

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

AIFM지침의 주요내용과 시사점 *

연구위원 천창민

1. 들어가는 말

2008년 미국발 금융위기를 겪으며 미국과 유럽연합을 비롯한 각국은 한 금융시장에서 발생한 위험이 다른 금융시장 전체로 전이되는 이른바 시스템위험(systemic risk)의 관리에 관한 중요성을 체득하는 중요한 계기가 되었다. 2008년 1월에 열린 G20 정상회의에서 각국 정상들은 투자자보호와 금융안정을 위해 모든 주요 시장참여자들이 적절한 규제와 감독을 받을 때 안전하고 안정적인 금융시스템을 유지할 수 있다는 결론을 내렸다. 이에 따라 유럽연합에서도 2008년 금융위기의 원인 중 헤지펀드 등 기존의 UCITS규제¹⁾를 벗어난 사모펀드가 시스템위험을 증가시켰다는 사실에 주목하여²⁾ 규제사각지대에 있던 헤지펀드 등을 운용하는 대체투자펀드운용사(Alternative Investment Fund Manager, 이하 “AIFM”)에 대한 유럽연합 차원의 통일된 규제가 필요하다는 결론을 도출하였고, 이를 위해 2009년 4월 집행위원회가 대체투자펀드운용사지침(이하, “AIFM지침” 또는 “지침”)안³⁾을 발표하기에 이르렀다. AIFM지침은 유럽연합 차원의 통일된 규제영역에 있지 않았던 사모투자운용사, 헤지펀드, PEF 등 거의 대부분의 AIFM과 대체투자펀드(이하, “AIF”)를 유럽연합 차원의 규제영역 안으로 끌어들이는 대규모 개혁이었지만, 2009년 4월 지침안이 발표된 이후 1년 6개월만인 2010년 10월에 최종 AIFM지침의 내용이 확정되었고, 2011년 6월 8일 유럽의회와 유럽이사회를 통과하여 2011년 7월 21일부터 지침의 효력이 발생되었다.⁴⁾ 유럽연합 회원국은 2013년 7월 22일까지 AIFM지침의 내용을 각 회원

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) UCITS는 Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities의 약자로서 양도성 있는 증권에 투자하는 공모집합투자기구(펀드)를 말하며, 유럽연합은 1985년 UCITS지침을 마련하여 UCITS에 관한 유럽연합 차원의 공통기준을 제정하였다. UCITS지침은 MiFID와 더불어 증권분야의 가장 대표적 유럽연합 규제이다. UCITS는 1985년 UCITS I을 시작으로 2011년 7월부터 UCITS IV를 시행 중이고, 현재 수탁기관 등에 대한 개정을 준비하고 있어 가까운 장래에 UCITS V 규제로 넘어갈 예정이다. UCITS IV의 소개에 관한 국내문헌으로는 우선 김종민(2012) 참조.

2) COM(2009) 207 final (30 April 2009), 3면.

3) COM(2009) 207 final (30 April 2009).

4) 지침 제70조 제1항. AIFM지침의 정식명칭은 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and Of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010이다.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

국의 국내법에 반영하여야 한다.⁵⁾ 또한 집행위원회가 지난 2012년 12월 19일 AIFM지침의 위임사항에 관한 시행규정(Implementing Regulation)⁶⁾을 채택함으로써 AIFM지침의 시행과 관련하여 보다 명확한 내용을 파악할 수 있게 되었다.

AIFM지침은 그동안 UCITS지침에 의한 공모펀드 쪽만 유럽연합차원에서 규제하던 것을 AIFM지침에 의해 UCITS지침이 적용되지 않는 거의 대부분의 펀드를 규율할 수 있는 규제의 틀을 마련하고, UCITS펀드와 그 외 펀드로 양분하여 UCITS지침과 AIFM지침을 통해 규제할 수 있도록 함으로써 ‘유럽펀드법의 쌍두마차’를 완성하였다는 데 큰 의의가 있다. 물론 완전한 규범의 통일이 아니라 지침(Directive)의 형식에 의한 개별 회원국법의 조화(harmonisation)에 초점이 맞추어져 있지만, AIFM지침의 완성으로 향후 유럽의 대체펀드 시장의 전망에 상당한 변화가 예상된다. 특히, 헤지펀드, PEF, 부동산펀드, 인프라펀드 등의 사모펀드에는 광범위한 영향이 있을 것으로 예상된다. 그리고 AIFM지침의 적용범위는 단지 EU AIFM이나 AIF⁷⁾에 그치지 않고 비EU AIFM과 AIF에도 적용되기 때문에 우리나라 자산운용사도 이 지침에 관해 충분한 이해와 그 영향을 분석할 필요가 있다.

이러한 관점에서, 이 글에서는 우선 AIFM지침의 구성을 소개한 후(2), 그 적용범위와 적용면제에 관한 사항을 살펴본다(3). 그리고 AIFM지침의 핵심적 내용이라 할 수 있는 인가 규칙, 상호인증(passport)제도, 영업행위 규칙, 수탁기관 등에 관한 규칙, 투명성 규칙을 소개하고(4), 마지막으로 AIFM지침이 우리에게 주는 시사점을 살펴본다(5).

2. AIFM지침의 구성

AIFM지침은 총 95개의 전문(preamble)과 71개의 조문 및 4개의 부속서(annex)로 구성되어 있는데 71개의 조문 수만으로도 지침의 내용이 상당한 광범위한 것임을 알 수 있으며,⁸⁾ 지난해 말에 공간된 시행규정 또한

5) 지침 제66조 제1항.

6) C(2012) 8370 final (19 Dec. 2012). 이 시행규정은 2013년 7월 22일부터 적용된다(규정 제117조). 규정(Regulation)의 입법형식은 개별 회원국의 국내입법화가 필요 없이 곧바로 회원국 모두에 효력을 갖는다. 이른바 유럽연합의 Lamfalussy절차에 따르면 AIFM지침은 Level 1 입법이고, 지침의 시행규정은 Level 2 입법이다. Lamfalussy절차에 관한 소개로는, 이용우(2011), 50~58면; Changmin Chun(2012), 116~117면 참조.

