

## 수익자총회제도의 문제점과 개선과제

박 철 영

(법학박사, 증권예탁결제원)

### 【초 록】

간접투자기구는 그 법적 구조에 관계없이 투자자의 이익에 직접적이고 중대한 영향을 미치는 사항에 관하여는 투자자의 의사를 반영하는 것이 합리적이다. 그리고 계약형 간접투자기구인 투자신탁의 경우 투자회사에 비하여 민주적 절차와 자산운용의 투명성이 부족할 수 있다. 이러한 점을 감안하여 간접투자자산운용업법은 각 투자신탁별 수익자의 의사를 결정할 수 있는 수익자총회를 도입하였고, 이를 통하여 수익자의 이익 보호 외에 자산운용회사, 신탁회사 등과 수익자간 법적 분쟁의 발생과 이로 인한 거래비용의 증가를 방지하는 효과를 기대하였다. 그러나 현재 수익자총회는 수익자들의 인식 부족과 여러 가지 제도적인 문제로 인하여 당초 기대했던 수익자 보호기능은 발휘하지 못하고 오히려 투자신탁 운영의 효율성을 떨어뜨리고 있다.

향후 수익자총회가 제기능을 발휘하도록 하기 위해서는 무엇보다 수익자총회의 결의사항과 그 결의방법을 합리적으로 개선할 필요가 있다고 생각된다. 현재 수익자총회의 결의사항은 일부 불명확하고 불합리하게 규정되어 있는데, 신탁회사의 변경은 신탁회사간 영업양도나 합병이 아니라 자산운용회사에 의한 신탁회사의 교체에 한정되어야 하며, 자산운용회사의 변경 역시 영업양도나 합병이 아니라 특정 투자신탁만을 이전하는 경우로 한정되어야 할 것이다. 그리고 수익자의 의사를 실질적으로 반영할 수 있도록 지극히 형식화된 결의방법을 개선하고 수익자의 의결권행사방법을 다양화할 필요가 있다. 수익자총회의 결의의 어려움을 해소하기 위하여 도입한 연기수익자총회는 다수결의 원리에 반하고 총회결의를 형해화하는 것이므로 이를 폐지하고, 그 대신 의결권신탁제도 및 전자투표제도 등을 도입할 수 있을 것이다.

주제어 : 간접투자 / 간접투자기구 / 수익자총회 / 연기수익자총회 / 의결권신탁 / 전자투표제도

### 【차 례】

- I. 머리말
- II. 수익자총회제도의 개요
  1. 의 의
  2. 결의사항
  3. 총회의 소집 및 운영
  4. 기 타
- III. 수익자총회의 운영현황 및 문제점
  1. 운영현황
  2. 문제점
- IV. 수익자총회제도의 개선과제
  1. 결의사항의 합리화
  2. 결의방법의 합리화
  3. 의결권행사방법의 다양화
- V. 맺음말

## I. 머리말

2004년 3월 시행된 간접투자자산운용업법(이하 “자산운용업법”이라 한다)은 간접투자의 환경을 크게 개선하였다. 간접투자기구의 지배구조를 개선하고 공시 및 감시기능을 강화하는 한편 자산운용의 투명성을 제고하였으며, 자산운용대상을 유가증권 외에 실물자산 등으로 확대하고 상장지수간접투자기구(ETF)와 더불어 사모투자펀드(PEF), 종류형펀드(multiple-class fund) 등 다양한 종류의 간접투자기구를 도입함으로써 간접투자상품을 크게 다양화하였다. 그 결과 일반투자자들의 간접투자에 대한 관심과 신뢰가 크게 높아졌고, 특히 적립식펀드가 대중화되면서 본격적인 간접투자시대가 도래하게 되었다.

간접투자에 있어 이러한 변화와 발전이 가능하였던 것은 무엇보다도 자산운용업법 제정에 의하여 투자자보호의 수준이 크게 향상되었기 때문이라고 할 수 있다. 구체적으로는 위탁회사·자산보관회사 중심의 지배구조, 투자설명서·자산운용보고서 및 수시공시 등의 공시제도, 외부감사인에 의한 감독기능 등이 강화된 점을 들 수 있는데, 투자신탁에 대하여 수익자총회제도를 도입한 것도 중요한 특징의 하나이다. 수익자총회제도의 도입은 법인이 아닌 계약형 간접투자기구에 있어 매우 이례적인 일이라고 할 수 있는데, 이는 자산운용에 있어 ‘투자자 중심’이라는 기본원칙을 재확인하여 투자회사에 비하여 상대적으로 ‘민주적 절차’와 ‘운용의 투명성’이 부족하였던 투자신탁에 있어 최선의 투자자 보호수단을 강구하기 위한 것이었다.

그러나 그 동안 수익자총회제도를 운영해 본 결과 수익자들의 무관심 및 운영상의 각종 불편과 제약 등으로 인하여 당초 기대했던 투자자보호 기능은 별로 발휘되지 못하고, 오히려 투자신탁 운영의 효율성을 떨어뜨리고 있다는 비판을 받고 있다. 수익자총회는 투자신탁의 운영상의 일상적인 의사결정이 아니라 자산운용회사 또는 위탁회사의 변경, 투자신탁의 종류변경·합병·해지 등 중요한 사항에 대해서만 요구되는데, 실질적인 수익자의 동의절차라기 보다는 소모적 요식행위에 불과하기 때문에 투자신탁 구조개편에 걸림돌이 되고 있다는 것이다. 그럼에도 불구하고 수익자총회는 투자신탁 수익자들이 스스로 권익을 보호할 수 있는 가장 합리적인 대안이라고 할 수 있다. 1999년 대우사태를 계기로 발생한 대량 환매사태 등에서 경험하였듯이 비정상적인 상황에서는 충분히 그 역할을 다할 수 있을 것으로 생각된다. 그러기 위해서는 무엇보다도 수익자총회에 대한 수익자의 인식과 관심이 중요하지만, 제도적인 측면에서 각종 불합리와 불편 등을 개선하는 노력이 우선되어야 할 것이다. 이 글은 이러한 관점에서 그 동안 수익자총회 운영과정에서 확인된 법적 문제점을 검토하고 그 개선책을 제시해 보고자 한다.

## II. 수익자총회제도의 개요

### 1. 의 의

종래의 증권투자신탁에 있어서는 그 중요한 의사결정이 모두 위탁회사와 위탁회사간에서 이루어졌고 수익자는 환매제도를 통하여 투자신탁관계에서 이탈할 수 있었을 뿐 자신의 의사를 반영할 방법이 없었다. 그러나 간접투자기구는 그 법적 구조에 관계없이 투자자의 이익에 중대한 영향을 미치는 사항에 대하여는 투자자의 의사를 반영하는 것이 합리적이다. 또한 투자신탁은 투자회사에 비하여 민주적 절차와 운용의 투명성이 부족하였기 때문에 의사결정구조를 개선할 필요도 있었다. 이에 따라 자산운용업법은 투자신탁에 대해서도 투자회사의 주주총회에 상응하는 수익자총회를 두도록 하였다(법 제69조 제1항).

수익자총회란 투자신탁의 수익자 전원으로 구성되어 당해 투자신탁의 운영에 관한 수익자의 의사를 결정하는 회의체 조직이라고 정의할 수 있다. 그런데 투자신탁의 운영에 관한 의사

결정은 자산운용회사와 수탁회사간 신탁계약에 의하여 이루어지기 때문에 수익자가 수익자총회를 통하여 직접 의사결정에 참여할 수 있는 것은 아니다. 그리고 투자신탁은 당사자간 계약관계일 뿐 법인이 아니므로 법인의 의사를 결정하고 활동을 실현하는 기관은 본래부터 존재하지 않는다. 따라서 수익자총회가 투자신탁의 기관이 되는 것은 아니며, 그 결의는 단지 투자신탁의 운영에 관한 수익자의 동의절차라고 할 수 있다. 수익자의 이익을 보호하기 위하여 그 이해관계에 직접 영향을 미치는 사항에 대하여 동의를 받도록 하는 것이며, 전체 수익자에 대하여 개별적으로 동의를 받는 것이 현실적으로 불가능하기 때문에 총회의 형식을 빌려 간편히 처리하는 것이다. 자산운용업법은 이러한 투자신탁의 의사결정절차를 통하여 자산운용회사 또는 수탁회사와 투자자간 법적 분쟁의 발생과 이로 인한 거래비용의 증가가 방지될 수 있을 것으로 기대하였다.1)

이러한 수익자총회제도는 영국의 금융서비스시장법(FSMA)상 집합투자기구(collective investment scheme)인 투자신탁(unit trust)의 수익자총회제도를 본받은 것이다.2) 영국의 경우 투자자산의 종류 변경, 특정자산의 투자비율 변경, 수수료 상한의 인상, 운용회사·수탁회사의 권한 제한 등의 사항에 대하여 수익자총회의 결의를 받도록 하고 있는데,3) 자산운용회사나 수탁회사 또는 발행수익증권총수의 10분의 1 이상의 수익권을 가지는 수익자가 소집할 수 있도록 하고 있다.4)

## 2. 결의사항

수익자총회는 각 투자신탁별로 구성되므로 그 결의사항은 당해 투자신탁의 운영에 관한 사항, 그 중에서도 수익자의 이익에 직접적이고 중대한 영향을 미치는 사항에 한정된다. 수익자총회의 결의는 투자신탁기관으로서의 의사결정이 아니며, 일상적인 운영사항의 경우에는 비용의 증가만 초래할 뿐 수익자의 이익에 큰 영향을 미치지 않기 때문이다. 자산운용업법은 수익자총회의 결의사항을 법령 또는 신탁약관에서 정한 사항으로 제한하고 있다.

