

Dodd-Frank Act 이후 미국 헤지펀드 규제의 한국형 헤지펀드 도입에 대한 시사점

Hedge Funds Regulation in U.S. after Dodd-Frank Act and Legal Proposals to Korea's Hedge Funds Regulators

이 동 료* · 고 세 훈**
Lee, Dong-ryul · Ko, Se-hun

목 차

- I. 서론
- II. 헤지펀드의 개념
- III. 미국에서의 헤지펀드 규제동향
- IV. 자본시장법상 헤지펀드의 활성화 방향
- V. 결론

국문초록

현재 헤지펀드 도입의 목소리가 높아짐에 따라 정부는 헤지펀드를 한국의 자본시장에 도입을 준비하고 있다. 그러나 헤지펀드에 대한 개념조차도 잘 정리되어 있지 않은 현 시점에서 그 활성화를 논의하기 위한 방향의 출발점은 현행 자본시장법이라고 할 수 있다.

헤지펀드의 개념을 설정하는 것은 한국에서 헤지펀드를 도입하면서 제도적으로 보완이 필요한 부분을 정하는 기준이 되므로 헤지펀드의 개념을 정의하

논문접수일 : 2011.09.23

심사완료일 : 2011.10.26

게재확정일 : 2011.10.28

* 건국대학교 법학전문대학원 교수

** 건국대학교 법학전문대학원 석사과정

는 것이 본 연구에서 가장 우선이 되었다. 이를 위해서 헤지펀드의 본고장이 라고 할 수 있는 미국에서의 헤지펀드에 관한 정의와 특성 및 규제의 흐름을 살펴보았다. 특히 미국 금융시스템에 있어서 책임성과 투명성을 제고하고 미국 경제의 금융안정성을 높이기 위해 도입된 도드-프랑크법(Dodd-Frank Act)이 헤지펀드의 관하여 후발주자라고 할 수 있는 한국금융시장에 던지는 시사점을 검토하였다.

현행 자본시장법상에 규정된 집합투자기구와 관련된 조항으로서 헤지펀드와 가장 유사한 투자기구는 일반공모펀드, 일반사모펀드, 적격투자자사모펀드 및 사모투자전문회사가 있으며, 이들 각각 기구의 특성과 입법취지를 검토하여 헤지펀드의 특성을 활성화하는 데에 필요한 제도적 개선방안을 제안하였다.

본 연구가 제안하는 개선방안은 다음과 같다. 원칙적으로 헤지펀드의 자산 운용에 대해 제한을 두지 않고, 공매도는 담보부 공매도(covered short sale)만을 허용한다. 헤지펀드의 차입규모는 200%로 제한하고, 펀드운영자의 자기자 금투자를 허용한다. 성과보수는 현재와 같이 허용하고, 정기적 환매여부는 법에서 강제하지 말고 계약에서 정할 수 있도록 한다. 사모발매를 허용하고, 펀드 운용사에 대한 업자의 적격에 관한 제한을 없애는 것이 필요하다.

주제어 : 헤지펀드, 1933년 증권법, 1934년 증권거래법, 1940년 투자회사법, 1940년 투자자문업법, Goldstein판결, 도드-프랑크법, 차입, 공매도, 사모집합투자기구, 적격투자자대상 사모집합투자기구, 사모투자전문 회사

1. 서론

현재 헤지펀드 도입의 목소리가 높아지고 있다. 최근 금융위원회는 "고수익을 추구하는 사모펀드나 헤지펀드에 대한 수요가 있는 점을 감안해 시장의 요구를 반영해 활성화 방안을 모색할 예정"이라고 밝혔다.¹⁾

헤지펀드에 대한 개념조차도 잘 정리되어 있지 않은 현 시점에서 헤지펀드

이든 헤지형 사모펀드이든 간에 그 활성화를 논의하기 위한 방향의 출발점은 현행 자본시장법이다. 먼저 이 법에서의 사모펀드 관련 규정들을 통해 헤지펀드가 도입될 수 있는지, 또한 도입하기 위해서는 어떠한 규정을 검토해야 하는 점이다.

본 연구에서는 헤지펀드의 본고장이라고 할 수 있는 미국에서의 헤지펀드에 관한 정의와 특성 및 규제의 흐름을 살펴본 후, 특히 도드-프랑크법(Dodd-Frank Act)이 제정된 이후 현재의 규제를 검토하고자 한다. 이를 바탕으로 한국시장에서의 시사점을 연구하고자 한다.

아울러 현행 자본시장법상에 규정된 헤지펀드와 유사하다고 할 수 있는, 사모집합투자기구와 사모투자전문회사의 규제를 검토하여 헤지펀드의 특성을 활성화하는 데 미비점과 그 개선이 필요한 부분들을 함께 검토하자 한다.

II. 헤지펀드의 개념

1. 헤지펀드의 탄생

헤지펀드는 이미 알려진 바와는 다르게 투자자들의 다양한 투자이익을 제공하기 위해서 탄생했다.²⁾ 최초의 헤지펀드는 1952년 미국의 알프레드 존스(Alfred Jones)에 의해서 처음 설립되었다. 그는 전체 주식시장이 상승할 지 하락할 지에 대해서 예측하는 것에는 자신이 없었지만, 어떤 회사가 실적이 뛰어날 지에 대해서는 분석해 낼 수 있는 능력을 가졌다고 자신하였다.³⁾

당시의 대부분의 주식지분 포트폴리오(Equity portfolio)는 미국 증권거래위원회(SEC)에 의해서 규제되는 뮤추얼펀드의 형식으로 투자자들에게 제공되었고, 또한 대부분의 뮤추얼펀드에 대해 공매도(Short-selling)⁴⁾를 하는 것이

1) 경제투데이(2011.3.2.). "<http://www.eto.co.kr/news/outview.asp?Code=20110302144823460&ts=152857>" (2011. 5. 27. 마지막 방문).

2) CHINCARINI, LUDWIG B. "Hedge Funds: The Misunderstood Investment Vehicle". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1788473>. p.1. March 2011.

3) Id.

금지되었다. 그리하여 이러한 뮤추얼펀드들은 전체 주식시장의 등락 위험에 직접적으로 노출되었다.⁵⁾ 이와 같은 규제의 지배하에서는 아무리 유능한 포트폴리오 운영자(portfolio manager)라 하더라도 주식종목 선택에 있어서는 전체 주식시장이 폭락하는 경우에는 자신이 운영하는 포트폴리오 자산의 하락을 막을 수가 없다. 만약 포트폴리오 운영자가 좋은 종목을 매수함과 동시에 나쁜 종목을 공매도할 수 있다면, 이러한 포트폴리오의 위험은 전체시장의 시장위험에 대해서는 훨씬 덜 취약하게 된다.⁶⁾

매수와 공매도의 조합으로 주식시장의 시장전체위험을 회피하는 투자전략은 '헤지펀드'라고 이름을 붙여진 이유라 할 수 있다.⁷⁾ 이상적으로 본다면 매수와 공매도의 적절한 조합으로 시장위험을 헤지한다면, 남는 위험은 개별 주식종목의 개별위험만 남게 된다.⁸⁾ 이러한 투자전략을 활용하기 위해서 최초의 헤지펀드는 SEC의 규제를 피해하려고 했던 것이다. 1952년 당시 증권거래위원회는 뮤추얼펀드의 공매도의 운용방식을 법적으로 규제하고 있었기 때문에, 위와 같은 투자전략을 구사하기 위해서는 필연적으로 증권거래위원회의 뮤추얼펀드에 대한 규제를 받지 않는 형태의 새로운 펀드구조를 찾을 수 밖에 없었다.

1952년 처음 설립된 헤지펀드 이후로 헤지펀드 시장은 급격히 성장하기 시작하였다. 1990년에 530개였던 전세계 헤지펀드는 2011년 초에 이르러서는 7,164개로 증가하였고, 같은 기간 동안 헤지펀드 자산은 390억 달러에서 1조 9천억 달러로 증가하였다.⁹⁾

4) 공매도(Short Sale)란 일반적으로 주식을 소유하지 않은 자가 주가가 하락할 것으로 예상하는 경우 남의 주식을 빌려서 매도하는 것을 말한다. 남의 주식을 매도한 사람은 이후 자신의 예상대로 주가가 하락하면 하락한 가격으로 주식을 매수하여 주식을 빌려준 사람에게 되갚게 된다. 이러한 공매도 거래를 통해서 공매도자는 주가가 하락한 만큼의 이익을 얻게 되며, 대여자는 일정한 이자를 받게 된다(증권법학회, 『자본시장법』 주석서 I, 박영사, 2009(이하에서는 주석서 I이라 함), 964면).

5) CHINCARINI, LUDWIG B. p.1.

