

미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점*

송 중 준

(충북대학교 법과대학 교수)

【초 록】

최근 들어 미국에 있어서 헤지펀드는 그 수와 규모면에서 괄목할 만한 성장세에 있다. 그런데 헤지펀드의 성장과 함께 헤지펀드가 투자자를 기망하여 해를 끼치는 사기의 수단으로서 이용되는 사례가 증가하고 있고, 그러한 사기에는 대부분 투자자문업자들이 연루되어 있음이 밝혀지고 있다. 특히 투자자문업자들의 사기는 자신들이 운용하는 펀드와 자신들의 이익을 위하여 뮤추얼 펀드 투자자를 이용하는 방법이 이용되는 등 헤지펀드가 다른 시장 참여자에 대하여까지 피해를 주고 있는 사례도 적발되고 있다. 더욱이 최근의 헤지펀드는 위험 투자에 참여한 경험이 없는 일반투자자에게까지 마케팅 활동을 확대하고 있고, 공모펀드가 헤지펀드에 투자하는 헤지펀드 투자형 펀드의 등장으로 인하여 이제는 헤지펀드가 기관투자가는 물론이고 일반투자자에게까지 광범위하게 접근되고 있다. 그리고 공적·사적 연금기금, 대학재단, 기부금단체, 자선재단 등이 헤지펀드에 새로이 투자하거나 투자비율을 확대함에 따라 헤지펀드 투자와 사기로부터 손실이 초래될 경우에는 이들 단체가 그 수익자에 대하여지는 의무 또는 그 단체의 목적을 이행하는 데에 부정적인 영향을 줄 우려도 커지고 있다. 그런데 헤지펀드산업이 금융산업 전체에서 차지하는 비중과 역할이 크기 때문에 미국에서는 헤지펀드산업이 위축되지 않도록 하는 것이 법정책의 핵심이다.

그리하여 SEC는 2004년 12월 헤지펀드 투자자문업자의 등록기준을 재조정함으로써 지금까지 투자자문업법의 적용영역 외에 존재했던 거의 모든 헤지펀드로 하여금 SEC에 등록하게 하여 헤지펀드의 투명성을 확보하고 투자자의 보호를 강화하고자 했다. 이 논문은 미국의 SEC가 2003년 9월 발표한 관련 조사보고서와 2004년 12월 최종적으로 채택된 개정규칙이 주는 시사점을 중심으로 하여 헤지펀드를 활성화시키고 한편으로 투자자보호도 함께 추구해야 한다는 관점에서 우리법상의 대응과제를 모색하였다.

주제어 : 헤지펀드 / 사모펀드 / 헤지펀드 투자형 펀드 / 투자자문업법 / 적격투자자 / 고객 / 합자조합 / 유한책임회사

【차 례】

- I. 머리말
- II. 헤지펀드의 개념과 운영상 특성
 1. 헤지펀드의 개념
 2. 헤지펀드의 운영상 특성
- III. 미국법상 헤지펀드의 규제 체계
 1. 투자회사법
 2. 증권거래관련법
 3. 투자자문업법
 4. 기타의 규제
 5. 헤지펀드 규제 위반사건의 집행실태
- IV. 헤지펀드 규제에 관한 미국의 법정책과 그 법적 시사점
 1. 헤지펀드의 효과에 관한 평가

2. 헤지펀드 규제의 논쟁

3. 우리법예의 시사점

V. 맺음말

I. 머리말

헤지펀드는 1949년 호주 출신인 알프레드 윈슬로우 존스(Alfred Winslow Jones)가 최초로 운용한 이후, 오늘날에는 새로운 투자모델로서 발전하였을 뿐만 아니라, 그 수와 자산규모도 엄청나게 팽창하였다. 헤지펀드가 활성화되어 있는 미국의 경우, 1968년에 헤지펀드의 수는 고작 215개였던 것이, 2001년 말 현재 그 수는 6천개로 급증하였다. 2004년 말 현재로는 7천개의 헤지펀드가 활동하고 있고, 운용중인 자산의 규모도 8천 7백억 달러 이상일 것이라고 추산되고 있으며 1조 달러를 능가할 것이라고 보기도 한다. 그리고 2000년부터 2004년까지 헤지펀드의 자산규모는 260% 증가하였고, 그 증가속도는 뮤추얼 펀드(mutual fund)를 능가하여 그 규모도 뮤추얼 펀드의 총자산 규모의 1/5 수준을 상회하고 있다고 한다.1) 그 결과 헤지펀드의 투자자문업자는 자산의 관리자이자 증권거래원으로서 미국의 증권시장에서 중요한 시장참여자가 되었다고 할 수 있다.

이와 같은 헤지펀드의 급성장은 법률적으로는 헤지펀드에 대한 미국 연방법의 적용배제원칙과 헤지펀드 투자자 수 요건의 회피가 원인일 수도 있겠지만, 경제적으로는 법률상 요구되는 적격투자자 요건으로서의 최저투자금액요건을 충족하는 투자자가 증가하였다는 점, 헤지펀드 투자형 펀드(fund of hedge funds, FOHFs)와 같이 헤지펀드에의 투자를 목적으로 하는 새로운 투자기구가 증가하였다는 점, 그리고 헤지펀드가 투자수익의 극대화를 위한 위험배제수단으로서 고유한 투자비법을 활용하고 있다는 점 등과 같은 다양한 요소에 기인한다고 할 수 있다.2)

미국의 경우 헤지펀드는 잠재적으로는 증권거래위원회와 기타 감독규제기관이 간접적인 다양한 수단을 동원하여 감독권을 행사할 수는 있지만, 미국의 투자회사법, 증권거래관련법, 투자자문업법 등 연방법률상의 적용제외규정 때문에 헤지펀드는 증권거래위원회의 감시를 받지 아니하고도 운용될 수 있었다. 따라서 헤지펀드는 이러한 면제규정을 이용하여 그 규모의 구성, 마케팅, 고객중심의 영업 등의 면에서 효과적으로 대응해 왔다고 할 수 있고, 엄밀히 말하면 미국의 연방법으로는 헤지펀드를 효과적으로 통제할 수 없는 지경에 이르렀다. 그런데 헤지펀드의 성장과 함께 헤지펀드가 투자자를 기망하여 해를 끼치는 사기의 수단으로서 이용되는 사례가 증가하고 있고, 그 피해규모도 최근 5년간 10억 달러를 초과할 정도로 막대한 것이었으며 그러한 사기에는 대부분 투자자문업자들이 연루되어 있음이 밝혀지고 있다. 특히 투자자문업자들의 사기는 자신들이 운용하는 펀드와 자신들의 이익을 위하여 뮤추얼 펀드 투자자를 이용하는 방법이 이용되는 등 헤지펀드가 다른 시장 참여자에 대하여까지 피해를 주고 있는 사례도 적발되고 있다. 더욱이 최근의 헤지펀드는 위험투자에 참여한 경험이 없는 일반투자자에게까지 마케팅 활동을 확대하고 있고, 공모펀드가 헤지펀드에 투자하는 헤지펀드 투자형 펀드의 개발로 인하여 헤지펀드는 기관투자자는 물론이고 일반투자자에게까지 광범위하게 접근되고 있다. 그리고 공적·사적 연금기금, 대학재단, 기부금단체, 자선재단 등이 헤지펀드에 새로이 투자하거나 투자비율을 확대함에 따라 헤지펀드 투자와 사기로부터 손실이 초래될 경우에는 이들 단체가 그 수익자에 대하여 지는 의무 또는 그 단체의 목적을 이행하는 데에 부정적인 영향을 줄 우려도 커지고 있다.

그리하여 SEC는 헤지펀드 투자자문업자의 등록기준을 재조정함으로써 지금까지 투자자문업법의 적용영역 외에 존재했던 거의 모든 헤지펀드로 하여금 SEC에 등록하게 하여 헤지펀드의 투명성을 확보하고 투자자의 보호를 강화하고자 하였다.3)

이 글은 미국의 SEC(Securities and Exchange Commission, 증권거래위원회)가 1940년 투자자문업법상의 규칙을 개정하기 위하여 수행한 조사보고서와 최종적으로 채택된 개정규칙을 중심으로 하여 규칙개정의 전반적인 배경과 논의사항들을 검토하여 우리법상의 대응과제를 모색하기 위한 것이다. 이를 위하여 미국에서의 헤지펀드의 개념과 운용구조, 그리고 헤지펀드의 법률적 환경을 살펴보고자 한다. 아울러 헤지펀드의 긍정적, 부정적 효과와 헤지펀드규제에 관한 찬반논쟁 등 헤지펀드 규제강화에 이르는 배경을 정리하고자 한다. 마지막으로 SEC의 규칙개정이 우리나라의 현행 간접투자자산운용업법에 주는 시사점을 중심으로 우리법의 헤지펀드에 대한 태도 전환의 필요성과 함께 향후의 법적 과제를 검토하고자 한다.

II. 헤지펀드의 개념과 운영상 특성

1. 헤지펀드의 개념

(1) 정 의

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 있다.4) 헤지펀드의 개념 속에는 높은 차입비율(high leverage), 엘리트 투자자(elite investor), 감독기관의 약한 감시(little oversight) 등 세 가지 요소가 본질적으로 내포되어 있다.5)

전통적으로 헤지펀드는 규제의 대상으로부터 벗어나기 위해 소수의 자산가들만을 대상으로 주식을 사모로 발행하여 투자자를 모집하였고, 세금이전혜택(pass-through taxation)을 향유하기 위해 합자조합(limited partnership) 또는 유한책임회사(limited liability company)의 형태로 설립되었다고 한다.6) 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.7) 요컨대 헤지펀드는 사적으로 조직되고 전문투자매니저에 의하여 운용되며, 일반대중에게는 접근이 제한되어 있는 모든 집합투자기구(pooled investment vehicle)를 포괄한다고 말할 수 있다.8)

(2) 유사개념과의 비교

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

1) 사모인수펀드

사모인수펀드(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 등이라는 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.

2) 벤처캐피털 펀드

벤처캐피털 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.

3) 기 타

(가) 상품투자집합기구

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

(나) 등록투자회사

헤지펀드는 투자자에 대한 증권발행, 증권과 자산집합의 보유, 투자의 다각화와 투자자문에 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.

(3) 헤지펀드의 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 헤지펀드는 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.

2) 역외 헤지펀드

역외 헤지펀드(offshore hedge funds)는 외국법에 근거한 펀드로서 조세피난처⁹⁾로 알려진 국가에서 주식회사의 형태로 설립되는 것이 일반적이다. 역외 헤지펀드는 연금기금, 자선기금신탁, 재단 및 기부금단체 등과 같은 국내법상 면세단체와 외국인들에게 투자를 권유하는 것이 보통이다. 역내 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, 펀드자산가치의 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.

2. 헤지펀드의 운영상 특성¹⁰⁾

(1) 투자전략

1) 펀드전략

헤지펀드는 절대적인 수익 창출을 지향하기 때문에 시장여건의 변화를 이용할 수 있는 유연성을 가져야 하고, 따라서 투자대상의 범위가 광범하고 투자전략도 다양한 것이 특징이다. 헤지펀드는 일반적으로 시장추세전략, 이벤트지향전략, 아비트리지전략 등과 같은 투자전략을 이용한다. 시장추세전략(market trend strategies)은 특정국가의 통화를 매입하거나(거시형 투자전략, macro strategies), 가치가 과소평가된 채권을 매입하고 동시에 과대평가된 채권을 공매도하는 등(매입/매도전략, long/short strategies) 증권이나 이자율 또는 상품가격에 있어서 광범위한 시장추세를 이용하여 이득을 획득하는 전략이다. 이벤트지향전략(event-driven strategies)은 파산, 합병, 기업매수, 조직재편의 대상이 되는 회사의 주식을 매입하고 동시에 인수회사의 주식을 공매도하여 당해 주식의 가격편차를 이용하여 이익을 획득하는 방법이다. 아비트리지전략(arbitrage strategies)은 밀접하게 관련된 증권의 가격편차(pricing discrepancy)를 이용하는 것으로서, 가치가 저평가된 전환사채, 우선주, 워런트를 매입하고, 동시에 보통주를 매도하는 전환형 아비트리지(convertible arbitrage), 기발행 장기국채는 매입하고 신규발행 장기국채는 공매도하여 가격차를 이용하여 이득을 꾀하는 고정수익형 아비트리지(fixed income arbitrage), 그리고 수학적 모델을 이용하여 확인된 가격의 비효율성으로부터 이득을 추구하는 통계적 아비트리지(statistical arbitrage) 등이 있다.

2) 레버리지

헤지펀드의 투자전략에서는 레버리지가 중요한 요소이다. 레버리지(leverage)란 일반적으로 투자금액을 증액하지 아니하고 투자가치 또는 수익을 잠재적으로 증대시키는 수단이라고 풀이된다. 전통적으로는 금전을 차입하여 주로 증권을 매입하였지만, 오늘날에는 선물, 옵션 기타 파생계약도 주요한 레버리지의 대상이다. 레버리지의 이용은 투자수익을 확대하기도 하지만, 투자손실을 증폭시키는 등 투자성과에 큰 영향을 미친다. 그리고 레버리지는 유동성이 없거나 신속한 매각으로 그 자산의 완전한 가치를 실현할 수 없는 자산을 보유함으로써 초래되는 위험을 증대시킬 수 있다. 헤지펀드가 레버리지를 이용하는 정도는 투자전략에 따라 다르다. 예컨대 거시형, 고정수익형 및 통계적 아비트리지전략에서는 이벤트지향형 전략에 비하여 레버리지에 의존하는 정도가 크다. 그리고 헤지펀드가 이용하는 레버리지의 한도는 대부업자, 증권회사 등에 대하여 부과된 법령상의 기준을 따라야 하거나 자율규제기관(self-regulatory organization, SRO)이 부과한 기준에 따라서 공매도 거래를 위한 부가적인 요건을 갖추어야 하는 경우도 있다.¹¹⁾

3) 공매도

헤지펀드는 공매도를 중요한 투자전략 요소로서 이용한다. 공매도(short selling)란 매도인이 소유하지 않은 증권의 매도, 또는 매도인이 차용한 증권의 교부에 의하여 종결되는 매도를 말한다. 매수인에게 증권을 교부하기 위하여 공매도인은 증권회사 또는 기관투자자로부터 증권을 차용한다. 그 후 공매도인은 증권시장에서 등가의 증권을 매입 또는 자신이 소유하고 있는 등가의 증권을 대여자에게 반환함으로써 거래를 종결한다. 일반적으로 공매도는

가격하락이 예상되는 추세에서 이득을 획득하고자 하거나, 예상치 못한 수요에 대응하여 유동성을 공급하고자 하거나, 또는 동종증권의 매입보유에 따른 위험을 분산시키기 위하여 이용된다.

공매도는 시장 유동성과 가격결정의 효율성에 기여하는 이점이 있지만, 증권의 시세조작 목적으로 이용되는 문제도 안고 있다. 미국의 증권거래법은 공매도의 남용으로부터 증권발행회사와 투자자의 신뢰를 보호하기 위하여 시세조작적 행위를 예방하기 위한 규칙을 두고 있고,12) 자율규제기관도 부가적인 규칙을 갖고 있다.13) 헤지펀드들은 고수익이 예상되는 증권을 매입하고 저수익이 예상되는 증권을 공매도하는 매입/매도전략을 구사하는 것이 일반적이며, 아비트리지전략과 관련해서도 공매도를 이용한다.

(2) 헤지펀드 투자자의 특성과 마케팅

역사적으로 볼 때에 헤지펀드는 자산가인 개인과 가족에게 주로 매각되어서 헤지펀드 투자자의 대부분은 이들이 차지하고 있다. 그러나 최근에는 헤지펀드산업이 성장함에 따라 헤지펀드는 기관투자자의 투자에도 크게 기여하고 있다. 연금기금, 기부금단체 등과 같은 기관투자자들은 포트폴리오의 상당부분을 헤지펀드 투자에 할애하고 있거나, 헤지펀드 투자형 펀드에 대한 투자도 증가하고 있다.14)

한편 헤지펀드 자문업자들은 등록투자회사에 비하여 투자자에게 직접 펀드를 매각하는 것이 일반적이고 증권회사를 통하여 매각하는 경우도 있다. 이 펀드의 판매 마케팅은 자문회사의 직원과 투자자와의 기존관계와 기존투자자에 대한 권유에 주로 의존하고, 세미나 개최 등을 통하여 투자자를 물색하는 것이 보통이다. 그리고 인터넷 웹사이트를 개설하여 투자자와 정보를 교환하기도 한다. 여기서의 웹사이트의 내용과 접속할 수 있는 사람을 제한하여 증권모집을 위한 일반적 권유와 광고가 되지 않도록 한다. 그리고 웹사이트상에서는 기존 투자자와 헤지펀드 종사자들과 기존관계가 있는 투자자에게는 패스워드를 부여하여 정보를 교환한다. 인터넷과 기타의 전자통신수단을 이용하는 자문업자들은 헤지펀드 증권의 매각 또는 자문행위에 있어서 증권거래위원회의 등록의무면제기준을 준수한다.

