

## OPINION

선임연구위원  
황세운

## 사모펀드 진입규제 비교 및 국내 정책적 시사점\*

최근 사모주식, 사모대출, 인프라 등 사모투자자산의 시장규모가 확대되고, 기관투자자의 중요한 자산배분 수단으로 자리 잡으면서 일반투자자에게도 이에 대한 투자기회를 확대할 필요가 있다는 논의가 주요국에서 확산되고 있다. 사모투자자산은 낮은 유동성, 높은 정보비대칭, 가치평가의 어려움 등으로 일반투자자의 직접투자에 상당한 위험이 수반되는 만큼, 주요국은 단순한 진입규제 완화보다는 투자자 자격과 상품규제를 결합하여 접근성을 확대하는 방향을 취하고 있다.

미국은 accredited investor 제도를 중심으로 사모시장 접근을 허용하면서 투자자 자격을 정교화하고 있다. 사모펀드 접근에 있어서 소득·순자산 기준에 더해 금융전문자격 보유자와 전문지식을 갖춘 금융관련 임직원을 포함함으로써 투자자의 금융전문성을 별도의 판단기준으로 인정하였다. 동시에 BDC, interval fund, 등록 폐쇄형 펀드 등 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 간접적인 사모자산 접근도 확대하고 있다. EU는 이러한 투자자 자격 확대보다는 규제된 상품을 활용하는 방식에 상대적으로 중점을 둔다. ELTIF 2.0은 일반투자자에게 적용되던 최소 1만유로 투자요건과 금융포트폴리오의 10% 투자한도를 폐지하는 대신 MiFID II에 따른 적합성 평가, 분산투자 및 유동성 관리 등을 통해 투자자를 보호하는 구조로 개편되었다. 싱가포르 역시 기존 기관투자자 및 accredited investor 중심의 체계를 유지하면서 2025년 일반투자자를 위한 Long-term Investment Fund(LIF) 도입을 제안하였다. LIF는 Direct Fund와 재간접형 LIFF를 통해 사모자산에 투자하도록 하면서 운용사 전문성, 분산투자, 독립적 가치평가, 유동성 관리 및 위험공시 등의 보호장치를 적용하는 것이 특징이다.

해외 사례를 고려할 때 국내에서도 정책의 초점을 ‘사모펀드 진입규제의 단순한 완화’보다는 ‘일반투자자의 사모자산 접근경로 다양화’에 둘 필요가 있다. 라임·옵티머스 사태 이후 강화된 투자자 보호 체계를 감안하여 직접투자는 금융전문자격, 투자경험 및 전문성 등을 갖춘 투자자를 중심으로 점진적으로 확대하는 한편, 일반투자자에게는 사모자산에 분산투자하는 규제된 재간접 방식의 투자기구를 제공하는 이원적 접근이 바람직하다. 이와 함께 독립적인 가치평가, 분산투자, 레버리지 관리, 위험공시 및 기초자산의 유동성과 일치하는 환매구조 등을 마련함으로써 투자자보호를 훼손하지 않으면서 사모시장의 장기 성장성과 투자기회를 일반투자자와 공유할 수 있는 제도적 기반을 구축할 필요가 있다.

국내 사모펀드 제도는 지난 10여 년간 모험자본 공급 확대를 위한 규제 완화와 대규모 환매중단 사태 이후의 투자자보호 강화가 교차하면서 변화해 왔다. 2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문투자형

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

사모펀드의 진입 및 운용규제가 완화<sup>1)</sup>되면서 국내 사모펀드 시장은 빠르게 성장하였다. 이러한 정책은 공모펀드에 비해 상대적으로 자유로운 운용을 허용함으로써 기업의 성장자금과 구조조정 자금을 공급하고 자산운용산업의 경쟁력을 높이려는 목적을 가지고 있었다. 그러나 시장의 양적 성장 과정에서 운용사에 대한 내부통제, 판매사의 상품검증, 수탁기관의 감시 및 일반투자자에 대한 정보제공 등이 충분하지 못하다는 문제가 노출되었다.

