

헤지펀드의 국내 허용 방안

2008. 3

연구위원 노 희 진

연구원 김 규 립

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

국제적으로 헤지펀드 관련 산업은 지속적으로 성장하고 있다. 특히 최근 헤지펀드에 대한 기관투자자의 참여가 확대되고 있는 바, 이러한 현상의 주요 배경은 헤지펀드가 투자자에게 위험대비 높은 수익률을 제공하고, 금융시장의 유동성 및 효율성을 제고하며 금융산업의 주요한 사업기반이 되기 때문이다.

금년 8월에 통과된 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(자본시장통합법)에서 자본시장에 관한 많은 규제를 체계적으로 정비하고 대폭적인 규제를 완화하였지만 대부분의 금융선진국에서 허용되는 헤지펀드는 새로운 제도에 의하여서도 여전히 국내에서 설립 및 운용을 할 수 없다.

금융산업을 독립적 산업으로 발전시켜 일자리와 부가가치를 창출하기 위해 정부는 2010년까지 자산운용업을 금융산업의 선도산업으로 육성한다는 금융허브 계획을 발표한 바 있다. 세계적으로 자산운용업의 핵심적 상품이 헤지펀드라고 하여도 과언이 아니다. 앞으로 우리나라의 자본도 헤지펀드와 같은 자유로운 투자기구를 통해 국내외의 투자기회를 향유할 수 있어야 할 것이다. 또한, 금융허브를 지향하는 주요 국가들은 금융허브의 발판을 마련하고 경쟁적으로 헤지펀드 운용자들의 유치에 위해 국가적 노력을 경주하고 있다. 따라서 우리나라에서도 헤지펀드에 대한 올바른 이해를 바탕으로 헤지펀드 허용에 대한 공감대를 형성하고, 제도적 기반을 마련하는 것이 시급한 상황이다.

헤지펀드의 고수익 추구를 위한 차입 허용 등에 따른 시스템리스크와 금융사기의 우려, 장외파생상품 투자 등으로 인한 헤지펀드의 공정한 평가의 어려움에 따라 주요국의 중앙은행 및 감독 당국은 시스템리스크의 예방과 펀드 운용의 투명성 제고를 위한 통한 투자자 보호를 위한 규제장치에 관한 논의를 활발히 하고 있으며, 국제적으로도 G8 회담 등을 통해 국제

금융시장에서의 시스템리스크 억제를 위한 국제 규제 공조 논의를 행하고 있다.

투자자의 효용증진, 자본시장의 효율성과 유동성 증진, 금융산업 발전의 촉매제 역할, 외국계 헤지펀드와의 경쟁 필요성 등을 생각하면, 국내 헤지펀드 허용이 시급하나, 헤지펀드에 내재하는 국제적으로 논의되고 있는 잠재적 위험 요인 또한 간과되어서는 안 된다.

즉, 국내 헤지펀드 허용을 위해 자본시장통합법상에 헤지펀드의 특성을 용인하는 헤지형 사모펀드를 허용하고 헤지펀드의 설립, 운용, 판매 및 투자자에 관한 합리적 규율을 설정하되 시스템리스크 예방과 투자자 보호를 위한 장치를 검토할 필요가 있다. 이러한 바탕 위에 가급적 빠른 시기에 헤지펀드를 국내에 허용함이 바람직하다.

본 보고서에서는 이러한 사항을 고려하여 국내 헤지펀드의 허용 방안을 제시하고 있다. 본 보고서를 작성한 본 연구원의 노희진 박사와 김규림 연구원의 노고에 감사를 드린다. 또한 훌륭한 조언을 해 준 김재철 박사에게도 고마움을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2008년 3월
한국증권연구원
원장 최도성

목 차

序言	i
Executive Summary	xi
Abstract	xv
I. 서론	3
II. 헤지펀드의 개념과 특성	7
1. 헤지펀드의 정의	7
2. 헤지펀드와 다른 집합투자기구와의 비교	8
3. 헤지펀드의 운용 전략 및 전략별 분포	12
4. 헤지펀드의 특성	19
III. 헤지펀드의 경제적 의의	31
1. 투자자의 효용 증진	31
2. 금융산업의 활성화 기여	42
3. 금융시장의 유동성과 효율성 향상	56
4. 기업의 효율성과 투명성 증진	63

IV. 헤지펀드의 해외 제도와 정책적·학술적 논의	69
1. 해외 제도	69
2. 정책적·학술적 논의	78
3. 시사점 도출	91
V. 헤지펀드 허용에 관한 설문분석	99
1. 국내 허용 필요성, 효과 및 유용성	99
2. 국내 허용방식	101
3. 우려사항	105
4. 분석 및 시사점	109
VI. 헤지펀드의 국내 허용 방안	115
1. 국내 사모펀드 제도 검토	115
2. 헤지펀드의 국내 허용 방안	128
참고문헌	145
부록 I. 국가별 헤지펀드 허용 현황	159
부록 II. 각국의 헤지펀드 관련 제도	165
부록 III. 헤지펀드의 정책적 논의 사항	195

부록 IV. 통합도산법 상 금융거래 특칙 적용 검토 221

부록 V. 외국간접투자증권의 국내 판매 227

표 목 차

<표 II-1> 펀드별 특성 비교	11
<표 II-2> 전세계 헤지펀드의 차입 사용	22
<표 III-1> 헤지펀드 수익률과 위험	37
<표 III-2> 헤지펀드와 주식시장 간 상관관계	37
<표 III-3> 기관별 헤지펀드 및 주식시장수익률 비교	38
<표 III-4> 알파수익률수익률	41
<표 III-5> 전세계 헤지펀드의 규모 추이	43
<표 III-6> 전세계 펀드 오브 헤지펀드 규모 추이	43
<표 III-7> 상위 10대 헤지펀드	45
<표 III-8> 전세계 프라임 브로커의 순위	48
<표 III-9> 아시아에 집중 투자하는 헤지펀드의 국가별 분포	54
<표 III-10> 외국간접투자증권의 국내 판매 현황	55
<표 III-11> 국내 펀드 규모 및 헤지펀드로의 이전 가능성	55
<표 III-12> 유럽의 지역별 헤지펀드 운용 규모	60
<표 III-13> 아시아 지역 투자 헤지펀드 규모	61
<표 III-14> 미국에서 헤지펀드가 요구한 내용과 이를 수용한 기업의 수	64
<표 III-15> 한국 법에서 보장하는 소수(소액)주주의 권리	65
<표 IV-1> 세계 각국의 전반적 헤지펀드 규제환경	70
<표 IV-2> 국제기구의 헤지펀드 규제에 관한 정책 논의	82
<표 IV-3> 규제당국의 헤지펀드 규제에 관한 논의	87
<표 IV-4> 최근 학술적 논의	91
<표 V-1> 헤지펀드 허용 필요성 및 효과	99
<표 V-2> 헤지펀드의 유용성	100
<표 V-3> 현행 헤지펀드 규제에 관한 사항	101

<표 V-4> 헤지펀드 허용 방식에 관한 사항	102
<표 V-5> 차입 규모 제한 규제의 필요성 및 적정 차입 규모에 관한 설문	103
<표 V-6> 프라임 브로커 관련 설문	104
<표 V-7> 헤지펀드 허용에 따른 우려사항	106
<표 V-8> 국내 자산운용분야 운용자의 운용능력 평가	108
<표 V-9> 헤지펀드 관련 설문 조사 분석 및 시사점 요약	111
<표 VI-1> 공모펀드와 사모펀드 규정 비교	122
<표 VI-2> 현행 법제하에서의 헤지펀드 규제대상의 규율체계요약	128
<표 VI-3> 본 연구의 정의에 입각한 헤지펀드 허용을 위한 조치사항	131
<표 VI-4> 헤지형 사모펀드 설립 요건	132
<표 VI-5> 헤지형 사모펀드 운용업자 인가 요건	133
<표 VI-6> 헤지형 사모펀드 판매업자	134
<표 VI-7> 헤지형 사모펀드의 적격투자자 요건	135
<표 VI-8> 헤지형 사모펀드의 소수투자자 요건	136
<표 VI-9> 투자자 보호 대비 방안	139
<표 부록 I-1> 국가별 헤지펀드의 허용 현황	157
<표 부록 II-1> 헤지펀드 상품 판매시 NASD 회원사의 의무	169
<표 부록 II-2> 미국 헤지펀드 관련 주요일지	171
<표 부록 II-3> 증권투자신탁(수탁자지도형투자신탁)	180
<표 부록 II-4> 펀드 오브 펀드	181
<표 부록 II-5> 투자신탁 관련 모집규제	182
<표 부록 II-6> 주요 국가별 헤지펀드 및 헤지펀드 운용사에 대한 세계현황	188
<표 부록 II-7> 주요 국가별 헤지펀드 운용회사 설립 시 최소요구 자본금 현황	189
<표 부록 II-8> 주요 국가별 헤지펀드 마케팅 관련 규제 현황	189
<표 부록 III-1> IOSCO가 제시하는 가치평가에 관한 9 원칙	197

그림 목 차

<그림 I-1> 연구구조	4
<그림 II-1> 전세계 헤지펀드의 전략 구성내역	19
<그림 II-2> 헤지펀드의 차입 사용 추이	23
<그림 III-1> 전세계 헤지펀드 자본의 원천	32
<그림 III-2> 헤지펀드 자산 유입의 미국 기관별 비중 추이	32
<그림 III-3> 헤지펀드 수익률	35
<그림 III-4> 전세계 헤지펀드의 신규 유입 자금 추이	44
<그림 III-5> 헤지펀드에 제공되는 서비스의 유형	47
<그림 III-6> 전세계 헤지펀드의 설립 국가	58
<그림 III-7> 전세계 헤지펀드 운용자의 활동 지역	59
<그림 V-1> 헤지펀드 허용시 필요 조치	102
<그림 V-2> 헤지펀드의 판매 대상 범위	104
<그림 V-3> 부유한 개인투자자의 순자산 또는 소득 규모에 관한 사항	105
<그림 V-4> 시스템리스크 및 금융시장 불안정성의 원인	107
<그림 V-5> 투자자 보호 미흡의 원인	108

약 어 표

AMF	Autorité des marchés financiers
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIH	Bridge Investment Holdings
CEA	Commodity Exchange Act
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CIF	Collective Investment Fund
CIS	Collective Investment Scheme
COB	Conduct of Business
COLL	New Collective Investment Scheme
CPO	Commodity Pool Operator
CRMPG	Counterparty Risk Management Policy Group
CSFB	Credit Suisse First Boston
CTA	Commodity Trading Advisor
CTF	Child Trust Funds
EC	European Community
ECB	European Central Bank
EEA	European Economic Area
EU	European Union
FAA	Financial Advisers Act
FRB	Federal Reserve Bank
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GAAP	Generally Accepted Accounting Practice
GP	General Partner

G8	Group of Eight
HFI	Hedge Fund Intelligence
HNW	High Net Worth individuals
IB	Investment Bank
ICA	Investment Company Act of 1940
IFSL	International Financial Services, London
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISD	Investment Services Directive
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LLP	Limited Liability Partnership
LP	Limited Partnership
LSE	London Stock Exchange
LTCM	Long Term Capital Management
MFA	Managed Funds Association
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSCI	Morgan Stanley Capital Index
NASD	National Association of Securities Dealers
NAV	Net Asset Value
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OPS	Occupational Pension Scheme
PEF	Private Equity Fund
QIS	Qualified Investor Scheme
SEC	Securities and Exchange Commission
SFC	Securities and Futures Commission
SSAS	Small Self-Administered Scheme
UCITS	Undertakings for Collective Investment In Transferable Securities

< Executive Summary >

최근 전 세계적으로 기관투자자와 고액순자산 개인투자자들이 대체투자(alternative investment)에 관심을 쏟으면서 헤지펀드에 대한 관심이 증대되고 있다. 헤지펀드 산업은 운용자산 규모, 펀드 수와 신규 자금 유입의 측면에서 지속적인 성장을 하고 있다.

헤지펀드에 관해서는 법률적으로 통용되거나 국제적으로 인정된 정의는 없다. 본 연구를 위해 헤지펀드의 개념을 정립한다. 즉, 헤지펀드는 원칙적으로 투자대상의 제한 없이 자유롭게 자산 운용을 할 수 있고, 차입, 공매도 등을 사용하여 고수익을 추구하고, 상당한 성과보수를 부과하고, 펀드 운용자의 투자가 가능하고, 정기적 환매를 허용하면서 일반 공모펀드에 부과되는 규제를 회피하기 위해 원칙적으로 사모로 발매되는 펀드이다. 현행 규정에 의하면 동 정의에 부합하는 펀드를 설립 및 운용할 수 없다.

먼저 헤지펀드의 경제적 의의를 투자자, 금융산업, 금융시장 및 기업의 측면에서 살펴본다.

투자자 측면에서 헤지펀드는 뮤추얼펀드에 비하여 위험 대비 고수익을 확보할 수 있는 수단이 되고, 성과 측면에서 기존의 뮤추얼펀드와 상관관계가 낮아 투자자의 리스크를 경감시킬 수 있는 수단이 된다.

더불어 헤지펀드는 금융산업의 활성화에도 기여할 것이다. 대부분의 헤지펀드는 하나 이상의 프라임 브로커를 이용하는데, 프라임 브로커는 자금 및 주식대여, 증권외의 체결, 결제 및 보관서비스 제공 이외의 법률 및 회계 자문서비스 등을 제공하는 만큼, 헤지펀드가 허용되면 금융산업에서 프라임 브로커리지 사업이 유망할 것으로 전망된다. 2006년 영란은행(Bank of England)은 헤지펀드가 주요 IB

에 2,580억 달러의 수익을 유발했다고 보고하고 있다. 또한 헤지펀드는 자산운용 및 위험관리 기법의 향상, 금융 소비자의 needs에 부응하는 전략개발, 창의적 금융인력의 육성, 금융업에서의 고용 기회 확대 등을 통해 국내 금융산업의 발전에 일조하며, 외국 투기성 자본과의 경쟁수단이 될 수 있다.

더하여 헤지펀드는 금융시장의 유동성과 효율성을 제고시킨다. FSA에 따르면 헤지펀드는 NYSE와 LSE의 거래 규모의 약 1/3~1/2를 유발함으로써 시장의 유동성을 제고시킨다. 또한 헤지펀드는 비정상적 가격기회를 포착하여 투자함으로써 주식의 가격이 내재가치에 따라 움직이도록 하여 주식시장의 효율성을 증가시킨다.

기업의 측면에서 헤지펀드는 기업의 효율성과 투명성을 증진시킨다. 헤지펀드의 적극적 주주행동주의는 이사회 구조, 배당정책, 회사전략, 회사 자본구조 그리고 M&A 계획 등에 대하여 주주에게 주어진 법적 수단을 충분히 활용하게 함으로써 기업의 효율성과 투명성을 제고시킬 수 있다.

따라서 헤지펀드는 투자자, 금융산업, 금융시장 및 기업에 경제적 측면에서 상당한 기여를 할 수 있다.

주요국의 헤지펀드 관련 제도를 살펴보면, 국가별로 상이한 설립, 운용 및 판매에 관한 규율 체계를 갖고 있음을 알 수 있다. 헤지펀드에 관한 정책적·학술적 논의가 활발한데, 주요 쟁점은 시스템리스크에 대한 대처방안과 투자자 보호이다. 시스템리스크는 발생 가능성이 낮으나 관리를 해야 할 필요가 있고, 투자자 보호는 소매 판매시 필요하다. 스스로를 보호할 수 있는 기관 투자자 등 적극투자자에 한정해서 헤지펀드의 판매가 이루어 질 경우 투자자 보호는 중요하지 않다.

헤지펀드의 경제적 의의를 고려하면 헤지펀드의 국내 허용 필요성이 시급하다. 또한 국내 자산운용업계의 설문조사를 통해서도 헤지펀드의 국내 허용 필요성이 존재한다. 하지만 해외에서 논의되는 바와 같이 시스템리스크와 일반투자자 보호의 우려가 헤지펀드 허용을 망설이게 하는 요인이 된다. 헤지펀드를 조속히 허용하되, 제도 설계시 이러한 우려를 완화하는 조치가 필요하다.

본 연구의 헤지펀드 허용 방안은 다음과 같다. 앞에서 제시한 본 연구에서의 헤지펀드 정의에 의한 헤지펀드의 특성을 억제하는 자산 운용, 차입, 공매도, 정기적 환매 관련 현제도 상의 규제가 존재하므로 이러한 규제가 완화된 특수한 형태의 헤지형 사모펀드 설립을 허용하도록 한다.

헤지형 사모펀드의 설립, 운용자, 판매자 및 투자자 규율은 다음과 같다. 헤지펀드 설립의 활성화를 위해서는 펀드 설립을 신속하고 효율적으로 할 수 있는 영미식의 등록면제 방식을 취하되, 최소한도의 정보수집 및 감독을 위해 설립 후 감독 당국에 대한 신고를 하도록 한다.

헤지형 사모펀드 운용업자는 자본규모 상의 진입 장벽을 완화하되, 전문성과 적격성 검증이 필요하다. 인가 요건 중 자본금 요건은 일반 사모펀드 운용자에 비해 완화하고, 운용 인력의 전문성과 적격성 요건을 부과한다. 또한 임원 및 대주주에 대한 적격성을 심사한다.

헤지형 사모펀드 판매업자는 해외에서와 같이 헤지펀드 운용자의 투자자 모집이 가능하도록 할 필요가 있다.

헤지펀드의 투자자는 기관투자자와 같은 적격투자자로 한정하고, 그 요건을 현행 일반사모펀드 투자자의 수준에 비하여 완화한다.

헤지펀드 허용으로 인한 우려사항으로 인식되는 시스템리스크의 예방과 투자자보호를 위해 다음과 같은 조치를 취한다. 시스템리스크는 주로 헤지펀드의 차입으로 인하여 발생하므로 감독 당국은 헤지펀드의 차입 규모를 주시할 필요가 있다. 헤지펀드는 전략별로 차입 정도가 달라지므로 차입 규모를 획일적으로 규제하기는 어렵다. 따라서 헤지펀드의 차입 규모에 대한 감독 당국의 정보 집적이 필요하다. 이를 위해 헤지형 사모펀드 운용자가 이를 감독 당국에 보고하도록 한다.

투자자보호의 경우 자기 자신을 보호할 수 있는 적격투자자를 대상으로 발매하는 헤지펀드는 공모펀드와 동일한 수준의 투자자 보호 규제를 적용할 필요가 없다. 그러나 헤지형 사모펀드의 경우 각종 사기 및 불법적 행위가 유발될 소지가 있으므로 헤지펀드의 일정 정보를 투자자에게 제공하도록 하며, 포트폴리오 가치를 공정 가치로 평가하도록 한다.

< Abstract >

Hedge funds are emerging as a new alternative investment vehicle and are recognized by retail and institutional investors as a means to achieve higher returns relative to risk. In this situation, the number of hedge funds, the asset size, and inflows of new investment continue to increase.

Although there is a general definition of hedge fund based on investment strategy or legal structure, there is no statutory or internationally accepted definition of hedge funds. In this research, hedge fund is defined as a private fund whose portfolio construction is not restricted basically, and which seeks for high yield through active investment strategies such as short selling and leveraging to allow hedge fund manager to charge performance fee and which permits fund manager's investment. Additionally, periodic redemptions are allowed instead of daily redemptions.

However, as of yet, the Korean law does not allow the establishment and management of hedge funds.

Hedge funds can have an impact on investors, financial markets, financial industry and corporations. Hedge funds can improve investor's return and risk profiles.

Many hedge funds use plural prime brokers and the prime brokerage business is very prospective, as it lends cash and securities to hedge funds. In 2006, Bank of England reported major investment banks earned around 258 billion U. S dollar from prime brokerage businesses. The allowance of home-ground

hedge funds will be a cornerstone for advancing the domestic financial industry.

Hedge funds can enhance the financial market's liquidity and efficiency. FSA reports hedge funds contributes to around 1/3~1/2 of NYSE and LSE activities. Additionally, hedge funds try to find investment opportunities for abnormally priced securities and contribute to enhance the efficiency of the financial market.

Active hedge funds can improve business transparency and efficiency of corporations through hedge fund activism.

Through research on individual regulatory regimes, we found that they have different regulatory methods about establishment, management and sales of hedge funds.

The debates are focused on the possibility that hedge fund can causes a systematic crisis. There are also those who argue that once hedge funds become accessible to retail investors, safeguards must be put in place to protect investors from potential conflicts of interests with the hedge fund managers. If hedge funds are accessible only by institutional investors, then the safeguards to protect investors do not matter because institutional investors can protect themselves.

It is necessary to allow hedge funds in the domestic market as soon as possible if we are to enjoy the economic benefits they can bring to investors, financial industry, financial market and corporation. However, there exist some concerns on systematic risk and protection of the retail investors. Therefore, we need to

design a regulatory scheme which can mitigate those concerns.

As mentioned above, under the current regulations on the private fund, there exist some restrictions on asset management, borrowing, short selling and periodic redemptions. In order to allow hedge fund defined in the study, a special private fund exempted from those restrictions should be allowed.

We presented the regulatory framework on establishment, managers, distributor and investors of hedge funds, and compared them with that on private fund.

Since hedge funds can be established in off-shore area, restrictions are not necessary for their establishment in domestic market. It would suffice that funds notify the FSS after establishment.

Hedge fund manager will have to be approved by FSS in accordance with most of other countries' regulations. However, it would be reasonable and necessary for the government to reduce the capital requirement for establishing a hedge fund management company, and ensure that the officers and large shareholders are qualified.

For sales of financial products, a license must be obtained from FSC. However, hedge fund managers should be allowed to sell the funds they manage without obtaining the license.

Most importantly, hedge fund investors—institutional investors naturally included—should be qualified based on net worth and income.

Lastly, we recommended some measures to mitigate some concerns on systematic risk and investor protection. To prevent systematic risk, hedge fund should be required to report their level of leverage to FSS. Also, to protect investors, hedge funds should calculate the value of the portfolio using fair value.

1. 서론

I. 서론

정부에서 헤지펀드의 국내 허용 방침을 밝힘에 따라 헤지펀드 허용에 관한 본격적인 논의가 시작되었다. 헤지펀드가 허용되면 투자자, 금융시장, 금융산업 및 기업에 미치는 영향이 적지 않을 것이다.

투자자의 포트폴리오 구성시 투자 상품의 다양화를 통해 포트폴리오의 리스크를 줄일 수 있다. 최근 국내에서도 기관투자자와 상대적으로 투자 규모가 큰 개인투자자들이 고위험에도 불구하고 더 높은 수익을 얻기 위하여 대체투자(alternative investment)에 관심을 쏟고 있다. 대체투자대상으로 사모주식(private equity), 벤처캐피탈(venture capital), 원자재(commodity), 귀금속, 예술품, 헤지펀드(hedge fund) 등이 부각되고 있다. 헤지펀드는 원래 소수 부유한 개인의 욕구 충족을 위해서 운용되다가 대체투자수단이 다양해지고, 고수익을 추구하는 개인투자자와 기관투자자들에게 소개되어 현대 금융산업의 중요한 투자대상이 되고 있으며, 일반 공모펀드에 비하여 투자자들에게 위험대비 높은 수익률을 제공하는 것으로 알려져 있다.¹⁾

또한 헤지펀드는 시장의 유동성과 효율성을 제고시킨다.²⁾ 활발한 거래로 시장에 유동성을 제고하고 차익거래전략의 사용 등에 따라 시장의 가격 발견 기능을 제고한다. 더하여, 금융산업의 창의성과 역동성 향상에도 기여할 것이다. 금융인력 육성, 신종투자기법개발, 금융문화의 개선, 금융회사의 새로운 사업영역의 개척에 크게 기여 할 수 있다. 향후 금융산업을 독립적이고 창의적인 산업으로 발전시켜 부가가치를 증대시키는 것이 필요한 바, 헤지펀드가 주요 수단이 될 수 있다.

1) Clair(2002)

2) FSA(2005b)

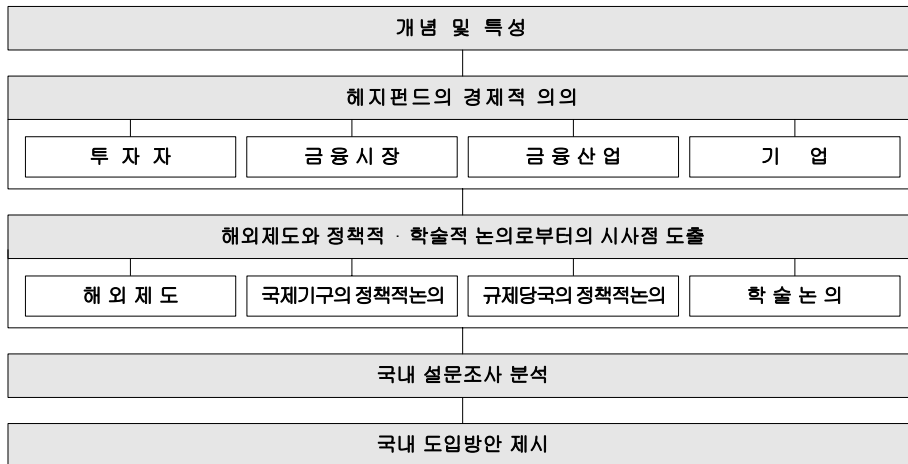
4 헤지펀드의 국제 동향 및 국내 허용 방안

헤지펀드 산업이 활성화되면 국내기업의 경영행태에도 영향을 미칠 것이다. 외국의 경우 헤지펀드의 주주행동주의가 활발하다. 국내기업도 기업경영의 투명성과 효율성이 부족하면, 헤지펀드의 주주행동주의 대상이 될 수 있다.

그러나 우리나라 현행 제도 하에서는 헤지펀드의 설립 및 운용이 가능하지 않다. 본 연구의 동기는 헤지펀드 허용 필요성 인식에 있으며, 본 연구의 기여는 국내 헤지펀드 허용에 일조를 할 수 있다는 것이다.

본 연구에서는 헤지펀드의 개념과 특성을 살펴보고, 투자자, 금융시장, 금융산업 및 기업 측면에서 헤지펀드의 경제적 의의를 살펴본다. 또한 해외 제도와 정책적·학술적 논의로부터 시사점을 도출하고 국내 자산운용업계의 설문조사를 분석하며, 국내 관련 법규를 고찰을 통해 헤지펀드의 국내 허용 방안을 제시한다.

<그림 1-1> 연구구조



II. 헤지펀드의 개념과 특성

1. 헤지펀드의 정의
2. 헤지펀드와 다른 집합투자기구와의 비교
3. 헤지펀드의 운용 전략 및 전략별 분포
4. 헤지펀드의 특성

II. 헤지펀드의 개념과 특성

다양한 헤지펀드의 정의를 검토한 후 본 연구를 위한 헤지펀드의 개념을 정립한다. 다른 집합투자기구와의 비교 및 헤지펀드 투자 전략 검토 후 본 연구의 정의에 입각한 헤지펀드의 특성을 살펴본다.

1. 헤지펀드의 정의

헤지펀드는 제한된 숫자의 투자자들로부터 사모방식으로 투자자금을 모집하며, 월등한 실적을 내세워 이익에 대하여 고율의 인센티브 수수료를 부과하고 고수익을 추구하는 사모펀드로 1949년 Alfred Winslow Jones가 최초로 헤지펀드를 설립한 이래 그 성격이 시장 상황에 따라 변화되어왔다.³⁾ 헤지펀드에 관해서는 법률적으로 통용되거나 국제적으로 인정된 정의는 없으며, 법적인 구조, 투자 전략 등에 근거하여 다양한 정의가 존재하는 실정이다.⁴⁾ 국제기구, 규제당국, 학계 등의 헤지펀드에 관한 다양한 정의를 살펴보고, 본 연구를 위한 헤지펀드의 개념을 정립한다.

각국 규제당국으로 구성된 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)는 2003년 2월에 발표한 보고서에서 헤지펀드는 법적으로 명확히 정의를 내리기 곤란한 측면을 가지고 있으며, ① 통상적인 집합투자기구에 부과되는 차입((leverage) 규제를 받지 않아 높은 수준의 차입을 활용할 수 있으며, ② 운용보수 및 성과보수를 부과하고, ③ 분기, 반기 또는 연별로 정기적 펀드의 매각이 인정되고, ④ 헤지펀

3) 노희진(1998)

4) IOSCO(2006), Lhabitant(2002)

8 헤지펀드의 국제 동향 및 국내 허용 방안

드 운용자 자신이 고액의 자기 자금을 투자할 수 있으며, ⑤ 투기적 목적으로 파생상품을 활용할 뿐만 아니라 공매도(short-selling)가 가능하며, ⑥ 다양한 리스크 또는 복잡한 구조의 상품에 투자하는 요소를 지닌다고 보고하고 있다.⁵⁾

SEC(2003)는 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940: ICA)에서 투자회사로 등록되지 않고 공모의 형태로 판매되지 않는 증권이나 기타 자산을 포함하는 실체로 헤지펀드를 정의한다. Stulz(2007)에 의하면 헤지펀드는 상당한 유연성을 지닌 투자자문업자나 헤지펀드 운용자에 의해 운영되는 규제받지 않는 집합적 투자 자산이다. 특히 헤지펀드 운용자는 전형적으로 공매도, 차입, 광범한 파생상품을 이용할 권리를 갖고, ICA에 의해 뮤추얼펀드에 적용되는 규제를 회피하기 위해 투자자 수를 제한하고 공모를 하지 않는다.

본 연구에서는 헤지펀드의 개념을 다음과 같이 정립하며, 이러한 정의에 입각하여 향후 논의를 전개하고자 한다. 즉, 헤지펀드는 차입, 공매도를 사용하면서 투자대상에 제한이 없이 고수익을 추구하고, 상당한 성과보수를 부과하고 종종 펀드 운용자 자신이 투자하면서 정기적 환매를 허용하고, 일반 공모펀드에 부과되는 규제를 회피하기 위해 원칙적으로 사모로 발매된다.

2. 헤지펀드와 다른 집합투자기구와의 비교

헤지펀드와 다른 유사펀드를 비교해 보는 것은 헤지펀드를 이해하는데 도움이 될 것이다. 헤지펀드는 뮤추얼펀드, 사모투자전문회사(Private

5) IOSCO(2003)

Equity Fund: PEF), 벤처캐피탈 등의 집합투자기구와 유사한 성격을 갖기도 하지만 차이점이 있다.

먼저, 헤지펀드를 미국의 뮤추얼펀드와 비교한다.

뮤추얼펀드가 일반적으로 소액 일반투자자를 대상으로 공모로 설립되어 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에 등록되어야 하므로 감독 당국에 감사보고서 등 자료 제출을 하거나 주주총회시 주주에 대한 자료를 공개하는 등 정보 공개의 의무 및 공시 의무를 진다. 반면, 헤지펀드는 위험을 부담할 수 있고, 스스로를 보호할 수 있는 기관투자자 또는 고액순자산보유개인(High Net Worth Individual: HNWI)들을 상대로 사모로 설립된다. 미국의 경우 규제 체계상의 등록면제조항을 이용하여 감독 당국에 대한 등록 의무가 면제될 수 있다. 따라서 정보 공개 및 공시 의무를 면제받게 된다. 헤지펀드 발행자는 보통 투자자에게 헤지펀드 투자 전략과 운용개요를 사적 판매 정관(memorandum) 형식으로 제공하며, 헤지펀드 투자자들은 일반적으로 헤지펀드 실적 정보, 리스크 분석과 포트폴리오 내용을 헤지펀드 발행자로부터 제공 받는다.

뮤추얼펀드의 경우 중장기 수익을 중시하며, 주로 주식, 채권 등에 투자하되 감독 당국으로부터 차입 및 공매도에 대한 규제를 받고, 자기자금의 출자가 제한된다. 또한 뮤추얼펀드는 S&P500 등과 같은 기준 수익률을 비교하여 평가하여 상대수익률을 측정한다. 반면 헤지펀드는 주식, 채권, 파생상품 등 투자대상의 제한이 없고 투자 기간에 대하여도 제한을 받지 않는다. 일반적으로 공매도와 차입 등을 자유롭게 이용하여 절대수익률을 추구하며, 자기 자금을 자신이 관리하는 펀드에 투자하여 운용할 수 있다.

뮤추얼펀드는 통상 유동성이 많은 주식이나 채권에 투자하므로 매일 시장가격에 따라 그 가치를 산정하여야 하며, 투자자들은 언제든지 자신

10 헤지펀드의 국제 동향 및 국내 허용 방안

의 지분에 대한 환매를 요구할 수 있다. 그러나 헤지펀드는 가치산정에 대한 규제는 없고 환매나 지분 양도 등이 제한되므로, 투자자들은 원하는 때에 자본을 회수하지 못할 가능성이 있다.

보상체계에 있어서 통상적으로 뮤추얼펀드는 순자산가치에 의거하여 펀드운용자가 일정 비율의 관리보수를 받는 반면 헤지펀드는 관리보수에 더하여 총수익률에 의거하여 성과보수를 받는 것이 보통이며 일반적으로 헤지펀드 수익률은 이러한 보수를 차감하여 산출한다.

헤지펀드를 사모투자전문회사와 비교시, 사모투자전문회사는 헤지펀드와 같이 투자자들이 증권투자를 위하여 집합적으로 자금을 출자하는 비등록펀드로 헤지펀드와 그 조직형태는 유사하다. 따라서 헤지펀드와 사모투자전문회사는 정보 공개 및 공시의 의무를 지니지 않는다. 그러나 사모투자전문회사는 비공개회사의 지분이나 지분연계증권(equity)을 주요 투자대상으로 하며, 투자자들이 일정 금액을 투자하기로 약정하고 경영에 참여하는 업무집행파트너인 무한책임사원(General Partner: GP)의 투자 요청이 있을 때 출자하는 것이 일반적이다. 통상 10~12년 정도의 중장기 투자를 지향하되 일정 기간이 지나면 청산이 가능하나, 투자자에게 중도상환의 기회는 거의 부여하지 않는 폐쇄형 펀드의 성격이 강하다.

벤처캐피탈 역시 헤지펀드와 구조가 비슷한 비등록투자기구로 회사의 설립 또는 초기 단계의 벤처기업에 창업자와 함께 위험을 부담하면서 자본참여를 하여 기업이 성장한 후 자본이득을 통하여 일반적인 금융상품보다 높은 수익을 실현하고자 설립되는 것이 일반적이다. 벤처캐피탈은 일반적이고 통상 5~10년의 투자 기간에 걸쳐 자본을 출자하며, 단기적 이익 배당보다는 장기적 기업가치 증대를 추구한다. 헤지펀드와는 달리 펀드의 업무집행파트너가 투자대상 회사의 이사회 구성원이 되거나 일상의 경영에 관여하는 등 적극적인 역할을 수행하여 투자대상회사의 가치를 높이는데 일조하여 투자대상회사의 가치가 투자가치를 상

회하면 투자를 청산하는 것이 일반적이다. 일반적으로 투자자와 창업자 간의 계약에 기초하여 관리보수(조합 결성액의 2~3% 수준)와 성과보수(투자수익의 20%, hurdle rate가 있는 경우가 많음)를 받게 되고, 주식의 매각을 통하여 수익을 실현한다.

<표 II-1> 펀드별 특성 비교

	뮤추얼펀드	헤지펀드	사모투자전문회사	벤처캐피탈
투자자 모집방식	공모 (투자자=주주)	사모		
공시	공시	비공시		
정보공개	공개	비공개		
경영참여 정도	참여안함	참여가능	적극적	
투자기간	중장기	제한 없음 (통상 단기)	중장기 (통상 10~12년)	중장기 (통상 5~10년)
주요 투자대상	주식, 채권, MMF	주식, 채권, 파생상품, 1차상품	구조조정 기업	벤처기업
자기 자금 출자	불가	가능		
차입	규제	제한 없음	제한 없음(한국은 규제)	
공매도	규제	규제 없음	규제 없음(한국은 규제)	
통제	감독기관	주주자율규제		
투자자 유동성	개방형 펀드 (매일 인출 가능) 폐쇄형 펀드 (시장상장)	개방형 펀드 (주기적 인출 가능)	폐쇄형 펀드	
성과측정	상대수익률	절대수익률	절대수익률 (실현된 투자에 연동된 수익)	절대수익률
운용보수	순자산가치가치 (Net Asset Value: NAV)에 기초		자본 계약(capital commitment)에 기초	
성과보수	-	실현 및 미실현 수익으로부터 연간 발생	-	실현 투자로부터 발생

자료: 노희진(2005), IFSL(2007)

3. 헤지펀드의 운용 전략 및 전략별 분포

헤지펀드의 전략은 매우 다양하여 분류 체계도 조사기관이나 연구자에 따라 상이하나, 본 연구에서의 헤지펀드 정의를 고려하고, 최근 해외 연구를 참고하여 전략을 분류한다.⁶⁾

가. 차익거래 전략

차익거래전략은 공매도와 차입을 일반적으로 사용한다. 동 전략은 시장의 비효율성 및 구분된 시장에서의 가격불일치에 기초한 차익거래기회(arbitrage opportunity)를 통하여 수익을 추구하고 시장 전체의 움직임에 대한 노출(exposure)을 회피함으로써 시장변동성에 대비하는 투자 전략이다. 구체적으로 전환사채차익거래(convertible arbitrage), 채권차익거래(fixed income arbitrage), 주식시장중립형(equity market neutral)이 차익거래전략에 해당된다.

전환사채차익거래는 전환사채 간의 가격 차이와 전환사채 가격결정에 영향을 주는 요소들의 예상 추세를 이용하여 이익을 얻고자 할 때 사용한다. 전환사채와 주가 간의 가격불일치 발생시 대부분 전환사채는 기초 주식의 가격 변동에 상관없이 가격 차이로부터 이익을 취할 가능성을 극대화시킨다.

채권차익거래는 채권 등 금융상품 간 가격 차이에 주목해 가격이 합리적 수준으로 수렴하는 과정에서 수익을 추구하는 전략으로, 공사채, 자산담보증권, 스왑(swap) 등 파생상품이 주요한 투자대상이 된다. 이는 채권 간의 상대적 가치평가의 비효율성 또는 예상되는 스프레드 변화를

6) SEC(2003), Lhabitant(2002), Stefanini(2006)

이용하여 수익을 추구하는데, 이자율 등락의 영향을 없애기 위해 이자율 변동에 민감한 증권들에 대해서 동시에 매수·매도 포지션을 취한다. 이자율에 민감한 증권은 수익률 곡선, 콜 조건, 예상되는 현금 흐름, 신용등급, 변동성 곡선(volatility curve) 등에 의해 변동하므로 가치평가 상 비효율성 발생시 이를 포착하여 수익을 추구한다. 일반적으로 채권차익거래는 수익률곡선 차익거래(yield curve arbitrage), 회사채와 국채 간의 이자율 스프레드(corporate versus treasury yield spread), 지방채와 미국국채 간의 이자율 스프레드 및 현선물 간의 차익거래 등이 있다.

주식시장중립형은 동일한 규모의 롱과 숏 포지션을 통해 개별주가의 동향과 주식시장 전체의 상관관계를 나타내는 지표인 베타를 중립화시킴으로써 시장동향에 상관없이 일정한 수익률을 실현하는 것을 목표로 한다. 롱-숏 전략(long-short strategy)은 두 개의 서로 다른 주식을 동시에 매수하고 매도함으로써 이익을 추구하는 전략으로 전통적인 롱(매수) 전략은 매수한 주식의 가격이 상승함으로써만 수익이 발생하는 반면 롱-숏 전략은 매수 포지션과 매도 포지션 간의 성과차이, 공매도로 발생한 현금에 대한 이자, 브로커에게 예치한 증거금으로 남아있는 유동성 준비금에 대한 이자, 매수 포지션과 매도 포지션 간의 배당금 차이로 인해 수익이 발생할 수 있다. 이 전략은 강세 시장은 물론 약세 시장에서도 좋은 성과를 달성할 수 있다는 특징을 지닌다. 이러한 롱-숏 전략을 변형하여 매수 포지션과 매도 포지션을 정하여 시장에 대한 노출을 없애거나 무시할 정도로 줄여 결과적으로 시장 상황과 무관하게 일정한 성과를 달성하는 것을 목표로 시장중립투자 전략이 사용된다. 이론적으로 완전하게 헤지된 포트폴리오는 무위험 수익률에서 거래비용을 제외한 수익을 내게 되지만, 실제적으로는 일부 시장요인에 대해 헤지를 하지 않기 때문에 무위험수익률보다 약간 높은 수익률을 추구하고, 시장과 상관관계가 낮으며 헤지되지 않은 포지션보다는 위험수준이 낮고, 일부 시장중립 펀드 운용자들은 차입을 사용하여 보다 높은 수익을 추구하기도

한다. 그러나 시장중립전략은 헤지된 포지션을 계속 유지하기 위해서 더 많은 거래를 해야 하기 때문에 거래비용이 많이 발생한다.

이러한 전략 이외에 폐쇄형 펀드의 순자산가치와 그 펀드의 시장거래가격 간에 존재하는 프리미엄과 디스카운트의 변동을 포착하여 이익을 얻는 폐쇄형 펀드 차익거래(closed end fund arbitrage)전략, 주택저당증권과 이와 관련된 파생상품을 주요 투자대상으로 주택저당증권을 매수하고 미국국채나 다른 주택저당증권을 공매도하거나 고정수익증권 파생상품을 이용해서 이자율 위험을 헤지하는 주택저당증권 차익거래(mortgage-backed securities arbitrage), 주가지수선물과 기초증권 바스켓 간의 스프레드를 거래하여 지수에 포함될 주식을 매수하면서 동시에 시장위험을 헤지하기 위하여 지수 자체를 공매도하는 주가지수 차익거래펀드(stock index arbitrage funds), 미국에서 발행되는 주식예탁증서가 기초주식의 낮은 유동성과 미국 시장과 현지 시장의 차이로 인해 기초주식의 가격과 괴리가 있을시 차익거래를 통해 이윤을 추구하는 주식예탁증서 차익거래펀드(ADR arbitrage funds) 등이 있다.

나. 상황의존형 전략

상황의존형 전략은 위험을 적극적으로 취하고, 상황에 따라 공매도와 차입을 사용한다. 동 전략은 기업의 합병, 사업 개편, 청산 및 파산 등 기업 상황에 영향이 큰 사건을 예측하고 이에 따라 발생하는 가격 변동을 이용하여 수익을 창출하는 방법으로 부실채권투자(distressed security investment), 위험차익/합병차익거래(risk arbitrage/merger arbitrage)로 구분된다.

부실채권투자는 파산 신청 중이거나 또는 파산상태에서 회복하거나 단기적 파산 선언이 예상되는 등 재무적으로 어려움을 겪고 있는 기업의 주식이나 채권에 투자하는 것이다. 대부분의 개인투자자는 위험을 회피하고자 재무적 곤경에 처해있는 기업의 증권을 매각하고자 하며, 기관투자자의 경우 내규나 감독기관에 의해 일정 투자등급 이하의 채권을 보유하는 것이 금지되므로 부실채권을 매각하여야 하고, 정보의 부족 등으로 부실채권의 가치가 저평가되는 경향이 있다. 부실기업을 대상으로 하는 주식시장은 비조직적이고 비유동적이며, 확실한 매수가격이 존재하지 않는 시장이므로 전통적 투자자들은 부실기업의 증권 매입을 기피한다. 그러나 헤지펀드는 유동성 제공자로서 역할을 하며 이러한 시장에서 기회를 포착하고자 한다. 수동적인 헤지펀드는 부실채권을 매입하여 보유하는 전략을 취하기도 하며, 적극적인 헤지펀드의 경우 채무 잔액의 상당 부분을 회수하고자 노력하며 보유한 채권의 규모가 크므로 구조조정 과정에서 영향력을 행사하거나 기업회생 계획 및 부채의 차환 및 기업 합병 과정에 참여하는 경우도 있다.

위험차익거래는 위험이 내재된 차익거래로 보통 기업 합병과 관련하여 매수를 시도하는 기업의 주식을 공매도하고 동시에 매수 대상기업의 주식을 매입하는 거래로 합병차익거래라고도 한다. 합병차익거래의 주요 목적은 시장중립 포지션을 유지하면서 지속적인 수익을 발생시키는 것인데, 투자기간은 대부분 단기이며 합병차익거래의 스프레드는 보통 1년 안에 이익을 실현시킬 수 있어 자금의 회전율이 상대적으로 높다. 합병차익거래의 주요 위험은 감독기관 규제에 의한 거래의 결렬, 거래 조건에 대한 미합의, 주주의 반대 및 예상치 못한 사태의 발생 등이 있다.

다. 방향성 전략

방향성 전략은 위험을 적극적으로 취하고, 상황에 따라 차입과 공매도를 사용한다. 동 전략은 특정주가 또는 시장의 방향성에 근거하는 전략으로 시장 위험을 헤지한 종목 선택으로 수익을 극대화하기 보다는 증권이나 시장의 방향성에 따라서 매매 기회를 포착하는 기법이다. 또한 포지션을 늘리거나 수익을 제고하기 위해 차입을 적극적으로 이용하기도 하는데, 주식의 롱-숏(equity long-short), 글로벌 매크로(global macro), 이머징마켓 헤지펀드(emerging market hedge fund), 선물거래(managed future fund) 등이 포함된다.

주식의 롱-숏 전략은 대표적 차익거래 전략이나 개별주식의 방향성을 기대하며, 롱-숏의 배분 비율을 달리함으로써 방향성의 전략으로도 사용된다. 즉, 차익거래 전략의 롱-숏 전략과 상이한 형태의 롱-숏 전략을 사용할 수 있다. 주식의 롱-숏 전략은 가격 상승(하락)이 기대되는 종목에 롱(숏) 포지션을 취하여 시장변동성을 축소시킴으로써 이익을 추구하는 것으로 롱과 숏의 비중에 따라 롱 치중형(long-biased), 숏 치중형(short-biased)으로 구분된다.

글로벌 매크로는 금리, 경제정책, 인플레이션 등과 같은 요인을 고려한 전세계 경제 추세를 예측하여 포트폴리오를 구성하고, 개별 기업의 증권가치보다는 전체 자산가치의 변화로부터 투자 수익을 추구하는 전략이다. 이러한 펀드는 헤지를 하지 않고 경제 추세나 특정한 사건에 영향을 받는 시장 방향에 대한 예측을 근거로 시장방향성에 투자를 하게 된다. 즉, 가격 변동이 나타나기 전 이를 미리 예상하고, 차입을 이용하여 포지션을 매입하고 예상되는 가격 변동이 발생하기를 기다리는데 이는 예측에 대한 정확성과 시기에 따라 성과가 좌우된다. 이는 어느 한 시장이나 상품에 전문화되어 있지 않으며, 전세계 여러 시장 및 상품에

투자하고 수익률의 제고와 시장 포지션의 확보를 위해 파생상품이나 차입을 이용하므로 수익률과 위험은 다른 전략에 비해 큰 편에 속한다.

이머징마켓 헤지펀드는 주로 신흥시장에서 거래되는 모든 증권에 대해서 포지션을 취한다. 신흥시장의 경우 선진국 시장보다 비효율적이고 유동성이 낮다. 이머징마켓 국가는 일반적으로 공매도를 허용하지 않으므로 주로 매수 전략을 사용한다. 또한 시장위험을 헤지할 수 있는 선물 시장이 존재하지 않는 경우 주식스왑이나 워런트 같은 장외상품을 이용하기도 한다.

섹터헤지펀드(sector hedge fund)는 특정 산업 분야에 속하는 기업의 증권에 대하여 롱-숏 투자를 전문으로 한다. 투자가 전문적으로 이루어지는 분야는 오락, 통신, 방송 및 금융기관 등이 있으며, 대형주·중형주·소형주, 가치주·성장주 및 특정한 재료가 있는 주식 등 넓은 범위의 섹터를 투자대상으로 한다.

매도전문펀드(dedicated-short hedge fund)는 매도 포지션을 취함으로써 주가가 하락할 때 이익을 추구하는데 매도할 주식을 차입하고 차입한 주식을 나중에 시장에서 더 낮은 가격으로 매입하여 주식대여자에게 반환한다. 예상대로 주식 가격이 하락하면 이익이 발생하지만, 주식 가격이 상승하면 손실이 발생하므로 펀드운용자의 종목 선택 능력과 매매기회포착기술이 중요하다.

라. 펀드 오브 헤지펀드(fund of hedge funds) 전략

펀드 오브 헤지펀드 전략은 다양한 헤지펀드 전략의 조합이라고 볼 수 있다. 자금을 여러 개의 헤지펀드에 배분하여 투자하는 펀드 오브 펀드는 어느 특정 헤지펀드에 투자하는 것이 아니라 보통 15~30개의 헤지펀드의 포트폴리오에 투자한다. 현재 펀드 오브 펀드는 연금펀드, 장학

기금, 보험회사와 고액 순자산 보유 개인들이 선호하는 헤지펀드 투자 수단으로 위험분산(risk diversification), 구매의 적정성(affordability), 접근의 용이성(accessibility), 전문가에 의한 운용(professional management), 사전 자산배분(built-in asset allocation) 등의 장점을 가지고 있다.

펀드 오브 펀드의 가장 큰 장점은 분산투자효과가 크다는 점인데, 헤지펀드는 전략에 따라 투자수익, 위험 및 변동성에 차이가 큰 반면, 펀드 오브 펀드는 자산 종류를 선택하기 보다는 펀드 운용자를 선택하여 투자하기 때문에 투자자들에게 높은 위험분산효과를 제공하고 하나의 헤지펀드에 모든 자산을 투자하는 경우보다 수익의 변동을 줄여준다. 반면 펀드 오브 펀드의 운용자는 보통 총 운용자산의 1%로 정해져 있는 운용보수와 투자성과의 10%인 성과보수 이외에 보수반환(retrocession), 킱백(kickback) 및 유지보수(trailing fee) 등의 서비스 수수료를 부과하므로 수수료가 이중으로 부과된다는 단점이 있다.⁷⁾ 또한 펀드 오브 펀드의 환매정책은 하위 펀드의 상환정책보다 유연한 경우가 많고 펀드 오브 펀드의 약 80%가 월별이나 분기별로 신규 투자나 환매를 허용하고 있다.⁸⁾ 그러나 펀드 오브 펀드 운용자들은 하위 펀드 운용자를 통제할 수 없다는 한계점을 가지고 있다.

