법과 기업 연구 제8권 제2호

PEF의 법적환경과 그 성장에 따른 투자자보호 및 기업지배구조의 과제

윤 광 균*

Ⅰ. 들어가면서
Ⅱ. 집합투자의 개념, 종류 및 운용
Ⅲ. PEF의 법적 환경
Ⅳ. PEF의 투자전략
Ⅴ. 투자자보호와 기업지배구조 과제
Ⅵ. 마치면서

국문초록

근래 PEF(Private Equity Fund)가 급속히 성장·확산됨에 따라 금융정책상 관심의 대상이 되고 있고, 기업지배구조에도 변화를 초래할 것으로 보인다. PEF가 제도권금융 밖에서 자생적으로 성장해 왔으나 이제 규제의 대상이 됨에 따라 그 개념을 명확히 정의하는 문제가 제기된다. 우리나라는 자본시장법에서 이를 먼저 제도적으로 도입하면서 집합투자기구의 하나로 규율하고 있다. 자본시장법상 PEF에 대한 규제는 공모펀드에 대한 일반적인 규제를 대폭 완화하는 형식을 취하다보니 그 내용을 파악하기가 매우 어렵게 되어 있다. PEF가 원래 그림자금융 영역에서 시장의 필요에 의하여 발전해 온 것인 만큼 원칙적으로 시장규율과 계약원리에 맡기는 것이 바람직하며, 규제의 필요성이 있는 경우에도 목적을 명확히 하고 그에 맞추어 적정한 규제수단을 강구하여야 한다.

PEF 역시 타인의 돈을 관리하는 관계로 투자자보호의 문제가 있으나 전문투자자로 구성되는 만큼 가능한 한 사적자치에 맡기고, 다만 금융시스템관리 차원에서 최소한의 감독에 그쳐야 한다. PEF가 헤지펀드나 뮤추얼펀드와 달리 회사의 지배권을 확보하여

* 서강대학교 법학전문대학원 교수(변호사)

경영을 함에 따라 기업생태계의 변화를 불러올 수 있고, 금융의 산업지배 문제도 제기된다. 금융자원의 효율적 배분 등 국민경제적 관점에서 예의주시할 필요도 있다. 한편으로 PEF와 제도권금융의 경쟁을 통하여 금융혁신을 기대해 볼 수 있다.

• **핵심어** 사모집합투자기구, 집합투자, 뮤추얼펀드, 헤지펀드, 그림자금융, 투자전략, 금융혁신, 투자자보호, 기업지배구조

Ⅰ. 들어가면서

전통적인 제도권 금융 밖에서 소위 PEF(Private Equity Fund)가 급속히 성장·확산되고 있다. 이는 사모펀드로서 규제가 없는 그림자금융(shadow banking) 영역에서 새로운 투자기회를 포착한다. 같은 사모펀드로서 헤지펀드(Hedge Fund)와는 달리 PEF는 기업의 지배권을 확보하여 직접 경영에 참여하는 것을 투자전략으로 한다. PEF 역시 타인의 돈을 관리함에 따른 투자자보호 문제가 제기되며, 또 한편으로는 회사지배구조논의와 관련하여 관심의 대상이 된다.

원래 PEF는 사모펀드로서 규제영역 밖에서 자생한 것이나 근래 금융시스템관리 차원에서 감독당국의 관심을 받게 되었다. 그런데 우리나라에서는 제도적으로 PEF가 도입되었으며, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률('자본시장법')에서 '경영참여형 사모집합투자기구'로 정의하고, 집합투자에 관한 일반적인 규율의 틀내에서 그 규제를 완화하는 형식을 취하고 있다.

PEF를 법적 규제의 대상으로 함에 있어서는 그 개념을 명확히 할 필요가 있으며, 규제여부와 그 수단을 정함에 있어서는 PEF의 운용실태를 파악할 필요가 있다. 본 논문은 먼저 전반적인 집합투자의 맥락에서 PEF의 개념을 파악한 다음, 자본시장법상 PEF의 규제내용을 정리하면서 문제점을 짚어본다. 그리고 PEF의 투자전략과 관련하여 투자자보호의 측면과 기업지배구조변화의 측면에서 제기될 수 있는 과제들과 함께 규제의 필요성과 방향을 모색하여 본다.

II. 집합투자의 개념, 종류 및 운용

1. 뮤추얼펀드, 헤지펀드 및 PEF

Fund는 자금의 집합(pool)으로서 매우 유동적인 개념이다. 넓게는 각종 기금을 포함하며, 각종 회사나 재단법인 또는 조합도 하나의 자금의 집합체이다. 그러나 각종 기금은 그 자체 고유한 목적을 가지고 설립되며, 회사 등도 각종 사업목적을 가지고 활동한다. 그런데 제도화된 집합투자기구는 다른 회사나 각종 자산에 투자하여 수익을 얻는 것을 목적으로 하는 금융기구이다.

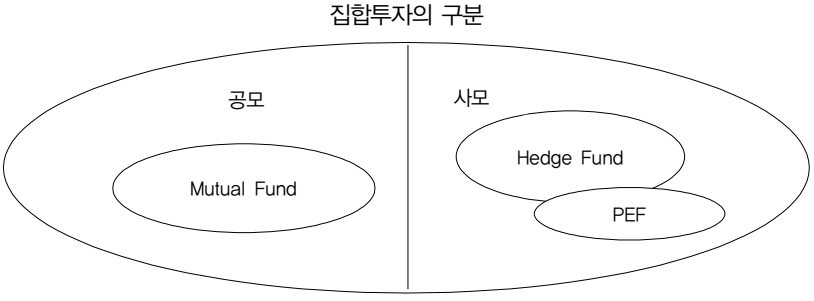
집합투자와 관련하여 업계에서 일반적으로 통용되는 개념들이 명확히 정립되어 있는 것은 아니며, 각종 펀드 사이의 경계도 분명하지 않다. 그런데 법적 규율의 대상으로서 집합투자기구 내지 펀드의 개념은 명확히 정의될 필요가 있다. 펀드는 자금의 모집 대상과 방법을 기준으로 공모와 사모로 구분된다. 공모펀드는 일반투자자를 대상으로 투자권유를 하여 자금을 모으는 반면, 사모펀드는 소수의 투자자로 구성되며, 대체로 전문투자자로 이루어진다. 공모펀드는 일반적으로 뮤추얼펀드(Mutual Fund)로 불리며, 이는 일반 투자자를 대상으로 하는 만큼 투자자보호를 위한 강한 규제가 이루진다.[1] 반면, 헤지펀드(Hedge Fund)는 사모펀드로서 전문적인 투자능력을 갖춘 소수의 투자자를 대상으로 하는 만큼 원칙적으로 사적자치에 맡겨져 있다. 헤지펀드는 그 운용에 있어서도 폭넓은 자율성이 부여되어 있으며, 이러한 자율성으로 인하여 금융환경의 변화에 따른 혁신적인 투자전략의 구사가 가능하고, 이는 높은 수익의 기회가 된다.[2] 사모펀드 중에서 특히 기업의 경영권을 확보한 후 구조조정 등을 통하여 기업가치를 높여 수익을 내는 것을 목적으로 하는 펀드를 PEF라고 한다.[3]

---

1) Robert C. Illig, *What Hedge Funds Can Teach Corporate America: A Roadmap For Achieving Institutional Investor Oversight,* 57 Am. U. L. Rev. 225, 312 (2007)("Mutual funds are governed primarily by the Investment Company Act of 1940, while mutual fund managers – also referred to as advisers – are governed by the Investment Advisers Act of 1940").

2) Hal S. Scott & Anna Gelpern, International Finance 21th ed., Foundation Press (2016), p.1169.

3) Illig, *op. cit.*, p.268("The term 'private equity fund' is a business term, not a legal one. Therefore, there is no one standard definition for this group of investors. However, the term is generally used to refer to a category of investment funds that seek to avoid regulation under various federal securities laws. Private equity funds also commonly seek to acquire control over a limited portfolio of corporations"); Jonathan Bevilacqua, *Convergence and Divergence; Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds*, 54 Buffalo L. Rev. 251, 260 (2006)("Unlike hedge fund advisers, private equity advisers concentrate fund assets in illiquid securities that do not actively trade in public



집합투자기구 내지 펀드는 그 성격과 운용방식에 따라 여러 종류로 분류되고, 독특한 이름으로 명명되고 있다. 위와 같은 분류 외에도, 분산투자 여부에 따라 분산형(diversified)과 비분산형(undiversified)으로 나뉘며, 투자대상회사의 경영에 적극 참여하는지 여부에 따라 수동형(passive)과 적극형(active)으로 나뉜다. 뮤추얼펀드는 통상 시장가격을 추종하는 수동적 전략을 취하나, 헤지펀드는 기업경영에 적극 간섭하기도 하며, 특히 PEF는 직접 경영에 참여한다. 펀드 중에서 단기 공사채에 자금을 운용하는 것을 Money Market Fund (MMF)라고 하며, 창업·벤처기업에 투자하는 펀드를 벤처자금펀드(venture capital fund)라고 한다.[4)]

뮤추얼펀드는 투자자를 지속적으로 모집하면서 환매를 허용하는 것을 환매형(open-ended fund)이라고 하며, 추가모집을 하지 않고 환매도 허용하지 않는 것을 환매금지형(closed-ended fund)이라고 한다. 환매금지형인 경우 통상 증권거래소에 상장시켜 지분의 2차적 거래가 이루어지도록 하며, 이를 상장펀드(Exchange Trading Fund, ETF)라고 부른다. 뮤추얼펀드라고 할 때에는 ETF를 제외하기도 한다.[5)]

전통적인 금융 내지 투자와 대비하여 집합투자의 장점은 투자의 대상으로 주식이나 채

---

markets. Many private equity advisers specialize in providing expansion capital for stable businesses, making leveraged buyouts, management buyouts, or turnarounds of under-performing companies. In these types of transactions, private equity advisers seek to create value by engaging in operational, managerial, and strategic changes to portfolio companies"); 임병철·김자봉, 『사모투자펀드(PEF) 활성화: 현황 평가와 향후 과제』, 한국금융연구원, 2006, 1면; 유서연, "사모투자전문회사(PEF)제도의 현황 및 개선 방안". 『YGBL』 제6권 제2호, 연세대학교 법학연구원 글로벌비즈니스와 법센터, 2014.12, 77면.

4) Seth C. Oranburg, *Bridgefunding: Crowdfunding and The Market for Entrepreneurial Finance*, 25 Cornell J. L. & Pub. Pol'y 397 (2015)은 private equity market에서 angel investors와 venture capital investors를 구별하여, 전자가 startup 기업에 대하여 초기단계에서 seed money를 공급하는 반면, 후자는 성장단계의 필요자금을 공급한다고 한다. 그리고 중간의 공백을 crowdfunding이 메워줄 필요가 있다고 주장한다.

5) Matthew Hudson, Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures, Wiley (2014), p.122("Mutual fund' refers to an open-ended pooled investment structure that is subject to significant regulatory oversight and invests in non-controlled positions in securities that satisfy the specified investment objectives").

권 외에 부동산, 인프라(infrastructure), 에너지 등 일반상품, 외환, 파생상품 등 다양한 자산을 포함한다는 것이다. 이러한 투자대상의 유형에 따라 펀드가 분류되기도 하며, 특히 부동산에 투자하는 펀드를 리츠(Real Estate Investment Trusts, REITs)라고 부른다. 펀드는 모자펀드(Feeder-Master Funds)의 형태로 중층구조를 취하기도 한다. 한편, 펀드의 소유주가 어느 국가인 경우 이를 국부펀드(Sovereign Wealth Fund)라고 하며, 국부펀드가 다른 나라의 기간산업에 투자하는 경우 안보의 문제가 제기되기도 한다.

집합투자에는 여러 참여자가 관여한다. 펀드 자체는 집합투자기구 단위로 설정되며, 그 운용은 별도의 운용자(manager)가 담당한다. 펀드를 설계하고, 투자자를 모집하며, 자금을 운용하는 자는 스폰서(sponsor)로 불리기도 하며, 금융투자회사, 전문운용사 등이 이를 담당한다. 펀드 설립 후에 이들은 운용자로 관여하며, 투자자문사(investment adviser)를 별도로 활용하기도 한다. 그 외에도 집합투자에는 신탁회사, 자산관리회사 등이 관여된다.

