

미국 증권법상 프라이م 브로커 규제에 관한 연구

이 상 복*

목 차

- I. 머리말
- II. 프라이م 브로커의 개념과 역할
 - 1. 프라이م 브로커의 개념과 역사
 - 2. 프라이م 브로커의 역할
 - 3. 프라이م 브로커 규제 목적과 실정법
- III. 미국 증권법상 프라이م 브로커의 규제형식과 법적쟁점
 - 1. 프라이م 브로커의 법률구조와 고객보호
 - 2. 신용규칙
 - 3. 신규발행에 대한 신용공여
 - 4. 거래확인
 - 5. 공매도
 - 6. 순자본요건과 고객보호요건
 - 7. 1940년 투자자문업법 제 206(3)
 - 8. 프라이م 브로커 계약
- IV. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방향
 - 1. 프라이م 브로커 규제에 관한 미국의 법정책과 시사점
 - 2. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방향
- V. 맺음말

* 서강대학교 법학전문대학원 부교수

I. 머리말

지난 20여년 동안 헤지펀드의 눈부신 성장과 더불어 헤지펀드에게 다양한 서비스를 제공하는 프라임 브로커 산업에 대한 관심도 증가하고 있다. 프라임 브로커는 헤지펀드에게 투자은행이 제공하는 서비스의 집합을 의미하는 포괄적인 이름이다. 프라임브로커를 이용하는 헤지펀드의 영업상 유리한 점은 프라임브로커가 헤지펀드를 위하여 한 곳에 집합시킨 증권청산의 편리함을 제공하고, 헤지펀드의 담보요건이 프라임브로커에 의해 다루어지는 모든 거래를 수행한다는 것이다.

그러나 모든 헤지펀드가 프라임 브로커 서비스를 필요로 하는 것은 아니다. 오직 증권차입을 원하는 헤지펀드만이 프라임 브로커 서비스를 필요로 한다. 그리고 거래소에서 거래되는 파생상품의 매수와 매도를 포함한 거래전략을 갖고 있는 헤지펀드는 프라임 브로커를 필요로 하지 않는다.

1949년 Alfred Winslow Jones는 최초로 룡슛전략 주식펀드라는 헤지펀드와 초보 형태의 프라임브로커를 만들었다. 1983년 Bear Sterns는 거래계좌에 증거금 대용물을 제공한 최초의 투자은행인데, 베어스턴스(Bear Sterns)는 프라임브로커 산업의 기초를 만들었다. 그 후 1994년 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC, 이하 “SEC”라 한다)는 프라임 브로커를 규제하기 위한 No-Action Letter를 발표하였다. 이것은 당시의 증권산업협회(Securities Industry Association: SIA)의 프라임 브로커위원회(Prime Broker Committee: PBC, 이하 “PBC”라 한다)의 요구에 의한 것이었다.

현재 세계적으로 30여개의 프라임브로커가 있고, 베어스턴스, 골드만삭스(Goldman Sachs), 모간스탠리(Morgan Stanley)가 전체 시장의 60% 이상을 점유하고 있다. 대부분의 헤지펀드는 프라임 브로커로부터 서비스를 제공받는다. 프라임 브로커 산업은 헤지펀드 산업과 함께 성장하고 있으며, 헤지펀드의 성장에 발맞추어 프라임브로커가 제공하는 서비스 범위도 확대되고 있다.

그런데 2008년 글로벌 금융위기의 주범으로 헤지펀드를 지목하면서 프라임브로커도 주목을 받게 되었다. 프라임 브로커로서 역할을 수행했던 리만 브라더스(Lehman Brothers)의 파산은 그의 고객인 헤지펀드의 연쇄 파산을 가져올

가능성을 증가시켰기 때문이다. 따라서 프라임 브로커가 파산하는 경우 그의 고객인 투자자를 보호할 수 있는 장치를 마련하는 것이 프라임 브로커에 대한 규제의 주요한 목적이다.

헤지펀드의 순기능이 역기능보다 크다는 인식이 남아 있고, 우리나라도 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 헤지펀드 도입근거 조항을 마련하고, 헤지펀드의 도입을 준비하고 있다.

이 글은 미국에서의 프라임 브로커에 관한 규제형식과 법률적 쟁점, 그리고 법정책을 검토하여 향후 우리법상 시사점을 모색하기 위한 것이다. 헤지펀드가 도입되면 헤지펀드에게 종합서비스를 제공하는 프라임 브로커가 도입될 것이고, 이를 위해서는 앞으로 규제당국의 역할이 매우 중요해 질 것이다. 이 점에서 미국에서의 프라임 브로커에 대한 규제는 향후 자본시장과 금융투자법에 관한 법률의 해석에 있어서 중요한 참고자료가 될 것이다.

II. 프라임 브로커의 개념과 역할

1. 프라임 브로커의 개념과 역사

(1) 정의

프라임 브로커의 개념에 관하여는 증권관련 실정법에서 규정하고 있지는 않다. 다만 1994년 SEC가 발표한 Prime Broker No-Action Letter에서 아래에서 보는 바와 같이 정의하고 있다.

프라임 브로커는 적극적인 시장참여자인 개인투자자와 기관투자자를 위하여 증권거래의 청산과 결제를 용이하게 하기 위해 종합서비스회사에 의해 개발된 시스템이다. 프라임 브로커 영업은 프라임 브로커, 집행브로커, 그리고 고객으로 이루어진다. 프라임 브로커는 고객의 요구로 집행브로커(하나 또는 그 이상의 다른 등록된 브로커-딜러)가 집행한 고객의 거래를 청산하고 자금을 조달하는 등록된 브로커-딜러이다. 각각의 집행브로커들은 고객이 집행브로커에게 지시한 자금이나 주식의 이전이 프라임 브로커에게 또는 프라임 브로커에 의해

이루어지도록 하여 고객이 집행브로커와 한 거래를 청산하고 지원하는 데 대한 동의서를 받는다.¹⁾

고객은 프라임 브로커 계좌를 통하여 자신의 펀드와 증권을 관리한다. 집행브로커가 지시한 주문은 고객의 이익을 위해 프라임 브로커의 명의로 집행브로커의 계좌를 통해 이루어진다. 고객이 거래일에 거래주문을 내면, 집행브로커는 고객의 지시에 따라 증권을 매수하거나 매도한다. 거래일에 고객은 집행브로커에 의해 수행된 거래를 프라임 브로커에게 통지한다. 거래는 프라임 브로커의 현금계좌 또는 신용거래계좌에 기록된다. 동시에 프라임 브로커는 집행브로커의 “수령실패/인도실패”(fail-to-receive/deliver) 계좌에 거래를 기록한다.²⁾

프라임 브로커는 고객에게 확인서나 통지서를 발행하며, 적용가능한 모든 신용거래량과 Regulation T에 따른 거래량을 계산한다.³⁾ 집행브로커는 중앙예탁기관(Depository Trust Company: DTC)의 교부시스템(오늘날의 Omgeo TradeSuite인데, 일종의 결제조회시스템으로 미국증권의 국내외 거래에 대해 거래 후 배분, 확인 및 승인절차를 제공하고 있다)을 통해 프라임 브로커에게 거래를 확인시킨다. 그 후 프라임 브로커는 그 정보가 집행브로커로부터 받은 정보와 완벽하게 일치하면, 그 거래를 승인할 것이다. 그 후 거래는 미국 증권청산회사(National Securities Clearing Corporation)에 제출되어, 보통의 결제절차에 따라 결제될 것이다. 그 후 프라임브로커는 통상의 방식으로 고객과 결제한다.⁴⁾

프라임브로커는 적어도 월단위로 계좌현황을 고객에게 통지한다. 이 통지에는 그 기간 동안 이루어진 모든 주식거래와 그 결과인 고객의 주식보유비율과 수지현황이 포함되어 있다.⁵⁾

(2) 프라임 브로커의 역사

미국의 프라임 브로커 산업은 1994년 미국 SEC의 시장규제부서에서 발행한

1) SEC, 1994 Prime Broker No-Action Letter, p.2.

2) Id.

3) 아래서 상세히 설명하겠지만 Regulation T는 브로커 또는 딜러들이 고객의 신용거래계좌를 유지하기 위하여 특정 조건을 준수할 것을 요구하고 있다.

4) SEC, supra note 1, p.2.

5) Id.

