

# 자본시장법상 투자신탁의 자산운용행위규제

## Regulatory Provisions on Asset Management Activities by Investment Trusts under the Capital Market Act

오 성 근\*  
O. Sung-Keun

### 목 차

- I. 서 설
- II. 투자신탁의 자산운용대상
- III. 공모투자신탁에 대한 자산운용행위규제
- IV. 사모투자신탁에 대한 자산운용행위규제
- V. 맺음말

### 국문초록

2009년 2월 4일부터 시행되고 있는 자본시장법의 투자신탁관련 규정 중 많은 변화가 있었던 부분이 자산운용행위규제에 관한 것이다. 그 이유는 자산운용업무가 투자신탁업의 핵심이고, 자산운용회사는 자산운용권을 보유한 자이므로 시대 및 자본시장의 변화에 따라 규제 기준을 새롭게 설정할 필요가 있기 때문이다. 그리고 자본시장법이 그 규제대상인 금융투자상품에 대하여 포괄적인 입법방식을 취함에 따라 그에 부합하는 새로운 행위규제가 필요하였다는 점도 하나의 이유이다.

본고에서는 자산운용행위규제와 관련된 새로운 규정에 대한 해석론을 중심으로 고찰하여 보았다. 먼저 II에서는 투자신탁의 자산운용대상에 관하여 살펴보았다. 여기에서는 자산운용대상의 변천과정과 현행규정에 대하여 기술하였다. III.에서는 공모투자신탁

논문접수일 : 2009. 6. 2.

심사완료일 : 2009. 7. 23.

게재확정일 : 2009. 7. 23.

\* 법학박사·제주대학교 법학전문대학원 교수

탁에 대한 자산운용행위규제에 대하여 검토하였다. 여기에서는 공모투자신탁에 대한 해석론, 자산운용행위규제의 기초법리 및 현행규정에 대하여 기술하였다. IV에서는 사모투자신탁에 대한 자산운용행위규제에 대하여 기술하였다. 그리고 맺음말에서는 본문의 내용을 정리하면서 입법적으로 개선되어야 할 부분을 간략하게 제시하였다.

주제어 : 집합투자기구, 운용전문인력, 선행매매, 재간접투자신탁, 단기금융투자신탁

## 1. 서설

투자신탁<sup>1)</sup>은 영국에서 시작되어 많은 변천을 겪고 오늘날에 이르고 있다. 국가마다 다양한 유형의 투자신탁이 이용되고 있어 투자신탁에 대한 정의를 간명하게 내리기는 쉽지 않다. 또 다른 법제에 비해 연구 자료도 풍부한 편이 아니어서 이론적으로 체계화시키기 어려운 면도 있다. 다만 현재까지의 문헌과 실무에서의 경험을 토대로 투자신탁에 대한 정의를 내려보면 대위<sup>2)</sup>에 의한 투자대행제도라고 할 수 있다.

영국에서 투자신탁의 생성이 촉진된 객관적인 경제적 기반은 자본축적의 증대와 그 대중화 및 국내의 이자율 차이에 있었다. 이에 대해 주관적 동기는 증소형 자산가 층이 대외투자를 함에 있어서 위험의 공동방위라고 하는 점에 있었다.<sup>3)</sup> 그리하여 그 조직과 기구의 기반이 된 것이 신탁제도이었다. 따라서 투자신탁은 본래 대외투자와 관련하여 증소형 투자자들의 상부 상조적이고, 공동방위적인 조직이었다.<sup>4)</sup> 그러나 1920

1) 투자신탁이라는 용어를 사용하는 것이 이 제도의 본질에 비추어 타당한지 여부에 대해서는 국가마다 논쟁이 있다. 실무적으로도 여러 가지 표현이 사용된다. 미국, 영국, 캐나다 및 호주와 같은 앵글로색슨계는 일반적으로 Investment Trust, Investment Trust Company라고 표현한다. 영국은 Trust Company라는 용어도 투자신탁의 의미로 사용된다. 독일과 프랑스와 같은 대륙법계에서는 Kapitalanlagegesellschaft, Fonds Commun des Placement하는 용어가 널리 사용된다. 다만 앵글로색슨계에서는 전통적으로 법적·경제적으로 신탁이라는 이념이 강하고, 대륙법계에서는 공유라는 이념이 내재되어 있다.

2) Liefmann, *Beteiligungs-und Finanzierungsgesellschaften*, 1931, S. 96-7 참조.

3) Grayson, *Investment Trusts, Their origin, development and operation*, 1928, p.12 참조.

4) 최초의 투자신탁에 대하여는 다품이 있으나, 1868년에 설립된 Foreign and Colonial Government Trust를 최초의 투자신탁으로 보는 것이 일반적이다. 이러한 주장은 주로 이 신탁의 설립취지서를 근거로 한다(통설). 이 신탁의 설립취지서에는 그 목적을 "주로 외국 및 식민지 정부증권 등 복수의 증권에 분산투자함으로써 투자위험을 경감시키고 증산층 투자자에게도 대자본가가 향유하는 이익을 누리게 한다."라는 데 두고 있다(Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*, 1997, pp.7~46; Robert Cole, *Unit and Investment Trusts*, 1997, pp.9~21; Timothy C. Cornick · Bridget C. Barker · Nigel L. Doran · Bridget Hui · Stephen C. Robinson, *Collective Investment Schemes - The Law and Practice*, 2002, pp.201~206.).

년대 대공황 이후에는 부자들의 투자신탁(Richman's Investment Trust)이라는 평을 들을 만큼 투자신탁의 이용 층이 확대되고 있다. 그 이유는 투자신탁의 자산운용성과가 탁월하였기 때문이다.

우리나라의 투자신탁관련 법은 1969년 8월 증권투자신탁업의 제정<sup>5)</sup> 이후 그 동안 몇 차례의 변천과정을 겪어 왔다. 증권투자신탁업법을 대폭 개정하는 방식으로 2003년 10월에 제정<sup>6)</sup>된 간접투자자산운용업법(이하 '자산운용업법'이라 한다)은 기존의 투자신탁을 포함하는 용어로서 간접투자기구라는 광의의 개념을 도입하였고,<sup>7)</sup> 자산운용대상을 대폭적으로 확대하였다.<sup>8)</sup> 자산운용업법은 2009년 2월 4일부터 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 한다)로 포섭되었다. 따라서 1969년 제정된 투자신탁관련 단행법은 폐지되었고, 다른 법률과 함께 통합규제를 받게 되었다.<sup>9)</sup>

자본시장법은 집합투자기구(collective investment scheme)라는 개념을 도입하여 자산운용업법상 간접투자기구를 포섭하고 있다(자본시장법 제9조 제18항 참조). 현재 투자신탁은 집합투자기구의 하나의 유형이다. 자본시장법상 투자신탁은 자산운용회사인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 위탁자의 지시에 따라 투자운용하게 하는 신탁형태의 집합투자기구를 말한다(동법 제9조 제18항 제1호).

자본시장법상 투자신탁관련 규정 중 가장 많은 변화의 하나가 자산운용행위규제에 관한 부분이다. 그것은 ① 투자신탁제도에서는 자산운용행위가 핵심이고, 자산운용회사는 자산운용상 절대적인 재량권을 보유하고 있기 때문에<sup>10)</sup> 시대의 변화 및 자본시장의 변화에 따라 새로운 투자자 보호 기준을 설정할 필요가 있고, ② 자본시장법이 금융투자상품이라는 새로운 개념을 도입하면서 포괄주의 입법방식을 채택함에 따라 투자신탁의 투자대상도 종전보다 확대되었고, 그에 따른 행위규제를 더욱 정치하게 할 필요성이 있었기 때문이다.

5) 법률 제2129호.

6) 법률 제6987호.

7) 동법 제2조 제2호에 따르면 "간접투자기구"란 간접투자를 수행하기 위한 투자신탁과 투자회사를 말한다.

8) 이에 관한 상세한 내용은 오성근, "간접투자자산운용업법에 대한 고찰", 『증권법연구』, 제5권 제2호, 한국증권법학회, 2004. 12. 5면 참조.

9) 이러한 규제방식은 영국의 1986년 금융서비스법 혹은 2000년 금융서비스·시장법과 유사하다. 다만 국가에 따라서는 여전히 투자신탁을 다른 법률과 분리하여 규제하는 국가가 있다. 미국의 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)이 대표적인 예이다. 이에 비하여 영국과 미국의 규제형태를 절충하여 입법화한 국가도 있다. 일본의 경우가 대표적인 예이다. 일본은 우리나라의 자본시장법과 유사한 「금융상품거래법」과 「투자신탁과 투자법인에 관한 법률」을 투자신탁에 관한 준거법으로 삼고 있다(野村アセットマネジメント株式会社, 『投資信託の法務と實務』, 金融財政事情研究会, 2008. 28-33면).

10) 맹수석, "투자신탁자산의 운용상 주의의무와 투자고객 보호방안", 『증권법연구』, 제6권 제2호, 한국증권법학회, 2005. 180-183면.

따라서 본 논문은 자본시장법의 시행에 따라 투자신탁의 투자대상이 어떻게 확대되었는지 그리고 그에 따른 자산운용행위규제를 고찰하는 것을 목적으로 한다. 고찰을 함에 있어서는 크게 공모투자신탁과 사모투자신탁으로 나누고자 한다. 또한 새로운 법규의 해석론을 중심으로 기술하고자 한다.

한편 여기서 투자신탁이라 함은 계약형투자신탁을 의미한다. 회사형투자신탁인 투자회사에 대한 기술은 지면관계상 생략한다. 그리고 조문을 인용함에 있어서 '자본시장법'은 '법'으로, '자본시장법시행령'은 '시행령'으로, '자본시장법시행규칙'은 '시행규칙'으로 주로 약칭하고자 한다.

## II. 투자신탁의 자산운용대상

### 1. 자산운용대상의 변천

1969년 제정증권투자신탁업법은 자산운용회사(위탁회사)로 하여금 신탁재산을 주로 증권시장에 상장된 유가증권에 투자하여 운용하도록 하고 있었다(동법 제8조 제1항). 다만 자산운용회사는 신탁재산 중 일시 여유자금에 있을 때에는 이를 금융기관에의 예치 또는 단기대출(콜론)의 방법으로 운용할 수 있었다(동법 동조 제2항). 여기서 말하는 유가증권이라 함은 1968년 개정된 증권거래법<sup>11)</sup> 제2조 제1항에서 정의하고 있는 유가증권을 말한다. 당시 증권거래법 제2조는 유가증권을 ① 국채증권(제1호), ② 지방채증권(제2호), ③ 특별한 법률에 의하여 정부 또는 법인이 발행한 채권(제3호), ④ 사채권(제4호), ⑤ 특별한 법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 출자증권(제5호), ⑥ 주권 또는 신주인수권을 표시하는 증서(제6호), ⑦ 외국 또는 외국법인이 발행한 증권 또는 증서로서 전 각호의 증권 또는 증서의 성질을 구비한 것 중 재무부장관이 지정한 것(제7호), ⑧ 기타 대통령령으로 정하는 증권 또는 증서(제8호)로 정의하고 있었다. 그리고 증권거래법 제2조 제1항 제8호에 의한 유가증권으로는 신탁업법의 규정에 의하여 신탁회사가 발행하는 수익증권이 있었다(1968년 증권거래법 시행령 제1조의 2).

이와 같은 유가증권의 정의 중에서 자산운용회사는 주로 상장유가증권에 투자·운용할 수 있었을 뿐이므로 그 대상이 매우 제한적이었다고 할 수 있다. 제정증권투자신탁업법이 자산운용회사로 하여금 주로 상장유가증권에 투자·운용하게 한 것은 당시

11) 법률 제2066호.

증권거래소에 상장된 유가증권에 대한 일반적인 인식에서 기인한다. 당시 증권거래소에서 매매를 할 수 있었던 유가증권은 국민경제에 기여할 수 있고, 투자자 보호에 문제가 없는 증권으로 한정되어 있었으며, 증권거래소 시장에 상장된 유가증권은 매매거래상의 제반시설과 기술을 이용하기 때문이다. 그리하여 시장성이 확보되어 유가증권 발행자로 하여금 시장을 통하여 거액의 자금을 쉽게 조달할 수 있게 하고, 투자자에게는 유가증권의 수급에 따라 공정하게 형성된 가격으로 자유롭게 자금을 투자하고 회수할 수 있게 한다는 신뢰성이 있었다. 제정증권투자신탁업법이 신탁재산의 투자운용대상을 상장된 유가증권으로 제한한 것은 이러한 인식을 바탕으로 한다.<sup>12)</sup>

이후 자산운용회사가 투자·운용할 수 있는 대상은 증권투자신탁업법의 개정 및 증권거래법상 유가증권의 개념정의의 변화에 따라 수차례 변화하여 왔다. 최근 가장 획기적인 변화는 2003년 자산운용업법의 제정에 있었다. 그 배경에는 1990년대 후반부터 자본시장의 글로벌화가 진전되어 국내 자산운용회사도 외국의 우수한 자산운용회사와 경쟁을 벌여야 하였고, 이를 위하여는 다양한 자산운용상품이 개발·공급되어야 한다는 요청이 있었다.<sup>13)</sup>

종래 자산운용업법 제2조 제1호는 자산운용대상을 ① 투자증권(가목),<sup>14)</sup> ② 장내파생상품<sup>15)</sup> 또는 장외파생상품<sup>16)</sup>(나목), ③ 부동산(다목), ④ 실물자산(라목),<sup>17)</sup> ⑤ 그 밖에 대통령령이 정하는 것(마목)으로 크게 확대하였다. 동법 제2조 제1호 마목에 따라 시행령 제3조는 ① 간접투자증권 및 「신탁업법」에 따라 발행된 수익증권(제1호), ② 사모투자전문회사의 지분(제1호의 2), ③ 보험금지급청구권<sup>18)</sup>(제2호) ④ 「기업구조

12) 한국투자신탁, 「증권투자신탁업법개론」, 한국투자신탁, 1989, 189면.

13) 오성근, 전계 논문, 8면.

14) 자산운용업법 제2조 제7호에 의거 투자증권이라 함은 ① 증권거래법상 유가증권(유가증권유통 등 대통령령이 정하는 것을 제외한다)(가목), ② 금융기관이 발행·매출 또는 증개하는 어음 및 채무증서(나목), ③ 「외국환거래법」에 의한 외화증권 중 대통령령이 정하는 것(다목), ④ 그 밖에 재산적 가치가 있는 권리가 표시된 증서 중 대통령령이 정하는 것(라목)을 말한다.

15) 자산운용업법 제2조 제8호에 의거 장내파생상품이라 함은 「증권거래법」 제2조 제12항의 규정에 의한 유가증권시장, 동법 제2조 제14항의 규정에 의한 코스닥시장, 「선물거래법」 제3조 제3호의 규정에 의한 선물시장 또는 이와 유사한 시장으로서 대통령령이 정하는 외국에 있는 시장(이하 이 조에서 '유가증권시장 등'이라 한다)에서 통화·투자증권·금리·간접투자증권·부동산·실물자산 또는 통화·투자증권·금리·간접투자증권·부동산·실물자산의 가격이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래로서 대통령령이 정하는 거래를 말한다.

16) 자산운용업법 제2조 제9호에 의거 장외파생상품이라 함은 유가증권시장 등의 밖에서 통화·투자증권·금리·간접투자증권·부동산·실물자산 또는 통화·투자증권·금리·간접투자증권·부동산·실물자산의 가격이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래로서 대통령령이 정하는 거래를 말한다.

17) 자산운용업법 제2조 제10호 의거 실물자산이라 함은 농산물·축산물·수산물·임산물·광산물·에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품 그 밖에 이와 유사한 것으로서 대통령령이 정하는 것을 말한다.

조정 촉진법」상 금전채권(제3호),<sup>19)</sup> ⑤ 어음(제4호),<sup>20)</sup> ⑥ 유가증권, 부동산, 실물자산, 금전채권 등 신탁에 의한 수익권(제5호), ⑦ 특정사업으로부터 발생하는 수익을 분배받을 수 있는 계약상의 출자지분 또는 권리(제6호), ⑧ 익명조합·합자회사 또는 유한회사에 대한 출자지분을 나타내는 증권 또는 증서(제6호의 2), ⑨ 자산을 운용하고 그 수익을 분배할 것을 내용으로 하는 조합계약에 의한 조합<sup>21)</sup>의 지분(제7호), ⑩ 지상권·전세권·임차권 등 부동산의 사용에 관한 권리(제8호), ⑪ 어업권(제9호), ⑫ 광업권(제10호) 등을 자산운용대상으로 정하고 있었다.

## 2. 현행규정

자본시장법은 투자신탁의 자산운용대상으로서 단순히 ‘재산적 가치가 있는 투자대상 자산을 취득·처분의 방법으로 운용’이라는 포괄적인 규정만을 두고 있다(동법 제6조 제5항). 그리고 재산적 가치에 대한 정의규정을 별도로 두지 않고 있다. 따라서 경제적·각종 법제상으로 자산의 가격을 공정하게 평가할 수 있고 공정가격에 따라 거래할 수 있는 자산이라면 재산적 가치가 있는 자산으로 볼 수 있고,<sup>22)</sup> 투자신탁의 자산운용 대상이 된다. 즉, 재산적 가치가 있는 투자대상자산이란 가격을 공정하게 평가할 수 있는 거의 모든 자산을 포괄하는 개념이며, “취득·처분, 그 밖의 운용방법”으로 운용 가능한 자산이다.