7) EU AIFM이란 등록사무소가 회원국 내에 있는 AIFM을 말하며(지침 제4조 제1항 1호), EU AIF란 회원국의 준거실질법에 따라 회원국에서 인가되거나 등록된 AIF 또는 회원국에서 인가되거나 등록되지는 않았지만 그 등록사무소 및/또는 본점이 회원국 내에 있는 AIF를 말한다(지침 제4조 제1항 k호).

8) UCITS IV지침은 이 보다 많은 95개의 전문과 119개의 조문으로 구성되어 있다.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

136개의 전문과 117개의 조문 및 4개의 부속서로 이루어져 있다. AIFM지침의 정확한 이해와 이에 대한 준비를 위해서는 상당한 연구와 전문가의 도움이 필요함을 알 수 있다.

AIFM지침의 주요내용을 개괄적으로 파악하기 위해서는 우선 지침의 장(chapter)별로 어떤 내용이 규정되어 있는가를 살피는 것이 편리하다. AIFM지침은 모두 10개의 장으로 구성되어 있으며, 제1장은 지침의 규율 대상과 범위 및 정의규정 등으로 구성된 통칙으로서 제1조부터 제5조까지의 규정으로 구성되어 있다. 제2장은 AIFM의 인가(authorisation)에 대한 것으로서 제6조부터 제11조까지가 규정한다. 제3장은 제1절의 AIFM 운영조건으로서 이해상충, 위험관리, 유동성관리, 보수 등을 규정하는 제12조부터 제17조까지와 제2절의 기관적 요건으로서 일반원칙과 가치평가를 규정하는 제18조 및 제19조, 제3절의 AIFM기능의 업무위탁규칙에 관한 제20조, 제4절의 수탁기관규칙에 관한 제21조의 규정으로 구성되어 있다. 제4장은 연차보고서와 투자자에 대한 공시 등을 규정하는 투명성 요건에 관한 제22조부터 제24조까지의 규정으로 구성되고, 제5장은 특수유형의 AIF를 운용하는 AIFM에 관한 것으로서 제1절은 차입(leverage)을 사용하는 AIF를 운용하는 AIFM에 관한 제25조에 대한 것이고, 제2절은 비상장회사의 지배권을 취득하는 AIF 즉 PEF를 운용하는 AIFM의 의무에 관한 제26조부터 제30조까지의 규정으로 구성되어 있다.⁹⁾ 제6장은 유럽연합 내에서 EU AIF의 판매와 운용에 대한 AIFM의 권리에 관한 것으로서 제31조부터 33조까지의 규정으로 구성되어 있고, 제7장은 비유럽연합 국가에 대한 특칙을 규정하는 제34조부터 제42조까지의 규정으로 구성되어 있다. 제8장은 일반투자자(retail investor)에 대한 판매를 규정하는 제43조로 구성되어 있고, 제9장은 권한 있는 당국(감독기관)에 관한 것으로서 제1절은 권한 있는 감독기관의 지정, 권능 및 제재절차(redress procedure)를 규정하고 제2절은 감독기관간 협조에 관한 규정이며 제9장은 제44조부터 제55조까지로 구성되어 있다. 끝으로 제10장은 경과규정과 종결 규정으로서 제56조부터 제71조까지가 규정하고 있다.

3. AIFM지침의 적용범위 및 적용면제

(1) AIFM지침의 적용범위

AIFM은 AIF를 운용하는 자이며, AIFM지침은 AIFM과 AIF에 적용되므로 지침의 적용범위와 관련하여 우선 무엇이 AIF인지에 관한 개념정의가 필요하다. 지침 제4조 제1항 a호에 따르면 AIF는 UCITS IV지침에 따른 인가가 요구되지 않는 집합투자기구 및 투자실(investment compartment)으로서 다수의 투자자로부터 자

9) PEF에 관한 특칙에 대하여는 박용린 · 천창민 · 안유미(2012), 161~164면 참조.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

금을 모집하여 투자자의 이익을 위해 정의된 투자정책에 따라 그 자금의 투자를 목적으로 하는 것으로 매우 광범위하게 정의되어 있다. 따라서 사실상 UCITS가 아닌 모든 펀드는 AIF에 해당한다고 볼 수 있기 때문에,¹⁰⁾ 헤지펀드나 PEF 외에도 부동산펀드, 룩셈부르크의 특수투자펀드(specialised investment fund), 아일랜드의 적격투자자펀드, 독일의 특별펀드(Spezialfond), 영국의 투자신탁(investment trust), 자선펀드, 미국의 미국은행 집합신탁(US bank collective trust), 미국 ‘40년법 펀드(US ‘40 Act fund)등도 AIF에 해당된다.¹¹⁾

AIFM지침은 유럽연합 내에서 AIF를 운용하거나 운용 및 판매하는 AIFM의 인가, 지속적 운영 및 투명성에 관한 규칙을 정하기 위한 것이다.¹²⁾ 따라서 지침은 AIFM과 AIF가 EU AIFM · AIF인지 비EU AIFM · AIF인지를 묻지 않고 적용되며 비EU AIFM이 비EU AIF를 유럽연합의 회원국 외에서 판매하는 경우 외에는 모두 적용된다.¹³⁾ 예컨대, 한국자산운용사가 싱가포르에서 AIF를 설정하고 이를 호주에서 판매한다면 유럽연합 회원국과는 아무런 접촉이 없으므로 AIFM지침은 적용되지 않지만, 이를 프랑스에서 판매하는 경우나 한국자산운용사가 룩셈부르크에서 AIF를 설정하고 이를 호주에서 판매하는 경우는 프랑스와 룩셈부르크가 유럽연합의 회원국이므로 AIFM지침이 적용된다. 요컨대, AIFM지침은 AIFM, AIF, 판매지라는 세 개의 요소 중 어느 하나라도 유럽연합의 회원국과 관련이 있는 경우 적용되며, AIF가 개방형 · 폐쇄형인지, 신탁방식인지 회사형인지, AIFM의 법적구조가 무엇인지에 관계없이 적용된다.¹⁴⁾

따라서 이를 조합하면 다음의 <표 1>에서와 같이 7가지의 경우에 AIFM지침이 적용된다고 할 수 있다. 다만 비EU AIFM · AIF · 판매지가 관련되는 경우, 지침은 완화된 요건 또는 추가 요건 등을 별도로 규정하고 있다.

10) EU는 벤처캐피탈펀드와 사회적기업펀드에 대해서는 별도의 입법을 하고 있기 때문에 이 두 펀드에 대해서는 UCITS가 아님에도 불구하고 AIFM지침이 적용되지 않는다.