No-Action Letter에 의해서 공식적으로 탄생하였다⁶⁾. 이 No-Action Letter는 브로커-딜러 산업에 관한 4년간의 논의결과였는데, 프라임 브로커 위원회(Prime Broker Committee: PBC), SEC 직원들, 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board: FRB, 이하 "FRB"라 한다) 직원들, 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE, 이하 "NYSE"라 한다) 직원들에 의해 제출되었다. 1994년 No-Action Letter에서, SEC는 브로커-딜러들이 1994년 No-Action Letter 조항들이 예상하는 어떤 업무들을 제공한다면, SEC가 미국 연방증권법 조항에 의한 집행조치를 권고하지는 않을 것이라고 밝혔다.⁷⁾

프라임 브로커가 제공하는 기본적인 서비스는 머니 매니저에게 프라임 브로커의 중앙 모계좌(master account)에 헤지펀드의 현금과 증권 모두를 보관하면서 복수의 투자은행과 거래할 수 있는 능력을 제공하는 것이다. 따라서 프라임 브로커는 주식대여 서비스, 포트폴리오 보고, 통합현금관리와 기타 서비스를 제공한다. 기본적으로 프라임브로커의 출현은 머니 매니저가 펀드를 운용할 때 시간과 비용을 절감할 수 있도록 해주었다.⁸⁾

그런데 1994년 SEC의 No-Action Letter가 발표되기 이전, 시장에서는 일반적으로 프라임 브로커의 개념은 1970년대 후반 미국 브로커-딜러인 Furman Selz에 의해 시작되었다. 프라임 브로커 시장이 시작되기 전, 포트폴리오 관리 는 중대한 도전을 받고 있었다. 즉 머니 매니저는 어느 투자은행이 머니 매니저의 거래를 집행하거나 또는 그 포지션을 유지하는 것과 관계없이 자신의 모든 거래를 기억하고, 자신의 포지션을 통합하고, 자신의 실적을 계산해야만 하였다. 프라임 브로커 산업은 신속하게 성공하는 것으로 보였고, 모간스탠리, 베어스턴스, 메릴린치(Merrill Lynch), 리만 브라더스, 그리고 골드만삭스와 같은 시장지배적인 브로커 영업을 하는 회사인 투자은행에 의해 모방되었다. 이러한 초기 단계에서 헤지펀드는 현재 보다 매우 영세한 규모였고, 미국 내에서 롱-숏 주식펀드(long-short equities funds)였다. 최초의 해외 프라임 브로커 영업

6) Securities Industry Association Prime Broker Committee, SEC No-Action Letter(1994년 1월 25일).

7) 1994년 No-Action Letter는 본 Letter의 입장이 1995년 12월 31일까지는 유효하다고 설명했다. 이 후의 Letter들은 이러한 입장을 이어갔고, 1997년 12월 30일에 본 Letter의 입장은 영구적인 것이 되었다.

8) Explain Prime Brokerage/What is a prime broker,

<http://primebrokerageguide.com/2008/08/explain-prime-brokerage-what-is-prime.html>

은 1980년대 후반 런던에 위치한 메릴린치 인터네셔널 뱅크(Merrill Lynch International Bank)에 의하여 이루어졌다.⁹⁾

1980년대와 1990년대 시기 동안, 많은 프라임 브로커들이 자신의 기초적인 채권 관련 업무도 하고 있었지만, 프라임 브로커 영업은 주로 주식관련 상품이 었다. 또한 프라임 브로커들은 포트폴리오 보고를 제공함으로써 자신의 기능을 보충하기도 하였다. 지난 수년 동안, 프라임 브로커들은 채권, 파생상품, 외환, 그리고 선물거래를 포함한 서비스를 확장해 오고 있다.¹⁰⁾

1990년대와 2000년대 시기 동안 세계적으로 헤지펀드가 증가함에 따라, 프라임 영업은 매우 경쟁이 치열해 지고 있으며, 투자은행 영업의 전체 수익에 크게 기여하고 있다.¹¹⁾

2. 프라임 브로커의 역할

(1) 보관(Custody) 업무

프라임 브로커는 펀드의 자산을 안전하게 보관하고, 포트폴리오에 포함된 회사의 각종 행위(예를 들면, 주식분할, 배당, 기업인수합병, 유상증자와 인적분할)를 보고하며, 기타 관리기능을 수행한다. 또한 프라임브로커는 일반적으로 헤지펀드의 다양한 포지션을 통합적으로 관리하여 펀드가 자신의 자산 전체를 차입을 위한 담보로 효율적으로 사용할 수 있게 한다. 보관 서비스는 투자자문업자로 등록되는 헤지펀드의 매니저에게는 특히 중요하다. 미국의 1940년 투자자문업법의 근거한 Rule 206(4)-2는 일반적으로 “적격보관자”(qualified custodian)가 자문업자의 고객자산을 보관하도록 하고 있다. Rule 206(4)-2의 적격보관자에는 1934년 증권거래법 제15조(b)에 의해 등록된 브로커-딜러가 포함된다. 적격보관자에는 고객을 위하여 금융자산을 보통 보관하는 외국의 금융기관들이 포함되는데, 다만 이들 금융기관들은 자문업자인 고객의 계좌를 자신의 자산계좌와 분리하여 관리하여야 한다. 많은 헤지펀드 매니저들이 이미 적격보

9) Id.

10) Id.

11) Id.

관자로 하여금 헤지펀드의 자산을 보관하게 하고 있는 반면, 보다 많은 헤지펀드 매니저들이 이러한 관행을 따르도록 요구받고 있다. 자산의 안전한 보관 이외에, 많은 프라이م 브로커들은 헤지펀드의 매니저들에게 보관업무와 관련하여 포트폴리오 관련 회사들의 법인행위 및 기타 기능에 대한 보고와 같은 관련 서비스를 제공한다.¹²⁾

그런데 일부 헤지펀드는 프라이م브로커 보다는 은행이나 신탁회사에 보관업무를 맡기기도 한다. 또한 프라이م 브로커는 고객자산의 보관 이외에 다른 보관업무로서 투자대상 기업의 영업활동에 대한 정보제공, 의결권의 대리행사, 전환권의 행사, 인수인수권의 행사 등을 수행하기도 한다.

(2) 간이거래(Streamlined Trading)

프라이م 브로커는 헤지펀드 자문업자의 지시에 따라 집행브로커에 의해 실행된(executed) 헤지펀드의 거래를 청산하고 결제한다. 헤지펀드는 프라이م 브로커의 계좌에 자신의 펀드와 증권을 관리한다. 집행브로커들이 주문한 거래는 헤지펀드의 이익을 위하여 프라이م 브로커의 명의로 집행브로커들의 계좌를 통하여 실행된다. 거래를 집행한 후 집행브로커와 헤지펀드 자문업자는 프라이م 브로커에게 상세한 내용을 보고하고, 프라이م 브로커는 거래를 청산하고 증권을 보관한다.¹³⁾

헤지펀드는 반드시 하나의 프라이م 브로커를 통하여 거래를 집행할 필요는 없고, 리서치 자료에 쉽게 접근하고 효율적인 거래집행을 위하여 복수의 집행브로커를 이용하기도 한다.

(3) 증권대여 (Securities Lending)

헤지펀드의 투자전략은 공매도를 포함하고 있다. 프라이م 브로커의 증권대여

12) Karrie H. McMillan & Larry E. Bergmann, "Hedge Funds and Prime Brokers: The Legal Relationship from the US Perspective", Hedge Funds and Prime Brokers, ed. Mark Berman, Risk Books, a Division of Incisive Financial Publishing Ltd(2007), p.36.

13) SEC, "Implications of the Growth of Hedge Funds", Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission(2003), pp.53-54.

능력은 이 절차에서 중요한 역할을 한다. 프라임 브로커는 자신의 고객인 헤지펀드에게 공매도를 위한 증권을 대여하기 위하여 증권을 취득하여 점유하는 것이 필요하다. 또한 헤지펀드는 대여할 수 있는 다량의 증권을 갖거나, 또는 시장의 영향력을 통하여 증권을 쉽게 취득할 수 있는 프라임브로커들을 선택한다.¹⁴⁾

헤지펀드의 공매도 전략은 펀드 매매전략의 중요한 부분으로, 공매도를 위한 증권대여는 프라임브로커의 증권대여 능력에 의존하게 된다. 헤지펀드는 공매도를 실행하기 전에 프라임 브로커로부터 증권을 미리 확보할 필요가 있는 것이다. 따라서 헤지펀드가 거래를 실행하면, 프라임 브로커는 공매도를 결제하기 위한 주식을 취득하기 위하여 노력한다.

(4) 신용대출(Margin Lending)

브로커-딜러들은 신용거래계좌(margin account)를 관리하고 자신의 고객을 위한 거래를 용이하게 하기 위하여 대출과 기타 서비스를 제공한다. 프라임 브로커들은 일반적으로 규제요건과 위험노출에 대한 내부한계로서 헤지펀드에게 신용대출을 안전하게 하기 위하여 담보를 유지할 것을 요구받는다.¹⁵⁾

프라임 브로커의 신용대출은 투자전략의 일환으로 레버리지를 이용하는 헤지펀드 매니저에게 매우 중요한 유동성을 공급한다. 프라임 브로커의 증권대여와 신용대출에서 나오는 수익은 헤지펀드에게 제공되는 프라임 브로커의 다양한 서비스 중에서도 가장 큰 부분을 차지한다.¹⁶⁾

(5) 자본소개(Capital Introduction)

자본소개 서비스는 장래의 헤지펀드 투자자들에게 헤지펀드 자문업자를 소개하기 위하여 제공된다. 프라임 브로커들은 헤지펀드에게 공개되고자 하는 컨설턴트들과 기관투자자들을 위한 세미나를 후원할 수 있다. 또한 프라임 브로커들은 헤지펀드 자문업자에게 장래의 투자자들을 소개하기 위하여 일대일 회

14) Id., p.54.

15) Id.

16) Karrie H. McMillan & Larry E. Bergmann, supra note 12, p.37.

