Problems of Private Equity Placements in South Korea and Suggestions for Amendable Measures

Jae Hyun Gwon*, Assistant Professor, Incheon National University

〈Abstract〉

In the context of the protection of individual investors of private investment funds in South Korea, this study examines the current regulation of private placements from legal and economic perspectives. It compares Rule 506 of Regulation D in the United States with the similar regulation of South Korea. The most distinguishing feature of South Korea's regulation is that any individual who can evidence a certain investment amount, regardless of accreditation or sophistication, is eligible to participate in private equity funds, which has recently resulted in "incomplete sales" problems in Korea. To conform to the definition of private equity, it is best to abolish the threshold criteria of minimum investment amount. Otherwise, the "sales" of private equity via commercial banks and central institutions for financial stability must at least be banned so that individual investors do not confuse private placement with public offering. In return, public advertisement can be permitted for private equity funds with only accredited investors and sophisticated investors. Public fund investment in private equities are de facto private equities; they are inappropriate for individuals, who may be confused with private funds and public funds. As such, they need to be limited.

Keywords: Private Placement; Private Equity Regulation; Accredited Investor; Sophisticated Investor; Rule 506

JEL Classification: G18, G28

* Corresponding Author. Address: School of Northeast Asian Studies, Incheon National University, 119 Academy-ro, Yeonsu-gu, Incheon, Korea, 22012; E-mail: gwon@inu.ac.kr; Tel: +82-32-835-8722; Fax: +82-32-835-0784.

Received: October 31, 2020; Revised: January 22, 2021 & March 5, 2021; Accepted: March 9, 2021

국내 사모펀드 투자권유 및 판매의 문제점과 개혁방안

권 재 현 (인천대학교 교수)*

〈요약〉

본 연구는 사모펀드에 대한 투자규제의 문제점을 국내 법제도 및 시장현황 면에서 진단하여 개인투자자 보호를 위한 시사점과 정책적 개선방안을 도출한다. 특히 미국 사모투자 규제인 Regulation D의 Rule 506과 상응하는 국내 규정을 비교·분석하였다. 국내 사모펀드 제도는 일정 투자금액 이상이면 사모펀드에 대한 투자가 가능하도록 설정하여 위험을 감내할 재력이나 전문성 없는 개인일반투자자의 시장진입을 사실상 제한 없이 허용하고 있다. 이 점이 미국 사모펀드의 투자 규제와 가장 두드러진 차이이며, 사모펀드 불완전판매 사태의 지속적 원인이 되고 있다. 제도 개선의 최선책은 최소투자금액 기준을 폐지하여 전문투자자와 제한된 대상에 한하여 사모펀드 판매가 아닌, 투자권유 방식만 가능하도록 투자규제를 근본적으로 개혁하는 것이다. 차선책은 현행 판매 관행을 허용하되 사모펀드의 은행판매를 제한하여 개인투자자의 위험에 대한 오인을 막고 금융안정성을 확보하는 방안이다. 대신 전문투자자만을 대상으로 하는 사모펀드의 경우 미국 제도를 준용하여 일반광고를 허용하는 방안을 고려할 수 있다. 공모식 사모펀드 또한 사모투자의 취지에 부합하지 않고 공모펀드와 사모펀드의 경제적 역할에 혼동을 주는 제도로 제한할 필요가 있다.

핵심 단어 : 사모투자, 사모펀드규제, 전문투자자, 고급투자자, Rule 506

JEL 분류기호: G18, G28

* 연락담당 저자. 주소: 인천광역시 연수구 아카데미로 119, 인천대학교 동북아국제통상학부, 22012;
E-mail: gwon@inu.ac.kr; Tel: 032-835-8722; Fax: 032-835-0784.

1. 서론

2019년 8월 은행에서 판매한 해외금리연계 파생결합펀드(DLF: Derivatives Linked Funds)에서 대규모 손실이 발생하며 키코사태 이후 고위험상품의 불완전판매 논란이 또다시 이슈가 되었다.¹⁾ 같은 해 10월에는 사모펀드 운용사 라임자산운용이 펀드 환매를 중단하였고 금융당국의 점검 결과 대규모 불법행위가 드러났다.²⁾ 2020년에 들어서도 사모펀드 부실 운용에 따른 환매 중단이 멈추지 않아 같은 해 6월 17일 옵티머스 자산운용이 펀드 판매사들에게 환매 연기를 요청하였고, 6월 25일부터 검찰의 압수수색이 진행되었다.³⁾

일련의 사태에서 언급되는 이른바 ‘불완전판매’는 개인 투자자의 고위험상품 투자와 결부된 문제다. 특히 사모펀드의 투자자 범위와 권유·판매방식에 문제를 국한할 때 라임·옵티머스사태는 문제의 심각성과 정책당국이 세심히 고찰해야 할 요소를 고스란히 드러내고 있다.

이에 본 논문에서는 사모펀드 불완전판매 문제의 원인을 진단하고 대안을 제시하고자 한다. 특히 국내 사모펀드 투자권유 및 판매 제도에 상응하는 미국 제도의 근본 취지를 비교·고찰함으로써 국내 전문투자형 사모집합투자기구의 투자권유, 투자광고, 집합증권 판매 상 문제점을 집중 진단한다. 또한 공시된 자료를 바탕으로 국내 사모펀드 시장 현황을 바탕으로 사모펀드의 본질에 부응하면서도 실현 가능한 정책방안을 제시하고자 한다.

한국과 미국의 제도 비교 결과 사모펀드에 대한 투자는 권유방식으로 이루어진다는 점은 양국 공통이다. 다양한 기준의 재력 또는 전문성 요건을 충족하는 개인은 사모펀드에 투자할 수 있다. 권유 방식으로 사모펀드에 투자하는 개인에게는 일반광고가 원칙적으로 허용되지 않는다는 점도 유사하다.⁴⁾

1) 검사 결과에 따르면 2019년 9월 25일 현재 손실금액이 약 669억 원으로 손실률은 45.5%에 달하며, 투자자의 92.2%가 전문투자자가 아닌 개인 일반투자자로 파악되었다(FSS, 2019). 법인 전문투자자는 전무하였고 개인 전문투자자가 17명에 불과하였다. 개인 일반투자자는 3,004명으로 가입금액 기준 합계 6,480억 원을 투자하였다. 개인투자자 가운데 65.8%가 2억 원 미만의 소액투자자이며, 60대 이상이 48.4%를 차지하였다. 투자경험이 전무한 개인투자자가 21.8%로 조사되었다.

2) 2020년 2월 현재 환매중단된 라임자산운용의 사모펀드 손실률은 50~68%에 이를 것으로 추산된다. 투자자의 87.4%가 개인투자자라는 점 때문에 DLF 사태에서 불거졌던 소비자 보호와 손실보전 조치에 대한 논란이 다시 제기되고 있다(FSS, 2020; FSC and FSS, 2020; Kim et al., 2020).

3) 2017년 6월부터 증권사를 통해 판매한 펀드 투자금은 약 2조 원 남짓이며, 환매되지 않은 잔고가 2020년 5월 말 기준 5,200억 원 정도 되는 것으로 알려져 있다. 판매사 방문 조사 결과 비상장기업 및 대부업체 사채 등 부실자산에 대한 투자를 공공기관 매출채권으로 변조한 사실이 일부 드러났다(조선일보, ‘은행·증권사 다 속인 옵티머스 사기… 권력형 게이트로 가나,’ 2020.07.06.). 특히 옵티머스 46개펀드 연령별 개인투자자 현황을 살펴보면 60대 24.6%, 70대 이상 29.0%로 고령층이 과반수다(‘옵티머스 투자금 절반 6070… 보호 대책 필요,’ 서울신문, 2020.07.20.). 이들로부터 증권사 PB의 권유에 따른 불완전판매의 증언이 잇따르고 있다(‘사모펀드 소비자 보호 체계 수립해야…처벌·배상 강화 필요,’ 연합뉴스포맥스, 2020.07.14.). 이외에도 기업은행이 불완전 판매한 사모 디스크버리펀드의 300억 원 가량 환매 중단, P2P 대출업체인 팝펀딩이 자사상품에 투자한 사모펀드를 한국투자증권을 통해 1,200억 원 가량 사기성으로 판매한 사건 등에서도 개인투자자 보호 문제가 논제로 제기되었다.

4) 다만 사모펀드 투자권유 시 일반광고를 엄격히 규제하는 미국에 비해 국내 제도의 해당 규제는

그럼에도 불구하고 국내 제도에는 미국과 달리 개인투자자의 사모펀드 참여를 허용하는 독특한 장치가 있다. 첫째, 전문투자자 요건을 갖추지 못한 개인이더라도 일정한 투자금액 요건을 충족하면 사모펀드에 투자할 수 있다.⁵⁾ 은행 또는 증권사에서 최소 투자금액을 증빙할 수 있는 개인 일반투자자도 사모펀드 투자에 참여할 수 있도록 허용한 것이다. 이는 투자권유 및 일반광고 금지라는 사모펀드 투자의 기본 원칙을 우회할 수 있는 통로를 제도 내에 마련해준 것이다. 둘째, 모자펀드⁶⁾ 형태의 사모펀드를 조성할 수 있도록 하여 사실상 개인 일반투자자가 참여자수의 제한 없이 사모펀드에 투자할 수 있도록 하였다. 현행 제도에서도 개별사모펀드에 투자할 수 있는 일반투자자의 총수는 49인으로 제한되어 있으나,⁷⁾ 개인 일반투자자가 투자한 다수의 자펀드가 다시 소수의 모펀드에 집중 투자할 수 있다.⁸⁾ 결국 최종 모펀드 기준으로 볼 때 투자권유 과정을 거치지 않고도 판매사를 통해 수많은 개인 일반투자자를 사모펀드로 유인할 수 있는 법적 통로가 개방된 셈이다.

국내 사모펀드 시장의 제도적 문제점을 보완하는 최선책은 최소투자금액 기준을 폐지하여 투자권유 방식만 유지하는 것이다. 이 방안이 사모펀드 시장의 경제적 본질에 보다 부합할 뿐만 아니라 시장에 미치는 영향도 크지 않다. 차선책으로 고려할 수 있는 것은 최소투자금액 기준 판매는 계속 유지하되 은행판매를 제한하는 것이다. 이 방안은 개인 일반투자자의 무분별한 사모펀드 투자를 제한하는 동시에 불완전판매로 인한 금융안정성의 훼손을 방지할 수 있으며 시장에 미치는 영향은 최선책에 비해 덜하다. 더불어 공모식 사모펀드 또한 사모투자의 취지에 부합하지 않고 투자자에게 혼동을 줄 수 있어 제도적으로 허용하지 않는 것이 바람직하다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 사모펀드에 대한 투자권유와 일반광고와 관련하여 미국과 한국의 제도를 비교하여 살펴본다. 단순한 법조문의 비교가 아니라 사모펀드의 경제적 본질과 개인투자자 허용 여부를 염두에 두고 양국의 제도를 분석한다. 제3장에서는 사모펀드의 본질에 보다 부합한 개선안을 제시한다. 공시된 자료를 활용하여 제안된 방안의 정책적 실현

상대적으로 약한 편이며 법규의 구체성이 떨어진다. 이는 국내 사모펀드 개인투자자의 경우 투자권유의 방식이 아니라 주로 은행과 증권사에서 판매의 방식으로 참여하기 때문에 해당 제도가 사실상 이용되지 않기 때문이다. 투자권유와 판매에 의한 방식의 차이는 본문에서 자세히 설명한다.

- 5) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제249조의2 제2호, 동법 시행령 제271조 제2항이 전문투자형 사모집합투자기구 관련 해당 내용을 규정하고 있다. 2021.2.9. 개정 직전 전문투자형 사모집합투자기구의 레버리지가 200% 이하일 경우 1억 원 이상의 금액, 200% 초과할 경우 3억 원 이상의 금액을 투자하면 전문투자자가 아닌 일반투자자도 투자자격을 얻었다. 2021.2.9. 개정 후 레버리지 200% 기준으로 해당 최소 투자금액 요건은 각각 3억 원과 5억 원으로 상향 조정되었다.
- 6) 자본시장법 제233조.
- 7) 자본시장법 제9조 제5항, 동법 시행령 제14조 제1항 및 제10조, 동법 규정 제1-7조의2 및 제1-8조.
- 8) 자본시장법 시행령 제14조 제2항은 일반적으로 펀드 A가 다른 사모펀드 B의 지분 10% 이상을 취득할 경우 펀드 A에 투자한 투자자의 수를 사모펀드 B의 투자자수에 합산한다. 이를 역으로 해석하면 펀드 A가 펀드 B의 지분을 10% 미만으로 취득할 경우 펀드 B의 투자자 수에 펀드 A의 투자자수를 산입하지 않아도 된다. 따라서 자펀드가 일반투자자 수 49인 제한 기준을 만족하는 한 다수의 자펀드를 설립하여 모펀드에 투자하게 되면 사실상 개인 일반투자자가 사모펀드에 무제한 투자할 수 있다.