11) BlackRock(2011), 2면.

12) 지침 제1조. 지침은 AIF에 대한 규제는 하지 않기 때문에 AIF는 종전과 같이 개별 국가 차원의 규제와 감독을 받는다(전문 10).

13) 지침 제2조 제1항 참조.

14) 지침 제2조 제2항.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

〈표 1〉 AIFMD의 적용범위

EU AIFM	EU AIF	(1) EU내 판매
		(2) EU외 판매
	비EU AIF	(3) EU내 판매
		(4) EU외 판매
비EU AIFM	EU AIF	(5) EU내 판매
		(6) EU외 판매
	비EU AIF	(7) EU내 판매
		(8) EU외 판매

예컨대, 〈표 1〉의 (1)과 (2)의 경우 기설립된 AIFM은 2014년 7월 22일까지 지침 제6조 및 제33조에 따라 회원국의 감독기관에서 인가를 받아야 하고, AIF를 운용하기 위해서는 지침의 제3장에서 규정하는 운영조건 및 기관적 요건을 충족하여야 한다. 그리고, AIF는 펀드설정지 내의 단일 수탁기관을 지정하여야 하며, AIFM은 항상 제22조의 연차보고서, 제23조의 투자자에 대한 공시, 제24조의 권한 있는 감독기관에 대한 보고의무, 제25조의 차입정보 보고의무, 제26조~제30조의 PEF특칙을 따라야 한다. 이에 반해 (3)의 경우 지침의 국내입법화 기일(2013. 7. 22.) 이전에는 AIFM은 제34조에 따라 유럽연합내 판매 전에 인가를 받아야 하고, 제3장의 운영조건 및 기관적 요건이 적용되며, AIF 단계에서는 국내입법화 기일부터 2015년 7월 사이에는 AIF는 해당 판매 회원국의 사모규정에 따라 전문투자자에게 판매하여야 하며,¹⁵⁾ 수탁기관을 지정하여야 한다. 그리고, 연차보고서, 투자자에 대한 공시, 권한 있는 감독기관에 대한 보고의무, 차입정보 보고의무, PEF 특칙이 항상 적용되는 것은 (1) 및 (2)와 동일하지만, AIF의 인가지인 제3국은 FATF¹⁶⁾에 의한 자금세탁 · 테러 금융 협력 국가 및 영토가 아니어야 하며, AIF가 인가된 국가의 감독기관과 AIFM의 등록지 감독기관 사이에 시스템위험 감독 목적의 협력약정(cooperation arrangements)¹⁷⁾이 있어야만 한다.¹⁸⁾ 또한 (3)의 경우 2015년 7월과 2018년 7월 사이의 기간에는 제36조에 따른 사모뿐만 아니라 제35조에 따른 상호인증제도도 이용할 수 있다. 이 경우 AIFM은 전문투자자에 대한 자금모집 전에 AIFM의 등록지 감독기관에 AIF의 수탁기관 내역을 포함한 상호인증제도 이용에 관한 통지를 하여야 하며, AIFM의 등록지 또는 비EU AIF의 인가지에 단일 수탁기관을 지정하여야 하고, 비EU AIF의 인가국과 AIFM을 인가한 회원국 및 비EU AIF를 판매하고자 하

15) 지침 제36조 제1항.

16) FATF는 the Financial Action Task Force on anti-money laundering and terrorist financing의 약자이다.

17) 이는 AIFM 설립지 감독기관이 AIFM지침에 따른 의무를 수행하기 위한 정보의 효율적 교환을 보장하기 위한 것이다.

18) 지침 제36조 제1항 a호~c호.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

는 각 회원국 간에는 OECD 모델조세협약 제26조에서 규정하는 표준을 충실히 준수하는 양자간 협약(bilateral agreements)을 맺어야 한다.¹⁹⁾

(2) AIFM지침의 적용면제

AIFM지침은 유럽연합 내에서 EU · 비EU AIF를 운용하는 AIFM에 대해서는 그 업을 위해 반드시 유럽연합 내의 권한 있는 당국에 의한 인가(authorisation)를 받도록 규정하고 있지만, 정책적 목적상 특정 기관에 대해서는 AIFM · AIF인가를 묻지 않고 지침의 적용을 면제시키고, 일정한 요건을 만족시키는 AIF의 경우 인가보다 완화된 형태인 등록(registration)에 의할 수 있도록 일정 규정의 면제조항을 두고 있다.

우선 지침 제2조 제3항은 가족사무소기구(family office vehicle),²⁰⁾ 지주회사, 연금펀드, 근로자참여제도 또는 근로자저축제도, 비국가적 기구, 중앙은행, 사회보장 및 연금을 후원하기 위한 펀드를 운용하는 국가 · 지역 · 지방 정부 · 기관, 유동화 특수목적기구, 보험계약 및 합작회사(join venture)는 지침의 적용대상에서 제외한다고 규정한다.²¹⁾ 또한 지침은 AIFM이 운용하는 하나 또는 복수 AIF의 유일한 투자자가 그 AIFM이거나 그 AIFM의 모기구(parent undertakings)나 자기구(subsidiaries) 또는 그 모기구의 다른 자기구인 경우에는 적용되지 않는다.²²⁾

지침 제3조 제2항은 운용자산(AUM)이 일정규모 이하인 AIFM의 경우에는 간소한 방법인 등록에 의할 수 있도록 하고 있다. 즉, AUM이 1억유로(차입 없이 각 펀드의 최초 투자일로부터 5년간 환매권이 없는 폐쇄형 펀드의 경우에는 5억유로)²³⁾ 이하인 경우²⁴⁾에는 AIFM 등록사무소 소재지의 권한 있는 감독기관에 등록할 수 있도록 하고 있다. 등록한 AIFM이 더 이상 AUM요건을 만족할 수 없는 경우에는 이를 당국에 통지하여야 하며, 이 경우 AIFM은 30일 이내에 인가 신청을 하여야 한다. 등록요건을 만족하는 AIFM은 처음부터 등록이 아니라 인가를 신청할 수도 있는데, 등록이 아닌 인가를 받을 경우에는 지침이 규정하는 유럽연합 내의 운용 · 판매 패스포트의 권리를 향유할 수 있다.²⁵⁾

19) 지침 제35조 제2항 c호. 이 외에도 시스템위험 감독 목적의 협력약정과 AIF의 설립자가 FATF에 의한 자금세탁 · 테러금융 협력 국가 및 영토가 아니어야 함은 동일하게 적용된다(제35조 제2항 a호 및 b호).