법령에서 정한 수익자총회의 결의사항은 (i) 자산운용회사, 수탁회사 등이 받는 신탁보수 또는 그 밖의 수수료의 인상, (ii) 수탁회사의 변경, (iii) 신탁기간의 변경, (iv) 투자신탁종류5)의 변경,6) (v) 자산운용회사의 영업양도, (vi) 개방형 투자신탁의 폐쇄형 투자신탁으로의 전환(이상 법 제31조 제2항, 영 제38조 제2항), (vii) 환매연기(법 제65조 제1항), (viii) 투자신탁의 해지(법 제105조 제2항 제5호), (ix) 투자신탁의 합병(법 제106조 제2항) 등 9가지이다. 이 밖에 신탁약관에 의하여 수익자총회의 결의사항으로 규정된 것은 없다.7)

## 3. 총회의 소집 및 운영

### (1) 총회의 소집

수익자총회는 결산기말에 정기적으로 소집할 필요는 없고8) 법령 또는 신탁약관에 규정된 사유가 발생된 때에 소집하면 되므로 정기총회와 임시총회의 구분이 없다. 원칙적으로는 자산운용회사가 소집하나, 수탁회사 및 발행수익증권총수의 100분의 5 이상을 보유한 수익자9)(이하 “소수수익자”라 한다)도 자산운용회사에 대하여 수익자총회의 소집을 요청할 수 있다(법 제70조 제1항, 제2항). 후자의 경우 자산운용회사는 1개월 이내에 수익자총회를 소집하여야 하는데, 자산운용회사가 정당한 사유없이 1개월 이내에 수익자총회를 소집하지 아니하는 경우에는 당해 수탁회사 또는 소수수익자가 금융감독위원회의 승인을 얻어 직접 소집할 수 있다(법 제70조 제3항). 특별히 수탁회사에 총회소집권을 부여한 것은 수탁회사가 단순한 자산보관자가 아니라 자산운용의 감시자로서 실질적으로 수익자의 이익을 보호할 수 있도록 하기 위함이다.

수익자총회의 소집의 방법과 절차, 소집지 등은 상법상 주주총회의 경우와 같다(법 제74조). 다만, 투자신탁의 수익자명부는 증권예탁결제원이 작성·관리하므로(법 제49조 제1항)10) 자산운용회사(수익자총회를 소집하는 수탁회사 또는 소수수익자를 포함한다)는 수익자총회의 소집통지를 증권예탁결제원에 위탁하여야 한다(법 제70조 제5항).

#### (2) 수익자의 의결권

수익자총회에 있어 수익자의 의결권은 상법상 주주의 의결권과 같아 상법의 규정이 준용된다(법 제74조). 따라서 수익증권 1좌마다 1개의 의결권이 부여되며(상법 제369조 제1항), 자신이 설정·운용하는 투자신탁의 수익증권을 소유한 자산운용회사는 그 의결권을 행사할 수 없다(동법 제369조 제2항). 또한 수익자총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 수익자도 의결권을 행사하지 못한다(동법 제368조 제4항). 다만, 수익자총회에서는 의결권의 불통일행사가 인정되지 않는다.

수익자총회에서도 대리인에 의한 의결권행사는 당연히 인정된다(법 제74조, 상법 제368조 제3항). 또한 상법상 주주총회에서와 같이 서면투표도 인정된다(법 제71조 제3항). 서면투표의 방법과 그 효과는 상법상 주주총회의 경우와 같다(법 제71조 제5항, 제6항).

#### (3) 결의방법

수익자총회의 결의요건은 상법상 주주총회의 결의요건과는 다르다. 상법은 1995년 개정시 주주들의 참석률 저조로 인하여 주주총회 자체가 불성립되는 문제를 방지하기 위하여 발행주식총수의 과반수의 출석이라는 의사정족수를 폐지하고 의결정족수만을 규정하고 있는데(상법 제368조 제1항, 제434조), 자산운용법에서는 후술하는 연기수익자총회를 도입하기 위하여 의사정족수요건을 부과하였다.

이에 따라 수익자총회는 발행수익증권총수의 과반수를 보유하는 수익자의 출석으로 성립되고, 출석한 수익자의 의결권의 3분의 2 이상과 발행수익증권총수의 3분의 1 이상의 찬성으로 결의한다(법 제71조 제2항). 수익자총회는 수익자의 이익에 중대한 영향을 미치는 사항만을 결의하기 때문에 상법상 주주총회의 특별결의와 같은 결의요건을 부과한 것이다.11) 의결권 없는 수익자(자산운용회사가 자신이 발행한 수익증권을 소유한 경우)가 가지는 수익증권의 수는 발행수익증권총수에 산입하지 아니하며, 특별한 이해관계가 있어 의결권을 행사할 수 없는 수익자의 의결권은 출석한 수익자의 의결권의 수에 산입하지 아니한다(법 제74조).

#### (4) 연기수익자총회

간접투자기구에 있어 투자자들은 그 운영에 직접 참여하기보다는 자산운용의 성과에만 관심을 갖는 투자성향을 갖고 있다. 회사형인 투자회사의 경우에도 단순한 투자수단(investment vehicle)에 불과하여 투자자는 주식회사 구성원(사원)이라는 인식이 거의 없고 단지 간접투자를 통한 안정적인 투자수익의 실현을 추구할 뿐인데, 계약형인 투자신탁의 경우에는 더욱 그러하다. 언제든지 환매 또는 증권시장에서의 양도를 통하여 투자자본을 회수하고 투자신탁에서 이탈할 수 있는 수익자로서는 수익자총회에서의 권리행사에 매우 소극적일 수밖에 없다. 투자대상 간접투자기구의 운영에 적극적으로 관여할 의사와 능력이 있다면 간접투자 대신 직접투자의 방법을 택하였을 것이다.12)

투자회사의 경우 이미 주주총회 결의의 어려움을 경험하고 있었기 때문에 수익자총회를 도입함에 있어서 이러한 문제의 해결책이 요구되었다. 수익자총회의 결의가 성립되지 않는 경우에는 환매연기, 투자신탁의 해지·합병 등을 할 수가 없어 수익자 전체의 이익에 중대한 영향을 미치게 되기 때문이다. 이에 자산운용법에는 수익자총회의 결의를 확보할 수 있는

법적 수단으로 총회를 연기하고 연기된 총회(이를 “연기수익자총회”라 한다)에서는 의사정족수 없이 출석한 수익자의 의결권만으로 결의할 수 있는 새로운 제도를 도입하였다. 연기수익자총회는 총회가 성립된 후 의사를 후일로 연기하는 상법상 주주총회의 연기(상법 제 372조 제2항)와 달리 수익자총회가 성립되지 않은 상태에서 재소집되는 새로운 수익자총회이므로 그 성질은 전혀 다르다. 이는 영국의 연기수익자총회(adjourned meeting of unitholders)제도를 본받은 것인데, 영국의 경우 원수익자총회(original meeting)의 개회예정 시각에서 30분이 경과할 때까지 의사정족수(2명)가 충족되지 않으면 의장은 수익자총회를 연기하여야 하며,<sup>13)</sup> 연기총회에서는 개회예정시각에서 15분이 경과할 때까지 1명 이상의 수익자가 출석하면 의사정족수가 충족된 것으로 간주한다.<sup>14)</sup>

자산운용회사는 수익자총회의 개회예정시각에서 1시간이 경과할 때까지 발행수익증권총수의 과반수가 출석하지 아니하여 총회가 성립되지 않는 경우에는 수익자총회를 연기할 수 있다(법 제72조 제1항). 이 경우 자산운용회사는 그 날부터 2주 이내의 날에 연기된 수익자총회를 다시 개최하여야 한다(법 제72조 제2항 전단). 연기수익자총회는 수익자총회를 재소집하는 것이므로 출석한 수익자로서 성립한다는 뜻을 명시하여 회일의 1주 전<sup>15)</sup>까지 별도의 소집통지를 하여야 한다(법 제72조 제2항 후단).<sup>16)</sup> 연기수익자총회는 원수익자총회와 동일한 총회가 아니라 새로 소집되는 총회이므로 의안이 반드시 동일할 필요는 없다. 그러나 수익자를 확정하는 기준일은 원수익자총회와 동일할 수밖에 없으므로 원수익자총회에서 의결권을 행사할 수 있는 자만 의결권을 행사할 수 있게 된다. 연기수익자총회에서도 개회예정시각에서 1시간이 경과할 때까지 발행된 수익증권총수의 과반수가 출석하지 않는 때에는 출석한 수익자의 수익증권총수로서 수익자총회가 성립된 것으로 본다(법 제72조 제3항 전단). 따라서 수익자 1인 이상이 출석하면 수익자총회가 성립되며, “발행수익증권총수의 3분의 1(신탁약관상 결의사항인 경우에는 4분의 1) 이상의 찬성”이라는 요건없이 “출석한 수익자의 의결권의 3분의 2(신탁약관상 결의사항인 경우에는 과반수) 이상의 찬성”으로만 결의된다(법 제72조 제3항 후단).

