

ZOOM
-IN

미국 사모펀드 시장 규제변화 및 시사점

- 미국 사모펀드 시장은 양적 성장과 함께 파생상품 및 차입 확대 등 구조적 복잡성이 심화되며 시스템 리스크에 대한 우려가 증가
- 이에 따라 SEC는 Form PF 개정과 사모펀드 운용사 규칙 제정을 통해 리스크 식별 및 투자자 보호 강화 방안 마련
- Form PF는 2023~2024년 세 차례 개정되었으며, 사건 기반 보고(1차), 유동성 보고(2차), 질적 정보 보고(3차)를 중심으로 순차 시행 중
- 사모펀드 운용사 규칙은 투자자 대상 정보 공개, 비용 전가 제한, 공정성 평가 확보 등을 포함하고 있었으나 법원은 SEC의 권한 초과로 판단해 전면 무효화
- 유럽은 AIFMD II 시행을 통해 감독을 강화하고 있으며, 미국 역시 사모펀드의 리스크 관리와 정보 투명성 제고를 위한 규제 개편을 추진하고 있는 만큼, 국내도 이러한 국제적 흐름을 참고해 제도 개선 방향을 검토할 필요가 있음

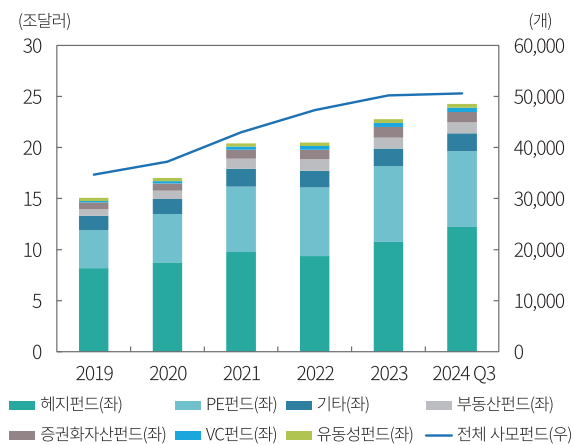
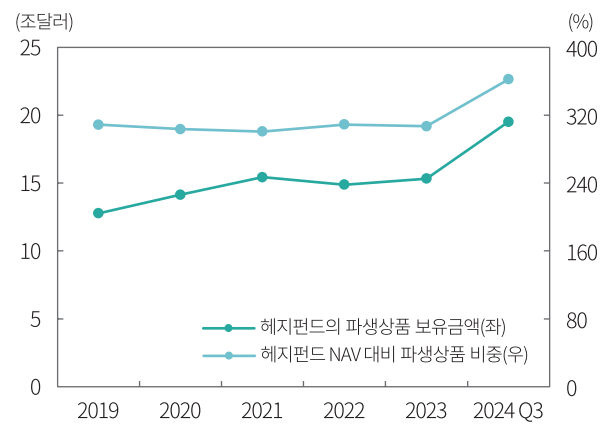
- 미국 사모펀드(Private Fund)¹⁾ 시장은 양적 성장과 함께 파생상품 노출 확대와 차입 비율 증가라는 질적 구조 변화도 동반되며 시스템 리스크에 대한 우려를 높임에 따라 규제 당국은 리스크 식별 및 대응 수단으로서 Form PF 보고 체계의 개편과 운용사²⁾ 행위 규제를 추진³⁾
 - 미국 사모펀드 시장 총자산가치(Gross Asset Value: GAV)는 2019년말 15조달러에서 2024년 3분기말 24.3조달러로 61% 증가하였으며, 동기간 사모펀드 수는 34,694개에서 50,612개로 46% 증가(<그림 1> 참고)
 - 사모펀드 유형별로는 헤지펀드와 PE펀드가 2019년 이후 각각 GAV 기준 4.1조달러, 3.7조달러 증가하며 성장을 주도
 - 2024년 3분기말 기준 GAV 비중은 헤지펀드 50.4%, PE펀드 30.5%, 부동산펀드 4.4%, 증권화자산펀드 4.2%, VC펀드 1.6%, 유동성펀드 1.6% 등의 순