가능성에 대해 다양한 각도로 논의한다. 제 4장은 논문의 핵심 요지와 시사점을 환기하며 마무리한다.

2. 사모펀드의 투자권유 및 판매 규제

2.1 문제의식

본 논문에서는 사모펀드를 ‘판매’한다는 용어 사용 자체에 문제를 제기하고자 한다. 공모와 달리 사모는 증권 취득 청약을 ‘권유’하는 것으로부터 시작된다. 공개광고 및 청약 절차를 따르는 공모 규제를 적용받지 않는 대신, 사적 관계로 투자금을 유치하는 것이 본질적으로 사모의 차별화된 고유 자금조달 방식이다. ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)’에도 모집으로 청약을 권유하는 공모와 달리(동법 §9⑦) 사모는 모집에 해당하지 않는 방식으로 청약을 권유하도록 정하고 있다(동법 §9⑧). ‘판매’는 법에 정의된 용어도 아니며, 역사적으로 증권 판매 부문에서 시장지배력을 지닌 은행·증권사·보험사 등을 중심에 두고 사고하는 관습이 반영된 것일 뿐이다.⁹⁾ 불완전판매에 대한 보다 생산적 토론은 ‘불완전’에 방점을 두는 것이 아니라 ‘왜 사모펀드의 자금조성이 투자 권유가 아닌 공모펀드의 판매 방식으로 이루어지는 관행이 지속되는가?’라는 보다 근원적 의문에서 비롯되어야 한다.

두 번째로 ‘왜 은행에서 사모펀드를 판매하고 있을까?’라는 질문에 대해 고찰하고자 한다. 사모시장에서의 거래가 상대적으로 활발한 미국의 시장에 비추어 보면 사모펀드의 은행판매, 특히 개인에 대한 은행판매는 매우 독특한 현상이라 할 수 있다. 서론에서 언급한 불완전판매 사태 대부분 은행에서 판매한 고위험 증권이 문제의 발단이 되었다. 개인 일반투자자의 사모펀드 투자와 투자자보호 문제가 국내에서 빈번히 쟁점이 된다면 이 질문을 개인 일반투자자의 사모펀드 투자가 이루어지는 지점에 집중하여 고민할 필요가 있다. 이에 이번 절에서는 사모펀드 시장은 제대로 작동하되 개인투자자 보호 문제가 비교적 문제가 되지 않는 미국 제도를 비교법적 시각에서 고찰하고자 한다.

2.2 사모펀드의 경제적 취지

공모와 사모를 막론하고 펀드는 집합투자를 통해 투자자와 운용자가 공동의 이익을 향유하는 기제이다. 펀드 운용자는 전문지식을 활용하여 투자재원을 모아 위험을 감소하는 동시에 수익을 극대화한다. 펀드 수수료 및 보수는 일종의 투자자와 운용자의 계약으로서 ‘주인(principal)’과 ‘대리인(agent)’ 사이 유인기제로 간주할 수 있다.

9) ‘판매’란 용어는 현재 자본시장법의 모태를 이루는 증권투자신탁업법과 간접투자자산운용업법에서 사용되었다. 하지만 통합된 자본시장법에서는 정의되지 않은 채 그대로 사용되고 있다. 운용사가 투자자에게 ‘권유’하는 행위는 방향성을 갖지만, ‘판매’는 투자매매·중개업자가 투자자에게 집합증권을 매도하는 중립적 행위를 지칭한다. 투자자가 운용사에게 먼저 접근하든 운용사가 투자자에게 접근하든 집합투자증권이 매도되면 판매 행위가 된다는 의미에서 그러하다. 따라서 집합투자증권의 판매는 투자권유를 통해서 이루어질 수도 있고, 투자권유 없이 이루어질 수도 있다(Park et al., 2017a: 111).

동일한 수익률을 추구하더라도 투자자가 많아지면 분산투자를 통해 위험을 감경할 수 있고 펀드 운용에 소요되는 단위비용을 절감할 수 있다. 이러한 집적의 이익은 펀드의 대형화를 추동하는 요인이 된다. 하지만 투자자가 많아지면 운용자에 대한 감시와 통제가 약화되어 운용자가 투자자의 이익을 극대화하기 위해 행동할 유인이 약해지는 문제가 발생한다.¹⁰⁾ 이를 해결하기 위한 조치가 바로 공모펀드에 부과되는 다양한 규제이며 규제가 없을 경우 발생할 사회적 비용을 절감하기 위한 경제적 장치로 볼 수 있다. 특히 공모펀드 시장의 경우 전문지식이 결여된 다수의 소액 개인투자자가 참가하기 때문에 투자자와 운용자 사이의 정보격차가 크다. 그렇기에 개인 일반투자자 보호 규제가 필수적이다.

공모펀드에 비해 사모펀드는 소수 전문투자자를 대상으로 한다. 투자자와 운용자 간 정보격차가 크지 않고 전문투자자인 투자자가 운용자의 능력 및 이력에 대해 충분히 파악할 수 있는 전문성을 보유하고 있다고 간주한다. 따라서 공모펀드에 요구되는 투자자 보호에 관한 규제의 추가 사회적 효익이 미미하다.¹¹⁾ 사모펀드 설정 단계에서 우선 전문투자자의 개념을 정의하고 일반투자자의 수를 제한하는 이유가 여기에 있다. 엄격한 투자자 제한 기준을 만족하는 대신 공모펀드 규제를 면제받는 방식으로 사모펀드 제도가 규정된다.

이러한 시각을 견지하며 다음 절에서는 미국과 한국의 사모펀드 전문투자자 요건과 수반되는 규제를 비교하여 살펴본다.

2.3 미국의 사모펀드 투자권유 제도

미국의 공모시장은 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 근거한다.¹²⁾ 1933년 증권법에서 사모펀드는 Regulation D Rule 506의 면제 규정을 따른다(17 C.F.R. §230.506). 미국 증권거래위원회(SEC: Securities and Exchange Commission)가 2013년 면제규정을 신설함으로써 기존 면제규정은 Rule 506(b), 신규 면제규정은 Rule 506(c)가 되었다.

기존 면제규정인 Rule 506(b)는 사모펀드의 등록을 면제하는 일종의 안전조항('safe harbor')이다. 즉, Rule 506(b)에 의해 설립된 사모펀드는 사전 발행 승인을 받을 필요가 없으며 해당 사모펀드를 판매하기 위한 자격이 운용자에게 별도 요구되지 않는다.¹³⁾

10) 본인-대리인(principal-agent) 관계에서 발생하는 전형적 '도덕적 해이(moral hazard)' 문제다.

11) 사모펀드 규제에 대한 경제학적 해석은 비단 펀드시장에 국한되지 않는다. 보다 넓은 의미에서 '공적자본시장(public capital market)'과 비교하여 '사적자본시장(private capital market)'은 자기보호가 가능한 전문투자자 시장이며 최소한의 규제와 개입이 존재하는 곳이다(Park et al., 2017b: 179).

12) 따라서 증권법과 증권거래법 이전의 시장은 모두 사모시장이라고 보아도 무리가 아니며 태초에 모든 금융시장은 이런 면에서 사모시장이었다. 복잡다기한 근대적 증권거래와 이를 규율하는 법제가 태동하고 나서야 공모시장이 탄생하게 되었고, 반대급부로 근대적 사모시장은 공모의 예외로서 협소하게 정의되기 시작하였다.

13) 하지만 사모펀드 운용자는 자신이 운용하는 사모펀드 수와 무관하게 운용자산규모(AUM: Asset Under Management)가 1억 5천만 달러 이상이면 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers

Rule 506(b)에서는 ‘전문투자자(qualified investor)’와 ‘고급투자자(sophisticated investor)’ 정의를 사용하여(17 C.F.R. §230.501) 사모펀드 투자자격에 대한 규제를 설정하고 있다.¹⁴⁾ 이에 전문투자자의 수에는 제한이 없지만 고급투자자의 수는 총 35명 이하여야 한다.¹⁵⁾

법인 자격의 전문투자자로는 은행, 저축은행, 투자중개·매매업자, 기업성장집합투자기구(BDC: Business Development Company), 중소기업투자회사(SBIC: Small Business Investment Company), 5백만 달러 규모 이상 공적 퇴직연금, 증권 취득이 목적이 아닌 총자산 5백만 달러 이상의 신탁, 전문투자자가 소유권을 전부 보유한 관련회사 등이 대표적이다. 요컨대 대형 금융기관, 벤처투자, 자산 5백만 달러 이상의 연기금 등이 사모투자¹⁶⁾에 적격하다.

자산 또는 수입을 기준으로 개인도 전문투자자로서의 적격성이 부여될 수 있다. 다음 <표 1>은 순자산 또는 수입 기준을 충족하는 개인 전문투자자의 적격성을 정리한다.

<표 1> 미국 개인 전문투자자(qualified investor) 정의

기준	정의(17 C.F.R. §230.501(a)(5)&(6))
순자산	본인 순자산 또는 배우자 포함 합계순자산이 1백만 달러를 넘는 자 (A) 주거주지의 가치는 순자산가치 산정 시 자산금액에서 제외한다. (B) 주거주지에 대한 담보대출은 담보물의 시장가치를 초과하지 않는 범위 내에서 순자산가치 산정 시 부채금액에서 제외한다. (C) 주거주지에 대한 담보대출이 시장가치를 초과할 경우 초과분은 순자산가치 산정 시 부채금액에 포함한다.
수입	최근 2년간 (ㄱ) 본인의 연수입이 매해 20만 달러를 초과하거나 배우자 합산 연수입이 매해 30만 달러를 초과하며, (ㄴ) 올해 수입도 같은 수준에 도달할 거라는 합리적 기대가 가능한 자

주) 주거주지 가치에 관한 계산법은 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 의해 추가됨(Cendrowski et al., 2012: 16-17).

이에 비해 고급투자자(sophisticated investor)는 본인 단독, 또는 본인의 매수 대리인과 함께, 사모투자의 위험과 수익을 평가할 수 있을 만큼 재무 및 영업 사항에 대해 충분한 지식과

Act of 1940)에 의해 SEC에 등록하고 규제를 받아야 한다(IAA §203(m)). 2011년 7월 21일 개정법 발효 전에는 펀드 수가 15개 미만이면 등록이 면제되었다. 단, 벤처캐피털펀드는 AUM과 무관하게 등록이 면제된다(동법 §203(1); Park, 2015; Cendrowski et al., 2012: 17).

14) 미국 Rule 506 상의 ‘qualified investor’와 ‘sophisticated investor’를 ‘전문투자자’와 ‘고급투자자’로 번역하였다. 국내법에서는 ‘전문투자자’라는 용어가 있으나 ‘고급투자자’라는 용어는 없다. 또한 미국의 ‘qualified investor’와 한국의 ‘전문투자자’가 유사한 대상을 지칭하기는 하나 정확히 상응하는 용어는 아니라는 점을 유의해야 한다.

15) 전문투자자와 고급투자자는 Rule 506(b)에 의거하여 펀드 발행인이 제공하는 사전점검 양식을 스스로 작성함으로써 자신이 전문투자자에 해당하는지 또는 고급투자자에 해당하는지 스스로 입증해야 한다.

16) Rule 506은 사모펀드(private equity funds) 보다 더 광의의 사모방식 투자(private placement)에 대한 규정이다.

경험이 있는 투자자를 의미한다(17 C.F.R. §230.506(b)(2)(ii)). 전문투자자가 충분한 재력을 보유한 자라면 고급투자자는 복잡한 투자를 이해하는 전문지식 및 경험을 갖춘 자이다. 고급투자자 수를 35인 이하로 설정한다는 의미는 투자위험을 감내할 재력은 충분하지 않아도 사모투자자의 위험에 대해 충분히 인지하고 있는 소수 전문가에 한하여 제한적 참여를 허락한 것으로 해석할 수 있다.