20) 이는 외부자본의 모집 없이 투자자의 개인적 재산을 투자하는 투자기구의 하나이기 때문에 AIF로 보지 않고 적용범위에서 제외하는 것이다(전문 7).

21) 전문 8도 참조.

22) 지침 제3조 제1항. 다만, 그러한 투자자 자체가 AIF인 경우에는 모태펀드의 구조이기 때문에 면제 대상이 아니다(제3조 제1항 단서 및 전문 16).

23) AUM의 계산방법에 대하여는 이행규정이 상세히 규정하고 있다.

24) 회원국은 이 AUM요건보다 강화된 AUM요건을 부과할 수도 있다(제3조 제3항 2문). PEF의 경우 통상 폐쇄형이고 PEF단계에서는 차입을 하지 않기 때문에 대부분 등록의무만 있고 5억유로를 초과하는 경우에만 인가신청의무가 있을 것이다.

25) 지침 제3조 제4항.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

4. 지침의 주요 내용

(1) 인가 규칙

적용면제 대상인 AIF · AIFM과 등록 대상인 AIFM을 제외한 모든 AIFM은 AIFM지침에 따라 인가를 받아야 하며, 2013년 7월 22일 이전에 설립된 AIFM은 이날로부터 1년 내에 인가신청서를 제출하여야 한다.²⁶⁾ 그러나 2013년 7월 22일 이전의 폐쇄형 펀드로서 이날 이후에는 추가적 투자를 받지 않는 AIF를 운용하는 AIFM은 인가를 받지 않고도 계속 그 AIF를 운용할 수 있다.²⁷⁾ 또한 폐쇄형으로서 지침의 발효 이전에 투자자의 설정이 만료되고 늦어도 2016년 7월 22일이 만기인 AIF를 운용하는 AIFM은 연차보고서에 관한 제22조(PEF의 경우에는 제22조 및 제26조~제30조)만 적용되고 그 외 지침의 규정은 적용 없이 계속 운용하거나 인가를 신청할 수 있다.²⁸⁾

AIFM의 인가신청서에는 운용사의 임원, 주주, 기관구조, 보수정책, 업무위탁 등에 관한 정보 및 운용을 원하는 각 AIF의 투자전략, 펀드정관, 수탁기관선임계약서, 투자자에 대한 공시정보, AIF가 자펀드인 경우 모펀드 등에 관한 정보를 기재하여야 한다.²⁹⁾ AIFM은 내부적으로 운용되는 AIF(이하, “내부AIF”)인 경우에는 30만유로,³⁰⁾ AIFM이 AIF의 외부운용사로 지정된 경우 그 AIFM(이하, “외부AIFM”)은 12만 5천유로의 초기자본이 필요하며, AIFM에 의해 운용되는 AIF의 포트폴리오 가치가 2억 5천유로를 넘는 경우 그 AIFM은 2억 5천만유로를 초과하는 금액의 0.02%에 해당하는 자기자산을 추가적으로 적립하여야 한다. 다만, 초기자본과 추가적립 자기자산의 합은 천만유로를 초과하여 요구할 수 없다.³¹⁾ 또한 회원국은 AIFM이 유럽연합 회원국에 등록사무소가 있는 금융기관 또는 보험회사에 의한 추가적립 자기자산과 동일금액의 보증이 있는 경우 추가 자기자산을 50%만 적립할 수 있도록 인가할 수도 있다.³²⁾ 그리고, AIFM이 수행하는 행위로부터 발생하는 잠재적인 업무상 책임(professional liability)을 위해 외부AIFM 및 내부AIF는 추가적인 자기자산을 보유하거나 업무책임배상보험(professional indemnity insurance)을 가입하여야 한다.³³⁾ 또한 AIFM의 자기자산은 전년

26) 지침 제61조 제1항.

27) 지침 제61조 제3항.

28) 지침 제61조 제4항.

29) 지침 제7조 제2항.

30) AIF를 외부 운용사가 아니라 자체적으로 운용하는 경우 그 AIF는 AIFM로 인가된다(지침 제5조 제1항 b호).

31) 지침 제9조 제1항~제3항.

32) 지침 제9조 제6항.

33) 지침 제9조 제7항.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

도 고정비의 25%를 초과하여야 하며, 자기재산 및 추가적립에 의한 자기재산은 유동재산 및 단기일 내에 쉽게 현금으로 전환할 수 있는 자산에 투자하여야 하며, 투기적 포지션을 포함하는 것은 금지된다.³⁴⁾ 이러한 초기자본요건과 인적요건, 주주 · 회원요건, 본점과 등록사무소가 동일한 회원국에 소재해야 한다는 요건 등을 만족하는 경우 AIFM 등록사무소 소재지의 감독기관은 인가신청일로부터 3개월 내에 AIFM에게 인가 여부를 서면으로 통지하여야 한다. 다만, 필요시 감독기관은 추가적으로 3개월을 더 연장할 수 있으며, 이 경우 이에 관한 사실을 연장 전에 인가를 신청한 AIFM에 통지하여야 한다.³⁵⁾

감독당국은 AIFM에 대한 인가 · 불인가 내역을 분기별로 유럽증권시장감독기구(ESMA)에 통지하여야 하며, ESMA는 인가된 각 AIFM과 그러한 AIFM에 의해 유럽연합 내에서 운용되거나 판매되는 AIF 및 각 AIFM의 권한 있는 감독기관에 관한 내역을 전자적 형태의 공적 중앙등록부(central public register)를 통해 관리하여야 한다.³⁶⁾

