

# 자본시장법상 헤지펀드\*

## - 독일 투자법을 중심으로 -

유 주 선

(강남대학교 법학과 조교수)

### 【초록】

2004년 독일 투자법이 제정되기 전까지 독일의 개인투자자나 기관투자자는 헤지펀드에 접근할 수 있는 통로가 마련되지 않았다. 또한 투자법이 제정되기 전에 존재하고 있었던 투자회사법에서 열거하고 있는 펀드 유형에 헤지펀드가 속하지 않았기 때문에 자산운용사 역시 헤지펀드를 설립할 수 없었다.

그러나 독일은 투자처로서 매력적인 장소를 제공하고자 하는 측면과 투자자보호의 측면을 고려하여, 2004년 투자법을 제정하면서 헤지펀드를 실정법(투자법 제112조 이하)에 담게 된다. 독일의 투자법은 원칙적으로 헤지펀드를 허용하되, 헤지펀드 대신에 유한회사나 주식회사의 형태로만 설립이 가능하도록 하여 설립에 대한 직접적인 규제를 하고 있다. 그리고 영업행위를 하고자 한다면 금융감독위원회(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)의 허가를 받도록 하고 있다. 원칙적으로 투자에는 제한이 없다. 그러나 부동산과 부동산회사에 대한 투자를 금지하고 있고, 상장되지 않은 회사지분에는 30% 이상 투자를 할 수 없도록 하여 투자에 일정부분 제한을 가하고 있다. 기본적으로 독일의 투자법은 레버리지나 공매도를 허용함으로써, 헤지펀드의 속성을 받아들이고자 한다. 그러나 남용의 방지와 시장의 건전성을 유지하기 위하여 재무부장관이나 금융감독위원회(BaFin)는 시행령을 통하여 레버리지와 공매도 사용에 대한 제한을 가할 수 있도록 하고 있다. 헤지펀드는 사모의 영역에서 영업행위를 하기 때문에 일정한 범위에서 투자자보호의 측면을 배제하고 있는 반면에, 공모의 영역에서 수행되는 펀드오브헤지펀드는 보다 더 투자자의 보호에 만전을 기하고자 하는 모습을 띠고 있다. 특히 상품판매설명서나 목적펀드 영역에서 그러한 사항을 볼 수 있다. 결국 독일의 투자법은 실정법 내에 헤지펀드를 허용하되, 미국이 적용하는 간접규제 방식 대신에 펀드 자체에 직접규제 방법을 택함으로써 펀드업계의 요구와 투자자보호의 이해관계를 고려하고 있다고 하겠다. 독일의 투자법과는 달리 우리 자본시장법은, “적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 대한 특례”라는 규정을 두어, “금전차입의 제한규정”, “자기자금투자제한”, “수시환매원칙” 등의 예외적인 면을 고려하면서 헤지펀드를 허용하고자 한다. 우리보다 5년 전에 입법화를 이룬 독일 투자법에 나타난 헤지펀드에 대한 고찰은 비교법적인 관점에서 의미 있는 일이 아닐 수 없다.

주제어 : 투자법, 투자자보호, 투자주식회사, 헤지펀드, 펀드오브헤지펀드, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률

\* 이 논문은 2008년도 강남대학교 교내연구비 지원에 의한 것임.

## 【차례】

---

I. 문제제기	III. 우리나라 자본시장법과 독일 투자법상 헤지펀드
II. 헤지펀드의 성질과 문제점	1. 우리나라 자본시장법상 헤지펀드
1. 헤지펀드의 의의와 기능	2. 독일 투자법상 헤지펀드
2. 헤지펀드의 동향	3. 비교법적인 검토
3. 헤지펀드의 문제점	IV. 맺는말
4. 헤지펀드의 규제	

---

## I. 문제제기

제2차 세계대전 이후 전세계 국민 총생산(GNP)의 50% 가까이를 생산하며 ‘세계의 공장’이라고 불렸던 미국이 바닥 모를 침연으로 추락하고 있다. 자본시장의 대표적인 투자은행(Investmentbank) 가운데 상당수가 파산하거나 다른 상업은행(Commercialbank) 등에 흡수되었고, 간신히 살아남은 투자은행들도 금융지주회사로 전환하는 등 생존의 길을 모색하고 있다.

미국의 금융위기는 서브프라임 모기지(Subprime mortgage)에서 출발하고 있다.<sup>1)</sup> 미국은 정책적으로 경기부양을 위해 금리를 낮추었다. 금리가 낮아지자 시중에 자금이 풍부해지고 부동산 가격은 폭등하였다. 그 결과 미국 금융회사들은 신용도가 낮은 사람들에게도 주택담보대출을 무분별하게 늘렸고, 금융회사들은 주택담보대출을 기반으로 다양한 파생상품을 제공하게 되었던 것이다. 바로 이러한 시기에 주택담보대출 가운데에서도 서브프라임 모기지가 신용도가 낮은 사람들에게 집중적으로 제공되기 시작한다. 그러나 저금리시기에 풀린 돈이 부동산 시장 등의 거품을 만들면서 연방준비제도가사회(FRB)가 다시 금리를 올리기 시작하자 문제가 발생하였다. 주택가격이 하락하면서 금융회사들이 주택담보대출을 기반으로 팔았던 파생상품들이 한꺼번에 부실화됐기 때문이다. 이에 따라 미국 발 금융위기가 발생하였고, 미국의 파생상품에 투자했던 전 세계 금융회사들이 동시에 악영향을 받으면서 글로벌 금융위기로 확산되었던 것이다. 미국 금융위기의 중심에 고위험과 고수익을 특징으로 하는 헤지펀드가 자리 잡고 있다.

2009년 2월 자본시장법이 시행됨으로써 우리 금융기관은 새로운 금융상품들을 만들 수 있을 뿐만 아니라, 헤지펀드를 도입할 수 있는 계기를 만들었다. 글로벌 헤지펀드가 금융위기로 투자수익률이 크게 부진할 뿐만 아니라 수익률의 저조로 인하여 청산되고 있기는 하지만, 헤지펀드업계는 구조조정으로 자본시장에 공백이 생겨 한국의 투자은행에게는 좋은 기회가 될 수도 있다.<sup>2)</sup> 특히 개인투자자를 대상으로 공모하는 방식으로 하는 일반펀드와는 달리, 기관투자자와 거액자산가로부터 사모 방식으로 자금을 끌어 모으는 헤지펀드는 투자

---

1) 서브프라임 위기에 대하여는 양기진, “미국 서브프라임 위기에서 본 금융소비자보호법제에 대한 시사점,” 『증권법연구』 제9권 제1호(한국증권법학회, 2008), 266면 이하)

2) 자본시장통합법과 관련하여, 자본시장의 규제완화 정책은 미국식 제도라기보다는 영국이나 호주 등의 제도를 벤치마킹 한 것이기 때문에 실패한 미국식 규제완화 정책과는 근본적으로 다르다고 입장을 제시하기도 하고, 이와는 반대로 차입을 기초로 하는 미국식 투자은행 모델은 퇴조하고 있기 때문에 우리의 자본시장통합법이 추구하는 한국판 ‘골드만 삭스’의 도입에 대하여는 재검토해야 한다는 주장도 제기되고 있다.

대상에 대한 제한이 없다는 점에서 투자방식의 다양성을 제공해주기도 한다.

본 논문은 레버리지와 공매도 등을 특징으로 하는 헤지펀드에 대하여 다루고자 한다. 특히 규제가 존재하지 않는 것을 원칙으로 하는 헤지펀드의 최근 상황과 규제가능성에 대하여 독일을 중심으로 고찰하고자 한다.

## II. 헤지펀드의 성질과 문제점

### 1. 헤지펀드

#### (1) 의의

헤지펀드는 성격상 당국의 규제를 벗어나 운용되기 때문에 법이나 제도적으로 명확한 정의를 제시하는 것은 쉽지 않지만, 일반적으로 헤지펀드라 함은 100명 미만의 소수 투자자로부터 사모방식으로 자금을 모집하고 각종 투자기법을 활용하여 자금을 운용한 후 투자실적에 따라 배당하는 투자조합(Partnership)을 말한다.<sup>3)</sup> 미국 투자회사법에 규정된 투자회사로 등록되어 있지 않아 헤지펀드는 감독기관에 등록이나 공시 등 일반 펀드에 적용되는 규제를 받지 않는다. 이와 같이 투자회사법 및 증권관련법의 규제를 받지 않으면서, 주식, 채권, 통화 및 선물옵션 등의 파생상품에 대한 투자를 통해 고수익을 얻는 것을 목표로 하는 투자기구(investment vehicle)가 헤지펀드인 것이다.<sup>4)</sup> 특히 적격투자자만을 대상으로 사모형태로 자금을 조달하는 헤지펀드는 투자자보호의 필요성이 적다. 사모방식으로 자금을 모집하므로 일반인을 대상으로 하는 모집광고를 할 수 없고, 단지 판매전문 컨설팅회사를 통하여 판매가 이루어진다.<sup>5)</sup>

헤지펀드는 소수의 투자자를 모집 대상으로 하기 때문에 투자대상이나 투자한도에 대한 제한이 없는 것이 특징이다.<sup>6)</sup> 헤지펀드가 갖는 가장 특징적인 것은 통상적인 집합투자기구가 가지고 있는 차입규제가 적용되지 않아 높은 수준의 레버리지를 활용할 수 있다는 점과 타인으로부터 증권을 차입하여 매도하거나 본인이 보유하지 않은 증권을 매도하는 공매도를 인정하고 있다는 점을 들 수 있다. 그리고 펀드운용자는 투자자로부터 운용보수 이외에 고액의 성과보수를 지급받는다는 점이다. 헤지펀드는 대부분 자산의 1%를 운용(관리)보수로 취득하고, 수익의 20%를 성과보수로 취득하여 일반 뮤추얼 펀드에 비해 수수료가 매우 높은 편이다. 투자자의 자유로운 환매를 제한하고 있다는 점 또한 헤지펀드가 갖는 특징이다. 분기별 또는 연 단위로 환매가 가능한 일반 뮤추얼 펀드와 달리 대부분의 헤지펀드는 6개월에서 5년까지 환매불가기간(lockup period)을 두고 있어, 투자자 입장에서는 유동성의 제약이 뒤따르게 된다.

3) 정현재, “헤지펀드의 지배구조개선 역할,” 『기업지배구조 FOCUS 1』, 40면)

4) 이호진, “헤지펀드 관련 정책현황과 과제,” 『위크샵 자료집』, (한국법제연구원, 2008. 4. 11), 68면)

5) 노희진·김규림, “헤지펀드의 국내 허용 방안,” 『연구보고서』 (한국증권연구원, 2008), 7면 이하)

6) 헤지펀드의 운영상 특징에 대하여는 송중준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점,” 『증권법연구』 제7권 제1호 (2006), 57면 이하); 미국에서 시스템리스크 예방에 대하여는 배준석, “최근 미국의 사례를 중심으로 한 헤지펀드와 시스템리스크 관련 논의,” (한국금융법학회 2008년 하계 학술발표회, 2008. 8. 30), 3면 이하)

## (2) 기능

자본시장에서 헤지펀드는 다양한 기능을 가지고 있다. 우선 헤지펀드는 자본시장의 효율성을 증대시키고 유동성 공급자의 역할을 한다. 헤지펀드는 재정거래 기회(arbitrage opportunity)에 투자함으로써, 기업의 주가가 펀더멘탈에 따라 움직이도록 주식시장의 효율성을 증대시키는 역할을 한다.<sup>7)</sup> 헤지펀드는 주식시장이나 위험이 큰 파생상품 시장에 투자하고, 상대적으로 대출을 얻기 어려운 중소기업을 대상으로 은행업무도 수행함으로써 유동성 공급자의 역할도 하고 있으며, 최근에는 금융기관 및 기업에 대한 인수나 투자를 통해 신용경색 해소와 구조조정에 기여하는 역할이 중요하게 대두되고 있다.