#### 4. 기 타

##### (1) 반대수익자의 수익증권매수청구권

투자신탁의 합병이나 신탁기간의 변경, 투자신탁의 종류 변경 등은 수익자의 이해관계에 중대한 영향을 미친다. 따라서 이에 관한 수익자총회의 결의에 반대하는 수익자는 투자자금을 회수하고 투자신탁관계에서 벗어날 수 있도록 할 필요가 있다. 수익자는 수익증권 환매청구에 의하여 동일한 목적을 달성할 수도 있다. 그러나 투자회사의 주주와 마찬가지로 수수료 기타 비용 없이 수익증권을 자산운용회사에 매각할 수 있도록 할 필요도 인정되기 때문에 자산운용법은 수익자총회의 결의에 반대하는 수익자에게 수익증권매수청구권을 인정하였다.

수익증권매수청구권은 수익자총회의 결의사항 전부가 아니라 합병과 신탁약관의 변경에 관한 결의에 한하여 인정된다(법 제73조 제1항). 수익증권매수청구권의 행사방법 및 절차는 상법상 주식매수청구권의 경우와 같다. 다만, 자산운용회사는 매수청구기간이 만료한 날로부터 15일 이내<sup>17)</sup>에 수익증권을 매수하여야 한다(법 제73조 제3항). 이 경우 자산운용회사는 당해 투자신탁재산으로 수익증권을 매수하여야 하기 때문에 수익증권 환매와 동일한 결과가 된다. 따라서 자산운용회사는 환매방법과 동일한 방법으로 수익증권을 매수하여 이를 소각한다(법 제63조 및 제64조). 그러나 환매의 경우와 달리 자산운용회사는 수익자에 대하여 매수에 따른 수수료 그 밖의 비용을 부담시킬 수 없다(법 제73조 제2항). 수익증권

의 매수자금이 부족하여 매수에 응할 수 없는 자산운용회사는 금융감독위원회의 승인을 얻어 수익증권의 매수를 연기할 수도 있다(법 72조 제3항 단서).

## (2) 종류수익자총회

종류형투자신탁(multiple-class fund)18)에 대하여는 본래의 수익자총회 대신 종류수익자총회가 개최되어야 한다. 종류수익자총회는 법령 또는 신탁약관에 의하여 수익자총회의 결의를 요하는 경우로서 어느 종류의 수익증권의 수익자만 이해관계를 가지는 경우 그 종류의 수익자만으로 개최되는 수익자총회를 말한다(법 제138조 제2항). 이는 이해관계가 같은 수익자만으로 수익자총회를 개최함으로써 그 결의를 용이하게 하고 사무를 간소화하기 위한 것이다. 결의방법은 통상의 수익자총회의 경우와 같다.

투자신탁의 종류수익자총회는 상법상 주식회사의 종류주주총회(상법 제435조)와는 성질이 전혀 다르다. 상법상 종류주주총회는 주주총회의 결의 외에 당해 종류주주로 구성되는 종류주주총회의 결의를 추가적으로 요구하는 것이나, 종류수익자총회는 해당 투자신탁의 전체 수익자로 구성되는 수익자총회에 갈음하여 수익증권 종류별로 수익자총회를 개최할 뿐이다.

## (3) 회의결과의 공시

자산운용회사는 수익자총회의 의사록을 본점 및 판매회사의 영업소에 비치하여야 하고(법 제102조 제1항), 그 결의내용을 수시공시의 방법(영 제101조)에 따라 지체없이 수익자에게 공시하여야 하며(법 제122조 제4호), 이를 수탁회사보고서에 기재하여 수익자에게 제공하여야 한다(법 제123조 제1항 제3호). 또한 수익자총회 결의사항 중 신탁약관의 변경에 관한 사항은 모든 수익자에게 통지하여야 한다(법 제31조 제3항).

## III. 수익자총회의 운영현황 및 문제점

### 1. 운영현황

수익자총회는 결산기말의 정기총회가 없고 9가지의 법정결의사항에 한하여 개최되기 때문에 그 개최빈도가 매우 낮다. 2004년 3월부터 2005년 11월까지 20개월간 개최된 수익자총회는 모두 78건에 불과하였고, 그 중 공모투자신탁의 수익자총회는 21건에 불과하였다.19) 또한 연기수익자총회를 개최한 경우는 2건밖에 없었고,20) 대부분 수익자에 대하여 위임장 또는 서면에 의한 의결권행사를 권유하여 결의요건을 충족시켰다. 수익자총회 개최사유의 대부분은 수탁회사의 변경(32건)과 신탁보수의 변경이었고, 자산운용회사의 변경이나 투자신탁의 합병 등의 사유로 수익자총회를 개최한 경우는 없었다.

수익자총회의 소집절차는 상법상 주주총회의 경우와 같아서 약 5주의 기간이 소요된다. 자산운용회사는 수익자총회에서 의결권을 행사할 수익자를 정하기 위하여 기준일을 정하고, 그 2주 전에 이를 공고하여야 하며, 수익증권의 대부분이 예탁되어 있기 때문에 증권예탁결제원에 기준일을 통보하여 실질수익자명부를 작성하게 하여야 한다(표준투자신탁약관 제18조). 증권예탁결제원은 기준일을 통보를 받은 날로부터 6일까지21) 수익증권의 판매회사이자 예탁자인 증권회사 등으로부터 실질수익자명세를 통보받아 실질수익자명부를 작성하고, 총회일의 2주 전까지 수익자명부상 수익자 및 실질수익자에게 수익자총회의 소집을 통지한다. 만약 의사정족수가 충족되지 아니하여 연기수익자총회를 개최하여야 하는 경우에는 그 소집통지에 1주일이 더 소요된다.

수익자총회의 개최에 소요되는 비용은 모두 투자신탁재산에서 부담하기 때문에 그 비용은 투자신탁재산 운용수익률에 직접 영향을 미치게 된다. 수익자총회를 개최함에 있어 가장 주된 비용요인은 2회의 통지(소집 및 결과의 통지)인데, 투자신탁별 수익자의 수를 감안할 때 그 비용은 그리 크지 않은 수준이다.22)

## 2. 문제점

### (1) 결의사항의 불합리

#### 1) 수탁회사의 변경

자산운용업법은 수익자총회의 결의가 필요한 신탁약관 변경사유의 하나로 “수탁회사의 변경”을 규정하고 있다(법 제31조 제2항). 수탁회사는 단순히 신탁재산을 보관하는 것이 아니라 수익자 보호를 위하여 투자신탁재산의 운용에 대한 감시기능을 수행하는 자이므로 이를 변경하는 경우 수익자의 동의를 받도록 한 것이다.

실제로 수탁회사가 변경되는 경우에는 (i) 자산운용회사가 수탁회사의 정상적 업무 수행이 곤란하다고 판단하는 경우, (ii) 자산운용회사와 수탁회사가 계열회사관계가 되는 경우,<sup>23)</sup> (iii) 수탁회사가 다른 회사와 합병하는 경우, (iv) 수탁회사가 그 영업을 양도하는 경우, (v) 금융감독위원회가 수탁회사의 등록을 취소하면서 업무인계명령을 하는 경우(법 제170조) 등이 있다. 그런데 자산운용업법은 단지 “수탁회사의 변경”이라고만 규정함으로써 그 사유를 불문하고 모든 경우에 수익자총회 결의가 필요한 것으로 해석되는 문제가 있다.

그러나 수탁회사의 합병 및 영업양도는 자산운용회사의 의사와 관계없이 수탁회사간 의사결정에 의하여 이루어지기 때문에 수익자가 이에 직접 개입할 수 있는 근거가 없을 뿐만 아니라 사실상 수익자총회의 동의절차를 거칠 수도 없다. 수익자총회의 결의는 신탁약관의 변경 절차로서 합병 후 존속회사 또는 신설회사 및 영업양수인인 수탁회사를 대상으로 하게 되는데, 이 때는 이미 합병 또는 영업양도의 효력이 발생한 후이므로 사실상 동의절차로서 의미가 없기 때문이다. 한편 금융감독위원회의 업무인계명령은 수익자 보호를 위하여 자산운용회사 및 수탁업무를 인수할 수탁회사의 동의를 득한 후 하는 것이므로 따로 수익자의 동의 절차를 거치도록 하는 것은 불필요하다.

