사모펀드 판매제도 건전화를 위한 제도개선 과제*

선임연구위원 송홍선

국내 사모펀드 판매제도는 투자자 자격부터 투자 권유, 판매 채널에 이르기까지 한국적 특성을 상당히 내포하고 있다. 이런 특성들이 고객 중심의 판매 프로세스 정착에 부정적으로 작용한 사례가 최근의 대규모 환매중단사태이다. 정보비대칭이 큰 사모펀드시장 고유의 비효율이 투자자에게 전가되는 신뢰의 위기를 반복하지 않기 위해서는 적격일반투자자제도를 축소하는 가운데 개인 전문투자자제도를 활성화하고, 투자권유규제를 전문투자자와 일반투자자 구분 없이 모두 개인투자자에게 적용하는 과감한 정책대응이 고객최선의 원칙은 물론 시장 발전과 신뢰 회복을 위해 필요하다. 아울러, 판매채널은 해외처럼 직판채널을 활성화하여 기존 대형채널과 역할분담을 검토할 때가 되었다. 특히, 프라임브로커 연계 직판채널을 새로 도입하여 신생운용사의 인큐베이션펀드(incubation fund)를 지원하는 체계를 갖추고, 기존 대형금융회사 채널은 트랙 레코드가 있는 사모펀드를 중심으로 라인업함으로써 종합자산관리 연계 사모펀드 채널로서의 평판과 신뢰를 회복하는 전략이 필요해 보인다.

매니저와 투자자 간 정보비대칭이 큰 사모펀드는 사기와 부정에 노출될 위험이 공모펀드에 비해 현저히 높다. 때문에 전통적으로 투자대상과 투자전략에 대해 전문적이고 조직적으로 정보생산능력과 위험부담능력을 갖춘 기관투자자가 참여하는 시장으로 발전해 왔다. 전문투자자 자격을 갖춘 개인도 오래 전부터 참여하고 있지만 비중은 높지 않다. 개인에게 사모펀드를 개방할 때 중요한 투자자정책 중 하나는 사모 특성과 개인의 특성을 판매제도에 반영하는 것이다. 이하에서는 투자자 자격, 투자권유, 판매채널 등 우리나라 사모펀드 판매제도에서 다른 나라와 구별되는 몇몇 특성들이 최근의 환매중단 사태와 관련이 있다고 판단하고, 향후 사모펀드 판매제도 개선과 관련한 몇 가지 방안을 제안하기로 한다.

개인 전문투자자제도 활성화되어야

개인에게 사모펀드 투자를 허용할 때 첫 번째 정책판단은 정보생산능력과 위험부담능력 면에서 기관투자자에 상응하는 개인투자자의 자격 요건을 어떻게 정의하는가이다. 최근 환매중단을 계기로 개인의 사모펀드 직접투자를 허용하지 않아야 한다는 회의론이 있는 것이 사실이나, 개인의 투자를 금지

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

하는 사모펀드 선진국은 발견할 수 없고, 오히려 개인투자자의 자격 요건을 잘 정의할 수 있다면, 투자자보호 정책 목적을 달성하면서도 투자자의 선택권을 확대할 수 있다는 것을 서구의 제도와 시장 경험에서 보여주고 있다. 참고로, 미국 SEC에 따르면 사모펀드(순자산)에서 개인투자자 비중은 지난 수년간 10% 내외로 5-6% 수준인 우리나라보다 훨씬 높다.

해외에서 자격 요건 정의와 관련한 중요 지표는 정보생산능력의 경우 투자경험지표, 위험부담능력의 경우 소득 및 자산 지표이며, 요건을 충족하는 개인에 대해서는 기관 (전문)투자자와 동일한 개인 전문투자자로 취급한다. 미국의 전문투자자 분류는 이원적인데, 투자회사법 3(c)(1)에 따라 설립된 사모펀드의 경우 전문투자자(accredited investor) 요건을 위험부담능력지표로 구성하고 있다. 순자산 부부합산 100만달러 이상, 소득 2년 연간 부부합산 30만달러 혹은 본인 20만달러 이상이다. 투자회사법 3(c)(7)에 따른 사모펀드의 경우 개인 전문투자자(qualified purchaser) 요건으로 투자경험지표를 사용한다. 투자 잔액 500만달러 이상이 요건이다. 미국은 위험부담능력과 정보생산능력을 동시 요구하지 않는 방식인데, EU의 경우 개인 전문투자자가 되기 위해서는 위험부담능력과 정보생산능력 모두가 요구된다.[1] 우리나라도 최근 전문투자자 요건을 EU방식으로 개선한 바 있다.