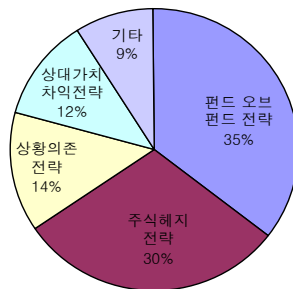
7) 보수반환이란 하위 헤지펀드 운용자가 받은 보수의 일부를 펀드 오브 펀드 운용자에게 반환하는 것이며, 킱백은 펀드 오브 펀드가 하위 펀드에 청산브로커가 운용하는 결제시스템을 사용하도록 해 준 대가로 청산 브로커로부터 일종의 리베이트를 받는 것임. 또한 유지보수는 펀드 오브 펀드의 환매금지기간이 지난 후 헤지펀드에 투자하고 남은 자산의 일정 비율에 대해 수수료를 부과하는 것임

8) Lhabitant(2002)

마. 헤지펀드의 전략별 분포

<그림 II-1>에서 나타나듯이 펀드 오브 펀드 헤지펀드는 2006년의 경우 헤지펀드 신규 유입자금의 35%를 차지한다. 동 펀드는 지리학적 측면과 투자 방식 측면에서 다양화를 추구하고 있는데, 이러한 펀드에 대한 투자는 일반적으로 다른 개별 전략보다 안정적인 투자 수익을 거양하고, 판매대상이 확대된다. 그 다음 규모별로 주식헤지, 상황의존, 상대가치차익전략의 순이다. 주식헤지와 상대가치차익전략은 일반적으로 차익거래 전략의 일종이고, 방향성 전략은 기타에 포함된다.

<그림 II-1> 전세계 헤지펀드의 전략 구성내역



자료: Hedge Fund Research

4. 헤지펀드의 특성

본 연구에서 제시한 헤지펀드의 정의에 따른 헤지펀드의 특성을 구체적으로 살펴본다.

가. 차입 및 공매도의 사용

신용매수(buying on margin), 파생상품의 사용 및 금융기관으로부터의 차입 등을 사용하여 자기자금 규모 이상으로 증권을 매수하는 경우 차입이 발생하고, 자기 증권이 없음에도 매도하는 경우 공매도가 발생한다. 신용매수와 공매도는 주요 신용거래로서 일반적인 주식거래에서 양 당사자인 매도자와 매수자뿐만 아니라 주식대여자라는 제 3자가 관여한다.⁹⁾ 이러한 거래는 모두 자산의 차입을 수반하는데, 신용매수의 경우 현금을 차입하고, 공매도할 경우 주식을 차입한다.

신용매수를 하는 헤지펀드는 현금을 보유하고 있지 않지만, 미래에 가격이 상승할 것으로 예상되는 주식을 매입하고자 함에 따라 브로커에게 담보를 제공하고 현금을 차입하여 주식을 매수한다. 이후 충분한 현금이 생기면 이자와 함께 대출을 상환하고 담보를 돌려받는다. 신용거래를 하게 되면 현금을 통해 주식을 매수하는 경우보다 더 많은 주식을 매수할 수 있게 됨으로써 차입 효과가 있을 수 있고, 신용거래는 단기자금을 조달하는 데 있어 저리가 적용된다.

공매도는 개념적으로 신용매수의 반대개념으로 공매도를 하는 헤지펀드는 주식을 보유하고 있지 않은 상태에서 매도 포지션을 취한다. 결제일에 헤지펀드는 수수료를 주고 주식을 차입하여 결제를 이행한다. 주식 대여자는 채무를 확보하기 위해서 담보를 요구하게 되며 이때 일반적으로 주식 공매도로 발생한 현금을 담보로 제공한다. 주식대여자는 빌려준 주식의 시장가치에 해당하는 현금을 담보로 잡고 주식소유권을 유지한다. 기술적으로 공매도는 투자 자금 없이 담보만을 필요로 한다. 차

9) 신용거래계좌(margin account)를 이용하는 거래는 증권회사가 헤지펀드에게 제공하는 신용을 근거하여 주식을 매입하거나 매각하는 것으로 증권회사는 펀드 계좌에 있는 증권을 대출에 대한 담보로 사용함

후에 헤지펀드는 시장에서 주식을 다시 매입하여 주식대여자에게 반환하게 되고 헤지펀드는 대여수수료를 지불하며 담보를 돌려받는다.

1) 차입

헤지펀드는 차입을 통하여 투자금액을 증가시키지 않고 투자 가치를 증대시킬 수 있다. 전통적으로는 직접 차입이 차입의 주요 수단이었지만, 최근 파생상품이 차입 수단으로 사용된다. 시장유동성이 부족하여 보유증권을 신속히 처분할 수 없을 경우에는 차입은 위험을 증대시킨다.¹⁰⁾

헤지펀드가 차입을 사용하는 정도는 투자 전략에 따라 다르다. Hennessee Group(2006)에 따르면 2004년도 전세계 헤지펀드 전체의 80%가 차입을 사용한 것으로 나타났다. 이 중 50%는 2배 이하의 차입을 사용하였고, 30%는 2배 이상의 차입을 사용한 것으로 나타났다. 매크로와 시장중립차익거래전략은 다른 투자 전략보다 차입을 많이 사용한 것으로 나타난다.

10) Department of The Treasury et. al.(1999)

<표 II-2> 전세계 헤지펀드의 차입 사용(2004년 말 기준)

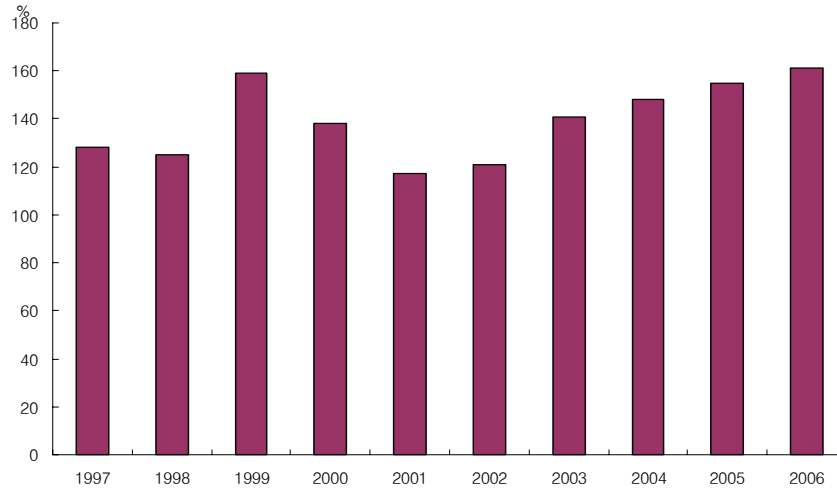
헤지펀드 전략	차입 미사용	차입 사용	
		2배 이하	2배 이상
적극성장(aggressive growth)	20%	60%	20%
이머징마켓(emerging markets)	20%	50%	30%
주식시장중립(equity market neutral)	15%	50%	35%
상황투자(event driven)	15%	60%	25%
채권차익(fixed income)	35%	30%	35%
매크로(macro)	10%	30%	60%
시장중립차익거래(market neutral arbitrage)	10%	25%	65%
시장타이밍(market timing)	55%	35%	10%
멀티스트레티지(multi-strategy)	10%	50%	40%
기회발굴(opportunistic)	10%	60%	30%
공매도	30%	40%	30%
가치(value)	20%	60%	20%
총계	20%	50%	30%

주: 2004년 말 기준

자료: Hennessee Group(2006)

또한 IFSL(2007)에 따르면 전세계 운용자산의 약 2/3가 차입을 사용하며, 1997년~2006년 운용자산에 대해서 약 125%~165%의 차입이 사용되고 있는 것으로 나타났다.

<그림 II-2> 헤지펀드의 차입 사용 추이



자료: IFSL(2007), Van Hedge

헤지펀드의 차입 사용 한도는 신용 공여기관이나 증권회사가 부과한 증거금이나 담보 필요조건에 의해 정해지기도 한다. 미국의 경우 공매도와 관련하여 증권회사에 신용을 제공하는 증권회사는 FRB(Federal Reserve Bank)의 Regulation T 규정을 지켜야 되며, 필요시 추가 유지증거금을 부과한다.

등록투자회사도 차입과 공매도를 이용할 수 있지만, 헤지펀드에 비하여 규제가 강하다. ICA에서는 일반적으로 개방형 투자회사는 은행에서만 차입가능하고, 300%가 최대 차입한도이다.¹¹⁾ 폐쇄형 투자회사는 덜 엄격한 한도를 갖고 있고, 등록투자회사의 이사회가 회사의 차입 사용과 관련한 책임이 있는데,¹²⁾ 허용된 차입 거래의 특성과 위험에 관한 정보

11) ICA Section (18)(f)(1)과 (18)(g)

12) SEC(2003)

가 펀드의 투자의향서에서 투자자들에게 공지되어야 한다.¹³⁾ 일반 등록 투자회사의 경우 실제로 차입을 사용하는 경우는 1/3정도인 것으로 알려져 있다.¹⁴⁾

2) 공매도

공매도는 매도자가 소유하지 않은 증권을 매각하는 것으로 증권회사나 기관투자자로부터 증권을 차입하여 결제를 이행한다. 이후에 시장에서 동 증권을 매수하여 상환함으로써 공매도 거래를 종결하게 된다. 공매도는 시장의 유동성 제고와 효율성 증대를 가능하게 하지만 주가 조작에 사용될 가능성이 있으며, 규제받지 않은 공매도는 증권가격의 하락을 가속화시킬 수 있다.¹⁵⁾ 또한 헤지펀드는 증권을 공매도하거나 풋옵션을 매수하는 경우 증권의 가격 하락을 대비하여 포지션을 설정하고 해당 증권 가격을 떨어뜨리기 위하여 증권 발행자에 관하여 부정적 보고서를 낼 가능성이 있다.¹⁶⁾

기대수익률이 높은 증권을 사고 기대수익률이 낮은 증권을 파는 통-숫 전략 구사시, 숫을 하기 위해 공매도를 한다. 또한 합병대상 회사의 증권을 매수하고 동시에 합병회사의 증권을 매도하거나 전환증권(convertible securities)을 매수하고 동시에 본 증권(underlying securities)을 매도하여 가격 차이로부터의 이익을 추구하기도 한다.

미국의 경우 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 Rule 10a-1에서 공매도를 규제하고 있는데, 상장 증권의 경우 공매도를 할 수 있는 조건을 명시하고 있으며, 최근 up-tick rule을 배제하는 규정

13) 폐쇄형 투자회사의 차입 규정은 ICA Section (18)(a)-(e)에 논의됨

14) Almazan, Brown, Carlson and Chapman(2004)

15) SEC(2003)

16) Smith(2003)

개정이 최근 이루어졌다.¹⁷⁾ 자율규제로 공매도 전에 회원사는 차입증권의 소재지를 확인하는 등 공매도에 관한 다른 필요 규정을 정하고 있다. 등록투자회사는 공매도에 있어 헤지펀드보다는 유연성이 부족한데, 적극적으로 공매도를 하는 등록투자회사도 있지만, ICA에 의해 규제를 받게 되어 공매도를 하는 등록투자회사는 투자설명서와 기타 공시를 통하여 공매도와 관련된 위험을 밝혀야 된다.¹⁸⁾

나. 실적보수 허용

헤지펀드는 투자 실적을 내세워 특정 소수의 투자자로부터 투자 자금을 모으고 투자 이익에 대하여 고율의 성과급의 보수를 취득한다. 전통적인 펀드 운용자는 운용보수만 부과하는데 비하여 헤지펀드 운용자는 운용보수와 성과보수를 동시에 부과한다.

운용보수는 일반적으로 운용 중인 자산의 일정 비율로 표시되며 매년 또는 분기마다 부과하게 된다. 통상 운용보수는 1~2%이며, 이는 운용에 필요한 비용을 조달하기 위해서 부과된다. 성과보수는 최대한의 수익을 올릴 수 있도록 운용자를 독려하기 위한 목적으로 부과되며, 일반적으로 연간 실현된 수익의 15~25% 수준이다. 펀드 오브 펀드의 경우 운용보수 1%와 기준수익률 이상의 수익에 대한 실적수익률 10%가 부과되는 것이 보통이다.

17) 일반적으로 틱 테스트(tick-test)로 알려져 있는 이전 규정에서는 (1) 이전의 가격보다 높은 가격에서(plus tick) (2) 마지막 매도 가격이 제일 높은 가격이라면 그 가격으로(zero-plus tick) 공매도를 행할 수 있다고 명시함

18) 등록투자회사는 연간보고서와 반기보고서 등 재무보고서에서 공매도 상황을 밝히도록 요구됨

운용보수 및 성과보수를 사모투자전문회사와 비교시 헤지펀드의 운용보수는 순자산가치(NAV)에 기초하는 반면, 사모투자전문회사의 운용보수는 자본 계약(capital commitment)에 기초한다. 헤지펀드는 실현된 수익에 대하여 매년 성과보수를 산정하는 것에 비하여 사모투자전문회사는 실현된 투자에 연동된 이익을 기초로 성과보수가 산정된다. 또한 투자설명서에 하이 워터 마크(high water mark) 조항이 삽입되어 있는데, 이는 운용자가 과도한 위험을 취하는 것을 방지하기 위하여 달성해야 하는 최소 수익률을 정하고, 기존에 손실을 만회한 이후 성과보수를 지불하도록 하는 조항이다.

2006년 Top 25 헤지펀드 매니저의 평균 수입은 5억 6천만달러이며, 르네상스 테크놀로지(Renaissance Technologies Corp.)의 CEO인 James Simons는 년 수입이 17억달러였고, 10억달러 이상의 성과급을 받은 헤지펀드 매니저는 3명이었다. 이에 비하여 2006년 Wall Street에서 연봉을 가장 많이 받은 사람으로는 골드만삭스의 매니저인 Lloyd C. Blankfein으로 5천 4백만달러의 연봉을 받았다.¹⁹⁾ 이러한 성과급으로 인하여 거액의 손실이 난 경우 펀드를 폐쇄하고 신규펀드를 설정하기도 하는데, Herbst-Bayliss(2007)에 따르면 아마란스 펀드 매니저가 신규펀드 설립을 검토하고 있는 것으로 알려져 있다.

다. 펀드 운용자의 펀드 참여 허용

일반적으로 헤지펀드 운용자는 개인적으로 펀드에 상당한 금액을 투자하기 때문에 투자자와 함께 위험을 공유한다.²⁰⁾ 따라서 운용자의 개인

19) Anderson(2007)

20) Alfred Winslow Jones가 설립한 최초의 헤지펀드의 경우 총 10만달러의 투자금액 중 4만달러를 운용자가 투자하였음

적인 투자 때문에 헤지펀드 운용자의 이익이 투자자의 이익과 밀접하게 연결되어 있다. 이는 운용자가는 위험을 적절히 통제하면서 수익을 달성할 유인을 제공한다.

라. 정기적 펀드의 환매 인정

헤지펀드는 일반적으로 운용기간에 제한이 없고, 보통 분기별로 환매를 허용하고 최초의 매각제한(lock-up)기간에는 환매가 금지된다. 뮤추얼펀드의 경우 일별로 투자와 환매가 가능하고, 이를 위하여 일정 수준 이상의 현금을 보유하여 유동성을 유지한다. 그러나 이러한 현금 보유는 투자 기회 상실을 의미하고, 일별 단위로 시장의 등락에 따라 투자자들이 신규 투자나 환매시 이에 따른 거래비용이 발생하기 때문에 수익률 저하의 한 원인이 될 수 있다.

하지만 헤지펀드는 가입 조건에 투자자가 헤지펀드에 투자할 수 있는 날짜를 명시하고, 최초의 매각금지기간을 설정하며, 환매조건을 명시함으로써 투자와 환매를 어렵게 한다.²¹⁾ 이는 투자자 입장에서 제한 조

21) 폐쇄형 헤지펀드의 경우 최초 발행기간 동안만 투자가 가능하며, 개방형 헤지펀드의 경우 분기 또는 월 단위 등 정기적으로 투자를 할 수 있는 기간을 설정하여 이 기간을 제외하고는 개방형 펀드에 투자하는 것이 불가능함. 보통의 매각금지기간은 1년이지만, 유명한 펀드의 경우 환매 기간이 더 긴 경우도 있음. LTCM(Long Term Capital Management)의 경우 1998년 붕괴 이전까지 매각금지기간은 3년이었음. 환매조건은 언제 어떤 기간에 환매가 가능한지를 명시하고 있는데, 현재 시장 표준은 분기 말임. 유동성이 낮은 시장이나 자산에 투자하는 경우에 더 긴 환매기간을 요구하기도 하며, 많은 펀드들이 환매 기간을 연장할 수 있는 조항을 넣거나 환매를 억제하기 위하여 기간에 따른 페널티 수수료를 부과하거나, 일정한 날짜에 환매할 수 있는 금액을 제한하는 경우도 있으며, 환매를 원할 경우 사전에 알리도록 요구하기도 함

건으로 보이지만, 이러한 제한으로 인해 펀드운용자들은 시장 등락에 따른 환매 요청에 대비하기보다 투자에 집중할 수 있어, 펀드 운용자들이 유동성에 관계없이 장기투자를 가능하게 한다.

마. 사모발행

헤지펀드는 원칙적으로 사모로 발생된다. 그 이유는 스스로를 보호할 수 있는 투자자에 대해 제한적으로 발매되기 때문이다. 하지만 고수익을 향유하기 위한 개인 투자자를 위해 펀드 오브 헤지펀드 전략을 사용하는 공모 형태의 펀드가 출현하고 있다. 이 경우 헤지펀드를 투자자산으로 편입하는 펀드는 차입 사용 등 헤지펀드가 이용하는 공모시의 규제를 적용받기 때문에 차입 사용 등 헤지펀드가 이용하는 전략을 사용할 수 없다.

바. 원칙적으로 제한 없는 자산 운용

헤지펀드의 투자대상은 증권, 파생상품, 일반상품, 부동산 등 제한이 없으며, 투자 지역 및 투자 자산의 구성 등에 대하여 원칙적으로 제한이 없다. 하지만 자본시장통합법 제81조에서 규율하는 바와 같이 동일 종목의 증권 투자 한도와 같은 규율은 헤지펀드의 자유로운 자산운용에 제약 요인으로 작용할 수 있다.

III. 헤지펀드의 경제적 의의

1. 투자자의 효용 증진
2. 금융산업의 활성화 기여
3. 금융시장의 유동성과 효율성 향상
4. 기업의 효율성과 투명성 증진

III. 헤지펀드의 경제적 의의

헤지펀드가 투자자, 금융시장, 금융산업 및 기업에 미치는 경제적 의의를 살펴본다. 경제적으로 유용하면, 국내 허용의 필요성이 존재하게 된다.

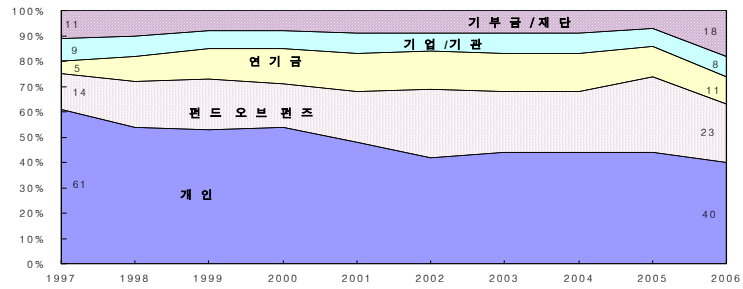
1. 투자자의 효용 증진

헤지펀드는 투자자의 포트폴리오 구성시 위험대비 수익률을 향상시킬 수 있는 수단이 된다.

가. 투자자의 질적 변화

1990년대에는 대부분의 헤지펀드 투자자가 HNW였으나, 최근 들어 연기금, 대학, 기부재단 등과 같은 기관투자자로부터의 투자가 증가하고 있다. HNW의 투자 비중은 기관투자자의 증가로 인하여 1997년 61%에서 2006년 40%로 감소한 반면, 연기금, 대학 등의 기관투자자 비중은 1997년 25%에서 2006년 37%로 증가하였다.

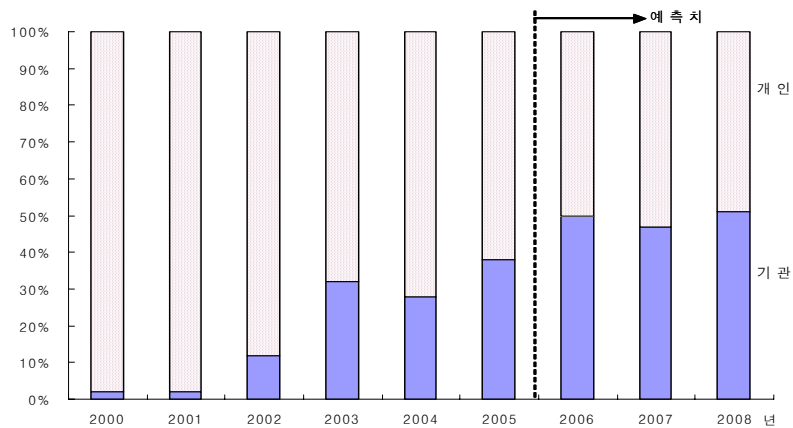
<그림 III-1> 전세계 헤지펀드 자본의 원천



자료: Van Hedge

Banks of New York(2006)에 의하면 향후 몇 년 내에 헤지펀드 투자의 약 50% 이상이 기관투자자에 의해 이루어질 것으로 예측하고 있으며, 신규 기관투자자로부터 유입되는 자산의 약 2/3가량이 연기금일 것이라고 추정하고 있다.

<그림 III-2> 헤지펀드 자산 유입의 미국 기관별 비중 추이



자료: The Bank of New York

헤지펀드 운용 자산의 증가와 더불어 이러한 기관투자자의 헤지펀드 투자 증가는 향후 헤지펀드 산업에 중요한 영향을 미칠 것이다. 대규모 자금을 투자할 수 있는 기관투자자의 증가는 향후 헤지펀드의 수요가 창출될 가능성이 높아짐을 의미하며, 기관투자자는 개인투자자보다 공식적인 절차와 관리 감독을 더욱 요구하게 될 것이다. 더불어 기관투자자의 증가는 기존 헤지펀드에 대한 위험·수익률 구조를 변화시킬 것으로 예상된다. 즉, 기존 헤지펀드가 추구한 고위험·고수익 대신 투명하고 안정적인 운용을 통하여 안정적인 수익률을 추구할 가능성이 높다. 따라서 Stulz(2007)가 제시하였듯이 헤지펀드가 뮤추얼펀드화 되어갈 가능성이 존재하게 된다.

나. 높은 수익률과 위험관리 향상 수단

Stulz(2007)는 헤지펀드의 경제적 기능은 뮤추얼펀드의 기능과 거의 유사하다도 밝히고 있다. 뮤추얼펀드는 크게 S&P500과 같은 벤치마크 수익률과 연동되어 수익을 창출하는 수동형 펀드(passive fund)와 보다 높은 수익률을 창출하고자 하는 능동형 펀드(active fund)로 분류될 수 있다. 능동형펀드의 경우 헤지펀드와 마찬가지로 일정 수준을 초과하는 수익을 얻기 위하여 능력 있는 운용자에게 운용을 맡긴다는 공통점이 있다.

뮤추얼펀드는 단순한 전략을 통하여 대규모의 자금을 모을 수 있으나, 헤지펀드는 일반적 뮤추얼펀드 투자자들에게는 난해한 투자 전략을 이용하고 있으며, 뮤추얼펀드보다 낮은 수준의 규제를 받게 된다. 그러나 헤지펀드는 다른 뮤추얼펀드에 비하여 위험 대비 높은 수익률을 제공하는 것으로 나타난다. 헤지펀드는 다양한 위험을 여러 혁신적 금융상품을 통하여 분산시키고 다각화된 포트폴리오를 통하여 투자를 다양화

하는 것이 가능하므로 투자자 및 운용자에게 다양한 포트폴리오 수단을 제공할 수 있다.²²⁾ 즉, 헤지펀드는 투자 성과에 있어 주식 및 회사채시장에서의 전통적인 투자와는 차이가 있고, 헤지펀드의 위험수익 프로파일(risk return profile)은 기존의 뮤추얼펀드와 상관관계가 낮아 투자자의 리스크를 경감시킬 수 있는 수단을 제공한다. 이러한 이유로 투자자는 헤지펀드를 위험관리 수단으로 삼아 상대적으로 시장에서 높은 수익을 실현시킬 기회를 갖게 된다. 헤지펀드는 위험을 헤지하려는 투자자의 거래상대방(counterparty)이 되어 기업이나 기관의 금융위험 헤지를 가능하게 하고 다른 경제주체의 위험회피 비용과 노력을 절감시킨다.

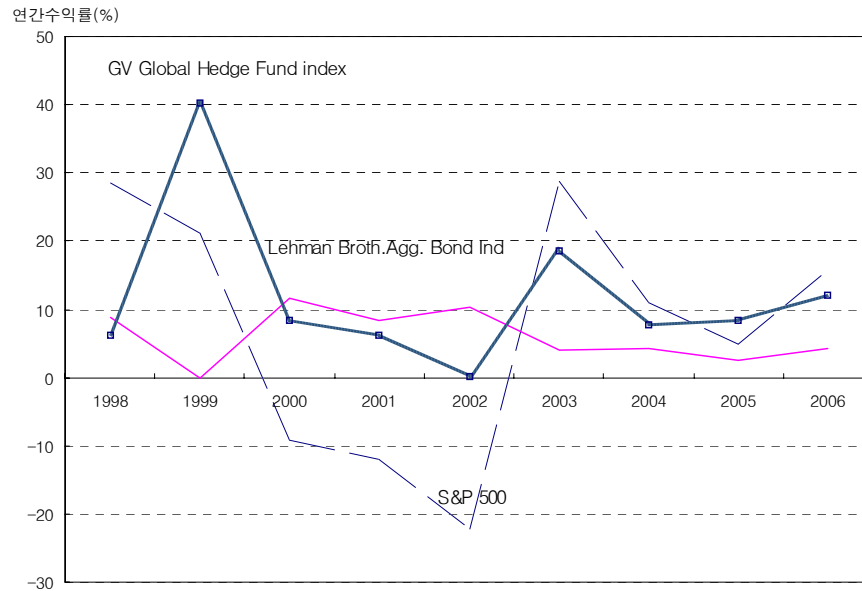
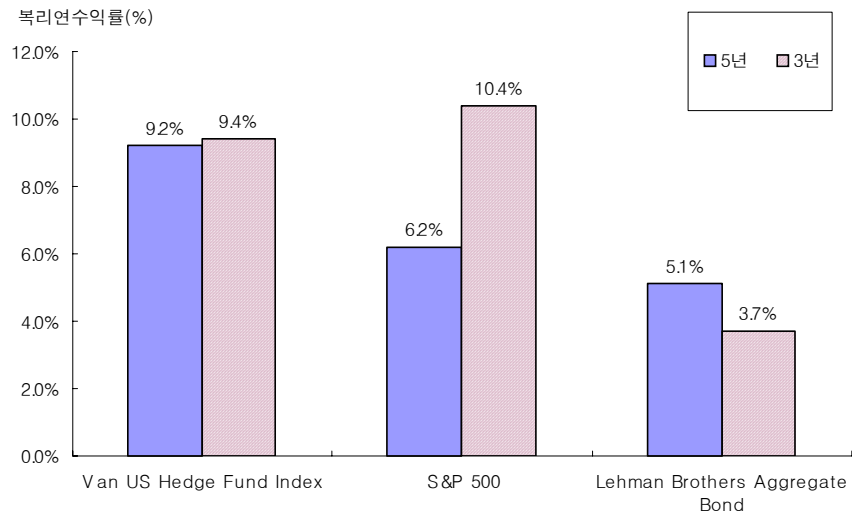
헤지펀드 수익률의 성과를 판별하기 위해 다양한 시도가 행해져 왔다. 측정기간 및 비교대상 지수에 따라 상이한 결과가 제시되나 장기적으로는 헤지펀드 지수가 비교대상 지수보다는 우수한 결과를 타나낸다. 하지만 시장의 상승기에는 공매도 전략을 취하는 헤지펀드가 불리한 결과를 나타내기도 한다.

IFSL(2007)에 의하면 <그림 III-3>에서와 같이 2001년~2006년의 5년간 헤지펀드 수익률은 S&P500수익률이나 채권수익률을 상회하고 있다. 하지만 최근 3년간 시장상승기에 있어서는 S&P500수익률이 높고, 시장하락기에는 헤지펀드의 수익률이 우수한 것으로 나타난다.²³⁾

22) FSA(2005a)

23) 특정 연도 헤지펀드에 대해 발표된 결과는 당해 연도 폐쇄된 헤지펀드의 수익률은 포함하지 않음. 따라서 생존오차(survivorship bias)가 존재함

<그림 III-3> 헤지펀드 수익률



자료: IFSL(2007)

<표 III-1>에 나타난 바와 같이, 장기적으로는 헤지펀드의 성과가 우수하다. Stulz(2007)에 의하면, 1994~2006년 사이 Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index의 경우 연 10.8%의 수익률을 시현하는 반면 S&P500의 경우 연 10.3% 수익률을 기록하며, 연간 표준편차로 측정된 헤지펀드 지수의 변동성은 7.8%인 반면 S&P500의 변동성은 14.5%에 달하는 것으로 나타났다.

헤지펀드 전문조사기관인 Van Hedge(2005)에 따르면 지수를 집계하기 시작한 1998년~2004년의 헤지펀드 수익률은 다른 벤치마크 수익률보다 높은 것으로 나타났다. 이 기간 헤지펀드의 연간 수익률은 16.0%로 S&P500지수 수익률 12.5%, 평균 뮤추얼펀드 수익률 10.0%를 상회하였으며, 수익률의 변동성도 더 안정적이어서, 대표적인 펀드 성과지수인 샤프비율(sharp ratio)이 헤지펀드의 경우 1.5로 다른 벤치마크보다 높은 것으로 나타났다.²⁴⁾ 특히, 2000년~2002년에 기술주 거품이 가라앉았는데 이 기간의 주가지수는 3년 연속 마이너스 수익률을 보인 반면 헤지펀드는 연 1%~7%의 수익률을 보였다. 특히 이 기간 중 주식시장이 마이너스 수익률을 기록한 기간의 누적수익률이 -69.9%를 기록한 반면 같은 기간 뮤추얼펀드는 -71.3%, 헤지펀드는 -10.6% 손실을 보임으로써 주식시장이 약세일 경우 헤지펀드의 성과가 상대적으로 양호하였다.

또한 Tremont Hedge Fund(2006)에 따르면 1994년 1월~2006년 3월 헤지펀드의 샤프비율은 0.90으로 S&P500(0.46)과 FTSE(0.37)보다 월등한 것으로 나타났다. 이는 주식, 채권 등 전통적인 금융상품에 비해 위험조정수익률이 높고 <표 III-2>에 나타난 바와 같이 헤지펀드가 주식시장과의 상관관계가 낮아(0.48) 분산투자효과를 거둘 수 있어 기관투자자들이 헤지펀드 투자를 확대한 것에 기인한 것으로 판단된다. 즉, 헤지펀드는 주식시장과의 상관관계가 낮아 분산투자효과가 높은 것으로 나타난다.

24) 샤프비율은 [(평균 수익률-무위험수익률)/표준편차]로 정의되는데 이는 펀드가 제공하는 위험 단위당 초과수익률을 의미하며 비율이 높을수록 성과가 양호한 것으로 판단할 수 있음

<표 III-1> 헤지펀드 수익률과 위험

기간	헤지펀드 지수				비교대상지수				측정자
	지수	수익률	변동성	샤프비율	지수	수익률	변동성	샤프비율	
1994~2006	Credit Sussie/Tremont Hedge Fund Index	10.8%	7.8%	-	S&P500	10.3%	14.5%	-	Stulz (2007)
1998~2004 ¹⁾	Van Global Hedge Fund Index	16.0%	8.8%	1.5	MSCI world equity	6.6%	16.1%	0.3	Van Hedge (2005)
					S&P500	12.4%	15.2%	0.7	
					average Equity Mutual Fund	10.0%	15.7%	0.6	
					Lehman Brothers aggregate Bond Index	8.1%	4.4%	1.3	
1994.1 - 2006. 3 ²⁾	CSFB Tremont Hedge Fund	10.95%	7.83%	0.90	S&P500	10.67%	14.63%	0.46	Tremont Hedge Fund (2006)
					FTSE 세계지수	9.04%	13.90%	0.37	

주: 1) 순복리 수익률로 계산(단, 기타의 경우 연평균 수익률 이용)
 2) 무위험수익률은 90일 만기 미국 단기재정증권 금리 이용

<표 III-2> 헤지펀드와 주식시장 간 상관관계

	헤지펀드 인덱스	S&P500 지수
S&P500 지수	0.48	1.00
FTSE 세계지수	0.48	0.93

주: 1994년 1월~2006년 1월
 자료: CSFB(Credit Suisse First Boston) Tremont Hedge Fund

헤지펀드는 1990년대 중반 이후 상대적으로 양호한 수익률을 시현하였고, 특히 2001년 IT 버블 붕괴에 따른 시장하락기에는 양의 수익률을 유지해왔으나 최근에 시장이 상승하고, 펀드 수 증가에 따라 경쟁이 심화되고, 안정적 수익률을 추구하는 전략으로의 전환, 차입비용의 상승 등으로 투자수익률이 둔화되어 2003년~2005년 연평균 수익률(10.9%)이 MSCI(Morgan Stanley Capital Index) 세계지수 수익률 17.9%, S&P500 지수 수익률 12.8%를 하회하는 것으로 나타났다.

<표 III-3> 기관별 헤지펀드 및 주식시장수익률 비교

(단위: %, 연평균)

기간 지수	2001~2002	2005	2003~2005
헤지펀드	3.7	7.6	10.9
다우존스 지수	-11.9	-0.6	9.3
S&P500 지수	-18.2	3.0	12.8
MSCI 지수	-18.9	8.8	17.9

자료: CSFB Tremont Hedge Fund, Bloomberg

그러나 헤지펀드 지수와 시장지수와의 비교시 내재하는 문제점으로 인해, 학계에서는 알파수익률을 측정함으로써 헤지펀드의 유용성을 밝히고 있다.

개별 헤지펀드의 수익률이 뮤추얼펀드보다 높은가에 대해 Fung and Hsieh(1997)은 ① 헤지펀드 실적 보고가 규제를 받지 않으므로 편향된 표본에 근거할 가능성이 있으며, ② 헤지펀드에 대한 공정한 평가는 시장 포트폴리오의 노출 정도를 조정해야 가능하며, ③ 특정 헤지펀드의 과거 실적은 리스크에 대한 선택 결과이며, ④ 헤지펀드 수익률 계산시

가치평가의 문제가 있을 수 있으므로 이에 대한 결론을 내리기 곤란하다고 주장하였다. 따라서 이러한 문제로 헤지펀드의 수익률에 대해서는 시장위험에 대한 기대수익률을 초과한 정도를 나타내는 알파수익률을 헤지펀드 전략에 대한 수익률로 인식해야 할 필요가 있다고 주장하였으나, 알파수익률의 크기에 대하여는 보고하지 않았다.

Stultz(2007)는 헤지펀드 운용자의 기법은 베타위험을 취하지 않으면서 알파수익률을 산출한다고 주장한다. 베타위험은 시장의 변동으로부터 발생하는 위험으로 시장위험 노출의 척도이다. 펀드의 알파수익률이 2%라면, 베타위험에 의한 수익률 보다 2%의 초과수익률이 존재함을 의미한다. 즉, 헤지펀드가 시장위험과 동일한 베타위험을 취하면서 2% 초과수익률을 올릴 경우, 2%의 알파수익률이 투자자에게 제공된다.

여러 논문에서 알파수익률을 측정하고 있다. Brown, Goetzmann, and Ibbotson(1999)은 1989년~1995년 사이 역외 설정된 헤지펀드에 대한 연평균 수익률을 이용한 결과 공매도를 제외한 모든 투자 전략에 대하여 유의한 양의 알파수익률을 발견했다. Ackermann, McEnally, and Ravenscraft(1999)는 1988년~1995년 사이 헤지펀드에 대하여 유의한 양의 쟈센 알파비율(jensen alpha ratio)을 발견하였으며, 1994년과 1995년을 제외한 다른 모든 기간에 대하여 그 범위는 6%~8%에 해당했다.²⁵⁾ Liang(1999)은 1992년~1996년 사이 16개의 헤지펀드 인덱스에 대한 평균을 이용하여 알파수익률을 추정하였다. 이에 따르면 헤지펀드의 알파수익률은 투자 전략에 따라 상이하게 변했으며, 월별 -5.22%에서 1.26%의 범위를 가지며, 중앙값은 0.59%였다. 또한 16개 헤지펀드 중 7개에 대해서는 양의 유의한 알파수익률을 발견하였다. Agarwal and Naik(2000a)

25) 쟈센 알파비율은 성과를 평가하는 지표로 특정 펀드에 대해 기대하는 수익률과 달성된 수익률과의 차이를 나타내는 지표임. 트레이너지수(Treynor ratio)와 샤프비율과 더불어 위험을 감안하여 펀드를 측정하는 방법으로 두 지수와 더불어 위험조정 후 수익률지수로 통칭됨

에서는 1994년~1998년 각기 다른 투자 전략을 지닌 헤지펀드가 벤치마크 포트폴리오보다 높은 수익률을 얻은 것을 발견했다. HFR 인덱스에서 무위험자산수익률을 차감하여 분석한 결과, 연간 1.56%에서 10.20% 사이 자산의 조합에 따라 양의 알파수익률을 기록하였다. Agarwal and Naik(2000b)에서는 10개의 각기 다른 투자 전략에 대하여 월별 평균 알파수익률을 분석하고 있는데, 투자 전략에 따라 -1.07%~1.31%의 알파수익률이 존재함을 밝히고 있다. 또한 생존오차를 고려할 경우 헤지펀드의 35%가 양의 유의한 알파수익률이 있음을 발견하였다. Caglayan and Edwards(2001)는 1990년 1월부터 1998년 8월 사이 헤지펀드의 월별 수익률을 이용하여 각기 다른 투자전략에 대하여 쥘센 알파비율을 추정하였다. 헤지펀드의 25%가 양의 유의한 알파수익률을 가지며, 그 값은 투자 전략에 따라 상이한 것으로 나타났다. 또한 이러한 결과는 지속성을 가지고 있는 것으로 나타났다. Kouwenberg(2003)는 1995년~2000년 사이 취리히 헤지펀드 유니버스(Zurich Hedge Fund Universe)를 이용하여 헤지펀드에 대한 알파수익률을 추정하였고, 그 결과 양의 유의한 알파수익률이 존재한다고 밝히고 있다. Ibbotson and Chen(2005)은 수수료를 고려하여 헤지펀드의 평균 알파수익률은 -3.2%임을 밝힌다. Kosowski, Naik and Teo(2005)는 대표본을 사용하여 헤지펀드의 평균 알파수익률이 0.42%임을 밝히고 있으나, 통제력으로 유의적이지 못하고, 실적이 좋은 상층 그룹의 헤지펀드는 유의미한 1%~1.25%의 알파수익률을 산출했다고 밝히고 있다. Fung, Hsieh, Naik and Ramadorai(2006)은 펀드 오브 펀드의 실적 중 기간별로 상이하나, 일부 기간은 유의성 있는 양(+)의 알파수익률이 존재하고, 20%의 펀드가 유의미한 양의 알파수익률을 산출했다. Jagannathan, Malakhov, and Novikov(2006)는 과거 3년을 기준으로 성과의 약 50%가 다음 3년에도 지속하는 것을 밝힌다. 이에 반하여 Malkiel(1995)는 1982년~1991년의 자료를 이용하여 주식 뮤추얼펀드의 알파수익률이 -3.20%가 됨을 밝히고 있다.

요약하면 헤지펀드의 알파수익률의 존재와 지속성이 증명된다.

<표 III-4> 알파수익률

연구자	연구결과
Malkiel(1995)	<ul style="list-style-type: none"> • 뮤추얼펀드의 평균 알파수익률: -3.2%
Brown, Goetzmann, and Ibbotson(1999)	<ul style="list-style-type: none"> • 공매도를 제외한 모든 투자 전략에 대하여 유의한 양의 알파수익률
Ackermann, McEnally, and Ravenscraft(1999)	<ul style="list-style-type: none"> • 유의한 양의 쟁슨 알파비율 • 1994-95년을 제외한 다른 모든 기간 6%~8% 범위
Liang(1999)	<ul style="list-style-type: none"> • 16개 헤지펀드 중 7개에 대해서 양의 유의한 알파수익률 존재 • 월별 -5.22%~1.26%의 범위
Agarwal and Naik(2000a)	<ul style="list-style-type: none"> • 연간 1.56%~10.20% 사이의 유의한 양의 알파수익률 존재
Agarwal and Naik(2000b)	<ul style="list-style-type: none"> • 투자 전략에 따라 -1.07%~1.31%의 알파수익률 존재
Caglayan and Edwards(2001)	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 25%가 유의한 양의 알파수익률 존재
Kouwenberg(2003)	<ul style="list-style-type: none"> • 양의 유의한 알파수익률 존재
Ibbotson, Roger and Chen(2005)	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 평균 알파수익률: 3.7%
Kosowski, Naik and Teo(2005)	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 평균 알파수익률: 0.42%이나 유의적이지 못함 • 상층그룹의 헤지펀드: 1%~1.25%이며 통계적으로 유의적임
Fung, Hsieh, Naik and Ramadorai(2006)	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드 오브 펀드의 실적 조사 • 약 205개의 펀드는 유의미한 양의 알파수익률 존재
Jagannathan, Malakhov, and Novikov(2006)	<ul style="list-style-type: none"> • 성과의 약 50%가 다음기간에도 지속됨

2. 금융산업의 활성화 기여

헤지펀드는 금융산업의 성장 동력이 되어 왔고 프라임 브로커리지(prime brokerage) 사업 등 투자은행(Investment Bank: IB) 부문에서 연관 사업을 발전시켜 왔다. 하지만 청산비율이 높아 위험성이 높으므로 위험관리가 크게 필요하게 되었다. 국내 금융산업에 있어, 헤지펀드는 금융산업 발전의 주요 수단이 되고, 또한 외국투기자본의 경쟁수단이 될 수 있으며, 허용시 규모도 상당할 것으로 추정된다.

가. 헤지펀드의 운용규모 변화

헤지펀드 산업은 운용자산 규모, 펀드 수의 측면에서 지속적인 성장을 하고 있다. Hennessee Group LLC 및 영국 IFSL(International Financial Services, London)에서 조사한 바에 따르면 2006년 말 기준 헤지펀드의 운용자산은 1조 5천억달러에 육박하여 전년 대비 약 32% 증가한 규모이며, 2002년 7,950억달러에 비해 거의 2배 이상 증가한 수치이다. 헤지펀드의 수는 2006년 8,900여개로 직전 년도 대비 약 5% 상승하였다. 또한 영국 HFI(HedgeFund Intelligence)가 전세계 3천개 이상의 헤지펀드들을 대상으로 조사한 결과에 따르면 2006년 3월말 현재 전세계 헤지펀드의 총 운용자산이 전년 대비 약 30% 증가하여 1조 5천억달러를 넘어선 것으로 나타났다.²⁶⁾

세계 헤지펀드 운용자산은 전세계 금융자산의 0.8%를 차지하고 있는 것으로 알려져 있지만, 헤지펀드가 일반적으로 차입을 이용하기 때문에

26) 헤지펀드는 감독 당국에 의무적으로 자료를 제출하지 않으므로 조사기관 별로 규모의 차이가 존재함

금융시장에서 차지하는 비중은 더 크게 된다. 미국 금융시장에서 뮤추얼 펀드에 비하여 상대적으로 적은 비중을 점하고 있지만, 헤지펀드의 성장률은 뮤추얼펀드보다 크다.²⁷⁾ Bank of England(2006a)는 이러한 성장의 주요 배경 중 하나는 주식과 채권과 같은 전통적 투자 상품을 요소별로 분리하거나 결합할 수 있는 금융공학의 발전에 있다고 파악한다.

<표 III-5> 전세계 헤지펀드의 규모 추이

(단위: 개, 10억달러)

연도	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
수	68	683	2,800	3,000	3,200	3,500	4,000	4,800	5,500	5,700	7,000	8,050	8,500	8,900
금액	15	25	97	130	210	221	324	408	564	592	795	1,000	1,130	1,500

자료: IFSL(2007)

펀드 오브 헤지펀드에 운용되는 자산은 2001년 1,210억달러에서 2006년 5,470억달러로 약 4배 정도 증가하였다. 펀드 오브 헤지펀드의 약 33%는 미국에 있으며, 25%는 영국, 15%는 스위스에 위치한다.

<표 III-6> 전세계 펀드 오브 헤지펀드 규모 추이

(단위: 10억달러)

연도	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
자산규모	79	77	90	121	310	352	392	440	547
순자산 유입규모	2	0	7	18	103	59	33	10	50

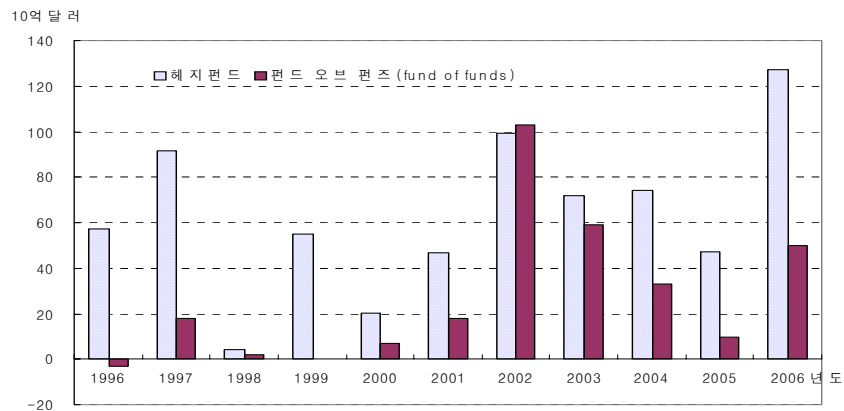
자료: Hedge fund research, Van Hedge

27) SEC(2003)

나. 헤지펀드 신규유입 자금의 변화

2006년 헤지펀드 산업에 신규 유입된 자금은 1,260억달러로 추산되는데 이는 2005년 유입된 자금 470억달러의 거의 3배에 달하는 금액이다. 2002년에서 2005년 사이에 자금 유입이 약간 감소하였으며, 펀드 오브 펀드에 유입된 신규 자금은 2005년 95억달러에서 2006년 500억달러로 증가하였다.

<그림 III-4> 전세계 헤지펀드의 신규 유입 자금 추이



자료: Hedge Fund Research

다. 헤지펀드의 대형화

헤지펀드 산업은 상위 펀드의 점유율이 점차 증가하며 집중화되는 경향을 띄고 있다. 2003년 상위 100대 헤지펀드는 전체 산업 자산의 54%를 차지하였으나, 2004년 58%, 2005년 65%로 시장점유율이 증가하

고 있는 추세이다. JP 모건자산운용은 2006년 말 340억달러의 헤지펀드를 보유하는 최대 헤지펀드이며, 그 다음은 골드만삭스 자산운용(325억 달러), 브리지워터(Bridgewater Associates) 순이다. 188억달러 규모의 만인베스트먼트는 유럽의 최대 헤지펀드이다.

<표 III-7> 상위 10대 헤지펀드

(단위: 10억달러)

헤지펀드 운용회사	헤지펀드 규모
1. JP모건 자산운용	34.0
2. 골드만삭스 자산운용	32.5
3. 브리지워터	30.2
4. 쇼그룹(D.E. Shaw Group)	26.3
5. 팰러론 캐피탈운용(Farallon Capital Management)	26.2
6. 르네상스 테크놀로지(Renaissance Technologies Corp.)	24.0
7. 옥지프 캐피탈 매니지먼트 그룹(Och-Ziff Capital Management)	21.0
8. 서버러스 캐피탈 매니지먼트(Cerberus Capital Management)	19.2
9. 바클레이스글로벌사(Barclays Global Investors)	18.9
10. 만인베스트먼트(Man Investments Limited)	18.8

주: 2006년 말 기준
 자료: HedgeFund Intelligence(2006a)

Absolute Return Magazine의 Billion Dollar Club Survey에 의하면 2006년 7월 1일 미국 헤지펀드 규모가 1조달러를 돌파했으며, 운용되는 결합 자산(combined assets)은 9,840억달러라고 발표했다. 자산 규모가 10억달러 이상인 218개 헤지펀드 기업은 연초에 비하여 평균 15%의 수익률을 기록하였으며, 상위 20개 기업이 총 자산의 1/3 이상을 차지하는 등 헤지펀드 대형화 추세가 뚜렷해지고 있다고 보고하고 있다.

