

이슈보고서 21-03

ISSUE
REPORT

대규모 환매중단 이후 개인투자자 대상 사모펀드규제의 발전 방향

송홍선

대규모 환매중단 이후 개인투자자 대상 사모펀드규제의 발전 방향

저자 송홍선*

2015년 사모펀드 규제완화는 규제패러다임을 바꾸는 상징성과 혁신성에도 불구하고, 자율과 감시·감독의 불균형을 배태한 불완전한 제도개선이었다. 최근의 대규모 환매중단 사태는 이 같은 불균형을 반영하는 것으로, 자율이 만들어 낸 시장구조의 빠른 변화에 감시·감독의 대응력이 미치지 못한 결과이다. 향후 규제정책의 방향은 2015 규제완화의 정책목표와 동태적 일관성은 유지하되, 자율과 감시·감독의 균형 복원을 위한 감시·감독체제를 강화하는 가운데 판매제도의 불합리를 혁신하는 데 초점을 맞출 필요가 있다.

내부통제체제는 회계법인의 전문성과 독립성을 사모펀드 내부통제에 충분히 활용할 수 있도록 준법감시인제도를 현실에 맞게 개편하고, 외부감사를 의무화할 필요가 있다. 수탁은행의 감시 가능 강화는 원칙적으로 바람직한 바, 실효성 확보를 위해 시장 관행과 감시 인프라의 개선을 병행할 필요가 있다.

사후감독의 효율성과 책임성 강화를 위해서는 감독 정보의 보고·상시감시·조치 프로세스 상의 비효율과 책임성 공백을 개선할 필요가 있다. 향후 사모펀드 정보 집중이 예상되는 펀드넷(FundNet) 역시 감독당국의 감독정보 생산에 보완적 가치가 있을 것으로 보인다. 미국이 Form ADV와 Form PF 같은 다양한 정보인프라를 기반으로 사모펀드 건전성 감독체계를 발전시키고 있는 것을 참고할 필요가 있을 것이다.

개인 사모펀드 판매는 개인 전문투자자 중심의 활성화를 유도하고, 투자권유규제는 사모펀드를 포함한 모든 개인에게 적용하는 것이 고객최선원칙에 부합한다. 판매채널은 해외처럼 직판채널을 생태계의 건전성 강화에 활용할 필요가 있다. 프라임브로커 연계 직판채널을 새로 도입하여 신생 사모운용사의 인큐베이션펀드(incubation fund) 지원 체계를 갖추고, 대형금융회사 채널은 트랙 레코드가 있는 사모펀드를 종합자산관리와 연계하여 판매함으로써 개인의 종합자산관리를 지원하는 것이 바람직하다.

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

펀드·연금실 선임연구위원 송홍선 (dna0214@kcmi.re.kr)

I. 연구 목적

본 보고서는 최근의 사모펀드 환매중단 사태의 원인을 추적하며, 재발 방지를 위한 사모펀드제도 개선 방안을 제안하는데 목적이 있다. 지금 사모펀드시장은 혼돈 속에 침체에 빠졌다. 개인투자자는 절대수익률 환상에서 벗어나고 있고, 운용회사와 판매사는 고객 중심의 상품 설계와 자문의 중요성을 신뢰의 위기와 평판 훼손이란 커다란 비용을 지불하며 깨닫고 있다. 정책당국도 2015 규제완화정책의 재평가 속에 규제체계를 다시 손질하고 있다. 시장실패가 발생했으니 시장 교정과 신뢰 회복을 위한 규제의 강화는 불가피한 측면이 있다.

그렇다면 어느 수준에서 어떻게 규제를 강화할 것인가에 대해서는 논란이 있다. 심지어 개인 판매 금지, 인가제로 복귀, 운용규제 등 2015년 이전의 사전 규제로 돌아가자는 주장도 있다. 필자는 이런 주장들이 특정한 현상이나 특정 부문에 대한 개별적 해법으로는 주장될 수 있다고 생각한다. 그러나 금번 대규모 부실은 보이는 현상만으로 규제 수단을 부분균형적으로 적용할 경우 규제 체계의 부정합성과 정책 신뢰 등 장기적인 제도 발전 관점에서 볼 때 득보다 실이 크다고 본다. 개별 규제의 합리성과 전체 규제의 정책목표 부합성 · 정합성을 함께 고려할 필요가 있다. 이를 위해서는 사적 자본시장의 한 축인 사모펀드의 금융시스템적 역할과 순기능, 그리고 2015 규제완화가 지향했던 정책목표에 대한 맥락적 이해를 바탕으로 사모펀드 규제의 발전 방향을 설계할 필요가 있다고 생각한다.

이에 본 보고서는 그 간의 사모펀드규제의 정책목표와 정책 흐름 속에서 2015 규제완화정책과 최근의 대규모 환매중단사태의 원인을 살펴본 후, 환매중단 사태의 재발 방지를 위한 규제정책의 우선순위와 세부적인 정책 방안에 대해 검토하고자 한다. 이를 통해 본 보고서는 2015 규제완화정책이 시장 자율과 감시 · 감독의 불균형을 야기한 측면이 있으며, 과소 감시와 과소 감독의 불균형이 금번 사모펀드 위기의 근본 원인이라는 것을 확인할 것이다. 향후 사모펀드 규제정책은 자율의 훼손보다 과소 감시 과소 감독의 불균형을 교정하는 제도 보완의 형태로 이루어지는 것이 정책의 동태적 일관성(dynamic consistency) 훼손에 따른 시장 혼란과 사회적 비용을 줄이는 길이며, 혁신금융생태계로서 사모펀드시장이 건전하게 계속 발전하는 길이라고 판단한다.

아울러 본 보고서는 전문투자형 사모펀드제도를 도입한 2015 규제완화정책과 그것의 부정적 피드백으로 나타난 최근의 사모펀드 환매중단에 초점을 맞추기 때문에 경영참여형 사모펀드는

논의의 대상이 아니며, 전문투자형 사모펀드 이슈 중에서도 기관투자자보다 개인투자자와 관련된 투자자 자격과 판매채널 등의 논의에 집중을 할 것이다. 다만, 내부통제 이슈는 현실적으로는 주로 개인투자자와 관련된 것이나, 제도 자체는 투자자 유형에 관계없이 보편 적용되는 규제라는 점에서 다른 이슈와 적용 범위에 차이가 있다.

이하에서는 그간의 사모펀드규제정책 흐름 속에서 대규모 환매 사태의 원인을 규제의 정합성, 시장구조, 가치사슬 측면에서 확인하고, 그에 따른 제도 개선 방안을 환매사태의 주된 원인을 제공한 자산운용회사의 내부통제 강화방안, 그리고 한국적 특성이 강한 사모펀드 판매제도 개선방안, 그리고 마지막으로 감시 불균형 해소를 위한 감독제도 개선 방안에 대해 차례로 살펴보기로 한다.

II. 사모펀드 환매중단의 원인과 제도 개선의 방향

1. 대규모 환매중단 원인: 규제제도 측면

국내 사모펀드시장은 수요가 공급을 창출하는 시장이다. 대형 공적 연기금과 세계 7위의 보험산업이 창출하는 고정적인 대규모 자산운용 수요가 위험자산시장의 발전을 견인하는 시장이다. 특히, 금융위기 이후의 저금리 기조는 기관투자자들의 위험자산 배분을 중장기적으로 가속화하는 계기가 되었고, 이 과정에서 대체투자로서 사모펀드에 대한 수요 역시 크게 확대되었다. 국민연금을 필두로 공적 연기금의 적립금 축적이 앞으로도 가속화할 것으로 보여 사모펀드시장의 수요위 시장 구조는 지속될 것이다. 그간의 사모펀드시장 활성화를 위한 육성정책은 이 같은 수요사이드에 대한 자연스러운 제도적 대응이었다고 할 수 있다.

사모펀드제도는 도입기부터 최근 건전화기까지 여러 단계로 시기구분을 할 수 있지만, 전 시기를 관통하여 수요 확대에 대응한 성장 중심의 육성정책이라는 공통점이 확인된다. 그럼에도 육성을 위한 규제정책의 질 측면에서 보면 사모펀드제도의 역사는 2015 규제완화 전후로 구분될 수 있다. 2015년 이전 규제체계는 1998년 사모펀드 도입(증권투자신탁업법)시 형성된 것으로 다른 금융법체계와 마찬가지로 열거주의와 칸막이규제 틀을 유지한 상태에서 점진적 개선을 추구하는 방식이었다. 해외 사모펀드, 헤지펀드 대항마 육성을 위한 PEF와 헤지펀드제도 도입도 이런 틀

속에서 진행됐다. 이런 규제 특징은 플레이어의 시장 자율 공간을 사전적으로 제약하는 것이다. 시장 진입 문턱이 높았고, 운용 범위도 열거적으로 제한했다. 이와 달리 2015 규제완화는 열거주의와 칸막이를 탈피하려했다는 점에서 파격적이고 규제의 틀을 바꾸는 것이었다. 때문에 2015 규제완화는 국내 사모펀드 역사에서 규제완화의 상징으로 평가된다. 정책목적은 자유로운 진입을 통한 혁신금융생태계의 육성이었다. 혁신생태계에서 기업에게는 모험자본을 공급하고, 투자자에게는 위험프리미엄 기회를 제공하는 새로운 금융시장을 육성하자는 것이었다. 규제의 틀은 사후규제로 전환됐다. 열거주의에서 포괄주의를 지향하며 사실상 자유로운 운용을 허용했고, 등록제도 전환을 통해 사실상 자유로운 진입을 허용했다. 투자자정책도 적격일반투자자 개념을 도입하며 투자 저변을 크게 확대했다. 규제완화 폭이 컸던 만큼 시장 반응도 폭발적이었다. 단숨에 사모펀드가 공모펀드시장을 앞서기 시작했고, 전략의 다변화를 동반한 헤지펀드시장은 3~4년 만에 10배 이상 성장했다. 대체투자 자산배분도 크게 확대되었다.

