

Hedge Fund Regulatory Change Proposals After Lime and Optimus

라임과 옵티머스 이후 사모펀드 시장 개선 방안*

양 명 석
2021.3.29.

Abstract

The Korean financial regulators identified, in the wake of the recent hedge fund industry scandals of DLF, Lime Asset Management, and Optimus Asset Management, certain systemic gaps in the market oversight regime and proposed changes to reduce redemption and cash/maturity mismatches, prevent abuse of private offering exemptions, and provide additional investor protection measures. In spite of the breadth of those policy changes, more fundamental changes may be needed to prevent the recurrence of the recent market misbehaviors – such additional changes may include prohibition of marketing funds with mismatching redemption schedules to the maturity or marketability of their investment assets; prohibition of including target yield rates in marketing; greater fund independence from investment advisors, especially for highly retailized hedge funds; stricter definition of the fiduciary duties of the advisers and sales companies with respect to the funds and investors; stricter reading of the securities fraud section in the Financial Services and Capital Markets Act (§178); stricter enforcement of the investment adviser rules and regulations; and exclusion of the comparative negligence rules in securities fraud cases for the benefit of the investors.

최근 DLF, 라임 및 옵티머스 사태 이후, 금융위와 금감원은 사모 집합투자시장에 제도적 미비점이 있다고 판단하고, 사모펀드의 유동성, 실질적 공모펀드의 형식적 사모펀드로의 탈바꿈 및 기타 투자자의 보호 개선안들을 제안하였다. 그러나 금융감독기관의 이러한 개선안만으로는 사모펀드사태의 재발을 방지할 수 있을지에 대한 의문이 있으며, 좀 더 근본적인 개선책이 필요하다고 보여진다. 추가 개선안으로 펀드의 마감일과 투자자산의 마감일의 미스매치 방지안, 펀드 목표수익율을 펀드광고물에 포함금지, 운용사로부터의 집중투자기구, 특히 일반투자자비율이 높은 사모펀드의 독립성 향상, 금융투자업자의 펀드와 투자자에 대한 주의의무와 충실의무의 정의 및 규제, 금융사기에 대한 금융투자업자의 책임강화, 투자권유자문인력의 실질적 투자적합성 검토 및 판단의무 이행 감독 및 금융사기 사건에서 과실상계원칙 배제 등을 제안한다.

목 차

1. 라임, 옵티머스 등 최근 사모 간접투자업계의 사고.....	2
2. 근래 간접금융투자시장의 대형사건들.....	4
a. 대우채권 사태.....	4
b. DLF	5
c. 라임.....	6
d. 옵티머스.....	7
3. 금감위의 개선안.....	8
a. 유동성.....	9
b. 사모·공모펀드 구분과 관련된 위법·부당 행위.....	10
c. 투자자의 보호를 위한 기타 개선안.....	12

* <https://ssrn.com/abstract=3814488>와 <https://www.yangtmlaw.com>에서 다운로드 받으실 수 있습니다.

4. 좀더 근본적인 개선안의 필요.....	13
a. 만기일과 목표수익율	14
b. 집합투자기구의 독립성.....	18
c. 운용사의 주의의무와 충실의무.....	21
d. 투자설명자료.....	27
e. 공모와 사모.....	31
f. 판매.....	35
g. 금융사기에 대한 배상	37
5. 결론	39

1. 라임, 옵티머스 등 최근 사모 간접투자업계의 사고

2019년 이후 라임자산운용과 옵티머스자산운용의 금융사건은 사모 간접금융투자업계의 문제점을 알려주는 중요한 경종이었다. 사모펀드시장은 2015년 금융위가 사모펀드 자산운용 규제를 풀면서¹ 급성장하였고, “사고가 늘고 다단계 등 불법이 시작되는 등 부작용도 속출했다”는 평가를 받기도 하였다.² 이러한 사건들과 관련하여 일부 금융업계의 불법 또는 부당한 행위가 발견되고 관련 행위자들이 처벌되기도 하였다. 그러한 불법 또는 부당한 행위가 관련 사건들의 직접적인 원인이라고 할 수 있지만, 다른 한편의 시각으로 본다면, 그러한 사건들은 고금리시대가 저금리시대로 전환하는 경제에서 금융시장의 제도적 미비점이 존재하여 발생하였다고도 할 수 있다. 금감원은 라임사태와 옵티머스사태로 들어난 제도적 미비점에 대한 개선안을 도입하였고, 그 개선안으로 라임사태와 옵티머스사태의 재발에 대한 방지효과가 일부 예상되나,³ 최근 사건들의 재발의 근거라고 할 수 있는 제도적 미비점들을 충분히 개선하였는지는 불확실 하여 보인다.⁴

국내 금융시장에서 일반 투자자들이 실현할 수 있는 실질금리는 외환위기 이전까지는 5-6%로 유지되었으나, 2000년 이후에는 3% 미만으로 유지되고 있다.⁵

¹ 금융위원회, 보도자료, “사모펀드 활성화를 위한 「자본시장법」 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내,” 금융위 자산운용과, 금감원 자산운용감독실 (2015.10.23.), 김은집, “미래의 사모펀드규제: 법제도론을 중심으로,” 증권법연구 제16권 제2호 25-52 (2015).

² 강수연 기자, “[사모펀드 무엇이 문제] 끝없는 사고... 420조 신뢰 폭락,” 뉴시스, 2020.06.25., https://newsis.com/view/?id=NISX20200624_0001071008.

³ 김광록, “라임사태를 통해 본 사모펀드의 불완전판매와 투자자보호 방안에 관한 고찰,” 상사판례연구 제33집 제3권, 191-236 (2020.9.30.), <http://doi.org/10.36894/kcca.2020.33.3.191>.

⁴ 한수연 기자, “라임·옵티머스 사모펀드 펀셋규제 실효성 ‘도마 위’: 금융당국 라임사태 일부 문제로 치부... 개선안에 의구심,” 아이뉴스, 2020.02.18., <http://www.inews24.com/view/1243671>.

⁵ 김은별 기자, “실질금리 하락에 고령화 영향 컸다(종합),” 아시아경제, 2020.01.13., <https://www.asiae.co.kr/article/2020011310445237896>, 박종오 기자, “부식한 규제·처벌 도덕적 해이 불러,” Economy Insight, 2020.12.01., <http://www.economyinsight.co.kr/news/articleView.html?idxno=5111>.

일반 금융상품 투자자들은 이러한 저금리 시대에 적응하지 못하고 계속하여 2년 이하의 만기일과 안전하면서 고금리를 제공하는 과거 정기예금 유사제품을 요구하고 있다. 지난 20년간의 간접금융투자시장의 근본적인 문제 중 하나는 저금리 시대에 제1금융권을 떠나 과거 고수익 제품을 찾는 투자자의 수요와 유동성이 낮은 실적위주의 증권자산을 근거로 하는 일부 제2금융권사들이 그러한 투자자들의 수요를 충족시키기 위하여 무리한 비정상적인 상품을 공급하고자 하는 노력을 유지하고 있고 시장감독제도가 그를 허용하거나 방치하고 있었다는 점이다. 감독체계는 이러한 무리한 비정상적인 상품이 존재할 수 있는 제도적 미비점을 차단하지 못하고 있다.⁶ 결국 최근의 간접금융시장의 사건들은 이러한 비정상적 상품의 문제점들이 노출되어 발생하였다고 할 수 있다.

최근 사모 간접금융투자상품 사건들의 실태는 상대적으로 부도위험과 유동성이 낮은 여러 장기상품을 섞어 만기일이 연결된 단기금융상품의 투자대상으로 하는 펀드들의 자산으로 운용하다 예상치 않던 부도 또는 환매요구로 발생한 라임펀드 사건, 발생 가능성이 낮아 보이는 상황을 근거로 한 파생금융상품을 자산으로 하는 펀드에 가능성이 낮아보였던 상황이 발생하여 발생한 DLF 사건과 여러 고수익/고위험 자산을 묶어 고수익/저위험 펀드로 운용하다 예상치 않게 손실이 발생하여 발생한 옵티머스 사건이다. 이러한 투자상품을 판매하면서 금융투자업자들은 투자자들에게 관련 펀드의 자산구조와 투자전략을 공개하지 않았고 자산구조와 투자전략의 상충관계 및 위험관계를 설명하지 않아 투자자들이 정확한 투자판단을 할 수없는 상황에서 투자권유를 하였다고 보여진다.

최근 금감원의 금융시장, 특히 사모펀드시장 개선안이 이러한 대형 사모 금융간접투자시장의 사건의 재발 또는 다른 형태의 사건의 발생을 방지할 수 있는지가 관건이다. 금감원의 개선안으로 사모 금융간접투자시장의 제도적 미비점을 노려 무리하게 생성하는 유동성이 높은 상대적 고금리 제품의 공급을 차단할 수 있는지 또는 다른 추가 개선안을 고려하여야 할지를 검토하여야 할 것이다.

⁶ DLF, 라임자산운용과 옵티머스 사태는 “일부 개인과 회사의 일탈이락보다, 근본적으로 ‘누더기’가 된 한국 사모펀드 시장의 제도적 결함 때문이다.” 이상무 기자, “옵티머스, 펀드 사기의 ‘끝판왕’이었다,” 한국일보 2020.07.08, <https://www.hankookilbo.com/News/Read/A2020070710150003006>.

2. 근래 간접금융투자시장의 대형사건들

외환위기부터 최근까지의 대형 간접금융투자시장 사건으로는 대우채권사태, DLF 사태, 라임펀드 사태와 옵티머스펀드 사태가 있었다. 이들에 대한 제도적 미비점 관점에서의 요점을 살펴본다.

a. 대우채권 사태

DLF, 라임, 옵티머스 사태 보다 약 20년 이상 전 IMF 외환위기시기에 발생한 대우채권사태에서도 최근 3사태와 유사한 근본적인 시장의 제도적 미비점을 볼 수 있다. 1997년 외환위기가 시작되고, 1999년 사실상 부도 상태인 대우그룹의 회사채 비중이 높은 투신편드에 환매가 몰려 금융감독원이 환매중단조치를 취하게 된 상황에는 몇 수익증권시장의 제도적 미비점이 있었다. 당시 투자신탁회사들이 운영하던 투신편드는 대부분 개방형으로 법적으로는 만기일이 없었으나, 고객에게는 만기일을 제시하여 판매되었다. 특히 채권펀드의 주요재산인 회사채의 경우, 유통시장이 활성화되지 않은 상태여서, 동일 투신사계열 펀드사이의 장외거래가 자주 일어 났으며, 객관적 채권 시가를 확인하기 어려운 상황이었다. 대우그룹의 부도위기가 인지되면서 일부 투신사들이 대우그룹채권을 부도가능성을 감안하지 않은 가격(장부가)으로 특정 펀드에서 다른 펀드로 장부상 거래이체(자전거래)하여 일부 펀드에 대우그룹채권이 대량 편입되어 그 펀드 투자자들에게 손실을 발생시켰다.⁷

당시 대부분의 채권형 수익증권은 단기적 만기일과 목표수익율을 제시하며 판매되었다. 법적으로는 개방형 펀드로 투신사들은 펀드들의 자산을 각 펀드의 만기일까지 목표수익율을 달성하도록 펀드들에 임의로 분배하고, 일반적으로 펀드사이의 거래가격은 관련 채권의 이자율과 만기일만을 근거로 설정하고, 문제가 발생하였거나 이자율이 낮은 자산은 만기일이 도달하였지만 환매가 이루어지지 않은 펀드에 편입하였다. 당시 수익증권을 판매하던 증권사의 직원들은 투자자들에게 보유한 수익증권의 만기일 이후, 새로운 투신편드를 추천하고 투자함을 권고하는 것이 중요한 업무 중 일부였다.

7 손현덕, 김봉국, 임상균기자, “투신사 대우채 대량편입 분쟁발생...제한조치 직전 불법 편입,” 매일경제, 1999.09.13., <https://www.mk.co.kr/news/home/view/1999/09/79298/>.

문제는 이러한 20년 이상 전의 간접금융투자시장의 제도적 미비점이 아직도 존재하는 것이다. 시장에는 아직도 마감일이 없는 개방형 펀드들이 마치 단기 마감일이 있고, 전적으로 실적위주의 투자상품임에도 불구하고 목표수익율을 제시하거나, 회사채 유통시장은 아직도 활성화되지 않아, 채권거래가 불투명하며 유동성이 낮고, 회사채의 시가는 실시간거래가가 아닌 제3자 법인⁸이 예측하는 가격인 경우가 많이 있다. 이러한 제도적 미비점이 투자설명자료⁹에 공개되지 않고 투자자에게 설명되지 않는 경우가 대다수로 보인다.

b. DLF

2019년 일부 파생상품을 근거로 하는 사모펀드에 원금손실이 발생하였다고 보도되면서 발생한 DLF사태에는 해외금리를 기준으로 하는 파생상품에 투자하는 사모펀드가 주로 개입되었다. 불완전판매가 중점적으로 보도되며 금감원은 판매사들에게 손실배상을 권고하였고 일부 투자자들의 손실을 줄여주었다. 그러나 DLF 사태는 판매과정에만 문제가 있었던 것이 아니고 금융제품 설립과정 자체에도 문제가 있었다고 보여진다. 파생상품 자체가 역사적으로 안정적인 금융지표가 펀드들이 존재하는 단기간동안 과거의 안정적성격을 유지할 것이라는 기대로 상대적으로 고금리 수익을 제공한다고 판매되면서 과거와 다른 움직임에 대한 위험에 대한 헤지가 전혀이루어 지지 않은 위험상품이었다.¹⁰ 예를 들어, DLF 상품에 기존지표로 많이 사용되었던 독일정부 10년 국채 수익율은 1960년부터 2010년까지 2.5% 이상을 유지하던 유럽금융시장의 대표적 벤치마크였지만, 2000년 이후에는 지속적으로 감소하는 추세이고, 2016년에는 일시적이거나 마이너스 수치를 보여주었으며, 2019년 4월 이후에는 지속적으로 마이너스 수치를 유지하고 있었다.¹¹ 우리은행이 2019년 5월 17일부터 판매한 4개월 만기의 DLF는 독일 10년 국채가

⁸ 한국자산평가와 키스채권평가, 나이스 피앤아이 3사가 회사채의 가격을 각종 모델에 의거하여 제공하는 서비스업을 이행하고 있다. 이 3사가 2002년부터 평가 수수료에 대한 담합한 사실이 밝혀져 공정위로부터 27억8천만원의 과징금을 부과받았다. SBS 뉴스, 2014.06.30, https://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news_id=N1002463002&plink=COPYPASTE&cooper=SBSNEWSEN D.

⁹ 관련 법규에 의거하여 의무적으로 투자자에게 제공되어야 하는 자료는 “투자설명서”로, 의무는 아니지만 관행상 제공되는 자료는 “투자설명자료”로 명시한다.

¹⁰ 그러나 파생상품은 반듯이 상대방 계약 당사자가 있다. DLF 펀드의 투자 파생상품의 상대방은 외국투자은행들로(투자은행들이 계약 후, 계약을 제3의 금융투자자들에게 양도하여 본인들의 위험을 줄였을 것이라고 추정한다) 기본 금융지표에 대해 펀드가 제시한 미래 상황에 대한 반대의 베팅을 하고 있었다는 사실이 DLF 상품의 투자설명자료에 언급되지 않은 것으로 보인다.

¹¹ <https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01DEM156N> 참조.

만기일에 -0.3% 이상인 경우, 약정 이자율을 지급되지만, -0.3% 미만인 경우 원금 손실이 발생되고 -0.6% 이하인 경우 원금 100% 손실이 발생하는 상품이었다. 독일 10년 국채는 2019년 4월 18일 0.08%의 수익율을 보여주고는 거의 지속적으로 하락하여 우리은행이 관련 4개월 만기의 펀드를 판매시작한 5월18일에는 -0.23%였으며¹², 만기일에는 -0.69%로 100% 원금 손실이 발생하였다. 일부 DLF 상품이 발행시점에 이미 손실이 예상되는 상품이었는지는 별도의 이슈라고 하더라도, 과연 DLF 제품이 단일 파생상품으로서 간접금융투자 사모펀드 시장에 적절한 상품인지 또는 제품의 투자설명자료에 단일파생상품의 위험에 대한 충분한 설명이 있었는지 확신하기 어려워 보인다.¹³

c. 라인

라인 사태는 국내 최대규모의 사모펀드 운용사였던 라인자산운용이 4개 모펀드와 173개 자펀드를 운영하다 2019년 환매연기를 선언하면서 공개되었다. 단기 마감일을 전제로 한 자 사모펀드들은 펀드별로 일종의 차입금(TRS)¹⁴을 조달하고 실질적 레버리지를 높혀¹⁵ 모 사모펀드에 투자하였다. 모 사모펀드는 상대적으로 고수익형, 유동성이 낮은 장기 재산에 투자하면서, 신규 자펀드 설립과 환매가 지속되는 동안 자산을 현금화하지 않으며 일종의 장부가로 안정적 고수익을 실현하는

¹² <https://tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield> 참고.

