

헤지펀드와 관련된 내부자거래의 규제 법제에 관한 연구

- 미국과 유럽의 법제를 중심으로 -

김 범 준*

차 례

- I. 서 론
- II. 헤지펀드가 내부자거래에 연루되는 경우
 1. 내부자거래와 관련한 헤지펀드의 속성
 2. 헤지펀드와 관련된 주요 내부자거래 사례
 3. 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드의 배임
- III. 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드에 적용 가능한 내부자거래 규제 법제
 1. 미국의 내부자거래 규제 법제
 2. 유럽의 내부자거래 규제 법제
- IV. 헤지펀드에 의한 내부자거래 규제개선 방안
- V. 우리 법에의 시사점: 결론에 갈음하여

* 한국법제연구원 초청연구원, 법학박사

I. 서 론

지난 2008년 9월, 서브프라임 모기지(subprime mortgage)를 비롯한 증권화된 채무의 감독부실로 인한 미국 발 금융시스템의 붕괴는 기존 증권규제법제의 개혁 필요성을 여실히 보여 주었다. 특히, 개혁과정에서 고위험상품에 대한 과잉투자¹⁾와 시장조작(market manipulation)을 통하여 금융위기의 영향을 확대시켰던 헤지펀드(hedge fund)의 역할 및 활동에 대해 정책입안자와 입법부는 이를 면밀히 주시할 필요가 있었으며, 단순사기(simple fraud)와 내부자거래(insider trading)라는 두 가지 형태의 시장조작 행위 모두를 개혁의 대상으로 삼아 왔다.

일반적으로 미국법상 내부자거래는 증권에 대한 미공개 중요정보를 가지고 있는 회사의 내부자나 수탁자가 그 신인의무(fiduciary duty)를 위반하여 당해 증권을 매수하거나 매도하는 행위로 정의되고 있다.²⁾ 따라서 주식의 내부자거래는 자본시장에서 일반투자자의 신뢰를 훼손하고 가장 기본적인 시장의 안정성마저도 위협할 가능성이 크기 때문에 미공개 중요정보를 가지고 있는 회사의 내부자(또는 회사에 대해 신인의무를 부담하는 자)는 그 정보를 이용한 주식의 거래를 회피(abstain)하거나 거래 이전에 모든 정보를 공개(disclosure)하여야 한다.³⁾ 내부자거래는 회사의 인수·합병과 같이 주식가치를 현저히 증가시킬 가능성이 있는 주요 사안이나 주식가치를 하락시킬 수 있는 회사에 대한 부정적인 사안의 공고(public announcement) 이전에 주로 발생하며, 산업부문에 따라 차이는 있지만 대략적으로 각 회사의 25%~60%에 해당하는 주식거래에 영향을 미

1) 과잉투자로 인한 헤지펀드의 전형적인 실패사례와 투자전략에 대해서는 김범준, "미국 의 헤지펀드 규제에 대한 비판적 소고-2006년 *Goldstein v. SEC* 판결 이후의 동향을 중심으로-", 『법학논총』 제33권 제1호, 단국대학교 법학연구소, 2009.6., 546-549쪽 참조.

2) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 227-29 (1980); U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Enforcement, Insider Trading: Information on Bounties, available at <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>.

3) Frank B. Cross & Robert A. Prentice, *The Economic Value of Securities Regulation*, 28 *Cardozo L. Rev.* 333, 375-76 (2006); Bryan A. Garner et al., *Black's Law Dictionary*, West Group, 1999, p.798.

치고 있다.⁴⁾

지난 2007년, 미국의 연방증권거래위원회(Securities and Exchange Commission; 이하 SEC)는 뉴욕 증권가에 내부자거래의 관행이 매우 팽배해 있으며, 그 관행을 은폐하기 위한 복잡한 방법들이 동원되고 있음을 확인한 바 있다.⁵⁾ 특히, 전 세계적으로 미공개 중요정보를 이용한 내부자거래를 은폐하기 위한 새로운 수단들이 끊임없이 개발됨에 따라 내부자거래 사안의 복잡성은 날로 증가하고 있는 실정이다. 이와 더불어, 내부자거래 사안이 통상적으로 다수 당사자가 관련되어 있다는 점과⁶⁾ 직접적이고 확정적인 증거보다는 간접적인 정황증거에 의존하여 혐의를 입증하여야 하는 점 등으로 인하여⁷⁾ 규제·감독기관입장에서는 이를 적발하고 조사하는데 상당한 어려움을 겪고 있다.⁸⁾ 이러한 상황에서 증권법 상의 규제를 회피할 수 있는 투자수단인 헤지펀드(hedge fund)⁹⁾가 내부자거래에 연루된다면 정부로서는 이를 규제하는 것이 더욱 어렵게 될 것이다. 헤지펀드 시장은 본질적으로 고위험·고수익의 투자구조로서 고객에게 높은 수익을 실현해 보여야 한다는 압박감이 있고, 이는 자연히 높은 수익을 올리기 위하여 법의 규제와 감독을 회피하고자 하는 속성이 있다. 이로 인하여 발생하는 많은 문제점에도 불구하고 헤지펀드는 지금까지 효과적으로

4) 2007년 상반기에 북미지역에서 있었던 27건의 대규모 거래 중 약 60%가 내부자거래와 관련이 있었으며, 2003년 이후 호텔과 카지노 인수·합병 건에서는 80% 이상이 내부자거래에 연루되어 있다고 한다. Victoria Kim & Brooke Maters, *Boom Time for Suspicious Trades*, Financial Times, Aug. 6, 2007, at 15; Victoria Kim, *Abnormal Trading "Ahead of 49% of N. America Deals"*, Financial Times, Aug. 6, 2007, at 19.

5) Rachele Younglai, U.S. SEC Sees "Rampant" Insider Trading on Wall St., Reuters, Oct. 25, 2007, <http://www.reuters.com/article/newsOne/idUKN2558382320071025>; Michael J. Watson, *The Regulation of Capital Markets: Market Manipulation and Insider Trading* 14, http://www.icclr.law.ubc.ca/Publications/Reports/wats_pap.pdf.

6) Mary M. Caskey, *Lifting the Fog: Finding A Clear Standard of Liability for Secondary Actors Under Rule 10b-5*, 41 Val. U. L. Rev. 403, 417 n.70 (2006).

7) A.C. Pritchard, *U.S. v. O'Hagan: Agency Law and Justice Powell's Legacy for the Law of Insider Trading*, 78 B.U. L. Rev. 13, 52 (1998).

8) *Examining Enforcement of Criminal Insider Trading and Hedge Fund Activity: Hearing Before the S. Comm. on Judiciary*, 109th Cong., 14 (2006).

9) 헤지펀드가 미국의 증권 관련 법제의 규제를 회피할 수 있는 이유에 대한 설명은 김범준, 앞의 논문, 549-553쪽 참조.

법의 지배를 피해왔던 것이 사실이다.”

헤지펀드는 주식의 공매도(short selling)와 차입금을 이용한 투자 등 여러 파생상품과 복잡한 기술을 이용하여 다양한 금융시장에 투자하고 있기 때문에 이에 대한 감시와 규제도 여러 금융시장을 대상으로 할 수밖에 없다.¹⁰⁾ 더구나, 컴퓨터의 자동화된 거래프로그램을 통한 대량의 거래가 가능해짐으로써 헤지펀드는 보다 쉽게 금융시장에서의 내부자거래를 은폐할 수 있게 되었다.¹¹⁾ 특히, 헤지펀드가 한 회사의 도산절차에 관한 자문을 주요 역할로 하는 채권자위원회(creditors' committee)¹²⁾의 일원이 된다면, 당해 헤지펀드는 내부자거래의 개념상 이른바 '準내부자(constructive insider)'의 지위를 갖게 된다.¹³⁾ 즉, 당해 헤지펀드는 재정적으로 곤궁한 상태에 있는 회사의 기밀정보를 업무상 합법적으로 취득하게 되는데, 그 정보를 자신의 수익을 위해서 당해 회사의 채무나 증권을 거래하는데 사용할 수 없다는 것이다. 그럼에도 불구하고 이를 위반하여 채권자위원회의 일원이었던 헤지펀드가 내부정보를 이용하여 불법적으로 수익을 실현한 사례가 점차 늘어나고 있다.

따라서 본고는 채권자위원회의 일원인 헤지펀드가 어떻게 내부자거래

10) David M. Bovi, *Rule 10b-5 Liability for Front-Running: Adding a New Dimension to the Money Game*, 7 St. Thomas L. Rev. 103, 110 (1994). 사실, 최근에는 옵션(option)이나 워런트(warrants) 및 기타 파생상품을 통한 금융시장의 조작이 있었는지를 점검하는 것이 일상화된 실정이다. Angela Kwan, International Organization of Securities Commissions, *The IOSCO Principles: Objectives and Principles of Securities Regulation* (2002), at 39, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. 옵션이란 '선택할 수 있는 권리(옵션)' 자체를 의미하는 것으로 어떤 물건을 특정 일자에 특정금액으로 살 수 있는 권리(call option) 또는 팔 수 있는 권리(put option)로서 그 권리에 투자하는 것인 반면, 워런트는 일종의 증서화된 권리로서 그 자체로써 매매가 가능하다. 따라서 워런트(warrant)는 그 자체를 근거로 하여 다른 상품과 연계될 수 있다는 점에서 옵션과 차이가 있다.

11) Minority Staff of S. Comm. on Finance, 110th Cong., *The Firing of an SEC Attorney and the Investigation of Pequot Capital Management* 16 (1st Sess. 2007).

12) 채권자위원회(Creditors' Committee)는 미국 연방 도산법상 Chapter 11 절차에 해당하는 3~9인의 채권자 대표로 구성되며, 채무자의 재정상황과 활동을 조사하며, 구조조정 및 회생계획을 협상하고 자문하는 데에 그 주된 목적이 있다. *Black's Law Dictionary*, 앞의 책(註3), p.376.

13) Mark J. Krudys, *Insider Trading by Members of Creditor Committees: Actionable!*, 44 DePaul L. Rev. 99, 101 (1994).

