

## 헤지펀드의 지배구조에 관한 고찰\*

### Study on Hedge Fund Governance

노 미 리(Noh, Mie Ree)\*\*

#### ABSTRACT

In July 2015, shareholder activism was in the spotlight because the U.S.-based hedge fund Elliott opposed to the merger of Samsung Corporation and Cheil Industries. However hedge funds are also facing pressure to improve their structure and operation.

Financial Investment Services and Capital Market Act(hereinafter 'FISCMA') was amended on July 24th 2015. Previously, no one engage in financial investment business(excluding investment advisory business and discretionary investment business) without authorization for financial investment business. But after the enforcement of amended FISCMA, collective investment business entity concerning privately placed fund for qualified investors only doesn't need to get authorization. It shall register with Financial Services Commission. In other words, restrictions on the entry of hedge funds was greatly relieved. Regulatory direction on these hedge funds seems to meet the global trend.

In the governance of hedge funds, the role of directors, an auditor and the audit committee is important. So many countries such as Cayman Islands, Ireland are strengthening the qualifications of directors, non-executive directors. FISCMA is also strengthening the qualification of directors. So regulation of hedge funds in the Republic of Korea(hereinafter 'ROK') is similar to those countries.

In the case of hedge funds, there are so many offshore funds, so it is important to compare and review the statutes of other countries. Above mentioned, Comparing with the cases of foreign countries, the hedge funds in ROK is not highly regulated. However, it is necessary to eliminate unnecessary regulations in order to activate the hedge funds. Legislation which is enforced or repealed concerning hedge funds in other countries is noteworthy.

Key words: Hedge Funds, Hedge Fund Governance, Regulations, Hedge Fund registration, the qualification of directors

\* 이 논문은 동아대학교 교내 연구비지원에 의하여 연구되었음

\*\* 동아대학교 법학전문대학원 조교수, 변호사

## I. 서론

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다)에서 ‘전문투자형 사모집합투자기구’<sup>1)</sup>에 속하는 헤지펀드(Hedge Fund)는 다른 사모집합투자기구보다 금융감독기관의 규제를 적게 받는다. 헤지펀드는 사모집합투자기구의 일종이므로 집합투자의 의미가 중요하다고 할 것인데, “집합투자”란 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등 또는 『국가재정법』 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금 관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다(자본시장법 제6조 제5항<sup>2)</sup>).

그리고 2015년 7월 자본시장법이 개정되면서, 자본시장법이 개정되기 전에는 일반사모집합투자기구(이하 ‘집합투자기구’를 ‘펀드’로도 병기한다) 및 헤지펀드의 전문사모집합투자업자(운용사)는 금융위원회로부터 집합투자업 ‘인가’를 받아야 했으나, 2015년 10월 25일부터 시행되고 있는 자본시장법(2015. 7. 24 법률 제13448호로 개정된 것, 이하 ‘2015년 자본시장법’<sup>3)</sup>이라 한다)에 의하면 전문투자형 사모집합투자기구를 운영하는 집합투자업자인 “전문사모집합투자업자”는 ‘인가’가 아닌 ‘등록’만으로 업무가 가능해졌다(구 자본시장법(2015. 7. 24. 법률 제13448호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘구 자본시장법’이라 한다) 제11조, 2015년 자본시장법 제249조의3 제1항]. 즉, 헤지펀드에 대한 규제가 많이 완화되었다.

최근 헤지펀드의 주주행동주의에 관한 내용을 언론에서 자주 접할 수 있는데, 주주행동주의란 “주주로서의 권리를 최대한 행사하려는 적극적인 투자의식”<sup>4)</sup>, “주주가치를 제고하기 위해 오랜 기간에 걸쳐서 소수주주들이 권리를 행사하고 실현하는 것”을 의미한다.<sup>5)</sup> 2015년 7월경 미국계 헤지펀드 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.(이하 ‘엘리엇’이라 한다)는 삼성물산 주

1) 헤지펀드는 ‘적격투자대상 사모집합투자기구’라는 명칭으로 자본시장법에 도입되었으나, 자본시장법이 개정되면서 ‘전문투자형 사모집합투자기구’라는 명칭으로 변경되었다(자본시장법 제249조의2).

2) 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외한다. 1. 대통령령으로 정하는 법률에 따라 사모의 방법으로 금전 등을 모아 운용·배분하는 것으로서 대통령령으로 정하는 투자자의 총수가 대통령령으로 정하는 수 이하인 경우, 2. 『자산유동화에 관한 법률』 제3조의 자산유동화계획에 따라 금전 등을 모아 운용·배분하는 경우, 3. 그 밖에 행위의 성격 및 투자자 보호의 필요성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우(자본시장법 제6조 제5항).

3) 2015년 7월 개정된 내용만 2015년 자본시장법이라 하고, 개정되지 않은 내용은 자본시장법이라 한다.

4) 이상민, “기업의 사회적 책임과 주주행동주의-미국과 한국의 소액주주운동 비교-”, 한국사회학, 제40집 제5호, 2006, p. 102.; Vogel, David, *Trends in Shareholder Activism: 1970~1982*, California Management Review XXV, No. 3, 1983, pp. 68~87.

5) Chee Keong Low, *A Road Map for Corporate Governance in East Asia*, 25 Nw. J. Int'l L. & Bus. 165, 2004, pp. 185-186.; “Shareholder activism” may be defined as the exercise and enforcement of rights by minority shareholders with the objective of enhancing shareholder value over the long term.

식회사(이하 ‘삼성물산’이라 한다)와 제일모직 주식회사(이하 ‘제일모직’이라 한다)의 합병에 반대하는 의사를 표명하면서 법원에 2건의 가처분 신청을 하였다. 당시 엘리엇의 반대의사 표명으로 삼성물산과 제일모직의 합병이 무산되는 것이 아니냐는 우려가 야기되기도 하였는바, 헤지펀드 행동주의가 대상 기업에 미치는 영향은 크다고 할 수 있다. 이처럼 일부 헤지펀드는 투자목적으로 기업의 지배구조 개선을 주된 목적으로 하는 활동을 한다.

반면, 헤지펀드는 대상 기업의 지배구조가 아닌 자신의 구조와 운영을 개선하라는 압력에도 직면하고 있는데,<sup>6)</sup> 헤지펀드가 금융감독기관으로부터 받는 규제는 적은 반면, 대상 기업에 미치는 영향은 작지 않다는 점 등에 비추어 볼 때 헤지펀드의 지배구조가 어떠한지 살펴보는 것은 의미가 있다고 할 것이다. 이하에서는 헤지펀드의 개념 및 특성, 헤지펀드의 법적형태 등을 논하고, 헤지펀드의 주요 참여자, 헤지펀드 규제에 관한 외국의 사례를 통해서 시사점을 도출하고자 한다.

## II. 헤지펀드의 개념 및 특성

### 1. 헤지펀드의 개념

#### 1) 정의

우리나라는 2009년 헤지펀드를 적격투자자[자본시장법 시행령(2009. 12. 21. 대통령령 제 21898호로 개정된 것) 제271조의2<sup>7)</sup>]만을 대상으로 하는 사모집합투자기구의 특례 형태로 도입하였다[자본시장법(2009. 2. 3. 법률 제9407호로 개정된 것) 제249조의2]. 그리고 2013년 자본시장법(2013. 5. 28. 법률 제11845호로 개정된 것) 제249조의2를 개정하면서 헤지펀드의 명칭을 ‘적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구’에서 ‘전문사모집합투자기구’로,<sup>8)</sup> 2015년 자본시장법에서 명칭을 ‘전문투자형 사모집합투자기구’로 변경하였다.

뿐만 아니라, 과거 자본시장법상 사모집합투자기구는 일반사모집합투자기구, 헤지펀드, 사모투자전문회사(Private Equity Fund, 이하 ‘PEF’라 한다) 및 재무안정 사모투자전문회사(PEF)의 4가지로 구분되어 있었으나, 2015년 자본시장법은 이를 ‘전문투자형 사모집합투자

6) Mark Berman(이상복 역), 『헤지펀드와 프라이브로커』, (주)비엠에스, 2009, 221~227면.

7) 적격투자자란 1. 국가 및 외국 정부, 2. 제10조 제2항 제1호부터 제8호까지의 어느 하나에 해당하는 자 및 이에 준하는 외국 금융기관, 3. 제10조 제3항 제1호부터 제4호까지, 제4호의2 및 제5호부터 제14호까지의 어느 하나에 해당하는 자 및 이에 준하는 외국인, 4. 금융위원회가 정하여 고시하는 국제기구를 말한다.

8) 정주호, “헤지펀드 활성화를 위한 법적 연구”, 법학박사학위논문, 숭실대학교, 2015. 6, 127면.

기구'와 '경영참여형 집합투자기구'로 이원화시켰다. 이로써 일반사모집합투자기구와 헤지펀드는 '전문투자형 사모집합투자기구'로, PEF와 재무안정 PEF는 '경영참여형 사모펀드'로 통합되었다. 그러므로 전문투자형 사모집합투자기구에는 헤지펀드만 있는 것이 아니라 일반사모집합투자기구도 포함되어 있기 때문에 엄밀하게는 전문투자형 사모집합투자기구가 헤지펀드만을 의미한다고 보는 것은 잘못된 것이다.

헤지펀드는 집합투자증권<sup>9)</sup>을 사모로만 발행하는 집합투자기구로서 투자자의 총수가 49인 이하이어야 한다(자본시장법 제9조 제19항, 자본시장법 시행령 제14조 제2항). 여기서 "사모"란 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것을 말하며(자본시장법 제9조 제8항), "모집"은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산출한 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것을 말한다(자본시장법 제9조 제7항). 자본시장법은 집합투자를 수행하기 위한 기구인 '집합투자기구'의 유형을 열거하여 규정하고 있는데(자본시장법 제9조 제18항), 집합투자기구에는 신탁형태, 상법상의 주식회사·유한회사·합자회사·익명조합, 민법상 조합, 사모투자전문회사가 있다. 다만 합명회사는 인적요소가 중심이 되는 회사형태로 집합투자기구로 구성하기에 적합하지가 않아 집합투자기구에서 배제되었다.<sup>10)</sup> 그리고, 자본시장법은 위험감수능력이 있는 소수의 전문투자자만을 대상으로 사모로 지분증권을 발행하는 사모집합투자기구인 헤지펀드에 대해서는 공모집합투자기구와 달리 등록, 공시의무와 같은 각종 규정의 적용을 배제하는 특례를 인정하고 있다(자본시장법 제249조의8).

자본시장법상 명확한 헤지펀드의 법적 개념이 있는 것은 아니지만 앞서 살펴본 현행 법규의 내용을 정리하면, "공시규제 등 통상의 규제를 받지 않고 소수의 개인자산가 또는 개인투자자들로부터 사모에 의한 투자금과 대량의 차입금을 기초로 공매도나 파생상품투자 등 고위험을 추구하는 방식의 투자를 하기 위한 사모집합투자기구"로 정의할 수 있다.

