

자산운용업자의 투자자보호의무의 법적 기초로서 신인의무*

연구논단 II

정대익 | 경북대학교 법학전문대학원 교수

I. 서론

저금리·저성장·고령화 사회에 진입하게 된 한국사회에서 효율적인 자산증식과 노후대비 수단으로서 간접투자방식인 집합투자에 대한 국민의 관심이 매우 높아지고 있고, 자산운용업을 육성하기 위한 금융업계와 정부의 노력도 꾸준히 지속되고 있다. 투자자보호를 위한 법제도적 개선노력이 계속되고 있으나 변동성이 심한 자본시장에서 개인투자자가 합리적인 수익을 안정적으로 올리는 것은 매우 힘든 일이어서 다수의 개인투자자가 직접투자자로 참여하는 현재 국내 자본시장의 특징은 점점 사라질 것이고 선진자본시장처럼 자산운용업자를 중심으로 한 다수의 기관투자자가 지배하는 시장이 될 것으로 예측된다. 자산운용업자가 자본시장에 차지하는 중요성과 투자자의 자산증식에 기여하는 핵심적인 역할만큼이나 자산운용업자는 현대적 자산운용에 있어서 다양하고 복잡한 투자대상, 다수투자자의 존재, 투자자보호 및 시장의 건전성과 안전성 확보를 위한 자본시장의 규제 강화, 자본시장의 변동성 증가, 수많은 이해상충관계의 존재라는 쉽지 않은 환경에 직면해 있다. 이 글에서는 집합투자기구에 대한 투자자의 이해가 어떻게, 어느 정도 보호받을 수 있는가라는 문제에 대해 투자자에 대한 자산운용업자의 신인의무(주의의무와 충실의무)의 내용을 구체화하는 방법을 통해서 그 해답을 제시해 보고자 한다.

자본시장법상 자산운용업자에 해당하는 집합투자업자, 투자일임업자, 신탁업자는 위탁받은 투자자의 자산을 운용함에 있어서 투자자에 대한 선관주의의무와 충실의무를 부

* 이 논문은 정대익, “자산운용업자의 투자자보호의무-신인의무를 중심으로”, BFL 제71호(2015.5), 서울대학교 금융법 센터, 33면 이하를 보충한 것임을 밝혀둔다.

담한다(자본시장법 제79조, 제96조, 제102조), 자산운용업자를 포함한 금융투자업자의 선관주의의무와 충실의무는 이미 통칙 규정(공통 영업행위 규칙)에 해당하는 자본시장법 제37조 제1항(선관주의의무), 제2항(충실의무)에 규정되어 있음에도 불구하고 이렇게 개별금융투자업자의 영업행위 규칙에 다시 한 번 더 규정되어 있다. 이는 금융투자업자의 선관주의의무와 충실의무가 매우 중요한 의무라는 사실을 말해주고 있다. 선관주의의무와 충실의무에 대한 규정은 그 중요성에도 불구하고 내용이 매우 동적인 의무의 본질상 일반적이고 포괄적이며, 추상적인 내용을 가지고 있어 구체적 타당성을 가지는 구체화는 입법부와 법원 및 학계의 과제로 넘겨진 상황이다. 물론 금융투자업자의 영업관련 행위를 규제한 자본시장법, 자본시장법 시행령 및 자본시장법 시행규칙의 적지 않은 조항에 신인의무를 구체화 한 내용이 담겨 있으나 완결적이지는 않다.

이 글에서는 먼저, 자산운용업자의 신인의무(fiduciary duty)의¹⁾ 구성요소인 주의의무와 충실의무의 관계를 간단히 알아 본 후, 신인의무의 구체적 내용에 대한 자세한 입법례와 판례를 가지고 있는 미국법과 독일법 및 유럽연합 대체투자펀드 운용자 지침 상 자산운용업자의 신인의무의 내용을 알아보고, 자산운용업자의 신인의무(선관주의의무)에 관한 한국 법원의 판례와 법규정을 고찰한 후 결론으로 글을 맺는다.

II. 자산운용업자의 투자자보호의무의 법적 기초로서 신인의무

1. 신인의무(수탁자의무, fiduciary duty)의 개념

수임인적 혹은 수탁자적 지위에 있는 자(fiduciary)라 함은 타인을 대리하여 혹은 타인의 이익을 위하여 행위 하는 자를 말한다. 수임인 혹은 수탁자의 지위를 가지는지 여부는 언제나 쉽게 결정할 수 있는 것은 아닌데 법률관계의 기초를 이루는 제반사정(facts and circumstances)에 따라서 판단한다.²⁾

1) 이 글에서는 fiduciary duty를 신인의무로 번역하여 사용하고, 개념구분이 가능한 것을 전제로 신인의무는 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)로 구성된 것으로 본다. fiduciary duty를 충실의무로 사용하는 사례가 보이고, fiduciary에 중점을 두어 수탁자의무로 번역하여 사용하기도 한다. fiduciary duty를 충실의무로 번역해 사용하는 경우 fiduciary duty의 구성요소인 duty of loyalty와의 구별이 어려워지는 문제가 발생한다. 수탁자를 의미하는 라틴어 fiducia(여성)와 fiduziar(남성)에서 기원한 fiduciary가 수탁자로 번역되는 것은 자연스러운 일이나 대륙법 시각에서 볼 때 본인과 대리인 사이에서 대리인, 의뢰인과 변호사 사이에서 변호사, 환자와 의사 사이에서 의사, 회사와 이사 사이에서 이사 등도 신탁관계와는 무관하게 fiduciary이기 때문에 fiduciary를 이글에서는 수임인(수탁자) 혹은 수임인적(수탁자적) 지위를 가진 자로 교차하여 사용한다.

2) Richards, Lori A., Speech by SEC Staff: Fiduciary Duty: Return to First Principles, February 27, 2006, p. 2. 수탁자 지위에 있음에도 불구하고 수탁자임을 인식하지 못하는 경우도 있다.

기원을 보면 이러한 수임인(수탁자)의 신인의무는 판례법상 인정된 의무이며,³⁾ 제정법 일부에서도 명문 규정을 두어 신인의무를 인정하고 있다. 수임인(수탁자) 지위(신인관계)가 인정되어 신인의무가 발생하는 예를 들면 변호사와 의뢰인, 신탁수탁자와 수익자, 회사와 이사 사이 등이다. 대륙법계 시각에서 보면 신탁의 경우를 제외하고는 신인의무가 발생하는 기초가 되는 법률관계는 위임의 성격을 가지고 있다.⁴⁾

2. 선관주의의무와 충실의무의 관계

수임인(수탁자)적 지위에 있는 이사의 선관주의의무와 충실의무에 관해 현재까지 진행된 국내 회사법에서 학설의 대립을 간략히 정리하면, 최소한 모든 학설이 주의의무와 개념논리적으로는 구분되는 충실의무는 인정하되, 다만 충실의무를 선관주의의무의 구체화나 선관주의의무의 하위유형으로 보는 입장과 충실의무를 선관주의의무와는 다른 별개의 독립적인 의무로 보는 입장으로 나뉘어져 있다.⁵⁾

이러한 입장 차이는 이차적으로 선관주의의무와 충실의무 위반여부의 판단기준을 달리 인정할 것인지, 의무위반 시 그 법률효과의 차이를 인정할 것인지 하는 문제를 다시 야기한다. 국내 논의는 양자의 구별가능성 여부에 치중되어 이러한 위반여부 판단 기준(동일하게 고의나 과실 등의 주관적 요건이 필요한지 여부, 이사 혹은 회사의 위반여부에 대한 입증책임 부담 여부)이나 법적 효과의 차이(손해배상책임만 아니면 이익반환책임까지 부담하는 지 여부, 경영판단의 원칙의 적용이 배제되는지 여부, 면책이나 책임제한이 가능한지 여부 등)에 관한 논의는 활발하지 않다.⁶⁾

이 글에서는 양자의 개념이 구별될 수 있다는 것을 전제로 신인의무는 주의의무와 충실의무로 구성되어 있는 것으로 보고 자산운용업자의 신인의무의 내용을 알아본다. 일반적 정의를 따라서 자산운용업자가 투자자의 최선의 이익을 위해 투자자의 이해에 반하지 않게 업무를 수행할 의무가 충실의무이고, 과실 없이 자산을 사려 깊게 운용할 의무가 주의의무인 것으로 본다.