Rule 506(b)로 전문투자자와 고급투자자를 모집할 경우 유념해야 할 규정 가운데 하나는 일반광고(general solicitation 또는 general advertising)에 의한 투자권유가 금지된다는 것이다(17 C.F.R. §230.502(c)). 강한 일반광고 금지 규정 때문에 미국에서는 사모펀드의 투자자 모집 시 직접 또는 투자은행 등의 모집주간사(placement agent)를 통해서만 투자권유가 가능하다.¹⁷⁾ 일반광고 금지 규제 하에서 사모펀드에 투자할 수 있는 개인 전문투자자와 개인 고급투자자는 매우 제한적이다. 펀드 설정 이전 사모펀드 운용자와 투자자가 이미 비즈니스 관계(pre-existing relationship)를 맺고 있었거나, 일반광고에 의해 투자에 참여한 것이 아니라는 것이 명백하게 입증되어야 추후 설정 취소의 위험성이 없다.

일반광고는 다음과 같은 광고를 지칭한다(17 C.F.R. §230.502(c)). (1) 신문, 잡지, 또는 라디오와 TV 상의 유사한 방송·통신을 이용한 광고, 기사, 공고, 교신 등과 (2) 일반광고로 초빙된 참석자를 대상으로 한 세미나 또는 회의가 일반광고에 해당한다. Rule 506(b)를 준용하여 신규 투자자에게 사모펀드에 대한 투자를 권유하려면 일반광고를 사용해서도 안 되거니와 피권유자가 전문투자자 또는 고급투자자에 해당한다고 믿을만한 합리적 근거가 충분히 있어야 한다. 사모펀드 운용자가 비일반광고(non-general solicitation)를 이용하여 신규 투자자를 모집하는 것이 실질적으로 불가능하기 때문에¹⁸⁾ 상당한 보수를 지급하며 모집주간사를 활용하는 수밖에 없다.

심지어 Rule 506(b)로 사모펀드를 설정할 경우 거의 모든 유형의 출간물 배포 행위를 이용한 자금조성 행위가 금지된다. 펀드 및 펀드운용자 등에 대한 일반적 설명도 SEC는 일반광고로 간주하고 있기 때문이다. 자금조성이 완료된 후 펀드에 대한 광고나 언론사 인터뷰 등은 허용되지만("tombstone" ads), 추후 펀드조성을 위한 일반광고로 SEC의 오인을 받을 가능성이 있어 운용자들이 꺼리는 형국이다(Cendrowski et al., 2012: 17).

Rule 506(c)를 신설하기 이전 Rule 506(b)를 이용하여 사모펀드를 설정할 경우 강력한 일반광고 금지 때문에 신규 투자자를 모집하는 것이 매우 어려웠다. 기존 투자자 이외 투자자를 유치하려고 할 때 상대적으로 대형 사모펀드만이 등록 투자자문업자, 투자중개·매매업자 등을 활용하는 것이 가능했다. 하지만 이러한 자금조성 방식은 소규모 사모펀드에게는 사실상 불가능 수단이었어서 대부분 잠재적 고객과 직접적으로 관계를 형성하거나 모집주간사 없이 직접 투자 권유할 수밖에

17) 모집주간사는 사모펀드를 위해 투자권유를 대행하는 기관이며 통상적으로 투자은행이 자사 고객을 상대로 모집주간사 역할을 수행하고 있다. 투자권유 대행의 대가로 모집된 투자금액의 2~2.5%를 보수로 수취하는 것으로 알려져 있다(Kim et al., 2012).

18) 최근 소셜미디어, 웹페이지 등의 전자적 수단을 사용하여 전문투자자와 고급투자자 여부를 확인한 후 광고를 볼 수 있도록 하는 수단이 마련되고 있으나 실효성이 낮다. 신규 사모투자자의 경우 Rule 506(b)의 일반광고 금지 하에서 펀드를 조성하는 것보다 일반광고를 허용하는 Rule 506(c)를 이용하는 것이 모집에 더 유리하다.

없었다. 이에 신생기업지원(JOBS: Jumpstart Our Business Startups)법의 일환으로 2013년 9월 Rule 506(c)를 추가하게 된다(78 F.R. 44804). 투자자를 전문투자자로만 제한한다면 이 조항은 사모펀드 조성 시 일반광고를 허용하는 조치이다. 누구에게나 공개적으로 일반광고를 할 수는 있지만 최종 모집된 투자자는 전문투자자 외 단 한 명의 고급투자자나 일반투자자를 포함해서는 안 된다.¹⁹⁾ 투자자 범위를 전문투자자로만 협소하게 제한하는 대신 일반광고에 의한 투자권유가 가능하도록 하여 소규모 사모펀드가 신규 전문투자자에게 보다 쉽게 접근하도록 허용한 것이다.

현재 사모펀드 운용사는 Rule 506(b)와 Rule 506(c) 중 양자택일하여 펀드를 설정할 수 있다. Rule 506(b) 사모펀드는 투자자의 범위가 넓지만 일반광고가 금지되는 반면 Rule 506(c) 사모펀드는 투자자의 범위가 좁지만 일반광고가 허용된다.

이에 실무상 운용사의 혼선을 막기 위해 SEC가 전문투자자와 일반광고의 정의와 해석을 보다 분명히 해야 할 필요가 생겨 Rule 506(c)(2)(ii)에 전문투자자 자격을 검증하는 방법에 대해 적시하게 된다.²⁰⁾ 다음 <표 2>의 기준 가운데 하나를 이용하여 전문투자자 식별을 증빙할 수 있다.

<표 2> 미국 전문투자자 검증 요령

기준	전문투자자 식별법(17 C.F.R. §230.506(c)(2)(ii))
(A) 소득	최근 2년 동안 국세청(IRS) 제공양식인 Form W-2, Form 1099, Form 1065의 Schedule K-1, Form 1040 등을 활용할 수 있다. 이 양식 이외의 자료도 추가 증빙에 활용할 수 있다. 또한 올해 소득도 전문투자자 기준에 부합한다는 합당한 예측을 투자자 본인이 서면 각서로 제출해야 한다.
(B) 순자산	직전 3개월에 해당하는 다음 종류의 문서와 순자산 산정에 필요한 정보공개 동의서를 투자자로부터 취득해야 한다. (1) 자산: 은행, 증권 등의 잔고 증명서, 예금증명서, 세금증명서, 독립된 제3자가 발행한 자산평가서와 (2) 부채: 최소 1개 이상의 전국적 소비자보고기관(consumer reporting agencies)이 발행한 소비자 보고서
(C) 기타	직전 3개월 이내 다음의 공신력 있는 개인 또는 기관이 발행한 서면 확인서 (1) 등록 투자중개·매매업자 (2) SEC에 등록된 투자자문업자 (3) 변호사 자격증을 취득하고 해당 법역에서 영업을 하고 있는 자 (4) 해당 주거지 또는 주사무실이 있는 곳에서 활동하는 공인회계사

19) Rule 506(c)로 사모펀드를 조성하려는 운용자는 실제 출자시점 이전에는 누구에게나 광고할 수 있지만, 출자금 납입 시 전문투자자에게만 투자를 허용해야 한다. 개인 전문투자자의 경우 이 때 소득 또는 자산 관련 증빙자료를 엄밀히 검수해야 하며 투자중개·매매업자, 등록 투자자문업자, 변호사, 공인회계사 등으로부터 전문투자자 자격 검증 관련 서류를 취득해야 한다. 보통 Rule 506(c) 사모펀드를 조성하려는 운용업자는 자체 또는 위탁 홈페이지에 전문투자자 요건을 증빙한 사람들만 접속 가능하도록 한 후 해당 검증절차 단계 이후 광고를 볼 수 있도록 시스템을 구축하고 있다.

20) 여기에 SEC의 웹페이지에 CDIs(Compliance and Disclosure Interpretations) 질의·응답 섹션을 마련하여 일반광고에 대한 유권해석을 더욱 분명히 하고 있다(Questions 256.23-256.33).

2019년 12월 18일 현재 SEC는 전문투자자 정의를 개정하기 위해 입법안을 만들어 의견을 수렴하고 있으며 개정안의 핵심은 전문투자자의 범위를 확대하기 위해 해당 법인 및 개인 유형을 추가하는 것이다. 새로 추가하고자 하는 개인 전문투자자는 일종의 전문가들이다. 전문자격증을 소지한 자, 전문 직책에 종사하는 자, SEC가 인정하는 교육기관이 수여한 인증서를 갖춘 자가 이에 해당된다.²¹⁾

미국 사모펀드 제도의 자금조성(투자) 방식은 두 가지로 요약된다: ① [Rule 506(b)] 전문투자자와 고급투자자를 대상으로 하되 일반광고는 금지, ② [Rule 506(c)] 전문투자자만을 대상으로 하되 일반광고는 허용. 사모펀드 운용사 입장에서 보면 기존 고객기반이 튼튼하고 운용성과가 좋다면 Rule 506(b)을 선호할 것이고, 고객기반이 넓지 않고 신규 진입으로 운용성과 기록이 없다면 Rule 506(c)를 선호할 것이다. 투자자 입장에서 기존에 사모펀드에 투자한 사람들은 Rule 506(b) 사모펀드에 계속 투자하는 것이 편리하나 Rule 506(c) 사모펀드의 일반광고를 보고 투자처를 변경할 수도 있다. 이러한 점에서 Rule 506(c)는 사모펀드 시장에 신규 진입한 운용사를 위한 조치이자 사모펀드 시장에 경쟁을 촉진하려는 취지를 내포하고 있다고 할 수 있다.

2.4 국내 전문투자형 사모집합투자기구 투자권유 및 집합투자증권 판매 제도

2015년 10월 25일부터 시행된 국내 사모펀드는 ‘전문투자형 사모집합투자기구’(개정 전 ‘일반사모펀드’와 ‘한국형 헤지펀드’를 통합)와 ‘경영참여형 사모집합투자기구’(개정 전 PEF)로 이원화 되어 있다. 본 논문에서는 투자자보호 문제가 발생하고 있는 전문투자형 사모집합투자기구에 논의를 국한한다.

사모집합투자기구에 투자할 수 있는 투자자를 자본시장법에서는 ‘적격투자자’라고 하는데 다음 두 유형으로 구분된다(자본시장법 §249의2; 동법 §249의11): (1) 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 자, (2) 1억 원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는 개인 또는 법인, 그 밖의 단체(『국가재정법』 별표 2에서 정한 법률에 따른 기금과 집합투자기구를 포함한다).²²⁾ 지금부터 (1)에 해당하는 투자자를 ‘전문투자자’ (2)에 해당하는 투자자를 ‘일반투자자’로 지칭한다.²³⁾

국내 사모펀드는 일반투자자²⁴⁾의 참여를 49인 이하로 제한하고 있다(Park et al., 2017a: 46-47).

21) 더 자세한 내용은 Harvard Law School 기업지배구조 포럼의 SEC Proposes to Expand Definition of “Accredited Investor”를 참조할 것. 이러한 유형의 개인투자자는 기존의 전문투자자와 고급투자자의 구분으로 보았을 때 오히려 고급투자자로 분류되는 것이 더 자연스럽다는 생각이 든다.

22) 자본시장법 시행령 제271조 제2항이 최소 투자금액을 적시하고 있다. 2021.2.9. 개정 직전 전문투자형 사모집합투자기구의 레버리지가 200% 이하일 경우 1억 원 이상의 금액, 200% 초과할 경우 3억 원 이상의 금액을 투자하면 전문투자자가 아닌 일반투자자도 투자자격을 얻었다. 2021.2.9. 개정 후 레버리지 200% 기준으로 해당 최소 투자금액 요건은 각각 3억 원과 5억 원으로 상향 조정되었다.

23) 앞서 제2.3절에서 살펴본 미국제도와 비교하면 ‘전문투자자’는 accredited investor에 상응하거나 더 협소하다. 하지만 국내 ‘일반투자자’의 정의는 미국의 sophisticated investor에 비해 보다 넓은 개념이다(<그림 1>).

24) 여기서 일반투자자는 전문투자자가 아닌 투자자를 의미한다(법 §9⑥).

전문투자자 가운데에서도 주권상장법인, 기금 및 공제법인, 직전년도 소득액이 1억 원 이상²⁵⁾ 이거나 순자산가액이 5억 원 이상인 내국인 개인 등의 전문투자자는 일반투자자로 분류되어 49인을 셈할 때 포함된다(자본시장법 §9; 동법시행령 §10; 금융투자업규정 §1-7의2)는 점이 특징이다. 미국 사모펀드 제도는 투자자수 35인을 초과하지 않는 한 개인 전문투자자도 참여할 수 있다는 점에서는 오히려 국내 제도가 형식상 엄격해 보인다. 그러나 자본시장법 제271조 제2항은 최소 투자금액만으로도 투자적격성을 부여하고 있기 때문에 기타 일반투자자의 경우 투자금액이 일정 한도를 초과하면 전문지식이나 경험이 없더라도 49인까지 투자에 참여할 수 있다. 투자자 수 제한을 차치하고 생각하면 오히려 국내 사모펀드 제도는 개인투자자의 사모펀드 투자가 더 쉽게 허용하고 있다.