¹³ 판매과정에 제품의 위험에 대한 설명이 부족하였고, 투자자에게의 적절성 등에 대한 검토가 없었기 때문에 불완전판매였다고 금감원이 판단하였다. 신동아, “DLS·DLF로 본 은행 PB 부실영업 실태,” 신동아 제722호, p. 478-483 (2019.10.22).

¹⁴ 언론에서 각 펀드와 금융기관 (많은 경우, prime broker로 펀드의 여러 서비스를 제공하는 금융기관)이 체결한 TRS (Total Return Swap)거래에 문제가 있다고 지적하였으나, TRS는 금융기관이 펀드를 대신하여 특정 금융재산에 투자하고, 그 재산이 모든 이익을 펀드에 제공하는 대신, 펀드는 금융기관에 재산의 투자금과 일정 수수료와 금리를 지급하는 거래로, 실질적으로는 펀드가 관련 금융기관으로부터 대출을 받고, 대출금을 투자하는 것과 동일한 효과가 발생한다. 대출을 받는 경우에는 당연히 펀드는 투자자들에게 환매하기 전에 대출금을 우선하여 반환하여야 할 의무가 있다. 일반적으로 펀드가 대출을 받아(레버리지를 일으키는 것) 투자를 할 수 있다면, (특별한 상황이 아니라면) TRS거래도 허용되어야 할 것이다. 펀드와 금융기관이 대출거래를 하지 않고 TRS거래를 한 이유는 좀더 검토하여야 한다.

¹⁵ 라인사태에서 TRS가 중요한 문제점으로 인지된 것은 당시까지는 TRS로 인하여 금융기관이 펀드를 위하여 투자한 금액 전액을 레버리지로 인정하지 않은데서 발생하였다. 당시의 규정상 펀드는 TRS 계약상 거래종료 후 금융사에 지급해야 하는 평가손익만 반영하였다고 한다. 금감원은 2020.4.27. 발표한 개선편안(“「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」 발표”)에서 TRS 계약을 통해 취득한 기초자산의 가치까지 페버리지로 반영하도록 하였다. TRS 계약 상 펀드는 관련 투자로 인하여 발생하는 모등 이익과 손실을 상대발 금융기관에 지급할 의무가 있었을 것으로 예상되는데, 계약종료 후 확정되는 평가손익만 레버리지로 반영하도록 하였다는 것은 결과적으로 계약이 종료되기 전까지는 TRS 계약에 의한 채무를 레버리지에 전혀 포함하지 않을 수 있었다고 해석되며, 이는 납득하기 어려운 회계 처리방법이다.

모양세를 유지 할 수 있는 구였던 것으로 보여진다.¹⁶ 또한 외환위기때의 대우채 사태와 같이 한 모 펀드가 투자한 자산에 디폴트가 발생하자 다른 모펀드에게 디폴트와 상관없는 과거 가격으로 관련 자산을 양도하면서 모 펀드간의 수익율을 조정하였던 것으로 보인다.¹⁷

라임은 모펀드의 사모상태를 유지하기 위하여 모 펀드의 투자자를 49명 이하로 유지하였던 것으로 보이고, 자 펀드들도 역시 49명 이하의 투자자만 허용하였던 것으로 보인다(복층구조). 사모펀드 상태를 유지하여 공모펀드의 경우 투자자들에게 제공하여야 하는 정보를 제공하지 않고, 운영과 관련된 규제를 피하기 위한 구도로 보여진다.

외환위기때 대우채가 디폴트상황에 접근하자 대우채가 대량 투입된 투신 펀드의 자산가치가 원금 손실 수위로 하락하였고, 환매요청이 몰리자, 투신사들이 그를 감당할 수 없었던 것과 마찬가지로, 라임사태 역시 모펀드의 자산의 디폴트 발생 등의 사유로 자산가치가 하락하고, 환매요청이 몰리자 그를 감당할 수 없는 사태가 발생하였던 것이다.

d. 옵티머스

옵티머스자산운용사는 공공기업의 매출채권과 연관된 자산에 투자하여 상대적으로는 조금 낮은 수익율이 예상되지만 좀더 안전하다고 주장하여 수익율보다는 안전성을 추구하는 투자자들에게 인기가 있던 펀드들을 운용하였다. 그러나, 옵티머스는 공공기업의 매출채권과 연관이 없는 고위험 고소득 자산에 투자를 하였다가, 예상 이상 규모의 디폴트 자산들이 발생하여 환매 불가능 사태가 발생하였다.

옵티머스는 관련 펀드 투자자에게 제공하였던 투자설명자료와 다른 투자 전략을 이행하였고, 수탁사와의 계약에도 투자설명자료와 다른 투자 전략을 기재하여 수탁사의 견제를 피할 수 있었다.¹⁸ 판매사들은 옵티머스가 제시한 투자설명자료 등 자료이외에 독자적으로 옵티머스 펀드의 운용에 대한 실사를 하지 않

¹⁶ 이충재 기자, “사모펀드 ‘자율’ 보장하되 ‘라임 종양’만 도려낸다,” 데일리안, 2020.02.14, <https://www.dailian.co.kr/news/view/868600>. 신규투자를 사용하여 환매하는 투자자의 환매요청을 충족시킨 상황은 펀지투자와 유사한 면이라고 할 수 있다.

¹⁷ 박중오 기자, “부실한 규제·처벌 도덕적 해이 불러,” 이데일리 Economy Insight, 128호, 2020.12.01., <http://www.economyinsight.co.kr/news/articleView.html?idxno=5111>.

¹⁸ 이상무 기자, “옵티머스, 펀드 사기의 ‘끝판왕’이었다,” 한국일보, 2020.07.08., <https://www.hankookilbo.com/News/Read/A2020070710150003006>.

왔고, 일부는 펀드 운용에 비정상적 상황이 발생하여도 그에 대한 검토를 하지 않았다.

또한 옵티머스의 임원 및 특수관계자들이 투자자들에게 공개하거나 사전 승인을 받지 않고 옵티머스 펀드들과 거래를 하여 펀드에 손실을 발생한 정황도 발견되었다.

일부 언론은 옵티머스와 라임사태에 유사한 점도 있으나, 라임사태는 운영과정에 예측하지 않았던 상황이 발생하여 나타난 결과이나 옵티머스는 제품 설계과정부터 의도적으로 비정상적으로 운영하다 예측하지 않았던 상황이 발생하여 초래한 결과라는 점이 다르다고 지적하고 있으나,¹⁹ 이러한 차이점이 사실이라고 하여도 공통된 사모 간접투자시장의 제도적 미비점을 남용하여 발생한 사태라고도 보여진다.²⁰

3. 금감위의 개선안

DLF, 라임 및 옵티머스 사태에 대하여 금융감독기관은 2019년부터 2020년까지 여러차례에 걸쳐 그러한 사태의 재발을 방지하기 위한 제도적 개선안을 발표하였다.²¹ 금감원은 최근 사모펀드 시장의 성장을 긍정적으로 평가하고 라임·옵티머스 등의 사태는 소수 일부 펀드의 문제로 인식하여, 사모펀드 시장의 “모험자본 공급 등 순기능을 위해 운용의 자율성은 지속 보장하되, ‘투자자보호’와 ‘시스템리스크 방지’를 위해 시장규율을 확립하고 필요 최소한의 규제를 선별적으로 도입하는 것을 기본원칙으로”하는 ‘핀셋’ 개선안을 제시하였다.²²

¹⁹ 노컷뉴스, “옵티머스 사태 총정리 ‘처음부터 끝까지 사기,’” CBS 김현정의 뉴스쇼, 2020.10.16. 방송, <https://www.nocutnews.co.kr/news/5429561>.

²⁰ 박종오 기자, “부실한 규제·처벌 도덕적 해이 불러,” Economy Insight, 2020.12.01., <http://www.economyinsight.co.kr/news/articleView.html?idxno=5111>, 전형우 기자, “‘1순위로 당겨줘’... 라임자산운용 부실 알았나?” SBS 뉴스, 2020.02.10., https://news.sbs.co.kr/news/endPage.do?news_id=N1005642609, 김윤지 기자, “라임 여러 자펀드 중 ‘AI 스타’만 전액 손실, 왜?” 이데일리, 2020.02.16., <https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=02161526625671176>.

²¹ 금융위원회, 자본시장과, 자산운용과, 보도참고자료, “사모펀드 및 개인 전문투자자 제도개선 취지 및 기대효과,” 2019.11.21., 금융위원회, 금융감독원, 자산운용과, 자본시장과, 자산운용검사국, 보도자료 첨부 2. “주요 QA”, 2020.2.14., 금융위원회, 금융감독원, 보도참고자료, “하나은행 및 우리은행의 해외금리연계 DLF 관련 검사결과에 대한 조치,” 2020.3.4., 금융위원회, 금융감독원, 보도자료, “사모펀드 감독 강화 및 전면점검 관련 행정지도 추진,” 2020.07.29.

²² 금감위원회와 금융감독원 보도자료, “「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」 발표,” 2020.4.24.

금감원은 DLF, 라임과 옵티모스 사태가 보여준 제도적 문제는 불완전판매, 유동성 관리 실패 및 운용상 위법·부당행위 등에 따른 투자자 보호문제라고 판단하였다. 금감원은 (1) 유동성과 관련된 개선안으로 펀드재산 평가의 공정성 확보와 자전거래 규모 제한; (2) 사모·공모펀드 구분과 관련된 위법·부당 행위에 대한 개방형 펀드의 비시장성 자산비율을 제한과 복층·순환 투자구조 펀드 제한; 및 (3) 투자자의 보호를 위한 판매사, 투신사 및 PBS 증권사의 의무강화, 투자설명자료를 표준화와 운용사의 분기별 자산운용보고서 제공 등의 내용을 포함하였다.

a. 유동성

펀드의 적절 유동성은 펀드가 투자한 기본 자산의 성격과 펀드의 환매필요 여부로 결정된다. 대우채권 사태, 라임사태와 옵티모스 사태 모두는 관련 펀드가 투자한 회사채, 메자닌 증권 등의 자산으로 그들의 유통시장이 발전되어 있지 않아, 임의로 현금화가 사실상 어려운 상황인데, 실 투자자들에게는 직·간접적으로 환매가 단기 주기적으로 이루어져야 하는 제품으로 판매된 근본적 미스매치에서 발생 원인이 있었던 사태들이다. 그러나 금감원의 펀드재산 평가의 공정성 확보와 자전거래 규모제한 개선안들은 이러한 근본적 미스매치를 완전히 해결하기를 기대하기 어려워 보인다.

재산평가의 공정성 확보. 금감원은 “비시장성 자산(유통시장이 없거나 거래량이 미비하여 현실적으로 객관적인 시장가격을 확인할 수 없는 자산)의 공정가액 평가에 대한 기준을 마련하겠”다고 제안하였다. 금감원은 2020년 2분기에 TF를 구성할 예정이라고 발표하였으나, 아직 2021년 1분기 현재 발표된 기준은 없다. 기준의 내용에 따라 사모펀드의 재산평가의 공정성이 개선될 것으로 기대되나, 여러 형태의 재산의 가치를 공정하고 정확하게 평가 할 수 있는 판단 기준을 기대하기에는 한계점이 있을 것이라고 예측이 되기도 한다. 금감원은 또한 자전거래시, “신뢰할만한 시가가 없는 모든 자산에 대한 독립기관(회계법인 등) 평가를 의무화”한다고 발표하였다. 운용사가 임의로 평가하던 상황에서 제3자의 평가 결과에 따라 자전거래가 이루어지면, 사모펀드 자산의 평가과정에 객관성이 개선될 것이라고 기대된다. 그러나, 사모펀드의 운용사에 펀드의 재산 평가 등을 포함하여 펀드자체에 대한 수탁자의 의무(fiduciary duty)가 부과되는 미국에서도 사

모펀드의 자산가치 평가에 대한 문제점이 많다고 하는 비판적인 시각이 있듯이²³ 이러한 객관성 개선 자체만으로 라임사태와 옵티머스사태 등의 재발방지의 요건이라고 할 수는 없는 부분이다. 위에서 언급하였듯이 라임사태와 옵티머스사태의 요건은 실질적으로는 만기일이 없는 개방형 사모펀드를 단기 만기일을 조건으로 하는 실 투자자에게 판매한 것인데, 펀드의 공정한 자산평가는 일부 투자자를 신규 투자자로 교체하는 과정의 문제이기는 하나, 이로 인한 만기일이 없는 펀드를 단기 만기일을 요구하는 투자자에게 판매하는 원칙적인 문제를 해결할 수는 없다는 사실이다. 좀더 원칙적인 해결안으로는 운용사가 이러한 투자자산의 근본적 현금화 가능시기와 펀드투자 만기일의 미스매치 문제와 실 시가가 없는 이론적 가치 평가에 의한 환매가 이루어질 가능성 및 그러한 미스매치의 구조와 그에 따른 문제점들을 투자자에게 공개하여야 할 것이다.

자전거래 규모제한. 금감원은 월 자전거래의 규모를 직전 3월 평균수탁 고의 20% 이내로 제한한다고 발표하였다. 그러나, 이러한 수탁고 20%의 자전거래 규모 제한은 사실상 만기일이 없는 개방형 사모펀드를 단기 만기일을 조건으로 하여 투자자에게 직·간접적으로 판매하는 과거 비정상적 판매 구조를 그대로 유지함을 허용하는 제도가 될 수 있으며 과거 대형 금융사태의 위험구조를 그대로 허용하는 결과로 이어질 가능성이 있다. 라임사태의 경우, 4개의 모펀드에 173개의 자펀드가 투자한 상황에서 모펀드의 20% 규모이하의 자전거래가 허용되면 라임의 펀드 구조를 그대로 허용하는 결과가 될 수 있어 보인다. 결국 본 개선안이 라임사태와 같은 복층 구조 펀드 사태를 방지할 효력이 있을지 의문된다.

b. 사모·공모펀드 구분과 관련된 위법·부당 행위

개방형 펀드의 비시장성 자산비율. 금감원은 “복층 투자구조의 만기 미스매치에 대한 유동성 규제를 도입”하겠다고 “개방형펀드가 폐쇄형펀드를 편입시, 편입한 폐쇄형펀드를 비시장성 자산으로 분류 → 비시장성 자산 50% 이상인 일반투자자 대상 펀드는 개방형펀드로 설정제한”하겠다고 하였다. 라임운용사가 설립하였던 펀드들의 60%가 개방형펀드이면서 비시장성 자산에 투자하였기 때문에

²³ Staff Report to SEC, “Implications of the Growth of Hedge Funds,” Sept 2003, at 79. Barry P. Babash & Jai Massari, “The Investment Advisers Act of 1940: Regulations by Accretions,” 39 Rutgers L.J. 627 (2008). Marco Bodellini, “From Systemic Risk to Financial Scandals: The Shortcomings of U.S. Hedgefund Regulations,” 11 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 417 (Spring 2017).

환매요청이 급증하는 경우, 미스매치 문제가 존재하였으나, 라임사태에서는 폐쇄형펀드를 개방형펀드에 편입하지 않았던 것으로 보여지며 이 개선안의 효력이 불확하여 보인다.

복층구조의 사모투자펀드. 자본시장법 제9조 제7항은 ‘모집’을 “50인²⁴ 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권에 취득의 청약을 권유하는 것”으로 정의하며, 시행령 제11조 제1항은 ‘50인 이상’ 여부를 판단할 때 “청약의 권유를 하는 날 이전 6개월 이내에 해당 증권과 같은 종류의 증권에 대하여 모집이나 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자를 합산한다”고 명시하고 있으며, 전문투자자 등 발행인에 대한 전문지식이 있는 일부 특정인 등은 ‘50인’에서 제외하고 있다. “사모”란 모집이 아닌 방식의 청약을 권유하는 것을 의미한다. ‘사모펀드’는 자본시장법에서 정의한 사모집합투자기구로 일부 금융기관을 제외한 투자자가 49명 이하이어야 한다.²⁵ 사모펀드에 10% 이상의 지분을 다른 집합투자기구가 보유하는 경우, 그 다른 집합투자기구의 투자자도 관련 49명에 포함하여야 한다. 권유자 중 일부는 투자를 하지 않을 것이어서 일반적으로 사모펀드의 투자자는 49인보다 상당수 이상 적어야 할 것이다.

