

연구보고 2008-

# 헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구

한 정 미

# 헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구

## Legislative Proposals on the Financial Investment Law for Hedge Funds

연구자 : 한정미(부연구위원)

Han, Joung-Mi

2008. 10. 31.

## 국문 요약

2008년 5월 정부는 다양한 투자기회를 제공하고 금융회사의 투자위험 관리기법을 고도화하여 금융산업 및 시장을 선진화하기 위해 2009년 중 단계적 헤지펀드 도입을 허용하기로 하였다. 그러나 최근 IB 중심체제와 자유방임적 감독 정책으로 대표되는 미국식 모델이 파산 위기에 처한 만큼 자본시장법 등 금융혁신 법안의 방향을 다시 검토해야 한다는 주장이 있고, 이에 반해 미국의 이와 같은 금융위기는 미국형 금융시스템자체의 부실이 아니라 관리·감독의 문제라고 보아야 한다는 견해도 있다. 즉, 신용위험을 줄이기 위해 고안된 신용파생상품에 헤지펀드들이 뛰어들면서 고수익·고위험 추구 경향이 두드러지게 된 것을 감안해 적절한 레버리지 관리 장치를 마련한다면 IB 출현의 기회가 될 수도 있다는 것이다.

따라서 본 보고서에서는 외국에서 운용되어온 헤지펀드의 실태분석을 바탕으로 기본적으로는 헤지펀드를 도입하는 것으로 하고, 도입에 관한 찬반 논의를 고려하여 우리나라의 금융시장의 개방정도와 성숙도에 적절한 규제장치를 제안하는 것으로 정리하였다. 즉, 헤지펀드는 금융시장 및 투자자에게 시장의 유동성 제고 역할과 고수익의 투자기회를 제공하고, 금융시장에서의 차익거래를 통해 금융상품의 가격 불균형을 축소하며, 다양하고 정교한 투자기법 개발을 통해 금융시장 발전에 도움을 주는 순기능을 수행하기도 하므로, 우리나라에서도 헤지펀드를 도입하여 자산운용 및 위험관리 기법의 향상, 금융 전문인력의 양성, 금융문화 선진화 등을 도모하고자 하는 것이다.

이러한 헤지펀드의 도입의 성패는 시스템리스크 발생을 방지하는 것에 초점을 맞추고, 헤지펀드가 제공하는 장점을 최대한 살려 운용하는 것에 따라 달라질 것이다. 일반적으로 금융감독을 위하여는 공시와 행위규제라는 효과적인 수단이 사용되어져 왔는데, 이 수단을

사용한다면 헤지펀드의 장점을 유지할 수 없게 된다는 것이 딜레마인 것이다. 그러나 우리나라의 금융산업의 수준에서 규제 없는 헤지펀드를 도입하는 것은 유보하여야 할 것이고, 따라서 우리나라에서 헤지펀드를 도입한다면 우선 전문투자자를 대상으로 적절한 자격을 갖춘 운용자가 운용하는 헤지펀드를 제한적으로 허용하여야 할 것이며, 감독당국의 합리적이고 지속적인 감독과 투자자보호 제도가 운용되어야 할 것이다.

※ 키워드 : 헤지펀드, 금융투자은행(IB), 투자자보호, 금융감독, 공시

## Abstract

On May 2008, the Korean government decided to allow hedge funds to operate in Korea under gradual market opening measures as a way to raise the level of the domestic financial market and improve financial risk regulations to provide wider investment opportunities.

This paper will analyze foreign hedge funds assuming that they will be allowed to operate in Korea and take into account both sides of the argument regarding their entry in Korea. A proposal on the level of financial oversight and financial market liberalization measures in Korea will be presented.

Thus, hedge funds provide market liquidity for financial markets and investors along with investment opportunities that potentially have higher returns in addition to reducing the price imbalances in financial derivatives through margin trades in financial markets that will lead to diverse and precise development of investment techniques, aiding the development of financial markets as one of its pure functions and thereby, the entry of hedge funds in Korea will improve risk management and asset management, nurture financial professionals and promote the further enhancement of the financial environment.

This author deems it necessary to halt the entry of hedge funds in the domestic market if there is no financial oversight implemented on funds in the current financial system that exists in Korea and therefore if hedge funds are allowed to enter Korea, limitations must be set upon hedge funds and the fund managers themselves must meet certain qualifications if they want to market their fund to professional investors. The regulatory

agency in Korea must continue to exercise oversight on hedge funds and introduce measures to protect investors.

※ Key words : Hedge Funds, Investment Bank, Protect Investors,  
Financial Supervision, Public Announcement

# 목 차

국문요약 .....	3
Abstract .....	5
제 1 장 서 론 .....	11
제 1 절 연구의 목적 .....	11
제 2 절 연구의 범위와 방법 .....	12
제 2 장 헤지펀드 개관 .....	15
제 1 절 헤지펀드 개념 .....	15
I. 헤지펀드의 구분 .....	15
II. 유사개념 .....	17
III. 사모투자전문회사와 헤지펀드 .....	19
제 2 절 헤지펀드 현황 .....	27
I. 국제 헤지펀드 현황 .....	27
II. 투자자별 비중 추이 .....	29
제 3 절 헤지펀드의 위험요소 .....	30
I. 투자자보호 미흡 .....	30
II. 시스템리스크 우려 .....	33
III. 헤지펀드의 투명성 문제 .....	34
IV. 헤지펀드 투자전략의 위험성 .....	35
V. 소 결 .....	36

제 4 절 헤지펀드 도입의 필요성 .....	38
I. 투자기회의 다양화 .....	38
II. 금융산업의 선진화 .....	38
III. 소 결 .....	39
제 3 장 주요국의 헤지펀드 관련 규제 .....	41
제 1 절 미 국 .....	41
I. 금융투자 관련 입법 .....	41
II. 헤지펀드 규제내용 .....	45
제 2 절 영 국 .....	54
I. 금융투자 관련 입법 .....	54
II. 헤지펀드 규제내용 .....	57
제 3 절 독 일 .....	65
I. 금융투자 관련 입법 .....	65
II. 헤지펀드 규제내용 .....	68
제 4 절 일 본 .....	80
I. 금융투자 관련 입법 .....	80
II. 헤지펀드 규제내용 .....	84
제 4 장 헤지펀드 관련 금융투자법제 .....	97
제 1 절 금융투자법제 현황 .....	97
I. 자본시장법 제정 의의 및 구조 .....	97
II. 금융투자 관련법제의 체계변화 .....	100
III. 금융투자상품의 개념 재정립 .....	104



제 2 절 건전경영 규제 .....	108
I. 자본적정성 규제 .....	108
II. 자산건전성 규제 .....	109
III. 소 결 .....	110
제 3 절 영업행위 규제 .....	110
I. 투자자의 구분 .....	111
II. 영업행위 규제의 차등적용 .....	114
III. 업무개선명령과 행정처분 .....	115
IV. 투자권유대행인 제도 .....	117
제 4 절 공시규제 .....	118
I. 증권의 발행시장 공시 .....	118
II. 증권의 유통시장 공시 .....	119
제 5 절 불공정거래 규제 .....	119
I. 단기매매차익 규제 .....	119
II. 미공개 중요정보 이용행위 금지 .....	120
III. 시세조종행위 금지 .....	120
IV. 공매도 제한 .....	121
제 5 장 헤지펀드 도입방안 .....	123
제 1 절 헤지펀드 도입의 방향과 단계 .....	123
I. 헤지펀드 규제동향 .....	123
II. 헤지펀드 국내 도입의 기본방향 .....	124
III. 헤지펀드 허용단계 .....	126
제 2 절 헤지펀드 운용자에 대한 규제 .....	128

I. 사전인가요건의 완화 .....	128
II. 금융투자업의 진입규제 .....	130
제 3 절 헤지펀드 운용에 대한 규제 .....	135
I. 자산운용 규제 .....	135
II. 금전차입의 규제 .....	137
III. 공매도의 제한적 허용 .....	139
VI. 시스템 리스크 예방 .....	143
제 4 절 헤지펀드 투자자보호 방안 .....	148
I. 투명성 강화와 투자자보호 .....	148
II. 공시의무의 부과 .....	151
III. 이해상충 행위 금지 규정의 강화 .....	157
IV. 차액계약 거래의 규제 .....	159
V. 청약철회권 .....	162
제 6 장 결 론 .....	165
참 고 문 헌 .....	171

## 제 1 장 서 론

### 제 1 절 연구의 목적

헤지펀드란 투자회사법에 규정된 투자회사로 등록되어 있지 않아 투자회사법 및 증권 관련법의 규제를 받지 않으며, 사모형태로 자금을 조달하여 주식, 채권, 통화 및 선물옵션 등의 파생상품에 대한 투자를 통해 고수익을 얻는 것을 목표로 하는 투자기구를 말하는 것으로 현재 법적 정의를 가지고 있지 않다.

우리나라에서는 일반적으로 칼아이칸의 KT&G 경영권 위협의 사례나 론스타의 외환은행 헐값매각 사례 등을 통하여 헤지펀드에 대한 부정적인 인상이 강하게 남아있는 것이 사실이지만, 2002년 말 5,000여개로 추산되던 헤지펀드가 2005년 말 8,000여개, 2007년 말 1만 1,000여개로 증가하였고 2008년 말에는 운용자금의 규모가 2조 달러에 달할 것으로 전망<sup>1)</sup>되어 금융의 국제화가 일반적인 시대에 헤지펀드에 대하여 부정적으로 시각만을 유지하기는 어려운 상황이라 할 것이다.

이에 따라 우리나라에 헤지펀드를 도입하는 것에 대한 논의가 진행되기 시작하였는데, 최근의 미국 서브프라임 모기지 부실사태 등을 계기로 헤지펀드 부작용에 대한 국제적인 규제 움직임이 나타나고 있으므로 도입에 대한 논의 과정에서 이러한 위험요소들을 고려할 필요가 있을 것이며, 헤지펀드에 대한 직접규제를 적용하고 있는 독일을 중심으로 유럽지역에서 헤지펀드를 포함한 자산운용시장에 대한 투명성 제고 및 직접규제를 통한 보완 등 감독강화 주장이 대두되고 있는 것에도 주목할 필요가 있다. 또한, 최근 헤지펀드 주주행동주의 등을 통한

---

1) Hedge Fund Research, “HFR Industry Report First Quarter 2007” ; “Hedge funds face a stark choice”, Financial Times(FT), 2007. 2. 14. 참조.

헤지펀드 경영참여가 확대됨에 따라 외국계 헤지펀드에 대항하고 자본 시장의 국제적 경쟁력을 제고하기 위한 토종 헤지펀드를 양성할 수 있는 여건을 마련 및 헤지펀드를 통한 외국자본 유입을 위한 제도를 마련할 필요가 있다는 주장도 대두되고 있다. 이와 같은 헤지펀드 도입에 대한 각계의 논의를 바탕으로 2008년 5월 정부는 다양한 투자기회를 제공하고 금융회사의 투자위험 관리기법을 고도화하여 금융산업 및 시장을 선진화하기 위해 내년 중 단계적 헤지펀드 도입을 허용하기로 하였다.

그러나 간접투자자산운용업법(이하 ‘간투법’이라 함) 제3조에서 “누구든지 이법에 의하지 아니하고는 간접투자를 업으로 해서는 안된다”고 규정하고 있어 사실상 자유로이 헤지펀드를 설립할 수 없는 상황이며, 현행 간투법상 허용하고 있는 헤지펀드에 가까운 유형은 사모투자전문회사(PEF)에 불과하여 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(제정 2007. 8. 3, 시행 2009. 2. 4, 이하 ‘자본시장법’이라 함)이 실행된다 하더라도 헤지펀드 설립자체는 금지되어 있다는 문제가 있다.<sup>2)</sup>

따라서 본 보고서는 헤지펀드를 도입하고 규제하고 있는 외국의 입법례를 검토하고, 우리나라에서 현재 논의 중인 도입 방안을 분석하여, 국제적 기준과의 정합성을 유지하는 범위 내에서 투자자 보호, 투자정보 공개, 보고의무 강화 등과 관련한 규제방안 등을 모색해 보고, 헤지펀드의 도입과 관련한 금융투자법제의 정비방안을 제시하는 것을 목적으로 한다.

## 제 2 절 연구의 범위와 방법

정부는 대형 투자은행의 육성과 자본시장 활성화 등을 위하여 종래의 『증권거래법』등 자본시장 관련 법률을 통합하여 자본시장법을 제

2) 여은정, “헤지펀드의 도입 논의와 향후 과제”, 금융브리프 제17권 24호, 2008. 6. 14, 3쪽.

정하였다. 금융법의 규율체계를 현행 기관별 규제에서 경제적 실질에 따라 규율하는 기능별 규제체계로 전환한 것이다. 따라서 본 보고서에서 “금융투자 관련법제”는 통합 전의 「증권거래법」, 「선물거래법」, 「간접투자자산운용업법」, 「신탁업법」, 「종합금융회사에 관한 법률」, 「한국증권선물거래소법」과 통합 후의 자본시장법을 그 대상으로 한다.

본 보고서는 헤지펀드의 국내 도입과 관련하여 제2장에서 헤지펀드 도입의 타당성 검토를 위해 헤지펀드의 개념 및 운용현황, 헤지펀드의 위험요소 분석 자료를 제시하였고, 도입의 타당성 제시 후 국내 자본시장법에 헤지펀드를 적절히 도입할 수 있는 방안을 제시하고자 하였다.

제3장에서는 주요국의 헤지펀드 관련 규제 내용을 파악하기 위하여 미국의 증권법, 증권거래법, 자문업법 등을 살펴보고, 영국의 금융서비스시장법상의 헤지펀드 관련 내용을 정리하였다. 또한 독일의 경우 투자법의 헤지펀드 규제내용을 분석하였으며, 일본의 금융상품거래법과 금융상품판매법에 있어서의 헤지펀드 관련 내용을 살펴보았다.

제4장에서는 우리나라의 헤지펀드 관련 금융 법제를 자본시장법을 대상으로 하여 분석하였으며, 금융투자 관련 법제의 체계변화를 바탕으로 금융투자업의 개편, 금융투자상품 개념의 재정립, 건전경영 규제, 영업행위 규제, 공시규제, 불공정거래 규제 등 중요사항을 중심으로 검토하였다.

제5장에서는 헤지펀드 도입을 위한 방안을 제시하였는데, 우선 헤지펀드를 국내로 도입하기 위한 기본방향을 설정하고 각 쟁점사항에 대한 자본시장법상의 규제내용 분석 및 정비방안을 제시하였으며, 여기서는 운용자에 대한 규제, 운용에 대한 규제, 투자자보호 부분으로 크게 구분하여 정리하였다.

제6장에서는 이상에서 헤지펀드 도입의 근거제시와 본문에서 살펴보았던 내용을 목차 순으로 정리하고, 헤지펀드 도입을 위한 자본시

장법의 구체적인 정비내용을 표로 정리하였다.

한편, 연구의 방법으로는 선행연구 자료에 대한 문헌연구 이외에 한국법제연구원에서 수행한 3차례의 전문가 워크숍<sup>3)</sup>에서 집중 논의한 내용을 반영하였다.

---

3) 제1차 워크숍 『헤지펀드에 대한 규제동향과 법적과제』(2008. 4. 11)에서는 “미국·영국의 헤지펀드 규제동향”이라는 주제로 최민용(경북대학교 교수) 발제에 정윤모(한국증권연구원 연구위원)의 지정토론이 있었고, “독일의 헤지펀드 규제 변화와 시사점”이라는 주제로 유주선(강남대학교 교수) 발제에 최승필(한국외국어대학교 교수), 강주영(제주대학교 교수)의 지정토론이 있었으며, “우리나라의 헤지펀드 관련 정책현황과 과제”라는 주제로 이호진(명지대학교 교수) 발제에 조영규(법제처 법제심의관)의 지정토론이 있었다. 제2차 워크숍 『헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안』(2008. 6. 13)에서는 “사모투자전문회사의 법적구조에 대한 고찰”이라는 주제로 김희철(원광대학교 교수) 발제에 서종균(금융위원회 사무관)의 지정토론이 있었고, “헤지펀드의 위험요소와 투자자보호”라는 주제로 박진호(한국은행 구미경제팀 과장) 발제에 김재문(서울시립대학교 교수)의 지정토론이 있었으며, “헤지펀드의 국내 도입방안”이라는 주제로 여은정(한국금융연구원 연구위원)의 발제가 있었다. 제3차 워크숍 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』(2008. 9. 26)에서는 “금융투자업과 공시규제에 대한 고찰”이라는 주제로 박진호(한국은행 구미경제팀 과장)의 발제에 김희철(원광대학교 교수)와 김경신(국회법제실 법제관)의 지정토론이 있었고, “일본의 금융투자업에 대한 규제 동향 및 시사점”이라는 주제로 이효경(한국외국어대학교 강사)의 발제에 성희활(인하대학교 교수)의 지정토론이 있었으며, “자본시장법상 집합투자업과 산탁업법의 구분의 문제점”이라는 주제로 안성포(전남대학교 교수) 발제에 권재열(경희대학교 교수)와 김병연(건국대학교 교수)의 지정토론이 있었다.

## 제 2 장 헤지펀드 개관

### 제 1 절 헤지펀드 개념

#### I. 헤지펀드의 구분

##### 1. 헤지펀드의 특성에 따른 개념

‘헤지펀드’라는 용어는 1949년에 미국의 투자회사법(Investment Company Act, 1940)의 법적 제약을 회피할 목적으로 알프레드 윈슬로우 존스(A. W. Jones)에 의해 최초로 사용되었다.<sup>4)</sup>

헤지펀드에 대하여는 통일된 법적 정의가 있는 것은 아니지만, 일반적으로는 증권과 자산의 집합물(a pool of securities and assets)을 보유하되, 그 지분을 공모절차에 의하여 매각하지 않으면서, 투자회사로서 등록되지 않는 사업체(entity)라고 인식되고 있으며, 헤지펀드의 개념 속에는 높은 차입비율(high leverage), 엘리트 투자자(elite investor), 감독기관의 약한 감시(little oversight) 등 세 가지 요소가 본질적으로 내포되어 있다.

전통적으로 헤지펀드는 규제의 대상으로부터 벗어나기 위해 소수의 자산가들만을 대상으로 주식을 사모로 발행하여 투자자를 모집하였고, 세금이전혜택(pass-through taxation)을 향유하기 위해 유한책임조합(limited partnership)<sup>5)</sup> 또는 유한책임회사(limited liability company)의 형

---

4) 존스는 포춘지에 실린 ‘Hard Times come to the Hedge Funds’라는 기사에서 헤지펀드란 제너럴 파트너(무한책임조합원 : 펀드 매니저)에게 유한책임의 파트너의 돈으로 번 이익에 대한 지분을 주도록 짜여진 limited partnership이라고 정의하였다. 또한 헤지펀드는 항상 레버리지를 사용하고 항상 일정한 숏포지션(short position : 투자자가 가지고 있지 않은 주식을 파는 거래)을 수반하고 있어, 그 투자기관을 ‘Hedged Fund’라고 불렀는데 그것은 롱포지션(long position : 주식매수로 순포지션이 플러스가 되는 거래)과 숏포지션을 결합하여 시장의 변동으로부터 보호되는 헤지된 펀드라는 의미이고, 이후 월스트리트의 큰 기관들이 ‘d’를 떼고 쓰는 관행에 따라 ‘hedge fund’가 되었다.

5) “Limited Partnership”에 대하여는 현재 ‘합자조합’(중소기업창업지원법), ‘합자회

태로 설립되었다고 한다. 오늘날 헤지펀드는 일반적으로 투자전략의 비밀성, 투자대상의 다각화, 시장변동에 따른 투자위험을 감소시키기 위한 매입·매도(long and short position)전략의 병행, 높은 차입비율의 유지, 소규모의 비공개 투자회사라는 일반적 특성을 가지고 있다. 헤지펀드는 사적으로 조직되고 전문투자매니저에 의하여 운용되며, 일반대중에게는 접근이 제한되어 있는 모든 집합투자기구(pooled investment vehicle)를 포괄한다고 말할 수 있다. 따라서 헤지펀드에 대한 정의를 법적으로 명확히 할 수는 없으나 위와 같은 논의를 중심으로 경제학적인 헤지펀드의 특성을 반영하면 “투자회사법에 규정된 투자회사로 등록되어 있지 않아 투자회사법 및 증권 관련법의 규제를 받지 않으며, 사모형태로 자금을 조달하여 주식, 채권, 통화 및 선물옵션 등의 파생상품에 대한 투자를 통해 고수익을 얻는 것을 목표로 하는 투자기구”를 말하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

## 2. 헤지펀드의 설립지역에 따른 구분

### (1) 역내 헤지펀드

역내 헤지펀드(domestic hedge funds)는 국내법에 근거하여 설립된 펀드로서 합자조합의 형태로 설립되는 것이 보통이다. 이 펀드의 스폰서(sponsor)는 업무집행파트너와 투자자문업자인 것이 일반적이다. 그 스폰서는 펀드의 마케팅 및 투자업무를 관장한다. 역내 헤지펀드

---

사’(간접투자자산운용업법), ‘법인격이 없는 합자조합’(2006년 상법개정안) 등으로 각 법률의 성격에 따라 각기 다르게 번역되어 사용되고 있고, 이에 대하여 학자들 간에는 우리나라의 주식회사나 미국의 corporation은 모두 등록을 통해서 법인성을 취득하게 되고, Limited Partnership의 경우는 corporation과는 달리 “등록”이 없기 때문에 법인성을 취득하지 않으므로 (미국 Uniform Limited Partnership Act의 경우) 합자조합으로 해석하는 경우와 Uniform Act를 개별주에서 주법으로 받아들이면서 일부 변경을 하는 경우가 많고(예컨대, 콜로라도, 버지니아, 뉴욕) Limited Partnership에 대해서 “등록”을 요구하고 있으므로, 법인성이 있다고 파악하여 합자회사로 해석할 수도 있다는 의견이 있다. 본 보고서에서는 원문의 의미를 충실히 반영하기 위하여 ‘유한책임조합’으로 사용하였다.



는 증권회사와 계약관계를 맺어 청산, 결제, 자금조달 기타 부대 서비스를 제공받는다. 그리고 그 펀드도 집행중개인, 회계사, 변호사, 예탁기관, 관리요원, 증권의 발행, 등록, 양도 대리인을 둘 수 있다. 그러나 이사회 또는 등록투자회사의 이사회에 버금가는 감독기구는 두지 않는 것이 일반적이다.<sup>6)</sup>

## (2) 역외 헤지펀드

역외 헤지펀드(offshore hedge funds)는 외국법에 근거한 펀드로서 조세피난처로 알려진 국가에서 주식회사의 형태로 설립되는 것이 일반적이다. 역외 헤지펀드는 연금기금, 자선기금신탁, 재단 및 기부금단체 등과 같은 국내법상 면세단체와 외국인들에게 투자를 권유하는 것이 보통이다. 역외 펀드의 투자자는 미국의 경우 세법상 소득세를 부담해야 하기 때문에 이들 면세투자자들은 역외 헤지펀드에의 투자를 선호하는 것이다.

역외 펀드는 투자자문업자와 자문계약을 체결하고, 그 자문업자는 미국 법인체를 부자문업자로 두는 것이 보통이다. 그리고 이 펀드는 해외에 소재하고 있는 독립펀드관리자를 두어 증권의 가치평가, 펀드 자산가치의 산정, 투자자 거래절차의 진행, 회계관리, 기타 업무 등에서 투자자문업자를 보조케 하기도 한다. 이 펀드의 스폰서는 이사회를 두어 펀드를 위한 감독을 수행하도록 하는 것이 일반적이며, 투자자문업자로부터 독립한 이사들을 선임할 수도 있다.<sup>7)</sup>

## II. 유사개념

헤지펀드는 사모투자전문회사, 벤처캐피털 펀드, 상품투자집합기구, 등록투자회사 등 다른 집합적 투자기구들과는 유사한 성격을 갖기도 하지만 차이점도 있다.

6) 송중준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점”, 증권법연구 제7권 제1호, 2006. 8쪽.

7) 송중준, 앞의 논문, 9쪽.

### 1. 벤처캐피탈 펀드

벤처캐피탈 펀드(venture capital fund, VCF)는 헤지펀드와는 구조와 투자자 유형 등에 있어서 유사성이 있는 비등록투자기구이다. 그러나 벤처펀드는 회사의 설립 또는 초기 단계에 투자할 목적으로 조직되는 것이 일반적이고, 그 펀드의 존속기간에 걸쳐 자본을 출자해야 하고 장기투자를 하는 등의 면에서 헤지펀드와는 구별되고, 사모인수펀드와는 유사하다. 그리고 이 펀드는 헤지펀드와는 달리 펀드의 업무집행파트너가 투자대상회사의 이사회 구성원이 되거나 일상의 경영에 관여하는 등 적극적인 역할을 수행한다. 또한 헤지펀드는 시장의 상황을 고려하여 불확정한 기간 동안 투자대상회사의 발행증권을 보유할 수 있지만, 이 펀드는 투자대상회사의 가치가 투자가치를 상회하면 투자를 정산하는 것이 보통이다.

### 2. 상품투자집합기구

상품투자집합기구(commodity pools)는 상품선물의 거래를 목적으로 운용되는 투자신탁, 신디케이트, 기타 이와 유사한 기업을 말한다. 이것은 상품선물에 투자의 집중을 기한다는 점에서 헤지펀드와 구별된다.

### 3. 등록투자회사

헤지펀드는 투자자에 대한 증권발행, 증권과 자산집합의 보유, 투자의 다각화와 투자자문가에 의한 전문적 자산관리, 유사한 형태의 증권에 대한 투자, 유사한 투자전략의 보유 등의 면에서 등록투자회사(registered investment companies)와 유사성이 있다. 그러나 등록투자회사는 감독기관 등록과 투자자문업자로부터 독립한 이사회의 구성, 자산관리의 남용방지를 위한 엄격한 자산운용규제(순자산가치의 산정과

이해충돌방지를 위한 규제 및 차입한도 등) 및 주주보고의무, 증권모집과 관련한 감독기관 신고와 공시규제, 투자자문과 관련한 등록규제를 받지만, 헤지펀드는 이와 같은 규제의 적용대상에서 제외된다.

<표-1> 헤지펀드와 유사개념 비교

	뮤추얼펀드	헤지펀드	사모투자펀드	벤처캐피탈
모집방식	공모 (투자자=주주)	사모	사모	사모
공시	공시	비공시	비공시	비공시
정보공개	공개	비공개	비공개	비공개
투자기간	중장기	제한없음 (물상 단기)		중장기 (물상 5~10년)
주요 투자대상	주식, 채권, M&A	주식, 채권, 파생상품, 1차상품 등	구조조정 기업	벤처기업
자기자금 출자	불가	가능	가능	가능
차입	규제	제한없음	제한없음(한국은 규제)	제한없음(한국은 규제)
공매도	규제	규제없음	규제없음(한국은 규제)	규제없음(한국은 규제)
통제	감독기관	주주자율규제	주주자율규제	주주자율규제
유동성	• 개방형 펀드 (태일인출가능) • 폐쇄형펀드(시장상장)	제한형 펀드 (주기적 인출 가능)	폐쇄형 펀드	폐쇄형 펀드
성과측정	상대수익률	절대수익률	절대수익률	절대수익률
운영보수	운영수수료	• 운영수수료 • 성과수수료	자본 계약(capital commitment)에 기초	자본 계약(capital commitment)에 기초

자료 : 이호진, “헤지펀드 관련 정책현황과 과제”, 『헤지펀드에 대한 규제동향과 법적 과제』, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2008. 4. 11, 69쪽.

### Ⅲ. 사모투자전문회사와 헤지펀드

#### 1. 사모투자전문회사와 헤지펀드의 관계

PEF는 헤지펀드라기 보다는 벤처캐피탈이라고 볼 수 있다.<sup>8)</sup> 그럼에도 불구하고 헤지펀드를 논하면서 빈번하게 PEF를 언급하는 것은 PEF의 법적형태를 대부분의 사모펀드에서 차용하고 있기 때문이다.

8) 김희철, “사모투자전문회사의 법적구조에 대한 고찰”, 헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2008. 6. 13, 13쪽.

따라서 PEF의 법적형태는 헤지펀드를 비롯한 각종 펀드에서 가장 많이 활용되고 있고, 우리나라에서 헤지펀드를 도입할 경우에도 PEF의 형태를 활용하는 안이 가장 유력하게 검토되고 있으므로 이를 살펴보아야 할 것이다.

## 2. 사모투자전문회사의 개념

사모투자전문회사(private equity fund, PEF)는 헤지펀드와 같이 투자자들이 증권투자를 위하여 집합적으로 자금을 출자하는 비등록투자도구(unregistered investment vehicle)로서, 비등록증권에 투자를 집중한다. 사모인수펀드나 헤지펀드는 그 조직형태가 유사하고, 또 일반적인 권유나 광고 또는 공모를 거치지 아니하고 직접 또는 등록증권회사를 통하여 간접적으로 투자를 권유하고, 투자의 주체도 주로 자력이 풍부한 개인 또는 가족, 연금기금, 기부금단체, 은행 및 보험회사 등이 라는 점에서 유사하다.

반면에 사모인수펀드는 그 존속기간 동안 투자자들이 일정금액을 투자하기로 약정하고 업무집행파트너(무한책임조합원, general partner, GP)의 투자요청이 있을 때에 출자하는 것이 일반적이고, 장기투자를 지향하고, 일정기간의 경과 후 청산관계를 규정하기도 하지만 투자자에게 상환할 기회는 거의 부여하지 않는다는 점 등에서 헤지펀드와는 차이가 있다.

<표-2> 사모투자전문회사와 헤지펀드

	사모투자전문회사	헤지펀드
투자목적	경영참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등 (장기이윤 추구)	단기이윤 추구

	사모투자전문회사	헤지펀드
투자대상	지분증권	상장증권, 파생금융상품, 후순위채권 등 주로 고위험·고수익 증권
법적형태	투자합자회사 (상법상의 합자회사)	향후 사모투자전문회사의 형태 이용예정
투자자 모집방식	사모	사모
펀드형태	주로 폐쇄형(closed end)	주로 개방형(open end)

자료 : 김희철, “사모투자전문회사의 법적구조에 대한 고찰”, 헤지펀드 관련 금융투자 법제의 구조와 개선방안, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13, 11쪽.

### 3. 사모펀드의 내용

현행 간투법상 사모펀드는 일반사모펀드, 사모 M&A펀드, 사모투자전문회사(PEF)로 분류되며, 이중 사모M&A펀드는 자본시장법하에 사모투자전문회사로 통합될 예정이다. 간투법상 사모M&A펀드는 펀드가 기업을 지배<sup>9)</sup>하여 기업가치를 제고한 후 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 하는 반면 PEF는 기업에 대한 경영권 참여<sup>10)</sup>를 통해 사업구조 또는 지배구조 개선의 방법으로 기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 하고 있다. 이 중 국내 PEF의 규모는 2007년 10월말 기준 대형 13개, 중형 12개, 소형 16개로 금융기관 비중이 높은 수준이나 연기금 및 일반법인의 투자비중이 소폭 증가하는 등 투자자구성이 다양화되고 있는 추세이고, 투자규모가 확대되면서 위험분산 및 경쟁자 견제를 위하여 복수의 대형 PEF들이 공

9) 투자대상 회사의 주식·출자지분 30% 이상을 보유하는 최대 출자자가 되거나, 임원의 50%이상을 임명할 수 있는 실질적 경영지배가 가능한 30% 미만 투자

10) 투자대상 회사의 주식·출자지분 10% 이상 보유 또는 이사 임명 등 실질적 경영참여가 가능한 10% 미만 투자

제 2 장 헤지펀드 개관

동으로 기업을 인수하는 사례가 나타났다. 또한 기업인수 PEF와 재무적투자 PEF간 수익률 차이(기업인수 PEF의 수익률이 재무적투자 PEF 수익률의 5배 이상)가 가시화 되고 있다.

<표-3> 국내 PEF 현황

		2005년 12월말	2006년 12월말	2007년 10월말
등록사		15	25	41
	대형	6	9	13
	중형	4	6	12
	소형	5	19	16
출자약정액		2조 8,955.2억원	5조 8,670억원	8조 2,668억원
출자이행금액		3,387.9억원	2조 5,230억원	3.8조원
출자이행비율		11.7%	43%	46.0%
투자대상		9개	27개	77개
투자 집행금액		2,677억원	9900억원	3.7조원

(주) 대형은 출자약정액이 3,000억원이상, 중형은 1,000억원~3,000억원, 소형은 1,000억원 이하임.

자료 : 금융감독원

국내 사모펀드제도는 간투법에 의거해 공모펀드와 동일한 차원의 법적규제를 받도록 하되 예외적으로 일부 규정의 적용을 배제하는 방식인 반면, 미국의 사모펀드는 등록이 면제되어 원칙적으로 관련 법 규정의 적용이 면제된다.

<표-4> 양국간 공모 및 사모펀드 기준 비교

	공모펀드	적격투자자 사모	소수투자자 사모
미국	투자자보호 필요성에 따라 분류	적격투자자	실투자자수 100인 이하

	공모펀드	적격투자자 사모	소수투자자 사모
한국	청약권유자수 50인	적격투자자	실투자자수 30인미만 → 50인미만(자본시장법)

자본시장법에서는 간투법상의 일부 규제를 추가 완화하였는데, 그 내용을 보면, 수탁회사에 의한 감시 기능 배제(자본시장법 제249조(사모집합투자기구에 대한 특례) 제1항) 및 수익자 총회에 관한 적용 배제(제249조 제3항) 등 일반 사모펀드에 대한 일부 규제를 완화<sup>11)</sup>한 것을 볼 수 있으며, 사모투자전문회사인 PEF에 대해서도 규제내용은 동일하나 규제방식이 상이한데, PEF를 집합투자기구의 하나로 간주하여 일반펀드에 관련된 조항을 모두 적용하되, PEF로서 활동하는데 적용이 불필요한 조항에 대해서는 열거하여 배제하도록 하였다.

<표-5> 현행 간투법 상의 사모펀드의 규율 체제

	일반사모 간접투자기구	특수한 형태의 사모간접투자기구	
	(일반사모펀드)	기업인수 증권투자 회사 (사모 M&A 펀드)	사모투자 전문회사(PEF)
허용법 조항	· 제175조 및 동시 행령 제163호	· 제142조 및 동시 행령 제 129조	· 제2조제4의2호
정의	· 펀드로서의 기본 체제를 유지(수탁 회사의 감시기능, 판매회사를 통한 판매 등)하면서 사	· 사모간접투자기구 중 다른 회사를 계열회사로 편입 하는 것을 목적으 로 하는 투자회사	· 투자기업의 가치를 높여 수익을 사원 에게 배분하는 것 을 목적으로 설립 된 상법상의 합자

11) 제249조(사모집합투자기구에 대한 특례)에 의해 투자광고, 자산운용의 제한, 수시  
공시, 집합투자재산에 관한 보고 등의 규정을 배제함.

제 2 장 헤지펀드 개관

	일반사모 간접투자기구	특수한 형태의 사모간접투자기구	
	적자치 충실을 위 해 규제 완화한 간접투자기구		회사
특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자설명서 제공, 각종 공시 제도, 운용상 각종 규제 등의 적용 배제</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 의결권, 자산운용 및 자산운용제한, 자산운용자에 대한 특례규정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사원, 재산운용, 투자목적(SPC)의 설립허용, 차입 및 채무보증, 은행 소유 제한, 지주회사 규제특례 규정</li> <li>· 유한책임 사원이 법인인 경우 20억원, 개인인 경우 10억원 이상 출자</li> <li>· 50인 이상의 불특정 다수를 대상으로 한 사원 모집 금지</li> <li>· 1인 이상의 무한책임사원과 1인이상의 유한책임사원으로 구성, 사원총수는 30인 이하로 제한</li> <li>· 사모투자펀드 재산의 10%범위 안에서 자금차입가능</li> </ul>

자료 : 여은정, “헤지펀드의 국내 도입시 고려사항”, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2008. 6. 13. 80쪽.



사모펀드 운용업자 규제방식에서 미국과 달리 우리나라는 사모펀드 운용업자 허가를 받아야 하고, 자산운용 회사는 금감위의 허가가 필요하며, 자본금 요건 및 운용전문인력 확보와 등록에 관한 규정이 있다.

<표-6> 양국간 펀드 운용업자에 대한 규제 비교

한 국	미 국
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자산운용 회사는 주식회사 또는 대통령령이 정하는 금융기관으로 금감위 허가가 필요1)</li> <li>· 자본금 100억원 이상 등의 허가 요건 규정2)</li> <li>· 운용전문인력 확보 및 등록 규정3)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 과거 12개월간 고객수가 15인 미만이고 일반대중을 상대로 투자자문 서비스를 제공하지 않았거나 등록 투자회사의 투자자문업자로 영업행위를 하지 않는 경우 SEC 등록 면제4)</li> <li>· 운용자산이 2500백만달러 미만인 경우나 등록 투자회사의 투자자문업자로 영업행위를 하지 않는 경우 SEC 등록 면제5)</li> </ul>

주 1) 간투법 제4조

2) 간투법 제5조

3) 간투법 제9조

4) 1940년 Investment Adviser Act Sec.203(b)(3)

5) 1940년 Investment Adviser Act Sec.203A(a)

자료 : 여은정, “헤지펀드의 국내 도입시 고려사항”, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13. 80쪽.

또한 사모펀드 판매규제방식에서도 미국의 자율규제와 달리 우리나라는 판매업자의 등록이 필요하며 판매행위담당자를 규제하도록 하였다.

<표-7> 양국간 펀드 판매에 대한 규제 비교

한 국	미 국
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 판매에 관한 규제는 공모펀드 규제 준용</li> <li>· 판매회사로 금융감독위원회에 등록1)</li> <li>· 판매행위 담당 임직원은 관련 교육 후 펀드판매 인력시험에 합격해야 함.2)</li> <li>· 외국간접투자증권의 적격성 심사와 금융감독위원회 사전 신고 후 국내 판매 허용3)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 헤지펀드 판매자에 대한 공적인 규제는 없음.</li> <li>· 헤지펀드 판매업자가 자율규제기관인 NASD 회원사인 경우 헤지펀드 상품 판매시 NASD 규정 준수4)</li> </ul>

주 1) 간투법 제26조, 단 사모펀드의 경우 광고금지

2) 간투법 제57조 및 시행령 제55조

3) 간투법 제159조 및 시행령 제154조

4) NASD Notice Members 03-7에 의하여 위험고지, 고객적합성 검토, 내부통제 등의 이행의무를 부담

#### 4. 소 결

헤지펀드와 관련한 유사개념을 검토하는 것은 향후 헤지펀드를 자본시장법에 도입할 경우에 유사개념의 변형 및 규제완화를 통한 도입이나 개별도입할 경우에도 유사개념과의 충돌방지를 위해 필요하다고 볼 수 있다.

따라서 현재 간투법상 재간접투자펀드의 도입 금지, 투자목적회사에 대한 투자자 제약, 해외 PEF에 비해 국내 PEF의 자산운용규정의 상대적인 제약 등 PEF 관련 제도의 문제점을 개선하여 헤지펀드 도입에 참고할 필요가 있을 것이다. 또한, 현재는 금지되어 있으나 여러 PEF에 분산투자하는 재간접투자펀드(fund of funds) 관련 제도를 도입하여

상대적으로 안전 선호 경향이 강한 대형자금의 유입을 유도하는 방안을 고려할 필요가 있다.

투자목적회사(SPC)에 대한 투자자를 PEF만으로 제약하고 있는 규정을 완화하여 기관투자자 및 전략적 투자자의 SPC 투자를 허용함으로써 자금조달 및 운용구조를 다양화하는 방안을 검토해야 할 것이며, 해외 PEF에 비해 상대적으로 제한되어 있는 국내 PEF의 자산운용 관련 규정을 점진적으로 완화할 필요가 있다.

PEF의 해산 과정에서 다양한 유형의 자산분배가 가능한 환경을 제공하는 방안을 모색해 볼 수 있을 것이며, PEF의 역외 투자목적회사(SPC) 설립을 허용하고 투자대상에 대한 제한도 대폭 완화하는 등 투자이행, 자금차입, 채무보증, 자금운용 관련 규제를 개선하는 것도 필요하다.

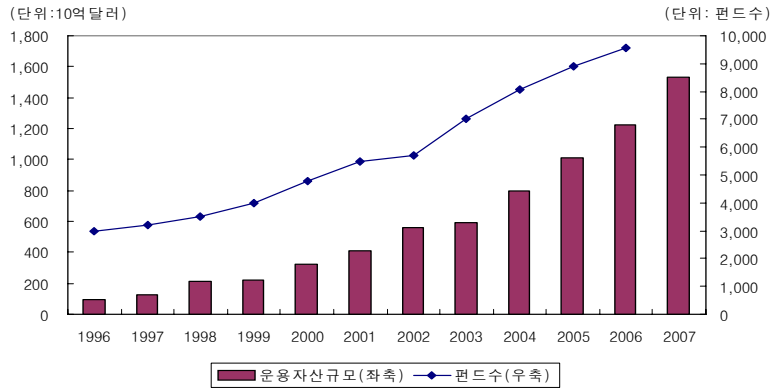
## 제 2 절 헤지펀드 현황

### I. 국제 헤지펀드 현황

헤지펀드는 세계적인 저금리 기조 하에서 기존 투자기구를 대체하거나 보조하는 역할의 대체투자로서 시장규모가 급격히 확대되고 있으며 안정적인 수익률을 보이고 있다. 전 세계 헤지펀드 총운용자산은 1996년 970억달러에서 2007년 1조 5,350억달러로 1,482.5% 증가하였으며, 펀드수 역시 동기간 2800개에서 9550개로 241.1% 증가하였다. 헤지펀드의 운용자산은 특히 2002년 이후 연평균 20.2%가 늘어났는데, 이는 세계적인 저금리 기조로 전통적인 투자상품의 수익률이 저하되어 헤지펀드가 대체투자로 주목을 받으면서 수요가 급증한 데 주로 기인하였다고 볼 수 있다. 또한, 헤지펀드의 수익률은 1996년 이후 2002년을 제외하고는 양의 수익률을 보이고 있으며 특히 2006년 이후로는 11%대의 수익률을 창출하고 있는 것을 볼 수 있다.

