

사모펀드 규제완화의 결과 : 불법·비리 종합세트 라임자산운용 사태

이한진 민주노동연구원 연구위원

2020. 6.24.



보고서는 민주노총 홈페이지(<http://www.nodong.org>)에서 보실 수 있습니다

자료문의: 민주노총 부설 민주노동연구원 | 주소: 04518 서울 중구 정동길 3 경향신문사 13층
전화: 02-2670-9220 전송: 02-2635-1134 이메일: kctu-li@nodong.org.

민주노동연구원의 연구보고서 및 이슈페이퍼는 민주노총 공식 입장과 다를 수 있습니다.

목차

〈요약〉	1
1. 들어가며	8
2. 공모펀드 vs 펀드의 탈을 쓴 약탈적 투기꾼 사모펀드	9
3. 불법·비리 종합세트 라임자산운용 사태	21
4. 사모펀드 제도개선 방안 비판 및 제언	33
5. 나가면서	42

요약

지난해 10월 들어 사모펀드 운용사 라임자산운용(이하 ‘라임’이라한다)이 환매 중단을 선언했다. 하루가 멀다 하고 드러나는 라임의 불법적 행태들은 세상을 놀래 키기에 부족함이 없었다. ‘무자본 M&A, 회사 자산 빼돌리기, 배임 · 횡령, 주가조작, 폰지사기, 부실은폐, 손실 돌려막기’ 등이 라임의 이름으로 자행된 범죄들이다. 지금까지 드러난 것만으로도 라임 사태는 가히 ‘불법 · 비리 종합세트’라 칭할 만하다. 금융당국의 정책실패와 감독실패의 책임을 엄중하게 물어야 한다는 여론이 높아가지만, 아직까지 한마디의 사과도 반성도 없었다. 지난 4월 27일 발표한 ‘사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안(최종안)’을 보면 제도개선의 의지도 최소한의 문제의식도 없었다.

사실 자본시장에서 이런 유형의 범죄는 흔한 편이다. 하지만 라임사태는 다음과 같은 점 때문에 이전의 사건들과 달랐다. 첫째, 무분별한 규제 완화의 결과 사기꾼 집단이 자산운용사의 탈을 쓰고 법테두리 안에서 공공연하게 범죄를 자행했다. 둘째, 라임사태가 표면화되기까지 감독당국은 전혀 이를 인지하지 못했으며, 이후 대응도 소극적이고 안일했다. 셋째, 은행이나 증권사들과의 공공연한 결탁 행위로, 금융시장에 대한 신뢰가 크게 훼손됐다. 이후 제도개선의 기본 방향이 중요한 이유가 여기에 있다.

○ 사회적 역할이 인정된 공모펀드 vs 펀드의 탈을 쓴 약탈적 투기꾼 사모펀드

펀드(Fund)란 일정 목적을 위하여 여러 사람으로부터 모은 자금의 집합체 즉 뭉치돈 그 자체를 지칭하는 용어다. 좀 더 구체적으로 표현하면 자산운용회사(운용회사)가, 유가증권 등에 투자할 목적으로, 증권회사나 은행 등(판매회사)을 통하여, 불특정 다수의 일반 대중들로부터(펀드의 가입자) 자금을 모아, 주식이나 채권(투자대상) 등에 분산 투자하고, 투자로부터 발생하는 손익을 투자자의 투자비율에 따라 배분하는(수익의 배분) 간접투자상품을 통칭하는 개념이다. 하지만 이러한 정의는 정확하게 공모펀드에만 부합한다. 왜냐하면 펀드 중에는 일반 대중 즉, 불특정 다수인이 아니라 ‘소수의 특정인(대개 기관투자자나 거액 자산가)’을 통

해 특수한 목적 하에 자금을 조성하는 사모펀드가 있기 때문이다.

[표2 : 모집방법에 따른 펀드의 분류 공모&사모]

공모(公募)펀드	불특정 다수(일반인)로부터 자금을 조달하여 운용
사모(私募)펀드	특정한 소수(기관투자자나 거액자산가)로부터 자금을 조달

사모펀드는 그 투자대상에 따라 '경영참여형 사모펀드(PEF, Private Equity Fund, 이하 'PEF'라 한다)'와 '전문투자형 사모펀드(이하 '헤지펀드'라 한다)로 구분된다. 둘 다 자금을 모으는 방식이 소수의 특정인을 대상으로 사적으로 모집하기에 사모에 해당하지만, 그 운용 방식과 투자대상은 많이 다르다.

PEF는 특정기업을 인수(M&A)하여 경영할 목적으로 운용된다. 경영권 획득을 목표로 하기에 해당 기업 지분을 10% 이상 반드시 취득해야 한다. PEF는 'LBO(Leveraged Buy-Out, 차입매수)'라 불리기도 하는데, 인수 비용의 대부분을 차입에 의존하기 때문이다. 미국의 PEF는 대개 10~20%의 자본과 80~90%의 차입금을 가지고 기업을 인수한다. 국내 PEF의 경우 현재 300%까지 레버리지를 허용하고 있다. PEF는 미국사회에서 악랄한 방식의 구조조정과 약탈적 투기로 그 악명이 자자하기에 '약탈적 기업사냥꾼'이라 불리기도 한다.

반면 헤지펀드는 투자대상과 자산운용에 있어 아무런 제한이 없다는 것이 특징이다. 주식, 채권, 선물·옵션, 통화, 원자재 및 이러한 상품을 기초자산으로 하는 파생상품 등 돈만 된다면, 모든 것이 투자대상이다. 보통 투자기간도 매우 짧은 편이다. 필요하다면 스캘퍼(Scalper, 초단타매매자) 행위도 서슴지 않는다. 이들에게 시장의 위기는 위기가 아니라 기회로, 법의 테두리를 넘나들며 약탈적 투기행위로 큰 수익을 추구한다.

[표 4 : PEF와 헤지펀드의 일반적 특징 비교]

구 분	PEF(경영참여형 사모펀드)	헤지펀드(전문투자형사모펀드)
투 자 자	기관 80%, 개인 20%	기관 20%, 개인 80%
차 입	LBO(자본금의 2~5배)	Margin Loan(증거금의 2~5배)
주요구성원	전문경영인	펀드메니저, 경제학자
투자대상	구조조정 기업 또는 부동산	주식, 채권, 통화, 파생금융상품 원자재등
공시의무	없음	없음

정보공개	없음	없음
금융감독	받지 않음	받지 않음

[표5 : 펀드의 본질적 특성과 사회적 역할]

구 분	내 용
본질적 특성	1. 공동투자 2. 대행투자 3. 분산투자
사회적 역할	1. 산업자금의 조달을 지원 2. 개인투자자들의 합리적인 투자를 지원 3. 자본시장의 안정성에 크게 기여

사회적으로 그 역할을 인정받은 공모펀드와 달리 PEF나 헤지펀드와 같은 사모펀드는 그 출발 자체가 '시장평균을 대폭 상회하는 고수익'만을 목표로 만들어졌기에, 사회적 역할을 운운하는 것 자체가 넌센스다. 사회적으로도 의미 있는 역할을 수행하면서 엄청난 수익을 올린다는 것은 현실에서 있을 수 없는 일이기 때문이다.

금융시장 참가자들의 헤지펀드에 대한 기본적 인식은 '소수의 자산가들을 대상으로 사적으로 은밀하게 자금을 모집하여, 관련 법규나 감독기관의 사각지대를 노려, 높은 레버리지(차입)로 수익을 극대화'하는 펀드라 할 수 있다. 실례로 조지 소로스가 운영하는 헤지펀드인 '퀀텀펀드'는 1997년 동아시아 외환위기를 불러왔던 태국 바트화 폭락사태와 1992년 파운드화를 공격해 영란은행을 굴복시킨 일로 악명이 높다. 2013년에는 미국의 헤지펀드인 엘리엇 매니지먼트(Elliott Management Corporation)가 채무가 탕감(채무조정으로 원금 75% 탕감)된 아르헨티나의 국채를 시장에서 헐값에 사들인 후, '자신들은 아르헨티나의 채무조정에 동의하지 않는다'며 빚을 전액으로 갚을 것을 요구, 결국 협상을 통해 2015년 아르헨티나 정부로부터 채권 원리금 75%를 받아내는 조건에 합의 392%에 이르는 수익률을 올렸다. 일명 '대머리 독수리'에게 굴복하는 나쁜 사례를 만든 것이었다.

헤지펀드 못지않은 악명을 떨치고 있는 또 다른 이름의 사모펀드 'PEF'. 경영참여형 사모펀드 PEF는 LP(Limited Partner, 유한책임사원)와 GP(General Partner, 업무집행사원)로 구성된다. LP는 PEF 운용사의 모집에 응한 투자자(기관투자자&거액자산가)들을 지칭하는데, 투자이후 그 운용과정에는 참여할 수 없고, 나중에 투자성과만 받아간다. GP는 당해 PEF를

모집하고 운용하게 될 운용사를 지칭한다. PEF의 투자성과에 무한 책임을 지며 자산운용을 책임지게 된다. 우리가 뉴스를 통해 많이 들어 본 론스타, MBK파트너스, IMM 같은 사모펀드 운용사들이 GP의 역할을 수행한다.

PEF 투자부터 자금회수까지의 과정을 단순하게 도식화하면 LP(투자자) → 사모펀드(GP) → 유한회사(SPC) → 레버리지이용(LBO) → 기업인수 → 기업가치 극대화 → 매각 → 수익 배분의 절차를 거치게 된다. 보통 PE(PEF 운용사)는 운용보수로 1~2%를 받고, 매각 후 수익배분 시 운용수익의 20% 정도를 성과보수로 배분 받는다. 인수회사의 자산을 담보로 레버리지를 이용하는 LBO(Leverage Buy Out) 방식을 구사하기 때문에, 자기자본의 몇 배에 달하는 기업을 인수하여 수익극대화를 도모한다. 유일하게 존재하는 경영목표가 수익극대화가기 때문에 기업윤리나 경영철학은 기대하기 힘들다. 수익성과 생산성을 단기간에 높이는 가장 손쉬운 방법은 급여를 삭감하고, 비정규직 비율을 높이는 등 강도 높은 구조조정에 있다는 것을 경험으로 알고 있기에 사회적 비난쯤은 감수한다.

1980년대 말 미국 의회는 M&A와 적대적 인수, 높은 레버리지를 구사하는 LBO에 대한 청문회를 계속 열어 기업구조조정으로 영향을 받는 거의 모든 이해관계자에게서 많은 증언을 청취했다. 노동조합대표, 대기업최고 경영자, 저명한 은행가, 경제 전문기자, 변호사, 경제학자들이 M&A 활동 증가에 우려를 표명했다. 이들은 높은 레버리지 차입으로 생기는 국가경제에 대한 잠재 위협, 적대적 인수 시도로 인한 기업의 사기 저하, 기업금융의 불안정화를 언급했다. 이처럼 사모펀드에 의한 LBO 투자활동의 비중이 커지면서 이에 대한 대중의 반응은 절대 우호적이지 않았다. 2012년 미국 대선전 또한 여전히 사모펀드가 ‘약탈적 투기꾼’의 부정적 이미지를 벗어나지 못했음을 잘 드러냈다. 당시 오바마 진영은 롬니의 사모펀드 운용경력에 대한 공격을 지속적으로 전개했는데, 그 내용은 사모펀드가 회사를 헐값에 매입한 뒤 분할 매각하는 방법으로 사람들의 일자리를 빼앗고 있다는 것이었다.

○ 불법 · 비리 종합세트 라임자산운용사태

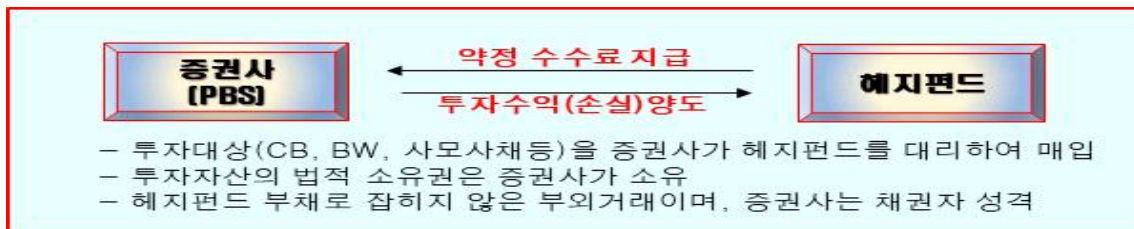
라임은 2012년 8월 투자자문사로 출발했다. 이때 쌓았던 인맥을 적극 활용하여, 사모펀드

에 대한 규제가 대폭 완화된 2015년 12월, 헤지펀드 자산운용사로 업종을 전환했다. 전환 후 빠르게 자산을 불려 불과 4년 만에 운용자산(AUM, Asset Under Management) 기준 국내 최대의 헤지펀드가 되었다. 2019년 7월 들어 라임 투자에 대한 각종 의혹이 언론을 통해 보도되기 시작했고, 검찰의 조사가 시작되자 투자자들의 환매 요청이 밀려들었다. 2019년 10월 마침내 라임은 환매 중단을 선언했다. 환매 중단된 자산의 총규모는 1조 6679억원에 달했으며, 4000여명에 달하는 개인투자자들이 포함됐다.

비시장성 자산에 투자하고 환매는 개방형, 시한폭탄과 같은 펀드설계

라임은 유동성 위험을 고려하지 않은 채 펀드를 설계하고 운용했다. 라임 펀드 대개가 유동성이 부족한 장기 비시장성 자산에 투자됐음에도 불구하고, 그 환매 방식은 ‘개방형(언제든 환매가능)’이나 ‘단기폐쇄형(단기간이 지나면 환매가능)’이었다. 일정 시간 돌려막기로 환매에 대응할 수 있었겠지만, 언제 터질지 모르는 시한폭탄과 같았다. TRS 레버리지까지 사용했으니 그 시간은 더욱 빨라질 터였다. 전문가라면서 일반인들도 이해 불가능한 방식으로 펀드를 설계하고 운용했다.

[그림4 : 헤지펀드 레버리지 수단 TRS 구조]



해외 헤지펀드에 사기 당하고, 그 수법 그대로 국내에서 사기치고, 전액 손실 가능성

라임은 개인고객 투자금(2436억원)과 신한금융투자의 TRS레버리지(3500억원) 등 약 6000억원 가량을 해외 무역금융펀드(그중 2개가 IIG펀드로 투자비중 약40%)에 투자했다. 그런데 라임이 투자한 IIG펀드의 실체가 ‘폰지사기’였다는 것이 최근 밝혀졌다. 미 증권거래위원회(SEC)는 글로벌 무역금융 전문 투자 회사인 IIG의 등록을 취소하고 관련 펀드 자산을 동결하는 긴급조치를 단행했다. SEC 조사에 따르면 헤지펀드 IIG는 이미 2018년 말 투자자산이 디폴트(채무불이행) 상태였음에도 이를 속인 채 ‘가짜 대출채권’을 판매한 혐의가 드러나 기소되었고, 기존 고객 환매가 들어오면 신규로 받은 투자금으로 돌려막는 다단계 수법을

써온 것으로 밝혀졌다. 결과적으로 펀드 운용과 관리를 맡았던 라임과 신한금융투자도 이런 사실을 알고도, 관련 펀드를 계속 판매하는 등 결국은 IIG와 똑같은 사기행각으로 투자자들을 기만했다.

펀드 돌려막기, OEM펀드 이용한 부실 은폐 및 부당이득 취득

이 외에도 라임은 ‘펀드 손실의 다른 펀드 전가’행위와 ‘펀드간 우회 자금지원’ 행위, 업무상 얻은 정보를 이용하여 ‘임직원 전용 펀드’를 통해 부당 이득을 취득했다. 펀드간 우회 자금 지원 행위와 임직원 펀드를 통한 사적 이득 취득 행위는 OEM펀드를 이용했다. OEM펀드란 해당 운용사가 스스로의 판단으로 펀드를 운용하지 않고, 실질적으로 투자자인 제3자의 지시에 따라 펀드를 운용하는 것을 지칭한다.