금감원은 2020.04.27. 보도자료에서 “복층 투자구조를 이용한 공모규제 회피를 차단”하겠다고 발표하면서 “피투자펀드의 투자자 수를 해당 펀드에 실질적으로 투자한 모든 자사펀드의 투자자 수까지 합산/단, 일시적인 여유자금(idle money) 운용을 위해 필요한 경우는 제외”한다고 추가하였다.²⁶ 그러나 라임사태

²⁴ 미국 Securities Act §3와 §4에는 증권신고서를 제출하지 않고 발행이 가능한 조항이 포함되어 있다. §3(b)(1)은 발행규모가 \$5백만 이하인 증권발행에 대한 증권법 등록의무를 면제하고 있다. §4(a)(2)는 인수자가 없는 공모가 아닌 사모발행의 경우에는 증권신고서의 제출 및 관련 증권의 등록의무를 면제하고 있다. 미 연방대법원은 SEC의 투자권유를 받은 투자자수를 기준으로 사모와 공모를 구분하자는 제안을 거부하면서, 증권법은 투자자의 보호를 목적으로 하는 법이므로, 권유를 받은 투자자들이 증권법이 보호하고자 하는 투자자인지를 복합적으로 고려하여 판단하여야 한다고 하였다. SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119, 124-125 (1953). SEC Regulation D는 Securities Act §§3-4을 근거로 채택되었다. Reg D, Rule 504는 \$5백만 이하의 소규모 증권 발행에 적용되며, Rule 506(b)는 accredited investor를 제외한 일반투자자 35명 이하에게만 판매하는 경우에 적용되며, Rule 506(c)는 accredited investor에게만 판매하는 경우 적용된다. (b)의 일반투자자도 금융투자에 대한 지식과 경험이 있어 관련 투자의 이익과 위험을 이해할 수 있어야 하며, 증권의 발행인은 투자자의 그러한 지식과 경험 및 판단능력을 적절한 확인과정을 거치고 믿고 있어야 한다. 또한 일반투자자들에게 관련 증권을 판매하기 전에 발행인의 규모 등에 따라 증권신고서에 준하는 재무정보 및 재무정보를 제공하여야 한다. Rule 502(b).

²⁵ 자본시장법 제9조 제19항과 시행령 제14조 제2항.

²⁶ 그러나 2021.2.9. 개정되고 당일 시행된 시행령과 2021.5.10. 시행되는 시행령에는 위 10% 이상의 지분을 보유하는 다른 집합투자기구가 보유하는 경우, 그 다른 투자기구의 투자자를 49명 한도 계

의 경우, 모펀드에 투자하는 모든 자사 자펀드들의 투자자를 모펀드의 투자자로 합산하였다고 하여 모펀드가 공모펀드로 등록되었다고 하여도, 무기한 존재하는 모펀드에 단기 만기일이 있는 자펀드들이 투자하는 구도를 계속 허용하는 상황이 발생하는 것을 방지할 수 없을 것이다. 금감원은 이러한 자사펀드간 상호 순환투자를 회피하기 위해 타사 펀드를 활용하는 행위도 금지하겠다고 하였으나, 한 투자운용사는 라임운용사의 모펀드와 같은 대규모 사모펀드를 전문적으로 운용하고, 관련없는 제3 운용사들이 라임건의 자펀드를 전문적으로 판매하는 시장이 발생한다면, 금감원의 “회피” 금지조항이 무력화될 수도 있다. 또한 금감원이 예외로 인정하겠다는 여유자금 운용에 필요한 경우가 무엇인지 정확하지 않다. 일시적인 여유자금은 유동성이 높은 MMF에 투자하여야 하는 필요성이 있을 수 있으나, 유동성이 낮은 사모펀드에 일시적으로 투자하여야 하는 필요성은 납득하기 어려운 점이 있다.

c. 투자자의 보호를 위한 기타 개선안

판매사, 투신사 및 PBS 증권사의 의무강화. 금감원은 판매사, 투신사 및 PBS²⁷ 증권사 각각에게 펀드 운용에 대한 감시의무를 부과하겠다고 발표하였다. 판매사는 “판매 전 단계에서 투자설명자료의 적정성을 검증”하고, “판매후에는 펀드가 투자설명자료상 나타난 투자전략 및 자산운용 방법에 맞게 운용되는지 점검”하여야 하고, 수탁사와 PBS에 “운용사의 운용사 위법·부당행위에 대한 감시기능”이 부여된다. PBS는 “사모펀드에 제공한 레버리지(TRS 포함) 수준을 평가하고, 리스크 수준을 관리해야 한다. 판매사, 수탁사 PBS의 구체적인 추가 의무내용이 확정되어야 그 효과에 대한 예측이 가능하겠지만, 일단 관련 사들에게 감시의무가 새로이 추가되는 만큼 운용사의 부당행위가 축소될 것을 기대한다. 단, 이러한 추가 의무로 인하여 투자자들이 지급하여야 하는 수수료가 인상될 가능성이 있으며, 또한 판매사, 수탁사, PBS가 새로 부과되는 의무를 제대로 이행하지 않았을 경우, 그에 대한 책임이 어느 정도로 인정될지 또는 투자자들에게 손해배상 청구권이 인정될지 등에 대한 언급이 없다.

산에 포함한다는 내용이 다른 수정된 내용없이 그대로 유지되고 있다. 금감원이 2020.4.27. 발표한 복층 구조의 피투자펀드의 공모/사모 판단기준변경내용은 아직 관련 법규에 반영되지 않았다.

²⁷ PBS(prime brokerage service)는 증권대여, 신용거래 (leverage trade execution), 현금관리 등 대형투자은행(증권사)이 헤지펀드들에게 제공하는 서비스를 의미한다.

DLF사태, 라임사태 및 옵티머스사태에 공동된 점에는 판매사의 불완전 판매가 널리 발생하였다는 사실인데, 판매사들의 투자자에 대한 상품 적절성과 적정성에 대한 검토 및 자문 제공 및 설명이 극히 형식적이었던 점을 개선하는 근본적 개선안이 부족하여 보인다.

투자설명자료를 표준화 및 운용사의 분기별 자산운용보고서 제공. 금감원은 ‘투자설명자료를 표준화하여’ “일반투자자에 대한 상품 설명의무를 강화”하겠으며, “일반투자자에 대해 분기별로 자산운용보고서를 제공”하도록 하겠다고 발표하였다.²⁸ 투자 및 환매 결정에 중요한 정보를 표준화된 형태로 투자자에게 공급하겠다는 내용은 환영할 만 하나, 투자설명자료 제공의무와 함께 강화되어야만 되는 점은 운용사들이 투자자에게 제공한 중요한 정보를 위반하는 경우, 투자자에게 법적 손해배상 청구권이 인정되어야 한다는 것이다. 현재 법원은 사모의 경우 투자자에게 제공하여야 하는 투자설명자료 위반에 대한 손해배상 청구권을 쉽게 인정하지 않고 있어 보이며, 운용사가 투자설명자료 등을 위반하는 경우, 투자자들에게 손해 배상 청구권이 직접 인정되지 않으면, 이러한 금감원의 개선안은 반쪽 개선안이 될 가능성이 있다.²⁹

4. 좀더 근본적인 개선안의 필요

금감원이 제시한 금융집합투자시장 제도 개선안들이 시장건전성을 향상시킬 것이라고 기대되나, 좀더 근본적인 시장 개선안 역시 필요할 것이라고 판단된다. 첫째로, 국내 사모펀드시장의 근본적인 문제는 만기일이 없는 개방형 펀드의 많은 투자자들이 만기일이 있는 펀드라고 생각을 하면서 투자를 하고 있다는 사실이다. 더욱이 전적으로 실적에 따라 수익율이 결정되는 펀드의 판매과정에 목표수익율이 언급된다는 점 역시 증권투자와 근본적으로 상충되는 사실이다.

²⁸ 공모의 경우, 운용사는 투자자에게 법규의 요건을 충족하는 투자설명서를 의무로 제공하여야 하나, 사모의 경우, 투자설명서 의무가 없다. 사모펀드들은 법적 요건은 아니나 투자설명서와 유사한 내용의 투자설명자료를 투자자에게 제공하고 있으나, 법적의무조항이 아님을 명시하고 있으며, 형행법상 운용사가 투자설명자료의 내용을 위반하는 경우에 그 사실만으로 운용사에게 손실배상 의무가 발생하지 않는다. 금감원은 관련 법규를 개정하기 전까지는 행정지도 등을 통하여 표준화 투자설명자료를 활성화하겠다고 한다. 미 SEC는 \$5백만 이하의 소액 증권발행에 대해서는 증권신고서 (Registration Statement)의 제출의무를 면제하고 증권과 발행인에 대한 정보제공을 요구하고 있지 않으나 (Regulation #, Rule 502), 35인 이하의 일반투자자들과 accredited investor들에게만 발행하는 경우, 일반투자자들에게는 증권신고서 수준의 증권과 발행인에 대한 정보제공을 의무화하고 있다. (Reg D, Rule 502(b)(2))

²⁹ 임채욱 각주 73 참조. 김제림 기자, “구속력없는 투자제안서, 라임사태 부추겨,” 매일경제, 2020.1.16., <https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2020/01/55267/>.

두번째로, 운용사가 투자설명자료와 상충되는 운용을 하는 경우, 펀드 자체의 내부기관이 이를 감시할 수 있어야 할 것이다. 사모펀드에 투자하는 일반투자자들의 비중이 일정 수준을 초과하는 경우에는 특히 그러한 운용사로부터 독립된 이사회 등의 기구가 필요하며, 그러한 기구에 운용사를 교체할 수 있는 권한 등을 제공하여야 할 것이다.

세번째로, 운용사의 주의의무와 충실의무를 좀더 구체적으로 정의하고 실질적으로 의미있는 의무가 되게 개선할 필요가 있다. 이는 상법상의 이사의 주의의무와 충실의무와 연결되어 있어, 함께 개선되어야 할 것으로 보여진다.

네번째로, 금융투자업자들이 투자설명자료 등의 문서로 또는 구두로 투자자들에게 중요한 사실을 거짓 제공하거나 누락하여 투자자들이 투자판단을 함에 오해할 수 있게 하는 경우, 즉 자본시장법 제178조를 위반하는 경우, 그 행위가 고의로 이루어지고 투자자들이 그를 적절하게 신뢰하여 투자판단을 하여 손실이 발생하면, 투자자들에게 손해배상 청구권이 법규그대로 인정되어야 한다.

다섯번째로, 형식적으로 사모발행 모양세를 갖추었으나 실질적으로는 공모발행으로 판단되는 경우, 투자자들에게 투자 해제 권한을 인정하여, 사모발행 제도를 남용하는 경우를 차단하여야 할 것이다.

여섯번째로, 일반투자자에게 실제 투자자문을 제공하고, 투자를 권유하는 금융기관의 직원들이 각 투자자의 개별적 상황에 대한 투자전문가로서의 실질적인 검토 이후 자문이나 권유를 제공하지 않고 있다는 사례가 많이 있어, 특정 정보를 제공하였다는 확인서 수준을 넘어 실질적인 전문검토를 제공하도록 하는 개선이 절실하게 필요하다.

일곱번째로, 투자자들이 고위험 금융상품에 투자하는 것 자체로 금융투자업자의 위법행위로 발생하는 손실에 대한 공동 책임을 인정하여서는 아니된다. 투자자들이 금융투자업자의 고위험 위법행위에 대한 손실의 일부를 부담하여야 할 이유가 없음을 금감원과 법원은 인정하여야 할 것이다.

a. 만기일과 목표수익율

만기일. 6개월후 사용필요가 확실한 일시단기적 여유 사업자금이나 주택구매를 계획하는 개인에게 유통시장이 없는 3년짜리 회사채에 투자를 권유하는 금융투자자문사는 찾기 어려울 것이다. 그러나 라임사태 및 옵티머스사태의 여러

판매사들은 위와 동일한 상황에 있는 투자자들에게 유동성이 없는 장기금융자산에 투자한 펀드들에 투자할 것을 권유하였다. 그러한 권유가 가능하였던 것은 사전거래에 의존하여 현금성이 높아 보이지만 실질적으로는 현금성이 낮고 시장가치 판단이 어려운 복층구조와 자펀드가 허용되었기 때문이다. 만기일 또는 청산일이 없고 유동성이 낮거나 없는 자산에 투자하는 펀드를 단기성 만기일이 있다고 판매하는 것은, 특히 그러한 사실을 투자자에게 공개하지 않고 판매하는 것은 금융사기로 인정되어야 할 것이다. 라임운용사가 상대적으로 고수익실적을 실현하면서 운용자산액(Assets Under Management)의 고도 성장률을 보여준 2017년과 2018년, 라임운용사는 투자자들이 중간위험/중간수익률 제품을 선호하고 있으며 그에 적합한 투자제품으로 ‘대체투자펀드’를 판매하면서³⁰ 투자자산을 메자닌 및 채권 등 비시장성 장기투자제품에 투자하되 시가 등 객관적 가치 평가를 하지 않고 자체 평가한 투자자산의 가치를 근거로 하고 신규투자자금으로 환매자금을 충당하면서 높은 수익율을 달성하였을 가능성이 있어 보인다. 그러나 투자상품의 근본적인 수익실행시기와 시정성을 단순 portfolio 개념으로 극복하기에는 어려움이 있고, 신규투자와 환매의 흐름과 규모가 비슷하거나 총 투자자산규모 대비 순수 환매규모가 미비한 경우에도 모펀드 투자자산의 비시장성 및 현금화 가능시기와 자펀드의 만기일의 미스매치 사실은 투자자가 투자 판단을 하기에 중요한 사실이며 투자권유 과정에 공개하여야 할 사항이다. 그러한 미스매치가 존재하는 펀드의 근본적 위험은 환매규모의 일시적 확정 또는 투자자산의 가치 하락 등의 시장쇼크에 대한 펀드의 대처능력이 미비할 수 있다는 점이며, 라임사태에서 실제로 발생한 것이다.

목표수익율. 목표수익률은 펀드의 미래수익률에 대한 정보이다. 투자자들이 펀드에 대한 투자결정과정에서 목표수익률은 투자리스크와 함께 가장 중요한 정보에 포함된다고 할 수 있다. 그러나 단기 펀드의 투자설명자료나 판매권유과정에서 목표수익률을 언급되는 것은 적절하지 않아 보인다.

자본시장법은 집합투자증권의 투자광고에 포함되어야 하는 내용과 포함할되는 수 있는 내용을 구체적으로 제한하고 있으며, 포함하여야 하는 내용에 “운용결

³⁰홍장원 기자, “[헤지펀드&헤지펀더] 1년만에 자산운용 1.5조... 라임운용, 사모펀드 ‘톱3’ 등극,” 매경뉴스, 2008.01.16., <https://www.mk.co.kr/news/print/2018/35981>.

과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속된다는 사실”을 명시하고, “과거의 운용실적이 있는 경우에는 그 운용실적”을 포함할 수 있으나, 그러한 경우, “그 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아니라는 내용”을 의무적으로 포함하여야 한다고 명시하고 있다.³¹ 미래의 예측 또는 목표수익률에 대한 명시가 없어, 투자광고에 그러한 목표수익률을 언급할 수 없다. 금융투자협회는 “집합투자기구 등 운용실적에 따라 수익이 결정되는 금융투자상품, 투자일임계약 및 신탁계약 등에 대하여 예상수익율 또는 목표수익율 등 실현되지 아니한 수익률을 표시하는 행위”를 금지하고 있다.³²

자본시장법, 시행령에는 ‘투자광고’가 정의되어 있지 않으나, 금융투자협회의 “금융투자회사의 영업 및 업무에 대한 규정”은 ‘투자광고’를 넓게 정의하고 있다. ‘투자광고’란 “금융투자회사가 불특정 다수인에게 금융투자상품이나 금융투자회사 또는 그 영위업무를 널리 알리는 행위”라고 정의되어 있다.³³ 불특정 다수인을 대상으로 하는 행위로 제한하고 있지만, “관리고객을 대상으로 하더라도 해당 고객이 가입하지 않은 상품에 대한 홍보를 한다면 광고행위에 해당”한다고 추가 설명하고 있다. 관리고객 다수에게 동시에 홍보를 하여야 하는지, 또는 관리고객을 대상으로 수차례에 걸친 개개인별 홍보도 투자광고 행위로 인정하는지는 확실하지 않다.³⁴

미국 SEC는 펀드 판매자료에 과거나 미래의 수익률에 대한 내용이 포함되면 투자자들이 오해할 수 있다고 주의를 요구하고 있다. 특히 미래의 운용실적에 대해서 자산의 안전성, 투자자산가치 상승이나 수익 등에 대한 진술, 과거 실적으로 미래의 실적을 예측하거나 기대할 수 있다는 진술 또는 과거 실적이 미래

³¹ 자본시장법 제57조 제3항, 시행령 제60조 제2항.