그런데 규제완화 4년 만에 사모펀드시장은 신뢰의 위기에 직면했다. 규제정책 측면에서 볼 때 이 같은 신뢰의 위기는 본질적으로 2015 규제완화가 자율과 감시·감독의 균형이라는 규제정책의 원칙에서 벗어난 것과 관련이 있다. 사후 규제는 자율 수준을 사전에 규제하지 않기 때문에 자율에 대응한 감시·감독이 균형을 이룰 때 시장은 지속가능하다. 높은 정보비대칭성으로 사기와 부정의 가능성이 큰 사적 자본시장은 자율과 감시·감독의 균형이 더욱 중요하다. 금융위기 이후의 글로벌 사모펀드 규제 역시 자율과 감시·감독의 불균형을 교정하는 과정이었다. 자율과 무규제의 사모펀드시장을 감시·감독의 틀로 편입한 것이다. 투자자문업자는 등록이 의무화되었고, 엄격한 보고 의무로 전환되었다. 2015 규제완화는 규제체계로 보면 금융위기 이전의 사모펀드규제와 공통점이 많다. 자산운용회사와 펀드 설정 규제를 완화하며 정보비대칭성이 사전적으로 통제되지 않았음에도 감시보고체계의 정비는 부족했고, 내부통제와 투자신탁 계약자간 감시제도에 대한 정비는 소홀했다. 고객최선원칙을 판매제도에 적용하는데 있어서도 소홀했다. 그 결과, 대규모 환매중단 이후 규제정책은 자율과 감시·감독의 균형을 복원하는 감시·감독제도의 정비에 초점이 맞추어져 진행이 되고 있다.

<표 II-1> 사모펀드제도 변천 시기구분

	연도	주요 내용
도입기	1998	증권투자신탁업법 개정, 사모펀드 최초 도입
변화기	2004	‘경영참여형 사모펀드(PEF)’ 도입
	2009	‘한국형 헤지펀드’ 도입
도약기	2015	사모펀드 이원화(PEF와 전문투자형), 사전 규제 완화
	2018	사모펀드 일원화 추진 발표
	2019	투자자요건 완화: 투자자수, 개인전문투자자 요건 등 완화
건전화기	2019	고위험 금융상품 투자자 보호 종합 개선방안
	2020	사모펀드제도 개선 방안 발표: 투자자보호, 리스크관리강화

2. 대규모 환매중단의 원인: 시장구조/가치사슬 측면

앞서 언급대로 2015 규제완화는 포괄주의, 동일기능 동일규제 등 사모펀드 규제의 틀을 바꾸는 규제완화의 상징으로 평가될 수 있지만, 다른 한편으로는 자율과 감시·감독의 불균형을 배태한 불완전한 제도개선으로 평가된다. 그리고 이 같은 자율과 감시·감독의 불균형은 제도측면에서 사모펀드 대규모 환매중단의 원인으로 작용한 것으로 판단된다. 이제부터는 이 같은 불균형이 대규모 시장 부실로 나타난 과정을 좀 더 구체적으로 확인할 목적으로, 규제완화 이후 시장 자율의 확대가 시장구조에 어떤 변화를 가져왔고 산업의 가치사슬을 어떻게 바꾸었는지에 대해 살펴보자.

그간 대규모 환매중단 전례가 없었고, 기관투자자 중심으로 시장이 형성됨에 따라 환매중단 발생 가능성도 낮았다는 점에서 2015 규제완화가 시장구조의 변화에 영향을 미쳤는지, 그리고 그러한 시장구조 변화가 시장의 취약성(vulnerability)을 가중했는지를 판단하는 것은 최근의 환매중단을 이해하는데 중요한 단서가 된다. 2015 규제완화 이후 시장구조 변화는 세 가지 특징이 있다. 첫째, 개인투자자 고객군의 시장 진입이 크게 늘어났다. 규제완화의 방점이 개인 참여가 수월한 전문투자형 사모펀드에 맞추어지면서 개인투자자에 대한 진입 장벽이 크게 낮아졌기 때문이다.⁰¹ 둘째, 그간 상품화되지 않던 헤지펀드와 구조화펀드 등이 개인투자자에게 집중적으로 판매되면서

01 규제완화 직전과 대규모 환매중단 직전인 2014년말과 2018년말을 비교하면, 사모펀드 전체 판매잔고가 1.9배 증가(172조원 → 329조원)하는 동안 개인 판매잔고는 2.4배(9.5조원 → 22.5조원)로 증가했으며, 개인 판매비중 역시 동 기간 5.5%에서 6.8%로 증가했다.

서 사모펀드 투자대상 역시 전통자산에서 비정형자산, 국내자산에서 해외자산으로 빠르게 확대되었다⁰². 셋째, 고객층 변화는 펀드 공급의 주체를 신생 사모전문자산운용사로 바꾸어 놓았다.⁰³ 시장구조의 이 같은 변화는 사모펀드시장의 취약성(vulnerability)을 높인 것으로 판단된다. 무엇보다 개인투자자가 업력과 트랙 레코드가 없는 신생 사모전문운용회사가 설정한 사모펀드에 쉽게 접근할 수 있는 판매관행은 정보비대칭성을 심화시키며 사기와 부정 거래에 취약한 시장구조를 만들었다. 이는 스타트업 사모펀드들의 경우 인큐베이션펀드를 통해 업력과 트랙 레코드를 만들어가는 미국 등 사모펀드 선진국의 시장관행과는 큰 괴리 요인이다. 둘째, 개인을 대상으로 비정형·해외 자산으로 투자대상을 확대하고, 투자전략이 복잡해짐에 따라 유동성위험과 미들오피스와 백오피스에서 운영위험(operational risk)이 높아졌다. 결국, 2015 규제완화는 자산운용 생태계의 확장이라는 긍정적인 성과를 만들어냈지만, 펀드시장이 대형운용사와 전문사모운용사로 분절화되는 가운데 신생 운용회사와 개인투자자간 정보비대칭성은 심화되면서 시장 취약성이 높아지는 문제점을 드러냈다.

이 같은 시장 취약성의 증가는 사모펀드 가치사슬체계 상에서 약한 고리를 통해 부실과 대규모 환매중단으로 현실화되었다. 환매중단 22개 펀드⁰⁴ 사례로 볼 때 펀드 부실의 원인은 펀드의 제조·운용단계(운영위험과 시장위험⁰⁵)와 판매단계(불완전판매)에서 집중적이고 중첩적으로 확인되고 있다.⁰⁶ 규제정책상 중요하고 분쟁조정위원회 분쟁조정 결과에서 확인된 환매중단의 주된 원인은 운영위험관리 실패와 불완전판매로 나타났다.⁰⁷ 특히, 운영위험관리 실패는 글로벌 헤지펀드들의 부실사례 연구에서도 주로 확인된다. Capco(2019)는 헤지펀드 파산 원인을 운영위

02 헤지펀드시장은 2014년 2조원에서 2018년 35조원으로 증가했으며, 2018년 사모펀드 신규설정 규모는 94조원 중 53조원이 비전통자산을 투자대상으로 하며, 헤지펀드 전략도 2014년에는 주식헤지전략이 전체의 70% 수준으로 집중된 모습을 보였으나, 2018년 6월 기준으로 크게 다변화되어 멀티전략, 채권차익거래, 이벤트드리븐, 주식헤지전략 순의 비중을 보여주고 있다.

03 전문사모운용사는 2015년 20개에서 2019년 217개로 197개 증가하는 가운데 전문사모펀드도 동 기간 8,975개에서 11,013개로 2,038개 증가했다. 상당수가 신생 운용사의 펀드로 판단된다.

04 2020년 7월 현재 금융감독원에 환매중단 등으로 분쟁조정이 접수된 사모펀드의 개수이며 금액은 2020년 8월 7일 현재 5.6조원으로 언론에 보도되었다.

05 시장위험은 투자자산군 확대로 전체시장 취약성을 높이는 요인이지만, 자기책임원칙이 적용되는 위험유형으로 그 자체가 분쟁 대상은 아니며 규제정책 관점에서 직접적 중요성은 크지 않다. 글로벌 헤지펀드 실패 사례에서도 시장위험이 사모펀드 부실의 원인인 경우는 비중이 높지 않다.

06 물론 개별 펀드들이 어떤 위험이 현실화하여 부실화하였는지는 분쟁조정기구의 최종 판단을 기다려야 한다.

07 분쟁조정위원회는 DLF의 손해액 대비 배상비율을 40~80%로 결정했는데, 이중 순수 불완전판매(투자권유규제 위반) 손해를 기여도는 30%, 내부통제 등 운영위험 실패의 기여도를 25%로 책정했다. 라임 무역펀드 4개의 경우 펀드 계약 자체를 '착오에 의한 계약'으로 규정하고 전액 배상을 결정하며 운용사의 허위·부실기재(운영위험 실패)와 판매사의 투자권유규제 위반을 주요 근거로 제시하고 있다(금융감독원(2019. 12. 5) 참고).