사모펀드의 문제를 본격적으로 드러낸 사건은 2019년 이후 발생한 라임자산운용 사태와 2020년 옵티머스자산운용 사태이다. 라임 사태에서는 펀드 간 복층·순환투자, 비유동성 자산 투자와 개방형 펀드 간의 유동성 불일치, 총수익스왑(TRS)을 활용한 레버리지 등이 복합적으로 문제가 되었는데, 대규모 환매중단으로 이어지면서 일반투자자의 대규모 손실이 발생했다. 옵티머스 사태에서는 투자제안서에서 제시된 투자대상과 실제 펀드자산 사이의 괴리와 운용·판매·수탁 과정에서의 부실통제가 부각되었다. 이들 사건은 사모펀드의 운용 자율성 확대에 비해 운용사·판매사·수탁기관 사이의 상호 감시체계와 일반투자자 보호장치가 충분히 구축되지 못했다는 문제를 드러냈다. 이후 정부의 사모펀드 정책은 시장 활성화에서 투자자보호와 시장규율을 강조하는 방향으로 전환되었다.

첫 번째 전환점은 2020년 4월 발표된 「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」이다.<sup>2)</sup> 정부는 사모펀드의 모험자본 공급이라는 순기능을 고려하여 운용의 자율성은 최대한 보장하되, 투자자보호와 시스템리스크 방지를 위해 필요한 규제를 선별적으로 강화하는 원칙을 제시하였다. 운용사의 내부통제 및 펀드재산 평가를 강화하고, 판매사와 수탁기관·PBS의 운용 감시기능을 명확하게 하였으며, 투자자에 대한 정보제공을 확대했다. 또한 비유동성 자산을 보유한 개방형 펀드의 유동성 위험, 복층·순환투자구조 및 TRS를 이용한 레버리지 등에 대한 관리를 강화했다.

2021년 3월 사모펀드 개선 방향이 반영된 자본시장법 개정안이 국회를 통과하면서<sup>3)</sup> 국내 사모펀드 규제체계는 크게 변경되었다. 기존의 전문투자형 사모펀드와 경영참여형 사모펀드라는 운용목적 중심의 구분을 폐지하고 투자자를 기준으로 ‘일반 사모펀드’와 ‘기관전용 사모펀드’로 체계를 재편했다. 일반투자자는 일정 금액 이상을 투자하는 경우 일반 사모펀드에는 참여할 수 있지만 기관전용 사모펀드에는 참여할 수 없도록 하고, 일반투자자가 참여하는 일반 사모펀드에는 판매사와 수탁기관의 감시·견제 기능을 포함한 강화된 투자자보호 장치를 적용했다. 1억원 이상이던 일반투자자의 최소투자금액을 3억원 이상으로 설정하고, 이들이 투자하는 일반 사모펀드에 강화된 보호체계를 적용했다. 2015년 이후의 국내 사모펀드 규제 변화는 ‘사모펀드 활성화를 위한 진입·운용규제 완화 → 라임·옵티머스 사태 → 일반투자자 보호 강화 → 투자자 유형을 기준으로 한 규제체계 재설계’라는 흐름

1) 금융위원회, 2015. 10. 23, 사모펀드 활성화를 위한 자본시장법 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내, 보도자료

2) 금융위원회·금융감독원, 2020. 4. 27, 사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안 발표, 보도자료.

3) 금융위원회, 2021. 3. 24, 사모펀드 투자자보호 강화 및 체계개편을 위한 자본시장법 개정안 국회 본회의 통과, 보도참고자료.

름으로 정리할 수 있다. 주목할 만한 점은 사모펀드 규제 개편이 일반투자자의 사모자산 접근을 전면적으로 금지하는 방식이 아니라, 일반투자자가 참여하는 사모펀드에 대해 보다 강한 보호장치를 적용하는 방식으로 이루어졌다는 것이다.

최근에는 투자자보호 흐름을 유지하면서 사모투자자산에 대한 일반투자자의 접근기회를 어느 수준까지 허용할 것인가라는 방향성에 시장의 관심이 모이고 있다. 비상장주식, 사모대출(private credit), 인프라 등 사모자산시장이 확대되고, 기업이 비상장 상태에서 성장하는 기간도 길어지면서 사모시장에서 발생하는 투자수익 기회가 기관투자자와 고액자산가에게 집중될 가능성이 있기 때문이다. 국내 제도개선에서는 라임·옵티머스 사태를 통해 구축한 투자자보호 장치를 단순히 완화하기보다는, 투자자 보호수준을 훼손하지 않으면서 일반투자자가 규제된 방식으로 우량 사모투자자산에 접근할 수 있는 경로를 마련하는 것이 중요한 과제가 될 것으로 예상된다. 이에 본고는 미국, EU 및 싱가포르의 사모펀드 진입규제와 최근의 접근성 확대 움직임을 분석하고, 국내 제도에 대한 시사점을 도출해 보고자 한다.