에 연루될 수 있는지에 대해 분석하고, 미국과 유럽(E.U., 영국, 독일)의 규제 법제를 검토하여 헤지펀드로 인한 내부자거래 문제를 최소화하기 위한 방안과 우리 자본시장법예의 시사점을 모색해 보고자 한다.

II. 헤지펀드가 내부자거래에 연루되는 경우

1. 내부자거래와 관련한 헤지펀드의 속성

헤지펀드 매니저는 높은 수익을 위해 큰 위험을 감수하는 반면, 증권 관련 법규에 의해 적절히 통제되지 않기 때문에 내부자거래와 같은 탈법 행위를 할 가능성이 더욱 크다. 이렇게 헤지펀드가 투자의 수단으로 내부자거래를 선택하는 이유는 첫째, 헤지펀드 산업의 막대한 규모에서 찾을 수 있다. 지난 2007년, 헤지펀드 산업은 전 세계적으로 약 2조 달러의 자산을 축적·운영하였으며,¹⁴⁾ 이를 바탕으로 다양한 금융시장에서 상당한 영향력을 행사하였다. 그 덕분에 헤지펀드 산업에 종사하는 자들은 어렵지 않게 미공개 중요정보를 취득할 수 있었고, 이를 자신의 거래에 이용하였다.¹⁵⁾ 둘째, 신속한 대량거래가 헤지펀드 전략에 있어서 중요한 부분을 차지한다는 점이다. 이는 주로 공격적이고 적극적인 하루 단위의 거래를 의미하며, 이러한 속성으로 인하여 헤지펀드는 그들의 투자목록(investment portfolio)을 대단히 자주 바꾸는 경향이 있다.¹⁶⁾ 심지어 어떤 헤지펀드는 증권의 매매시기를 결정해 주는 컴퓨터 프로그램을 이용하여 초(second) 단위의 거래를 하기도 한다.¹⁷⁾ 이렇듯 적극적이고, 공격적이며,

14) Chiden Kurdas & Bill McIntosh, *HF Asset Levels Much Higher, Administrators Report*, Hedgeworld Dalily News, July 20, 2007. 헤지펀드 산업의 팽창에 관하여는 김범준, 앞의 논문(註1), 545-546쪽 참조.

15) Timonthy W. Mungovan et al., *Insider Trading and Credit Derivatives, A New Take on an Old Crime*, *Financier Worldwide*, April 2007, available at http://www.nixonpeabody.com/linked_media/publications/insiderTrading_Mungovan-Sablone.pdf.

16) Allister Heath & Helen Dunne, *Hedge Fund Headache: The Market Floor is Busy Pointing the Finger of Blame at Hedge Funds ...*, The Business, Aug. 18, 2007.

17) Aaron Lucchetti, *Firms Seek Edge Through Speed As Computer Trading Expands*, The Wall Street Journal, Dec. 15, 2006, at A1.

신속한 대량거래는 헤지펀드로 하여금 그 만큼 쉽게 그들의 내부자거래를 은폐할 수 있도록 해주었다.

셋째, 투자위험에 대한 고려보다는 수익을 최대화하기 위한 동기가 우선한다는 점에서 통상적인 헤지펀드와 내부자거래에 연루된 헤지펀드는 공통점을 갖는다. 주지하는 바와 같이, 헤지펀드는 경우에 따라 투자자들에게 재앙과도 같은 재정적 손실을 안겨줄 수 있는 큰 위험을 감수하면서 높은 수익을 실현하고 있다.¹⁸⁾ 넷째, 헤지펀드와 그에 대해 중개서비스를 제공하는 투자은행(investment bank)이 상당히 밀접한 관계에 있다는 점이다. 이는 투자은행이 높은 중개수수료 수입을 유지하기 위해서 미공개 정보를 헤지펀드에 제공함으로써 내부자거래를 조장할 수 있음을 의미하기 때문에 규제기관은 내부정보에 근거한 헤지펀드의 잠재적인 거래행위에 대해 보다 면밀히 조사해야 할 필요가 생기게 되었다.¹⁹⁾ 마지막으로, 헤지펀드가 대개 해외에 주소지를 둔 하나 또는 다수의 자회사들로 구성된다는 점이다.²⁰⁾ 예를 들어, 캐어먼군도(Cayman Islands)는 자본수익에 대해 전혀 세금을 부과하지 않기 때문에 이를 고스란히 보존할 수 있고, 동시에 은행 자산에 대한 철저한 보안 법제로 그 자산을 보호할 수 있어 헤지펀드 업계에서는 인기지역으로 각광받고 있다. 이에 대응한 SEC의 역외금융당국과의 협조노력에도 불구하고 이렇게 조세피난처(tax haven)를 이용하는 것에 대해 규제기관이 특정 거래자의 신분을 밝혀내고, 자국의 내부자거래 관련 법제를 적절히 시행하는 데에는 한계가 있다.²¹⁾

2. 헤지펀드와 관련된 주요 내부자거래 사례

지난 2005년 5월, SEC는 어떤 회사가 ‘상장기업에 대한 사모투자(Private

18) 이에 대한 예로서 김범준, 앞의 논문(註1), 546쪽 참조.

19) Report of the Asset Managers' Committee to the President's Working Group on Financial Markets, *Best Practices for the Hedge Fund Industry* 38-9 (Jan. 15, 2009), available at <http://www.amaicmte.org/Public/AMC%20Report%20-%20Final.pdf>.

20) SEC, *Implications of the Growth of Hedge Funds* 10 (2003), available at <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>.

21) *Offshore Tax Evasion: Hearing Before the Senate Committee on Finance*, 110th Congress (2008).

Investment in Public Equity; 이하 PIPE)²²⁾ 방식에 의한 신주발행을 통해 증자를 할 것이라는 사전정보를 이용해 수익을 낸 헤지펀드를 고발한 바 있다.²³⁾ 이른바 『CompuDyne Case』라 불리는 이 사건에서 SEC는 Millennium Partners라는 헤지펀드의 운영자인 Hilary Shane이 내부자거래를 하였다고 주장하였다.²⁴⁾ SEC의 주장에 따르면, Shane은 CompuDyne社에 대한 사모 투자의 일환으로 PIPE거래를 통해 미등록주식을 매수하였으며, PIPE 거래 사실이 공고(public announcement)되면 CompuDyne社의 주식가치가 떨어질 것으로 확신하여 공고가 나기 이전에 당해 미등록주식을 공매(short selling)하였다.²⁵⁾ Shane은 이와 같은 사실을 부인하였지만 결국, SEC에 145만 달러의 벌금을 납부하기로 합의하였으며, 이 합의안에 따라

-
- 22) PIPE란 일반적으로 어떤 상장기업의 미등록주식을 매수하기로 합의한 적격투자자에 대한 사모(私募)방식의 투자기법으로서, 은행차입이나 공모증자를 통해 자금을 조달하기 용이하지 않은 상장기업이 투자자와 상호간에 증자조건을 교섭하고 투자안건을 마련하는 방법이다. 투자자는 PIPE를 통해 취득한 미등록주식에 대한 등록을 SEC가 승인한 이후에만 당해 주식을 공개시장에서 거래할 수 있으며, 100만 달러 이상의 자산을 가지고 있는 자만이 PIPE거래를 할 수 있는 적격투자자에 해당한다. Press Release, Financial Industry Regulatory Authority, *Hedge Fund Manager, Former Broker John F. Mangan, Jr. Barred, Fined \$125,000 to Reserve Charges in PIPE Shares Deal* (Dec. 20, 2005) available at <http://www.finra.org/Newsroom/NewsReleases/2005/P015760>. PIPE 거래에서 미등록 주식매수에 적용되는 할당가격은 그 주식의 등록을 SEC가 승인하기 전까지는 시장에 내다 팔 수 없기 때문에 통상 시장가격의 7~15%를 하회하는 수준에서 설정되며, 투자자 입장에서는 장래 성장잠재력이 높은 상장기업 주식을 시세보다 낮은 가격에 대량으로 할당받을 수 있는 이점이 있다. 투자자의 범위도 일정한 자산(100만 달러 이상)을 소유하기만 하면, 발행회사와 특별한 관계에 있는 거래처나 거래은행 등에 국한되지 않고 헤지펀드와 뮤추얼펀드, 연기금, 사모투자회사(Private Equity Fund; PEF), 및 벤처캐피탈 등 한층 널리 분포되어 있다. Kara Scannell, *Three New York Hedge Funds Settle Charges Tied to Trading*, Wall St. J., Mar. 15, 2006, at C4.
- 23) Walt Bogdanich & Gretchen Morgenson, *S.E.C. Is Reported to Be Examining a Big Hedge Fund*, N.Y. Times, June 23, 2006, at A1.
- 24) SEC, *SEC Charges Hedge Fund Manager Hilary Shane with Insider Trading and Unregistered Sales of Securities in Connection with "PIPE" Offering*, Litig. Release 19,227 (May 18, 2005), available at <http://www.sec.gov/news/press/2005-76.htm>.
- 25) PIPE거래 사실의 공고는 증자로 인한 주식발행수가 증가하는 것을 의미하기 때문에 희석화(dilution) 효과로 인해 일반적으로 해당 기업의 주가를 떨어뜨린다. 따라서 헤지펀드와 같은 투자자들은 PIPE거래를 통해 취득한 미등록주식을 공매하는 등의 불법행위를 통해 투자이익의 극대화를 도모하곤 한다. Peter O'Rourke, *PIPES--How to Avoid Regulatory Pitfalls 15*, <http://westlegalworks.com/presentations/imc2k6/ORourke.pps>.