3) Richards, Lori A., Speech by SEC Staff: Fiduciary Duty: Return to First Principles, February 27, 2006, p. 2.

4) 위임과 신탁의 차이에 대해서는 이연갑, “위임과 신탁: 수임인과 수탁자의 의무를 중심으로” 비교사법, 제22권 1호(통권68호, 2015.2.28.), 한국비교사법학회, 23면 이하.

5) 우리 상법상 충실의무의 연원 및 선관주의의무와 충실의무의 관계에 관한 학설 대립을 잘 설명해주고 있는 글은 이철송, “선관주의의무와 충실의무에 관한 이론의 발전과 전망”, 비교사법 제22권 1호(통권68호, 2015.2.28.), 한국비교사법학회, 7면 이하. 판례는 이들 두 가지 의무를 ‘구별하지 않고’ “주의의무 내지(또는) 충실의무”란 표현을 사용한다(구별하진 않지만 같다고 보느지는 불분명하다). 대법원 2002.6.14. 선고 2001다52407 판결.

6) 지면관계상 이 부분에 대한 논의는 생략한다.

III. 미국에서 자산운용업자의 투자자보호의무의 기초로서 신인의무⁷⁾

1. 투자자보호의무의 기초로서 신인의무에 관한 법적 근거

미국법상 자산운용업자는 자산의 운용을 맡긴 투자자에 대하여 투자자의 최선의 이익을 위하여 책임 있게 자산을 운용할 의무가 있다. 투자자문업자와 고객 사이에는 신임과 신뢰(trust and confidence)를 바탕으로 한 신인관계(fiduciary relationship)가 성립하고, 이러한 신인관계에 근거해 주의의무와 충실의무로 구성되는 투자자문업자의 신인의무(fiduciary duty)가 발생하는데, 신인의무를 인정하고 있는 다양한 법적 근거를 개관해 보면 다음과 같다.

(1) 판례법(common law)

수 백 년에 걸쳐 형성된 판례법인 대리법리나 신탁법리에 기초해 대리인(agent)에 해당하는 자산운용업자는 본인(principal)에 해당하는 고객(투자자)에 대해 신인의무를 부담한다.⁸⁾ 대리나 신탁에 기초하여 신인의무를 이끌어 내는 판례법은 州(state) 레벨의 판례법을 말하여 따라서 판례법간의 저촉이 있는 경우 어느 주의 판례법을 적용할 것인지 하는 섭외사법적 문제가 발생한다.

(2) 연방제정법

1) 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940, IAA)

투자자문업자의 사기적, 교란적, 조작적 영업활동을 금지하는 내용을 담고 있어 반사기조항(anti-fraud section)이라고 불리는 연방법인 투자자문업자법 제206조에서 투자자문업자(Investment Adviser)의 신인의무가 발생한다.⁹⁾

7) 미국에서는 투자자문업자(Investment Adviser)가 우리나라의 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업에 해당하는 업무를 모두 영위하므로 이 글에서는 비교의 용이함을 위해 단순히 투자자문업으로 표시하면 한국의 자산운용업자와 동일한 기능을 수행하는 것으로 보면 된다. 자산운용업자(법인)는 투자자산(펀드)의 투자자에 대해서 신인의무를 부담하고, 자산운용업자(법인)의 이사나 집행임원은 수탁자적 지위에서 자산운용업자(법인)에 대하여 신인의무를 부담한다. 이 글에서는 자산운용업자가 투자자에 대하여 부담하는 신인의무에 대해서 논한다. 펀드매니저가 부담하는 신인의무 역시 충실의무와 주의의무로 구성되는데, 펀드매니저의 충실의무는 다시 공정성(condor) 의무(투자자에게 중요한 모든 정보의 공개의무), 이해상충 방지의무, 자산운용회사의 사업기회유용 금지 의무, 선의(good faith) 의무(의도적으로 금지사항이나 의무 혹은 책임을 방기하지 않을 의무)로 구성된다. 펀드매니저의 주의의무는 투자결정 그 자체의 당부를 판단하는 것과 관련된 실체적 주의(substantive due care)의무와 투자결정과정에서 적절한 조사 여부[예: 적절한 실사(due diligence)]와 관련된 절차적 주의(procedural due care)의무로 구성된다. Hahn&Hessen, I've Been Sued for What? - Fiduciary Duty Claims Against Hedge Fund Managers and How to Avoid Them.

8) 대리(Agency)관계의 정의는 Restatement(Third) of Agency § 1.01 (2006). 신인의무의 근거를 판례법상 신탁법리에서 찾는 시도가 있다는 견해는 Remarks of Andrew J. Donohue, Director of the SEC Division of Investment Management at IAA/ACA Insight's Investment Adviser Compliance Forum 2010(February 25, 2010).

미연방 대법원은¹⁰⁾ 투자자문업자법에 신인의무(fiduciary duty)나 신인관계(fiduciary relationship)라는 표현이 없지만 투자자문에는 신인관계적 성격이 있다고 보는 입법자의 인식을 투자자문업자법이 반영하고 있다고 판단하였다. 즉, 이해관계로부터 독립적이지 못한 자문을 고객에게 제공할 가능성이 있는 투자자문업자의 이해상충관계를 배제하거나 최소한 그것을 공개하도록 한 입법자의 의사를 고려하여서 투자자문업자는 최대선의의 의무를 가지고, 중요한 사실에 대해 완전하고 공정한 공개를 할 의무를 부담하며, 고객의 오인을 막기 위한 합리적인 주의를 기울여야 하는 등의 의무를 내용으로 하는 신인의무를 투자자문업자법이 반영하고 있다고 판단하였다.

투자자문업자법은 투자자문업자의 신인관계(의무)에 대한 연방법상 기준(federal fiduciary standards)을 제시하고 있는 것으로 본다.¹¹⁾ 다만, 투자자문업자법에는 사적소권(private right of action)이 규정되어 있지 않기 때문에 신인관계(의무)의 내용은 대부분 연방법원의 법해석과 SEC의 법해석 및 규정(rule) 제정에 의해 구체화 된다.¹²⁾

비록 투자자문업자법 제206조는 연방법상 신인관계(의무)에 대한 기준이고 원래 SEC에 등록된 투자자문업자만을 적용대상으로 한 것이지만 주정부에 등록되거나 등록되지 않는 투자자문업자에게도 적용되고, 투자중개업자의 신인의무와는 달리 제공하는 투자자문이 재량적인 것인지 아니면 비재량적인 것인지에 따라 신인관계(의무)의 내용이 달라지지 않는다.¹³⁾

2) 도드-프랭크 개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)

2010년 7월 통과된 도드-프랭크 개혁법은 신인의무(fiduciary duty)라는 표현을 사용하고 있지 않으나 최선의이익기준, 투자자문업자법 제206조 인용, 공개요구 등의 표현을 사용하는 점에서 투자자문업자의 신인의무를 인정하는 입장인 것으로 보인다.

도드-프랭크 개혁법은 SEC로 하여금 현행법상 존재하는 투자자문업자의 신인의무 기

9) 투자자문업자법 제206조는 투자자문업자의 신인의무의 법적 근거 중 하나가 되는데 사기적 형태의 영업활동을 금지하는 내용(반사기조항, anti-fraud provision)을 담고 있음에 반해 통일신탁법전(Uniform Trust Code, 2010년 개정) 제802조는 수탁자의 충실의무를 자세히 규정하고 있는데 투자자문업자의 충실의무의 내용과 매우 유사하다.

10) SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180(1963). 이는 투자자문업자의 scalping에 관한 판례이다.

11) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979)가 SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180 (1963)을 인용하면서 신인관계(의무)에 관한 연방법상 기준이 된다고 본다.

12) 의무의 내용이 동일하지 않기 때문에 관례법상의 신인의무와 투자자문업자법상의 신인의무의 관계에 대해서 투자자문업자법 제206조를 반사기조항으로 좁게 해석하여 후자를 전자의 하위개념으로 보는 견해가 있다. Memorandum to SEC Investor Advisory Committee from the Investors Purchaser Subcommittee(February 15, 2010), p.3.

13) James Hamilton, SEC Regulation of Investment Advisers and Brokers in the Barve New World, Practical Compliance & Risk Management for the Securities Industry (May-June 2008).

