

## 외국계 펀드의 국내 투자 현황과 관련 법적 문제

강 희 철

(법무법인 율촌 변호사)

### 【초 록】

이미 국내 증권시장은 전세계 자본시장의 일환으로 편입되었으며, 외국투자자가 보유하고 있는 주식의 국내 증권시장 시가총액의 40% 이상을 차지하고 있고, 그 중 50% 이상이 외국계 펀드가 보유하고 있다. 칼라일(Carlyle), 뉴브리지 캐피털(Newbridge Capital), 론스타(Lone Star) 등의 사모인수펀드(PEF)들은 금융기관을 포함한 주요 기업들의 경영권을 인수하였거나 인수를 시도하고 있다. 또한 캐피털그룹(Capital Group)을 포함한 뮤추얼펀드 등 공모펀드의 운용사들 중에도 주요 기업의 주식을 5% 이상 인수한 후, 대상 기업에 대하여 기업의 지배구조개선, 주주우선 경영 등을 요구하고 있는 경우가 많다. 외국계 펀드의 경영권 취득, 경영 참여는 더욱 늘어날 것이며, (주)SK와 소버린 사이의 다툼이 시사하듯이 장래에는 외국계 펀드가 적대적 M&A를 시도할 가능성도 배제할 수 없다.

이러한 현상과 관련하여 우려의 목소리가 높아지고 있으며, 공정거래법상의 규제, 금융관련 법규상의 규제, 간접자산투자자산운용법상의 사모펀드에 대한 규제 등, 국내투자자들이 외국계 펀드를 포함한 외국투자자들에 비하여 역차별을 받는 것으로 평가될 수 있는 분야도 상당히 있다. 뿐만 아니라, 주식대량보유변동보고제도, 감사위원회 위원 선임, 외국인투자촉진법의 적용 등에 있어서 제도 개선이 필요한 분야도 있다.

그러나 외국계 펀드의 투자에 대한 부정적인 측면만 강조하거나, 외국인 투자자의 국내기업 지배는 무조건 나쁘다는 식으로 문제를 접근하는 것은 바람직하지 않다. 외국인 투자는 계속 늘려야 한다는 것이 일반적인 평가이므로, 외국계 펀드 등 외국인 투자를 어렵게 하는 문제점은 시정하면서도, 외국인 투자가 및 투자목적에 대한 보다 정확하고 많은 정보가 신속하게 제공될 수 있도록 하고 국내 투자자에 대한 역차별은 시정하는 제도 정비를 계속하여야 할 것이다. 이러한 점에 비추어 볼 때, 최근 간접투자자산운용법이 개정되어 국내 사모인수펀드(Private Equity Fund: PEF)가 활성화되어 사모전문회사의 형태로 외국계 펀드와 경쟁을 할 수 있는 제도의 기본틀이 정비된 것은 매우 바람직한 발전이다.

앞으로 사모전문회사를 주축으로 한 국내의 펀드들도 활성화되어 외국계 펀드들과 함께 기업지배구조개선과 M&A 시장에서 중요한 역할을 하게 될 것으로 기대한다.

주제어: 외국계 펀드 / 사모인수펀드(private equity fund: PEF) / 경영권 / M&A / 간접투자자산운용법

### 【차 례】

- I. 문제의 제기
- II. 펀드의 개념과 외국계 펀드의 분류
  1. 펀드의 개념과 분류
  2. 외국계 펀드의 일반적인 분류
- III. 외국계 펀드의 국내 투자 현황
- IV. 외국인투자와 관련하여 제기되는 문제점
- V. 관련 법적 문제점
  1. 국내 투자자에 대한 역차별 문제
  2. 주식대량보유(변동)보고 관련 문제

3. 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원 선임시 최대주주의 의결권 제한

4. 외국인투자촉진법의 적용

## VI. 결 론

### I. 문제의 제기

지난 2004. 9. 15.자 국내 언론은 세계적인 미국계 펀드운용사인 캐피털그룹이 삼성전자, 신한금융지주, SK 및 현대자동차 등 국내 주요기업들의 최고경영자(CEO)들을 초청하여 각 한 시간 가량씩 개별면담을 가지고 대주주로서 기업 전반의 현황에 대해 구체적으로 질문하고 답변을 들은 사실을 크게 보도하였다.<sup>1)</sup> 이들 국내 주요기업들의 최고경영자들이 캐피털그룹의 초청에 응했다는 사실만으로도 외국계 펀드가 국내 기업의 경영과 지배구조에 지대한 영향을 미치고 있음을 잘 알 수 있다.

유럽의 사모펀드인 소버린이 (주)SK의 주식 14.99%를 취득하여 기존의 SK 대주주 및 경영진에 적대적인 자세를 취하고, 2004년 3월에 열린 (주)SK 정기주주총회에서 이사회 후보 및 정관변경안을 주주제안의 형태로 제출하여 표대결에까지 간 사실은 널리 알려져 있다. 그리고 미국의 사모펀드인 뉴브리지 캐피털(Newbridge Capital)이 제일은행을, 칼라일(Carlyle)이 한미은행<sup>2)</sup>을, 론스타(Lone Star)가 외환은행을 인수한 사실을 비롯하여 외국계 펀드가 국내 기업의 경영권을 인수하거나 인수하려는 시도가 많아지자, 이에 대응하여 토종 사모인수펀드(private equity fund: PEF)<sup>3)</sup>를 육성하여야 한다는 논의가 많았고, 이러한 논의에 부응하여 정부는 최근 사모인수펀드를 활성화하기 위하여 간접투자자산운용업법(이하 자산운용업법이라 한다)을 개정하였다.<sup>4)</sup>

위에서 든 몇 가지 사실만 보더라도 잘 알 수 있는 것처럼, 외국계 펀드는 이미 국내에 많이 진출하여 국내의 산업과 증권시장에 막대한 영향을 끼치고 있으며, 외국계 펀드의 존재와 그 행태는 이미 우리나라의 중요한 사회·경제문제로 부각되었다. 이와 관련하여 특히 외국의 사모인수펀드(private equity fund)와 헤지펀드(hedge fund)에 대하여 많은 관심이 쏟아지고 있다. 따라서 이 글에서는 우리나라에 투자하는 외국계 펀드를 중심으로 하여 펀드의 개념과 종류에 대하여 간단히 정리한 후, 외국계 펀드의 국내 투자 현황을 살펴보고, 이어서 관련 법적 문제에 대하여 검토하기로 한다.

외국계 펀드와 관련하여서는, 그 밖에도 외국계 펀드(특히 뮤추얼펀드)의 수익증권의 국내 판매 및 외국계 자산운용사의 국내 진출도 중요한 문제이나, 여기에서는 다루지 않는다. 아울러 론스타, 랜드리스 등을 포함한 많은 외국계 펀드가 국내의 부동산과 부실채권 시장의 주요 투자자(player) 역할을 하고 있지만, 여기에서는 외국계 펀드의 주식투자에 한하여 살펴보기로 한다.

### II. 펀드의 개념과 외국계 펀드의 분류

#### 1. 펀드의 개념과 분류

펀드(fund)란 일반적으로 '특정의 목적이나 활동을 위해 분리된 자금'이라는 의미를 갖는다. 이 글에서는 펀드를 경제계의 통례에 따라서 소위 투자펀드(investment fund)라는 의미로 사용하며, 다수의 투자자가 공통의 목적을 가지고 만든 자금의 집합체로서 마치 생명 있는 존재와 같이 사회적으로 인지되어 투자활동을 전개하는 능력을 획득한 자금의 집합체를 가리키는 용어라고 할 수 있다.<sup>5)</sup> 이는 이론적으로 다수의 투자자들이 제공한 자금을 집합하여 전문적인 투자관리자가 관리, 운용하고 그 수익을 투자자들에게 분배하는 집단적 간접투자수단을 가리키는 용어인 집합투자기구(collective investment scheme), 그리고 우리나라

의 자산운용업법상의 간접투자기구의 개념과 거의 일치한다.