³² 금융투자회사의 영업 및 업무에 대한 규정, 제2-38조.

³³ 금융투자회사의 영업 및 업무에 대한 규정, 제2-35조.

³⁴ 관련 투자광고를 받거나 접한 관리고객이 49명을 초과하는 경우에는 관련 펀드는 사모펀드가 아닌 공모펀드로 인정될 것이다. 미국 투자자문사의 마케팅 규정(Investment Adviser Marketing, SEC IA Release No. IA-5653, 2020/12/22)는 1명 이상의 투자자를 상대로 하는 communication은 투자광고로 인정한다. 여러명의 투자자와 동시에 이루어져야 하는 요건은 없다. SEC는 1명의 투자자와의 communication도 투자광고의 정의에 포함하는 규정을 초안으로 제시하였으나, 업계 관계자들의 의견을 반영하여 1:1 대화 및 communication까지 투자광고로 하면 투자자문 제공에 부담이 있을 수 있고, 제외되는 대화 내용등도 금융사기 규정에 규제를 받는 사실을 감안하여 final rule에서는 그를 제외하였다. 또한, 여러명에게 전달되는 communication이라도 미리 준비되지 않은 대화, 면담 등 (extemporaneous, live, oral communications)은 투자광고의 정의에서 제외된다.

에 반복될 수 있다고 암시하는 등에 대한 구체적인 주의를 요구하고 있다.³⁵ 미 금융투자협회(FINRA)는 투자자와의 모든 서면 통신에 미래실적에 대한 예측(predict)이나 예상(project)하는 내용을 금지하고, 과거 실적이 다시 반복될 수있음을 암시하거나, 과장되거나 근거없는 주장, 의견, 예측 등을 금지하고 있다.³⁶

SEC는 등록된 투자회사의 개방형 펀드의 광고에 현재와 최근 1년, 5년, 및 10년의 평균 운영실적만을 포함할 수 있도록 제한하고 있다.³⁷

투자자와 금융투자자문사의 투자상담과정에서 투자자문사가 관련 펀드의 목표수익율을 언급하면서 투자를 권유하였다면, 그 권유에 문제가 있는지는 투자자문사가 신의성실의무³⁸를 위반하였는지, 투자권유과정에서 설명의무³⁹를 위반하였는지, 투자자문업자로서의 선관의무 및 충실의무⁴⁰를 위반하였는지, 부정거래행위⁴¹를 행하였는지 등의 기준으로 판단하여야 할 것이다. 단, 라임사태, 옵티머스 사태의 피해 투자자들의 증언에 의하면, 판매사의 목표수익율과 안정성에 대한 정

³⁵ SEC Securities Act, Rule 156(b)(2)(ii).

³⁶ Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)는 NASD와 NYSEdml 회원 규정, 집행, 중재 사업부가 합병되고 2007년 SEC의 승인을 받아 설립되었다. FINRA는 투자회사 및 투자자문가의 등록, 자격증 시험 및 발행 및 감독 업무를 이행하는 SRO이다. FINRA Rule 2210(d)(1)(F).

³⁷ SEC Securities Act, Rule 482(d).

³⁸ 자본시장법 제37조 제1항. “금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 한다.”

³⁹ 자본시장법 제47조 제3항. “금융투자업자는 제1항에 따른 설명을 함에 있어서 투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항(이하 “중요사항”이라 한다)을 거짓 또는 왜곡(불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위를 말한다)하여 설명하거나 중요사항을 누락하여서는 아니 된다.” 본 조는 2020.3.24.일 삭제되고 금융소비자보호법 제19조로 이전되었다. 각주 84 참조.

⁴⁰ 자본시장법 제96조. “① 투자자문업자는 투자자에 대하여 선량한 관리자의 주의로써 투자자문에 응하여야 하며, 투자일임업자는 투자자에 대하여 선량한 관리자의 주의로써 투자일임재산을 운용하여야 한다. ② 투자자문업자 및 투자일임업자는 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야 한다.”

⁴¹ 자본시장법 제178조 제1항. “누구든지 금융투자상품의 매매 [], 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위.” 법원은 사모 거래에 대해서 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’의 사용만으로 배상책임을 인정하지 않고 제178조의 위반과 민법상의 사기나 착오 등의 다른 요건을 함께 충족하는 경우에만 배상책임을 인정하고 있다. 이는 미국의 일반 사기의 경우와 동일하나, 미국은 투자자문사와 투자자사이의 관계는 수탁자(fiduciary)의 관계가 있기 때문에, 관행법상의 사기의 요건인 고의가 없는 Investment Adviser Act 제206조의 위반만으로 금융사기로 인정하고 있다. “The Supreme Court held that the SEC did not have to make such a showing, and in the process confirmed the position asserted by the Commission that a breach of an investment adviser’s fiduciary duties to a client constitutes fraud for the purposes of Section 206 of the Advisers Act.” Barry P. Barbash & Jai Massari, “The Investment Advisers Act of 1940: Regulation by Accretion,” 39 Rutgers L.J. 627, 631 (2008) “Common-law fraud, the Court noted, evolved in the context of arms-length commercial transactions; in contrast, the investment advisory relationship is one involving a pre-existing ‘affirmative duty of “utmost good faith.”’” at 633

보를 근거로 투자결정을 한 경우가 많았던 것으로 보여진다.⁴² 금감원은 라임사태와 옵티머스사태의 경우, 일부 판매사들이 불완전판매를 하였다고 판단하였다. 그러나, 일부 투자자문사들이 펀드가 ‘안전’하며 특정 수치 이상의 수익률이 ‘보장’된다는 등의 주장을 한 행위가 투자자문사의 신의성실의무와 선관의무 및 충실의무를 위반하는 행위이며, 부정거래행위임이라는 법원 판단을 확신할 수 없는 상황 이어서 판매사의 설명의무를 보충하거나 미국에서와 같이 투자자문사⁴³와 투자자의 관계가 fiduciary 관계임을 인정하고, 자본시장법 관련 규정의 위반만으로 금융사기가 인정될 수 있도록 하는 법규의 수정이 필요하여 보인다.

대우채 사태이후 20년 이상이 지난 지금 시점에도 계속하여 투자자산의 시장성과 매치가 되지 않는 만기일 또는 환매일을 제시하는 펀드들과 그런 사실을 투자자들에게 공개하지 않고 충분한 설명을 하지 않는 판매행위들이 존재하는 한 자전거래를 제한하기 어려울 것이고, 결국 라임사태와 같은 사건의 재발가능성을 차단하지 못하게 될 가능성이 높아 보인다.

금감원은 이러한 개방형 펀드를 단기 만기일이 있는 펀드로 판매하거나, 서면 또는 구두로 목표수익률을 제시하는 행위를 금지하도록 관련 시행령 또는 규정을 개선하는 것이 시장 제도 개선에 도움이 될 것으로 보인다.

b. 집합투자기구의 독립성.

집합투자기구인 펀드는 투자신탁 또는 투자회사, 유한회사 등 여러 법인형태를 취할 수 있다.⁴⁴ 집합투자업자인 운용사는 펀드를 설립하면서 신탁계약의 당사자로 또는 법인의 정관에 집합투자업자로 지정된다. 펀드의 설립운용사를 교체하려면 투자신탁의 경우 수익자총회의 해지결의로 해지절차를 밟고⁴⁵ 별도로 설립하거나

⁴² “DLS·DLF 사태로 본 은행 PB 부실영업 실태: ‘관리한 고객은 많고, 영업 압박에 도 넘기도,’” 신동아 722호 (p. 478-483), 2019.10.22; 임현우 기자, “‘은행에 속았다, 원금 날릴 줄은 몰랐다’... DLS 사태로 또 불붙은 ‘불완전판매’ 논란,” 한국경제, 2019.11.04; 이남의 기자, “투자고수도 당했다... ‘대신증권, 라임펀드 손실 알고도 투자자 환매 막아,’” 머니S, 2020.02.20; “‘라임사태’로 모든 재산 날린 90세 할머니... 은행, 신청서 대필한 듯,” 서울신문, 2020.01.07; “개그맨 김한석 ‘라임펀드, 안전하다 해 8억 투자... 손실률 95%,” 한겨레, 2020.09.17; 조권형, 이해진 기자, “배우 이서진도 일했던 옵티머스... 5,000억 사기 휘말린 전말 [서초동 야단법석],” 서울경제, 2020.07.15; 이상무 기자, “펀드 판매 NH투자증권, 옵티머스 사기 사전에 알았나,” 한국일보, 2020.07.08.

⁴³ 미국에서 투자자문사가 되기 위해서는 FINRA가 관리하는 자격시험을 통과하고 등록하여 라이선스를 받아야 된다. 국내에서 법인이 투자자문사로 등록을 하면, 그 사업체의 직원들이 별도의 투자자문사 자격증을 받지 않고 투자자문업무를 이행하는 제도와 근본적으로 다르다.

⁴⁴ 자본시장법 제2장, 집합투자기구의 구성 등.

⁴⁵ 자본시장법 제192조 제2항.

법인의 경우 주주총회 및 이사회를 통하여 정관을 변경하여야 한다.⁴⁶ 투자회사
의 경우, 펀드는 법인이사 1인과 감독이사 2명 이상을 선임하여야 하며, 법인이사
의 특수관계인, 펀드의 대주주 및 특수관계인 등은 감독이사가 될 수 없다.⁴⁷ 법
인이사는 상법상 대표이사와 유사한 위치에 있고 감독이사는 사외이사와 유사한
위치에 있으나, 이사회는 주식회사의 경영권을 가지고 있는 상법상의 이사
회와 다르게 자본시장법이나 정관에서 명시하는 권한만 보유한다. 자본시장법
에서 명시하는 이사회는 결의권한은 정관의 변경, 펀드의 운영에 대한 기타 집합투
자업자 등과의 계약, 자산의 운용에 따르는 보수의 지급, 배당 및 정관에서 정한
내용이다.⁴⁸ 그러나, 집합투자업자 등의 보수의 인상, 집합투자업자 또는 신탁업
자의 변경, 펀드의 존속기간 또는 해산사유의 변경 및 주된 투자대상 자산의 변경
등의 정관 내용을 변경하려면 주주총회의 승인이 필요하다.⁴⁹ 이사회는 단독으로
운용사의 수수료 인하를 결의할 수 있지만, 운용사를 교체할 권한이 없다.

법인이사과 감독이사 모두는 상법상 주식회사 이사의 주의의무와 충실의
무, 회사에 대한 책임조항등의 규제를 받는다. 법원은 이사의 주의의무와 충실의
무의 위반여부를 판단하면서 경영판단의 원칙을 적용하고 있다. 결과적으로는 고
의 또는 중과실기준을 적용하는 것이다.⁵⁰ 이사들의 결의에 대한 주의의무 또는
충실의무 위반을 인정된 사례가 많지 않은 것은 그러한 중과실 기준의 결과이다.
그러나, 금융기업의 이사들이 관련 법규와 내부규정을 무시하면서 특정자에 대출
을 제공하는 경우 등에는 상법상 이사들의 주의의무 위반이 인정된 사례들이 있
다.⁵¹ 라임사태와 옵티머스사태의 경우, 운영사들이 관련 펀드들의 투자전략 및
투자설명자료를 위반하여 투자자산을 운용한 사실이 밝혀진 이상, 최소한 이사와

⁴⁶ 자본시장법 제195조 제1항, 제211조, 제216조, 제217조의6, 제222조 및 제227조.

⁴⁷ 자본시장법 제199조 제4항.

⁴⁸ 자본시장법 제198조 제2항.

⁴⁹ 자본시장법 195조 제1항.

⁵⁰ 양명석, “이사와 지배주주의 수탁자 의무와 경영판단의 원칙,” 2017.3.,
<https://ssrn.com/abstract=2924306>, 양명석, “일감몰아주기와 이사의 충실의무,” 2018.7.,
<https://ssrn.com/abstract=3213040>.

⁵¹ 대법원 2002.6.14. 선고 2001다52407 판결, 대법원 2005.10.28. 선고 2003다69638 판결, 대법원
2007.10.11. 선고 2006다33333 판결, 대법원 2007.7.26. 선고 2006다33609 판결, 대법원 2008.1.18.
선고 2005다65579 판결, 대법원2008.7.10 선고 2006다39935 판결, 대법원 2011.10.13. 선고 2009다
80521 판결.

동일한 주의의무와 충실의무가 부과되는 집합투자업자나 이사 등의 의무⁵² 위반 여부를 확인하여 책임을 추궁하여야 할 것으로 보인다.

투자회사 이사회의 권한이 제한된 사실을 감안하면, 이사들이 명백한 불법행위는 아니지만 투자자들에게 이익이 되지 않고 운용사에게 이익을 발생시키는 결의를 하는 경우에 그들의 주의의무 또는 충실의무 위반하였다는 법원의 판단을 기대하기가 어려워 보인다. 결국 투자회사 이상의 책임 판단여부의 기주이 되는 상법상 주식회사의 이사들의 책임에 대한 개선이 필요하다고 보여진다.

집중투자기구는 투자회사 이외의 형태로 투자신탁 또는 법인형태로 투자유한회사, 투자합자회사 등이 가능한데, 투자신탁과 유한회사, 합자회사 등의 법인에는 감독이사와 같이 법인이사 및 펀드의 경영진을 견제하는 역할 기관 조차 없다. 수익자총회 또는 사원총회가 투자회사의 주주총회의 역할을 이행하게 되는데, 라임사태와 옵티머스사태에서 보여주었듯이 운용사의 부적절한 펀드운용 행위를 감시하기에는 부족한 구조다.

라임사태 및 옵티머스사태의 펀드들은 투자신탁이었던 것으로 보인다.⁵³ 투자회사의 형태의 집합투자기구들은 제한적이나 운용사와 독립된 이사회가 존재하여 라임사태나 옵티머스사태 등의 사건발생시 사전방지 역할을 일부 이행할 수도 있었을 것이다. 결국 투자신탁 등 펀드의 운용에 대한 감독 기능을 가진 운용사로부터 독립된 조직이 없는 형태의 집합투자기구를 허용하는 것이 적절한지를 다시 검토하여야 할 것이다. 미국 Investment Company Act는 공모 집합투자기구의 경우, 법인형태와 상관없이 독립된 이사회를 의무화하고 있다. 자본시장법은 공모와 사모 집합투자기구의 법인형태나 독립된 이사회에 대하여 동일한 규정을 적용하고 있다. 미국에서는 아직 사모펀드의 일반투자자 비율이 높지 않다는 판단하에⁵⁴ 사모펀드와 공모펀드를 구분하여 규제하고 있지만, 국내에서는 라임사태, 옵티머스사태에 피해자에 일반투자자가 상당수였던 것이 보여주듯이 사모펀드에

⁵² 자본시장법 제79조 제1항.

⁵³ 윤혜림 기자, “‘라임사태’ 손실 플루토 46%·테티스 17%, 환매는 아직...,” 뉴스투데이, 2020.02.14., <http://www.news2day.co.kr/148250>, 김소희 기자 & 이종현 기자, “NH證, 옵티머스 '블라인드 펀드'라고 팔았다... 금감원은 "블라인드 아니야," 조선일보, 2020.11.04., https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/11/03/2020110302096.html.

⁵⁴ Staff Report to SEC, “Implications of the Growth of Hedge Funds,” Sept 2003, at 81. Evan M. Gilbert, “Unnecessary Reform: The Fallacies with and Alternatives to SEC Regulation of hedgefunds,” 2 J. Bus. Entrepreneurship & L. 319, 338 (Spring 2009). Mathew Lewis, “A Transatlantic Dilemma: A Comparative Review of American and British Hedge Fund Regulation,” 22 Emory Int’l L. Rev. 347, 348 (2008)

투자한 일반투자자 비율이 상대적으로 높아, 미국과 같이 사모펀드와 공모펀드를 구별하여 다른 규제를 하는 것이 적절하지 않다고 보여진다. 이는 금감원의 사모펀드와 관련된 판매회사 및 수탁회사에게 추가 펀드운영에 대한 감사업무를 부과하는 점에서도 볼 수 있다.

집합투자기구에 이사회 등 운용사로부터 독립된 감사기능의 조직을 의무화하는 경우, 그러한 조직의 권한을 상법상의 주식회사의 이사회 권한수준으로 확대하여야 할 것이다. 특히 펀드의 운용사를 변경을 투자자 총회를 거치지 않고 이사회 등의 결의만으로 이행할 수 있도록 하여야 할 것이다.

c. 운용사의 주의의무와 충실의무.