지침은 비EU AIFM이 상호인증제도를 이용하여 EU AIF를 운용하거나 EU · 비EU AIF를 판매하고자 하는 경우에도 인가신청의무를 부과하고 있다.³⁷⁾ 이 경우 비EU AIFM은 EU의 지정회원국(Member State of Reference)³⁸⁾에 위에서 언급한 사항을 기재한 인가신청서를 제출하여야 하며, 지정회원국을 어떻게 결정하였는지에 관한 내역도 같이 포함시켜야 한다. 또한 비EU AIFM은 지정회원국 내에서 설립된 법률대표자(legal representative)를 선정하여야 하며, 이 법률대표자는 유럽연합 내에서 AIFM의 연락처가 되고 감독기관과 AIFM 사이 및 관련 AIF의 EU투자자들 사이의 모든 공식적 연락기구(correspondence)가 된다. 법률대표자의 또 다른 중요한 역할로서, 법률대표자는 AIFM과 함께 AIFM에 의해 수행된 운용 · 판매 행위와 관련된 준법 감시 기능을 담당한다.³⁹⁾ 비EU AIFM은 수탁기관에 관한 규정을 제외한 모든 지침을 준수하여야 한다. 그러나 지침의 규정이 비EU AIFM국가의 강행규정과 양립할 수 없는 예외적인 경우에 한정하여 지침의 그 규정에 대한 준수의무가 배제된다.⁴⁰⁾ 이 경우 비EU AIFM은 자신 및/또는 유럽연합 내에서 판매되는 비EU AIF에 적용되는 그 강행규정으로 인해 지침의 규정을 준수할 수 없음과 비EU AIFM은 자신 및/또는 그 비EU AIF에 적용되는 그 법률이 지침과 동일한 규제목적과 동일한 수준의 관련 AIF투자자보호를 제공하는 동등한 규칙

34) 지침 제9조 제5항 및 제8항.

35) 지침 제8조 제5항.

36) 지침 제7조 제5항.

37) 지침 제37조 제1항 및 제5항.

38) 지정회원국의 결정은 제37조 제4항에서 상세하게 규정하고 있다.

39) 지침 제37조 제3항.

40) 지침과 비EU AIFM · AIF의 국내법이 상충하는 경우는 아주 예외적인 상황일 것으로 예상하고 있다(전문 65 참조).

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

을 규정하고 있고, 그 비EU AIFM 및 비EU AIF가 그 동등한 규칙을 준수하고 있음을 증명하여야 한다.⁴¹⁾

결론으로, 상호인증제도를 이용하여 EU AIF를 운용하거나 EU · 비EU AIF를 유럽연합 내에서 판매하고자 하는 비EU AIFM의 인가⁴²⁾를 위해서는 (1) 효율적인 정보교환을 위해 비EU AIFM 지정회원국의 감독기관과 EU AIF의 인가기관 및 비EU AIFM의 등록소재지 감독기관 간에 적합한 협력약정(cooperation arrangement)이 체결되어야 하며, (2) 비EU AIFM의 설립국은 FATA에 의한 자금세탁 · 테러금융 협력국가 및 영토가 아니어야 하고, (3) 비EU AIFM의 설립국과 지정회원국은 OECD 모델조세협정 제26조에서 규정하는 표준을 충실히 따르는 협정을 체결하여야 하며, (4) 비EU AIFM 설립국의 법규 등에 의해 감독기관의 효과적인 감독 기능의 행사가 금지되거나 감독 및 조사권능이 제한되지 않아야 한다.⁴³⁾

(2) 상호인증에 의한 운용 · 판매

지침은 하나 또는 복수의 AIF를 위해 포트폴리오 또는 위험을 관리하는 투자운용의 수행을 AIF운용이라고 하고, AIFM이 직접 또는 AIFM을 위하여 AIFM이 운용하는 AIF증권을 직간접적으로 유럽연합 내에서 거주하거나 등록사무소를 가진 투자자에게 공모나 사모의 방법으로 모집하는 것을 판매라고 정의한다.⁴⁴⁾ 그리고 AIFM지침은 UCITS IV지침과 동일하게 운용사 및 AIF증권 판매의 유럽연합 내 상호인증제도를 도입하고 있다. 특히, 2015년부터 EU AIFM이 비EU AIF를 상호인증제도를 이용하여 판매하거나 비EU AIFM이 EU · 비EU AIF를 상호인증제도를 이용하여 판매할 수 있기 때문에 우리나라 자산운용사의 경우에도 AIF를 유럽 내에서 판매할 경우 이를 이용할 수 있을 것이다.

우선 EU AIFM이 운용하는 EU AIF는 2013년 7월부터 곧바로 전문투자자를 대상으로 판매상호인증제도를 이용할 수 있고, 사모의 방식은 폐지된다. EU AIFM이 운용하는 비EU AIF나 비EU AIFM이 운용하는 EU · 비EU AIF는 2013년 7월부터 2015년 7월까지의 각 회원국에서 규정하는 사모규정에 따라서만 AIF를 판매할 수 있으며, 2015년 7월부터 2018년 7월까지의 판매상호인증제도와 개별 회원국의 사모규정이 병존하고, 2018년 이후 사모제도는 폐지되고 판매상호인증제도만 운용될 예정이다. 요컨대, EU AIFM이 운용하는 EU AIF의 판매를 제외한 비EU 요소가 결합되는 모든 경우 판매패스포드 및 회원국의 사모제도 이용 일정은 동

41) 지침 제37조 제2항 및 제8항 a호.

42) 인가규제와 상호인증제도에 관한 규제는 별도로기 때문에 각각 신청서가 필요하며, 여기서는 상호인증에 의한 운용 · 판매를 위한 것이 아니라 비EU AIFM의 인가를 위해 필요한 요건이다.

43) 지침 제37조 제7항 d호~g호.

44) 지침 제4조 제1항 w호 및 x호.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

일하게 적용된다. 회원국은 유럽연합의 개별 입법에 규정된 사항을 해하지 않는 범위 내에서 자국 내에서의 개인투자자(retail investor)에 대한 AIF 판매를 허용할 수 있으며, 이 경우 이와 관련된 사항을 2014년 7월 22일 까지 집행위원회와 ESMA에 통지하여야 한다.⁴⁵⁾

판매상호인증제도는 AIFM이 판매하고자 하는 각 AIF의 내역, AIF규칙 또는 설립정관, 판매전 공시서류, 수탁기관 등 지침의 부속서4(Annex IV)에서 규정하는 내용을 기재한 통지서를 감독기관에 제출하면 감독기관은 접수일로부터 20 영업일 내에 판매예정지의 각 회원국 감독기관에 통지서를 전송하는 방식에 의한다. AIFM 감독기관은 통지파일의 전송일에 통지서를 제출한 AIFM에 통지서 전송에 관한 사실을 지체없이 알려야 하며, AIFM은 그날부터 AIF를 판매지회원국에서 판매할 수 있다. 이러한 감독기관 대 감독기관의 통지에 의한 판매상호인증 방식은 UCITS IV의 경우와 동일하다.