준을 연구하도록 요청하였고, 연구보고서에 기초하여 고객의 최선의 이익을 위하여 행위할 것을 요구하는 규칙을 만들 수 있는 권한이 SEC에게 부여되었다.

2011년 1월 21일 SEC는 투자중개업자(Broker)와 투자매매업자(Dealer), 투자자문업자(Investment Adviser)에게 공통적으로 적용되는 통일 신인의무 기준(Uniform Fiduciary Standard)에 관한 연구보고서를 발표하였다. 연구보고서의 가장 중요한 내용은 투자중개업자(broker)와 투자매매업자(dealer) 및 투자자문업자(investment adviser)는 자신의 재무적 이해나 기타 이해를 고려하지 않고 오로지 고객의 최선의 이익만을 위하여야 행위 하여야 한다(act in the best interest of clients)는 점이다.¹⁴⁾

3) 투자회사법(Investment Company Act of 1940)

투자회사법 제36(a)조는 등록된 투자회사에서 자문을 하는 자는 개인적 위법행위(personal misconduct)를 포함하여 신인의무를 침해하는 경우 책임을 질 수 있음을 규정하고 있다. 이 규정은 투자회사법에서 명시적으로 금지하고 있지 않은 수많은 모습의 교묘한 남용행위로 부터 투자회사의 주주를 보호하기 위한 것인데, “신인의무의 저장소(reservoir of fiduciary)”로 묘사된다. 그러나 투자회사법 제36(a)조와 관련한 수많은 소송이 있었음에도 불구하고 개인적 위법행위를 포함한 신인의무의 침해가 무엇을 의미하는지 아직까지 명확하지 않다. 법을 위반할 현실적 의도가 요구되는 것은 아니므로 의무불이행이나 책임방기 등이 있으면 자문하는 자의 신인의무 침해로 충분하다고 본다.¹⁵⁾

4) 근로자퇴직소득보장법(ERISA, Employee Retirement Income Security Act of 1974)

근로자퇴직소득보장법에서 정한 연금, 퇴직기금, 복지기금 등을 운용하는 자는 이러한 기금을 운용하는 것을 목적으로 고용된 투자자문업자와 함께 수탁자(fiduciaries)로 간주되어 신인의무를 부담하게 된다. 특히 근로자퇴직소득보장법상 수탁자는 신중한 자(prudent man)의 주의의무와¹⁶⁾ 근로자퇴직소득보장법에만 유일한 수익관련 규정을 준

14) SEC의 연구보고서(Study)는 이러한 통일적 신인의무는 기존의 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940) 제206조 제1항과 제2항에 담긴 신인의무의 내용과 차이가 없다고 보며, 기존의 투자중개업자나 투자매매업자 혹은 투자자문업자의 신인의무를 대체하는 것이 아니라 보충하는 것으로 본다. 김용재, “자본시장통합법상 자금수탁자 의무의 전면적인 도입 필요성”, 금융법연구, 제4권 1호(2007), 한국금융법학회, 47면은 우리 자본시장법상 고객이익전념 원칙이 규정되면 이해상충금지의 핵심기준 역할을 할 것이라고 본다. 그러나 이를 굳이 명시하지 않더라도 충실의무 및 충실의무의 핵심내용인 투자자이익 최우선원칙에 의해 이해상충금지 원칙을 충분히 이끌어 낼 수 있다고 본다.

15) Robert A. Robertson, Fund Governance: legal duties of investment company directors, § 9.01[2].

16) 1994년에는 신중한 사람(Prudent Person)의 원칙에서 더 발전된 신중투자자의 원칙(Prudent Investor Rule)이 반영된 통일신중투자법(Uniform Prudent Investor Act, UPIA)이 제정되었고, 2000년에 제정된 통일신탁법전(Uniform Trust Code, UTC, 2010년 최종개정)은 통일신중투자법의 많은 내용을 받아들였고, 신중한 사람(Prudent Person)의 원칙이 수용되었다(통일신탁법전 제804조).

수하여야 한다. 근로자퇴직소득보장법상 수탁자가 부담하는 신인의무는 연금펀드의 안정적인 운용을 담보하기 위해 투자자문업자의 신인의무보다 더 엄격한 것으로 본다.

연금펀드운용업자의 신인의무를 이해하면 자산운용업자의 신인의무의 내용과 그 영향을 파악하는데 도움이 된다. 연금펀드운용업자는 연금펀드의 수탁자로서(연금펀드 설정은 신탁행위) 그 수익자에 대하여 신인의무를 부담하고, 또한 고도의(the high known to the law) 주의의무를 부담하며[prudent man rule, ERISA 제404(a)(1)(B)조], 투자 원칙을 서면으로 작성하여야 하는 것이 특징이다(Investment Policy Statement, IPS). 특히 연금펀드운용은 수익자(고객)의 최선의 이익을 위하여(in the best interest of clients) 운용하여야 한다.¹⁷⁾

5) 통일신중투자자법(UIA=Uniform Prudent Investor Act 1994)

통일법위원회(ULC=Uniform Law Commission)가 1994년 제정한 통일신중투자자법(UIA)은 현대적 포트폴리오이론(MPT=modern portfolio theory)과 포트폴리오 전체의 이익(Total Return)이라는 개념을 반영한 수탁자(신탁수탁자, 투자자문업자, 자산운용업자 등)의 의무를 규정하고 있다.¹⁸⁾ 제1조에 신중한 투자자의 원칙(Prudent Investor Rule), 제2조에 주의의무(Standard of Care), 제3조에 분산투자(Diversification), 제5조에 충실의무(Loyalty), 제6조에 공정성의무(Impartiality), 제7조에 투자비용(Investment Costs), 제9조에 투자 및 관리위탁(Delegation of Investment and Management Functions) 등이 규정되어 있는데 수탁자 등 자산운용업자의 의무와 관련된 구체적 내용이 담겨 있다. 통일신중투자자법의 내용을 수탁자(자산운용업자)의 의무에 초점을 맞추어 개괄적으로 살펴보면 다음과 같다.¹⁹⁾

17) 최초에는 “수익자의 이익만을 위하여(in the sole interest of their beneficiaries)” 운용하여야 한다고 되어 있었다. ERISA에 관한 간략한 소개는 김용재, 앞의 논문, 36-37면.

18) 미국의 신탁에서 수탁자의 투자행위에 대한 규제는 파란만장한 역사를 가지고 있다. 18세기(1719)에는 많은 기업의 도산으로 인해 신탁자산의 안전 확보에 절대적 가치를 두어 수탁자는 영국정부가 발행한 증권에만 투자를 할 수 있었으나, 1830년 Harvard College v. Amory 판례 이후 수탁자는 선의인 경우 사기업의 증권에도 투자할 수 있게 되었고(Prudent Man Rule=PMR, Harvard College Rule), 1869년 KING v. TALBOT, 40 N.Y. 76 (N.Y. 1869) 판례 이후 사기업의 증권에 대한 투자는 다시 금지되었다. 1889년 뉴욕 주는 수탁자가 투자할 수 있는 투자대상을 한정한 리스트(list of legal investments)에 관한 법을 제정하여 시행하였고(Legal List Rule, 법정 리스트 원칙), 1930년대까지 다수의 주에서 Legal List Rule을, 소수의 주에서 Prudent Man Rule을 채택하였다. 1959년 Restatement(2d) of Trusts(1959)는 수탁자는 투자결정 시 투자자산의 가치유지에 중점을 둔, 타인의 재산을 안전하게 관리하는 신중한 사람(Prudent Man)으로서의 주의를 기울여야 하며, 정부발행 채권과 최고등급의 회사 채에는 투자할 수 있으나 차익을 노리는 공격적 투자를 금지하는 내용을 추가하였고(§ 174), 1974년 ERISA는 신중한 전문가 원칙(Prudent Expert Rule)을 도입하고 연금운용계획에 분산투자의 원칙과 펀드자산전체의 이익과 전체포트폴리오의 이익을 고려하는 현대적 포트폴리오 이론의 적용을 승인하였으며, 1992년 미국법률가협회(ALI)에 의해 Restatement(3d) of Trusts(1992)에 신중투자자원칙(Prudent Investor Rule)이 반영되었고(§ 227), 최종적으로 Restatement(3d) of Trusts의 신중투자자원칙을 수용하고, 현대적 포트폴리오 이론을 반영하여 자산운용에서 중점을 개별투자행위가 아닌 전체로서 자산포트폴리오에 두는 통일신중투자자법(UIA)이 1994년에 제정되었다.