운용사는 금융투자업자로서 “신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야”⁵⁵ 하며 “집합투자업자는 투자자에 대하여 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 운용하여야”⁵⁶ 하는 등의 주의의무를 가진다. 또한 금융투자업자로서 “금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가하고, 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제24조에 따른 내부통제기준(이하 “내부통제기준”이라 한다)이 정하는 방법 및 절차에 따라 이를 적절히 관리하여야”⁵⁷ 하며 “이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가한 결과 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정되는 경우에는 그 사실을 미리 해당 투자자에게 알려야 하며, 그 이해상충이 발생할 가능성을 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매, 그 밖의 거래를 하여야”⁵⁸ 하고, 집합투자업자로서 “투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야”⁵⁹ 하는 등의 충실의무를 가진다.⁶⁰

⁵⁵ 자본시장법 제37조 제1항.

⁵⁶ 자본시장법 제79조 제1항.

⁵⁷ 자본시장법 제44조 제1항.

⁵⁸ 자본시장법 제44조 제2항.

⁵⁹ 자본시장법 제79조 제2항.

⁶⁰ 외국에서 이사 등에게 주의의무와 충실의무를 통합하여 *fiduciary duty*라고 하는데 이를 국내에서 수탁자의 의무로 사용하기도 하는데, 이를 “신인의무”로 사용하면서, 외국의 주의의무와 충실의무에 대한 논의와 국내 집합투자업에 적용되는 신인의무에 대한 논의는 정대익 “자산운용업자의 투자자보호의무의 법적기초로서 신인의무,” CG리뷰 Vol. 79, 2015-2호, pp. 29-67 (2015),

<http://www.cgs.or.kr/CGSDownload/eBook/REV/C201506002.pdf> 참조할 수 있다. 정대익 교수는 최근 주의의무의 “판례가 제시하는 기준[으로] ① 투자설명서나 운용계획서에 기재된 사항의 준수여부, ② 자산운용업자가 투자를 할 때 가능한 범위 내에서 수집한 정보를 기초로 집합투자재산(펀드)이

최근 법원의 판결⁶¹, 삼성꿈장학재단과 포항공과대학교의 KTB자산운용에 대한 소송의 판결문을 보면 현행법 상 집합투자업자가 이러한 주의의무와 충실의무를 위반하였음을 입증하기가 어렵다고 보여진다. 삼성꿈장학재단과 포항공과대학교는 2010년 부산저축은행의 증자에 참여하기 위하여 KTB자산운용이 설립한 사모펀드에 각각 500억원을 투자하였다. 법원의 판결문에서 인정된 사실 요약내용은 다음과 같다.

KTB는 2006년부터 부산저축은행이 다른 저축은행을 인수하는 과정과 해외사업 투자과정에 펀드를 설립하여 투자자금의 일부를 조달하였다.⁶² 2008년, KTB는 부산저축은행이 주관하는 캄보디아 부동산 개발사업에 선순위 펀드를 설정하여 260억원을 투자하였고, 후순위 펀드를 설정하여 부산저축은행의 자금 539억원을 투자하였다. 선순위 펀드에 원리금을 지급하지 못하는 상황이 발생하면, 부산저축은행이 간접적으로 원리금 지급의무를 부담하게되는 구조였으나, 사업의 실패로 선순위 펀드는 투자자에게 원리금을 지급하지 못하였고 2011년 당시 부산저축은행의 영업정지 상태로 부산저축은행의 지급의무도 불이행된 상태였다. 이후, KTB는 300억원 펀드를 2008년 설립하여 부산저축은행의 대전저축은행 인수에 참여하였고, 부산저축은행에 1년 후 취득한 지분을 팔 수 있는 옵션을 부여받았다. KTB는 2009년 옵션 만기일 즈음 기존 투자펀드의 풋옵션을 행사하지 않고, 별도의 펀드를 설립하여 기존 펀드의 투자지분을 인수하면서 2010.10. 행사가 가능한 새로운 1년 만기의 404억원 풋옵션을 받았다.

한편 금융감독원과 예금보험공사는 2010.3.2.경부터 6.29.경까지 부산저축은행 및 계열 저축은행에 대하여 PF 대출 비중 과다에 따른 부실가능성과 이에 따라 부산저축은행과 계열 저축은행의 대출금 채권의 자산건전성에 대한 평가 및

나 투자자의 최선의 이익에 도움이 된다고 선의로 신뢰하였고 그러한 신뢰에 합리적인 이유가 있었는지 여부, ③ 투자자에게 투자종목이나 투자대상 등에 관하여 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 하였는지 여부, ④ 고객의 투자목적에 비추어 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 하였는지 여부, ⑤ 특정 집합투자재산(펀드)의 불량(혹은 우량)자산을 정당한 이유 없이 다른 집합투자재산으로 편입시켰는지 여부, ⑥ 당해 거래에 수반하는 위험성이나 투자내용에 관해 투자자의 정확한 인식을 형성하는 데 장애를 초래하는 잘못된 정보를 제공하였는지 여부 등이다”고 정리하였다. [p.64]

⁶¹ [민사] 서울중앙지방법원 2014.10.30. 선고 2011가합82631 판결, 서울고등법원 2015.10.23. 선고 2014나60264 판결, 대법원 2018.4.12. 선고 2015다69853 판결; [형사] 서울지방법원 2013.12.13. 선고 2011고합1372 판결, 서울고등법원 2014.10.24. 선고 2014노73 판결, 대법원 2017.12.5. 선고 2014도14924 판결.

⁶² 최진주 기자, “저축은행 사태/KTB자산운용, 부산저축은행이 필요할때마다 ‘돈줄’ 역할 했다,” 한국일보, 2011.06.06., <https://www.hankookilbo.com/News/Read/201106061761482332>.

BIS 비율 수치에 초점을 맞춰 공동검사를 실시하였다. 금감원은 2010.3.26.경 부산저축은행 검사에 대한 중간보고서를 작성하였는데, 중간보고서에는 ‘검사 결과 부산저축은행의 연결 BIS 비율(잠정)은 자체 산정 비율 9.42%보다 하락한 1.03%로 추정되어 적기시정조치 대상’, ‘검사 결과 연결 BIS 비율이 크게 저조한 것으로 나타난 것은 자산건전성을 부당하게 상향조정하는 등의 방법으로 대손충당금을 과소 적립한 것에 기인,’ ‘BIS 비율 5% 달성을 위한 요증자액: 1,020억원’이라고 기재되어 있었다. 법원은 이 중간보고서가 부산저축은행에 전달되었는지에 대한 사실여부를 언급하고 있지 않으나, 부산저축은행이 2010.3. 중순에 KTB에 증자참여를 요청하였고, KTB가 3.29. 부산저축은행이 우선주 발행 증자를 할 수 있는지에 대한 검토와 의견을 변호사에 의뢰하였으며, 3.30. 최대 1,000억원의 전환우선주에 투자할 의향이 있다는 투자의향서를 부산저축은행에 제출하였다는 사실을 확인하였다. 부산저축은행은 금감원의 중간보고서를 확보하지 않았더라도 보고서가 지적한 증자규모를 실질적으로 증자한 사실을 보아 보고서의 내용을 인지하였다고 판단된다.

KTB는 2010.4.6.부터 삼성재단과 포항공대에 저축은행에 투자하면 ‘부도 위험없는 12% 수익’이 가능하다고 제안하였다.⁶³ KTB는 부산저축은행 우선주 투자건이라는 구체적 투자목표를 밝히지 않았지만, KTB가 부산저축은행 외 동일한 조건의 투자목표로 가능한 제3의 저축은행을 인지하고 있었는지는 확인되지 않는다.

KTB는 2010.5.초 삼성재단과 포항공대에 투자대상이 부산저축은행이라는 사실을 공개하였다. KTB는 5.27. 금감원을 방문하여 부산저축은행의 유상증자에 참여할 계획을 밝혔고, 금감원 담당 국장으로부터 ‘부산저축은행의 정확한 재무상태를 아느냐, 부산저축은행의 정확한 재무정보를 투자자에게 제공하여 투자자 보호에 문제가 발생하기 않도록 했으면 좋겠다’는 의견을 받았다.

금감원은 2010.6.초순, ‘2010.3.말 분기 가결산시 ... 자산건전성을 부당분류하여 대손충당금 2,341억6,200만원을 과소 적립함으로써 연결 BIS 비율을 7.84% 과대 산정(정당 1.02% -> 부당 8.86%)하였음’이라고 기재한 요약검사결과 확인서를 부산저축은행에 전달하였다.

⁶³ 장인환 KTB자산운용의 대표이사는 당시 삼인형재단의 기금관리위원회와 포항공대 기금운용자문위원회의 위원이었다.

KTB는 2010.5.초 작성하고 삼성재단과 포항대에 제출한 투자리포트에 본 사건 투자의 본질이 “자본확충을 통해 부실자산을 줄이고 충당된 자기자본을 바탕으로 우량 저축은행으로서의 재도약을 지원하는 Turn Around 투자”임을 명시하였고, 2010.6.16. 부산저축은행의 우선주 투자에 대한 추가자료를 삼성재단에 제공하면서 500억원 투자를 권유하였는데, 투자리포트나 추가자료에는 부산저축은행의 금감원의 중간보고서와 확인서에서 언급된 대손충당금내용과 2010.10.에 있을 KTB의 타 펀드의 대전저축은행 지분 404억원 풋옵션 행사에 대한 언급이 없었다. 삼성재단과 포항공대는 6.17. 부산저축은행의 대주주 등이 500억원을 선 투자하면, 각각 500억원의 투자를 할 수 있다는 투자의향서를 발행하였다.

삼성재단과 포항공대는 6.29. 각각 500억원, 총 1,000억원을 부산저축은행의 우선주를 매수하는 KTB 펀드에 투자하였다.

법원은 위 내용에 확인한 후, KTB의 2010.10. 풋옵션 행사 이후에 KTB가 삼성재단과 포항공대에 대한 투자자보호의무를 위반하였다고 인정할 증거가 없다고, 위 KTB의 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반하지 않았다고 판단하였다. 법원은 KTB가 2010.6.29. 삼성재단과 포항공대의 투자자금 1,000억원을 부산저축은행 우선주에 투자하는 시점에서 집합투자업자로서의 주의의무를 이행하였는지는 판단하지 않은 것으로 보인다. KTB가 부산저축은행 우선주에 투자할 시점, KTB는 부산저축은행이 “자산건정성을 부당하게 상향조정”하였다는 금감원 중간보고서 및 확인서의 판단하였다는 사실⁶⁴, 부산저축은행이 유상증자 후 4개월 이내에 404억원을 대전저축은행 지분회수 목적으로 제3의 KTB 펀드에 지출하여야 하고, 캄보디아 사업실패로 인하여 또 다른 제3의 KTB 펀드에 260억원 이상의 채무배상 의무가 있다는 사실등을 인지하고 있었으며, 부산저축은행 그룹의 연결 BIS 비율을 5% 이상으로 유지하기 위해서는 6.29. 투자를 감안하여도 최소 1,213억원의 추가 자본금 투입이 필요하다는 사실을 알고 있었음이 확인되었는데, 그

⁶⁴ 민사소송 고등법원은 부산저축은행 임원의 “[KTB대표]에게 분식회계 사실을 아려준 사실이 없고 그 사실은 2011.2.경 [부산저축은행]이 영업정지명령을 받은 이후 검찰의 수사를 통해 밝혀진 것이며, 그 이전에는 금융감독원의 검사 시에도 밝혀지지 않았던 것이므로, 이 사건 유상증자 당시 [KTB가] 실사했더라도 [부산저축은행]의 분식회계 사실을 알 수는 없었을 것”진술을 근거로 KTB가 부산저축은행의 분식회계사실을 인식할 수 있었던 객관적 자료가 없었다고 판단하였으나, KTB가 선량한 관리자로서의 주의의무를 이행하였다면, 즉, KTB의 고유자본의 투자여부를 판단하기 위한 적절한 검토를 이해하였다면, 제3의 KTB 펀드들의 투자금 미회수나 풋옵션 등과 금감원의 감사결과들을 확인하였거나 그 자료를 제출할 것을 투자판단의 조건으로 요구하였어야 하는지의 판단이 필요하여 보인다.

시점에서 1,000억원 투자를 결정한 판단이 선량한 관리자로서 적절하였는지에 대한 검토와 판단이 필요하여 보인다.

법원은 KTB 펀드가 2009년 만기가 도래하는 부산저축은행에 풋백옵션을 행사하지 못한 이유는 부산저축은행의 자금사정이 어려워서라기보다 부산저축은행이 감독당국으로부터 대주주 승인을 받지 못하였기 때문이고,⁶⁵ 부산저축은행이 [] 풋백옵션을 받지 못할 경우 KTB 자산운영이 [펀드의 투자자]에게 약 404억원을 변제할 의무를 부담하는 것도 아니었으므로, 이를 이해상충사항이라고 단정할 수도 없다고 판단하였다. 그러나 풋옵션을 보유하고 있던 KTB 펀드와 삼성재단과 포항공대와의 이해상충관계는 부산저축은행의 풋백옵션 불이행사유가 아니라 그러한 풋백옵션의 존재자체로 성립된다. KTB 펀드의 풋백옵션이 존재한다면, 그의 행사시 부산저축은행은 404억원을 지급하여야 하고, 부산저축은행의 자본금은 그만큼 줄어들게 되기 때문에 금감원의 감사결과 2,000억원을 초과하는 추가 자본금을 확보해야 하는 부산저축은행에는 경영 Turn Around에 사용할 수 있는 사업 자금이 줄어들 것이며, 반면으로 제3의 KTB 펀드는 투자금에 대한 원리금의 반환이 실현되어 운용사의 사업 평판에 긍정적인 영향을 줄 수 있기 때문에, 삼성재단과 포항공대의 입장에서 보면 KTB 및 제3의 투자자와 이해가 상충되는 가능성이 있는 상황이었다고 보인다. 자본시장법 제44조에서의 금융투자업자는 이러한 이해상충 발생의 가능성을 파악·검토하는 내부통제기준을 정하고 관리하여야 하는 의무와 그러한 가능성이 있다고 판단되는 경우, 그 사실을 투자자에 알려야 하는 의무와 그에 대한 대처의무를 부여하고 있다. 법원의 판단기준인 이해상충 상황을 단정여부는 관련 법규의 의도 및 취지와 일치하지 않아 보인다.

법원은 2010.10. 경 예정된 KTB의 제3 펀드의 풋옵션 행사 상황이 삼성재단과 포항대의 신규투자자와 이해상충사항이라고 단정할 수 없으며 KTB가 부산저축은행의 부실한 재무상황을 알고 있었음에도 삼성재단과 포항대에 대하여 사기적 부정거래행위 내지 기망행위를 하였다고 보기도 어려우므로, KTB에게 자본시

⁶⁵ 2008년 대전저축은행의 인수 이후 주주의 지분은, 부산저축은행 35.0%, 부산2저축은행 35.0%, KTB 펀드 29.9% 였으며, 2009년 KTB펀드의 풋옵션기일에 부산저축은행이 이미 대주주로 (부산2저축은행은 부산저축은행의 계열 저축은행이었다) KTB 펀드의 풋옵션 행사로 KTB 펀드가 소유하던 29.9% 지분을 인수하는 것이 금감원의 추가 승인사항이었는지에 대한 근거를 법원은 언급하지 않고 있다. 금감원은 2008년 부산저축은행의 대전저축은행 인수를 승인하면서 KTB 펀드의 29.9% 지분 투자사실을 인지하고 있었으며, 풋옵션에 대해서도 알고 있었을 것으로 추정한다. 금감원 보도자료 “상호저축은행의 주식 취득 승인,” 2008.11.7.

장법상 이해상충방지의 위반이 있었다고 볼 수 없다고 판단하였다. 법원이 KTB의 행위가 “부정거래행위 내지 기망행위”로 보기 어렵다는 관점에서 어떠한 부정거래행위 또는 기망행위가 이해상충방지 의무 또는 충실의무 위반의 요건인지는 설명하지 않았다. 자본시장법 제44조에서 금융투자업자에게 요구하는 투자자와 금융투자업자 사이 또는 투자자와 다른 투자자사이의 이해상충 가능성 파악·검토 의무의 위반과 ‘부정거래행위 내지 기망행위’가 어떻게 연관되는지, 또는 제79조에서 요구하는 “집합투자자는 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행”하여야 하는 충실의무 위반과 ‘부정거래행위 내지 기망행위’가 어떻게 연관되는지에 대한 논의없이 단순 결론적으로 KTB가 부정거래행위 내지 기망행위를 이행하지 않았기 때문에 이해상충 방지의무를 위반하지 않았다고 판단하여, 법원의 판단을 이해하기 어려운 점이 있다.

