

사모펀드 규제 개편과 투자자보호 과제

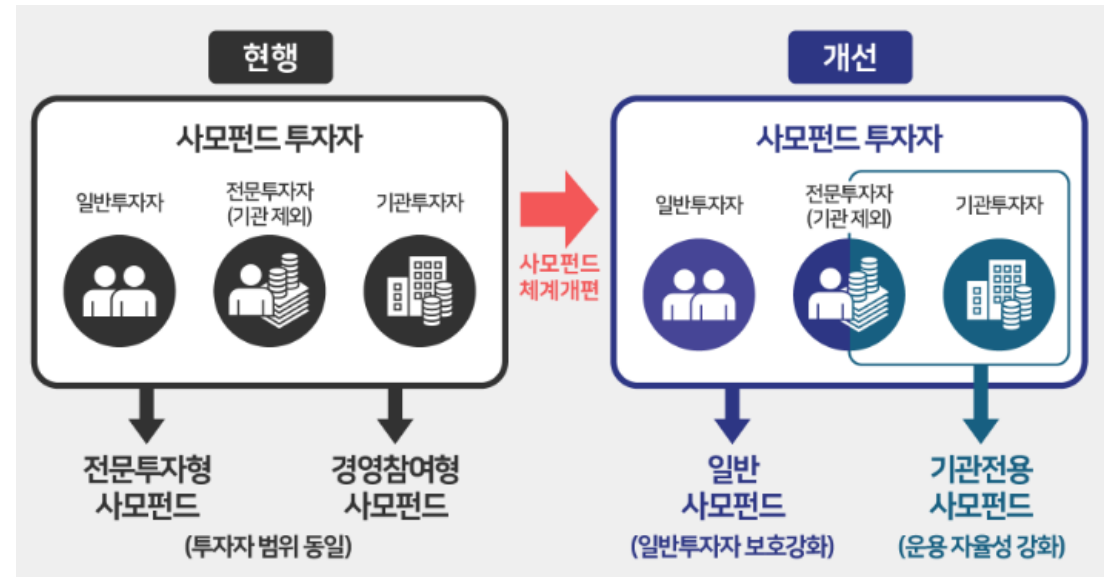
권재현(인천대학교 동북아국제통상학부)

한국증권학회·자본시장연구원 공동 정책심포지엄

2022.6.15.

사모펀드 규제 개편 (1/3)

- 사모펀드 관련 자본시장법과 하위 규정이 개정되어 2021.10.21.부터 시행
 - 취지: 투자자 보호 강화, 모험자본 공급이라는 사모펀드 본연의 역할 제고
- 운용목적으로 구분하던 기존 분류체계를 투자자 기준으로 구분
 - 기존: 전문투자형 / 경영참여형
 - 신규: 기관전용 / 일반
 - 기존 전문투자형 사모펀드는 일반 사모펀드로 전환
 - 기존 경영참여형 사모펀드는 기관전용 사모펀드로 전환



출처: 금융위 카드뉴스(2021.8.9.)

사모펀드 규제 개편 (2/3)

- 전문투자자(기관제외)
 - (소득) 직전년도 소득액 본인 1억원 이상 또는 배우자 합산 1.5억원 이상
 - (자산) 부동산 관련 금액을 제외한 자산총액이 5억원 이상
 - (전문성) 공인회계사, 감정평가사, 변호사, 변리사, 세무사, 협회 등이 주관하는 시험 합격자
- 일반투자자
 - 최소 **3억원** 투자
 - 레버리지 200% 초과 사모펀드의 경우 최소 **5억원**

- 사모펀드 투자자 수 확대
 - 원활한 자금조달 등을 위해 투자자수를 기존 49인에서 최대 100인까지 확대
 - 단, 일반투자자수는 최대 49인으로 유지

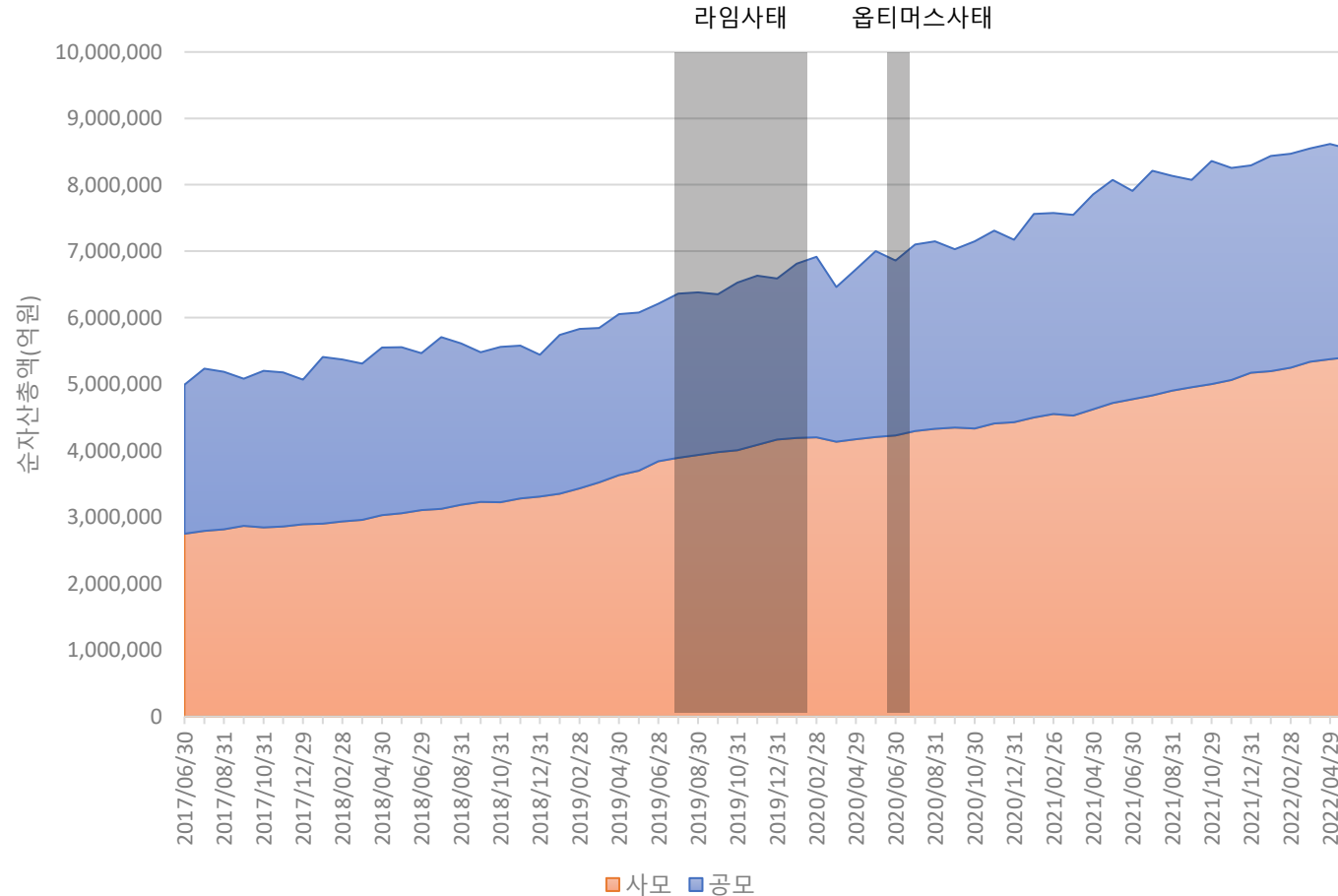


출처: 금융위 보도자료(2021.10.19.)