(3) 투자자에 대한 정보제공

1) 사모안내서에 의한 정보제공

헤지펀드는 투자자에게 사모안내서(private placement memoranda, PPM)를 제공하여 투자를 권유하는 것이 보통이다. 이 PPM에 제공하는 정보는 자문업자마다 다르지만 그 범위는 공통적이라고 할 수 있다. PPM에 의한 정보의 개시에는 증권거래법상 공시요건이 적용되지 않는다. PPM에는 펀드의 투자전략과 관행, 유동성이 없고 가치산정이 어려운 증권에의 투자 가능성, 증권가치평가의 재량권 부여, 명시되지 않은 전략에 의한 자산투자의 재량권 행사 등에 관한 사항이 포함된다. 그리고 유한책임조합원(limited partner, LP)이 되기 위한 투자자의 자격과 절차, 펀드의 비용, 이득과 손실의 분배, 투자수익에 대한 세금, 펀드의 재무서류 등 펀드의 운용에 관한 정보, 신규투자자가 지켜야 할 투자기간, 투자액의 상환에 관한 세부내용 등이 기재된다. 이 PPM에는 투자자에 대한 잠재적인 이해충돌에 관한 사항도 기재된다. 아울러 PPM에는 펀드의 관련회사인 증권회사 및 서비스 제공자에 관한 정보가 기재되는 경우도 있다.

2) 합자조합계약에 의한 정보제공

합자조합으로 구성된 헤지펀드의 투자자는 합자조합계약을 체결한다. 이 계약서에는 유한책임조합원과 보통 투자자문업자인 무한책임조합원의 권리와 책임을 명시한다. 그리고 헤지펀드 총자산 중에서 헤지펀드가 언제든지 재매입할 수 있는 투자자자산의 비율에 관한 제한사

항들이 열거되기도 한다.

3) 투명성 정보의 제공

헤지펀드 자문업자들은 투자자에게 헤지펀드의 증권 포지션(securities position)과 지분소유현황에 관한 정보를 제공하고, 헤지펀드의 시장 포지션(market position)에 관련된 위험에 관한 정보를 제공할 수 있다. 전자를 포지션 투명성(position transparency) 정보라고 하고, 후자를 위험 투명성(risk transparency) 정보라고 한다. 포지션 투명성 정보의 제공은 투자자에게 자문업자의 투자전략이 명시된 바에 따르고 있는지를 통제·감시할 수 있게 한다. 그러나 이 중 일정한 정보는 재산정보로서 비밀을 유지해야 할 필요가 있어서 이에 해당하는 정보를 제공하지 않는 경우가 많다. 최근 들어 연금기금 등 기관투자자의 헤지펀드 투자가 증가함에 따라 위험 투명성 정보는 특히 기관투자자의 수요에 부합하는 것으로 여겨지고 있다.

4) 정기보고 및 기타의 정보공급원

헤지펀드는 법률상의 정기보고의무의 적용을 받지 않더라도 투자자에게 정기보고서를 제공하는 경우가 많다. 동 보고서에 기재되는 정보의 유형과 질은 펀드마다 광범위한 차이를 보인다. 어떤 펀드의 경우에는 최근기간 동안의 일반적인 투자실적만을 기재하는 경우도 있고, 어떤 펀드의 경우에는 투자자 개인별 투자실적 등 상세한 정보를 기재하는 경우도 있다. 정기보고서에는 펀드, 투자, 투자전략의 준수여부, 실적, 관련 시장분석 등 상세한 정보를 기재하거나, 재무제표를 투자자에게 제공할 수 있다.

한편 헤지펀드에 관한 정보는 데이터 베이스와 각종 지표를 통해서도 얻을 수 있다. 그러나 이들 정보는 그 정확성이나 유용성 면에서 의문스러운 경우가 많다. 그리고 자문업자가 제공한 펀드 투자실적 데이터도 그 작성을 위한 통일적 기준도 없고, 독립적 감시도 없이 작성된 것이라 그 진정성이 담보될 수 없다. 그밖에도 웹사이트, 기관투자자의 보고서서비스나 금융뉴스레터 등을 통하여도 정보를 얻을 수 있다.

(4) 헤지펀드 서비스 제공자

1) 투자자문업자

투자자문업자는 헤지펀드의 스폰서가 되고 조직을 구성하고 경영을 맡는 것이 일반적이다. 자문업자는 투자은행, 투자관리회사, 그리고 자체 헤지펀드를 설립하고자 하는 대형금융기관을 이직한 전직 증권거래원, 증권분석가 또는 포트폴리오 매니저들인 경우가 많다. 투자자문업자는 헤지펀드의 설립, PPM과 합자조합 또는 유한책임회사 설립계약은 물론 투자신청계약서 준비의 감독에 대하여 책임을 지며, 다양한 서비스 제공자들과 펀드의 업무추진을 협상하고 펀드 증권의 투자자에 대한 판매활동 및 분배, 투자자홍보(investor relation, IR) 등에 대하여 책임을 진다. 투자자문업자의 성격과 능력은 천차만별인데, 수십억 달러의 투자자산을 관리하는 법인인 경우도 있다. 그리고 자문업자들은 포트폴리오 관리자, 증권분석가, 브로커를 고용하고, 기타 규칙준수, 위험관리, 법무 등 운용에 필요한 인력을 고용한다.

2) 브로커 딜러

총괄서비스를 제공하는 브로커 딜러(broker dealer)는 전형적인 위탁매매 이외에도 브로커를 선정하여 우대서비스를 제공하는 경우가 많다. 브로커 딜러는 우대서비스를 제공하는 브로커(prime broker)를 이용하여 증권의 청산과 결제를 수행하고, 그 브로커의 계좌를 통해 펀드와 증권을 보유하고, 증권거래의 이행도 그 브로커의 명의로 이루어지게 하는 것이다. 그리고 브로커 딜러의 증권대차(securities lending)를 이용하여 공매도를 수행한다. 그밖에 브로커 딜러는 고객들에게 증거금 대출(margin lending) 서비스를 제공하기도 하고, 컨설턴

트와 기관투자자를 위한 세미나를 주관하여 자본유입을 꾀하기도 한다. 그리고 증권시세자료, 위험관리, 유동성 등에 관한 내용을 담은 맞춤형 보고를 하기도 하고, 조사연구, 가치평가 서비스도 제공한다.

3) 회계감사

헤지펀드는 재무제표 감사에 관한 법적 규제를 받지 않는다. 감사여부는 펀드와 투자자간 계약사항에 불과하다. 일반적으로 투자자에게 감사를 거친 재무제표를 제공하기로 한 경우에 감사는 일반적 회계관행(Generally Accepted Accounting Practices, GAAP)에 따라 헤지펀드에 대한 독립적 감사를 수행하고 감사의견을 표시한다. 역대 헤지펀드의 독립적 회계사에 의한 감사여부는 투자자문업자의 책임사항이다. 그러나 독립감사의 선임에는 이사회 또는 투자자 대표기구의 승인을 받아야 하는 것도 아니며, 감사의 자격도 등록투자회사에 비하여 엄격하지 않다.

4) 컨설턴트

헤지펀드와 그 투자자에 대한 서비스를 제공하기 위해 제3자로서 컨설턴트를 두는 것이 일반적이다. 컨설턴트는 투자자문업자에게는 신규 투자자의 자격결정을 지원하기도 하지만, 투자자에게는 매우 다양한 지원서비스를 제공한다. 투자자에게는 헤지펀드투자와 관련하여 투자자가 알아야 할 정보에 대한 교육, 헤지펀드투자의 적절성 평가와 위험감수 및 자산배분결정 등에 관한 서비스, 헤지펀드의 인수청약 및 파트너십 계약의 분석, 역대 수익정보의 정리, 투자자문업자에 관한 배경정보의 검색 등 실사서비스(duediligence service)를 제공한다. 투자결정 이후에는 펀드의 투자와 경영에 대한 투자자의 통제감시, 그리고 동일한 투자전략을 이용하는 타 펀드에 대비하여 펀드의 투자성과의 점검 등을 위해 지원한다. 그러나 컨설턴트의 매개적 역할은 이해충돌의 문제를 야기하기도 한다. 컨설턴트가 투자자에게 자문서비스를 제공하거나, 자신들이 소유한 헤지펀드 상품을 청약하거나 권고하는 경우, 컨설턴트가 헤지펀드를 위한 마케팅을 담당하고 리베이트나 수수료를 수령하는 경우에 발생한다.

5) 해외 관리자

역외 헤지펀드의 투자자문업자는 해외 관리자(offshore administrator)를 두어 다양한 펀드 운영지원을 받는 것이 일반적이다. 이 관리자는 헤지펀드에게 다양한 서비스를 제공하는데, 해외 투자자에 대한 미국의 세법 규정에 대한 설명은 중요한 서비스이다. 그밖에 헤지펀드 투자자문업자는 관리자와의 계약으로 특별한 서비스를 공급받기도 한다. 역외 헤지펀드의 설립에 관한 외국법규 준수의 지원, 투자자 모임의 구성, 회계처리, 장부보존, 보고서 작성, 수수료 산정 등은 그러한 서비스의 하나이다. 그리고 투자자문업자에 대하여 펀드의 포트폴리오 증권에 대한 가격평가를 지원하는 것은 중요한 업무 중의 하나이다.

(5) 헤지펀드의 관리 운영

1) 투자자문 수수료

헤지펀드의 투자자문업자는 보상대가로서 투자관리비용과 인센티브 배당액을 수령한다. 투자관리비용은 펀드 자산을 기초로 한 비용(일반적으로 순자산의 1~2% 정도)이다. 인센티브 배당액은 합자조합의 무한책임조합원에게 조합의 수익과 영업이익을 분배하는 것이다(실현이익의 20% 정도). 인센티브 배당은 조합 계약에서 그 허용기준을 정하여 투자성과가 나쁜 경우에도 배당이 이루어지는 것을 방지하고 있다. 그리고 다음 연도에 배당을 받기 위해서는 자문업자의 투자성과가 전년도 최고기준을 초과해야 하는 것이 보통이다.

2) 가치평가

유동증권에 투자한 헤지펀드는 동일증권의 시장가치를 이용하여 포트폴리오 증권 가치 평가하게 된다. 그러나 비공개주식과 같이 동종증권의 시장가치를 알기 어려운 경우에 자문업자는 공정가치기준에 따라 가치를 평가하는 것이 일반적이다. 다만 공정가치의 산정에 있어서는 투자자문업자가 완전한 재량권을 갖는 것이 보통이다.

3) 리스크 관리와 감사

헤지펀드가 이용하는 위험관리는 회사마다 차이가 있지만, 대형의 경험 많은 헤지펀드는 자체의 자원을 활용하여 내부위험관리구조를 확립하고 있다. 그렇지 못한 헤지펀드는 위험관리기능을 프라임 브로커나 서비스 제공자에게 아웃소싱(outsourcing)하는 것이 보통이다.

한편 헤지펀드의 감사에는 내부의 통제시스템의 견고성보다는 독자적인 평가기준이 이용된다. 헤지펀드 감사에 있어서는 일반적으로 샘플링 기법이 허용된다. 따라서 헤지펀드 감사는 투자증권의 가치평가에 있어서의 객관성을 담보하지 못한다고 할 수 있다.

(6) 헤지펀드 투자형 펀드

헤지펀드 투자형 펀드는 자산의 전부 또는 상당부분을 헤지펀드에 투자하여 다양한 관리와 전략적 접근방식을 이용하는 헤지펀드를 말한다. 이 펀드는 포트폴리오형 펀드라고도 불린다. 이 펀드는 가능한 많은 헤지펀드를 선택하여 투자하지만, 보통 15~25개의 펀드에 투자한다. 기관투자자들도 위험의 분산을 위하여 단일의 자문업자를 가진 헤지펀드에 투자하지 않고 수개의 헤지펀드 투자형 펀드에 투자하는 경우도 있다. 헤지펀드 투자형 펀드는 대부분 투자회사로 등록하지 않으며, 적격투자자에게 사모로 증권을 발행한다. 그밖에 헤지펀드 투자형 펀드는 일반적인 헤지펀드와 같은 보상구조를 가진다.

그런데 헤지펀드 투자형 펀드는 투자회사로 등록하는 수가 증가하고 있다. 등록 헤지펀드 투자형 펀드는 증권법상 증권의 모집과 매출을 등록할 수 있다. 양자를 모두 등록한 경우에 이를 복수 등록 헤지펀드 투자형 펀드(dual registered FOHFs)라고 한다. 이 헤지펀드 투자형 펀드는 증권법상의 사업설명서요건을 준수해야 한다. 그러나 투자회사법상 투자회사로 등록은 했지만, 증권법상 증권모집을 등록하지 않는 헤지펀드 투자형 펀드는 사모절차에 따라 증권을 모집하여야 한다. 등록 헤지펀드 투자형 펀드의 투자자문업자는 투자자문업법에 따라 등록하여야 한다.

한편 등록 헤지펀드 투자형 펀드는 자기공개매수에 따라 펀드의 증권을 재매입하여 주주에게 제한된 유동성을 공급하는 것이 일반적이다. 이러한 재매입은 연간 2회, 분기별은 물론이고 그 이상도 할 수 있다. 헤지펀드 투자형 펀드의 자문업자는 재매입의 조건을 설정하고 이는 공개매수청약서에서 공시된다. 대부분의 폐쇄형 등록투자회사와는 달리, 등록 헤지펀드 투자형 펀드의 주식은 오늘날까지 거래소나 나스닥에 상장된 적이 없다. 그리고 등록 헤지펀드 투자형 펀드 등록서류에서 여러 가지 중요한 정보가 공시되지만, 그밖에 펀드가 가지고 있는 고유의 전략, 운영, 위험에 관한 정보, 포트폴리오 증권 가치, 투자위험, 기타 수수료와 비용 등에 관한 정보도 공시된다.

III. 미국법상 헤지펀드의 규제 체계

1. 투자회사법

1940년 투자회사법(The Investment Companies Act of 1940)은 투자회사에게 증권거래위원회에 등록할 의무를 규정하고 있다. 헤지펀드가 동법상 예외조항의 적용을 받는 경우에는 등록의무가 면제된다. 동법에 의하면 투자회사로서 등록의무가 적용되기 위해서는 투자자의 기준에 관한 일정한 요건이 충족되어야 한다.

먼저 투자회사의 투자자의 수가 100인 미만이고, 증권을 공모하지 않는 경우에는 등록의무

가 적용되는 대상으로서의 투자회사로 취급되지 않으므로, 이러한 요건에 해당하는 헤지펀드는 등록의무가 면제되는 것이다.¹⁵⁾ 이 조항은 제한된 수의 투자자가 소유한 사모투자회사는 이 법상 연방법을 적용할 여지가 적다는 의회의 입장을 반영한 것이다.¹⁶⁾ 일반적으로 하나의 법인투자자에 의한 소유지분은 투자자 수를 산정함에 있어서 1인의 투자자로 계산된다.¹⁷⁾

다음으로 투자회사의 증권을 취득할 당시에 적격투자자(qualified purchaser)¹⁸⁾로서 소유하고 있고, 그 취득 당시에 증권을 공모에 의하여 매각하지 않은 경우에는 이 법의 적용대상인 투자회사로 취급하지 않는다.¹⁹⁾ 이 규정은 고도로 경험있는 투자자들은 집합적 투자기구와 관련된 제반 투자위험을 평가할 수 있는 지위에 있기 때문에 이 법에 의한 보호가 필요치 않다는 의회의 입장을 반영한 것이다.²⁰⁾ 그러나 이 규정 하에서는 적격투자자라면 그 수에 아무런 제한이 없으므로²¹⁾ 등록투자회사 또는 비등록투자회사가 10% 이상의 증권을 소유하더라도 그 법인을 투시하여 투자자 수를 계산하는 것이 아니다. 대부분의 헤지펀드는 적격투자자 규정을 이용하여 사모의 방법으로 499인 이하의 투자자에게 증권을 발행하는 형식을 이용한다.