펀드는 일반적으로 법적인 조직형태에 따라서 계약(신탁)형의 투자신탁과 회사형의 투자회사로, 투자원금의 회수방법과 제한 여부에 따라서 개방형과 폐쇄형으로, 투자원본의 증감 여부에 따라서 단위형과 추가형으로, 그리고 투자대상에 따라서(유가증권이 투자대상인 통상적인 경우에 한함) 채권형, 주식형, 혼합형으로, 그리고 투자자를 모으는 방식에 따라서 공모와 사모6)로 나눌 수 있다.

자산운용업법(제27조)은 펀드인 간접투자기구를 투자재산의 운용대상에 따라서 증권간접투자기구, 파생상품간접투자기구, 부동산간접투자기구, 실물간접투자기구, 단기금융상품간접투자기구, 재간접투자기구, 특별자산간접투자기구 등으로 구분한다. 그리고 자산운용업법(제5장)은 또한 특수한 간접투자기구로서 상장지수간접투자기구, 종류형간접투자기구, 전환형간접투자기구, 모자형간접투자기구, 기업구조조정증권투자회사, 기업인수증권투자회사를 규정하고 있다.

## 2. 외국계 펀드의 일반적인 분류

우리나라 회사에 주식투자를 하는 외국계 펀드들은 위에서 본 것과 같은 법적인 분류보다는 일반적으로 사모인수펀드(private equity fund), 헤지펀드(hedge fund), 뮤추얼펀드(mutual fund)로 분류되는 경우가 많으므로,7) 아래에서는 이러한 펀드들의 개념에 대하여 간단히 살펴본다.8)

### (1) 사모인수펀드(private equity fund: PEF)

사모인수펀드는 법률상의 용어는 아니며 일반적으로 전문가들이 소수의 투자자(기관투자자나 재력이 있는 개인이나 기업)들로부터 사모방식으로 자금을 모집하여 주로 시장에서 거래되지 않는 주식 또는 지분에 대한 중장기 투자를 하는 펀드를 가리킨다.9) 일반적으로 펀드 매니저(fund manager)가 상당한 투자를 하여 무한책임조합원이 되는 반면 일반투자자는 유한책임조합원이 되는 리미티드 파트너십(Limited Partnership)의 형태를 취한다.10) 미국에서는 투자회사법(Investment Company Act)의 적용을 받지 않으며 투자자 보호를 위한 법적인 규제가 거의 없다. 최근 우리나라에도 활발한 투자를 하여 잘 알려져 있는 외국계 펀드인 칼라일, 랜드리스, 뉴브리지 등도 모두 사모인수펀드이다.

사모펀드로서 투자자 보호를 위한 법적인 규제가 거의 없다는 점에서 뒤에서 보는 헤지펀드와 유사하나, 그 투자목적, 방식 및 전략, 대상과 투자기간에서 큰 차이가 난다. Private Equity Fund는 비공개회사의 지분(공개회사인 경우 경영권과 관련되어 유동성이 없는 지분)이나 지분연계증권(Equity)에 주로 투자하나, 헤지펀드는 회사의 주식 등 지분 이외에 채권, 파생상품, 통화 등 다양한 상품에 투자를 한다. 그리고 사모인수펀드는 대부분의 경우 투자대상회사의 경영에 참여하는 데 비하여, 헤지펀드는 그렇지 않은 경우가 많다. 또한, 사모인수펀드는 중장기투자 수익을 그 목적으로 하나, 헤지펀드는 단기투자 수익을 목적으로 한다.

우리나라에서는 사모인수펀드는 주로 자산가치가 저평가된 기업의 경영권을 취득한 후 구조조정 등을 통하여 기업 가치를 높인 뒤 주식을 전략적 투자자에게 매각하거나 상장하여 투자자금을 회수하고 고수익을 추구하는 인수투자펀드(Buyout Fund)를 가리키는 것으로 사용되는 경우가 많으나, 인수투자펀드는 사모인수펀드의 대표적인 유형의 하나일 뿐이다. 그 밖에 회사의 초기설립단계에 있는 회사에 중점적으로 투자하는 벤처캐피탈펀드(venture capital fund) 및 전환사채, 신주인수권부사채 등에 주로 투자하는 메자닌펀드(mezzanine fund) 등이 있다. 2003년에 아시아지역에 19억달러가 사모인수펀드방식으로 투자되었다고

한다.

## (2) 헤지펀드

헤지펀드는 일반적으로 투자 전문가들이 소수의 투자자들로부터 사모방식으로 자금을 모집하고 파생상품에 대한 투자와 차입(leverage)을 포함한 각종 투자기법을 활용하여 자금을 운용하여 단기로 수익을 올린 후 투자실적에 따라 배당하는 펀드로서, 주로 조세피난처에서 설립된다. 사모인수펀드와 마찬가지로 1940년 투자회사법의 적용을 받지 않는다.<sup>11)</sup> 우리나라에서는 소로스가 운영하는 퀴텀펀드가 잘 알려져 있다.

헤지펀드의 장점은 절대수익의 추구 및 효율적인 포트폴리오 구성에 있는 반면에, 단점으로는 낮은 투명성, 높은 위험성(투기성), 높은 수수료 및 유동성 제약을 들 수 있다. 헤지펀드도 비공개회사의 주식에 투자하는 경우가 대부분이다. 2004년 현재 헤지펀드의 총 운영자산은 전세계적으로 8,750억달러에 이르며, 그 수는 대략 8,350으로 추정되고 있다.

최근 미국의 투자은행이나 전통은행들이 헤지펀드 분야를 대폭 강화하고 있다. 그 일례로 2004년 10월 1일자 아시안 월스트리트저널(Asian Wall Street Journal) 보도에 의하면, 세계적인 투자은행인 리만 브라더스(Lehman Brothers)가 영국의 대형 헤지펀드인 지엘지 파트너스(GLG Partners)를 인수하기 위한 협상을 하고 있으며, 제이피 채이스(JP Chase & Co)도 뉴욕의 대표적인 헤지펀드로 투자자산 규모가 70억달러인 하이브리지 캐피털(Highbridge Capital Management)의 과반수 지분을 취득하였다고 한다. 시티그룹(Citicorp)의 최근 자료에 의하면, 2000년에 헤지펀드의 운용자산은 약 5,000억달러였으며, 그 중 20% 정도가 연금기금 등의 기관투자가 자산이었는데, 2010년에는 운용자산이 수조 달러에 이를 것이며, 그 중 80%가 기관투자자의 투자자산이 될 것으로 예측된다고 한다.<sup>12)</sup>

## (3) 뮤추얼펀드

뮤추얼펀드는 우리나라의 자산운용업법상의 개방형/공모간접투자기구(투자신탁, 투자회사)에 대응하는 개념으로서,<sup>13)</sup> 공모로 투자자를 모집한다는 점에서 헤지펀드 및 사모인수펀드와 구별된다. 공모방식으로 투자자를 모집하므로, 미국의 경우 증권거래위원회(SEC)에 등록하여야 하고, 투자자에게 펀드의 운용, 수수료, 비용 및 수익률을 모두 공개하여야 하며, 차입이 금지되는 등 투자자 보호를 위한 증권거래법, 투자회사법 등 각종 법률의 엄격한 규제의 적용을 받는다. 뮤추얼펀드는 통상 유동성이 많은 주식(공개회사의 주식)이나 채권에 투자한다. 뮤추얼펀드가 가장 발달하여 있는 미국을 기준으로 보면 2003년 현재 순자산이 7,415억달러, 펀드의 수는 8,126개에 이른다.

## (4) 3가지 유형의 펀드의 비교

위에서 본 3가지 유형의 펀드를 비교하여 표로 정리하면 <표 1>과 같다.

### III. 외국계 펀드의 국내 투자 현황

증권거래소에 의하면, 2004년 8월 6일 현재 외국인의 상장주식 보유금액은 약 147조원으로 그 보유비중은 시가총액 기준으로 43.6%에 달하고 있다.<sup>14)</sup>

<표 2>에서 보는 것처럼 투자회사가 전체 외국인투자의 44.0%를 차지하고 있는데, 투자회사는 전부 펀드라고 보아도 좋을 것이다. 그리고 연기금도 펀드이고, 증권사 중에도 실질적으로는 펀드보유분인 경우도 있을 것이므로, 결국 외국인투자 중 50~55%가 펀드에 의한 투자로 볼 수 있을 것 같다.