험관리 실패, 위험추구, 저성과, 수수료 등 4 가지로 나누어 분석할 결과, 운영위험관리 실패가 헤지펀드 파산의 50% 이상을 차지한다는 연구 결과를 발표했다. 이는 내부통제체제의 실효성 확보가 사모펀드시장의 건전한 발전에 가장 중요한 요소임을 시사한다.

이에 반해 불완전판매는 우리나라에서는 큰 이슈지만, 글로벌 사모펀드 부실사례에서는 찾기 힘든 요인이다. 이는 국내 사모펀드 판매채널과 투자권유규제의 독특한 측면을 반영한다고 본 보고서는 판단한다. 해외의 경우 운용회사가 직접 투자자에게 판매하는 직판 비중이 높는데 비해 우리의 경우 대형 판매채널을 통한 간접판매가 대부분이다. 직판의 경우 판매사-투자자 이해상충은 개념상 존재하지 않으며, 운용사-투자자 이해상충은 판매단계가 아닌 설계 · 운용단계에서 사기와 부정 형태로 현실화된다. 이 같은 우리나라 판매채널의 특이성이 사모펀드 환매중단에도 부정적으로 작용한 것으로 판단되는 바, 우리나라 사모펀드제도의 개선은 자율과 감시 · 감독의 균형을 복원하는 문제에 추가하여 판매채널에 대한 제도 개선 역시 중요하다고 할 수 있다.

3. 향후 사모펀드 규제정책 방향

지금까지 논의를 정리하면 사모펀드는 정보비대칭성으로 사기와 부정거래에 노출될 위험이 공모펀드에 비해 큰 시장이므로, 규제체계를 사전 규제에서 사후 규제로 전환할 때, 시장 자율의 공간을 확대하는 것에 상응하여, 사후적인 감시 · 감독체제를 촘촘히 정비하는 것이 시장 건전화를 위해 중요하다는 것이다. 최근의 대규모 환매중단 사태는 이러한 규제 플랫폼의 불균형을 반영하며, 이러한 불균형이 시장구조와 가치사슬의 약한 고리를 통해 현실화한 것이다.

따라서 향후 규제개선은 부실의 원인을 제공한 운영위험관리의 실패와 불완전판매를 해소하는 내부통제규제와 판매규제, 그리고 시장 부실을 상시감시를 통해 식별하지 못한 사후감독체제를 정비하는데 초점을 맞출 필요가 있다. 그리고 이 때 견지해야 할 규제정책의 원칙은 새로운 도입될 규제수단이 2015 규제완화가 추구한 정책목표와 규제패러다임 변화 흐름 속에서 동태적 일관성(dynamic consistency)을 확보하는 것이라고 판단된다. 시장 자율을 직접 제약하는 사전 규제 방식의 개별 규제는 규제패러다임의 일관성 면에서 모순되고, 사모펀드를 포함한 사적 자본시장에 적합한 규제 방식이 아닐 수 있으며, 경제적으로도 기관투자자의 증가하는 사모펀드 수요나 시장중심의 모험자본 발전을 통한 혁신성장생태계의 발전이라는 경제정책 목표와 충돌할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 2015년 규제패러다임의 전환 흐름 속에서 자율과 감시 · 감독간의 균형 복원을 통해 시장 관행을 건전화하는 규제체계를 완성하는 것이 바람직하다. 따라서 사모펀

드에 대한 진입과 영업행위에 대한 자율성은 2015 규제완화의 틀 속에서 현행을 유지하되, 시장 감시·감독은 투자자보호와 시스템리스크 감독이라는 정책 목표를 보다 명확히 하기 위해 다층적으로 설계되고 강화할 필요가 있다. 여기에 더해 판매제도에 대한 개선이 필요해 보인다. 금번 사모펀드 환매중단이 개인이 투자한 전문투자형 사모펀드시장에서 집중적으로 발생한 만큼, 한국금융의 경로의존성이 반영된 사모펀드 판매제도를 이번 사태를 계기삼아 큰 틀에서 개선하는 방안을 검토하는 것이 필요한 시점이다.⁰⁸

다음 장에서는 이 같은 규제정책의 방향성 아래 운영위험관리 강화를 위한 내부통제제도 개선, 운영위험과 시장위험 관리를 위한 사후감독제도의 개선, 그리고 판매시장 건전화화를 위한 제도 개선 방안에 대해 세부적으로 살펴보기로 한다.

III. 사모펀드제도의 개선 방안

1. 신인의무와 내부통제체제 강화

가. 문제의 소재

앞서 최근의 사모펀드 부실은 사모펀드를 설정·운용하는 사모전문운용회사의 운영위험관리 실패와 관련이 있다는 것을 지적했다. 그리고 운영위험 관리의 실패는 우리나라뿐만 아니라 해외의 사모펀드, 특히, 우리의 전문투자형 사모펀드에 해당하는 헤지펀드의 부실의 주된 원인이라는 점을 지적했다. 따라서 부실을 초래한 운용회사의 내부통제체제에 의한 감시 실효성을 확보하는데 제도 개선의 우선순위를 둘 필요가 있다.

우리나라 사모펀드의 운영위험관리는 개념적으로 회사의 내부통제체제와 회사 외부의 수탁회사(제3자)를 통한 감시로 나누어 볼 수 있다. 국내 전문투자형 사모펀드는 파트너쉽 형태의 미국 사모펀드와 달리 투자신탁계약을 통해 펀드를 설정하기 때문에 투자신탁계약의 당사자인 수탁회

08 대규모 환매중단사태를 전후하여 정부는 물론 여러 학자들에 의해 사모펀드제도 개선안이 제시되었다. 대표적으로 고동원(2020), 권재현(2020), 류혁선(2019), 금융위원회·금융감독원(2020. 4. 26) 등이 있다. 보고서 3장 4절에서는 본 보고서가 도출한 개선안과 선행연구들의 개선안을 비교하며 본 보고서 제도개선안의 차별성을 확인할 것이다.

사가 신인의무에 따라 펀드 운용회사의 감시자 역할을 하게 된다. 자본시장법은 사모전문운용회사에게도 내부통제체제를 갖추도록 하고 있기 때문에 준법감시인을 선임하고 내부통제 조직 및 규정과 프로세스 등 형식 요건은 다른 나라와 유사하게 갖추고 있다. 아울러 투자신탁계약 특성⁰⁹ 상 고객자산은 의무적으로 수탁회사가 보관·관리하고 있다.

그럼에도 운영위험 관리에 실패한 것은 두 가지 요인이 작용했다. 첫째, 내부통제체제의 독립성 부족이다. 준법감시인의 책임성이 중요하지만, 자본금 10억원의 영세한 회사조직에서 준법감시 조직이 경영자의 경영판단이 충실의무에 위배된다는 사실을 피드백하기 쉽지 않다. 이는 해외에서도 마찬가지인 것으로 판단된다. 둘째, 수탁회사에 대한 자본시장법 특례 적용이다. 자본시장법이 사모펀드에 대해 수탁회사의 운용회사 감시기능을 면제해 주는 특례를 둬 따라 적어도 법적으로 수탁회사의 감시 의무가 면제되었다.

운용회사의 고객에 대한 신인의무를 강화하기 위한 운영위험관리체계의 정비는 이 두 가지 요인을 해소하는 방향으로 진행되어야 할 것이며, 이와 관련하여 정부는 지난 4월 제도개선안을 발표 한 바 있다. 이하에서는 이와 관련한 미국의 사례를 살펴본 후, 제도 개선에 대한 의견을 제시하기로 한다.

나. 미국의 내부통제체제 운영 사례

미국은 금융위기 동안 메이도프(Madoff) 폰지사기, 갤리온(Galleon)그룹 내부자거래, 베어스턴스의 헤지펀드 운영 손실 등 헤지펀드 부실¹⁰이 대규모로 발생하자 사모펀드를 연방규제체계내로 편입하는 규제 강화 조치를 단행했다. 이를 계기로 사모펀드에 대한 등록 제도를 도입하고, 내부통제체제를 구축하며, 감독당국에 대한 보고의무가 강화되었다. 내부통제규제는 크게 준법감시체계를 구축하고 고객자산에 대한 보관규제(custody rule)를 강화하는 것이었다. 모든 등록 투자자문업자는 사모펀드를 포함하여 준법감시인(Chief-Compliance-Officer: CCO)을 선임하도록 했으며, 문서화된 내부통제정책과 절차를 갖추도록 했다. 우리나라와 다른 점은 준법감시인을 회사 내부에 풀타임으로 고용할 의무 요건은 두지 않았다. 어떤 포지션이든 상관없이 기능과 권한에

09 사모펀드계약은 다른 투자신탁계약과 자산운용회사가 투자신탁계약의 위탁자로서 투자자로부터 모집한 투자자금을 수탁자(수탁은행)에 위탁함으로써 사모펀드계약이 체결(펀드의 설정)된다. 이때 자산운용회사는 자본시장법에 따라 투자자에 대한 신인의무(선관의무와 충실의무)를 지게 되며, 고객자산을 보관·관리하는 수탁회사는 투자신탁계약 법리에 따라 수탁자로서 수탁자책임을 부담하게 된다.

10 그 외에도 The Bayou Group의 가짜회계법인 설립 통한 회계조작, Wood River Capital Management의 대주주 관련 기업 ‘몰빵’ 투자 등 다수의 운영위험 실패 사례가 확인된다.