이러한 입법태도는 자본시장법에서 금융투자상품을 포괄적으로 정의(제3조)하고 있는데<sup>23)</sup> 따르는 변화이다. 즉 종래의 증권투자신탁업법 및 자산운용업법은 증권거래법 및 선물거래법 등이 유가증권 또는 파생상품에 대한 정의를 열거주의를 채택함에 따른 산물로서, 투자신탁의 자산운용대상을 주로 증권거래법이나 선물거래법에서 열거하고 있는 유가증권 및 파생상품으로 한정하여 왔다. 이에 비하여 현행법은 금융투자상품을 목적, 투자성, 금전의 이전 및 계약상의 권리 등을 4가지 개념 요소로 하여 개별

18) 제3자에게 양도할 수 있는 경우에 한한다.

19) 유가증권 또는 어음에 의하여 표창되는 것을 제외한다.

20) 자산운용업법 제2조 제7호 나목의 어음, 즉 대통령령이 정하는 금융기관이 발행·매출 또는 증개하는 어음을 제외한다.

21) 자산운용업법 제2조제2항 제5호 내지 제8호의 조합에 한한다.

22) 조상욱·이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점”, 「BFL」, 제22호, 서울대학교 금융법센터, 2007. 3. 29면 참조.

23) 이에 관한 상세한 내용은 하삼주, “금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책”, 「상사법연구」, 제26권 제2호, 한국상사법학회, 2007. 100면 이하; 김병연, “자본시장법상 금융투자상품 규제체계”, 「인권과 정의」, 제389호, 대한변호사협회, 2009. 21면 이하 참조.

법제에 산재하여 있는 한정적 열거주의에 의한 금융상품 정의의 한계를 극복하고자 하고 있다. 그리하여 투자신탁의 자산운용대상도 '재산적 가치'라는 표현을 사용하여 포괄주의 입법방식과 조화를 추구하고 있다고 볼 수 있다.

따라서 자본시장법상 투자신탁의 자산운용대상은 원칙적으로 모든 금융투자상품을 포함한다. 동법 제4조의 증권에 포함되는 채무증권,<sup>24)</sup> 지분증권,<sup>25)</sup> 수익증권,<sup>26)</sup> 투자계약증권,<sup>27)</sup> 파생결합증권<sup>28)</sup> 및 증권예탁증권<sup>29)</sup>은 물론, 장내파생상품<sup>30)</sup>과 장외파생상품<sup>31)</sup>(동법 제5조 제2항)도 자산운용대상이 된다.

### Ⅲ. 공모투자신탁에 대한 자산운용행위규제

#### 1. 공모투자신탁 관련 규정

자본시장법은 사모투자신탁(법 제9조 제19항)과는 달리 공모투자신탁의 개념을 별도로 정의하지 않고 있다. 따라서 공모투자신탁의 개념에 대하여는 해석에 의존하여야 한다. 자본시장법상 공모라 함은 청약의 권유를 하는 날 이전 6개월 이내에 해당 증권과 같은 종류의 증권에 대하여 모집이나 매출에 의하지 아니하고 청약의 권유를 받은 자를 합산하는 방법에 따라 산출한 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취

- 24) 자본시장법에서 채무증권이란 국채증권, 지방채증권, 특수채증권, 사채권, 기업어음증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제3항).
- 25) 자본시장법에서 지분증권이란 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 상법에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 민법에 따른 조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분이 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제4항).
- 26) 자본시장법에서 수익증권이란 신탁업자(제110조)의 수익증권 투자신탁(제189조)의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제5항).
- 27) 자본시장법에서 투자계약증권이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제6항).
- 28) 자본시장법에서 파생결합증권이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제7항).
- 29) 자본시장법에서 증권예탁증권이란 제2항 제1호부터 제5호까지의 증권을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제8항).
- 30) 자본시장법에서 장내파생상품이란 파생상품으로서 파생상품시장에서 거래되는 것 또는 해외 파생상품시장에서 거래되는 것을 말한다(동법 제5조 제2항).
- 31) 자본시장법에서 장외파생상품이란 파생상품으로서 장내파생상품이 아닌 것을 말한다(동법 제5조 제3항).

득의 청약권을 권유하는 것을 말한다(법 제9조 제7항·시행령 제11조 제1항). 다만 자본시장법은 50인을 산출함에 있어서 제외하여야 할 대상자를 명시하고 있는데, 그 내용을 살펴보면 다음과 같다(시행령 제11조 제1항).

첫째, ① 국가, ② 한국은행, ③ 시행령 제10조 제2항 제1호부터 제17호까지의 어느 하나에 해당하는 자,<sup>32)</sup> ④ 동법 제10조 제3항 제1호부터 제11호까지의 어느 하나에 해당하는 자<sup>33)</sup>는 제외된다(시행령 제11조 제1항 제1호 가목). 그리고 시행령 제10조 제3항 제12호(법률에 따라 설립된 기금 및 그 기금을 관리·운용하는 법인)·제13호(법률에 따라 공제사업을 경영하는 법인)에 해당하는 자 중 금융위원회가 정하여 고시하는 자<sup>34)</sup>(시행령 동조 동호 나목), 공인회계사법에 따른 회계법인(시행령 동조 동호 다목), 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에 따른 신용평가업자(시행령 동조 동호 라목), 증권발행인에게 회계, 자문 등의 용역을 제공하고 있는 공인회계사·감정인·변호사·변리사·세무사 등 공인된 자격증을 가지고 있는 자(시행령 동조 동호 마목), 그 밖에 발행인의 재무상황이나 사업내용 등을 잘 알 수 있는 전문가로서 금융위원회가 정하여 고시하는 자<sup>35)</sup> 등도 제외된다(시행령 동조 동호 바목).

둘째, ① 발행인의 최대주주<sup>36)</sup>와 발행주식총수의 100분의 5 이상을 소유한 주주, ② 발행인의 임원<sup>37)</sup> 및 우리사주조합원, ③ 발행인의 계열회사와 그 임원, ④ 발행인이 주권비상장법인<sup>38)</sup>인 경우에는 그 주주, ⑤ 외국 법령에 따라 설립된 외국 기업인 발행

32) 여기에는 1. 은행법에 따른 금융기관, 2. 한국산업은행, 3. 중소기업은행, 4. 한국수출입은행, 5. 농업협동조합중앙회, 6. 수산업협동조합중앙회, 7. 보험회사, 8. 금융투자업자(동법 제22조에 따른 경영금융투자업자는 제외한다), 9. 증권금융회사, 10. 종합금융회사, 11. 자금증개회사, 12. 금융지주회사, 13. 여신전문금융회사, 14. 상호저축은행 및 그 중앙회, 15. 산림조합중앙회, 16. 새마을금고연합회, 17. 신용협동조합중앙회 등이 포함된다.

33) 여기에는 1. 예금자보호법에 따른 예금보험공사 및 정리금융기관, 2. 한국자산관리공사, 3. 한국주택금융공사, 4. 한국투자공사, 5. 금융투자협회, 6. 한국에탁결제원, 7. 한국거래소, 8. 금융감독원, 9. 집합투자기구(금융위원회가 정하여 고시하는 것은 제외한다), 10. 신용보증기금, 11. 기술신용보증기금 등이 포함된다.

34) 동법시행령 제11조 제1항 제1호 나목에서 금융위원회가 정하여 고시하는 자란 1. 공적자금상환기금, 2. 국민연금기금, 3. 군인연금기금, 4. 부실채권정리기금, 5. 예금보험기금, 6. 외국환평행기금, 7. 국민주택기금, 8. 「법인세법시행규칙」 제9조에서 정하는 기관투자자(이 경우 시행령 제10조 제2항 제16호 및 제17호, 동조 제3항 제10호 및 제11호를 제외한다) 등을 말한다.

35) 동법시행령 제11조 제1항 제1호 바목에서 금융위원회가 정하여 고시하는 자란 1. 중소기업창업투자회사, 2. 그 밖에 제1호 및 동법시행령 제11조 제1항 제1호 각 목의 전문가와 유사한 자로서 발행인의 재무내용이나 사업성을 잘 알 수 있는 특별한 전문가라고 금융감독원장(이하 "감독원장"이라 한다)이 정하는 자를 말한다.

36) 자본시장법 제9조 제1항 제1호에 따른 최대주주를 말한다.

37) 상법 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다.

38) 주권을 모집하거나 매출한 실적이 있는 법인은 제외한다.



인이 종업원의 복지증진을 위한 주식매수제도 등에 따라 국내 계열회사의 임직원에게 해당 외국 기업의 주식을 매각하는 경우에는 그 국내 계열회사의 임직원, ⑥ 발행인이 설립 증인 회사인 경우에는 그 발기인, ⑦ 그 밖에 발행인의 재무상황이나 사업내용 등을 잘 알 수 있는 연고자로서 금융위원회가 정하여 고시하는 자<sup>39)</sup> 등도 50인 이상 인수 산출에서 제외된다(시행령 제11조 제1항 나목).

## 2. 공모투자신탁에 대한 해석론

공모투자신탁에 대한 해석을 함에 있어서는 자본시장법상 사모투자신탁의 정의규정을 살펴볼 필요성이 있다. 그 이유는 사모투자신탁에 관하여 정의를 내리고 있는 동법 제9조 제19항과의 관계를 명확히 하여야 하기 때문이다. 자본시장법에 따르면 사모투자신탁이란 수익증권을 사모(동법 제9조 제8항)로만 발행하는 투자신탁으로서 대통령령으로 정하는 투자자<sup>40)</sup>의 총수가 49인 이하인 투자신탁을 말한다. 즉 적격투자자<sup>41)</sup>가 아닌 일반투자자를 대상으로 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 49인 이하로 권유하는 신탁으로서 그 결과 수익증권의 취득자가 49인 초과 투자신탁이라고 해석할 수 있다. 이와 같이 사모투자신탁은 수익증권 '취득청약의 권유자 수'와 '취득자의 수'라는 이중기준을 두고 있다. 이를 반대로 해석하면 공모투자신탁이란 수익증권을 공모로만 발행하는 투자신탁으로서 대통령령이 정하는 투자자의 총수가 49인 이하의 투자신탁으로 해석될 여지가 있다.

39) 동법시행령 제11조 제1항 제2호 사목에서 금융위원회가 정하여 고시하는 자란 1. 발행인(설립증인 회사 제외)의 재품을 원재료로 직접 사용하거나 발행인(설립증인 회사 제외)에게 자사제품을 원재료로 직접 공급하는 회사 및 그 임원, 2. 발행인(설립증인 회사 제외)과 대리점계약 등에 의하여 발행인의 제품 판매를 전업으로 하는 자 및 그 임원, 3. 발행인이 협회 등 단체의 구성원이 언론, 학술 및 연구 등 공공성 또는 공익성이 있는 사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립증인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원, 4. 발행인이 지역상공회의소, 지역상인단체, 지역농어민단체 등 특정지역 단체의 구성원이 그 지역의 산업폐기물 처리, 금융·보험서비스 제공, 농수축산물의 생산·가공·판매 등의 공동사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립증인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원, 5. 발행인이 동창회, 종친회 등의 단체 구성원이 총의에 의하여 공동의 사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립증인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원, 6. 법 제159조제1항에 따른 사업보고서 제출대상법인이 아닌 법인(이하 이 조에서 "사업보고서 미제출법인"이라 한다)의 주주가 그 사업보고서 미제출법인의 합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할 및 분할합병의 대가로 다른 사업 보고서 미제출법인이 발행한 증권을 받는 경우 그 주주, 7. 기타 제1호부터 제6호까지 및 영 제11조제1항제2호 각 목의 연고자와 유사한 자로서 발행인의 재무내용이나 사업성을 잘 알 수 있는 특별한 연고자라고 감독원장이 정하는 자 등을 말한다.

40) 대통령령으로 정하는 투자자란 1. 동법시행령 제10조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자, 2. 제10조 제3항 제12호·제13호에 해당하는 자 중 금융위원회가 정하여 고시하는 자를 말한다.

41) 적격투자자사모투자신탁에 대하여는 이러한 인수의 제한이 없다(자본시장법 제249조의 2).

그러나 대칭되는 개념에 대한 자본시장법의 입법방식을 전체적으로 살펴볼 때 위와 같은 해석은 무리가 있다. 즉 자본시장법은 ① 금융투자상품을 증권과 파생상품으로 정의하면서 각 상품의 정의에 관한 규정을 별도로 두고 있는 점(동법 제3조 제2항, 제4조·제5조), ② 공모와 사모에 대한 개념을 명시하고 있는 점(동법 제9조 제7항·제8항), ③ 전문투자자와 일반투자자에 대한 개념을 별도로 두고 있는 점(동법 제9조 제5항·제6항)등에서 그러하다.

위에서 알 수 있는 바와 같이 입법자가 공모투자신탁을 정의함에 있어서 사모투자신탁과 같은 이중의 기준을 적용할 것을 의도하였다면, 그에 관한 명시적인 규정을 두고 그에 해당하지 아니하는 투자신탁을 사모투자신탁으로 정의하거나 아니면 각각의 개념을 별도로 규정하였을 것으로 추론된다. 그와 같은 규정이 없는 한 공모투자신탁은 공모에 관한 동법 제9조 제7항에 의거 설정된 투자신탁으로 보아야 하고, 사모투자신탁에 관한 규정은 일반 사모제도를 탈법적으로 이용하여 설립되는 투자신탁에 대하여 다른 규제를 가하고자 하는 정책적 의지가 반영된 결과로 보아야 한다.

따라서 자본시장법상 공모투자신탁이란 법령에서 정하는 자를 제외하고 50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 수익증권의 취득의 청약을 권유하는 신탁으로서 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 위탁자의 지시에 따라 투자·운용하게 하는 투자신탁이라고 해석한다(동법 제9조 제7항·제18항).

### 3. 자산운용행위규제의 기초법리

#### (1) 현행규정

자본시장법은 금융투자업자로 하여금 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하도록 하여, 이른바 신의성실·공정의무를 부담시키고 있다(법 제37조 제1항). 이에 따라 자산운용업자(위탁자)도 신의성실의 원칙과 공정의무에 반하지 않도록 자산운용업을 영위하여야 한다. 그리고 자본시장법은 자산운용업자에게 신의성실·공정의무와는 별도로 선량한 관리자의 주의로써 투자신탁재산을 운용하여야 하며, 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하고 있다(동법 제79조 제1항·제2항). 이른바 충실의무를 부담시키고 있는 것이다.

이와 같이 자산운용업자는 사법관계의 기초법리인 민법 제2조의 신의성실의 원칙에 따른 법리 이외에 공정의무를 준수하여야 하며, 선관주의무와 충실의무도 부담한다. 따라서 자본시장법상 투자자 보호에 관한 기초법리는 신의성실·공정의무, 선관주의무 및 충실의무라고 할 수 있다.

**(2) 신의성실·공정의무와 선관주의의무의 관계**

자산운용업자는 투자자와의 관계에서 수임인의 지위에 서게 되므로 자산운용업을 영위함에 위임의 본지에 따라 민법상 선량한 관리자로서의 주의의무를 부담한다(민법 제680조·제681조 참조). 이러한 점에서 자산운용업자에게 민법 제2조의 신의성실의무를 부담하게 하는 것은 적어도 자산운용업자의 자산운용행위에는 적절하지 않고, 선관주의의무를 부담하게 하는 것으로 족하다고 볼 수 있다. 이 점 자본시장법이 사법관계에 적용되는 신의성실의무를 규정한 것은 동 의무의 적용범위가 선관주의의무 보다 넓다는 것을 주의적으로 규정한데 불과함을 의미한다. 다만 자본시장법이 제37조 제1항에서 신의성실의무 이외에 공정의무를 추가한 것은 적지 않은 의의를 가지고 있다.

첫째, 시장의 건전성 확보라는 측면에서 동 규정의 의의가 있다. 자본시장법 제1조는 법의 목적사항으로 시장의 건전성 확보를 예시하고 있지는 않지만, 법은 시장의 존재를 예정하고 있다. 그리고 자산운용업자는 시장과 투자자를 연결하는 접점으로서 기능한다. 따라서 자산운용업자는 신의성실·공정의무에 따라 거래의 공정성을 확보함으로써 시장의 건전성을 추구하여야 함을 강제하고 있다고 볼 수 있다.

둘째, 자본시장법상 미공개중요정보 이용행위 금지(동법 제174조)에 관한 조항은 자산운용 시 자산운용회사에 대한 공정의무준수에 관한 구체적 규정이라고 할 수 있다. 자산운용회사는 주권상장법인의 신탁재산으로 주요주주<sup>42)</sup>에 해당하는 정도의 주식을 보유할 수가 있다. 이 경우 자산운용회사의 임직원 및 대리인(동법 제174조 제1항 제5호)은 미공개정보를 이용하여 주식매매를 하고 이득을 취할 수 있다. 그러한 거래는 궁극적으로 투자신탁 투자자의 이익을 해할 뿐만 아니라 시장의 공정성에 대한 투자자의 신뢰를 손상시킨다. 법리적으로 보면, 자산운용행위와 관련하여 자산운용회사의 임직원 등은 원칙적으로 투자자와 직접적인 법률관계를 가지지 않기 때문에 투자자에 대한 책임을 질 이유는 없다. 그러나 공정의무가 추가됨으로써 이에 반한 자산운용행위로 인하여 고객에게 손해를 입힌 때에는 자산운용회사의 임직원 등도 투자자에 대하여 직접 책임을 부담하는 법리적 근거가 마련되었다고 볼 수 있다. 그리고 자본시장법은 자산운용회사의 임직원으로서 하여금 제3자에 대한 손해배상책임을 지도록 하고 있는데(동법 제175조), 그것은 자산운용회사의 임직원 등이 미공개중요정보 등을 이용하는 행위가 공정의무에 반한다고 보고 있기 때문이다.