라. 프라임 브로커(prime broker)

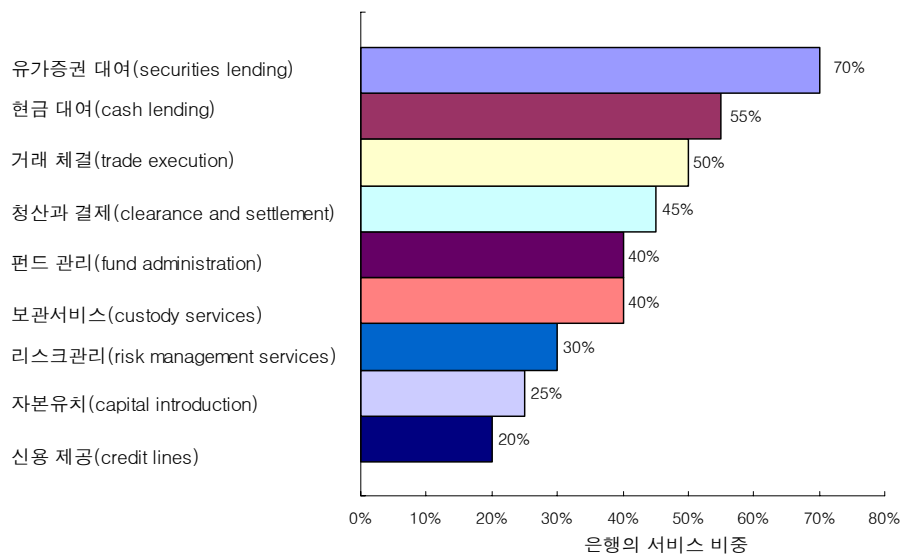
프라임 브로커는 브로커리지와 기타 전문 서비스를 헤지펀드에 제공하며, 이는 투자은행의 주요 성장 분야이다. 대부분의 헤지펀드는 하나 이상의 프라임 브로커를 이용한다.

프라임 브로커는 <그림 III-5>에서 나타나듯이 특정 서비스만을 제공하기 보다는 자금 유치, 거래의 청산과 결제, 보관업무, 위험관리 등의 다양한 서비스를 제공하며, 헤지펀드 운용자가 외주하는 관리기능의 범위는 매우 다양하다. 일부 헤지펀드는 모든 관리기능을 내부에서 처리하는 반면, 또 다른 헤지펀드는 회계, 투자서비스 또는 리스크 분석과 같은 기능을 외주하는 경우도 있다. 역외 헤지펀드의 운용자는 일반적으로 여러 유형의 서비스와 운용 지원을 역외 관리자에게 맡긴다. 또한 역외 헤지펀드를 설정하는데 있어 역외 관리자는 적절한 법률 자문이나 주식에 대한 펀드 포트폴리오의 독립적인 가격 제공 등 분석 및 회계 서비스를 제공한다. 일부 역외 지역에서는 특정 자격증을 취득하고 감사 자격 소지 등을 요구하기도 한다. 대부분의 헤지펀드는 재무제표의 외부감사를 요구하지 않는다. 그러나 일부 헤지펀드는 헤지펀드와 투자자 간 계약이 있는 경우 연간 감사를 받기도 하고, 바하마나 케이맨 제도과 같은 일부 역외 지역에서는 프라임 브로커에게 헤지펀드에 대한 감사를 의무화하고 있다.

프라임 브로커 간의 경쟁 심화는 다양한 범위의 서비스를 제공하는데 일조하였다. 많은 프라임 브로커는 리서치, 온라인 연구자료 제공 및 컨설팅 서비스를 제공하고 있으며, 일부 프라임 브로커는 헤지펀드 운용자에게 법률업무, 회계업무 및 기타 서비스 제공자에 대한 위탁업무 서비스도 제공하고 있다. 그러나 프라임 브로커 수입의 대부분은 차입을 지원하는데 따르는 현금 대출서비스와 공매도에 따른 주식 대여서비스

로부터 발생된다.²⁸⁾ 헤지펀드는 일반적으로 현금뿐만 아니라 실제 포트폴리오에 포함된 유가증권 등 투자자산을 보관기구에 예치하며, 보관기구는 증거금 추가 요청(margin call)에 비하여 현금흐름을 관리하기도 한다.

<그림 III-5> 헤지펀드에 제공되는 서비스의 유형



자료: IFSL(2007)

Tremont Tass(2007)의 조사에 따르면 2006년 모건스탠리는 프라임 브로커로서 고객 자산의 관리비중이 22%에 이른다. 베어스턴이 약 19%를 차지하고, 골드만삭스가 17%를 차지하여 상기 세 금융기관이 세계 프라임 브로커 사업의 58%를 차지하는 것으로 나타났다.

28) Berman(2007)

<표 III-8> 전세계 프라임 브로커의 순위

(단위: %)

프라임 브로커	관리자산 비중
모건스탠리(Morgan Stanley)	22
베어스틴(Bear Stearns)	19
골드만삭스(Goldman Sachs)	17
UBS	7
크레디트스위스그룹(Credit Suisse)	5
시티그룹(Citigroup)	4
메릴린치(Merrill Lynch)	3
도이치뱅크(Deutsche Bank)	3
리만브라더스(Lehman Brothers)	2
JP 모건(JP Morgan)	2

주: 2006년 말 기준

자료: IFSL(2007)

이와 같이 프라임 브로커는 자금 및 주식대여, 증권의 체결, 결제 및 보관 서비스 제공 이외의 법률 및 회계 자문서비스 등을 제공하는 만큼, 헤지펀드 산업발전에 따른 향후 프라임 브로커리지 사업이 유망할 것으로 전망된다. 2006년 영란은행은 헤지펀드가 주요 IB에 2,580억달러의 수익을 유발했다고 보고하고 있다.²⁹⁾

마. 국내 금융산업 발전 수단

정부는 2003년 12월 동북아 금융허브 추진전략을 확정된 이후 자산 운용업을 선도 산업으로 육성하여 2007년까지 금융허브의 기반을 구축

29) Bank of England(2006b)

하고 2010년까지는 자산운용업 중심의 특화 금융허브를 완성한다는 전략을 가지고 있다.

자산운용업은 자본시장에 장기적이며 안정적인 수요기반을 제공하여 자본시장 발전의 초석이 될 수 있고, 안정적이고 효율적인 투자수단을 제공하여 은퇴 이후의 금융투자 수단이 되며, 개인들이 부를 축적할 수 있는 수단을 제공한다는 긍정적 효과를 지녀 금융 산업 전반에 미치는 파급 효과가 매우 크므로 이를 바탕으로 세계 유수의 금융회사를 유치하고 금융관련 서비스 산업을 발전시켜 금융허브로 도약하고자 하는 것이다.

우리나라 자산운용업 규모는 2003년 145조원까지 규모가 감소하였으나, 이후 간투법의 시행과 투신사의 구조 조정 등을 바탕으로 2006년 말 기준 234조 6,060억원 규모로 급성장하였다. 더불어 간접투자기구 유형별로 적립식 펀드를 기반으로 한 주식형 펀드가 지속적으로 증가함과 동시에 파생상품펀드 등 새로운 펀드의 규모도 커지기 시작하였다.³⁰⁾

30) 전체 간접투자기구 설정액 추이

(단위: 10억원, %)

연말	주식형	혼합형	채권형	MMF	기타	계
2000	4,075 (2.9)	51,175 (37.0)	56,240 (40.7)	26,805 (19.4)	-	138,295 (100.0)
2001	6,919 (4.5)	48,548 (31.3)	64,167 (41.4)	35,402 (22.8)	-	155,036 (100.0)
2002	10,483 (6.0)	52,617 (30.2)	61,592 (35.4)	49,482 (28.4)	-	174,174 (100.0)
2003	9,401 (6.5)	39,190 (27.0)	54,394 (37.5)	42,052 (29.0)	-	145,037 (100.0)
2004	8,551 (4.6)	34,552 (18.5)	75,887 (40.6)	59,801 (32.0)	8,200 (4.4)	186,991 (100.0)
2005	26,178 (12.8)	42,458 (20.8)	51,433 (25.2)	64,846 (31.7)	19,420 (9.5)	204,335 (100.0)
2006	46,546 (19.8)	47,953 (20.4)	50,416 (21.5)	57,153 (24.4)	32,538 (13.9)	234,606 (100.0)

주: ()는 비중

자료: www.amak.or.kr

그러나 이러한 자산운용업의 외형적 성장에도 불구하고 구조적, 제도적인 문제점이 존재한다. 선진국에 비하여 국내 개인들은 예금 자산을 선호하므로 예금위주로 금융 자산이 편성되어 있으며³¹⁾, 각 펀드 운용자가 관리해야 할 펀드수가 많아서 적절한 운용 전략의 수립 및 관리가 어렵고³²⁾, 펀드의 판매 채널이 증권사와 은행 위주로 구성되어 판매망 확보에 따라 운용 규모가 좌우되어 공정한 경쟁이 어렵다. 또한 해외증권 투자나 장외파생상품 투자 및 결제 측면의 인프라 구축 강화가 필요하고, 신규 자산운용회사의 설립에도 자본금 요건 등의 진입 장벽이 존재한다.

이러한 구조적·제도적 문제점을 극복하고 자산운용업이 금융허브 구축을 위한 선도 산업으로 육성되기 위해서는 법체계, 조세 체계, 금융 규제 및, 감독 수준의 시스템을 개선을 통한 자산운용산업의 질적 수준이 제고되어야 한다. 헤지펀드가 허용되면 자산운용기법의 향상, 금융 소비자의 니즈에 부응하는 추가적 금융상품의 제공, 창의적 금융인력의 육성, 금융업에서의 고용 기회 확대 등 국내 금융산업의 발전이 가능할 것이다. 또한 헤지펀드는 혁신적 금융상품을 개발함으로써 선진금융기법을 전파하는데 일조한다. 금융 선진국인 영국, 홍콩 등에서 최근 헤지펀드 운용자를 적극적으로 유치하고 있는 것은 동일한 맥락으로 이해될 수 있는 바, 헤지펀드는 선진금융산업의 핵심적인 상품이 될 수 있다.

또한 신규 관련분야 산업이 창출되어 금융산업 발전에 기여할 것이다. 즉, 프라임 브로커 시장이 발전 될 것이다. 헤지펀드의 활동과 밀접

31) 최홍식(2006)에 따르면 가계의 금융자산 중 현금 및 예금이 차지하는 비중이 한국의 경우 58%인 반면, 일본은 55%, 미국은 11%, 미국, 일본 및 한국을 제외한 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development) 국가의 경우 33%임

32) 주간조선(2007)에 따르면 펀드운용자 1인당 평균 10개 이상의 펀드를 운용하며, 평균 운용 규모는 5천억원이 넘는 것으로 나타났음

한 관계가 있는 프라임 브로커 분야는 증권사 등의 새로운 수익모델로 성장할 가능성이 높다. 더하여 파생상품 시장 활성화 및 성장이 기대된다. 헤지펀드의 활동은 파생상품시장의 활성화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다.

바. 외국 투기성 자본의 경쟁 수단³³⁾

국내에는 1997년 외환위기 이후 기업 및 금융기관의 구조조정과정에서 외국자본이 크게 유입되었다. 1995년까지 20억달러도 미치지 못했던 직접 투자는 외환위기 이후 구조조정으로 많은 기업을 외국 자본에 매각하면서 1999년과 2000년에 외국인 직접투자금액이 150억달러를 넘는 등 큰 폭으로 증가하였다.³⁴⁾ 그리고 이 시기에 뉴브리지캐피탈(Newbridge Capital)이 4억 2,700만달러로 제일은행을 인수하고, 올림푸스캐피탈(Olympus Capital)이 외환카드를 2억 100만달러로 인수하는 등 사모주식펀드에 의하여 많은 금융기관 및 기업이 인수되었다.

외환위기 이후 외국자본이 국내에 유입되면서 국내 경제에 미친 영향은 양면성이 존재하는데, 외국자본은 국내 기업 및 금융기관의 신용경색 해소와 구조조정에 상당 부분 기여하였고, 국내 증시로 외국자본이 유입되면서 증시수요기반이 확충되어 주식시장이 장기적 침체 상태가

33) 투기와 투자를 구별하기가 쉽지 않은 만큼 투기성 외국자본을 정확히 정의하기는 어려우나, 국내에 진출한 외국자본으로 고위험을 바탕으로 단기적 투자 이익을 추구하는 헤지펀드와 사모주식펀드가 투기성 외국자본의 범주에 들어감

34) 연도별 외국인 직접투자금액 추이

(단위: 10억달러)

년도	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
금액	1.9	8.9	15.5	15.2	11.3	9.1	6.5	12.8

자료: 이병윤(2005)

되는 것을 방지하고, 국내 금융제도가 국제적 정합성을 확보하고 시장 원리 정착을 촉진함으로써 국내 금융산업의 개선을 유도한 측면이 있다.

그러나 외국자본의 영향력이 확대되고 자본시장이 개방됨에 따라 우리나라는 국내 은행의 수익기반 위축, 중소기업금융 및 서민 금융의 위축, 국부 유출 등 외국자본에 대한 우려의 목소리가 높았다. 특히 헤지펀드 및 사모주식펀드 등 일부 투기성 외국자본의 경우 단기 투자이익 극대화를 위해 과도한 구조조정을 감행하고 고율의 배당, 유상감자로 인하여 국내 기업의 장기 성장성을 저해시키는 측면을 가지고 있는 등 금융 발전에 기여하지 못하거나 부작용을 초래하는 부분이 지적되고 있다.³⁵⁾ 또한 투기성 외국자본에 의한 경영 간섭 및 적대적 M&A 위협을 통해 기업의 경영 안정성이 저해되는 한편 국내 기업들은 공격적인 경영보다는 단기실적 위주로 경영 형태가 보수화되고 경영권을 방어하는데 치중하는 행태를 보이기도 했다.

국내의 경우 사모주식펀드 또는 헤지펀드와 같은 해외 투기성 자본이 유입되어 장기 국내 경제 발전에 반하는 행위를 할 수 있었던 배경에는 이를 대체할만한 국내 자본이 제한되어 있었다는 것이다. 특히 외환위기 이후 해외 사모펀드의 국내 진출이 급증하였고, 이에 대한 대응의 일환으로 도입된 사모투자전문회사는 미비한 법제로 인하여 투자가 활성화되기 어려운 상황이었다. 이러한 이유로 국내 펀드와 달리 제도적

35) 고율의 배당 및 유상감자사례로는 브릿지증권(고배당 및 유상감자: 대주주 BIH(Bridge Investment Holdings)의 전신인 KOL(코리아온라인)이 1999년 리젠트증권을 통해 70%의 고배당으로 200억원 회수하였고, BIH는 2002년 브릿지 증권 출범 후 3차례에 걸쳐 유상감자로 600억원 회수, 2004년 6월 유상감자를 통해 1,125억원 회수), 주식회사 만도(유상감자: 투자금액 246억원인데 비해 총 3회의 유상감자를 통해 1,710억원 회수), 메리츠증권(고배당: 2004년 5월 대주주인 Prudential Asset Management Asia는 주당 700원의 현금배당을 결의함에 따라 당기순이익이 114억원의 2배 수준인 234.5억원을 현금배당 실시하여 2003년 배당성향은 1,432%, 2004년 배당성향은 207% 기록) 등이 있음

규제를 받지 않는 해외 사모투자전문회사가 막대한 자금력과 선진 금융 기법을 바탕으로 국내 구조조정시장을 주도하고 있는 실정이다.

더불어 PriceWaterHouseCoopers(2006)가 주요 24개국의 헤지펀드 허용 여부를 조사한 결과 금융선진국이라 할 수 있는 미국, 영국, 홍콩, 일본 등은 헤지펀드 및 펀드 오브 헤지펀드의 설립을 허용하고 있는 것으로 조사되었다.³⁶⁾ 다만, 벨기에, 러시아, 노르웨이의 경우 헤지펀드 및 펀드 오브 헤지펀드의 설정 자체를 금지하였고, 오스트리아는 국내 헤지펀드의 설립을 금지하고 있으며, 이탈리아는 국내 헤지펀드와 펀드 오브 헤지펀드의 설립을 허용하는 반면 유럽연합(European Union: EU) 또는 기타 지역에 헤지펀드 및 펀드오브 헤지펀드를 설정하는 것을 불허하고 있다. 또한 최소투자자금의 제한이 없는 경우가 대부분이며, 펀드를 설정하는데 소요되는 기간도 그리 길지 않은 것으로 나타나고 있다.

따라서 헤지펀드가 대안투자로 주목받으면서 대부분의 금융 선진국은 헤지펀드를 허용하고 있는 상황에서 국내외 금융시장에서 외국 헤지펀드와 공정한 경쟁을 벌일 수 있도록 헤지펀드를 허용할 필요가 있다.

사. 헤지펀드 허용시 예상규모³⁷⁾

국내에 활동하고 있는 헤지펀드 산업에 대해서는 기간과 시기에 따라 다른 통계치를 보이기는 하지만, 현재 매우 미미한 수준으로 평가된다.

Hedgeweek(2007)에 따르면 2006년 9월말 기준 아시아에 주로 투자하는 헤지펀드 중 2개만이 한국에 운용되고 있으며, 이는 아시아 지역에 집중 투자하는 헤지펀드(679개)의 0.3%에 불과한 것으로 나타나고 있다.

36) 구체적 사항은 부록 I 참고

37) 헤지펀드 T/F(2007) 참고

또한 2002년부터 아시아 시장에 대한 헤지펀드 투자가 급등하기 시작해 2006년 4월말 현재 860개정도의 헤지펀드가 아시아지역에 투자하고 있는 가운데 한국에 투자하는 헤지펀드는 대략 10개 정도이며 규모도 3조 원에 불과한 것으로 알려져 있다.³⁸⁾ 이러한 수준은 한국의 경제 수준 및 자본시장 규모에 비하여 너무 적은 규모로서 기업의 구조조정이 지속적으로 필요하며, 한국 시장의 성장 잠재력이 높지 평가되는 것을 고려시, 향후 한국에 대한 투자증대가 필요하다.

<표 III-9> 아시아에 집중 투자하는 헤지펀드의 국가별 분포

(단위: 개, %)

	2005년 11월		2006년 9월	
	개	(%)	개	(%)
영국	121	(21.6%)	133	(19.6%)
중국/홍콩	105	(18.8%)	126	(18.6%)
호주	86	(15.4%)	101	(14.9%)
미국	84	(15.0%)	121	(17.8%)
일본	61	(10.9%)	42	(6.2%)
싱가포르	60	(10.7%)	74	(10.9%)
말레이시아	6	(1.1%)	5	(0.7%)
대만	4	(0.7%)	5	(0.7%)
한국	3	(0.5%)	2	(0.3%)
태국	3	(0.5%)	6	(0.9%)
기타	26	(4.7%)	64	(9.4%)
합계	559	(100.0%)	679	(100.0%)

주: ()는 전체 대비 비중
 자료: Hedgeweek(2007)

국내 기관투자자의 헤지펀드에 대한 수요는 증대될 것으로 예상된다. 2007년 5월 현재, 국내 기관투자자가 헤지펀드에 약 2조 원가량 투자(주

38) 머니투데이(2006)

로 펀드 오브 헤지펀드 형태에 국한)된 것으로 알려져 있다. 외국계 자산운용회사가 국내에 판매한 펀드의 현황을 보면, 2005년 6월 4조 3천억원에서 2007년 3월 13조 8천억원으로 증가하여 헤지펀드도 유사한 추세일 것으로 판단된다.

<표 III-10> 외국간접투자증권의 국내 판매 현황

구분	2005년 6월	2005년 12월	2006년 6월	2006년 12월	2007년 3월
펀드 수(개)	568	739	764	852	919
규모(조원)	4.3	6.1	9.4	12.9	13.8

자료: 헤지펀드 T/F(2007)

이러한 상황에서 국내 헤지펀드 허용시 사모펀드에서 기관투자자들의 투자자금 이동이 예상된다. 사모펀드 및 일임자문에서 허용 2년 내 1/4의 규모가 헤지펀드로 이동 가정시 최소 50조원의 헤지펀드 수요가 발생할 것이다. 하지만 기존 공모펀드에 투자된 자금의 급격한 이동은 발생하지 않을 것으로 예상된다.

<표 III-11> 국내 펀드 규모 및 헤지펀드로의 이전 가능성

구분	규모 ¹⁾ (조)	헤지펀드로의 자금이동 가능성	비고	
펀드 사모	공모	229.3	낮음	소규모 투자규모, 전문투자 지식부족
	일반	54.3	낮음	전문투자 지식부족
	단독	47.2	높음	탈규제 목적의 이동
	PEF	1.2	높음	자금이동성은 높으나 전체시장에 미치는 영향은 낮음
일임	110.3	높음	탈규제 목적의 이동	

주: 1) 2007년 10월 말 기준(사모단독은 9월말 자료)

자료: 헤지펀드 T/F(2007)

3. 금융시장의 유동성과 효율성 향상

헤지펀드가 금융시장에 미치는 주요 경제적 효과는 시장의 유동성과 효율성을 증진시키는 것이다. 역내와 역외에 설립된 헤지펀드를 역내에서 운용하도록 함으로써 역내 금융시장의 효율성과 유동성을 제고시킨다.

가. 헤지펀드의 설립 및 운용지역

헤지펀드는 설립 지역에 따라 역내(on-shore) 헤지펀드와 역외(off-shore) 헤지펀드로 구분될 수 있다. 미국 기준으로 역내 헤지펀드는 미국 소득세법 상 투자자의 편익을 위하여 보통 유한조합(Limited Partnership: LP)로 구성된다. 유한합자회사는 일반적으로 회사에 분리 과세되지 않아 투자자에게만 과세된다.

역내 헤지펀드는 보통 한 개 이상의 투자은행과 계약 관계를 유지하고, 투자은행은 청산과 결제, 자금 조달 및 기타 부대 서비스를 제공한다. 역내 헤지펀드는 보통 체결 브로커, 회계사, 변호사, 보관자(custodian), 관리자(administrator), 판매 대리인(placing agent), 등록인(register) 및 전환대리인(transfer agent)을 두게 되고, 등록투자회사의 이사회와 유사한 기구를 갖지 않는다. 일부 헤지펀드는 세금과 기타 규제 회피 목적으로 역내 헤지펀드를 운용하면서 동시에 동일 전략으로 운용하는 역외 헤지펀드를 설립하여 국내외 투자자에게 판매하기도 한다.

반면 역외 헤지펀드는 일반적으로 연기금펀드와 같은 면세투자기구가 선호되는데,³⁹⁾ 전형적으로 케이맨 제도(Cayman Islands), 영국령 버

39) 미국의 소득세법에 따르면 면세투자기구라도 차입하여 투자를 하는 경우 과세대상이 될 수 있음

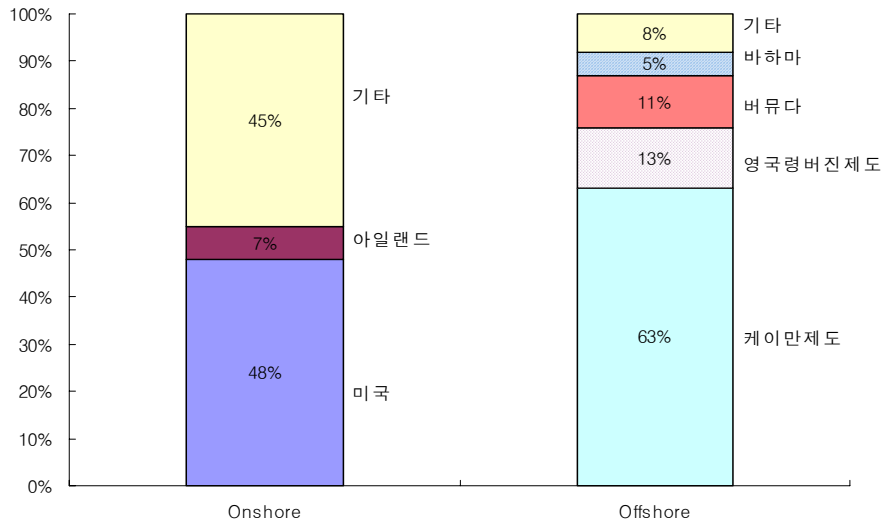
진 제도(British Virgin Islands), 바하마(the Bahamas), 파나마(Panama), 네덜란드령 안틸리스제도(the Netherlands Antilles), 버뮤다(Bermuda) 같은 지역에 회사형태로 설립된다.⁴⁰⁾ 역외 헤지펀드는 전형적으로 투자자문업자와 계약을 맺고, 역외에 위치한 독립적 펀드 관리인(fund administrator)을 갖게 된다. 헤지펀드 자문업자는 증권의 평가, 순자산 가치 산출, 펀드 기록 유지, 투자계약 처리 및 펀드 회계 등의 서비스를 제공한다. 역외 헤지펀드는 펀드의 감독을 위하여 일반적으로 독립된 이사회를 갖는다.

2006년 1월 기준으로 헤지펀드 수의 약 45%가 역내 헤지펀드로 주로 미국과 아일랜드에 등록되어 있다. 미국은 역내펀드가 가장 많이 등록되어 있는 국가로 역내펀드 수의 48%가 등록되어 있고, 대부분 델라웨어(Delaware)주에 등록되어 있다. 그 다음으로 역내펀드 수의 7%가 아일랜드에 등록되어 있다. 헤지펀드의 55%는 역외펀드인 바, 역외펀드의 63%는 케이맨 제도, 13%는 영국령 버진 제도, 11%는 버뮤다에 소재하고 있다. 역외 헤지펀드는 세금 부담을 최소화하기 위하여 투자가 허용되는 조세 중립국에 등록한다. 역외 헤지펀드는 일반적으로 LP로 설립된다. 역내 헤지펀드가 투자자 수의 제한을 초과하지 않고 추가적인 자본을 모으는 보완적인 역외펀드를 설정하기도 한다.

(<http://www.greencompany.com/HedgeFunds/OffDocOffshore.shtml>)

40) SEC(2003)

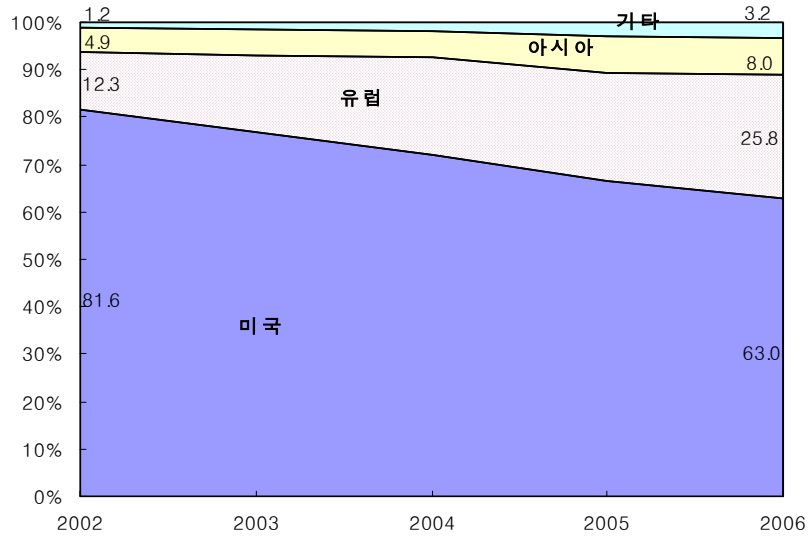
<그림 III-6> 전세계 헤지펀드의 설립 국가



주: 2006년 1월 기준
 자료: Alternative Asset Center

헤지펀드 운용자는 일반적으로 역내에 기반을 두고 활동한다. 2002년 헤지펀드 운용자의 약 82%는 미국에서 활동하였으나, 2006년 그 비중은 63%로 감소하였다. 미국은 헤지펀드 운용자가 활동하는 주요 지역이었으나, 2002년 이후 유럽과 아시아가 헤지펀드 운용자의 활동지로 크게 부각되면서 그 비중이 감소하였다. 유럽은 2006년 전세계 헤지펀드 자산의 약 26%가 운용되고 있는데, 2002년 약 12%에서 두 배 이상 증가하였고, 전세계 헤지펀드 자산 대비 아시아 운용자산 비중은 2002년 약 5%에서 2006년 약 8%로 증가하였다. 미국이 여전히 주요 운용지역이나, 아시아와 유럽지역의 상대적 운용규모가 증가하고 있다.

<그림 III-7> 전세계 헤지펀드 운용자의 활동 지역



자료: IFSL(2007)

나. 지역별 헤지펀드 규모 및 자산 전략 변화

HFI는 미국 헤지펀드 시장은 기관투자자의 적극적인 시장 참여 등으로 인해 총 운용자산이 1조달러를 돌파하며 전세계 헤지펀드 시장 성장의 주도적 역할을 하고 있다고 밝혔다. 최소 자산 규모가 10억달러 이상인 'Billion Dollar Club'에 속하는 헤지펀드의 총 운용자산은 8,500억달러를 돌파하고 있는 반면, 10억달러 미만의 헤지펀드의 총 운용자산 규모는 2천억달러 수준으로 집계되고 있다.

유럽시장에서 운용되고 있는 헤지펀드의 운용자산 규모는 전년 대비 약 25% 증가하여 3,250억달러에 달하는데, 유럽지역 펀드의 80%에 해당

하는 2,550억달러 정도가 영국시장에서 운용되고 있다. 유럽 내 두 번째 규모인 프랑스는 약 100개의 유럽 헤지펀드가 168억달러 규모로 운용되고 있다. 유럽 펀드 운용의 세 번째 국가는 미국으로 36여개의 헤지펀드가 115억달러 규모를 운용한다.

<표 III-12> 유럽의 지역별 헤지펀드 운용 규모

국가	펀드 수	자산규모 (단위: 100만달러)	비중
영국	785	255,499	78.52%
프랑스	92	16,810	5.17%
미국	36	11,520	3.54%
스웨덴	39	10,183	3.13%
스위스	92	6,735	2.07%
스페인	17	5,747	1.77%
러시아	17	4,787	1.47%
네덜란드	14	4,555	1.40%
노르웨이	29	2,610	0.80%
독일	20	1,348	0.41%
아일랜드	27	1,322	0.41%
핀란드	16	1,109	0.34%
덴마크	8	978	0.30%
오스트리아	10	827	0.25%
기타	56	1,351	0.42%
계	1,258	325,381	100.00%

주: 2006년 3월말 기준
 자료: HedgeFund Intelligence(2006b)

아시아-태평양 지역의 헤지펀드는 2003년 12월말 352억달러에서 2006년 6월말 현재 1,280억달러로 규모로 증가하였다. 순수 일본펀드(Japan long/short strategy)는 2005년 말과 거의 같은 수준인 484억달러 규모로

운용되고 있으며, 일본을 제외한 아시아지역펀드(asia ex-Japan and market neutral strategy)는 2005년 말 145억달러에서 2006년 6월말 205억달러로 40%이상 증가하여 이 시기에 가장 높은 성장률을 보였다. 일본을 포함한 아시아지역펀드(asia in-Japan and market neutral strategy)는 2006년 6월말 현재 177억달러로 2006년 상반기에 약 18% 가량 증가하였다.

<표 III-13> 아시아 지역 투자 헤지펀드 규모

(단위: 10억달러)

투자지역	2003년 12월	2004년 12월	2005년12월	2006년 6월
순수 일본펀드	14.99	24.26	48.45	48.48
일본을 제외한 아시아지역펀드	5.73	11.87	14.48	20.5
일본을 포함한 아시아지역펀드	7.8	10.62	15.08	17.73
기타	6.69	12.36	36.57	41.34
계	35.21	59.11	114.58	128.05

자료: HedgeFund Intelligence(2006c)

아시아-태평양 지역의 헤지펀드 운용규모를 살펴보면 호주가 헤지펀드 투자의 중심지로 역할하고 있음을 알 수 있다.⁴¹⁾ 호주에서는 2006년 말 305억달러의 헤지펀드가 운용되어 아시아-태평양지역 헤지펀드의 약 23%가 운용되고 있다. 그 다음은 미국과 홍콩으로 2006년 6월말 현재 각각 280억달러, 223억달러가 운용되고 있다. 홍콩으로부터는 2005년보다 약 37억달러가 더 유입되었는데 중국에 투자되는 펀드 규모가 증가한 것이 가장 큰 원인이 될 수 있다.

41) HedgeFund Intelligence(2006c)

다. 금융시장의 유동성 및 효율성 향상

헤지펀드 산업은 운용자산 규모, 펀드 수 및 헤지펀드에 유입되는 자금이 점차 확대되고 있으며, 향후 이러한 추세는 계속될 것으로 예상되어 헤지펀드 산업은 금융산업에서 성장산업으로 인식된다. 또한 주식시장에서 유동성 공급자로서의 역할을 수행한다. FSA(2005b)에 따르면 헤지펀드는 전세계 운용자산의 약 5%를 차지하지만, 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)와 런던증권거래소(London Stock Exchange: LSE)의 거래 규모의 약 1/3~1/2를 차지함으로써 시장의 유동성을 제고시키는 것으로 나타났고, Anderson(2006)에 따르면 헤지펀드는 NYSE와 LSE 거래 규모의 약 절반가량을 차지하는 것으로 보고하고 있다.

또한 헤지펀드는 기업의 본질적 가치평가에 따라 비정상적 가격기회를 포착하여 투자함으로써 기업의 가격이 내재가치에 따라 움직이도록 주식시장의 효율성을 증가시키는 역할을 한다. 뮤추얼펀드의 경우 공매도의 제약으로 차익거래에 제약이 있는데, 뮤추얼펀드의 2/3가 공매도를 금지하는 것으로 보고된다.⁴²⁾ 그러나 헤지펀드는 특정 자산의 시장가격과 실제가치의 불일치를 이용한 매매전략을 사용하며 이로 인해 시장가격은 실제가격에 접근하게 되며, 부실유가증권, 비유동성 유가증권, 파생상품 등 다양한 부문에 투자함으로써 금융시장의 효율성을 제고하는데 기여한다.

42) Almazan, Brown, Carlson and Chapman(2004)

4. 기업의 효율성과 투명성 증진⁴³⁾

헤지펀드는 기업의 효율성과 투명성을 증진시킨다. 헤지펀드가 이끄는 주주행동주의는 기업의 실적 발표를 기다리기에 앞서 미리 주주행동에 돌입한다는 점에서 매우 사전적이며 전략적이다.

1980년대부터 등장한 전통적 주주행동주의는 ‘싫으면 떠난다’는 Wall Street rule에 따라 행동하는 것이었다. 즉, 기업의 실적이나 주가가 부진해지면 그 때 가서 문제를 제기하거나 투자 기업의 주식을 단순히 팔고 떠나는 소극적 행동 양태를 보이는 것이었다.

반면, 헤지펀드의 적극적 주주행동주의는 이사회 구조, 배당정책, 회사전략, 회사 자본구조 그리고 M&A 계획 등에 대한 변화 등에 대하여 주주에게 주어진 법적 수단을 충분히 활용하게 되었다. 이로 인해 과거 명목상의 권리에 불과하던 주주들의 기업 감시 권한을 보다 효율적으로 사용할 수 있게 되어 기업의 투명성을 제고시킬 수 있다. 2003년~2005년까지 미국 155개 기업을 대상으로 벌어진 헤지펀드 행동주의를 분석한 결과 93개의 타깃기업이 헤지펀드의 요구를 수용한 것으로 나타났다.

43) 헤지펀드 T/F(2007) 참고

<표 III-14> 미국에서 헤지펀드가 요구한 내용과 이를 수용한 기업의 수

헤지펀드의 요구	요구를 받은 기업 수	요구 수용 기업 수(%)
이사회 구성원의 교체	41	30 (78%)
경영 전략의 변화	29	14 (48%)
기업 인수 반대	18	10 (56%)
매각 혹은 타 기업에 의한 합병	16	9 (56%)
타 기업 인수를 위한 추가 주식 매입	12	7 (58%)
자사주 매입	4	4 (100%)
주주명부 열람	4	2 (50%)
경영진 지지	4	2 (50%)
보유 현금으로 재무적 투자 강화	4	4 (100%)
기업지배구조 문제적 지적	3	1 (33%)
CEO 교체	3	3 (100%)
CEO 보수 삭감	2	1 (50%)
현금 배당	2	2 (100%)
기타	13	4 (31%)
전체 타깃 기업의 수	155	93 (60%)

자료: Klein and Zur(2006)

특히 헤지펀드는 기관투자자와는 달리 많은 회사의 지분을 조금씩 인수하기 보다는 제한된 회사에 집중해서 투자하는 전략을 취함으로써 감시에 소요되는 비용을 기꺼이 감수하기도 한다.⁴⁴⁾ 또한 공격적으로 주주권을 행사함으로써 회사 가용 자산의 효율적 사용과 경제적 관점에서의 위험 대비 수익 향상을 꾀할 수 있으므로 기업의 효율성을 제고시킬 수 있다. 헤지펀드는 적극적으로 타깃이 될 만한 기업을 발굴하고 꾸준

44) Eisinger(2005)

히 감시함으로써 기업 경영진과 투자자 모두에게 절제된 위험관리를 통한 안정적인 수익 창출 기회를 가능하게 해 주며, 투자 다변화의 역할도 수행 할 수 있다.

한국은 외환위기 이후, 외부투자자의 권리를 보호하는 방향으로 지속적인 제도적인 개혁이 이루어진 결과 헤지펀드가 활용할 수 있는 법적 수단이 증가하였다. 한국에 있는 많은 외국의 헤지펀드들은 5%이하의 지분만으로도 장부 열람, 임시 주총 소집, 주주 제안권 등의 권리를 행사할 수 있게 되었다.

<표 III-15> 한국 법에서 보장하는 소수(소액)주주의 권리

필요 지분	내용
1주	주주명부열람권, 이사회 의사록·정관·재무제표열람권, 주총결의 관련 소 제기
0.01%	대표소송권
0.05%	위법행위유지청구권
0.10%	회계장부열람권
0.50%	임원해임청구권
1%	주주제안권, 집중투표청구권
3%	임시주총소집청구권, 감사인선임청구권
10%	회사해산청구권

헤지펀드의 적극적인 행동주의는 CEO에 대한 인신공격 및 비공식적인 공격으로 이어져 비판의 대상이 되기도 하지만, 외부 투자자에게 기업의 경영 실적 및 성과를 투명하게 공개하도록 함으로써 투자자가 안고 있는 비대칭정보(information asymmetry)문제 해소에도 일정 부분

기여하고 있는 것으로 판단된다. 또한 뮤추얼펀드나 연기금 같은 대형 기관 투자자들은 헤지펀드가 선도적으로 주주행동을 벌인 기업에 적극적으로 지원함으로써 위험부담은 상대적으로 줄이면서 수익률은 높일 수 있는 전략을 구사하기도 한다.⁴⁵⁾

45) Armitstead(2005)

IV. 헤지펀드의 해외 제도와 정책적 · 학술적 논의

1. 해외 제도
2. 정책적 · 학술적 논의
3. 시사점 도출

IV. 헤지펀드의 해외 제도와 정책적·학술적 논의

1. 해외 제도

가. 세계 각국의 전반적 헤지펀드 규제환경

IOSCO(2006)은 2006년 3월 20개의 기술상임위원회 위원(SC5)대상으로 개별 법제하에서의 헤지펀드의 전반적 규제 환경을 조사하였다.⁴⁶⁾ 이 조사에서는 2003년 IOSCO의 헤지펀드에 관한 보고서에서 제시한 헤지펀드의 특성을 확장하여 이머징 마켓 등 다양한 신규 전략을 인정하고 있다.

헤지펀드에 관하여 공식적이고 법적 정의를 채택하고 있지 않으며, 헤지펀드 운용자는 대부분 규제를 받고, 소매화(retailization)가 심각하게 진전되지는 않았으나 향후 진전될 가능성이 있으며, 헤지펀드와 관련한 사기가 발생하나 심각한 정도는 아니라는 결론을 내리고 있다. 그리고 헤지펀드의 규제 방법에 관하여 그 방식은 각 법제 하에 상이하게 발전하고 있으며, 대부분의 법제 하에서 등록되거나 허가받은 간접투자증권의 헤지펀드 전략 사용은 법제별로 상이하게 적용되고 있다. 헤지펀드에 부과되는 투자 제한은 법제별로 상이한데, 예를 들면, 프랑스는 차입을 제한하는 반면, 네덜란드와 독일은 이에 대하여 제한을 두지 않고 있다. 또한 대부분의 회원국에서는 헤지펀드와 운용자에 대하여 다양한 규제를 하고 있는 것으로 나타났다. 다음 표에서 개별 회원국의 개별 법제 관련 답변 내용을 전반적으로 요약 정리한다.

46) 조사대상 법제는 호주, 브라질, 캐나다(온타리오), 캐나다(퀘벡), 프랑스, 독일, 홍콩, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 저지, 룩셈부르크, 멕시코, 네덜란드, 포르투갈, 스페인, 스위스, 영국, 미국(CFTC), 미국(SEC)임

<표 IV-1> 세계 각국의 전반적 헤지펀드 규제 환경

항목	법제별 현황			
	Y	N	N/A	Y/N
가. 일반사항				
1) 등록 헤지펀드의 존재	15	2	3	-
2) 헤지펀드의 다양한 10가지 전략 허용	9	2		9 ¹⁾
나. 헤지펀드의 정의				
3) 헤지펀드가 정의되는가?	0	20	0	-
4) 헤지펀드와 집합적 투자펀드(Collective Investment Fund: CIF)의 정의와 다른가?	1 ²⁾	14	5	-
5) 헤지펀드, PEF, 벤처캐피탈과 future fund를 구분하는가?	13	7	-	-
6) 단일 전략펀드인 헤지펀드와 펀드 오브 헤지펀드가 구분되는가?	9	10	1	-
다. 운용자, 펀드, 증권규제				
7) 헤지펀드 운용자가 규제되는가?	17	2	1	-
8) 사모펀드와 공모펀드 운용자 규제가 상이한가?	6	10	4	-
9) a) 헤지펀드 자체가 규제되는가?	16	3	1	-
b) 헤지펀드의 등록이 요구되는가?	13	5	1	1
10) 헤지펀드가 차입, 공매도, 파생상품의 사용에 있어 구체적으로 제약받는가?	9	7	3	1
11) 공모시 등록되어야 하는가?	16	1	3	-
12) 헤지펀드 증권이 거래소 상장 허용되는가?	12	5	3	-
13) a) 광고 허용여부?	15	4	1	-
b) 펀드 등록여부와 관련 있는가?	7	11	2	-
라. 판매적격성/판매계약				
14) 소매판매가 허용되면, 등록브로커가 충족할 면허 요건이 있는가?	4	10	6	-
15) 소매판매시 브로커에게 요구되는 다른 제한이 있는가?	9	7	4	-
마. 소매 헤지펀드 정보 공개				
16) 소매투자자에게 최소정보공개범위를 지닌 판매각서(offering memorandum)의 제공 의무가 있는가?	16	-	4	-
17) 투자한도, 차입 규모, 투자집중, 공매도나 다른 전략을 공개할 의무가 있는가?	15	2	3	-
18) 소매투자자에게 구체적 경고 의무가 있는가?	13	2	5	-

<표 IV-1> 세계 각국의 전반적 헤지펀드 규제 환경(이어서)

항목	법제별 현황			
	Y	N	N/A	Y/N
바. 소매 헤지펀드의 보고 의무				
19) 소매투자자에 대한 실적의 정기보고서 제시 의무가 있는가?	13	2	5	-
20) a) 소매투자자에 대한 연간 재무보고서 송부 의무가 있는가?	14	1	5	-
b) 재무보고서가 US GAAP(Generally Accepted Accounting Practice)나 국제 회계 기준의 일치 여부?	5	8	7	-
21) 재무보고서의 감독 당국제출 여부?	14	1	5	-
22) a) CIS(Collective Investment Scheme) 보고의무와 일치여부?	12	2	6	-
b) CIS보다 더 빈번?	3	9	8	-
23) a) 헤지펀드나 CIS의 가치평가 문제 있는가?	6	11	3	-
b) 운용자에 대한 가치평가에 관한 구체정책이 있는가?	10	8	2	-
24) 프라임 브로커 규제 의무가 있는가?	10	7	3	-
사. 감사와 제재(enforcement)				
25) 헤지펀드나 운용자의 감사가 요구되는가?	18	1	1	-
26) a) 헤지펀드 관련 고객 불평 여부?	5	5	10	-
b) CIS 불평 여부?	4	6	11	-
27) 과거 5년간 헤지펀드에 대한 규제 조치가 있는가?	7	9	4	-
28) 헤지펀드에 대한 민사고소 유무?	2	9	9	-
29) 기타 다른 문제가 있는가?	12	5	3	-

주: 1) 일부전략 허용
 2) US(SEC)
 3) Y: Yes, N: No, N/A: Not Available
 자료: IOSCO(2006)

나. 주요국 제도⁴⁷⁾

1) 미국

가) 설립

미국의 경우 집합투자 증권은 원칙적으로 등록되어 규제받지만 헤지펀드는 등록면제를 위한 예외 조항을 이용하여 설립·운영 및 공시에 대한 규제를 적용받지 않는다.

ICA에서는 투자회사가 SEC에 등록할 의무를 규정하고 있다. 그러나 동법에 의하면 투자자 기준에 관한 일정 요건이 충족되는 경우 투자회사로서 등록의무가 면제되는데, 면제되기 위한 투자자 기준은 Section 3(c)(1)에 규정된 소수투자자펀드(private fund)와 Section 3(c)(7)에 규정된 적격투자자펀드(qualified purchaser fund)에 한정된다. Section 3(c)(1)에서 규정하고 있는 소수투자자펀드는 100명 이하의 투자자에 의해 소유되고 공모로 발행되지 아니한 투자회사로 투자회사의 정의에서 제외된다.⁴⁸⁾ Section 3(c)(7)은 적격투자자(qualified purchasers)에 의해 증권이 매수되고 공모로 매각되지 아니한 경우는 투자회사의 예외조항에 해당된다. 적격투자자펀드는 투자자 수에 제한이 없으나 모든 투자자는 반드시 적격투자자로 구성되어야 하며, 여기에서 적격투자자란 500만달러 이상의 투자 잔고를 가진 개인과 법인 또는 2,500만달러 이상의 투자 잔고를 가진 기관투자자를 말한다.

1933년 증권법(Securities Act of 1933)의 Section 5에서는 증권을 공모하고자 하는 법인은 SEC에 등록해야 하고, 공모기업과 증권에 관한 투자설명서를 제출할 의무를 부과하고 있으나 공모가 아닌 경우에 한하

47) 구체적 사항은 부록 II 참고

48) 일반적으로 법인 투자자는 투자자 수의 계산 시 1명으로 계산됨

여 헤지펀드는 등록의무와 투자설명서 제출 의무를 면제받게 된다. 특히 증권거래법 상의 Rule 506 of Regulation D는 일반적인 권유나 광고의 형태를 취하지 않고, 특정투자자(accredited investors)에게만 증권을 매각하여 발행회사는 면제 혜택을 받을 수 있도록 사모에 적용될 면책기준(safe harbor)을 설정하였다. 이러한 면책기준에서의 100만달러 이상의 순자산을 보유하거나 직전 2년간 연소득이 20만달러 이상이거나 부부합산 연간소득이 30만달러 이상인 개인은 특정투자자로 분류된다.

1934년 증권거래법에 의하면 직전 회계연도 말 500인 이상의 증권소지자가 있고, 1천만달러 이상의 자산을 보유한 발행 기업은 SEC에 헤지펀드의 지분증권을 등록해야 한다. 따라서 헤지펀드는 등록의무를 회피하기 위해 지분증권의 소지자를 500명 미만으로 제한하는 경우가 많다.

나) 운용

운용업자의 경우는 1940년 투자자문업법(Investment Advisers Act of 1940)에 따라 이전 12개월 동안 고객 수가 15인 미만이고 일반 대중을 상대로 투자자문 서비스를 제공하지 않았거나 영업행위를 하지 않은 경우 등록투자회사의 투자자문업자로 등록을 면제해 준다.⁴⁹⁾ 많은 헤지펀드 자문업자는 동 면제 규정에 의하여 SEC의 등록을 회피하고 14개까지 헤지펀드를 운용하고 있다.

다) 판매

판매업자에 대해서는 공적인 규제가 없고 자율규제기관이 일부 규제하고 있다.

49) 1940년 투자자문업법 Section 203(b)(3)

2) 영국

가) 설립

영국의 경우 유럽에서 헤지펀드 매니저가 가장 선호하는 지역으로 정부는 헤지펀드를 유치하기 위해 적극적으로 노력하고 있다. 영국은 헤지펀드가 법령상 정의되어 있지 않고, 규제외 집합투자기구(unregulated collective investment scheme)로 분류되고 있으므로 설립 규제는 하고 있지 않다. 실제로 대부분의 헤지펀드가 영국 외에서 설정·운용되고 있는데, 이는 헤지펀드가 영국에 설정되는 경우 배당·이자소득 및 양도소득이 법인세의 대상이 되기 때문에 이를 회피하고자 하기 때문이다.

나) 운용

FSA는 투자 관리나 투자자문 등의 규제대상 업무를 행하는 자는 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000: FSMA)에 근거하여 인가를 받도록 의무화하고 있으며, 헤지펀드 매니저에 대한 규제 방침은 다른 투자 매니저에 적용되는 규제 방침과 유사하다.

다) 판매

FSA는 헤지펀드 상품에 대한 판매와 마케팅에 대한 규제를 강조하고 있다. 영국에서 판매업자는 고객을 금융기관 등 시장당사자(market counterparty), 중간고객(intermediate customers) 및 일반고객(private customers)의 3가지로 분류하도록 하고 있으며, 헤지펀드는 규제외 집합투자기구로 분류되고 있기 때문에 일반고객에 대한 판매 권유 행위는 인정되지 않고, 당사자나 중간고객 등에 대한 판매 권유 행위만이 가능

하다.⁵⁰⁾ 그러나 2004년 적격투자자 제도(Qualified Investor Scheme: QIS)가 도입되어 법인고객 등 일부 투자자를 대상으로 한정적으로 판매가 허용되었다. 또한 헤지펀드는 투자회사의 형태로 설정할 수도 있지만, 헤지펀드의 특징 중 하나인 공매도가 상장기준에 충족되지 않으므로, 순수한 헤지펀드를 거래소에 상장하는 것은 불가능하다.

라) 기타규제

영국은 투자자 보호를 위하여 헤지펀드 운용회사의 조직 및 자산운용 관련 정보를 의무적으로 제출하도록 하는 등 헤지펀드 시장의 안정성 확보를 위한 대책을 마련하고 있으며, FSA는 헤지펀드의 금융시스템 안정성 저해에 대응하여 2005년 10월 헤지펀드 감독팀(center of hedge fund expertise)⁵¹⁾을 신설하여 주기적으로 리스크를 점검하고 모니터링을 강화하는 한편 런던 소재 25개 대형 헤지펀드 회사와의 정기 간담회를 정례화하고 대형 헤지펀드 운용자에 대해 집중적으로 관리 감독하고 있다.