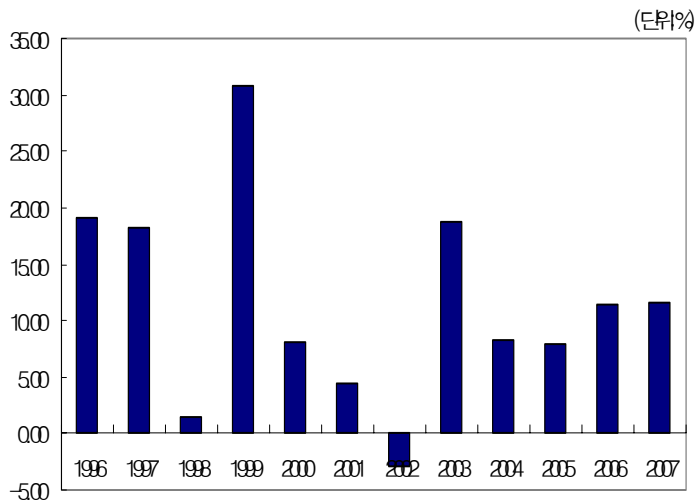
제 2 장 헤지펀드 개관

<그림-1> 전세계 헤지펀드 운용자산규모와 펀드수 추이



주: 매년 1월기준  
 자료: Hennessee Group LLC

<그림-2> 전세계 헤지펀드 수익률 추이

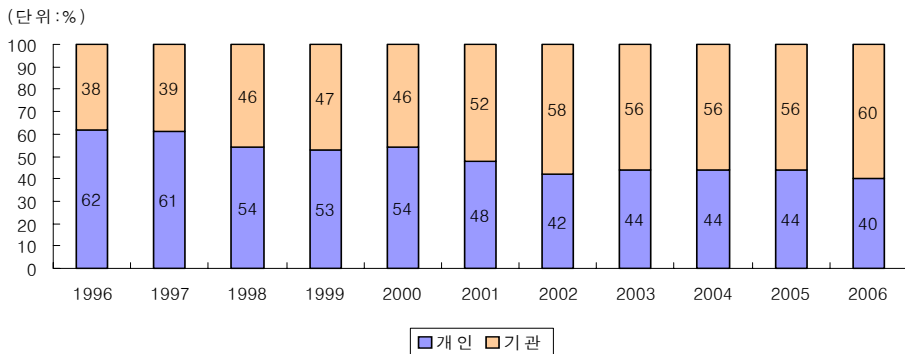


주: Hennessee Hedge Fund Index 수익률 기준  
 자료: Hennessee Group LLC

## II. 투자자별 비중 추이

최근 헤지펀드의 주요한 변화 중 하나는 투자자가 개인투자자 중심에서 기관투자가 중심으로 변화되고 있다는 것인데 이는 헤지펀드의 투자전략에 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 1996년 62%였던 개인투자자의 비중은 2006년 40%로 22%p 하락한 반면, 기관투자가의 비중은 같은 기간에 38%에서 60%로 상승하였는데, 이는 헤지펀드가 연기금을 비롯한 보수적인 투자처를 발굴하는 등 투자전략을 수정함으로써 투자자의 주류에 합류하고 있다는 것을 의미하는 것이라 분석된다.<sup>12)</sup>

<그림-3> 헤지펀드 투자자별 비중 추이



### Hennessee Group LLC

또한 최근 아시아 신흥국가의 경제성장과 더불어 아시아지역의 헤지펀드산업이 급격하게 성장하여 2001년 160개에 불과하던 아시아지역 헤지펀드는 현재 약 1,000개에 달하며, 이들 헤지펀드의 자산규모도 2001년 160억달러에서 현재 2,000억달러에 육박하고 있다. 이 같은 추세를 감안할 때 향후 아시아지역에서 헤지펀드 산업이 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

12) 여은정, 앞의 논문, 62쪽.

### 제 3 절 헤지펀드의 위험요소

#### I. 투자자보호 미흡

헤지펀드는 거래내용이 복잡할 뿐만 아니라 관련통계의 투명성도 낮아 투자자보호 미흡하다는 문제가 있다. 예컨대, LTCM 붕괴위기시 6만 건에 달하는 거래가 대부분 복잡한 파생상품이어서 투자자들이 이를 이해하지 못하였으며, 투자자보호제도가 금융혁신을 후행하여 실효성도 낮은 실정이다. 또한, 헤지펀드 통계는 펀드통계전문회사가 펀드운용회사에서 제출한 자료를 토대로 편제하나 펀드운용회사는 경영공시에 대한 강제성이 없어 공개 시 불리한 항목을 제출하지 않거나 작성기준 등을 임의로 조정할 우려가 있다.

헤지펀드는 위험평가능력을 보유한 거액투자자를 대상으로 하여 1990년대까지는 투자자보호 문제가 대두되지 않았으나 최근 수탁자산을 운용하는 기관투자자의 비중이 확대되고 개인투자자들의 헤지펀드 참여가 가능해지면서 투자자보호의 중요성 부각되고 있다.

이와 같이 헤지펀드 투자자는 투자자보호 장치의 미흡으로 시장리스크, 운영리스크, 금융사기(fraud)에 직면하게 되며, 헤지펀드의 시장리스크에 관한 대표사례로 Amaranth를 들 수 있다.

이는 미국계 헤지펀드 Amaranth가 2006.9월 천연가스 선물거래로 총 자산(95억 달러)의 65%인 60억 달러의 투자손실<sup>13)</sup>을 입은 직후 파산한 사례이다.

---

13) 에너지가격 상승을 예상하여 레버리지 확대로 천연가스 선물 매입포지션을 증대 하였으나 미국 재고량 및 정제능력 증가, 온화한 동절기 예보 등으로 9월초부터 천연가스 선물가격이 급락하였다.

&lt;표-8&gt; 최근 헤지펀드의 대형손실 발생사례

(단위 : 백만달러)

헤지펀드	발생 연도	손실추정액	발생원인
Amaranth	2006	6,400	천연가스 선물에 과다투자
LTCM	1998	3,600	러시아디폴트 위기기간 중 레버리지 과다이용
Tiger Management	2000	2,600	엔화투자 실패
Soros Fund	2000	2,000~5,000	IT 주식에 과다투자
Fenchurch Capital	1995	1,264	시장변경(미국→유럽) 실패
Princeton Economics Inter'l	1999	950	시장손실, 부정

자료 : R. Ferguson &amp; D. Laster, 2007.4 등

한편, 헤지펀드 금융사기의 대표사례인 Bayou Capital은 거래브로커 회사를 지원하기 위해 유동성이 낮은 증권시세를 조작하여, 투자자들로부터 5억 달러 횡령하였던 경우이다.

한편 헤지펀드의 경우 레버리지<sup>14)</sup> 활용도가 높아 투자전략에 따라 통상 2~20배까지 투자자산규모가 확대되기 때문에 금융시장에 미치는 영향력이 확대되는 한편 투자자에게는 고위험 투자수단이 된다.

14) 헤지펀드는 ① 자기자본(자산 - 부채)을 초과하는 자금을 외부에서 차입하거나 주식을 공매도 ② 브로커회사에 있는 신용거래계좌를 통해 자금을 차입하여 투자 ③ 선물계약, 파생상품 등을 이용하는 방법 등을 통해 레버리지를 확대한다.

<표-9> 헤지펀드의 주요 전략별 레버리지

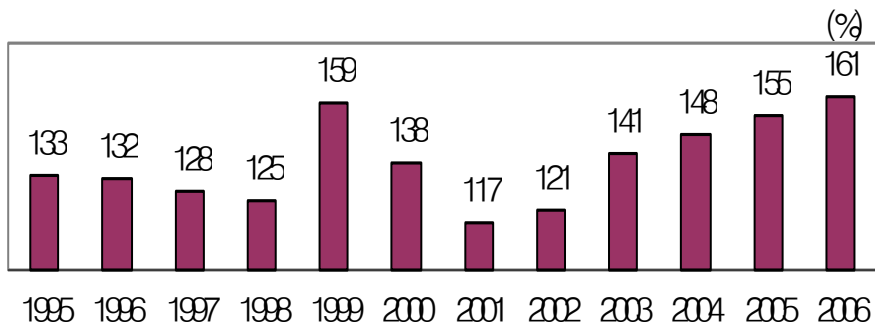
(단위 : 배)

전 략	레버리지
채권 차익거래형 투자	10~15
파생금융상품 투자	10~15
CDS 투자	20
MBS 및 ABS 차익거래형 투자	6~8
전환사채 차익거래형 투자	3~4
신홍시장 투자	3~4
주식형 투자	2

자료 : FitchRatings

<그림-4> 헤지펀드의 레버리지 추이

(단위 : %)



자료 : International Financial Services, London



## II. 시스템리스크 우려

헤지펀드는 무제한의 레버리지 허용으로 파산 가능성이 높고 거래 상대방에게 위험을 전가(counterparty risk)시키는 시스템리스크를 촉발할 잠재성 내포하고 있다.

또한 헤지펀드별 투자전략 유사화로 군집행동이 나타나고 신종 금융상품과의 연계로 국제원자재시장에서의 투기여지가 확대됨에 따라 시장위축기에 시장불안을 증폭시킬 가능성이 있고, 헤지펀드는 포지션을 동시에 청산하는 군집행동으로 인해 가격변동 폭을 확대하거나 유동성 경색을 초래함으로써 시장불안을 증폭시킬 가능성을 가지고 있다. 이와 같은 헤지펀드의 군집행동은 시장위축기에 유동성 제약으로 인해 투자전략의 유연성이 떨어지거나 수익률 악화에 따른 유동성 보전을 위해 대규모 투매를 단행하는 데서 주로 발생하며, 최근 헤지펀드별 투자전략이 상호 유사해지면서 군집행동이 보다 뚜렷하게 나타나고 있다.

이와 함께 일부 대형 금융기관들이 헤지펀드에 대한 리스크관리에 실패할 경우 여타 금융기관에 대한 전염효과와 금융시장에 대한 파급효과(ripple effect)를 통하여 시스템리스크를 초래하고 있다.

그러나 일부에서는 최근의 레버리지 축소, 대규모 환매에 대한 제약 강화 등으로 시스템리스크가 낮아진 데다 투자전략 유연성·거래 비밀성·독자적인 성과보수체계로 인해 헤지펀드가 군집행동을 보일 가능성이 점차 낮아지고 있다고 지적하고 있다.<sup>15)</sup>

15) 박진호, “헤지펀드 위험요소와 투자자보호”, 『헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13, 28-30쪽 참조.

### Ⅲ. 헤지펀드의 투명성 문제

헤지펀드는 특별한 법적 구조(합자회사·유한책임회사 등) 또는 역외 시장에 등록되는 특성으로 인해 성과·자산배분 등의 정보를 일반에게 공표하는 것이 어렵고, 개별 투자전략에 대한 정보를 누설하는 것이 헤지펀드나 투자자에게 위험하다는 특성을 가지기 때문에, 전통적으로 투명성이 부족하다는 문제를 가지고 있으며, 이러한 이유가 헤지펀드 산업의 불안정이 계속되는 근본원인으로 작용하는 것으로 볼 수 있다. 또한, 헤지펀드 관련통계가 헤지펀드 통계전문회사(Lipper TASS, HFR, HedgeFund.net)가 펀드운용회사의 자의적 판단에 따라 작성된 자료를 토대로 편제하기 때문에 통계의 신뢰성도 담보되기 어려운 상황이다.

한편, 펀드운용회사는 경영공시에 대한 강제성이 없기 때문에 공개 시 불리한 항목이나 자료는 제출하지 않거나 수익률이 호전되는 시기로 자료 제출시기를 임의로 조정할 우려<sup>16)</sup>가 있으며, 수익률 저조로 활동을 중단한 헤지펀드<sup>17)</sup>를 통계에 반영하면 펀드 수익률이 발표된 통계치보다 낮을 것으로 추정된다.<sup>18)</sup>

그러나 일부에서는 고수익을 달성한 펀드는 신규 투자자금 유입이 불필요하기 때문에 펀드 기초자료를 제출하지 않아 이를 통계에 반영할 경우 오히려 전체 헤지펀드의 수익률이 상승할 것이라는 견해도 있다.<sup>19)</sup>

---

16) 헤지펀드 통계의 신뢰성 저하는 파산펀드 통계를 포함하지 않거나(survivorship bias), 펀드운용회사의 자의적 판단에 따라 자료를 작성(selection bias)하고, 펀드 수익률이 향상된 시점에 자료를 제공하는 경우(incubation bias), 펀드운용회사가 펀드 청산 전에 수익률 자료의 제출을 중단하는 경우(liquidation bias) 등에 의해 발생한다.

17) 관련통계 제공을 갑자기 중단한 펀드, 파산펀드, 합병·구조조정으로 성격이 변화된 펀드 등이 해당될 것이며, 특히 파산한 펀드를 통계에 포함하지 않아 발생하는 통계적 편의(survivorship bias)의 경우 헤지펀드(1.8~2.4%p)가 뮤추얼펀드(0.5~1.5%p)보다 크게 높은 수준이다.

18) 박진호, “헤지펀드 위험요소와 투자자보호”, 헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13. 34쪽.

19) 박진호, 위의 논문, 35쪽.

#### IV. 헤지펀드 투자전략의 위험성

헤지펀드는 주로 유동성이 높은 자산에 대한 단기 차익거래를 통해 수익을 올려 그에 따른 성과보수(performance fee)를 받는 것이 일반적이거나, CDO(부채담보부증권)<sup>20)</sup>의 경우 유동성이 떨어지는 메자닌 트란셰(mezzanine tranche)<sup>21)</sup>와 에퀴티 트란셰(Equity tranche)<sup>22)</sup>를 집중적으로 구매하여 장기 보유하는 전략을 취하고 있다.

헤지펀드들은 보유한 CDO로부터의 수익을 극대화하기 위하여 매우 높은 레버리지를 사용하였는데 이러한 높은 레버리지로 인하여 헤지펀드들은 다음과 같은 취약점을 가지게 되었다.

첫째, CDO의 경우 유동성이 매우 낮아 유사시에 처분하여 대출 자금 상환에 사용하기 어렵다. 둘째, 담보가 되는 CDO의 가치 산정 역시 CDO의 낮은 유동성으로 인해 시장가격이 아닌 가상적인 모형가격에 따라 이루어지므로 헤지펀드의 실질적 시장위험 노출을 평가하는데 한계가 있다. 셋째, 헤지펀드들이 가능한 한 낮은 비용으로 자금을 차입하기 위해 많은 경우 은행들이 언제든지 자금 상환을 요구할 수 있는 조항이 삽입된 단기 자금을 제공받아 보유 자산과 부채간의 만기불일치 문제를 가지고 있다.

20) CDO는 부채의 성격을 갖는 금융자산을 기초로 만든 금융상품의 묶음으로 주택저당증권(RMBS)부터 회사채, 신용카드매출채권담보증권까지 각종 대출과 채권을 묶은 뒤 여러개의 조각으로 나눈다. 이때 CDO를 구성하는 각 상품의 조각을 트란셰(tranche)라 한다.

21) 메자닌은 우량채권(BBB이상)과 깡통채권의 사이의 회색지대에 있는 상품을 지칭한다. 따라서 메자닌 트란셰는 이 회색지대에 있는 상품에 투자하는 경우를 말한다.

22) CDO를 구성하는 트란셰 중 채권배당에서 가장 후순위에 있는 상품을 말한다. 이 상품의 경우 문제가 생기면 아예 배당을 받지 못하기 때문에 부실채권, 깡통채권이라는 별칭도 가진다. 그러나 CDO가 높은 실적을 낼 경우 다른 트란셰의 경우 일정한 몫만 가져가지만 가장 마지막 순위인 에퀴티 트란셰는 남은 모든 수익을 받게 된다. 따라서 위험이 가장 높지만 수익률도 가장 높은 가장 전형적인 하이리스크 하이리턴 상품이다. 연합인포맥스, 2007. 8. 27. 참조.

이와 같이 높은 레버리지와 담보자산의 낮은 유동성, 그리고 시장가가 아닌 모형에 따른 담보가치의 산정 등이 헤지펀드들에게 위기로 작용한 대표적인 사례가 서브프라임 사태에서의 헤지펀드 위기였다.

왜냐하면, 서브프라임 사태 발생 이후 CDO의 담보가치에 대한 재평가가 이루어지면서 자금을 제공한 은행들로부터 계속되는 마진콜이 들어왔고, 이와 더불어 투자자들의 환매요청이 이어지면서 펀드의 유동성이 크게 위축되었기 때문이었다.<sup>23)</sup> 이에 대응하여 헤지펀드들은 필요한 유동성을 확보하기 위해 비교적 높은 유동성을 가진 보유자산들을 우선적으로 처분하면서 전 세계 증시폭락의 원인을 제공하였다.

## V. 소 결

헤지펀드는 법률적 규제를 거의 받지 않으면서 단기차익을 노리고 투자하는 행태를 가짐으로 금융시스템의 안정을 저해할 우려가 존재하는 것이 사실이다.

미국의 경우 헤지펀드는 차입규모, 공매도, 다른 투자회사의 주식을 소유하거나 개별회사의 주식을 10% 이상 소유하는 것 등을 제한하는 것을 내용으로 하는 투자회사법(1940년)의 규제를 받지 않고 있는 반면, 높은 수준의 레버리지(차입)를 이용하여 공매도(short-selling), 롱-숏(long-short), 위험차익거래(risk arbitrage) 등의 다양한 전략을 구사하고, 특정시장에 대한 지식, 트레이딩 기법, 자산가격모형 등을 이용하여 수익을 창출하고 있다.

그러나 미국의 헤지펀드에 대하여도 최근 원자재가격 상승의 배후로 지목되고, 사모투자펀드와 달리 진입과 이탈이 용이한 유동성이 큰 자산에 주로 투자함으로써 금융시장을 교란시킨다는 비난을 받는 측면이 있고, 이러한 금융시장 시스템 리스크에 대한 보완책으로 헤

---

23) 김민석·빈기범, “서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점”, 한국증권연구원, 2007. 12, 29-30쪽.

지펀드에 대한 직접규제보다는 거래 상대방의 리스크를 모니터링하는 방법 등의 간접규제가 논의되고 있다.

따라서 헤지펀드 도입에 있어서 이와 같은 부정적 효과를 고려하여 감독당국은 단기자본 이동규제, 차입 규모 제한 등 직접적인 규제보다는 스트레스 테스트 등을 통한 헤지펀드에 대한 지속적인 모니터링 및 헤지펀드와 거래하는 금융기관의 관리를 강화하고 헤지펀드 관련 정보의 투명성을 제고할 필요가 있을 것이다.

<표-10> 기관투자자와 헤지펀드의 특징

구 분	기관투자자	헤지펀드
모니터링	- 많은 회사의 지분을 조금씩 인수하기 때문에 특정 회사에 대한 모니터링을 하기 어려움	- 제한된 회사에 집중해서 투자하기 때문에 모니터링에 소요되는 비용을 감당함
법적 제도적 규제	- 미국 법제도 하에서 뮤추얼 펀드(투신)는 반기별로 보유유가증권의 내용을 공시해야 함 - 특정 기업 주식의 10% 이상을 보유하기 어려움*	- 대부분의 헤지펀드가 본부를 두고 있는 미국을 포함해 대부분의 나라는 헤지펀드에 대해 일체의 규제를 하지 않고 있음
매니저의 인센티브	- 운용자산의 규모에 따라 운용 수수료 징수**	- 성과의 실적에 따라 수수료가 달라지는 인센티브 구조를 채택

주 : \* 미국 투자회사법에 의하면 뮤추얼 펀드 등이 자산을 다변화해서 운용하고 있다는 광고를 내기 위해서는 특정 기업의 주식을 10% 이상 보유할 수 없으며, 또 특정 기업에 대한 보유주식의 가치가 운용자산 전체의 5%를 상회할 수 없도록 규정하고 있다.

\*\* Jesse Eisinger, “Long & Short : Pay-for-Performance Bedevils Mutual Funds”, WSJ, 2005. 4. 13

자료 : 김용기, “헤지펀드 행동주의의 대두와 대응과제”, 삼성경제연구소, 2007. 4. 30, 4쪽.

## 제 4 절 헤지펀드 도입의 필요성

### I. 투자기회의 다양화

헤지펀드 도입에 대한 긍정적 효과로는 우선 시장의 유동성제고 역할과 위험을 고려한 수익이 높은 투자기회를 제공함으로써 금융시장 및 투자자에 대한 혜택이 제공되는 것을 들 수 있다. 헤지펀드는 파생상품시장 등 위험이 큰 시장에 대한 유동성 공급뿐 아니라 활발한 거래를 통하여 기존 주식시장에 대한 유동성 공급에도 기여하는 것으로 평가되고 있다. 또한, 헤지펀드는 금융시장에서 차익거래를 통해 금융상품의 가격 불균형 축소, 파생상품시장 등 위험이 큰 시장에 대한 유동성 공급, 그리고 다양하고 정교한 투자기법 개발을 통해 금융시장 발전에 도움을 주는 순기능을 수행하기도 한다.

이 외에도 주식 및 채권으로 구성된 전통적 자산포트폴리오에 헤지펀드를 추가할 경우 포트폴리오의 평균-분산 성질(mean-variance characteristics)을 향상시켜 투자자의 효용을 제고할 수 있는 수단이 되기도 한다.

### II. 금융산업의 선진화

정부는 동북아 금융중심지 추진계획의 일환으로 금융산업 발전의 주요수단인 헤지펀드를 도입하여 자산운용 및 위험관리 기법을 향상시키고, 금융 전문인력을 육성하며 금융문화 선진화 등을 도모하고자 하는 정책을 발표하였다.

이러한 정책을 중심으로 보면, 헤지펀드는 주주행동주의를 통해 저평가된 기업을 발굴하는 동시에 기업에 대한 감독기능을 수행하여 기업지배구조 개선에도 기여<sup>24)</sup>하는 것으로 평가되며, 여기에서의 헤지

24) 반면, 최근 일본정부는 주주행동주의의 대표적인 영국계 헤지펀드 TCI의 일본

펀드의 주주행동주의는 주주에게 주어진 법적 수단을 충분히 활용하여 행해지고 있으며, 사전적이며 전략적인 성격을 가진다.

한편, 헤지펀드는 공격적인 주주권의 행사를 통해 위험대비 수익률을 제고하는 동시에 경영진에 대한 모니터링 비용을 감수하며, 외환위기 이후 국내에서도 투자자 보호가 강화되어 헤지펀드가 사용할 수 있는 다양한 주주권한(이사회 구조, 배당정책, 회사전략, 자본구조, M&A 계획 등)에 관한 법적제도가 정비되는 효과가 있을 수 있다.

이와 관련하여 외환위기 이후 국내에 진출했던 외국계 헤지펀드들은 과도한 구조정에 따른 기업 경영의 비효율성 야기, 고배당 및 유상감자를 통한 과도한 차익실현으로 비판의 대상이 되어왔다. 따라서 이에 대응하기 위하여 구조조정에 따른 기업 경영의 비효율성을 야기하거나, 고배당 및 유상감자 등의 비판의 대상이 되고 있는 외국계 헤지펀드와 경쟁할 수 있는 국내형 헤지펀드 또는 국내 자본으로 이루어진 토종 헤지펀드의 설립이 요구되고 있는 상황임에도 불구하고, 현재 국내 사모투자펀드(PEF)가 헤지펀드의 한 형태로 간주될 수 있으나 외국계 헤지펀드에 비해 규제와 제약이 많은 문제가 있다.

### III. 소 결

최근 서브프라임모기지 사태의 원인을 제공했다는 이유로 유럽을 중심으로 헤지펀드에 대한 비난의 여론과 규제의 필요성에 대한 주장이 고조되고 있다. 그러나 헤지펀드 자체가 허용되어 있지 않은 우리나라의 입장에서는 헤지펀드의 필요성에 대한 근본적인 고민이 필요한 시점이다. 자본시장에서 헤지펀드는 자산의 증권화 과정에서 필연적으로 발생할 수밖에 없는 고위험 후순위채권에 대한 수요자의 역할

---

전원개발의 지분 증대 계획(9.9% → 20%)에 대해 사전승인을 불허하였는데 TCI가 이에 반발함에 따라 향후 일본정부는 외국자본 규제에 관한 법적 근거를 마련할 필요성이 증대되었다.

을 담당하고 있으며, 서브프라임 사태에서 문제가 되었던 것은 헤지펀드의 지나치게 높은 레버리지 투자인데, 이것은 고수익에 대한 과욕으로 헤지펀드의 속성을 알면서도 헤지펀드에 과도한 대출을 해준 은행과 IB에도 문제가 있었다고 할 수 있다.<sup>25)</sup>

따라서 헤지펀드 도입의 논의에는 미국의 헤지펀드와 같이 프라임 브로커를 통한 정보투명성 확보와 감시체계의 확립이 수반되어야 할 것이다.

---

25) 김민석·빈기범, 앞의 논문, 47쪽.



## 제 3 장 주요국의 헤지펀드 관련 규제

### 제 1 절 미 국

#### I. 금융투자 관련 입법

미국에서 증권업, 선물업, 자산운용업 간에는 법적구분은 존재하나 상호겸영에 대한 규제가 없기 때문에 은행과 보험업을 제외하고는 상호겸영이 가능하다. 따라서 증권 및 파생상품관련 금융업에 대한 규제는 포괄적이며,<sup>26)</sup> 이에 따른 기능별 규제가 이루어지고 있는 것으로 볼 수 있다.

헤지펀드와 관련하여 검토를 요하는 법은 투자회사법(Investment Company Act of 1940 ; ICA), 투자자문업법(Investment Advisers Act of 1940 ; IAA), 증권법(Securities Act of 1933 ; SA), 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934 ; SEA), 상품거래법(Commodity Exchange Act of 1936 ; CEA) 등이다.

##### 1. 투자회사법

동법은 모든 집합투자펀드를 그 법적인 형태를 불문하고 투자회사로 정의하고,<sup>27)</sup> 투자회사를 SEC(U.S. Securities and Exchange Commission)에 등록하도록 하여 동법의 규제를 받도록 하고 있다. 다만, 그 규제 필요성이 적은 펀드의 경우를 투자회사의 개념정의에서 제외하고 있는데 헤지펀드와 관련하여 적용되는 예외는 두 가지이다. 먼저 투자자의 수가 100인 미만이고, 증권을 공모하지 않는 경우인데,<sup>28)</sup> 이

26) 연방증권거래법과 연방증권법은 규제대상인 증권개념을 대단히 추상적으로 정의하여 모든 신중금융투자상품을 규제할 수 있도록 하고 있다.

27) ICA Sec.3(a)(1).

28) ICA Sec.3(c). 적격투자자란 500만 달러 이상의 투자 잔고를 가진 개인 및 기업 또는 2,500만 달러 이상의 투자 잔고를 가진 기관투자자를 가리킨다.

를 소위 사모펀드(private fund)라 한다. 이를 제외하는 이유는 일반인들을 대상으로 공모를 하지 않기 때문에 동법에 의한 투자자 보호가 필요하지 않다고 보기 때문이다.

다음은 적격투자자펀드(qualified purchaser fund)인데, 이 역시 사모방식으로만 투자자를 모으고 적격투자자(qualified investor)로만 구성되는 펀드이다.<sup>29)</sup> 적격투자자로 구성된 이상 그 수를 불문한다. 이러한 펀드를 등록에서 제외하는 이유는 투자판단력이나 투자 경험 등에 비추어 투자에 따른 위험을 감수하고 스스로를 보호할 능력이 있다고 보기 때문이다.

## 2. 자문업법

자문업법은 투자자문업자(이하 “자문업자”라 한다)가 그 재산을 집합적으로 관리하는 투자자 및 자문업자가 그 자산의 운용과 관련하여 조언 등을 제공하는 투자자를 보호하기 위하여 제정되었다.<sup>30)</sup> 동법에 의하면 15인 이상의 고객(client)과 3천만 달러 이상의 자산을 보유한 자문업자는 SEC에 등록하여야 한다.<sup>31)</sup> 이러한 자문업자는 SEC에 Form ADV를 작성하여 제출하여야 하고, 투자자에게 사업관행, 자율 규제, 실적 등에 관한 일정한 정보를 공시하여야 한다.<sup>32)</sup> Form ADV는 Part I과 Part II로 구성되는데, Part I에는 펀드 매니저의 영업, 교육 배경, 법 위반 사실을, Part II에는 영업관행, 수수료, 투자전략, 이해의 충돌 등을 기재하여야 한다. Part I은 전자등록하는 방법에 의해, Part II는 매니저가 문서를 보관하는 방법으로 등록된다. 나아가 SEC는 최근 Form ADV를 개정, 등록된 펀드 매니저가 투자자에게 쉬운 용어로 설명된 안내서(a plain English narrative brochures)를 교부하도록 하는

---

29) ICA Sec.3(c)(7).

30) IAA Sec.201.

31) IAA Rule 204-3.

32) IAA Rule 204-2, 204-3.

규정을 제안한 바 있다. 이 안내서에는 사업의 관행, 이해의 충돌, 펀드 자문업자 및 자문수행 인력 등을 포함하도록 하고 있다.<sup>33)</sup> 이는 공개의 의무를 내실있게 강화함으로써 궁극적으로는 자문업자의 그로부터 자문을 받는 투자자에 대한 신의성실의무를 다하도록 하기 위함이다. 이와 별도로, 일정한 장부와 기록을 보관하고, SEC에 의한 정기적인 검사를 받아야 하는<sup>34)</sup> 등 각종의 의무를 부담한다.

다만, 동법은 직전 1년 동안 15인 미만의 고객에게 투자자문을 수행하면서 일반 대중에게 자문업자라고 표시하지 않은 자에 대하여는 SEC에 대한 등록을 면제하고 있는데,<sup>35)</sup> 이는 SEC의 규제 능력에 한계가 있고, 그와 같은 소규모의 자문업자에 대하여는 규제의 필요성이 덜하다고 보기 때문이다. 대부분의 헤지펀드 매니저들은 이 규정에 따라 등록의무를 면제받고 있다.

### 3. 증권법 및 증권거래법

증권법 Section 2(a)(1)과 증권거래법 Section 3(a)(10) 상의 증권(security)의 정의는 포괄적으로 정의되어 있어, 일반적으로는 금융투자상품으로 보고 있는데, 이 법의 증권에 해당되는지 여부에 따라 해당사업자는 각종 의무를 부담하게 된다. 예컨대, 등록의무(registration), 완전공시의무(full and fair disclosure), 재매매의 제한(resale restriction), 1934년 연방증권거래법 Section 10(b)와 Rule 10b-5에 따른 사기금지과 그에 따른 민사소송책임 등의 법적의무와 제한이 따르게 되는 것이다.

---

33) SEC 17 CFR Parts 275 and 279 [Release No. IA-2711; 34-57419; File No. S7-10-00]

34) IAA Rule 204(4)

35) IAA Sec.203(b)

#### 4. 상품거래법

선물거래소에서 선물 등을 거래하는 자는 일정한 경우 상품거래법 또는 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, 이하 “CFTC”라 한다)의 규제를 받는다. 상품거래법(CEA)상 헤지펀드가 상품선물거래에 관여할 경우에는 상품 풀(Commodity Pool)로 간주되고, 헤지펀드에 선물거래를 편성하고 자문을 제공하는 자는 상품 풀 운영자(Commodity pool operator, CPO)와 상품거래 자문업자(Commodity trading advisor, CTA)에 해당한다. CPO 또는 CTA로 인정되는 선물 또는 그 옵션의 집합상품(commodity pool) 펀드를 운영하는 자는 상품선물거래위원회(CFTC)에 집합상품운영자(commodity pool operator)로 등록하여야 하고, 보상 또는 이익을 목적으로 선물계약 또는 그에 대한 옵션의 매매 적합성이나 가치에 관하여 타인에게 조언을 하는 자는 상품거래자문업자(commodity trading advisors)로 등록하여야 한다.<sup>36)</sup>

그런데, 대부분의 헤지펀드 자문업자는 상품거래법상의 면제규정에 따라 등록의무를 면제 받고 있다. 즉, 집합상품이 승인된 투자자에게만 판매되거나, 그 조언이 지난 12월 동안 15인 미만에게 이루어지고 투자 대중에 대하여 그 자문업자임을 표시하지 않은 경우 등은 이러한 등록의무가 면제되고 있는 것이다. 그러나 이와 같이 CPO나 CTA의 개념에 포함되어 등록의무가 면제되는 헤지펀드 자문업자의 경우에도 회계장부를 작성·보존하여야 한다.<sup>37)</sup>

36) 송중준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점”, 증권법연구 제7권 제1호, 2006.

37) CTA Section 6m1, CFTC Regulation 4.13(a)(3), 4.13(a)(4), 4.14(a)(8)

## II. 헤지펀드 규제내용

### 1. 증권 개념

1933년 증권법 Section 2(a)(1)<sup>38)</sup>과 1934년 증권거래법 Section 3(a)(10)<sup>39)</sup>상 증권 개념은 포괄주의 체제를 취하고 있다고 볼 수 있다.<sup>40)</sup> 즉, 미국의 증권관계법에서의 증권에 관한 정의는 주식 등 전통적인 유가증권과 함께 투자계약을 포함하고 있으며, 기타 일반적으로 증권이라고 알려져 있는 상품을 일반조항으로서 열거하고 있다.

그러나 투자계약의 정의에 대해서는 구체적으로 적시하지 않고 있어, 어떠한 투자계약이 증권법상의 증권이 되는가에 대해서는 미 연방법원의 유권해석에 의해 확정되었다.<sup>41)</sup>

38) 증권이라 함은 다음에 제시하는 것을 말한다. 노트(일반적으로 신탁계약이 따르지 않는 단기채권을 말한다), 주식, 자기주식, 담보부사채, 무담보부사채, 채무증서, 이익분배계약에 대한 지분 또는 참가권을 표시하는 증서, 증권담보부 신탁증서, 이익분배계약에 대한 지분 또는 참가권을 표시하는 증서, 증권담보부 신탁증서, 회사설립진 증서, 회사설립진 청약영수증, 양도가능지분, 투자계약, 의결권신탁증서, 증권예탁증서, 석유(가스) 기타 광업권에 대한 비분할 지분, 증권, 예금증서, 증권의 집합 또는 지수에 대한 풋, 콜, 스트래들, 기타의 권리, 일반적으로 “증권”이라고 알려져 있는 권리 또는 상품, 이상과 같은 것에 관한 권리증서, 참가권증서, 가증서, 영수증, 보험증서, 인수 또는 구입권 증서.

39) 여기에서도 1933년 증권법상의 정의와 거의 같은 규정을 두고 있으나, 증권법상의 광업권에 대한 비분할지분 대신 광업권의 로열티 또는 리스를 정의에 포함하였고, 통화와 유예기간을 제외한 만기가 발행당시 9개월을 넘지 않거나, 그 만기의 갱신이 9개월 이내로 제한되어 있는 노트, 약속어음, 환어음, 은행인수어음을 포함되지 않는다는 단서를 두고 있다.

40) 대법원은 증권에 관한 1933년 법상의 정의와 1934년 법상의 정의는 이 용어의 범위에 관한 증권의 판결에 있어서 이를 동일하게 취급하는 것으로 하였다. *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 686n.1(1985)

41) 미 연방대법원은 “투자계약이란 공동사업에 대해 금전투자가 이루어지고 그 이익이 주로 투자자가 아닌 상대방의 노력에 의해서 창출되는 것(an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others)”라 판시하였다. *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293(1946), *W.J.Howey Co.*, 328 U.S. at 301. 이 판례의 사실개요는 다음과 같다. 피고회사는 일반투자자들에게 오렌지 밭을 분양하면서, 분양된 밭을 회사가 대신 경작, 수확, 판매 등의 관리를 하

이와 같이 미국 증권법, 증권거래법, 연방대법원의 해석은 미국법상의 증권 개념이 새로 등장하는 상품의 경우에도 법적 규제의 틀 안으로 포함될 수 있도록 하였으므로, 미국의 증권 개념은 전통적 의미의 증권보다는 금융투자상품을 포함하여 해석하는 것이 타당할 것이다.

## 2. 등록의무

### (1) 등록의무의 발생 및 면제

연방법상 증권으로 인정되면 해당사업자는 등록의무가 발생한다.<sup>42)</sup> 증권법 Section4와 Section5는 주식발행인, 인수인, 자기매매업자 등이 매매를 위해 제시된 모든 증권이 SEC에 등록되어야 한다고 규정하고 있으며,<sup>43)</sup> 유가증권을 공모하려는 자는 증권법에 따라 SEC에 등록하고, 투자자에게 사업설명서(prospectus)를 교부하여야 한다.<sup>44)</sup>

---

는 내용의 서비스계약을 동시에 체결할 것을 권유하였다. 분양계약만을 체결하는 것도 가능하였지만 투자자들이 대부분 타지역에 거주하는 데다 농사에 대한 지식, 기술, 장비 등을 갖추고 있지 못했기 때문에 현실적으로 서비스계약을 체결하지 않을 수 없었다. 또한 피고 회사가 서비스계약을 체결하는 것이 유리하다는 쪽으로 물고 갔기 때문에 실제로 투자자의 85%가 서비스계약을 체결하였다. 서비스계약에 의하면 오렌지 밭의 관리에 관한 모든 권한은 회사가 갖고 투자자는 수확시에 행하는 검사결과에 따라 순익을 배분받는 권리만을 가졌다. SEC는 여기서의 분양계약·서비스계약 등이 1933년법 제2조(a)(1)의 투자계약에 해당하므로 등록신고 없이 그러한 계약을 체결하는 것은 1933년법 제5조 위반이라는 이유로 법원에 금지 명령을 신청하였다. 대법원은 투자계약이라는 개념은 법에 정의되어 있지 않지만 연방법 제정 전의 주법(blue sky law)에서 자주 사용되던 개념으로 그 해석에 있어서는 주법원 판결을 고려해야 한다고 전제하고 다음과 같은 위와 같은 기준을 적용하였다. 따라서 대법원은 피고회사의 행위가 위의 요건을 모두 충족하므로 투자 계약에 해당한다고 판시하였다. 이러한 Howey 기준은 그 후 다소 수정이 되었지만 아직도 투자계약 여부를 가름하는 기준으로 널리 이용되고 있다. 김진식, 『증권거래법』, 두성사, 2006, 78~79쪽.

42) 증권의 중개업과 자기매매업(broker and dealer)은 증권거래법상 감독기관인 SEC에 등록하고 감독을 받아야 하는 업으로 규정하고 있으며, 투자자문업은 투자자문업법상 감독기관인 SEC에 등록하고 감독을 받아야 한다.

43) 15 U.S.C. §§77d and 77e.

44) SA Sec.5.

다만, 동법은 SEC 등록절차에 소요되는 시간과 비용을 고려하여 소규모 기업에게 일정한 요건을 갖출 경우 예외를 인정하고 있는데, 증권법 제4조 제2항에서 “일반에 대한 주식공개(public offering)을 하지 않는 발행인의 거래는 등록의무가 면제된다”고 규정하고 있고,<sup>45)</sup> 헤지펀드는 이러한 사모면제 조항인 제4조 제2항을 통하여 등록의무 및 사업설명서 교부의무를 적용받지 아니한다.<sup>46)</sup>

## (2) Regulation D에 따른 등록면제

등록의무 면제에 관한 구체적인 상세요건과 기준은 증권법 제4조 제2항에 근거하여 규정된 Regulation D의 Rule 501부터 506까지에서 사적 주식공개 등록 면제(private offering exemption)로써 다루고 있으며, 여기에서는 “일반 대중에 대한 청약의 권유 또는 광고를 수행하지 않는 요건”에 따라 면제를 받는다고 하고 있고,<sup>47)</sup> 이에 따라 헤지펀드는 승인투자자(qualified investor)<sup>48)</sup>에게 제한 없이 투자의 권유를 할 수 있다.<sup>49)</sup>

Rule 501은 정의규정으로 “자위능력이 있는 투자자”에 대하여 Rule 501은 그 기준을 자연인의 경우 순자산이 100만 달러를 초과하거나

45) 사적 주식공개 등록면제(Private offering exemption)이라 할 수 있다.

46) 이와 같은 사적주식공개 등록면제 이외에 증권법 Section 3(a)(11)에서는 “발행인이 동일한 주 내에서 사업을 하고 거주할 뿐만 아니라, 증권이 오직 동일한 주민에게만 제공되고 매매되는 경우에는 등록으로부터 제외된다”고 하고 있다(intrastate offering exemption).

47) 각 주의 증권법은 Blue Sky law라고 불리우는데, 투자자보호를 위하여 대부분의 주는 등록이나 면허 또는 기타 주 승인을 요구하고, 일반적인 권유는 금지하며, 증권의 재매매에 대해서는 제한을 두고 있다. 대부분의 주들은 주 내에서 10명 이내의 사람들에게 증권을 판매하는 것에 대해서는 이러한 제한을 하는 형태의 증권법을 제정하고 있다. 유진호, “미국연방법상의 포괄적 증권개념과 투자계약증권”, 최신 외국법제정보, 한국법제연구원, 2008. 7, 24쪽.

48) 적격투자자로 번역한 qualified investor와 구분하기 위하여 사용한 표현이며, 적격투자자의 기준이 더 높다.

49) 여기에 백만 불의 순자산을 보유한 개인투자자가 포함되었으나, 최근 그간 물가의 인상, 사모펀드와 관련된 위험의 증대 등을 감안하여 지분 매입 시 250만 달러 이상의 투자자산을 보유한 자로 그 기준이 상향조정되었다.

순수입이 연 20만 달러를 초과하는 지의 여부로 규정하고 있다.

또한, Rule 502에서는 Regulation D 적용제외를 주장하기 위해서 충족하여야 할 조건들을 규정하고 있는데, 먼저 발행인은 투자자에게 일정한 정보를 제공하여야 하고, 일반적인 권유나 광고는 금지되며 전매도 원칙적으로 제한된다.

다만 이 제한은 100만 달러 이하의 발행의 경우에는 적용되지 않는다.<sup>50)</sup> Rule 503은 SEC에 대한 통고의무를 규정하고 있으며, Rule 505에서는 1년간 500만 달러 이하를 발행하는 발행인의 경우와 투자자의 수가 실제로 35인 이하인 경우 적용제외가 되며 이 경우 유가증권신고가 면제될 뿐이므로 투자자에 대한 일정한 정보는 제공되어야 한다.

<표-11> Regulation D의 적용제외

	Rule 504	Rule 505	Rule 506
총액제한	연 100만 달러	연 500만 달러	없음
투자자 수	제한 없음	35명(자위능력 있는 투자자 제외)	35명(자위능력 있는 투자자 제외)
투자자 자격	제한 없음	제한 없음	전문지식 필요
모집방법	제한 없음	일반권유 금지	일반권유 금지
전매제한	제한 없음	제한 없음	제한 있음
발행인 자격	증권거래법 상 등록회사 등 불가	Regulation A 상의 무자격자 등 제외	제한 있음
정보제공	불요	필요	필요
매매 보고	어느 경우에도 매매 후 15일 이내에 소정의 약식보고		

자료 : 석명철, 『미국증권관계법』, 박영사, 2001, 321쪽.

50) Rule 504(b)(1)



한편, 증권거래법에 의하면 직전 회계연도 말 500인 이상의 증권보유자가 있고, 천만 달러 이상의 자산을 소유하고 있는 발행인은 그 지분증권을 등록하여야 한다고 규정하고 있는데,<sup>51)</sup> 대부분의 헤지펀드는 이 요건을 회피하기 위하여 증권보유자를 500인 미만으로 설정한다.

### 3. 투자자의 구분

우리나라의 자본시장법상 전문투자자의 개념으로 볼 수 있는 “자위능력 있는 투자자(accredited investor)”는 1933년 증권법 section2(15)에서 정의하고 Rule 201에서 구체적인 내용을 정하고 있다. 여기에서는 ①은행, ②보험회사, ③등록투자회사, ④기업개발회사, ⑤중소기업투자회사, ⑥SEC 규칙에 의하여 재무적 숙련도, 순자산 재무사항에 관한 지식 및 경험 또는 관리하고 있는 자산액을 기준으로 특정된 자를 말한다. 다만, 발행인의 이사, 임원 또는 general partner, 자신과 배우자의 순자산이 100만 달러를 초과하거나 자신의 순수입이 최근 2년간 연평균 20만 달러(자신과 배우자를 합한 경우에는 30만 달러)를 초과하는 경우 등에 있어서는 일반투자자의 경우에도 자위능력이 있는 것으로 보고, 기관투자자로 인정될 수 있다고 하였다(Rule D 501).

