

사모펀드 규제 개편방향

2021.6.24.

전성인
(홍익대 경제학부)

목 차

- 사모펀드의 개념과 규제 논점
- 논점 1: 판매 또는 권유?
- 논점 2: 규제 혹은 방치?
- 논점 3: (규제 선택시) 권유 이후의 상시적 감시
- 논점 4: (규제 선택시) 펀드 부실의 조기 경보
- 논점 5: (규제 선택시) 부실 펀드의 적기 정리
- 논점 6: (규제 선택시) 피해 투자자 보상 방식
- 논점 7: (규제 선택시) 불법 행위에 대한 사법처리
- 다시 논점 2: 규제 혹은 방치?

사모 펀드의 개념과 규제 논점

- (교과서적 의미의) 사모 펀드란?
 - 소수의 투자자들이 자금을 집합한 후 운용을 위탁하여 합법적 투자 행위로 수익을 거둔 후 투자금에 비례하여 수익을 배분하는 장치
 - 형태: 회사형 또는 신탁형
- (자통법 상의) 사모펀드란?
 - 사모: 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것 (법§9⑧)
 - 모집: 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산출한 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것 (법§9⑦)
 - 대통령령: 전문가와 발행증권의 연고자는 빼자. (영§11)
- 잠재적 규제 논점
 - 사모를 규제할 것인가, 아닌가?
 - 사모를 규제한다면 무엇을 어떻게 규제해야 하는가?

논점 1: 판매 또는 권유?

- 금융소비자보호법

- 판매: 직접적인 정의는 없음
- 금융상품직접판매업 상의 “판매”: 금융상품에 관한 계약의 체결 (법 §2 제2호 가목)
- 업종에 관한 정의에는 판매 개념을 사용하되, 소비자 보호의 대상이 되는 행위는 “금융상품에 관한 계약의 체결”임 (법§17~20)

- 자본시장통합법

- 판매: 직접적인 정의는 없음
- 모집: 50인 이상 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취득 권유 (앞 페이지 참조)
- 매출: 50인 이상의 투자자에게 이미 발행된 증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것 (법§9⑨)
- 투자 권유: 특정 투자자를 상대로 금융투자상품의 매매 또는 투자자문계약 · 투자일임계약 · 신탁계약(관리형신탁계약 및 투자성 없는 신탁계약을 제외한다)의 체결을 권유하는 것 (법 §9④)

- 양자의 차이?

- 50인 이상의 투자자 구분이 있고 없고?
- “금융상품에 관한 계약의 체결” 개념의 포괄 범위?
- 현실: “상품 판매”라는 개념에는 암묵적으로 “불특정 다수를 위해 기성화된 제품의 대중적 판매”라는 개념이 포함되어 있을 수 있음
- 사모펀드 상품 판매업자에 대한 규제

논점 1: 판매 또는 권유?

- **판매**라는 시각에서 규율하는 경우

- “상품 판매”라는 개념에는 암묵적으로 “불특정 다수를 위해 기성화된 제품의 대중적 판매”라는 개념이 상당 부분 포함되어 있을 수 있음
- 실제로 일반 대중은 그렇게 인식할 개연성
- 금융소비자 보호법상 “판매”에는 “49인 이하의 투자자” 여부를 특별히 구분하지 않음

- **권유**라는 시각에서 규율하는 경우

- “권유”라는 개념에는 특별히 불특정 다수의 개념이 포함되어 있다는 인상은 없음
- 자통법상 “모집”이나 “매출”에는 모두 “50인 이상 투자자에 대한 권유”의 요건이 분명하게 내재되어 있음

- 현실에서는 “판매”로 규율하기 때문에 여러 가지 문제가 발생

- 사모 여부의 판단 기준은 “권유” 기준인데, 현실에서는 실제 “판매”된 횟수를 기준으로 함 (즉 최종 가입한 투자자 숫자 기준)
- 사모펀드 판매업자와 사모펀드 투자 권유업자는 본질적 차이를 가지고 있음
- 과연 사모펀드 투자 권유업 이라는 업종이 정의 가능할 것인지?
- 그런 개념 정의가 불가능하다면 현실에서 “사모펀드 판매”를 업(業)으로 하는 업자를 어떻게 이해해야 할 것인가?
- 이런 논리적 부정합의 발로가 “사모펀드 상품을 판매하되, 은행 또는 금융기관은 판매하지 못하도록 금지하자”는 애트한 정책 제안으로 나타나고 있음

논점 2: 규제 또는 방치?