3) 일본

가) 설립

일본의 헤지펀드 규제정책은 비교적 헤지펀드에 유리한 쪽으로 적용된다. 헤지펀드를 증권외의 한 종류로 취급하는 일본에서는 모든 투자자들

50) 영국의 고객구분 규제에서는 일반고객의 요청 등이 있으면 고객의 특정 상품 투자 경험을 감안하여 일반고객을 중간고객으로 분류하는 것이 가능함. 이 경우 판매업자는 적절한 조치를 강구한 다음, 해당 고객에게 헤지펀드의 판매 권유 행위를 행하는 것이 가능함

51) 10명의 인원으로 구성됨

이 헤지펀드에 투자할 수 있는 반면 자국 내에 판매되는 증권은 다른 증권과 똑같이 규제를 받는다. 사모의 경우 유가증권의 모집을 하기 위해서는, 증권정보(펀드의 명칭, 발행가격, 신청 기간 등), 펀드정보(펀드의 목적, 투자 방침, 투자대상, 운용 체계, 투자 제한 등) 및 특별정보(위탁회사 등의 회계 상황 등) 등을 기재한 유가증권신고서를 내각총리 대신에게 사전에 제출할 의무를 면제받는다.

나) 운용

투자자문업을 영위하려는 자는 투자자문업법에 의해 등록해야하고, 감독의 대상이 된다. 단 투자판단의 전부 혹은 일임의 경우 내각 총리 대신의 인가를 받아야 하다. 펀드 운용에 있어 공매도는 규제되고 있지만, 차입 거래에 대해서는 일정 제한을 두되 허용하고 있다.

다) 판매

펀드 판매에 있어서는 공모와 사모 모두 약관의 신고 및 운용보고서의 작성을 의무화하고 있다.

4) 독일

가) 설립

독일의 경우 헤지펀드를 명시적으로 규정하고 있지 않지만 차입 또는 공매도를 사용하는 펀드를 추가적인 리스크를 가지는 펀드(싱글 헤지

펀드)로 규정하고 있으며, 또한 추가적인 리스크를 가지는 펀드를 포함한 펀드 오브 헤지펀드를 별도로 규정하여 이를 사모로 설립할 수 있도록 허용하고 있다. 단, 독일 역내에서 설립한 헤지펀드 및 펀드 오브 헤지펀드의 경우 등록을 의무화하고 있다.

나) 운용

펀드 운용에 있어서 일정 제한을 가하기는 하지만 보다 자유로운 상품 및 전략을 허용하되, 펀드 자문업자에 대해서는 운용자의 책임을 강화하고 있다. 즉, 펀드 운용자는 투자설명서 또는 계약 조건 등을 통하여 금융상품, 비용 조건에 대한 정보를 반드시 제공해야 한다.

다) 판매

판매에 있어서는 헤지펀드의 사모 판매만이 인정되고, 펀드 오브 헤지펀드는 일반투자자에 대한 판매를 허용하고 있다. 다만, 역외 펀드 오브 헤지펀드는 독일연방청의 통지가 전제되어야만 한다.

5) 홍콩

가) 설립

홍콩의 경우 홍콩증권선물위원회(Securities and Futures Commission: SFC)는 2002년 5월 투자신탁 규칙 중에서 헤지펀드에 관한 규칙(Chapter 8.7 of the Code on Unit Trust and Mutual Funds)을 신설하여 운용자산이 1억달러 이상이고 헤지펀드 운용경험이 5년 이상인 운용인력의 보

유를 헤지펀드 등록 및 판매 조건으로 명시하고 투자설명서에 투자위험 경고 문구를 삽입하도록 의무화하는 한편, 헤지펀드를 일반투자자에게 판매할 때 그 헤지펀드 운용회사의 SFC의 등록의무를 부과하였다.

나) 운용

헤지펀드 운용회사의 등록시, SFC가 적합성을 평가함으로써 적절한 위험관리와 내부 관리를 위한 충분한 인원이 배치되고 있는지를 평가 항목으로서 도입하였다.

다) 판매

사모는 제한이 없으나 공모헤지펀드의 판매시 투자금액에 대한 제한을 두고 있다.

2. 정책적 · 학술적 논의

가. 정책적 논의⁵²⁾

1) 국제기구

2007년 6월 선진 8개국(Group of Eight: G8) 재무장관 회담에서 헤지펀드의 규제 방안을 논의한 결과, 헤지펀드의 활동과 연계돼 잠재적으로 나타나는 구조적 위험 및 포지션 청산이 일시에 이루어질 경우의 금융

52) 구체적 사항은 부록 III 참고

위기 발생 가능성 등 헤지펀드가 국제 금융시장의 안정성을 위협할 가능성이 높고 규제가 필요하다는데 동의하였다.

그러나 헤지펀드 규제 강화를 주장하고 있는 독일은 헤지펀드가 자본 시장을 교란하는 것을 방지하기 위해 헤지펀드 운용에 제한을 가하고 아울러 데이터베이스를 구축해 헤지펀드의 위험성을 파악할 수 있는 시스템을 갖추는 방안을 추진하며, 헤지 펀드의 투명성 제고를 통해 시장 체계를 강화하는 방안과 헤지펀드 운용에 대한 감시, 감독을 법제화하는 방안을 주장하였다. 반면 미국과 영국은 헤지펀드 산업의 입장을 고려해 헤지펀드에 대한 규제는 시장 기능에 맡겨야 한다는 입장을 고수하고 있다. 헤지펀드에 대한 실질적 규제 방향은 각국의 헤지펀드 산업의 중요도에 따라 상이한 입장을 보이고 있어 향후 논란이 계속될 것으로 보인다.

IOSCO는 헤지펀드에 대한 시스템리스크 예방과 헤지펀드 시장의 자체적인 투명성 강화를 권고하며, 시스템리스크 예방을 위해서 헤지펀드의 위기 촉발 가능성에 대한 스트레스 테스트 실시, 헤지펀드의 유동성 공급 가능성 평가, 헤지펀드와 거래하는 금융기관의 위험관리 강화 등의 필요성을 주장하고 있다.

IOSCO(2003)에서는 헤지펀드와 관련된 감독과제 중 헤지펀드에 투자하는 개인투자자 보호에 초점을 맞추고 있다. 개인투자자는 헤지펀드의 리스크나 상품의 복잡함을 충분히 이해하지 못하며, 헤지펀드의 운용자가 펀드 운용에 대한 설명 능력과 프로세스를 보유하지 않을 가능성이 큰 상황에서 향후 헤지펀드의 소매화가 진행될 가능성이 크다고 지적하고 있다. 따라서 소매투자자(retail investor) 보호를 위하여 헤지펀드의 투자 전략 등이 상세히 소개되어야하며, 감독 당국이 헤지펀드의 운용자 및 그 내부 통제 프로세스에 대한 절차를 마련해야 하고, 공시의무 등을 강화해야 한다고 주장하였다.

또한 IOSCO(2007)에서는 헤지펀드 포트폴리오 전략과 내재된 상품의 복잡성, 헤지펀드에 있어 금융상품 평가의 중요성 때문에 헤지펀드 포트폴리오의 가치평가가 중시되어야 한다고 주장하고 있다. 유동성이 있는 시장이 존재하지 않거나 불완전한 자료를 사용하는 가치평가모형을 사용하는 경우, 이해상충의 문제 등으로 인하여 헤지펀드 가치평가가 어렵다는 점을 지적하고 있다. 따라서 이러한 가치평가 상의 문제를 극복하기 위하여 IOSCO는 헤지펀드 가치평가에 관한 정책 확립 등 헤지펀드 가치평가에 대한 9가지 원칙을 제시하였다.

유럽증권규제당국위원회(The Committee of European Securities Regulators: CESR)는 2004년 11월 제7회 시장참가자 자문 패널 모임을 통해 헤지펀드는 유익한 투자수단이지만 유럽 전체 수준에서의 규제가 필요하다고 주장했다. 그러나 중요한 것은 규제 수준이 헤지펀드의 발전에 방해가 되지 않는 수준으로 설정되어야 한다고 주장했다. 따라서 펀드 오버 헤지펀드에 대해서는 헤지펀드 선택시 자산실사(due diligence) 의무 부과, 부적격자산에 대한 경고를 포함한 모니터링 프로세스의 실시와 같은 다양한 규제를 실시하고, 헤지펀드 투자자문업에 대한 규제, 수수료 구조의 투명화 등의 기본 규제를 도입해야 한다고 권고하고 있으며, 효과적인 규제를 위해 국제적인 의견 일치가 필요하다고 주장한다. 또한 헤지펀드가 개인투자자에게 판매되는 경우 수익성, 차입, 리스크, 보수 등 관련 정보가 투자자에게 정확하게 전달될 필요가 있다고 강조하였다.

영국을 포함한 유럽 지역에서는 소매 및 기관투자자의 증가에 따라 EU 지역의 헤지펀드 수가 증가하게 되었고, 이러한 시장 변화에 따라 EU의 금융상품지침(Markets in Financial Instruments Directive: MiFID)이 투자서비스지침(Investment Services Directive: ISD)을 대체하고 증권회사와 시장의 행위를 규율하는 개혁이 이루어졌다. MiFID의 변화는 헤지펀드 운용자 구성에 있어 형식적인 절차를 지키도록 요구할 것이고,

위험관리에 대한 세밀한 규칙을 설정하며 이를 준수하고, 분쟁에 관한 관리 및 준법감시 등에 영향을 끼치며 유럽 헤지펀드 산업을 변화시킬 것으로 예상된다. 유럽 국가 간 세부적 규율에는 차이가 존재하지만, 펀드 운용자는 헤지펀드 상품을 관리하는 규율이 적용되고, 헤지펀드 운용자와 기존 펀드 운용자는 동일한 규제를 받게 된다.

국제통화기금(International Monetary Fund: IMF)은 감독 당국이 해야 할 일은 헤지펀드의 운용과 시스템리스크에 대한 헤지펀드의 잠재적인 영향을 정확하게 이해하는 것으로, 주요 금융시장에서는 헤지펀드 업계의 기관화가 진행되고 있기 때문에 기관투자자의 협력을 얻어 헤지펀드의 활동과 잠재적인 시스템리스크에 대한 감시·감독이 가능하다고 지적하고 있다.

거래상대방리스크관리정책그룹II(Counterparty Risk Management Policy Group II: CRMPG II)는 거래상대방리스크 관리와 직접적 관계가 없으나 무시할 수 없는 요소의 하나로서 헤지펀드의 공적인 감시를 제시하고 있다.⁵³⁾ 금융 시스템 전체에 중대한 영향을 미칠 수도 있는 리스크에 대해 금융 시스템의 효율성을 저해하지 않는 적절한 대응과 시장참가자로서의 헤지펀드 규제나 그 거래상대방인 금융기관 위험관리에 대하여 제언하고 있다.

미국의 대체투자업협회인 MFA(Managed Funds Association)는 2005년 헤지펀드 운용자를 위한 건전한 실무 지침을 공표하였는데, 이 지침은 2003년에 공표한 지침을 개정한 것으로, 헤지펀드 운용자에 의한 건전한 비즈니스 관행의 추진과 투자자 보호를 위하여 작성되었다.⁵⁴⁾

53) CRMPG II (2005)

54) 본 지침에서는 헤지펀드를 사모형식으로 판매되지만 넓게는 일반투자자가 구입할 수 없는 프로투자운용회사(헤지펀드 운용자)에 의해 운용되는 투자수단이라고 정의하고 있으며, 이는 펀드 오브 헤지펀드를 대상으로 하지 않았음

<표 IV-2> 국제기구의 헤지펀드 규제에 관한 정책 논의

국제 기구	논의 년도	논의 내용	규제적 시사점
G8	2007	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 규제 필요성 • 헤지펀드에 대한 직접규제와 프라임 브로커를 통한 간접규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 프라임 브로커를 통한 헤지펀드 규제 강화
IOSCO	2003	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 소매화가 향후 진행될 가능성이 있음 • 소매투자자 보호 • 소매 헤지펀드의 공시의무 강화 	<ul style="list-style-type: none"> • 소매투자자 보호 강화
	2007	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 포트폴리오의 가치평가 정확성 제고 • 가치평가에 관한 9가지 원칙 적용 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 가치평가와 규율 확립
EU	2004.11	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드에 대한 유럽전체차원에서의 규제 필요 • 헤지펀드 발전에 방해되지 않는 수준의 규제 필요 • 펀드 오브 헤지펀드와 헤지펀드 투자자문업에 대한 기본 규제 도입 • 소매투자자에 대한 정보전달 의무 강조 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 적정규제 필요 • 소매투자자 보호를 위한 규제 필요
	2007.11	<ul style="list-style-type: none"> • EU 국가별 금융상품지침 적용 • 헤지펀드 운용자와 기존 펀드 운용자의 동일한 규제 적용 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 운용자 규제 강화
IMF	2005	<ul style="list-style-type: none"> • 감독 당국의 헤지펀드 영향 이해 필요 • 기관투자자의 협조로 시스템리스크에 대한 감시감독 	<ul style="list-style-type: none"> • 시스템리스크파악을 위한 간접규제 필요
CRMP GII	2005	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 규제 방향 • 금융기관을 통한 간접규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 금융기관을 통한 간접규제 필요
MFA	2005	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 운용자를 위한 건전한 실무지침 • 투자자 보호 	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자 보호 필요

2) 규제당국

Department of the Treasury et al.(1999)은 LTCM의 사태를 통하여 한 금융기관의 위험이 다른 금융기관에 전이되고 종국적으로 시장 전체에 시스템리스크를 야기할 수 있는 가능성이 있으므로 이를 해결하기 위한 정책을 제안하였다. 차입은 금융시스템에 보다 높은 이윤 창출이라는 긍정적 역할을 수행할 수도 있지만, 금융회사가 고객과 거래상대방에게 너무 많은 차입을 제공할 경우 문제를 야기할 가능성이 높으며, 시장 중심의 경제체제 하에서는 차입을 통제하는데 원칙적으로 시장 원리에 의존한다.

이러한 사태에 대하여 이 보고서에서는 헤지펀드와 관련하여 정보 공개, 위험관리 개선에 대하여 정책적으로 제언하고 있다. 정보공개와 관련해서는 헤지펀드에 대하여 의미 있는 정보가 보다 빈번하게 공개되어야 하며, 금융기관을 포함한 공적 기업은 헤지펀드를 포함해서 차입 비중이 높은 기관에 대한 여신 현황 및 노출 정도에 관하여 추가적 정보를 공시해야한다고 제언하고 있다. 그리고 위험관리와 관련되어서는 금융기관은 거래상대방리스크 관리(counterparty risk management)를 개선해야하며, 규제당국은 피규제기구의 위험관리 시스템의 개선을 권장해야하며, 자본적합도(capital adequacy)에 관하여 리스크에는 더 민감하되(more risk-sensitive) 신중한(prudent) 접근법을 개발할 필요가 있다고 권고하고 있다.

SEC(2003)에 의하면 헤지펀드의 실제 투자자는 적격투자자 요건을 일반적으로 충족시킨다. 적격투자자 요건은 소수투자자 사모의 특정 투자자 요건보다 재무적 측면에서 더 엄격하기 때문에 헤지펀드 투자자는 실제적으로 특정투자자 요건을 능가하는 투자자들이 투자하고 있다고 밝히고 있다. 이 보고서에서는 향후 헤지펀드 성장에 따른 문제점과 이를 해소하기 위한 대책을 제시하고 있다.

헤지펀드 성장에 따른 문제점은 투자자에게 제공되는 정보의 적절성, 규제 기관의 정보 부재와 이로 인한 사기와 기타 부절절한 행위, 헤지펀드 포트폴리오 평가의 어려움, 소매투자자가 헤지펀드에 직접투자하는 경우 투자자 보호 장치 미흡, 헤지펀드 자문업자와 헤지펀드 사이의 이해상충 등이다. 이러한 우려사항의 해결책으로 헤지펀드 운용자는 등록의 이득과 부담을 고려하여, 헤지펀드 운용자 등록을 요구하며, 프라임 브로커의 자본제공에 대한 감시, 헤지펀드의 베스트 프랙티스(practice) 개발에 의한 이해상충 문제 해결 및 투자자의 위험과 수익률에 대한 인식의 향상을 위한 헤지펀드 투자자에 대한 교육 증진 등을 제시하고 있다.

SEC(2004)는 투자자 보호와 증권시장 건전성 유지가 감독 당국의 주요한 책무이며, 헤지펀드 산업에 대한 적절한 규제조치가 필요하다고 주장하고 있다. 헤지펀드는 시장의 효율성과 유동성 증진에 기여하며, 시장의 움직임과 상관관계가 작아 위험 분산의 기회를 제공하는 긍정적 측면이 있다. 그러나 헤지펀드 성장에 따라 사기 행위가 증가하고 있으며, 운용자의 실적에 대한 과다 평가, 불필요하거나 공시되지 않은 보수의 지급, 고객 자산 평가의 오류 등으로 투자자 보호에 문제가 있고, 헤지펀드 실적보수의 지급은 가치평가의 오류를 유발할 수 있다고 지적하였다. 따라서 감독 당국은 헤지펀드의 합리적 활동을 저해하지 않는 수준에서 투자자 보호의 책무와 금융시장에서의 헤지펀드의 역할에 대한 균형 있는 시각을 가지고 규제를 실시해야 한다. 헤지펀드 운용자에 대한 정보와 규제에 대한 관찰이 필요하며, 헤지펀드 투자자문업자를 등록하게 함으로써 투자자와 증권시장을 보호할 필요가 있다.

FSA(2002)에 따르면 영국에 소재한 헤지펀드 매니저는 FSMA에 의한 규제를 받고, 헤지펀드의 역내 설정시 소득과 자본 이득에 관한 법인세 부과 등으로 역외에 설정하는 경우가 대부분이다. 대부분의 국가에서 소매투자자에게 헤지펀드 마케팅시 규제를 두고 있는데, 이는 비전문적 투자자에 대한 적합성 우려 때문으로 미국의 경우 특정투자자(accredited

investor)에게 한정하여 마케팅이 가능한 실정이다. 따라서 소매투자자에 대한 판매시 규제 설정이 필요한데, 이러한 헤지펀드에 대한 규제 변화는 비용 증가가 수반하므로 금융소비자의 편익과 비용을 고려해서 결정할 필요가 있다고 주장하고 있다.

FSA(2005b)에서는 헤지펀드가 시장 유동성과 효율성을 증진시키고 IB 수익의 주요 원천이 된다고 밝히고 있다. 일반 공모펀드와 달리 헤지펀드는 펀드의 가치평가의 객관성을 담보하는 독립적 보관기관이나 신탁인(trustee)의 사용이 강제되지 않아, 헤지펀드 운용자가 스스로 가치평가를 할 경우 이해상충이 생길 우려가 있다. 또한 헤지펀드는 시장 전체의 붕괴를 초래할 위험과 헤지펀드의 내부자 거래와 시장 조작의 가능성, 가치평가 방법론의 취약성 및 이해상충으로 인한 시장의 신뢰 저하를 가져올 잠재적 위험이 존재한다. 따라서 규제당국은 정기적으로 헤지펀드의 거래상대방으로서의 조사를 실시하고, 헤지펀드 운용자와 거래상대방에 대한 헤지펀드의 시장행위를 사전 감시하며, 거래보고를 목적으로 거래상대방으로 헤지펀드보다 헤지펀드 운용자를 고려할 필요가 있다. 리스크 완화를 위해 헤지펀드 이슈에 관해 시장 참가자들과 비감독적 대화를 하며, 헤지펀드 운용자와 다른 운용자의 좀 더 분명한 구분에 의해 감독할 필요가 있으며, 헤지펀드의 가치평가를 개선할 필요가 있다고 밝히고 있다.

FSA(2006a)에서는 영국이 헤지펀드 운용자에게 매력적인 지역으로 남아있게 하는 데 FSA의 역할이 크다고 밝히고 있다. 헤지펀드는 유동성의 주요 원천이고 시장 효율성을 상당히 증가시킬 수 있으며, 헤지펀드 운용자 감독팀을 만들어 위험관리를 지도하고 있으며, 향후 가치평가에 관한 규제가 필요하며, 프라임 브로커에 대한 정기적 검사가 이루어질 것이라고 밝히고 있다.

FSA(2006b)는 헤지펀드가 가지는 핵심적인 리스크는 시장의 붕괴와 헤지펀드 거래상대방에 대한 신뢰의 손상이라고 주장하고 있다. 또한 헤

지펀드의 내부자 거래와 시장 조작, 거래확인의 지연과 비통보 거래 활동과 같은 운영 위험 및 공시되지 않은 이면 계약(side letter)을 통한 투자자들에게 대한 차별적 대우 등이 존재한다고 주장한다. 그러므로 헤지펀드에 대하여 내재하는 리스크를 파악하고 완화하는 방안을 찾기 위해 필요시 규제당국이 개입하여 규제하는 것이 바람직하다고 주장한다. 이때 감독 당국은 헤지펀드 시장참여자의 사기를 저하해서는 안되고, 거래행위의 공정성 확보와 헤지펀드의 위험을 최소화하는 차원에서 개입해야 한다. FSA는 2005년 10월 헤지펀드 전문팀을 설립하여 헤지펀드 운용자와 프라임 브로커 서비스를 제공하는 증권회사를 감독하여 리스크를 관리하고 있으며, 헤지펀드에 대한 신용공여와 프라임 브로커의 위험관리 시스템 개선을 공조하고 있다. 더불어 FSA는 헤지펀드와 관련된 시장 오용의 방지, 신용파생상품시장에서 은행을 통한 국제 공조, 가치평가의 지침 및 이면 계약 관련 정보의 공개 지침 등을 마련하고 있다.

FSA(2006c)에서는 헤지펀드의 규제 목적은 헤지펀드가 금융시장 안정에 영향을 미치는 위험의 정도를 나타내는 건전성(prudential) 확보, 소매고객이 헤지펀드에 직접 투자하도록 허용할 경우의 소비자 보호(consumer protection), 시장 오용을 방지하기 위한 시장 행위 규제 등 시장의 완전성(market integrity) 확보에 있다고 주장한다. 이를 위해서는 헤지펀드와 헤지펀드 운용자를 구분해야 하며, 규제의 대상은 헤지펀드가 아니라 헤지펀드 운용자, 판매자, 투자자이다. 헤지펀드의 건전성과 관련되어서 거래상대방인 프라임 브로커에게 전이되는 위험이 중요하므로, FSA는 프라임 브로커의 헤지펀드 노출 정도를 조사해야 한다고 주장한다. 또한 보수, 상환정책(redemption policy), 가치평가(valuation process), 투자 전략, 관리, 투자자와 프라임 브로커에 대한 결과 보고에 대한 투명성 확보 등이 필요하다고 주장한다.

<표 IV-3> 규제당국의 헤지펀드 규제에 관한 논의

규제당국	년도	주요 내용	규제적 시사점
미국 Dept. of Treasury 의 3개 기관	1999	<ul style="list-style-type: none"> • LTCM 사건은 한 금융회사의 문제가 다른 회사 및 금융시스템 위험으로 전이될 수 있음을 보여줌 • LTCM의 경우 투자자, 신용공여자, 거래 상대방들은 LTCM의 전반적 거래행위에 대해 효과적인 감시를 하지 못했음 • 헤지펀드의 의미 있는 정보의 빈번한 공개필요 • 금융기관을 포함한 공적기업은 헤지펀드를 포함한 차입비중이 높은 기관에 대한 금융상의 노출정도에 관한 추가적 정보 공시 • 금융기관의 헤지펀드에 대한 대출규모 공시 필요 • 규제대상기관의 위험관리 시스템 개선 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 정보 공개 필요
SEC	2003	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드에 실제로 특정투자자 요건을 능가하는 투자자가 투자하고 있음 • 포트폴리오 증권 평가의 정확성 우려 • 소매화에 따른 투자자 보호문제 • 이해상충의 문제 • 헤지펀드 운용자 등록의 이득과 부담의 정도를 고려하여 등록해야 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 운용자 등록을 통한 규제 수단 마련
	2004	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 산업에 적절한 규제 필요 • SEC의 주요 책무는 투자자 보호와 증권시장 건전성 유지임 • 헤지펀드 투자자문업자 등록을 통하여 투자자와 증권시장 보호 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 운용업자에 대한 규제 필요

<표 IV-3> 규제당국의 헤지펀드 규제에 관한 논의(이어서)

규제당국	년도	주요 내용	규제적 시사점
FSA	2002	<ul style="list-style-type: none"> 대부분의 국가는 소매투자자에게 헤지펀드 마케팅시 규제 	<ul style="list-style-type: none"> 소매투자자 판매시 규제 필요
	2005	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드로 인한 시스템리스크 존재 규제당국이 이에 대처할 충분한 정보부족 헤지펀드 운용자가 스스로 가치평가시 이해상충 발생 헤지펀드 가치평가의 개선 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 규제당국의 헤지펀드 관련 정보수집 확대 헤지펀드 가치평가의 개선
	2006a	<ul style="list-style-type: none"> 가치평가에 관한 규제 필요 프라임 브로커에 대한 정기적 검토가 이루어질 것임 	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드 가치평가의 규제 강화
	2006b	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드 시장참여자의 사기를 저하하지 않으면서 거래행위의 공정성 확보와 헤지펀드의 위험을 최소화하도록 규제 헤지펀드에 내재하는 리스크 파악과 완화 방안 마련 공시되지 않은 이면 계약 발행으로 투자자에 대해 차별 대우 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 위험관리 필요 투자자 보호 필요
	2006c	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드의 규제는 건전성 확보, 소비자 보호, 시장 오용을 방지하기 위한 시장 행위 규제 등 시장의 완전성 달성 차원에서 이루어져야 함 규제 대상은 헤지펀드가 아니라 헤지펀드 운용자, 판매자, 투자자임 	<ul style="list-style-type: none"> 적절한 정보 제공 메커니즘을 통한 투명성 확보 헤지펀드 운용자, 판매자, 투자자 규율 필요

나. 최근 학술적 논의

Stulz(2007)은 헤지펀드 운용자산은 뮤추얼펀드 운용자산보다 과거 10년에 걸쳐 더 빠른 속도로 성장해왔는데, 헤지펀드와 뮤추얼펀드는 동일한 경제적 역할을 하나, 뮤추얼펀드는 규제를 엄격하게 받지만 헤지펀드는 규제를 거의 받지 않아 왔다고 밝히고 있다. 향후 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 실적 차이는 좁혀질 것이며, 규제강화로 헤지펀드의 유연성이 제약되며, 또한 헤지펀드는 더욱 기관화 될 것이라고 주장하고 있다.

규제 설정시는 규제로부터 발생하는 이익과 비용을 고려할 필요가 있다. 헤지펀드 규제 체계에 대하여 Danielsson et al.(2005)은 헤지펀드의 활동으로 얻는 이익의 원천을 보존하면서 실패로부터 야기되는 잠재적 비용을 줄이도록 규제를 할 필요가 있으며, 이러한 시각에 입각한다면 소비자 보호를 위한 규제보다는 시스템리스크 방지를 위한 규제가 필요하다고 주장하고 있다.

헤지펀드 규제의 주요 경제적 동인이 무엇인지 인식하고 적절한 규제를 해야 하는데, 헤지펀드 규제 논쟁은 일반적으로 소비자 보호와 금융 시스템 안정에 있다. 소비자 보호 측면에서 헤지펀드 투자자가 전통적 부유한 개인이나 사적기관인 경우에는 특별한 규제적 보호가 바람직하지도 않고 필요하지도 않다. 그러나 점차 헤지펀드의 고객 기반이 연기금과 같은 규제받는 기관과 일반 투자자로 확대됨에 따라, 어떤 형태의 규제가 불가피하게 발생할 수밖에 없다. 그러나 헤지펀드 산업 자체에 대한 규제보다는 연기금이나 일반투자자의 헤지펀드에 대한 투자나 그들의 투자행위를 규제하는 방식이 타당하고, 결과적으로 소비자 보호를 위한 헤지펀드 산업에 대한 직접 규제는 필요없다고 주장한다.

그러나 헤지펀드의 실패가 시스템 위기를 유발할 가능성이 있으며, 이러한 사건의 발생가능이 낮다고 해도 그 결과가 심각하다는 것을 고

려하여, 그 가능성이 완전히 무시되어서는 안된다. 헤지펀드는 투자자와 운용자에 대한 사적이익에 더하여, 금융시스템에 상당한 이득을 유발하게 된다.

헤지펀드의 거래행위는 시장 효율성, 가격발견과 소비자 선택을 향상시키고, 더욱이 금융위기를 경감시키는데 일조를 할 수 있는 측면이 있다. 또한 규제받지 않은 헤지펀드는 유동성이 필요한 영역에 규제대상 금융기관이 공급할 수 없는 유동성을 제공할 수 있으므로 행위규제와 공시와 같은 전통적 규제기법은 헤지펀드 규제에 효과적이지 않을 것으로 판단된다.

헤지펀드를 역외에 설립하여 행위 규제 및 공시 규제를 회피하거나 또는 헤지펀드는 가장 발전된 금융기법을 사용함으로써 그러한 규제를 회피할 수 있다. 이러한 규제는 헤지펀드 활동비용을 유발하고 효율적이고 유동적인 시장과 같은 긍정적 이득을 감소시킨다. 헤지펀드 활동으로부터 발생하는 외부경제에 대한 부정적 효과와 긍정적 효과가 동시에 발생하게 되므로 부정적 효과를 억제하기 위한 전통적인 규제기법은 긍정적 효과도 억제시킬 수 있다.

따라서 금융안정성에 대한 우려를 고려하면서 동시에 헤지펀드의 이득을 보존하기 위해서 새로운 규제적 접근이 필요하며, 헤지펀드로부터 야기되는 시스템리스크에 대처하는 가장 효과적인 방법은 시스템에 영향을 줄 수 있는 헤지펀드의 실패를 제어하는 건전한 해결 메커니즘을 갖는 것이며, 성공적인 헤지펀드의 활동이 규제되어서는 안된다는 것이다.

이를 위하여 감독기관은 헤지펀드의 실패가 시스템 위기의 가능성이 있다고 판단될 시는 해결 과정에 있어 의무와 권한을 가질 필요가 있으며, 프라임 브로커와 고객 은행은 참여 의무를 갖도록 해야 하며, 어떠한 경우에도 공적 자금이 사용되지 못하도록 함으로써 도덕적 해이를 막아야 한다.

<표 IV-4> 최근 학술적 논의

관련논문	년도	논의사항	규제적 시사점
Stulz	2007	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 운용자산은 뮤추얼펀드 운용자산보다 과거 10년에 걸쳐 더 빨리 성장해 왔음 • 헤지펀드와 뮤추얼펀드는 동일한 경제적 역할을 하나, 뮤추얼펀드는 규제를 엄격하게 받지만 헤지펀드는 규제를 거의 받지 않아 왔음 • 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 실적차이는 좁혀질 것임 • 규제 강화로 헤지펀드의 유연성이 제약될 것임 • 헤지펀드는 더욱 기관화 될 것임 	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 규제 강화 예상
Danielsson et al.	2005	<ul style="list-style-type: none"> • 소비자 보호와 시스템위기 우려로 헤지펀드 규제에 관한 요청이 커지고 있음 • 소비자보호를 위한 직접규제는 큰 의미가 없고 시스템 우려에 대비하기 위한 규제는 의미가 있음 • 헤지펀드의 현 활동으로부터의 이득을 지키면서 시스템 실패의 잠재적 비용을 줄여야함 	<ul style="list-style-type: none"> • 시스템위기를 극복하는 건전한 해결메커니즘 필요 • 감독기관이 시스템위기 예견시 의무와 권한을 갖고 프라임브로커와 고객 은행을 참여시켜 해결방안 마련

3. 시사점 도출

가. 헤지펀드의 법률적 정의

<표 IV-1>에 나타난 바와 같이 20개의 법제 전부에서 헤지펀드 정의가 존재하지 않는다. 즉, 헤지펀드의 특성을 허용하는 펀드가 존재하고,

법제에서는 이를 규율한다. 우리나라의 자본시장통합법 제9조 제7항에서 사모투자전문회사를 “경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분 증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구”로 정의하고 있다. 헤지펀드를 이러한 방식으로 정의하고 규율하는 것은 국제적 정합성이 없다. 따라서 헤지펀드 허용을 위해서는 헤지펀드에 내재하는 요소의 규제여부를 검토할 필요가 있다.

나. 헤지펀드의 설립 및 운용에 대한 규율방식

헤지펀드의 설립 및 운용에 있어 국가별로 상이한 규율방식이 존재함을 <표 IV-1>에서 알 수 있다. 즉 헤지펀드의 등록여부, 헤지펀드 운용자에 대한 규제여부 및 사모펀드와 공모펀드 운용자의 규제 상 차별여부에 있어서 상이한 법제가 존재한다. 헤지펀드 및 운용자의 등록면제를 허용하는 미국과 같은 법제와 헤지펀드 및 운용자의 등록과 사모펀드 운용자와 공모펀드 운용자가 동일한 규제를 받는 일본과 같은 법제도 존재하며, 헤지펀드의 등록은 하지 않아도 되나 헤지펀드 운용자는 공모펀드와 동일한 규제를 받는 영국과 같은 법제도 존재한다. 국제적으로 통일된 규율체계가 존재하지 않기 때문에, 우리 금융환경에 부합하는 형태의 규율을 취하면 될 것이다.

다. 헤지펀드의 판매 및 투자자에 대한 규율방식

판매적격성이나 판매계약은 <표 IV-1>에 나타나 있는 바와 같이 소매판매시 법제별로 상이한 규제가 존재한다. 스스로를 보호할 수 있는

기관투자자나 전문투자자 대상으로 한정하여 판매 허용하는 경우에는 헤지펀드 판매자에 대한 특별한 규제가 없다. 예를 들어, 미국의 경우 적격투자자와 소수투자자 대상으로 판매시 헤지펀드의 등록이 면제 되고, 판매자에 대한 특별한 규제는 없다. 영국의 경우도 일반 투자자가 아닌 자신의 보호능력이 있는 중간고객, 시장 당사자에 한정해 판매 가능하며, 헤지펀드 판매자에 대한 특별한 규율을 하지 않는다. 다만 헤지펀드를 판매할 수 있는 기관투자자나 전문투자자의 자격요건을 규율할 필요가 있다.

라. 헤지펀드에 대한 우려사항 존재

헤지펀드에 대한 다음과 같은 우려사항이 존재하므로, 헤지펀드 허용 시 이러한 우려사항을 완화하기 위한 조치가 필요할 것이다.

1) 시스템리스크에 대한 우려

헤지펀드 활동에 있어 국제기구, 해외의 규제당국 및 학계에서의 주요 우려사항은 시스템리스크의 발생 가능성이다.

LTCM 사태를 계기로, 헤지펀드가 투자전략상 높은 차입을 활용할 수 있는데 비하여, 규제는 거의 받지 않아 금융시장의 불안을 가중시킨다는 점이 지적되었다. 이러한 일부 헤지펀드의 실패로 인해 헤지펀드 포지션을 보유한 투자은행들로 위험이 전이되어 금융시스템 전체로 위험이 확대될 가능성이 있으며, 특히 동일한 전략 및 포지션을 보유한 다수의 헤지펀드가 동시에 위기에 봉착하거나 한 방향으로 거래할 때 집단거래(crowded trades)의 위험이 존재하며, 이 경우 시장의 가격급변동(price swings) 및 유동성 경색을 초래할 가능성이 있다.

시스템리스크에 대한 대처 방안은 크게 세 가지로 나누어 볼 수 있다.

첫째, 헤지펀드 운용자에 대한 직접 규제 방식이다. 즉, 헤지펀드의 차입, 공매도 및 파생상품의 사용을 직접적으로 규제하는 방식이다. <표 IV-1>에 나타난 바와 같이 9개의 법제에서 이러한 규제를 행하고 있다. 또한 LTCM 사건 이후 SEC 등에서 주장한 바와 같이 헤지펀드의 차입 규모 등 의미 있는 정보를 감독 당국이 수집하여, 시스템리스크를 예방할 필요가 있다.

둘째, 프라임 브로커를 통한 간접규제 방식이다 프라임 브로커 역할을 하는 투자은행들은 이미 건전성 규제 등의 공적 규제를 받고 있어 이러한 프라임 브로커의 헤지펀드에 대한 대출 등을 규제함으로써 헤지펀드를 간접 규제할 수 있다. G8 회의에서 미국과 영국이 주장하는 방식이다.

셋째, Danielsson et. al(2005)에서 주장한 바와 같이, 시스템 위기를 극복하는 건전한 해결 메커니즘을 만드는 것이다. 헤지펀드의 현 활동으로부터의 이득을 지키면서 시장실패의 잠재적 비용을 줄이는 방안이다. LTCM 사건의 해결 때 적용한 바와 같이, 감독기관이 시스템 위기 예견 시 의무와 권한을 갖고 프라임 브로커와 고객은행을 참여시켜 해결방안을 마련하는 메커니즘을 만드는 것이다.

2) 투자자 보호에 대한 우려

해외 논의에서의 투자자 보호 이슈는 소매투자자 보호에 집중되어 있고, 일부 학문적 연구에서는 헤지펀드에 대한 규제 보다는 투자자의 투자 행위 규제가 필요하다는 측면에서 큰 의미가 없는 것으로 주장한다.

소매투자자의 헤지펀드에 대한 직접 참여는 헤지펀드의 투자자 및 감독 당국에 대한 정보 제공 부족으로 투자자 보호의 문제를 야기한다.

미국의 경우와 같이 헤지펀드와 운용업자 모두 등록면제를 하면, 감독 당국이 헤지펀드에 대한 정보수집으로 할 수 없게 되어, 사기예방 등의 사전적 투자자 보호를 할 수 없게 된다.

또한 헤지펀드 포트폴리오 평가의 정확성, 헤지펀드 운용자와 투자자의 이해 상충 문제도 존재할 수 있어 투자자 보호를 위한 조치가 필요할 것이다. 하지만 기관투자자 등 적격투자자를 대상으로 한 헤지펀드가 발매되는 경우에는 투자자 보호 이슈는 크게 중요하지 않다.

V. 헤지펀드 허용에 관한 설문분석

1. 국내 허용 필요성, 효과 및 유용성
2. 국내 허용방식
3. 우려사항
4. 분석 및 시사점

V. 헤지펀드 허용에 관한 설문분석

2007년 3월 자산운용협회에 등록된 회원사 49개사를 대상으로 헤지펀드의 국내 허용에 대한 설문을 시행하였으며, 이 중 37개사(75.5%)가 응답하였다.

1. 국내 허용 필요성, 효과 및 유용성

응답 자산운용회사 중 28개사(75.7%)는 향후 헤지펀드가 국내에 허용될 필요성이 있다고 응답하여 헤지펀드의 국내 허용 필요성을 인식하고 있다.

헤지펀드 허용시 국내 자산운용회사가 헤지펀드를 운용할 가능성에 대하여 19개사(51.3%)는 운용가능성이 높다고 응답하였다. 특히 응답회사 중 20개사(54.0%)는 헤지펀드 허용시 국내 자산운용회사의 수익 구조가 개선될 여지가 높다고 응답하였고, 26개사는 헤지펀드 허용으로 국내 자산운용업이 발전할 수 있다고 응답하여 헤지펀드의 허용에 따른 효과를 긍정적으로 평가하고 있다.

<표 V-1> 헤지펀드 허용 필요성 및 효과

향후 헤지펀드 허용 필요		헤지펀드 허용시 효과					
		국내 자산운용회사의 운용가능성		자산운용회사의 수익 개선 가능성		국내 자산운용회사의 발전 가능성	
필요	28	높음	19	높음	20	높음	26
보통	6	보통	10	보통	11	보통	8
불필요	0	낮음	3	낮음	2	낮음	0
무응답	3	무응답	5	무응답	4	무응답	3
계	37	계	37	계	37	계	37

또한 자산운용업계는 헤지펀드의 유용성을 인식하는 것으로 나타났다. 자산운용업계는 헤지펀드가 다른 뮤추얼펀드에 비해 리스크 대비 고수익을 확보할 수 있는 수단(21개사)으로 인식하고 있는 것으로 나타났다. 특히 현재의 헤지펀드 설립 제한이 고수익을 창출할 수 있는 기회를 저해한다고 응답한 자산운용회사는 26개사(70.3%)에 달하는 것으로 조사되었다.

더불어 헤지펀드가 자본시장의 효율성과 유동성을 증진시킬 수 있는 수단(26개사)이며, 일반 펀드 및 시장수익률과 상관관계가 낮아 헤지펀드가 자산운용상 위험관리의 한 수단(31개사)이 될 수 있다고 응답하였으며, 투자기법의 다양화와 전문화를 통해서 금융시장을 발전시킬 수 있는 수단(21개사)이라고 응답하였다.

<표 V-2> 헤지펀드의 유용성

	리스크 대비 고수익 확보 수단	자본시장 효율성과 유동성 증진 수단	위험관리 수단	투자기법의 다양화·전문화 통한 금융시장 발전 수단
유용	21	26	31	21
보통	13	8	4	11
비유용	0	1	0	3
무응답	3	2	2	2
계	37	37	37	37

2. 국내 허용방식

현재 규제 체계에서 해외 헤지펀드에 투자한 경험이 있는 자산운용회사는 13개사(35.1%)이며, 이러한 경험이 없는 자산운용회사는 22개사(59.5%)에 달한다. 현행 제도에서 해외에 펀드를 설립하고 국내에 운용하는 방법을 통하여 헤지펀드의 특성과 유사한 형태의 펀드를 운용할 가능성이 높다고 응답한 자산운용회사는 11개사(29.7%)인 반면 이러한 가능성이 낮다고 응답한 자산운용회사는 18개사(48.6%)로 현행 제도 하에서 헤지펀드 특성과 유사한 형태의 헤지펀드를 운용할 가능성은 낮은 것으로 파악된다.

<표 V-3> 현행 헤지펀드 규제에 관한 사항

현행 헤지펀드 제도 하에서			
헤지펀드 투자 경험		헤지펀드 운용 가능성	
경험 있음	13	높음	11
경험 없음	22	보통	5
무응답	2	낮음	18
-	-	무응답	3
계	37	계	37

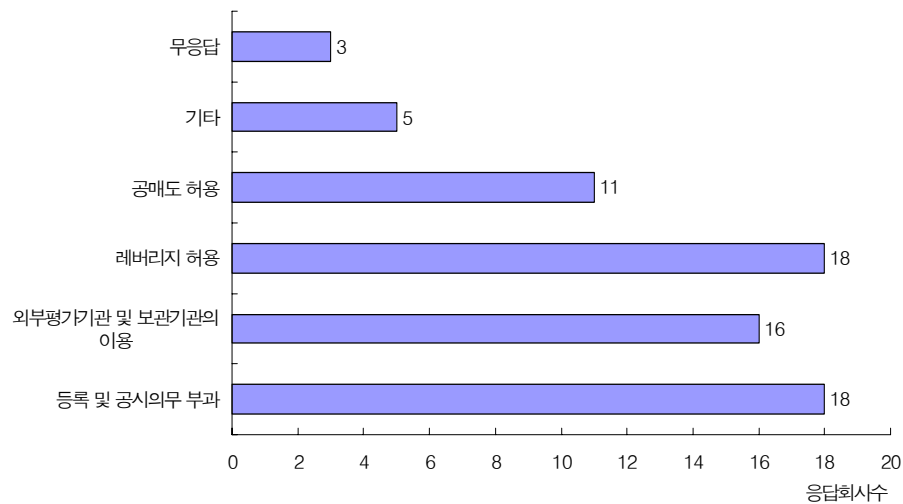
헤지펀드의 허용 방식으로 헤지펀드 허용시 등록의무를 면제하고 헤지펀드의 특성을 허용하는 방식에 대해서는 3개사만이 타당하다고 응답한 반면 등록의무를 부과한 채 헤지펀드의 특성을 허용하는 방식이 타당하다고 응답한 자산운용회사는 34개사(91.9%)로 월등히 높았다.

<표 V-4> 헤지펀드 허용 방식에 관한 사항

헤지펀드 허용 방안	등록의무면제, 헤지펀드 특성 허용	등록 유지, 헤지펀드 특성 허용	계
응답회사 수	3	34	37

헤지펀드 허용에 있어서 필요한 조치에 대하여 복수응답을 허용하여 조사한 결과 자산운용회사는 헤지펀드 허용시 차입 허용(18개사)과 등록 및 공시의무의 부과(18개사)를 가장 필요로 하는 것으로 나타났다. 또한 외부평가기관 또는 보관기관을 반드시 이용하도록 하는 조치에 대해서는 16개사, 공매도의 허용에 대해서는 11개사가 필요한 조치라고 응답하였다.

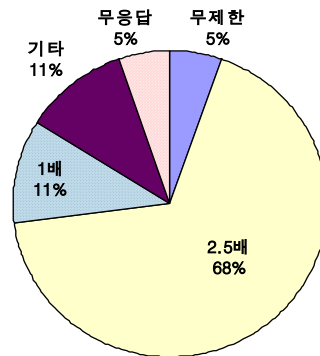
<그림 V-1> 헤지펀드 허용시 필요 조치



또한 국내 헤지펀드 허용시 차입 거래를 허용하되 차입 규모에 대한 규제 부과에 대하여 자산운용회사 중 25개사(67.6%)가 필요하다고 응답한 반면, 10개사(27.0%)는 불필요하다고 응답하였다. 이러한 차입 규모에 대한 규제 부과시 적절한 차입 규모 수준에 대하여 25개사(65.6%)는 2.5배 수준이 적절하다고 응답하였으며, 4개사(10.8%)는 1배 수준이 적절하다고 응답하였고, 2개사(5.4%)는 무제한 차입 거래가 적절하다고 응답하였다.

<표 V-5> 차입 규모 제한 규제의 필요성 및 적정 차입 규모에 관한 설문

	차입 거래 허용하되 차입 규모에 대한 규제 부과 필요성
필요	25
불필요	10
무응답	2
계	37



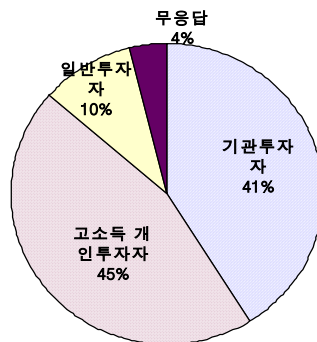
대부분의 자산운용회사는 헤지펀드 허용시 헤지펀드와 관련된 각종 서비스를 제공하는 프라임 브로커를 사용할 것이라고 응답하였으며, 주로 2~3개의 프라임 브로커를 이용할 것이라고 응답하였다.

<표 V-6> 프라임 브로커 관련 설문

프라임 브로커 사용 여부		프라임 브로커 사용 개수	
사용	26	1개	2
보통	7	2~3개	24
미사용	0	4개 이상	3
무응답	4	무응답	8
계	37	계	37

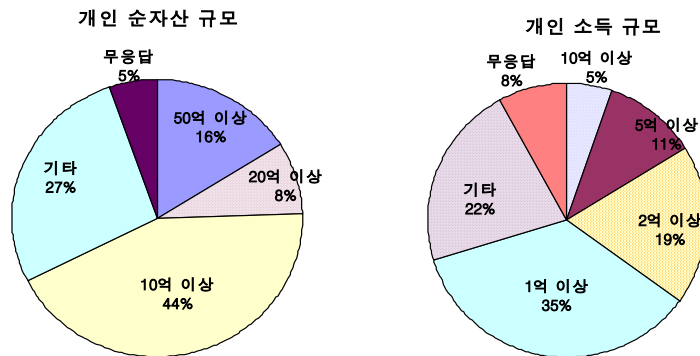
헤지펀드의 판매 대상 허용 범위에 대해서는 복수 응답을 허용하여 설문 조사한 결과 자산운용회사의 다수가 기관투자자와 일정 수준 이상의 자산 또는 소득을 지닌 개인투자자에게 판매해야 한다고 응답하였다. 자산운용회사 중 23개사(46.9%)가 일정 수준 이상의 자산 보유자 또는 일정 수준 이상의 소득을 얻는 개인투자자에게 판매해야 한다고 응답하였으며, 21개사(42.9%)는 기관투자자, 5개사는 일반투자자에게 판매해야 한다고 응답한 것으로 조사되었다.

<그림 V-2> 헤지펀드의 판매 대상 범위



이와 관련하여 헤지펀드 판매를 허용하는 개인 순자산의 적정 규모에 대하여 개인 순자산이 10억 이상이어야 한다고 응답한 자산운용회사는 16개사(43.2%)로 가장 많았으며, 50억 이상이어야 한다고 응답한 자산운용회사는 6개사(16%), 20억 이상이어야 한다고 응답한 자산운용회사는 3개사(8.1%)였다. 또한 헤지펀드 판매를 허용하는 개인 소득의 적정 규모에 대하여 개인의 연소득이 1억원 이상이어야 한다고 응답한 자산운용회사는 13개사(35.1%)로 가장 많았으며, 그 다음은 2억원 이상이어야 한다는 자산운용회사는 7개사(18.9%), 연소득 5억원 이상이어야 한다는 자산운용회사는 4개사(10.8%)였다.

<그림 V-3> 부유한 개인투자자의 순자산 또는 소득 규모에 관한 사항



3. 우려사항

헤지펀드 허용시 우려되는 사항으로 크게 헤지펀드가 가지고 있는 위험성으로 인한 시스템리스크의 확대 또는 금융시장 전반의 불안정성

이 확대된다는 점과 투자자 보호에 악영향을 미칠 수 있다는 점, 회사의 고급 운용인력이 독자적으로 헤지펀드를 설립하기 위하여 회사를 이탈한다는 점 그리고 외국 자산운용회사의 영향력이 증대될 수 있는 가능성에 관해 설문조사를 실시하였다.