사모펀드 규제 개편 (3/3)

- 일반 사모펀드 대상 투자자 보호장치 강화
 - (판매절차 강화) 사모펀드 투자권유·판매 시 핵심상품설명서 교부
 - 판매사는 운용사가 작성한 핵심상품설명서를 투자자 입장에서 사전 검증
 - 투자판단에 필요한 필수사항을 정하여 핵심상품설명서에 기재
 - (판매사·수탁사 운용감시) 불합리한 운용행위 감시
 - 판매사는 운용사가 핵심상품설명서에 부합하게 운용되고 있는지 확인
 - 수탁사는 운용지시의 법령·규약·설명서 부합 여부를 감시하는 동시에 매분기 자산대사를 실시
 - (자산운용보고서 기재항목) 운용위험을 파악하기 위한 기재항목 추가
 - 펀드 투자전략, 유동성 위험, 운용위험 및 관리 방안 등
 - (폐쇄형펀드 설정·설립 의무) 수시환매가 불가능한 폐쇄형펀드 요건 부과
 - 거래소 시가가 없는 자산 중 환금성 있는 자산을 제외한 자산비중이 50% 초과

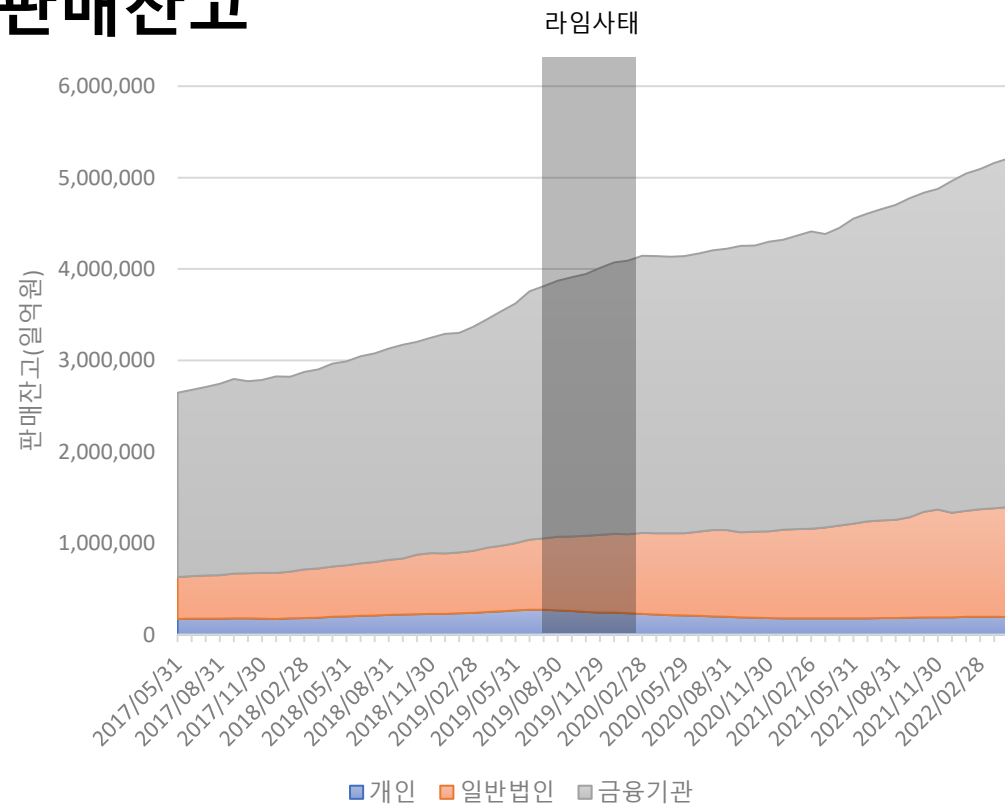
공·사모펀드의 추이



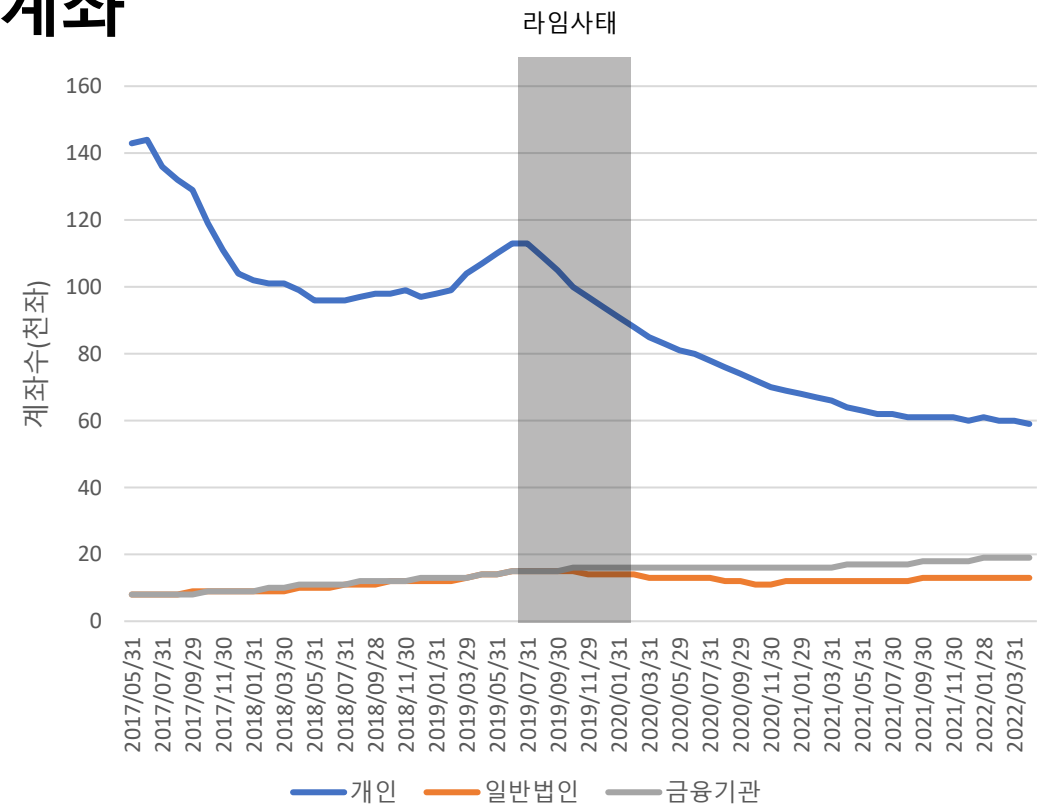
- 순자산총액 기준 최근 5년간 펀드산업은 1.7배 규모로 성장 (499조원→854조원)
 - [공모] **1.4배** 성장 (224조→313조)
 - [사모] **2.0배** 성장 (275조→541조)
- 라임·옵티머스 사태에도 불구하고 사모펀드 시장의 성장 추이는 상대적으로 견조
 - 일반 개인투자자의 피해가 사회적으로 큰 이슈가 되었음에도 불구하고 사모펀드 시장은 위축되지 않음