## 미국의 사모펀드 규제 동향

미국의 사모펀드 규제체계는 일반투자자의 직접적인 사모시장 참여를 제한하면서도, 일정한 재산·소득 또는 전문성을 갖춘 투자자에게는 폭넓은 투자기회를 허용하는 방식으로 발전해 왔다. 최근에는 사모자산시장의 성장과 비상장기업의 자본조달 확대를 배경으로 이러한 이분법적 규제체계를 완화하여 일반투자자가 규제된 집합투자기구나 퇴직연금 등을 통해 사모자산에 간접적으로 접근할 수 있도록 투자기회를 확대하는 정책적 방향성이 관찰되고 있다.

미국 사모펀드의 투자자 진입규제를 이해하기 위해서는 Securities Act of 1933과 Investment Company Act of 1940을 함께 살펴볼 필요가 있다. 사모펀드는 원칙적으로 증권을 발행하여 투자자를 모집하기 때문에 등록의무가 발생하지만, 실제로는 Regulation D에 따른 사모발행 면제를 광범위하게 이용한다. Regulation D의 Rule 506은 조달금액에 상한을 두지 않는 대표적인 사모발행 경로이다. 벤처캐피탈 및 사모펀드가 등록에 수반되는 비용과 공시·계속규제 부담을 피하기 위해 사모발행 면제를 활용하며, Regulation D는 가장 일반적인 등록면제 수단이다.<sup>4)</sup>

미국에서 개인투자자가 accredited investor가 되기 위한 대표적인 재산기준은 주거용 주택을 제외한 순자산 100만달러 초과이며, 소득기준은 최근 2년 각각 개인소득 20만달러 또는 배우자·파트너와 합산소득 30만달러를 초과하고 당해 연도에도 동일한 소득수준이 예상되는 경우이다.<sup>5)</sup>

4) Morgan, Lewis & Bockius, 2015, U.S. Securities Laws Overview: Making Sense of “Accredited Investors,” “Qualified Purchasers,” and “Qualified Clients”

5) U.S. Securities and Exchange Commission(<https://www.sec.gov>)

Investment Company Act는 사모펀드에 대해 원칙적으로 실질소유자 수를 100명 이하로 제한(3(c)(1))하거나 모든 투자자가 qualified purchaser일 것을 요구(3(c)(7))한다. 개인투자자의 경우 일반적으로 500만달러 이상의 투자를 보유해야 qualified purchaser에 해당하므로 3(c)(7) 펀드는 3(c)(1) 펀드보다 훨씬 높은 투자자 자격을 요구한다. 이처럼 미국의 전통적인 규제체제는 사모시장의 낮은 공시수준과 높은 정보비대칭성을 고려하여 일정한 경제적 손실감내능력 또는 전문성을 보유한 투자자를 중심으로 사모시장 접근을 허용하는 구조라고 할 수 있다.

미국에서 사모펀드 진입규제가 전문성과 투자판단능력을 함께 고려하는 방향으로 변화해 왔다. 대표적인 변화가 SEC의 2020년 accredited investor 정의 개정이다. 개정 이전에는 개인투자자의 경우 사실상 소득과 순자산이 가장 중요한 판단기준이었지만, SEC는 2020년 개정을 통해 일정한 전문자격과 금융전문성을 갖춘 개인에게도 자격을 인정하였다. 이에 따라 Series 7<sup>6)</sup>, Series 65<sup>7)</sup>, Series 82<sup>8)</sup> 자격 보유자 등이 재산·소득요건과 관계없이 accredited investor가 될 수 있게 되었으며, 사모펀드의 전문성을 갖춘 금융회사 임직원(knowledgeable employee) 등도 포함되었다.<sup>9)</sup> 미국의 진입규제는 전통적인 자산검증(wealth test) 중심에서 자산과 금융전문성을 병행하는 체계로 점차 변화하고 있다고 평가할 수 있다.