## 2) 구분

### (1) 역내 헤지펀드

역내(onshore) 헤지펀드는 국내법에 근거하여 설립된 펀드로서 미국에서는 합자조합의 형태로 설립되는 것이 보통이다. 펀드의 설립자는 일반적으로 무한책임조합원이거나 투자자문업자이며, 펀드의 마케팅 및 투자업무를 관장한다. 역내 헤지펀드는 증권회사와 계약관계를 맺어 청산, 결제, 자금조달 기타 부대 서비스를 제공받는다. 그러나 이사회 또는 등록투

9) 집합투자증권이란 집합투자기구에 대한 출자지분(투자신탁의 경우에는 수익권을 말한다)이 표시된 것을 말한다(자본시장법 제9조 제21항).

10) 재정경제부, "금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안", 2006. 2, 44면.

자회사의 이사회에 버금가는 감독기구는 두지 않는 것이 일반적이다.<sup>11)</sup>

## (2) 역외 헤지펀드

역외(offshore) 헤지펀드는 국내법의 적용을 받지 않기 위해 해외에 설립하는 펀드로 외국법의 적용을 받고 일반적으로 조세피난처<sup>12)</sup>로 알려진 국가에서 주식회사의 형태로 설립된다. 투자자들은 역외 헤지펀드를 역내 헤지펀드보다 선호하는데 이는 역외 헤지펀드에 투자하면 펀드에 적용되는 외국법에 따라 소득세가 과세되는 것을 피할 수 있기 때문이다.

역외 헤지펀드는 투자자문업자와 자문계약을 체결하고, 그 자문업자는 역내 법인체를 부자문업자로 두는 것이 보통이다. 그리고 해외에 소재하고 있는 독립적인 사무관리회사를 두어 증권의 가치평가, 펀드자산가치의 산정, 투자자 거래절차의 진행, 회계관리, 기타 업무 등에서 투자자문업자를 보조하도록 하기도 한다. 역외 헤지펀드는 역내 헤지펀드와 달리 펀드를 감독하기 위해 일반적으로 이사회를 두며, 투자자문업자로부터 독립한 이사들을 선임 하기도 한다.<sup>13)</sup>

## 2. 헤지펀드의 특성

헤지펀드의 개념을 명확히 알기 위해서는 헤지펀드의 특성을 이해할 필요가 있다. 이하에서는 헤지펀드의 고유한 특성에 대해서 검토한다.

### 1) 레버리지(Leverage, 차입)

레버리지는 헤지펀드의 주요 투자전략 중의 하나이다. 금융투자협회에서 2014년 2월 11일 개정된 ‘전문사모집합투자기금과 전담중개업자 모범규준’<sup>14)</sup> 제3조 제13호에 의하면, 레버리지를 ‘전문사모집합투자기금의 운용수익을 증대시키기 위하여 차입, 공매도, 파생상품거래 등의 방법으로 부채성 자금을 조달하는 행위’를 말한다.<sup>15)</sup>

11) 역내 펀드도 집행중개인, 회계사, 변호사, 예탁기관, 관리요원, 증권의 발행, 등록, 양도 대리인을 둘 수 있다(SEC, *Implications of the Growth of Hedge funds*, Staff Report to U.S. SEC, September 2003, pp. 4~5).

12) 대표적인 조세피난처로 케이만군도, 바하마, 파나마, 네덜란드 안틸레스, 버뮤다 등이 있다(SEC, *supra* note 11, at 10).

13) SEC, *supra* note 11, at 10.

14) 금융투자협회에서 2011년 12월 9일 ‘적격투자자대상 사모집합투자기금과 전담중개업자 모범규준’을 제정하였는데, 자본시장법이 개정됨에 따라 2014년 2월 11일 ‘전문사모집합투자기금과 전담중개업자 모범규준’으로 개정하였다.

15) 이를 달리 표현하면, 자기자본이익률(Return on Equity, 이하 “ROE”라 한다)을 증가시키기 위해서 차입자금, 부채 등을 활용하는 것을 의미한다(진익 외 4인, 『헤지펀드-운용전략과 활용방안』, 명경

자본시장법상 집합투자업자는 예외 사유가 존재하지 않는 한 집합투자자산을 운용함에 있어서 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하는 것이 금지되어 있다(자본시장법 제83조 제1항). 하지만, 헤지펀드는 금전차입 금지 규정의 적용이 면제되고(자본시장법 제249조의7 제1항), 본래 자기자본 외 차입 또는 선물상품을 이용하면 투자손실이 발생할 경우 손실규모가 크게 늘어날 수 있으므로 자본시장법은 헤지펀드의 차입총금액을 차입 당시 집합투자재산 총액의 100분의 400 이내로 제한함으로써 레버리지를 직접 규제하고 있다(자본시장법 제249조의7 제1항).

## 2) 공매도(Short Selling)

공매도는 주가의 하락을 예상하여, 보유하지 않은 주식을 빌려서 매도하거나 주식 매입자금을 빌려서 주식을 매입하는 것을 의미한다. 공매도는 차입이 확정된 타인의 주식을 빌려 매도하는 ‘차입공매도(covered short selling)’와 현재 주식을 갖고 있지 않은 상태에서 미리 파는 ‘무차입공매도(naked short selling)’로 구분하는데,<sup>16)</sup> 우리나라 자본시장법상 공매도란 “소유하지 아니한 상장증권<sup>17)</sup>의 매도”와 “차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도”를 의미한다(자본시장법 제180조 제1항). 공매도를 하는 헤지펀드는 매수자에게 증권을 이전하기 위해서 통상 증권을 중개기관(Broker dealer)이나 기관투자자로부터 빌려온다. 헤지펀드는 공매도를 하는 결제일에 수수료를 주고 주식을 차입하여 결제를 이행한다. 주식대여자는 채무에 대한 담보를 요구하게 되며 헤지펀드는 일반적으로 주식 공매도로 발생한 현금을 담보로 제공하고 주식을 빌린다.<sup>18)</sup>

공매도는 주식을 소유한 사람만이 아니라 주식을 소유하지 않은 사람까지도 거래에 참여할 수 있도록 하여 시장의 유동성을 증가시키고 효율적인 시장가격이 형성되도록 하는 순기능이 있다.<sup>19)</sup> 반면 공매도는 차입공매도의 경우 증권대차시장을 통하여 주식을 차입한 후 차입한 주식을 매도하고 결제함에 따라 결제불이행이 발생하지 않으나 무차입공매도의 경우는 주식을 차입하지 않은 상태에서 주식을 매도하여야 하므로 결제일까지 주식을 차입

사, 2009, 40면). 자기자본이익률=당기순이익/자기자본×100, 경영자가 주주의 자본으로 어느 정도의 이익을 내고 있는지를 나타낸 것으로 주주 지분에 대한 운용 효율을 나타내는 지표이다.

16) <http://terms.naver.com>; 차입공매도는 매각 당시 주식이 매도자의 수중에 존재하지 않고 제3자와의 차입계약만이 존재하는 경우이지만 결제시점(T+2일)에는 주식의 이전이 발생한다. 이 점에서 일반 매도와 같다. 반면 무차입공매도는 결제시점에 주식의 이전이 발생한다는 보증이 없기 때문에 결제의 안정성이 일반매도와 차입공매도에 비하여 낮다(박임출, “공매도 규제법제의 현황과 과제”, 『기업법연구』, 제24권 제1호(통권 제40호), 2010. 3., 397면).

17) 상장증권이란 증권시장에 상장된 증권을 의미한다(자본시장법 제9조 제15항 제1호).

18) 강인태, “헤지펀드(Hedge Fund)의 역사와 개념”, 『서강법학』, 제10권 제2호, 서강대학교 법학연구소, 2008, 36면.

19) 오성배·최경렬, 『헤지펀드·PEF투자해법 대안투자론』, 경문사, 2010, 246~247면.

하지 못하면 결제불이행을 발생시켜 증권시장에 위험을 줄 수 있는 역기능이 있다. 이에 많은 국가들이 결제불이행을 발생시킬 수 있는 무차입공매도를 금지하고 있는데, 우리나라는 원칙적으로 공매도를 금지하되, 결제불이행의 가능성이 없는 특정 거래에 대해서는 공매도로 간주하지 않는다(자본시장법 제180조<sup>20)</sup>).<sup>21)</sup> 공매도 규제를 위반하여 상장증권에 대하여 공매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 한 자에 대하여는 5천만원 이하의 과태료를 부과하고(자본시장법 제449조 제1항 제39호), 금융투자업자에 대하여는 6개월 이내의 업무정지 등 행정제재를 부과할 수 있다(자본시장법 제420조 제3항 [별표 1] 제177호).

### 3) 운용사 및 투자운용인력의 펀드 참여

헤지펀드는 전문사모집합투자업자(운용사) 및 투자운용인력<sup>22)</sup>(이하 ‘펀드 매니저’라 한다)이 자기자본을 투자할 수 있다는 특징이 있다. 투자기구를 운용하는 자는 일반적으로 자신이 운용하는 펀드에 자신의 자금을 투자할 수 없지만, 헤지펀드 매니저는 자신이 운용하는 펀드에 개인적으로 상당한 금액을 투자하여 다른 투자자와 함께 펀드 성과에 대한 위험을 공유한다.<sup>23)</sup> 즉, 헤지펀드 매니저의 이익은 투자자의 이익과 밀접하게 연관되므로 운용자가 위험을 적절히 통제하면서 수익을 달성할 동기를 제공한다.

### 4) 유동성의 한계

투자자가 펀드에 투자한 후 환매를 청구할 수 있는지 여부에 따라 개방형펀드(Open-end

#### 20) 자본시장법 제180조 (공매도의 제한)

① 누구든지 증권시장(다자간매매결제회사에서의 증권의 매매거래를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)에서 상장증권(대통령령으로 정하는 증권에 한한다. 이하 이 조에서 같다)에 대하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매도(이하 이 조에서 “공매도”라 한다)를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 하여서는 아니 된다. 다만, 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 위하여 대통령령으로 정하는 방법에 따르는 경우에는 이를 할 수 있다.

1. 소유하지 아니한 상장증권의 매도

2. 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도

② 제1항 본문에 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 이를 공매도로 보지 아니한다.

1. 증권시장에서 매수계약이 체결된 상장증권을 해당 수량의 범위에서 결제일 전에 매도하는 경우

2. 전환사채 · 교환사채 · 신주인수권부사채 등의 권리 행사, 유 · 무상증자, 주식배당 등으로 취득할 주식을 매도하는 경우로서 결제일까지 그 주식이 상장되어 결제가 가능한 경우

3. 그 밖에 결제를 이행하지 아니할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

21) 김보선, “변동성 확대 속 공매도 투자주의보”, 뉴스토마토, 2015년 6월 28일자 기사.; 박임출, 앞의 논문, 416~417면.

22) 투자운용인력이란 집합투자재산 · 신탁재산 또는 투자일임재산을 운용하는 업무를 수행하는 자를 뜻한다(자본시장법 제286조 제1항 제3호 다목).

23) 장인태, 앞의 논문, 39~40면.

Fund)와 폐쇄형펀드(Closed-end Fund)로 분류된다. 개방형펀드는 투자자가 펀드에 투자 후 환매청구를 할 수 있고 투자대상자산의 공정한 평가가 매일 가능한 자산에 투자를 하게 된다. 반면, 폐쇄형펀드는 투자자가 환매청구를 할 수 없고, 펀드의 존속기한이 정해져 있다.<sup>24)</sup> 헤지펀드는 폐쇄형 펀드인 경우가 많다.