사모펀드에 대한 투자적격성을 종합하면 다음과 같다. 전문투자자 가운데 직전에 열거한 회사, 기금, 개인을 제외하면 제한 없이 사모펀드 투자에 참여할 수 있다. <그림 1>에서 A에 해당하는 투자자 유형이다. 이 외의 투자자는 모두 일반투자자로 분류되어 ‘기타 적격투자자’ 기준을 만족한다면 49인까지 사모펀드 투자에 참가할 수 있다. <그림 1>의 B, C, D 유형에 해당한다. 2020년말 기준 전문투자형 사모펀드의 경우 회사, 기금, 개인²⁶⁾ 등이 1억 원(사모펀드의 레버리지 규모가 200% 이하) 또는 3억 원(레버리지가 200% 초과) 이상을 투자하면 49인 한도 내에서 투자적격성은 인정받는다.²⁷⁾

미국 Regulation D의 Rule 506의 경우 전문투자자는 35인 투자자 수 제한을 두지 않는다(<그림 1>의 A ∪ B). 하지만 고급투자자만 사모펀드 투자에 참여할 수 있어(<그림 1>의 C) 한국처럼 투자금액이 일정한도를 초과한다고 하여 사모펀드에 참여할 수는 없다.

사모펀드에 개인 일반투자자가 투자하더라도 그 수가 최대 49인으로 제한되어 있어 큰 문제가 아닌 것처럼 보일 수 있다. 하지만 모자펀드의 형태로 사모펀드를 조성할 수 있다는 사실(자본시장법 §233)을 감안하면 이론적으로 최소 투자금액만을 만족하는 개인 일반투자자가 무제한 사모펀드에 투자할 수 있다는 문제점이 국내 제도에 존재한다. 모자펀드는 최종 투자를 담당하는 모펀드(master fund)와 투자자 모집 창구 역할을 하는 자펀드(feeder fund)로 구성

25) 본인 및 배우자의 직전년도 소득액을 합산할 경우 1억 5천만 원 이상이면 전문투자자로 정의된다(금융투자업규정 §1-7의2④, 신설 2019.11.21., 시행 2020.5.27.).

26) 자본시장법의 전문투자자 충족 여부와 상관없다. 따라서 개인 전문투자자(<그림 1>의 B)와 개인 비전문투자자(<그림 1>의 C)가 모두 사모투자에 참여하는 것이 가능하다.

27) 금융위원회는 레버리지 200%를 기준으로 1억 원과 3억 원으로 설정한 최소투자금액을 각각 3억 원과 5억 원으로 상향 조정하는 방안을 마련하였고(FSC, 2020), 2021.2.9. 자본시장법 시행령 개정을 통해 해당안이 시행되었다. 하지만 왜 다른 금액이 아닌 3억/5억 원이 최소투자금액으로 설정되어야 하는지에 대한 실증 근거는 찾을 수 없다. 지금까지 사모펀드와 개인투자자 보호 이슈에서 쟁점이 되는 것은 주로 개인투자자의 최소투자금액이었다. 1억, 3억, 5억, 10억, 20억 원을 설정하는 데 어떤 특별한 정량적 근거는 없었다. 금융당국은 개인투자자 보호를 위해 높은 최소투자금액을 선호하는 반면, 금융업계는 보다 많은 투자금액을 유치하기 위해 낮은 최소투자금액을 선호하였다. ‘소비자 보호’ 이외에도 최소투자금액 설정을 조절하는 정책취지로 ‘사모펀드 시장 육성’과 같은 목표가 언급되기도 하였다.

된다.²⁸⁾ 적격투자자는 자펀드에 투자하고, 자펀드는 모펀드에 투자하고, 모펀드가 실질적으로 투자하는 구조이다. 이 때 자펀드가 특정 모펀드 지분율을 10% 미만으로 취득한다면 자펀드에 투자한 49인 비산정 일반투자자의 수는 모펀드의 투자자 수에 산입되지 않는다(자본시장법 시행령 §14②). 결국 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 규정(자본시장법 §249의2 제2호)과 모자펀드의 모펀드 일반투자자수 계산법(자본시장법 시행령 §14②)이 어우러져 개인 일반투자자가 사실상 제한없이 사모펀드 시장에 진입할 수 있게 된 것이다.

〈그림 1〉 전문투자자와 49인 산정 투자자의 관계도

최소 투자금액으로 사모집합투자기구에 대한 투자적격성을 규정한 자본시장법 제249의2 제2호는 ‘투자권유’가 아닌 ‘판매’의 방식으로 개인이 사모펀드에 투자할 수 있는 통로를 보장했다는 점에서 또 다른 문제의 원인이 된다. 미국제도와 유사하게 국내 사모펀드의 투자권유 제도도 일반광고 금지 조치가 수반된다. 그러나 “1억 원 이상으로 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는”이라고 법에 명시함으로써 투자권유가 아닌 또 다른 방식, 즉 판매방식으로도 투자적격성을 충족할 수 있다는 것을 규정한 것이다. 그렇기 때문에 판매방식으로 사모펀드에 참여한 개인은 투자권유에 수반된 엄격한 규제를 따르지 않고 공모에 준하는 방식으로 손쉽게 판매사를 통해 사모펀드에 투자할 수 있는 것이다.

판매방식이 아닌 투자권유 방식으로 사모펀드에 참여할 경우 어떠한 규제가 적용되는지 관련 규제를 살펴보자. 전문투자형 사모펀드를 판매하는 금융투자업자는 투자자가 적격투자자인지를 확인하여야 한다(자본시장법 §249조의4①). 전문투자형 사모펀드를 판매하는 경우 원칙적으로 ‘적합성 원칙’과 ‘적정성 원칙’을 적용하지 않는다(법 §249의4②).²⁹⁾ 다만 적격투자자 중 일반

28) 모자펀드는 국내에만 존재하는 제도가 아니다. 외국 사례에서는 효율성을 목적으로 내국에 설정된 자펀드가 역외펀드(offshore funds)인 모펀드에 투자할 때 주로 활용된다(Park et al., 2017a: 79).

29) 투자권유 전 투자자의 투자목적과 재산상태 등을 파악하여 그에 적합한 투자권유를 하는 ‘적합성 원칙’(자본시장법 §46)이라고 하고, 투자권유 없이 파생상품펀드 등을 판매하려면 투자자의 투자목적 등을 파악해 해당 상품의 위험성이 투자자에게 적정하지 않은지 여부를 알리고 확인을 받는 것이 ‘적정성 원칙’(동법 §46의2)이다. 해당 조항은 2020.3.24. 제정된 ‘금융소비자 보호에 관한 법률(금융소비자보호법)’ 제17조와 제18조로 이관되어 2021.9.25.부터는 금융소비자보호법에서 규율하게 된다.

투자자 등이 요청하는 경우에는 두 원칙을 적용할 수 있으며, 이런 별도 요청이 가능하다는 사실을 판매하는 금융투자업자가 알려야한다(법 §249의4③).³⁰⁾

투자권유 시 지켜야 하는 설명 의무는 일반투자자(전문투자자가 아닌 적격투자자)에게 적용되며(자본시장법 §47),³¹⁾ 설명방법, 설명서 교부, 손해배상책임 등이 상세히 규정되어 있다. 투자권유 시 부당권유나 손실보전, 수익보장 등의 행위도 금지되며, 투자권유는 판매회사의 임직원을 통해서 하거나 자본시장법에 따른 투자권유대행인에게 위탁할 수 있다(법 §51①, §46의2①).³²⁾ 투자권유대행인은 개인이며 하나의 판매회사에 전속되어야 한다는 점에서 보험설계사와 다르다.

투자권유에 따른 광고 규제를 살펴보자. 2015년 개정된 자본시장법에는 전문투자형 사모펀드의 광고가 제한적으로 허용되고 있다(법 §249의5). 광고 대상은 투자광고를 하는 날 전날의 금융투자상품 잔고(투자자예탁금 잔액 포함)가 1억 원 이상인 일반투자자이다.³³⁾ 투자광고 매체는 문자메시지, 전신, 또는 모사전송 및 그 밖의 유사한 것으로 금융감독원장이 정하는 것을 이용하여야 한다(법 §249의5, 영§271의6②, 규 §7-41의3). 대중매체인 신문, 잡지, 방송 등을 통한 광고와 인터뷰, 세미나 및 회의 등은 조문에 규정되어 있지 않아 허용되지 않는다고 해석할 수 있다.

이처럼 사모펀드의 ‘투자권유’에는 다양한 규제가 수반된다. 비교하여 ‘판매’에 수반된 규제를 살펴보자. 펀드의 판매는 투자권유에 의해 이루어질 수도 있고, 투자권유가 없이 이루어질 수도 있다. 운용사의 직·간접적 투자권유에 응하여 펀드에 출자하는 경우와 투자자가 투자권유 없이 스스로 투자에 참여하는 경우가 모두 판매에 해당된다. 따라서 투자권유에 의해 펀드 판매가 이루어진다면 투자권유 규제 및 판매 관련 규제가 동시에 적용되지만, 투자권유 없이 사모펀드 판매가 이루어진다면 판매 관련 규제만 적용된다고 볼 수 있다. 그렇기 때문에 최소 투자금액 만으로 사모집합투자기구에 대한 투자적격성을 규정한 자본시장법 제249의2 제2호가 ‘판매’방식³⁴⁾에

30) 공모펀드 판매에서 적합성·적정성 원칙을 판매사와 제대로 준수했는지 여부가 불법성 판단에 중요할 수 있지만 이 때문에 사모펀드에서는 두 원칙이 사실상 적용되지 않는다. 이 점이 사모펀드 불완전 판매의 법률적 사각지대라 지적할 수 있다.

31) 자세한 사항은 Part et al.(2017a)의 pp.104-113 참조할 것.

32) 단, 파생상품매매에 따른 위험평가액이 자산총액의 10%를 초과하는 집합투자증권, 집합투자재산의 50%를 초과하여 파생결합증권에 운용하는 집합투자증권은 투자권유 위탁이 금지되는 파생상품에 투자하는 펀드로 분류된다(영 §52의2①).

33) 현재 레버리지 200%를 기준으로 일반투자자의 최저 투자 한도가 1억 원과 3억 원으로 각각 다르다. 투자광고 대상의 1억 원 기준은 이 차이를 무시하고 폭넓게 광고대상을 정하고 있다.

34) ‘판매’는 자본시장법에 규정되어 있지 않고 ‘판매회사’라는 용어도 최근 자본시장법에서 모두 삭제되었다. 대신 ‘투자매매업자 또는 투자중개업자’라는 용어로 모두 대체되었다. 공모펀드 판매에 관한 특례는 판매가격, 환매, 판매보수 및 판매수수료 규제 등을 적시하고 있지만(법 §76), 전문투자형 사모펀드는 판매가격을 제외한 나머지 규제를 모두 면제받고 있다(법 §249의8①). 예를 들어 한 은행에 전속된 투자권유대행인이 1억 원 이상의 예금을 보유한 고객에게 투자를 적법하게 권유할 경우, 투자권유대행인은 대가를 받을 수 없지만(법 §52②3) 판매회사는 고객에게 자유롭게 판매수수료를 책정·징수할 수 있다. 투자권유 규제와 판매 관련 규제의 부정합에서 발생하는 현상이다.

의한 우회로를 보장하고, 상대적으로 약한 규제와 맞물려 개인 일반투자자의 투자와 관련한 문제를 야기하게 된다.

3. 정책 제언

지금까지 미국과 한국의 사모펀드 투자권유 법규제를 비교·분석하였다. 제2절에서 살펴본 것처럼 국내 사모펀드 시장의 가장 큰 문제는 개인 일반투자자들이 최소투자금액만 입증하면 사모펀드의 위험에 대한 전문적 평가능력 없이 투자참여가 가능하다는 점이다. 사모펀드 제도의 개인 투자자 참여범위는 대부분 이 최소투자금액과 결부되어 변화하였다. 사모시장이 침체되면 개인 투자자의 최소투자금액을 낮추고, 불완전판매 이슈가 불거지면 다시 이 금액을 상향하는 방식으로 정책을 조절하였다. 정책 조절수단으로 최소투자금액을 책정하여 정책당국이 전문 투자자 및 일반투자자를 아우르는 개인투자자의 진입을 통제하는 조치를 취해왔다.