1) 본고에서 사모펀드(Private Funds)는 헤지펀드, PE(Private Equity) 펀드, 부동산펀드, 증권화자산펀드, VC(Venture Capital) 펀드, 유동성펀드 등을 모두 포함하는 의미로 PE펀드와 구분

2) SEC의 Adviser는 우리나라의 자본시장법상의 '집합투자업자'에 해당하고 통상 자산운용사로 사용

3) 본고에서 사용된 모든 통계 자료는 별도로 언급하지 않은 경우 SEC Form PF에 보고된 내용을 바탕으로 작성된 SEC(2025), Private Fund Statistics를 참고로 하고 있음

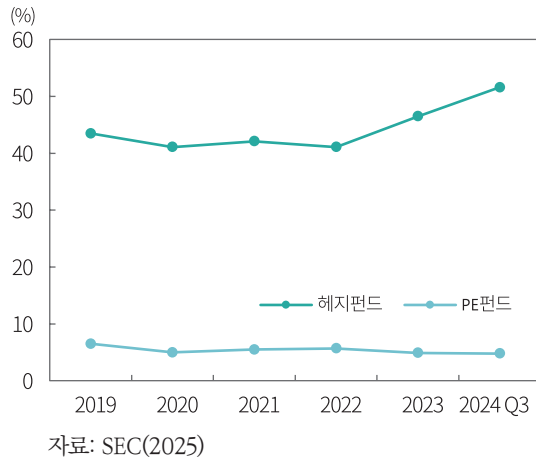
- 사모펀드가 보유한 파생상품의 대부분은 헤지펀드가 보유하고 있으며⁴⁾ 2024년 3분기말 기준 헤지펀드가 보유한 파생상품 규모는 19.5조달러로 2019년 이후 53%(6.7조달러) 증가한 수치(<그림 2> 참고)
 - 헤지펀드 순자산가치(Net Asset Value: NAV) 대비 파생상품 비율은 308.8%에서 362.3%로 확대되었으며 이는 순자산 대비 파생상품 평가액이 3~4배에 해당하는 수준임을 의미
- 헤지펀드는 차입 또한 최근 큰 폭으로 증가하여 <그림 3>에서 보면 2024년 3분기말 헤지펀드 GAV 대비 차입 비율이 51.6%로 2022년 이후로만 10.5%p 증가
- <그림 4> 사모펀드 시장 실질 소유자(beneficial ownership) 비중에 따르면 2024년 3분기말 기준 연기금 및 기관투자자 비중이 각각 21%, 17%에 달하는 등 간접적으로 일반 투자자 노출이 확대되는 방향으로 투자자 구성이 변화하고 있는 것으로 판단됨
 - 실제로 CalPERS는 2024년 2분기말 기준 전체 자산 중 15.6%를 PE(Private Equity)에 투자 중이며, 이는 797억달러에 해당⁵⁾
- 미국 사모펀드 시장이 급성장하며 시장의 복잡성과 시스템 리스크 노출이 증가하고, 특히 대형 헤지펀드 및 사모펀드 운용사의 파생상품 활용과 레버리지 확대는 금융시스템 전반에 연쇄 충격을 초래할 수 있다는 점에서 증권거래위원회(SEC) 및 금융안정감독위원회(FSOC)는 리스크 식별 및 대응 수단으로서 Form PF 보고 체계의 개편과 운용사 행위 규제를 추진

<그림 1> 미국 사모펀드 시장 규모**<그림 2> 헤지펀드의 파생상품 보유 추이**

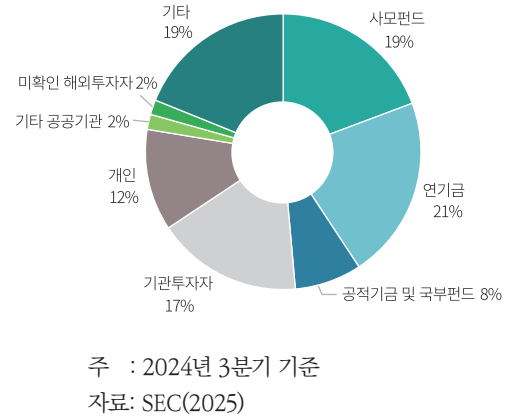
4) 2024년 3분기말 기준 전체 사모펀드가 보유한 파생상품 19.8조달러 중 19.5조달러를 헤지펀드가 보유