헤지펀드는 투자자들에게 일정 환매금지기간(lock-up period)을 두는데, 이 기간은 짧게는 6개월이며 대개는 1-2년이다. 이러한 기간을 두는 것은 헤지펀드가 자산을 운용함에 있어 투자자들의 환매요구로 투자에 집중할 수 없는 것을 방지하기 위함이다.<sup>25)</sup> 투자와 환매가 자유로운 전통적인 펀드<sup>26)</sup>와는 달리, 헤지펀드는 정기적인 상환만을 인정함으로써 투자자 입장에서는 유동성에 제한을 받게 된다. 헤지펀드는 투자와 환매를 제한하고 의무적으로 투자해야 하는 최소투자기간을 설정함으로써 절대수익률 달성이라는 투자목적과 유동성을 확보하려는 투자자의 요구를 모두 만족시키고 있다.

### Ⅲ. 헤지펀드의 법적형태

#### 1. 법적형태

자본시장법상 헤지펀드는 여러 형태로 설립될 수 있다. 헤지펀드는 전문투자형 사모집합투자기구에 속하므로 헤지펀드는 집합투자기구의 법적형태를 따르면 되는데, 자본시장법 제9조 제18항에 의하면 집합투자기구는 법적 형태에 따라서 신탁형 집합투자기구(투자신탁), 회사형 집합투자기구(주식회사, 유한회사, 합자회사, 유한책임회사), 조합형 집합투자기구(합자조합, 익명조합)로 분류된다.

회사형 집합투자기구는 법인격이 있으므로 당해 집합투자기구의 명의로 재산을 소유하고 투자·운용을 하게 된다. 신탁형 집합투자기구와 조합형 집합투자기구는 법인격이 없으므로 당해 집합투자기구 명의로 재산을 소유하고 투자 및 운용을 하지 못한다. 신탁형 집합투자기구의 경우 투자신탁재산의 소유명의 및 대외적 법률행위의 주체는 수탁자가 된다. 조합형 집합투자기구의 경우 투자조합재산은 조합원이 합유하며 대외적 법률행위는 전체 조합

24) 금융감독위원회 외 7인, 『알기 쉬운 펀드 투자』, 2006, 10면.; 헤지펀드의 가입조건에 투자자가 헤지펀드에 투자할 수 있는 시기가 명시되는데, 폐쇄형펀드의 경우 최초 발행기간 동안에만 투자하는 것이 가능하고 개방형펀드의 경우 정기적으로 투자할 수 있는 기간을 설정하고 있다. 이렇게 허용된 기간 외에는 개방형펀드라 하더라도 투자할 수 없다(양윤석, “자본시장법상 헤지펀드의 규제방안”, 법학박사학위논문, 충북대학교, 2012. 2., 39~40면).

25) 양윤석, 앞의 논문, 2012, 39~40면, 157~158면.

26) 전통적인 펀드는 투자자들이 언제든지 환매를 요구할 수 있고, 펀드로서는 이러한 환매를 대비하여 일정 자금을 준비하고 있어야 한다.



원을 대리하여 업무집행조합원이 하게 된다. 집합투자의 수단으로 활용되는 주식회사, 합자회사 등은 상법상의 회사제도로써 상법의 적용을 받는데, 집합투자기구는 “paper company”의 형태로 ‘투자’만을 목적으로 하기에 상법규정 중 집합투자의 성격에 맞지 않는 규정은 적용을 배제하거나 일부규정은 수정하여 적용한다.

자본시장법상 헤지펀드는 다양한 형태로 설립될 수 있음에도 현재까지 사모펀드는 투자신탁의 형태가 대부분이고 회사 형태의 펀드는 일부 이용되고 있는데, 그 이유에 대해서 1969년에 증권투자신탁업법 제정시 신탁형 펀드(투자신탁)만을 허용하였던 역사적인 이유가 가장 큰 영향을 미쳤기 때문이라는 견해가 있다.<sup>27)</sup> 이에 이하에서도 실제 헤지펀드의 법적 형태로 이용될 가능성이 높은 투자신탁과 투자회사만을 대상으로 하여 검토한다.

## 2. 투자신탁

### 1) 정 의

자본시장법상 ‘투자신탁’이란 집합투자업자인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 그 집합투자업자의 지시에 따라 투자·운용하게 하는 신탁 형태의 집합투자기구를 뜻한다(자본시장법 제9조 제18항 제1호). 집합투자업자가 투자자를 모으고 펀드 운용 등 관리를 하지만 펀드재산(신탁재산)은 수탁자 명의로 소유되고 보관된다. 즉, 투자신탁은 신탁재산의 소유·보관 기능, 신탁재산의 운용·관리 기능이 분리되어 전자는 신탁업자(수탁자)가 수행하고, 후자는 집합투자업자(위탁자)가 수행한다.

### 2) 투자신탁관계의 당사자<sup>28)</sup>

#### (1) 집합투자업자

집합투자업자는 신탁계약의 체결 및 해지, 신탁재산의 투자결정 및 운용지시, 펀드 편입자산의 평가, 수익증권 판매 및 환매 등에 적용되는 기준 가격의 가격산정, 수익증권의 발행 및 환매, 펀드회계 등의 업무를 수행한다. 수익증권의 판매는 집합투자업자가 직접 하거나 금융회사에 판매를 위탁한다. 기준가격 산정 등의 업무도 집합투자업자가 직접 수행하거나 외부전문가에게 위탁한다.

27) 박삼철 외 3인, 『사모펀드 해설』(전문투자형 사모집합투자기구), 지원출판사, 2015, 54면.

28) 박삼철 외 3인, 앞의 책, 56~58면.

## (2) 신탁업자

신탁업자는 펀드재산의 소유 및 보관, 집합투자업자의 운용지시에 따른 거래집행, 운용자 감시 등의 업무를 수행한다. 전문사모집합투자기구에서 신탁업자의 집합투자업자에 대한 감시기능은 집합투자재산 평가의 공정성 및 기준가격 산정의 적정성으로 국한된다(자본시장법 제249조의8 제1항에 따라 전문사모집합투자기구에 대해서는 제247조 제5항 제4호 및 제5호만 적용된다).

## (3) 투자자(수익자)

투자자는 투자신탁의 수익증권을 취득함으로써 집합투자업자와 신탁업자가 체결한 신탁계약에서의 수익자로서 당해 투자신탁관계의 당사자가 된다. 수익자는 자신이 취득한 수익증권 지분에 따라 투자신탁의 투자원본의 상환 및 이익분배를 받게 된다. 공모펀드의 경우 투자신탁의 수익자는 투자원본 상환 및 이익분배 등에 관하여 수익증권 좌수에 따라 균등한 권리를 가진다(자본시장법 제189조 제2항). 그러나 전문사모집합투자기구는 자본시장법 제189조 제2항의 적용이 배제되므로 신탁계약에서 수익자에 대한 손익의 분배 또는 손익의 순위 등에 관한 사항을 달리 정할 수 있다(자본시장법 제249조의8 제1항 및 제7항).

그리고, 전문사모집합투자기구에는 수익자총회 관련 규정이 적용되지 않으므로(자본시장법 제249조의8 제4항) 수익자가 총회를 통해 투자신탁에 관한 중요한 사항을 결정할 수 있는 권리가 법적으로 보장되지는 않는다. 하지만 전문사모집합투자기구의 경우에도 신탁계약에 수익자총회를 두도록 하고 특정한 중요사항에 대해서 수익자총회에서 결정하도록 하거나 적어도 투자자의 동의를 받도록 하는 방법으로 통제장치를 마련하는 것은 가능할 것이다.

# 3. 투자회사

## 1) 정 의

자본시장법은 ‘투자회사’를 ‘상법에 따른 주식회사 형태의 집합투자기구’로만 정의하고 있는데(자본시장법 제9조 제18항 제2호), 2009년 2월 폐지된 구 간접투자자산 운용업법에서는 ‘회사의 재산을 자산에 운용하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법에 의한 주식회사인 간접투자기구’라고 정의하고 있었다(구 간접투자자산 운용업법 제2조 제4호).

투자회사가 상법에 따른 주식회사 형태라고는 하나, 투자회사는 그 업무를 외부전문가에

게 위탁하고, 집합투자업자가 법인이사로서 당해 투자회사의 기관이 되어 업무를 집행하고, 감사 등의 기관을 두지 않아도 되는 등 지배구조 측면 등에서 상법에서 정하는 일반 주식회사와는 차이점이 있다.

## 2) 투자회사의 특징 및 내부 조직

### (1) 집합투자목적의 특수목적기구: 업무의 외부위탁

투자회사는 집합투자목적의 특수목적기구이므로 상근임원이나 직원을 고용할 수 없고 본점 외의 영업소도 둘 수 없다(자본시장법 제184조 제7항). 그러므로 투자회사의 업무는 집합투자업자 등의 외부전문가가 수행하게 되는데, 집합투자재산의 운용업무는 집합투자업자가, 집합투자재산의 보관·관리업무는 신탁업자가, 집합투자증권의 판매는 판매회사가, 투자회사 주식의 발행 및 명의개서, 투자회사재산의 계산 등은 일반사무관리회사가 수행한다(자본시장법 제184조 제2항, 제3항, 제4항 및 제6항). 전문사모집합투자업자는 투자회사의 법인이사로서(자본시장법 제249조의8 제6항) 투자회사의 내부기관이 된다는 점에서 다른 외부전문가와 법적 지위가 다르다.

### (2) 투자회사의 기관: 법인이사, 이사회, 주주총회

전문사모집합투자기구인 투자회사는 자본금 규모에 관계없이 전문사모집합투자업자인 법인이사 1명을 두며, 상법 제383조 제1항에도 불구하고 이사의 수를 1명 또는 2명으로 할 수 있다(자본시장법 제249조의8 제6항). 투자회사는 원칙적으로 법인이사 1인과 감독이사 2인을 선임하여야 하나(자본시장법 제197조 제2항), 전문투자형 사모집합투자기구의 경우에는 자본시장법 제197조 제2항의 적용이 배제되므로 감독이사를 두지 않아도 되고, 이사회 관련 규정도 적용되지 않는다(자본시장법 제249조의8 제1항, 제197조 및 제200조). 공모펀드의 경우 법인이사가 집합투자업자·신탁업자·투자매매업자·투자증개업자 및 일반사무관리회사와의 업무위탁계약(변경계약 포함)의 체결, 자산의 운용 또는 보관 등에 따르는 보수의 지급 등 주요한 업무를 집행하고자 하는 경우에는 이사회 결의를 거쳐야 하지만(자본시장법 제198조 제2항 및 제3항), 전문사모집합투자기구에는 위 규정이 적용되지 않는다(자본시장법 제249조의8 제1항). 또한, 전문사모집합투자기구인 투자회사에는 자본시장법상 주주총회(집합투자자총회) 및 그에 관련된 사항을 적용하지 않는다(자본시장법 제249조의8 제4항).

