화롭게 고려하여 사모펀드의 개념정의를 재정립할 필요가 있다.

2. 외국의 사모펀드 규제와의 비교

미국은 업종별 규제원칙을 채택하고 있어서 사모펀드는 각 법률의 예외조항을

101) 김지환, “증권발행에 있어서 공모와 사모의 구별기준 및 사모발행제도의 개선방안에 관한 연구”, 금융법연구15(2), 한국금융법학회, 2018, 98면.

102) 한국경제, “사모펀드 투자자수 49인→100인으로 늘어나지만...”, 2018.9.28, (<https://www.hankyung.com/finance/article/2018092723281>, 2021.6.27. 방문).

이용하여 펀드의 연방증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission, 이하 'SEC'라 한다) 등록의무를 면제받음으로써 법적 규제로부터 자유로이 자산을 운용할 수 있다.¹⁰³⁾ 1933년 증권법(Securities Act of 1933) 제4조(a)(2)¹⁰⁴⁾ 및 SEC의 Regulation D에 의하면 지난 12개월간의 총 발행금액이 5백만 달러를 초과하지 않거나(Regulation D Rule504),¹⁰⁵⁾ 자위능력 있는 투자자(accredited investor¹⁰⁶⁾)를 제외한 일반투자자수가 35인 이하이거나(Regulation D Rule506(b)),¹⁰⁷⁾ 자위능력 있는 투자자만 모집하는 경우(Regulation D Rule506(c))¹⁰⁸⁾에는 사모발행에 해당하여 발행인의 SEC 등록의무가 면제된다.¹⁰⁹⁾ 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제12조(g)¹¹⁰⁾에 의하면 회계연도말 기준으로 자산이 1천만 달러를 초과하면서 지분증권의 소유자가 2천명 미만이거나 자위능력 있는 투자자를 제외하고 5백명 미만인 경우 발행인의 등록의무가 면제된다.¹¹¹⁾ 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940) 제3조(c)(1) 및 제3조(c)(7)¹¹²⁾에 의하면 사모의 방법으로 투자자를 모집하면서 출자자 수가 100명 이하로 유지되거나 적격매수인(qualified purchaser¹¹³⁾)으로만 출자자를 구성하는 경우 투자회사의 등록면제가 가능하다.¹¹⁴⁾ 사모펀드는 펀드지분을 모집할 때 또는 펀드유지중 위의 조건들을 충족시키면 SEC 등록의무가 면제되어 자산운용의 자율성을 보장받을 수 있다.

EU의 경우 대체투자펀드 운용자 지침(AIFMD)¹¹⁵⁾ 제4조(1)(a)에서 사모펀드를

103) Thomas Lee Hazen, 「The Law of Securities Regulation(fifth edition)」, Thomson West, 2006, p.748~754.

104) 15 U.S.C. §78c(a)(2).

105) 17 C.F.R. §230.504.

106) 자위능력 있는 투자자는 은행, 보험회사, 1940년 투자회사법에 의거 등록된 투자회사 등 기관과 일정요건을 갖춘 개인 등이 해당되고, 이 때 개인은 자연인으로서 배우자와 합산한 순자산이 1백만 달러를 초과하거나 최근 2년간 연소득이 20만 달러 내지 배우자와 합산하여 30만 달러를 초과하고 당해년도에도 같은 정도의 수입이 합리적으로 예상되는 개인이 포함됨(Regulation D Rule501[17 C.F.R. §230.501](a)).

107) 17 C.F.R. §230.506(b).

108) 17 C.F.R. §230.506(c).

109) Louis Loss · Joel Seligman · Troy Paredes, 「Fundamental of Securities Regulation(seventh edition)」, Wolters Kluwer, 2018, p.610~616.

110) 15 U.S.C. §78l(g).

111) Louis Loss · Joel Seligman · Troy Paredes, op. cit., p.816.

112) 15 U.S.C. §80-a-3(c)(1) 및 §80-a-3(c)(7).

113) 적격매수인이란 자연인으로서 5백만 달러 이상의 투자자산을 보유한 자와 자연인과 법인을 불문하고 총 2천5백만 달러 이상의 투자자산을 운용하는 자 등으로 자위능력 있는 투자자(accredited investor) 보다 더 엄격한 조건을 요구함(1940년 투자회사법 제2조[15 U.S.C. §80-a-2](a)(51)).

114) Louis Loss · Joel Seligman · Troy Paredes, op. cit., p.76~77.

포함하는 대체투자펀드를 공모펀드 지침(UCITS)¹¹⁶⁾의 적용대상이 아닌 것으로 규정하고, 제31조(6) 등에서 대체투자펀드의 운용자는 전문투자자(professional investors¹¹⁷⁾)에게만 대체투자펀드를 판매할 수 있도록 규정하고 있으므로,¹¹⁸⁾ 사모펀드는 일반투자자를 배제하고 전문투자자만 참여하는 펀드를 의미한다고 볼 수 있다.¹¹⁹⁾

일본의 금융상품거래법상 모집이란 50인 이상을 대상으로 새롭게 발행된 유가증권의 취득에 관한 청약을 권유하는 것을 말하고, 사모란 취득권유이지만 유가증권의 모집에는 해당하지 않는 것을 말한다(동법 제2조 제3항).¹²⁰⁾ 금융상품거래법은 제2조에서 증권·증서가 발행되는 제1항 유가증권과 증권·증서가 발행되지 않는 제2항 간주유가증권으로 유가증권의 종류를 구분한다.¹²¹⁾ 제1항 유가증권에 대한 사모는 50인 미만을 대상으로 청약권유하는 소인수 사모(동법 제2조 제3항 제1호), 적격기관투자자¹²²⁾만을 대상으로 청약권유하고 그 취득자로부터 적격기관투자자이외의 자에게 당해 유가증권의 양도가 금지되는 프로 사모(동법

115) DIRECTIVE 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

116) DIRECTIVE 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

117) 전문투자자란 전문적 고객(professional clients)으로 인정되거나 전문적 고객으로 취급받기를 신청한 자로서, 전자에는 투자은행, 여신기관, 보험회사, 연기금 등 기관투자자와 2천만 유로 이상의 자산, 4천만 유로 이상의 매출, 2백만 유로 이상의 자기자본중 두가지를 충족하는 투자회사가 포함되고, 후자는 고객의 투자자산 포트폴리오가 50만 유로 이상일 것, 투자에 대한 전문적 지식을 요구하는 금융부문에서 최소한 1년을 근무한 경력이 있을 것, 지난 네분기 동안 분기마다 상당한 규모로 10회 이상의 관련 거래를 했을 것의 세가지 요건중 최소 두가지를 충족해야 신청자격이 주어짐(대체투자펀드 운용자 지침(AIFMD) 제4조(1)(ag) 및 자본시장지침(MiFID-Directive 2004/39/EC) Annex II).