사모펀드 고객유형별 추이

판매잔고

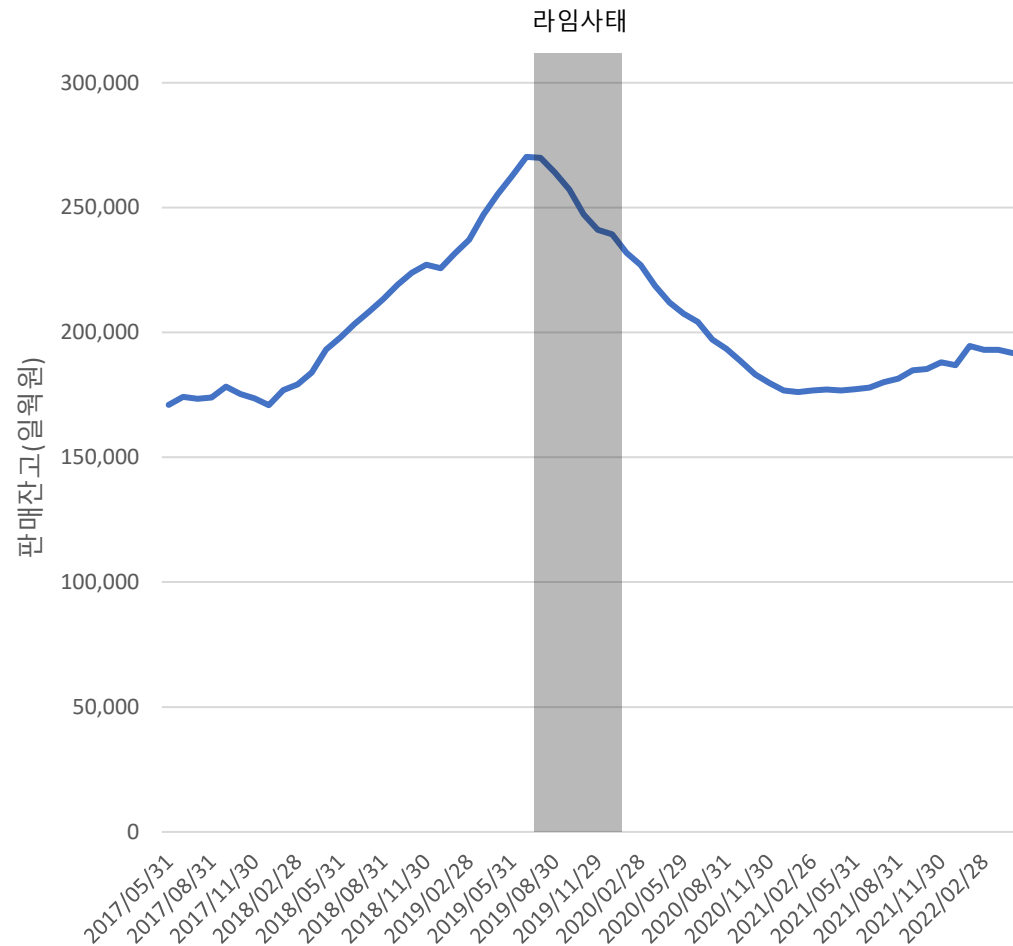


계좌



자료: 금융투자협회 전자공시서비스

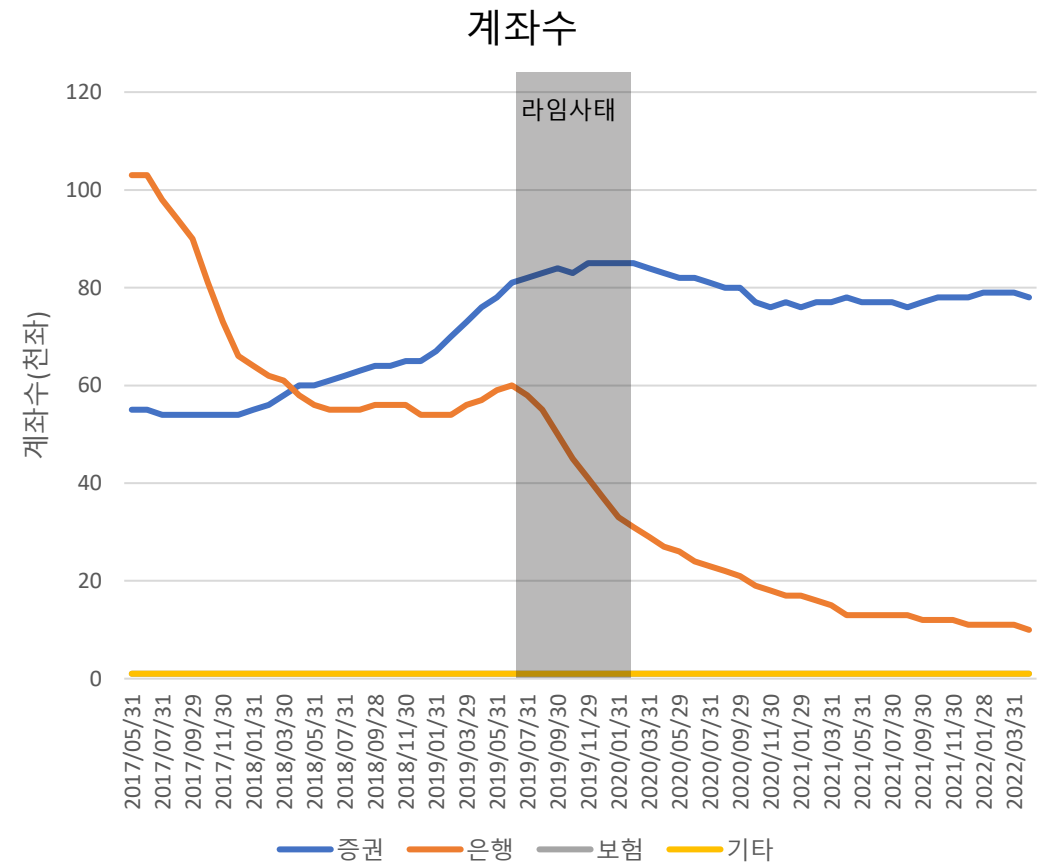
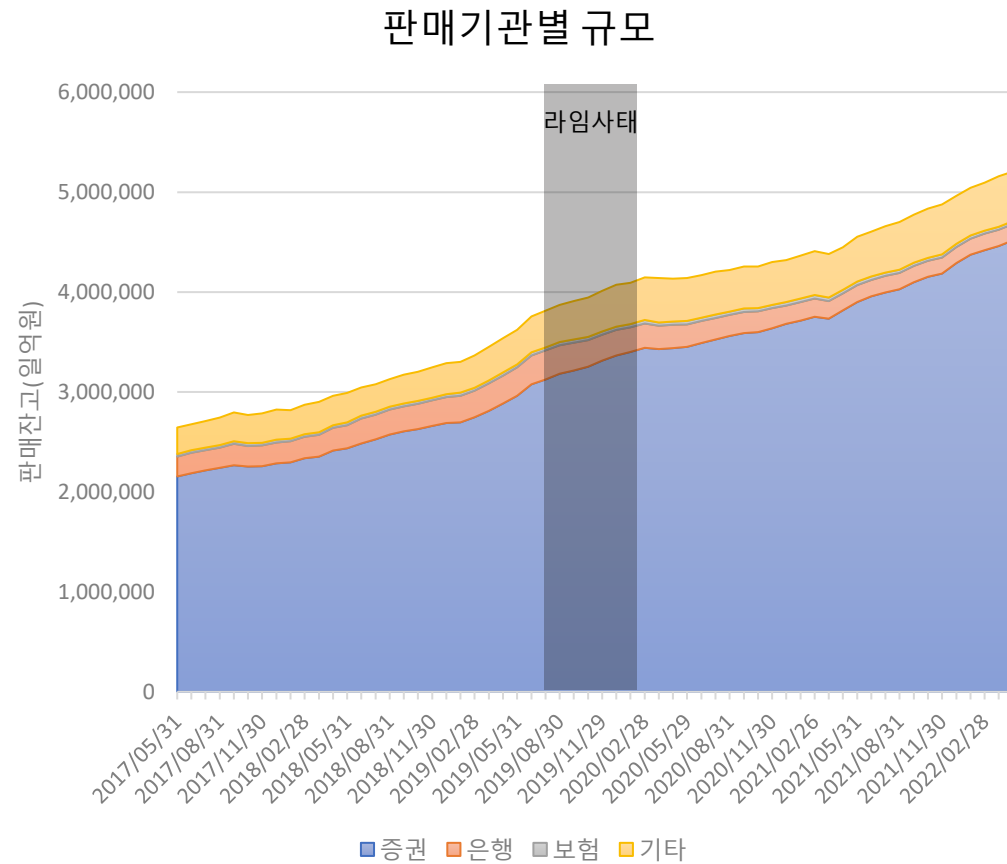
개인 판매잔고 추이



