

증권투자신탁 수익증권의 환매제도에 관한 고찰

박삼철

(금융감독원 선임조사역)

【 초 록 】

1999년 7월말경 대우그룹의 부실로 인하여 대우그룹 계열사가 발행한 채권의 회수가능성에 대한 불안감이 확산되면서 국내 각 투신사에 증권투자신탁 수익증권의 환매청구가 쇄도하자, 투신사들이 1999년 8월 12일 금융감독위원회의 승인을 얻어 신탁재산 중 대우그룹 계열사가 발행한 무보증무담보 채권 및 무담보 기업어음 부분에 대한 환매를 연기하는, 이른바 “8.12 수익증권환매연기조치”를 취하게 되었고, 이를 계기로 수익증권의 환매의 법률문제 특히 환매연기의 요건과 효력에 관한 논의가 불붙게 되었다.

증권투자신탁 수익증권의 환매제도는 집합증권투자제도(증권투자신탁 및 증권투자회사)에서 첫째 투자자들의 투자자금을 집합하여 하나의 ‘펀드’를 구성하고, 집합증권투자조직이 청산되기 전까지는 ‘펀드’를 안정적이고 독립적으로 유지할 수 있도록 함으로써 구성된 펀드에 대해 주식회사의 자본과 같은 성격(capital character)을 부여하고, 둘째 이를 통하여 투자자가 손쉽게 간이하게 투자자금을 회수할 수 있도록 하기 위하여 고안된 제도이다. 집합증권투자제도는 ‘운용손익의 수익자귀속원칙’과 ‘수익자균등대우원칙’을 기본으로 하며, 이러한 원칙은 수익증권의 환매에 있어서도 일관되게 요구된다.

우리나라의 수익증권 환매제도는 1969년 제정투신업법에 처음 제도화된 이래 1995년과 1998년 두 번에 걸쳐 크게 변경되었다. 1998년 9월 16일자 개정 투신업법 부칙(제2조) 및 이에 근거한 “증권투자신탁업법중개정법률부칙제2조단서에의한수익증권환매에관한규정의 적용일예관한규정”(1995. 9. 15. 대통령령 제16554호)에 따라 현재 투신업계에서 운용중인 증권투자신탁의 설정시기 및 근거에 따라 각각 아래와 같이 두 가지 환매제도가 적용되고 있다.

첫째, 1999년 9월 16일 이전에 제정된 투자신탁약관에 의해 발행된 수익증권은 구투신업법상의 환매제도에 따르게 된다. 1999년 9월 16일 이전에 설정된 투자신탁으로서 아직도 운용중인 투자신탁의 수익증권에 대하여는 1998년 9월 16일 개정된 투신업법 제7조 제4항 및 제30조의 규정과 구투신업법 제7조 제4항의 규정에 따라 제정된 구투신업감독규정 제47조(수익증권의 환매연기 승인)의 규정이 계속 적용되는 것이다. 종래의 장부가 평가원칙, 투신사 또는 판매회사 계산에 의한 환매방식에 따른 당일환매방식 등이 적용되는 것이다.

둘째, 1999년 9월 16일 이후에 제정 또는 변경하는 투자신탁약관에 의해 설정된 투자신탁 수익증권의 환매는 개정환매규정이 적용된다. 투자신탁약관의 변경이란 투자신탁계약기간을 연장하는 내용의 투자신탁약관의 변경에 한정된다. 개정투자신탁업법이 원칙적으로 동개정법의 시행일(1998년 9월 16일) 이후 최초로 제정 또는 변경하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 적용하도록 하고 있기 때문이다. 시가평가원칙과 신탁

일부해지에 의한 환매제도가 적용된다.

【차 례】

I. 서 언

II. 증권투자신탁과 수익증권 환매제도

1. 증권투자신탁에서 환매제도가 필요한 이유
2. 환매의 법적 성질
3. 환매방법
4. 환매가격
5. 비정상적 상황 발생시

III. 우리법상 증권투자신탁 수익증권 환매제도의 변천

1. 제정투신탁법상의 환매제도
2. 1995년 12월 29일 투신탁법 개정에 따른 환매제도의 1차 변경
3. 1998년 9월 16일 투신탁법 개정에 따른 환매제도의 2차 변경
4. 맺 음 말

IV. 개정전 환매제도에 의한 수익증권 환매

1. 환매의 청구
2. 환매에 응하는 방법
3. 환매가격
4. 환매대금의 지급
5. 환매연기
6. 환매수수료

V. 개정 환매제도에 의한 수익증권 환매

1. 환매의 청구
2. 환매에 응하는 방법

- 3. 환매가액
- 4. 환매대금의 지급
- 5. 환매연기
- 6. 환매수수료

VI. 결 론

I. 서 언

1999년 7월 19일 대우그룹채권단의 대우그룹에 대한 구조조정방침이 발표되고 대우그룹의 자금사정 악화사실이 시중에 알려지자 대우그룹계열사가 발행한 채권의 회수가능성에 대한 불안감이 확산되었다. 이에 따라 동년 7월 23일부터 투신사¹⁾에 수익증권의 환매청구가 쇄도하자, 급기야 1999년 8월 12일 당시 영업중이든 모든 투신사가 금융감독위원회의 승인을 얻어 신탁재산 중 대우그룹 계열사가 발행한 무보증무담보 채권 및 무담보 기업어음 부분에 대하여 환매를 연기하기에 이르렀다(이하 이를 “8.12 수익증권 환매연기”라 한다). 우리나라 증권투자신탁산업 역사상 처음으로 수익증권의 환매연기 조치가 단행된 것이다. 물론 이전에도 신세기투자신탁(주)나 한남투자신탁(주) 등 일부 투자신탁회사의 영업정지로 수익증권보유자들의 환금성이 제한된 적이 있었으나, 환매연기라는 제도를 통하여 수익증권의 환매가 제한된 것은 이번이 처음이었다.

증권투자신탁업법 및 증권투자신탁약관²⁾에 장식물처럼 존재하고 있던 수익증권 환매연기가 실제로 행해진 결과 증권투자신탁 당사자들은 적지 않은 고통을 겪게 되었지만, 이와 동시에 중장기적으로 우리나라 증권투자신탁업의 발전을 위한 긍정적인 효과도 적지 않게 나타나고 있다. 첫째, 투자자들 사이에서 증권투자신탁 수익증권이 저축상품이 아니라 실적배당상품이라는 인식이 제고되었다. 즉 증권투자신탁 수익증권의 실적배당상품으로서의 성격에 대한 교육적 효과가 매우 컸다는 사실이다. 그간 증권투자신탁 수익증권을 유사저축상품으로 알고 있던 일부 일반투자자들이나 혹은 실적배당상품인줄 알면서도 채권장부가평가와 같은 제도적 미비에 편승하여 확정배당상품처럼 이용해 왔던 일부 기관투자자들에게 수익증권의 실적배당상품으로서의 성격을 확실히 알려준 계기가 된 것이다. 다음, 수익증권 환매연기와 관련한 법적 분쟁이 대거 발생하면서 증권투자신탁의 성격과 당사자간의 법률관계

1) 투자신탁운용업과 수익증권판매업을 모두 허가받아 영위하는 자를 투자신탁회사라 하고, 투자신탁운용업만 허가받아 영위하는 자를 투자신탁운용회사라 한다(투신업법 제14조 제1항). 투자신탁회사와 투자신탁운용회사를 모두 포함하는 법적 용어는 위탁회사이지만, 여기서는 이해를 돕기 위해 위탁회사라는 용어 대신 투신사라는 용어를 사용하기로 하난.

2) 이하 증권투자신탁업법은 “투신업법”으로, 증권투자신탁업법 시행령은 “투신업법 시행령”으로, 증권투자신탁업법 시행규칙은 “투신업법 시행규칙”으로, 증권투자신탁업감독규정은 “투신업감독규정”으로, 증권투자신탁약관은 “투자신탁약관”으로, 표준증권투자신탁약관은 “표준약관”으로 약칭하기로 한다.

등 증권투자신탁제도의 본질에 대한 진지한 연구의 필요성이 사회적으로 제기되기 시작했다. 이처럼 “8.12 수익증권 환매연기”는 증권투자신탁 당사자에게는 적지 않은 고통을 안겨 주었지만, 한편으로 우리나라 증권투자신탁산업 나아가 간접투자산업이 올바르게 자리매김할 수 있는 발전적 계기로 작용할 것으로 기대된다.

이 논문은 8.12 수익증권 환매연기를 계기로 관심의 초점이 되고 있는 수익증권 환매제도의 변천과 그 내용을 살펴보는 것이다. 우리 투신업법과 투자신탁약관에는 환매와 관련된 당사자간의 법률관계와 권리 및 의무에 관한 사항이 명확하게 규정되어 있지 않다. 따라서 환매제도를 제대로 살펴보려면 증권투자신탁의 법적 성격과 당사자간의 지위 및 법률관계에 관한 연구가 전제되어야 한다. 그렇지만 이 논문에서는 이러한 증권투자신탁의 본질에 관한 문제는 다루지 않고, 환매제도의 변천과 투신업법규 및 투자신탁약관상의 수익증권 환매에 관한 규정의 체계적 해석을 중심으로 환매제도를 살펴보고자 한다. 다만, 이번에 문제가 된 환매연기와 관련된 법률적 쟁점사항에 대하여는 투신업법규와 투자신탁약관을 기초로 하여 증권투자신탁의 원칙과 외국의 입법례를 참조하여 증권투자신탁제도의 본질에 부합하는 합리적 해석을 전개하고자 한다.

II. 증권투자신탁과 수익증권 환매제도

1. 증권투자신탁에서 환매제도가 필요한 이유

(1) 투자신탁은 “신탁”이라는 법적 체도를 이용하는 집합투자조직(collective investment scheme) 또는 집단적 투자수단(collective investment vehicle)³⁾이며, 증권투자신탁은 유가증권을 그 주된 투자대상으로 하는 투자신탁을 말한다. “회사”를 이용하는 집단적 투자조직은 투자회사라고 하며, 증권투자회사는 그 주된 투자대상이 유가증권인 투자회사를 말한다.⁴⁾ 증권투자신탁과 증권투자회사는 유가증권을 투자대상으로 하는 전형적인 집합투자조직이라고 할 수 있다(이하 증권투자신탁과 증권투자회사를 “집합증권투자조직”이라고 한다).

(2) 집합증권투자조직에 참여한 투자자의 투자자금 회수는 원칙적으로 환매제도를 통해

3) 집합투자조직의 가장 큰 특징은 자금을 제공하는 자와 그 자금을 운용하는 자가 분리되며, 투자과정에서 투자자는 소극적인 역할만을 수행한다는 점이다. 자금제공자와 투자관리자의 분리는 특정한 개인이 자기의 자산운용을 전문적인 투자관리자에게 맡기는 경우에도 발견되지만(예: 투자일임계약), 집합투자조직의 경우에는 전문적인 투자관리자가 다수의 투자자로부터 자금을 제공받아 이를 “집합”하여 운용한다는 점에서 차이가 있다. 즉 다수의 투자자가 제공한 자금이 집합될 것을 요하는 점에서 투자일임과 구분된다. 그리고 자금제공자와 투자관리자의 구분을 요소로 하는 점에서 다수의 투자자가 제공한 자금을 결합하여 투자하기는 하나 전문적인 투자관리자가 아니라 투자자들이 직접 투자를 하는 소위 투자클럽(Investment Clubs)과 구분된다. 집합투자조직의 또 다른 특징은 투자대상이 되는 자금과 기타의 자금을 외부에서 인식할 수 있도록 명확하게 분리하는 것이다. 이를 위한 법률적인 수법으로 신탁과 출자가 활용된다. 신탁은 신탁계약에 기초하여 투자자금으로 신탁재산물을 조성하는 것이고, 출자는 일정한 투자목적 실현하기 위해 설립된 법인에 자본참가하는 방식, 즉 투자자금 자체에 법인격을 부여하는 방식이다. 집단적 투자수단의 의의, 장점, 투자수단 및 법적 형식 등에 관해서는, 김건식, 『증권거래법』(두성사, 2000), 367면 내지 369면 참조.

4) 부동산을 투자대상으로 하는 경우에는 부동산투자신탁 또는 부동산투자회사가 된다.

이루어진다.⁵⁾ 환매제도는 집합증권투자조직에 참여한 투자자가 펀드⁶⁾의 순자산가치대로 자신의 투자지분의 전부 또는 일부를 회수하는 제도다. 집합증권투자조직에서 이처럼 환매제도를 두고 있는 이유는 투자자들의 투자자금을 집합하여 하나의 ‘펀드’를 구성하고 이에 대해 주식회사의 자본과 같은 성격(capital character)을 부여하기 위해서다. 즉 집합증권투자조직이 청산되기 전까지 ‘펀드’를 안정적이고 독립적으로 유지하면서, 투자자로 하여금 투자자금을 회수할 수 있는 수단을 제공하기 위하여 환매제도가 고안된 것이다.

증권투자신탁의 경우 투자신탁에 가입한 투자자는 투자신탁계약이 존속하는 동안에는 일반 신탁에서 허용되는 신탁재산의 수탁자(수탁회사)에 대한 직접적인 수익권 행사는 유보되고 투자자본의 회수는 “환매”(Redemption)라는 투자신탁 특유의 제도에 의해서 이루어진다.⁷⁾ 즉 환매제도는 ‘집합증권투자조직’이 계속 존속되면서 이러한 투자조직에 참여한 자가 그 조직에서 탈퇴하는, 즉 투자자본을 회수하는 법적 수단으로서 기능하게 된다.

2. 환매(Redemption)의 법적 성질

(1) 수익증권 환매의 법적 성질이 무엇인지는 증권투자신탁관계를 어떻게 파악하는지에 따라 달라질 수 있다. 현재 우리나라에서 증권투자신탁의 법적 성격이나 당사자간의 법률관계에 대한 견해가 정립되어 있는 것 같지는 않다. 대체로 증권투자신탁관계를 투자자로부터 투자관리를 신탁받은 투신사가 수탁받은 업무 중의 일부인 신탁재산의 보관과 관리업무만을 수탁회사에 다시 신탁한다고 보는 견해(이를 이중신탁설이라고도 한다)가 많은 것 같다.⁸⁾ 이중신탁설에 따르면 투자자와 투신사는 신탁관계에 있고 투신사와 수탁회사도 신탁관계에 있게 된다.

투자신탁관계를 신탁관계로 파악하는 경우에는 수익증권의 환매를 투자자와 위탁회사간에 체결된 불특정금전신탁의 중도해지로서의 성격을 가지는 것으로 본다.⁹⁾ 그런데 이처럼 수익증권의 환매를 불특정금전신탁의 해지로 보게 되면 펀드계산으로 수익증권을 환매하는 경우에 대한 설명은 가능하나, 투신사나 판매회사의 계산으로 수익증권을 환매하는 경우의 법률관계에 대한 설명이 명확하지 못하게 된다. 신탁법리상으로는 신탁의 해지가 있으면 수탁자(투신사)는 신탁재산 자체를 반환하여야 하기 때문이다.

(2) 증권투자신탁관계를 신탁관계로만 파악하는 것은 법리상으로는 실제상으로는 무리가 있다. 우선, 투신사는 신탁재산의 법적 소유명의를 가지지 않는데, 과연 투자자와 투신사의

5) 환매를 허용하지 않는 집합증권투자기구의 경우에는 유통시장에서의 투자지분을 매도할 수 있도록 지분을 표창하는 증권을 유가증권시장에 상장하도록 하는 것이 보통이다. 집합증권투자조직의 지분증권을 시장에서 거래하는 경우에는 지분증권의 가격이 펀드의 순자산가치를 기초로 한 수요공급의 원리에 의해 결정되며 통상 펀드의 순자산가치보다 할인되어 거래된다.

6) 우리가 통상 사용하는 “펀드”(fund)는 ‘특정의 목적이나 활동을 위해 분리된 자금’이라는 의미라고 할 수 있다. 여기서는 증권투자신탁의 신탁재산 또는 증권투자회사의 자산이라는 의미로 ‘펀드’라는 용어를 사용한다.

7) 투자자는 수익증권의 양도를 통해서도 투자자금을 회수할 수 있으나, 이 경우 스스로 양수인을 물색해야 하고 가격협상을 해야 하는 등의 문제로 인해 효율적인 자금회수수단으로 기능하기 어렵다.

8) 증권투자신탁을 이처럼 파악하는 견해로는, 한국투자신탁, 『증권투자신탁업법개론』(한국투자신탁, 1989. 9), 120면 및 121면; 김건식, 전계서, 379면 내지 383면; 현대투자신탁증권, 『증권투자신탁업법』(세기문화사, 2000. 11), 85면 내지 89면.

9) 한국투자신탁, 상계서, 224면.

