

증권투자신탁의 몇 가지 법적 쟁점

강 희 철 (변호사, 법무법인 율촌)

조 상 옥 (변호사, 법무법인 율촌)

차 태 진 (변호사, 법무법인 율촌)

【초 록】

최근 증권투자신탁에 있어 ‘위탁회사와 수탁회사의 관계는 신탁적 관계로서, 신탁재산에 관한 상계, 계약체결 등 법률행위는 위탁회사의 지시로, 그리고 수탁회사 명의로 행하여야 한다’는 취지의 대법원 판결이 나왔다. 이러한 판결내용은 위탁회사와 수탁회사간에 체결되는 증권투자신탁계약은 신탁을 설정하는 계약이라는 점 및 그 결과 수탁회사가 법률행위의 주체가 되어야 한다는 점을 유권적으로 확인한 것이라고 판단된다. 향후 업계가 동 판결 취지에 따르게 되면 위탁회사의 증권투자신탁 운용관행에 상당한 변화가 불가피할 것이다. 한편, 위 대법원 판결은 위탁회사와 수탁회사의 법률관계에 대하여서만 신탁관계라 판단하였을 뿐이므로, 수익자와 위탁자의 관계나 판매회사의 당사자 지위성과 같은 증권투자신탁의 기본구조에 대한 다른 문제는 여전히 남아 있다. 전자에 대하여서는 법적 신탁설의 의견과 달리 신탁 법리가 아니라 증권투자신탁약관, 수익증권저축계약과 같은 계약적 합의와 증권투자신탁업법 등 관련 법령에 의하여 규율되는 관계라고 봄이 간명하다고 생각된다. 후자에 대해서는 판매회사 역시 증권투자신탁제도하에서 계약적 합의나 증권투자신탁업법 등 관련 규정에 따라 일정한 기능을 부여받은 당사자라고 하는 것이 타당하다고 생각된다.

위 대법원 판결의 내용에 따를 경우, 최근 문제가 된 MMF의 소위 ‘옵션 CP’의 편입과 관련한 계약은 수탁자 명의로 아닌 위탁자의 명의로 체결되었으며, 신탁재산에 관하여 체결됨이 명시되지 않아 그 계약효과가 이론상 위탁회사가 운용하는 신탁재산이 아닌 위탁회사에 일차적으로 귀속된다는 결론이 된다. 또한 최근 시도되는 바와 같이 위탁회사가 운영하는 여러 개의 펀드를 결합하여 하나의 ISDA Master Agreement를 체결하고자 하는 경우, 수탁회사가 위탁회사의 운용지시에 따라 수탁회사의 명의로 계약을 체결하여야 한다. 그러나 이는 실무상으로 곤란한 점이 많다. 새로 시행될 간접투자자산운용업법의 내용과 같이 신탁약관에서 사전에 정하여 두는 경우에는 위탁회사 명의로의 계약체결이 허용되어야 할 것이다. 나아가 수개의 펀드를 통합한 자산운용의 경우는 신탁재산별로 미리 정하여진 자산배분내역에 따라 자산운용의 결과를 배분하되 이를 객관적으로 검증할 수 있는 장치가 마련되어야 할 것이다.

그 외에도 증권투자신탁과 관련하여서는 여러 쟁점이 문제가 된다. 먼저, 소위 ‘미매각 수익증권’의 경우 기준가격과 실제 신탁재산을 환가한 금액이 불일치하는 경우 판매회사와 위탁회사간 손실부담 주체가 논란이 될 수 있다. 특별한 약정이 없는 한 미매각 수익증권을 보유한 판매회사의 수익자로서의 지위, 위탁회사의 기준가격 산정의무 등을 고려할 때 위탁회사의 책임으로 판단된다.

증권투자신탁업법 등에 정해진 운용제한을 명시적으로 위반하지는 않았으나 위탁회사가 부실채권을 편입함으로써 결과적으로 수익자에게 손해가 발생한 경우 위탁회사의 선관의무 위반이 문제될 수 있다. 이와 관련하여, 최근 대우채를 편입한 펀드에 대해 하급심 판결이 나

왔으나, 동 판결의 논리전개와 결론에는 의문이 있다. 결론적으로, 증권투자신탁은 본질상 간접투자제도로써 투자전문가인 위탁회사에 광범위한 재량을 인정하므로, 선관의무 위반여부 판단은 위탁회사의 운용지시 당시를 기준으로, 운용지시 내용의 결정과 관련성이 있는 중요한 사정을 종합적으로 판단하여야 한다. 그리고 동 기준하에서 위탁회사가 간접투자 전문가로서의 능력과 경험 등에 비추어 수익자의 이익을 위한 최선의 조치를 취한 것인지 여부를 선관의무 위반의 척도로서 검토하여야 할 것이다.

소위 펀드분리에 관련한 하급심 판결도 검토를 요한다. 동 판결은 펀드분리의 개념, 법적 성질의 판단에 이론상 문제점이 있는 것으로 생각된다. 펀드분리에 관하여서는 간접투자자산운용업법에서 환매연기사유가 발생한 간접투자자산을 분리하여 별도의 간접투자기구를 설정하는 것을 허용하고 있으나, 그 법적 성격 등 이론적 검토가 계속되어야 할 것이다.

새로 시행될 간접투자자산운용업법은 포괄적인 간접투자 개념을 도입하여 그 운용대상 자산을 확대하고 있으며, 수익자총회제도를 도입하고, 위탁회사의 감독권한을 강화하는 등, 현행 증권투자신탁업법 내용과는 많은 차이를 보이고 있어 많은 새로운 법률문제가 발생할 것으로 예상된다.

주제어: 증권투자신탁 / 신탁 / 옵션 CP / 장외과생금융거래/ 미매각 수익증권 / 기준가격 / 선관의무 / 펀드분리

【차 례】

I. 서 론

II. 법적 쟁점의 소개와 검토

1. 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계의 성질 및 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자의 문제
2. 증권투자신탁의 구조면에서 본 옵션 CP의 문제점
3. 복수의 투자신탁을 결합한 장외과생금융상품거래
4. 미매각 수익증권의 환가
5. 부실채권 편입에 따른 위탁회사의 선관의무 위반책임
6. 펀드(증권투자신탁)분리조치

III. 결 론

강 희 철 (변호사, 법무법인 율촌)

조 상 옥 (변호사, 법무법인 율촌)

차 태 진 (변호사, 법무법인 율촌)

I. 서 론

1999. 8. 12. 대우채 환매유예조치 이후 지금까지 증권투자신탁업법의 해석 및 적용과 관련하여 많은 법적 쟁점들이 발생하여 법원에서 다루어지고 있다. 그러한 법적 쟁점들은 ① 1999. 8. 12. 대우채 환매유예조치의 적법성, 금융감독위원회의 환매유예조치 승인의 법적

성질, 환매유예조치에 의한 기준가격의 변경 가능 여부 등의 쟁점(대우채 환매유예조치에 관한 문제), ② 동일투자종목 투자제한 등을 위반한 위탁회사의 선량한 관리자로서의 주의 의무(이하 “선관의무”) 위반을 인정할 것인지(위탁회사의 선관의무와 관련된 문제), ③ 판매회사가 증권투자신탁의 기본구조상 독립된 당사자로서 고유재산에 의한 환매책임을 부담하는지(판매회사의 법적 지위에 관한 문제), ④ 위탁회사가 증권투자신탁의 신탁재산 운용과 관련된 법률행위(상계, 선물환 계약 등)를 자기 명의로 할 수 있는지(신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자에 관한 문제) 등으로 분류, 정리할 수 있다.¹⁾

그 중 ④ 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자에 관한 문제에 대해서는 최근 주목할 만한 대법원 판결이 나왔으며(아래 II. 1.에서 논의한다), 이 대법원 판결은 현재 증권투자신탁업계의 관행에 대하여 다시 한번 법적인 검토를 하여야 할 요인이 되었다. 따라서 증권투자신탁업법의 정확한 이해를 위해 위 대법원 판결의 타당성을 검토하고, 동 판결이 증권투자신탁업계의 현재 실무 관행 등에 대해 가지는 의미 및 영향을 파악하는 작업이 추가적으로 필요하다. 위 대법원 판결은 증권투자신탁의 기본구조를 이해하는 것과는 관련될 뿐 아니라, 향후 실무의 변화방향, 최근 실무에서 문제된 옵션 CP 발행계약의 해석(아래 II. 2.에서 논의한다), 복수의 투자신탁을 포괄한 ISDA 표준계약(Master Agreement)의 체결(아래 II. 3.에서 논의한다)과도 상당한 관련이 있다.

또한 위에서 소개한 쟁점들 외에도, 증권투자신탁의 실무에서는 아직 정리되지 않은 쟁점들이 많이 있다. 본고는 그러한 쟁점들 중 미매각 수익증권의 환가에서의 책임소재 문제(아래 II. 4.에서 논의한다), 1999. 7. 19. 대우그룹의 구조조정방안 발표 이후 대우채를 만기연장 편입한 위탁회사의 선관의무 위반 문제(아래 II. 5.에서 논의한다), 1999. 10.부터 2000. 1. 21.까지 투자신탁협회의 주도하에 행하여진 대우채 펀드분리조치에 있어서의 법적 쟁점(아래 II. 6.에서 논의한다)을 소개하고 검토해 보기로 한다. 위 쟁점들은 향후 동일 또는 유사한 문제가 계속 제기될 가능성이 있는 문제이거나(위탁회사의 선관의무), 구 증권투자신탁업법과 신 증권투자신탁업법상의 환매제도(펀드분리조치), 위탁회사와 판매회사의 관계(미매각 수익증권 환가) 등 증권투자신탁의 기본적 이해와 관련이 있는 문제들이다.

II. 법적 쟁점의 소개와 검토

1. 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계의 성질 및 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자의 문제

(1) 대상 대법원 판결

증권투자신탁을 설정하고자 하는 경우 위탁회사와 수탁회사가 약관에 의해 증권투자신탁계약을 체결하게 된다. 이 때 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계가 신탁법상의 신탁에 해당하는 관계인지, 아니면 단순히 신탁재산을 보관시키는 관계에 불과한지 문제된다. 이는, 실제 증권투자신탁의 신탁재산 운용에 있어서는, 신탁재산에 관하여 행해지는 유가증권 매매 등 법률행위의 당사자가 위탁회사와 수탁회사 중에서 누구이어야 하는지를 결정하는 문제이기도 하다.

최근 대법원은 이에 대한 유권적 해결이라고 할 만한 몇 건의 판결을 내린 바 있다. 위 대법원 판결의 결론은 ‘위탁회사와 수탁회사의 관계는 신탁적 관계로서, 신탁재산에 관한 상계, 계약체결 등 법률행위는 위탁회사의 지시로, 그리고 수탁회사 명의로 행하여야 한다’는 것으로 일반화할 수 있다. 아래에서 좀더 상세하게 살펴본다.

1) 대법원 2002. 11. 22 선고, 2001다49241 판결; 대법원 2002. 12. 26 선고, 2002다12727 판결

동 판결에서는, 구 금융산업의구조개선에관한법률하에서의 계약이전결정의 효력 등 다른 쟁점도 문제되었으나, 위탁회사가 수익자에 대해서 부담하는 환매대금 지급채무와 신탁재산에 속하는 채권을 상계할 수 있는지가 핵심적인 쟁점이었다.2) 이에 대해 대법원은 수탁회사가 신탁 법리에 따라서 신탁재산의 소유자가 된다는 점을 전제로, 위탁회사는 수탁회사를 통하지 않고 스스로 신탁재산에 관한 상계권을 행사할 수 없다는 설시를 하였다.

그 설시내용을 그대로 인용하면, “증권투자신탁업법에 따른 투자신탁에 의하여 위탁회사가 투자자(수익자)로부터 모은 자금을 신탁하여 수탁회사가 보관하고 있는 신탁재산은 신탁법 및 증권투자신탁업법의 법리에 의하여 대외적으로 수탁회사가 그 소유자가 되므로, 특별한 사정이 없는 한 신탁재산에 속한 채권을 자동채권으로 하는 상계권 역시 수탁회사가 행사하여야 하고, 이 경우 수동채권은 수탁회사가 부담하는 채무이어야 하되, 이와 같은 상계는 신탁법 및 증권투자신탁업법의 관계규정에 의한 제한을 받아야 하는바, 증권투자신탁업법의 관계규정에 따라 위탁회사는 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리, 운용할 책임이 있으나, 같은 법 제25조 제1항 단서에 의하여 의결권 외의 권리는 수탁회사를 통하여 이를 행사하도록 되어 있으므로, 상계권에 관하여도 위탁회사가 수탁회사에 지시하고 수탁회사로 하여금 일정한 내용으로 상계권을 행사하게 할 수는 있을 것이나, 스스로 신탁재산에 속한 채권에 관하여 상계권을 행사할 수는 없다”는 것이다.

위 2001다49241 판결 등에 의해 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계는 신탁법상의 신탁으로서 대외적 소유자는 수탁회사가 된다는 점이 유권적으로 확인되었다고 볼 수 있다. 그리고 위탁회사와 수탁회사간 신탁 법리를 아무런 제한 없이 받아들이고 있는 동 판결 내용으로부터, 이미 (직접 판결에서 문제가 된) 상계뿐 아니라 유가증권의 매매 등 증권투자신탁과 관련된 대외적 법률행위라면 모두 위탁회사 지시를 받아 수탁회사 명의로 수행되어야 한다는 결론이 자연스럽게 도출될 수 있다. 이러한 일반론적 결론은 아래 대법원 2003. 4. 8 선고, 2001다38593 판결에서 재차 확인, 명시되었다.

2) 대법원 2003. 4. 8 선고, 2001다38593 판결

동 판결의 사실관계는, ① 증권투자신탁 자산으로 편입되는 미화의 환위험을 회피(Hedging)하기 위하여 수탁회사를 상대방으로 하는 2건의 선물환 거래가 이루어졌는바, ② 동 2건의 선물환 거래를 행하기로 하는 포괄적 약정에 해당하는 선물환 거래 약정서에는 위탁회사와 수탁회사가 당사자로 기재되었지만, ③ 동 2건의 선물환 거래를 행함에 있어 작성된 거래성립 확인서(Confirmation)에는 미화 매도자로 위탁회사와 수탁회사의 증권투자부가, 미화 매수인으로 수탁회사의 국제금융부가 기재되어 각 서명을 하였다는 것으로 요약할 수 있다. 이와 관련하여 위탁회사는, 위탁회사가 아닌 수탁회사가 2건 선물환 거래의 당사자라고 주장하면서,3) 그 근거로, 위탁회사가 2건 선물환 거래의 당사자라고 하려면 위탁회사가 2건 선물환 거래를 통해 타인 소유 미화를 매도할 의사를 가지지 않은 이상 증권투자신탁 자산으로 편입되는 매도 대상 미화가 위탁회사 소유라는 것이 전제되어야 하는데, 증권투자신탁에 관한 위탁회사와 수탁회사간 법률관계는 신탁적 관계이므로 매도 대상 미화 소유자는 위탁회사가 아닌 수탁회사라는 점을 지적하였다.4)

이에 대해 대법원은, 앞서 소개한 2001다49241 판결을 인용하여, “증권투자신탁계약에 따른 신탁재산의 대외적 소유명의자는 수탁회사이고 위탁회사는 내부적인 의사결정자일 뿐 그에 따른 대외적 법률행위는 수탁회사를 통하여 하여야 하므로, 위탁회사 자신이 신탁재산에 관한 법률행위의 주체가 되거나 이행책임을 부담할 수 없다”고 하여, 증권투자신탁의 신탁재산 소유자는 수탁회사이고 2건 선물환 거래와 같은 증권투자신탁과 관련된 “대외적 법률

행위”를 하는 당사자는 수탁회사여야 한다는 점을 확인하였다. 이는 2001다49241 판결상 증권투자신탁과 관련된 상계에 있어 수탁회사가 당사자가 되어야 한다는 설시 의미를 재차 확인시켜 주는 것으로서, 증권투자신탁과 관련된 모든 “대외적 법률행위”는 수탁회사가 당사자가 된다는 일반론이 대법원에 의해 명시적으로 확인, 선언된 것이라 할 수 있을 것이다.

한편, 동 건으로 돌아와 대법원 판결 결론을 보기로 한다. 만약 대법원 판결의 위 설시에 따르면, 위탁회사 주장과 같이 수탁회사가 소유하는 증권투자신탁의 신탁재산에 편입되는 미화를 매도 대상으로 하는 2건 선물환 거래의 당사자는 수탁회사라고 인정되어야 하는 것처럼 보이기도 한다. 특히, 2건 선물환 거래에 있어 처분문서라고 할 수 있는 거래성립 확인서상 수탁회사의 증권투자부도 서명을 하였다. 따라서 동 서명행위를 위 증권투자신탁 법리에 따라 수탁회사가 증권투자신탁의 신탁재산에 관한 대외적 법률행위라고 보고, 위탁회사는 단순히 신탁재산에 대해 실질적 운용지시권자로서 신탁재산에 대한 거래임을 표시하기 위해 자신을 기재하였다고 판단할 여지도 충분히 보인다.

그러나 대법원은 반대로 2건 선물환 거래의 당사자는 위탁회사라는 결론에 이르렀다. ① 처분문서인 2건 선물환 거래의 거래성립 확인서에 수탁회사의 증권투자부도 위탁회사와 같이 미화 매도인으로서 서명한 사실은 인정되지만, 처분문서 기재내용도 그와 다른 약정이 있는 경우 부정될 수 있는 것으로서(“그 처분문서의 기재내용과 다른 특별한 명시적·묵시적 약정이 있는 사실이 인정될 경우에 그 기재내용의 일부를 달리 인정하거나 작성자의 법률행위를 해석함에 있어서 경험칙과 논리법칙에 어긋나지 아니하는 범위 내에서 자유로운 심증으로 판단할 수 있는 것”), 신탁재산의 가치를 유지하기 위한 관리의무가 위탁회사에 있으며 2건 선물환 거래 역시 위탁회사의 지시에 의해 체결되었다는 점 등을 볼 때, 5) (거래성립 확인서의 기재내용에도 불구하고) 2건 선물환 거래의 당사자는 위탁회사이며, ② 그 결과 2건 선물환 거래는 “(위탁회사)의 명의로 신탁재산의 보전을 위하여 체결된 것일 뿐이어서 그 결과를 사후에 신탁재산에 편입하는 때에 비로소 신탁재산의 손익에 반영될 뿐이지 그 계약 내용 자체가 당연히 신탁재산에 관한 것이라고는 할 수 없다”는 것이다.

(2) 대상 대법원 판결의 의미

증권투자신탁에 관한 국내 논문 중에는, 위탁회사와 수탁회사의 관계는 재산의 출연행위가 없이 위탁회사가 수익자로부터 인수한 신탁재산의 형식적인 명의의 이전이 있는 수동적인 신탁(passive trust)일 뿐, 신탁법상의 신탁관계라고 볼 수 없다는 견해를 표명한 것이 있다. 6) 또한 양자간의 관계는 위탁회사와 수탁회사간 법률관계가 신탁관계임을 인정하면서도, 수탁자가 신탁재산에 관한 법률행위의 당사자가 되어야 한다는 신탁 법리는 증권투자신탁업법에 의하여 수정되므로, 신탁재산의 관리, 처분행위의 주체(당사자)는 위탁회사가 되어야 한다는 입장을 소개하는 글도 발견된다. 7)

그러나 위탁회사와 수탁회사간에 체결되는 증권투자신탁계약은 신탁을 설정하는 계약이라는 점 및 그 결과 수탁회사가 법률행위의 주체가 되어야 한다는 점에 대해 대부분의 국내 문헌은 찬동하고 있다. 앞서 소개한 대법원 판결은 그 동안 국내 문헌상의 주류적 논의를 유권적으로 확인한 의미가 있다. 8) 9)

현재 업계의 증권투자신탁 운용 실무와 관련하여 볼 때, 동 판결은 매우 중요한 의미를 갖는다. 앞으로 위 대법원 판결들은 증권투자신탁 당사자간의 법적 분쟁에서 빈번하게 활용될 가능성이 높고, 업계가 대법원 판결 취지에 맞게 될 경우 위탁회사의 증권투자신탁 운용 관행에 상당한 변화가 불가피할 것이다. 아래에서 구체적으로 살펴본다.

1) 위 대법원 판결들대로라면, 주식, 사채와 같은 유가증권을 매매하는 등 증권투자신탁의 신탁재산에 관한 대외적 법률행위를 함에 있어서는, ① 위탁회사가 각 신탁재산별로 대외적 법률행위의 내용을 결정하여 수탁회사에 그 결정에 따라 법률행위를 하도록 지시하고, ② 수탁회사는 당해 법률행위의 당사자가 되어 계약 체결 등을 실행하여야 함이 명백하다. 그러나 현재 증권투자신탁업계의 실무는 이와 다르다고 알려져 있다. 알려진 바에 의하면, 증권투자신탁업계에서는 수탁회사는 단순한 신탁재산의 보관자(custodian)에 불과하다고 생각하는 경향이 있으며, 수탁회사가 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자가 되어야 한다는 인식이 약하고, 오히려 실질적 처분권자인 위탁회사가 증권투자신탁의 신탁재산에 관한 대외적 법률행위에 관한 당사자가 될 수 있다는 것을 전제로 신탁재산을 운영하고 있는 실정이라고 한다. 그 단적인 예는, 유가증권 등의 거래가 위탁회사 명의로 개설된 계좌를 통해 이루어지는 것이라 할 수 있다.10) 구체적으로, “신탁재산에 편입되어 있는 유가증권이나 현금의 거래는 위탁회사의 지시에 따라 수탁회사가 구체적인 거래를 하는 것이 아니라 실제로는 위탁회사가 자신의 계좌를 통해 구체적인 거래를 하고 수탁회사는 단지 그 거래의 결과에 따른 대금결제 및 유가증권의 인·수도 등의 업무만을 부수적으로 행하고 있으며 당일 오후에 가서야 신탁재산운용지시서를 펀드별로 위탁회사로부터 받기 때문에 신탁재산운용지시서를 받은 시점에서는 이미 거래가 성립된 이후의 시점”이 되고 있다고 한다.11)

위와 같은 업계의 실무는, 증권투자신탁상 신탁재산 운용에는 기동성이 필요하다는 점, 이러한 실무하에서도 신탁재산이 위탁회사 및 수탁회사의 고유재산과 분리되어 관리되는 등(증권투자신탁업법 제17조 제5항) 신탁재산의 독립성을 인정 받기 위한 요건을 갖춘다면 신탁재산이 위탁회사의 채권자로부터 강제집행 대상이 되거나(신탁법 제21조) 파산재단을 구성하게 될 위험(신탁법 제22조)이 없게 되는 점 등을 고려할 때, 특별한 문제가 없다고 보는 견해도 가능할 것이다.12) 그러나 동 견해는 최소한의 현실적 적합성은 인정될지 모르지만, 이제 대법원 판결에 의하여 유권적으로까지 확인된 증권투자신탁 법리—수탁회사가 신탁재산에 관한 소유자이며, 대외적 법률행위의 당사자가 된다는 것—에 비추어 보면, 여러 문제가 있는 것으로 보인다. 즉, 위 대법원 판결이 타당함을 전제하면, 현재의 업계 실무에는 ① 위탁회사가 스스로 본인으로서 체결하는 법률행위에 대해 어떻게 수탁회사의 당사자성을 인정하도록 법적으로 구성할 것인지,13) ② 그러한 방법이 가능하다고 하더라도, 언제 수탁회사가 당사자로 된다고 할 것인지에 관해 간명한 답변이 어렵다는 문제가 있는 것이다.