이상의 EU · 비EU AIFM과 AIF의 지침 적용여부, 적용범위, 판매상호인증, 비EU국가 협력 요건을 종합하여 표로 정리하면 다음과 같다.

45) 지침 제43조 참조.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

〈표 2〉 AIFM지침의 적용과 판매 매트릭스⁴⁶⁾

구분		판매지	기간	판매방식	지침의 적용범위	비EU국 요건
EU AIFM	EU AIF	(1)EU내	2013부터.	패스포트를	모든 규정	-
		(2)EU외	-	-	모든 규정	-
	비EU AIF	(3)EU내	13. ~ 15.	사모	-사모: 수탁기관을 제외한 모든 규정(단, 수탁기능을 행하는 기관선정 필요) -패스포트는 모든 규정 적용	-사모: 협력약정 및 테러금융 비협조국 -패스포트를: 협력약정, 자금세탁·테러금융 비협조국 및 조세협정
			15. ~ 18.	패스포트를 및 사모		
			2018이후	패스포트를	모든 규정	
	(4)EU외	-	-	수탁기관 및 연차보고서를 제외한 모든 규정	협력약정	
비EU AIFM	EU AIF	(5)EU내	13. ~ 15.	사모	-사모: 건전성 관련 규정, PEF 규정 -패스포트를: 모든 규정(또는 동일 수준 3국 규제), EU AIF 운용 또는 EU내 판매 관련 지정회원국의 인가	-사모: 협력약정 및 자금세탁·테러금융 비협조국
			15. ~ 18.	패스포트를 및 사모		
			2018이후	패스포트를	모든 규정(또는 동일수준 3국 규제), EU AIF 운용 또는 EU내 판매 관련 지정회원국의 인가	-
		(6)EU외	-	-	모든 지침(또는 동일수준 3국 규제), EU AIF 운용 관련 지정회원국의 인가	-
	비EU AIF	(7)EU내	13. ~ 15.	사모	-사모: 건전성 관련 규정, PEF 규정 -패스포트를: 모든 규정(또는 동일 수준 3국 규제), 비EU AIF 판매 관련 지정회원국의 인가	-사모: 협력약정 및 자금세탁·테러금융 비협조국 -패스포트를: 협력약정, 자금세탁·테러금융 비협조국 및 조세협정
			15. ~ 18.	패스포트를 및 사모		
			2018이후	패스포트를	모든 규정(또는 동일수준 3국 규제), 비EU AIF 판매 관련 지정회원국의 인가	
		(8)EU외	지침 비적용			

46) 이 표는 Ernst & Young(2011), 4~6면 및 KPMG(2012), 20면을 참조하여 작성한 것이다.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

(3) 영업행위 규칙

지침은 AIFM의 영업행위 일반원칙으로서 다음의 6가지를 규정한다. AIFM은 항상 (1) 영업행위를 함에 있어 성실하게, 충분한 자질, 주의 및 노력을 기울이고 공정하게 하여야 하고, (2) AIF 또는 AIF투자자와 시장의 보전(integrity)에 최선의 이익이 되도록 하여야 하며, (3) 적합한 영업행위의 수행을 위해 필요한 자원과 절차를 보유하고 이를 효과적으로 사용하여야 하고, (4) 이해상충을 회피하기 위한 모든 합리적 수단을 취하여야 하며, 이를 피할 수 없을 때에는 이해상충으로 인해 AIF와 AIF투자자에게 불리한 영향을 끼치지 않도록 하기 위하여 그러한 이해상충을 파악, 관리 및 감시하고 필요 시 이를 공시하여 운용하는 AIF가 공정하게 취급될 수 있도록 하여야 하며, (5) AIF 또는 AIF투자자와 시장의 보전(integrity)에 최선의 이익이 되는 것을 촉진하기 위하여 영업행위에 적용되는 모든 규제적 요건을 준수하여야 하고, (6) 모든 AIF투자자를 공정하게 다루어야 한다.⁴⁷⁾ 지침은 이상의 AIFM 영업행위 일반원칙이 구체적으로 적용되어야 할 부분으로서 보수, 이해상충, 위험관리, 유동성관리, 증권화 포지션 투자에 대한 세부 행위규칙을 제13조부터 제17조까지에서 규정한다.

이 중 보수규제만을 간략히 소개하면 다음과 같다. 지침은 제13조 및 부속서2(Annex II)에서 상세한 보수 관련 규제와 정책(policy)을 규정한다. 우선 회원국은 상급임원, 위험부담자, 통제기능을 가진 직원 및 상급임원과 위험부담자와 동일한 보수 단계(remuneration bracket, Einkommensstufe)가 되는 총액 보수를 수령하는 모든 근로자를 포함하여 그들의 전문적인 업무행위가 AIFM이나 운용 중인 AIF의 위험내역(risk profile)에 중대한 영향을 끼치는 모든 임직원의 유형에 따른 보수 정책과 실무의 수립의무를 가진다.⁴⁸⁾ 그리고 그 보수 정책과 실무는 건전하고 효율적인 위험관리에 일치하고 이를 촉진하는 것이어야 하며, 운용 중인 AIF의 위험내역, 규칙 또는 설립정관과 상충하는 위험부담을 조장하지 않는 것이어야 한다.⁴⁹⁾ 이외, AIFM과 운용 중인 AIF의 규모, 업무행위의 범위 및 복잡성 등을 감안하여 부속서2에서 규정하는 주요 보수 정책 중 주목할 만한 것으로는 다음과 같다. 첫째, 보수가 성과와 관련되어 있는 경우 보수총액은 개인과 사업부 또는 당해 AIF의 성과 평가 및 AIFM의 전반적인 평가를 조합한 것을 근거로 하여야 하며, 개인의 성과를 평가할 경우 재무뿐만 아니라 비재무적 기준도 고려하여야 한다. 둘째, 성과평가는 AIFM에 의해 운용되는 AIF의 라이프사이클에 적합한 다년간의 구조(framework) 내에서 하여야 하는데, 이는 평가 프로세스가 보다 장기간의 성과에

47) 지침 제12조 제1항. 다만, 관련 AIF규칙 또는 설립정관에서 투자자에 대한 편파적인 취급이 공시되어 있는 경우 그러한 편파적 취급은 가능하다(제12조 제1항 2문).