- ① 수탁자는 신탁의 목적과 조건, 배당요건 기타 제반사정을 고려하는 신중한 투자자(prudent investor)로서 “합리적인 주의와 숙련 및 신중함(reasonable care, skill and caution)”을 가지고 투자하여야 할 의무가 있고[UPIA § 2 (a)], 이러한 의무의 이행여부는 동일한 상황에 있는 신중한 투자자(prudent investor similarly situated)를 기준으로 판단한다[신중함이라는 개념은 관계적(relational) 혹은 비교적(comparable) 개념임], 따라서 신중한 투자자라는 기준은 주관적이라기보다는 객관적인 기준이다. 투자결정 시 수탁자는 기초적인 경제상황, 인플레이션과 디플레이션의 영향, 소득과 시세차익 기타 수익자의 자산에서 기대되는 전체소득, 과세 문제 등을 고려하여야 하고[UPIA § 2 (c)], 특별한 사정으로 인해 분산투자를 하지 않는 것이 신탁자산에 더 유리한 경우 이외에는 분산투자를 하는 것이 의무이다(UPIA § 3). 특히 위험과 수익(risk and return)의 상관비율을 고려하는 것은 수탁자의 매우 중요한 의무이다[UPIA § 2 (b)].
- ② 수탁자의 운용성과는 전체자산의 운용성과를 모두 합산하여 판단한다. 특정자산(투자대상)에서 손실이 난 것만으로는 수탁자가 신인의무를 위반한 것으로 평가하지 않는다[UPIA § 2 (b), portfolio standard].
- ③ 수탁자는 신탁자산의 투자와 관리에 영향을 주는 사실을 확인하기 위한 노력을 기울일 의무가 있으며[UPIA § 2 (d), duty to monitor], 수탁자가 특별한 능력과 전문성을 가지고 있는 경우 혹은 그러한 능력과 전문성이 있음을 표시하였고 그 표시를 신뢰하여 신탁자가 수탁자를 임명한 경우에는 수탁자는 그러한 능력과 전문성을 가지고 신탁자산을 관리하여야 할 의무가 있다[UPIA § 2 (f)].²⁰⁾
- ④ 신탁재산의 포트폴리오 운용에 있어서 제한을 받는 투자대상은 없다[UPIA § 2 (e)]. 위험대비 수익의 상관관계를 분석한 결과 특정한 신탁의 수요나 목적에 맞으면 위험도가 매우 높은 고수익채권(정크본드)이나 고수익채권에 투자하는 뮤추얼펀드에 투자하는 것이 허용된다.
- ⑤ 수탁자는 오로지 수익자의 이익만을 위하여(solely in the interest of the beneficiaries) 신탁자산을 투자하고 관리하여야한다(UPIA § 9). 신탁의 가장 큰 특징인 충실의무를 규정하고 있는데, 이는 다른 한편으로 수탁자 자신이나 제3자의 이익을 위해 신탁자산을 투자하거나 관리할 수 없음을 뜻한다. 즉, 수탁자의 충

19) 이법이 미국에서 현대적인 의미에서 자산운용업자의 신인의무에 대한 기준을 가장 잘 제시하고 있다. 아래의 내용은 Uniform Law Commission의 Prudent Investor Act Summary와 Uniform Prudent Investor Act with prefatory note and comments(4/18/95)를 주로 참조함.

20) 이미 In re Estate of Killey, 326 A. 2d 372 (Pa. 1974)와 Restatement (2d) of Trust(1959) § 174에서 인정된 내용이다. 수탁자는 “표시한 전문가로서의” 신인의무를 기울여야 한다.

실의무는 수탁자 자신의 자기거래나 수탁자와 수익자 사이의 이해상충을 방지하는데 그치지 않고 제3자의 이익을 추구하는 행위도 금지한다. 특정한 사회적 목적을 위해 수익자의 이익을 희생시키는 소위 사회적 투자(social investing)도 충실의무에 반한다.

- ⑥ 수탁자가 자산운용업무와 관리업무를 제3자에게 위탁하는 것이 허용된다. 수탁자는 제3자의 선임에 주의를 다 하여야 하고, 제3자의 위탁업무 수행을 정기적으로 주의 깊게 감독하여야 한다. 위탁을 받은 제3자도 위탁업무 수행 시 합리적 주의(reasonable duty)를 다하여야 한다(UPIA § 9).
- ⑦ 복수의 수익자가 있는 경우 수탁자는 신탁자산의 투자와 관리를 하거나 각 수익자의 상이한 이해를 고려할 때 공정성을 유지하여야 한다(UPIA § 6). 모든 수익자의 이해관계를, 특히 소득과 투자원본에 관한 수익자간 상충되는 이해관계를 고려하여야 하는 충실의무의 일종이다.
- ⑧ 수탁자는 신탁자산을 투자하거나 관리함에 있어서 자산, 신탁의 목적 그리고 수탁자의 능력을 고려했을 때 적정하고 합리적인 수준의 비용만을 지출할 수 있다((UPIA § 7). 비용과 관련하여 신탁자산을 낭비하는 것은 신중하지 못한 투자자의 행위가 되므로 수탁자는 신탁자산의 운용과 관련한 비용을 최소화할 의무가 있다. 따라서 수탁자는 신탁자산의 포트폴리오에 편입이 예정된 투자대상과 유사한 투자대상의 운용(투자 및 관리)에 따르는 비용을 비교할 의무가 있다.
- ⑨ 신탁계약을 통해 통일신중투자법은 그 내용이 수정되거나 그 적용이 배제될 수 있다[UPIA § 1 (b)]. 신탁의 특징과 목적 및 수요에 맞는 변용(variation)이 가능하도록 통일신중투자법을 임의규정(default rule)으로 설계하였다.
- ⑩ 신중한 투자자 원칙의 전신인, 1830년 Harvard College v. Amory 판례에 의해 형성된 신중한 사람 원칙(Prudent Man Rule=PMR)에서는²¹⁾ 개별투자행위 그 자체로 신중함을 판단하였고, 분산투자는 비공식적으로만 인정되었으며, 투기적이고 위험한 투자는 아예 금지되었고, 자산운용이나 그 밖의 업무를 제3자에게 위탁하는 것이 금지된 점에서,²²⁾ 포트폴리오 전체를 기준으로 투자의 신중함 여부가 판단되

21) 수탁자는 투자자산의 수익과 안전을 함께 고려하며 투기가 아닌 투자자산의 계속적인 관리에 관하여 신중하고, 분별 있으며, 지식을 가지고 자기 자신의 재산을 관리하는 사람(신중한 사람, Prudent Man)과 같은 주의를 기울여야 한다. Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Picks.) 446 (1830).

22) 이러한 특성으로 인해 신중한 사람 원칙(Prudent Man Rule)은 현대적 자산운용 현실에 맞지 않는 많은 문제점을 노출하였는데, 대표적 단점으로 들 수 있는 것이 전체포트폴리오에서 분리된 개별적 투자만을 가지고 평가를 하여 전체포트폴리오에 대해서 이익이 되는지 여부가 고려되지 않았고, 인플레이션으로 인해 신탁자산의 가치가 하락하는 것을 방지할 의무를 수탁자에게 부과하지 않았고, 능동적 자산관리(active asset management)만 허용되고 주가지수펀드 등에 투자하는 수동적 자산관리는 불허되어 오히려 신탁재산의 가치를 증가시키지 못한 점

고, 분산투자가 원칙적으로 의무이며, 처음부터 신중하지 못한(imprudent) 투자대상은 없으며, 자산운용과 그 밖의 업무를 제3자에게 위탁하는 것이 허용된다는 점에서 결정적 차이가 있다.