42) 자본시장법 제9조 제2항 제1호에 따르면 주요주주라 함은 가. 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 법인의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식(그 주식과 관련된 증권예탁증권을 포함한다)을 소유한 자. 나. 임원의 임면(임면) 등의 방법으로 법인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주로서 대통령령으로 정하는 자를 말한다.

셋째, 자본시장법상 시세조종행위 등의 금지(동법 제176조)에 관한 조항도 자산운용시 자산운용회사에 대한 공정성의무준수에 관한 구체적 규정이라고 할 수 있다. 자본시장법은 누구든지 시세조종행위를 하여서는 아니 된다고 규정하여 시세조종행위주체를 한정시키지 않고 있다. 자산운용회사 및 해당 임직원 등도 동 규정의 적용을 받게 된다. 자산운용회사 및 운용전문인력(fund manager)의 경쟁력의 척도는 회사전체 또는 자기가 운용하는 투자신탁의 운용성과에 있다. 그러므로 언제든지 특정 상장증권 또는 장내파생상품에 대하여 부당하게 거래량을 증가시키거나 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 인위적으로 변동시키는 행위 등을 통하여 운용성과를 향상시키고자 하는 유혹에 빠질 수 있다. 그러나 그러한 행위는 사기적 또는 불공정행위에 해당하고, 공정성의무에 반한다. 자본시장법 제177조는 제3자에 대한 시세조종의 배상책임을 규정하고 있는데, 동 규정은 자산운용회사는 물론 공정성의무에 위반한 해당 회사의 임직원에게도 적용될 수 있다고 본다.

넷째, 선행매매(front-running)행위를 금지시키고 있는 동법 제85조 제1호의 규정도 공정성의무준수의 일환으로 볼 수 있다. 자산운용회사는 신탁재산으로 많은 금융투자상품을 보유하고 있다. 따라서 신탁재산을 운용함에 있어서 금융투자상품, 그 밖의 투자대상자산의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 매수 또는 매도 의사를 결정한 후 이를 실행하기 전에 그 금융투자상품, 그 밖의 투자대상자산을 자산운용회사 자신의 재산으로 매수 또는 매도하거나 제3자에게 매수 또는 매도를 권유하는 행위 역시 투자신탁의 투자자의 이익을 해할 뿐만 아니라 시장의 공정성에 대한 투자자의 신뢰를 손상시킨다.

### (3) 선관주의의무와 충실의무의 관계

자본시장법 제79조는 자산운용회사의 선관주의의무(제1항), 충실의무(제2항)를 규정하고 있다. 이렇게 별도로 규정한 입법의도가 명확히 밝혀진 바는 아직 없다. 다만 선관주의의무 또는 충실의무관련 규정에서 특이한 사항은 선관주의의무 또는 충실의무를 부담하는 원인이 '운용의 지시'가 아닌 '운용업'과 '해당 업무'라는 데에 있다. 따라서 자산운용회사는 항상 투자자의 이익이 되는지, 그리고 투자자가 납득할 수 있는지의 여부를 숙고하면서 업무를 수행할 의무를 부담한다고 할 수 있다.

자본시장법 제79조 제2항의 충실의무가 영미법상 충실의무를 의도하여 도입하였는지의 여부는 회사법상 이미 도입된 충실의무와 선관주의의무의 관계에 대한 해석과 관련된다. 따라서 충실의무에 관한 규정이 선관주의의무와 전혀 다른 의무를 규정한 것으로 보기 어렵다. 다만 입법자는 선관주의의무와 충실의무의 적용 요건을 서로 달리

정함으로써 그 위법성요건에 관한 입법 의도를 어느 정도 밝히고 있는 것으로 보인다. 즉 선관주의의무는 '투자신탁재산의 운용'을, 충실의무는 '해당 업무수행'을 그 적용요건으로 하고 있다. 이를 문리적으로 해석하면 선관주의의무는 다음과 같은 국면에서 적용될 수 있을 것이다.

첫째, 자산운용을 함에 있어서도 자기의 과실로 투자자 또는 제3자에게 손해를 입힌 경우에는 투자자 등에 대하여 손해배상을 하여야 하고, 손해를 배상하지 아니한 때에는 선관주의의무에 위반할 수 있음을 의미한다. 이는 손해배상의 원인이 자산운용업자가 업무를 위탁한 자에게서 기인하더라도 자산운용업자가 부담하여야 함을 의미한다. 그리고 자산운용회사가 그 임무를 해태하여 운용지시를 한 결과 투자자에게 손해를 발생시킨 경우에도 당해 투자자에게 손해를 배상하여야 함을 의미한다.

둘째, 자산운용회사는 투자자에게 위험을 초래하거나 불이익을 줄 수 있는 운용지시를 하여서는 아니 된다. 이러한 금지행위에 위반한 운용지시는 선관주의의무 위반에 해당한다. 이러한 금지행위에 위반하지 않는 운용지시일지라도 선량한 관리자의 주의를 결하는 때, 투자자는 자산운용회사에게 손해배상책임을 물을 수 있다.

셋째, 자산운용회사는 동일한 증권이나 파생상품을 복수의 위탁매매업자 등을 이용하여 거래를 하는 경우, 비용과 수수료 등 모든 면에서 투자신탁에서의 비용지출을 최소화하여, 투자신탁의 운용성과제고에 유리한 위탁매매업자에게 주문하도록 운용지시를 하여야 한다. 그리고 동일한 증권이 복수의 시장에서 거래되어 복수의 시장가격이 형성되어 있는 때에도 투자신탁의 운용성과제고에 가장 유리한 시장에서 거래하도록 운용지시를 하여야 한다.

한편 법 제79조 제2항을 문리적으로 해석하면 충실의무는 다음과 같은 국면에서 적용될 수 있을 것이다. 즉 자산운용회사는 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야 하므로 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 업무를 수행하여서는 아니 된다. 자산운용회사는 복수의 투자신탁의 위탁자의 지위에서 업무를 수행하는 때에는 각각의 투자신탁의 투자자를 위하여 업무를 충실하게 수행할 의무를 부담한다. 그러므로 어느 투자신탁 투자자이익을 위하여 다른 투자신탁재산을 이용하는 행위는 제3자의 이익을 위한 행위가 되어 충실의무에 반한다.

#### 4. 운용방법에 대한 제한 폐지

자본시장법상 투자신탁과 관련하여 중요한 변화의 하나는 자산운용방법에 있다. 종래 자산운용업법은 자산운용회사가 투자신탁재산을 운용함에 있어 취득 또는 매각의

방법을 원칙으로 하고, 투자증권 및 상장지수투자신탁의 수익증권은 대여 또는 차입, 부동산은 관리·개량·개발 또는 임대, 그리고 선박은 관리·개량 또는 賃船의 방법으로 운용할 수 있도록 정하였다(자산운용업법 제87조 제2항, 동법시행령 제69조). 다만 자산운용회사는 예외적으로 간접투자재산을 운용함에 있어서 간접투자증권의 환매를 원활하게 하고 투자대기자금을 효율적으로 운용할 수 있도록 투자신탁재산 중 그 일부를 ① 단기대출, ② 금융기관 예치, ③ 그 밖에 대통령령이 정하는 방법으로 운용할 수 있었다(자산운용업법 제87조 제3항).

이에 비하여 자본시장법은 재산적 가치가 있는 “투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용”하도록 명시하고 있어 종래 자산운용업법과는 달리 구체적 자산운용 방법에 제한을 가하지 않고 있다. 따라서 종래 자산운용업법에서 인정하고 있던 운용 방법에 더하여 ‘재산적 가치가 있는 투자대상자산’에 운용하여 이익을 추구하고자 하는 모든 형태의 행위는 운용방법에 해당한다고 볼 수 있다. 여기서 “취득·처분”은 운용방법의 하나를 예시한 것으로 볼 수 있기 때문에 신탁재산으로 부동산의 분양권도 취득할 수 있게 되었다.

운용의 개념은 투자대상자산에 대한 취득·처분에 필요한 사후조치를 포함하고,<sup>43)</sup> 적극적 운용과 소극적 운용, 이른바 원금이 보장되는 예금에 가입하는 것도 운용에 해당한다고 본다. 그것은 자본시장법시행령 제80조 제3항에 따르면 투자신탁의 투자·운용대상은 금융투자상품 이외에도 ① 원화로 표시된 양도성 예금증서(제1호), ② 기업어음증권 외의 어음(제2호), ③ 제1호 및 제2호 외에 대출채권, 예금, 그 밖의 금융위원회가 정하여 고시하는 채권(제3호) 등도 포함되기 때문이다.

위에서 살펴본 바와 같이 자본시장법은 운용방법을 포괄적으로 규정하고 있다. 이와 더불어 자본시장법은 자산운용업자로 하여금 집합투자규약이나 투자설명서에서 정하는 바에 따라 자산운용을 하도록 명시하고 있다(시행령 제87조 제4항 제1호). 이에 따라 자산운용업자는 집합투자규약이나 투자설명서에 정하기만 하면 아무런 제한 없이 자산운용을 할 수 있는 것처럼 보이지만, 법령상 최저한의 제한규정을 두고 있다. 즉 자본시장법 제4장 제1절은 투자신탁업자 등 금융투자업자에 대한 공통영업행위 규칙을 정하고, 제4장 제2절 제2관은 별도로 자산운용회사의 영업행위규칙을 정하고 있다. 이 밖에 자산운용의 제한(동법 제81조 제1항 제4호) 및 불건전영업행위(동법 제85조 제8호) 등에 관하여는 시행령으로 별도의 기준을 정할 수 있도록 하여 입법의 유연성을 추구하고 있다.<sup>44)</sup>

43) 한국투자신탁, 전게서, 1989, 82면.

결국 자산운용업자는 취득·처분 등의 포괄적인 운용방법을 채택할 수 있으나, 그 방법은 법령, 감독규정, 집합투자규약 및 투자설명서에서 정하는 사항을 준수하여야 한다.

## 5. 자산운용지시·실행 및 자산배분에 관한 규제

### (1) 자산운용지시·실행

#### 1) 원칙

자산운용지시는 자산운용의 핵심이다. 그러므로 그와 관련된 업무를 수행함에 있어서는 정확하고 공정하여야 한다. 그리하여 자산운용회사는 투자신탁재산의 운용 시 전산시스템에 의하여 객관적이고 정확하게 관리할 수 있는 방법에 따라 투자신탁재산별로 투자대상자산의 취득·처분 등에 관하여 필요한 지시를 자산을 보관·관리하는 신탁업자에게 하여야 한다. 신탁업자는 자산운용회사의 지시에 따라 투자대상자산의 취득·처분 등을 하여야 한다(법 제80조 제1항·시행령 제79조 제1항).

이와 같이 자산운용에 대한 결정은 자산운용회사가 고유권한이자 의무이지만, 결정에 따른 실행은 자산운용회사가 직접하는 것이 아니라 신탁업자가 행하게 된다. 자산운용업자는 그 실행을 지시할 권한이 있을 뿐이다. 이는 자산운용권과 자산취득·처분권의 분리라고 하는 투자신탁의 법리를 따름으로써 자산운용회사에 의한 고유재산과 신탁재산 간의 이해상충행위를 방지하고자 하는데 그 목적이 있다. 그리고 이에 반하는 자산운용회사의 행위는 투자신탁재산의 운용에 대하여 선관주의의무를 부담한다고 하는 동법 제79조 제1항에 위반하게 된다.

한편 자산운용회사는 '투자신탁재산별로' 운용지시를 하여야 하기 때문에, 신탁업자에게 자기가 운용하는 투자신탁재산에 관하여 포괄적으로 자산취득·처분권을 위임할 수 없다.

#### 2) 예외

위에서 기술한 바와 같이 자산운용회사가 운용하는 투자신탁재산은 관련 자산을 보관·관리하는 신탁업자에게 귀속되므로 신탁업자의 명의로 취득·처분할 수 있고, 자산운용회사가 직접 투자대상자산을 취득·처분할 수 없다(법 제80조 제1항 전단). 다만 투자신탁재산의 효율적 운용을 위하여 불가피한 경우로서 대통령령으로 정하는 경

44) 조상욱·이진국, 전계 논문, 30면.

우에는 자산운용회사의 명의로 직접 투자대상자산을 취득·처분할 수 있다(동법 동조 동항 후단). 이에 따라 시행령 제79조 제2항은 ① 증권시장이나 해외 증권시장에 상장된 증권의 매매(제1호), ② 장내파생상품의 매매(제2호), ③ 법 제83조 제4항<sup>45)</sup>에 따른 단기대출(제3호), ④ 법 제251조 제4항<sup>46)</sup>에 따른 대출(제4호), ⑤ 은행(제5호 가목), 한국산업은행(제5호 나목), 중소기업은행(제5호 다목), 한국수출입은행(제5호 라목), 투자매매업자 또는 투자증개업자(제5호 마목), 증권금융회사(제5호 바호), 종합금융회사(제5호 사호), 상호저축은행(제5호 아호) 등의 각 목의 어느 하나에 해당하는 금융기관이 발행·할인·매매·증개·인수 또는 보증하는 어음의 매매, ⑥ 양도성 예금증서의 매매, ⑦ 외국환거래법에 따른 대외지급수단의 매매거래, ⑧ 투자위험을 회피하기 위한 장외파생상품의 매매 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 기준<sup>47)</sup>에 따른 법 제5조 제1항 제3호<sup>48)</sup>에 따른 계약의 체결, ⑨ 그 밖에 투자신탁자산을 효율적으로 운용하기 위하여 불가피한 경우로서 금융위원회가 정하여 고시하는 경우에는 자산운용회사가 직접 투자대상자산을 취득·처분할 수 있도록 정하고 있다.

## (2) 자산운용회사의 이행책임의 원칙과 예외

투자신탁의 자산운용회사 또는 신탁업자는 자본시장법 제80조 제1항의 규정에 따라 투자대상자산을 취득·처분 등을 한 경우 해당 투자신탁재산으로 그 이행책임을 부담한다(법 제80조 제2항). 본래 투자신탁의 경우 신탁재산에 대하여 실질적인 이해관계를 갖는 것은 투자자이지 자산운용회사나 신탁업자가 아니다. 그럼에도 불구하고 파생상품거래에서 손실이 발생한 때 거래 상대방이 선물환계약의 명의를 위탁회사로 되어 있음을 근거로 자산운용회사를 상대로 소송을 제기하는 사례가 몇 건 있었다.<sup>49)</sup> 동 규정은 이러한 사례를 경험으로 자산운용회사나 신탁업자가 직접 거래 상대방의 지위에서 행한 거래일지라도 그 이행책임은 투자신탁재산으로 한정된다는 점을 밝힌 것이다.

45) 대통령령으로 정하는 금융기관에 대한 30일 이내의 단기대출을 말한다.

46) 동 규정에 따르면 자산운용업점영보험회사는 법 제83조 제4항에 불구하고 투자신탁재산에 속하는 자산을 보험업법에서 정하는 방법에 따라 그 보험에 가입한 자에게 대출하는 방법으로 운용할 수 있다.

47) 이에 따르면 자산운용업자는 금리 또는 채권가격을 기초자산으로 하는 스왑거래를 함에 있어서 거래 상대방과 기본계약을 체결하고 그에 따라 계속적으로 계약을 체결하는 경우에는 자신의 명의로 직접 거래할 수 있다(금융투자업규정 제4-49조).

48) 장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약을 말한다.

49) 대법원 2003. 4. 8. 선고 2001다38593 판결에서는 일반원칙으로 수탁회사인 신탁회사가 자산운용계약의 당사자이지만, 선물환계약의 명의를 위탁회사로 되어 있는 점을 근거로 자산운용회사를 계약당사자로 인정하였다.



다만 자산운용회사 등이 법령·약관·집합투자규약·투자설명서에 위반하는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 야기하여 손해배상책임을 부담하여야 하는 경우에는 그러하지 않다(동법 제80조 제2항). 자산운용회사 등의 이러한 행위는 자산운용권 내지는 취득·처분권과는 별개의 행위로서 동법 제79조 제1항의 선관주의 의무에 반하므로 자산운용회사 등이 회사재산으로 책임을 부담하여야 하는 것이다.

### (3) 자산배분

자산운용회사는 자본시장법 제80조 제1항의 단서에 따라 스스로 투자대상자산의 취득·처분 등의 업무를 수행하는 경우에는 투자신탁재산별로 미리 정하여진 자산배분명세에 따라 취득·처분 등의 결과를 공정하게 배분하여야 한다(동법 제80조 제3항). 그리고 자산운용회사가 취득·처분 등의 결과를 투자신탁재산별로 배분하는 때에는 ① 취득·처분을 한 투자대상자산을 균등한 가격으로 배분하여야 하고, ② 취득·처분을 한 투자대상자산의 수량이 취득·처분 등의 주문 수량에 미달하는 경우에는 미리 정한 자산배분명세에 따라 배분하여야 한다(시행규칙 제10조 제1항). 이와 같이 자산운용 시 자산배분에 관하여 상세한 규정을 두고 있는 것은, 자산운용회사는 보통 수십 혹은 수백 개의 투자신탁을 운용하고 있으므로 특정 투자신탁의 기준가격을 높일 수 있는 자산을 우선적으로 배분할 가능성이 있기 때문이다. 그 반대의 경우도 예상 가능하다.