미국에서 주목할 변화는 직접투자 자격을 완화하는 것과 별개로 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하려는 움직임이다. 대표적인 사례는 폐쇄형 투자회사인 BDC(Business Development Company)이다. 상당수 BDC가 증권을 등록하고 일반 대중에게 판매한 후 거래소에 상장되기 때문에 일반투자자는 BDC를 통해 비상장 중소기업 및 사모대출 등에 간접적으로 접근할 수 있다.<sup>10)</sup> interval fund와 tender offer fund 역시 투자회사법에 따라 등록된 폐쇄형 펀드이면서 환매를 일정 주기로 제한함으로써 비유동성 자산에 투자할 수 있는 구조를 가진다. 사모펀드 운용사들은 일반투자자 기반을 확대하기 위한 수단으로 이러한 펀드를 활용하고 있다.<sup>11)</sup> 2025년 8월 SEC는 사모펀드에 자산의 15% 이상을 투자하는 등록 폐쇄형 fund-of-private-funds에 대해 그동안 실무적으로 요구해온 accredited investor 및 최소 2만5천달러 투자요건을 더 이상 등록심사 과정에서 요구하지 않겠다는 입장을 발표했다.<sup>12)</sup> 이는 규제된 펀드를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하는 정책

6) 주식, 채권, 뮤추얼펀드, 옵션 등 광범위한 증권상품의 매매·권유 업무와 관련된 전문성을 검증하는 자격기준

7) 투자자문업무와 관련된 자격으로 투자이론, 포트폴리오 관리, 투자상품, 윤리 및 관련 법규 등에 대한 지식을 검증

8) 사모증권 모집과 관련된 자격으로 사모증권(private securities offerings)의 모집·판매 업무를 수행하는 인력을 대상으로 하는 검증

9) SEC, 2020. 8. 26, SEC modernizes the accredited investor definition.

10) Pinedo, A.T., Hirshberg, B., Milani, S., 2022, *Business Development Company Guide for Capital Markets*, Mayer Brown LLP.

11) Audette, J., Draney, W., Koff, J., Warren, M., 2019, *Interval and tender offer closed-end funds: investment company alternatives to traditional funds*, *Journal of Investment Compliance* 20(4), 21-34.

12) SEC, 2025, ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds.

방향을 잘 보여주고 있다.

미국 사모펀드 규제에서 관찰되는 변화는 401(k) 등 퇴직연금시장으로도 확대되고 있다. 2025년 8월 트럼프 행정부는 「Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors」 행정명령을 통해 9천만명 이상의 확정기여형(DC형) 퇴직연금 가입자가 사모주식·사모대출 등 대체자산에 투자할 기회를 확대한다는 정책방향을 제시하였다.<sup>13)</sup> 이어 노동부는 2026년 3월 401(k) 운용자가 사모주식, 사모대출 등 대체자산을 포함하는 투자옵션을 선택할 때 적용할 절차 중심의 안전조항을 제시하는 규정안을 발표했다.<sup>14)</sup> 이는 퇴직연금에 의한 사모자산 투자를 전면적으로 허용하는 방식이라기보다 수탁자가 수익성, 비용, 유동성, 가치평가, 벤치마크 및 상품 복잡성 등을 검토하는 적절한 절차를 거친 경우 일반 근로자의 퇴직연금에도 대체자산을 편입할 수 있도록 법적 불확실성을 낮추려는 접근 방식이다.

미국의 최근 사모펀드 규제 동향은 ‘일반투자자의 직접투자 제한을 단순히 폐지하는 규제완화’보다는 투자자의 전문성을 반영하여 직접투자 자격을 확대하는 한편, 등록된 폐쇄형 펀드와 BDC, 퇴직연금 등 전문적인 운용·감독체계를 갖춘 중개기구를 통해 일반투자자의 사모자산 접근경로를 확대하는 투트랙 접근방식으로 평가할 수 있다. 이는 사모자산의 정보비대칭성과 비유동성으로부터 일반투자자를 보호해야 한다는 기존 규제목적을 유지하면서도 사모시장의 성장에 따른 투자기회를 소수 고액자산가와 기관투자자에게만 한정하지 않으려는 정책적 변화라는 점에서 주목할 필요가 있다.

## EU의 사모펀드 규제 동향

EU의 사모펀드 규제는 미국과 달리 개인투자자의 자산이나 소득을 기준으로 사모펀드 투자자격을 일률적으로 정하기보다는, 전문투자자와 일반투자자를 구분하고 일반투자자의 직접적인 사모펀드 접근은 제한하는 대신 규제된 집합투자기구를 통해 사모자산에 대한 접근기회를 확대하는 방향으로 발전해 왔다. 사모주식, 사모대출, 인프라 등 장기·비유동성 자산이 기관투자자의 주요 투자 대상으로 성장함에 따라 일반투자자에게도 이러한 자산에 대한 투자기회를 제공해야 한다는 정책적 요구가 커지고 있다. 이에 EU는 투자자 보호를 유지하면서 장기투자펀드인 ELTIF(European Long-Term Investment Fund)의 규제를 완화하는 방식으로 일반투자자의 사모자산 접근성을 확대하고 있다.