#### 2) 자산운용회사의 영업양도

자산운용업법은 투자신탁의 설정자로서 투자신탁재산 운용주체인 자산운용회사가 변경되는 경우를 예상하여 “자산운용회사의 영업양도”를 수익자총회의 결의사항으로 규정하고 있다(영 제38조 제2항 제2호). 투자신탁재산의 운용주체가 변경되는 경우 자산운용원칙이 달라짐으로써 수익자의 이익에 중대한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

실제로 자산운용회사가 변경되는 경우에는 영업양도 외에 (i) 자산운용회사와 다른 회사가 합병하는 경우, (ii) 자산운용회사가 특정 투자신탁만을 다른 자산운용회사로 이전하는 경우, (iii) 금융감독위원회가 자산운용회사의 허가를 취소하면서 업무인계명령을 하는 경우(법 제170조) 등이 있다. 수익자의 이익에 영향을 미친다는 점에서 보면 업무인계명령의 경우를 제외하고는 일면 모두 수익자총회의 결의가 필요할 수 있다. 그러나 수익자총회의 본질 및 실무적인 면을 감안하면 자산운용회사의 영업양도에 대하여 수익자총회의 결의를 요구하는 것은 타당하지 못하다. 수익자총회는 투자신탁 단위로 구성되어 그 결의사항은 당해 투자신탁의 운영에 관한 사항에 한정되고, 자산운용회사의 영업양도에 대하여 수익자총회의 결의를 거치도록 한다면 이를 승인하는 자산운용회사의 주주들의 의사와 충돌될 수 있으며, 또한 많은 경우에는 100개 이상의 투자신탁별로 수익자총회를 개최하여야 하기 때문이다. 자산운용회사가 합병하는 경우에도 마찬가지이다.<sup>24)</sup> 그럼에도 불구하고 자산운용업법은 본래 수익자총회의 결의대상이 아닌 “자산운용회사의 영업양도”를 규정함으로써 영업양도와 합병에 대하여 적용상의 혼란을 초래하는 반면, 특정 투자신탁의 이전과 같이 실제로 필요성이 인정되는 경우에는 그 결의대상에서 제외하는 모순을 초래하고 있다.

### (2) 결의방법의 불합리

## 1) 수익자총회의 성립요건

자산운용업법은 수익자총회에 대하여 상법상 주주총회의 경우와 달리 “발행수익증권총수의 과반수를 보유하는 수익자의 출석”이라는 성립요건을 규정하고 있다(법 제71조 제2항 전단). 다수결의 원리에 의한 단체의 의사결정에 있어 의결권의 과반수를 보유하는 구성원의 출석이라는 요건은 당연한 것일 수 있다. 그러나 구성원이 널리 분산되어 있는 단체에서는 총회 자체가 성립되지 못하는 문제를 방지하기 위하여 1995년 개정상법과 같이 의사정족수를 폐지하고 발행주식총수의 일정수 이상의 찬성을 요하여 결의의 실질에는 차이가 없도록 하는 방식으로 의결정족수만을 규정하는 것도 가능하다. 자산운용업법도 수익자총회의 결의요건을 상법상 주주총회의 특별결의요건과 동일하게 “출석한 수익자의 의결권의 3분의 2 이상과 발행된 수익증권총수의 3분의 1 이상”으로 규정하고 있기 때문에(법 제71조 제2항 후단) 수익자총회의 성립요건으로 의사정족수를 따로 규정할 이유는 없다. 그럼에도 불구하고 자산운용업법은 특별히 의사정족수를 규정하고 있는데, 이는 실질적인 필요에 의한 것이 아니라 연기수익자총회를 도입하기 위한 수단으로서 지극히 형식적인 것이라는 문제가 있다.

연기수익자총회의 핵심은 원래의 수익자총회 결의요건을 완화한 새로운 결의요건(발행된 수익증권총수와 관계없이 출석한 수익자의 의결권의 3분의 2 이상의 찬성)을 적용하는 것이다. 자산운용업법은 이러한 예외가 인정될 수 있는 경우로서 수익자총회 자체의 불성립이라는 특수한 상황을 상정하였고 이를 위해 의사정족수라는 성립요건을 규정하였다. 그러나 후술하는 바와 같이 연기수익자총회에서의 결의요건 완화는 부당한 것이며, 설사 결의요건을 완화한다고 하더라도 반드시 총회가 불성립될 것을 전제로 할 필요는 없는 것이다. 따라서 “발행된 수익증권총수의 3분의 1 이상”의 찬성을 요하는 결의요건하에서 오직 연기수익자총회의 도입을 위하여 규정된 의사정족수는 불필요하고 부당한 요건이라고 생각된다.

## 2) 연기수익자총회의 결의요건

수익자총회가 의사정족수 미달로 연기되는 경우 연기수익자총회는 의결권의 수에 관계없이 1인의 수익자의 출석만으로 성립되고 결의될 수 있다. 이 때의 결의에서는 “발행된 수익증권총수의 3분의 1 이상의 찬성”이라는 요건이 적용되지 않고 “출석한 수익자의 의결권의 3분의 2 이상의 찬성”만으로 결의되기 때문에 출석자가 찬성한다면 무조건 결의가 성립된다. 따라서 자산운용회사는 대다수 수익자들의 불참에 관계없이 의안을 사실상 100% 처리할 수 있게 된다. 이러한 결의방법은 투자신탁 운영상의 불확실성을 제거한다는 점에서 긍정적인 면도 있다. 그러나 이러한 결의로써 과연 수익자들의 동의가 있었다고 볼 수 있는지, 또한 수익자총회가 그 도입취지에 따라 제 기능을 수행할 수 있는지 의문이다.

영국의 경우 투자신탁의 수익자총회 및 연기수익자총회는 금융서비스시장법(FSMA)에 의하여 운영되고 있으나, 그 결의방법은 회사법(Company Act 1985)상 주주총회의 결의방법을 따르고 있다. 주주총회는 정관에 정함이 있는 경우 개회예정시각에서 30분이 경과할 때까지 의사정족수(2인)<sup>25)</sup>가 충족되지 않으면 출석주주의 동의 하에 다음 주의 같은 날, 같은 장소와 같은 시각으로 연기될 수 있고,<sup>26)</sup> 이 연기총회는 정관에 정함이 있는 경우 1인 이상의 출석만으로 성립된다.<sup>27)</sup> 그러나 2인 또는 1인의 의사정족수는 어디까지나 총회의 개회에 필요한 정족수일 뿐 결의에는 영향을 미치지 아니하여 보통결의에는 의결권의 과반수,<sup>28)</sup> 특별결의에는 4분의 3이상의 찬성을 요한다.<sup>29)</sup> 집합투자기구의 경우에도 이와 마찬가지로 연기총회의 의사정족수를 1인으로 정하고 그 결의방법을 특별결의로 정하였을 뿐<sup>30)</sup> 결의요건을 완화하는 특례를 규정하지는 않았다.

그러나 자산운용업법은 영국의 연기수익자총회의 결의방법을 오해한 나머지 연기수익자총회의 의사정족수를 완화하면서 그 결의마저도 출석한 수익자의 의결권만으로 할 수 있도록 하였다. 1인의 수익자만으로도 할 수 있는 이러한 결의는 다수결의 원리를 완전히 무시한 것으로서 전체 수익자의 동의가 있었다고 볼 여지가 없는 허구적인 결의이다. 다수의 사람으로 구성되는 단체의 의사결정에 있어서는 ‘결의의 대표성’이 인정되어야 하며,<sup>31)</sup> 다수결이란 소수의 양해하에 다수의 의사를 전체의 의사로 의제하는 방법으로서 일반적으로 전체 구성원의 과반수의 출석이 전제된다.<sup>32)</sup> 전체 구성원의 과반수에 미달하는 일부 구성원만으로 써는 전원일치라고 하더라도 다수결의 본래 명분을 달성할 수가 없기 때문이다. 일반적인 단체가 아니라 사원이 분산된 대규모 주식회사에 있어서는 주주의 과반수 출석을 기대하기 어려워 이를 지키기가 어렵고, 그 결과 1995년 개정상법과 같이 의사정족수를 폐지하는 것이 합리적일 수 있으나, 이 경우에도 다수결의 기본정신은 당연히 유지되어야 한다. 그래서 1995년 개정상법은 의사정족수만을 폐지하였을 뿐 결의에 찬성하는 주주의 수는 종전과 차이가 없도록 발행주식총수의 4분의 1(보통결의) 또는 3분의 1(특별결의) 이상 다수의 찬성이 있을 것을 요구하였다. 다수결의 원칙도 일정한 예외가 인정될 수는 있으나, 전체의 의사로 인정할 만한 다수의 찬성이 있어야 할 것이다. 그렇지 못한 현행 연기수익자총회의 결의방법은 수익자총회를 형해화하여 투자신탁의 민주적 절차와 운용의 투명성을 확보하고자 하는 법의 취지를 몰각시킬 뿐이다.