자산운용회사의 자산배분명세에 관한 기준은 집합투자재산평가위원회(법 제238조 제2항)의 의결을 거쳐 정하여야 한다(시행규칙 제10조 제2항). 의결을 함에 있어서는 ① 특정 수익자 또는 특정 투자신탁재산에 유리하거나 불리하지 아니할 것(제1호), ② 투자신탁재산별 취득·처분 등의 주문서와 자산배분명세가 전산으로 기록·유지될 것(제2호) 등의 기준을 충족시켜야 한다. 그리고 자산운용회사는 자산배분명세에 관한 사항을 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다(시행규칙 제10조 제3항).

한편 자산운용회사는 투자대상자산의 취득·처분 등의 업무를 수행하는 때에 투자신탁재산의 운용을 담당하는 직원과 투자대상자산의 취득·처분 등의 실행업무를 담당하는 직원을 구분하여야 한다(시행규칙 제10조 제4항). 이는 회사내부의 동일인에게 자산운용권과 취득·처분권이 일원화되었을 경우 자전거래<sup>50)</sup> 및 자산배분의 불공정 등 예상되는 폐해를 방지하기 위한 규정이다.<sup>51)</sup> 다만 ① 증권에 관하여 그 종류에 따라 다수 종목의 가격수준을 종합적으로 표시하는 지수의 변화에 연동하여 운용하는

50) 자전거래라 함은 자산운용회사가 운용하는 투자신탁상호 간에 같은 수량으로 같은 시기에 일방이 매도하고 다른 일방이 매수하는 거래를 말한다(금융투자업규정 제4-59조 제1항).

51) 오성근, 전계 논문, 15면.

것을 목표로 하는 투자신탁재산을 취득·처분 등을 하는 경우(제1호), ② 제1호에서 규정한 사항 외에 금융위원회가 정하여 고시하는 경우(제2호) 중 어느 하나에 해당하는 경우는 예외이다.

## 6. 운용행위와 관련된 일반적 행위규제

### (1) 자산운용대상에 대한 규제

#### 가. 증권·파생상품에 대한 자산운용제한

##### 1) 원칙

자본시장법 제81조 제1항 제1호에 따르면 자산운용회사는 증권에 투자·운용을 하는 때에 ① 각 투자신탁별 자산총액의 100분의 10을 초과하여 동일종목에 투자할 수 없다(이른바 투자신탁단위·동일종목단위 10%Rule). 이 경우 동일법인 등이 발행한 증권 중 지분증권<sup>52)</sup>과 지분증권<sup>53)</sup>을 제외한 증권은 각각 동일종목으로 본다(가목·시행령 제80조 제4항). ② 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권총수의 100분의 20을 초과하여 투자할 수 없다(나목)(이른바 자산운용회사단위·동일법인단위 20%Rule). ③ 각 투자신탁별 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위도 금지된다(다목)(이른바 투자신탁단위·동일법인단위 10%Rule). ④ 대통령령으로 정하는 적격 요건을 갖추지 못한 자와의 장외파생상품을 매매할 수 없다(라목).<sup>54)</sup> ⑤ 파생상품의 매매에 따른 위험평가액이 각 투자신탁의 순자산총액의 100분의 100을 초과하여 투자할 수 없다(마목·시행령 제80조 제6항). ⑥ 파생상품의 매매와 관련하여 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권<sup>55)</sup>의 가격변동으로 인한 위험평가액이 각 투자신탁 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자할 수 없다(바목). ⑦ 동일 거래상대방과의 장외파생상품

52) 여기에는 그 법인 등이 발행한 지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함한다. 이하 이 관에서 같다.

53) 자본시장법에서 지분증권이란 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 상법에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 민법에 따른 조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분이 표시된 것을 말한다(동법 제4조 제4항).

54) 대통령령으로 정하는 적격 요건이란 ① 시행령 제10조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자이면서, ② 신용평가업자(외국 법령에 따라 외국에서 신용평가업무에 상당하는 업무를 수행하는 자를 포함한다)에 의하여 투자적격 등급 이상으로 평가받은 자의 요건을 충족하는 것을 말한다(시행령 제80조 제5항).

55) 여기에는 그 법인 등이 발행한 지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함한다.

때때에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 투자신탁 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자할 수 없다(사목).

이와 같이 자산운용회사의 증권에 대한 투자한도를 설정하고 있는 것은 ① 특정자산에 집중 투자함으로써 발생할 수 있는 위험을 회피하고자 채택하여 온 전통적인 분산투자원리가 오늘날에도 여전히 증시되고 있다는 점과, ② 투자신탁이 특정증권을 집중적으로 투자하여 기업을 지배하는 것은 투자신탁의 고유의 기능이 아님을 밝히고 있는 것이다.<sup>56)</sup> 그리고 파생상품에 운용한도를 설정하고 있는 것은 투자신탁에서 동일법인이 발행한 파생상품 또는 동일 거래상대방과 파생상품을 과다하게 투자함으로써 생길 수 있는 투자위험을 최소화하는데 그 목적이 있다. 즉 법은 원칙적으로 파생상품에 대한 투자·운용이 주로 헤지(hedge)목적에서 행하여질 것을 의도하고 있다고 볼 수 있다.

## 2) 예외

첫째, 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 100%Rule이 적용되는 경우가 있다. 시행령 제80조 제1항 제1호에 따르면 자산운용회사는 증권에 투자·운용하는 경우 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 10%Rule(법 제81조 제1항 제1호 가목·시행령 제80조 제4항)에도 불구하고 ① 국채증권(가호), ② 한국은행통화안정증권(나호), ③ 국가나 지방자치단체가 원리금 지급을 보증한 채권(다호), ④ 특정한 부동산을 개발하기 위하여 존속기간을 정하여 설립된 회사(이하 "부동산개발회사"라 한다)가 발행한 증권(라호), ⑤ 부동산, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 부동산 관련 자산을 기초로 하여 발행된 유동화증권으로서 그 기초자산의 합계액이 자산유동화에 관한 법률 제2조 제3호에 따른 유동화자산가액의 100분의 70 이상인 유동화증권(마호), ⑥ 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권으로서 주택저당채권유동화회사 또는 은행·한국산업은행·중소기업은행·한국수출입은행·투자매매업자 또는 투자중개업자·증권금융회사·종합금융회사(시행령 제79조 제2항 제5호 가목 내지 사목) 등의 금융기관이 지급을 보증한 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권(바호), ⑦ 부동산 또는 다른 부동산 투자목적회사의 투자증권에 투자하는 것을 목적으로 설립되거나 또는 부동산투자목적회사와 그 종속회사가 소유하고 있는 자산을 합한 금액 중 부동산 또는 지상권·지역권·전세권·임차권·분양권(시행령 제240조 제4항 제4호) 등에 따른 자산을 합한 금액이 100분의 90 이상일 것 등의 요건을 갖춘 부동산투자목적회사가 발행한 지분증권, ⑧ 사회기반시설사업의 시행을 목적으로 하는 법인이 발행한 주식 및 채권(아호), ⑨

56) 田村 威, 「投資信託基礎と實務」, 經濟法令研究會, 2008, 278면 참조.

사회기반시설사업의 시행을 목적으로 하는 법인에 대한 대출채권(자호), ⑩ 하나의 사회기반시설사업의 시행을 목적으로 하는 법인이 발행한 주식 및 채권을 취득하거나 그 법인에 대한 대출채권을 취득하는 방식으로 투자하는 것을 목적으로 하는 법인(사회기반시설에 대한 민간투자법에 따른 사회기반시설투자회사는 제외한다)의 지분증권(차호) 등의 자산에 대하여는 각 투자신탁별 자산총액의 100분의 100까지 동일종목에 대한 투자를 할 수 있다.

이와 같이 개별 투자신탁별 자산총액의 100분의 100까지 투자를 할 수 있도록 허용하는 것은 위에서 열거한 자산들의 경우 부도위험이 거의 없기 때문이다. 즉 분산투자원리에 반하여 집중투자를 하더라도 환매불가능의 상황에 직면할 가능성이 적고, 안정적인 수익을 창출할 가능성이 높기 때문이다. 그리고 실물경기나 금융시장의 환경이 지속적으로 악화되는 때에는 분산투자원리만을 강제하기 보다는 대체 투자·운용수단을 제공하여 주는 것이 투자위험을 회피하고, 투자자를 보호하는데 합리적일 수 있다.

둘째, 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 30%Rule이 적용되는 경우가 있다. 시행령 제80조 제1항 제2호에 따르면 자산운용회사는 증권에 투자·운용하는 경우 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 10%Rule(법 제81조 제1항 제1호 가목·시행령 제80조 제4항)에도 불구하고 ① 지방채증권(가호), ② 특수채증권<sup>57)</sup> 및 직접 법률에 따라 설립된 법인이 발행한 어음(나호),<sup>58)</sup> ③ 파생결합증권(다호), ④ 은행·한국산업은행·중소기업은행·한국수출입은행·투자매매업자 또는 투자증개업자·증권금융회사·종합금융회사(시행령 제79조 제2항 제5호 가목 내지 사목) 등의 금융기관이 발행한 어음 또는 양도성 예금증서와 은행, 투자매매업자 또는 투자증개업자·증권금융회사·종합금융회사 등의 금융기관이 발행한 채권(라호), ⑤ 은행·한국산업은행·중소기업은행·한국수출입은행·투자매매업자 또는 투자증개업자·증권금융회사·종합금융회사(시행령 제79조 제2항 제5호 가목 내지 사목) 등의 금융기관이 지급 보증한 채권<sup>59)</sup> 또는 어음(마호), ⑥ 경제협력개발기구에 가입되어 있는 국가가 발행한 채권(바호), ⑦ 자산유동화에 관한 법률 제31조에 따른 사채 증 후순위 사채권 또는 같은 법 제32조에 따른 수익증권 증 후순위 수익증권(사호),<sup>60)</sup> ⑧ 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권으

57) 동법시행령 제80조 제1항 제1호의 한국은행통화안정증권(나호), 국가나 지방자치단체가 원리금의 지급을 보증한 채권(다호)은 제외한다.

58) 자본시장법 제4조 제3항에 따른 기업어음증권 및 동법시행령 제79조 제2항 제5호 각 목의 금융기관이 할인·매매·증개 또는 인수한 어음만 해당한다.

59) 모집의 방법으로 발행한 채권만 해당한다.

60) 집합투자규약에서 후순위 사채권 또는 후순위 수익증권에 금융위원회가 정하여 고시하는 비율 이상 투자하는 것을 정한 집합투자기구만 해당한다.

로서 주택저당채권유동화회사 또는 은행·한국산업은행·중소기업은행·한국수출입은행·투자매매업자 또는 투자중개업자·증권금융회사·종합금융회사(시행령 제79조제2항 제5호 가목 내지 사목) 등의 금융기관이 지급을 보증한 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권(아호) 등의 자산에 대하여는 각 투자신탁별 자산총액의 100분의 30까지 동일종목에 대한 투자를 할 수 있다.

이와 같은 자산은 부도위험이 전혀 없는 것은 아니다. 다만 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 10%Rule의 적용을 받는 증권보다 안전성이 돋보인다는 점에서 각 투자신탁별 자산총액의 30%까지 투자·운용할 수 있도록 하고 있다.

셋째, 이른바 투자신탁단위·동일종목단위 10%Rule(법 제81조 제1항 제1호 가목)이 적용되더라도 불구하고 동일법인 등이 발행한 지분증권<sup>61)</sup>의 시가총액비중이 100분의 10을 초과하는 경우에는 그 시가총액비중까지 투자할 수 있다(시행령 제80조 제1항 제3호).<sup>62)</sup> 이때 지분증권의 시가총액비중은 유가증권시장, 코스닥시장 또는 해외 증권시장별로 매일의 그 지분증권의 최종시가총액을 그 시장에서 거래되는 모든 종목의 최종시가의 총액을 합한 금액으로 나눈 비율을 1개월간 평균하여 계산한다(시행령 제80조 제1항 제3호·금융투자업규정 제4-51조 제1항). 그리고 지분증권의 시가총액은 매일 말일을 기준으로 산정하여 그 다음 1개월간 적용한다(금융투자업규정 제4-51조 제2항). 이 규정을 두게 된 것은 ① KOSPI지수가 2000년 말 504.62p에서 2007년 말 1,897.13p까지 상승함에 따라 특정한 지분증권, 대표적으로 삼성전자주식의 시가총액이 10%를 초과하는 현상이 발생하였고, ② KOSPI200지수에 투자하는 투자신탁, 인덱스(index)투자신탁 및 액티브(active)운용을 하는 투자신탁 등은 특정 지분증권에 대하여 시가총액수준까지 투자하는 것이 운용성과제고를 위하여 불가피하였기 때문이다.

넷째, 원칙적으로 이른바 자산운용회사단위·동일법인단위 20%Rule과 투자신탁단위·동일법인단위 10%Rule(법 제81조 제1항 나목·다목)이 적용되더라도 불구하고, 시행령 제80조 제1항 제4호에 따르면 각 자산운용회사가 운용하는 전체 부동산투자신탁의 자산총액 또는 각 부동산투자신탁의 자산총액으로 ① 부동산개발회사가 발행한 지분증권(가목), ② 부동산투자목적회사가 발행한 지분증권(나목) 중 어느 하나에 해당하는 지분증권에 그 지분증권 총수의 100분의 100까지 투자할 수 있다. 그리고 시행령 제80조 제1항 제5호에 따르면 각 자산운용회사가 운용하는 전체 특별자산투자신탁의 자산총액 또는 각 특별자산투자신탁의 자산총액으로 ① 사회기반시설사업의 시행을 목적으로 하

61) 그 법인 등이 발행한 지분증권과 관련된 증권에탁증권을 포함한다. 이하 이 항에서 같다.

62) 예를 들어 삼성전자가 발행한 주식의 시가총액비중이 15%이라고 가정하면, 각 투자신탁별 자산총액으로 15%까지 삼성전자 주식을 매입할 수 있게 된다.

는 법인이 발행한 주식(가호), ② 하나의 사회기반시설사업의 시행을 목적으로 하는 법인이 발행한 주식 또는 채권을 취득하거나 그 법인에 대한 대출채권을 취득하는 방식으로 투자하는 것을 목적으로 하는 법인<sup>63)</sup>의 지분증권 중 어느 하나에 해당하는 지분증권에 그 지분증권 총수의 100분의 100까지 투자할 수 있는 예외가 인정된다.

#### 나. 부동산에 대한 자산운용제한의 원칙과 예외

투자신탁재산으로 부동산에 투자·운용함에 있어서는 부동산을 취득한 후 국내에 있는 부동산의 경우는 3년, 국외에 있는 부동산의 경우는 5년을 초과하지 않는 범위 내에서 집합투자계약으로 정하는 기간 내에 이를 처분하지 못한다(법 제81조 제1항 가호 전단·시행령 제80조 제7항). 이와 같이 기간제한을 두는 것은 부동산의 경우는 증권에 비하여 유동성이 떨어지는 것이 일반적이므로 투자신탁의 만기구조를 장기화하여 환금성과 수익성을 확보할 필요가 있기 때문이다. 다만 부동산개발사업<sup>64)</sup>에 따라 조성하거나 설치한 토지·건축물 등을 분양하는 때, 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 경우로서 투자신탁이 합병·해지 또는 해산되는 때에는 예외로 한다(시행령 제80조 제8항).

부동산의 투자·운용 시 건축물, 그 밖의 공작물이 없는 토지로서 그 토지에 대하여 부동산개발사업을 시행하기 전에는 이를 처분하지 못한다(법 제81조 제1항 나호 전단). 다만 투자신탁의 합병·해지 또는 해산, 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 경우로서 대통령령으로 정하는 때에는 예외이다(법 제81조 제1항 나호 후단). 따라서 부동산개발사업을 하기 위하여 토지를 취득한 후 관련 법령의 제정·개정 또는 폐지 등으로 인하여 사업성이 뚜렷하게 떨어져서 부동산개발사업을 수행하는 것이 곤란하다고 객관적으로 증명되어 그 토지의 처분이 불가피한 경우에는 처분할 수 있다(시행령 제80조 제9항).

#### 다. 수익증권<sup>65)</sup>에 대한 자산운용제한의 원칙과 예외

투자신탁재산을 수익증권에 운용한다고 함은 어느 투자신탁이 그 재산으로 다른 투자신탁이 발행한 수익증권을 취득·처분하는 행위를 말한다. 종래 자산운용업법은 이

63) 같은 법, 즉 사회기반시설에 대한 민간투자법에 따른 사회기반시설무용자회사는 제외한다.

64) 토지를 택지·공장용지 등으로 개발하거나 그 토지 위에 건축물, 그 밖의 공작물을 신축 또는 재축하는 사업을 말한다. 이하 같다.

65) 집합투자증권이란 집합투자기구에 대한 출자지분이 표시된 것을 말한다. 투자신탁의 경우에는 수익권을 말한다(동법 제9조 제21항).

를 재간접투자기구(Fund of Funds, 이하 'FoFs'<sup>66)</sup>라고 한다)라고 하였다(시행령 제73조). 이러한 투자신탁은 자본시장법 제233조에서 정의하고 있는 모자형투자신탁과 유사해 보이지만, 모자형투자신탁은 기본적으로 자투자신탁이 모투자신탁이 발행한 수익증권을 취득하는 구조라는 점에서 차이가 있다.<sup>67)</sup>

자본시장법 제81조 제1항 제3호에 따르면 자산운용회사가 투자신탁채산을 수익증권에 투자·운용할 때에는 다음과 같은 행위를 하여서는 아니 된다.