118) 대체투자펀드는 전문투자자에게만 판매할 수 있는 것이 원칙이나, AIFMD 제43조에 의하면 일반투자자에게 대체투자펀드를 판매하는 것은 회원국에 유보되어 있고, 회원국은 일반투자자에 대해 대체투자펀드를 판매하는 경우 전문투자자에 대한 판매시보다 더 엄격한 요건을 대체투자펀드 운용사 혹은 대체투자펀드에 대해 설정하는 것은 가능함(정대익, “특집_ 자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제: 유럽연합 대체펀드운용사지침(AIFMD)의 주요 내용”, BFL61, 서울대학교 금융법센터, 2013, 67면).

119) G Lehecka, “Analyzing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer”, E Ubl - Financial Stability Report, 2015, p.62.

120) 黒沼悦郎, 앞의 책, p.65~66.

121) 증권·증서에 표시된 권리는 유동성이 높다고 보아 유가증권 종류를 구분하였으나, 주권이 전자화되어 장부등록만으로 주식의 양도가 이루어지면 주식의 유동성은 훨씬 증가하므로 권리를 서면화하면 유동성이 높아진다는 판단은 더이상 통용되기 어려움(구로누마 에츠로우(권중호 역), 「일본 금융상품거래법 입문」, 피앤씨미디어, 2015, 20면).

122) 적격기관투자자란 유가증권 투자에 대한 전문적 지식 및 경험을 가진 자로서 유가증권관련업·투자운용업을 영위하는 금융기관, 유가증권잔고가 10억엔 이상의 법인·개인으로서 금융청장관에게 신고한 자, 외국법령에 의거 외국에서 유가증권관련업관련업·투자운용업을 영위하는 외국의 중앙은행·공공기관·법인으로서 금융청장관에게 신고한 자 등이 해당됨(黒沼悦郎, 앞의 책, p.72~73).

제2조 제3항 제2호 1)로 나뉜다. 반면에 펀드지분을 포괄하는 제2항 간주유가증권에 대한 사모는 새롭게 발행된 유가증권의 취득권유에 응하여 500명 미만이 당해 유가증권을 취득하는 것이라고만 규정함으로써 사모여부 판단시 청약권유자수를 요건으로 하지 않는다(동법 제2조 제3항 제3호, 동법 시행령 제1조의7의 2).¹²³⁾

미국은 사모펀드의 법적 규제 면제를 위해 각 법률상의 예외조항을 모두 충족해야 하므로 청약권유자수에 관한 요건과 투자자수에 관한 요건이 모두 요구된다고 할 수 있다. EU는 증권의 발행과 관련된 청약권유자수와 무관하게 청약권유대상자의 자격 요건만으로 사모펀드 개념표지가 구성된다. 일본은 주권 등의 일반적인 유가증권에 대하여 청약권유자수 요건과 청약권유대상자의 자격 요건으로 사모여부를 판단하는 것과 달리, 펀드지분에 대해서는 청약권유자수가 아닌 '투자자수' 요건만으로 사모여부를 판단한다. 통상적으로 펀드는 투자자의 수요를 파악하면서 내용을 확정해 나가는 방식을 취하는 경우가 대부분이므로 어느 시점이 취득의 권유에 해당하는지 판단하기 어렵기 때문에 일반적인 증권의 발행과 펀드지분의 발행을 다르게 규율하는 것이다.¹²⁴⁾ 우리 자본시장법도 일반적인 증권의 모집에 관한 개념정의 규정과 사모펀드에 관한 개념정의 규정을 별도로 두고 있으므로 일본이 펀드지분의 사모에 대하여 일반적인 증권과 다르게 규율하는 점을 참고할 수 있을 것이다. 일본처럼 실제 펀드지분을 취득한 투자자수를 기준으로 모집과 사모를 구분하게 되면 아무리 많은 자를 상대로 권유를 하더라도 취득자수만 제한함으로써 간단하게 사모를 유지할 수 있으며, 증권신고서 제출 전의 청약권유 금지에도 저촉되지 않게 되는 장점이 있다.¹²⁵⁾

3. 사모펀드 개념정의 재구성

사모펀드는 자본시장법 제9조 제19항의 '사모발행' 요건에 따라 일반투자자에 대해서는 6개월간 49인 이하에게만 청약을 권유할 수 있으므로 개정법에서 사모

123) 김지환, 앞의 논문, 92~94면.

124) 黒沼悦郎, 앞의 책, p.66.

125) 권중호, "일본의 투자신탁제도(CIS) -일본금융상품법 해설(2)-", 증권법연구8(1), 한국증권법학회, 2007, 292면.

펀드의 '투자자총수'를 100인으로 확대하였음에도 일반투자자의 투자참여 증대효과는 크지 않다. 청약권유자수를 49인 이하로 제한하는 현행 제도하에서는 사모펀드가 발행하는 증권을 취득하도록 청약권유를 받았으나 청약하지 않은 투자자가 있으면 그만큼 자금 조달규모가 작아지게 되고, 이는 DLF 사례처럼 사모펀드 운용사가 A사모펀드1호, A사모펀드2호 등 실질이 같은 유사한 구조의 사모펀드를 시리즈로 설정하게 하는 유인으로 작용하게 된다. 사모펀드 정의조항에서 '사모발행'이라는 요건을 삭제하고, '투자자총수' 요건으로만 사모펀드 개념을 정의한다면 이와 같은 공모규제 회피 유인을 차단함으로써 투자자의 보호를 강화할 수 있을 것이다.

공모펀드와 구별되는 사모펀드의 가장 큰 특징은 '소수의 투자자'만을 유치함으로써 '자산운용의 자율성'을 보장할 수 있다는 것이고,¹²⁶⁾ 사모펀드의 법적 요건을 설정함에 있어 이 점을 중요하게 고려하여야 한다. 사모펀드의 집합투자증권 발행단계에서는 청약을 권유받았으나 청약하지 않은 투자자 등으로 인해 청약을 권유받은 일반투자자가 49인 이하여야 한다는 '사모발행' 요건이 사모펀드 투자자수를 반영하지 못하고, 실제 청약에 참여한 자를 나타내는 '투자자총수' 요건이 사모펀드 고유의 속성을 반영하는 핵심적인 요소로 작동한다. 사모펀드의 유지단계에서도 투자자가 증권을 환매·양도하는 경우 '투자자총수' 100인 제한이 사모펀드의 성격을 계속 유지하는데 핵심적인 요소이고, 증권을 발행하는 경우가 아니므로 '사모발행' 요건은 사모펀드 여부를 판단하는 기준으로 작동하지 않는다. 따라서 '사모발행'을 요건으로 규정하지 않더라도 '투자자총수' 요건을 통해 사모펀드를 '소수의 투자자'만으로 구성되는 펀드로 규율할 수 있을 것이다.