의도 주선하고, 마케팅 자료를 준비할 수도 있다.¹⁷⁾

이 서비스는 새로 탄생한 헤지펀드에게 매우 중요하며, 매니저와 투자자간의 회의를 주선하는 활동을 포함한다. 프라임 브로커는 직접적으로 자본소개를 책임지지 않으며, 잠재적인 투자자가 자산을 제공해도 수수료를 받지 않는다. 이것은 프라임 브로커가 자본소개 서비스가 헤지펀드의 발기행위로 인식되어 추가적인 의무를 부담하게 되는 것을 원하지 않기 때문이다.¹⁸⁾

(6) 기타

위의 역할 이외에도 프라임 브로커는 헤지펀드 매니저의 수요에 맞춘 회계 및 포트폴리오 보고 등을 수행하고, 주식과 채권이 발행되는 발행시장에 서비스를 제공하고, 사무실 등의 사무업무 제공, 법률서비스를 제공하기도 한다. 최근 프라임브로커의 서비스 범위는 확대되는 추세에 있다.

3. 프라임 브로커 규제 목적과 실정법

프라임 브로커가 파산하는 경우, 프라임 브로커의 고객인 투자자를 보호하기 위한 것이 프라임 브로커를 규제하는 중요한 이유이다. 프라임 브로커는 고객이 담보로 제공한 현금이나 증권을 자신의 사적인 목적을 위하여 제3자에게 재담보할 수 있다.

2008년 9월 15일 리만 브라더스가 연방파산법원에 파산신청을 하였을 때 프라임 브로커로서 활동했던 리만 브라더스의 고객의 보호에 대한 문제가 제기되었다. 현재 리만 브라더스의 파산사건은 법원에 계류 중에 있다. 리만 브라더스가 파산절차를 밟고 있지만, 리만 브라더스의 고객의 자산을 재담보하는 데 이용하였기 때문에 고객인 투자자의 보호가 불확실한 것으로 알려지고 있다. 프라임 브로커가 고객자산을 재담보하는데 이용하는 이유는 매수 레버리지를 위하여 고객에게 현금을 조달하여 대출하는 것이다. 또한 프라임 브로커는 공매도를 하고자 하는 자신의 고객들에게 주식을 대여하기 위한 목적도 있다. 프라

17) SEC, *supra* note 13, p.54.

18) Karrie H. McMillan & Larry E. Bergmann, *supra* note 12, pp.37-38.

임 브로커의 고객들은 프라임 브로커가 파산한다면 프라임 브로커의 보관아래 있는 자신의 증권이 동결될 것을 염려할 것이다.¹⁹⁾

프라임 브로커는 SEC에 브로커로서 등록을 하고, SEC, 자율규제기관인 증권 산업규제기구(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA), 그리고 주의 증권규제당국의 규제를 받는다. 프라임 브로커의 파산에 앞서 고객의 권리를 보호하기 위해 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)은 제7조의 신용공여조항(증거금요건), 제11(d)(1)의 증권의 신규발행에 대한 신용공여조항으로 규제하고 있다. 또한 1934년 증권거래법에 의한 SEC Rule 10b-10은 고객과의 거래확인, SEC의 Regulation SHO의 공매도, SEC Rule 15c3-1(순자본규칙)과 15c3-3(고객보호규칙) 등이 있으며, 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE, 이하 “NYSE”라 한다)와 전미증권업협회(National Association of Securities Dealers: NASD, 이하 “NASD”라 한다)의 관계규정도 프라임 브로커를 자율규제하고 있다. 그런데 프라임 브로커가 파산하는 경우 특히 문제되는 것은 SEC의 순자본규칙과 고객보호규칙이다. 또한 미국의 연방파산법(U.S. Bankruptcy Code), 증권투자자보호법(Securities Investor Protection Act: SIPA)을 포함한 관련 법률이다.²⁰⁾

본고에서는 미국 증권법상 프라임 브로커 규제와 관련된 규정만을 고찰하기로 한다.

III. 미국 증권법상 프라임 브로커의 규제형식과 법적쟁점

1. 프라임 브로커의 법률구조와 고객보호

SEC의 1994년 No-Action Letter에서 구체적으로 설명된 특징들 이외에, 프라임 브로커 계약서는 프라임 브로커가 제공하는 다양한 서비스의 범위를 정하고 있다. 프라임 브로커 계약서는 최소한 고객의 기본계좌를 개설하는 내용은

19) Lawrence Cohen, "When a Prime Broker Fails - Critical Issues for Fund Managers in the Lehman Bankruptcy", Corporate & Finance Alert(2008. 10), p.1.

20) Id., p.2.

존재할 것이다. 또한 신용대출과 증권대여를 위한 별도의 계약을 체결하는 것이 보통이지만, 프라임 브로커 계약은 대부분 자금조달 서비스를 제공하는 조건도 다루고 있다. 일반적으로 ISDA 마스터 계약(ISDA Master Agreement)은 헤지펀드가 프라임 브로커와 함께, 그리고 프라임 브로커를 통하여 장외파생상품을 거래하는 것을 허용하기 위하여 이용되고 있다.²¹⁾

프라임 브로커의 법률구조는 프라임 브로커의 파산위험과 관련하여 고객에 대한 영향을 크게 미칠 수 있다. 미국의 프라임 브로커는 1934년 증권거래법에 따라 브로커로서 등록되어야 한다. 미국의 프라임 브로커는 1934년 증권거래법에 의해 고객자산의 분리, 재담보, 증권보유와 통제, 그리고 최소순주식(minimum net equity)의 규제를 받는다. 미국에서 자산을 보유하고 있는 미국의 프라임 브로커들의 고객은 증권투자자보호공사(Securities Investor Protection Corporation: SIPC, 이하 “SIPC”라 한다) 1979년 증권투자자보호법(Securities Investor Protection Act: SIPA, 이하 “SIPA”라 한다)에 의한 보호를 받는다.²²⁾

일반적으로 SIPC절차에서, 파산 당사자의 고객들은 다른 고객들과 비례하여 프라임 브로커의 고객자산의 풀(pool)로부터 회복받기 위해 일반적인 무담보채권자보다 우선권을 갖는다. 프라임 브로커의 고객은 일정한 부족액까지 무담보 채권자일 뿐이다. 미국의 일부 프라임 브로커들은 초과부족액을 부담하기 위해 고객자산보호회사(Customer Asset Protection Company: CAPCO, 이하 “CAPCO”라 한다)에 추가적인 보험을 드는 경우도 있다.²³⁾

미국의 규제체계에 따른 투자자보호는 일반적으로 해외에 있는 미국 프라임 브로커의 관계회사, 외국 프라임 브로커, 또는 미국 밖에 존재하는 자산에는 적용되지 않는다. 일반적으로 미국의 프라임 브로커들은 신용대출 또는 증권대여에 대하여 규제를 받지 않는 관계회사에 의존하고 있고 해외에 존재하는 보관자로서 활동하고 있다. 이러한 상황에서, 미국 이외의 국가의 법률은 미국에서의 사건의 경우보다 프라임 브로커에 대한 규제가 느슨하고 투자자에 대한 보호수단을 갖추고 있지 못하다. 예를 들면, 많은 국가들은 미국의 경우와 달리

21) Noah Melnick & Gary Barnett etc., Prime Broker Insolvency Risk - After the fall: what next", the hedgefund journal(2008. 11), pp.2-3.

22) Id., p.4.

23) Id.

재담보를 완전히 허용하고 있다.²⁴⁾

따라서 아래서 살펴보는 내용은 프라임 브로커 규제와 관계되는 1934년 증권거래법의 관련규정과 SEC의 Rule, SRO의 Rule로서, 이것은 프라임 브로커를 규제하는 최소한의 규제라고 할 수 있다.

2. 신용규칙

(1) 1934년 증권거래법 제7조 신용공여조항(증거금요건)

1934년 증권거래법 제7조(a)는 신용의 확장을 위한 Rule과 Regulation을 규정하면서, 증권의 매수 또는 보유를 위한 신용의 과다한 사용을 방지하기 위하여, FRB는 최초의 신용공여금액과 그 후의 담보유지금에 관하여 Rule과 Regulation을 제정하였다. 최초의 신용공여금액을 위해 Rule과 Regulation의 일정한 기준을 충족해야 한다.²⁵⁾

또한 1934년 증권거래법 제7조(c)는 고객에 대한 위법한 신용의 확장에 관하여 규정하고 있다.²⁶⁾ 전국 증권거래소 회원이나 브로커 또는 딜러가 비적용제 외증권을 담보로 하여 고객에게 직접적으로 또는 간접적으로 신용을 공여 또는 유지하거나, 이를 주선하는 것은 위법이다.²⁷⁾ 전국 증권거래소 회원이나 브로커 또는 딜러는 FRB가 정한 규칙이나 FRB가 SEC와 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC, 이하 “CFTC”라 한다)에 위임하여 정한 규칙을 준수해야 하고, FRB 또는 FRB의 위임을 받은 SEC와 CFTC는 증거금 요건을 정하기 위한 규칙을 공동으로 규정할 기준을 갖고 있어야 한다.²⁸⁾ 이에 따라 FRB는 전국 증권거래소의 회원과 브로커나 딜러를 위하여 신용공여규칙인 Regulation T를 제정하였다.

Regulation T에 따라 증권의 신용매수는 신용거래계좌로, 증권의 현금매수는 현금계좌(cash account)로 처리하여야 한다. 신용매수는 Regulation 제4조에서

24) Id., pp.4-5.

25) 15 USC Sec. 78g(a).

26) 15 USC Sec. 78g(c).

27) 15 USC Sec. 78g(c)(1).