- 규제론자

- 사모펀드는 고위험-고수익 상품이므로 규제가 필요
- 고수익 상품이므로 형평을 위해 “더 많은 범위”의 투자자를 허용하되
- 이들이 전문가가 아니므로 각종 규제를 부가해서 투자자를 보호하자.

- 방치론자

- 사모펀드는 고위험-고수익 상품이므로 비전문가의 투자를 금지하되
- 그 이외 측면에 대해서는, 사모펀드의 투자가 다른 법령에 저촉되지 않는 한 허용하고
- 별도의 투자자 보호 규제 없이 당사자 간의 분쟁은 당사자가 해결하도록 하자.

논점 3: (규제 선택시) 권유 이후의 상시적 감시

- 원론적 감시 장치
 - 운용자(자산운용회사) 자율의 행위준칙 준수
- 잠재적으로 동원 가능한 추가적 감시 장치
 - 판매회사
 - 신탁회사
- 질문: 운용자의 타락시 누가 실질적으로 추가적 감시자가 될 것인가?
 - 문제점: 아무도 근원적인 감시 유인을 보유하지 않음 (아무도 residual claimant가 아님)
 - 지불능력의 측면에서는 판매회사와 신탁회사가 비슷
 - 고객과의 접점 측면에서는 판매회사가 더 관련성 큼
 - 자산운용의 정보 획득 측면에서는 신탁회사가 약간 우위
 - 현실적 선택의 문제가 될 듯
- 제안: 고객과의 접점 존재를 상대적으로 더 중시하여 **판매회사에게 추가적 감시자의 역할을 부여**하는 것이 바람직

2021.4.20. 자본시장법 개정

- 판매회사에 대한 감시 의무 강화(제249조의4)
 - 일반투자자 대상 사모펀드를 투자권유할 때 판매사가 핵심상품 설명서를 투자자에게 교부하도록 하고,
 - 펀드가 이에 맞게 운용되는지 확인하여
 - 부합하지 않을 경우 시정요구를 하도록 의무를 부과
 - 운용사가 판매사의 시정요구에 불응 시 이를 금융위원회에 보고 하고 투자자에게 통보할 의무를 신설
 - 신탁회사에 대한 감시 의무 강화(제249조의8제2항제5호)
 - 운용사의 펀드 운용행위에 대한 감시 의무를 부과
 - 과거에는 규제 완화 차원에서 이 조항을 사모펀드에 대해서는 적용 배제했었음
 - 49인 이하 권유 한도를 100인 이하로 확대
- => 결국 가입대상 늘리고 규제를 강화하는 선택

논점 4: (규제 선택시) 펀드 부실의 조기 경보

- 자본시장법 개정에 의해 신탁업자의 감시 의무는 일부 강화되었으나 펀드 부실에 대한 감시 장치로서의 기능은 미흡
 - 위법한 자산 운용에 대한 감시 의무는 개정 법에 의해 신설/강화되었음
 - 그러나 위법한지 여부가 불분명한 가운데 펀드 자산이 부실화하는 경우에 대한 감시 의무까지 부과된 것인지는 불분명
 - 왜냐 하면 금융투자상품은 정의상 원금 손실 위험을 내포한 것이어서 원금 손실의 발생만으로 곧 자산운용사의 손해배상 책임을 거론할 수 없기 때문
- 또 다른 감시장치로는 금융감독원의 검사를 상정할 수 있으나, 금융감독원의 인력 구조상 사모펀드의 부실 여부를 상시 감독하는 것은 사실상 불가능

=> 결국 펀드 부실의 조기 발견 부분에 대한 해법은 당사자간 협약 이외에 별다른 것이 있을 수 없음.

논점 5: (규제 선택시) 부실 펀드의 적기 정리

- 회사형 사모펀드는 당사자들의 총의에 의해 정리 가능
- 가장 큰 문제는 신탁형 사모펀드에 대한 독점적 운용 권한을 가진 자산운용사에 사고가 생긴 경우
 - 라임, 옵티머스 펀드의 경우가 바로 여기에 해당
 - 해당 자산운용사의 기능을 정지시킬 경우 관련 펀드의 독점적 운용 주체가 사라지는 문제
- 운용대리인의 임명, 또는 계약이전을 통한 새로운 운용사의 선정 만
이 유일한 해결책
 - 라임: 금융위 아무 대책 마련하지 못했고, 금융감독원이 판매사들이 집단적으로 가고 운용사를 만들도록 창구지도
 - 옵티머스: 편법적으로 “관리인 2인”을 선임하여 운용을 대리하도록 함
 - 그러나 관리인은 펀드 부실이 아니라 운용사 부실의 경우에 선임하는 것이어서 위법성 시비에 노출