위 내용을 요약하면, 전문사모집합투자기구인 투자회사는 이사회, 주주총회와 같은 기관이 없이 집합투자업자가 투자회사를 대표하고 투자회사의 업무를 집행할 수 있으므로 비록 투자회사가 상법상 주식회사의 형태를 취하고는 있지만 지배구조 측면에서 일반 주식회사

와는 차이가 있음을 알 수 있다.

### (3) 집합투자업자

전문사모집합투자업자는 투자회사의 법인이사가 되어 투자회사를 대표하고 투자회사의 업무를 집행한다(자본시장법 제198조 제1항). 집합투자업자는 각종 업무위탁계약의 체결, 자산의 운용 또는 보관 등에 따르는 보수의 지급, 금전의 분배 및 주식의 배당에 관한 사항 등의 업무를 수행한다.(같은 조 제2항). 집합투자업자는 자신의 임직원 중에서 자신의 직무를 수행할 자를 선임할 수 있고, 이 경우 이를 투자회사에 서면으로 통보하여야 하는데, 투자회사에 통보된 자가 그 직무범위에서 한 행위는 법인이사의 행위로 본다(같은 조 제4항 및 제5항).

그리고, 헤지펀드의 특성과도 밀접한 성과보수에 대해서 자본시장법은 별도로 규정하고 있는데, 자본시장법 제86조 제1항에 의하면 집합투자업자는 원칙적으로 집합투자기구의 운용실적에 연동하여 미리 정하여진 산정방식에 따른 보수(성과보수)를 받아서는 아니된다. 다만 집합투자기구가 사모집합투자기구일 때에는 성과보수를 받을 수 있다(자본시장법 제86조 제1항 제1호). 헤지펀드는 사모집합투자기구에 해당하기 때문에 집합투자업자는 성과보수를 받을 수 있으며, 통상적으로 2%의 운용보수<sup>29)</sup>와 20%의 성과보수(이하 “‘2-20’의 보수체계”라 한다)를 받는다.<sup>30)</sup> 하지만, 헤지펀드의 높은 성과보수율은 집합투자업자의 동기를 유발하는 요인이 될 수 있지만, 투자자들에게는 부담이 될 수 있다. 이에 많은 헤지펀드들은 성과보수지급 기준수익률(Hurdle rate) 조항<sup>31)</sup>이나 워터마크(Water mark)<sup>32)</sup> 조항을 삽입해서 과도한 위험부담을 방지하고 있다.<sup>33)</sup>

29) 펀드비용을 계산할 때 보수와 수수료를 구분할 줄 알아야 하는데, 보수는 매번 정한 기간마다 지불하는 대가이고 수수료는 일회성 비용이다(조충현, 앞의 책, 60면).

30) Jongha Lim, Berk A. Sensoy, Michael S. Weisbach, *Indirect Incentives of Hedge Fund Managers*, Journal of Finance, September, 2015, p. 4.

31) 성과보수지급 기준수익률 조항은 펀드 매니저가 성과보수를 수령하기 위해 달성해야 하는 최소한의 우선수익률에 대한 조항이다.

32) 워터마크란 과거 투자된 헤지펀드가 도달한 최고수준의 수익규모를 뜻하며, 이 조항이 보수지급조건에 있는 경우 수익률이 과거 최고수익규모를 초과해야만 성과보수를 받을 수 있고 저조할 경우에는 성과보수를 받을 수 없다(이호진 외 3인, “헤지펀드에 대한 주요국의 규제동향과 정책적 시사점”, 연구보고서, 대외경제정책연구원, 2006, 126~127면). 혹은 하이워터마크(High water mark) 조항을 두는 경우도 있는데, 하이워터마크는 고객을 보호하기 위해서 ‘펀드 매니저가 특정 해에 손실을 내면 그 손실을 메울 때까지 차후에 발생하는 수익에 대해 성과보수를 받지 않겠다.’는 것을 말한다. 하지만, 이 경우 이익이 날 때까지 펀드 매니저가 성과보수를 받지 못하게 되고, 이는 펀드 매니저의 이직으로 이어질 가능성이 높기 때문에 하이워터마크 조항이 있는 경우 ‘2-20’의 보수체계가 아닌 1%의 운용보수와 15%의 성과보수체계인 ‘1-15’의 보수체계를 적용하기도 한다(조충현, 앞의 책, 64~65면).

33) 조충현, 앞의 책, 61~62면.

#### (4) 투자자

투자자는 투자회사 주식을 취득한 투자회사의 주주로서, 투자회사의 재산 분배 및 이익 분배에 대한 권리가 있고, 출자한 금액을 한도로 하여 책임을 진다. 헤지펀드의 투자자는 국가, 한국은행 등 전문투자자, 일정규모의 자산을 보유한 고액 자산가 등으로 구성되며(자본시장법 제249조의2, 자본시장법 시행령 제271조), 투자자는 투자회사 등(해당 집합투자증권을 판매한 투자매매업자 및 투자중개업자를 포함한다)에게 영업시간 중에 이유를 기재한 서면으로 그 투자자에 관련된 집합투자재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있다(자본시장법 제186조 제2항, 제91조). 앞서 살펴보았듯이, 전문사모집합투자기구인 투자회사에는 투자회사 주주총회에 관련된 사항이 적용되지 않는다(자본시장법 제249조의8 제4항).

### IV. 헤지펀드의 주요 외부 참여자

#### 1. 일반론

헤지펀드의 경우 집합투자기구를 주도적으로 만들어 운용하는 내부 구성원인 집합투자업자 외에도 많은 전문가들이 참여한다. 집합투자재산을 보관하는 신탁업자, 집합투자증권을 판매하는 투자매매·중개업자(판매회사), 회사형 집합투자기구의 일반사무를 처리하는 일반사무관리회사, 집합투자재산에 속하는 자산에 대해 평가서비스를 제공하는 채권평가회사(자본시장법 제263조), 투자자에게 집합투자증권의 투자판단을 위해 펀드평가정보를 제공하는 펀드평가회사(자본시장법 제258조)가 있다. 이들은 투자자에 대한 손해배상책임을 부담하는 경우 귀책사유가 있는 경우에는 연대하여 손해배상책임을 진다(자본시장법 제185조). 또한, 사모집합투자기구에 대해 판매·펀드재산 보관·자금대여 등의 종합적인 서비스를 제공하는 전담중개업자(프라임브로커)가 있다.

#### 2. 신탁업자

집합투자재산을 보관·관리하는 신탁업자는 자본시장법에 따라 신탁업을 인가받은 자여야 한다(자본시장법 제12조 제1항). 투자신탁의 경우 집합투자업자와의 신탁계약을 통해 신탁의 수탁자로서 투자신탁재산을 소유하고 보관·관리하고, 회사형펀드(투자회사, 투자합자회사 등)의 경우에는 당해 회사형펀드와의 자산보관계약을 통해 보관수임인으로서 회사재산을 보관·관리한다.

### 3. 투자매매·중개업자

투자매매·중개업자란 전문사모집합투자기구 집합투자증권을 투자자에게 판매하고 환매하는 업무를 수행하는 자를 말한다. 전문사모집합투자기구의 집합투자증권을 판매하기 위해서는 자본시장법에 따라 금융위원회로부터 집합투자증권 투자매매·중개업 인가를 받아야 한다(자본시장법 제12조 제1항). 다만, 전문사모집합투자업자가 자신이 운용하는 전문사모집합투자기구의 집합투자증권을 판매하는 경우에는 금융투자업으로 보지 아니하므로(자본시장법 제7조 제6항 제3호), 이러한 경우에는 인가를 받지 않아도 판매를 할 수 있다.

### 4. 일반사무관리회사

일반사무관리회사는 헤지펀드 운용업자가 투자업무에 전력할 수 있도록 헤지펀드에게 요구되는 다양한 부가적 업무를 수탁받아 용역을 제공하는 회사이다(자본시장법 제254조, 제184조 제6항<sup>34)</sup>). 과거에는 헤지펀드 설립 준거지별로 역내 펀드<sup>35)</sup>의 경우 내부에서 별도의 수탁 지정없이 업무를 처리하고 역외 펀드의 경우에만 과세상의 문제를 회피하기 위하여 가치평가에 대해 역외 업무수탁자를 지정하여 외주하는 것이 일반적이었다.<sup>36)</sup>

그러나 헤지펀드의 규모가 커지고 다루는 상품의 영역이 증가함에 따라 헤지펀드에 대한 규제강화와 투자고객들의 운용에 대한 정보요구, 독립적인 가치평가와 순자산가치(Net Asset Value) 산출 등 투자업무 외에 부가적인 업무에 대한 강도가 높아졌다.<sup>37)</sup> 이에 일반사무관리회사는 헤지펀드 운용상 필요한 일반사무부터 각종 회계처리, 평가, 투자자관리까지 다양한 부분에서 헤지펀드 운용업자가 투자업무에만 집중할 수 있도록 보조적 서비스를 제공하게 되었다. 또한 일반사무관리회사는 독립된 주체로서 투자설명서상 기재된 규정 및 다른 계약사항들의 이행 및 법령준수 여부를 확인하고 여기에는 펀드 등록수수료의 적기 납부, 적기 회계보고, 증권거래소와 국제 규정의 준수 여부를 확인하는 활동도 포함된다.<sup>38)</sup>

34) 자본시장법 제184조(집합투자기구의 업무수행 등)

⑥ 투자회사는 다음 각 호의 업무를 일반사무관리회사에 위탁하여야 한다.

1. 투자회사 주식의 발행 및 명의개서(名義改書)
2. 투자회사재산의 계산
3. 법령 또는 정관에 의한 통지 및 공고
4. 이사회 및 주주총회의 소집·개최·의사록 작성 등에 관한 업무
5. 그 밖에 투자회사의 사무를 처리하기 위하여 필요한 업무로서 대통령령으로 정하는 업무

35) 역내 펀드란 헤지펀드의 설립준거지가 국내에 있는 헤지펀드를 의미한다.

36) 양윤석, 앞의 논문, 2012, 52면.; 정주호, 앞의 논문, 28면.

37) 양윤석, 위의 논문, 53면.

38) Francois-Serge Lhabitant(김규진 외 3인 역), 『헤지펀드 핸드북』, 리딩투자증권, 2010, 117면.; 정주호, 앞의 논문, 29면.