28) 15 USC Sec. 78g(c)(2).

규정하고, 현금매수는 제8조에서 규정하고 있다.

(2) Regulation T와 신용공여

FRB의 증권거래에 관한 신용규칙은 증권업자인 브로커 또는 딜러에 관한 신용공여를 정하고 있는 Regulation T, 은행에 대한 신용공여를 정하고 있는 Regulation U, Regulation T와 Regulation U의 적용대상인 아닌 특정 공여자를 적용대상으로 하는 Regulation G, 브로커 또는 딜러 이외의 자에 의한 신용확보를 규정하고 있는 Regulation X가 있다. 여기서는 프라임 브로커와 관련되는 Regulation T를 살펴보기로 한다.

1) 목적과 범위

FRB는 1934년 증권거래법에 근거하여 Regulation T를 채택하였다. Regulation T의 기본적인 목적은 브로커와 딜러에 의한 신용의 확장을 규제하는 것이다. 또한 1934년 증권거래법에 의한 FRB의 권한 내에서 관련된 거래를 규제한다. Regulation T는 무엇보다 특정한 증권거래에 대한 개시증거금요건(initial margin requirements)과 지급규칙(payment rules)을 부과하고 있다.²⁹⁾

Regulation T는 고객과 채권자(creditor)³⁰⁾ 사이에 모든 재무관계를 기록하기 위한 신용거래계좌와 네 개의 특별목적계좌(special purpose accounts)를 규정하고 있다. 특별목적계좌에서 특별히 허용되지 않는 모든 거래는 신용거래계좌에 기록되어야 한다.³¹⁾ 또한 Regulation T는 전국거래소, 전국증권협회나 채권자들이 자신을 보호하기 위하여 추가요건이나 조치를 부과하는 것을 배제하지 않고 있다.³²⁾ 그러나 Regulation T는 SEC가 승인하거나 개정된 포트폴리오 증

29) 12 CFR § 220.1(a).

30) 채권자는 1934년 증권거래법 Sec. 3(a)(4)와 3(a)(5)에서 정의된 바와 같이 브로커나 딜러, 전국증권거래소의 회원, 또는 1934년 증권거래법 Sec. 3(a)(18)에서 정의된 것과 같은 브로커나 딜러와 관련이 있는 일정한 자(person)를 의미하는데, 채권자를 통제하는 영업단체(business entities)나 채권자와 공통의 통제를 받는 영업단체는 제외된다(12 CFR § 220.2).

31) 12 CFR § 220.1(a)(1).

32) 12 CFR § 220.1(a)(2).

거금 시스템(portfolio margining system)을 준수하는 한 고객과 채권자 사이의 재무관계에 등에는 적용되지 않는다.³³⁾

2) 신용거래계좌(증거금 계좌)

가. SEC Rule 220

(가) 신용거래(margin transactions)

다른 계좌에 포함되는 것으로 위임받지 않은 모든 거래는 신용거래계좌에 기록되어야 한다. 채권자는 일정한 경우 다른 채권자를 위하거나 다른 채권자를 통해 거래를 청산하기 위해 동일한 자(person)를 위한 독립된 신용거래계좌를 둘 수 있다.³⁴⁾ 이것은 모든 신용거래는 신용거래계좌에 기록되어야 한다는 것을 의미한다.

(나) 요구증거금(required margin)

증권에 대한 개별 롱 포지션이나 숏 포지션을 위한 요구증거금은 예외와 특별 규정을 두고 있다. 예외와 특별규정으로서는 보유주 공매도(short sale against the box)³⁵⁾, 증권을 발행할 때(when-issued securities), 차입으로서 이용된 주식(stock used as cover), 파트너를 위한 계좌, 공동사업체에 대한 출자(contribution to joint venture), 계좌이체(trans of account) 등을 들 수 있다.³⁶⁾

(다) 추가증거금(additional margin)

추가증거금이 요구되는 경우와 관련하여 부족액의 계산과 부족액의 충족에 관한 규정을 두고, 마진 콜(margin call)은 증거금 부족(margin deficiency)이 발생하거나 증가한 이후 지급기간인 7영업일 이내³⁷⁾에 이행되어야 한다는 시

33) 12 CFR § 220.1(a)(3).

34) 12 CFR § 220.4(a).

35) 보유주 공매도(short sale against the box): 주식거래에 의한 이익을 차기로 이전하기 위해 투자자가 보유하고 있는 주식을 대주하는 행위이다. 주식의 인도는 소유주식을 이용하거나 또는 시장에서 주식매수를 통해 이루어진다.

36) 12 CFR § 220.4(b).

간적 한계 등의 규정을 두고 있다.³⁸⁾

(라) 예탁금 대신의 청산(liquidation in lieu of deposit)

마진 콜이 요구 기간 내에 충족되지 않는다면, 채권자는 마진 콜을 충족시키거나 또는 청산이 요구되는 날에 존재하는 증거금 부족을 제거하기 위해 충분한 증권을 청산하여야 한다. 증거금 부족이 1,000달러 또는 그 이하로 생기거나 증가한다면, 채권자는 어떤 조치도 취할 필요가 없다.³⁹⁾

나. NYSE Rule 431과 432

NYSE Rule 431는 증거금요건에 관하여 상세히 규정하고 있다. 예를 들면, 개시증거금(initial margin), 유지증거금(maintenance margin), 추가증거금(additional margin), 그리고 포트폴리오 마진(portfolio margin)에 관하여 규정하고 있다.⁴⁰⁾

또한 NYSE Rule 432는 요구증거금(required margin)의 일일기록에 관하여 규정하고 있다.⁴¹⁾

다. NASD Rule 2520과 2521

NASD Rule 2520도 NYSE Rule 431과 마찬가지로 증거금요건에 관한 규정을 두고 있는데, NYSE 규정처럼 매우 상세한 규정을 두고 있다. 또한 NASD Rule 2521은 증거금요건의 예외를 일정한 회원에게 부과하고 있음을 규정하고 있다.⁴²⁾

37) 12 CFR § 220.2.

38) 12 CFR § 220.4(c).

39) 12 CFR § 220.4(d).

40) 상세한 것은 NYSE Rule 431 참조.

41) 상세한 것은 NYSE Rule 432 참조.

42) 상세한 것은 NASD Rule 2520과 2521 참조.

(3) 1994년 No-Action Letter의 증거금규칙에 대한 입장과 프라임브로커

1994년 Letter는 Regulation T가 프라임 브로커 계약에 적용되는 경우에 관하여 다음과 같이 설명하고 있다.

Regulation T는 브로커 또는 딜러가 특별히 다른 계좌에 포함될 것을 승인받지 못하는 한, 어느 한 개인과의 모든 거래를 신용거래계좌에 기록할 것을 요구한다.⁴³⁾ 프라임 브로커의 고객을 위해 효력이 발생한 증권거래는 신용거래계좌에 기록되어야 하거나, 허용되는 경우 현금계좌에 기록되어야 한다. 집행브로커는 적어도 결제일까지 고객에 대한 신용을 확장해주거나 또는 확장되도록 주선해주기 때문에, Regulation T는 집행브로커들이 고객을 자신의 고객으로 대우해서 현금계좌 또는 신용거래계좌에 거래를 기록할 것을 요구하고 있다. 그러나 일반적으로 집행브로커는 브로커-딜러 신용거래계좌로서 지정된 집행브로커에게 개설되어 있는 프라임 브로커의 계좌를 통해 정상적인 결제절차에 따라 프라임 브로커의 거래를 결제한다. 이 방식은 이러한 거래를 위해 고객을 프라임 브로커의 대리인으로 간주하는 것으로 보이게 하며, 집행브로커와 고객 사이의 신용공여자/고객 관계를 무시하는 것처럼 보이도록 한다.⁴⁴⁾

일반적으로 Regulation T에 의하면, 어느 고객의 신용매수(margin purchase) 또는 공매도가 관련되면, 집행브로커는 신용거래계좌에 최소한의 증거금(margin deposit)이 필요한지를 결정해야 한다.⁴⁵⁾ 요구증거금은 증거금부족(margin deficiency)이 발생한지 7영업일 내에(최근에는 5영업일) 집행브로커에 개설된 고객의 계좌에 예치되어야 한다.⁴⁶⁾ 또한 Regulation T는 집행브로커가 신용거래계좌에 마진 쿨에 맞추기 위해 증권을 청산(현금화)하거나, 추가증거금이 요구되는 시간 내에 충족되지 않으면, 500달러 이상의 증거금의 부족을 제거할 것으로 요구하고 있다.⁴⁷⁾⁴⁸⁾

만약 거래가 현금계좌로 이루어질 경우, 집행브로커는 오직 제한된 신용조건

43) 12 CFR § 220.1(b)(1).

44) SEC, *supra* note 1, p.4.

45) 12 CFR § 220.4(b)(c)&5(a),(b),&(c).

46) 12 CFR § 220.4(c)(3).

47) 12 CFR § 220.4(d).

48) SEC, *supra* note 1, p.4.