6) Id.

7) Id.

8) Id.

9) Id.

2. 미국 헤지펀드에 대한 법적 정의

‘헤지펀드(Hedge Fund)’는 연방증권법 그 어디에도 존재하지 않는 용어로서 이에 대한 법적 정의를 내리기는 매우 힘들다.¹⁰⁾ 미국증권거래위원회는 “사적으로 조직되고 널리 공모되지 아니하는 집합투자기구(any pooled investment vehicle that is privately organized, and not widely available to the public)¹¹⁾” 또는 “증권이나 다른 자산의 집합물을 소유하며, 그의 지분을 등록된 공모절차를 통하여 매출되지 아니하고 1940년 투자회사법 하에 투자회사로 등록되지 아니한 사업체(entity that holds a pool of securities and perhaps other assets, whose interests are not sold in a registered public offering and which is not registered as an investment company under the Investment Company Act)¹²⁾” 라고 정의하고 있다.

헤지펀드의 태생 자체가 펀드의 모집과 운용에 대해서 증권거래위원회 등의 규제를 받지 않고자 한 것이라고 할 수 있고, 증권거래위원회의 규제의 공백에서만 영업을 하는 것을 가장 큰 속성으로 하고 있으므로, 당연히 헤지펀드의 법적 개념도 소극적으로 성립되어 왔다.

도드-프랑크법(Dodd-Frank Act)은 사모펀드(Private Funds)에 대한 1940년 투자회사법상 section3(c)(1) 또는 section3(c)(7)에 의해 등록의무를 면제받던 투자자문업자에게 등록의무를 부과한다. 그렇다면 도드-프랑크법상의 사모펀드는 1940년 투자회사법의 section3(c)(1) 또는 section3(c)(7)에 의해서 등록의무를 면제받던 투자회사인 펀드라고 할 수 있다(뒤에서 상세히 후술함).

3. ISOCO¹³⁾에 따른 헤지펀드의 정의

10) RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., “Hedge Funds: Legal History and the Dodd-Frank Act”. Congressional Research Service. R40783(July 16, 2010), p.1.

11) Id.

12) Id.

ISOCO는 헤지펀드의 법적 정의를 내리기 힘들다는 것을 전제로 하고, 헤지펀드의 주된 특성들을 다음과 같이 제시하고 있다.¹⁴⁾

- ① 일반적으로 집합투자기구 관련 규제의 대상이 되는 차입 및 레버리지투자 규제가 적용되지 않고 대부분의 헤지펀드가 높은 수준의 레버리지를 투자의 수단으로 사용하며,
- ② 운용보수에 부가하여 매우 높은 수준의 성과보수(많은 경우에 수익의 일정한 비율로 책정되는)가 펀드운영자에게 지급되고,
- ③ 투자자는 정기적(분기별, 반기별, 연별)으로 지분을 매각할 수 있으며,
- ④ 많은 경우에 운용자 자신이 고액의 고유자금을 투자하며,
- ⑤ 많은 경우에 투기적인 목적의 파생상품이 사용되고 공매도(short-sell)가 가능하며,
- ⑥ 더욱 다양한 리스크 혹은 복잡한 구조의 상품에 투자하는 특성을 가진다.¹⁵⁾

4. 헤지펀드의 개념에 대한 검토

헤지펀드라는 용어 자체가 만들어진 미국에서도 헤지펀드의 법적 개념을 소극적으로 정의하고 있다는 점을 고려하면, 헤지펀드에 대해 적극적으로 법

13) International Organization of Securities Commissions. 국제증권관리위원회기구. 증권거래의 규제·감독에 관한 다국간 국제협력문제를 검토하는 국제기구. 이 기구의 전신은 1974년 미국과 캐나다가 중남미 제국의 자본시장 육성을 위해 설립한 미주증권감독자협회이다. 1983년 이름을 바꾸었고 한국 증권감독원도 1983년 정회원으로 가입했다. 모두 8개 분과위원회로 나뉘어 있으며, 증권거래의 국제화에 수반되는 규제·감독상의 문제, 특히 내부자거래·증권사 자기자본 규제문제를 다루고 있다. <http://www.iosco.org>.

14) Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions(IOSCO). Hedge Funds Oversight (Final Report). Jun. 2009. p.4 - p.5 Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>

15) ①borrowing and leverage restrictions, which are typically included in collective investment schemes related regulation, are not applied, and many (but not all) hedge funds use high levels of leverage: ②significant performance fees (often in the form of a percentage of profits) are paid to the manager in addition to an annual management fee: ③investors are typically permitted to redeem their interests periodically, e.g., quarterly, semi-annually or annually: ④often significant own funds are invested by the manager: ⑤derivatives are used, often for speculative purposes, and there is an ability to short sell securities: and ⑥ more diverse risks or complex underlying products are involved

적인 정의를 내리는 것은 힘들어 보인다. 헤지펀드에 대한 법적 정의를 하는 자체가 헤지펀드에 대한 법적 근거와 규제의 근거를 마련하기 위한 것이라고 한다면, IOSCO와 같이 헤지펀드의 주된 특성(펀드모집, 자산운용 및 투자전략, 성과보수, 이익분배 측면 등)을 고려하여 이러한 주된 특성을 가진 헤지펀드의 활동이 현행 자본시장법 하에서 법적 근거가 있는지 살펴보고, 정확히 맞아 떨어지는 법적 근거가 없다면 어떠한 방향으로 별도의 규제 개선이 필요한지 검토하는 것이 타당하다고 할 것이다.

‘헤지펀드를 도입하자’라고 하여 새로운 제도를 창설하는 것이 아니라, 현행 펀드의 모집과 활동에 대한 법적 근거를 보완하고, 또한 이에 대한 규제를 완화하는 등의 개선방안을 통해서 헤지펀드를 도입하고자 함에 따라 그 취지를 달성할 수 있을 것이다. 헤지펀드 도입론자들의 주장도 헤지펀드를 통해 규제를 받지 않겠다는 것이 아니라, 헤지펀드의 장점을 우리 금융시장의 참여자들이 누릴 수 있어야 한다는 것이라고 할 수 있기 때문이다.

이상의 논의를 통해 헤지펀드의 특성을 살펴본다면 ① 원칙적으로 제한 없는 자산 운용, ② 차입 허용, ③ 공매도 허용, ④ 성과보수 허용, ⑤ 펀드 운용자의 자기자금 투자허용, ⑥ 정기적 환매허용, ⑦ 사모발매 등이라고 할 수 있다.¹⁶⁾

III. 미국에서의 헤지펀드 규제동향

여기에서는 헤지펀드의 본고장이라고도 할 수 있는 미국에서 헤지펀드에 의해서 주로 이용된 규제에 대한 면제 사례와 현재의 도드-프랑크법(Dodd-Frank Act) 이후의 미국 헤지펀드에 대한 규제가 어떻게 진행되는지 살펴보고자 한다.

16) 노희진/김규림, 「헤지펀드의 국내 허용방안」, 한국증권연구원, 2008년 3월, 117면.

1. 투자회사법 (The Investment Company Act¹⁷⁾)

헤지펀드는 투자회사법 상에서 '투자회사'가 아닌 경우가 많다.¹⁸⁾ 헤지펀드는 투자회사법상에서 등록의무를 면제받을 뿐만 아니라, '투자회사'의 정의에 해당되지 않는 경우가 많다. 그 이유는 헤지펀드가 투자회사의 정의에서 제외되는 두 가지 면제조항 중에 하나에 해당하도록 펀드회사를 조직하기 때문이다.¹⁹⁾

투자회사법의 Section3(c)(1)은 100명 미만의 투자자들로부터 투자를 받는 발행인은 동법상의 투자회사에 해당하지 않는다.²⁰⁾ 그러므로 많은 헤지펀드들이 투자자의 숫자를 99명 이하로 제한하여 동법상의 등록의무를 면할 수 있었다.²¹⁾

투자회사법 Section3(c)(7)은 Section(c)(1)보다 헤지펀드 운영자에 의해서 많이 이용되는 면제조항이다.²²⁾

펀드의 지분을 적격투자자(qualified purchasers)에게만 판매하는 경우에는 동법상의 '투자회사'에 해당하지 않게 되어 등록의무를 면제되게 된다.²³⁾ 여기서의 적격투자자란 500만 달러 이상의 투자 잔고를 가진 개인과 가족형 기업 또는 2,500만 달러 이상의 투자잔고를 가진 기관투자자를 말한다.²⁴⁾ 이는 부유하고 고도로 경험이 있는 투자자들은 그들 스스로가 투자위험을 평가할 수 있는 지식이 있고, 또한 손실에 대비한 금융수단이 있기 때문에 그러한 사람들까지 투자회사법에서 보호할 이유는 없다는 의회의 의견이 반영된 것이다.²⁵⁾

그렇다면 헤지펀드는 공모를 통하지 않고, 동법에서 정하는 적격투자자들에 게만 펀드의 지분을 판매함으로써 동법에 의한 등록의무를 면할 수 있게 된

17) 15 U.S.C. §§ 80a et seq.

18) RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., supra. p.4.

19) Id.

20) 15 U.S.C. § 80a-3(c)(1).

21) RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., supra. p.4.

22) Id.

23) 15 U.S.C. § 80a-3(c)(7).

24) 15 U.S.C. § 80a-2 (a)(51)(A).

25) 김범준, "미국의 헤지펀드 규제에 대한 비판적 소고-2006년 Goldstein v. SEC 판결 이후의 동향을 중심으로-", 「법학논총」 제33권 제1호(2009년 6월), 551면.

다.²⁶⁾ 한편 Section 3(c)(7)은 Section 3(c)(1)에서 99명의 제한을 두는 것과는 달리 투자자의 수에 제한을 두고 있지 않으므로 대부분의 헤지펀드는 증권거래법이 500명 이상의 투자자가 있는 회사에 등록·보고의무를 부과하고 있는 점을 감안하여 사모의 방법으로 499인 이하의 적격투자자에게 증권을 발행하는 방법을 이용하고 있다.²⁷⁾

2. 투자자문업법(The Investment Advisers Act of 1940)

많은 사모펀드의 운영자들이 투자자문업법상의 투자자문업자이다.²⁸⁾ 투자자문업자는 “보수를 목적으로 하여, 직접 혹은 출판물이나 서면을 통하여 증권의 가치에 대한 자문 또는 증권에 대해 투자·매수·매도 자문을 사업으로 하거나 혹은 증권에 관한 분석이나 보고서의 발행을 사업의 일환으로 하는 자”를 말한다.²⁹⁾ 헤지펀드의 운영자들은 사실상 동법상의 투자자문업자에 해당하게 되고,³⁰⁾ 투자자문업자는 투자자문업법에 의하여 증권거래위원회에 등록해야 한다.³¹⁾ 도드-프랑크법이 시행되기 이전에는 과거 12개월 동안의 고객의 수가 15인 미만이고, 업자 자신이 투자자문업자임을 공표하지 않았고, 등록된 투자회사(registered investment company)나 사업개발회사(business development company)에게 자문업자로서 영업하지 아니한 경우에는 증권거래위원회에 등록의무가 면제되었다.³²⁾ 여기에서 ‘15인 미만의 고객’에서 ‘고객(clients)’의 의미는 개별 펀드를 의미하는 것이지 그 펀드의 개별 투자자를 의미하는 것은

26) 김범준, 상계논문, 552면.

27) 김범준, 상계논문, 552면.

28) RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., supra. p.5.

29) The Investment Advisers Act of 1940, § 2(a)(11). “Any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publication or writings, as to the value of the securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities.”

30) 김범준, 전계논문, 552면.

31) Investment Advisers Act of 1940 § 3(a)

32) Investment Advisers Act of 1940 § 3(b)(3)

아니다(“Clients” in this circumstance has been interpreted to refer to each pooled investment fund and not to each investor in the fund).³³⁾ 그러므로 어떤 사모펀드회사(private fund company)가 15개 미만의 집합투자기구로 이루어진 경우에도 이 사모펀드회사에 대한 투자자문업자는 투자자문업법상 증권거래위원회에 등록해야 할 의무가 면제되는 결과가 된다. 하지만 도드-프랑크법은 이러한 등록면제 조항을 삭제하였다.

3. 증권법(Securities Act of 1933) 및 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)

1933년 증권법 Section 5에서 증권거래위원회에 등록되지 아니한 증권의 매매와 공모를 금지하고, 증권의 매매를 위해서는 공모기업에 대한 정보를 포함한 사업설명서를 제출할 것을 의무로 하고 있다.³⁴⁾ 헤지펀드의 지분증권은 증권법이 정의하는 ‘등록의무 있는 증권’에 포함되지만, 헤지펀드는 자신의 지분증권을 전문투자자(accredited investor)³⁵⁾와 35명 미만의 일반투자자(unaccredited investor)³⁶⁾를 대상으로만 판매하고, 동시에 불특정 다수에게는 권유행위를 하지 않는다면 Section 5상의 등록과 사업설명서 제출의무를 면할 수 있다.

1934년 증권거래법상 증권의 딜러나 자기의 계산으로 증권의 매매와 관련한 사업을 영위하는 자는 증권거래위원회에 등록을 해야 한다. 증권거래법의 경우 상장법인, 증권을 공모한 법인, 500명 이상의 투자자가 있고, 그 딜러(법인)의 자산이 1천만달러 이상인 경우에 증권거래위원회 등록의무 등을 부과하

33) Goldstein v. Securities and Exchange Commission, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).

34) Securities Act of 1933, §5(a)-5(c).

35) 투자금액이 500만달러 이상인 개인이나 법인, 2,500만달러 이상인 기관투자자 등이다. Investment Company Act of 1940 §2(a) (51)(A).

36) 다만 증권을 구입한 일반투자자(unaccredited investor)들은 전문적인 지식과 재무와 관련한 경험을 지닌 투자자(sophisticated investor - individuals with knowledge and experience in financial matter)이거나, 그러한 전문투자자에 의해서 대리되는 투자자(represented by individual with such knowledge and experience)이어야 한다.

고 있으나,³⁷⁾ 헤지펀드는 상장법인이 아니고, 증권을 공모하지 않으므로 투자자수를 500명 미만으로만 유지한다면 증권거래위원회의 규제대상에서 벗어나게 된다. 하나의 헤지펀드가 증권거래법상의 규제를 피하면서 499명까지의 투자자를 보유할 수 있고, 투자자문업법에서는 개별 헤지펀드를 동법의 규제목적상 15명을 계산할 때에 1명의 고객(one client)으로 취급할 수 있으므로, 1인의 헤지펀드 자문업자는 최대 6,986명(14개의 헤지펀드와 각각의 헤지펀드에 499명의 투자자)의 투자자를 대상으로 투자자문업법, 증권거래법상의 아무런 제약 없이 사업을 영위할 수 있었다.

4. 도드-프랑크법(Dodd-Frank Act)³⁸⁾과 그 시사점

2008년 미국의 서브프라임 모기지 부실에서 촉발된 글로벌 금융위기는 광범위한 금융시스템의 개혁을 요구하였고,³⁹⁾ 도드-프랑크법은 “금융시스템에 있어서 책임성과 투명성을 제고함으로써 미국 경제의 금융안정성을 높이고, 대마블사(too-big-to-fail)의 문제를 종식시키며, 구제금융(bailout)의 종식에 의해서 미국 납세자를 보호하며, 부당한 금융서비스 관행으로부터 금융소비자를 보호하는 것⁴⁰⁾”을 목적으로 하고 있다.

헤지펀드에 대한 규제로서 직접적으로 관련된 부분은 제4장 투자자문업자에 대한 규제 강화 부분인데, 이에 대한 주된 내용은 아래와 같다.

(1) 사모펀드 운용업자, 투자자문업자에 대한 등록의무 부과

도드-프랑크법은 사모펀드(private fund)에 대한 투자자문업자에 대해서 1940년 투자자문업법에 따라 등록할 것을 요구한다.⁴¹⁾ 사모펀드는 투자자문업

37) Securities Exchange Act of 1940. §12(g) and Rule 12g-1.

38) 정식 명칭은 The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act이다.

39) 김흥기, 미국 도드-프랭크법의 주요 내용 및 우리나라에서의 시사점, 한국금융법학회 2010년 하계 학술발표회(2010. 9.4) 발표자료, p.2.

40) 법안의 서문임.

41) Section 403 of the Dodd-Frank Act.

법상의 투자회사로 취급되지만 Section 3(c)(1) 또는 Section 3(c)(7)의 면제 조항이 적용되지 않는 펀드로 정의할 수 있다.⁴²⁾ 즉 원칙적으로 모든 사모펀드 운용업자에 대한 증권거래위원회 등록의무를 부과하였다.

(2) 등록의무의 예외적 면제

다만 증권거래위원회 등록은 운용자산총액(Assets under management) 1억 달러 이상인 경우로 한정하고, 운용자산총액 1억 달러 미만은 주정부에 등록하게 하였다. 예외적으로 등록의무가 면제되는 자는 중소기업투자회사(small business investment company)의 운영업자, Venture Capital Fund 운영업자, 미국내 영업소를 가지지 않은 투자자 수 15인 미만, 운용자산총액 25백만 달러 미만의 외국 사모펀드 운용업자이다.