자료: 금융투자협회 전자공시서비스

- 개인 판매가 사모펀드 시장에서 차지하는 상대적 비중은 미미
 - 판매잔고 기준 개인투자 비중은 최대 7.3%(2019.5.)이며 2022.4. 현재 3.7%
- 개인 투자자들의 시장참여가 최근 사모펀드 사태의 근원
 - 특히 최소투자 금액으로 참가하는 일반투자자가 취약층

판매기관별 규모 추이

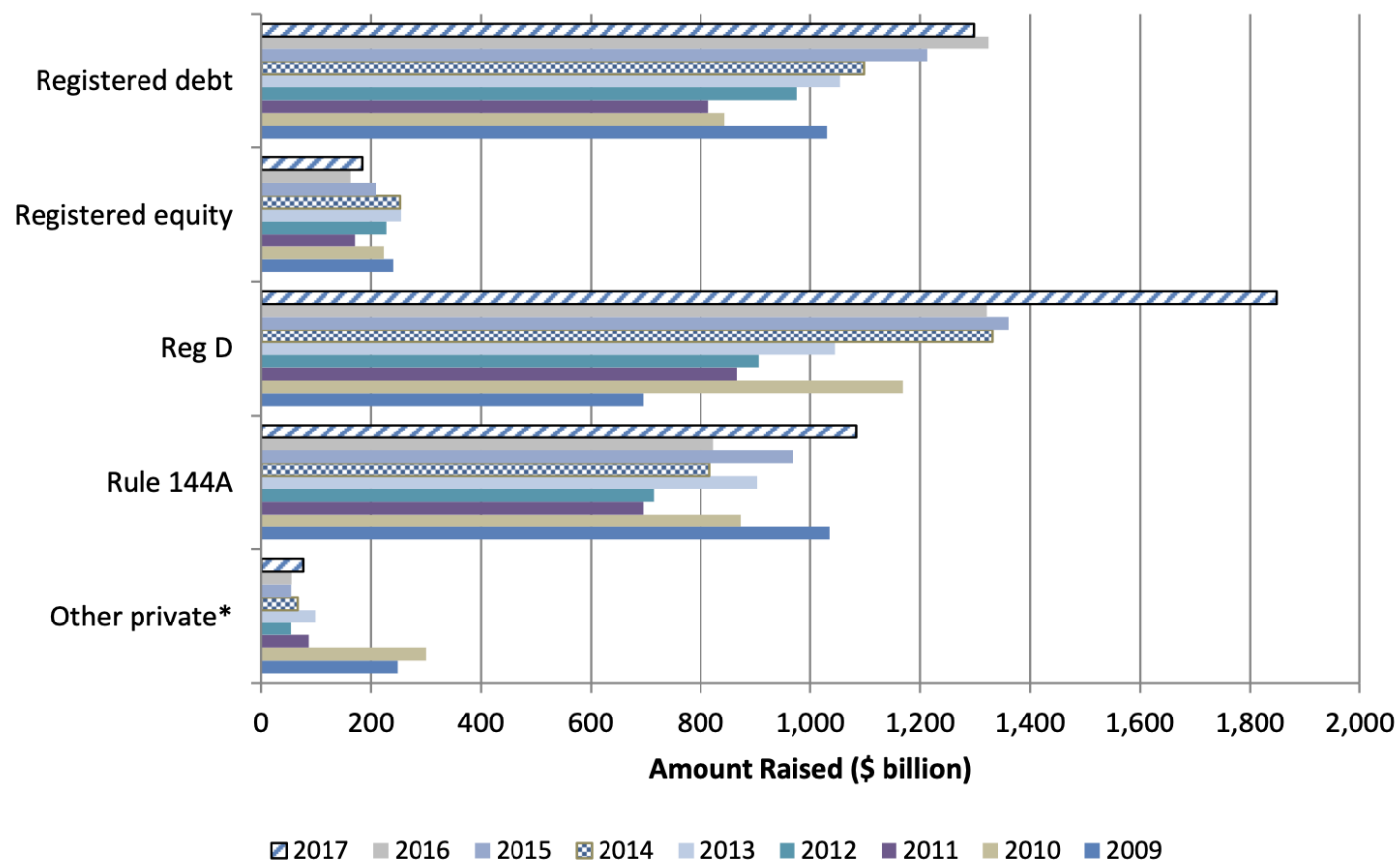


자료: 금융투자협회 전자공시서비스

미국 사모 제도

- 사모설정(private placement)의 방법
 - Regulation D
 - Rule 506(b): Accredited investor(전문투자자)와 sophisticated investor(전문적투자자)가 투자할 수 있으며 일반광고는 금지
 - Accredited investor 참여는 무제한, sophisticated investor 참여는 35인 이내
 - Rule 506(c): Accredited investor(전문투자자)만 투자할 수 있으며 일반광고 허용
 - 2012년 JOBS(Jumpstart Our Business Startups)법으로 신설
 - Rule 144A
 - Qualified Institutional Buyers(QIB; 적격기관투자자) 대상
 - 최소 1억달러 상당의 증권을 소유하거나 운영하는 기관투자자
 - Regulation S, A, Crowdfunding, 기타 등등

(미국) 공·사모를 통한 자본조달



* Other private includes Regulation S offerings, Section 4(a)(2) offerings, Regulation Crowdfunding offerings, and Regulation A offerings.