첫째, 각 투자신탁별 자산총액의 100분의 50을 초과하여 특정 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 수익증권에 투자(가목)할 수 없다. 이와 같은 제한을 두는 것은 FoFs의 재산을 특정 자산운용회사가 운용하는 수익증권에 대부분 투자할 수 있게 하면, 어느 투자신탁의 운용성과가 사실상 특정 자산운용회사의 운용성과에 좌우되어 운용의 독립성이 결여되었다고 볼 수 있기 때문이다.

둘째, 각 투자신탁별 자산총액의 100분의 20을 초과하여 특정 투자신탁의 수익증권에 투자(나목)할 수 없다. 이와 같은 규정을 두는 것은 FoFs의 재산을 특정 투자신탁에 집중 투자하는 것은 분산투자원리에 부적합하기 때문이다. 그런데 동법 제81조 제1항 제3호의 가목과 나목을 적용함에 있어서는 그 예외가 인정된다. (i) 시행령 제80조 제1항 제6호에 따르면 ① 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 재산을 외화자산에만 운용하는 경우에 그 투자신탁의 수익증권(가목), ② 금융위원회가 정하여 고시하는 상장지수투자신탁<sup>68)</sup>의 수익증권(나목), ③ 특정 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 재산을 복수의 다른 자산운용회사에게 위탁하여 운용하는 경우 그 투자신탁의 수익증권(다목), 즉 특정 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 자산총액의 100분의 90 이상을 외화자산에 운용하는 수익증권 중 어느 하나에 해당하는 수익증권에 대하여는 각 투자신탁<sup>69)</sup> 자산총액의 100분의 100까지 투자할 수 있다. (ii) 시행령 제80조 제1항 제8호는 특정 투자신탁에 자본시장법상 보험회사가 설정한 각 투자신탁(변액보험) 자

66) Thomas Lee Hazen. *The Laws of Securities Regulation*. Thomson West. 2005. p.740

67) 오성근. 전계 논문. 12면 참조.

68) 상장지수투자신탁과 유사한 것으로서 외국 상장지수투자신탁을 포함한다. 이하 이 항에서 같다. 여기서의 상 상장지수투자신탁이란 ① 당해 상장지수투자신탁이 목표로 하는 지수의 구성종목수가 30종목 이상일 것, ② 당해 상장지수투자신탁이 목표로 하는 지수를 구성하는 하나의 종목이 그 지수에서 차지하는 비중(그 종목이 직전 3개월의 평균시가총액을 그 지수를 구성하는 종목의 직전 3개월의 평균시가총액의 합으로 나눈 값을 말한다)이 100분의 20을 초과하지 아니할 것, ③ 당해 상장지수투자신탁이 설정된 지 6개월 이상 경과하고 최근 6개월간 시행령 제251조 제2항에 따른 추적 오차율이 연 100분의 5를 초과하지 아니할 것 등의 세 가지 요건을 충족하는 투자신탁을 말한다(금융투자업규정 제4-52조).

69) 자산총액의 100분의 40을 초과하여 투자할 수 있는 투자신탁만 해당한다.

산총액의 100분의 100까지 투자하는 행위를 허용하고 있다. 그리고 동법 제81조 제1항 제3호 나목을 적용할 때에는 상장지수투자신탁의 수익증권<sup>70)</sup>에 각 투자신탁 자산총액의 100분의 30까지 투자하는 행위도 예외적으로 인정된다(시행령 제80조 제1항 제7호).

셋째, 수익증권에 자산총액의 100분의 40을 초과하여 투자할 수 있는 투자신탁의 수익증권에 투자(동법 제81조 제1항 제3호 다목)할 수 없다.

넷째, 사모투자신탁<sup>71)</sup>의 수익증권에 투자(동법 제81조 제1항 제3호 라목)할 수 없다.

다섯째, 각 투자신탁의 재산으로 특정 투자신탁의 수익증권총수의 100분의 20을 초과하여 투자할 수 없다. 이 때 그 비율의 계산은 투자하는 날을 기준으로 한다(동법 제81조 제1항 제3호 마호). 이와 같은 규정을 두는 것은 FoFs의 재산으로 특정 투자신탁의 수익증권에 대한 취득제한을 하지 아니할 경우 특정 투자신탁의 대량 환매가 발생하면, FoFs가 투자자금을 회수하지 못하거나 또는 FoFs 자체가 투자자의 환매에 응하지 못하는 상황에 직면할 수 있기 때문이다. 다만 자본시장법은 예외적으로 보험회사가 설정한 투자신탁(변액보험)재산으로 특정 투자신탁 수익증권 총수의 100분의 100까지 투자하는 행위는 허용하고 있다(시행령 제80조 제1항 제9호).

여섯째, 수익증권을 판매하는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 받는 판매수수료 및 판매보수와 당해 투자신탁이 투자하는 다른 투자신탁의 수익증권을 판매하는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 받는 판매수수료 및 판매보수의 합계가 대통령령으로 정하는 기준을 초과하여 수익증권에 투자하는 행위(바목) 등이 제한된다. 바목에 의거 시행령(제80조 제10항·제77조 제4항)은 판매수수료에 대하여는 납입기준 또는 환매금액의 100분의 5, 판매보수에 대하여는 투자신탁재산의 연평균가액의 100분의 5를 한도로 정하고 있다. 이와 같은 규정을 두는 취지는 FoFs는 그 구조상 이중의 판매보수 및 판매수수료를 취득할 수 있기 때문에 과도한 판매보수 등을 취득하는 것을 방지하여, 투자자의 이익에 기여하고자 하는 데에 있다. 다만 예외적으로 앞의 바목을 적용할 때 자본시장법상 보험회사가 설정한 투자신탁(변액보험)재산으로 동법 제81조 제1항 제3호 바목에 따른 기준을 초과하여 투자하는 행위는 허용된다.

이 밖에도 투자자의 보호 및 투자신탁재산의 안정적 운용을 해칠 염려가 없는 행위로서 금융위원회가 정하여 고시하는 행위는 예외적으로 수익증권에 대한 투자제한규정의 적용을 받지 아니한다(시행령 제80조 제1항 제12호).

70) 동법시행령 제80조 제1항 제6호 나목의 수익증권은 제외한다.

71) 사모투자신탁에 상당하는 외국 사모투자신탁을 포함한다.



**라. 기타 증권의 대여 및 차입 등의 제한**

자본시장법은 투자자 보호 또는 투자신탁재산의 안정적 운용 등을 해할 우려가 있는 행위로서 ① 각 투자신탁에 속하는 증권 총액의 범위에서 100분의 50을 초과하여 환매조건부매도<sup>72)</sup>를 하는 행위 ② 각 투자신탁에 속하는 증권의 범위에서 100분의 50을 초과하여 증권을 대여하는 행위, ③ 각 투자신탁의 자산총액의 범위에서 100분의 20을 초과하여 증권을 차입하는 행위를 제한하고 있다(시행령 제81조 제1항·금융투자업규정 제4-53조).

이 중 ①의 환매조건부매도행위는 채권 등 다른 증권의 매도행위와 유사하지만, 재매입의무가 있다는 점에서 일반 증권의 매도행위와 다르다. 투자신탁의 입장에서는 환매조건부매도를 하면, 현금이 유입되므로 다른 자산에 대한 투자여력이 증가한다는 이점이 있다. 따라서 환매조건부매도행위를 원칙적으로 인정하되, 투자신탁은 투자자의 환매청구에 언제든지 응하여야 한다는 점을 감안하여 투자신탁의 증권 총액의 50%이하로 환매조건부매도를 제한하고 있다.

②의 증권대여행위는 투자신탁의 수수료수입을 증가시키므로 운용성과를 향상시키는 효과가 있다. 따라서 증권대여행위를 원칙적으로 인정하되, 투자신탁의 대량 환매가 발생한 경우에는 적절한 대응이 요구된다는 점에서 투자신탁의 증권의 범위에서 50%이하로 증권대여를 제한하고 있다.

③의 증권차입행위는 투자신탁이 실제 증권을 보유하지 아니한 상태에서의 공매도(Naked Short Sale)를 인정하는 것은 아니다. 즉 차입을 한 상태에서의 증권공매도를 의미한다. 이 규정은 투자신탁에서의 결제불이행의 위험을 회피하고자 하는데 그 목적이 있다. 그리고 증권차입비율을 높게 책정하게 되면, 투기를 유발할 가능성이 있기 때문에 자산총액의 20%이하로 증권차입을 제한하고 있는 것이다.

**마. 유예기간의 설정**

자본시장법은 제81조 제1항의 투자한도규정 등에 위반하는 행위를 한 자에 대하여는 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처하고 있다(동법 제444조). 그런데 투자신탁의 자산총액과 투자대상자산의 가격은 수시로 변동하는 것이어서 항상 투자한도에 적합하게 할 수는 없다. 이러한 점에서 자산운용회사 및 그 임직원의 고의 또는 과실이 없음에도 불구하고 투자한도의 위반을 이유로 처벌을 하는 것은 불합리하다. 이러한 점을 고려하여 자본시장법은 자산운용제한규정에 대한 유예기간을 설정하고 있

72) 일정기간 경과 후 증권을 환매수할 것을 조건으로 매도하는 경우를 말한다.

다(동법 제81조 제3항). 이러한 유예규정이 적용되기 위하여는 투자한도를 초과하게 된 사유가 ① 투자대상자산의 가격변동, ② 투자신탁의 일부 해지, ③ 담보권의 실행 등 권리행사, ④ 투자대상 증권발행법인의 합병 또는 분할합병, ⑤ 그 밖에 투자대상자산의 추가 취득 없이 투자한도를 초과하게 된 경우<sup>73)</sup> 중 어느 하나에 해당하여야 한다(시행령 제81조 제3항).

이와 같이 불가피한 사유로 투자한도를 초과하게 된 경우에는 초과일로부터 3개월까지 그 투자한도에 적합한 것으로 본다. 다만 부도 등으로 처분이 불가능한 투자대상자산은 그 처분이 가능한 시기까지 유예규정이 적용된다(시행령 제81조 제3항). 그리고 자본시장법 제81조 제1항 제1호 가목, 마목부터 사목까지와 제3호 가목·나목, 제229조 투자신탁의 종류에 따른 투자비율은 투자신탁의 최초 설정일부터 1개월 이내의 기간까지는 적용하지 아니한다(시행령 제81조 제4항). 투자신탁을 최초로 설정하는 때에는 법령, 약관 및 투자설명서에서 정하고 있는 다양한 자산을 편입하여야 하기 때문에 각 자산별 투자비율 등을 정확히 준수하는데 어려움이 있어 일시적으로 법규 등을 위반하는 현상이 발생할 수 있다. 이러한 실무적 애로사항을 반영하여 투자신탁을 최초로 설정하는 때에는 투자비율에 대한 유예기간을 두고 있는 것이다.

## (2) 자기수익증권의 취득제한

### 가. 의의

자기수익증권의 취득제한이란 자산운용회사가 투자신탁의 계산으로 당해 투자신탁의 수익증권을 취득하거나 질권의 목적으로 받지 못하는 것을 말한다(법 제82조). 이는 상법상 자기주식취득의 제한이나 질취 제한의 법리와 유사하다.<sup>74)</sup> 즉 자기수익증권을 취득하면 ① 투자신탁이 스스로 자기의 구성원이 된다는 이론적 모순을 범하고, ② 사실상 특정 투자자에게 투자자금을 환급하여 주는 결과가 되며, ③ 법 제90조에서 투자신탁이 수익자총회에서 의결권을 행사하게 되는 경우, 수익자총회의 도입취지를 무색하게 할 우려가 있기 때문이다. 다만 상법과 달리 투자신탁은 채권을 발행할 수 없고 자본이라는 개념이 없기 때문에 채권자의 이익을 해하거나 자본유지 및 자본불변의 원칙에 반하는 상황은 발생하지 아니한다.

73) 이러한 예로는 투자신탁에서 보유하고 있는 동일한 회사가 발행한 주식의 시가총액비중이 감소되어 동법 제81조 제1항 가목·시행령 제80조 제1항 제3호의 규정에 따른 투자한도를 초과하게 되는 경우를 들 수 있다(종래 자산운용법 제73조 제5항 제6호 참조).

74) 이철송, 「회사법」, 박영사, 2008, 313면 참조.

나. 예외

위에서 기술한 바와 같이 자기수익증권의 취득은 원칙적으로 금지된다. 다만 자본시장법은 담보권의 실행 등 권리 행사에 필요한 때 또는 반대수익자의 수익증권매수청구권(법 제191조)의 행사로 수익증권을 매수하는 때에는 투자신탁의 계산으로 그 투자신탁의 수익증권을 취득할 수 있다(법 제82조 단서). 이 때 취득한 수익증권은 1개월 이내에 소각하거나 투자매매업자 또는 투자중개업자를 통하여 매각 등의 방법으로 처분하여야 한다(시행령 제82조). 여기서 처분이라 함은 매각 등 양도함을 의미하고 담보로 제공하는 것은 허용되지 아니한다.<sup>75)</sup>

(3) 금전차입 제한의 원칙과 예외

가. 원칙

자본시장법은 자산운용회사가 투자신탁재산을 운용함에 있어서 투자신탁의 계산으로 차입하는 행위를 제한하고 있다(법 제83조 제1항) 이러한 제한을 두는 것은 투자신탁에게 차입을 허용하는 경우 ① 레버리지 효과로 인하여 투자신탁의 위험을 확대시킬 가능성이 있고, ② 향후 원리금의 상환부담이 있어 현금을 필요 이상으로 확보하여야 하기 때문에 자산운용에 제약요인이 될 수 있으며, ③ 차입 시 담보로 제공한 자산이 부실화되면 자산운용회사의 고유재산으로 상환하게 되는 상황도 전혀 배제할 수 없기 때문이다. ③의 사례는 궁극적으로 자산운용회사의 경영상태를 악화시키는 결과를 초래한다.

나. 예외

자본시장법은 예외적으로 금전을 차입할 수 있는 경우를 열거하고 있다. 동법 제83조 제1항 단서에 따르면 자산운용회사는 ① 수익증권에 대한 환매청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 환매대금의 지급이 곤란한 때, ② 반대수익자의 주식매수청구권이 행사에 따른 매수청구가 대량으로 발생하여 일시적으로 매수대금의 지급이 곤란한 때에는 투자신탁의 계산으로 금전을 차입할 수 있다. 이른바 투자신탁에서 긴급 자금이 필요한 때에 한하여 예외적으로 인정하고 있는 것이다.

투자신탁의 계산으로 금전을 차입하는 경우에도 그 차입금의 총액은 차입 당시 투자신탁재산 총액의 100분의 10을 초과할 수 없다(법 제83조 제2항). 그리고 차입 가능한

75) 이철송, 전계서, 323면.

금융기관은 은행·한국산업은행·중소기업은행·한국수출입은행·투자매매업자 또는 투자증개업자·증권금융회사·종합금융회사·상호저축은행, 보험회사 및 이에 준하는 외국 금융기관으로 제한된다(시행령 제83조 제1항).

자산운용회사가 투자신탁재산으로 금전을 차입한 경우에는 그 차입금 전액을 상환하기 전까지 투자대상자산을 추가로 매수<sup>76)</sup>할 수 없다. 그 이유는 종래의 금전채무에 대한 상환이 완료되지 아니한 상태에서 자산을 추가로 매수하게 되면, 현금성자산이 부족하여 채무불이행의 위험이 있기 때문이다.

#### (4) 금전대여 및 보증·담보의 제한

자본시장법은 자산운용회사가 투자신탁자산을 운용함에 있어서 그 재산으로 금전을 대여할 수 없도록 명시하고 있다(법 제83조 제4항). 이러한 제한을 하는 것은 ① 금전의 대여행위는 은행 등 다른 금융기관의 고유 업무이고, ② 자산운용회사는 자산운용의 전문가이며 금전대출의 전문가가 아니기 때문에 부실대출로 인하여 신탁재산에 예측할 수 없는 손해를 입힐 가능성이 있으며, ③ 금전대여행위를 인정하게 되면 자산운용회사 또는 제3자의 이익을 위하여 악용될 가능성이 있기 때문이다. 다만 시행령 제345조에 제1항에서 열거하는 은행 등의 금융기관에 대하여는 예외적으로 30일 이내의 단기대출을 할 수 있다(법 제83조 제4항·시행령 제83조 제3항). 이러한 예외는 (i) 차용인이 신용도가 높고, (ii) 단기대출은 자금회수가 용이하고 수익성이 높기 때문에 여유자금의 단기운용수단으로 적합하기 때문에 인정되고 있는 것이다.

한편 자산운용회사는 투자신탁자산을 운용함에 있어서 그 재산으로 해당 투자신탁 이외의 자를 위하여 채무보증 또는 담보제공을 하여서는 아니 된다(법 제83조 제5항). 이러한 제한은 주채무자가 채무를 변제하지 못하게 되면 투자신탁재산으로 변제를 하여야만 하기 때문에 투자신탁재산의 부실을 초래할 수 있다는 우려에서 기인한다.

#### (5) 이해관계인과의 거래제한의 원칙과 예외

##### 가. 원칙

자본시장법 제84조 제1항 본문은 자산운용회사가 투자신탁자산을 운용함에 있어서 이해관계인<sup>77)</sup>과의 거래행위를 제한하고 있다. 동 제한은 자산운용회사가 투자신탁재산

76) 파생상품의 전매와 환매는 제외한다.