기업사냥꾼과 결탁 무자본 M&A를 지원하고, 시세조정 등 불공정 거래에도 관여

라임이 기업사냥꾼으로 알려진 이인광회장(에스모 실질적 소유자)의 무자본 인수합병을 물심양면 지원하고 인수된 기업의 자금줄 역할을 하는가 하면, 시세조정 등 불공정거래에도 관련했다. 라임은 이 과정에서 주가의 급등락을 이용 부당이득도 챙겼다. 언론에서 라임사태 주요 인물 중의 하나로 판단하고 있는 스타모빌리티의 김봉현 전회장(실질 소유자) 또한 기업사냥꾼으로 이인광회장과 같은 방식으로 라임과 다양하게 얽여있다.

복잡하게 순환하는 방식의 펀드 자금 운용 이유는 ‘횡령과 은폐’ 목적

나오고 들어간 돈의 규모를 제외하고 그 흐름만 살펴보면, 라임 → 에스모 →디에이테크놀로지 → 위즈덤 → 오아시스홀딩스로 이동했다. 오아시스홀딩스가 자금의 종착지가 될 수도, 아니면 새로운 출발지가 됐을 수도 있지만, 이 회사를 감사했던 회계법인은 그 결과를 ‘의견거절’로 제시했다. 회계법인의 ‘의견거절’이란 당해 회사의 재무제표가 전혀 신뢰할 수 없어 의견표명이 불가능하거나, 기업의 존립에 의문을 제기할 만한 상당한 사유가 있음을 의미이다.

○ 사모펀드 제도개선 방안 비판 및 제언

라임사태는 누가 봐도 명백하게 규제완화가 낳은 정책실패와 감독실패의 문제였다. 실제

로 2015년 들어 금융위원회는 획기적으로 사모펀드 관련 규제를 완화했다. 3월에 규제완화 방안이 발표되었고, 7월과 10월에는 자본시장법과 시행령을 개정하여 가능한 모든 규제를 풀었다. 운용사 진입장벽이 사라졌고, PBS(프라임브로커리지서비스) 증권사의 Seeding 투자를 허용함으로써 사모펀드의 가장 큰 무기인 레버리지(차입) 투자도 보다 쉬어졌다. 시장 환경이 이와 같이 급변하자 원래는 '투자자문'사였던 라임이 2015년 12월 사모펀드 운용사로 업종을 전환했다. 그리고 약 3년여 만에 헤지펀드 업계 1위의 운용사가 되었고, 그 과정에서 온갖 종류 사기행각을 벌였다. 결국 라임 사기행각의 모든 물질적 토대를 제공한 것은 금융정책 당국이었다.

4월 27일 발표한 사모펀드 제도개선 방안은 라임사태를 바라보는 시각("최근 일부 부작용을 노출한 것")부터 문제가 있었다. 진단이 부실하다 보니 좋은 처방이 나오지 못했다. 제2, 제3의 라임사태를 막으려면 근본 원인부터 명확하게 규명해야 한다. 이에 향후 제도개선 방향과 관련하여 다음과 같이 제언한다.

첫째, 무엇보다 우선하여 국내 경제적 현실이 반영된 기업금융생태계를 새롭게 설계할 것. 이 과정에서 어떠한 편견 없이 사모펀드 국내외 운용사례 및 경제적 효과를 분석할 것.

둘째, 시장규율에 의존할 것이 아니라 금융시장 전반에 대한 금융당국의 관리, 감독을 강화하여 시장의 신뢰를 회복할 것. 필요하다면 관련 인력을 충원할 것.

셋째, 그간 드러난 사모펀드의 부작용을 줄이는 방향으로 제도를 설계할 것, 공시 요건을 확대해 투명성을 강화하고, 레버리지 비중은 축소할 것. TRS 방식의 차입은 금지할 것.

넷째, 금융기관의 안정성을 향상시키고 신뢰를 높이는 효과를 고려하여 제도개선에 임할 것. 자산운용 진입요건을 강화하여 고객 신뢰를 회복할 것. 스왑형 파생상품 등은 은행판매를 제한함과 동시에 일반적 의미를 상품화를 억제하고 관련 경제 주체들에게만 계약형태로 제공할 것. 복잡한 복층·순환 투자 구조의 펀드 설계 원천 금지할 것.

다섯째, 금융·경제 분야 고위관료의 사모펀드 가입 및 사모펀드 운용사로의 전직을 원천 금지할 것. 사모펀드가 일방적으로 고위 공직자의 명성을 악용하거나 '회전문 현상'을 방지하기 위한 차원임.

1. 들어가며

지난 한해 가장 빈번하게 회자되었던 용어 중 하나는 ‘사모펀드’였다. 민정수석이었던 조국이 법무부장관에 지명되면서 시작된 논란은, 10월 들어 사모펀드 운용사 라임자산운용(이하 ‘라임’이라한다)이 환매 중단을 선언하며 그 절정에 달했다. 하루가 멀다 하고 드러나는 라임의 불법적 행태들은 세상을 놀래 키기에 부족함이 없었다. ‘무자본 M&A, 회사 자산 빼돌리기, 배임 · 횡령, 주가조작, 폰지사기, 부실은폐, 손실 돌려막기 등’ 파렴치한 범죄들이 라임의 이름으로 자행됐다. 드러난 것만으로도 라임 사태는 가히 ‘불법 · 비리 종합세트’라 칭할 만하다. 1조 6700억원에 달하는 돈이 환매 중지 되었는데, 이 중에는 4,035명에 달하는 개인투자자들의 돈 9943억원이 포함되어 있다.

[표5 : 라임자산운용 환매연기 펀드 현황]

구 분	계좌수	판매액
개 인	4,035개	9,943억원
법 인	581개	6,736억원

자료) 금융감독원 보도자료(2020.2.14.)

수천 명에 달하는 투자자들이 은행이나 증권사 직원들의 투자권유를 신뢰한 사실 하나로 하루아침에 ‘썩박’을 차는 신세가 됐다. 사실 대개의 사람들은 아직도 사모펀드가 무엇인지 잘 모른다. 그럼에도 이렇게 많은 사람들이 사모펀드에 투자하게 된 배경에는 금융당국의 지속적인 규제완화 정책이 있었다. IMF이후 금융당국은 ‘선진금융기법 도입, 금융업 경쟁력 강화’라는 명분아래 지속적으로 사모펀드에 대한 규제를 완화했다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계 각국은 금융규제를 강화했지만, 우리는 여전히 규제를 풀었다. 그 결과 아무것도 모르는 서민들까지 사모펀드 시장에 몰려들면서 시장은 크게 성장했다. 이제나 저제나 한탕을 노려왔던 금융사기 집단들이 사모펀드 시장에 별다른 장벽 없이 진입했다. 그리고 라임사태가 발생했다.

라임사태로 인한 피해자와 그 피해액을 숫자로 한정짓기는 불가능하다. 수천 명에 달하는 펀드 가입자 이외에도 드러나지 않은 많은 피해자들이 있기 때문이다. 라임과 연루되어 껍데

기만 남게 된 기업의 노동자들, ‘주가조작·시세조정’의 피해를 입은 수많은 일반투자자들이 바로 그들이다. 금융정책을 총괄하는 금융위원회와 금융시장을 관리하고 감독해 온 금융감독원에 대하여 정책실패와 감독실패의 책임을 엄중하게 물어야 한다는 여론이 높아가지만, 아직까지 한마디의 사과도 반성도 없었다. 지난 4월 27일 발표한 ‘사모펀드 현황 평가 및 제도 개선 방안(최종안)’을 보면 제도개선의 의지도 최소한의 문제의식도 없었다.

사실 자본시장에서 이런 유형의 범죄는 흔한 편이다. 2000년대 초반 연이어 발생, 게이트로 통칭된 ‘진승현, 이용호, 정현준’ 관련 사건들이 그렇고, 전주(錢主, 주로 사채업자)를 중심으로 한 기업사냥꾼들의 무자본 M&A와 연루된 범죄(인수대상 회사의 자산을 담보로 기업을 인수 후 자산을 빼돌리거나, 주가를 조작하는 행위) 또한 비일비재했다. 그러나 대개는 은밀하게 범망을 교묘히 피해가며 음성적으로 진행되었다. 하지만 라임사태는 다음과 같은 점 때문에 이전의 사건들과 달랐다. 첫째, 무분별한 규제 완화의 결과 사기꾼 집단이 자산운용사의 탈을 쓰고 법테두리 안에서 공공연하게 범죄를 자행했다. 둘째, 라임사태가 표면화되기까지 감독당국은 전혀 이를 인지하지 못했으며, 이후 대응도 소극적이고 안일했다. 셋째, 은행이나 증권사들과의 공공연한 결탁 행위로, 금융시장에 대한 신뢰가 크게 훼손됐다. 이후 제도개선의 기본 방향과 원칙이 매우 중요한 이유가 여기에 있다.

2. 공모펀드 vs 펀드의 탈을 쓴 약탈적 투기꾼 ‘사모펀드’

라임사태의 본질을 제대로 이해하기 위해서는 사모펀드에 대한 이해가 필요하다. 먼저 펀드 그 자체에 대해 알아보자. 펀드(Fund)란 일정 목적을 위하여 여러 사람으로부터 모은 자금의 집합체 즉 뭉치돈 그 자체를 지칭하는 용어다. 좀 더 구체적으로 표현하면 자산운용회사(운용회사)가, 유가증권 등에 투자할 목적으로, 증권회사나 은행 등(판매회사)을 통하여, 불특정 다수의 일반 대중들로부터(펀드의 가입자) 자금을 모아, 주식이나 채권(투자대상) 등에 분산 투자하고, 투자로부터 발생하는 손익을 투자자의 투자비율에 따라 배분하는(수익의 배분) 간접투자상품을 통칭하는 개념이다. 투자를 하기위해 누군가에게 믿고 맡기게 되는데, ‘믿고(信), 맡긴다(託)’는 용어로 인해 투자신탁이라 불리기도 한다.

[표2 : 모집방법에 따른 펀드의 분류 공모&사모]

공모(公募)펀드	불특정 다수(일반인)로부터 자금을 조달하여 운용
사모(私募)펀드	특정한 소수(기관투자자나 거액자산가)로부터 자금을 조달

하지만 이러한 정의는 정확하게 공모펀드에만 부합한다. 왜냐하면 펀드 중에는 일반 대중 즉, 불특정 다수인이 아니라 ‘소수의 특정인(대개 기관투자자나 거액 자산가)’을 통해 특수한 목적 하에 자금을 조성하는 사모펀드가 있기 때문이다. 이처럼 사모펀드는 ‘특정한 소수’를 대상으로 자금을 조성하게 되는데, 국내 자본시장법에서는 49인 이하의 투자자를 대상으로 모집하는 펀드를 사모펀드라 칭한다. 즉 모집방법에 따라 공모펀드(public fund)와 사모펀드(private fund)로 나뉜다.

[표3 : 공모펀드와 사모펀드 자본시장법상 규제 차이]

구 분	공모펀드	사모펀드
금융감독위원회 등록	적 용	적 용
투자설명서 제공 의무	적 용	면 제
판매 보수 · 수수료 한도	있 음	없 음
자산운용 규제(동일종목 투자한도 등)	적 용	면 제
회계감사 의무	적 용	면 제
약관(정관) 공시 의무	적 용	면 제
자산운용보고서/수탁회사 보고서 작성 및 제공의무	적 용	면 제
수익자총회 개최 의무	적 용	면 제
수탁회사의 감시 의무	적 용	면 제

자료) 증권업협회 “자본시장 통합법 해설서” (2007)

사모펀드는 그 투자대상에 따라 ‘경영참여형 사모펀드(PEF, Private Equity Fund, 이하 ‘PEF’라 한다)’와 ‘전문투자형 사모펀드(이하 ‘헤지펀드’라 한다)로 구분된다. 둘 다 자금을 모으는 방식이 소수의 특정인을 대상으로 사적으로 모집하기에 사모에 해당하지만, 그 운용 방식과 투자대상은 많이 다르다.

PEF는 특정기업을 인수(M&A)하여 경영할 목적으로 운용된다. 경영권 획득을 목표로 하기에 해당 기업 지분을 10% 이상 반드시 취득해야 한다. PEF는 ‘LBO(Leveraged Buy-Out,

차입매수)’라 불리기도 하는데, 인수 비용의 대부분을 차입에 의존하기 때문이다. 미국의 PEF는 대개 10~20%의 자본과 80~90%의 차입금을 가지고 기업을 인수한다. 국내 PEF의 경우 현재 300%까지 레버리지를 허용하고 있다. PEF는 미국사회에서 악랄한 방식의 구조조정과 약탈적 투기로 그 악명이 자자하기에 ‘약탈적 기업사냥꾼’이라 불리기도 한다.

[그림1 : 투자대상에 따른 사모펀드 분류 및 실제 상호 사례]

사모(私募)펀드	
구분	실제 상호
1)경영참여형 사모펀드 (PEF)	론스타, MBK파트너스, 코링크PE
2)전문투자형 사모펀드 (헤지펀드)	라임자산운용, SP자산운용

반면 헤지펀드는 투자대상과 자산운용에 있어 아무런 제한이 없다는 것이 특징이다. 주식, 채권, 선물·옵션, 통화, 원자재 및 이러한 상품을 기초자산으로 하는 파생상품 등 돈만 된다면, 모든 것이 투자대상이다. 보통 투자기간도 매우 짧은 편이다. 필요하다면 스캘퍼(Scalper, 초단타매매자) 행위도 서슴지 않는다. 이들에게 시장의 위기는 위기가 아니라 기회로, 법의 테두리를 넘나들며 약탈적 투기행위로 큰 수익을 추구한다.

헤지펀드는 자산운용사 등록을 하기 때문에 상호는 ‘○○○자산운용’의 형태,
PEF는 별 제한 없어 ‘론스타, KKK, 칼라일, 코링크’처럼 다양

한편 헤지펀드를 운용하려면 자산운용사를 설립해야하고, 운용인력이 근무할 사무실도 갖춰야 한다. 자산운용사로 등록을 하기 때문에 그 회사명은 반드시 ‘○○○자산운용’이 되기 마련이다. 피리사 라임자산운용의 경우 그 명칭만으로도 헤지펀드 운용사임을 알 수 있다. 반면 PEF는 기본적으로 회사의 구조를 지녔지만, 대개는 실제 근무하는 사람이 없는 페이퍼 컴퍼니(Paper Company)로 업무집행사원(GP, General Partner)에 의해 운용되기 때문에 그 명칭을 어떻게 하여도 상관없다. 일반인도 많이 들어 본 론스타, 칼라일, MBK파트너스 모두 PEF이다. 조국관련 사모펀드로 유명해진 코링크도 PEF다.

[표 4 : PEF와 헤지펀드의 일반적 특징 비교]

구 분	PEF(경영참여형 사모펀드)	헤지펀드(전문투자형사모펀드)
투 자 자	기관 80%, 개인 20%	기관 20%, 개인 80%
차 입	LBO(자본금의 2~5배)	Margin Loan(증거금의 2~5배)
주요구성원	전문경영인	펀드메니저, 경제학자
투자대상	구조조정 기업 또는 부동산	주식, 채권, 통화, 파생금융상품 원자재등
공시의무	없음	없음
정보공개	없음	없음
금융감독	받지 않음	받지 않음

하지만 헤지펀드나 PEF와 같은 사모펀드는 우리가 생각하는 일반적 의미와 펀드(공모펀드)와는 질적으로 완전히 다르다. 이는 펀드의 역사를 통해 쉽게 이해할 수 있다. 펀드라고 불리는 투자신탁은 지금으로부터 140여 년 전 영국에서 시작되었다. 영국은 18세기 말부터 시작된 산업혁명을 계기로 거대한 화폐자본이 축적되었고, 풍부해진 국내 유동성은 해외에서 적정 수익의 투자대상을 찾게 되었다. 그런데 당시 유럽 대륙은 나폴레옹 전쟁 후 복구와 배상금 지급을 위해 고금리 공채를 발행하였고, 미국도 철도·운하·통신 등 기간시설에 대한 자금수요가 많았기 때문에 금리가 높았다. 이에 따라 자연스럽게 영국의 대자본은 유럽과 미국 등에서 발행하는 국공채 및 기업에 투자하여 큰 이윤을 남길 수 있었다.