이로 인해, 현 실무하에서는 설령 증권투자신탁의 신탁재산을 위하여 법률행위를 하는 것이 위탁회사 의도라고 하더라도 영똥하게 위탁회사가 당해 대외적 법률행위의 당사자로서 법률행위에 따른 효과를 받게 된다고 인정될 여지가 충분하다. 소개한 대법원 판결 중 선물환 거래에 관한 2001다38593 판결의 사실관계와 결론은 위 실무의 법리적 문제가 현실화된 예라고 생각된다(이 문제는 아래 2.항 및 3.항에서 살펴볼 옵션 CP의 문제, 복수투자신탁을 포괄한 ISDA 표준계약서 체결과도 관련되는 문제이므로, 그곳에서 본격적으로 검토하기로 한다).

2) 또한, 현행 증권투자신탁업법에 의하면 수탁회사는 위탁회사의 신탁재산에 관한 운용지시가 법령, 신탁약관 또는 투자신탁설명서에 위반되는 경우에는 위탁회사에 대하여 당해 운용지시의 철회, 변경 또는 시정을 요구할 수 있는 감독권한을 행사하도록 예정되어 있는바(증권투자신탁업법 제41조), 현재 실무가 위와 같은 규정과 부합하는 것인지도 의문이다. 특히 증권거래소나 협회중개시장(KOSDAQ)을 통하지 않는 비정형적이고 대규모인 파생금

유상품거래, 유가증권 등의 거래에 있어서는 기동성보다는 수탁회사가 위탁회사의 운용지시 행위를 적절히 감독하는 것이 수익자 보호를 위하여 더욱 중요한 의미가 있을 수 있다. 이러한 경우에도 위탁회사가 수탁회사를 통하지 않고 신탁재산에 관한 법률행위를 직접 수행하는 실무가 관찰된다고 하면, 앞서 지적한 누가 당사자가 되는지 등의 법률문제가 발생함은 물론, 이에 더해 수탁회사의 감독권한 행사 소홀로 인한 수익자에 대한 책임도 발생할 수 있다.

3) 마지막으로, 이러한 수탁회사의 감독권한 행사와 밀접히 관련된 문제로서, 현재의 실무대로 복수의 증권투자신탁 운용 책임을 부담하는 위탁회사가 수탁회사를 처음부터 대외적 법률행위의 당사자로 관여시킴이 없이 스스로 그 법률행위를 하게 되면, 위탁회사는 신탁재산별로 독립하여 사전에 확정된 투자계획에 따라 신탁재산을 운용하지 아니하고 (pre-allocation), 복수 신탁재산을 혼합하여 거래를 한 후 그 결과를 임의로 각 신탁재산에 배분시킬 위험도 지적할 수 있다. 이 경우 위탁회사의 선관의무 또는 수익자 보호의무 위반이 인정될 가능성이 높다고 할 것이다.

결국, 현재 알려져 있는 실무는 위 대법원 판결에 의하여 중대한 도전을 받은 것이다. 따라서 이제 업계는 현재 실무가 기반한 현실적 요청(수탁회사의 감독권한 행사 준비 부족에 따른 불편의 해소, 유가증권 등 거래의 기동성 확보)과, 대법원 판결에 의하여 확인된 증권투자신탁 법리간의 조화로운 해결책을 모색하여야 할 것으로 보이며, 이와 관련된 법리적 연구도 중요할 것이다. 구체적으로, 만약 위탁회사가 수탁회사의 대리인으로서 대외적 법률행위를 하는 해결책을 모색한다고 하면, ① 그러한 대리인 지정 방식이 증권투자신탁의 법리상 가능한 것인지(가능하다면 일단 기동성의 요청을 충족시키면서도 수탁회사가 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자가 되어야 한다는 요청은 충족시킬 수 있을 것이다), ② 만약 수탁회사의 대리권 수여가 가능하다면, 그것은 약관에 정해져야 하는 것인지, 위탁회사와 수탁회사간 별개의 약정만으로도 할 수 있는지, ③ 다시, 대리권 수여가 가능하다고 하여도, 위탁회사가 모든 법률행위에 대해 대리권 수여를 받도록 하는 것이 가능한지 혹은 적절한지, ④ 위 경우에 신탁재산별 사전적 독립운용, 수탁회사의 감독권의 요청을 어떻게 조화시킬 것인지 등의 법률문제가 검토되어야 할 것이다.¹⁴⁾

(3) 부연: 증권투자신탁의 기본구조 문제

증권투자신탁의 기본구조 이해의 관점에서 위 소개한 대법원 판결들은 매우 중요한 의미가 있다. 소개한 대법원 판결은 향후 그 논의 방향이 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계를 신탁법상의 신탁관계로 보고, 신탁재산에 관한 대외적 법률행위 당사자를 결정함에 있어서는 신탁관계 법리가 그대로 적용되어 수탁회사가 당사자가 된다는 것을 전제하여야 함을 시사하고 있기 때문이다. 또한, 동 대법원 판결들은 증권투자신탁을 신탁법상 신탁으로 인정하고 있기 때문에, 비록 명시하지는 않았으나 증권투자신탁이, 신탁법상 신탁이 아니라고 인정되는 수동신탁 또한 아니라는 점도 간접적으로 밝힌 것이 아닌가 생각되며, 이 점에서도 증권투자신탁의 기본구조 이해의 반석이 된다고 본다.

그러나 증권투자신탁은 위탁회사-수탁회사-판매회사-수익자로 구성되는 법률관계인바, 소개한 대법원 판결은 위탁회사와 수탁회사의 법률관계가 신탁이라고 하였을 뿐, 사안의 성격상 다른 당사자들간 법률관계에 대해서는 언급하고 있지 않다. 따라서 위 대법원 판결만 가지고 증권투자신탁의 기본구조에 관한 문제가 완전히 유권적으로 해결되었다고 할 수는 없고, 아직 많은 논의가 필요하다. 이에 대한 대법원의 입장은 2003. 10. 현재 대법원에 계류 중인 구 증권투자신탁업법하에서 판매회사가 수익자에 대해 고유재산으로 환매책임을 부담

하는지의 문제에 대한 판결(판매회사의 독립된 당사자성 인정 여부),¹⁵⁾ 아직 필자들이 알고 있는 사례는 없으나 수익자가 수탁회사에 대하여 감독권 행사 불이행에 기하여 손해배상 책임을 추궁하는 경우 그 추궁의 근거(수익자와 수탁회사의 관계) 등과 같은 문제가 계류되어 그에 대한 대법원 판결이 나올 때까지 그 확인을 기다려야 할 것으로 보인다.

증권투자신탁의 기본구조의 문제에 대해서는 현재 법적 신탁설(이중신탁설),¹⁶⁾ 실질적 신탁설,¹⁷⁾ 조직계약설¹⁸⁾이 주장되고 있으며, 이와 관련된 쟁점이라 할 수 있는 판매회사의 독립적 당사자성에 대한 논의도 있다.¹⁹⁾ 이에 대한 자세한 검토는 현재 문제되고 있는 증권투자신탁의 법적 쟁점을 소개하는 것을 주된 목적으로 하는 이 글의 의도에 벗어나는 것이므로 다음 기회로 미루기로 하되, 위 논의들에 대하여 현재 단계에서 필자들이 가진 소견만을 간략히 제시한다.

1) 법적 신탁설의 문제점

법적 신탁설은 위탁회사와 수탁회사의 관계를 신탁이라는 것은 인정하나, 위탁회사와 수탁회사간의 신탁계약은 투자자로부터 신탁받은 신탁재산의 보관을 위한 부차적이고 형식적인 신탁관계라고 보고 있다. 위 대법원 판결은 위탁회사와 수탁회사의 법률관계가 신탁이라는 취지이며(이는 법적 신탁설에서도 같다), 오로지 위탁회사와 수탁회사의 관계만 언급할 뿐 사안에서 문제가 되지 않은 위탁회사와 수익자의 법률관계에 대해서는 다루지 않고 있으므로, 법적 신탁 관계설이 위 대법원의 판결과 모순된다고 할 수는 없어 보인다.

그러나 현재까지의 법적 신탁설은 판매회사를 제외한 위탁회사, 수탁회사, 수익자의 3관여자만을 증권투자신탁의 당사자로 전제하고 위탁회사와 수익자 관계를 능동적 신탁관계라고 설명하는 것이다. 따라서 법적 신탁설을 가지고 판매회사를 포함한 증권투자신탁의 기본구조를 설명하기가 매우 어렵다.

예컨대 판매회사가 그 재원을 출연하는 매출식 투자신탁이 설정되고, 최초의 수익자인 판매회사가 수익증권을 매매하는 경우를 보자. 법적 신탁설에 의하면, 위 경우 위탁회사와 수익자의 신탁관계가 설정된다고 할 만한 유일한 계약적 계기는 판매회사와 수익자간 수익증권 매매관계밖에 없으므로, 수익증권 매매관계를 통해 수익자와 위탁회사간 능동적 신탁관계가 설정된다고 설명할 수밖에 없을 것이다. 그리고 그 귀결로, 위탁회사는 그 대리인인 판매회사를 통해 자신이 발행한 수익증권의 매매계약의 주체가 되고 그로써 제3자와 위탁회사간 신탁이 설정되었다고 하여야 하고, 이는 대리인인 판매회사의 대리행위가 수익증권 매매를 위한 것이라는 것에 더하여 수탁자가 되는 위탁회사를 대리한 신탁설정 행위라고까지 보게 된다.

그러나 이러한 설명은 단순히 수익증권을 매수할 의사만을 가지고 있는 수익자 의도와 동떨어진 것임은 물론, 수익자는 신탁재산을 형성하는 새로운 재산적 처분 없이 이미 판매회사의 출연행위로 인하여 설정되어 있는 신탁에 대한 지분권(수익증권)을 판매회사로부터 이전받는 것에 불과하므로²⁰⁾ 수익자와 위탁회사간 신탁행위가 성립되는 계기를 발견할 수 없다. 법적 신탁설의 설명과는 달리 매출식 투자신탁에 있어서 수익자는 판매회사와 수익증권 매매관계에 들어가는 것 이외에, 위탁회사와 신탁관계 설정행위는 없다고 하여야 한다.²¹⁾ 법적 신탁설은 모집식 투자신탁의 설명에도 적합하지 않아 보인다. 모집식 투자신탁에 있어서 수익자와 판매회사간 투자금을 집합하는 단계에서 일시적으로 위탁회사와 수익자간에 신탁이 설정된다고 볼 여지는 있으나, 그러한 신탁은 위탁회사-수탁회사간 증권투자신탁이 성립된 후 그 목적을 달성하여 종료되는 신탁으로서, 향후 양자간 관계는 신탁 법리가 아니라 증권투자신탁약관, 수익증권저축계약과 같은 계약적 합의와, 증권투자신탁업법 등 관련

법령에 의하여 규율 되는 관계라고 봄이 간명하다고 생각된다.²²⁾

2) 판매회사의 “독립적 당사자”성 여부

법적 신탁설을 따른다면, 판매회사의 당사자성이 부인된다는 결론에 이를 수 있다. 법적 신탁설은 기본적으로 증권투자신탁의 기본구조는 위탁회사와 수익자, 위탁회사와 수탁회사간 이종의 신탁관계를 설정하는 것이 되어 신탁법리로 증권투자신탁의 당사자간 관계를 규정하는 것이다. 따라서, 위 이종의 신탁관계에 포섭되지 않는 판매회사는 증권투자신탁의 기본구조상 독립적 지위와 기능을 가진 당사자로 볼 여지가 없어진다는 것을 의미하게 된다.²³⁾ 그러나 앞서 본 바와 같이, 위탁회사-판매회사-수익자간 법률관계를 설명함에 있어서 법적 신탁설은 적절하지 않다. 위탁회사와 수익자의 법률관계는, 법적 신탁설과 달리 신탁이라기 보다는 위임관계라고 보는 것이 정확하다.²⁴⁾ 당사자성의 의미에 있어서도, 증권투자신탁의 기본구조 설명에 있어서 법적 신탁설을 포기한다면 그 당사자는 신탁 당사자 지위를 가지고 있어야 할 필요도 없기 때문에, 증권투자신탁제도하에서 계약적 합의나 증권투자신탁업법 등 관련 규정에 따라 투자신탁의 설정, 운영, 해지에 있어 일정한 기능을 부여받은 자가 당사자라고 보고, 그러한 당사자성의 의미에서 증권투자신탁업법상 판매회사가 증권투자신탁의 당사자라고 하는 것으로 충분할 것이다.

현재 판매회사의 당사자성 논의는 구 증권투자신탁업법과 동 법의 규율을 받는 약관하에서 판매회사가 고유재산에 기한 환매책임을 지는가에서 촉발된 문제로서, 만약 판매회사가 증권투자신탁 관계에서의 당사자성(이때 당사자성은 법적 신탁설에 기한 당사자성을 말한다)이 부인된다면 그 결과 고유재산에 의한 환매책임도 부정된다는 맥락에서 논의되는 것이다. 그러나 위 필자들의 당사자 개념하에서는 판매회사가 증권투자신탁의 당사자가 되기는 하지만, 그로 인해 판매회사의 고유재산에 의한 환매책임이 인정되어야 한다는 것은 아니다. 이는 증권투자신탁업법 관련 규정과 약관 해석에 의하여 “당사자”로서 가지는 권한과 의무의 내용이 어떠한지(그러한 해석에 있어서는 증권투자신탁의 기본원리인 실적배당의 원칙, 수익자 평등의 원칙이 고려되어야 한다)에 좌우될 문제가 된다.

2. 증권투자신탁의 구조면에서 본 옵션 CP의 문제점

(1) 사안의 배경

위에서 설명한 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계의 성질 및 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자의 문제와 관련하여 논의될 수 있는 구체적인 예의 하나가 신용카드사들이 발행한 소위 옵션 CP를 위탁회사들이 자신들이 운영하는 MMF에 편입할 목적으로 취득한 사례이다. 신용카드사들이 발행한 옵션 CP 발행잔액은 2003년 6월경에는 약 5조 9,848원에 이르는 것으로 보도²⁵⁾가 되었으며, 최근 금융감독원은 2003. 7. 9.자 보도자료를 통하여 옵션 CP는 증권거래법상 유가증권으로 인정²⁶⁾이 되나, 옵션 CP의 실제만기가 CP 자체의 만기와 달리 해석될 수 있어 MMF의 잔존만기 규정에 위반될 소지가 있다고 발표하였다. 이하에서는 실제 옵션 CP 발행계약의 내용을 검토하면서 주로 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계의 성질 및 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자의 문제와 기타 관련된 문제에 대하여 논의하고자 한다.

(2) 옵션 CP 발행계약의 실제

옵션 CP 발행계약은 발행회사인 신용카드회사, 매입회사인 투자신탁운용회사 및 중개회사인 증권회사(증권회사가 관여하지 않는 경우도 있다)간에 체결되는 계약(이하 “옵션 CP 발행계약”)으로서, 신용카드회사는 계속적으로 CP를 발행하고, 투자신탁운용회사는 계속적으로 CP를 매입할 것을 약정한 계약이다. 계약서 형식으로 작성되는 경우가 대부분이나, 담당

자간 구두 약속의 형태로 이루어지는 경우도 있다고 알려져 있다.

동 계약의 내용상 주요 특징은 아래와 같다. 첫째, CP 발행금액, 매입이율(27)과 발행이율이 특징이 된다. 둘째, CP는 통상 90일물로 발행이 되며, 적게는 수회에 걸쳐서 반복하여 발행할 것이 정하여져 있다. 셋째, 약정기간 중에는 ① 신용카드사는 약정금액을 임의로 상환하여서는 아니 된다거나 약정금액의 발행을 거절하여서는 아니 되는 의무가 있고, ② 투자신탁운용회사는 각 발행일에 매입을 거절하여서는 아니 될 의무가 있다. 넷째, 발행회사인 신용카드사의 신용등급이 미리 약정하여 둔 등급 이하로 떨어지는 경우에는 투자신탁운용회사가 계약을 해지할 수 있다는 규정 혹은 해지에 관한 규정은 없으나 신용등급 변동에 따라 약정된 금액을 조정한다는 규정을 두는 경우가 있으며, 이와 유사한 규정이 없는 경우도 있다. 다섯째, 약정내용 위반에 대하여 위탁회사가 고유재산으로 위약금을 지급하도록 하는 조항이 존재한다. 마지막으로, 옵션 CP 발행계약에 기하여 CP를 실제 발행할 때에는 별도의 서면에 의한 계약은 체결되지 않으며, 발행된 CP를 위탁회사가 자신이 정하는 MMF에 바로 편입을 시킨다.

한편, 이러한 옵션 CP 발행계약의 당사자 측면에서 주목할 만한 특징은 동 계약이 위탁회사가 운영하는 증권투자신탁의 신탁재산을 위하여 행하여진다는 것이 당사자들의 의사임에도 불구하고(아래 (3) 1) 참조), 위탁회사인 투자신탁운용회사의 명의로 계약이 체결되며, 어떤 특정한 증권투자신탁의 신탁재산에 관하여 해당 계약이 체결된다는 점이 명시되지 않는 점이다. 1.에서 지적한 바와 같이 증권투자신탁에 있어 신탁재산을 위한 법률행위를 함에 있어서는 ① 위탁회사가 각 신탁재산 별로 대외적 법률행위의 내용을 결정하여 수탁회사에게 그 결정에 따라 법률행위를 하도록 지시하고, ② 수탁회사가 당해 법률행위의 당사자가 되어 계약 체결 등을 실행하여야 하는 것이 원칙이다. 그러나 옵션 CP 발행계약은 수탁회사가 당사자로 드러나지 않을 뿐만 아니라, 옵션 CP 발행계약이 어떠한 증권투자신탁을 위해서 체결되는 것인지, 또 옵션 CP를 각 증권투자신탁별로 어떻게 신탁재산에 편입시킬 것인지도 나타나 있지 않다.

(3) 계약의 해석과 관련된 문제점

1) 계약효과의 귀속

옵션 CP 발행계약은 실제 그에 따른 CP 발행 및 MMF에 편입하는 과정을 전체적으로 볼 때에는 계약의 당사자들은 이를 신탁재산에 관한 계약으로 의도한 것으로 이해가 된다. 다만, 1. (1) 2)에서 인용한 대법원 2001다38593 판결에 따르면, 위에서 지적한 바와 같이 옵션 CP 발행계약이 위탁회사인 투자신탁운용회사 명의로 체결이 된 점, 신탁재산에 관한 계약이라는 것을 명시하지 않은 점은 투자신탁의 법리와는 어긋난다. 따라서 위 대법원 판결에 의할 때, 옵션 CP 발행계약은 위탁회사의 명의로 신탁재산의 보전을 위하여 체결된 것일 뿐이어서 그 결과를 사후에 신탁재산에 편입, 즉 CP를 MMF에 편입하는 때에 비로소 신탁재산의 손익에 반영될 뿐이지 그 계약내용 자체가 당연히 신탁재산에 관한 것이라고는 할 수 없는 결과가 된다.

그러므로 실제 신용카드사들과 위탁회사인 투자신탁운용회사간에 옵션 CP 발행계약에 관하여 분쟁이 발생하고 신용카드사로부터 위탁회사가 고유재산으로 CP를 매입하여야 한다는 주장이 법원에 제기될 가능성이 충분하다. 이 경우 위탁회사는 기본적으로 옵션 CP 발행계약의 정황에 비추어 동 계약은 신탁재산에 관한 계산으로 체결된 계약으로 보아야 한다는 주장을 하게 될 것이다. 그러나 처분문서로서의 성질을 가지는 옵션 CP 발행계약상 위탁회사가 계약 당사자로 표시되어 있는 점, CP를 매입하지 않는 경우 위탁회사가 고유재산으로

부터 위약금을 지급하여야 하는 점 등과 같은 불리한 요소 때문에, 그 주장이 받아들여질지 여부는 알 수 없다.28)

만약 위탁회사의 계산으로 체결된 계약으로 최종적으로 결정이 될 경우 위탁회사는 옵션 CP 발행계약에 따라 취득한 고유재산인 옵션 CP를 신탁재산으로 하여금 취득하게 하는 것이 되어버려, 위탁회사가 단순히 선량한 관리자의 주의의무를 위반한 것을 넘어서서 증권투자신탁업법 제33조 제1항 제5호를 위반하게 되는 결과에 도달할 수도 있다.

그러나 이러한 판단은 현실적으로 이루어지는 투자신탁업계의 관행 및 위탁회사의 책임에 대하여 큰 논란을 불러일으킬 수 있는 것이다. 아마도 이러한 문제 때문에 금융감독원은 옵션 CP 발행계약 자체는 계속 매매를 약정한 포괄적인 기본계약에 불과하고, 이러한 기본계약에 기초하여 이루어진 개별적인 CP 매매가 주 계약이자 확정계약이라고 판단함으로써 논란의 여지를 없애고자 하는 것으로 보인다.29) 하지만 옵션 CP 발행계약은 앞서 설명한 바와 같이 단순히 계속매매의무만을 정하고 있는 것이 아니라, 발행금액, 만기, 각 차환발행시의 이율 등 구체적인 내용을 명시하고 있다. 따라서 그 내용만으로도 위탁회사를 상대로 집행이 가능한 유효한 계약으로 볼 여지가 충분히 있다. 따라서 옵션 CP 발행계약을 금융감독원 입장처럼 단순한 포괄계약이라고 할 수 있을지는 분명하지 않다.30)

이러한 문제는 기본적으로 II. 1.에서 설명한 바와 같이 증권투자신탁업의 오랜 관행이 증권투자신탁의 법리와는 달리 이루어져 온 점에 기인하다고 생각한다. 따라서 대법원 판결에 기하여 증권투자신탁에 있어 신탁재산에 관한 법률행위의 방식에 관한 유권적 해석이 이루어진 이상 이에 맞추어 증권투자신탁업의 관행을 발전적으로 변경하는 것이 바람직 할 것이다.