2. 증권거래관련법

(1) 1933년 증권법

1933년 증권법(The Securities Act of 1933)상 증권의 공모를 하고자 하는 법인은 증권거래위원회에 등록하여야 하고, 공모기업과 증권에 관한 사업설명서를 제출하여야 한다.²²⁾ 그런데 동법은 증권의 공모에 해당하지 않는 증권거래, 즉 사모(private offering, private placement)에 대하여는 이러한 의무가 면제된다.²³⁾ 따라서 헤지펀드는 사모면제조항을 이용하여 등록의무와 사업설명서 제출의무로부터 면제받고 있다.²⁴⁾

증권을 비공모의 방법으로 발행할 수 있는 방법은 다양하지만, 헤지펀드가 사모면제조항의 요건을 충족시키는 가장 보편적인 수단은 1933년 증권법 Regulation D를 이용하는 것이다. 이 규정은 사모에 적용될 일련의 기준을 정하고 있는데, 일반적 권유 또는 광고(general solicitation or advertisement)²⁵⁾의 형태를 취하지 아니하고 적격투자자(qualified investors)²⁶⁾에게만 증권을 매각하는 발행회사는 면제혜택을 받는다.²⁷⁾ 이러한 의미에서 이 규칙은 사모면제를 위한 안전항 면책기준(safe harbor criteria)을 설정하고 있는 것이다. 많은 헤지펀드가 안전항 면책기준을 이용하는 것은 1933년 증권법 Sec.4(2)의 면제규정 이용의 불확실성 때문이라고 한다.²⁸⁾

그밖에 청약자는 사모에 의하여 매각된 증권을 일반 공중에게 전매(resale)하지 않아야 한다. 따라서 헤지펀드는 그 투자자가 자신의 지분을 공중에게 분배하지 않도록 합리적인 주의를 다해야 한다. 이것을 전매제한이라 한다. 그러나 일반적으로 헤지펀드에 대하여 갖는 투자자의 지분은 펀드 매니저의 명시적인 승낙이 있는 경우에만 전매를 허용한다는 조건으로 양도된다고 한다.²⁹⁾

(2) 1934년 증권거래법

1934년 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)상 브로커 딜러는 증권거래위원회에 등록하여야 할 의무가 있다.³⁰⁾ 헤지펀드도 브로커 딜러로 본다면 이 등록의무가 적용된다. 그런데 동법상 딜러와 거래당사자는 구별된다. 딜러는 자신의 계산으로 증권을 매수·매도하는 것을 영업으로 하는 자이고, 거래당사자는 직접적으로든 수탁자를 통한 간접적인 방법으로든 증권을 매수·매도하되, 일반적인 영업의 일부로서 하지 않는 자라고 해석된다. 투자를 위해 증권을 매수·매도하는 단체는 거래당사자이지 딜러가 아니다. 따라서 헤지

펀드를 거래당사자로 풀이하는 경우에는 이 법상의 등록의무는 없다.³¹⁾ 그리고 동법은 헤지펀드에 적용될 수 있는 등록 및 공시의무규정이 있다. 즉, 직전 회계연도말 현재 500인 이상의 증권소지자가 있고, 또한 1천만 달러 이상의 자산을 보유한 발행기업은 증권거래위원회에 헤지펀드의 지분증권을 등록하여야 한다.³²⁾ 따라서 헤지펀드는 이러한 등록의무를 피하기 위하여 지분증권의 소지자를 500명 미만의 투자자로 제한하는 것이 보통이다.³³⁾ 또한 1934년 증권거래법은 증권거래위원회에 등록된 의결권있는 증권의 5% 이상을 실질적으로 소유한 자는 그 소유관계를 보고할 의무가 있고, 여기서 증권의 실질적 소유(beneficial ownership)의 개념에는 보유증권의 의결권 행사 또는 처분에 대한 지시의 권한이 있는 관계에서의 보유도 포함된다.³⁴⁾ 따라서 헤지펀드의 투자자문업자는 펀드가 보유한 지분증권에 대하여 이와 같은 권한을 행사할 수 있고, 헤지펀드와 그 자문업자는 펀드 소유증권을 실질적으로 소유한 것으로 간주되는 것이 일반적이다.³⁵⁾ 이 경우 헤지펀드는 5% 보고의무에 따른 일정한 정보³⁶⁾를 공시해야 하거나, 기관투자자로 취급될 수 있는 경우에는 헤지펀드와 그 자문업자는 증권거래위원회에 약식보고서³⁷⁾를 제출하여야 하는 수가 있다.

그밖에 헤지펀드 자문업자는 증권거래법상 1천만 달러 이상의 지분증권에 대한 투자결정의 재량권을 행사하는 기관투자자의 매니저에게 요구되는 분기별 사업보고서를 제출해야 하는 수도 있다.³⁸⁾ 그리고 헤지펀드에게는 10% 이상의 지분증권을 실질적으로 보유한 자, 발행기업의 임원과 이사에게 요구되는 주식소유관계보고의무에 관한 규정,³⁹⁾ 단기매매차익에 관한 규정⁴⁰⁾이 적용된다.

3. 투자자문업법

1940년 투자자문업법(The Investment Advisors Act of 1940)은 15인 이상의 고객과 3천만 달러 이상의 자산을 보유한 투자자문업자⁴¹⁾에게는 증권거래위원회에 등록할 의무를 지우고 있고, 따라서 이 요건을 충족하는 투자자문업자는 증권거래위원회에 Form ADV를 작성하여 신고하고 투자자에게 일정한 정보를 공시하여야 한다.⁴²⁾ 여기서 공시할 사항은 투자자문업자의 사업관행과 자율규제 실적에 관한 정보이다.⁴³⁾ 그리고 등록 자문업자는 일정한 회계기준을 유지하여야 하고, 증권거래위원회에 의한 정기검사를 받아야 하며, 투자자에게 의결권대리행사에 관하여 통지하여야 하고,⁴⁴⁾ 사기방지규정도 준수하여야 한다.⁴⁵⁾

그러나 이 법은 직전 12개월 동안 투자자문고객의 수가 15인 미만이고 일반 공중에 대하여 투자자문업자로서 표시하지 않는 소규모 자문업자에게는 등록의무를 면제해 주었다.⁴⁶⁾ 즉, 투자자문업법상 투자자문고객이 법적 조직체(legal organization)인 경우에 개개의 조직체는 하나의 단일고객(single client)으로 산정되어 왔다.⁴⁷⁾ 따라서 자문업자가 투자자문을 제공하는 법적 조직체가 수백명의 구성원을 가지는 경우에도 하나의 고객으로 취급해야만 하였다. 그리하여 헤지펀드, 유한책임조합, 유한책임회사 등과 같은 법적 조직체를 15개 미만으로 하여 헤지펀드 투자자를 모집하게 되면, 이 펀드는 등록의무를 면제받게 되는 불합리가 있었다.⁴⁸⁾ 이에 따라 증권거래위원회는 이와 같은 법의 사각지대를 없애기 위해 2004년 12월 투자자문업법상의 일부 규칙을 개정하였다. 종전의 규칙은 헤지펀드산업의 성장, 사기의 증가에 대한 우려, 헤지펀드 투자형 펀드를 통한 헤지펀드의 전매행위 야기 등과 같은 세 가지 요소에 초점을 맞추어 재검토되었고, 이러한 문제는 본질적으로는 투자자문업자의 등록의무요건을 재조정하는 방식으로 접근되었다.

먼저 개정규칙은 투자자문업법상 소규모 자문업자 등록 예외규정의 적용기준인 고객(client)의 개념을 재조정하는 방법으로 등록의무를 강화하는 규정을 신설하였다.⁴⁹⁾ 종전에

는 소규모 자문업자 예외규정은 헤지펀드의 자문업자가 자문한 투자자 수를 과거 12개월 동안에 14인으로 제한하는 효과가 있었지만, 그것이 헤지펀드의 규모를 제한하는 데에는 무력했다. 그것은 관리중인 개개의 헤지펀드를 하나의 단일 고객으로 취급했기 때문이다. 따라서 개정규칙은 예외규정의 적용에 있어서 투자자문업자로 하여금 사적 펀드(private fund)의 구성원인 개개 소유자(주주, 유한책임 파트너, 구성원, 또는 수익자 등)를 각각 하나의 고객으로 계산하도록 한 것이다. 따라서 사적 펀드의 자문업자는 관리중인 개개 펀드를 투시(look-through)하여 개개 펀드에 지분을 갖고 있는 고객 전부를 개개의 고객으로 계산하지 않으면 아니된다.⁵⁰⁾ 등록투자회사가 직접 또는 간접으로 소유자로 있는 사적 펀드의 경우에도 그 투자회사의 개개의 소유자를 고객으로 계산해야 한다. 그리고 본점을 외국에 두고 있는 경우에 외국법에 의하여 설립된 사적 펀드도 고객으로 취급할 수 있다. 이러한 규정신설로 인하여 투자자문업자는 자신이 관리하는 개개 펀드를 투시하여 헤지펀드 투자형 펀드에 투자하고 있는 개개 투자자를 하나의 고객으로 계산하여야 한다. 결과적으로 거의 모든 헤지펀드 자문업자를 SEC에 등록케 하는 효력을 발휘할 수 있게 되었다.

다음으로 개정규칙에서는 사적 펀드의 개념을 정하여 일정한 요건에 해당하지 않는 경우에는 등록의무를 면제하도록 하였다. 즉, 투자자에게 투자액의 상환을 허용하지 않는 폐쇄기간을 사적 펀드의 지분매입 후 2년 이상으로 정한 모든 펀드는 사적 펀드로 취급하지 아니하여 등록의무를 면제하는 것이다.⁵¹⁾ 그리하여 사모인수펀드와 벤처캐피털 펀드와 같은 장기투자도구는 등록의무가 면제되도록 하였다.⁵²⁾ 이 규정상 등록대상으로서 사적 펀드는 지분취득 후 2년내 지분의 전부 또는 일부에 대한 상환청구를 허용하고, 그 지분이 투자자문업자의 자질, 능력 또는 전문성에 의존하여 매수청약을 받았거나 받는 경우로 제한되기 때문이다.⁵³⁾ 그리고 합리적인 조사를 거쳐 통상적이 아님을 안 경우와 분배된 자본이득의 재투자를 통하여 지분을 취득한 경우에는 2년내 상환청구를 허용하는 경우에도 사적 펀드로 취급하지 않는다. 또한 해외에 있는 자문회사가 외국법에 의하여 공개투자회사로서 규제되고, 그 사무소와 본점이 외국에 소재하고 있는 경우에도 사적 펀드로 취급하지 않게 되어 외국에서 공개적으로 모집된 펀드를 관리하는 자문업자에게는 등록을 면제하고 있다.⁵⁴⁾

그밖에 등록이 면제되었던 사적 펀드의 투자자문업자가 새로이 등록을 하게 되는 경우에는 기존의 법규정이 적용되는 것은 물론인데, 이와 관련하여 경과규정, 회계장부와 기록의 작성, 유지, 보존에 관한 규정,⁵⁵⁾ 정기감사와 재무제표의 제공에 관한 규정,⁵⁶⁾ 투자자문업법상 적격의 고객(qualified client)⁵⁷⁾이 아닌 투자자를 가진 사적 펀드로서 등록이 면제되는 사적 투자회사의 자문업자에 대한 성과보수의 약정 제한⁵⁸⁾ 등에 관한 규정을 개정하였다.

4. 기타의 규제

헤지펀드와 그 자문업자에게는 연방증권관련법이 적용되는 외에도 상품거래법, NASD 규칙, 종업원퇴직연금법, 재무부 규칙, 주법 등이 적용될 수 있다.

(1) 상품거래법상의 규제

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.⁵⁹⁾ 자문업자가 CPO 또는 CTA로 인정되면 상품선물거래위원회(CFTC)에 등록하여야 하고,⁶⁰⁾ 공시, 회계장부 작성, 정기사업보고의 의무가 있으며,⁶¹⁾ 등록된 CPO 또는 CTA는 년단위의 자율 감사를 해야 하고, 전국선물협회(National Futures Association, NFA)에 의한 정기감사를 받아야 하며, 고객보호, 광고 및 포지션 보고규칙⁶²⁾과 사기금지

규정63)의 적용을 받는다.

그런데 대부분의 헤지펀드 자문업자는 최근에 도입된 상품거래법상의 면제규정에 따라 CPO와 CTA로서 등록해야 할 의무를 면제받을 수 있다고 주장하고 있다.64) CFTC의 규칙에 의하면 일정한 적격자와 고도로 경험있는 풀 참여자에게만 지분을 매각하는 제한된 상품선물 판매를 수행하는 CPO운용풀은 등록의무가 면제된다고 규정하고 있다.65) 그리고 헤지펀드의 자문업자가 1940년 투자회사법과 투자자문업법상 이와 유사한 면제기준에 따라 헤지펀드를 구성하여 운영하는 경우에 이 법상의 면제기준이 적용될 수 있다. 따라서 투자자문업자로서 등록의무가 면제되는 헤지펀드 자문업자는 이 법에 의하여도 등록의무가 면제된다. 그러나 CPO나 CTA의 정의개념에 들어오지만 등록의무가 면제되는 헤지펀드 자문업자는 회계장부를 작성·보존해야 한다. 그러나 등록 CPO나 CTA에 적용되는 공시, 정기보고 또는 감사의무는 적용되지 않는다.66)

(2) NASD의 자율규제

헤지펀드의 지분을 매각하는 브로커 딜러는 회원사의 판매관행과 적합성 문제를 규정하는 NASD(National Association of Securities Dealers)의 규칙에 따라야 한다. 최근에 회원사에 통보한 지침에 의하면 브로커 딜러는 헤지펀드투자를 권유하는 판매자료와 구두설명에서는 헤지펀드 상품에의 투자에 내재된 위험과 불이익을 설명하여야 하고, 잠재적인 투자자에게 사업설명서 또는 공시서류를 제공하여야 한다. 그리고 헤지펀드를 직접 또는 간접으로 권고하는 브로커 딜러는 합리적인 주의를 가지고 모든 투자자에게 적합성(suitability)을 기하여야 하며, 특정한 투자자에 대한 적합성도 유지되도록 해야 한다. 아울러 내부통제시스템은 헤지펀드 상품의 판매가 NASD와 SEC 규칙을 준수하는 것을 담보하여야 하고, 투자 권유에 앞서 관련자들에게 헤지펀드의 특성, 위험, 적합성에 관하여 훈련하여야 한다. 한편 NASD 규칙은 증권시장에서 프리미엄부로 거래되는 공모(이를 Hot Issues라 함)를 규제하고 있다.67) 이에 의하면 헤지펀드의 투자자문업자는 자신의 계산으로 그 주식을 취득하는 것이 금지되지만, 투자자문업자가 헤지펀드의 지분을 소유하고 있는 경우에도 통상적인 투자관행의 일환이면 그 펀드가 공모주식을 취득하는 것은 금지되지 않는다.

(3) ERISA에 의한 규제

헤지펀드 자산의 25% 이상을 종업원퇴직연금 투자자가 보유하는 경우에는 그 연금의 투자는 상당한 투자로 취급하여, 그 헤지펀드의 자산은 연금자산으로 간주되고, 헤지펀드의 투자자문업자가 그 연금자산의 관리에 재량권을 행사하는 경우에는 ERISA 플랜의 수탁자가 되어 종업원퇴직소득보장법(Employment Retirement Income Security Act, ERISA)의 규제를 받게 된다. 따라서 많은 헤지펀드 자문업자들은 ERISA규제를 피하기 위해 25% 기준을 초과하지 않도록 하고 있다고 한다.68)

(4) 재무부 규제

1934년 증권거래법의 위임에 의하여 재무부는 정부발행증권을 20억 달러 이상 대량소유한 자에게는 대량보유정보를 보고하도록 규정하고 있다.69) 따라서 이 기준 이상의 증권을 보유한 헤지펀드는 뉴욕 연방준비은행(Federal Reserve Bank of New York, FRBNY)에 보고서를 제출하여야 하고,70) 대량보유에 관련된 기록을 작성하여 보존하여야 한다.71)

한편 전년도 매분기 마지막 영업일 현재 500억 달러 이상의 외화거래계약을 보유한 헤지펀드는 재무부에는 매주, FRBNY에는 매달 일정한 양식에 따라 보고하여야 한다.72) 그리고 모든 금융기관은 일정한 최저기준을 충족하는 돈세탁금지 프로그램을 갖추어야 한다.73) 이들 규정에 따라서 헤지펀드는 외환보유 보고를 해야 하거나 돈세탁금지 프로그램을 가동해

야 하는 수가 있다.