이처럼 당시에는 대개 해외투자가 대자본에 의해 이루어졌는데, 시간이 지남에 따라 일반 투자가나 중소자본의 경우에도 자연스럽게 해외투자에 대한 욕구가 늘어나게 되었다. 이 과정에서 자연스럽게 일반투자자들은 공동투자자로서 거대자본을 형성하여 다양한 유가증권에 투자함으로써 위험을 분산할 필요성을 가지게 되었다. 이에 부응하여 1868년에 만들어진 것이 ‘해외 & 식민지정부신탁(The Foreign and Colonial Government Trust)’이다.

이 펀드는 그 설립 취지에서 “이 신탁의 목적은 투자를 여러 종류의 외국 및 식민지 정부 증권에 분산 투자하여 투자의 위험을 감소시킴으로써 대자본과 마찬가지로 이익을 일반투자자에게 제공하는 데 있다”고 규정하고 있다. 이처럼 투자에 따른 위험의 감소를 위해 다양한 유가증권에 분산투자하는 것, 공동투자를 통해 일반투자자에게도 이익을 제공할 것을 목표로 하는 등 현재의 공모펀드와 같은 특성을 포함하고 있다. 이로 인해 이 펀드가 최초의 투자신탁 펀드로 인정받고 있다.

이렇게 영국에서 시작된 펀드가 미국으로 건너가, 제1차 세계대전 이후 산업의 부흥과 자본 축적에 힘입어 비약적인 발전을 하게 되었다. 미국도 건국 이래 제1차 대전까지는 독립전쟁, 남북전쟁, 스페인 전쟁 등의 전비조달 외에도 대규모 국토개발 등으로 항상 자본결핍 상태에 있었다. 그런데 제1차 대전이 발발하자, 유럽지역은 대량의 전쟁 물자를 미국으로부터 공급받을 수밖에 없었고, 이에 따라 미국은 공업생산물과 농산물의 대량 수출국이 되었다. 이러한 여건 변화에 따라 이루어진 자본축적은 미국에서 펀드가 발전할 수 있는 기반으로 작용하여, 1921년 투자신탁 펀드로서 완전한 형태를 구비한 미국 최초의 투자신탁 펀드인 'The International Securities Trust of America'가 설립되었다. 이후 1929년 대공황으로 펀드산업은 한때 큰 시련을 겪기도 했지만, 1940년대 펀드관련 법들이 제정되면서 비약적인 성장을 하였다.

[표5 : 펀드의 본질적 특성과 사회적 역할]

구 분	내 용
본질적 특성	1. 공동투자 2. 대행투자 3. 분산투자
사회적 역할	1. 산업자금의 조달을 지원 2. 개인투자자들의 합리적인 투자를 지원 3. 자본시장의 안정성에 크게 기여

이처럼 펀드의 탄생 배경과 그 성장과정을 보면, 공동투자(여러 사람으로부터 자금을 모아서 함께 투자), 대행투자(투자전문가인 펀드매니저에 의한 투자), 분산투자(대규모 자금을 여러 가지 유가증권에 나누어 투자) 등이 그 본질적 특성임을 알 수 있다. 그리고 펀드가 다음과 같은 사회적 역할을 수행하는 경우에만 국민경제적 측면에서 그 존재 가치가 있다고 할 수 있다. 첫째, 기업과 일반투자자들 사이에 자금을 중개해줌으로써 산업자금의 조달을 지원해주는 역할을 수행하여야 한다. 둘째, 투자자금이 소액이라 분산투자를 통한 위험관리가 어려운 개인투자자들의 합리적 투자를 지원하여야 한다. 이를 통해 자본이 일반 대중에게 분산됨으로서 소유의 평등화, 소득의 평준화 및 소유의 분산이 촉진되는 동시에 기업수익의 사회 환원이 가능하기 때문이다. 셋째, 기관투자자의 역할을 수행하여 자본시장의 안정성에 크게 기여하여야 한다. 장기투자를 지향하는 기관투자자의 역할이 제대로 수행되어야 자본시장의 건전성이 유지될 수 있기 때문이다.

성장과정을 통해 사회적 역할을 인정받은 공모펀드

vs 출발 자체가 고수익만을 목표로 만들어져 투기성 강한 사모펀드

반면 PEF나 헤지펀드와 같은 사모펀드는 그 출발 자체가 '시장평균을 대폭 상회하는 고수익'만을 목표로 만들어졌기에, 사회적 역할을 운운하는 것 자체가 넌센스다. 사회적으로도 의미 있는 역할을 수행하면서 엄청난 수익을 올린다는 것은 현실에서 있을 수 없는 일이기 때문이다. 공모펀드는 그 역사성과 사회적 성격으로 인해 시장의 벤치마크를 비교대상으로 해 상대적으로 성과를 측정한다. 반면 사모펀드는 절대수익을 추구해 시장상황에 관계없이 고수익을 올리는 것을 목표로 한다. 사모펀드의 '약탈적 투기'가 가능한 이유는 자본시장의 비약적인 발전에 힘입어 자본권력이 정치권력을 능가하게 되어, 다양한 제도적 특혜를 누리고 있기 때문이다.

사모펀드 중 먼저 이번 라임사태를 야기한 헤지펀드에 대해 알아보자. 1949년 Alfred Winslow Jones¹⁾에 의해 설립된 펀드가 공매도와 레버리지를 주요 운용방식으로 투자해 성공을 거둔 것이 헤지펀드의 시조라 알려져 있다. 헤지펀드라는 명칭의 유래와 관련한 정설은 1966년 Carol Loomis가 Fortune지에 Jones의 펀드를 이르러 '헤지펀드'라 명시한 이후 유사한 유형의 운용방식을 추구하는 펀드를 헤지펀드로 통칭하게 되었다고 한다.

금융시장 참가자들의 헤지펀드에 대한 기본적 인식은 '소수의 자산가들을 대상으로 사적으로 은밀하게 자금을 모집하여, 관련 법규나 감독기관의 사각지대를 노려, 높은 레버리지(차입)로 수익을 극대화'하는 펀드라 할 수 있다. 헤지펀드에서는 각종 규제와 세금을 회피하는 행위 또한 중요한 전략이다. PEF가 인수하는 기업의 자산을 담보로 차입하는 것을 'LBO 방식'이라 했다면, 헤지펀드는 'Margin Loan'을 사용한다. 투자자산을 매수할 때, 자기자본은 10~20%, 나머지는 매수하려는 금융상품을 담보로 대출을 발생시키는데, 이때 자기자본

1) 1900년에 태어난 존스는 아버지가 제너럴 일렉트릭 호주점의 중역으로 부유한 집안이었는데, 포춘지(Fortune magazin) 기자생활을 통하여 얻은 경험을 바탕으로 큰돈을 벌겠다며, 1949년 자신의 돈 4만달러에 친구 4명으로부터 조달한 6만 달러를 보태 직접 펀드를 만들어 운용. 존스는 이때 공매도와 레버리지를 결합한 롱숏전략을 구사해 큰돈을 벌었다. 헤지펀드의 기본전략인 롱숏전략이란 매수를 의미하는 '롱(long) 전략'과 매도를 의미하는 '숏(short) 전략'을 동시에 구사하는 것이다. 주가가 하락할 것이라고 예상되는 종목에 대해서는 주식을 빌려서라도 미리 내다 팔아버리는데 이것이 공매도(short selling)다.

10~20%를 증거금, 차입금을 ‘Margin Loan’이라고 하는 것이다.

이렇듯 높은 레버리지 전략 때문에 다른 가설도 존재한다. 헤지펀드는 애초 차익거래에 주로 투자했기에 ‘헤지’라는 용어가 붙었다는 것이다. 차익거래란 현물과 선물 혹은 상품과 파생상품 간의 가격 차이가 정상적인 수준을 벗어나 비정상 수준에 도달하는 순간 고평가되어 있는 자산을 매도하고 저평가되어 있는 자산을 매수하여 무위험 이익을 올리는 거래를 의미한다. 그런데 이 이익의 크기는 매우 작을 수밖에 없기 때문에 대박을 올리기 위하여 엄청난데 큰 레버리지(차입)를 활용하게 되었다는 것이다.

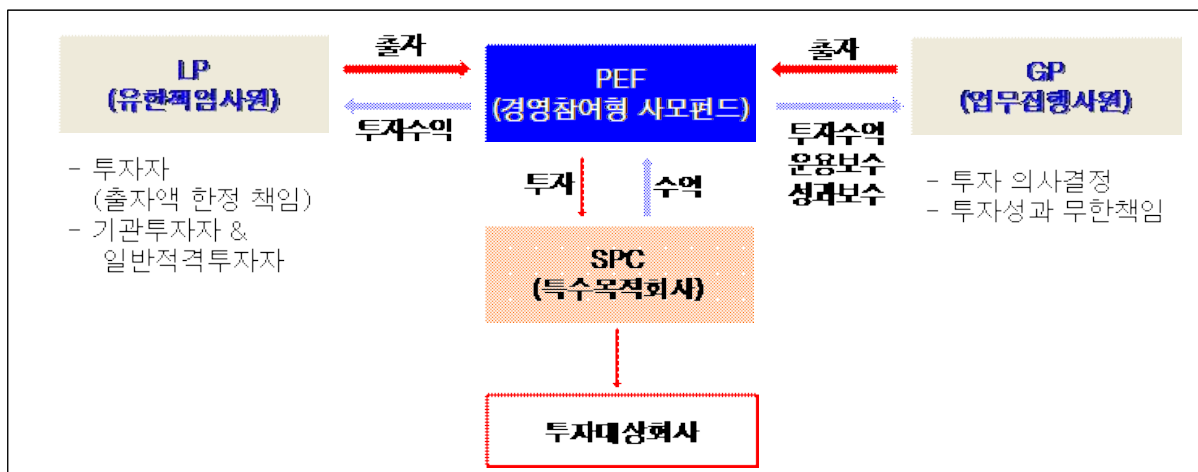
특정국가 외환시장 공략이나, ‘대머리 독수리’²⁾ 전략으로 악명 날리는 헤지펀드

글로벌 헤지펀드들은 엄청난 규모의 자금력을 바탕으로 각종 위기를 이용할 뿐 아니라, 위기를 조장하는 배후로 지목되기도 한다. 조지 소로스가 운영하는 헤지펀드인 ‘퀀텀펀드’는 1997년 동아시아 외환위기를 불러왔던 태국 바트화 폭락사태와 1992년 파운드화를 공격해 영란은행을 굴복시킨 일로 악명이 높다. 2013년에는 미국의 헤지펀드인 엘리엇매니지먼트(Elliott Management Corporation)가 채무가 탕감(채무조정으로 원금 75% 탕감)된 아르헨티나의 국채를 시장에서 헐값에 사들인 후, ‘자신들은 아르헨티나의 채무조정에 동의하지 않는다’며 빚을 전액으로 갚을 것을 요구하며, 아르헨티나 정부를 상대로 뉴욕법원에 ‘원리금 전액 반환 청구 소송’을 내 2012년 승소했다. 아르헨티나가 상환을 거부하자 싱어 회장이 이끄는 엘리엇매니지먼트는 2012년 당시 아프리카 가나에 정박 중인 아르헨티나 군함 3척을 압류했고, 2014년 아르헨티나 정부와 다시 협상 끝에 2015년 아르헨티나 정부로부터 채권 원리금 75%를 받아내는 조건에 합의 392%에 이르는 수익률을 올렸다. 일명 ‘대머리 독수리’에게 굴복하는 나쁜 사례를 만든 것이었다. 사실 아르헨티나 정부 입장에서선 저 판결에 불복하여 부채를 상환하지 않을 경우 미국에서의 모든 거래가 정지될 것이고, 이는 글로벌 시장에서의 모든 거래가 정지됨을 의미하기에 협상에 응할 수밖에 없었을 것이다.

2)대머리 독수리(vulture capitalist)란 글로벌 금융시장에서 부실 채권을 헐값에 사들인 후 채무자를 상대로 원리금을 전액 그대로 반환하라고 소송을 거는 투자자를 대머리 독수리(vulture)에 빗대어 부르는 용어다.

헤지펀드 못지않은 악명을 떨치고 있는 또 다른 이름의 사모펀드 ‘PEF’, 그 기원이 불분명하지만 1970년대에 등장한 것으로 알려져 있다. 사모펀드로서의 헤지펀드가 애초부터 투자 방식에 어떠한 제한도 없었던 만큼, 그 중 하나의 투자방식인 인수합병(M&A)투자가 사모펀드 투자방식의 한 축으로 자리매김 된 것으로 추정된다.

[그림2 : PEF의 일반적 구조]



먼저 PEF의 구조부터 살펴보자. [그림2]에서 보는 바와 같이 경영참여형 사모펀드 PEF는 LP(Limited Partner, 유한책임사원)와 GP(General Partner, 업무집행사원)로 구성된다. LP는 PEF 운용사의 모집에 응한 투자자(기관투자자&거액자산가)들을 지칭하는데, 투자이후 그 운용과정에는 참여할 수 없고, 나중에 투자성과만 받아간다. GP는 당해 PEF를 모집하고 운용하게 될 운용사를 지칭한다. PEF의 투자성과에 무한 책임을 지며 자산운용을 책임지게 된다. 우리가 뉴스를 통해 많이 들어 본 론스타, MBK파트너스, IMM 같은 사모펀드 운용사들이 GP의 역할을 수행한다.

금융감독원 자료에 따르면 2019년 3월말 기준 국내 등록되어 있는 PEF는 모두 612개로 총 출자약정액은 75조 6,329억원에 달한다. 이중 가장 큰 펀드는 산업은행이 GP인 ‘케이디비벨류제육호’로 출자약정액이 2조 7500억원이다. 이 펀드는 산업은행이 금호그룹으로부터 대우건설을 인수하기 위해 만든 PEF였다. 조국관련 펀드의 GP인 코링크PE도 3개 들어있다. 그런데 이 자료를 통해 얻을 수 있는 정보는 이처럼 GP에 대한 정보뿐이다. 실제 투자자인

LP에 대한 정보는 전혀 없다. 또 이들이 어떤 기업들에 투자를 했는지도 별도의 언론보도가 없는 한 알 수 없다. 이처럼 PEF는 언론에 노출되거나 검찰 조사를 받는 경우를 제외하고는 기본적으로 그 세부내용이 절대 공개되지 않는다.

투자자가 누구인지 투자대상이 무엇인지 철저하게 감춰진 PEF

‘블라인드 펀드(투자대상 미확정)’와 ‘프로젝트 펀드(투자대상 확정)’로 구분

한편 PEF는 모집방법에 따라 ‘블라인드 펀드’와 ‘프로젝트 펀드’로 나뉜다. 블라인드 펀드란 투자대상(기업 또는 부동산)이 투자자 모집 당시 정해지지 않은 펀드를 의미하며, 투자대상을 사전에 확정하여 모집하는 경우를 프로젝트 펀드라 한다. 예를 들어 강남에 있는 (주)홍길동을 인수하겠다고 투자대상을 특정한 상태에서 투자자를 모집하면 프로젝트 펀드, 건설사를 인수하겠다고 운용전략만 설명하고 자금을 모집하면 블라인드 펀드인 것이다. 블라인드 방식을 취하는 이유는 자금이 미리 모집되어 있으면, 아무래도 좋은 매물이 나왔을 때 바로 투자 진행이 가능하고 상대방과의 협상도 유리해지기 때문이다. 블라인드 펀드는 실제로 얼마가 투자될지 알 수 미리 알 수 없기 때문에 약정금액을 정하고 실제 투자 시 필요한 금액만큼을 요청하는 방식으로 진행한다.

PEF 투자부터 자금회수까지의 과정을 단순하게 도식화하면 LP(투자자) → 사모펀드(GP) → 유한회사(SPC) → 레버리지이용(LBO) → 기업인수 → 기업가치 극대화 → 매각 → 수익배분의 절차를 거치게 된다. 보통 PE(PEF 운용사)는 운용보수로 1~2%를 받고, 매각 후 수익배분 시 운용수익의 20% 정도를 성과보수로 배분 받는다. 인수회사의 자산을 담보로 레버리지를 이용하는 LBO(Leverage Buy Out) 방식을 구사하기 때문에, 자기자본의 몇 배에 달하는 기업을 인수하여 수익극대화를 도모한다. 유일하게 존재하는 경영목표가 수익극대화이기 때문에 기업윤리나 경영철학은 기대하기 힘들다. 수익성과 생산성을 단기간에 높이는 가장 손쉬운 방법은 급여를 삭감하고, 비정규직 비율을 높이는 등 강도 높은 구조조정에 있다는 것을 경험으로 알고 있기에 사회적 비난쯤은 감수한다.