77) 이해관계인이란 1. 자산운용회사의 임직원과 그 배우자, 2. 자산운용회사의 대주주와 그 배우자, 3. 자산운용회사의 계열회사, 계열회사의 임직원과 그 배우자, 4. 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁

으로 이해관계인과의 거래를 하게 되면, 투자자의 이익보다는 이해관계인의 이익을 우선적으로 추구할 가능성에서 나온다. 이 규정은 법 제79조 제1항 선관주의의무의 구체적 표현의 하나이다.

자산운용회사는 투자신탁재산을 운용함에 있어서 대통령령으로 정하는 한도를 초과하여 그 자산운용회사의 계열회사가 발행한 증권(법 제189조의 수익증권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권을 제외하며, 계열회사가 발행한 지분증권과 관련된 증권예탁증권 및 대통령령으로 정하는 투자대상자산<sup>78)</sup>을 포함한다)을 취득하여서는 아니 된다(법 제84조 제4항). 이와 같은 제한을 두는 것은 자산운용회사가 투자신탁재산으로 자기의 계열회사의 증권에 과도하게 투자하게 되면, 결국 계열회사의 자금고화 되거나 계열회사의 경영권유지 수단으로 전락할 수 있기 때문이다.

자본시장법 제84조 제4항 본문에서 말하는 대통령령으로 정하는 한도는 시행령 제86조 제1항에서 명시되고 있다. 이에 따르면 자산운용회사는 계열회사가 발행한 지분증권<sup>79)</sup>을 취득하는 경우 계열회사가 발행한 전체 지분증권에 대한 취득금액은 전체 투자신탁자산총액 중 지분증권에 투자 가능한 금액의 100분의 10을, 각 투자신탁 자산총액의 100분의 50을 한도로 한다(시행령 제86조 제1항 제1호 본문). 그리고 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁의 재산으로 계열회사<sup>80)</sup>가 발행한 증권<sup>81)</sup>에 투자하는 때에는 계열회사 전체가 그 자산운용회사에 대하여 출자한 비율에 해당하는 금액을 한도로 하여야 한다. 이 때 계열회사 전체가 그 자산운용회사에 대하여 출자한 비율에 해당하는 금액은 계열회사 전체가 소유하는 그 자산운용회사의 의결권 있는 주식수를 그 자산운용회사의 의결권 있는 발행주식 총수로 나눈 비율에 그 자산운용회사의 자기자본<sup>82)</sup>을 곱한 금액으로 한다(시행령 제86조 제1항 제2호).

#### 나. 예외

자본시장법은 제84조 제1항 본문의 이해관계인과의 거래제한에도 불구하고 투자신탁

의 수익증권을 100분의 30 이상 판매·위탁판매한 투자매매업자 또는 투자중개업자(관계 투자매매업자·투자중개업자라 한다). 5. 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁재산의 100분의 30 이상을 보관·관리하고 있는 신탁업자 등을 말한다(시행령 제84조 참조).

78) 대통령령(제86조 제3항)으로 정하는 투자대상자산이란 ① 원화로 표시된 양도성 예금증서(제1호), ② 기업어음증권 외의 어음(제2호), ③ 제1호 및 제2호 외에 대출채권, 예금, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 채권(제3호) 중 어느 하나에 해당하는 투자대상자산을 말한다.

79) 그 지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함한다. 이하 이 조에서 같다.

80) 법률에 따라 직접 설립된 법인은 제외한다. 이하 이 호에서 같다.

81) 자본시장법 제84조 제4항에 따른 증권 중 지분증권을 제외한 증권을 말한다.

82) 자기자본이 자본금 이하인 경우에는 자본금을 말한다.

과 이해가 상충될 우려가 없는 경우에는 예외를 인정하고 있다. 즉 ① 이해관계인이 되기 6개월 이전에 체결한 계약에 따른 거래, ② 증권시장 등 불특정다수인이 참여하는 공개시장을 통한 거래, ③ 일반적인 거래조건에 비추어 투자신탁에 유리한 거래, ④ 그 밖에 시행령 제85조<sup>83)</sup>로 정하는 거래 중 어느 하나에 해당하는 거래가 그 예외에 해당한다(법 제84조 제1항 단서). 그리고 자산운용회사는 예외적으로 이해관계인과의 거래를 하는 경우 또는 이해관계인의 변경이 있는 경우에는 그 내용을 해당 투자신탁 재산의 신탁업자에게 즉시 통보하여야 한다(법 제84조 제2항).

위에서 ①의 경우는 이해관계인이 아닌 상태가 6개월 이상 지속되면 이해상충이 발생할 우려가 적기 때문에, ②의 경우는 공개시장은 불특정다수인이 거래상대방으로 참가하여 사전에 거래상대방이 이해관계인에 해당하는지의 여부를 알 수 없기 때문에, ③의 경우는 자산매입가격이나 수수료 등의 면에서 투자신탁에 유리하여 운용성과를 향상시킬 수 있기 때문에 예외적으로 인정하고 있는 것이다. 다만 ②의 경우 채권 또는 콜론(call loan)과 같이 거래상대방이 사전에 지정되어 있을 가능성이 다분한 거래는 증권시장을 통한 거래라고 하더라도 예외를 인정할 수 없다고 본다.

한편 자본시장법 제84조 제4항 본문은 자산운용회사의 계열회사가 발행한 지분증권에 대한 투자한도를 설정하고 있으나, 시행령 제86조 제1항 단서는 이에 대한 예외를 인정하고 있다. 이에 따르면 ① 계열회사가 발행한 전체 지분증권의 시가총액비중<sup>84)</sup>의 합이 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁 자산총액 중 지분증권에 투자 가능한 금액의 100분의 10을 초과하는 경우로서 그 계열회사가 발행한 전체 지분증권을 그 시가총액비중까지 취득하는 경우(가목), ② 다수 종목의 가격수준을 종합적으로 표시하

83) 이는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래를 말한다.

1. 이해관계인의 증개·주선 또는 대리를 통하여 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 이해관계인이 아닌 자와 행하는 투자대상자산의 매매
2. 이해관계인의 매매증개(금융위원회가 정하여 고시하는 매매형식의 증개를 말한다)를 통하여 그 이해관계인과 행하는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 투자대상자산의 매매  
가. 채무증권 나. 원화로 표시된 양도성 예금증서 다. 어음(기업어음증권은 제외한다)
3. 각 투자신탁 자산총액의 100분의 10 이내에서 이해관계인(자산운용회사의 대주주나 계열회사는 제외한다)과 투자신탁재산을 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 방법으로 운용하는 거래  
가. 법 제83조 제4항에 따른 단기대출 나. 환매조건부매수(증권을 일정기간 후에 환매도할 것을 조건으로 매수하는 경우를 말한다. 이하 같다)
4. 이해관계인인 금융기관(제83조 제1항 제1호에 따른 금융기관과 이에 준하는 외국 금융기관만 해당한다)에의 예치. 이 경우 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁재산 중 이해관계인인 금융기관에 예치한 금액은 전체 금융기관에 예치한 금액의 100분의 10을 초과하여서는 아니 된다.
5. 이해관계인인 신탁업자와의 외국환거래법에 따른 외국통화의 매매
6. 그 밖에 거래의 형태, 조건, 방법 등을 고려하여 집합투자기구와 이해가 상충될 염려가 없다고 금융위원회의 확인을 받은 거래.

84) 시행령 제80조 제1항 제3호 후단에 따라 산정한 시가총액비중을 말한다. 이하 이 호에서 같다.

는 지수 중 금융위원회가 정하여 고시하는 지수<sup>85)</sup>의 변화에 연동하여 운용하는 것을 목표로 하는 투자신탁의 재산으로 그 계열회사가 발행한 전체 지분증권을 해당 지수에서 차지하는 비중까지 취득하는 경우(나목)에는 예외이다.

## 7. 자산운용상 금지행위

### (1) 원칙

자산운용회사는 자산운용권을 보유하고 있기 때문에 투자자들의 이해관계 및 금융투자상품의 거래질서에 중대한 영향을 미친다. 그리하여 자본시장법은 자산운용회사에게 불건전한 영업행위를 광범위하게 금지하고 있다(법 제85조). 그 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 투자신탁재산을 운용함에 있어서 금융투자상품, 그 밖의 투자대상자산의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 매수 또는 매도 의사를 결정한 후 이를 실행하기 전에 그 금융투자상품, 그 밖의 투자대상자산을 자산운용회사가 자기의 계산으로 매수 또는 매도하거나 제3자에게 매수 또는 매도를 권유하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제1호). 자기 또는 제3자의 계산에 의한 선행매매는 공정의무에 반하는 행위이기 때문에 금지하는 것이다.

둘째, 자기 또는 대통령령으로 정하는 관계인수인<sup>86)</sup>이 인수한 증권을 투자신탁재산으로 매수하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제2호). 이는 투자신탁과 자기 또는 관계인수인 등과의 불공정한 거래로 인하여 투자신탁의 운용성과가 낮아지게 될 위험성을 차단하기 위하여 금지하는 것이다.

셋째, 자기 또는 관계인수인이 대통령령으로 정하는 인수업무<sup>87)</sup>를 담당한 법인의 특정증권 등<sup>88)</sup>에 대하여 인위적인 시세<sup>89)</sup>를 형성하기 위하여 투자신탁재산으로 그 특정증권

85) 금융위원회가 정하여 고시하는 지수란 ① 지수의 구성종목수가 10종목 이상일 것. ② 지수를 구성하는 하나의 종목이 그 지수에서 차지하는 비중(그 종목의 직전 3개월의 평균시가총액을 그 지수를 구성하는 종목의 직전 3개월의 평균시가총액의 합으로 나눈 값을 말한다)이 100분의 30을 초과하지 아니할 것. ③ 지수를 구성하는 종목 중 시가총액 순으로 100분의 85에 해당하는 종목은 시가총액(직전 3개월간 시가총액의 평균을 말한다)이 150억원 이상이고, 거래대금(직전 3개월간 거래대금평균을 말한다)이 1억원 이상일 것을 말한다.

86) 시행령 제87조 제2항에 따르면 관계인수인이란 ① 자산운용회사와 같은 기업집단(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 제2호에 따른 기업집단을 말한다. 이하 같다)에 속하는 인수인(제1호). ② 자산운용회사가 운용하는 전체 투자신탁의 수익증권을 100분의 30(금융투자업규정 제4-60조) 이상 관대한 인수인(제2호)의 어느 하나에 해당하는 인수인을 말한다.

87) 대통령령으로 정하는 인수업무란 발행인 또는 매출인으로부터 직접 증권의 인수를 의뢰받아 인수조건 등을 정하는 업무를 말한다(시행령 제87조 제3항).

등을 매매하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제3호). 이 규정은 관계증권사가 인수업무를 원활하게 수행할 수 있도록 투자신탁이 우회적으로 지원하는 등 인수업무와 관련한 시세조종행위를 금지하는 것이다. 이 규정은 제176조의 시세조종행위금지과 유사하다.

넷째, 특정 투자신탁의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제4호). 이는 통상의 거래조건과 현저하게 불공정한 조건으로 거래하여 투자신탁의 부를 자기 또는 제3자에게 이전시킬 위험성을 차단하기 위하여 금지하는 것이다. 예를 들면 특정 자산을 통상의 시장가격보다 현저하게 염가로 매각하여 거래상대방은 이익을 얻고, 투자신탁은 현저한 손해를 보는 행위를 금지하는 것이다.

다섯째, 특정 투자신탁자산을 자산운용회사의 고유재산 또는 그 자산운용회사가 운용하는 다른 투자신탁재산, 투자일임재산 또는 신탁재산과 거래하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제5호). 자산운용회사가 운용하는 재산 상호간의 거래는 투자자의 이익에 반할 가능성이 높기 때문에 금지하는 것이다. 즉 동일 자산운용회사가 운용하는 객체는 여러 개가 존재하므로, 운용객체들 간의 교차거래, 자전거래 또는 이체거래<sup>90)</sup> 등에 따르는 이해상충행위를 방지하기 위하여 금지하는 것이다. 예를 들면 ① 동일 운용기관에서 동일 증권에 대한 거래에 대하여 운용재산간 교차거래(cross exchange)를 성립시키는 것은 동일 증권에 대한 투자재량으로 상반된 투자판단을 내리는 것으로서 합리적이지 않고, ② 특정 투자신탁 투자자의 이익을 희생시켜 다른 투자신탁, 자산운용회사 또는 투자일임계약자의 이익을 취하게 할 우려가 있으므로 금지시키고 있는 것이다.

여섯째, 제3자와의 계약 또는 담합 등에 의하여 투자신탁재산으로 특정 자산에 교차하여 투자하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제6호). 이는 자산운용회사가 법령에서 정하는 금지규정을 우회적으로 회피하는 행위를 금지하는 것이다. 예를 들면 특정 계열 회사에 속하는 둘 이상의 자산운용회사가 당해 계열회사가 발행한 증권에 대한 투자한도제한을 우회적으로 회피하기 위하여 상호 교차 투자하는 행위를 금지하는 것이다.

일곱째, 투자운용인력이 아닌 자에게 투자신탁자산을 운용하게 하는 행위를 하여서는 아니 된다(동조 제7호). 자산운용업은 고도의 전문성이 요구되므로 전문성이 없는 자에게 운용업무를 수행하게 하는 것은 제도의 취지에 반하기 때문에 금지하는 것이다.

여덟째, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령으로 정하는 행위<sup>91)</sup>를 하여서는 아니 된다(동조 제8호).

88) 법 제172조 제1항의 특정증권 등을 말한다. 이하 이 호에서 같다.

89) 법 제176조 제2항 제1호의 시세를 말한다.

90) 이에 관한 상세한 내용은 오성근, 전계 논문, 16면 참조.

91) 시행령 제87조 제4항에 따르면 대통령령으로 정하는 행위란 1. 집합투자규약이나 투자설명서를 위반



(2) 예외

자본시장법은 자산운용회사의 불건전 영업행위에는 해당하지만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 경우에는 예외적으로 다음과 같은 행위를 허용하고 있다(시행령 제87조 제1항).

첫째, 선행매매<sup>92)</sup>금지규정(법 제85조 제1호)의 적용 예외이다. 즉 시행령 제87조 제1항 제1호는 ① 투자신탁재산의 운용과 관련한 정보를 이용하지 아니하였음을 증명하는 경우(가호), ② 증권시장과 파생상품시장 간의 가격 차이를 이용한 차익거래, 그 밖에 이에 준하는 거래로서 투자신탁재산의 운용과 관련한 정보를 의도적으로 이용하지 아니하였다는 사실이 재판적으로 명백한 경우 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우(나호)의 어느 하나에 해당하는 경우에는 예외적으로 선행매매를 허용하고 있다.

둘째, 인수행위금지규정(법 제85조 제2호)의 적용 예외이다. 즉 관계인수인의 인수일 부터 3개월이 지난 후 매수하는 경우에는 투자신탁재산으로 관계인수인의 인수한 증권을 인수할 수 있다(시행령 제87조 제1항 제2호).

셋째, 자전거래 등의 금지규정(법 제85조 제5호)의 적용 예외이다. 즉 시행령 제87조 제1항 제3호는 법 제85조 제5호를 적용할 때 특정 투자신탁재산을 그 자산운용회사의

하여 투자신탁재산을 운용하는 행위(1호), ② 투자신탁의 운용방침이나 운용전략 등을 고려하지 아니하고 투자신탁재산으로 금융투자상품을 지나치게 자주 매매하는 행위(2호), ③ 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 수익증권을 판매하는 투자매매업자 또는 투자중개업자(그 임직원과 투자권유대행인을 포함한다)에게 업무와 관련하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 위반하여 직접 또는 간접으로 재산상의 이익을 제공하는 행위(제3호), ④ 투자매매업자 또는 투자중개업자(그 임직원을 포함한다) 등으로부터 업무와 관련하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 위반하여 직접 또는 간접으로 재산상의 이익을 제공받는 행위(제4호), ⑤ 투자자와의 이면계약 등에 따라 그 투자자로부터 일방적으로 명령·지시·요청 등을 받아 투자신탁재산을 운용하는 행위(제5호), ⑥ 자산운용회사가 운용하는 투자신탁의 수익증권을 판매하는 투자매매업자 또는 투자중개업자와의 이면계약 등에 따라 그 투자매매업자 또는 투자중개업자로부터 명령·지시·요청 등을 받아 투자신탁재산을 운용하는 행위(제6호), ⑦ 법 제55조, 제81조, 제84조 및 제85조에 따른 금지 또는 제한을 회피할 목적으로 하는 행위로서 장의 파생상품거래, 신탁계약, 연계거래 등을 이용하는 행위(제7호), ⑧ 채권자로서 그 권리를 담보하기 위하여 백지수표나 백지어음을 받는 행위(제8호), ⑨ 그 밖에 투자자의 보호와 건전한 거래질서를 해칠 염려가 있는 행위로서 금융위원회가 정하여 고시하는 행위(제9호) 등을 말한다. 시행령 제87조 제4항 제9호에 따라 금융위원회의 금융투자업규정 제4-63조는 ① 자신 또는 관계인수인, 관계 투자중개업자의 매매수수료를 증가시킬 목적으로 증권을 단기매매하게 하는 행위(제1호), ② 투자신탁재산을 일정 기간 동안 윌 또는 일단위로 계속하여 매수하는 조건이나 위약금 지급 조건 등의 별도약정이 있는 증권에 운용하는 행위(제2호), ③ 합리적인 기준 없이 투자신탁재산에 대한 매매주문을 처리할 투자중개업자를 선정하거나 정당한 근거 없이 투자중개업자간 수수료를 차별하는 행위(제3호), ④ 자산운용회사가 공모투자신탁의 투자신탁재산으로 국내에서 발행된 무보증사채를 편입함에 있어 2이상(신용평가기관의 업무정지 등 부득이한 사유가 있는 경우에는 1 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가를 받지 아니한 무보증사채를 편입하는 행위(제4호), 다만 당해 무보증사채의 발행일로부터 소급하여 3개월 이내에 신용평가를 받은 사실이 있는 경우에는 예외이다.