EU 사모펀드 규제의 기본적인 법적 틀은 2011년 도입된 AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive)이다. AIFMD는 UCITS 이외의 대체투자펀드(AIF)를 운용하는 운용사를 규율하며, 사모주식·헤지펀드·부동산펀드 등이 그 대상에 포함된다. AIFMD에 따라 인가받은 EU 운용사

13) The White House, 2025. 8. 7, Democratizing Access to Alternative Assets for 401(K) investors.

14) U.S. Department of Labor, 2026. 3. 30, US department of labor proposes landmark rule to democratize access to alternative investments in 401(k) plans.

는 EU 회원국 간 패스포트 제도를 이용하여 AIF를 전문투자자에게 판매할 수 있다. 일반투자자에 대한 판매는 EU 차원에서 일률적으로 허용되는 것이 아니라 AIFMD 제43조에 따라 각 회원국이 허용 여부와 추가적인 투자자보호 요건을 결정할 수 있도록 하고 있다. EU 사모펀드의 기본적인 국경간 판매체계는 여전히 전문투자자를 중심으로 설계되어 있고 일반투자자의 접근에는 보다 강한 보호장치를 적용하는 구조이다.<sup>15)</sup>

EU 차원에서 보다 중요한 변화는 ELTIF 제도의 도입과 ELTIF 2.0으로의 개편이다. ELTIF는 2015년 Regulation (EU) 2015/760에 의해 도입된 EU 차원의 장기투자펀드로, 비상장기업 · 사모자산 · 인프라 등 장기자산에 자금을 공급하는 동시에 일반투자자에게도 장기투자 기회를 제공하는 것을 목적으로 한다. 그런데, 최초의 ELTIF 제도는 투자대상과 포트폴리오 구성, 일반투자자 판매 등에 상당히 엄격한 제한을 두었기 때문에 실제 설정된 ELTIF의 수는 시장의 기대에 미치지 못하였다. 이에 EU는 2023년 Regulation (EU) 2023/606을 통해 ELTIF 2.0을 도입하고 2024년 1월부터 새로운 제도를 적용하였다. 가장 주목할 변화는 일반투자자의 진입장벽을 대폭 낮춘 것이다. 기존 제도에서는 금융상품 포트폴리오가 50만유로 이하인 일반투자자가 ELTIF에 투자하려면 최소 1만유로를 투자해야 하면서도 전체 금융상품 포트폴리오의 10%를 초과하여 투자할 수 없었다. EU는 이 두 요건이 결합될 경우 일반투자자의 ELTIF 투자를 유의적으로 제약한다고 판단하여 ELTIF 2.0에서 1만유로 최소투자금액과 10% 포트폴리오 한도를 모두 폐지하였다.<sup>16)</sup> EU 입법문 역시 이러한 요건이 일반투자자를 위한 대체투자펀드 상품을 만들려는 ELTIF의 목적에 반하는 상당한 투자장벽이었다고 명시하고 있다.<sup>17)</sup>

EU가 사모펀드 규제에서 진입금액과 포트폴리오 한도를 폐지한 것이 투자자 보호의 완화를 의미하는 것은 아니다. ELTIF 2.0은 금액에 의한 진입규제 대신 MiFID II에 기초한 적합성 평가(suitability assessment)와 적합성 확인서를 요구하고, 필요한 경우 일반투자자에게 명확한 서면 경고를 제공하도록 하고 있다. 동시에 ELTIF의 비유동성 위험을 관리하기 위해 최소보유기간을 설정할 수 있도록 하고, 일정한 조건에서 환매를 허용하는 한편 기존 투자자의 매도요청과 신규 투자자의 매수요청을 매칭하는 유동성 관리장치도 도입했다. 투자자의 자산규모나 최소투자금액을 이용하여 시장진입 자체를 제한하는 방식에서 적합성 심사와 상품설계 · 유동성 관리 등을 통해 투자자를 보호하는 방식으로 규제의 중심이 이동하고 있다고 볼 수 있다.

15) 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

16) Nezeritis, A., Julien, A., Hirtz, M., Guelaoui, A.-N., 2023, European long term investment funds (ELTIF) 2.0: A new era for Private Funds Sponsors? Ashurst.

17) REGULATION (EU) 2023/606 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 March 2023 amending Regulation (EU) 2015/760 as regards the requirements pertaining to the investment policies and operating conditions of European long-term investment funds and the scope of eligible investment assets, the portfolio composition and diversification requirements and the borrowing of cash and other fund rules.