2) 기타 법적인 쟁점

옵션 CP 발행계약에는 위와 같이 신탁재산에 관한 법률행위를 누가 하여야 하는지의 문제가 발생한다. 그러나 이러한 문제는 접어두고 동 계약이 신탁재산에 관하여 체결된 계약이라고 가정하더라도 옵션 CP 발행계약에는 아래와 같은 문제점이 있다.

첫째, 옵션 CP 발행계약은 이론상으로는 그 실질상 여신행위로 해석이 될 여지가 있다. 그 경우, 증권투자신탁업법 제18조와 동시행령 제10조에 따르면 신탁재산의 운용 중 여신행위는 물론으로 한정되어 있으며, MMF 표준약관은 여신행위를 할 수 있는 근거를 두고 있지 않으므로, 옵션 CP 발행계약을 체결하고 이행하는 행위를 위탁회사의 운용제한 위반으로 볼 여지가 있다. 물론 편입되는 CP 자체는 유가증권으로서 형식상 CP 편입을 여신행위로 보기는 어렵다. 그러나 옵션 CP 발행계약에 의하여 편입되는 CP는 형식적으로는 만기가 90일이지만, 옵션 CP 발행계약과 함께 볼 경우에는 계약서에서 정한 신용카드회사의 신용등급 변경의 경우 외에는 약정기간 동안 계속하여 차환발행되는 CP를 매입하여야 하며, 이는 전체적·실질적인 관점에서 볼 때에는 약정기간 동안 신탁재산으로 여신을 제공한 것과 동일하게 볼 여지를 완전히 배제할 수 없다고 판단된다.31)

둘째, 옵션 CP 발행계약은 장외파생금융상품거래로 해석이 되어 운용제한의 위반이 될 여지가 있다. 현행 증권투자신탁업법상 증권투자신탁이 영위할 수 있는 장외파생금융거래는 금리스왑거래32)에 한정되며, 특히 MMF 표준약관상으로는 전혀 허용이 되지 않는다. 그런데 옵션 CP 발행계약의 경우 발행되는 CP의 금액, 발행시점, 발행 및 매입이자율이 특정이 되어 있어, 그 명칭에서도 볼 수 있듯이 옵션(Option)거래33)라는 주장이 제기될 염려가 있으며, 금리변동을 헤지(Hedge)하기 위한 선도(Forward)거래로 볼 가능성 역시 배제할 수 없다.

셋째, 옵션 CP 발행계약의 체결과 그 이행은 위탁회사가 운용에 있어서 선관의무를 위반한 것으로 인정될 가능성이 있다. 위와 같이 실질 만기가 늘어나는 것은 현금 증가물에 해당하는 신탁재산을 편입하는 것이 예정되어 있는 MMF의 취지에 맞지 않는 것이다. 옵션 CP 발행계약의 체결과 이행으로 인하여 위탁회사는 약정기간 동안은 CP 매입금액만큼은 유동성 확보에 제한을 받을 수밖에 없으며, 금리가 상승하는 경우 다른 현금 증가물 자산에 투자할 기회에 제약이 생기기 때문이다. 물론 문제된 옵션 CP 발행계약에서는 금리가 하락하였고, 옵션 CP에 따라 매입한 CP의 경우 일반적인 경우보다 이자율이 높았으므로 위탁회사의 수익자에 대한 책임이 문제될 가능성은 높지 않아 보인다. 그러나 향후 현재의 옵션 CP 발행계약과 같은 형태 및 내용의 계약이 체결되고 금리가 상승하는 등의 사정이 있으면 위탁회사의 수익자에 대한 책임이 문제될 소지가 충분하다.

넷째, 옵션 CP 발행계약에는 위탁회사의 신탁재산별 자산배분과 관련한 이해상충 문제가 생길 수 있다. 즉, 앞서 지적한 바와 같이, 하나의 위탁회사가 운영하는 수개의 펀드가 있는 경우 옵션 CP 발행계약에 따라 매입하는 CP를 어느 펀드에 어느 정도 편입을 할 것인지, 그리고 차환 발행되는 경우에 다시 어느 펀드에 어느 정도 편입을 할 것인지에 대하여 정하여져 있는 것이 아무것도 없으며, 오로지 위탁회사의 운용판단에 맡겨져 있기 때문에 위탁회사의 자의에 의하여 위탁회사가 운영하는 수개의 신탁재산 중 특정 신탁재산에 불리한 결과가 생길 위험이 있다. 예를 들어 금리가 하락하고 있다고 가정하자. A펀드에 편입되어 있던 CP의 만기가 도래하여 차환 발행을 하게 될 경우 새로 발행되는 이자율이 높은 CP를 B펀드에 편입하게 된다면, 결국에는 A펀드의 경우에는 투자기회를 상실하게 되는 것이며, B펀드가 이익을 보게 되는 상황이 되어 신탁재산간의 이해상충의 문제가 발생한다. 따라서 옵션 CP 발행계약을 체결한다는 것 자체가 특정한 신탁재산의 이익을 해하면서 다른 신탁재산의 이익을 도모하게 하는 유가증권의 거래행위로 해석될 염려가 있다.

(4) 소결론

위와 같은 문제점들은 증권투자신탁의 법리와 실제 현실에서의 운용간에 괴리가 있음으로써 발생하는 것이다. 이를 해소할 방안으로 다음의 것을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 위탁회사가 신탁재산을 위하여 그러나 자신의 명의로 법률행위를 하는 문제에 대하여서는 현실적인 사정을 감안하여 일정한 범위 내에서는 위탁회사가 수탁회사의 위임을 받아서 행할 수 있는 길을 열어 주는 방법이 있다. 다만, 이를 위해서는 증권투자신탁업법이 신탁법의 법리를 기초로 하고 있다는 점에서 볼 때 위와 같은 위임의 근거가 투자신탁약관에 명시될 필요가 있다. 이와 관련하여 각주 14에서 보듯이 2003. 10. 4. 공포된 간접투자자산 운용업법은 신탁약관에서 정하는 경우에 한하여 자산운용회사는 직접 자산의 취득·매각 등을 실행할 수 있다고 정하고 있다.

둘째, 수개의 펀드를 통합하여 자산운용을 하고자 할 경우에는, 그 운용에 관한 정확한 기준을 사전에 세워두는 것이 적합할 것이다. 현재에도 위탁회사 내부적으로는 기준을 정하여 실행하고 있다고 알려져 있다. 이 경우 특히 신탁재산간의 자산배분에 관하여 명확한 기준을 마련할 필요가 있다. 역시 2003. 10. 4. 공포된 간접투자자산운용업법 제90조 제3항은 자산운용회사가 자산의 취득, 매각 등의 업무를 수행하는 경우에는 신탁재산별로 미리 정하여진 자산배분내역에 따라 매매결과를 배분하여야 하고, 자산배분 등에 관한 장부 및 서류를 작성, 관리하여야 한다고 규정하고 있다.

3. 복수의 투자신탁을 결합한 장외파생금융상품거래

(1) 사안의 배경

1.에서 논의한 신탁재산에 관한 대외적 법률행위의 당사자의 문제와 관련하여 논란이 될 수 있는 또 하나의 현실적 사안은 복수의 투자신탁을 결합한 장외파생금융거래이다. 최근 국내 위탁회사들은 위탁회사의 주도하에 한 위탁회사가 운영하는 여러 개의 펀드를 결합하여 장외파생금융상품거래를 하는 방안, 즉 여러 개의 펀드를 포괄하여 하나의 ISDA 표준계약서(Master Agreement)³⁴와 부속계약서(Schedule)를 체결하고 그에 기초하여 거래확인서를 교환하는 방안을 시도하려는 움직임이 있다. 증권투자신탁업법상으로는 신탁재산과 관련하여 가능한 장외파생금융거래는 금리스왵거래에 한정되어 있으므로, 현재의 논의는 장외금리스왵거래와 관련하여서만 진행이 되고 있으나, 간접투자자산운용법하에서는 장외파생금융상품거래에 관한 신탁재산의 운용 범위가 더욱 확대될 것으로 전망된다.³⁵³⁶)

이하에서는 앞에서 논의한 신탁의 법리(특히 법률행위의 주체)와 관련하여 위와 같은 거래 구조를 취할 경우 고려되어야 할 법률적인 문제점에 대해 논의하고자 한다.

(2) 투자신탁에서의 장외파생금융상품거래의 주체 및 방법

위탁회사가 신탁재산에 관하여 장외금리스왵거래를 체결하고자 할 경우에는, 1.에서 살펴본 투자신탁의 법리상, 원칙적으로 각 신탁재산마다 거래체결 상대방을 정하여 협상을 하고 그 협상결과에 따라 수탁회사에 계약체결을 지시하며, 수탁회사는 그 지시 및 계약서의 내용을 검토한 후에 법령 또는 약관에 반하지 않는 경우에 본인의 지위가 아닌 수탁회사의 지위에서 계약을 체결하는 것임을 명확하게 하고 그 명의로 계약을 체결하여야 한다.

(3) 현실적인 계약의 체결 형태

그러나 업계에서는 이와 같은 방식에 의할 경우 파생금융거래가 요구하는 신속성을 저해하며, 각 신탁재산별로 수탁회사 명의로 계약을 체결하는 것은 거래비용을 증가시키고, 국내 신탁재산의 규모를 고려할 때 경제적으로 바람직하지 않다고 보고 있다.

아직 이에 관한 거래가 실제로 이루어진 사례는 2003. 10. 현재 필자들이 알고 있는 바는 없으나, 현실적인 해결방안으로서 위탁회사가 특정 증권투자신탁의 위탁회사의 자격에서 당해 증권투자신탁의 계산으로 계약이 이루어지는 것임을 명시하여 거래상대방과 사이에 관련 계약을 체결하고, 당해 투자신탁재산의 법률상 소유자인 수탁회사로 하여금, 위탁회사가 ISDA 표준계약서를 체결하였음을 인지하고 있고, ISDA 표준계약서를 검토하여 계약의 조건을 충분히 알고 있음을 확인하며, 그 조건에 따를 것이고, 위탁회사가 투자신탁의 계산으로 ISDA 표준계약서 및 관련 서류를 작성하고 그와 관련된 제반 행위를 하는 데 대하여 동의한다는 취지의 동의서를 제출하게 하는 방안이 제시된 바 있다. 그리고 이러한 방안이 법률적으로 유효하다는 견해도 찾아볼 수 있다.³⁷³⁸)

(4) 현행 증권투자신탁의 법리를 고려할 때 (3)에서 제시된 방안의 문제점

1) 우선, 수탁회사의 동의를 결과적으로 위임과 같은 효과를 갖는 것으로 전제한다고 할 때에도, 위탁회사가 위탁회사의 명의로 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결하고 그 이후에 수탁회사가 동의서를 제출한다면 ISDA 표준계약서 및 부속계약서의 효력이 일정기간 동안 발생하지 않을 수 있다. 앞에서 본 대법원 2001다38593 판결 등이 상정하고 있는 증권투자신탁의 법리에 따르면 신탁재산에 관한 법률행위는 수탁회사의 명의로 하여야 한다. 그럼에도 불구하고, 위탁회사가 자기 명의로 유효한 계약을 체결하려고 하면 별도의 근거가 필요하다. 그런데 그러한 근거 도출을 위해 위탁회사가 먼저 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결한 뒤 그에 따른 최초의 거래확인서(Confirmation)가 교환되는 시점(혹은 전화를 통하여 거래조건을 정하여 거래를 체결하는 시점) 이전에 수탁회사가 동의서를 제출하는 방법을 취하는 경우, 수탁회사가 동의서를 제출하기 이전까지는 위탁회사가 체결한 ISDA 표

준계약 및 부속계약은 권한이 없는 자에 의하여 체결된 계약으로서 효력이 없는 상태로 해석될 수 있다. 따라서 위 방법을 취하더라도 수탁회사의 동의서 제출시점은 위탁회사의 ISDA 표준계약 및 부속계약 체결과 동시 혹은 그와 근접한 시점이 되는 것이 바람직할 것이다.

2) 또한 수탁회사가 위와 같은 동의서를 제출하는 것만으로 위탁회사가 체결한 ISDA 표준계약 및 부속계약의 효력이 유효하게 되는 것인지도 검토를 요한다. 수탁회사가 제출하는 동의서의 내용은 위탁회사가 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결한 것에 대한 추인 및 향후 그와 관련된 거래서류의 작성 및 제반 행위를 함에 대한 위임의 내용이 포함되어 있다. 따라서 수탁회사가 위탁회사에 위탁회사 명의로 법률행위를 할 것을 위임하는 것이 가능한지, 가능하다면 어떤 조건하에서 가능한지가 검토되어야 한다.³⁹⁾ 앞에서 본 것과 같이 위탁회사와 수탁회사의 관계가 신탁의 법리에 의하여 규율된다고 한다면, 수탁회사가 자신의 명의로 하여야 할 법률행위를 위탁회사를 포함한 다른 제3자에게 위임하고자 할 경우에는 신탁법 제37조 제1항에 따라 신탁행위에 특별한 정함이 있는 경우를 제외하고는 정당한 사유가 있는 때에 한하여 수익자의 동의를 얻어야 한다. 증권투자신탁의 경우 수익자가 분산되어 있으므로 현실적으로 수익자의 동의를 얻는 것은 불가능하다. 따라서 신탁행위에 특별한 정함을 둘 것이 요구되며, 증권투자신탁의 경우는 약관에 의하여 투자신탁계약이 체결되므로 약관에 위임의 근거를 두어야 한다. 결론적으로 위탁회사가 수탁회사의 동의서를 받아서 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결하고 그에 따른 거래확인서 등을 체결하는 것은 투자신탁약관에 수탁회사의 신탁사무의 위임에 관한 근거가 있어야 유효할 것으로 본다.⁴⁰⁾

3) 위와 같은 문제점이 해결된다고 하더라도 수개의 펀드에 관하여 포괄적인 계약을 체결하는 것에는 생각할 문제가 있다.

먼저 수개의 펀드에 대하여 하나의 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결하는 점에 관하여서 보면, 부속계약서에서 각 투자신탁마다 별개의 계약이 체결되는 것으로 정하여 두는 경우는 별다른 문제가 없을 것이라고 생각된다. 즉, 한 위탁회사가 N.1에서 N.5까지의 투자신탁을 운용하면서 위 신탁재산들과 관련하여 하나의 ISDA 표준계약서와 부속계약서를 체결하더라도 ① 부속계약서에 N.1에서 N.5까지의 투자신탁별로 별개의 계약이 체결되는 것으로 정하여 두고, ② 채무불이행사유 등이 펀드 상호간에 영향을 미치지 않게 하며, ③ 개별 거래확인서도 N.1에서 N.5까지의 투자신탁 중 하나의 투자신탁을 특정한다면 이는 개별 투자신탁별로 계약이 체결되는 것으로 볼 수 있을 것이다.⁴¹⁾⁴²⁾

그런데 위 방법이 아니라 ISDA 표준계약서 및 부속계약서 체결일 현재 존재하는 투자신탁 이외에 존재하지 않는 투자신탁에 대하여서도 포괄적으로 계약을 체결하고자 하면, 이러한 방안은 법률적인 유효성의 논란을 불러일으킬 수 있는 것으로 보인다. 투자신탁은 위탁회사와 수탁회사간에 투자신탁계약을 체결함으로써 성립하는 것인바, 동 계약에 의하여 투자신탁이 성립하기도 전에 그 신탁재산에 관하여 법률행위를 할 수는 없을 것으로 본다. 이 경우 법률행위의 효력의 귀속주체가 존재하지 않기 때문에 그 부분에 관한 한 유효한 계약이 된다고 보기 힘들기 때문이다. 나아가 수탁회사의 동의의 면에서 볼 때에도, 수탁회사가 존재하지도 않는 펀드에 대하여 미리 동의서를 발급하여 주고, 나중에 새로 설정된 펀드에 대하여 기존의 계약의 효력이 적용되도록 하는 것은 수탁회사의 선량한 관리자로서의 주의의무⁴³⁾에 합치하는 행위는 아니라고 생각된다.⁴⁴⁾ 따라서 부속계약서의 첨부로 위탁회사가 운용하는 펀드를 특정하고, 향후 펀드가 새로 설정되는 경우 그 펀드에 대하여도 기존의

ISDA 표준계약서 및 부속계약서의 효력이 미치는 것으로 정하여 두되, 펀드가 설정됨에 따라 당연히 효력이 미치게 하는 것보다는 부속계약서의 첨부를 변경하는 계약을 체결하거나 새로운 펀드를 특정한 서면(양식의 부속계약서의 첨부로 정하여 됨)을 위탁회사가 수탁회사의 서면동의를 얻어 거래상대방에게 송부하고, 거래상대방이 펀드의 추가에 대하여 승인하는 서명을 하도록 하는 것이 바람직할 것이다.

마지막으로 여러 개의 펀드를 포괄하여 하나의 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결하고 개별 펀드마다 별개의 계약이 되도록 정하여 두는 것은, 동일한 조건을 가진 계약서를 여러 개 만들지 않고 하나로 만드는 문서작업(Documentation)상의 편의 이외에는 큰 효과는 없을 것이다. 이에 위탁회사는 여러 개의 펀드의 신탁재산을 한 묶음으로 하여(또 그 묶음에 속하는 펀드를 변경해가며) 거래상대방과 단일한 거래를 함으로써 실제적인 경제적 효용을 추구하고자 할 수 있다. 그러나 이렇게 할 경우에는 부속계약서의 내용 작성의 기술적 어려움, 금리스왑 거래의 경우 명목금액(Notional Amount), 이자율 등을 고려하여 거래상대방과 거래가 가능한 신탁재산의 묶음을 만들어내는 것의 어려움 등은 별도로 하고 신탁재산간의 거래의 경제적 효과를 어떻게 귀속시킬 것인가 하는 것이 투자신탁과 관련하여서는 중요한 문제가 될 수 있다. 그러한 경제적 효과의 배분이 잘 못 이루어질 경우에는 특정 신탁재산의 이익을 해하면서 다른 신탁재산의 이익을 도모하게 하는 거래행위가 될 수 있을 것이다.⁴⁵⁾ 따라서 앞에서 소개한 간접투자자산운용법 제90조 제3항과 같은, 이러한 우려를 해소할 수 있는 방안이 마련되어 있어야 할 것이다. 또한 장외파생금융거래의 경우에는 거래상대방이 거래에 대하여 어느 신탁재산을 상대로 어떻게 정산(netting)을 할 것인지도 매우 중요한 문제인바, 이와 같은 신탁재산간의 거래효과의 배정의 방법이 거래상대방에게도 공개되는 것 또한 필요할 것이다.⁴⁶⁾

(5) 기타 문제점—수탁회사의 감시기능

증권투자신탁법 제41조는 수탁회사에 신탁재산에 관한 운용지시가 법령, 신탁약관 또는 투자신탁설명서에 위반되는 경우에는 위탁회사에 대하여 당해 운용지시의 철회, 변경 또는 그 시정을 요구하도록 하고 있다. 또한 증권투자신탁법령에 명시적인 규정은 없으나, 신탁의 법리상 신탁재산의 관리·운용에 대하여 기본적인 감독책임이 인정된다고 볼 여지가 있으며,⁴⁷⁾ 신탁사무처리를 위임한 경우에도 위임을 받은 자에 대한 감독책임이 있다고 해석된다.⁴⁸⁾⁴⁹⁾

그런데 수탁회사의 경우 위에서 설명한 동의서를 작성하여 주는 것만으로는 신탁재산을 장외파생금융상품에 운용하는 행위에 대한 감독권한을 행사한 것이 아니기 때문에, 위 감독책임을 이행한 것으로 볼 수 없다고 보인다. 수탁회사가 동의서에 실제 거래의 내용이 법령, 신탁약관 또는 투자신탁설명서에 반하지 않아야 한다는 등의 조건을 붙이더라도, 같은 이유로 마찬가지로 결론이 된다. 따라서 수탁회사는 위 동의서 작성 및 제출에도 불구하고 개별 거래확인서에 의하여 거래가 이루어질 때마다 그 내용을 검토하고 관련된 감독의무를 이행하여야 할 것이며, 개별 거래의 내용이 법령, 신탁약관 또는 투자신탁설명서에 위반되는 경우에는 그러한 거래의 철회, 변경 등을 요구하여야 할 것이다.⁵⁰⁾⁵¹⁾

4. 매매각 수익증권의 환가

(1) 사안의 배경

위탁회사는 수익증권의 기준가격을 매일 공고·게시하여야 한다.⁵²⁾ 그런데 기준가격을 산정하기 위하여 신탁재산에 속하는 자산총액의 평가가 이루어져야 하는데, 자산의 가치평가가 완벽하게 이루어지는 것은 쉽지가 않으며, 기준가격과 실제 자산가치간에 괴리가 발생하여

기준가격과 신탁해지시 실제 신탁재산을 환가한 금액이 불일치하는 상황이 생긴다.

위와 같은 상황은 판매회사가 환매의무를 이행한 경우 판매회사와 위탁회사간의 불일치금액에 대한 분담의 문제를 유발한다. 구체적으로, 구법에 의하여 설정된 펀드(이하 “구법 펀드”, 이하에서 “구법”이라 함은 1999. 9. 16. 법률 제5558호로 개정되기 전의 증권투자신탁업법을 말하며, 1999. 9. 16. 법률 제5558호로 개정된 증권투자신탁업법을 “신법”이라 한다)의 경우에는, 판매회사가 기준가격에 따라 수익자에 대하여 환매의무를 이행하여 보유하게 된 수익증권(53)에 대하여 위탁회사에 투자신탁의 일부 해지를 의뢰하고, 실제 해지시 신탁재산의 환가액과 기준가격간에 차액이 발생한다면, 그 차액을 판매회사가 부담할 것인지 위탁회사가 부담할 것인지 하는 문제가 제기된다. 신법에 의하여 설정된 펀드(이하 “신법 펀드”)의 경우에도 판매회사가 증권투자신탁업법의 규정에도 불구하고 수익자의 환매청구시 위탁회사에 신탁해지를 의뢰하지 않고, 임의적으로 기준가격에 따라 매수하여 당해 수익증권을 보유하게 되는 경우 같은 문제가 제기된다. 아래에서 이 문제를 검토해 보기로 한다.

(2) 판매회사가 차액의 위험을 부담하여야 한다는 견해

1) 구법 펀드의 경우

먼저, 구법 펀드의 경우 판매회사가 기준가격과 신탁해지시 신탁재산의 환가액간의 차액에 대하여 위험을 부담하여야 한다는 견해는 다음과 같은 근거를 주장할 수 있을 것이다.