## 5. 전담중개업자

전담중개업자는 적극적인 시장참가자인 개인투자자와 기관투자자를 위한 증권거래의 청산과 결제를 용이하게 하기 위하여 종합서비스를 제공하는 투자은행에 의해 발전된 시스템으로<sup>39)</sup> 전담중개업무를 영위하기 위해서는 종합금융투자사업자 자격을 갖추어야 한다(자본시장법 제77조의3 제1항). 종합금융투자사업자로 지정되기 위해서는 ① 상법에 따른 주식회사일 것을 요하고, ② 증권에 관한 인수업을 영위하여야 하며, ③ 자기자본이 3조원 이상이어야 한다(자본시장법 제77조의2 제1항 제3호). 전담중개업자가 되기 위해서는 자기자본이 3조원 이상이어야 하기 때문에 금융위원회의 종합금융투자사업자 지정조건을 충족시키기가 쉽지 않다. 이에 미래에셋자산운용 주식회사, 삼성자산운용 주식회사, 신한BNP파리바자산운용 주식회사 등 몇몇 대형사 위주로 전담중개업자가 선정되고 있다.<sup>40)</sup>

그리고, 전담중개업자가 할 수 있는 “전담중개업무”란 전문투자형 사모집합투자기구<sup>41)</sup>, 그 밖에 대통령령으로 정하는 투자자에 대하여 ① 증권의 대여 또는 그 중개·주선이나 대리업무, ② 금전의 융자, 그 밖의 신용공여, ③ 전문투자형 사모집합투자기구 등의 재산의 보관 및 관리, ④ 그 밖에 전문투자형 사모집합투자기구 등의 효율적인 업무 수행을 지원하기 위하여 필요한 업무로서 대통령령으로 정하는 업무 중 어느 하나에 해당하는 업무를 효율적인 신용공여와 담보관리 등을 위하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 연계하여 제공하는 업무를 의미한다(자본시장법 제6조 제9항). 이러한 내용을 종합하면 전담중개업자는 다양한 투자기법을 구사하는 헤지펀드를 위하여 신용공여, 주식대여, 청산 및 결제 제공, 펀드 관리 등 종합적인 서비스를 일괄적으로 제공하는 사업자로서 헤지펀드의 운영에 있어 핵심적인 역할을 하는 자라고 할 수 있다.<sup>42)</sup>

39) Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 3d ed., Ch.8, Regulation of Brokers, Dealers and Investment Advisers, 2004, p. 286.; 글로벌 투자은행은 신용등급이 좋기 때문에 저렴한 금리로 대출받을 수가 있다. 따라서, 헤지펀드가 글로벌 투자은행을 전담중개업자로 두면 직접 대출받는 것보다 유리하기 때문에 헤지펀드는 투자은행을 전담중개업자로 두는 것을 선호한다(조충현, 앞의 책, 52~53면).

40) 조충현, 앞의 책, 147~148면.

41) 자본시장법 제9조 제19항 제2호.

42) 전담중개업자 서비스의 구체적인 내용은 전담중개업자와 헤지펀드 간에 체결되는 프라임브로커 계약(Prime Brokerage Agreement)에 의하여 정해지게 된다. 전담중개업자들은 신용대출(Margin Lending), 증권대여(Securities Lending), 기록보관(Record Keeping), 실적보고(Performance reporting), 위험관리(Risk Management) 시스템, 자본중개(Capital Introduction) 등의 서비스를 제공하며, 나아가 헤지펀드의 설립과 관련하여 운영지원(Operation Support), 사무실(Office Space) 제공, 거래기술 제공(Trading Support) 등을 하기도 한다. 또한 주식뿐만 아니라 채권(fixed income), 외환(Foreign Exchange) 및 파생상품(Derivatives Products)의 영역에서도 유사한 서비스를 제공하게 된다(이상복, “외국에서의 프라임브로커 입법동향과 법적 시사점”, 『서강법학』, 제12권 제1호, 서강대학교 법학연구소, 2010, 441면); 박재현·박현아, “한국형 프라임브로커(Prime Broker)의 도입 및 운영에 관한 법적 쟁점”, 증권법연구 제13권 제1호, 2012. 4., 33~34면.

## V. 헤지펀드의 지배구조

### 1. 상장회사의 지배구조

기업지배구조는 기업의 운영 및 통제를 위한 법제도적 메커니즘이라고 이해되는데, 이는 소유와 경영이 분리됨에 따라 지배주주 또는 경영자가 주주, 채권자 등 이해관계인의 이익을 희생시키고 자신의 사적이익을 추구하는 이해상충관계로부터 주주 등 이해관계인에게 정당한 이익이 귀속되도록 함에 있다.<sup>43)</sup>

현행 상법상 상장회사의 지배구조는 이사회가 업무집행결정과 감독 기능을 담당하는 1원적 시스템이다. 일반적으로 상장기업에 대한 통제는 상품시장, 내부통제 시스템, 그리고 자본시장에 의해 영향을 받는다고 할 수 있고,<sup>44)</sup> 금융회사로서의 금융투자업자에 대한 지배구조는 주주총회, 이사회, 감사 및 감사위원회 제도, 준법감시인 제도 및 보상제도 등을 통한 내부 지배구조와 증권시장, 경영자인력시장, 이해관계자, 금융회사의 사회적 책임 등과 같은 외부 지배구조로 나누어 볼 수 있다.<sup>45)</sup> 헤지펀드의 조직 역시 내부 구성원과 외부 구성원(주요 참여자)으로 나뉘어지나 지배구조에 있어 일반 상장회사와는 상당한 차이점이 있다.

### 2. 헤지펀드의 지배구조<sup>46)</sup>

#### 1) 일반론

전문사모집합투자기구인 투자회사에는 이사회 결의에 관한 규정이 적용되지 않고(자본시장법 제249조의8 제4항, 제198조 제2항 및 제3항), 전문사모집합투자기구인 투자회사에는 자본시장법상 주주총회(집합투자자총회) 및 그에 관련된 사항을 적용하지 않으므로(자본시장법 제249조의8 제4항), 이사회, 주주총회라는 기관이 없어 지배구조에 대한 규제가 달리 없다. 하지만 최근 사업연도 말을 기준으로 자산총액이 2조원 이상이거나 운용자산규모가 20조원 이상인 전문사모집합투자업자(이하 ‘대규모 집합투자업자’라 한다)에게는 지배구조에 관한 규제가 있다. 따라서 대규모 집합투자업자의 경우에는 이사 내지 감사 및 감사위원회 등의 역할이 중요하다고 할 것이다.

43) 송종준, “회사법상 기업지배구조법제의 동향과 평가, 그리고 새로운 제언”, 『상사판례연구』, 제24권 제1호, 한국상사판례학회, 2011, 4면.

44) M. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, September-October, 1989.

45) 금융회사 지배구조의 특징 및 내용은 강병호 외 2인, 『금융기관론』, 박영사, 2015, 217~271면.

46) Mark Berman(이상복 역), 앞의 책, 221~227면.



## 2) 자산총액 2조원 이상이거나 운용자산규모가 20조원 이상인 전문사모집합투자업자

### (1) 사외이사 선임(이사회의 구성)

자본시장법 제249조의8 제6항은 “투자회사의 경우 집합투자업자인 법인이사 1명을 두며, 상법 제383조 제1항에도 불구하고 이사의 수를 1명 또는 2명으로 할 수 있다.”고 규정하고 있는데, 이는 투자의 유연성을 확보하기 위한 것이라고 볼 수 있다. 자본시장법 제198조 제1항에 의하면, 법인이사는 투자회사를 대표하고 투자회사의 업무를 집행한다.

한편, 이사회의 구성과 관련하여 대규모 집합투자업자는 사외이사를 3인 이상 두어야 하며, 사외이사는 이사 총수의 2분의 1 이상이 되도록 하여야 한다(자본시장법 제25조 제1항, 시행령 제28조 제1항 제1호). 이사 및 사외이사의 자격요건에 대해서는 VI. 외국의 사례와 시사점에서 후술한다.

### (2) 감사위원회 설치

대규모 집합투자업자는 이사회 내 위원회인 감사위원회를 설치하여야 하는데(자본시장법 제26조 제1항), 감사위원회를 설치한 경우에는 감사를 둘 수 없다(상법 제415조의2 제1항). 감사위원회는 ① 총 위원의 3분의 2 이상이 사외이사여야 하고, ② 위원 중 1인 이상은 대통령령으로 정하는 회계 또는 재무 전문가이어야 하며, ③ 감사위원회의 대표는 사외이사여야 한다(자본시장법 제26조 제2항, 시행령 제29조 제2항).<sup>47)</sup> 또한, 감사위원회의 위원 자격과 관련하여 ① 해당 회사의 주요주주, ② 해당 회사의 상근 임직원 또는 최근 2년 이내에 상근 임직원이었던 자, ③ 그 밖에 해당 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자 등 사외이사가 아닌 감사위원회의 위원으로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란한 자로서 대통령령으로 정하는 자는 사외이사가 아닌 감사위원회의 위원이 될 수 없으며, 감사위원이 된 후에 이에 해당되는 경우에는 그 직을 상실하도록 하고 있다(자본시장법 제26조 제3항, 시행령 제29조 제3항).

## 3) 자산총액 1천억원 이상이거나 운용자산규모가 20조원 이상인 전문사모집합투자업자

최근 사업연도말을 기준으로 자산총액이 1천억원 이상이거나 운용하는 집합투자재산·투자일임재산·신탁재산의 합계액이 20조원 이상인 전문사모집합투자업자는 1인 이상의 상근

47) 대규모 집합투자업자는 사외이사의 사임·사망 등 사전에 예측하지 못한 사유로 인하여 사외이사의 수가 자본시장법 제26조 제2항에 따른 감사위원회의 구성요건에 미달하게 된 경우에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회에서 자본시장법 제26조 제2항에 따른 요건에 합치되도록 하여야 한다(자본시장법 제26조 제4항).

감사를 두어야 하는데, 자본시장법에 따라 감사위원회를 설치한 경우에는 상근감사를 둘 수 없고(자본시장법 제27조 제1항, 시행령 제30조), 그 자격은 상임감사위원과 같다(자본시장법 제27조 제2항).

## Ⅵ. 외국의 사례와 시사점

### 1. 외국의 사례

#### 1) 헤지펀드의 동향

외국의 헤지펀드 동향, 특히 역외 펀드의 경우에는 우리나라에 직접적인 영향을 끼치기 때문에 헤지펀드가 많이 설립되는 국가의 헤지펀드 동향과 헤지펀드를 규제하는 법령 등을 검토하는 것은 중요하다. 우선 세금을 절감하기 위해서 역외 센터(offshore centers)를 이용하는 헤지펀드가 증가하고 있다. 헤지펀드의 구조를 짜는데 있어서, 그리고 헤지펀드가 투자하는데 있어 세금은 고려해야 할 가장 중요한 요소이고, 특히 모자형 펀드(master-feeder complexes)<sup>48)</sup>의 경우에는 세금이 더 중요한 고려요인이다.<sup>49)</sup> 뿐만 아니라, 역외 펀드가 증가하게 되면 필요한 이사의 수도 증가하게 된다. 따라서 역외 펀드가 설립된 준거지법을 세법 측면에서 뿐만 아니라 다른 측면에서도 잘 이해할 필요가 있다.

#### 2) 영국<sup>50)</sup>

영국의 관할 하에 있는 카리브해 지역에 헤지펀드가 많이 설립되므로 영국법을 잘 이해할 필요가 있다. 영국의 주요한 기업구조개혁은 1992년 캐드베리 규정(Cadbury Code)에 의해 행해졌는데 이 규정은 이사회 독립성, 임원진 성과(compensation)의 평가, 서비스 제

48) 동일한 운용자가 설정한 여러 펀드의 재산을 하나의 펀드에 통합하여 운용함으로써 규모의 경제를 갖추어 거래비용을 낮출 수 있는 구조의 펀드를 의미한다. 여러 펀드의 재산을 집중하여 통합 운용하는 펀드는 모펀드가 되며 모펀드가 발행한 펀드지분을 취득하는 펀드는 자펀드가 된다. 모펀드와 자펀드의 자산운용회사는 동일해야 하고, 모펀드의 수익자는 자펀드만이 될 수 있으며, 자펀드는 모펀드가 발행한 펀드지분 외의 다른 펀드지분은 취득할 수 없다. 자펀드는 모펀드에서의 통합운용 및 모자펀드간 기준가격 연계를 위해 자펀드 차원의 자산운용은 제한되며, 환매 원활화 등을 위한 유동성 확보차원의 운용(원칙적으로 자산총액의 10% 이내)만 허용된다(<http://consumer.fss.or.kr>; 금융감독원, 금융감독용어사전, 2011. 2.)