둘째, 유동성 공급과 관련하여 헤지펀드는 파생상품 등에 헤지거래를 통해 주식이나 채권에 투자하는 전통적인 투자수단과 상관관계가 낮은 포트폴리오를 구성함으로써, 투자자들에게 대체투자수단(alternative investment vehicle)을 제공하여 포트폴리오 다변화를 제공하여 준다.<sup>8)</sup>

셋째, 헤지펀드는 금융기법을 발전시키는 역할을 한다.<sup>9)</sup> 헤지펀드는 수익을 높이고 위험을 줄이기 위해 다양한 상품과 정교하고 복잡한 투자전략 및 기법을 개발하여 나타나게 된다. 이러한 과정은 금융시장 발전에도 도움을 주게 되는 것이다.

## 2. 헤지펀드의 최근 동향

헤지펀드는 세계적인 저금리 기조 하에서 기존 투자수단을 대체하거나 보조하는 역할의 대체투자로서 2000년대 들어 시장규모가 급격히 확대되었다. 전 세계 헤지펀드 총운용자산은 1996년 970억 달러에서 2007년 1조 5,350억 달러로 1,482.5% 증가하였으며, 펀드 수익률 동기간 중 2,800개에서 9,550개로 241.1% 증가한 것으로 나타나고 있다.<sup>10)</sup> 한편 2002년 이후 세계적인 저금리 기조로 전통적인 투자수단의 수익률이 저하되면서 대체투자로서 헤지펀드의 수요가 급증하게 된다. 헤지펀드의 수요증가와 더불어 헤지펀드의 운용자산은 연 평균 20.2%가 늘어나게 되었다. 헤지펀드 수익률 또한 1996년 이후 2002년을 제외하고는 양(+)의 수익률을 보이고 있으며 특히 2006년 이후로는 11%대의 안정적인 수익률을 보이는 것으로 알려지고 있다.<sup>11)</sup>

그러나 미국에서 발생한 최근의 금융위기는 헤지펀드의 상황을 매우 불안정한 것으로 이끌고 있다. 2008년 11월 현재 헤지펀드의 운용자산과 규모에서 환매와 청산으로 10,000개에 달하던 헤지펀드가 7000개로 줄었으며, 앞으로 5,000개로 급감할 것으로 알려지고 있다. 15억 달러 규모의 ‘페롯 펀드’가 상업용모기지담보증권(CMBS)에 대거 투자했다가 수익률 악화로 청산을 결정한 것으로 알려지고 있고, ‘페트라 캐피탈 매니지먼트’가 운용하는

7) 송원호·오승환, “헤지펀드의 규제 동향과 시사점,” 『오늘의 세계경제』, (2007년 6월 20일), 4면)

8) 송중준, 전계논문, 75면 이하)

9) 노희진·김규립, 전계보고서, 56면 이하)

10) 한정미, “헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구,” 『연구보고서』 (한국법제연구원, 2008), 27면)

11) 수익률에 대한 비판점에 대하여는 박진호, “헤지펀드의 위험요소와 투자자보호,” 『위크샵 자료집』 (한국법제연구원, 2008. 6. 13), 34면 이하) 펀드운용회사는 경영공시에 대한 강제성이 없기 때문에 공개 시 불리한 항목이나 자료는 제출하지 않거나 수익률이 호전되는 시기로 자료 제출시기를 임의로 조정할 우려가 있고, 특히 파산한 펀드를 통계에 포함하지 않아 신뢰성이 떨어질 수가 많다는 점을 지적하고 있다.

20억 달러의 펀드가 마진콜(증거금 부족분 상환 요구) 위기에 처했고, 구젠 하임파트너는 채무상환을 위해 투자자들에게 3억 달러의 투자금을 요청하는 등 헤지펀드들의 몰락이 잇따르고 있다.<sup>12)</sup> 헤지펀드 정보제공업체인 유레카 헤지(Eureka Hedge)에 따르면, 2008년 들어 10월 말까지 전 세계 주요 헤지펀드의 평균 수익률은 -12.14%에 이르는 것으로 알려지고 있다. 인도에 투자한 헤지펀드가 -53.13%로 가장 부진하며 아시아지역(일본 제외) 수익률도 -26.51%에 이르며, 한국도 -23.15%로 하위권에 머물고 있다. 헤지펀드의 수익률이 -30%에 근접하면 고객의 환매요구가 없어도 자진해서 헤지펀드는 청산의 길을 밟을 것으로 예상된다. 왜냐하면 통상 실현된 수익의 15~20%에 해당하는 높은 성과수수료를 받는 헤지펀드 매니저들이 이러한 수수료를 기대할 수 없기 때문이다.

### 3. 헤지펀드의 문제점

헤지펀드가 다양한 장점이 있는 반면에, 금융시스템의 안정성을 해칠 수 있다는 비판이 제기될 수 있다. 첫째, 헤지펀드는 법률적 규제를 거의 받지 않으며 단기차익을 위해 투자한다는 측면에서 시스템의 붕괴를 야기할 수 있다.<sup>13)</sup> 헤지펀드는 투자금액을 증액시키지 않고 투자가치 또는 수익을 잠재적으로 증대시키는 수단인 레버리지를 이용하는데, 레버리지의 수준은 통상 3배 정도이나 레버리지 수준을 제한하는 법적 규제가 없으므로 각 펀드의 전략에서 레버리지 수준이 정해지게 된다.<sup>14)</sup> 그런데 최근 10년 사이의 연도별 레버리지는 125%~165% 수준을 나타내고 있다.<sup>15)</sup> 이와 같은 초대형 헤지펀드에서 실적이 부진하게 되면 펀드가 부실화되고 곧 지급불능 상태로 발전하게 된다. 대출이나 금융상품을 매개로 하여 해당 헤지펀드와 거래관계가 있는 기관투자자나 금융기관들이 유동성 위기에 처할 가능성이 높아지고, 헤지펀드가 파산하게 되면 주요 대형 금융기관으로 파급되어 시스템 리스크가 발생할 위험이 높아지게 되는 것이다.<sup>16)</sup>

둘째, 헤지펀드의 낮은 투명성으로부터 발생하는 문제점이다.<sup>17)</sup> 헤지펀드는 감독기관의 규제대상에서 제외되어 있고 뚜렷한 공시기준이 없으며 공시에 대한 의무도 존재하지 않기 때문에, 헤지펀드 그 자체에 투명성을 결여하고 있다. 헤지펀드는 헤지펀드 자문업자나 헤지펀드 자체에 대한 정보가 일반적으로 외부에 알려져 있지 않고, 투자자의 손실 및 펀드의 부실운영으로 인한 손실에 대하여도 알리지 않을 가능성이 있다.<sup>18)</sup> 만약 손실이 발생했을 지라도 투자자나 거래상대방인 금융기관에 적시에 정보를 제공함으로써 적절한 조치를 취할 수 없게 되고, 그 결과 거래하는 금융기관이나 투자자의 손실로 이어지게 되는 것이다.

셋째, 헤지펀드는 포지션을 동시에 청산하는 군집행동을 통해 가격변동 폭을 확대하거나 유동성 경색을 초래함으로써 시장불안을 증폭시킬 가능성이 있다.<sup>19)</sup> 초과수익을 얻기 위해

12) 2008년 11월 27일 목요일 한국경제신문.

13) 송원호·오승환, 전계보고서, 4면 이하)

14) 헤지펀드 투자 전략에 따라 레버리지 수준을 달라지나, Van Hedge(2006)에 따르면 2004년 글로벌 헤지펀드의 약 80%가 레버리지를 사용하는 것으로 나타나고 있다.

15) 이호진, 전계 발표문, 71면)

16) 배준석, 전계논문, 2면)

17) 한정미, 전계 연구보고서, 34면)

18) 윤성승, “미국의 서브프라임 금융위기와 헤지펀드 규제 동향 -글로벌 금융위기와 국제금융법의 대응,” 『국제거래법학회/서울대 금융법센터 공동심포지움』, (2008. 11. 28), 6면)

19) 박진호, 전계 발표문, 28면 이하)

기대수익률이 큰 시장에 투자를 늘리는 과정에서 다수의 헤지펀드가 신흥시장, 원자재 등 동일한 시장에 투자하거나 유사한 투자전략을 구사하는 경우 군집행동이 심화될 수 있으며, 그 결과 헤지펀드들의 시장이탈이 동시에 발생할 경우 시장에 큰 유동성 위기가 발생할 수 있다.

또한 헤지펀드는 단기이익의 극대화를 위하여 무리한 구조조정과 고율배당, 유상감자 등으로 기업의 장기 성장성을 약화하는 한편, 최근에는 적대적 M&A 위협을 통해 기업의 경영안정성을 저해하기도 한다.<sup>20)</sup>

#### 4. 헤지펀드의 규제

##### (1) 규제의 필요성

단기차익을 추구하고 낮은 투명성을 갖고 있으며, 공매도와 레버리지를 특징으로 하면서 탈규제를 특징으로 하는 헤지펀드에 대하여 규제를 할 것인가에 대한 물음이 제기된다. 우선 헤지펀드에 대한 규제는 규제자체가 비효과적이고 비실효적이며, 또한 불합리한 점에서 인정하지 않으려는 경향이 있다.<sup>21)</sup> 헤지펀드에 대한 규제를 반대하고자 하는 자들의 주된 이유는, 탈규제를 자양분으로 성장해 온 헤지펀드의 속성상 규제는 곧 헤지펀드산업의 위축을 가져온다는 점을 제시한다.<sup>22)</sup> 그 외에 헤지펀드에 대한 규제를 반대하는 이유는 다음과 같다.<sup>23)</sup> 첫째, 헤지펀드는 투자자의 대상을 선발함에 있어서 일반투자자를 대상으로 하여 판매하거나 투자를 권유하는 것도 아니고, 오히려 시장에서 적격투자자의 수가 증가하고 있는 것을 감안한다면 자문업자의 등록과 같은 규제의 강화책은 시기상조라는 점, 자문업자에 대한 등록의 강제로 인하여 헤지펀드를 등록하게 되면 자산가치에 대한 실제적인 확인이 없다고 할지라도 투자해도 된다는 점을 비공식적 용인의 효과를 가져 온다는 점 그리고 헤지펀드에 대한 규제에 인하여 규제기관과 헤지펀드산업 양자 모두에게 규제비용을 증가시키게 된다는 점을 들어 헤지펀드에 대한 규제를 반대하고 있다.