(5) 주 법

주증권법은 투자회사 또는 헤지펀드와 같은 집합투자도구의 운영에 대하여 규제하지 않지만, 사기금지규정은 존재한다. 투자자문업자에 대하여도 연방법에 의하여 면제적용을 받는 경우에 주법에서도 마찬가지이다.74)

5. 헤지펀드 규제 위반사건의 집행실태

(1) 증권거래위원회의 집행

헤지펀드와 그 투자자문업자와 관련하여 증권거래위원회가 처리한 사건의 대부분은 증권법상 사기금지규정에 위반한 것들이다. 1999년 이후 SEC는 38건의 사건을 집행하였고, 최근 그 수는 증가하고 있다고 한다. 헤지펀드와 관련한 사기사건이 증가하는 데에는 헤지펀드투자의 대중적 인기와 투자금액의 다액화, 헤지펀드산업에의 무경험·비검증·무자격 개인의 진출, 헤지펀드 투자자문업자에 대한 적절한 통제의 결여 등 많은 요인이 작용하고 있다. 헤지펀드 운용에 있어서 사기의 유형은 자산의 유용, 포트폴리오 성과의 허위표시, 경력, 신용 및 과거 실적의 위조, 투자전략에 관한 허위 개시, 자산의 부적정한 평가 등으로 나타나고 있다.75) 대다수의 위법사건은 증권법과 투자자문업법 위반혐의가 있는 사건이다. 그리고 현재 SEC가 감시하고 있는 사례도 많다. 이 중의 약 1/3은 형사사건이고, 피고들이 자신의 사기를 감추기 위해 허위서류를 작성한다는 점, 헤지펀드의 경우 펀드 자산의 횡령·유용 등이 펀드 이외의 전형적인 투자자문업의 경우보다 빈번하게 발생하고 있다는 점, 자문업자는 등록여부와 관계없이 헤지펀드 사기에 연루되고 있다는 점 등이 특징이다.

(2) 주정부와 자율규제기관의 집행

주정부도 헤지펀드에 관하여는 사기금지규정을 적용하여 처리하고 있다. 그러나 헤지펀드의 불투명성이 헤지펀드의 통제에 장애가 되고 있는 것은 연방정부의 경우와 마찬가지이다. 아울러 자율규제기관도 헤지펀드 사건을 처리하고 있다. NASD의 경우 투자자에 대한 마케팅시 헤지펀드에 관련된 위험을 설명하지 않았고, 판촉자료에 과장되고 확실하지 않은 사실을 기재한 점을 이유로 벌금을 부과한 바 있다.76) 그리고 광고행위를 적절하게 감독하지 않았다는 이유로 자문회사의 대표 준법감시인(Chief Compliance Officer)에게 벌금을 부과한 바 있다.77)

IV. 헤지펀드 규제에 관한 미국의 법정책과 그 법적 시사점

1. 헤지펀드의 효과에 관한 평가

(1) 긍정적 효과

헤지펀드는 크게 다음과 같은 세 가지의 관점에서 금융시장에 긍정적 효과를 미치는 것으로 평가되고 있다.78)

1) 시장의 효율성과 유동성의 증대

헤지펀드는 시장의 효율성을 기하고 시장의 유동성을 증대한다. 헤지펀드는 투기적 거래나 공매도를 하기도 하지만, 이러한 거래는 증권의 시장가격에 진정한 가치가 반영되도록 하며, 증권시장에 가격정보를 제공함으로써 증권의 시장가격형성의 효율성을 가져오고, 헤지펀드의 시장참여를 통하여 자본시장의 유동성을 공급하는 효과를 가져온다.

2) 금융위험의 재분배

헤지펀드는 새로이 개발된 금융상품에 위험이 분산되는 금융시스템에서 중요한 역할을 수행한다. 헤지펀드는 증권시장에서의 적극적인 참여를 통하여 증권을 발행하는 기업으로 하여금 경제환경에 내재되어 있는 위험을 경감하거나 관리할 수 있게 한다. 그리고 금융위험의

재분배를 통하여 경제의 다른 요소에 의하여 드리워지는 금융비용을 저하시키는 이점을 제공하고 위험관리의 선택의 폭을 확장하며 자본조달비용을 감소시키는 역할을 수행한다.

3) 위험관리기능

헤지펀드는 다각화된 포트폴리오를 통하여 투자자에게는 중요한 위험관리도구로서의 기능을 수행한다. 헤지펀드의 투자전략은 투자고객의 보호에 있으므로, 파생상품 등 금융상품을 이용하기도 하지만 시장위험을 경감시키고 보수적인 투자전략을 구축하기 위해 공매도를 이용하기도 한다. 그리고 헤지펀드의 투자성과는 증권 및 사채시장에서의 전통적인 투자와는 차이가 있고, 기관투자자들도 헤지펀드를 이용하여 그 투자의 다양화를 꾀해 왔다.

(2) 부정적 효과

헤지펀드가 성장함에 따라 그것이 금융시장에 미치는 해악적 파급효과도 무시할 수 없다. 일반적으로 헤지펀드를 둘러싼 부정적 효과는 금융산업에 대한 위협과 투자자에 대한 위협 등 크게 두 가지로 정리할 수 있다.⁷⁹⁾

1) 금융산업에 대한 위협

연혁적으로 헤지펀드가 금융산업에 주는 잠재적 위협을 보여준 대표적인 사례는 1998년 LTCM 사건을 들 수 있다. LTCM(long term capital management)은 전 솔로몬 브라더스의 파트너이었던 존 메리웨더(John Meriweather)가 운용한 헤지펀드인데, 그 펀드는 4년간의 들쭉날쭉한 수익률을 보인 끝에 러시아 루블화의 폭락으로 인하여 수십억 달러의 손실을 입었다.⁸⁰⁾ 이 당시 LTCM은 대략 100:1의 부채비율을 보이고 있었다. 투자자들이 환매를 청구하고, 대부자들에게는 채무를 상환할 방법도 없었는데, 이 펀드가 만약 파산하게 되었다면 이는 세계경제를 뒤흔들 정도의 위협을 주는 것이었다. 이러한 상황에서 SEC와 연방준비이사회의 협력 속에서 주요 은행과 투자회사들은 이 펀드를 구제하기 위해 자본을 투입하였다. LTCM은 연방법에 의한 보고의무가 없는 상태에서 시장의 자율규율이 결여된 대표적인 예이다. LTCM이 자체의 자본구조와 신용상태를 표시하는 금융지표를 채권자와 투자자에게 보고했다지만, 대부기관에 경보를 울리는 중요한 데이터를 제공하지는 않았고, 또한 그럴 의무도 없었다. 이 사건의 발생은 LTCM에도 문제가 있었지만, 은행과 금융회사들이 위협을 적절하게 고려하지도 아니하고 헤지펀드에게 막대한 규모의 신용을 확대한 데에서 그 주된 원인이 있다고 분석된다.⁸¹⁾ 다행히도 LTCM 사건으로 어떠한 재앙이 현실화된 것은 아니지만, 이 사건은 헤지펀드가 신중한 관리를 무시하고 규모만 대형화하는 경우에 그것이 시장에 줄 수 있는 충격을 보여준 단적인 예라고 할 수 있다.⁸²⁾

2) 투자자에 대한 위협

헤지펀드산업이 투자자인 금융소비자에 주는 위협은 다양하다. 일반적으로 우려되는 위협은 감독권의 부재로 인한 사기, 기타 불법행위, 포트폴리오 증권에 대한 자의적 평가, 전매행위, 이익충돌 등으로 인한 것이다.

(가) 감시의 부재

헤지펀드에 대한 감시 부재로 인하여 우려되는 것은 초기단계에서 사기와 기타 불법행위를 방지할 수 없다는 것이고, 헤지펀드와 그 자문업자에 관한 중요한 정보가 결여되어 있다는 점이다. 1998년부터 2003년까지의 기간에 SEC가 조사한 38개 사건의 대부분은 투자자 또는 서비스 공급자가 SEC에 보고한 것이다. 보고할 당시에는 이미 손해가 현실화된 것들이다. 실제로 헤지펀드의 수, 자산규모, 자문업자에 관한 정보는 없다고 할 수 있는데, 헤지펀드의 성장과 함께 특히 연금기금과 헤지펀드 투자형 펀드에 대한 관계에서 헤지펀드에 관한 중요한 정보의 결여는 투자자보호에 중대한 장애물인 것이 분명하다고 할 수 있다.⁸³⁾

(나) 포트폴리오 증권가치의 자의적 평가

헤지펀드의 포트폴리오 증권에 대한 자문업자의 가치평가에 대하여 독립적인 검사가 결여되어 있는 것은 투자자에 대한 위협적 요소라고 할 수 있다. 실제로 헤지펀드 자문업자들은 설사 외부의 서비스 제공업자가 가치평가를 확인한다 하더라도, 자신들이 선택한 방식대로 증권의 가치를 자유롭게 평가한다고 한다. SEC가 헤지펀드의 회계기록을 검사할 수 있는 권한이 결여된 것은 투자자를 잘못된 가격결정의 위협에 방치하는 결과를 가져온다는 것이다.⁸⁴⁾

(다) 전매행위

전매행위(retailization)는 낮은 소득수준의 소매투자자를 포함한 일반투자자에게 헤지펀드를 확장시키는 실무적 관행이라 할 수 있다. 전통적으로 헤지펀드는 적격투자자에게만 이용이 허용되었지만, 전매가 이루어지면 영세투자자에게까지 헤지펀드시장이 개방되는 결과로 된다. 따라서 브로커들도 헤지펀드에 대한 새로운 투자원천으로서 신생투자자에게 투자를 권유하게 될 우려가 있다.⁸⁵⁾ 소매투자자에 대한 직접적인 투자권유 외에도 전매행위는 연금기금, 대학기금재단, 기부단체, 자선기관 등과 같은 기관투자자들에 의하여 촉발되고 있는데, 이러한 단체는 헤지펀드가 소매투자자에게 접근할 수 있는 간접적인 수단이 되고 있다.⁸⁶⁾

한편 등록 헤지펀드 투자형 펀드에 관한 우려도 있다. 그 펀드는 소매투자자에게 투자의 문호를 개방하고 있기 때문이다. 그 펀드는 하나의 펀드 내에 여러 종류의 헤지펀드에 투자하고 있다. 이 펀드는 개별적인 증권에 투자하는 대신에 다양한 헤지펀드에 투자한다는 점을 제외하고는 뮤추얼 펀드와 유사하다. 일반적으로 그 펀드는 전형적인 헤지펀드와는 달리 최저 투자금액을 헤지펀드보다 낮게 설정하고 있다. 그러나 통상적인 헤지펀드보다 높은 수수료를 투자자에게 전가하고 있다. 그런데 헤지펀드 투자형 펀드가 SEC에 등록하더라도 자신들이 투자하고 있는 비등록 헤지펀드로부터 받는 정보는 그 신뢰도가 떨어진다고 할 수 있고, 헤지펀드 투자형 펀드의 그 순자산가치에 관한 신뢰할 만한 정보가 결여되어 있으며, 이 펀드의 투자자에게는 투자수수료에 관한 적절한 정보도 개시되지 않는다고 할 수 있다. 그밖에 투명성의 결여는 펀드운영에 필요한 다각화를 위태롭게 하는 문제도 있다.

(라) 이익충돌

헤지펀드 자문업자는 고객의 최상의 이익을 위해서 충실의무로서 행동하여야 한다. 그런데 자문업자는 헤지펀드는 물론이고 비헤지펀드 투자자와 중대한 이익충돌의 관계에 있을 수 있다.⁸⁷⁾ 헤지펀드 자문업자들은 펀드에 대한 자신의 개인적 투자 또는 헤지펀드가 제공하는 고객 수수료 등과 같이 헤지펀드의 성공에 대하여 중대한 동기유인을 갖는다. 따라서 자문업자는 헤지펀드와의 관계로 볼 때에 다른 펀드의 고객보다는 헤지펀드 투자자의 이익을 우선시할 가능성이 있다. 즉, 헤지펀드를 위해서는 공매도전략을, 정규의 뮤추얼 펀드를 위해서는 매입전략을 구사하는 등 펀드마다 다른 전략이 설정되는 것을 감안할 때에 다른 고객을 희생하여 한 고객에게만 유리하게 하는 것도 가능하다고 볼 수 있다. 아울러 자문업자는 자신이 관리하는 헤지펀드에 상당한 투자를 할 수 있는데, 이 경우에도 자문업자는 투자 기회를 헤지펀드에 배정하는 등의 방법으로 다른 펀드의 고객보다는 자신이 투자한 헤지펀드의 고객에게 유리하게 할 동기유인도 가지고 있다는 것이다.

2. 헤지펀드 규제의 논쟁

(1) 규제반대론

헤지펀드의 규제에 반대하는 견해도 적지 않다. 주로 금융업계에서 영향력이 큰 실무가들은

다음과 같은 점에서 SEC의 헤지펀드 규제강화는 비실효적이고, 비효과적이며, 불합리하다고 비판한다.88)

1) 헤지펀드산업에 있어서 사기의 사례는 SEC가 매년 처리하는 사건의 수와 비교할 때에 평범한 것이고, 그것은 일반적인 투자산업에 있어서 사기의 사례에 견줄 때에는 오히려 적은 것이다. 그리고 헤지펀드에 대하여 사기로 처리되었던 집행건수 중 과반수는 설사 헤지펀드 자문업자가 SEC에 등록되었다 하더라도 방지하지는 못했을 것이다. 실제로 SEC가 최근 5년간 처리한 45개의 사기건수 중 극히 소수만이 등록으로 예방할 수 있었을 뿐이다. 그리고 규제강화책이 자문업자에게 규칙을 준수하게 하는 효과는 없을 것이고, 또한 헤지펀드산업 전반에 걸쳐 조사의 위협이 있더라도, SEC는 조사에 필요한 인적자원도 가지고 있지 않다는 것이다.89)

2) 헤지펀드의 전매행위가 우려되고 있으나, 헤지펀드에는 현재 일반투자자가 투자하고 있지 않고, 그들을 대상으로 판매하거나 그들을 투자자로서 물색하는 것도 아니라면, 규제강화책은 시기상조이며 현재로서는 불필요하다는 것이다.90) 오히려 시장에서의 적격투자자의 수가 증가하는 것을 감안할 때에 자문업자의 등록을 강제하는 것보다는 적격기준을 조정하는 방법이 필요하다고 한다.

3) 헤지펀드에 대한 규제강화책 중에는 2년 이상의 상환금지기간이 설정되어 있어서, 이 기간 이상 투자자의 자금을 보유하고 있는 펀드나 투자기관은 등록이 면제되는데, 오히려 이것은 헤지펀드 자문업자들에게 규제를 면제받게 하는 원인이 된다는 것이다.91) 다시 말해 2년의 금지기간 적용면제기준은 또 하나의 사각지대로 작용할 것이고, 사기의 방지 또는 정보제공의 유인에 악영향을 끼치게 될 것이라는 것이다. 헤지펀드는 이러한 적용면제기준을 충족시키기 위해 간단히 투자요건을 변경할 수 있기 때문이다.

4) 규제강화책이 자문업자에 대한 등록을 강제하는 경우에 헤지펀드를 등록하면 펀드의 자산가치에 대한 실제적인 확인이 없이도 투자해도 괜찮다는 것을 비공식적으로 승인하는 효과를 가져올 것이라는 우려도 있다.92) 그러나 이것은 투자자로 하여금 헤지펀드에 무모한 투기를 조장하는 허위의 청신호로서 비쳐질 수 있다. 이것은 헤지펀드에의 투자를 회피했던 과거의 소액투자자에게 SEC에의 등록이 투자산업에 있어서 새로운 안전기준의 표시로서 신뢰를 줄 수 있어 도덕적 해이를 가져올 수 있다는 것이다.93)

5) 헤지펀드에 대한 규제는 규제기관과 헤지펀드산업 양자 모두에게 규제비용을 배가하는 효과가 있다는 것이다. 등록강제에 따른 비용의 증가로 인하여 SEC는 다른 감독업무와 별도로 시간과 예산을 확보해야 할 것이고, 그러는 동안 투자자는 손해를 감수하게 될 것이다. SEC의 감독인력의 부족을 고려할 때에, 헤지펀드에 대한 규제강화는 높은 기회비용을 수반하게 될 것이다.94) 반면에 뮤추얼 펀드와 같은 다른 투자기구 내에서의 사기방지를 위한 노력은 소홀히 할 수밖에 없다는 것이다.