PEF는 해당 기업을 인수 한 후 악랄한 방식의 구조조정과 자산매각, 유상감자 등을 통

하여 철저히 초과이익을 쏜다. 일반적으로 노동자의 희생을 강요하는 강력한 구조조정을 거쳐 주식을 재상장하거나 3자 매각하여 투기적 수익을 창출한다. 인수기업의 재매각 시점까지 단 한 순간도 초과이익 창출을 포기하지 않는다. 실제로 한국 사회에서도 IMF 이후 글로벌 PEF들이 각종 편법과 불법을 동원해가며 벌인 ‘약탈적 투기’ 사례들은 비일비재하다. 소버린의 SK 사태, 뉴브릿지캐피탈의 제일은행 인수, 칼라일의 한미은행 인수, 론스타의 외환은행 인수, 브릿지증권, 메리츠증권, 서울증권 등도 PEF가 인수한 후 유상감자, 고배당 등을 통하여 편법적으로 수익을 약탈했다.

그 익명성으로 인하여 더 악랄한 방식의 약탈적 투자를 자행한 PEF

국제식품연맹(IUF)이 소책자로 정리한 “노동자를 위한 알기 쉬운 사모펀드 이야기”에는 PEF의 ‘약탈적 투기’를 다음과 같이 정리했다. 첫째, ‘인수기업의 비상장화’다. PEF가 대상기업의 인수를 완료하면 상장을 폐지하는데, 그 이유는 공시, 보고 의무로부터 벗어나 밀실에서 수익을 철저히 쏜다. 둘째, ‘배당금 재조정³⁾’으로 알려진 착취 메커니즘이다. 인수가 종료되면 PEF는 막대한 양의 배당금을 인수기업으로부터 착취하는데, 심지어 대출로 배당금을 착취한다. 셋째, 인수기업의 재매각(또는 투자 철수, EXIT⁴⁾)이다. PEF는 인수 당시부터 사업의 매각 또는 투자 철수를 계획한다. 인수에서 철수까지의 수명 주기는 일반적으로 3~5년 정도 소요된다. 대개 PEF의 투자 철수는 기업을 다시 공개하여 재상장하거나, 다른 PEF에 매각하는 방식으로 이루어진다. 인수기업이 한 펀드에서 다른 펀드로 재 매각될 때 부채수준은 더 높아지고 감원은 더욱 심각해진다.

사모펀드의 이러한 행태는 미국에서 M&A가 산업구조조정의 주요 수단으로 부상한 1980

3)배당금 재조정은 위성통신사업체인 팬암셋(PanAmSat) 인수 사례에서 잘 들어난다. 2004년 9월 KKR(콜버그 크라비스 로버츠), 칼라일 그룹(Carlyle Group), 프로비던스 에쿼티(Providence Equity) 등의 사모펀드운용사는 41억 달러에 달하는 팬암셋을 불과 5억 5천만 달러만 투입하여 인수했다. 나머지는 차입을 통하여 조달했다. 인수 종료 후 한 달 만에 팬암셋은 추가적인 부채를 안게 되었고, 3개 사모펀드는 2억 5천만 달러의 배당금을 받았다.

4)알메디아 캐피탈(Almedia Capital)은 자신들이 소유한 사모 용어집에서 ‘투자 철수’를 다음과 같이 정의했다. “사모펀드 전문가들은 그들이 기업 인수 계획을 처음 생각할 때부터 투자 철수를 염두 해둔다. 투자 철수는 펀드가 한 기업에서 투자를 실현할 수 있는 수단이다. 이는 주로 기업 상장, 다른 사모펀드나 되 사려는 기업에 매각하는 것을 통해 이루어진다. 만일 펀드매니저가 잠재적 투자에 명백한 투자 철수의 경로를 생각할 수 없다면, 그때는 아예 손을 대지도 말아야 한다.”

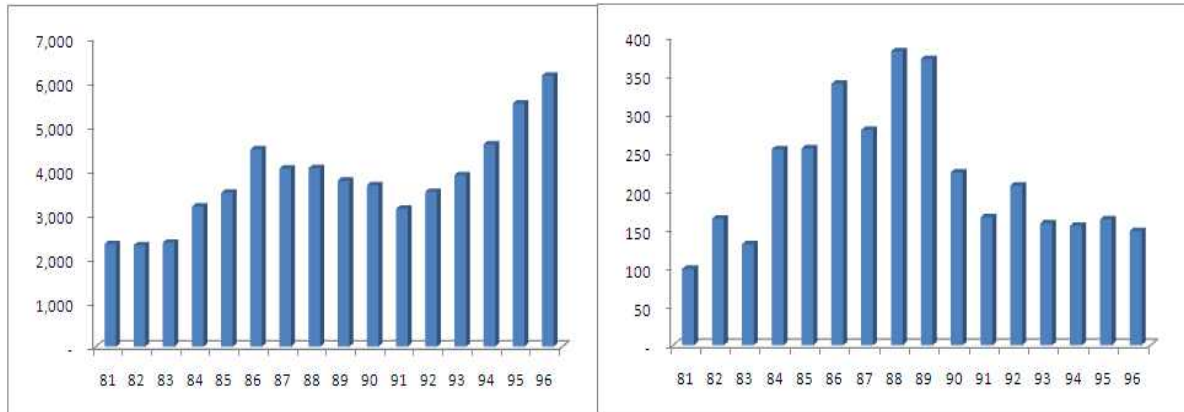
년대 보편적으로 행해졌다. 이 과정에서 기업사냥꾼과 그린메일러, M&A 전문가들은 도덕성 논란의 표적이 되었다. 사모펀드 LBO 전문가들은 거대한 수수료를 받아내면서도 거래위험의 대부분을 유한책임파트너와 인수금융을 대출한 금융기관, 궁극적으로 납세대중(과세되는 배당소득을 비과세 지급이자로 바꿈에 따라 LBO 대상 기업의 납세액이 감소하게 된다)에 전가했다. 당시 월스트리트저널 기자였던 조지 앤더스(George Anders)은 자신의 책 "부채의 상인(The Merchants of Debt)"에서 사모펀드 KKR이 구사한 레버리지 수준이 세계상의 맹점과 급격한 구조조정을 통해 KKR과 유한책임투자자들의 부를 축적하는데 기여했으며, 이는 납세자와 노동자의 희생에 의한 것이었다고 기술했다.

1980년대 말 미국 의회는 M&A와 적대적 인수, 높은 레버리지를 구사하는 LBO에 대한 청문회를 계속 열어 기업구조조정으로 영향을 받는 거의 모든 이해관계자에게서 많은 증언을 청취했다. 노동조합대표, 대기업최고 경영자, 저명한 은행가, 경제 전문가, 변호사, 경제학자들이 M&A 활동 증가에 우려를 표명했다. 이들은 높은 레버리지 차입으로 생기는 국가경제에 대한 잠재 위험, 적대적 인수 시도로 인한 기업의 사기 저하, 기업금융의 불안정화를 언급했다. 이처럼 사모펀드에 의한 LBO 투자활동의 비중이 커지면서 이에 대한 대중의 반응은 절대 우호적이지 않았다. 듀라셀의 최고경영자였던 로버트 키더(Robert Kidder)는 "LBO 투자자는 단기 이익을 얻기 위해 기업에 들어와서는 뼈를 잘라내고 생명을 벗겨내는 강도로 인식되었다"라고 술회한 바 있다⁵⁾.

1990년대 들어 정크본드 시장이 붕괴하고 정치적인 규제압력을 받게 되자 높은 레버리지의 자금조달이 어려워졌다. 정치적 압력과 대중의 반감 그리고 경쟁심화 등 시장 환경 변화가 사모펀드에 의한 LBO를 크게 위축시켰다. 실제로 89년 총 M&A 건수 중 LBO 건수 비중은 9.85%로 최고치를 기록한 이래, 점차 그 비중이 축소되어 96년에는 2.41%로 낮아졌다. 비정상적인 초과수익을 가능하게 했던 높은 수준의 레버지리가 축소되자, PEF가 자연스럽게 위축된 것이었다.

5)로버트 키더의 1996.07.27. 인터뷰 내용.

[그림3 : 미국 연도별 M&A 및 LBO 추이]



출처) “LBO, M&A, 사모펀드의 선도자 KKR 스토리” 조지베이커, 조지 데이빗 스미스 저(2009)

2012년 미 대선전, 사모펀드에 대한 부정적 인식이 여전함을 증명

위의 여러 사례에서 알 수 있듯이 사모펀드의 행태를 가까이서 지켜본 미국인들에게 그 이미지는 매우 부정적이다. 그리고 2012년 미국 대선전은 여전히 사모펀드가 ‘약탈적 투기꾼’의 부정적 이미지를 벗어나지 못했음을 잘 드러냈다. 당시 공화당 후보 롬니는 자신이 운용했던 베인캐피탈(Bain Capital) 등 사모펀드(PEF) 10여 곳의 탈세 혐의로 조사를 받았다. 검찰이 파악한 이들의 탈세방법은 세금을 덜 내기 위해 운용수수료를 받지 않는 대신 이를 다시 투자해 성공보수 수입으로 잡아 세율을 낮추는 방식이었다. 한편 오바마 진영은 롬니의 사모펀드 운용경력에 대한 공격을 지속적으로 전개했는데, 그 내용은 사모펀드가 회사를 헐 값에 매입한 뒤 분할 매각하는 방법으로 사람들의 일자리를 빼앗고 있다는 것이었다.

2001년 5월 ‘피터 정’이라는 이름의 칼라일그룹 한국 사무소의 직원 이메일 한통이 월스트리트를 돌고 돌면서 화제가 되었다. 미국 친구들에게 보낸 메일 제목이 ‘왕처럼 살기(Living like a king)’였다. 그 내용을 요약하면, 자기는 한강이 보이는 아파트에서 매일 젊은 여성들과 바람둥이처럼 살고, 은행가들로부터 각종 접대를 받고 있다며, 너희들도 이를 경험해 보려면 자신과 연락을 끊지 말라는 것이었다. 당시 블룸버그와 다우존스 등이 이를 소개했고, 워싱턴포스트는 비중 있게 이 사건을 조명했다. 해외 언론이 이 메일에 관심을 보인 것은 당시 사모펀드 칼라일이 한미은행의 대주주였기 때문이다. 워싱턴포스트는 당시 이 사

건을 ‘한국 은행산업의 추악한 단면’이라며 맹비난한 바 있다. 당시 우리 언론은 이를 가십거리로 다뤘을 뿐, 사모펀드 칼라일 관련 내용은 보도하지 않았다.

이처럼 PEF건 헤지펀드건 사모펀드가 사회적으로 논란을 야기할 수밖에 없었던 이유는 단순하다. 사모펀드는 펀드가 아니라 펀드의 탈을 쓴 약탈적 투기꾼이기 때문이다. 그 시작부터가 단지 많은 돈을 벌기위해 만들어졌고, 그 목표에 충실하게 법과 제도 그리고 사회적 여론도 모두 무시해왔다. 사모펀드가 가지고 있는 다음과 같은 속성을 감안하면 그 부작용은 필연적일 수밖에 없다. ①공시 의무가 없어 누가 어디에 얼마나 투자했는지 알 수 없다. ② 은밀한 거래를 해야 하는 만큼 주로 잘 아는 사람들이 주요 투자 구성원이다 ③끼리끼리 하다 보니 학연과 지연으로 얽힐 수밖에 없다 ④대개의 활동이 비공개로 이루어지다보니 로비 등에 태생적으로 취약하다 ⑤사인 간의 계약 형태를 가지고 있기에 관리감독의 사각지대에 놓여있다 ⑥재벌들의 계열사 지원이나 불법 승계, 내부자금 이동 수단으로 악용되기도, 김의 돈의 이동 수단으로 사용되기도 한다 ⑦큰 폭의 레버리지 투자가 일반적인 만큼 자산 빼먹기나 빼돌리기 등 범죄에 악용되기 쉽다.

3. ‘불법 · 비리 종합세트’ 라임자산운용 사태⁶⁾

라임은 2012년 8월 투자자문사로 출발했다. 이때 쌓았던 인맥을 적극 활용하여, 사모펀드에 대한 규제가 대폭 완화된 2015년 12월, 헤지펀드 자산운용사로 업종을 전환했다. 전환 후 빠르게 자산을 불러 불과 4년 만에 운용자산(AUM, Asset Under Management)⁷⁾ 기준 국내 최대의 헤지펀드가 되었다. 2019년 말 기준 라임의 전체 수탁고는 약 4.5조원으로, 이중 3.9조원은 대체자산⁸⁾에 투자되었고, 채권 등 여타부문에 0.6조원이 투자되어 있었다. 그런데

6)라임사태 관련 내용은 금융감독원의 보도자료와 언론 기사를 토대로 재구성한 것임.

7)자산운용사 순위는 주로 운용자산 규모로 판단한다. 대부분의 펀드는 수익률에 관계없이 운용수수료를 받는데, 운용자산이 커질수록 안정적인 고정수익을 확보할 수 있게 된다. 이로 인해 자산운용사들은 새로운 펀드를 출시하고 고객을 모집하는 등 운용자산을 늘려 외형을 확장하려고 한다. 2019년 6월 기준 공모펀드를 포함한 자산운용사 탑3는 삼성자산운용(248.5조원), 미래에셋자산운용(112.9조원), 한화자산운용(102.6조원) 등이다.

8)비상장주식, 비상장 주식관련 사채권(CB, BW), 사모사채 등 시장성과 유동성이 부족한 유가증권을 지칭한다.

2019년 7월 들어 라임 투자에 대한 각종 의혹이 언론을 통해 보도되기 시작했고, 검찰의 조사가 시작되자 투자자들의 환매 요청이 밀려들었다. 2019년 10월 마침내 라임은 환매 중단을 선언했다. 환매 중단된 자산의 총규모는 1조 6679억원에 달했으며, 4000여명에 달하는 개인투자자들이 포함돼 있었다.

아래 표에서 보듯이 환매연기가 발생한 라임의 펀드는 모펀드 4개, 그리고 이 펀드들과 모-자 관계에 있는 173개의 자펀드였다. 모-자형 펀드 구조란 다수 자펀드가 투자자로부터 모은 자금을 모펀드에 집중한 후, 모펀드가 실제로 자산을 취득하고 운용하는 형태를 취한다. 개인투자자들의 입장에선 자신들이 가입했던 펀드들의 명칭은 달랐겠지만, 그 개별펀드가 투자된 모펀드의 손실 정도에 따라 얼마나 돌려받을 수 있을지 결정될 운명에 처했다.

[표6 : 환매연기 모펀드 및 자펀드 현황]

자 펀 드			모 펀 드		
펀 드 명	편 수	금 액	펀 드 명	금 액	주요 투자자산
TOP2 밸런스 6M 35호 등	110	10,091	⇒ ①플루토 FI D-1호	9,391	국내 사모사채
새턴 10호 등	21	3,207	⇒ ②테티스 2호	2,963	국내 메자닌
무역금융 밸런스 6M 5호 등	38	2,438	⇒ ③플루토 TF-1호	2,408	P-note(약속어음)
Credit Insured 1Y 1호 등	16	2,949	⇒ ④Credit Insured 1호	2,464	해외 무역채권
합 계*	173	16,679	합 계	17,226	

자료)금융감독원보도자료(2020.02.14.), 2019.12월말 기준 펀드 현황 (단위 : 개, 억원)

※ 1개의 자펀드가 복수의 모펀드에 중복 투자한 경우 중복을 제거하고 합계를 산출

‘플루토 1호’는 총 9,391억원의 자금을 국내 사모사채에 주로 투자했다. 사모사채(Private Placement Corporate Bonds)는 그 이름에서 알 수 있듯이, 채권의 발행자가 자신의 인맥을 활용해 사적으로 채권을 발행하여 자금을 조달하는 것으로, 사실상 대출에 가깝다. 즉 발행자가 일반투자자들에게 발행조건 및 발행시기를 알린 후 발행하는 공모사채는 자본시장에서 공개적으로 유통되지만, 사모사채는 사적으로 거래해야 하기 때문에 만기 전에 현금화하기가 어렵다. 이러한 단점에도 불구하고, 사모사채를 발행하는 이유는 투자자나 발행자인 기업 입장에서 나름 장점이 있기 때문이다. 먼저 투자자 입장에서는 공모채권보다 보다 유리한 조건에서 대량의 채권을 취득할 수 있다. 발행기업은 여러 복잡한 절차를 거치지 않아도 되기 때문에 선호한다. 유가증권신고서를 제출하지 않아도 되며, 인수주선기관을 선정할 필요도 없고, 통일된 규격의 유가증권으로 사채권을 발행하지 않아도 된다. 즉 공모사채에 비해 발행시간과

비용이 절약되고 동시에 세부적인 기업 내용의 공개도 피할 수 있어 선호된다. 앞서 사모펀드서 지적했듯이, 역으로 이런 장점들이 불법과 비리의 수단으로 악용되기도 한다.