관계를 신탁관계로 볼 수 있는가 하는 신탁법리상의 문제가 제기될 수 있다. 또한, 투신사와 수탁회사의 관계나 수탁회사와 수익자(투자자)의 관계도 전통적인 신탁관계로만 설명하기 곤란한 부분들이 있다.¹⁰⁾ 특히, 수익증권의 환매에 관한 법률관계는 의무법 중심인 신탁 개념으로는 설명이 곤란하다.¹¹⁾

증권투자신탁관계가 형성되는 실재를 보면 투신사와 수탁회사가 체결한 투자신탁계약에 투자자가 수익증권이라는 매개수단을 통해 수익자로 참여함으로써 투신사, 수탁회사 및 수익자 3자간의 관계가 형성된다. 이러한 3당사자 관계는 전통적인 신탁관계와는 다르다. 증권투자신탁은 전통적인 신탁에서의 수탁기능이 분리되어 신탁재산의 운용은 투신사가 신탁재산의 보관은 수탁회사가 수행한다. 그리고 수탁회사는 투신사의 신탁재산 운용을 감독한다. 그 결과 증권투자신탁은 단순한 신탁관계라기보다는 투자재산의 보유도구(portfolio holding device)로서 ‘신탁’이라는 법적 수단을 활용하는 조직계약관계로서의 성격이 강하다. 또한, 증권투자신탁관계를 신탁을 포함하는 조직계약관계로 파악하는 것이 증권투자신탁 당사자간의 법적 지위와 상호관계를 설명하기 용이할 뿐 아니라 증권투자신탁의 실질에도 보다 부합하는 측면이 있다. 특히, 수익증권의 환매와 관련된 법률관계는 집단관계 설정에 적합한 계약법리로 파악하는 것이 용이하다. 이에 따라 최근에는 신탁과 투자신탁의 차이를 중시하여 증권투자신탁관계를 신탁을 포함하는 조직계약관계로 파악하는 유력한 견해가 나타나고 있다.¹²⁾

투자신탁관계를 신탁을 포함하는 조직계약관계로 파악하는 경우에는 수익증권의 환매를 수익자와 투신사간의 수익증권의 매매로 볼 수 있다. 즉 투신사가 자신이 발행한 수익증권을 투자자의 청구에 따라 되사는 것을 말한다. 수익증권의 발행은 투신사가 본인으로서 수익증권을 매도하는 것이며, 환매는 수익증권 발행의 반대측면 즉 본인으로서의 투신사가 수익증권을 매수하는 것이다. 수익자가 투신사에 대하여 수익증권의 환매를 청구할 수 있는 권리, 즉 환매청구권은 투신사의 환매의무에 대응하는 수익자의 매도선택권(put option)이라고 할 수 있으며, 환매청구는 매도선택권의 행사라고 할 수 있다.¹³⁾ 이러한 옵션은 투자신탁약관에 정해진 조건과 방법에 따라 행사된다. 수익자가 투신사에 대하여 수익증권을 매도하는 것은 투자신탁약관, 즉 투자신탁계약에 따른 것이지 투자신탁계약과 별개의 계약으로 행해지는 것은 아니다. 환매청구권은 수익자가 언제든지 일방적으로 행사할 수 있으며 수익자의 의사표시만으로 효력이 생기는 권리로서 이른바 형성권에 해당한다고 할 것이다.

3. 환매방법

증권투자신탁에 있어 수익증권 환매의무는 수익증권의 발행자인 투신사에 있다. 그런데 투신사가 수익자의 환매청구에 응하는 방법, 즉 환매의무를 이행하는 방법은 두 가지가 있을 수 있다. 투신사는 당해 펀드의 계산으로 또는 자신의 계산으로 환매에 응할 수 있다.

10) 예를 들어, 수탁회사는 투신사의 운용지시가 법령 등을 위반하는 경우에는 그러한 운용지시의 시정 등을 요구할 의무가 있는데(우리 투신업법 제41조 참조), 이러한 수탁회사의 투신사 감독의무는 투신사로부터 위탁받은 업무가 아니다.

11) 이중기, “투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소,” 『한림법학 FORUM』, 제9권(2000), 69면 및 70면.

12) 투자신탁관계를 신탁을 포함하는 조직계약관계로 파악하는 견해로는, Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*(Clarendon Press, 1977); 이중기, 상계논문이 있다.

13) 동지: 이중기, 상계논문, 105면.

증권투자신탁에 있어서 원칙적인 의미에서의 환매는 펀드계산에 의한 환매라고 할 수 있다. 투신사가 자신의 계산으로 수익증권을 환매하는 것은 엄밀한 의미에서 수익증권의 재매수(Repurchase)라고 할 수 있다.¹⁴⁾

(1) 펀드계산에 의한 환매

펀드의 계산으로 환매에 응한다는 것은 신탁의 일부를 해지하여 조성한 현금으로 환매대금을 지급하는 것을 말한다. 신탁의 일부해지란 당해 투자신탁계약의 수익권의 일부를 소멸시키는 것(cancellation of units)을 말한다. 펀드계산으로 수익증권을 환매하는 경우 환매된 수익증권에 표창된 수익권은 소멸하며 신탁재산의 규모도 환매분만큼 줄어들게 된다.

(2) 투신사의 계산에 의한 환매

투신사가 자신의 계산으로 수익증권을 환매하는 경우 환매대상이 된 수익권은 소멸하지 않으며 펀드의 규모도 축소되지 않는다. 투신사는 환매로 수익증권을 소유함으로써 수익자의 지위를 가지게 된다. 투신사는 수익자로부터 매수한 수익증권을 다시 다른 투자자에게 판매하거나 혹은 신탁의 일부해지를 통해 현금으로 환가하게 된다. 신탁의 일부해지를 하는 것은 통상 수익증권의 매수자보다 매도자가 더 많은 경우 또는 투신사가 수익증권의 보유를 원하지 않는 경우에 발생하게 된다. 투신사는 수익증권의 환매가격이 재판매가격이나 해지가격보다 낮은 경우에는 그 차익을 취득하게 된다. 반면에 환매가격이 재판매가격이나 해지가격보다 높은 경우에는 그 손실을 부담하게 된다.

투신사의 계산에 의한 수익증권 환매는 1930년대 영국에서 최초로 등장한 이래 다음과 같은 두 가지 이유에서 현재는 주도적인 환매방식으로 정착되었다.¹⁵⁾ 첫째, 증권투자신탁 신탁재산의 자본적 성격을 보전하기 위해서이다. 수익자의 환매청구가 있을 때마다 신탁의 일부해지가 일어나게 되면 펀드의 안정적인 투자운용이 곤란해지기 때문이다. 둘째, 투자자의 수익증권의 취득·처분에 필요한 수익증권시장을 조성하기 위하여 투신사로 하여금 수익증권의 마켓메이커(market maker)로서 기능하도록 함으로써 수익증권의 취득과 처분에 필

14) ‘회사’를 이용하는 집합증권투자조직, 즉 증권투자회사에 있어서는 환매(Redemption)와 재매수(Repurchase)가 개념적으로 명확하게 구분된다. 즉 미국 연방투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 의한 투자회사의 경우를 보면, 환매란 투자회사가 발행한 주식을 당해 투자회사의 자산으로 매수하는 것으로서 매수한 주식은 소멸하며 투자회사의 자산규모도 환매분만큼 축소된다. 반면에 재매수란 투자회사 주식의 주인수인(principal underwriter; distributor)이 자신의 계산으로 투자회사의 주식을 되사는 것이다. 이 경우 재매수한 주식은 소멸하지 않으며 투자회사의 자산도 감소하지 않는다. 인수증권회사는 재매수한 주식을 다시 투자자에게 판매하거나 혹은 투자회사의 자산으로 환매한다. 재판매나 환매가 곤란한 경우에는 재매수한 주식을 투자유가증권으로 계속 보유하게 되며, 이 경우 인수증권회사는 투자회사의 주주로서의 지위를 가지게 된다. 주인수인의 재매수는 시장조성 기능을 위한 것으로서 재매수의무는 임의적인 것이다(Investment Company Act Release No. 40-1932(December 15, 1953)).

15) 영국 공인증권투자신탁(Authorized Unit Trust: AUT)의 경우 수익증권의 환매는 원칙적으로 투신사의 계산으로 하게 되며 펀드의 계산에 의한 환매는 오히려 예외적이다(FSA CIS Sourcebook Rules 4.5.3R 참조). 투자자가 펀드계산으로 환매할 것을 원하는 경우 투신사는 수탁회사에 대하여 신탁의 일부해지를 통해 조성한 현금으로 환매하도록 지시할 의무를 지게 된다.

요한 유동성(liquidity)을 제공하기 위해서이다.

4. 환매가격

수익증권 환매가격의 산정방법과 환매가격의 결정방식(pricing system)은 현재의 수익자는 물론이고 잠재적 수익자에게도 중대한 영향을 미치는 사항이다. 따라서 대부분의 나라에서는 위탁회사의 임의에 맡기지 않고 법령에서 이를 구체적으로 규정하는 것이 보통이다.¹⁶⁾

(1) 환매가격(환매금액)

증권투자신탁제도는 집합적·간접투자 제도이므로 수익증권의 환매가격은 신탁재산의 순자산가치(Net Asset Value: NAV)¹⁷⁾에 의해 정해진다. 따라서 신탁재산의 순자산가치를 산정하기 위한 유가증권 등 자산의 평가방법과 평가의 공정성이 무엇보다 중요한 의미를 가진다. 자산의 평가가 공정하지 못한 경우에는 현재의 수익자간 형평성을 저해하는 것은 물론이고, 잠재수익자의 이익에도 영향을 미칠 수 있기 때문이다.¹⁸⁾

(2) 환매가격의 결정방식

환매가격의 결정방식은 어느 시점에서 산정된 기준가격을 환매가격으로 하는가의 문제이다. 수익증권 판매 및 환매시 가격결정방식으로는 투자자의 매수 또는 환매청구 시점 이전에 산정된 기준가격에 따라 가격이 결정되는 과거가격방식(historic/backward pricing system)과 그 이후에 선정된 기준가격에 따라 가격이 결정되는 미래가격방식(forward pricing system)이 있다. 미국에서는 미래가격방식만을 인정하고 있는 반면에,¹⁹⁾ 영국에서는 위탁회사가 미래가격방식이나 과거가격방식의 채택을 선택할 수 있다.²⁰⁾

16) 미국의 경우 SEC Rule 22c-1에서 개방형투자회사의 판매, 환매 및 재매수시 그 가격은 투자자의 매수 또는 환매청구가 있는 후에 산정되는 펀드의 순자산가치(current Net Asset Value)에 의하도록 명시하고 있다. 영국의 경우 FSA의 CIS Sourcebook Rules 4R 및 15R에서 공인투자신탁 수익증권의 발행, 판매, 환매 및 해지가격에 관하여 매우 상세하게 규정하고 있다. 그러나 우리나라는 환매가격에 관한 사항은 법령에서 정하고 있으나 판매가격 및 해지가격에 대하여는 법령에서는 아무런 규정도 두지 않고 단지 표준약관에서 정하고 있을 뿐이다. 환매가격뿐 아니라 판매가격과 해지가격도 현재 및 잠재수익자의 이익에 중대한 영향을 미칠 수 있으므로, 판매가격 및 해지가격의 산정방법 및 결정방식 등에 대하여도 투신업법령에서 명시적으로 규정할 필요가 있다.

17) 우리 투신업법에서는 순자산가치라는 용어 대신 “기준가격”이라는 용어를 사용하고 있다. 기준가격은 신탁재산의 순자산가액을 발행한 수익증권의 총좌수로 나눈 “수익증권 1좌당 순자산가치”를 말한다(투신업법 제14조 제1항 참조.).

18) 예를 들면, 자산이 과대평가되는 경우에는 펀드의 순자산가치가 과대계산되고 이는 먼저 환매하는 수익자에게는 이익을 주나 잔존 수익자에게는 손실을 입히게 된다. 과대계산된 순자산가치에 따라 수익증권을 매입하는 투자자도 마찬가지로 손실을 입게 된다.

19) SEC Rule 22c-1.

20) FSA CIS Sourcebook Rules 4.7R 참조. 그러나 미래가격방식의 적용이 의무화되거나 임의로 미래가격방식을 적용하게 되는 경우도 있다. 가령, 펀드의 순자산가치가 2%이상 증가 혹은 감소할 것으

1) 과거가격방식

과거가격방식은 수익증권 매수 또는 환매 청구시점 이전에 산정된 기준가격으로 가격이 결정되는 방식을 말한다. 통상 청약일 당일의 기준가격, 즉 청약일 전일의 펀드보유자산의 증가로 산정한 기준가격으로 수익증권이 거래된다. 이 방식의 가장 큰 장점은 투자자가 수익증권의 매입시에 그 가격을 알 수 있다는 점이다.

과거가격방식에 따르는 경우에는 내부자에 의한 무위험거래(riskless trading)와 펀드자산의 희석화라는 문제가 발생할 수 있다. 가령, 주가가 대폭상승한 날에 투자자가 주식투자신탁 수익증권을 매입하게 되면 수익증권 매입당일의 주가상승분이 반영되지 않은 낮은 기준가격으로 매입이 가능해진다. 반대로 주가가 폭락하는 날에 환매하는 경우에는 주가하락분이 반영되지 않은 기준가격으로 환매하게 된다. 즉 현재의 기준가격과 판매가격간의 차액의 취득이 가능해진다.

2) 미래가격방식

미래가격방식은 투자자로부터 수익증권의 매수주문이 있는 다음에 산정된 기준가격으로 가격이 결정된다. 이 방식의 경우 투자자는 다음 번 기준가격 산정시점까지는 자신이 거래하는 수익증권의 실제가격을 알 수 없기 때문에 투자자의 입장에서는 다소 불편할 수도 있다. 미래가격방식은 현재의 펀드순자산가치와 판매가격간의 불일치를 이용하는 불공정행위의 가능성을 제거한 방식이다.

미래가격방식은 정오를 기준으로 판매가격이 달리 적용되는 방식이 가장 흔히 이용된다. 즉 월요일 오전 9시 30분에 매수주문을 한 때에는 같은 날 정오평가 후에 결정된 가격을 적용받게 되며, 월요일 오후 3시 30분에 매수주문을 한 때에는 다음 영업일 정오평가 후에 결정된 가격으로 거래된다.

5. 비정상적 상황 발생시

증권투자신탁제도는 유가증권의 집단적 간접투자를 위한 제도이므로, 투자에 따른 손익은 투자지분에 따라 수익자에게 균등하게 귀속되어야 한다. 그러나 자연재해가 발생하거나 유가증권의 매각 또는 적정한 평가가 곤란한 비정상적인 상황이 발생하는 경우에는 수익증권의 환매가 물리적으로 불가능하거나 환매를 계속하는 것이 현재의 수익자 또는 잠재적 수익자의 이익을 해칠 수 있다. 또한, 투신사의 계산으로 수익증권을 환매하는 시스템에서는 투신사가 신탁의 일부해지를 통해 환매자금을 마련하는 것이 어렵거나 환매가격이 펀드의 순자산가치를 적정하게 반영하지 못하는 비정상적인 상황이 발생하게 되면 투신사의 이익이 침해될 수 있다. 따라서 이러한 비정상적인 경우에는 수익자와 투신사의 이익보호를 위해 수익증권의 환매는 물론이고 수익증권의 발행과 판매, 신탁의 일부해지와 같은 수익증권에 관련된 모든 거래의 일시적인 중지가 요구된다.²¹⁾

로 판단되는 경우나 투자자가 forward pricing방식을 요구하는 때에는 forward pricing에 따라 수익증권이 거래된다.

21) 영국 FSA CIS Sourcebook Rules 13R; 미국 Investment Company Act of 1940 §2(e) 참조.

III. 우리법상 증권투자신탁 수익증권 환매제도의 변천

1. 제정투신업법상의 환매제도

우리나라의 증권투자신탁제도는 1969년 투신업법이 제정되면서 본격적으로 시작되었다. 제정투신업법 제5조는 ‘수익증권의 환매’라는 제목하에 제1항에서 “수익자는 언제든지 위탁회사에 수익증권을 반환함과 동시에 대통령령이 정하는 방법에 의하여 산출된 가격으로 현금을 지급할 것을 청구할 수 있다”고 규정하고 제2항에서는 “위탁회사는 전항의 청구가 있을 경우에는 60일 내에 환매하여야 한다”고 규정하고 있었다. 제정법상으로는 위탁회사가 수익증권의 판매와 환매를 직접 수행하도록 하고 있었기 때문에 환매청구를 위탁회사에 하도록 하고 있었다. 그리고 제정법에서는 환매가격이나 환매연기 등에 관한 사항은 명시되어 있지 않았다. 이러한 제정투신업법상의 환매제도는 별다른 변경없이 계속 유지되어 오다가 1995년의 제4차 투신업법 개정시 처음으로 변경되었다.²²⁾

2. 1995년 12월 29일 투신업법 개정에 따른 환매제도의 1차 변경

1995년의 “증권산업개편방안”²³⁾에 의한 “투자신탁의 운용·판매 분리정책”에 따라 1995년 12월 29일 제4차 투신업법 개정이 이루어졌고 여기서 환매제도가 대폭적으로 변경되었다. 1996년 이후에 설립된 위탁회사(투자신탁운용회사)는 투자신탁운용업만 허가받았기 때문에 자신이 발행하는 수익증권의 판매를 반드시 외부의 판매회사에게 위탁하게 되었다. 또한, 기존에 투자신탁운용업과 수익증권판매업을 모두 영위하고 있던 투자신탁회사도 1997년부터 투자신탁운용회사와 증권회사로 분리되기 시작했고, 이렇게 분리된 투자신탁운용회사도 수익증권의 판매를 외부의 판매회사에게 위탁하게 되었다.