EU의 사모펀드 규제 방향은 일반투자자의 사모펀드 직접투자 제한을 철폐하는 방식이 아니며, 전문적인 운용·감독체계를 갖춘 펀드를 통해 사모자산에 대한 간접적인 접근을 확대하는 방향으로 평가할 수 있다. EU 차원의 ELTIF 2.0은 최소투자금액과 투자비중 제한을 폐지하는 대신 적합성 평가와 유동성 관리 등 상품·판매단계의 보호장치를 강화하였다. 이는 미국이 accredited investor의 범위를 금융전문성 등을 통해 확대하는 방식의 접근법을 활용하는 것과는 차이가 있지만, 규제된 투자기구를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하려는 움직임과는 일관성을 가진다고 평가할 수 있다.

### 싱가포르의 사모펀드 규제 동향

싱가포르의 사모펀드 규제체계는 전통적으로 기관투자자와 적격투자자를 중심으로 사모펀드에 대한 접근을 허용하고, 일반투자자의 직접 접근은 제한하는 구조를 가졌다. 사모주식, 사모대출, 인프라 등의 투자자산은 장기간의 투자기간, 낮은 유동성, 가치평가의 어려움과 높은 정보비대칭성으로 인해 일반투자자에게 적합하지 않을 수 있다는 판단에서다. 싱가포르 규제에서 사모펀드 접근 여부를 결정하는 중요한 기준은 accredited investor(AI) 해당 여부이다. Securities and Futures Act(SFA)상 개인은 일정한 소득 또는 자산요건 등을 충족하는 경우 AI에 해당할 수 있으며, AI를 대상으로 하는 펀드 모집에는 일반투자자를 대상으로 하는 공모에 비해 완화된 규제가 적용된다. 싱가포르 사모펀드 제도는 경제적 요건을 충족한다고 해서 투자자를 자동적으로 AI로 취급하지 않는다. 2019년부터 도입된 opt-in 체계에 따라 금융회사는 투자자가 AI 요건을 충족한다는 사실과 AI로 취급될 경우 적용받지 못하게 되는 투자자보호 조치를 고지하고, 투자자가 명시적으로 동의한 경우에만 AI로 취급하는 것을 원칙으로 한다. 이는 고액자산가에게 사모상품에 대한 폭넓은 투자기회를 제공하면서도, 투자자가 일반투자자로서 누릴 수 있는 보호를 포기한다는 사실을 충분히 인식하도록 하는 장치라는 점에서 미국의 제도와 차이가 있다.

싱가포르 통화청(MAS)은 2025년 3월 일반투자자가 사모자산에 투자할 수 있도록 허용하는 Long-term Investment Fund(LIF) 제도를 제안하였다.<sup>18)</sup> MAS는 현재 규제체계에서는 일반투자자가 사모주식·사모대출·인프라 등의 투자자산에 접근하는 데에 있어 상당한 제약이 있는 반면, 일반투자자의 포트폴리오 다변화 수요와 금융회사의 상품공급 의향이 증가하고 있다는 점을 제도개편의 배경으로 제시하였다.<sup>19)</sup> 특히 MAS는 영국의 LTAF와 EU의 ELTIF 개편 등 해외의 일반투자자 사모시장 접근 확대 추세를 명시적으로 참고하고 있다.

LIF 제도의 핵심은 일반투자자에게 사모펀드 자체를 자유롭게 판매하도록 허용하는 것이 아니라,

18) MAS, 2025, *Consultation Paper on Providing Retail Access to Private Market Investment Funds*.

19) MAS, 2026. 3. 27, MAS proposes a regulatory framework for retail private market investment funds, Media release.

MAS의 인가를 받은 장기투자펀드라는 별도의 규제된 투자기구를 통해 사모자산에 접근하도록 하는 것이다. 제안된 LIF에는 두 가지 구조가 있다. 첫째, Direct Fund는 사모주식·사모대출·인프라 등의 사모자산에 직접 투자하는 구조로서 투자자가 기초자산과 운용사를 비교적 명확하게 파악할 수 있다는 장점이 있다. 둘째, LIFF(Long-term Investment Fund-of-Funds)는 여러 사모시장 투자펀드에 투자하는 재간접펀드로, 일반투자자가 전문 운용사의 펀드 선정·모니터링 능력을 활용하면서 운용사·투자전략·산업·지역 등에 걸쳐 분산된 포트폴리오를 구성할 수 있도록 설계된다. MAS는 상장형과 비상장형 LIF를 모두 허용하는 방안을 제시하고 있는데, 비상장 LIF는 환매기회가 제한될 수 있고 상장 폐쇄형 LIF 역시 시장가격이 기초자산 가치와 괴리될 수 있다는 점을 명확하게 밝히고 있다.