펀드는 크게 신탁형과 회사형으로 나뉜다. 신탁형은 독자적인 법인격을 갖지는 못하나 신탁법에 의하여 수탁자의 다른 재산과 구분관리되며, 그 수익증권이 집합투자자에게 판매된다. 회사형은 펀드 자체가 법인격을 가지고 권리·의무의 주체가 되며, 자신의 이름으로 법률행위를 한다. 다만, 일반사업법인과는 달리 자체의 사업을 하는 것이 아니라 단지 투자자금을 분리하는 기능만 하므로 명목상 회사(paper company)로 최소한의 조직으로 구성하고, 투자 등 자금운용은 별도의 외부운용자가 맡아 한다. 그 외에도 조합형태의 펀드가 있다. 조합은 법인격이 인정되지 않으므로 스스로 권리·의무의 주체가 되지 못하며, 그 재산은 조합원들의 공동소유가 된다.

집합투자의 여러 참여자들 간의 법적 규율도 기본적으로 일반적인 법제도에 따른다. 집합투자 역시 사적자치의 원칙에 따라 참여자들 사이의 계약이 주된 법률관계를 형성한다. 그리고 펀드의 종류에 따라 신탁형은 신탁법의 적용을 받으며, 회사형은 그 조직과 운영에 있어서 기본적으로 회사법의 적용을 받는다. 다만, 회사가 집합투자의 기구(vehicle)로서 이용될 뿐이라는 점에서 일부 규정이 적용되지 않거나 수정적용된다. 집합투자 역시 투자자와 운용자의 분리로 인하여 투자자보호 문제가 제기되며, 이에 대한 추가적인 규제가 필요하게 된다. 우리나라는 자본시장법에서 이를 규율하고 있다. 그리고 PEF는 기업의 지배권을 확보한 후 직접 경영을 담당하게 됨으로 인하여 회사법상 지배구조논의에서 관심의 대상이 될 수 있다.

펀드는 신탁형, 회사형 또는 조합형이냐에 따라 발행하는 증권의 종류가 다르고, 운용형태도 달라지게 된다. 그리고 조합형은 계약상의 지분을 매도하는 것이다. 회사형은 회사의

종류에 따라 지배구조와 자율성에 차이가 있다. 펀드를 설정함에 있어서는 투자자들의 성격과 운용전략에 따라 적합한 집합투자기구를 선택하게 된다. 집합투자기구의 선택에는 규제와 세금의 문제도 고려된다.

2. PEF의 구조와 운용

PEF가 증권 및 집합투자에 관한 규제를 벗어나 자유로운 영역에서 활동한다는 점에서는 헤지펀드와 동일하다.[6] 증권의 공모에 대하여는 일반투자대중을 보호하기 위하여 공시 등 규제가 이루어진다. 그런데 헤지펀드와 PEF는 소수의 전문투자자 등을 대상으로 자금을 모음으로써 그러한 규제를 피한다. 그리고 헤지펀드나 PEF 모두 전통적인 투자방식을 넘어서 투자의 지평을 넓히고 있다. 다만, 양자의 차이는 투자대상 내지 자산구성에 있다. 헤지펀드는 주식이나 채권 등 전통적인 금융상품뿐만 아니라 다양한 상품에 투자하고, 또한 다양한 투자전략을 구사하나 여전히 유동성이 높은 상품을 대상으로 단기적인 거래를 통하여 이익을 추구한다. 반면, PEF는 특정 기업을 매수하거나 이에 집중투자한 후 기업가치를 높여 이익을 취하는 투자전략을 취한다. 따라서 PEF의 법적 구조와 운용방식도 이러한 투자목적에 맞추어져 있다.[7]

PEF는 자본투자자와 전문운용자로 구성되며, 이는 통상 합자회사의 형태를 취한다. 즉, 자본투자자는 유한책임사원(Limited Partner, LP)으로 참여하고, 전문운용자는 무한책임사원(General Partner, GP)으로 참여한다.[8] 그리고 PEF의 운용은 GP가 담당하며, 별도의 전문운용사(manager)와 투자자문사(adviser)를 활용하기도 한다. PEF의 성공 여부는 GP의 역량에 달려 있으며, LP는 GP의 과거 실적 등을 보고 투자한다. GP의 핵심인력을 키맨

---

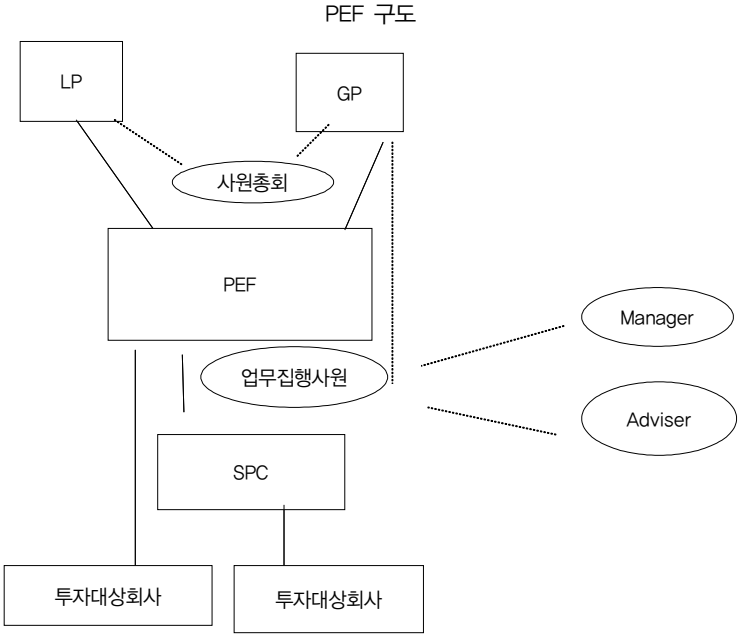
6) Kevin G. Bender, *Giving The Average Investor The Keys to The Kingdom: How The Federal Securities Laws Facilitate Wealth Inequality*, 15 J. Bus. & Sec. L. 1, 6 (2015)("There are three major kinds of private investment funds: hedge funds, private equity funds, and venture capital funds"); 박삼철 외, 『사모펀드 해설』, 지원출판사, 2015, 13면("'사모펀드'라는 용어는 헤지펀드, PEF, REF 등을 모두 포괄하는 상위개념의 용어다").

7) "그러나 헤지펀드는 규제를 받고 있는 금융시장에서 운용되고, 금융센터의 인프라를 이용하고, 투자전략을 이행하기 위해서 금융기관(은행 및 브로커)과 거래하기 때문에 결과적으로 간접적으로 규제를 받게 된다"(François-Serge Lhabitant, Hedge Funds (이종철 · 서정두 역, 『헤지펀드』), 이든디자인, 2008, 32면).

8) 그러나 GP의 책임을 한정하기 위해 GP 자체를 유한책임회사(LLC)의 형태를 취하기도 한다(Houman B. Shadab, *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*, 6 Berkeley Bus. L. J. 240, 249 (2009)); Hudson, op. cit., p.235("The general partner will usually be a subsidiary organization of the fund adviser or manager. It will have a legal structure (such as a limited liability company) which limits the liability of its owner(s)").

(key man)이라고 한다.

PEF는 투자대상기업을 발굴하여 투자를 한 후 통상 10년 내외의 장기간에 걸친 구조조정과 경영개선을 통하여 기업가치를 높인 후 재매각하고, 펀드의 해산과 청산과정을 거쳐 이익을 분배한다.[9] PEF는 대상기업의 지분을 직접 인수하기도 하지만 중간에 특별목적회사(Special Purpose Company, SPC)를 두고 이를 통하여 투자하기도 한다.



PEF의 특징 중 하나는 운용보수의 구조이다. 공모펀드로서 강한 법적 규제를 받는 뮤추얼펀드는 운용보수도 규제받으며, 통상 성과보수가 금지된다. 반면, 이러한 규제를 받지 않는 헤지펀드나 PEF는 운용보수도 계약자유의 원칙에 따라 정해진다. PEF를 운용하는 GP는 통상 2% 내외의 관리보수(management fee)와 함께 투자수익의 20%를 성과보수(carried interest)로 받는다. 성과보수는 능력있는 운용자를 PEF 업계로 끌어들이는 유인이 되고 있다.

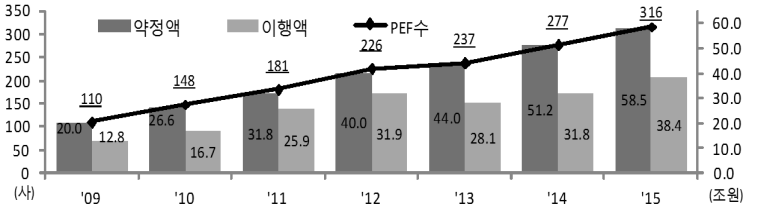
---

9) Jennifer Payne, *Private Equity and Its Regulation in Europe*, European Business Organization Law Review (2011) 12:559-585; Alexandros Seretakis, *A Comparative Examination of Private Equity in The United States and Europe: Accounting for The Past and Predicting The Future of European Private Equity*, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 613, 619 (2013)("Private equity is focused on creating value. By contrast, hedge funds pursue an investment strategy of finding value").

PEF는 회사 등 기업의 지배적 지분을 취득하여 적극적으로 경영참여하는 펀드이다. 어느 기업이 단순히 필요자금을 조달하기 위해서는 증권시장을 통하여 신주 또는 사채를 발행하거나 은행융자로 충당할 수 있다. 그런데 사업구조나 경영의 비효율성으로 인하여 위와 같은 자금조달이 어려울 경우 PEF가 등장하게 된다. PEF의 역할은 단순한 자금의 공급을 넘어 대상기업의 구조조정 등을 통하여 기업가치를 높이는데 있다. 따라서 PEF의 운용자는 이러한 능력도 갖출 것이 요구된다. 물론 단순히 기업승계과정에 참여하거나 기업매매를 통하여 차익을 취하기도 한다. PEF의 경영참여 정도는 대상기업의 성격과 투자전략에 따라 다르다. 기업인수(buy-out) 투자와 같이 경영권을 완전히 넘겨받는 투자도 있지만, 단지 재무적 투자와 경영자문에 그치는 경우도 있다.

근래 PEF는 세계적으로 그 수와 규모면에서 급속한 성장과 확산을 보이고 있으며[10], 우리나라도 근래 PEF의 설정과 투자실행이 다음 그래프에서 보는 바와 같이 지속적으로 성장하고 있다.

국내 PEF 주요 현황[11]



PEF의 성장과 확산은 새로운 과제를 던져주고 있다. PEF 투자자는 통상 연기금이나 금융기관 등 기관투자자이거나 고액자산가로서 스스로 투자판단능력과 위험감수능력을 갖춘 자들이므로 자율에 맡겨도 별 문제가 없다. 그런데 PEF의 자금규모가 대규모로 확대됨에 따라 국민경제에 미치는 영향도 예의주시하지 않을 수 없다. PEF는 제도권 금융시스템에서 벗어나 그림자금융을 이루고 있으며, 그 비공개성으로 인하여 전반적인 금융시스템과 기업생태계에 미치는 영향을 가늠하기가 쉽지 않다. 여기서 PEF에 대한 규제의 문제가 대

10) Seretakis, *ibid.,* p.615("Thirty-years after Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.('KKR') raised the first ever private equity fund to finance leveraged buyouts('LBOs'), private equity firms are now widely regarded as the new kings of capitalism"); 중국에서의 외국계 PEF의 침투와 중국내 PEF의 성장에 관하여는 Lawrence Zhan Zhang, *The Legal Environment for Foreign Private Equity Firms in China,* 16 Fordham J. Corp. & Fin. L. 839 (2011) 참조.

11) 금융감독원, 『경영참여형 사모집합투자기구 실무안내』, 2017, 15면 〈http://www.fss.or.kr〉.

두된다. 우리 자본시장법은 PEF를 경영참여형 사모집합투자기구로 명명하여 제도화함으로써 일정한 규율을 하고 있다. 이는 PEF의 모델을 제시하는 역할도 한다. 그 규제측면에서는 공모펀드인 뮤추얼펀드에 비하여 매우 완화되어 있다.

기업에의 장기적인 지분투자를 하는 펀드로는 자본시장법상의 PEF 외에도 여러 특별법에서 규율하는 다양한 형태의 사모펀드가 존재한다. 중소기업창업 지원법에서 "중소기업창업투자조합"을, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에서 "중소기업투자모태조합" 및 "한국벤처투자조합"을, 그리고 부동산투자회사법에서는 "부동산투자회사"[12]를 각각 규정하고 있다.[13] 이러한 특별법상 투자펀드들은 자본시장법상의 PEF와 명확히 구분되는 것은 아니며, 중복되기도 한다.[14]

Ⅲ. PEF의 법적 환경

1. 자본시장법의 규율

경영참여형 사모집합투자기구(PEF)도 기본적으로는 펀드의 일반적인 구조와 운용방식을 따른다. 다만, 사모(私募)로 자금을 모으고, 기업에의 경영참여를 통한 수익창출을 운용전략으로 삼는 점에 특징이 있다. 우리 자본시장법은 PEF를 집합투자의 한 범주로 규율하고 있다. 따라서 PEF의 법적환경을 이해하기 위해서는 펀드 일반에 대한 규율을 기초로 PEF에 대한 차별화된 규율을 파악해야 한다.