증권거래소 보도자료에 의하면, 2004년 4월 24일 현재 5% 이상 상장주식 보유 외국인(2개사 이상 보유) 현황<sup>15)</sup>은 <표 3>과 같다. 필자가 대량주식보유(변동)보고서 등을 통하여 확인한 바에 의하면, 보유자는 대부분 펀드를 운용하는 자산운용사 혹은 투자일임 자문사의

지위에서 보유신고한 것이며, 결국 펀드가 실질적인 보유자인 것으로 보인다. 이들은 대부분 공모펀드인 뮤추얼펀드의 운용사이다. 그렇지만 <표 3>은 투자건수에 따라서 분석한 자료인데, 사모펀드는 투자대상기업 수가 적더라도 각 투자대상기업에 경영권을 취득할 수 있을 정도로 많은 지분을 취득하므로, 전체적으로 보아 펀드투자 중에서 사모펀드의 비중이 작다고 간단히 얘기하기는 어렵다.

5% 이상의 주식을 가장 많이 보유하고 있는 몇 개 투자자(실제는 모두 펀드에 대한 투자운용사 또는 일임투자자문사들임)의 구체적인 보유 내역을 보면 <표 4>와 같다.

통계자료에 의하면, CGII, CRMC,17) JF Asset Management Limited,18) 템플턴 애셋 매니지먼트,19) Morgan Stanley DW IMC20) 등이 2001년 이후 현재까지 비교적 꾸준히 많은 회사의 지분을 보유하고 있다. 2004년 6월 24일 현재21) CGII가 전체 13종목에 평가금액 2조 4,271억원을 보유하고 있으며, CRMC가 17종목 2조 2,862억원을 보유하면서 보유금액 기준으로 가장 많은 투자를 하고 있다. 그리고 보유금액 기준 3위로는 SK텔레콤 주식 5,117,550주, 보유금액 9,723억원으로 단일 종목, 단일 건수 최대금액을 기록하고 있는 Cayman 소재 투자회사인 Momenta (Cayman) Ltd.이다.22)

외국계 펀드가 portfolio 투자가 아니라 경영권을 취득하거나 적어도 경영에 참여하기 위한 목적으로 국내 금융기관 및 국내 일반기업에 투자한 대표적인 사례는 <표 5> 및 <표 6>과 같다.23)

위의 투자들 중 경영권을 인수한 투자들은 전부 사모펀드에 의한 투자이다. 사모펀드는 공모펀드인 뮤추얼펀드의 투자와는 달리 경영권을 인수하거나 최소한 경영에 참여할 수 있을 정도의 높은 지분을 인수하였다. 위에서 보는 것처럼 사모펀드는 특히 국내 금융기관에 경영권을 인수하기 위한 투자를 많이 하고 있는 것으로 보이며,24) 그러한 현상이 토종 사모인수펀드 육성 논의의 불을 지핀 가장 큰 계기라고 볼 수 있다.

외국계 펀드는 많은 경우 지배구조 개선, 경영의 투명성, 주주이익 우선 등을 주장하면서 기존 대주주 및 경영진에게 그들의 요구사항을 전달하고, 주주총회에서의 의결권 행사 등 주주로서의 권리를 적극적으로 행사하고 있다. 캐피털그룹이 삼성전자에 대하여 2000, 2001년에 사외이사 선임, 2003년 본사 뉴욕 이전, 2004년에는 자신의 이사회에 삼성전자의 CEO, CFO 참석을 각 요구한 것이 대표적인 예이다.25) 외국계 펀드들의 이러한 적극적인 권리 행사는 경영간섭으로 비치고 있지만 주요 기업들의 지배구조 및 경영의 투명성 제고에 큰 기여를 한 것은 부인할 수 없다. 외국계 펀드는 앞으로도 단독 또는 다른 외국인 투자자들과 연합하여 주주권을 더욱 적극적으로 행사할 것으로 예상된다.

외국계 펀드가 경영권을 취득하고자 하는 경우, 현재까지는 기존 대주주의 주식을 공개경쟁이나 협상에 의하여 우호적인 방식으로 취득하여 왔다. 외국인 투자자에 의한 적대적 M&A 시도 가능성에 대하여 많은 논의가 있으나, 실제 적대적 M&A로 볼 여지가 있는 형태의 투자는 아직까지는 소버린의 (주)SK 주식취득의 경우 등 아주 예외적인 현상이다. 우리나라의 기업환경이 아직 적대적 M&A에 대하여 긍정적이라고 평가하기는 어렵고 따라서 적대적 M&A 자체가 드물기도 하거니와, 외국인 투자자에 의한 M&A의 경우 대상 기업의 노동조합 및 임직원들이 구조조정에 이은 정리해고의 가능성과 연결하여 반대 입장을 취하는 경향이 많은 점도 외국인 투자자에 의한 적대적 M&A를 보기 어려운 주요 이유가 될 것이다. 그러나 KCC가 현대엘리베이터에 대하여 적대적 M&A를 시도한 것에서 드러난 것처럼 앞으로 국내기업간의 적대적 M&A시도가 많아지면, 외국계 펀드 특히 사모펀드에 의한 적대적 M&A시도도 가까운 장래에 충분히 예상할 수 있다.

#### IV. 외국인투자와 관련하여 제기되는 문제점

외국인의 국내 회사에 대한 주식투자와 관련하여 일반적으로 다음과 같은 문제가 제기되는 것으로 보인다.26)

- ① 경영권 공격 가능성
- ② 외국인 주주에 대한 고액배당 문제
- ③ 유통주식 감소
- ④ 외국자본의 금융시장 철수 가능성
- ⑤ 주가지수 파생상품을 통한 금융시스템 위험

이러한 문제들은 외국계 펀드에 의한 투자시에도 일반적으로 제기될 수 있을 뿐 아니라, 관련 업종에 종사하는 투자가 소위 산업적 투자가(industrial investor)에 의하여 이루어지는 경우에 비하여 금융 투자가(financial investor)라고 할 수 있는 외국계 펀드에 의하여 이루어지는 경우에 더욱 심각하게 제기될 수 있을 것이다.

이 글은 법적 문제점을 검토하는 것을 목적으로 하므로, 여기에서는 위와 같이 일반적으로 논의되는 문제점을 인용하는 데 그치고 이러한 논의의 타당성에 대하여는 검토하지 않기로 한다.

#### V. 관련 법적 문제점

아래에서는 외국계 펀드의 국내 투자와 관련한 법적 문제점을 검토해 보고자 한다. ㈜SK를 둘러싼 소버린과 기준 대주주 사이의 경영권 분쟁이 있는 후, 외국계 기업 특히 펀드에 의한 적대적 인수시도나 부당한 경영간섭에 대하여 우리나라 법상 적절한 대응책이 없다는 논의27)가 많이 행해지고 있다. 하지만, 외국계 펀드의 경영참여시도는 대체로 증권거래법, 상법 등 우리 법상 허용되는 절차와 방법에 따라서 주주권을 적극적으로 행사하여 지배구조 개선 등 정당한 요구를 하는 경우가 많고, 이러한 논의는 대부분 적대적 M&A를 인정 내지 장려할 것인지 여부에 관한 국가적인 정책에 대한 문제에 관한 것이며, 적대적 인수 시도자의 국적과 무관한 경우가 많다. 따라서 이 글에서는 이러한 문제들을 일반적으로 다루기보다는 변호사로서 법률실무를 하는 과정에서 발견한 문제들 중 중요하다고 생각되는 몇 가지(28)를 살펴보고, 문제에 따라서는 개선방향에 대한 의견도 제시하였다. 단, 아래에 논의한 내용 중 상당 부분은 외국계 펀드뿐만 아니라 그 밖의 투자가에 의한 외국인투자에도 적용될 수 있음을 밝혀 둔다.

##### 1. 국내 투자가에 대한 역차별 문제

㈜SK와 소버린 사이의 경영권 분쟁에 있어서나, 최근 토종 사모인수펀드 활성화 논의에서 논의되는 것처럼 외국 투자가 특히 외국 펀드에 비하여 국내 투자자들이 제도적으로 역차별을 받고 있다는 논의가 많다.