(3) 정보기록·유지 및 보고의무 (Record Keeping and Reporting)

등록운용업자는 자신이 운용하는 개별 사모펀드의 정보를 기록하고 유지해야 하며, 이를 증권거래위원회에 보고할 의무가 있다.⁴³⁾ 이 정보는 관련된 Financial Services Oversight Council(FSOC)을 포함한 다른 규제권자가 이용할 수 있게 된다.⁴⁴⁾ 보고의무가 있는 정보의 내용은 운용자산총액(Assets under management), 레버리지(Leverage), 거래상대방에 대한 신용노출정도(counterparty credit exposure), 거래와 투자포지션(Trading and investment positions), 기준가 산정방식(valuation policies and practices), 보유자산의 유형(types of assets held), 투자자와의 이면계약(side arrangements), 트레이딩 방법(trading practices), 그리고 기타 공익과 시스템리스크 분석을 위해 증권거래위원회가 필요하다고 판단되는 정보들이다.⁴⁵⁾

42) Id.

43) Section 404 of the Dodd-Frank Act.

44) Id.

45) RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., supra, p.6.

증권거래위원회는 운용업자들이 제출한 정보들을 주기적으로 검사하여야 한다.⁴⁶⁾ 또한 주기적인 점검 이외에도 필요하다고 여겨지는 한 다른 검사들을 할 권한이 있으며, FSOC가 필요하다고 하면 이 정보들을 제출하여야 한다. FSOC는 이러한 정보들에 대해 기밀을 보호할 의무를 진다.⁴⁷⁾

(4) 전문투자자(credited investors) 요건조정

사모펀드 투자자문업자는 수탁받은 자산에 대해 독립된 회계사에 의한 자산평가를 받는 등의 수탁재산보호의무를 진다.⁴⁸⁾ 증권거래위원회는 인플레이션과 경제상황을 고려하여 전문투자자(credited investor)의 기준을 상향조정하여야 한다.⁴⁹⁾ 또한 증권거래위원회는 그 기준이 투자자보호를 위하여 적절한 지에 대해서 매 4년마다 조정할 의무를 진다.⁵⁰⁾

(5) 도드-프랑크법의 시사점

도드-프랑크법은 기본적으로 모든 헤지펀드의 운용자와 헤지펀드의 자문업자들을 규제의 대상으로 삼는다. 기존 헤지펀드에 의해 주로 사용되던 등록면제 수단들을 모두 배제함으로써 실질적으로 자문업을 영위하는 모든 헤지펀드 자문업자들과 펀드의 운영자들에게 등록의무를 부과한다. 우리나라의 경우 펀드의 운영자나 자문업자는 기본적으로 등록을 하는 것을 의무화하고 있으므로, 우리나라가 헤지펀드를 도입하면서 등록을 의무화하는 데에는 문제가 없을 것으로 보인다.

도드-프랑크법은 등록운용업자에게 자신들이 운용하는 사모펀드의 정보를 기록하고 유지하며, 이를 증권거래위원회에 보고하게 함으로서 규제권자들이

46) Section 404 of the Dodd-Frank Act.

47) 5 U.S.C. § 552.

48) Section 411 of the Dodd-Frank Act.

49) Id.

50) Id.

필요할 때에는 관련된 정보를 쉽게 모아서 활용할 수 있고, 다른 규제권자들에게도 이러한 정보를 이용할 수 있게 함으로써 전체 시장의 시스템리스크를 분석하는 것은 물론 금융시장의 예기치 않은 신용위험을 줄일 수 있도록 하고 있다. 등록운용업자들 입장에서는 자신들의 투자전략 등이 노출되는 위험이 있으므로 이에 대해 반가워하지 않는 것은 당연하겠지만, 헤지펀드의 투자전략이 가지는 내재적인 위험이 규제권자의 통제없이 자율적으로 시장에서 해결되지 않았던 금융위기들을 돌아본다면 정보보고의무는 최소한의 규제에 속한다고 할 수 있겠다.

우리나라에서 헤지펀드를 도입하면서 사전적으로는 일반 집합투자기구에 비해서 완화된 규제를 하고, 사후적으로 시스템리스크 관리 등에 필요한 정보를 기록·유지·보고해야 할 의무를 보충적으로 부과하여 규제기관에서 시스템리스크를 관리할 수 있도록 하여야 할 것이다.

도드-프랑크법은 증권거래위원회에 운용업자들이 제출한 정보들을 주기적으로 검사할 의무를 부과하면서도, 증권거래위원회 및 관련 정부기관에 이러한 정보들에 대해 기밀을 보호할 의무를 부과한다. 시스템리스크 방지의 실효성을 높이면서도 개별 운용업자들의 투자전략과 투자포지션이 노출되는 것을 방지하여 개별펀드는 물론 펀드투자자들을 보호하기 위한 것으로 평가된다.

사모펀드 투자자문업자는 수탁받은 자산에 대해서 독립된 회계사에 의해 자산평가를 받게 하는 등 수탁재산에 대한 보호의무를 부과한다. 우리나라가 헤지펀드를 도입하는 경우에도 독립된 감사인에 의한 시가평가와 수탁재산의 보관자를 펀드운용자와는 독립된 신탁회사로 하게 하여 투자자의 자산을 보호하는 장치를 두는 것이 좋을 것이다.

현재 우리나라의 헤지펀드라고 할 수 있는 적격투자자대상 사모집합투자기구는 투자자를 적격투자자로 한정하고 있어서 개인투자자에게는 허용되고 있지 않지만, 향후 개인에게 헤지펀드투자가 허용되는 경우 전문투자자의 요건에 대해서는 엄격히 할 필요가 있다. 도드-프랑크법에서 증권거래위원회에 인플레이션과 경제상황을 고려하여 전문투자자의 기준이 적절한 지에 대해서 매 4년마다 심사하고 조정할 의무를 부과하는 것이 참고할 만 할 것이다.

IV. 자본시장법상 헤지펀드의 활성화 방향

1. 현행 자본시장법상 법적근거

(1) 서론

우리나라의 사모펀드의 규율체계를 이해하려면 집합투자제도의 기본구조를 먼저 이해하는 것이 필요하다. 그 유형은 1) 집합투자업자가 집합투자기구를 통하여 운용하는 펀드와 2) 자산운용사 등이 직접 운영하는 사모투자전문회사(Private Equity Fund: PEF)로 나눌 수 있다. 전자는 1) 50인 이상의 투자자에 판매되는 공모펀드와 2) 50인 미만의 투자자에 사모형식으로 판매되는 사모펀드로 나눌 수 있다. 다시 사모펀드는 1) 사모집합투자기구라고 불리는 일반사모펀드와 2) 적격투자자만을 대상으로 하는 적격투자자 사모펀드가 있다.

그리고 사모투자전문회사는 자본시장법에 근거를 두는 1) 일반 사모투자전문회사, 2) 기업재무안정 사모투자전문회사와 산업발전법에 근거를 둔 기업구조개선 사모투자전문회사⁵¹⁾로 나누어 볼 수 있다.

이 중 사모집합투자기구와 적격투자자대상 사모집합투자기구는 자본시장법상의 '집합투자기구'에 해당하여 운용자는 집합투자업자로 제한되며, 운용규제는 공모형 집합투자기구의 일반공모펀드에 비해서 상당히 완화되어 있다. 사

51) 지식경제위원회, 산업발전법 전부개정법률안 심사보고서, 2009. 2. 10면-11면 산업발전법은 '제4장 기업구조조정의 원활화'를 제20조 내지 제24조에서 규정하여 기존의 기업구조조정업무 수행을 위해 운영되던 기업구조조정조합 및 전문회사제도(CRC : Corporate Restructuring Company)를 폐지하고, 기업구조개선 사모투자전문회사제도(PEF : Private Equity Fund)를 신설하였다. 기존 기업구조조정조합 및 전문회사제도는 1998년 금융위기 이후 구조조정 대상기업의 자산매입 등을 통해 신속하게 구조조정을 추진하기 위해 도입된 제도로서, 자본잠식기업·워크아웃기업 등 구조조정 대상 기업에 대해서만 투자를 허용하도록 되어 있어(전업의무) 투자자금 모집과 정상기업의 구조조정 지원에 한계가 존재한다는 판단에 따라 이를 폐지하였다. 또한 동 제도의 폐지에 따른 구조조정 업무수행의 공백을 막기 위해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상의 사모투자전문회사 중 일정 요건을 갖춘 회사를 '기업구조개선 사모투자전문회사'로 등록하여 동 업무를 수행하도록 하고 있다.

모투자전문회사의 경우에는 운용자에 제한이 없어 일반 자산운용사나 증권사가 직접 운용을 할 수 있고, 운용규제의 측면에서 경영권 지배목적의 경우 대상 회사의 의결권 있는 주식을 10% 취득하게 하는 등의 제한은 있으나 상당 부분 완화되어 있다.