이처럼 종래 투자신탁회사가 수익증권의 판매와 투자신탁운용업무를 함께 해 오던 것을 판매회사와 투신운용회사로 분리함에 따라 환매관련규정을 개정하게 된 것이다. 변경된 환매제도의 주요내용은 다음과 같다. ① 투자신탁회사로부터 수익증권을 매입한 경우에는 종전처럼 당해 투자신탁회사에 환매를 청구하도록 하되, 판매회사로부터 수익증권을 매입한 경우에는 그 판매회사에 환매를 청구하도록 하였다. ② 환매대금의 지급을 환매청구일로부터 15일(종전에는 60일이었다)을 초과하지 않도록 하였다. ③ 천재지변 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 감독기관의 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있도록 하였다(종전에는 환매연기에 관한 근거규정이 없었다).

1995년의 제4차 개정 투신업법과 이를 반영한 표준투자신탁약관상의 수익증권의 환매제도는 채권의 장부가평가에 의한 환매가격 산정과 투신사 또는 판매사의 고유재산에 의한 환

22) 1995년 개정 이전에는 제정법상의 환매제도가 계속 유지되었다.

23) 정부는 외국증권관련기관의 국내진출 요구를 수용하고 국내 증권관련산업회의 경쟁력강화 및 증권제도의 국제정합성 제고가 타금융산업에 보다 우선적으로 필요하다는 인식하에 ‘95년 8월에 “증권산업개편방안”을 발표하였다. 동개편방안의 주요내용은 ①증권회사에 대하여 자회사 형태로 투신운용업 진출을 허용하고, ②투자신탁업을 투자신탁운용업과 수익증권판매업으로 분리하여 판매조직은 증권 모회사로 전환하고 운용조직은 투신운용 자회사 형태로 전환하도록 하는 것이었다. “증권산업개편방안”에 기초하여 ‘96년 5월에 재정경제원이 “투자신탁의 설립 등에 관한 인가기준”을 확정발표함에 따라 ‘96년과 ‘97년 2년간 21개의 투신운용회사가 신규설립되었다.

매대금 지급으로 요약된다.²⁴⁾ 즉 채권을 장부가액(취득가액에 경과이자를 가산한 금액)으로 평가한 기준가격으로 환매가격을 정하여 환매청구 당일에 투신사나 판매사의 고유재산으로 수익증권을 환매하는 것이다. 이러한 장부가평가에 의한 당일환매제도에 의해 수익증권은 타금융기관의 금융상품과 동등한 환금성을 가지면서 보다 높은 수익률을 안정적으로 보장해주는 매력 있는 금융상품으로 인식되었던 것이다. 사실 이러한 당일환매제도는 우리나라의 투자신탁산업의 외형적 성장에 크게 기여한 것 또한 사실이다.

당일환매제도는 투신권으로 자금이 지속적으로 유입되고 금리가 안정적으로 움직이는 등 경제환경에 특별한 변동이 없는 경우에는 정상적으로 작동할 수 있다. 그러나 금리상승으로 투신권으로의 자금유입이 감소하거나 채권가격의 하락 또는 경제환경의 급변으로 대량환매가 발생하는 경우에는 환매불능으로 이어지거나 아니면 투신사나 판매사의 손실부담이라는 결과를 낳을 수 있는 근본적인 문제점을 내포하고 있다. 그 이유는 채권장부가평가하에서는 수익증권의 기준가격(환매가격)이 채권의 실질가치를 제대로 반영할 수 없기 때문이다. 결국 이러한 당일환매시스템은 운용손익의 수익자 귀속원칙이라는 증권투자신탁의 기본원칙에도 위배될 수 있음은 물론이다.

3. 1998년 9월 16일 투신업법 개정에 따른 환매제도의 2차 변경

정부는 당일환매제도에서 발생할 수 있는 문제를 사전방지하고 집합증권투자상품으로서의 증권투자신탁제도를 확립하기 위하여 1998년 9월 16일 투신업법 개정시 환매제도를 대폭적으로 변경하였다.

(1) 주요내용

1) 신탁의 일부해지에 의한 환매 의무화

수익자의 환매청구가 있는 경우 신탁의 일부해지에 의한 방법으로만 환매에 응하도록 하였다. 즉 종래 위탁회사가 자신의 고유재산으로 환매에 응할 수 있도록 하던 규정(1998년 9월 16일 개정전 투신업법 제30조)을 삭제하고, 신탁재산에서 보유하고 있는 현금 또는 신탁재산에서 보유하는 유가증권을 처분하여 조성한 현금으로만 환매에 응하도록 하였다.

2) 미래가격방식에 의한 환매가격 결정

종전의 과거가격방식에서 미래가격방식으로 변경하였다. 동개정법에 따라 개정된 시행령(1998년 9월 22일, 대통령령 제15895호) 제4조 제2항에서 환매대금을 환매청구일 익영업일의 기준가격으로 산정하도록 함으로써 당일환매가 사실상 불가능해졌다²⁵⁾(다만, MMF에 대해서는 예외적으로 장부가평가에 의한 당일환매를 허용하였다).

24) 업계에서는 이를 “당일환매제도” 라고 부른다. 참고로 1995년 투신업법 개정 이전에도 채권은 장부가로 평가해 왔다.

25) 투신업법 시행령 제4조 제2항은 2001. 4. 24 개정으로 그 내용이 일부 변경되었으나 forward pricing방식은 계속 유지되고 있다. (IV.3 참조).

3) 채권시가평가에 의한 기준가격 산정

채권의 평가방법이 장부가평가방법²⁶⁾에서 시가평가방법²⁷⁾으로 변경되었다.²⁸⁾ 기준가격이 곧 환매가격을 의미하므로 이는 환매가격의 산정방법이 시가평가방법으로 변경된 것과 같은 의미다.²⁹⁾ 그런데 투신업법령의 위임에 따라 제정된 투신업감독규정(1998년 11월 13일 개정규정)에서는 채권유통시장이 활성화되어 있지 않은 상황에서 비상장채권을 일시에 시가평가하는 데에 따르는 충격을 완화하기 위하여 비상장채권의 시가평가를 단계적으로 실시하도록 규정하였다. 즉 1998년 11월 15일 이후에 신규로 설정된 증권투자신탁의 신탁재산에 편입된 채권은 시가로 평가하여 기준가격을 산정하도록 하되, MMF 및 1998년 11월 14일 이전에 설정된 증권투자신탁의 신탁재산에서 보유하는 채권은 장부가로 평가하여 기준가격을 산정할 수 있도록 하였다.³⁰⁾

(2) 개정 환매제도의 적용에

(1) 1998년 9월 16일 개정 투신업법은 부칙(제2조)에서 환매관련 개정규정(구법 제7조 제4항 내지 제7항 및 제30조)의 적용예에 관한 규정을 두어 원칙적으로 동개정법의 시행일(1998년 9월 16일) 이후 최초로 제정 또는 변경하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 적용하도록 하였다. 다만, 변경된 환매제도의 시행에 필요한 준비기간을 부여하기 위하여 동개정법 시행당시의 위탁회사에 대한 수익증권의 환매에 관하여는 동개정법 시행일로부터 1년을 넘지 아니하는 범위내에서 대통령령이 정하는 날부터 적용하되, 적용일 이후 제정 또는 변경하는 신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 분부터 적

26) 채권의 취득가액(취득원가에서 상환차익 또는 상환차손을 당해 채권의 잔존일수목 안분하여 가감한 금액을 말한다)에 발행이율에 의한 경과이자를 가산하여 평가하는 것을 말한다.

27) 통상 펀드에서 보유하고 있는 채권의 시가라고 하면 여기에는 ①거래소시장에서 형성된 최종가격을 말하는 시장가치(Market Value), ②거래소시장의 호가를 이용한 수 없는 경우 위탁회사가 신의 성실의 원칙에 입각하여 산정한 가치를 말하는 공정가치(Fair Value), ③채권가격제공업체 또는 증권회사가 채권에 대한 가격산출시 이용하는 Matrix Pricing에 의한 시장가치(사실상 Market Value와 동일하게 평가된다)가 있다. 채권시가평가라고 할 때의 “시가”도 이러한 의미의 시가를 의미한다(투신업법 시행령 제14조 제2항 제1호 마목, 투신업법 시행규칙 제12조의2 제1항 제2호 참조).

28) 1998. 9. 16 개정 투신업법 제29조 제2항은 기준가격을 대통령령이 정하는 바에 따라 시가로 평가하도록 명시하였다. 이러한 위임에 따라 투신업법 시행령('98. 9. 22 대통령령 제15895호) 제14조는 신탁재산인 유가증권별 시가산정기준을 명시하면서 상장유가증권 등에 대하여는 적용하여야 할 구체적 시가를 명시하는 한편, 비상장유가증권 등에 대하여는 재경부령에 평가방법을 위임하였다. 대통령령의 위임에 따라 재경부는 투신업법 시행규칙('98. 11. 16 재경부령 제49호)에 제12조의2(신탁재산의 산정기준)를 신설하여 비상장유가증권 등에 대한 평가방법을 규정하였다. 즉 비상장채권(거래가 없는 상장채권을 포함한다)은 증권업협회가 공시하는 최종호가수익률을 기초로 하여 보증여부, 발행기업의 신용도, 잔존기간 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법에 따라 평가하도록 하였다. 이처럼 투신업법령에 의하여 신탁재산은 시가로 평가하도록 되었다.

29) 투신업법 시행령 제14조 제2항 및 제3항; 투신업법 시행규칙 제12조의2 제1항 제2호.

30) 투신업감독규정(2000. 12. 29) 부칙 제6조 제1항. 현행 투신업감독규정(2001. 3. 30)에서도 MMF와 1998년 11년 14일 이전에 설정된 투자신탁 신탁재산에서 보유하는 채권의 평가에 대하여는 장부가평가를 예외적으로 허용하고 있다. 다만, MMF와 1998년 11월 14일 이전에 설정된 투자신탁 중 적립식 투자신탁을 제외한 투자신탁에 대하여는 1998년 8월 31일 현재의 당해 투자신탁설정액을 초과하지 않는 범위 내에서 2000년 6월 30일까지만 추가신탁·판매할 수 있도록 하였다.

용하도록 하였다. 여기서 “동개정법 시행당시의 위탁회사에 대한 수익증권의 환매”란 동개정법의 입법취지에 비추어 볼 때 “동개정법 시행당시에 위탁회사 허가를 받아 증권투자신탁의 위탁업을 영위하고 있는 위탁회사가 발행한 수익증권의 환매”를 의미한다.

(2) 동개정법 부칙 제2조 단서규정에 따라 대통령령에서는 동개정법상의 환매관련 개정규정의 시행일을 1999년 9월 16일로 정하였다.³¹⁾ 따라서 1999년 9월 16일 이전에 설정된 투자신탁으로서 아직도 운용중인 투자신탁의 수익증권에 대하여는 1998년 9월 16일 개정 전 투신업법³²⁾ 제7조 제4항 및 제30조의 규정과 구투신업법 제7조 제4항의 규정에 따라 제정된 구투신업감독규정 제47조(수익증권의 환매연기 승인)의 규정이 계속 적용된다. 다시 말해서 1998년 9월 16일 이전에 제정된 투자신탁약관의 경우 구투신업법상의 환매관련규정을 기초로 하여 제정된 투자신탁약관의 내용이 그대로 유효하며, 1998년 9월 16일부터 1999년 9월 15일까지 제정된 투자신탁약관에서는 구투신업법상의 환매관련규정을 정할 수 있다는 것이다. 그 결과 1999년 9월 16일 이전에 제정된 투자신탁약관에 의해 발행된 수익증권은 구투신업법상의 환매제도에 따르게 된다.³³⁾ 1999년 9월 16일 이후에 제정 또는 변경하는 투자신탁약관에 의해 설정된 투자신탁 수익증권의 환매는 개정 환매규정이 적용된다. 여기서 투자신탁약관의 변경이란 투자신탁계약기간을 연장하는 내용의 투자신탁약관의 변경에 한정된다(동개정법 부칙 제2조).

4. 맺 음 말

앞에서 본 바와 같이 1998년 9월 16일 개정 투신업법에 의한 환매제도(이하 “개정 환매제도”라 한다)는 1999년 9월 16일 이후에 제정된 투자신탁약관에 따라 발행하는 수익증권 또는 1999년 9월 16일 이전에 제정된 투자신탁약관으로서 그 신탁계약기간을 연장한 투자신탁약관에 따라 발행하는 수익증권을 환매하는 경우에만 적용된다. 따라서 1999년 9월 16일 이전에 제정된 투자신탁약관에 따라 발행된 수익증권의 경우 그 신탁계약기간을 연장하지 않은 이상 1999년 9월 16일 이후에 판매되었다 하더라도 그 수익증권의 환매에 있어서는 개정 환매제도의 적용을 받지 않는다.

현재 존속중인 증권투자신탁 중에는 개정 환매제도의 적용을 받는 것과 개정 전 환매제도의 적용을 받는 것이 병존하고 있다. 따라서 이하에서는 개정 환매제도와 개정 전 환매제도를 구분하여 살펴보고자 한다.

유의할 점은 신탁일부해지에 의한 환매제도의 시행일은 1999년 9월 16일이지만, 기준가격(즉 환매가격)의 산정에 관한 채권시가평가제도의 시행일은 1998년 11월 15일이라는 사실이다. 따라서 1998년 11월 15일부터 1999년 9월 15일 기간에 신규로 설정된 투자신탁의 경우 신탁일부해지에 의한 환매제도는 적용되지 않으나, 기준가격 산정시 채권시가평가제도가 적용되게 된다.

31) “증권투자신탁업법중개정법률부칙제2조단서에의한수익증권환매에관한규정의적용일에관한규정”(1999. 9. 15. 대통령령 제16554호).

32) 이하 구투신업법이라 한다.

33) 서울지방법원 2000. 10. 31. 2000가합35677판결은 “1998. 9. 16 개정 투신업법(법률제5558호) 시행당시 위탁회사였던 소외 회사 발행의 수익증권을 1999. 9. 16이전에 제정된 이 사건 투자신탁의 약관에 의하여 그 환매를 청구하는 이 사건에는 개정된 이 법 제7조의 규정은 적용되지 않는다고 할 것이다”고 판시하고 있다.

(1) 수익자는 수익증권을 발행한 위탁회사에 이를 현금으로 환매할 것을 청구할 수 있다. 다만, 위탁회사의 해산 등으로 인하여 위탁회사가 환매에 응할 수 없는 경우에는 수탁회사에 직접 이를 청구할 수 있다(구투신업법 제7조 제1항). 판매회사로부터 매입한 수익증권의 경우에는 수익자는 그 판매회사에 당해 수익증권의 환매를 청구하여야 한다. 다만, 증권거래법 기타 법률에 의하여 판매회사가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사에 환매를 청구할 수 있다. 판매회사의 해산 등으로 인하여 위탁회사에 환매청구를 하였으나 위탁회사마저 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 수탁회사에 직접 환매를 청구할 수 있다(구투신업법 제7조 제2항 및 제3항).

구법 제7조 제1항 내지 제3항에서 명확한 것은 수익자는 언제든지 수익증권을 현금으로 환매할 것을 청구할 수 있다는 사실과, 수익자는 누구에게 환매를 청구하여야 하는지(즉 누가 환매에 응하여야 하는지)이다. 환매에 응하는 것이 구체적으로 어떤 의미인지는 전혀 명확하지 않다. 이는 앞에서 본 환매에 응하는 방법과 관련된 문제이다. 여기서는 환매청구를 누구에게 하여야 하는지에 대해서만 보고 환매에 응하는 것의 의미는 2에서 보기로 한다.

구투신업법 제7조 제1항 내지 제3항에서 수익증권의 환매청구 상대방에 대하여 복잡하게 규정하고 있는 것은, 수익증권의 판매청구와 환매청구를 단일화하는 한편, 환매청구 상대방이 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 경우를 예상하고 있기 때문이다.