필자가 확인한 바에 의하면 다음과 같은 것들이 있다.

##### (1) 독점규제및공정거래에관한법률(공정거래법)상의 규제

국내회사(특히 대기업)들은 출자와 관련하여 공정거래법상 지주회사 설립 및 관련 행위 제한, 출자총액 제한, 계열사에 대한 채무보증 제한과 같은 엄격한 규제를 받으나, 외국인 투자자들은 이러한 제한을 받지 않는다. 특히 외국계 펀드들은 타 회사에 대한 투자를 주목적으로 하므로 실질적으로는 지주회사에 해당할 가능성이 많으나, 현행 공정거래법상 외국에 설립된 지주회사는 이러한 규제의 대상이 아니다.

공정거래법의 역외적용이론에 따라서 우리나라 시장에 영향을 미치는 기업결합에 대하여는

비록 외국에서 일어나더라도 우리나라 법을 적용할 수 있으나, 지주회사 관련 제한, 출자한도 제한과 같은 제도는 이론적으로도 외국에서 설립된 외국회사에 적용을 하기는 어려울 것이며, 공정거래위원회도 적용계획이 없는 것으로 보인다.

#### (2) 금융관련법규상의 규제

금융지주회사법상 비금융주력자는 원칙적으로 은행지주회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 4%를 초과하여 취득할 수 없고(금융지주회사법 제8조의2 제1항), 또한 은행법상 동일인은 금융감독위원회의 승인을 받지 않고는 은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 10%를 초과하여 취득할 수 없으며, 비금융주력자는 원칙적으로 은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 4%를 초과하여 취득할 수 없다(은행법 제16조의2).

그러나 외국계 펀드는 투자 포트폴리오를 조절함으로써 금융기관으로 인정될 수 있기 때문에 사실상 위와 같은 제한을 비껴나갈 수 있다.

#### (3) 자산운용업법상의 사모간접투자기구에 대한 엄격한 규제

최근 개정되기 전의 자산운용법상으로도 사모간접투자기구와 기업인수증권투자회사(소위 사모M&A펀드)<sup>29)</sup> 제도가 있으며, 투자자가 30인 미만이거나 간접투자자가 기관투자가 또는 기금이거나 100억원 이상 투자한 개인이나 500억원 이상 투자한 법인인 사모간접투자기구에 대하여는 운용제한, 공시 면제 등 일반 간접투자기구에 적용되는 제한 중 상당수가 적용되지 않는다.<sup>30)31)</sup> 그러나 법에서 명시적으로 적용을 면제한 것 이외의 일반적인 규제는 받으며, 특히 자금을 차입하거나 채무보증 또는 담보제공을 하지는 못한다(자산운용업법 제89조 제2항).

최근 개정된 자산운용업법은 외국의 PEF에 대응하는 사모인수펀드 활성화를 위한 제도개선으로 사모투자전문회사 제도를 도입하였다. 사모투자전문회사는 미국의 private equity fund가 주로 limited partnership 형태를 취하는 점에 맞추어, 상법상 합자회사의 형태를 취하면서 회사가 무한책임사원이 될 수 있도록 하고, 아울러 일정한 경우에 한하여 사모투자전문회사에 대하여는 은행 및 금융지주회사 지분 소유제한(4%), 출자총액 제한 및 지주회사에 대한 규제를 완화하여서 이 분야에서의 역차별은 대부분 시정되었다고 볼 수 있을 것 같다. 그러나 그 법적 형태를 상법상의 합자회사로 제한하고 있는 점, 대상회사에 대한 투자를 원칙적으로 10% 이상 하도록 제한한 점 및 정부가 제출한 개정안에 규정되었던 연기금에 의한 투자허용 근거가 마련되지 못한 점 등으로 인하여 외국계 펀드들과 비교할 때 아쉬운 점이 없지는 않다.

(4) 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원 선임시 최대주주의 의결권 제한 문제 이에 대하여는 아래에서 별도의 항으로 구체적으로 검토한다.

#### (5) 주식대량보유(변동)보고 관련 문제

최근 외국계 펀드와 금융회사들의 주식대량보유(변동)보고(5% 룰) 위반에 대한 제재에 있어 국내 기업에 대하여는 검찰 고발까지 하는 반면 외국인에게 주의, 경고 등으로 일관하고 있어 형평성에 의문이 제기되고 있다는 주장이 있다. 금융감독원이 제출한 국정감사자료에 의하면, 외국계 펀드와 금융회사의 위반 건수는 2002년 77건, 2003년 122건, 2004년 9월 말 현재 61건인데, 이들에 대한 금감원 처벌은 실효성이 없는 주의, 경고에 그친 반면, 국내 기업과 개인투자자의 경우 2002년부터 2004년 상반기까지 1,175건의 위반 가운데, 13.7%인 161건이 검찰에 고발 통보되었으며, 보다 강력한 조치인 지분처분명령을 받은 사례도 1997년 이후 7건이나 되어 역차별이라는 것이다.<sup>32)</sup>

그러나 많은 경우 외국계 펀드와 금융회사의 위반은 외국에서 짧은 기간내 필요 서류를 모

두 갖추어 보고를 하기 어려운 데 기인하는, 즉 과실에 의한 단기간의 기술적인 위반에 그치는 데 비하여, 검찰 고발, 지분처분명령 위반을 받은 국내의 사례는 대부분 주가조작을 위한 경우를 포함하여 고의적인 위반인 경우이므로, 단순히 건수에 의하여 산술적으로 비교하는 것이 타당한지는 의문이다. 이 문제를 포함한 주식대량보유(변동)보고에 관하여는 항을 바꾸어 다시 검토하기로 한다.

## 2. 주식대량보유(변동)보고 관련 문제

### (1) 문제점

증권거래법이 주식대량보유(변동)보고의무 제도(증권거래법 제200조의2)를 두고 있는 취지는, 대주주의 지분변동이 있을 경우 이를 공시하게 함으로써 주식시장의 투명성 및 공정성을 제고하는 한편, 동시에 기존 대주주 내지 경영권에 대항한 적대적인 주식 매집 사실이 신속히 공시되도록 하려는 것이다.<sup>33)</sup> 그런데 경영권 분쟁을 야기할 수 있는 투자인지, 즉 누가 어떤 목적으로 주식을 취득하는 것인지가 밝혀지는지 여부가 주가에 미치는 영향이 지대하고<sup>34)</sup> 또 불공정 거래의 가능성도 야기하기 때문에, 이 제도는 투자자들의 보호와 관련하여서도 중요한 의미를 갖는다.

그런데 외국계 펀드의 경우 법적 형태와 투자구조 등이 국내 제도와 차이가 있을 뿐 아니라, 특히 사모펀드의 경우 관련 정보가 거의 공개되지 않는 경우가 많다. 뿐만 아니라 단순한 포트폴리오 투자로 보기는 어려운 대규모 주식 취득의 경우에도 종래의 주식대량보유(변동)보고서 기재내용만으로는 대상 회사의 기존 대주주나 경영진은 물론 일반 투자자들도 펀드의 실질적인 투자자와 그 실체 및 진정한 투자목적은 알기 어려운 경우가 상당히 있다.<sup>35)</sup>

이와 관련하여 뒤에서 보는 것과 같이 최근의 제도 개선이 이루어지기 이전에는 우리나라의 주식대량보유(변동)보고제도는 전자공시시스템을 채택하면서 보유목적이나 변동사유를 극히 간단하게 기재하도록 하여 왔으며, 예컨대 취득목적은 '경영참가', '지배권 취득목적의 출자', '상품운용목적의 투자' 등과 같이 한 단어 또는 몇 개의 단어를 나열하는 식으로 기재하도록 하였고, 기재 유형, 분류, 내용 등에 관해 정하고 있는 법령이나 규정은 없었고 서술식으로 상세하게 기재하도록 지도를 하지도 않았다.