5) CalPERS, 2024, *CalPERS Facts at a Glance*, FY 2023-24

〈그림 3〉 사모펀드 GAV 대비 차입 비율



〈그림 4〉 사모펀드 시장 실질 소유자 비중



□ Form PF는 대형 사모펀드 운용사의 시스템 리스크 보고를 위한 SEC · CFTC 제출 문서로, 2023~2024년 세 차례 개정되었으며 1·2차는 시행 중이고 3차는 2025년 6월 시행 예정

- Form PF는 미국 증권거래위원회(SEC) 및 상품선물거래위원회(CFTC)에 등록된 대형 사모펀드 운용사들이 SEC에 제출하는 비공개 보고서로, FSOC의 시스템 리스크 모니터링을 위한 핵심 수단이며 2023~2024년 총 세 차례에 걸쳐 개정안이 발표됨
- (1차 개정) 2023년 5월에 발표되었으며, 사건 기반(event-driven) 실시간 보고 체계 도입
 - 주요 내용: 운용자산(AUM) 15억달러 이상 대형 헤지펀드 운용사는 사건⁶⁾ 발생 시 72시간 내 SEC에 보고, 사모펀드 관련 사건⁷⁾은 분기 단위 보고 항목으로 신설, 클로백(Clawback)⁸⁾ 적용 상황은 연 1회 정기 보고로 명시
 - 시행 일정: Section 5, 6은 2023년 12월 11일, 기타 항목은 2024년 6월 11일 시행
- (2차 개정) 2023년 7월에 발표되었으며, 머니마켓펀드와 유사한 리스크 구조를 갖는 사모 유동성펀드에 대한 감독 사각지대 해소
 - 주요 내용: 대형 유동성펀드 운용사(AUM ≥ 10억달러)는 머니마켓펀드와 유사한 지표 중심 보고 의무 이행, 일일/주간 유동성 비율, 자산 구성, NAV 안정성 전략 등 보고, 투자자 환매 조건 및 유동성 스트레스 대응 방안 포함
 - 시행 일정: 2024년 6월 11일부터 적용
- (3차 개정) Form PF 전면 개편을 통한 질적 보고 확대
 - 주요 내용: Section 1~2 전면 개편으로 펀드 식별, 전략, 구조, 성과, 투자자 유입/유출 등 고정밀 항목 보고, 디지털 자산 전략의 보유 여부 및 평가 기준 보고, 거래상대방 리스크 및 시장 리스크 민감도 분석, 조정 노출(Adjusted Exposure) 개념 도입

6) 20% 이상 급격한 펀드 손실, 마진콜 미이행, 주요 브로커 관계 종료, 환매 요청 폭증, 운영 차질 등

7) GP(General Partner, 운용사) 해임, 펀드 해산 요청 등

8) 사모펀드 운용사가 일정 시점에 성과보수를 선취했으나, 펀드 전체 운용 종료 시점에 성과 기준이 충족되지 않거나 투자자 수익률이 낮아졌을 경우, 성과보수의 일부를 투자자에게 돌려주는 제도

• 시행 일정: 2025년 6월 12일

- 1차 개정은 비상 상황 대응력 강화, 2차 개정은 유동성 리스크 관리 강화, 3차 개정은 보고 품질 및 시장 전반 구조 파악에 중점을 두고 있음
- Form PF 1차 및 2차 개정안은 각각 2023년 12월 11일 및 2024년 6월 11일부로 단계적으로 시행되었으며, 제3차 개정안은 당초 2025년 3월 12일 시행 예정이었으나, SEC와 CFTC의 결정에 따라 2025년 6월 12일로 연기