### (3) 투자회사와의 차별

자산운용업법은 기능별 규제원칙을 적용하여 투자신탁과 투자회사간에서는 법적 성질의 차이에서 비롯되는 점을 제외하고는 그 운영상 동일한 수준의 규제를 적용하고자 하였다.<sup>33)</sup> 그러나 수익자총회와 주주총회는 권리행사 면에서 몇 가지 차이가 있다.

첫째, 투자회사의 주주총회에서는 상법상 주주제안권(상법 제363조의2)과 의결권의 불통일 행사(상법 제368조의2)가 인정되나, 투자신탁의 수익자총회에서는 이들 권리가 인정되지 않는다.<sup>34)</sup> 수익자에게는 이를 인정할 실익이 별로 없다고 보아 수익자총회 운영의 간소화를 도모한 것이다. 둘째, 투자회사의 경우 증권거래법상 실질주주제도(동법 제174조의7 및 제174조의8)에 의하여 예탁주권의 실질주주가 주주총회에서 의결권을 행사하게 되나, 투자신탁의 경우에는 이러한 제도가 마련되어 있지 않기 때문에 예탁수익증권의 실질수익자는 신탁약관에 의하여 작성되는 실질수익자명부에 의하여 의결권을 행사하게 된다. 실무적으로는 실질소유자가 의결권을 행사할 수 있는 점에서 차이가 없으나, 투자신탁 관계인간 계약에 의하여 작성하는 서류(실질수익자명부)가 수익자명부와 같은 법적 효력을 가질 수 없는 문제가 있다.<sup>35)</sup> 셋째, 투자회사의 주주총회에서는 자산운용회사의 요청에 의하여 예탁주식수의 범위 내에서 증권예탁결제원이 shadow voting의 방법으로 의결권을 행사할 수 있으나(증권거래법 제174조의6 제4항·제5항), 투자신탁의 수익자총회에서는 이러한 의결권행사방법이 인정되지 않는다.

이와 같은 차별은 주식회사와 신탁계약이라는 법적 성질의 차이에 의한 것이 아니라 입법정책에 의한 것이다. 그러나 투자신탁의 수익자와 투자회사의 주주에게 증권거래법상 예탁제도의 이용을 의무화하면서 서로 다른 법적 지위를 부여하는 것은 부당한 차별이라고 할 수 밖에 없다. 또한 총회에서의 결의 불성립의 문제를 해결하기 위한 수단으로 널리 이용되고 있는 예탁유가증권의 shadow voting제도를 투자신탁에 대해서만 인정하지 않는 것도 합리적인 이유가 없으므로 역시 부당한 차별이라고 할 수 있다. 투자신탁에 있어 증권예탁결제원의 shadow voting제도를 이용할 경우 연기수익자총회의 개최에 소요되는 1주 내지 2주의

시간과 소집통지 등의 비용을 절감할 수 있는 이점이 있다.

#### IV. 수익자총회제도의 개선과제

##### 1. 결의사항의 합리화

###### (1) 수탁회사 변경사유의 특정

수익자의 이익 보호라는 관점에서 볼 때 투자신탁의 수탁회사 변경은 원칙적으로 수익자총회의 결의사항이라고 할 수 있다. 그러나 투자신탁계약상 수익자가 직접 수탁회사의 내부 의사결정에 관여할 수는 없기 때문에 앞서 검토한 바와 같이 수탁회사가 변경되는 모든 경우, 특히 수탁회사의 합병이나 영업양도의 경우 수익자총회의 결의를 요구할 수 없는 것이 사실이다.

자산운용업법이 수탁회사의 변경을 수익자총회의 결의사항으로 한 취지는 자산운용회사가 투자신탁재산 운용에 대한 감시기능을 수행하는 수탁회사를 임의적으로 교체함으로써 수익자의 이익을 해하는 것을 방지하기 위함이다. 이러한 취지를 감안하면 수익자총회의 결의를 요하는 수탁회사의 변경은 자산운용회사의 의사에 의하여 수탁회사가 교체되는 경우에 한정하는 것이 타당하다. 수탁회사의 합병이나 영업양도는 자산운용회사의 의사와 관계없이 이미 변경된 사실을 신탁약관에 기재하는 데에 불과하므로 이에 해당하지 않는다. 현행 자산운용업법의 규정(법 제31조 제2항)은 이러한 뜻을 명확히하여 자산운용회사에 의한 수탁회사의 변경만을 규정하도록 개정할 필요가 있다.

###### (2) 자산운용회사 변경사유의 수정

수탁회사 변경의 경우와 마찬가지로 투자신탁의 위탁자인 자산운용회사의 변경 역시 원칙적으로 수익자총회의 결의사항이라고 할 수 있다. 그러나 앞서 검토한 바와 같이 자산운용회사의 합병이나 영업양도에 관하여 수익자총회의 결의를 요구하는 것은 매우 불합리하고 또 현실적으로 수용할 수도 없기 때문에 실제로는 특정 투자신탁계약만을 다른 자산운용회사에 이전하는 경우로 한정하는 것이 타당하다.

현행 자산운용업법은 “자산운용회사의 영업양도”를 규정하고 있으나(영 제38조 제2항 제3호), 그 연혁을 살펴보면 ‘특정 투자신탁계약의 이전’을 잘못 표현한 것으로 생각된다. 즉, 자산운용업법 제정 전 표준신탁약관은 “위탁회사는 수탁회사와 협의하여 해당 투자신탁에 관한 영업을 다른 회사에 양도할 수 있다”고 규정하고 있었는데(구표준신탁약관 제32조), 여기서의 양도의 대상은 위탁회사의 영업(자산운용업) 자체가 아니라 그 재산의 일부인 특정 투자신탁계약상의 지위이다. 자산운용업법은 이를 “영업양도”로 잘못 규정함으로써 본래 의도와는 달리 상법상의 영업양도를 포함시키는 반면 본래 의도했던 특정 투자신탁계약의 이전은 법적으로는 영업양도에 해당되지 않기 때문에<sup>36)</sup> 결의사항에 포함되지 않는 것으로 해석되는 결과를 초래하고 있다. 따라서 현행 자산운용업법의 규정은 그 본래 의도에 맞게 특정 투자신탁계약의 이전만을 규정하도록 개정할 필요가 있다.

그런데 이와 같이 자산운용회사의 합병이나 영업양도는 수익자총회의 대상이 아니라고 할 경우 수익자의 이익을 어떻게 보호할 것인지가 문제된다. 생각건대, 수익자는 자산운용회사에 대하여 채권자와 유사한 지위에 있다고 할 수 있으므로 상법상 주식회사의 채권자보호절차(상법 제232조)와 유사한 보호수단을 마련할 수 있을 것으로 생각된다. 즉, 합병이나 영업양도에 이의 있는 수익자는 일정한 기간(1월) 내에 이의를 제출할 수 있도록 하고, 이의를 제출한 수익자에 대하여는 총회결의에 반대하는 수익자의 경우(법 제73조)와 같이 자산운용회사가 수익증권을 매수하도록 하면 어느 정도 수익자의 불이익을 방지할 수 있을 것이다.

## 2. 결의방법의 합리화

### (1) 연기수익자총회의 폐지

자산운용업법은 영국의 수익자총회제도를 오해한 나머지 연기수익자총회에 대하여 총회의 의사결정원리에 맞지 않는 결의요건을 적용하고 있다. 그와 같은 허구적 결의에 의해서는 수익자의 동의가 인정될 수 없으므로 연기수익자총회는 즉시 폐지되어야 한다. 후술하는 의결권신탁제도 내지 전자투표제도가 도입·활용된다면 수익자총회의 결의의 어려움이 해소될 수 있을 것이므로 이를 폐지하더라도 크게 문제는 없을 것으로 생각된다.

의결권신탁제도 내지 전자투표제도가 도입되고 활성화될 때까지는 과도기적으로 증권예탁결제원의 shadow voting제도를 이용할 수 있을 것이다. 투자회사의 경우에는 종래부터 이 제도를 이용하고 있었으며, 자산운용업법에 의하여 연기주주총회가 도입된 이후에도 부분적으로 이를 이용하고 있다.<sup>37)</sup> 물론 shadow voting제도 역시 총회 구성원의 의사에 의하지 않고 결의를 성립시키고 또 의사결정을 왜곡시키는 등의 문제가 있기 때문에<sup>38)</sup> 지속적으로 그 폐지가 논의되고 있다. 이는 자산운용업법이 투자신탁에 대하여 shadow voting제도를 택하지 않고 연기수익자총회를 도입한 이유이기도 하다. 그러나 shadow voting제도는 이러한 문제점에도 불구하고 현재까지 많은 주식회사에서 주주총회의 결의를 성립시키는 중요한 수단으로 활용되고 있고, 앞으로도 서면투표제도 및 전자투표제도가 충분히 활성화되기 전까지는 상당한 기간 동안 유지될 것으로도 예상된다. shadow voting의 경우 총회에 직접 출석하지 않는 자가 묵시적으로 증권예탁결제원에 의결권행사를 위임한 것으로 볼 수 있고<sup>39)</sup> 이에 의하여 다수의 의결권이 실제로 행사되기 때문에 연기수익자총회에 비하여 총회의 결의가 형식화·허구화되는 문제는 덜하다고도 할 수 있다.