2. 투자자문업자(Investment Adviser)의 신인의무²³⁾

위에서 본 바와 같은 많은 法源에도 불구하고 투자자문업자의 신인의무의 내용을 일괄적으로 파악하기는 불가능하며, 판례나 투자자문업자법 어디에서도 일괄적인 신인의무의 내용을 찾을 수 없다. 그러나 투자자문업자가 자신의 고객에 대하여 최소한 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)를 내용으로 하는 신인의무(fiduciary)를 부담한다고 보는 것은 공통된 입장이다. 그 이외에 추가적으로 법령이나 지시의 준수의무(duty of obedience)와 선의의무(duty to act in good faith) 혹은 공개의무(duty to disclosure)를 투자자문업자의 신인의무의 내용으로 보기도 한다.

(1) 주의의무

1) 개관

투자중개업자나 투자매매업자의 주의의무가 그 내용면에서 상대적으로 매우 세밀하게 발전된 것에 반하여(예컨대 FINRA가 제정한 영업행위 준칙인 standards of conduct) 투자자문업자의 주의의무에 대해서는 운용자산의 다양한 구조와 규모 및 성격을 반영하여 유연한 기준이 제시되고 있다. 주의의무와 관련하여 미리 정해진 지나치게 세부적인 기준은 오히려 투자자문업자가 부담하는 신인의무의 동적 성격에 부합하지 않게 된다.²⁴⁾

투자자문업자의 주의의무의 구체적인 내용을 보면²⁵⁾, 관련 법령과 펀드약관 및 투자회사의 정관을 준수하여 투자결정을 내릴 의무, 위험-수익 프로파일(상관관계)을 반영하

등이다. W. Brantley Phillips, Jr., Chasing Down the Devil: Standards of Prudent Investment Under the Restatement (Third) of Trusts, 54 Wash. & Lee L. Rev. 335 (1997), p.342-345.

23) 이하의 내용은 Lorna A. Schnase, An Investment Adviser's Fiduciary Duty(August 1, 2010)주로 참고함.

24) PWC, A Closer Look: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, A Uniform Fiduciary Standard for Broker-Dealers and Investment Advisers: The SEC's study, p.9. 신인관계(fiduciary relationship)나 신인의무(fiduciary duty)의 정확한 개념정의가 가능한지에 대해서는 불가론과 가능론이 대립하고 있다. 이에 관해서는 Miller, Paul B. "The Fiduciary Relationship", p. 11 seq. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2353062>.

25) 미국의 투자자문업자(Investment Advisers)는 일임매매업, 투자자문업, 집합투자업을 동시에 영위하기 때문에(투자중개업자나 투자매매업자로 등록하면 투자중개업무나 투자매매업무도 영위 가능함) 이러한 다양한 업무(경영업무)와 관련한 다양한 주의의무가 발생하는데, 이글에서는 자산운용과 관련된 투자자문업자의 주의의무에 관해서만 설명을 한다.

여 포트폴리오를 신중히 다양화할 의무, 서면으로 작성된 투자정책(지침)을 준수한 투자 결정을 할 의무, 신중한 전문가에 의해 투자결정을 내리고 신중한 전문가 선정을 위한 실사과정을 문서화할 의무, 투자와 관련된 모든 비용을 통제하고 계산할 의무, 신중한 전문가 및 기타 서비스 제공자의 활동을 모니터링 할 의무 등을 들 수 있다.

2) 자산운용과 직접적 관련성이 있는 주의의무

자산의 운용과 직접적 관련성이 높은 세부적인 주의의무의 내용을 보면 아래와 같다.

우선, 투자정책상 정해진 위험도에 부합하는 투자대상을 선택하고 투자대상의 위험에 대한 합리적인 모니터링을 할 의무가 있다. 상당한 시간 안에 고객의 자산이 투자되도록 주의할 의무가 있으며, 의미 있고 균형 있는 정보제공이 가능하도록 운용실적을 기준지수(benchmark indexes)와 비교가능 하도록 할 의무가 있다.

투자대상의 조사와 선택에 주의를 기울일 의무가 있으며, 합리적인 빈도로, 약정이나 재량권에 부합하는 방식으로 투자대상의 잠재적인 위험을 모니터링 할 의무가 있고, 투자자문업자 및 그 운용인력이 합리적으로 보아 전문성을 갖춘 분야에 투자하여야 하고, 전문적인 투자기법을 이용할 의무가 있다.

고객이익 최대화의 관점에서 중개업자나 거래소를 선택할 의무가 있고, 계속적인 최선 집행(best execution)을 담보하기 위해 중개업자의 주문집행의 질을 정기적으로 평가할 의무가 있으며, 최선의 조건으로 주문집행 서비스를 제공하는 대체거래소(ATS, ECN, Dark Pool 등)의 이용이 합리적으로 보아 가능하다면 이를 이용할 의무가 있다.

3) 신중한 투자자의 원칙(prudent investor rule)이 반영된 대표적 판례²⁶⁾

In re Morgan Guaranty Trust Co. 사건의 경우²⁷⁾ 1967년부터 1971년까지 계속된 자산운용에서 일부 투자손실이 발생하였는데 포트폴리오 전체의 관점에서 합리적인 투자결정 절차에 따라 투자결정이 이루어진 것이라면 비록 개별적 투자행위로 인해 손해가 발생하여도 주의의무 위반이 아니라고 보았다. 신중한 투자자의 원칙(prudent investor rule)이 적용되면서 투자대상의 제한이 없어지고 따라서 투자자문업자는 고위험자산에도 투자가 가능한데 손실과 이득이 반복·교차하는 계속된 자산운용에 있어서는 신탁재산의 포트폴리오 전체의 관점에서 투자결정에 주의의무 위반이 있었는지 여부를 판단하여야 한다고 본 판례이다. 투자자문업자라는 전문가적 지위를 가지기 때문에 전문성을 가진 운용인력에 의해 전문적인 투자기법을 활용하는 것이 합리적 투자결정 절차의 필수요

26) 윤태영, "신탁수탁자의 선관주의의무", 한국비교사법학회 발표집(전문가책임과 주의의무, 2015.2.13.), 149-152면을 참고함.

27) In re Morgan Guaranty Trust Co., 396 N.Y. S. 2d. 781 (1977).

소이다.

Law v. Law 사건은²⁸⁾ 유족의 부양과 복지를 위해 설정된 신탁의 수탁자가 12년간 전문가의 조력을 받지 않고 오로지 비과세 공채에만 투자하고 주식 등 고성장형 자산에 전혀 투자하지 않아 신탁재산의 원본을 증가시킬 기회를 놓친 경우인데, 법원은 신탁의 규모, 위탁자의 의사, 수익자가 부양을 받아야 하는 가족이라는 점, 수탁자와 위탁자 및 수익자의 관계를 고려하여 분산투자를 하지 않은 것이 신탁목적에 부합한다고 보아 주의 의무 위반을 인정하지 않았다. MerrillLynch Trust Co., FSB v. Campbell 사건에서²⁹⁾ 법원은 채권이나 현금에 투자하지 않고 주식만 보유한다고 해서 분산투자의 원칙을 위배한 것은 아니고, 분산투자가 오히려 바람직하지 않은 경우도 있으며, 주식에만 투자하더라도 다양한 주식에 투자하면 분산투자의 원칙을 지키는 것으로 보았다. 신탁의 목적과 조건, 신탁의 규모, 수익자의 요구와 위험수용도, 수탁자의 권한과 의무의 내용, 위험대비 수익의 상관관계 등 제반사정을 참조하여 분산투자가 필요한지 여부, 분산투자의 정도와 대상 및 방법이 결정되어야 한다는 취지가 반영된 판례이다.

4) 주의의무의 정도(standard of care)

주의의무에서 주의란 적절한 주의(due care), 즉 신중하고 합리적인(prudent and reasonable) 주의를 의미하는데 구체적으로 어느 정도의 주의를 요하는지 의문이 제기된다.

판례법상 대리인(투자자문업자 당연히 포함)이 행사하여야 할 주의의 정도는 동일한 상황에 있는 사람(person in similar circumstances, similar agent)이 행사하는 정도의 주의를 말한다. 따라서 투자자문업자가 특별한 기술이나 지식을 가지고 있으면 그러한 동일한 기술이나 지식을 가지고 있는 사람을 기준으로 하여 적절한 정도의 주의를 기울였는지를 판단한다.³⁰⁾ 투자자문업자가 전문적인 능력(professional capacity)을 보유하고 있는 경우 단순히 업계의 관행을 준수한 것만으로는 주의의무 이행여부를 판단하는 한 요소는 될 수 있으나 주의의무를 다하였다고 볼 수 없다.³¹⁾

실무에서 투자자문업자의 주의의무 위반과 관련하여 다양한 형태로 그 책임을 제한하거나 혹은 면제하는 경우가 많은데(면책조항, 책임제한 조항 등 소위 hedge clause,

28) Law v. Law, 753 A. 2d 443 (Del. 2000).