Millennium Partners는 장래의 권한남용행위 방지를 위한 몇 가지 내부통제시스템 개선책을 마련하였다.²⁶⁾

또한, 2007년 3월에는 SEC가 뉴욕 증권가의 14명의 피고인을 복잡한 구조로 상호 연계된 내부자거래 혐의로 고발한 사건이 있었다.²⁷⁾ 이른바 『월스트리트 순환내부자거래 사건(Wall Street Trading Ring Case)』이라 불리는 이 사건에 대해 SEC는 1980년대 말 Ivan Boesky 이후, 월스트리트에서 가장 만연한 내부자거래 관행으로 보았으며, 피고인 중에는 헤지펀드 운영자를 포함하여 변호사와 준법감시인(compliance officer) 및 모건스탠리(Morgan Stanley), USB, 베어스텐스(Bear Stearns)와 같은 거대 투자은행에 종사했던 거래인도 있었다.²⁸⁾ 예를 들어, 피고인 중 Michel Guttenberg라는 사람은 주식의 등락과 관련된 미공개 중요정보를 사전에 헤지펀드 거래인에게 불법적으로 제공하였는데 그로부터 정보를 제공받았던 사람 중 한명인 Eric Franklin은 Guttenberg로부터 받은 정보를 이용하여 자신과 자신이 운영하던 2개의 헤지펀드를 위해 내부자거래를 하였다.²⁹⁾ 이는 시장 내에서 최상위의 증권전문가들조차도 내부자거래를 통한 이익추구에 현혹될 수 있음을 보여주는 사례라 할 것이다.

헤지펀드가 연루된 내부자거래 사례는 미국뿐 아니라 유럽에서도 종종 찾아볼 수 있다. 일례로, 2006년 3월, 영국 금융감독청(Financial Services Authority; FSA)은 사전 내부정보를 이용하여 부당이익을 챙긴 헤지펀드 GLG Partners에 대해 벌금을 부과한 바 있으며,³⁰⁾ 프랑스 금융감독 당국

26) Press Release, Office of the Attorney General of the State of New York, *Mutual Fund Timing Fraud Revealed at Millennium Partners: Hedge Fund, Founder and Top Executives Will Pay \$180 Million in Restitution and Penalties* (Dec. 1, 2005), available at http://www.oag.state.ny.us/media_center/2005/dec01a_05.html. 상기 개선책에는 법무담당임원(chief legal officer; CLO)과 준법감시임원(chief compliance officer; CCO)을 새로이 임명할 것과 신주발행과 같은 증자와 투자의 절차 및 장래의 준법사항을 감독할 감사위원회(oversight committee)의 신설을 포함하고 있다. *Id.*

27) SEC, *Mitchel S. Guttenberg, et al.*, Litig. Release 20,022, Mar. 1, 2007, available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20022.htm>.

28) Brooke Masters, *Wall Street Employer Among 13 on Insider Trading Charges*, Financial Times, Mar. 2, 2007, at 1.

29) SEC, 앞의 Release(註27).

30) *Michael Thomas et al., More on FSA Investigation of Insider Trading at EU Hedge*

도 Vivendi Universal社에 대한 내부자거래 조사 결과 4개의 헤지펀드에 대해 모두 840만 달러의 벌금을 부과한 바 있다.³¹⁾ 이렇듯, 자본시장이 점차 글로벌화 되어 갈수록 다국적 당사자가 관련된 내부자거래에 대한 규제와 통제의 중요성도 커진다고 할 것이다.

3. 채권자위원회(Creditors' Committee)에 참여하는 헤지펀드의 배임

헤지펀드는 종종 미국 『연방도산법(U.S. Bankruptcy Code)』 Chapter 11상의 채권자위원회에 참여하는 경우가 있다.³²⁾ 상술한 바와 같이 채권자위원회는 회사의 주요 채권자로 구성되며,³³⁾ 그들의 이익을 위해 채무자의 영업활동과 재정상황을 조사하고 도산계획(bankruptcy plan)에 대한 의견을 제시하는 등의 역할을 하고 있다.³⁴⁾ 이러한 채권자위원회가 바람직한 결정을 내리기 위해서는 채무자에 대한 충분하고 신뢰할 만한 정보가 필요하기 때문에 채권자위원회의 일원은 당해 회사의 내부정보에 대해 어렵지 않게 접근할 수 있는 권리가 있다.³⁵⁾ 바로 이러한 맥락에서 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드는 당해 회사의 미공개 기밀정보를 보호해

Fund GLG Partners, Daily Caveat, Feb. 2, 2006, available at <http://www.caveat.net/blog/2006/02/more-on-fsa-investigation-of-insider.html>.

31) Elisa Martinuzzi & Jacqueline Simmons, *France Fines Investors for Trading Violation*, International Herald Tribune, June 22, 2007, at Finance 16.

32) Paul M. Goldschmid, *More Phoenix Than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process*, 2005 Colum. Bus. L. Rev. 191, 201-02 (2005).

33) 어떤 회사가 일단 Chapter 11상의 도산절차의 개시를 선언하면, 도산법원이 임명한 도산관재인(bankruptcy trustee)이 채권자위원회를 구성할 위원을 선임하게 된다. 11. U.S.C. §1102(a) (2000).

34) 도산계획(bankruptcy plan)이라 함은 채무자의 회생과 채무의 이행을 위하여 채무자나 채권자가 수행해야 할 일종의 행동지침(action plan)을 말하며, 이는 시행에 앞서 도산법원(bankruptcy court)과 채권자들의 승인을 얻어야 한다. 연방도산법 Chapter 11 하에서는 구조조정계획(plan of reorganization)이라 불리며, Chapter 13 하에서는 회생계획(plan of rehabilitation)이라고도 불린다. *Black's Law Dictionary*, 앞의 책(註3), p.142.

35) Stephen Taub, *Hedge Fund Bankruptcy Role Seen Probed*, cfo.com, Nov. 29, 2005, http://www.cfo.com/article.cfm/5244187/c_2984364.

야 할 신인의무가 있다고 볼 수 있는 것이다.

특히, 최근에는 어떤 상장회사가 재정적으로 곤궁한 상태에 빠지거나 도산절차를 시작한 경우, 대규모의 투자를 했던 헤지펀드가 임시 채권자 위원회(ad hoc creditors' committee)에 참여하는 일이 흔해졌다. 이러한 임시 채권자위원회는 일단 당해 회사가 재정적인 문제를 안고 있다는 것이 확실해지면 자발적으로 구성되어 이상적인 도산계획을 마련하는데 있어 중요한 역할을 하고 있다. 그러나 원칙적으로 임시 채권자위원회의 일원은 자기 자신의 이익을 추구하는데 있어서는 특별한 제한이 없다.³⁶⁾ 즉, 그들은 신인의무로부터 자유롭기 때문에 연방증권법상의 정보공시의무(disclosure requirement)는 있을지언정 어떠한 거래행위도 제한 없이 할 수 있는 것이다.³⁷⁾ 이렇게 임시 채권자위원회의 일원에 대한 신인의무의 흠결은 그들이 당해 회사에 대한 투자금을 회수하는데 있어서 주된 이점으로 작용하고 있지만, 법은 일정한 상황 하에서는 임시 채권자위원회의 일원에 대하여 신인의무를 부과하고 있다.

즉, 채권자위원회의 구성원은 그들이 모든 회사채권자들의 대표로서 채권자위원회에서 활동하는 동안은 수탁자로서의 신인의무를 부담한다고 한다.³⁸⁾ 따라서 채권자위원회에 참여하고 있는 헤지펀드가 있다면 이는 당해 회사의 이사와 임원들이 그 회사에 대하여 부담하고 있는 정도의 주의의무와 충실의무 및 성실의무를 부담하게 되며,³⁹⁾ 회사의 미공개 중요정보

36) Eric B. Fisher & Andrew L. Buck, *Hedge Funds and the Changing Face of Corporate Bankruptcy Practice*, 25 Am. Bankr. Inst. J. 24 (Jan. 2007).

37) 만약 헤지펀드가 임시 채권자위원회의 일원이라면 이는 증권법상의 적용을 받지 않는 경우가 대부분이므로 정보공시의무 조차도 유명무실해지고, 결과적으로 자유로이 내부자거래를 할 수 있게 되는 것이다.

38) 11 U.S.C. §1102 (2000); Kurt F. Gwynne, *Intra-Committee Conflicts, Multiple Creditors' Committees: Altering Committee Membership and Other Alternatives for Ensuring Adequate Representation Under Section 1102 of the Bankruptcy Code*, 14 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 109, 111 (2006); Myron T. Steele, *Judicial Scrutiny of Fiduciary Duties in Delaware Limited Partnership and Limited Liability Companies*, 32 Del. J. Corp. L. 1, 7 (2007).

39) 11 U.S.C. §1102(b)(2)-(3); Burke Gappmayer, *Protecting the Insolvent: How a Creditor's Committee Can Prevent Its Constituents from Misusing a Debtor's Nonpublic Information and Preserve Chapter 11 Reorganization*, 2006 Utah. L. Rev. 430 (2006). 우리 상법은 이사의 (선관)주의의무(상법 제382조 제2항)와 충실의무(상법 제382의 3

를 사적 이익을 위해 사용하였다면 내부정보를 부정유용(misappropriate)한 것이 되어 충실의무에 위반하게 된다.⁴⁰⁾

III. 채권자위원회(Creditors' Committee)에 참여하는 헤지펀드에 적용 가능한 내부자거래 규제 법제

1. 미국의 내부자거래 규제 법제

(1) 개요

미국에서 내부자거래의 근간을 이루는 법리는 '추정적 사기'에 관한 이론이다.⁴¹⁾ 미국 연방증권법은 주식공개매수(tender offer)의 경우를 제외하고는 내부자거래를 명시적으로 금지하고 있지 않기 때문에⁴²⁾ 내부자거래와 관련된 기소나 유죄판결은 주로 증권법의 사기에 관한 법원의 해석에 의해 이루어지고 있는 실정이다.⁴³⁾ 미국의 증권관계 법률은 헤지펀드 산업이 생기기 10여 년 전인 1930년대부터 정립되기 시작하였는데 그 대표적인 것이 사기적인 행태에 의한 시장조작을 방지하여 주식의 전매를 규제하고자하였던 1934년의 『증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934; 이하 증권거래법)』이다. 특히, 동 법 Section 10(b)는 증권의 거래와 관련하여 SEC의 규칙(rule)을 위반하는 시장조작적(manipulative)이거나 사기적인(deceptive) 방책의 직·간접적인 사용을 일체 금지함으로써 내부자거래를 포함한 대부분의 금융사기와 관련한 위반행위를 처벌하는 근거조

조)만을 규정하고 있으나, 미국법에서는 논란은 있으나 성실의무(duty of good faith)의 개념을 추가로 인정하고 있다. Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006) 참조.

40) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 662 (1983).

41) Donald C. Langevoort, *Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation*, 99 Colum L. Rev. 1319, 1321 (1999).

42) The Securities Exchange Act of 1934 §16(a)-(b), 15 U.S.C. §78p (2000); 17 C.F.R. §240.14e-3 (2007).

43) Thomas C. Newkirk & Melissa A. Robertson, U.S. S.E.C., Speech by SEC Staff: Insider Trading: A U.S. Perspective at the 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England (Sept. 19, 1998) available at <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>.

항이 되고 있으며,⁴⁴⁾ 동시에 SEC에 광범위한 재량권을 부여하고 있다.

이에, SEC의 Rule 10b-5는 증권거래법 Section 10(b)상의“시장조작적 또는 사기적인 행위”를 세 가지로 유형화함으로써 더욱 구체화하고 있는데,⁴⁵⁾ ① 사기적인 방책을 사용하는 일체의 행위, ② 중요한 사실에 대한 거짓된 정보의 제공이나 은폐 및 ③ 실제로 사기의 구성요건에 해당하는 행위에 관여하는 것 등이다.⁴⁶⁾ 더불어 Rule 10b-5상의 책임은 사기에 있어서의 일반적인 구성요건, 즉 고의(scienter),⁴⁷⁾ 정보의 중요성(materiality), 정보에의 의존성(reliance),⁴⁸⁾ 인과관계(causation)⁴⁹⁾ 및 손해(damages)⁵⁰⁾ 등을 충족해야 함은 물론이다. 따라서 금융사기 혐의로 누군가를 기소하기 위해서는 당사자가 사기적인 행위를 하기 위하여 미공개의 중요정보를 이용하거나 증권의 거래와 관련하여 중요한 사실에 대한 거짓정보를 제공 또는 은폐하여야 한다.⁵¹⁾ 연방대법원도 Section 10(b)와 Rule 10b-5는 증권의 거래와 관련된 모든 유형의 사기적인 방책을 금지하는 것으로서 새로운 유형이나 비전형적인 방책이라도 이로부터 자유로울 수 없다고 판시한 바 있다.⁵²⁾ 따라서 헤지펀드가 파산신청을 한 회사의 채권자위원회 일원이 되어 신인의무를 부담하고 있는 이상, 내부자거래 관련 법률을 적용하는 것이 타당할 것으로 판단된다.

또한, 1980년대 초반, 세간의 이목을 끌었던 일련의 내부자거래 사건에 대응하여 연방의회는 수익금의 3배에 달하는 액수를 벌금으로 부과하는

44) The Securities Exchange Act of 1934 §10(b), 15 U.S.C. §78(j)(b) (2000); Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Act*, 42 Stan. L. Rev. 385 (1990).

45) *SEC v. Zandford*, 535 U.S. 813, 816 n.1 (2002).

46) 17 C.F.R. §240.10b-5 (2007).

47) *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193-94 n.12 (1976).

48) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).

49) *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-42 (2002).

50) *Ernst & Ernst*, 앞의 판례(註47), p.197.

51) 미국법상 증권(securities)의 개념은 옵션 및 관련된 금융상품을 모두 포함한다. The Securities Exchange Act of 1934 §3(a)(10), 15 U.S.C. §78c(a)(10) (2000).

52) “~10(b) and Rule 10b-5 prohibit all fraudulent schemes in connection with the purchase or sale of securities ... Novel or atypical methods should not provide immunity from the securities laws.” *Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 409 U.S. 6, n.7 (1971)

등⁵³⁾ 처벌을 강화하고, 사전에 예방하기 위한 취지로 1984년, 『내부자거래제재법(The Insider Trading Sanctions Act of 1984)』을 통과시켰다. 동 법은 옵션(option) 시장이 주식시장에 미치는 심대한 영향을 고려하여 ‘증권’의 법률상 개념을 옵션에까지 확대하였지만,⁵⁴⁾ ‘내부자거래’에 대한 법률적 개념 정의는 여전히 이루어지지 않았다.

1988년, 의회는 『내부자거래및증권사기규제법(The Insider Trading and Securities Enforcement Act of 1988)』을 제정함으로써 기존의 3배 벌금규정을 내부자거래를 하는 자에 대하여 직·간접적인 영향력을 행사한 사람이나 단체에까지 확대 적용할 수 있도록 하였으며, 등록된 중개인(brokers), 위탁매매인(dealers) 및 자문업자(advisers)는 그 고용인이 내부자거래를 할 수 없도록 이에 관한 정책을 수립, 시행하도록 의무화하였다.⁵⁵⁾ 또한, 내부자거래와 관련하여 실제로 벌금의 부과에 이를 수 있도록 정보를 제공한 내부고발자(whistle-blower)에 대한 포상금을 강화함으로써 이를 간접적으로 장려하였다.⁵⁶⁾ 그러나 헤지펀드가 관련된 내부자거래의 문제는 구체적으로 다루어지지 않았다.

1990년대, 금융사기가 대규모로 증가함에 따라 연방의회는 SEC에 사기, 시장조작 또는 내부자거래를 금지하는 규칙을 제정할 수 있는 명시적인 권한을 부여하였고,⁵⁷⁾ 이에 SEC는 2000년에 Rule 10b5-1의 시행과 함께 내부자거래를 법적으로 정의하였다.⁵⁸⁾ 동 규칙에 의하면 미공개 내부정보를 보유한 상태(“in possession”)에서 이루어진 주식의 거래는 당사자에 의한 내부자거래의 가능성이 있음을 강하게 추정(rebuttable presumption)할 수 있다고 하면서 한편으로는 거래자가 당해 미공개 중요정보를 획득하

53) The Insider Trading Sanctions Act of 1984, Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984).

54) Elizabeth M. Sacksteder, *Securities Regulation for a Changing Market: Option Trader Standing Under Rule 10b-5*, 97 Yale L. J. 623, 632 (1987-88).

55) The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988).

56) James Fisher, *Privatizing Regulations: Whistle-blowing and Bounty Hunting in the Financial Services Industries*, 19 Dick. J. Int'l L. 117, 135-36 (2000).

57) Joseph F. Morrissey, *Catching the Culprits: Is Sarbanes-Oxley Enough*, 2003 Colum. Bus. L. Rev. 801 (2003).

58) 17 C.F.R. §240.10b5-1.

기 이전에 거래행위를 하였다는 등의 반증을 하는 몇 가지 적극적인 방어(affirmative defenses)를 통하여 내부자거래의 책임을 면할 수 있다고 한다.⁵⁹⁾ 이에 더하여, SEC는 내부자거래에 관한 Rule 10b5-2⁶⁰⁾도 제정하였는데 이에 대해서는 부정유용이론에 관한 다음의 항목에서 상술하기로 한다.

2002년, WorldCom과 Enron등의 사태에서 행해진 일련의 회계부정과 증권사기행위에 대한 대응책으로서 미국의회는 『사베인스-옥슬리법(Sarbanes- Oxley Act of 2002; 이하 SOX)』을 제정하였다.⁶¹⁾ 동 법은 증권 관련 법제의 강력하고 엄격한 시행과 규제환경의 조성이라는 목적 하에,⁶²⁾ 금융사기⁶³⁾와 화이트컬러 범죄⁶⁴⁾에 대한 벌금규정을 한층 강화하였다. 그러나 SOX도 헤지펀드와 채권자위원회의 일원으로서 그들의 활동에 대한 규제에 대하여는 별도의 규정을 두고 있지 않았다.

(2) 부정유용이론(The Misappropriation Theory)의 채택

일반적으로 내부자거래는 임원이나 이사와 같이 업무상 회사의 미공개 중요정보에 접근할 수 있는 전통적인 내부자보다는 그러한 정보를 획득하게 된 이른바 ‘準내부자(constructive insider)’나 ‘내부정보입수자(tippee)’ 또는 ‘부정유용자(misappropriator)’ 등과 같은 회사의 외부인에 의하여 행해지는 경우가 더 많다고 한다.⁶⁵⁾ 準내부자는 회사가 그들에 대하여 전통적인 내부자와 같은 수준의 비밀유지의무를 기대할 수 있는 자로서 그들은 전통적인 내부자와 같은 신인의무를 부담한다.⁶⁶⁾ 내부정보입수자는 회사

59) Rule 10b5-1(a), 17 C.F.R. §240.10b5-1(a); Rule 10b5-1(b), 17 C.F.R. §240.10b5-1(b); Rule 10b5-1(c)(1)(i)(A), 17 C.F.R. §240.10b5-1(c)(1)(i)(A); 10b5-1(c)(1)(i)(B), 17 C.F.R. §240.10b5-1(c)(1)(i)(B)

60) Rule 10b5-2, 17 C.F.R. §240.10b5-2.

61) The Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

62) Michael D. Mann & William P. Barry, *Developments in the Internationalization of Securities Enforcement*, 39 Int'l Law. 667, 669 (2005).

63) The Sarbanes-Oxley Act of 2002 §801-§807.

64) Id. §901-§906.

65) Terry Fleming, *Telling the Truth Slant: Defending Insider Trading Claims Against Legal and Financial Professionals*, 28 WM. Mitchell L. Rev. 1421, 1422 (2002).

66) *Dirk*, 앞의 판례(註40), p.655.

의 내부자로부터 중요정보를 받는 자를 의미하며, 그들에 대한 내부정보의 공개가 회사 내부자의 입장에서 신인의무를 위반하는 것이라는 사실을 그들이 알았거나 알았어야만 할 경우라면 같은 책임을 부담하게 된다.⁶⁷⁾ 부정유용자라 함은, 회사의 내부정보를 불법적으로 부정유용한 자를 말한다.⁶⁸⁾ 상술한 바와 같이, 연방증권거래법은 모든 유형의 내부자에 의한 거래를 금지하고 있다.