있어서 책임성 여부를 강조하는 방식이다. 준법감시인의 책임성을 훼손하지 않는 범위에서 운용 회사의 규모가 영세한 점을 감안한 것으로 판단된다. 그러나 이 경우 준법감시조직의 책임성은 약화될 소지가 있어 제도적 보완성이 요구된다. 미국은 이 같은 제도적 보완을 자산보관규제, 그 중에서도 외부회계감사 방식을 도입하고 있다. 금융위기 이후 내부통제와 관련한 실질적인 변화는 준법감시인 그 자체보다 외부회계법인을 내부통제제도에 활용하는 자산보관규제제도의 도입이라고 할 수 있다. 강화된 자산보관규제는 크게 불시검사(surprise examination)제도, 내부통제보고서 작성, 외부감사제도로 구성되어 있다. 등록 투자자문업자는 첫째, 원칙적으로 적격 수탁회사(qualified custodian)를 지정하여 고객자산을 보관해야 하며, 둘째, 적격 수탁회사가 투자자에게 보내는 사모펀드 운용보고서(account statements)의 송부 주체가 되어야 한다. 다만, 요건을 만족하여 고객자산을 적격 수탁회사에 보관하지 않고, 투자자문회사가 직접 보관하는 경우 내부통제보고서는 독립회계법인이 작성하여야 한다. 셋째, 사모펀드를 포함한 투자자문업자들은 고객자산에 대한 회계 투명성을 위해 회계감사위원회(PCAOB)에 등록된 독립회계법인이 매년 수행하는 불시검사의 대상이 된다.

이 세 가지 요건은 원칙적으로 지켜져야 하지만, 예외적으로 사모증권을 발행하는 사모펀드의 경우 다른 옵션의 선택이 가능하다. 바로 외부감사옵션(audit approach)이다. 사모펀드가 펀드의 재무상태표를 회계감사위원회(PCAOB)에 등록한 독립적인 회계법인에 의해 외부감사를 받는 경우, 고객자산을 적격 보관회사에 맡기지 않고 자체 보관관리(self-custody)하는 것이 가능해지며 재무상태에 대한 불시검사 대상에서도 면제된다. 또한 재무제표를 고객에게 교부하거나 고지할 의무도 면제해 주고 있다. 외부감사를 강하게 유도하고 있음을 알 수 있다. 요약하면, 사모 투자자문회사의 경우 적격 수탁회사에 고객자산을 보관할 필요는 없으나, 적격 수탁회사에 보관하지 않기 위해서는 독립적인 회계법인이 수행하는 외부감사를 받아야 한다. 수탁회사 감시를 받거나 회계법인의 감시를 받는 선택을 하도록 한 것이다.

다. 개선 방안

지난 4월 정부가 발표한 내부통제 개선안은 크게 일정 규모 이상 사모펀드에 대해 외부감사를 의무화하고 수탁회사의 감시기능 예외 특례 조항을 삭제하는 내용을 포함하고 있다. 금번 환매종단 사태의 원인과 해외 사례 등을 살펴볼 때 적절한 제도 개선으로 판단된다. 여기서는 정부의 제도 개선 방안에 더하여 준법감시인제도 개편의 필요성과 수탁회사의 감시기능 복원이 실제 실효성을 확보하기 위해 필요한 보완정책에 대해 추가적으로 살펴보기로 한다.

1) 외부감사 의무화

정부는 지난 4월 제도개선에서 공모펀드와 동일한 기준으로 사모펀드에 대해서도 외부감사를 의무화는 방안을 발표했다. 자산총액이 500억원을 초과하거나, 자산총액이 300~500억원이면서 6개월내 집합투자증권을 추가 발행하는 경우 외부감사를 의무화하도록 한 것이다. 이 같은 정책 방향은 신인의무 준수를 위해서는 자산운용회사의 내부통제 수준을 공모펀드와 사모펀드 구분 없이 동일하게 유지하겠다는 의지의 표현으로 해석된다. 이렇게 되면 사모 전문운용회사들은 고객 자산을 외부 수탁회사에 의무적으로 보관·관리하는 것은 물론이고, 펀드 재산 평가 등 재무상태에 대해 외부감사까지 받게 됨에 따라 미국 사모펀드 내부통제에 비해 엄격한 회계 투명성이 적용된다고 볼 수 있다. 따라서 고객자산의 안전성과 투명성이 크게 개선될 것으로 보인다.

2) 수탁자 감시기능 부여

수탁회사에 사모펀드 감시의무는 투자신탁계약 법리에 따른 본질 의무인 만큼 동 의무를 면제한 자본시장법의 특례 조항을 삭제하는 것은 바람직해 보인다. 수탁업무를 반드시 수행해야 하는 프라임브로커(prime broker)도 동일한 감시의무가 부과되었다. 그런데 현재의 사모펀드시장 구조로 볼 때 수탁회사에 대한 감시의무를 부여하는 제도 개선이 즉각적으로 실효성을 갖게 될지는 의문이다. 판매중단 이후 수탁회사들은 더 이상 사모펀드에 대해 수탁을 맡지 않으려는 분위기까지 감지된다. 앞으로 추가될 의무에 비해 보상(수수료)이 턱없이 낮기 때문인데, 수탁서비스에 대한 낮은 수수료체계는 우리나라에 펀드시장이 형성되면서부터 고착화된 시장구조적인 문제라고 할 수 있다. 수탁이 단순 보관관리서비스를 넘어 운용감시에 대한 책임까지 강화될 경우, 그 실효성이 확보될 수 있도록 서비스의 책임성에 비례하여 수수료체계를 현실화하거나¹¹⁾, 아니면 운용 감시를 위한 감시비용을 현저히 낮출 수 있는 감시수단이 마련되어야 할 것이다. 여기에 대한 지금까지 정책 대응은 시장에서 결정되는 수수료체계에 개입하는 것보다 감시비용을 절감할 수 있는 사모펀드 정보인프라를 구축하는 방향에 맞추어진 것처럼 보인다. 공모펀드 설정 판매 시스템인 펀드넷(FundNet)을 사모펀드로 확장하는 것인데, 이것이 가능하게 되면 사모펀드 투자재산에 대한 대사(reconciliation) 과정에서 자산명세 불일치 등에 따른 펀드 부실을 시스템적으로 적출할 수 있게 되어 투자자보호는 물론 수탁회사의 감시비용도 크게 낮출 수 있을 것으로 예상된다.

11 2019년말 기준 공모펀드 평균 총보수 57bp중에 수탁서비스 수수료는 2bp로 전체의 약 3% 수준이다.

3) 준법감시인제도 개선

사모전문운용회사는 업력이 짧고 규모가 작아 상장기업이나 대형 금융회사에 비해 소유자배구조의 투명성이 낮고, 운용자산이 규모의 경제를 달성한 경우가 많지 않아 회사 조직 내에서 책임과 권한의 배분이 명확하지 않은 것이 현실이다. 이는 스타트업 사모전문운용사들의 진입 퇴출이 빈번한 사모전문운용업 자체의 특성이기도 하여 해외에서도 공통적으로 발견되는 현상이기도 하다. 글로벌 사모펀드산업에서 운영위험관리의 실패가 펀드 부실의 주된 원인이 되고 있는 것도 이러한 속성과 무관하지 않다.

그렇다면 이런 사모펀드시장에서 운영위험을 관리하는 준법감시인의 독립성과 책임성을 강화하는 방법은 무엇일까. 설득력 있는 것은 대형 금융회사나 상장기업과 동일한 방식으로 이들의 책임성과 투명성을 담보하는 것은 현실성이 떨어진다는 것이다. 소규모 조직에서 백오피스나 미들오피스를 완결적으로 조직화하는 것은 현실성이 있는 해법이 아니라는 것이다. 이런 점을 고려하여 미국은 사모전문 투자자문업자에게 준법감시인을 선임하도록 의무화하고 있지만, 앞서 언급한 대로 풀타임의 내부 직원을 고용해야 한다는 요건은 두지 않고 있다. 자칫 책임성 약화로 이어질 수 있으나, 미국은 앞서 살펴본 대로 독립 회계법인을 통한 외부감사로 책임성 약화 가능성을 보완하고 있다.

우리나라도 준법감시인 선임 의무는 유지하되 미국처럼 풀타임의 내부인력 요건을 완화하는 방안을 검토할 필요가 있다고 본다. 외부감사를 의무화하고 수탁법인의 감시를 의무화는 이중의 감시제도가 도입되는 만큼, 준법감시인 선임에 미국 방식을 적용하더라도 책임성 약화에 대한 우려는 크지 않을 것으로 보인다. 이렇게 될 경우 내부통제 준법감시제도는 독립적인 회계감사법인이거나 독립적인 내부통제전문법인에게 아웃소싱하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 앞으로 외부감사가 의무화됨에 따라 사모펀드 운용회사 관련 회계법인의 감사 전문성은 더욱 축적될 것으로 예상되는 만큼, 독립 회계법인들에게 외부감사는 물론 불시검사의 기능을 위탁하는 SEC 사례처럼, 우리나라도 독립회계법인의 전문성과 독립성을 영세 사모전문운용회사의 내부통제정책에 적극 활용할 필요가 있다고 본다.

2. 사모펀드 판매제도의 개선

국내 사모펀드 판매제도는 투자자 자격부터 투자 권유, 판매 채널에 이르기까지 한국적 특이성을 상당히 내포하고 있다. 안전자산 중심의 금융상품 판매채널이 고위험 투자판매까지 주도하는 한국 금융제도의 경로의존적(path-dependent) 특이성이 투자상품에 대한 고객최선이익 중심의 판매 프로세스 정착에 부정적으로 작용한 사례가 최근의 대규모 환매중단 사태라고 할 수 있다. 정보비대칭이 큰 사모펀드시장 고유의 비효율이 투자자에게 전가되는 펀드 부실을 반복하지 않기 위해서는 판매제도 개선이 중요해 보인다.