집합투자는 집합투자기구, 즉 펀드를 중심으로 하여 여러 참여자가 관여한다. 집합투자기구는 그 조직과 운영에 관하여 상법상의 회사 등 제도를 이용하므로 기본적으로 상법의 적용을 받는다. 다만, 일반 사업회사 등과는 달리 투자를 목적으로 하고, 그 투자는 전문운용자에 의하여 이루어지는 관계로 상법의 제도가 이에 맞추어 수정된다. 참여자들 간의

---

12) 박재홍, "사모투자전문회사의 제도 및 현황", 『BFL』 제63호, 서울대학교 금융법센터, 2014.1, 8면("미국에서 부동산펀드 일반을 지칭하는 리츠라는 용어가 우리나라에서는 부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사만을 지칭하는 용어로 사용되고 있다"); 박삼철 외, 앞의 책, 14면("우리나라에서는 부동산투자회사법에 의한 부동산펀드(부동산투자회사)를 '리츠(REITs)'로, 자본시장법에 의한 부동산펀드는 '부동산펀드' 또는 'REF'로 부르는 경우가 많다").

13) 그 외에도 기업구조조정투자회사법, 산업발전법, 해외자원개발사업법 및 여신전문금융업법에서도 일정한 형태의 투자펀드를 규율하고 있다.

14) 박재홍, 앞의 논문, 제18면('특별법상의 PEF들이 투자해야 하는 투자 대상들은 자본시장법상의 특별 집합투자기구 또는 PEF를 통해 투자가 가능했기 때문에 제도 단순화에 대한 아쉬움이 있다').

관계나 집합투자재산의 운용은 주로 계약관계로 이루어지며, 이에는 민법의 계약에 관한 규정이 보충적으로 적용된다. 집합투자는 일반적으로 다수의 투자자가 참여함으로써 투자자보호의 문제도 제기된다. 한편, 집합투자도 금융시스템의 일부로서 그 비중이 확대됨에 따라 금융시장의 안정과 금융자원의 효율적 배분이라는 정책적 문제가 제기되며, PEF의 성장과 확산은 회사의 지배구조와 관련하여 논란을 불러일으킬 것으로 보인다.

오늘날 펀드는 투자대상을 여러 분야로 확대하고 있으며, 금융혁신으로 새로운 투자전략도 끊임없이 개발되고 있다. 이러한 투자환경에 부응하기 위해서는 집합투자에 대한 규율도 최대한 자율성을 보장함으로써 전문운용자들이 혁신적인 투자대상을 찾고 투자전략을 개발함과 동시에 투자자들로 하여금 각자의 투자목적에 맞추어 최선의 선택을 하도록 하는 것이 바람직하다. 그러나 투자가 이루어지기 위해서는 최소한의 안전장치는 필요하다. 투자재산이 안전하게 보관·관리되어야 하며, 집합투자재산을 운용하는 자의 의무와 책임도 명확히 할 필요도 있다. 공모펀드인 뮤추얼펀드의 경우 이를 가능한 한 유형화하여 정형화하고, 나아가 투명성을 확보하여 투자자들의 합리적인 선택을 도와줄 필요가 있다. 제도화는 거래비용을 줄여준다. 반면, 사모펀드, 특히 PEF는 그 투자목적을 달성하기 위하여 보다 폭넓은 유연성과 자율성이 인정되어야 하며, 투자전략의 비밀유지도 필요하다. 집합투자에 대한 규제는 이러한 제반 사정을 균형있게 고려하는 것이어야 한다. 자본시장법은 증권의 모집·매출을 통한 직접투자를 공모와 사모로 나누어 규율하고 있는데, 간접투자인 집합투자에 대하여도 원칙적으로 같은 패턴으로 규율하고 있다.

(1) 집합투자의 구조와 규율

집합투자에 대한 규율은 집합투자기구의 설정, 투자자의 모집, 그리고 집합투자재산의 운용과 그 운용자에 대한 규율로 나누어 볼 수 있다. 자본시장법은 소위 뮤추얼펀드라는 공모펀드를 중심으로 규율하면서 사모펀드에 대하여 그 규제를 완화하는 형식을 취하고 있다.

먼저, 집합투자기구의 형태로는 ① 투자신탁, ② 투자회사, ③ 투자유한회사, ④ 투자합자회사, ⑤ 투자유한책임회사, ⑥ 투자합자조합 그리고 ⑦ 투자익명조합을 인정하고 있다(제9조 제18항). 그 중 ②부터 ⑤까지는 회사형으로 독자적인 법인격을 가지고 권리·의무의 주체가 된다. 즉, 펀드의 재산은 법인 소유가 되며, 투자자는 그 법인에 대한 지분을 가지게 된다. ①은 신탁형으로서 법인격은 인정되지 않으나 수탁자의 고유재산과 구분되

어 관리된다. 반면, ⑥ 투자합자조합은 법인격이 인정되지 않고, 그 재산은 조합원들이 지분비율로 공동소유한다. ⑦ 투자익명조합은 영업자와 익명조합원 사이의 단순한 계약관계이며, 재산의 소유권은 영업자에게 속하고 익명조합원은 영업자에 대하여 채권을 가지는 것에 불과하다.[15] 이러한 집합투자기구는 기본적으로 신탁법상의 신탁과 상법상의 각종 회사(합명회사는 제외) 및 조합 제도를 채용한 것으로 집합투자의 목적에 맞추어 일정한 변경을 가한 후 그 명칭에 각각 '투자'를 첨가하고 있다.

자본시장법 제5편 제2장에서는 각각의 집합투자기구에 대하여 규정하면서 상법의 일부 규정을 배제하거나 수정하고 있다. 예를 들어, "투자회사 등은 상근 임원 또는 직원을 둘 수 없으며, 본점 외의 영업소를 설치할 수 없"도록 하여(제184조 제7항) 단순히 투자기구로서의 역할만 하도록 하고, 집합투자재산의 운용은 집합투자업자가 법인이사나 업무집행자 등으로 참여하여 하도록 하고 있다(제198조 등). 상법은 "회사가 다른 회사의 무한책임사원이 되지 못한"다고 규정하고 있으나(상법 제173조), 자본시장법은 투자합자회사에 대하여 그 적용을 배제함으로써 회사 형태의 집합투자업자도 투자합자회사의 무한책임사원으로서 업무집행을 할 수 있도록 하고 있다(제214조). 그리고 상법상의 각종 회사들에 대한 법원의 감독권한을 금융위원회로 이관하고 있다(제206조 등).

각종 집합투자기구는 투자자에게 집합투자증권인 수익증권이나 주식 또는 지분을 발행하여 자금을 모은다. 자본시장법은 일반투자대중을 상대로 이러한 증권을 판매하는 것을 규율하고 있다. 즉, 자본시장법은 50인 이상을 상대로 증권을 발행하거나 매도하는 경우 이를 "모집" 또는 "매출"이라고 하여(제9조 제7항, 제9항) 엄격한 규제를 한다. 50인을 산정함에 있어서는 전문투자자 등 일정한 자는 제외한다. 집합투자업자나 집합투자기구가 집합투자증권을 모집·매출함에 있어서도 금융위원회에 증권신고서를 제출하여야 하며, 투자자에게 투자설명서를 교부하여야 한다(제119조, 제124조). 반면, 49인 이하를 상대로 집합투자증권을 발행하는 한 이는 "사모"로서(제9조 제8항) 모집·매출의 규제를 받지 않는다.

집합투자기구는 전문운용자인 집합투자업자가 운용한다(제6조 제1항 제3호). 자본시장법은 집합투자업을 금융투자업의 하나로 규율하며, 집합투자업자는 이러한 집합투자업을 영위하는 자이다(제8조 제4항). 집합투자업을 포함하여 금융투자업을 영위하기 위해서는 원칙적으로 일정한 요건을 갖추어 금융위원회로부터 인가를 받아야 한다(제11조). 그리고

15) 상법 제79조. 대법원은 "익명조합의 경우에는 익명조합원이 영업을 위하여 출자한 금전 기타의 재산은 상대편인 영업자의 재산으로 되는 것이므로 그 영업자는 타인의 재물을 보관하는 자의 지위에 있지 않고, 따라서 영업자가 영업이익금 등을 임의로 소비하였다고 하더라도 횡령죄가 성립할 수는 없다"고 한다(대법원 2011. 11. 24. 선고 2010도5014 판결).

금융투자업자는 경영건전성 기준을 유지하고, 각종 영업행위규칙을 준수하여야 한다(제2편 제3장, 제4장). 그런데 자본시장법은 전문사모집합투자업에 대하여는 인가 대신에 '등록'으로 그 규제를 완화하고 있으며(제11조, 제249조), PEF에 대하여는 집합투자업자가 아닌 자도 운용자로 참여할 수 있도록 허용하고 있다.

자본시장법은 집합투자기구를 그 투자대상의 종류에 따라 ① 증권집합투자기구, ② 부동산집합투자기구, ③ 특별자산집합투자기구, ④ 혼합자산집합투자기구 그리고 ⑤ 단기금융집합투자기구로 구분하고 있다(제229조). 각 유형의 집합투자기구는 투자대상에 제한을 받으며, 증권집합투자기구의 경우 재산의 50% 이상을 증권에 투자하여야 한다. 혼합자산집합투자기구는 그러한 제한을 받지 않는 집합투자기구이다. 이러한 집합투자기구는 환매형을 원칙으로 하고, 환매금지형은 존속기간을 정한 집합투자기구에 대하여만 인정하고 있다(제230조). 환매금지형의 경우에는 투자자에게 환금성을 보장하기 위하여 그 집합투자증권을 증권시장에 상장하여야 한다(제230조 제3항). 환매형은 개방형(open-ended)이라고도 하며, 지속적으로 투자자를 모집하면서 환매도 허용하는 펀드이다.[16] 특수한 집합투자기구로서 모자형집합투자기구(Feeder-Master Fund)도 있다(제233조).

집합투자재산의 운용에 관하여도 여러 규제가 있다. 각각의 집합투자기구는 자산총액의 10%를 초과하여 동일종목의 증권에 투자할 수 없다. 그리고 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 10%를 초과하여 취득할 수 없으며, 동일한 집합투자업자가 운용하는 펀드들의 총액을 기준으로 동일법인 등의 지분을 20% 이상 취득할 수 없다(제81조 제1항). 이는 위험의 집중을 방지하고, 펀드의 산업지배를 방지하기 위한 장치이다. 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하는 것도 원칙적으로 금지된다(제83조).

자본시장법은 집합투자업자의 운용보수에 대하여도 규제하고 있으며, 성과보수는 원칙적으로 금지된다(제86조 제1항). 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권은 집합투자업자가 행사하게 되나 계열회사 등 일정한 관계가 있는 경우 결의내용에 영향을 미치지 않도록 그림자투표(shadow voting)를 하여야 한다(제87조).

이상과 같은 자본시장법상의 규율은 원칙적으로 공모펀드, 즉 뮤추얼펀드를 대상으로 하며, 사모펀드에 대하여는 일부 규정의 적용을 배제하는 등 달리 규제하고 있다. 사모펀드는 헤지펀드와 PEF로 나뉘어 달리 규율된다.

---

16) 상법상 주식회사의 주주는 신주인수권을 가지나(상법 제418조 제1항), 자본시장법은 투자회사에 대하여 그 적용을 배제함으로써(자본시장법 제206조 제2항) 새로운 투자자에게 자유로이 신주를 발행하여 자금을 모을 수 있도록 하고 있다.

(2) 헤지펀드와 PEF의 규제

원래 사모펀드는 법적 규제를 피하여 자생적으로 활동하는 펀드이다. 사모펀드가 시장에서 헤지펀드(Hedge Fund)로 불리게 된 것은 증권을 매수하여 보유하다가(long position) 가격상승시 매도하여 차익을 취할뿐만 아니라 각종 헤지(hedge) 수단을 이용하여 시장의 변동성과 상관없이 절대적 수익을 추구하는 전략을 취하는데서 연유하는 것으로 알려져 있다. 그러나 오늘날 헤지펀드는 그 이름에 불구하고 규제를 받지 않는 사모펀드 일반을 지칭한다. 그런데 우리 자본시장법은 사모펀드에 대하여도 이를 제도화하여 일정한 규율을 하고 있다. 이는 여러 정책적 고려에서 한 것으로 보이나, 규제의 목적이 분명하지 않으며, 규제방법의 타당성과 적정성이 의문시되는 부분도 없지 않다.