### (2) 의사정족수의 폐지

모든 단체의 결의방법이 공통되는 것은 아니나, 수익자총회의 결의요건이 상법상 주주총회의 결의요건과 동일하므로 사실상 의미가 없는 의사정족수는 폐지하는 것이 합리적일 것이다. 의사정족수를 도입한 이유가 되었던 연기수익자총회 또한 폐지되어야 할 것이므로 특히 이를 유지할 이유는 없다.

## 3. 의결권행사방법의 다양화

### (1) 의결권신탁제도의 도입

의결권신탁(voting trust)이란 의결권의 통일된 행사방법으로 고안된 것으로서<sup>40)</sup> 신탁계약에 의하여 주주가 수탁자(trustee)에게 자신의 주식을 일정기간 양도하고 수탁자는 계약의 내용에 따라 주식의 의결권과 기타의 권리를 행사하는 제도를 말한다.<sup>41)</sup> 이는 수탁자에 의한 의결권의 행사를 주된 목적으로 하는 주식의 신탁으로서 의결권만의 신탁은 아니다. 따라서 주식의 소유권이 수탁자에게 이전되어 수탁자가 회사에 대하여 의결권과 기타의 권리를 행사하고, 신탁주식의 실질소유자인 수익자(beneficiary owner)는 수탁자를 통하여 자신의 권리를 행사하고 수령하게 된다. 수익자는 수탁자가 발행하는 의결권신탁증서(voting trust certificate)라는 수익증권에 의하여 자신의 권리를 양도할 수 있게 된다. 미국의 경우 모범회사법(RMBCA) 및 많은 주의 제정법이 이를 명문으로 규정하고 있고 폐쇄회사뿐만 아니라 공개회사에서도 이용되고 있으나,<sup>42)</sup> 우리나라의 경우 그 유효성이 인정됨에도 불구하고 실제로는 거의 이용되고 있지 않고 있다.

이러한 의결권신탁은 회사지배권 확보를 목적으로 많이 이용되고 있는데, 다수의 소수파가 수탁자를 통하여 의결권을 집합하고 이를 통일적으로 행사함으로써 자신의 이익을 보호하는 수단으로 활용될 수도 있다. 따라서 자산운용업법상 수익자총회의 의결권행사방법으로도 이

용할 수 있다고 생각된다. 즉, 수익자가 수익자총회에서 의결권행사를 통하여 자신의 이익을 보호함에 있어 그 의결권을 효과적으로 행사할 수 있는 판매회사를 수탁자로 지정하여 수익증권의 신탁계약을 체결하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 우리나라의 경우 수익증권의 발행·유통·권리행사는 대부분 증권회사 등 판매회사를 통하여 이루어지고 있고, 수익증권은 발행시부터 일괄예탁의 방법으로 증권예탁결제원에 예탁되어 대부분 만기 또는 환매·해지시 까지 예탁결제제도의 적용을 받고 있다. 즉, 판매회사로부터 수익증권을 취득하는 수익자는 이를 직접 보유하지 않고 판매회사에 예탁하고 판매회사는 이를 다시 증권예탁결제원에 예탁한다. 신탁약관에 의하여 관계인 간에서는 수익증권을 예탁한 수익자가 실질수익자로서의 권리가 인정되나, 기타의 권리는 예탁결제제도에 의하여 판매회사 및 증권예탁결제원을 통하여 행사하게 된다. 이와 같은 수익증권의 예탁의 법률관계는 증권거래법에 의하여 혼장임치로 구성되어 있으나, 그 내용면에 있어서는 신탁과 다르지 않고<sup>43)</sup> 사실상 모든 수익증권이 신탁적 구조에 의하여 관리되고 있다고 할 수 있다. 그렇다면 수익자가 투자신탁에 관한 충분한 정보없이 의결권을 행사하거나 아예 무관심하여 행사하지 않는 것보다는 이미 형성되어 있는 신탁적 구조를 이용하여 판매회사가 수익자를 위하여 행사하게 하는 방법이 보다 합리적일 수 있다. 판매회사는 자신이 판매업무를 수행하는 투자신탁에 관한 각종 정보를 취득·관리하므로 수익자총회의 결의사항에 대하여 수익자에게 유리한 판단을 할 수 있는 입장에 있는 점도 활용할 수 있다. 의결권신탁을 이용하면 수익자는 보다 효율적으로 자신의 이익을 보호할 수 있고 자산운용회사는 수익자총회 결의의 어려움을 해소할 수 있을 것이다.

## (2) 전자투표제도의 도입

현재 상법 개정과 관련하여 주주들의 의결권행사의 용이, 주주총회의 활성화 및 주주총회 비용의 절감 등을 위하여 의결권행사의 전자화, 즉 전자투표제도의 도입이 논의되고 있다. 전자투표제도의 내용은 현행 서면투표제도와 유사하여 '서면투표의 전자화'라고 할 수도 있다. 그러나 전자투표제도는 단지 서면의 전자화에 그치지 않고 주주의 권리행사의 전자화라는 큰 틀 속에서 소집통지의 전자화 및 위임장 권유의 전자화까지 포함하는 것으로 도입이 추진되고 있다.<sup>44)</sup>

자산운용업법상 수익자총회에 있어서도 의결권행사방법은 상법상 주주총회의 경우와 동일하다. 현재 자산운용업법은 상법상 서면투표제도와 동일한 내용을 규정하고 있는데, 전자투표의 법적·실무적 인프라가 제공되는 경우에는 전자투표제도로 발전되어야 할 것이다. 전자투표제도하에서는 주주 또는 수익자가 특정 전자투표관리기관이 운영하는 전자투표시스템을 통하여 본인임을 인증받아 의결권을 행사하게 된다. 수익증권의 경우 수익자명부가 증권예탁결제원에 의하여 일원적으로 관리되고 있기 때문에 주주총회의 경우보다 효율적으로 전자투표업무가 처리될 수 있다. 따라서 상법상 전자투표제도가 도입되는 경우 또는 이와 별개로 자산운용업법에 의하여 전자투표제도를 도입할 필요가 있다. 위에서 검토한 의결권신탁제도가 도입될 경우 수익자가 직접 의결권을 행사할 가능성은 낮아질 것이나, 이 경우에도 위임장에 의하여 수익자가 의결권을 행사할 수 있고 수탁자인 판매회사도 수익자총회에 직접 참석하지 않고 전자투표의 방법으로 의결권을 행사하는 것이 편리할 것이므로 전자투표제도는 여전히 필요할 것이다.

## (3) 서면결의의 허용

자산운용업법은 30인 미만의 투자자를 대상으로 모집·매출 외의 방법으로 수익증권을 발행하는 사모간접투자기구에 대해서는 그 성질상 공시, 외부감사, 기준가격공고 등의 규제를

적용하지 아니한다(법 제175조). 수익자총회에 있어서도 수익자 전원이 동의하는 경우에는 2주 전 소집통지에 관한 규정(법 제70조 제4항)을 적용하지 아니하여 개최절차를 간소화하고 있다.

그러나 대부분의 사모투자신탁의 수익자가 10명 미만인 점을 고려하면 수익자총회의 개최도 반드시 요구할 것은 아니라고 생각된다. 수익자 전원이 동의하는 경우라면 상법상 유한회사의 경우에 인정되는 서면결의를 허용할 필요가 있다. 서면결의에는 총사원이 서면결의(결의방법)에 동의하여 서면에 결의의 목적사항별 찬부를 표시하여 결의하는 방법(좁은 의미의 서면결의, 상법 제577조 제1항)과 총사원이 서면으로 결의의 목적사항(결의내용)에 찬성하는 방법(의제서면결의, 동조 제2항) 두 가지가 있다. 이러한 서면결의는 구성원 상호간 토론을 거쳐 의사를 결정하는 총회의 결의방법으로서는 반드시 타당하다고는 할 수 없다. 그러나 투자신탁에 있어서도 유한회사의 경우와 마찬가지로 조직의 단순성을 인정하여 수익자총회의 간소한 운영을 도모할 필요가 있을 것이다.