가. 개인투자자 자격제도 개선

사모펀드 개인투자자 자격 결정의 주요 기준은 정보생산능력과 위험부담능력 면에서 기관 전문투자자에 상응하는 개인투자자의 요건을 어떻게 정의하는가이다. 최근 환매중단을 계기로 개인에게 사모펀드 직접투자를 허용하지 않아야 한다는 회의론이 있는 것도 사실이나, 펀드 선진국에서 이런 사례는 발견할 수 없고, 대신 자격 요건을 잘 정의하여 투자자보호와 투자자 선택권을 양립하도록 하는 것이 사모펀드 공공정책의 대체적인 방향임을 서구의 제도와 경험은 잘 보여주고 있다. 참고로, 미국 SEC에 따르면 사모펀드(순자산)에서 개인투자자 비중은 지난 수년간 10% 내외로 그 비중이 5~6%인 우리나라보다 훨씬 높다.

자격 요건과 관련한 해외 사례를 보면 개인의 정보생산능력의 경우 주로 투자경험지표를, 위험부담능력의 경우 소득 및 자산 지표를 활용하며, 요건을 충족하는 개인은 기관 전문투자자와 동일하게 취급한다. 미국의 전문투자자 정의는 이원적인데, 투자회사법 3(c)(1)에 따른 사모펀드의 경우 개인 전문투자자(credited investor)는 위험부담능력으로 판단한다. 순자산 부부합산 100만달러 이상, 소득 2년 연간 부부합산 30만달러 혹은 본인 20만달러 이상이 개인 전문투자자에 해당한다. 그리고 투자회사법 3(c)(7)에 따른 사모펀드의 경우 개인 전문투자자(qualified purchaser)는 투자경험으로 판단한다. 투자 잔고 500만달러 이상이 요건이다. 정보생산능력과 위험부담능력을 동시에 판단하지 않는 미국과 달리 EU의 경우 위험부담능력과 정보생산능력 모두를 요구한다.¹² 우리나라는 최근 전문투자자 요건으로 EU방식을 주로 참고하여 개선한 바 있으며, 미국, EU 제도에 따라 향후 사모펀드에 투자하는 개인의 경우 정보생산과 위험부담 면에서 전문투자자 자격을 갖춘 개인들을 중심으로 활성화하겠다는 정책 의지를 드러내고 있다. 이는 늦었지만 최근 환

12 4분기 연속 분기당 평균 10회 거래, 금융자산(예금 포함) 50만유로 이상, 금융분야 1년 이상 근무 요건 중 2가지 동시 충족을 요구한다.

매중단 사태가 개인 전문투자자보다 후술하는 개인 적격일반투자자와 관련이 있는 것으로 추정되고 있다는 점¹³에서 바람직한 개선 방향이라고 판단된다.

그렇다면 남은 이슈는 개인 전문투자자 요건을 충족하지 못하는 개인의 사모펀드 투자는 어떻게 할 것인가 하는 것이다. 지금까지는 적격일반투자자라고 하여 최소 1억원 이상 투자하는 개인에게는 자유롭게 사모펀드 투자를 허용했던 것이 2015 규제완화이다. 유사한 제도는 미국에서도 확인할 수 있다. 정보투자자(sophisticated investor) 개념이 그것인데, 투자회사법 3(c)(1)에 따른 사모펀드에 대해 35명까지 정보투자자의 사모펀드 투자를 허용하고 있다. 그런데 한국의 적격일반투자자와 미국의 정보투자자는 전문투자자가 아니라는 공통점은 있지만, 자격 요건은 상당히 다르다. 미국의 정보투자자는 문자적 의미 그대로 개인의 정보생산능력을 본다. 다만, 정보생산능력 요건으로 전문투자자 정의처럼 투자경험(투자잔고)을 보지 않고 정보생산능력에 대한 질적 요건을 본다. 사모펀드 관련 변호사나 자격증 보유자 혹은 금융종사자가 대상이 된다.¹⁴ 때문에 미국의 정보투자자는 수적으로 제한되며 불특정 개인으로 무한 확장되지 않는 특징이 있다.

이와 달리 우리나라 적격일반투자자는 최소투자금액만 있으면 누구나 가능하다. 더구나 자금원천이나 재산상태, 전문지식에 관계없이 최소투자액만 충족하면 적격일반투자자가 될 수 있다. 사모펀드의 투자대상이 정보비대칭성이 큰 자산들이기 때문에 투자자를 정보생산능력이나 위험부담능력을 기준으로 제한하는 사모펀드의 투자자 자격제도의 취지에 비추어 볼 때 지금의 적격일반투자자 자격 요건은 불완전한 요건으로 판단된다.

해외 사례나 최근의 환매중단 사태, 적격일반투자자 요건의 불완전성 등을 감안하여 다음과 같은 제도 개선이 필요해 보인다. 우선, 정부의 의지대로 향후 개인의 사모펀드 투자는 개인 전문투자자 중심으로 확대를 유도하는 정책이 건전한 시장 발전을 위해 바람직해 보인다. 다음으로, 적격일반투자자제도는 최근 최소투자금액을 상향(1억원에서 3억원)했음에도 불구하고, 지표의 불완전성으로 인해 투자자보호에는 여전히 약점이 있는 것으로 판단된다. 개인 전문투자자가 활성화되는 시점에 맞추어 적격일반투자자의 자격요건을 미국처럼 질적 요건으로 재정의함으로써 사모펀드시장의 개인투자자 구성이 적격일반투자자에서 전문투자자로 자연스럽게 변화할 수 있도록 정책적 관심을 기울일 필요가 있어 보인다.

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

14 미국과 달리 유럽은 이러한 질적 요건을 전문투자자 요건으로 포함하고 있어 미국의 정보투자자나 우리나라의 적격일반투자자 개념은 없는 것으로 확인된다.

나. 투자권유제도 개선

투자권유규제는 사모펀드 판매회사(중개업자)가 고객을 위해 마땅히 지켜야 할 신의성실 혹은 신인의무를 법으로 규정화한 것으로 판매업자가 지켜야 할 고객에 대한 의무이다. 투자권유규제를 설계할 때 쟁점은 적용 범위를 모든 투자자에게 적용할지 일반투자자에게만 적용할지인데, 우리나라는 EU 방식을 따라 원칙적으로 일반투자자에게만 적용하고 있다. 쟁점은 전문투자자가 기관이 아닌 개인인 경우에도 설명의무, 적합성원칙, 적정성원칙이 적용되지 않는다는 것이다. 개인 전문투자자가 본인이 일반투자자처럼 취급받겠다는 의사를 표시해야 투자권유규제를 받는 선택 옵션(opt-in)만 두고 있다. 그리고 적격일반투자자에 대해서는 설명의무만 적용하고 있다.

개인에 대해 투자권유규제를 차별적으로 적용하는 것이 신의성실원칙 혹은 신인의무 관점으로 볼 때, 그리고 글로벌 사례로 볼 때 보편적인 것은 아닌 것으로 판단된다. 미국은 우리나라 법으로 투자권유를 규제하지는 않는다. 일반투자자와 전문투자자, 개인투자자와 기관투자자간 차별적 취급을 허용하는 근거 규정도 없다. 대신 SEC는 사모펀드를 포함한 모든 투자자문업자는 신인 의무에 따라 고객최선이익을 위해 다음의 투자권유절차를 규정하고 있다. 첫째, 중대 사실 공지. 고객 이익과 상충은 해소하거나 해소할 수 없을 때는 고객에게 반드시 알려야 한다. 둘째, 적합 자문(suitable advice). 투자자문업자는 고객 재산, 투자경험, 투자목적 등을 파악하고 해당 자문이 고객에게 적합한지 판단해야 한다. 셋째, 투자설명서(brochure rule). 공모와 사모 펀드 구분 없이, Form ADV가 정한 양식의 핵심투자설명서를 교부해야 한다. 직판 비중이 높은 미국은 투자자문업자에게 부과되는 이 같은 의무가 투자권유단계에서 기관이든 개인이든 상관없이 적용된다. 다만, SEC 최근 유권해석은 신인 의무를 구현하는 방식은 투자자 성격에 따라 달라질 수 있음을 인정하고 있다(SEC, 2018). 직판이 아닌 간접판매 규제도 최근 이와 유사하게 강화됐다. 제3자 채널의 브로커 채널도 작년말 SEC가 신인 의무가 아닌 적합성원칙만 적용하던 사모펀드 제3자 채널(PB 채널이나 브로커 딜러)에 대하여 작년말부터 고객최선이익규제(Regulation Best Interest)를 도입하면서 고객 유형에 상관없이 신인 의무에 준하는 권유규제가 적용되고 있다. 이상 미국 사례는 투자권유는 일반투자자에게만 적용되는 규제가 아니라, 신인 의무 혹은 고객최선원칙을 준수해야 하는 사모펀드 판매업자에게 고객 유형에 상관없이 적용되는 규제로 보는 것이 합당하다는 것이다.