두 번째 정책판단은 개인 전문투자자 요건을 충족하지 못하는 개인에게는 투자를 원천 불허할 것인가이다. 미국은 불허하지 않고 허용하고 있다. 정보투자자(sophisticated investor)라는 개념을 정의하고 투자회사법 3(c)(1)에 따른 사모펀드에 대해 35명까지 허용하고 있다. 정보투자자 요건의 특징은 문자적 의미 그대로 개인의 정보생산능력을 본다. 다만, 정보생산능력 입증 요건으로 투자경험(투자잔액)을 보지 않고 질적인 자격요건을 본다. 사모펀드 자문경험이 있는 변호사나 금융자격증 보유자 혹은 금융종사자가 대상이 된다. 유럽은 전문투자자 요건 중에 이것을 포함해서 금전 요건을 갖추지 못한 금융전문가에게는 허용을 하고 있다. 어떤 경우이든 이 요건을 충족하는 개인은 특정군으로 제한되며 불특정 개인으로 무한 확장되지 않기 때문에 비중이 높을 수 없다.

우리나라에도 전문투자자는 아니지만 미국의 정보투자자처럼 사모펀드 투자가 가능한 적격일반투자자라는 제도가 있다. 그런데 미국 정보투자자와 다르게, 자격 요건을 최소투자금액(3억원)으로 정의하고 있다. 자격요건은 정보생산이나 위험부담 정보를 내포하고 있어야 하는데, 최소투자금액 요건은 그 점에서 불완전한 측면이 있다. 자금원천이나 재산상태, 전문지식에 관계없이 최소투자액 3억원이 충족되면 투자할 수 있기 때문에 정보 오인이 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 최근의 대규모 환매가 중단된 사모펀드들에 투자한 개인투자자는 전문투자자보다 적격일반투자자들이 대부분일 것으로 추정된다.[2]

---

1) 4분기 연속 분기당 평균 10회 거래, 금융자산(예금 포함) 50만유로 이상, 금융분야 1년 이상 근속 요건 중 2가지를 동시에 충족해야 함

2) 현행 사모펀드 판매 데이터는 개인투자자에 대한 세부 구분이 없어 개인 적격투자자인지 개인 전문투자자인지 직접 확인은 불가능하다.

해외 사례나 최근의 환매중단 사태, 적격일반투자자 요건의 불완전성 등을 감안할 때, 향후 개인의 사모펀드 투자는 개인 전문투자자 중심으로 저변 확대를 유도하는 정책이 시장의 건전한 발전을 위해 바람직해 보인다. 정부의 최근 전문투자자제도 개선안은 정보생산능력과 위험부담능력을 판별할 수 있는 다양한 지표들을 포함하고 있으며, 수준의 합리적 조정을 통해 잠재적 투자자의 저변을 넓히고 있다. 적격일반투자자제도는 최소투자금액 상향(1억원에서 3억원)에도 불구, 지표의 불완전성으로 인해 투자자보호에 약점이 있는 것으로 판단되는 만큼, 이들을 전문투자자제도로 포섭하거나, 미국의 정보투자자 개념처럼 전문성을 입증(자격증, 관련종사자)할 수 있는 질적 요건으로 재정의하고, 적격일반투자자의 잠재적 대상을 제한하는 것이 바람직해 보인다.

투자권유규제, 모든 투자자에 적용 바람직

앞서 논의한 개인투자자 자격요건이 전문성에 기초해 자기책임원칙에 따라 투자할 수 있는 투자자의 범위를 정함으로써 시장 건전화와 투자자보호의 목적을 달성하는 것이라면, 투자권유규제는 사모펀드 판매회사(중개업자)가 고객을 위해 마땅히 지켜야 할 최소한의 규칙인 신의성실원칙을 정함으로써 투자자보호의 목적을 달성하기 위한 것이다. 자본시장법은 투자상품을 단순 판매하거나(적정성 원칙), 투자 권유할 때(설명의무, 적합성원칙) 지켜야 하는 업자의 행위규제를 열거하고 있다. 투자권유규제와 관련한 우선적인 정책판단은 투자권유규제를 모든 투자자에게 적용할지 일반투자자에게만 적용할지를 정하는 것인데, 우리나라는 EU 방식을 따라 일반투자자에게 적용하고 전문투자자에게는 적용하지 않는 것이 대원칙이다. 투자자를 개인 대 기관으로 구분하면 좀 더 복잡한 체계가 되는데, 개인 일반투자자에게는 투자권유규제를 당연 적용, 개인 전문투자자에게는 당연 무적용, 개인 적격투자자에게는 설명의무만 적용하고 있다.