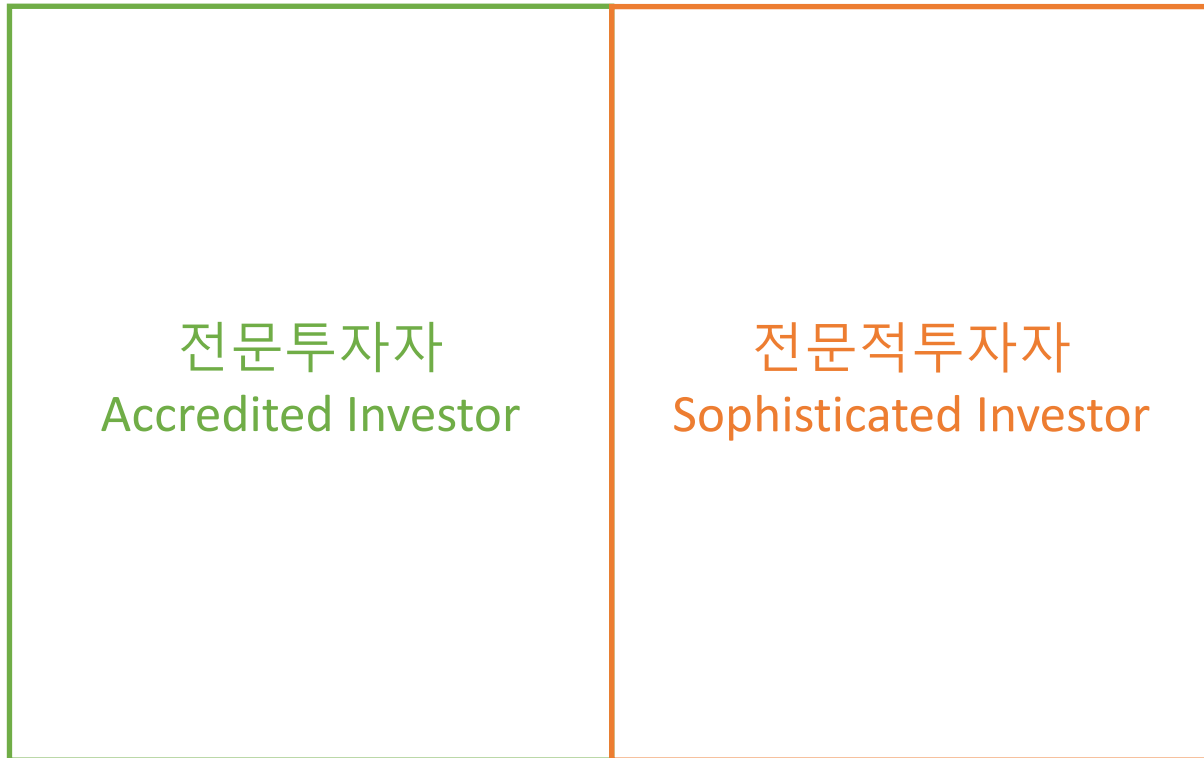
출처: [Bauguess et al. \(2018\)](#)의 Figure 1 재인용

(미국) 투자자범위: 전문투자자



- 전문투자자(재력 기준)
 - 대형 금융기관, 벤처투자, 5백만 달러(≒60억원) 규모 이상의 연기금, 또는
 - 개인전문투자자
 - 본인 또는 배우자 포함 순자산 규모가 1백만달러(≒12억원)를 넘거나
 - 최근 2년간 본인 연평균 수입이 20만달러(≒2.4억원), 배우자 합산 30만달러(≒3.6억원)를 넘는 자
- 전문투자자 참여는 무제한

(미국) 투자자범위: 전문적투자자



- 전문적투자자(지식·경험 기준)
 - 본인 단독, 또는 대리인과 함께, 사모투자자의 위험과 수익에 대해 평가할 수 있을 정도로 재무 및 경영업 사항에 대한 지식 및 경험이 충분한 자
- 전문적투자자는 35인 한도 내 참여 가능
 - 투자위험을 감내할 재력은 충분하지 않아도 사모투자자의 총위험에 대해 충분히 인지하고 소수 전문가의 제한적 참여 허용

미국: Rule 506(b) 사모펀드



- 권유방식으로만 투자자를 모집할 수 있으며 전문투자자와 전문적투자자 모두 투자 가능
 - 기존 고객의 투자는 권유방식으로 이루어졌다는 사실이 명확
 - Placement agent가 자신의 기존 고객 상대로 권유하는 것도 위탁된 권유방식임이 명확
- 기존 사모펀드나 대형펀드에게 가능한 투자유치 수단

미국: Rule 506(c) 사모펀드

전문투자자
Accredited Investor

전문적투자자
Sophisticated Investor

- 일반광고로 투자자를 모집할 수 있지만 전문투자자만 최종 투자 가능
 - 실무상 일반광고 시에도 전문투자자만 광고에 노출되도록 조치
- 기존 고객이 없는 신규 사모펀드에게 가능한 투자유치 수단

(미국) Regulation D: 506(b)와 506(c) 시장

Rule 506(b)와 506(c)에 의한 자본조달 규모(2013~2017년)

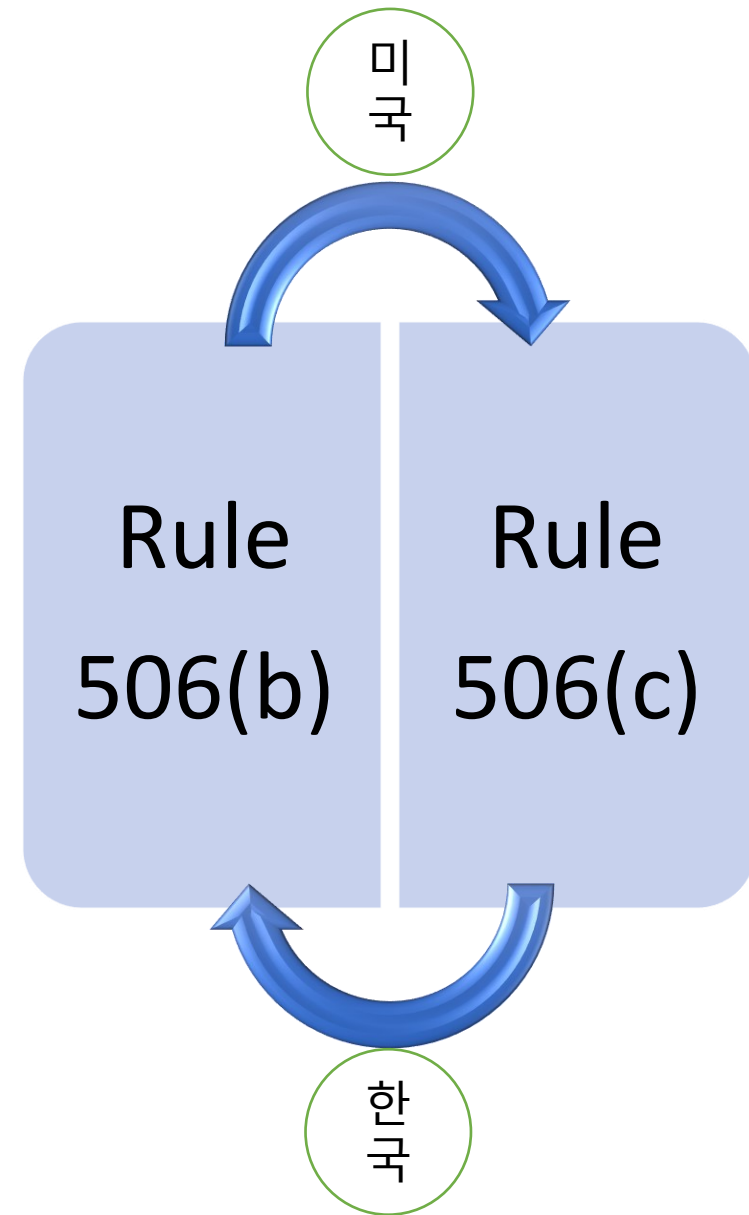
	Number of New Offerings			Amounts Raised (\$ million)		
	Rule 506(b)	Rule 506(c)	Proportion Rule 506(c)	Rule 506(b)	Rule 506(c)	Proportion Rule 506(c)
2013 *	4,940	506	9.3%	\$214,826	\$8,748	3.9%
2014	19,560	1,611	7.6%	\$1,323,146	\$23,837	1.8%
2015	20,563	1,592	7.2%	\$1,321,417	\$39,370	2.9%
2016	20,707	1,665	7.4%	\$1,285,853	\$35,952	2.7%
2017	22,120	1,736	7.3%	\$1,700,045	\$147,310	8.0%
2013-2017	87,890	7,110	8.1%	\$5,845,288	\$255,216	4.4%