### 4. 5% Rule 등<sup>52)</sup>

그밖에 증권거래법에 의하여 등록된 지분 증권의 5%를 보유하게 된 자(beneficial owner)는 보유 관련 보고서를 SEC에게 제출하여야 하는데(이른바 “5% Rule”),<sup>53)</sup> 이 5% Rule은 헤지펀드에 대하여도 적용이 된다. 이때의 보유자는 지분 증권에 대한 투자결정권을 가진 자를

51) SEA Sec.12.

52) 최민용, “미국, 영국의 헤지펀드 규제동향”, 『헤지펀드에 대한 규제동향과 법적과제』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 4. 11, 16-17쪽 발췌전개.

53) SEA Sec.13(d), 13(g), Rule 13d-3.

포함하는 개념이므로, 펀드뿐만 아니라 펀드 매니저도 보고서 제출의무를 부담한다. 헤지펀드 매니저가 공개회사의 지분을 시가 1억 달러 이상 보유하고 있어 기관투자자 매니저에 해당하는 경우에는 그 유가증권에 대한 포지션, 의결권 행사의 권한에 관한 정보를 Form 13F를 이용하여 분기별로 SEC에 보고하여야 한다.<sup>54)</sup>

한편, 고도의 파생금융기법을 이용, 의결권과 수익권을 분리하여 기업 지배구조 영역에서 경영권 취득 등의 활동을 하는 경우에 있어 의결권을 보유하고 있지 않은 상태를 5% Rule로 규제하여야 한다는 논의가 제기되고 있다. 이에 대하여 미국은 아직까지 이를 5% Rule로 규제하고 있지 아니하며, 이 점은 영국의 경우와 다르다.<sup>55)</sup>

한편 등록 증권 지분의 10% 이상을 보유하는 자는 내부자에 해당되어 보고의무를 부담하게 되고(이른바 “10% Rule”), 내부자는 단기매매차익(short-swing profit)을 반환하여야 하는데,<sup>56)</sup> 이 규정들은 모두 헤지펀드에 대하여도 적용된다.

## 5. 위임장 규정(Proxy Rule)

근래에 있었던 위임장 규정의 개정은 헤지펀드만을 염두에 두고 개정된 것은 아니나, 최근 헤지펀드의 활동으로 인한 주주행동주의가 재조명되고 그와 같은 측면이 위임장 규정의 정비 필요성을 촉구하였다는 점은 부인할 수 없다. SEC는 위임권유 서류를 인터넷 웹상에 게재하고 이를 통지하는 방법으로 교부할 수 있도록 하는 규정(Rule 14a-16),<sup>57)</sup> 전자 주주 포럼의 개최를 권유(solicitation)에서 제외하는 규정(Rule 14a-2) 및 포럼에 참여한 다른 당사자가 제출한 정보나 진술

54) SEA Sec.13(f).

55) 제세한 내용은 최민용, “주식의 대량보유등의 보고의무에 대한 재검토”, 『상사법 연구』 제26권 제2호(한국상사법학회, 2007) 참조.

56) SEA Sec.16.

57) 17 CFR Parts 232 and 270 [Release Nos. 33-8859; IC-28042; File No. S7-25-07]

에 관하여 포럼을 개최한 주주 등의 책임을 면제하는 규정(Rule 14a-17)<sup>58)</sup>을 새로이 채택한 바 있다.

## 6. 반사기금지 조항

증권업자에 대한 규제는 증권거래법에 근거를 두고 있으며, 특히 영업행위 규제장치들은 동법상의 반사기금지조항에 그 이론적 기초를 두고 있다.<sup>59)</sup> 반사기금지조항에서 금융투자자 보호장치로 규정하고 있는 주요내용으로는 적합성원칙,<sup>60)</sup> 설명의무,<sup>61)</sup> 불초청권유 규제, 분별관리,<sup>62)</sup> 최선집행의무,<sup>63)</sup> 서면교부,<sup>64)</sup> 광고규제<sup>65)</sup> 등을 들 수 있다.

## 7. 자문업자의 등록강제에 대한 논의<sup>66)</sup>

헤지펀드의 규제로부터의 자유는 그 성장의 원동력이 되었음은 분명하지만, 점차로 증권시장의 투자자에게 사기 등의 방법으로 손실을 끼치는 사례들이 증가하게 되었고, 여기에는 대부분 자문업자들이 연루되었다.<sup>67)</sup> SEC는 헤지펀드의 운영과 관행에 관한 연구 결과를 거쳐 그 문제점을 인식하게 되었고,<sup>68)</sup> 이에 자문업자를 등록하게 하여 편

58) 17 CFR Part 240 [Release No. 34-57172; IC-28124; File No. S7-16-07],

59) 다만, 실제 증권업자의 행위규제와 관련해서는 자율규제기관인 FINRA(NASD와 NYSE의 규제부서 통합기구)의 규정에 의하여 상세히 규율하고 있다.

60) Rule 2310 Recommendations to Customers(Suitability)

61) FINRA Manual(IM-2210-1)의 “Guidelines to Ensure That Communications With the Public Are Not Misleading” 참조.

62) Rule 2330 Customer's Securities or Funds

63) Rule 2320 Best Execution and Interpositioning

64) Rule 2330, 2340 Customer Account Statements

65) Rule 2210

66) 최민용, “미국, 영국의 헤지펀드 규제동향”, 『헤지펀드에 대한 규제동향과 법적과제』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 4. 11, 18-19쪽 발췌전개.

67) 지난 8년간 SEC의 자문업자에 대한 법집행 사례는 100건을 상회한다고 한다.

68) SEC, *supra* note 6), at x and xi: 인식된 문제점은 SEC가 헤지펀드를 규제할 만한 정보가 부족하고, 투자자들에게 적절한 정보의 공개되지 않으며, 자문업자가 자산평가에 대하여 광범한 재량권을 가짐으로 인하여 자산평가의 객관성이 담보되지

드의 투명성을 확보하고 투자자 보호를 강화하기 위하여 규정을 개정하게 되었다.<sup>69)</sup>

개정 관련 쟁점으로는 자문업법상 등록의무가 면제되기 위한 고객의 수(15인 미만)의 산정과 관련하여 고객이 하나의 법적 조직체인 경우 그 법적 조직체를 고객으로 산정할 것인지의 여부와 그 조직체의 구성원까지도 이를 고객으로 산정할 것인가에 대한 문제가 있었다. 종래에는 법적 조직체만을 하나의 단일한 고객으로 산정하여 왔다.<sup>70)</sup> 따라서, 하나의 펀드에 자문을 하여 주는 경우 당해 펀드만을 고객으로 계산하고 그 펀드의 투자자들은 고객으로 산정하지 아니하였다.

그러나 이러한 산정 방식으로 말미암아 대다수의 헤지펀드의 자문업자는 동법의 규제를 회피하게 되었고, SEC는 Rule 203(b)(3)-2(이른바 “Hedge Fund Rule”)를 제정하여 자문업자가 펀드에 대하여 자문하는 경우 펀드 자체뿐만 아니라 그 펀드의 투자자들까지도 고객으로 산정하도록 고객 개념을 수정하였다. Hedge Fund Rule에 따를 경우 대부분의 헤지펀드들이 자문업자의 등록의무를 통하여 규제받게 되는데, 이는 오랜 관행을 바꾸는 것이었고, 이에 대하여 자문업계가 강하게 반발하였을 뿐만 아니라 규정 채택 여부에 대하여 내부에서도 상당한 찬반<sup>71)</sup> 논란이 있었다.

나아가 2006년 6월 23일 미국 콜롬비아 항소법원은 Goldstein v. SEC 사건(이하 “Goldstein case”라 한다)에서 자문업법 관련규정인 SEC Rule 203(b)(3)은 상위 규정과 상충되는 것이고 이러한 규칙의 제

---

못한다는 것이다.

69) SEC, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers: Proposed Rule, 17 CFR Parts 275 and 279(July 28, 2004), at 72089-98, at 45187-45188.

70) IAA Rule 203(b)(3)-1.

71) 반대의견의 주요 요지는 헤지펀드의 규모 성장 자체가 규제의 근거가 될 수 없고, 등록이 규제의 유효적절한 수단이 아니라는 점 등이다; SEC, Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers: Final Rule, 17 CFR Parts 275 and 279(Dec. 10, 2004), at 72089-98.

정은 SEC의 권한을 넘어선 것이어서 무효라고 판시하였다.<sup>72)</sup>

결국 현재로서는 헤지펀드의 매니저를 자문업법에 따라 등록하도록 강제할 수 없고, 동법이 규정하고 있는 공개 등의 의무를 부과할 수는 없다. 다만, 등록 자체가 투자자에 대하여서는 펀드 매니저에 대한 신뢰도를 향상하는 등 긍정적 지표로 작용하고 있어 현재 등록된 자문업자는 10,000개 이상이라고 한다.<sup>73)</sup>

## 8. SEC 규칙

### (1) 공매도 규칙

증권거래법 제16조에서는 내부자에 의한 공매도 또는 지주보증매도 (sales against the box)의 금지를 규정하고 있다. 이는 일반적으로 규칙에 의하여 공매도를 규제하도록 하고 있는 제10조 a항의 ‘공매도 및 가격역지정 주문’의 SEC권한과 대조를 이루고 있다.

SEC 규칙 3b-3조는 공매도에 관하여 ①매도자가 소유하고 있지 않은 증권의 매도 또는 ②매도자가 직접 차입하였거나 매도자의 계정에 차입된 증권을 인도함으로써 거래를 종결하는 것을 말하는 것으로 정의하고 있다. 또한 SEC 규칙 10a-1조에서는 ①최종 매도가격보다 낮은 가격에 의한 공매도 또는 ② 최종 매도가격이 그 이전의 다른 거래가격보다 높지 않은 경우에 그 최종 매도가격에 의한 공매도를 금지하고 있다.

### (2) Rule 206(4)-8의 제정

자문업법은 자문업자가 집합투자기구의 고객 또는 장래의 고객을 기망하는 수단 등을 사용할 수 없고(제206조 제1항), 고객 또는 장래

72) Goldstein v. SEC, 451 F.3d 873(D.C. Cir. 2006).

73) 2008년 1월 31일을 기준으로 Investment Adviser Registration Depository를 통해 공시된 ADV폼을 통해 추산한 수치임.

의 고객에게 사기 또는 기망행위가 될 수 있는 거래 등을 수행할 수 없으며(제206조 제2항), SEC는 그와 같은 행위를 합리적으로 방지할 수 있는 규칙을 제정할 수 있다고 규정하고 있다(제206조 제4항). SEC는 이 규칙 제정권에 근거하여 Rule 206(4)-8(이하 “New Anti-fraud Rule”이라 한다)을 제정하였던바, 동 규정은 집합투자기구의 투자자 또는 장래의 투자자에 대하여 중요한 사실을 허위로 작성하거나, 기재될 당시의 상황에 비추어 사실이 오도되지 않도록 하기 위하여 필요한 중요한 사실을 누락하는 행위는 사기에 해당한다고 규정하고 있다.<sup>74)</sup>

한편, SEC Rule 206(4)는 자문업자가 SEC에 등록하였는지 여부를 불문하고 적용되므로, Rule 206(4)-8 또한 그 등록 여부를 묻지 않고 적용된다.<sup>75)</sup> 그리고, 관련 집합기구가 투자회사법상 등록된 것인지 아니면 동법상 등록면제된 것인지를 불문하고 있으므로<sup>76)</sup> 헤지펀드는 이에 해당되는 것으로 볼 수 있다.

## 제 2 절 영 국

### I. 금융투자 관련 입법

#### 1. 금융서비스시장법의 시행

영국의 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000)은 2000년 6월에 공포되었으며, 2001년 12월부터 시행되었다. 이 법은 모든 형태의 금융기관 행위를 감독·통제할 수 있는 단일의 통일성 있는 법률체계를 구축함으로써 새로운 시대의 금융환경에 맞는 통합법을 마련하는 것에 그 취지가 있었다.<sup>77)</sup> 금융서비스시장법이 적용되

74) 최민용, 앞의 논문, 20쪽.

75) *Ibid.*, at 401.

76) *Ibid.*, at 402.

77) 금융서비스시장법은 30편, 433개 조항과 22개 부속서의 257개 조문으로 구성되어

는 금융업을 영위하거나 그 밖의 행위를 하기 위해서는 FSA의 인가를 받아야 한다. FSA는 금융기관이 신설되는 경우 금융업을 영위하기 위한 최소한의 요건에 대한 충족여부를 심사하여 금융업 인가를 내주고, 금융기관의 통제기능을 담당하는 개인에 대한 적격성을 승인하며, 금융기관에 대한 인가 및 개인에 대한 승인이 필요한지 여부를 결정하는 한편, 비인가 금융기관에 의한 금융업 영위 금지규정 위반여부 확인과 관련한 정보의 수집 및 관리 등의 업무를 수행하고 있다.

## 2. FSA의 규제

금융감독청(FSA)은 영국의 단일금융규제당국이며, 금융서비스시장법을 근거로 규제 권한을 행사하고 있다. 이 법에 의해 기존 10개의 규제당국들이 행사하던 규제기능은 단일규제당국으로 통합되었고 FSA는 다음과 같은 4개의 법적 목표를 지향하고 있다.<sup>78)</sup>

첫째, ‘시장 신뢰성 유지’를 들 수 있는데 이는 영국 금융 시스템 내 신뢰성 유지를 말하는 것이다. 둘째, ‘대중의 이해 증진’은 특히 다양한 종류의 투자나 금융거래와 관련된 이익 및 위험에 대한 이해 증진과 적절한 정보와 조언을 제공하는 것을 말한다. 셋째, ‘소비자 보호’인데, 여기에는 적절한 수준의 소비자 보호를 확보하고 다음 4가지 사항을 반드시 고려하도록 하였다. ①다양한 투자에 내재해 있는 서로 다른 수준의 위험, ②다양한 소비자의 경험과 전문적 기술의 다른 정도, ③조언과 정확한 정보에 대한 소비자의 요구, ④소비자들이 자신의 결정에 대해 책임을 져야 한다는 일반적 원칙을 고려하는 것으로 하였다. 넷째, ‘금융 범죄 감소’는 규제대상인이 저지르고 있거나 일반적인

---

있다. 금융서비스시장법은 금융규제감독에 대한 최소한의 기본체계 및 규제대상행위에 대하여 포괄적으로만 정하고 있을 뿐 구체적인 기준은 재무부에 위임하고 있고, 이에 따라 재무부는 규제대상행위령(The Financial Services and Market Act 2000 Regulated Activities Order 2001)을 정하고 있다.

78) 금융서비스시장법 제2조 제2항

금지사항<sup>79)</sup>을 말하는 것으로, 이 조항은 인가 또는 인가 면제 없이 승인을 요하는 규제대상행위를 하는 것을 금융 범죄의 범위에 포함되는 것으로 보고 이를 감소시키도록 노력하는 것을 명시하였다.

이러한 FSA의 법적 목표는 헤지펀드에 대한 규제에도 그대로 적용될 것인데, 이와 관련하여서는 금융서비스시장법 제19조에서 FSA 인가를 받았거나 인가 면제를 받지 않은 상태에서 ‘규제대상행위’를 계속하거나 또는 할 의도였을 경우, 위법행위를 한 것으로 보고 있다.<sup>80)</sup>

헤지펀드와 관련되는 규제대상행위는 투자 관리, 집합투자조직 설립, 투자 홍보, 특정 종류의 활동 지속에 대한 동의가 해당되는 것으로 보고 있다.

또한, 규제대상행위가 ‘특정 투자’와 관련해 계속될 경우에만 인가를 받을 필요가 있다. 이러한 사항은 규제대상행위령에 설명되어 있고, 인가의 대상에는 예금, 보험계약, 주식 등 각종 금융투자상품<sup>81)</sup>이 포함되어 있다.

FSA는 금융투자 회사에 대한 인가뿐만 아니라 인가 받은 회사에서 일하는 개인에게도 인가하고 있다. 개인 인가에 대한 요구는 회사에서 일하는 모든 직원에게 해당되는 것이 아니라 ‘통제기능’을 수행하는 직원에게만 해당된다. 단지 행정기능을 수행하는 직원은 해당되지 않지만, 펀드 매니저처럼 그들의 업무가 회사 고객들에게 상당한 영향을 미칠 경우에는 해당될 수 있다. 회사는 가장 책임자가 통제기능을 수행하도록 적합한 단계를 취해야 한다. 통제기능을 수행하는 직원에게는 특정한 교육을 이수할 것 혹은 이수가 예정되어 있을 것이 요구된다.<sup>82)</sup>

79) 금융서비스시장법 2000, 제19항

80) [www.hmso.gov.uk](http://www.hmso.gov.uk)

81) 예금, 보험계약, 주식 등, 채무를 유발시키는 증서, 정부·공공채, 투자 자격을 부여하는 수단, 특정 증권에 대한 증서, 집합투자조직의 지분, 이해관계자 연금상품의 권리, 옵션, 선물, 차익거래계약, 로이드 신디케이트 역량 및 신디케이트 멤버쉽, 장래 계획 계약, 규제대상 주택담보대출계약, 투자에 대한 권리 또는 이익 등이 이에 해당된다.

82) Ashley Kovas, “Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors? A Bal



## II. 헤지펀드 규제내용

### 1. 헤지펀드의 특징

영국에서도 헤지펀드에 대한 법률상의 정의 규정은 없다. 다만, 영국의 금융감독기관인 FSA(Financial Services Authority)는 공매도, 파생금융상품 및 레버리지를 헤지펀드의 투자전략의 인식지표로 들고 있고, 절대적 수익의 추구, 펀드 매니저의 광범한 재량권 및 대량의 거래와 높은 투자최소한도금의 설정을 그 구조적 특성을 나타내는 지표로 들고 있다.<sup>83)</sup> 이처럼 영국에서의 헤지펀드란 개념은 펀드의 구조를 가리키는 말이라기보다는 투자의 전략을 가리키는 용어로 사용된다.<sup>84)</sup>

펀드 운용자측에서도 헤지펀드는 감독당국(FSA) 규제 밖의 운용, 시장내 포지션테이킹을 포함한 광범위하고 다각적인 거래 전략 사용과 공매, 파생금융상품, 차입 등을 포함한 다양한 거래 기법 사용, 헤지펀드 매니저에게 성과 보수 지급 등을 그 특징으로 하고 있으며, 이러한 특징으로부터 FSA의 규제 목적에 합당하게 운영하고 있는지 여부를 입증하기는 사실상 어려운 점이 있다. 실제로 논쟁은 공매와 차입을 포함한 다양한 범위의 포트폴리오 관리 기법을 사용할 수 있는 일반펀드 매니저로 인해 일어난다. 이 논쟁은 ‘전통적인’ 펀드로부터 헤지펀드를 가장 잘 구별시켜주는 기법들의 사용이다. 이 점은 일반 헤지펀드 논쟁에서 어떠한 논쟁들이 제기되고 있는가를 결정함에 있어서 중요하다.

---

ancing Act for Regulators”, Hedge Funds Risks and Regulation, De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, 2004, at 92.

83) FSA, Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement(June, 2005), at 10-11.

84) Technical Committee of the IOSCO Final Report, November 2006, The Regulatory Environment for Hedge Funds a Survey and Comparison, at 31.

헤지펀드의 정의가 포트폴리오 거래 전략에 대한 평가기준이기 때문에 그러한 논쟁들을 특정 상품 구조에 제한하는 것은 불가능 할 것이다.<sup>85)</sup> 실제로 사용되는 상품구조에 대해서는 일반적으로 과세 조치가 제한 요소임에도 불구하고, 헤지펀드는 상품 구조가 존재하는 한 많은 방법으로 구성될 수 있다.

영국에서 헤지펀드는 투자회사로 또는 집합투자조직으로 만들어질 수 있다. 이러한 상품 구조는 한정된 재산을 소유한 투자자가 전문적인 관리에 의해 균형 잡힌 자산 포트폴리오가 가능하도록 해주었던 기존 집합투자기구의 방식으로 사용해오던 상품 구조로, 헤지펀드는 영국이 역사적으로 ‘투자기구’로 개념 짓던 것과는 다른 면이 있다.

## 2. 금융투자업의 승인과 역외설립

전술한 바와 같이 영국에서는 펀드가 금융서비스시장법을 근거로 하여 FSA의 승인을 받고,<sup>86)</sup> 집단투자계획의 구체적인 사항에 대한 보고의무를 준수하는 경우 일반 대중에 대한 헤지펀드 상품 판매가 허용되어 왔다.<sup>87)</sup>

그러나 대부분의 헤지펀드들이 영국 내가 아니라 역외에 설립하고 있고, 영국의 규제권이 이러한 역외 펀드(off-shore fund)에 대하여 미치지 않는 반면, 많은 수의 매니저들은 영국 내에서 영업을 수행하고 있어 영국에서는 헤지펀드 자체에 대한 규제보다도 펀드 매니저에 대한 감독에 더욱 비중을 두고 있다.

이와 같이 FSA의 규제 밖의 헤지펀드가 늘어나자, 2004년 관련 법규를 개정하여 적격투자자로 구성된 공모펀드제도를 도입하였고, 공모펀드도 차입투자나 공매도 등 사모펀드의 투자전략을 허용함으로써

---

85) Changing names with style : Mutual fund name change and their effects on fund flow, [www.purdue.edu](http://www.purdue.edu)

86) *Ibid.*, at 93.

87) FSA, Hedge Funds and the FSA(Aug. 2002), at 26-27.

사모펀드의 투자자를 공모펀드로 이전시키고자 하였다.<sup>88)</sup>

나아가 2006년에는 기존에 파생금융 전략을 오로지 위험을 헤지하기 위하여서만 사용할 수 있었던 제한을 풀고 적절한 위험스프레드를 유지하면서 그 전략을 투자자에게 적절하게 공개한 경우 그러한 전략을 투자목적으로도 사용할 수 있도록 규정을 개정하였다. 또한, 공모펀드의 주주가 투자대상회사의 이사회를 지배하거나 일상적 경영에 관여하지 않는 한도에서 다른 주주들과 동일하게 그가 가진 주식의 의결권을 행사할 수 있도록 하였다.<sup>89)</sup>

영국도 미국과 같이 헤지펀드 자체에 대한 일반적인 규제는 거의 없으나, 헤지펀드 매니저에 대하여서는 공모펀드와 유사한 규제를 하고 있다. 즉, FSA는 펀드 매니저의 자격 요건과 내부 통제 시스템 등 제반사항에 관한 심사를 할 수 있다.<sup>90)</sup>

헤지펀드 매니저의 경우 통상 그 업무 수행이 금융서비스시장법 관련 규정인 행동규제지침(Regulated Activities Order)상 투자자산의 관리(제37조) 및 투자자산에 대한 광고(제53조)에 해당하기 때문에 동법상 승인을 얻어야 한다.<sup>91)</sup> 이외에도 매니저는 영업과 관련된 규제를 준수하여야 하는데, 규제의 중심은 시스템과 컨트롤(system and control)이라 한다.

이러한 매니저에 대한 감독권은 그 고객에 대하여 적절한 서비스를 제공할 계약상의 의무를 이행할 수 있는가에 관한 것일 뿐 헤지펀드 자체의 위험이나 펀드에 투자할 투자자의 적격성 여부를 감시하는 것이 아님을 분명히 하고 있다. 이러한 관점에서 프라임 브로커 등과의 네트워킹, 필요한 정보, 회계 시스템 등이 적절하게 구비되어 있는지

88) 임연하, “우리나라 사모펀드의 운영현황 및 건전한 발전방향”, 『조사연구 Review』, 금융감독원, 2005년 봄, 142쪽.

89) Walter Stuber et al., *International Securities and Capital Markets*, 41 Int'l Law. 443(summer 2007), at 13.

90) 임연하, 앞의 논문, 141쪽.

91) FSA, *supra* note 66), at 16.

여부를 포함하여 자산을 잘 관리할 수 있는 능력(competence) 여부를 중점적으로 고려하고, 적용 법규를 준수하고 있음을 나타내는 적절한 절차를 구비하고 있는지 그리고 배포된 마케팅 자료와 회계 자료를 제대로 보존하고 있는지 여부 등을 감독한다.<sup>92)</sup>

### 3. 헤지펀드의 설립형태

헤지펀드의 설립형태에 관한 사항은 헤지펀드가 상사회사인가 투자회사인가에 관한 문제라 할 수 있다.

영국에서는 기초증권 포트폴리오 보유를 촉진시키는 것을 목표로 투자회사와 인가 받은 공동투자기구 제도가 도입되었다. 이러한 공동투자기구에 대한 투자자들에게는 다음과 같은 2가지 이점이 주어진 다. 첫째, 비용편익이다. 공동투자기구는 소형 투자자들이 그들의 제한된 방법으로는 스스로 할 수 없는 다각화된 기초주식 포트폴리오에 노출될 수 있게 해준다. 둘째, 기초자산에 대한 전문적 관리가 제공되어 투자자는 어떤 증권을 보유해야 할지 결정해야 하는 문제로부터 해방되며, 투자결정은 전문가에 의해 이루어진다.<sup>93)</sup>

헤지펀드는 기초 공동투자에 보통 접근과는 다른 무엇인가를 제공하게 되는데 이러한 부가적인 포트폴리오 관리 기법의 사용은 그 기법들이 정당한 자격을 갖춘 거래 전략이라는 것을 의미한다. 여러 측면에서 헤지펀드는 제약회사나 정유회사 같은 진정한 상사와 투자 회사나 집합투자조직 같은 투자 기구 사이에서 곤란한 위치에 처해있다. 예를 들어, 헤지펀드의 문제점으로 투명성이 항상 지목되어왔다.

92) FSA, Hedge Funds and the FSA(August 2002), at 16-17.

93) 이러한 2가지 이점은 1936년 “고정형 투자신탁, 상무부가 지정한 부문위원회의 보고서”(Cmd.5259, 1936년 7월, 17절 참조)에서 단위형 투자신탁에 대한 이점으로 나타나 있다. 이 보고서는 또한 부유한 투자자들이 저렴한 가격에 직접 주식 포트폴리오를 구성할 수 있지만, 단위형 투자신탁을 통해 주식에 투자하려 한다고 나타내고 있다. 이러한 투자자들은 걱정을 줄이는 대가로 더 높은 가격을 기꺼이 지불하려는 것이다.

헤지펀드는 그들의 근원지 또는 전략을 드러내지 않는다는 이유로 자주 비난 받아 오고 있고 헤지펀드는 투자전략을 공개 할 수 없다고 주장하고 있다. 자신들의 세부적인 전략이 공개되면 경쟁업체(투기포지션 고유의 취약성에서 이점을 취하려는 업체)로부터 공격을 당하거나 아니면 경쟁업체들이 자신들의 전략을 모방(즉시 전략의 가치를 감소하게 만드는)한다는 것이다. 거래비밀에 관한 논쟁에서, 헤지펀드는 그들의 사업에서, 기밀성의 수위를 어느 정도 허용한 상사 수준에 맞춰 자신들의 기밀성도 유지함으로써 기업의 본질에 따르고 있다.

비록 헤지펀드가 자유롭다는 면에서는 상사와 유사하지만, 자신만의 고유한 상품과 서비스를 창출하지 않는다는 점에서는 투자 회사와 유사하다. 그러나 헤지펀드는 주주들을 위해 이익을 추구한다. 그러므로 좀 더 큰 일반투자분야에 대한 요구는 헤지펀드가 투자 회사로서 그 존재를 세상에 널리 알릴 수 있게 해 준다. 다만, 전통적으로 투자 상품의 특징이었던 매수에 치중하는 포트폴리오에 의해 헤지펀드가 관리되지 않는다는 점을 일반 투자자들이 이해 못 할 수도 있다는 위험성이 있다. 따라서 일반투자자는 투자 조직이 일반 투자자에 의한 “주식 바스켓”에 지나지 않는다고 생각한다. 또한 일반 투자자들은 상품이 제공하는 전문적 관리를 이용하기 때문에 이 조직이 자신들의 예금 상당 부분을 맡기기에 비교적 안전한 장소라고 여긴다. 그렇다고 일반 투자자들이 투자시 투자 위험을 전혀 감수하지 않을 것이라고 생각한다는 것을 반드시 의미하는 것은 아니다. 하지만 그러한 일반 투자는 사실상 개별주식선택과 다양한 자산배분결정<sup>94)</sup>을 하는 투자자에 의한 대표단을 종종 포함하기도 한다.

94) 영국의 많은 투자 회사에서는 일반 투자자에게 일부 자산배분을 결정할 수 있는 기회를 제공한다. 예를 들어, 한국 기술펀드는 지리적 및 산업 부문에 매우 집중된 투자 포트폴리오를 제공한다.

#### 4. 헤지펀드의 판매대상

헤지펀드의 판매대상을 어떻게 보아야 할 것인가 즉, 영국에서 제한된 방법으로 일반 투자자에게 판매될 수 있는가에 관한 문제를 살펴 보아야 할 것이다.

헤지펀드는 투자 조언과 함께 또는 투자 조언 없이 판매될 수 있다. 투자 조언이 없는 상황에서 적용되는 마케팅 제도는 펀드의 기초상품 구조의 본질에 따라 직접적으로 결정된다.

##### (1) 헤지펀드가 투자회사인 경우

헤지펀드가 투자회사로 조직화된 경우, 그 마케팅은 회사법에 의해 관리된다. 공모발행안내서(상장된 회사인 경우에는 상장명세서)를 통한 회사 자체에 의한 회사 주식 마케팅은 다른 형태의 금융 권유와 다르게 취급된다.<sup>95)</sup> 공모발행안내서와 상장명세서에 대해 가장 우선 시하는 규제 사항은 요구되는 정보를 제공하는 방법에 있어서 이 서류들의 정직성 문제이다. 제시하고 있는 투자 기회의 본질에 대해 정확하게 설명하고 있는 경우에 이 서류들은 허가를 받는다.

비상장주식의 금융권유제도는 FSA 규제 범위 밖에 있지만, FSA는 인가된 자가 비상장주식의 권유를 수행하도록 할 수 있다. 하지만 FSA는 영국의 상장규제당국이므로 영국 시장에 상장하려는 회사보다 더 큰 통제력을 가지고 있다. 상장규칙은 헤지펀드가 투자 회사로 설립되는 것을 효과적으로 예방하고 있으나, 재간접투자 헤지펀드는 상장될 수 있다. 투자사는 “투자 위험 확대 및 포트폴리오 관리라는 목표를 가지고” 투자해야 한다.<sup>96)</sup> 투자 위험 확대에 대한 요구는 투자사

95) 금융서비스시장법 2000(금융 권유) 제73조. 명령 2001(SI 2001/3591)은 비상장주식의 주식공모인 경우 공모발행안내서에 해당하는 부분에서 ‘금융권유’ 제도를 면제 해주고 있다. 상기 명령의 제71조는 상장명세서에 대해 동일한 기능을 수행한다.

96) 상장규칙, “투자 회사”가 정의된 21.1(f) 참조.

가 ‘매수에 치중하는 전통적인 포트폴리오’를 지속해야 한다는 것을 의미하는 것으로 해석된다.<sup>97)</sup> 재간접투자 헤지펀드는 매수에 치중하는 기법을 바탕으로 기초 투자하는 것을 엄밀하게 수행한다.

## (2) 헤지펀드가 집합투자조직인 경우

헤지펀드가 집합투자조직으로 구성된 경우,<sup>98)</sup> 이 펀드는 인가받지 않은 이상 일반 대중에게 판매될 수 없다.<sup>99)</sup> 인가된 자는 다음 사항을 포함하여 제한된 투자자 계층에게 규제 받지 않는 상품을 판매할 수 있다.<sup>100)</sup> ①지난 30개월간 이와 같은 상품에 참여했던 자, ②인가된 자(헤지펀드 운용자)가 판단하기에 투자가 적절하다고 보이는 자로서 관련된 회사의 기존 고객이거나 최근에 가입된 고객에 한한다.

그 외에도, 인가 헤지펀드는 집합투자상품의 금융권유면제령에서 제시하는 제외사항 내에서 규제 받지 않는 상품을 판매할 수 있다. 금융서비스시장법의 집합투자상품의 권유와 면제에 관한 명령 2001(SI 2001/1060) 이로써 특히 전문적인 투자자에 대한 마케팅이 가능해졌다.<sup>101)</sup>

## 5. 헤지펀드의 투자조언

투자 조언을 제공하는 활동은 일반적으로 FSA 인가가 필요하다. 인가 받은 투자조언가들은 그들의 고객에게 헤지펀드 투자를 권유할 수 있다. 그러나 그 투자가 고객에게 적합한 경우에만 권유해야 한다. 적

97) FSA 16, “Hedge Funds and the FSA”, 4.15-4.16

98) 정의는 금융서비스시장법의 제235항 참조. 정의가 매우 광범위해서, 예를 들면 영국신탁법과 파트너십에 기초한 구조도 포함한다. 그러나 정의는 금융서비스시장법 2000(집합투자조직) 명령 2001(SI 2001/1062)에 기재된 제외사항에 의해 그 범위가 좁혀진다.

99) 금융서비스시장법 2000의 제238(5)항

100) 자세한 전체 목록은 FSA의 규칙 및 안내 핸드북, 업무행위규칙, COB3, 부속서 5 참조

101) 금융권유령(SI 2001/1335)은 특히 전문적인 투자자에게 금융서비스시장법 2000의 제21항에 제시된 금융 권유 제한을 적용하지 않고 있다.

합성을 확보하기 위해서 조언가는 고객의 현재 금융 포트폴리오와 위험에 대한 태도에 대해서 반드시 검토해야 한다. 그러나 일반 투자 조언가들은 일반적으로 그들의 일반 고객에게 헤지펀드 투자를 권유하지 않는다. 왜냐하면 헤지펀드 투자에는 소규모 투자 상품이 없기 때문이다(일반적으로 헤지펀드는 대부분의 일반 투자자에게 고액인 적어도 10만 달러 이상의 투자가 요구된다). 또한 조언가 스스로도 헤지펀드에 대해서 신중한 태도를 취하는 것으로 보인다. 왜냐하면 일반상품과는 매우 다른 상품에 조언가 스스로 친숙해져야 하기 때문이다. 상당한 조사 노력을 기울여야 투자조언가들은 그들의 일반 고객에게 헤지펀드를 자신 있게 권유할 수 있다.<sup>102)</sup>

## 6. 투자자의 구분

영국에서 전문투자자는 영업행위준칙에 따라 지방정부, 공공기관, EEA국가, IOSCO 국가의 상장법인, 자본금 500만 파운드 이상의 법인, 순자산 500만 파운드 이상인 파트너쉽, 자산 1000만 파운드 이상의 수탁자, 집합투자기구 등을 말하는 법인고객과 정부, 중앙은행, 국제기관, 집합투자기구 이외의 업자 및 해외금융서비스 기관을 뜻하는 시장참여자를 의미하고 이에 해당되지 않는 투자자를 개인고객으로 보고 있다.<sup>103)</sup>

그러나 투자업자는 개인고객이 충분한 투자경험과 이해력이 있는 경우에 법인고객으로 취급할 수 있도록 하였으며,<sup>104)</sup> 개인고객이 법인고객으로 취급되는 경우 ①법인고객이 보호받지 못하는 사항들을 설명하고, ②법인고객으로 분류되는 것에 대한 충분한 고려시간을 확보

---

102) 인가에 대한 신뢰는 ‘도덕적 위험’의 예로 볼 수 있다. 조언가와 투자자는 보다 더 인가를 중요시한다. 다시 말해 사실 그러한 것보다 더 많은 보호가 인가에 의해 가능하다고 생각하는 것이다.

103) COB 4.1.4(1)

104) COB 4.1.9(1)(a)



하여야 하며, ③법인고객으로 분류되는 것에 대한 고객의 서면동의 또는 동의가 있었음을 증빙할 수 있어야 한다.<sup>105)</sup>

한편, 법인고객이 시장참여자로 분류될 수도 있도록 하였는데, ①1천만 파운드 이상의 자회사 지분을 가지고 있는 모회사(또는 지주회사), ②대차대조표상 1,250만 유로의 자산, 2,500만 유로의 순매출 및 평균 종업원 수 250명 이상의 요건을 충족하는 모회사, ③지방 행정기관 또는 공공 행정기관, ④순자산이 1천만 유로 이상의 파트너쉽 또는 비법인 조합, ⑤1천만 달러의 자산을 보유한 신탁 등이 그 대상이 되며,<sup>106)</sup> 시장참여자로 분류되는 고객에 대하여 통지하고, 구체적인 투자자 보호제외 사항에 대한 설명을 하여야 한다.

## 제 3 절 독 일

### I. 금융투자 관련 입법

#### 1. 투자법의 제정

##### (1) 금융투자 관련 법제의 변화

독일은 2004년 1월 1일부터 종래의 투자기금을 규정하고 있었던 자본투자회사법(Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften ; KAGG)과 독일에 서 외국 투자지분에 대한 영업과 과세를 규정하고 있던 외국투자법(Auslandinvestment-Gesetz ; AusInvestG) 대신에 새로운 투자법(Investmentgesetz ; InvG)과 투자세법(Investmentsteuergesetz ; InvStG)을 발효시켰다. 이는 ‘유럽연합 유가증권 공동투자조직에 대한 법규정/행정규정의 동화지침 RL 85/611EWG, 2002. 1. 21 개정’<sup>107)</sup>을 국내법에 반영한 것이다.

105) 단, 법인고객으로 분류되는 것은 지정투자상품에 근거한 투자상품(생명보험증서, 지분, 채무증서, 정부발행증권, 워런트, 특정증권을 나타내는 증명서, 연금, 옵션, 선물 등)이나 지정투자업에 한정한다. COB 4.1.9(2)

106) COB 4.1.2

## (2) 투자법에의 헤지펀드 도입배경

최근까지 독일에서는 기관 또는 개인투자자가 헤지펀드에 직접 접근할 수 없었고, 자산운용회사는 헤지펀드를 설립하도록 허용되지 않았다. 왜냐하면 투자회사법에서 열거하고 있는 펀드 유형 중의 어느 하나에 해당하는 펀드들만 투자회사법에 의한 정규펀드로서 설립되도록 허용되었고 헤지펀드는 허용되는 펀드 유형에 포함되지 않았기 때문이다. 게다가 유가증권 투자펀드는 헤지펀드 투자전략의 주요 특징인 레버리지나 공매도가 금지되어 있었다.

한편, 독일에서는 외국 헤지펀드는 공모를 위한 등록 자체가 불가능했다. 왜냐하면 외국투자회사법에 따른 유가증권 등록을 위한 예비요건으로 펀드운용 규칙에 펀드 순자산의 10%를 초과하는 대출과 유가증권 공매도에 대한 명시적인 금지규정을 펀드운용 규칙에 포함해야 하기 때문이다. 게다가 독일내에서 외국헤지펀드의 사모는 “블랙펀드 과세”라고 하는 매우 무거운 세금을 부과 받았다. 이러한 과세는 그 헤지펀드가 독일의 증권거래소에 상장되거나(이 경우는 과세 측면에서 가장 유리하여 이를 화이트펀드로의 전환이라 함) 독일내에 세무대리인을 임명(이 경우를 회색펀드로의 전환이라 할 수 있음)하는 경우에만 회피할 수 있었다. 이러한 두 가지 해결방안은 실행이 거의 불가능했다. 왜냐하면 독일세법의 투명성 기준에 따라 세무당국은 펀드의 펀드 구조에서 최종적인 기초펀드를 면밀히 조사하여 각 기초펀드가 화이트펀드 또는 회색펀드가 되기 위한 요건을 충족하도록 강제하기 때문이다.<sup>108)</sup>

---

107) Änderungsrichtlinie zur EG-Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen : OGAW-Richtlinie

108) Edgar Wallach, “Hedge Funds Regulation in Germany”, Hedge Funds Risks and Regulation, De Gruyter Recht, 2004, at 119.

결과적으로, 헤지펀드는 지금까지 재포장된 구조, 즉 헤지펀드 지표의 수익률에 연계된 증서 같은 것들로만 접근할 수 있었다. 추가적인 비용을 초래하는 이들 상품의 복잡구조로 인해 헤지펀드나 재간접투자 헤지펀드에 직접 투자하는 경우와 비교하여 이들 증서에 투자하는 것이 종종 덜 매력적인 것으로 인식되었다.<sup>109)</sup>

2000년 들어 독일 연방정부는 기업의 완전성과 투자자를 보호하기 위한 다각적인 노력을 하게 된다. 그러던 중 2003년 2월 25일 “기업의 완전성과 투자자보호를 강화를 위한 10대 과제”를 발표하였다. 이는 잘못된 경영으로 인하여 기업의 위기상황을 야기하고, 그 결과 기업 운영과 주식시장에 대한 투자자들의 신뢰에 상실하는 것을 예방하고자 하는 측면이 있다.<sup>110)</sup>

특히 연방정부는 투자자를 보호하기 위하여, 증권거래소를 보다 더 개혁하고 증권거래소의 감독권을 지속적으로 발전시키고, 이른바 “회색자본시장”영역에서 투자자 보호를 개선하며, 금융 분석가와 검사인에 의한 기업평가의 신뢰를 보증과 자본시장영역에서 불법행위에 대한 형벌규정을 강화하고자 하고 있다.

이와 같은 정책을 통하여 독일 연방정부는, 궁극적으로 투자자의 권리확대와 주식시장의 투명성을 강화하고자 하는 것이다. 이어 연방정부는 2003년 3월 6일 헤지펀드의 운영, 자산유동화회사 및 회계감사

109) *Ibid*, at 120.

110) 안성포, “독일의 회사법 개혁과 최근 동향”, 기업법연구 제19권 제3호, 2002, 5, 84면 이하. 우선 회사의 투명성과 관련된 중점사항을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 회사에 대한 이사와 감사의 개인책임, 즉 주주가 소송을 제기할 수 있는 권리를 강화하고자 한다. 둘째, 이사와 감사의 고의 또는 중과실에 의한 자본시장에서의 허위정보와 관련한 투자자에 대한 개인책임을 도입하고자 한다. 그리하여 투자자의 집단적 청구권실행방법을 개선하고자 하는 것이다. 셋째, 이사회의 주식관련 또는 격려성 보수(스톡 옵션)에 대한 투명성 확보를 위한 독일 기업지배구조코덱스의 지속적 발전을 꾀하고자 한다. 넷째, 국제적 회계원칙과의 정합성과 대차대조표규정의 계속적 발전. 다섯째, 결산검사인의 역할강화. 여섯째, 독립된 기관에 의하여 구체적인 기업결합이 적법한지에 대하여 감독을 하고자 한다.

기구 설립의 허용 등을 담고 있는 “금융시장 활성화 계획”을 마련하였는데, 그 내용으로는 금융상품 거래의 신속성 및 투명성을 강화하고, 위험소지를 사전에 제거하여 금융시장의 활성화를 도모하며, 금융산업의 경쟁력을 강화시키고자 하였고, 또한 투자자의 법적 지위를 향상시키고, 투자자보호를 의무화하며, 유럽 내 금융시장 통합을 위한 대비를 하고자 하였다.