일반적으로 사모펀드는 규제영역 밖의 펀드를 의미하고, 따라서 이는 기업의 지배권을 확보하여 경영에 적극적으로 참여하는 투자도 포함한다. 그런데 우리 자본시장법은 경영참여형 사모펀드(PEF)를 구분하여 별도로 규율하고 있다.[17] 자본시장법은 49인 이하의 투자자를 대상으로 집합투자증권을 발행하는 집합투자기구를 사모집합투자기구로 정의하면서, 그 중 "경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사인 사모집합투자기구"를 경영참여형 사모집합투자기구라고 하고, 이를 제외한 사모집합투자기구를 전문투자형 사모집합투자기구라고 하여 구분한다(제9조 제19항).[18] 전자가 일반적으로 말하는 PEF에 해당하며, 후자는 소위 헤지펀드(Hedge Fund)이다. 헤지펀드는 전문사모집합투자업자 등 집합투자업자가 운용하나, PEF는 집합투자업자가 아닌 자도 설립하여 운용할 수 있다.

자본시장법은 "전문사모집합투자업을 영위하는 자"를 전문사모집합투자업자라고 하고(제9조 제29항), 앞서 본 바와 같이 전문사모집합투자업자에 대하여는 인가가 아닌 등록만으로 영업할 수 있도록 하고 있다(제11조, 제249조). 전문사모집합투자업자로 등록하기 위해서는 주식회사이거나 일정한 금융회사이어야 하며, 20억 원 이상의 자기자본을 갖추어야 한다(제249조의 3). 전문사모집합투자업자는 별도로 투자매매업이나 투자중개업의 인가를 받지 않고도 자신이 운용하는 헤지펀드의 증권을 판매할 수 있다(제7조 제6항 제3호). 뮤

17) 박종철, "자금조달기능으로서의 PEF제도의 현황 및 개선방안", 『상사판례연구』 제27집 제4권, 한국상사판례학회, 2014.12, 215면("PEF에 대한 부정적 시각과 사회적 공감대의 미성숙 등으로 인하여 정책당국은 규제가 거의 없는 외국 사례와는 다르게 다양한 형태의 규제가 가미된 PEF제도를 법제화하였다").

18) 자본시장법이 경영참여형 사모집합투자기구를 "경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등"을 목적으로 하는 펀드로 정의하고 있지만 그 구체적인 규율에 있어서는 투자대상회사의 10% 이상의 지분을 취득하는 등 지배권 확보가 가능한 투자를 요구할 뿐 그 경영방식을 규율하는 것은 아니다(제249조의 12).

추얼펀드의 설정·설립시 금융위원회에 사전등록을 하여야 하나(제282조), 헤지펀드의 경우 사후보고로 완화되어 있다(제249조의 6 제2항). 그리고 헤지펀드는 투자한도의 제한이 없으며, 투자대상의 종류별로 구분할 필요도 없다(제249조의 8에서 제81조, 제229조 등의 적용을 배제하고 있다). 따라서 특정회사의 지분을 10% 초과하여 취득하는 것도 가능하다. 반면, 헤지펀드는 적격투자자를 상대로만 자금을 모을 수 있는데, 그 수에는 제한이 없다. 적격투자자는 일정한 전문투자자와 1억 원 이상의 투자자로 한정하고 있다(제249조의 2).

헤지펀드는 성공보수 규제를 받지 않으며(제86조 제1항 단서), 집합투자규약에 따라 투자자에 대한 손익분배 또는 손익순위 등도 정할 수 있다(제249조의 8 제7항). 헤지펀드도 그 재산의 운용이 완전히 자유로운 것은 아니다. 차입은 자기자본의 400% 이내로 제한되며(제249조의 7 제1항), 재산의 운용 현황, 금전차입의 현황 등을 금융위원회에 보고하여야 한다(제249조의 7 제3항).

한편, PEF는 앞서 본 여러 투자기구 중에서 투자합자회사 형태로 한정하고 있다(제9조 제19항). 이는 상법상의 합자회사를 기본으로 하며, PEF의 투자목적에 맞추어 수정한 것이다.[19] 상법상 합자회사는 무한책임사원과 유한책임사원으로 구성되며, 법인격이 인정된다. 이러한 골격은 PEF도 유지하고 있다. 자본시장법은 PEF 중에서 특수한 유형으로 "기업재무안정" PEF 및 "창업·벤처전문" PEF를 별도로 구분하여 특례규정을 두고 있다(제249조의 22, 제249조의 23).

종래 직접금융의 규제는 증권의 공모, 즉 50인 이상을 상대로 증권을 모집·매출하는 경우 공시의무를 부과하는 것을 내용으로 하였으며, 집합투자 역시 공모펀드를 규제의 대상으로 하였다. 헤지펀드나 PEF는 사모펀드로서 이러한 규제영역 밖에서 활동하는 것이었으나, 이들도 전체 금융시스템과 국민경제에서의 비중이 커지다보니 규제당국의 관심을 받게 되었다. 그런데 헤지펀드나 PEF를 규제대상으로 하기 위해서는 그 개념과 범위를 분명하게 할 필요가 있으나, 앞서 본 자본시장법상의 정의만으로는 반드시 명확하다고 할 수 없다. 그리고 자본시장법의 정의대로 사모집합투자기구, 즉 사모펀드 중에서 경영참여형 사모집합투자기구(PEF)를 제외한 것을 전문투자형 사모집합투자기구(헤지펀드)라고 정의함으로써 모든 사모펀드가 규제의 대상으로 포섭된다. 규제의 영역 밖에서 창의적이고 혁신

19) 자본시장법이 투자합자회사에 대하여 '특별한 규정이 없는 한 합자회사에 관한 규정을 적용한다'고 규정하고 있지는 않으나, "집합투자기구는 이 법에 특별히 정한 경우를 제외하고는 「상법」 및 「민법」의 적용을 받는다"고 규정하고(제181조), 투자합자회사의 경우 상법상의 합자회사에 관한 규정의 일부를 적용배제하거나 수정하고 있음을 볼 때(제217조) 상법상의 합자회사를 기본으로 하고 있음을 알 수 있다.

적인 사모펀드가 자생할 수 있는 토양이 없어진 것이다.

(3) PEF의 설립과 운용

자본시장법상 제도화된 PEF는 투자합자회사 형태로만 허용된다. 자본투자자는 유한책임사원으로 참여함으로써 업무집행에는 관여하지 않는 대신에 책임은 출자액을 한도로 한다. 반면, 전문운용자는 무한책임사원으로 참여하여 투자결정 등 펀드를 운용하면서, 펀드의 채무에 대하여 무한책임을 진다. 합자회사는 법인격을 가지고 권리·의무의 주체가 되지만, 주식회사에 비하여 그 조직과 운영에 있어서 폭넓은 자율성이 인정되고 있다.[20] 이는 PEF 참여자들의 다양한 요구를 수용할 수 있게 한다.[21]

자본시장법은 경영참여형 사모집합투자기구의 사원을 1인 이상의 무한책임사원(GP)과 1인 이상의 유한책임사원(LP)으로 구성하되, 사원의 총수를 49명 이하로 제한하고 있다. 이는 증권의 공모와 사모를 구분하는 기준이다. 유한책임사원은 적격투자자, 즉 전문투자자와 1억 원 이상의 투자자로 제한하고 있으며, 49명을 산정함에 있어서는 일정한 전문투자자를 제외한다. 다만, 다른 펀드가 10% 이상의 지분으로 참여하는 경우 그 다른 펀드의 투자자 수를 합산한다(제249조의 11). 단지 공모규제를 피하기 위하여 중층 구조의 펀드들을 구성하는 것을 막기 위함이다. 같은 사모펀드이면서 헤지펀드에 대하여는 적격투자자인 한 그 수를 제한하고 있지 않는데 PEF에 대하여는 비록 일정한 전문투자자는 산정에서 제외하지만 그 수를 49인으로 제한하는 것은 차별의 이유가 분명하지 않다.

PEF 운용은 합자회사의 조직원리에 따라 무한책임사원이 업무집행사원으로 업무집행을 한다(제249조의 14 제1항).[22] 자본시장법은 이러한 업무집행사원으로서의 무한책임사원에 대하여는 일정한 요건을 갖추어 금융위원회에 등록하도록 하고 있다(제249조의 15). 그 요

---

20) 상법은 합자회사에 관하여 특별히 규정하고 있지 않은 사항에 대하여는 합명회사에 관한 규정을 준용하도록 하고 있는데(제269조), 대법원은 "합명회사의 내부관계에 관한 상법 규정은 원칙적으로 임의규정이고, 정관에서 상법 규정과 달리 정하는 것이 허용된다"고 판시하고 있다(대법원 2015. 5. 29. 선고 2014다51541 판결); 윤희웅·이진국, "사모투자회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점", 『BFL』 제10호, 서울대학교 금융법센터, 2005.3, 18면("유한책임사원은 정관의 규정에 의하여 업무집행권을 인정받은 경우에만 예외적으로 의결권을 가질 수 있다").

21) Shadab, *op. cit.*, p.249("The wide-ranging flexibility of the law of limited partnerships, LLCs, and other forms of uncoporate governance serves as a virtually blank slate upon which hedge funds may write their operating agreements").

22) 상법 제273조는 "무한책임사원은 정관에 다른 규정이 없는 때에는 각자가 회사의 업무를 집행할 권리와 의무가 있다"고 규정하고 있으나, 자본시장법 제249조의 14 제1항은 "경영참여형 사모집합투자기구는 정관으로 무한책임사원 중 1인 이상을 업무집행사원으로 정하여야 한다"고 규정하여 업무집행을 담당하는 GP를 정관에서 명확히 정하도록 하고 있다.

건에는 1억 원 이상의 자기자본과 2명 이상의 운용인력을 갖추는 것이 포함되어 있다. 일반적으로 집합투자는 집합투자업자가 운용하는 것을 전제로 하고 있으며, 집합투자업 내지 집합투자업자는 각각 금융투자업 및 금융투자업자의 하나로 강한 규제를 받는다. 다만, 앞서 본 바와 같이 전문사모집합투자업에 대하여는 별도로 정한 요건을 갖춘 등록만으로도 할 수 있도록 하고 있다(제249조의 3). 그런데 PEF에 대하여는 집합투자업자가 아닌 자도 운용자로 참여를 허용하고 있다. 물론 일반 집합투자업자의 참여가 금지되는 것은 아니므로, 이들도 GP로 참여한다. 그래서 현재 금융투자업자뿐만 아니라 전문운용사 등 다양한 부류가 PEF의 운용자로 참여하고 있으며, 그 현황은 다음과 같다.

유형별 업무집행사원 현황[23]

(단위: 개, %)

GP	준비기		도약기		성장기	
	'05말	'07말	'08말	'11말	'12말	'15말
전문운용사 (비 중)	7 (50.0)	17 (48.6)	23 (47.9)	58 (46.8)	69 (48.9)	94 (56.2)
금융회사 (비 중)	7 (50.0)	13 (37.1)	17 (35.4)	44 (35.5)	46 (32.6)	41 (24.6)
창투계 회사 (비 중)	- -	5 (14.3)	8 (16.7)	22 (17.7)	26 (18.4)	32 (17.9)
총 계	14	35	48	124	141	167

PEF는 "경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등"을 목적으로 기업에 투자하는 펀드이다. 자본시장법은 PEF가 이러한 목적에 부합하도록 자금운용에 관하여 일정한 규제를 한다. PEF는 "다른 회사의 의결권 있는 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상이 되도록 하는 투자" 또는 "임원의 임면 등 투자하는 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력 행사가 가능하도록 하는 투자"를 하여야 한다(제249조의 12 제3항). 그리고 2년 이내에 펀드재산의 50% 이상을 경영참여형 투자로 집행하여야 한다. PEF는 존속기간이 15년 이내로 제한되며(제249조의 10 제1항 제5호), 차입이나 채무보증도 일정한 사유가 발생하는 경우에, 그것도 10% 이내에서만 할 수 있다(제249조의 12 제7항).

PEF는 대상회사에 직접 투자하는 것뿐만 아니라, 중간에 투자목적회사(SPC)를 설립한 후 이를 통하여 투자하는 것도 가능하다. 그리고 2중의 SPC 설립도 허용된다. 투자목적회

23) 금융감독원, 앞의 자료, 16면.