자본시장법은 증권취득의 청약을 권유하는 경우의 투자자 보호를 위한 공모 제도를 제9조 제7항에 규정하면서, 사모펀드에 대하여 투자자총수가 100인 이하이며 집합투자증권을 '사모로만 발행'하는 것으로 제9조 제19항에서 정의하고 있다. 제9조 제19항의 '사모발행' 요건이 없더라도 제9조 제7항에 의해 펀드지분을 50인 이상에게 청약권유하는 경우 공모규제가 적용되므로, 펀드지분 발행단계에서 공모펀드에 적용되는 자산운용규제가 사모펀드에 적용되지 않도록 하기 위한 것이 제9조 제19항에서 '사모발행' 요건을 규정한 주된 이유인 것으로 보인다. 그

126) 정주호, 앞의 논문, 9면.

러나 자본시장법이 사모펀드유지중 공모펀드 운용규제가 배제되도록 제249조의8 제1항에서 예외규정을 두는 것처럼, 펀드지분증권 발행시에도 공모펀드 운용규제가 배제되도록 예외규정을 통해 규율하는 것도 가능하다. 결국 제9조 제19항의 ‘사모발행’ 요건은 사모펀드의 본질적인 요소인 ‘소수의 투자자’ 개념과 ‘자산운용의 자율성’ 개념을 구현하는데 필수적이지 않다고 볼 수 있다.

공모규제의 목적은 증권의 발행단계에서 정보접근능력이 부족한 불특정 다수의 일반투자자에게 청약을 권유하는 경우 투자판단에 필요한 정보를 투자결정 이전에 제공함으로써 투자자를 보호하기 위한 것이다.¹²⁷⁾ 수만명에게 청약을 권유하고 49인만 청약에 응한 경우에서 실제 투자자가 소수라고 투자판단정보를 공시할 필요성이 없는 것은 아니기 때문에 실제 청약으로 나아가지 않더라도 청약권유대상자가 50인 이상이면 공모규제를 통해 투자정보를 제공하도록 한 것이다. 그러나 사모펀드에서는 청약권유를 받는 자가 전문투자자를 제외하면 3억원 이상을 직접 투자할 수 있는 적격일반투자자로 한정되고 이들은 높은 위험을 감수하고 고액을 투자할 것을 스스로 선택하므로, 보통의 잠재적 투자자와 달리 공모규제를 통해 보호할 필요성이 상대적으로 낮다. 반면에 실제로 사모펀드에 참여한 투자자는 자유로운 운용전략을 통해 고수익을 얻을 목적으로 공모펀드의 운용규제를 적용받지 않는다는 점을 전제하고 사모펀드 투자를 결정한 것이므로 이들의 기대는 보호받아야 한다. 따라서 실질적인 이해관계자를 기준으로 공모펀드와 사모펀드를 구분되도록 하기 위해서는 청약권유자수에 관한 ‘사모발행’ 요건보다는 청약권유를 받고 실제 투자에 참여하는 ‘투자자총수’ 요건을 기준으로 사모펀드 여부를 판단하는 것이 바람직하다.

자본시장법의 사모펀드 정의에서 ‘사모발행’ 요건을 삭제하는 경우, 개인투자자 50인 이상에게 청약을 권유하여도 사모펀드로 인정되어 공모펀드의 운용규제를 적용받지 않을 수는 있으나 자본시장법 제9조 제7항의 ‘모집’에 해당되므로 추가적인 입법조치를 통해 공모규제가 배제되도록 하여야 한다. 입법적으로는 자본시장법 제9조 제19항의 사모펀드 정의규정에서 ‘사모로만 발행’한다는 내용을 삭제하면서, 사모펀드의 특례를 규정하는 제249조의8, 제249조의20에서 증권신고서 등 제출의무를 면제시키는 방식으로 규정함으로써 현재와 같이 사모펀드가 운용

127) 한국증권법학회, 「자본시장법 (주석서 I)」, 박영사, 2015, 583면.

전략을 공개하지 않고 자유롭게 자산을 운용할 수 있도록 규율할 수 있을 것이다. 또한 '사모발행' 요건을 삭제하게 되면 '사모'펀드라는 용어로 인해 개념적인 혼동을 야기할 우려가 있으므로 자본시장법의 '사모집합투자기구'를 '소수투자자 집합투자기구' 등으로 변경하는 방안도 고려할 수 있을 것이다.

이와 같이 모집에 해당하더라도 증권신고서 제출의무를 면제하도록 사모펀드를 규율하는 것이 사모펀드의 청약을 권유받은 적격개인투자자 보호에 미흡할 것으로 보이지 않는다. 실무상 일일이 파악할 수 없는 청약권유자수를 기준으로 하여 사모펀드의 일반투자자를 49인 이하로 제한하는 것은 최대한의 자금을 모집하길 원하는 사모펀드의 속성상 공모규제 회피 유인만 증대시킬 수 있고, 사후적으로 확인가능한 투자자수만으로 사모펀드를 규정하는 것이 사모펀드 판매회사와 투자참여자에게 명확한 공모판단 기준을 제시함으로써 사모펀드 시장 활성화에도 기여할 것이다.¹²⁸⁾ 또한 50인 이상에게 청약권유하여 공모에 해당하더라도 투자자수 제한에 따라 실제 자금을 투자한 적격일반투자자 수를 100인 이하로 통제할 수 있기 때문에 DLF 사례와 같이 시리즈형 펀드를 통해 수백명 이상의 개인투자자가 실질적으로 동일한 펀드에 가입하는 사례는 예방될 수 있다.

제2절 전문사모운용사 진입·퇴출 제도 정비

1. 현행 진입규제에 대한 평가

2015년의 사모펀드 규제완화는 시중의 부동자금에 투자기회를 제공하고, 국내 사모펀드에 대한 역차별을 해소하기 위한 취지였으나 결과적으로는 일련의 사모펀드 사태를 야기한 단초가 되었다고 할 수 있다. 특히 사모펀드 운용업자에 대하여 인가제에서 등록제로 개편한 이후 소규모 전문사모운용사가 급속하게 증가하였고, 전문성과 내부통제가 부족한 운용사들이 시장에 다수 출현하게 된 것이 최근의 사모펀드 불완전판매 사례를 야기한 하나의 원인이 되었다고 본다. 금융

128) 김지환, 앞의 논문, 97면.

당국은 이런 문제점에 대해 신속한 운용사 퇴출을 위한 등록말소 제도 도입 등 해법을 내놓았으나(자본시장법 제20조의2), 운용사의 위법·부당한 행위로 인한 투자자의 피해가 발생한 이후에 신속히 퇴출시키는 것보다 불법행위가 발생하지 않도록 사전적으로 제어하는 것이 중요하며, 이를 위해 내부통제장치가 적절하게 작동할 수 있는 운용사만 시장에 진입하도록 제한할 필요가 있다.

