

## 사모펀드 규율 체계의 선진화 방안\*

선임연구위원 노희진

전세계적으로 자산운용업의 발전과 더불어 높은 위험에도 불구하고 더 높은 수익을 얻을 수 있고, 금융시장의 효율성 제고와 자원배분의 효율성을 증진하는 대체투자(alternative investment)에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 대체투자 수단으로 사모투자전문회사(Private Equity Fund: PEF), 벤처캐피탈(venture capital), 헤지펀드(hedge fund) 등 다양한 형태의 사모펀드(private fund)가 운용되고 있다.

이러한 사모펀드를 잘 활용하면, 투자자의 후생을 증진시키고, 금융시장의 효율성을 제고하며, 유동성 공급이 어려운 실물경제 부문에 자본시장을 통한 자금 공급이 활성화될 수 있다. 특히, 국가 경제적으로 꼭 필요한 녹색기업, 혁신기업, 구조 조정 부문에 자금을 제공하는 유용한 수단이 될 수 있다.

국내의 경우 자본시장법과 기타 법률에 의거하여 사모펀드의 설립이 법제적으로 허용되어 있으나, 사모펀드에 대한 규제가 외국에 비해 과다하고, 규제체계가 다기화되어 현행 사모펀드의 규율체계로는 사모펀드 메커니즘을 통한 자금 공급이 원활하지 못한 측면이 있다.

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

이에 따라 최근 사모펀드 규제 관련 해외동향을 살펴보고, 국내 사모펀드의 규율 체계의 선진화방안을 제시한다.

### 사모펀드 규제 관련 해외 동향

선진국의 경우 사모펀드의 운용 자율성을 보장하여 최소한의 규제를 실시하고 있으나, 글로벌 금융위기 이후 헤지펀드를 포함한 사모펀드가 시스템 위험을 증폭시킨다는 우려가 있어 규제 수준을 높이는 방안이 논의되고 있다.

미국의 경우 오바마 행정부는 금융감독체계의 전면적 개편을 포함한 종합적 금융규제·감독 개혁의 일환으로 금융위기에 심각한 영향을 미친 헤지펀드의 사기와 남용(fraud and abuse)으로부터 투자자를 보호하고 금융 안정성에 위협이 될 수 있는 특정 펀드의 리스크 또는 전체적 리스크를 판단하는데 필요한 정보를 제공하며 투명성을 높이는 방식으로 입법화를 추진하였다.

특히, 2010년 6월 25일 미국 상원과 하원은 금융개혁법안 단일안에 최종 합의하여 「Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act」를 도출하였고, 단일법안에서 헤지펀드, 사모펀드 및 기타 투자자문업자에 대한 규제는 「Private Fund Investment Advisers Registration Act



of 2010」으로 명명하고 있다.

본 법안은 사모펀드에 대한 규제와 규제 기준의 상향 조정을 주요 골자로 ① 헤지펀드 자문업자와 사모주식(private equity) 자문업자를 SEC에 투자자문업자로 등록하게 하여, 시스템 리스크 평가에 필요한 거래와 포트폴리오에 관한 정보를 제공하도록 하고, 이 자료는 규제 당국과 공유되고 SEC는 이 자료가 투자자 보호와 시장 건전성 유지를 위해 어떻게 사용되는지를 매년 의회에 보고하도록 규정하여 규제 공백을 제거하고 있으며, ② 투자자문업자에 대한 연방 규제를 자산 규모 3천만달러에서 1억달러로 상향조정하여 주(state) 단위 규제를 강화하고 있다.