첫째, 증권투자신탁의 본질상 신탁재산에서 발행한 손실은 수익자에게 귀속한다.

둘째, 위탁회사가 신탁재산의 운용과 관련하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반하지 않은 이상 신탁재산의 손실을 위탁회사가 부담할 이유가 없다.

셋째, 구법에서는 판매회사가 고유재산에 의한 환매의무를 부담하는데, 이러한 환매의무의 부담 자체가 환매과정에서 판매회사가 소위 미매각 수익증권으로 인하여 손실을 보는 것은 이미 어느 정도 예견되어 있음을 의미한다.

2) 신법 펀드의 경우

신법 펀드의 경우에는 판매회사가 수익권자들로부터 기준가격에 따라 임의로 수익증권을 매수한 것 자체가 기준가격과 실제 신탁해지시 신탁재산의 환가액의 차이에 대한 위험을 부담하겠다는 의도로 해석되므로 판매회사에 책임이 있다는 견해가 제기될 수 있다.

(3) 미매각 수익증권을 보유한 판매회사의 지위

위와 같은 주장들에 대하여는, 다음과 같은 반론도 생각할 수 있다.

첫째, 판매회사가 환매의무를 부담하는 것은 시장 조성자(market maker)로서의 의무를 부담하는 것에 불과하며, 환매의무를 부담한다는 것에서 바로 신탁재산의 손실을 부담하여야 한다는 논리를 도출할 수는 없다.

둘째, 판매회사의 입장에서는 위탁회사와 달리 신탁재산의 운용에는 일체 관여하지 않으므로, 판매회사 역시 신탁재산의 손실에 대하여 책임을 부담할 근거가 없다.

셋째, 판매회사와 위탁회사간의 법률관계에 대하여서는 현재 위임이라는 견해와 위탁판매라는 견해가 나뉘나, 어느 경우에도 판매회사는 위탁회사의 계산으로 수익증권을 판매한 것이므로 판매회사가 수익증권과 관련하여 발생하는 책임을 판매회사가 부담할 근거가 없다.

(4) 검토: 기준가격의 산정의무

1) 생각건대, 위 문제는 미매각 수익증권을 보유하게 된 판매회사 지위는 수익자라는 점에 근거하여 해결함이 원칙이라고 본다. 판매회사가 법에 의하여 강제적으로 고유재산에 의한 환매의무를 지는지(구법의 경우), 아니면 임의로 고유재산으로 환매를 하였는지(신법의 경우)에 관계없이 판매회사는 미매각 수익증권을 보유함으로써 수익자 지위를 취득한다고 보

아야 한다. 따라서 구법이나 신법 모두 판매회사가 환매에 의하여 미매각 수익증권을 보유하게 된 경우에는 위탁회사와의 관계에서 수익증권을 어떻게 처리하여야 하는지에 대하여 아무런 정함이 없으나, 판매회사는 수익자의 입장에서 위탁회사에 대하여 환매를 요구하는 절차를 다시 밟는 것이 당연하다고 생각된다. 이에 의하면, 판매회사는 특별히 법률이나 계약으로 정함이 없는 한, 증권투자신탁의 실적배당원칙에 따라 환매로 인한 수익증권 보유기간 동안의 기준가격 변경 자체에 대하여서는 스스로 책임을 부담하고, 그로 인하여 손해가 발생하더라도 위탁회사에 그 부담을 요구할 수 없다는 결론에 이른다.

2) 다만, 환매로 인한 수익증권 보유기간 동안의 정상적인 기준가격 변경에 의해서가 아니라, 기준가격 산정의 잘못으로 인하여 실제 환가한 신탁재산이 기준가격이 표창하는 재산보다 작게 되어 발생하는 경우에는, 위 결론이 적용될 수 없을 것이다. 이 경우 손실의 부담은 위탁회사의 기준가격 산정의무와 관련하여 해결하여야 할 것이다.

기준가격은 수익자의 환매청구가 있는 경우 환매금액을 결정하는 기준이 되기 때문에, 위탁회사는 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하여 기준가격을 산정하여야 한다.⁵⁴⁾ 따라서, 위탁회사가 기준가격을 잘못 산정함으로써 인하여 실제 가치와 괴리가 있다면, 위탁회사는 그 차액에 대해 선관의무 위반에 따른 손해배상책임을 지는 것이 당연하다(이는 위 1)의 실적배당원칙과는 전혀 다른 측면의 문제이다).

5. 부실채권 편입에 따른 위탁회사의 선관의무 위반책임

(1) 사실관계(대상판결: 서울지방법원 제21민사부 2001. 8. 16 선고, 2000가합55190 판결; 서울고등법원 2002. 10. 11 선고, 2001나55316 판결)

증권투자신탁업법 제17조 제1항은 “위탁회사는 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리할 책임을 지며, 수익자의 이익을 보호하여야 한다”고 하여, 위탁회사의 선량한 관리자로서의 주의의무 등(이하 “선관의무”)에 대해서 규정하고 있다. 이와 관련하여, 위탁회사가 투자등급 제한 위반, 동일종목 투자제한 등 증권투자신탁업법 및 약관상 운용 제한을 위반하여 증권투자신탁에 따라 설정된 신탁재산에 부실채권인 유가증권을 편입하여 운용하도록 지시하여 수익자에게 손해가 발생한 경우,⁵⁶⁾ 위탁회사는 선관의무 위반으로 수익자에 대해 손해배상책임을 부담할 수 있음은 명백하다고 생각된다(증권투자신탁업법 제34조의3 참조).

이와 관련하여, 증권투자신탁업법 등에 정해진 운용제한을 명시적으로 위반하지는 않았으나 위탁회사가 부실채권을 편입함으로써 결과적으로 수익자에게 손해가 발생한 경우, 어떠한 요건하에서 위탁회사에 대해 부실채권 편입의 선관의무 등 위반 책임을 부담시킬 수 있는지가 문제될 수 있다. 대상판결은 이러한 경우의 선관의무 등 위반에 관계된 것(동일한 사건의 1심과 2심 판결)이다.

대상판결의 사실관계를 간략하게 보면 다음과 같다.

① A 투신사(이하 “위탁회사”)는, 수익자 B가 가입한 갑펀드에 1999. 7. 19. 이전에 대우채와 CP(이하 “대우채 등”)를 편입하여 운용하였다.

② 대우그룹 채권단은 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정방안을 발표하여 긴급자금지원 요청을 하였고, 1999. 7. 22. A 투신사를 포함한 채권단은 이를 받아들인 바 있다.

③ 긴급자금지원조치의 내용은 (i) 대우그룹 계열사에 대한 단기여신(CP) 기한을 6개월 연장하고, 만기가 도래하는 회사채는 차환발행을 통하여 인수, (ii) 대우그룹에 단기여신(CP) 및 회사채 매입으로 4조원을 지원한다는 것이다.

④ 위 자금지원조치 실행 결과, A 투신사는 1999. 7. 19.부터 대우채 환매유예조치일인 1999. 8. 12. 사이에, (i) 갑펀드상 편입되어 있는 CP를 만기연장 하거나, (ii) 자신이 위탁

회사로 있는 다른 펀드(을펀드)에 편입되어 있던 CP를 만기연장한 다음 자전거래를 통해서 갑펀드에 편입한 사실이 있다.

(2) 대상판결의 내용

1) 서울지방법원 제21민사부 2001. 8. 16 선고, 2000가합55190 판결

1심 판결인 위 2000가합55190 판결은, 위 ④의 (i)의 경우(갑펀드상 편입되어 있는 CP를 만기연장 한 경우)와 (ii)의 경우(자신이 위탁회사로 있는 을펀드에 편입되어 있던 CP를 만기연장한 다음 자전거래를 통해서 갑펀드에 편입한 경우) 모두 1999. 7. 19. 이후 추가 또는 신규로 매수한 CP라고 보고, 그 편입에 의한 선관의무 위반 책임(손해배상책임)을 인정하고 있다. 원문을 그대로 인용하면, “피고가 위와 같이 대우그룹 채권을 추가 또는 신규로 매수한 이유는 피고가 구성원으로 있던 대우그룹 채권단이 1999. 7. 19. 대우그룹 계열사에 대한 단기여신 기한을 6개월 연장하고, 만기가 도래하는 회사채는 차환발행을 통하여 인수하며, 단기여신 및 회사채 4조원을 신규지원하기로 함에 따라 이를 이행하기 위한 것이었던 사실”이 인정되는바, “피고가 위와 같이 대우그룹 채권을 새로 취득할 당시는 대우그룹의 자금사정이 극히 악화된 상태에 있었고, 피고도 이를 잘 알고 있었음에도 불구하고, 대우그룹을 지원하기 위하여 대우그룹 채권을 추가 또는 신규로 취득하여 이 사건 펀드에 편입시킨 것은 증권투자신탁업법의 규정취지, 이 사건 펀드의 운용경위 및 당시의 상황에 비추어 볼 때 펀드 가입고객에 대한 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반하였다”는 것이다.

한편, 투신사 A는 “1999. 7. 19. 금감위가 대우그룹 채권에 대한 만기연장 및 신규지원을 내용으로 하는 구조조정방안을 발표하였고, 투신사들의 반대에도 불구하고 채권단이 이를 통과시켰기 때문에 대우그룹 채권을 갑펀드에 편입한 것”이라고 주장하였다. 그러나 동 판결은 이를 받아들이지 않았다. “이는 피고와 금융당국 또는 채권단 사이의 내부문제일 뿐 원고와 같은 펀드 가입자에 대한 책임까지 면하게 되는 것은 아니다”는 것이다.

2) 서울고등법원 2002. 10. 11 선고, 2001나55316 판결

위 2000가합55190 판결의 2심 판결인 2001나55316 판결은, 1심 판결과는 달리 위 (i)의 경우와 (ii)의 경우를 구별하여, (i)의 경우에는 투신사 A의 선관의무 위반이 부정되고, (ii)의 경우에는 인정된다는 결론을 내리고 있다.

동 판결은 우선, “대우그룹의 자금사정이 악화되자 한국신용정보주식회사가 1999. 5. 31. 대우그룹에 대한 신용등급을 1단계 하향조정한 데 이어 대우그룹 스스로 1999. 7. 19. 피고를 포함한 채권단에 긴급자금지원 요청을 하였고 채권단이 1999. 7. 22. 대우그룹에 대한 긴급자금지원결정을 한 사실은 앞서 본 바와 같으므로, 이와 같은 대우그룹 채권 등의 이 사건 투자신탁으로의 편입이 적정한 것이었는가를 판단하기 위하여는 대우그룹이 스스로 긴급자금지원요청을 한 시점을 기준으로 나누어 보는 것이 상당하다”고 하여 선관의무 위반 판단시점을 1999. 7. 19.로 정하고 있다. 그러한 전체하에, 1999. 7. 19. 이전에 편입된 주식회사 대우의 대우채에 대해서는 “당시 대우그룹이 구조조정계획을 세워 시행하고 있었고, 한국신용정보주식회사가 1999. 5. 31. 대우그룹에 대한 신용등급을 1단계 하향조정하였다 하더라도 그런 사정들만 가지고는 당시의 주식회사 대우가 위 회사채를 상환할 능력이 현저하게 악화되어 위 회사채를 상환하지 못할 가능성이 매우 높았다고 단정하기 어렵”다고 하여 A 투신사의 선관의무 위반을 부정하였다.

다음으로, (i)의 경우에 대해서는, “그 무렵(1999. 7. 19. 이후의 시점을 말함)의 자기발행 회사채나 기업어음에 대한 대우그룹의 상환능력은 매우 불확실한 상태였음을 미루어 짐작할 수 있고 피고도 대우그룹의 이러한 사정을 잘 알고 있었다 할 것이므로 피고가 1999. 7.

19. 이후 대우그룹 채권 등을 만기연장한 것이 선관주의의무를 위반한 것이 아닌가 하는 의문을 가질 수 있으나, 앞서 본 바와 같이 피고에 대한 대우그룹 채권 등의 만기연장은 대우그룹의 도산으로 인한 국가적 충격을 방지하기 위한 불가피한 선택이었고, 그것도 피고를 포함한 전체 채권단의 합의사항이었기 때문에 피고만 이를 거부할 수도 없었을 것으로 보이는 점에 비추어 피고가 채권단의 일원으로 긴급자금지원 결정에 따라 대우그룹 채권을 만기연장해 준 것을 가지고 선관주의의무를 위반한 것이라 단정할 수 없다”고 하여, A 투신사의 선관의무 위반을 부정하였다.

그러나 (ii)의 경우에 대해서는, “위와 같은 대우그룹 채권 등은 그 상환가능성이 매우 불확실한 것으로서 이 사건 신탁재산 중 기존의 대우그룹 채권 등의 비율을 상승시켜 수익자에게 피해를 입힐 가능성이 높고 실제로 원고를 포함한 수익자들은 수익증권 중 위 대우그룹 채권 등에 해당하는 금원의 일부를 환매받지 못하였으므로 위 대우그룹채권 등의 이 사건 신탁재산으로의 편입은 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반하여 수익자에게 손해를 가한 것”이라고 인정하여, 투신사 A의 선관의무 위반을 인정하였다.

(3) 비판적 검토

1심 판결은, 당시 대우그룹의 악화된 자금사정(객관적 요소. “피고가 위와 같이 대우그룹 채권을 새로 취득할 당시는 대우그룹의 자금사정이 극히 악화된 상태에 있었고...”)과, 투신사 A가 그를 알 수 있었다는 사정(주관적 요소. “피고도 이를 잘 알고 있었음에도 불구하고...”)만 위탁회사의 대우채 편입 선관의무 위반 판단의 고려요소라고 보고, 편입된 CP의 만기연장과 만기연장 후 자진거래로 CP를 편입한 것 모두에 대하여 투신사 A의 선관의무 위반을 인정한 것으로 보인다. 그리고 2심 판결은, 1심 판결이 인정한 객관적 요소와 주관적 요소 외에, “대우그룹 채권 등의 만기연장은 대우그룹의 도산으로 인한 국가적 충격을 방지하기 위한 불가피한 선택이었다”는 점과 “피고를 포함한 전체 채권단의 합의사항이었기 때문에 피고만 이를 거부할 수도 없었다”는 점 두 가지를 투신사 A의 선관의무 위반 판단의 추가적 고려요소로 판단한 것으로 보인다.

그러나 이러한 선관의무 위반 판단의 고려요소에 대한 대상판결의 실시 내용은 수긍할 수 없는 점 또는 추가로 검토가 필요한 점이 있다고 판단된다. 아래에서 살펴보도록 한다.

1) 투신사 A의 선관의무 판단의 핵심적 요소: 1999. 7. 19. 대우그룹의 구조조정방안 우선, 대상 판결들은 1999. 7. 19. 이후 대우채 편입 당시 대우그룹의 자금사정이 악화된 사정과 투신사 A가 그를 알 수 있었다는 사정을 선관의무 위반 판단의 기본 고려요소로 본다는 점에서 공통된다.

그러나 증권투자신탁은 간접투자제도로서의 본질상, 투자전문가인 위탁회사에 광범위한 재량을 인정하는 제도이다. 따라서 위탁회사의 운용지시 행위가 선관의무를 위반하였는지 여부는 그 운용지시 당시를 기준으로 운용지시 내용의 결정과 관련성이 있는 중요한 사정을 종합적으로 판단해 볼 때 위탁회사가 간접투자 전문가로서의 능력과 경험 등에 비추어 수익자의 이익을 위한 최선의 조치를 취한 것인지(달리 말해서, 그러한 운용지시 당시 위탁회사가 전문가로서 적절한 투자판단을 하고 그에 기초하여 대우채의 회수가가능성을 믿었는지)가 기준이 되어야 할 것이다. 이 경우 투신사 A의 선관의무 위반 판단에는 ① 대우채 편입의 가장 직접적 원인이 된 1999. 7. 19. 구조조정방안이 대우채 편입 시점을 기준으로 보아 대우그룹을 회생하도록 하는 적절성과 실현가능성⁵⁷⁾ 있는 조치라고 할 수 있는지, ② 투신사 A가 자신의 간접투자 전문가로서의 능력과 경험을 통해 수익자 보호의 관점에서 검토한 결과 동 구조조정방안이 적절성과 실현가능성을 갖춘 조치라고 평가하였는지(그래서 편입하

는 대우채의 회수가 가능성이 높다고 평가하였는지)가 가장 핵심적인 고려요소가 되어야 하지 않을까 한다.

물론 대상 판결들은 “대우그룹의 자금사정이 극히 악화된 상태”(1심 판결), “대우그룹의 상환능력은 매우 불확실한 상태”라고 하고, 그에 대한 투신사 A의 “인식”(“알고 있었다”)을 인정하고 있으므로, 善解하면 당시의 극단적으로 악화된 대우그룹의 자금사정에 비추어 1999. 7. 19. 구조조정방안의 적절성과 실현가능성이 인정되지 않으며, 그렇게 판단한 것에 투신사 A가 귀책사유가 있다고 간접적인 판단을 내린 것으로 볼 수도 있다. 그러나 설령 법원이 그러한 판단과정을 거쳤다고 하더라도, 투신사 A의 만기연장을 통한 대우채 편입조치는 1999. 7. 19. 구조조정방안의 결정을 직접적 원인으로 하였던 이상 위 ①, ②의 사정이 투신사 A의 선관의무 위반 여부 판단에 핵심이 되는 것이므로, 이를 직접 검토하지 않은 것은 문제가 있다.

2) 선관의무 위반 판단의 기준시점

다음으로, 대상 판결들이 1999. 7. 19. 대우그룹의 구조조정방안 발표를 대우채 편입의 선관의무 위반 판단의 기준시점으로 본 부분(그 이전에는 대우채 편입이 선관의무 위반이 아니지만 그 이후에 대우채 편입이 선관의무 위반이 될 수 있다고 한 부분)은, 그 판단 과정과 결론에 문제가 있다고 보인다.

대상 판결들은 앞서 본 바와 같이 대우그룹의 악화된 자금사정(객관적 요소. “피고가 위와 같이 대우그룹 채권을 새로 취득할 당시는 대우그룹의 자금사정이 극히 악화된 상태에 있었고...”)과, 투신사 A가 그를 알 수 있었다는 사정(주관적 요소. “피고도 이를 잘 알고 있었음에도 불구하고...”)을 가지고 선관의무 위반 기준시점을 정하고 있다. 이를 볼 때, 대상판결은 ① 1999. 7. 19. 긴급자금지원을 한 것은 그 이전 기간에 이미 재정상태가 극히 악화되었다는 사실의 결과이므로 이것만 보면 선관의무 위반 기준시점은 1999. 7. 19. 이전으로 앞당겨져야 할 수도 있으나(객관적 요소), ② 선관의무 위반 인정을 위하여 동시에 충족되어야 하는 투신사 A가 대우그룹의 재정상태가 극히 악화되었다는 사실을 “알고 있었다”는 시점은 대우그룹의 재정상태가 악화되었다는 것을 “인식”한 시점이라고 할 것인바(주관적 요소), 그 시점은 구조조정방안이 발표된 1999. 7. 19.부터가 되므로, 1999. 7. 19. 구조조정방안 발표시점이 선관의무 위반 판단의 기준시점이라는 과정을 밟은 것으로 이해된다.

그런데 대상 판결들이 선관의무 위반의 주관적 요소를 “알고 있었다”는 “인식”을 기준으로 기준시점을 정하는 것(그럼으로써 1999. 7. 19.를 기준시점으로 편의상 지정하는 것)은 타당하다고 볼 수 없다. 투신사 A가 위탁회사로서 수익자에게 부담하는 선관의무는 수익자의 보호와 관련하여 이해되어야 하는 것이다. 따라서, 그 선관의무 위반의 주관적 요소는 장래에 신탁재산에 편입되는 대우채의 회수가 가능성이 극히 의심되어 수익자의 이익을 해할 것이 예상된다는 “평가”가 내려짐에도 불구하고 대우채를 편입하였다는 것이 되어야 한다. 그렇다면, 주관적 요소의 충족 여부는 1999. 7. 19. 대우그룹이 구조조정방안을 발표하여 긴급자금지원을 요청한 것을 인식한 것 외에 관련 당국의 대우그룹 회생 의지, 구조조정방안에 대한 금융권의 반응 등 대우그룹 회생을 둘러싼 사정을 종합적으로 고려하여 투신사 A가 대우그룹 회사채의 변제가 의심된다고 객관적으로 “평가”될 수 있는 시점이 언제인가 하는 관점에서 판단되는 것이 타당하다.

그리고 이 경우 투신사 A의 선관의무 위반의 기준시점은 위 1)에서 지적한 기준으로 돌아가, 투신사 A의 투자 전문가적 관점에서 본 어떤 시점의 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정방안의 적절성과 실현가능성(이에 따른 대우그룹 회생가능성)에 대한 “평가” 문제가 되어야

하는 것으로 보인다. 이때 구체적인 시점은, 1999. 7. 19. 대우그룹의 구조조정방안 발표가 그 적절성과 실현가능성이 원천적으로 부정되지 않는 한 1999. 7. 19.가 되지는 않을 가능성이 높아 보인다. 동 시점은 그 이후 관련 당국이 대우그룹 회생을 완전히 포기하는 등으로 하여 구조조정방안의 부적절성 또는 실현불가능성이 밝혀진 시점, 대우그룹 회생을 위한 채권단 합의가 사실상 효력을 상실한 시점이 될 것이다.

3) 추가적 고려요소: 대우그룹의 대규모 분식회계

대상 판결들은 대우채 편입이 이루어진 1999. 7. 19. 이후 시점에서 아직 외부에 공표되지 아니한 대우그룹 계열회사의 대규모 분식회계(58)를 투신사 A의 선관의무 위반 판단에 고려하지 않고 있다. 그러나 투신사 A의 대우그룹 구조조정방안의 적절성과 실현가능성에 대한 투자 전문가로서의 “평가”가 그 선관의무 위반 여부 판단, 기준시점의 결정에 있어 중요한 요소라고 하면, 위 대규모 분식회계는 검토됨이 타당하다. 앞서 말한 선관의무 판단 기준에 기하여 말하면, 대상 판결이 문제로 삼은 투신사 A가 대우채 편입을 한 기간 동안 투신사 A는 대우그룹 계열회사의 분식회계 사실, 분식회계 규모를 정확하게 알 수 없는 지위에 있었고, 분식회계가 없는 정확한 재무제표를 기준으로 하여 대우그룹 구조조정방안의 적절성과 실현가능성을 “평가”할 수 없었다고 볼 여지가 충분하기 때문이다.