그 결과 자산운용업계에서는 시스템리스크의 확대, 외국 자산운용회사의 영향력 확대 측면을 우려하는 것으로 나타났다. 시스템리스크 또는 금융시장의 불안정성이 더욱 커질 것이라고 응답한 자산운용회사는 15개사(40.5%)이지만, 이러한 점이 우려되지 않는다고 응답한 증권회사는 6개사(16.2%)였다. 또한 투자자 보호가 우려된다는 응답은 9개사인 반면 우려되지 않는다고 응답한 자산운용회사는 13개사였다. 반면 헤지펀드 허용으로 국내 자본시장에서 외국 자산운용회사의 영향력이 더욱 확대될 수 있다는 점을 우려한 자산운용회사는 28개사(75.7%)에 해당되어 외국제 자본의 독식을 우려한 것으로 나타났다.

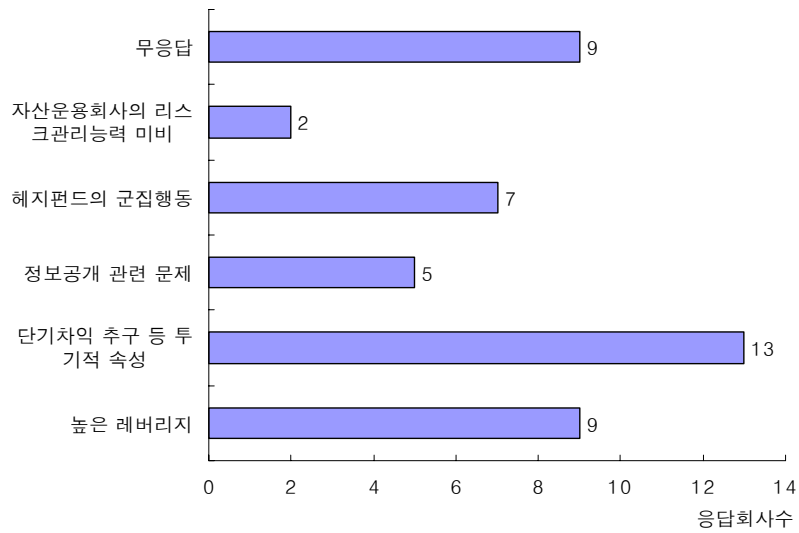
<표 V-7> 헤지펀드 허용에 따른 우려사항

	시스템리스크 또는 금융시장의 불안정성 증대	투자자 보호	외국 자산운용회사의 영향력 증대
우려	15	9	28
보통	14	13	2
비우려	6	13	4
무응답	2	2	3

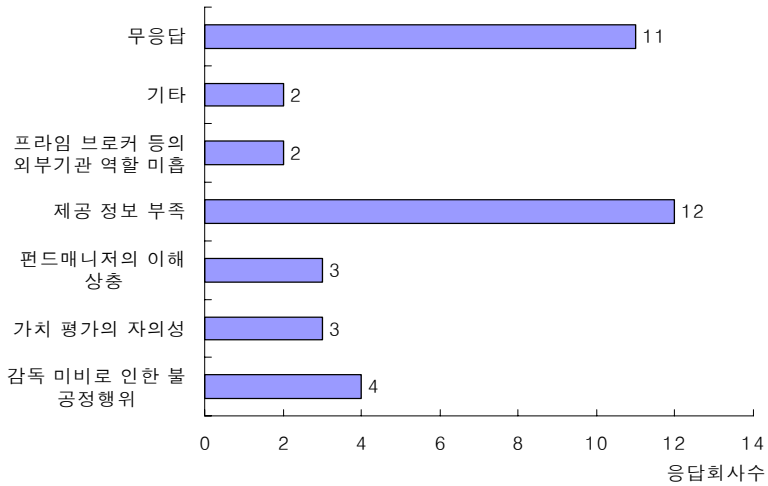
헤지펀드가 국내에 허용될 경우 무엇보다 우려되는 점은 시스템리스크의 확대 또는 금융시장 전반의 불안정성이 증대된다는 점과 투자자 보호의 문제가 발생된다는 점이기 때문에 이러한 문제의 원인에 대하여 자산운용회사에 설문을 실시하였다.

헤지펀드의 시스템리스크 확대 또는 금융시장 불안정성 증대의 원인에 대한 자산운용회사의 의견은 단기 차익을 추구하는 헤지펀드의 투기적 속성(13개사)과 높은 차입 효과(9개사) 및 헤지펀드의 군집 행동(7개사)에 기인한다고 응답하였다. 또한 헤지펀드 허용시 투자자 보호에 문제가 발생하는 원인에 대하여 국내 자산운용회사는 투자자의 헤지펀드에 대한 정보 제공 미비(12개사), 감독권 부재로 인한 불공정 행위(4개사)를 주요한 원인이라고 응답하였다.

<그림 V-4> 시스템리스크 및 금융시장 불안정성의 원인



<그림 V-5> 투자자 보호 미흡의 원인



그리고 대부분의 자산운용회사는 다양한 투자 전략을 통해 헤지펀드를 운용하는데 있어 국내 자산 운용자들의 운용능력이 미흡하다고 평가하는 것으로 나타났다. 자산운용회사 중 23개사(62.1%)는 운용자의 운용능력이 미흡하다고 응답함으로써 자산운용분야 운용자들의 능력 향상이 요구된다.

<표 V-8> 국내 자산운용분야 운용자의 운용능력 평가

미흡	보통	충분	무응답	계
23	8	4	2	37

4. 분석 및 시사점

위의 설문 조사의 분석을 통해 다음과 같은 시사점을 도출한다.

첫째, 자산운용업계는 헤지펀드의 허용 필요성과 효과 및 유용성에 대하여 긍정적으로 평가하고 있다. 헤지펀드 허용시 자산운용회사의 운용가능성이 높고, 자산운용회사의 수익개선 및 발전가능성을 인식하고 있다. 자산운용업계 뿐만 아니라 투자자, 금융시장, 금융산업에 미치는 유용성도 긍정적으로 평가하고 있는 바, 투자자에게는 리스크 대비 고수익 확보 수단이며, 위험관리 수단이 될 수 있고, 자본시장의 효율성과 유동성을 증진시키며, 투자기법의 전문화를 통하여 금융시장이 발전할 수 있을 것이라 응답하였다. 대부분의 자산운용회사가 자유로운 전략을 이용할 수 있는 실질적인 의미의 헤지펀드 허용을 필요로 하고 있는 만큼, 국내 제도의 변경을 통하여 헤지펀드를 허용할 필요가 있다.

둘째, 헤지펀드의 허용 방안에 대한 시사점은 다음과 같다. 자산운용업계는 현행 규제 체계 하에서 자유로운 투자 전략을 이용할 수 있는 헤지펀드 또는 헤지펀드와 유사한 펀드를 운용할 가능성이 낮은 것으로 평가하고 있으며, 실제로 그러한 투자 경험도 보유하고 있지 않다. 따라서 헤지펀드를 국내 자산운용업계에 허용하기 위해서는 현행 제도의 변경이 필요하다.

헤지펀드 허용 방식에 대해서는 등록의무를 부과되 헤지펀드의 특성을 허용하는 방식으로 헤지펀드가 허용되어야 할 필요가 있다고 응답하였다. 특히, 헤지펀드의 주요한 전략으로 차입을 허용할 필요가 있다고 응답하였으며, 현행 모든 종류의 사모펀드가 등록하도록 되어 있으므로, 헤지펀드도 당연히 등록해야 하는 것으로 인식하고 있다. 하지만, 헤지펀드 산업의 활성화를 위해 펀드 등록시 발생하는 업계의 불편을 줄이기 위해 등록면제를 고려할 필요가 있다.

헤지펀드의 판매 대상에 대해서 자산운용업계는 기관투자자 또는 일정 순자산 또는 일정 소득 이상의 개인투자자에게 판매해야 한다는 의견이 지배적이다. 따라서 헤지펀드에 내재하는 위험을 이해하고, 자기보호 능력이 있는 투자자로 투자자의 자격 요건을 한정해야 한다.

셋째, 헤지펀드 허용에 따른 국내 운용업자의 우려사항은 다음과 같다. 헤지펀드의 허용으로 인하여 외국계 자산운용회사의 영향력이 더욱 커져 국내 시장이 잠식될 수 있는 점과 시스템리스크의 확산 및 금융시장의 불안정성 확대 및 투자자보호를 우려하고 있는 것으로 나타났다. 시스템리스크의 확대를 우려하여 차입규모에 대한 규제 부과 필요성을 인식한다. 하지만 헤지펀드는 전략별로 차입 정도가 다르므로 차입 규모를 획일적으로 규제하기는 어렵다. 따라서 차입 보고 의무 등을 검토할 필요가 있다.

국내 헤지펀드 운용자의 능력부족을 우려하고 있다. 자산운용회사가 헤지펀드를 운용하는데 있어 국내 자산운용업계 운용자들의 운용 능력에 대하여 우려를 보이고 있다. 더불어 외국 자산운용회사의 영향력 확대를 우려하는 상황에서, 외국 자산운용업계의 자본 독식을 막되 국내 토종의 자본을 육성하기 위해서는 운용자의 역량 강화가 필수적일 것이다. 즉, 국내 전문운용인력의 육성이 시급한 것으로 판단된다.

<표 V-9> 헤지펀드 관련 설문 조사 분석 및 시사점 요약

항목	설문 조사 분석 및 시사점 요약
헤지펀드 허용의 필요성, 효과 및 유용성	<ul style="list-style-type: none"> • 허용의 필요성 인식 • 허용의 효과 긍정적으로 파악 • 허용의 유용성 인식
헤지펀드	<ul style="list-style-type: none"> • 차입 및 공매도 허용 • 등록 및 공시의무 부과 필요성 인식하나 동 규제 경감 필요
투자자	<ul style="list-style-type: none"> • 기관투자자 포함 • 소득 또는 자산 규모 고려한 투자자의 자격 요건 설정 필요
운용시장	<ul style="list-style-type: none"> • 외국계 자산운용회사의 영향력 증대
시스템리스크	<ul style="list-style-type: none"> • 시스템리스크의 확대 우려 • 차입 규모에 대한 규제 부과 필요성 인식하나 획일적 규제는 곤란
투자자 보호	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자 보호를 위한 정보 제공 필요 인식
헤지펀드 운용자	<ul style="list-style-type: none"> • 운용자의 운용능력 미비

VI. 헤지펀드의 국내 허용 방안

1. 국내 사모펀드 제도 검토
2. 헤지펀드의 국내 허용 방안

VI. 헤지펀드의 국내 허용 방안

헤지펀드의 투자자, 금융산업, 금융시장 및 기업에 미치는 경제적 영향을 고려해 보면 허용의 필요성이 시급하다. 하지만 해외에서 논의되는 바와 같이 시스템리스크와 일반투자자 판매시 투자자 보호의 우려가 헤지펀드 허용을 망설이게 하는 요인이 된다. 또한 국내 자산운용업계의 설문조사를 통해서도 헤지펀드의 국내 허용 필요성이 자산운용업계에도 인식되고 있음을 알 수 있다. 국내 제도에서 헤지펀드를 조속히 허용하되, 제도 설계시 이러한 우려를 완화하는 조치가 필요하다.

헤지펀드의 국내 허용 방안을 제시하기 위해서는 국내에서 새로운 형태의 사모펀드 도입시 어떤 방식으로 규율체계를 변경시켰는지 살펴볼 필요가 있다. 또한 국내 허용 방안 강구시 헤지펀드 관련 규율을 위해 현행 사모펀드 규율을 살펴볼 필요가 있다. 따라서 먼저 국내 사모펀드의 도입 과정 및 규율체계를 살펴본 이후에, 헤지펀드의 허용 방안을 제시한다.

1. 국내 사모펀드 제도 검토

가. 사모펀드의 도입 과정

우리나라에 사모펀드제도가 도입된 것은 1998년으로 제7차 「증권투자신탁업법」 개정을 통해 사모증권투자신탁제도가 도입되었으며, 같은 해 「증권투자회사법」 제정을 통해 사모증권투자회사제도가 도입되었다. 그 후 2004년 1월 간투법 제정시 사모간접투자기구에 대한 특례조항이 도입되었다. 사모간접투자기구는 일반공모펀드와 달리 사적 자치의

원칙이 중시되고 투자자 보호의 요구가 상대적으로 적은 펀드임을 감안하여 공모펀드에 비하여 규제를 완화하여 적용하도록 규정하고 있다.⁵⁵⁾

일반 사모펀드에 비하여 특수한 형태의 사모펀드로 기업인수증권투자회사(이하 사모M&A펀드)와 사모투자전문회사가 도입되었다. 사모M&A펀드를 사모간접투자기구 중 다른 회사를 계열회사로 편입하는 것을 목적으로 하는 투자회사를 말한다. PEF는 사모로 조달된 투자전문회사이다. 투자전문회사는 회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법에 의한 합자회사를 말한다. 특수한 형태의 사모펀드는 일반사모펀드에 대한 규제를 완화하고 있다.

나. 규율체계

본 연구에서 정의된 헤지펀드의 특성 관련 자본시장통합법 상의 규정을 먼저 살펴본다. 특성 관련 규율 검토 후, 헤지펀드 관련 규율 대상을 검토한다. 해외의 헤지펀드 제도에서 살펴본 바와 같이 주요 규율 대상은 헤지펀드 설립, 운용자, 판매자, 투자자의 자격요건이다. 따라서 국내 사모펀드 설립, 운용자, 판매자, 투자자의 자격요건을 살펴본다. 간투법이 자본시장통합법에 흡수되었으나, 자본시장통합법 상의 시행령 제정이 진행 중이므로, 간투법과 자본시장통합법을 함께 살펴본다.

55) 김철배 외(2005)

1) 헤지펀드 특성 관련 자본시장통합법 상의 규정 검토

본 연구에서 정의한 헤지펀드의 특성은 다음과 같다. ① 원칙적으로 제한 없는 자산운용, ② 차입허용, ③ 공모도 허용, ④ 성과보수 허용, ⑤ 펀드 운용자의 자기자금 투자허용, ⑥ 정기적 환매 허용, ⑦ 사모발매 등이다.

자산운용과 관련하여 자본시장통합법 하에서는 사모투자기구의 운용대상자산에 대해서 포괄적 정의를 하고 운용대상자산의 제한을 없애고 있다. 집합투자대상 자산의 범위에 관하여 제6조 제5항에서 집합투자대상 자산을 열거하지 않고 ‘재산적 가치가 있는 모든 재산’을 집합투자대상 자산으로 정의함에 따라 집합투자대상 자산의 범위를 확대하였고, 동법 제229조에서는 집합투자재산의 운용대상에 따라 증권집합·부동산·특별투자기구, 부동산투자기구로 분류하여 펀드 종류별 운용대상자산의 제한을 없애으로써 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자대상에 운용할 수 있도록 하고 있다.⁵⁶⁾ 하지만 동법 제81조 제1항⁵⁷⁾에서는 집합투

56) 특히 혼합자산펀드의 경우 모든 자산에 자유롭게 투자할 수 있도록 하고 있음

<표> 자본시장통합법 상 간접투자기구별 운용대상자산의 종류

구 분	증권펀드	부동산펀드	특별자산펀드	MMF	혼합자산펀드
증 권	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	×	○
부 동 산	○	○	○	×	○
실물자산	○	○	○	×	○
특별자산	○	○	○	×	○

자료: 재정경제부(2006b)

57) 자본시장통합법 제81조 제1항에서는 집합투자업자는 집합투자재산을 증권 또는 파생상품에 운용함에 있어서 ① 각 집합투자기구 자산총액의 10분의 10 이내에서 대통령령으로 정하는 비율을 초과하여 동일종목의 증권에 투자하는 행위, ② 각 집합투자업자가 운용하는 전체 집합투자기구 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 20을 초과하여

사업자의 자산 운용에 대하여 제한을 부과하고 있다.

차입과 관련하여 자본시장통합법 제83조 제1항에서 집합투자사업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하지 못하도록 원칙적으로 금전 차입을 제한하고 있고,⁵⁸⁾ 사모투자전문회사의 경우에도 사원의 퇴사에 따른 출자금 지급하기 위하여 불가피한 경우 등에 한하여 차입금액 및 채무보증액의 합계가 사모투자전문회사재산의 10%를 초과하지 않는 범위 내에서 자금을 차입하거나 투자대상기업 또는 투자대상기업과 관련된 타인을 위한 채무보증을 할 수 있다.

공매도와 관련하여 자본시장통합법 제180조 제1항에서 증권시장에서 상장증권에 대하여 소유하지 아니한 상장증권의 매도 또는 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 금지함으로써 원칙적으로 공매도가 제한되어 있고 대통령령에서 예외적으로 허용할 수 있도록 하고 있다.

투자하는 행위, ③ 각 집합투자기구 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위, ④ 대통령령으로 정하는 적격 요건을 갖추지 못한 자와 장외파생상품을 매매하는 행위, ⑤ 파생상품의 매매에 따른 위험평가액이 대통령령으로 정하는 기준을 초과하여 투자하는 행위, ⑥ 파생상품의 매매와 관련하여 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권의 가격변동으로 인한 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위, ⑦ 같은 거래상대방과의 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위를 금지하고 있음. 다만, 투자자 보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 가능함

58) 자본시장통합법 제83조(금전 차입 등의 제한) 제2항에서 집합투자증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 환매대금의 지급이 곤란한 때 또는 매수청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 매수대금의 지급이 곤란한 때에 한하여 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입할 수 있도록 규정하고 있음

보수와 관련하여 자본시장통합법 제86조 제1항에서는 운용실적에 연동하여 미리 정하여진 산정방식에 따른 성과보수의 제한을 두고 있다. 그러나 사모집합투자기구의 경우 성과보수를 허용하고 있다.

펀드운용자의 자기자금 참여와 관련하여 자본시장통합법 제186조는 투자회사 등의 경우 담보권의 실행 등 권리행사가 필요한 때를 제외하고 자기의 계산으로 자기가 발행한 집합투자증권을 취득하거나 질권의 목적으로 받지 못하도록 규정하고 있다. 그러나 동법 제213조에서 투자합자회사 설립의 경우에는 집합투자업자는 설립시에 출자금을 금전으로 납입하여야 한다고 규정함으로써 투자합자회사를 이용하는 경우 자산운용회사의 출자가 의무사항으로 규정되어 있다.

정기적 환매와 관련하여서는 자본시장통합법 제235조 1항에서 투자자는 언제든지 집합투자증권의 환매를 청구할 수 있다고 규정하고 있어 정기적 환매를 허용하고 있지 않다.

사모 관련하여서는 자본시장통합법 제9조 제19항에서 사모집합투자기구를 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 것이라고 정의하고 있다.

2) 헤지펀드 관련 규율 대상 검토

가) 사모펀드 설립

(1) 간투법

사모간접투자기구는 간투법 제175조에 의한 특례 규정의 적용을 받아 모집 또는 매출 외의 방법으로 간접투자증권을 발행하는 간접투자기

구로서 ① 간접투자자가 기관투자자 등으로만 구성된 경우 또는 ② 간접투자자 수가 30인 이하의 간접투자기구를 말한다.

사모펀드에 대한 규제는 원칙적으로 공모펀드와 동일한 차원으로 규정되며, 일반 공모펀드와 달리 사적 자치의 원칙이 중시되고 투자자 보호의 요구가 상대적으로 적은 펀드임을 감안하여 공모펀드에 비해 규제를 완화하여 적용하도록 규정하고 있다. 특히 펀드 설립과 판매 구조 등에 관한 규제와 불공정거래를 제한하기 위한 규제는 공모펀드와 동일하게 규제하고 있다. 즉, 펀드로서 수탁회사의 감시기능, 판매회사를 통한 판매 등 기본 체계는 유지하되, 사적 자치 충실을 위하여 일부 규제의 적용을 배제하고 있다. 다만, 펀드의 공시 및 운용 등에 관한 일부 규제는 예외적으로 면제하거나 완화하고 있으며, 그밖에 개별조문에서 사모펀드에 인정된 특례로서는 판매보수 및 보수 한도 적용이 배제되며⁵⁹⁾, 성과보수의 취득이 가능하며⁶⁰⁾, 유가증권 등 실물자산 납입이 가능하다.⁶¹⁾ 설립에 관한 규제도 금융감독위원회 등록의무가 있다.

(2) 자본시장통합법

자본시장통합법 제9조 제18항에서 사모집합투자기구를 집합투자증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 것으로 정의하여 민법, 상법 등 현행법상 설립가능한 모든 기구를 집합투자기구로 활용할 수 있도록 허용하고 있다. 유한회사, 합자회사, 조합 및 익명조합 형태의 집합투자기구를 인정하고 있다.

59) 간투법 시행령 제58조 제4항

60) 간투법 제177조 제2항

61) 간투법 시행령 제40조 제1항

자본시장통합법에서는 사모펀드에 대한 규제를 대폭 완화하고 있는데, 자본시장통합법 제249조에서 사모간접투자기구에 대한 특례로서 투자설명서, 결산서류 비치, 신탁약관 또는 정관의 열람, 수탁회사(자산보관회사) 보고서 작성 및 제공 의무가 면제되며, 수익자총회 및 수탁회사(자산보관회사)의 자산운용감시 의무가 면제된다. 이에 따라 자산운용업자의 운용지시(행위)의 법령·약관(정관)·투자설명서 위반여부 확인 의무, 간접투자재산의 평가·기준가격 산출의 적정성 확인 의무 등이 면제된다.⁶²⁾

자본시장통합법에서는 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구를 사모투자전문회사로 규정하고 있는데, 일반 펀드에 관련된 조항을 모두 적용하되, 사모투자전문회사로 활동하기에 적용이 불필요한 조항에 대해서는 열거하여 배제하는 형식으로 규제되고 있다. 또한 자본시장통합법에서도 사모펀드 설립을 위한 금융감독위원회 등록의무가 존속된다.

62) 간투법 제175조에 따르면 사모펀드는 투자설명서, 결산서류 비치, 자산운용보고서, 수탁회사(자산보관회사)보고서 등 작성 및 제공 의무가 면제됨

<표 VI-1> 공모펀드와 사모펀드 규정 비교

구 분	공모펀드 (현행)	사모펀드 (현행)	사모펀드 (개선)
금융감독위원회 등록	적용	적용	적용
자산운용회사만 운용가능	적용	적용	적용
수탁회사(자산보관회사) 위탁 의무	적용	적용	적용
수익자 평등원칙 준수 의무(매입·환매 기 준가격, 수익권·주권 동등원칙 등)	적용	적용	적용
자산평가(시가평가 원칙)	적용	적용	적용
투자설명서 제공의무	적용	면제	현행과 같음
판매보수·보수 한도	있음	없음	현행과 같음
자산운용 규제(동일종목 투자한도 등)	적용	면제	현행과 같음
회계감사 의무	적용	면제	현행과 같음
약관(정관) 공시의무	적용	면제	현행과 같음
자산운용보고서·수탁회사(자산보관회사) 보고서 작성 및 제공 의무	적용	면제	현행과 같음
수익자총회 개최 의무	적용	적용	면제
수탁회사(자산보관회사)의 감시의무 ¹⁾	적용	적용	면제

주: 1) 자산운용업자의 운용지시(행위)의 법령·약관(정관)·투자설명서 위반여부
확인 의무, 간접투자재산의 평가·기준가격 산출의 적정성 확인 의무 등
자료: 재정경제부(2006b)

나) 사모펀드 운용자 규제

(1) 간투법

자산운용회사는 간투법 제2조 제16호에 의거하여 투자신탁의 위탁자가 되거나 투자회사의 법인 이사가 되어 간접투자재산의 운용을 업으로 하는 자로 정의되는데, 공모펀드 및 일반 사모펀드 운용을 하기 위해서는 상법상의 주식회사 또는 금융기관으로 법 제5조와 제6조에 의해 금융감독위원회의 허가를 받아야 한다. 구체적인 업무로서 투자신탁의 설

정·해지, 투자신탁재산의 운용·운용지시, 투자회사재산의 운용을 주로 담당한다. 그러나 사모투자전문회사의 경우 소수의 일반투자자 또는 기관투자자 등에 의해 설립이 가능하므로 허가를 받을 필요가 없다.

금융감독위원회의 허가를 받기 위해서는 법 제5조의 허가요건을 충족시켜야 하는데, 100억원 이상의 자본금을 확보해야 하며, 자산운용회사의 업무를 수행함에 충분한 인력과 전산설비 등 물적 시설을 갖추고 있어야 한다. 자산운용회사의 업무 수행을 위한 전산요원 등 필요한 인력을 갖추고, 업무를 영위하는데 필요한 전산설비를 구축하고 사무실 등 업무 공간을 충분히 확보해야 한다. 특히 자산운용회사는 자산운용의 전문성을 높이고 투자자를 보호하기 위해 법 제9조 제1항 규정에 의해 운용전문인력을 확보해야 하고, 자산운용협회에 등록된 운용전문인력이 아닌 자는 펀드 운용을 할 수 없다.⁶³⁾

(2) 자본시장통합법

자본시장통합법에서는 자본시장 관련 금융업은 경제적 실질에 따라 투자매매업⁶⁴⁾, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업

63) 간투법 제9조 제2항에 의하여 등록된 운용전문인력이 아닌 자가 간접투자 재산의 투자·운용과 직접적으로 관련된 업무, 투자자문업무 또는 투자일임업무를 행하여서는 아니됨

64) 자본시장통합법 제6조에서 투자매매업은 자기의 계산으로 금융투자상품을 매도·매수, 발행·인수 또는 그 청약의 권유·청약·청약의 승낙을 하는 업, 투자중개업은 타인의 계산으로 금융투자상품을 매도·매수, 그 청약의 권유·청약·청약의 승낙 또는 발행·인수에 대한 청약의 권유·청약·청약의 승낙을 하는 업, 집합투자업은 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등을 투자자등으로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 업, 투자자문업은 금융투자상품의 가치 또는 투자판단에 관하여 자문을 하는 업, 투자일임업은 투자자로부터 자산에 대한 금융투

으로 나누어 금융기능별 인가체제로 전환하여 동일한 금융기능에 대해서는 동일한 인가요건이 적용되도록 금융기능별로 진입 요건을 마련하였다. 이에 따라 금융투자업을 영위하려는 자는 자본시장통합법 제12조에 의하여 업무단위의 전부나 일부를 선택하여 금융감독위원회로부터 하나의 금융투자업 인가를 받아야 한다. 인가를 받기 위한 자본 요건은 인가 업무 단위별 5억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상의 자기자본을 갖추어야 하며, 사업계획이 타당하고 건전해야 하며, 투자자 보호가 가능하고 영위하고자 하는 금융투자업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비, 그 밖의 물적 설비를 갖추어야 한다. 임원의 경우 법 제24조에 해당하는 결격 사유에 해당하는 자가 없어야 하며, 필요한 세부 사항은 대통령령으로 정하고 있다.

법 제286조 제3항에서는 집합투자재산·신탁재산 또는 투자일임재산을 운용하는 업무를 수행하는 자를 투자운용인력으로 정의하고 있으며, 법 제85조 제7항에서 투자운용인력이 아닌 자에게 집합투자재산을 운용하게 하는 행위가 불건전영업행위로 금지하고 있다.

다) 사모펀드의 판매자 규제

(1) 간투법

우리나라의 경우 법 제26조 제1항에 의하여 간접투자증권의 판매를 업으로 하고자 하는 자로 증권회사, 보험회사 또는 은행으로 반드시 금융감독위원회에 등록하도록 규정하고 있는데, 사모펀드의 판매에 있어서

자상품에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하는 업, 신탁업은 신탁법에 의한 신탁을 수탁하는 업으로 각각 정의하고 있음

도 이러한 규제를 준용하고 있다. 단, 사모펀드의 경우 법 제59조에 의해 광고 자체를 금지하고 있다.

법 제57조 제5항에 따르면 판매회사의 판매 업무를 담당하는 임·직원은 판매 업무에 관한 교육을 이수하도록 규정하고 있으며, 시행령 제55조 제2항에서는 30시간 이상 간접투자증권에 관한 법규, 판매행위준칙이 포함되어 있는 교육과목을 이수하고 펀드판매인력 시험에 합격해야 한다.

(2) 자본시장통합법

자본시장통합법에서 집합투자재산을 판매하기 위해서는 투자매매업 또는 투자중개업으로 금융감독위원회로부터 금융투자업자 인가를 받아야 한다. 인가를 받기 위해서는 상법에 따른 주식회사이거나 대통령령으로 정하는 금융기관, 또는 외국 금융투자업자로서 외국에서 영위하고 있는 영업에 상당하는 금융투자업 수행에 필요한 지점, 그 밖의 영업소를 설치한 자로 인가업무 단위별로 5억원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상의 자기자본 및 투자자의 보호가 가능하고 그 영위하고자 하는 금융투자업을 수행하기에 충분한 인력과 전산설비, 그 밖의 물적 설비를 갖추어야 한다.⁶⁵⁾

법 제51조와 제52조에서 투자권유대행인⁶⁶⁾ 제도를 도입하고 있는데,

65) 자본시장통합법 제12조

66) 투자권유대행인에게 판매시 투자자 보호를 위하여 금융상품의 내용·위험에 대한 설명 의무를 부과하고 손해배상책임 의무를 지도록 하는 등 '투자권유 규제'를 모두 적용하여 불완전 판매를 예방하고 투자권유시 자기 명의·계산에 의한 판매를 금지하고 투자권유대행인임을 고지하도록 함. 간투법 시행령 개정을 통해 도입된 수익증권 판매권유 제도를 법률에 규정함으로써 판매 권유자에 대하여 불완전 판매를 방지하기 위한 투자권유 규제(자격, 영업행위 규제 등)를 강화하여 위반시 제재도 가능하고, 투자권유대

투자권유대행인은 금융투자회사의 위탁을 받아 금융투자상품 판매의 사실상 중개 업무만을 수행하는 자로 정의하여 증권관련 자격증 등 전문 지식을 갖출 것을 요구하고 있다. 또한 제286조에서 투자권유자문인력은 투자권유를 하거나 투자에 관한 자문 업무를 수행하는 자로 정의하고 있는데, 법 제71조 제4항에서는 투자권유대행인 및 투자권유자문인력이 아닌 자에게 투자권유를 하게 하는 행위를 불건전영업행위로 규정함에 따라서 투자권유대행인 및 투자권유자문인력에 한하여 투자권유가 가능해지며, 관련 상세 사항은 대통령령으로 정하고 있다.

라) 사모펀드의 투자자 규제

(1) 간투법

사모간접투자기구는 간투법 제175조 및 시행령 제163조에 의한 특례 규정의 적용을 받아 모집 또는 매출 외의 방법으로 간접투자증권을 발행하는 간접투자기구로서 ① 간접투자자가 기관투자자 등으로만 구성된 경우 또는 ② 간접투자자 수가 30인 이하의 간접투자기구를 말한다. 특히 현행 규제에서 적격투자자를 기관투자자, 「기금관리기본법」에 의한 기금 또는 간접투자증권을 100억원 이상 매입한 개인이거나 500억원 이상 매입한 법인으로 규정하고 있다.

사모투자전문회사의 사원은 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 구성되며, 사원의 총수는 30인 이하이어야 한다. 한편, 투자자 보호를 위한 별도의 규제를 최소화하기 위하여 사원은 특정·소수의 일반투자자 또는 기관투자자 등으로 한정하였다. 즉, 유한책임사원

행인은 업무를 위탁한 금융투자회사가 관리하도록 하되 불완전 판매로 손해를 끼친 경우 회사에게도 배상 책임 부과할 수 있음

인 일반투자자에 대하여는 최소투자금액으로서 개인인 경우에는 10억원, 법인(기금, 투자신탁과 투자회사를 포함)인 경우에는 20억원으로 제한된다. 이외에도 사모투자전문회사의 무한책임사원에 대하여는 일반 회사는 무한책임사원이 될 수 없도록 한 상법 규정을 배제함으로써 회사가 사모투자전문회사의 무한책임사원이 될 수 있도록 허용하고 있으며, 무한책임사원은 노무 또는 신용출자를 할 수 없도록 하고 반드시 금전 또는 시장성 있는 유가증권을 출자하도록 하였다.

(2) 자본시장통합법

자본시장통합법 제9조에서 사모집합투자기구의 투자자 총수는 대통령령으로 정하는 수 이하인 것으로 규정하면서 투자자의 수에 대해서는 대통령령으로 정하고 있다. 사모투자전문회사의 사원에 대해서는 법 제 269조 제1항에서 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 하되, 사원의 총수는 대통령령으로 정하는 수 이하로 하도록 정하고 있다. 또한 동 법에서 금융투자상품에 관한 전문성 구비여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자로서 대통령령으로 정하는 자를 전문투자자로 규정하고 있다.

3) 규제 대상의 규율체계 요약

현행 규정에서의 사모펀드의 설립, 운용자, 판매자 투자자에 대한 자격요건은 <표 VI-2>와 같이 요약할 수 있다.

<표 VI-2> 현행 법제하에서의 헤지펀드 규제대상의 규율체계요약

규제 대상	간투법	자본시장통합법
사모펀드 설립	등록	등록
운용자 (단, PEF 운용자 제외)	인가	인가
판매회사	인가	투자매매업 또는 투자중개업자로 인가
투자자	적격투자자 소수투자자	시행령에서 규율 예정

2. 헤지펀드의 국내 허용 방안⁶⁷⁾

본 연구에서 정의된 헤지펀드를 허용하기 위해서는 기존 사모펀드 관련 규제 중 어떠한 조치가 필요한가를 살펴보고, 헤지펀드의 설립, 운용자, 판매자, 투자자에 관한 규율 체계를 일반 사모펀드에 대비하여 설정한다. 또한 국제기구 등에서 논의되는 헤지펀드 활동으로부터 야기되는 우려사항 완화를 위한 규제 설정을 한다.

67) 허용방향 설정의 일부(펀드의 사후신고 및 신고 내용, 투자자 보호, 허용 순서) 사항에 대하여 재경부 주도 2007년 9월에 설립된 헤지펀드 T/F팀의 의견을 참고하였음

가. 본 연구의 정의에 의한 헤지펀드 특성이 내재된 헤지형 사모펀드 허용

전장에서 검토한 헤지펀드 특성을 억제하는 규제를 완화할 필요가 있다.

원칙적으로 제한 없는 자산운용과 관련하여 자본시장통합법 제81조 제1항의 증권 또는 파생상품 운용에 대한 규정은 헤지형 사모펀드의 자유로운 자산운용을 제한하므로 적용을 배제할 필요가 있다. 특히 헤지펀드의 경우 파생상품에 대한 자유로운 투자가 투자 전략상 필요하므로, 동 조항의 제5호에서 규율하는 파생상품 거래에 따른 총위험평가액 제한의 확대가 필요하다.

차입과 관련하여 자본시장통합법 제83조 제1항에서 집합투자업자의 금전 차입을 원칙적으로 제한하므로, 헤지형 사모펀드에 한하여 적용을 배제할 필요가 있다.

공매도와 관련하여 자본시장통합법 제180조 제1항에서 공매도를 제한하고 있으나 대통령령에서 예외적으로 허용할 수 있도록 하고 있다. 결제시스템의 안정을 위하여 순수 공매도(naked short sale)⁶⁸⁾는 허용되

68) 간접투자기구가 투자증권을 보유하지 않은 상태로 하는 순수공매도의 경우는 1934년 미국 증권거래 위원회 규정 Act of 34에서 결제불이행의 위험 및 투기유발 가능성을 우려하여 불법으로 규정하고 있고, 레귤레이션 SHO(Regulation SHO)에서 공매도를 악용하지 못하도록 공매도를 할 경우 주식을 빌린다는 약정을 먼저 하도록 규정하고 있음. 즉, 이 규정은 증권회사의 브로커나 딜러에 대해서 주식을 빌렸거나 팔아도 좋다는 증서를 제출하지 않았을 경우 아예 공매도 주문 자체를 받지 못하도록 하고 있음. 단, Rule 200과 Rule 203에서 예외적으로 브로커나 딜러가 다른 등록 브로커나 딜러로부터 주문을 받았을 때, 진정한 시장 조성(market making)을 하는 경우 브로커나 딜러가 고객을 위해 공매도를 하는데 주식을 받을 수 있다는 것에 대해 충분히 믿을만한 정황이 있는 경우 예외적으로 허용하고 있음

지 않는 것이 바람직하다. 그러나 헤지형 사모펀드에 한하여 예외 허용 규정을 적용하여 사전적으로 차입 증권이 확인된 covered short sale⁶⁹⁾을 활성화할 수 있는 방안이 마련될 필요가 있다.⁷⁰⁾

자본시장통합법 제86조 제1항에서는 사모집합투자기구의 경우 성과보수를 허용하고 있으므로, 헤지형 사모펀드의 경우 동 규정을 적용하여 실적보수를 허용하도록 한다.

펀드운용자의 자기자금 참여와 관련하여 자본시장통합법 제213조에서 투자합자회사 운용자의 자금자금 출자가 의무화되어 있으므로 헤지형 사모펀드의 경우 동 규정을 적용하면 자기자금 투자가 가능할 것이다.

정기적 환매와 관련하여서는 자본시장통합법 제235조 제1항은 집합투자증권의 상시 환매를 허용하므로 헤지형 사모펀드의 경우 동 규정의 적용을 배제할 필요가 있다.

자본시장통합법 제9조 제19항에서 사모집합투자기구를 규율하고 있다. 따라서 동 규정을 적용하면 특수한 형태의 헤지형 사모펀드 설립이 가능할 것이다.

요약하면, <표 VI-3>에서와 같이 자본시장통합법 상의 규정을 통하여 헤지펀드의 특성이 내재된 헤지형 사모펀드를 허용할 필요가 있다.

69) 정상적으로 주식을 빌려서 파는 것으로 normal short sale이라고도 함. 원칙적으로 주식이 없는 상태에서 매도할 수 없으나 대주에 대한 약정을 한 상태에서 매도가 가능함.

70) 최근 미국에서는 공매도 활성화를 위해 주식의 상승 시에만 공매도를 할 수 있는 up-tick rule를 완화한 바 있음

<표 VI-3> 본 연구의 정의에 입각한 헤지펀드 허용을 위한 조치사항

헤지펀드 요소	자본시장통합법상의 사모펀드 관련 규제	헤지형 사모펀드 허용을 위한 조치
원칙적으로 제한 없는 자산운용	<ul style="list-style-type: none"> 파생상품운용제한: 자본시장통합법 제81조 제1항 마 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용배제
차입허용	<ul style="list-style-type: none"> 차입제한: 자본시장통합법 제83조 제1항 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용 배제
공매도 허용	<ul style="list-style-type: none"> 공매도 제한: 자본시장통합법 제180조 제11항 	<ul style="list-style-type: none"> 예외 허용 규정을 적용하여 사전적으로 차입증권이 확인된 공매도는 활성화하되, 순수공매도 규제 up-tick rule 완화 검토 필요
성과보수 허용	<ul style="list-style-type: none"> 사모집합투자기구의 성과 보수 허용: 자본시장통합법 제86조 제1항 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용
펀드 운용자의 자기자금 투자 허용	<ul style="list-style-type: none"> 투자합자회사의 운용자의 자기자금 출자의무: 자본시장통합법 제213조 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용
정기적 환매 허용	<ul style="list-style-type: none"> 집합투자증권의 상시 환매 허용: 자본시장통합법 제235조 제1항 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용 배제
사모	<ul style="list-style-type: none"> 사모설립허용: 자본시장통합법 제9조 	<ul style="list-style-type: none"> 동 규정 적용하되 특수한 형태의 헤지형 사모펀드 설립 허용

나. 헤지형 사모펀드 설립, 운용자, 판매자 및 투자자 규율

1) 헤지형 사모펀드 설립

해외의 헤지펀드 등록 국가의 경우, 헤지펀드에 대하여 집합적 투자펀드의 규율이 적용된다. 헤지펀드는 역외 설립이 가능하므로, 역내 설립에 관해 엄격한 규제를 할 필요가 없다. 국내 자산운용업체는 등록을

수용하는 편이나, 현재까지 모든 펀드의 등록이 요구되므로, 헤지펀드의 등록도 당연히 하는 것으로 인식된다.

그러나 헤지펀드 설립의 활성화를 위해서는 펀드, 설립의 신속성 및 효율성이 높은 영미식의 등록면제 방식을 취하되, 최소한도의 정보수집 및 감독을 위해 설립 후 감독 당국에 대한 신고를 하도록 한다. 신고내용은 펀드명칭, 운용자, 규모, 투자자 수 등으로 가급적 최소화한다.

<표 VI-4> 헤지형 사모펀드 설립 요건

	자본시장통합법상의 사모펀드 설립	헤지형 사모펀드
설립요건	금융감독위원회 등록	설립 후 사후신고

2) 헤지형 사모펀드 운용업자

<표 IV-1>에서 나타난 바와 같이 대부분의 국가에서 헤지펀드 운용자에 대한 규제가 존재하며, 공모펀드 운용자와 사모펀드 운용자에 대한 동일한 규제를 적용하는 국가와 상이한 규제를 적용하는 국가가 혼재한다. 인가 요건으로 홍콩의 경우 자본금, 운용자의 전문성, 헤지펀드 운용자산의 총액, 운용회사의 위험관리 및 내부관리 체제 구축 여부 등이 있고, 미국의 경우도 LTCM 사건 이후 운용자의 등록을 추진하고 있다. 그러나 외국의 경우 운용업자 자본금 규정과 관련하여 일반 자산운용업자의 필요 자본금 규모가 높지 않으므로 헤지펀드 운용업자에 대해서도 특별한 요건을 적용하지 않고 있다.⁷¹⁾

국내 사모펀드 운용업자는 공모펀드 운용업자와 동일한 규제를 적용받고, 금융감독위원회의 인가가 필요하며, 자본금, 인적·물적 요건, 전

71) 구체적 사항은 부록 II 참고

문성, 적격성 관련 인가 요건이 있다. 단, 사모전문투자회사 운용자는 운용업 인가를 받을 필요가 없다. 이러한 상황에서 시장의 건전성, 투자자 보호 및 시장리스크의 방지를 위해서 헤지펀드 운용업자에 대한 인가 제도는 유지하되, 현재의 높은 자본금 규정이 헤지펀드 운용업자의 자산 운용 산업에 진입하는데 진입장벽이 될 소지가 있다. 따라서 헤지형 사모펀드 운용업자에 한하여 자본금 규모 수준을 대폭 낮춤으로써 진입을 용이하도록 하여 헤지펀드의 활성화를 도모할 필요가 있다.

그러나 국내 운용업자의 전문성이 미흡하다는 지적이 있고, 헤지형 사모펀드의 경우 다양한 투자 전략을 사용하는 만큼 운용전문인력의 전문성을 강화해야 할 필요가 있다. 싱가포르나 홍콩과 같이 운용업자는 일정 경력 이상의 운용전문인력을 확보하도록 하며, 금융산업에서 규정 위반 전력이 있는 경우 등 부적격자의 진입을 차단해야 한다. 더불어 대주주의 경우 사회적 신용요건 등을 적용하여 부적격 대주주의 진입을 차단해야 한다.

<표 VI-5> 헤지형 사모펀드 운용업자 인가 요건

	자본시장통합법상의 사모펀드 운용업자	헤지형 사모운용업자
자본금	<ul style="list-style-type: none"> • 인가업무별 5억원 이상 대통령령으로 정하는 금액(시행령에서 규율 예정) 	<ul style="list-style-type: none"> • 자본금요건 대폭 낮춤
전문성	<ul style="list-style-type: none"> • 시행령에서 규율 예정 	<ul style="list-style-type: none"> • 일정 경력 이상의 운용전문인력 확보
적격성	<ul style="list-style-type: none"> • 시행령에서 규율 예정 	<ul style="list-style-type: none"> • 적격성 기준을 적용하여 부적격자의 진입차단 • 금융산업에서의 규정 위반 전력, 사회적 신용요건 등 고려

3) 헤지형 사모펀드 판매업자

해외에서는 헤지펀드가 적격투자자 대상 사모로 판매되는 경우 판매업자에 대한 특별한 규제가 없으며, 소매 판매시 투자자 보호를 위한 판매업자 규제가 적용된다. 자본시장통합법 상 판매업자는 금융감독위원회의 인가를 받도록 되어 있으나, 헤지펀드 판매업자의 경우 헤지펀드는 사모펀드로 판매되기 때문에 운용자에게 자기펀드 판매를 허용하여 헤지펀드 활성화를 도모해야한다. 더불어 국내 헤지펀드는 사모로 전문투자자에게 판매되므로 PEF의 GP와 같이 운용자의 투자자 모집이 가능하도록 할 필요가 있다.

따라서 <표 VI-6>에서와 같이 헤지형 사모펀드 운용업자가 판매를 할 수 있도록 규정을 개선하되 현행 판매 담당자에 대한 규정은 유지하도록 한다.

<표 VI-6> 헤지형 사모펀드 판매업자

	자본시장통합법상의 사모펀드	헤지형 사모펀드
판매업자	<ul style="list-style-type: none"> 투자매매업 또는 투자중개업으로 인가¹⁾ 	<ul style="list-style-type: none"> 운용회사의 자기 펀드의 투자자 모집 인정
판매 담당자	<ul style="list-style-type: none"> 투자권유대행인 및 투자권유자문인력에 한하여 투자권유 가능²⁾ 시행령에서 규율예정 	<ul style="list-style-type: none"> 유지

주: 1) 자본시장통합법 제12조

2) 자본시장통합법 제71조

4) 투자자

해외의 경우 헤지펀드에는 다양한 위험이 내재하므로 위험으로부터 자신을 보호할 수 있는 전문투자자에게 사모로 판매되는 것이 일반적인

형태이다. 최근 홍콩 등의 경우 소매투자자에게도 판매되는 경우가 있으나 대부분의 경우는 전문투자자를 대상으로 하고 있다. 일반등록펀드가 헤지펀드 전략을 사용할 수 있으나, 소매투자자를 대상으로 판매하는 것에 대해서는 투자금액 제한 등의 측면에서 공모펀드 이상의 규제를 받는다. 미국의 경우 적격투자자펀드와 소수투자자펀드가 있다.

자본시장통합법 상 시행령에서 사모투자자의 구체적인 요건이 규율될 것이다. 간투법 상에 규율되어 있는 적격투자자 사모와 소수투자자 사모의 요건은 <표 VI-7>, <표 VI-8>에서와 같이 IV장에서 살펴본 미국의 경우 보다 엄격하다. 따라서 헤지펀드의 투자자는 적격투자자나 소수투자자가 될 것인 바, 그 요건을 완화할 필요가 있다.

적격투자자 요건을 설정하는 데 있어 스스로 투자판단을 할 수 있는 전문적 능력이 있는 자, 헤지펀드 투자에 따른 위험 및 손실을 감내할 수 있는 능력이 있는 자로 정하되 개인과 법인에 대한 투자 규모를 완화할 필요가 있다.

<표 VI-7> 헤지형 사모펀드의 적격투자자 요건

	현행 사모펀드의 적격투자자	헤지형 사모펀드
요건	<ul style="list-style-type: none"> • 기관투자자, 기금 • 간접투자증권을 100억원 이상 매입한 개인 또는 500억원 이상 매입한 법인 	<ul style="list-style-type: none"> • 기관투자자, 기금 • 개인과 법인에 대한 투자규모 완화

미국에 비해 적은 소수투자자의 수를 상향 조정하고, 소득규모, 자산상태 등을 고려하여 소수투자자의 특정요건을 검토할 필요가 있다.

<표 VI-8> 헤지형 사모펀드의 소수투자자 요건

요건	현행 사모펀드	헤지형 사모펀드
투자자수	30명	인원 상향 조정
자산규모	-	자산규모 고려
수입규모	-	수입규모 고려

다. 우려사항 완화를 위한 방안

국제기구와 해외의 규제당국 및 학계에서 최근 논의되고 있는 헤지펀드의 우려사항인 시스템리스크예방과 투자자 보호를 위해 어떤 방식의 규제가 바람직한가를 검토해야 한다.

1) 시스템리스크

가) 헤지펀드 차입 규모 보고

LTCM, 아마란스 펀드 및 서브프라임 사건과 같이 헤지펀드로 인한 시스템리스크의 발생 가능성이 존재하는만큼 대부분의 정책 및 학술 논의에서 헤지펀드 활성화에 따른 시스템리스크를 대비하기 위한 제언을 하고 있다. 특히 동일한 전략 및 포지션을 가진 다수의 헤지펀드가 동시에 시장을 이탈하거나 한 방향으로 거래할 때 집단거래(crowded trades) 위험이 있으며, 이 경우 시장 전체로의 파급 및 유동성 경색을 초래할 가능성이 있으므로 헤지펀드의 의미 있는 정보 공개, 금융기관의 위험관리 시스템 개선, 건전한 해결 메커니즘 확립 등을 통한 시스템리스크관리 방안이 필요할 것이다.

헤지펀드가 금융시장 전체에 미칠 수 있는 잠재적인 위협의 원천은 과도한 차입을 사용함에 따라 시장이 악화되거나 예상치 못한 일이 발생하는 경우 등 파급효과가 확대된다는 것이다. 이에 대한 대처방안으로 헤지펀드 차입 거래에 대한 직접 규제는 헤지펀드는 전략별로 차입 정도가 달라지므로 차입 규모를 획일적으로 규제하기는 어렵다. 따라서 헤지펀드의 이러한 위험성을 모니터링하기 위한 방안으로 차입 규모에 대한 감독 당국의 정보 집적이 필요하다. 이를 위해 헤지형 사모펀드 운용자가 이를 감독 당국에 보고하도록 하는 것이 한 방안이 될 수 있다. 헤지펀드의 차입 규모가 전반적으로 급격히 증가하면, 금융 당국은 자금을 대여하는 프라임 브로커 등 일반 금융 기관에 대한 건전성 규제 강화를 통해 시스템리스크를 예방할 수 있을 것이다.

