

라임자산운용펀드의 구조적 문제점

이상훈 (경제개혁연대 부소장, 변호사)

- 1조 6천억원이 넘는 라임펀드의 대규모 환매 중단 사태와 관련하여 언론의 관심은 주가조작·횡령 등의 범법행위에 초점을 맞추고 있으나 라임펀드의 구조적 문제로 인해 펀드 투자자의 피해는 물론 관련자들의 범법행위가 가속화된 부분은 상대적으로 등한시함.
- 라임펀드의 구조적 문제점은 다음과 같음.
- 우선, 라임펀드는 TRS를 통해 레버리지투자를 하는 과정에서 받침목 역할을 하는 기초자산이 메자닌채권, 사모사채 등 안정성이 결여된 투자자산이었기 때문에 위기 시 손실확대의 역효과가 발생할 위험에 노출될 상품이었고, 더구나 위 기초자산들이 비유동성자산임에도 불구하고 폐쇄형이 아닌 개방형구조로 운영되어 환매 중단 위기에 항시 노출되어 있었음.
- 라임자산운용과 TRS거래를 체결한 신한금융투자, KB증권, 한국투자증권 등 3개 증권사는 TRS거래시 기초자산의 종류와 유동성 여부를 평가하여 담보비율을 차등 적용하는 과정에서 기초자산 내역과 레버리지 수준까지 모두 알고 있었음에도 불구하고, 이를 알 수 없는 개인 투자자들에게 펀드를 적극 판매한 것은 이해상충의 우려가 있는 사기적 판매행위로 볼 수 있음.
- 우리은행 등 19개 판매 금융회사들은 해외금리연계 DLF 판매사건에 이어 불안전판매를 반복하고 있는데, 이는 투자자 보호 장치가 미흡한 상황에서 헤지펀드에 투자할 수 있는 개인 투자자요건이 계속 완화되는 상황에서 실질적인 시장참여자 규제가 제대로 이루어지지 못하는 현실을 보여줌.
- 만일 이러한 금융기관들의 무능과 비도덕적인 행태를 견제하지 않는다면 유사한 금융사고가 반복될 수밖에 없으며 금융시장에 대한 신뢰가 무너질 수 있기 때문에, 금융 감독 당국은 라임자산운용의 개인적인 범법행위와 별개로 라임자산운용 판매 펀드의 구조적 문제점을 점검할 필요가 있음.

1. 서론

○ 지난 2019년 10월 수탁고 기준 국내 헤지펀드(전문투자형 사모집합투자기구) 1위인 라임자산운용이 환매 연기를 선언한 지 6개월이 지났고, 피해 금액이 1조 6천원이 넘는다는 추정치가 보도되었음.

○ 현재 검찰이 10여명의 검사로 팀을 구성해서 수사 중이고 금감원도 금융사를 상대로 불안전판매에 대한 현장검사를 진행하고 있어서 조만간 전반적인 사실관계와 책임자 처벌에 대한 공식적인 발표가 예상됨.

○ 그런데 언론의 주된 관심은 라임자산운용이 투자 대상기업을 상대로 기업사냥꾼과 결탁해서 주가조작·횡령 등의 범법행위를 자행한 것에 초점을 맞추고 있고, 반면 라임자산운용 펀드의 구조적 문제로 인해 펀드투자자의 피해는 물론 위 범법행위가 가속화되었던 부분은 상대적으로 등한시함.

○ 그러나 라임자산운영 및 뒤이은 2020년 2월 알펜루트운용의 환매 연기에서 공통적으로 주목해야 할 부분은, “사모펀드 운용사들이 부실기업 CB, BW 등 투명성이 떨어지는 비시장성 투자 자산에 레버리지 효과가 있는 TRS계약을 체결함으로써 손실 변동 폭을 높인 고위험 펀드로 운영하는 과정에서, TRS계약을 체결한 증권사는 물론 은행 등 판매 금융기관들이 수익에 눈이 멀어 투자자 피해 확대 위험성을 외면했다”는 점임.

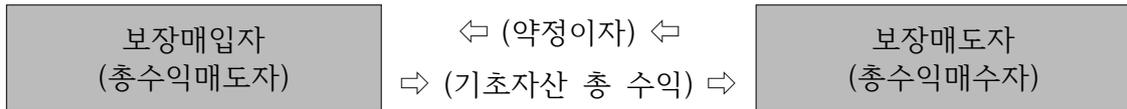
○ 만일 이러한 금융기관들의 무능과 비도덕적인 행태를 견제하지 않는다면, 유사한 금융사고가 반복될 수밖에 없고 금융시장에 대한 신뢰는 무너질 수 있음. 따라서 라임자산운용의 개인적인 범법행위와 별개로 라임자산운용 판매 펀드의 구조적 문제점을 점검할 필요가 있음.