48) 지침 제13조 제1항.

49) 지침 제13조 제1항. 제2항은 ESMA가 금융서비스 분야의 보수 정책에 관한 집행위원회 권고(2009/384/EC)에서 규정된 보수 원칙과 AIFM 및 AIF의 규모, 내부기관 및 성질, 업무행위의 범위와 복잡성을 고려하여 가이드라인을 수립하도록 하고 있다.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

기초하고 성과보수의 실제 지급이 운용중인 AIF의 환매정책과 투자위험을 고려한 기간에 분산(spread over) 되도록 하기 위함이다. 셋째, 보증된 가변적 보수는 예외적이어서야 하며, 신규 직원을 채용할 경우에만 가능하고 첫해만으로 제한된다. 넷째, 총보수는 고정 및 가변 요소가 적절히 균형을 이루어야 하고, 모든 가변요소의 최소 50%는 당해 AIF증권, 동가치의 소유권, 주식연계증권 또는 동가치의 비현금성 상품(instrument)이어야 한다. 다섯째, 적어도 40%의 가변적 보수는 최소 3년에서 5년 동안 유예하여야 한다. 끝으로, AIFM과 운용 중인 AIF의 규모나 AIFM의 내부 조직과 성질, 업무 범위 및 복잡성이 상당(significant)할 경우 그 AIFM은 보수위원회를 설치하여야 하며, 보수위원회를 통해 보수와 관련된 결정을 준비토록 하여야 한다. 보수위원회의 장은 당해 AIFM에서 집행기능을 수행하지 않는 경영진 중 1인으로 선출하여야 한다.

(4) 업무위탁 및 수탁기관 규제

지침은 기관적 요건의 일반원칙으로서 AIFM이 항상 AIF의 적합한 운용을 위하여 필요한 적절하고 적합한 인적 · 물적 재원을 이용하도록 하고 있으며,⁵⁰⁾ 운용중인 각 AIF자산의 적절하고 독립된 가치평가가 이루어질 수 있도록 세부 가치평가와 관련된 사항을 규정한다.⁵¹⁾ 그리고 지침은 AIFM이 업무의 일부를 제3자에게 위탁할 경우에 관한 세부규정과 각 AIF를 위한 수탁기관(depositary) 선임과 관련한 세부규정을 두고 있다.

지침의 업무위탁에 관한 핵심 내용은 대체로 MiFID에서 규정하고 있는 것과 동일하다고 할 수 있다. 우선, AIFM이 업무위탁을 하고자 하는 경우에는 업무위탁계약의 발효 전에 이를 AIFM등록지 감독기관에 통지하여야 하고 (1) 전체 위탁구조가 정당함을 설명할 수 있는 객관적 이유의 존재, (2) 업무수탁자의 업무수행을 위한 재원 · 역량 보유, (3) 포트폴리오관리나 위험관리의 업무위탁 시 업무수탁자가 인가 · 등록된 자산관리업자일 것,⁵²⁾ (4) 업무위탁으로 인한 감독 장애 금지, (6) 업무수탁자의 위탁된 업무수행 능력, 업무수탁자 선택 시 주의의무 경주, AIFM의 업무수탁자의 업무수행 감시에 대한 AIFM의 증빙 요건을 만족하여야 한다.⁵³⁾ AIFM은 각각의 업무수탁자에 의해 제공되는 서비스를 계속적으로 검토(review)하여야 한다. 그리고 업무위탁이나 업무재위탁(sub-delegation)을 이유로 AIF 및 AIF투자자에 대한 AIFM의 책임에 영향을 주지 못하며, 업무위탁의 결과 본질적으로 AIFM을 더 이상 AIF운용자로 볼 수 없거나 이른바 ‘우체통 기관’(letter-box

50) 지침 제18조 제1항.

51) 지침 제19조 참조.

52) 업무위탁이 포트폴리오관리 또는 위험관리와 관련되고 이를 제3국의 수탁자에게 위탁 시에는 이에 더하여 AIFM등록지 감독기관과 수탁자의 감독기관 간에 협조가 보장되어야 한다.

53) 제20조 제1항.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

entity)으로 전락하는 정도가 되는 경우 그러한 업무위탁은 금지된다.⁵⁴⁾ 마지막으로, 수탁기관(depositary)이나 수탁기관의 업무수탁자 또는 AIFM이나 AIF투자자와 이해상충을 일으키는 모든 기관에 대해서는 포트폴리오관리나 위험관리의 업무(재)위탁을 할 수 없다.⁵⁵⁾

AIFM은 운용하는 AIF당 단일의 수탁기관을 선정하여야 하며, 수탁기관의 선정은 서면 계약에 의하여야 한다.⁵⁶⁾ 이렇게 선임된 수탁기관의 지침상 주요업무는 (1) AIF의 현금흐름에 대한 감시, (2) AIF 또는 AIF를 대신하여 행하는 AIFM 재산의 보관 및 기록 관리와 (3) AIF증권의 매매, 설정, 환매, 취소나 AIF의 NAV계산, 결제 등의 업무에 대한 감시이다.⁵⁷⁾ 지침은 수탁회사가 될 수 있는 적격기관을 EU AIF와 비EU AIF로 구분하여 그 유형을 규정한다. EU AIF의 수탁기관이 될 수 있는 적격기관으로는 (1) EU금융기관, (2) MiFID금융투자회사 또는 (3) 건전성 규제와 지속적 감독을 받는 기관으로서 UCITS IV지침에 따른 적격 수탁기관이다.⁵⁸⁾ AIFM이 비EU AIF를 유럽연합 내에서 판매하는 경우 비EU AIF는 EU AIF와 같은 단일의 수탁기관을 선임할 필요는 없지만 금융기관이거나 EU금융기관 및 MiFID금융투자회사와 동일한 성격의 기관을 수탁기관으로 선정하여야 하며, 그 기관은 비EU AIF의 설정지국, AIFM의 등록사무소 소재지국이나 비EU AIFM이 비EU AIF를 운용하는 경우 지정회원국에 소재하여야 하는 제한이 있다.⁵⁹⁾ 그리고 AIFM은 어느 경우에도 수탁기관이 될 수 없고, 프라임브로커는 프라임브로커 업무와 수탁기관 업무를 업무적 · 위계적으로 분리한 경우에만 수탁기관이 될 수 있다.⁶⁰⁾ 수탁기관과 관련하여 지침은 이 외에도 수탁기관이 AIF나 AIF를 대신하여 행하는 AIFM의 사전동의를 득하여 보관 · 관리하는 재산을 사용할 수 있는 이른바 사용권을 허용하고 있고, 수탁기관 업무의 위탁과 특히 보관업무의 위탁에 대한 제한 규정을 두고 있으며, 수탁기관이 보관하는 금융상품에 손실이 발생한 경우의 책임에 관한 규정을 두고 있다.⁶¹⁾

54) 제20조 제3항.