사는 명목상 회사로 설립되어야 하며, 주식회사 또는 유한회사 형태로만 가능하다(제249조의 13). 투자목적회사에 대하여는 PEF 외에도 투자대상회사의 임원 또는 대주주나 그 밖의 일정한 자도 주주 또는 사원으로 참여할 수 있다. 이는 대상회사의 기존 경영진이나 지배주주를 참여시킴으로써 그들의 경험과 기술을 활용하고, 경영의 영속성을 유지할 수 있게 한다. 자본시장법은 PEF 자체의 차입은 위와 같이 제한하고 있으나, SPC에 대하여는 자기자본의 300%까지 허용함으로써(제249조의 13 제3항) 레버리지(leverage) 투자가 가능하도록 하고 있다.[24] PEF는 투자대상회사별로 SPC를 설립함으로써 대상회사의 특성에 맞추어 투자할 수 있다.

PEF는 다른 회사의 지배권을 확보한 후 구조조정을 통하여 기업가치를 높임으로써 투자수익을 얻는 것을 목적으로 한다. 구조조정은 회사법의 틀 속에서 이루어지며, 분할, 합병, 영업양도 등 제도를 이용하여 사업구조조정을 하고, 다양한 종류의 주식과 사채의 발행으로 자본재구성을 하여 경영합리화를 도모한다. 이는 인수합병(M&A), 차입매수(LBO), 경영자에 의한 매수(MBO) 등에서 일반적으로 활용되는 전략을 포함한다.

PEF는 투자대상회사의 지배적 지분을 취득하는 투자를 한다. 주로 비상장회사를 투자대상으로 삼으나 상장회사를 투자대상으로 하기도 한다. 상장회사의 경우 지배주식을 취득하여 폐쇄기업화한다(going private transaction). 이는 대상회사 지배주식의 거래를 수반하며, 자본시장법상 다른 규제와 관련된다. 주권상장법인인 투자대상회사의 주식 등을 5% 이상 취득하는 경우 대량보유보고의무(5%룰, 제147조)가 따르며, 공개매수(tender offer)를 하는 경우 공개매수규제도 받게 된다(제133조). 그리고 10% 이상 지분을 소유하는 주요주주에 적용되는 내부자거래규제도 받는다(제174조).

자본시장법은 PEF에 대하여도 명목상 회사만 허용한다.[25] 따라서 무한책임사원(GP)이 PEF의 업무집행을 담당하지만, 그 구체적인 업무집행은 별개의 법인인 GP의 조직과 인력에 의존할 수밖에 없다. 이는 합자회사에 관한 상법상의 규율 외에 추가적인 계약관계를 필요로 한다.

PEF는 합자회사 형태를 취함으로써 사원들 내부관계는 상당한 자치가 허용된다. 투자손익의 분배와 GP의 운용보수에 관하여 사원 간의 협의에 의한 약정이 가능하며, 자본시장

24) 송종준, "PEF와 M&A: LBO의 구조와 법적 문제", 『금융법연구』 제2권 제1호, 한국금융법학회, 2005.9, 84면은 '투자목적회사의 차입한도를 획일적으로 제한하는 것은 내외국 PEF에 대한 역차별 문제가 나타날 수 있고, 궁극적으로 국내 PEF에 의한 LBO의 활성화가 저해될 소지가 있다'고 한다.

25) 제249조의 20(경영참여형 사모집합투자기구에 대한 특례)에서 투자회사 등을 페이퍼컴퍼니로만 설립할 수 있도록 한 제184조 제7항의 적용을 배제하지 않고 있다.

법은 이를 명시하고 있다(제249조의 14 제3항, 제11항). PEF의 재산에 대하여는 신탁업자에게 의무적으로 위탁하도록 함으로써 별도로 안전하게 보관·관리되도록 하고 있다.[26] 그리고 자본시장법은 업무집행사원의 충실의무를 규정하고 있으며, 행위준칙을 제정하여 금융위원회에 보고하도록 하고 있다(제249조의 14 제5항, 제7항).

PEF에 투자한 집합투자자의 이익은 합자회사에 관한 상법의 규정, 자본시장법상의 안전장치, 그리고 정관과 개별적 계약에 의하여 보호된다.

자본시장법은 더 나아가 여러 감독과 제재 수단을 마련하고 있다. 금융위원회는 투자회사 등에 대하여 필요한 조치를 명할 수 있으며, 금융감독원은 검사권한을 가지고 있다(제252조). 금융위원회는 일정한 경우 PEF의 해산이나 업무정지, 계약의 인계명령 등을 할 수 있으며, 업무집행사원이나 그 임직원에 대하여 해임요구 등 인사적 제재도 할 수 있다(제249조의 12). 그리고 PEF의 업무집행사원이 등록을 하지 않거나 PEF의 설립을 보고하지 않은 경우 형사처벌도 가능하다(제445조 제32의 2항, 제446조 제43항). 업무집행사원 등이 법령을 위반하거나 계약을 위반하여 투자자에게 손해를 발생시킨 경우 민사적 책임이 따르는 것은 물론이다.

자본시장법상 PEF에 대한 규제방식이 공모펀드에 대한 규제를 완화하여 적용하는 형식을 취하다보니 그 규제내용을 파악하기가 매우 어렵게 되어 있다. 그리고 규제목적이 분명하지 않은 것이 있으며, PEF의 본래적 성격과 조화하기 어려운 것도 있다. 헤지펀드와 PEF는 원래 규제가 없는 사모펀드로서 자생적으로 성장해온 만큼 이에 대하여 어떤 규제의 필요성이 있더라도 별도의 규제체계로 접근하는 것이 바람직하다. 그 규제의 목적과 수단이 공모펀드에 대한 규제와 사뭇 다를 수 있기 때문이다.

PEF에 관하여 금융감독당국에 검사 등 포괄적인 감독권한을 부여한 것은 자칫 과도한 감독을 초래하고, PEF의 성장을 위축시킬 수 있다. 특히 PEF의 해산 등이나 업무집행사원 또는 그 임직원의 해임요구 등의 권한은 사적자치의 영역에 대한 과도한 행정개입이 될 수 있다. 그리고 행정규제나 형사벌의 대상으로 삼으려면 그 대상과 범위를 명확히 할 것이 요청되나 앞서 본 바와 같이 헤지펀드와 PEF에 대한 자본시장법상의 정의만으로는 그 대상을 한계짓기가 쉽지 않다.

근래 제도권금융 밖의 소위 그림자금융이 확대되고 있다. PEF 역시 그림자금융영역에서 자생적으로 발전해 온 것이다. 규제를 강화하게 되면 PEF가 규제가 없는 영역으로 도피하

26) 제249조의 20(경영참여형 사모집합투자기구에 대한 특례)에서 집합투자재산의 의무적 위탁에 관한 규정인 제184조 제3항의 적용을 배제하지 않고 있다.

여 변형된 형태로 활동할지 모른다. PEF에 대한 규제의 필요성이 있더라도 먼저 규제의 목적을 명확히 하고, 이에 적합한 수단을 채용하여야 할 것이다. PEF가 금융시스템과 국민경제에 미칠 영향을 가늠하기가 어려운 현 상황에서는 펀드자체에 대한 규제보다는 그 운용자를 대상으로 하고, 또한 필요한 정보를 수집하는 선에서 감독을 하면서 향후 추이를 지켜보는 것도 하나의 방법일 것이다.

2. 미국 및 EU의 규율

미국과 EU에서도 해지펀드와 PEF는 사모펀드로서 규제영역 밖에 있었으나, 근래 이에 대한 규제를 시작하였으며, 그 규제는 운용자를 대상으로 하고 있다.

미국의 집합투자에 관한 규율은 1933년 증권법(Securities Act)과 1940년 투자회사법(Investment Company Act) 및 1940년 투자자문사법(Investment Advisers Act)이 관련된다.[27] 증권법은 일반대중을 상대로 증권을 공모하는 경우 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)에 증권신고서를 제출하도록 하고, 적법한 투자설명서를 사용하도록 하고 있다. 집합투자증권을 공모로 판매하는 경우에도 위와 같은 증권법의 규율을 받는다. 그러나 사모의 경우에는 그와 같은 규제를 받지 않는다.[28] 증권법은 공모(public offering)를 명확히 정의하지 아니하고 해석에 맡기고 있으며, SEC는 규정으로 일정한 기준을 제시하고 있다. 투자회사법은 집합투자기구 내지 펀드를 규율하는데, 일정한 제한된 수의 투자자를 상대로 하거나 적격투자자만을 상대로 펀드를 모집하는 경우 그 적용을 면제하고 있다. 즉, 투자자의 수가 100인 미만이거나, 일정한 적격투자자만을 대상으로 하고 모집광고를 하지 않는 경우에는 투자회사법의 적용을 면제한다.[29] 증권법은 'accredited investor'를 대상으로 하는 경우, 그리고 투자회사법은 'qualified purchaser'를 대상으로 하는 경우 각각 그 수에 관계없이 등록을 면제한다. 따라서 헤지펀드나 PEF가 위의 두 요건

27) Bender, *op. cit.*, p.12("In addition to qualifying for an exemption from Securities Act registration, private investment funds must also qualify for an exemption from the Investment Company Act").

28) Securities Act of 1933 Sec. 4(a)(2).

29) Investment Company Act Of 1940 Sec. 3(c) Notwithstanding subsection (a), none of the following persons is an investment company within the meaning of this title: (1) Any issuer whose outstanding securities (other than short-term paper) are beneficially owned by not more than one hundred persons and which is not making and does not presently propose to make a public offering of its securities. --- (7)(A) Any issuer, the outstanding securities of which are owned exclusively by persons who, at the time of acquisition of such securities, are qualified purchasers, and which is not making and does not at that time propose to make a public offering of such securities.

을 모두 충족하는 경우에는 수에 제한없이 증권법과 증권투자회사법의 적용을 받지 않고 투자자를 모집할 수 있다.[30] 이와 같이 규제에서 제외되는 사모펀드는 투자대상과 투자전략에 있어서 자유롭고, 성과보수도 지급할 수 있다. 한편, 투자자문사법은 펀드 운용자를 규율하는데, 과거에는 자문대상자가 15인 미만인 경우 그 적용을 면제하였으나, 2010년 Dodd-Frank Act에 의하여 헤지펀드의 운용자는 투자자 수에 상관없이 등록을 하여야 한다. 다만, 150백만 달러 이하의 자산을 운용하는 경우 등록하지 않아도 된다.[31] 이들은 증권중개업자나 증권매매업자에도 해당되지 않으며, 투자자 수를 500명 미만으로 함으로써 증권거래법의 규제도 피한다.[32]

한편, EU 차원에서는 2010년 대체투자펀드운용자지침(Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFM Directive)이 헤지펀드 운용자를 규율하며, 그 규율은 PEF의 운용자에게도 미친다. 다만, 운용자산이 일정금액 이하인 경우 면제된다.[33] Dodd-Frank Act와 AIFM Directive에 의한 헤지펀드 및 PEF의 운용자에 대한 규제는 근래 금융위기를 겪은 후 도입된 것으로, 투자자보호보다는 금융시스템에 대한 영향을 관리하기 위한 차원에서 추가되었다.[34]

---

30) Securities Act 상의 'accredited investor'는 주거용 주택을 제외한 자산이 1백만 달러를 초과하거나, 연 수입이 20만 달러(부부합산으로 30만 달러)를 초과하는 사람을 말하며, Investment Company Act의 'qualified purchaser'는 투자자산이 5백만 달러 이상인 사람을 말한다; Bender, *op. cit.*, p.13("Section 3(c)(7), which imposed no cap on the number of beneficial owners, ultimately made the Section 3(c)(1) exemption irrelevant").

31) John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale & M. Todd Henderson, Securities Regulation 13th ed., Foundation Press (2015), p.48.

32) Bevilacqua, *op. cit.*, p.267("Another exclusion from registration shared by private equity funds and hedge funds involves broker and dealer registration under the Exchange Act. Both types of funds are not considered brokers because they are not 'engaged in the business of effecting transactions in securities for the accounts of others.' In addition, both types of funds are not considered dealers, because they fall under the 'trader exception' which exempts funds that do not buy and sell securities as part of a regular business. Furthermore, both types of funds limit the number of owners to fewer than 500 because Section 12(g) and Rule 12g-1 of the Exchange Act require issuers 'having 500 holders of record of a class of equity security --- and assets in excess of $10million' to register the security").