이를 위하여 독일은 2004년 1월 1일 EU의 집단투자지침(이하 UCITS 지침)<sup>111)</sup>을 국내법에 반영하는 동시에 독일의 투자신탁시장의 강화와 투자자보호를 위해 투자법<sup>112)</sup>을 개정·시행하였다.<sup>113)</sup>

## II. 헤지펀드 규제내용

### 1. 2004년 개정 전의 헤지펀드 관련 규제

#### (1) 자본투자회사법

2003년 12월 31일 까지 투자회사법은 독일의 특별재산과 독일의 자본투자회사를 규정하였다. 자본투자회사법 제1조 제1항은 특별재산의 허용되는 형태를 기술하고 있으나, 헤지펀드는 인정되지 않았다.

---

111) EU에서의 집단투자계획에 대하여 규정한 85/611/ECC 집단투자지침(Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities(UCITS))가 2002년, 2001/108/EC 상품지침(Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities(UCITS), with regard to investments of UCITS)로써 일부 개정되었다.

112) Investmentgesetz(InvG) vom 15 Dezember 2003(BGBl.I.S.2676)

113) 종래의 자본투자회사법(KAGG)과 외국투자법(Auslandinvestmentgesetz) 대신에, 새로운 투자법(Investmentgesetz)과 투자세법(Investmentsteuergesetz)을 2004년 1월 1일부터 발효시켰다.

내국과 외국의 투자자들에 대한 헤지펀드는 공매도와 레버리지를 그 특징으로 하고 있는데, 자본투자회사법은 제9조 제5항과 제10조 제2항에서 금지되고 있었기 때문이며, 또한 레버리지의 도달을 위하여 타인자본을 받아들인다는 점 또한 헤지펀드의 전형적인 사항이나, 특별재산액의 최대금액 10%에 이르기까지 특별재산의 단기간의 차입을 허용은 자본투자회사법 제9조 제4항 제1문에 반하는 것이었다.<sup>114)</sup>

한편, 투자대상에 있어서도 자본투자회사법에서는 파생상품은 투자대상으로서 인정되지 않고 있는 반면, 헤지펀드는 투자목적으로 파생상품을 이용하고 있어 도입될 수 없었다.

결국, 독일의 헤지펀드는 2003년 말까지 독일 투자회사법을 통하여 본질적으로 제한되어 있었고, 실무상으로 본다면 독일의 헤지펀드는 존재하지 않았다.

## (2) 외국인투자법

독일 외국인투자법은 2003년 말까지 독일에서 외국인투자지분의 공공적인 판매를 규정하였었다. 이 법에서는 외국에 소재지를 두고 있는 기업이 독일 내에서 투자행위를 하거나 그들의 지분을 판매하는 것을 허용하지 않았었다. 이는 외국인투자법의 입법 당시 독일 금융기관의 경쟁력 확보와 독일 투자자들의 보호이익차원에서 외국투자지분의 판매에 관한 법률을 제정하였었기 때문이고, 독일의 금융감독청의 권한이 내국에 제한되어 있었기 때문이었다.<sup>115)</sup>

그러나 헤지펀드는 모든 유가증권의 종류에 투자할 수 있었고, 고위험의 투자를 수행하고 다양성이 고려되기 때문에, 일반적으로 외국에 상주하고 있는 헤지펀드의 지분들은 외국인투자법의 범위 안에 속하

114) 유주선, “독일 투자법에 대한 고찰”, 상사판례연구 제21집 제3권, 2008. 9. 30, 266쪽.

115) Lars Jaeger, Michael Uhlig Hedgefonds in Deutschland, CT Salzwasser-Verlag GmbH&Co.KG, Bremen, 2006, at 35.

였다. 또한, 펀드운용자가 공공적인 홍보나 공모를 하고자 하는 경우에는 외국인투자법 제7조 제1항에 따라 독일 금융서비스감독청에 신고하도록 하고 있었다.

## 2. 투자법상 헤지펀드 규제

### (1) 투자법의 유럽법적인 규정영역

#### 1) 유럽연합지침<sup>116)</sup>

투자법을 통하여 독일 재무부는 1985년 12월 20일의 유럽 투자법적인 85/611EWG에 대한 2001/107EG와 2001/108/EG 변화지침(OGAW-지침)을 받아들였다. 2001/108/EG 유럽지침은 채펀드, 지수펀드, 금융시장펀드 및 파생상품펀드 그리고 현존하는 투자한계의 조정 등을 담고 있다.

투자법은 이러한 출발점을 따르면서, 유럽연합지침에 합치되는 특별재산에 대한 분류된 투자카테고리를 포함하고 있다. 투자법 제2조 제1항에 따르면, 유럽연합지침에 상응하는(독일 투자법 제46조~제65조) 공중펀드의 형태에서 투자기금과 유럽연합 지침의 과제에 상응하지 않는 또 다른 공중펀드와 특수한 특별기금 사이에 구별이 있게 된다.

투자대상과 관련하여 투자법적인 유럽연합지침은 무엇보다도 다음과 같은 과제를 담고 있다. ①유럽연합 투자지침 85/611/EWG (유럽연합지침) 제36조 제2항은 유럽연합지침에 합치되는 투자자금의 10%에 이르는 자금을 대하여 신용대출을 허용한다. ②유럽연합지침에 대한 개정지침 2001/108/EG의 제21조 제3항은 유럽연합지침에 합치되는 투자기금에 대하여 파생기구의 제한된 투입을 허용한다. ③유럽연합지침에 대한 개정지침 2001/108/EG의 제42조는 유럽연합지침에 합치되는 투자기금에 대한 공매도를 금지한다. 이와 같이 단독 헤지펀드는

---

116) *Ibid*, at 43-44.

일반적으로 공매도와 레버리지를 가지고 운용하게 된다. 그러므로 헤지펀드는 유럽연합에 합치되지 않는 특별기금에 속하게 된다. 유럽연합지침에 합치되는 재간접투자 헤지펀드는 유럽연합지침 제24조 제2항에 따라 단지 특별기금의 30%를 유럽연합지침에 합치되지 않는 특별기금에 투자가 허용된다. 단독 헤지펀드에 투자를 하는 것은 재간접투자 헤지펀드의 의미와 목적이기 때문에, 재간접투자 헤지펀드에서는 유럽연합에 합치되는 특별기금에 관련된 것이 아니다.

이러한 사항으로부터 재간접투자 헤지펀드를 통한 유럽연합지침의 위반은 가능하지 않게 되는 결과에 이른다. 헤지펀드에서 유럽연합에 합치되는 투자재산과 관련된 것이 아니라라는 사실로부터, 관리회사뿐만 아니라 유럽연합지침에 합치되는 투자재산에 대한 유럽통관의 영업설치의 헤지펀드 지분의 이행 역시 이윤창출이 불가능한 것이다.

## 2) 유럽연합지침의 수용

유럽연합지침의 과제가 투자법에 수용된 것을 보면, 투자법은 유럽연합에 합치되는 특별재산과 유럽연합에 합치되지 않는 특별재산으로 구분되며, 전자에 해당하는 것으로는 예를 들면 주식펀드, 연기금펀드 그리고 금융시장펀드 등이 있다. 또한, 후자에 해당하는 것으로는 예를 들면 부가적인 위험을 동반한 특별재산(이른바 헤지펀드), 부가적인 위험을 동반한 펀드에 대한 펀드(이른바 재간접투자 헤지펀드), 혼합된 특별기금 등이 해당된다.

### (2) 투자법상 헤지펀드의 개념

투자법은 제4장 제112조 내지 제120조에서 “부가적인 위험을 갖는 투자펀드(헤지펀드)”라는 제목의 별도의 장에서 규정하고 있다. 이 장에서는 단독 매니저가 운용하는 헤지펀드(단독헤지펀드)와 단독헤지펀드에 투자하는 펀드(재간접투자 헤지펀드)에 관한 규정을 포함하며,

역내 헤지펀드의 법적 형태로서 투자자본회사에 의하여 관리되는 특별기금뿐만이 아니고, 투자주식회사도 고려된다.<sup>117)</sup> 즉, 레버리지 및 공매도의 적지 않은 부분에서 어느 쪽이든 한쪽을 보유하는 펀드를 ‘추가적인 리스크를 가진 펀드’<sup>118)</sup>(단독 헤지펀드)<sup>119)</sup> 추가적인 리스크를 가진 펀드를 편입시킨 Fund of Funds를 ‘추가적인 리스크를 가진 Fund of Funds’<sup>120)</sup>(재간접투자 헤지펀드)<sup>121)</sup>라고 규정하고 있는 것이다.

한편, 헤지펀드는 운용되는 법적 형태와 관계없이 영업행위를 하기 위해서는 금융감독청(BaFin)<sup>122)</sup>에 서면으로 인가를 받아야 한다(투자법 제7조 제1항 제1문, 제97조 제1항 제1문).

### (3) 투자대상에 따른 헤지펀드의 구분

이미 설명되어진 바와 같이 ‘단독 헤지펀드’와 ‘재간접투자 헤지펀드’는 서로 차이점이 있다. 투자대상으로 유가증권, 파생상품, 익명 자본출자, 귀금속, 선물거래, 산출할 수 있는 거래가치를 갖는 기업출자 지분 등이 ‘단독 헤지펀드’의 대상이라고 한다면, ‘재간접 헤지펀드’는 목적펀드, 금융기관의 예금액, 금융시장명칭에의 투자 그리고 (환율안정에 대한)외환선물거래 등을 투자대상으로 하고 있다.<sup>123)</sup>

---

117) 근원적으로 보건대 독일 투자법 초안 제112조 제2항에 따르면, 입법자는 단독 헤지펀드를 단지 특수-기금으로서 허용하고자 하였다. 하지만 이러한 제안은 법규에 받아들여지지 않았다. 그 결과 공중-특별기금은 시장에 출현할 수 있게 되었다. 만약 정부초안이 이러한 형태로 되었더라면, 투자법 제91조 제1항 제2문에 따라 자연인은 단독 헤지펀드에 투자로부터 배제되었을 것이다. 왜냐하면 특수-특별기금의 획득이 그들에게는 거부되어지기 때문이다. Kaune · Oulds, ZBB Ausgabe 2004. 2, at 122.

118) Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken(=funds with additional risks)

119) 동법 제112조 제1항

120) Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken(=funds with additional risks)

121) 동법 제113조 제1항

122) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

123) Spindler · Bednarz, a.a.O., WM 2006, at 553.



## 1) 단독 헤지펀드

투자법 제112조 제1항에서는 특별기금으로서 헤지펀드가 위험혼용의 원칙을 고려하고, 그 외에 투자전략의 영역에서 투자법 제2조 제4항 제1호부터 제4호, 그리고 제7호에서부터 제9호에 따른 투자대상을 선택함에 있어서 어떠한 제한도 따르지 않는 특별기금으로서 헤지펀드를 규정하게 되었다.

투자법 제2조 제4항 제1호부터 제4호, 그리고 제7호에서부터 제9호까지 ‘폐쇄된 부동산펀드에의 참여는 규정되지 않는 상품’이라는 점과 ‘이것은 독일 헤지펀드의 재산대상으로서 적당한 것이 아니다’라고 규정하고 있는 것은 이러한 제한의 근거가 제시된다.

헤지펀드는 기업출자지분에 자금을 투자할 수 있다. 독일 투자법 제112조 제1항 제3문에 따르면, ‘단독 헤지펀드’의 투자는 ‘상장되지 않는 기업 특별재산가치의 30%이상을 넘지 못한다’라는 계약조건을 가지고 있다. 상장되지 않는 기업에 특별기금의 많아야 30%의 투자가 허용된다는 규정을 통하여, ‘부가적인 위험을 갖는 특별재산(헤지펀드)’는 ‘사모펀드’와 법적으로 구분되는 것이다. 즉, ‘사모펀드’는 ‘헤지펀드’로서 발생하는 것과 투자법의 가능성을 이용하는 것은 금지되어야 하는 것이다.<sup>124)</sup>

## 2) 재간접투자 헤지펀드

‘재간접투자 헤지펀드’란, 다양하고 적절한 단독 헤지펀드를 하나의 재산에 혼합하여 투자하는 투자도구를 말한다. ‘재간접투자 헤지펀드’는 투자법 제113조 제1항에 따라, 목적펀드의 지분에 투자하고 은행예금과 금융시장기구의 형태에서 투자법 제113조 제2항 제1문에 따라 양적으로 제한된 유동 투자를 유지하는 투자재산에 관련된 것

<sup>124)</sup> 유주선, 앞의 논문, 269쪽.

이다. 허용되는 목적펀드는 독일의 단독 헤지펀드와 투자법 제112조 제1항에 따라 비교 가능한 투자정책의 관점에 따른 요구사항에 충족되어 있는 외국의 투자기금 등이고, 주소지를 둔 국가에서 목적펀드에 대한 국가의 규정은 필요로 하지 않는다. 그러므로 독일의 ‘재간접투자 헤지펀드’ 역시 규제되지 않는 외국의 단독 헤지펀드에 투자가 가능하다.<sup>125)</sup>

재간접투자 헤지펀드는 투자제한을 가지게 되는데, 투자법 제113조 제2항에 따르면, 기껏해야 펀드기금의 49%만이 은행예금과 금융시장명칭에 투자가 가능하고, 통화안정(외부통화로 일컬어지는 목적펀드의 보장을 위한)을 위하여 파생상품은 배타적으로 획득될 수 있다. 이러한 규정을 통하여 자유로운 투자에 있어서 제한적인 규제를 받고 있다.

공매도와 레버리지는 투자법 제113조 제1항 제3문에 따른 재간접투자 헤지펀드 매니저에 의해서 이행되는 것이 금지되어 있으며, 투자법 제113조 제4항에 제2문에 따르면, “동일한 발행인이나 펀드매니저에 의하여 두 개 이상의 목적펀드에 투자될 수 없다”고 규정하였다. 여기에는 연방의회 금융위원회에 의하여 재간접투자 헤지펀드에 투자하는 목적펀드가 동일한 투자자로부터 유래된다고 할지라도, 상이한 펀드매니저가 관리를 이행해야 한다고 해석될 수 있다는 입법자의 언어적인 불명확성이 있다. 이와 관련하여 적어도 서로 상이한 세 가지 단독 헤지펀드를 출시하는 자본투자회사는 고유의 단독 헤지펀드에 배타적으로 투자할 수 있는 재간접투자 헤지펀드에 투자할 수 있다. 서로 상이한 펀드매니저의 목적펀드가 관리되어지는 한, 이것은 가능하다. 매니저다양성의 관점에서 본다면, 동 규정은 다양성의 표현이라고 할 것이다.

---

125) 제한적으로 입법자는 투자법 제113조 제4항 제3문에 따라, 검은 자금을 퇴치하기 위하여 국제적인 합의(FATT; hinsichtlich der Financial Action Task Force)의 의미에서 협조하지 않는 국가들의 목적펀드를 배제하였다.

자본투자회사의 자금유성성이나 지분상환을 보다 유연하게 할 수 있는 투자법 제53조에 따른 금전차입은 투자법 제114조에서 제한되고 있다. 외국의 재간접투자 헤지펀드는 투자법 제53조에서 규정한 바와 같은 내용의 금전차입을 허용하고 있으므로, 독일의 헤지펀드와 외국의 헤지펀드의 규제 불평등성이 있다. 따라서 독일의 ‘재간접투자 헤지펀드 경쟁력이 약해지는 원인이 되는 것이며, 독일도 금전차입을 받아들일 수 있도록 허락되어야 한다는 주장도 있다.<sup>126)</sup>

투자법 제113조 제5항은 지분의 획득 전에 투자결정을 위하여 반드시 필요한 정보들은 ‘재간접투자 헤지펀드’ 운용자가 제시하도록 하였으며, 제출되는 서류의 최소한의 요구사항은 투자법 제113조 제5항 제1문 제1호에서 제4호에서 정의되어 있다. 그러나 독일의 ‘재간접투자 헤지펀드’의 이러한 규제와 달리 외국의 헤지펀드는 투자법 제113조 제5항에 따른 정보제공의무와 감독의무 규정이 적용되지 않는다는 문제가 있다.

### 3) 혼합된 특별기금

‘단독 헤지펀드’와 ‘재간접투자 헤지펀드’ 외에 투자자들은 역시 투자법 제83조의 의미에서 혼합된 특별기금에 관하여 헤지펀드에 참여할 수 있다. 투자법 제85조와 결합된 투자법 제84조 제1항 제3호와 제4호는 국내와 외국의 단독 헤지펀드에 지분의 획득을, 특별기금가치의 10%에 해당하는 것까지 허용한다. 헤지펀드에 투자된 혼합된 특별기금은, 유가증권-특별기금에 투자된 특수펀드투자자에 대하여, 헤지펀드에 투자한 처음의 경험에 대한 흥미로운 가능성을 기술할 수 있을 것이다. 하지만 여기에 외국의 대용물에 대한 독일 헤지펀드에

126) Lindemann, in : Beckmann · Scholtz, Investment, Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Erg.-Lfg. XII 2004, Vor §112 InvG Rdn. 5; Pütz · Schmies, Die Umsetzung der neuen rechtlichen Rahmenbedingungen für Hedgefonds in der Praxis, BKR 2004, at 51.

대한 규제의 불평등성이 지적되어야만 한다. 투자법 제84조 제1항 제3호는, 다른 투자기금에 자금을 투자하지 않는, 투자법 제11조 제1항의 조치에 따른 부가적인 위험을 가진 내국의 특별기금의 지분을 획득하는 것을 허용한다. 투자법 제84조 제1항 제4호에 따라, 투자법 제112조 제1항에 따른 특별기금에 비교할만한 외국의 투자재산의 지분을 획득하는 것을 가능하게 한다. 여기에서 이러한 사항은 다른 투자재산에 그들의 자금을 투자할 수 없다는 것은 고려되지 않는다.

### 3. 헤지펀드의 판매규제

투자법은 싱글 헤지펀드는 독일 국내, 외국을 불문하고, 사모형식에 의한 판매만 인정되고 있으며, 재간접투자 헤지펀드는 일반적 투자자에게도 판매가 인정되고 있다. 그러나 외국 투자회사의 재간접투자 헤지펀드에 있어서는 BaFin에 통지할 것이 전제로 되고 있다.<sup>127)</sup>

종전 자본투자회사법과 외국 투자법이 투자법으로 통합이 되면서 헤지펀드를 포함한 독일 및 외국펀드에 대한 판매규정의 조화가 이루어 졌으나, 사모에 의한 판매는 규제 영역 밖에 남아 있다. 그래서 단독헤지펀드의 공모 또는 사모헤지펀드의 펀드는 투자법에 의해 규정되지 않는다. 독일에서 공모를 위해 헤지펀드의 펀드를 등록하려는 외국펀드공급자들은 그 외국 헤지펀드의 펀드가 독일 헤지펀드의 펀드에 적용되는 제한과 유사한 투자제한을 따른다는 것을 통지해야 한다. 또한, 순자산가치 산정이나 펀드 지분의 상황을 규율하는 펀드 운용규칙이 독일 헤지펀드의 펀드에 허용되는 것보다 더 관대하지 않을 수 있다.

외국 헤지펀드의 공모는 공공적으로 펀드 지분을 판매하겠다는 의도를 독일 금융감독청에 문서로 신고해야 하며, UCITS로서의 자격을

---

127) 외국적 펀드 오브 헤지펀드는 모국의 감독당국에 대한 감독 및 모국의 감독당국이 BaFin과 협력하는 의사를 보유하는 것 등을 전제로 통지를 받은 후 3개월 이내에 BaFin가 판매를 허용하고 독일 국내에 일반투자자에 대한 판매가 가능하게 된다.

갖추지 않은 펀드에 대해서도 통지 절차는 적용된다. 이것은 매우 자세하고 정확한 정보의 준비와 원어와 독일어로 광범위한 문서 신고를 포함하는 부담스러운 절차이고, 일단 공모를 위한 등록이 이루어지면 독일 헤지펀드의 펀드와 외국 헤지펀드의 펀드 모두 다른 등록 펀드들에 적용되는 것보다 더 엄격한 판매 규칙을 따라야 한다. 추가적인 요건들 중에는 투자자에게 항상 사업설명서와 판매 자료를 배포해야 할 의무와 문서형태로만 제출해야 할 의무, 그리고 사업설명서와 모든 판매 자료 그리고 제출 양식에 인쇄된 위험 경고를 포함할 의무가 있다.

#### 4. 투자전략에서 허용된 가능성

##### (1) 투자형태

‘단독 헤지펀드’는 금융기구의 다양성을 가지고 다루게 된다. 독일의 입법자는, 투자법 제2조 제4항 제1호에서 제4호 그리고 제7호부터 제9호까지 허용되는 투자대상의 목록을 제시함으로써 이러한 사실의 정당성을 시도하였다.

많은 매니저들은 공모도와 규제방법 그리고 서로 다른 조치에서 레버리지 효과를 개입하게 된다. 규제하지 않는 것과 레버리지를 가지고 이행하는 펀드도 존재한다. 이러한 시장부분의 이해에 대한 열쇠는, 상호간에 관련이 없는 투자전략으로부터 나오는 혼합된 것이라고 하는 인식에 있다.

특별기금이 부가적인 위험을 갖는 특별기금의 지위를 가져야만 한다면, 계약조건은 공모도 혹은 레버리지 도구(파생상품과 차입을 통한 투자정도의 상승)를 규정해야만 한다. 무제한의 공모도와 레버리지의 가능성은 투자법 제112조 제4하에 따라, 남용을 방지하고 시장의 통일성을 보장하기 위하여 시행령을 통하여 제한될 수 있다.

공매도와 레버리지 거래(파생상품과 차입)에서 헤지펀드의 본질적인 거래당사자는 프라임 브로커이다.

단기판매나 단기·장기 조합의 투자전략은 두 개에 이르는 지렛대를 제시한다. 그러한 전략은 재산가치와 비교하여 이중의 투자강도를 갖게 한다. 그러한 고찰이 배타적으로 지렛대에 지향되어 있는 경우에, 이러한 전략은 전통적으로 투자펀드-전략으로서 인정될 수 있을 것이다. 왜냐하면 투자법 제51조 제2항이 파생상품을 통하여 시장위험의 잠재성의 이중적인 것을 허락하고 있기 때문이다.

고정된 수익 차익취득매매나 변형된 차익 취득매매와 같은 전략에 대한 달성 가능한 보급이 매우 희박하기 때문에, 절대적인 수익을 올리기 위하여 고난도의 레버리지가 개입된다.<sup>128)</sup>

## (2) 타인자본의 개입

투자법 제112조 제1항 제2문 제1호는 투자등급의 상승을 올리기 위하여, 특별기금의 전체적인 셈을 위하여 무제한의 차입을 허용한다.

타인자본의 개입에 대한 규정은 배타적으로 부가적인 위험을 갖는 특별기금에 대하여 적용된다(단독 헤지펀드). 부가적인 위험을 갖는 ‘재간접투자 헤지펀드’는 투자법 제113조 제1항과 제2항에 의하여 타인자본을 받아들이지 않는다.

헤지펀드는 일반적으로 예치금을 갖는 유가증권의 매입이나 유가증권대부를 통하여 헤지펀드의 자본투입을 극대화한다. 이러한 방법으로 헤지펀드는 매입의 시기에 전체의 자본금액을 준비할 필요는 없고, 시장에 참여를 구축할 수 있다. 그 외에도 펀드는 은행과 신용대부의 상한선을 교섭할 수 있다. 이러한 펀드는 대부분 값어치 있는 것이기 때문에, 일반적으로 자본화를 위하여 기대되지 않았던 부가적인 예치금요구사항이 받아들여지게 된다. 약간의 펀드는 펀드들에 의

---

128) Lars Jaeger, *Ibid.*, at 48.

하여 시도된 위험-/제로-측면에 따라 타인자본기구의 투입을 변형한다. 타인자본의 투입은 헤지펀드에게 정해지는 혹은 원하는 연수익-위험 측면을 제시해주는 데 도움을 준다. 여기에 다양한 투자에서 역시 서로 다른 ‘투자지래대’에 이르게 된다. 명백하게 단지 비교적 약간의 헤지펀드가 높은 레버리지를 제시하고 있다. 거의 모든 펀드의 3분의 1이, 지래대 효과에 타인에 의하여 자본화된 지위를 갖지 않도록 제공되고 있다. 2:1의 레버리지 혹은 더 작은 것은 펀드의 45%에서 발견된다. 나머지 펀드에서는 2:1이상에서와 거의 예외적인 상황에서 10:1에서 관계가 놓여 있다. 그러므로 타인자본의 많은 투입과 결합되어 있는 위험은 비교적 적은 펀드에 집중되어 있다.

평가해보건대 헤지펀드 매니저의 72%가 레버리지를 가지고 수행한다. 이러한 사항이, 레버리지가 헤지펀드의 카테고리화에 대한 적절한 기준인지에 대한 고려사항을 허용한다. 기껏해야 28%만이 레버리지를 가지고 수행하지 않는다.

긍정적인 효과를 얻기 위하여 타인자본의 차입은, 만약 포트폴리오에서 투자의 수익성이 타인자본의 공급에 대한 이자지급보다 클 경우에 의미가 있다. 투자의 수익성은 통계적인 수익가치의 형태에서 예측될 수 있고, 그 결과 예측에서 발생하지 않는 위험을 숨겨주는 역할을 하게 된다.

### (3) 파생상품의 투입

“derivare”라는 단어는 라틴어로 “이끌어내다”라는 의미를 갖고 있다. 파생금융기구 하에서, 그러한 약정은, 그 자체에 의하여 파생되는 것을 의미하는 ”그것의 가격, 특히 가치는 하나의 다른 가격, 특히 가치에 의하여 정해지는데 된다는 약정으로 이해된다.

독일의 입법자는 투자법 제112조 제1항 제2호에서 파생상품의 도입에 관한 특별기금의 투자 강도를 올리는 것을 허락하고 있고, 파생상

품의 도입(레버리지)에 관한 규정은 배타적으로 헤지펀드에 대하여 적용된다. “재간접투자 헤지펀드”는 투자법 제113조 제1항과 제2항에 따른 투자원칙에 따라 파생상품을 이행하지 못한다.

#### (4) 공매도

단독 헤지펀드는 새로운 투자법 제112조 제1항 제2호에 따라, 공매도를 이행하는 가능성을 인정한다. 그러나 투자법 제113조 제1항과 제2항에 따라 부가적인 위험을 갖는 ‘헤지펀드에 투자하는 펀드’에 대하여는 적용되지 아니한다. 이 규정이 투자원칙이 공매도의 가능성을 규정하고 있지 않기 때문이다.

## 제 4 절 일 본

### I. 금융투자 관련 입법

금융투자와 관련하여서는 『금융상품거래법』과 『금융상품판매법』을 검토할 필요가 있을 것이다. 2006년 6월 감독체계 효율화(기능별 규제) 및 투자자보호 강화를 위해 『금융상품거래법』이 제정되면서 『금융상품판매법』은 고객보호가 강화되는 방향으로 개정되었다. 『금융상품판매법』이 『금융상품거래법』제정 이후에도 독립적으로 존재하는 것은 금융상품거래법이 예금, 보험, 유가증권 등을 포함하여 광범위한 금융상품에 적용되는 것에 반하여, 금융상품거래법은 투자성이 높은 금융상품에 한정되고 있는 적용대상의 차이점을 들 수 있을 것이며 금융상품판매법에 의해 투자자보호 원칙이 확립되어 있는 경우에는 금융상품거래법의 적용이 배제되도록 하고 있다.<sup>129)</sup>

129) 변현수, “일본 『금융상품판매법』의 주요내용 및 시사점, 금융시장 분석, 2008. 10, 5쪽.



## 1. 금융상품거래법으로의 통합

일본의 금융투자에 관한 입법 동향을 보면, 「증권거래법 등의 일부를 개정하는 법률안」과 「증권거래법 등의 일부를 개정하는 법률의 시행에 따른 관계 법률의 정비 등에 관한 법률」이 2006년 3월 13일 국회에 상정되었고, 제164회 통상국회에서 성립되어 동년 6월 14일 법률 제65호로 공포되었으며, 이에 따라 증권거래법의 제명이 「금융상품거래법」으로 개정되었다.

「금융상품거래법」의 기본방향은 금융·자본시장을 둘러싼 환경의 변화에 대응하고, 투자성 강한 금융상품을 널리 대상으로 하는 포괄적·횡단적 제도, 이른바 투자서비스의 규제를 정비하는 것을 주된 내용으로 하는 것으로, 「증권거래법등의 일부를 개정하는 법률」은 증권거래법을 확대·재편한 것으로 종래 금융상품별로 존재해왔던 법률을 하나로 통합하는 금융통합법으로서 마련되었다.<sup>130)</sup>

개정법에 따르면 증권거래법은 투자업무규제, 거래소, 벌칙·과징금, 공시제도로 구성되어 있으며, 공개매수제도의 개선, 대량보유신고제도 등의 개선조치도 포함되어 있다.

그리고 「증권거래법등의 일부를 개정하는 법률의 시행에 따른 관계 법률의 정비 등에 관한 법률」에 따라 금융 선물 거래법과 유가증권에 관한 투자고문업의 규제 등에 관한 법률, 저당증권의 규제 등에 관한 법률 등은 폐지되어 통합되었으며, 금융상품판매 등에 관한 법률은 존치하되 설명의무의 대상을 확대하는 것으로 정비되었다. 또한 은행법과 보험업법, 상품거래소법 등에도 금융상품거래법과 동일한 투자자보호규제를 준용하도록 하고 있다.

130) 藤瀬 裕司, 金融商品取引法等の改正と金融機關の業務, 金融法務事情, No. 1793, 2007. 2. 5. 25쪽.

<그림-5> 법률개정에 따른 순차적 시행



## 2. 금융상품거래법의 특징

금융상품거래법의 특징은 규제대상의 횡단화와 규제내용의 유연화라 할 수 있으며, 이를 바탕으로 기업내용 등의 공시제도를 정비함과 함께 금융상품거래업을 하는 자에 관하여 필요한 사항을 정하고 금융상품거래소의 적절한 운용을 확보함으로써 유가증권의 발행 및 금융상품의 거래 등을 공정하게 하고 유가증권의 유통을 원활하게 하며 자본시장의 기능을 충분히 발휘하게 함으로써 금융상품 등의 공정한 가격형성 등을 꾀하여 국민경제의 건전한 발전과 투자자의 보호에 기여함을 목적으로 하고 있다.

금융상품거래법의 적용대상에 대하여는 정의규정에 별도로 정하고 있지는 않으나 유가증권과 예금계약에 기초한 채권(정령으로 정하는 것으로 한정함) 기타 권리 및 이를 표시하는 증권 또는 증서, 통화, 장내·외 파생상품거래(상품거래소법상의 파생상품거래는 제외)를 금융상품으로 규정하고 있다. 또한 새롭게 등장하는 금융상품을 구입하는 이용자보호에 소홀함이 없도록 한다는 취지를 반영하여 유가증권의 범위를 폭넓게 인정하고 있으며, 기존의 증권거래법에서 유가증권

으로 인정된 것을 비롯하여 법률상 투자자 보호수단이 없던 합명회사, 합동회사 및 조합 등에 대한 출자지분에 대해서도 유가증권에 포함될 수 있도록 하였다.

그 외에 종래 증권거래법 이외에 다른 업법에 의해 투자자보호가 되어왔던 금융파생상품거래와 저당증권, 신탁수익권 등도 유가증권의 범위에 포함시키고 있다(제2조).

### 3. 금융상품거래업의 구분

금융상품거래업에 관하여 제1종 금융상품거래업, 제2종 금융상품거래업, 투자조언·대리업 및 투자운용업으로 구분하여 유형별로 등록 거부사유를 규정하여 진입규제를 차등화하고 있다.

제1종 금융상품거래업의 경우 ①유가증권(의제유가증권 제외)의 매매 또는 그 중개, 주선 또는 대리, 유가증권에 대한 시장파생상품거래 또는 그 중개, 주선 또는 대리, 거래소 금융상품시장 등에 있어서 유가증권 및 유가증권에 대한 시장파생상품거래의 매매위탁의 중개, 주선 혹은 대리, 유가증권의 청산 주선, 유가증권의 매출, 유가증권의 모집 혹은 매출의 취급 또는 사모의 취급상 유가증권 관련 업무, ②장외파생상품거래 또는 그 중개, 주선 혹은 대리, ③유가증권의 원인수, 원인수 이외의 인수, ④사설거래시스템(PTS) 또는 다각적 거래시스템(MTF)를 통한 유가증권의 매매 또는 그 중개, 주선 혹은 대리, ⑤유가증권 등의 관리업무를 그 업으로 한다(금상법 제28조 제1항).

제2종 금융상품거래업은 ①위탁자 지시형 투자신탁, 외국투자신탁, 저당증권, 집합투자기구지분 등의 모집 또는 사모, ②의제유가증권에 대한 매매 또는 그 중개, 주선 혹은 대리, 거래소 금융상품시장 등에 있어서 유가증권매매위탁의 중개, 주선 혹은 대리, 의제유가증권 청산의 주선, 의제유가증권의 매출, 모집 혹은 매출의 취급 또는 사모의 취급, ③유가증권에 대한 파생상품거래를 제외하고 시장파생상품거

래 등, 시장파생상품거래 등의 중개, 주선(청산주선 제외) 또는 대리, 거래소 금융상품시장 등에 있어서 유가증권 등에 대한 파생상품거래를 제외한 시장파생상품거래 위탁의 중개, 주선(청산주선 제외) 또는 대리, ④금융상품거래업과 유사한 것으로서 정령에서 정하는 행위를 말한다.

투자조언·대리업은 ①투자자문계약에 의거하여 유가증권의 가치 등에 관한 조언 및 유가증권을 포함한 금융상품의 가치 등의 분석에 기초한 투자판단에 관한 조언, ②투자자문계약 또는 투자일임계약 체결의 대리 또는 중개를 말한다.

투자운용업은 ①투자회사의 자산운용계약, 기타 투자일임계약에 의거한 금전 기타의 재산운용과 그 지시, ②금융상품가치 등의 분석에 기초한 투자판단에 의거하여 행하는 투자신탁수익증권 등을 보유하는 자로부터 각출한 금전 및 기타 재산의 운용, ③금융상품가치 등의 분석에 의거한 투자판단에 기초하여 행하는 신탁수익권, 집합투자지분 등을 보유하는 자로부터 각출한 금전 및 기타 재산의 운용을 말한다.

이와 같은 금융상품거래업자에 대한 업무행위의 규제에 있어서는 금융상품거래업자 및 그 임원, 사용인에 대해서 고객에 대하여 성실하고 공정하게 그 업무를 수행하여야 한다는 일반적인 의무를 명시하였으며, 투자운용업과 투자고문업의 경우 충실의무와 주의의무, 유가증권관리업의 경우 주의의무를 각각 명시하고 있다.

## II. 헤지펀드 규제내용

헤지펀드시장의 규모가 확대됨에 따라 헤지펀드가 자본시장이나 금융산업에 미치는 영향에 관해 일본에서도 규제당국의 관심은 높아지고 있으며, 특히 시장의 확대에 의해 헤지펀드의 cross board 활동이 활발히 전개되면서 규제당국간의 협력이 새로운 대안으로서 부각되고 있다.

일본의 금융청 역시 2004년 12월 이용자의 만족도가 높고 국제적으로 높은 평가를 얻을 수 있는 금융시스템의 구축을 목표로 『금융개혁 프로그램 - 금융서비스입국에의 도전 -』이라는 정책과제를 발표하였으며, “헤지펀드에 대한 규제문제”는 이러한 정책과제의 하나인 『국제적으로 개방된 금융시스템의 구축과 금융행정의 국제화』의 문제로서 다루고 있다.

그러나 일본의 경우에도 헤지펀드는 법령상 정의가 되어 있지 않고 다만, “집단투자 계획, 즉, 투자자로부터 모은 자금을 합동으로 전문가가 각종 자산에 투자운용하여, 그 이익을 투자자에게 배분하는 것”으로 정리하고 있고, “자금운용이란 금융서비스를 제공하기위한 방법의 일종”으로써 생각되고 있다.

### 1. 금융상품거래업자의 진입규제

금융상품거래법에서는 종래 증권업의 명칭을 ‘금융상품거래업’으로 정하고, 종래 증권중개업이었던 것을 ‘금융상품중개업’으로 개정하면서 유가증권 관련 이외의 것을 포함한 파생상품거래의 중개 및 투자자문계약 등의 체결의 중개를 업으로 하는 것을 새로 금융상품거래업의 대상에 추가하였다.

금융상품거래업자의 진입규제와 관련하여서는 기본적으로 현행 증권회사에 행해지는 수준과 같이 원칙적으로 등록제로 하였다(금상법 제29조). 다만, 전자정보처리조직을 이용한 매매 등 이른바 MTF의 개설을 하고자 하는 경우에는 인가를 받도록 하고 있다. 또한, 등록된 사항을 변경하는 경우 원칙적으로는 사후신고로 족하고, 업종을 변경하는 경우에는 사전 변경등록을 하도록 하였다(금상법 제31조제4항).

그러나 금융상품거래법 제63조는 적격기관투자자를 대상으로 하거나 혹은 소수의 비적격기관투자자만을 대상으로 하여 사모펀드를 운용하는 자에 대하여 금융상품거래업자로서의 등록의무를 부과하고 있

지 않으며, 이에 대신하여 상호와 주된 영업소의 주소지 등 일정한 사항을 내각총리대신에게 신고하도록 되어 있다. 다만, 이 규정에 의하여 신고를 한 자, 즉 특례업무신고자일지라도 금융상품거래업자에게 부과하고 있는 행위규제 중 고객에게 허위의 사실제공 및 손실보전행위가 금지되며(금상법 제38조 제1호, 제63조 제4항), 특례업무신고자에 대하여는 업무와 관련한 상황을 확인하기 위하여 특히 필요한 경우 그 필요한 범위 내에서 보고와 자료의 징구 및 현장검사를 할 수 있도록 하였다(금상법 제63조 제7항, 제8항).

<표-12> 진입요건 정리

	주식회사	최저자본금	영업보증금	순재산액	자기자본 규제비율
제1종 금융상품거래업	필요	5000만엔	-	5000만엔	120%
제2종 금융상품거래업	불요	1000만엔 (법인)	1000만엔 (개인)	불요	불요
투자조언·대리 업	불요	불요	500만엔	불요	불요
투자운용업	필요	5000만엔	-	5000만엔	불요
금융상품중개업	불요	불요	불요	불요	불요

자료 : 上柳敏郎 외, 『新・金融商品取引法 ハンドブック』, 日本評論社, 2008, 74쪽.

## 2. 투자자의 구분

금융상품거래법은 제2조 제31항에서 거래상대방이 전문투자자인 경우에는 규제완화를 추진하였는데, 전문투자자와 일반투자자를 구분하면서 전문투자자를 특정투자자로 명시하고 투자자의 지식과 경험 그리고 위험감수능력을 규제상 보호정도에 반영하고 있다.<sup>131)</sup>

131) 大崎貞和, 『解説 金融商品取引法』, 弘文堂, 2006, 74-76쪽 참조.

일본의 금융상품거래법에서는 투자자의 구분을 ①일반투자자가 되지 못하는 특정투자자, ②일반투자자가 되는 것을 선택할 수 있는 특정투자자, ③특정투자자가 되는 것을 선택할 수 있는 일반투자자, ④ 특정투자자가 되지 못하는 일반투자자로 하고 있다.<sup>132)</sup> 여기에서 특정투자자는 일반적으로 전문투자자를 말하는 것이며, 이에는 적격기관투자자, 국가, 일본은행 및 이들 이외에 투자자보호기금 그 밖의 내각부령으로 정하는 「법인」이 해당되는 것으로 규정하고 있다.(금상법 제2조 31항). 적격기관투자자는 금융상품거래법의 공시규제상의 개념으로 「유가증권에 대한 투자에 관련한 전문적 지식 및 경험을 가진 자로서 내각부령에서 정하는 자」이다(금상법 제2조 3항 1호). 은행이나 금융상품거래업자 등 이외의 사업회사에서도 유가증권에의 투자액이 일정액(10억 엔)이상인 경우 금융청(金融廳)장관에게 신고함으로써 적격기관투자자가 된다.<sup>133)</sup> 또한, 개인도 적격기관투자자로 될 수 있다.<sup>134)</sup>

여기에서 “이들 이외에 투자자보호기금 그 밖의 내각부령으로 정하는 「법인」”은 적격기관투자자에 해당하지 않는 상장회사, 자본금액이 5억 엔 이상의 주식회사 등이 해당하며,<sup>135)</sup> 이에 해당하는 적격기관투자자는 금융상품거래업자에 대하여 계약의 종류마다 자신을 일반투자자로서 취급하도록 신청할 수 있고,<sup>136)</sup> 이러한 신청이 있는 경우 금융상품거래업자는 일반투자자로서 취급하게 된다.

한편, 일반투자자 중 법인은 자신을 전문투자자로서 취급하도록 신청할 수 있다.<sup>137)</sup> 일반투자자 가운데 개인은 지식 및 재산 상황에 비추어서 전문투자자에 상당하는 자로서 내각부령에서 정하는 요건에 해당하는 경우 등에 한하여 자신을 전문투자자로서 취급하도록 신청

132) 伊澤賢司, 『金融商品取引法』, 日本實業出版社, 2006, 74쪽.

133) 금융상품거래법 제2조에 규정하는 정의(正義)에 관한 내각부령 제10조1항.

134) 금융상품거래법 제2조에 규정하는 정의(正義)에 관한 내각부령 제10조1항 24호.

135) 금융상품거래법 제2조에 규정하는 정의(正義)에 관한 내각부령 제23조

136) 금상법 제34조의 2 제1항

137) 금상법 제34조의 3

할 수 있으며,<sup>138)</sup> 금융상품거래업자는 이러한 신청을 한 개인이 전문투자자에 해당하기 위한 요건을 충족하는지 여부를 확인해야 하고,<sup>139)</sup> 이러한 요건에 해당하지 않는 개인에 대해서는 전문투자자에의 이행은 인정될 수 없다. 이와 같이 전문투자자로 전환하는 것에 대해서 법인의 경우 신청자의 의향이 존중되고, 개인의 경우는 한정된 범위의 자로 제한된다.<sup>140)</sup>

<표-19> 전문투자자와 일반투자자의 전환

전문투자자		일반투자자	
일반투자자로의 전환 불가능	일반투자자로 전환 가능	전문투자자로 전환 가능	전문투자자로 전환 불가능
① 적격기관투자자 ② 국가 ③ 일본은행	④ 내각부령으로 정한 법인 (상장기업 등)	중소법인 등(전문투자자에 해당하지 않는 법인) 개인(전문투자자에 상당한다고 평가되는 자)	개인(전문투자자에 상당하는 자라고 평가되지 않는 자)

자료 : 이효경, “일본의 금융투자업에 대한 규제 동향 및 시사점”, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2008. 9. 26, 54쪽, 재구성.

이와 같은 전문투자자에는 행위규제의 일부의 적용이 제외된다. 즉, 정보격차의 시정을 목적으로 하는 규제(설명과 거래서면의 교부의무 등)는 적용이 제외되는 것이다. 이에 반해, 시장의 공정성 확보를 목적으로 하는 규제(허의표시와 단정적 판단의 제공 금지)는 적용이 제외되지 않

138) 금상법 제34조의 4 제1항

139) 금상법 제34조의 4 제2항

140) 松本圭介/池田和世/堀弘, “金融商品取引法の行為規制と投資者区分”, 商事法務 1816号, 2007. 11, 18쪽 이하 ; 이효경, “일본의 금융투자업에 대한 규제 동향 및 시사점”, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크숍 자료집, 2008. 9. 26, 53-54쪽.