한편, 주식 취득에 수개의 펀드들이 동원되는 경우 이러한 펀드들 상호간에는 관계가 없거나, 설사 있더라도 서로 잘 알지 못하거나 최소한 대외적으로 알려지지 않는 경우가 많다. 이 때문에 궁극적인 매수주체가 공시의무를 위반하면 회사나 시장에서는 실제로 어떤 움직임이 있는지 제대로 알 수 없는 경우가 대부분이다. 특히 대형 자산운용회사가 운용하는 펀드의 경우 실제 운용을 담당하는 펀드매니저 선에서 모든 커뮤니케이션과 의사결정이 이루어지며, 자산운용회사의 내부통제시스템이 펀드의 공시의무와 관련하여 완벽한 경우는 많지 않기 때문에, 위법한 세력이 펀드매니저와 결탁하여 문제를 발생시킬 소지를 항상 안고 있다. 자산운용회사가 해외의 대형 회사이고 수십, 수백 개의 펀드가 운용되는 경우 이와 같은 문제점은 더 심각할 것이다.

### (2) 외국계 펀드에 특유한 기술적 문제

한 자산운용사(펀드매니저)가 다수의 펀드를 운용하는 경우에 관련당사자들이 주식대량보유(변동)신고 의무를 준수하고자 하는 경우에도, 증권거래법 시행령상의 특별관계자 및 소유에 준하는 보유 해당 여부를 판단하는 데 어려움이 있을 뿐 아니라, 신고의 사실 여부를 확인하기 어려운 문제가 있다. 금융감독원은 이와 관련하여 2004년 3월에 자산운용사가 주식을 소유하는 경우와 그렇지 않은 경우로 우선 나누고, 다시 자산운용사와 펀드 전체가 특수

관계가 있는 경우, 일부만 특수관계가 있는 경우, 특수관계가 없는 경우로 나누어 구체적인 보고방법을 정하여 발표하였다.<sup>36)</sup> 그러나 이 방안은 매우 복잡하고 필자가 보기에 애매한 부분이 많아서, 최소한 당분간은 상당한 혼란이 계속될 것으로 보인다.

아울러 주식대량보유(변동)보고는 5영업일 내에 이루어져야 하는데, 전세계에서 수십 개 이상의 펀드나 자회사를 통하여 투자하는 다수의 대형 자산운용사가 모든 투자를 합하여 5영업일 내에 보고하는 것이 불가능하여 본의 아니게 보고의무를 위반하는 사례가 적지 않으며,<sup>37)</sup> 이러한 위반은 투자자에게는 외국의 증권법 위반으로 인정되기 되기 때문에 투자자의 내부 법규준수(compliance)와 관련하여 큰 문제가 될 수 있다. 따라서 경영참가 또는 경영권 취득 목적이 없는 경우에는 우리나라의 기관투자자들에게 인정되는 것처럼 다음달 10일까지 합산보고를 하도록 하거나, 일정사항만 먼저 신고하고 사후 보완하도록 하는 것과 같은 예외조치를 인정할 필요가 있어 보인다.

### (3) 충분한 정보제공 요구의 필요성

앞에서 본 점을 고려하면, 펀드의 경우에는 보다 많은 정보를 공시하도록 요구하는 제도의 개선을 고려하여 볼 필요가 있다. 국내외를 막론하고 펀드의 경우 투자 주체가 한 단계 또는 그 이상 단계 뒤에 있어서 사실상 그에 대한 정보가 제공되지 않을 가능성이 크며, 투자 주체에 대한 정보를 제공하도록 하거나 아니면 투자자들이 그를 용이하게 조사할 수 있는 수준의 펀드에 대한 정보를 공시하도록 하는 것은 무리한 요구가 아닐 것이다. 미국의 경우 펀드들이 그 지분보유관계, 임원에 대한 정보를 상세히 공시하고 있다. 미국 증권거래법에 의한 대량보유(변동)보고 서식인 Schedule 13D의 일반지침(General Instruction)도 우리나라의 합명회사 또는 합자회사와 유사한 general partnership 및 limited partnership 등에 있어서 각 사원(partner)에 관한 정보를 공시하도록 할 뿐 아니라, 그 사원을 지배하는 배후에 있는 자에 관한 정보까지 공시하도록 하고 있다. 또한 만일 사원이 회사인 경우에는 그 회사의 임원 기타 종국적으로 그 회사를 지배하는 자를 공시하도록 하고 있다.<sup>38)</sup>

충분한 정보의 제공을 위하여서는 펀드에 관한 ‘인적 사항’들을 상세히 기재함과 아울러, 취득목적 추론할 수 있는 구체적 정황사실을 상세히 기재할 필요가 있다. 이와 관련하여 최근 금융감독원은 주식대량보유(변동)보고를 할 때 보유목적으로 1단계로 “단순투자”와 “회사의 지배권 취득 또는 지배권에 대한 영향력 행사” 중 하나를 선택한 후, 후자인 경우에는 1) 현재 직·간접적인 경영참여 여부, 2) 경영진 변경 계획, 3) 보고자 본인 및 특별관계자의 임원취임 등 직접 경영참여 계획, 4) 이사수의 변경 등 지배구조와 관련된 정관조항의 변경계획, 5) 지분 추가 취득 계획, 6) 지분 처분 계획 등이 있는지 여부를 밝히고, 이와 관련된 세부계획과 상세내역을 기재하도록 하는 내용으로 제도를 정비하였다.<sup>39)</sup> 이는 미국의 제도를 고려한 것으로 보이며, 특히 외국계 펀드의 투자목적에 관한 정확한 정보제공에 크게 도움이 되는 바람직한 제도 개선으로 평가된다.<sup>40)</sup>

3. 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원 선임시 최대주주의 의결권 제한  
상법은 감사를 선임하는 경우 각 주주별로 3%라는 의결권 행사 상한을 규정하고 있으나(상법 제409조 제2항), 증권거래법은 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원의 선임 및 해임에 있어서 최대주주의 의결권은 그 특수관계인들의 의결권과 합산하여 3%로 제한하고 있다(증권거래법 제191조의11 제1항, 동법 시행령 제84조의18). 이와 관련하여 지난 SK주주총회에서 소비린은 펀드를 여러 개로 쪼개어(100% 지분을 보유하는 자회사 5개를 설립) 각 3% 미만씩 보유하게 하여 보유한 의결권을 전부 행사한 반면에 최대주주측은 단일 주주로 취급됨으로써 3%밖에 의결권을 행사하지 못한 바 있다. 소비린측은 여기서 변동보고서

에 변동사유를 ‘내부적 위험관리’라고 기재하였으나, 위와 같은 의결권 제한을 고려하였을 가능성이 매우 높은 것으로 보인다.

우선, 증권거래법의 취지는 상장 대기업들의 최대주주측에서 감사위원인 비사외이사를 선임하는 것을 어렵게 하여 소수주주들을 보호하자는 것이다. 그러나 이 제도가 그 보호의 대상인 소수주주가 아니라 잠재적으로 경영권을 인수할 가능성이 있는 주요주주, 특히 해외의 거대 금융자본을 배경으로 하는 펀드들을 더 크게 보호하는 결과가 되어 심히 부당한 결과를 초래하는 문제가 노정되었다. 소버린의 사례에서 보듯이 외국인 투자자들은 임의로 펀드를 설립하여 지분을 분산시킬 수 있는 행동의 자유를 누리는 반면, 우리나라의 주주들은 특수관계인의 지분까지 합산하여 의결권을 제한받을 뿐 아니라 출자총액제한제나 주식양도차익에 대한 조세부담 때문에 우호적인 국내의 제3자에게 지분을 분산할 수 있는 여지도 희박하다. 이 역시 일종의 국내인에 대한 역차별에 해당된다고 볼 수 있을 것이다.

감사위원회 위원의 선임에 있어서 일부 주주의 의결권을 제한하는 취지가 진정한 소수주주의 보호이므로, 이 문제에 관한 한 최대주주와 주요주주의 차이는 큰 의미가 없다고 할 것이다. 그러므로 예컨대 증권거래법상 별도의 공시의무를 지는 10% 이상 보유 주요주주에 대하여도 최대주주와 마찬가지로 특수관계인 지분까지 합산하여 사외이사가 아닌 감사위원 선임에 관한 그 의결권을 제한하는 것이 더 합리적이라고 할 수 있을 것이다. 이렇게 할 경우 경영권 취득 가능성이 있는 10% 이상 주요주주가 최대주주가 아니라는 이유만으로 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회 위원 선임에 있어서 과도한 영향력을 행사하는 것을 방지하고, 진정한 소액주주의 의결권을 강화할 수 있으며, 국내기업 또는 국내 주주에 대해 공정거래법상 출자총액제한 등에서 발생하는 역차별을 시정하는 데 도움이 될 수 있을 것으로 보인다.