(2) 위탁회사가 수익증권을 직접판매한 경우에는 위탁회사에 환매를 청구하여야 한다. 수익증권을 직접판매할 수 있는 위탁회사는 수익증권판매업을 허가받은 위탁회사, 즉 투자신탁회사를 말한다. 제7조 제1항에서 “위탁회사에... 환매를 청구할 수 있다”는 문언은 수익자에게 환매청구권이 있다는 사실과, 위탁회사가 수익증권을 직접판매한 경우에는 위탁회사에 환매를 청구하여야 한다는 사실을 모두 내포하는 것이다. 환매청구권은 수익자가 환매를 원하는 경우에 행사할 수 있는 옵션(option)이기 때문에 “위탁회사에... 청구하여야 한다”라는 표현을 사용할 수는 없는 것이다. 위탁회사가 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 때에는 신탁재산을 보관관리하는 수탁회사에게 직접 환매를 청구할 수 있다.

(3) 위탁회사가 수익증권을 직접판매하지 않고 판매회사에게 수익증권의 판매를 위탁한 경우에는 수익증권의 환매청구도 당해 판매회사에 하여야 한다. 수익증권판매업을 허가받은 위탁회사, 즉 투자신탁회사라 하더라도 자신이 직접 수익증권을 판매하지 않고 판매회사에 판매를 위탁할 수도 있다. 즉 투자신탁회사가 발행한 수익증권이라 하더라도 경우에 따라서는 판매회사가 판매할 수 있으며, 이 경우에는 당해 판매회사에게 환매를 청구하여야 한다. 특정 위탁회사가 발행한 수익증권을 다수의 판매회사가 판매하는 경우 수익자는 자신에게 수익증권을 판매한 바로 그 판매회사에 환매를 청구하여야 한다.

제7조 제2항에서 “그 판매회사에 당해 수익증권의 환매를 청구하여야 한다”고 규정하는 것은 환매의무와는 관련이 없으며, 단지 판매회사를 통해 매입한 수익증권의 환매는 당해 수익증권을 판매한 바로 그 판매회사에 환매를 청구하도록 강제하는 것일 뿐이다. 즉 이는 수익자의 환매청구권 행사와 관련하여 환매청구의 상대방을 제한하는 것이지, 판매회사에게 환매와 관련한 어떤 의무를 부과하는 것은 아니다. 이처럼 판매회사로부터 매입한 수익증권의 환매청구를 당해 판매회사에 하도록 제한하는 것은 환매업무처리의 신속성과 확실성 확보라는 수익증권거래상의 현실적인 필요성 때문이다.³⁵⁾

35) 실제 수익증권거래는 수익증권저축통장을 통해 거래되며 통장에 기재되는 거래내역 등은 각 판매회사의 고유한 업무처리방식에 따라 행해지기 때문에 수익증권의 판매와 환매는 동일창구를 통해

판매회사가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사에 환매를 청구할 수 있다. 위탁회사마저 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 경우에는 최종적으로 수탁회사에 환매를 청구할 수 있다.

2. 환매에 응하는 방법

구투신업법 제7조의 규정만으로는 수익증권의 환매청구를 받은 자(위탁회사, 판매회사, 수탁회사)가 구체적으로 어떠한 의무를 지는지가 불명확하다. 그러나 투자신탁약관에서는 이에 관한 내용이 추가적으로 규정되어 있다. 또한, 구투신업법 제30조에서는 투자신탁회사가 그 고유재산으로 수익증권을 환매할 수 있도록 하고 있다. 따라서 수익자로부터 환매청구를 받은 자가 각각 어떠한 의무를 지게 되는지는 구투신업법 제7조 및 제30조, 구투신업법 시행규칙 제3조 및 투자신탁약관의 내용을 종합적으로 고려하는 경우에만 비로소 가능해진다.

(1) 위탁회사(투자신탁회사)

(1) 수익증권판매업을 허가받은 위탁회사(투자신탁운용업과 수익증권판매업을 모두 허가받은 위탁회사, 즉 투자신탁회사를 말한다)는 자신의 고유재산으로써 수익증권을 환매할 수 있다(구투신업법 제30조 제1항). 투자신탁회사가 자신의 고유재산으로 수익증권의 환매에 응하는 경우 기준가격의 변동으로 인한 차익을 취득할 수 있다(구투신업법 제30조 제2항). 즉 투자신탁회사는 자신의 고유재산으로 우선 고객의 수익증권을 환매한 후, 재판매나 신탁 일부해지를 할 수 있고 매수가격과 재판매가격 또는 해지가격과의 차액을 취득할 수 있다.

증권투자신탁제도에 있어 수익증권을 발행한 위탁회사가 수익자의 환매청구를 받았을 때 환매에 응하는 방법은 통상 ① 신탁의 일부해지를 통해 조성한 현금으로 응하는 방법과, ② 위탁회사의 고유재산으로 응하는 방법이 있다. 구투신업법은 이러한 두 가지 방법 중에서 ①의 방법에 대하여는 명시하지 않고 ②의 방법에 대하여만 제30조에서 명시하고 있다. 그런데 구투신업법 제30조 제1항은 투자신탁회사의 고유재산에 의한 수익증권 환매를 의무화하고 있지는 않으므로 투자신탁회사는 두 가지 방법을 임의로 선택할 수 있는 것으로 보이며, 나아가 구투신업법 제7조의 규정만으로는 신탁의 일부해지에 의한 환매를 원칙으로 하고 있는 것으로 보인다.

그런데 이러한 구투신업법의 규정에 불구하고 구투신업법 시행령 제12조에서는 신탁의 일부해지를 할 수 있는 사유를 ① 발행한 수익증권이 매각되지 아니한 경우(제1호), ② 위탁회사 또는 판매회사가 그 고유재산으로 환매한 수익증권이 매각되지 아니한 경우(제2호), ③ 수익증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 위탁회사, 수탁회사 또는 판매회사의 고유재산으로 이를 환매할 수 없는 경우(제3호)로 제한하고 있다.³⁶⁾ 즉 수익자의 환매청구가 신

이루어질 필요성이 있다. 그리고 수익증권저축통장 거래방식으로 수익증권거래가 행해지는 현실에서 판매회사를 통해 판매된 수익증권의 환매청구를 위탁회사에 하도록 하는 경우에는, 위탁회사는 환매청구를 한 자가 진정한 수익자인지 그리고 수익증권거래내역이 진정한 것인지 등을 확인하는 것이 매우 곤란하다.

36) '98. 9. 16개정 이전 투신업법 제23조 제2항; '98. 9. 22 개정 이전 투신업법 시행령 제12 및 '98. 11. 30 개정 이전 표준투자신탁약관 제16조 및 제23조. 1998. 9. 22 투신업법 시행령 개정의 의

탁의 일부해지 사유에서 제외되어 있는 것이다. 그 결과 투자신탁회사는 위 구투신업법 시행령 제12조의 규정에 의한 제약 때문에 현실적으로 신탁 일부해지에 의한 방법으로 환매를 할 수 없도록 되어 있다³⁷⁾(구투신업법 시행령 제12조 제3호). 그런데 투자신탁회사가 환매에 응하는 방법을 법률에서 명시하지 않고 하위규정인 시행령에서, 그것도 간접적으로 규정하는 것은 온당하지 못할 뿐 아니라 이와 관련한 해석상의 논란을 야기할 수 있다.

(2) 이러한 구투신업법령상의 규정에 따라 투자신탁회사는 투자신탁약관에서 자신의 고유재산으로 수익증권을 환매한다는 사실을 명시하고 있다. 공사채형 투자신탁의 표준약관 제16조 제2항은, “수익자가 수익증권의 환매를 청구한 경우 위탁회사는 환매청구가 있는 날의 기준가격으로 그 수익증권을 환매하고 환매대금을 위탁회사의 영업소에서 현금으로 지급한다. 다만, 수익증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 위탁회사의 재산으로 지급할 수 없는 때에는 환매청구일로부터 15일 이내에 환매대금을 지급할 수 있다” 고 규정하고 있다. 이러한 투자신탁약관규정에 따라 투자신탁회사는 수익자의 환매청구가 있는 때에는 자신의 고유재산으로 환매에 응하여야 한다. 여기서 환매에 응할 의무란 수익자의 환매청구가 있는 때에는 투자신탁약관에 정한 날에 고유재산으로 수익증권을 매수할 의무, 즉 환매대금을 지급할 의무를 말한다.

(3) 고유재산으로 수익증권을 환매하게 되면 투자신탁회사는 수익자의 지위를 가지게 된다. 투자신탁회사는 환매한 수익증권을 재판매하거나 혹은 신탁의 일부해지를 통해 현금으로 환가한다. 이러한 경우를 예상하고 투신업법령 및 투자신탁약관에서는 위탁회사 또는 판매회사가 환매한 수익증권이 매각되지 아니한 경우에는 투자신탁의 일부해지를 할 수 있도록 하고 있다. 수익자에게 지급한 환매가격과 재판매가격(또는 해지가격)과의 차액은 투자신탁회사가 취득하거나 부담한다. 구투신업법 제30조 제2항은 투자신탁회사가 자신의 고유재산으로 수익증권의 환매에 응하는 경우 기준가격의 변동으로 인한 차익을 취득할 수 있다고만 규정하고 있는데, 경우에 따라서는 기준가격의 변동으로 인한 손실을 부담하게 된다.

(4) 투자신탁회사의 고유재산에 의한 환매의무는 수익증권의 마켓메이커로서의 기능수행을 위한 것이므로 투자신탁의 본질상 일정한 내재적 한계를 가지게 된다. 즉 위탁회사의 마켓메이커로서의 환매의무는 신탁재산의 순자산가치(기준가격)의 산정이 가능하고 또 환매가격이 신탁재산의 순자산가치를 적정하게 반영하는 정상적인 경우에 한하여 주어지는 것으로 보아야 한다. 그렇지 않으면 신탁재산 운용손익의 수익자 귀속이라는 투자신탁의 기본원칙이 무너질 수 있으며, 나아가 증권투자신탁제도의 확립이라는 투신업법의 목적(투신업법 제1조)에 위배될 수 있기 때문이다(자세한 내용은 (2) 판매회사 참조).

(2) 판매회사

(1) 구투신업법 제7조 제2항 단서는 “다만, 증권거래법 기타 법률에 의하여 판매회사가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사에 환매를 청구할 수 있다” 고

해 투자신탁 일부해지사유는 ①발행한 수익증권이 매각되지 아니한 경우, ②수익자가 수익증권의 환매를 청구한 경우로 바뀌었다. 개정된 투신업법 시행령 제12조의 규정에 불구하고 개정시행령 시행당시 위탁회사가 발행한 수익증권의 환매에 대하여는 종전의 규정에 의한다(1998. 9. 22 개정 시행령 부칙 제2조 제2항).

37) 신탁의 일부해지에 의한 방법으로 환매에 응할 수 있기 위해서는 현행 투신업법 시행령 제12조와 같이 “수익자가 수익증권의 환매를 청구한 경우” 를 해지사유로 정하고 있어야 한다.

규정하고 있다. 이를 다시 풀어 보면, 판매회사는 해산 등의 사유가 발생하지 않는 한 수익자의 환매청구가 있는 때에는 “환매에 응하여야 한다.” 문제는 여기서 “환매에 응하여야 한다”는 것이 판매회사에게 어떠한 의무를 지우는 것인가에 있다.

(2) 구투신업법상 판매회사는 증권회사 등으로서 구투신업법 제10조 제1항 제2호의 “수익증권판매업무”를 행하는 자를 말한다(구투신업법 제2조 제5항). 수익증권판매업무란 수익증권의 모집 및 매출, 수익증권의 매각 및 환매, 기타 이에 부수되는 업무로서 재경부령이 정하는 업무³⁸⁾를 말한다(구투신업법 제10조 제1항 제2호). 즉 판매회사는 수익증권의 판매와 환매업무를 수행하는 자이다. 여기서 판매회사는 위탁회사나 수탁회사와 마찬가지로 증권투자신탁의 독립된 당사자로서의 지위를 가지는 것이 아닌가 하는 의문이 제기될 수 있다. 그러나 판매회사는 증권투자신탁계약의 당사자는 아니며, 단지 위탁회사와의 계약을 통해 원칙적으로 위탁회사가 수행하여야 할 수익증권의 판매와 환매기능을 대신할 뿐이다.³⁹⁾ 이는 투신업법에서 수익증권의 판매업(판매, 환매)을 원칙적으로 위탁회사의 업무로 규정하고 있는 데에서 확인할 수 있다(투신업법 제10조 제1항). 수익증권 판매업무를 허가받지 못한 위탁회사(투자신탁운용회사)는 수익증권의 판매와 환매업무를 판매회사에 위임하는 것이 법상 강제되고 있는 것이다.⁴⁰⁾ 실무적으로도 위탁회사와 판매회사는 “수익증권위탁판매계약”을 체결하는데, 이 계약에서 판매회사는 위탁회사의 위탁을 받아 ① 수익증권의 모집 및 매출, ② 수익증권의 매각 및 환매, ③ 이익분배금 및 상환금의 지급, ④ 세금의 원천징수 및 납부, ⑤ 수익증권에 대한 제신고 접수 및 처리, ⑥ 기타 이에 부수하는 사항을 처리하는 것으로 정하고 있다.⁴¹⁾ 이러한 점을 고려할 때 구투신업법상 판매회사는 위탁회사의 수입인으로서의 지위를 가지는 것으로 보아야 할 것이다.

(3) 구투신업법은 판매회사가 환매에 응하는 방법을 명시하고 있지 않다. 구투신업법은 위탁회사(투자신탁회사)의 경우와는 달리 판매회사의 고유재산에 의한 환매에 관하여도 명시적인 규정을 두고 있지 않다. 다만, 구투신업법 시행령 제12조는 판매회사가 고유재산으로 환매한 수익증권이 매각되지 않은 경우 또는 대량환매청구로 판매회사의 고유재산으로 환매할 수 없는 경우를 투자신탁의 일부해지사유로 규정하고 있다. 즉 구투신업법령은 판매회사가 고유재산으로 수익증권을 환매할 수 있다는 것을 간접적으로 규정하고 있다. 판매회사가 고유재산으로 수익증권을 환매하는 경우에는 투자신탁회사의 경우와 마찬가지로 수익증권의 기준가격 변동으로 인한 차익을 취득할 수 있다고 할 것이다.

한편, 구투신업법 시행령 제12조의 신탁의 일부해지사유의 규정에 의한 제약 때문에 판매회사도 신탁의 일부해지에 의한 방법으로 환매를 하는 것이 제도적으로 불가능하도록 되어 있다. 따라서 판매회사의 경우에도 환매에 응하는 방법은 현실적으로 판매회사의 고유재산에 의한 환매로 한정된다.

(4) 이러한 구투신업법령의 규정에 따라 투자신탁약관에서는 판매회사가 그 고유재산으로

38) 재경부령에서 정한 업무는 없다.

39) 표준투자신탁약관 제2조 제4호는, ‘판매회사라 함은 법이 정하는 바에 따라 위탁회사와의 계약에 의하여 법 제10조 제1항 제2호의 수익증권판매업무를 영위하는 자를 말한다 ‘고 규정하고 있다.

40) 수익증권판매업을 허가받은 위탁회사(투자신탁회사)도 임의적으로 수익증권판매기능을 판매회사에 위할 수 있음은 물론이다.

41) 투신협회는 판매회사가 위탁회사의 위탁을 받아 수익증권의 판매를 대행하는 것으로 전제하고 ‘위탁판매계약의 신고 등에 관한 규정’을 제정하여 운영하고 있는데, 동규정은 제3조에서 위탁회사와 판매회사간에 체결되는 모든 수익증권위탁판매계약에 동규정을 적용한다고 규정하고 있다. 투신협회는 동규정 제2조에 따라 “표준위탁판매계약서”를 제정하고 있다.

로 환매에 응하는 것으로 규정하고 있다. 즉 ' 98. 11. 30 개정이전의 공사채형투자신탁 표준투자신탁약관 제16조 제2항은, “수익자가 수익증권의 환매를 청구한 경우 판매회사는 환매청구가 있는 날의 기준가격으로 그 수익증권을 환매하고 환매대금을 판매회사의 영업소에서 현금으로 지급한다. 다만, 수익증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 판매회사의 재산으로 지급할 수 없는 때에는 환매청구일로부터 15일 이내에 환매대금을 지급할 수 있다”고 규정하고 있다. 위 약관 제16조 제2항 본문규정만으로는 판매회사의 고유재산에 의한 환매의무가 명확하지 않지만, 단서규정과 함께 보게 되면 이는 판매회사가 그 고유재산으로 수익증권을 환매한다는 내용을 정하고 있다는 것을 알 수 있다.⁴²⁾ 판매회사는 자신의 고유재산으로 수익증권의 환매에 응한 후, 환매한 수익증권을 재판매하거나 위탁회사에 대하여 투자신탁의 일부해지를 요청하게 된다.