최근 개정된 자본시장법령에는 위법·부당한 운용행위를 방지하고 투자자 보호를 강화하기 위하여 사모펀드 운용사의 의무를 강화하는 개선사항들이 많이 포함되어 있다. 핵심상품설명서를 작성하여 판매회사에 제공하고(동법 제249조의4 제2항), 분기별로 자산운용보고서를 일반투자자에게 제공하여야 하며(동법 제249조의8 제2항 제2호), 감독당국 보고사항이 확대되고 보고주기가 단축되었고(동법 시행령 제271조의10 제6항 및 제7항, 금융투자업규정 제7-41조의6), 비시장성 자산비중이 높은 경우 개방형 펀드 설정이 금지(동법 제249조의8 제2항 및 제230조 제5항)되는 등 자산운용규제 또한 강화되었다. 변경된 제도를 개선취지에 부합하도록 적절히 이행하기 위해서는 충분한 운용인력과 준법감시인력이 확보될 것이 요구되나, 2015년 등록제 전환이후 신규로 시장에 진입한 임직원수 20명 수준의 전문사모운용사가 투자자 유치, 운용수의 창출과 동시에 이와 같은 각종 투자자 보호의무를 실효성있게 준수할 수 있을지는 의문이다.

또한 최근 제도개선 내용중에는 운용규모 2천억원 이상의 공모·사모 자산운용사는 내부통제·위험관리 이행내역을 감독당국에 보고하는 반면, 운용규모 2천억원 미만 운용사는 금융투자협회가 내부통제·위험관리 이행내역을 서면 점검하고 취약회사에 대하여 사전컨설팅 중심의 현지조사를 실시하는 등 협회의 자율규제 기능을 활성화하는 것이 포함되어 있다.¹²⁹⁾ 그러나 금융감독원의 사모펀드 전담 감독·검사 인력이 10명 수준이고, 금융투자협회의 전문사모운용사 지원 업무 및 자율규제 인력도 10명 수준에 불과하다. 이들이 2020년말 기준 251개의 전문사모운용사를 대상으로 위법·부당한 운용사의 업무를 적발하고 컨설팅을 통해 개선해 나가는 것은 현실적인 어려움이 있다. 핀테크 등 다양한 금융영역에 대한 감독수요는 증가하는 반면 예산부족 등의 이유로 인력보충은 쉽지 않은 상황을 고려할 때 효율적인 시장감독 측면에서도 전문사모운용사의 수를 줄일

129) 금융위원회·금융감독원, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)”, 보도자료, 2020.4.27, 23면.

필요가 있다.

2. 전문사모운용사 등록·유지 요건 강화

금융당국은 라임펀드의 대규모 환매 연기 등을 계기로 사모펀드 전반에 대해 실태점검을 실시하였는데, 대부분의 펀드는 라임 등과 같은 위험한 운용형태나 투자구조를 갖고 있지 않은 것으로 발표하였다.¹³⁰⁾ 또한 2020년말 기준 전체 사모펀드 규모 438.5조원중 환매 연기로 소비자 피해가 발생한 펀드규모는 6.8조원으로 1.5% 수준이다.¹³¹⁾ 사모펀드가 자본시장에 기여할 수 있는 역할을 긍정적으로 평가한다면, 사모펀드업계 전반의 문제가 확인되지 않은 상황에서 종래의 인가제로 회귀하는 것은 투자자 보호의 효과보다 사모펀드 시장을 위축시키는 역효과가 클 것이다.

전문사모운용사에 대한 등록제를 유지하되, 소규모 운용사 난립 방지와 제한된 감독자원의 효율적 활용을 위해 등록요건을 강화할 필요가 있다고 본다. 예를 들어 자기자본 10억원 이상, 상근 투자운용인력 3명 이상의 현행 등록요건을 자기자본 30억원 이상, 운용역 5명으로 강화하고, 추가로 준법감시인력을 3명 이상 갖추도록 하는 요건을 신설하는 방안을 통해 기존보다 전문사모운용사의 내부통제를 강화할 수 있는 여건을 마련할 수 있을 것이다. 라임·옵티머스펀드 사례에서 운용사는 투자자산의 부실을 감추기 위한 독단적인 자산운용, 투자대상 허위고지 등 위법행위를 자행하였음에도 책임자급의 전횡에 대하여 최소한의 통제절차도 이루어지지 못한 것으로 보인다. 운용사가 투자중인 자산의 손익현황과 향후 투자할 자산 등에 관한 허위자료를 투자자들에게 제공하였음에도, 투자판단자료의 진위여부에 대한 운용사 내부의 검증이 전혀 이루어지지 않았다. 펀드자산을 관리하는 신탁업자에게 운용사에 대하여 감시하도록 하고(동법 제249조의8 제2항 제5호), 펀드 판매회사에게 투자자에게 교부된 핵심상품설명서대로 운용행위가 이루어지는지 사후적으로 점검하도록 하는(동법 제249조의4 제3항) 등 개정

130) 금융위원회·금융감독원, 위의 보도자료, 3면.

131) 금융감독원, “신속한 피해 회복과 사모펀드 시장의 안정화를 위해 계속 노력해 나가겠습니다.”, 보도자료, 2021.3.22, 3면.

자본시장법은 사모펀드 운용사에 대한 외부적인 통제장치를 구비하였으나, 투자자 피해를 근절하기 위해서는 자산운용사의 위법·부당행위를 내부에서 차단하기 위한 감시장치를 마련할 필요가 있다. 자산운용사의 경영판단상 중요사항과 운용업무에 대하여 1차적인 감시기능을 수행할 수 있는 준법감시인력을 전문사모운용사의 등록요건으로 규정함으로써 불법적인 운용행위가 재발되지 않도록 하는 최소한의 제도적 환경은 조성할 수 있을 것으로 본다. 등록요건을 강화할 경우 최저자기자본의 70% 이상을 요구하는 등록유지 요건도 함께 강화되므로 이를 충족하지 못하는 기존 소규모 자산운용사에 대해서는 새로 도입된 등록말소 제도를 적극적으로 활용하여 신속히 퇴출하거나, 일정기간의 유예기간을 부여하여 시장에서 자진 폐업 또는 합병하도록 유도함으로써 사모펀드 운용시장 전반에 투자자 보호장치가 충실하게 작동되도록 할 수 있을 것이다.