보다 세부적으로 ① 중소기업 투자회사(small business investment company)와 벤처캐피탈 투자자문업자의 등록 의무를 면제하며, ② 사모펀드만을 운용하는 투자자문업자이며, 운용자산 규모가 1억 5천만달러 미만인 사모펀드의 투자자문업자에 대하여 등록을 면제하나, ③ 각 투자자문업자는 SEC가 정하는 기록유지와 보고 의무는 이행하도록 규정하고 있다.<sup>1)</sup>

EU의 경우 EC와 유럽의회가 각 기관의 안을 발표하였는데, 2009년 4월 29일 EC는 대체투자펀드 매니저에 대한 포괄적이고 효과적인 규제 및 감독 체계 마련을 위해 대체펀드운용자에 대한 규제지침안(Directive on Alternative Investment Fund Managers: AIFM Directive)을 발표하고, 2010

년 5월 18일, EU 회원국 재무장관들로 구성된 EC 경제재무이사회(Economic and Financial Affairs Council: ECOFIN)는 ① 5억 유로(차입 사용시 1억 유로) 이상 헤지펀드 및 사모펀드 운용자를 대상으로, ② 헤지펀드 운용자는 잠재손실 감당을 위한 최소한의 자기자본을 유지하며,<sup>2)</sup> ③ 거래, 부채내역, 펀드 매니저의 연봉 등에 대한 금융당국의 정기적 보고 의무 부과 및 투자전략, 리스크 관리 시스템, 자산가치 평가 방법 등에 대한 공시 기준의 강화를 통한 헤지펀드 운용 투명성을 강화하는 AIFM Directives 규제안을 채택하고 유럽의회와 입법 협의를 개시하였다. 반면, 2010년 5월 17일, 유럽의회 경제통화위원회(Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament: ECON)에서 의결된 AIFM Directives 수정안은 사모펀드 유형에 따라 규제 수준을 달리하는 비례적 규제 체계(proportionate regulation system)를 취하고 있다. 이에 따라 각 EU 회원국이 완화된 규제가 적용될 사모펀드의 범위를 정할 수 있도록 하여, 헤지펀드의 경우 AIFM Directives의 규제를 모두 적용받도록 하는 반면, PEF나 투자신탁(investment trust) 등 금융시장에 미치는 위험이 상대적으로 적은 사모펀드들은 실질적으로 완화된 규제를 적용받도록 하였다.

ECOFIN안과 ECON안의 주요 쟁점은 non-EU 펀드운용사의 EU내 영업시 “single passport” 허용여부, 사모펀드 특성에 따른 규제 차등 여부 및 최대 차입규모 여부로, EU는 최종 합의안 도출을

1) 이외에 고객 자산에 대한 수탁, 전문투자자(accredited investors) 기준에 대한 조정과 전문투자자 개념에 대한 검토 및 조정, 적격 투자자(qualified client) 기준 조정에 관한 내용을 담고 있음

2) 최소 자기자본은 12만 5천유로+2억 5천만 유로 초과 자산의 0.02%

위해 7월 중 유럽의회 본회의에 상정 및 전체 의결을 거쳐 유럽이사회에 부의될 것으로 예상되며, 최종안의 시행은 2012년 말 또는 2013년으로 예상되고 있다. 이에 대하여 EU 각국은 금융시장에 대한 규제강화의 필요성에는 동의하지만 사모펀드에 대해 어느 정도 수준의 규제를 할 것인지에 대해서는 입장의 차이를 보이고 있다.

글로벌 금융위기 이후 사모펀드의 규제 체계는 사모펀드가 가지는 시스템 리스크를 최소화시키고 금융시스템의 안정 및 건전성 제고를 위해 일정 규모 이상의 사모펀드 및 펀드 운영자에 대한 규율체계를 강화하고 있지만, 기본적으로 사모펀드의 운용자율성을 보장하고, 사모펀드의 특성을 통해 금융시장에서의 경제적 편익을 공급할 수 있는 체계가 유지되고 있다.

### 국내 현행 사모펀드 규율 체계

우리나라의 사모펀드는 법적형태나 설립목적, 규제 수준에 따라 일반사모펀드, 적격투자자사모펀드, 사모투자전문회사(PEF)로 나뉘고, 자본시장법 및 기타 법률에서 상이한 형태로 규율하고 있다.