6) SEC는 헤지펀드에게 1940년 투자자문업법상의 등록을 의무화할 권한이 없다는 것이다.95) 다시 말해 동법상 고객의 수를 투시규정으로 계산하는 것은 동법의 취지에 반하는 것이고, 따라서 그것은 SEC의 권한 밖이라는 것이다.96)

(2) 규제찬성론

헤지펀드는 그것이 금융시장에 미치는 긍정적 효과가 크지만, 반면으로 금융시장 전체에 큰 손실을 초래할 수 있다는 점을 고려하여 일정한 규제가 필요하다는 견해도 있다.

1) 규제찬성론에서 가장 우려하는 것은 헤지펀드가 크게 의존하는 과다한 부채는 역내시장에서든 역외시장에서든 금융시장을 붕괴시킬 수 있는 시스템적 손실을 야기할 수 있다는 점

이다.97) 이러한 시스템적 손실은 헤지펀드에 자금을 공급하는 채권자와 거래상대방 그리고 투자자에게만 미치는 것이 아니라, 이 펀드와 관계없는 시장참여자에게 그 손실이 전가될 수 있다는 점에서 규제의 필요성이 있다는 것이다.

2) 헤지펀드에 대하여 보다 직접적인 규제가 필요하다는 입장도 있다. 헤지펀드 관리자가 받을 수 있는 인센티브성격의 보수지급을 금지하고, 헤지펀드가 이용하는 부채액의 상한을 설정하며,98) 대부기관의 헤지펀드에 대한 신용공여액을 제한하고99) 대부기관에게 헤지펀드의 모든 재무정보를 제공하도록 의무화해야 한다는 것 등이다.100)

3) 헤지펀드의 등록기준을 재조정하여 필요한 정보공시를 강화하기 위한 독립적인 규제법안을 상정한 예도 있다.101) 이러한 견해들은 헤지펀드로 인한 모든 문제는 정보의 부재, 부채를 공급하는 금융기관 등의 신중한 위험관리의 부족에 기인한다고 본다.

4) 그밖에 헤지펀드 자문업자와 투자자간의 이해충돌을 규제하기 위하여 동일인이 뮤추얼펀드와 헤지펀드를 동시에 운용하는 것을 금지하는 것은 합리적이라는 견해,102) 헤지펀드의 전매행위로부터 투자자를 효과적으로 보호하기 위해서는 전매를 하거나, 또는 은퇴자산을 관리하는 모든 헤지펀드 또는 헤지펀드 투자형 펀드에게 SEC등록을 의무화하는 방안을 제시하는 견해도 있다.103)

5) 규제찬성론에서는 헤지펀드에 대한 규제와 함께 시장의 자율규율을 강화해야 한다는 의견도 제시되고 있다.104) 즉, 헤지펀드에 신용을 공급하는 당사자는 은행, 증권회사 등이므로 이들이 자체적으로 신용공여에 있어서 엄격한 신용위험관리를 수행하고, 또 헤지펀드의 위험관리를 위한 효과적인 내부통제수단을 구축하는 등 스스로 시장의 자율규율에 충실하여야 한다는 것이다.

(3) SEC의 입장

SEC는 헤지펀드에 대한 규제여부를 결정하기에 앞서 헤지펀드의 운용과 실무관행을 검토하기 위하여 사실조사를 거쳐 2003.9. 스탭 리포트를 SEC에 제출하였으며, 2004.7.에는 개정안을 마련하였다. 이 개정안에 대하여 폭넓은 의견조사를 거치는 과정에서 위와 같은 규제에 관한 찬반의 의견이 제시되었고, SEC는 다양한 의견을 검토한 뒤 2004.12.10. 최종적으로 헤지펀드 규제를 위한 1940년 투자자문업법 규칙의 개정을 확정하였다.

SEC는 헤지펀드산업의 괄목할 만한 성장과정에서 헤지펀드를 운용하는 자문업자들에 의한 사기건수가 크게 증가하였고, 이제는 헤지펀드가 자산가가 아닌 소액투자자, 연금기금 기타 시장참여자에게 직접 또는 간접으로 광범위하게 노출되어 있음에도 불구하고, 현행 규정상 SEC가 그로 인한 사기 또는 불법행위를 방지하거나 적발하기가 어렵다는 것을 인정하고, 이로부터 투자자를 강력히 보호할 필요가 크다는 결론을 내리게 되었다. 아울러 등록 자문업자가 운용하는 헤지펀드가 비등록 자문업자가 운용하는 헤지펀드에 비하여 금융시장에서의 역할이 위축된다거나, 등록이 헤지펀드의 정당한 시장활동에 역효과를 줄 것이라는 일부의 견해는 정당한 근거가 없다고 결론지었다. 그리고 SEC는 1940년 투자자문업법의 제정 당시에는 헤지펀드가 존재하지 않았고, 동법은 고객의 개념보다는 이를 기준으로 적용면제를 정하는 데에 핵심이 있으므로, SEC가 동법의 취지를 감안하여 고객의 개념을 재해석하는 것은 적법하다는 입장을 취하고 있다.105) 아울러 등록에 따른 비용이 소요되기는 하지만, 그것은 일반적인 자문업의 성질상 합리적인 것이며, 등록으로 규칙준수를 위한 기반을 갖추는 것은 투자자의 신뢰를 증진시키게 되므로 등록에 따르는 비용보다는 오히려 투자자, 규제기관, 자문업자 모두에게 주는 이익이 더 크다는 점을 확인하였다.

요컨대 SEC의 개정규칙은 헤지펀드의 정당한 투자활동에는 아무런 부담도 주지 아니하면서

헤지펀드를 포함한 모든 사적 펀드에 대한 등록의무의 기준을 재조정함으로써, 등록을 통하여 시장의 투명성을 확보하고 사기를 방지하고자 한 데에 그 본질이 있다. 개정규칙은 등록을 통하여 거의 모든 헤지펀드의 수, 규모와 구조의 정확한 산출, 사기의 사전예방, 자격없는 자의 헤지펀드를 이용한 사기의 도구화 방지, 이익충돌의 예방을 위한 규칙준수통제, 헤지펀드의 전매를 제한하여 투자자의 보호를 강화하고자 한 것이라고 평가되고 있다.¹⁰⁶⁾ 그러나 SEC로서는 일부 규제찬성론자들이 주장하는 헤지펀드의 레버리지와 대부기관들의 신용공여에 대한 한도설정 등과 같은 직접적인 규제방식은 채택하지 않았다.¹⁰⁷⁾

3. 우리법에의 시사점

(1) 우리법상 헤지펀드의 개념

헤지펀드는 집합투자기구의 하나로서 간접투자의 수단이고, 사모에 의하든 공모에 의하든 헤지펀드의 개념은 성립할 수 있다. 그러나 대부분의 헤지펀드는 사모펀드이므로 우리법상 사모펀드의 개념을 통해서 헤지펀드를 이해할 수 있을 것이다. 간접투자자산운용법은 사모펀드를 사모간접투자기구¹⁰⁸⁾라고 표현하고 있을 뿐 헤지펀드에 대하여는 아무런 정함도 없다. 이 법상 사모간접투자기구(이하에서는 사모펀드라 함)로서 성립하기 위해서는 발행방법과 함께 투자자의 성격 또는 투자자의 수 등에 관한 요건이 모두 충족되어야 한다(법 제 175조 제1항).

먼저 (1) 발행방법상의 요건으로서 간접투자기구가 공모가 아닌 방법, 즉 증권거래법의 규정(제2조 제3항 및 제4조)에 의한 모집 또는 매출 외의 방법으로 간접투자증권을 모집 또는 매출하여야 한다. 증권거래법상의 모집 또는 매출 외의 방법이란 간접투자증권을 신규로 발행하는 경우에는 그 취득의 청약의 권유, 기발행 간접투자증권을 매출하는 경우에는 유가증권시장 밖에서 그 매도의 청약 또는 매수의 청약의 권유가 50인¹⁰⁹⁾ 미만인 자(과거 6개월 이내 피권유자 수의 합산)에 대하여만 이루어지는 것을 말한다(증권거래법시행령 제2조의4 제1항, 제2항).¹¹⁰⁾ 다음으로 (2) 투자자의 성격상 요건으로서 간접투자자는 법인세법 제17조 제1항의 규정에 의한 기관투자자 또는 기금관리법에 의한 기금이거나, 또는 간접투자자가 각 간접투자기구의 간접투자증권을 100억원 이상 매입한 개인이거나 500억원 이상 매입한 법인이어야 한다는 것이다(시행령 제163조 제1항). 그리고 (3) 투자자 수의 요건으로서 간접투자자의 수는 30인 이하이어야 한다(시행령 제163조 제2항).¹¹¹⁾ 요컨대 간접투자자산운용법상 사모펀드로서 성립되기 위해서는 단순히 사모에 의한 방법으로 간접투자증권을 발행하는 것만으로는 충분하지 아니하고, 이에 부가하여 간접투자자가 일정한 투자규모를 갖춘 개인 또는 법인이거나, 그 투자규모와 관계없이 그 수가 30인 이하이어야 한다.¹¹²⁾

그런데 여기서 문제가 될 수 있는 것은 사모의 구분기준으로서 권유의 상대방 수에 있어서 증권거래법과 간접투자자산운용법이 서로 차이가 있는 것처럼 보인다는 점이다. 생각건대 간접투자자산운용법상 간접투자기구가 사모펀드로 되기 위해서는 1단계에서 간접투자증권의 모집 또는 매출을 위한 청약 또는 청약의 권유의 상대방 수가 30인을 초과하더라도 50인 미만이면 증권거래법상의 사모의 개념이 성립하고, 2단계에서 투자권유의 결과 간접투자기구의 간접투자자로 된 자가 30인 이하이면 간접투자자산운용법상의 목적(공모펀드에 대하여 적용되는 규정 중 일정한 규정의 적용을 면제하기 위한 목적)에 부합하는 사모펀드로서 취급받게 되는 것이라고 본다.¹¹³⁾ 그것은 간접투자자산운용법이 증권거래법에 의존하여 사모의 개념을 정하고 있기 때문이다. 이러한 견지에서 볼 때에 우리법상 헤지펀드는 간접투자자산운용법상의 기준에 부합하는 사모펀드이면서 헤지펀드로서의 투자전략

과 특성을 가진 간접투자기구를 말한다고 할 수 있다.

(2) 국내 헤지펀드의 현황

우리나라의 경우 전체 펀드의 수탁고를 기준으로 할 때에 사모펀드가 차지하는 비중이 40%에 육박하고 있는데, 이것으로 볼 때에 사모펀드가 우리나라 금융시장에서 차지하는 위상은 상당하다고 할 수 있다. 그러나 사모펀드의 투자대상이 대부분 주식보다는 채권형 내지는 혼합형이고 간접투자자산운용업법에서 활성화를 기대했던 사모M&A펀드나 PEF의 운영실적도 아직은 매우 미진하다고 볼 수 있다.¹¹⁴⁾ 그리고 2005년 말 현재 국내 상장주식에 대한 외국인 투자비율이 시가총액 기준으로 40%에 근접하고 있는데,¹¹⁵⁾ 이들 외국인 투자회사의 대부분은 공모펀드인 뮤추얼 펀드의 운용사인 반면, 국내기업의 경영권을 인수한 외국계 투자는 전부 사모펀드에 의한 투자인 것으로 분석되고 있다.¹¹⁶⁾ 특히 외국계 사모펀드 중에는 SK(주)의 경영권인수를 시도하였던 조지 소로스가 운영하는 퀴텀펀드가 대표적이다. 국내 자산운용사가 운영하는 헤지펀드의 수나 규모 등에 대하여는 알려진 바가 없는 것으로 보인다.

헤지펀드는 미국의 경험에서 보는 것처럼 금융시장에서 차지하는 긍정적 효과가 크고, 최근에는 기관투자자도 위험의 재분배를 위하여 다양한 헤지펀드에의 투자에 적극적인 것으로 보면, 앞으로 시장위험을 분산하기 위한 헤지형 사모펀드가 증가할 가능성은 높다고 본다.

(3) 헤지펀드의 규제와 적용특례

1) 규 제

사모펀드는 간접투자자산운용업법상 공모펀드에 대하여 적용되는 규제 중 동법이 그 적용을 면제하는 특별한 경우를 제외하고는 공모펀드와 동일한 규제를 받는다. 그리고 사모펀드에 있어서는 원칙적으로 간접투자자가 간접투자증권을 분할하여 타인에게 양도하는 것이 금지되지만, 예외적으로 간접투자자의 수가 30인을 초과하지 아니하는 범위 안에서만 이루어지는 분할양도는 허용하고 있다(법 제175조 제3항).

아울러 사모펀드는 간접투자자산운용업법상의 규제 이외에도 증권거래법상의 규제를 받는다. 사모펀드가 상장유가증권에 투자하는 경우 증권거래법상 시세조종행위, 내부자거래, 부실공시 등 불공정거래에 대한 규제, 공시의무, 대량주식보유보고의무, 공개매수에 관한 규정 등이 적용되는 것은 물론이다. 사모펀드에 대하여는 증권거래법상 유가증권신고서제출 및 사업설명서 교부의무 등 유가증권공모의 경우에 적용되는 공모규제만이 적용이 배제될 뿐이다. 다시 말하여 증권거래법 규정은 공모규제 이외에는 공모펀드와 사모펀드 모두에 동일하게 적용된다. 이와 같이 사모펀드에 적용되는 간접투자자산운용업법과 증권거래법상의 규제는 헤지펀드에 대하여도 그대로 적용된다.

2) 적용특례

간접투자자산운용업법상 사모펀드의 개념에 부합하는 헤지펀드는 공모펀드에 대하여 적용되는 동법상의 규정 중 일부에 대하여는 적용이 면제된다(법 제175조 제1항). 그 적용이 면제되는 경우는 다음과 같다.

(가) 환매금지펀드의 상장의무 면제

공모펀드가 환매금지약정을 두는 경우(폐쇄형 펀드)에 수익증권 또는 주식의 최초발행일로부터 90일 이내에 수익증권 또는 주식을 거래소시장이나 코스닥시장에 상장하여야 하는데(법 제35조 제3항, 법 제45조 제3항), 사모펀드가 수익증권 또는 주식을 사모로 발행한 경우에는 이러한 상장의무가 면제된다.

(나) 투자설명서 작성 등 의무의 면제

공모펀드가 간접투자증권을 발행하는 경우에는 투자설명서를 작성하고 적법성을 확인받아 판매회사에 제공하고, 판매회사는 투자자에게 그 주요내용을 설명하여야 할 의무가 있고, 그 설명서에 기재할 사항도 법정되어 있으나(법 제56조), 사모펀드의 경우에는 이러한 의무가 적용되지 않는다.

(다) 판매광고규제의 적용 면제

공모펀드 또는 간접투자증권의 판매회사가 간접투자자와 관련한 광고를 하거나 투자권유를 위하여 광고를 하는 경우에는 일정한 법정사항이 포함되도록 하는 등 판매광고가 규제되지만(법 제59조), 사모펀드의 경우에는 이러한 규제가 적용되지 않는다.

(라) 수익자총회 소집, 위탁의무의 면제

투자신탁의 자산운용회사는 주주총회의 절차에 따라 수익자총회를 소집하고, 수익자 전원의 동의를 있는 경우에는 그 소집통지를 증권예탁원에 위탁하여야 하지만(제70조 제4항, 제5항), 사모투자신탁의 경우에는 이러한 규정이 적용되지 않는다.

(마) 자산운용제한규정의 적용 면제

(i) 공모펀드 자산총액의 10% 이내에서 일정한 비율을 초과하여 동일종목의 투자증권에 투자하는 행위, 전체 펀드 자산총액으로 동일회사가 발행하는 주식총수의 20%를 초과하여 투자하는 행위, 각 펀드 자산총액으로 동일회사가 발행한 주식총수의 10%를 초과하여 투자하는 행위 등의 금지(법 제88조 제1항 제2호), (ii) 동일회사가 발행한 투자증권을 기초자산으로 하는 장내파생상품 및 장외파생상품의 거래에 따르는 위험의 평가액이 각 간접투자기구 자산총액의 10%를 초과하는 행위와 장내파생상품을 거래하는 경우 당해 거래에 따른 위탁증거금의 합계액이 각 간접투자기구 자산총액의 15% 이내에서 대통령령이 정하는 비율을 초과하는 행위 등의 금지(법 제88조 제1항 제3호)가 사모펀드의 경우에는 면제된다. (iii) 그 밖에 간접투자자의 보호 및 간접투자재산의 투자안정성 등을 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위의 금지(법 제88조 제1항 제5호), (iv) 자산운용회사는 간접투자자의 보호나 간접투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없다고 판단되어 대통령령이 별도로 자산의 운용한도 등을 규정한 경우에는 그 규정에 따라 간접투자재산을 운용할 수 있도록 한 규제(법 제88조 제2항) 등은 사모펀드의 경우에는 적용이 면제된다.