미국의 경우, 주의의무는 섣량한 관리자의 의무로 해석하며, 주식회사의 이사 등이 경영에 대한 판단을 하는 경우에는 경영판단의 원칙을 적용하여 결정 당시 상황의 판단에 대한 과다한 사후적 판단에 대한 비판을 견제하고 있으나, 충실의무는 이사등에게 이해관계가 있는 경우, 즉 이해상충 가능성이 있는 경우에 적용하며, 이해관계가 있다고 보여지는 상황에서는 판단과정과 결과에 근본적인 공평성을 요구하고 있다. 따라서 본 사건에 미국법을⁶⁶ 적용한다면, KTB에게 삼성재단과 포항공대와 KTB의 제3 투자자 사이에 이행상충되는 상황이 있거나 삼성재단과 포항공대와 KTB의 명성에 대한 이해상충관계가 인정된다면, 그러한 충실의무가 존재하는 상황에서는 KTB가 그 이행상충관련된 모든 사실관계를 삼성재단과 포항공대에 투자결정 이전에 공개하였어야 하고, 삼성재단과 포항공대가 관련사실 공개 이후 투자를 결정하였다고 하여도, 법원은 그 투자가 삼성재단과 포항공대에 공평(fair)하였는지를 독립적으로 판단한다. 모든 관련 사실관계 공개 의무를 위반하였거나 투자거래가 공평하지 않았다고 판단된다면, 삼성재단과 포항공대는 투자거래를 해제할 수 있다.⁶⁷

상법은 주식회사와 이사의 관계가 민법상의 위임관계라고 정의⁶⁸하고 있어 이사에게 업무의 집행과정에서 섣량한 관리자의 주의의무를 부과하고 있으며⁶⁹ 이

⁶⁶ Investment Company Act, §36, Investment Advisers Act §206, SEC Release No. IA-5248, 17 CFR Part 276, July 12, 2019.

⁶⁷ 양명석, “일감몰아주기와 이사의 충실의무,” 위 각주 50 참조.

⁶⁸ 상법 제382조 제2항.

사는 업무를 충실하게 이행하여야 한다.⁷⁰ 법원은 이러한 이사의 충실의무에 대하여 이해상충 상황 존재 여부를 판단하지 않고, 주의의무와 동일한 판단기준을 적용하는 등 충실의무에 대한 구체적인 검토 및 판단을 하고 있지 않고 있다. 따라서, 본 KTB법원은 주식회사 이사의 충실의무 위반 여부를 판단하는 경우와 동일하게 자본시장법상의 충실의무의 요건 등에 대한 구체적인 검토나 논의없이 충실의무 위반에 대한 결론적 판단을 한 것으로 보여진다. 자본시장법에서 집합투자업자와 금융투자업자의 충실의무와 이해상충방지 의무에 대한 실질적인 의미가 있게 하기 위해서는 상법상 이사들의 충실의무에 대한 현 법원의 해석과 같이 재검토가 필요하여 보인다.

d. 투자설명자료.

공모와 사모발행모두에 적용되는 자본시장법 제178조 제1항은 금융투자상품의 매매 및 그 밖의 거래와 관련하여 (1) “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”, (2) “중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위”, (3) “금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위”를 금지하고 있다.

제178조 제1항 제2호의 문구만 보면 증권의 매매과정에 한 당사자의 행위가 상대방에 대한 사기 또는 착오를 일으키게 하여야 한다는 해석이 어려워 보이는 것이 사실이다. 그러나 자본시장법 제178조의 모델이었다고 할 수 있는 미국 SEC Rule 10b-5에 대하여 미국 대법원은 Rule 10b-5는 미 증권법 제10(b)조에 의한 규정이며, 관련 법규의 전제가 사기 (fraud or deceit)이게 때문에, 규정에 사기라는 문구가 없다고 하여도, 법규의 테두리안에서 해석을 하여야 함으로, 사기 행위가 필요하다고 해석⁷¹을 하고 관련 규정을 위반한 경우, 피해자에게 계약 해제권 및

⁶⁹ 민법 제681조.

⁷⁰ 상법 제382의3조.

⁷¹ SEC Rule 10b-5는 미 증권거래소법 제10(b)조를 근거로 하여 SEC가 채택한 규정이다. 증권거래법 제10(b)조는 증권의 매매과정에 SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 적절하거나 필요하다고 판단하여 채택하는 규정을 위반하는 조종하거나 속이는 기기 또는 장치를 사용하는 것을 금지하고 있다. (It shall be unlawful [] to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security []

손해배상권을 인정하고 있다. 국내법원은 사기에 대한 언급이 없는 제178조 제1항 제2호의 중요한 사실에 대한 거짓 기재되거나 누락된 문서의 사용을 부정거래로 인정하는 법규를 적용하면서 민법상 계약취소권이 인정되는 사기 또는 착오를 적용하고 있다.

위 KTB 건에서 법원은 KTB가 삼성재단과 포항공대에 부산저축은행의 우선주 투자를 권유하면서 제공한 투자설명자료와 투자권유가 부정한 수단, 계획 또는 기료를 사용한 행위였는지 또는 투자판단에 중요한 사항이 거짓이었는지 또는 누락되었는지를 판단하지 않고,⁷² KTB의 행위가 “사기적 부정거래 행위 내지 기망 행위”인지를 그 판단기준으로 하여 KTB의 배상책임을 인정하지 않았다.

자본시장법 제178조 제1항의 위반 여부 판단은 민법상의 사기 또는 착오 요건의 충족여부에 따라 결정된다.⁷³ 민법상의 착오는 “표의자가 의사표시 당시에 자신의 진의와 효과의사 사이의 불일치를 알지 못하고 한 의사표시를 말하며, 착오의 요건으로 [1] 법률행위의 내용에 착오가 있어야 할 것, [2] 중요부분에 착오가 있어야 할 것 그리고 [3] 중대한 과실이 없을 것을 요구한다.”⁷⁴ 삼성재단과 포항공대는 부산은행이 KTB가 투자설명자료 등에 누락한 2009.말 재무제표 및 2010.3.말 분기 가결산시 자산건전성을 부당분류하여 대손충당금 2,341억원 이상을 과소 적립하여 연결 BIS 비율이 7.84% 과대 산정되었다는 사실⁷⁵, KTB 타펀드가

any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the [SEC] may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.)

SEC Rule 10b-5(2)의 문안은 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 문장과 비슷하다. SEC도 Rule 10b-5의 문안에는 사기에 대한 의도가 요구되지 않고 있다고 주장하였으나, 미 대법원은 SEC Rule 10b-5의 근거가 되는 Securities Exchange Act §10(b)가 금융“사기”를 의도하는 내용이 포함된 “manipulative or deceptive device or contrivance” 문구가 있다는 사실 등을 근거로 Rule 10b-5의 범위도 금융사기 범위에 속한다고 판단하였다. Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 197-201 (1976).

자본시장법 제178조에는 미 Securities Exchange Act §10(b)와 같은 내용이 없이 SEC Rule 10b-5의 문구를 도입하였기 때문에, 미 대법원의 Ernst & Ernst와 같은 해석을 할 근거가 분명하지 않다.

⁷² 법원은 KTB가 이러한 사항을 삼성재단과 포항공대에 설명하지 않은 것이 부정거래는 아니지만, “이와 같은 사정은 이 사건 투자의 손실 가능성 등 투자수익에 관한 정보로서 원고들이 이 사건 투자의 수익과 위험을 정확하고 균형 있게 이해한 상태에서 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 [위]사항들을 고지할 의무가 있는데도, 이를 고지하지 아니한 채 뒤에서 보는 바와 같이 연 12%대 수익의 확실성만을 강조하였다”고 판단하였다. 서울중앙지방법원 2014.10.30. 선고 2011가합82431 판결.

⁷³ 임채욱, “집합투자증권상품의 투자계약 취소권에 관한 연구 - 라임펀드 사건을 중심으로,” 인하대학교 법학연구 제23권 제3호, 149-180, 158, 170 (2020.9.).

⁷⁴ 임채욱, 각주 73, at 159.

⁷⁵ 법원은 “자산건전성을 부당분류”하였다는 금감원의 보고내용을 인용하면서도 이는 단순한 “금융감독원이 변경된 자산건전성 평가기준에 따라 부산저축은행의 자산을 평가”의 결과라고 판단하면서 금감원이 자산건전성 평가기준을 2010.3.이후에 변경하였는지 여부 및 부산저축은행의 재무

2010.10.경 404억원에 대한 대전저축은행지분의 풋옵션을 행사할 계획이라는 사실 등에 대하여 인지를 하지 못하여 부산저축은행의 재무상태 및 Turn Around 경영계획에 대한 착오가 있었으며, 그러한 사실은 투자판단에 중요한 사실이었고, 그러한 사실을 인지하지 못한 착오에 대한 과실이 없었기 때문에, 민법상 착오의 요건을 모두 충족하였다고 보여진다.

민법상 사기의 요건으로 삼성재단과 포항공대가 KTB “[1] 고의성의 증명, [2] 기망행위의 존재, [3] 기망행위의 위법성, [4] 기망행위와 의사표시 사이의 인과관계”⁷⁶를 증명하여야 한다. 착오의 경우 마찬가지로, KTB의 고의성, 기망행위, 기망행위의 위법성 및 인과관계의 입증의무를 충족한 것으로 보여진다.

자본시장법 제178조 제1항은 미국 증권거래법⁷⁷에 근거하여 SEC가 채택한 10b-5 규정의 문구⁷⁸를 그대로⁷⁹ 도입한 법규로 보인다. 미법원은 SEC Rule 10b-5의 위반으로 인하여 행위자에게 투자자의 손해배상 의무를 인정하기 위해서는 증권의 거래와 관련하여 (1) 행위자에게 고의 또는 미필적고의의 의도(scienter)가 있어야 하고, (2) 중요한 사실에 대한 (3) 사기행위 또는 거짓진술이 있어야 하고, (4)

제표가 금감원의 규정을 위반한 것이 아님에도 금감원은 이를 “부당분류”라고 하였는지에 대한 논의를 제공하지 않았다. 서울중앙법원 2011가합 82631.

⁷⁶ 임채욱, 각주 73, at 170.

⁷⁷ Securities and Exchange Act of 1934, §10(b).

⁷⁸ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality for interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange:

- (1) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- (2) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- (3) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.” SEC Rule 10b-5.

자본시장법 제178조와 달리 공모에게만 적용되는 자본시장법 제125조 제1항은 증권이나 투자상품의 발행자는 증권신고서와 투자설명서를 금감원에 제출하여야 하며, 증권신고서나 투자설명서에 “중요사항이 기재 또는 표시되지 아니함으로써 증권의 취득자가 손해를 입은 경우에는 [발행인 등은] 그 손해에 관하여 배상의 책임을 진다”고 명시하고 있다. 이는 미국 Securities Act of 1933 제11조와 동일한 수준의 내용이다.

법원은 공모의 경우, 집합투자업자가 작성하는 투자설명서의 중요한 내용이 거짓으로 기재되거나 누락되고, 투자자에게 손해가 발생하는 경우, 관련 증권의 발행자들에게 투자자의 손해에 대한 배상 책임을 인정하고 있다.

⁷⁹ SEC Rule 10b-5(2)는 증권 거래와 관련한 서면자료나 구두제공 정보에 중요한 사항이 거짓이거나 누락되면, 이를 증권사기로 인정하고 있으나, 자본시장법 제178조 제1항 제2호는 서면자료에만 관련 주요 정보의 거짓 또는 누락을 증권사기로 인정하고 있다. 국내에서는 증권의 매매와 관련한 구두정보에 주요 정보가 거짓이거나 누락되어도 이를 자본시장법 제178조 제1항 제2호의 증권사기로 인정하지 않고 있다. 물론 그러한 구두상의 거짓정보 또는 누락행위가 부정한 수단, 계획 또는 기교(제1호)로 인정되면, 자본시장법상의 금융사기로 인정될 수 있다. 단, “부정한 수단, 계획 또는 기교”에 대한 정확한 판단기준을 찾기는 쉽지 않다. 미국의 판례에서도 동일한 문구의 정의를 간결하게 정의하기는 쉽지 않은 상황이다.

피해자가 정당하게 신뢰하여 (5) 손실을 경험하여야 한다고 판단한다.⁸⁰ 미법상 SEC Rule 10b-5 금융사기와 자본시장법상 금융사기의 요건은 비슷하다. 행위자의 고의, 중요사항, 기망행위, 정당한 신뢰 (중대한 과실 비존재), 손해와 행위의 인과관계가 공통된 점이다.

미법원과 국내법원의 금융사기 판단과정에는 중요한 차이점이 있어 보인다. KTB건에서 법원은 기망행위의 존재 여부를 판단하면서 KTB의 투자설명자료의 중요사실에 대한 거짓 또는 누락여부를 판단하면서, KTB가 관련 사실을 관련 자료를 작성하는 시점에 인지하고 있었는지를 그 기준으로 하여, 2010.4.월까지의 투자유인에 대한 판단⁸¹, 2010.6.16. 이전에 작성한 자료 및 투자권유에 대한 판단, 2010.6.16 작성한 추가자료에 대한 판단, 2010.6.17. 기금관리위원회에서의 설명, 과 2010.6.25.과 2010.6.28. 회의에서의 투자권유 등에 대한 자본시장법 제178조 제1항의 위반여부를 각 시점 당시 KTB의 인지사항을 근거로 판단하면서 각 투자설명자료 및 권유 내용에 사실이 아닌 내용이나 누락된 중요한 사실들을 그 시점에 KTB가 인지하였다는 증거가 없어, 모두가 부정거래내지 기망행위에 해당하지 않는다고 판단하였다.⁸² 그러나 자본시장법 제178조 제1항은 모든 증권의 거래와 관련한 행위에 대한 규정으로 당연히 그 규정 위반 판단은 관련 증권 거래 시점을 기준으로 하여야 하며, 행위자의 인지 여부도 동일한 시점으로 하여야 할 것이다. 관련 증권거래 시점 전에 거짓여부를 인지하지 못하고 작성하고 배포한 투자설명자료의 중요한 사실이 허위이거나 누락된 사실을 증권거래 시점에 인지하게 되었다면, 행사자인 KTB는 실 증권거래 이행전에 그 사실을 삼성재단과 포항공대에 통지하고 투자자들의 투자판단을 재확인하였어야 할 것이다.⁸³ KTB 법원 판

⁸⁰ Theresa A. Gabaldon, "Unclean Hands and Self-Inflicted Wounds: The Significance of Plaintiff Conduct in Actions for Misrepresentation under Rule 10b-5," 71 Minnesota Law Review 317, 319 (1986), available for download at <https://scholarship.law.umn.edu/mlr/2410>.

⁸¹ 법원은 2010.4.까지의 KTB의 투자유인 사실을 보면 KTB가 부산저축은행 경영진과 공모하여 투자를 유인하였다는 증거가 없어 "사기적 부정거래행위 내지 기망행위"의 판단을 하기 어렵다고 하였다. 그러나 자본시장법 제178조 제1항의 위반 여부에는 KTB나 부산저축은행이 서로와의 공모없이 단독으로 이행한 행위에 대하여 개별적 판단을 하여야 한다고 판단된다. 서로와의 공모에 대한 논의는 관련 법규의 요건과 상관없는 내용이라고 판단된다. 서울중앙법원 2011가합82631.

⁸² 자본시장법 제178조 제1항 제2호는 서면자료에만 적용된다. 구두로 투자권유를 하면서 허위사실을 주장하는 것에는 적용되지 않는다. 물론 과거 제46조나 금융소비자보호법 제19조는 구두 정보 및 서면정보 모두에 적용되는 것이 사실이기는 하나, 금융소비자보호법 제19조는 금융투자업자에게만 적용된다. 허위사실을 근거로 증권거래를 유도하는 경우에는 금융투자업자나 그외의 법인과 개인 모두에게 적용하는 것이 법리상 일관성이 있다고 하겠다.

⁸³ 미법원은 공시된 자료가 사실이 아닌 경우, 공시대상 증권의 발주자에게 그를 수정공시할 의무(duty to correct)가 있다고 판단하고 있다. 미래 예측 공시자료가 실제 상황이 예측자료와 다르게

결을 그대로 적용한다면 펀드운용사들이 실사 전 확인하지 않은 사실을 부풀리고 허위사실이 포함된 투자설명자료를 작성하고 사용하여 투자권유를 하고, 그 이후 허위사실임이 밝혀진 이후, 그 사실을 공개하지 않고 투자가 이행되는 것이 자본시장법을 위반하지 않는 정당한 투자권유임을 용인하는 결과가 발생할 수 있어 보인다.

