

한국형 헤지펀드 도입 방향과 주요 쟁점

2011. 5. 23

선임연구위원 김재철

목 차

1 한국형 헤지펀드 도입 방향

2 주요 쟁점

- 2-1. 투자자 범위
- 2-2. 운용업자 범위
- 2-3. 투자자보호 및 시스템 리스크 방지
- 2-4. 기타 쟁점

3 맺음말



한국형 헤지펀드 도입 방향

[가칭] 전문사모펀드 도입

❖ **현행 자본시장법 상 사모펀드들보다 규제를 크게 완화**

- 기본적 규제 정도는 헤지펀드의 국제적 기준에서 크게 벗어나지 않는 수준

전문사모펀드: 한국형 헤지펀드

운용과 관련된 대부분의 규제 해소
펀드 및 운용업자 등록

▶ 차입/파생상품 한도: 펀드자산 400%내
▶ 무차입 공매도 제한

사모집합투자기구
(공모펀드와 유사)

적격투자자
사모집합투자기구

기업재무안정
사모투자전문회사

사모투자전문회사
(한국형 PE)

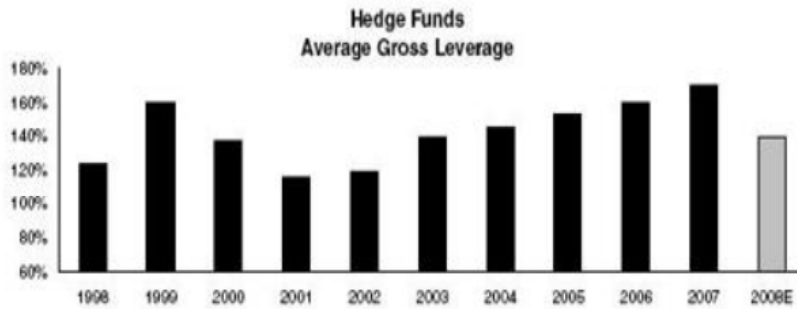
자본시장법 상 사모펀드 특례

4

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

[가칭] 전문사모펀드 도입

❖ 글로벌 헤지펀드 평균 레버리지 수준: 펀드자산의 200% 내외

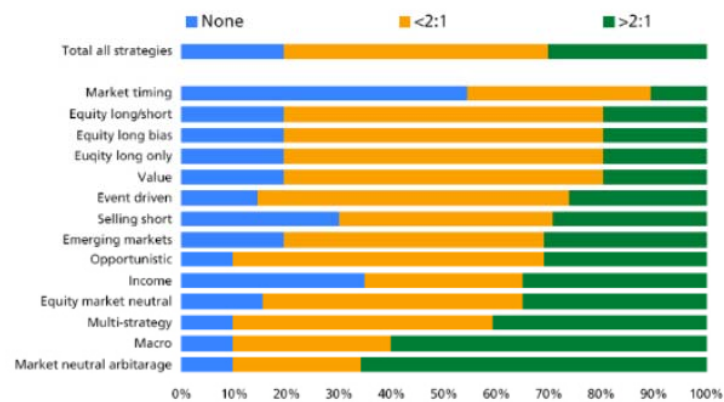


자료 : ISFL, IMF
주 : 펀드 자산 대비 차입 비율(%)

5

[가칭] 전문사모펀드 도입

❖ 헤지펀드 유형별 레버리지 수준: 펀드자산의 200% 이내가 대부분이며, 차입하지 않는 펀드도 다수



자료 : Lipper, BCG
주 : 펀드 자산 대비 차입 비율(ratio), 2007년 기준

6

[가칭] 전문사모펀드 도입

❖ 공매도: 많은 국가에서 무차입 공매도 제한

국가	공매도 제한 현황
미국	▶ 무차입 공매도 제한
EU	▶ 영국, 네덜란드, 이태리 : 제한 없음 ▶ 프랑스, 아일랜드, 룩셈부르크 : 금융주 무차입 공매도 제한 ▶ 독일 : 무차입 공매도 제한
홍콩	▶ 무차입 공매도 제한
호주	▶ 무차입 공매도 제한
일본	▶ 무차입 공매도 제한