(2) 자본시장법상 사모집합기구 및 사모투자전문회사

1) 사모집합투자기구

사모집합투자기구란 i) 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서, ii) 기관투자자 등 전문투자자를 제외한 투자자의 총수가 49인 이하인 것을 말한다(법 제9조 제19항). 사모집합투자기구는 사모로만 집합투자증권을 발행하므로 자본시장법상의 집합투자기구 관련 규정 중 공모집합투자기구를 전제로 하는 규정의 적용이 배제된다(법 제249조 제1항).⁵²⁾ 동일종목 투자한도를 펀드자산의 10%로 하는 규제가 배제되는 등 운용관련 규제가 상당수 배제된다. 또한 자산운용보고서 등의 공시규제 적용이 배제되고, 투자설명서 제공의무, 광고규제 등이 적용배제 된다. 투자자에 대해서 일정한 경우 현물납입을 허용하고(법 제249조 제3항), 집합투자자총회에 관한 사항은 적용이 배제된다(법 제249조 제4항). 또한 일반 집합투자기구에서는 허용되지 않는 성과보수⁵³⁾를 허용하고 있다(법 제86조 제1항).

2) 적격투자자대상 사모집합투자기구

집합투자증권을 대통령령으로 정하는 적격투자자⁵⁴⁾만을 대상으로 사모로만

52) 주된 적용 배제 규정으로는 금융투자 상품에 대한 투자광고에 규제, 그 예로 자산운용보고서의 제공의무, 회계감사의무, 각종 집합투자자산에 대한 보고의무, 파생상품 운용, 기준가격 등에 관한 공시 의무의 배제를 들 수 있다.

53) 법 제86조 제1항은 집합투자기구의 운용실적에 연동하여 미리 정하여진 산정방식에 따른 보수를 성과보수라고 정의하고 있다.

54) 자본시장법 시행령 제271조의2(적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 대한 특례)
① 법 제249조의2제1항에서 "대통령령으로 정하는 적격투자자"란 다음 각 호의 자를 말한다. 다만, 법 제249조의2제1항에 따른 적격투자자대상 사모집합투자기구가 집합투자재산의 100분의 50 이상을 제292조제3항 각 호의 기업에 투자하는 경우로 한정한다.

발행하는 집합투자기구 중 사모투자전문회사를 제외한 집합투자기구를 말한다(법 제249조의2 제1항). 자본시장법이 2009년 2월 개정시 법 제249조의2를 신설하여 적격투자자대상 사모집합투자기구를 도입한 것은 헤지펀드의 단계적 도입을 위한 법적 근거를 마련한 것이다.⁵⁵⁾

적격투자자대상 사모집합투자기구는 설정·설립일로부터 1개월 이내에 금융위원회에 보고해야하는데(법 제249조의2 제6항), 이는 다른 집합투자기구, 일반 사모집합투자기구, 사모투자전문회사에 대해 등록의무가 부과되는 데에 비해서 차별화되어 규제를 완화한 것이라고 평가할 수 있다.

적격투자자대상 사모집합투자기구의 운용사는 일반 집합투자기구, 사모집합투자기구와 마찬가지로 집합투자업자로 한정하고 있는데(법 제249조의 2 제8항), 우리나라가 헤지펀드 도입의 초기라는 점을 감안한 것이고 향후 헤지펀드가 정착하면 이러한 제한이 없어질 것으로 보인다고 한다.⁵⁶⁾ 사모투자전문회사(법 제9조 제18항 제7호)에서 운용사를 제한하지 않고 있는 점을 고려한다면 헤지펀드가 도입되었을 때에는 운용사를 집합투자기구로 제한하지 않는 방안이 설득력을 충분히 가질 것으로 보인다.

자본시장법상의 집합투자업자는 집합투자자산을 운용함에 있어서 원칙적으로 자금차입이 금지되어 있고,⁵⁷⁾ 채무보증, 담보제공을 할 수 없다. 그러나 적격투자자대상 사모집합투자기구는 일정한 범위에서 금전의 차입, 채무보증, 담보제공 등을 할 수 있다. 집합투자업자가 적격투자자대상 사모집합투자기구의

1. 국가 및 외국 정부

2. 제10조제2항제1호부터 제8호(은행, 한국산업은행, 중소기업은행, 한국 수출입은행, 농업협동조합중앙회, 수산업협동조합중앙회, 보험업법에 따른 보험회사, 금융투자업자)까지의 어느 하나에 해당하는 자 및 이에 준하는 외국 금융기관

3. 제10조제3항제1호부터 제4호까지, 제4호의2 및 제5호부터 제14호까지의 어느 하나에 해당하는 자(예금보험공사 및 정리금융기관, 한국자산관리공사, 한국주택금융공사, 한국투자공사, 한국정책금융공사 한국금융투자협회, 한국예탁결제원, 한국거래소, 금융감독원, 집합투자기구, 신용보증기금, 기술신용보증기금, 지방자치단체 등) 및 이에 준하는 외국인

4. 금융위원회가 정하여 고시하는 국제기구

55) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2011, 1076면.

56) 임재연, 상계서, 1078면.

57) 다만 예외적으로 환매대금의 지급, 매수대금의 지급이 곤란한 경우에는 자금차입이 가능하다.

집합투자재산을 운용함에 있어서 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하는 경우 차입 당시 집합투자재산 총액의 300%까지 차입이 가능하다(법 제249조의2 제3항, 동법 시행령 제271조의2 제2항). 그리고 채무보증 및 담보제공은 50%까지 가능하다(법 제249조의2 제4항, 동법 시행령 제271조의2 제3항). 헤지펀드의 주된 전략 중의 하나인 레버리지전략을 활용할 수 있도록 허용한 것이라고 할 수 있다.

3) 사모투자전문회사

사모투자전문회사란 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구를 말한다(법 제9조 제18항 제7호). 사모투자전문회사는 기업인수펀드(buy-out fund)라고도 부르는데, 일반적으로는 불특정 다수의 투자자가 아닌 특정소수의 투자자를 대상으로 하는 사모(private)에 의하고, 지분증권(equity)에 투자하는 펀드(fund)라는 의미에서 Private Equity Fund라고도 부른다.⁵⁸⁾

사모투자전문회사의 설립을 위해서는 다른 집합투자기구와 마찬가지로 금융위원회에 등록하여야 한다(법 제268조 제5항). 운용사는 집합투자업자로 제한되지 않는다. 주요자산에 대한 운용규제로 투자대상기업의 의결권 있는 주식을 10% 이상 취득해야 하고(법 제270조 제1항), 총 재산의 50% 이상을 경영권참여 등의 지배목적에 위해 투자해야 한다(법 제270조 제3항). 사모투자전문회사는 자금차입 및 채무보증을 할 수 있으나 이는 재산의 10%로 제한된다(법 제270조 제7항). 다만 사모투자전문회사가 투자목적회사를 설립한 경우, 이 투자목적회사는 자기자본의 200%까지 차입이 가능하다. 또한 사모투자전문회사는 성과보수를 책정할 수 있다(법 제272조 제11항).

사모투자전문회사의 사원은 투자합자회사와 같이 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 하되, 사원의 총수는 49명 이하로 한다(법 제269조 제1항). 그리고 다른 집합투자기구들과 달리 운용사, 판매사에 대한

58) 임재연, 전제서, 1054면.

규제가 적용되지 않는다. 사원의 출자의 목적은 금전에 한하고, 유한책임사원의 최소출자액은 법인 등에 대해서는 20억, 개인인 경우에는 10억원이다(법 제269조 제6항, 동법 시행령 제291조 제2항).

다음의 표는 자본시장법상 집합투자기구와 사모투자전문회사에 대해서 이상의 논의를 정리한 것이다.

■ 자본시장법상 집합투자기구 및 사모투자전문회사 비교⁵⁹⁾

구분	집합투자기구			사모투자전문회사 (PEF)
	공모펀드		사모펀드	
	집합투자기구 (일반공모펀드)	사모집합투자기구 (일반사모펀드)	적격투자자대상 사모집합투자기구 (적격투자자사모펀드)	
근거법률	법 9조 18항	법 9조 19항 법 249조	법 249조의2	법 9조 18항 7호 법 268조
펀드 설립·감독	-금융위등록 -금융위검사·감독	-금융위등록 -금융위검사·감독	-설정·설립일부 터 1개월 이내에 금융위 보고	-금융위등록 -금융위검사·감독
	회계감사, 각종 보고 및 공시의무	적용배제	적용배제	적용배제
운용사	집합투자업자(인가) *인적물적요건	집합투자업자(인가) *인적물적요건	집합투자업자(인가) *인적물적요건	제한없음 ⁶⁰⁾
판매회사	판매사(은행, 증권, 보험 등) 통해 판매가능 *운용사(직판허용)	좌동	좌동	제한없음
수탁보관	인가받은 수탁(보관) 회사	좌동	신탁업자에 대한 의무신탁 배제	제한없음

59) 정완규(금융위 자산운용과장), 자본시장법상 집합투자규제 제도의 방향-일반사모펀드, 한국형 헤지펀드, PEF, 자본시장법 시행에 따른 법적 과제와 전망 학술회의 자료집, 국민대학교 법학연구소·금융법연구소·법무대학원, 2009.12.4., 41-42면을 참조하여 작성함.