헤지펀드 시장은 미국의 금융위기가 발생하기 전까지 매년 빠른 속도로 성장하고 있었고, 현재에도 헤지펀드는 세계 금융시장에서 무시하지 못할 정도의 규모나 영향력을 가지고 있다.<sup>24)</sup> 그러나 헤지펀드는 투명성의 결여와 과도한 차입으로 인한 금융시스템 붕괴를 야기할 수 있다는 점을 간과하지 말아야 한다. 한 금융기관의 파산 또는 지급불능상태가 발생하면, 거래당사자인 금융기관 등은 연쇄적으로 파급되어 금융시스템이 마비될 가능성이 제기된다. 또한 내부자거래나 시세조정 등의 불공정거래행위로 인한 폐해<sup>25)</sup>와 헤지펀드 사기의 건수도 증가하고 있다는 점<sup>26)</sup>에서 헤지펀드에 대한 규제의 필요성이 제기된다. 현재의 서브프라

20) 1997년 아시아 외환위기 당시 헤지펀드의 급격한 자본이탈로 한국을 비롯한 많은 아시아 국가들이 위기를 겪었으며, 2007년 초 태국 주식시장에서 발생한 대규모 자금이탈도 헤지펀드가 큰 요인이었다고 전해진다.

21) 이호진 교수는 전계 발표문에서 헤지펀드에 대한 규제를 기술했고 있지만, 헤지펀드의 설립, 등록, 판매 그리고 자본운용까지 규제를 하게 된다면 헤지펀드를 도입하는 의미가 사라지게 될 것이라는 사건을 제시한다.

22) 배준석, 전계논문, 1면)

23) 미국의 SEC와 관련하여 헤지펀드의 규제반대론에 대하여는 송중준, 전계논문, 79면 이하)

24) 헤지펀드의 자산규모가 1995년 970억 달러에서 2006년 1조 5,000억 달러로 급성장하였다. 헤지펀드의 영향력에 대하여는 이호진, 전계 발표문, 74면 이하)

25) 최민룡, “헤지펀드의 도입과 규제에 관한 고찰-SEC와 FSA의 최근 동향을 중심으로,” 『상사판례연구』 제 20집 제3권(하), (2007), 832면)

임 모기지 사태를 통하여 헤지펀드는 일정 부분 규제 대상이 있지 않으면 아니 되는 상황에 직면하고 있다. 결국 탈규제를 특징으로 하여 성장하여 온 헤지펀드산업 그 자체가 일정 부분 위축된다고 할지라도 규제의 대상에서 벗어나기는 어렵다고 할 것이다. 이제 각국은 헤지펀드에 대하여 정책상황에 따라 간접적인 규제방식을 취할 것인가, 아니면 직접적인 규제방식을 취할 것인가에 직면하게 된다.

## (2) 헤지펀드에 대한 규제(특히 미국에서)

1997년 아시아 금융위기와 1998년 미국 롱캐피털 매니지먼트 사태를 직면한 후 미국은 헤지펀드의 규제에 대하여 논의하기 시작하였다. 롱캐피털 매니지먼트 사태에 대하여 미국 재무부, 연방준비제도이사회, 증권거래위원회 및 선물거래위원회로 구성된 President's Working Group<sup>27)</sup>이 작성한 보고서에서도 간접규제 방식의 강화를 제안하였다. 2000년 금융안정포럼(FSF: Financial Stability Forum)은 고차입기관에 대한 보고서(Report on Highly Leveraged Institutions)에서 헤지펀드의 레버리지에 대하여 직접적인 규제 대신에 간접적인 규제를 제안한다.<sup>28)</sup> 그리고 2007년 5월에 수정된 금융안정포럼 보고서에서는 기존의 보고서 내용에 다양한 리스크관리에 대한 내용<sup>29)</sup>을 제시하였지만, 여전히 시장규율에 입각하는 간접규제 방식을 취하고 있다.

2008년 4월에는 미국의 서브프라임 모기지 위기사태로 인한 금융시스템 불안에 대한 대응방안으로 제출된 금융안정포럼 보고서<sup>30)</sup>에서는 기존에 리스크관리에 대한 감시 및 정보 공개 이외에도 신용평가기관의 구조화된 상품에 대한 평가기능 개선과 중앙은행의 유동성 공급체계 확립 및 부실금융기관 처리제도 정비 등이 제시되었다. 그러나 이 보고서에서도 헤지펀드에 대한 직접적인 규제방식의 내용은 담겨 있지 않고, 오히려 시장규율을 통하여 간접적으로 규제하는 방식을 선호하고 있는 것으로 보인다.<sup>31)</sup>

26) 2008년 미국에서는 1999년부터 2004년까지 SEC가 헤지펀드 또는 헤지펀드 자문업자 등에 대하여 투자자에 대한 사기를 이유로 554건이 넘는 소송이 제기된 것으로 파악되고 있다. 윤성승, 전개발표문, 주식 19) 참조. 특히 2008년 12월 15일자 신문은, 매도프가 '버나드 매도프 LLC'를 운영하면서 별도의 헤지펀드를 조성해 투자자들을 모집해 벌인 희대의 사기사건에 대하여 다루고 있다. 투자자들은 매도프가 비정상적으로 항상 꾸준한 수익을 올린 점과 불투명한 투자 전략과 회계 등에 의문을 제기해 왔으며, 이런 경고에도 불구하고 헤지펀드와 일부 금융기관들은 매도프의 펀드를 다른 펀드와 개인들에게 계속 권유해 온 것으로 알려지고 있다.

27) Report of the President's Working Group on Financial Market, Hedge Fund, Leverage and the Lessons of Long-Term capital Management 29-43)(Apr. 1999).

28) Financial Stability Forum, Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions (2000). 금융안정포럼은 미국 등 26개국의 중앙은행, 감독당국, 재무부 및 국제금융기구의 고위관계자로 구성되어 금융안정에 관해 연구하는 기구이다. 금융안정포럼의 보고서는 고차입기관으로부터 촉발되는 시스템리스크를 예방하기 위하여 시장규율에 입각한 대응방안을 제시하고 있다. 구체적으로 금융안정포럼의 보고서는 1) 고차입기관 거래상대방에 의한 리스크관리를 강화, 2) 고차입기관에 대한 신용공여자의 감독 강화, 3) 고차입기관과 거래상대방의 리스크 관련 정보 공개방식의 강화, 4) 레버리지 증가와 시장의 잠재적 문제점을 파악하기 위하여 감독당국의 시장 감시 강화 등을 제시한다.

29) 자세한 배준석, 전개논문, 9면)

30) Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Form on Enhancing Market and Institutional Resilience (April 2008).

31) 윤성승, 전개논문, 8면)

### III. 우리나라 자본시장법과 독일 투자법상 헤지펀드

#### 1. 우리나라 자본시장법상 헤지펀드

간접투자기구에 대하여 규율하고 있던 우리나라의 “간접투자자산운용법”에 의하면, 국내에서 헤지펀드를 설립할 수 없었다. “간접투자자산운용법”상 사모펀드에 대한 규정이 있기는 하지만, 사모간접투자기구에 대하여도 원칙적으로 공모펀드와 동일하게 규제하도록 되어 있고, 예외적으로 일부 규정의 적용을 면제하거나 특례규정을 두고 있었다.

특히 사모투자전문회사에 대하여는 규제를 대폭 완화하여 동법 제5장의 2에 별도의 규정을 두어 원칙적으로 그 규정만 적용하되 동 규정에서 준용하는 것으로 명시된 “간접투자자산운용법”의 규정만 사모투자전문회사에 준용하고 있으나, 결국 회사형태, 출자, 등기, 등록, 자산운용, 차입 또는 채무보증 등의 규제가 있어서 펀드의 조성 및 운영에 헤지펀드의 특성을 반영할 수 없었다.

2009년 2월 4일부터 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”(이하 자본시장법)이 시행되었다. 자본시장법 제83조 제1항에 따르면, 펀드운영자는 펀드재산 운용 시 금전차입을 금지하고 있다. 또한 동법 제235조 제1항은 투자자에게 언제든지 집합투자증권의 환매를 청구할 수 있도록 규정하고 있으며, 제186조 제1항에 따라 투자회사 등은 자기의 계산으로 자기가 발행한 집합투자증권을 취득할 수 없게끔 되어 있어 자기자금을 이용한 투자가 제한된다. 결과적으로 본다면, 현 자본시장법상 우리나라는 원칙적으로는 헤지펀드를 도입하고 있지 않은 것으로 보인다.

그러나 우리의 자본시장법은 제한된 범위 내에서 헤지펀드의 도입을 인정할 수 있는 규정을 담고 있다.<sup>32)</sup> 자본시장법은 제249조의2에서 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 대한 특례를 두어 헤지펀드를 운용할 수 있는 근거규정을 두었다. 동조 제2항에서 적격투자자 대상 사모집합투자기구는 금전차입 제한(자본시장법 제83조), 자기자금 투자제한(자본시장법 제186조) 및 수시환매원칙(제235조)의 적용을 배제한다고 규정하여 헤지펀드의 특성을 반영한 펀드의 운영을 가능하게 하였던 것이다. 결국 자본시장법은 사모집합투자기구가 외국의 헤지펀드보다 엄격한 규제를 받고 있으므로, 우리나라에서도 적격투자자만을 대상으로 하는 헤지펀드를 사모집합투자기구의 형태로 설립하고 운용할 수 있도록 한 것이라고 하겠다.

#### 2. 독일 투자법상 헤지펀드

##### (1) 입법 전 상황

독일 투자법(Investmentgesetz: InvG)이 제정되기 전까지 독일에서는 기관 또는 개인투

32) 자시장법 개정(안)에서 헤지펀드에 대한 논의로는 배준석, 전개논문, 7면); 윤성승, 전개논문, 16면)

자자가 헤지펀드에 직접 접근할 수 없었다.<sup>33)</sup> 기존의 투자회사법(Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften: KGAA)에서 열거하고 있는 펀드 유형들만 설립이 허용되었는데, 헤지펀드는 이러한 유형에 포함되지 않았었다.<sup>34)</sup> 외국의 헤지펀드(ausländische Hedgefonds)에 관한 것 역시, 독일에서는 일반적으로 거래가 허용되지 않았다.<sup>35)</sup> 왜냐하면 외국인 투자법(AuslInvG) 제2조 제1항 4호는 특별기금의 손해발생을 유발할 수 있는 공매도와 금융차입을 허용하지 않았기 때문이다.<sup>36)</sup> 이러한 상황에 의하여 공모(zum öffentlichen Vertrieb)를 통한 외국의 헤지펀드는 독일에서 허용될 수 없었던 것이다. 이와는 달리 사모(Privatplatzierung)를 통한 외국의 헤지펀드는 별 영향을 받지 않았다. 그러나 외국인투자법 제18조는 독일 내에서 외국헤지펀드의 사모는 ‘블랙펀드과세’라고 하는 매우 무거운(거의 금지하는 것과 같은) 형벌과세(Strafbesteuerung)를 부과받았다. 이러한 과세는 독일의 상장거래소에서 상장되거나(이 경우 과세 측면에서 가장 유리하여 ‘화이트 펀드’라고 함) 독일 내에 세무대리인을 임명(‘회색펀드’라고 함)하는 경우에만 회피할 수 있었지만, 이러한 해결방법은 가능한 것이 아니었다. 왜냐하면 독일 세법의 투명성 기준에 따라 세무당국은 펀드구조에서 최종적인 기초펀드를 면밀히 조사하여 각 기초펀드가 화이트펀드 또는 회색펀드가 되기 위한 요건을 충족하도록 강제하고 있기 때문이었다.