KCMII

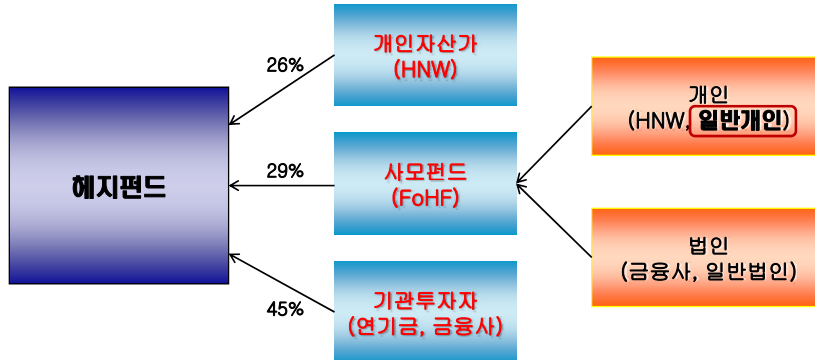
2. 주요 쟁점

2-1. 투자자 범위

❖ 일반적으로 헤지펀드에 대한 직접투자는 금융지식이 뛰어나 위험감수능력이 있는 투자자 (Financially sophisticated investors) 로 한정

➢ 기관투자자, 개인자산가(HNW: High Net Worth), 사모펀드(FoHF)

➢ 일반개인은 FoHF를 통해 간접적으로 투자

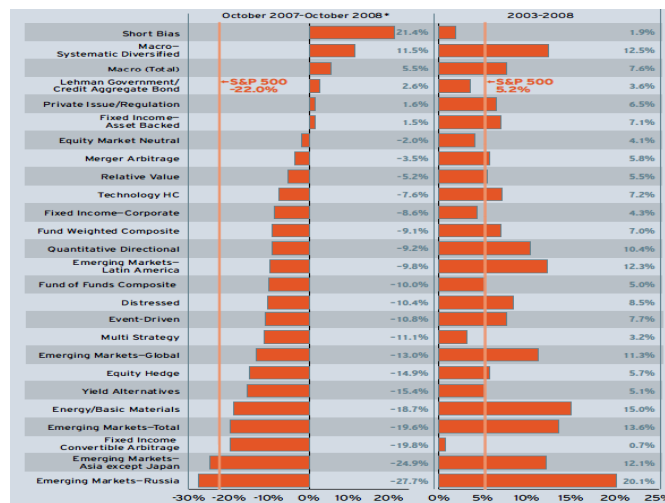


자료 : Hennessee Group LLC

9

2-1. 투자자 범위

❖ 헤지펀드 유형별 수익률: S&P500와의 비교

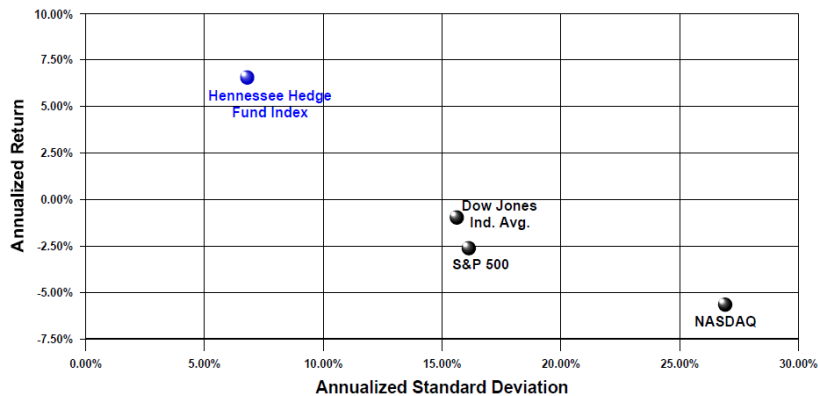


자료 : Hedge Fund Research

10

2-1. 투자자 범위

❖ 헤지펀드와 기타 주가지수의 수익률/위험 비교



자료 : Hennessee Group LLC
주 : 2000.1 ~ 2009.12

11

2-1. 투자자 범위

❖ 위험대비 높은 수익률: 왜 일반 개인투자자의 진입장벽을 높여야 하나?