제3절 고위험 투자상품 판매자격 강화

1. 고난도금융투자상품 제도의 한계

최대 손실가능금액이 원금의 20%를 초과하면서 투자자가 이해하기 어려운 금융상품을 별도로 규정하는 ‘고난도금융투자상품’ 제도는 사모펀드 등 고위험 투자상품과 관련하여 일반투자자에 대한 보호를 강화하였다. 그러나 제도 도입의 직접적인 시발점이 된 해외금리연계 DLF는 고난도금융투자상품에 포함될 수 있겠지만, 20%이상 원금손실이 가능함에도 주식 등 실물자산을 투자대상으로 하는 사모펀드, 상품구조가 복잡하더라도 거래소에 상장된 상품의 경우 고난도금융투자상품에서 제외된다. 실물자산에 투자하는 사모펀드라도 투자대상과 손익구조가 복잡하게 설계된 경우 일반투자자가 합리적인 투자판단을 할 수 있을 만큼 충분히 이해할 수 없는 경우가 있고, 거래소에 상장됨에 따라 상품의 구조 등이 거래소를 통해 공시되더라도 파생상품이 내재되는 등으로 손익구조에 대한 이해가 어려운 경우 등 상품에 대한 공시자료를 일반투자자가 상세히 이해한다고 단정

할 수 없다. 금융투자상품 영역에서는 제한된 합리성으로 인한 금융소비자 보호 문제가 가장 현저하게 발생할 수 있다는 점을 고려할 때¹³²⁾ 신설된 고난도금융투자상품 규제의 효과로 제2의 DLF 사례가 다시 발생하지 않을 것이라고 보기 어렵다.

DLF 사례가 제도적인 측면에서는 사모펀드의 설정·운용·판매와 관련하여 일반투자자 보호가 미흡하였다는 점에서 야기되었다고 볼 수 있지만, 일반투자자들이 수익률에 집착하여 투자상품에 대해 제대로 알지 못한 채 거액을 투자한 점도 중요한 요인으로 작용하였다. 투자의 속성은 이익과 손실이 모두 실현가능하다는 것이다. 사모펀드는 손실발생이 가능한 투자상품임이 분명하지만, 원금이 보장되는 예금상품을 취급하는 은행에서 판매한다는 점이 일반투자자가 사모펀드 가입을 결정함에 있어 큰 부분을 차지했을 것이라고 본다. 이런 측면을 고려할 때 실물자산에 투자하는 사모펀드, 거래소 상장 금융상품 등을 포함하여 고위험 투자상품을 일반투자자에게 판매할 수 있는 자격을 제도적으로 제한함으로써 투자자의 보호를 강화할 필요가 있다.

2. 고난도금융투자상품 전담 판매채널 마련

금융상품의 일반투자자 판매에 있어서 고난도금융투자상품의 개념범위를 명확히 하고, 그 판매행위를 내부통제체계가 적절히 구비된 대형 금융회사인 종합금융투자사업자만 가능하도록 개선하는 방안을 제안한다. 개정법에서 고난도금융투자상품 제도를 도입한 것은 일반투자자의 보호를 위하여 고위험 투자상품을 별도로 규제하고자 하는 취지로 보인다. 그러나 고난도금융투자상품은 '투자자가 이해하기 어렵다'는 추상적인 개념이 사용되고, 동 상품에 해당하는지 여부를 1차적으로 금융회사가 판단함에 따라 그 범위가 다소 불명확한 측면이 있다. 금융회사와 일반투자자에게 명확한 기준을 제공하기 위하여 객관적인 요건만으로 개념을 규정하는 것이 바람직하다. 금융공학과 투자전략의 발달로 금융투자상품의 종류와 구조가 점점 다양해지고 있으나, 기초자산과 손익결정 요인에 따라 투자

132) 원승연, 앞의 논문, 36면.

자에게 판매되기 이전의 상품 설계단계에서 손실가능비율은 확정될 수 있다. 또한 이론적으로는 주식·채권·부동산 등 실물자산도 100% 원금손실이 가능하므로 고위험 투자상품을 적정범위로 한정하기 위해 자산가격의 실제 변동내역을 고려할 수 있다. 고난도금융투자상품에 대하여 최대 원금손실 가능비율, 일정기간내 투자자산의 최대 손실비율 등 정량적으로 확인가능한 객관적인 요건만을 기준으로 개념을 구성하고, 다른 추상적 요건을 규정하지 않는 대신 그 기준을 20%에서 일정수준 상향하는 방법을 생각할 수 있다. 예를들어 '최대 원금손실 가능비율이 30%를 초과하고, 최근 5년내 투자자산 최대손실이 30%를 초과하여 발생한 투자상품' 등으로 명확하게 규정함으로써 고난도금융투자상품 제도의 원활한 작동을 도모할 수 있을 것이다.

종합금융투자사업자는 신용공여, 지분투자, M&A 등 종합적인 기업금융업무를 수행하는 금융회사로서 자기자본 3조원 이상, 위험관리·내부통제체계 구비 등 물적·인적요건을 갖춘 증권회사의 신청으로 지정되는데(자본시장법 제77조의2), 2019년 8월 하나금융투자가 지정되면서 자기자본 3조원 이상의 종합금융투자사업자는 신한금융투자, 미래에셋증권, NH투자증권, 한국투자증권, 삼성증권, KB증권, 메리츠증권, 하나금융투자 등 8개 증권사가 있다.¹³³⁾ 사모펀드 판매회사는 개정법에 따라 펀드의 자산운용 행위가 핵심상품설명서에 부합하는지 여부를 사후적으로 점검하는 등 강화된 규제를 적용받게 되므로 그런 규제를 적정히 준수할 수 있는 능력을 갖춘 회사만 사모펀드를 판매하도록 제한할 필요가 있고, 대형 금융회사인 종합금융투자사업자는 그런 면에서 가장 적합하다. 또한 종합금융투자사업자로 지정된 국내 유수의 증권사를 통해서만 사모펀드에 가입하도록 함으로써 은행, 저축은행, 신탁 등 예금수취기관과 보험사 등 보장성 상품 판매회사를 판매채널에서 제외할 수 있고, 사모펀드에 참여하는 일반투자자에게 “투자성 상품에 가입하므로 원금손실이 발생할 수 있다”는 명확한 시그널을 줄 수 있다.

한편, 종합금융투자사업자는 사모펀드의 수탁기관 역할을 하는 경우도 있고, 전담중개업무¹³⁴⁾도 제공하여 사모펀드와 원만한 관계를 유지할 유인이 크므로 수

133) 이상훈, “라임자산운용펀드의 구조적 문제점”, 경제개혁이슈2020(2), 경제개혁연대, 2020, 3면.

134) 종합금융투자사업자는 사모펀드에 대하여 공모도를 위한 주식대여, 거래증거금 대여, 투자자 추천, 펀드 재산의 보관·관리 등 전담중개업무(Prime Brokerage Service)를 제공(자본시장법 제77조의3 및 제6조 제10항).

탁기관으로서 사모펀드에 대한 감시의무를 제대로 이행하기 어려울 것이라는 지적¹³⁵⁾도 있으나, 종합금융투자사업자가 사모펀드 판매업무를 맡는 경우 동 사모펀드의 수탁기관이 되지 못하게 하거나 전담중개업무를 맡지 못하도록 제한하는 것으로 해결할 수 있을 것이다.