에 따라서 고객으로부터 주식을 매수하거나 고객에게 주식을 매도할 수 있다.⁴⁹⁾ 현금계좌에 의한 거래는 매도된 주식 전부가 이미 지급되었고 매수된 주식 전부가 매도되기 전에 지급될 것이라는 고객의 계약을 브로커가 신의칙에 따라 성실하게 받아들일 것이 예상된다.⁵⁰⁾ 이 계좌로 거래일로부터 7영업일 내에 고객의 매수를 위해 모두 현금으로 지급되어야 한다.⁵¹⁾⁵²⁾

만약 증권이 프라임 브로커에게 인도되기 전에 고객이 증권에 대한 대가를 지급하지 않으면, 집행브로커에게 개설된 계좌는 90일 동안 동결된다.⁵³⁾ 만약 증권이 인도된 증권에 대한 대가를 지급하기에 충분한 자금이 있는 현금계좌에 예치를 위해 프라임 브로커에게 인도된다면, 90일의 동결기간은 적용되지 않는다.⁵⁴⁾⁵⁵⁾

3. 신규발행에 대한 신용공여

(1) 1934년 증권거래법 규정

1934년 증권거래법 제11(d)(1)은 브로커이면서 동시에 딜러인 자가 30일 이내에 판매단 또는 공동인수단의 일원으로 참가하고 있는 신규 발행증권의 일부를 담보로 하여 고객에게 또는 고객의 대리인으로 신용을 확장 또는 유지하거나 주선하는 행위를 금지하고 있다.⁵⁶⁾

(2) SEC Rule 11d1-1(a)

만약 브로커와 딜러가 고객에게 증권을 매도하지 않거나 또는 고객계좌를 위하여 증권을 매도하는 것이 아니라면, 고객에 대한 또는 고객을 위한 증권의

49) 12 CFR § 220.8(a).

50) 12 CFR § 220.8(a)(1)&(2).

51) 12 CFR § 220.8(b)(1).

52) SEC, *supra* note 1, pp.4-5.

53) 12 CFR §220.8(c)(1).

54) 12 CFR §220.8(c)(2).

55) SEC, *supra* note 1, p.5.

56) 15 USC Sec. 78k(d)(1).

신용을 확장 또는 유지하거나 주선하는 브로커와 딜러에 의한 거래에 관한 1934년 증권거래법 11(d)(1)이 면제된다.⁵⁷⁾ 이것은 프라임 브로커가 판매단 또는 공동인수단으로 참가하지 않은 경우, 프라임 브로커가 증권을 매수하기 위해 신용을 확장 또는 유지하는 것이 허용된다는 것을 의미한다.

(3) 1994년 No-Action Letter의 신용거래에 대한 입장과 프라임브로커

1934년 증권거래법 제11(d)(1)은 브로커이고 동시에 딜러인 자가 과거 30일 이내에 “자신이 판매단 또는 공동인수단의 일원으로서 참여하고 있는 증권의 신규발행에 대한” 신용의 확장 또는 유지를 위해 직접적으로 또는 간접적으로 확장, 유지 또는 주선을 하는 것을 금지하고 있다.⁵⁸⁾ 일반적으로 이것은 예외없이 브로커-딜러의 고객은 판매단 또는 공동인수단의 일원으로서 신규발행에 대한 브로커-딜러의 참여를 마친 후 30일 동안 그 브로커-딜러로부터 또는 그 브로커-딜러를 통해 신규발행증권을 매수할 수 없다는 것을 의미한다.⁵⁹⁾

프라임 브로커 관계를 제외하고, SEC Rule 11d1-1(a)는 두 번째 브로커가 거래를 주선한 것이 아니라면 (그 브로커가 분매에 관련되어있다고 하더라도) 그 두 번째 브로커의 신용거래계좌에 자금조달된 판매단 또는 공동인수단의 일원으로부터 고객의 증권매수를 허용하고 있다.⁶⁰⁾ 고객이 프라임 브로커와 신용거래계좌를 개설한 관계의 경우, 일반적으로 고객은 프라임 브로커와 신용거래계좌를 통해 제공된 신용을 통해 주선을 받는 것으로 볼 수 있다. 따라서 프라임 브로커가 판매단 또는 공동인수단의 일원이 아닌 경우, 프라임 브로커가 공동인수단의 일원인 집행브로커를 통해 증권매수에 있어 신용을 확장하는 것은 신용확장이 그 집행브로커에 의해 주선되지 않는 한 허용된다. 이와 마찬가지로, 프라임 브로커가 단독으로 또는 프라임 브로커가 집행브로커가 함께 판매단 또는 공동인수단의 일원인 경우, 집행브로커로부터 증권의 매수를 위한 신용의 확장은 어느 브로커에 의한 신용의 주선없이도 허용된다.⁶¹⁾

57) 17 CFR § 240.11d1-1(a).

58) 15 USC 78k(d)(1).

59) SEC, *supra* note 1, pp.5-6.

60) 17 CFR § 240.11d1-1(a).

4. 거래확인

(1) SEC Rule 10b-10

Rule 10b-10은 브로커-딜러에게 증권의 거래시 또는 그 거래 전에 고객에게 문서로 특정한 정보를 제공할 것을 요구하고 있다. 브로커 또는 딜러가 증권의 거래시 또는 그 이전에 고객에게 거래의 일시, 가격과 수량 등을 통지하지 않는다면, 고객에게 매수나 매도를 권유하는 것은 위법이라고 규정하고 있다. 또한 브로커 또는 딜러는 일정한 사항을 정기적으로 보고하고, 고객의 요구가 있는 경우 5영업일 이내에 이 규칙에 따라 고객정보를 송부하여야 한다.⁶¹⁾

(2) NYSE Rule 409와 NASD Rule 2230

NYSE Rule 409(f)에 의하면, 거래소에서 허용되는 모든 증권의 거래확인은 거래의 결제일에 적절하게 보고되어야 한다고 규정하고 있다. NASD Rule 2230도 유사한 규정을 두고 있다.

(3) 1994년 No-Action Letter의 고객확인에 대한 입장과 프라임브로커

1934년 증권거래법에 의한 SEC 10b-10에 의하면, 브로커 또는 딜러는 증권 거래를 할 시기 또는 그 이전에 자신의 고객에게 거래확인서를 보내야 한다.⁶²⁾ 일반적으로 거래확인서는 송장(invoice)으로서 제공되고, 고객에게 거래의 세부 사항을 확인하고 평가할 기회를 제공한다. 거래확인서를 보낼 의무는 통상적으로 고객의 주문을 내는 브로커에게 있다. 일반적으로 브로커는 규칙의 공시요건을 준수할 필요가 있는 대부분의 정보를 갖고 있기 때문이다.⁶⁴⁾

프라임 브로커 계약에서, 집행브로커는 고객으로부터 주문을 받고, 일반적으

61) SEC, *supra* note 1, p.6.

62) 17 CFR § 240.10b-10.

63) 17 CFR § 240.10b-10.

64) SEC, *supra* note 1, pp.6-7.

로 프라임 브로커가 거래확인서를 발행한다. 따라서 프라임 브로커는 Rule 10b-10에 의한 거래확인서에서 요구되는 모든 정보를 갖고 있지 않을 수 있다. 또한 집행브로커에 관한 정보가 그 거래확인서에 포함되어야 하는지의 불확실성이 있는 것으로 보인다.⁶⁵⁾

집행브로커는 프라임 브로커 계약에 따라 주문을 받은 개별 주문에 대한 확인서를 고객에게 보내야 하고, 그 거래확인서는 Rule 10b-10의 요건을 준수하여야 한다. 그러나 일반적으로 고객들은 집행브로커로부터 개별 거래확인서를 직접 수령하는 것을 원하고, 프라임 브로커로부터만 거래의 통지를 받는 것을 선호한다.⁶⁶⁾

따라서 집행브로커는 고객에게 직접 거래확인서를 보내는 대신, 고객의 문서로 된 지시를 받고, 프라임 브로커의 보살핌 아래 있는 고객에게 그 거래확인서를 보낸다. 프라임 브로커는 고객에게 문서로 프라임 브로커의 보살핌 아래 있는 고객에게 집행브로커가 보낸 거래확인서를 프라임 브로커로부터 신속하게 입수할 수 있다는 사실을 통지한다.⁶⁷⁾

5. 공매도

(1) SEC의 Regulation SHO : 공매도

1) 공매도의 정의

SEC는 공매도를 소유하지 않은 증권의 매도 또는 매도자의 신용판매를 위해 매도자에 의해 차입된 증권의 인도로 완성되는 매도로 정의하고 있다.⁶⁸⁾ 최근 금융위기 발생으로 공매도 관련 규정은 수차례 개정을 거치고 있는 상황이다.

65) Id., p.7.

66) Id.

67) Id.

68) Regulation SHO §204.200(a).