독일에서 자본투자법(KAGG)과 외국인 투자법(AuslInvG)의 감독규정들이 헤지펀드의 공모를 허용하지 않았기 때문에, 헤지펀드 지표의 수익률에 연계된 증서인 투자증권(Zertifikate)이나 이용권증서(Genusrechtsschein-Konstruktion)와 같은 상품들이 재포장된 구조의 형식을 띠면서 헤지펀드를 보충하게 되었다.<sup>37)</sup> 그러나 추가적인 비용을 초래하는 이들 상품의 복잡구조로 인해 헤지펀드나 펀드오브헤지펀드에 직접 투자하는 경우와 비교하여 이들 증서에 투자하는 것이 종종 덜 매력적인 것으로 인식되었다.

그리하여 독일시장이 독일의 헤지펀드와 외국의 헤지펀드에 모두 개방되어야 하며, 독일 거주자의 헤지펀드에 대한 투자가 전통적인 펀드에 대한 투자와 과세 측면에서 동등한 지위를 갖출 필요성이 제기되었다.<sup>38)</sup> 유럽연합의 두 가지 지침<sup>39)</sup>을 입법화하기 위하여 독일은, 룩셈부르크·아일랜드와 같은 투자처의 매력을 갖는 독일을 만들고 투자자보호를 위하여 헤지펀드(그리고 펀드오브헤지펀드)에 대한 법적인 영역과 과세적인 영역을 다듬기 시작하였다. 그 결과 투자법 안에 독자적인 장을 두어 ‘부가적인 위험을 갖는 특별기금인’ 헤지펀드(‘Single-Hedgefonds’)와 ‘부가적인 위험을 갖는 펀드에 대한 펀드’(Dach-Hedgefonds)인 ‘펀드오브헤지펀드’를 규정하게 되었다.<sup>40)</sup> 헤지펀드를 도입함으로써, 유럽의 투자처와 금융

33) Ausführlich dazu Uhlig, Hedgefonds in Deutschland, Salzwasser-Verlag, 2006, S. 33.

34) 독일 자산운용사 역시 헤지펀드를 설립할 수 없었다. 그 이유는 투자회사법(KAGG) 제9조 제5항과 제10조 제2항이 공매도(Leerverkäufe)와 레버리지(Leverage)를 인정하지 않았던 것에 있다. 결국 독일 투자회사법상 인정하는 정규펀드에 해당되지 않았기 때문에, 독일에서 헤지펀드를 받아들일 수 없었던 것이다. 투자법이 제정되기 전 법적 상황에 대하여는 Graef, Aufsicht über Hedgefonds im deutschen und amerikanischen Recht, Diss. Darmstadt, 2007, S. 102 f.

35) Spindler/Bednarz, Die Regulierung von Hedge-Fonds -Teil 1-, WM 2006, 553 (556).

36) Brinkhaus/Scherer, AuslInvestmG, § 2 Rdn 54 ff.

37) Leistikow/Ellerkmann, BB-Gesetzgebungsreport: Neuerungen nach dem Investmentgesetz, BB 2003, 2693 (2698).

38) Briese, Das Investmentmodernisierungsgesetz, StuB 2003, S. 1089 ff.

39) Richtlinie 2001/107EG und Richtlinie 2001/108/EG vom 21. Januar 2001 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsamen Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie), ABIEG I 41 vom 13. Februar 2002, S. 20, 41.

중심지로서 독일은 다른 유럽회원국가에 비교하여 보다 발전된 경쟁력을 갖추게 되었다.<sup>41)</sup>

## (2) 헤지펀드의 모집과 영업행위

독일은 투자법에서 “헤지펀드,” 즉 “부가적인 위험을 갖는 특별기금”이라는 용어에 대하여 정의를 내리지 않았다. 우선 헤지펀드를 개념화시킬 수 없다는 점과 그러한 개념정의가 명백한 법적인 과제를 방해할 수 있다는 점에서 개념정의를 포기하였던 것이다. 헤지펀드의 매니저가 일반적으로 그에 의하여 관리되어지는 자금의 투자에 있어서 제한을 받지 않는다는 사실과 투자자에 대하여 특별한 위험이 발생할 수 있다는 사실이, “부가적인 위험을 갖는다”는 표시를 통한 표현을 갖게 하였다. 일반적인 투자기금과 다른 점은, 포트폴리오를 편성함에 있어 “부가적인 위험을 갖는 특별기금”은 원칙적으로 투자대상에 제한받지 아니하고, 레버리지나 공매도를 사용한다는 점에 있다(투자법 제112조 제1항).<sup>42)</sup>

### 1) 설립형태와 영업행위

헤지펀드는 우선 자본투자회사(KAG: Kapitalanlagegesellschaft)에 의하여 설립될 수 있다.<sup>43)</sup> 특별기금으로서 헤지펀드는 자본투자회사 고유의 기금과 분리되어 유지되어야 한다. 그리고 그 특별기금에 속하는 재산대상은 계약조건에 따라, 자본투자회사의 소유상태(im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft: Treuhandlösung)에 놓여 있도록 하든가, 아니면 투자자의 공유(im Miteigentum der Anleger: Miteigentumlösung)상태로 할 수 있다(투자법 제30조 제1항). 그 외에 투자주식회사(Investmentaktiengesellschaft)의 형태로 설립될 수 있다.<sup>44)</sup> 제3의 자본시장증진법의 영역에 도입된 “고정자본을 가진 투자주식회사”<sup>45)</sup> 외에, 이미 룩셈부르크에서 성공적인 “변동자본을 가진 투자주식회사”에까지 이용될 수 있도록 한 것이다. “변동자본을 가진 투자주식회사”는 커다란 행정적인 비용을 들이지 않고 계속해서 새로운 주식을 발행할 수 있다. 또한 투자주식회사는 영업을 위하여 금융감독위원회의 서면허가(schriftliche Erlaubnis)를 필요로 하기는 하지만, 금융기관(Kreditinstitut)도

40) Uhlig, Hedgefonds in Deutschland, 2006, 52 ff. 공모가 허용되지 않는다는 점에서 헤지펀드(헤지펀드 매니저)의 모집이 제한되는 반면에, 펀드오브헤지펀드는 그러한 제한이 없다. 왜냐하면 내재적인 위험분산을 근거로 하고 있는 펀드오브헤지펀드에 대하여 입법자는 덜 위험한 것으로 보았기 때문이다.

41) von Livonius, Investmentrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland, WM 2004, S. 60: Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen(Investmentmodernisierungsgesetz), BT-Drucks. 15/1553, S. 67 f.

42) 투자법 제112조 제1항 제1호에는 레버리지, 그리고 제2호에는 공매도를 규정하고 있다. 입법자는 투자기금의 계약조건에는 적어도 둘 중의 한 가지를 규정해야 함을 제시하고 있다.

43) 자본투자회사에 대하여는 투자법 제6조가 규정하고 있다. 제1항에 의하면, 자본투자회사는 투자법 제1조 1문 1호의 의미에서 국내의 투자기금을 관리하거나 혹은 투자법 제7조 제2항에 따라 주된 업무와 부수적인 업무를 이행하는 것에 영업을 지향되어 있는 회사를 말한다. 자본투자회사는 단지 주식회사의 형태나 유한회사의 형태로 영위될 수 있다.

44) Fock, Das neue Recht der Investmentaktiengesellschaft, BB 2006, 2371 (2372 f.); 투자법과 주식법의 관계에서 투자주식회사를 고찰한 것으로는 주목할 만한 자료에 대해서는 Dornseifer, Die Neugestaltung der Investmentaktiengesellschaft durch das Investmentänderungsgesetz, AG 2008, 53 (54 ff.).

45) 투자법이 제정되기 이전에는 단지 ‘고정자본을 가진 투자회사(Closed-End Form)’로서만 존재하고 있었다. 그러나 이러한 형태는 행정적이 다량의 비용을 요구하게 되었다. 왜냐하면 이러한 회사형태는 자본증가에 있어서 긴 시간을 요구하였고, 투자자에게는 수시로 그의 주식상환에 대한 요구를 받아들여주지 않았기 때문이다. Elicker, Das Aufsichtsrecht der Hedgefonds -Anspruch und Wirklichkeit, BKR 2006, 91 (94). 2007년 개정 투자법에서 동 회사형태는 삭제되고 만다.

아니고 금융서비스기관(Finanzdienstleistungsinstitut)도 아니다. 자본투자회사를 설립하기 위하여 초기자본금은 적어도 300,000유로<sup>46)</sup>가 필요하다.

헤지펀드의 다양한 업무의 흐름은 외부적인 서비스기관에 이관될 수 있다(Outsourcing).<sup>47)</sup> 무엇보다도 펀드에 대한 회계업무를 생각할 수 있고, 그 외에 펀드에 대한 투자결정에 대한 계획·매각처분·통제 등을 생각할 수 있다(투자법 제16조)<sup>48)</sup>. 무엇보다도 허락되는 방식으로 재산관리를 행하는 기업에 아웃소싱이 이루어져 함을 전제조건으로 하고 있다. 아웃소싱에 따라 투자원칙이 지켜져야 하고, 아웃소싱의 형식과 방법을 통하여 단순한 '관리회사(Verwaltungsgesellschaft)'로 머물러서는 아니 된다.<sup>49)</sup>

## 2) 투자제한

부동산과 부동산회사에 대한 투자를 제외<sup>50)</sup>하고, 투자법의 규정에 따라 통상적인 투자기금을 유보한 모든 투자대상(유가증권, 금융시장기구, 파생상품, 은행자산 등등)에 대하여 헤지펀드는 투자할 수 있다. 부가적으로 헤지펀드는 독일 기업의 익명지분, 귀금속 등에도 투자할 수 있다. 입법체계상 순수한 (계획기간중의) 상품준비고(Warenfond: commodities funds)는 고려되지 않는다. 또한 상장되지 않는 회사의 지분에 30% 이상 투자할 수 없고, 또한 조직화(제도화)된 시장에 관련된 기업에의 투자 역시 투자기금의 30%까지 가능하다(투자법 제112조 제1항 3문).