나) 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」(이하 통합도산법) 상 금융거래 특칙의 적용 검토⁷²⁾

통합도산법 상에서 금융거래에 대하여 특칙을 입법화한 것은 금융시스템 위협의 방지와 국제 금융환경과의 정합성 유지라는 차원에서 논의된 것이다. 통합도산법 상 일부 금융거래 및 금융제도에 대한 특칙을 두어 통합도산법 상 각종 제한의 적용대상에서 제외함으로써 당해 금융거래로부터 발생할 수 있는 금융시스템에 대한 위협가능성을 제거하는데 있다. 특히 상호 간 긴밀하게 연계되어 있는 각종 위험이 시장참가자들을 연계하여 국내의 다른 금융시장참가자뿐만 아니라 전세계 금융시장으로 전파되어 시스템리스크를 발생시킬 수 있는 가능성을 차단하고자 한 것이다.

72) 구체적 사항은 부록 IV 참고

미국의 경우 금융거래에 따른 계약의 헤지 및 그에 대한 담보권 행사를 미국 도산법 상 자동정지의 예외로 규정함으로써 엔론 사태 등 시스템 위기를 방지한 사례도 있다.

헤지펀드의 경우 다양한 장외파생상품에 투자할 뿐만 아니라 이에 대한 차입거래전략을 사용하기 때문에 개별 헤지펀드의 리스크가 금융시스템 전반으로 확산되어 시스템리스크를 일으킬 가능성이 존재한다. 이를 방지하기 위하여 헤지형 사모펀드 허용시 계약 당사자가 일방에 의한 채무불이행 발생시 네팅(netting)에 대해 명확히 규정하고 통합도산법 상 금융거래 특칙에 포함함으로써 헤지형 사모펀드의 실패가 타 금융기관 또는 금융시스템 전반으로 전이되는 고리를 차단할 수 있다.

그러나 장외파생상품 등의 거래에 관하여 통합도산법의 특칙 적용이 오히려 시스템리스크를 증폭시키는 결과를 초래할 위험이 있음을 간과할 수 없다. 즉, 금융거래에 따른 계약의 헤지 및 그에 대한 담보권 행사를 예외로 규정할 경우 관련 금융 기관의 도산을 촉진하고, 다량의 담보 물건이 일시에 시장에서 처분하려는 시도 등이 발생할 소지가 있다. 또한 '시스템 위험 방지'라는 금융규제법의 원칙과 '일반채무자 평등의 원칙'이라는 통합도산법의 원칙이 충돌하기 때문에 특칙에 대한 남용이 우려된다. 따라서 통합도산법 상 금융거래 특칙에 헤지펀드를 포함시킬지 여부는 헤지펀드 허용 후 좀 더 많은 논의가 필요하다.

2) 투자자 보호

해외 논의에서의 투자자 보호는 소매투자자 보호에 집중되어 있고, 일부 학문적 연구에서는 투자자 보호 이슈는 헤지펀드에 대한 규제 보다는 투자자의 투자 행위 규제가 필요하다는 측면에서 큰 의미가 없는 것으로 주장한다.

소매투자자의 헤지펀드에 대한 직접 참여는 헤지펀드의 투자자 및 감독 당국에 대한 정보 제공 부족으로 투자자 보호의 문제를 야기한다. 미국의 경우와 같이 헤지펀드와 운용업자 모두 등록면제를 하면, 감독 당국이 헤지펀드에 대한 정보 수집을 할 수 없게 되어, 사기예방 등의 사전적 투자자 보호를 할 수 없게 된다. 또한 헤지펀드 포트폴리오 평가의 정확성, 헤지펀드 운용자와 투자자의 이해 상충 문제도 존재할 수 있어 투자자 보호를 위한 조치가 필요할 것이다.

하지만 자기 자신을 보호할 수 있는 적격투자자를 대상으로 발매하는 헤지펀드의 경우, 투자자 보호는 크게 중요하지 않아, 공모펀드와 동일한 수준의 투자자 보호 규제를 적용할 필요가 없다. 그러나 헤지형 사모펀드의 경우 각종 사기 및 불법적 행위가 유발될 소지가 있으므로 헤지형 사모펀드 허용시 펀드 규약이 정하는 바에 따라 일정 정보를 제공하도록 하며, 포트폴리오 가치를 공정 가치로 평가하고 사무수탁회사 등을 통한 제 3자에 의한 검증은 집합투자규약에서 정하는 바에 따르도록 하는 방안을 권고 사항으로 규정할 필요가 있을 것이다.

<표 VI-9> 투자자 보호 대비 방안

	자본시장통합법상의 사모펀드 투자자 보호 조항 ¹⁾	헤지형 사모펀드
<ul style="list-style-type: none"> ● 정보제공 ● 자산평가 	<ul style="list-style-type: none"> ● 면제 ● 면제 	<ul style="list-style-type: none"> ● 펀드 규약이 정하는 바에 따라 일정 정보의 제공 ● 포트폴리오 가치평가는 공정 가치로 평가하도록 규정 <ul style="list-style-type: none"> - 제 3자에 의한 검증은 규약에서 정하는 바에 따르도록 함

주: 1) 법 제249조(사모간접투자기구에 대한 특례)에 의하여 투자설명서, 결산서류 등의 비치, 신탁약관 또는 정관의 열람, 자산운용보고서·수탁회사(자산보관회사) 보고서 작성 및 제공 의무와 수탁회사(자산보관회사)의 자산운용회사 감시 의무 면제

라. 기타 필요사항

향후 금융회사가 헤지펀드와 직·간접적으로 금융거래를 하고자 하는 경우 엄격한 사전심사 및 내부통제절차를 준수하도록 지도하고 거래 중인 헤지펀드의 시장리스크, 신용리스크, 유동성 리스크, 법적 리스크 등 거래관련위험을 지속적으로 모니터링 하는 시스템을 갖출 필요가 있다. 투기성 자금에 의한 금융시장 교란위험을 감독하고 국내에서 활동 중인 헤지펀드로 인해 야기되는 부작용을 최소화할 수 있도록 외국 금융감독기관과의 정보교류 및 대내기관의 협력을 강화해야 할 필요가 있다.

외국 자본의 성격을 조기에 파악하고 효율적으로 감시하기 위하여 금융감독원, 한국은행, 재정경제부, 증권선물거래소 등이 긴밀한 협조체제를 구축하여 외국 자본의 유입단계부터 투자·운용단계, 자금유출단계까지 유기적으로 관리해야 할 것이다.

또한 금융회사가 보유 중인 헤지펀드에 대해서는 헤지펀드 신용평가를 위한 적절한 정보 입수 가능 여부, 헤지펀드 편입상품의 변동성 및 유동성 정도, 헤지펀드 투자대상 시장의 변동성 정도, 차입과 이에 따른 리스크, 신용리스크 완화를 위한 담보의 적정성 여부 및 법률체계와 관할이 다른 국가와의 거래에 따른 계약 불이행의 가능성 및 구제수단의 존재 여부 등 시장리스크, 신용리스크, 유동성 리스크, 법적 리스크 등 거래관련위험을 지속적으로 모니터링 하도록 지도해야 할 필요가 있다.

외국간접투자증권에 대해서는 자본시장통합법 시행령에서 규율 예정 인바 국내 규제 수준에 부합하는 외국간접투자증권 판매를 허용하도록 한다.⁷³⁾

73) 구체적 사항은 부록 V 참고

헤지펀드 허용은 가급적 신속히 이루어지되, 업계의 준비를 위해 단계적으로 실시한다.

1단계에서는 적격투자자 사모 헤지펀드를 업계에 미치는 영향을 고려하여 일정 준비기간을 두어 가능한 조기 허용한다. 법 개정 시간 등을 고려하면 2009년도 정도가 될 것으로 생각된다. 스스로 리스크를 감내할 수 있는 적격투자자는 가능한 조기에 허용하여 헤지펀드의 유용성을 향유할 수 있도록 한다.

2단계에서는 소수투자자 사모 헤지펀드를 적격투자자 사모 헤지펀드를 허용한 다음, 1~2년 후 허용한다. 소수투자자 보호를 위해 적격투자자 헤지펀드를 통하여 경험을 쌓은 후 허용하자는 취지이다. 이 경우 소수투자자 요건에 대한 검토가 필요하다. 미국의 경우 소수투자자에게 일정요건을 부과하는데 비하여 우리나라 간투법에서는 30명의 인원제한만 존재한다. 소득규모, 자산상태 등을 고려하여 우리나라도 소수투자자의 특정요건을 검토함이 필요할 것이다. 펀드 오브 펀드 공모형 헤지펀드는 일반투자자의 투자기회를 확대한다는 취지로 허용하되, 일반투자자 보호를 위해 공모의 엄격한 규제를 적용하도록 한다.

3단계에서는 헤지형 사모펀드와 PEF의 규제를 합리적으로 조정하여 양자를 통합한다. 이 단계가 되면, 모든 사모펀드가 규제의 틀을 거의 벗어나게 될 것이다. 다만 단독 공모형 헤지펀드는 투자자 보호 등의 문제로 당분간 허용하지 않기로 한다.

참고 문헌

참고문헌

<국내 문헌>

- 강정미, 2007, 『사모투자전문회사(PEF)의 현황과 과제』, 한국은행 한은 조사연구 2007-12.
- 금융감독원, 사모투자전문회사(PEF) 제도 도입 1년의 현황 및 평가, 보도자료, 2006 (1. 4).
- 금융감독원, 사모투자전문회사(PEF) 제도 도입 2년의 성과분석 및 평가, 보도자료, 2006 (11. 22).
- 금융감독원, PEF 최근 동향 및 사모M&A펀드 운용실태, 보도자료, 2007 (3. 8).
- 김경원, 2006, 『사모펀드의 활성화를 위한 제도적 지원』, 국회법제실 법제현안 제 1006-19호(통권 제210호).
- 김철배 · 박정훈 · 박철영 · 서종균 · 안창국 · 영중식 · 장봉기 · 정철, 2005, 『간접투자해설』, 박영사.
- 노희진, 1998, 『헤지펀드의 특성과 규제』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 98-11.
- 노희진, 2005, 사모펀드와 기관투자자의 관계, 『상장협연구』 춘계호 제 51호, 45-78.
- 머니투데이, 거래 헤지펀드 '한국시장' 노린다, 2006 (5.29).
- 박승두, 2000, 미국 연방파산법상 자동정지제도와 채권자 보호제도, 한국 산업은행 『산은조사월보』 536호, 84-105.

- 백흥기·정창수, 2006, 외국인 간접투자가, 과연 독인가, 현대경제연구원 『Global Management Insight』 06-03.
- 서정민·김남주, 2004, 최근 헤지펀드의 동향과 규제 논의, 한국은행 『외환국제금융리뷰』 제4호.
- 서종균, 2007, 우리나라 사모펀드의 현재와 미래, 자산운용협회 『투신』 제62호, 1-14.
- 성희활, 2003, 공매도 규제의 개선방안에 관한고찰-미국의 공매도 규제 개편동향을 중심으로, 증권거래소 『주식』 제145호, 3-39.
- 송종준, 2006, 미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점, 『증권법연구』 제7권 제1호, 49-99.
- 안남기, 헤지펀드 Amaranth 대규모 투자손실 발생 및 영향, 국제금융센터 memorandum, 2006 (10.4).
- 안남기, 최근 헤지펀드로의 자금 유입 재차 증가세로 전환, 국제금융센터 memorandum, 2006 (9.14).
- 안남기, 최근 국제 헤지펀드 업계 동향 및 특징, 국제금융센터 memorandum, 2006 (1. 16).
- 이병윤, 2005, 『외국자본진출 확대의 영향과 대응방안-배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A위협을 중심으로-』, 한국금융연구원 금융조사보고서 05-14.
- 이영우, 1998, 『헤지펀드 운용실태와 국별 환투기 사례분석』, 대외경제정책연구원 조사분석 98-04.
- 이호진·송원호·장국현·정삼영, 2006, 『헤지펀드에 대한 주요국 규제 동향과 정책적 시사점』, 대외경제정책연구원 연구보고서 06-09.

- 임연하, 2005, 『우리나라 사모펀드의 운영 현황 및 건전한 발전 방안』, 금융감독원 조사연구리뷰 2005년 봄호.
- 임호열·박진호, 2006, 『헤지펀드의 최근 동향과 주요국의 정책대응』, 한국은행 조사연구 2006-6.
- 장근영, 2006, 미국의 투자자문업자법 상 헤지펀드 자문업자의 등록-Goldstein 판결과 관련하여, 자산운용협회 『투신』 제59호, 1-22.
- 재정경제부, 2006a, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』
- 재정경제부, 『자본시장과 투자업에 관한 법률안』 설명자료, 차관회의 설명자료, 2006b (12.28).
- 전승철·윤성훈·이병창·이대기·이현형, 2005, 『투기성 해외자본의 문제점과 정책과제』, 한국은행 금융경제연구 제213호.
- 정순섭, 2003, 『장외파생금융상품거래의 도산절차상 취급에 관한 법제도 정비방안』, 한국법제연구원.
- 정순섭, 2005, 통합도산법상 금융거래의 특칙에 관한 연구-채무자 희생 및 파산에 관한 법률 제120조 제3항의 해석론을 중심으로, 『증권법연구』 제6권 2호.
- 주간조선, 스타 펀드운용자가 말하는 성공투자 전략, 심층리포트, 2007 (7.30).
- 최홍식, 『금융산업의 구조 변화와 시사점』, 한국금융연구원 21C 금융비전포럼 조찬회 강연자료, 2006 (5.25).
- 헤지펀드 T/F, 2007, 『국내 헤지펀드 도입방안』, 한국증권연구원 공청회 자료.

<외국 문헌>

- Ackermann, C., McEnally, R., Ravenscraft, D., 1999, The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, *Journal of Finance* 54, 822-874.
- Agarwal, V., Naik, N. Y., 2000a, On Taking the Alternative Route: Risk, Rewards, and Performance Persistence of Hedge Funds, *Journal of Alternative Investment* 2, 6-23.
- Agarwal, V., Naik, N. Y., 2000b, Performance Evaluation of Hedge Funds with Option-based and Buy-and-Hold Strategies, EFA 0373; FA Working Paper No. 300.
- Almazan, A., Brown, C. K., Carlson, M., Chapman, A. C., 2004, Why constrain your mutual fund manager?, *Journal of Financial Economics* 73, Issue 2, 289-321.
- Anderson, J., Top Hedge Fund Managers Earn Over \$240 Millions, *New York Times*, 2007 (April 24).
- Anderson, J., Atop Hedge Funds, Richest of the Rich Get Even More So, *New York Times*, 2006 (May 26).
- Armitstead, L., Saved by the Growing Power of Hedge Funds, *Sunday Times, Business* 14, 2005 (Mar. 13).
- Bank of England, 2006a, *Financial Stability Report*.
- Bank of England, 2006b, *Hedge fund and Financial Stability*.
- Banks of New York, 2006, *Institutional Demand for Hedge Funds 2*, Thought Leadership Series White Paper.

- Berman, M., 2007, *Hedge funds and Prime Brokers*, Riskbooks.
- Brown, S. J., Goetzmann, W. N., Ibbotson, R. G., 1999, Offshore hedge funds: survival and performance 1989-1995, *Journal of Business* 72, No. 1, 91-118.
- Caglayan, M., Edwards, F., 2001, Hedge Fund Performance and Manager Skill, *Journal of Futures Markets* 21, No. 11, 1003-1028.
- CESR, 2004, Public Statement The Seventh Meeting of the Market Participants Consultation, CESR/04-684.
- Clair, C., A Growing Role: Institutional Investor Jumping Big into the Hedge fund Market, *Pensions and Investments* 2002 (Feb. 18).
- CRMPG II, 2005, *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*.
- Danielsson, J., Zigrand, J.P., Taylor, A., Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?, FMG Discussion Papers dp518, Financial Markets Group.
- Donaldson, H. W., 2004, *Testimony Concerning Investor Protection and the Regulation of Hedge Fund Advisers*.
- Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, 1999, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, Report of The President's Working Group on Financial Markets.

Eisinger, J., Hedge-Fund Activism Wins Plaudits, But the Focus Is Really on Firms' Cash, *Wall Street Journal*, 2005 (Dec. 10).

European Central Bank, 2005, *Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds*.

FSA, 2002, *Hedge Funds and the FSA*.

FSA, 2005a, *Wider range retail investment products: consumer protection in a rapidly changing world*.

FSA, 2005b, *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*.

FSA, 2006a, *Hedge Funds: A discussion of risk and regulatory engagement Feedback on DP05/4*.

FSA, Hedge funds, regulators, and emerging markets, Remarks by Hector Sants, Managing Director, wholesale & Institutional Markets, IOSCO Shanghai EMC Meeting, 2006b (Sep. 21).

FSA, Hedge funds; what should be the regulatory response?, Speech by Callum McCarthy, Chairman, SUERF(European Money & Finance Forum) 2006c (7 December).

Fung, W., Hsieh, A.D., 1997, Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds, *Review of Financial Studies* 10, 275~302.

Fung, W., Hsieh, A.D., Naik, N., Ramadorai, T., 2006, Hedge Funds: Performance, Risk and Capital Formation, AFA 2007 Chicago Meetings Paper.

Frush, P. S., 2006, *Understanding hedge funds*, McGraw-Hill.

- Guizot, A., 2006, *The Hedge fund compliance and risk management guide*, Wiley Finance.
- HedgeFund Intelligence, Fund of funds industry grows by 16% in six months, Press Release, 2006a (Sep 11).
- HedgeFund Intelligence, Global hedge fund assets surge to \$1.5 trillion according to HedgeFund Intelligence research, Press Release, 2006b (Mar 27).
- HedgeFund Intelligence, Asia-Pacific asset growth slows to 12% in the first half, Press Release, 2006c (July 19).
- Hennessee Group LLC, Written Testimony of Charles J. Gradante, Hennessee release 8th annual, 2004 (July 15).
- Hennessee Group LLC, Full Committee hearing on the regulation of the hedge fund industry?, 2005 (July 15).
- Hennessee Group LLC, 2005, *Hedge Fund Investor Survey*.
- Hennessee Group LLC, 2006, *Hennessee Hedge Fund Review*.
- Hedgeweek, 2007, *Asian Hedge Fund Services 2007*.
- Herbst-Bayliss, S., Failed Amaranth trader woos investors for new fund, Reuters, 2007 (Mar 23).
- Horwitz, R., 2004, *Hedge Fund Risk Fundamentals: solving the risk management and transparency challenge*, Bloomberg.
- Ibbotson, Roger, G., Chen, P., 2005, Sources of Hedge Fund Returns: Alphas, Betas, and Costs, Yale ICF Working Paper No. 05-17, Yale University.

IFSL, 2007, *City Business Series*.

IMF, 2004, *Global Financial Stability Report Market Developments and Issues*, 45-58.

IMF, 2005, *Global Financial Stability Report - Market Developments and Issuers*, pp.50-53.

Institutional Investor, 2002, *The Hedge Fund 100, Institutional Investor*, 43 - 52.

IOSCO, 2003, *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge*.

IOSCO, 2005, *Best Practices Standards on Anti-Market Timing and Associated Issues for CIS*.

IOSCO, 2006, *The Regulatory Environment for Hedge Funds A survey and Comparison*.

IOSCO, 2007, *Consultaion Report: Principles for the valuation of Hedge fund portfolios*.

Jagannathan, Ravi, Malakhov, A., Novikov, D., 2006. *Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation*, NBER Working Paper No. W12015.

Klein, A., Zur, E., 2006, *Hedge Fund Activism*, ECGI Working Paper Series in Finance.

Kosowski, R., Naik. N. Y., Teo, M., 2005, *Do Hedge Funds Deliver Alpha? A Bayesian and Bootstrap Analysis*, forthcoming in *Journal of Financial University*.unpublished working paper, London Business school.

- Kouwenberg, R. 2003, Do hedge funds add value to a passive portfolio? Correcting for non-normal returns and disappearing funds, *Journal of Asset Management* 3, No. 4, 361-382.
- Lhabitant, F., 2002, *Hedge funds: Myths and Limits*, Wiley finance.
- Liang, B., 1999, On the Performance of Hedge Funds, *Financial Analysts Journal* 55, 72-85.
- Malkiel, B.G., 1995, Returns From Investing In Equity Mutual Funds 1971 To 1991, *Journal of Finance* 50, 549-572.
- MFA, 2005, *2005 sound Practices for Hedge Fund Managers*.
- National Oceanic and Atmospheric Administration, 2004, Endangered and Threatened Species; Designation of Critical Habitat for Seven Evolutionarily Significant Units of Pacific Salmon(*Oncorhynchus tshawytscha*) and Steelhead (*O. mykiss*) in California; Proposed Rule. 50 CFR Part 226.
- PriceWaterhouseCoopers, 2006, *The regulation, taxation and distribution of hedge funds in Europe Changes and Challenges*, 4th Edition.
- SEC, 2003, *Implications of the Growth of Hedge Funds*.
- SEC, 2004, Hedge Fund: Testimony Concerning Investor Protection and the Regulation of Hedge Fund Advisers.
- SFC, 2003, *Code of Unit Trusts and Mutual Funds*", Chapter 8.7 Hedge Funds.
- SFC, 2005, *Consultation Conclusions on Consultation Paper on the Review of Chapter 8.7 of the Code of Unit Trusts and Mutual Funds*.

- Shartsis Friese LLP, Hammer, D.L. Reiser, C.S., Geoffrey Haynes, G.W., Haynes, Koren, N.J., Koren, Caldwell, A.J., Frolik, J.J, Mickelson, C.E., Sacks, B.H., Milani, J.F., Dunn, H.E., 2005, *U.S. Regulation of Hedge Fund*, ABA Section of Business law.
- Smith, R., Regulators Review Complaints About Hedge Funds, *Wall Street Journal*, 2003 (Jan. 22).
- Stefanini, F., 2006, *Investment strategies of hedge funds*, Wiley Finance.
- Stultz. M. R., 2007, Hedge Funds: Past, Present, and Future, *Journal of Economic Perspectives* 21 (2), 175-194.
- The European Parliament, 2003, *European Parliament resolution on the future of hedge funds and derivatives*.
- Tran, Q.V., 2005, *Evaluating Hedge Fund Performance*, Wilwy Finance.
- Van Hedge Fund Advisors International LLC, 2005, *Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015*.
- 金融廳(일본금융청), 2005, 헤지펀드調査の概要とヘ지펀드를めぐる論占.

<웹사이트>

Alternative Asset Center	www.aa-center.net
Bloomberg	www.bloomberg.com
Greenwich Alternative Investment	www.greenwichai.com
Green Trader Funds	www.greencompany.com
HedgeFund Intelligence	www.hedgefundintelligence.com
Hedge Fund Research	www.hedgefundresearch.com
Hennessee Group LLC	www.hennesseegroup.com
IFSL	www.ifsl.org.uk
SEC	www.sec.gov
SFC	www.sfc.hk
Tremont Tass	www.tremont.com
자산운용협회	www.amak.or.kr

부록 1. 국가별 헤지펀드 허용 현황

부록 I. 국가별 헤지펀드 허용 현황

<표 부록 I-1> 국가별 헤지펀드의 허용 현황

국가	헤지펀드			펀드 오브 헤지펀드			최소 투자자금	평균 펀드 설정 기간
	국내	EU 역외	기타 역외	국내	EU 역외	기타 역외		
오스트리아	×	○	○	○	○	○	없음	4-6주
바하마	○	○	○	○	○	○	N/A	<ul style="list-style-type: none"> 전문펀드: 3일 공인 해외 펀드: 1일 SMART 펀드: 2일~1주 일반 펀드: 4주
벨기에	×	×	×	×	×	×	N/A	N/A
버뮤다	○	○	○	○	○	○	<ul style="list-style-type: none"> 소매: 없음 기관: 1십만달러 	<ul style="list-style-type: none"> 운용자 버뮤다 소재시 2일 기타 5일 이상
케이만 제도	○	○	○	○	○	○	<ul style="list-style-type: none"> 소매: 없음 케이만 펀드: 5천달러 	<ul style="list-style-type: none"> 케이만 펀드: 1일
덴마크	○	○	○	○	○	○	<ul style="list-style-type: none"> 투자자와 펀드 종류에 따라 상이 	덴마크금융감독원 요구 서류 갖출 경우 6-8주
핀란드	○	○	○	○	○	○	없음 단, 개별 펀드 마다 소투자금액 설정가능	4~6개월
프랑스	○	○	○	○	○	○	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드 오프 헤지펀드: 1만유로 단독운용자 펀드: 12만 5천유로 또는 25만유로 	<ul style="list-style-type: none"> 프랑스 금융감독시장청 (Autorité des Marchés Financiers: AMF)에 등록 3~6개월

<표 부록 1-1> 국가별 헤지펀드의 허용 현황(이어서)

국가	단독 헤지펀드			펀드오브 헤지펀드			최소 투자자금	평균 펀드 설정 기간
	국내	EU 역외	기타 역외	국내	EU 역외	기타 역외		
홍콩	○	○	○	○	○	○	<ul style="list-style-type: none"> 5만 달러 이하 투자자: 최소출자금 없음 펀드 오브 펀드의 경우 1만달러 이하 투자자: 최소출자금 없음 	1~3개월
아일랜드	○	○	○	○	○	○	단독 운용자 펀드: 12만 5천유로 또는 25만유로	6~8주
맨섬	○	○	○	○	○	○	없음	3일
이탈리아	○	×	×	○	×	×	5십만유로	6~8개월
룩셈부르크	○	○	○	○	○	○	없음	2~3개월
네덜란드	○	○	○	○	○	○	없음	3~6개월
노르웨이	×	×	×	×	×	×	N/A	N/A
포르투갈	○	○	○	○	○	○	1만 5천유로 또는 3만유로	<ul style="list-style-type: none"> 직접 펀드 (straightforward fund): 1~2개월 기타 복잡한 펀드: 그 이상

<표 부록 I-1> 국가별 헤지펀드의 허용 현황(이어서)

국가	단독 헤지펀드			펀드오브 헤지펀드			최소 투자자금	평균 펀드 설정 기간
	국내	EU 역외	기타 역외	국내	EU 역외	기타 역외		
러시아	×	×	×	×	×	×	N/A	N/A
남아프리카 공화국	○	○	○	○	○	○	없음	없음
스페인	○	○	○	○	○	○	기관투자자에 한하여 5만 유로	<ul style="list-style-type: none"> • 집합투자의 등록시 3개월 • 그러나 헤지펀드에 관하여 실질적 규제 체계 없음
스웨덴	○	○	○	○	○	○	없음	<ul style="list-style-type: none"> • 국내 헤지펀드: 최장 6개월 • 기타지역펀드: 2개월
스위스	○	○	○	○	○	○	없음	3~9개월
영국	○	○	○	○	○	○	250~25만 파운드	2~6개월
미국	○	○	○	○	○	○	없음	3~6개월

자료: PriceWaterhouseCoopers(2006)

부록 II. 각국의 헤지펀드 관련 제도

1. 미국
2. 영국
3. 일본
4. 독일
5. 홍콩
6. 국가별 관련 세제
7. 국가별 최소 요구자본금
8. 국가별 마케팅 관련 규제

부록 II. 각국의 헤지펀드 관련 제도

1. 미국

미국의 경우 헤지펀드 설립·운영 및 공시에 대한 규제가 없으나 불공정거래 규제에 대하여는 일부 규제하고 있으며, 판매업자에 대해서는 공적인 규제가 없고 자율규제기관이 일부 규제하고 있다. 헤지펀드 자문회사가 운용업자 등록을 면제받을 수 있는 예외 조항이 있다.

가. 설립 관련 규제

1) ICA

ICA에서는 투자회사가 SEC에 등록할 의무를 규정하고 있다. 그러나 동법에 의하면 투자자 기준에 관한 일정 요건이 충족되는 경우 투자회사로서 등록의무가 면제된다. 헤지펀드는 ICA⁷⁴⁾에 따른 투자회사의 범주에 포함되지만, 전형적으로 투자회사의 예외규정에 근거하여 투자회사에 대한 규제를 회피할 수 있게 된다. 등록이 면제되기 위한 투자자 기준은 Section 3(c)(1)에 규정된 소수투자자펀드와 Section 3(c)(7)에 규정된 적격투자자펀드에 한정된다. Section 3(c)(1)에서 규정하고 있는 소수투자자펀드는 100명 이하의 투자자에 의해 소유되고 공모로 발행되지 아니한 투자회사로 투자회사의 정의에서 제외된다. 일반적으로 한 법인

74) ICA Section 3(a)(1)(A)에서는 투자회사를 증권의 투자나 거래에 주로 종사하는 발행회사로 정의하고, Section 3(a)(1)(C)에서는 총자산의 40% 이상을 증권으로 보유하는 회사로 정의하고 있음

투자자는 100명 투자자의 계산 시 1명으로 계산된다.⁷⁵⁾

Section 3(c)(7)은 적격투자자에 의해 증권이 매수되고 공모로 매각되지 아니한 경우는 투자회사의 예외조항에 해당된다고 규정하고 있다. 이러한 예외는 전문투자자들은 집합투자기구에 내재하는 위험에 있어 스스로를 보호할 수 있으므로 ICA에서 보호해 줄 필요가 없다는 의회의 의견을 반영한 것이다. 적격투자자펀드는 투자자 수에 제한이 없으나 모든 투자자는 반드시 적격투자자로 구성되어야 하며, 여기에서 적격투자자란 500만 달러 이상의 투자 잔고를 가진 개인과 기업 또는 2,500만달러 이상의 투자 잔고를 가진 기관투자자를 말한다. Section 3(c)(7)에 따른 헤지펀드는 특정투자자의 수적 제약을 받지 않지만, 1934년 증권거래법의 등록과 보고규정을 적용받지 않기 위해서 대부분의 펀드는 499명 이상의 투자자에게 증권을 발행하는 형식을 취한다.

2) 1933년 증권법

증권거래법의 주요 목적 중 하나는 증권거래에 있어 완전하고 공정한 정보를 공개하는 것인데, 1933년 증권법 Section 5에서는 증권을 공모하고자 하는 법인은 SEC에 등록해야 하고, 공모기업과 증권에 관한 투자설명서를 제출할 의무를 부과하고 있다.

그러나 증권거래법 Section4(2)는 Section 5의 등록과 투자설명서 제공의 예외를 공모가 아닌 경우에 허용하고 있다. 이러한 사모 면제 규정을 통하여 헤지펀드는 등록의무와 투자설명서 제출 의무를 면제받게 된다. 특히 증권거래법 상의 Rule 506 of Regulation D는 사모에 관해 규정하고 있다. Reg D 제506조에 의한 특례요건은 첫째 특정투자자가 아닌 투자자의 숫자가 35명을 넘지 않아야 한다는 것이고, 둘째, 불특정다수를

75) SEC(2003)

대상으로 광고나 투자권유행위를 하지 않아야 한다는 것이다. 이에 의하여 일반적인 권유나 광고의 형태를 취하지 않고, 특정투자자(accredited investors)에게만 증권을 매각하여 발행회사는 면제 혜택을 받을 수 있다. 면책기준에서의 특정투자자는 100만달러 이상의 순자산을 보유하거나 과거 2년간 20만달러 이상의 수입이 있는 개인 및 500만달러 이상의 자산이 있는 기관투자자로서, 발행자는 투자자 수에 관계없이 특정투자자에게 증권을 발행할 수 있다고 규정하고 있다.⁷⁶⁾

3) 1934년 증권거래법

1934년 증권거래법 상 브로커와 딜러는 SEC에 등록해야 한다. 그런데 동법에서 딜러는 자신의 계산으로 증권을 매수, 매도하는 것을 사업으로 영위하는 자로 규정되고, 거래 당사자(trader)는 직·간접적인 방법으로 증권을 매매하되, 일반적인 영업의 일부로서 하지 않는 자라고 볼 수 있다. 따라서 헤지펀드를 브로커 딜러로 본다면 등록의무가 적용되지만, 헤지펀드를 투자를 위해 매매를 하는 자로 간주할 경우 등록의무가 없다. 또한 동법은 헤지펀드에 적용될 수 있는 등록 및 공시의무에 대해 규정하고 있다. 직전 회계연도 말 500인 이상의 증권소지자가 있고, 1천만달러 이상의 자산을 보유한 발행 기업은 SEC에 헤지펀드의 지분증권을 등록해야 한다. 따라서 헤지펀드는 등록의무를 회피하기 위해 지분증권의 소지자를 500명 미만으로 제한하는 경우가 많다.

76) Rule 506(b)(2)(i)은 Rule 506거래에 있어 매수자의 수를 35명으로 제한하지만 만약 그 특정투자자에게만 제공된다면 투자자 수는 무관함

나. 운용자 관련 규제

1) 1940년 투자자문업법

실제적으로 모든 투자자문업자는 투자자문업법에 따른 투자자문업자에 대한 규제를 따른다.⁷⁷⁾ 투자자문업법에 의하면 15인 이상의 고객과 3천만달러 이상의 자산을 보유한 투자자문업자는 SEC에 등록해야 하고 동법과 관련 위원회 규정을 따라야 한다. 등록 자문업자의 경우 SEC에 Form ADV를 작성하여 신고하고, 투자자에게 투자자문업자의 사업 관행과 자율규제 실정에 관한 정보 공시의무를 지녀 일정 회계기준을 유지하고 SEC로부터 정기적인 감사를 받아야 한다.

그러나 동법에서는 이전 12개월 동안 고객 수가 15인 미만이고 등록 투자회사에 대한 투자자문업자가 아닌 경우에는 등록을 면제해 준다. ⁷⁸⁾ 많은 헤지펀드 자문업자는 동법의 Section 203(b)의 면제 규정에 의하여 SEC의 등록을 회피한다. 즉, SEC는 헤지펀드와 같은 법적 실체를 단일 고객으로 간주한다. ⁷⁹⁾ 따라서 자문업자는 SEC에 자문업자로 등록하기 전에 14개까지 헤지펀드를 운용할 수 있게 된다. 등록을 면제받는 투자자문업자도 자문업법의 반사기 조항은 적용받는다. 등록 투자자문업자는 헤지펀드를 운용하는지에 관한 명시할 필요는 없다. 또한 헤지펀드 운용자산 규모를 밝힐 필요도 없다. SEC(2003)에 따르면 총 6천억달러의 헤지펀드 규모 중 대형 헤지펀드⁸⁰⁾의 약 52%가 동법에 따른 투자자문업

77) 투자자문업법 Section 202(a)(11)은 일반적으로 투자자문업자를 “벧가를 전제로 증권의 매매에 관련된 증권의 가치에 관한 자문을 사업으로 하거나 증권에 관한 분석이나 보고를 정규 사업의 일환으로 하는 자”로 정의하고 있음

78) Section 203(b)(3)

79) SEC(2003)

80) Institutional Investor(2002)에 따르면 86개가 미국 소재 헤지펀드이고 14개가 국제 헤지펀드임. 운용규모는 미국헤지펀드가 2,980억달러이며, 국제 헤

자로 등록하고 있지 않다. 나머지 약 3천억달러의 헤지펀드는 자료가 없지만 동 헤지펀드의 등록 비중은 낮아 약 2/3의 헤지펀드는 등록하고 있지 않은 것으로 추산된다.⁸¹⁾

많은 헤지펀드는 15명 이상의 고객을 보유하는 경우에 대한 대비 및 등록투자회사의 투자자문업을 위하여 등록하기도 하며, 그 이외 투자자의 요구 및 경쟁력 확보의 수단으로 자발적으로 등록한다.⁸²⁾

다만, 미국의 경우 1978년 이후 1억달러 규모 이상의 모든 기관은 20만달러 초과 또는 1만주 이상 주식 보유시 이를 보고해야 한다. 1년간은 동 보유 사실을 비밀로 할 수 있는 바, 헤지펀드는 이 조항을 적극 활용하고 있으며, 헤지펀드가 투자자 유치를 위해 필요하다고 판단될 시, 펀드 내역의 보고와 감사보고서 제출을 할 수 있다.

2) 상품거래법(Commodity Exchange Act: CEA)의 규제

일반적으로 단일 상품의 선물 거래를 하는 헤지펀드는 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission)에 의해 상품 풀(commodity pool)로 간주된다. 그러한 헤지펀드에 선물관련 자문을 제공하는 자는 선물투자신탁회사(Commodity Pool Operator: CPO)와 선물투자자문회사(Commodity Trading Advisor: CTA)의 범주에 든다. 상품선물에 투자하는 헤지펀드의 자문업자는 그 헤지펀드의 CPO와 CTA로 활동한다. 하지만 대부분의 헤지펀드는 상품거래선물위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)가 최근 도입한 규정에 의해 CPO와 CTA의 등록 규정을 면제 받는다.

지펀드 규모가 42억달러임. 이 중 1,580억달러를 운용하는 미국 헤지펀드가 등록하고 있지 않음

81) SEC(2003)

82) SEC(2003)

다. 판매 관련 규제

헤지펀드 판매자에 대한 공적인 규제는 없지만, NASD(National Association of Securities Dealers)는 헤지펀드나 펀드 오브 헤지펀드를 판매하는 증권회사는 회원사의 판매 관행과 적합성에 관하여 NASD 규정을 따라야 한다. 회원에 대한 동 지침은 헤지펀드나 펀드 오브 헤지펀드를 판매하는 증권사에게 다음 다섯 가지 사항을 규칙으로 삼고 있다.

헤지펀드 판매업자가 자율규제기관인 NASD 회원사인 경우 헤지펀드 상품 판매시 NASD 규정이 정하는 바에 따라 위험고지, 고객적합성 검토, 내부통제 등의 이행 의무를 부담해야 한다. NASD는 헤지펀드 상품판매에 대한 영업행위규정을 제정하여 브로커·딜러로 하여금 고객에게 헤지펀드 및 헤지펀드에 투자하는 펀드 오브 펀드 매입 권유시 <표 부록 II-1>와 같은 사항을 충분히 설명하도록 하고 있다.⁸³⁾

83) 일부 회원사가 헤지펀드 상품 판매시 관련 위험을 제대로 공시하지 않거나, 투자자에게 과장 또는 근거 없는 사항을 기재한 서류를 제공하는 사례가 발견되어 NASD는 해당 회원사에 대한 제재와 함께 전체 회원사에 헤지펀드 상품 판매시 주의를 요청하는 지도공문 발송(NASD Notice to Members 03-07)

<표 부록 II-1> 헤지펀드 상품 판매시 NASD회원사의 의무

① 투자위험내역이 포함된 사업설명서 등 관련 서류를 제공하고 동 위험에 대하여 반드시 구두로도 설명
② 추천하려는 헤지펀드가 투자자에게 판매하기에 적절한 상품인지 주의 의무를 다하여 확인
③ 헤지펀드가 특정 고객에게 적합하다고 확신하여야 하며, 이를 위해 고객의 재산상황, 납세상황 및 투자목적 등을 조사
④ 내부통제시스템은 헤지펀드 상품 판매가 NASD 및 SEC 관련규정을 준수하고 있음을 확인
⑤ 모든 관련 직원에 대하여 헤지펀드 상품의 특성, 위험 및 적합성에 대해 교육

라. 기타 규제

미국은 헤지펀드의 투명성과 투자자 보호 규제를 강화하고자 ICA를 개정하여 2006년 2월부터 자산규모 2,500만달러 이상, 투자자 15인 이상의 헤지펀드에 대하여 등록의무제도를 2006년 2월부터 시행하기로 하였으나, 이는 2006년 6월 23일 연방법원에서 '자의적'이라는 이유로 무효화 판정을 받게 되었다. 이러한 헤지펀드 등록제도 무효화 판정에 따라 SEC는 금융시장 및 자본시장의 안정성을 확보하기 위하여 헤지펀드에 대한 투자요건을 강화하는 한편 불법거래 방지를 위한 규정을 마련하여 공표하였다. 대부분의 헤지펀드 운용자에 대해서 2006년 12월 13일 SEC가 1982년 적정자산 기준 설정 이후 처음으로 금융시장 및 자본시장의 안정성을 확보하기 위하여 헤지펀드에 대한 투자요건을 강화하는 한편 불법거래 방지를 위한 규정을 마련하여 공표하였다.

현행 규정에서 헤지펀드는 거주 부동산을 포함하여 순자산이 100만 달러 이상이거나 직전 2년간 연소득이 20만달러를 상회하거나 또는 부부 합산 연간소득이 30만달러를 상회하는 100명 미만의 투자자들로부터 자금을 모집할 수 있으며, 투자가능자산(investable assets)이 500만달러를 초과하는 투자자에 대해서는 무한대로 자금을 모집할 수 있었으나, 이번 규정안에서는 1933년 증권법 상의 사모자금 조달 요건을 개정하여 거주 부동산을 제외한 투자가능자산(주식, 채권, 투자용 부동산 등)이 250만달러 이상인 투자자로 진입 기준이 대폭 강화된다. 이로써 SEC는 우선적으로 자산 규모가 작은 소액 투자자들이 헤지펀드의 부정 거래 및 거액 손실로 인해 피해를 보는 사례가 발생하지 않도록 조치하였다. 더불어 SEC는 1940년 투자자문업법 상의 규정 보완을 통해 헤지펀드의 허위운용공시, 내부자거래 및 불법 공매도를 통한 부당이익 취득, 투자자산의 위장 운용 등에 대한 혐의가 드러나면 사기죄나 시세조작행위 등으로 간주하여 처벌할 예정이다.⁸⁴⁾

84) <http://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts072506cc.htm> 참고

<표 부록 II-2> 미국 헤지펀드 관련 주요일지

날짜	주요내용
1998년	• LTCM 사태 발생
1999년	• 대통령 직속 금융시장실무그룹(Working Group on Financial Markets)이 펀드 규제에 대한 보고서를 작성하고, 펀드에 대출하는 금융기관의 위험관리 등 펀드의 간접적인 규제를 권고
2004년	• 헤지펀드 운용회사의 SEC 등록을 의무화하는 규정 작성
2006년 2월	• 헤지펀드의 등록제도의 시행
6월	• 연방법원, SEC의 등록제도 무효화 판결
7월	• 프랭크 하원 금융서비스 위원회 의장 내정자가 SEC 주도의 펀드 규제 법안 제출
8월	• SEC, 무효화 판결 수용입장을 밝히면서도 대안 마련 필요성 지적 및 방침 표명
9월	• 아마란스의 거액 손실 표면화 및 파산 • 미국 하원 금융서비스위원회 소속 캐슬 위원이 금융시장실무그룹에 펀드의 리스크 조사를 요구하는 법안 제출
10월	• 금융위원회 의장이 감독 당국에 펀드 투명성 조사보고를 의뢰
12월	• SEC, 헤지펀드 가입조건 강화 및 불법거래 방지 규정 공포

2. 영국

가. 설립 관련 규제

영국 금융감독청(Financial Services Authority: FSA)에서는 헤지펀드 그 자체를 규제하지는 않는다. 헤지펀드가 법령상 정의되어있지 않고, 규제 외 집합투자기구로 분류되고 있으므로 설립 규제는 하고 있지 않다.

실제로 대부분의 헤지펀드가 영국 외에서 설정·운용되고 있는데, 이는 헤지펀드가 영국에서 설정되었을 경우 배당·이자소득 및 양도소득이 법인세의 대상이 되기 때문에 이를 회피할 목적을 가지기 때문이다.

나. 운용자 관련 규제

FSA는 영국 외에서 설정된 헤지펀드에 대한 규제·감독권한이 없기 때문에 영국 내에 있어서의 헤지펀드의 판매 활동과 영국에 거점을 두는 헤지펀드 매니저에 대한 규제·감독을 행하고 있다. 투자 관리나 투자자문 등의 규제대상 업무를 행하는 자는 금융서비스시장법에 근거하여 FSA의 인가를 받지 않으면 안 된다. 집합투자기구의 설립, 타인에게 귀속되는 자산의 관리 및 특정 자산의 매매 조언은 규제 대상 업무에 포함되어 투자 매니저 또는 투자자문업자로서 FSA의 인가를 받을 필요가 있는데, 헤지펀드 매니저도 이 안에 포함되어 규제를 받게 된다.

투자자 보호를 위하여 헤지펀드 운용회사의 조직 및 자산운용 관련 정보를 의무적으로 제출하도록 하는 등 헤지펀드 시장의 안정성 확보를 위한 대책을 마련하였다. 또한 FSA는 헤지펀드의 금융시스템 안정성 저해에 대응하여 2005년 10월 헤지펀드감독팀을 신설하여 모니터링을 강화하는 한편 런던 소재 25개 대형 헤지펀드 회사와의 간담회를 정례화하였다.

다. 판매 관련 규제

영국에서 판매업자는 고객을 금융기관 등 시장 당사자(market counterparty)⁸⁵⁾, 중간층고객(intermediate customers)⁸⁶⁾ 및 일반고객

- 85) FSA에서는 시장 당사자(market counterparty)는 (1) 영국 또는 외국의 정부조직 및 준정부단체를 포함한 정부조직체, (2) 영국 또는 외국의 중앙은행 또는 기타 국가재정기구, (3) 중앙은행 또는 국가재정기구를 회원으로 하는 범국가적 단체, (4) 국가 채무 관리의 권한을 부여받거나 관련한 업무를 하는 투자조직, (5) COB(Conduct of Business) 4.1.7 R(기타 기업 및 해외금융서비스기구의 분류)에 의거하여 회사나 단체가 중간층고객(intermediate customer)인 경우 회사 또는 단체로부터 맡겨진 지정된 투자업무 또는 관계 자회사 업무와 관련되지 아니한 때 기타 기업 또는 해외금융서비스 조직, (6) OPS(Occupational Pension Scheme) 기업을 제외한 기업의 연합 또는 해외금융서비스조직 등, (7) COB 4.1.12 R(시장 당사자로 분류되는 대형 중간층고객)에 의해 시장 당사자로 분류된 고객, (8) COB 4.1.8A R (청산조직 또는 거래소의 분류)에 의해 분류된 시장 청산조직 또는 지정 투자 거래소라고 규정하고 있음
- 86) FSA에서는 시장당사자가 아닌 자로서 중간층고객을 다음과 같이 정의하고 있음. (1) 지방 자치단체 및 공공기관, (2) EEA(European Economic Area) 거래소에 주식이 거래되거나 상장된 기업체, (3) IOSCO 회원국의 공식 거래소에 주식이 상장되거나 거래되는 기업체, (4) 유한책임조합(Limited Liability Partnership: LLP)을 포함하여 5만파운드이상의 순자산 또는 동일 가치의 현금을 보유하는 기업체, (5) 특별한 목적의 기구, (6) 다른 조합으로 인한 부채로 인한 대부금이 감소되지 않도록 계산된 순자산 규모가 5만파운드 이상인 조합이나 법인화되지 않은 단체, (7) 부채의 감소이전에 신탁 자산의 일부를 형성하는 지정 투자와 현금의 가치를 합산하여 계산시 10만파운드 이상의 자산을 보유하고 있는 신탁재산의 수탁자, (8) 최소 50명 이상의 회원과 10만파운드 이상 운용 자산을 보유한 직장연금 수탁자, 개인연금 수탁자, 또는 관리연금 수탁자, 단 관련 연금의 SSAS(Small Self-Administered Scheme) 포함, (9) COB 4.1.7 R(기타 기업 및 해외금융서비스기구의 분류)에 의거하여 중간투자자로 규정된 기구나 기업이 지정 투자 업무 또는 관련 자회사 활동을 할 경우 다른 기업이나 해외금융서비스 기구, (10) 집합투자기구, (11) COB 4.1.9 R 중간층 투자자로 분류되는 전문개인투자자)에 의거하여 중간층 투자자로 분류된 고객, (12) COB 4.1.8A R (거래소 또는 청산 기

(private customers)⁸⁷⁾의 3가지로 분류하도록 하고 있으며, 해당구분에 의해 판매업자에게 부과되는 판매 권유 등의 규제 내용이 차이가 난다.

집합투자기구에 대해서 판매업자가 일반 고객에게 판매 권유 행위를 할 수 있는 것은 규제된 집합투자기구(regulated collective investment scheme)에 한정된다. 헤지펀드는 규제외 집합투자기구로 분류되고 있기 때문에 일반고객에 대한 판매 권유 행위는 인정되지 않고, 당사자나 중간층 고객 등에 대한 판매 권유 행위만이 가능하다.

한편, 영국의 고객구분 규제에서는 일반고객의 요청 등이 있으면 고객의 특정 상품의 투자 경험을 감안하여 일반고객을 중간층고객으로 분류하는 것이 가능하다. 이 경우 판매업자는 적절한 조치를 강구한 다음, 해당 고객에게 헤지펀드의 판매 권유 행위를 행하는 것이 가능해진다.

헤지펀드는 투자회사의 형태로 설정할 수도 있지만, 헤지펀드의 특징 중 하나인 공매도가 상장기준에 충족되지 않으므로, 순수한 헤지펀드를 거래소에 상장하는 것은 불가능하다. 그러나 최근 헤지펀드를 증권거래소에 상장할 수 있도록 관련 규정을 개정하고 개인투자자들도 헤지펀드 투자자 가능하도록 조치를 취할 계획이다.

한편, 펀드 오브 헤지펀드는 롱 포지션을 기본으로 헤지펀드를 포트폴리오에 넣기 때문에 거래소에 상장하는 것이 가능하다. 상장한 펀드

구의 분류)에 의거하여 시장당사자로 분류되지 않은 공인된 투자 거래소, 규제 시장 또는 청산기구는 중간층 투자자로 분류됨

87) 일반고객(private customers)은 시장 당사자나 중간층 고객으로 분류되지 않는 다음과 같은 고객으로 정의됨. (1) 기업이 아닌 개인, (2) 해외 금융서비스기구가 아닌 외국 개인, (3) COB 4.1.14 R 일반고객으로 분류된 고객(client)에 의거하여 일반 고객으로 분류된 고객, (4) 주식 상품의 기본 자문을 기업으로부터 제공받는 개인, (5) 어린이펀드(Child Trust Funds: CTF)와 관련된 규정 행위를 하거나 등록 교신이 없었을 때, 어린이 펀드 규정에 따라 연간보고서를 제공받도록 되어있는 개인, (6) 시장 당사자나 중간층 고객에서 배제된 고객을 일반 고객으로 정의하고 있음

오브 헤지펀드는 다른 상장 주식과 같이 영국 내에서 일반투자자에 판매하는 것이 가능하다. 특히 헤지펀드 급성장을 배경으로 FSA는 개인투자자들에게 다양한 투자기회를 제공하고자 상대적 손실위험이 낮은 헤지 오브 헤지펀드(fund of hedge fund)에 대한 직접투자를 허용하여 헤지펀드 시장 활성화를 도모하고 있다.