2. 투자 수단으로서의 TRS에 대한 이해

(1) TRS(Total Return Swap, 총수익스와프)란

○ 개념

TRS란, 보장매입자(protection buyer, 총수익매도자)가 계약기간 중 보유 기초자산(reference asset)에서 발생하는 자본이득이나 손실을 포함한 모든 현금흐름을 보장매도자(protection seller, 총수익매수자)에게 지급하기로 하고, 그 대가로 약정이자를 수취하는 거래를 말함.



반대로 보장매도자(총수익매수자)는 약정 이자를 지급하는 대신 기초자산에서 발생하는 이익과 위험(손실)을 모두 이전받음.

○ 관련 법령

TRS는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)상 금융투자상품의 일종으로서 대부분의 경우 장외파생상품으로 분류됨.

헤지펀드와 TRS거래를 하기 위해서는 거래상대방인 증권사가 자본시장법상 전담중개업무(시행령 제6조의3)를 할 수 있는 자격을 갖추어야 함. 전담중개업무란, 자산운용사가 헤지펀드를 운용하는데 있어 필요한 모든 서비스(유가증권 대여, 자금 대출, 청산 및 결제, 펀드 관리 등)를 할 수 있는 프라임 브로커리지(Prime Brokerage) 업무를 말함.

헤지펀드에 대한 전담중개업무는 자기자본 3조원 이상의 종합금융투자사업자(법 제77조의2)에만 허용.¹ 2019년 8월 하나금투증권이 8번째로 종합금융투자사업자로 지정되면서, 현재 자기자본 3조원 이상의 종합금융투자사업자는 8개 증권사임(미래에셋대우, NH투자, 한국투자, 삼성, KB, 신한금융투자, 메리츠증권, 하나금투 등).

(2) 당초 TRS거래는 위험 관리수단으로 활용

○ 신용위험의 전가

법률적 소유권을 취득할 경우 소유에 따른 위험을 가지게 됨. 예컨대, 주식을 소유할 경우 발행 기업이 부도날 신용위험(credit risk)과 주가변동에 따른 시장위험(market risk)을 보유함. 만일 이러한 위험을 제3자에게 넘긴다면 법률적 소유권자는 소유에 따른 위험을 헤지(hedge)하는 효과를 얻음.

신용위험을 헤지하는 대표수단이 CDS(Credit Default Swap, 신용부도스와프)임. 예를 들어 A은

¹ 자본시장법 제77조의3(종합금융투자사업자에 관한 특례) ① 종합금융투자사업자가 아니고는 전담중개업무를 영위할 수 없다.

행이 B기업에 100억원을 대출해 주었는데, 만일 B기업의 파산 등 신용위험이 우려된다면 A은행은 대출여신을 회수하는 대신 C보험사와 CDS를 체결할 수 있음. 이 경우 A은행은 C보험사에 일정한 보험료(CDS premium)를 내고 대신 B기업의 신용위험 발생 시 대출금 100억원을 보존 받게 됨. 예를 들어 CDS premium를 1%로 책정하면 A은행은 신용위험이 발생할 경우 1억원의 보험료로 100억원의 손실을 회피할 수 있고, 신용위험이 발생하지 않으면 C보험사가 1억원의 수익을 얻을 수 있음. 일종의 사후 보증과 비슷한데, 이를 통해 A은행은 B기업과의 금융거래는 유지하면서 신용위험만을 별도로 분리하여 관리할 수 있음.

나아가 CDS는 B기업의 대출채권을 보유하지 않은 제3자도 체결할 수 있고, 이에 따라 CDS는 독립된 신용파생상품의 성격을 가지게 됨. 예를 들어 B기업의 파산위험을 감지할 경우 제3자인 D는 C보험사에 일정한 보험료(CDS premium)를 내고 C보험사가 신용위험을 부담하는 CDS를 체결할 수 있음. 마찬가지로 D는 B기업이 파산하면 100억원을 받을 수 있고, B기업이 파산하지 않으면 C보험사가 1억원을 가지게 됨.²

○ 시장위험까지 전가

TRS는 기초자산의 신용위험뿐만 아니라 시장위험까지 함께 전가하는 거래이고, 모든 위험을 전가하는 대신 기초자산으로부터 발생하는 모든 수익도 함께 이전하는 조건으로 해서 위험관리수단으로 활용됨.

당초 TRS는 1990년대 초 인도가 금융시장을 본격적으로 개방하면서 개발도상국 채권 투자를 늘리기 위해 채권투자 위험을 줄이는 방안으로 만들어진 상품으로 알려짐. 즉 개발도상국 채권 투자자가 투자 위험이 우려될 경우 신용위험과 시장위험을 모두 제3의 금융기관에 전가하고 대신 제3의 금융기관으로부터 약정이자를 수취하는 방법으로 채권투자 위험을 줄일 수 있음. 이 경우 채권투자자는 채권이자보다 낮은 약정이자를 받는 대신 채권투자 위험을 줄일 수 있고, 제3의 금융기관은 투자위험을 인수하는 대신 채권이자와 약정이자간의 차액을 얻을 수 있음.