## 3) 레버리지와 공매도

헤지펀드에서는 투자범위를 높이기 위하여 차입이 전제되기 때문에, 독일 투자법은 원칙적으로 차입이 제한 없이 허용된다. 현저한 지레대 효과를 가지고 파생상품을 통한 특별기금에 대한 레버리지와 공매도에 대하여도 동일함이 적용된다. 하지만 연방재무부는 시행령에서 레버리지와 공매도 사용의 제한에 대한 범위를 제시하고 있다.<sup>51)</sup> 일반적인 펀드와 달리, 레버리지와 관련하여 펀드재산의 대상에 대한 안전성이나 레버리지 목적에 대한 파생상품 거래에서 언제나 그리고 제한없이 유지되어야 한다.<sup>52)</sup>

## 4) 펀드기금의 보호

일반적인 투자펀드와 마찬가지로, 펀드재산은 보관은행에 의하여 보호되어야 한다(투자법 제24조). 만약 자본투자회사와 보관은행 사이에서, 보관은행에 의하여 직접적으로 개입된

46) 1유로를 1800으로 환산하면, 한화로 약 5억에 해당할 것으로 보인다.

47) Ausführlich dazu Lindemann, Einsatz von Primebrokern bei inländischen Hedgefonds- Zugleich Diskussion des BMF-Merkblattes von 26. 6. 2004 mit Erläuterung des ZKA vom 1. 6. 2004, BB 2004, 2137 (2138 ff.).

48) 투자법 제16조는 아웃소싱에 대하여 5개의 항을 가지고 자세히 설명하고 있다.

49) Richtlinie 2001/107/EG des Europäischen Parlament und Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG, Erwägungsgründe, Textziffer 12; Hanten, ZBB 2003, 291 (293).

50) 법률 초안이 채택되기 이전에 이루어진 수정에서 부동산 취득과 부동산회사에 대한 지분참여는 삭제되었다. 이는 회색자본시장에 속하는 것으로 간주되는 폐쇄형 부동산투자펀드가 규제받는 투자펀드와 동일한 혜택을 받는 것을 방지위한 것이다. 그 결과 부동산 포트폴리오 관리는 전통적인 부동산 투자펀드의 형태로만 계속 되어진다.

51) 입법이유서 109면 이하에 따르면, 시행령은 특정상품에 대한 개별적 사례에 대한 규정을 포함하고 있는 것이 아니라 일반적으로 적용되는 규정에 제한되어 있고, 단지 남용의 방지와 시장의 건전성을 보장하기 위하여 그러한 시행령이 이행되어질 수 있음을 적시하고 있다.

52) 투자법 제31조 제5항에 따르면, “특별기금에 속하는 대상은 압류되거나 부담이 되어서는 아니 된다. 또한 안정성을 위하여 교부되거나 양도되어서도 아니된다”고 규정하고 있다.

기관에 과책이 있는 경우에 그것을 그 기관에 귀속하는 것으로 합의한다는 규정이 있는 경우에는, 개별적인 보관은행의 기능들은 집행기관이나 프라임브로커에 의하여 이행될 수 있다(투자법 제112조 제3항).

## 5) 계약조건/정관

계약조건(특히 투자주식회사에서 정관)은 기본적으로 일반적인 투자펀드와 마찬가지로 동일한 내용들(Angaben)을 담고 있어야 한다(투자법 제43조 제3항 참조). 예를 들면 투자법 제43조 제1항에는 관리회사, 보관은행 그리고 제3자에 부담해야 할 비용(Vergütung)과 환매 시 가격하락(Rücknahmeabschläge) 등을 제시하고 있다. 덧붙여서 계약조건들은 헤지펀드에 특수한 내용들, 즉 재산대상을 선택함에 있어서 제한으로부터 자유로움, 법적 투자한계의 독립성, 투자정도를 높이기 위한 무제한으로 차입할 수 있는 권한 그리고/또는 공매도를 행할 권한과 지분환매의 형태 등을 담고 있어야 한다(투자법 제118조 제3항). 계약조건은 사용되기 전에 금융감독위원회(BaFin)에 의하여 승인(Genehmigung)되어야 한다(투자법 제43조 제1항 1문). 투자근대화법을 통하여 새로이 형성된 승인절차의 영역에서, 펀드업무집행자는 법적인 규정을 가지고 계약조건을 따른다는 것을 서면으로 제출하여야 한다(투자법 제43조 제2항). 펀드의 업무집행에 대한 계약조건의 검토를 미리 출판하는 것을 통하여, 여러 개월을 요하는 인증절차의 기간이 몇 주로 단축되어지게 된다.<sup>53)</sup>

## 6) 영업행위

특별기금의 형태에서 설립된 헤지펀드의 지분들은 공모로 행해져서는 아니 된다(투자법 제112조 제2항). 헤지펀드에 대하여 원칙적으로 공공적인 제공이나 공공적인 광고 혹은 유사한 방법을 통한 공모는 배제된다(투자법 제2조 제11항). 여기에서 영업의 개념은 직접적인 거래행위와 간접적인 거래행위를 충족시킨다.<sup>54)</sup>

만약 영업이 불특정의 인적범위에 지향되는 경우에는 ‘공공적인’ 것으로 이행된 것으로 본다. 반면에 ‘유사한 방법에서 공모’라 함은 ‘공식적인 제공’ 혹은 ‘공식적인 광고’를 가지고 경제적으로 비교 가능한 것으로 판명되는 모든 거래형태를 의미한다.<sup>55)</sup> 만약 영업자가 이미 이전에 접촉을 하였던 어떤 특정한 사람에게 지향되거나 혹은 의도적인 선발을 근거로 하여 개인적인 관점에 따라 그 사람이 선택되어지는 경우에는, ‘공모에서 공공’에 해당되지 않는다.<sup>56)</sup> 그러므로 헤지펀드에 대한 지분의 영업은 배타적으로 이른바 사모의 영역에서만 이행된다. 거기에는 수취인(Adressat)으로서 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자도 고려된다. 한 투자자에게 투자할 수 있는 최소금액은 정해진 바 없다. 투자자보호의 의미에서 명확한 설명의 질을 보장하기 위하여, 헤지펀드의 영업은 단지 감독되어지는 금융기관이나 금융서비스기관에만 가능하다. 그러므로 영업규정에 의한 허가를 전혀 받지 않았거나 혹은 단순히 받은 “자유 대리인”을 통한 거래는 배제된다.

헤지펀드에 대하여 원칙적으로 투자법의 일반적인 규정들이 적용되기 때문에, 헤지펀드는 일반 공중에게 본질적으로 ‘단순화된 판매설명서’와 ‘상세한 판매설명서’가 도달되도록 하여

53) Kestler, Die Bank, 2003, 675 (678).

54) Bauer, Das Investmentgeschäft, 1999, Rdn. 9/553.

55) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile, über die Besteuerung ihrer Erträge sowie zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften, BT-Drucks, V/3494, S. 17.

56) Bauer, Investmentgesetz, 1997, § 1 AuslInvestmG Rdn. 16.

야 한다. 그리고 그것이 공중펀드로서 설립되어지는 경우에, 첫 번째 사용 후 지체 없이 바로 금융감독위원회(BaFin)나 혹은 독일 연방은행(Deutsche Bundesbank)에게 제시해야 한다.

### 7) 통지의무와 신고의무

입법 당시 투자법 제10조 제2항에 따르면, “헤지펀드 특히 헤지펀드의 관리회사는 금융감독위원회에게 규칙적으로 그리고 전자적인 근거를 가지고 특별재산에 대한 행해진 상장된 유가증권과 파생상품에 대한 영업의 정보를 제공해야 한다”고 규정하고 있었다. “일반적인 투자펀드와 달리, 금융감독위원회는 전 재산목록을 전달해야 할 필요는 없다”(투자법 제10조 제1항 2문)고 규정하고 있었다. 하지만 동 조항은 삭제되고 만다. 이는 입법당시 헤지펀드에 대해서도 규제를 하되, 일반 펀드와는 달리 좀 더 유연하게 규정하고자 한 것으로 사료된다. 그러나 동 조항이 삭제됨으로써 동 조가 갖고자 했던 헤지펀드에 대한 보고의무는 의미를 잃게 되었다.

매 영업년도에 대하여 검토된 연차보고와 영업년도의 중간에 중간보고를 이행해야 한다(투자법 제44조 제1항과 제2항). 연차보고(중간보고)는 상세한 재산목록 외에, 보고기간 동안에 행해진 공매도에 대한 정확한 정보를 담고 있어야 하고(투자법 제44조 제1항 2호), 투자근대화법의 영역에 처음으로 법적으로 규정된 전체비용율(Total Expense Ratio)을 보여 주어야 한다(투자법 제41조 제2항). 공중펀드의 연차보고와 중간보고는 금융감독위원회(혹은 독일 연방은행)에 첫 번째 사용 후 지체 없이 제출되어야 하고, 본질적으로 정해진 기간 안에 공표되어야 한다.

### (3) 펀드오브헤지펀드의 모집과 영업행위

펀드오브헤지펀드라 함은 펀드 대부분을 헤지펀드(목적펀드)의 지분에 투자하는 것<sup>57)</sup>으로, 현재 독일에서 모집되고 발행될 수 있다.<sup>58)</sup> 독일 투자법 제113조에 따르면, ‘부가적인 위험을 가진 펀드의 펀드“(Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken)를 펀드오브헤지펀드라고 제시하고 있다.

#### 1) 설립형태

펀드오브헤지펀드 역시 자본투자회사에 의하여 관리되는 특별기금으로서 설립되거나 혹은 투자주식회사의 형태에서 설립되어질 수 있다. 동시에 펀드매니저(특히 투자주식회사의 이사회)에게는 특별한 요구사항이 있다. 그는 일반적으로 투자영업행위에서 자격을 갖추어야 할 뿐만 아니라, 헤지펀드의 영업에서 특별한 이론적이고 실무적인 이해력을 가지고 있어야 한다(투자법 제120조).<sup>59)</sup>

57) 헤지펀드는 대형 금융사와 부유한 투자자들에게 맞게 설계되어 있기 때문에 대부분의 펀드는 초기 투자가격이 높게 책정되어 있고, 매매가 어렵고 새로운 투자자들에게 공개하지도 않는다. 개인적은 투자자들은 이러한 펀드의 세계를 조사하여 전략을 다각화하고 포트폴리오를 지속적으로 모니터할 만한 시간과 전문성을 가지고 있지 않다. 이러한 이유로 인하여 경험이 풍부한 전문가들에게 투자의 책임을 맡기고자 펀드오브헤지펀드가 생기게 되었다. 최고의 능력을 발휘하고 시간과 비용적인 성실성을 보장하기 위해 하나의 펀드 밑에 여러 펀드를 공동으로 운영하는 방법을 사용하기도 한다.

58) von Livonius, Investmentrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland, WM 2004, 60 (66).

59) Bödecker, Handbuch Investmentrecht, Uhlenbruch Verlag 2007, S. 490.

## 2) 투자제한

펀드오브헤지펀드에 대하여 투자법은, 가능한 목적펀드에 요구사항으로서 펀드재산의 전체조합(Gesamtzusammensetzung)과 관련하여 보다 더 명백하게 투자제한을 규정하고 있다. 펀드오브헤지펀드는 부가적 위험을 갖는 특별재산(투자법 제112조의 의미에서)의 지분이나 투자주식회사 또는 외국의 투자재산에 적어도 51%에 해당하는 그의 재산을 투자할 수 있다. 그의 투자전략은 투자법 제112조의 투자정책과 비견할 만한 요구사항에 종속되어 있다. 국제적인 자금세탁퇴치의 의미에서 협력하지 않는 것으로 인정되는 국가<sup>60)</sup>로부터 유입되는 헤지펀드는 목적펀드로서 제외된다. 목적펀드는 반드시 감독될 필요는 없다. 그 외에 펀드재산의 최대 49%는 유동재산으로 투자할 수 있고, 펀드재산의 통화위험은 파생상품을 통하여 보존될 수 있다.