#### V. 맺음말

간접투자기구에 있어 투자자총회는 본래 지배구조의 일환으로 특히 감시기능의 문제로 다루어져 왔다. 그러나 영·미의 운영사례에서 볼 때 감시기능의 수행이라는 측면에서 투자자총회는 명목적인 것에 불과하다고 할 수 있다.<sup>45)</sup> 주식회사형 투자회사(investment company)가 주류를 이루고 있는 미국의 경우 주주총회에 의한 감시기능에 대하여 대부분 회의적이다. 기본적으로 투자자들이 의결권행사에 소극적이기 때문에 주주총회는 사실상 의결권의 위임절차로 전락하고 말았고, 주주총회는 위임장의 작성과 요청에 소요되는 비용의 증가만을 유발하는 것으로 인식되었다. 따라서 투자회사는 가능한 한 주주총회를 개최하지 않으려는 입장을 취하고 있고,<sup>46)</sup> 그 결과 주주총회는 이사선임 등을 통한 감시기능보다는 주주총회의 승인이 의무화된 사항에 대하여 위임장 요청과정에서 필요한 정보를 투자자에게 전달하는 '정보제공경로'로서의 의의만을 지니고 있다. 영국의 경우도 다르지 않아 투자신탁(unit trust)과 투자회사(open ended investment company) 모두 투자자총회보다는 수탁회사와 자산보관회사를 중심으로 감시기능이 수행되고 있다.

우리나라의 간접투자기구에 있어서도 사정은 영·미의 경우와 다르지 않다. 자산운용업법은 투자신탁에 대하여도 수익자총회를 도입하였으나 수탁회사에 강화된 권한을 부여함으로써 감시기능을 수행하게 하였다. 투자신탁의 지배구조는 수탁회사 중심으로 설계하고, 수익자총회는 투자신탁 운영에 대한 감시보다는 수익자의 이익보호와 거래비용의 절감을 위한 수단으로 도입한 것이다. 따라서 수익자총회의 결의는 단체의 의사결정 또는 일반적 감시기능을 위한 형식적 절차가 아니라 수익자의 이익을 침해할 수 있는 중요한 의사결정에 관한 동의권 내지 거부권 행사라는 제한적이고도 실질적인 의의를 가지는 것이다. 그러나 간접투자참가자 및 입법자에게 생소한 외국의 제도를 도입하는 과정에서 수익자총회의 목적과 실제상의 필요가 정확히 반영되지 못하여 결의사항, 결의요건, 의결권행사방법 등이 다소 불합리하게 규정되었으며, 짧은 기간 동안 그 목적과 기능이 투자자들에게 제대로 전달되지도 못하였다. 이제 본격적인 간접투자시대가 도래하고 있는 만큼 수익자총회에 대하여 지금까지 제기된 여러 가지 문제점을 보완·개선함으로써 실질적인 수익자 보호기능이 발휘될 수 있도록 하여야 할 것이다.

참고문헌

- 강희철·차태진, “현행 수익증권발행제도의 내용 및 문제점,” 『투신』, 제47호, 2004.
- 김건식, 『증권거래법』, 두성사, 2004.
- 김이수, “영국의 신탁법리에 의한 증권간접보유의 구성,” 『상사법연구』, 제22권 제5호, 2004.
- 신인석, 『집합증권투자 규제 연구』, 한국개발연구원, 2004.
- 이범찬, “주주총회결의의 합리화 대책,” 『회사법의 제문제』, 삼영사, 1998.
- 이철송, 『회사법 강의』, 박영사, 2004.
- , “예탁결제제도의 선진화와 증권무권화를 위한 법적 정비,” 『증시효율화를 위한 예탁결제 및 무권화제도 발전방향』 (증권예탁결제원 세미나연구논집), 1996.
- 정경영, “전자투표제도 도입을 위한 법제정비방안에 관한 연구,” 『상사법연구』, 제23권 제3호, 2004.
- , “IT화 관련 회사법 개정의견,” 『상법개정연구보고서』, 상사법개정연구위원회, 2005.
- 정동윤, 『회사법』, 법문사, 2000.
- 법령제정실무작업반, 『간접투자해설』, 박영사, 2005.

- James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations, 3rd ed., AUSPEN Publishers, 2003.
- Paul L. Davies, Principles of Modern Company Law, 7th ed., LONDON SWEET & MAXWELL, 2003.
- Richard A. Mann & Barry S. Robers, Business Law, 5th ed., West Publishing Company, 1994.
- Robert R. Pennington, Pennington’s Company Law, 8th ed., Butterworths, 2001.
- FSA, CIS Sourcebook, 2001.
- Securities Institute, OEIC Administration, 5th ed., 2002.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 7, No. 1, 2006

Problems and Improvement of the Unit-holders Meeting

Churl-Young Park

ABSTRACT

The protection of the investors is the basic purpose of the regulations on the indirect

investment. In this point of view, it is rational that the indirect investment scheme, no matter what kinds of legal structure it has, should reflect the investors' opinion on the decisions which have great and direct influence to the interest of the investors. The investment trust, one of the contractual indirect investment schemes, had need to improve the decision-making structure because it had less democratic procedure and its asset management was less transparent comparing to the investment company. With the intention to accommodate this need, the unit-holders meeting which allows the beneficiaries of each investment trust to make their own decision has been introduced in the Indirect Investment Asset Management Business Act. Not only the protection of the beneficiaries' interests, but also the prevention of the legal conflicts between the beneficiary and the asset management company or the trustee and the reduction of the transaction cost from the conflicts were expected through the introduction of the Act. Nevertheless, the unit-holders meeting has not worked well and even has become a trouble which harms the efficiency in the operation of the investment trust due to the lack of the unit-holders' concerns and some systemic problems. To make the unit-holders meeting function well, it is necessary to rationalize the resolutions and the decision-making methods of the unit-holders meeting. Currently, some of the resolutions which can be passed by the unit-holders meeting are unclear and unreasonable. First, the change of the trustee must be limited only to the change by the asset management company, not the transfer of business or the merger. Second, the change of the asset management company must be also limited only to the case of transferring particular investment trust, not the transfer of business or the merger. And to reflect the beneficiaries' intention substantially, it is recommended to improve the resolution method and diversify the voting methods. The voting trust and the electronic voting system can replace the adjourned unit-holders meeting which is against the rule of the decision by majority and is formalizing the determination of the meeting. by Korea Securities Depository can be used before the replacement actually takes place. In addition, as the decision in the unit-holders meeting requires the approvals from more than 1/3 of total issue just like the shareholders meeting under the Commercial Law, it is better to annul the quorum of the unit-holders meeting.

Key words : indirect investment, indirect investment scheme, unit-holders meeting, adjourned unit-holders meeting, voting trust, shadow voting, electronic voting system.

- 1) 법령제정실무작업반, 『간접투자해설』 (박영사, 2005), 79면.
- 2) 투자신탁의 수익자총회는 미국, 일본 등에서는 인정되지 않는 제도이다. 따라서 이하에서 비교하는 외국의 법제는 영국의 것에 한한다.
- 3) FSA, CIS Sourcebook, §11.3.2.
- 4) FSA, CIS Sourcebook, §11.3.1.
- 5) 투자신탁 설정시부터 다른 종류의 투자신탁으로 전환할 것이 예정되어 있고 그 내용이

신탁약관에 표시되어 있는 경우는 제외된다(법시행령 제38조 제2항 제1호 단서).

6) (i) 내지 (vi)는 신탁약관의 변경에 해당되는 사항이다.

7) 투자신탁재산에서 부실자산을 분리하는 경우 수익자의 동의를 얻기 위하여 수익자총회를 개최하는 경우가 있는데, 이는 법정결의사항에 해당하지 않으므로 신탁약관에서 수익자총회 결의사항으로 정할 수 있을 것이다.

8) 투자신탁재산은 법령 및 간접투자재산평가위원회가 정하는 평가기준에 따라 매일 평가되어 그 손익이 계정에 반영되기 때문에(법 제95조) 결산서류를 따로 승인받을 필요가 없다.

9) 수익증권은 증권거래법상 일괄예탁의 방법으로 발행되므로(증권거래법 제48조 제2항, 동법시행령 제49조 제1항) 각 투자자는 수익증권을 직접 보관하지 아니하고 투자신탁 설정시부터 판매회사를 통하여 증권예탁결제원에 예탁하게 된다. 따라서 이 때의 수익자는 실질수익자(예탁수익증권의 실질소유자)가 된다. 그런데 현재 수익증권에 대하여는 증권거래법상 실질주주제도와 같은 실질수익자제도가 마련되어 있지 않기 때문에 신탁약관에 의하여 실질수익자가 직접 권리를 행사할 수 있도록 하고 있다.

10) 수익자명부는 수익증권의 발행자인 자산운용회사가 작성·비치하여야 할 것이나, 이 경우 각 판매회사의 고객정보가 자산운용회사에 집중되어 이해상충의 문제(특히, 자산운용회사가 직접 수익증권의 판매업무를 영위하는 경우에 문제된다)가 발생할 우려가 크다. 따라서 자산운용업법은 공정한 제3의 기관으로서 증권예탁결제원이 수익자명부를 작성·비치하도록 하였다.

11) 투자신탁약관에 의한 수익자총회 결의사항에 대하여는 결의요건이 상법상 주주총회의 보통결의, 즉 “출석한 수익자의 의결권의 과반수와 발행수익증권총수의 4분의 1 이상”으로 완화된다(법 제71조 제3항 단서).