논점 5: (규제 선택시) 부실 펀드의 적기 정리

- (가칭) 가교 운용사의 상설화 제안
 - 금융투자자보호재단 산하에 가교 운용사를 shell 형태로 설립하여 상시 대기
 - 사모펀드 부실 발생시 금융위는 사고 운용사 보유 펀드 계약을 가교 운용사로 계약 이전하도록 명령
 - 계약 이전을 받아서 활동을 개시한 가교 운용사의 인력은 당해 펀드의 판매회사에서 충원
 - 운용 보수는 펀드에서 징수하지 않고 판매회사들이 판매액에 비례하여 부담
 - 가교 운용사는 펀드 재산을 유지하고 현금화하는 최소한의 활동만을 수행
 - 펀드 재산 손실을 최소화하면서 유동화하여 투자자에게 안분 배분한 후 활동 종료
 - 운용 인력은 모두 당초 소속사로 복귀

논점 6: (규제 선택시) 피해 투자자 보상 방식

- 피해 투자자의 보상 원천은 3가지임
 - 펀드 재산의 회수액
 - 자산운용사의 손해배상액 (불법행위 존재시)
 - 판매회사의 손해배상액(불완전 판매 존재시)
- 원칙적으로 사모펀드 투자자는 자신의 힘으로 손해를 배상받아야 하지만, 일반 투자자를 사모펀드에 포함시킨 경우에는 이런 선택은 비현실적
- (가칭)가교 운용사가 일반 투자자를 대신하여 (또는 대표하여) 손해 배상 소송을 수행하도록 하는 것이 투자자 보호에 더 유리
 - 어차피 가교 운용사는 펀드 재산의 회수 과정에서 투자자를 위하여 다양한 소송을 수행
 - 다만 가교 운용사의 운용 인력이 판매회사에서 파견된 인력이라는 측면에서 판매회사를 상대로 하는 소송 수행에는 이해 상충이 존재
 - 한국적 현실에서는 금융감독원 산하 분쟁조정위원회에서 판매회사의 불완전 판매에 따른 손해액을 조정하기 때문에 이 경우에는 가교 운용사의 이해 상충이 더욱 두드러질 수 있음
 - 따라서 현실적으로는 투자자 대표기구가 소송 대리인을 선정하고, 그 소송 비용을 가교 운용사가 부담하는 절충적 형태도 상정 가능함

논점 7: (규제 선택시) 불법 행위에 대한 사법처리

- 불법 행위자에 대한 사법처리는 피해자 보상과 향후 유사사고의 재발 방지 측면 모두에서 중요
 - 검찰의 수사 자료는 민사소송의 중요한 참고 자료로서 피해자의 입증 책임을 경감시키는 가장 큰 요인
 - 엄정한 사법처리는 잠재적 사고에 대한 억지 요인
 - 그러나 현실적으로 사모펀드의 불법행위는 정치권이나 감독구조와 유착될 가능성 농후
 - 라임 사태시 김봉현 회장의 증언
 - 옵티머스 사태시 금융권 전직 관료들의 연루설
 - 금융사건 수사를 전담하는 서울남부지검의 유착설
- => 이 부분의 정비는 금융인프라의 투명성 제고를 위해 긴급요

다시 논점 2: 규제 혹은 방치?

- 현재 자본시장법의 개정 추세는 사모펀드를 투자자 특성에 따라 양분
 - 일반 사모투자 펀드: 투자자 수를 49인에서 100인으로 대폭 확대한 후 규제를 강화
 - 기관 전용 사모투자 펀드: 보다 원론적인 의미에 가까운 사모펀드
- 그러나 현재의 개정 추세는 바람직하지 않음
 - 일반 사모투자 펀드의 경우 투자 행위 자체가 안전하지 않고 규제 강화도 완전하지 않은 상태에서 “안전성에 대한 과도한 신뢰”가 “과도한 사후적 보호 요구”로 귀결될 가능성
 - 기관 전용 사모펀드의 경우 원론적 사모펀드에 비해 사적 자치로 해결할 수 있는 영역에 규제를 부가하는 형국

=> 공모 펀드, 또는 사모를 가장한 공모 펀드에 대한 보호를 철저히 하면서, 사모에 대해서는 보호막을 거두어들이는 것이 진정한 모험투자 영역을 제공하는 더 좋은 방법일 수 있음