#### 4. 외국인투자촉진법의 적용

외국인투자촉진법은 외국인직접투자를 장려하기 위한 법이며, 동법상의 외국인투자에 해당하는 경우 여러 가지 혜택이 주어진다. 예컨대 공정거래법상의 출자한도 제한이 외국인투자촉진법에 의한 외국인투자기업의 주식을 취득 또는 보유하는 경우에 5년간 유예되며(공정거래법 제10조 제1항 제3호), 주식 취득과 처분에 대한 외국환거래법상의 규제가 완화되어 적용된다. 그런데 원칙적으로 외국인 투자자가 5,000만원 이상을 투자하여 대상기업의 주식총수나 출자총액의 10% 이상을 소유하면 당해 기업은 동법상의 외국인투자기업이 된다(외국인투자촉진법 시행령 제2조 제2항 제1호).

외국인투자촉진법은 단순한 포트폴리오 투자가 아니라 장기투자를 목적으로 기존 주주 및 경영진과 협력하여 대상 기업의 성장을 도모하고 이를 통하여 이익을 실현하는 투자를 장려하기 위한 것이다. 사모펀드가 이러한 입법취지에 부합하는 투자를 하는 경우도 있겠지만 포트폴리오 투자에 해당되는 경우도 많은 것으로 보이는데도, 단지 당해 기업 총발행주식의 10% 이상을 취득(다른 펀드와 공동으로 취득한 경우 포함)하였다는 사실만으로 동법상의 외국인직접투자자로 인정되어 각종 혜택이 주어진다는 것은 납득하기 어렵다. 특히 만일 외국계 펀드 등의 외국인 투자자가 적대적 M&A를 위하여 주식을 취득하는 경우에도 외국인직접투자자로 보아 각종 혜택을 부여하는 것은 적절하지 않은 것으로 보인다.

이와 관련하여 소버린이 (주)SK의 주식을 14.99% 취득함으로써 (주)SK가 외국인투자기업으로 인정되고, 따라서 SK그룹이 공정거래법상의 출자한도제한에 위반하여 보유하는 주식에 대하여 부과된 의결권행사 제한이 위에서 본 것과 같은 특례에 따라서 해소되는, 전혀 예상하지 못한 사태가 발생한 점에서 이러한 제도의 문제를 잘 알 수 있다. 이와 관련하여 정부가

제안하고 있는 공정거래법 개정법률안은 제10조 제1항 제3호를 개정하여 한 외국인 투자자 (그 계열사 포함)가 대상 회사의 100분의 10 이상을 소유하는 경우에만 출자한도 제한의 유예가 적용되도록 하고 있으나, 이러한 개정만으로는 이러한 문제점이 제대로 해결되지는 않는 것으로 보인다.

## VI. 결 론

앞에서 외국계 펀드에 대한 일반적인 소개에 이어 국내 투자 현황과 관련된 문제점에 대하여 검토하여 보았다.

이미 국내 증권시장은 전세계 자본시장의 일환으로 편입되었으며, 외국인 투자자가 보유하는 주식이 국내 증권시장 시가총액의 40% 이상을 차지하고 있고, 그 중 50% 이상이 외국계 펀드가 보유하고 있으며, 앞으로도 외국인투자의 비중이 더 낮아질 가능성이 거의 없는 점에 비추어 보면, 외국계 펀드의 투자에 대한 부정적인 측면만 강조하거나, 외국인 투자자의 국내기업지배는 무조건 나쁘다는 식으로 문제를 접근하는 것은 바람직하지 않다. 실제 이들의 투자가 우리나라 기업의 지배구조 개선에 지대한 기여를 한 것을 비롯하여 긍정적인 효과가 훨씬 크다고 보아야 할 것이다. 따라서 오히려 외국계 펀드를 포함한 외국인 투자자가 우리나라에 대한 투자를 늘리도록 하는 제도개선을 하려는 노력은 유지되어야 하며, 예컨대 앞에서 본 것처럼 법에서 요구하는 모든 자료를 갖추어 대량주식보유(변동)보고를 하기에는 시간이 부족하여 부득이하게 법을 위반하게 만드는 것과 같은 절차적인 문제에 의하여 외국계 펀드가 불편을 겪는 경우는 제도를 개선할 필요가 있다. 그리고 외국인 투자 중에서도 포트폴리오 투자보다는 장기적인 직접투자를 보다 장려하기 위한 방안이 계속 강구되어야 할 것이며, 이와 관련하여 특히 투자 주체에 따른 투자 경향 및 방법 등을 보다 잘 분석할 필요가 있다.

이와 함께, 앞에서 본 것과 같이 오히려 국내 투자자가 역차별을 받는 것으로 볼 수 있는 여러 가지 문제점을 시정하려는 노력 또한 계속되어야 할 것이다. 이러한 점에 비추어 볼 때, 최근 간접투자자산운용업법이 개정되어 국내 사모인수펀드가 활성화되어 외국계 펀드와 경쟁을 할 수 있는 제도의 기본틀이 정비된 것은 매우 바람직한 발전이다. 앞으로 사모전문 회사를 주축으로 한 국내의 펀드들도 활성화되어 외국계 펀드들과 함께 기업지배구조개선과 M&A 시장에서 중요한 역할을 하게 될 것으로 기대한다.

이 글은 필자가 알고 있는 제한된 범위에서 법적인 문제를 검토하였을 뿐이므로 여러 가지 면에서 부족한 점이 많다. 앞으로 이러한 문제들에 대한 보다 많은 논의, 검토가 있기를 바란다.

## 췍 참고문헌

강희철·김성진·강권도, “주식등의 대량보유 보고의무 위반과 관련된 법적 쟁점,” 『BFL(Business Finance Law)』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004.

김건식, 『증권거래법』, 보정 제2판, 두성사, 2002.

김범석, “사모주식투자펀드 활성화를 위한 정책과제,” 『시사금융』, 통권 제231호, 2004.

김재철 외 4인, “외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토,” 한국증권연구원 세미나 자료, 2004. 6.

김정수, 『현대증권법원론』, 박영사, 2002.

김학현, “외국인의 국내주식투자증가에 따른 적대적 M&A 가능성 평가,” 『BFL』, 통권 제

6호, 서울대학교 금융법센터, 2004.

김형태, “Private Equity Fund의 활성화방안—기업인수사모펀드(Buyout Fund)를 중심으로,” 한국증권연구원 세미나 자료, 2004.

김화진, “M&A시장의 최근 현황과 정책 및 법적과제,” 『BFL』, 통권 제6호, 서울대학교 금융법센터, 2004.

노희진, “헤지펀드의 특성과 규제,” 한국증권연구원, 1998.

박삼철, 『투자신탁해설』, 삼우사, 2001.

박삼철, “사모펀드 규제에 관한 고찰,” 『증권예탁』, 제43호, 증권예탁원, 2002.

박현수, “외국인 투자자의 국내기업 인수전략과 대응방안,” 『상장협』, 통권 50호, 한국상장회사협의회, 2004.

이준섭, “간접투자에 대한 규제의 통일성 확보방안,” 『상사법연구』, 제23권 제2호, 한국상사법학회, 2004년.

이철송, 『회사법강의』, 제11판, 박영사, 2004.

임재연, 『증권거래법』, 수정판, 박영사, 2000.

투자신탁협회, 『헷지펀드』, 2002.

현대증권주식회사, 『투자신탁의 이론과 실무』, 전면개정판, 무한, 2002.

Daniel A. Strachman, Hedge Funds, John Wiley & Sons, Inc., 2002.

Erik J. Greupner, Hedge Funds are Headed Down—Market: A Call for Increased Regulation?, Comment, San Diego Law Review, November—December 2003, pp. 1555—1596

Michael Klausner, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, Symposium: Corporate Control Transactions— Investors’ Choices, University of Pennsylvania Law Review, December, 2003, pp. 755—789

Joseph W. Bartlett and W. Eric Swan, Private Equity Funds: What counts and What Doesn’t, Journal of Corporation Law, Winter 2001, University of Iowa, pp. 393—412

Ronald J. Gilson and Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition, 1995.