이렇게 개선하는 경우, 주식·부동산·파생상품 등을 투자자산으로 운용되는 다수의 사모펀드는 고난도금융투자상품에 포함되어 물적·인적 조직과 체계를 갖춘 대형 증권회사를 통해서만 판매될 수 있고, 사모펀드에 참여하는 일반투자자들은 펀드의 판매절차와 관련하여 개정법이 예정하는 보호장치를 실효적으로 적용받을 수 있을 것이다.

3. 분쟁조정결정에 대한 편면적 구속력 부여

여기서 추가적인 보호장치로서 개인투자자가 고난도금융투자상품을 판매한 종합금융투자사업자를 상대로 불완전판매에 관한 분쟁조정을 신청하는 경우에 한정하여 분쟁조정절차에서 편면적 구속력을 인정하는 방안을 생각할 수 있다.¹³⁶⁾

라임펀드는 우리은행, 신한은행, 신한금융투자 등 내부통제 인력과 조직을 갖추었다고 할 수 있는 대형 금융회사를 통해 주로 판매되었음에도 불구하고 사모펀드 불완전판매 사례를 야기하였다. 금융회사 내부에 통제장치가 구비되어 있었지만 정상적으로 작동하지 못한 결과라고 할 수 있다. 위의 제안과 같이 종합금융투자사업자에게만 고위험 투자상품의 판매업무를 전담하도록 하는 경우 종합금융투자사업자는 그 반사적인 효과로서 은행권과 중소형 증권사의 기존 사모펀드 판매수익을 가져오게 되는 특혜를 받을 수 있고,¹³⁷⁾ 이들 대형 증권사들은 그

135) 이호영, 앞의 논문, 101면.

136) 일정금액 이하의 소액사건에 한하여 제한적으로 금융분쟁조정결정의 편면적 구속력을 인정하자는 견해로는 “금융감독원 분쟁조정결과 편면적 구속력 인정에 대한 연구”(최병규, 경제법연구20(1), 한국경제법학회, 2021), “사후적 피해구제제도 개선을 통한 금융소비자보호법 실효성 제고 방안”(맹수석·이형욱, 금융소비자연구10(1), 한국금융소비자학회, 2020), “우리나라 금융분쟁조정제도의 효율성 제고 방안: 영국 금융옵부즈만서비스와의 비교를 중심으로”(장범후, 금융법연구17(2), 한국금융법학회, 2020) 등이 있음.

137) KB국민·신한·하나·우리·NH농협은행은 2015년부터 2019년까지 5년간 70조6735억원어치의 사모펀드를 판매했고, 사모펀드 판매수수료 수입은 5년간 3315억원을 기록하였으며, 펀드 가입 기간 지속적으로 받는 판매보수까지 고려하면 사모펀드 관련 수입은 이보다 많을 것으로 추정됨(서울파이낸스, “5대 시중은행, 5년간 사모펀드 70조 팔아 수수료 3300억”, 2020.7.29, (<http://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=390401>, 2021.6.27. 방문).

에 상응하여 보다 높은 수준의 고객보호책임을 갖고 법령상 의무를 철저히 준수할 것이 요구된다. 대형 증권사의 시스템적 신뢰에 근거하여 이런 영업상 혜택이 주어짐에도 사모펀드 일반투자자에 대한 불완전판매 사례가 재발된다면 일반적인 경우보다 더욱 중대한 책임이 부과되어야 할 것이며, 이것이 종합금융투자사업자가 고위험 투자상품과 관련된 분쟁조정안을 거부하지 못하도록 제도화할 수 있는 근거가 될 수 있다. 종합금융투자사업자의 재판청구권 제한과 사모펀드 불완전판매 피해자 구제를 비교형량하는 경우, 제도 개편에 따라 특별한 혜택을 받은 판매회사가 법령상 의무를 현저히 해태하여 회사에 구축되어 있는 내부통제 시스템을 정상적으로 운영하지 않은 결과로 개인투자자의 피해가 발생한 것이므로 일반적인 분쟁조정에서와 달리 사모펀드 판매회사가 받는 불이익이 피해자의 신속한 권리구제라는 공익보다 우월하다고 보기 어려울 것이다.

제5장 결론

1999년 IMF 외환위기때 우리나라의 우량기업을 매수하여 큰 차익을 남기고 매각한 론스타펀드 등으로 인해 우리의 인식 속에서 사모펀드는 약탈적 자본이라는 부정적인 이미지로 남아있는 것으로 보인다. 그러나 사모펀드는 신생·중소기업에 마중물 자금을 투여하는 역할을 수행할 수 있고, 우리나라 자본시장에서 그 규모와 역할은 점점 증대되고 있으므로 제도적인 측면에서 사모펀드의 성장과 발전을 뒷받침하여야 할 필요가 있다.

일련의 사모펀드 불완전판매 사례를 초래한 제도적인 원인으로는 실질적으로 공모임에도 사모의 형식으로 판매될 수 있도록 한 공모판단 기준의 허점, 인가제에서 등록제로의 전환에 따른 사모펀드 운용사의 내부통제 부실, 사모펀드를 감시·견제할 능력이 없는 개인투자자에게 1억원의 최소투자금액을 기준으로 투자를 가능하게 한 점, 원금보장 신뢰도가 높은 은행에서 고위험 투자상품의 판매가 허용되었던 점 등을 들 수 있다. 여기에 사모펀드 가입시 판매직원의 설명만 믿고 복잡한 금융상품의 손실발생위험을 간과한 개인투자자들의 안일한 투자판단도 원인으로 작용하였다고 할 수 있다. 사모펀드 불완전판매 사례에 대응하여 금융당국은 투자자 보호장치를 대폭 강화하는 내용의 법령 개정을 추진하였다. 기업과 금융산업에 성장에너지를 공급할 수 있는 사모펀드의 순기능을 유지하기 위하여 과도한 규제를 자제한 정부정책의 방향성은 적절해 보이나, 사모펀드 업계의 실정과 금융소비자의 눈높이를 함께 고려하여 제도를 보다 세밀하게 정비한다면 사모펀드 시장의 선진화에 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

본 논문에서는 사모펀드에 참여하는 일반투자자 보호와 사모펀드 시장 발전을 위하여 최근 개정법령을 포함하여 사모펀드와 관련된 규제제도 현황을 검토하고 사례를 통해 현행 제도의 문제점을 도출하여 다음과 같이 제도적인 보완방안을 제안하였다.

첫째는 투자자수에 근거하여 사모펀드의 개념정의를 변경하는 것이다. 자본시장법은 사모펀드에 대하여 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서

투자자의 총수가 100인 이하인 것으로 정의한다. 사모펀드의 개념정의에서 ‘사모발행’ 요건은 제외하고 ‘투자자총수’ 요건으로만 사모펀드의 개념을 정의함으로써 공모규제를 회피하는 탈법적인 사모펀드 설정행위를 차단할 수 있다.