〈표 1〉 Form PF 1~3차 개정안 요약

구분	적용 대상	기준 AUM 및 범위	보고 내용	보고 시점 및 주기
① 1차 개정 (2023. 5. 3 발표) Advisers Act Rel. No. 6297	대형 헤지펀드 운용사	헤지펀드 AUM ≥ 15억달러 (Related persons 포함)	72시간 내 사건 기반 보고: ① 20% 이상 손실 ② 마진콜 미이행 ③ 브로커 관계 종료 ④ 대규모 환매 요청 ⑤ 운영 중단 등	실시간 보고 (event-driven) 해당 사건 발생 시 72시간 내
	사모펀드 운용사	사모펀드 AUM ≥ 15억달러	분기별 사건 기반 보고: ① GP 교체 ② 투자 종료 ③ 펀드 해산 요청 ④ Key Person Event ¹⁾ ⑤ 투자자 대표 해임 등	분기별 보고 분기 종료 후 60일 내
② 2차 개정 (2023. 7. 12 발표) Liquidity Fund Rule	대형 유동성펀드 운용사	유동성 펀드 + MMF AUM ≥ 10억달러	유동성 리스크 보고: ① 일일·주간 유동성 비율 ② NAV 안정화 전략 ③ 환매 구조 및 유동성 압박 시나리오 ④ 포트폴리오 구성 ⑤ 만기별 자산 분포 등	정기 보고 (분기) 분기 종료 후 60일 내
③ 3차 개정 (2024. 2. 8 발표) Advisers Act Rel. No. 6546	전체 보고 대상 운용사 (일반 사모펀드 운용사)	사모펀드 AUM ≥ 1.5억달러 (SEC 등록 요건 충족 시)	섹션 1, 2 개편: ① 펀드 구조(Master-Feeder, 병렬) ② 디지털 자산 보유 여부 ③ 투자자 유입/유출 내역 ④ 수수료 구조 ⑤ 전략별 분류 등	연 1회 보고 회계연도 종료 후 120일 이내
	대형 헤지펀드 운용사 (추가 의무)	적격 헤지펀드 ²⁾ NAV ≥ 5억달러	세부 포지션 보고(섹션 2): ① 월별 수익률, IRR, 최대 낙폭 ② 롱/숏-레버리지 구조 ③ 거래상대방별 B/CR ³⁾ , L/PC ⁴⁾ ④ 스트레스 테스트 결과 ⑤ Adjusted Exposure ⁵⁾ 등	분기별 보고 달력 기준 분기 종료 후 60일 이내

주: 1) Key Person Event: 핵심 운용 인력의 부재, 해임, 계약 종료 등

2) 적격 헤지펀드(Qualifying Hedge Fund): 개별 NAV ≥ 5억달러 이상인 헤지펀드

3) B/CR: Borrower-to-Counterparty Ratio

4) L/PC: Lender-to-Principal Counterparty

5) Adjusted Exposure: 레버리지 및 헤지 고려 조정된 순위험 노출

□ SEC는 사모펀드 운용의 불투명성과 이해상충 문제를 해소하고 투자자 보호를 강화하기 위해 사모펀드 운용사 규칙을 제정했으나, 제5순회항소법원은 이에 대해 SEC가 법적 권한을 초과한 것으로 판단해 전면 무효화