주요자산 운용규제	-동일종목 투자한 도(펀드자산의 10%이내, 주식 총수의 20%이내)	-적용배제	-적용배제	-경영권지배 (10%이상) -포트폴리오 투 자제한 (5%)
	-계열사 발행주식 투자제한(펀드 자산의 10%)	-좌동	-좌동	-제한없음
자금차입	-원칙금지, 예외 허용 *투자회사는 펀드 자산의 10%(부 동산펀드는 순자 산의 200%)	-원칙금지, 예외 허용 *투자회사는 펀드 자산의 10%(부 동산펀드는 순자 산의 200%)	-재산의 300%까지 허용 채무보증 또는 담 보제공은 재산의 50%	-재산의 10%까지 허용 *SPC 200%
재산평가	-시가평가	-좌동	-좌동	-좌동
수익배분	-지분비례배분 *수익자 동등원칙	-좌동	-좌동	-제한없음 *수익배분차등가능
성과보수	-금지	-제한없음	-제한없음	-제한없음
투자자 요건	-모집·매출 -투자자 수 제한 없음	-모집·매출 외 -투자자 49인 이 하 또는 기관투 자자	-모집·매출 외 -적격투자자만 투자가능	-모집·매출 외 -투자자 49인 이 하 또는 기관투 자자 -최소투자한도 (법인 20억, 개인 10억)

2. 헤지펀드 활성화를 위한 자본시장법 개선방향

위에서 논의한 바와 같이 본 연구에서 주된 관심으로 하는 헤지펀드의 특성은 다음과 같다. ① 원칙적으로 제한 없는 자산 운용, ② 차입허용, ③ 공매도 허용, ④ 성과보수 허용, ⑤ 펀드 운용자의 자기자금 투자허용, ⑥ 정기적 판매의 허용, ⑦ 사모발매, ⑧ 헤지펀드 운용사에 대한 제한폐지 등이다.⁶¹⁾ 아래

60) 자산운용사, 증권사, 투자자문사, 기타 금융기관, 개인 등 운용자에 제한이 없다.

61) 노회진/김규립, 전계논문, 117면. 참조.

의 검토에서는 현행 자본시장법에서 위의 헤지펀드의 특성들을 어떻게 수용할 수 있고, 개선이 필요한 부분이 무엇인지 살펴본다.

(1) 자산운용

자산운용의 범위와 관련하여 살펴보면 자본시장법에서는 집합투자재산의 투자대상 자산에 대한 규제를 완전히 네거티브 방식으로 변경하여 법규상 제한이 없으면 어떠한 자산이든 투자가 가능하다.⁶²⁾ 자본시장법은 Money Market Fund(MMF)를 제외한 모든 집합투자기구가 집합투자재산을 다양한 투자대상에 운용할 수 있도록 하면서 주요투자대상자산을 기준으로 증권집합투자기구, 부동산집합투자기구, 특별자산집합투자기구, 단기금융집합투자기구로 분류하고,⁶³⁾ 또한 집합투자재산을 운용함에 있어서 주요투자대상자산의 제한을 받지 않는 '혼합자산펀드'를 신설하였다.

그러나 자본시장법 제81조 제1항에서 집합투자업자가 집합투자재산운용에 일정한 제한을 가하고 있으며 동법 제82조에서는 자기집합투자증권의 취득을 제한하고 있다. 즉 증권의 경우 동일 종목에 10%이상 투자하는 것을 금지하고 있고, 동일법인 등이 발행한 지분증권의 20%를 초과하여 투자하는 행위 등을 금지하고 있다. 집합투자업자의 운용대상 자산의 제한은 집합투자기구를 공모하는 것을 상정하여 일반투자자를 보호하기 위해서라고 할 수 있다. 그렇다면 공모가 아닌 사모인 경우에는 규제가 완화되어야 할 것이다. 그리하여 사모집합투자기구는 사모로만 집합투자증권을 발행한다는 특성상 규제완화 차원에서 자본시장법의 집합투자기구 관련 규정 중 공모집합투자기구를 전제로 하는 규정의 적용이 배제된다(자본시장법 제249조 제1항).⁶⁴⁾ 그리고 자산운용의 면에서 동일종목 투자한도 등의 제한이 없다.

사모투자전문회사의 경우에도 자본시장법 제270조 제1항에서 자산운용에 대해서 제한하고 있다. 자본시장법은 사모투자전문회사의 원칙적인 투자형태는

62) 증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ, 박영사(이하에서는 주석서Ⅱ라고 함), 2009, 312면.

63) 임재연, 전게서, 985면.

64) 임재연, 상게서, 1051면.

경영권 참여 목적의 투자를 하도록 하고 있다.⁶⁵⁾ 그리고 재산운용에 있어서도 사원이 출자한 날부터 일정한 기간 내에 출자금액의 50%이상을 투자할 것을 규정하고 있다.

그러나 사모펀드가 본질적으로 투자수단이고, 투자수단을 운용함에 있어서는 운용자가 스스로 자신의 위험성향에 맞게 투자전략을 구사할 수 있어야 한다는 점에서, 법률에서 어떤 대상에, 언제까지 투자를 하라고 강제하는 것은 투자상식에 부합하지 않는다. 투자라는 것은 본질적으로 수익률을 최대로 하기 위해서 선택 가능한 투자전략 중에서 같은 위험이라면 수익률이 높은 전략을 선택하고, 같은 기대수익률이라면 위험이 낮은 전략을 선택하는 것이다. 그러므로 시장상황에 따라 펀드운용자 자신의 분석과 선택에 따라 지분투자(Equity investment)와 포트폴리오 투자(Portfolio Investment)를 자유롭게 할 수 있어야 할 것이다. 법률에서 어떤 집합투자기구가 어느 정도의 지분투자는 반드시 해야 하고, 혹은 어느 정도 이상의 지분투자는 절대 안되고, 포트폴리오 투자의 한계를 정해 놓는다는 것은 스스로 운용할 수 있는 전략을 제한해 놓고 투자를 시작하는 꼴이 되는 것이다. 원칙적으로 사모펀드의 자산운용전략에 대해서 제한하는 법률은 폐지되는 것이 타당하다.

(2) 차입허용(Leverage)

집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 원칙적으로 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하지 못한다(법 제82조 제1항).⁶⁶⁾ 동법 동조 제4항⁶⁷⁾

65) 증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ, 470면.

66) 예외적으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입할 수 있다.

1. 제235조에 따른 집합투자증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 환매대금의 지급이 곤란한 때
2. 제191조 및 제201조제4항에 따른 매수청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 매수대금의 지급이 곤란한 때

67) 법 82조 4항 집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 집합투자재산중 금전을 대여(대통령령으로 정하는 금융기관에 대한 30일 이내의 단기대출을 제외한다)하여서는 아니 된다.

에서는 금전을 대여해주는 것을 제한하고 있으며, 제5항에서는 타인을 위하여 집합투자재산으로 채무보증 또는 담보제공을 하는 것을 제한하고 있다.