모-자형 펀드 구조로 4개 모펀드가 사모사채, 메자닌, 무역금융 등에 집중투자

‘테티스 2호’는 총 2,963억원이 주로 국내 메자닌에 투자됐다. 메자닌(Mezzanine)은 이탈리아어로 건물 1층과 2층 사이의 라운지 공간을 의미하는데, 금융시장에서는 사채권과 함께 주식의 특성이 동시에 부여된 채권들, 즉 전환사채(CB, Convertible Bond)⁹⁾나 신주인수권부사채(BW, Bond with subscription Warrant)¹⁰⁾ 등을 지칭하는 용어로 사용된다. 이들 사채권들을 본래 발행기업에 별다른 문제가 생기지 않는 한, 만기까지 보유하고 있으면 원리금을 돌려받는다. 여기에 발행 기업의 주가가 상승하면 주식으로 전환하거나 신주 발행을 요청함으로써 주식투자자가 얻을 수 있는 시세차익을 얻을 수 있다는 매력이 공존한다. 한마디로 주식과 채권투자의 이점을 모두 누릴 수 있다.

‘플루토 TF-1호’는 총 2,408억원이 해외소재 기업의 P-note(약속어음)에 투자됐다고 하는데, 사실 이 모펀드는 무역금융펀드로 해외에서 투자·운용되었다. 그런데 이펀드의 주요 투자처였던 미국의 헤지펀드(IIG)가 ‘폰지사기’로 판명돼 미국 금융당국으로부터 자산동결조치를 받게 되자, 이를 은폐하기 위해 해당 펀드를 다른 무역금융펀드와 섞어(Pooling) 부실을 희석시킨 후, 이 지분을 케이먼 제도에 설립된 SPC¹¹⁾에 장부가로 넘기면서 약속어음을 받는 계약을 한 것이었다. Pooling된 무역금융펀드는 총 5개로 2개의 IIG펀드, BAF펀드, Barak펀드,

9) 전환사채는 미리 정해진 가격으로 사채권을 주식으로 전환할 수 있는 채권을 말한다. 즉 채권자로서의 완전한 지위를 기본적으로 보유하고 있는 것은 물론이고, 미리 정해진 가격으로 주식으로 전환할 수도 있다. 즉 발행기업의 주가가 시장에서 미리 정해진 전환가격을 넘어서면, 채권 투자자로서 이자를 지급받기 보다는 주식으로 전환해 시장에서 매도하여 시세차익을 얻을 수 있는 것이다.

10) 신주인수권부사채는 사채권자에게 일정한 기간이 경과하면 일정한 가격으로 발행회사의 신주를 인수할 수 있는 권리가 부여된 사채를 말한다. 신주인수권부사채는 투자자 입장에서는 투자의 안정성과 수익성을 동시에 만족시켜 주고 주가 상승시 신주인수권의 행사로 주식투자에 의한 매매차익을 얻을 수 있다. 또한, 신주인수권 행사 후에도 사채는 존속하기 때문에 확정이자 및 원금을 확보할 수 있다

11) SPC(Special Purpose Company, 특수목적법인)는 특수한 목적을 수행하기 위해 일시적으로 만들어지는 일종의 페이퍼컴퍼니다. 원래 상법상 금융회사의 부실채권을 매각하기 위해 일시적으로 세워진 자산유동화전문회사를 지칭한다. 금융회사가 경영난에 빠진 거래 기업의 부실채권을 인수한 뒤 자산유동화증권(ABS, Asset Backed Securities)을 발행해 적당한 투자자들에게 매각하는 중개회사 역할을 수행한다.

ATF펀드였다. 그리고 약속어음의 원금은 기본적으로 5개 해외 무역금융펀드의 손실과 연동되는 구조를 가지고 있다,

4번째 모펀드 ‘Credit Insured 1호’는 총 투자금이 2,464억원에 달하는데, 그 주요자산이 위의 3가지 모펀드에 투자되어 있다. 구체적으로 보면 플루토 FI D-1호(719억원), 플루토 TF-1호(30억원), P-note(470억원) 등에 투자 되었다.

[표7 : 라임 국내투자 모펀드(2개)에 대한 자산실사 결과]

구 분	① 플루토 FI D-1호	② 테티스 2호
장부가액	12,337	2,931
최대 회수가능금액 (회수율)	8,414 (68.2%)	2,301 (78.5%)
최소 회수가능금액 (회수율)	6,222 (50.4%)	1,692 (57.7%)

자료)금융감독원보도자료(2020.02.14.), 2019.10월말 기준 (단위 : 억원)

금융감독원에 지난 2월14에 발표한 자산실사 결과과 따르면 ‘플루토 FI D-1호’의 회수율은 68%~50%, ‘테티스 2호’의 회수율은 79%~58% 수준일 것으로 예상했다. 하지만 개인투자자들의 예상 손실액은 이보다 더 커질 것으로 보이는데, 이들이 가입한 자펀드의 예상 손실액은 레버리지(TRS계약) 투자를 감안하면 더욱 확대될 것이기 때문이다. 더불어 ‘플루토 TF-1호’는 아직 자산실사 결과가 나오지는 않았으나, 5개 해외 무역금융펀드의 투자손실이 2억 달러 이상 발생할 경우 플루토 TF-1호는 전액 손실이 입을 것으로 추정되고 있다. 그 구조상 ‘Credit Insured 1호’는 위 3개 모펀드의 실사 결과에 따라 그 손실률이 결정된다.

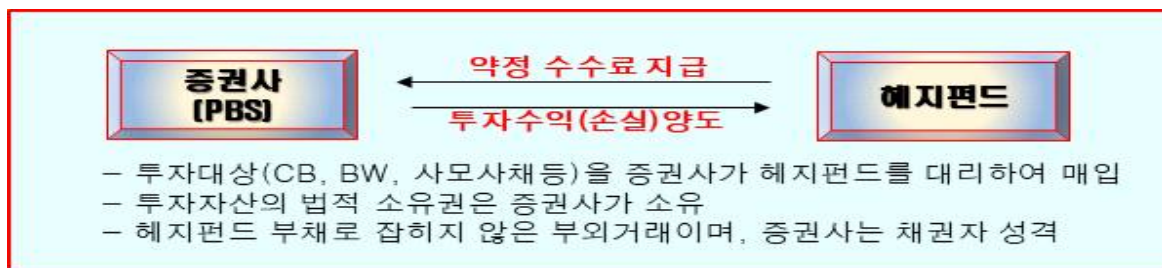
도대체 라임에서는 어떤 일이 있었기에 대규모의 환매 중단사태가 발생했는지 지금부터 그 내용을 자세하게 알아보자. 무엇보다 우선적으로 지적해야 할 것은 자본시장관련 전문 인력을 보유하고 있는 자산운용사였음에도 불구하고, 펀드 설계부터 기본적인 투자원칙이 지켜지지 않았다.

비시장성 자산에 투자하고 환매는 개방형, 시한폭탄과 같은 펀드설계

실제로 라임은 유동성 위험을 고려하지 않은 채 펀드를 설계하고 운용했다. 라임 펀드 대

개가 유동성이 부족한 장기 비시장성 자산에 투자됐음에도 불구하고, 그 환매 방식¹²⁾은 ‘개방형(언제든 환매가능)’이나 ‘단기폐쇄형(단기간이 지나면 환매가능)’이었다. 유동성이 부족한 비시장성 자산이란, 당장 현금이 필요하다고 하여 당장 누구에게나 제값 받고 팔 수 있는 자산이 아니라는 것이다. 즉 라임 펀드가 보유하고 있는 사모사채나 CB, BW, 그리고 무역금융펀드¹³⁾는 당장 현금화하기도 어렵고, 누군가 사준다면 하더라도 원래의 가격 그대로를 받기 내기 어렵다는 의미다. 일정 시간 돌려막기로 환매에 대응할 수 있었겠지만, 언제 터질지 모르는 시한폭탄과 같았다. 레버리지까지 사용했으니 그 시간은 더욱 빨라질 터였다. 전문가 집단이 일반인들도 이해 불가능한 방식으로 펀드를 설계하고 운용했다.

[그림4 : 헤지펀드 레버리지 수단 TRS 구조]



라임은 개인고객 투자금(2436억원)과 신한금융투자의 TRS레버리지(3500억원) 등 약 6000억원 가량을 해외 무역금융펀드(그중 2개가 IIG펀드로 투자비중 약40%)에 투자했다. 여기서 TRS(Total Return Swap)란 투자자산을 증권사가 대신 매입하고, 이 투자자산에서 발생하는 수익(또는 손실)을 운용사에 지불하고, 증권사는 일정 수수료나 이자를 받는 계약을 말한다. 투자자산의 법정 소유권은 증권사에 있으며, 운용사 입장에서는 대출을 받아 투자하는 레버리지 효과를 얻는다. 따라서 라임의 무역금융펀드는 신한금투 명의로 투자되었다.

12)펀드 환매방식에는 크게 2가지 개방형(open-end fund)과 폐쇄형(close-end fund)이 있다. 우리가 증권사에서 입출금통장처럼 사용하는 CMA나 MMF라는 수익증권 상품이 바로 개방형으로 언제든 자유로운 출금이 가능하다. 이와 반대로 폐쇄형 펀드는 투자자가 마음대로 돈을 찾을 수 없는 펀드다. 폐쇄형으로 운영하는 이유는 가입과 환매가 자주 발생하면 다른 투자자들에게 피해를 줄 수 있기 때문이다.

13)해외 무역 거래에서 발생하는 각종 선결제, 운임 원자재 구매 및 가공 비용 등의 단기 자금을 빌려주고 이자 수익을 올리는 방식의 펀드다. 라임자산운용은 남미지역 무역관련 대출채권을 집중 편입하고 있던 글로벌 무역금융 헤지펀드들에 투자하는 재간접 펀드를 운용하다 환매 중단 사태를 겪고 있다.

그런데 라임이 투자한 해외 펀드 중 IIG(International Investment Group)펀드가 기준가를 산출 하지 않는다는 사실을 2018년 6월에 라임과 신한금융투 모두 알게 된다. 당연히 라임 펀드의 기준가도 산출하기 불가능한 상황이었지만, 라임은 2018년 11월까지 IIG펀드의 기준가가 매월 0.45%씩 상승하는 것으로 임의로 조정하여 기준가를 산정하였다. 그런데 2018년 11월 17일 결정적으로 IIG펀드가 부실화되어 청산절차가 개시되었다는 메일을 받게 된다. 라임과 신한금융투는 이를 은폐하고 환매를 막기 위해 IIG펀드 2개와 기타 해외 무역금융펀드 3개를 합하여(Pooling) 모-자형 구조로 변경함으로써 정상펀드로 부실을 전가했다.

이후 2019년 2월경 설상가상으로 또 다른 해외 무역금융펀드인 BAF펀드로부터 동펀드가 폐쇄형(만기 6년)으로 전환됨을 통보받는다. 그러자 라임과 신한금융투는 다시 Pooling된 해외 무역금융펀드를 해외 SPC(특수목적회사)에 장부가로 처분하고 그 대가로 약속어음(P-note)을 수취하는 구조로 계약을 변경한다. 이 SPC는 싱가포르 소재 무역금융 중개회사인 R사의 계열회사로 케이먼제도에 소재한다. 그런데 이 약속어음의 원금(5억 달러)은 5개 해외 무역금융펀드의 손실과 연동되는 구조이기에 일시적인 눈가림일 뿐이었다.

해외 헤지펀드에 사기 당하고, 그 수법 그대로 국내에서 사기치고, 전액 손실 가능성

결정적으로 라임이 투자한 IIG펀드의 실체가 ‘폰지사기’였다는 것이 최근 밝혀졌다. 미 증권거래위원회(SEC)는 글로벌 무역금융 전문 투자 회사인 IIG의 등록을 취소하고 관련 펀드 자산을 동결하는 긴급조치를 단행했다. SEC 조사에 따르면 헤지펀드 IIG는 이미 2018년 말 투자자산이 디폴트(채무불이행) 상태였음에도 이를 속인 채 ‘가짜 대출채권’을 판매한 혐의가 드러나 기소되었고, 기존 고객 환매가 들어오면 신규로 받은 투자금으로 돌려막는 다단계 수법을 써온 것으로 밝혀졌다.

그런데 결과적으로 펀드 운용과 관리를 맡았던 라임과 신한금융투자도 이런 사실을 알고, 관련 펀드를 계속 판매하는 등 결국은 IIG와 똑같은 사기행각으로 투자자들을 기만했다. 눈덩이처럼 불어난 펀드 손실을 감추기 위해 장부를 조작한 뒤 기존 투자자 상환금을 신규 투자금으로 메웠다. 라임은 환매 중단 직후 한 기자간담회에서 무역금융펀드가 2017년 11월

설정 이후 17.8%의 수익을 내고 있다고 발표했다. 우리은행과 하나은행, 신한금투 등은 가짜 수익률을 앞세워 투자자들에게 경쟁적으로 팔았다. 앞에서 본 듯이 환매구조는 주로 만기 6개월 내지 개방형이었다. 기존 투자자의 환매 요구에 연 5~7% 안팎의 수익을 더해 상환하다보니 더 잘 팔렸다. 터지기 전까지 말이다.

하지만 환매가 중단된 지금, 남은 투자자들은 자신의 돈을 돌려받기 어려울 것으로 보인다. 왜냐하면 신한금투로부터 TRS 방식으로 레버리지를 일으켜 투자했기 때문이다. 자산 일부가 환수된다하더라도, 신한금투가 자신들의 자금을 먼저 회수해 버리면 나머지 투자자들에게 돌아갈 자금이 남지 않을 가능성이 높기 때문이다. 금감원에 따르면 5개 무역금융펀드의 투자손실이 2억달러 이상(전체가 5억달러로 40% 손실) 발생할 경우 무역금융펀드 ‘플루토 TF-1호’는 전액 손실이 발생할 가능성이 있다. 금감원은 이 무역금융펀드 운용과 관련하여 자본시장법 위반(특정 펀드의 이익을 해하면서 다른 펀드 이익 도모 금지와 집합투자자산 공정평가 의무 위반)과 특정법상 사기(투자자를 기망하여 부당하게 판매하거나 운용보수 등의 이익을 취득) 혐의가 있다고 판단하고 있다.

금감원은 이 외에도 라임의 불건전 운용 사례로 ‘펀드 손실의 다른 펀드 전가’행위와 ‘펀드간 우회 자금지원’ 행위, 업무상 얻은 정보를 이용하여 ‘임직원 전용 펀드’를 통해 부당 이익을 취득한 행위 등을 지적했다. 펀드 손실의 다른 펀드 전가 행위는 다음과 같은 방법으로 진행되었다. 라임의 한 펀드(A펀드)가 전환사채를 투자한 코스닥 법인이 부실(감사의견 거절)해지자, 다른 펀드(B펀드)를 통해 ‘M사(신용등급도 담보도 없는 법인)’의 사모사채를 인수하고 M사는 그 자금으로 다시 A펀드가 보유한 부실 전환사채를 액면가로 사주는 방식이다. 이러한 펀드 손실 돌려막기를 통해 한동안 펀드 부실을 은폐할 수 있었다.

펀드 돌려막기, OEM펀드 이용한 부실 은폐 및 부당이득 취득...