‘소수의 투자자’만으로 투자자를 구성하여 ‘자산운용의 자율성’을 보장하는 것이 사모펀드를 공모펀드와 차별하여 규정하는 본질적인 이유이다. 그러나 사모펀드의 집합투자증권 발행단계에서는 청약을 권유받았으나 청약하지 않은 투자자 등으로 인해 ‘사모발행’ 요건이 사모펀드 투자자수를 반영하지 못하고, 사모펀드의 유지단계에서도 투자자가 증권을 환매·양도하는 경우 증권이 발행되지 않으므로 ‘사모발행’ 요건이 공모펀드와 구별되는 기준으로 작동하지 않는다. 즉 ‘사모발행’ 요건 없이 직접적인 개념표지인 ‘투자자총수’ 요건만 규정하더라도, 사모펀드를 ‘소수의 투자자’로 구성되도록 규율할 수 있다. 또한 ‘사모발행’ 요건은 입법체계상 펀드시분 발행단계에서 공모펀드의 자산운용규제가 사모펀드에 적용되지 않도록 하기 위한 것이나, 예외규정을 통해서도 공모펀드 운용규제를 배제할 수 있다. 결국 제9조 제19항의 ‘사모발행’ 요건은 사모펀드의 본질적인 요소인 ‘소수의 투자자’ 개념과 ‘자산운용의 자율성’ 개념을 구현하는데 필수적이지 않다고 볼 수 있다.

현행법상 사모펀드의 정의는 ‘사모발행’이라는 요건을 포함하고 있어 투자결정 이전 단계에서 청약권유를 받은 일반투자자에게 투자판단정보를 제공하기 위한 공모규제가 사모펀드에도 적용된다. 사모펀드에는 전문투자자와 3억원 이상 투자하는 적격일반투자자가 높은 위험을 감수하고 고액을 투자할 것을 스스로 선택하므로, 보통의 잠재적 투자자와 달리 공모규제를 통해 보호할 필요성이 상대적으로 낮다. 또한 사모펀드의 투자참여자는 자유로운 운용전략을 통해 고수익을 얻을 목적으로 공모펀드의 운용규제를 적용받지 않는다는 점을 전제하고 사모펀드 투자를 결정한 것이다. 따라서 실질적인 이해관계자를 기준으로 공모펀드와 사모펀드를 구분되도록 하기 위해서는 청약권유자수에 관한 ‘사모발행’ 요건보다는 청약권유를 받고 실제 투자에 참여하는 ‘투자자총수’ 요건을 기준으로 사모펀드 여부를 판단하는 것이 바람직하다. 사모펀드의 개념정의에서 ‘사모발행’ 요건을 제외하도록 개선한다면 탈법적인 공모규제 회피사례를 방지함으로써 일반투자자에 대한 보호를 강화할 수 있고, 사모펀드의 운용전략을 공시하지 않으면서

사모펀드의 투자자를 실질적으로 확대함으로써 사모펀드 시장의 발전을 도모할 수 있을 것이다.

둘째는 전문사모운용사의 진입규제를 강화하는 것이다. 내부통제체계가 부실한 소규모 전문사모운용사가 시장에 난립하는 것을 방지하기 위해 자산운용사의 등록요건을 강화하는 방안도 필요하다. 이를 통해 개정법이 의도하는 투자자 보호 장치가 실질적으로 이루어질 수 있는 여건을 조성할 수 있고, 제한된 감독인력을 활용한 사모운용사 감독이 가능하게 되어 사모펀드에 투자하는 일반투자자에 대하여 실효적인 보호가 이루어질 수 있을 것이다.

셋째는 고난도금융투자상품에 대하여 전담 판매채널을 마련하고 이에 대한 분쟁조정절차에서 편면적 구속력을 인정하는 것이다. 복잡한 금융상품의 위험성을 충실하게 투자자에게 설명하고 펀드의 자산이 적정하게 운용되는지 확인할 능력이 있는 금융회사에게만 고위험 금융상품의 판매를 허용하는 것이 바람직하다. '고난도금융투자상품'이 일반적인 투자상품과 명확하게 구분되도록 객관적인 기준만으로 규정되도록 개선하고 동 상품의 판매채널을 대형 증권사인 종합금융투자사업자로 제한함으로써 사모펀드 투자자에 대한 보호를 강화할 수 있다. 또한 고난도금융투자상품의 불완전판매시에는 종합금융투자사업자에 대하여 금융분쟁조정결정의 편면적 구속력을 인정함으로써 그에 상응하는 책임을 지도록 할 필요가 있다. 은행이라는 외관을 통해 원금이 보장된다는 관념이 금융소비자에게 인식되듯이 사모펀드에 관하여 투자권유를 할 수 있는 금융회사를 대형 증권사로 한정함으로써 사모펀드에 투자하는 금융소비자에게 고수익과 원금손실이 모두 가능하다는 점을 명확하게 인식되도록 할 수 있을 것이다.

< 참고문헌 >

[국내문헌]

1. 단행본

- 黒沼悦郎, 권종호 역, 「일본 금융상품거래법 입문」, 피앤씨미디어, 2015
- 금융감독원, 「2019 연차보고서」, 2020
- _____, 「금융감독개론」, 2020
- _____, 「기업공시실무안내」, 2020
- 김화진, 「자본시장법 이론」, 박영사, 2015
- 배성현, 「미국 연방 증권법과 대리인권」, 파랑새미디어, 2014
- 성형표, 「사모펀드」, 매일경제신문사, 2005
- 윤승환·차일규, 「사모투자펀드(PEF)와 M&A」, 삼일인포마인, 2017
- 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009
- _____, 「자본시장법」, 박영사, 2018
- 한국증권법학회, 「자본시장법 (주석서Ⅰ)」, 박영사, 2015
- _____, 「자본시장법 (주석서Ⅱ)」, 박영사, 2015
- 한정미, 「헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구」, 한국법
제연구원, 2008

2. 논문

- 권종호, “일본의 투자신탁제도(CIS) -일본금융상품법 해설(2)-”, 증권법연구8(1),
한국증권법학회, 2007
- 김성호, “미국에서의 헤지펀드 규제동향과 시사점”, 경영법률20(3), 한국경영법률
학회, 2010