(3) TRS의 투자 수단으로의 활용

○ 법률적 소유권과 경제적 소유권을 분리한 후 후자를 취득

소유권이란 법률상 목적물을 사용·수익·처분할 수 있는 권리를 말하고, 어떤 자산을 법률적으로 소유하는 것은 그 자산을 사용·수익·처분함에 따른 경제적 이익을 얻기 위한 것임.

² 영화 '빅쇼트(The Big Short)'를 보면 크리스천 베일 등 주인공들이 주택 시장 붕괴를 예측하고 대형 투자은행을 상대로 CDS를 맺는 장면이 잘 묘사되었음.

그런데 자산을 사용·수익·처분함에 따른 경제적 이익은 법률적 소유권과 별도로 분리하여 거래할 수 있음. 예컨대 리스계약은 법률적 소유권과 자산을 '사용'할 수 있는 이익을 분리한 것이고, 신탁수익권은 법률적 소유권과 자산을 '수익'할 수 있는 이익을 분리한 것임.

따라서 법률적 소유권 취득 자체 보다 사용, 수익, 처분함에 따른 경제적 이익을 얻는 것이 주된 목적이라면 TRS계약을 체결할 동기가 있음. 즉, 총수익 매수자는 기초자산의 거래로부터 발생하는 손익과 비용을 상호 교환하는 약정을 통해 해당 기초자산을 법률적으로 소유하지 않더라도 기초자산을 매입한 것과 동일한 효과를 얻는 경제적 소유권을 확보할 수 있음.

○ 기본적인 레버리지 효과

가장 단순하게 보면 만일 기초자산이 변동성이 거의 없는 안전상품인 경우, 총수익 매도자는 총수익 매수자로부터 지급받는 약정이자로 자신이 부담하여야 할 시장 위험과 신용위험을 담보할 수 있음. 이 경우 총수익 매수자가 지급하는 약정 이자가 기초자산을 직접 매입할 경우의 비용보다 작기 때문에 TRS 거래는 기본적으로 레버리지(leverage, 지렛대) 효과를 보유함.

금융시장이 발달하면서 TRS가 보유하는 기본적인 레버리지 효과를 응용하는 금융 상품들이 등장했고, TRS는 거래와 연관된 위험을 관리하기 위한 수단에서 점차 투자 수단으로 활용되었음. 그리고 TRS거래의 주목적이 투자 수단인지 위험관리수단인지에 따라 TRS거래의 조건이 달라짐.

(4) TRS의 투기 수단으로서의 변모

○ 변동성이 많은 유가증권에 대한 레버리지 효과

만일 기초자산이 주식 등 변동성이 많은 유가증권일 경우, 총수익매도자는 총수익매수자가 지급한 약정 이자만으로는 기초자산의 신용위험과 시장위험을 감당하기 힘들 수 있음. 왜냐하면 설사 기초자산의 신용위험과 시장위험이 총수익 매수자에게 이전한다고 해도, 총수익매수자 자체의 신용위험이 발생할 수 있기 때문임.

그러나 이 경우도 TRS는 담보대출의 성격을 가미하면서 레버리지 효과를 유지할 수 있고, 이에 따라 TRS는 투자 수단에서 투기 수단으로 변모함.

TRS가 담보대출의 성격을 보유하는 것은, TRS의 본질상 총수익 매도자가 기초자산의 명의를

자신의 명의로 보유하기 때문에 기초자산을 최대한 담보 목적으로 활용할 수 있다는 것에서 비롯함.

즉, 총수익매도자가 증권사인 경우, 증권사는 투자자로 하여금 약정이자 이외에 기초자산의 위험에 대한 담보목적으로 일정 비율의 증거금을 제공토록 요구할 수 있음. 이 경우 증권사는 증거금으로 전달한 현금뿐만 아니라 자신의 명의로 매입한 기초자산까지 담보명목으로 보유할 수 있기 때문에 기초자산의 위험을 두 개의 담보로 회피할 수 있음.

○ 결과적으로 담보 대출 효과

예컨대, 만일 증거금 비율이 50%인 경우 투자자는 증권사에 50억원을 증거금 명목으로 제공한 후 주식매수를 지정하면, 증권사 명의로 100억원의 주식을 매입할 수 있기 때문에 결과적으로 50억원을 초과하는 자산 매입분은 증권사로부터 일종의 담보 대출을 받는 효과를 가짐. 반면 증권사는 기초자산의 위험이 발생하면 증거금으로 받은 50억원을 환취하거나 자신 명의의 주식을 매각하는 방법으로 기초자산 보유에 따른 위험을 회피할 수 있음.