- 높은 수준의 정보 비대칭성
- 상품의 복잡성
- 일반 개인투자자의 참여가 확대될수록 규제강화의 개연성 → 헤지펀드 특성 축소
- 헤지펀드의 평균적 수익률 / 위험 구조는 통계적 편이의 결과: 높은 실패 확률, 상하위 플레이어 간 높은 수익률 격차 → 플레이어 선택이 투자 성패 좌우
- 국내에 처음 도입 → 플레이어의 Track Record 전무

12

2-1. 투자자 범위

❖ 높은 실패 확률과 상하위 플레이어 간 수익률 격차

- Lipper TASS database: 헤지펀드 평균 유지기간 40개월, 6년 이상 생존 헤지펀드 비율 15%, 3년 이내 청산 펀드 60%

투자전략	유형	연평균 펀드 청산률 (%)	연간 수익률 기준	연간 수익률 (%)	누적 수익률 (%)
Directional	Managed futures	14.4	상위 50%	16.1	444.7
	Global macro	12.6			
	Emerging markets	9.2			
	Dedicated short bias	8.0			
	Long/short equity	7.6			
Market neutral	Fixed income arbitrage	10.6	하위 50%	-5.5	-43.2
	Equity market neutral	8.0			
	Convertible arbitrage	5.2			
Event driven		5.4			
Multi-strategy		8.2			
Fund of funds		6.9			

자료 : Hennessey Group LLC
주 : 2000.1 ~ 2009.12

자료 : Chan et al.(2005)
주 : 1994-2003년 중 연평균 청산률(average annual attrition rate)

13

2-1. 투자자 범위

❖ 주요국들은 개인의 헤지펀드 직접투자에 대해서 높은 진입장벽 마련

- 미국, EU : 개인의 순자산 기준
- 싱가포르, 홍콩 : 최소 투자금액 기준

판단기준	미국	EU 지침	싱가포르	홍콩
순자산	100만 달러	50만 유로	-	-
최소 투자금액	-	-	약 8만 달러 (FoHF: 1.6만 달러)	5만 달러 (FoHF: 1만 달러)

❖ 제도 도입 초기에는 최소 투자금액 기준으로 보수적으로 접근하고, 점진적으로 순자산 기준 적용을 고려

- 현행 PEF 최소 투자금액 참조해 5~10억원 수준 고려 (PEF:개인 10억원, 법인 20억원)
- 점진적으로 헤지펀드/PEF에 대한 개인투자 기준을 순자산으로 통합하는 방안 검토:
향후 자산/부채 검증 방법 등에 대한 합리적 연구 요구

14

2-1. 투자자 범위

❖ 한국 가계 상위 계층의 자산 수준 (2009년 기준)

- 미국 가계 중 100만 달러 이상 순자산 보유 가계 수 : 520만 가구(2002) → 890만 가구(2005) **[전체 가계의 약 11% 수준]**

(단위 : 억원)

샘플 분류 기준	상위 1% 가계		상위 5% 가계		상위 10% 가계	
	샘플내 평균액수	샘플내 최하액수	샘플내 평균액수	샘플내 최하액수	샘플내 평균액수	샘플내 최하액수
총금융자산 액수 [A]	7.8	4.3	3.6	1.7	2.5	1.1
총금융자산 액수 + [자가제외] 부동산 평가액 [B]	33.2	17.5	14.5	6.2	9.6	3.6
순자산 = [B] - 부채액수	30.7	15.9	13.1	5.3	8.6	3.1

자료 : 통계청, 가계 금융자산 조사 2010 (저자 계산)

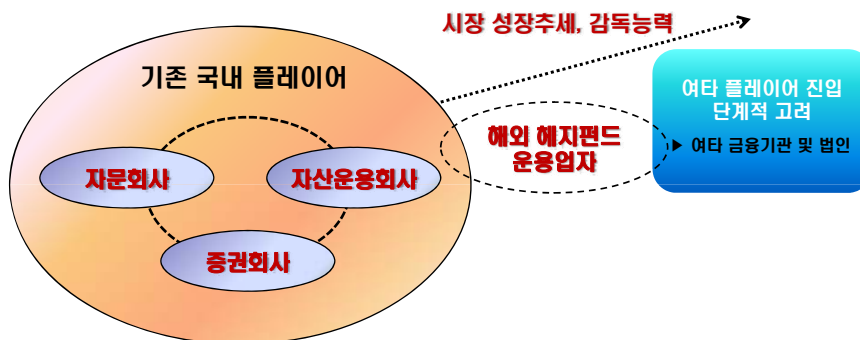
주 : 총 샘플 가계수는 10,000가구, 총금융자산 및 부채에서 부동산 보증금은 제외