이와 비교할 때 우리나라의 경우 사모펀드에 대해 공모펀드와 달리 투자권유규제를 완전하게 적용되지 않고 있어 개인 사모펀드 투자자에게 불리한 판매환경이 조성되고 있다고 할 수 있다. 2008년 금융위기 이후 펀드 불완전판매, 최근의 사모펀드 환매중단 경험으로 볼 때 우리나라도

미국방식을 검토해 볼 때가 되었다는 판단이다. 개인 전문투자자이든 적격일반투자자이든 상관 없이 투자권유규제를 모두 적용하는 것이다. 정부의 지난 4월 발표에도 전문투자자에 대한 투자 권유 강화가 포함되어 있다. 개인 전문투자자도 원하면 권유과정에서 일반투자자처럼 투자권유 규제를 받을 수 있다는 것을 판매업자가 반드시 알리도록 하고 그 사실을 녹취까지 하도록 했다. 투자권유규제에 대한 일정의 선택권(opt-in)을 명확히 한 것이다. 그런데 본 보고서는 전문 전문 투자자에게도 투자권유규제를 원칙적으로 적용하고, 고객이 원할 경우 적용을 하지 않는 방식(opt-out)이 대규모 사모펀드 환매중단으로 무너진 시장의 신뢰, 제도의 신뢰를 회복하는데 바람직해 보인다. 여기서 두 가지 비판이 있을 수 있다. 하나는 전문투자자에게 투자권유규제를 적용하면 사모펀드 규제가 공모처럼 강화되는 것이 아닌가 하는 비판이다. 미국의 제도는 사모펀드의 본질이 비정형자산과 레버리지, 집중투자 등이 가능하도록 운용규제를 공모펀드와 달리 적용하는 것이지, 투자자에 대한 운용회사와 판매회사의 최선이익의무, 이를 구현하는 과정에서 투자권유규제를 면제하는 것이 아니라는 것이다. 두 번째 비판은 투자권유규제의 보편적 적용이 판매채널의 컴플라이언스 부담을 높이고 시장을 위축시킬 수 있다는 것이다. 그런데 규제 방식이 opt-in 이든 opt-out 이든 개인전문투자자를 위한 권유 프로세스와 시스템은 갖추어야 하기 때문에 차이는 없어 보인다. 더구나 기존 대형 자산관리채널은 맞춤형 자산관리서비스 과정에서 법으로 정하지 않더라도 투자권유규제에 준하는 고객중심 판매 프로세스를 진즉에 갖추고 있었어야 했고, 그랬더라면 대규모 환매중단은 일어나지 않았을 것이다.

<표 III-1> 투자권유규제 개선안

	적격일반투자자	개인 전문투자자
현행	· 설명의무(0), 적합성/ 적정성원칙(X)	· 설명의무(X), 적합성/ 적정성원칙(X)
정부 개선안	· 기본원칙 유지 · 고난도 사모펀드 은행, 보험 판매 제한 · 고난도 상품 핵심설명서 작성 교부 · 65세 이상 모든 금융상품 숙려, 녹취제도 강화	· 기본원칙 유지. 단, 투자자 요청시 일반투자자와 동일한 투자권유 규제 적용 사실을 설명하고, 투자자가 명확히 인지했음을 확인(녹취) · 고난도상품 핵심설명서 교부 · 65세 이상 고령자 숙려, 녹취 의무 적용
보고서 제안	· 모든 투자권유 규제 적용. 단, 투자권유 구체적 적용 방법은 고객최선원칙 입증 가능한 방식으로 자율	· 모든 투자권유규제 모두 적용. 단, 1) 고객이 원할 경우 권유규제 적용하지 않도록 Opt-out 허용 2) 투자권유 구체 적용 방법은 고객최선원칙 입증 가능한 방식으로 자율화

다. 판매채널 개편

앞서 살펴본 투자자 자격, 투자권유규제와 함께 판매시장 건전화を 위해 반드시 혁신되어야 할 분야가 판매채널이다. 우리나라 사모펀드 판매에 있어 혼합자산 8월말 기준으로 증권 78%, 은행 12%, 기타 8%이다. 제조와 판매가 명확히 분리되면서 대형 금융회사가 주된 채널이 되었고 2015 규제완화 이후에는 예금취급기관의 개인 판매 비중이 급증한 것도 특징이다. 해외는 어떤가? CITCO(2017) 서베이에 따르면 자산관리채널(PB) 11%, 재간접펀드/일임 23%, 제 3자(third-party) 브로커 17%, 프라임브로커 고객소개(capital introduction) 41%, 기타 8%이다. 여기서 기타에는 기존 투자자로부터 소개나 직원, 지인 등이 포함된다. 우리나라와 달리 대형금융채널 비중이 높지 않고 프라임브로커 소개 직판 등 우리나라에 없는 직판채널 비중이 높음을 확인할 수 있다.

해외 대형 금융채널이나 브로커 채널의 경우 국내처럼 자산관리서비스와 연계되어 있는 공통점이 있다. 그런데 업력이나 트랙 레코드는 대형채널의 라인업 결정에 기본적인 고려요소이다. 매니저의 투자전략과 투자자문화사의 운영위험관리능력이 업력과 평판을 통해 검증된 사모펀드가 대형채널을 통해 판매된다. 이 같은 판매관행은 고객 중심 채널이라면 너무나 당연한 것이지만, 우리나라의 최근의 환매중단 펀드를 보면 사정이 많이 다르다는 것을 알 수 있다. 2015 규제완화 이후 설립된 신생 사모전문운용회사들이 대규모로 신규펀드를 설정했고, 이 과정에서 투자전략에 대한 트랙 레코드가 없어, 그리고 운영위험관리 능력에 대한 경험도 없이 대형 자산관리채널을 통해 개인을 대상으로 투자자를 모집한 것이다. 그리고 그것이 대규모 환매중단의 한 원인이 되었다.

해외 경험을 보면 스타트업 사모펀드들은 투자전략의 성과가 확인될 때까지 외부 투자자금 모집은 사실 제한적이다. 대형채널로 진입이 어렵기 때문에 매니저 본인과 지인의 자본, 그리고 프라임브로커 고객소개를 통해 제한적으로 모집한 소규모 자금으로 인큐베이션펀드(incubation fund)를 설정하여 트랙 레코드를 축적하게 된다. 인큐베이션 과정에서 신생 사모펀드는 프라임브로커의 인큐베이션 지원 도움을 받게 되며 이 과정에서 투자자 소개 등의 채널을 이용하게 된다. 프라임브로커 고객소개 기능은 대형채널을 통한 모집이 어려운 상황에서 스타트업 생태계가 유지되고 발전하는데 중요한 역할을 하는 것이다. 이렇게 볼 때 프라임브로커 채널은 새로운 채널이 단순히 추가되는 의미를 넘어, 사모펀드 혁신생태계가 유지발전하기 위한 필수적인 제도라고 할 수 있다.

이상을 종합할 때 우리나라 판매채널은 다음과 같이 혁신될 필요가 있다. 첫째, 기존 대형채널의 경우 대형채널이 주는 신뢰와 안정감을 바탕으로 자산관리 연계 사모펀드 판매를 지속하되 전략

을 일신할 필요가 있다. 업력과 트랙 레코드가 없는 스타트업 사모펀드의 판매는 신의성실원칙에 따라 판매를 자제할 필요가 있다. 둘째, 대형채널이 고객중심 채널을 구축하는 과정에서 신생 사모펀드들의 진입이 제한될 경우 그 빈 공간을 인큐베이터로서 프라임브로커가 채워 줄 수 있도록 생태계를 이원적으로 구축할 필요가 있다. 이를 위해서는 자본시장법 개정이 필요하다. 프라임브로커의 투자자 소개 근거 규정을 만들고 차이니즈월 완화를 통해 금융회사 내부에서 고객 정보가 공유되도록 해야 한다. 이렇게 되면 사모펀드 스타트업들은 프라임브로커 제도를 통해 투자 전략의 트랙레코드를 쌓으며 생태계의 혁신을 촉진하고, 개인들은 성과가 안정적으로 확인된 사모펀드들에 대한 접근성이 높아져 사모펀드시장의 발전과 신뢰 회복에 기여할 것으로 판단된다.

3. 사모펀드 감독제도 개선 방안

가. 사후감독을 위한 보고체계

2015 규제완화로 사전 규제가 사후감독으로 전환됨에 따라 상시감독을 위한 정보보고체계가 중요한 사모펀드 감독 수단이 되었다. 사모펀드가 오랫동안 규제체계의 밖에 있었던 해외에서도 2008년 금융위기를 계기로 금융위기의 원인을 제공한 사모펀드에 대한 규제는 사후감독에 집중됐다. 그리고 사후감독의 실질적 수단은 사후 보고체계를 촘촘하게 정비한 것이었다. 그런데 우리나라의 사모펀드 정보의 보고의무는 몇 가지 특이점이 확인된다. 첫째, 사모전문운용회사의 등록과 사모펀드의 등록이 이원화되어 있다. 그렇다 보니 신생 운용회사가 신규 등록을 할 때 자신이 모집할 사모펀드에 대한 정보 없이 규제당국이 등록 심사를 하는 상황이 연출된다. 자기자본, 인력, 대주주, 물적 설비, 내부통제체제 등의 운용회사 정보도 중요하지만, 신생 운용회사의 운용 펀드나 전략, 투자대상군 등에 대한 정보 없이 운용회사 등록 여부를 결정하고 있다. 비록 운용회사 등록 심사는 직접 심사 절차를 거치는 등 별도심사 없이 사후 전자등록으로 갈음하는 미국보다 엄격하고 감독당국 재량이 작용하고 있지만 정작 정보의 충분성과 균형성은 부족해 보인다. 뿐만 아니라 등록의 이 같은 절차의 이원화에 더해 운용회사 정보와 펀드 정보를 보관·관리하는 시스템도 표면적으로는 이원화되어 있는 것으로 나타났다(금융감독원, 2017). 이렇다 보니 감독 목적을 위해 필요 정보를 수집하고 모니터링을 통해 문제를 식별하고 조치를 취하는 일련의 상시감독 프로세스가 단절적이고 분산되어 있는 등 비효율이 존재하는 것으로 판단된다. 미국은 신생 운용회사 등록과 펀드 등록이 동시에 동일 정보시스템을 통해 보고 및 관리되며 감독당국은 이를 토대로 주기적으로 사모펀드시장과 관련된 건전성(prudential) 정보들을 생산해서 발표하고 있다는 점을 참고할 필요가 있다.