다만 증권사는 주식 매각보다는 증거금 환취가 간편하기 때문에 보통 예상 손실액을 감안하여 적정한 비율로 증거금을 조정하고, 기초자산의 위험 발생시 일반투자자보다 우선적으로 증거금을 회수할 수 있는 조건을 갖춤. 예컨대 만일 해당 기업의 신용위험의 상승으로 해당 기업의 주가가 낮아지면서 담보물의 가치가 하락하면 증권사는 증거금의 담보비율을 높여서 담보력을 강화한 후 기초자산의 위험이 현실화되면 증거금을 우선 환취함.

반면, 투자자는 증권사에 일정 비율의 증거금(담보 비율)만 내면 지정한 기초자산을 매입할 수 있으므로, 보유자금에 비해 많은 규모의 투자를 할 수 있음.

따라서 TRS는 일정 비율의 증거금을 제공받는 형태로 담보력을 강화하면서 담보대출과 유사한 구조로 운영이 되었고, 이에 따라 TRS는 투자금을 극대화시킬 수 있는 투기 수단으로 변모함. 반면 증권사는 투자자가 정기적으로 지급하는 약정이자를 수취하면서 TRS거래를 통해 고수익을 추구할 수 있음.

결국 당초 TRS거래는 총수익매수자에게 위험을 이전시키는 수단으로 활용하였는데, 금융시장이 발달하면서 투자자인 총수익매수자는 투자 규모를 확대하고 금융회사인 총수익매도자는 안정적인 수수료를 얻는 수단으로 변모함.

3. 라임펀드에서의 TRS 거래구조의 문제점

(1) 판매현황

2019년 12월 말 기준으로 4개 母펀드의 전체 수탁고는 1.72조원이고, 해당 母펀드에 투자한 子펀드 173개임.

구분	母펀드명	주요 투자자산	수탁고 (‘19.12월말 기준)
1	플루토 FI D-1호	국내 사모사채	9,391억원
2	테티스 2호	국내 메자닌(CB, BW)	2,963억원
3	플루토 TF-1호(무역금융펀드)	P-note(약속어음)	2,408억원
4	Credit Insured 1호	해외 무역채권	2,464억원
합계			17,226억원

(2) 안정성이 낮은 비시장성 자산에 대해 TRS 계약을 체결한 점

① 안정성이 낮은 기초자산

헤지펀드의 운영 특성상 레버리지 투자 자체가 문제가 되지는 않음. 그러나 투자 과정에서 지렛대 효과를 내려면 받침점 역할을 하는 기초자산이 안정적이어야 함. 만일 받침점의 안전성이 떨어지면 예정했던 지렛대 효과가 발생하지 않거나 지렛대 자체가 무너질 수 있음.

이러한 이유에서 당초 TRS거래는 국공채 등 신용도가 좋은 A등급 이상의 채권에 투자할 때 이용하였음. 그런데 라임자산운용의 투자 대상인 기초자산은 메자닌채권, 사모사채, 무역금융 등 안정성이 낮거나 위험성이 높은 비시장성 자산들임.

우선 메자닌채권은 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 교환사채(EW) 등 채권이면서 자본적 요소도 함께 보유한 합성증권임. 이들 채권은 보통 신용도가 낮아 채권시장에서 자금을 조달하기 어려운 기업들이 향후 주가 상승을 전제로 비교적 낮은 비용으로 자금을 조달하는 수단으로 활용됨. 대기업들의 구조조정이나 합병 등 일부 경우를 제외하면 재무상황이 좋지 않은 중소기업들이 발행하는 경우가 많아 신용위험이 높다는 평가를 받고 있음.

실제로 2010년부터 2018년까지 메자닌채권을 발행한 상장기업 중 상장이 폐지된 기업의 비중은 6.9%로 분석.

<메자닌채권 발행기업의 상장폐지 추이³⁾>

(단위: 개, %, 년)

연도	전체 표본	상장폐지 기업수	비율	상장폐지까지의 평균기간 ⁴⁾
2010	82	24	29.3	2.27
2011	60	18	26.7	2.08
2012	52	6	11.5	2.47
2013	69	4	5.8	1.85
2014	149	17	11.4	3.31
2015	201	15	7.5	2.13
2016	272	7	2.6	1.99
2017	254	5	2.0	1.34
2018	277	2	0.7	0.48

또한 대부분 신용등급을 받지 않은 채 사모로 발행되면서 객관적인 신용평가가 어려워 유동성도 떨어짐. 2018년 기준으로 전체 메자닌채권의 공모발행비중은 4.3%에 불과함.

사모사채 또한 공모사채와 달리 신용등급 평가를 받아야 하는 의무가 없고 투자자들을 대상으로 수요예측을 진행하거나 금융감독원에 증권신고서를 제출하는 등 세부적인 절차도 생략되기 때문에 신용상황이 어려운 경우에 발행하는 경우가 많음. 또한 운용사가 채권 발행회사와 직접 인수계약을 맺는 경우에는 투명성이 확보되지 않고, 유동성도 낮아 현금화가 어려움.