4) “국가적 충격 방지”, “채권단 합의 이행”이 선관의무 위반 판단에 가지는 의미

2심 판결은 투신사 A의 선관의무 위반 판단에 있어 “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격 방지”나 “채권단 합의 이행”도 고려할 요소로 보고 있다. 위 두 가지 요소는 모두 투신사 A의 대우채 만기연장 운용지시와 관련하여 “운용지시 내용의 결정과 관련성이 있는 중요한 사정”이 되는 것이므로, 이를 고려요소로 포함시킨 것은 일단 올바른 방향이라고 본다.

단, 위탁회사가 부담하는 선관의무는 수익자의 이익 보호를 위하여 간접투자의 전문가로서 최선의 조치를 취할 의무를 말하는 것이지, “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격”까지 고려하여 이를 방지하여야 하는 것까지 포함하지 않음은 물론이다. 따라서 사안에서 “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격”과 투신사 A의 선관의무가 연결되기 위해서는 “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격”의 요소가 수익자의 이익 상황에 미치는 영향을 검토하는 것이 더욱 정확하다고 생각한다. 구체적으로 투신사 A가 구조조정방안에 따라 대우채 만기연장조치를 취하지 않는 경우 발생할 “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격”의 내용(그 판단을 위해서도 역시 구조조정방안이 발표된 당시를 기준으로 한 그 적절성과 실현가능성을 고려하여야 한다)과, 그러한 “대우그룹 도산으로 인한 국가적 충격”이 발생한 경우 해당 증권투자신탁의 수익자가 입게 될 경제적 손해 및 이를 도외시한 채 투신사 A가 만기연장을 거부한 경우 수익자의 이익 상황을 대조하는 과정이 필요하다.

“채권단 합의 이행”에 대해서도, 이를 투신사 A의 선관의무 위반 고려요소로 함에 있어서는 대우채 만기연장을 결의하는 채권단 합의를 이행하지 않는 경우 예상되는 결과와 그로 인하여 입게 될 수익자의 불이익이 확정되어, 그러한 사정을 감안할 때 투신사 A의 조치가 수익자 이익 보호를 위한 최선의 조치였는지를 판단하는 것이 정확할 것이다. 2심 판결에서처럼 “피고만 이를 거부할 수 없었다”고 하는 것은 결국 그러한 취지로 이해될 수도 있으나, 법원이 그러한 점을 분명히 인식하고 판단한 것인지는 불분명하다.

한편, “채권단 합의 이행” 요소를 위 방법에 의하여 판단함에 있어서는 고려해야 할 부분이 있다. 바로 채권단 합의 내용에 따른 수익자와 투신사 A간 이해충돌 상황이다. 당시 채권단 합의에 의하면 투신사 A는 채권단 결의대로 대우채를 만기연장하거나, 위약금을 내기로 하고 채권단 결의를 불이행하는 것이 가능한 선택방안이었는데,59) 이때 위약금은 투신사 A

가 채권단 합의 위반에 따른 계약책임/불법행위책임으로서 (신탁재산이 아닌) 고유재산으로 부담한다고 판단될 가능성이 있다. 이 경우, 전적으로 수익자를 위한 조치(채권단 합의 위반에 따른 대우채 만기연장 거절)를 취함에도 불구하고 법적으로 고유재산에 기한 위약금 지급 책임이 발생될 것이 분명히 예상되는 경우, 그런 사정하에서도 투신사 A에 대상 조치를 취하여야 할 의무가 인정되는 것인지가 문제될 수 있다. 이 부분은 최소한 최종적으로 투신사 A의 선관의무 위반 여부를 종합 판단함에 투신사 A에 유리한 요소로 고려해야 할 것으로 생각된다.⁶⁰⁾

(4) 대상 판결들의 시사점: 1999. 7. 19. 대우 구조조정방안 발표와 2003. 4. 3. 금융시장 안정대책(카드채 대책)과의 유사성

대상 판결들은 위탁회사(투신사 A)가 대우채를 편입함에 있어서 동일종목 편입 제한 등 증권투자신탁 관련 법령과 약관에서 정한 운용제한을 위반하지는 않은 사례를 다루고 있는바, 이 경우에도 (그 고려요소나 기준시점 판단 등에는 의문이 있으나) 위탁회사의 선관의무 위반이 인정될 수 있음을 보여 주고 있다. 이러한 대상 판결의 내용은 2003. 7. 현재에는 위탁회사가 카드회사가 발행한 CP를 편입한 것과 관련하여, 그 선관의무 위반 여부 판단에 대해 참고할 만한 것이라고 본다.

2003. 4. 3. 재정경제부·금융감독위원회·한국은행은 금융정책협의회를 소집, 유동성 위기를 겪고 있는 신용카드사 문제를 검토하고 2003. 3. 17. 발표한 “신용카드사 종합대책”의 후속 대책으로 “금융시장 안정대책”(카드채 대책)을 발표하였다. 이는 은행·증권·보험 등 금융회사 공동으로 bridge-loan 5조원을 조성하여 4~6월중 만기도래하는 투신권 보유 카드채(10.4조원)의 50% 수준을 즉시 매입하고, 나머지 50%는 투신사가 만기연장하는 것으로 하며, 신용카드사는 증자 등의 자구책을 마련하는 것을 주된 내용으로 한다.⁶¹⁾ 위 “금융시장 안정대책”상의 카드채 만기연장은 법적 강제성이 없는 정책적 결정이지만 실제로 당국은 면담 등을 통해서 투신사에 이를 준수하도록 독려했던 것으로 알려져 있으며, 그 결과 거의 대부분 투신사들이 “금융시장 안정대책”에 따라 카드채 만기연장조치를 한 것으로 알려져 있다.

위와 같은 사정을 보면, 2003. 4. 3. 현재의 신용카드사의 재무 상황과 1998. 12. 8. 구조조정 세부계획 발표 이후 오랜 기간 지속적으로 구조조정을 시도하고 있던 1999. 7. 19. 당시의 대우그룹의 재무 상황은 금감위 등 관련 당국의 법적 구속력이 없는, 그러나 무시하기 어려운 정책적 관여하에,⁶²⁾ 범위탁회사 차원에서 부실이 우려되는 채권(대우채-카드채)을 만기연장하고 신탁재산에 편입하였다는 점에서는 상호 동일하다는 것을 알 수 있다. 즉, 양자는 각 대우채-카드채 편입에 따른 위탁회사의 선관의무 위반 여부의 관점에서는 매우 유사하다.

따라서 향후 카드채가 동일한 기초하에 계속 만기연장이 되면서 최종적으로 부실채권으로 확정된다면, 대우채의 만기연장 편입과 마찬가지로의 위탁회사의 선관의무 위반 문제가 생길 수 있다. 그리고 대상 판결 논리에 따르면 법원은 그 경우 위탁회사에 대해서 부실채권인 카드채 만기연장조치를 이유로 선관의무 위반을 인정할 가능성이 충분하다고 보인다. 카드채 연장 당시 신용카드사에는 대규모 증자를 필요로 하는 등의 악화된 자금사정(대우채의 경우: “피고가 위와 같이 대우그룹 채권을 새로 취득할 당시는 대우그룹의 자금사정이 극히 악화된 상태에 있었고...”)이 있고, 2003. 4. 3. 금융시장 안정대책의 발표로 인하여 위탁회사들이 그러한 사정을 “인식”하고 있다는 것이 충족되기 때문이다. 더구나 카드채 편입에는 위 2심 판결에서 위탁회사의 선관의무 위반을 부정하는 요소가 된 “국가적 위기”나 “채권단

합의"에 준할 만한 사정도 보이지 않는다.

그러나 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정방안 발표 이후의 대우채 편입의 예에서 지적한 것과 마찬가지로, 카드채 편입의 선관의무 위반 판단에 있어서는 무엇보다 카드채 편입의 계기가 된 사건(예컨대 2003. 4. 3. 금융시장 안정대책)의 적절성과 실현가능성을 고려하여 위탁회사가 자신의 간접투자 전문가로서의 능력과 경험 등을 통해 수익자 보호의 관점에서 검토한 결과 동 구조조정방안이 적절성과 실현가능성을 갖춘 조치라고 "평가"하였는지(그래서 만기연장하여 편입하는 카드채의 회수가능성이 높다고 "평가"하였는지)가 가장 핵심적인 고려요소가 되어야 할 것이다. 이러한 요소를 고려하지 않고 선관의무 위반 여부를 판단한다면 지나치게 위탁회사의 선관의무 위반 범위를 넓힘으로써 선관의무 위반 책임을 결과책임으로 화하게 할 염려가 있다.

한편, 대상 판결은 일부 논리에 찬성할 수 없는 점은 있으나, 향후 위탁회사가 금융당국의 정책적 결정에 대응하는 올바른 태도에 대해 시사하는 바가 있다고 생각된다. 지금까지 유사한 사례에서 법원 판결은 금융당국의 정책적 관여가 있었다고 하더라도 그로 인해 위탁회사 선관의무 위반이 부정되지 않는다는 입장을 취하고 있었고,63) 대상 판결 중 2심 판결도 같은 취지를 반복하고 있다.64) 위탁회사에는 신탁재산의 운용에 있어서 포괄적인 재량권이 인정되는 것은 사실이지만, 금감위 등 당국이 국가경제적 혼란을 방지할 수 없다는 명분하에 부실채권 만기연장을 정책적으로 집행하더라도 간접투자 전문가 관점에서 평가하여 수익자 보호를 위한 최선의 조치가 아니라고 판단되면 맹목적으로 이에 따라서는 안 될 것이다.

6. 펀드(증권투자신탁)분리조치

(1) 대상 판결의 사실관계: 서울고등법원 제1민사부 2003. 1. 17 선고, 2002나47107 판결

1999. 8. 12. 대우채 환매유예조치 이후, 1999. 10.경부터 2001. 1. 21.경까지 도합 4차례에 걸쳐 증권투자신탁을 분리하는 조치(이하 "펀드분리조치")가 이루어졌다. 그 내용은, 구 법상의 환매제도 적용을 받는 대우채가 신탁재산으로 편입된 투자신탁(이하 "분리전 펀드")에 있어 총 수익증권 좌수 대비 특정 수익자가 보유하고 있는 수익증권 좌수에 비례하여 각 대우채 부분과 비대우채 부분을 분리한 후, 분리전 펀드와 별개로 그 특정 수익자가 100% 수익증권을 보유한 새로운 투자신탁(이하 "분리펀드")을 설정하는 것이었다.

이러한 펀드분리조치에 있어서는, 당해 증권투자신탁에 적용이 되던 증권투자신탁업법이나 해당 펀드의 약관상 펀드분리조치를 명시적으로 허용하는 규정이 없는 이상,65) 법리적으로는 그러한 조치가 가능한지, 가능하다고 하면 위 펀드분리조치가 적법한 절차를 통해 이루어진 것인지66)에 대해서도 검토할 필요가 있어 보인다. 단, 그러한 문제를 차치하면, 펀드분리조치에서는 분리펀드에 적용될 환매제도가 구법상 환매제도와 신법상 환매제도 중 어느 것인지가 주된 법적 쟁점이 되고,67) 대상 판결은 이를 다루고 있다.

펀드분리조치라는 배경을 고려하지 않는다면, 분리펀드는 1999. 9. 16. 이후 새롭게 설정된 펀드로서, 신법상 환매제도 적용을 받는 것이 당연하다. 그러나 대상 판결의 사실관계와 같이 펀드분리조치와 연결하는 경우, 펀드분리조치 당사자들이 투자대상 등 일부 변경사항을 제외하고는 분리펀드는 환매제도 등에 있어서 분리전 펀드와 동일한 성격의 펀드를 설정할 것을 의도하였다고 볼 여지가 있고(아래에서 보듯이 펀드분리조치를 주도한 투자신탁협회가 작성한 지침에 의하면 분리펀드에 대해서도 구법상의 환매제도를 그대로 유지한다는 취지를 담고 있다), 더하여 분리펀드에 적용될 약관상 환매제도 내용도 일견할 때 신법을 채택한

것인지가 분명하지 않아, 분쟁이 발생하였다.

우선 대상 판결 사실관계를 요약 정리하도록 한다.

1) 대상 판결의 당사자는 수익자 A(원고), 판매회사 B(피고)이다. 수익자 A는 기관투자자로서, 분리전 펀드/분리펀드의 위탁회사(동일한 위탁회사)의 모회사이다.

2) 대우채 환매유예조치 당시, 분리전 펀드에는 수익자 A 외에 기타 수익자들이 있었고, 신탁재산으로 대우채가 다량 편입되어 있었다. 동 펀드는 주식의 편입이 허용되지 않는 공사채형 펀드였다.

3) 수익자 A는 1999. 12. 분리전 펀드상 보유하고 있던 수익증권 전부의 환매를 청구한 사실이 있으나, 판매회사 B는 이에 응하지 않았다.

4) 대우채가 신탁재산에 편입됨에 따른 수익자의 예상손실(2000. 7. 1. 이후 시가평가가 가능한 시점까지 대우부문 수익증권 환매연기)을 보전해 줄 의도로, 투자신탁협회는 1999. 10. 2. 펀드분리 및 주식형 전환 관련 업무처리지침(“펀드분리지침”)을 마련하였다. 펀드분리지침의 내용을 본다.

① 펀드분리는, “주식형으로 전환을 신청한 고객이 소유한 지분만큼을 대우펀드에서 별도로 분리한 후 분리후 펀드의 약관을 주식형으로 변경하는 것”을 말한다. 예를 들어, 대우채 30억, 비대우채 70억이 편입되어 있는 분리전 펀드에 수익자 A가 50%, 기타 수익자가 50%의 수익증권을 보유하고 있다고 하면, 펀드분리 후에는 (i) 기타 수익자가 100% 수익증권을 보유하는 대우채 15억, 비대우채 35억을 신탁재산으로 하는 분리전 펀드, (ii) 수익자 A가 100% 수익증권을 보유하는 대우채 15억, 비대우채 35억을 신탁재산으로 하는 분리후 펀드의 2개 펀드가 생기게 된다.

② 펀드분리 목적은 “분리 신청한 수익자의 투자자금을 주식형으로 전환신청할 수 있도록 허용하고, 전환신청한 투자자금분을 대우펀드에서 분리하여 주식형으로 약관 변경함으로써 대우부문에 의한 고객손실을 만회할 기회를 부여”하는 것이다.

③ 환매제도에 있어서, 펀드분리지침은 “환매대금 지급방법은 공사채형 펀드와 동일. 신탁의 일부해지에 의해 조성된 현금에 의한 지급을 의무화하지 않고, 고유에 의한 환매가 가능함”이라고 정하고 있다.

5) 분리전 펀드는 위 펀드분리지침에 따라 분리작업에 들어갔으며, 수익자 A는 2000. 1. 7. 자 펀드분리 전환 신청서를 제출하여 펀드분리에 동의하고, 펀드분리가 실행되었다. 이때 1999. 12. 자 수익자 A의 수익증권 전부의 환매를 어떻게 처리할 것인지에 대해서는 별도로 정한 사실이 없다.

6) 펀드분리 이후, 분리전 펀드와 분리펀드는 각 공사채형 펀드와 주식형 펀드로 구성되었으며, 수익자 A는 주식형 펀드인 분리펀드의 100% 수익자 지위를 가지게 되었다.

7) 분리펀드와 분리전 펀드는, 각 별개의 약관(신약관/구약관)을 가지고 있는데, 분리펀드 신약관에는 구법의 적용을 전제로 하는 것으로 보이는 조항과, 신법의 적용을 전제로 하는 것으로 보이는 조항이 혼재해 있다. 신법적 요소로는 신약관 제25조 제1항 “수익자가 수익증권의 환매를 청구한 때에는 이 투자신탁의 일부해지를 위탁회사에게 요청하여야 한다” 등이 있다. 구법적 요소로는 신약관 제2조 “‘재매각’이라 함은 수익자의 환매요구에 의하여 판매회사가 재매입한 수익증권을 다시 매각하는 것을 말한다”, 제11조 “판매회사는 모집 또는 매출에 의하여 수익증권을 매각하거나 또는 환매로 인하여 소유하게 된 수익증권을 재매각할 수 있다”, 제16조 제3항상 금감위 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있도록 한 규정 등이 있다.

8) 2001. 4. 및 2001. 7. 수익자 A는 판매회사 B에 대해, 수익증권 환매를 신청하였다. 그러나 판매회사 B는 신탁재산이 부실화되어 일부해지에 의하여 환매대금을 조성할 수 없다는 이유로 환매를 거절하였다.

9) 이에 수익자 A는, 판매회사 B를 상대로, (i) 주위적으로, 1999. 12. 환매청구를 이유로 한 환매대금 지급청구를 하면서, (ii) 예비적으로 2001. 4. 및 2001. 7. 환매청구를 이유로 한 환매대금 지급청구를 하였다.

(2) 쟁점별 대상 판결의 판단과 이에 대한 비판적 검토

1) 분리펀드의 성격: 분리전 펀드와의 별개 독립성

수익자 A의 주위적 청구(분리전 환매청구에 기한 환매대금 지급청구)는 분리전 펀드와 분리펀드가 동일성을 가진 펀드라는 것을 전제로 하는 것이므로, 양 펀드간에 동일성이 인정되지 않으면 환매청구 효력은 부정될 수밖에 없다. 따라서 대상 판결에서는 분리펀드와 분리전 펀드가 서로 다른 펀드인지가 쟁점이 되었다. 이에 대해 대상 판결은, ① 분리펀드가 분리전 펀드와 별개의 성격을 가진 투자신탁인지 여부에 대해 긍정하는 판단을 하면서도 (“이와 같이 이 사건 분리 전, 후의 투자신탁이 그 운용신탁재산의 규모, 운용신탁재산의 투자대상, 목표수익률 설정 등의 신탁재산 운용방식, 수익자의 투자재산 환수방법 등을 전혀 달리하는 등의 여러 사정을 고려하여 보면, 이 사건 분리후 주식형 투자신탁은 2000. 1. 10. 이 사건 분리전 공사채형 투자신탁과는 전혀 성질이 다른 투자신탁이라고 볼 것이고...”), ② 아래 3)에서 보는 바와 같이 양자가 서로 별개로 독립되어 설정된 투자신탁이라는 점에 대해서는 인정하지 않는 입장을 취하고 있다.

그러나 이 부분 대상 판결 판단에는 상당한 문제가 있다. 분리전 펀드와 분리펀드가 별개 독립의 펀드임은 자명하다. 분리펀드와 분리전 펀드는, 펀드분리 내용에서 알 수 있듯이 분리 이후에는 동시에 물리적으로 별개로 존재하는 것으로서, 그 결과 펀드 손익 계산이 귀속되는 주체도 달라지며(분리전 펀드: 수익자 A를 제외한 분리 전의 기타 수익자, 분리펀드: 수익자 A), 투자대상에 따른 펀드 종류가 다르며(분리전 펀드: 공사채형, 분리펀드: 주식형), 서로 별개로 제정된 신탁약관에 의해 운영되는 것이다. 따라서 대상 판결이 지적한 것처럼 분리전 펀드가 전혀 성질이 다른 것은 물론이지만, 그것은 같은 펀드가 성격이 변경되어 존재하게 되었다는 것에서 비롯된 것은 아니고, 전혀 별개 독립의 2개 펀드로 분리되었기 때문이다. 이처럼 별개 독립의 2개 펀드로 분리된 사실을 인정하지 않음으로 인하여, 대상 판결은 아래에서 보듯이 논리 전개와 판단에서 문제를 야기하고 있다.

2) 분리 실행 이후, 분리 전에 행한 환매청구 효력

대상 판결은 위와 같이 분리전 펀드와 분리펀드가 “전혀 성질이 다른 펀드”임을 인정 한 후, 수익자 A의 2000. 1. 7.자 이 사건 투자신탁의 분리 및 주식형으로의 전환신청은 동 신청 이전의 환매청구 의사표시 철회로 볼 수 있다고 하고 있다. 구체적으로 인용하면, “원고 또한 위와 같은 사정을 알면서 2000. 1. 7. 이 사건 투자신탁의 분리 및 주식형으로의 전환신청을 한 이상, 기존의 투자신탁에 대한 1999. 12. 22.자 환매청구의 의사표시는 묵시적으로 철회된 것으로 보아야 할 것”이므로, 수익자 A의 1999. 12. 환매청구에 기한 주위적 청구는 아무런 이유가 없다는 것이다.

우선, 위 대상 판결의 결론은 정당하다고 본다. 수익자 A의 주위적 청구 내용은 1999. 12. 자 환매청구에 기해 판매회사 B가 고유재산으로 환매대금을 지급할 금전채무가 있다는 것으로 정리할 수 있다. 그런데 위 1999. 12.자 분리전 펀드에 대한 환매청구에 있어 판매회사 B가 구법 및 구 약관상 고유재산에 의한 환매대금 지급채무를 부담한다는 전제의 타당

성은 별론으로 하더라도, 수익자 지위의 상실(수익증권의 환매)과 환매대금 금전채권은 서로 연결되어 있는 이상, 동 주장은 수익자 A가 1999. 12.자 환매청구에 기해 분리전 펀드의 수익자 지위를 완전히 상실하여 환매대금 채권을 보유하면서 판매회사 B에 대하여 그 지급을 구한다는 것을 의미할 수밖에 없다. 그러나 2000. 1. 10.자 펀드분리조치는, 수익자 A가 2000. 1. 10. 당시 분리전 펀드의 수익자 지위를 상실하지 않고 그대로 유지하고 있다는 것을 전제로,⁶⁸⁾ 그 분리전 펀드 수익자 지위를 분리펀드상의 수익자 지위로 변경하는 조치이므로, 위 주위적 청구와는 양립할 수 없는 것이다. 이를 볼 때, 펀드분리의 효력 자체가 부정되지 않는 이상, 수익자 A는 2000. 1. 7.자 펀드분리 전환 신청을 함으로써 분리전 펀드에 대한 1999. 12. 22.자 환매청구의 의사표시는 묵시적으로 철회하였다고 함이 타당하다.⁶⁹⁾

그러나 대상 판결은 앞서 1)에서 지적한 바와 같이 분리전 펀드와 분리펀드간 별개 독립된 펀드임을 인정하지 않은 채 위 결론에 이르고 있는바, 이러한 점에서 논리 과정상 문제를 드러내고 있다고 생각된다. 대상 판결 취지처럼 분리펀드와 분리전 펀드가 동일한 펀드로서 약관을 변경한 것에 지나지 않는다고 이해하면(즉, 물리적으로 별개의 독립된 펀드가 아니라면), 수익자 A의 2000. 1. 7.자 펀드분리 전환 신청은 아직 환매대금이 지급되고 있지 않는 동안 동일한 펀드의 성질 변경에 대하여만 승인을 한 것이라 볼 여지도 있는 것으로, 이로 인하여 분리전 펀드에서 행한 환매청구의 효력이 소급적으로 철회되었다고 볼 수 있는지는 좀더 검토를 요할 문제가 된다.