영국의 경우 FSA의 인가를 받지 않은 펀드(헤지펀드)는 원칙적으로 일반투자자에게 판매가 금지되었으나, 2004년 법인고객 대상 판매에 한정하여 QIS가 도입되었다. QIS는 판매 권유시 적격투자자에 한하여 판매를 권유하도록 한정한 기구로 순자산액의 100%까지의 차입과 파생 금융상품의 사용이 인정되고 있다.⁸⁸⁾

라. 기타 규제

1998년의 LTCM의 파산 이후, 감독 당국에 의한 헤지펀드에 여신제공기관 감시 및 여신제공기관에 의한 거래당사자 리스크의 관리 강화 등을 권고 등에 대하여 하는 각종 보고서가 나와 FSA는 이러한 권고에 대하여 검토를 실시했다.

최근 헤지펀드의 자금 유입이 높아지고 있는 가운데 FSA는 2004년 헤지펀드와 프라임 브로커 부문에 대한 이해, 헤지펀드와 헤지펀드의 여신제공기관 쌍방의 리스크 측정 및 높은 차입 펀드의 특성 등을 조사하

88) 적격투자자(qualified investor)란 (1) 사업설명지침(prospectus directive)의 Article 2(1)(e)(i), (ii) 또는 (iii) 내용에 속하는 실체, (2) 법률 87R 하의 합법적 공권력에 의해 유지되는 등록국에 등록된 투자자, (3) 영국이외의 EEA 국가에서 사업설명지침의 목적을 위해 적격투자자로 인정되어 정식으로 허가된 투자자를 말함. 더불어 QIS란 기구를 구성하는 금융수단이 COLL(New Collective Investment Scheme) 8.2.6 R 1(2) (기구를 구성하는 금융수단에 관한 사항)에서의 내용에 포함된 공식적인 펀드를 말함

는 것을 목적으로 인터뷰와 데이터 수집을 통해 주요 프라임 브로커를 조사하였다.

FSA(2005a)에서는 2005년 6월 조사 결과를 근거로 헤지펀드가 가져오는 리스크 및 그 대응을 정리하였는데, 헤지펀드가 시장의 유동성과 효율성을 높이는 역할을 한다고 평가하는 한편 시장의 붕괴와 신뢰성 저하, 규제당국이 가지는 정보의 불충분성, 운용회사의 관리체제 및 운영위험 관리, 자산평가의 취약성, 시장 남용의 가능성, 사기의 가능성 및 이해상충 등에 대한 검토가 필요하다고 언급하였다.

FSA는 이러한 우려에 대한 대응책으로 헤지펀드와 관련된 시장 참가자와의 대화, 헤지펀드 매니저의 검토나 조사, 각국의 감독 당국과 의견 조율 등을 시도하였다. 향후 헤지펀드 매니저나 프라임 브로커의 실태를 보다 명확하게 파악하고 추가적인 정보를 수집할 계획을 가지고 있는 것으로 알려져 왔다.

영국에서는 일반 고객에 대해서 규제 외 집합투자기구를 판매할 수 없지만, 일반고객의 요청 등이 있으면 판매업자는 고객의 특정상품 투자 경험을 감안해 일반 고객을 법인 고객으로 분류하여 헤지펀드를 포함한 규제 외 집합투자기구의 판매 권유 행위를 하는 것이 가능해졌다. 또한 EU지침의 개정⁸⁹⁾에 의해 펀드의 순자산 총액의 100%까지 공매도나 파생을 사용한 차입 활용이 인정되었다. 이로 인하여 개인투자자에게 보다 광범위한 상품의 제공이 가능해졌기에 FSA는 이에 대한 규제를 강화해야 할 것인지 또는 보다 더 새롭고 광범위한 상품을 제공하는 것을 인정해야 할 것인지에 대하여 논점을 정리하고 시장 관계자로부터 의견을 요구하는 디스커션 페이퍼⁹⁰⁾를 공표하였다.

89) EU는 1985년 12월 양도성증권의 집합투자지침(UCITS)에 관한 법률 및 규정(Council Directive 85/611/EEC)을 설정하였는데, 이는 2002년 Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council로 일부 개정되었음

3. 일본

일본에서는 현재 헤지펀드가 법령상 정의되어 있지 않다. 헤지펀드는 집합투자기구, 즉, 투자자로부터 모은 자금을 전문가가 각종 자산에 투자·운용하여 그 이익을 투자자에게 배분하는 것으로 자금운용이라고 하는 금융 서비스를 제공하기 위한 구조의 일종이다. 집합투자기구를 규제하는 법률에는 「투자신탁 및 투자 법인에 관한 법률」, 「상품 투자와 관련되는 사업의 규제에 관한 법률」 및 「부동산 특정 공동 사업법」이 있고, 판매 행위, 자산운용 행위, 펀드 자체 및 vehicle 조성 등에 대하여 규제하고 있다.

가. 설립 관련 규제

증권거래법에서는 새롭게 발행되는 유가증권의 취득 신청의 권유 가운데 다수의 일반투자자(적격 기관투자자는 제외)를 상대로 하는 것을 '유가증권의 모집'이라고 하고, 유가증권의 모집에 해당되지 않는 것을 '유가증권의 사모'라고 정의하고 있다.⁹¹⁾

또한 「투자신탁 및 투자 법인에 관한 법률」(이하 투신법)에서는 새롭게 발행되는 수익증권 취득의 신청 및 권유 가운데 다수의 일반투자자(적격 기관투자자는 제외)를 상대로 하는 경우를 '공모', 적격 기관투자자만을 상대로 하는 경우를 '적격 기관투자자 사모', 공모 또는 적격 기관투자자 사모를 제외하여 어느 것에도 해당하지 않는 것을 '일반투자자 사모'라고 정의하고 있다.⁹²⁾

90) FSA(2005a)

91) 증권법 제2조 제3항

92) 투신법 제2조 제13~15항

유가증권의 모집을 하기 위해서는, 증권정보(펀드의 명칭, 발행가격, 신청 기간 등), 펀드정보(펀드의 목적, 투자 방침, 투자대상, 운용 체계, 투자 제한 등) 및 특별정보(위탁회사 등의 회계 상황 등) 등을 기재한 유가증권 신고서를 내각총리 대신에게 사전에 제출해야 하고⁹³⁾, 사업설명서를 작성해야 하지만⁹⁴⁾, 사모의 경우에는 모두 불필요하다.

나. 운용 및 운용자 관련 규제

고객에 대하여 투자액 간 계약에 근거하는 조언을 실시하는 투자자문업을 영위하려고 하는 자는 유가증권과 관련되는 「투자자문업의 규제 등에 관한 법률」(이하 투자자문업법)에 의해 내각총리 대신의 등록을 받아야 하는데, 그로 인하여 당국에 의한 입회검사 등의 대상이 된다. 다만, 외국 법령에 근거해 설립된 법인 또는 외국에 주소를 보유한 개인으로 외국에 있는 투자자문업을 영위하는 자가 일본에 있는 인가된 투자자문업자 등의 자산운용자만을 상대로서 투자자문업을 영위하려고 하는 경우는 예외로 한다.⁹⁵⁾

또한, 투자자문업자가 고객으로부터 유가증권 가치 등의 분석에 근거하는 투자 판단의 전부 또는 일부를 일임하는 것과 동시에 해당 투자 판단에 근거하여 해당 고객을 위해 투자시 필요한 권한이 위임되는 것을 내용으로 하는 투자 일임 계약과 관련된 업무를 영위하고자 할 때는 내각총리 대신의 인가를 받아야 한다.⁹⁶⁾

93) 증권거래법 제4조 제1항, 특정 유가증권의 내용 등의 개시에 관한 내각부령 제 10조

94) 증권거래법 제13조 제1항, 특정유가증권의 내용 등의 개시에 관한 내각부령 제15조

95) 투자자문업법 제4조, 동시행령 제2조

96) 투자자문업법 제24조

공매도는 증권거래법으로 규제되고 있다.⁹⁷⁾ 증권회사 등은 유가증권 거래소 시장에 있어서 자기 또는 고객의 계산에 대해 매도를 하는 경우 유가증권을 가지고 하는지 여부를 분명히 해야 한다.⁹⁸⁾ 또한 증권 회사 등이 유가증권 매도의 수탁을 하는 경우에는 위탁자에 대해 그 매도가 공매도인지 여부를 확인해야 한다.⁹⁹⁾ 더불어 거래소가 최근에 공표한 가격 이하의 가격으로 공매도를 하는 것 등이 금지되고 있다.¹⁰⁰⁾

차입 규제에 대해서는 투자신탁 협회 규칙에 있어서 공모 투신의 운용에 있어서 신용거래의 미결제 주식이나 상품의 시가총액, 주식의 차입과 관련된 주식의 시가총액, 채권의 차입과 관련된 채권의 시가총액 등은 해당 투자신탁 재산의 순자산 총액의 범위내로 하도록 규정되어 있다.¹⁰¹⁾ 투신법과 투자신탁협회 규칙 등에 있어서 투자신탁에 편성 가능한 자산의 종류 등에 대한 제한이 규제되어 있다. 증권투자신탁 및 펀드 오브 펀드의 운용과 관련된 주된 규제는 다음과 같다.

97) 증권거래법 제162조 제1항 제1호

98) 증권거래법 시행령 제26조의 3 제1항

99) 동시행령 제26조의 3 제2항

100) 동시행령 제26조의 4 제1항

101) 투자신탁협회, 투자신탁 등의 운용에 관한 규칙(투신협회운용규칙) 제15조

<표 부록 II-3> 증권투자신탁(수탁자지도형투자신탁)

	공모투신	사모투신
원칙	신탁재산의 순자산 총액의 2분의 1이상을 유가증권으로 운용 ¹⁰²⁾	
편입 주식 등의 범위	상장주식 등 ¹⁰³⁾	제한 없음
주식취득의 제한	동일 법인이 발행하는 주식의 의결권 50%를 초과 취득할 수 없음 ¹⁰⁴⁾	
선물거래 등의 제한	거래 평가손실의 합계액이 투자신탁 재산의 순자산 총액수의 50% 미만 ¹⁰⁵⁾	제한 없음
편입투자신탁증권의 범위	① 투입 가능한 외국 투자신탁증권에 제한 있음 ¹⁰⁶⁾ ② 투자신탁증권의 합계액이 신탁재산의 순자산총액의 5%이하 ¹⁰⁷⁾ ③ 위탁업자에 의한 하나의 투자신탁증권의 투자는, 투자되는 투자신탁의 순자산 총점의 50%이하 ¹⁰⁸⁾	단일 투자신탁증권의 투자는 투자되는 투자신탁의 순자산 총액의 50%이하 ¹⁰⁹⁾
증권화 관련 상품 등의 범위	시가취득이 가능한 것 ¹¹⁰⁾	제한 없음
기타	① 신용거래의 미결제 주식이나 상품, 매도를 목적으로 한 차입과 관련된 주식, 채권의 대차 거래와 관련된 채권, 공매할 수 있는 채권은 신탁재산의 순자산액의 범위 이내여야 함 ¹¹¹⁾ ② 자금의 차입은 해약대금 지불 등의 목적으로 한정함	제한 없음

102) 투신법시행령 제5조, 투신협회운용규칙 제3조

103) 투신협회운용규칙 제11조

104) 투신법 제16조, 투신법시행규칙 제32조

105) 투신법 제15조 제1항 제6호, 투신법시행규칙 제27조 제1항 제5호, 투신협회운용규칙 제17조

106) 투신협회운용규칙 제12조 제1항

107) 투신협회운용규칙 제12조 제2항

108) 투신협회운용규칙 제12조 제3항

109) 투신협회운용규칙 제21조

110) 투신협회운용규칙 제13조

<표 부록 II-4> 펀드 오브 펀드(112)

	공모	사모
편입투자신탁 증권의 범위	편입가능이 있는 외국투자신탁 증권에 제한 있음	제한 없음
투자신탁증권 이외의 투자	제한 있음	제한 없음
편입부동산투자 신탁증권의 범위	제한 있음(상장·매장등록, 시가평가가 가능한 것 등)	제한 없음
편입주가지수 연동형투신의 범위	제한 있음(상장, 시가평가가 가능 한 것 등)	제한 없음
투자제한	하나의 투자신탁증권 투자는 순자산액의 50%이하(부동산 투자 신탁증권의 투자는 30%이하)	하나의 투자신탁증 권 투자는 순자산 액의 50%이하

다. 판매 관련 규제

투자신탁에 있어서 투자신탁 계약을 체결할 경우 공모·사모와 투자신탁 약관의 신고 및 고객 교부가 필요하다.¹¹³⁾ 또한 운용보고서의 작성과 교부도 원칙적으로 필요하다.¹¹⁴⁾

111) 투신협회운용규칙 제15조

112) 투자협회운용규칙 제3장

113) 투신법 제26조 제1,2항, 다만, 사업 설명서에 대해 투자신탁약관의 내용이 기재되어 있는 경우(투신법 제26조 제2항) 및 적격 기관투자자사모(투신법 시행령 제27조)에 대해서는 투자신탁 약관을 교부하지 않을 수 있음

114) 투신법 제33조 제1항

<표 부록 II-5> 투자신탁 관련 모집규제

	개시서류	공모투신	사모투신	
			적격기관투자자 사모(프로사모)	일반투자자사모 (소수사모)
발행 모집	유가증권신고서	필요 ¹¹⁵⁾	불필요 ¹¹⁶⁾	불필요 ¹¹⁷⁾¹¹⁸⁾
	사업설명서	필요	불필요	불필요
	신탁약관의 신고·교부	필요	필요	필요
계속 개시	유가증권고지서	필요	불필요	불필요
	반기보고서	필요	불필요	불필요
	운용보고서의 작성·교부	필요	필요 ¹¹⁹⁾	필요

더불어 인가투자자문업자는 투자 일임 계약을 체결하고 있는 고객에 대하여 반기에 1회 이상 해당 투자 일임 계약과 관련된 해당 고객의 자산 상태를 설명하는 보고서를 작성하여 교부해야 한다.¹²⁰⁾

-
- 115) 발행가액이 1억엔 이상의 경우(증권거래법 제4조 제1항 제3호)
 - 116) 유가증권 신고서를 제출하지 않는 취지 등을 권유 상대방에게 고지해야 함 (증권거래법 제23조의 13 제1,2항)
 - 117) 발행가액이 1억엔 이상의 경우, 유가증권통지서의 신고가 필요(증권거래법 제4조 제6항, 특정유가증권의 내용 등의 개시에 관한 내각부령 제7조)
 - 118) 유가증권 신고서를 제출하지 않는 취지 등을 권유 상대방에게 고지해야 함 (증권거래법 제23조의 13 제3,4항)
 - 119) 투자신탁 약관에 대해 교부하지 않는 취지를 정하고 있는 경우는 불필요 함(투신법 제33조 제1항 제1호)
 - 120) 투자자문업법 제32조 제1항

4. 독일

가. 설립 관련 규제

독일은 2004년 1월 1일 EU의 양도성증권의 집합투자지침(Undertakings for Collective Investment In Transferable Securities: UCITS)을 법제화하는 것과 동시에 독일의 투자신탁 시장의 강화와 투자자 보호를 위하여 투자법(Investmentgesetz(InvG)) vom 15 Dexember 2003¹²¹⁾을 개정하였다. 동 법은 헤지펀드를 명시적으로 규정하고 있지 않지만 차입 또는 공매도를 사용하는 펀드를 '추가적인 리스크를 가지는 펀드'(싱글 헤지펀드)¹²²⁾라고 규정한다. 또한 추가적인 리스크를 가지는 펀드¹²³⁾를 포함한 펀드 오브 헤지펀드를 '추가적인 리스크를 가지는 펀드 오브 펀드(펀드 오브 헤지펀드)¹²⁴⁾로 규정하고 있다. 그에 따라 독일 국내에 설립되는 헤지펀드 및 펀드 오브 헤지펀드는 연방 금융청(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)에 등록 의무를 지닌다.

최근 독일에서는 독일기업에 대한 헤지펀드 영향력이 확대되면서 규제 강화 요구가 대두됨에 따라 시장지배력 약화를 유도하기 위하여 특정 형태의 투자자들이 보유한 지분에 대해서 의결권을 제한하는 프랑스 방식의 차등 주주권제 도입을 검토하여 2006년 4월 대주주의 지분율이 3%를 초과하는 경우 공시하도록 요구하고 있다.¹²⁵⁾

121) Investmentgesetz(InvG)) vom 15 Dexember 2003(BGBl.IS.2676)

122) 동법 제112조 제1항

123) 동법 제112조에 규정한 펀드

124) 동법 제113조 제1항

125) 미국(5%) 및 EU(2007년부터 5%로 설정)보다 기준 강화

독일연방은행은 2006년 5월 시장참가자들이 스스로 헤지펀드의 위험 특성(risk profile)을 등급화 하는 등의 자체 규제를 강화하는 방안을 제시하는 한편 독일정부는 대다수의 헤지펀드가 역외금융시장을 기반으로 하고 있어 단독 규제가 비효과적이라고 판단하여 EU 회원국 및 미국과의 정책 공조도 모색하고 있다.

나. 운용 및 운용자 관련 규제

펀드 자문업자에 대해서는 운용자의 책임을 강화하고 있다. 펀드 운용자는 투자설명서 또는 계약 조건 등을 통하여 금융상품, 비용 조건에 대한 정보를 반드시 제공해야 한다.

싱글 헤지펀드에는 무제한의 차입 또는 파생상품 이용에 의한 차입의 활용이나 공매도가 인정되고 있다. 투자대상 상품으로서 예금, 머니·마켓 상품, 귀금속, 파생상품 및 선물상품이 인정되고 있지만, 비상장 증권의 투자는 순자산액의 30%로 제한되고 있다. 또한 순자산 총액의 50%까지 헤지펀드에 대한 투자도 인정되고 있지만, 펀드 오브 헤지펀드에 대한 투자는 인정되지 않는다. 부동산이나 부동산 회사의 투자 및 귀금속을 제외한 상품의 투자도 금지되고 있다.

펀드 오브 헤지펀드는 예금, 머니·마켓 상품 등의 유동성 자산을 순자산 총액의 49%까지 편입할 수 있다. 즉, 순자산 총액의 51%는 항상 싱글 헤지펀드에 포함시킬 필요가 있다.

펀드 오브 펀드에 포함될 수 있는 싱글헤지펀드는 투자법 제112조에 규정하는 펀드 등으로서, 동일한 싱글헤지펀드는 펀드 오브 헤지펀드 순자산 총액의 20%까지 편입할 수 있다. 또한 동일한 발행인 또는 동일한 펀드 매니저가 운용하는 헤지펀드를 3개 이상 포함시키는 것은 금지되

고 있다. 펀드 오브 헤지펀드 자체에는 차입의 활용 및 공매가 인정되지 않는다.

다. 판매 관련 규제

독일 투자법에서는 독일 국적 및 외국계 싱글 헤지펀드는 사모형식에 의한 판매만이 인정되고 있으며, 펀드 오브 헤지펀드는 일반투자자의 판매가 인정된다. 다만, 외국계 펀드 오브 헤지펀드에 대해서는 BaFin의 판매 허용이 전제된다. 설정국가의 감독 당국에 의한 감독 및 감독 당국이 BaFin과 협력할 의사를 가지는 것 등을 전제로 통지를 받은 후 3개월 이내에 BaFin이 판매를 금지하지 않는 한 독일 내에서 일반투자자의 판매가 가능하다.

5. 홍콩

현재 헤지펀드를 규제하고 있는 해외의 감독 당국도 헤지펀드를 명확하게 정의하고 있지 않다. SFC는 일반적으로 정의되는 펀드와는 다른 특징을 지니며 다른 투자전략을 이용하는 펀드를 헤지펀드로 간주하고 있다. 특히 헤지펀드 인가시 ① 자산 클래스의 선택, ② 롱·쇼트 투자전략, 차입의 사용, 헤지 및 차입거래 전략 등의 대체 투자전략의 사용이라는 점을 고려하여 심사하고 있다.

가. 설립 관련 규제

SFC는 2002년 5월 투자신탁 규칙 중에서 헤지펀드에 관한 규칙(Chapter 8.7 of the Code on Unit Trust and Mutual Funds)을 신설하여 헤지펀드 등록 및 판매조건으로 운용자산이 1억달러 이상이고 헤지펀드 운용경험이 5년 이상인 운용인력의 보유를 제시하고 투자설명서에 투자 위험 경고 문구를 삽입하도록 의무화 하는 한편 헤지펀드를 일반투자자에게 판매할 때 그 헤지펀드 운용회사의 SFC의 등록 의무를 부과하였다.

SFC는 투자위탁규칙 중에서 헤지펀드의 최저 투자금액을 설정하고 있는데, 싱글 헤지펀드는 5만달러를, 펀드 오브 헤지펀드는 1만달러를 최저 투자금액으로 하였다. 펀드 오브 헤지펀드는 최저 5개의 싱글·헤지펀드에 투자하며 각각의 펀드 투자액은 순자산 총액의 30%를 넘어서는 안 된다. 또한 펀드 오브 헤지펀드는 다른 펀드 오브 헤지펀드에 투자하는 것이 금지되고 있다. 더불어 사업 설명서에 있어서 헤지펀드와 프라임 브로커의 관계, 이익 상충에 대한 관리, 위험관리 등에 대해 설명하는 것이 요구되고 있다.

나. 운용 및 운용자 관련 규제

헤지펀드 운용회사의 등록 시, SFC가 적합성을 평가하는데 있어 적절한 위험관리와 내부 관리를 하기 위한 충분한 인원이 배치되고 있는지를 평가 항목으로서 도입하였다. 즉, ① 2명 이상의 담당자 존재, ② 운용 담당자의 운용 경험은 싱글 헤지펀드의 경우 해당 전략에 대해 최저 2년의 경험이 요구되고, 펀드 오브 헤지펀드의 경우 펀드 오브 펀드 매니저로서 최저 2년의 경험이 요구, ③ 2명의 운용 담당자 중 1명은 헤지펀드에 관해 5년 동안의 일반적인 경험을 가지고 있어야 한다.¹²⁶⁾

공시 내용 강화에 대해서 프라임 브로커의 선정시 자산실사를 행하는 것이 의무화되었다. 헤지펀드와 프라임 브로커의 관계를 사업설명서에 공시하고, 펀드 오브 헤지펀드는 여러 단계에서 성과보수가 부과되는 것을 사업설명서에 기재하는 것을 의무화하였다. 더불어 헤지펀드의 투자 방법, 위험관리에 관한 모든 사항 및 헤지펀드의 운용에 관한 이해상충에 관한 대처 방법을 사업설명서에 기재하는 것도 의무화하였다.

그 외의 요건으로는 헤지펀드의 운용 자산 총액이 최저 1억달러이상이며, 운용회사의 위험관리 및 내부 관리 체제가 구축되어 있는지, 외국에서 운용하는 경우 SFC가 용인할 수준의 감시 체계를 구축한 나라 또는 지역에서 운용되고 있는지를 평가하고 있다.

다. 판매 관련 규제

2005년 5월 SFC는 헤지펀드를 개인에게 판매하는 운용회사의 등록을 의무화하여 헤지펀드를 규제하기 시작한지 3년이 경과하고 또한 헤지펀드가 매우 빠르게 발전하는데 대응하기 위하여 ① 운용 담당자의 운용 경험 요건의 완화, ② 운용상의 투명성을 높이기 위한 사업설명서 공시 강화, ③ 싱글 헤지펀드 최저 투자금액의 인하를 기본으로 하는 규제 개정에 관한 시중 협의 문서를 공표하였다. 동년 9월 그 결과가 공표되어¹²⁶⁾ 개정 투자신탁 규칙이 2005년 9월 30일에 시행되었다.

싱글 헤지펀드의 최저 투자금액 인하에 대해서 운용회사는 지지하는 의견을 보내고 있지만, 판매회사는 헤지펀드의 특징과 헤지펀드가 가지는 리스크에 대하여 개인투자자가 아직 충분히 이해하지 않고 있으며 또한 헤지펀드 판매자 중에도 헤지펀드의 리스크와 특징에 대해 충분한

126) 2005년 9월에 개정된 결과 기존의 5만달러로 유지됨

127) SFC(2005)

지식을 가지고 있지 않은 자가 있기 때문에 최저 투자금액의 인하는 시
기상조라는 의견을 보내고 있다. SFC는 후자의 의견을 중시하여 싱글
헤지펀드의 투자금액을 변동 없이 5만달러로 하였다.

6. 국가별 관련 세제

<표 부록 II-6> 주요 국가별 헤지펀드 및 헤지펀드 운용사에
대한 세제 현황

국가	헤지펀드 과세	헤지펀드 운용사에 대한 과세
미국	<ul style="list-style-type: none"> 투명과세(tax transparent) 적용됨 	
영국	<ul style="list-style-type: none"> 회사형투자신탁 등의 형태로 인가 받은 펀드들의 경우 거래수입에 대해서만 20% 과세율 적용하되 자본이익(capital gain)에 대해서는 면세 적용함 비인가 단위형 투자신탁(unit trusts)의 경우 22% 과세율 적용함 	<ul style="list-style-type: none"> 기업형태의 운용사(corporate managers)의 경우 30% 과세율 적용함 LLP 형태의 펀드운용사의 경우 최대 41%까지 한계 과세율(marginal tax rate) 적용함
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> 투명과세(tax transparent) 적용됨 	<ul style="list-style-type: none"> 일반적인 기업 과세율 적용함
스위스	<ul style="list-style-type: none"> 펀드 형태에 따라 투명과세(tax transparent) 혹은 불투명과세(opaque)가 적용될 수 있음 불투명과세가 적용되는 경우는 기업 기준으로 과세하며, 투명과세가 적용되는 경우는 펀드 차원에서는 비과세임 	<ul style="list-style-type: none"> 헤지펀드 운용사가 지불이 지정되어 있는 주(州)에 따라 16%~25%의 과세율을 적용함
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> 신규 설정된 펀드의 경우 최초 12개월 동안 비과세 혜택 적용함 	<ul style="list-style-type: none"> 최소 3명 이상의 전문 운용인력이 싱가포르에서 펀드를 운용하는 경우, 펀드운용이나 투자자문 서비스 제공을 통한 수입에 대해 10% 과세율 적용함
홍콩	<ul style="list-style-type: none"> 싱글펀드, 비과세/ 펀드오브헤지펀드, 17.5% 과세율 적용함 	<ul style="list-style-type: none"> 17.5% 과세율 적용함

자료: PricewaterhouseCoopers(2006)

7. 국가별 최소 요구자본금

<표 부록 II-7> 주요 국가별 헤지펀드 운용회사 설립 시 최소요구 자본금 현황

국가명	헤지펀드 운용회사 설립 시 최소요구 자본금
미국	해당사항 없음
영국	5만파운드 및 연간 지출비용의 25%
프랑스	12만 5천유로 + 운용자산규모의 0.02%(운용자산규모가 2억 5천유로를 초과하는 경우에 한함) 및 연간 지출비용의 25%
스위스	1백만스위스프랑~1천만스위스프랑(운용자산규모에 따라 상이함)
싱가포르	해당사항 없음
홍콩	최소 납입자본금, 5백만홍콩달러~3천만홍콩달러/ 최소 유동자산, 1십만홍콩달러~1천 5백만홍콩달러(운용회사 성격과 활동영역에 따라 상이함)

자료: PricewaterhouseCoopers(2006)

8. 국가별 마케팅 관련 규제

<표 부록 II-8> 주요 국가별 헤지펀드 마케팅 관련 규제 현황

국가	헤지펀드 마케팅 관련 규제 개요	허용 마케팅 채널	서비스제공자 입지 관련 규제
미국	<ul style="list-style-type: none"> 증권거래위원회 규정, State/Blue Sky Regulation, 증권업협회 규정 등에 의해 미국 내 헤지펀드 판매에 대해 제재를 가하고 있음 대다수의 헤지펀드 및 펀드오브 헤지펀드는 사모방식에 의해 판매되고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> 사모방식 	해당사항 없음
영국	<ul style="list-style-type: none"> 공식적으로는 헤지펀드가 공모에 의해 판매될 수 없으나, 재간접펀드 형태로 영국 증시에 상장하는 방식을 통해 소매 시장을 대상으로 하는 헤지펀드 상품들이 다수 존재함 	<ul style="list-style-type: none"> 은행 /Wrap/ 사모방식 / 투자운용사 등 	해당사항 없음

<표 부록 II-8> 주요 국가별 헤지펀드 마케팅 관련 규제 현황(이어서)

국가	헤지펀드 마케팅 관련 규제 개요	허용 마케팅 채널	서비스제공자 입지 관련 규제
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 상품들은 OPCVM Agréés a Regles d'Investissement Allégées 혹은 OPCVM Contractuels 등의 규정 상 규제를 받으며, 개인투자자를 포함한 다양한 투자자들에게 대한 마케팅이 허용됨 	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드판매회사 /Wrap/사모 방식/투자운용사 등 	EU 권역 내 은행을 수탁은행으로 지정해야 함
스위스	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드오브헤지펀드의 경우 개인투자자의 투자에 대한 제약이 없음 • 투자자와의 임의 계약을 통한, 은행 및 기타 전문 자산운용회사들의 헤지펀드 및 펀드오브헤지펀드 판매가 허용되고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> • 은행/펀드판매회사/Wrap/투자운용사/기타금융기관 등 	국내펀드의 경우 국내 수탁은행 및 사무수탁회사를 임명해야 함
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> • 운용회사가 사모방식의 마케팅을 하기 위해서는 투자자문 라이선스 및 대리인 라이선스를 취득해야 함 • 공모방식의 헤지펀드 마케팅을 위해서는 투명성, 약관, 운용회사 사업경험 및 다양성 등의 사항에 대해 금융자문업자법(Financial Advisers Act: FAA)이 규정하는 가이드라인을 충족시켜야 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 사모방식 • 역외헤지펀드: PB나 역외 자산을 취급하는 펀드 판매 회사 	
홍콩	<ul style="list-style-type: none"> • 공모방식의 헤지펀드 마케팅을 위해서는 SFC의 허가를 받아야 함 	<ul style="list-style-type: none"> • 공모펀드: 은행/펀드판매회사/기타 금융기관 등 • 사모펀드: 사모방식/기타금융기관 등 	해당사항 없음

자료: PricewaterhouseCoopers(2006)

부록 III. 헤지펀드의 정책적 논의 사항

1. 국제기구
2. 규제당국

부록 III. 헤지펀드의 정책적 논의 사항

1. 국제기구

가. G8

2007년 6월 G8 재무장관 회담에서 헤지펀드의 규제 방안에 대하여 논의를 하였다. G8 의장국인 독일에서 열린 G8 재무회담에서 헤지펀드 규제 방안이 집중 논의되었는데, 독일은 이번 회의를 통해 헤지펀드 규제를 법제화할 것을 주장했으나 미국, 영국 등이 이에 반대함으로써 국제 금융시장에서 영향력을 확대하고 있는 헤지펀드를 '예의 주시할 필요'가 있다는 성명을 발표하는 선에서 논의가 마무리 되었을 뿐만 헤지펀드의 규제 방안에 대한 합의는 이루어지지 않았다.

헤지펀드 규제 강화를 주장하고 있는 독일은 헤지펀드가 자본시장을 교란하는 것을 방지하기 위해 헤지펀드 운용에 제한을 가하고 아울러 데이터베이스를 구축해 헤지펀드의 위험성을 파악할 수 있는 시스템을 갖추는 방안을 추진하고 있는데, 이번 회의에서 헤지 펀드의 투명성 제고를 통해 시장 제재를 강화할 필요가 있다고 주장하며 헤지펀드 운용에 대한 감시, 감독을 법제화하는 방안을 제의하였다. 그러나 미국과 영국은 헤지펀드 산업의 입장을 고려해 헤지펀드에 대한 규제는 시장 기능에 맡겨야 한다는 입장을 고수하고 있다.

G8 재무장관들은 "헤지펀드 업계의 급격한 성장과 헤지펀드가 사용하는 거래방식이 점점 복잡해지고 있는 상황을 감안해 이에 따른 영향을 예의주시할 필요가 있음을 재확인했으며, 헤지펀드의 활동과 연계돼 잠재적으로 나타나는 구조적 위험과 운용상의 위험을 평가하기가 점점

복잡하고 어려워지고 있다”고 밝힘으로써 헤지펀드가 국제 금융시장의 안정성을 위협할 가능성이 높고 규제가 필요하다는 것에는 합의하였으나 실질적 규제 방향은 각국의 금융시장 발전 정도에 따라 상이한 입장을 보이고 있어 향후 논란이 계속될 것으로 보인다.

나. IOSCO

IOSCO는 2003년 2월 ‘개인투자자의 헤지펀드 투자로부터 생기는 규제 및 투자자 보호에 관한 사항¹²⁸⁾’이라는 보고서를 공표하였다. 여기에서는 헤지펀드와 관련된 감독상의 과제 중 헤지펀드에 투자하는 개인투자자 보호에 초점을 맞추고 있다.

그 중에서 개인투자자에 대한 헤지펀드의 판매를 인정하고 있는 나라에 있어서 규제 감독상의 주요 논점으로 ① 개인투자자가 헤지펀드의 리스크나 상품의 복잡함을 충분히 이해하고 있지 않으며, ② 헤지펀드의 운용자가 펀드를 적절히 운용하고 또한 그것을 명확하게 투자자에게 설명하는 능력 혹은 프로세스를 가지지 않을지도 모른다는 점 등 두 가지를 들었다.

이에 대한 대응 지침으로서 ① 투자자는 헤지펀드가 어떠한 리스크를 가지고 있는지 알 수 있어야 하며, 그러기 위해서 헤지펀드는 그 투자 전략의 상세한 내용을 소개해야 하는 점, ② 리스크, 투자 전략, 조직 관리나 자산평가는 복잡하고 특별한 기술이 필요하기 때문에 감독 당국은 헤지펀드의 운용자 및 그 내부 통제 프로세스에 의해 주위를 기울여야 한다고 지적하고 있다. 또한 동 보고서는 개인투자자의 헤지펀드 투자는 크지 않으며 집합투자기구에 적용되는 기존의 규제·감독 구조는

128) IOSCO(2003)

헤지펀드에 의해 제기되는 투자자 보호에 관한 과제에는 대체적으로 유연하게 대처하는 것이 가능하다는 결론을 내리고 있다. 헤지펀드는 공모도, 비용 구조 등 규제상의 중요한 과제를 제기하는 일이 있지만, 이것들은 헤지펀드 고유의 과제라기보다는 보다 광범위하게 검토되어야 할 것이라 주장하였다.

또한 IOSCO는 2007년 3월 「헤지펀드 포트폴리오의 가치평가」에 대하여 발표하였다. 본 보고서에서는 헤지펀드의 세계자본시장에서 차지하는 역할이 증대되고 있으며, 헤지펀드 포트폴리오 전략과 내재 상품의 복잡성, 헤지펀드에 있어 금융상품 평가의 중요성 때문에 헤지펀드 포트폴리오의 가치평가를 중시하고 있다. 현재 헤지펀드 규모는 1조 5천억달러에 달하고 차입 사용에 따라 그 규모와 역할이 점점 커지고 있다. 더욱이 헤지펀드는 기관투자자와 전문 개인투자자(sophisticated individual investor)의 투자대상이 되고, 지속적인 상품의 변화와 혁신을 통해서 전세계 금융시스템에서 부각되고 있다. 헤지펀드의 중요성이 증가하는 것과 더불어 복잡하고 비유동적인 금융 자산을 평가하는 데 어려움이 존재하는데, 유동성이 있는 시장이 존재하지 않거나 불완전한 자료를 사용하는 가치평가모형을 사용하는 경우 등에 이러한 문제가 생긴다.

헤지펀드는 순자산가치, 금융 보고, 실적 보고, 보수, 담보 필요액, 리스크 프로파일 등 금융상품 가치평가에 영향을 미치고 있다. 특히 이해상충의 문제는 헤지펀드 가치평가의 어려움을 가중시킬 수 있다.

잠재적 이해상충은 평가 과정에 적극적 역할을 하는 운용자에게서 발생한다. 가치평가가 복잡하고 비유동적인 상품을 포함하는 경우 운용자에게 실질적으로 의존할 수밖에 없으며, 운용자는 특정 금융상품의 유일한 정보의 원천이다. 더욱이 운용자는 펀드의 투자 포트폴리오의 가치평가와 관련한 정책과 과정을 디자인하고 수행할 수 있다. 예를 들어 운용자는 펀드 포트폴리오의 가치에 근거한 자문수수료와 실적보수를 받

으며, 펀드의 지속적 성공에 관심을 갖는다. 따라서 운용자는 펀드 가치 평가에 영향을 미칠 수도 있고 유인(incentive)도 갖게 되며, 헤지펀드의 차입에 의해 평가 오류(error)가 심화될 수 있다.

실제 이해상충은 헤지펀드 운용자와 헤지펀드자체와 투자자들 사이에서 발생한다. 운용 주체의 실체는 규율하는 법규에 따라 다른데, 예를 들어 운용자가 설립하고 운용을 하는 영국이나 미국 같은 법제 하에서는 케이맨 제도와 같은 또 다른 역외지역에 헤지펀드를 설정하기도 한다. 역외지역의 법제는 전형적으로 운용자에게 독립적인 이사회를 갖기를 요구하지만, 그 이사들은 일반적으로 운용자에 의해 선정되고, 이사회가 헤지펀드의 운용 주체로 역할 하도록 되어 있지만, 실제적으로는 운용자가 헤지펀드를 통제하게 된다.

다른 법제 하에서는 헤지펀드 운용자가 헤지펀드의 운용 주체로 역할한다. 예를 들어 미국 주에 따라 헤지펀드를 합자회사나 유한책임회사로 설정하고, 운용자나 운용자와 연관 있는 사람이 무한책임사원으로 활동한다. 미국 주법에 따르면 무한책임사원이 헤지펀드의 운용 주체로 책임을 진다. 다른 역외지역에 단위형 투자신탁(unit trust) 형태로 설정되는 경우, 헤지펀드의 수탁자가 동일한 역할을 하게 된다. 기술적으로나 법적으로 운용자가 수탁자에 의하여 펀드를 운용하도록 임명되지만, 운용자에 의해 수탁자가 선정되는 것도 일반적이다. 운용자는 수익자(unit holder)의 동의 없이 수탁자를 배제하는(remove) 권한을 가질 수 있다.

프랑스, 독일, 아일랜드, 스페인, 스위스와 같은 경우 CIS 규제체계와 비슷한 규제체계를 갖는데, 이때 헤지펀드는 헤지펀드의 자산운용회사의 이사회가 운용 주체가 된다.

따라서 이러한 잠재적·실질적 이해상충 문제를 극복하기 위하여 IOSCO는 헤지펀드 가치평가에 관한 정책 확립 등 헤지펀드 가치평가에 대한 9가지 원칙을 제시하였다.

<표 부록 III-1> IOSCO가 제시하는 가치평가에 관한 9 원칙

1	<ul style="list-style-type: none"> • 포괄적이고 명문화된 정책과 과정이 헤지펀드의 가치평가를 위해 설정되어야 한다. • 정책 수립시 고려사항 <ul style="list-style-type: none"> - 금융상품을 평가하는 데 책임이 있는 사람의 능력과 독립성 - 헤지펀드의 구체적 투자 전략과 투자 포트폴리오에 있어서의 금융상품 - 가치평가를 위한 입력 자료 및 방법론의 선택에 대한 통제 - 금융상품에 대한 가치 차이를 해결하기 위한 과정 - 포지션의 크기와 유동성과 관련된 가치의 조절 - 가치평가 목적을 위한 장부를 마감할 적절한 시간
2	<ul style="list-style-type: none"> • 정책은 헤지펀드의 모든 금융자산에 대한 가치평가 방법을 확인해야 된다. • 투입 자료, 가치평가모델의 선정 등 개별 금융상품의 평가를 위한 방법을 설정해야 한다.
3	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 금융상품은 평가 정책과 과정에 따라 지속적으로 평가되어야 한다. • 적용되는 일관성의 원칙 <ul style="list-style-type: none"> - 유사한 경제적 특성을 갖는 펀드내의 모든 금융상품 - 시간대와 거래 전략을 고려하여 동일하게 운용할 모든 헤지펀드 - 정책이 수정되어야 할 상황이 발생하지 않는 한 시기에 관계없이 적용
4	<ul style="list-style-type: none"> • 가치평가 정책과 과정은 적정성을 확신하기 위해 정기적으로 검토되어야 한다.
5	<ul style="list-style-type: none"> • 운용 주체는 정책과 과정의 적용시 독립성을 추구해야 된다. • 독립성 확보를 위한 요소 <ul style="list-style-type: none"> - 제 3자의 가격 결정 서비스 - 운용자의 독립적 보고 체계 - 평가위원회: 운용자와 독립된 인사로 구성하면 독립성이 강화될 수 있음
6	<ul style="list-style-type: none"> • 가치평가 정책과 과정에 의해 산출된 개별 자산의 가치, 특히 Manager로부터 영향을 받는 가치평가에 관해서는 적절한 수준의 독립적 검토가 이루어져야 한다.
7	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드의 정책과 과정은 독립적 거래상대방(independent party)에 의한 가격 편차(price override) 검토를 포함하여 가격 편차를 다루고 문서화하는 과정을 기술해야 된다. • 가격 편차는 헤지펀드의 정책과 과정에 따라 결정된 금융상품의 가치에 대한 거부이다. <ul style="list-style-type: none"> - 어떤 예외적인 환경에서, 펀드의 정책과 과정에 따라 결정된 금융상품의 가치는 적절하지 않을 수 있다. - 운용자, 가치평가자(valuation agent)와 가치평가 과정에 개입된 제 3자는 그러한 가치에 대하여 편차를 제안할 수 있고 다른 가치를 사용할 수 있다.
8	<ul style="list-style-type: none"> • 운용 주체는 가치평가 서비스를 수행하기 위하여 임명된 제 3자에 관하여 개시 및 정기 자산실사(duel diligence)를 수행해야 한다.
9	<ul style="list-style-type: none"> • 헤지펀드 투자 포트폴리오의 가치평가를 위한 제반 절차는 투자자들에게 투명해야 된다.

IOSCO는 헤지펀드에 대한 시스템리스크 예방과 헤지펀드 시장의 자체적인 투명성 강화를 권고하며, 시스템리스크 예방을 위해서 헤지펀드의 위기 촉발 가능성에 대한 스트레스 테스트 실시, 헤지펀드의 유동성 공급 가능성 평가, 헤지펀드와 거래하는 금융기관의 위험관리 강화 등의 필요성을 주장하고 있다.

다. EU

유럽의회는 2004년 1월 '헤지펀드 및 파생상품의 미래에 관한 유럽의회 결의'를 공표하였다¹²⁹⁾. 이 결의에서 ① 차입 등을 이용함으로써 모든 시장 환경 하에서 절대수익을 추구하는 대체 투자 수법이 다양해지고 있으며 ② 투자자에게 선진적인 투자 상품이 제공되어 선택의 기회가 증가하고 개인투자자가 직접 헤지펀드에 투자할 수 있는 환경 하에 있으나 투자자에게 헤지펀드의 수익성이나 리스크에 대해 알리는 것이 필요하며 ③ 적절한 위험관리 부재로 전세계 금융 시스템에 미치는 영향 등 시스템리스크가 확대될 위험성이 있음을 지적하였다. 유럽의회는 유럽위원회(European Community: EC)에 대해 헤지펀드의 투자 관행에 관한 포괄적인 보고서 작성을 요청하였다. 구체적으로는 많은 헤지펀드가 역외에서 설립되어 EU의 규제 하에 있지 않음으로써 EU 역내의 금융기관이 역외 헤지펀드에 대한 여신을 보다 투명하게 하도록 EU 수준의 규제 도입을 요청하고 있다.

헤지펀드를 기존의 집합투자지침을 개정해서 규제해야 할지 또는 새로운 지침을 제정해서 규제하는 것이 효과적인지에 대한 의견과 해당 규제가 헤지펀드 이외의 대체 투자 펀드를 커버해야 할 것인지에 대한 의견을 요청하였다.

129) The European Parliament(2003)

더불어 유럽의회는 EC에 대하여 EU가맹국의 각 감독 당국과 공동으로 마켓 타이밍(market timing) 관행이나 그로 인한 아시아와 유럽의 장기펀드투자 이익의 감소 여부를 조사하여 필요에 따라서는 그에 대한 대응을 검토하도록 요청하였다.¹³⁰⁾

또한 CESR은 2004년 11월 제7회 시장참가자 자문 패널 회합을 통해 헤지펀드에 대하여 논의했다. 본 회의에서는 특히 투자자 보호와 펀드 오브 펀드를 통해 개인투자자의 투자가 증가하고 있는 헤지펀드 활동에 대해 논의하였다. 최종적으로 본 회의는 헤지펀드는 유익한 투자수단이지만 유럽 전체 수준에서의 규제가 필요하다는 결론에 이르렀다. 그러나 헤지펀드가 더욱 발전하는데 있어 방해가 되지 않는 수준의 규제가 필요할 것이라도 언급되었다. 본 패널에서 거론된 논의로부터 펀드 오브 펀드 헤지펀드에 대해서는 헤지펀드 선택 시 자산실사(due diligence) 의무 부과, 부적격자산에 대한 경고를 포함한 모니터링 프로세스의 실시, 다양한 규제를 실시하고, 헤지펀드 투자자문업에 대한 규제, 보수 구조의 투명화 등의 기본 규제를 도입해야 한다는 결론에 이르렀다. 한편으로 규제 수단이 효과적으로 움직이기 위해서는 국제적으로 의견 일치가 필요하다고 보고 있다. 또한 헤지펀드가 개인투자자에게 판매되는 경우 수익성, 차입, 리스크, 보수 등 관련 정보가 투자자에게 정확하게 전달될 필요가 있다고 강조하였다.

유럽의회는 2005년 7월 EC는 투자신탁과 자산운용 회사, 투자자 보호, 유럽 펀드 업계의 특징 변화와 아울러 헤지펀드를 포함한 대체 투자에 대해 언급한 「EU 지역 투자 펀드의 EU 체계 개선에 관한 그린 페이퍼¹³¹⁾」를 공표하였다. 헤지펀드나 사모투자전문회사를 포함한 대체투자

130) IOSCO(2005)에 따르면 마켓 타이밍이란 일반적으로 집합투자기구의 거래 장소와 집합투자기구에 포함된 증권의 시장이 다르므로 거래와 순자산가치의 계산 시점에 차이가 발생하여 그 사이 상장에 영향을 주는 사건이 생긴 것과는 별도로 순자산가치가 최근 시장가치의 변화를 반영하지 못하는 상황을 유리하게 이용한 재정거래라고 정의하고 있음

는 자산 운용자에게 다양한 투자 기회를 제공하고, 투자자에 의해 높은 수익과 시장의 유동성을 가져오는 동시에 보다 복잡한 전략으로 투자자에게 투자신탁보다 높은 리스크를 가져온다. 또한 헤지펀드는 현재 그 규모가 비교적 작기 때문에 시스템리스크의 중대한 원인이라고 보는 견해는 없지만, 차입의 활용, 급속한 성장 및 투명성의 결여는 헤지펀드가 시장에 주는 부정적 영향에 관한 우려를 증가시키고 있다.

본 논의에서는 ① 규제가 통일되어 있지 않은 것이 시장의 접근에 어떠한 영향을 주는지, ② 투자자 보호나 시장 적합성이라는 관점에서 헤지펀드 등에 연관된 특유의 리스크가 있는지, ③ 공동의 사모펀드 규제를 도입함으로써 기관투자자에 대한 역외(cross-border) 판매의 장애요인이 어느 정도 제거될 수 있는지에 대해서 시장의 의견을 요구하고 있다. 이에 대하여 본 페이지는, ① EU 현행 투자신탁 규제는 유럽 시장 발전을 가져왔고, ② 시장 발전의 기회를 상실할 우려가 있으므로 개선의 여지가 있으나, ③ 현재 입법상의 근본적인 수정을 필요로 하는 사례는 없다고 결론내리고 있다. 게다가 역외 개인투자자에 대한 리스크가 높아지고 있다는 명확한 증거가 없고 시장참가자로부터 시장 접근에 대한 장애요인을 제거하라는 요구도 나타나지 않는다고 발표하였다.

그러나 EC는 헤지펀드의 개인투자자 판매나 투자은행 부문에 있어서의 익스포져 증가, 헤지펀드가 금융상품 시장의 기능에 주는 영향에 대해서 계속 주시할 예정이므로 본 페이지의 의견이나 관계자와의 의견 교환을 근거로 하여 최종적으로 현행의 규제를 강화해야 할 것인지를 검토할 예정이다.

라. IMF

IMF는 2004년 9월 「글로벌 금융 안정화 보고」를 공표하였다.¹³²⁾ 본 보고서의 「헤지펀드 업계의 발전과 실무」 부분에서는 헤지펀드 업계의 발전, 거래상대방 익스포져와 위험관리, 차입의 이용과 측정, 공시와 투명성이라고 하는 문제가 시장에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 언급하였다. 기관투자자는 포트폴리오 분산화의 관점으로 헤지펀드의 투자를 계속 증가시키고 있고, 은행 및 프라임 브로커는 1998년 이후 헤지펀드에 대한 익스포져 관리를 향상시키고는 있지만, 그들이 헤지펀드의 리스크를 모두 파악할 정도의 정보가 공시되고 있는지는 불분명하다고 지적하고 있다.