펀드간 우회 자금 지원 행위와 임직원 펀드를 통한 사적 이득 취득 행위는 OEM 펀드를 이용했다. OEM 펀드란 해당 운용사가 스스로의 판단으로 펀드를 운용하지 않고, 실질적으로 투자자인 제3자의 지시에 따라 펀드를 운용하는 것을 지칭한다. 라임은 부실을 은폐하고

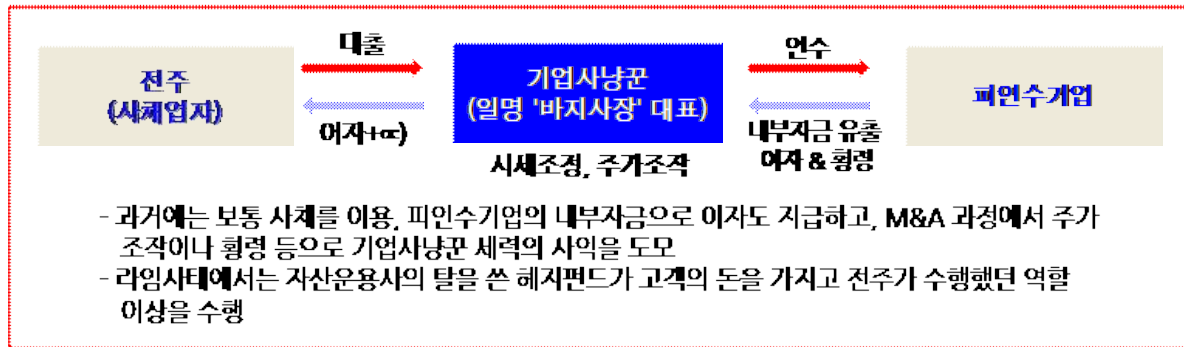
환매에 대응하기 위한 방안의 하나로 OEM 펀드를 이용한 것인데, 예를 들어 라임의 A펀드가 다른 OO운용사(라임 관계사) 펀드에 가입하면, OO운용사는 이 펀드를 스스로 알아서 운용하는 것이 아니라, 라임의 지시에 따라 라임의 다른 B펀드 비시장성 자산을 매수하는 방식을 취한 것이다. 부실도 은폐하고 유동성이 부족한 펀드의 환매 대응을 위해서도 유용하게 사용됐을 것이다. 한편 라임 임직원은 펀드 운용과정에서 알게된 소위 ‘고급정보’를 임직원펀드에 활용하여 수백억원 대의 부당이득을 취득하였는데, 이 과정에서도 다른 운용사의 OEM 펀드가 이용되었다.

라임 임직원들의 OEM펀드를 운용한 곳이 ‘라움자산운용’과 ‘포트코리아자산운용’이다. 그 명칭으로 알 수 있듯이 이들도 헤지펀드 운용사다. 이중 라움자산운용은 라임의 캄보디아 리조트 사업 투자(1억 달러 규모) 관련해서도 연계되어 있다. 라임이 직접 투자하지 않고 라움자산운용을 통해 캄보디아 사업에 투자했기 때문이다. 그런데 라움 또한 해당 사업에 직접 투자하는 않고 중국 회사를 거쳐 투자했다. 투자금의 출처는 라임이었지만 라임의 이름이 아니라 ‘라움’의 이름으로 그것도 중국 회사를 거쳐 투자된 것이다. 그런데 라움과 포트코리아는 그 성장 궤도가 라임과 비슷한 모습을 보이고 있어 흥미롭다. 라임의 펀드 설정액이 2017년 말 1조5천억원에서 지난해 말 4조4천억원으로 증가한 동안, 라움 설정액도 7억원에서 5천160억원으로 급증했고, 포트코리아자산운용 또한 2018년 1월 말 273억원에서 지난해 말 1조3천337억원으로 크게 늘었다. 라임사태에서 이 두 자산운용사의 역할은 무엇이었는지, 자금 횡령의 창구로 이용되지는 않았는지 철저한 조사가 필요할 것으로 보인다.

시사저널은 지난 2월 18일 라임이 기업사냥꾼과 결탁하여 무자본 M&A를 하는 과정에서 어떠한 역할을 했는지 밝혀주는 내부 문건이 나왔다고, 그 내용을 자세히 보도했다. 그 내용은 라임이 기업사냥꾼으로 알려진 이인광회장(에스모 실질적 소유자)의 무자본 인수합병을 물심양면 지원하고 인수된 기업의 자금줄 역할을 하는가 하면, 시세조정 등 불공정 거래에도 관련했다는 것이었다. 라임은 이 과정에서 주가의 급등락을 이용 부당이득도 챙겼다.

기업사냥꾼과 결탁 무자본 M&A를 지원하고, 시세조정 등 불공정 거래에도 관여

[그림5 : 무자본 인수합병(M&A) 흐름도]



가장 먼저 그 징조가 불거진 것은 2017년 6월로, 메타헬스케어투자조합이 제3자 배정으로 유상증자에 참여해 동양네트웍스 경영권(21.2%지분, 최대주주)을 인수했다. 메타헬스는 경영진과 재무팀을 자신들 사람으로 교체했고, 이후 보유자산을 매각하거나 회사채를 발행하여 현금을 만들었다. 이렇게 만들어진 자금으로 신임 경영진은 225억원을 라임 펀드에 투자했고, 사내에서는 무자본 M&A 의혹이 제기됐다. 그런데 이 자금은 에스모 주식을 매입하는데 사용됐는데, 이 에스모라는 회사가 이인광이 무자본으로 인수했던 회사다. 라임은 동양네트웍스 투자금 225억에 약 136억원을 더해 총 361억원의 에스모 주식을 취득했는데, 이인광이 보유한 지분을 현금화 할 수 있도록 도운 것이었다. 에스모가 코스닥 상장사 디에이테크놀로지를 인수하는 과정에서는 재무적 투자자로 참가하여 자금을 지원하기도 했다. 언론에서 라임사태 주요 인물 중의 하나로 판단하고 있는 스타모빌리티의 김봉현 전회장(실질 소유자) 또한 기업사냥꾼으로 이인광회장과 같은 방식으로 라임과 엮여있다.

라임은 에스모머티리얼즈 인수에서는 보다 적극적으로 개입한다. 먼저 장외업체인 씨앤원 컨설팅그룹 전환사채를 매입한다. 그리고 씨앤원은 이 자금으로 에스모머티리얼즈 지분을 매입해 경영권을 장악했다. 경영권을 장악한 후 라임은 해당 펀드를 청산하면서 씨앤원 전환사채를 에스모에 넘겼다. 들고 들었지만 결국 기업사냥꾼 이인광이 에스모머티리얼즈를 장악할 수 있도록 도와준 것이었다. 결과적으로 기업사냥꾼 이인광은 에스모와 씨앤원컨설팅그룹을 거쳐 에스모머티리얼즈까지 지배할 수 있게 되었다. 이뿐만 아니라 라임은 이인광이 인수한 기업들에게 자금도 지원했다. 에스모 전환사채 투자로 800억원, 디에이테크놀로지는 전환사채(BW포함) 등으로 총 300억원, 에스모머티리얼즈도 전환사채에 1000억원이 투자로 지원됐

다. 그리고 이 자금들 일부는 투자 형태로 다시 라임으로 돌아왔다. 라임은 이런 과정을 통해 외형도 부풀리고 수익률까지 화장한 것으로 알려졌다.

복잡하게 순환하는 방식의 펀드 자금 운용 이유는 ‘횡령과 은폐’ 목적

이렇듯 복잡하게 자금이 흘러 다녔다는 것은, 이 과정에서 당초 라임에 투자한 고객의 돈들이 다양한 방법으로 빼돌려지고 은닉되었을 가능성이 높다는 것을 반증한다. 라임의 이상한 펀드 투자금 흐름 사례를 하나 더 살펴보면 다음과 같다. 나오고 들어간 돈의 규모를 제외하고 그 흐름만 살펴보면, 라임 → 에스모 → 디에이테크놀로지 → 위즈돔 → 오아시스홀딩스로 이동했다. 오아시스홀딩스가 자금의 종착지가 될수도, 아니면 새로운 출발지가 됐을 수도 있지만, 이 회사를 감사했던 회계법인은 그 결과를 ‘의견거절’로 제시했다. 회계법인의 ‘의견거절’이란 당해 회사의 재무제표가 전혀 신뢰할 수 없어 의견표명이 불가능하거나, 기업의 존립에 의문을 제기할만한 상당한 사유가 있음을 의미이다.

라임사태의 전환점이 되었던 ‘채권 파킹거래¹⁴⁾’의 실제 사례들 또한 매우 황당하다. 코스닥 상장사 파티게임즈의 경우 신주인수권부사채(BW)에 라임이 투자했다. 2017년 7월 발행한 400억원 규모의 BW였는데, 외형상 투자자는 라임이 아니라 어큐리스였다. 하지만 발행당일에만 세 차례 양도되는 과정(프라이스킬러 → 제이에스엠인베스트먼트 → 신한금투)을 거친다. 최종적으로 신한금투에 양도되는데 신한금투가 바로 라임과 TRS 계약이 되어있는 증권사다. 이후 신한금투는 2018년 3월 한국투자증권과 아이엠지인터네셔널, 엘씨인터네셔널 등 다섯 기업에 해당 BW를 4차례에 걸쳐 양도한다. 한국투자증권이 보유 중이던 100억원 규모의 BW는 2018년 4월 5차 양도를 통해 라움테트라로 넘어가는데, 라움테트라는 메트로

14)파킹거래(Parking Deal) : 기업의 경영권을 처분하는 것처럼 위장한 후에 일정기간 뒤에 지분을 다시 사는 계약을 지칭한다. 2015년 현대그룹 구조조정 과정에서 현대증권 매각을 결정하고 오릭스PE에 지분 22.6%를 매각키로 했으나, 이 과정에서 현대상선이 약 2,000억원을 출자해 우선매수청구권과 콜옵션을 가지게 되면서 논란이 된바있다. 채권에서 파킹거래란 채권 매수 기관이 그 여부를 장부에 곧바로 기재하지 않고 잠시 다른 중개인(증권사 등)에 맡긴 뒤, 일정시간이 지난 결제하는 거래 방식을 의미한다. 금리하락기엔 실소유자나 중개인이거나 모두 추가 수익이 가능하기 때문에 그 유인이 존재하는 불건전 영업행위이다. 라임의 경우 증권사와의 TRS 계약을 활용하여 전환사채 등을 매입한 뒤 장외에서 수시로 주고받은 것으로 보인다. 상장폐지가 된 기업의 경우 장외업체에 넘겨 수익률을 관리하기도 했다.

폴리탄씨앤디와 동일한 회사다. 메트로폴리탄씨앤디는 라임의 부동산펀드 시행업무를 맡은 곳으로 실상 라임관련사 중 하나이다.

결과적으로 이러한 복잡한 거래 과정을 통해 수익률이 조작되거나 은폐되었을 것으로 추정되며, 이 과정에서 시세조정 등의 주가조작 행위도 동반되었을 것이다. 더 큰 문제는 신한 금투와 한국투자증권과 같은 제도권 금융기관들이 직·간접적으로 연루되어 있다는 사실이다.

[표9 : 라임자산운용 투자관련 기업 주요 현황]

회사명	주가변동률	자금조달	비 고
폴루스바이오팜	-92%	1478억원	거래정지, 회생절차개시 결정 보류
파티게임즈	-96%	913억원	거래정지, 상장폐지 가처분 기각
리드	-89%	1,115억원	상장폐지
하이소닉	-82%	362억원	거래정지
한류타임스	-50%	575억원	거래정지, M&A 매물로 나눔
동양네트웍스	-29%	693억원	
슈펙스비엔피	-89%	600억원	라임과 캄보디아리조트 딜 추진 의혹
디에이테크놀로지	-86%	641억원	
에스모머티리얼즈	-93%	1,103억원	거래정지, 최대주주 변경
젬백스지오	-76%	455억원	
블러썸엠앤씨	-84%	677억원	
에스지(SG)	-74%	450억원	
팩스넷	-83%	412억원	거래정지
에스모	-82%	903억원	
스타모빌리티	-77%	-	거래정지, 회생절차 신청

자료)한겨레(20.04.22), 경제민주주의21(20.05.23), 뉴스웨이(20.06.11), 이한진 정리

주)주가변동률은 라임투자시점부터 4월 12일까지 기준, 자금조달은 최근 3개년 유상증자+CB-CB상환액

라임사태 관련 새로운 사실들과 새로운 인물들이 지금도 속속 드러나고 있다. 아마도 검찰수사 과정에서 이들 사기 행각의 보다 구체적인 내용과 방법, 그리고 피해규모와 피해자들까지 구체화 될 것이다. 하지만 라임 투자와 직·간접적으로 연루되었던 기업들의 경우 주가가 폭락하고 손실통과가 급증했으며, 지난 3개년 간 대규모로 자금이 조달됐지만, 자금의 향방이 불분명하는 등 횡령·배임 등에 연루되어 거래가 정지되거나 상장폐지 되었다. 그리고 그 피해는 고스란히 해당 기업의 노동자들과 불특정 다수의 개인투자자들이 받고 있다.

[표10 : 라임 사태 주요 인물 및 역할]

구 분		주 요 역 할
이종필	라임자산운용부사장	펀드 설계, 메자닌, 사모사채, 무역금융 등 환매중단 펀드운용 총책임자
김봉현	스타모빌리티전회장	무자본 기업사냥꾼으로 라임의 지원을 받아 다수 기업인수 및 횡령 의혹 스타모빌리티 자금 517억원 및 수원여객운수 횡령사건 연루
이인광	에스모전회장	무자본 기업사냥꾼으로 라임의 지원을 받아 다수 기업인수 및 횡령 의혹 2004년 횡령 등 혐의로 징역2년에 집행유예 4년 선고받은 경력
장영준	대신증권전센터장	사금융 알선 및 수재, 중요정보를 오인시키는 방법으로 펀드가입 권유
김모씨	전청와대행정관	금감원 출신으로 청와대 파견, 금감원 검사 지연 및 유출 의혹
김모회장	메트로폴리탄회장	라임에서 약 3천억 투자받아 필리핀리조트 등 인수, 횡령혐의 해외도주

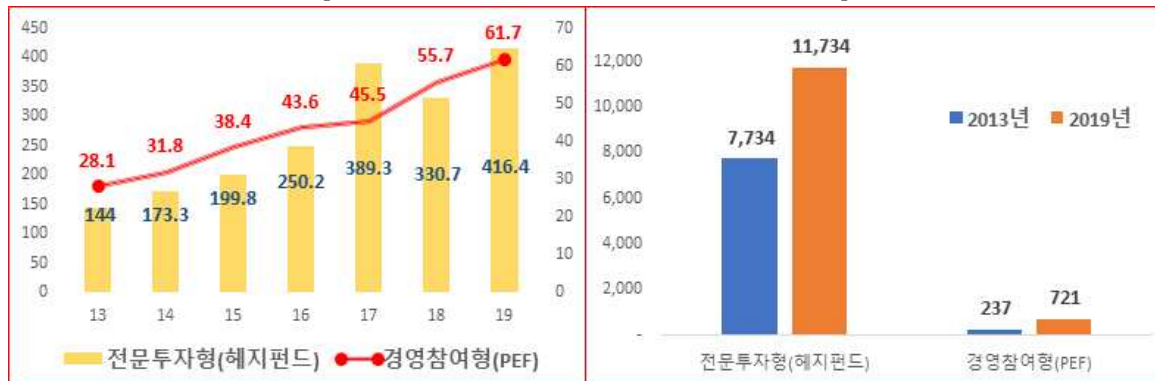
돌려막기와 수익률 조작 등 부실을 은폐 한 채 사기행각이 한창 진행 중이던 와중에 라임 사태 주범들이 예상치 못한 상황이 발생한다. 2019년 5월 중순경 지투하이소닉의 소액주주들이 “라임이 내부정보를 이용해 거래정지 직전의 코스닥 상장기업 주식을 대량 처분했다”면서 법원에 탄원서를 제출한 것이다. 이후 7월 들어 ‘채권 파킹거래, 부실자산 매각, 수익률 돌려막기’등 라임에 대한 각종 의혹이 본격적으로 언론을 통해 보도되기 시작했다.