15

2-2. 운용업자 범위

❖ 기본원칙은 넓은 범위를 지양하되, 단계적으로 확대

- 이해상충 가능성 충분히 고려할 필요
- **인가 : 새로운 인가단위 마련**

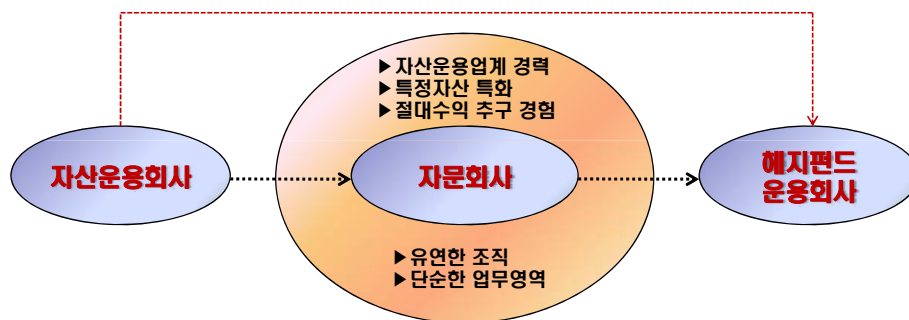


16

2-2. 운용업자 범위

❖ 자산운용회사 및 자문회사: 운용 노하우와 기존 인력 활용 가능

- 자산운용회사: 기관에 특화된 사모펀드 운용 경험, 넓은 고객군, 풍부한 인력
- 자문회사: 헤지펀드 운용에 특화하는 운용회사로 육성
 - ↳ 자산운용업계 경력, 특정자산에 특화된 인력, 절대수의 추구 경험



17

2-2. 운용업자 범위

❖ 증권회사: **프라임브로커와 헤지펀드 운용 중 하나를 선택**

- 프라임브로커의 역할로 인해 In-house 경영 시 극도의 이해상충 발생 가능
- 프라임브로커 업무를 영위하는 증권회사는 자회사를 통해서만 헤지펀드 운용토록 규제
 - ↳ 이는 국제적 추세: 리스크 전이 방지 목적

❖ 대형 금융회사가 프라임브로커로 헤지펀드 운용을 경영할 경우 부실 헤지펀드의 청산이 쉽지 않고, 그 결과 금융회사 자체의 위험이 증대

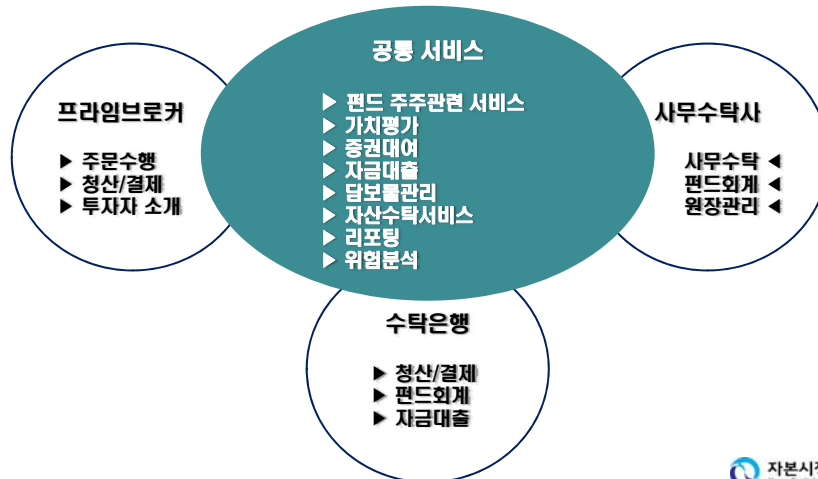
- 프라임브로커로서의 금융회사 자체 명성 훼손 우려 (reputational risk)
- 프라임브로커의 자기투자(proprietary trading)가 헤지펀드와 동일한 포지션 보유
- 예: 2007년 Bear Stearns 도산 사례