는다. 이와 같이 금상법의 입법에서는 적합성원칙, 불초청권유규제, 재권유규제는 전문투자자에는 적용되지 않는 것으로 규정하였다.<sup>141)</sup>

### 3. 공시제도

금융상품거래법에서는 유가증권보고서의 기재내용에 관한 확인서의 제출을 의무화하였다. 즉, 유가증권보고서를 제출해야하는 회사 중 금융상품거래소에 상장하고 있는 유가증권의 발행자인 회사, 기타 정령에서 정한 회사는 유가증권보고서의 기재내용이 금융상품거래법령에 기초하여 적정하다는 것을 확인한 취지를 기재한 확인서를 당해 유가증권보고서와 함께 내각총리대신에게 제출하여야 한다.

유가증권보고서를 제출하여야 하는 회사 중 금융상품거래소에 상장하고 있는 유가증권의 발행자인 회사 기타 정령에서 정하는 회사는 사업년도별로 당해 회사에 속하는 기업집단 및 당해 회사에 관한 재무계산에 관한 서류 기타 정보의 적정성을 확보하기 위해 필요한 체제에 관하여 평가한 보고서, 이른바 내부통제보고서를 작성하여 유가증권보고서와 함께 내각총리대신에게 제출하도록 하고 있으며, 이러한 내부통제보고서는 공인회계사 내지 감사법인의 감사가 필요한 것으로 하였다. 이 제도는 미국의 기업개혁법을 모델로 한 것으로, 일본판 SOX(Sarbanes-Oxley Act)라 하고 있다.<sup>142)</sup>

금융상품거래법의 시행전에는 투자가에 대한 보고서 작성을 반기보고서와 유가증권보고서로 하였으나, 반기에 1회 기업업적을 투자가에 개시하는 것은 정보의 적정개시의 관점에서 문제가 있는 것으로 지적되어왔다.<sup>143)</sup>

141) 금상법 제45조 제1항

142) SOX법이란 엔론사건이 있었던 2002년에 제정된 미국의 법률로, 연차보고의 적정성에 관한 CEO(대표이사)와 CFO(재무담당이사)의 선서를 의무적으로 하게하고, 경영자에게 내부통제의 유효성의 평가와 회계감사인의 감사를 의무적으로 하는 것이다.

143) 伊澤 賢司, 金融商品取引法, 日本實業出版社, 2006, 21쪽.

따라서 분기보고서제도를 도입하여 유가증권보고서를 제출해야 하는 회사 중 금융상품거래소에 상장하고 있는 유가증권의 발행자인 회사 기타 정령에서 정하는 회사는 그 사업년도가 3개월을 초과한 경우에는 당해 사업년도를 3개월별로 구분한 기간별로 당해 회사에 속하는 기업집단의 경리상황 기타 사항을 기재한 분기보고서를 당해 각 기간 경과 후 45일 이내에서 정령에서 정한 기간 내에 내각 총리대신에게 제출하도록 하였다.

#### 4. 금융상품판매업자의 설명의무

『금융상품판매법』은 다양한 금융상품을 판매하는 금융상품 판매업자<sup>144)</sup>에 대해 적용되는 법률로서 2000년 5월에 제정되고, 2001년 4월부터 시행되었다.

이 법은 금융상품의 완전판매에 관한 사항을 규정하여 투자자보호를 도모하고 국민경제의 건전한 발전에 기여하는 것을 주된 목적으로 하고 있으며 적용대상이 되는 금융상품에는 예금과 적금, 투자신탁, 보험, 시장성 유가증권, 모기지 증권, 집합투자 관련 상품, 선물, 옵션 등이 포함된다.

##### (1) 설명의무의 내용

금융상품 판매 시 금융상품 판매업자(대리 또는 중개업자 포함)는 금융상품 판매 관련 중요사항에 대해 고객에게 설명해야 할 의무가 존재하는데, 중요사항에는 판매업자가 판매하고자 하는 금융상품의 특징, 거래구조, 원본손실 또는 원본 초과 손실가능성<sup>145)</sup> 등이 포함된

144) 금융상품 판매업자(Financial Product Provider)는 금융상품 판매를 업으로 하는 자이며 금융상품 판매에는 금융상품 판매 또는 금융상품 판매 대리(Proxy) 또는 중개(Intermediation)를 포함한다.

145) 제정 당시에는 원본 손실가능성만 포함되었으나 금융상품거래법이 제정되면서 원본초과 손실가능성에 대한 설명의무도 추가되었다.

다. 한편, 금융상품 판매와 관련하여 전문적 지식과 경험을 가진 것으로 법령으로 지정된 특정 투자자 및 중요사항에 대한 설명이 필요하지 않다고 의사표시를 한 투자자에 대해서는 설명의무가 적용되지 않는다.

## (2) 설명의무 위반에 따른 손해배상책임

금융상품 판매업자가 고객에게 중요사항에 대한 설명의무를 이행하지 않아 손해가 발생한 경우 판매업자가 손해배상책임을 부담하고 배상할 손해액은 원본손실액(금융상품 판매로 투자자가 지불했거나 지불하여야 할 금액)에 한정된다. 여기서 중요한 점은 금융상품 판매업자가 설명의무를 이행하지 않았다는 사실만을 입증하면 판매업자의 과실유무에 상관없이 손해배상을 청구할 수 있는 무과실책임 원칙을 도입하였다는 것이다. 즉, 금융상품판매법은 금융상품 판매업자 등의 투자자에 대한 설명의무 위반에 대하여 손해배상책임의 무과실 및 직접책임을 도입(입증책임의 전환)하고 손해액의 추정규정을 마련한 법률로서 당초 이러한 민법상의 불법행위 책임규정의 특칙을 마련함으로써 투자자의 민사구제에 기여하도록 상정된 것이다.<sup>146)</sup>

금융상품판매법의 시행 이후의 판례에서 금융상품의 판매 등에 대해 업자의 손해배상책임을 인정하는 사례를 보면 금융상품판매법에 근거한 것은 적고 대부분이 민법상의 불법행위책임에 근거한 것이었다<sup>147)</sup>. 2006년 개정에서는 금융상품거래법을 고객에게 있어 보다 사용

146) 池田和世, “金融商品販売法の改正”, 商事法務1782号(2006年11月), 16쪽.

147) 종래의 판례를 보면 업자의 고객에 대한 민법상 불법행위책임이 인정된 판례에 대해서 다음과 같은 동향이 인정된다.

- ① 예를 들면 워런트옵션이나 외국환율증거금거래 등의 리스크가 있는 『거래 구조』에 대해 고객에게 설명하고 있지 않다고 하는 업자의 설명의무위반이 인정된 판례가 많이 보인다.
- ② 업자의 설명의무위반의 인정에 있어서 고객의 적합성(지식, 경험, 재산상황이나 투자성향 등)을 고려한 판례가 많이 보인다.
- ③ 업자의 고객에의 단정적 판단의 제공을 이유로 하여 책임을 인정한 판례가 일부

하기 쉽도록 함으로써 고객보호를 한층 피하는 관점에서 금융상품판매업자 등의 고객에 대한 민사상의 의무를 확충하는 것으로 했다. 금융상품판매법에 대해 금융상품의 판매에 대한 업자의 민법상 불법행위책임을 인정한 판례 등에 비추어서 고객에게 있어 보다 사용하기 쉽도록 하는 관점으로부터 첫 번째 동법의 설명의무의 대상사항의 확충이 피해졌다. 구체적으로는 ①『금융상품의 판매에 관련한 거래의 구조 중 중요 부분』을 대상사항에 추가하는 것(금융상품판매법 제3조 제1항 제1~6호 각ハ), ②『원본손실이 생길 우려』가 있는 경우와는 별도로 『당초 원본을 상회하는 손실이 생길 우려』가 있는 경우에 대해서도 대상사항으로 하는 것(동항2호·4호·6호), ③적합성원칙의 사고를 받아들여 설명의무를 다했는지 여부의 해석기준을 마련하여 당해 설명이 고객의 속성(고객의 지식·경험·재산 상황 및 당해 금융상품의 판매에 관련한 계약을 체결하는 목적)에 비추어 당해 고객의 이해를 얻기 위해 필요한 방법 및 정도에 의한 것이어야 한다고 되어 있다(동조2항). 두 번째, 새롭게 단정적 판단의 제공 등의 금지규정이 마련되어(금융상품판매법 제4조) 그것의 위반에 대해서는 현행의 설명의무위반과 마찬가지로 직접책임 및 무과실책임인 손해배상책임(금융상품판매법 제5조) 및 손해액의 추정규정(입증책임의 전환)(금융상품판매법6조2항)의 대상으로 되어 있다.<sup>148)</sup>

## 5. 헤지펀드에 대한 규제·감독

금융청에서는 헤지펀드에 특화된 규제·감독을 시행하고 있지는 않지만, 투자자보호, 시장의 공정화·투명화의 확보, 시스템리스크 회피에 있어서의 관점으로 동향을 살펴본다.

---

보인다.  
148) 이효경, 앞의 논문, 60-61쪽.

## (1) 투자자보호

헤지펀드가 투자신탁·투자일임업무 등의 형태를 취하고 있는 경우, 투자자보호의 관점으로 판매·권유를 행하는 증권회사·등록금융기관 등 투자운용을 하는 투자신탁 위탁업자·인가투자고문업자에 대하여 각종행위규제가 설치되어 있고, 검사·감독에 있어서의 문제가 있는 경우에는 적절한 대응을 하는 것으로 하고 있다.

2007년 시행된 금융상품거래법에 있어서는 투자신탁·투자일임업무 등 이외의 형태의 펀드 지분도 확대된 ‘간주유가증권’의 정의에 포함하고, 그 판매·권유나 펀드재산의 투자운용을 행하는 업무를 원칙적으로 등록제로써 규제하는 등 투자자보호의 확충을 도모하고 있다.<sup>149)</sup>

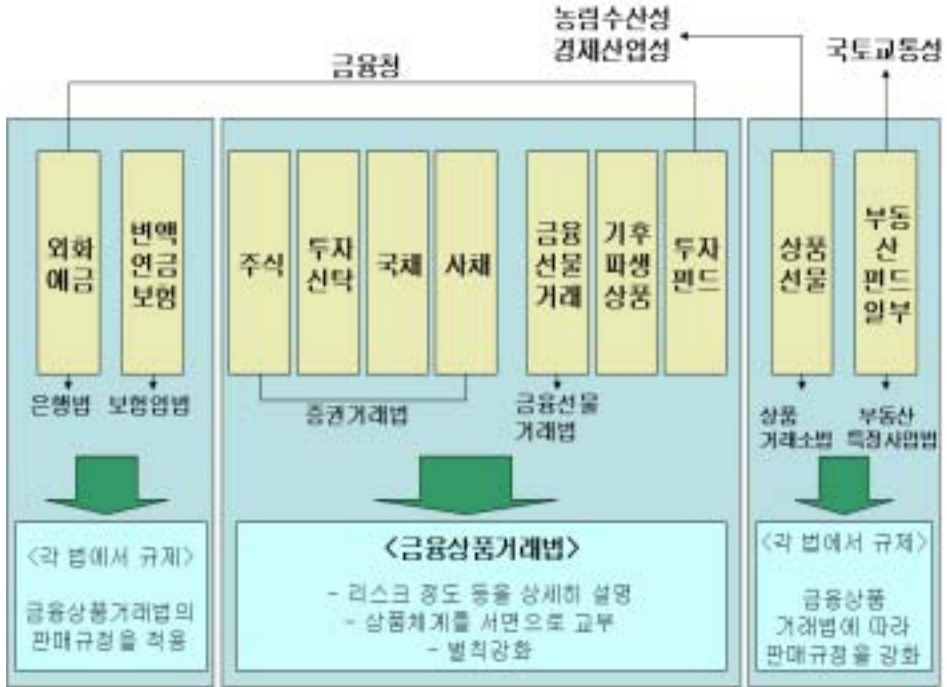
## (2) 시장의 공정성·투명성의 확보

시장거래의 공정성·투명성 확보의 관점으로는 헤지펀드를 포함한 시장참가자에 대하여, 내부자거래등 상장시세조종행위 등의 시장 남용 등의 방지 및 적발을 목적으로 한 검사·감독·감시를 시행하고 있다. 또한 헤지펀드의 경우, 국외에서 조성·운용이 행해지는 것이 적지 않고, 그에 대해 일본의 법령을 적용하는 것은 실제상, 곤란을 수반하고 있어서, IOSCO나 양국 간에 걸쳐 규제감독당국 동사의 협력 체제의 한층 강화를 도모하고 있다.

해외당국의 협력사례로서는 2006년 8월 영국 헤지펀드의 GLP 파트너 LP 및 GLG의 임원이 일본의 증권시장에서 행한 불공정거래에 관하여, 일본에서는 정보제공 등의 조사협력을 근거로 영국 금융서비스기구(UKFS)가 GLG 및 당해 임원에 대한 제제금을 부과한 사례가 있다.

149) 金融廳, “ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点”, 2005. 12. 참조.

<그림-6> 금융상품거래법의 감독체계<sup>150)</sup>



(3) 시스템리스크에 대한 대응

헤지펀드를 포함한 투자상품에 금융기관이 투자한 경우, 금융기관의 리스크 관리나 자산평가가 적절하게 이루어졌는지의 관점에서 검사·감독의 검증에서, 문제가 확인된 경우에는 적절한 대응을 하고 있다.

또한, 2007년 3월말부터 적용된 자기자본비율규제(바젤II)에서는 금융기관의 펀드투자의 리스크는 펀드의 내용에 대응하여 산정되고, 금융기관이 리스크를 파악할 수 없는 경우에는, 현행규제보다 확대된 자기자본을 요구하는 것으로 하였다.

150) 국제금융 이슈, 금융브리프, 2006. 6. 10. 22쪽. 재구성.

#### (4) 실태파악

##### 1) 2005년에 헤지펀드 조사를 최초 실시

금융개혁 프로그램(2004. 12. 24.)을 근거로, 일본의 금융기관에 있어서 헤지펀드의 투자상황, 과거 5년간에 설정 및 판매상황의 조사를 1,251사에 대하여 실시하고, 그 결과를 12월에 보고서 ‘헤지펀드 조사의 개요와 헤지펀드를 포함한 쟁점’을 공표하였다. 주된 조사결과로서는 광범위한 금융기관이 헤지펀드에 투자하고 있는 것, 일본에서 판매되고 있는 많은 헤지펀드는 외국에 적을 두고 있는 것, 개인에 대한 판매 부분이 증가하고 있는 것을 확인하였다.

##### 2) 업계관계자와의 지속적인 의사교환

감독·감시에 있어서는 펀드운용회사나 프라임·브로커 등에 대한 청문회(공청회)를 통한 그 실태 파악에 노력하고 있다. 국내외의 업계 단체나 금융기관을 비롯한 지속적인 의견교환을 행하고 있다.

##### 3) 해외 당국과의 지속적인 정보교환 등

금융청은 각국 규제 당국과 정보교환이나 의견교환을 적극적으로 계속적으로 행하는 것 이외에 IOSCO(국제증권감독기구) 등의 국제회의의 장을 통하여도 의논에 참가하고 있다.

특히, 일본은 해외에서 설정·운용되고 있는 헤지펀드가 국내에 많이 들어오게 하기 위하여, 해외 당국자와의 연락강화를 도모하고, 모니터링을 실시하는 것을 중요하게 생각하고 있다.

#### (5) IOSCO(국제증권감독기구)의 활동

세계 116개국·지역의 182개 증권감독 당국, 자율규제기관으로 구성된 IOSCO는 자본시장에 관한 원칙과 지침을 책정하고 있다. 주요국

이 멤버가 되는 전문위원회는 헤지펀드에 대한 각국의 규제상황을 조사하고, 규제에 관한 논의를 하고 있다.

IOSCO는 2003년 2월 헤지펀드에 투자하는 개인 투자자의 보호에 중점을 둔 ‘소액투자자의 헤지펀드 투자로부터 발생하는 규제 및 투자자 보호에 관한 과제’(“Regulatory and Investor Protection Issues arising from the Participation by Retail Investors in(Funds-of) Hedge Funds”)에 대한 보고서를 공표하였다.

이후 시장환경의 변화에 따라, 새로운 헤지펀드에 대한 규제를 설치한 국가도 발생하였기 때문에, 이 보고서를 근거로 삼아, 2006년 11월 ‘헤지펀드에 대한 규제상황-조사 및 비교검토’(“The Regulatory Environment for Hedge Funds a Survey and Comparison”) 보고서를 공표하였다.

IOSCO에서는 현재, 헤지펀드의 포트폴리오의 평가에 있어서, 보다 나은 실무의 실행을 촉진하기 위하여 ‘헤지펀드의 포트폴리오의 평가에 관한 원칙’을 책정 중이다. 주된 평가방법 및 평가 프로세스의 명확화나, 평가방침의 일관성의 보유, 정기적인 평가방침의 재인식 등, 포트폴리오의 투명성의 확보를 위한 것이 있고, 업계관계자의 의견을 반영한 실무적인 원칙의 책정을 목적으로 하고 있다.<sup>151)</sup>

---

151) 金融廳, “ヘッジファンド調査(2006)の結果”, 2007. 3. 참조.



## 제 4 장 헤지펀드 관련 금융투자법제

### 제 1 절 금융투자법제 현황

#### I. 자본시장법 제정 의의 및 구조

##### 1. 자본시장법 제정의 의의

자본시장법이 2007년 7월 3일 국회 본회의를 통과하여 8월 3일 공포되었다. 이 법률은 「증권거래법」, 「간접투자자산운용업법」, 「선물거래법」, 「신탁업법」, 「종합금융회사에 관한 법률」 및 「한국증권선물거래소법」등 6개 자본시장 관련 법률을 통합한 것으로서 총 449개 조문으로 이루어진 방대한 법률이고, 우리 자본시장을 규율하는 단일 법률이다. 따라서 금융시장을 규율하는 법률은 「은행법」, 「보험업법」, 자본시장법의 3대 법률로 정비되었다.

이와 같이 금융업을 차세대 성장산업으로 육성하기 위한 우리나라의 입법은 이미 금융업에 관한 통합 입법 등 법제 정비작업을 마친 주요 선진국의 입법동향에 크게 영향을 받은 것으로 보인다. 예컨대, 1986년 영국이 금융서비스업(Financial Services Act 1986)을 제정하여 성공적으로 금융 빅뱅을 일으킨 후, 2001년 호주가 금융서비스개혁법(Financial Services Reform Act)을 제정하였고, 싱가포르가 2001년에 증권선물거래법(Securities and Futures Act)을, 홍콩이 2002년에 증권선물거래법(Securities and Futures Ordinance)을 제정했고, 2006년에는 일본이 금융상품거래법을 제정하였다.

한편, 금융투자에 관한 규제 의 필요성 및 목적에 대해서는 여러 의견이 있지만, 일반적으로는 시스템의 안전도모, 이용자(고객)보호가 가장 큰 목적이 될 것이며, 이외에도 금융 효율성 강화, 금융의 사회적 목적 보장 등을 들 수 있다.

이러한 목적을 바탕으로 자본시장법은 투자성에 의하여 금융투자상품을 정의하고, 겸영의 원칙적 허용(포괄주의)을 통해 규제를 완화하였다. 또한, ‘동일업무·동일규제의 원칙’에 따른 기능별 규제를 통해 규제의 형평성을 도모하였으며, 영업행위 및 공시규제 강화 등을 통한 투자자 보호책을 마련하였다.

금융기능을 분류함에 있어서 금융투자상품을 증권과 파생상품으로, 금융투자업을 투자매매·투자중개·집합투자업 등으로, 투자자는 전문투자자와 일반투자자로 구분하였다. 즉, 자본시장법은 투자상품, 투자업종, 투자업자, 투자자의 4가지를 기준으로 구성되었다.

<표-13> 자본시장법의 통합범위

통합 전	통합 후
은행법	은행법
증권거래법, 선물거래법 간접투자자산운용업법, 신탁업법 종합금융회사에 관한 법률 한국증권선물거래소법	자본시장법
보험업법	보험업법

## 2. 자본시장법의 구조

자본시장법은 총 10편 449개의 조문으로 구성되었으며, 통합법 제정을 위해 새롭게 도입된 제도 및 규율<sup>152)</sup>을 제외하고는 대부분 기존의 규정에서 이관하여 통합하였다.

152) 투자권유대행자(Introducing Broker) 제도 도입, 집합투자기구의 법적형태(투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 투자익명조합 등)에 관한 광범위한 허용 등을 말한다.

&lt;표-14&gt; 조문구조 및 주요내용

편	장	주요내용
제 1 편 총칙	-	입법목적, 정의규정, 적용범위 등
제 2 편 금융투자업	제 1 장 인가 및 등록	인가·등록요건 및 절차
	제 2 장 지배구조	대부부의 변경승인, 감사위원회의 설치, 내부통제기준 및 준법감시인 등
	제 3 장 건전경영 유지	경영건전성 기준·회계처리·경영공시·대주주와의 거래제한 등
	제 4 장 영업행위 규칙	공통 영업행위 규칙 금융투자업자별 영업행위 규칙
제 3 편 증권의 발행 및 유통	제 1 장 증권신고서	증권발행 : 증권신고서 제출 및 투자설명서 제출·공시 등
	제 2 장 인수·합병 관련 제도	공개매수·주식 등 대량보유상황의 보고
	제 3 장 상장법인의 사업보고서 등	증권유통 : 사업보고서 및 분기·반기보고서·주요사항 보고서 제출 및 공시
	제 4 장 장외거래 등	증권·파생상품시장 외에서의 거래 등
제 4 편 불공정거래의 규제	제1~3장	내부자 거래·시세조종·부정거래행위 등 금지
제 5 편 집합투자기구	제1~11장	집합투자기구의 구성 및 종류 집합투자증권의 환매·집합투자재산의 보관 및 관리 등 집합투자기구 관계회사 사모투자전문회사 등 특례규정
제 6 편 금융투자업 관계기관	제1~8장	한국금융투자협회·한국예탁결제원·증권금융회사·종합금융회사·자금중개회사·단기금융회사·명의개서대행회사 등

편	장	주요내용
제 7 편 한국거래소	제1~6장	조직 · 시장(감시) · 감독 등
제 8 편 감독 및 처분	제1~4장	금융위의 명령 · 검사 및 조치 · 과징금 등
제 9 편 보칙	-	위법행위의 신고 · 권한의 위임 등
제10편 벌칙	-	형벌 · 양벌규정 · 과태료

## II. 금융투자 관련법제의 체계변화

### 1. 금융투자업의 개편

현행법은 증권회사·선물회사 등 기관을 중심으로 금융업을 분류하고 있으나 자본시장법은 경제적 실질을 기준으로 금융기능에 따라 규제하는 기능별 규제를 도입하였다. 이에 따라 금융업종이 서로 다르더라도 동일한 금융기능을 수행할 경우 원칙적으로 동일한 진입·건전성·영업행위 규제 등을 적용하도록 하였으며, 『증권거래법』등 현행법에서 규정하고 있는 금융업을 기능별로 재분류하여 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업 등 6개로 분류하였다.

우선 투자매매업은 자기 계산으로 금융투자상품을 매수·매도·발행<sup>153)</sup>·청약 등을 하는 업으로 정의하였고, 투자중개업은 타인의 계산

153) ‘발행’을 금융투자업의 하나로 열거한 것은 ELS와 같은 신종증권이나 수익증권 등을 발행하는 업무를 투자매매업으로 보아 투자자 보호 규율을 적용하기 위한 것이다. 이에 반해 일반기업이 증권을 발행하는 행위는 자금조달이 목적이고 영리목적 즉, ‘업’으로 영위되는 것으로 보기 어려우므로 투자매매업에 해당하지 않는 것으로 해석될 것이다. 이에 관해서는 자본시장법 제7조(금융투자업의 적용배제)에서 “자기가 증권(투자신탁의 수익증권, 파생결합 증권 중 대통령령으로 정하는 것 및 투자성 있는 예금·보험을 제외한다)을 발행하는 경우에는 투자매매업으로 보지 아니한다”고 규정하였다.

으로 금융투자상품을 매수·매도·청약 등을 하는 업으로 정의하였다. 또한, 집합투자자는 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 「국가재정법」 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것으로 정의하고 집합투자업은 이것을 영업으로 하는 것으로 정의하였다.

이에 따라 사모단독펀드 운용업은 집합투자업 개념에서 제외되고 신탁업이나 투자일임업에 포함되게 된다.<sup>154)</sup>

신탁업은 현행 신탁업의 개념이 그대로 유지되며, 투자일임업과 투자자문업의 개념은 금융투자상품에 대한 투자일임과 투자자문으로만 한정하고 금융투자상품 이외의 자산에 대하여 투자일임을 하거나 투자자문을 하는 것은 금융투자업에서 배제하였다.

<표-15> 규제방식의 변환

현행			자본시장법
법률	금융회사	업무	기능별 금융업 통합
증권 거래법	증권회사	매매업, 인수업, 매출업	투자매매업
		위탁매매업, 중개업, 대리업 등	투자중개업
선물 거래법	선물회사	선물거래업	
간접투자 자산운용	판매회사	간접투자증권의 판매	투자중개업 또는 투자중개업

154) 단독사모펀드는 투자자가 1인이므로 pooling이 발생하지 않고 사실상 투자자가 운용에 개입한다는 점에서 집합투자업의 개념에 맞지 않는다는 점이 문제가 되었고, 신탁업이 자본시장법의 통합대상이 된 상황에서 단독사모펀드를 집합투자업으로 포함하는 것은 양자간 법적 개념에 혼란을 가져와 감독상 문제가 발생할 수 있다는 점을 감안한 것이다. 자본시장법연구회, 앞의 책, 43쪽.

제 4 장 헤지펀드 관련 금융투자법제

		현행	자본시장법
업법	투자자문 회사	투자자문업	투자자문업
	투자일임 회사	투자일임업	투자일임업
	자산운용 회사	투자신탁·투자회사 재산의 운용·운용지시	집합투자업
	-	투자전문회사(PEF)의 업무집행사원 기능	
	수탁회사	투자신탁재산의 수탁업	신탁업
	자산보관 회사	투자회사의 자산보관업	
신탁업법	신탁회사	신탁업, 연금신탁업, 개인연금신탁업	
종합금융 회사에 관한 법률	종합금융 회사	중개업	투자중개업
		매매업, 인수업	투자매매업
		어음관리계좌업무	수신업*
	자금중개 회사	자금중개업	자금중개업**

\* 제6편 제4장에서 종합금융회사와 그 취급업무에 대해서 별도로 규율(기준에 영위하던 금융투자업과 관련해서는 일괄 재인가·등록기간에 금융위에 신고만 하면 영위할 수 있도록 부담을 완화. 법 부칙 제5조 참조)

\*\* 제6편 제5자에서 별도로 규율(금융투자업 경영과 관련해서는 채무증권·장외파생상품 등의 중개·주선·대리만 허용. 법 제357조 제1항 및 영 제346조 제1항 참조)

자료 : 한국은행 금융결제국, “자본시장법상 금융투자회사에 대한 규제 주요내용”, 2008. 9. 9-11쪽. 재구성.

## 2. 동일 기능에 대한 동일 규율

자본시장법 제10조제1항에 “금융투자업에 관하여는 다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 이 법이 정하는 바에 따른다”고

규정하고 있다. 따라서 금융투자업을 영위하는 자가 이 법상 인가·등록을 받지 않으면 무인가·무등록 영업으로 처벌받는다<sup>155)</sup>는 것이고, 인가·등록을 받은 금융투자업자는 자본시장법에서 정한 각종 규제(건전성 규제, 영업행위 규제, 공시규제 등)에 적용대상이 된다는 것으로 해석된다.

진입규제의 경우 기존에 증권회사·선물회사에 대해서는 허가, 신탁회사에 대해서는 인가, 투자자문회사에 대해서는 등록 등으로 기관별로 규제가 상이하였으나, 자본시장법은 동일한 금융기능에 대해서는 동일한 인가 및 등록요건이 적용되도록 하였다. 즉, 각 금융기능별로 투자자가 부담하는 위험의 크기에 따라 인가제와 등록제로 구분하여 6개의 금융투자업 중 고객과 직접 채무관계를 갖거나 고객의 자산을 수탁하는 투자매매·투자중개·집합투자·신탁업은 인가업무로 규정하고 투자자의 재산을 수탁하지 않는 투자일임·투자자문업은 등록업무로 규정하였다.

### 3. 금융투자회사의 업무범위 확대

현행법은 증권회사·선물회사·자산운용회사·신탁회사 등 금융기관 상호간의 겸영을 엄격하게 제한하고 있으나 자본시장법은 투자매매·투자중개·집합투자 등 6개 업종 간 겸영을 허용하였다.

또한 현행처럼 금융투자회사가 영위할 수 있는 업무를 법령에 열거하는 체제를 폐지하고 금융투자회사의 건전성과 투자자 보호에 문제가 없는 한 모든 부수업무(금융업이 아니면서 금융투자업의 영위에 부수하는 업무)의 영위를 허용하는 포괄주의 체제로 전환하였다.

이 외에도 투자자 편의를 위하여 금융투자회사가 소액결제시스템에 참가하여 급여이체, 결제, 송금, 입출금 등 지급결제서비스가 가능하도록 하였다.<sup>155)</sup>

155) 다만, 금융투자회사의 소액결제시스템 참가에 따른 지급결제시스템의 안정성을

### Ⅲ. 금융투자상품의 개념 재정립

#### 1. 자본시장법상 금융투자상품의 개념

자본시장법은 금융기관이 법령에 열거되어 있는 금융투자상품만을 취급하도록 제한하는 현행 열거주의에서 투자성 있는 모든 금융상품을 자유롭게 취급할 수 있도록 허용하는 포괄주의로 전환하였다.

현행 「증권거래법」<sup>156)</sup>에서는 금융기관이 취급할 수 있는 유가증권을 국채·회사채·주식·수익증권 등 21종을 열거하고 파생상품의 경우 기초자산을 유가증권·통화·일반상품·신용위험의 4종으로 제한하고 있다. 이와 같은 열거주의는 금융투자상품으로 열거되어 있는 상품에 대해서만 금융기관의 취급이 허용되고 투자자 보호의 규율이 적용되게 되는 문제가 있었으며, 금융기관의 신종 금융상품 설계·거래가 제한되고, 신종금융상품을 거래하는 경우 법적 근거가 마련되기 전까지는 투자자를 보호하지 못하는 문제가 발생하였다.

따라서 자본시장법은 포괄주의 방식에 따라 금융상품을 열거하지 않고 투자성(원본손실 가능성)을 핵심 개념요소로 하여 금융투자상품을 정의하고 있다. 이에 따라 금융투자상품을 제3조제1항에서 “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(투자성)이 있는 것을 말한다”고 정의하고 있으며, 이러한 금융투자상품을 다시 원본손실 가능성만 있는 증권<sup>156)</sup>과 원본초과손실 가능성이 있는 파생상품<sup>157)</sup>으로 구분하였다.

---

확보하기 위하여 한국은행은 금융투자회사의 자금이체업무에 대한 자료제출 요구와 금감원에 대한 검사 또는 공동검사 요구를 할 수 있도록 하였다.

156) 증권은 경제적 실질에 따라 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권으로 구분하였다(법 제4조 제2항).

157) 파생상품의 기초자산은 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험 외에 가격 등의



&lt;표-16&gt; 금융투자상품의 포괄주의 도입

	현행	자본시장법
구분 방법	열거주의	포괄주의
상품 구분	예금	예금
	유가증권 : 국채, 회사채, 주식, 수익증권 등 21종 열거	증권(투자원금까지만 손실발생) - 채무증권, 지분증권, 수익증권, 예 탁증권
	파생상품 : 일반상품, 금융상품 등 4종의 기초자산	- 투자계약증권, 파생결합증권 파생 상품(투자원금 이상 손실 발생가능) - 경제·자연·환경적 개념에 기초 한 최광의의 기초자산
	규제취약부분 : 신종증권, 장외파생상품	- 장내·장외파생상품
	보험계약	보험계약

자료 : 자본시장법 등 주요 금융관계법령 정비내용, MONTHLY BULLETIN, 2008. 2, 86쪽.

## 2. 증권개념의 확대

자본시장법은 제4조제2항제4호에서 “투자계약”을 증권개념에 포함시키고 있다. 그리고 동법 제4조제6항은 투자계약증권의 개념을 “특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함)간의 공동사업에 금전 등을 투자하고, 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말한다”고 정의하였다. 이와 같은 자본시장법상의 ‘투자계약(증권)’이 미국 증권법상의 ‘증권’으로 해석될 것인지에 대하여는 미국의 판례 등을 통해 판단해 볼 수 있을 것이다. 미국의 경우 투자자보호에 초점이 맞추어져 있었으며, 이를 위하여 ‘투자계약’의 개념을 넓게 해석하고, 특히 물권의 양도와 서비

산출이나 평가가 가능한 대상으로 범위를 넓히고(법 제4조 제10항), 이를 다시 시장에서 거래되는지 여부에 따라 장내·장외파생상품으로 구분하였다(법 제5조).

스계약이 혼합되어 있는 경우 가능한 한 경제적인 실체를 주목하여 투자자와 사업자의 일반적인 투자관계를 인정할 수 있으면 증권으로 보았다.<sup>158)</sup> 우리나라에서도 향후 판례들의 추이를 보아야 할 것이지만 기본적으로는 투자자보호를 강화하고 있는 최근의 경향으로 볼 때 미국의 경우와 같이 해석될 것으로 생각되며, 아래와 같이 영국과 일본의 입법례를 참고할 수도 있을 것이다.

<표-17> 영국과 일본의 금융투자상품 정의

국 가	관련법	정의
영 국	금융서비스법 (Financial Services Act 1986)	제 1 조(투자상품 및 투자업) (1) 이 법에서 “투자상품(investments)”이라 함은 달리 규정하지 않는 한 Schedule 1 Part 1 각 항에 해당하는 자산, 권리 또는 지분을 말한다. Schedule 1, Part1(투자상품) - 주식 등 - 사채 - 정부 및 공공단체 증권 - 주식 또는 증권을 받을 권리가 부여된 증권 - 증권을 포창하는 증서 - 집합투자계획의 Unit - 옵션 - 선물 - 차금계약 - 장기보험계약 - 투자상품에 대한 권리 및 이익
	금융서비스시 장법(Financial Services and Market Act 2000)	Schedule 2. Part 2(투자상품) - 주식 - 부채를 창출 또는 승인하는 증서 - 정부 및 공공증권 - 투자상품에 대한 권리를 부여하는 증서

158) 유진호, 앞의 논문, 36쪽.

국가	관련법	정의
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권을 표시하는 증서</li> <li>- 집단투자 scheme의 unit</li> <li>- 옵션</li> <li>- 선물</li> <li>- 차금계약</li> <li>- 보험계약</li> <li>- 예금</li> <li>- 토지담보용자</li> <li>- 투자상품에 대한 권리</li> </ul>
일본	금융상품 거래법	<p>제 2 조(정의) 제24항 이 법에서 “금융상품”이라 함은 다음에 규정하는 것을 말한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 유가증권</li> <li>2. 예금계약에 기한 채권 기타 권리 또는 당해 권리를 표시하는 증권 혹은 증서로서 정령이 정하는 것(제1호에 규정하는 것을 제외한다)</li> <li>3. 통화</li> <li>4. 제1호 내지 제3호에 규정하는 것 외에 동일한 종류의 것이 다수 존재하고 가격의 변동이 현저한 자산으로서 당해 자산과 관계되는 파생거래(파생거래와 유사한 거래를 포함한다)에 대하여 투자자 보호를 확보하는 것이 필요하다고 인정되는 것으로서 정령이 정하는 것(상품거래소법(소화25년 법률 제239호) 제2조 제4항에 규정하는 상품을 제외한다)</li> <li>5. 제1호 혹은 제2호에 규정하는 것 또는 제4호에 규정하는 것 중 내각부령이 정하는 것에 대하여 금융상품거래소가 시장파생거래를 원활히 하기 위해 이율, 상환기한 기타 조건을 표준화해서 설정한 표준물</li> </ol>

자료 : 자본시장법연구회, 『자본시장법 해설서』, 한국증권업협회, 2008, 35~39쪽, 재구성.

## 제 2 절 건전경영 규제

금융투자업자의 건전성 감독을 위한 규제는 ①자본적정성, ②자산분류 및 대손충당금 적립, ③유동성비율, ④회계처리, ⑤경영공시, ⑥부당한 자산운용 금지 등 자산운용에 관한 사항과 기타 위험관리에 관한 사항으로 볼 수 있다. 이와 같은 사항에 대하여 자본시장법에서는 적절한 금융감독을 위하여 금융위원회는 검사절차를 마련하고 감독규정이 정하는 일정 항목에 대한 평가를 실시하며, 평가결과를 등급별로 분류하여 경영개선권고 등의 적기시정조치를 취하도록 하였다. 여기에서는 헤지펀드의 건전한 운영과 관계가 있을 것으로 판단되는 자본적정성에 관한 규정과 자산건전성에 관한 규정에 관하여만 검토한다.

### I. 자본적정성 규제

금융기관의 자본에 관한 규제는 진입(유지)과 관련된 최저자본금 규제와 재무건전성을 위한 자기자본비율규제로 구분할 수 있다. 여기에서 자기자본비율규제는 금융기관의 재무건전성을 제고하여 현재 또는 장래의 파산위험을 최소화하고 예상치 못한 손실에 대비하기 위하여 일정 비율 이상의 자기자본을 보유하도록 하는 것을 내용으로 하는 것이다.<sup>159)160)</sup>

이와 관련하여 현행 법령상에서는 증권회사·선물회사·자산운용회사에 대해서는 영업용순자본비율(net capital ratio:NCR),<sup>161)</sup> 신탁회사에 대해서는 BIS기준을 적용하고 투자자문회사에 대해서는 자본적정성

159) 한국은행 금융결제국, 앞의 보고서, 12쪽.

160) 자기자본비율규제는 금융산업별 위험의 특성과 영업 유형의 차이를 반영하여 계산하는데, 은행·보험·증권권역에 대해 각각 BIS비율·지급여력비율·영업용순자본비율을 적용하여 규율하게 된다.

161) NCR은 즉시 현금화 가능 여부 등을 기준으로 산출한 자산의 순가치(영업용순자본)와 영업시 직면할 수 있는 손실예측치(총위험액)를 비교한 것으로 부채 상환에 충당할 수 있는 유동성의 정도를 평가하는 지표이다.

규제를 하지 않고 있으며, 각 금융업법 및 금산법 제10조에 따라 NCR이 150%, 120%, 100% 미만인 경우 관련 감독규정에 따라 각각 경영개선권고·요구·명령이 내려지게 된다. 그런데, 자본시장법에서는 제30조에서 “금융투자업자는 영업용순자본<sup>162)</sup>을 금융투자업자의 자산 및 부채에 내재하거나 업무에 수반되는 위험을 금액으로 환산하여 합계한 금액(총위험액) 이상으로 유지하여야 한다”고 규정하고 있으며, 투자자문업, 투자일임업, 투자자문업 및 투자일임업, 겸영금융투자업자는 이 규정의 적용에서 제외되는 것으로 하였다.

## II. 자산건전성 규제

자산건전성을 제고하여 예상손실에 대비하기 위해 부실화 가능성이 있는 자산을 분류하고 분류된 자산에 대해서 일정 비율 이상의 충당금을 적립하도록 규제하는 것으로 자산분류 및 대손충당금 적립제도는 예금자 보험제도와 함께 자기자본규제의 보완·대체적인 규제수단으로 기능하게 되는 것이다. 즉, 자기자본규제는 예상치 못한 손실에 대비하는 사전적 규제이고, 대손충당금 적립제도는 예상되는 손실에 대비하는 것이며, 예금자 보험제도는 사후적 보완수단으로 활용되는 것이다.

이에 대하여 현행법상으로는 은행·보험·증권권역에 대해 각각 신용리스크가 있고 부실화 가능성이 있는 자산에 대해 해당 감독규정이 정하는 바에 따라 자산을 분류하고 일정비율 이상의 금액을 적립하도록 규제하고 있었으며 해당 금융기관들은 매분기마다 ‘자산건전성 분류기준’에 따라 자산을 5단계로 분류하고 분류기준에 따라 충당금을 적립·유지하여야 하며, 분류 및 적립이 부적당하다고 판단되는 경우

162) 자본금·준비금, 그 밖에 총리령으로 정하는 금액의 합계액에서 고정자산, 그 밖에 단기간 내에 유동화가 어려운 자산으로서 총리령으로 정하는 자산의 합계액을 뺀 금액(자본시장법 제30조 제1항)

금융감독원의 시정요구를 받게 되는 것으로 규정되어 있었다.<sup>163)</sup>

그런데 자본시장법에서는 이러한 자산건전성에 대한 규제를 위하여 제31조에서 “금융투자업자(겸영금융투자업자 제외)는 경영의 건전성을 위하여 자기자본비율, 그 밖의 자본의 적정성에 관한 사항, 자산의 건전성에 관한 사항, 유동성에 관한 사항, 그 밖에 경영의 건전성 확보를 위하여 필요한 사항(위험관리에 관한 사항, 외환건전성에 관한 사항, 금융위원회 고시로 정하는 사항)에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 경영건전성기준을 준수하여야 한다”고 규정하고 있다.

### Ⅲ. 소 결

위에서 살펴본 바와 같이 자본시장법은 자본적정성이나 자산건전성에 관한 사항을 법률에 단일 근거규정을 두고, 권역별로 동일한 기준으로 적용될 수 있도록 하였으며, 권역별로 규율이 없거나 내용이 다른 사항에 대해서도 통일적으로 적용될 수 있도록 하였다.

즉, 형식적으로는 경영건전성 항목으로 단일 조항에 자본적정성·자산건전성·유동성 등에 대해 감독규정이 정하는 일정한 기준을 준수하도록 하면서, 내용적으로는 위험관리에 관한 사항을 건전성 항목에 포함하면서 자본적정성에 대해 통일적으로 NCR 규제를 적용하는 것이며 선물·신탁회사에 대해서도 경영실태평가를 실시하고 평가항목도 통일하고 있다.<sup>164)</sup>

## 제 3 절 영업행위 규제

현행법에서는 각 권역별로 영업행위가 이루어지며, 투자자 피해발생을 방지하기 위한 방안도 각각 규정되어 있었다. 현행법상의 일반적

163) 선물·투자자문회사에 대해서는 충당금 적립의무를 부과하지 않는다.

164) 한국은행 금융결제국, 앞의 보고서 16쪽.

인 영업행위 규제 내용을 살펴보면, ①정직하고 공정한 업무처리의무, ②선량한 관리자로서의 주의의무, ③적정한 인적·물적 자원 확보 및 적절한 업무수행절차 마련의무, ④고객에게 적합한 투자권유(적합성 원칙) 및 고객정보 확인 노력의무, ⑤유가증권 거래고객에 대한 중요 정보 제공의무, ⑥고객과의 이해상충 방지 및 이해상충시 사전통지 또는 공정처리의무, ⑦감독관련 법령에 대한 준수의무를 들 수 있다.<sup>165)</sup> 이에 따른 규정의 내용을 보면, 우월적 지위에 의한 불건전 영업행위의 금지,<sup>166)</sup> 부당한 투자권유행위 금지,<sup>167)</sup> 매매권유시 이해상충 예방의무, 경쟁제한행위 금지, 부적격자에 의한 투자상담행위 금지 등이 있다. 이와 같은 현행법상의 규제는 복잡·다양한 금융투자상품 판매 증가와 정보부족 등에 따른 투자자 피해 발생을 방지하기에는 부족함이 있다는 지적이 있어, 이를 보완하기 위하여 금융투자업자의 영업행위 규제를 보다 강화하되 투자자의 특성에 따라 합리적으로 규율할 필요가 있어 자본시장법에 반영되었다.