29) MerrillLynch Trust Co., FSB v. Campbell, C.A. No. 1803-VCN, 2009 WL 2913893, 3 (Del. Ch. Sept. 2, 2009).

30) Restatement 3d Agency § 8.08: "To act with care, competence and diligence normally exercised by similar agents".

31) 불법행위에서도 과실 판단 시 관행은 고려요소 중의 하나로 보고 있다. Restatement 2d Torts § 295A comment b.

exculpatory clause), 최소한 투자자문업자의 단순과실에 대한 책임제한이나 면책은 허용된다고 본다.³²⁾ 다만, 법률(예컨대 투자자문업자법 제206조)위반에 대한 면책조항이나 책임제한 조항은 유효하지 않다고 본다.³³⁾ 주의의무와는 달리 충실의무 위반(예컨대 이해상충 미공개, 자기거래, 혹은 악의가 있는 경우)에 대한 면책조항이나 책임제한 조항 역시 유효하지 않다.³⁴⁾

(2) 충실의무

투자자문업자의 충실의무로는 고객의 이익을 최우선시할 의무, 최대한의 선의를 가지고 영업행위를 할 의무, 고객의 이해에 영향을 주는 모든 중요한 사실을 완전하고 공정하게 고객에게 공개할 의무, 고객을 오도하지 않을 의무, 가능한 이해상충을 방지하고, 모든 이해상충사항을 고객에게 공개할 의무 등을 들 수 있다. 이러한 의무 중 중요한 의무의 세부적 내용을 보면 다음과 같다.³⁵⁾

1) 고객의 최선의 이익(the best interest of clients) 고려의무

고객의 제반사정과 투자목표 및 위험수용도 등에 대한 적절한 이해를 전제로 고객에게 적합한 금융투자상품만을 권하고, 금융투자상품의 매도나 매수 결정 시 투자자문업자가 보수를 많이 받을 수 있는가를 기준으로 하는 것이 아니라 고객에게 최선의 이익이 되는 것이 무엇인가를 기준으로 결정하여야 한다.³⁶⁾ 투자자문업자는 자기거래(proprietary trade)에 앞서서 고객을 위한 거래를 우선적으로 집행하여야 하고, 유리한 거래나 투자 기회는 투자자문업자 자신의 거래가 아닌 고객을 위한 거래로 우선적으로 배정하여야 한다.³⁷⁾

32) 미국의 통일신탁법전(Uniform Trust Code)에서도 수탁자를 위한 면책조항이나 책임제한 조항이 허용되는데 악의 나(in bad faith) 경솔함(with reckless indifference)으로 인해 신탁의 목적이나 수익자의 이해가 침해된 경우에는 면책이나 책임제한이 허용되지 않는다(통일신탁법전 제1008조).

33) 투자자문업자법 제206조는 공공정책(public policy)이 반영된 반사기(ant-fraud)관련 조항이고, 과실에 기한 행위를 규제대상에 포함하며, 제206조 위반 시 개인에게 사적 소권이 인정되지 않기 때문에 SEC가 제소권자가 되는데 투자자문업자와 고객 사이의 합의에 의해 이러한 SEC의 제소권을 배제할 수 없기 때문에 법률위반에 대한 면책 조항과 책임제한 조항을 무효로 본다.

34) 이유는 회사법에서 이사의 충실의무 위반에 대해서는 책임면제나 책임제한을 인정하지 않는 것과 동일하다. Section 102(b)(7) DGCL 참고.

35) 투자자문업자(Investment Adviser)의 충실의무는 명문규정에서 직접 나온 내용이라기보다는 많은 경우 판례(해석)에 의해서 이끌어 낸 것인 반면 통일신탁법전(Uniform Trust Code) 제802조에는 투자자문업자의 충실의무와 유사한 수탁자의 충실의무의 내용이 비교적 자세히 규정되어 있다.

36) 다른 예를 들면, 고객을 유치해주는데 대한 대가로 중개업자에게 보상을 해줄 목적으로 중개업자를 고객계좌의 거래에 개입시키지 않아야 하며, 고객의 적격성(eligibility)이나 예상되는 증권소유 조건, 예상되는 서비스 및 기타의 요소를 고려했을 때 비록 투자자문업자가 더 많은 보수를 받을 수 있는 다른 증권이 있더라도 고객이 최저의 비용으로 매수가 가능한 증권을 추천하여야 한다.

2) 이해상충 방지의무

투자자문업자는 고객과의 이해상충을 방지할 의무가 있고, 이해상충의 완전한 방지가 불가능하다면 그 사실을 완전히 공정하게 공개한 후 이해상충에 대한 고객의 동의를 얻어야 한다.

예컨대 투자자문업자가 이해상충관계를 완전히 공시한 후 고객의 동의를 받지 않는 한 자신이 관리하는 다른 고객의 위탁계좌를 위해서 중개업자로부터 연구정보(research)를 얻는데 고객이 부담한 수수료(soft dollar, client commissions)를 사용해서는 안 되며 (이 경우는 원래 투자자문업자 본인이 지출하여야 하는 비용임, 소위 hard dollar), 수수료를 받지 않거나 이해상충관계를 완전히 공시하지 않는 한 투자자문업자 자신이 운용하는 뮤추얼 펀드에 고객이 위탁한 자금을 투자할 수 없다. 또한 동일한 종목에 투자하지만 고객별로 수수료(보수)가 다른 일련의 위탁계좌를 운용할 수 없고, 투자자문업자 자신이 자기거래로서 고객이 투자하고 있는 동일한 증권에 투자할 수 없다.

다른 고객의 위탁계좌에 장기 보유 중인 증권을 특정 고객의 위탁계좌로 매도하는 행위와 투자자문업자가 운용하는 뮤추얼 펀드 대신 다른 가능한 펀드로 일임계좌를 옮기는 것을 어렵게 하는 높은 해지수수료를 부과하는 것도 허용되지 않는다.

3) 최선집행(best execution) 의무

완전하고 진실한 공개와 고객의 동의가 없으면 투자자문업자나 투자자문업자가 관리하는 다른 고객에게 이익을³⁷⁾ 제공하는 투자중개업자를 통한 주문집행은 허용되지 않는다.

즉, 수수료를 면제해 주거나 통상적인 업계의 관행이면서 최선의 수수료인 경우가 아니라면 투자자문업자 자신 혹은 투자자문업자의 계열사인 투자중개업자를 통한 주문집행은 허용되지 않는다.

고객에게 이익이 되지 않는 연구정보(예컨대 고객의 신탁계좌의 투자와는 무관한 투자에 관한 연구자료)를 얻기 위해 고객이 지불하는 수수료를 사용할 수 없다.

4) 고객의 위탁자산을 이용하지 않을 의무

고객의 위탁자산을 투자자문업자 자신의 이익이나 다른 고객의 이익을 위해서 이용하는 것은 허용되지 않는다. 예컨대 투자자문업자가 중개업자로부터 수입이나 대가(선물, 여행경비 등)를 얻기 위해 고객이 부담하는 수수료를 이용하여 당해중개업자에게 주문을

37) 통일신탁법(Uniform Trust Code, 2010) 제802조 (a)항도 “오로지 수익자의 이익만을 위하여(solely in the interests of the beneficiaries)” 신탁자산을 관리할 의무를 수탁자에게 부과하고 있다.

38) 다양한 형태의 이익제공이 가능한데 예컨대 연구자료 제공, 소프트웨어 제공, 후선 지원, 교육 훈련 지원, 홍보지원 등을 들 수 있다.

낼 수 없으며, 투자중개업자로부터 보상(soft dollar)을 많이 받기 위해 고객계좌에서 과당매매(churning)를 할 수 없다. 고객을 알선하는 중개업자에 대해 투자자문업자가 고객의 수수료를 이용하여 보상하는 행위도 허용되지 않는다.