자본시장법에서는 2009년 3월, 2010년 2월 개정을 통하여 새로운 유형의 사모펀드인 “적격투자자대상 사모집합투자기구” 및 “기업재무안정 사모투자전문회사”를 제도화하여 현행 자본시장법상 사모펀드는 크게 ① 사모집합투자기구, ② 적격투자자대상 사모집합투자기구, ③ 사모투자전문회사(기업재무안정 사모투자전문회사 포함)

로 나누어 볼 수 있다. 사모집합투자기구, 적격투자자대상 사모집합투자기구는 자본시장법상 일반적 의미의 ‘집합투자기구’에 속하는 개념으로 운용사는 집합투자업자로 제한되며, 운용 규제가 공모형 집합투자기구에 비해 상당히 완화되어 있으나, 사모투자전문회사는 집합투자기구(사모집합투자기구, 적격투자자대상 사모집합투자기구를 포함)와는 완전히 별개로 취급하고 있다.<sup>3)</sup>

국내 사모펀드 법제 및 규율 체계는 자본시장법 외 기타 법률까지 모두 고려할 경우, 매우 복잡·다양하고 기능상 중복·결여된 경우가 많아 경제·금융 전문가도 쉽게 이해하고 접근하기에는 어려운 체계이다. 각종 법률에서 다양한 종류의 사모투자전문회사가 상이한 형태로 규율되고 있을 뿐만 아니라, 해외의 전형적 사모펀드는 규제의 틀에서 완전히 벗어나 자유로운 운용을 허용하는데 비하여, 국내사모펀드는 공모펀드 규제를 일부 완화하는 형태를 취하고 있어, 여전히 규제 수준이 높은 편이다.

따라서 금융위기 이후 효율적인 구조조정, 혁신 기업에 대한 자금 지원의 활성화, 금융회사의 새로운 사업 영역 확보 및 실물 경제와 금융시장의 선순환 메커니즘 마련 등을 위하여 사모펀드에 대한 과다하고 복잡한 대내적 규제체계를 최

3) 적격투자자대상 사모집합투자기구는 기존의 사모집합투자기구의 투자자를 적격투자자로 제한하여 규제를 더욱 완화한 사모펀드로 궁극적으로 헤지펀드를 지향하지만, 기업구조조정에 재산의 50%를 투자해야 하는 운용 제약이 있으며, 기업재무안정 사모투자전문회사의 경우 기존 자본시장법상 사모투자전문회사에 대한 운용 제한을 받지 않아, 기업인수 PEF를 넘어 메짜닌 PEF, 부실채권 PEF의 역할까지도 수행 가능한 사모펀드임



근의 국제적 규제체계 개편 논의를 고려하여, 합리적이고 효율적인 체계로 정비할 필요가 있다.

**사모펀드 규율 체계의 선진화 방안**

복잡다기화되어 있는 현행 사모펀드 규율 체계를 단순화시키기 위해, 우선적으로 각기 다른 유형의 사모펀드를 법제화하고 있는 자본시장법의 사모펀드 체계를 통합된 사모펀드 제도로 정비하고, 궁극적으로 자본시장법 외 기타 법률에서 규정하는 사모펀드들도 단계적으로 통합하는 것이 바람직할 것이다.

다만, 현행 자본시장법 상 사모펀드 설립·운용상의 규제를 단순화하더라도, 시장 마찰 요인을 고려하여 기존의 규율 체계에 의한 사모펀드를 수용함이 바람직하다.

사모펀드 설립과 관련하여 펀드 설립의 효율성과 감독의 필요성을 고려하여 등록 의무를 부과하되, 사모펀드의 규모에 따라 차별적 규율을 검토할 필요가 있다.

사모펀드 운용자와 관련하여 글로벌 규제 동향 및 현행 PEF 운용자에 대한 규제 수준을 고려하여 PEF와 헤지펀드와 같은 사모펀드 유형에 따라 달리 규율하는 방안을 고려해 봄직하다.

사모펀드 투자자는 기본적으로 자신의 투자에 대한 손실을 감당할 수 있는 투자자로 한정해야 하므로, 자본시장법 상의 전문투자자로 한정하고, 일반투자자에 대하여서는 사모펀드 투자에 대한 적격 기준 설정이 필요하다.

사모펀드 운용과 관련하여 사모펀드 제도의

통합 방향에 부합하여 운용제한을 완화하여 일원화시키는 것이 필요하다. 특히, 사모펀드 운용과 관련하여 현행 규정에서는 사모펀드의 차입<sup>4)</sup>과 파생상품에 대한 투자<sup>5)</sup>를 제한하고 있는데, 이러한 규정은 투자자 보호와 시스템 리스크의 관리 측면에서 일정 수준 제한을 가할 필요가 있다.