* September 23, 2013 - December 31, 2013

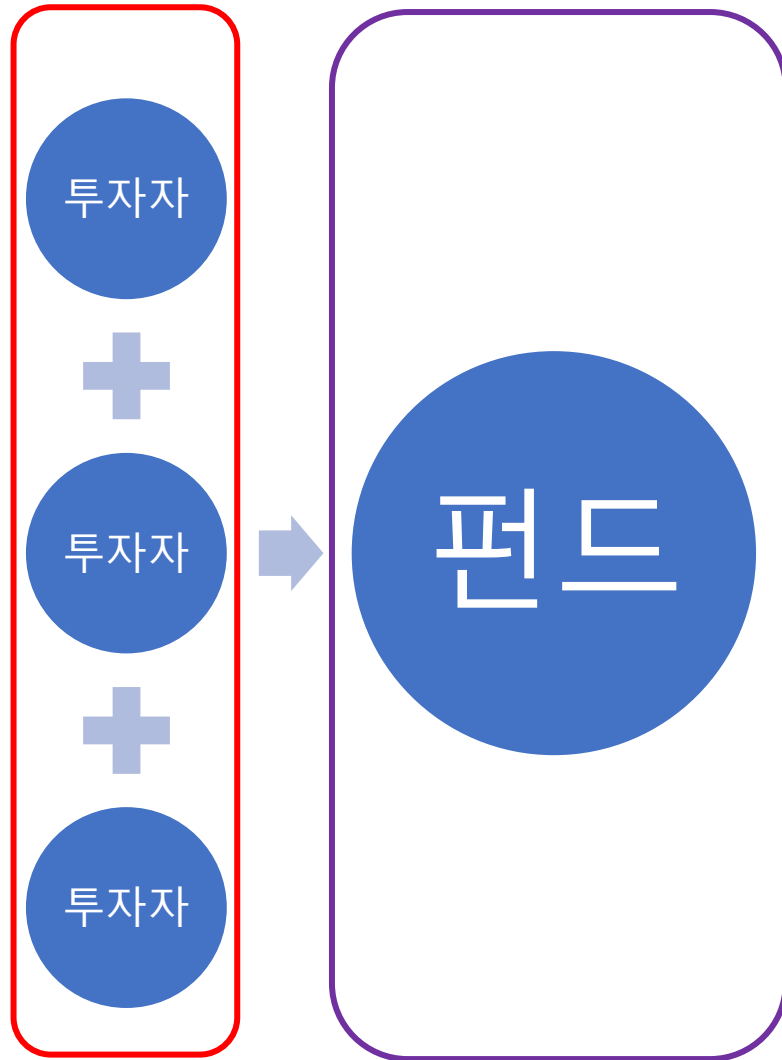
출처: [Bauguess et al. \(2018\)](#)의 Table 3 재인용

Rule 506(c) 평가

- 부정적 평가
 - 506(c)의 전문투자자 자격 검증에 시간이 많이 소요되며 투자자들이 자료 제공을 꺼리는 경우가 많음
 - 506(b)을 이용할 경우 gatekeeper나 placement agent를 통해 투자자를 모집하고 있어 법적 위험을 감수한 일반광고가 불필요
- 긍정적 평가
 - 저렴한 비용으로 CPA, 증권사를 통해 전문투자자 여부 확인 가능 (예: verifyinvestor.com)
 - 제3의 기관이 고객정보를 검증하기 때문에 개인정보의 운용사 이용을 우려하는 투자자들이 안심할 수 있음