2) 공매도 관련 SEC 규칙의 개정경과

1934년 증권거래법 제10(a)(1)은 SEC에게 공익상 필요하거나 적절한 경우 또는 투자자 보호를 위하여 전국증권거래소에 상장된 증권의 공매도를 규제하는 권한을 부여하였다.⁶⁹⁾ SEC는 1938년 공매도를 제한하기 위하여 업틱 룰(up-tick rule)로 알려진 Rule 10a-1을 채택하였다.⁷⁰⁾

SEC는 인도실패를 방지하고 무차입공매도의 남용가능성을 억제하기 위하여 2005년 1월 3일 효력이 발생한 Regulation SHO를 채택하였다. Regulation SHO는 1938년 공매도규제가 처음 채택된 이후 시장의 발달을 고려하여 공매도규제를 개선하기 위한 것이다. Regulation SHO의 주요 목적 무차입공매도의 남용가능성을 포함한 인도실패에 관련된 문제점을 억제하기 위하여 통일된 “확보요건”(locate requirement)과 “상쇄거래요건”(close-out requirement)을 강화하는 것이다. 확보요건에 따르면, Regulation SHO는 브로커-딜러에게 지분증권의 공매도 주문이 효력을 발생하기 전에 증권이 인도일에 인도될 것을 믿을 수 있는 합리적인 이유를 갖출 것을 요구하고 있다. 즉 브로커-딜러는 공매도를 하기 전에 주식을 차입하여 확보하여야 한다. 이 확보요건은 공매도가 효력을 발생하기 이전에 구비되어 문서화되어야 한다. 또한 Regulation SHO는 브로커-딜러에게 등록된 청산소에서 상대적으로 상당한 수의 확대된 인도실패가 있는 증권의 인도요건을 부과하였다. 이것을 경계증권(threshold securities)이라 하는데, 거래를 청산하고 결제하는 회사에게 일정한 시간인 13일 이내에 인도실패를 상쇄거래할 주식을 매수할 것을 요구하고 있다.⁷¹⁾

2007년 7월, SEC는 모든 “공매도 가격테스트 제한”(short sale price test restrictions)을 폐지하였다. 그 당시 공매도 가격테스트 제한은 1934년 증권거래법에 근거한 Rule 10a-1을 포함하고 있었다.⁷²⁾

SEC는 무차입공매도와 관계된 증권의 인도실패를 억제하기 위하여 1934년

69) 15 U.S.C. Sec. 78j(a)(1).

70) Exchange Act Release No. 34-55970; File No. S7-21-06(2007. 6. 28), p.4.

71) Exchange Act Release No. 34-50103; File No. S-23-03(2004. 7. 28) 참조.

72) SEC, "Proposed SEC 17 CFR PART 242(Release No. 34-59748; File No. S7-08-09) Amendments to Regulation SHO(2009.8), p. 3.

증권거래법의 의한 사기금지 규칙(antifraud rule)인 Rule 10b-21을 채택하였다. 이 규칙은 사기적인 공매도거래를 대상으로 한 것으로 브로커-딜러 또는 다른 시장참가자들을 속이는 공매도자를 규제하고 있다.⁷³⁾

또한 SEC는 Rule 204를 채택하였다. 이 규칙은 Regulation SHO의 임시규칙인 Rule 204T에 포함된 규정을 제한적인 수정을 통해 영구적인 것으로 하는 것이다. 이 규칙은 모든 지분증권의 무차입공매도의 남용을 억제함으로써 인도실패를 감소시키려는 SEC의 목적을 달성하기 위한 것이다.⁷⁴⁾

(2) NYSE Rule 440B와 NASD Rule 3350

2007년 SEC Rule 10a-1이 폐지되면서 관련 조항인 NYSE Rule 440B와 NASD Rule 3350도 함께 폐지되었다.

그러나 공매도의 차입인도요건은 1934년 증권거래법에 근거한 Regulation SHO의 Rule 203⁷⁵⁾와 일치하는 차입인도요건을 규정하고 있다.⁷⁶⁾ NASD Rule은 차입인도요건을 규정하고 있지 않다.

(3) 1994년 No-Action Letter의 공매도에 대한 입장과 프라임브로커

1934년 증권거래법에 의한 SEC Rule 10a-1은 어느 개인이 그의 계좌나 다른 사람의 계좌를 위하여 다음과 같은 조건에 해당되는 주식의 공매도에 영향을 미치지 못하도록 하고 있다. 즉 (i) 직전매도가 이하의 가격("minus tick"), 또는 (ii) 가장 최근의 다른 가격보다 낮은 경우에는 가장 최근의 매도가격("zero-minus tick")인 경우이다.⁷⁷⁾ 또한 1994년 No-Action Letter는 Rule 10a-1(c)를 브로커-딜러들이 주문에 매수 또는 매도를 기재하지 않고, 매도주문에 영향을 미치지 못하게 하는 규정으로 인용하였으며, 이러한 조건에 부응하는 것이 집행브로커에게 부과된 책임이라는 것도 지적하였다.⁷⁸⁾

73) Exchange Act Release No. 34-58744; File No. S7-08-08(2008. 10. 14), pp.1-2.

74) Exchange Act Release No. 34-60388; File No. S7-30-08(2009. 7. 27), p.1.

75) SEC Regulation SHO §204.203.

76) NYSE Rule 440C.

77) 폐지된 17 CFR § 240.10a-1(a).

집행브로커는 프라임 브로커 등으로부터 주식의 시가적절한 인도의 효력을 발생하기 위해 차입을 위해 이용될 수 있는 것을 확인할 의무가 있다. NASD와 NYSE는 고객의 공매도가 효력을 발생하기 전 회원사에게 증권이 이용될 수 있다는 것 또는 결제일에 인도를 위해 증권이 차입될 수 있다는 것을 확인하여야 한다. 또한 프라임 브로커는 매도의 성질에도 주의를 기울여야 하는데, 이것은 공매도가 신용거래계좌에 기록되어야 하고 Regulation T에 따른 증거금을 확보해야 하기 때문이다.

(4) 1994년 No-Action Letter의 공매도 관련 조건 개정논의

프라임 브로커 계약의 경우, 상이한 브로커-딜러들이 집행, 청산, 그리고 결제 서비스를 제공할 수 있고, 고객은 결제를 위해 프라임 브로커에게 증권을 인도할 수 있기 때문에, Regulation SHO는 청산회사(clearing firm: 이 경우 프라임 브로커)가 집행브로커에게 거래결제 정보를 제공할 의무를 부과하지는 않는다. 따라서 결제의 경우 집행브로커는 프라임 브로커가 인도할 증권을 차입할 수 없는지 여부를 확인할 수 없다. 2007년 3월 이러한 문제점을 개정하기 위하여 1994년 No-Action Letter의 개정을 고려하고 있다.⁷⁹⁾

6. 순자본요건과 고객보호요건

(1) SEC Rule 15c3-1과 15c3-3

1) SEC Rule 15c3-1의 순자본요건

브로커 또는 딜러는 항상 일정비율 이상의 최소한의 순자본을 보유하고 유지하여야 한다.⁸⁰⁾ 프라임 브로커가 파산하는 경우, 고객이 현금이나 증권을 반환

78) SEC, *supra* note 1, p.8.

79) GAO, "Regulation SHO, Recent actions appear to have initially reduced failures to deliver, but more industry guidance is needed", United States Government Accountability Offices Report to Congressional Requesters, GAO 09-483(May, 2009), pp.9-10.

받을 수 있도록 하기 위하여, 브로커 또는 딜러는 자신의 책임을 초과하는 자본을 유지할 것을 요구하고 있는 것이다.

또한 브로커-딜러는 영업과 관련하여 고객계좌를 위해 일정한 고객예탁금(free credit balances)으로부터 발생하는 펀드를 이용하는 것이 인정된다.⁸¹⁾

2) SEC Rule 15c3-3의 고객보호요건

브로커 또는 딜러는 고객계좌를 위하여 신속하게 주식을 실제로 점유하여 유지하거나 완전히 인도된 주식과 고객계좌로 이체된 초과신용 주식을 통제하여야 한다.⁸²⁾ 초과신용 주식(excess margin securities)이란, 완전히 지급되지 않았지만, 고객계좌의 총부채균형의 140%를 초과하는 한도에서 시장가치를 가지며, 브로커가 신용주식이 되지는 않을 것이라고 확인해주는 주식을 말한다.⁸³⁾ 그리고 브로커 또는 딜러는 고객의 독점수익을 관리하기 위하여 특별한 관리계좌를 개설할 수 있다. 이것은 브로커 또는 딜러의 다른 계좌와 분리되어야 하고, 15c3-3a에서 제시된 공식에 따라 최소한의 균형을 유지해야 한다.⁸⁴⁾ 브로커 또는 딜러의 증권대여계약이 Rule 15c3-3(b)(3)의 요건을 충족한다면, 실제로 증권을 소유하여 통제하는 것은 필요하지 않다. 브로커 또는 딜러는 고객을 보호하기 위하여 고객의 자산을 자신의 자산과 분리해야 한다.

(2) NYSE Rule 325와 Rule 402

1) NYSE Rule 325의 자본요건

거래소의 모든 회원은 SEC Rule 15c3-1에 의해 정해진 순자본요건을 준수해야 한다. 그리고 거래소 Rule 325의 추가적인 요건을 준수해야 한다. 그리고 거래소 회원은 일정한 경우 거래소에 24시간 이내에 순자본의 감소를 통지하여

80) 17 CFR § 240.15c3-1에서 상세한 규정을 두고 있다.

81) 17 CFR § 240.15c3-2.

82) 17 CFR § 240.15c3-3. 이 규정에서는 고객보호에 관하여 상세한 규정을 두고 있다.

83) 17 CFR § 240.15c3-3(a)(5).

84) 17 CFR § 240.15c3-3a.