5) 자기거래 금지의무

투자자문업자가 고객의 위탁계좌와 자기거래를 하는 것은 투자자문업자법 제206조 제3항의 요건을 충족시킨 경우 이외에는 허용되지 아니한다. 투자자문업자가 투자중개업자로도 등록이 된 경우 투자자문업자나 투자자문업자의 계열투자중개업자를 통한 주문집행은 수수료를 면제하거나 혹은 수수료가 업계관행상 통상적이고 최선(best execution)인 경우가 아니라면 허용되지 않는다.

투자자문업자의 계열사로 하여금 고객의 비용부담으로 고객에 대한 특정서비스를 제공하도록 하는 것은 적절한 수준의 질을 담보할 수 있는 최저비용 서비스가 아닌 경우 허용되지 않는다.

(3) 충실의무 위반에 의도(scienter) 등의 주관적 요건이 필요한지 여부

판례법상으로 충실의무 위반을³⁹⁾ 인정하기 위해 의도(scienter) 등이 필요한지에 대해서는 의견의 일치가 이루어지고 않고 있다.⁴⁰⁾ 투자자문업자법 제206조 제1항 위반과 관련하여서는 의도(scienter)를 요구하고, 제206조 제2항 위반과 관련하여서는 의도(scienter)가 필요 없는 것으로 본다.⁴¹⁾ 다만, 투자자문업자법 제206조 위반이 의도적인 것이면 차별적으로 중한 벌칙(penalty)이 부과될 수 있는데⁴²⁾, SEC는 의도의 의미를 엄격하게 해석하지 않고 의무를 부담하는 자가 자신이 무엇을 하는지 알고 있는 정도이면 의도가 있는 것으로 보며, 법규 위반에 대한 인식까지는 요구하지 않고 있다.⁴³⁾

39) 주의의무와 충실의무의 개념을 구별하는 미국에서도 주의의무 위반인지 충실의무 위반인지를 언제나 명확히 구별할 수 있는 것은 아니라고 본다. Bishop, Carter G., "A Good Faith Revival of Duty of Care Liability in Business Organization Law", 41 Tulsa L. Rev. 477 (2005), at 488.

40) 선의로(in good faith) 이루어진, 즉 의도(intention) 없이도 충실의무 위반이 가능하다는 대표적인 판례는 Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651 (Del. Ch. 1988). "... the concept of an unintended breach of the duty of loyalty is unusual but not novel. 의도없이 이루어지는(혹은 악의, bad faith 없이 이루어지는) 충실의무 위반이 가능하다는 대표적인 문헌은 Bishop, Carter G., "A Good Faith Revival of Duty of Care Liability in Business Organization Law", 41 Tulsa L. Rev. 477 (2005), at 490.

41) 제206조 제1항 위반에 의도(혹은 악의)를 요구하는 판례는 Steadman v. SEC, 603 F. 2d 1126, 1134 제206조 제2항 위반에 의도(혹은 악의)를 요구하지 않는 판례는 SEC v. Moran, 922 F. Supp. 867, 896-898.

42) 투자자문업자법 제217조에 따르면 의도적인 법률위반에 대해서는 1만 달러 이하의 벌금이나 5년 이하의 징역에 처할 수 있음.

43) Wonsover v. SEC, 205 F. 3d 408, 414 (D. C. Cir. 2000).

(4) 자산운용 재위탁 시 재수탁자에 대한 적절한 실사(adequate due diligence) 의무

Madoff가 감행한 희대의 폰지(Ponzi)사기 사건 이후 투자자문업자가 자산운용을 제3자에게 재위탁한 경우 투자자문업자의 신인의무에 3자인 재수탁자에 대해 적절한 실사(adequate due diligence)를 행할 의무도 포함되는 지 여부에 대한 논의가 활발하다. Madoff의 폰지(Ponzi)사기 사건 전에도 투자자문업자가 재수탁자에 대한 적절한 실사의무를 이행하지 않은 경우에 투자자문업자의 신인의무 위반으로 책임이 발생한다는 데 대해 거의 의문이 없었으나⁴⁴⁾, 적기는 하지만 경우에 따라서는 신인의무 위반이 인정되지 않은 경우가 있었다. 이 경우 대신 제정법 위반이나 사기 규정(오인을 유발하는 공개) 위반 혹은 계약 규정이나 SEC 명령 위반 등을 이유로 투자자문업자에게 책임이 발생한다.⁴⁵⁾

IV. 독일에서 자산운용업자의 신인의무

독일 증권거래법(WpHG=Wertpapierhandelsgesetz) 제31조는 일반적인 영업행위 규칙(Allgemeine Verhaltensregeln, general rules of conduct)으로서 금융투자서비스업자(Wertpapierdienstleistungsunternehmen)의⁴⁶⁾ 신인의무, 투자법전(KAGB=Kapitalanlagegesetzbuch) 제26조 역시 일반적인 영업행위규칙(Allgemeine Verhaltensregeln, rules of conduct)으로서 자산운용업자(Kapitalverwaltungsgesellschaft)의 신인의무를 규정하고 있다. 양조문의 내용은 원칙적으로 유사한데, 자산운용업자의 일반적인 영업행위규칙이 보다 자세하다. 그 내용을 보면 다음과 같다.⁴⁷⁾

44) 특히 고객에 대해 재수탁자에 대한 조사를 행하였고 정기적으로 감독을 한다고 투자자문업자가 표시한 경우에는 신인의무 위반으로 책임이 발생한다고 보았다.

45) Patrick V. Moris et al. v. Wachovia Securities, Inc., 277 F. Supp. 2d 622 (E.D. Va. 2003)에서 원고가 주장한 것이 바로 재수탁자에 대한 적절한 실사의무 불이행으로 인한 투자자문업자의 책임이었으나, 법원은 투자자문업자법 제206조 제2항 위반과 사기적 권유(fraudulent inducement)를 이유로 투자자문업자의 책임을 인정하였다.

46) 이 글에서 Wertpapierdienstleistungsunternehmen은 독일 연방금융감독청(BaFin)의 영어 번역체인 Investment Services Enterprises를 존중하여 금융투자서비스업자로 표시한다. 금융투자서비스업자의 자세한 개념정의는 독일 증권거래법(WpHG) 제2조 제3항에 규정되어 있는데 금융투자상품의 매매와 중개·주선업무, 금융투자상품 발행 인수·주선업무, 자산운용업무, 투자자문업무, 다자간 거래체결시스템(MTF) 운용업무를 영위하는 자를 말한다.

47) 그간 독일 연방자산운용업자협회(BVI=Bundesverband Investment und Asset Management e.V.)에서 제정한 일반영업행위준칙(BVI-Wohlverhaltensregeln)이 자산운용업자의 영업행위준칙 준수여부를 결정하는 기준 역할을 하였으나(자율규제), 2013년 7월 16일 투자관련 영업행위준칙 및 위험관리에 관한 시행령이 제정되어 영업행위준칙과 위험관리의 내용이 구체화되어 연방자산운용업자협회의 일반영업행위준칙(BVI-Wohlverhaltensregeln)이 더 이상 적용되지 않게 되었다.

1. 금융투자서비스업자의 신인의무(증권거래법 제31조 제1항)

독일 증권거래법 제31조 제1항에 의하면 금융투자서비스업자(Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Investment Services Enterprises)는 필요한 전문성과 주의 및 성실성을 가지고(mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit)⁴⁸⁾ 고객의 이해를 위하여 영업(주된 영업과 부수적 영업)을 하여야 한다. 금융투자서비스업자는 고객과의 이해상충(Interessenkonflikt)⁴⁹⁾을 방지하기 위한 노력을 다하여야 하며, 이해상충의 방지를 위한 증권거래법 제33조 제1항 제2문 제3호에 따른 조직적 대책이⁵⁰⁾ 합리적 판단에 의할 때 고객의 이해를 침해할 위험성을 완전히 방지하기 불가능한 경우⁵¹⁾ 당해 이해상충의 유래와 성격에 대해서 고객에게 업무집행 전에 알려야 할 의무가 있다.