18

2-2. 운용업자 범위

❖ 프라임브로커: 헤지펀드에 종합적인 서비스를 제공

- 점차 수탁은행 및 사무수탁사 업무와 유사해지는 경향

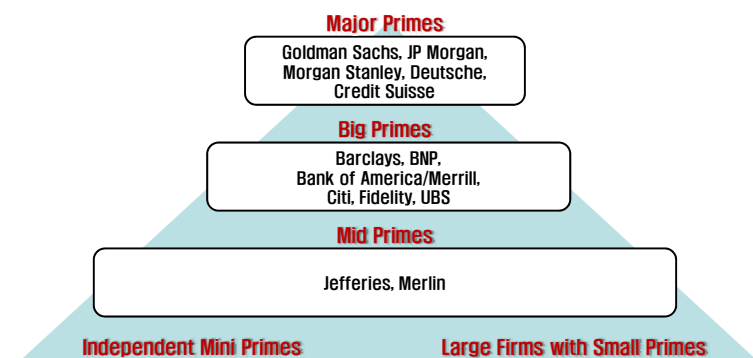


19

2-2. 운용업자 범위

❖ 글로벌 프라임브로커와 최근 추세

- 금융위기 직전: 대형 IB 중 소수가 시장 장악 (2007년 기준 상위 3사의 시장점유율 62%)
- 최근: 프라임브로커의 도산 가능성에 대한 우려로 점차 시장집중도 하락
 - ① 1개의 헤지펀드가 다수의 프라임브로커와 거래하는 추세
 - ② 여타 프라임브로커 업무와 자산수탁 업무를 분리하는 추세



20

2-2. 운용업자 범위

❖ 기존회사 인가요건 (외부 전문가 의견 취합 결과)

- 도입 초기라는 점을 감안해 다소 높은 수준의 인가요건을 설정하자는 의견과 요건을 낮추자는 의견이 양립
- 향후 시장의 성장추세, 성숙한 시장조성 여부 등을 감안해 인가요건 완화 검토
- 외국계 헤지펀드 운용회사 등 신규회사 진입 허용 시에는 인가요건 대폭 완화 필요

〈높은 수준의 인가요건 예시〉

자기자본	운용자산 (Track Record)	전문인력
40억원~80억원	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 자산운용사: 사모펀드 수탁고 2조원~4조원 이상 ▶ 자산사: 일임계약 2천500억원~5천억원 이상 ▶ 증권사: 일임 및 PI 운용능력 (자기자본 5천억원~1조원 이상) ※ 외국계 헤지펀드 운용회사: 해외에서의 헤지펀드 운용 경험 인정 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 5명 • 해외 공인된 헤지펀드 전문인력 양성기관 교육 프로그램 수료자 • 2년 이상 국내외 헤지펀드 운용경력자 등

2-3. 투자자보호 및 시스템 리스크 방지

❖ 펀드 및 운용업자에 대한 직접적 규제

- 감독 목적을 위한 보고의무
 - ① 차입/파생상품 한도 및 출처
 - ② 운용상품 익스포저 현황(주식, 구조화채권, 투기등급 채권 등)
 - ③ 프라임브로커, 수탁회사 및 운용인력 변경
- 직간접 광고규제에 대한 가이드라인 및 투자자에 대한 정보제공 기본 원칙 마련

❖ 프라임브로커에 대한 간접적 규제

- 헤지펀드별 신용 익스포저, 총 익스포저 및 최대 익스포저
- 일일 유동성 및 거래량의 비중이 큰 헤지펀드 운용사 정보
- 증권대여에 대한 담보를 확보 여부
- 규모가 큰 헤지펀드의 자산 및 부채 정보

2-3. 투자자보호 및 시스템 리스크 방지

국가	주요 국가 / 국제기구 사모펀드 규제강화 논의 내용
미국 (Dodd-Frank 법안)	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 사모펀드를 투자회사법에 의한 투자회사로 정의함에 따라 등록 의무화 ◆ 일정규모 이상 운용하는 사모펀드(헤지펀드) 운용업자(투자자문업자)의 등록 의무화 ◆ 은행 및 은행지주회사의 사모펀드(헤지펀드)에 대한 투자 원칙적 금지 ◆ 시스템 리스크 관련 데이터의 취합, 보고, 조사 및 공시 의무 운용업자에 부과 → 부외 레버리지를 포함한 레버리지 사용 내역, 거래 상대방 신용위험 익스포저, 거래 및 투자 포지션, 가치평가 정책과 관행, 보유자산 유형, 투자관행, SEC에 검사권 부여 등 ◆ 고객 자산 수탁 의무 ◆ 전문투자자 및 적격투자자 기준 조정 ◆ 사모펀드 자율규제기관의 실행 가능성 연구 부여, 공매도에 대한 연구 부여