- 2023년 8월 23일, 미국 SEC는 사모펀드 산업의 불투명한 운용 관행과 이해상충 문제를 해결하고 투자자 보호를 강화하기 위해, 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에 근거한 ‘사모펀드 운용사 규칙(Private Fund Adviser Rules)’을 최종 채택
- 사모펀드 운용사 규칙은 분기 보고, 외부 감사, 공정성 평가 확보 등 정보 공개를 강화하고, 투자자에 대한 차별적 대우 또는 부적절한 비용 전가를 금지하거나 제한하는 조치를 포함하고 있으며 등록 운용사에게만 적용되는 규칙과 모든 운용사를 대상으로 하는 규칙으로 나뉨
- (등록 운용사 대상 의무) 등록 운용사에 대해서는 분기 보고서 제출, 연간 외부 감사, 2차 거래 시 공정성 평가 확보 등 정기적 공시와 내부통제 강화를 의무화
 - 분기 보고 규칙(Quarterly Statement Rule): 펀드 성과, 수수료, 비용, 운용사 보상 등 항목을 포함한 정기 보고서 제공 의무
 - 연간 사모펀드 감사 규칙(Private Fund Audit Rule): 펀드 재무제표에 대해 외부 회계법인을 통한 연간 감사를 필수화
 - 운용사 주도 2차 거래 규칙(Adviser-led Secondaries Rule): 펀드 이익 분할·전환 등의 구조조정 거래 시, 공정성 의견 또는 평가 의견 확보 필요, 의견 제공자와의 과거 거래 관계 내역까지 공개
- (모든 운용사 공통 의무) 모든 운용사는 비용 전가와 특정 투자자에 대한 우대 제공이 제한되며, 연간 컴플라이언스 검토 결과를 문서화해야 함
 - 제한된 활동 규칙(Restricted Activities Rule): SEC 조사비용·규제 비용 등 비용 전가 제한, 클로백(clawback) 시 세금 공제 등 특정 행위는 사전 동의 또는 명확한 공시 요구
 - 우대적 대우 제한 규칙(Preferential Treatment Rule): 특정 투자자에게 환매 우선권 부여 또는 비대칭 정보 제공을 금지하거나 전면 공시, 투자자 모집 전·후 모두 문서화·공개 요구
 - 연간 컴플라이언스 문서화: 모든 등록 투자자문사(사모펀드 운용사 포함)는 연간 내부통제 검토 결과를 서면 기록해야 함
- 연간 컴플라이언스 문서화 규칙은 2023년 11월 13일 시행, 나머지 규칙들에 대해서는 운용자산 15억달러 이상 운용사의 경우 2024년 9월 14일, 운용자산 15억달러 미만 운용사의 경우 2025년 3월 14일 시행 예정이었음
- 그러나 2023년말부터 MFA(Managed Funds Association), SIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association), AIC(American Investment Council) 등 사모펀드 업계 단체들은 해당 규칙이 SEC의 법적 권한을 초과한다며 행정소송을 제기하였고, 2024년 6월 5일 한국의 고등법원에 해당하는 제5순회항소법원(Fifth Circuit)은 이들의 주장을 받아들여 규칙을 전면 무효화

- 제5순회항소법원은 SEC가 투자자문업자법 211(h)⁹⁾ 및 206(4)¹⁰⁾를 근거로 사모펀드 운용사 규칙을 제정한 것이 법적 권한을 초과한 것으로 판단
 - 투자자문업자법 211(h) 조항은 '소매투자자(retail investors)' 보호에 초점이 있으며, 사모펀드는 해당하지 않음
 - 206(4) 조항은 '사기 방지 규정'이므로, 공시 및 거래조건 제한까지 확대 해석할 수 없음
 - SEC는 명시적인 의회 권한 부여 없이 사적 계약 관계에 대한 내재적 개입 권한이 없다고 판시
- SEC가 상고 기한(45일) 내에 추가 조치를 취하지 않아 제5순회항소법원의 판결이 확정된 가운데, 2025년 4월 새로 취임한 폴 애킨스(Paul Atkins) SEC 위원장은 사모펀드 등 사적 시장(private markets)에 대한 소매투자자의 접근 확대 방안을 검토 중이라고 밝혔으며, 이는 기존 규제 기조에서의 변화 가능성을 시사¹¹⁾

〈표 2〉 Form PF 개정안과 사모펀드 운용사 규칙 비교

항목	Form PF 개정안	사모펀드 운용사 규칙
목적	시스템 리스크 감지 및 FSOC 보고	투자자 보호 및 정보 불균형 해소
근거 법률	투자자문업자법 §204(b), Dodd-Frank법 §404	투자자문업자법 §206(4), §211(h)
적용 대상	SEC 등록 사모펀드 · 헤지펀드 운용사	SEC 등록 사모펀드 운용사 (일부는 전체 운용사 대상)
주요 내용	사건 기반 보고(1차), 유동성 보고(2차), 정밀 정보 보고(3차)	분기 보고, 외부 감사, 공정성 평가, 비용 전가 및 우대 제공 제한 등
보고 주체	운용사 → SEC (비공개)	운용사 → 투자자 (공개), 일부는 SEC
보고 방식	전자 양식(Form PF), 정량적 정보 중심	투자자 통지 · 문서화, 정성적 정보 포함
시행 여부	1·2차 시행 완료, 3차는 2025년 6월 시행 예정	2023년 11월 일부 시행 → 2024년 6월 전면 무효화