49) Jason Scharfman, *Hedge Fund Governance- Evaluating Oversight, Independence, and Conflicts*, Academic Press, 2014. p. 69.

50) Jason Scharfman, *supra* note 49, at 71~74.

공자와의 적절한 계약, 재무공시 감독, 내부통제 등을 다루고 있다. 최근에는 영국뿐만 아니라 싱가포르, 스위스 등 다른 나라들도 기업지배구조를 개선하기 위해 상당한 노력을 기울이고 있다.

### 3) 케이만군도<sup>51)</sup>

역외 펀드<sup>52)</sup>가 설립된 국가의 법령 제정 및 개정은 역외 펀드 이사회 구성, 이사의 자격 등에 직접적인 영향을 끼친다. 대표적인 조세피난처인 케이만군도는 2014년에 뮤추얼펀드<sup>53)</sup> 규제를 위한 진술지침(Statement of Guidance, 이하 ‘SOG’라 한다)을 만들었는데, 이 지침은 펀드를 운영하는 기관인 이사회에 대한 내용을 담고 있다. 또한, 케이만군도는 2014년 이사 등록 및 면허법(The Directors Registration and Licensing Law, 2014, 이하 ‘DRLL’이라 한다)을 제정하였는데, DRLL은 뮤추얼펀드법(Mutual Fund Law)의 규제를 받고 케이만군도의 금융감독청(Cayman Islands Monetary Authority, 이하 ‘CIMA’라 한다)에 등록된 뮤추얼펀드의 이사에게 적용된다. 이사의 종류는 크게 등록이사(registered director<sup>54)</sup>), 전문이사(professional director<sup>55)</sup>), 기업이사(corporate director<sup>56)</sup>)의 3가지로 분류되는데, 이들은 CIMA에 이사 등록을 하거나 면허를 받아야 하고 등록 및 면허 자격을 유지하기 위해 매년 수수료를 지불해야 한다.<sup>57)</sup> 또한, CIMA에 제공한 기존의 이사 정보에 변경이 있을시 21일 내에 CIMA에 알리도록 하고 있다. DRLL상의 전문이사 면허를 얻기 위해서는 20개 이상의 뮤추얼펀드에서 이사로 일했던 경험이 있어야 한다. 그러므로 케이만군도에 헤지펀드 설립시 위 조건을 고려해서 이사를 선임하여야 한다. 이처럼 이사에게 면허를 요구하는 것은 CIMA가 용이하게 이사들을 감독하기 위함이다.

51) Jason Scharfman, *supra* note 49, at 76~79.

52) 역외 펀드란 국내법의 적용을 받지 않기 위해 해외에 설립하는 펀드를 의미한다.

53) 뮤추얼펀드(Mutual Fund)란 원래 미국에서 투자회사법의 적용을 받는 개방형 투자회사를 지칭하는 용어인데 폐쇄형 투자회사를 포함하여 사용되는 경우도 가끔 있다. 개방형 투자회사는 ‘투자회사’라는 용어에도 불구하고 그 법적 형태는 회사는 물론이고 신탁(business trust)에 있으며, 실제 미국의 경우 신탁형태가 절반 이상을 차지한다(박삼철 외 3인, 앞의 책, 15면).

54) “registered director” means a natural person who is registered under this Law(DRLL PART I §2).

55) “professional director” means a natural person appointed as a director for twenty or more covered entities(DRLL PART I §2).

56) “corporate director” means a body corporate appointed as a director for a covered entity; “covered entity” means -

(a) a company to which paragraphs 1 and 4 of Schedule 4 of the Securities Investment Business Law (2011 Revision) apply; or (b) a mutual fund regulated under the Mutual Funds Law (2013 Revision)(DRLL PART I §2).

57) DRLL PART II §6(2), PART III §14, PART IV §18.

## 4) 미 국

## ① 헤지펀드의 등록에 관하여

미국에서는 헤지펀드가 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission, 이하 'SEC'라 한다)에 등록의무가 있는지에 대한 논쟁이 지속되었고, 2008년 금융위기 이후 제정된 도드-프랭크 금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 이하 '도드-프랭크법'이라 한다)을 전후로 하여 금융제도에 큰 변화가 있었다. 미국의 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940, 이하 'ICA'라 한다)은 모든 집합투자기구를 그 법적인 형태를 불문하고 투자회사로 보고 SEC에 등록하도록 하였다. 반면, 발행증권의 실질 소유자가 100인 미만이면, 공모하지 않는 경우에는 투자회사법상의 등록의무가 적용되지 않는다.<sup>58)</sup> 또한, 투자회사법은 증권 인수 당시에 적격투자자(Qualified purchaser)<sup>59)</sup>에 해당하는 사람에게만 사모로 증권을 발행한 경우에는 이를 투자회사의 개념에서 제외하고 있기 때문에 이러한 경우에도 등록의무가 없다.<sup>60)</sup> 즉, 헤지펀드와 같은 사모펀드는 ICA의 적용을 받지 않았다. 투자회사의 정의에서 제외되는 펀드에 대하여는 여전히 SEC에 대한 등록의무가 면제된다는 점은 도드-프랭크법 시행 이후에도 변화가 없다.

## ② 자문업자의 등록에 관하여

투자자문업자법(Investment Adviser Act of 1940, 이하 'IAA'라 한다) 제203조에 의하면, 투자자문업자는 원칙적으로 SEC 또는 주 증권당국에 등록하여야 하며 자문업에 대한 규제를 받는다. 하지만, 주 증권당국이 관할하는 헤지펀드 투자자문업자가 운용하는 자산 총액이 2,500만 달러 혹은 증권거래위원회가 정하는 금액(3,000만 달러)을 하회하고 운용하는 사모펀드의 수가 15개 미만인 경우에는 SEC에 대한 투자자문업자 등록의무를 면제받는다.<sup>61)</sup> 이를 반대로 해석하면 헤지펀드가 운용하는 자산이 상당한 규모에 이르고, 운용하는 사모펀드의 수가 15개 이상인 경우에는 IAA의 규제를 받는다. 이에 대부분의 사모펀드 투자자문업자는 운용하는 펀드 수를 15개 미만으로 유지함으로써 등록의무를 회피하고 있었

58) ICA §3(c)(1).

59) 적격투자자는 다음과 같이 정의된다. ① 최소 5백만 달러를 투자한 개인(배우자와 공동 소유도 포함), ② 5백만 달러 이상을 투자한 가족 소유 회사, ③ 신탁회사로서 수탁자와 설정자(settler)가 적격투자자이고 이 규정의 적용이 면제되는 펀드의 증권을 취득할 목적으로 설립되지 않은 경우, ④ 누구든지 자신 또는 다른 적격투자자의 계산으로 2천5백만 달러 이상을 투자한 사람, ⑤ 적격투자자나 그 회사의 내부피용자에 의해 독점적으로 소유되는 회사[ICA §2(a)(51)].

60) ICA §3(c)(7).

61) IAA SEC. 203A.

다.<sup>62)</sup>

한편, 2010년부터 시행된 도드-프랭크법 제403조(1)은 투자자문업자 면제 규정이었던 IAA 제203조(b)(1)의 전단에 “사모펀드의 투자자문업자로서 업무를 수행하는 자 이외의<sup>63)</sup>”라는 문구를 삽입하여, 헤지펀드의 투자자문업자는 몇 가지 경우를 제외하고는 원칙적으로 SEC에 등록하도록 하고 있다.

## 5) 유 럽

### ① 일반론<sup>64)</sup>

유럽은 오랜 기간 동안 헤지펀드 구조를 개선하기 위해서 노력해 왔다. 대표적인 것이 그린페이퍼라 불리는 2011년 유럽연합 기업지배구조 체계(Corporate Governance Framework)이다. 이 보고서의 주요 목표는 사외이사(non-executive directors)의 자격 요건을 강화시키는 것이었다. 이 보고서는 이사들의 도전정신을 고취시키고 위험관리 감독능력을 향상시키는 것을 목표로 하였다. 최근에 헤지펀드 지배구조에 직접적인 영향을 끼치는 규제(지침)로 UCITS지침(Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive)<sup>65)</sup>, AIFM지침(Alternative Investment Fund Managers Directive)<sup>66)</sup> 등이 있다. UCITS지침은 증권 기타 금융상품(파생상품을 포함한다)에 투자하는 개방형 투자펀드에 대한 유럽연합 회원국 간의 규제를 통일시키고 유럽단일시장 형성을 위해 유럽의 회가 제정한 지침이다. UCITS지침은 증권 기타 금융상품에 주로 투자하는 개방형·공모형 투자펀드와 그 운용사(management companies) 모두를 규제한다.

한편, AIFM지침은 2012년 2월 UCITS만으로는 다양한 투자전략을 가진 투자펀드를 만드는데 한계가 있다는 인식이 생기면서 제정되었다. AIFM지침 제4조 제1항에 의하면, 대체 투자펀드(Alternative Investment Fund, 이하 ‘AIF라 한다)를 ‘투자자의 이익을 위해 마련된 투자정책에 따라 투자할 목적으로 다수 투자자로부터 자본을 모으는 집합투자기구로서

62) 박삼철 외 3인, 앞의 책, 19면.

63) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act SEC. 403.

Section 203(b) of the Investment Advisers Act of 1940 (15U.S.C. 80b - 3(b)) is amended—

(1) in paragraph (1), by inserting “, other than an investment adviser who acts as an investment adviser to any private fund,” before “all of whose”;

64) Jason Scharfman, supra note 49, at 83~84.; 박삼철 외 3인, 앞의 책, 26~28면.

65) UCITS란 투자자를 보호하기 위해 펀드의 투자방법을 규제하고, 차입비율을 제한하며, 투명성을 높이도록 유럽연합(EU)이 만든 규정이다(이유섭·김호영, “헤지펀드 중소형일수록 ‘α수익’”, 매일경제, 2012년 2월 2일자 기사).

66) <http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/aifmd.html>; AIFMD는 EU 내에서 헤지펀드를 운용하려면 펀드매니저가 금융당국의 인가를 받아야 하고 정기적으로 공시 의무 등을 수행해야 한다는 내용을 담고 있는 지침이다.

UCITS에 의한 인가를 요하지 않는 집합투자기구'로 정의된다. 따라서 UCITS에 해당하지 않는 투자펀드(헤지펀드, PEF, 부동산펀드 등)는 모두 AIF에 해당하며, 개방형·폐쇄형 여부, 공모펀드·사모펀드 여부, 펀드의 법적 형태, 상장펀드·비상장펀드 여부는 묻지 않는다. AIFM지침은 그 명칭에 나와 있듯이 AIF 운용자를 규제한다. AIF 운용자는 당해 회원국 감독당국으로부터 펀드 운용·마케팅에 대한 인가를 받아야 하며, AIFM지침에서 정하는 내용을 준수해야 한다. AIFM지침이 제정되면서 헤지펀드의 경우 그 운용자만 직접적인 규제대상이 된다.