33) "The Directive grants an exemption to AIFMs managing AIFs whose assets under management do not exceed €100million. It also exempts AIFMs managing unleveraged AIFs that grant investors no redemption rights for a period of five years and whose assets do not exceed €500million"(Seretakis, *op. cit.*, p.656).

34) Seretakis, *ibid.*, p.658은 헤지펀드와 PEF의 운용자에 대한 AIFM Directive의 규제가 투명성을 확보하고 시스템리스크를 방지하기 위한 것이라고 하나, 이는 불필요한 규제라고 비판하고 있다("The private equity industry is unlikely to be a source of systemic risk, and therefore obligating disclosures to supervisory authorities makes little sense").

Ⅳ. PEF의 투자전략

1. PEF의 일반적 투자전략

원래 PEF는 법적 개념이 아니라 일반거래에서 통용되는 개념으로서 자금을 공모(public offering)가 아닌 사모(private offering)로 모집하고, 기업의 지분(equity)에 투자하는 펀드를 총칭하는 것이었다. PEF는 자금을 사모로 모집함으로써 규제를 받지 않는 점에서 헤지펀드(Hedge Fund)와 같은 규제 프레임(frame)에 속해 있다. 다만, 자금의 운용방법에 차이가 있을 뿐이다. 헤지펀드가 기본적으로 유동자산에 분산투자를 하며, 단기투자로 빈번히 거래를 하는 반면, PEF는 유동성이 없는 비상장주식 등을 취득하여 장기간 보유하는 펀드이다. 공모펀드(Mutual Fund)와 달리 헤지펀드는 투자대상과 운용전략에 규제를 받지 않음으로써 투자대상을 다양화하고, 새로운 투자전략을 구사할 수 있게 된다. 헤지펀드는 주식이나 채권과 같은 전통적인 투자대상뿐만 부동산, 상품(commodity), 통화(currency) 등으로 그 대상을 넓히고, 투자방법도 단순한 매매로 차익을 취하는 것뿐만 아니라, 공매도(short position), 레버리지 투자, 차익거래 등 전략도 취하며, 선물(future), 옵션(option), 스왑(swap) 등 파생상품(derivative)을 활용한다.[35] 한편, PEF는 투자대상회사에 대한 지배주식을 취득하여 장기간 보유하면서 구조조정 등으로 기업가치를 높인 후 재매각함으로써 수익을 얻는 것을 목적으로 한다. 헤지펀드나 PEF가 전통적인 투자대상을 넘어 다양한 대상으로 투자를 확대한다는 점에서 대체투자(alternative investment)라고 부른다.

헤지펀드가 가치있는 투자대상을 찾고, 적기에 거래함으로써 수익을 얻는 전략을 취하는(value finding) 반면, PEF는 특정기업에 장기간 투자하여 기업가치를 높임으로써 이익을 취한다(value creating). 헤지펀드는 주로 분산투자를 함으로써 위험의 집중을 피한다. 그리고 투자대상기업에 불만이 있는 경우 주식을 매도하는 수동적인(passive) 전략을 취한다.[36] 반면에 PEF는 기업경영에 적극적으로(active) 참여하는 전략을 취한다. 그러나 헤지펀드 중에는 의결권 행사나 주주제안 등으로 투자대상회사의 경영에 적극 관여하기도 한다. 특히 오늘날 헤지펀드가 장기투자로 기업경영에 참여하는 경우도 있어 PEF와의 경계

35) Lars Kroijer, Money Mavericks: Confessions of A Hedge Fund Manager (박경락 외 역, 『헤지펀드의 진실, 펀드 매니저의 고백』), ㈜새로운 제안, 2012, 150면("이길 수 있는 방법을 찾아내고 투자자에게 미리 설명만 한다면 우리는 경마에도 투자할 수 있다").

36) Illig, *op. cit.*, p.267("Although there are mutual fund that engage in active monitoring, their response to evidence of poor performance is to exit the investment rather than to take action against management").

가 흐려지고 있다.[37] PEF가 투자대상회사의 경영에 적극 참여하기 위해서는 경영능력과 경험이 필요하다. 그리고 인력과 비용의 투입도 요구된다.

PEF가 투자목적을 달성하기 위해서는 적합한 투자대상을 찾는 것이 관건이다. PEF 투자는 대상기업의 성격에 따라 벤처투자, 성장투자, 부실기업투자(distressed investing) 등으로 구분한다. 그리고 기업매수를 목적으로 하는 것을 기업인수(buy-out) 투자라고 하며, 그 중에서 외부차입을 동반하는 투자를 차입매수(leveraged buy-out, LBO)라고 한다. Buy-out 투자의 경우 PEF의 운용자가 대상회사의 경영에 직접 참여하여 기업의 가치를 높이는 노력을 한다. 기업의 가치를 증진시키는 방법은 기본적으로 경영학에 속한다. 단순히 유동성 위기에 처해있는 기업의 경우에는 자금공급만으로도 기업을 회생시켜 가치를 높일 수 있다. 그러나 통상 경영합리화, 사업재편, 자본재구성, 지배구조개선, 조직변경 등 구조조정으로 기업가치를 높인다. PEF 투자는 잠재적 가치가 높은 기업을 선정하는 것이 중요하다. 통상 기업의 미래가치를 평가함에 있어서는 예상 현금흐름을 분석하여 현재가치를 평가하고, 이를 근거로 매수가격을 정한다. 현금흐름은 그 기업의 핵심사업에서 나오는 수익(free cash flow)을 가지고 산출한다.

PEF 투자는 통상 운용자 등 sponsor가 적합한 투자대상기업을 발굴하고, 투자자를 모집하여 투자를 실행한다. 투자대상을 찾으면, 그 대상과 전략을 간략히 기록한 Information Memorandum (IM 또는 PPM)을 만들어 투자자를 모으고, 목표로 한 자금이 모이면 펀드의 법적기구를 설립하고, 각종 계약을 체결한다.[38] 합자투자회사의 경우 설립 시에 투자액의 약정만 하고, 실제 납입은 투자대상회사의 지분을 취득할 때 하면 된다.[39] PEF가 투자대상기업의 지분을 바로 취득하는 것도 가능하나, 통상은 중간에 투자목적회사(SPC)를 설립한 후 이를 통하여 한다. 투자목적회사는 대상회사의 잠재적 위험을 차단시킬 수 있으

---

37) Seretakis, *op. cit.,* p.619("However, recent years have seen the convergence of hedge funds and private equity funds. In particular, hedge funds are increasingly making long-term investments in public corporations and becoming involved in their corporate governance. A recent phenomenon is hedge funds competing with private equity funds to take companies private"); Bevilacqua, *op. cit.*, p.262("While some private equity firms are adding hedge funds to their product lines, the majority of the convergence taking place today involves hedge funds that are broadening their investment strategies to encompass typical private equity style investments"); 박재흥, 앞의 논문, 9면; 박삼철 외, 앞의 책, 7면("미국 등 많은 나라에서는 사모펀드의 유형을 법령에서 구분하지 않으므로 헤지펀드와 PEF의 융합은 자연스러운 현상이라고 할 수 있다. 우리 자본시장법은 헤지펀드(전문사모집합투자기구)와 PEF를 구분하고 그 투자방법 등에 대한 규제를 달리하고 있으며 그 운용자에 대한 규제도 다르므로 이러한 융합현상이 발생하기 어렵다").

38) Hudson, *op. cit.*, p.18.

39) 주식회사의 경우에는 주식인수 시에 인수가액 전액을 납입하여야 하나(상법 제295조), 합자회사는 그러한 제한이 없다.

며, 후에 대상회사와의 합병을 통하여 일정한 목적을 달성하기도 한다. PEF는 사전에 투자대상회사를 발굴한 다음 투자자를 모으기도 하지만, 투자자를 먼저 모은 후 대상을 찾기도 한다. 전자를 project PEF라고 하며, 후자를 blind PEF라고 한다. Blind PEF는 대상회사를 선정하여 투자를 실행하는 단계에서 투자자들의 의결을 거치게 된다. Blind PEF에 대한 투자는 전적으로 운용자에 대한 신뢰를 바탕으로 이루어진다.[40]

PEF의 장점 중 하나는 기관투자자 등으로부터 대규모의 자금을 모을 수 있다는 점이다. 여기에 차입을 통하여 레버리지를 높이면 대기업에 대한 buy-out 투자도 가능하게 된다. 우리 자본시장법은 PEF 자체의 차입은 제한하지만, 투자목적회사(SPC)를 통하여 자기자본의 300%까지 차입을 허용하고 있다. 즉, 자기자본의 3배까지 LBO 투자가 가능하다. SPC가 차입을 함에 있어서 통상 SPC가 취득하는 대상회사의 주식 등을 담보로 제공하게 되나 채권자가 추가적인 담보를 요구할 수 있다. 이에 대하여 대상회사의 자산을 담보로 제공할 수 있느냐의 문제가 제기된다. 미국에서는 사후적으로 사해행위취소의 대상이 될 수는 있으나 이를 일반적으로 금지하고 있지는 않다. 반면, 우리나라를 비롯한 대륙법계 국가에서는 일반적으로 이를 제한하고 있다. 다만, 우리 대법원은 대상회사와 SPC를 합병한 후 담보제공하는 것은 배임죄가 되지 않는 것으로 보고 있다.[41]

PEF의 운용자는 운용보수 외에 통상 운용수익의 20%를 성과보수로 받으며, 이는 운용자의 열정을 불러일으키는 유인으로 작용한다. 다만, 과도한 투기적 투자를 할 우려도 없지 않으므로 운용자도 일정비율의 투자를 하도록 하여(co-investment) 다른 투자자들과 이해관계를 일치시킨다. 공동투자는 통상 1%의 비율로 이루어진다. 경영성과가 아닌 전반적인 시장상승으로 인한 성과보수를 배제하기 위하여 통상 투자원금에 대한 8%의 수익을 배당한 후(hurdle rate) 잔여 수익에 대하여 성과보수를 산정한다.

회사형태의 PEF 투자는, 특히 중간에 SPC를 두는 때에는, 2중, 3중의 과세가 이루어질

---

40) Blind Fund 중에서 공모로 투자자를 모집하고 상장을 시키는 펀드를 SPAC(Special Purpose Acquisition Corporation)이라고 한다. SPAC은 PEF와 같은 투자전략을 취하나 자금을 공모로 모집하고, 증권거래소에 상장되어 거래된다는 점에서 PEF와 차이가 있다(Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 Del. J. Corp. L. 849 (2013); Seretakis, *op. cit.,* p.621("SPACs raise funds through an IPO in order to complete acquisitions of private companies by employing structures and practices comparable to private equity").

41) 대법원 2006. 11. 9. 선고 2004도7027 판결(소위 '신한사건')은 피고인이 페이퍼컴퍼니를 설립하고 금융기관으로부터 대출을 받아 대상회사를 인수한 후 대상회사의 대표이사로 취임하여 대상회사의 부동산과 예금을 위 대출금에 대한 담보로 제공한 사안에 대하여 배임죄를 인정하였다. 반면, 대법원 2010. 4. 15. 선고 2009도6634 판결(소위 '한일합섬사건')은 ○○그룹 소속 A회사가 B회사를 설립하여 대상회사의 주식과 회사채를 인수함으로써 경영권을 넘겨받은 후, 회사채는 바로 상환받고, 그 후 A회사가 B회사, 그리고 대상회사와 순차 합병한 후 은행대출금을 변제한 사안에 대하여 무죄를 선고하였다.

수 있다. 미국의 경우 합자회사 형태의 PEF에 대하여는 과세하지 않음으로써 (pass-through) 2중 과세를 피한다. 그리고 자본수익에 대하여는 보다 낮은 세율로 과세하고 있다. 우리나라의 경우 투자합자회사인 PEF도 별도의 법인으로서 원칙적으로 법인세를 납부해야 한다.[42] 다만, 동업기업 과세특례를 적용받는 경우 납세의무가 면제된다.[43]

펀드에의 가입과 환매가 자유로운 뮤추얼펀드나 헤지펀드의 경우 통상 존속기간이 한정되어 있지 않으나(자본시장법은 환매금지형 집합투자에 대하여는 존속기간을 정하도록 하고 있다), PEF는 통상 존속기간이 정하여져 있으며, 자본시장법은 PEF의 존속기간을 15년 이내로 제한하고 있다. PEF가 성공적으로 마치기 위해서는 대상회사를 높은 가격에 매도하는 것이 관건이다. 출구전략으로 가장 효과적인 방법은 대상회사를 상장시켜(IPO) 자금을 회수하는 것이나, 그 외에 일반적인 매각을 하거나 다른 PEF에 2차 매각을 하기도 한다.[44]

2. PEF와 금융혁신 및 기업지배변화

PEF는 기본적으로 자금의 공급자로부터 수요자인 기업에게 자금을 중개하는 금융중개자의 역할을 담당한다. 나아가 기업의 경영에 직접 참여하여 기업가치를 높인다. PEF는 금융중개자로서 기존의 은행 등 제도권 금융기관들과 다른 점은 규제가 없는 영역에서 자유로이 투자대상을 선정하고, 투자전략을 구사할 수 있다는 것이다. 이는 끊임없이 변화하는 경제환경에서 혁신적인 금융을 가능하게 한다.