위험분산의 이유 때문에 펀드오브헤지펀드는 그의 펀드재산을 개별적인 목적펀드에 많아야 20%을 투자할 수 있다. 즉, 펀드오브헤지펀드는 적어도 세 가지 다양한 목적펀드에 지분을 할당해야 한다. 그 외에 펀드오브헤지펀드는 동일한 발행자나 펀드매니저의 두 가지 이상의 목적펀드에 투자할 수 없다(투자법 제113조 제4항 2문). 입법자의 의도에 따르면, 이러한 규정을 통하여 이른바 ‘집안의 해결(Inhouse-Lösung)’이 가능해지게 된다. ‘집안의 해결(Inhouse-Lösung)’에서 목적펀드는 동일한 제공자로부터 유래하지만, 적어도 서로 다른 펀드매니저를 갖게 된다.<sup>61)</sup> 충분한 다양성의 의미에서 발행자위험이나 매니저위험이 목적펀드에 축소되어져야만 하는 것이다.

## 3) 레버리지와 공매도

공매도와 레버리지는 펀드오브헤지펀드의 수준(영역)에서는 허용되지 않는다(투자법 제113조 제1항 제3문). 당연히 이러한 금지는 레버리지와 공매도와 같은 기술을 사용하는 목적펀드의 지분을 획득하는 가능성을 배제하지는 않는다. 이와 관련하여 기본적으로 각각의 타인자본에 대한 차입이 헤지펀드에 대하여 배제되어져야 하는지의 여부, 혹은 일반적인 펀드에 대하여 가능한 타인자본의 차입이 가능한 지 여부<sup>62)</sup>, 그리고 투자정도를 제고하기 위한 것이 아니라 지분반환에서 일시적인 유동성경색을 완화하기 위하여 그러한 타인자본의 차입이 가능한가에 대한 문제가 제기된다.<sup>63)</sup>

반면에 투자법은 전적으로 지분환매와 관련하여 “유동성의 문제”를 인식했고, 그와 같은 근거로부터 ‘지분의 환매가 원칙적으로 수시로 가능해서는 안 된다’는 것과 ‘단기간의 타인자본차입에 관한 규정(투자법 제53조)은 펀드오브헤지펀드에 있어서는 적용 되지 않는다’는 점<sup>64)</sup>을 인정한 것이다.

60) 여기에 협력하지 않는 국가로는 이집트, 콰테말라, 인도네시아, 미얀마 나이지리아, 필리핀 그리고 우크라이나 등이 있다.(Stand: 6. Okt. 2003, www.oecd.org/fatf).

61) Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz), BT-Drucks, 15/1896, S. 3.

62) 투자법 제53조는 일반적인 펀드의 차입을 인정하고 있다. 즉 일반적인 시장의 조건에 충족되는 신용공여가 이루어지고 또 그것이 계약조건에 규정되어 있는 경우에, 일반적인 투자펀드는 펀드기금 가치(평가)의 10% 까지 단기 신용을 얻을 수 있도록 하고 있다.

63) Bödecker, a.a.O., S. 475.

64) 투자법 제114조는 ‘부가적인 위험을 갖는 특별기금’(헤지펀드)의 관리에 관하여 규정하고 있다. 즉 투자법 제112조와 제113조의 조치에 따른 특별기금의 관리에 대하여는, 본장의 규정으로부터 다른 사항을 존재하

#### 4) 펀드재산의 보호

펀드오브헤지펀드에 대한 펀드재산의 보호에 있어서는, 원칙적으로 헤지펀드에서와 같이 동일한 규정이 적용된다. 그 외에 목적펀드에 대한 펀드재산의 보호에 있어서는 특별한 요구사항이 제시된다.<sup>65)</sup> 목적펀드의 재산은 보관은행에 의하여 보호되어야 하고 감시되어야 한다. 그리고 각각의 목적펀드의 특수성으로 인하여 펀드재산의 보관이 비교할만한 기관(예를 들면 프라임브로커)으로 하는 것이 인정되는 경우에는, 그 기관이 보관은행의 기능을 대신하도록 하고 있다. 특별기금과 보관은행의 합의를 통하여, 보관은행에 의하여 직접적으로 매개된 그에 상응하는 기관의 과책의 귀속이 규정된다. 목적펀드에 대한 사기적인 행위를 예방하기 위하여, 적어도 지분소유자의 이해관점에서 보관이 이행되어야 한다.

#### 5) 계약조건(정관)

펀드오브헤지펀드에 있어서 계약조건(즉 정관)은 일반적인 투자펀드에 대하여 요구되고 있는 내용(투자법 제43조 제3항) 외에 상품과 관련된 보다 특수한 내용을 담고 있어야 한다(투자법 제118조). 무엇보다도 특히 목적펀드의 선택을 위한 기본적인 사항에 대한 정보, 목적펀드의 투자전략, 목적펀드 분야에 대한 레버리지와 공매도의 개입, 유동적인 수단에서 펀드오브헤지펀드의 투자 그리고 환매형태 등을 포함하고 있어야 한다. 계약조건은 금융감독위원회에 의하여 승인된다(투자법 제43조 제2항). 펀드운용자는 법적인 규정과 계약조건에 합치하여 유념하여 운용해야 한다.

#### 6) 영업행위

펀드오브헤지펀드의 지분은 개인투자자나 기관투자자에게 거래될 수 있다. 또한 사모의 영역에서뿐만 아니라 공모의 영역에서도 가능하다. 펀드오브헤지펀드에 대한 지분획득과 관련하여 이미 규정을 이행했던 다른 국가들과는 달리, 공모에 있어서는 개미투자자들에게 이러한 펀드의 획득을 가능하도록 하기 위하여 최소투자총액(Mindestanlagesumme)을 특정화하지 않았다. 또한 헤지펀드와는 달리 관련되는 펀드오브헤지펀드가 공모에 허용되는 경우에 한하여, 금융기관이나 금융서비스기관으로 인정될 수 없는 중개인(Vermittler)을 통한 펀드오브헤지펀드에 지분거래가 이행될 수 있다.

펀드오브헤지펀드의 거래에 대하여는 판매설명서의무가 존재한다. 상품이 복잡하기 때문에 투자근대화법에 의하여 도입된 ‘단순한 판매설명서’<sup>66)</sup>를 사용할 수 없다. 판매설명서는 사용하기 전에 금융감독위원회에 제시하여야 한다(투자법 제42조 제6항). ‘일반적인 펀드’에 요구되는 내용에 부가적으로 판매설명서에는, 투자자들이 특별한 위험에 노출될 수 있음이 인식되도록 상품의 특징적인 내용이 기술되어야 한다. 목적펀드가 투자자보호를 위하여 반드시 효과적인 공적인 감독에 지배되지 않는다는 안내를 포함하여, 목적펀드의 선택과정

---

지 않는 한 투자법 제46조에서 52조까지 그리고 54조에서 90k조의 예외 하에서 동법의 규정이 효력을 갖는다.

65) 펀드오브헤지펀드에서 펀드재산의 관리에 관하여는 투자법 제113조 제3항이 언급하고 있다. 즉 자본투자회사는 부가적인 위험을 갖는 펀드오브헤지펀드의 계산을 위하여 외국의 목적펀드를 획득함에 있어서, 단지 그러한 재산대상이 보관은행이나 프라임브로커에 의하여 보관되어지는 경우나 혹은 보관은행의 기능이 그것에 비교할만한 기관에 의하여 행해지는 경우에 한하여 허용하고 있다.

66) ‘단순한 판매설명서’에서는 ‘평균적인 지식을 갖고 있는 투자자’에 대하여 쉽게 이해할 수 있도록 펀드에 대한 본질적인 정보가 요약되어 있어야 한다. 투자법 제42조 제2항.

(업무집행자의 교육과 경험, 허용되는 레버리지의 범위, 비용구조 등), 펀드오브헤지펀드의 영역에서 파생상품거래에 대한 정보, 투자자에게 부과되는 비용에 대한 정보 그리고 필요한 경우에는 환매가 제한된다는 안내 등이 자세하게 기술되어 있어야 하는 것이다.<sup>67)</sup>

일반적인 펀드와 달리 매우 특수한 사항은, 판매설명서에 투자제한을 두지 않음을 근거로 하여 헤지펀드의 추상적 위험성과 그것에 기인하여 초래되는 전체손실(Totalverlustrisiko)에 대한 경고안내가 전달되어야 한다.<sup>68)</sup> 전체비용율(Gesamtkostenquote)과 관련하여 그러한 사항들이 예상될 수 있다는 점과 개별적으로 계산근거로서 어떠한 비용이 삽입된 것인지에 대하여는 ‘상세한 설명서’에 담겨있어야 한다. 취득자가 자연인에 해당하는 경우에는, 계약을 체결하기 전에 그에게 판매설명서의 서류(실질적으로 적용되는 용어로 된 상세한 판매설명서, 계약조건 특히 정관)는 언제나 문서형식으로 전달되어야 한다(투자법 제121조 제3항 3문).<sup>69)</sup> 계약체결과 관련하여 투자법 제121조 제3항 4문은 판매자가 설명을 하였는가에 대한 다툼이 있는 경우에는 판매자가 입증에 대한 책임을 묻도록 하고 있다. 그 외에도 “헤지펀드에게는 명백하게 특별한 위험이 있다”는 사실이 취득자에게 알려야 한다.

지분환매는 적어도 4년에 한 번 가능하다. 그리고 헤지기간은 100일째에 이르는 것에 의하여 합의될 수 있다.<sup>70)</sup> 법적 안정성의 근거로부터 환매는 자본투자회사에 대하여 법적 구속력이 있고 철회할 수 없는 환매의사표시를 필요로 한다(투자법 제116조 제2항).

## 7) 보고의무와 감독의무

목적펀드가 예외적으로 조직화된 시장에서 다루어지지 않는 한, 구 투자법 제10조 제2항에 따른 금융감독위원회에게 신고의무가 발생하지 않는다. 그러나 본 조항은 현행법에 의하면 존재하지 않는다.