이러한 최소투자금액이 미국과 비교할 때 그 이론·실증적 근거가 빈약한 것은 물론이거니와 정책수단의 조절이 어떠한 방식으로 시장에 영향을 미쳤는지 사후 평가가 미미하였다. 이 절에서는 제2절의 비교법적 연구와 국내 사모펀드 시장의 현황을 함께 살펴보면서 기초적 수준의 정책 평가와 향후 정책적 개선방향을 모색한다.

3.1 사모펀드 개인투자자 규제와 시장 현황

국내 사모펀드 시장은 꾸준히 성장을 거듭하고 있다. 2012년 초 공모펀드는 198조 원, 사모펀드는 125조 원으로, 공모펀드 대비 사모펀드의 비중은 63%였다. 이후 공모펀드에 비해 사모펀드가 빠르게 성장하며 2019년 5월 기준 공모펀드는 280조 원, 사모펀드는 420조 원으로 오히려 사모펀드 시장이 공모펀드에 비해 1.5배 규모로 성장하여 순위가 역전되었다(<그림 2>).

〈그림 2〉 공·사모펀드의 규모 추이

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

사모펀드의 시장의 활황은 공모펀드 시장의 침체와 상관관계가 있다. <그림 3>은 공모펀드, 사모펀드의 규모를 가계 및 비영리단체 금융자산으로 나눈 비중을 도시한 것이다. 펀드시장 전체는 가계 금융자산에 비례하여 소폭 증가하지만 공모펀드 시장은 추세적으로 침체되고 있다. 반면 사모펀드 시장의 증가세가 대비되는데 글로벌 금융위기 이후 지속되는 저금리 기조에 따라 투자자금이 상대적 고수익의 사모펀드 시장으로 쏠린다고 해석할 수 있다.

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr), 한국은행 경제통계시스템(ecos.bok.or.kr).

여기서 주목할 점은 사모펀드에 투자하는 투자자의 유형이다. 사모펀드 규제가 전반적으로 완화되는 가운데 펀드업계의 요청으로 개인 투자자의 참여가 완화되었다. 2015.10.23. 자본시장법 시행령을 전부 개정하여 개인투자자의 최소투자금액을 5억 원에서 1억 원 또는 3억 원으로 인하하였다. 주의해야 할 점은 이 당시 헤지펀드에는 5억 원의 개인투자 최저한도가 설정되었으나 일반사모펀드에는 최저한도가 없었다. 2015년 전부 개정 시 헤지펀드와 일반사모펀드가 합쳐져 1억 원과 3억 원의 개인투자 최저한도가 책정되었다.

<그림 4>는 개인, 일반법인, 금융기관이 사모펀드에 투자한 금액(판매잔고 기준)을 2010년 1월부터 2020년 4월까지 도시한 것이다. 개인투자금액은 2010.1월 6조 원에서 2020.4월 21조 원으로 증가한 것이 사실이지만 일반법인이나 금융기관의 사모펀드 투자금액에 비하면 미약한 수준이다. 특히 금융기관의 투자액은 같은 기간 72조 원에서 303조 원으로, 일반법인의 투자액은 26조 원에서 90조 원으로 증가하였다. 전체 사모펀드 규모 대비 비중으로 볼 때 개인은 2010.1월 현재 5.8%를 차지하였고 DLF 및 라임사태 이후인 2020.4월에는 5.1%를 기록하였다. 개인투자액 비중이 가장 높았던 2012년 4월에도 8.2%에 불과하였다.

〈그림 4〉 고객 유형별 사모펀드 판매 규모 추이

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

개인의 사모펀드 투자금액이 액수 면에서 증가하는 추세는 사실이지만 사모펀드 시장의 성장을 주로 견인한 것은 금융기관이지 개인이라고 보기 어렵다. 개인 투자금액의 증가가 투자자 수 증가에 기인한 것인지, 개인의 평균 투자금액 증가에 기인한 것인지 확인할 필요가 있다. <그림 5>에서 개인계좌수는 2010년 1월 말 4.3만 개에서 2016년 10월 말 15.3만개로 증가하였다. 이후 감소하여 2020년 4월 말 현재 8.3만개 수준이다. 판매잔고를 개인계좌수로 나누어 개인 평균 투자금액을 계산하면 U자형 추세를 확인할 수 있다. 2010년 1월 말 1.4억 원에서 점차 하락하여 2014년 말과 2015년 초에는 7천6백만 원까지 하락한다. 해당 기간 헤지펀드에 대한 최소투자금액은 5억 원이었으나 대부분 개인투자자는 최소투자금액이 제한이 없는 일반사모펀드에 투자했기 때문이다. 2015년 10월 헤지펀드와 일반사모펀드를 통합하고 개인 최소투자금액을 1억 원 또는 3억 원으로 설정하자 개인 평균투자액이 반등하여 증가하기 시작하였다. 2020년 4월 현재 개인의 평균 투자액은 2.55억 원 규모다.

<그림 5>에서 확인할 수 있듯이 초창기 사모펀드에 대한 개인투자액의 증가는 개인투자자 수의 증가 때문이다. 2015년까지 개인의 평균 투자액은 꾸준히 감소하고 있음에도 불구하고 개인투자자의 수가 총액의 상승을 추동하였다. 2015년 이후 개인투자자의 수가 하락하고 있음에도 불구하고 오히려 개인투자의 총액이 증가하고 있다. 최소투자금액 인상으로 개인 투자자의 투자금액이 상승하기 때문이다. 이처럼 2015년을 기점으로 개인투자금액 증가 원인이 나뉜다.

〈그림 5〉 개인투자자와 사모펀드

자료: 금융투자협회 중합통계포털(freesis.kofia.or.kr)

3.2 개인의 사모펀드 투자에 관한 정책

정책제안 1. 원칙적으로 개인 일반투자자는 사모펀드 투자시장에 접근하지 못하도록 규제해야 한다.

제2.2절에서 살펴보았듯 사모펀드는 소규모 전문투자자들로 구성될 때 ‘정보비대칭성’ 문제가 경감되어 정책 측면에서 공모규제를 면제할 수 있다. 소수 전문투자자들로 구성된 사모펀드에 까다로운 공모규제를 부과한다면 실익은 미미한데 비해 사모펀드에 지나친 규제준수 비용을 부과하는 셈이기 때문이다.

현재 국내 사모펀드 투자자 규제는 최소투자금액으로만 ‘적격투자자’를 정의하여 개인 일반투자자가 49인 한도 내에서 사실상 자유롭게 사모펀드에 투자할 수 있도록 하였다. 모자펀드를 활용하면 실질적으로 투자자 수의 제한 없이 일반투자자의 사모펀드 투자가 가능하다. 소형 사모펀드 운용사들에게는 개인 일반투자자가 중요한 자금조달원이 될 수 있지만 이는 사모펀드를 공모펀드화하는 동시에 공모펀드 규제의 취지를 거스르는 것이다.

이미 사모펀드 시장에서 평판을 얻은 운용사는 구태여 개인 일반투자자에게 신규 투자 권유할 이유가 없다. 대부분 평판이 없는 신규 소형 운용사가 적극적으로 개인 일반투자자를 유인할 수밖에 없기에 펀드 손실 발생 시 발생할 수 있는 잠재적 위험이 증폭되고 있다. 원칙적으로 이 문제를 해결할 수 있는 가장 간단한 방법은 전문투자자가 아닌 개인 일반투자자가 판매의 방식으로 이 시장에 접근하는 것을 원천봉쇄하는 것이다.

이 때 개인투자 금지로 사라지게 될 사모펀드 시장 투자자금은 2020년 4월 기준 최대 5.1%이며,

사모펀드 총투자금액 420조 원 가운데 최대 21조 원이다. 최대치는 개인 전문투자자와 개인 일반투자자의 투자금액을 합산한 것이다. 게다가 사모펀드의 공모펀드 구축효과(crowding effect)를 감안한다면(<그림 3>), 개인의 사모펀드 투자 가운데 어느 정도는 공모펀드로 전환될 것이 예상되기에 금융시장에서 개인투자 전액이 퇴장하는 것은 아니다.³⁵⁾ 또한 DLF와 라임 사태를 겪으며 발생한 손실액과 평판 손실로 인한 사모펀드 시장 위축 효과의 사회적 비용을 감안한다면, 개인 일반투자자의 사모펀드 참여 금지로 감소하는 투자금액의 경제적 손실은 더욱 사소한 수준으로 간주할 수 있다. 개인 일반투자자의 참여를 계속 허용하면서 투자자 보호를 위해 주의를 기울여야 하는 감독당국과 금융회사들의 비용을 고려하면 더욱 그렇다.³⁶⁾

개인 일반투자자들이 집중적으로 몰리는 곳은 도리어 문제가 있는 소형 사모펀드 운용사일 가능성이 높다는 사실을 라임자산운용의 예가 보여주고 있다. <그림 6>은 라임자산운용에 투자한 고객들을 유형별로 분류한 그래프다. 2017년 12월 말 라임자산운용의 총 판매잔고는 1.46조 원으로 개인투자액 비중이 51%, 일반법인과 금융기관의 투자비중이 각각 22%와 26%였다. 같은 기준시점 사모펀드 전체 개인투자액, 일반법인, 금융기관의 비중이 각각 6%, 18%, 76%라는 점과 견주어보면 과도하게 개인투자에 의존하는 운용사라는 점을 분명하게 확인할 수 있다(<그림 4>). 손실로 인한 위험의 휘발성이 이미 사태 발생 이전에 내포되어 있었다.

2018년 11월 라임자산운용의 아르헨티나 지역 무역금융 대출채권 부실징후가 감지되었고 북미 소재 무역금융 모펀드의 환매 중단 및 펀드 기준가 산출이 추가 통보되었다. 다음 해인 2019년 2월 남미 소재 무역금융 모펀드도 환매 중단이 통보되었다.³⁷⁾ 하지만 이 시기 <그림 6>에서 보듯 개인, 법인, 금융기관을 가리지 않고 투자가 급증세였다. 2019년 7월 중순 언론사 보도를 통해 라임의 펀드 수익률 돌려막기가 보도되면서 급기야 투자가 급락하게 된다. 일단 사모펀드가 조성되면 개인이든 기관이든 운영 관련 사항을 정확히 알 수 없다. 다만 사후적으로 위험 흡수능력에 차이가 있을 뿐인데 라임 사태의 근원적 문제는 위험 흡수능력이 미약한 개인 일반투자자들이 지나치게 많이 참여했다는 데 있다. 라임자산운용의 부실이 드러난 이후 개인이 급속도로 환매하여 빠져나가는 속도가 금융기관에 비해 현저히 높다는 점도 이를 방증하고 있다.

라임자산운용이 조성한 사모펀드에 투자한 대다수 개인들이 전문투자자가 아니라 일반투자자였다는 점은 평균 투자금액에서 명확하게 드러난다. <그림 7>은 투자자 유형별 판매잔고를 해당 유형의 계좌수로 나눈 값을 도시한 것이다. 개인 평균 투자금액은 최소투자금액 한도 근처인 2~3억 원에 불과하다. 이는 사모펀드 전체의 개인 평균 투자금액(<그림 5>)을 조금

35) 개인 일반투자자의 사모펀드 투자금액 중 일부는 공모펀드로 일부는 부동산 등 다른 금융자산 투자로 전환될 가능성이 있다.

36) 이를 위해 금융감독원은 '전문사모운용사 전담 검사단' 운용을 개시하였다. 금융감독원 자체인력 20명, 예금보험공사·예탁결제원·증권금융 등 유관기관 파견인력 10명을 합해 30명으로 구성된 검사단은 향후 3년간 1만여 개에 달하는 전체 사모펀드를 들여다볼 예정이다('금감원, 사모펀드 전담 검사단 출범...3년간 1만여 개 검사,' 조선비즈 2020.07.20.)

37) 라임사태의 자세한 연표는 Kim et al.(2020)의 <부록2> 참조.

상회하거나 비슷한 수준이다.³⁸⁾ 문제는 1인당 개인 투자금액이 낮다는 데 있는 것이 아니라 그러한 개인투자자들이 문제가 많은 또는 문제가 생길 수 있는 신규 사모펀드 운용사에 몰린다는 사실이다.³⁹⁾

〈그림 6〉 라임자산운용 고객유형별 투자금액

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

〈그림 7〉 라임자산운용 고객유형별 평균 투자금액

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

38) 원자료에서는 라임자산운용이 운용하는 펀드별 자료가 없기 때문에 일률적 비교는 어렵다.