둘째, 사모펀드 감독정보의 양과 질이 투자자보호와 전체 시장 건전성 감독·감시 측면에서 충분하지 않은 것으로 보인다. 감독당국은 반기별로 회사에 대한 영업보고서와 펀드 운용에 관한 정기보고서를 전자적으로 제출받고 있다. 그런데 펀드 운용에 관한 정기보고서는 2015 규제완화 이후 보고의무 정보의 양이 크게 줄어들었다. 규제완화로 레버리지와 투자전략, 투자대상이 확대되고 복잡해질 것으로 예상되는데, 요구하는 감독정보는 거꾸로 대폭 축소된 것이다. 2015년 이후 새로 설정된 사모펀드에 대한 감독 정보의 양과 질은 감독규정 시행세칙에서 확인할 수 있듯이 규제완화 이전(일반사모펀드 보고 양식)과 비교하여 줄어들었을 뿐만 아니라, 해외(미국)와 비교할 때도 크게 부족한 상황이다. 미국은 거꾸로 글로벌 금융위기 이후 사모펀드 운용 현황에 대해서는 별도의 보고양식(Form PF)을 통해 자세히 보고받고 있다.

셋째, 보고체계 정비의 목적은 보고-모니터링-식별-조치로 이어지는 일련의 감독 프로세스를 진행하기 위함인데, 감독정보 생산을 통한 상시감시 경험이 축적되지 못함에 따라 사모펀드에 대한 시장 경보나 문제 운용회사에 대한 시정조치 등 상시감독이 사실상 이루어지지 않고 있다. 등록정보와 운용정보를 이용하여 주기적으로 사모펀드산업의 건전성 감독지표들을 생산하고 발표하는 것은 물론, 문제가 있는 사모펀드를 식별하여 임점검사(on-site exam)에 활용하는 금융위기 이후의 미국의 사모펀드 사후감독과는 큰 차이가 확인된다.

나. 미국 사모펀드 감독 사례

미국에서 사모펀드는 전통적으로 연방 감독 영역의 밖에 있었다. 지금의 사모펀드 감독체계는 2008년 글로벌 금융위기 이후 갖추어진 제도인데, 앞서 언급했듯이 핵심은 상시감독에 필요한 사모펀드 관련 정보를 감독당국에 제출하는 보고체계이다. 보고는 크게 등록보고와 실태보고로 나눠 볼 수 있다. 임점검사는 상시감독을 통해 선별된 사모펀드에 대해 실시하고 있으나, 후술하겠지만 3만개 이상의 연방 등록 사모펀드시장을 규율하는 주된 수단은 아니다.

등록 보고는 미국에서 펀드를 설정하는 모든 사모펀드에게 해당된다.¹⁵ 등록 보고는 Form ADV 양식에 의해 이루어지는데, 세부 내용을 확인하다 보면 우리나라 등록체계와는 상당한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 우선, 운용회사 등록과 펀드 등록이 동시에 사후등록으로 이루어진다. 한국처럼 운용회사 등록을 사전에 심사하여 등록 결정과 거부를 하지 않는다. 둘째, 모든 등록 행위는 원칙적으로 전자적으로 이루어진다. 셋째, 운용회사나 펀드와 관련된 등록 변경 사항(운용규모 등 포함)에 대해서는 적어도 매년 보고가 되어야 하며, 이러한 변경 사항을 통해 운용회사의 운영위험

15 이하는 SEC 홈페이지 www.sec.gov에서 열람 가능한 Form ADV와 Form PF 세부 양식을 확인하면서 작성하였다.

변동 사항이나 펀드의 투자전략과 신규 펀드 설정이나 기존 펀드 운용 규모 등 투자위험 변동 사항을 종합적이고 체계적으로 상시감시할 수 있게 된다. 넷째, 펀드에 대한 정보가 우리나라 펀드설정보고서에 비해 구체적이다. 가령, 미국은 사모펀드가 헤지펀드인지 PEF인지 유동성펀드인지 부동산펀드인지 등 SEC가 정의한 펀드 유형에 따라 해당 운용회사가 운용하는 펀드의 유형을 열거하도록 하고 있다. 다섯째, 운용인력의 사회적 신용 요건에 대한 정보 보고를 자세히 요구하는 점이 인상적이다. 사회적 신용의 적용 대상도 우리와 달리 임원은 물론 직원에게까지 요구되며, 요건도 과거 10년간 사회적 신용을 요구하고 있어 운영위험 관리를 위한 인력 요건을 까다롭게 사전적으로 요구하고 있다. 마지막으로, 사모펀드 등록보고는 연방 등록을 하는 일정 규모 이상(1.5억 달러)의 사모펀드 뿐만 아니라, 주정부 등록 펀드와 나아가 등록 면제 대상인 벤처펀드 역시 Form ADV를 작성해야 한다. 즉, 보고할 정보의 범위에 차이가 있을 뿐 자신의 존재는 드러내야 한다.

등록보고와 함께 실태보고는 글로벌 금융위기 이후 그 중요성이 더해지는 사모펀드 사후감독 수단이다. 이른바 Form PF라는 것인데, 실태보고 요구의 기본 목적은 개별 사모펀드 투자위험에 대한 상시감독과 사모펀드 전체의 시장위험을 시장 건전성 관점에서 상시감시하는 두 가지 목적이 혼재되어 있으나, 일정 규모 이상의 연방 사모펀드에 대해서만 Form PF를 요구하고 있는 것으로 보아 개별 투자자보호보다는 사모펀드발 시스템위험 감독 목적이 좀 더 강한 것으로 볼 수 있다. Form ADV에도 개별 펀드 정보가 있으나, 주로 펀드 설정 관련 정보에 한정되고 운용 관련 정보는 Form PF를 통해 확인한다. 여기에는 해당 운용회사의 사모펀드 유형별 AUM, 펀드별 AUM, 차입 규모와 거래상대방별 비중, 파생상품 포지션, 펀드 자산에 대한 3층 공정가치 평가 보고, 펀드 투자자유형별 구성, 펀드별 성과, 헤지펀드의 경우 투자전략, 고빈도매매 비중, 거래상대방 법인명칭, 투자자산군별 지역별, 규모별 익스포져, 시장위험 측정 가정 및 시장위험값 등 투자전략, 자산 배분, 위험관리와 관련된 세부적인 정보를 주기적으로 보고 받고 있다. 다만 실태정보 보고의 범위는 사모펀드 운용회사의 전체 운용규모와 헤지펀드 여부에 따라 달라지며, 보고 주기도 규모에 따라 분기에서 연간으로 차등화한 것이 특징이다.

마지막으로 임점검사는 연방 등록제도 도입 이후 SEC가 필요에 따라 직접 수행하고 있다. 주로 신생 운용회사가 타겟이며 이를 위해 사모펀드 검사전담부서(PFU)를 신설하여 사모펀드시장 전문가로 채용했다. 검사 대상 선정은 상시감독 정보를 이용한 위험평가 결과를 참고하여 선정한다. 전자적으로 사후 등록한 사모펀드 운용회사와 해당 펀드에 대하여 상시감독을 수행하는 과정에서 문제점이 식별된 사모펀드에 대한 시정조치(correction) 일환으로 직접 임점검사를 수행하는 것인데, 이 같은 샘플링 임점검사가 시장 관행과 건전화에 상당히 긍정적인 것으로 평가되고 있다. 주요 관심은 자산배분, 고객 정보 제공, 내부거래, 선행매매, 최선집행, 컴플라이언스 등이다.

참고로 앞서 언급한대로 SEC가 매년 사모펀드 회계에 대해 불시검사 방식으로 수행한다. 이 검사는 고객자산을 직접 보관하고 있는 사모펀드 운용사에 대해 진행하며, 그 방식도 SEC가 직접 수행하는 것이 아니라 제 3의 독립회계법인에 의해 수행된다. 검사 결과 어떤 문제점이 발견되면 SEC에 즉시 보고하게 되는데, 회계에 관한 임점검사의 성격이 있는 것으로 보인다.

다. 감독제도 개선

2015 규제완화 이후 사후감독의 불균형은 사모펀드 정보를 수집하고 감시하며 조치를 취하는 일련의 프로세스가 효과적으로 작동하지 않는데 근본 원인이 있다. 사후감독의 실효성 확보를 위한 첫 번째 과제는 감독정보 흐름(information flow)의 효율성을 높일 수 있도록 정보보고시스템을 통합적으로 구축하고 정보 보고의 양과 질을 강화하는 것이다. 지금의 분절적이고 비체계적인 운용회사 등록과 펀드 등록체계를 하나의 정보시스템으로 통합하여 투자위험과 비재무 위험을 종합적으로 모니터링할 수 있는 리스크정보생산체계를 갖출 필요가 있다. 그리고 자산운용회사와 사모펀드가 보고해야 할 정보의 범위를 지금보다 확대할 필요가 있다. 미국의 Form PF에 담긴 수준의 투자자 정보, 운용 정보 및 리스크 정보의 보고의 의무화하여 투자자보호와 시장 건전성 감독정보로 활용할 필요가 있다.¹⁶

이런 점에서 최근 대규모 환매중단 이후 사모펀드 운영위험 관리를 위해 준비중인 펀드넷(Fund-Net)의 기능 확대는 시의적절한 정책 방향으로 판단된다. 정책 방향은 펀드넷으로 공모펀드처럼 설정과 환매 기능을 지원하는 과정에서 자산운용회사와 수탁회사가 보유한 펀드자산의 세부명세의 일치 여부를 자동적으로 대사(reconciliation)하도록 함으로써 옵티머스펀드와 같은 운영위험의 실패를 차단하겠다는 것이다. 펀드넷이 투자자보호를 위한 우리나라 공모펀드의 인프라 경쟁력을 높이는 독특한 시스템으로 평가받고 있듯이, 사모펀드로 확장할 경우 투자자보호를 위한 독보적인 인프라로 평가될 것으로 보인다.