3) 분리펀드 환매에 적용될 법률(구법 또는 신법)

위 2)까지의 논의에 의하여 대상 판결은 수익자 A의 주위적 청구는 기각하였으므로, 다음으로 예비적 청구(분리 후인 2001. 4. 및 7.에 수익자 A가 행한 분리펀드에 대한 환매청구)를 검토해야 한다. 이와 관련하여, 대상 판결은 우선 예비적 청구의 기초가 되는 분리펀드 환매에 대해 구법의 환매규정이 적용된다고 실시한다.

그대로 인용하면, “신탁 일부해지에 의한 환매제도에 관한 신법의 시행일은 신법 부칙 제2조70)와 증권투자신탁업법중개정법률부칙제2조단서에의한수익증권환매에관한규정의적용일에관한규정71)에 의하여 1999. 9. 16.부터이고, 이 사건 분리후 주식형 투자신탁은 앞서 본 바와 같은 경위로 신법 시행일 이전에 설정된 이 사건 분리전 공사채형 투자신탁에서 약관의 일부 변경을 거쳐 기존 투자신탁과는 그 성격이 전혀 다른 투자신탁으로 전환된 것이기는 하나 분리후 주식형 투자신탁에 대한 이 사건 수익증권들은 신법 적용일 이후에 “제정되거나 변경된 약관에 따라 발행된 수익증권”이 아니기 때문에(밀줄 부분은 논의 편의상 표시) 신법 부칙 제2조의 해석상 이 사건 수익증권들의 환매청구에 대해서는 신법이 적용될 수는 없고 여전히 구법이 적용된다고 할 것이다(변경은 신탁계약기간을 연장하는 경우에 한하는바, 이 사건 분리후 주식형 투자신탁은 신탁계약기간의 변경이 없었다)”는 것이다. 위 밀줄 실시 내용은, 대상 판결이 분리펀드의 약관(신약관)은 분리전 펀드의 약관(구약관)과 별개로 제정된 것이 아니라 그 변경을 한 것에 불과하다고 판단하였음을 보여준다.

그러나 위 대상 판결의 판단에 대해서는 찬성하기 어렵다. 분리펀드와 분리전 펀드는 서로 별개 독립의 펀드이기 때문에 분리펀드의 신약관은 새로 제정된 것으로 보아야 한다는 것은 앞서 1)에서 살펴본 바와 같다. 그리고 분리펀드가 별개 독립 펀드라서 그 약관도 새로 제정된 것이라고 보아야 한다면, 그 제정시기는 1999. 9. 16. 이후인 2000. 1. 10.인 이상, 위 부칙 제2조에 의해 동 펀드는 대상 판결과는 반대로 신법 환매규정(신탁의 일부해지에 의한 환매대금 지급)에 의해 규율 되어야 한다는 결론이 자연스럽게 도출된다.

한편, 분리펀드의 환매제도에 신법이 적용된다고 하면, 이는 펀드분리지침이 “(분리펀드의) 환매대금 지급방법은 공사채형 펀드와 동일. 신탁의 일부해지에 의해 조성된 현금에 의한 지급을 의무화하지 않고, 고유에 의한 환매가 가능함”이라고 정하고 있는 것과 충돌을 일으키게 된다. 그러나 펀드분리지침은 투자신탁협회가 펀드분리에 관한 업무를 처리하는 일용의 기준을 제시한 것에 불과하다. 따라서 위 결론을 방해할 수는 없다고 보아야 한다.

수익자 A의 입장에서는 펀드분리지침이 수익자 A와 판매회사 등 사이에서 분리펀드의 환매제도에 관한 계약적 합의로 편입되었다는 주장도 생각해 볼 수 있다. 그러나 펀드분리지침을 수익자 A 등이 인식하고 있었다고 하더라도 아직 펀드분리지침인 상태에서는 환매제도에 관한 계약적 합의로 편입되었다고 하기는 곤란하다. 위 주장이 타당성이 있기 위해서는 최소한 위와 같은 펀드분리지침 내용이 신탁관에 편입되어야 할 것이다. 따라서 위 펀드분리지침 내용이 분리펀드의 환매에 관하여 계약적 합의로 편입되어 유효한 것인가의 문제는 신탁관 해석과 신법상 환매제도의 강행규정성의 문제가 된다(이에 대해서는 아래 5)에서 보도록 한다).

4) 구법 환매제도하에서 판매회사의 고유재산에 의한 환매책임

위 3)의 결론대로 분리펀드의 환매에 대해 신법 환매규정이 적용된다면, 구법 환매제도하에서 판매회사가 고유재산으로 환매대금을 지급할 책임을 부담하는지, 동 책임이 약관규정 내용에 의하여 좌우될 수 있는지는 사안 판단을 위해서는 불필요하다. 그러나 대상 판결은 분리펀드의 환매에 대해서 구법 환매규정이 적용된다고 하고 이에 대해 판단하면서, 신탁관 내용에 따라 판매회사의 고유재산 환매책임 인정여부가 결정된다고 실시하고 있다.

그대로 인용하면 “구법은 위탁회사나 판매회사가 그 고유재산에서 채권 장부가 평가방식으로 산정한 기준가격으로 환매할 수 있는 근거를 마련하고 있을 뿐(구법 제7조 제1항, 제3항, 제30조, 구법 시행령 제12조 참조), 이를 의무적으로 강제하고 있다고는 볼 수 없으므로 구법이 적용된다 하여 바로 판매회사에 고유재산에 의한 환매의무가 발생한다고 할 수 없고, 오히려 이러한 법령들에 근거하여 제정된 당시의 구약관이 “수익자로부터 수익증권 환매청구를 받은 경우, 자신의 고유재산에서, 채권 장부가 평가방식에 의해 평가한 기준가격으로 환매가격을 정하여, 환매청구 당일에 환매대금을 지급할 의무”를 판매회사의 구체적인 환매의무의 내용으로 규정(구약관 제16조 제2항, 제25조)함으로써, 이를 약관상의 의무로 편입하여 시행한 결과 판매회사에 고유재산에 의한 환매의무가 있는 것으로 볼 수 있다”는 것이다. 그리하여, “그렇다면, 판매회사에 대한 고유재산에 의한 환매의무의 존부는 (신)약관의 내용에 따라 결정될 것”이라고 한다.

이 문제는 상당기간 업계의 중요한 현안으로 되어 온 쟁점이다. 2003. 7. 현재 동일 쟁점을 가진 많은 소송이 법원에 계속 중이며(일부는 대법원에 계속 중),⁷²⁾ 국내 문헌상 견해도 부정설⁷³⁾과 긍정설⁷⁴⁾로 나누어져 있다. 위 대상 판결의 견해는 지금까지 하급심 법원의 주류적 입장을 그대로 반영한 것이다.

생각건대, 구법하에서는 수익증권 환매는 원칙적인 환매방법인 제7조에 의한 상환(Redemption)과 제30조 제1항에 의한 재매입(Repurchase)으로 구별되는바, 제30조 제1항의 규정 취지(판매회사가 예외적으로 고유재산으로써 수익증권을 매입할 수 있도록 함으로써, 시장 조성자로서 역할을 수행하게 함), 규정 형식(“위탁회사는 고유재산으로써 수익증권을 환매할 수 있다”)에 비추어, 판매회사 B는 수익자 A의 환매청구시 그 수익증권을 재매입(Repurchase)으로 환매할 수 있는 “권리”가 있었던 것이지 그러할 “의무”는 없다고 판단된다. 대상 판결도 동일한 이해를 가지고 있는 것으로 보이는데(“구법은 위탁회사나 판매회

사가 그 고유재산에서 채권 장부가 평가방식으로 산정한 기준가격으로 환매할 수 있는 근거를 마련하고 있을 뿐[구법 제7조 제1항, 제3항, 제30조, 구법 시행령 제12조 참조], 이를 의무적으로 강제하고 있다고는 볼 수 없으므로 구법이 적용된다 하여 바로 판매회사에게 고유재산에 의한 환매의무가 발생한다고 할 수 없고”, 따라서 이 부분은 찬성한다. 그러나 대상 판결처럼 구약관 제16조 제2항 등의 문언해석만을 통해 곧바로 대상 판결과 같이 판매회사의 고유재산 환매책임이 약관상의 의무로 편입되었다고 하는 것은 찬성할 수 없다. 투자신탁의 기본원리인 실적배당의 원칙 등에 비추어 판매회사의 고유재산 환매책임을 부정하는 규범적 해석이 충분히 가능하다고 생각한다.

5) 신약관 해석과 신법상 환매제도의 강행규정성 문제

앞서 4)에서 보았듯이, 대상 판결 논리에 따르면 판매회사 B가 수익자 A의 2001. 4. 및 7.의 환매청구에 대해 고유재산으로 환매책임을 부담하는지 여부는 신약관 환매규정 해석의 문제가 된다. 그리고 대상 판결은, 신약관의 환매규정은 신법상의 환매제도, 즉 신탁의 일부해지에 의한 환매제도라고 하면서, 예비적 청구를 기각하고 있다. 구체적으로, ① 신약관 제25조 제1항,75), 제25조 제2항,76) 제16조 제2항77)을 종합할 때, “신약관은 구약관과 달리 이 사건 분리후 주식형 투자신탁의 수익증권의 환매에 대하여 판매회사에게 고유재산에 의한 환매의무를 인정하지 않고, 수익자로부터 환매청구를 받은 판매회사에게 신탁의 일부해지를 위탁회사에게 반드시 요청해야 할 의무를 부과하는 한편 위탁회사가 신탁을 일부해지하여 조성한 자금을 판매회사에게 지급할 때 비로소 수익자에게 환매대금을 지급할 의무가 발생한다는 것을 그 내용으로 하고 있다고 판단”되며, ② 판매회사가 2001. 4. 및 7.의 환매청구에 대해서 위탁회사가 “현재까지 신탁재산 처분조치를 취하지 않고 있는 사실”이 인정되는 이상, “예비적 청구도 이유 없다”는 것이다.

우선, 위 대상 판결은 신약관 해석과 결론(예비적 청구 기각)에 있어서는 타당하다고 본다. 신약관이 정하는 환매의 내용이 어떠한지는, 어떠한 규정이 환매제도를 직접적으로 규정하고 있는 핵심적 규정인지를 판단하고, 그 규정의 내용 해석에 따라 정해져야 하는바, 신약관 중에서는 제16조(조항 제목 자체가 “수익증권의 환매”이다), 제25조(“투자신탁의 일부해지”)가 환매제도에 관한 직접적·핵심적 규정이라고 할 수 있다.78) 그리고 신약관 제16조와 제25조의 종합적 해석에 의하면, 신약관은 ① 판매회사 B는 수익자 A의 수익증권 환매요청이 있는 경우 위탁회사에 대해 원고가 환매를 요청한 수익증권 좌수에 해당하는 투자신탁의 일부 해지를 요청하고(제25조 제1항), ② 위탁회사는 판매회사 B로부터 위 일부해지 요청이 있으면 해지좌수에 해당하는 신탁재산을 처분 등에 의하여 현금화하고, 해지청구일로부터 제3영업일의 기준가격을 적용한 금액을 해지청구일로부터 제4영업일에 피고에게 지급하되(제16조 제1항, 제25조 제2항), ③ 만약 신탁재산의 처분이 곤란한 경우에는 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2영업일의 기준가격을 적용한 금액을 그 다음 영업일에 피고에게 지급하는 것(제25조 제3항)을 예정하고 있고, 이는 신탁의 일부해지에 의하여 조성된 금원이 환매대금 지급의 재원이 된다는 것을 의미한다.

그러나 대상 판결과 달리 분리펀드에는 신법상 환매제도가 적용된다고 하면(위 3) 참조), 위 판결의 신약관에 대한 해석이 신법상 환매제도와 부합되는 것은 물론이나(즉, 그러한 점만으로도 수익자 A의 예비적 청구는 기각되어야 함), 나아가 그 점을 살필 필요도 없이 예비적 청구가 기각되어야 한다는 결론을 얻을 수 있는 것이 아닌가 생각된다. 신법상 환매제도(신탁의 일부해지에 의하여 조성된 현금으로만 환매대금을 지급)의 효력상의 강행규정성 때문이다.

신법상 환매제도는 구법하에서 실제 수행되어 온 위탁회사와 판매회사의 고유재산에 의한 환매가 결과적으로 이들 회사의 부실을 초래하였을 뿐 아니라, 대량 환매시에는 유동성 부족으로 환매 불능을 야기하고, 그 결과 전체 금융시스템에도 문제를 일으킬 수 있다고 보았기 때문에 고안된 것이다.⁷⁹⁾ 이러한 입법취지를 고려하면, 동 조항은 환매불능에 의한 금융시스템의 혼란 방지와 위탁회사 등의 재무구조 부실 방지를 위하여, 그 적용 대상이 되는 모든 투자신탁에 대해, 신탁의 일부해지에 의한 환매를 그 약관의 규정 여하에도 불구하고 법률적으로 강제하기 위한 것이라고 보아야 한다.⁸⁰⁾ 그렇게 보지 않으면, 신법상 환매제도의 적용을 받아야 하는 투자신탁이라고 해도 금감위에 대한 사전 보고와 약관 통제⁸¹⁾만 통과하면 약관으로 판매회사의 고유재산에 의한 환매책임을 유효하게 인정할 수 있다고 하게 되는데, 이는 금융감독위원회에게 과도한 권한(구체적인 법률적 수권 없이 신법상 환매제도에 반하는 환매제도 창설을 할 수 있는 권한)을 주는 결과가 된다.

(3) 정 리

결국 분리펀드는 신법상 환매제도의 적용을 받는 분리전 펀드와는 별개 독립의 펀드이고, 신약관은 신법상 환매제도를 채택하고 있을 뿐 아니라 신법상 환매제도와 다른 환매제도를 법률적으로 유효하게 정할 수 없기 때문에, 판매회사 B는 수익자 A의 분리펀드에 대한 환매청구가 있어도 신탁의 일부해지에 의하여 조성된 현금이 없으면 환매대금을 지급할 의무가 없다고 할 수 있다. 이에 반하는 펀드분리지침의 내용이나 일부 신약관의 규정은 위 결론을 방해하지 못한다.

따라서, 대상 판결은 ① 2000. 1. 10. 펀드분리조치로 인하여 별개 독립의 분리펀드가 설정되었다는 점, ② 분리펀드에 대해서는 신법상 환매제도가 적용된다는 점, ③ 분리펀드에 대한 환매에 있어서는 그 약관 내용 여하와 상관없이 신법상 환매제도가 강행적으로 적용된다는 점을 간과한 잘못이 있으나, ① 수익자 A의 펀드분리 이전 환매청구는 펀드분리 신청을 함으로써 묵시적으로 철회되었다고 본 점, ② 신약관 제25조, 제16조의 종합적 해석상 분리펀드가 신법상 환매제도를 채택하고 있다는 점에 있어서는 타당하며, 그로 인하여 수익자 A의 주위적 청구·예비적 청구를 모두 기각하는 정당한 결론에 이르렀다고 정리할 수 있다 (구약관하에서 판매회사에 고유재산에 의한 환매책임을 인정된다고 실시한 부분[위 (2)의 4) 부분]은 찬성할 수 없으나, 이는 대상 판결 결론의 정당성에는 영향이 없는 부분이다).

현재 대상 판결은 대법원에 계속 중인바, 그 대법원 판결은 1999. 10.부터 2000. 1. 10.까지 4차례 행하여진 펀드분리조치에 기한 분리펀드의 환매제도 내용이 어떠한지를 유권적으로 판단하는 의미가 있을 것이다. 그리고 대법원 판결에서 현재 대상 판결의 결론이 유지된다면, 펀드분리조치가 의도한 바와 다른 약관 내용을 가진 분리펀드의 환매에 관해 수익자와 판매회사간 또 다른 법률적 분쟁이 발생할 소지가 있다. 대법원 판결 내용이 매우 주목된다고 하겠다.

III. 결 론

최근 각급 법원이 내리고 있는 다수의 판결을 통하여 증권투자신탁에 관한 다양한 법적 문제가 정리되어 가고 있다. 이 논문에서는 그러한 판결이 기존에 제기된 문제를 해결하면서 아울러 새로운 문제를 제시하고 있음을 보았다. 아울러, 이 논문에서 살펴본 6가지 쟁점은 증권투자신탁과 관련하여 제기되는 법적 쟁점의 일부에 불과하다. 소개되지 않은 다른 쟁점의 대표적인 예로는 부분환매를 들 수 있다.

2003. 3.경 SK글로벌 채권이 편입된 증권투자신탁 중에는 해당 채권 부분에 대해서는 환매대금을 지급하지 않는 부분환매를 실시한 것으로 알려졌는데,⁸²⁾ 대우채 환매유예조치의 적

법성을 인정한 지금까지의 하급심 판결 등을 고려하면, 그러한 부분환매 자체가 문제될 여지는 없을 것으로 보인다. 그러나 그 경우에도 예컨대 판매회사가 위탁회사와 무관하게 부분환매를 선언할 수 있는지(구법 펀드의 경우), 위탁회사가 선관의무를 위반함이 없이 부분환매를 하려면 어떤 요건이 충족되어야 하는지 등에 대해서는 앞으로 연구가 필요할 것이다.⁸³⁾

또한 향후 간접투자자산운용업법이 시행되면, 동 법상의 간접투자기구의 일종인 투자신탁에 관하여는 지금까지와는 다른 형태의 새로운 법률문제가 많이 발생할 것으로 예상된다. 간접투자자산운용업법은 포괄적인 간접투자 개념을 도입하여 그 운용대상 자산을 유가증권 등에 한정하지 아니하고 부동산, 장외파생금융상품 등으로 확대하고 있으며, 수익자총회제도와 수시공시제도 등 새로운 제도를 도입하였으며, 수탁회사의 감독권한을 강화하는 등, 현행 증권투자신탁업법 내용과는 많은 차이를 보이고 있다.⁸⁴⁾ 이러한 새로운 법률 지형하에서 종전에는 없었던 새로운 법률문제가 발생할 것은 당연하다. 또한 앞으로는 환매, 환매연기 등 투자신탁의 기본구조가 직접 쟁점이 되는 법률문제 외에도, 투자신탁을 이용한 자산운용의 범위가 넓어짐에 따라 파생금융거래와 같은 각종 금융거래나 그 외의 개별 운용대상자산에 관련한 거래의 법리와 투자신탁의 법리가 접점을 이루는 문제들이 투자신탁에 관한 새로운 법률문제로 대두될 것으로 예상된다.

궤 참고문헌

강희철·조상욱, “하급심판결에 나타난 증권투자신탁업법의 쟁점,” 현투증권주식회사편, 『투자신탁의 이론과 실무』 (도서출판 무한, 2002).

금융감독원, “계속매매조건부 기업어음 거래(통칭 ‘옵션CP거래’) 처리방안”(금융감독원 보도자료, 2003. 7. 9).

금융감독위원회, “대우 구조조정 발표관련 질의답변”(금융감독위원회 보도자료, 1999. 7. 19).

김은집, “영국의 펀드프라이싱 제도와 그 시사점,” 『증권법연구』, 제4권 제1호(한국증권법학회, 2003).

박삼철, “증권투자신탁의 수익증권 환매제도에 관한 고찰,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001).

박삼철, 『투자신탁해설』 (삼우사, 2001).

백대승, “증권투자신탁의 본질과 수익증권의 환매제도,” 『인권과 정의』, 제302호(대한변호사협회, 2001. 10).

심희정, “증권투자신탁에서의 판매회사의 지위와 의무,” 현투증권주식회사편, 『투자신탁의 이론과 실무』 (도서출판 무한, 2002).

이중기, “위탁회사, 판매회사의 수익증권 환매책임과 환매유예,” 『상사법연구』, 제20권 제3호(한국상사법학회, 2001).

이중기, “투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소,” 『한림법학 Forum』, 제9권(한림대학교 법학연구소, 2000).

이철송, “투자신탁 수익증권 환매청구권의 본질,” 『법률신문』, 제3010호(2001. 9. 13).

정명재, “증권투자신탁의 장외파생금융거래와 ISDA Master Agreement를 이용한 Documentation,” 현투증권주식회사편, 『투자신탁의 이론과 실무』 (도서출판 무한, 2002).

자산운용업법 제정작업지원반, “자산운용업법(안) 시행시 예상되는 달라지는 모습들,” 『증권예탁』, 제44호(증권예탁원, 2003).

재정경제부·금융감독위원회·한국은행, “금융정책협의회 개최”(재정경제부·금융감독위원회·한국은행 보도자료, 2003. 4. 3).

현대투자증권주식회사편, 『투자신탁의 이론과 실무』, 전면개정판(도서출판 무한, 2002).

鴻 常夫, 『商事信託法制』(有斐閣, 1998).

四宮和夫, 『信託法(法律學全集 33-II)』, 新版(有斐閣, 1989).

Financial Law Panel, “Fund Management and Market Transactions, A Practice Recommendation,” (Financial Law Panel, 1995. 9).

Financial Services Authority, Collective Investment Schemes Sourcebook(www.fsa.gov.uk).

Paul C. Harding, Mastering the ISDA Master Agreement(Pearson Education Limited, 2002).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 4, No. 2, 2003

Some Legal Issues on Securities Investment Trust

Kang, Hee Chul

Cho, Sang Wook

Cha, Tae Jin

ABSTRACT

Recently, the Korean Supreme Court has rendered a decision concerning securities investment trusts by which it defined the relationship between the management company and the trustee company as a trust. Such decision is considered to have reaffirmed the prevailing view among legal scholars which interprets the securities investment trust agreement executed by and between the management company and the trustee company as a contract forming a trust and which views that the trustee company itself should perform any legal act with respect to the property kept in trust. As such Supreme Court decision simply clarified the legal relationship between the management company and the trustee company, uncertainty still remains with respect to, among other things, the relationship between the beneficiary and the management company. However, it appears that the relationship between the beneficiary and the management company should be viewed as being regulated by contractual

arrangements, such as the securities investment trust agreement or beneficial securities savings agreement, as well as laws and regulations, such as the Securities Investment Trusts Act, and not as a trust.

Currently, the contracts relating to the investment by a management company on behalf of an MMF in so-called commercial papers with "option" are executed in the name of the management company and do not state that such contracts are relevant to the property trusted to the trustee company. Therefore, according to the Supreme Court's current position, the effectiveness of such contracts against the property managed by the management company (as opposed to the management company itself) would not be clear. Similarly, in order to have one ISDA Master Agreement govern a number of funds operated by the management company, the trustee company would have to execute the ISDA Master Agreement in its name at the management company's direction. In this case, if a number of funds are to be operated commingled, the distribution of the operation results would need to be made with respect to each fund properly and such distribution would need to be verified in an objective manner.