신인의무이론으로 대변되는 내부자거래에 관한 전통적인 이론은 회사나 주주에 대하여 신인의무를 부담하고 있는 자가 회사의 미공개 중요정보를 보유한 상태에서 당해 회사의 증권을 거래하는 것을 금지하고 있다. 즉, 당해 비밀정보의 공개는 내부자가 회사에 대하여 부담하고 있는 충실의무에 대한 위반으로서 당해 내부자는 어떠한 경우든 거래를 회피하여야 한다는 것이다.⁶⁹⁾ 그러나 이러한 전통적인 이론은 최근 기업거래에 있어서의 복잡한 구조적 변화와 당사자들이 제3자를 이용하는 새로운 형태의 내부자거래에 효과적으로 대처하는데 한계가 있다. 즉, 이 이론에 의하면 오직 전형적인 내부자거래만을 규제할 수 있을 뿐, 외부자에 의한 내부자거래를 규제할 수는 없었으며, 논란의 여지는 있지만, 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드가 내부정보에 근거한 거래를 할 수 없는 신인의무를 부담한다고 하더라도 그들의 책임을 추궁하기에는 여전히 부족함이 있었다.

이렇게 내부자거래 법제에 있어서 내부자의 범위를 어떻게 볼 것인가에 대해 전통적인 이론에 대한 대안으로 등장한 것이 바로 부정유용이론(Misappropriation Theory)이다. 이는 회사에 대하여 본질적으로는 어떠한 의무도 부담하지 않는 외부자에게도 내부자거래에 관한 책임에 있어서는 경우에 따라 내부자에 준하는 신인의무와 비밀유지의무를 부담시킬 수 있다는 점에서 그 의의가 있다고 할 것이다. 즉, 이 이론에 의하면, 당해

67) Id., at 656, 663; Newkirk & Robertson, 앞의 연설문(註43).

68) SEC, *Insider Trading: Information on Bounties*, Jan. 6, 2006 available at <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insdier.htm>.

69) Thomas M. Madden, *O'Hagan, 10b5-2, Relationships and Duties*, 4 Hastings Bus. L. J. 55, 62 (Winter 2008).

외부자가 자신에게 주어진 미공개 중요정보를 私益을 위해 비밀리에 전용한다면 자신을 신뢰하여 정보를 제공한 정보제공자를 기망한 것으로서 정보제공자에 대한 신인의무위반이며, 신인의무 위반은 미공개 중요정보를 이용하여 증권을 거래하는 때에 발생한다고 한다.⁷⁰⁾ 이는 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드가 그들의 이익을 위해 당사 회사의 미공개 중요정보를 전용함으로써 막대한 이익을 챙기는 행태에 직접적으로 적용할 수 있을 것이다.

1997년, 연방대법원은 *United States v. O'Hagan* 판결에서 내부자거래에 관한 부정유용이론을 확인하고 지지한 바 있다.⁷¹⁾ 동 판결에서 미네소타 주의 대형 로펌인 *Dorsey & Whitney*는 *Phillsbury*社의 주식공개매수를 위해 고용되었는데, *Dorsey & Whitney*의 James O'Hagan이라는 대표변호사가 1988년 10월 공개매수 발표 이전에 이러한 비밀정보를 이용하여 *Phillsbury*社의 스톡옵션을 사들인 사건으로⁷²⁾ 결과적으로, O'Hagan은 내부자거래 혐의로 형사처벌을 받게 되었다. O'Hagan 판결 이후, 법원은 부정유용이론의 적용범위와 증권거래법 Section 10(b) 상의 증권사기에 관한 책임을 물을 수 있는 행위의 양태를 정형화하기 위한 노력을 경주해 왔으며, 이 과정에서 부적절한 방법에 의하여 정보의 우위를 점하였는지 여부, 즉 합법적인 방법과 경쟁에 의했다라면 그와 같은 정보를 획득할 수 있었는지의 여부가 중요한 논점이 되었다.⁷³⁾ 이러한 맥락에서 부정유용이론은 투명한 증권시장과 투자자 신뢰의 보호라는 연방 증권법의 목적에 부합한다고 할 것이다.

결국, SEC는 지난 2000년 부정유용이론에 의한 신인의무위반의 책임을 묻기 위한 근거조항으로서 Rule 10b5-2를 채택하였다.⁷⁴⁾ 이는 미공개 중요정보를 획득한 자가 부정유용이론 하에서 어떠한 경우에 '신뢰 또는 비

70) Thomas A. McGrath III, *The Rise and Fall (and Rise?) of Information-Based Insider Trading Enforcement*, 61 *Fordham L. Rev.* 127, 140 (1993).

71) *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 651-52 (1997).

72) *Id.*, at 647-48.

73) *Selective Disclosure and Insider Trading*, Securities Act Release No. 7881 (Aug. 15, 2000) available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

74) *Id.*

밀유지의무(duty of trust or confidence)'의 적용대상이 되는지를 판단하기 위하여 세 가지 기준을 제시하고 있다. 즉, ① 정보수령자가 당해 정보를 비밀로 유지할 것에 명시적으로 동의한 때,⁷⁵⁾ ② 정보수령자와 미공개 중요정보를 제공하는 자 사이에 비밀을 유지할 것이라는 합리적인 기대관계가 있을 때,⁷⁶⁾ 또는 ③ 정보를 제공하는 자가 정보수령자의 배우자, 부모·자식, 또는 형제자매 등과 같은 밀접한 혈연관계에 있을 때⁷⁷⁾에는 정보수령자는 언제나 동 규칙상의 신임 또는 비밀유지의무를 부담하며, 이를 위반하여 미공개 중요정보를 私益을 위해 부정유용한다면 증권거래법 Section 10(b)와 Rule 10b5-2를 위반하는 사기행위를 범하게 된다. 이렇듯 Rule 10b5-2는 내부자거래 관련 법제를 보다 일관되게 적용·시행하기 위한 명확한 기준을 제시하고 있다.

그러나 위와 같은 법원과 SEC의 노력에도 불구하고 내부자거래와 관련한 규제적 해결책은 여전히 부족함이 있는 것으로 보인다. 즉, 연방의회는 증권사기에 관한 법원의 판단에 의존하기 보다는 부정유용이론을 입법화하거나 그 이상의 새로운 규제체계를 마련하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

2. 유럽의 내부자거래 규제 법제

(1) E.U.

EU 역시 내부자거래의 폐해와 규제의 필요성을 절감하여 지난 1989년, EU의 전신이었던 유럽경제공동체(European Economic Community) 시절 최초로 각 회원국에게 내부자거래 규제의 입법화를 의무화하는 지침(Directive)을 통과시킨 바 있으며,⁷⁸⁾ 그 후, 보다 명확한 규제기준이 필요

75) Rule 10b5-2(b)(1), 17 C.F.R. §10b5-2(b)(1).

76) Rule 10b5-2(b)(2), 17 C.F.R. §10b5-2(b)(2).

77) Rule 10b5-2(b)(3), 17 C.F.R. §10b5-2(b)(3). 단, 정보수령자가 정보의 비밀유지에 대한 정보제공자의 합리적인 기대가능성이 결여되었다는 정황을 증명한다면 동 규칙의 의무로부터 면책될 수 있다. Id.

78) Council Directive 89/592, Coordinating Regulations on Insider Dealing, 1989 O.J. (L 334) 30.

하다는 인식하에 2003년 1월, 금지되는 행위와 적용대상을 명시한 ‘내부자 거래와 시장조작행위에 관한 공식지침(Official Directive on Insider Dealing and Market Manipulation; 이하 EU 지침)’을 발표하였다.⁷⁹⁾ 미국의 내부자 거래 법제와는 달리 EU는 당해 내부정보를 어떻게 획득하였는지를 불문하고 내부정보에 근거한 일체의 거래를 간결하게 금지하고 있으며,⁸⁰⁾ 신인의무위반을 요건으로 하지 않고, 단순히 거래가 있었던 시점에 당사자가 미공개의 중요정보를 보유하고 있었는지에만 집중하여 내부자거래에 관한 한 미국보다는 넓은 법적 책임을 인정하고 있는 것으로 보인다.

유럽의회가 공포한 동 지침은 EU의 각 회원국들이 실질적으로 유사한 형식으로 당사국의 국내법제에 포함시켜 시행하여야 하며,⁸¹⁾ 모든 회원국은 그 영토 내에서 행해진 모든 행위나 역외에서 발생한 행위라 하더라도 당사국 내의 시장에서 거래되고 있는 금융상품에 영향을 미칠 수 있는 행위에 대해서는 EU 지침이 포함하고 있는 의무사항을 적용하여야 한다.⁸²⁾ 또한, 각 회원국은 각자의 내부자거래 금지조항에 다른 회원국에서 거래되는 금융상품에 영향을 미칠 수 있는 당사국 내에서의 모든 관련 행위를 포함시켜야 한다.⁸³⁾ 결과적으로 EU 지침과 이를 시행하는 각 회원국의 국내법제 하에서는 모든 회원국에서 발생한 내부자거래와 관련된 어떠한 행위도 금지되고 있다.

상술한 바와 같이, EU는 증권거래에 있어서 정보의 불균형에 대응한 명확한 법칙을 확립하기 위하여 신인의무위반의 요건을 완전히 배제하고 있다는 점에서 미국과 차이가 있다. 즉, EU 지침은 모든 회원국들로 하여금 내부정보를 보유하고 있는 자에 대하여는 일괄적으로 다음의 행위 금지하고 있다. 첫째, 내부정보를 이용하여 당해 정보와 관련이 있는 금융상품을 직·간접적으로 거래하거나 자기 또는 제3자의 계산으로 거래하는 행위,⁸⁴⁾ 둘째, 정보수령자가 자신의 업무수행과 관련 없이 내부정보

79) Council Directive 2003/6/EC, 2003 O.J. (L 96).

80) Id., Arts. 2-4, p.21.

81) Council Decision 1999/4681/EC, 1999 O.J. (L 184).

82) Council Directive 2003/6/EC, Art. 10(a), 2003 O.J. (L 96), p.23.

83) Id., Art. 10(b), p.23.

84) Id., Art. 2(1), p.21.