(5) 이러한 투자신탁약관의 규정에 따라 판매회사는 자신의 고유재산으로 수익증권을 환매할 계약적 의무를 부담하는 경우 판매회사의 지위와 환매의무의 성격 및 한계가 문제된다.

우선, 판매회사의 환매의무에 관한 사항이 투자신탁약관의 내용으로 정해져 있는 사실 때문에 투자신탁관계에서 판매회사의 지위를 독립된 당사자로 파악하여야 하는 것은 아니다. 수익증권의 환매에 관한 사항은 증권투자신탁계약의 주요내용의 하나이므로 투자신탁약관에 명정되는 것이 타당하다. 그런데 앞에서 본 바와 같이 수익증권의 환매업무는 본래 위탁회사가 수행하여야 하는 업무지만 판매와 운용 분리정책에 따라 판매회사에의 위임이 법에 의해 강제된다. 위탁회사는 자신을 대신하여 판매회사가 수익증권의 환매업무를 수행하게 된다는 사실을 투자신탁약관에 명시하는 방법을 통해 투자자가 수익증권을 취득하는 단계에서 이를 알려주게 준다.⁴³⁾ 즉 투자신탁약관에 판매회사의 환매에 관한 사항을 정하고 있는 것은 위탁회사의 수임인으로서 판매회사가 환매업무를 수행하게 된다는 것을 투자자에게 명시적으로 알려주는 의미를 가지는 것으로 보아야 할 것이다.

다음, 판매회사의 고유재산에 의한 환매의무의 성격과 그 한계다. 판매회사는 자신이 판매한 수익증권의 마켓메이커로서의 기능을 수행하기 위하여 자신의 고유재산으로 수익증권을 환매하기로 약속하는 것이다. 앞에서 본 바와 같이 증권투자신탁의 신탁재산은 집합적 간접투자를 위한 cash fund로서 자본적 성격을 가지므로, 증권투자신탁이 종료하기 전까지는 가능한 그 투자원본의 감소 없이 안정적으로 유지되어야 한다. 이러한 목적을 위해서는 수익증권의 기준가격대로 위탁회사 또는 판매회사가 수익증권을 재매수하는 마켓메이커 기능할 것이 요구된다. 위탁회사 또는 판매회사가 이러한 마켓메이커의 기능을 수행하지 않게 되면 수익자의 환매청구가 있으면 항상 신탁의 일부해지가 발생하게 되고(즉 펀드의 규모가 줄어들게 된다), 이는 신탁재산의 안정성을 해쳐 효율적이고 안정적인 펀드운용을 저해하게 된다. 위탁회사 또는 판매회사의 마켓메이커로서의 환매의무(재매수의무)는 증권투

42) 실제로도 판매회사는 이 약관규정에 따라 자신의 고유재산으로 수익증권을 환매해 왔다. 판매회사가 이처럼 고유재산으로 수익증권을 환매한다는 내용을 투자신탁약관에 넣는 것을 동의한 이유는, 투자신탁회사가 직접판매하는 수익증권과의 형평을 맞추으로써 상품경쟁력을 재고하기 위한 것으로 보아야 할 것이다.

43) 투자자가 수익증권을 취득하고자 하는 때에는 투자신탁설명서를 제공하여야 하는데, 투자신탁설명서에는 투자신탁약관의 내용이 기재되어야 한다(투신업법 제27조 참조). 따라서 투자자는 투자신탁설명서에 기재된 투자신탁약관의 내용을 통해 판매회사가 환매업무를 수행하게 된다는 사실을 인지하게 된다.

자신탁의 본질상 일정한 내재적 한계를 가지게 된다. 왜냐하면 증권투자신탁은 “운용손익의 수익자귀속원칙(실적배당원칙)” 과 함께 그 운용손익이 수익증권의 좌수라는 투명한 기준에 의하여 수익자에게 균분되는 “수익자균등대우주의” 를 본질적 원칙으로 하기 때문이다.⁴⁴⁾ 따라서 신탁재산의 순자산가치(기준가격)의 산정이 가능하고 환매가격이 신탁재산의 순자산가치를 적정하게 반영하는 정상적인 경우(즉 운용손익의 귀속자원칙과 수익자균등대우원칙이 지켜질 수 있는 경우)에 한해 위탁회사 또는 판매회사는 마켓메이커로서 환매의무를 부담하는 것으로 보아야 한다. 비정상적인 상황이 발생하여 수익증권의 환매가격이 신탁재산의 순자산가치를 제대로 반영하기 곤란하거나 신탁재산의 순자산가치의 산정 자체가 곤란할 때에는 위탁회사 또는 판매회사의 마켓메이커로서의 환매의무는 중지되는 것으로 보아야 한다. 이는 구투신업법 제7조 제4항 및 표준약관 제16조 제3항에서 천재, 지변 등 “기타 부득이한 사유” 가 있는 경우에는 환매연기를 할 수 있도록 하고 있는 것에서 그 논거를 발견할 수 있다. 여기서 “기타 부득이한 사유” 에는 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 곤란하거나 신탁재산의 적정한 순자산가치 산정이 곤란하는 등의 사유를 포함하는 것으로 보아야 하며, 이러한 경우에는 마켓메이커로서의 판매회사 또는 위탁회사의 환매의무는 중지된다. 영국 AUT의 경우에도 법령에서 원칙적으로 위탁회사의 환매의무를 규정하면서도 신탁재산의 평가가 곤란한 경우와 같은 비상상황이 발생하는 때에는 위탁회사가 언제든지 환매를 중지할 수 있도록 하고 있다.⁴⁵⁾ 이는 현존수익자와 잠재수익자의 이익을 보호하는 한편, 위탁회사가 부담하는 환매의무를 운용손익의 수익자귀속원칙이라는 투자신탁의 기본원칙의 틀 내에서만 부담하는 것으로 하기 위한 장치라고 할 것이다.

(3) 수탁회사

(1) 위탁회사가 수익증권을 판매한 경우로서 당해 위탁회사가 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 때와, 판매회사가 수익증권을 판매한 경우로서 당해 판매회사 및 수익증권을 발행한 위탁회사가 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 때에는 수익자는 당해 증권투자신탁의 수탁회사에 직접 환매를 청구할 수 있다. 즉 일정한 경우에는 수탁회사도 수익자의 환매청구에 응할 의무가 있다.

위탁회사와 판매회사의 경우와 달리 수탁회사가 수익자의 환매청구에 응하는 경우의 업무방법은 투신업법 시행규칙 제3조에서 다음과 같이 명시적으로 규정하고 있다. 첫째, 수탁회사가 수익자의 환매청구에 응하는 장소는 수탁회사의 본점·지점 기타의 영업소와 수탁회사가 지정하는 위탁회사의 영업소로 한다(제1항 제1호). 둘째, 수탁회사가 수익자의 환매청구에 응하는 가격은 당해 신탁약관에서 정한 가격으로 한다(제1항 제2호). 셋째, 수탁회사가 수익자의 환매청구에 응하기 위하여 소요되는 자금은 당해 투자신탁을 해지하는 방법 등으로 마련한다(제1항 제3호). 넷째, 수탁회사는 수익자의 환매청구에 응하는 데 소요되는 비용을 재정원장관(’98. 4. 1부터는 금감위)의 승인을 얻어 위탁자보수 중에서 충당하여야 하며 증권투자신탁약관의 규정에 불구하고 환매수수료를 받지 아니한다(제1항 제4호).⁴⁶⁾ 수탁회사는 수익자의 환매청구에 응하는 데 필요한 범위안에서 해산 또는 허가취소된 위탁회사가 보유하는 수익자원부, 사무기계 기타 필요한 물품과 시설을 사용하거나 위탁회사의

44) 대법원 1998. 10. 27 선고 97다47989판결.

45) FSA CIS Sourcebook Rules 13.1.3.

46) 이 규정은 1998. 5. 21 투신업법 시행규칙 개정시 삭제되었다.

직원을 활용할 수 있다(제2항).

(2) 수익자의 환매청구에 대응한 수탁회사의 의무는 투자신탁을 해지하는 방법 등으로 마련한 현금으로 수익증권을 환매하는 것이다. 구투신업법 시행령 제12조 제3호는 “수익증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 위탁회사, 수탁회사 또는 판매회사의 고유재산으로 이를 환매할 수 없는 경우”를 신탁의 일부해지사유의 하나로 규정하고 있어, 마치 수탁회사도 그 고유재산으로 환매를 하는 것으로 규정하고 있다. 그러나 앞에서 본 바와 같이 위탁회사 또는 판매회사의 고유재산에 의한 환매는 마켓메이커로서의 기능수행을 위한 것이므로, 마켓메이커로서의 기능을 전혀 수행하지 않는 수탁회사에 대하여 고유재산에 의한 환매의무를 인정하는 것은 타당성이 없다. 구투신업법 시행규칙 제3조 제1항 제3호에서 환매에 소요되는 자금을 “투자신탁해지 등의 방법”의 방법으로 마련하라고 규정하고 있는데, 이 규정은 투자신탁해지와 신탁재산운용의 특례로서의 의미도 가진다. 우선 투자신탁의 해지는 위탁회사의 지시에 따라 수탁회사가 행하는 것이므로 위탁회사의 지시가 없이 수탁회사가 투자신탁을 해지하기 위해서는 특례규정이 필요하다. 여기서 “등”의 의미는 투자신탁해지 이외의 자금마련방법 가령 환매조건부채권매도의 방법을 염두에 둔 것이라고 할 수 있다. 투자신탁법리상 수탁회사는 신탁재산의 투자운용(환매조건부채권매도)을 할 수 없으므로 이러한 특례규정이 없으면 신탁재산을 이용한 일시적인 환매자금의 조달이 불가능해지기 때문이다.

3. 환매가격

(1) 환매금액

운용손익의 수익자귀속과 수익자균등대우라는 증권투자신탁의 법리상 환매가격은 신탁재산의 순자산가치(기준가격)를 기초로 결정되어야 한다. 이에 따라 구투신업법령에서도 기준가격의 공정한 산정을 위하여 신탁재산의 평가방법을 규정하고 있다. 1998년 11월 16일 이전에 설정된 투자신탁의 경우 신탁재산인 비상장채권에 대하여는 장부가로 평가한다는 것은 앞에서 본 바와 같다. 투자신탁약관에서는 기준가격의 산정방법에 관한 사항은 따로 명시하고 있지 않다. 그렇지만 투자신탁약관에서는 “이 약관에서 정하지 아니한 사항은 관계법령 및 금감위가 정하는 바에 따른다”고 규정하고 있기 때문에(표준약관 제35조 참조), 투신업법령 및 투신업감독규정상의 기준가격산정에 관한 규정은 투자신탁약관의 내용으로 편입된다. 따라서 투신업법령 및 투신업감독규정상의 기준가격 산정에 관한 내용은 투자신탁약관, 즉 투자신탁계약의 내용이 되어 당사자를 구속하게 된다.

(2) 환매가격의 결정방식

구투신업법령에서는 환매가격의 결정방식에 대하여는 아무런 규정도 하고 있지 않으나, 표준약관에서 투자신탁 유형별로 다음과 같이 정하고 있다. 즉 채권형 펀드와 MMF는 환매청구당일의 기준가격으로 환매청구당일에 환매금을 지급한다(표준약관 제16조). 즉 수익자가 환매청구시점에서 미리 환매가격을 알고서 환매하게 되는 과거가격방식을 채택하고 있다. 주식형 펀드의 경우는 환매청구일로부터 제3영업일의 기준가격으로 제4영업일에 환매금을 지급하도록 함으로써 미래가격방식을 채택하고 있다.

4. 환매대금의 지급

(1) 환매대금의 지급기한

환매에 응하여야 할 자는 환매의 청구를 받은 날부터 늦어도 15일 이내에 환매하여야 한다(구투신업법 제7조 제4항). 따라서 수익자의 환매청구를 받은 위탁회사, 판매회사 또는 수탁회사는 환매청구일부터 15일 이내에 환매대금을 지급하여야 한다.

그런데 표준약관에서는 채권형펀드와 MMF는 환매청구당일에, 주식형펀드는 환매청구일부터 제4영업일에 환매대금을 지급하는 것으로 정하고 있다. 다만, 수익증권의 환매청구가 대량으로 발생하여 위탁회사(판매회사가 수익증권을 판매한 경우에는 판매회사)의 재산으로 지급할 수 없는 때에는 환매청구일부터 15일 이내에 환매대금을 지급할 수 있다고 정하고 있다(표준약관 제16조 제3항 참조). 즉 투신업법은 환매일(환매대금지급일)을 환매청구일부터 15일 내로 정할 수 있도록 하고 있음에도 불구하고, 투자신탁약관에서 투자자의 환금성 제고를 위해 청구당일 또는 제4영업일에 위탁회사 또는 판매회사의 고유재산으로 환매하기로 수익자에게 약속하고 있다. 그리고 대량환매 등으로 고유재산에 의한 환매가 곤란한 경우에는 투자신탁의 일부해지를 통해 조성한 현금으로 환매대금을 마련하는 데 소요되는 시간을 고려하여 환매대금의 지급을 유예하고 있다. 따라서 위탁회사 또는 판매회사가 대량 환매 등으로 투자신탁약관에서 정한 날에 환매대금을 지급하지 못하더라도 환매청구일부터 15일 이내에만 지급하면 이행지체의 책임을 지지 않는다.

문제는 대량환매 등으로 인하여 투자신탁약관에서 정한 날(환매청구당일 또는 제4영업일)에 환매대금을 지급하지 못하고 청구일부터 15일 이내에 환매대금을 지급하는 경우의 환매가격이다. 투자신탁약관의 문언에 충실하게 해석하여 환매가격은 환매청구당일 또는 제4영업일의 기준가격으로 확정되고 단지 환매대금의 지급만이 청구일부터 15일까지로 유예되는 것으로 보아야 할 것이다. 따라서 신탁의 일부해지 등을 통해 조성한 현금으로 청구일부터 15일 이내에 환매대금을 지급할 수 있는 때에는 환매가격은 청구당일의 기준가격(MMF, 공사채형) 또는 제3영업일의 기준가격(주식형)이 된다. 그러나 유가증권 매각곤란 등의 사유로 신탁의 일부해지가 불가능하거나 공정한 기준가격의 산정 자체가 곤란한 경우 등이 발생하는 때에는 위탁회사 또는 판매회사는 환매연기를 함으로써 마켓메이커로서의 환매의무를 벗어나게 된다.

(2) 신탁재산인 유가증권 등의 지급

신탁재산인 유가증권 등이 처분되지 않는 경우에는 수익자에게 신탁재산인 유가증권 등을 지급하는 것이 가능한가? 증권투자신탁의 신탁재산은 다수의 수익자 전체를 위하여 수탁회사가 보관관리하는 것으로서 전체 수익자에게 귀속되며, 수익자는 신탁원본의 상환 및 이익의 분배에 관하여 자신이 소유하는 수익권의 좌수에 따라 균등한 권리를 가진다(투신업법 제6조 제4항). 신탁재산인 유가증권 등의 가치는 발행기업의 재무상태나 시장상황 등에 따라 수시로 변동하기 때문에 그 신탁재산인 유가증권 등을 금전으로 환가하기 전에는 균등하게 분할할 수가 없다. 따라서 수익증권의 환매청구시 투자신탁의 일부를 해지한 다음 신탁재산인 유가증권 등의 일부를 지급하는 것은 허용되지 않는다.

다만, 수익증권의 환매가 아니라 금감위의 승인을 얻어 신탁계약을 해지하는 경우(즉 편

드를 청산하여 상환금을 지급하는 경우)에는 신탁약관이 정하는 바에 따라 신탁재산인 유가증권 등을 지급할 수 있다(투신업법 제23조).

5. 환매연기

구투신업법 제7조 제1항 내지 제3항의 규정에 의하여 환매에 응하여야 할 자는 환매의 청구를 받은 날부터 늦어도 15일 내에 환매하여야 한다. 다만, 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 재경위원장관('98. 4. 1부터는 금감위47))의 승인을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매를 연기할 수 있다(구투신업법 제7조 제4항). 즉 수익자의 환매청구에 따라 수익증권의 환매에 응하여야 할 자는 자연재해, 시장폐쇄 등 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 수익증권의 환매를 연기할 수 있다. 환매연기와 관련한 구투신업법 제7조 제4항의 규정(투자신탁약관에서도 대체로 동일하게 규정하고 있으나, 환매연기의 주체만 다르게 규정하고 있다)만으로는 환매연기의 사유, 환매연기의 절차, 환매연기의 주체, 환매연기 승인의 법적 성격, 환매연기의 효과 등이 명확하지 않다. 따라서 환매연기에 관한 구투신업법의 규정에 대하여는 증권투자신탁의 기본원칙과 외국의 입법례를 참조한 합리적이고 체계적인 해석이 요구된다.