플루토 TF-1호(무역금융펀드)는 아예 기초자산 자체의 정체가 묘연한 상태임. 즉, 위 펀드는 미국 인터내셔널인베스트먼트그룹(IIG)이 운용하는 무역금융펀드에 상당수 투자를 하였는데, IIG가 운용하는 무역금융펀드가 폰지 사기 등 증권사기 혐의로 미국 증권거래위원회(SEC)로부터 등록 취소 처분을 당함에 따라 기초자산으로서의 역할을 아예 하지 못함. 오히려 그 과정에서 라임자산운용이 부실 은폐와 고의적인 수익률 조작 의혹까지 제기된 상황임.

② TRS계약으로 손실 폭 확대

TRS거래를 통한 레버리지 투자는 동일한 투자금원으로 투자 수익을 배가할 수 있는 장점이 있는 반면, 기초자산의 안정성이 낮으면 펀드 투자자들의 손실도 확대될 수 있다는 단점이 있음.

예컨대 만일 자산운용사가 증권사와 담보비율이 50%인 TRS 계약을 맺었다면, 100억원을 투자하여 200억원의 자산을 매입할 수 있음. 이 경우 수익률이 10%라고 할 때 레버리지로 인해

³⁾ 김필규, 메자닌채권 시장의 특성분석 및 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서(19-08)

⁴⁾ 각 연도 최초 메자닌채권을 발행한 이후 상장폐지일까지의 기간을 평균한 값

이익은 10억에서 20억으로 증가하지만, 반대로 수익률이 (-)10%라고 할 때 레버리지로 인해 손실은 △10억에서 △20억으로 증가함.

특히 증권사는 TRS 계약상 우선변제권을 보유하기 때문에 기초자산의 기준가격이 크게 떨어질 경우 담보비율을 높이지 않고 먼저 증거금을 회수할 수 있고, 이 경우 기초자산의 기준가격이 더욱 하락하면서 후순위인 투자자의 손실은 상대적으로 커질 수 있음.

따라서 담보가치의 하락 위험이 큰 기초자산을 대상으로 TRS를 통한 레버리지 투자를 할 경우 자칫 투자손실이 극도로 확대될 수 있는 위험이 있음.

실제로 라임자산운용이 투자한 메자닌채권 발행 기업들은 상장폐지 코스닥 기업도 있을 뿐만 아니라 일부는 내부자거래, 경영권 탈취, 무자본인수합병, 횡령 등 불공정거래에도 연루되었다는 의혹과 수사를 받고 있기 때문에, 레버리지 투자로 인한 담보가치 하락에 따른 손실 규모는 더욱 커지고 있음.

<현재까지 보도되는 라임자산운용 투자 회사의 불공정거래 의혹 中>

지투하이소닉	미공개 정보를 이용해서 거래정지 전날 주식을 전량매도 했다는 의혹이 제기 되면서 금융감독원 및 검찰에서 조사 중
리드	이종필 전 라임자산운용 부사장과 리드 전 부회장 등이 코넥스 상장사 A사를 통해 코스닥 상장사였던 리드를 인수한 뒤 약 800억원대의 회사 자금을 횡령 했다는 의혹. 현재 리드 전 부회장 등은 형사 재판을 받고 있고, 이종필 전 부사장은 해외 도주 중.

따라서 안정성이 낮거나 위험성이 높은 비시장성 자산들까지도 TRS거래를 확대한 경위를 조사할 필요가 있음. 보도에 의하면 2016년부터 라임자산운용이 KB증권과 대유에이텍 CB 등 메자닌채권을 기초자산으로 한 TRS거래를 선제적으로 적극적으로 체결하였다고 하는 바⁵, 이에 대한 경위를 확인해야 함.

(3) 특히 TRS 계약을 체결한 3개 증권사가 주된 판매 기관이었다는 점

특히 문제가 되는 것은 라임자산운용과 TRS 거래를 하였음에도 동시에 개인 투자자들에게 라임펀드 상품을 판매한 신한금융투자, KB증권, 한국투자증권 등 3개 증권사임.

⁵ “TRS, 개방형 메자닌펀드 '새바람', 더 벨(2017. 2. 10),

<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201702070100012620000751&lcode=00>

위 3개 증권사들은 TRS 거래시 기초자산의 종류와 유동성 여부를 평가하여 담보비율을 차등 적용하였고, 편중위험 관리를 위해 운용사별 한도, 펀드별 한도를 정하여 운영하였기 때문임.

따라서 위 3개 증권사들은 TRS거래를 통해 자산 내역과 레버리지 수준까지 모두 알고 있었음에도 불구하고, 이를 모르는 개인 투자자들에게 라임펀드 상품을 판 것이기 때문에 다분히 이해상충의 우려가 있는 사기적 판매행위라고 볼 수 있음.