를 다른 사람에게 공표하는 행위⁸⁵⁾ 및 셋째, 정보수령자가 내부정보에 근거하여 그와 관련된 특정 금융상품의 거래를 권유하는 행위⁸⁶⁾ 등이 그것이다. EU 지침상의 내부정보라 함은 ① 본질적으로 명확한 개념으로서 ② 일반 대중에 공개되지 않고, ③ 특정 금융상품이나 이를 판매하는 회사와 직·간접적으로 관련이 있으면서 ④ 동시에 그 정보가 공시되었을 경우, 당해 금융상품이나 그와 연관된 파생상품의 가격에 심대한 영향을 미칠 수 있는 정보를 의미하는데⁸⁷⁾ 이 점에 있어서는 미국법상의 미공개 중요정보의 개념과 큰 차이가 없다.

중요한 것은 이러한 EU 지침의 적용을 받는 대상범위가 대단히 광범위하다는 것이다. 즉, 전통적인 회사의 내부자는 물론, 경영진이나 사내 감독기관의 일원으로서 또는 고용관계나 기타 업무상 내부정보를 획득하게 된 자뿐만 아니라 주주까지도 내부정보를 보유하고 있다면 적용대상에 포함될 수 있다. 이에 더하여, EU 지침은 범죄행위를 통하여 내부정보를 보유하고 있는 자에 대한 적용을 특히 강조하고 있고,⁸⁸⁾ 더 나아가 자신이 보유하고 있는 정보가 내부정보라는 것을 알았거나 알았어야만 했던 자들까지도 잠재적 내부자로서 포함하고 있다.⁸⁹⁾ 이렇듯 EU 지침은 정보수령자와 정보제공자 또는 회사와의 관계에 관한 요건을 완전히 배제하여 미국법상 금지할 수 있는 행위보다 더 많은 행위를 금지대상으로 포함시킴으로써 채권자위원회의 일원으로서 내부자거래를 일삼는 헤지펀드에 대해서도 자연스럽게 적용될 수 있을 것으로 보인다.

EU 지침에 부응하여 각 회원국은 이를 시행하는 국내 법제를 마련하였는데⁹⁰⁾ 이하에서는 그 중에서 영국과 독일의 구체적인 법제에 관해 검토해 보고자 한다.

85) Id., Art. 3(a), p.21.

86) Id., Art. 3(b), p.21.

87) Id., Art. 1 §1, p.23.

88) Id., Art. 2, p.21.

89) Id., p.17.

90) Committee of European Securities Regulators, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive* (Oct. 17, 2007).

(2) 영국

2001년 영국 정부는 증권 관련 법제의 중앙집권적인 시행을 위해 금융감독청(Financial Services Authority; 이하 FSA)을 신설하였으며, FSA와 재무부(Ministry of Finance)는 EU 지침의 구체적인 시행을 위해 2004년 공동협의회(joint consultation)를 설립하였다. 영국에는 이미 EU 지침과 유사한 취지와 내용의 『금융서비스및시장법(Financial Services and Markets Act 2000; 이하 금융시장법)』이 있었으나 양자 간에는 상당한 차이점도 있었기 때문에 2005년 『금융서비스및시장법규칙2005(Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulation 2005; 이하 시장남용규칙)』⁹¹⁾을 마련하여 국내법의 내용을 EU 지침에 상응하도록 일부 수정하였다.

시장남용규칙 별표(Schedule) 2에 의하여 수정된 금융시장법 Section 118은 내부자거래와 시장조작행위를 일컬어 ‘시장남용(market abuse)’이라는 표현을 사용하였고, EU 지침상의 7가지 행위에 대한 제재도 포함하였으며, Section 118C는 내부정보에 대한 개념을 EU 지침의 내용과 부합하도록 정의하고 있다.⁹²⁾ Section 118B는 내부자(insiders)를 경영진, 주주, 피고용인, 전문투자자문업자 및 기타 수단에 의하여 내부정보를 습득한 자⁹³⁾ 등 다섯 가지 부류로 나누어 다루고 있다. EU 지침 Article 10(a)⁹⁴⁾와 관련하여 당초 영국은 금융시장법 Section 22에서 명시하고 있는 특정 행위만을 규제하여 왔으나 시장남용규칙 Section 10(2)는 시장의 범위를 확대하여 금융시장법의 일부 규정이 더욱 폭넓게 적용될 수 있도록 하였다. 또한, 적용대상이 되는 금융상품의 범위에 관한 EU 지침 Article 10(b)⁹⁵⁾와 관련하여서도 모든 회원국 내에서 거래되는 동 지침 Article 1(3)상의 금융상품과 동일한 수준으로 그 범위를 확대하였다.⁹⁶⁾ 상장규칙에 대해서

91) S.I. 2005 No. 381.

92) Id., Schedule 2, 1, 118 Market Abuse & 118C Inside Information.

93) 이 경우 당사자는 당해 정보가 내부정보임을 알았거나 그 인식에 합리적인 기대가능성이 있어야 한다. Id., Schedule 2, 1, 118B Insiders.

94) 脚註 82 및 해당 본문 참조.

95) 脚註 83 및 해당 본문 참조.

96) S.I. 2005 No. 381., Art. 10(2).

도 EU 지침상의 공시(disclosure)에 관한 규정을 반영하여 일부 수정이 가해졌다. 즉, 기존의 상장규칙은 영국 내 시장에서 공식적으로 증권을 발행하는 회사에 대하여만 적용되었는데, EU 지침 Article 10을 반영하여 모든 회원국의 시장에서 거래되는 증권을 발행하는 회사에까지 그 범위를 확대하였다. 시장남용규칙 별표 1은 금융시장법 제6장을 수정, Section 96A를 신설하여 영국 내에서 거래되는 금융상품을 규제하기 위한 규정이 포함해야 할 내용을 명시하고 있으며, 상장규칙 위반에 대한 벌칙을 규정하고 있는 Section 91을 수정하여 그 적용범위를 확대하였다.⁹⁷⁾

(3) 독일

독일의 『금융투자자보호증진법(Anlegerschutzverbesserungsgesetz of 2004)』⁹⁸⁾은 증권시장의 투명성 향상을 위해 시장 내 불법행위에 대해 민·형사책임을 모두 부과하고 있으며, 특히 동 법 Article 1은 EU 지침의 시행과 이에 상응하는 구체적인 시행수단에 관해 규정하고 있다.⁹⁹⁾ 또한, 독일의 증권법제는 EU 지침 Article 6(1)이 규정하고 있는 내부정보에 관한 계속적인 공시의무에 관한 사항을 끊임없이 반영해 왔으며, ‘유럽의 내부공익신고 규정(whistle-blowing provisions)’이라 불리는 EU 지침 Article 6(9)의 시행을 위해 독일의 『증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz)』은 금융중개인과 증권거래소로 하여금 내부자거래나 시장조작행위와 관련된 거래가 의심되는 사안에 관해서는 연방금융서비스감독청(Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen)에 보고할 것을 의무화하고 있다.¹⁰⁰⁾ 연방금융서비스감독청은 직무수행에 필요한 모든 감독 권한을 특정한 관계 당국에 부여하도록 한 EU 지침 Article 12에 의해 유럽과 독일의 증권법제에 관하여 해석하고 시행할 수 있는 권한과,¹⁰¹⁾ 각 회원국의 금융 감독당국과

97) Id., Schedule 1.

98) BGBI 2004, 2630.

99) 시행수단에 관한 구체적인 설명은 U. Noak & S. Zetzsche, *Corporate Governance Reform in Germany* (2006) 16 EBLR 1033, AT 1047-48 참조.

100) Paragraphs 10 and 14 of the Wertpapierhandelsgesetz.

101) 이와 같이 연방금융서비스감독청에 광범위한 권한을 위임하는 것은 독일 헌법에 위배된다는 비판이 있다. Noak & Zetzsche, 앞의 논문(註99), pp.1048-49.

긴밀히 협조할 수 있는 권한을 가지고 있다.¹⁰²⁾

독일 증권거래법은 내부자거래의 규제를 위해 내부자가 자신의 계산으로 또는 제3자를 위하여 내부정보¹⁰³⁾를 이용한 증권의 취득과 처분을 금지¹⁰⁴⁾하는 한편, 권한 없이 제3자에 대하여 내부정보를 공개하는 행위 및 내부정보에 근거하여 제3자로 하여금 증권의 처분이나 취득을 권유하는 행위를 금지하고 있다.¹⁰⁵⁾ 여기서 상기의 내부자는 당해 회사의 경영진, 감독기관 또는 유한책임사원뿐만 아니라 주주¹⁰⁶⁾와 고용관계를 불문하고 업무상 연관이 있는 모든 사람을 포함한다. 나아가 이들이 동 법의 내부자거래 규정을 위반한 경우라면 당해 회사와 특정한 관련이 없어도 내부정보를 취득한 경위를 불문하고 형사상 책임을 부담하게 된다.¹⁰⁷⁾

IV. 헤지펀드에 의한 내부자거래 규제개선 방안

내부자거래 규제 법제를 비롯한 일련의 증권 관련 법제는 지난 수년간 미국에서 뿐만 아니라 국제적으로 상당히 발전되어 오고 있으며, 이는 기업환경이 점 점 복잡해짐에 따라 자본시장에서 다양한 형태의 금융상품이 거래되고 있는 현실을 반영하고 있다. 여기에 최근 전 세계적인 금융경색으로 인하여 구조화된 금융상품의 부작용을 적절히 감시하고 통제할 수 있도록 더욱 강력하고 엄격한 금융법제의 시행이 필요하다는 견해가 일반적이다.

헤지펀드는 여타 금융기관과 비교해 볼 때 증권사기에 연루되는 경우

102) Council Directive 2003/6/EC, Art. 16, 2003 O.J. (L 96), p.24.; Paragraph 36 of the Wertpapierhandelsgesetz.

103) 독일 증권거래법 Paragraph 13(1)은 ‘내부정보’의 개념을 “특정회사 또는 그 증권과 관련된 대중에 공개되지 않은 일정한 상황에 대한 모든 유형의 상세한 정보로서 그것이 공개될 경우, 증권의 시장가격이나 거래소에 심대한 영향을 끼칠 우려가 있는 것”으로 정의하고 있다.

104) Paragraph 14(1) of the Wertpapierhandelsgesetz

105) Id.