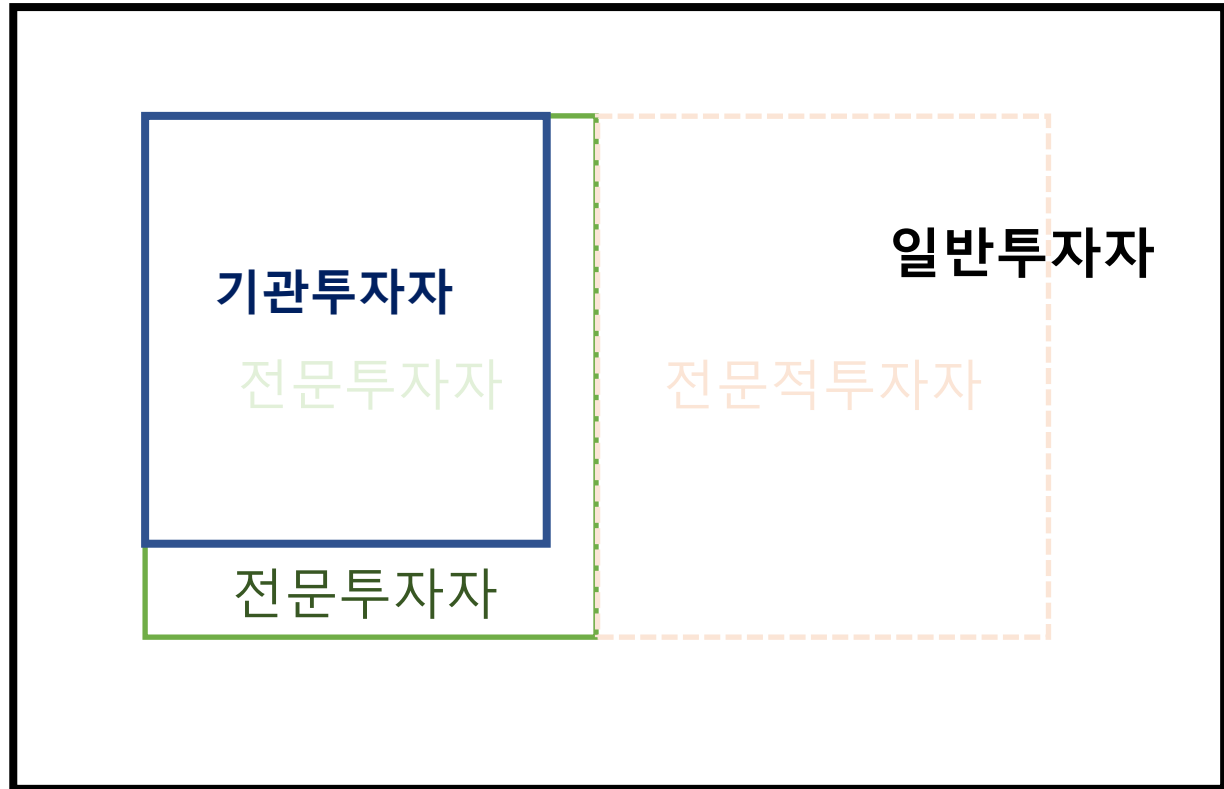


정보비대칭성과 펀드유형



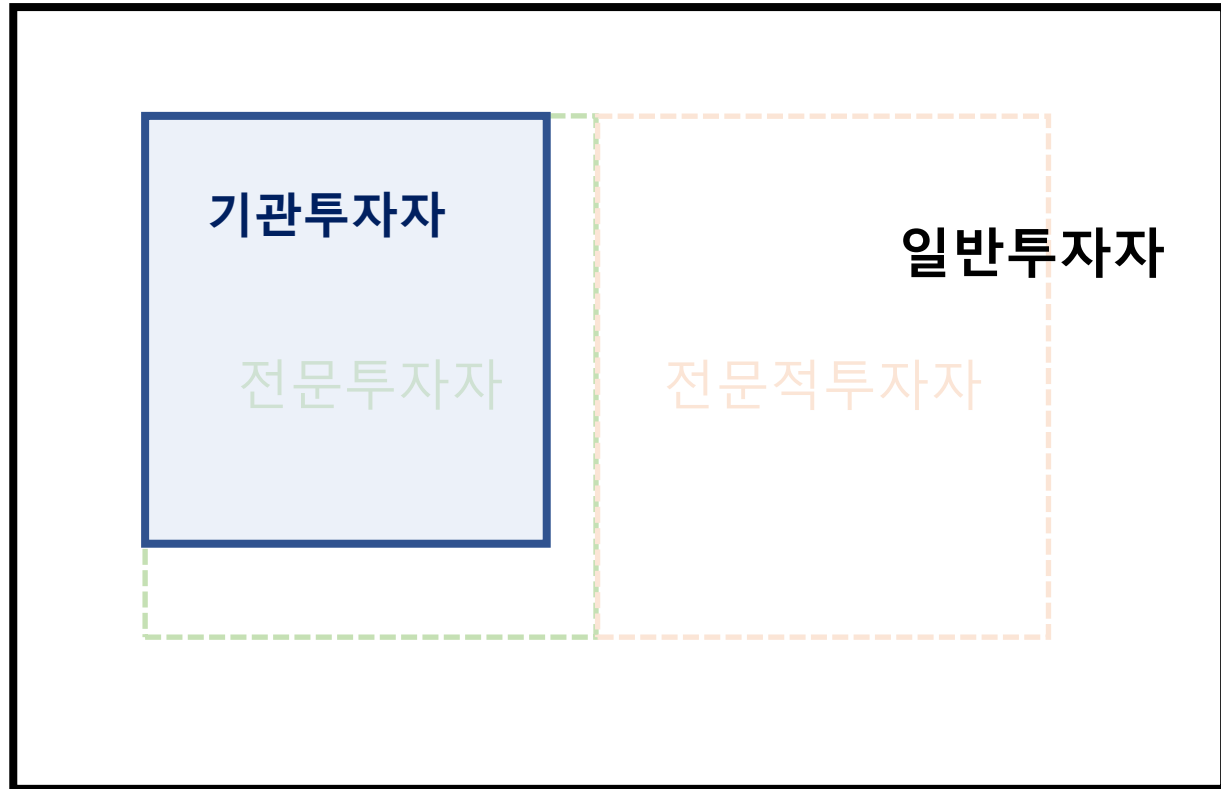
- 투자자들과 펀드 사이 정보비대칭성(informational asymmetry) 존재
- 공모펀드
 - (펀드) 강제공시, 등록 및 운용규제 등 다양한 규제를 운용자에 부과
 - (투자자) 제한 없음
- 사모펀드
 - (펀드) 공시와 운용규제 완화
 - (투자자) 적격기관투자자, 전문투자자로 한정하거나 소수의 전문적투자자만 참여
- 국내 사모펀드 제도의 문제점은 상대적으로 느슨한 펀드 규제와 일반투자자의 시장 참여가 결합되며 발생
 - 사실상 사모를 공모로 판매한 부분이 문제의 근원
 - '역선택(adverse selection)'으로 시장이 스스로 붕괴했다고 볼 수 있음

(한국) 투자자범위



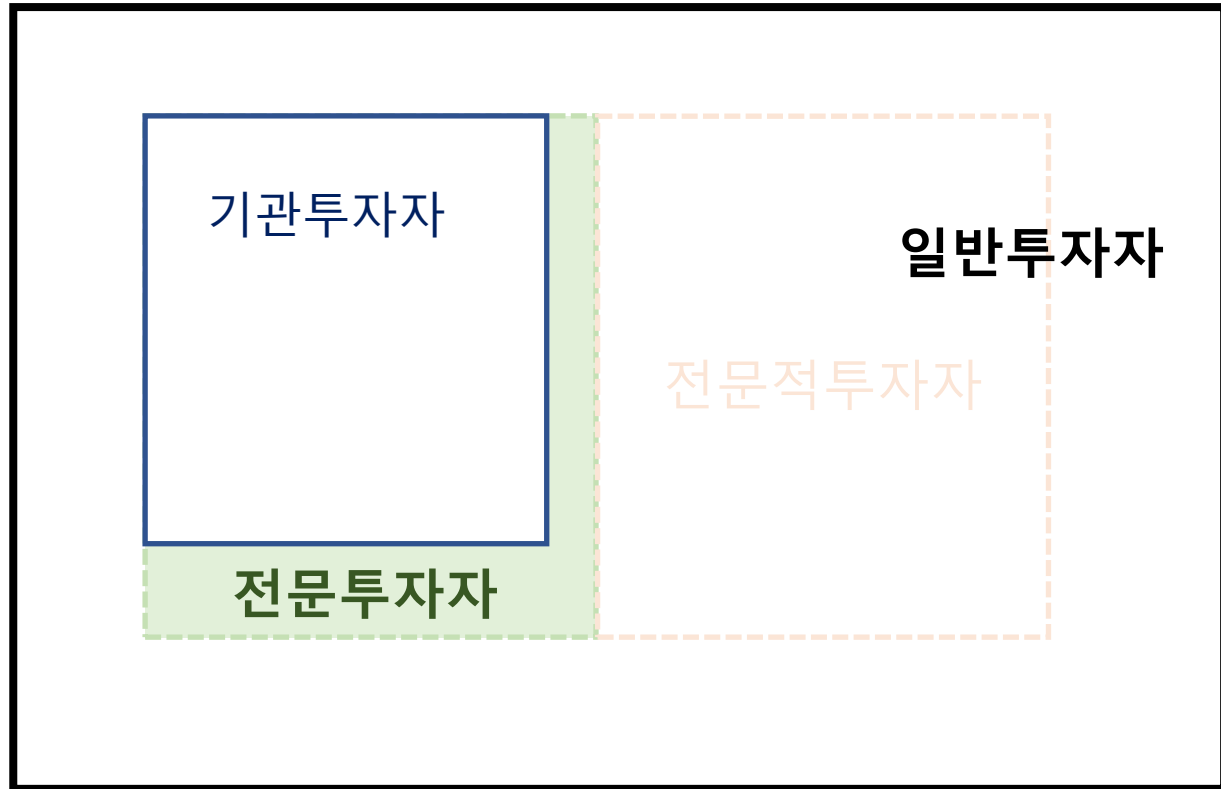
- 기관전용 사모펀드
 - 투자자가 모두 전문성과 위험관리능력을 갖춘 기관투자자로 구성
 - 대신 펀드 운용의 자율성 확대
- 일반 사모펀드
 - 기관제외 전문투자자 100인 이내, 일반투자자 49인 이내, 기관제외 전문투자자+일반투자자 100인 이내로 구성
 - 강화된 판매절차, 운용규제 등을 적용함