## ② 아일랜드<sup>67)</sup>

PWC<sup>68)</sup> 자료에 의하면 적어도 글로벌헤지펀드의 40%가 아일랜드에서 서비스를 제공받고, 랭킹 10위 안에 드는 유럽계 헤지펀드 매니저의 50%가 아일랜드를 헤지펀드 설립국으로 선택하고 있고,<sup>69)</sup> 2014년 아일랜드 펀드연합회(Irish Funds Industry Association, 이하 'IFIA'라 한다) 자료에 의하면 아일랜드에 소재하고 있는 펀드 중 7%가 헤지펀드이다. 이를 통해 아일랜드는 헤지펀드 업계에서 중요성이 큰 국가임을 알 수 있다.

아일랜드는 케이만군도처럼 헤지펀드의 지속적인 성장을 고무하는 환경을 지니고 있다. 아일랜드 중앙은행이 헤지펀드를 감독하기 시작하면서 헤지펀드를 집합투자기구로 분류하였고, 2011년 IFIA는 아일랜드 중앙은행의 촉구로 자발적인 기업지배구조 규범(voluntary code of corporate governance, 이하 'IFIA 규범'이라 한다)을 출간하였는데, IFIA 규범<sup>70)</sup>은 사외이사에 중점을 두고 있다. IFIA 규범에 의하면 이사회를 구성하는 이사가 최소 3인이어야 하는데 실제로는 평균적으로 5인의 이사를 두고 있다.

## ③ 스위스<sup>71)</sup>

스위스는 개인정보가 잘 보장되고, 헤지펀드에 적합한 스위스의 세금 체제 때문에 오랫동안 헤지펀드가 선호하는 국가였다. 하지만, 유럽의 많은 국가들이 AIFMD를 채택하면서 최근 헤지펀드의 스위스에 대한 선호도는 많이 낮아졌다. 스위스는 EU의 회원국이 아니기 때문에 AIFMD의 규제를 받지 않는다. 스위스 금융시장 감독청(Swiss Financial Market Supervisory Authority)은 AIFMD와 스위스 규제 간에 간극이 있는 것은 헤지펀드를 운영하는데 불리하다는 사실을 깨닫고는 스위스 집합투자기구법(the Swiss Act of Collective Investment Schemes, 이하 'CISA'라 한다)을 개정했다. CISA는 투자자들을 보호하고 증권

67) Jason Scharfman, *supra* note 49, at 84~85.

68) PricewaterhouseCoopers의 약자로 세계 4대 회계법인 중의 하나이다.

69) <http://www.pwc.ie/industries/asset-management/am-hedge-funds.html>.

70) IFIA 규범은 케이만군도의 SOG와 유사하다.

71) Jason Scharfman, *supra* note 49, at 85~88.

시장의 투명성 및 헤지펀드와 같은 외국 집합투자기구가 증권시장에서 잘 운영되는 것을 목표로 한다.<sup>72)</sup> CISA에 의하면, 펀드 운용사는 스위스금융감독청의 인가를 받아야 한다.<sup>73)</sup>

#### 6) 싱가포르<sup>74)</sup>

싱가포르는 2012년 헤지펀드에 대한 규제를 대폭 개정했다. 2012년 전에는 싱가포르에서 펀드 매니저가 면허를 받지 않아도 되는 자(Exempt Fund Manager, EFM)로 분류되었기 때문에 싱가포르에 소재하는 헤지펀드 역시 면허를 받을 필요가 없었다. 또한 헤지펀드가 적격투자자들만을 대상으로 해서 자본을 유치했으므로 그들의 행동에 대해서 감독하거나 규제할 필요성 역시 낮았다. 헤지펀드 매니저들은 싱가포르 금융감독청(Monetary Authority of Singapore)에 면허를 받을 것인지 여부에 대해서 통지만 하면 되었고 대부분 통지를 하지 않았다. 싱가포르 금융감독청은 헤지펀드에 대한 느슨한 규제 구조 및 헤지펀드의 지배구조를 개선하기 위해서 미국의 도드-프랭크 금융개혁법처럼 SGD 250,000,000을 초과하는 헤지펀드 매니저들에게 등록의무를 부과했다. 그 결과 헤지펀드의 싱가포르 선호도는 낮아졌다.<sup>75)</sup>

## 2. 시사점

### 1) 일반론

금융위기 이전에 미국과 유럽연합은 사모펀드 그 자체에 대해서 사실상 규제를 하지 않았던 반면, 금융위기를 계기로 미국과 유럽연합은 사모펀드에 대한 규제를 강화하는 방향으로 가고 있다. 한편, 우리나라는 사모펀드 자체에 대해서도 공모펀드에 준하여 상당한 수준의 규제를 하고 있었는데 전체적으로 사모펀드에 대한 규제를 완화하거나 합리화하는 방향으로 가고 있다. 헤지펀드의 경우에는 역외 펀드가 많은 만큼 외국의 헤지펀드에 대한 규제와 우리나라의 사모펀드에 대한 규제는 적정 수준에서 조화를 이룰 것으로 보인다.

외국의 헤지펀드 동향은 크게 2가지로 분류할 수 있는데, 첫째는 헤지펀드 또는 운용사의

72) <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20052154/index.html>; CISA Art. 1.

73) CISA Art. 13.

74) Jason Scharfman, *supra* note 49, at 91~94.

75) 증권과 선물 규제에 의하면 헤지펀드는 펀드운용회사(Fund Management Companies), 등록된 펀드 운용회사(Registered Fund Management Companies)의 2가지로 분류된다. 헤지펀드를 운용하는데 있어 등록된 펀드운용회사는 면허가 필요 없지만 등록되지 않은 펀드운용회사는 면허를 받아야 한다. 즉, 등록된 펀드운용회사가 종전의 면허를 받지 않아도 되는 펀드 매니저(EFM)를 대체한 것이라고 할 수 있다(Jason Scharfman, *supra* note 49, at 91).

등록의무에 관한 것이고, 둘째는 헤지펀드의 내부에서 중추적인 역할을 하는 이사 또는 사내이사의 자격요건에 관한 것이다. 이하에서는 위와 관련된 자본시장법의 내용을 검토한다.

## 2) 헤지펀드의 등록의무 면제 등

미국은 금융위기 이후 제정된 도드-프랭크법에 의하더라도 헤지펀드의 SEC에 대한 등록의무가 면제된다. 다만, 헤지펀드 투자자문업자는 SEC에 등록하도록 하고 있다. 유럽의 경우에는 AIFM지침이 제정되면서 운용자(Fund manager)를 직접적인 규제대상으로 삼고 있다. 우리나라의 경우 사모집합투자기구는 설립시 금융위원회에 반드시 등록해야 하는데 반하여(자본시장법 제182조), 전문투자형 사모집합투자기구는 이러한 등록의무가 면제된다(자본시장법 제249조의8 제1항). 헤지펀드는 등록면제 규정의 적절한 활용을 통하여 등록에 따른 정보공개의무와 공시의무(자본시장법 제249조의8 제1항, 제89조) 등을 면제받거나 금융당국의 직접적인 감독을 받지 않는다. 한편, 구 자본시장법상 일반사모펀드 및 헤지펀드의 운용사는 금융위원회로부터 집합투자업 인가를 받아야 했으나, 2015년 자본시장법에 의하면 전문투자형 사모펀드를 운영하는 집합투자업자인 “전문사모집합투자업자”는 ‘인가’가 아닌 ‘등록’만으로 업무가 가능하도록 진입규제가 완화되었다.

다른 나라에는 없는 규제가 우리나라에는 있는 경우 헤지펀드 산업이 성장하는 것이 불가능하다. 헤지펀드의 등록의무를 면제하고 운용사가 집합투자업 ‘인가’가 아닌 ‘등록’만으로도 업무가 가능하도록 한 자본시장법의 개정은 세계적인 추세에 부합하는 것으로 바람직하다고 생각한다.

## 3) 이사의 자격요건 강화

케이만군도, 유럽, 특히 아일랜드의 사례에 의하면, 헤지펀드의 지배구조를 개선하기 위하여 이사 내지 사외이사의 자격 또는 역량 강화에 중점을 두고 있다는 것을 알 수 있다. 우리나라의 전문사모집합투자업을 영위하려는 자(운용사)의 임원, 사외이사의 자격 요건을 살펴보면, 전문사모집합투자업자의 임원은 금융에 대한 경험과 지식을 갖춘 자로서 금융투자업의 공익성 및 건전경영과 신용질서를 해칠 우려가 없는 자이어야 한다(자본시장법 제249조의3 제2항, 제24조 제2항). 자산총액이 2조원 이상이 되는 대규모 집합투자업자는 사외이사를 3인 이상 두어야 하고, 사외이사는 이사 총수의 2분의 1 이상이 되도록 하여야 한다(자본시장법 제25조 제1항, 시행령 제28조 제1항 제1호). 사외이사를 주주총회에서 선임하고자 하는 경우 금융투자업자는 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임하여야 한다(자본시장법 제25조 제4항).

그리고 자본시장법은 임원, 사외이사의 결격사유에 대해서 정하고 있는데, 임원의 결격사



유를 먼저 살펴보면, ① 자본시장법, 금융 관련 법령 또는 외국 금융 관련 법령에 따라 영업의 허가·인가·등록 등이 취소된 법인 또는 회사의 임직원이었던 자로서 그 법인 또는 회사에 대한 취소가 있는 날부터 5년이 경과되지 아니한 자, ② 자본시장법, 금융 관련 법령 또는 외국 금융 관련 법령에 따라 해임되거나 면직된 날부터 5년이 경과되지 아니한 자, ③ 제임 또는 재직 중이었던라면 자본시장법 또는 금융 관련 법령에 따라 해임요구 또는 면직요구의 조치를 받았을 것으로 통보된 퇴임한 임원 또는 퇴직한 직원으로서 그 통보된 날부터 5년이 경과되지 아니한 자, ④ 그 밖에 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자 등에 해당하면 임원이 될 수 없고 임원이 된 후에도 그 직을 상실한다(자본시장법 제249조의3 제2항 제4호, 제24조 제1항). 다음으로 ① 최대주주, ② 최대주주의 특수관계인, ③ 주요주주 및 그의 배우자와 직계존비속, ④ 해당 회사 또는 그 계열회사 등에 해당하는 자는 대규모 집합투자업자의 사외이사가 될 수 없다(제25조 제5항).

자본시장법은 이사, 사외이사 모두 결격사유를 정하고 있는 것과 달리 상법은 사외이사의 경우에만 결격사유를 정하고 있다(상법 제382조 제3항<sup>76)</sup>)는 점에서 차이가 있다. 이를 통해 헤지펀드는 일반 주식회사보다 이사의 자격요건을 강화하였다고 할 수 있다. 자본시장법 사모집합투자기구의 특성상 투자자가 펀드 운영에 간섭할 수 없기에 펀드 운용사에 대한 통제는 반드시 필요하다. 금융 산업에 대한 전문적인 지식을 갖추고, 해당 펀드와 이해관계가 없는 사외이사를 선임하여 헤지펀드 산업이 보다 활성화될 수 있도록 할 필요가 있다고 생각한다.<sup>77)</sup>

76) 제382조(이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사)

③ 사외이사(社外理事)는 해당 회사의 상무(常務)에 종사하지 아니하는 이사로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 자를 말한다. 사외이사가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그 직을 상실한다.