106) 주주지위를 가지는 회사를 포함한다.

107) 독일 증권거래법은 이들에 대하여 5년 이하의 징역이나 무제한의 벌금을 부과할 수 있다고 규정하고 있다. Paragraph 38 of the Wertpapierhandelsgesetz.

가 훨씬 많은데, 특히 내부자거래에 있어서는 상술한 바와 같이 헤지펀드의 속성상 자신의 내부자거래 행위를 은폐하는 것이 비교적 용이하다. 이에 업계의 자율규범을 적절히 이용하는 것이 헤지펀드에 의한 내부자거래를 예방하는데 효과적일 것으로 생각된다. 일례로, 영국의 헤지펀드 업계는 의무적 공시사항, 시장남용 관련 법제의 준수를 위한 내부절차 및 위반 시 비상대책을 포함한 몇 가지 자율규범을 제안한 바 있다. 이에 따르면, 헤지펀드의 직원 중에 자신이 내부정보를 획득하였다고 믿는 자는 첫째, 당해 헤지펀드의 준법감시인에게 그 사실을 통지하여야 하고, 둘째, 준법감시인은 당해 정보가 미공개의 중요정보인지를 판단하여야 하며, 셋째, 미공개의 중요정보인 경우, 당해 회사의 증권은 제한된 주식일람표(restricted list)에 상장되며, 넷째, 당해 헤지펀드는 동 일람표에 상장된 주식의 거래에서 완전히 배제된다. 마지막으로, 당해 헤지펀드가 재정적으로 곤궁한 상태에 있는 회사의 채권자위원회에 참여하고 있는 경우, 다른 직원에 의한 동 회사의 주식거래를 방지하기 위하여 적절한 이해상충방지체제(Chinese Wall)¹⁰⁸⁾를 갖추는 것이 필요하다.¹⁰⁹⁾

이와 같은 자율규범은 미국 시장에서 활동하고 있는 헤지펀드에도 적용될 수 있을 것으로 보이며, 이와는 별개로 지난 2008년, SEC는 헤지펀드에 대한 더욱 효과적인 감독을 위해 증권거래소에 의한 관련 법제의 중앙집권적인 시행을 골자로 하는 대책을 내 놓았다.¹¹⁰⁾ 또한, 헤지펀드

108) Chinese Wall이란 일반적으로 “투자기관이 그 고객인 상장회사로부터 얻은 미공개 중요정보를 동일한 투자기관의 다른 직원들과 공유하는 것을 막기 위한 내부관계의 차단장치”를 의미하는 것으로, NASD(National Association of Securities Dealers)는 “NASD 회원들이 내부정보를 불법적으로 이용하는 것을 방지하기 위하여 증권회사에서 미공개 중요정보에 대한 동회사의 다른 부서의 접근을 제한하기 위하여 설치한 절차를 통칭하기 위하여 사용되는 용어”로 정의하고 있다. Christine M. Bae et al., Chinese Walls-Procedures and Remedies for Dealing with Conflicts of Interest and Other Abuses by Broker-Dealers in Connection with Conduct by Their Securities Analysts, 1327 *PLI/ Corp* 123, 126-27 (2002); <http://www.nasd.com/Resources/Glossary/EntireGlossary/index.htm>.

109) Hedge Fund Working Group, Hedge Fund Standards: Part II The Best Practice Standards 59 (Oct. 9, 2007), available at <http://www.hfwg.co.uk/sites/10085/files/HFWG%20Paper%20Part%202%20Final.pdf>.

110) *Program for Allocation of Regulatory Responsibilities*, Exchange Act Release No. 58,350, Fed. Sec. L. Rep (CCH) P 88,254 (Aug. 13, 2008).

를 비롯한 모든 시장참가자들이 내부자거래를 방지하기 위해 어떠한 정책과 절차를 강구하고 있는지에 대한 입증을 요구하기도 하였다.¹¹¹⁾ 그러나 헤지펀드가 관련된 내부자거래 문제를 완전히 해결하기 위해서는 이러한 대책에 더한 규제적 노력이 더욱 필요할 것으로 보인다.¹¹²⁾ 특히, 감독당국이 헤지펀드의 활동을 적절히 감시할 수 있도록 헤지펀드 자문업자에 대한 규제를 강화하는 것이 필요할 것으로 판단된다. 즉, 헤지펀드 자문업자에 대한 의무등록제도는 그들이 운영하는 헤지펀드를 다양한 증권 관련 법제의 대상으로 포섭할 수 있는 효과가 있으며, 이를 통하여 SEC는 모든 자문업자들이 유지하고 있는 모든 기록에 대해 필요에 따라 적절한 조사활동을 벌일 수 있을 것으로 보인다.¹¹³⁾

미국의 경우에는 이 밖에도 헤지펀드의 직원에 의한 내부자거래를 효과적으로 방지하고 기소하기 위한 입법노력이 더 필요할 것으로 생각된다. 즉, 헤지펀드 자문업자를 규제함과 동시에 내부자거래에 대한 법적 개념의 확대와 금융 파생상품에 대한 규제체계의 개선 등이 그것이라 하겠다.¹¹⁴⁾ 특히, 내부자거래에 대한 폭넓은 법률적 정의의 흠결은 미국 증권법이 가지는 심각한 문제라 할 수 있는데, 이를 최근 EU 지침 상의 개념에 준하여 개선하고 성문화한다면,¹¹⁵⁾ 규제의 명확성과 용이성 측면에서

111) Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The Retirement Systems of Alabama, Release No. 57,446 (Mar. 6, 2008), available at <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-57446.htm>; Michael K. Lowman et al., Keeping Current: Securities, 17 Bus. L. Today 63-4 (July/Aug. 2008).

112) Thomas C. Pearson & Julia Lin Pearson, *Protecting Global Financial Market Stability and Integrity: Strengthening SEC Regulation of Hedge Funds*, 33 N.C. J. Int'l L. & Comm. Reg. 1 (2007).

113) Investment Advisers Act of 1940 §204, 15 U.S.C. §80b-4; Investment Advisers Act of 1940 §204A, 15 U.S.C. §80b-4a. 즉, 미국 투자자문업법 제204조에 의하면, 등록된 투자자문업자는 미공개 중요정보의 오·남용을 방지하기 위한 정책과 절차를 가지고 있어야 하며, 만약 헤지펀드 자문업자가 SEC에 등록하게 된다면 이들은 펀드의 준법프로그램에 관한 연례보고서를 제출하여야 한다.

114) 앞의 청문회 기록(註8).

115) 사실, 내부자거래 문제는 의회가 이를 SEC의 규제와 감독에만 맡겨 둘 수 없는 심각한 문제이다. 즉, 행정부인 SEC의 규칙은 입법부가 정하고, 사법부가 해석해 놓은 증권거래법 Section 10(b)상의 권한과 감독범위를 초월할 수 없는 한계가 있다. 다시 말하면, 내부자거래 문제에 관한 증권거래법의 해석에 있어 연방대법원이 신인관계의 필요성을 고수하고 있는 이상, SEC의 규칙으로써 신인관계가 존재하지

더욱 효과적일 것으로 판단된다. 더불어, 의회는 지난 2008년 재무부(the Secretary of the Treasury)가 제안한 바와 같이¹¹⁶⁾ SEC와 상품선물거래위원회(the Commodity Futures Trading Commission) 등 금융 감독기관의 통합을 고려해 볼 필요가 있다. 이는 지난 2001년 영국이 여러 감독기관을 통합하여 FSA를 신설한 것과 같은 맥락으로 이를 통하여 금융규제의 일관성과 공정성 및 더욱 효과적인 집행이 담보될 수 있을 것으로 생각된다.

V. 우리 법에의 시사점: 결론에 갈음하여

헤지펀드가 채권자위원회에 참여하여 내부자거래에 관여한 사례는 아니지만 우리나라에서도 외국계 펀드에 의한 내부자거래가 문제된 경우를 찾아 볼 수 있다. 검찰에 의하면, 지난 2003년 4월, 유동성 위기를 겪고 있던 (주)LG카드의 사외이사를 겸직하고 있던 외국계 펀드 Acorn · Pecan의 한 임원은 (주)LG카드가 이미 1조원 규모의 유상증자를 실시했음에도 불구하고 추가로 수천억 원의 유상증자를 해야 하는 상황이라는 미공개 정보를 획득하였으며, 이에 근거하여 같은 해 10월, Acorn · Pecan이 소유하고 있었던 (주)LG카드 주식 576만주를 매도해 263억 원의 손실을 피할 수 있었다고 한다.¹¹⁷⁾ 이에 대하여 1심 법원은 2007년 2월, (주)LG카드의 사외이사로 있었던 Acorn · Pecan의 임원에 대해 징역 4년과 Acorn · Pecan 법인에 대해 벌금 265억 원을 선고하였으나, 2008년 6월, 2심 법원은 당해 정보가 미공개이기는 하였으나 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요정보에 해당하지 않는다는 등의 사실오인 및 법리오해 등을 이유로 무죄를 선고한 바 있다.¹¹⁸⁾ 미국에서도 지난 5월, SEC가 신용디폴트

않는 내부자거래를 규제할 수 없는 것이다. 여기에 의회가 내부자거래의 개념 확대를 성문화해야 할 필요성이 있다고 할 것이다.

116) Department of the Treasury, Blueprint for Modernized Financial Regulatory Structure (2008), available at <http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>.

117) 한겨레 신문, 2009. 4. 17. 이 사건에는 Acorn · Pecan의 임원뿐만 아니라 LG그룹 명예회장과 LS전선 부회장 등 LG그룹 총수 일가도 연루되었으나 이에 대해서 검찰은 무혐의 결정을 내렸다.

118) 서울고등법원 2008.6.24. 선고 2007노653.