## I. 투자자의 구분

자본시장법에서는 투자위험 감수능력에 따라 투자자를 전문투자자와 일반투자자로 구분하여 차등화 된 규율내용을 적용하게 된다.

전문투자자란 “금융투자상품에 관한 전문성 구비여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자로서 국가, 한국은행, 금융기관, 주권상장법인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자”로 정의하였다.

165) 영업의 7대 일반원칙(증권업 감독규정 제4-4조)

166) 고객의 매매주문이 초래할 가격변동을 기대하며 행하는 매매거래(선행매매) 금지, 자기매매를 위한 투자권유 금지, 조사분석자료 공표 전후 자기매매 금지 등

167) 부당한 손실보전의 금지, 일중매매거래자(day trading)에 대한 위험고지 의무, 과당매매거래 권유금지, 고객 투자목적에 적합한 투자권유의무, 자기발행 유가증권의 창구판매 제한 등

<표-18> 자본시장법상 전문투자자의 범위

자본시장법 제 9 조 제5항
국가, 한국은행, 대통령령으로 정하는 금융기관, 주권상장법인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자
시행령 제10조 제2항 : 대통령령으로 정하는 금융기관
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 『은행법』에 따른 금융기관</li> <li>2. 『한국산업은행법』에 따른 한국산업은행</li> <li>3. 『중소기업은행법』에 따른 중소기업은행</li> <li>4. 『한국수출입은행법』에 따른 한국수출입은행</li> <li>5. 『농업협동조합법』에 따른 농업협동조합중앙회</li> <li>6. 『수산업협동조합법』에 따른 수산업협동조합중앙회</li> <li>7. 『보험업법』에 따른 보험회사</li> <li>8. 금융투자업자(법 제22조에 따른 겸영금융투자업자는 제외한다)</li> <li>9. 법 제324조제1항에 따라 인가를 받은 증권금융회사</li> <li>10. 종합금융회사</li> <li>11. 법 제355조제1항에 따라 인가를 받은 자금중개회사</li> <li>12. 『금융지주회사법』에 따른 금융지주회사</li> <li>13. 『여신전문금융업법』에 따른 여신전문금융회사</li> <li>14. 『상호저축은행법』에 따른 상호저축은행 및 그 중앙회</li> <li>15. 『산림조합법』에 따른 산림조합중앙회</li> <li>16. 『새마을금고법』에 따른 새마을금고연합회</li> <li>17. 『신용협동조합법』에 따른 신용협동조합중앙회</li> <li>18. 제1호부터 제17호까지의 기관에 준하는 외국 금융기관</li> </ol>
시행령 제10조 제3항 : 그 밖에 대통령령으로 정하는 자
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 『예금자보호법』에 따른 예금보험공사 및 정리금융기관</li> <li>2. 『금융기관부실자산 등의 효율적 처리 및 한국자산관리공사의 설립에 관한 법률』에 따른 한국자산관리공사</li> <li>3. 『한국주택금융공사법』에 따른 한국주택금융공사</li> <li>4. 『한국투자공사법』에 따른 한국투자공사</li> <li>5. 협회</li> <li>6. 법 제294조에 따라 설립된 한국예탁결제원</li> <li>7. 법 제373조에 따라 설립된 한국거래소</li> </ol>



8. 『금융위원회의 설치 등에 관한 법률』에 따른 금융감독원
9. 집합투자기구(금융위원회가 정하여 고시하는 것은 제외한다)
10. 『신용보증기금법』에 따른 신용보증기금
11. 『기술신용보증기금법』에 따른 기술신용보증기금
12. 법률에 따라 설립된 기금(제10호 및 제11호는 제외한다) 및 그 기금을 관리·운용하는 법인
13. 법률에 따라 공제사업을 경영하는 법인
14. 지방자치단체
15. 해외 증권시장에 상장된 주권을 발행한 국내법인
16. 다음 각 목의 요건을 모두 충족하는 법인 또는 단체(외국 법인 또는 외국 단체는 제외한다)
  - 가. 금융위원회에 나목의 요건을 충족하고 있음을 증명할 수 있는 관련 자료를 제출할 것
  - 나. 관련 자료를 제출한 날 전날의 금융투자상품 잔고가 100억원 이상일 것이다. 관련 자료를 제출한 날부터 2년이 지나지 아니할 것
17. 다음 각 목의 요건을 모두 충족하는 개인(외국인인 개인은 제외한다)
  - 가. 금융위원회에 나목 및 다목의 요건을 모두 충족하고 있음을 증명할 수 있는 관련 자료를 제출할 것
  - 나. 관련 자료를 제출한 날 전날의 금융투자상품 잔고가 50억 원 이상일 것이다. 금융투자업자에 계좌를 개설한 날부터 1년이 지났을 것
  - 라. 관련 자료를 제출한 날부터 2년이 지나지 아니할 것
18. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 외국인
  - 가. 외국 정부
  - 나. 조약에 따라 설립된 국제기구
  - 다. 외국 중앙은행
  - 라. 제1호부터 제17호까지의 자에 준하는 외국인

한편, 일반투자자는 자본시장법 제9조 제6항에서 “전문투자자가 아닌 투자자”를 말하는 것으로 정의하면서 다만, 전문투자자 중 일정한 자가 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하면 특별한 사유가 없는 한 일반투자자로 간주하는 것으로 규정하였다.

## II. 영업행위 규제 of 차등적용

전문투자자와 일반투자자를 구분하는 것은 영업행위의 규제에 관하여 차등적용하게 되기 때문인데 예컨대, 적합성 원칙(제46조), 설명의무(제47조), 손해배상책임(제48조), 계약체결과 관련된 사항의 자료교부 의무(제97조), 투자일임보고서 교부의무(법 제99조) 등이 전문투자자에게는 적용되지 않는다.

한편, 영업행위 규제에서 현행법에 산재한 금융상품 설명의무, 신의성실의무 등을 금융투자업자별 구분 없이 적용될 수 있는 공통 영업행위 규칙을 정하여 확대적용하고, 투자자의 특성을 파악할 의무와 투자권유 금지조항 등을 도입하여 투자자 보호를 강화하는 한편, 업별 고유특성을 반영한 금융투자업자별 영업행위 규칙을 정하여 공통 규율과 각 업별 규율이 체계적으로 적용되도록 하였다.

<표-20> 공통 영업행위 규칙

규율범위 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>-신의성실 의무 : 신의성실의 원칙에 따른 공정한 금융투자업 수행 의무(제37조)</li> <li>-적합성 원칙 : 투자자의 투자목적·재산상황·투자경험 등에 적합한 투자권유 의무(제46조 제3항)</li> <li>-투자광고 규제 : 투자광고 내용에 금융투자상품의 위험 등 필수포함내용을 반영시킬 의무(제57조)</li> <li>-약관규제 : 약관의 제정·변경시 금융위에 사전신고 후 공시할 의무(제56조)</li> <li>-이해상충 방지 및 정보교류 차단장치 설치의무 : 이해상충에 관한 사항을 관리하고 이해상충 발생가능성이 큰 경우 정보교류 차단장치를 설치할 의무(제44조, 제45조)</li> </ul>
규제내용 신설	<ul style="list-style-type: none"> <li>-투자자의 구분 : 투자자를 전문·일반투자자로 구분·확인할 의무(제46조제1항 등)</li> <li>-투자권유대행인 규제 : 투자권유대행인의 등록 및 행위 등을 규율</li> </ul>

(제51조, 제52조, 제53조)

- know your customer 원칙 : 투자목적·재산상황·투자경험 등 투자자의 특성을 파악하고 확인을 받은 후 투자권유를 할 의무(제46조)
- unsolicited call 금지 : 투자자 요청이 없으면 방문·전화 등에 의한 투자권유를 금지, 단 장외과생상품에 대해서만 적용(제49조 등)
- 설명의무 위반시 배상책임 : 설명의무 불이행으로 인한 손해발생시 금융투자업자에게 배상책임을 부과하고 일정 손해액을 배상액으로 추정(제48조)

자료 : 한국은행 금융결제국, 앞의 보고서, 23쪽.

### Ⅲ. 업무개선명령과 행정처분

미국의 금융위기 사례에서 금융상품거래업자에 대한 감독 기능의 중요성이 더욱 부각되고 있다. 이와 관련하여 일본의 금융상품거래법에서는 등록을 한 금융상품거래업자는 내각총리대신에 의한 일상적인 감독을 받도록 하고, 사업규제와 행위규제에 위반한 경우에는 업무개선명령과 업무의 정지, 등록취소 등의 행정처분을 받을 수 있도록 규정하였다. 이에 반하여, 종래의 증권거래법에서는 증권회사에 대한 업무개선명령을 내리는 근거를 업무정지 등의 행정처분의 대상이 되는 사유와 함께 개별적으로 정하고 있었다.(동법 제56조, 제56조의2 등)

업무개선명령은 공익 또는 투자자보호를 위하여 필요한 한도 내에서 업무방법의 변경과 기타 감독상 필요한 사항을 명하는 것으로서 지도에 가깝다. 그러므로 업무의 정지와 등록의 취소와 같이 사업자에게 명백히 불이익을 초래하는 제재적 요소가 강한 행정처분과는 성질이 다르다.

금융상품거래법에서는 ‘금융상품거래업자의 업무운영 또는 재산상황에 관하여 공익 또는 투자자 보호를 위하여 필요하고 적당하다고 인정되는 때에는 그 필요한 한도 내에서 당해 금융상품거래업자에 대

하여 업무방법의 변경, 기타 업무의 운영 또는 재산상황의 개선에 필요한 조치를 취할 것을 명령할 수 있다'는 규정을 두고 있다(동법 제 51조). 이 규정에 따라 일본의 금융당국은 업무개선명령에 대하여 많은 재량을 갖게 되었다.

등록 또는 인가의 취소, 6개월 이내 업무의 전부 혹은 일부의 정지, 임원해임이라고 하는 행정처분에 대하여는 법령위반과 지급불능의 우려가 있는 등 구체적인 처분사유가 되는 행위와 상태를 개별적으로 열거하고 있다.(동법 제52조) 다만 이 규정에서도 '부정 또는 현저하게 부당한 행위를 한 경우로서 그 정황이 특히 무거울 때'라고 명시하고 폭넓은 사유를 포함하고 있는 것으로 볼 수 있다(동법 제52조제 1항제9호, 제52조의2제1항제5호)

자본시장법에서는 이와 같은 일본의 업무개선명령과 유사한 사항으로 2008년에 새로이 도입된 제416조<sup>168)</sup>의 금융위원회의 조치명령권을 들 수 있다. 제416조에서는 제3호에서 “금융투자업자의 경영 및 업무 개선에 관한 사항”을 포함하고 있어 금융위원회에서 금융투자업자의 경영 및 업무에 관한 개선명령이 가능하게 되었고, 투자업자의 재산 운용에 관하여는 제1호에서 별도로 규정하여 직접규제가 가능하도록 하였다.

---

168) 제416조 (금융위원회의 조치명령권 <개정 2008.2.29>) 금융위원회는 투자자를 보호하고 건전한 거래질서를 유지하기 위하여 금융투자업자에게 다음 각 호의 사항에 관하여 필요한 조치를 명할 수 있다. <개정 2008.2.29>

1. 금융투자업자의 고유재산 운용에 관한 사항
2. 투자자 재산의 보관·관리에 관한 사항
3. 금융투자업자의 경영 및 업무개선에 관한 사항
4. 각종 공시에 관한 사항
5. 영업의 질서유지에 관한 사항
6. 영업방법에 관한 사항
7. 장내파생상품 및 장외파생상품의 거래규모의 제한에 관한 사항
8. 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 위하여 필요한 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항

#### IV. 투자권유대행인 제도

종래 일본에서는 금융상품거래법에 의한 감독규제의 대상이 되는 금융상품거래업에 해당하는 업무를 수행하는 사업자 중 증권회사(증권거래법 제64조) 및 등록금융기관(증권거래법 제65조의2 제5항에 의한 제64조의 준용), 증권중개업자(증권거래법 제66조의23) 등에 대하여 외무원등록제도를 두고 있었다. 이와 함께 일본 증권업협회에서는 협회원의 외무원 자격, 등록등에 관한 규칙(공정관습규칙 제15호)를 제정하여 외무원에 대한 자격구분과 각각의 구분에 따른 시험, 등록 외무원에 대한 연수 등의 규정을 두고 있었다. 금융상품거래법은 기본적으로 종래 증권거래법상의 외무원제도를 도입하고 있다.

이에 따르면 금융상품거래업자, 등록금융기관 및 금융상품중개업자는 일정한 행위를 하는 자의 성명 등의 사항에 대하여 외무원등록부에 등록을 하여야 한다. 예컨대, ①유가증권(의제유가증권 제외)의 매매 및 시장파생상품거래 또는 그 중개, 주선 혹은 대리, 거래소금융상품시장 등에 있어서 유가증권매매 및 시장파생상품거래의 위탁의 중개, 주선 또는 대리, ②유가증권청산의 주선, 매출, 모집 혹은 매출의 취급 혹은 사모의 취급, ③유가증권(의제유가증권 제외)의 매매 또는 매매의 중개, 주선 또는 대리의 신청 권유, ④유가증권의 시장파생상품 거래 등 또는 그 중개, 주선 혹은 대리신청의 권유, ⑤장외파생상품거래, 유가증권의 인수, 사설거래시스템(PTF) 업무, ⑥장외파생상품거래 등의 신청권유, ⑦이상에서 정한 사항 이외의 정령에서 정한 행위가 이에 해당된다.

이와 같은 내용은 우리나라의 자본시장법에서는 제50조, 제51조에서 투자권유대행인 제도로 도입된 것으로 볼 수 있다. 처음 자본시장법(안)에는 투자권유대행인의 등록 및 자격에 관한 사항이 불포함되었다

가 일본의 의무원 등록제도 및 의무원의 자격기준 등의 규정에서 시사점을 얻어 개정된 것으로 보인다.

여기에서 투자권유대행인은 금융투자회사의 위탁을 받아 금융투자상품 판매의 사실상 중개 업무만을 수행하는 자로 정의하여 증권관련 자격증 등 전문지식을 갖추 것을 요구하고 있다. 또한 제286조에서 투자권유자문인력은 투자권유를 하거나 투자에 관한 자문업무를 수행하는 자로 정의하고 있는데, 법 제71조 제4항에서는 투자권유대행인 및 투자권유자문인력이 아닌 자에게 투자권유를 하게 하는 행위를 불건전영업행위로 규정함에 따라서 투자권유대행인 및 투자권유자문인력에 한하여 투자권유가 가능한 것으로 규정하고 있다.

## 제 4 절 공시규제

### I. 증권의 발행시장 공시

증권의 발행시장 공시수단으로 증권신고서와 투자설명서를 들 수 있을 것이다. 우선 증권신고서는 증권 및 발행인에 대한 진실성 확보를 통해 발행사기를 막고 거래의 투명성을 제고하기 위해 감독기관의 심사를 거쳐 증권을 모집<sup>169)</sup>·매출<sup>170)</sup>하도록 하는 발행시장의 핵심적 공시수단이다.

이 규정은 증권(국채, 지방채, 특수채, 특수법인의 출자증권, 은행채 등을 제외한 유가증권)에 적용되며, 자본시장법 제8조 제1항, 제18조의 2에 따라 모집·매출금액이 20억 원 이하인 경우에는 발행인의 재무상태·영업실적 등을 기재한 서류를 제출하도록 하여 신고서 제출 의무를 면제하고 있다.

169) 자본시장법 제9조제7항 : 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권 취득의 청약을 권유하는 것을 말한다.

170) 자본시장법 제9조제9항 : 50인 이상의 투자자에게 이미 발행된 증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것을 말한다.

다음으로 투자설명서는 자본시장법 제12조, 제13조에서 규정하고 있는데, 증권 청약권유시 투자자에게 제공하는 투자권유문서로서 증권신고서의 주요내용을 담고 있으며, 본·지점 등에 비치하여 일반인이 공람할 수 있도록 하고 청구가 있을 경우 교부하도록 의무화하였다.

## II. 증권의 유통시장 공시

자본시장법에서는 제186조 이하에서 기업의 영업실적·주요 경영사항 등에 관한 정보를 투자자들에게 제공하기 위하여 일정기간마다 사업보고서 등을 제출·공시하도록 하고, 중요사항이 발생한 경우에는 이를 수시로 공시하도록 하는 정기공시와 수시공시를 각각 규정하고 있다.

## 제 5 절 불공정거래 규제

현행 증권거래법 및 선물거래법상 불공정거래에 대한 정의규정은 없으며, 다만 내부자의 단기매매차익 취득, 미공개 중요정보의 이용, 시세조종, 공매도 등을 통상 불공정 거래행위로 분류하여 규제하고 있다. 여기에서는 이러한 불공정거래 규제가 자본시장법의 시행으로 확대 적용되는 사항을 중심으로 검토하겠다.

### I. 단기매매차익 규제

현행 증권거래법에서는 주권상장법인의 내부자가 그 법인의 주권 등을 매매한 후 6개월 이내에 재매매하여 이득을 얻은 경우 정보이용 여부와 관계없이 그 이득을 법인에 반환하도록 하고 있다.<sup>171)</sup> 이러한 규정에 대하여 자본시장법에서는 제172조에서 내부자의 단기매매차익 반환에 대해 규정하면서 “주권상장법인의 임원, 직원 또는 주요주주가

---

171) 증권거래법 제188조 제2항 등

금융투자상품을 매수한 후 6개월 이내에 매도하거나 특정증권 등을 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 법인은 그 임직원 또는 주요주주에게 그 이익(단기매매차익)을 그 법인에게 반환할 것을 청구할 수 있다”고 하였다. 즉, 단기매매차익의 반환에 관하여는 대상이 되는 거래를 당해 법인이 발행한 주식관련 증권으로 한정하지 않고 당해 법인과 관련된 증권으로 확대하였다.

## II. 미공개 중요정보 이용행위 금지

증권거래법에서는 상장법인의 내부자가 당해 법인이 발행한 증권 등의 거래와 관련하여 미공개중요정보<sup>172)</sup>를 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 행위를 금지하고 있다.<sup>173)</sup>

이에 대하여 자본시장법에서는 제174조에서 미공개중요정보 이용행위 금지에 관한 규정을 두면서, 미공개중요정보 이용이 금지되는 내부자에 계열회사 임직원 등과 당해 법인과 계약체결 교섭 중인 자를 추가하였다.

## III. 시세조종행위 금지

부정한 목적으로 허위사실의 유포 등 불공정한 방법을 통하여 증권의 가격 등을 인위적으로 변동시키는 일체의 행위를 금지하였다.<sup>174)</sup>

자본시장법에서는 제176조 제4항에서는 시세조종행위 등의 금지에 관하여 규제하고 있는데 여기에서는 선물이익의 목적·현물시세 조종행위<sup>175)</sup>만을 금지하던 현행법상의 규정에서 확대하여 선물·현물 양방향 간 및 파생결합증권·기초자산 간 연계 시세조종행위도 금지하였다.

172) 투자자의 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로서 공개되지 아니한 것을 말한다.

173) 증권거래법 제188조의 2, 선물거래법 제31조의 2

174) 증권거래법 제188조의 4, 선물거래법 제31조

175) 선물거래법 제31조 제1항 등



#### IV. 공매도 제한

자신이 소유하지 않은 상장증권을 매도하는 행위를 공매도라 하며 금지하였다.<sup>176)</sup>

자본시장법에서 공매도 행위 제한에 관하여는 제180조에서 “누구든지 증권시장에서 상장증권에 대하여 공매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 하여서는 아니된다”고 규정하면서 공매도를 제180조 제1항 제1호, 제2호에서 규정하였는데 이에 따르면 자본시장법상 공매도란 ① 소유하지 아니한 상장증권의 매도와 ②차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도를 말한다. 다만, 제180조 제2항에서 예외조항을 두어 ① 증권시장에서 매수계약이 체결된 상장증권을 해당 수량의 범위에서 결제일 전에 매도하는 경우, ②전환사채·교환사채·신주인수권부사채 등의 권리 행사, 유·무상증자, 주식배당 등으로 취득할 주식을 매도하는 경우로서 결제일까지 그 주식이 상장되어 결제가 가능한 경우, ③그 밖에 결제를 이행하지 아니할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 공매도에 해당하지 않는 것으로 하였다.

한편, 제180조 제1항 단서에서 공매도는 “증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성”을 위하여 일정한 경우에는 공매도를 할 수 있도록 하고 있는데, 우선 공매도에 대하여 법 제393조제1항에 따른 증권시장 업무규정에서 정하는 가격으로 ①투자자가 거래소의 회원인 투자중개업자에게 매도주문을 위탁하는 경우 각 호에서 제시하고 있는 방법을 따르는 경우<sup>177)</sup>와 ②거래소의 회원인 투자매매업자나 투자중개업자가

176) 증권거래법 제188조 제1항

177) 자본시장법 시행령 제208조 제2항

가. 증권의 매도를 위탁하는 투자자는 그 매도가 공매도인지를 투자중개업자에게 알릴 것. 이 경우 그 투자자가 해당 상장법인의 임직원인 경우에는 그 상장법인의 임직원임을 함께 알릴 것

나. 투자중개업자는 투자자로부터 증권의 매도를 위탁받는 경우에는 그 매도가 공매도인지와 그 공매도에 따른 결제가 가능한지를 확인할 것

매도주문을 내는 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알리는 경우가 이에 해당된다.

또한, 공매도 행위 제한 주체에 대해서는 임직원과 주요주주로 한정하던 것을 “누구든지” 공매도를 금지함으로써 모든 주체로 확대하여 적용하도록 하였다.

---

다. 투자중개업자는 공매도에 따른 결제를 이행하지 아니할 염려가 있는 경우에는 공매도의 위탁을 받거나 증권시장에 공매도 주문을 하지 아니할 것  
라. 투자중개업자는 투자자로부터 공매도를 위탁받은 경우에는 그 매도가 공매도임을 거래소에 알릴 것

## 제 5 장 헤지펀드 도입방안

### 제 1 절 헤지펀드 도입의 방향과 단계

#### I. 헤지펀드 규제동향

헤지펀드 규제방법은 프라임 브로커·은행 등 헤지펀드의 거래 상대방 규제를 통한 간접규제와 헤지펀드의 신용등급평가·투자규제 등 헤지펀드 자체를 규제하는 직접규제로 구분된다. 전술한 바와 같이, 미국과 영국 등이 간접규제를, 독일 등은 직접규제를 각각 취하고 있다. 감독기관을 중심으로 직접규제를 옹호하는 견해는 헤지펀드가 급성장하면서 시장선도기능이 증대되고 고객기반이 연금기금과 소액투자자 등으로 점차 넓어지고 있는 점을 중시하는 반면, 시장참가자를 중심으로 직접규제에 반대하는 견해는 펀드 운용관련정보는 투자자가 필요한 경우 직접 열람할 수 있으며, 투자자에게 상세정보를 제공할 경우 투자자의 이해증진에 활용되기 보다는 경쟁사로 투자정보가 유출될 가능성 우려하고 있다. 한편, 주요국 중앙은행 및 금융감독당국의 헤지펀드에 대한 정책대응은 유동성위기를 촉발할 수 있는 시스템리스크의 예방과 펀드운용의 투명성 제고를 통한 투자자보호에 중점을 두고 있다.<sup>178)</sup>

<표-21> 헤지펀드 규제논의의 유형

규제방법	배 경
금융기관과 동일한 규제 적용	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융기관과의 형평성 유지와 시장실패 방지를 위해 금융기관 건전성 규제(공시의무 부여, 투자활동 규제 등)를 헤지펀드에 대해서도 동일하게 적용</li> </ul>

178) 김진호, 앞의 논문, 39쪽.

규제방법		배 경
건전성 규제	거시적 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 헤지펀드의 유동성위기 촉발시 헤지펀드와 거래하는 투자기관의 연쇄적인 채무불이행을 초래하는 시스템리스크 방지</li> </ul>
	미시적 측면	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 기관투자자·소액투자자의 헤지펀드 투자확대에 대응하여 펀드운용의 투명성 강화로 투자자를 보호</li> </ul>
비규제		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 금융시장의 효율성 제고를 위해 규제 불필요</li> </ul>

주 : Danielsson, “Highwaymen or heroes : Should hedge funds be regulated?”, 2005.

## II. 헤지펀드 국내 도입의 기본방향

우리나라는 2009년 자본시장법의 시행과 함께 헤지펀드를 허용할 계획이었으나, 금융위기 상황의 도래와 투자 상황의 변화에 따라 헤지펀드의 허용은 신중히 이루어져야 할 것이다. 그러나 헤지펀드의 긍정적인 면과 그 도입의 필요성에 대한 검토는 계속적으로 이루어져 왔으므로 향후 금융시장의 변화에 따른 단계적인 도입이 가능하도록 법적 도입방안에 대한 검토를 하는 것은 필요할 것이라 생각된다. 따라서 이하에서는 향후 금융시장의 변화상황에 따른 단계적인 헤지펀드 도입을 위하여 헤지펀드의 특징에 대한 자본시장법의 현행규정 내용을 검토하고 개선방안을 제시하는 것으로 한다.

자본시장법은 현행 간접투자자산운용업법의 규정에 추가하여 금융투자업별 이해상충의 유형을 명시하고 이를 금지하고, 설립 시의 규제, 공시의무, 거래회피의무 등 여러 가지 투자자보호를 위한 제도를 도입하고 있어, 기존의 규율보다는 진일보한 모습을 갖추고 있는 것으로 생각된다. 이는 영미 국가들의 금융투자업에 대한 규제를 반영하고 있는 것이다. 거대 투자은행이 출현하는 경우 발생할 수 있는

모든 유형의 이해상충을 사전에 예상하고 완벽한 규제가 가능한 시스템을 갖추는 것은 사실상 불가능하고 비효율적이다. 이는 헤지펀드의 경우도 마찬가지이다. 헤지펀드 자체의 투자전략이 공개되지 않고 있고, 비공개 자체가 헤지펀드의 투자전략이므로 이에 대한 완벽한 규제는 불가능하고 비효율적이 되는 것이다. 따라서 현재 자본시장법을 기본으로 하고, 일반적으로 헤지펀드는 원칙적으로 제한 없는 자산운용, 차입(레버리지)허용, 공매도 허용, 성과보수 허용, 펀드 운용자의 자기자금 투자허용, 정기적 환매 허용 등을 그 특징으로 하고 있으므로 이에 대한 제한을 최소한으로 하여 헤지펀드의 장점을 부각시킬 수 있어야 할 것이다.

이러한 특징을 바탕으로 헤지펀드 도입의 기본방향은<sup>179)</sup> 원칙적으로 사모펀드의 형태를 가지게 될 것이며, 현행 사모펀드와 사모투자전문회사(PEF)의 개념을 포함하는 집합투자회사로써,<sup>180)</sup> 운용상의 제한이 완화되는 형태가 되어야 할 것이다.

헤지펀드에 대한 규제의 필요성은 인정하되 직접규제보다는 사후신고 등 간접규제방식을 택하는 것이 헤지펀드의 순기능을 보전하며, 역내 헤지펀드 설립을 유도할 수 있어 바람직할 것이다.

헤지펀드 운용업자의 등록 의무를 부여하되, 기존에 이들에 대한 규제를 선별적으로 완화하여 적용하는 것을 고려한다.

헤지펀드 판매 규제는 헤지펀드를 운용하는 운용업자가 직접 판매할 수 있도록 허용하여 대리인문제를 줄이고 운용의 효율성을 도모하

179) 헤지펀드 도입방향의 설정에는 재경부 주도 2007년 9월에 설립된 헤지펀드 T/F의 의견 및 보고서를 참고하였음.

180) 자본시장법 제183조 (집합투자기구의 명칭) ①집합투자기구는 그 상호 또는 명칭 중에 제229조 각 호의 집합투자기구의 종류를 표시하는 문자(증권·부동산·특별자산·혼합자산 및 단기금융을 말한다)를 사용하여야 한다.

②이 법에 따른 집합투자기구가 아닌 자는 “집합투자”, “간접투자”, “투자신탁”, “투자회사”, “투자유한회사”, “투자합자회사”, “사모투자전문회사”, “투자조합”, “투자익명조합”, 그 밖에 이와 유사한 명칭을 사용하여서는 아니 된다. 다만, 집합투자업자 및 제6조제5항제1호에 규정된 것의 경우에는 이를 사용할 수 있다.

며, 헤지펀드 매입자의 적격요건을 사모와 공모 각각의 경우 명시적으로 설정하는 것이 필요하며, 헤지펀드 매입자에 대해 사모펀드의 경우 적격투자자 요건을 설정하고, 공모펀드의 경우 투자규모를 합리적으로 설정하는 것이 중요하다.

따라서 투자자 보호를 위해 사모헤지펀드를 공모헤지펀드보다 우선 도입하며, 소수투자자의 특정요건 검토의 필요성으로 적격투자자 헤지펀드가 소수투자자 헤지펀드에 우선 도입하는 것이 바람직할 것이다.

### Ⅲ. 헤지펀드 허용단계

#### 1. 전문투자자 사모헤지펀드

헤지펀드는 1단계로 투자리스크에 대한 정보와 인식을 가진 전문투자자를 대상으로 헤지펀드의 유용성을 가능한 한 조기에 향유할 수 있도록, 전문투자자에 대한 사모헤지펀드 형태로 허용되어야 할 것이다.

이와 관련하여 재경부 주도 TF에서도 자본시장법상의 전문투자자를 적격투자자<sup>181)</sup>로 간주하는 것을 기본(안)으로 하고 있으며, 전문투자자는 국가, 한국은행, 금융기관, 주권상장법인, 기타로 구성된다(자본시장법 제9조 제5항).<sup>182)</sup> 이들 전문투자자에 대해서는 투자자보호 규제를 적용하지 않아 투자자 보호와 영업활동 자유 간의 균형을 도모하고 헤지펀드의 특성을 살려 운영할 수 있도록 할 수 있을 것이다.

#### 2. 완화된 전문투자자 사모헤지펀드

2단계로는 1단계 운영 상황 등을 검토한 후, 소수투자자를 대상으로 하는 사모헤지펀드는 적격투자자 사모헤지펀드의 도입 후 운용과 감독

181) 미국의 경우 적격투자자는 500만 달러 이상의 투자잔고를 가진 개인과 기업 또는 2,500만 달러 이상의 투자잔고를 가진 기관투자자로 규정

182) 전문투자자 범위에 주요 금융기관, 지자체, 금융공기업, 기금관리·운용법인, 공제사업자 등 및 이에 준하는 외국인을 포함하는 것으로 한다.

측면에서 일정기간 경험을 쌓은 후 도입하도록 하며, 이 경우 스스로 투자판단을 할 수 있는 전문성과 투자위험 및 손실의 감내가능성이 결여된 투자자를 대상으로 하는 헤지펀드는 투자자보호에 중점을 둘 필요가 있다. 또한, 자산규모나 수입규모를 고려한 특정투자자(accredited investors) 요건<sup>183)</sup>의 검토가 필요하다.

최근 미국 SEC는 헤지펀드나 사모투자펀드에 투자할 수 있는 특정투자자 요건을 기존 특정투자자요건 외에 투자시점에 투자규모가 250만불을 하회하지 못하도록 하는 조건을 추가하여 강화하고자 하는 방안이 논의 중인 것을 고려하여 이와 같은 250만불 조건은 불가수준을 감안하여 정기적으로 재평가하도록 하였다.<sup>184)</sup>

이와 관련하여 자본시장법 제9조 제5항에서는 전문투자자 중 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지한 경우 일반투자자가 되도록 하는 규정은 있으나 그 반대의 규정은 없어, 전문투자자가 아닌 법인 또는 개인이 전문투자자로 변경신청이 불가능한 상황이다. 따라서 헤지펀드에 대한 투자는 전문투자자에 대한 사모펀드의 형태로 도입될 경우 전문투자자가 아닌 법인 또는 개인은 투자할 수 없게 된다.

헤지펀드가 도입된다면, 일반투자자도 전문성 구비여부와 소유자산의 정도에 따라 일본의 금융상품거래법의 경우와 같이 전문투자자로 전환할 수 있도록 하는 방안을 검토해 볼 필요가 있을 것이며, 이 경우에는 일정수준 이상 예컨대, 법인 100억 원, 개인50억 원 및 투자경험 1년 이상일 경우 등의 제한규정을 마련하고, 금융위원회에 대한 신고로 자발적 전문투자자로 분류되도록 하여야 할 것이다. 또한, 전문투자자 중 신중하고 안전한 투자가 요구되는 국내외 주권상장법인,

183) 미국의 경우 1933년 증권법상 사모펀드 투자자요건으로 현행 거주 부동산을 포함하여 순자산(본인 혹은 부부합산)이 100만 달러 이상이거나 직전 2년간 연소득이 20만 달러(부부합산의 경우 30만달러)를 상회하는 개인은 특정투자자로 분류

184) 여은정, “헤지펀드의 국내 도입시 고려사항”, 한국금융연구원, 2008. 6, 13쪽.

기금관리·운용법인, 공제사업자, 자발적 전문투자자로 분류되었던 전문투자자 등은 일반투자자로 전환 가능하도록 하여야 할 것이다.

### 3. 재간접투자 공모헤지펀드

3단계로 일반투자자에게는 재간접투자 공모헤지펀드(FOHF)를 허용할 것을 검토 중인데, 이는 일반투자자를 대상으로 헤지펀드에 투자하는 펀드에 투자할 기회를 주는 것으로 전문투자자에 대한 헤지펀드 투자가 성공적으로 정착하고 자본시장법에서 정한 투자자보호규정이 제대로 지켜지는 경우에 한해서 허용하는 것을 말한다.<sup>185)</sup>

## 제 2 절 헤지펀드 운용자에 대한 규제

### I. 사전인가요건의 완화

‘사모’에 관하여 자본시장법 제9조 제18항에서 “경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구”를 사모투자전문회사라 하고 있으며, 동조 제19항에서는 “집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 투자자가 일반인 또는 제10호 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 전문투자자로 50인 이하인 것”을 사모집합투자기구로 규정하였다.

자본시장법에서는 사모펀드에 관한 규제를 대폭 완화하고 있는데, 제249조에서 사모간접투자기구에 대한 특례로서 투자설명서, 결산서류 비치, 신탁약관 또는 정관의 열람 등 각종 의무가 면제되고 있으나, 사모펀드를 설립하는 경우 금융위원회에 대한 등록의무는 여전히 존재한다(자본시장법 제12조).

---

185) 앞서 언급한 재경부 TF의견.



미국 증권거래위원회의 경우 15인 이상의 헤지펀드 등록제 및 정보공시 의무제의 무효판결에 따라 헤지펀드에 대한 자율 등록제로 규제 수준을 완화하였다. 그러나 자율등록제 하에서도 등록한 헤지펀드에게는 연기금 운용 등에 대한 우선권을 제공하고, 개인의 헤지펀드 투자 최소한도액을 100만 달러에서 150만 달러로 상향조정 하는 것을 추진하고 있다.

영국에서도 금융서비스시장법에서 단일 인가제도를 두고 인가를 받은 자 또는 인가가 면제된 자에 대해서만 금융업을 영위할 수 있도록 하였으므로 사실상 인가가 강제되고 있으나 헤지펀드의 경우 역외 펀드가 허용되므로 규제가 미치지 않는 역외 펀드가 영국 내에서 운용을 되는 결과가 발생하였다.

이와 같이 헤지펀드는 역외설립이 가능하므로 역내설립에 관해 엄격한 규제를 할 필요가 없다. 헤지펀드 설립의 활성화를 위해서는 펀드설립의 신속성 및 효율성이 높은 영미식의 등록면제 방식을 취하되, 최소한도의 정보수집 및 감독을 위하여 감독당국에 대한 신고를 하도록 하여야 하며 신고내용은 펀드명칭, 운용자, 규모, 투자자 수 등 최소한으로 하여야 할 것이다.

따라서 우리나라에서 헤지펀드를 도입하기 위해서는 설립의 신속성을 위해 펀드의 사전등록 규제를 사후신고로 전환하도록 하며, 현행 헤지펀드 특성을 억제하는 규제 면제를 받는 사모펀드를 도입하고, 펀드명칭, 운용자, 규모, 투자자수 등은 사후적으로 신고할 수 있으나 집합투자규약은 사후 신고에서 제외하는 방안이 되어야 할 것이다. 다만, 사후등록을 원칙으로 하더라도 사전등록 한 헤지펀드에 대하여 연기금 운용 등에 대한 우선권 제공 등 혜택을 제도화하여 자발적 사전등록이 가능하도록 하는 방안이 병행되는 것이 바람직할 것이다.

## Ⅱ. 금융투자업의 진입규제

### 1. 금융투자업의 인가요건

자본시장법에서는 자본시장 관련 금융업을 경제적 실질에 따라 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업으로 나누어 금융기능별 인가체제로 전환하여 동일한 금융기능에 대해서는 동일한 인가요건이 적용되도록 진입요건을 정비하였다.

따라서 자본시장법 제12조에 의하여 업무단위의 전부나 일부를 선택하여 금융위원회로부터 인가를 받도록 하고 있는데, 인가를 받기 위한 자본요건은 인가 업무 단위별 5억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액이상의 자기자본을 갖추어야 하며, 사업계획이 타당하고 건전해야 하고, 투자자 보호가 가능하고, 영위하고자 하는 금융투자업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비, 그 밖의 물적설비를 갖추어야 하며, 임원의 경우 법 제24조에 해당하는 결격사유에 해당하는 자가 없어야 한다. 즉, 국내 사모펀드 운용업자는 공모펀드 운용업자와 동일한 규제를 적용받고 금융위원회의 인가가 필요하며 자본금, 인적·물적 요건, 전문성, 적격성 인가요건이 있다. 단, 사모전문투자회사의 운용자는 운용업 인가를 받을 필요가 없다.

### 2. 집합투자업의 자본요건

집합투자업은 제229조에서 집합투자재산의 운용대상에 따라 증권집합투자기구(제1호),<sup>186)</sup> 부동산집합투자기구(제2호),<sup>187)</sup> 특별자산집합투

186) 집합투자재산의 100분의 40 이상으로서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외하며, 대통령령으로 정하는 증권 외의 증권을 기초자산으로 한 파생상품을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)에 투자하는 집합투자기구로서 제2호 및 제3호에 해당하지 아니하는 집합투자기구

187) 집합투자재산의 100분의 40 이상으로서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여

자기구(제3호),<sup>188)</sup> 혼합자산집합투자자기구(제4호),<sup>189)</sup> 단기금융집합투자자기구(제5호)<sup>190)</sup>로 구분하고 다음과 같이 자본요건을 달리 정하고 있다.

<표-22> 금융투자상품에 따른 최저자기자본

(단위 : 억원)

금융투자업의 종류	금융투자상품의 범위	투자자의 유형	최저자기자본
집합투자업	법 제229조제1호부터 제5호까지의 규정에 따른 집합투자자기구	일반투자자 및 전문투자자	80
	법 제229조제1호부터 제5호까지의 규정에 따른 집합투자자기구	전문투자자	40
	법 제229조제1호·제5호에 따른 집합투자자기구	일반투자자 및 전문투자자	40
	법 제229조제1호·제5호에 따른 집합투자자기구	전문투자자	20
	법 제229조제2호에 따른 집합투자자기구	일반투자자 및 전문투자자	20
	법 제229조제2호에 따른 집합투자자기구	전문투자자	10
	법 제229조제3호에 따른 집합투자자기구	일반투자자 및 전문투자자	20
	법 제229조제3호에 따른 집합투자자기구	전문투자자	10

부동산(부동산을 기초자산으로 한 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법으로 부동산 및 대통령령으로 정하는 부동산과 관련된 증권에 투자하는 경우를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)에 투자하는 집합투자자기구

188) 집합투자재산의 100분의 40 이상으로서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다)에 투자하는 집합투자자기구

189) 집합투자재산을 운용함에 있어서 제1호부터 제3호까지의 규정의 제한을 받지 아니하는 집합투자자기구

190) 집합투자재산 전부를 대통령령으로 정하는 단기금융상품에 투자하는 집합투자자기구로서 대통령령으로 정하는 방법으로 운용되는 집합투자자기구

이와 같은 자본의 요건에 관하여 운용실무자 측에서는 현재의 높은 자본금 규정이 헤지펀드 운용업자의 자산운용산업의 진입에 장애가 되며, 191) 이를 투자자문업의 수준으로 완화하여야 한다는 주장이 있다. 투자자문업은 인가를 요하는 금융투자업에서도 제외되고 있어(자본시장법 제11조), 자본요건이나 설비요건이 요구되지 않고 있기 때문이다.

그러나 투자자문업은 자본시장법 제6조 제6항에서 “금융투자상품의 가치 또는 금융투자상품에 대한 투자판단<sup>192)</sup>에 관한 자문에 응하는 것을 영업으로 하는 것을 말한다”고 정의하고 있어, 단순히 투자판단에 관한 자문을 하는 것으로 제한하고 있으며, 이러한 투자자문업은 투자자의 투자금으로 직접 투자판단을 하는 헤지펀드와는 그 성질을 달리하는 것으로 보이고, 투자자문업에 관한 책임규정도 찾아 볼 수 없어 헤지펀드를 투자자문업의 수준으로 인가요건을 완화하는 것은 타당하지 않은 것으로 판단된다. 또한, 대상 투자자의 유형에 따라 최저자기자본금 기준을 달리 정하고 있으므로 더 하향 조정하여야 할 필요성은 없을 것이다.

### 3. 운용자의 형태요건

금융투자업자는 자본시장법 제12조에서 “금융투자업을 영위하려는 자”로 규정하여 개인(외국인 포함)과 법인이 모두 포함되는 개념으로 볼 수 있는데, 동조 제2항 제1호 가목에서 “『상법』에 따른 주식회사이거나 대통령령으로 정하는 금융기관”으로, 나목에서는 “외국 금융투자업자의 경우에는 지점, 영업소 등을 설치한 자”로 제한하고 있다.

이와 관련하여 외국의 입법례를 보면, 우선 미국 증권거래법은 제15조(a)(1)에서 등록이 요구되는 증권업자는 “유가증권의 거래를 집행하거나 그 매수·매도를 권유하거나 또는 그 권유를 시도하는 자”로 정

191) 노희진 등, 앞의 보고서, 133쪽.

192) 종류, 종목, 취득·처분, 취득·처분의 방법·수량·가격 및 시기 등에 대한 판단을 말한다.

의하고 있으며, 제15조(b)(7)에서 증권업자의 영업자격 기준은 증권업자 및 자연인인 그 제휴자로서 주식회사, 파트너쉽 기타 어떤 형태의 조직이든 가능하도록 하였다.<sup>193)</sup>

다음으로, 영국은 금융서비스시장법 제4편에서 금융업 영위를 위한 허가절차를 마련하고, 이에 대한 부속서 6에서 각 규제대상 행위 신청에 필요한 법적 자격을 규정하였는데, 여기에는 “허가의 신청은 개인, 법인, 조합, 비법인 협회만이 할 수 있다. 단, 은행업(예금수취업)의 경우에는 법인 또는 조합만이 가능하고, 보험업의 경우에는 법인, 등록된 공제조합, Lloyd's의 회원이어야 한다”고 정하고 있다.