사모투자전문회사의 경우에는 사원의 퇴사에 따른 출자금을 지급하기 위하여 불가피한 경우, 운영비용에 충당할 자금이 일시적으로 부족한 경우, 투자대상 기업에 투자하기 위하여 필요한 자금이 일시적으로 부족한 경우 등의 경우에 한하여 사모투자전문회사 재산의 10%에 한하여 자금을 차입하거나 타인을 위한 채무보증을 할 수 있다(법 제270조 제7항). 다만 사모투자전문회사가 투자목적회사(법 제271조 제1항)를 설립하여 투자하는 경우에, 투자목적회사는 자기자본의 200%까지 차입이 허용된다(법 제271조 제3항, 동법 시행령 제296조 제3항). 사모투자전문회사에 대해서는 자본금의 10%로 차입비율로 제한한 반면 투자목적회사의 차입비율을 자기자본 대비 200%까지 허용한 것은 투자목적회사는 투자위험이 투자목적회사에 한정하여 미친다는 점과,⁶⁸⁾ 또한 실체 없는 회사인 투자목적회사를 믿고 무제한적으로 대출하고자 하는 기관이 있을 수 없다는 점을 고려하여 완화한 것이라 할 수 있다.⁶⁹⁾

레버리지 허용에 대한 논의는 한쪽에서는 레버리지 전략의 효용성이 대두되고, 다른 한쪽에서는 지나친 레버리지가 불러올 수 있는 통제할 수 없는 신용위험의 가능성이 제기되기 때문이다. 레버리지 전략은 위험추구형 투자전략으로 매우 유효한 전략일 수 있지만, Long-Term Capital Management(LTCM)이 투자실패로 인해 미국은 물론 세계의 금융체계의 붕괴를 가져온 기억을 되살린다면 과도한 레버리지에 대한 규제는 당연하다고 보여진다. LTCM의 경우 붕괴하기 이전인 1998년 1월 1일 기준으로 48억달러의 자본에 1250억 달러의 자산이 보고되었는데, 이는 부채비율이 2,500%(1,202억달러/48억달러)를 넘는 수준이다.⁷⁰⁾

그렇다면 어느 수준이 과도하지 않은 레버리지의 수준인가? 정답은 없어 보

68) 임재연, 전계서, 1062면.

69) 증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ, 481면.

70) Report of The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management(April 1999)", p.12

인다. 다만 현행 자본시장법에서 적격투자자대상 사모집합투자기구에서 300%까지 허용하고 있는 점을 고려하면 차입에 대한 제한은 300%를 기준으로 하여 고려하는 것도 타당하다고 할 수 있다.

헤지펀드를 옹호하는 일각에서는 헤지펀드들이 매우 보수적인 레버리지로 운용된다는 주장한다.⁷¹⁾ 많은 헤지펀드들이 레버리지를 전혀 사용하지 않거나, 나머지 헤지펀드들도 통제가능하고 보수적인 수준에서 레버리지를 사용하고 있다고 한다.⁷²⁾ 2008년 기준으로 한 조사에 의하면 20%정도의 헤지펀드들만이 200% 이상의 레버리지로 운용되고 있다고 하며,⁷³⁾ 또한 Merrill Lynch, Global Fund Manager Survey(2008)에 따르면 2006년 10월부터 2008년 4월까지의 헤지펀드들의 가중평균 레버리지는 125% ~ 200% 사이였다고 밝히고 있다.⁷⁴⁾

전 세계 헤지펀드의 실제 운용상황이 위와 같다면 우리나라에서 적격투자자대상 사모집합투자기구에서 300%를 한도로 레버리지를 허용하는 것이 오히려 과도한 것으로 보일 정도이다. 그렇다면 200%선에서 레버리지 비율을 제한하고, 시장상황에 따라 이 차입한도를 조절하는 것도 고려해 볼 만하다. 각 펀드 및 운용자에 대해서 레버리지 비율에 대한 보고의무를 부과하여 규제기관에 사후적, 정기적으로 보고하도록 하고, 규제기관은 개별 운용업자로부터 보고된 정보들을 취합하여 전체 시장에서 차입비율을 산정한 다음에 금융시장의 상황에 맞게 전체 금융시장에서 차입규모 등을 고려하여 헤지펀드 대상의 차입규모를 조절하는 방안이 타당할 것으로 보인다.

(3) 공매도 허용

71) SPELLMAN, JAMES D., "Hedge Funds - How They Serve Investors in U.S. and Global Markets". Coalition of Private Investment Companies, August 2009, p.13.

72) Id.

73) Id.

74) Id. : Source: Available at: <http://seekingalpha.com/article/124783-a-graphical-lookat-hedge-fund-leverage>, last visit on May 27, 2011.

공매도를 허용하자고 주장하는 이들의 가장 큰 논거는 공매도에 순기능 때문이다. 공매도는 투자자들에게 다양한 투자기회를 제공하고, 이를 통한 유동성 공급과 함께 가격발견의 효율성을 제고하는 기능을 한다.⁷⁵⁾ 그러나 공매도는 시장을 불안정하게 만들고, 주가를 압박하며, 주가의 하락을 가속시키는 원인이 되고, 또한 경제적 가치나 정당성을 부여할 이유를 가지고 있지 않다고 주장하며 공매도를 허용해서는 안된다고 주장하는 측도 있다.⁷⁶⁾

자본시장법 제180조는 “소유하지 않은 상장증권을 매도하거나 차입한 상장증권으로 결제하고 하는 매도”를 공매도로 정의하면서, 이러한 공매도를 금지하고 또한 그 위탁이나 수탁 또한 금지하고 있다.⁷⁷⁾ 즉, 무담보공매도(naked short sale)⁷⁸⁾는 제한되어 있고, 담보부공매도(covered short sale)⁷⁹⁾는 할 수 있는 것으로 해석된다. 최근의 금융위기나 미국을 비롯한 세계시장에서 투기성이 짙고, 결제불이행위험이 무한대로 커질 수 있는 무담보공매도(naked short sale)는 제한하는 추세⁸⁰⁾라는 점을 감안한다면, 무담보공매도(naked short sale)의 허용이 정당화 되기는 힘들 것으로 보인다. 더욱이 헤지펀드 운용업자에게는 무담보공매도를 허용하고, 다른 집합투자기구 운용업자에게는 허용하지 않는 차별적 방법은 고려되어서는 안된다.

그러므로 공매도 전략을 사용하고자 하는 자산운용업자는 담보부공매도를 활용하면 될 것이다.

(4) 성과보수 허용

집합투자업자는 집합투자기구의 운용실적에 연동하여 미리 정하여진 산정

75) 증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 964면.

76) 증권법학회, 상계서, 965면.

77) 증권법학회, 상계서, 968면.

78) 결제불이행 위험이 있는 공매도라고도 한다.

79) 결제불이행 위험이 없는 공매도라고도 한다.

80) 미국과 영국에서 금융위기 상황에서 규제당국이 공매도를 금지하는 예를 소개하고 있다(증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 968면).

방식에 따른 성과보수를 받아서는 안된다(법 제86조 제1항). 이는 집합투자업자가 성과보수를 과도하게 청구하기 위하여 투자자의 보호를 소홀히 하거나 성과보수를 얻기 위하여 건전한 거래질서를 해할 우려가 있다는 측면과 한편으로는 투자자가 우월적인 지위에서 집합투자업자에게 과소한 보수를 지급하기 위하여 성과보수제를 하는 경우를 제한하기 위한 것이라고 할 수 있다.⁸¹⁾ 다만, 사모집합투자기구인 경우 혹은 사모집합투자기구 외의 집합투자기구 중 운용보수의 산정방식, 투자자의 구성 등을 고려하여 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우⁸²⁾에는 성과보수를 받을 수 있다(법 제86조 제1항). 그리고 사모투자전문회사는 정관에서 정하는 바에 따라 사모투자전문회사재산으로 업무집행사원에게 보수(운용 실적에 따른 성과보수를 포함한다)를 지급할 수 있다(법 제272조 제11항). 이러한 성과보수 허용규정은 헤지펀드에 그대로 적용하는 데에 별다른 문제가 없을 것이다.

(5) 펀드 운용자의 자기자금 투자허용

집합투자업자는 투자합자회사의 정관을 작성한 후 투자합자회사 설립 시에 출자금을 금전으로 납입하여야 한다(법 제213조 제2항). 다만 상법이 출자의 목적을 재산, 노무 또는 신용 등으로 허용하는 것(상법 제195조, 제272조)과는 달리 투자합자회사의 경우 출자의 목적은 금전으로 한정하고 있다(법 제213조 제4항). 이에 비해 사모집합투자기구의 투자자는 객관적인 가치평가가 가능하고 다른 투자자의 이익을 해할 우려가 없는 경우에는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 증권, 부동산 또는 실물자산 등 금전 외의 자산으로 납입할 수 있다(법 제249조 제3항). 그렇다면 헤지형 사모펀드의 경우 동 규정을 적용하여 자기자금의 투자를 가능하게 하고, 금전 외의 실물자산의 출자도 가능하게 할 수도 있을 것이다.

81) 증권법학회, 상계서, 391면.

82) 이와 관련하여 시행령 제88조 제1항에서는 성과보수가 금융위가 정하여 고시하는 요건 등을 갖출 것을 요구한다.