LIF제도에서 주목할 만한 부분은 접근성 확대와 투자자보호를 결합한 규제설계이다. Direct Fund의 경우 MAS는 일정한 사모시장 운용경험과 운용자산 규모를 갖춘 인가받은 소매 자산운용사가 운용하도록 하는 방안을 검토하고 있으며, 운용사는 투자대상의 선정 및 지속적인 모니터링에 대해 적절한 실사를 수행하고 이를 문서화하도록 하는 방안을 제시했다. 투자대상 자체도 초기에는 상대적으로 위험이 낮은 사모자산으로 제한하는 방안이 검토되고 있다.

MAS는 단일 사모자산에 대한 과도한 익스포저를 제한하고 펀드 전체에서 적절한 위험분산이 이루어지도록 하는 한편, 사모자산에 대해 정기적인 독립적 가치평가를 실시하는 방안을 제시하였다. 비상장 Direct Fund는 원칙적으로 적어도 연 1회 환매기회를 제공하고, 환매가 받아들여진 경우 90일 이내에 투자대금을 지급하도록 하는 방안도 검토하고 있다. 반면 상장 LIF는 폐쇄형으로 설계하여 환매의무를 두지 않을 수 있도록 하였다. 아울러 판매과정에서는 LIF가 장기간 매각하기 어려운 자산에 투자하고 투자자가 원하는 시점에 원하는 가격으로 회수하지 못할 수 있다는 점을 명시하는 별도의 위험 경고를 요구하는 방안도 제시되었다.

싱가포르의 사모펀드 규제 방향은 'AI 자격을 갖춘 투자자에게 사모펀드 접근을 허용하는 기존의 투자자 자격 중심 체계'에서 한 걸음 더 나아가, 일반투자자도 MAS가 인가하고 별도의 투자자보호 장치를 갖춘 LIF를 통해 사모자산에 접근할 수 있도록 하는 투트랙 체계로 전환하려는 움직임으로 평가할 수 있다. LIF는 최소투자금액을 낮추는 방식이 아니라 운용사 전문성, 투자대상 제한, 분산투자, 독립적 가치평가, 유동성 관리 및 위험공시를 하나의 패키지로 결합하고 있다는 점이 중요하다. MAS는 LIF의 정책목적을 일반투자자가 분산된 포트폴리오의 일부로서 사모자산에 위험을 고려하여 조정된 방식으로 접근할 수 있도록 하는 데 두고 있다.

## 해외 동향 비교 및 국내 정책적 시사점

미국, EU, 싱가포르의 사모펀드 제도개편 방향을 비교하면, 사모시장의 성장에 따라 일반투자자의 투자기회를 확대하려는 공통적인 방향을 보이지만 접근성을 확대하는 규제수단에는 차이가 있음이 관

찰된다. 미국은 전통적으로 accredited investor를 중심으로 사모시장에 대한 직접투자를 허용해 왔으며, 2020년 이후 재산·소득뿐 아니라 금융전문성을 투자자격 판단에 반영하는 방향으로 제도를 확대하였다. 최근에는 등록 폐쇄형 펀드 등을 활용하여 일반투자자의 간접적인 사모자산 접근도 확대하고 있다. EU는 투자자 자격 자체를 확대하기보다는 ELTIF이라는 규제된 장기투자기구를 통한 접근성 확대에 보다 중점을 두고 있다. 싱가포르의 기존 AI 중심 체계를 유지하면서 EU와 유사하게 일반투자자의 접근이 가능한 사모자산 투자경로를 추가하는 방향으로 전환하고 있다. 해외 사모펀드 규제방향에서 관찰되는 공통적인 특징은 일반투자자의 사모시장 접근을 자유화하기보다 투자자의 전문성을 인정하거나 규제된 집합투자기구를 활용하여 접근경로를 확대하고, 그에 상응하는 투자자보호 장치를 결합하고 있다는 점이다. 미국, EU, 싱가포르의 사모펀드 규제 방향을 비교해서 정리하면 아래의 표와 같다.