또한, 일본 금융상품거래법에서는 제1종 금융상품거래업에 대하여는 주식회사일 것을 요하고 있으나, 제2종 금융상품거래업 및 투자조언·대리업에 대하여는 주식회사일 것을 요구하고 있지 않다.

헤지펀드의 경우에는 단기간 운용되고 폐업하는 경우도 많아 그 연속성의 확보나 책임의 소재를 파악할 수 없어, 감독자체가 불가능할 수 있기 때문에 금융투자업의 인가 기준, 즉 헤지펀드 운용자의 자격이 주식회사로 제한하는 것에 대해서는 긍정적인 의견도 있으나, 외국의 경우 금융투자업이 주식회사일 것을 요구하지 않고 있으므로 해외 헤지펀드가 우리나라에 투자하는 여건을 조성하고, 국제적인 규제 수준에 맞는 헤지펀드 도입기준을 위해서는 헤지펀드의 경우는 외국의 입법례와 같이 주식회사일 것을 요하지 않도록 하거나, 투자회사의 계속성을 보장하기 위하여 법인일 것만 요하는 수준으로 조정하는 것이 바람직할 것이다.

193) 미국의 증권업자라는 개념은 우리나라의 증권회사를 연상하면 그 이해가 쉽다. 우리나라의 경우 회사라는 조직을 통하여 증권업자의 개념에 접근하지만 미국에서는 개인으로부터 출발하였기 때문이다. 미국에서 증권업자로 브로커, 딜러는 역사적으로 회사의 형태가 아닌 개인으로서 업무 편의상 친구나 동료들과 동업을 하면서 발달하게 되었으며, 이는 가장 일반적인 증권업자의 조직인 파트너쉽으로 볼 수 있다. 파트너쉽은 우리나라에서 조합의 형태로 볼 수 있으나, 파트너쉽은 그 지분을 상장하여 거래하고 있다는 점에서 차이점이 있다.

#### 4. 투자운용인력 요건

“투자운용인력”은 자본시장법 제286조 제1항 제3호에서 “집합투자 재산·신탁재산 또는 투자일임재산을 운용하는 업무를 수행하는 자”로 정의하고 있으며, 제85조 제7항에서 투자운용인력이 아닌 자에게 집합투자재산을 운용하게 하는 행위는 불건전영업행위에 해당하는 것으로 규정하였다.

이와 관련하여 자본시장법 제12조 제2항 제4호에서는 금융투자업의 인가기준 중 인적기준을 제시하고 있는데, “투자자의 보호가 가능하고 그 영위하고자 하는 금융투자업을 수행하기에 충분한 인력을 갖추 것”이라 규정하고, 동법 시행령 제16조 제5항 제1호에서는 “경영하려는 금융투자업에 관한 전문성과 건전성을 갖춘 주요직무 종사자와 업무를 수행하기 위한 전산요원 등 필요한 인력을 적절하게 갖추 것”으로 규정하여 집합투자업에 대한 구체적인 인력요건이 명시되지 못하고 있다.

이에 반하여 자본시장법 제18조 제2항 제3호와 동법 시행령 제21조에서 투자자문업의 경우에는 상근 임직원 1인,<sup>194)</sup> 투자일임업의 경우에는 상근 임직원 2인으로 투자권유자문인력 및 투자운용인력을 명시하고 있다.

헤지펀드의 경우 복잡한 투자전략 및 고위험 투자상품에의 투자 등으로 그 전문성 확보가 중요한 분야이므로 투자운용인력의 구체적인 인력기준 및 자격기준을 투자일임업 수준 이상으로 명시하는 것이 타당할 것이다.

---

194) 다만, 종합금융회사(『금융산업의 구조개선에 관한 법률』 제4조에 따른 인가를 받아 합병으로 신설되거나 존속하는 종합금융회사만 해당한다)인 경우에는 상근 임직원 4인을 말한다.

## 제 3 절 헤지펀드 운용에 대한 규제

### I. 자산운용 규제

#### 1. 자산운용의 대상과 제한

자본시장법에서는 사모투자기구의 운용대상자산에 대하여 포괄적 정의를 하고, 운용대상자산의 제한을 없애고 있다.

즉, 집합투자대상 자산의 범위를 열거하지 않고 “재산적 가치가 있는 모든 재산”을 집합투자대상 자산으로 정의함에 따라 그 범위를 확대하였고(자본시장법 제6조 제5항), 집합투자재산의 운용대상에 따라 증권집합·부동산·특별투자기구·부동산투자기구로 분류하여(자본시장법 제229조) 펀드 종류별 운용대상자산의 제한이 없는 것으로 되어 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자대상으로 운용될 수 있도록 하였다.

그러나 자본시장법 제81조제1항에서는 “집합투자업자는 집합투자재산을 증권 또는 파생상품에 운용함에 있어서 ①각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10이내에서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 동일종목의 증권에 투자하는 행위, ②각 집합투자업자가 운용하는 전체 집합투자기구 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 20을 초과하여 투자하는 행위, ③각 집합투자기구 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위, ④대통령령으로 정하는 적격 요건을 갖추지 못한 자와 장외파생상품을 매매하는 행위, ⑤파생상품의 매매에 따른 위험평가액이 대통령령으로 정하는 기준을 초과하여 투자하는 행위, ⑥파생상품의 매매와 관련하여 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권 가격변동으로 인한 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분

의 10을 초과하여 투자하는 행위, ⑦같은 거래상대방과의 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위를 금지하고 있으며, 다만, 투자자보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우”에는 자산운용의 제한규정이 배제되도록 하였으며, 이에 따른 시행령 제80조(자산운용한도 제한의 예외 등)에서 정하는 경우에는 자산운용이 가능한 것으로 하였다.

## 2. 제한 없는 자산운용

헤지펀드의 특징이라 할 수 있는 원칙적으로 제한 없는 자산운용과 관련하여, 자본시장법에서는 제6조 제5항에서 집합투자대상 자산의 범위를 포괄적으로 정의하여 기본적으로는 제한이 없도록 하고 있으나, 제81조 제1항에서 집합투자업자가 집합투자재산을 운용하는 것에 대한 제한규정을 두고 있다. 이와 관련하여 헤지펀드는 원칙적으로 제한 없는 자산운용을 특징으로 하므로, 규제를 완화할 필요가 있다는 주장이 있다. 즉, 자본시장법 제81조 제1항의 증권 또는 파생상품 운용에 대한 규정은 헤지형 사모펀드의 자유로운 자산운용을 제한하므로 적용을 배제할 필요가 있으며, 특히 헤지펀드의 경우 파생상품에 대한 자유로운 투자가 투자 전략상 필요하므로 동 조항의 제5호에서 규율하는 파생상품 거래에 따른 총위험평가액 제한의 확대가 필요하다는 것이다.

그러나 제81조 제1항 단서조항으로 투자자보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우에는 제한이 배제되도록 하고 있으며, 제81조 제1항 제한의 내용도 주로 위험한 투자, 집중투자를 막고 분산투자 및 안전한 투자를 권하고자 하는 데 있으므로, 헤지펀드가 주장하는 제한 없는 자산운용을 할 수 있는 제도 마련에는 문제가 없는 것으로 보인다. 다만, 개별 헤지펀드의 자산운용이 단서조항



에 해당이 되는지 여부를 판단하는 기준이나 시기에 관하여 구체적인 기준이 없으므로, 이를 보완해야 할 필요성은 있다고 생각된다.

## II. 금전차입의 규제

### 1. 금전차입의 영향과 규제의 필요성

금전차입의 규제는 최근 미국의 금융위기 원인과 관련이 있다. 최근 미국의 금융위기는 서브프라임 모기지 부실에 의해 유발되었으나 금융위기의 지속적인 확대는 근본적으로 투자은행업무에 대한 규제완화로 미국 투자은행들이 과도한 금전차입(레버리지)을 이용한 고위험, 고수익을 지향한 영업전략에 기인하고 있다는 분석이 지배적이다.

2004년 6월부터 시행된 통합감독대상(consolidated supervised entities : CSE) 제도에 의해 Goldman Sachs, Mogan Stanly, Merrill Lynch, Leman Brothers, Bear Stearns 등 5대 대형 투자은행들은 미국 증권회사에 대한 총부채 규제(부채총액은 순자본의 15배 이내로 제한)의 적용이 면제되면서 이들 투자은행의 레버리지는 30배에 달하게 되었으며, 이에 미국 SEC는 2008년 9월 26일에 증권회사의 자발적 규제에 근거한 CSE 제도의 폐지를 발표한 바 있다.<sup>195)</sup>

이와 같은 미국의 레버리지 제도의 운영 추이를 보면, 금융투자회사의 과도한 고수익 추구하고 고위험 상품에 무분별하게 투자하게 하는 과다차입을 방지할 수 있는 시스템의 구축이 필요함을 시사하고 있는 것으로 보인다.

### 2. 금전차입 규제의 유지

우리나라의 자본시장법 제83조 제1항에서는 “집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 집합투자기구의 계산으로 금전차입을 하

<sup>195)</sup> 금융포커스, 주간 금융브리프 제17권 41호, 2008. 10. 18, 8쪽.

지 못하도록”하여 원칙적으로는 금전차입을 제한하고 있다. 다만, ① 제235조에 따른 집합투자증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 환매대금의 지급이 곤란할 때, ② 제191조(반대수익자의 수익증권 매수청구권) 및 제201조 제4항에 따른 매수청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 매수대금의 지급이 곤란한 때에 한하여 차입금의 총액이 차입 당시 집합투자재산 총액의 100분의 10을 초과하지 않는 범위에서 금전차입을 허용하고 있다(자본시장법 제83조 제2항). 또한, 사모투자전문회사의 경우에도 사원의 퇴사에 따른 출자금을 지급하기 위하여 불가피한 경우 등에 한하여 차입금액 및 채무보증액의 합계가 사모투자전문회사 재산의 100분의 10을 초과하지 않는 범위 내에서 자금을 차입하거나 투자대상 기업 또는 투자대상기업과 관련된 타인을 위한 채무보증을 할 수 있도록 하였다.

즉, 미국의 금전차입 규제(순자본의 15배 이내)에 비해서는 상당히 안정적인 수준이라 할 것이나, 그러나 헤지펀드의 기본 특성인 금전차입 허용에 대해서는 반대되는 입법을 하고 있는 것이다. 헤지펀드의 활성화를 위해 헤지펀드 특성을 억제하는 규제에 대한 완화방안으로 적정수준의 금전차입을 허용하고(자본시장법 제83조 제1항 적용배제), 헤지펀드의 운용방법에 제한을 두지 않도록 하여야 한다고 주장하는 측도 있으나, 앞서 언급한 바와 같이 현재 미국 금융위기의 원인으로 분석되고 있는 금전차입의 허용은 우리나라의 금융시스템의 성숙도 및 투자자의 구성을 고려할 때 시기상조라 할 수 있을 것이다.

따라서 헤지펀드에 대한 금전차입의 한도도 현재 자본시장법의 제83조 제1항의 수준을 그대로 적용하고, 향후 금융시장의 안정도와 우리나라 투자자의 전문화 정도를 검토하여 조정하여야 할 것이다.

### Ⅲ. 공매도의 제한적 허용

#### 1. 공매도 규제의 변화

공매도는 헤지펀드에 운용전략의 핵심부분이라 할 수 있다.

그러나 최근 금융불안이 심화되면서 주요국은 헤지펀드 공시 및 거래 관련 규제를 강화하고 있다. 영국 금융감독청(FSA)은 주가폭락 및 예금인출사태 재발 등을 예방<sup>196)</sup>하기 위해 금융주 공매도를 한시적으로 금지하는 한편 특정기업 보통주 발행총액의 0.25%를 초과하는 순매도포지션에 대한 매일 공시를 2008. 9. 23일부터 의무화(9. 18일)하였으며, 또한, 지난 6. 23일부터 신주인수권을 발행한 기업의 주식에 대한 공매도 규모가 전체 시가총액의 0.25%를 초과할 경우 이를 공시하도록 규정하여, 공매도에 대한 공시의무를 강화하였다.<sup>197)</sup>

미국 증권거래위원회(SEC)는 2005년 1월 공매도 규정(Regulation SHO) 시행을 통해 투자자가 주식을 차입했거나 차입한다는 약정을 맺지 않은 경우 브로커나 딜러가 공매도 주문을 받지 못하도록 규제하였다. 그러나 브로커나 딜러가 여타 등록 브로커나 딜러로부터 주문을 받거나, 순수한 시장조성을 위한 경우, 브로커나 딜러가 적격담보를 보유하고 있다고 판단되는 투자자를 대리하는 경우(Rule 200 및 Rule 203)에는 공매도를 예외적으로 허용하고 있다. 이러한 공매도에 관한 규정은 무담보 공매도를 불법으로 간주하여 금지하고 있으나 동

196) 영국계 은행 Royal Bank of Scotland가 유상증자 계획발표 전일인 지난 4월 21일부터 유상증자 완료일인 6월 6일까지 주가가 23% 하락하였으며, 40억파운드의 유상증자를 추진중이던 HBOS(영국 최대 모기지대출기관)가 최근 주가급락에 따른 자금조달난으로 Lloyds 은행에 의해 인수합병된 사건이 있었고, 2.58억파운드의 유상증자를 추진중인 Bradford & Bingley(모기지대출기관)는 공모예정가격 및 증자 발행물량을 6월초 축소할 바 있다.

197) 종전에는 국내기업 주식에 대해 전체주식 3%의 이상, 런던증권거래소에서 거래되는 외국계 기업 주식에 대해 5% 이상의 매수포지션만을 공개하도록 규정하고 있었다.

규정을 위반하지 못하도록 강제할 수 있는 조치를 규정하고 있지 않다. 따라서 이와 같은 불법공매도 금지규정에도 불구하고 무담보 공매도 및 주식양도 불이행 관행이 근절되지 못하고 있었다. 이러한 문제에 따라 2008. 9. 18일부터 상업은행, 보험사, 투자은행 등 799개 금융주에 대한 공매도(naked short selling) 결제일까지 주식양도를 의무화하는 규제조치를 발표<sup>198)</sup>하였고, 이에 따라 공매자들은 매도 후 3일 이내에 주식을 양도해야 하며 이를 지키지 못한 경우 해당 주식에 대한 추가적인 공매도가 금지된다. 이 외에도 올해 9월 들어 독일·네덜란드·아일랜드·호주·프랑스·캐나다도 공매도를 한시적으로 금지하고 공시요건을 강화하는 등 헤지펀드 규정을 강화하고 있다. 즉, 신용경색을 겪고 있는 금융기관 주식 및 naked short selling<sup>199)</sup>을 중심으로 공매도를 금지하고 있다.

이러한 각국 금융 감독기관들의 규제강화에 대하여 공매도를 주로 이용하는 헤지펀드들은 시장의 효율저하를 이유로 이에 반발하고 있는데, 공매도가 금지되면 리스크 헤지가 불가능하게 되고 주가 과대평가에 따른 추가급락으로 이어져 금융기관의 자본조달 비용 증가와 거래비용 증가에 따른 헤지펀드의 유동성공급을 위축시키는 것으로 주장하고 있다.

<표-23> 주요국의 공매도 규제 강화 조치

규제 내용	
영국 (9. 18)	- 금융주 공매도 거래(naked & covered short selling)를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 9. 19~2009. 1. 16)

198) SEC는 지난 7.21일부터 8.13일까지 한시적으로 Fannie Mae, Freddie Mac, Primary Dealer 등 19개 금융기관 주식에 대한 공매도(Naked short selling)를 금지한 바 있다.

199) naked short selling은 주식을 빌리지 않고 매도부터 하는 공매도 기법인데 반해 covered short selling은 주식을 빌려서 매도하는 공매도 기법이다.

	규제 내용
독일 (9. 19)	- 은행, 보험사, 기타 등 11개 주요 금융기관* 주식의 공매도를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 9. 20~12월말) * Allianz, Deutsche Bank, Commerzbank, Deutsche Postbank 등
프랑스 (9. 19)	- 금융주 공매도(naked short selling)를 금지(대주 후 3일 이내 주식 반환) - 순 매도포지션(net short position)이 특정 금융기관 시가총액의 0.25%를 초과하는 경우 사유발생일로부터 1영업일 이내에 금융감독청에 보고
네덜란드 (9. 21)	- 금융주 공매도(naked short selling)를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 9. 22부터 3개월) - 순 매도포지션(net short position)이 특정 금융기관 시가총액의 0.25%를 초과하는 경우 사유발생일로부터 1영업일 이내에 금융감독청(AFM)에 보고
벨기에 (9. 20)	- 금융주 공매도를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 9. 22부터 3개월) - 특정 금융기관 시가총액의 0.25% 초과하여 보유한 경우 감독당국에 신고
포르투갈 (9. 18)	- 일일 공매도 거래내용을 감독당국에 신고
스위스	- naked short selling 금지를 재차 확인
아일랜드 (9. 18)	- 금융주 공매도를 금지(기간 : 2008. 9. 19~ ) - 9. 23일부터 공매도거래 규모가 특정 금융기관 시가총액의 0.25%에 해당되는 경우 거래인 성명, 거래기업, 거래량 등 거래내역을 공시
스페인	- 공매도에 대해 엄격한 벌칙 부과하고 있음을 확인
미국 (9. 17)	- Fannie Mae, Freddie Mac, Primary Dealer 등 19개 금융기관 주식에 대한 공매도(naked short selling)를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 7. 1~2009. 8. 13) - 799개 금융주에 대해 공매도(naked short selling) 후 3일 이내 주식양도를 의무화하고 이를 지키지 못할 경우 해당 주식 공매도를 금지(기간 : 2008. 9. 18~10. 2)
캐나다 (Ontario, 9. 19)	- 금융주 공매도를 한시적으로 금지(기간 : 2008. 9. 19~10. 3)

	규제 내용
호주 (9. 19)	- 공매도(naked & covered short selling) 금지(기간 : 2008. 9. 22부터 별도 조치시까지)

주 : 1) ( )내는 공매도 금지 결정일

자료 : 박진호, “금융투자업과 공시규제”, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 9. 26, 25-26쪽.

## 2. 적법한 공매도의 허용

최근 국내에서도 위와 같은 선진국의 공매도 규제를 참고하여 이를 국내시장에 적용하는 논의가 활발히 이루어지고 있다.

공매도가 최근 미국 금융회사의 도산에 부정적 역할을 하였다는 비판이 있었고, 이에 대하여 미국, 영국 등 여러 국가에서 공매도를 일시적, 제한적으로 금지하고 있다. 통상 공매도는 차입주식을 먼저 매각하고 주가가 하락한 경우 보다 낮은 가격으로 이를 매입·양도함으로써 이익을 실현하는 구조이나, 무담보 공매도는 주식 차입 없이 이를 매도하는 행위로서 주가가 당초 예상과 달리 움직일 경우 일정기간 이내에 해당주식을 양도하지 못하는 상황이 발생할 수 있는 것이 사실이다. 그러나 공매도는 시장거래의 활성화 유지를 위하여도 필요한 거래방법이고, 미국의 경우 특히 시장조성자<sup>200)</sup>에게는 거래활성화를 유지하기 위하여 공매도는 매우 중요한 거래방법이므로 공매도 규제의 면제대상을 정하고 있다. 이와 같이 공매도를 완전히 규제하지

200) “우리나라의 경우 2006년 1월 이전에는 미국의 시장조성자제도 또는 이와 유사한 기능을 하는 유럽의 유동성제공자제도가 존재하지 아니하여 일반투자자의 주문을 통해서만 유동성을 공급받을 수 있는 순수경쟁매매라는 거래 구조를 따르고 있었다. 그러나 대부분의 거래가 일부 종목에 편중되어 비인기종목의 유동성 확보가 어렵게 되었다. 따라서 2006년 1월부터 한국과 유사한 순수경쟁매매 메커니즘을 매매체결의 기본 시스템으로 운영하고 있는 유럽의 주요 거래소들의 유동성제공자제도를 한국증권선물거래소에 도입하였다. 엄경식 외 3인 공저, “유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구: 유동성제공자(LP)제도를 중심으로,” 한국증권연구원, 2005, 4-6쪽.

아니하는 것은 공매도가 이러한 순기능이 있기 때문이다.<sup>201)</sup> 그러므로 미국의 공매도에 대한 일시적, 제한적 금지조치가 보편적으로 적용되는 조치라고 이해되어서는 안 될 것이다.<sup>202)</sup> 따라서 각종 불법 공매도는 적극적으로 규제하여야 할 것이나 시장유동성 및 가격기능을 제고할 수 있는 적법한 공매도 거래는 활성화 될 수 있도록 제도를 개선할 필요가 있다고 판단된다.

현재 자본시장법 제180조 제1항에서는 증권시장에서 상장증권에 대하여 소유하지 아니한 상장증권의 매도 또는 차입한 상장증권으로 ‘결제’하고자 하는 매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 금지함으로써 원칙적으로 불법인 공매도 즉, 무담보 공매도(naked short sale)가 제한되어 있고 이에 해당되지 않는 적법한(담보부) 공매도(covered short sale)은 허용되는 것으로 해석되며, 시행령으로 법 제180조 제1항에서 규정한 사항에 대하여 예외적으로 허용되는 사항을 규정하고 있다. 이러한 적법한 공매도에 관한 규제를 적법한 공매도를 활성화 할 수 있도록 주식대여기관이 대출심사를 엄격화하거나(공급 제한 방식), 공매도에 필요한 증거금을 인상 등을 통한 공매도 이용 조건을 엄격화(수요 제한 방식)를 검토해 볼 수 있을 것이다.

## VI. 시스템 리스크 예방

### 1. 운용자의 차입규모 보고

헤지펀드의 규제는 시스템리스크의 발생 가능성을 방지하는 것에 초점이 맞춰져야 한다.<sup>203)</sup> 이에 따라 대부분의 정책 및 학술 논의에서

201) 이에 대한 자세한 내용은 증권예탁결제원, 증권대차거래 활성화를 위한 국제세미나 자료집(2000.10.5) 참고.

202) 김희철, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 9. 26, 40쪽.

203) Danielsson, Taylor and Zigrand, “Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?”, Sep. 2005 참조.

헤지펀드 활성화에 따른 시스템리스크를 대비하기 위한 제언을 하고 있는데, 헤지펀드의 경우 동일한 전략 및 포지션을 가진 다수의 헤지펀드가 동시에 시장을 이탈하거나 한 방향으로 거래할 때 집단거래 위험이 있으며 이 경우 시장 전체로의 파급 및 유동성 경색을 초래할 가능성이 있으므로 헤지펀드의 시스템리스크 예방 또는 관리 방안을 마련할 필요성이 있다는 것이다.

이러한 논의는 헤지펀드 차입규모에 대해 감독당국에 대한 보고규정 신설하고, 헤지형 사모펀드 차입규모를 주기적으로 감독기구에 보고하도록 하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 헤지펀드 차입거래에 대한 직접 규제는 헤지펀드의 전략별로 차입 정도가 달라지므로 차입규모를 획일적으로 규제하기는 어려울 것이고, 따라서 헤지펀드의 위험성을 모니터링 하기 위한 방법으로 차입 규모에 따라서 헤지펀드 운용자가 이를 감독당국에 보고하도록 하자는 것이다.<sup>204)</sup> 그러나 이러한 방안은 헤지펀드의 자금을 관리·대여하는 프라임 브로커와의 공조체제 또는 건전성 규제가 반드시 수반되어야 신뢰를 얻을 수 있을 것이다.

## 2. 프라임 브로커의 건전성 규제

### (1) 프라임 브로커의 업무

프라임 브로커(Prime Broker)는 일반적으로 헤지펀드에 자금을 빌려주는 금융기관이라 볼 수 있는데 리스크를 분산시키기 위해 하나 이상의 프라임 브로커를 이용하고 있으며, 프라임 브로커의 업무로는 헤지펀드에 대한 거래의 집행과 결제, 유가증권 및 자금의 대출 그리고 새로운 펀드 출범 시 투자자 소개 등의 서비스 제공이 해당되고, 일반적으로 대형증권사들이 담당하고 있다.<sup>205)206)</sup>

204) 노희진 외, 앞의 보고서, 137쪽.

205) Daniel Strachman, *Getting Started in Hedge Funds*, John Wiley & Sons, Inc., 2003, at 12.

206) 일반적으로 헤지펀드 관련 서비스 사업으로는 트레이딩과 일반 운영에 관한 서



그러나 최근 프라임 브로커가 소수화<sup>207)</sup>되면서 이들과 거래하는 금융기관으로 위험이 과급될 가능성 증대되었다.

<표-24> 3대 투자은행의 헤지펀드 운용자산 집중도

(%)

투자전략	직접투자펀드			간접투자펀드	평균
	시장추세형	시장중립형	상황추구형		
3대 투자은행 집중도1)	49	41	56	29	37

주 : 1) 3대 투자은행이 프라임 브로커의 운용자산규모에서 차지하는 비중  
자료 : ECB

헤지펀드의 모든 거래는 프라임 브로커를 통해 청산 및 결제가 이루어지며, 헤지펀드의 주요 전략 중의 하나인 공매도를 위한 증권대여(Security Lending)<sup>208)</sup>도 프라임 브로커를 통해 이루어진다. 세계 증권대여<sup>208)</sup> 시장의 일평균 거래규모는 9,500억 달러~1조 달러에 이르고 있으며, 헤지펀드는 증권대여를 프라임 브로커에 주로 의존하고 있는 것이다. 또한 프라임 브로커는 신용매수를 위한 자금을 대여함으로써 헤지펀드의 전략에 필요한 레버리지를 제공하는 기능을 하는데, 이에

비스를 제공하는 프라임 브로커, 헤지펀드의 거래를 기록하고 펀드의 실적과 순자산액을 계산해 투자자에게 알리는 사무수탁회사, 유가증권과 예금 등 헤지펀드 보유자산의 보관과 마진콜을 맞추기 위해 자본의 흐름을 통제하는 수탁은행 등이 있다. 이 중 프라임 브로커는 헤지펀드에 대한 자금유치(Capital Instruction), 청산 및 결제, 위험관리 등 다양한 전문 서비스를 제공하는 역할을 한다.

207) 3대 투자은행(Morgan Stanley, Bear Stearns, Goldman Sachs)이 전체 프라임 브로커의 펀드운용자산 총액에서 차지하는 비중은 58%를 차지하고 있다.

208) 증권대여는 뮤추얼 펀드, 연금, 수탁은행 또는 기관투자자 등의 장기투자자가 증권을 프라임브로커에게 대여하면서 시작된다. 보통 프라임브로커는 현금담보를 제공하고 투자자로부터 증권대여를 받으며, 다시 프라임브로커는 헤지펀드가 공매도를 할 수 있도록 증권대여를 하게 된다. 이 때 프라임브로커는 보통 투자자에게 담보를 제공하게 된다. 이승훈, “헤지펀드의 국내허용과 프라임 브로커리지”, 월간하나금융, 2008. 8, 25쪽.

는 헤지펀드가 증권가치의 일정부분을 프라임 브로커에게 직접 빌리는 방법과 헤지펀드가 직접 관리하는 계좌를 개설해주고, 프라임 브로커는 헤지펀드와 총수익스왑(Total Return Swap) 포지션을 취하면서 스왑에 대한 증거금을 헤지펀드에게 요구하는 방법이 있다.

### (2) 국내 프라임 브로커의 활성화 가능성

헤지펀드가 허용될 경우 국내 운용사들의 헤지펀드 설립 및 해외 펀드들의 국내유입이 가능할 것이며, 이에 따라 국내에서도 프라임 브로커가 투자은행의 새로운 수익원으로 활성화될 가능성이 있다.<sup>209)</sup>

그러나 이러한 기대가 있는 반면, 국내 프라임 브로커는 여러 가지 한계를 가지고 있다. 우선, 헤지펀드의 국내 설립이 허용된다고 하더라도 세금 등의 요인으로 역외 설립의 유인이 큰 상황이고, 헤지펀드의 입장에서 다양한 국가와 금융상품에 접근이 가능한 해외 프라임 브로커를 선택할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 국내 금융기관이 프라임 브로커로서 경쟁력을 가지기 위해서는 프라임 브로커로서 경험 및 명성을 쌓은 것 이외에도 국내의 제도적으로 지나치게 많은 규제를 받지 않도록 하여야 한다. 이러한 점에서 앞서 언급한 시스템리스크와 프라임 브로커의 건전성 규제의 적정선을 찾는 것이 중요하다고 볼 것이다.

### (3) 프라임 브로커의 보고의무

헤지펀드에게 레버리지 수준을 제한하거나 거래방법에 제한을 두는 등 영업에 관한 제한을 두는 것은 헤지펀드에 대한 규제방법으로는

---

209) 이미 일부 국내 금융기관은 해외에서 헤지펀드 운용사를 설립하고 있다. 마이다스 자산운용은 투자자회사를 통해 Long-Short 전략을 위주로 운영하는 헤지펀드(자본금 100억원 규모)를 싱가포르에 설립하여 2월말부터 운용에 들어갔다. 또한 재간접 형태의 하나대투증권의 'HFG Korea 1호' 이외에도, 한국금융지주가 미국 아틀라스 캐피탈 매니지먼트와 공동으로 'K-Atlas' 펀드를 싱가포르에 설립해 운용하고 있으며, 우리투자증권은 자본금 5천만 달러 규모의 '우리엠플루트파트너스(Woori Absolute Partners)'를 운용하고 있다. 이승훈, 앞의 논문, 28쪽.

효과적일 수 있지만, 헤지펀드의 본질이라 할 수 있는 투자의 유연성을 잃게 되고, 헤지펀드에게 낮은 차입비율을 유지하도록 하는 것은 가장 최악의 상황에서 위험자산을 헐값에 처분토록 하는 비생산적인 효과를 가져와 결과적으로는 투자자에게 손해가 발생하게 되는 문제가 있다.

따라서 이러한 모순을 최소화하기 위해서는 금융에 대한 규제의 기본을 어디에 두어야 하는가를 생각해 보아야 할 것이고, 금융규제는 연쇄적인 지급불능의 상태에 이르게 되어 금융시장의 붕괴를 가져오게 되는 것을 방지하도록 하는 것이 기본이 되어야 할 것이다.

이와 관련하여, 프라임 브로커가 헤지펀드가 도산위험이 있다고 판단될 경우 또는 시스템리스크 발생의 우려가 있다고 판단될 경우 금융 감독당국에 대하여 보고하도록 의무화 하여야 할 것이다.

프라임 브로커의 건전성 규제와 시스템 리스크 발생우려는 깊은 연관성을 가지게 되며, 공매도, 레버리지 등을 위한 자금대여 업무를 맡고 있는 프라임 브로커가 헤지펀드의 위험에 관한 가장 신뢰할 수 있는 모니터링 기관이 될 것이기 때문이다.

따라서 프라임 브로커가 헤지펀드 위험에 대한 모니터링 의무를 지도록 하는 것이 시스템리스크 예방에 가장 바람직할 방안이 될 것이라 판단되며, 최근 제시되고 있는 운용자의 차입규모 보고의무 등에 대한 사항도 프라임 브로커의 의무로 규정하는 것이 보다 효과적일 것이라 판단된다.

또한, 프라임 브로커의 적절한 담보관리 정책과 함께, JP Morgan의 경우와 같이 프라임 브로커가 자금을 대여한 헤지펀드가 부실화되었을 경우 일정부분 책임을 의무화하는 방안도 검토할 필요가 있을 것이다.

## 제 4 절 헤지펀드 투자자보호 방안

### I. 투명성 강화와 투자자보호

#### 1. 투자자보호 규제수준의 변화

헤지펀드의 최대시장인 미국과 영국을 중심으로 투자자보호를 위한 규제를 강화하는 추세이다. 전술한 바와 같이 미국 SEC는 투자자 15인 이상의 헤지펀드 등록제 및 정보공시 의무제의 무효판결<sup>210)</sup>에 따라 헤지펀드 등록 자율제 등으로 규제수준 변경 추진하였다.

또한, 영국 금융감독청은 투자자보호, 금융안정 및 금융사기 예방 등을 위해 2005.10월 헤지펀드 감독팀을 신설하여 런던소재 35개 대형 헤지펀드회사를 중점적으로 모니터링하고 있으며, 2008년 1월 영국 14개 대형업체가 주도한 헤지펀드 산업협회(HFWG)는 2008년말 시행을 목표로 위반행위가 있을 경우 그 사유를 공시하도록 명시하는 등의 업계내규를 세계 최초로 마련하였다.<sup>211)</sup>

독일은 독일기업에 대한 헤지펀드의 영향력이 확대되면서 규제 강화 요구가 대두됨에 따라 2006. 4. 대주주의 지분율이 3%<sup>212)</sup>를 초과하는 경우 공시의무를 부과하도록 하였으며, 독일정부는 대다수 헤지펀드가 역외금융시장을 기반으로 하고 있어 단독규제가 비효과적이라고 판단하고 EU 회원국 및 미국과의 정책공조도 모색하고 있다.

일본 금융청은 최근 일본의 헤지펀드 산업이 급성장함에 따라 2005.12월 헤지펀드의 위험노출정도를 투자자들이 객관적으로 판단할

210) 투자자보호를 위해 미국 역내에서 자산운용규모 25백만달러 이상, 투자자 15인 이상인 경우와 미국 역외에서 자산운용규모와 관계없이 투자자 15인 이상인 경우 등록을 의무화하고자 하였다. 그러나 연방법원은 등록의무 부과가 SEC 소관사항이 아니라는 이유로 규제도입을 기각하였다.

211) 박진호, 앞의 논문, 42쪽.

212) 미국(5%) 및 EU(2007년부터 5%로 설정)보다 기준을 강화하였다.

수 있도록 위험자산규모 산정 규정을 공표하는 등 투자자보호를 강화하고 있으며, 2007. 7. 투자기관의 개인대상 판매 제한 및 2006. 6. 금융상품거래법 시행으로 펀드 취급자에 대해 금융상품거래업자 등록 의무화 등을 추진하였다.

영국은 자국내 헤지펀드 급성장에 대응하여 2006년 3월 금융감독청이 헤지펀드의 증권거래소 상장 및 2007년 3월 투자기관을 통한 개인 투자를 허용하였다.<sup>213)</sup>

## 2. 투명성강화의 필요성

앞서 살펴보았던 바와 같이 헤지펀드는 통계의 신뢰성의 문제, 정보 미공개 등의 문제로 인하여 전통적으로 투명성이 부족한 것이 투자자 보호가 미흡해지는 결과로 귀결된다는 지적이 있어왔다.

투자자보호를 위한 헤지펀드의 투명성 강화를 위한 방안으로는 투자설명서 및 정기보고서 제공, 국제신용평가기관에 의한 헤지펀드 등급화, 헤지펀드의 데이터베이스화 등을 들 수 있을 것이나, 이와 같이 시장에 공개적으로 공시하도록 하는 것은 헤지펀드를 다른 투자수단에 비해 비교우위에 있게 하는 투자전략의 유연성에 배치되는 결과를 가져오게 되는 것이며, 헤지펀드 측에서도 펀드 운용관련 정보는 투자자가 필요한 경우 직접 열람할 수 있으며, 투자자에게 상세정보를 제공할 경우 투자자의 이해증진에 활용되기 보다는 경쟁사로 투자정보가 유출될 가능성 등을 우려하여 이러한 투명성 강화방안에 소극적인 자세를 취하고 있다.<sup>214)</sup>

213) 그 동안 개인의 헤지펀드 투자를 운용자산의 20%까지만 허용하여 왔으나 개인 투자자의 해외 간접투자펀드에 대한 투자규모가 2006년말 15억파운드에 이르는 등 개인의 헤지펀드 투자에 대한 관심이 늘어나고 있는 추세를 반영, 개인에게 간접투자펀드 판매시 상품의 리스크 수준 및 손실가능성에 대한 설명의무, 개인의 투자성향 및 기대수익률 등을 고려한 적정 상품에의 투자 유도 등 투자자보호 수준에 대한 감독을 강화할 예정이다.

214) 전술하였던 2004년 미 증권거래위원회(SEC)의 15명 이상 헤지펀드 등록 및 정

최근 헤지펀드들이 내부정보를 이용하여 막대한 이익을 실현하고 대규모 공매도 등으로 자본시장 혼란을 야기하는 것에 대한 미국 증권거래위원회(SEC)의 신 규제안에 대한 논의가 있으며, SEC의 조치도 계속되고 있다.

<표-25> 미 SEC의 헤지펀드 불법운용 사례에 대한 조치

Kirk S. Wright 등	2006년 2월 허위 운용계획 공시로 150명의 투자자로부터 1억 8,500만 달러를 모집한 7개 헤지펀드에 대해 영업중지 및 벌금부과 등의 조치
Nelson J. Obus, Perter K. Black 등	2006년 4월 헤지펀드 간 내부자거래 및 사전 인수합병 정보 등을 이용한 1,300억 달러 상당의 부당 이익실현에 대해 고소
Capital Management Group 등	2006년 4월 1,700만 달러에 달하는 자금 불법운용 및 수익률 허위공시 등의 혐의로 헤지펀드 매니저 및 운용사 고발
Deephaven Capital Management 등	2006년 5월 사전 IPO정보를 이용한 270억 달러의 부당이익에 대해 벌금 부과

자료 : 한국금융연구원, 주간금융브리프 제15권 33호, 2006. 8. 19, 21쪽.

또한 헤지펀드 업계에서도 최근 미국·영국에서 자율적인 공시 관련 지침을 제시하고 있으며, 영국 내 14대 대형 헤지펀드 참여한 영국 헤지펀드 실무그룹(Hedge Fund Working Group)은 헤지펀드 관심영역으로서 공시, 가치평가, 리스크관리, 펀드 지배구조, 주주행위(주주행동주의 등) 등 5대 분야를 설정하여 관련지침을 제시(2008. 1)하였다. 여기에는 ①투자전략 및 관련 리스크의 적절한 공시, ②정보공개요구 수수료 및 헤지펀드 인출 조건, ③투자자와의 중요한 부수협정(side agreement) 공시, ④독립집단의 펀드평가, 자산시가평가와 포트폴

보공시 의무 부여에 대한 연방정부 무효화 판결 참조.

리오 매니저와의 내부차단장치 설치, ⑤보고라인 등 내부 리스크 통제장치 설치와 이에 대한 투자자 설명, ⑥헤지펀드에 대한 금융 등 서비스 제공자와의 합의에 따른 잠재적 이해상충 내용 공시, ⑦헤지펀드 이사회와 최소 분기 1회 회합 등의 내용이 포함되어 있다.

<표-26> 투자자 보호를 위한 투명성 강화방안

강화 방안	세부 내용
■ 투자설명서 제공	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 수수료 : 운용 · 성과보수와 보수산정항목 (공제비용 · 최소보수율 등)</li> <li>• 환매조건 : 환매절차, 우대환매조건 등</li> <li>• 투자전략 : 목표투자전략, 전략운용 재량범위 등</li> </ul>
■ 정기보고서 제공	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 월 · 분기 보고서 (성과평가, 부문 · 지역별 리스크노출수준, 향후 펀드 성과 전망 등)</li> </ul>
■ 헤지펀드 등급화 및 데이터베이스화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 파산가능성보다는 펀드의 자산가치 평가, 감사, 리스크관리 등의 경영과정에 중점을 둔 펀드 등급화 추진</li> <li>• 민간업체의 데이터베이스 활용 (펀드 성과, 펀드운용사 정보, 자산규모, 수수료, 거래상대방, 감사 등을 파악)</li> </ul>

자료 : C. McCarthy, "Transparency requirements and hedge funds", 2007. 4, 박진호, 앞의 논문, 20쪽, 재인용.

## II. 공시의무의 부과

### 1. 공시의무 완화주장

금융투자업을 영위하는 측에서는 공시의무의 부과로서 헤지펀드의 투명성을 강화하는 것은 헤지펀드의 특성이나 다른 금융투자업과 비교우위에 있는 영업전략에 반하는 것이라고 주장하며, 자본시장법 제 249조(사모집합투자기구에 대한 특례)에 의하여 투자설명서, 결산서류

등의 비치, 신탁약관 또는 정관의 열람, 자산운용보고서·수탁회사(자산보관회사) 보고서 작성 및 제공의무와 수탁회사의 자산운용회사 감시 의무, 투자자에 대한 공고사항은 면제되고 있는 것에 대하여 아래 표와 같은 수준의 공시의무를 부과하여야 한다고 하고 있다.

<표-27> 사모헤지펀드 투자자보호에 관한 규정

	자본시장법	사모헤지펀드
정보 제공	면제	펀드규약에서 정하는 바에 따라 일정정보 제공
자산 평가	면제 배제	포트폴리오 가치 평가는 공정가치로 평가하도록 규정: 제3자에 의한 검증은 집합투자규약에서 정하는 바에 의거

한편, 이에 대한 대안으로 감독당국에만 비공개적으로 공시하는 방안이 검토될 수 있을 것이나 감독당국에서 전체 헤지펀드의 복잡한 가격모델과 거래전략을 파악하여 시스템리스크를 분석하는 것은 현재의 역량을 벗어나는 것이라고 한다.<sup>215)</sup>

## 2. 공모와 사모의 구분에 따른 공시의무의 정도<sup>216)</sup>

헤지펀드 투자자보호 방안으로 소개한 투자설명서 제공, 정기보고서 제공, 헤지펀드 등급화 및 데이터베이스화 등의 방안은 근본적으로 헤지펀드에 대하여 특별히 인정되어야 하는 조치라기보다는 본질적으로 공모와 사모에 대한 접근에서 이해되어야 할 것이다. 미국에서의 공모와 사모에 대한 이해는 우리나라에서 일반적으로 이해하고 있는

215) 김재문, 『헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13, 54쪽.

216) ‘공모와 사모의 구분에 따른 공시의무의 정도’에 관하여는 김희철, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 9. 26. 35-39쪽을 발췌하여 전제함.



것과 다소 차이가 있다. 우리나라는 미국 증권법 및 증권거래법을 계수하면서 공모와 사모를 투자자의 수를 기준으로 구분하는 편의적 조치인 SEC의 Regulation D에만 의존하고 있으나, 본래 사모와 공모는 투자자의 수를 기준으로 구분되는 개념은 아니다.

(1) SEC v. Federal Compress & Warehouse Co.<sup>217)</sup> 판례

회사 사무소의 근처에 거주하는 사람들을 대상으로 발행하는 증권은 투자자들이 회사가 종사하고 있는 기업활동에 대해 잘 알고 있으므로 증권법상의 공시의무가 존재하지 아니하는<sup>218)</sup> 사모증권의 발행이다.

사모발행은 투자자의 수를 기준으로 하여 일정 수 미만의 투자자에 대한 발행을 의미하는 것이 아니라 발행인에 대하여 잘 알고 있는 투자자를 대상으로 발행하는 경우 증권법상 공시의무를 준수하지 아니하여도 투자자는 이미 발행인에 대하여 잘 알고 있다는 것, 곧 “정보접근성”을 기준으로 하는 것이다.

(2) Campbell v. Degenther<sup>219)</sup> 판례

발행인이 4천불을 약간 상회하는 액수의 증권을 과거에 발행인이 시공한 드릴공사에 참여하였던 지인(知人) 32명에게 발행한 경우 이를 증권의 공모발행이 아니라 사모발행이다(회사의 사정에 대하여 잘 아는 사람들의 정보접근성을 바탕으로 사모발행을 판단).