야 한다.⁸⁵⁾ 그리고 SEC Rule 15c3-1의 요건을 충족시키는 위하여, NYSE는 상세한 규정을 두고 있다.⁸⁶⁾

2) NYSE Rule 402와 NASD Rule 3140의 고객보호요건

NYSE는 SEC Rule 15c3-3에 규정된 조건을 유지하기 위하여 고객보호에 관하여 상세한 규정을 두고 있다.⁸⁷⁾ 또한 NASD도 SEC Rule 15c3-3에 의한 고객보호요건을 충족하기 위하여 구체적인 규정을 두고 있다.⁸⁸⁾

7. 1940년 투자자문업법 제206(3)

투자자문업법 제206(3)은 투자자문업자가 고의로 특정 주식을 매도하거나 매수하기 위하여 직접 또는 간접적으로 고객계좌를 자신의 것인 것처럼 행동하는 것은 위법이고, 브로커처럼 행동하는 것도 위법하며, 그러한 거래의 종료전에 거래에 대한 고객의 동의를 받아 행동하는 범위를 고객에게 문서로 공개하지 않고 고의로 특정 주식거래에 영향을 주는 것도 위법하다고 하고 있다. 또한 이러한 행위를 금지하는 것은 브로커 또는 딜러가 거래와 관련하여 투자자문업자로 행동하지 않는다면, 브로커 또는 딜러의 특정 고객과의 일정한 거래에 적용되는 것은 아니라고 규정하고 있다.⁸⁹⁾

SEC는 투자자문업법 제206(3)을 신용거래 및 공매도와 관련하여 프라임 브로커에게 적용하였다.⁹⁰⁾

8. 프라임 브로커 계약

미국의 증권산업금융시장협회(Securities Industry and Financial Market

85) NYSE Rule 325.

86) NYSE Rule 326(a)부터 328까지는 자본요건에 관한 규정이다.

87) NYSE Rule 402.

88) NASD Rule 3140.

89) 15 USC 80b-6(3).

90) 이에 관한 상세한 내용은 SEC 1999 No-Action Letter(1999. 2. 22).

Association: SIFMA, 이하 “SIFMA”라 한다)는 표준 프라임 브로커 계약서를 제시하고 있다. 그것은 Prime Brokerage Agreement(Form 150)와 Agreement for Prime Brokerage Clearance Services(Form 151이다).

프라임 브로커 계약을 체결한 모든 프라임 브로커와 집행브로커들은 1994년 Prime Broker No-Action Letter에서 구체적으로 열거된 조건을 충족하여야 한다.⁹¹⁾ 프라임 브로커 계약에서, 1994년 Prime Broker No-Action Letter는 계약이 첫째, 프라임 브로커와 집행브로커 사이, 둘째, 프라임 브로커와 고객 사이, 셋째, 집행브로커와 고객 사이에 체결될 것을 요구하고 있다. 위의 세 종류 계약의 조건을 충족할 수 있는 표준계약서는 SIFMA가 마련하고 있고, 업계에서 널리 이용되고 있다. 표준계약서는 매우 상세하고 1994년 Prime Broker No-Action Letter의 조건에 따라 프라임 브로커와 집행브로커에게 중요한 의무를 부과하고 있다. 예를 들면, 프라임 브로커와 집행브로커의 일정한 의무는 고객에 대한 각 당사자의 관계에 대하여 설명되고 있다. 또한 고객과의 집행브로커 사이의 관계를 구체적으로 설명하고 있다. 그리고 이 표준계약서는 고객 확인과 증거금 등에 관한 내용을 포함하고 있다.⁹²⁾

IV. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방향

1. 프라임 브로커 규제에 관한 미국의 법정책과 시사점

미국의 경우, 헤지펀드에게 다양한 서비스를 제공하는 프라임 브로커의 개념이나 직접적인 규제에 관하여 연방증권법령이나 SEC Regulation과 Rule 등에서 정하고 있지는 않다. 다만 1994년 증권시장에서 프라임 브로커 영업을 하려고 하는 투자은행에게 Prime Broker No-Action Letter라는 형식으로 간접적인 규제를 하고 있다. 따라서 실정법상 프라임 브로커의 개념이나 역할에 관한 규

91) SEC의 1994년 No-Action Letter에 수반하여 제정된 NYSE Information Memo 94-6의 내용에 의하면, 거래소 조사직원들은 자신들의 조사의 일부로서 위 No-Action Letter에 포함되어 있는 모든 조건의 준수를 감시한다.

92) 상세한 내용은 Prime Brokerage Agreement, SIFMA Form 150((2001. 7)과 Prime Brokerage Clearance Service Agreement, SIFMA Form 151(2006. 5)에 나와 있다.

정은 존재하지 않고 SEC와 법원의 해석에 의해 프라임 브로커를 규제하고 있다고 볼 수 있다.

그러나 1994년 Prime Broker No-Action Letter에 의하면, 프라임 브로커가 충족해야 할 조건을 설명하고, 프라임 브로커 영업과 관련되는 연방증권법령을 구체적으로 열거하면서 이 법령을 준수할 것을 강제하고 있으며, 프라임 브로커 계약서는 1994년 Prime Broker No-Action Letter의 조건을 준수할 것을 요구하고 있다.

따라서 미국의 경우, 적극적인 입법형식을 통하여 프라임 브로커를 규제하지 않고 있으며, 프라임 브로커 계약을 자유롭게 허용하면서 1934년 증권거래법의 관련 조항과 프라임 브로커와 관계되는 SEC Rule의 조건을 준수하도록 하고 있다. 또한 프라임 브로커가 프라임 브로커营业을 하는 경우 수반되는 문제점을 극복할 수 있는 관련제도들인 증거금 규칙, 신용거래규칙, 고객확인규칙, 공매도규칙, 순자본 요건규칙과 고객보호규칙 등을 SEC가 시기적절하게 정비함으로써 프라임 브로커가 제 기능을 발휘할 수 있도록 하고 있다.

그리고 구체적인 사건이 발생한 경우, 그 사건과 관련하여 문제되는 법적쟁점을 SEC가 다루는 형식으로 규제를 하고 있는 점이다. 나아가 프라임 브로커 역할을 하는 투자은행이 그의 고객인 투자자로부터 제소를 당하는 경우는 매우 드물다. 그러나 최근 금융위기 이후 리만 브라더스의 파산 사건의 경우, 소가 연방파산법원에 제기됨으로써 투자자보호 문제가 거론되기에 이르렀다.

또한 금융위기의 주범으로 헤지펀드가 지목됨에 따라 헤지펀드를 규제하기 위한 수단으로 프라임 브로커를 이용하려는 움직임이 있다. 즉 프라임 브로커는 자신의 고객인 헤지펀드에 관한 정보를 SEC에 제공하도록 하는 것이다.

2. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방향

자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 헤지펀드의 도입근거로서 ‘적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구에 대한 특례’라는 제목의 규정을 마련하고(법제249조의2), 프라임 브로커와 관련된 제도인 신용공여⁹³⁾(법 제72조), 대

93) 현재 자본시장법은 신용공여에 관한 규정을 두고 있다(법제72조). 또한 자본시장법 시행령은 자

차거래⁹⁴⁾(법 제166조), 그리고 공매도⁹⁵⁾(법 제180조)에 관한 규정으로 구분하여 정하고 있다.

그런데 프라임 브로커 제도를 도입하는 경우 프라임 브로커는 헤지펀드에게 주식대여 등의 종합서비스를 제공하는 역할을 하므로 헤지펀드 도입근거 조항과 관련하여 프라임 브로커 개념을 정비할 필요가 있다. 또한 프라임 브로커를 도입하는 경우, 신용거래와 대차거래를 광범위하게 인정하게 될 것이고, 프라임 브로커의 공매도가 활성화될 가능성이 있다. 따라서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 신용공여, 대차거래, 그리고 공매도에 관한 규정은 프라임 브로커의 고객을 보호하는 방향으로 정비할 필요가 있다. 나아가 프라임 브로커의 영업은 기본적으로 프라임 브로커와 고객 사이의 계약에 의하여 진행되므로, 프

본시장법의 위임을 받아 신용공여의 기준과 방법을 정하고 있으며(동법시행령 제69조), 신용공여의 구체적인 기준과 담보비율 및 징수방법은 금융위원회의 금융투자업 규정 제4-21에서 신용공여 및 신용거래 등의 정의, 제4-22조에서 신용공여약정의 체결, 제4-23조에서 신용공여의 회사별 한도, 제4-24조에서 담보의 징구, 제4-25조에서 제4-27까지 담보에 관한 규제, 제4-29조에서 신용거래 등의 제한, 제4-31조에서 신용공여의 한도 및 보고 등에 관하여 상세한 규정을 두고 있다.

94) 자본시장법은 증권시장 및 파생상품시장 외에서 금융투자상품을 매매, 그 밖의 거래를 하는 경우 그 매매, 그 밖의 거래방법 및 결제의 방법 등 필요한 사항을 자본시장법 시행령으로 규정하도록 하고 있다(법 제166조). 이에 따라 증권의 대차거래에 관한 규정을 두어, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 증권의 대차거래 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 경우에 준수하여야 할 기준을 규정하고 있다(법제182조). 또한 자본시장법 시행령은 증권대차거래와 그 중개·주선 또는 대리업무는 금융투자회사 가운데 증권에 대한 투자매매업 또는 투자중개업을 경영하는 경우에만 해당된다고 규정하고 있다(법시행령 제43조 제5항 제5호).