- 유럽 또한 AIFMD II 도입을 통해 시스템 리스크 관리와 투자자 보호 강화를 위한 사모펀드 규제 체계를 정비해 나가고 있는 만큼, 국내도 이러한 흐름을 참고해 제도적 보완 방안을 검토할 필요가 있음
 - 유럽은 대체투자펀드운용자지침(Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD)을 중심으로 사모펀드 운용사의 인가, 공시, 리스크 관리, 이해상충 방지 등 운용 전 과정에 걸쳐 체계적인 감독을 적용하고 있음

9) 2010년 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 의해 투자자문업자법에 추가된 투자자 보호 조항으로, SEC는 투자자와 투자자문사 간의 관계에 대한 명확하고 간단한 공시를 촉진하고, 투자자 보호를 위해 특정 판매 관행, 이해상충, 보상 체계를 제한하거나 금지하는 규칙을 제정할 수 있음

10) 사기 방지 조항으로 투자자문사가 사기적, 기만적 또는 조작적인 행위를 하는 것을 금지하며, SEC는 이러한 행위를 방지하기 위한 규칙을 제정할 수 있음

11) Wall Street Journal, 2025. 5. 19, SEC chair signals investor access to private markets could soon broaden.

- 인가(authorization) 요건: AIFMD에 따르면 운용사가 EU 역내에서 대체투자펀드(AIF)를 운용하거나 마케팅하려면 해당 국가 감독당국의 사전 인가를 의무적으로 받아야 함¹²⁾
 - 정기 공시(disclosure) 요건: 인가를 받은 운용사는 감독당국과 투자자에게 투자전략 및 주요 자산, 레버리지 사용 여부 및 규모, 환매 조건, 유동성 관리 방식, 수수료 구조, 감사 재무제표 등에 대한 정보를 정기적으로 보고하거나 사전에 공시해야 함¹³⁾
- 2024년 4월 AIFMD II가 발효되면서, EU 회원국들은 이를 국내법에 반영하기 위한 이행 절차를 진행 중¹⁴⁾
- AIFMD II는 직접 대출형 펀드(loan-originating fund)에 대한 감독 도입, 위임(delegation) 구조에 대한 보고 강화, 유동성 위험관리 도구의 도입, 투자자 공시 항목 확대 등을 포함
 - EU 회원국은 2026년 4월까지 이를 국내법으로 전환해야 하며, 유럽증권시장감독청(ESMA)은 세부 규칙 마련을 위한 기술 표준 정비를 진행 중
- 국내는 사모펀드 운용사에 대해 등록 중심의 사후 규제 체계를 운영하고 있으며, 일정 수준의 자율성과 유연성이 확보된 측면이 있음
- 다만 운용 구조에 대한 사전 점검이나 정보 공시의 질적 측면에서는 보완 필요성이 지속적으로 제기되고 있으며, 이에 따라 미국의 Form PF 개정안에서 도입된 사전 기반 실시간 보고 체계나, 유럽 AIFMD에서 운영 중인 사전 인가 및 공시 중심의 감독체계(〈표 3〉)를 참고하여 제도 설계를 보다 다각화할 수 있을 것으로 보임

〈표 3〉 AIFMD 사전 인가 및 공시 중심 감독체계

구분	주요 내용	세부 항목
사전 인가 (Authorization)	운용사가 EU 역내에서 AIF를 운용·마케팅하기 위해 감독당국의 인가 필수	· 지배구조 및 내부통제 체계 · 수탁기관(depositary) 지정 · 리스크/유동성 관리 체계 · 이해상충 방지 절차 · 위임(delegation) 구조의 적정성 · 자본요건 충족 (최소 자기자본 기준 등)
정보 공시 (Disclosure)	감독당국 및 투자자 대상 정기 보고 및 사전 공시 의무	· 투자 전략 및 주요 자산 · 레버리지 사용 여부 및 규모 · 환매 조건, 유동성 관리 방식 · 수수료 구조(성과보수 포함) · 감사 재무제표, 연례 활동보고서
정책 목적	사전적 리스크 통제 및 투자자 보호	· 감독당국의 사전 점검 기능 확보 · 투자자 정보 비대칭 완화 · 시스템 리스크 전이 억제

선임연구원 심수연

12) Linklaters, 2021. 6. 3, Authorisation requirements.
13) Linklaters, 2021. 6. 3, Disclosure and reporting.
14) Debevoise & Plimpton, 2024, AIFMD II - Loan Origination and Liquidity Management.