2-3. 투자자보호 및 시스템 리스크 방지

국가	주요 국가별 사모펀드 규제강화 내용 (계속)
EU	<ul style="list-style-type: none"> ◆ EU 집행위원회: AIFM Directive (2009.4) <ul style="list-style-type: none"> → 대체투자펀드 운용사(AIFM) 사전승인 의무화 → 리스크 관리절차, 감독기관에 대한 보고의무, 투자자 및 시장에 대한 공시 의무, 자산보관기관 및 평가기관 제한, 자기자본 규제, 감독당국에 차입 현황(규모 및 출처) 보고, 필요시 차입규제 ◆ EU 집행위원회 경제재무이사회(ECOFIN, 2010.5) <ul style="list-style-type: none"> → 운용사 사전승인 → 펀드의 거시건전성 확보: 거래시장과 투자수단에 대한 정보, 주요 위험 익스포저 및 집중도 공시 → 레버리지 유형 및 세부정보 투자자에 제공, 감독당국에 의한 레버리지 제한 가능성 ◆ 유럽의회 경제통화위원회 입법안(ECON, 2010.5) : AIFM Directive 수정안으로 사모펀드 유형에 따라 규제수준을 차별화
G20	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 시스템 리스크 억제를 위해 은행, shadow bank, 사모펀드 및 헤지펀드 등과 관련된 거시건전성 위험을 식별하고 억제할 수 있는 규제시스템 필요 주장
IOSCO	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 시스템 리스크 방지, 투자자보호, 국제적 공조에 초점을 맞춘 지침 및 헤지펀드 영업행위에 대한 규제범위 확대와 관련된 권고안 제시

2-4. 기타 쟁점

❖ 재간접펀드(FoHF) 시장의 건전한 육성을 위한 방안

- **투자자범위:** 공모펀드 시장과의 고객군 구분을 위해 업계의 자발적인 가이드라인 마련 또는 자율규제 방식 등 최소한의 안전장치가 필요할지 검토
- **공모방식 허용 여부:** 소액투자자 난립 및 그에 따른 규제개입 가능성 등을 고려해 초기에는 사모펀드만 허용하고 공모는 점진적으로 검토
- **FoHF에 대한 분산투자 규제 여부:** 일정 부분 필요
 - ① 해외 헤지펀드에 투자하는 국내 48개 FoHF의 대부분이 2~3개 헤지펀드만 편입
 - ② 이마저도 몇 개의 헤지펀드에 집중
 - ③ 방법: 1) 집중투자를 직접 규제, 2) 약관에 분산투자 방법 및 수준 명시
 - ④ 사례: 싱가포르의 FoHF에 대해 최소 15개 헤지펀드에 투자할 것을 명시 (MAS)
- **기타** 건전한 시장조성을 위한 안전장치
 - ① 자기가 운용하는 헤지펀드에 FoHF를 통한 투자 금지
 - ② FoHF 가이드라인 마련: 운용회사의 Due Diligence를 명확히 규정

25

2-4. 기타 쟁점

❖ 헤지펀드 운용회사의 자기자본 투자 허용 여부

- 자사가 운용하는 펀드에 대한 자기자본 투자를 설립 초기자본에 한해 허용
 - ① 대리인 문제의 축소
 - ② 글로벌 헤지펀드의 일반적 경향
- 약간의 안전장치는 필요
 - ① 동일 펀드 투자한도(예: 초기자본의 20%), 전체 펀드 투자한도(예: 50%)
 - ② 운용사의 환매 조건 명확화 등 이해상충 방지 장치 마련

❖ 개별법 상 펀드 일원화 검토

- 현재 부동산투자회사법, 선박투자회사법 등 총 14개 개별 특별법에 의해 총 26조원 규모의 펀드 운용 중: 대부분 사모펀드
- 산업정책 상 목적으로 인해 규제가 상이하고 복잡
- 대부분의 펀드들을 자본시장법 상 신설될 헤지펀드와 PEF로 수용 가능
- 산업정책 목적 유지가 필요한 경우: 자산운용 규제와 그 반대급부로 혜택 제공

26



❖ 헤지펀드 도입은 더 이상 미룰 수 없는 과제

- 국제적 흐름
- 국제적 자본경쟁에의 본격 참여
- 투자자의 요구
- 국내 자산운용시장 및 산업의 한단계 도약 필요

❖ 논의의 초점은 시장의 건전한 성장과 부작용 방지에 둘 필요



Thank you very much !