(6) 정기적 환매허용

자본시장법 제235조 제1항은 “투자자는 언제든지 집합투자증권의 환매를 청구할 수 있다”고 하여 환매를 제한하여 이를 분기별, 반기별, 연별로만 환매를 가능하게 하는 정기적 환매로 강제하는 것을 허용하고 있지 않다. 펀드의 투자자가 자금 등을 회수하는 방법은 환매제도와 투자신탁의 해지 또는 투자회사의 해산 및 집합투자증권을 제3자에게 양도하는 방법 세 가지로 구분된다.⁸³⁾ 이 중에 가장 많이 쓰이는 자금회수 방법은 환매제도인데, 이 환매제도는 투자자의 투자자금 회수라는 측면에서 매우 중요하다.⁸⁴⁾

헤지형 사모펀드의 경우 매우 다양한 방법의 투자전략이 구사되고, 어떤 전략은 장기간 투자금을 묶어두어야 하는 경우가 있다. 많은 헤지펀드들이 펀드에 투자한 후 수개월 혹은 1년이 넘는 기간 동안 투자금을 회수하거나 환매가 불가능한 환매금지기간을 두고 있는데, 그 이유는 조기에 대량환급하는 경우, 헤지펀드가 설정될 당시의 투자전략을 유지하기 힘들기 때문이다. 헤지형 사모펀드인 경우 그 성격이 사모인 펀드라는 점을 고려한다면 투자자와 운용업자간의 계약의 내용이 현저히 불공정하지 않다면 그 계약은 유효하다고 하는 것이 타당하다. 이러한 의미에서 투자자와 운용업자간에 투자계약의 내용으로 투자자금 환매금지·회수금지 기간을 일정시간 이상으로 하는 것은 원칙적으로 유효하다고 보아야 한다. 그렇다면 헤지형 사모펀드의 활성화를 위해서는 원칙적으로 사모펀드에는 자본시장법 제235조 제1항의 적용을 배제하는 것이 타당하다.

(7) 사모발매

자본시장법 제9조 제19항에서는 ‘사모집합투자기구’를 예정하고 있으므로 이에 근거하여 사모발매를 할 수 있다. 헤지형 사모펀드에서 사모발매의 허용여부는 문제될 것이 없고, 오히려 사모로만 발행하고, 투자자 보호를 위하여 공모하는 것을 금지하는 것을 유지해야 할 것이다.

83) 증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ, 342면.

84) 증권법학회, 상계서, 342면.

(8) 헤지펀드 운용사에 대한 제한 폐지

헤지펀드의 초기형태라고 불리우는 적격투자자대상 사모집합투자기구의 운용사는 일반 집합투자기구, 사모집합투자기구와 마찬가지로 집합투자업자로 한정하고 있는데(법 제249조의2 제8항), 우리나라가 헤지펀드 도입의 초기라는 점을 감안한 것이고 향후 헤지펀드가 정착하면 이러한 제한이 없어질 것으로 보인다고 한다.⁸⁵⁾ 사모투자전문회사(법 제9조 제18항 제7호)에서 운용사를 제한하지 않고 있는 점을 고려한다면 헤지형 사모펀드가 도입되었을 때에는 운용사를 집합투자기구로 제한하지 않는 방안이 충분히 설득력을 가질 것으로 보인다.

V. 결 론

도드-프랑크법 이후 미국에서 헤지펀드에 대한 규제가 우리나라에서 헤지펀드를 활성화하는 데에 주는 시사점은 원칙적으로 모든 사모펀드의 운용자나 사모펀드자문업자를 규제의 대상으로 하여 등록의무를 부과한다는 점, 등록된 사모펀드 운용업자에게 시스템리스크 분석 및 예방에 필요한 정보를 기록·유지·보고할 의무를 지우고, 이 정보들에 대한 기밀을 보호할 의무를 증권거래위원회에 부과하여 펀드 운용업자를 보호한다는 점, 그리고 사모펀드 투자자문업자에 대해 수탁재산에 대한 보호의무를 강화하고, 증권거래위원회에 대해 전문투자자에 대한 요건을 주기적으로 검토하여 조절할 의무를 부과하고 있다는 점 등이다.

헤지펀드를 도입함에 있어서 현행 자본시장법에서 헤지펀드와 유사한 제도로 할 수 있는 사모집합투자기구, 적격투자자대상 사모집합투자기구, 사모투자전문회사의 근거조항들을 헤지펀드를 규율하고 활성화하는 법적인 근거로 활용할 수 있을 것이다. 다만 위에서 살펴본 바와 같이 헤지펀드의 특유함에

85) 임재연, 전제서, 1078면.

비추어 개선이 필요한 부분을 요약하면 다음과 같다.

본 연구가 제안하는 개선방안은 다음과 같다. 원칙적으로 헤지펀드의 자산 운용에 대해 제한을 두지 않고, 공매도는 담보부 공매도(covered short sale)만을 허용한다. 헤지펀드의 차입규모는 200%로 제한하고, 펀드운영자의 자기자금을 허용한다. 성과보수는 현재와 같이 허용하고, 정기적 환매여부는 법에서 강제하지 말고 계약에서 정할 수 있도록 한다. 사모발매를 허용하고, 펀드 운용사에 대한 업자의 적격에 관한 제한을 없애는 것이 필요하다.

참고문헌

- 노희진·김규립, 「헤지펀드의 국내 허용방안」, 한국증권연구원, 2008. 3.
임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2011.
증권법학회, 「자본시장법 주석서 I」, 박영사, 2009.
_____, 「자본시장법 주석서 II」, 박영사, 2009.
지식경제위원회, 「산업발전법 전부개정법률안 심사보고서」, 2009. 2.
- 김범준, “미국의 헤지펀드 규제에 대한 비판적 소고-2006년 Goldstein v. SEC 판결 이후의 동향을 중심으로-”, 「법학논총」 제33권 제1호, 2009. 6.
김홍기, “미국 도드-프랭크법의 주요 내용 및 우리나라에서의 시사점”, 「한국금융법학회 2010년 하계 학술발표회 발표자료」, 한국금융법학회, 2010.9.4.
정완규, “자본시장법상 집합투자규제 제도의 방향-일반사모펀드, 한국형 헤지펀드, PEF”, 「자본시장법 시행에 따른 법적 과제와 전망 학술회의 자료집」, 국민대학교 법학연구소·금융법연구소·법무대학원, 2009.12.4.
- CHINCARINI, LUDWIG B. “Hedge Funds: The Misunderstood Investment Vehicle”. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1788473>, March 2011.

Report of The President's Working Group on Financial Markets , "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management (April 1999)"

RUANE, KATHLEEN A., SEITZINGER, MICHAEL V., "Hedge Funds: Legal History and the Dodd-Frank Act", Congressional Research Service, R40783 (July 16, 2010).

SPELLMAN, JAMES D., "Hedge Funds - How They Serve Investors in U.S. and Global Markets", Coalition of Private Investment Companies, August 2009.

Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Hedge Funds Oversight (Final Report), Jun. 2009, Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>

[Abstract]

Hedge Funds Regulation in U.S. after Dodd-Frank Act and Legal Proposals to Korea's Hedge Funds Regulators

Lee, Dong-ryul

Professor, Law School, Konkuk Univ.

Ko, Se-hun

The Master's Course, Law School, Konkuk Univ.

Korea government has been considering allowing "hedge fund" in Korea financial market. Hedge fund regulators now have to review the current law system and find a way to facilitate the investment scheme.

There is no single or consistent definition of the term hedge fund appears

to be used by financial industry participants. It is difficult to define the term hedge fund; however there are some characteristics of hedge fund and those should be legalized before adapting the hedge fund.

This research studied the regulation in US regarding hedge fund; history of hedge fund regulations and the newly enacted "Dodd-Frank Act", and found proposals to hedge fund regulators in Korea.

This research also critically analyzed the current investment schemes under Financial Services Investment Services And Capital Markets Act of Korea: Privately Placed Fund, Privately Place Fund for Qualified Investors Only, Private Equity Fund, and made suggestion to regulators.

In this context, this study focused on the characteristics of hedge fund and suggests legal proposals to hedge fund regulators the way to facilitate those characteristics: ① There should no restrictions on fund management strategy; equity investment or portfolio investment. ② Leverage ratio should be limited to 200% of a fund's capital. ③ Only covered short-sale should be allowed and ④ Performance based fee should be allowed. ⑤ A fund manager or a financial investment business entity should be able to invest his(or her) or its own money to the fund. ⑥ Restriction on redemption should be allowed based on a fund's policy, so Financial Services Investment Services And Capital Markets Act Article 235, Section(1) should be exempted for a hedge fund. ⑦ Privately placed fund should be allowed as it is. ⑧ Restrictions on hedge fund manager should be exempted, so it should be allowed to any financial business entities for establishing a hedge fund.

Key Words : Hedge Fund, The Securities Act of 1933, The Securities Exchange Act of 1934, The Investment Company Act of 1940, The Investment Advisers Act of 1940, Goldstein v. SEC, Dodd-Frank Act, Leverage, Short-selling, Privately placed fund, Privately placed fund for qualified investors only, Private Equity Fund