12) 김건식, 『증권거래법』 (두성사, 2004), 444-445면.

13) FSA, CIS Sourcebook, §11.3.4(5). 이 경우 연기사유와 함께 연기총회는 출석한 수익자의 수에 관계없이 성립된다는 사실을 각 수익자에게 통지하여야 한다(FSA, CIS Sourcebook, §11.3.6(3)).

14) FSA, CIS Sourcebook, §11.3.6(4).

15) 수익자총회의 결의에 소요되는 기간을 단축하기 위하여 통지기간을 2주에서 1주로 단축하였다.

16) 영국의 경우에는 14일 이내의 날로 총회를 연기하는 경우에는 다시 소집통지를 하지 않아도 된다(Company Act 1985, Table A §45). 그러나 이렇게 하는 경우 같은 날 같은 장소에서 연기총회를 다시 개최하지 않으면 다른 주주(또는 수익자)가 연기총회에 참석할 수 없는 문제가 있다. Paul L. Davies, Principles of Modern Company Law, 7th ed., LONDON SWEET & MAXWELL(2003), p.367.

17) 상법상 주주총회의 경우 주식매수기간이 “2월 이내”이나(상법 제374조의2 제2항), 자산운용법에서는 수익자의 이익을 고려하여 이를 최대한 단축하였다.

18) 보수 또는 수수료의 차이로 인하여 기준가격이 다른 종류의 수익증권을 발행하는 투자신탁을 말한다(법 제138조 제1항).

19) 2005년 11월말 현재 투자신탁의 수가 6,783개인 점을 감안할 때 수익자총회는 매우 드물게 개최된다고 할 수 있다. 종전 증권투자신탁업법에 의하여 설정된 투자신탁의 다수개 신탁약관의 변경에 의하여 자산운용업법에 의한 투자신탁으로 전환하면서 수익자총회의 결

의사항에 해당하는 내용을 변경한 경우가 많았는데, 그러한 투자신탁에 대해서는 계속해서 증권투자신탁업법이 적용되었고(법 부칙 제2조 제1항 단서) 그 신탁약관의 변경은 증권투자신탁업법에 의한 변경이었기 때문에(법 부칙 제2조 제2항) 수익자총회의 결의를 거칠 필요가 없었다.

20) 2005년 3월 9일 삼성투신운용이 엠브로시아재간접투자신탁의 신탁약관 변경(신탁기간 변경 등)을 위하여 수익자총회를 개최하였으나, 약 2,826명의 수익자(발행수익증권총수 153,642백만좌) 가운데 72명(직접참석 1명, 서면투표 71명)의 수익자(14,414백만좌, 9.4%)만 출석하여 총회를 연기하였고, 연기수익자총회에서는 73명(직접참석 2명, 서면투표 71명)의 수익자(2,394백만좌, 1.6%)만으로 결의를 하였다.

21) 유가증권예탁및결제등에관한규정시행세칙 제31조 제1항 제2호.

22) 수익자에 대한 통지비용은 우편요금, 통지수수료 및 인쇄비 등으로 구성되는데, 1건당 약 700~800원으로서 공모투자신탁(평균 수익자수는 약 2,600명)을 기준으로 할 때 1회 개최에 약 400만원이 소요된다.

23) 자산운용업법은 투자신탁 관계인간 이해상충을 방지하기 위하여 자산운용회사는 계열 회사를 수탁회사로 선임할 수 없도록 하고 있다(법 제28조 제1항 단서).

24) 금융감독원이 자산운용회사의 합병은 수익자총회의 결의대상이 아니라고 해석함에 따라 2005년 3월 랜드마크투신운용과 외환코메르츠투신운용의 합병, 2005년 5월 LG투신운용과 우리투신운용의 합병 및 2005년 6월 한국투신운용과 동원투신운용의 합병 등 자산운용 회사간 합병은 수익자총회의 결의없이 이루어지고 있다.

25) Company Act 1985 제370조 제3항.

26) Company Act 1985 Table A 제41조.

27) 정관에 다른 정함이 없으면 원래의 주주총회와 동일한 의사정족수가 적용되는데(Company Act 1985 Table A 제41조), 많은 회사들은 정관에 1인의 출석만으로 연기주주총회가 성립된다는 뜻을 규정하고 있다. Robert R. Pennington, Pennington's Company Law, 8th ed., Butterworths(2001), p.774.

28) 보통결의의 결의요건은 회사법상 규정되어 있지 않으나, 단순다수결의 방법으로 이루어진다(Ibid., p.753).

29) Company Act 1985 제378조 제2항.

30) FSA, CIS Sourcebook, §11.3.6(4), §11.3.12.

31) 이철송, 『회사법 강의』 (박영사, 2004), 445면.

32) 이범찬, “주주총회결의의 합리화 방책,” 『회사법의 제문제』 (삼영사, 1998), 272면.

33) 법령제정실무작업반, 전계서, 41면.

34) 영국의 경우 주주총회에서와 마찬가지로 수익자총회에서도 의결권의 불통일행사가 가능함을 명시하고 있다(FSA, CIS Sourcebook, §11.3.9.R.(2)(b)).

35) 강희철·차태진, “현행 수익증권발행제도의 내용 및 문제점,” 『투신』, 제47호(2004. 10), 8면.

36) 주식회사의 영업양도에는 영업의 일부양도도 가능하나, 특정 투자신탁계약상의 권리의 무의 이전은 영업양도에 있어서의 ‘유기적 일체로서의 기능적 재산의 이전’이라고 할 수 없고, 양도인이 동종업종의 경업금지의무를 부담하는 것도 아니라는 점에서 이를 영업의 일부양도라고 볼 수도 없다. 상법 제41조의 영업양도와 제374조의 영업양도(영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도)의 의미를 다르게 해석하더라도(이철송, 앞의 각주 31)의 책, 453면;

정동윤, 『회사법』 (법문사, 2000), 313면), “영업의 중요한 일부의 양도”에 해당하기 위해서는 회사영업의 존립에 중요한 영향을 미치는 경우이어야 하기 때문에 마찬가지이다. 영업의 일부양도는 투자신탁과 투자회사 양자를 운영하는 자산운용회사가 어느 한 부문을 일괄하여 다른 자산운용회사로 이전하는 경우 등에 인정될 수 있을 것이다.

37) 2004년 3월부터 2005년 11월까지 개최된 총 50회의 주주총회 중 2회의 총회에서 shadow voting제도를 이용하였다.

38) Shadow voting제도의 문제점에 관하여는 이철송, “예탁결제제도의 선진화와 증권무권화를 위한 법적 정비,” 『증시효율화를 위한 예탁결제 및 무권화제도 발전방향』 (증권예탁결제원 세미나연구논집, 1996. 10), 27-32면; 정경영, “전자투표제도 도입을 위한 법제정비방안에 관한 연구,” 『상사법연구』, 제23권 제3호(2004. 11), 136면 참조.

39) 실질주주가 증권예탁결제원에 의결권의 행사 또는 불행사의 뜻을 표시하는 경우에는 증권예탁결제원이 의결권을 행사하지 않고 이를 표시하지 않는 경우에만 발행회사가 요청하는 범위 내에서 의결권을 행사하며, 이러한 내용을 주주총회 소집통지서에 기재하여야 하기 때문이다(증권거래법 제174조의6 제4항).

40) 의결권신탁은 ‘철회불가능한 위임장’(irrevocable proxies)의 효과를 달성하기 위하여 고안되었다. James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations, 3rd ed., AUSPEN Publishers, 2003, p.805.

41) Richard A. Mann & Barry S. Robers, Business Law, 5th ed., West Publishing Company, 1994, p.882.

42) Robert W. Hamilton, The Law of Corporation, 5th ed., West Group, 2000, p.284.

43) 예탁기관 명의로 명의개서되고 각종 권리를 행사하는 점에서 영·미의 경우와 같이 오히려 신탁의 법률관계로 구성되는 것이 자연스러울 수 있다. 이에 따라 유가증권의 예탁을 신탁의 법리로 재구성하자는 주장도 제기되고 있다. 김이수, “영국의 신탁법리에 의한 증권간 접보유의 구성,” 『상사법연구』, 제22권 제5호(2004. 2), 309면.

44) 전자투표제도의 입법안에 관해서는 정경영, “IT화 관련 회사법 개정의견,” 『상법개정연구보고서』 (상사법개정연구위원회, 2005. 8), 94면 이하 참조.

45) 이하 영·미의 운영사례에 관하여는 신인석, 『집합증권투자 규제 연구』 (한국개발연구원, 2004), 124면 참조.

46) 미국의 경우 결산서류를 승인하는 정기주주총회가 필요없는 주법(매사추세츠, 메릴랜드 등)에 따라 대부분의 투자회사가 이를 생략하고 있으며, 그 영향을 받아 우리나라의 자산운용법도 결산서류의 승인을 이사회 권한사항으로 변경하여 정기주주총회를 생략할 수 있도록 하였다(법 제99조).