예컨대 KB증권은 2019년 초에 TRS 증거금 비율을 30%로 책정하다가 2분기에는 50%로 올린 후 펀드 대량 환매가 본격화된 7월에는 증거금 비율을 70%까지 끌어 올리는 식으로 증거금 비율을 조정해 왔음.⁶

보도에 의하면 라임운용과의 TRS 계약은 신한금융투자가 5,000억원으로 가장 많고, KB증권 1,000억원, 한국투자증권 700억원 등 총 6,700억원에 달한다고 함.

따라서 위 3개 증권사(신한금융투자, KB증권, 한국투자증권)에 대해서는 TRS 계약 이후 담보율을 조정할 당시의 판단자료와 내부 리스크 관리 위원회의 검토 자료, 개인 투자자들에 대한 판매자료 등을 조사할 필요가 있음.

(4) 개방형 펀드로 운영한 점

투자자가 펀드에 투자한 후 환매를 청구할 수 있는지 여부에 따라 개방형펀드(Open-end Fund)와 폐쇄형펀드(Closed-end Fund)로 구분됨. 개방형 펀드의 경우 운용사는 언제든지 환매에 대응해야 하기 때문에 일반적으로 유동화가 쉽게 이뤄지는 자산을 대상을 투자자산으로 구성함. 또한 레버리지 투자를 할 경우에는 레버리지를 축소해야 하는 상황이 올 경우 유연하게 대처하기 위해서 유동성 자산을 중심으로 투자자산으로 구성함.

만일 개방형펀드에서 비유동성자산에 주로 투자하다가 대규모 환매요청이 있으면 운용사는 이에 응하기 위해 부실자산이 아님에도 보유자산을 헐값에 매각할 수 있음. 이로 인해 펀드의 자산가치는 하락하게 되며, 이는 다시 투자손실을 우려한 투자자들의 연쇄 환매요청으로 이어질 수 있음.

이러한 이유에서 비유동성 자산을 투자자산으로 할 경우에는 고객 환매 요구에 바로 응대하기 어렵다는 점을 고려하여 대부분 폐쇄형 구조를 취함. 그럼에도 불구하고 라임자산운용은 메자

⁶ “KB증권은 왜? 라임 TRS 줄이면서 고객엔 라임펀드 팔았다”, 중앙일보(2020. 2. 20.)

<https://news.joins.com/article/23715502>

년채권(CB, BW), 사모사채, 무역금융 등 안전성이 결여된 비유동성 자산을 투자자산으로 하면서 개방형 구조까지 취한 문제점이 있음.

이에 대해 라임자산운영은 개방형 구조의 단점 극복을 위해 TRS를 활용했다고 설명했지만, 오히려 TRS의 레버리지 효과 때문에 환매에 응해야 할 비유동성 자산의 규모가 축소되고 불안정해진다는 악영향이 더 막대하기 때문에 설득력이 없음.

4. 기타 문제점

(1) 복잡한 母子펀드의 복층 순환 투자구조를 통한 공모규제 회피

사모펀드는 투자자가 49인 이하인 펀드로서, 전문투자자를 모아 투자하는 대신 운용상의 자유가 공모펀드보다 크게 보장됨. 즉 공모펀드와 같이 판매나 운영과정에서의 각종 규제를 받지 않음. 다만 개인 일반투자자에 대한 최소투자금액(부채비율 200% 이하인 경우는 1억원, 200% 이상 경우 3억원)의 별도 규제가 있음.

<공사모펀드 규제체제비교>

구분		공모펀드	헤지펀드
펀드설정		사전등록 (증권신고서 제출)	사후신고 (증권신고서미제출)
판매규제	설명의무·부당권유금지	적용	적용
	적합성·적정성원칙	적용	적용배제
	고령·부적합투자자 숙련제	적용	적용배제
운용규제	분산투자 규제	적용	적용배제
	금전차입	원칙적 금지	합산하여 순자산의 400% 이내 허용
	보증·담보제공	제한	
	파생상품투자	원칙적 금지	

그런데 라임자산운영은 자펀드들을 개인 투자자에게 판매하고, 자펀드는 복잡한 복층 순환 투자구조를 취하면서 모펀드에 투자하며, 모펀드는 자펀드 자금을 받아 사모사채와 메자닌채권 등에 투자하는 복잡한 母子펀드 구조를 취함.

< 복층순환 투자구조 예시7 >

■ (예시1) 하위 펀드부터 최상위 펀드까지 자사펀드에 다층으로 투자



■ (예시2) 다층 투자하면서 상위 펀드가 다시 하위 펀드에 순환하여 투자



이에 따라 다수의 자펀드(각각 49인 이하 투자자 보유)가 母펀드에 투자하여 母펀드의 실질 투자자 수가 50인을 크게 상회함에도 불구하고 공모규제를 회피하였던 문제점이 발생.