55) 제20조 제2항 및 제5항. 다만, 그러한 잠재적 이해상충을 일으키는 업무와 포트폴리오관리 또는 위험관리 업무를 업무적 · 위계적으로 분리하는 경우에는 업무위탁이 가능하다.

56) 제21조 제1항 및 제2항.

57) 제21조 제7항~제9항 참조.

58) 제21조 제3항 제1문.

59) 제21조 제3항 제2문 및 제5항. 제3국에 소재하는 수탁기관을 선임하는 경우에는 그 기관은 (1) 건전성규제와, EU법과 같은 취지의 자본요건 및 감독을 받아야하고, (2) 그 수탁기관, AIFM 등록사무소지 및 AIF판매회원국의 감독기관간 협력 및 정보교환 약정이 있어야 하며, (3) 그 제3국은 FATF에 의한 자금세탁 · 테러금융 혐의국가가 아니어야 하고, (4) 지침의 업무위탁 규정과 그 책임제도에 대해 분명하게 동의하여야 한다(제21조 제6항).

60) 제21조 제4항.

61) 제21조 제10항~제13항 참조.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

(5) 투명성 규칙

지침은 AIF 및 AIFM과 관련된 위험관리를 통한 금융시스템의 안정화와 투자자보호를 가장 큰 목적으로 하기 때문에 이를 위해 연차보고서 및 투자자와 감독기관에 대한 공시의무를 내용으로 하는 투명성 규칙을 두고 있다.

우선 AIFM은 운용하는 개별 EU AIF와 유럽연합 내에서 판매하는 개별 AIF의 회계연도말일로부터 6개월 내에 적어도 제22조 제2항에서 규정하는 내역을 담은 연차보고서를 공시하여야 한다.⁶²⁾ 이 중 회계 내역은 AIF인가국 또는 AIF가 설정된 제3국의 회계표준과 AIF 규칙 또는 설립정관에 규정된 규칙을 따라 작성되어야 하고, 연차보고서의 회계 내역은 공인회계사에 의해 감사를 받은 것이어야 한다.⁶³⁾ 투자자에 대한 공시는 AIF증권의 모집 전에 요구되는 공시자료와 정기공시 내역이 있으며,⁶⁴⁾ 감독기관에 대한 공시는 운용하는 각각의 AIF에 관하여 1회적으로 제출하는 내역과 감독기관의 요구 시에 정기 · 부정기적으로 제공하는 내역 및 차입(leverage)내역이 있다.⁶⁵⁾

5. 맺음말

이상에서 살펴본 바와 같이 AIFM지침은 유럽대체펀드시장과 대체펀드 관련기관에 상당한 영향을 미칠 것으로 판단되며, 지침의 적용범위가 유럽의 자산운용사에만 한정되는 것이 아니기 때문에 비유럽연합 국가에서 이에 대한 세심한 연구가 필요하다. 따라서 당장은 아니겠지만 지침은 향후 우리나라 자산운용사가 EU AIF를 설립하거나 EU · 비EU AIF증권을 유럽 회원국에서 판매하고자 하는 경우에도 적용되기 때문에 AIFM 지침과 그 이행규정을 숙지하여 유럽 회원국에서 AIF를 통해 자금을 모집하고자 하는 경우 어느 정도의 규제 비용이 필요하고 어떤 방법을 통해 집합투자증권을 발행할 때 가장 효율적인 구조를 택할 수 있는가를 연구할 필요가 있다. 그리고 AIFM지침이 요구하는 각종 준수사항이 어떤 것인지를 파악함으로써 그 위반으로 인해 집합투자증권 판매금지 등의 제재를 당하지 않도록 하여야 할 것이다. 또한, 앞서 언급한 바와 같이 AIFM 지침은 비EU AIFM이 유럽연합회원국에 AIF증권을 판매하고자 하는 경우 사전에 감독기관간 협력약정을 체결하여야 하고, 조세와 관련한 양자간 협약도 체결하여야 하기 때문에 정부차원의 대비도 필요할 것이다. 이

62) 제22조 제1항 및 제2항.

63) 제22조 제3항.

64) 상세는 제23조 참조.

65) 상세는 제24조 참조.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

러한 점에서 앞으로 AIFM지침의 영향에 대한 보다 세밀한 분석과 관찰이 필요하다. 지면 제한과 시간적 이유로 비교법적인 분석을 하지 못하였지만, 부족하나마 이 글이 지침의 이해와 분석에 작은 보탬이라도 될 수 있기를 바라는 마음으로 글을 맺는다.

유럽 금융제도 · 규제 분석 및 시사점

〈참고문헌〉

김종민, 2012, UCITS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 유럽금융시장포커스, 2012년 가을호.

박용린 · 천창민 · 안유미, 2012, 『해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 - 바이아웃(buyout)을 중심으로 -』 자본시장연구원 조사보고서 12-03.

이용우, 2011, 『EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계』, 자본시장연구원 조사보고서 11-02.

BlackRock, 2011, “Alternative Investment Fund Managers Directive (“AIFMD”): An Overview and Analysis”, ViewPoint May 2011.

Changmin Chun, 2012, *Cross-Border Transactions of Intermediated Securities: A Comparative Analysis in Substantive Law and Private International Law* (Heidelberg: Springer).

Ernst & Young, 2011, “Marketing in Europe in the Post-AIFM Directive Era: Effectively Navigating the Regime”

KPMG, 2012, “Alternative Investment Fund Managers Directive: Re-Shaping for the Future” 2nd ed.