(한국) 투자자 범위: 기관투자자



- 전문투자자인 기관투자자(법 §249조의11⑤1)
 - 국가, 한국은행, 금융회사, 특수법인(예보·캠코 등), 법률에 따라 설립된 기금·공제회
 - 기관전용 사모펀드, 기관전용 사모펀드와 동일한 투자자로 구성된 일반 사모펀드
 - 주권상장법인(코넥스 제외) 중 일정요건을 갖추고 협회에 등록한 자
 - 전문투자자에 준하는 외국인(개인 포함)
- 기타 기관투자자(법 §249조의11⑤2)
 - GP 임원·운용인력 및 GP의 모기업(해당 GP가 설립한 펀드에 1억이상 시딩투자만 가능)
 - 기관전용 사모펀드와 동일한 투자자로 구성된 신기술사업투자조합
 - 일정요건을 갖추고 협회에 등록한 금융권 재단 및 비상장법인
 - 공적목적 달성을 위해 법률 등에 따라 설립된 기관·단체(모태펀드, 해양진흥공사)
 - 기관전용 사모펀드에 100억 이상 투자하는 외국법인

(한국) 투자자 범위: 전문투자자(기관투자자외)



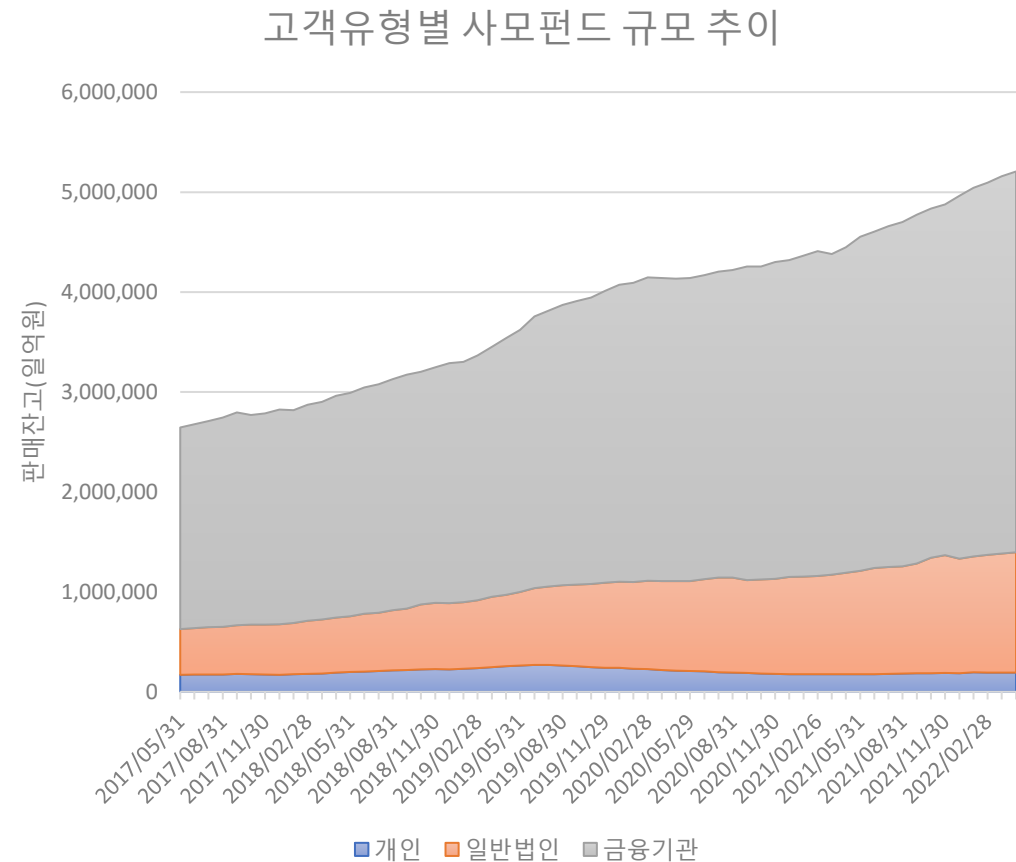
• 개인 전문투자자

- (소득) 직전년도 소득액 본인 1억원 이상 또는 배우자 합산 1.5억원 이상
- (자산) 부동산 관련 금액을 제외한 자산총액이 5억원 이상
- (전문성) 공인회계사, 감정평가사, 변호사, 변리사, 세무사, 협회 등이 주관하는 시험 합격자

정책 제언 (1/2)

1. 최소투자금 기준을 폐지하여 전문투자자가 아닌 일반 투자자의 사모펀드 투자를 금지

- 개인(전문+일반) 투자 총액은 사모펀드
총 투자금액의 최대 7.25%로, 규제 도입
시 투자감소 예상액이 크지 않음
 - 판매잔고 기준 2022.4월말 사모펀드
전체 투자금액은 520조원이며 그
가운데 개인투자금액은 19조원(3.68%)
- 사모펀드의 공모펀드화를
원천봉쇄하여 불완전판매 해소
 - 절감되는 일반 사모펀드 규제준수
비용을 감안해야 함



정책 제언 (2/2)

2. (판매 확인절차 강화) 미국 Regulation D의 506(c) 확인절차를 준용하여 판매 확인절차 강화

- 은행판매는 사실상 일반광고와 다름 없으나 모집액은 상대적으로 저조
 - 2022.4월말 판매잔고 기준 은행을 통한 사모펀드 투자금액은 16조원(총 520조원의 3.12%)
- 전문투자자 기준 자산, 소득, 전문성을 공증한 경우만 투자 가능하도록 함
 - 최소투자금액 기준 폐지가 선행되어야 함
 - 전문서비스를 이용하여 전문투자자 자격 요건을 교차확인 및 공증하도록 유도

판매채널별 사모펀드 계좌수 추이