[www.thehfa.org/aboutus.cfm](http://www.thehfa.org/aboutus.cfm) (Hedge Fund Association 홈페이지).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 5, No. 2, 2004

Current State of Investments by Foreign Funds in Korea  
Issues

and Related Legal

Hee Chul Kang

## ABSTRACT

The Korean securities market has already been integrated to the global capital market. Currently, foreign investors hold shares of Korean companies representing more than 40 percent of the total market capital of the Korean securities market, and the amount invested by foreign funds represents at least 50 percent of the aggregate foreign investment amounts. Private equity funds such as Carlyle, New Bridge Capital and Lone Star have acquired or attempted to acquire the management control of financial institutions and other important companies of Korea. Furthermore, quite a few fund managers of mutual funds including Capital Group have acquired at least 5 percent of the shares of key companies and demanded the improvement of corporate governance and pursuit of the shareholder value. More and more foreign funds will participate in the management and acquire the management control, and the possibility that foreign funds will attempt hostile M&As in the near future cannot be precluded, as indicated by the dispute between SK and Sovereign.

There are worries about such circumstances, and there exist effectively reverse discriminations against local companies in certain areas due to the regulations under the monopoly regulation and fair trade law, various finance related laws and the Indirect Investment Asset Management Business Act. In addition, the relevant system should be improved in certain areas such as the five (5) percent rule, election of the audit committee members and the application of the Foreign Investment Promotion Act. However, it is not desirable to emphasize the negative aspects of the investments by foreign funds too much or to consider the management control by foreign investors always bad. The problems which make foreign investments difficult should be corrected. At the same time, the relevant system should continue to be improved, so that more and accurate information about the identities and the investment objectives of foreign funds and other investors can be disclosed in a timely manner and the reverse discrimination against local companies may be corrected. The recent amendment of the Indirect Investment Asset Management Business Act which will create the framework for local private equity funds competing with foreign based funds represents a very important step forward.

I hope that in the future not only foreign funds but also local private equity funds will play major roles in the areas of local corporate governance improvement and the M&A market of Korea.

Key words : foreign funds, private equity fund, management control, M&A, the Indirect Investment Asset Management Business Act

\* 이 논문은 필자가 증권법학회의 2004년 6월 26일자 정기 세미나에서 발표한 “외국계 펀드의 국내현황과 관련 법적 문제”라는 제목의 글을 수정, 보완하여 작성하였다. 이 논문에는 필자의 “국내외 사모펀드의 현황과 M&A 관련 법적 문제,” 『상장협』, 통권 50호(한국상장

회사협의회, 2004), 83면 이하와 주제의 유사성으로 인하여 같거나 유사한 내용을 담고 있는 부분이 있음을 밝혀 둔다.

1) 매일경제, “미 큰손 캐피털그룹 방한... CEO 잇단 면담,” 2004년 9월 15일, A24면 등.

2) 칼라일은 보유중이던 한미은행 주식을 Citibank에 처분하였다.

3) Private equity fund는 현재 사모펀드, 사모주식펀드, 사모주식투자펀드, 사모기업인수펀드, 사모인수펀드 등 다양한 용어로 번역되어 사용되어 있으며, 뒤에서 보는 것과 같이 자산운용업법 개정법률은 이에 대응하는 투자기구로서 ‘사모투자전문회사’ 제도를 도입하고 있다. 이 글에서는 짧으면서도 그 의미가 비교적 정확하게 잘 전달되는 사모인수펀드라는 용어를 사용하기로 한다.

4) 개정법률은 2004년 10월 5일 법률 제7221호로 공포되었으며, 공포 후 2월이 경과한 날인 2004년 12월 6일부터 시행한다(부칙 제1항).

5) 박삼철, 『투자신탁해설』 (삼우사, 2001), 40면.

6) 사모는 증권거래법상 불특정 다수의 투자자로부터 (증권 판매의 형태로) 자금을 모으는 공모(公募)에 대응되는 것으로서, 기관투자자들 또는 재력이 있거나 해당 증권에 대하여 특별한 관계를 갖고 있는 소수의 특정 투자자들로부터 자금을 모으는 것을 의미한다. 따라서 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모으는 경우에 문제되는 투자자 보호 문제의 중요성이 덜하며, 거의 규제가 없거나 규제의 정도가 극히 낮다.

7) 그 밖에 흔히 논의되는 펀드의 종류로서 공사적 연금 기금이 투자주체가 되는 소위 연기금 펀드(헤르메스, 미국캘리포니아 공무원 연금 펀드 등이 대표적이다), 또 투자대상기업의 지배구조의 개선을 통하여 기업가치를 올리는 방식으로 투자수익을 도모하는 소위 지배구조개선 펀드(오픈하이머, 미국캘리포니아 공무원 연금 펀드 등이 대표적이다. SK에 투자한 소비런도 스스로 지배구조개선 펀드라고 주장하고 있다) 등이 있다. 후자는 주로 연기금 펀드나 private equity fund 중에서 이러한 방식으로 투자를 하는 펀드를 가리키므로, 별도의 펀드 종류로 분류하기는 어렵다.

8) 아래의 내용은 필자가 각종 보도 및 다음의 자료들을 종합하여 정리한 것이다. 김형태, “Private Equity Fund의 활성화방안—기업인수사모펀드(Buyout Fund)를 중심으로”(한국증권연구원 세미나 자료, 2004); 노회진, “헤지펀드의 특성과 규제”(한국증권연구원, 1998); 투자신탁협회, “헤지펀드”(2002); Erik J. Greupner, Hedge Funds are Headed Down—Market: A Call for Increased Regulation?, Comment, San Diego Law Review, November—December 2003; Michael Klausner, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, Symposium: Corporate Control Transactions — Investors’ Choices, University of Pennsylvania Law Review, December, 2003; Joseph W. Bartlett and W. Eric Swan, Private Equity Funds: What counts and What Doesn’t, Journal of Corporation Law, Winter 2001, University of Iowa; Daniel A. Strachman, Hedge Funds, John Wiley & Sons, Inc. (2002), [www.thehfa.org/aboutus.cfm](http://www.thehfa.org/aboutus.cfm) (Hedge Fund Association 홈페이지).

9) 미국 투자회사법상으로는 소수투자펀드(private fund: 사모방식으로 투자자를 모으고 투자자자격을 제한하지 않되 투자자수가 100 미만인 펀드)와 적격투자펀드(qualified purchaser fund: 사모방식으로 투자자를 모으되 투자자의 자격을 기관투자자, 투자액이 50만달러 이상인 개인 또는 투자액이 2,500만달러 이상인 일반법인과 같은 적격 투자자로 제한하며, 투자자의 수는 제한하지 않는 펀드)로 나누어진다.