(1) 환매연기사유

환매연기사유는 천재·지변, 유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있는 경우다. 천재·지변·유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장의 사유가 있는 경우에는 금융시스템이 작동하지 않거나 신탁재산의 처분이 불가능하는 등의 사유로 정상적으로 환매에 응할 수 없게 되는 것이 일반적이기 때문에 이를 환매연기사유로 하는 것이다.

“기타 부득이한 사유”란 천재지변이나 시장폐쇄 등의 사유가 없음에도 불구하고 환매를 지속하는 것이 현재 또는 잠재수익자의 이익이나 형평성을 저해할 수 있는 경우라고 보아야 할 것이다. 즉 증권투자신탁의 기본원칙인 “운용손익의 수익자귀속원칙”이나 “수익자균등대우원칙”에 반하는 결과가 예상되는 경우라고 할 수 있다. 구체적으로는 비상상황에 의하여 신탁재산인 유가증권등의 처분이 합리적으로 실행되기 곤란하거나, 신탁재산인 유가증권 등에 대한 가치를 공정하게 결정하기 곤란한 경우가 여기에 해당한다. 유가증권 등의 처분이 곤란하거나 유가증권 등의 공정한 가치를 결정하기 곤란한 때에는 기준가격이 신탁재산의 실질 순자산가치를 제대로 반영할 수 없게 되며, 이러한 상황에서 환매를 지속하게 되면 수익자균등대우라는 증권투자신탁의 기본원칙이 무너질 수 있기 때문에,⁴⁸⁾ 이러한 경우에도 환매연기를 할 수 있어야 한다. 미국의 경우 1940년 연방 투자회사법 제22조 e항 2호에서 이러한 경우를 환매중지 또는 환매대금 지급시기의 연기사유로 명시하고 있다.

(2) 환매연기의 주체

47) 1997. 12. 31 법률 제5490호로 금융감독기구의설치등에관한법률이 제정되면서 금감위 소관업무가 되었다.

48) 신탁재산인 유가증권 등의 공정한 평가가 불가능한 상황에서 환매청구시점에서의 기준가격에 의해 환매대금을 지급하게 되면 이는 당해 신탁재산의 실질 순자산가치보다 고평가된 금액을 지급하게 되고 그 결과 초과지급된 금액에 해당하는 부분의 손실을 잔여수익자에게 전가될 수밖에 없다.

환매연기를 할 수 있는 자가 누구인지에 대하여 구투신업법 제7조 제4항은 “제1항 내지 제3항의 규정에 의하여 수익증권의 환매에 응하여야 할 자” 라고 규정하고 있으므로, 위탁회사·판매회사 또는 수탁회사가 환매연기를 할 수 있다고 할 것이다.⁴⁹⁾

구투신업법 제7조 제4항의 규정에 따를 경우 판매회사가 수익증권을 판매한 경우에는 원칙적으로 판매회사가 환매연기를 하는 것으로 해석된다. 그런데 구투신업감독규정 제47조 제1항 내지 제3항에서는 금융감독위원회에 환매연기 승인을 신청하는 주체로 “위탁회사”만을 규정하고 있으며, 표준약관 제16조 제3항은 위탁회사가 수익증권을 판매한 경우에는 “위탁회사”가, 판매회사가 판매한 경우에는 “위탁회사 또는 판매회사”가 환매연기를 하는 것으로 규정하고 있다. 따라서 구투신업법 제7조 제4항의 규정과 구투신업감독규정 제47조 및 투자신탁약관의 규정과의 관계가 문제될 수 있다.

우선, 구투신업감독규정 제47조에서 환매연기의 주체를 위탁회사로만 규정하고 있다고 하더라도 상위법규인 구투신업법 제7조 제4항에 의해 판매회사 또는 수탁회사도 환매연기를 할 수 있다는 것은 명백하다.

다음, 판매회사가 판매한 수익증권의 경우 구투신업법 제7조 제4항의 규정상으로는 원칙적으로 판매회사가 환매연기의 주체로 되어 있음에도 불구하고, 표준약관 제16조 제3항은 “판매회사 또는 위탁회사”가 환매연기 승인을 신청할 수 있도록 규정하고 있다. 투신업법의 정신상 투신업법규에 반하는 내용을 투자신탁약관에 정하는 것은 원칙적으로 허용되지 않는다고 할 것이나, 위 표준약관 제16조 제3항은 구투신업법 제7조 제4항의 흠결을 보완하기 위한 것으로서 수익자의 이익에 부합하고 증권투자신탁의 법리에 위배되지 않으므로 유효하다고 할 것이다. 즉 표준약관 제16조 제3항은 다음과 같은 이유에서 환매연기의 주체를 “위탁회사 또는 판매회사”로 정하고 있는 것으로 생각된다. 첫째, 동일한 투자신탁의 수익증권을 다수의 판매회사가 판매하는 경우로서 다수의 판매회사 중 일부 판매회사만 환매연기를 하거나 다수의 판매회사가 서로 다른 시기에 환매연기를 하게 되면 수익자간 형평성을 저해할 수도 있다. 따라서 수익증권의 판매를 다수의 판매회사에 위탁하는 판매구조 하에서는 수익자균등대우원칙을 확립하는 한편, 환매연기의 일원적 처리를 위하여 당해 투자신탁 수익증권의 발행자이자 투자신탁운용자인 위탁회사가 특정 투자신탁의 수익증권 전체를 일괄적으로 환매연기하도록 할 필요가 있다. 투자신탁약관에서는 이러한 점을 고려하여 판매회사가 판매한 수익증권의 환매연기에 대하여는 판매회사 외에 위탁회사도 환매연기를 할 수 있도록 하고 있는 것이다. 둘째, 천재지변이나 유가증권시장의 폐쇄 등과 같은 객관적인 사유가 아니라 신탁재산의 매각곤란이나 평가곤란과 같은 “기타 부득이한 사유”의 발생 여부를 상시 확인할 수 있는 지위에 있는 자는 신탁재산을 운용하고 평가하여 기준가격을 산정하는 위탁회사라는 점이다.

49) 구투신업법 제7조 제4항에서 말하는 “제1항 내지 제3항의 규정에 의하여 환매에 응하여야 할 자”란 위탁회사·판매회사 및 수탁회사를 말하며, 구체적으로는 ①위탁회사가 수익증권을 판매한 경우 또는 판매회사가 수익증권을 판매한 경우로서 판매회사가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사, ②판매회사가 수익증권을 판매한 경우에는 판매회사, ③위탁회사가 수익증권을 판매한 경우로서 위탁회사의 해산 등으로 인하여 위탁회사가 환매에 응할 수 없는 경우와 판매회사가 수익증권을 판매한 경우로서 판매회사 및 위탁회사가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 수탁회사를 말한다. 따라서 ②와 ③의 경우에는 판매회사와 수탁회사도 환매연기 승인을 신청할 수 있다.

판매회사가 판매한 수익증권에 대하여 위탁회사가 환매연기를 한 경우 그 환매연기의 효력이 판매회사에도 미치는가 하는 것이 소송에서 문제된 적이 있는데, 이에 대하여는 위탁회사가 증권투자신탁관계에 있어서는 투자신탁약관의 규정이 우선 적용될 것이므로 판매회사가 판매한 수익증권에 대하여 위탁회사가 환매연기하더라도 이러한 환매연기의 효력은 판매회사에 대하여도 미친다고 한 하급심 판결이 있다.⁵⁰⁾ 앞에서 본 바와 같이 환매연기의 주체를 “위탁회사 또는 판매회사”로 규정한 투자신탁약관의 규정은 유효하며, 이러한 유효한 투자신탁약관의 내용에 따라 위탁회사가 환매연기를 하였다면 그 환매연기의 효력은 당연히 판매회사에게도 미치게 된다.

(3) 환매연기의 승인

1) 승인절차 등

환매연기를 하고자 할 때에는 사전에 금감위의 승인을 얻어야 한다. 승인을 신청하고자 할 때에는 ① 환매연기사유, ② 환매연기기간, ③ 환매연기기간 이후의 환매대책, ④ 기타 수익자보호와 관련된 사항을 기재한 서면을 첨부하여 금감위에 환매연기의 승인을 신청하여야 한다(구투자신탁법 제47조 제2항). 환매연기의 사유가 해소되어 환매를 재개한 때에는 그 사실을 재개일의 다음날까지 금감위에 보고하여야 한다(구투자신탁법 제47조 제3항).

2) 승인의 법적 성격

천재·지변 등 자연재해가 발생한 경우에는 환매연기를 하여야 함에도 불구하고 위탁회사 등이 물리적으로 금감위의 승인을 얻을 수 없는 경우가 발생할 수 있다. 이런 경우에는 현실적으로 금감위의 승인이 없어도 환매연기가 가능하다고 보아야 할 것이며, 사후적으로 환매연기 내용을 금감위에 보고 내지 통지하는 것으로 족하다고 해석하여야 할 것이다.

이와 관련하여 문제되는 것이 금융감독위원회의 환매연기 승인의 법적 성격이다. 먼저 환매연기에 관한 주요 외국의 입법례를 볼 필요가 있다. 미국의 경우 환매연기사유를 ① 유가증권시장의 폐쇄·정지 등의 경우, ② 펀드보유 유가증권의 매각이 곤란하거나, 순자산가치의 산정이 곤란한 경우, ③ SEC가 명령으로 허용하는 경우(가령 홍수와 같은 자연재해가 발생한 경우)로 규정하고 있으며, ① 및 ②의 경우 SEC의 승인을 요건으로 하지 않고 단지 SEC에 통지를 의무화하고 있을 뿐이다.⁵¹⁾ 환매연기에 감독기관의 승인을 요하지 않는 것은 영국의 경우도 마찬가지다.⁵²⁾

이처럼 미국이나 영국에서 환매연기에 있어 감독기관의 승인을 요건으로 하지 않는 것은 투자신탁의 법리상 당연한 것일지도 모른다. 왜냐하면 환매연기의 사유가 발생하면 지체없이 환매연기를 하여야만 수익자의 이익이 보호될 수 있기 때문이다. 따라서 우리 투자신탁법의 환매연기에 있어 금융감독위원회의 승인을 환매연기의 효력요건으로 보는 것은 문제가 있으므로, 환매연기의 남용을 방지하기 위한 확인적 승인으로 보는 것이 타당할 것으로 생각된다. 이렇게 보면 구투자신탁법하에서 행해진 '99. 8. 12의 수익증권 환매연기도 금융감

50) 서울지방법원 2000. 11. 2. 99가합86815판결.

51) 1940년투자회사법 §2(e).

52) FSA CIS Sourcebook Rules 13. 다만, 환매연기를 하는 경우 FSA에 통지하도록 하고 있을 뿐이다.

독위원회의 승인으로 인해 비로소 환매연기의 효력이 발생한 것이 아니라 환매연기의 필요성 및 환매연기기간 등의 타당성에 대하여 감독기관이 확인하였다는 의미를 가지는 것으로 보아야 할 것이다.

(4) 환매연기의 효과

구투신업법 제7조 제4항 및 표준약관 제16조 제3항은 환매연기의 효과에 대하여도 침묵하고 있다. 이에 따라 환매연기를 하게 되면 환매가 중지되는 것인지 아니면 단순히 환매대금 지급시기만이 연기되는 것인지가 명확하지 않다. 결론부터 말하면 환매연기는 환매대금 지급시기의 연기 또는 환매의 중지 양자를 포함하는 개념으로 보아야 할 것이다. 경우에 따라서는 신탁재산인 유가증권 등의 가치가 펀드의 순자산가치를 적정하게 반영하고 있음에도 불구하고 유가증권 등의 처분이 곤란할 수도 있으며, 이런 경우에는 환매 자체를 중지할 필요는 없으며 단지 환매대금의 지급시기만을 연기하는 것으로 충분하기 때문이다.

따라서 위탁회사는 환매연기를 하는 경우에는 환매대금의 지급시기만을 연기하는 것인지 아니면 환매를 중지하는 것인지를 명시하여야 한다. 환매를 중지하는 내용의 환매연기가 행해지는 경우에는 환매연기기간 동안에는 투신업법규 및 투자신탁약관상의 환매 및 기준가격 산정에 관련된 위탁회사 또는 판매회사의 의무에 관한 규정의 적용은 중지되는 것으로 보아야 할 것이다.

환매연기시 예정한 환매연기기간이 종료하여 환매를 재개하거나 혹은 환매연기기간 종료 이전에 환매를 재개하는 때의 환매가격에 관하여도 투신업법령 및 투자신탁약관에서는 규정하고 있지 않다. 환매를 재개할 때에는 운용손익의 수익자귀속원칙상 환매재개 후 최초로 산정한 기준가격이 환매가격이 된다고 할 것이다.

(5) 관련문제

대량환매 등으로 인하여 투자신탁약관에서 정한 날(환매청구당일 또는 제4영업일)에 환매대금을 지급하지 못하고 있는 동안에 환매연기조치가 취해진 경우에는 어떻게 되는가? 이에 대하여는 환매연기승인조치 이전에 환매청구가 있는 경우 이는 환매연기대상이 아니라는 하급심판결이 있다.⁵³⁾ 환매연기의 내용이 환매대금의 지급시기만을 연기하는 것이든 아니면 환매 자체를 중지하는 것이든 환매연기 이전에 행해진 환매청구도 환매연기의 대상이 된다고 보아야 한다. 이렇게 해석하지 않으면 실제적으로 환매연기(특히 환매중지)의 제도적 의의를 상당부분 상실하게 될 것이기 때문이다. 우선, 대부분의 경우 환매연기는 대량환매를 원인으로 취해지게 될 것이라는 현실적인 이유를 들 수 있다. 통상 위탁회사 또는 판매회사는 대량환매로 인하여 고유재산으로 환매에 응하기 곤란한 때에는 신탁의 일부해지를 통해 환매에 응하려고 노력할 것이며, 그럼에도 불구하고 유가증권의 매각이 어려워 환매자금 마련이 곤란하거나 유가증권의 공정한 평가를 기대하기 어려워 수익자간 형평성 문제가 발생할 수 있는 등의 경우에는 환매연기를 신청하게 된다. 따라서 대량환매로 인하여 환매청구일부터 15일 이내에 환매대금을 지급하지 못하고 있는 동안에 환매연기조치가 취해진 경우도 환매연기대상이 되는 것으로 보는 것이 투신업법령 및 투자신탁약관상의 환매시스템

53) 서울지법민사21부 2000. 10. 19. 99가합101738판결.

에 부합하는 합리적인 해석이라고 할 수 있다. 둘째, 증권투자신탁은 ‘운용손익의 수익자 귀속’ 과 ‘수익자균등대우’ 를 기본원칙으로 한다. 그런데 위 판결과 같이 대량환매를 원인으로 하는 환매연기에 있어 환매연기 직전에 행한 환매청구를 환매연기의 대상에서 제외하게 되면 수익자균등대우라는 투자신탁의 기본원칙을 유지할 수 없게 된다.

【8.12 수익증권환매연기】

대우사태로 인한 1999년 8월 12일의 수익증권 환매연기는 신탁재산의 처분불능과 공정한 평가가 곤란해짐에 따라 현재 및 잠재적 수익자의 이익을 보호하고 수익자간의 형평성을 확보하기 위하여 취해진 것이었다.

대우그룹의 자금사정이 1999. 7월부터 어려워지면서 수익자들의 환매요구가 쇠도하였으나, 대우그룹 계열사들이 공식적으로 부도처리되지 않았을 뿐 아니라 대우계열사들이 발행한 채권 등에 대한 신용등급 조정도 제대로 이루어지지 않은 상태였기 때문에 대우채권 등에 대한 공정한 평가가 이루어지기 어려운 실정이었다. 게다가, 대량환매청구로 인하여 위탁회사 또는 수탁회사는 고유재산으로 환매에 응할 수 없는 처지에 이르렀다. 이에 전체 위탁회사는 “신탁재산에 편입되어 있는 대우그룹계열사가 발행한 무보증·무담보채권 및 무담보기업어음”에 대한 환매연기를 금감위에 신청하였고, 금감위는 수익자간의 형평성 보장과 금융시스템의 안정성 유지를 위해서는 환매연기가 불가피하다고 판단하여 이를 승인하였다. 금감위가 승인한 환매연기의 구체적 내용은 다음과 같다.