특수펀드(Spezialfond)에 해당되는 것이 아니라면, 연차보고와 중간보고는 ‘일반적인 펀드’에 대하여 적용되는 규정에 상응하여 작성하고 공표해야 하며 금융감독위원회(혹은 독일 연방은행)에게 첫 번째 사용 후에 지체없이 교부해야 한다. 그 외에 투명성과 투자자안전의 의미에서 펀드오브헤지펀드는 투자결정에 대하여 요구되어지는 목적펀드에 대한 정보를 우선적으로 가지고 있어야 한다(투자법 제113조 제5항). 그러므로 목적펀드지분의 획득에 앞서 펀드오브헤지펀드는 실사(due diligence)를 이행해야 하며, 그러한 범위에서 적어도 목적펀드에 대한 내부적인 조직(예를 들면, 영업흐름, 책임, 주문승낙, 주문처리 등), 관리능력, 투자정책(예를 들면 위험분산의 정도, 최고점과 최저점, 레버리지와 공매도의 범위) 그리고 위험관리(예를 들면, 조직과 구조, 책임, 위험통제의 절차) 등에 관한 정보를 알아내야 한다. 이와 관련하여 목적펀드의 작년도 연차보고와 반기보고, 그리고 그것의 계약조건과 판매설명서 등이 검토되어야 한다. 참가의 전체기간 동안에, 펀드오브헤지펀드는 투자전략과 위험의 유지와 관련하여 목적펀드를 감독하고 목적펀드에 대하여 일반적으로 인정된 위험수치(예를 들면, 레버리지, 공매도, 유동성 등등) 제시하게 하여야 한다. 위험수치에 따라 예측된

67) 일반적인 펀드에서보다도 더 높은 비용이 부과될 수 있다는 사실과 펀드재산의 가치가 하락의 경우에도 관리비용이 발생할 수 있다는 사실이 투자자에게 알려져야 한다. 투자법 제117조 제1항.

68) Für diesen Warnhinweis ist folgender Wortlaut vorgegeben. "Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen".

69) 기관투자자의 경우는, 만약 서류들이 부가적으로 특정한 장소에 서류형식으로 준비되어질 수 있는 경우에 이러한 서류를 역시 영속적인 정보처리기(Datenträger)에 맡길 수 있다. 투자법 제121조 제1항 3문.

70) 헤지펀드와 비교하여, 아주 현저하게 긴 헤지기간을 둔 것은 펀드오브헤지펀드에 의하여 유지되는 목적펀드와 관련하여 펀드오브헤지펀드가 현저하지 않은 환매기간을 유지해야 할 필요가 없다는 점을 들고 있다.

사항은 펀드오브헤지펀드에게 보고되어야 하고 설명되어야 한다. 그 외에 펀드오브헤지펀드는 보관은행에 대하여(혹은 그에 상응하는 기관) 목적펀드에 대한 지분가치의 추인을 제출해야 한다.<sup>71)</sup> 금감위는 상응하는 요구사항에 따라 펀드오브헤지펀드에 대하여 실사의 영역에서 수집된 서류들을 제출하도록 할 수 있다(투자법 제115조).

### 3. 비교법적인 검토

헤지펀드에 대한 규제는 헤지펀드의 설립, 헤지펀드의 운영자(자산운용사), 헤지펀드의 판매(판매회사), 헤지펀드에 대한 투자자격(투자자) 등과 같이 헤지펀드의 규제와 관련된 사항들에 대한 기본적인 프레임이 제시된다. 독일 투자법이 기관투자자나 개인투자자를 위하여 헤지펀드를 규정한 것은 매우 고무적인 일이라고 하겠다.

1) 투자집합체의 법적 형태를 불문하고 그 기능과 실질에 따라 동일하게 규제하거나 세제 지원의 여부를 판단하는 것이 글로벌 스탠다드로 알려져 있다. 그러나 우리나라는 사모펀드 설계과정에서 조합과 주식회사 등 여러 법적 구조를 검토한 결과, 미국의 유한책임회사(LLC: Limited Liability Corporation)와 유사한 합자조합제도<sup>72)</sup>와 유한책임회사<sup>73)</sup>를 법적 형태로 인정하였다. 반면에 독일은 헤지펀드의 설립형태를 자본투자회사와 투자주식회사로 제한하여 유한회사나 주식회사의 형태를 요구하고 있다. 결국 독일에서는 헤지펀드가 투자법에 의해 규제를 받는 투자관리회사 또는 투자주식회사 중 어느 하나에 의해 설정되고 운용되어야 한다는 것을 의미한다.

2) 투자전략에 있어서 독일의 헤지펀드 운용자는 원칙적으로 레버리지나 공매도에 대하여 제한을 받지 않는다. 펀드운용자 거래당사자로서 프라임브로커로부터 공매도와 자금이나 증권을 차입하는 것도 가능하다. 그러나 레버리지나 공매도의 남용을 방지하고 시장 건전성을 유지하고 시장의 통일성을 보장하기 시행령을 통하여 제한될 수 있음을 규정하고 있다.<sup>74)</sup> 투장대상에 있어서, 원칙적으로 부동산을 제외한 모든 대상에 가능하나 상장되지 않은 회사의 지분에 30%이상 투자할 수 없도록 한 점이 눈여겨볼 만하다. 또한 헤지펀드에서 일반펀드에서 적용되는 ‘교부가 및 환매가의 공시(투자법 제36조 제6항)요구’와 ‘연차보고 및 반기보고에 대한 공표요구(투자법 제45조 제1항)’가 적용되지 않는다(투자법 제112조 제2항). 반면 우리의 자본시장법은 제249조2에서 ‘금전차입의 제한’과 ‘자기자금 투자제한’에 대한 특례를 인정함으로써 헤지펀드를 인정하는 실마리를 제공하고 있다는 점에서 약간의 차이를 보이고 있다.

71) von Livonius, a.a.O., WM 2004, 60 (68).

72) 안경봉, “합자조합(LP), 유한책임회사(LLC)의 도입과 법적 문제점,” 『상사법연구』 제25권 제4호(한국상사법학회, 2007), 161면) 합자조합은 조합의 성격을 갖게 되므로 법인격이 없고 세제상 조합단체가 아니라 조합원 단계에서 소득세가 과세된다고 한다. 법인격이 없는 합자조합은 독일의 합수(Gesamthandgesellschaft)에 해당하는 합자회사(Kommanditgesellschaft)와 매우 유사하다. 단지 우리나라는 합자회사를 정책상 법인으로 인정하고 있기 때문에 법인격을 갖고 있다. 독일의 인적단체(민법상 조합, 합명회사 그리고 합자회사의 권리능력과 책임구조에 대하여는 유주선, “독일법상 민법상 조합의 권리능력,” 『기업법연구』 제20권 제1호, (한국기업학회, 2006. 3. 31), 382면 이하)

73) 임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 『증권법연구』, 제9권 1호(한국증권법학회, 2008), 17면), 유한책임회사를 도입하면서 현재 상법상의 유한회사를 삭제해야 하는 문제와 관련하여 안경봉, 전제 논문, 176면 이하)

74) 독일 투자법 제112조 제4항. 시장의 통일성이 요구되어지는 한, 연방재무부장관은 동법 제1조에 따른 레버리지와 공매도의 제한에 대한 기준과 전제조건을 가지고 시행령을 허락할 수 있는 권한을 갖는다.

3) 펀드기금은 보관은행에 의하여 보호되도록 독일 투자법은 규정하고 있다. 투자관리회사나 투자주식회사는 예금 및 자산보관업을 대한 라이선스를 받은 신용기관인 보관은행을 지정해야 하며, 그 보관은행이 펀드 자산의 보관을 수탁받아야 하고 다른 기능들도 투자관리회사나 투자주식회사와 독립적으로 투자자의 이익을 위하여 수행되어야 한다. 이 원칙에 대한 예외가 헤지펀드에 적용된다. 보관은행의 개별 기능들은 만약 보관은행이 그 기관의 태만이나 고의적인 위법행위에 대하여 완전히 책임을 진다면 다른 유사한 기관에 의한 수행을 가능하도록 하고 있다. 이는 독일 투자관리회사나 투자주식회사가 외국의 주요 중개인들을 고객으로 유지하도록 하기 위하여 고안된 것으로 보인다.

4) 헤지펀드에 대한 투자적격과 관련하여, 초안에는 헤지펀드가 특별펀드로서 설정되도록 하는 규정이 있었던 것으로 보인다. 특별펀드는 개념적으로 기관투자자를 위해서만 특별하게 설정되는 펀드로서 30명 이상의 투자자를 모집해서는 아니 된다. 그러나 초안이 제시된 후 독일 펀드업계의 강력한 비판에 직면하여 헤지펀드가 특별펀드로서 갖는 제약을 사라지게 됨으로써, 독일의 헤지펀드는 일반펀드 또는 특별펀드 어느 방식으로도 가능하게 되었다.

5) 미국의 증권거래법에 의하면 등록된 지분증권의 5%를 보유하게 된 자는 보유관련보고서를 증권거래위원회에 제출하도록 하고 있는데, 헤지펀드 역시 적용된다.<sup>75)</sup> 그러나 독일은 독일기업에 대한 헤지펀드의 영향력이 확대되면서 규제강화가 요구되면서 2006년 4월 대주주의 지분율이 단지 3%를 초과할 경우에도 공시의무를 부과하고 있는 점에서 다른 법제에 비하여 다소 엄격하다고 하겠다.

6) 자본투자회사는 관리되어지는 특별재산을 위하여 ‘단순화된 판매설명서’와 ‘상세한 판매설명서’를 구분하여 규정하고 있다. 그러나 투자법 제42조 제1항 2문에 따르면, 헤지펀드와 펀드오브헤지펀드에 대하여는 ‘단순화된 판매설명서’가 제공되어서는 아니됨을 규정하고 있다. 투자법 제117조상 ‘상세한 설명서’에는 일반적인 정보 외에도 부가적인 정보들이 포함되어 있어야 한다.<sup>76)</sup> 또한 환매와 관련하여 일반펀드와 달리, 특정기간에만 환매가 가능하도록 규정하고 있고, 환매는 분기별로 한 번은 제공되어야 하며, 취소불능 환매통지기간을 헤지펀드는 40일, 펀드오브헤지펀드의 경우에는 100일까지 연장할 수 있도록 규정하고 있다.

미국은 헤지펀드에 대하여 간접규제방식을 취하고 있는 점에 반하여, 독일은 헤지펀드에 대하여 직접적인 규제를 할 수 있도록 입법화하고 있다. 우리나라 역시 헤지펀드를 도입함에 있어 직접적인 규제가 가능하도록 하는 다양한 정책을 담고 있음을 알 수 있다.<sup>77)</sup>

## IV. 맺는말

자기자본의 2~20배까지 초과하는 자금을 외부에서 차입하는 레버리지를 이용하거나 유

75) 최민룡, “헤지펀드에 대한 미국과 영국의 규제,” 『워크샵 자료집』, (한국법제연구원 2008. 4.11), 16면)

76) 유주선, “독일 투자법에 관한 고찰,” 『상사판례연구』 제21집 제3권, (2008. 09. 30), 273면)

77) 자본시장법 제249조의2 제3항과 4항에 과생상품의 투자한도를 정한다든가, 금전차입을 제한한다든가, 또는 채무보증과 담보제공의 범위에 대한 규제한도를 대통령령으로 정하도록 하고 있고, 제5항에 헤지펀드에 대한 직접규제가 적용될 경우, 그 규제에 대한 준수여부를 지속적으로 감시하여야 하므로 헤지펀드의 차입규모, 채무보증, 담보제공 규모에 대한 보고와 감독이 필요성 그리고 제6항에 펀드의 설정과 설립 시에도 펀드설립에 대하여 1개월 내에 감독기관에 보고하도록 하고 있다.