Any discrepancy in the price of a beneficiary certificate as published by the management company and the amount of the proceeds from disposition of the trusted property should be the responsibility of the management company, not the sales company, unless expressly agreed otherwise in advance. It is because the sales company holding beneficiary certificates also has the status of a beneficiary and the management company has an obligation to calculate the published price of the beneficiary certificate

Another issue is whether the management company would be considered to have breached its fiduciary duties in connection with its investment in junk bonds which was not made in breach of the guidelines imposed on it under the Securities Investment Trust Business Act or other laws and regulations but nevertheless caused a loss to the beneficiary. Because a securities investment trust is an indirect investment scheme which allows the management company to have a wide range of discretion to make investment decisions, it is expected that the determination of whether the management company is in breach of its fiduciary duties be made by reviewing whether the management company has acted in the best interest of the beneficiary in light of the relevant circumstances at the time such decision was made.

In addition, a lower court has made a decision with respect to the separation of a fund into multiple funds. The reasoning of such decision is somewhat flawed. The proposed Indirect Investment Asset Management Business Act, which is intended to replace the Securities Investment Trust Business Act, would allow the separation of a fund, concerning which the beneficiary certificates may not be repurchased immediately, but the legal aspects of such separation should be further studied..

The Indirect Investment Asset Management Business Act would also contain a number of improvements over the Securities Investment Trust Business Act, for example, by

enlarging the scope of assets that are eligible for indirect investment, introducing the concept of a meeting of beneficiaries, and enhancing the trustee company's authority to supervise the management company. The legal implications of such changes would need to be studied further.

1) 하급심 판결에 나타난 쟁점의 자세한 소개에 대해서는, 강희철·조상욱, “하급심 판결에 나타난 증권투자신탁업법의 쟁점,” 현투증권주식회사편, 『투자신탁의 이론과 실무』 (도서출판 무한, 2002), 746-776면 참조.

2) 동 판결의 기초가 된 사실관계와, 대법원 2002. 12. 26 선고, 2002다12727 판결의 원심판결인 서울고등법원 2002. 1. 11 선고, 2002나20023 판결 내용은 강희철·조상욱, 상계 논문, 768면 이하 참조.

3) 2건의 선물환 거래 이행일 당시의 환율은 선물환 거래에서 약정된 환율보다 훨씬 높다. 따라서 만약 위탁회사가 2건 선물환 거래의 당사자라고 인정되면 위탁회사는 그 환율 차이 만큼 막대한 손해를 입게 되는 사정이 있었다.

4) 동 판결의 기초가 되는 사실관계와 그 원심 판결인 서울고등법원 2001. 3. 22 선고, 2000나20023 판결의 내용에 대해서는, 강희철·조상욱, 전계논문, 763면 이하 참조

5) 2001다38593 판결은 이를 구체적으로 실시하지는 않았고, 원심 실시이유를 수궁하는 형식을 취하고 있다. 판결 본문 중 “원심이 그 실시와 같은 사유를 들어 이 사건 처분문서인 선물환거래약정서 및 각 거래성립 확인서(갑 제1호증의 1 및 2)에 원고도 공동의 미화 매도인인 것처럼 기재되어 있음에도 불구하고 피고들만이 이 사건 선물환계약의 미화 매도인의 지위에 있다고 본 것은 수궁이 되므로...” 참조.

6) 백태승, “증권투자신탁의 본질과 수익증권의 환매제도,” 『인권과 정의』, 제302호(대한변호사협회, 2001. 10), 32-33면. 이에 의하면, “투자신탁계약의 본래적 당사자는 신탁재산의 출연자인 수익자와 신탁재산의 관리, 처분권자인 위탁회사”라고 한다.

7) 정명재, “증권투자신탁의 장외파생금융거래와 ISDA Master Agreement를 이용한 Documentation,” 현투증권주식회사편, 전계서, 725면 참조. 그대로 소개하면, “비록 위탁회사와 수탁회사의 관계가 신탁관계에 해당한다고 하더라도 증권투자신탁업법상 수탁회사는 위탁회사의 지시에 따라 신탁재산의 보관과 사실적인 관리업무만을 수행할 수 있는 권한을 보유하고 있다고 할 것인바, 수탁자가 신탁재산에 대하여 소유권 및 관리, 처분 권한을 가진다고 하는 일반적인 신탁의 법리는 증권투자신탁 관계에 있어서는 이러한 범위 내에서 증권투자신탁업법에 의하여 수정된다고 할 것이다. 따라서, 종속적 업무, 사실행위적 업무만을 담당하고 있는 수탁회사는 신탁재산을 위한 법률행위를 할 권한을 가지지 못한다고 할 것이다. 대신, 당해 신탁재산에 대한 관리·처분권한을 보유하고 있는 위탁회사가 신탁재산에 관한 법률행위의 주체가 되는 것이다.” 단, 위 논문의 저자는 위 견해와는 반대로, 위탁회사와 수탁회사의 관계를 신탁관계로 파악하는 한 신탁재산에 관한 법률행위의 주체(당사자)는 수탁회사가 되는 것이 타당하다고 결론내리고 있다

8) 백태승, 전계논문의 견해—위탁회사와 수탁회사간의 관계가 수동적인 신탁으로서 신탁법상의 신탁으로서 효력이 없고, 신탁재산 보관에 관한 위임계약일 뿐이라 하는 견해—에 대해서는, 증권투자신탁에서는 위탁자가 신탁재산에 관한 운용 지시권을 가지고는 있으나, 실제 수탁회사가 신탁재산에 대한 관리·처분권을 가진다는 것을 간과한 견해라고 생각한다.

이와 관련하여, 수동신탁을 ① 수탁자는 수익자가 신탁재산에 대해 각종의 행위를 하는 것을 인용할 의무를 부담함에 그치는 신탁과 ② 수탁자가 위탁자 또는 수익자의 지도에 따라 관리·처분하는 신탁으로 나누고, 증권투자신탁은 ②에 해당하며, ②는 일률적으로 무효라고 할 수 없다고 하는 견해로는, 四宮和夫, 『信託法(法律學全集 33-II)』, 新版(有斐閣, 1989), 9面 참조.

9) 단, 양자간 관계가 신탁관계라면, 수익권을 표창하는 수익증권 발행자는 위탁회사(증권투자신탁업법 제6조 제7항)가 아니라 수탁회사가 됨이 논리적인 것이다. 이러한 점에서, 현행 증권투자신탁업법의 모든 조문을 위탁회사와 수탁회사간의 관계가 신탁관계라는 것만을 가지고 설명할 수는 없음은 인정된다.

10) 박삼철, 『투자신탁해설』, 초판(삼우사, 2001), 218면은 수탁회사가 신탁재산의 보관을 타인에게 위임하는 것은 허용되지 않는다고 할 것이므로 위탁회사 명의의 위탁계좌를 통해 신탁재산으로 유가증권을 매매하는 것은 위법소지가 있다고 지적하고 있다.

11) 현투증권주식회사편, 전게서, 661-662면 참조.

12) 일본에서도 유사한 실무 관행이 있는 듯하다. 鴻 常夫, 『商事信託法制』(有斐閣, 1998), 158面 참조. 同書에서는 증권투자신탁에 있어서 유가증권의 매매주문을 누가 행하여야 하는지에 대해서, “조문의 해석으로는 위탁자가 지도해서 수탁자가 그것을 증권회사에 주문한다고 하는 형태를 예정하고 있다고도 생각할 수 있다. 그러나 그렇게 하는 것이 기동성을 중요시하는 유가증권의 매매에 부적절하다고 하는 것은 말할 것까지도 없고, 제도의 창설 이래 위탁자가 직접 증권회사에 주문하고, 이것을 신탁재산에 편입하라는 지도를 하고 있고, 실무적으로 특히 문제가 되지 않는다. 다만, 어디까지나 주문명의인은 수탁자이고, 수탁자인 신탁은행의 귀속은 지도서의 교부, 수리에 의하여 효력이 발생하는 것으로 생각해야 할 것이다”고 하고 있다.

13) 계약의 이전, 제3자를 위한 계약, 비현명대리 등을 우선적으로 생각할 수 있으나, 모두 실제와 부합하거나 법적으로 적절한 이론구성이라고 하기는 어렵다고 생각된다.

14) 이와 관련하여, 2003. 10. 4. 공포된 간접투자자산운용업법(법률 제6887호)의 아래 제90조(자산운용지시 등)에 의하면, 약관에 근거하여 수탁회사가 자산운용회사(현 위탁회사)에 대리권을 수여하여 일부 법률행위를 할 수 있도록 하고, 그 경우 신탁재산별로 미리 정하여진 자산배분원칙에 따라 신탁재산 운용이 이루어졌음을 입증할 수 있는 장부 등을 작성, 관리하도록 명시하는 해결책을 선택한 것으로 볼 여지가 있다.

제90조(자산운용지시 등) ① 투자신탁의 자산운용회사는 투자신탁재산을 운용함에 있어 수탁회사에 대하여 대통령령이 정하는 바에 따라 투자신탁재산별로 자산의 취득·매각 등에 관하여 필요한 지시를 하여야 하며, 수탁회사는 자산운용회사의 지시에 따라 자산의 취득·매각 등을 실행하여야 한다. 다만, 대통령령이 정하는 경우에 한하여 자산운용회사는 직접 자산의 취득·매각 등을 실행할 수 있다.

② 제1항의 규정에 의하여 자산운용회사 또는 수탁회사가 자산의 취득·매각 등의 거래를 한 경우 당해 거래에 대한 이행책임은 투자신탁재산을 한도로 부담한다. 다만, 자산운용회사 또는 수탁회사가 제19조 제1항 또는 제133조의 규정에 의하여 손해를 배상할 책임이 있는 경우에는 그러하지 아니하다.

③ 제1항 단서의 규정에 의하여 자산운용회사가 자산의 취득·매각 등의 업무를 수행하는 경우에는 투자신탁재산별로 미리 정하여진 자산배분내역에 따라 매매결과를 공정하게 배분하여야 한다. 이 경우 자산운용회사는 자산배분내역, 매매결과, 배분결과 등에 관한 장부 및

서류를 재정경제부령이 정하는 바에 따라 작성·관리하여야 한다.

④ 제3항의 규정에 의한 자산배분내역 등에 관하여 필요한 사항은 재정경제부령으로 정한다.(이하 생략)

15) 이에 대해서는, 강희철·조상욱, 전계논문, 757-762면 참조

16) 법적 신탁설의 요약: 증권투자신탁의 기본구조를 이중신탁관계로 보는 견해이다. 투자신탁약관을 위탁회사를 능동당사자로, 다수의 투자자를 수동당사자로 하는 보통거래약관으로 보면서 투자자와 위탁회사간에 신탁법상의 신탁관계가 있다고 보고, 위탁회사와 수탁회사간의 신탁계약은 투자자로부터 신탁받은 신탁재산의 보관을 위한 부차적이고 형식적인 신탁관계로 본다. 박삼철, 전계서, 182면 참조.

17) 실질적 신탁설의 요약: 증권투자신탁의 법률관계의 기본이 되는 것은 위탁회사와 수탁회사간의 신탁계약이라고 보면서, 투자자는 수익증권을 매입함으로써 수익자로서 투자신탁에 가담한다고 보는 견해이다. 투자자와 신탁재산의 운용을 위임받은 위탁회사간에는 직접적인 신탁관계가 없지만 신탁유사관계가 성립한다고 본다. 박삼철, 상계서, 182면 참조.

18) 조직계약설의 요약: 증권투자신탁관계는 위탁회사와 수탁회사가 투자자산 보유도구로서 신탁이라는 수단을 채택하여 마련한 투자신탁계획에 투자자(수익자)가 참여하는 집단적 조직계약이라고 하는 견해이다. 이에 의하면 증권투자신탁의 당사자들은 자금을 제공하는 수익자와 관리서비스를 제공하는 위탁회사 및 수탁회사가 투자목적이라는 공동의 목적아래 결합된 것으로서, 위탁회사와 수탁회사가 재산보유도구로서의 신탁을 이용하여 계획하고 체결한 증권투자신탁계약에 수익자가 계약적으로 참여하게 된다고 한다. 이 설은 신탁설정이 재산권에 관한 신탁관계이기 때문에 신탁재산관리에 대하여는 강행적인 신탁법이 적용되나, 신탁관계는 '재산의 물권적인 처분'과 '신탁재산관리에 관한 수탁자의 의무'사항에 한정되기 때문에 이 같은 신탁관계 이외의 투자신탁관계에 대하여는 신탁관계 외의 조직계약관계를 인정할 수 있고 이러한 관계에 대하여는 계약법을 적용할 수 있게 된다고 한다. 따라서 투자신탁관계의 설명에 있어서 신탁이 아니라 조직계약으로 설명하는 것이 적절한 부분(신탁재산의 물권적 처분과 신탁재산의 관리와 관계된 부분 외의 부분, 예를 들어 신탁수익자가 아닌 재산출연자로서의 투자자들이 갖는 투자신탁계약상의 지위, 수익증권의 양도와 환매관계 등)에 대하여는 신탁관계가 아니라 계약관계로 설명하는 것이 타당하다고 한다. 박삼철, 상계서, 196-199면; 이중기, "투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소," 『한림법학 Forum』, 제9권(한림대학교 법학연구소, 2000), 96-105면 참조.

19) 심희정, "증권투자신탁에서의 판매회사의 지위와 의무," 현투증권주식회사편, 전계서, 694-697면. 위 견해는 위탁회사와 판매회사간의 법률관계의 성질에 대해서 위임계약에 기한 대리설을 지지하면서, "투자자가 판매회사로부터 수익증권을 매입함으로써 위탁회사와 직접적인 신탁관계에 놓이게 된다"는 근거를 들고 있다. 이에 비추어 보면 동 견해는 증권투자신탁의 기본구조 문제에 대해 법적 신탁설에 찬동하면서, 그에 기반하여 판매회사의 당사자성 문제에 대한 결론을 내리고 있는 것으로 판단된다.

20) 표준신탁약관 제6조 제4항은 "이 투자신탁을 매출방식에 의하여 설정하는 때의 최초의 수익자는 판매회사로 한다"고 정하고 있다.

21) 박삼철, 전계서, 187면도 이 문제에 대해 근본적으로 동일한 접근을 하고 있다. 위 견해는 위탁회사가 신탁재산의 법적 명의를 갖는 위탁회사를 수탁자로 볼 수 있는지에 대해 의문을 제기하며, 위탁회사가 수익자로부터 받은 신탁재산을 수탁회사에 신탁한다는 것은 신탁법 제37조의 "신탁사무의 처리" 위탁에 포함된다고 할 수 없으므로, 위탁회사와 수익자

간의 관계를 신탁관계로 볼 수 없다고 한다.

22) 이중기, 전계논문, 65면, 각주 7은 이와 관련한 언급을 하고 있다. 그 내용을 소개하면, “운용자가 투자자들의 모집청약금을 받아 대신 수탁회사에 납입하는 ‘모집식’ 투자신탁에서는 신탁이 두 번 설정된다. ‘투자자와 운용자의 관계도 신탁이고 운용자와 수탁회사의 관계도 신탁’이다. (중략) 그런데 첫번째 신탁관계는 투자신탁상의 신탁관계는 아니고, 투자신탁 설정을 위한 과정에서 설정되는 일반적인 신탁관계이다. 이러한 첫 번째 신탁은 투자신탁의 설정(즉 두 번째 신탁의 설정)으로 종료되고, 두번째 신탁관계(투자신탁상 신탁관계; (이하 생략))만이 존속한다”고 하고 있으며, 매출식 투자신탁에 관해서는, “‘매출식’ 투자신탁의 경우, 운용자가 고유재산으로써 수탁회사와 신탁을 설정한 다음, 자기가 신탁수익자로서 취득한 수익지분을 투자자에게 ‘매각’한다. (중략) 따라서 투자자와 운용자간에는 수익지분의 ‘매각’ 외에 청약금의 ‘신탁’이 성립할 여지는 처음부터 존재하지 않는다. 따라서 운용자 매출식에서는 처음부터 투자신탁상 신탁관계가 발생하고 첫 번째 신탁관계는 발생하지 않게 된다”고 하고 있다.

23) 심희정, 전계논문, 695면은 “증권투자신탁의 구조는 투자자가 위탁자에게 자금을 맡기고 이를 위탁자가 다시 수탁자에게 맡기는 구조를 취하고 있으며, 이 구조상 판매회사가 당사자로 개입할 여지는 없다”고 하고 있는바, 이는 법적 신탁설에 기한 접근으로 보인다.

24) 박삼철, 전계서, 213면.

25) 한국경제신문, 2003년 6월 13일자.

26) MMF에 편입할 수 있는 기업어음은 신탁재산 편입일을 기준으로 첫째, 신용평가전문기관의 신용평가등급이 BBB- 이상이어야 하며, 2 이상의 신용평가전문기관으로부터 신용평가등급을 받은 경우에는 그 중 최하위신용평가등급이 BBB- 이상이어야 하고, 둘째, 상환일까지의 잔존기간이 1년 이하이어야 한다(증권투자신탁업감독규정 제49조 제4항). 금융감독위원회는 실제 MMF에 편입되는 CP는 이러한 요건을 갖추고 있다고 판단한 것으로 보인다.

27) 매입이율은 CP 발행직전일 한국증권업협회 고시 91일물 CD금리에 일정한 금리를 가산하는 방식으로 정하여 두거나, 각 발행일별로 고정금리로 정하여 두는 경우 등이 있다.

28) 이에 대하여 비현명대리 등을 주장하는 것도 방안이 될 수 있으나, 위 대법원 2001다 38593 판결의 하급심에서는 그 주장이 받아들여지지 않은 것으로 알고 있다.

29) 위 2003년 7월 9일자 금융감독원 보도자료 참고.

30) 또한 옵션 CP 발행계약 약정 위반시 지급하는 위약금의 경우에는 고유재산으로 지급하여야 하는데, 위탁회사의 명의로 작성된 하나의 계약서에서 신탁재산에 관한 별도의 언급이 없이, CP 매입은 신탁재산의 계산으로 하고, 위약금만큼은 위탁회사가 지급할 의무를 부담한다는 이중적인 내용으로 해석된다는 보는 것 또한 합당한 해석은 아니라고 생각된다.

31) 현실적으로는 금융감독원은 이를 여신행위라고는 보지 않았다. 다만, 실질적으로 만기가 옵션 CP 발행계약에 따라 매입하여야 할 최종 CP의 만기 종료일이라고 보아 약관상 MMF 편입자산의 가중평균잔존만기규정을 위반할 소지가 있다는 의견을 표시하였고, 향후 개별 위탁회사별 조사를 통하여 구체적인 사안별로 결론을 내릴 것으로 보인다.

32) 증권투자신탁업법 시행령 제10조 제1항 제1의3호.

33) 이에 대하여 위탁회사들은 계약서 내용이 권리에 대하여 규정하고 있는 아니라, 발행을 거절하여서는 아니 된다거나 매입을 거절하여서는 아니 된다는 식으로 의무형으로 규정을 하고 있으므로, 옵션으로 볼 수는 없다는 입장이라고 한다.

- 34) ISDA 표준계약서의 내용에 대하여서는 정명재, 전계논문을 참고하기 바란다.
- 35) 간접투자자산운용업법은 제2조 제1호에서 장외파생상품을 “간접투자”의 운용자산에 포함시키고 있으며, 제27조 제2호에서는 간접투자기구의 일 유형으로 “간접투자채산을 주로 위험회피 외의 목적으로 장내파생상품 또는 장외파생상품에 투자하는 간접투자기구”인 파생상품간접투자기구를 인정하고 있다.
- 36) 일본의 경우 투자신탁및투자법인에관한법률시행령 제3조에서 투자대상에 유가증권지수 등선물거래에 관한 권리, 유가증권옵션거래에 관한 권리, 외국시장증권선물거래에 관한 권리, 유가증권점두지수등선도거래에 관한 권리, 유가증권점두옵션거래에 관한 권리, 유가증권점두지수등스왑거래에 관한 권리, 금융선물거래법상 금융선물거래 등에 관한 권리, 마지막으로 앞에서 언급한 것 이외에 금리, 통화의 가격 그 밖의 지표의 수치로서 미리 당사자간에서 약정된 수치와 장래의 일정한 시기에 있어서 현실의 해당 지표의 수치의 차이에 근거하여 산출된 금전의 수수를 약속한 거래 또는 이것에 유사한 거래로서 내각부령으로 정한 것에 관한 권리를 포함시키고 있다. 영국에서도 Unit Trust등을 통해 투자할 수 있는 파생금융거래의 범위를 넓게 규정하고 있으며, 이에 대하여서는 영국 Financial Service Authority(이하 “FSA”)가 발간한 Collective Investment Schemes Source book의 Chapter 5를 참고하기 바란다(www.fsa.gov.uk).
- 37) 정명재, 전계논문, 727면.
- 38) 영국의 경우 장외파생금융거래 외에 일반적으로 fund manager(Unit Trust의 fund manger를 포함)가 fund 또는 client를 위하여 거래를 체결하는 방식과 관련 문제점에 대하여 논의가 있었다. 이에 대하여서는 Financial Law Panel이 1995년 9월 발간한 Fund Management and Market Transactions, A Practice Recommendation을 참고하기 바란다. 동 Recommendation에 따르면 fund manager가 거래상대방과 어떤 master agreement를 체결하는 경우 고객을 위한 대리인의 지위에서 계약을 체결하는 것임을 명확히하고, 사전에 거래에 관하여 고객간에 allocation이 이루어지지 않은 경우에는 allocation에 관한 내용이 포함되고, 체결된 계약은 개별 고객들과 거래상대방간의 개별 거래를 구성한다는 내용의 첨부문서를 fund manager가 작성하여 교부하도록 권고하고 있다. 또, Paul C. Harding, Mastering the ISDA Master Agreement(Pearson Education Limited, 2002), pp. 359-363에 따르면 fund manager가 장외파생금융거래를 위한 ISDA 표준계약서 체결시에는 스스로 fund manager가 작성한 자신의 fund manager로서의 지위, 권한에 대하여 진술 및 보장하는 내용의 서면을 작성하여 거래상대방에게 제출하는 것으로 설명하고 있다. 그러나 이러한 방식은 우리나라의 증권투자신탁, 대리의 법리와는 맞지 않는 것으로 우리나라의 경우에는 그 법리에 맞게 계약 체결방안을 고안해내어야 할 것이다.
- 39) 영국의 경우 trustee는 manager나 manager의 계열사에 manager에 대한 감독기능을, manager에게 신탁재산의 보관기능을 위임할 수 없는 경우 등 일정한 경우를 제외하고는 모든 기능을 제3자에게 위임할 수 있다. 자세한 내용은 FSA가 발간한 Collective Investment Schemes Sourcebook의 7.01.4를 참고하기 바란다.
- 40) 이와 관련하여서는 역시 앞에서 이야기한 것처럼 간접투자자산운용업법 제90조 제1항 단서는 대통령령에서 정하는 경우에 한하여 자산운용회사는 직접 자산의 취득, 매각 등을 실행할 수 있다고 하고 있다. 이 규정만을 놓고 보면 별도의 수탁회사의 위임장을 작성할 필요없이 위탁회사에 권리가 부여되는 것으로 이해되는데, 앞으로 공포될 대통령령의 내용에 어떻게 반영이 될지 귀추가 주목된다.