1) 환매연기대상: '99. 8. 12 24:00 현재 각 투자신탁 신탁재산 중 대우그룹 계열회사 발행 무보증·무담보채권 및 무담보 CP 부분

2) 환매연기기간: '99. 8. 13부터 2000. 7. 1 이후 시가평가가 가능한 시점까지. 다만, 대우그룹이 정상화 등 정산이 가능한 경우 그 시점까지

3) 환매연기기간 이후의 환매대책: 환매연기 부분에 대한 시가평가 결과에 따라 지급

금감위의 환매연기 승인을 얻은 후 판매회사와 위탁회사는 수익자를 금융기관 등⁵⁴⁾과 개인 등으로 구분하여 개인 등에 대하여는 최소한의 환금성 보장을 위해 환매청구기간별로 차등하여 환매연기대상인 대우채등평가액의 일정비율에 해당하는 금액을 우선적으로 현금지급하고, 2000. 7. 1 이후 정산이 가능한 시점에서 대우무보증채 등에 대한 평가금액이 우선 지급한 금액보다 많은 경우에는 추가로 정산하여 지급하기로 하였다.⁵⁵⁾ 즉 투자신탁의 특성과 투자에 따른 위험을 충분히 알 수 있는 금융기관 등 수익자에 대하여는 실적배당원칙

54) 금융기관 등에는 ①금융실명거래법 제2조 제1항 및 동법 시행령 제2조의 규정에 의한 금융기관, ②법인세법 시행령 제17조의 규정에 의한 기관투자자, ③정부투자 및 출자기관, ④금융관련 유관기관(금감원, 증권거래소, 증권예탁원, 은행연합회 기타 금융관련협회), ⑤기타기관(투자자문회사 등) 등이 포함되며, 개인 등은 개인과 기타 금융기관 등에 포함되지 않는 법인이 포함된다.

55) 환매연기일 이후90일 미만 신청시는 환매신청시 기준가액의 50%를, 180일 미만 신청시는 80%를, 180일 이상 신청시는 95%를 우선지급.

을 엄격히 적용하는 반면에 개인 등 수익자에 대하여는 위탁회사와 판매회사의 부담하에 실적배당원칙을 일부 수정하기로 한 것이다. 위탁회사와 판매회사의 이러한 방침은 그간 채권장부가평가와 위탁회사 또는 판매회사의 고유재산에 의한 환매라는 우리나라의 특수한 투자신탁제도환경에서 투자신탁상품이 개인투자자에게는 사실상 원리금이 보장되는 저축상품처럼 취급되어 왔다는 역사적·경제적 조건을 일시에 부정하고 실적배당원칙을 고수하는 것은 현실적으로 불가능했다는 점을 감안하면 불가피한 선택으로 보여진다.

수익증권환매연기와 관련하여서는 환매연기의 적법성 등과 관련하여 다수의 판결이 나왔으며, 현재도 상당수의 사건이 재판에 계류되어 있다. 대우사태와 관련하여 1999. 8. 12 행해진 수익증권 환매연기는 구투신업법 제7조 제4항 및 당해 투자신탁약관상의 환매연기에 관한 규정을 근거로 하여 행해진 것이었다.⁵⁶⁾ 금감위의 환매연기 승인의 근거규정인 구법 제7조 제4항은 1998. 9. 16 개정시 삭제되었으나, 앞에서 본 바와 같이 제7조 제4항 내지 제7항의 개정규정은 1999. 9. 16 이후 신규제정 또는 변경하는 투자신탁약관에 따라 발행된 수익증권을 환매하는 분부터 적용되기 때문에 1999. 8. 12 당시 구투신업법 제7조 제4항은 효력이 있었다.

한편, 투신사와 자산관리공사는 2000. 1. 29에 개산가격(概算價格)으로 “대우그룹 계열회사 발행 무보증·무담보채권 및 무담보 CP”에 대한 양도양수계약서를 체결한 후 동년 7. 14에 개산가격을 정산가격으로 하기로 합의하였다. 이에 따라 “대우그룹 계열회사 발행 무보증·무담보채권 및 무담보 CP”에 대한 정산도 2000. 7. 14자로 확정적으로 가능해졌다. 환매연기기간은 ‘1999. 8. 13부터 2000. 7. 1 이후 시가평가가 가능한 시점까지. 다만, 대우그룹이 정상화 등 정산이 가능한 경우 그 시점까지’ 이었는바, 2000. 7. 14자로 “대우그룹 계열회사 발행 무보증·무담보채권 및 무담보 CP”의 정산이 가능해졌으므로 환매연기기간은 2000. 7. 14자로 종료된 것으로 보아야 할 것이다.

6. 환매수수료

위탁회사 또는 판매회사는 수익증권을 환매하는 경우에 당해 수익증권의 환매시 기준가격 적용일까지의 이익금 범위내에서 일정한 환매수수료를 받는다(구표준약관 제16조 제4항; 구표준약관제정 세부사항 2. 나. 참조).

위탁회사 또는 판매회사가 수익자의 환매청구에 응하여 고유재산으로 재매입한 수익증권은 환매 즉시 신탁일부해지를 하지 않고 대부분의 경우 미매각수익증권으로 보유하게 되며, 미매각수익증권의 헤지시 대체로 유가증권매각손이 발생하므로 헤지실행을 못하는 것이 현실이다. 따라서 위탁회사 또는 판매회사가 그 고유재산으로 환매에 응하는 경우에는 정책적으로 위탁회사 또는 판매회사로 하여금 환매수수료를 징구할 수 있도록 한 것이다. 즉 환매자금우선충당에 대한 보상 및 미매각수익증권 보유에 따른 위험부담에 따른 보상적 성격의 수수료라고 할 수 있다.

56) 개별 투자신탁약관에도 구투신업법 제7조 제4항의 환매연기에 관한 사항을 그대로 규정하고 있었다. 즉 표준약관 제16조 제3항은, “위탁회사 또는 판매회사는 제2항의 규정에도 불구하고 천재지변, 유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 기타 부득이한 사유가 있는 경우에는 재정부장관(금감위)의 승인을 얻어 그 사유가 해소될 때까지 환매를 연기할 수 있다”고 규정하고 있다.

V. 개정 환매제도에 의한 수익증권 환매

1. 환매의 청구

환매의 청구 관련규정은 정부직제 개편 등으로 인해 문구가 일부 수정되었으나 그 내용은 구투신업법의 규정과 사실상 동일하다. 따라서 이에 관한 설명도 동일하다.

수익증권을 발행한 위탁회사가 수익증권을 판매한 경우에는 당해 위탁회사에 환매를 청구하여야 한다. 다만, 위탁회사의 해산·허가취소·업무정지 또는 천재지변 기타 이에 준하는 사유로서 위탁회사가 정상적으로 업무를 영위하는 것이 곤란하다고 금감위가 인정하는 경우에는 수탁회사에 직접 환매를 청구할 수 있다(투신업법 제7조 제1항).

판매회사로부터 매입한 수익증권의 경우에는 그 판매회사에 당해 수익증권의 환매를 청구하여야 한다. 다만, 증권거래법 기타 법률에 의하여 판매회사가 해산 등으로 인하여 당해 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사에 환매를 청구할 수 있다(투신업법 제7조 제2항). 환매청구를 받은 위탁회사가 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 경우에는 수탁회사에 직접 환매를 청구할 수 있다(투신업법 제7조 제3항).

2. 환매에 응하는 방법

구투신업법과 달리 현행 투신업법은 수익증권의 환매청구를 받은 자(위탁회사, 판매회사, 수탁회사)로 하여금 모두 신탁의 일부해지에 의하여 조성한 현금으로만 환매에 응하도록 규정하고 있다(제7조 제4항). 즉 위탁회사와 판매회사는 그 고유재산으로 환매에 응할 수 없고 반드시 신탁일부해지로 조성한 현금으로만 환매대금을 지급하여야 한다. 그러면, 위탁회사나 판매회사가 매매차익 목적으로 수익자로부터 수익증권을 매수할 수 있는가? 동일한 투자신탁의 모든 수익자를 대상으로 행해지지 않고 특정한 수익자만을 대상으로 수익증권의 매수가 행해지는 경우에는 수익권의 평등성을 저해할 소지가 있기 때문에 허용되지 않는다고 할 것이다.

이처럼 신탁의 일부해지에 의한 환매를 의무화한 것은 위탁회사와 판매회사의 고유재산에 의한 환매가 결과적으로 이들 회사의 부실을 초래하였을 뿐 아니라 대량환매시에는 유동성 부족으로 환매불능을 야기하고 그 결과 전체 금융시스템에도 문제를 일으킬 수 있다고 보았기 때문이다.⁵⁷⁾ 신탁의 일부해지에 의한 방법으로(즉 펀드의 계산으로)만 환매하도록 강제하게 되면, 이론상으로 위탁회사와 판매회사의 고유재산 손실문제는 발생하지 않게 되겠으나 다음과 같은 부작용도 예상된다. 첫째, 환매청구가 있을 때마다 신탁의 일부해지가 따르므로 펀드규모가 수시로 변동하게 되고 환매에 대비한 유동성을 항상 일정비율 이상 확보하고 있어야 하므로 펀드운용의 안정성을 해치게 된다. 둘째, 금리상승 기타의 시장상황의 변

57) 그러나 위탁회사나 판매회사의 부실과 같은 문제는 과거의 환매제도가 잘못되었기 때문이라고 보기는 어렵다. 고유재산에 의한 환매제도하에서도 위탁회사와 판매회사 등은 정상적인 환매가 곤란한 경우에는 감독기관의 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있었으나, 단지 이들은 환매연기라는 방법 대신 고유재산에서의 손실부담이라는 손쉬운 방법을 택했다. 현실적으로 투자신탁상품의 실적배당원칙에 익숙하지 않은 투자자에게 환매연기를 한다는 것은 바로 고객의 신뢰상실로 이어지게 될 것이므로 영업전략상 위탁회사 등은 환매연기를 실행할 수 없었던 것이다.

동에 따라 유가증권매각 곤란 등의 사유가 발생하면 투자신탁약관에서 정한 날까지 환매하지 못하는 경우가 빈번하게 발생할 수 있으며, 이는 투자신탁에 대한 투자자의 신뢰상실로 이어질 수도 있다. 셋째, 장부가평가를 하는 MMF에서 신탁일부해지에 의한 환매를 하는 경우에는 채권의 시가와 장부가의 괴리부분을 잔존수익자 또는 잠재수익자가 부담하는 결과를 야기할 수도 있다.⁵⁸⁾ 마지막으로, 과연 판매회사가 수익자의 환매청구가 있는 경우 예외 없이 신탁의 일부해지의 방법을 통해서만 환매에 응할 수 있을 것인가 하는 현실적인 문제가 있다. 이처럼 현행 환매제도는 위탁회사 또는 판매회사에 의한 수익증권시장 조성기능이 없기 때문에 시장변동성에 대한 충격완화장치가 전혀 없는 상태에서 환매리스크를 전적으로 펀드에 부담시키고 있다. 사실 과거 당일환매제도의 문제는 고유재산에 의한 환매에 있었다기보다는 환매가격을 결정하는 기준가격의 산정방식에 있었다고 보아야 한다. 즉 기준가격이 신탁재산인 유가증권 등의 실질가치를 제대로 반영하지 못함에 따라 형식적 기준가격과 실질적 순자산가치간의 차액을 위탁회사 또는 판매회사가 부담한 데에서 비롯된 것이다. 채권유통시장의 활성화와 채권시가평가제도의 정비를 포함한 기준가격 산정방식의 개선을 전제로 판매회사의 수익증권에 대한 마켓메이커 기능의 부활을 신중하게 고려할 필요가 있다.

(1) 위탁회사와 수탁회사

환매청구를 받은 위탁회사는 신탁의 일부해지에 의하여 조성한 현금으로만 환매에 응하여야 한다(투신업법 제7조 제4항). 위탁회사가 수익증권을 판매한 경우로서 위탁회사가 해산 등으로 환매에 응할 수 없는 경우와, 판매회사가 수익증권을 판매한 경우로서 당해 판매회사 및 위탁회사가 해산 등의 사유로 환매에 응할 수 없는 경우에 수익자로부터 환매청구를 받은 수탁회사도 신탁의 일부해지에 의하여 조성한 현금으로만 환매에 응하여야 한다(투신업법 제7조 제4항).

신탁의 일부해지란 증권투자신탁계약에 의하여 발생한 수익권의 일부를 소멸시키는 행위를 말한다. 구체적으로는 환매를 청구한 수익권 좌수에 기준가격을 곱한 금액을 현금으로 수익자에게 지급하고 당해 수익권을 소멸시키는 행위를 말한다. 신탁재산에 현금이 없거나 충분하지 않은 경우에는 신탁재산인 유가증권 등을 처분하여 현금을 마련하게 된다. 신탁의 일부해지에 의한 방법으로 환매에 응하는 경우에는 환매가격과 해지가격은 당연히 같게 된다. 구투신업법상으로는 환매가격과 해지가격이 차이가 있는 것과 다르다. 신탁의 일부해지가 있는 경우 수익권의 좌수와 신탁재산은 줄어들지만 증권투자신탁계약은 그대로 존속한다.

(2) 판매회사

수익자로부터 환매청구를 받은 판매회사는 지체없이 위탁회사(위탁회사가 해산 등으로 환매에 응할 수 없는 경우에는 수탁회사)에 대하여 환매에 응할 것을 요구하여야 한다(법 제7조 제4항). 수익자로부터 직접 환매청구를 받거나 또는 판매회사로부터 환매에 응할 것을 요구받은 위탁회사 또는 수탁회사는 신탁의 일부해지에 의하여 조성한 현금으로만 환매에 응하여야 한다(법 제7조 제5항).

58) MMF의 경우 장부가와 시가의 괴리율이 1%이상 되는 경우에만 기준가격에 반영하도록 되어 있다(투신업감독규정 제49조 제5항).

3. 환매가격

(1) 환매금액

투신업법 제7조 제6항은, “수익증권을 환매하는 경우 환매가격은 법 제29조 제1항의 규정에 의한 기준가격에 의하여 산정한 금액으로 하여야 한다” 고 규정하고 있다.⁵⁹⁾ 이는 수익증권의 환매가격은 펀드의 순자산가치에 따라 결정된다는 원칙을 명시한 것이다.

(2) 환매가격의 결정방식

투신업법 시행령 제4조 제2항은 신탁재산의 운용대상에 주식이 포함되는 투자신탁과 그렇지 아니한 투자신탁으로 구분하여 환매가격의 결정방식에 관하여 정하고 있다. 즉 ① 신탁약관에서 주식을 운용대상에 포함하고 있는 수익증권의 경우 환매가격은 투자신탁약관에서 정한 환매일의 직전 영업일을 기준으로 제14조 제1항의 규정에 의한 기준가격의 산정방식에 의하여 산정한 금액으로 하여야 한다(투신업법 시행령 제4조 제2항 단서). ② 신탁약관에서 주식을 운용대상에 포함하고 있지 않은 수익증권의 경우 투자신탁약관에서 정한 환매일의 직전 영업일을 기준으로 제14조 제1항의 규정에 의한 기준가격의 산정방식에 의하여 산정한 금액으로 하여야 한다(투신업법 시행령 제4조 제2항 본문). 요약하면, 주식을 운용대상으로 하지 않는 MMF 및 채권투자신탁은 환매일 직전 영업일의 신탁재산 증가로 산정한 기준가격으로 환매가격을 하여야 하며, 주식을 운용대상으로 하는 주식투자신탁 및 혼합투자신탁은 환매일 직전 영업일의 신탁재산 증가로 산정한 기준가격으로 환매가격을 하여야 한다. 여기서 ‘환매일’이란 투자신탁약관에서 환매대금을 지급하기로 정한 날을 말한다.

환매가격에 관한 투신업법 시행령 제7조 제2항의 규정은 2001년 4월 24일에 개정된 것으로서, 위탁회사가 환매기간을 환매청구일부터 15일을 초과하지 않는 범위에서 실질적으로 정할 수 있게 되었다는 점에서 의미가 있다.⁶⁰⁾ 그러나 투신업법 시행령 제4조 제2항의 규정만으로는 환매가격의 결정방식이 명확하게 제시되지 않는다는 문제가 발생한다. 투신업법 제7조 제5항에서 수익증권의 환매방법을 신탁의 일부해지에 의해 조성한 현금으로만 환매에 응하도록 하고 있으므로 위탁회사가 환매일을 정함에 있어서는 반드시 신탁재산인 유가증권 등의 처분과 결제에 소요되는 기간을 고려하여야 한다. 영업일중 환매청구시점이 다를 수 있을 뿐 아니라 유동성이 부족한 채권 등의 처분에는 적어도 1일 이상이 소요되므로 환

59) 기준가격산정은 전일의 신탁계정원장에 계상된 자산총액에서 부채총액과 신탁안정조정금을 공제한 금액을 전일현재의 수익증권의 총좌수로 나눈 금액으로 한다(법 시행령 제14조 제1항). 법 시행령 제14조는 기준가격 산정시 필요한 신탁재산이 보유하는 유가증권의 시가에 의한 평가방법을 시장에서 거래되는 유가증권과 기타의 자산으로 구분하여 상세히 규정하고 있다.