(바) 간접투자증권 기준가격의 공고게시의무 면제

공모펀드의 경우에는 간접투자증권의 기준가격을 매일 공고·게시하여야 하지만(법 제96조 제2항), 사모펀드의 경우에는 적용이 면제된다.

(사) 회계감사와 감사인의 손해배상책임 규정의 적용 면제

공모펀드의 경우에는 외감법에 의한 감사인의 회계감사와 그와 관련된 부가적인 규제를 받아야 하고(법 제100조), 회계감사인의 부실감사에 대하여 연대책임을 지고(법 제101조), 결산서류 등을 비치, 보존 등의 의무를 지지만(법 제102조), 사모펀드의 경우에는 그 적용이 면제된다.

(아) 공시 및 보고서 제출의무의 면제

공모펀드의 경우에는 신탁약관 또는 정관을 열람할 수 있게 하여야 하고(법 제120조), 자산운용보고서를 간접투자자에게 제공하여야 하며(법 제121조), 운용전문인력의 변경, 환매연기 등 일정한 사유가 발생한 경우에는 수시공시하여야 할 의무를 지고(법 제122조), 신탁회사 및 자산보관회사는 관련 보고서를 투자자에게 제공하여야 하고(법 제123조), 간접투자재산에 관한 보고 및 공시의무를 지지만(법 제124조), 사모펀드의 경우에는 그 적용이 면제된다.

(자) 파생상품운용위험지표 및 관리방법 공시의무의 면제

공모펀드의 경우에 장내외 파생상품에 투자하는 경우의 위험지표를 공시하고, 장외파생상품 운용에 따른 위험관리방법을 보고할 의무가 있으나(법 제144조 제2항, 제3항), 사모펀드의 경우에는 그 적용이 면제된다.

(차) 신탁약관 사전보고의무의 완화

공모간접투자신탁의 경우에는 자산운용회사는 간접투자기구의 종류별(증권, 파생상품, 부동산, 실물, 단기금융, 재간접투자기구 등, 법 제27조)로 신탁약관을 제정하여 미리 금융감독 위원회에 보고하여야 하지만(법 제29조 제1항 본문), 사모펀드의 경우에는 그 신탁의 설정 일로부터 7일 이내에 금융감독위원회에 신탁약관을 보고하도록 규제를 다소 완화하고 있으며, 이것은 신탁약관을 변경(법 제31조 제1항)하는 경우에도 마찬가지이다(법 제175조 제2항).

(4) 법적 과제

1) 헤지펀드 규제방식의 전환 필요성

헤지펀드를 포함한 사모펀드는 소수의 투자자로만 구성되는데 대부분의 투자자가 금융회사나 기업들이고, 이들은 펀드운용회사나 판매회사에 대하여 우월적 지위에 있기 때문에 제기되는 문제도 있다. 예컨대 펀드간 거래를 통한 부당한 부의 이전, 재벌기업에 의한 계열사 자금지원, 자사주운용의 왜곡, 금융회사의 회계처리규제의 회피, 공모형태를 이용한 사실상의 사모펀드의 운용에 관한 가능성이 그것이다.¹¹⁷⁾ 그러나 이러한 문제들은 다른 분야에서서도 얼마든지 발생이 가능한 것들이며, 그러한 문제는 대부분 법집행상 파생되는 부작용으로서 효율적인 법집행력에 의하여 해소될 수 있는 비본질적인 문제에 속한다고 본다. 따라서 이러한 문제들이 본질로서 취급되어 사모펀드가 가지는 중요한 순기능을 발휘할 수 없게 이를 원천적으로 억제하거나 엄격한 규제로 일관하는 것은 바람직스럽지 않다고 본다.

현행 간접투자자산운용업법은 원칙적으로 공모, 사모 펀드를 구분하지 아니하고 모든 규정이 공통적으로 적용되고, 예외적으로 사모펀드에 대하여는 일정한 규정의 적용을 면제해 주고 있지만, 여전히 엄격한 규제라고 할 수 있어서 사모펀드의 활성화에 장애가 되고 있다고 본다. 미국의 SEC가 헤지펀드를 포함한 사모펀드의 해악적 요소를 인식하면서도 그 성장을 저해시키지 않아야 한다는 시각에서 투자자보호에 필요한 최소한의 규제장치만을 마련하고 있는 것은 우리에게 시사하는 바가 적지 않다고 본다. 헤지펀드가 주로 단기투자에 의한 투기적 관행을 보인다는 이유에서 이를 억제하는 입법태도는 바람직하지 않고, 오히려 시장에서의 위험재분배의 효율적인 투자수단이라는 관점에서 헤지펀드의 활성화도 중요하다는 인식이 필요하다고 본다. 다만 헤지펀드에 의한 투기, 사기, 불법행위 등은 투자자보호의 문제가 있으므로 그 자체로서 엄격하게 규제되어야 함은 물론이다. 앞으로 사모펀드에 대한 규제는 사모펀드의 활성화를 촉진하면서 아울러 투자자의 보호도 함께 달성할 수 있는 방향으로 전환하는 것이 바람직하다.

2) 규제체계

간접투자자산운용업법은 간접투자 및 관련행위와 그 행위자에게 적용되고(법 제3조 제1항), 누구든지 간접투자업을 영위하기 위해서는 이 법에 따라야 하므로(법 제3조 제2항), 사모펀드이든 공모펀드이든 원칙적으로 그 특성이나 규모와 관계없이 모두 이 법이 적용된다. 다만 사모펀드에 관해서는 일부의 규정의 적용을 면제하고 있을 뿐이다(법 제175조).

현행법이 사모펀드에 대하여 일부 규정의 적용을 면제하는 것은 사모펀드의 투자자는 일반 투자자에 비하여 투자판단의 능력이 있고, 투자위험으로부터 자위능력이 있으므로 이들을

법이 특별히 보호해 주어야 할 필요성이 적기 때문이다. 전체적으로 볼 때에 현행법상 사모펀드에 대한 규제는 매우 엄격하다고 볼 수 있는데, 이러한 규제태도가 사모펀드의 활성화를 저해하는 중요한 원인일 수 있다.

따라서 앞으로 현행법상 사모펀드에 대한 규제는 법의 후견에 의한 보호가 필요없는 제한적인 펀드에 대하여는 미국법의 수준에 가깝게 사모펀드의 운영에 대하여 현행법의 적용을 원칙적으로 면제하는 사모펀드가 추가로 허용되어야 할 필요가 있다. 그리하여 미국법과 같이 적격투자자만으로 구성되는 사모펀드와 투자권유의 상대방이 15인 미만인 사모펀드의 경우에는 구성, 기관, 재산의 운용, 평가 및 회계 등에 관한 현행법상 규제의 적용을 면제해 주는 것도 적극 검토할 만하다고 본다.118) 다만 현행법의 적용이 면제되는 사모펀드가 직접 또는 간접으로 일반투자자에게 노출됨으로써 투자자보호의 차원에서 법에 의한 개입이 필요한 경우가 있으므로 이러한 문제를 해결하기 위해서는 사모펀드에 투자하는 다른 펀드를 투시하여 그 투자자의 수도 계산하는 방식을 도입하는 것을 검토할 수 있다고 본다.

3) 펀드조직

현행 간접투자자산운용업법은 펀드의 종류를 투자신탁과 투자회사만을 허용하고 그 조직형태도 투자신탁의 경우에는 자산운용회사와 수탁회사간의 신탁계약을(법 제28조), 투자회사의 경우에는 주식회사의 형태만을 인정하고 있다(법 제36조, 제142조). 그리고 사모투자전문회사(PEF)의 경우에는 합자회사의 형태만을 허용하고 있다(법 제144조의2). 이와 같이 펀드의 조직형태를 계약형 펀드와 회사형 펀드 두 가지로 제한하고 있는 것은 조직의 구성을 명확히 하여 일반투자자를 보호하기 위한 것이라고 할 수 있다. 따라서 공모펀드이든 사모펀드이든 이와 같은 조직형태 이외에 다른 조직형태를 이용하는 것은 허용되지 않는다. 일부에서는 사모투자전문회사의 투자자는 기관투자이거나 자산가인 경우가 대부분일 것이므로 사모인수투자회사의 조직형태를 합자회사로 제한하는 것보다는 그 조직형태를 익명조합, 민법상 조합, 특수한 조합 등 투자자들이 자유롭게 선택할 수 있도록 허용하는 것이 바람직하다는 의견이 제시되고 있다.119)

그런데 이러한 방안은 사모투자전문회사에 대한 관계에서만 해당되는 것은 아니고, 법의 개입이 필요없는 사모펀드의 모든 경우에도 확장하여 적용될 수 있도록 하는 것이 합리적일 것이다. 미국의 경우에 사모펀드의 조직형태에 대하여는 법이 관여하지 않으나 대부분이 합자조합 또는 유한책임조합(limited liability partnership, LLP)이고 유한책임회사도 이용될 수 있는데, 이러한 조직형태의 허용은 그 조직의 성격상 사모펀드의 활성화에 기여하는 요소일 수 있다고 본다. 우리나라의 경우에도 상법개정에 의하여 미국법상의 합자기업과 유한책임회사제도의 도입을 예정하고 있는데, 그 제도가 도입되는 경우 간접투자자산운용업법의 펀드조직형태를 주식회사나 합자회사의 형태로 제한해야 할 정당성은 점감하게 된다고 본다.

4) 투자권유의 상대방 수의 산정기준

간접투자자산운용업법은 사모펀드의 인정기준을 증권거래법에 따라 결정되도록 하고 있다. 따라서 간접투자증권을 모집하거나 매출하기 위한 청약, 또는 청약의 권유의 상대방이 50인 미만이면 사모펀드로서 성립하게 되는 것이고, 30인 이하의 자에게 청약 또는 청약의 권유를 하는 경우에만 사모펀드로 인정되는 것은 아니다. 그리고 간접투자자산운용업상 사모펀드의 구분이 되는 간접투자자 수 30인의 산정에 있어서는 다른 간접투자기구가 사모펀드의 간접투자증권을 10% 이상 취득하는 경우에는 그 다른 간접투자기구의 수익자의 수를 합하여 계산하도록 규정하고 있고(법 제175조 제2항, 시행령 제163조 제3항), 사모전문투자회

사의 사원을 산정함에 있어서도 동일한 규정을 두고 있다(법 제144조의3 제2항). 이것은 미국법상의 투시원칙을 반영한 것이다.

그런데 최근 미국의 투자자문업법 규칙이 개정되면서 이러한 투시원칙은 10%에 미달하는 투자의 경우에도 확장하여 적용되도록 한 바 있다. 이것은 10%에 미달하더라도 사모펀드가 수많은 일반투자자에게 광범위하게 노출되어 있어서 사모펀드에 직접·간접으로 투자하게 되는 일반투자자의 보호에 충실하지 못하기 때문이다. 우리법의 경우에도 이를 반영하여 사모펀드에 의하여 일반투자자에게 피해가 되는 것을 사전에 예방할 필요가 있다.

5) 차입제한

간접투자자산운용업법은 사모펀드에 대하여는 펀드자산총액의 일정비율 이상을 동일종목의 투자증권, 동일회사가 발행한 주식총수의 일정비율을 초과하여 투자하는 것 등과 같은 펀드 자산운용에 대하여는 제한하지 않는다. 그러나 사모전문투자회사(PEF)의 경우에 특별한 사유가 없는 한, 재산의 10%를 초과하여 차입(채무보증 포함)하지 못하고(법 제144조의8), 투자목적회사의 경우에는 자기자본의 2배를 초과하여 차입(채무보증 포함)하는 것을 금지하는 규정(법 제144조의9 제3항, 시행령 제131조의8 제1항)은 적용배제의 특례규정이 없으므로 헤지펀드를 포함한 사모펀드에 대하여도 동일한 규제가 미친다(법 제175조 제1항). 이 경우 차입이나 채무보증은 사원의 퇴사에 따른 출자금 지급하기 위하여 불가피한 경우, 운영비용에 충당할 자금이 일시적으로 부족한 경우, 투자대상기업에 투자하기 위하여 필요한 자금이 일시적으로 부족한 경우와 같이 매우 제한적인 범위 내에서만 차입이나 채무보증이 허용된다(법 제144조의8).

이와 같은 차입제한은 헤지펀드를 포함한 일반적인 사모펀드의 특성에는 부합하지 않는 직접적 규제방식의 하나이다. 미국의 경우에도 헤지펀드의 해악을 방지하기 위하여 차입한도의 제한을 주장하는 견해가 있지만, SEC는 이러한 규제방식을 채택하지 않고 있다. 일반적으로 사모펀드에 대한 신용공여는 금융기관이 담당하는데, 그 여부에 대한 결정은 당해 금융기관의 문제이기 때문이다. 금융기관은 사모펀드의 자산상황 등 제반사정을 참작하여 엄격한 선관주의의무의 이행이라는 관점에서 신용공여의 적정을 기할 책임이 있어 이에 기초한 자율적 제한도 가능하다. 이와 함께 과도한 차입을 직접적으로 제한하기 위해서는 헤지펀드에 대한 대출한도를 해당 관련법에서 규제하거나, 증거금 한도를 인상하는 등의 규제방식이 합리적이라고 본다. 사모전문투자회사를 포함한 모든 형태의 사모펀드에 대한 차입제한규제는 사모펀드의 활성화를 직접적으로 제한하는 효과가 있으므로 차입제한과 그 용처제한에 대하여는 외국의 예를 참조하여 획기적으로 완화하거나 폐지하는 방향으로 전환하는 유연한 태도를 취하는 것이 바람직하다고 본다.

6) 포괄적 사기

사모펀드는 그 경제적 순기능에도 불구하고 금융시장에서 내부자거래, 시세조종 등 사기적 불법행위와 관련되는 경우가 있는 것으로 비난받고 있다. 사모펀드에 의한 사기적 투자에 대하여는 증권거래법이 적용되는 물론이다. 그러나 증권거래법은 사기 등 불공정거래의 유형이 특정되어 있어서 이에 해당하지 않는 신종 사기행위를 효율적으로 규제하는 데에는 한계가 있다. 간접투자자산운용업법은 간접투자기구의 자산운용상 일정한 금지행위를 규정하고 있지만(법 제91조), 전반적인 사기행위에 대하여는 증권거래법에 의하여 규제되므로 마찬가지로 한계가 있다. 따라서 이러한 문제를 해결하기 위해서는 미국 증권법이 규정하고 있는 것처럼 현행 증권거래법 또는 간접투자자산운용업법을 개정하여 모든 형태의 사기행위 등 불법행위를 규제할 수 있는 포괄적 사기규제방안을 도입하는 것이 바람직할 것이다.

7) 시장의 자율규제

간접투자자산운용업법은 자산운용협회를 두어 자산운용회사, 수탁회사, 자산보관회사, 판매회사, 투자자문회사, 일반사무관리회사 등의 회원간 업무협조와 질서유지 및 투자자보호를 위하여 일정한 업무를 행하도록 하고 있다(법 제160조, 제162조). 그리고 금융감독위원회는 감독업무의 일부를 자산운용협회에 위탁할 수 있도록 하고 있다(법 제174조). 요컨대 자산운용협회는 사모펀드이든 공모펀드이든 구분하지 아니하고 그 회원에 대하여 자율규제 기관으로서의 지위를 가진다고 할 수 있다.

사모펀드는 현행법상으로도 공모펀드에 비하여 법규제의 적용상 일정한 면제를 받고 있기 때문에 사모펀드에 의한 시장위협과 투자자위협의 문제가 발생할 여지가 적지 않다. 이러한 문제는 공적 감독기관인 금융감독위원회의 규제감독에 의하여 해소되어야 하는 것은 당연하지만, 공적 감독기관의 인력, 다른 시장에서의 감독업무 등 업무의 과중성을 고려할 때에 자율규제기관으로서 자산운용협회의 역할이 크게 요청된다고 본다. 아울러 제한적인 사모펀드에 대하여 법의 적용을 원칙적으로 배제하는 규제체계를 도입하는 경우에는 자산운용협회에 그와 같은 사모펀드의 등록을 의무화하는 방안도 검토될 수 있을 것이다. 이 경우에는 자산운용협회에 의한 자율규제의 효용성은 크다고 할 수 있다.