41) 예컨대 N.1펀드에 대하여 A 거래확인서를 교환하여 거래를 체결하고, N.2펀드에 대하여 B 거래확인서를 교환하여 거래를 체결한다면, N.1펀드에 대하여서는 ISDA 표준계약서, 부속계약서, A 거래확인서로 된 하나의 계약(Single Agreement)이 체결되는 것이고, N.2펀드에 관하여서는 ISDA 표준계약서, 부속계약서, B 거래확인서로 된 별개의 하나의 계약이 체결되는 것이다.

42) 참고로 Investment Manager가 수개의 Investment Funds를 통합하여 ISDA 표준계약서를 체결하는 것에 관하여 전형적으로 사용되는 부속계약서의 Preamble을 참고로 소개하면 다음과 같다. "Party A will maintain segregated accounts for each Fund and accordingly this Agreement shall take as a separate agreement between Party A and each Fund in respect of Transactions entered into between them. For the avoidance of doubt, the obligations of each Fund shall be several and not joint in respect of any Transactions they enter into with Party A. In particular, without limitation, Section 1 (c) shall take effect so that a single agreement shall be formed by the Agreement and all Confirmations issued by Party A to each individual Fund and the provisions of Section 5 and 6 shall apply separately in relation to each Fund so that an Event of Default in respect of one Fund shall not be treated as an Event of Default in respect of any other Fund," Paul C. Harding, op. cit., p. 357.

43) 증권투자신탁업법은 위탁회사의 선관의무는 제17조 제1항에서 정하고 있으나, 신탁회사의 선관의무에 대해서는 명시적으로 선언한 규정은 없다. 단, 신탁회사는 신탁법 제28조에 정한 바에 따라 신탁의 본지에 따라서 선량한 관리자로서의 주의의무를 가진다고 생각한다.

44) 또한 대형 위탁회사의 경우 하나의 신탁회사만을 사용하는 것은 아니므로, 위탁회사가 새로운 신탁회사와 투자신탁계약을 체결할 수도 있고, 그러한 경우에는 새로운 신탁회사의 별개의 동의서를 받아야 하는 것은 차치하고 그 펀드에 관한 한 위탁회사는 최초 ISDA 표준계약서 및 부속계약서를 체결할 당시 아무런 수권을 받지 못한 상태였다는 결론이 된다.

45) 증권투자신탁업법 제33조 제1항 제7호.

46) 앞에서 소개한 영국의 Financial Law Panel의 권고에 따르면, 신탁재산간 거래효과의 사전 배정이 이루어진 상태에서 거래를 하는 경우에는 위탁회사가 제출하는 서면에 위탁회사가 결제일 이전에 그 효과를 개별 client에게 배정을 하여야 하며, 개별 client는 배정된 거래에 대하여서만 책임이 있다는 내용이 기재되도록 하고 있다.

47) 박삼철, 전게서, 217면 참고.

48) 신탁법 제37조 제2항.

49) 영국 FSA Handbook 중 Collective Investment Schemes의 7.10.4(5)는 trustee가 업무를 위임한 경우 수임인의 작위 및 부작위에 대하여 자신의 작위 및 부작위와 동일하게 책임을 지는 것으로 정하고 있다.

50) 이와 관련하여 앞에서 이야기한 간접투자자산운용업법 제90조 제1항은 대통령령에 정한 경우 자산운용회사가 직접 자산의 취득, 매각 등을 할 수가 있는데, 동 시행령에서 장외파생금융상품거래에 대하여서도 자산운용회사가 직접 행할 수 있는 것으로 정할 경우 자산운용회사가 신탁약관에 의거하여 직접 장외파생금융상품거래를 한다면 신탁회사는 모든 책임을 면할 수 있을지가 논란이 될 것으로 예상된다. 특히 새로 도입될 파생상품간접투자기구의 경우를 비롯하여, 장외파생금융거래의 경우에는 거래 자체의 복잡성, 위험성에 비추어

수탁회사인 은행의 감독역량이 문제가 될 수 있으므로, 운용에 대하여 위탁회사가 외부의 파생금융상품 전문가집단에 위임하여 그 의견에 따라 처리하도록 하고, 적어도 수탁회사가 그 의견에 의존하는 경우에는 면책시켜 주는 방안 등을 마련할 필요성도 있을 것이다. 물론 이러한 복잡한 문제로 인하여 간접투자자산운용업법시행령에서 장외파생금융상품거래를 자산운용회사가 직접 행할 수 있는 것으로 범위에 포함하지 않을 가능성도 높아 보인다.

51) 또한 현재 국내의 실정에 의하면 장외파생금융거래를 행할 수 있는 은행이 한정적이며, 이것이 하나의 은행이 본인의 지위 및 수탁회사의 지위에서 장외금리스왑거래를 하는 유인으로 작용할 수도 있다. 그러나 수탁회사가 고유재산 및 신탁재산간의 거래를 하는 것은 증권투자신탁업법 제39조에 반할 염려가 있으므로 주의를 기울여야 할 것으로 생각한다.

52) 증권투자신탁업법 제29조.

53) 업계에서는 통상 이를 ‘미매각 수익증권’이라고 부르고 있다.

54) 박삼철, 전게서, 423면.

55) 상게서, 205-206면은, 동조상 위탁회사의 의무를 선관의무(“선량한 관리자의 주의의무”)와 충실의무(“수익자의 이익을 보호”할 의무)를 구별하여, 전자는 계약상의 의무이고 후자는 신탁상의 의무라고 하고 있다.

56) 하급심 판결에 나타난 구체적인 사례에 대해서는, 강희철·조상욱, 전게논문, 753-756면 참조.

57) 이때 실현가능성 판단에 대한 판단은, 실제 구조조정방안 성패에 영향력이 있었던 금감위 등 관련 당국의 정책의지의 강도에 대한 판단도 포함되어야 할 것이다.

58) 금융감독위원회의 대우그룹에 대한 분식회계 조사는 대우채 환매유예조치(1999. 8. 12) 및 대우그룹 12개 계열사에 대한 Work-Out 결정(1999. 8. 26) 이후 이루어졌고, 조사 결과 대우그룹 전체 기준으로 총 20조원 이상의 대규모 분식회계가 있었음이 드러났다.

59) 투신사 A를 포함한 대우그룹 채권금융기관들은 1999. 7. 19. “대우계열 채권금융기관협의회 운영협약”을 제정하여 채권단을 구성하고, 1999. 7. 22. 제1차 채권금융기관협의회 운영위원회를 소집하여 긴급지원조치를 의결하는 과정을 밟았다. 동 운영협약에 의하면, 채권단 결의는 채권액 기준 75% 이상 찬성으로 통과되도록 정해져 있다. 동 운영협약과 운영위원회 의결에 의하면 긴급지원조치의 내용을 위반하는 경우 투신사 A는 그 보유한 단기여신 및 회사채 합계액의 30% 또는 위반액의 50% 범위 내에서 위약금을 부과받을 수 있는 상황이었다.

60) 이에 대해서는, 투신사 A가 채권단 합의 위반에 대해 고유재산으로 위약금을 부담하는 것은 운영협약 제정시 스스로 그에 동의한 것에 원인이 있으므로, 그러한 사정은 투신사 A의 선관의무 위반 판단의 고려요소가 될 수 없다는 견해도 생각해 볼 수 있다. 그러나 당시 운영협약 제정은 투신사 이외에 은행, 보험사, 종금사와 같은 금융기관이 포함된 채권단과 정부 당국이 범금융권 차원에서 상호 긴밀한 협조를 통해 대우그룹의 유동성 문제를 해결하기 위하여 이루어진 것으로서, 투신사 입장에서는 위 내용대로의 운영협약 체결이 어느 정도 강제성이 있었으리라는 것을 짐작할 수 있는바, 투신사의 자기책임을 단정하기는 실제 무리가 있다.

61) 재정경제부·금융감독위원회·한국은행, “금융정책협의회 개최”(재정경제부·금융감독위원회·한국은행 보도자료, 2003. 4. 3) 참조.

62) (1) 1999. 7. 19. 대우그룹 구조조정방안 발표 당시: 금융감독위원회는 1999. 7. 19.자 “대우 구조조정 발표관련 질의답변”이라는 자료를 통해, “김우중 회장 발표의 배경 및 정부

와의 사전조율 여부”라는 예상 질의 1번에 대해서, “대우는 구조조정에 대한 금융시장의 신뢰를 회복하는 것이 급선무라고 판단하여 이번 발표를 준비한 것으로 알고 있음”, “물론 금융당국도 대우의 이러한 조치의 필요성을 제기한 것이 사실임. ...이는 대우의 구조조정이 미흡할 경우 당연히 재무구조개선약정에 따라 상응한 금융제재조치가 있어야 하기 때문에 사전예방조치를 취한 것임”이라는 답변을, 그리고 “금융기관들이 대우측의 요청을 거부할 경우 어떻게 처리할 것인지?”라는 예상 질의 17번에 대해서는 “금융기관들이 대우의 이번 조치로도 대우 구조조정에 대한 확신을 가질 수 없다면... 대우는 결국 심각한 유동성 문제로 도산될 수밖에 없을 것임”, “정부로서는 금융기관들이 중장기적인 채권가치 확보차원에서 합리적인 결정을 해 줄 것으로 기대하고 있음”이라는 답변을 제시하였다.

(2) 2003. 4. 3. 금융시장 안정대책 발표 당시: 위 “금융정책협의회” 보도자료에서, 금융감독위원회 등은 “향후 정부와 금융권은 협력하여 ‘신용카드사 종합대책’(3.17)과 ‘금융시장 안정대책’(4.3)을 차질 없이 추진, 신용카드사는 건전경영 기반마련과 유동성 애로 해소에 필요한 자구노력조치를 철저히 이행, 다른 금융권은 신용카드사 유동성 문제가 금융시장 전체로 파급되지 않고 조속히 안정될 수 있도록 상호 긴밀하게 협의하여 공동 대응, 정부는 동 대책의 이행을 적극 지원하고 필요시 관계기관 협의를 통해 보완대책 추진”이라고 밝힌 바 있다.

63) 서울고등법원 제1민사부 2002. 2. 15 선고, 2001나 37929 판결 중 “금감위가 피고 ○○에게 대우그룹 지원을 위하여 이 사건 신탁재산에 대우채권을 편입시키도록 관여한 사실을 인정할 수 있으나, 위 약관 규정(주: 제21조 제2항 “위탁회사는 투자신탁재산의 운용에 관하여 금감위의 명령 또는 지시가 있는 경우에는 그 명령 또는 지시에 따라야 한다”는 규정을 말한다)은 신탁재산이 부실화되는 것을 방지하고 투자자를 보호하기 위하여 금융감독기관이 위탁회사에 대하여 투자신탁재산의 운용에 관하여 개별, 구체적인 명령이나 지시를 할 수 있는 것으로 한정 해석하여야 할 것이고...” 참조.

64) “위 약관 규정(주: 위 각주의 제21조 제2항과 같은 내용)은 펀드가 부실화되는 것을 방지하고 펀드 가입자를 보호하기 위하여 금융당국이 위탁회사에 대하여 투자신탁재산의 운용에 관하여 개별, 구체적인 명령이나 지시를 하는 경우를 의미한다고 할 것인데, 금융감독위원회가 대우그룹의 지원을 위하여 투자신탁재산의 운용에 관한 피고 주장과 같은 구체적인 명령이나 지시를 하였다든 사실을 인정할 증거가 없으므로...” 참조.

65) 간접투자자산운용업법 제66조 “부분환매”(아래)는, 부분환매에 관해서 규정하면서, 환매연기사유가 있는 자산에 대해서는 그 자산만으로 별도의 간접투자기구(분리펀드)를 설정할 수 있도록 하고 있다. 단, 동 제66조상에 의한 분리펀드는 환매연기사유가 있는 자산만을 신탁재산으로 할 것이므로, 위 펀드분리조치에 의한 분리펀드가 대우채(환매연기사유가 있는 자산)와 비대우채를 모두 포함하게 되는 것과는 다르다.

제66조(부분환매) ① 투자신탁의 자산운용회사 또는 투자회사는 간접투자재산의 일부가 제65조의 규정에 의한 환매연기사유에 해당하는 경우 그 일부에 대하여는 환매를 연기하고 나머지에 대하여는 간접투자자가 보유하고 있는 간접투자증권의 지분에 따라 환매에 응할 수 있다.

② 제1항의 규정에 의하여 환매가 연기된 간접투자재산은 그 간접투자재산만으로 별도의 간접투자기구를 설정 또는 설립할 수 있다. 이 경우 제88조, 제96조 제2항, 제100조, 제121조 및 제123조의 규정을 적용하지 아니한다.

③ 제1항의 규정에 의한 환매금의 지급방법 및 제2항의 규정에 의한 별도의 간접투자기구

의 설정 및 설립 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

66) 투자신탁협회의 1999. 10. 2.자 펀드분리 및 주식형 전환 관련 업무처리지침에 의하면, 펀드분리는 그 내용을 분리전 펀드의 수익자들에게 신문 공고-개별통지를 하고, 공고 후 10일 이내에 분리전환신청을 받아, 신청자를 대상으로 하여 수행되는 것으로 되어 있다.

67) 그 배경을 보면, 구법 환매제도하에서는 판매회사가 약관의 해석상 고유재산에 의한 환매책임을 부담한다고 봄이 하급심 판결의 경향이나(서울고등법원 제1민사부 2002. 2. 8 선고, 2001나27155 판결), 신법 환매제도는 제7조 제5항에서 신탁의 일부 해지에 의한 환매를 의무화하고 있으므로 판매회사가 고유재산 환매책임을 부담한다고 해석할 여지가 없다. 따라서 수익자로서는 신탁재산의 처분이 어려운 사정이 있는 등의 경우, 구법 환매제도에 의한 환매가 유리하다. 구법하에서의 환매제도와 신법하에서의 환매제도의 자세한 내용에 대해서는, 박삼철, “증권투자신탁의 수익증권 환매제도에 관한 고찰,” 『증권법연구』, 제2권 제1호(한국증권법학회, 2001) 참조.

68) 1999. 10. 2.자 투자신탁협회 펀드분리지침은 “펀드분리에 동의하는 수익자별 또는 수익자군별로 다수(2개 이상) 펀드로 분리”(제1쪽), “‘펀드분리’ 또는 ‘펀드분리 및 전환’시 사전에 수익자의 신청서를 징구하여야 함”(제2쪽)이라고 하고 있는데, 이는 본 사안의 수익자 A가 분리전 펀드의 수익자 지위를 그대로 유지하고 있음을 전제한 것이다.

69) 수익자 A의 환매청구권은 형성권이고, 1999. 12. 환매청구로 인해 그 목적을 완성, 소멸한 것이다. 그러나 2000. 1. 7. 펀드분리 신청을 전후하여, 수익자 A와 판매회사 B 등은 소급적으로 환매청구가 없었던 합의를 유효하게 행한 것으로 볼 수 있다. 이와 관련하여, “상계의 의사표시는 일방적으로 철회할 수는 없는 것이지만, 상계의 의사표시 후에 상계자와 상대방이 상계가 없었던 것으로 하기로 한 약정은 제3자에게 손해를 미치지 않는 한 계약자유의 원칙상 유효하다”는 대법원 1995. 9. 16 선고, 95다11146 판결 참조.

70) 부칙 제2조: “제7조 제4항 내지 제7항 및 제30조의 개정 규정은 이 법 시행 후 최초로 제정 또는 변경(신탁계약기간을 연장하는 경우에 한한다. 이하 이 조에서 같다)하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 적용한다. 다만, 이 법 시행 당시의 위탁회사에 대한 수익증권의 환매에 관하여는 이 법 시행일부터 1년을 넘지 아니하는 범위 내에서 대통령이 정하는 날부터 적용하되, 적용일 이후 제정 또는 변경하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 이를 적용한다.”

71) 동 규정은 위 각주의 밑줄 부분 “대통령령이 정하는 날”을 1999. 9. 16.으로 정하는 것이다.

72) 위 문제에 대한 하급심 판결 내용과, 부정설 소개에 대해서는, 강희철·조상욱, 전계논문, 760면 내지 762면 참조.

73) 부정설로는, ① 이철송, “투자신탁 수익증권 환매청구권의 본질,” 『법률신문』, 제3010호(2001. 9. 13), 14면; ② 백태승, 전계논문, 42-49면; ③ 이중기, “위탁회사, 판매회사의 수익증권 환매책임과 환매유예,” 『상사법연구』, 제20권 제3호(한국상사법학회, 2001), 396-397면이 있다.

74) 긍정설로는, 박삼철, 전게서, 315-319면.

75) “판매회사는 발행한 수익증권이 매각되지 아니한 때에는 이 투자신탁의 일부해지를 위탁회사에 요청할 수 있으며, 수익자가 수익증권의 환매를 청구한 때에는 이 투자신탁의 일부해지를 요청하여야 한다.”

76) “위탁회사가 판매회사로부터 이 투자신탁의 일부해지 청구를 받은 경우에 해지금액은

해지좌수에 해당하는 신탁재산의 처분 등에 의하여 현금화한 금액으로 하되, 해지청구일로부터 제3영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 해지청구일로부터 제4영업일에 신탁재산의 일부해지 대금을 판매회사에 현금으로 지급한다.”

77) “수익자가 수익증권의 환매를 청구하는 경우 위탁회사[또는 판매회사]는 환매청구가 있는 날로부터 제3영업일의 기준가격으로 그 수익증권을 환매하되 환매대금은 환매청구일로부터 제4영업일에 위탁회사[또는 판매회사]의 영업점포에서 현금으로 지급한다.”

78) 따라서, 앞서 사실관계에서 적시한 신탁관이 구법상의 환매제도를 채택한 것으로 해석될 여지가 있는 규정(제2조 “재매각’이라 함은 수익자의 환매요구에 의하여 판매회사가 재매입한 수익증권을 다시 매각하는 것을 말한다”, 제11조 “판매회사는 모집 또는 매출에 의하여 수익증권을 매각하거나 또는 환매로 인하여 소유하게 된 수익증권을 재매각할 수 있다”, 제16조 제3항상 금감위 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있도록 한 규정 등)은, 신탁관상 환매제도가 무엇인지와 관련하여서는 간접적·비핵심적 규정으로서, 신탁관 제25조 및 제16조와 모순되지 않도록 해석되어야 한다.

79) 박삼철, 전계서, 332면 참조.

80) 부칙 제2조에서 보이는 입법의도도 이에 부합되는 면이 있다고 생각된다. 부칙 제2조에 의하면, 1998. 9. 16. 당시의 위탁회사가 기제정하여 수익증권을 발행한 투자신탁이 1999. 9. 16. 이후 신탁계약기간을 연장하여 새롭게 수익증권을 발행하는 경우에는, 구법에 따른 약관을 그대로 유지한 상태에서 그 새롭게 발행된 수익증권은 신법상의 환매제도가 적용된다는 취지로 해석될 수 있다. 이는 구법에 따른 약관은 판매회사의 고유재산에 의한 환매를 정하고 있다고 전제하면서, 그러나 동 약관 규정의 유지 여부에도 불구하고 신법상 환매제도가 효력상의 강행규정으로 우선 적용될 수 있다는 취지가 아닌가 한다.

81) 신법 제22조는 위탁회사가 신탁약관을 제정할 때에는 금감위에게 미리 보고하도록 하면서, 금감위가 위탁회사 등으로부터 보고받은 신탁약관의 내용이 법령에 위반되거나 수익자의 이익을 해할 우려가 있는 것으로 인정되는 경우에는 그 내용을 변경하거나 보완할 것을 명할 수 있도록 하고 있다.

82) 2003. 3. 13.자 한국경제, “금융시장 SK 후폭풍—펀드판매 확산 오늘이 고비” 기사, “금감원은 12일 오전부터 SK글로벌 채권이 편입된 펀드 환매에 대해선 부분환매에 응하도록 투신사들에게 권유하기 시작했다. 즉, SK글로벌 채권과 정상채권을 분리해 정상채권은 환매해 주고 SK글로벌 채권은 추후 가격산정해 별도 정산하는 방법이다. 1999년 8월의 ‘대우채 환매제한조치’와 똑같은 방법이다” 부분 참조.

83) 참고로 김은집, “영국의 펀드프라이싱 제도와 그 시사점,” 『증권법연구』, 제4권 제1호 (한국증권법학회, 2003), 45-46면은 부분환매에 대해 “현행규정상 부분환매가 가능한지 여부에 대하여 논란이 있을 수 있으나 전체환매 요구금액에는 미치지 못하지만 그 일부에 대해서는 환매가 가능한 경우에 당해 금액만큼 환매에 응하는 것이 전부환매 연기하는 것보다 수익자의 이익에 부합하고, 환매에 응할 수 없는 부분은 환매연기하는 것으로 해석할 경우 명문규정이 없다 하더라도 부분환매가 전혀 금지되는 것이 아니라고 본다. 이 경우 부분환매는 수익자균등대우원칙에 따라 환매청구자에 대하여 청구비율에 따라 안분하여 지급하는 것이 맞다고 생각한다. 또한 펀드내 유동성 또는 우량자산의 매각으로 선환매청구자의 환매금액 전부에 대하여 환매에 응하는 것이 가능한 경우에도 잔여재산 중 처분 또는 평가가 곤란한 자산이 있는 경우에 당해 자산비율만큼 공제하고 잔여부분에 대해서는 환매에 응하는 것이 가능한지 여부에 대해서도 논란이 있을 수 있는데, 이 경우에도 수익자균등대우원칙에

따라 전부환매연기보다는 부분환매연기하는 것이 바람직하다고 본다”는 견해를 제시하고 있다.

84) 자산운용업법의 내용 소개에 대해서는, 자산운용업법 제정작업지원반, “자산운용업법(안) 시행시 예상되는 달라지는 모습들,” 『증권예탁』, 제44호(증권예탁원, 2003) 참조.