60) 종전 시행령 제4조 제2항은 환매청구일 익영업일(MMF의 경우 환매청구일 직전 영업일)의 신탁재산 증가로 산정한 기준가격으로 환매가격을 하도록 규정하고 있었다. 따라서 시행령 제4조 제3항에서 환매기간을 환매청구일부터 15일 이내의 범위에서 위탁회사가 정할 수 있도록 하고 있음에도 불구하고 위탁회사는 현실적으로 환매대금지급일(환매일)을 청구당일(MMF), 청구일부터 제3영업일(채권투자신탁), 청구일부터 제4영업일(주식투자신탁 및 혼합투자신탁)로 정할 수밖에 없었다.

매일은 최소한 환매청구일 이후의 영업일이어야 할 것이다. 따라서 투신업법 제7조 제5항과 투신업법 시행령 제4조 제2항의 규정을 종합적으로 고려할 때 환매가격은 수익자의 환매청구가 있는 후에 산정된 기준가격(미래가격)으로 결정되어야 한다는 것으로 해석하여야 한다. 다만, MMF의 경우에는 신탁재산이 주로 유동성자산과 현금으로 구성되므로 환매청구당일에 환매대금을 지급할 수 있으므로, 환매청구일을 환매일로 정하는 것도 무방할 것이다. 이 경우 MMF의 환매가격은 환매청구가 있는 시점 이전에 결정된 기준가격으로 환매가격을 정하는 소위 과거가격방식에 의해 정해진다.⁶¹⁾ 유의할 사실은 MMF의 경우 1999년 9월 16일 이후에 설정된 MMF 중에서도 종전과 같이 판매회사의 고유재산으로 환매에 응하는 것과 신탁의 일부해지의 방법으로 환매에 응하는 것이 공존하고 있다는 사실이다.⁶²⁾

4. 환매대금의 지급

(1) 환매대금의 지급기한

환매청구가 있는 경우 환매에 응하여야 하는 기간은 원칙적으로 위탁회사가 신탁약관에 자율적으로 정할 수 있으나, 그 기간은 환매청구일로부터 15일을 초과할 수 없다(영 제4조 제3항). 수익자의 환매청구가 있는 경우 신탁의 일부해지에 의해 조성한 현금으로만 환매에 응하여야 하므로 신탁약관에 환매대금의 지급기한을 정함에 있어서는 이 점을 고려하여야 한다. 즉 신탁재산에서 보유하는 유가증권 등의 처분에 소요되는 최소한 기간을 고려하여야 한다. 표준약관에서는 이러한 점을 고려하여 투자신탁의 유형별로 환매대금 지급일을 정하고 있다.⁶³⁾

61) 표준약관에서는 투자신탁을 유형별(MMF, 주식형, 채권형)로 구분하여 환매가격의 기준이 되는 기준가격을 정하고 있다(동약관 제16조). MMF 이외의 투자신탁 수익증권은 환매청구일로부터 제3영업일의 기준가격(즉 환매청구일로부터 제2영업일의 신탁재산보유자산의 평가액으로 산정한 기준가격)이 환매가격이 된다. 즉 미래가격방식에 의해 환매가격이 결정된다. MMF수익증권은 “환매청구일 직전 영업일을 기준으로 산정한 기준가격” 즉 “환매청구일 당일에 공고게시된 기준가격(즉 환매청구일 전일의 신탁재산보유자산의 평가액으로 산정한 기준가격)” 을 기준으로 환매가격이 산정된다. 즉 과거가격방식에 의해 환매가격이 결정된다.

62) 통상 투신업법령이나 감독규정이 개정되면 MMF표준약관을 개정하고 이전의 표준약관에 의한 상품의 판매를 금지하고 새로운 표준약관에 의한 상품의 판매만을 허용한다. 그런데 감독원은 '99. 3. 15 표준약관 개정에 따라 신종MMF의 판매만이 허용되고 있는 상태에서, '99. 9. 29클린MMF의 판매도 함께 허용하였다. 신종 MMF와 클린MMF는 장부가평가를 하고 당일환매한다는 점에서는 동일하나, 신종 MMF는 판매사의 고유재산으로 환매하는 반면에 클린MMF는 신탁일부해지 방법으로 환매한다는 점에서 차이가 있다. 또한, 편입가능채권의 신용등급도 신종MMF의 경우 BBB-이상인 반면에 클린MMF는 A-이상이다.

63) 표준약관상의 환매대금 지급일은 다음과 같다.

1. 채권투자신탁은 환매청구일로부터 제3영업일에 지급한다.
2. 주식투자신탁은 환매청구일로부터 제3영업일에 지급한다. 이 경우 신탁약관상 주식편입비율
이 50%초과인 주식투자신탁에 있어서는 “영업일” 을 “위탁회사의 영업일” 이 아니라 “증권거래소 개장일” 을 기준으로 한다.
3. 혼합투자신탁은 환매청구일로부터 제4영업일에 지급한다.
4. MMF는 환매청구일 당일에 지급한다. 다만, 신탁재산 중 유가증권 등의 매각지연 등의 사유

(2) 신탁재산인 유가증권 등의 지급

수익증권의 환매청구시 투자신탁의 일부를 해지한 다음 신탁재산인 유가증권 등의 일부를 지급하는 것은 허용되지 않는다. 다만, 수익증권의 환매가 아니라 금감위의 승인을 얻어 신탁계약을 해지하는 경우에는 신탁약관이 정하는 바에 따라 신탁재산인 유가증권 등을 지급할 수 있다(투신업법 제23조).

5. 환매연기

환매청구를 받은 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사는 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 지연되는 등의 사유로 인하여 신탁약관에서 정하는 날까지 환매할 수 없게 된 경우에는 지체없이 이를 수익자에게 통지하여야 한다(법 제7조 제7항).

환매연기는 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 지연되는 등의 사유로 인하여 신탁약관에서 정하는 날까지 환매할 수 없는 경우에 할 수 있다. 신탁약관에서 정하는 날이란 환매일 즉 환매대금을 지급하기로 약속한 날을 말한다. 환매연기사유로는 구투신업법 제7조 제4항과 외국의 입법례에 비추어 볼 때 ① 천재·지변 등의 자연재해가 발생한 경우, ② 유가증권시장의 폐쇄·정지 또는 휴장 등으로 인해 유가증권 등의 매각이 불가능한 경우, ③ 기타의 사유로 유가증권 등의 매각이 곤란하거나 또는 신탁재산인 유가증권 등의 공정한 평가가 곤란한 경우 등이 해당될 것이다. 종전과 달리 환매연기 여부를 결정함에 있어 감독기관의 승인을 요하지 않으므로, 환매연기의 필요성 여부는 위탁회사가 선량한 관리자로서 결정한다(그러나 감독기관에 통지조차 하지 않아도 되도록 하고 있는 것은 수익자 보호상 문제가 있다).

위탁회사는 환매연기를 결정한 때에는 지체없이 그 사실을 수익자에게 통지하여야 한다. 투신업법령에 명시적 규정이 없지만 위탁회사는 수익자에게 환매연기를 통지하는 때에 환매연기사유와 환매연기기간 등 수익자 보호상 필요한 사항을 기재하여 통지하여야 할 것이다. 환매연기기간이 종료되어 환매를 재개하는 때에도 그 사실을 수익자에게 통지하여야 할 것이다. 위탁회사는 신탁재산인 유가증권 등의 매각을 위하여 선량한 관리자로서의 의무를 다한 이상 신탁약관에서 정한 기한내에 환매대금을 지급하지 못한 데 대하여 아무런 법적 책임을 지지 않는다.

환매연기를 할 수 있는 주체는 위탁회사, 수탁회사 또는 판매회사로 되어 있다. 앞에서 본 바와 같이 환매연기의 주체는 신탁재산의 관리운용의 책임을 지는 위탁회사가 되는 것이 타당하다.⁶⁴⁾ 환매연기기간이 종료되어 환매를 재개하는 때의 환매가격에 관하여는 현행 투신업법령에서도 침묵하고 있으나, 표준약관에서는 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 지연되는 등의 사유로 인하여 신탁약관에서 정하는 날까지 환매하지 못하고 그 이후에 환매대금을 지급하는 경우의 환매가격은 신탁재산이 처분되는 날의 다음 영업일에 공고·게시되는 기준 가격으로 하도록 정하고 있다(표준약관 제16조 제3항). 그런데 표준약관처럼 신탁재산이

로 환매청구일에 환매에 응할 수 없는 때에는 지체없이 그 사실을 수익자에게 통지하고 환매청구일로부터 15일 이내에 환매대금을 지급할 수 있다.

64) 영국 AUT의 경우 위탁회사가 수탁회사의 동의를 얻어 환매연기를 할 수 있으며, 수탁회사가 환매연기를 요구하는 경우에는 위탁회사는 반드시 환매연기를 하여야 한다. FSA CIS Sourcebook 13.1.3.

처분되는 날의 다음 영업일의 기준가격으로 환매가격을 고정시키게 되면, ‘신탁재산이 처분되는 날’이 언제인지와 관련하여 분쟁의 소지가 있다. 유가증권 등의 매각지연 등의 사유로 환매를 연기하는 때에는 이미 환매청구한 것은 물론이고 예상되는 환매청구를 감안하여 이에 응할 수 있는 충분한 현금을 마련한 후에 환매를 재개하여야만 한다. 따라서 환매 재개시의 환매가격은 환매연기기간 종료후 최초로 산정되는 기준가격에 의해 환매하는 것이 타당할 것으로 생각된다.

기타 환매연기의 효과 등은 구투신업법상 환매연기의 경우와 동일한 것으로 보아야 할 것이다.

6. 환매수수료

환매와 관련하여 수익자로부터 받는 수수료(환매수수료)는 신탁재산에 편입하여야 한다(영 제4조 제4항). 종전에 위탁회사 또는 판매회사가 그 고유재산으로 환매에 응할 때에는 환매수수료를 위탁회사 또는 판매회사가 취득하였으나, 환매제도가 변경됨에 따라 환매수수료는 전부 당해 신탁재산에 편입하도록 되었다.⁶⁵⁾ 표준약관은 위탁회사가 지나치게 많은 환매수수료를 징구하는 것을 규제하기 위하여 환매수수료율의 상한을 정하고 있다.⁶⁶⁾

VI. 결 론

환매제도는 증권투자신탁에 참여한 투자자가 투자운용실적에 기초하여 자신의 투자지분을 회수하는 제도로서, 개별 투자자의 환매에도 불구하고 전체로서의 증권투자계획과 신탁재산은 계속 존속하게 된다. 이러한 환매제도에 의해 증권투자신탁의 신탁재산은 자본적 성격을 유지하면서 안정적이고 효율적으로 운용이 가능해지고, 증권투자신탁에 가입한 투자자는 신탁재산의 순자산가치대로 투자자금을 회수할 수 있게 된다. 따라서 환매제도는 신탁재산의 자본적 성격 유지와 신탁재산의 실질 순자산가치에 의한 환매가 이루어질 수 있도록 규정화 되어야 한다. 또한, 신탁재산의 평가가 곤란하거나 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 곤란하는 등 비정상적인 상황이 발생하는 경우에는 현재의 수익자 또는 잠재적 수익자의 이익을 위하여 수익증권의 판매와 환매, 신탁의 추가설정 및 신탁의 일부해지가 중지되어야 한다. 투신업법은 물론이고 현행 투신업법상의 환매제도는 이러한 명제를 충족시키지 못하고 있는 것으로 보인다. 이하에서는 현행 투신업법상의 환매제도의 문제점과 그에 대한 개선방안을 개략적으로 제시하면서 이 글을 맺고자 한다.

65) 종전에는 환매수수료는 환매자금 마련을 위한 현금화과정에서 발생하는 유가증권 거래비용 등 제비용을 충당하기 위한 보상적 목적으로 징수하였다. 현재는 수익증권 보유기간별로 환매수수료율을 차등화함으로써 시장변동을 쫓아다니는 Market Timer들의 불건전한 단기매매차익 취득목적의 투자행위를 억제하여 수익증권투자의 장기화를 유도하는 한편, 중도환매에 따른 포트폴리오 구성변화로 인한 손실에 대한 벌과금적 성격도 가지고 있다.

66) 즉 추가형투자신탁의 경우 90일 미만(단위형투자신탁의 경우 180일 미만)에 환매하는 때에는 이익금의 70%를 상한으로 하고 있다. 그러나 MMF에 대하여는 상한을 두지 않고 이익금의 범위내에서 위탁회사가 자율적으로 환매수수료율을 정할 수 있도록 하고 있다(제16조). 실제 대부분의 위탁회사는 MMF에 대하여는 환매수수료를 징구하지 않고 있다.

첫째, 현행 투신업법은 신탁의 일부해지에 의하여 조성한 현금으로만(즉 펀드계산으로) 환매에 응하도록 강제하고 있기 때문에 신탁재산의 자본적 성격이 훼손되고 있다. 환매연기를 포함한 환매제도의 보완과 판매회사의 자격 강화 등의 제도개선을 전제로 제한적인 범위 내에서 위탁회사 또는 판매회사의 계산으로 수익증권을 환매할 수 있도록 함으로써 신탁재산의 자본적 성격을 제고하고 수익증권시장을 조성할 필요가 있다.

둘째, 현행 투신업법상의 환매연기에 관한 규정은 지나치게 간략하게 규정되어 있어 환매연기를 둘러싸고 발생할 수 있는 법적 분쟁을 해결하기 위한 규범으로서의 기능을 기대하기 어려운 것으로 보인다. 환매연기에 관한 사항은 다음과 같이 정비하는 것이 타당할 것으로 생각된다. ① 유가증권의 매각곤란이나 기준가격 산정곤란 등 비정상적 상황이 발생하는 때에는 현존수익자와 잠재수익자 전체의 이익보호를 위해서는 환매는 물론이고 수익증권의 발행·판매, 신탁의 일부해지를 모두 중지하는 것이 요구된다. 따라서 투신업법에 별도의 조문을 신설하여 비상상황하에서의 수익증권의 발행·판매·환매, 신탁의 일부해지의 중지 등에 관하여 규정할 필요가 있다. ② 환매 등 중지의 효과를 투신업법에서 명시할 필요가 있다. 즉 환매 등을 중지하는 경우에는 수익증권의 발행·판매·환매, 일부해지 및 기준가격 산정에 관한 의무는 적용되지 않는 것으로 명시적으로 규정할 필요가 있다. ③ 환매 등 중지의 주체를 위탁회사로 단일화하되, 환매 등 중지는 위탁회사가 수탁회사의 동의를 얻어서 하는 임의적 중지와 수탁회사의 요구에 의해 위탁회사가 하는 의무적 중지로 이원화할 필요가 있다. ④ 위탁회사가 환매 등 중지를 하는 경우에는 금감위에 통지하도록 하고, 환매중지기간을 설정하여(가령 30일) 필요시 금감위의 승인을 얻어 연장할 수 있도록 할 필요가 있다. ⑤ 환매 등 재개 예정시점을 금감위에 사전 통보하도록 하고 실제 환매 등을 재개하는 경우에는 다시 금감위에 통보하도록 할 필요가 있다. ⑥ 환매 등 재개시에는 환매 등 재개 후 최초로 산정한 기준가격에 따라 환매 등의 가격을 정하도록 명시할 필요가 있다. ⑦ 환매연기라는 용어 대신 환매중지라는 용어를 사용하는 것이 타당하다. 환매연기라는 용어는 환매대금의 지급만을 연기하는 것으로 오인될 소지가 크기 때문이다.

셋째, 환매가격의 결정방법을 구체적으로 명시할 필요가 있다. 그리고 기준가격의 산정을 위한 유가증권 등의 평가방법을 보다 정교하게 규정함으로써 기준가격이 신탁재산의 실질적 순자산가치를 적정하게 반영할 수 있도록 하여야 한다. 기준가격은 수익증권의 판매가격, 환매가격, 해지가격이 되므로 기준가격이 신탁재산의 실질적 순자산가치를 제대로 반영하지 못하게 되면 운용손익의 수익자귀속원칙과 수익자균등대우라고 하는 투자신탁의 기본원칙이 무너지게 되기 때문이다.

마지막으로 환매를 포함한 증권투자신탁관계에서 위탁회사와 수탁회사 및 판매회사의 법적 지위를 명확하게 규정할 필요가 있다. 특히 수탁회사의 위탁회사에 대한 감시기능을 강화하여 수익자보호자로서 기능할 수 있도록 하는 한편, 투자신탁관계에서 비정상적인 상황이 발생하는 경우 등에 대비하여 수익자 자치를 위한 수익자집회제도의 도입을 적극 검토할 필요가 있다.