PEF는 전문운용자에 의하여 운용된다. 전문운용자가 투자를 결정하고 대상기업의 경영

---

42) 법무법인 지평 PEF 실무연구회, 『PEF(경영참여형 사모펀드)의 이해』, 박영사, 2016, 26면.

43) 조세특례제한법 제100조의 15 ① 이 절에서 규정하는 과세특례(이 절에서 "동업기업과세특례"라 한다)는 동업기업으로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 단체가 제100조의 17에 따라 적용신청을 한 경우 해당 동업기업 및 그 동업자에 대하여 적용한다.
3. 「상법」에 따른 합명회사 및 합자회사(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조 제18항 제4호의 투자합자회사 중 같은 조 제19항 제1호의 경영참여형 사모집합투자기구가 아닌 것은 제외한다)
제100조의 16 ① 동업기업에 대해서는 「소득세법」 제2조 제1항 및 「법인세법」 제2조 제1항·제2항에도 불구하고 「소득세법」 제3조 및 「법인세법」 제3조 제1항 각 호의 소득에 대한 소득세 또는 법인세를 부과하지 아니한다.

44) Ronald W. Masulis & Randall S. Thomas, *The Going-private Phenomenon: Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. Chi. L. Rev. 219, 224 (2009)("Given the finite life of LBO limited partnerships, general partners manage their LBO firms with an eye toward ultimately liquidating their investment. The primary exit choices are to take the firm public in an IPO (reverse LBO), sell to a strategic buyer, sell to another private-equity fund, or conduct a piecemeal liquidation. IPOs typically yield the highest return for the private-equity fund's investors, while sales to strategic buyers are generally considered the second-best option").

에 관여한다. 그들의 경험과 지식이 축적되고, 특히 전문운용사 내지 독립운용사는 PEF에 전념함으로써 고도의 투자전략을 구사할 수 있게 된다. PEF의 보수체계는 유능한 운용자를 끌어들인다. 그리고 PEF는 전략적 투자자와 협력함으로써 고도의 전략적 기업에 투자할 수 있다. 그들은 투자환경의 변화에 따라 새로운 금융기법을 개발하고, 이는 금융의 진화로 이어질 수 있다. PEF가 그 기능을 충분히 발휘하기 위해서는 필요한 금융수단과 금융시장의 인프라도 뒷받침되어야 한다. 특히 효율적인 자본시장은 PEF가 출구전략으로 IPO를 택하는 경우 긴요하다. 그리고 기업의 원활한 구조개선을 위해서는 합병, 분할 등 각종 회사법의 제도도 효과적으로 뒷받침되어야 한다.

PEF는 기존의 제도권 금융이 미치지 못하는 영역에서 새로운 투자처를 발굴하여 자금을 공급할 수 있다. 이는 창의적인 기업에 기회를 제공하고, 나아가 국민경제에 활력을 불어넣는다. 그리고 이는 자금공급자에게 새로운 투자기회를 제공한다.[45] 그러나 한편으로 PEF의 성장과 확산은 지나치게 금융이익만 추구하는 나머지 금융의 공공성을 등한시 할 우려가 있고, 기업지배의 변동을 초래함으로써 새로운 과제를 던져주고 있다.

Ⅴ. 투자자보호와 기업지배구조 과제

1. PEF 투자와 투자자보호

PEF는 연기금, 은행, 보험회사, 재단 등 전문투자자와 고액자산가가 참여하는 펀드이다. 이들은 스스로 분산투자를 통하여 위험을 분산할 수 있다. 이것이 PEF에 대하여 규제를 하지 않고 사적자치에 맡기는 이유이다. 그러나 PEF는 운용자의 투자능력과 경영능력에 의존하며, 운용자에게는 폭넓은 투자재량이 부여된다. PEF도 기본적으로 타인의 돈을 관리하고 투자하는 집합투자기구이다. 따라서 PEF는 투자자들의 권리가 법적으로 충분히 보장될 때에 원활히 작동할 수 있다. PEF와 그 참여자에 대하여도 기본적인 법제도가 원칙적으로 그대로 적용된다. 그리고 자본시장법에서 추가적인 규율을 한다.

PEF의 운용자는 합자회사의 무한책임사원으로서의 의무와 책임을 진다. 그리고 자본시장법은 금융투자업자에게 "신의성실의 원칙에 따라 공정하게" 업무를 수행하도록 하고(제

45) Bender, *op. cit.*는 증권관련법이 사모펀드를 부유한 사람에게 한정함으로써 부의 불평등을 조장하고 있다고 주장한다.

37조 제1항), 선관주의의무와 충실의무를 부과하고 있으며(제79조 제1항), PEF의 업무집행사원에 대하여 충실의무를 부과하는 규정을 별도로 두고 있다(제249조의 14 제5항). 그런데 PEF의 투자전략이나 GP의 재량범위, 기타 의무와 책임은 당사자 간의 협의에 따라 정관이나 계약으로 정해진다. PEF가 원활히 구성되고 작동하기 위해서는 각자의 이해관계가 사전에 충분히 조정되어 정해질 필요가 있다.

PEF의 운용자(manager)는 통상 여러 개의 PEF를 설정하여 운용하며, 각각의 PEF는 LP, 즉 투자자를 달리한다. 원래 합자회사의 무한책임사원은 경업이 금지되나(상법 제269조, 제198조), 자본시장법은 이의 적용을 배제함으로써(제249조의 19 제2항), 같은 GP가 운용하는 PEF들 간에 이해충돌이 발생할 우려도 없지 않다.[46]

PEF를 운용하는 GP나 그 임직원의 고의·과실로 위와 같은 규율을 일탈하는 경우가 생길 수 있다. 당초 투자자들에게 제시한 투자전략을 벗어난 투자를 하거나, 투자자들의 이익을 해하면서 사적이익을 추구할 우려도 없지 않다. GP는 PEF 채무에 대하여 무한책임을 부담하며[47], 통상 GP도 PEF에 일정비율의 투자를 하도록 함으로써 도덕적 해의를 방지하지만 충분하다고 볼 수 없다.

상법상 합자회사의 주요 의사결정은 사원들이 하며, 유한책임사원의 감시권도 인정된다(제277조). 자본시장법은 투자합자회사의 사원총회와 그 결의요건에 관하여 특별히 규정하고 있으나(제215조), 경영참여형 사모집합투자기구(PEF)는 이러한 특별규정이 적용되지 않고(제249조의 20 제1항) 상법상 합자회사의 일반적인 의결절차에 따라 주요 의사결정을 하게 된다. 합자회사는 인적회사로서 사원 간의 신뢰를 바탕으로 운용되는 회사이다. PEF 역시 LP와 GP 간에 이러한 신뢰관계가 형성되어야 투자가 이루어질 수 있다.

PEF는 GP의 역량에 의존하여 투자가 이루어지는 펀드이다. GP는 과거의 실적과 명성을 근거로 투자자를 끌어들인다. 그러나 과거 실적이 반드시 미래의 실적을 보장하는 것은 아니다. 새로운 투자대상에는 다른 능력이 요구될 수 있다. 명성이 실제와 부합하지 않고 과장될 수도 있다.

---

46) 각각의 PEF가 독립된 법인임에도 불구하고 사실상 하나의 운용사가 그 PEF들의 지배구조에 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 이종철·서정두 역, 앞의 책, 56면은 헤지펀드의 경우에도 "이론적으로는 이사회가 투자자문 계약과 수수료, 외부 회계감사 및 변호사 선임을 승인하고, 자금이체대행기관과 수탁은행 등을 지정하여야 하며, 아울러 주주의 이익에 배치되는 경영제안을 거부"할 수 있으나, "이사회는 펀드의 투자자문사나 다른 용역회사들과 별개의 사람들이 아니기 때문에 이러한 상황이 실제로는 거의 발생하지 않는다"고 한다.

47) 이러한 GP의 무한책임은 GP 자체가 주식회사 등 유한책임을 지는 회사의 형태를 취하는 경우에는 결국 책임이 한정된다.

PEF의 보수체계도 과도한 위험을 내포하는 투자를 하게 할 유인이 될 수 있다. 투자가 실패하여도 손실을 부담하지 않는 대신에 투자가 성공하는 경우 큰 성과보수를 챙길 수 있다. 헤지펀드는 분산투자를 투자전략으로 하나, PEF는 특정기업에 투자를 집중한다. 그리고 투자의 성과는 장기간이 지난 후에야 알 수 있다. 레버리지가 높은 투자는 위험이 확대된다.

PEF의 운용자는 매번 새로운 투자처를 발굴하고, 개별 투자대상기업에 맞추어 투자전략을 수립한다. 투자가 실패로 끝나고 부실투자에 대하여 과실 여부 등 법적 책임을 물어야 할 경우 그 판단기준이 문제된다. 보편적 기준이 정립되어 있지 않을 수 있고, 또한 각각의 투자마다 특성을 가지고 있기 때문에 일률적인 기준을 제시하기 어려운 점도 있다.

위와 같은 문제점과 우려에 대한 적절한 대처방법을 강구하는 것이 문제이다. PEF는 본질적으로 규제영역 밖에서 참여자들의 사적자치에 따라 그 효용을 발휘하는 기구이다. 이에 대한 규제나 간섭은 자칫 PEF의 성장을 막을 수 있다. 감독당국이 이러한 문제들에 대하여 보다 효율적으로 대처할 수 있다는 보장은 없으며, 본래 자생적인 PEF로 하여금 규제가 없는 또 다른 도피처로 향하게 할 수도 있다. PEF와 그 참여자들간의 관계는 기본적으로 계약관계와 시장규율에 맡기는 것이 바람직하다. 다만 충실의무 등 법적의무를 판단함에 있어서는 PEF의 특성을 충분히 반영할 필요가 있다. 그리고 행위기준에 관한 표준을 제시하여 당사자가 예측하지 못한 상황에 임의규정으로서 보충될 수 있도록 하는 것도 좋을 것이다. 업무집행사원이 제정하여 금융위원회에 등록하는 행위준칙도 책임의 판단기준이 될 것이다.

PEF에 대한 감독에 있어서는 먼저 그 목적을 명확히 할 필요가 있다. 그 목적이 분명하지 않은 상태에서 금융감독당국에 포괄적인 검사·감독권을 부여하는 것은 자칫 과도한 감독을 초래할 수 있다. 그러나 PEF의 성장과 확산이 금융시스템 전반에 미치는 영향은 예의주시할 필요가 있다. PEF 투자가 특정영역에 과도하게 집중되거나 사회적으로 바람직하지 않은 영역에 투자되는 것을 막을 필요가 있으며, 국민경제적으로 필요한 영역에 투자되도록 유도할 필요도 있다. 이는 금융정책의 일환으로 요구되는 것이며, 이를 위한 현황파악으로서의 등록은 필요하다.

2. PEF와 기업지배구조논의 과제

현재 PEF에 대한 논의는 주로 금융 측면에서 이루어지고 있다. 그러나 PEF는 다른 금융과 달리 대상기업의 지배권을 확보하여 직접 경영에 관여한다는 점에서 기업지배의 변동을 초래하고, 이는 기업지배구조에 새로운 참여자로 등장함을 의미한다.[48]

PEF 투자는 대상기업의 지배권을 확보한 후 구조조정 등을 통하여 기업가치를 높이는 투자이다. PEF가 대상기업의 지배권을 확보하기 위해서는 상당한 지분을 확보하여야 하며, 가능한 한 소액주주는 축출하여야 한다. PEF가 상장회사를 투자대상으로 하는 때에는 공개매수 등으로 다수 지분을 취득한 후 상장을 폐지하여 폐쇄회사로 만든다. 대상회사 주식의 95% 이상을 확보하는 경우에는 나머지 소수주식에 대하여 매도청구를 함으로써 소액주주를 강제적으로 축출할 수 있다(상법 제360조의 24). 자본시장법은 앞서 본 바와 같이 경영참여형 사모집합투자기구로 하여금 대상기업의 지분을 10% 이상 취득하거나, 사실상 지배력 행사가 가능한 투자를 하도록 요구하고 있다. 대상기업의 10% 지분의 취득만으로는 지배권을 확보하지 못할 수도 있다. 이러한 경우에는 주주 간 계약 등으로 보완할 필요가 있다. 완전한 buy-out 투자가 아닌 재무적 투자인 경우에는 기존 지배주주나 경영진의 경영수완과 기술 등을 그대로 보유하면서 전략적 투자도 할 수 있다.