- 김연미, “의도적 분할발행의 규제 -미국의 Integration Doctrine과 자본시장법의 비교-”, 증권법연구21(2), 한국증권법학회, 2020
- _____, “증권발행 규제에 있어 거래통합에 관한 연구”, 증권법연구12(3), 한국 증권법학회, 2012
- 김윤정, “현행 금융분쟁해결제도의 평가 및 개선방안”, 기업법연구27(1), 한국기업법학회, 2013
- 김지환, “증권발행에 있어서 공모와 사모의 구별기준 및 사모발행제도의 개선 방안에 관한 연구”, 금융법연구15(2), 한국금융법학회, 2018
- 류혁선, “전문투자자 제도에 대한 소고”, 은행법연구12(2), 은행법학회, 2019
- 맹수석·이형욱, “사후적 피해구제제도 개선을 통한 금융소비자보호법 실효성 제고 방안”, 금융소비자연구10(1), 한국금융소비자학회, 2020
- 서희석, “한국형 금융ADR의 제도 모델”, 법제연구44호, 한국법제연구원, 2013
- 안수현, “특집 _ 자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제: 금융상품거래와 신뢰 -자본시장법상 투자권유규제의 의의와 한계-”, BFL61, 서울대학교 금융법센터, 2013
- 양윤석, “자본시장법상 헤지펀드의 규제방안”, 법학박사 학위논문, 충북대학교, 2012
- 원승연, “금융투자상품 시장에서의 금융소비자 보호 -제한된 합리성 개념을 중심으로-”, 소비자학연구22(1), 한국소비자학회, 2011
- 이동기, “미국과 우리나라의 증권 발행제도에 대한 비교적 고찰”, 법학석사 학위논문, 연세대학교, 2014
- 이상훈, “라임자산운용펀드의 구조적 문제점”, 경제개혁이슈2020(2), 경제개혁연대, 2020
- _____, “불완전판매 사건에 대한 손해배상소송의 문제점 및 개선방안”, 기업 지배구조연구48, 경제개혁연구소, 2014
- 이호영, “현행 사모펀드 규제의 개선방향에 관한 연구”, 법학석사 학위논문, 서울대학교, 2019
- 장범후, “우리나라 금융분쟁조정제도의 효율성 제고 방안: 영국 금융옴부즈만서비스와의 비교를 중심으로” 금융법연구17(2), 한국금융법학회, 2020

- 정대익, “특집 _ 자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제 : 유럽연합 대체펀드 운용사지침(AIFMD)의 주요 내용”, BFL61, 서울대학교 금융법센터, 2013
- 정용채 · 이진형, “사모투자재간접펀드 등 사모펀드 활성화 대책에 대한 비판적 검토 -자본시장법 개정안을 중심으로-”, 은행법연구7(2), 은행법학회, 2014
- 정주호, “헤지펀드 활성화를 위한 법적 연구”, 법학박사 학위논문, 숭실대학교, 2015
- 조효제, “자본시장법상 펀드규제 효율화와 투자자 보호에 관한 연구”, 법학박사 학위논문, 고려대학교, 2015
- 최병규, “금융감독원 분쟁조정결정과 편면적 구속력 인정에 대한 연구”, 경제법연구20(1), 한국경제법학회, 2021

[외국문헌]

1. 단행본

- Louis Loss · Joel Seligman · Troy Paredes, 「Fundamental of Securities Regulation(seventh edition)」, Wolters Kluwer, 2018
- Thomas Lee Hazen, 「The Law of Securities Regulation (fifth edition)」, Thomson West, 2006
- 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016

2. 논문

- EDHEC-Risk Institute, “Response to ESMA Consultation Paper to Implementing Measures for the AIFMD”, 2011

- G Lehecka, "Analyzing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer", E Ubl - Financial Stability Report, 2015
- Jennifer J. Johnson, "Private Placements : A Regulatory Black Hole", Delaware Journal of Corporate Law Vol.35 iss.1, 2010
- Nicolas Fermaud, "European Fund Marketing Following AIFMD - Navigating the Maze for US Managers", Investment Lawyer Vol.21 iss.1, 2014
- Stuart Fross, "AIFMD Revisited - Ten Years Later", Investment Lawyer Vol.28 iss.2, 2021

< ABSTRACT >

A Study on the Improvement of Private Fund Regulation

Seung-Dae Choi

Department of Law

GRADUATE SCHOOL JEJU NATIONAL UNIVERSITY

Directed by professor Jun-Sun Park

The reasons for the 2019 cases caused by mis-selling of private funds are as follows: They include loopholes in the criteria for public offering funds to be sold in the form of private funds, poor internal control of private fund management companies, and allowing high-risk investments with complex structures to be sold by financial institutions without professional competence. In this paper, an institutional improvement plan was proposed for the fostering of sound private funds and the protection of ordinary investors of private funds.

The first is to change the definition of a private fund on the basis of the number of investments. The Financial Investment Services and Capital Markets Act defines a private fund as issuing collective investment securities only through private placement, in which the total number of the investors shall not exceed 100. It is an essential reason to differentiate private funds from public offering funds that form with only 'minority investors' and guarantee 'autonomy of asset management'. However, the 'private placement' requirement was introduced to prevent asset management regulations related

to public funds from being applied to private funds, and is not an essential conceptual component to implement the 'minority of investors' and 'autonomy of asset management' requirements. The guarantee of "autonomy of asset management" is not intended to protect ordinary investors who have been solicited to offer at the fund setting stage, but to allow actual investment participants to earn high profits through private funds after the fund setting. Consequently, the key conceptual component of a private fund to distinguish itself from a public fund is the 'total number of investors' requirement to receive a solicitation of an offer and participate in the actual investment rather than the 'private placement' requirement relating to the number of being solicited. Excluding the 'private placement' requirement from the definition of private fund would strengthen the protection of ordinary investors by preventing the evasion of illegal public offering regulations and promote the development of the private fund market.

The second is to tighten regulations on the entry of professional private fund management companies. It is also necessary to strengthen the registration requirements of professional private fund management companies to prevent small professional management companies with poor internal control systems from entering the market. This would create conditions for the investor protection intended by the revised law to be practically implemented, and enable the supervision of private fund management companies using limited supervisory personnel, which would provide effective protection for ordinary investors investing in private funds.

The third is to establish an exclusive sales channel for 'high-level financial investment instruments' and to introduce nonreciprocal binding power in the financial dispute mediation process related to this exclusive sales channel. It is desirable to allow financial institutions to sell high-level financial investment instruments that are capable of faithfully explaining to ordinary investors the risks of complex financial instruments including private funds

and ensuring that the fund's assets operate appropriately as described to investors. The protection of private fund investors can be strengthened by improving high-level financial investment instruments to be clearly distinguished from common investment instruments and limiting the sales channel of the investment instruments to comprehensive financial investment business entities. In the event of mis-selling of high-level financial investment instruments, it is necessary for comprehensive financial investment business entities to accept nonreciprocal binding power of the resolution on financial dispute mediation and take corresponding responsibility.

Keyword : definition of a private fund, mis-selling, professional private fund management companies, regulations on the entry, high-level financial investment instruments, exclusive sales channel, financial dispute mediation, nonreciprocal binding power