- 10) 법적 형태로는 유한책임회사(limited liability company)나 일반법인도 가능하나, 세무 문제, 투자자의 책임제한 문제 때문에 리미티드 파트너십(limited partnership) 형태를 취하는 경우가 대부분이다.
- 11) 현재 미국에서는 SEC의 문제 제기에 의하여 투자자 보호를 위한 헤지펀드 규제 필요성에 대한 논의가 상당히 진행되고 있다. 그 자세한 내용에 대하여는 Erik J. Greupner, 전 계논문 참조.
- 12) 아시안 월스트리트 저널, 2004년 10월 1일자 M6면.
- 13) 영국에서는 우리나라의 투자신탁에 해당하는 계약형 펀드 형태가, 미국에서는 투자회사에 해당하는 회사형 펀드 형태가 더 많이 이용되는 것으로 알려져 있다.
- 14) 증권거래소, “KOSPI 고점 이후 외국인 보유비중과 주가 추이,” 2004년 8월 10일 보도 자료.
- 15) 증권거래소 2004년 4월 27일 보도자료 외국인 5% 이상 지분 변동 추이에서 인용. 대량(5% 이상) 보유신고서를 기준으로 작성한 것이라 함.
- 16) 거래소와 코스닥 시장을 합한 것임.
- 17) CGII와 CRMC는 The Capital Group Companies, Inc.가 100% 지분을 보유하는 투자자문회사로서 자신이 직접 주식을 보유하는 것이 아니라, 일임투자자문계약에 따라 주로 여러 뮤추얼펀드의 주식을 관리하고 있다. 이 논문의 첫면에서 캐피털그룹이라는 이름으로 인용된 펀드운용회사가 바로 이 회사이다.
- 18) JF Asset Management Limited는 J.P. Morgan Fleming Asset Management (Asia) Inc.가 100% 지분을 보유하는 투자관리회사로서 J.P. Morgan Chase 계열사들이 운용하는 펀드들의 투자를 관리하고 있다.
- 19) Templeton이 운용하는 뮤추얼펀드의 운용사이다.
- 20) Morgan Stanley Dean Witter 계열사인 Morgan Stanley DW IMC 역시 주로 뮤추얼펀드를 주로 하는 펀드와 트러스트의 운용사이다.
- 21) 증권거래소 2004년 6월 24일 보도자료 “외국인 5% 이상 지분변동 신고 추이” 참조.
- 22) Momenta가 제출한 대량보유(변동)보고에 의하면, 이 회사는 SK텔레콤의 해외 교환사채발행 프로그램의 일환으로 SK텔레콤 자사주를 원주로 하여 발행된 ADR을 매수하여 이를 기초로 해외교환사채를 발행하기 위해 발행회사의 ADR를 보유하고 있는 것이므로, 통상의 펀드와는 다르다.
- 23) <표 5>와 <표 6>은 김형태, 전계논문, 4면에 기재된 자료를 필자가 부분적으로 수정하여 작성하였다.
- 24) 우선협상대상자가 되지는 못하였으나, 칼라일은 최근 행해진 대한투자증권 및 한국투자증권 매각 입찰에 적극적으로 참여하였으며, 대우종합기계의 매각에도 참여하였다.
- 25) 한국경제, 2004. 10. 6, “외국인 공격 ‘최악 시나리오’마련—삼성전자 M&A 대책 초비상,” 1면.
- 26) 이러한 문제 제기에 대한 실증적 분석은 김재철 외 4인, “외국인주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토”(한국증권연구원, 2004. 6) 참고. 이 연구보고서는 이러한 문제들에 대하여 다음과 같은 결론을 내리고 있다. 1. 경영권 공격 가능성은 어느 정도 실재함. 2. 고액배당 압력 우려는 실증적으로 뒷받침되지 않음. 3. 유통주식수 감소효과는 발생하나, 그 부정적 효과는 크게 염려할 수준이 아님. 4. 외국인의 주식투자자금이 단기간에 대규모로 유출될 가능성이 크지는 않으나, 예외적인 경우에 그 가능성을 배제할 수 없음. 5. 외국인의

주가지수 선물매도로 인한 금융시스템 위기가 발생할 가능성은 매우 낮음. 아울러, 박현수, “외국인 투자자의 국내기업 인수전략과 대응방안,” 『상장협』, 통권 50호(한국상장회사협의회, 2004), 83면 이하도 같은 문제를 다루고 있다.

27) 이와 관련하여 소위 poison pill 제도, 황금주, 보통주의 차등 의결권 제도 등 외국에 있는 제도가 그 대응책으로 논의되고 있으나, 이들은 대부분 현행 법률상 우리나라에서는 적법한 대응책으로 인정되지 않으며, 여러 가지 사정에 비추어 볼 때 입법적으로 도입하기에도 어려움이 많다. 외국인에 의한 적대적 M&A 가능성에 대한 검토에 관하여는 김학현, “외국인의 국내주식투자증가에 따른 적대적 M&A 가능성 평가,” 『BFL(Business Finance Law)』, 통권 제6호(서울대학교 금융법센터, 2004), 63-69면 참조.

28) 펀드에 대한 배당소득이나 주식 양도시의 양도차익에 대한 법인세 과세, 증권거래세 과세 등과 관련한 세무문제도 중요한 문제이나, 여기에서는 논하지 않는다. 또한 최근 칼라일로부터 한미은행의 경영권을 인수한 Citibank측이 한미은행을 상장 폐지하고자 하는 시도 및 고액 배당과 자본감소에 의한 국부 유출 등의 문제는 펀드에 국한하는 문제라고 보기는 어렵고, 적법한 절차를 거쳐 이루어지는 행위로서 법적으로 규제하기는 어려우므로, 역시 여기에서는 검토하지 않는다.

29) 사모간접투자기구 중 다른 회사를 계열회사로 편입하는 것을 목적으로 하는 투자회사로서 자산운용법상의 의결권 제한규정이 적용되지 않는다(자산운용법 제142조).

30) 간접투자자산운용법 제175조.

31) 투자신탁과 투자회사는 각 간접투자기구 자산총액의 100분의 10 이상을 초과하여 동일종목의 투자증권에 투자할 수 없고, 각 간접투자기구 자산총액으로 동일회사 발행 주식총수의 100분의 10을 초과하여 투자할 수 없도록 하는 등의 일반적인 제한(자산운용법 제88조 제1항 제2호)은 사모간접투자기구에는 적용되지 않는다(자산운용법 제88조, 제175조 제1항).

32) 한국경제, 2004. 10. 11, “외국인 5%를 위반 슌방망이 제재,” 1면.

33) 임재연, 『증권거래법』, 수정판(박영사, 2000), 635면.

34) 주식대량보유의 보유목적은 단순히 “투자목적”으로 공시한 경우가, 같은 주주가 추가적으로 주식을 취득할 계획이 있다는 내용으로 공시한 경우에 비하여 주식투자의 비정상수익률이 훨씬 높다는 실증적인 연구가 있다. Ronald J. Gilson and Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, Second Edition(1995), 903면.

35) 실제 소버린은 (주)SK의 주식취득보유(변동)보고시 취득목적은 “수익창출”로 기재하여 취득목적이 적절히 기재되었는지에 대하여 다툼이 있었다. 지금까지의 소버린의 행태에 비추어 보면 소버린의 투자는 단순한 포트폴리오 투자가 아니고 최소한 (주)SK의 경영에 관여할 의사를 가진 투자로 인정될 가능성이 상당한데, 경영에 관여할 의사를 가지면서도 대량보유(변동)보고서상 ‘수익창출’로 투자목적을 기재한 것이 허위기재에 해당하는지 여부가 문제될 수 있다. 그러나 이 문제는 구체적인 사안에 관한 것이므로 여기에서는 검토하지 아니한다.

36) 금융감독원 2004. 3. 16. 보도자료 “지분공시 충실화를 위한 시스템 개선 첨부 외국계 뮤추얼펀드의 대량보유(변동)보고 방법 명확화” 참조.

37) 외국투자자는 대개 국내의 로펌들을 통하여 대량보유(변동)보고제도를 한다. 외국투자자가 이 제도를 모르거나 자료준비 등으로 인하여 시한을 못 맞춘 경우에는 금감위가 경고장을 발부하는데, 다수의 외국투자자를 대리하는 로펌 변호사 중에는 고객을 대리하여 수십

장의 경고장을 받은 경우도 있다. “최근의 경영권분쟁과 적대적 M&A에 관한 법적 쟁점,” 좌담회, 『BFL』, 제6호, 14면.

38) 이 문제에 대한 보다 자세한 논의에 대하여는 김화진, “M&A시장의 최근 현황과 정책 및 법적과제,” 『BFL』, 통권 제6호, 43, 44면 참조.

39) 금융감독원, 2004. 10. 5. 정례브리핑 자료 “보유목적 기재방식 이원화 등 5% 공시 개선” 참조.

40) 미국의 Schedule 13D Item IV은 위 제도개선에 의하여 의무적으로 기재하도록 열거된 사항 이외에도, 당해 회사 또는 자회사의 합병, 회사정리, 청산 등 특수한 거래에 관한 계획, 당해 회사 또는 자회사의 중요 자산에 관한 처분계획, 회사가 폐쇄형 뮤추얼펀드인 경우 투자정책에 관한 중요한 변경 계획 등도 기재하도록 하고 있다.