39) 일종의 ‘역선택(adverse selection)’ 문제가 사모펀드 투자시장에서 발생한 것이다.

〈표 3〉 자본시장법상 사모집합투자기구 49인 산정 전문투자자의 범위

구분	49인 산정 전문투자자
법인	(1) 주권상장법인 (2) 기금 및 공제법인 중에서 법인세법시행규칙 제56조의2 제1항 및 제2항에 해당하지 않는 기금 및 공제법인 (3) 해외에 주권을 상장한 국내법인 (4) 지방자치단체 (5) 금융투자상품 잔고 100억 원 이상인 국내법인이나 단체(외부감사대상 주식회사는 50억 원)
개인	(6) [A] & ([B] or [C] or [D]) 조건을 충족하는 내국인 개인 [A] 최근 5년 중 1년 이상의 기간 동안 금융위원회가 정하여 고시하는 금융투자상품을 월 말 평균잔고 기준으로 5천만 원 이상 보유한 경험이 있고, [B] 본인의 직전년도 소득액이 1억 원 이상이거나 본인과 그 배우자의 직전년도 소득액의 합계금액이 1억 5천만 원 이상 [C] 본인과 그 배우자의 총자산가액 중 다음 각 호의 금액을 차감한 가액이 5억 원 이상일 것 1. 본인 또는 그 배우자가 소유하는 부동산에 거주중인 경우 해당 부동산 가액 2. 본인 또는 그 배우자가 임차한 부동산에 거주중인 경우 임대차계약서상의 보증금 및 전세금 3. 본인과 그 배우자의 총부채 중 거주중인 부동산으로 담보되는 금액을 제외한 금액 [D] 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자(해당 분야에서 1년 이상 종사) 1. 공인회계사·감정평가사·변호사·변리사·세무사 2. 한국금융투자협회(이하 “협회”)에서 시행하는 투자운용인력의 능력을 검증할 수 있는 시험에 합격한 자 3. 금융투자상품을 분석하는 능력을 검증하기 위하여 협회에서 시행하는 시험에 합격한 자 4. 협회가 시행하는 재무위험관리사 시험에 합격한 자(이에 준하는 국제 자격증 소지자를 포함한다) 5. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 주요직무 종사자의 등록요건을 갖춘 자 중 협회가 정하는 자 가. 투자권유자문인력(투자권유를 하거나 투자에 관한 자문 업무를 수행하는 자를 말한다) 나. 조사분석인력(조사분석자료를 작성하거나 이를 심사·승인하는 업무를 수행하는 자를 말한다) 다. 투자운용인력(집합투자재산·신탁재산 또는 투자일임재산을 운용하는 업무를 수행하는 자를 말한다) 라. 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 위하여 대통령령으로 정하는 주요직무 종사자
기타	(7) 외국정부·국제기구·외국중앙은행 등에 준하는 외국인

출처: Park et al.(2017a: 46-47); 자본시장법 시행령 §10, §14①; 금융투자업규정 §1-7의2.

정책제안 1의 방식으로 개인 일반투자자의 사모펀드 투자를 원천봉쇄하였다면 라임자산운용의 과도한 팽창은 초기에 제어될 수 있었을 것이며 ‘불완전판매’가 발생했을 때의 상대적으로 크지 않았을 것이다. 현재 대부분의 사모펀드 자금조달에서 큰 비중을 차지하지 않는 개인투자자 한계 사모펀드 운용사의 자금원으로 활용되고 있으며 실제 문제가 발생했을 시 소비자보호 문제를 키우는 뇌관으로 작동하고 있다고 볼 수 있다.⁴⁰⁾

40) 개인 일반투자자를 사모펀드 시장에서 전면 배제하더라도 일반적 사모펀드의 자금조성액 면에서

이에 개인 일반투자자의 사모펀드 시장 참여를 위한 구체적 조치로 투자금액 기준으로 하는 ‘적격투자자’ 판별기준을 폐기하고, ‘전문투자자’와 한정된 대상으로만 투자권유의 방식으로 사모펀드 투자가 가능하도록 제도를 바꾸어야 한다.

국내 사모펀드 전문투자자 중에서도 사모투자 참여에 제한이 없는 투자자 집단과 참여정원 한도가 설정된 투자자 집단으로 나눈다. 한편 2020년 말 현재 법령을 준용한다면 참여정원 49인 한도가 부과되는 투자자 집단은 <표 3>과 같다. 이를 그대로 차용한다면 표에 열거된 법인과 개인 등이 미국법의 ‘고급투자자(sophisticated investor)’에 해당된다. 이렇게 되면 투자자 수 제한을 받지 않는 미국의 ‘전문투자자(credited investor)’에 비해 국내 규제가 오히려 더 강화된 셈이 된다. 따라서 <표 3>에 열거된 49인 투자정원 산정 전문투자자의 유형을 줄여나가는 것은 추후 정책과제가 될 것이다.

이제 적격투자자를 전문투자자와 일치시켰을 때 개인에 대한 사모펀드의 ‘판매’가 사실상 어려워진다는 것을 확인할 수 있다. <표 3>에서 개인 전문투자자 인정을 받으려는 자는 한국금융투자협회나 금융투자업자에게 관련 자료를 상세히 입증하여야 한다(규 §1-8). 자료 제출처가 협회나 금융투자업자로 되어 있으니 은행에서 사모펀드를 ‘판매’하는 것은 매우 어렵게 된다. 또한 개인 투자자가 입증해야 하는 부담이 커 판매회사의 현장창구에서 즉석으로 투자권유와 판매가 동시에 일어나기 어렵다.⁴¹⁾

‘시장실패(market failure)’를 교정하는 것이 규제 목표라는 경제원론을 상기하면 ‘사모펀드 시장 활성화’는 규제당국의 원칙적 고려요소가 될 수 없다. 사모펀드의 속성상 개인투자자를 보호하는 것이 규제의 주목표가 되어야 하는데 지금처럼 ‘적격투자자’를 투자금액으로 판별하면 개인 일반투자자의 사모펀드 시장 진입을 막을 수 없다. 따라서 정책에 대한 논의는 일단 투자금액으로 적격성을 판별하는 기준을 철폐하는 데에서 시작되어야 한다.

정책제안 2. 현행 ‘적격투자자’ 기준을 고수한다면 적어도 은행에서 사모펀드를 ‘판매’하는 관행은 금지해야 한다. 대신 금융지주회사의 비은행 자회사를 통한 ‘판매’ 창구를 대안으로 허용할 수 있다.

정책제안 1에서는 개인 일반투자자들이 사모펀드 시장에 투자할 수 없도록 하는 조치에 대하여 논의하였다. 제안 1은 ‘판매’를 사실상 불허하되 선별적으로 개인 전문투자자에게만 ‘투자권유’할 수 있는 방안이라고 할 수 있다. 제안 2는 제안 1이 상정하는 ‘판매’의 관행은 어느 정도 용인하되 은행을 통해 판매하는 것을 금지하는 완화된 방안이다.

은행은 다른 금융회사와 차별화된 매우 중요한 기관이다. 수신, 여신, 환을 고유업무로 영위하고 있기 때문에 실물경제에 지대한 영향력을 행사하고 있다. 고유업무의 특성 상 개인 및 중소

큰 손실이 발생하지 않을 것이며, 개인 일반투자자를 기반으로 영업하는 문제성 사모펀드의 토대를 약화시키는 긍정적 효과와 공모펀드 시장이 활성화되는 부수효과도 기대할 수 있을 것이다. 원래 이러한 개인 일반투자자들이 투자해야 할 대상은 공모펀드였다.

41) 이러한 부담 때문에 ‘한국형 헤지펀드’ 도입 당시 개인 투자자의 적격성을 자산이나 소득이 아닌, 투자금액으로 설정하자는 의견이 업계에서 제기되었다.

상공업자와 긴밀한 관계를 형성하고 있으며, 통화창출의 경로로서 중앙은행의 통화정책에 매우 중요한 기관이다. 그렇기 때문에 진입, 영업, 자본 등 다양한 부문에 상대적으로 강한 규제를 부과하고 있으며, 금융위기가 은행부문으로 전이될 경우 정부가 구제금융을 실시하는 것이다.

2008년 글로벌 금융위기를 겪으며 은행이 고유업무 외 위험 투자업무를 영위하는 것에 대한 규제가 주요국에서 다양한 형태로 전개되었다. 미국, 영국, 유럽 각국의 공통된 규제개혁 방향은 은행의 헤지펀드와 사모펀드 직·간접 소유와 지배를 금지하는 것이었다. 이에 은행의 고유업무와 비고유업무를 별도 법인으로 구조 분리하여 비고유업무 부문에서 발생한 위험이 은행으로 전이되는 것을 차단하는 게 은행 구조개혁의 핵심 취지였다(Gwon, 2014).⁴²⁾

이에 비추어 볼 때 현재 벌어지고 있는 사모펀드의 불완전판매, 특히 은행을 통한 불완전판매 문제는 지난 글로벌 금융위기를 겪으며 교정하려고 했던 문제점을 그대로 노정하고 있다. 금융시스템 상 중요한 은행에 대해 개인이 갖고 있는 평판은 일종의 은행 보유 자산인데, 이를 지렛대 삼아 고위험 투자의 영역에 위치하는 사모투자, 특히 전문투자형 사모펀드에 개인을 유인하는 것은 일반원칙과 국제기준에 어긋난다. 또한 판매단계의 설명의무가 부실하여 은행이 손해배상을 하게 된다면 결국 사태와 무관한 예금수취자의 재원 소요로 귀착된다. 위험투자가 아니라 위험투자 ‘판매’에 수반된 비용을 은행 및 고객이 부담하게 되는 것이다.

운용사에 비해 시장지배력이 월등한 은행이 사모펀드를 판매하는 것도 문제가 된다. ‘판매’라는 것은 판매회사 입장에서 제조사를 대리한다는 수동적 의미를 띄고 있지만 실은 우월한 협상력을 지닌 은행이 도리어 판매보수와 판매수수료를 주도적으로 책정할 수도 있다는 점을 유념해야 한다.⁴³⁾ 사모펀드를 위해 판매하는 게 아니라, 판매하기 위해 사모펀드를 주선하는 격이라 할 수 있다. 이러한 관행을 단기간에 교정할 수 없다면 은행을 통한 사모펀드 판매를 금지하는 것을 대안으로 고안할 수 있다.

2020년 4월 말 현재 개인 사모투자금액은 판매회사 유형별로 보면 은행이 5.6조 원, 증권사가 15.4조 원이다. 보험사와 자산운용사는 각각 1천6백억 원과 6백억 원을 개인에게 판매하여 은행과 증권사에 비해 미미한 수준이다. <그림 8>은 개인에 한정하여 판매잔고 기준으로 사모투자금액의 추이를 도시한 것이다. 은행과 증권사가 사모펀드 개인판매의 두 축이었으며 개인투자가 증가한 주요 채널임을 확인할 수 있다. 최근 불완전판매 사태에도 불구하고 증권사를

42) 미국의 ‘볼커룰(Volcker Rule)’은 은행 및 은행지주회사와 그 자회사를 모두 ‘banking entity’라는 용어로 정의한 후 banking entity의 헤지펀드·사모펀드 투자 및 운영(sponsoring)을 금지하였다. 은행을 포함한 그룹 전체를 은행과 동일하게 취급하기 때문에 매우 강력한 조치이다. 영국은 ‘ring fencing’이라는 제도를 도입하여 상업은행과 투자은행을 각각 법인격 분리한 후 지주회사로 묶는 조치를 시행하였다. 이 때 상업은행 부문은 예금수취와 개인·중소기업 대출의 업무만 떼어낸 후 강도 높은 규제를 부과한다. 기존에 영위하던 나머지 겸영·부수업무는 투자은행 쪽으로 이전한다. 유럽의 경우도 비슷한 방식으로 법인 분리를 추구하였다. 하지만 겸업주의(universal banking)의 전통이 있기 때문에 위험투자 부문만 투자은행 법인으로 분리하고, 나머지 업무는 상업은행 부문에 잔존하는 방식을 채택하였다. 현재 국내 은행법에서도 헤지펀드와 사모펀드에 투자하는 것을 어느 정도 제한하고 있다(은행법 §37②).