스왑(Credit Default Swap; CDS)의 내부자거래 혐의로 헤지펀드에 대해 민사소송을 제기하였고,¹¹⁹⁾ 10월에는 IMB, Intel 등 미국 굴지의 기업 고위 임원과 신용평가회사인 Moodys의 증권분석사 및 컨설팅회사인 McKinsey 임원 등이 연루된 헤지펀드 사상 최대 규모의 내부자거래 사건이 발생하는 등¹²⁰⁾ 헤지펀드에 의한 내부자거래 문제가 끊이지 않고 있는 실정이다. 이에 우리나라도 헤지펀드에 의한 내부자거래를 사전에 방지하고, 처벌을 강화하는 등 관련 법제를 면밀히 검토해야 할 필요가 있을 것으로 생각된다.

우리 『자본시장과금융투자업에관한법률(이하‘자본시장법’)』은 제4편 제1장에서 내부자거래를 규정하고 있으며, 제44조와 제45조는 이해상충의 경우 관리시스템을 마련할 것을 의무화하고 있다. 특히, 제174조 제1항은 내부자의 범위에 관하여 ① 그 법인 및 그 법인의 임직원·대리인으로서 그 직무와 관련하여 미공개 중요정보를 알게 된 자, ② 그 법인의 주요주주로서 그 권리를 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, ③ 그 법인에 대하여 법령에 따른 허가·인가·지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자로서 그 권한을 행사하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, ④ 그 법인과 계약을 체결하고 있거나 체결을 교섭하고 있는 자로서 그 계약을 체결·교섭 또는 이행하는 과정에서 미공개중요정보를 알게 된 자, ⑤ 제2호부터 제4호까지의 어느 하나에 해당하는 자의 대리인·사용인, 그 밖의 종업원으로서 그 직무와 관련하여 미공개중요정보를 알게 된 자 및 ⑥ 제1호부터 제5호까지의 어느 하나에 해당하는 자로부터 미공개중요정보를 받은 자로 정하고 있다.¹²¹⁾

따라서 채권자위원회에 참여하고 있는 헤지펀드의 내부자거래를 규제하기 위한 근거로서 동 법 제174조 제1항 제3호와 제4호를 고려할 수 있

119) SEC Press Release 2009-102 (May 5, 2009), available at <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-102.htm>; SEC Litigation Release No. 21023 (May 5, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21023.htm>.

120) SEC Litigation Release No. 21284 (Nov. 5, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21284.pdf>; SEC Litigation Release No. 21255 (Oct. 16, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2009/comp21255.pdf>.

121) 자본시장법 제174조 제1항.

을 것으로 보이나 제4호는 헤지펀드가 당해 회사와 여타의 투자계약을 체결하거나 교섭하는 과정에서 내부자거래를 행한 것이 아니라 주요 채권자의 대표로서 그들의 이익을 위하여 행위를 하는 과정에서 획득한 미공개 중요정보를 이용한다는 점에서 제외될 것으로 판단된다. 하지만, 제3호를 근거로 채권자위원회에 참여하는 헤지펀드의 내부자거래를 규제할 수 있을 것으로 보인다. 우리 『채무자회생및파산에관한법률(이하 ‘통합도산법’)』은 제21조 제1항에서 미국법상 채권자위원회와 유사한 채권자협의회의 기능으로서 ① 회생절차 및 파산절차에 관한 의견의 제시, ② 관리인·파산관재인 및 보전관리인의 선임 또는 해임에 관한 의견의 제시, ③ 법인인 채무자의 감사 선임에 대한 의견의 제시, ④ 회생계획인사 후 회사의 경영상태에 관한 실사의 청구, ⑤ 그 밖에 법원이 요구하는 회생절차 및 파산절차에 관한 사항 및 ⑥ 그 밖에 대통령령이 정하는 행위로 정하고 있는데,¹²²⁾ 채권자협의회에 참여하는 헤지펀드가 행하는 제1호 내지 제4호의 행위를 자본시장법 제174조 제1항 제3호가 칭하는“지도·감독, 그 밖의 권한을 가지는 자”의 행위에 해당하는 것으로 볼 수 있을 것으로 판단된다.

하지만, 당해 회사의 내부정보에 근거하여 제3회사의 주식을 거래함으로써 발생하는 외부자에 의한 내부자거래에 대하여는 자본시장법상의 규제근거가 다소 빈약한 것으로 보인다.¹²³⁾ 이에 내부자의 규제범위에 관하여 미국법상의 부정유용이론을 일반적으로 수용하거나 EU 지침상의 내부자 개념에 필적하는 수준으로 개정하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

주제어 : 헤지펀드, 내부자거래, 미공개 중요정보, 채권자협의회, 부정유용이론, 자본시장법

122) 통합도산법 제21조 제2항.

123) 김광록, “미국법상 내부자거래에 관한 규제 법리와 자본시장법”, 『상사판례연구』 제22권 제2권, 상사판례학회, 2009, 311쪽.

참 고 문 헌

- 김광록, “미국법상 내부자거래에 관한 규제 법리와 자본시장법”, 「상사판례 연구」, 제22권 제2권, 상사판례학회, 2009.
- 김범준, “미국의 헤지펀드 규제에 대한 비판적 소고-2006년 Goldstein v. SEC 판결 이후의 동향을 중심으로-”, 「법학논총」, 제33권 제1호, 단국대학교 법학연구소, 2009.
- 노태약, “최근 판례에 나타난 내부자거래 규제의 법리-자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 제정에 덧붙여-”, 「BFL(Business, Finance & Law)」, 제25호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
- 손성, “내부자거래 규제에 관한 연구-자본시장통합법을 중심으로-”, 「상사법 연구」, 제27권 제2호, 상사법학회, 2008.
- 안수현, “불공정거래행위 규제법제의 새로운 전개-자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(안)의 불공정거래행위 규제를 중심으로-”, 「BFL」, 제22호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
- 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009.
- 전욱, “내부자거래 금지 위반 사건-서울고등법원 2007노1733호-”, 「법학연구」, 제15집 제2호, 경상대학교 법학연구소, 2007.
- Thomas M. Madden, *O'Hagan, 10b5-2, Relationships and Duties*, 4 Hastings Bus. L. J. 55 (Winter 2008)
- Eric B. Fisher & Andrew L. Buck, *Hedge Funds and the Changing Face of Corporate Bankruptcy Practice*, 25 Am. Bankr. Inst. J. 24 (Jan. 2007)
- Thomas C. Pearson & Julia Lin Pearson, *Protecting Global Financial Market Stability and Integrity: Strengthening SEC Regulation of Hedge Funds*, 33 N.C. J. Int'l L. & Comm. Reg. 1 (2007)
- Myron T. Steele, *Judicial Scrutiny of Fiduciary Duties in Delaware Limited*

- Partnership and Limited Liability Companies*, 32 Del. J. Corp. L. 1 (2007)
- Frank B. Cross & Robert A. Prentice, *The Economic Value of Securities Regulation*, 28 Cardozo L. Rev. 333 (2006)
- Mary M. Caskey, *Lifting the Fog: Finding A Clear Standard of Liability for Secondary Actors Under Rule 10b-5*, 41 Val. U. L. Rev. 403 (2006)
- Kurt F. Gwynne, *Intra-Committee Conflicts, Multiple Creditors' Committees: Altering Committee Membership and Other Alternatives for Ensuring Adequate Representation Under Section 1102 of the Bankruptcy Code*, 14 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 109 (2006)
- Burke Gappmayer, *Protecting the Insolvent: How a Creditor's Committee Can Prevent Its Constituents from Misusing a Debtor's Nonpublic Information and Preserve Chapter 11 Reorganization*, 2006 Utah. L. Rev. 430 (2006)
- Paul M. Goldschmid, *More Phoenix Than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process*, 2005 Colum. Bus. L. Rev. 191 (2005)
- Michael D. Mann & William P. Barry, *Developments in the Internationalization of Securities Enforcement*, 39 Int'l Law. 667 (2005)
- Joseph F. Morrissey, *Catching the Culprits: Is Sarbanes-Oxley Enough*, 2003 Colum. Bus. L. Rev. 801 (2003)
- Terry Fleming, *Telling the Truth Slant: Defending Insider Trading Claims Against Legal and Financial Professionals*, 28 WM. Mitchell L. Rev. 1421 (2002)
- James Fisher, *Privatizing Regulations: Whistle-blowing and Bounty Hunting in the Financial Services Industries*, 19 Dick. J. Int'l L. 117 (2000)
- Bryan A. Garner et al., 『*Black's Law Dictionary*』, West Group, 1999.

A Study on Regulations of Insider Trading involved with Hedge Funds
—Focused on the Regime of the United States and European Countries—

Kim, Beom Joon*

The near collapse of the financial system in the fall of 2008 due to lax scrutiny of securitized debt instruments necessitates securities regulation reform. It is essential that law-makers are mindful of the role of hedge funds in magnifying the impact of the crisis through their heavy investment in alternative high-risk instruments and inclinations to engage in market manipulation. The reform must address both types of market manipulation: fraud and insider trading. More sophisticated technology and complex hedge fund characteristics increase the possibility of insider trading problems. The authorities must take aggressive action to deter and detect sophisticated insider trading concealed in various markets. This need is particularly important in the unregulated world of hedge funds in the United States and Korea.

Hedge funds serving on a creditors committee can usually obtain access to non-public material information. Thus, hedge funds must exercise enormous care so as not to allow any of its traders or hedge fund employees to use information gained from those committees to achieve the enormous financial returns. Hedge funds should face liability similar to other professional fiduciaries when they function on creditor committees. Because insider trading harms the public's faith in the integrity of the financial markets, clear statutory laws and strong governmental enforcement of insider trading laws are needed. Investors and the public cannot rely on the integrity of hedge funds alone where hedge funds yield enormous economic returns. Judgments in the financial system are often distorted by the enormous financial returns that the hedge funds provide.

As an improved model, it would be desirable in order to prevent further insider

* Visiting Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, S.J.D. (Doctor of Juridical Science).

tradings involved with hedge funds that the scope of insider in the U.S. securities laws and Korean Financial Investment Services and Capital Market Act will be extended so that they could just focus on the imbalance of information when a trade occurs rather than any specific relationship between the parties involved and the issuer in the equivalent extent to the definition in the EU Directive.

<p>Key Words : Hedge Fund, Insider Trading, Non-public Material Information, Creditors' Committee, Misappropriation Theory, The Financial Investment Services and Capital Market Act</p>