92) 선행매매는 대표적인 불공정거래유형의 하나이다(김정수, 「현대증권법원론」, 박영사, 2002, 271면).

고유재산과 시행령 제85조 제2호에 따른 매매증개를 통하여 ① 채무증권, ② 원화로 표시된 양도성 예금증서, ③ 어음 등의 투자대상자산을 매매하는 경우와 자산운용회사가 운용하는 투자신탁 상호 간에 자산<sup>93)</sup>을 동시에 한쪽이 매도하고 다른 한쪽이 매수하는 거래로서 (i) 최초 설정된 투자신탁의 집합투자규약상의 투자한도를 준수하기 위하여 불가피한 경우에는 예외이다. 다만 이 경우에는 최초 설정일로부터 1개월 이내로 한정한다(가목), (ii) 수익증권의 환매에 응하기 위하여 불가피한 경우(나목), (iii) 투자신탁의 해지 또는 해산에 따른 해지금액 등을 지급하기 위하여 불가피한 경우(다목), (iv) 그 밖에 금융위원회가 투자자의 이익을 해칠 염려가 없다고 인정한 경우(라목) 중 어느 하나에 해당하는 경우에는 예외적으로 자전거래 등이 인정된다. 이 경우 투자신탁 상호 간의 자전거래에 있어서 매매가격, 매매거래절차 및 방법, 그 밖에 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시하여야 한다.

금융투자업규정 제4-59조는 자전거래의 요건, 매매가격 및 매매절차 등에 관한 상세한 규정을 두고 있다. 동조 제1항에 따르면 자전거래는 ① 증권시장 등을 통한 처분이 곤란한 경우 등 그 불가피성이 인정되어야 하고(제1호), ② 금융투자업규정 제7-35조 제2항에 따른 부도채권 등 부실자산이 아니어야 하고(제2호), ③ 당해 투자신탁의 투자자의 이익에 반하지 않는 거래이어야 하며(제3호), ④ 당해 투자신탁의 집합투자규약 및 투자설명서의 투자목적 및 방침에 부합하는 거래이어야 하는 것(제4호) 등의 요건을 모두 충족시켜야 한다. 다만 제4-59조 제1항 제2호에 불구하고 집합투자규약으로 부도채권 등 부실화된 자산에 주로 투자하는 것을 정한 투자신탁 대하여는 부도채권 등 부실자산을 자전거래를 통하여 매도할 수 있다(동조 제2항). 그리고 자산운용회사는 자전거래와 관련하여 제4-59조 제1항에서 정한 요건의 충족여부를 확인할 수 있는 자료를 보관·유지하여야 한다. 그 기간은 5년간이다(동조 제6항). 자전거래의 매매가격은 시행령 제260조에 따라 평가한 가액으로 한다. 다만 준법감시인이 시장상황의 변동 등으로 인하여 시행령 제260조에 따라 평가한 가액으로 자전거래를 하는 것이 투자자의 이익에 반한다고 판단하면, 집합투자재산평가위원회(법 제261조)가 평가한 가액으로 자전거래를 하여야 한다(동조 제3항).

자산운용회사는 자기가 운용하는 사모투자신탁 및 공모투자신탁 간에 자전거래를 할 수 없다. 이는 통상 거액투자자로 구성되는 사모투자신탁 투자자의 이익을 위하여 공모투자신탁 투자자의 이익을 희생시키는 것을 방지하기 위하여 도입된 규정이다. 다만 투자자의 이익을 해할 우려가 없다고 자산운용회사의 준법감시인 및 신탁업자의

93) 제224조 제4항에 따른 미지급금 채무를 포함한다.

확인을 받은 경우에는 예외이다(동조 제4항). 자산운용회사는 신탁업자의 확인을 받아 자선거래와 관련하여 필요한 절차·방법 등 세부기준을 마련하여야 한다(동조 제5항).

## 8. 운용특례

### (1) 파생상품의 운용 특례

자산운용회사는 파생상품 매매에 따른 위험평가액<sup>94)</sup>이 자산총액의 100분의 10(시행령 제96조 제1항)을 초과하여 투자할 수 있는 투자신탁의 재산을 파생상품에 운용하는 때에는 계약금액, 그 밖에 대통령령으로 정하는 위험에 관한 지표<sup>95)</sup>를 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다. 이 때 그 투자신탁의 투자설명서에 해당 위험에 관한 지표의 개요 및 위험에 관한 지표가 공시된다는 사실을 기재하여야 한다(법 제93조 제1항). 시행령 제96조 제1항은 위험에 관한 지표로서 ① 파생상품 매매에 따른 만기시점의 손익구조(제1호), ② 시장상황의 변동에 따른 투자신탁재산의 손익구조의 변동 또는 일정한 보유기간에 일정한 신뢰구간 범위에서 시장가격이 투자신탁에 대하여 불리하게 변동될 경우에 파생상품 거래에서 발생할 수 있는 최대손실예상금액(제2호), ③ 그 밖에 투자자의 투자판단에 중요한 기준이 되는 지표로서 금융위원회가 정하여 고시하는 위험에 관한 지표(제3호) 등을 열거하고 있다.

이 밖에 자산운용회사는 장외파생상품 매매에 따른 위험평가액이 투자신탁 자산총액의 100분의 10(시행령 제96조 제4항)을 초과하여 투자할 수 있는 투자신탁의 재산을 장외파생상품에 운용하는 경우에는 장외파생상품 운용에 따른 위험관리방법을 작성하여 그 투자신탁재산을 보관·관리하는 신탁업자의 확인을 받아 금융위원회에 신고하여야 한다(법 제93조 제2항).

### (2) 부동산의 운용특례

#### 가. 금전의 차입

자산운용회사는 자본시장법 제83조 제1항 각 호 외의 부분 본문에도 불구하고 투자신탁재산으로 부동산을 취득하는 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 집합투자기구의 재산으로 금전을 차입할 수 있다(법 제94조 제1항). 이에 따라 시행령 제97조

94) 법 제81조 제1항 제1호 마목의 위험평가액을 말한다. 이하 이 조에서 같다.

95) 제2항에 따른 위험에 관한 지표의 구체적인 산정방식, 그 밖에 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다.

는 자산운용회사가 ① 시행령 제79조 제2항 제5호 각 목의 금융기관, ② 보험회사, ③ 국가재정법에 따른 기금, ④ 다른 부동산투자신탁, ⑤ 제1호부터 제4호까지의 규정에 준하는 외국 금융기관 등 어느 하나에 해당하는 금융기관 등에게 부동산을 담보로 제공하거나 금융위원회가 정하여 고시하는 방법으로 금전을 차입할 수 있다(시행령 제97조 제1항 본문). 다만 수익자총회에서 달리 의결한 경우에는 그에 따라 금전을 차입할 수 있다(시행령 제97조 제1항 단서).

부동산투자신탁에 대한 차금의 차입을 허용하는 것은 레버리지 효과를 유발하여 위험을 확대시킬 수도 있으나, 부동산에 투자·운용 시 모집자금만으로는 현실적인 어려움이 있기 때문에 타인자금의 활용이 필요하다는 정책적 판단에 따른 것이다. 그리고 투자신탁에서의 담보제공은 원칙적으로 금지되지만, 부동산투자신탁에서 자금차입이 원활하게 이루어지기 위하여는 통상 담보제공을 요구받기 때문에 특례 규정을 두고 있는 것이다.

시행령 제97조 제7항은 금전을 차입함에 있어서의 한도액을 설정하고 있다. 이에 따르면 첫째, 부동산투자신탁의 계산으로 차입하는 때에는 당해 투자신탁의 순자산총액의 2배를 초과할 수 없다. 다만 수익자총회에서 달리 의결한 경우에는 그러하지 않다(제1호). 따라서 수익자총회에서 차입한도를 달리 정하는 경우에는 순자산총액의 2배를 초과할 수 있고, 시행령 제97조 제1항의 단서에 의하여 차입처도 자유롭게 결정할 수 있다.

둘째, 부동산투자신탁이 아닌 투자신탁의 계산으로 차입하는 때에는 당해 투자신탁에 속하는 부동산 가액의 100분의 70을 한도로 자금을 차입할 수 있다(제2호·금융투자업규정 제4-72조).

한편 차입한 금전은 부동산 운용 이외의 방법으로 운용하여서는 아니 된다(시행령 제97조 제8항). 다만 투자신탁의 종류 등을 고려하여 차입한 금전으로 부동산에 투자할 수 없는 불가피한 사유가 발생하여 일시적으로 현금성 자산에 투자하는 경우에는 예외이다(시행령 제97조 제8항·금융투자업규정 제7-72조 제3항).

#### 나. 금전의 대여

자산운용회사는 법 제83조 제4항에도 불구하고 투자신탁재산으로 부동산개발사업을 영위하는 법인, 즉 부동산신탁업자, 그 밖에 부동산투자회사 또는 다른 투자신탁(법 제94조 제2항 괄호·시행령 제97조 제2항) 등에 대하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금전을 대여할 수 있다(법 제94조 제2항). 시행령 제97조 제3항은 그 방법을 정하고 있다. 그에 따르면 집합투자규약은 금전의 대여에 관한 사항을 정하여야 하며(제1

호), 자산운용회사가 부동산에 대하여 담보권을 설정하거나 시공사 등으로부터 지급보증을 받는 등 대여금을 회수하기 위한 적절한 수단을 확보하여야 한다(제2호).

한편 자산운용회사가 금전을 대여하는 경우에는 해당 투자신탁의 순자산총액의 100분의 100을 한도액으로 한다(시행령 제97조 제4항).

#### 다. 실사보고서 및 사업계획성 등의 공시

자산운용회사가 투자신탁재산으로 부동산을 취득하거나 처분하는 경우에는 ① 부동산의 현황, ② 거래가격, ③ 부동산의 거래비용, ④ 부동산과 관련된 재무자료, ⑤ 부동산의 수익에 영향을 미치는 요소, ⑥ 그 밖에 부동산의 거래 여부를 결정함에 있어 필요한 사항으로서 담보권 설정 등 부동산과 관련된 권리의무에 관한 사항, 실사자에 관한 사항 등이 기재된 실사보고서를 작성·비치하여야 한다(법 제94조 제3항·시행령 제97조 제5항·금융투자업규정 제4-72조 제1항).

자산운용회사는 투자신탁재산으로 부동산개발사업에 투자하고자 하는 때에는 추진 일정·추진방법, 그 밖에 ① 건축계획 등이 포함된 사업계획에 관한 사항, ② 자금의 조달·투자 및 회수에 관한 사항, ③ 추정손익에 관한 사항, ④ 사업의 위험에 관한 사항, ⑤ 공사시공 등 외부용역에 관한 사항, ⑥ 투자자 보호를 위하여 금융위원회가 정하여 고시하는 사항 등을 기재한 사업설명서를 작성하여 부동산가격공시 및 감정평가에 관한 법률에 따른 감정평가업자로부터 그 사업계획서가 적정한지의 여부에 대하여 확인을 받아야 하며, 이를 인터넷 홈페이지 등에 공시하여야 한다(법 제94조 제4항·시행령 제97조 제6항).

## 9. 자기집행의무

### (1) 의의

자산운용업자는 자산운용 시 원칙적으로 자기집행의무를 부담한다. 자기집행의무는 자본시장법 제79조 선관주의의무의 전형적인 예이다. 자산운용회사가 자기집행의무를 부담하지 않게 되면, 제3자가 자산운용업무의 실질적인 업무주체가 될 수 있고, 회사의 경영성과와 운용성과가 타인의 능력에 따라 좌우된다. 이러한 현상은 특정 자산운용회사를 신뢰하고 투자한 자들의 이익에 반하는 것으로서 허용될 수 없다. 이에 따라 자본시장법은 자기집행의무에 관한 명시적인 규정을 두어 자산운용업에 대한 본질적 업무에 대하여는 자기집행의무를 부담시키고 있다. 다만 부수업무 등이나 전문성이 고도로 요구되는 자산운용분야에 대하여는 자기집행의무의 예외를 인정하고 있다(법 제42조).

## (2) 자기집행의무의 이행이 요구되는 사항

### 가. 투자신탁 설정·해지업무

투자신탁의 설정업무는 자산운용회사와 신탁회사 간 신탁계약을 체결함으로써 개시된다(법 제103조 제2항). 신탁계약이 체결되면 자산운용회사는 투자신탁의 계약당사자 지위를 갖게 된다. 투자신탁의 해지업무는 자산운용회사의 계약당사자 지위를 종료시키는 것이므로 타인에게 위임할 성질의 것이 아니다. 따라서 이와 같은 업무들은 제3자에게 위탁할 수가 없고, 자산운용회사가 집행하여야 한다(시행령 제45조 다호·제47조 제1항 제3호 가목).

### 나. 자산운용 및 운용지시업무

#### 1) 원칙

자산운용 및 운용지시업무는 자산운용회사의 핵심 업무이다. 따라서 자산운용회사가 동 업무들에 대하여 자기집행의무를 부담한다는 데에는 이론의 여지가 없다. 이에 따라 자본시장법도 운용 및 운용지시업무<sup>96)</sup>에 대하여는 자산운용회사의 본질적 업무로서 외부위탁을 금지하고 있다(시행령 제45조 제2호 다목·제47조 제1항 제3호 나목). 그리고 '운용업무'가 아닌 운용 및 운용지시업무라는 두 개의 업무를 분리하고 있는 의의는 운용결정권과 운용지시권이 각각 다른 법률행위임을 밝히고자 있는데 있다.

#### 2) 예외

자본시장법은 자산운용 및 운용지시업무에 대한 자산운용회사 자기집행의무의 예외를 인정하고 있다. 이는 ① 자산운용대상이 글로벌화하고 운용기법도 고도화·다양화하고 있는 현실을 감안하고, ② 전문분야에 특화된 운용기관에 위탁하는 것이 자산운용의 효율화 및 운용성과에 기여할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다.<sup>97)</sup> 이 때 외부위탁에 따른 투자판단은 고객이 아닌 자산운용회사가 하여야 한다고 본다.

자산운용회사는 투자신탁재산 중 외화자산의 자산운용·운용지시업무, 원화자산으로 구성된 투자신탁재산 총액의 100분의 20 범위에서의 자산운용·운용지시업무<sup>98)</sup>는 외부

96) 투자신탁재산에 속하는 지분증권(지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함한다)의 의결권행사를 포함한다. 이하 이 목에서 같다(시행령 제45조 제1항 제2호 다목 괄호).

97) 田村 威. 전계서. 2008. 272-273면.

98) 금융투자업자에게 위탁하는 경우만 해당한다.

위탁을 할 수 있다(시행령 제45조 제2호 다목 전단). 외화자산운용업무 등에 관하여 全部委託를 인정하는 것은 ① 전체 투자신탁자산총액 중에서 외화자산이 차지하는 비중이 크지 않고, ② 많은 자산운용회사의 경우 외화자산보다는 원화자산운용에 강점을 보이는 것이 일반적이므로, ③ 외화자산운용분야에 특화된 회사의 능력을 활용하는 것이 궁극적으로 자산운용회사의 전반적인 운용성과를 향상시킬 수 있기 때문이다.

원화자산운용업무에 대하여 一部委託만을 인정하고 있다. 이는 외화자산과 원화자산운용업무의 전부위탁을 인정하게 되면, 자산운용업이 투자일임업의 증개자역할에 불과할 수 있기 때문이다. 그리하여 자본시장법은 자산운용회사의 원화자산운용 시 투자신탁자산총액의 100분의 20까지의 일부위탁을 인정하고 있다. 이를 문리적으로 해석하면 개별적인 투자신탁자산운용업무의 전부 또는 일부위탁은 가능하지만, 그 결과가 해당 회사가 운용하고 있는 모든 투자신탁자산총액의 100분의 20을 초과하면 아니 된다고 본다.

이와 더불어 자산운용회사는 자산운용·운용지시업무와 관련한 조사분석업무 및 투자신탁재산에 속한 증권, 장내파생상품, 외국환거래법에 따른 대외지급수단의 단순매매주문업무와 의사결정권까지 위탁하지 아니하는 투자신탁재산의 평가업무에 관하여도 외부위탁이 가능하다(시행령 제45조 제2호 다목 후단). 조사분석업무는 운용업무를 수행하기 위한 지원업무에 속하기 때문에 다른 회사의 조사분석업무를 활용할 수 있도록 하고 있는 것이다.