(2) 시장참여자 규제 완화에 따른 개인투자자 피해 대상 확대

○ 시장참여자 규제의 틀

금융시장 규제 방법은 크게 상품별 규제와 시장참여자에 대한 규제의 두 가지 형태가 있음. 사모펀드의 시장참여자 규제의 큰 틀은, 투자 경험이 있거나 투자위험 감수능력을 갖춘 전문투자자를 주된 시장참여자라고 하고, 상대적으로 전문성이 부족한 일반투자자에게는 시장참여 절차를 어렵게 하는 것임.

전문투자자는 기본적으로 투자경험이 풍부하고 투자목적도 일반투자자와 다르며, 일반투자자에게 필요한 설명을 듣지 않더라도 스스로 위험감수에 필요한 정보를 취득하고 투자판단을 할 수 있는 자기 방어능력이 있다고 봄.

그런데 라임자산운용이 환매를 중단한 펀드 173개에 포함된 개인투자자 계좌수는 4,035명이고, 총 개인 판매분은 9,943억원(인당 평균 2억4600만원)으로서, 개인투자자의 비중이 상당함.

<환매연기 173개 자펀드 개인 및 법인 투자자 현황, 2019년 말 기준>

	개인투자자	법인 투자자
계좌 수	4035개	581개
금액	9,943억	6,736억

*자료: 금융감독원

○ 개인 투자자 기준 현황

헤지펀드를 개인에게 판매하려면 원칙적으로 개인 전문투자자를 대상으로 해야 함. 현재 개인

⁷ 금융위/ 금감원 보도자료(2020. 2. 14.) 인용

전문투자자 자격요건은, i) 금융관련 전문지식보유자가 아닌 경우에는 ①투자경험과 ②손실 감내 능력 두 요건을 모두 충족해야 하고, ii) 금융관련 전문지식보유자인 경우에는 투자경험 요건을 충족하면 개인 전문투자자로 인정. 금융관련 전문지식보유자란, 국가 공인자격증 보유자(회계사, 변호사, 변리사 등), 금융투자업 직무 종사자, 전문자격증(투자권유자문, 투자운용, 금투상품분석) 보유자를 말함.⁸

투자경험	최근 5년 중 1년 이상 금융투자상품 월말 평균 잔고 5000만원 이상
손실감내능력	연 소득 1억원(부부 합산시 1.5억 이상) 이상 또는 순자산 5억원 이상(거주주택 제외, 부부합산가능)

다만 개인 전문투자자가 아닌 일반투자자이더라도 투자금액이 1억원 이상이면 '적격투자자'로 분류되어 판매가 가능함.⁹ 한편 2019년 11월 14일 금융위원회는 사모펀드에 투자하는 일반투자자의 최소투자금액을 3억원(부채비율이 200% 이상인 경우는 5억원)으로 상향하는 개선 내용을 발표함.

자본시장법에서는 금융상품의 투자권유규제 수단으로 고객의 투자성향분석을 하는 적합성의 원칙(법 제46조), 투자자의 연령·수입원·금융지식·투자목적 등을 파악해야 하는 적정성의 원칙(법 제46조의2), 설명의무(법47조)를 규정하고, 이를 어기면 손해배상 책임을 부담하도록 함. 이 밖에 과당권유규제(시행령 제68조 제5항 제2호), 파생상품거래 시 차등투자권유준칙(법 제50조 제1항), 부당권유금지(시행령 제55조) 등의 규제가 있음.

그러나 이러한 규제는 일반투자자에게만 적용되고, 자기방어능력이 있다고 인정되는 전문투자자에게는 적용되지 않음. 또한 일반투자자이면서 투자금액이 1억원 이상인 적격투자자에게는 적합성·적정성의 원칙이 원칙적으로 적용되지 않고,¹⁰ 설명의무만 적용됨.

	1억원 이상 일반적격투자자	전문투자자
적합성/적정성 원칙	적용 ×	적용 ×
설명 의무	적용 ○	적용 ×

⁸ 현행 기준으로서, 라임 펀드의 경우는 판매 당시의 기준이 적용,

⁹ 제249조의2(전문투자형 사모집합투자기구의 투자자) 전문투자형 사모집합투자기구인 투자회사 등은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 투자자(이하 이 장에서 "적격투자자"라 한다)에 한정하여 집합투자증권을 발행할 수 있다.

1. 전문투자자로서 대통령령으로 정하는 투자자
2. 1억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상을 투자하는 개인 또는 법인, 그 밖의 단체

¹⁰ 자본시장법 제249조의4(전문투자형 사모집합투자기구의 투자권유 등)

② 제46조와 제46조의2는 전문투자형 사모집합투자기구의 집합투자증권을 판매하는 금융투자업자가 그 사모집합투자기구의 집합투자증권을 판매하는 경우에는 적용하지 아니한다.