KTB법원은 KTB가 각 관련 사실을 인지하였다고 판단을 가능하게 하는 단정적인 증거가 없다는 점에 중점을 두고 있지만, 누락된 사실이 삼성재단과 포항공대의 투자판단에 중요한 사실이었고, KTB가 그 사실을 투자권유과정에 누락하였다는 사실을 인정하여 KTB가 자본시장법 제47조⁸⁴의 설명의무를 위반하였다고 판단하였다. 자본시장법 제178조의 위반 여부를 판단하면서 법원은 KTB가 관련 사실을 인지하였다고 암시하는 증거에 대한 논의없이 또는 관련 사실을 의심하게 하는 사실을 인정한 KTB에게 관련사실에 대한 조사할 의무를 인정하지 않고 법 제178조 제1항 제2호의 중대한 사실의 누락 외 어떠한 KTB의 “기망행위”가 필요한지에 대한 논의도 없이 부산저축은행과의 공모를 의심할 증거가 없다며 제178조의 위반이 없었다는 판단을 한 것도 논쟁대상이 될 수 있어 보인다.

KTB가 중요한 사실을 인지하면서 그에 대한 거짓 기재 또는 누락된 문서를 제출하고 투자가 이루어진 시점에 그를 인지하고 있었다면, 그 투자행위에 대한 KTB의 고의성을 판단하고, 고의성이 인정된다면, 투자자들의 정당한 신뢰 등을 함께 판단하여 사기나 착오가 성립이 되는 지를 구체적으로 판단하여 자본시장법 제178조의 위반 여부를 판단하여야 할 것이다.

e. 공모와 사모.

라임자산운용은 2015년 전문사모펀드 운용사로 인가를 받고 2011년초에는 운용자산이 4,620억원에 그쳤으나, 2017년말 운용자산이 1.52조원, 2018년말에는 3.6조원의 급성장을 이루었고, 매경의 2018년 ‘베스트 운영사’로⁸⁵ 선정되는 등 업계에 두각을 나타냈다. 라임운용사는 은행의 고수익 상품이 사라지고, 투자자들이 중수익/

전개되어 관련 공시자료가 변경된 경우, 상황에 따라 그를 update하여 다시 공시할 의무(duty to update)가 발생할 수도 있다. Bruce Mendelsohn and Jesse Brush, “The Duties to Correct and Update: A Web of Conflicting Case Law and Principles,” 43 Securities Regulation L.J. 67 (2015).

⁸⁴ 자본시장법 제47조는 2020.3.23.로 삭제되었으며, 동일자로 금융소비자 보호에 관한 법률 제19조로 동일한 의무가 금융투자업자에 적용된다.

⁸⁵ 홍장원 기자, “[2018 매경 증권대상 / 베스트 운영사] 헤지펀드 / 라임자산운용 [작년 10%대 고수익...1년간 1조 들어와],” 매경뉴스 2018.02.06., <https://www.mk.co.kr/news/print/2018/84066>.

중위험 투자상품을 찾고 있다고 판단하며 그 시장을 노려 ‘대체투자펀드’를 주력 상품으로 하여 2017년 높은 실적을 내세워 투자자를 모집하였다⁸⁶. “이러한 양적 성장 속에서 수익을 낼 투자 대상을 찾기 어려워지자 부실 가능성이 높고 환금성이 낮은 비상장 채권과 무역금융 등으로 투자 범위를 넓혔고, 이 과정에서 모펀드 아래에 여러 개의 자펀드를 두는 모자형 펀드 방식과 펀드의 호차만 달리한 방식으로 펀드를 쪼개 사실상 규제와 모니터링이 약한 공모펀드를 운영하는 방식으로 양적 성장을 도모하였다”⁸⁷고 보여진다. 2019년 라임펀드의 환매연기가 발표된 시점에는 4개의 모펀드에 173개의 자펀드가 투자하였었다.⁸⁸ 라임펀드의 환매연기 발표시점에 존재하던 모펀드의 설립일정은 확인되지 않았지만, 2017년 이후 설립된 것으로 보이며, 여러 자펀드는 2017년과 2018년으로 부터 2019년 상반기까지 설립되었을 것으로 추정된다.⁸⁹

자본시장법 제9조는 49명 이하의 일반투자자에게⁹⁰ 관련 증권의 청약을 권유하여야 사모발행으로 인정한다.⁹¹ 사모가 아닌 공모발행의 경우, 발행자는 증권신고서를 금융위원회에 제출하고 수리되어야 관련 증권을 발행할 수 있다.⁹² 사모집합투자기구는 집합투자증권을 사모로만 발행하고, 추가로 일반투자자가 49명 이하이어야 한다.⁹³ 제9조에서의 일반투자자 49명의 한도를 계산할때 관련 증권 발행 6개월전부터 사이에 사모 발행한 ‘같은 종류의 증권’의 투자 권유대상자를 함께 계산한다.⁹⁴ 사모집합투자기구의 경우, 발행한 증권의 10% 이상을 투자하는

⁸⁶ 위 각주 30 참조.

⁸⁷ 이정환, “금융소비자 보호를 위한 금융 상품 규제에 관한 소고: 사모펀드를 중심으로,” 2020 KIPA 규제동향 겨울호 pp 46-51, 48.

⁸⁸ 민정수 기자, “기업과 빛의 그림자 ④라임자산운용] 자본시장 신뢰 붕괴 ‘희대의 금융사기,’” 시사경제신문, 2020.03.26., <http://www.sisanews.kr/news/articlePrint.html?idxno=47542>.

⁸⁹ 2019.12.말 기준으로 라임운용의 4개 모펀드는 플루토 F1 D-1호, 테티스 2호, 프루토 TF1호, Credit Insured 1호가 있었으며, 플루토 F1-D1호에는 110개의 자펀드가, 테티스는 21개, 플루토 TF1호는 38개, Credit Insured는 16개의 자펀드가 투자하고 있었다. 민정수, “자금시장 신로 붕괴 ‘희대의 금융 사기’” 시사경제신문, 2020.03.26.

⁹⁰ 자본시장법 제9조 제7항과 제8항, 관련 시행령 제11조.

⁹¹ 라임펀드와 옵티머스 사모펀드의 증권 발행과정에 투자권유를 받는 일반투자자의 수를 기록하였다는 보도자료나 기록이 없어 보인다. 미 법원은 사모 증권 발행과정에 투자권유를 받는 일반투자자 수를 관리하지 않으면 사모발행을 인정하지 않고 있다. 미국 Securities Act에의하면 증권의 발행이 사모발행인지의 입증의무는 사모발행을 주장하는 발행자에게 있다. *Doran v. Petroleum Mangement Corp.*, 545 F.2d 893, 901 (5th Cir., 1977).

⁹² 자본시장법 제119조 제1항.

⁹³ 자본시장법 제9조 제19항.

⁹⁴ 자본시장법 시행령 제11조.

다른 집합투자기구의 투자자를 관련 사모집합투자기구의 투자자로 합산한다.⁹⁵

시행령에서 ‘같은 종류의 증권’의 판단 기준을 언급하고 있지 않으나, 법 제119조 제8항은 ‘둘 이상의 증권의 발행 또는 매도가 사실상 동일한 증권의 발행 또는 매도로 인정되는 경우에는 하나의 증권의 발행 또는 매도로’ 본다고 정하고 있다. 시행령 제129조의2는

1. 증권의 발행 또는 매도가 사실상 동일한 자금조달 계획에 따른 것인지 여부 [].
2. 증권의 발행 또는 매도의 시기가 6개월 이내로 서로 근접한지 여부.
3. 발행 또는 매도하는 증권이 같은 종류인지 여부.
4. 증권의 발행 또는 매도로 인하여 발행인 또는 매도인이 수취하는 대가가 같은 종류인지 여부.
5. 둘 이상의 증권의 발행인이 다르더라도 모집 또는 매출하는 자가 동일한지 여부

를 근거로 판단한다고 정하고 있다. 자본시장법 제119조 제8항은 2017.10.31. 신설되었고, 2018.5.1.부터 시행되었는데, 위 제5호, 다른 발행인이라도 동일인이 모집 또는 매출하는 증권도 동일 증권으로 인정할 수 있게 하는 조항은 2021.2.9. 개정되고 동일 시행되었다.⁹⁶ 라임사태의 경우, 하나의 모펀드가 여러 자펀드의 투자를 받았던 2017년부터 2019년 사이에 유효한 자본시장법과 그의 시행령에 의하면, 발행 기간의 차이가 6개월 이내인 경우, 동일한 증권의 발행으로 인정되었어야 하며, 결국 2개 이상의 증권 발행이 하나의 발행이라고 인정되는 자펀드의 투자자들 중 일반투자자⁹⁷들이 또는 투자권유를 받은 일반투자자들이 49명을 초과하였다면,

⁹⁵ 자본시장법 시행령 제14조 제2항.

⁹⁶ 대통령령 제3144호, 국가법령정보센터, <https://law.go.kr>.

⁹⁷ 전문투자자는 각종 금융기관, 전문가들 외에 (1) 금감원에 다음 조건을 충족한다는 자료를 제출하고, (2) 금감원에 입증자료를 제출하기 전 5년 중 1년 이상 5,000만원 이상의 평균금융투자상품을 보유하고, (3) 금감원에 자료를 제출하기 전년도에 본인소득이 1억원 이상, 또는 배우자와의 합한 소득이 1.5억원 이상이거나 거주지 자산가치 또는 보증금을 제외한 배우자와의 자산이 5억원 이상이거나 회계사, 변호사, 금융전문가 등 전문가로 1년 이상 종사한자를 포함한다. 자본시장법 시행령 제10조. 언론사 보도자료에 의하면 라임펀드에 투자한 개인투자자 중에는 자본시장법 시행령 제10조의 조건을 충족시키지 못하는 전문투자자가 아닌 일반투자자가 상당수 포함되어 보인다. 강윤희 기자, “‘라임사태’로 모든 재산 날린 90세 할머니... 은행, 신청서 대필한 듯,” 서울신문, 2020.01.08. 1면, <https://www.seoul.co.kr/news/seoulPrintNew.php?id=20200108001012>, “개그맨 김한석 ‘라임펀드, 안전하다 해 8억 투자... 손실 95%,’” 한겨레, 2020.9.17., <http://www.hani.co.kr/arti/PRINT/962596.html>, 이남의 기자, “투자고수도 당했다... ‘대신증권, 라임펀드

라임운용사의 모펀드들은 증권신고서를 제출하지 않았고 당연히 효력이 발생한 증권신고서가 없음에도 불구하고 증권을 공보 발행한 것이고 자펀드들은 증권투자를 한 것이므로, 관련 투자거래가 무효임을 주장할 수 있었고, 자펀드의 법적이사 또는 운용사인 라임자산운용이 자펀드의 충실의무를 준수 이행하였다면, 투자의 무효를 주장하고 투자금의 반환을 요구하여야 할 것이다.

금감원은 DLF 사태부터 여러차례 실질적으로 공모펀드이면서 형식적으로는 사모펀드로 발행되는 제도적 남용사례를 방지하겠다고 발표하였다. 사실 DLF 사태는 라임사태와 같은 복층구조가 아닌 동일 투자 방식의 시리즈펀드를 사용하였고, 최근 자본시장법 제119조 제8항에 의한 동일한 증권의 발행 판단기준인 시행령 제129조의2 제5호를 2021.2.9. 개정하게된 동기가 된 것 같다. 개정안은 증권을 발행하는 사모펀드가 동일인이 아니더라도 발행 모집 또는 매출하는 자가 동일한 집합투자업자이고 다른 동일 증권 발행 요건을 충족하면 동일 증권 발행이라고 인정할 수 있게 하였다.⁹⁸ 그러나 라임사태의 경우와 같은 복층펀드의 구조에 대해서는 아직 그를 방지할 수 있는 규정이 없어 보인다. 시행령 제14조에서 한 사모펀드의 지분 10% 이상을 투자하는 집합투자기구의 투자자들을 관련 사모펀드의 투자자로 합산하게 되어 있지만, 라임운용사의 모펀드들에 투자한 자펀드들은 각자 모펀드의 10% 지분미만을 투자한 것으로 보여지며, 그러한 투자패턴을 방지하기는 어려워 보인다.⁹⁹

결국 라임사태의 경우와 같은 복층구조의 사모펀드를 방지할 수 있는 방법은 지금 상태의 자본시장법의 투자자 합산 조항 (integration rule)을 적극적으로 적용하는 방법이 최선의 방법이라고 보여진다.¹⁰⁰ 현 자본시장법의 투자자 합산조

손실 알고도 투자자 환매 막아,” 머니S, 2020.02.20.,

<https://moneys.mt.co.kr/news/mwView.php?no=2020022009188072531>.

⁹⁸ 발행인, 즉 집합투자기구가 다르지만, 실제 모집이나 매출인, 즉 운용사가 동일하고 다른 조건을 충족하는 경우, 동일 증권의 발행으로 인정하게 되어도, DLF사태의 경우와 같이 각 펀드의 투자 자산이 분리되어 있는 경우에는 시행령 129조의2 조건을 충족한다고 보기 어려울 수 있다. 한 개발회사가 동일 원유생산지역의 여러 다른 well을 개발하기 위하여 동일한 구조의 펀드를 설립하여 개발자금을 조달하는 경우, 미법원은 이를 동일 증권의 발행으로 볼 수 없다고 판단하였다.

[cite] Securities & Exch. Com'n v. Murphy, 626 F. 2d 633 (9th Cir. 1980).

⁹⁹ [미 미등록 ic들에 대한 규제도 10% rule이 적용됨 - 정보제공의무등]

¹⁰⁰ 금감원은 “복층·순환구조 펀드에 대한 관리를 강화”하겠다고 하며, “투자구조, 최종 기초자산, 해당구조에 따른 비용·위험 정보등”을 투자자에게 제공하도록 하고, “복층 투자구조를 이용한 공모 규제 회피를 차단하로, 복층 투자구조의 만기 미스매치에 대한 유동성 규제를 도입하겠다”고 하였다. 공보규제 회피 차단은 “피투자펀드의 투자자 수를 해당 펀드에 실질적으로 투자한 모든 자사펀드의 투자자수까지 합산 / 단, 일시적인 여유자금(idle money) 운용을 위해 필요한 경우는 제외”

항들을 적용하기 위해서는 사모펀드들의 투자자에 대한 정보를 금감원에 보고하도록 하여야 하며, 공모에 따른 증권신고서, 투자설명서 및 공시의무를 위반하는 펀드와 운용사에 대해서는 법규에 의한 확실한 감독기관의 제재와 투자자들의 손해배상 청구권한의 보장 및 행사가 이루어져야 할 것이다. 라임사태를 검토한 금감원에서 라임사태의 모펀드들의 지속적 증권 발행이 공모였는지의 검토 및 공모였다면 증권신고서 없이 발행한 부분에 대한 조치가능에 대한 검토가 있었는지를 바로하지 않고 단순히 공보/사모 규제를 강화하겠다고만 발표한 것은 아쉬운 점이다.

f. 판매

금감원은 라임사태와 옵티머스사태에 대한 제도개선방안에 “불합리한 펀드 운용에 대한 감시·견제 기능을 수행토록 판매사 책임을 강화”하겠다고 발표하였다. 금감원은 “판매사는 판매전 단계에서 투자설명자료의 적정성을 검증하고, 판매 후에는 펀드가 투자설명자료상 나타난 투자전략 및 자산운용방법에 맞게 운용되는지 점검”하도록 하겠다고 하였다.¹⁰¹ 판매사들이 판매한 펀드들의 운용상태가 관련 투자설명자료의 내용과 일치하는지 등에 대한 지속적인 감시를 하면, 펀드운용과 관련된 일부 문제점을 점검하리라고 예상한다. 그러나 DLF사태, 라임사태 및 옵티머스사태 등에 대한 언론 보도가 공통적으로 지적하는 문제, 즉 관련 금융상품의 투자가 적절하지 않는 투자자들에게의 투자권유행위를 차단하기는 어려울 것이라고 보여진다.¹⁰²

자본시장법 제46조¹⁰³는 금융투자업자가 “일반투자자에게 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고, [] 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니

한다고 하였다. 기존 10% 지분 이상 투자하는 집합투자기구의 투자자를 합산하는 규정을 수정할 계획인지는 금감원의 추가 발표를 확인하여야 하겠다. 기존 10% 기준은 미법규를 도입한 것으로 보인다. 유동성규제는 비시장성 자산 50% 이상인 일반인 대상 펀드는 개방형으로 설정하는 것을 제한하겠다는 계획이다. 좀더 근본적인 문제인 비시장성 자산을 portfolio개념에 의존하여 개방형 펀드로 운용하는 것에 대한 공시의무 등의 안은 검토되었는지 확인되지 않는다. 금감원 보도자료 “사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안 발표,” 2020.4.27, 8쪽.

¹⁰¹ 금감원 보도자료 “사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안 발표,” 2020.4.27, 6쪽.

¹⁰² 위 각주 97 참조.