뿐만 아니라 사모펀드 펀드넷은 대사를 위해 수집되는 정보량이 상당하기 때문에 감독당국의 시장 안정을 위한 감독정보로서 활용가치도 매우 높을 것으로 판단된다. 대사를 위해 수집하는 정보에는 포트폴리오, 차입 등이 비교적 자세하게 포함되기 때문에¹⁷ 사모펀드 전체의 시장위험이나

16 특히, 우리나라 사모펀드는 공모펀드 규모를 능가하며 펀드시장을 주도하고 있기 때문에 금융시장 모니터링 차원에서 정보 수집의 필요성이 있다. 우리나라 공모시장 대비 사모시장 규모는 100%를 훨씬 넘어섰다. 반면 미국은 사모펀드가 순자산 기준 8조달러로 공모펀드시장 21조원의 40%에 미치지 못하는 수준이다.

17 이런 이유로 사모펀드 펀드넷의 정보 보안은 매우 중요한 이슈가 될 것이다. 공모펀드이든 사모펀드이든 세부 포트폴리오는 개별 매니저의 핵심 사적정보이기 때문에 비공개가 원칙이다. 사모펀드 개별 투자자산 정보의 접근은 대사 불일치를 적출한 경우에 한해 제한적으로 접근되어야 할 것이며, 거시건전성 감독 목적의 시장정보 생산을 목적으로 개별 펀드의 정보 접근은 제한되어야 할 것이다.

자산과 레버리지의 금융시장 내 연결성(interconnectedness) 등 거시건전성 감독을 위한 중요정보의 생산이 가능해진다. 이렇게 되면 펀드넷은 미국의 사모펀드 등록정보(IARD)와 사모펀드 운용정보(PFRD)를 통합한 수준의 감독정보를 시스템적으로 생산할 수도 있다.

두 번째 과제는 규제감독 지배구조의 개선이다. 사모펀드 사태는 규제(감독정책)와 감독실행간의 사결정체계에서 비효율을 노정했다. 규제와 감독은 동일한 공공정책 목적을 가지면서도 속성은 다른 보완적 정책수단이다. 어느 수준의 규제가 적절한가는 사전적인 규제영향평가만으로 판단할 수 없으며 사후감독을 통해 보충되고 보완되는 과정에서 판단될 수 있기 때문에 규제와 감독 간 상호작용은 규제의 적정성을 위해 중요하다. 그런데 이와 관련한 논의가 감독체계 개편이라는 시스템적 측면으로 집중되는 것은 바람직하지 않아 보인다. 시스템적 접근은 물론이고 현재의 체계 아래서도 인력교류 등을 통해 규제와 감독실행 간의 업무연관과 상호이해를 높이거나, 사모펀드 건전성에 대한 공동보고 등을 유도하여 규제와 감독간의 실질적인 협업을 유도하는 방안도 생각해 볼 수 있다.

세 번째 과제는 임점(on-site)검사제도를 정비하는 것이다. 상시감독과 임점감독은 사후감독의 근간인데, 서면을 통한 상시감독이 제대로 작동하지 않으면서 사모펀드에 대한 임점감독도 실행되지 못했다. 앞서 살펴 본대로 3만개 이상의 사모펀드가 존재하는 미국에서도 금융위기 이후 포커스 감독 대상을 상시감독을 통해 추출한 후 임점검사를 실행하고 있음을 상기할 필요가 있다. 이때 감독인력의 부족 문제는 두 가지로 보완할 수 있다. 하나는 사모펀드 등 사적자본시장 전문인력을 과감하게 고용하는 것이다. 현재의 감독인력 구성은 과거 은행 중심 금융제도와 은행 중심 감독제도의 유산을 벗어나지 못하고 있다. 자본시장 중심으로 금융제도의 발전 축이 이동하는 흐름을 반영하여 우리나라 감독인력정책도 사모펀드시장 전문가를 채용하는 미국 SEC PFU 인력정책처럼 변화가 필요하다. 다른 하나는 대형 회계법인 등으로 임점검사를 위탁 혹은 공동수행하거나 다른 금융안정기구들과 공동검사 등을 활성화하는 것이다. 독립적인 회계법인과 감독협업(임점검사 위탁이나 공동수행)은 향후 사모펀드 외부감사업무를 수행하게 될 회계법인의 전문성과 평판을 활용한다는 점에서 대안이 될 수 있을 것이다.

4. 제도개선 소결

사모펀드규제의 문제점과 해외 비교제도분석을 통해 본 보고서가 제안한 제도개선방안을 종합하면 <표 III-2>와 같다. 기존 문헌연구들에서 가장 큰 견해 차이는 일반투자자의 사모펀드 투자여부로 나타났다. 일반투자자 참여에 부정적인 기존 문헌들과 달리, 본 보고서는 적극일반투자자의 유지를 제안했다. 대신 최소투자액요건을 폐지하고 미국식 전문성 요건으로 자격을 재정의할

것을 제안했다. 49인 사모발행 요건은 앞으로도 존재하기 때문에 전문성만 충족하는 일반투자자들은 포섭하는 장점이 있다. 그리고 투자권유규제는 개인투자자라면 일반이든 전문이든 모두 적용될 필요가 있음을 지적했고 이는 기존 연구들도 암묵적으로 동의할 수 방안으로 이해된다. 마지막으로 판매채널의 경우 본 보고서는 신생펀드와 운용성과가 축적된 기존 펀드의 채널을 이원화하고, 프라임브로커 연계 직판채널을 제안하여, 자산관리 목적의 PB채널과 스타트업 생태계 육성 목적의 직판채널의 투 트랙 발전 방안을 제시하였다.

<표 III-2> 제도 개선안 요약: 선행 연구와의 비교

		정부안 (2020)	본 보고서	고동원 (2020)	권재현 (2020)	류혁선 (2019)
전문 투자자	투자	허용	허용	허용	허용	허용
	자격	투자경험 + 택일(소득, 자산, 전문성)	정부안 이견없음	정부안 이견없음	-	전문성 요건 세분화
일반 투자자	투자	허용	허용	금지	원칙 금지	-
	자격	최소투자액 요건 상향	변경: 최소투자액 폐지 → 전문성 도입	폐지	-	-
투자권유		기존원칙 유지	모든 개인 모든 권유규제 적용	전문투자자 모든 권유규제 적용	-	전문투자자 모든 권유규제 적용
판매		현행 유지	신생 펀드: 프라임브로커 연계 직판 도입	공모재간접펀드 폐지	일반투자자 대상 은행 판매 금지, 공모재간접 펀드 폐지	-
진입		수탁고 비례 자본금요건	찬성	자본금 상향, 등록/인가제 병행	-	-
내부 통제	운용 회사	외부감사 의무화	외부감사 의무화, 준법감시제도 개선	이사회 책임 강화, 지배구조법 적용 확대	-	-
	수탁 회사	감시의무	찬성	찬성	-	-
	판매 회사	감시의무	-	반대	-	-
감독		펀드넷 도입	펀드넷 도입, 감독정보 확대 등	감독제도, 부실펀드 관리인선임권	-	-

주: 정부안(2020)에는 금융위원회·금융감독원(2020. 4. 26) 외에 국회 입법 발의안(유동수의원안, 김병욱의원안)등을 포함하여 정리

참고문헌

- 고동원, 2020, 사모펀드 규제 체계의 합리화 방안, 한국조세재정연구원.
- 권재현, 2020, 해외 사모펀드규제와 소비자보호이슈, 한국금융연구센터 정책심포지움.
- 금융감독원, 2017, 『전문사모집합투자업 등록 및 업무해설』.
- 금융감독원, 2019. 12. 5, DLF 투자손실 40%~80% 배상 결정, 보도자료.
- 금융감독원, 2020. 7. 1, 무역금융펀드 투자원금 전액 반환 결정, 보도자료.
- 금융위원회 · 금융감독원, 2019. 11. 14, 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안, 보도자료.
- 금융위원회 · 금융감독원, 2020. 4. 26, 사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안, 보도자료.
- 류혁선, 2019, 전문투자자제도 현황과 개선과제, 증권학회 정책심포지움.

- Capco, 2003, *Understanding and Mitigating Operational Risk in Hedge Fund Investments*.
- CITCO, 2017, *Hedge fund distribution trend survey 2017*.
- Fagel, M.J., Wang, V., 2015, SEC Examinations of Private Investment Funds, *Practical Compliance & Risk Management for The Securities Industry* September-October 2015, 39-45.
- Plaze, R.E., 2018, *Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*, Proskauer.
- SEC, 2010, *Information for Newly-Registered Investment Advisers*.
- SEC, 2018, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, 17 CFR Part 276*.
- SEC, 2020, *Private Funds Statistics Fourth Calendar Quarter 2019*.

금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
SEC	www.sec.gov