가증권의 매도나 차입한 유가증권으로 결제하고자 저렴한 가격으로 재매입해 상환함으로써 차익을 얻고자 하는 공매도를 인정하고 있는 헤지펀드는 여러 가지 부작용을 동반할 수 있다는 것을 알 수 있다. 특히 수익증대를 위하여 허용된 과도한 레버리지의 결과, 펀드가 차입비용을 감당할 만한 충분한 수익을 얻지 못하는 경우에는 레버리지의 이용이 해당 펀드의 생존자체를 위협하게 된다.

해당 펀드의 생존 자체뿐만 아니라, 헤지펀드와 관련하여 관심을 가져야 할 점은 투자자의 보호와 시스템리스크관리의 문제이다. 헤지펀드는 투자자 대상에 있어서 소수의 거액투자자 위주로 구성되어 있기 때문에, 다른 펀드에 비하여 투자자보호에 대한 조치의 필요성은 적다고 할 수 있다. 그러나 시스템리스크는 헤지펀드의 파산이 거래 금융기관의 유동성을 야기하여 연쇄적인 파산에 직면할 수 있고, 이러한 반응은 금융시스템의 붕괴라는 최악의 결과를 초래할 수 있다.

헤지펀드는 프라임브로커나 금융기관 등 헤지펀드의 거래상대방에 대한 규제를 통하여 금융산업 발전을 저해하지 않으면서 헤지펀드를 효과적으로 모니터링하는 방법을 선호하는 국가가 다수이지만, 헤지펀드가 급성장하면서 시장선도기능이 증대되고 고객기반이 연금기금과 소액투자자 등으로 점점 넓어지고 있다는 점에서 투자자보호의 필요성이 더욱 요구되고 있을 뿐만 아니라, 시세조작 등의 문제에 대처하기 위한 방법으로 일정부분 헤지펀드에 대한 직접적인 규제 필요성이 있다고 할 것이다.

#### <참고문헌>

노희진·김규림, “헤지펀드의 국내 허용 방안,” (한국증권연구원 연구보고서 08-03).  
 정현재, “헷지펀드의 지배구조개선 역할,” 『기업지배구조 FOCUS 1』.  
 이호진, “헤지펀드 관련 정책현황과 과제,” (한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 4. 11).  
 박진호, “헤지펀드의 위험요소와 투자자보호,” (한국법제연구원 워크샵 자료집, 2008. 6. 13).  
 배준석, “최근 미국의 사례를 중심으로 한 헤지펀드와 시스템리스크 관련 논의,” (한국금융법학회 2008년 하계 학술발표회, 2008. 8. 30).  
 송원호·오승환, “헤지펀드의 규제 동향과 시사점,” 『오늘의 세계경제』 (2007년 6월 20일).  
 양기진, “미국 서브프라임 위기에서 본 금융소비자보호법제에 대한 시사점,” 『증권법연구』, 제9권 제1호(2008).  
 유주선, “독일법상 민법상 조합의 권리능력,” 『기업법연구』 제20권 제1호(한국기업학회, 2006).  
 유주선, “독일 투자법에 관한 고찰,” 『상사판례연구』 제21집 제3권(한국상사판례학회, 2008. 9. 30).  
 윤성승, “미국의 서브프라임 금융위기와 헤지펀드 규제 동향 -글로벌 금융위기와 국제금융법의 대응-” (국제거래법학회/서울대 금융법센터 공동심포지움, 2008. 11. 28).  
 임재연, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 『증권법학회』 제9권 1호(한국증권법학회, 2008).  
 송종준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점,” 『증권법연구』, 제7권 제1호(2006).  
 최민룡, “헤지펀드의 도입과 규제에 관한 고찰-SEC와 FSA의 최근 동향을 중심으로,” 『상사판례연구』, 제20집 제3권(하)(2007).

한정미, “헤지펀드 도입을 위한 금융투자 관련 법제 정비방안 연구,” (한국법제연구원, 연구 보고서), (2008).

Bauer Jürgen, Das Investmentgeschäft, 1999, Köln.

Bödecker Carsten, Handbuch Unvestmentrecht, Uhlenbruch Verlag, 2007.

Briese André, Das Investmentmodernisierungsgesetz, StuB 2003, S. 1089 ff .

Brinkhaus Josef/Scherer Peter, Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften  
Auslandinvestment-Gesetz, C.H. Beck, München 2003.

Dornseifer Frank, Die Neugestaltung der Investmentaktiengesellschaft durch das  
Investmentänderungsgesetz, AG 2008, S. 53 ff.

Elicker Gstädtner, Das Aufsichtsrecht der Hedgefonds -Anspruch und Wirklichkeit,  
BKR 2006, S. 91 ff.

Fork Till, Das neue Recht der Investmentaktiengesellschaft, BB 2006, S. 2371 ff.

Graef Andreas, Aufsicht über Hedgefonds im deutschen und amerikanischen Recht  
-Zugleich ein Beitrag zu den Einflüssen des Anlagemodells auf die  
Finanzmarktstabilität, Dissertation Technische Universität Darmstadt 2007/2008.

Kestler Matthias, Die Bank, 2003.

Kestler Alexander/Benz Claudia, Aktuelle Entwicklungen im Investmentrecht, BKR  
2008, S. 403 ff.

Kugler Stefan/Lochmann René, Ausgewählte Rechtsfragen zum öffentlichen Vertrieb  
von Hedgefonds in Deutschland, BKR 2006, S. 41 ff.

Lang Norbert, Das Investmentgesetz - Kein großer Wurf, aber ein Schritt in die  
richtige Richtung-, WM 2004, 53 ff.

Leistikow Michael/Ellerkmann Dirk, BB-Gesetzgebungsreport: Neuerungen nach dem  
Investmentgesetz, BB 2003, 2693 ff.

Lindemann Alexander, Einsatz von Primebroker bei inländischen Hedgefonds, BB  
2004, 2137 ff.

Pfüller/Schmitt, KAGG/AuslInvestmG, 2003.

Report of the President's Working Group on Financial Market, Hedge Fund,  
Leverage and the Lessons of Long-Term capital Management 29-43)(Apr.  
1999).

Financial Stability Forum, Report if the Working Group on Highly Leveraged  
Institutions (2000).

Roegele Elisabeth/Görke Oliver, Novelle des Investmentgesetz(InvG), BKR 2007, S.  
393 ff.

Spindler Geralt/Bednarz Sebastian, Die Regulierung von Hedge-Fonds im  
Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, -Teil I: Die Rechtslage-, WM 2006, 353  
ff.

Spindler Geralt/Bednarz Sebastian, Die Regulierung von Hedge-Fonds im  
Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, -Teil II: Der Stand der  
Reformdiskussion-, WM 2006, 601 ff.

von Livonius Hilger, Investmentrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland, WM 2004, 60 ff.

Uhlig Michael, Hedgefonds in Deutschland, Salzwasser-Verlag, 2006.

Zetsche Dirk, Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, ZBB 2007, S. 438 ff.

## Hedgefonds im Kapitalmarktsrecht

Juseon Yoo

Nachdem für in Deutschland aufgelegte Investmentfonds die Gestaltungsfreiheit zum Schutz der Kapitalanleger durch die Bestimmungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) erheblich beschränkt war, konnten im Hinblick auf die dargestellten Anlagestrategien Hedgefonds bisher kaum nach den Bestimmungen dieses Gesetzes errichtet werden. In Deutschland haben sich erstmals die rechtlichen Rahmenbedingungen für Investmentvermögen durch das zum 1.1. 2004 in Kraft getretene Investmentmodernisierungsgesetz, das sowohl das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften als auch das Auslandsinvestment-Gesetz ablöste, grundlegend gewandelt.

Die Anlagepolitik eines Single-Hedgefonds unterliegt, der verheißungsvollen Gesetzesbegründung entsprechend, nur wenigen Anlagerestriktionen. Zum einen sind Anleger in Single-Hedgefonds wie jedem Hedgefonds grundsätzlich untersagt, das Vermögen der Anleger in Immobilien oder Immobiliengesellschaften zu investieren. Des Weiteren enthält § 112 Abs. 1 Satz 3 InvG eine Beschränkung in Bezug auf Anlage in Privat Equity-Vermögenswerten. Beteiligungen des Hedgefonds an Unternehmen, die nicht an einer Börse zugelassen sind oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, sind auf 30% des Wertes des Sondervermögens beschränkt. Durch § 112 Abs. 4 InvG wird das Bundesfinanzministerium zum Erlassen oder in einer Rechtsverordnung ermächtigt, mit der die Voraussetzungen und Kriterien für eine Beschränkung von Leverage und Leerverkäufen geregelt werden können, soweit dies zur Abwendung von Missbrauch und zur Wahrung der Integrität des Marktes erforderlich ist. Anteile an einem in Form eines Sondervermögens errichteten Hedgefonds dürfen nicht öffentlich vertrieben (§ 112 Abs. 2 InvG) und Aktien an einem als Investmentaktiengesellschaft errichteten Hedgefonds dürfen natürlichen Personen nicht öffentlich zum Erwerb angeboten werden (§ 101 Abs. 6 InvG). Grundsätzlich ausgeschlossen ist daher für Hedgefonds ein öffentlicher Vertrieb mittels öffentlichen Anbietens, öffentlicher Werbung oder in ähnlicher Weise (§ 2 Abs. 11 InvG).

Wie Single-Hedgefonds können Dach-Hedgefonds entweder als von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltetes Sondervermögen oder in der Form einer Investmentaktiengesellschaft errichtet werden. Dach-Hedgefonds sind gem. § 113 Abs. 1 Satz 1 InvG Investmentvermögen, die in inländische Hedgefonds i.S.d. § 112 Abs. 1 bzw. § 96 InvG i.V.m. § 112 Abs. 1 InvG oder in ausländische Hedgefonds

als Zielfonds investieren, die in ihrer Anlagepolitik Anforderungen unterliegen, die § 112 Abs. 1 InvG vergleichbar sind. Nach § 113 Abs. 2 Satz 1 InvG dürfen daneben höchstens 49% des Wertes des Investvermögens in Bankguthaben oder in Geldmarktinstrumente angelegt werden. Aus Gründen der Risikostreuung darf ein Dach-Hedgefonds maximal 20% seines Fondsvermögens in einen einzelnen Zielfonds investieren. Das bedeutet, dass ein Dachfond mindestnes Anteile an drei verschiedenen Zielfonds halten muss. Außerdem darf ein Dach-Hedgefonds nicht in mehr als zwei Zielfonds vom gleichen Emittenten oder Fondsmanger investieren (§ 113 Abs. 4 Satz 2 InvG). Am 28. 12. 2007 ist das Investmentänderungsgesetz in Kraft getreten. Im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des deutschen Bundestages am 25. 10. 2007 wurde dem Gesetz der letzte Schliff verpasst. Der Bereich des Hedgefonds wurde jedoch nicht geändert. Koreanischer Gesetzgeber hat dagegen am 04. 02. 2009 ausnahmsweise Hedgefonds im Gesetz über Kapitalmarkt und Finanzinvestment aufgenommen.

**Keywords:** Investmentgesetz, Investmentaktiengesellschaft, Anlegerschutz, Single-Hedgefonds, Dach-Hedgefonds, Gesetz über Kapitalmarkt und Finanzinvestment