8) 기 타

헤지펀드 등 사모펀드의 투자대상은 증권, 파생상품, 상품선물 이외에도 외환에 투자하는 경우도 많다. 외국의 헤지펀드에 의한 환투기는 국내금융시장의 교란을 가중시킬 우려가 있다.¹²⁰⁾ 그러나 간접투자자산운용업법이 이러한 문제에 대비한 규제 기능을 수행하기는 어려우므로 한국은행의 방어벽 설치와 금융기관의 엄격한 감시수단에 의하여 사전에 대비하도록 하는 것이 바람직할 것이다.

V. 맺음말

우리나라에서는 헤지펀드에 대한 부정적 인식이 커서 현재의 정서상으로는 헤지펀드를 허용한다거나 활성화해야 할 필요성을 언급하는 것이 시기상조일 수 있다. 그러나 실제로는 우리나라 금융시장에서도 헤지펀드를 모델로 하여 투자자금을 운용하는 사모펀드도 적지 않을 것으로 보이고, 기관투자자의 경우에도 포트폴리오 수단으로서 헤지펀드에 대한 잠재적 투자 수요도 있음을 부정하기 어렵다는 시각도 있다.¹²¹⁾ 그러나 최근 각국은 헤지펀드에 대하여 규제를 완화하거나 판매자유화 정책을 취하는 경향에 있고, 독일, 캐나다, 싱가포르, 홍콩 등에서는 사모형태의 헤지펀드만을 허용해 오던 종전의 입장을 바꾸어 개인투자자를 대상으로 공모하는 것도 허용하는 방향으로 정책을 추진하고 있다.¹²²⁾

우리나라의 경우 “금융투자업과 자본시장에 관한 법률”(자본시장통합법)의 제정과 시행이 예고되어 있는 상태에서¹²³⁾ 우리나라가 동북아 금융허브로서 부상하기 위해서는 금융시장에 있어서 투자대상의 다양화와 함께 대체투자기구와 투자기법의 다양화 및 전문화를 위한 획기적인 발상의 전환이 필요하다고 본다. 헤지펀드는 금융시장이 발달한 대부분의 국가에서 허용되어 있고, 최근에는 공모형태의 헤지펀드를 도입하여 일반투자자에게까지 확장·발전되는 국면에 있다. 오늘날과 같은 간접투자의 시대에 펀드산업의 활성화는 불가피한 선택이며, 헤지펀드의 양성화 또는 활성화는 전체 펀드산업은 물론이고 금융산업 전반에 큰 발전을 가져올 수 있다. 다만 헤지펀드가 금융시장 및 투자자에 대하여 줄 수 있는 해악적 위협요소가 존재하는 것은 분명하므로 이로부터 시장과 투자자를 보호하기 위한 효과적인 법적 규제책도 강구되거나 보완되어야 할 것이다.

이러한 관점에서 미국의 헤지펀드에 대한 규제태도는 우리나라에 있어서 헤지펀드 활성화를

통한 금융시장 발전을 기함과 아울러 헤지펀드의 해악을 효과적으로 규제하는 데 유용한 입법례가 될 수 있을 것이다. 앞으로 제정될 자본시장통합법에서도 헤지펀드를 포함한 사모펀드의 활성화를 위한 입법이 이루어질 것으로 알려지고 있지만, 간접투자기구에 대한 규제는 펀드의 다양한 형태를 고려하여 합당한 방안이 마련되어야 할 것이다. 이러한 논의과정에서는 현행법과 같이 엄격한 규제가 필요한 일반투자자를 위한 공모펀드, 법적 규제가 배제되는 자위력이 있는 투자자그룹을 위한 헤지형 사모펀드, 제한적으로 법적 규제가 필요한 사모펀드로서 일반투자자도 제한적으로 참여할 수 있는 헤지형 사모펀드, 그리고 헤지기능이 없는 일반적인 사모펀드 등 다양한 사모펀드를 예정하여 각각의 유형에 적합한 규율이 세분화되어야 할 것이다. 이 글은 이 중에서 자위력있는 투자자그룹을 위한 헤지형 사모펀드의 전면적 활성화를 위해 필요한 법정책적 과제를 검토한 것으로서, 향후의 헤지펀드 규제 논의과정에서 유익한 참고자료가 되기를 기대한다.

참고문헌

- 강희철, “국내외 사모펀드의 현황과 M&A 관련 법적 문제,” 『상장협』, 추계호(제50호), 한국상장회사협의회, 2004.
- 노희진, 『헤지펀드의 특성과 과제』, 한국증권연구원, 1998.12.
- 박삼철, “사모펀드 규제에 관한 고찰,” 『증권예탁』, 제43호, 증권예탁원, 2002.
- 자산운용협회 조사국제부, “헤지펀드 신규제 경향과 시사점,” 『주간이슈분석』, 2002.10.17.
- 금융감독원 보도자료, “사모펀드 부문검사 결과,” 2004.4.8(www.fsc.or.kr).
- 금융감독원, 『금융통계월보』, 2006.2.
- 재정경제부, “금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안,” 2006.2.17.

Pete S. Michaels and Derek C. Anderson, A Case Study of Two Hedge Funds: A Regulatory Framework and its Lessons for Broker-Dealer Litigator, 1503 PLI/Corp 259, 266(August 2005).

Scott J. Lederman, Hedge Funds, 1412 PLI/Corp 445(February 2004).

Joseph Hellrung, “Hedge Fund Regulation: Investors Are Knocking at the Door, but Can the SEC Clean House before Everyone Rushes in ?” 9 North Carolina Banking Institute 317(April 2005).

SEC Final Rule, “Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers,” 17 CFR Parts 275 and 279(Dec. 10, 2004).

Staff Report to SEC, “Implications of the Growth of Hedge Funds(September 2003),” PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. 6924, 209(Nov. 2004).

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).

Willa E. Gibson, “Is Hedge Fund Regulation Necessary?” 73 Temp. L. Rev. 681(2000).

Robert W. Hamilton, The Law of Corporations, 4th ed., West Publishing Co. 1996.

Roberts S. Karmel, “Mutual Funds, Pension funds, Hedge Funds and Stock Market

Volatility – What Regulation by SEC Is Appropriate?” Notre Dame L. Rev. 909(March 2005).

Rory B. O’Halloran, “An Overview and Analysis of Recent Interests in Increased Hedge Fund Regulation,” 79 Tulane L. Rev. 461(Dec. 2004).

Jonathan H. Gatsik, “Hedge Fund: The Ultimate Game of Liar’s Poker,” 35 Suffolk U. L. Rev. 591 (2001).

Report of the President’s Working Group on Financial Markets, Hedge Fund, Leverage, and the Lessons of Long Term Capital Management 5(April 1999) (<http://www.ustreas.gov/press/ release/reports/hedgefund.pdf>).

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(Spring 2005).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 7, No. 1, 2006

U.S. Hedge Fund Regulation and Some Legal Implications

Jong–Joon Song

ABSTRACT

Recently hedge fund has significantly grown in its numbers and volume in United States. But the growth in hedge funds has been accompanied by a substantial and troubling growth in the number of hedge fund fraud cases, in which most of the hedge fund advisers have been involved. Especially hedge funds have been frequently used to defraud other market participants by the advisers who exploit mutual fund investors for their funds and their own gain. Moreover some hedge funds are expanding their marketing activities to attract investors who may not previously have participated in the riskier investments, and the development of fund of hedge funds has made hedge funds more broadly available to investors. Recently a growing number of public and private pension funds, as well as universities, endowment, foundations, and other charitable organizations, have begun to invest in hedge funds or have increased their allocations to hedge funds. As a result of the participation by these entities in hedge funds, losses resulting from hedge fund investing and hedge fund frauds may affect the entities’ ability to satisfy their obligations to their beneficiaries or pursue other intended purposes.

SEC revised the investment advisers’ requirement of registration under the Investment Advisers Act of 1940 in December 2004 and seeked to make almost all of

hedge fund advisers, who have been enjoying the exceptions under the Act, registrate with SEC in order to provide for the transparency of markets and to protect the hedge fund investors and financial industry more strongly. In this paper some possible legislative recommendations to be considered for revising the Korea Indirect Investment Asset Management Business Act (IAMBA) are suggested in the view of making hedge fund industry vitalized in Korea and enhancing the investors protection, most of which are based on the implications from SEC staff◆ report pronounced in September 2003 and SEC◆ Final rule promulgated in December 2004.

Key words : hedge fund, private fund, fund of hedge funds, Investment Advisors Act, qualified investor, client, limited partnership, limited liability company

* 이 논문은 2005년도 충북대학교 학술지원사업의 연구비 지원에 의하여 작성되었다. 이 논문은 2006년 3월 25일 개최된 한국증권법학회 제117회 정기세미나에서 발표한 내용을 수정·보완한 것이다.

1) Joseph Hellrung, "Hedge Fund Regulation: Investors Are Knocking at the Door, but Can the SEC Clean House before Everyone Rushes in ?" 9 North Carolina Banking Institute 317, 322(April 2005) .

2) Ibid. at 322.

3) SEC, Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 17 CFR Parts 275 and 279 (Dec. 10, 2004)(이하에서는 Final Rule이라 함).

4) Staff Report to US SEC, "Implications of the Growth of Hedge Funds(September 2003)," PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. 6924, 209, 233(Nov. 2004)(이하에서는 Staff Report, PLI라고 인용함).

5) Hellrung, op. cit., p.319.

6) Ibid. pp.319-320. 세금이전은 미국의 내국세법상 조합(partnership), 합자조합(limited partnership), 유한책임조합(limited liability partnership), 유한책임회사(limited liability company) 등 공동기업에게는 세금을 면제하고 그 단체의 구성원에게만 소득세를 부과하여 이른바 이중과세(double taxation)의 부담을 덜어 준 것이다. 따라서 미국에서는 일반사업에서든 펀드사업에서든 주식회사보다는 합자조합, 유한책임조합이나 유한책임회사의 형태가 선호된다고 할 수 있다. Robert W. Hamilton, The Law of Corporations, 4th ed., West Publishing Co., 1996, pp.30-34. 헤지펀드의 설립시 고려해야 할 미국의 세제에 대한 설명은 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) 참조.

7) 이와 같은 특성은 알프레드 윈슬로우 존스가 최초로 포트폴리오 위험분산전략으로서 차입과 공매도를 이용한 이후 일반화되었다. 오늘날 헤지펀드는 증권 이외에도 확정이자 지급형 증권, 전환증권, 통화, 거래소 선물, 장외시장 파생증권, 선물계약, 상품 옵션, 기타 비증권상품으로 투자대상을 다양화하고 있으며, 헤징과 아비트리지 전략, 증권의 매입보유와 같은 전통적인 전략(long-only equity strategy)을 병행하여 사용하고 있다. Staff Report, PLI, op. cit., pp.233-234.

- 8) Rory B. O'Halloran, "An Overview and Analysis of Recent Interests in Increased Hedge Fund Regulation," 79 Tulane L. Rev. 461, 464(Dec. 2004).
- 9) 케이만 아일랜드(Cayman Islands), 바하마(Bahama), 파나마(Panama), 네덜란드 안틸레스(Netherlands Antilles), 버뮤다(Bermuda) 등이 대표적인 조세피난처들이다.
- 10) Staff Report, PLI, op. cit., p.263 이하 및 Scott J. Lederman, Hedge Funds, 1412 PLI/Corp 445 (February 2004)의 내용을 참조하여 재구성하였음.
- 11) 예컨대 공매도와 관련하여 증권회사가 헤지펀드에 신용을 확대하는 것은 미국 연방준비이사회의 규제(Regulation T)를 받고, 증권거래소 자율규제의 적용을 받는다(NASD Rule 2520(c)(d), NYSE Rule 431 (c)(d)).
- 12) The Securities Exchange Act of 1934(이하에서는 SEA로 약함) Rule §10a-1 and subsec. (c)(d).
- 13) NASD Rule 3370; NYSE Rule 440c.
- 14) 2002년도에 미국의 FOHFs는 헤지펀드 자산의 약 20%를 차지하고 있었으나 2003년 1월 현재 그 비율은 약 27%로 증가하였다고 한다. Staff Report, PLI, op. cit., note 154.
- 15) The Investment Companies Act of 1940(이하에서는 ICA라 약함) Sec. 3(c)(1).
- 16) Hearings on S. 3580, 76th Cong., 3d Sess. 179(1940).
- 17) 그런데 등록투자회사인 법인투자자가 10% 이상의 의결권있는 증권을 소유하는 경우에는 투자자 수를 산정함에 있어서 법인투자자를 투시(look-through)하여 법인에 투자한 투자자 수를 개별적으로 계산하여야 한다. 이것은 100인의 실질적 투자자 요건을 회피하는 것을 방지하기 위한 것이다.
- 18) 적격투자자가 되기 위한 요건은 자연인으로서 500만 달러 이상을 투자하는 경우, 가족회사로서 500만 달러 이상을 투자하는 경우, 신탁회사로서 수탁자(trustee)와 설정자(settlor)가 적격투자자이고 이 규정의 적용이 면제되는 펀드의 증권을 취득할 목적으로 설립되지 않은 경우, 누구든지 자신 또는 다른 적격투자자의 계산으로 행동하면서 재량적으로 2천 5백만 달러 이상을 투자하는 경우 등이다. ICA Sec. 2 (a)(51).
- 19) ICA Sec. 3(c)(7).
- 20) S. Rep. No. 293, 104th Cong., 2d. Sess. 10(1996).
- 21) 다만 1934년 증권거래법상의 등록의무를 면하기 위해서는 적격투자자라도 그 수가 500인 미만이어야 한다(Sec. 12(g), Rule 12g-1).
- 22) The Securities Act of 1933(이하에서는 SA라 약함) Sec. 5.
- 23) SA Sec. 4(2). 이 규정을 사모면제조항(private placement exemption provision)이라고 한다.
- 24) Willa E. Gibson, "Is Hedge Fund Regulation Necessary?" 73 Temp. L. Rev. 681, 689(2000).
- 25) 일반적 권유 또는 광고는 광고, 신문기사, 공고, 방송(라디오, 텔레비전), 신문, 잡지, 대량메일, 공중에게 접속이 허용된 웹사이트상의 자료 등을 통하여 투자자를 물색하는 수단을 의미한다. 다만 사모의 개시 이전에 발행기업 또는 인수인(브로커 딜러)과 피청약자 사이에 이미 실질적인 관계가 형성되어 있는 경우에 여기에는 일반적 권유개념은 존재하지 않는다. Staff Report, PLI, op. cit., p.246.
- 26) 여기서 적격투자자란 (1) 배우자와 합산하여 1백만 달러의 순자산을 가지거나, 과거 2년간 20만 달러의 소득이 있고(배우자와 합산하여 30만 달러 이상), 투자연도에 동일한 소

득이 예상되는 개인, 또는 헤지펀드 또는 그 무한책임조합원(GP)의 이사, 임원, 무한책임조합원인 자, (2) 은행을 포함한 일정한 기관투자가, 저축대부조합, 등록된 브로커, 딜러와 투자회사, 인가받은 소기업투자회사, 주식회사, 조합, 유한책임회사, 자산이 5백만 달러 이상인 기업신탁회사, 자산이 5백만 달러 이상인 종업원연금신탁 등을 말한다. SA, Sec Rule 501.

27) SEC Rule 506 of Regulation D.

28) Staff Report, PLI, op. cit., p.244.

29) Hellrung, op. cit., p.325; Staff Report, PLI, op. cit., p.248.

30) SEA Sec. 3(a)(5).

31) Staff Report, PLI, op. cit., p.248.

32) SEA Sec. 12(g), Rule 12g-1.

33) Staff Report, PLI, op. cit., p.249.

34) SEA Sec. 13, Rule 13d-1(a).

35) Staff Report, PLI, op. cit., p.249.

36) Schedule 13D.

37) SEA Sec. 13, Rule 13d-1(b), Schedule 13G.

38) SEA Sec. 13(f)(5)(A).

39) SEA Sec. 16(a).

40) SEA Sec. 16(b).