증권의 사모발행은 본래 투자자의 수와는 상관이 없으며 투자자가 이미 발행인에 대한 정보를 알고 있으므로 증권법상의 공시의무를 따르지 아니하여도 이미 투자자들은 공시되어야 하는 내용에 상응하는 정도의 발행인에 대한 정보를 알고 있음을 전제로 하는 것이다.

---

217) 88 F2d 1018 (6th Cir. 1937).

218) 공시의무가 존재하지 아니한다는 것이지 정보제공의무가 없다는 것은 아니다.

219) 97 F. Supp. 975 (W.D. Pa. 1951).

(3) SEC v. Ralston Purina Co.<sup>220)</sup> 판례

Ralston Purina사는 7,000명의 종업원을 고용하고 있었다. Ralston Purina사는 1951년에만 약 500명의 직원에게 보통주의 매입을 권유하였다. SEC와 Ralston Purina사는 회사종업원들에게 회사주식을 매각하는 것이 유가증권신고서의 제출을 요구하는 공모발행인지의 여부를 다투고 있었다. Ralston Purina사는 주요직원들을 대상으로 한 발행이라며 사모증권발행을 주장하였다.

동 판결에서 연방대법원은 증권의 사모발행에 해당하기 위한 투자자의 자격과 수에 대한 논쟁에서 “상당수의 일반 투자자를 대상으로 한 발행은 사모증권이 될 수 없다”는 SEC의 투자자의 수(엄밀하게는 청약대상자 수)를 기준으로 평가하려는 시도를 인정하지 않았다.

연방대법원은 증권법 §4(2)의 사모증권에 해당하려면 투자자들이 “스스로 자신을 보호할 수 있는 것으로 증명된” 투자자 이어야 하며, 이를 판단하는 기준은 투자자들의 “정보접근성”이라고 판시하였다. 이러한 기준에 따라 발행회사의 종업원들은 공시가 행하여졌더라면 알 수 있었을 것과 동일한 수준의 정보에 접근할 수 없었으므로 Ralston Purina사의 증권발행은 증권의 사모발행에 해당하지 않는다고 판시하였다.

즉 동 판결은 증권의 사모발행은 공모수준의 정보제공 없이 투자자에게 투자를 권유할 수 있는 것이라는 의미가 아니고, 정보를 일반대중을 상대로 공시하지 않을 뿐 투자자에게는 공모와 동일한 수준의 정보를 제공해야 함을 의미하고 있다.<sup>221)</sup>

---

220) 346 U.S. 119(1953).

221) 그러나 SEC는 Ralston Purina 판결에도 불구하고 청약대상자의 수를 사모증권여부의 판단기준으로 여기는 기존의 입장을 확고하게 지켜나갔다. Ralston Purina 판결은 SEC의 기존입장에 전혀 영향을 미치지 못하였고 SEC는 기존입장을 수정하지 않았다. 행정기관인 SEC의 입장에서는 수많은 업무를 일괄적으로 처리할 객관적인 기준이 필요한 것이지, Ralston Purina 판결에서 언급한 “투자자의 실제적인 정보접

Ralston Purina 판결 1년 후인 1954년의 증권법개정에서 미국 하원에 서도 “사모증권과 공모증권을 구분하는 기준은 SEC가 약25명으로 정하고 있는 것과는 달리 청약대상자의 수가 기준이 될 수 없다”<sup>222)</sup> 라며 Ralston Purina 판결을 인정하였다.<sup>223)</sup>

#### (4) 기타 참고 판례

Gilbert v. Nixon<sup>224)</sup> 판례에서는 “석유사업에 대해 잘 알고 있고 석유사업분야에 종사하였던 경험이 있는 사람들에게 한해서 증권을 발행한 경우 사모로 볼 수 있다”고 판시하였고, SEC v. Asset Management Corp.<sup>225)</sup> 판례에서는 Ralston Purina Co. 판례의 “스스로 자신을 보호할 수 있는 것으로 증명된” 청약대상자인 “자구능력이 있는 청약대상자 기준인 정보접근성”을 재확인하였으며, 관련 사업에 대한 경험을 가지고 있지 않는 투자자를 대상으로 한 증권발행을 사모증권발행으로 간주하지 않았다. SEC v. International Mining Exch., Inc.<sup>226)</sup>판례에서는

---

근성”을 판단하며 업무 처리를 한다는 것은 불가능한 일이기 때문이다. 그러나 이러한 SEC의 노력은 사모증권의 개념을 정하거나 정보공개의 정도를 정하기 위한 노력이 아니라 실무차원의 가이드라인을 정하고자 하는 노력에 불과하다.

222) H.R. Rep. No. 1542, 83d Cong., 2d Sess. 19(1954).

223) 그러나 SEC는 1957년에도 “분매가 아닌 투자를 목적으로 25-30명에게 청약하는 것을 증권발행등록면제가 되는 사모증권”이라고 하며 여전히 청약대상자들의 수를 기준으로 판단하는 입장을 고수하였고, 25명을 넘는 사람들에게 청약하는 경우 사모로 인정하지 않았다. Dempsey & Co., 38 SEC 371, 376(1958), Gilligan, Will & Co., 38 SEC 388, 393 (1958), Gilligan Will & Co., v. SEC, 267 F.2d 461, 467(2d Cir. 1959), Edscon Mfg. Com., Inc., 40 SEC 865, 868-869(1961)등, Orrick, Some observations on the Administration of the Securities laws, 42 Minn. L. Rev. 25, 33 (1957)에서 재인용. 나아가 SEC는 1957년에 회사의 발기인 10인 및 발기인의 지인들로 구성된 유사발기인 61명에게 지분을 발행하는 것을 인원수와 지역적인 산재(유사발기인들은 캘리포니아와 텍사스 등 멀리 떨어진 지역에 사는 사람들이었다)를 이유로 공모라고 보았다. Republic Cement Corp., 38 SEC 19, 25(1957). Louis Loss, et al., Securities Regulation 3rd edition volume III, Little, Brown and Company (1989) footnote 405.

224) 429 F.2d 348, 354-355 (10th Cir. 1970).

225) 1979-1980 Fed. Sec. L.Rep.(CCH) ¶ 97, 278 at 96,970(S.D. Ind.1979).

226) 515 F. Supp. 1062, 1071 (D. Colo. 1981).

1년 앞선 SEC v. Murphy<sup>227)</sup> 판례를 인용하여 ‘다양하고 서로 무관한 사람들을 대상으로 증권을 발행하는 것’은 공모발행이라고 명시하여 정보접근성을 기준으로 사모와 공모를 구분하는 기준을 확립하였고, Hill York Corp. v. American International Franchises, Inc.<sup>228)</sup> 판례에서는 “13명의 공인회계사와 변호사들이 각각 5천불을 투자하여 증권을 매입하였다. 그들은 발행인의 정보에 대해 요구만하면 얻을 수 있는 위치이고, 각각 정보를 수집하고 판단할 능력이 있는 사람들이었으나 법원은 전문지식을 갖춘 투자자의 전문지식의 수준은 투자자들만을 고려하여 판단하는 것이 아니라 공시된 정도의 발행인의 정보제공을 전제로 판단하는 것이며 이러한 관점에서 13인의 투자자들이 필요한 정보를 제공받지 않았으므로 사모증권의 발행에 해당하지 않는다”고 판시하였다.

동 판례는 Ralston Purina 판결이 암시하였던 내용(발행인이 사모증권의 발행을 주장하려면 청약대상자들이 전문지식이 있는 사람들임과 함께 증권발행이 공시되었을 때와 같은 수준의 정보를 청약대상자들이 접하였음을 발행인이 입증해야 한다는 것)을 명확히 밝혔다.

### 3. 소 결

이러한 미국 법원의 공모와 사모에 대한 기준을 살펴보면 사모의 방식으로 투자자를 모집하는 헤지펀드의 경우에도 투자자들에게도 당연히 공모에 준하는 정도의 정보의 제공이 있어야 한다는 것을 알 수 있다. 미국의 헤지펀드 공시의무는 상기 사모투자자에 대한 정보제공 의무의 맥락에서 이해되어야 할 것이다.

---

227) 626 F.2d 633, 647 (9th Cir. 1980).

228) 448 F.2d 680 (5th Cir. 1971).

### Ⅲ. 이해상충 행위 금지 규정의 강화

#### 1. 이해상충 행위 규제

헤지펀드 즉, 금융투자업자 공시의무를 부과하려는 가장 큰 이유는 투자자보호일 것인데, 공시의무를 강제하지 못하는 보완책으로 이해상충 행위의 금지규정을 강화하는 것을 검토해 볼 수 있을 것이다.

자본시장법 제44조에서는 ①금융투자업자는 금융투자업의 영위와 관련하여 금융투자업자와 투자자 간, 특정투자자와 다른 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가하고, 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 이를 적절히 관리하도록 하고 있으며, ②이와 같이 이해상충이 발생할 가능성이 있는 경우 투자자에게 알리고, 이해상충이 발생할 가능성을 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매 등의 거래를 하도록 하였으며, ③이해상충의 발생가능성 회피가 불가능한 경우에는 거래를 하지 못하도록 하였다.

이와 같이 금융투자업자에게 이해상충을 관리할 수 있는 내부관리시스템을 마련할 의무를 부과하고, 이를 상시적으로 활용하여 내부회계시스템이나 내부통제시스템에 준하는 수준으로 운영하도록 하는 것이다.

#### 2. 이해상충 행위 금지규정의 보완

자본시장법에 포함되어 있는 이해상충 규제 규정들은 전술한 제44조(이해상충의 관리)를 비롯하여, ①제12조 제2항 제7호 인가의 요건에서 “이해상충의 방지체계 구축”을 포함하고 있으며, ②제37조 신의성실의 의무에서 “정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻는 것”을 금지하고 있고, ③제45조 정보교류의 차단에서 “금융투자업 간에 이해상충이 발생할 가능성

이 큰 경우에는 금융투자상품의 매매에 관한 정보를 제공하는 행위 등”을 하여서는 아니되며, “금융투자업자의 계열회사 등과 이해상충이 발생하는 경우에도 금융투자상품의 매매에 관한 정보를 제공하는 행위 등”을 금지하고 있다.

그러나 이해상충행위의 금지 위반에 관하여는 제444조에서 제12조 위반에 대한 벌칙과 제445조에서 제45조 위반에 대한 벌칙을 규정하고 있을 뿐, 직접적인 이해상충행위 금지 규정인 제44조 위반에 대해서는 별도의 벌칙규정이 없다.

다만, 제64조에서 “금융투자업자는 법령·약관·집합투자규약·투자설명서에 위반하는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 발생시킨 경우에는 그 손해를 배상할 책임이 있다”고 규정하면서 다만, “배상의 책임을 질 금융투자업자가 제37조제2항, 제44조, 제45조, 제71조 또는 제85조를 위반한 경우(투자매매업 또는 투자중개업과 집합투자업을 함께 영위함에 따라 발생하는 이해상충과 관련된 경우에 한한다)로서 그 금융투자업자가 상당한 주의를 하였음을 증명하거나 투자자가 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다”고 규정하여 예외를 두고 있다. 이러한 손해배상책임은 투자자 측에서 손해배상 소송을 통하여 입증하여야 인정될 수 있다는 문제가 있고, 앞서 언급한 일본의 『금융상품판매법』의 손해배상에 관한 판례에서 볼 수 있듯이, 금융투자는 전문분야에 속해 일반투자자의 경우 투자경험이나 정보부족<sup>229)</sup> 등으로 실제 손해배상을 받기 어려울 것이며, 손해배상 규정에도 위와 같은 제한의 내용이 포함되어 있어 실효성 있는 규정이라 보기 어려우므로, 입증책임의 전환을 명시하거나 제45조 위반에 대한 벌칙수준의 벌칙부과를 검토해 볼 수 있을 것이다.

229) 많은 경우 금융상품의 구조와 기능을 이해하기 힘들기 때문에 판매업자와 투자자간 금융상품에 대한 정보비대칭 정도가 큰 것으로 판단되고 있다.

한편, 제100조에서는 역외투자자문업자의 경우 제44조가 적용되지 않는 것으로 규정하고 있다.<sup>230)</sup> 이해상충 행위금지에 관한 규정을 통하여 투명성을 강화하고 투자자보호가 가능하도록 하기 위해서는 이러한 예외를 최소화하여야 할 것이므로, 역외투자자문업자의 경우 이해상충행위 금지에 대한 예외로 보아야 할 구체적인 사유에 따라 제한적으로 규정하여야 할 것이다.

#### IV. 차액계약 거래의 규제

##### 1. 차액계약 거래의 내용

차액계약이란 일정기간 경과 후 계약자 쌍방이 특정주식의 주가차액을 지급 또는 수취하기로 약정한 장외 주식파생상품으로 직접적인 주식보유 없이도 주가 변동에 따른 이익을 획득할 수 있게 되는 것이며, 또한 차액계약은 계약조건에 따라 매입자가 주가차액을 지급받는 대신 일반 주식으로의 전환을 선택할 수 있어 헤지펀드 및 전략적 투자자 등이 저렴한 비용으로 비공개적인 의결권을 확보하는 수단으로 널리 사용되고 있다.<sup>231)232)</sup>

이와 관련하여 최근 일부 헤지펀드가 차액계약을 통해 획득한 의결권으로 기업의사과정에 관여하는 경우가 발생하고 있으며, 영국의 금융

230) 자본시장법 제100조 (역외투자자문업자 등의 특례) ① 제22조부터 제36조까지, 제38조, 제40조, 제41조, 제44조, 제45조, 제50조부터 제52조까지, 제56조 및 제61조부터 제63조까지의 규정은 제18조제2항제1호 각 목 외의 부분 단서에 따른 투자자문업 또는 투자일임업을 영위하는 외국 투자자문업자(이하 “역외투자자문업자”라 한다) 또는 외국 투자일임업자(이하 “역외투자일임업자”라 한다)에게는 적용하지 아니한다.

231) 주간 금융브리프 제17권 27호, 2008. 7. 5, 18쪽.

232) 1990년대 초 영국에서 최초로 차액계약 금융상품이 소개된 이래, 독일, 스위스, 이탈리아, 싱가포르, 호주, 캐나다 등에서 차액계약을 거래하고 있으며, 차액계약을 도입하지 않은 미국에서도 헤지펀드들이 차액계약을 변형한 형태로 상품을 운용하며, 의결권을 행사한 것으로 알려졌다.

감독청의 경우 장외 주식파생상품인 차액계약(CFD)을 통한 의결권 획득이 기업 지배구조 및 금융시장의 효용성에 미치는 부작용을 우려하여 차액계약을 통해 회사지분 3% 이상을 소유한 투자자에게 그 지분 소유방법 및 소유지분을 시장에 공시도록 의무화할 계획을 밝혔다.<sup>233)</sup>

## 2. 차액계약 관련 의결권 제한

우리나라 자본시장법에서는 현재 차액계약이 도입되고 있지 않다. 다만, 헤지펀드가 활성화 될 경우 헤지펀드 운용전략을 완벽히 파악하기 어렵기 때문에 차액계약에 대한 외국의 경우와 같이 차액계약의

233) 이와 유사한 사례로 주주행동주의를 살펴볼 필요가 있을 것이다. 최근 헤지펀드가 지분취득 후 경영진을 교체하거나 자산분할을 하는 등 투자대상기관의 경영에 영향을 미치는 이른 바 주주행동주의(activism)가 유럽을 중심으로 증가하고 있다. 적극적으로 주주행동주의를 구사하는 헤지펀드는 2007년 3월 현재 헤지펀드 비즈니스 전체의 5%정도(자산기준 750억 달러)로 추산되며 빠르게 증가하고 있다. 경영권에 영향을 줄 목적으로 상장기업 주식의 5% 이상 지분을 보유한 사례가 지난 5년간 미국 주식시장에서 155건이 발생했으며, 이중 90%가 최근 3년간 행해졌다. 영국의 헤지펀드 The Children's Investment Fund(TCI)는 런던에 기반을 둔 헤지펀드로서, 조세회피지역인 케이만제도(Cayman Islands)에 법적인 본부를 두고 있다. 적극적인 주주행동주의를 펼치지만 자신에 대해서는 전혀 알리지 않는 펀드로 알려져 있다. 펀드의 명칭은 펀드 수익금의 일부를 어린이를 위한 자선기금으로 활용하는 것과 관련하여 펀드 운용자산의 0.5%에 해당하는 금액을 펀드 매니저 Christopher Hohn 의 부인이 운영하는 TCI 펀드재단에 기증하면, 이 재단이 아프리카와 인도 어린이들을 위한 자선활동에 사용하는 것으로 하였으며, BBC 뉴스에 따르면 TCI 펀드재단은 현재 영국 최대의 자선기관이라 한다. 이러한 TCI 펀드재단은 도이체뵈르제의 지분을 5% 인수하여 도이체뵈르제의 런던증권거래소(LSE) 인수합병을 좌절시키고, 도이체뵈르제의 CEO와 이사 2명을 퇴진시켰다. 최근에는 네덜란드의 세계적 은행 ABN 암로의 지분 1%를 인수한 후 ABN 암로 측에 은행의 사업부를 쪼개 팔거나 은행을 원하는 인수합병자에게 매각하라는 요구를 주도하였다. 영 바클레이즈 은행에 대한 네덜란드 ABN 암로 인수합병협상은 TCI의 위협에 몰린 ABN 암로에 바클레이즈 은행이 백기사를 자처하면서 비롯되었다. 헤지펀드 Pershing Square는 2005년 맥도널드를 압박해 회사 자산을 매각토록 했고, 또 다른 헤지펀드인 칼 아이칸(Carl Icahn)은 2005년 및 2006년 미국 최대 미디어업체인 Time Warner 케이블에 비용 삭감, 경영진 교체, 200억 달러의 자기주식취득(stock buyback) 등을 요구하였으며, 한국의 KT&G가 경영전략을 바꾸도록 압력을 행사한 바 있다. 미국 소재 헤지펀드인 Knight Vinke Asset Management는 금년 7월 HSBC의 전략변경을 요구하였다.



변칙 운용 등으로 인한 부작용 우려가 있는 것을 사실일 것이다. 따라서 우리나라에서는 자본시장법에서 영국에 비해 금융시장의 규모 등을 고려하여 차액계약의 거래내용을 공개하도록 하는 방법과 함께 차액계약으로 획득한 의결권에 대하여는 그 행사를 상당기간 제한하는 방안을 검토해 볼 필요가 있을 것이다.

자본시장법 제87조 제1항에서는 “집합투자업자는 집합투자재산에 속하는 주식의 의결권을 행사함에 있어서 일정한 경우(234)에는 집합투자재산에 속하는 주식을 발행한 법인의 주주총회에 참석한 주주가 소유하는 주식수에서 집합투자재산에 속하는 주식수를 뺀 주식수의 결의내용에 영향을 미치지 아니하도록 의결권을 행사”하도록 하면서, “다만, 집합투자재산에 속하는 주식을 발행한 법인의 합병, 영업의 양

<표-28> 최근 헤지펀드의 5% 전후 지분 매입을 통한 경영권 위협 사례

헤지펀드	매입 지분	타겟기업	성 과
Third Point	6% 전후	Star Gas	Star Gas CEO 사퇴
Barington	3.1%	Nautica	폐인수합병 요구 및 성사
	7.7%	Steven Madden Ltd.	Barington의 요구에 따라 자사주 매입과 현금배당, Barington 대표자와의 정례적 협의를 약속
칼 아이칸	4.78%	KT&G	사외이사 1명 파견, 자사주 매입 및 기말배당 확보
TCI	5%	도이체 비르제	도이체비르제 CEO를 퇴진시킴
	1%	ABN 암로	은행의 분할 또는 폐인수합병 압박

234) 자본시장법 제87조 제1항

1. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자가 그 집합투자재산에 속하는 주식을 발행한 법인을 계열회사로 편입하기 위한 경우
  - 가. 그 집합투자업자 및 그와 대통령령으로 정하는 이해관계가 있는 자
  - 나. 그 집합투자업자에 대하여 사실상의 지배력을 행사하는 자로서 대통령령으로 정하는 자
2. 그 집합투자재산에 속하는 주식을 발행한 법인이 그 집합투자업자와 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 관계가 있는 경우
  - 가. 계열회사의 관계가 있는 경우
  - 나. 그 집합투자업자에 대하여 사실상의 지배력을 행사하는 관계로서 대통령령으로 정하는 관계가 있는 경우
3. 그 밖에 투자자 보호 또는 집합투자재산의 적정한 운용을 해할 우려가 있는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

도·양수, 임원의 임면, 정관변경, 그 밖에 이에 준하는 사항으로서 집합투자재산에 손실을 초래할 것이 명백하게 예상되는 경우에는 그러하지 아니하다”고 규정하고 있다.

이와 같은 제87조 규정에 대하여 차액계약의 경우에도 적용되도록 하면서 단서조항의 경우에도 적용되도록 하여야 할 것이다.

## V. 청약철회권

### 1. 청약철회권의 도입에 관한 논의

일본의 Cooling off 제도는 기존의 특정상거래법이나 할부판매법 등에 의해 운영되고 있는 Cooling off 제도와는 별도로 금융상품거래법에 도입되어 금융상품거래계약에 대한 사항을 규정하고 있다.

그러나 금융상품거래법은 Cooling off 적용대상을 금융상품거래계약의 내용이나 기타 사정을 감안하여 내각부령에서 정하는 것으로 한정하고 있다.

이 제도가 우리나라 자본시장법에 도입될 것인지에 대해서는 많은 논의가 있었다. 즉, 자본시장법은 원칙적으로 원본손실 즉 투자성이 있고 가격변동성이 있는 금융투자상품을 규제대상으로 하고 있는데, 원본손실 가능성이 있는 금융투자상품거래계약에 대해 Cooling off 제도를 넓게 적용한다는 것은 투자자에게 Put back option을 부여하는 결과가 되고 이렇게 되면 투자자의 도덕적 헤이를 초래할 우려가 있다는 것이다. 또한 자본시장법에서는 이 외에도 많은 투자자 보호장치들(적합성 원칙의 도입, 설명의무 및 손해배상 특칙 등)을 규정하고 있으므로 투자자보호를 위한 충분한 장치가 마련되어 있다는 것이다.

이러한 도입 찬반 논의 끝에 청약철회권은 자본시장법 제59조 제2항에 “금융투자업자와 계약을 체결한 투자자는 제1항에 따른 계약서류를 교부받은 날부터 7일 이내에 계약(해당 계약의 성질, 그 밖의 사

정을 감안하여 대통령령으로 정하는 계약에 한한다)의 해제를 할 수 있다”고 규정되었으며, 제4항에서 “금융투자업자는 제3항에 따라 계약이 해제된 경우 해당 계약의 해제까지의 기간에 상당하는 수수료, 보수, 그 밖에 해당 계약에 관하여 투자자가 지급하여야 하는 대가로서 대통령령으로 정하는 금액을 초과하여 해당 계약의 해제에 수반하는 손해배상금 또는 위약금의 지급을 청구할 수 없다”고 규정하였고, 제5항에서 “규정에 반하는 특약으로서 투자자에게 불리한 것은 무효로 한다”고 명시함으로써 전체적으로 일본 금융상품거래법의 입법과 유사하게 도입되었다.

## 2. 투자자 책임원칙의 강화

금융투자상품은 원칙적으로 손실을 포함하고 있는 상품이다. 그러한 금융투자상품에 대한 충분한 사전정보를 가지고 체결한 금융투자상품 거래계약을 일정기간 경과 후 무조건적으로 해제할 수 있는 권한을 부여하면 시장상황에 따라 그 행사 여부를 결정하게 될 것이므로 투자자 책임원칙에 반할 가능성이 있다고 할 수 있다. 또한, 먼저 도입된 일본의 Cooling off 제도에 대해서도 “가격변동에 관한 리스크가 있는 상품에 대하여 후일 가격이 하락한 경우에 계약의 해제를 인정하는 것은 합리적이지 않다”는 주장이 있다.

한편, 자본시장법 제59조제2항에서 Cooling off 제도가 위의 논의에 서와 같이 무분별하게 남용되는 것을 방지하기 위하여 대통령령이 정하는 계약에 한하도록 하고 있으나, 2008. 7. 29.에 제정된 시행령에서는 제61조제1항에서<sup>235)</sup> 그 내용을 규정하면서 가격변동리스크에 따른

235) 자본시장법 시행령 제61조(계약서류의 교부 및 계약의 해제) ① 법 제59조제1항 단서에서 “대통령령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

1. 매매거래좌를 설정하는 등 금융투자상품을 거래하기 위한 기본 계약을 체결하고 그 계약내용에 따라 계속적·반복적으로 거래를 하는 경우

계약이 아닌 계약체결의 절차에 따라 일정한 사항이 포함되도록 하고 있고, 제4호에서 금융위원회의 고시로 규정하는 사항까지 넓게 규정함으로써 사실상의 제59조제2항의 제한규정의 취지가 약해진 것으로 생각된다.

헤지펀드의 경우 우선은 전문투자자에게만 허용될 것이므로 투자자 보호에 대한 필요성이 강조되지 않을 수 있겠으나 향후 일반투자자로 확대 시행될 경우 청약철회 규정의 남용이 우려되며, 건전하고 책임 있는 투자여건을 마련하는 것이나 금융계약의 안정성에도 부정적인 영향이 있을 것이다. 따라서 헤지펀드에 대한 설명의무 강화 등과 마찬가지로 투자자의 책임에 대한 규정도 강화되어야 할 것이며, 제59조 적용에 있어서 엄격하게 해석될 필요가 있다.

- 
2. 투자자가 계약서류를 받기를 거부한다는 의사를 서면으로 표시한 경우
  3. 투자자가 우편이나 전자우편으로 계약서류를 받을 의사를 서면으로 표시한 경우로서 투자자의 의사에 따라 우편이나 전자우편으로 계약서류를 제공하는 경우
  4. 그 밖에 투자자 보호를 해칠 염려가 없는 경우로서 금융위원회가 정하여 고시하는 경우

## 제 6 장 결 론

우리나라에 도입된 자본시장법이 최근 미국의 금융위기가 심화되면서 미국식 금융시스템을 모델로 규제완화와 대형 투자은행(IB) 육성을 추진해 온 정부의 금융정책 방향에 대한 찬반 논란이 커짐에 따라 자본시장법의 시행이후의 문제에 관해 관심이 집중되고 있는 것으로 생각된다.

IB 중심체제와 자유방임적 감독 정책으로 대표되는 미국식 모델이 파산 위기에 처한 만큼 자본시장법 등 금융혁신 법안의 방향을 다시 검토해야 한다는 주장이 있고, 현재 국회에 상정된 21개 금융개혁법안<sup>236)</sup>은 미국형 고수익성을 목표로 대규모 규제완화를 담은 법률이므로 고위험 부실을 초래할 수 있다는 우려도 나오고 있다.

이에 반해 미국의 이와 같은 금융위기는 미국형 금융시스템자체의 부실이 아니라 관리·감독의 문제라고 보아야 한다는 견해도 있다.<sup>237)</sup> 즉, 신용위험을 줄이기 위해 고안된 신용과생상품에 헤지펀드들이 뛰어들면서 고수익·고위험 추구 경향이 두드러지게 된 것을 감안해 적절한 레버리지 관리 장치를 마련한다면 IB 출현의 기회가 될 수도 있다는 것이다.

236) <표-29> 금융 관련 21개 개혁법안 내용과 방향

구분	내용
제정 (3개)	한국개발펀드(KDF)법, 불법추심방지법, 증권 등의 전자등록에 관한 법률(전자증권 도입)
개정 (18개)	금융지주회사법(비은행지주회사 규제완화), 은행법(자산운용 규제합리화), 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 자산유동화법, 예금자보호법, 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률, 전자금융거래법, 여신전문금융업법, 공인회계사법, 대부업의 등록 및 금융이용자 보호에 관한 법률, 주식회사의 외부감사에 관한 법률, 보험업법, 농림수산업자신용보증법, 한국산업은행법, 중소기업은행법, 상호저축은행법, 신용협동조합법, 한국주택금융공사법

자료 : 금융위원회, 2008.

237) 국민일보, 2008. 9. 22. 기사 참조.

본 보고서에서는 외국에서 운용되어온 헤지펀드의 실태분석을 바탕으로 기본적으로는 헤지펀드를 도입하는 것으로 하고, 도입에 관한 찬반 논의를 고려하여 우리나라의 금융시장의 개방정도와 성숙도에 적절한 규제장치를 제안하는 것으로 정리하였다. 즉, 헤지펀드는 금융시장 및 투자자에게 시장의 유동성 제고 역할과 고수익의 투자기회를 제공하고, 금융시장에서의 차익거래를 통해 금융상품의 가격 불균형을 축소하며, 다양하고 정교한 투자기법 개발을 통해 금융시장 발전에 도움을 주는 순기능을 수행하기도 하므로, 우리나라에서도 헤지펀드를 도입하여 자산운용 및 위험관리 기법의 향상, 금융 전문인력의 양성, 금융문화 선진화 등을 도모하고자 하는 것이다.

이러한 헤지펀드의 도입의 성패는 시스템리스크 발생을 방지하고, 헤지펀드가 제공하는 장점을 최대한 살려 운용하는 것에 따라 달라질 것이다. 이를 위한 일반적인 금융감독 수단으로는 공시와 행위규제라는 효과적인 수단이 사용되어져 왔으나, 이 수단을 사용한다면 헤지펀드의 장점을 유지할 수 없게 된다는 것이 딜레마인 것이다. 그러나 우리나라의 금융산업의 수준에서 규제 없는 헤지펀드를 도입하는 것은 유보하여야 할 것이고, 따라서 우리나라에 헤지펀드를 도입한다면 우선 전문투자자를 대상으로 적절한 자격을 갖춘 운용자가 운용하는 헤지펀드를 제한적으로 허용하여야 할 것이며, 감독당국의 합리적이고 지속적인 감독과 투자자보호 제도가 운용되어야 할 것이다.

헤지펀드의 적절한 도입방안에 대해서 검토한 바를 정리하면 아래와 같다.

첫째, 헤지펀드의 국내 도입을 위해서는 세계적인 금융위기 상황의 변화에 따라 신중한 시기의 선택이 필요할 것이고, 투자자의 전문성에 따른 단계적 도입이 바람직할 것이다. 또한, 국내 헤지펀드는 사모펀드의 형태를 가지는 집합투자회사로써, 사전등록의무를 완화하여 사후신고를 원칙으로 하되, 사전등록을 한 헤지펀드에 대한 인센티브

를 마련하여 자발적으로 사전등록할 수 있는 방안을 마련하여야 할 것이다.

둘째, 헤지펀드 운용자에 대한 규제에서 우선 헤지펀드의 진입규제에 대한 측면으로 자본요건은 현재 대상 투자자에 따라 자본요건을 달리 정하고 있으므로 현행을 유지하는 것으로 하고, 다만, 운용자의 형태요건을 완화하는 것이 필요할 것이며, 다음으로 헤지펀드 투자운용인력에 대한 구체적인 인력기준 및 자격기준이 없으므로 투자일임업 수준이상으로 명시하여야 할 것이다.

셋째, 헤지펀드 운용에 대한 규제에서 ①원칙적으로 제한 없는 자산운용과 관련하여 제81조 제1항의 단서조항에 대한 해당여부를 판단할 수 있도록 기준을 보완할 필요는 있을 것이고, 차입과 관련하여 자본시장법 제83조 제1항에서 집합투자업자의 금전차입을 원칙적으로 제한하므로, 헤지형 사모펀드에 한하여 적용을 배제할 필요가 있는 주장에 대해서는 현재 금융시장의 위기상황 등을 고려할 때 현재 자본시장법의 수준을 유지하는 것이 타당할 것이라 생각된다. ②공매도와 관련하여 결제시스템의 안정을 위하여 무담보 공매도(naked short sale)는 허용되지 않는 것이 바람직하다. 그러나 헤지형 사모펀드에 한하여 예외 허용규정을 적용하여 사전적으로 차입증권이 확인된 적법한 공매도(covered short sale)를 활성화 할 수 있는 방안이 마련될 필요가 있다. ③시스템리스크 예방을 위하여 운용자의 차입규모 보고의무 이외에 헤지펀드에 대한 가장 신뢰할 수 있는 모니터링 기관인 프라임 브로커에게 차입규모 등 보고의무를 부과하는 것을 고려해야 할 것이다.

넷째, 투자자보호를 위한 투명성 강화와 관련하여 ①헤지펀드의 공시의무는 해당 헤지펀드에 투자하는 투자자들에 대해서는 공모에 준하는 정보의 제공이 있도록 하여야 할 것이며, ②이해상충 행위 금지규정에 대해서도 벌칙부과 등 보다 실효성 있는 규제방안을 도입할 필요가 있을 것이며, 적용제의 대상은 최소화하여야 할 것이다. ③또

제 6 장 결 론

한, 차액계약의 도입과 관련하여서는 거래내용의 공개 및 의결권을 제한하는 방안으로 도입되는 것이 바람직할 것이며, ④투자자 보호를 위해 도입된 청약철회권은 투자자의 책임 있는 투자를 위하여 엄격하게 해석되어야 할 것이다.

이와 같은 헤지펀드 도입을 위한 국내의 금융관련 법제의 정비 외에도 헤지펀드의 특성으로 인하여 국제공조체제 및 위기관리시스템의 구축, 감독당국의 감독 역량강화, 헤지펀드에 관한 데이터베이스의 구축 등 병행되어야 할 부분이 많이 있다. 따라서 법제 정비와 함께 정책이나 실무의 역량 강화가 병행되어야 헤지펀드의 효율적인 도입 및 운영이 가능할 것이라 생각된다.

<표-30> 헤지펀드 도입을 위한 자본시장법 정비방향

구분	자본시장법의 규제		정비방향
도입형태	집합투자회사(§12, §183)		집합투자회사(단, 부분적인 규제 완화)
운용 자규 제	인가	사전인가(§12)	사후신고(자발적 사전등록)
	자본	금융투자업 5억 이상(§12②) 집합투자업 10~80억 이상(§229)	유지
	운용자	국내금융투자업자 : 주식회사 또는 금융기관(§12②) 외국금융투자업자 : 지점, 영업소 설치자 (§12②)	국내금융투자업자 : 법인 외국금융투자업자 : 유지
	투자운용인력	투자운용인력의 구체적인 자격기준 불비(§12②)	투자일임업 수준이상으로 명시
운용 규제	자산 운용	집합투자대상 포괄적으로 정의(§6⑤) 자산운용에는 제한(§81①)	유지(단서조항의 세부기준 정비)
	금전	원칙적인 금지, 예외인정(§83①)	유지



구분		자본시장법의 규제	정비방향
	차입		
	공매도	무담보공매도 금지, 적법한 공매도 인정 (§180①)	적법한 공매도를 활성화
	운용자의 차입 규모 보고	규정 없음	차입보고 의무신설
	프라임브로커의 보고 의무	규정 없음	차입보고 의무신설 담보관리 의무신설 부실관리 책임신설
투자자보호	공시 의무	자산운용보고서, 수시공시, 집합투자재산에 관한 보고, 장부·서류의 열람 및 공시 등 (§88~91)	유지
	이해상충행위 금지	이해상충행위 금지위반시 손해배상 책임 (§44, §64)	입증책임의 전환 또는 별칙규정 신설
	차액계약거래	규정 없음	도입시 거래내용공개 및 §87①에 준하는 의결권 행사 제한
	청약철회권	청약철회가능 (§59②, ④)	§59② 제한적 적용

## 참 고 문 헌

### < 국내 문헌 >

- 김건식/송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2004.
- 김민석·빈기범, “서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점”, 한국증권연구원, 2007. 12.
- 김용기, “헤지펀드 행동주의의 대두와 대응과제” -5%를 공시제도의 정비를 중심으로-, 이슈페이퍼, 삼성경제연구소, 2007. 4. 30.
- 김재문, 『헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6.
- 김철배 외, 간접투자해설, 박영사, 2005.
- 김희철, “사모투자전문회사의 법적구조에 대한 고찰”, 『헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13.
- 김희철, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 9. 26
- 노희진, “헤지펀드의 국내 허용방안”, 한국증권연구원, 2008. 3.
- 박진호, “헤지펀드 위험요소와 투자자보호”, 헤지펀드 관련 금융투자법제의 구조와 개선방안, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13.
- 변현수, “일본『금융상품판매법』의 주요내용 및 시사점, 금융시장 분석, 2008. 10.

참 고 문 헌

- 석명철, 『미국증권관계법』, 박영사, 2001.
- 송중준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점”, 증권법연구 제7권 제1호, 2006.
- 안성포, “독일의 회사법 개혁과 최근 동향”, 기업법연구 제19권 제3호, 2002, 5.
- 엄경식 외 3인 공저, “유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 매커니즘 연구: 유동성제공자(LP)제도를 중심으로,” 한국증권연구원, 2005.
- 여은정, “헤지펀드의 도입 논의와 향후 과제”, 금융브리프 제17권 24호, 2008. 6. 14.
- 여은정, “헤지펀드의 국내 도입시 고려사항”, 한국금융연구원, 2008. 6
- 유주선, “독일 투자법에 대한 고찰”, 상사판례연구 제21집 제3권, 2008. 9.
- 유진호, “미국연방법상의 포괄적 증권개념과 투자계약증권”, 최신 외국법제정보, 한국법제연구원, 2008.
- 이승훈, “헤지펀드의 국내허용과 프라임 브로커리지”, 월간하나금융, 2008. 8.
- 이호진 외, 헤지펀드에 대한 주요국 규제동향과 정책적 시사점, 대외경제정책연구원, 2006.
- 이효경, “일본의 금융투자업에 대한 규제 동향 및 시사점”, 『금융투자업의 변화에 따른 법적 대응방안』, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 9.
- 임연하, “우리나라 사모펀드의 운영현황 및 건전한 발전방향”, 『조사연구 Review』, 금융감독원, 2005년 봄.

- 자산운용협회 조사부, “Funds of funds 관련 미국의 최근 개정(2006. 7.) 내용에 관하여”, 2007. 3.
- 최민용, “헤지펀드의 도입과 규제에 관한 고찰”, 상사판례연구, 2007.
- 최민용, “기업지배구조 개선과 기관투자자 행동주의-헤지펀드 행동주의를 중심으로-”, 한국경영법률학회, 2007. 10.
- 최민용, “주식의 대량보유등의 보고의무에 대한 재검토”, 상사법연구 제26권 제2호, 한국상사법학회, 2007.
- 최민용, “미국, 영국의 헤지펀드 규제동향”, 헤지펀드에 대한 규제동향과 법적과제, 한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 4. 11.
- 최성근, 장외파생상품거래의 규제체계 개선방안 연구, 한국법제연구원, 2007.
- 자본시장법연구회, 자본시장법 해설서, 한국증권업협회, 2007. 12.
- 한국은행 조사국, “자본시장법 등 주요 금융관계법령 정비내용”, 한국은행, 2008. 2.
- 황동욱, 펀드투자의 법적이해, 동현출판사, 2007.
- 금융포커스, 주간 금융브리프 제17권 41호, 2008. 10.
- 금융포커스, 주간 금융브리프 제17권 27호, 2008. 7.

### < 외 국 문 헌 >

- Ashley Kovas, “Should Hedge Fund Products be Marketed to Retail Investors? A Balancing Act for Regulators”, Hedge Funds Risks and Regulation, De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, 2004.

참 고 문 헌

- Adam R. Bolter, "Regulation of Hedge Fund Advisors: A Valid Exercise of Rulemaking Authority or the Promulgation of New Law?" 57 Admin. L. Rev. 595, 600-613(Spring 2005)
- Adele M. Kraig, Huey-Fun LEE and Cecile Beurrier, Certain U.S. Tax Considerations for Organizing U.S. Hedge Funds, 611 PLI/Tax 169(June 2004)
- Alan R. Palmiter, Securities Regulation(Third Edition), ASPEN, NY 10011, 2005.
- Barry Barbash, Hedge funds, private equity funds and other similar investment vehicles, GEORGETOWN UNIVERSITY LAW CENTER, Spring 2008.
- Lars Jaeger, "Risks and risk management for hedge funds", Hedge Funds and Private Equity Investments, Institutional Investor Books 225 Park Avenue South New York, NY 10003, 2004.
- Lars Jaeger, Michael Uhlig Hedgefonds in Deutschland, CT Salzwasser-Verlag GmbH&Co.KG, Bremen, 2006.
- Ed. by Andreas Cahn and Theodor Baums, Hedge Funds : Risks and Regulation, GRUYTER Published, 2004.
- Daniel Strachman, Getting Started in Hedge Funds, John Wiley & Sons, Inc., 2003.
- Danielsson, Taylor and Zigrand, "Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?", Sep. 2005
- Douglas, Peter, Hedge Funds in Asia, Wiley Published, 2008.

- Edgar Wallach, “Hedge Funds Regulation in Germany”, Hedge Funds Risks and Regulation, De Gruyter Recht, 2004.
- Marcia L. MacHarg, “Waking Up to Hedge Funds : Is U.S. Regulation Really Taking a New Direction?”, Hedge Funds Risks and Regulation, De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, 2004.
- Hedge Fund Research, “HFR Industry Report First Quarter 2007”
- “Hedge funds face a stark choice”, Financial Times(FT), 2007. 2. 14.
- Uhlig, Michael, Hedgefonds in Deutschland : Investmentgesetz, Auslands-Investmentgesetz, KAGG, OGAW-Richtlinie, EU-Pass, Derivate-VO, KWG-DE-, SALZWASSER-VERLAG, 2006.
- SEC, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers: Proposed Rule, 17 CFR Parts 275 and 279(July 28, 2004)
- FSA, Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement (June, 2005)
- FSA, Hedge Funds: A discussion of risk and regulatory engagement, feedback on DP 05/4, March 2006.
- FSA, Wider-range retail investment products-Consumer Protection in a rapidly changing world, Discussion Paper 05/3.
- FSA, Integrated Regulatory Reporting(IRR): Credit Institutions and Certain Investment Firms, CP 06/11
- Klein, April and Emanuel Zur, Hedge Fund Activism, ECGI Working Paper Series in Finance, 2006.
- Julian Harris, International Regulation of Hedge Funds: Can the Will Find a Way, Comp. Law. 2007.

참고문헌

Walter Stuber et al., International Securities and Capital Markets, 41  
Int'l Law. 443(summer 2007)

金融廳, “ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点”,  
2005. 12.

金融廳, “ヘッジファンド調査(2006)の結果”, 2007. 3.

若林秀樹, ヘッジファンドの真実, 洋泉社, 2007.

光定 洋介, 白木 信一郎, 投資ファンドのすべて—投資信託、バイア  
ウト、ヘッジファンドなどの全容, 金融財政事情研究会, 2006.

高橋明彦, 袴田武志, 山本匡, アジア太平洋地域のヘッジファンドの選  
択とパフォーマンス分析, 2006.

藤瀬 裕司, 金融商品取引法等の改正と金融機関の業務, 金融法務事情,  
No. 1793, 2007. 2. 5.

大崎貞和, 『解説 金融商品取引法』, 弘文堂, 2006.

伊澤 賢司, 金融商品取引法, 日本実業出版社, 2006.

池田和世, “金融商品販売法の改正”, 商事法務1782号, 2006. 11.

松本圭介/池田和世/堀弘, “金融商品取引法の行為規制と投資者区  
分”, 商事法務1816号, 2007.

<http://www.fsa.go.jp/frtc/nenpou/2006a/08.pdf>