사모펀드 평가와 자산 보관의 경우 투자자 보호를 기한다는 점에서 외부 위탁과 평가가 바람직할 것이다.

사모펀드 관련 시스템 리스크 예방을 위하여 사모펀드 관련 차입 규모, 부외익스포저, 거래상대방 위험, 투자포지션 및 기타 금융안정성에 대한 위협적 요소나 잠재적으로 시스템 리스크에 영향을 미칠 것으로 판단되는 사항 등의 주요정보를 감독당국에 보고하도록 의무화해야 할 것이다. 또한, 프라이브로커와 헤지펀드에 자금을 공급하는 은행의 등록 의무화 및 헤지펀드에 대한 거래상대방 신용리스크 익스포저를 모니터링할 수 있는 적절한 리스크 관리 시스템을 보유하도록 한다.

사모펀드 산업의 전체 운용자산이 일정 규모 이상으로 성장할 경우 자율규제단체(금융투자협

- 4) 자본시장법상 사모집합투자기구는 법에 규정된 특수한 사정으로 인한 일시적 차입 이외의 금전차입이 전면 제한되고, 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구는 재산총액의 400% 범위 내에서 금전차입이 가능하며 사모투자전문회사는 SPC를 이용하는 경우 200% 범위 내에서 금전차입이 가능함
- 5) 자본시장법상 사모집합투자기구는 위험평가액 기준으로 펀드재산의 400%이내의 범위에서, 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구는 100%이내의 범위에서 파생상품에 투자가 가능하고, 사모투자전문회사는 원칙적으로 파생상품 투자 불가하나 투자대상 자산의 위험을 회피하기 위한 헷징 목적의 파생거래는 가능함

회)를 통하여 관련지수, 운용업자별 운용성과 등을 작성하여 정기적으로 공표하는 체계를 갖출 필요가 있다.

사모펀드의 투자자 보호와 관련하여 적격투자자를 대상으로 발매하는 사모펀드의 경우 투자자보호 장치의 적용을 완화하는 것이 타당하다. 따라서 투자 손실 능력을 지닌 투자자에 한하여 사모펀드에 투자할 수 있도록 하되, 사모펀드 관련 정보가 투자자들에게 충분히 제공되어 투자자들이 합리적·자율적 투자 판단을 할 수 있는 여건을 만들도록 해야할 것이다. 또한 자본시장법상 고객조사의무, 적합성의 원칙 및 적정성의 원칙을 엄격히 시행해야 할 필요가 있다.

대기업집단이 사모펀드 제도를 통하여 문어발식 기업확장 또는 기업지배구조의 왜곡 등을 조장할 수 있으므로, 이에 대한 대책이 필요할 것이다. 이미 자본시장법상 집합투자업자의 계열회사 발행 증권에 대한 취득한도 제한, 사모투자전문회사 소속 대기업집단의 계열회사 발행 주식에 대한 투자 금지 등을 규정하고 있으므로, 사모펀드 운용자에게 보고의무 규정을 엄격하게 적용함으로써 사모펀드에 대한 현황을 감독기구에 보고하도록 한다면, 사모펀드를 통한 기업지배구조의 왜곡, 계열사 부당지원 등의 문제점을 상당 정도 통제할 수 있을 것이다.

그리고 국내 헤지펀드 사업 영위에 있어 다양한 투자기법을 구사하는 헤지펀드를 대상으로 유가증권 대여, 대출, 청산 및 결제 제공, 펀드 관리 등의 서비스를 제공하는 사업으로 프라임 브로커

(Prime Broker)의 역량이 중요하므로 이에 대한 육성도 필요하다. 이를 위하여 금융투자회사의 헤지펀드에 대한 자금 지원 기능을 허용하고, 현행 증권 대차제도를 활용하여 금융투자회사의 헤지펀드에 대한 증권 대여 기능을 활성화하고, 결제기능의 통합 및 프라임 브로커의 자격요건과 의무 사항을 설정할 필요가 있다.