본 보고서에서는 '감독 당국이 해야 할 일은 헤지펀드의 운용과 시스템리스크에 대한 헤지펀드의 잠재적인 영향을 보다 바르게 이해하는 것으로서 반드시 헤지펀드를 규제하는 것은 아니다. 주요 금융시장에서는 헤지펀드 업계의 기관화가 진행되고 있기 때문에 기관투자자의 협력을 얻어 헤지펀드의 활동과 잠재적인 시스템리스크에 대한 감시·감독이 가능하다'라고 지적하고 있다.

또한 2005년 4월에 공표한 '글로벌 금융 안정화 보고'에서는 헤지펀드의 2004년 운용 실적은 2003년과 비교하여 좋지 않았음에도 불구하고 투자자, 특히 기관투자자가 전통적인 투자 상품과 상관성이 낮은 투자대상에 수익을 요구했기 때문에 신규 자금이 헤지펀드에 계속 유입되었으며, 헤지펀드 업계가 계속 성장함에 따라 보다 한층 기관화될 것이라고 지적하고 있다.¹³³⁾

132) IMF(2004)

133) IMF(2005)

IMF는 보고서에서, '감독 당국이 해야 할 일은 헤지펀드의 운용과 시스템리스크에 대한 헤지펀드의 잠재적인 영향을 보다 바르게 이해하는 것으로서 반드시 헤지펀드를 규제하는 것은 아니다'라고 언급하고 있지만, 투자자 보호가 규제·감독상의 중요한 문제가 되는 감독 당국에 있어서는 시스템리스크에만 주목한 규제·감독이 충분한지 논의되고 있다.

또한 업계 단체인 CRMPG II도 '감독 당국이 금융기관을 통한 정보 수집을 통해 헤지펀드를 직접 규제하는 것에 준하는 정보를 상당 부분 얻을 수 있다'라고 언급하고 있지만, 헤지펀드 관계자 자신의 위험관리 능력 상 간접적인 정보 수집만으로 충분하다고 할 수 있을지, 더불어 헤지펀드를 취급하는 업자를 보다 직접적으로 규제하는 방법이 필요할지에 대해서도 논의를 거듭해오고 있다. 더욱이 헤지펀드와 증권회사 사이의 유착관계 때문에 대형 헤지펀드의 파산은 증권회사에도 충격을 준다. SEC의 관심사는 투자자 보호와 광범위한 금융시장에 대한 시스템리스크의 발생이다.

이러한 상황 속에서 헤지펀드와 관련된 각국의 규제 동향을 보면 크게 ① 헤지펀드 취급업자의 등록, ② 일반투자자에 판매되는 헤지펀드의 등록으로 나눌 수 있다. 영국 및 홍콩의 경우 헤지펀드 취급업자의 등록을 의무화하고 있으며, 독일은 일반투자자에 판매되는 헤지펀드를 등록하도록 요구하고 있다. 또한 일본은 펀드의 설정·운용자 및 판매자에 대해 감독하고 있다. 그러므로 일본, 영국 및 홍콩은 ①의 규제 방식을 따른다고 볼 수 있다.

구체적으로 투자자 보호의 관점에서 일반투자자에 판매하는 헤지펀드에 대한 최저 투자금액 제도의 도입, 편입 자산에 대한 일정 제한, 당국의 인가, 헤지펀드의 역외 판매의 경우 감독 당국 간 협력 체제 등을 마련하고 있는 나라도 있다. 또한, 일반투자자에 헤지펀드를 판매하는 업자 인가시 자본금이나 담당 운용자의 투자 경험 등의 조건을 부과하고 있는 곳도 있다.

헤지펀드에 관해서 각국 감독 당국은 시장규율에도 높은 관심을 가지고 있다. 헤지펀드의 시장규모 확대에 따라 헤지펀드와 헤지펀드를 상대하는 파생 거래나 여신을 상대하는 프라임 브로커 쌍방의 리스크가 높아지고 있다. 이로 인하여 시세의 변동 등에 의해 시장에 큰 영향을 미칠 수도 있다는 인식을 강하게 가지고 있는 감독 당국도 있다.

FSA가 2004년 프라임 브로커의 활동에 관한 조사를 바탕으로 2005년 6월에 공표한 디스커션 페이퍼에서는, 헤지펀드의 리스크에 대해 검토해야 할 항목으로서 운용회사의 관리 체제나 위험관리, 자산평가 외 내부자거래 또는 주가조작과 같은 시장 남용이나 사기, 자금선정, 이해상충 등을 들고 있다. 해당 디스커션 페이퍼에서는 헤지펀드가 그 자산 가액의 평가에 있어서 예탁 기관 등을 마련해 독립적으로 헤지펀드 자산을 평가하는 일은 적기 때문에 운용자(펀드운용자) 자신이 헤지펀드의 자산 가액을 평가하고, 그 가격을 기초로 성과보수를 산출하게 되므로 이해상충의 우려가 있다고 지적하였다. 또한, 대부분의 헤지펀드가 유동성이 낮은 상품이나 복잡한 구조의 상품 투자를 하고 있으므로 해당 자산의 평가방법이나 그 정확성에 대한 문제점도 지적하고 있다. 평가방법의 문제에 대해서 근본적으로는 헤지펀드 투자자가 시장리스크를 어떻게 관리하는가 하는 투자자의 위험관리 능력 측면부터 검토해 나갈 필요가 있을 것이다.

마. 민간단체

1) CRMPG II

CRMPG II는 미국의 주요 금융기관의 간부로 구성된 단체로 제랄드 콜리건 전 뉴욕연방은행 총재가 의장을 맡고 있으며, 글로벌 금융 시스

템의 효율성, 유효성 및 안정성을 촉진하기 위한 정책을 민간의 입장에서 검증 및 제시하고 있다.

2005년 7월 CRMPGⅡ는 '더 나은 금융안정을 위한 민간영역의 전망'이라는 보고서를 통해 거래상대방리스크 관리와 직접적 관계가 없으나 무시할 수 없는 요소의 하나로서 '헤지펀드의 공적인 감시'를 지적하고 있다.¹³⁴⁾

1999년에 CRMPGⅡ의 전신인 CRMPG I은 헤지펀드 규제에 대해 감독 당국이 금융기관을 통해 정보를 수집하는 것은 헤지펀드를 직접 규제하는 것에 준하는 정보를 얻을 수 있다고 결론지었다.

1999년 이후 헤지펀드의 수나 규모가 커지고, 그 복잡성이 증가하는 등 헤지펀드를 둘러싼 환경이 크게 변화하였고, 헤지펀드를 직접 규제하는 나라도 생겼다. CRMPGⅡ는 간접적인 규제에 이점이 있다고 하였고, ① MFA가 2005년에 공표한 '건전한 실무 지침'에 나타난 실무 지침을 헤지펀드가 자주적으로 이용하고, ② 감독 당국과의 협력 아래 금융기관을 통한 보고 체제의 구축이 가능한지를 검토하는 그룹의 소집을 제안하였다.

CRMPGⅡ의 보고서는 새로운 상품의 등장 등에 의해 금융 실무의 복잡성이 높아지고 있는 것을 배경으로 발생 확률이 지극히 낮은 금융 시스템 전체에 중대한 영향을 미칠 수도 있는 리스크에 대해 금융 시스템의 효율성이나 유효성을 해치는 일 없이 적절한 대응을 해 가는 관점을 지향하며, 시장참가자로서의 헤지펀드 규제나 거래상대방인 금융기관 위험관리의 본연의 자세에 대하여 제언을 행하고 있다.

따라서 금융기관과 헤지펀드 거래에 대해서도 헤지펀드의 시가 정보 취득 및 취득 과정에서의 적절성, OTC 거래 이행의 확실성, 거래상대방

134) CRMPGⅡ(2005)

리스크의 관리, 이해상충 회피 등의 내부 관리나 금융기관의 거래 실패가 시장의 안정성에 미칠 수 있는 잠재적인 영향 등에 대해서 계속적으로 상황을 주시해 나갈 필요가 있을 것이다.

2) MFA

MFA는 1991년에 미국에서 설립되어 현재 약 1천명의 회원을 보유하는 헤지펀드를 포함한 대체 투자 업계를 전문으로 하는 세계적인 회원 조직이다. MFA(2005)에서는 헤지펀드 운용자를 위한 건전한 실무 지침을 공표하였는데, 이 지침은 2003년에 공표한 지침을 개정한 것으로, 헤지펀드 운용자에 의한 건전한 비즈니스 관행의 추진과 투자자 보호를 위하여 작성되었다.¹³⁵⁾

이 지침에서는 ① 거래의 내부 관리, ② 투자자에 대한 책임, ③ 평가 방침과 절차, ④ 리스크 감시, ⑤ 규제상의 관리, ⑥ 거래 실무, ⑦ 업무 지속 및 문제시 극복 계획 등 일곱 분야에서 지침을 제시하고 있다.

이것은 헤지펀드 운용자가 그 실무를 행할 때 지침을 제공하는 목적으로 책정되어 헤지펀드 운용자가 제시된 지침을 평가하고 이용하는 것으로 헤지펀드 운용자 자신의 비즈니스 관행을 강화하여 투자자 보호 강화로 연결되는 것을 기대하고 있다.

유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)은 헤지펀드의 투명성 개선을 위한 거래상대방 규제 강화 및 시장규율 확립 등을 강조하고 있다.

135) 본 지침에서는 헤지펀드를 사모형식으로 판매되지만 넓게는 일반투자자가 구입할 수 없는 프로투자운용회사(헤지펀드 운용자)에 의해 운용되는 투자수단이라고 정의하고 있으며, 이는 펀드 오브 헤지펀드를 대상으로 하지 않았음

2. 규제당국

가. Department of the Treasury의 3개 기관

Department of the Treasury et al.(1999)은 LTCM의 사태를 통하여 한 금융기관의 위험이 다른 금융기관에 전이되고 종국적으로 시장 전체에 시스템리스크를 야기할 수 있는 가능성이 있으므로 이를 해결하기 위한 정책을 제안하였다.

LTCM은 국제금융시장이 점차 안정되어 무위험자산(미국국채)과 위험자산 간 이자율 스프레드가 좁혀질 것으로 예상하고 이자율 스프레드에 대규모 포지션을 보유하였으나 러시아의 모라토리엄 선언에 따라 1998년 8월~9월중 금융시장이 불안정해지면서 스프레드가 커지자 대규모 손실 발생하였다. LTCM의 사정이 악화되면서 거래기관이 신용공여 조건을 강화하고 추가담보를 요구함에 따라 유동성 사정이 더욱 악화되어. 1998년 9월 23일 뉴욕연방준비위원회의 주선으로 14개 은행 및 증권회사가 LTCM 지원을 위한 컨소시엄을 결성, LTCM에 약 36억달러를 출자하여 경영권을 인수하게 되었으며, 이후 LTCM의 경영이 점차 정상화되어 1년 후 은행단들은 지원 자금을 상환 받고 2000년 초 LTCM은 청산하게 되었다.

LTCM이 26대 1의 높은 차입¹³⁶⁾(자산 1,250억달러, 자본금 48억달러)를 유지하고 있었음에도 신용공여 금융회사는 LTCM이 도산하더라도 피해가 없을 것으로 예상하여 신용관리가 불충분했던 바, 이는 투자자, 신용공여자, 거래상대방 전반의 거래행위에 대하여 효과적인 감시 및 위험관리가 되지 못한 것으로 평가된다.

136) 파생상품 투자 고려시 차입 규모가 40배 이상 되는 것으로 추정됨

LTCM 사건은 개별 금융회사의 과도한 차입으로 인해, 한 금융회사의 문제가 기타 금융회사로 전이되어, 금융시장 전체의 시스템리스크를 가져올 수 있음을 보여준 사건이다. 차입은 금융시스템에 보다 높은 이윤 창출이라는 긍정적 역할을 수행할 수도 있지만, 금융회사가 고객과 거래상대방에게 너무 많은 제공할 경우 문제를 야기할 가능성이 높으며, 시장 존중의 경제 시스템에서는 차입을 통제하는데 원칙적으로 시장 원리에 의존한다.

이러한 사태에 대하여 이 보고서에서는 헤지펀드와 관련하여 정보 공개, 위험관리 개선에 대하여 정책적으로 제안하고 있다. 정보공개와 관련해서는 헤지펀드에 대하여 의미 있는 정보가 보다 빈번하게 공개되어야 하며, 금융기관을 포함한 공적 기업은 헤지펀드를 포함해서 차입비중이 높은 기관에 대한 여신 현황 및 노출 정도에 관하여 추가적 정보를 공시해야한다고 제안하고 있다. 그리고 위험관리와 관련되어서는 금융기관은 거래상대방리스크 관리를 개선해야하며, 규제당국은 피규제기관의 위험관리 시스템의 개선을 권장해야하며, 자본적합도(capital adequacy)에 관하여 리스크에는 더 민감하되(more risk-sensitive) 신중한(prudent) 접근법을 개발할 필요가 있다고 권고하고 있다. 더불어 규제당국은 증권회사와 선물회사의 규제받지 않은 관계회사에 대한 리스크 평가 권한을 확대하고, 규제당국의 역외 금융센터가 국제기준 부합을 촉진하도록 강력한 인센티브를 갖아야 한다고 권고하고 있다.

나. SEC

SEC(2003)에 의하면 헤지펀드의 실제 투자자는 적격투자자 요건을 일반적으로 충족시킨다. 적격투자자 요건은 소수투자자 사모의 특정 투자자 요건보다 재무적 측면에서 더 엄격하기 때문에 헤지펀드 투자자는

실제적으로 특정투자자 요건을 능가하는 투자자들이 투자하고 있다고 밝히고 있다. 이 보고서에서는 향후 헤지펀드 성장에 따른 문제점과 이를 해소하기 위한 대책을 제시하고 있다.

헤지펀드 성장에 따른 우려사항은 다음과 같다. 첫째, 미국의 경우 등록면제조항을 이용하는 헤지펀드들은 SEC에 대한 보고의무 및 투자자에 대한 공시의무를 갖지 않게 된다. 따라서 헤지펀드의 운용 규모, 운용주체 등 헤지펀드와 헤지펀드 자문업자에 관한 정확한 정보가 없고, 투자자들 역시 투자자문업자와 헤지펀드의 운용에 관한 기본적인 정보를 얻지 못하므로 투자자에게 제공되는 정보의 적절성을 확인할 규제적 수단을 확보하기 어렵다. 결과적으로 SEC는 헤지펀드와 헤지펀드 거래 관행에 대하여 단지 간접정보만 가지게 되어 헤지펀드 관련 정책적 대응에 한계를 갖는다. 또한 SEC의 정보부족으로 헤지펀드의 사기가능성이 SEC에 제보된 이후에 사기나 다른 잘못된 행위를 확인하게 되므로 사기와 기타 부절절한 행위에 대한 예방적 활동을 할 수 없다.

둘째, 헤지펀드 포트폴리오 증권 평가의 어려움이다. 헤지펀드의 포트폴리오에 대한 헤지펀드 자문업자의 평가의 적절성에 대한 검증이 이루어지지 않는다. 성과에 대한 실적급의 유인을 가지는 헤지펀드 자문업자는 포트폴리오 가치평가에 대한 개입을 통하여 성과를 왜곡할 수 있다. 외부 관리기관이나 평가기관을 사용하는 경우에도 자문업자는 가격평가에 있어 자신의 판단을 주장할 수 있고, 유동성이 적은 자산에 투자함으로써 이러한 우려가 심화될 수 있다. 등록된 펀드 오브 헤지펀드의 순자산가치 산정 역시 동일한 문제가 있다. 왜냐하면 헤지펀드 포트폴리오의 순자산가치에 대한 독립적 평가가 쉽지 않기 때문이다.

셋째, 헤지펀드에 내재하는 리스크 요인을 제대로 이해하지 못하는 비전문투자자인 소매투자자가 헤지펀드에 직접 투자하는 경우에 투자자 보호 장치가 미흡하다.

넷째, 헤지펀드 자문업자와 헤지펀드 사이의 이해상충 문제이다. 일부 고객계좌 관리에 있어 혜택을 주는 side-by-side 문제와 프라임 브로커와의 관계에서 이러한 문제가 나타날 수 있다. 헤지펀드 자문업자가 헤지펀드 투자자가 됨에 따라 이해상충 문제가 발생할 수 있으며, 헤지펀드 자문업자가 프라임 브로커의 선정시 프라임 브로커 선정의 공정성이 보장되지 않고 그 결과는 모든 헤지펀드 투자자에게 미치게 된다.

이러한 우려사항의 해결책으로 다음사항이 제시된다. 헤지펀드 운용자는 등록의 이득과 부담을 고려하여, 헤지펀드 운용자등록을 요구한다. 개별 헤지펀드의 개별 투자자를 운용자의 개별 고객으로 간주하면 대부분의 대형 헤지펀드 운용자는 등록하게 되고, 등록 헤지펀드는 SEC에 대한 보고의무와 투자자에 대한 공시의무를 부과 받는다. 등록으로 인하여 사기의 감소, 투명성의 증진, 소매고객 증가 등의 이득이 생긴다. 등록을 하게 되면 정기조사 및 검사대상이 되어 금융감독 당국은 헤지펀드에 관한 기본적이고 중요한 정보를 제공받을 수 있게 된다. 예를 들어, 헤지펀드 자문업자의 등록을 통하여 운영하는 헤지펀드 수, 헤지펀드 운용금액, 헤지펀드 자문업자를 통제하는 사람들을 포함한 모든 헤지펀드 자문업자에 관한 실제적인 정보를 모을 수 있을 것이다. 헤지펀드 자문업자의 거래 활동을 직접적으로 검사할 수 있게 되면, 사기 및 부적절하거나 합법적이지 못한 거래 행위를 더 쉽게 적발 할 수 있다. 등록 투자자문업자로서 헤지펀드 자문업자 역시 자문업자의 사업관행과 원칙에 관한 과거 경험, 필요 기록의 유지, 고객 자산의 안전한 보호 등에 관한 정보를 SEC와 투자자에 대하여 제공해야 된다. SEC는 이러한 자문업자에 대한 정기적 준법감시를 통하여 제기되는 우려사항에 관한 감시활동을 할 수 있다.

또한 등록 운용자는 투자자가 75만달러 이상을 동일 운용자에게 투자하거나 150만달러의 순자산가치가 없는 경우에는 실적보수를 부과할

수 없기 때문에 헤지펀드 직접투자에 대한 최소 투자요건을 효과적으로 증가시킬 수 있다. 종합적으로 등록으로 인하여 사기의 감소, 투명성의 증진 및 이로 인한 소매고객의 증가 등의 이득이 기대된다.

반면 등록의 비용은 규제기관과 헤지펀드 산업 모두에게 규제 비용을 증가시킬 수 있다는 점이다. 강제등록으로 인하여 SEC는 다른 감독 업무와 별도로 시간과 예산을 확보해야하고, 이는 투자자의 손해로 연결될 수 있다. SEC의 감독 인력 부족 고려시 헤지펀드에 대한 규제 강화는 높은 기회비용을 수반하게 될 것이다. 자문업자 등록은 SEC에 등록하고 있지 않은 헤지펀드에 추가적 비용을 발생시킬 수 있는데, ① 전자자료 제출(electronic filing)에 따른 비용, ② 자문업법상의 기록 보존 시스템 구축비용¹³⁷⁾, ③ 준법감시 규제에 부합하기 위한 지출 비용 등 등록 관련 세 종류의 비용 부담이 증가할 수 있다. 그 이외 사항으로, 프라임 브로커의 자본제공 진행에 대한 감시, 헤지펀드의 베스트 프랙티스(practice) 개발에 의한 이해상충 문제 해결 및 투자자의 리스크리턴 프로파일 인식의 양상을 위한 헤지펀드 투자자에 대한 교육 증진 등을 제시하고 있다.

SEC(2004)는 투자자 보호와 증권시장 건전성 유지가 감독 당국의 주요한 책무이며, 헤지펀드 산업에 대한 적절한 규제조치가 필요하다고 주장하고 있다. 헤지펀드는 시장의 효율성과 유동성 증진에 기여하며, 시장의 움직임과 상관관계가 작아 위험의 분산의 기회를 제공하는 긍정적 측면이 있다. 그러나 헤지펀드 성장에 따라 사기 행위가 증가하고 있으며, 운용자의 실적에 대한 과다 평가, 불필요하거나 공시되지 않은 보수의 지급, 고객 자산 평가의 오류 등으로 투자자 보호에 문제가 있고, 헤지펀드 실적급의 지급은 가치평가의 오류를 유발할 유인이 생긴다. 특히, 펀드 오브 헤지펀드의 경우 펀드 자산의 대부분이 헤지펀드에 투자

137) 대부분의 경우 프라임 브로커가 구축함으로써 추가적 비용 발생 안할 수 있음

하는 등록 회사이고, 2만 5천달러의 최소 투자한도를 설정하고 있으나 최소 투자금액이나 투자자 자격 요건은 증권법이나 SEC가 규제하지 않고 있으므로 일반투자자에 대한 보호 필요성이 생긴다. 또한 고령화 시대로 감에 따라 은퇴자금이 헤지펀드로 가는 것도 규제의 필요성을 유발하고 있다. 따라서 감독 당국은 헤지펀드의 합리적 활동을 저해하지 않는 수준에서 투자자 보호의 책무와 금융시장에서의 헤지펀드의 역할에 대한 균형 있는 시각을 가지고 규제를 실시해야 한다. 헤지펀드 운용자에 대한 정보와 규제에 대한 관찰이 필요하며, 헤지펀드 투자자문업자를 등록하게 함으로써 투자자와 증권시장을 보호할 필요가 있다.

다. FSA

FSA(2002)에 따르면 영국에 소재한 헤지펀드 매니저는 FSMA에 의한 규제를 받고, 헤지펀드의 역내 설정시 소득과 자본 이득에 관한 법인세 부과 등으로 역외에 설정하는 경우가 대부분이다. 그러나 펀드는 역외에 존재하지만, 펀드 운용자, 프라이م 브로커 및 투자자는 역내에 존재하므로, FSMA의 규제를 받게 된다. 일반적으로 인정되는 헤지펀드의 정의가 미비한 것은 모든 종류의 헤지펀드 규제를 받는 CIS의 범위를 설정하는 것이 가능하지 않음을 의미한다고 밝히고 있다. FSA의 The UK Listing Authority에 따르면 헤지펀드의 특성 상, 특히 공모도 전략이 상장을 위한 기준에 부합되지 않으므로, 개별 헤지펀드가 현재 상장기준에 따라 상장하기는 어렵지만, 펀드 오브 헤지펀드는 매도 전용(long only) 기준에 의하여 헤지펀드 포트폴리오에 투자하기 때문에 상장이 가능하다. 대부분의 국가에서 소매투자자에게 헤지펀드 마케팅시 규제를 두고 있는데, 이는 비전문적 투자자에 대한 적합성 우려 때문으로 미국의 경우 특정투자자(accredited investor)에게 한정하여 마케팅이 가능하다. 이러한

헤지펀드에 대한 규제 변화는 비용 증가가 수반하므로 금융소비자의 편익과 비용을 고려해서 결정할 필요가 있다고 주장하고 있다.

FSA(2005b)에서는 헤지펀드가 시장 유동성과 효율성을 증진시키고 투자은행 수익의 주요 원천이 된다고 밝히고 있다. CSFB의 평가에 따르면 수익 중 250억불이 헤지펀드로부터 창출되는데 이 금액은 총 수익 중 1/8에 해당되고, 190억달러는 거래 영업으로부터 60억달러는 프라임 브로커리지로부터 발생한다고 보고하고 있다. 영국의 경우 헤지펀드 운용자는 FSMA 37조(managing investments)와 53조(advising on investments)에 의해 규제를 받는데, 약 200개의 회사가 헤지펀드 전문 운용/자문회사이고 100개의 전통적 투자운용/자문사가 헤지펀드 업무를 추가한 것으로 추정된다. 일반적으로 영국에서 운용되는 헤지펀드의 독립적 가치평가는 제 3의 관리자에 의해 행해진다. 일반 공모펀드와는 달리 헤지펀드는 펀드의 가치평가 객관성을 담보하는 독립적 보관기관이나 신탁인(trustee)의 사용이 강제되지 않아, 헤지펀드 운용자가 스스로 가치평가를 할 때에는 이해상충이 생길 수 있다.

헤지펀드가 가진 위험으로 대형헤지펀드나 다수의 중형헤지펀드가 파산시, 시장의 붕괴를 초래할 수 있으며, 헤지펀드가 특정상품이나 특정시장에 집중 투자하여, 투자자산을 한꺼번에 처분시 유동성 미스매치와 불균형시장을 초래할 수 있음을 지적하고 있다. 전통적 VAR Model에 의해 파악되지 않는 리스크가 존재하며, 이러한 리스크는 유동성 리스크, 신용 리스크와 특히 극단적인 경우에 발생하는 long-tail 리스크를 포함하고 스트레스 테스트가 이러한 리스크를 파악하기 위해 점점 더 많이 사용되고 있다.

또한 헤지펀드의 거래확인 지연 및 통보되지 않는 거래 할당과 같은 운영위험이 존재하므로 위험관리는 헤지펀드의 필수 영역이라고 주장한다. 또 다른 헤지펀드의 위험으로는 헤지펀드의 내부자 거래와 시장 조

작의 가능성인데, 인센티브 구조, 규제적 감시와 통제의 미비로 운용자의 사기 가능성이 존재하고, 전통적 운용자보다 헤지펀드 운용자는 자금 세탁방지 책무에 취약할 수 있다. 그리고 가치평가 방법론의 취약성 및 이해상충으로 인한 시장의 신뢰저하를 가져올 잠재적 위험이 존재한다. 그러나 규제당국은 이러한 위험을 완화할 정보가 부족하므로 하므로 정기적인 헤지펀드의 거래상대방으로서의 조사를 실시하고, 헤지펀드 운용자와 거래상대방에 대한 헤지펀드의 시장행위를 사전 감시하며, 거래보고를 목적으로 거래상대방으로 헤지펀드보다 헤지펀드 운용자를 고려할 필요가 있다고 권고하고 있다. 리스크 완화를 위해 헤지펀드 이슈에 관해 시장 참가자들과 비감독적 대화를 하며, 헤지펀드 운용자와 다른 운용자의 좀 더 분명한 구분에 의해 감독할 필요가 있으며, 헤지펀드 가치평가를 개선할 필요가 있다고 밝히고 있다.

FSA(2006a)에서는 영국이 헤지펀드 운용자에게 매력적인 지역으로 남아있게 하는 데 FSA가 중요한 역할을 수행했다고 밝혔다. 헤지펀드는 유동성의 주요 원천이고 시장 효율성을 상당히 증가시킬 수 있으며, 헤지펀드 운용자 감독팀을 만들어 위험관리를 지도하고 있으며, 향후 가치평가에 관한 규제가 필요하며, 프라임 브로커에 대한 정기적 검사가 이루어질 것이라고 밝히고 있다.

FSA(2006b)는 헤지펀드가 가지는 핵심적인 리스크는 시장의 붕괴와 헤지펀드 거래상대방에 대한 신뢰의 손상이라고 주장하고 있다. 또한 헤지펀드의 내부자 거래와 시장 조작, 거래확인의 지연과 비통보 거래 활동과 같은 운영 위험 및 공시되지 않은 이면계약 발행으로 인한 투자자들에게 대한 차별적 대우 등이 존재한다고 주장한다. 그러므로 헤지펀드에 대하여 내재하는 리스크를 파악하고 완화하는 방안을 찾기 위해 필요시 규제당국이 개입하여 규제하는 것이 바람직하다고 주장한다. 특히 신흥시장(emerging market)에 있어서 나타나는 헤지펀드의 리스크는 헤지펀드가 잠재적 유동성 위험을 안고 있지만 변동성을 증가시켰다는 증거는

찾기 어려우므로 감독 당국은 헤지펀드 시장참여자의 사기를 저하해서는 안 되고 거래행위의 공정성 확보와 헤지펀드의 위험을 최소화하는 차원에서 개입해야 한다고 주장하고 있다. FSA는 2005년 10월 헤지펀드 전문팀을 설립하여 헤지펀드 운용자와 프라임 브로커 서비스를 제공하는 증권회사를 감독하여 리스크를 관리하고 있으며, 헤지펀드에 대한 신용공여와 위험관리 시스템 개선을 공조하고 있다. 더불어 FSA는 헤지펀드와 관련된 시장 오용의 방지, 신용파생상품시장에서 은행을 통한 국제공조, 가치평가의 지침 및 이면 계약 관련 정보의 공개 지침 등을 마련하고 있다.

FSA(2006c)에서는 헤지펀드의 정의가 명확하지 않아 논의의 대상에 대한 불명확성이 있을 수 있으나, 감독 당국의 건전성 감독과 금융소비자 보호라고 밝히고 있다. 즉, 헤지펀드의 규제 목적은 헤지펀드가 금융시장 안정에 영향을 미치는 위험의 정도를 나타내는 건전성확보, 소매고객이 헤지펀드에 직접 투자하도록 허용할 경우의 소비자 보호(consumer protection), 시장 오용을 방지하기 위한 시장 행위 규제 등시장의 완전성(market integrity) 확보에 있다고 주장한다. 이를 위해서는 헤지펀드와 헤지펀드 운용자를 구분해야 하며, 규제의 대상은 헤지펀드가 아니라 헤지펀드 운용자, 판매자, 투자자이다. 헤지펀드의 건전성과 관련되어서 거래상대방인 프라임 브로커에게 전이되는 위험이 중요하므로, FSA는 프라임 브로커의 헤지펀드 노출 정도를 조사해야 한다. 소비자 보호의 주요 과제는 소매투자자의 투자 허용 범위 문제인 바, 자기 자신을 보호할 수 있는 HNW에게는 헤지펀드 투자허용이 필요하며 소비자 보호를 위해 헤지펀드 전략을 제약하는 것은 바람직하지 않으며, 소비자 보호를 위해 펀드 운용자와 보관자의 역할을 분담하고, 투자 헤지펀드에 대한 자산 실사의 원칙 설정, 이면 계약의 공개 등이 필요하다고 주장한다. 또한 시장 완전성 확보를 위해 내부 정보의 오용, 복잡한 상품의 가치평가 미비, 선호 고객(preferred client)에 대한 특혜 등의 문제를 해결해야

하나, 이러한 사항은 헤지펀드만의 문제는 아니라고 밝히고 있다. 세 가지 규제적 목적인 건전성 위험 제어, 소비자 보호, 시장 완전성 달성을 위해 보수, 상환정책(redemption policy), 가치평가과정, 투자 전략, 관리, 투자자와 프라임 브로커에 대한 결과 보고에 대한 투명성 확보 등이 필요하다.

부록 IV. 통합도산법 상 금융거래 특칙 적용
검토

부록 IV. 통합도산법 상 금융거래 특칙 적용 검토

2005년 3월 통합도산법에서는 일부 금융제도 및 금융거래와 관련하여 지급결제제도, 청산결제제도, 장외금융상품에 대하여 통합도산법의 적용을 일부 배제하고 있다. 특히 통합도산법 제 120조에서는 일정한 요건을 갖춘 장외금융상품거래에 대하여 통합도산법의 일부 규정을 배제하기 위하여 통화, 유가증권, 출자지분, 일반상품, 신용위험, 에너지, 날씨 등의 가격 또는 이자율이나 이를 기초로 하는 지수 및 그 밖의 지표를 대상으로 하는 선도, 옵션, 스왑 등 파생상품거래 또는 현물환거래, 유가증권의 환매거래, 유가증권의 대차거래 및 담보콜거래를 행하는 당사자 일방에 대하여 회생절차가 개시된 경우 적격금융거래의 종료 및 정산에 관하여는 기본 계약에서 당사자가 정한 바에 따라 효력이 발생하고 해제, 해지, 취소 및 부인의 대상이 되지 아니하며, 위의 거래에 수반되는 담보의 제공·처분·충당 거래는 중지 명령 및 포괄적 금지 명령의 대상이 되지 아니한다고 규정하고 있다.

장외에서 당사자 간에 이루어지는 금융상품거래가 위 조항의 적용을 받기 위해서는 기본계약이 존재 하며, 적격금융거래에 해당되어야 한다. 또한 정산조항이 규정되어야 하고, 최종 잔액 채권의 담보화가 이루어져야 한다. 기본 계약에 대해서는 스왑거래 등을 위하여 국제스왑 및 파생상품협회(International Swaps and Derivatives Association: ISDA)에서 제정한 ISDA 마스터계약서(ISDA master agreement) 뿐만 아니라 현재 국제 금융계에서 일괄정산의 효과를 제고하기 위한 각종 마스터 계약서를 망라하는 상품 간 마스터 계약서의 이용을 제안하고 있다. 적격금융거래에 해당되기 위해서는 ① 통화, 유가증권, 출자지분, 일반상품, 신용위험, 에너지, 날씨, 운임, 주파수, 환경 등의 가격 또는 이자율이나 이를 기초로 하는 지수 및 그 밖의 지표를 대상으로 하는 선도, 옵션, 스왑

등 파생상품거래로서 대통령령이 정하는 거래 등 전통적 의미의 장외파생금융거래, ② 현물환 거래, 유가증권의 환매거래, 유가증권의 대차거래 및 담보콜 거래 등 일부 외환 및 증권금융거래, ③ 이들 두 가지 거래를 혼합한 거래의 세 가지 거래 이외에 이들 각각의 거래에 수반되는 담보의 제공, 처분, 충당과 같은 담보거래가 포함되는 것으로 하고 있다.

통합도산법 상 금융거래에 관한 특칙 규정의 적용을 위해서는 일괄정산구조(close-out netting)가 포함되어 있어야 하는데, 이는 당사자 간의 모든 채권 채무관계를 일괄하여 상계 처리하여 단일잔액채무를 산정하는 과정의 효력을 확보하기 위한 것이다. 즉, 금융시장에서 일괄정산구조를 거쳐 산출된 단일잔액채무에 대해서 담보를 설정하고 그 담보권을 도산 절차에서 배제함으로써 특칙 대상거래에 따른 모든 리스크를 제거하고자 하는 것이다.

최종잔액채권에 대한 담보화구조란 일괄정산에 따른 최종잔액채권은 도산 절차 상 도산채권으로 취급하는 것이 원칙이나, 금융시장에서는 이러한 잔액 채권에 대한 위험을 제거하기 위하여 당사자가 사전에 약정한 기간 또는 기일에 양 당사자 간의 거래에 일괄정산이 일어난 것으로 보고, 그 결과 산출된 최종잔액채권에 대해 담보를 설정하는 것이다. 이러한 담보에 대하여 통합도산법 상 제한을 배제하여 즉시 집행함으로써 위험을 제거하는 것을 그 목적으로 한다. 더불어 통합도산법 제120조 제3항 단서에서는 '채무자가 상대방과 공모하여 회생 채권자 또는 회생 담보권자를 해할 목적으로 적격금융거래를 행한 경우 그러지 아니한다'는 규정을 둠으로써 일괄정산규정의 남용을 방지하고 있다.

미국은 도산법에 의해 도산이 개시되면 채권자의 개별적 권리행사는 자동적으로 금지되고, 채무자에 의한 자발적 신청(voluntary petition)이 제기되면 신청서에 의해 특정 사건으로 개시된다. 그리고 채권자들에 의한 비자발적 신청(involuntary petition)에 의한 사건은 본격적으로 진행

되지는 않지만 비자발적 사건(*involuntary case*) 자체는 개시되고 자동정지의 효력도 이때부터 발생한다. 이와 같이 도산사건 개시 신청에 의해 전체 채권자의 개별적 권리 행사가 금지되는 제도를 자동정지(*automatic stay*)라고 하며, 도산 신청 그 자체가 금지명령(*injunction*)을 구성하는데, 자동정지의 효력은 채권자가 이를 알았느냐 여부와 상관없이 도산사건 개시 신청에 의해 자동적으로 발생한다.

미국은 1990년 이전 도산법에서는 장내상품선물과 옵션을 대상으로 상품계약, 현물 인도를 요건으로 하는 선도계약, 리포계약 또는 일부 증권계약 등 금융상품의 도산 절차상 특칙을 규정하고 있었다. 1990년 도산법 자체를 개정하여 금융상품에 대한 특칙 인정의 연장선상에서 장외파생상품거래에 있어서 일괄정산구조의 효력을 명시적으로 규정하고, 도산법 상 문제되는 조항으로부터 장외파생상품거래를 배제하는 방식을 취하고 있다.

장외파생상품의 일괄정산구조에 관한 특례 규정의 적용범위는 대상 상품과 대상주체의 두 가지로 정하고 있는데, 대상 상품에 대해서는 명시적 규정을 두되, 대상 주체에 대해서는 도산법의 일반적인 적용 대상을 기준으로 한다. 개정 도산법 상 장외파생상품의 일괄정산구조에 관한 특례 규정은 광범위하여 정의된 스왑계약(*swap agreement*)을 그 대상으로 하는데, 이는 이종금리스왑, 동종 금리스왑, 금리선도, 금리옵션 등 특정거래나 이와 유사한 거래 또는 이들 거래의 결합, 당해 기본 계약에 대한 부속 문서를 포함한 이들 거래를 위한 계약¹³⁸⁾을 의미하는 것으로 정의되어 있다. 또한 스왑참가자(*swap participants*)의 개념은 두되 이는 채무자의 도산신청 이전에 스왑계약상의 잔액을 보유하는 자를 의미하고 있다.¹³⁹⁾

138) SEC 101 (53B) 조항

139) SEC 101 (53C) 조항

특례의 내용은 자동정지조항이 스왑참가자에 의한 스왑계약과 관련된 권리의 상계나 스왑계약 상 도산자로부터 채권을 회수하기 위한 담보의 이용을 명시적으로 허용하고 있으며¹⁴⁰⁾, 스왑 계약 상 도산신청 전 90일 내에 채권자가 도산채무자에 대하여 상계권을 행사함으로써 도산절차에서보다 이익을 본 경우에는 관계인이 그 이익액을 채권자로부터 회수할 수 없도록 명시하고 있다. 또한 스왑 계약에 따라 행해진 재산이전행위를 명시적으로 부인권¹⁴¹⁾의 적용대상에서 제외하고¹⁴²⁾, 도산을 이유로 한 해지 및 네팅(netting)이 파산법에 의해서 '정지, 부인 또는 달리 제한되지 않는다'라고 규정함으로써 일괄정산구조의 효력을 확보하고 있다.

140) SEC 362 (b)(17) 조항

141) 도산법 상 관계인은 도산 채무자가 도산절차 개시 전에 행한 재산이전행위가 편파행위(preferance)나 사기적 양도행위(fraudulent transfer)에 해당하는 경우 등에는 그러한 행위를 부인할 수 있는 권한을 가짐

142) SEC 546 (g) 조항

부록 V. 외국간접투자증권의 국내 판매

부록 V. 외국간접투자증권의 국내 판매

외국간접투자증권의 국내 판매에 대해서는 간투법 제159조 및 하위 규정에서 정하고 있는데 규제의 골자는 ① 국내에서 판매할 수 있는 외국간접투자증권 및 외국 자산운용회사의 요건을 정하고 있으며, ② 외국간접투자증권을 국내에서 판매하기 위해서는 감독 당국에 사전에 판매 신고를 하도록 하고 있고, ③ 외국간접투자증권의 국내 판매에 대해서도 간투법에 따라 판매회사로 등록한 판매회사를 통해서만 판매하도록 하며, ④ 국내투자자 보호를 위해 국내펀드에 적용되는 간투법의 일부규정을 외국간접투자증권에도 적용하도록 하고 있고, ⑤ 기관투자자만을 대상으로 외국간접투자증권을 판매하는 경우에는 특례를 두고 있다.

국내에서 외국간접투자증권을 판매하려면 당해 외국간접투자증권과 이를 운용하는 외국 자산운용회사 모두가 법령 및 감독규정에서 정하는 적격기준을 충족해야 한다. 우선, 외국간접투자증권 적격기준은 간투법 시행령 및 금융감독위원회 감독규정에서 구체적인 기준들을 열거하면서 열거되지 않은 사항에 대해서도 국내펀드와의 형평성 및 국내투자자의 이익을 고려하여 금융감독원장이 적격성을 결정할 수 있도록 위임하고 있다.

외국간접투자증권 적격기준은 ① 외국간접투자증권이 OECD 가맹국, 홍콩, 싱가포르 법률에 의해 설립될 것 ② 개방형 공모펀드로서 환매신청 후 15일 이내에 환매가 이루어질 것 ③ 펀드지분의 10% 이상이 한국 외의 지역에서 판매될 것 ④ 펀드 순자산의 60% 이상이 외화증권에 투자 운용될 것 ⑤ 부동산·외환 등에 대해 투자하지 않을 것 ⑥ 공매도·차입을 하지 않을 것 ⑦ 펀드자산의 10%를 초과하여 동일회사가 발행한 유가증권에 투자하지 않을 것을 주요 내용으로 한다. 외국간접투자증권 적격기준상 헤지펀드는 사모 형태로 발행되므로 일반투자자 대상으로는

국내 판매가 이루어질 수 없다.

외국 자산운용회사 적격기준¹⁴³⁾은 ① 최근사업연도 말 현재 운용자산 규모가 5조 원 이상일 것 ② 최근사업연도 말 현재 자기자본이 납입자본 보다 많을 것 ③ 최근 3년간 국내외에서 벌금 이상의 형을 받거나 영업정지 이상의 처분을 받은 사실이 없을 것을 주요내용으로 한다.

외국간접투자증권을 국내에서 판매하기 위해서는 사전에 금융감독위원회에 신고해야 하며, 신고가 수리되기 전에 외국간접투자증권을 국내에서 판매하거나 판매를 위한 광고를 할 수 없다¹⁴⁴⁾. 판매신고서 제출 시에는 투자설명서, 외국간접투자증권 약관(정관), 외국 자산운용회사의 사업설명서 및 영업보고서, 국내대리인 선임계약서 사본, 기타 금융감독위원회 감독규정에서 정하는 서류를 첨부하여야 한다. 그리고 외국간접투자증권의 국내 판매를 중지하고자 하거나 외국간접투자증권이 해산되거나 외국간접투자증권 또는 외국 자산운용회사 기준에 미달하는 때에는 판매중지신고서를 금융감독위원회에 제출해야 한다.¹⁴⁵⁾

외국 자산운용회사가 외국간접투자증권을 국내에서 판매하는 경우에는 국내 판매회사에게 외국간접투자증권의 판매를 대행하도록 규정하고 있으므로¹⁴⁶⁾ 외국 자산운용회사는 국내대리인을 통해 국내 판매회사와 판매대행계약을 체결하게 된다. 국내에서 판매된 외국간접투자증권은 원칙적으로 당해 펀드의 설립근거법률의 적용을 받게 되고 간투법의 적용을 받지 않는다. 그러나 외국간접투자증권을 매입한 국내투자자에 대해서는 국내펀드를 매입한 투자자와 동일한 정도의 보호가 요구되므로, 간투법은 국내펀드에 적용되는 간투법 규정 중 일부를 외국간접투자증권에 준용하는 한편¹⁴⁷⁾, 외국간접투자증권의 판매 및 자산운용보고서 작성

143) 간투법 제159조 제2항 및 동법 시행령 제155조

144) 간투법 제159조 제1항 및 동법 시행령 제154조 제2항

145) 간투법 시행령 제154조 제3항

146) 간투법 시행령 제153조

제공시 준수사항에 대해 별도로 규정하고 있다.¹⁴⁸⁾ 이에 따라 ① 외국간접투자증권의 기준가격을 판매대행회사의 영업소 등에 공고 게시해야 하며, ② 투자자가 외국간접투자증권을 취득하고자 하는 때에는 투자설명서를 한글로 작성하여 투자자에게 제공하고 그 주요 내용을 설명해야 하며, ③ 국내 판매신고서 등 외국간접투자증권 관련 제반서류를 판매대행회사의 영업소 등에 비치해야 하며, ④ 외국간접투자증권의 약관 또는 정관에 따라 자산운용보고서를 작성하여 투자자에게 제공해야 하며, ⑤ 외국간접투자증권 투자자는 판매대행회사 등에 대하여 펀드 관련 장부서류의 열람을 청구할 수 있으며, ⑥ 투자신탁형태의 외국간접투자증권인 경우 투자신탁 해지시 사전에 금융감독위원회의 승인을 얻어야 한다. 한편, 외국간접투자증권 판매대행회사가 국내투자자와 외국간접투자증권 매매계약을 체결하는 경우에는 자산운용협회가 제정하는 외국간접투자증권 매매거래에 관한 표준약관에 따라야 한다.¹⁴⁹⁾ 표준약관에서는 외화예금계정의 개설, 환전 및 송금 등의 대행 등에 관한 내용이 포함되어 있다.

간투법 시행령 157조에 의하여 기관투자자만을 대상으로 외국간접투자증권을 국내에서 판매하는 경우에는 외국간접투자증권 판매적격기준, 판매신고 등에 관한 특례가 인정된다.¹⁵⁰⁾ 즉, 외국 자산운용회사 적격기준 및 외국간접투자증권 적격기준의 적용이 배제되므로 동 기준을 충족하지 못하는 외국간접투자증권도 판매할 수 있다. 그리고 외국간접투자증권 판매신고에 관한 규정이 배제되므로 금융감독위원회에 사전판매신고를 하지 않고도 판매할 수 있다. 국내 판매회사를 통한 대행판매 규정은 기관투자자만을 대상으로 외국간접투자증권을 판매하는 경우에도 적

147) 간투법 제159조 제3항

148) 간투법 시행령 제156조

149) 간투법 감독규정 제103조 2항

150) 간투법 시행령 제157조

용된다. 따라서 외국간접투자증권 적격기준을 충족하지 못하는 헤지펀드라도 기관투자자만을 판매의 대상으로 할 경우 판매가 가능하다.

사모투자전문회사 설립을 위해서는 목적, 상호, 회사의 소재지, 각 사원의 출자의 목적과 가격 또는 평가의 기준과 회사의 존속기간(설립등기일부 15년 이내), 무한책임사원 또는 유한책임사원의 구분 등을 정관에 기재하여 설립 등기를 해야 하며, 설립등기일부 2주 이내에 금융감독위원회에 등록하여야 한다.

사모투자전문회사의 사원은 1인 이상의 무한책임사원과 1인 이상의 유한책임사원으로 하되, 사원의 총수는 대통령령으로 정하는 수 이하로 하며, 사원 총수를 계산함에 있어서 다른 집합투자기구가 그 사모투자전문회사의 지분을 100분의 10 이상 취득하는 경우에는 그 다른 집합투자기구의 투자자의 수를 합하여 계산하여야 한다. 또한 유한책임사원은 사모투자전문회사재산인 주식 또는 지분의 의결권 행사에 영향을 미쳐서는 안되며, 사모투자전문회사 사원의 출자 목적은 금전에 한한다.

사모투자전문회사는 정관으로 무한책임사원 중 1인 이상을 업무집행사원으로 정해야 하며, 이 경우 그 업무집행사원이 회사의 업무를 집행할 권리와 의무를 가지며, 정관으로 업무집행사원에 대한 손익의 분배 또는 손익의 순위 등에 관한 사항을 정할 수 있다. 업무집행사원의 사모투자전문회사와 거래하는 행위, 원금 또는 일정한 이익의 보장을 약속하는 등의 방법으로 사원이 될 것을 부당하게 권유하는 행위, 사원 전원의 동의 없이 사원의 일부 또는 제3자의 이익을 위하여 사모투자전문회사가 소유한 자산의 명세를 사원이 아닌 자에게 제공하는 행위 등을 하지 못하도록 규정하고 있다. 또한 사모투자전문회사는 정관에서 정하는 바에 따라 사모투자전문회사재산으로 업무집행사원에게 운용실적에 따른 성과보수를 포함한 보수를 지급할 수 있다.

사모투자전문회사재산의 운용방법에 있어서는 다른 회사의 의결권

있는 발행주식 총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상 되도록 하는 투자, 임원의 임명 등 투자하는 회사의 주요 경영 사항에 대하여 사실상의 지배력 행사가 가능하도록 하는 투자, 증권에 대한 투자, 투자대상기업이 발행한 증권에 대한 투자 위험을 회피하기 위한 투자로서 대통령령으로 정하는 장내파생상품 또는 장외파생상품에 대한 투자 및 『사회기반시설에 대한 민간투자법』에 따른 사회기반시설투융자회사가 발행한 증권에 대한 투자 등 해당하는 방법으로 재산을 운용하여야 한다.

사모투자전문회사의 자금 차입과 관련하여 사원의 퇴사에 따른 출자금을 지급하기 위하여 불가피한 경우, 운용비용에 충당할 자금이 일시적으로 부족한 경우, 투자대상기업에 투자하기 위하여 필요한 자금이 일시적으로 부족한 경우에 한하여 차입금액 및 채무보증액의 합계가 사모투자전문회사재산의 10%를 초과하지 않는 범위 내에서 자금을 차입하거나 투자대상기업 또는 투자대상기업과 관련된 타인을 위한 채무보증을 할 수 있다.

사모투자전문회사의 경우 집합투자기구의 등록에 관한 규정, 상호 또는 명칭 중에 집합투자기구의 종류를 표시하는 문자를 사용해야 하는 규정, 투자신탁재산 또는 투자익명조합재산에 속하는 지분증권의 의결권 행사시 투자신탁 또는 투자익명조합의 집합투자업자가 수행해야 한다거나 투자회사 등의 집합투자재산에 속하는 지분증권의 의결권 행사는 그 투자회사 등이 수행해야 한다는 규정, 연대책임의 규정 적용을 면제받는다.

특히 사모투자전문회사는 투자회사 등이 자기의 계산으로 자기가 발행한 집합투자증권을 취득하거나 질권의 목적으로 받지 못한다는 자기 집합투자증권의 취득 제한 규정 적용에서 배제된다. 또한 집합투자재산의 평가업무 수행시 대통령령이 정하는 방법에 따라 평가위원회를 구성·운영해야 하며, 집합투자재산을 관리하는 신탁업자가 집합투자재산의 평가가 평가기준에 따라 공정하게 이루어졌는지 확인해야 하며, 기준

가격을 일별로 공시해야 한다는 조항 적용이 배제된다. 결산 서류의 작성 등에 관한 조항, 회계감사인의 회계감사 의무 조항 등의 규정 적용이 배제된다.