PEF는 대상회사의 지배권을 확보한 다음 구조조정, 경영합리화 등을 통하여 기업가치를 높인 후 되팔아서 이익을 취하는 것으로 그 성격을 규정짓고 있다. 그러면 구체적으로 그러한 이익창출의 원천이 무엇인지 궁금해진다. 과연 PEF운용자가 기존의 경영자보다 뛰어난 경영능력이 있느냐의 의문이 제기된다. 이에 대하여는 회사의 다른 이해관계자의 이익을 주주이익으로 전환시키는 것에 불과하다는 주장도 있다. 그리고 경기변동이나 전반적인 금융경색으로 자산가치가 하락한 기업을 매수하였다가 경제상황이 호전된 후 매각하여 차액을 취할 뿐이라는 의심도 있다. 다만, PEF는 소유자가 직접 경영에 참여함으로써 대리인비용(agency cost)을 줄이며, 차입매수(LBO)의 경우에는 자본재구성으로 부채비율을 높임으로서 지급이자를 비용으로 처리하여 법인세를 절약하고, 경영진으로 하여금 자금을 보다 효율적으로 사용하도록 하는 것으로 보고 있다.

---

48) Brian Cheffins & John Armour, *The Eclipse of Private Equity*, 33 Del. J. Corp. L. 1, 3 (2008)("The rise of private equity has been characterized as a signpost on the way to a new financial order that we can barely even recognize right now"); 유서연, 앞의 논문, 83면("국내 주요 사모투자전문회사(PEF)들은 각자의 투자전략과 중점 산업을 중심으로 노하우를 쌓아가고 있는 모습을 보이며, 최근 들어 M&A 시장에서 큰 손으로 자리매김하고 있다"); 이진웅, "PEF의 회생기업에 대한 투자 및 회생절차 종결", 『법조』 Vol. 662, 법조협회, 2011.11, 255면은 법원의 회생절차에서 PEF의 투자사례를 소개하고 있다.

PEF는 그 성과급의 보상체계로 인하여 우수한 인력을 끌어들이고, 이들이 경험과 역량을 축적함으로써 기업의 구조조정과 경영합리화의 전문가로 능력을 발휘할 수 있다. 그리고 외부 전문경영인을 새로이 영입할 수 있고, 전략적인 변신과 혁적인 경영으로 기업의 잠재적 가치를 실현할 수 있다.[49] 기업의 승계자가 없거나, 달리 자금조달이 불가능한 기업을 인수하여 기업을 계속시킬 수 있다. 헤지펀드가 대상기업의 주식 등을 2차적으로 거래함으로써 주로 단기차익을 노리는 반면, PEF는 대상기업에 신규자금을 공급하는 등 재무건전성을 높인다.

PEF의 등장과 확산은 기업의 지배구조와 경영환경의 새로운 변수이며, 기업생태계의 변화를 불러올 수 있다. 그런데 PEF가 투자수익만을 좇아 기업의 장기적인 전략을 무시한 채, 과도한 배당 등 약탈적인 전략을 구사할 우려도 없지 않다. PEF가 특히 대상기업에 대하여 적대적 M&A를 시도하는 경우 긴장관계를 불러일으키며, 이는 기업의 방어비용 증가를 초래한다. 그리고 투자자들의 투자수익만 중시한 나머지 회사의 근로자 등 다른 이해관계자들의 이익을 희생시킬 수 있으며, 기업의 다른 사회적 책무가 등한시 될 수도 있다. PEF의 실질적인 지배자가 드러나지 않음으로 인하여 지배구조의 투명성을 해할 수도 있다. 그리고 PEF의 기업지배는 금융과 산업을 분리하는 전통적인 규제의 틀을 허물 수도 있으며, 또다른 금융재벌의 구축을 초래할 수 있다. 이는 회사법상 새로운 과제를 제기한다. 이에 대하여는 현재 당장 어떤 제도적 장치를 할 단계는 아니라 하더라도 그 추이를 예의주시할 필요가 있으며, 회사지배구조법제나 독점규제를 논의함에 있어서 간과해서는 안될 것이다. 그리고 현행법하에서도 이사의 선관의무나 충실의무를 논함에 있어서 PEF의 지배구조 특성을 충분히 고려하여야 할 것이다.

기존의 제도권 금융기관은 공공적 성격을 지니며, 기업자금을 공급함에 있어서도 융자대상 기업의 국민경제적 위치를 고려한다. PEF가 투자수익에만 집착하는 경우 전체적인 금융의 건전성이 훼손될 수 있다. 그리고 외국의 국부펀드에 의한 기간산업투자는 국가안보에 대한 위협이 될 수도 있다. 하지만 PEF의 성장과 확산은 시장의 필요와 요구에 따른 것이다. 그리고 PEF는 그림자금융 영역에서 기존의 제도권 금융과 경쟁한다. PEF가 앞으로 금융시스템과 기업생태계 그리고 국민경제에 미칠 영향을 가늠하기가 쉽지 않은 상황에서는 그러한 경쟁체제를 유지하면서 제도권 금융이 PEF의 혁신과 전략을 수용하도록 함으로써 전반적인 금융의 발전을 기대해 볼 수 있다.

---

49) 그러나 "금융기관들이 운용하는 PEF는 대부분 재무적 투자에 전념하고 있어 투자대상기업에 투자한 후 투자대상기업의 경영에 적극적으로 참여하는 경우는 많지 않다"고 한다(박재홍, 앞의 논문, 14면).

VI. 마치면서

오늘날 PEF가 자본시장과 기업지배에서 주요 참여자(player)로 등장하고 규제의 문제가 제기되고 있으나 그 개념이 혼란스럽고 구조와 운영을 둘러싼 법률관계가 매우 복잡하다. 본 논문은 먼저 PEF의 실체와 법적환경을 밝혀보고자 하였다. 그리고 PEF의 성장에 따른 투자자호보의 문제와 기업지배구조상의 과제를 다루어 보고자 하였다.

현재 PEF에 대하여는 금융혁신을 불러올 것이라는 기대와 기업사냥꾼이라는 우려가 상존하고 있다. PEF의 금융 측면에서는 금융이익만 추구하는 나머지 금융의 공공성이 등한시 될 수 있다. 또한 제도권 금융기관이 PEF를 통한 우회적 자금운용으로 규제를 피해갈 수 있다. 한편으로 PEF의 기업지배는 투자이익만 강조하는 나머지 근로자 등 다른 이해관계자의 이익이 희생될 수 있고, 기업의 사회적 채무가 무시될 수도 있다. 그리고 기업의 실질적 지배자가 드러나지 않을 수 있고, 회사법상의 의사결정과정은 형해화되고 특정 이해관계가 개입될 수 있다.

PEF가 시장에서 자생하여 발전되어 온 만큼 원칙적으로 시장규율과 계약관계에 맡겨두면서도 금융정책이나 국민경제적 측면에서 그 부정적 요소를 억제하고 차단할 필요가 있다. 하지만 어떤 규제의 필요성이 제기되는 경우에도 목적을 명확히 하고 이에 적합한 수단을 강구하여야 할 것이다.

▶ 논문투고일 : 2018. 07. 16, 논문심사일 : 2018. 08. 17, 게재확정일 : 2018. 08. 20.

▌참고문헌

금융감독원, 『경영참여형 사모집합투자기구 실무안내』, 2017.

박삼철 외, 『사모펀드 해설』, 지원출판사, 2015.

법무법인 지평 PEF 실무연구회, 『PEF(경영참여형 사모펀드)의 이해』, 박영사, 2016.

박재흥, "사모투자전문회사의 제도 및 현황", 『BFL』 제63호, 서울대학교 금융법센터, 2014.1.

박종철, "자금조달기능으로서의 PEF제도의 현황 및 개선방안", 『상사판례연구』 제27집 제4권, 한국상사판례학회, 2014.12.

송종준, "PEF와 M&A: LBO의 구조와 법적 문제", 『금융법연구』 제2권 제1호, 한국금융법학회, 2005.9.

유서연, "사모투자전문회사(PEF)제도의 현황 및 개선방안". 『YGBL』 제6권 제2호, 연세대학교 법학연구원 글로벌비즈니스와 법센터, 2014.12.

윤희웅 · 이진국, "사모투자회사의 합자회사 형태에 따른 법적 문제점", 『BFL』 제10호, 서울대학교 금융법센터, 2005.3.

이진웅, "PEF의 회생기업에 대한 투자 및 회생절차 종결", 『법조』 Vol. 662, 법조협회, 2011.11.

임병철 · 김자봉, 『사모투자펀드(PEF) 활성화: 현황 평가와 향후 과제』, 한국금융연구원, 2006.

François-Serge Lhabitant, Hedge Funds (이종철 · 서정두 역, 『헤지펀드』), 이든디자인, 2008.

Hal S. Scott & Anna Gelpern, International Finance 21th ed., Foundation Press (2016).

John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale & M. Todd Henderson, Securities Regulation 13th ed., Foundation Press (2015).

Lars Kroijer, Money Mavericks: Confessions of A Hedge Fund Manager (박경락 외 역, 『헤지펀드의 진실, 펀드 매니저의 고백』), ㈜새로운 제안, 2012.

Matthew Hudson, Funds: Private Equity, Hedge and All Core Structures, Wiley (2014).

Alexandros Seretakis, A Comparative Examination of Private Equity in The United States and Europe: Accounting for The Past and Predicting The Future of European Private Equity, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 613 (2013).

Brian Cheffins & John Armour, The Eclipse of Private Equity, 33 Del. J. Corp. L. 1 (2008).

Houman B. Shadab, The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection, 6 Berkeley Bus. L. J. 240 (2009).

Jennifer Payne, Private Equity and Its Regulation in Europe, European Business Organization Law Review (2011).

Jonathan Bevilacqua, Convergence and Divergence; Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds, 54 Buffalo L. Rev. 251 (2006).

Kevin G. Bender, Giving The Average Investor The Keys to The Kingdom: How The Federal Securities Laws Facilitate Wealth Inequality, 15 J. Bus. & Sec. L. 1, (2015).

Lawrence Zhan Zhang, The Legal Environment for Foreign Private Equity Firms in China, 16 Fordham J. Corp. & Fin. L. 839 (2011).

Robert C. Illig, What Hedge Funds Can Teach Corporate America: A Roadmap For Achieving Institutional Investor Oversight, 57 Am. U. L. Rev. 225 (2007).

Ronald W. Masulis & Randall S. Thomas, The Going-private Phenomenon: Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance, 76 U. Chi. L. Rev. 219 (2009).

Seth C. Oranburg, Bridgefunding: Crowdfunding and The Market for Entrepreneurial Finance, 25 Cornell J. L. & Pub. Pol'y 397 (2015).

Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs, 37 Del. J. Corp. L. 849 (2013).

▌Abstract

The Legal Frame of PEF and Its Growth Affecting the Investor's Protection and Corporate Governance Agenda

Yun, Goang Gyun*

Recently, private equity funds (PEFs) have been rapidly growing and are expected to concern financial policies and to affect corporate governance. PEFs have grown outside institutional financing. As PEFs have recently been subject to financial regulation, they should clearly be defined. In Korea, PEFs have been introduced and regulated as a collective investment under the Capital Market Act. The Capital Market Act regulates PEFs by substantially relaxing the provisions concerning public funds. So it is very difficult to grasp the legal frame of PEFs. As PEFs have originally developed in the shadow banking sector following the needs of the market, it is preferable to leave them to the market discipline and the freedom of contract. In case there is a need for regulation, its purpose should be clarified to devise appropriate measures.

The PEFs also raise a problem of protecting investors, as they manage other people's money. However, they should basically be left to private autonomy as they are composed of professional investors. They should be minimally supervised to protect financial system. Unlike hedge funds or mutual funds, PEFs can lead to the changes of corporate ecosystems as they gain control over the companies and raise the issue of financial domination of industral sector. There is also a need to pay close attention to the national economy from the viewpoint of efficient allocation of financial resources. On the other hand, financial innovation can be expected through competition between PEFs and institutional financing.

• **Key Words** Private Equity Fund (PEF), Collective Investment, Mutual Fund, Hedge Fund, Shadow Banking, Investment Strategy, Finance Innovation, Investor Protection, Corporate Governance

* Sogang University Law School Professor