## 10. 투자신탁종류별 운용대상자산 제한의 폐지

### (1) 자산운용업법상 구분 및 자산운용규제

종래 자산운용업법은 주로 투자하는 자산에 따라 투자신탁의 종류를 증권투자신탁, 파생상품투자신탁, 부동산투자신탁, 실물투자신탁, 단기금융투자신탁(Money Market Fund, 이하 'MMF'라고 한다), FOFs 및 특별자산투자신탁 등 7종류로 나누도록 강제하였다(동법 제27조). 그리고 ① 증권투자신탁은 그 재산의 100분의 40을 초과하여 대통령령이 정하는 비율 이상을 투자증권에 투자하여야 하고, ② 파생상품투자신탁은 그 재산의 10%를 초과하여 위험회피 외의 목적으로 장내파생상품 또는 장외파생상품에 투자하여야 하고, ③ 부동산투자신탁은 그 재산을 부동산에 투자하는 투자신탁이며, ④ 실물투자신탁은 그 재산을 실물자산, 즉 금·곡물·석유 등 물품(commodity) 및 이를 가공한 물품에 투자하여야 하고, ⑤ MMF는 그 재산을 단기금융상품에 투자하여야 하며, ⑥ FOFs는 그 재산의 50% 이상을 다른 투자신탁에 투자하여야 하고, ⑦ 특별자산투자신탁은 그 재산을 특별자산, 즉 PEF(Private Equity Fund)지분·보험금지급청구권·채

권금융기관의 금전채권·특정사업의 수익권·어음·신탁수익권·조합지분·어업권·광업권 등의 자산에 투자하여야 하였다(동법 제87조 제2항·동법시행령 제70조 제1항).

이와 같이 종래 자산운용업법은 투자신탁의 종류별로 운용대상자산을 제한하였기 때문에 다양한 자산을 활용한 투자신탁상품을 개발·공급하는데 제약이 있었다.<sup>99)</sup>

## (2) 자본시장법상 구분 및 자산운용규제

### 가. 규제의 폐지 및 투자신탁 재분류의 내용

자본시장법은 자산운용업법상 7종류의 투자신탁을 기본적으로 5종류로 재분류하고, 투자신탁종류별 운용대상자산 제한을 폐지함으로써 MMF 이외의 투자신탁으로 하여금 운용대상을 자유롭게 선택할 수 있도록 하였다. 그리하여 자본시장법은 투자대상자산의 50%를 초과하여 투자하는 것을 기준으로 증권투자신탁·부동산투자신탁·특별자산투자신탁·MMF로 구분하고 있다(법 제229조). 5종류의 투자신탁들은 종래와는 달리 유형을 불문하고 증권, 파생상품, 부동산, 실물자산 및 특별자산에 투자·운용할 수 있다.

각 투자신탁의 종류를 구분함에 있어서는 주요 투자대상자산, 즉 자산의 50%를 초과하는 투자대상자산에 해당 기초자산 관련 파생상품을 포함시킴으로써 과거와 달리 파생상품투자신탁을 별도로 구분하지 않고 있다. 그리고 종래의 실물투자신탁을 특별자산투자신탁으로, FOFs는 운용대상자산의 유형상 증권투자신탁과 유사하므로 이를 별도로 분류하지 않고 증권투자신탁으로 포섭하였다.

한편 자본시장법상 투자신탁의 종류를 재분류함에 있어서는 주요 투자대상자산을 특정하지 않고 항상 어떤 자산이나 제약 없이 운용할 수 있는 혼합자산투자신탁제도를 신설하였다는 점도 특징적이다(법 제229조 제5호).

### 나. 재분류의 내용

자본시장법은 재분류된 투자신탁의 자산운용과 관련하여 그 대상에는 제한을 두지 않고 있다. 다만 최저한의 투자비율 등에 관하여는 제한을 하고 있다. 그 내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 증권투자신탁은 투자신탁재산의 100분의 50 이상을 초과하여 대통령령으로 정하는 증권<sup>100)</sup>에 투자하는 투자신탁으로서 부동산투자신탁 및 특별자산투자신탁에 해

99) 자본시장통합법연구회, 「자본시장통합법해설서」, 한국증권업협회, 2007, 254면.

100) 시행령 제240조 제2항 참조. 그리고 동조 동항에서 정하는 증권 외의 증권을 기초자산으로 한 파생상품을 포함한다. 이하 이 조에서 같다.



당하지 아니하는 투자신탁을 말한다(법 제229조 제1호).

둘째, 부동산투자신탁은 투자신탁재산의 100분의 50을 초과하여 부동산<sup>101)</sup>에 투자하는 투자신탁을 말한다(법 제229조 제2호).

셋째, 특별자산투자신탁은 투자신탁재산의 100분의 50을 초과하여 특별자산<sup>102)</sup>에 투자하는 투자신탁을 말한다(법 제229조 제3호).

넷째, 혼합자산투자신탁은 투자신탁재산을 운용함에 있어서 앞의 제1호부터 제3호까지의 규정의 제한을 받지 아니하는 투자신탁을 말한다(법 제229조 제4호).

다섯째, MMF는 투자신탁재산 전부를 대통령령으로 정하는 단기금융상품<sup>103)</sup>에 투자하는 투자신탁으로서 시행령 제241조 제2항에서 정하는 방법으로 운용되는 투자신탁을 말한다(법 제229조 제5호).

## N. 사모투자신탁에 대한 자산운용행위규제

### 1. 사모투자신탁의 개념 및 유형

사모투자신탁은 공모투자신탁에 대응하는 개념으로 미국의 1940년 투자회사법 제3조(c)(1)에서 유래한다. 동 규정은 투자신탁의 투자자가 100인 미만이고 공모를 하지 않거나 또는 공모를 의도하지 않는 투자신탁에 대하여는 동법을 적용하지 않는다고 명시하고 있다.<sup>104)</sup> 자산운용업법상 사모투자신탁에 대한 정의는 미국의 1940년 투자회사법을 참조하였다.

101) 부동산을 기초자산으로 한 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법(시행령 제240조 제4항)으로 부동산 및 대통령령으로 정하는 부동산과 관련된 증권(시행령 제240조 제5항)에 투자하는 경우를 포함한다. 이하 이 조에서 같다.

102) 증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다.

103) 시행령 제241조 제1항에 열거된 상품을 말한다. 즉 ① 남은 만기가 6개월 이내인 양도성 예금증서(제1호), ② 남은 만기가 1년 이내인 국채증권, 지방채증권, 특수채증권, 사채권(법 제71조 제4호 나목에 따른 주권 관련 사채권 및 사모의 방법으로 발행된 사채권은 제외한다) 및 기업어음증권, 다만, 환매조건부매수의 경우에는 남은 만기의 제한을 받지 아니한다(제2호), ③ 남은 만기가 1년 이내인 시행령 제79조 제2항 제5호에 따른 어음(기업어음증권은 제외한다)(제3호), ④ 법 제83조 제4항에 따른 단기대출(제4호), ⑤ 만기가 6개월 이내인 시행령 제79조 제2항 제5호 각 목의 금융기관에의 예치(제5호), ⑥ 다른 MMF의 수익증권(제6호) 중 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

104) 이에 관한 상세한 내용은 M. F. Holzapfel, "An Analysts of The Section 3(a)(10) Exemption under The Securities Act of 1933 in The Context of The Public Offering Component of Section 3(c)(1) of The Investment Company Act of 1940". Fordham J. Corp & Fin. L. 427, 2003. p.431 참조.

앞에서 기술한 바와 같이<sup>105)</sup> 자산운용업법은 수익증권을 사모(동법 제9조 제8항)로만 발행하는 투자신탁으로서 투자자<sup>106)</sup>의 총수가 49인 이하인 투자신탁을 사모투자신탁으로 정의하고 있다(법 제9조 제19항). 즉 일반투자자를 대상으로 새로 발행되는 증권의 취득의 청약은 49인 이하로 권유하는 신탁으로서 그 결과 수익증권의 취득자가 49인 이하인 투자신탁을 말한다. 이를 소수자 사모투자신탁이라고 칭할 수 있다. 이에 비하여 사모투자신탁이지만 기관투자자 등 적격투자자만을 대상으로 하여 투자자 수에 제한이 없는 투자신탁도 설정할 수 있는데, 이를 적격기관투자자 사모투자신탁이라고 칭할 수 있다.

## 2. 자산운용행위제한

사모투자신탁은 공모투자신탁에 비하여 사적 자치가 충실하게 반영되고, 투자에 능한 자를 대상으로 투자를 권유하는 투자신탁이다. 그리하여 여러 규제가 대폭 완화되어 있다. 자산운용의 경우에도 예외가 아니다. 소수자 사모투자신탁은 공모투자신탁의 자산운용행위제한 중 법 제81조 제1항 제1호 증권 및 파생상품에 대한 운용제한행위, 제3호 수익증권에 대한 운용행위제한, 제4호 환매조건부매도에 대한 운용행위제한(시행령 제81조 제1항 제1호), 증권대여행위(시행령 제81조 제1항 제2호), 증권차입행위(시행령 제81조 제1항 제3호), 법 제93조 파생상품운용 특례 규정의 적용을 받지 아니한다.

한편 자본시장법은 주로 기관투자자를 투자권유대상으로 하는 적격투자자 사모투자신탁의 설정을 인정하고 있다(법 제9조 제19항·시행령 제14조 제1항). 적격투자자는 투자에 정통한 자이므로 투자자 수의 제한을 받지 않고, 규제도 공모투자신탁은 물론 소수자 사모투자신탁에 비하여 더욱 완화된다. 그리하여 적격기관투자자 사모투자신탁은 공모투자신탁의 자산운용행위 제한에 관한 제81조의 규정을 적용받지 아니한다. 다만 ① 법 제81조 제1항 마목 파생상품투자와 관련하여서는 위험평가액이 투자신탁의 순자산총액의 100분의 100을 초과하여 투자·운용할 수 없다(법 제249조의 2 제1항 첫 번째 괄호·시행령 제80조 제6항). ② 법 제81조 제1항 제2호 부동산에 투자·운용함에 있어서는 처분제한규정을 준수하여야 한다(법 제249조의 2 제1항 첫 번째 괄호·시행령 제80조 제7항).

이 밖에도 적격투자자 사모투자신탁은 자기수익증권의 취득 제한(법 제82조), 금전

105) 이에 관한 상세한 내용은 III.1. 참조

106) 대통령령으로 정하는 투자자란 1. 동법시행령 제10조 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자. 2. 제10조 제3항 제12호·제13호에 해당하는 자 중 금융위원회가 정하여 고시하는 자를 말한다.

차입 등의 제한(법 제83조), 파생상품운용 특례(법 제93조), 부동산운용 특례(법 제94조) 등의 규정을 적용받지 아니한다.

## V. 맺음말

자본시장법상 투자신탁관련 규정 중 가장 많은 변화의 하나가 자산운용행위규제에 관한 부분이다. 그것은 투자신탁업무의 핵심은 자산운용이고, 자산운용회사는 자산운용권을 보유한 자이므로 시대 및 자본시장의 변화에 따라 규제 기준을 설정할 필요가 있기 때문이다. 그리고 자본시장법이 금융투자상품이라는 새로운 개념을 도입하면서 포괄주의 입법방식을 채택함으로써 투자신탁의 자산운용대상도 종전보다 대폭 확대됨에 따라 그에 부합하는 새로운 행위규제가 필요하였다는 점도 하나의 배경으로 들 수 있다.

종래의 자산운용업법과 비교하여 자본시장법상 투자신탁의 자산운용행위규제와 관련한 특징적인 점은 ① 기초법리의 하나로 신의성실·공정의무규정을 들으로써 위임인의 아닌 자에 대하여도 법적 규제를 가할 수 있게 되었고, ② 운용방법에 대한 제한을 폐지하여 명시적으로 허용되고 있는 운용방법 이외에 투자대상자산을 기초로 하여 이익을 창출할 수 있는 모든 형태의 운용방법을 채택할 수 있게 되었으며, ③ 자산운용대상에 대한 규제와 자산운용 시의 금지행위를 더욱 정치하게 명시하여 탈법적인 행위를 차단시키고자 하고 있고, ④ 자산운용회사의 자기집행의무(업무위탁)의 적용예외를 확대하였으며, ⑤ 투자신탁종류별 운용대상자산의 제한을 폐지하여 자산운용회사가 다양한 금융상품을 개발·공급할 수 있게 되었고, ⑥ 사모투자신탁에 대한 규제를 더욱 완화하였다는 데에 있다.

본고에서는 자산운용행위규제와 관련된 입법적 개선방안을 제시하기 보다는 새로운 규정에 대한 해석론을 중심으로 고찰하여 보았다. 그 이유는 법조계나 자산운용업계 공히 금년 2월 4일부터 시행되고 있는 자본시장법을 집행하고 운영함에 있어서 적지 않은 어려움을 겪을 것으로 보이기 때문이다. 고찰의 결과 자본시장법상 자산운용행위규제와 관련된 몇 가지 문제점과 그 개선의 필요성을 알 수 있었다. 우선 입법 기술적으로 조문을 더욱 매끄럽게 보완할 필요성이 있다. 그리고 괄호를 많이 사용함에 따라 관련 규정들을 해석함에 있어서 적지 않은 애로가 예상된다. 또한 예외에 대한 예외 규정이 많아 실무적으로 적지 않은 어려움을 가져올 수 있다. 이러한 문제점들은 해결되어야 한다. 그렇지 아니한 경우에는 당초의 입법적 목적을 충분히 달성하기 어렵게 될 것이고, 법적 효용성도 감소할 가능성이 있다.

## 참고문헌

- 김병연, “자본시장법상 금융투자상품 규제체계”, 「인권과 정의」, 제389호, 대한변호사협회, 2009.
- 맹수석, “투자신탁자산의 운용상 주의의무와 투자고객 보호방안”, 「증권법연구」, 제6권 제2호, 한국증권법학회, 2005.
- 오성근, “간접투자자산운용업법에 대한 고찰”, 「증권법연구」, 제5권 제2호, 한국증권법학회, 2004. 12.
- 이철송, 「회사법」, 박영사, 2008.
- 자본시장통합법연구회, 「자본시장통합법해설서」, 한국증권업협회, 2007.
- 조상욱·이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자규제의 주요 내용 및 문제점”, 「BFL」, 제22호, 서울대학교 금융법센터, 2007. 3.
- 한국투자신탁, 「증권투자신탁업법개론」, 한국투자신탁, 1989.
- 하삼주, “금융투자상품에 관한 몇 가지 문제점과 보완대책”, 「상사법연구」, 제26권 제2호, 한국상사법학회, 2007.
- 野村アセットマネジメント株式會社, 「投資信託の法務と實務」, 金融財政事情研究會, 2008
- 田村 威, 「投資信託基礎と實務」, 經濟法令研究會, 2008.
- Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*, 1997.
- M. F. Holzapfel, “An Analysts of The Section 3(a)(10) Exemption under The Securities Act of 1933 in The Context of The Public Offering Component of Section 3(c)(1) of The Investment Company Act of 1940”, *Fordham J. Corp & Fin. L.* 427, 2003.
- Robert Cole, *Unit and Investment Trusts*, 1997.
- Thomas Lee Hazen, *The Laws of Securities Regulation*, Thomson West, 2005.
- Timothy C. Cornick·Bridget C. Barker·Nigel L. Doran·Bridget Hui·Stephen C. Robinson, *Collective Investment Schemes - The Law and Practice*, 2002.

[Abstract]

## Regulatory Provisions on Asset Management Activities by Investment Trusts under the Capital Market Act

O, Sung-Keun

*Professor, Law School, Jeju National Univ.*

Under the Capital Market and Financial Investment Business Act(so called 'capital market act'), the trust investment-related provisions that show the biggest discrepancies from the previous Indirect Asset Management Business Act are perhaps those concerning regulations on asset management practices. And such change seems quite appropriate considering that changes in the market environment call for changes in regulatory standards since the core part of trust investment business is asset management and an asset management firm is authorized to manage various assets. Also seen as a rationale for this change is the fact that since the act embraced a new concept of financial investment products and took the approach of so-called "comprehensive legislation," the number of asset types managed by investment trusts has greatly increased, which demands that a new set of standards be employed for regulating newly-emerging management practices.

Compared with the Indirect Asset Management Business Act, the capital market act shows the following characteristics with respect to regulation on asset management practices conducted by investment trusts:

1. It requires asset management companies to fulfill both fiduciary and fairness duties, enabling regulation by law on the involved party or parties other than trustees.
2. It does not put any limits on the asset management method, allowing asset management firms to employ any possible methods for profit generation, even ones that are not suggested in the law, by taking advantage of assets under their management.
3. By stipulating regulations on assets to be managed and listing cases of violation in great detail, it attempts to prevent asset management companies from engaging in any illegal activities.
4. It widens areas where asset management firms are free of the duty of self-execution.

5. Unlike the Indirect Asset Management Business Act, under which each investment trust was allowed to manage only the types of assets as provided by the act, the capital market act removes all limits on asset types, thereby allowing asset management firms to develop and distribute a variety of financial products.

6. It takes the approach of further easing the regulations on private equity funds.

This study focuses on examining various interpretations of the new regulatory provisions under the capital market law rather than making legislative recommendations; however, it raises a few issues with respect to some of its provisions concerning regulation on asset management practices. First, in order to make its provisions more easily understandable, much technical improvement needs to be made by reducing the number of extremely professional terms used and revising some of its provisions in a more concise way. Second, some of the parentheses employed in the act may lead to misinterpretation. Finally, the fact that it has many "exceptions to exceptions" may also lead to confusion on the part of the party or parties involved in case of determining which provision applies to which activity and/or whether a particular provision applies to a particular case.

This study suggests that these issues be resolved as quickly as possible. Otherwise, it seems more likely that the intended objectives of the act may not be achieved and its legal utility may also lessen over time.

**Key words** : collective investment scheme, fund manager, front running, fund of funds, MMF