〈표〉 미국·EU·싱가포르 사모펀드 접근규제 비교

|             | 미국                              | EU                                  | 싱가포르                                        |
|-------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------|
| 규제 기본구조     | 일정자격을 갖춘 투자자에게 접근 허용            | AIFMD상 전문투자자를 중심으로 접근허용             | 기관 및 AI 중심으로 접근 허용                          |
| 전통적 진입기준    | 소득·순자산 등 경제적 능력을 중심으로 투자자 자격 판단 | Professional Investor 여부 및 상품별 판매규제 | 자산·소득 등 일정 요건을 충족한 AI                       |
| 규제변화 방향     | 투자자 자격 확대 + 규제된 펀드를 통한 간접접근 확대  | ELTIF 2.0을 통한 일반투자자 접근 확대           | 일반투자자용 LIF 도입 추진                            |
| 일반투자자 접근방식  | 직접접근 자격 확대와 등록펀드를 통한 간접접근을 병행   | 규제된 장기투자펀드를 통한 간접접근 중심              | MAS 인가 LIF를 통한 접근                           |
| 주요 투자자보호 장치 | 투자자 자격, 전문운용, 공시, 등록펀드 규제 등     | 적합성 평가, 분산투자, 포트폴리오·유동성 규제 등        | 운용사 요건, 실사, 분산투자, 독립적 가치평가, 환매·유동성 관리, 위험공시 |

규제철학의 차원에서 해외사례를 살펴보면 미국은 ‘누가 투자할 수 있는가’, EU는 ‘어떤 상품을 통해 투자하도록 할 것인가’, 싱가포르는 두 방식을 결합하여 ‘어떤 투자자는 직접 접근시키고 일반투자자는 어떤 보호장치를 갖춘 상품을 통해 접근시킬 것인가’에 상대적으로 무게를 두고 있다고 평가할 수 있다. 다만 미국도 등록펀드를 통한 일반투자자의 사모자산 접근을 확대하고 있어 국가 간 제도 차이는 점차 축소되는 모습이다.

미국, EU 및 싱가포르의 사례는 국내에서도 일반투자자의 사모투자자산 접근성을 확대할 필요가 있으나, 이를 사모펀드의 투자자 진입규제를 단순히 완화하는 방식으로 추진하는 것은 바람직하지 않음을 시사한다. 라임·옵티머스 사태 이후 국내 사모펀드 제도가 투자자 보호를 강화하는 방향으로 개편되었다는 점을 고려하면, 일반투자자의 직접적인 사모펀드 투자를 광범위하게 허용하기보다는 투자자의 전문성과 규제된 간접투자수단을 함께 활용하는 단계적인 접근이 합리적일 것이다.

우선 미국의 사례를 참고하여 전문투자자 판단기준을 보다 정교화할 필요가 있다. 현재와 같이 투자자의 자산이나 투자금액을 손실감내능력의 대리변수로 활용하는 방식에서 나아가, 금융투자 관련 전문자격, 투자경험 및 직업적 전문성 등 투자위험을 실질적으로 이해할 수 있는 능력을 전문투자자 판단에 보다 적극적으로 반영하는 방안을 검토할 수 있다. 이는 자산규모는 상대적으로 작지만 충분한 금융전문성을 가진 투자자의 사모시장 접근을 허용한다는 측면에서 합리적인 방향성이 될 것으로 판단된다.

일반투자자의 접근성 개선은 EU의 ELTIF와 싱가포르의 LIF처럼 규제된 집합투자기구를 통한 간접 투자를 중심으로 확대하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 사모주식·사모대출·인프라 등에 투자하는 장기펀드 또는 사모재간접 공모펀드를 활성화하되, 운용사의 전문성, 분산투자, 독립적인 가치평가, 레버리지 제한, 충분한 위험공시와 함께 기초자산의 유동성에 부합하는 환매주기를 설정하는 방안을 검토할 필요가 있다.

사모펀드 정책의 핵심은 ‘사모펀드에 대한 규제완화’가 아니라 ‘사모자산에 대한 접근경로의 합리적인 다양화’에 두어야 한다. 전문성과 위험감수능력을 모두 갖춘 투자자에게는 직접투자의 문호를 점진적으로 확대하는 한편, 일반투자자에게는 충분히 분산되고 전문적으로 관리되는 재간접펀드 방식의 접근경로를 제공하는 이원화된 접근이 적절할 수 있다. 이를 통해 라임·옵티머스 사태 이후 구축된 투자자보호 체계를 훼손하지 않으면서도 일반투자자가 비상장기업과 장기 성장자산의 성과를 공유할 수 있는 기반을 마련할 필요가 있을 것이다.