DLF(파생결합펀드)사태까지 겹치면서 의혹은 점점 증폭되었고, 당시 국내 경제적 상황과 맞물려 코스닥 지수도 대폭 하락(2018년 1월 29일 932.01 → 2019년 8월 5일 540.83)했다. 라임과 직간접적으로 연관된 기업 중에 배임, 횡령 혐의로 대표가 구속되면서 거래가 중단되는 사례도 나타났다. 상황이 이러다보니 라임 투자자산의 시장가격 또한 대폭 하락했고, 늘어나는 투자자들의 환매요구는 감당할 수 없는 지경이 된다. 2019년 10월, 어느날 갑자기 라임은 환매 중단을 선언했다. 그리고 이러한 상황은 라임사태 주범들의 당초 계획 속에는 존재하지 않았을 시나리오였을 것이라 생각한다.

4. 사모펀드 제도개선 방안 비판 및 제언

라임사태는 전례 없는 규모의 금융사기 행각이었던 만큼, 사모펀드 제도개선 방안은 큰 관심을 받아왔다. 하지만 금융당국이 지난 4월 27일 발표된 ‘사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방안’은 실망스럽기 그지없다. 무엇보다 라임사태를 바라보는 시각(“사모펀드 시장은 비약적인 성장세를 보여왔으나, 최근 일부 부작용을 노출”)이 안일하다. 드러난 피해자만 해도 4000여명이고, 라임으로 인해 망가진 기업의 노동자들 그리고 불특정 다수의 일반투자자들까지 감안하면 그 피해자가 얼마나 될지 모르는데, ‘일부 부작용’이라 진단해서는 안 된다. 잘못된 진단에 좋은 처방이 있을 수 없다. 금융 당국의 처방은 이처럼 스스로의 눈에 보이는 부작용만 땀질하는 것이었다.

[그림6 : 사모펀드 시장규모 및 조성갯수]



자료)금융위, 금감원 공동 보도자료 (단위 : 조원, 개)

제2, 제3의 라임사태를 근본적으로 막기 위한 제도개선안을 만들려면, 라임사태를 야기한 원인이 무엇인지부터 분명하게 규명하는 작업이 선행되어야 했다. 하지만 금융원회는 그러지 않았다. 일부 언론이 제기하는 금융정책 실패라는 책임을 인정하고 싶지 않았던 것이다. 이를 은폐하는 수단으로 라임사태를 ‘일부 부작용이 노출’된 것으로 어처구니없는 표현을 했지만, 무의미한 일이었다. 왜냐하면 라임사태는 누가 봐도 명백하게 규제완화가 낳은 정책실패의 문제이자 관리 감독을 소홀히 한 감독당국의 문제였기 때문이다.

당시 상황을 정확하게 살펴보자. 2015년 3월에는 펀드 운용과 관련한 자산운용업 자체에

대한 규제완화가 있었다. 그리고 7월에는 자본시장법을, 10월에는 시행령을 개정하여 사모펀드에 대한 모든 규제를 풀었다. 사모펀드는 공모펀드와 구별하여 규율토록 하고, 헤지펀드 운용사는 인가가 아닌 등록만으로 진입을 허용했다. 자기자본 요건도 60억에서 20억으로 하향했다. 그리고 PBS 증권사의 헤지펀드에 대한 Seeding 투자를 허용함으로써, 헤지펀드가 보다 쉽게 레버리지 투자를 할 수 있게 되었다. 규제가 풀리자 시장도 비약적으로 성장했다. 특히 헤지펀드는 그 시장규모가 2013년 144조원에서 지난해 416.4조원으로 3배 가까이 성장했다. 경영참여형 PEF의 경우는 같은 기간 28.1조원에서 61.7조원으로 약 1.2배 성장했다. 헤지펀드의 약진이 두드러진 이유는 규제완화의 정책의 수혜가 상당부분 헤지펀드에 집중되었기 때문이었다.

2015년 3~10월 사모펀드관련 규제 대폭완화, 그해 12월 라임 자산운용업 등록

시장 환경이 급변하자, 2015년 12월 당초 투자자문사였던 ‘라임투자자문’이 그 간판을 ‘라임자산운용’으로 바꾸고 헤지펀드 운용사로 전환 등록했다. 이후 라임은 시장에서 승승장구했고, 약 3년여 만에 헤지펀드 업계 1위의 운용사가 되었다. 그리고 이 기간동안 라임은 자본시장에서 온갖 범죄행위를 벌였다. 결과적으로 라임이 헤지펀드 운용사로 지금까지 벌인 사기행각의 모든 물질적 토대가 2015년에 제공된 셈이었다. 어쩌면 라임 사기행각의 큰 틀은 시장의 지각변동이 시작된 2015년에 완성되었을지도 모른다.

[표11 : 라임사태를 초래한 2015년 헤지펀드관련 규제완화 주요내용]

구 분	주 요 내 용
자산운용산업 활력회복을 위한 규제합리화 방안(2015.03)	-자산운용업 규제합리화(펀드 자전거래 요건 완화, 부동산펀드 투자범위 확대) -자산운용규제합리화(펀드의 일시, 소규모 차입 허용, 자전거래 요건 합리화 등 -투자자보호 규제 내실화,(소규모펀드 합병 등 규제개선, 운용사 수시공시 완화) -운용사 등에 대한 부담완화(사외이사,감사위 완화, 운용사 직접거래 증권 확대)
자본시장법 개정(2015.07) 시행령 개정(2015.10)	-사모펀드를 전문투자형(헤지펀드)과 경영참여형(PEF)로 단순화하고 공모펀드와 구별하여 규율 -전문투자형 사모펀드를 운용하는 운용사를 인가 아닌 등록만으로 진입허용 자기자본도 60억에서 20억으로 하향 -경영참여형 사모펀드(PEF) 활성화 지원(금융전업그룹에 대한 운용규제 완화) -증권사 사모펀드 투자관련 규제 완화(PBS의 Seeding 투자 수행 허용 등)

금융당국은 제도개선을 논할 때마다 사모펀드 본연의 순기능이 ‘모험자본¹⁵⁾ 공급’이라는 주장을 되풀이해왔다. 하지만 이는 아직은 일방적인 주장일 뿐, 아직 현실에서 보편적으로 수용되지 못하고 있다. 국내외를 불문하고 그간 사모펀드들이 벌인 행태들을 보면, 이들은 모험자본이 아니라 ‘약탈적 투기꾼’에 불과했기 때문이다. 금융위의 주장이 정당성을 가지려면, 무엇보다 우선하여 사모펀드(헤지펀드와 PEF)의 국내외 운용사례와 그 경제적 효과를 철저히 분석하여, 국민들에게 투명하게 공개하면 된다. 그리고 이러한 작업은 우리가 당면하고 있는 경제 현실이 정확하게 반영된 기업금융 생태계를 새롭게 창출하고 ‘모험자본 시장’ 전반을 유기적으로 포괄하는 규제체제를 만드는데 큰 도움이 될 것이다.

일반적으로 모험자본의 사회적 역할은 다음과 같이 정의된다. 첫째, 혁신에 필요한 자본을 공급하여 경제성장 및 고용창출에 기여한다. 둘째, 기업지배구조 개선과 경영지원을 통하여 기업의 효율성을 개선한다. 셋째, 다양한 거래 수요 진작을 통하여 금융투자업의 발전을 촉진시킨다. 하지만 라임자산운용 사례에선 이러한 모습을 찾아 볼 수 없다. 고용창출이나 기업의 효율성은 커녕 투기와 횡령으로 기업들이 망가졌고, 사기행각에 가담한 금융사들 때문에 금융시장에 대한 신뢰가 무너졌다.

[표12 : 공모펀드와 모험자본의 사회적 역할에 대한 일반적 정의]

공 모 펀 드	모 험 자 본
산업자금의 조달을 지원 개인투자자들의 합리적인 투자를 지원 자본시장의 안정성에 기여	경제성장 및 고용창출에 기여 기업의 효율성을 개선 금융투자업의 발전을 촉진

따라서 제도개선의 원칙과 방향은 다음과 같은 방식으로 재설정될 필요가 있다. 첫째, 시장규율에 의존할 것이 아니라 금융시장 전반에 대하여 금융당국이 직접적으로 관리·감독하는 방향이어야 한다. 시장규율에 의존한 결과가 라임사태인데, 그 대책이 다시 업계가 알아서(시장규율) 위험관리를 하라는 것은 큰 문제다. 시장규율 강화의 대표적 사례는 판매사에게 불합리한 펀드 운용에 대한 견제 기능을 부여한다는 것이다. 펀드 판매사란 은행이나 증

15)모험자본은 일반적으로 기업의 ‘창업-성장-성숙-구조조정’으로 이어지는 기업 성장단계별 시장구조에 따른 투자자본으로 정의되며, 모험자본 시장은 이러한 모험자본의 거래가 이루어지는 자본시장을 의미한다.

권사를 의미한다. 이들이 앞으로 펀드를 팔 때, 먼저 판매전 단계에서는 펀드 투자설명자료의 적정성을 검증해야하고 판매 후에는 당해 펀드가 투자설명자료 상 나타난 투자전략 및 자산운용 방법에 맞게 운용되는지 점검해야 한다. 그리고 문제가 발견되면 자산운용사에 시정요구를 하고, 만약 운용사가 불응하면 감독당국에 보고해야 한다.

[표13 : 전문투자형 사모펀드 제도개선 기본방향/금융위 발표자료 중]

< 기본방향 >	
◇모험자본 공급 등 사모펀드 본연의 순기능이 훼손되지 않도록 운용의 자율성은 지속 보장해 나가겠습니다. ◇각 시장참여자들의 상호감시·견제 등 시장규율 기능을 통해 위험을 관리할 수 있는 기반을 마련하겠습니다. ○실태점검 결과 발견된 투자자 보호에 취약한 펀드 구조가 나타나지 않도록 선별적으로 필요 최소한의 규제를 도입하고 ○특히 적격일반투자자 대상펀드의 경우, 전문투자자(기관 포함)만을 대상으로 하는 펀드보다 강화된 투자자 보호장치를 적용하겠습니다.	
주요추진방향	가. 시장규율을 통한 위험관리 강화 ① (자산운용사) - 내부통제 및 중요 의사결정구조 강화 - 펀드재산 평가에 대한 공정성 확보 - 손해배상능력 확충 ② (판매사) 불합리한 펀드 운용에 대한 견제기능 도입 ③ (수탁기관PBS) 펀드 운용에 대한 감사관리 책임 명확화 ④ (투자자) 정보제공 확대 - 표준화된 투자설명자료를 통한 상품설명 의무 강화 - 분기별 자산운용보고서 등 정기적 운용정보 제공
	나. 취약구조 보완 ① 유동성리스크 관리를 위한 체계 마련 ② 복층순환투자 구조 펀드에 대한관리강화 ③ TRS 등 차입운용 펀드에 대한 투자자 보호장치 마련
	다. 감독검사 강화 ① 감독당국 보고의무 강화 ② 사전예방적 검사 실시 ③ 불건전영업행위 제재 강화 ④ 부실운용사 적극 퇴출 ⑤ 자율규제 기능(SRO) 활성화

자료)금융위, 금감원 공동 보도자료(2020.04.24.)

수탁기관 및 PBS¹⁶⁾ 증권사에 대해서도 이와 비슷하게 운용사에 대한 관리·감시 책임을 부여했다. 이들은 앞으로 펀드 운용의 법령·규약·투자설명자료 위반 여부를 확인해서 먼

저 시정을 요구하고, 이에 불응하면 감독당국에 보고해야 한다. 나아가 PBS 증권사는 헤지펀드에 제공한 레버리지 수준을 평가하고, 리스크를 관리해야 한다.

이미 실패한 ‘시장규율’에 의존하지 말고 감독당국이 직접 관리·감독해야

하지만 강화된 시장규율 운운하는 이 두 사례는 현실성이 없다. 판매사와 수탁기관 그리고 PBS 증권사 모두 현재 헤지펀드 덕분에 많은 돈을 벌고 있기 때문이다. 즉 사모펀드 규제완화의 최대 수혜자들이다. 이런 상황에서 이들이 제대로 된 견제나 관리·감시를 하리라고 기대하기는 어렵다. 원래 라임사태가 시장규율이 작동하지 않았기 때문에 발생한 문제인데, 여전히 시장규율 운운하는 것은 의미 없다. 금융시장 관리, 감독의 책임은 금융감독원에 있다는 것은 주지의 사실로, 이처럼 중요한 책무를 시장에 떠넘기겠다는 발상자체가 한심하다. 차라리 지금까지의 감독 실패 원인은 시장을 감시할 전문 인력의 부족에 있었다고, 인력을 충원할 수 있게 예산을 늘려달라고 요구하는 것이 오히려 더 현실적 대안이다.

둘째, 그간 드러난 사모펀드의 부작용을 줄일 수 있는 방향으로 제도가 설계되어야 한다. 누가 얼마만큼 어디에 투자하고 있는지 알 수 없다는 익명성과 레버리지를 이용한 대규모의 자금 동원력이 사모펀드의 불법과 투기를 조장하는 가장 큰 유인이었다. 따라서 주요 투자자나 투자내용은 반드시 공시하도록 함으로써 익명성에 기댄 불법행위를 차단해야 한다. 현행 400%의 레버리지 한도를 축소시키는 동시에 불공정 거래의 수단으로 악용됐던 TRS 계약에 의한 차입은 금지시켜야 한다. 단순 대출이었다면 투자자산의 가치 평가는 물론이고 회계 인식에 있어서도 보다 단순하고 투명하게 처리할 수 있었지만, TRS는 그렇지 않았다. 해당 투자자산의 법적 소유권은 증권사가 가지고 있지만, 거래의 실질 효과인 손익은 100% 운용사의 몫이 되는 파생기법이기 때문이다. 하지만 개선안이 담도 있는 것은 관련 펀드의 투자자에게 위험 고지를 강화하겠다는 것과 TRS 계약을 통한 레버리지를 레버리지 한도에 명확히 반영하도록 하겠다는 것뿐이었다.

16) Prime Brokerage Service의 약자로 일정 조건을 갖춘 증권사가 헤지펀드 운용에 필요한 신용공여, 펀드재산 보관 관리, 증권대차 컨설팅 등의 업무를 제공하는 것을 의미한다. 현행 자기자본 3조원 이상의 증권사만 할 수 있도록 되어있으며, 이에 해당하는 국내 증권사는 NH투자증권, 삼성증권, 미래에셋대우, 한국투자증권, KB증권, 신한금융투자 등이다

Swap형 신용파생상품의 무분별한 상품화를 제한, 은행 창구판매 금지

셋째, 금융기관의 안정성을 높이고 신뢰를 높이는 효과가 있어야 한다. DLF와 라임 사태가 연이어 발생하며 은행이나 증권사 공히 국민들로부터 신뢰를 잃었다. 금융기관들이 돈벌이에 눈먼 나머지, 국민들의 자산을 안전하게 보호하고, 여유자금이 건전한 투자로 이어져 경제성장에 기여할 수 있도록 하라는 자신들의 사회적 역할을 방치한 결과다. 한 번 잃은 신뢰는 회복하는 일은 매우 힘들다. 그래서 제도개선책 자체가 신뢰를 높일 수 있는 효과를 지녀야 한다. 이런 측면에서 헤지펀드를 물론이고 파생금융상품에 대한 은행 창구판매는 제한될 필요가 있다. 동일한 고객이라도 은행을 방문할 때와 증권사를 방문할 때의 마음가짐이 다르기 때문이다. 예금과 증권 그리고 파생상품이 지니는 기본적 위험의 차이만큼이나 고객들은 우선 매장의 간판만으로도 일종의 선입견을 가지게 된다. 거래의 본질은 은행을 방문하여 증권을 사거나 펀드에 가입한 것이었지만, 마치 예금에 든 것처럼 그 위험성을 쉽게 망각한다. 실제로 라임 펀드의 개인판매를 보면 PBS 증권사인 신한금융투자보다 우리은행과 신한은행이 더 많이 팔았다. 우리은행은 DLF 또한 가장 많이 팔았었다. 은행은 안전한 곳이라는 일반적 인식이 부작용을 낳은 것이다.

[표14 : 라임펀드 금융사별 판매 TOP5 현황]

개인	전체		개인		법인	
	계좌수	금액	계좌수	금액	계좌수	금액
우리은행	1,640	3,577	1,449	2,531	191	1,046
신한은행	478	2,769	394	1,697	84	1,072
신한금융투자	395	3,248	297	1,202	98	2,046
KEB하나은행	405	871	385	798	20	73
대신증권	388	1,076	362	691	26	385

자료)금융감독원 보도자료 (2020.02.14., 단위 : 억원, 개, 2019년말 개인투자자 판매 기준)

DLS(파생결합증권)¹⁷⁾나 DLF(파생결합펀드) 그리고 스왑(Swap)형 파생상품들이 무분별하

17)국내에서 문제가 된 DLS의 구조는 금리가 만기까지 미리 설정한 기준에 머무를 경우 연 3~4%의 수익률을 보장하는 반면, 기준치 밑으로 떨어지며 원금을 모두 잃을 수 있는 금리연계 파생증권이었다.