¹⁰³ 2020.3. 현 금융소비자보호법 제19조로 대체됨.

된다”¹⁰⁴고 규정하고 있다. 또한 금융투자협회는 “금융투자회사는 자체적으로 정한 적합성판단 기준에 비추어 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니된다”¹⁰⁵고 규정하고 있다. 따라서 투자중개업자인 판매회사는 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 수집하고, 그를 근거로한 객관적인 기준에 의한 개개인 투자자에게 적합한 투자권유를 하여야 하며, 또한 판매회사 자체적으로 정한 적합성판단 기준에 의하여도 적합한 투자권유만을 하여야 한다.

라임사태에 대한 언론보도 자료에 의하면, 한 90세의 할머니가 은행직원의 높은 이자의 안전투자가 있다는 연락을 받고 1억200만원 전재산을 공격투자형 라임펀드에 투자하였다가 환매중단 소식을 받았다는 내용이 있는데,¹⁰⁶ 관련 펀드 투자권유자문인력 은행직원이 할머니의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 개인정보를 수집하였는지, 그를 근거로 개별적 객관적인 투자적합성 검토를 하였는지, 관련 은행의 자체 투자적합성 판단 기준에 의한 투자적합성 검토를 하였는지에 대한 언급이 없으나, 그러한 업무를 이해하였다고 보기는 어려운 상황으로 보여진다. 또한 개그맨 김한석씨는 대신증권에서 라임펀드에 투자하면서 전세보증금이어서 안전한 상품에 투자하여야 한다고 언급하였으나, 증권사 센터장은 원금손실이 없는 안전한 상품이라고 주장하면서 투자설명자료에는 ‘공격형 투자’라고 명시된 상품을 추천하였다고 한다.¹⁰⁷ 이 경우에도 센터장은 김한석 투자자의 투자목적 등을 인지하고 투자적합성을 판단하지 않았던 것으로 보여진다.

이러한 사례들이 보여주듯이 펀드투자권유자문인력의 투자자문과 권유과정에 법규에서 의무화 한 각 투자자의 개별성향을 파악하고, 그를 근거로한 투자적합성에 대한 판단을 근거로 투자권유가 이루어 졌다면, 라임사태 등의 피해자규모가 상당한 수준 감소할 수 있었을 것으로 보여진다.

자본시장법은 투자권유자문인력이 투자설명서 등을 투자자에게 설명하였다는 사실을 확인하는 투자자들의 서명 등을 기록하고 유지하도록 요구하고 있으나, 개별 투자자의 성향을 사용한 투자적합성에 대한 검토 및 판단에 대한 자료의

¹⁰⁴ 자본시장법 제46조 제2항 & 제3항, 2020.3. 금융소비자보호법 제19조 제2항 & 제3항.

¹⁰⁵ 금융투자협회, 금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정, 제2-4조 제1항.

¹⁰⁶ 강윤희 기자, “‘라임사태’로 모든 재산 날린 90세 할머니... 은행, 신청서 대필한 듯,” 서울신문, 2020.01.08. 1면, <https://www.seoul.co.kr/news/seoulPrintNew.php?id=20200108001012>.

¹⁰⁷ “개그맨 김한석 ‘라임펀드, 안전하다 해 8억 투자... 손실 95%,” 한계레, 2020.9.17., <http://www.hani.co.kr/arti/PRINT/962596.html>.

작성 및 보관의무에 대한 언급은 없다. 형식적인 업무이행에 대한 입증자료의 작성과 보관의무만으로는 실질적인 투자권유의 적절성을 확인할 방법이 무색하여 보인다. 라임과 옵티머스 사태들에 대한 투자권유자문인력들의 협회 규정 위반 행위에 대한 언론보도가 많이 있었지만, 금융투자협회에서 관련 인력들의 위반 상황에 대한 조사 및 징계가 있었다는 보도는 없는 것도 현 증권계의 문제의 일부라고 보여진다. 금융투자협회가 라임사태, 옵티머스사태 등에 연류된 전문인력에 대한 징계가 있었는지는 금융투자협회나 금감원의 홈페이지 등에 공시되지 않고 있어 보이며, 투자자들이 관련 전문인력의 징계여부에 대한 사실여부를 확인하기가 어려워 보인다. 금감원의 금융투자협회에 대한 감독권한 및 의무는 금감원과 금융위에 있어¹⁰⁸, 투자권유자문인력에 대한 규제가 부족한 경우에는 금융감독기관이 감독권을 행사하여야 할 것이다.

g. 금융사기에 대한 배상

금감원은 금융분쟁조정위원회의 판단에 의하여 DLF 투자자들에게 투자금의 40-80%를¹⁰⁹, 라임 투자자들에게는 40-100%를¹¹⁰, 2021.4.에 열리는 위원회에서 확정되어야 하지만 옵티머스 투자자들에게는 100%를 배상하라고 권의할 것으로 보도되었다.¹¹¹ 금감원의 이러한 결정은 강제성은 없으나, 판매사들이 대부분 금융분쟁조정위원회의 권고사항을 따르고 있다. 금감원은 옵티머스의 경우, 옵티머스 펀드가 투자하겠다고 한 공공기관 매출채권의 투자가 불가능하였고, 라임 무역금융펀드의 경우, 라임운용사가 무역채권에 투자를 하지 않았기 때문에 투자자들이 그러한 사실을 알았다면 투자를 하지 않았을 것이라고 판단하여 착오에 해당하여 계약해제를 적용할 것이라고 보도되었다.

¹⁰⁸ 자본시장법 제292조, 제293조.

¹⁰⁹ 금감원, 보도자료, “금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40% ~ 80% 배상 결정,” 2019.12.5.

¹¹⁰ 정원식 기자, “금감원, KB증권 판매 라임 펀드 투자 손실 60~70% 배상 결정,” 경향비즈, 2020.12.31., http://news.khan.co.kr/print.html?art_id=202012311037011&media=biz, 정원식 기자, “우리은행 기업은행 판매 라임펀드 투자자에 손실액 40~80% 배상,” 경향비즈, 2021.02.14., http://news.khan.co.kr/print.html?art_id=202102241040001&media=biz, 임수정 기자, “전례없는 ‘라임펀드’ 전액배상 이유는 ‘부실감취 ‘착오’ 유발””, 연합뉴스, 2020.07.01., <https://www.yna.co.kr/view/AKR20200701047900002>, 김병탁 기자, “옵티머스 펀드 전액배상? ‘착오’의한 계약취소’ 검토,” 디지털타임스, 2021.3.07., http://www.dt.co.kr/contents.html?article_no=2021030802100858040001.

¹¹¹ 김병탁 기자, “옵티머스 펀드 전액배상? ‘착오’의한 계약취소’ 검토,” 디지털타임스, 2021.3.07., http://www.dt.co.kr/contents.html?article_no=2021030802100858040001.

DLF, 라임과 옵티머스 사태의 공통점은 판매사의 불완전판매이어서, 판매사들이 투자자들에게 투자상품의 내용을 이해할 수 있도록 설명하였더라면, 투자자들이 투자하지 않았을 가능성이 높은 상황에서, 그러한 경우에도 착오를 인정하지 않는 것은 쉽게 납득하기 어려운 면이 있다.

금감원은 위 착오를 인정하는 상황 외의 경우, 판매사의 투자 적합성 실시의무 위반 및 설명의무 위반을 인정하면서도 투자자들에게 손실에 대한 일부 책임을 인정하였다. 투자자들이 어떠한 과실 행위를 범하였는지에 대한 논의는 제시하고 않았으며, 단순히 고위험 투자제품에 투자하였기 때문에 손실의 일부에 대한 책임을 요구하고 있어 보인다.

그러나 투자자들에게 손실 일부에 대한 책임을 전가하기 위해서는 투자자들의 어떠한 행위가 과실인지를 확인하여야 할 것이다. 단, 투자자들이 자의견 타의견 고수익 고위험 제품에 투자를 한 사실 자체가 투자자들의 과실이라고 할 수는 없다. 일단, 금감원은 금융사기에 의한 손실에 과실상계 원칙을 적용하는 것으로 보여진다. 그러나 운영사나 판매사 등의 금융투자업자가 자본시장법의 주의의무, 충실의무, 부정거래행위 등의 법규를 위반하는 행위의 요건에는 고의(scienter)가 포함되어 있다. 한 당사자의 고의성이 있는 위법행위로 발생하는 상대방의 손실에 대하여 상대방의 과실상계 원칙을 적용하는 것은 부적절하다고 보여진다. 미국에서는 사기 등 고의(scienter)가 있는 불법행위로 발생하는 손실에 대하여 피해자의 과실로 인한 상계를 인정하지 않는다.¹¹² 금융사기의 경우, Rule 10b-5의 위반 요건에 scienter가 인정되는지 확정되지 않았던 과거에 과실만으로 Rule 10b-5를 위반하였다고 판단하면서 일부 법원에서 투자자에게 과실이 있었다면 배상책임을 인정하지 않기도 하였으나, 대법원에서 Rule 10b-5 위반 요건에 scienter가 있다고 판단¹¹³한 이후에는 투자자의 과실여부와 상관없이 배상책임을 인정하고 있다.¹¹⁴

¹¹² Andrew R. Klein, "Comparative Fault and Fraud," 48 Arizona L.R. 983 (2000).

¹¹³ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

¹¹⁴ 법원은 금융사기에서 투자자가 Rule 10b-5 위반자의 거짓 진술 등을 신뢰하는 과정에서, 그 신뢰가 적절하였는지를 판단하는데, 이러한 적절한 신뢰의 판단이 결국 투자자의 과실을 판단하는 것이라고 해석하는 것도 가능하다. 그러나, 증권시장에서 거래되는 증권에 대한 거짓 진술의 경우에는 시장 전체에 대한 사기라고 하여, 증권 시장의 시가를 근거로 거래하는 사실만으로 적절한 신뢰가 인정되며, 또한 중요한 사실을 누락한 경우, 별도의 신뢰증거가 없다. George S. Baranko, "Due Care: Still a Limitation on 10b-5 Recovery?" 61 Marq. L. Rev. 122 (1977) 참조.

금감원도 DLF, 라임 또는 옵티머스 사태와 같이 판매사의 투자적합성 검토의무 위반 및 불완전판매 등의 고의성 위법행위로 발생하는 투자자의 손실에 대한 판매사의 책임을 투자자의 과실을 근거로 과실상계하는 것은 납득하기 어렵다. 투자자의 과실을 고수익 고위험 금융상품에 투자한 것이라고 단정하는 것은 더욱 납득하기 어려운 점이다.

아쉽게도, 금감원의 이러한 고수익 금융상품 투자자들에게 금융투자업자들의 부정거래로 인한 손실이 발생하여도, 고수익 상품에는 고위험이 공존하며, 투자자들에게 그러한 위험에 대한 책임이 원칙적으로 존재한다는 관점은 법원의 관점이기도 하다. KTB 사건에서 삼성재단과 포항공대의 KTB의 부정거래로 인하여 발생한 손실에 대하여 법원은 “연 12%대의 높은 수익을 추구하는 점에서 필연적으로 높은 투자위험이 존재할 수밖에 없는데, 그러한 투자위험은 원칙적으로 투자자인 원고들이 부담하여야 한다”고 하여 투자자들에게 손실의 60%에 대한 책임을 판결하였다. 법원은 KTB가 부산저축은행과의 오랜 사업관계이며 본 건 우선주 증자발행과정에 처음부터 개입되었다는 사실을 인정하면서도 KTB가 투자의 위험이나 비적절성에 대한 자료를 알 수 없었다고 KTB의 금융사기를 인정하지 않고, 소수익/고위험 제품에 투자하였다는 사실만으로도, KTB가 설명의무를 제대로 이행하였다면 삼성재단과 포항공대는 투자하지 않았을 상황이었음을 인정하면서도, 삼성재단과 포항공대의 책임을 인정한 것은 납득하기 어려운 점이다. 법원은 금감원과 마찬가지로, 손실원인, 투자자 및 금융투자업자의 과실여부, 고의여부 등에 대한 별도의 논의없이 결론적으로 공동책임을 인정한 판결이다.

5. 결론

최근 사모펀드 사건의 재발 방지차원에서 금감원은 사모 집합투자시장 제도의 미비점을 개선하는 종합안을 발표하였다: 유동성과 관련된 펀드재산 평가의 공정성 확보와 자전거래 규모 제한 개선안, 사모·공모펀드 구분과 관련된 위법·부당 행위에 대한 개방형 펀드의 비시장성 자산비율의 제한과 복층·순환 투자구조 펀드 제한안 및 판매사, 투신사 및 PBS 증권사의 의무강화, 투자설명자료의 표준화 및 운용사의 분기별 자산운용보고서 제공의무 개선안 등 3개 분야의 개선안이 포함되었다. 금감원의 이러한 개선안이 사모펀드 시장의 제도적 미비점을 개선할 것으로 기대되나, 좀더 근본적인 개선안의 검토가 필요하여 보인다.

최근 사모펀드 사건이 보여준 근본적인 문제점으로는 투자자에게 직접 판매하는 펀드의 단기 만기일 또는 환매일과 펀드의 실 투자자산의 장기 현금실현일의 미스매치 및 판매과정에 투자자에게 제시되는 목표수익율은 동일 운용사의 펀드들 사이의 실 시가가 존재하지 않는 자산들의 자전거래를 부추이며 투자자들에게 그러한 펀드의 중요한 위험구조를 알리지 않고 판매된다는 점에 있다.

국내 사모펀드의 일반투자자 비율이 상당히 높은 것으로 보도되고 있으나 사모펀드 자체적으로 관련 운용사와의 독립된 감사 기능을 보유하고 있지 않다. 운용사의 비정상적 운용에 대한 판매사와 수탁사의 감사기능 확대보다 비리 운용을 직접 관찰하고 감사할 수 있는 사모펀드의 독립성을 확대하여야 할 필요가 있다고 보여진다.

금융투자업자들의 펀드와 투자자에 대한 주의의무와 충실의무가 구체적으로 정의되어 있지 않아 보인다. 이는 상법상 이사들의 주의의무와 충실의무가 정확하고 의미있게 정의되지 않은 상황과 동일하여 보인다. 집합투자시장의 구조상 금융투자업자들과 투자자들의 이해상충상황이 좀더 심각하게 존재한다는 사실을 감안하여 금융투자업자들의 현실성 있는 충실의무범위의 정의가 필요하여 보인다.

투자설명자료에 펀드 운용에 대한 좀더 정확한 정보를 제공하는 개선안이 이행되면, 투자자들이 펀드의 적정운용에 대한 좀더 정확한 판단을 할 수 있을 것으로 기대되나, 운용사가 투자설명자료과 상충된 운용행위를 이행하는 경우, 투자자들이 운용사에 대한 책임을 추궁할 수 있어야 한다. 이는 운용사 및 판매사들이 투자자들에게 제공하는 투자설명자료 및 설명내용이 부실하거나 그를 위반하고, 그 사실이 관련 자본시장법 또는 금융소비자보호법을 위반하는 경우, 투자자들에게 그로 인하여 발생하는 손실의 배상권을 인정하여야 한다.

또한 사모펀드를 집합하여 관리하는 모펀드는 형행법상으로도 공모 펀드로 인정되어야 하나, 사모펀드로 운영하면서 공모펀드로 의무화된 증권신고서나 투자설명서를 작성하지 않고 증권을 발행하였으며, 감독원은 이러한 증권신고서 제출없이 공모발행한 증권에 대한 해제조치를 지시하지 않아 형행법 집행에 소극적이었는지 의문을 받을 수 있다.

판매사들은 개별 투자권유에 앞서 투자자들의 투자적합성을 판단하고 그를 근거로 투자권유를 하여야 함에도 불구하고, 그러하지 않은 상황들이 발견되고 보도되었으나, 감독기관은 판매사에 대한 징계를 결정하였을뿐 펀드투자권유자문

인력에 대한 징계에 대한 보도나 자료를 공개하지 않고 있어, 역시 이러한 불완전 판매행위에 대한 1선 방어대책에 효력이 있는지를 의심하게 하고 있다.

마지막으로, 투자자들이 고위험 금융상품에 판매한 사실만으로 금융투자업자의 위법행위 가능성에 대한 위험을 인정하였다거나 그러한 상품투자 사실 자체가 투자자의 과실로 인정되어서는 아니된다. 만약 투자자의 과실이 존재한다고 하여도, 금융투자업자의 고의성 위법행위로 발생한 투자손실에 대해 투자자의 과실을 근거로 과실상계의 원칙이 적용되는 것은 집합투자시장의 건전성 향상을 위해 바람직하지 않다고 판단된다.

이러한 개선안의 일부는 감독기관이 단독으로 이행하기는 어렵고, 입법부 및 사법부의 협조가 필요할 것으로 보인다.