그런데 개인에 대해 이 같은 투자권유규제가 글로벌 스탠더드 인지 미국 규제와 비교하면 혼란스럽다. 미국은 법령으로 투자권유를 규제하지 않는다. 일반투자자와 전문투자자, 개인투자자와 기관투자자간의 차별적 취급의 근거 규정도 없다. 직판을 하는 투자자문업자의 경우 신인의무를 부담하기 때문에 고객최선원칙의 구성 요건에 투자권유에 관한 것이 포함되어 있다. 요건은 세 가지다. 첫째, 중대 사실 공지. 고객 이익과 상충하는 중요 사항은 고객에게 알려야 한다. 둘째, 적합 자문(suitable advice). 투자자문업자는 고객의 재산, 투자경험, 투자목적 등을 조사하고, 해당 자문이 고객에게 적합한지 판단해야 한다. 셋째, 투자설명서(brochure rule). 공모펀드와 사모펀드 구분 없이, 투자자가 기관이든 개인이든 상관없이, 세 요건은 신인의무를 지는 모든 투자자문업자에게 적용된다. 더구나 사모펀도 판매하는 PB 채널이나 브로커 채널도 작년말 SEC가 적합성원칙 이상의 고객최선원칙 규제(Regulation Best Interest)를 도입하면서 고객 유형에 상관없이 신인의무에 준하는 자문 규제를 받게 되었다. 결국, 우리나라보다 엄격한 투자권유가 신인의무 혹은 고객최선원칙 규제 아래 공사모펀드 구

분없이 적용되고 있다고 할 수 있다.

이와 비교할 때 우리나라의 경우 사모전문운용사에게 자산운용회사에 적용하는 주의의무와 충실의무를 동일하게 적용하면서도, 사모펀드를 판매하는 판매업자에게는 공모펀드와 달리 투자권유규제를 차등적으로 적용함에 따라, 개인 사모펀드 투자자에게 불리한 판매환경이 조성되고 있다.

이상을 종합해 볼 때 사모펀드 환매중단을 경험하면서 우리나라도 미국방식을 고려할 때가 되었다는 판단이다. 투자자 구분 없이 투자권유규제를 적용할 필요가 있다. 개인 전문투자자이든 개인 적격투자자이든 심지어 기관투자자이든 투자권유규제를 적용하는 것이 바람직해 보인다.[3] 미국 사례는 투자권유의 차등적 적용과 공모펀드/사모펀드 구별은 아무런 관련이 없는 것이며 중요한 기준이 아니라는 것을 시사해준다. 물론 투자권유규제의 보편 적용이 판매채널의 컴플라이언스 부담을 높이고 시장을 위축시킬 수 있다는 우려가 있을 수 있다. 그렇지만 올 초 정부의 제도 개선[4]으로 판매업자는 투자자 유형을 확인하고 일반투자자처럼 투자권유규제를 받을 수 있다는 사실을 알려야할 의무가 생겼고, 고객이 원할 경우 공모펀드 투자권유 프로세스와 시스템을 사모펀드에 추가로 적용하도록 절차와 시스템을 갖춰야하는 상황이다. 더구나 기존 대형금융회사의 자산관리서비스는 맞춤형 자산배분 과정에서 고객에게 적합한 사모펀드를 권유 판매하는 절차를 갖추어야 한다. 때문에 투자권유규제를 사모펀드에 확대 적용하더라도 부담 요인으로 볼 여지는 크지 않다.

프라임브로커 연계 직판채널 도입 통해 기존채널과 역할 분담해야

앞서 투자자 요건, 투자권유규제와 함께 판매시장 건전화를 위해 반드시 혁신되어야 할 분야가 판매채널이다. 우리나라 사모펀드 유형중에 혼합자산(헤지펀드)의 8월말 기준 판매 채널 비중을 보면 증권 78%, 은행 12%, 기타 8%이다. 제조와 판매가 명확히 분리되면서 대형 금융회사가 주된 채널이 되었고 예금취급기관 비중이 높은 것도 특징이라 할 수 있다. 해외는 어떤가? CITCO(2017) 서베이에 따르면 PB 11%, 재간접 및 일임 23%, 제 3자(third-paty) 17%, 프라임브로커 고객소개(capital introduction) 41%, 기타 8% 이다. 재분류하면 기존 채널 52%, 이중 대형금융회사 채널이 35%, 소규모 제 3자채널이 17%이다. 기존 투자자로부터 소개나 직원, 지인 등도 8% 정도 된다. 대형 채널 비중이 높지 않고 프라임브로커 소개 직판 비중이 높다. 판매채널이 다변화되어 있고 우리나라에 없는 직판채널 비중이 특히 높음을 확인할 수 있다.

---

3) 다만, 기관투자자는 운용회사의 신인의무 준수를 감시하고 식별해 낼 조직과 전문성을 가지고 실사(due diligence)를 할 수 때문에 개인과 동일한 프로세스의 투자권유규제를 의무적으로 적용할 필요는 없다.