게 일반인들에게 판매되고 있는 현실도 개선되어야 한다. 이런 파생상품들의 당초 목적은 특정 분야의 서로 상반되는 리스크를 가진 사람들이나 기업들이 위험을 회피하도록 하는 것이었다. 외환스왑(foreign exchange swap)을 예로 들어보면, 수출업자나 수입업자는 원달러 환율이 변동하면 서로 상반된 위험에 놓이게 되는데, 이들이 서로 계약에 의하여 이 위험을 상쇄하기 위한 것이었다. 금융사의 역할도 원래는 계약의 한 상대방이 돼주거나, 중재하는 것이 주 역할이었다. 신자유주의 확산의 결과 돈벌이 사업체로 전락한 금융회사들이 이를 마치 일반적인 금융상품인 양 포장하여 대규모로 판매한 결과 오늘의 사태를 낳았다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 그 경제적 실질이 비추어 과도하게 만들어진 CDO¹⁸⁾(Collateralized Debt Obligation, 일종의 구조화된 신용증권)나 CDS¹⁹⁾(Credit Default Swap, 신용파생상품의 일종)가 어떠한 결과를 낳았는지 되새겨 보직하다.

[표15 : 자산운용사 설립 및 퇴출 현황]

구분	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19
전체 회사 수 (헤지펀드운용사)	84	86	93 (20)	165 (91)	215 (140)	243 (169)	292 (217)
신규진입 전체 (헤지펀드운용사)	0	3	7 (6)	72 (72)	50 (49)	29 (29)	52 (51)
퇴출업체 총수 (헤지펀드운용사)	0	1	0	0	0	1	3 (3)

자료)금융감독원 보도자료(2020.02.14.)

헤지펀드 전문 자산운용업체의 진입장벽을 높이는 것은 망가진 자산운용업체의 신뢰를 회복하는데 큰 도움이 될 것이다. 2015년 규제완화 이후 사모시장은 돈만 몰려든 것이 아니라, 헤지펀드 운용사도 경쟁적으로 우후죽순 설립되었다. 2015년 20개에 불과했던 헤지펀드 운

18)CDO란 부동산대출, 자동차대출, 카드대출, 리스대출, 매출담보기업대출, 회사채 등을 기초자산으로 발행한 여러 종류의 자산유동화증권(ABS)을 모두 섞어 위험과 수익에 따라 다양한 묶음의 증권(Senior, Mezzanine, Equity tranches)으로 탈바꿈시킨 새로운 신용구조화상품이다. 이러한 구조화 증권은 개별 구성증권의 속성이나 비중이 천차만별이라 개별 기초자산의 부실이 발생할 때 해당 CDO의 가치가 어느 정도 하락해야 하는지에 평가가 곤란하다는 근본적 결함에도 불구하고 수수료 챙기기에 혈안이 된 신용평가기관들이 기초자산에 대한 세세한 조사도 없이 투자등급판정이란 상표를 달아준 덕분에 금융시장을 통해 다양한 투자자들에게 팔려나가게 되었다.

19)CDS란 각종 채권보유자가 채권발행자로부터 원리금을 받지 못할 경우를 대비하여 다른 금융기관과 손실 보전을 약속하는 계약, 즉 디폴트 위험을 매매하는 장외 신용파생상품이다. 채권의 보유자(보장매입자, CDS매입)는 손실보장을 약속한 계약상대방(보장매도자, CDS매도)에게 수수료(프리미엄)를 지급하고 보장매도자는 디폴트 발생시 원리금을 대지급하는 계약이다.

용사는 2019년 217개사로 대략 10배 가까이 늘어났다. 2019년 말 기준 전체 자산운용사가 292개사임을 감안하면 헤지펀드 운용사 비중이 74.3%에 달한다. 2015년 이후 신규 진입한 자산운용사 거의 대개가 헤지펀드였다.

헤지펀드 자산운용사 급증으로 부작용 속출, 진입장벽 강화해 신뢰 회복해야

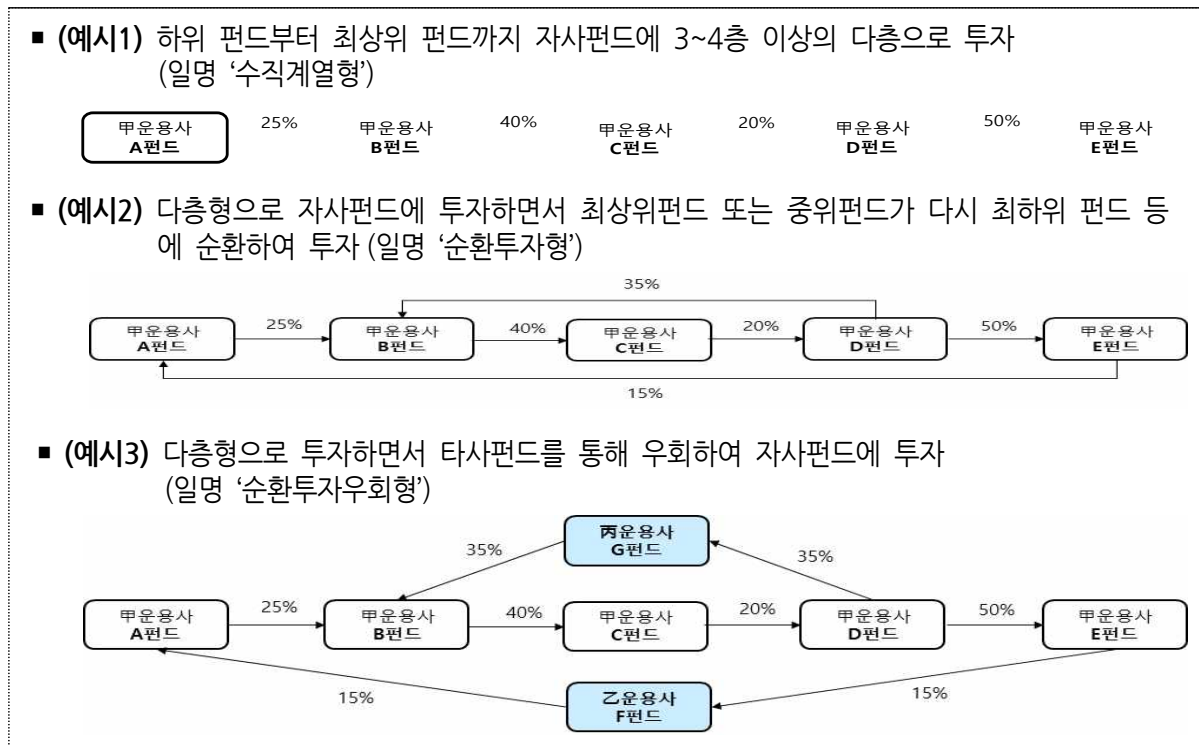
그 원인은 당초 인가제였던 설립 요건이 등록제로 변경된 것이 결정적이었다. 등록제는 그야말로 등록 서류만 잘 갖추어 제출하면 끝이다. 자기자본 10억원, 전문인력 3명 요건만 충족시키면, 누구나 자산운용사를 만들어 헤지펀드를 팔 수 있게 되었다. 이런 상황에서 신뢰를 다시 회복하는 최선의 길은, 헤지펀드 운용사는 아무나 할 수 있는 것이 아니라는 것을 보여주는 것뿐이다. 엄격한 자격기준을 통과한 검증된 전문가 집단만 운용사를 설립할 수 있도록 진입장벽을 높이는 것이다. 최저 자기자본액의 대폭 증액은 물론이고 고객의 투자금(운용자산)이 많아질수록 동일한 비율로 자기자본을 확충하도록 하는 방안도 고려해 볼직하다. 전문인력에 대한 규제도 강화시켜 해당 직무경력 기준도 상향시키고, 운용자산 규모가 커질수록 인력도 증원될 수 있도록 명문화해야 한다. 더불어 과거 경제범죄에 연루된 경력이 있다면 반드시 배제시켜야 한다. 부실 업체를 적시 퇴출하여 ‘다산다사(多産多死)’ 체계를 구축하겠다는 금융당국의 개선안은 또 다른 피해자를 양산하는 사후 약방문에 불과하다.

헤지펀드의 복잡한 복층·순환투자 구조, 원천 금지해야

복잡한 복층·순환 투자구조에 대한 금융위의 개선방안을 평가하면, ‘왜 이렇게까지 하면서 이걸 허용해야 하지’라 할 수 있다. 펀드가 이렇게 복잡한 구조로 만들어지면, 투자자의 이해가 어렵고 공모규제 회피 등 불건전영업행위 수단으로 활용될 개연성이 있음을 인정하면서 말이다. 금융당국의 개선방안은 복잡한 복층·순환투자 구조를 금지하는 것이 아니라 ‘관련 정보를 투자자들에게 충실히 제공하고, 해당 투자구조를 이용한 불건전영업행위를 차단’한다는 것이었다. 관련 정보가 제공된다 해서 투자자들이 그 구조와 위험성을 정확하게 인지한다는 것이 어려운 일 일뿐 아니라, 사전에 불건전영업행위를 차단할 수 있는 관리감독 체계가 있었다면 라임사태는 없었을 텐데 뭔가 앞뒤가 맞지 않는 모순된 대책이다. 복잡한 복

층·순환 투자 구조를 인정하는 것은 불법행위의 수단 자체를 금융당국이 거저 제공하는 셈이 되므로, 아예 금지시키는 것이 바람직하다.

[표16 : 복잡한 복층·순환투자 구조의 실례]



자료)금융위, 금감원 공동 보도자료(2020.04.27.)

이외에도 꼭 필요하다고 생각되는 정책대안은 다음과 같다. 우선 일정 직급 이상의 고위 공직자는 사모펀드에 투자하는 것을 원천 금지하여야 한다. 사모펀드에 투자한 공직자의 직접적인 비리행위 보다는, 사모펀드 운용사가 고위공직자의 펀드 가입 사실을 악용할 가능성을 우려하기 때문이다. 더불어 적어도 금융위원회나 금융감독원 그리고 기획재정부 등의 고위관료는 사모펀드로의 전직을 금지해야 한다. 퇴직 후라도 상당기간 동안은 사모펀드에서 근무할 수 없도록 해야 한다. 이들이 사모펀드 업체에 들어갈 경우, 현직에 있는 동료들에게 강력한 영향력을 발휘해 특혜를 받게 되는 회전문 현상²⁰⁾이 우려되기 때문이다. 실례로 사모

20)회전문 현상(Revolving Door)'은 우리나라의 '전관예우'라는 표현과 비슷한 용어다. 아이젠하워 대통령이 61년 고별연설에서 군산(軍産)복합체의 과도한 권력과 위험성을 경고하면서 생겨난 개념이다. 군장성들이 은퇴해 국방부 관리가 되고 국방부에서 물러난 뒤 방위 산업체 간부로 들어가 군과 정부 그리고 군수산업간에 이해관계

펀드 론스타나 김&장 법률사무소 등은 전직 고위관료들을 막대한 돈으로 영입해 무소불위의 영향력을 발휘함으로써 사회적으로 큰 논란이 된바 있다.

금융, 경제 분야 고위관료 사모펀드 가입 및 전직 금지 필요

각종 경제 범죄에 대한 처벌은 더 강화될 필요가 있다. ‘절대 큰 처벌은 없다, 집행유예로 풀려나 은닉 재산으로 평평거리고 산다’ 정도가 경제사범의 처벌에 대한 우리 사회의 보편적 인식이라면 심각한 문제다. 실제 라임의 지원을 받아 다수의 기업을 무자본 M&A하고 해당 기업의 내부 자금을 횡령한 혐의로 검찰조사를 받고 있는 기업사냥꾼 이인광(에스모 전회장)은 2004년 횡령 등의 혐의로 처벌을 받았지만, 징역 2년에 집행유예 4년을 선고 받았었다. 경제 범죄 대개가 불특정 다수의 피해자를 양산하고 그 가족들 모두의 삶을 파괴한다는 특성을 감안할 때, 억제력이 생길 정도로 강한 처벌은 물론 은닉 재산의 철저한 환수가 필요하다. 관련법의 제·개정이 절실하다.

5. 나가면서

그간 금융시장에 새로운 제도가 도입되고 변화하는 과정에서 금융서비스 이용자로서의 국민들의 입장은 고려되지 않았다. ‘굴이 회수를 건너면 탱자가 된다’는 말도 있는데, 하물며 국민들의 경제활동에 큰 영향을 미치게 될 새로운 제도를 도입하면서, 반드시 필요한 과정이 무시되었다. 첫째, 도입되는 제도에 우리만의 특수한 사회, 경제적 환경과 여건을 반영하여 “우리의 것”으로 새롭게 창조하는 과정이 없었고, 둘째, 시장 참여자 모두가 새로운 제도에 안정적으로 적응할 수 있도록 도와주는 제도적 지원이 없었다. 무엇보다 사모펀드 도입과정 이 그러했다.

처음 사모펀드 제도가 도입된 것은 IMF 외환위기 직후인 1998년이였다. 일부 자산운용

를 형성하면서 국가에 막대한 영향을 미쳤기 때문이었다. 고위관료 등이 퇴직하여 각종 업체로 전직한 뒤 현직 동료들한테 로비로 지대한 영향을 미치는 현상을 지칭하는 용어로 사용되고 있다.

및 공시 관련 규제를 완화하는 방식으로 ‘일반 사모펀드’가 도입되었다. 그리고 경영참여형 사모펀드(PEF)가 도입되기 전에 이후 우리나라 시중은행(제일 외환, 한미 등)들이 줄줄이 해외 사모펀드에 인수되었다. 해외 사모펀드는 시중은행 인수 과정에서 온갖 편법과 불법을 동원했다. 그리고 과정에 우리 금융당국이 연루되었다. 처음부터 잘못을 인정하고 사과했다면 비난과 책임의 굴레에서 벗어날 수 있었을 텐데, 그러지 못했다. 오히려 여론을 회피하는 방법의 일환으로 ‘해외 사모펀드의 국내 기업 인수에 적절하게 대응하겠다’며 2004년 사모펀드(경영참여형) 제도를 도입했다. 그리고 이후의 과정은 규제완화 일변도였다. 2008년 글로벌 금융위기가 발생하면서, 세계 각국은 규제완화 추세를 멈췄지만, 우리는 멈추지 않았다. 2009년 헤지펀드를 도입했고, 2015년 거의 모든 규제를 풀었다. 그리고 2019년 라임사태가 터졌다

2003년 9월 금융당국은 론스타의 외환은행 인수를 승인 · 의결했다. 17여 년이 지났지만 금융당국은 론스타사태에 대해 어떠한 입장 표명도 하지 않고 있다. 2019년 10월 라임사태가 발생한 지 약 9개월이 지났지만, 아직까지 그 어떤 사과도 반성도 없었다. 또 다시 책임을 회피하는 일이 없었으면 한다. 책임을 회피하려다 또 다른 정책 실패로 더 큰 참사가 일어날까 두렵기 때문이다.

2020년 현재 외환은행을 헐값에 불법인수했던 사모펀드 ‘론스타’에 대한 우리 국민들의 분노는 여전히 현재진행형이다. 하지만 같은 방식으로 한미은행을 인수했던 ‘칼라일’과 제일은행을 인수했던 ‘뉴브리지캐피탈’은 잊혀졌다. 론스타가 지금도 기억되는 이유는 단 하나다. 그간 지속적으로 문제를 제기하고 투쟁해 온 노동자와 언론인 그리고 시민단체가 존재했기 때문이다. 우리 모두는 알고 있다. 잊지 않으면, 지속적으로 문제를 제기하면 언젠가 바꿀 수 있다. 2011년 9월 상위 1%만의 ‘탐욕스런 금융시스템’에 변화를 요구하며 시작된 ‘월스트리트 점령 시위(Occupy Wall Street)’ 또한 잊지 않은 자들이 있음을 보여준 사례였다.