1. 회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사·집행임원 및 피용자
2. 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속
3. 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자
4. 이사·감사·집행임원의 배우자 및 직계 존속·비속
5. 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자
6. 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자
7. 회사의 이사·집행임원 및 피용자가 이사·집행임원으로 있는 다른 회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자

77) 양윤석, 앞의 논문, 2012, 301면.

## VII. 결 론

최근 헤지펀드의 주주행동주의가 재조명받게 되었는데, 헤지펀드는 대상 기업의 지배구조가 아닌 자신의 구조와 운영을 개선하라는 압력에도 직면하고 있다. 헤지펀드의 지배구조를 살펴보면, 투자신탁의 형태를 취하고 있는 집합투자기구는 수익자총회 관련 규정이 적용되지 않고 투자회사의 형태를 취하고 있는 집합투자기구는 주주총회 관련 규정이 적용되지 않으므로 헤지펀드에서는 이사회 내지 감사 및 감사위원회의 역할이 중요하다. 이에 이사, 감사 및 감사위원회 등과 관련된 자본시장법의 내용을 살펴보고 위 내용이 외국의 사례와 비교했을 때 바람직한 규제인지 검토하였다. 본문에서는 헤지펀드가 선호하는 또는 선호하였던 국가인 케이만군도, 미국, 유럽(아일랜드, 스위스 등), 싱가포르에 설립되는 헤지펀드의 동향 내지 각국의 규제에 대해서 살펴보았는데 외국의 헤지펀드에 관한 규제는 크게 헤지펀드 또는 운용사로 하여금 금융감독청 등에 등록하게 하거나, 이사 내지 사외이사의 자격요건을 강화하는 방향으로 이루어졌다. 2015년 자본시장법은 전문사모집합투자업자가 과거와 달리 등록만 하면 업무가 가능하도록 헤지펀드의 진입 규제를 완화하였는데 이는 세계적인 추세에 부합하는 것으로 보인다. 또한 자본시장법은 집합투자업자의 이사의 결격사유에 대해서도 별도로 정하고 있어 상법보다 이사의 자격요건을 강화하였는데, 이는 케이만군도, 아일랜드의 입법례와 유사하다고 할 것이다.

헤지펀드는 역외 펀드가 많기 때문에 다른 나라의 입법례를 비교하고 검토하는 일은 매우 중요하다. 외국의 사례에 비추어 봤을 때 우리나라의 헤지펀드에 대한 규제가 특히 심하다는 점은 보이지 않는다. 하지만 헤지펀드를 활성화시키기 위해서는 불필요한 규제는 없앨 필요가 있으므로 헤지펀드와 관련하여 다른 나라에서 폐지하거나 새로 시행하는 법령은 주목할 필요가 있다.

## 참고문헌

### 국내문헌

#### 1. 단행본

- 강병호 외 2인, 『금융기관론』, 박영사, 2015.
- 금융감독위원회 외 7인, 『알기 쉬운 펀드 투자』, 2006.
- 김준석·빈기범, 『주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점』, 자본시장연구원, 2009. 9.
- 라스 크로이저(박경락 외 2인 역), 『헤지펀드의 진실, 펀드매니저의 고백』, (주)새로운 제안, 2012.
- 박삼철 외 3인, 『사모펀드 해설』(전문투자형 사모집합투자기구), 지원출판사, 2015.
- 오성배·최경렬, 『헤지펀드·PEF투자해법 대안투자론』, 경문사, 2010.
- 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2015.
- 조충현, 『한국형 헤지펀드 투자전략』, (주)새로운 제안, 2012.
- 진익 외 4인, 『헤지펀드-운용전략과 활용방안-』, 명경사, 2009.
- 최민용, 『헤지펀드』, 도서출판 유로, 2009.
- Francois-Serge Lhabitant(이종철·서정두 역), 『헤지펀드』, 이든디자인, 2008.
- Francois-Serge Lhabitant(김규진 외 3인 역), 『헤지펀드 핸드북』, 리딩투자증권, 2010.
- Mark Berman(이상복 역), 『헤지펀드와 프라이م브로커』, (주)비엠에스, 2009.

#### 2. 논문

- 강인태, “헤지펀드(Hedge Fund)의 역사와 개념”, 『서강법학』, 제10권 제2호, 서강대학교 법학연구소, 2008.
- 박임출, “공매도 규제법제의 현황과 과제”, 『기업법연구』, 제24권 제1호(통권 제40호), 2010. 3, 구소, 2008.
- 박재현·박현아, “한국형 프라이م브로커(Prime Broker)의 도입 및 운영에 관한 법적 쟁점”, 증권법연구 제13권 제1호, 2012. 4.
- 서완석, “공매도 규제법제에 관한 연구”, 『성균관법학』, 제22권 제3호, 2010. 12.
- 성희환, “글로벌 금융위기에 따른 공매도 규제의 변화와 시사점-최근 미국의 공매도 규제 변화를 중심으로-”, 『한양법학』, 제20권 제3집, 2009. 8.
- 송종준, “미국의 헤지펀드 규제와 법적 시사점”, 『증권법연구』, 제7권 제1호, 한국증권법학회, 2006.
- , “회사법상 기업지배구조법제의 동향과 평가, 그리고 새로운 제안”, 『상사판례연구』, 제24권 제1호, 한국상사판례학회, 2011.
- 송종준·양윤석, “헤지펀드의 규제환경 변화와 불공정거래의 규제 강화 방안”, 『법학논총』, 제18집 제1호, 조선대학교 법학연구원, 2011.
- 양윤석, “자본시장법상 헤지펀드의 규제방안”, 법학박사학위논문, 충북대학교, 2012. 2.

- 오성근, “도드-프랭크법 제정 전후의 헤지펀드 관련 규제의 변화”, 『증권법연구』, 제12권 제2호, 2011.
- , “집합투자기구에 대한 새로운 규제원칙과 그 시사점-ISCO의 규제원칙을 중심으로-”, 『기업법연구』, 제28권 제2호(통권 제57호), 2014. 6.
- 이상민, “기업의 사회적 책임과 주주행동주의-미국과 한국의 소액주주운동 비교-”, 한국사회학, 제40집 제5호, 2006.
- 이상복, “외국에서의 프라임브로커 입법동향과 법적 시사점”, 『서강법학』, 제12권 제1호, 서강대학교 법학연구소, 2010.
- 이호진 외 3인, “헤지펀드에 대한 주요국의 규제동향과 정책적 시사점”, 연구보고서, 대외경제정책연구원, 2006.
- 정우영, “회사형 집합투자기구의 지배구조에 관한 고찰-투자회사의 지배구조를 중심으로”, 『한양법학』, 제25권 제4집(통권 제48집), 2014. 11.
- 정주호, “헤지펀드 활성화를 위한 법적 연구”, 법학박사학위논문, 숭실대학교, 2015. 6.
- 천창민, “대체투자펀드운용자지침(AIFMD)의 PEF규제와 시사점”, 자본시장 Weekly, 2012. 11.

### 3. 기타

- 금융투자협회, “전문사모집합투자기구와 전담중개업자 모범규준”, 2014. 2.
- 김보선, “변동성 확대 속 공매도 투자주의보”, 뉴스토마토, 2015년 6월 28일자 기사.
- 이유섭 · 김호영, “헤지펀드 중소형일수록 'α수익'”, 매일경제, 2012년 2월 2일자 기사.
- 재정경제부, “금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭) 제정방안”, 2006. 2.

### 외국문헌

- Chee Keong Low, A Road Map for Corporate Governance in East Asia, 25 Nw. J. Int'l L. & Bus. 165, 2004.
- Jason Scharfman, *Hedge Fund Governance- Evaluating Oversight, Independence, and Conflicts*, Academic Press, 2014.
- Jongha Lim, Berk A. Sensoy, Michael S. Weisbach, *Indirect Incentives of Hedge Fund Managers*, Journal of Finance, September, 2015.
- Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 3d ed., Ch.8, Regulation of Brokers, Dealers and Investment Advisers, 2004.
- M. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, September-October, 1989.
- SEC, *Implications of the Growth of Hedge funds*, Staff Report to U.S. SEC, September 2003.
- Vogel, David, *Trends in Shareholder Activism: 1970~1982.*, California Management Review XXV, No. 3, 1983.

## 기타자료

<http://consumer.fss.or.kr>.

[http://elaw.klri.re.kr/kor\\_service/lawView.do?hseq=28847&lang=ENG](http://elaw.klri.re.kr/kor_service/lawView.do?hseq=28847&lang=ENG).

<http://terms.naver.com>.

<https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20052154/index.html>

<http://www.cimoney.com.ky>.

<http://www.kofia.or.kr>.

<http://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/aifmd.html>.

<http://www.pwc.ie/industries/asset-management/am-hedge-funds.html>.

<https://www.sec.gov>.

투고일자 : 2016. 02. 08

수정일자 : 2016. 03. 29

게재일자 : 2016. 03. 30

## &lt;국문초록&gt;

## 헤지펀드의 지배구조에 관한 고찰

노 미 리

2015년 7월 미국계 헤지펀드 엘리엇이 삼성물산과 제일모직의 합병에 반대하면서 주주행동주의가 재조명받게 되었는데, 헤지펀드는 대상 기업의 지배구조가 아닌 자신의 구조와 운영을 개선하라는 압력에도 직면하고 있다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다)은 2015년 7월 24일 개정되었는데, 그 이전에는 금융투자업자는 인가를 받아야했으나 개정된 자본시장법에 의하면 전문사모집합투자업자는 인가가 아닌 등록만으로 업무가 가능해졌다. 즉, 헤지펀드 진입에 대한 규제가 크게 완화되었다. 이러한 헤지펀드의 규제 방향은 세계적인 추세에 부합하는 것으로 보인다.

헤지펀드의 지배구조에 있어서 수익자총회, 주주총회 관련 규정의 적용이 배제되므로 이사, 감사, 감사위원회의 역할이 중요하다. 케이만군도, 아일랜드는 이사, 사외이사의 자격요건을 강화하고 있고, 한국(자본시장법) 역시 이사의 자격요건을 강화하고 있다. 그러므로 한국에서의 헤지펀드에 관한 규제는 위 국가들과 유사하다고 할 수 있다.

헤지펀드의 경우 역외펀드가 많기 때문에 다른 나라의 법령을 비교하고 검토하는 것은 중요하다. 위에서 언급하였듯이 외국의 사례와 비교해 보면 한국에서 헤지펀드에 관한 규제가 특히 심하지는 않다. 그러나 헤지펀드를 활성화시키기 위해서 불필요한 규제는 없앨 필요가 있다. 헤지펀드와 관련하여 다른 나라에서 폐지하거나 새로 시행하는 법령은 주목할 필요가 있다.

주제어: 헤지펀드, 헤지펀드 지배구조, 규제, 헤지펀드의 등록의무, 이사의 자격요건