4) 최근 발표된 정부안은 개인 일반/적격/전문투자자에게 투자권유규제를 차별적으로 적용하는 자본시장법의 기존 틀은 유지한 채, 전문투자자의 경우 적정성·적합성·설명의무가 적용되지 않는 대신 투자자가 요청시 일반투자자와 동일 대우를 받을 수 있다는 사실을 충분히 투자자에게 설명하고, 투자자가 이를 명확하게 이해하였음을 확인한 것을 녹취하도록 했다(금융위원회, 2019. 11. 20, 새로운 개인전문투자자 기준을 투자자 보호방안과 함께 시행합니다, 보도자료). 적격일반투자자의 경우 설명의무 준수를 위한 투자설명자료 기재사항에 대해 규제를 강화했다(금융위원회, 2020. 4. 27, 사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안, 보도자료).

채널별 세부 특징을 보면 해외에서는 왜 다변화되어 있고 왜 직판 비중이 높은지 짐작할 수 있다. 대형 채널의 경우 국내처럼 자산관리와 연계되어 있는 공통점은 있는데, 트랙 레코드가 라인업 결정에 중요하다는 것은 우리나라와 좀 다르다. 해당 매니저의 투자전략과 운영위험에 관한 성과가 확인된 사모펀드가 대형채널을 통한 판매 대상이 되는 것이다. 우리나라의 경우 2015년 이후 신생 사모전문운용회사들이 설정한 사모펀드들이 투자전략에 대한 트랙 레코드도 없이, 그리고 운영위험관리 능력에 대한 입증도 없이 바로 대형 채널을 통해 개인투자자에게 권유되었고, 그것이 대규모 환매중단의 한 원인이 되었다.

해외 사모펀드 생태계를 보면 스타트업 사모펀드들은 해당 투자전략의 성과가 확인될 때까지 대형 채널로 가기 어렵다. 지인과 매니저의 자기자본으로, 아니면 프라임브로커가 소개하는 '제한된' 투자자로부터 모집한 자금으로 incubation fund를 설정하여 투자전략 성과를 확인하며 트랙 레코드를 축적한다. 이 같은 인큐베이션 과정에서 신생 사모펀드들은 프라임브로커의 인큐베이션 지원 도움을 받게 되며 이 과정에서 투자자 소개 등의 채널을 이용하게 된다. 채널과 생태계 성장사다리의 연계는 해외의 사모펀드 채널 다양화를 단순히 경쟁의 결과로만 볼 수 없음을 함의한다. 대형 채널의 트랙 레코드가 없는 스타트업 사모펀드의 판매를 꺼리는 것은 자산관리서비스과정에서 고객최선원칙이 작동한 결과로 이해할 수 있으며, 스타트업 사모펀드와 직판채널의 연계는 고객 소개 등 프라임브로커의 인큐베이션 지원 기능이 활성화된 결과로 해석하는 것이 생태계에 대한 올바른 이해일 수 있다.

이상을 종합할 때 우리나라 판매채널은 다음과 같이 혁신될 필요가 있다. 첫째, 기존 대형채널의 경우 대형 채널이 주는 신뢰와 안정감을 바탕으로 자산관리 연계 사모펀드 판매를 지속하되 전략을 일신할 필요가 있다. 업력과 트랙 레코드가 없는 스타트업 사모펀드의 판매는 신의성실원칙에 따라 판매를 자제할 필요가 있다. 이것은 법제도로 규제할 문제는 아니고 대형 채널의 고객 중심 자산관리서비스에서 자연스럽게 도출되어야 하는 '전략의 영역'이다. 둘째, 이렇게 되면 신생 사모펀드들은 자연스럽게 자기자금이나 프라임브로커의 투자자 소개 등을 통해 모집을 한 후 투자전략의 트랙 레코드를 쌓게 될 것이다. 자본시장법에는 프라임브로커의 투자자 소개 기능에 대한 근거 규정이 없고 차이니즈월로 인해 고객 정보를 금융회사 내부에서 공유하는 것도 불가능한 상태이다.

제도 개선을 통해 프라임브로커 연계 직판이 활성화된다면, 앞으로의 사모펀드 생태계는 다음과 같이 발전할 것이다. 생태계의 가장 저변에 있는 스타트업 전문사모운용회사는 자기자금이나 지인, 그리고 프라임브로커가 소개한 스타트업 사모펀드에 관심이 있는 투자자로부터 자금을 모집하여 설립한 인큐베이션펀드를 통해 트랙 레코드를 축적하고, 어느 정도 업력이 있고 트랙 레코드가 축적된 사모펀드들은 기관투자자는 물론 대형 금융회사의 자산관리 채널을 통해 개인투자자를 모집하는 구조이다. 이렇게 되면 사모펀드 스타트업들은 프라임브로커 제도를 통해 혁신적인 투자전략을 실험하고, 개인들은 성과가 안정적인 것으로 확인된 사모펀드들에 대한 접근성이 높아져 사모펀드 시장의 발전과 신뢰 회복에 기여할 것으로 판단된다.