43) 공모펀드와 달리 전문투자형 사모펀드는 판매보수와 판매수수료에 규제를 면제받는다(자본시장법 §249의8①). 다음의 기사가 대표적이다(조선비즈 2019.11.04.; 중앙일보 2020.02.15.).

통한 개인 사모투자 참여는 꾸준히 증가하는 반면 은행을 통해 판매되는 금액은 급락하였다. 은행을 통해 사모펀드에 투자하는 개인의 수도 은행과 증권사의 패턴이 명확하게 갈린다. <그림 9>는 각 판매채널별로 개설된 개인 계좌수를 나타내고 있다. 은행을 통한 사모투자 개인판매는 2013년을 계기로 급속하게 증가하다가 2017년 6월을 계기로 급감하고 있다. 이에 비해 증권사를 통한 개인 판매는 안정적이다. 최근에는 개인투자자수도 증권사가 은행에 비해

<그림 8> 판매유형별 사모펀드 개인투자 금액

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

<그림 9> 판매유형별 사모펀드 개인 투자자수

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

많다. 결국 투자금액(<그림 8>)과 투자자수(<그림 9>)를 비교하면 은행과 증권사가 상대하는 개인투자자의 성격이 조금 다르다는 결론에 이른다. 은행을 통한 사모펀드의 개인판매는 주로 소액 개인투자자의 수를 늘리는 방식으로, 증권사는 주로 투자액수를 늘리는 방식으로 판매영업이 전개되었다.

사모펀드에 투자한 개인의 평균 투자금액을 도시한 것이 <그림 10>이다. 각 분기의 개인 판매잔고를 개인계좌수로 나눈 값을 평균 투자금액으로 추정하였다. 그림에서 확인하듯 2012년 초에는 은행과 증권사를 통해 투자하는 개인의 평균 투자금액에 큰 차이가 없었다. 하지만 점차 그 차이가 확대되었으며, 2018년 하반기가 되어서야 서서히 그 격차가 줄어들기 시작한다. 이는 은행이 다른 금융기관에 비해 소액 일반 개인투자자가 쉽게 접근할 수 있는 광범위한 창구라는 점과 무관하지 않다. 결국 고유업무의 속성 상 은행은 개인과 손쉽게 대면할 수밖에 없고, 이런 개인들이 충분한 재력과 전문지식 없이 사모펀드에 투자하고 있는 것이다.

〈그림 10〉 판매유형별 사모펀드 개인 평균 투자금액

자료: 금융투자협회 중합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

제안 1에서 개인투자를 금지할 경우 사모펀드 투자금액 가운데 최대 21조 원이 줄어들 것으로 예상하였다. 만일 판매는 허용하되 은행을 통한 사모펀드 개인 판매를 금지하게 되면 최대 5.6조 원이 줄어들게 된다. 줄어드는 5.6조 원은 예·적금, 공모펀드, 또는 기타 금융자산으로 전환될 가능성이 높다.

문제가 된 라임자산운용의 개인투자자 판매를 살펴보자. <그림 11>은 라임자산운용이 거느리고 있는 사모펀드에 투자한 투자금액을 판매유형별로 분류한 것이다.⁴⁴⁾ 라임자산운용은

44) 원자료에는 판매유형과 투자자유형별 자료가 없어 판매유형별 개인투자금액을 식별할 수 없다.

은행과 증권사를 통해서만 사모펀드를 판매하고 있다.⁴⁵⁾ 은행과 증권사 가운데 개인투자자들이 어느 채널로 모집이 되는지는 확인할 수 없으나 투자자유형별 평균 투자금액(<그림 7>)으로 미루어 보면 상당수 개인투자자가 은행을 통해 들어오고 있다고 추론할 수 있다.

<그림 11> 판매유형별 라임자산운용 사모펀드 투자금액

자료: 금융투자협회 종합통계포털(freesis.kofia.or.kr).

은행의 사모펀드 개인 판매를 금지하고 다른 금융투자회사에는 허락하는 것에 형평성 문제를 제기할 수도 있다. 하지만 이미 2001년 우리금융지주를 시작으로, 이미 KB금융그룹, 신한금융그룹, 하나금융그룹, NH농협그룹 등 대부분의 시중은행과 몇몇 특수은행 및 지방은행이 금융지주회사체도로 편입되었다. 은행업, 증권업, 보험업, 여신전문금융업 등의 업무를 지주회사의 각 자회사에 분배하여 위험전이를 차단하는 한편, 고객정보 공유와 임원겸직 등을 통해 유기적 방식으로 단체(單體)처럼 복합금융업무를 영위하도록 한 것이 금융지주회사의 취지이다(Shin, 2013). 따라서 은행의 영업에 사모펀드의 개인판매가 매우 중요한 비즈니스라면 계열 증권사나 자산운영사로 업무를 이관·통합하여 수익을 향유하는 방법을 따르는 것이 제도의 취지에 합당한 것이다.⁴⁶⁾

다만 은행 이외의 금융회사에서 개인에게 사모펀드를 판매한다고 하여 ‘불완전판매’의 가능성이 저절로 해결되는 것은 아니다. 개인에 대한 사모펀드 판매가 지속된다면 불완전판매 여부를

45) 2020년 4월 말 현재 판매잔고(3.6조 원) 기준 라임자산운용의 사모펀드를 가장 많이 판매한 판매회사는 대신증권(23.22%), 키움증권(14.64%), 우리은행(10.38%), 신한금융(9.95%), KB증권(9.64%), 신한은행(7.60%) 등의 순이다.

46) 라임의 판매채널에 신한금융투자와 신한은행이 모두 등장하는 것은 금융지주회사가 제도의 원 취지대로 시행되고 있지 않다는 증거가 될 수 있다. 본질적으로 현재 은행법에서는 은행의 겸영업무와 부수업무를 폭넓게 지정하여 금융지주회사를 활용할 유인이 은행에게 크지 않다(Kim, 2012). 상업은행과 투자은행 업무의 분리 원칙을 고수하는 한편 금융지주회사를 통해 겸업주의를 간접적으로 허용하려면 은행의 겸영업무와 부수업무의 범위에 대해 재고찰할 필요가 있다.

둘러싼 논란이 계속될 수밖에 없다. 이에 불완전판매에 대한 징벌조항을 추가하는 방안을 생각해볼 수도 있다.⁴⁷⁾

정책제안 3. 사모펀드의 ‘판매’를 금지하였을 때 전문투자자만으로 투자자금을 조성하는 사모펀드에게 일반광고를 허용한다.

만일 은행과 증권사를 통해 사모펀드를 ‘판매’하는 행위를 금지한다면 사모펀드의 투자자금 모집은 ‘권유’만 남게 된다. 제안 3은 투자권유 행위만으로 사모펀드의 투자자금을 모집할 경우 미국의 방식처럼 투자자금 모집 대상의 범위에 따라 일반광고의 허용 여부를 결정하는 방식이다. 이는 제안 1에 대한 보완책이라고 할 수 있다. 앞서 살펴 본 바와 같이 미국 사모펀드의 경우 전문투자자와 고급투자자 모두를 대상으로 투자를 권유할 경우 일반광고가 금지되지만(Rule 506(b)), 전문투자자만을 대상으로 투자를 권유할 때는 일반광고가 허용된다(Rule 506(c)).

이미 많은 사모펀드 운용사는 고객을 유치하였고 법인과 개인을 막론하고 투자자에 대한 정보를 보유하고 있다. ‘판매’를 금지하더라도 이미 기존 고객과는 비즈니스 관계가 정립되어 있기 때문에 개별적 투자권유가 용이하다. 특히 사모펀드의 운용 실적이 좋은 펀드매니저의 경우 ‘판매’를 금지하더라도 투자자금 모집에 큰 영향을 받지 않을 것이다.

하지만 사모펀드 시장에 신규 진입하려는 운용사의 경우 기존 고객이 없기 때문에 어려움을 겪을 수 있다. 때문에 익명의 대중을 상대로 ‘판매’하는 은행과 증권사를 판매회사로 이용하여 투자자금을 모집해온 것이다. 이러한 ‘판매’를 금지하게 되면 신규 진입 사모펀드 설립은 사실상 불가능해질 가능성이 농후하다. 따라서 일반 투자광고를 허용하되 실질적으로는 전문투자자만이 구체적 정보를 취득할 수 있도록 2단계 절차를 구비하도록 하는 방안을 제안한다.⁴⁸⁾ 신규진입의 장벽을 낮춰 사모펀드 시장의 경쟁을 도모하기 위한 취지이다.⁴⁹⁾

47) 2014년 9월 23일 미국 SEC는 Rule 506(d)을 제정하여 Rule 503(b) 또는 503(c)에 의거 발행되는 사모펀드에 규제를 부과하기 시작하였다. 일명 ‘불량배 자격취소(“Bad Actor” disqualification)’으로 불리는 이 조항은 부정행위에 연루된 사람이 사모펀드와 직간접적으로 관련되었을 경우 사모의 지위를 박탈해버리는 매우 강력한 조치이다. 따라서 사모펀드 운용사는 사전에 이 조항에 연루된 사람이 없는지 꼼꼼히 조사해야 한다. 사모펀드에 연루된 사람의 범위에는 투자권유를 담당하는 ‘모집주간사(placement agent)’도 포함되어 있으며, 모집주간사를 고용한 회사의 임원도 모두 ‘Bad Actor’로 간주된다(17 C.F.R. §230.506(d)(1)). 만일 Rule 506(d)를 국내에 도입한다면 ‘불완전판매’의 이슈는 사라질 테지만 사전에 ‘Bad Actor’를 일일이 점검해야 하는 사모펀드 운용자의 규제 준수비용이 증가할 것이다.

48) 현행 법은 전문투자형 사모집합투자증권을 판매하는 모든 금융업자가 광고를 할 수 있도록 되어 있다(자본시장법 §249의6, 동법 시행령 §271의6②). 또한 투자광고 대상은 전문투자자 또는 금융투자상품 잔고(투자자예탁금 잔액 포함) 1억 원 이상인 일반투자자이다. 따라서 일반광고를 실시하더라도 사전에 전문투자자 또는 금융자산 1억 원 이상을 입증하는 1단계 절차를 마련해야 하고, 이를 입증한 투자자들에게만 일반광고가 노출되어야 한다.

49) 금융위원회는 전문투자자만을 대상으로 하는 펀드는 적격일반투자자 대상 펀드보다 투자자 보호 규제를 합리적으로 완화하는 방침을 정하였다. 현재 일정 이상의 사모펀드에 대한 외부감사를 의무화 방안을 강구하고 있는데 전문투자자만을 대상으로 하거나 투자자 전원 동의를 얻는 경우 외부감사를 면제하겠다는 안이다(FSC, 2020). 하지만 정책제안 3은 ‘판매’ 자체가 금지되어 투자권유만이 가능한

정책제안 4. 사모펀드에 투자하는 공모펀드에 공모펀드 규제를 엄격하게 적용하여 개인 일반투자자가 간접적으로 사모펀드에 상당한 금액을 투자하는 것을 금지하여야 한다.

사모펀드에 투자하는 공모 재간접펀드(이른바 ‘사모재간접 공모펀드’)는 전문투자형 사모펀드에 자산총액의 50%를 초과하여 투자한 펀드로 정의된다(영 §80①5-2). 사모재간접 공모펀드의 경우 사모펀드에 투자하는 49인을 계산할 때 해당 공모펀드의 투자자를 사모펀드에 대한 투자자로 인식하지 않고(자본시장법 §9⑨; 동법 시행령 §14②), 순자산가치의 산정주기, 자산의 운용 등에 관한 공모펀드 규제의 예외적용을 받는다(Kim et al., 2014). 사모재간접 공모펀드는 ‘국민재산 증식을 지원하기 위한 펀드상품 혁신 방안’의 일환으로 고안되었으며, 투자자 보호를 위한 장치로 동일 사모펀드에 대한 최대 투자비중을 20%로 제한하며 500만 원의 최소 투자금액을 설정하였다(FSC, 2016). 이 최소 투자금액은 2019년 10월 9일 자본시장법 시행령 개정을 통해 삭제되었다(영 §80①5의2다).