95) 자본시장법은 일정한 예외적인 경우를 제외하고 원칙적으로 주체를 불문하고 공매도를 금지하고 있다(법제180조 제1항). 소유하지 아니한 상장증권의 매도(무차입 공매도)와 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도(차입 공매도)를 모두 금지하고 있다(법제180조 제1항 제1호, 제2호). 또한 자본시장법은 원칙적으로 공매도를 금지하면서 예외적으로 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 위하여 시행령으로 정하는 다음의 방법에 따라 한국거래소의 증권시장업무규정에서 정하는 가격으로 거래하는 경우에는 공매도를 할 수 있다(법제180조 제1항 단서, 시행령제208조 제2항).

그리고 한국거래소의 유가증권시장업무규정은 유가증권시장에서의 상장증권의 공매도에 관하여 상세한 규정을 두고 있다. 공매도 호가의 제한(유가증권시장업무규정 제17조, 제44조의2), 차입공매도호가의 가격제한(유가증권시장업무규정 제18조, 제44조의 3), 그리고 공매도호가의 사후관리(유가증권시장업무규정 제18조의2)에 관한 규정이다. 또한 코스닥시장업무규정도 차입공매도 호가제한의 근거를 두고 있으며(코스닥시장업무규정 제9조의2 제4항), 차입공매도 확인시 내용 및 절차의 명확화(제9조의2 제3항), 차입공매도 미실행확약제도의 도입(제9조의2 제3항), 공매도 규정 준수 확인체계의 구축(제9조의4 제1항 및 제2항), 공매도규정 위반자에 대한 사후관리의 강화(제9조의2 제4항 및 제9조의4 제3항)에 관한 규정 등을 두고 있다.

라임 브로커 표준계약서를 마련하고, 이 계약서의 준수여부를 감독할 필요가 있을 것이다.

또한 프라임 브로커는 금융투자업자 중 일정한 자격을 갖춘 자로 한정하는 적격성 기준을 마련하고, 일정한 신용등급 이상을 받는 경우에만 프라임 브로커 영업을 할 수 있도록 해야 한다. 프라임 브로커의 파산은 그의 고객인 투자자보호 문제를 발생시키기 때문에, 프라임 브로커의 자격을 엄격하게 제한하는 것이 프라임 브로커의 고객을 보호할 수 있는 길이다. 또한 프라임 브로커는 자신의 고객으로부터 제공받은 담보를 자신의 사적인 목적을 위해 담보로 제공하는 것이 일반적이다. 그러나 프라임 브로커의 고객보호 차원에서 자산의 재담보에 관한 상한을 설정하는 것이 바람직하다. 그리고 프라임 브로커의 재담보를 공시하게 하여 투명성을 확보하는 것이 필요하다.

그리고 프라임 브로커 계약과 관련되는 위험, 프라임 브로커가 보관하고 있는 자산의 성격 등의 공시를 통해 고객을 보호하는 것도 바람직한 방법이 될 것이다. 나아가 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 등에 프라임 브로커의 파산으로 인한 투자자보호에 관한 규정을 두어야 할 것이다.

V. 맺음말

프라임 브로커 산업은 지난 20년간 헤지펀드의 발달에 부응하여 발달한 상대적으로 새로운 업무 분야이다. 이것은 헤지펀드에 제공되는 중요한 서비스이며, 끊임없이 발전하고 있고, 고객의 필요에 부합하고 있다. 헤지펀드가 보다 커지고 복잡해지면서 프라임 브로커는 보다 많은 나라, 시장, 그리고 투자수단으로 그 영역을 확대하고 있다.

우리나라의 경우 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 헤지펀드 도입근거를 마련하고 현재 헤지펀드 도입을 준비 중이다. 그런데 헤지펀드가 도입되면, 헤지펀드에게 다양한 서비스를 제공하는 프라임 브로커도 동시에 도입해야 한다. 우리나라의 경우 현재 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 제정과 시행은 우리나라가 금융중심지로서 부상하기 위한 것이다. 따라서 금융시장에서 다양한 투자대상과 대안투자를 허용하는 것이 필수적이다.

2008년 금융위기의 주범으로 헤지펀드가 지목되면서 세계 각국은 헤지펀드에 대한 규제를 강화하고 있다. 그런데 헤지펀드를 간접적으로 규제하기 위한 방법으로 프라임 브로커를 규제하는 방법이 적절하다는데 세계적인 공감대가 형성되고 있다. 따라서 프라임 브로커는 헤지펀드를 규제하기 위한 방법으로도 이용될 수 있다.

프라임 브로커의 고객들은 자신의 거래 포지션을 보호하기 위한 방법으로 복수의 프라임 브로커를 이용하고 있다. 이러한 현상을 대형투자은행인 리만 브라더스의 파산으로 가속화되고 있다. 우리나라가 프라임 브로커 제도를 도입하는 경우 프라임 브로커는 언제나 충분한 초과증거금을 확보하도록 할 필요가 있다. 이것은 프라임 브로커의 파산에 대비한 고객의 보호책이 될 수 있다.

프라임 브로커는 금융시장이 발달한 국가에서 허용되고 있고, 특히 미국에서 최초로 시작되었다. 또한 헤지펀드가 성장과 프라임 브로커의 성장은 지속되고 있다. 우리나라가 헤지펀드와 프라임 브로커를 도입하는 경우 미국의 규제형식과 법률적인 쟁점을 미리 살펴보는 것은 프라임 브로커의 파산으로 인한 투자자보호를 위해 필요하다. 이 점에서 미국의 프라임 브로커 규제태도는 앞으로 우리나라에서 프라임 브로커 산업 발전을 통한 금융시장 발전을 도모하고 헤지펀드를 간접적으로 규제하는데 유용한 입법례가 될 수 있을 것이다.

[논문투고일 : 2010. 5. 17, 논문심사일 : 2010. 6. 9, 게재확정일 : 2010. 6. 17]



주제어

프라임 브로커, 헤지펀드, 비조치 의견서, 신용거래, 고개확인, 공매도, 순자본요건, 고객보호요건

참고문헌

- Explain Prime Brokerage/What is a prime broker, <http://primebrokerageguide.com/2008/08/explain-prime-brokerage-what-is-prime.html>
- GAO, "Regulation SHO, Recent actions appear to have initially reduced failures to deliver, but more industry guidance is needed", United States Government Accountability Offices Report to Congressional Requesters, GAO 09-483(May, 2009).
- Karrie H. McMillan & Larry E. Bergmann, "Hedge Funds and Prime Brokers: The Legal Relationship from the US Perspective", Hedge Funds and Prime Brokers, ed. Mark Berman, Risk Books, a Division of Incisive Financial Publishing Ltd(2007).
- Lawrence Cohen, "When a Prime Broker Fails - Critical Issues for Fund Managers in the Lehman Bankruptcy", Corporate & Finance Alert(2008. 10).
- Noah Melnick & Gary Barnett etc., Prime Broker Insolvency Risk - After the fall: what next", the hedgefund journal(2008. 11)
- Prime Brokerage Agreement, SIFMA Form 150((2001. 7).
- Prime Brokerage Clearance Service Agreement, SIFMA Form 151(2006. 5)
- SEC, Exchange Act Release No. 34-50103; File No. S-23-03(2004. 7. 28).
- SEC, Exchange Act Release No. 34-55970; File No. S7-21-06(2007. 6. 28).
- SEC, Exchange Act Release No. 34-58744; File No. S7-08-08(2008. 10. 14).
- SEC, Exchange Act Release No. 34-60388; File No. S7-30-08(2009. 7. 27).
- SEC, "Implications of the Growth of Hedge Funds", Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission(2003).
- SEC, "Proposed SEC 17 CFR PART 242(Release No. 34-59748; File No. S7-08-09) Amendments to Regulation SHO(2009.8).
- SEC, 1994 Prime Broker No-Action Letter.
- SEC, Regulation SHO.



The Prime Broker Regulation and Some Legal Implications in USA

Sang-Pog Lee

(Associate Professor, Sogang University Law School)

In many countries, Hedge Funds is introduced to develop capital market and provide various investment vehicles. Prime Broker provides Hedge Funds with total services, namely clearing and settle, custody, streamlined trading, securities lending, margin lending, and capital introduction. At present, Korea FSC considers the introduction of Hedge Fund. Therefore, the introduction of Prime Broker will be followed.

This article examines the regulatory developments with regard to Prime Broker in USA. The author begins with the definition and role of Prime Broker. And this article examines the legal arguments about Prime Broker in USA. Legal argument are composed of margin rules(Regulation T), issuing while part of a selling syndicate, issuance of securities confirmations(transaction confirmations), short sales, net capital, and custody requirements. In addition to, the author introduces 1994 Prime Broker No-Action Letter of SEC. Expecially, this article examines the 1934 Securities Exchange Act, SEC Rule, FRB Regulation T, NYSE rule, and NASD rule.

In recently, SEC is discussing about the Hedge Fund regulation, so Prime Broker will be able to the indirect regulation method. If Korea FSC will introduce Prime Broker soon or later, FSC have to consider Legal Implications, in other words, margin rules, short sales, net capital rules, and customer protection rules, etc. The Regulation of Prime Broker in USA will

contribute to the Korea's regulation of Prime Broker in the near future. And, the introduction of Prime Broker will develop Investment Bank and Capital Market of Korea in the future.

▶ Key words

prime broker, hedge fund, No-Action Letter, margin transactions, customer confirmation, short sales, net capital requirements, custody requirements