○ 개인 투자자 기준 완화

문제는 개인투자자 요건이 아래와 같이 계속 완화되었고, 이에 따라 헤지펀드 상품을 구입하는 개인도 증가함. 금융위원회는 혁신기업의 성장잠재력을 보고 필요한 자금을 과감히 공급할 수 있는 투자자의 역할이 중요하다는 이유로 전문투자자군 육성을 추진하고 있지만, 아직 우리나라의 투자자 보호 장치가 미흡한 상황에서 개인투자자 요건 완화로 인한 선의의 피해자가 계속 발생하는 문제점이 있음.

2011년	최소 출자액이 10억원
2015년	최소 출자액이 1억원으로 대폭 낮아짐. 대신 전문투자자 기준이 새로 마련되었는데 개인의 경우 금융투자상품 잔고 50억원 이상이어야 전문투자자로 인정받을 수 있음
2016년	최소 출자가액은 계속 1억원이지만 전문투자자 기준이 대폭 완화. 소득 및 자산요건이 추가되었지만(본인 연간 소득이 1억원 이상이어야 하고 본인 자산이 10억원 이상), 금융투자상품 잔고가 5억원 이상으로 크게 낮아짐

(3) 반복되는 판매회사의 불완전 판매행위

라이펀드의 판매금융회사는 은행 7곳과 증권사 12개 등 총 19개임. 대신증권, 우리은행, 신한금융투자, KB증권 순으로 판매금액이 많은 것으로 파악됨.

일반은행	우리, 신한, 하나 (3개사)
특수은행	부산, 경남, 농협, 산은(4개사)
증권사	신한금투, 대신, KB, 한투,메리츠, 신영, 삼성, 키움, 유안타, NH, 미래, 한화 (12개사)

판매회사의 불완전 판매행위는 금융상품 사고가 발생할 때마다 계속 반복되고 있음. 2019년 12월 금융감독원 보도자료에 따르면 해외금리연계 DLF 판매사건의 경우 판매은행에서 투자경험 없고 난청인 고령(79세)의 치매환자에게 불완전 판매를 했다고 해서 충격을 줌.

라이펀드의 경우도 투자대상 및 방법, 수익구조 및 수익률, 운용성과 등의 설명의무 위반 등 불완전판매를 했고, 특히 TRS 거래로 인한 손실 확대가능성에 대해서는 설명이 전혀 없었다는 민원이 많음.

이에 대해서는 금감원의 조사와 분쟁조정결과가 종료되면 불안전판매의 구체적인 형태가 드러날 것이고, 상당수는 민사 소송까지 예상되고 있음.

5. 결론

○ 라임자산운용펀드는 TRS를 통해 레버리지투자를 하는 과정에서 받침목 역할을 하는 기초자산이 메자닌채권, 사모사채 등 안정성이 결여된 투자자산이었기 때문에 오히려 손실확대라는 역효과가 발생할 위험에 노출된 상품이었고, 더구나 위 기초자산들이 비유동성자산임에도 개방형구조로 운영함에 따라 환매 중단 위기에 항상 노출되었다는 구조적 문제점을 안고 있는 상품임.¹¹

○ 라임자산운영과 TRS거래를 한 3개 증권사(신한금융투자, KB증권, 한국투자증권)는 TRS 거래시 기초자산의 종류와 유동성 여부를 평가하여 담보비율을 차등 적용하는 과정에서 기초자산 내역과 레버리지 수준까지 모두 알고 있었음에도 불구하고, 이를 모르는 개인 투자자들에게 라임펀드 상품을 적극적으로 판매한 것이기 때문에 다분히 이해상충의 우려가 있는 사기적 판매행위라고 볼 수 있음.

○ 우리은행 등 19개 판매 금융회사들은 해외금리연계 DLF 판매사건에 이어 불안전 판매를 반복하고 있음. 반면, 투자자 보호 장치가 미흡한 상황에서 헤지펀드에 대한 투자할 수 있는 개인 투자자 요건은 계속 완화되고 있어서 실질적인 시장참여자 규제가 제대로 이루어지지 않고 있음.

○ 현재 언론보도는 자산운용인력의 투자대상기업을 상대로 한 범법행위와 청와대 행정관 개입 의혹 등에 초점을 맞추고 있지만, 위에서 언급한 펀드상품 운용 및 판매 구조의 문제점이 개선되지 않으면 사모펀드와 관련한 금융 사고는 계속 발생할 수밖에 없음.

○ 따라서 우선 메자닌채권, 사모사채 등 안정성이 결여된 투자자산에 TRS를 통해 레버리지투자를 하게 된 경위, 신한금융투자, KB증권, 한국투자증권 등 라임자산운영과 TRS거래를 한 3개 증권사의 내부적인 판단자료와 외부에 펀드 상품을 판매한 자료들을 중심으로 철저한 경위 파악이 필요함.

¹¹ 한편 2020년 2월 금융당국은 TRS 계약의 레버리지를 사모펀드 레버리지 한도(400%)에 명확히 반영하도록 개선방향을 발표함(금융위/금감원 보도자료, “사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방향”).