사모재간접 공모펀드는 공모펀드의 외형을 한 사모펀드로 보아야 한다. 정책의 취지로 언급되는 ‘국민 재산증식’이나 ‘침체된 공모펀드 활성화’ 등도 논리적 근거가 박약하다. 사모펀드에 투자하지 못해 부의 불평등이 발생하는 것도 아니며, 공모펀드의 침체는 사모펀드 활성화의 이면이다. 홍콩, 싱가포르, 독일은 개인투자자의 사모펀드에 대한 직접 투자가 허용되지 않기 때문에 사모재간접 공모펀드를 예외적으로 허용한 것이다(FSC, 2016). 사모펀드에 대한 개인의 투자가 허용되는 국가에서 병행하여 운영할 제도는 아니다. 전문투자자인 개인만 사모펀드에 투자하도록 허용하거나, 모든 개인투자자의 사모펀드 투자를 금지하는 대신 공모펀드를 통한 사모펀드 간접투자를 허용하는 방안 중 양자택일을 해야 한다.⁵⁰⁾

사모재간접 공모펀드의 또 다른 유형으로 ‘기업성장투자기구(BDC: Business Development Company)’가 있다. BDC는 벤처·혁신기업 등에 모험자본을 공급하기 위해 투자자로부터 자금을 공모로 모집하여 비상장 기업에 투자하는 기구로 기획되고 있다(금융위 보도자료 2020.3.9.). 이는 공모를 통해 헤지펀드 유형 사모펀드가 아닌 PEF 유형 사모펀드에 투자한다는 점에서 사모재간접 공모펀드와 차별화된다. 더불어 BDC의 경우 공모펀드의 자산운용 규제를 완화할 방침이다.⁵¹⁾ 그러나 BDC가 혁신성장의 원동력이 될 것이라는 정부당국의 기대와 전망이

상황에서, 전문투자자 가운데에서도 ‘49인 산정’에서 제외된 전문투자자만 대상으로 할 경우에 관한 제언이다. 사모펀드에 외부감사를 받도록 하는 것은 사모펀드의 본래 취지에 어울리지 않는다. 이는 현행 국내 사모펀드가 사실상 공모펀드라는 점을 간접적으로 인정하는 셈이다.

50) 사모펀드에 대한 공모펀드의 투자는 위험분산과 수익을 제고의 긍정적 효과를 기대할 수 있으나, 사모펀드 보유 자산을 공정가치로 적시에 평가할 수 있다는 조건이 선행되어야 한다. 공모펀드의 자산가치를 산정하는 주기에 맞춰 피투자 사모펀드의 가치가 정확하게 계산되지 않으면 공모펀드의 자산가치 산정에도 연쇄적으로 왜곡이 발생할 수 있기 때문이다.

51) 국내에 도입하려는 BDC의 원형은 미국에서 찾아볼 수 있다. 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)을 1980년 개정하여 만든 제도가 BDC이며 사모에 투자하는 공모펀드라고 할 수 있다. 이 제도는 거의 활용되지 않다가 글로벌 금융위기 이후 사모펀드 시장이 급속히 수축하자 그 대안으로서 갑자기 각광을 받기 시작하였다. 바이아웃(buyout)을 수행할 자금으로 단일 사모펀드로는

실현되리라 낙관하기 어렵다. 오히려 공모펀드에 대해 공모규제를 완화함으로써 또다시 개인일반 투자자가 사모투자자에 참가하는 우회로를 열어 두어 향후 투자자보호 문제가 발생할 수 있는 소지를 만들 수 있다.

4. 요약 및 시사점

본 연구는 2020년 현재 쟁점이 되고 있는 사모펀드의 ‘불완전판매’에 대한 문제의식에서 출발하였다. 특히 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자하는 문제점을 미국 사례에 비추어 집중적으로 살펴보았다.

국내 사모펀드 시장 자금조성 단계의 문제점은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째, 위험을 감수할 능력도 지식도 없는 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 우회로를 제도적으로 보장하였다. 투자권유가 아니라 판매 방식을 통한 개인 일반투자자의 사모펀드 투자가 가능하다는 것이 원인이다. 둘째, 사모펀드 운용사에 비해 개인 일반투자자에 대한 접근성이 높은 판매사, 특히 은행을 통한 판매 경로가 문제의 근원에 있다. DLF, 라임, 옵티머스 사태 이전의 불완전판매 사례를 돌아보아도 판매망 단계에서 문제가 첨예하게 대두되었다. 사모펀드는 적합한 ‘투자 권유’를 통해 자금을 조성해야지 형식적 권유를 통해 ‘판매’를 하는 대상이 아니다. 본질적으로 위험을 감수할 능력과 지식을 보유한 소수에게만 허용되는 것이 사모시장이라는 점을 상기하면, 지나치게 많은 불특정 다수가 광범위한 판매망을 통해 사모펀드 투자에 쉽게 접근할 수 있는 것은 구조적 문제다.

이 문제에 대한 당국의 개선책은 오히려 공모규제에 준하는 방식으로 현재 수렴하고 있다. 시장규율을 강화하고, 투자자보호 취약구조를 규제하고, 감독·검사 기능을 강화한다는 것이다(FSC, 2020). 이러한 개선안은 모두 공모규제를 도리어 사모펀드 규제에 적용하겠다는 것으로 사모펀드의 본질과 상충된다. 공모펀드가 아닌 사모펀드에 이러한 규제를 부과하는 것은 공모펀드화된 사모펀드의 ‘일탈’에 공모규제를 덧씌우는 방편이다.

따라서 본 논문에서는 사모펀드 투자에 개인 일반투자자가 참가하는 것을 원칙적으로 금지할 것을 제시한다(제안 1). 개인 일반투자자를 사모펀드 시장에서 배제했을 때 감소할 투자금액이 우려하는 수준처럼 크지 않다. 개인 일반투자자 위주의 문제성 사모펀드는 이미 대부분 예상수익이 높지 않은 것들이기에 개인 일반투자자 금지의 사회적 효익이 크다고 기대할 수 있다.

법적으로 개인 일반투자자가 사모펀드에 투자할 수 있는 길은 ‘적격투자자’의 정의가 투자금액 기준으로 정해졌기 때문이다. 현재의 투자금액 기준을 폐지하고 자본시장법에 있는 ‘전문 투자자’를 그대로 ‘적격투자자’로 재정의 하는 방안을 제안한다. 전문투자자의 정의 상 사모펀드

자금이 부족하자 그 보조수단으로 공모시장에서 BDC를 세워 일종의 부족분을 메꾸는 용도(“sidecar fund”)로 활용하기 시작한 것이다. 하지만 고스란히 공모규제를 준수해야 한다는 점에서 규제준수 비용이 사모펀드에 비해 높고, 이 비용을 수수료에 전가하기 때문에 사모펀드에 비해 수수료가 높은 것은 어쩔 수 없다. 일종의 교육지책으로 재조명을 받은 제도이다(Cendrowski, 2012: 54-55). 사모펀드 시장의 역사에 관한 보다 일반적 문헌은 Kaplan and Strömberg(2009)과 Fraidin and Foster(2019)를 참조할 수 있다.

및 판매회사의 자격검증 요건은 한층 강화된다. 업계의 이해관계를 떠나 논리적 ‘전문투자자’가 사모투자자의 적격성에 맞다. 위험을 감수할 수 있는 재력 또는 지식·경험을 보유한 개인만 사모투자자에 적합하다. 전문투자자 적격의 요건을 따르면 사모펀드의 투자자는 ‘모집’도 ‘판매’도 아닌 ‘투자권유’의 방식으로만 참여 가능하다. 사모펀드 시장의 정상화가 가능해진다.

판매를 금지하고 투자권유만 허용하는 방안이 급진적으로 받아들여질 경우 은행, 증권사, 보험사 등을 통한 ‘판매’의 관행을 유지할 수 있다. 그럼에도 불구하고 은행을 통한 사모펀드의 판매는 금지하는 방안을 고려해야 한다(제안 2).⁵²⁾ 은행은 실물경제에 직접적 영향을 주는 금융시스템의 핵심이며 일반대중과 폭넓은 관계를 유지하는 기관이다. 법률 상 허점과 은행의 광범위한 개인일반투자자와의 접촉이 결합되어 사모펀드 불완전판매의 끝없는 반복의 원인이 되고 있다. 이에 은행에서의 사모펀드 판매를 금지하고 은행지주회사의 계열 금융투자회사에서 판매를 하도록 유도하는 게 바람직하다.

사모펀드 투자에 ‘판매’를 금지하거나 제한하게 되면 신규 사모펀드 진입이 어려워질 수 있다. 이는 사모펀드 시장의 경쟁과 경쟁력에 도움이 되지 않는다. 이에 전문투자자 가운데에서도 투자인원 제한의 적용을 받지 않는 전문투자자—이를 테면 위험을 감수할 수 있는 재력과 지식·경험을 갖춘 투자자—만을 대상으로 하는 사모펀드에게는 일반광고를 허용하는 것을 검토할 수 있다(제안 3). 투자자의 범위를 줄이는 대신 투자권유를 좀 더 쉽게 해주는 방안이다.

마지막으로 공모펀드로 조성된 자금을 사모펀드에 투자하는 것은 개인 일반투자자의 사모펀드 투자를 허용하여 재차 ‘불완전판매’의 위험을 키우는 것이다. 이러한 ‘공모식 사모투자(public investment in private equity)’를 금지해야 한다(제안 4). 사모펀드를 운영하는 나라에서 이러한 ‘공모식 사모투자’를 운영하지도 않거니와 기존 사모펀드 제도를 운영하는 것과 상충된다. 공모펀드 시장에 별 도움이 되지도 않을뿐더러 투자자보호 문제를 내포하고 있기에 사죽과 같은 제도이다.

52) 증권사를 판매채널로 하는 사모펀드의 개인 판매가 문제가 없다는 것이 아니다. 실물경제와 금융안정성 면에 은행의 중요도를 감안하여 은행의 사모펀드 판매를 금지하자는 것이다. 증권사를 통한 개인의 사모펀드 투자에도 유사한 문제가 발견될 경우 이 또한 판매금지 대상으로 규정해야 할 것이다. 개인투자자 대상 사모펀드 판매금지의 우선 순위에 대한 고려가 필요하다.

References

- Cendrowski, H., L. W. Petro, J. P. Martin, and A. A. Wadecki, *Private Equity: History, Governance, and Operations*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, USA, 2012.
- Financial Services Commission(FSC), *A “Fund Product Innovation Plan” to Support the Growth of National Property* (May 30, 2016), 2016.
- Financial Services Commission(FSC), *Amendment to the ‘Capital Markets and Financial Investment Business Act’ to Improve the Funding System of Innovative Companies* (March 9, 2020), 2020.
- Financial Services Commission and Financial Supervisory Service(FSC and FSS), *Evaluation of the Status of Private Equity Funds and Measures to Improve the System* (April 27, 2020), 2020.
- Financial Supervisory Service(FSS), *Interim Test Results on DLF Related to Major Overseas Interest Rates* (October 2, 2019), 2019.
- Financial Supervisory Service(FSS), *Interim Inspection Results and Future Countermeasures for Lime Asset Management* (February 14, 2020), 2020.
- Fraidin, S., and M. Foster, 2019, The Evolution of Private Equity and the Change in General Partner Compensation Terms in the 1980s, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 24 (2), pp. 321–361.
- Gwon, J., 2014, Global Trend in Banking Reform and Its Regulatory Principle, *Capital Markets Weekly*, Vol. 2014 (25), pp. 1–4.
- Kaplan, S. N., and P. Strömberg, 2009, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23 (1), pp. 121–146.
- Kim, G., G. Kwon, and S. Jun, 2020, Lime Scandal and Policy Agenda, *Issue Report*, Economic Democracy 21.
- Kim, G., S. Kim, J. Moon, and Y. Lim, *Private Equity Fund: All about PEF*, Korea Banking Institute, 2012.
- Kim, J., H. Song, and J. Nahm, A Study on the Regulatory Reform of the Public Equity Fund, *Policy Report* (August, 2014), Korea Capital Market Institute, 2014.
- Kim, Y., 2012, Analyses on the Business Regulation of Commercial Banks and the Future Reform Modeled on the U.S. Law, *Korean Journal of Securities Law*, Vol. 13 (1), pp. 365–304.
- Park, S., 2015, Current Status and Tasks of Private Equity Regulation Reorganization, *BFL*, Vol. 71, pp. 56–74.
- Park, S., T. Cha, J. Park, H. Lee, and G. Kim, *Commentary on Private Equity* (revised), Jiwon Publishing Company, 2017a.
- Park, Y., J. Kim, C. Nam, J. Chang, and C. Chun, *Entrepreneurial Capital Markets in Korea: Current Status and Future Directions*, Korea Capital Market Institute, 2017b.
- Shin, B., 2013, Growth and Synergy Creation of Financial Holding Companies, *Capital Markets Weekly*, Vol. 2014 (40), Korea Capital Market Institute.