41) 이 법상 투자자문업자는 보수를 받고 증권의 가치, 증권의 투자, 매수 또는 매도의 적정성에 관하여 직접 또는 출판 또는 서면으로 타인에게 자문을 제공하는 것을 영업으로 하는 자, 또는 보수를 받고 통상적인 영업의 일환으로서 증권에 관하여 분석 또는 보고서를 발행하거나 발표하는 자라고 정의되고 있다. 그러나 은행, 변호사와 회계사, 브로커 딜러, 출판업자, 정부발행 증권에 대하여만 자문을 제공하는 자 등과 같은 일정한 전문직역에 대해서는 이러한 정의규정의 적용을 제외하고 있다. The Investment Advisers Act of 1940 (이하에서는 IAA라 약함) Sec. 202(a)(11).

42) IAA Rule 204-3.

43) IAA Rule 204-2.

44) IAA Rule 206(4)-2, 4, 6.

45) IAA Sec. 206(1).

46) IAA Sec. 203(b).

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

48) 최근의 조사에 따르면 가장 규모가 큰 헤지펀드의 경우 약 6천억 달러의 자산을 보유한 것으로 나타났고, 국내 투자자문업자의 약 52%가 1천 6백억 달러 이상의 자산을 보유하면서도 투자자문업자로서 등록되지 않았다고 한다. Staff Reports, PLI, op. cit., p.251.

49) IAA, 17 CFR §275. 203b(3)-2(a)(b)(c). 그러나 등록요건으로서 최저자산기준인 2천 5백만 달러 기준에는 변화가 없고, 역외 헤지펀드 자문업자에게는 그 자산규모의 기준은 적용되지 않는다.

50) 투시규정은 보험회사, 증권회사, 은행 등 영업조직인 대부분의 고객에게는 적용되지 않고, 헤지펀드를 포함하여 증권에 투자하는 제반형태의 집합적 투자도구에게만 적용된다.

51) IAA Rule 203b(3)-1(d).

- 52) Hellrung, op. cit., p.337.
- 53) IAA Rule 203b(3)-1(d)(1).
- 54) IAA Rule 203b(3)-1(d)(2)(3).
- 55) IAA Rule 204-2(3).
- 56) IAA Rule 206(4)-2(b)(3).
- 57) 개정규칙상 적격의 고객이라 함은 (1) 계약을 체결한 즉시 75만 달러 이상의 자산을 투자자문업자가 관리하는 자연인 또는 회사, (2) 계약이 체결될 당시에 150만 달러 이상 (배우자 소유분 합산)의 순자산을 소유하거나, 계약이 체결된 당시에 1940년 투자회사법 (Sec. 2(a)(51)(A))상의 적격매수인(qualified purchaser)인 자연인 또는 회사, (3) 계약의 체결 직전에 투자자문업자의 집행임원, 이사, 수탁회사, 무한책임조합원(GP), 또는 이와 유사한 권한을 가지는 자의 지위에 있는 자연인, 또는 투자자문업자의 피용인(투자자문업자를 위하여 단순히 사무원, 비서, 행정적 기능을 수행하는 피용인은 제외)이 최소 12개월 동안 투자자문업자를 위하여, 다른 회사를 위하여 통상적인 기능과 의무를 이행해 온 경우에는 투자자문업자의 투자활동에 참여하는 그 피용인의 지위에 있는 자연인을 말한다. 17 CFR §275. 204-3.
- 58) IAA Rule 205-3(c).
- 59) The Commodity Exchange Act(이하에서는 CEA라 약함) Sec. 1a(5).
- 60) CEA Sec. 4m(1).
- 61) CFTC Rule 4.21-4.26.
- 62) CFTC Rule 4.20, 4.30, 4.41.
- 63) CEA Sec. 4o.
- 64) Staff Report, PLI, op. cit., p.254.
- 65) CFTC Rule 4.13(a)(3)(4).
- 66) Staff Report, PLI, op. cit., p.255.
- 67) NASD IM-2110.
- 68) 그러나 일부의 헤지펀드 자문업자들은 ERISA 플랜이 헤지펀드에게는 매력적인 투자자라고 생각하여 ERISA에 의한 규제를 수용하고, ERISA 플랜의 상당한 투자도 허용하고 있다. 그러나 이 경우에도 자문업자가 아닌 ERISA 플랜의 수탁자는 헤지펀드 자문업자에 대하여 플랜 자산을 관리하는 헤지펀드 자문업자측의 부주의에 대한 ERISA상의 책임을 지지 않는다는 보장을 받는다고 한다. Staff Report, PLI, op. cit., p.257.
- 69) SEA Sec. 15C(f); 17 CFR §420.3(a)(2003).
- 70) 17 CFR §420.3(2003).
- 71) 17 CFR §420.4(2003).
- 72) 31 CFR §128.
- 73) The Patriot Act Sec. 352.
- 74) Staff Report, PLI, op. cit., pp.261-262.
- 75) Ibid. at 302-304.
- 76) 2004년 10월 NASD가 Citygroup Global Markets, Inc.에 대하여 25만 달러의 벌금을 부과한 예이다. Pete S. Michaels and Derek C. Anderson, A Case Study of Two Hedge Funds: A Regulatory Framework and its Lessons for Broker-Dealer Litigator, 1503 PLI/Corp 259, 266(August 2005).

- 77) Ibid., pp.305-306.
- 78) Staff Report, PLI, op. cit., pp.234-235.
- 79) Hellrung, op. cit., pp.327-333.
- 80) Jonathan H. Gatsik, "Hedge Fund: The Ultimate Game of Liar's Poker," 35 Suffolk U. L. Rev. 591, 600-601(2001). 루블화의 폭락 직전 LTCM은 약 75억 달러의 자본과 1천억 달러의 자산을 보유하고 있었지만, 루블화 폭락 후의 손실로 인하여 자본은 17억 달러로 감소되었다고 한다.
- 81) Gibson, op. cit., pp.704, 707, 714.
- 82) 이 사건에 대한 상세한 분석은 Report of the President's Working Group on Financial Markets, Hedge Fund, Leverage, and the Lessons of Long Term Capital Management 5(April 1999)(<http://www.ustreas.gov/press/release/reports/hedgefund.pdf>) 참조.
- 83) Staff Report, PLI, op. cit., pp.306-308.
- 84) Ibid. at 309-310.
- 85) Ibid. at 310-311.
- 86) Ibid. at 311-312.
- 87) Ibid. at 314-315.
- 88) Final Rule, op. cit., at 72,089-72,090.
- 89) Ibid. at 72,092-72,093.
- 90) Ibid. at 72,096.
- 91) Ibid. at 72,096.
- 92) Ibid. at 72,096.
- 93) O'Halloran, op. cit., p.491.
- 94) Final Rule, op. cit., at 72,094.
- 95) 이에 관하여 심도있게 정리한 논문으로는 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) 참조.
- 96) Final Rule, op. cit., at 72,069. 이러한 주장은 Chevron U.S.A., Inc., v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 U.S. 837, 842-843(1984)의 판결에 기초한 것이다. 이 사건에서 대법원은, 행정기관은 행정절차법의 입법연혁 및 용어 등을 고려하여 그 제정법의 취지와 방향에 따라야 한다고 판시하였다.
- 97) Gibson, op. cit., pp.704-706.
- 98) 이와는 달리 부채의 이용을 어떤 방식으로든 제한하는 것은 오히려 금융시장을 훼손하는 비효과적이고 불필요한 수단이라고 비판된다. Gibson, op. cit., p.706.
- 99) Roberts S. Karmel, "Mutual Funds, Pension funds, Hedge Funds and Stock Market Volatility - What Regulation by SEC Is Appropriate?" Notre Dame L. Rev. 909, 934(March 2005).
- 100) Gatsik, op. cit., pp.620-622. 이 견해는 연방법이 헤지펀드에 대하여 일정한 적용제외를 허용한 배경에는 일정한 투자자는 법적인 보호가 필요없다는 논리가 작용하고 있지만, 등록이 제외되는 헤지펀드가 야기하는 시스템적 위험은 그 펀드와 관련없는 시장참여자에게 영향을 주는 것이라고 보고, 헤지펀드에게 부채규모를 공시하게 하면 세계금융시장에 충격을 줄 수 있는 시스템 위험을 안고 있는 시한폭탄 위에 앉아서 헤지펀드 또는 사기적 포커

게임꾼들이 벌이는 사기행각을 감시할 수 있게 될 것이라고 주장하고 있다. Ibid. at 623.

101) 미국 하원 의원인 Richard Baker는 1999년 9월 29일 헤지펀드 공시법안(the Proposed Hedge Fund Disclosure Act)을 의회에 상정한 바 있으나 통과되지 못했다. 이 법안은 헤지펀드의 등록기준을 전문투자관리자가 운용하는 30억 달러 이상의 자본과 200억 달러 이상의 자산을 가진 사적 집합투자도구로 재조정하고, 헤지펀드의 공시규제를 연방위원회가 관장하도록 하는 것이다. 공시와 관련해서는 등록의무가 없는 헤지펀드도 연방간사위원회(FED's Board of Governors)에 펀드의 자산, 투자전략, 대차대조표상 부채비율을 분기별로 보고하도록 하고, 분기별 시장위험에 따른 종합적인 조치내역도 제출하도록 하는 것이다. 그리하여 동 위원회가 보고내용을 SEC위원장, 재무장관, 상품선물거래위원회 위원장에게 전달하면, 이들은 투자전략 등 헤지펀드의 고유한 정보(proprietary information)를 보호해야 하므로 보고된 정보를 동 위원회가 재정리하여 일반에게 공개하도록 하자는 것이다. 그리고 헤지펀드에 신용을 제공하는 금융기관 등 공개회사에게는 중요한 노출정도(material exposure)를 공시하도록 의무화하자는 것이다. 그리고 동 위원회에게는 비등록 헤지펀드와 관련한 연방등록상의 규제를 제외할 수 있는 권한을 부여하는 것 등이다. 이 법안의 내용에 대하여 전반적으로 찬성하는 견해로는 Gatsik, op. cit., pp.618-620이 있다. 그리고 위험도가 큰 투기적 거래에 관여하는 대규모 헤지펀드에게는 위험관리관행, 거래 포지션전략 등을 규제감독기관에 보고하도록 강제하여 헤지펀드가 다른 시장에 충격을 줄 수 있는지의 여부를 판단할 수 있게 하여야 하고, 다른 펀드와의 경쟁관계 때문에 헤지펀드의 고유정보를 일반에게 공개하게 하는 것은 바람직하지 않으므로, 적어도 일정한 시장단위에서 헤지펀드에 의하여 큰 손실을 받을 만한 당사자들에게는 그러한 정보의 분배가 이루어지도록 제한할 필요가 있다는 견해도 있다. Gibson, op. cit., pp.706-711.

102) O'Halloran, op. cit., pp.488-490.

103) Gatsik, op. cit., p.618.

104) Gibson, op. cit., pp.706-713; Gatsik, op. cit., pp.622-623.

105) Final Rule, op. cit., at 72,069.

106) Hellrung, op. cit., pp.334-335.

107) SEC의 헤지펀드 규제는 증권시장의 투기방지에 초점을 두지 않았기 때문에 증권의 투기적 거래를 위축시킬 수 있는 수단으로서 시장에서의 증권대차 또는 레버리지를 통제하지 않았다고 비판하고, 이번의 헤지펀드 규제로는 기관투자자들의 헤지펀드를 이용한 투기거래를 막지는 못할 것이라고 주장하는 견해도 있다. Karmel, op. cit., pp.934-948.

108) 간접투자자산운용업법은 사모간접투자기구로서 투자신탁과 투자회사에 대하여만 인정하는 것이 아니라, 특수한 목적을 가진 여러 가지 형태의 사모간접투자기구를 규정하고 있다. 즉, 다른 회사를 계열회사로 편입하는 것을 목적으로 하는 기업인수증권투자회사(법 제142조), 기업구조조정을 목적으로 하는 기업구조조정증권투자회사(법 제141조)가 사모형태를 취하는 경우에는 사모펀드로서 성립할 수 있고, 경영권인수를 목적으로 하는 사모투자전문회사(법 제144조의2 이하, Private Equity Fund, PEF)에 대하여는 사모펀드인 경우의 설립, 출자, 재산운용, 지배구조 등에 관하여 상세한 규정을 두고 있다. 그밖에 간접투자자산운용업법 이외의 법률에 의하여 사모펀드가 존재할 수 있다. 산업발전법상의 기업구조조정전문회사(CRC)와 기업구조조정전문조합, 기업구조조정투자회사법에 의한 기업구조조정투자회사(CRV), 중소기업창업지원법에 의한 중소기업창업투자회사와 창업투자조합, 벤처기업육성에관한법률에 의한 한국벤처투자조합, 여신전문금융법에 의한 신기술사업금융업자와 신기

술사업투자조합, 자산유동화법에 의한 유동화전문회사와 신탁회사, 부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사, 선박투자회사법에 의한 선박투자회사, 증권거래법에 의한 증권금융회사도 사모펀드의 형태를 유지할 수 있으나, 이들은 간접투자자산운용업법상 간접투자자 취급되지 않으므로 동법이 적용되지 아니한다(법 제2조 제1호 단서).

109) 증권거래법상 50인의 수를 산정함에 있어서는 자산운용회사의 최대주주 및 5% 이상 주주, 임원 및 의사주 조합원, 일정한 기관투자가, 기타 금감위가 정하는 특별연고 있는 전문가 등과 같이 펀드에 관한 접근이 가능하고 자위능력이 있는 자는 제외한다(증권거래법 시행령 제2조의4 제3항).

110) 증권거래법은 유가증권의 청약의 권유를 받는 자의 수가 50인 미만으로서 모집에 해당하지 아니할 경우에도 그 발행일로부터 1년 내에 50인 이상의 자에게 양도될 수 있는 경우로서 금융감독위원회가 정하는 전매기준에 해당하는 때에는 모집, 즉 공모로 본다(증권거래법 시행령 제2조의4 제4항). 그런데 금감위규정상 전매기준에는 수익증권에 관한 사항이 명시되지 않다. 이것은 수익증권이 전매가능성이 없어서라기보다는 수익증권의 경우 모집 또는 매출을 하는 경우에도 유가증권 공모규제로서 유가증권신고서제도의 적용이 면제되기 때문에 굳이 전매가능성 기준 대상에 포함시킬 실익이 없기 때문이라고 한다. 박삼철, “사모펀드 규제에 관한 고찰,” 『증권예탁』, 제43호, 증권예탁원, 2002, 40면.

111) 이 경우에 사모펀드의 간접투자자 수를 계산함에 있어서 다른 간접투자기구가 그 사모펀드의 간접투자증권을 10% 이상 취득하는 경우에는 그 다른 사모펀드의 수익자 수를 합산하여야 한다(증권거래법 시행령 제163조 제3항).

112) 간접투자자산운용법에서는 증권거래법과는 달리 30인의 수를 계산함에 있어서 대주주, 기관투자가 등의 수가 제외되지 않는다. 그리고 30인 이하의 요건은 펀드의 설립시는 물론이고 펀드가 소멸할 때까지 계속 유지되어야 할 요건이라고 한다. 박삼철, 전계논문, 41-42면.

113) 같은 취지: 강희철, “국내외 사모펀드의 현황과 M&A 관련 법적 문제,” 『상장협』, 추계호(제50호), 2004, 95면. 사모전문투자회사의 경우에는 이것을 명확히 하고 있다(법 제144조의2 제1항 제1호, 제144조의3 제1항).

114) 금융감독원 보도자료, 사모펀드 부문검사 결과, 2004.4.8(www.fsc.or.kr) 참조.

115) 금융감독원, 『금융통계월보』, 2006.2.

116) 강희철, 전계논문, 89-90면.

117) 상세한 설명은 박삼철, 전계논문, 56-60면 참조.

118) 자산운용전문가가 일정한 소수의 투자자로부터 자산의 투자를 일임받아 유가증권투자를 하는 경우에 투자일임에 관한 증권거래법상의 등록을 면제하는 경우에는 이러한 형태의 사모펀드 또는 헤지펀드의 운용이 활성화될 수 있을 것이다.

119) 강희철, 전계논문, 106면.

120) 노희진, “헤지펀드의 특성과 과제,” 한국증권연구원, 1998.12, 47면 이하.

121) 자산운용협회 조사국제부, “헤지펀드 신규제 경향과 시사점,” 『주간이슈분석』, 2002.10.17, 17면.

122) 상계 자료, 9면 이하.

123) 재정경제부, “금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안,” 2006.2.17.