독일에서 금융투자서비스업자의 신인의무의 내용이 담긴 이규정의 의미를 이해하는 방법이 다소 독특한데, 다수견해에 의하면 이 규정은 소위 투자자를 위한 보호법규(Schutzgesetz, 독일 민법 제823조 제2항)가 아닌 감독규정이어서 동규정 위반을 이유로 투자자는 직접 금융투자서비스업자에 대한 손해배상청구권(불법행위책임)을 취득하지 못한다고 본다. 다만, 증권거래법 제31조 제1항이 투자자와 금융투자서비스업자 사이에 체결된 계약의 내용을 구체화하는 역할을 하는 범위 내에서는 투자자는 금융투자서비스업자에 대해 계약의 내용이 된 증권거래법 제31조 제1항 위반을 이유로 손해배상청구(채무불이행책임)가 가능하다(소위 감독규정인 증권거래법 제31조 제1항의 발산효과, Ausstrahlwirkung). 따라서 투자자와 금융투자서비스업자 사이에 계약이 체결된 경우에는 증권거래법 제31조 제1항 위반(계약위반)을 이유로 손해배상청구가 가능하나 계약이 체결되지 않은 경우에는 원칙적으로 불가능하다.⁵²⁾

48) 이법의 기초인 유럽연합(EU) 금융투자서비스지침[Investment Services Directive 93/22/EC(10 May 1993), ISD] Art. 11에는 with due skill, care and diligence로 되어 있음.

49) 개별 고객의 이해와 상충하는 것을 의미하지 고객 전체의 이익과 상충하는 것을 의미하는 것은 아니다. Koller, in: Assmann/Schneider(Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar 1995, § 31 Rdn. 27.

50) 비례성의 원칙이 적용되어 금융투자서비스업자에게 기대 가능한 조직적 대책이면 족하다. Koller, a.a.O. § 31 Rdn. 46.

51) 방지가 불가능한 경우란 절대적 불가능을 의미하는 것이 아니라 기대할 수 있는 모든 수단을 사용했음에도 이해상충 방지가 되지 않는 경우, 즉, 상대적 불가능을 의미한다. 이행상충 방지 불가능을 판단할 때도 비례성의 원칙이 적용된다. Koller, a.a.O. § 31 Rdn. 31, 32.

52) Weller, "Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags", ZBB 2011, 193. 소수견해는 증권거래법 제31조는 감독 규정으로서의 성격과 민사법적 성격을 동시에 가지고 있다고 본다(이중성격설). 다수설에 의하면 예컨대 신문이나 인터넷에 게시된, 독일 증권거래법 제31조 제1항을 준수하지 않은 특정 금융투자서비스업자(자산운용업자)의 특정 펀드(수익증권)매입 추천을 보고 다른 금융투자서비스업자를 통해 동펀드를 매입하였으나 손해가 발생한 경우에는 증권거래법 제31조 제1항을 준수하지 않은 추천을 한 당해금융투자서비스업자에 대해 계약관계가 없어 증권거래법 제31조 제1항을 기초로 손해배상청구를 할 수 없다. 증권거래법 제31조의 성격에 관한 학설 대립에 관한 자세한 문헌은 Weller, a.a.O. Fn. 27.

2. 자산운용업자의 신인의무(투자법전 제26조)

(1) 투자법전상 신의의무의 내용

자산운용업자는 수탁기관으로부터 독립하여 오로지 고객의 이익을 위해서만 영업을 수행하여야 한다(투자법전 제26조 제1항). 자산운용업자는 필요한 전문성과 주의 및 성실성을 가지고 진정으로 성실하게 영업을 수행하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제1호). 자산운용업자는 위탁받은 투자재산 및 투자자의 이해와 시장의 건전성을 위해 최선의 이익이 되는 방향으로 영업을 수행하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제2호).

자산운용업자는 이해상충을 방지하기 위한 적합한 모든 대책을 수립하여야 하고, 이해상충을 방지할 수 없으면 투자재산이나 투자자에게 이해상충이 불리한 영향을 미치는 것을 방지하기 위해 이해상충의 조사, 해결, 확인 및 관찰과 경우에 따라서는 공개를 위한 대책을 수립하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제3호 a). 자산운용업자는 자신이 관리하는 투자재산에 대해 공정한 관리가 이루어지고 있음을 보장할 의무가 있다(투자법전 제26조 제2항 제3호 b).

자산운용업자는 정상적인 영업활동에 필요한 절차와 수단을 확보하고 이를 효과적으로 영업에 적용하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제4호). 자산운용업자는 위탁받은 투자재산 및 투자자의 이해와 시장의 건전성을 촉진하기 위해 영업활동과 관련하여 적용되는 모든 법규상 요건을 충족하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제5호).

자산운용업자는 신탁약관(신탁형 집합투자)이나 정관(회사형 집합투자)에서 특별히 달리 정하지 않으면 투자재산의 투자자 모두를 평등하게 대우하여야 한다(투자법전 제26조 제2항 제6호).

자산운용업자는 고객이 사전에 동의하지 않는 한 고객의 투자재산의 일부나 전부를 자신이 운용하는 투자재산의 지분(수익증권)에 투자할 수 없다(투자법전 제26조 제4항).

자산운용업자는 불합리한 비용과 수수료 및 영업관 행으로 인한 투자자의 이익 침해를 방지하기 위해 투자재산의 가치와 투자자구조를 고려한 적절한 절차를 수립하여야 한다(투자법전 제26조 제5항). 자산운용업자는 시장의 안전성과 건전성에 대한 침해를 방지하기 위해 적합한 원칙과 절차를 적용하여야 한다. 자산운용업자는 남용적인 시장관행을 방지하여야 하고, 특히 거래소나 대체거래소의 시세차이를 이용하거나 시세차이와 결부된 차익거래 가능성을 이용하여 이루어지는 자신이 운용하는 투자재산의 지분(수익증권)에 대한 단기적·체계적인 투기행위를 방지하여야 한다(투자법전 제26조 제6항).

(2) 자산운용업자의 신인의무의 구체적 내용

1) 주의의무⁵³⁾

주의의무는 전문적인 자산운용사가 부담하여야 하는 전문가로서의 의무인데, 주의의무 중의 하나 혹은 주의의무와 고객이익 우선의무의 경계사이에 있는 의무가 최선집행의무(duty of best execution)이다. 최선집행의무로 인해 자산운용사는 펀드자산을 구성하는 증권 등을 최선의 가격으로 매수하거나 매도하여야 하며, 매수나 매도할 증권에 대한 주문시점 및 거래소 선택과 관련하여 주의를 다할 의무를 진다. 주문은 원칙적으로 거래소를 통해서 하여야 하며, 수탁자가 거래상대방인 장외거래는 이해상충방지의무를 위반한 것이 된다. 최선집행의무를 이행하기 위해서는 자산운용에 따른 비용을 최소화하여야 하며, 운용자산 배분(asset allocation)의 최적화를 위해서 전문적인 투자분석자료나 현대적인 포트폴리오 이론을 이용하여야 한다. 파생금융상품거래 시에는 기존의 운용 경험을 충분히 반영하여야 하며, 법적으로 허용되는 수단을 이용하여 시장위험을 헤지(hedge)하는 것은 자산운용사의 재량일 뿐만 아니라 의무이기도 하다.

2) 설명의무

자산운용업자도 설명의무를 부담하나 설명의무의 대상은 자산운용업자의 구체적인 투자결정이 아니라 투자위탁계약의 체결이 그 대상이 된다. 투자위탁계약은 고객에게 투자의 효과가 나타나게 되는 투자결정에 관한 기본적 기준을 담고 있기 때문에 고객이 자신의 구체적 필요를 충족시킬 수 있는 투자위탁계약을 체결하는 것이 가능할 정도로 설명은 충분하여야 한다.

투자위탁계약 시 다양한 투자가능성으로 인해 자산운용업자의 자산투자는 일반적으로 운용계약서(투자지침)에 의해 구체화 된다. 이러한 운용계약서(투자지침)는 고객의 지시에 해당하기 때문에(독일 민법 제665조) 자산운용업자는 운용계약서(투자지침)에서 정한 투자기준에 구속된다.

자산운용업자는 투자행위가 투기적이고 위험할수록, 투자자가 경험이 적을수록 더욱 더 광범위한 설명의무를 부담하는 원칙이 지배한다.⁵⁴⁾

53) Köndgen/Schiemmes, in: Schmanksy/Bunte/Lwowski(Hrsg.), Bankrechtshandbuch, Bd. II, 3. Aufl. 2007, § 113 Rdn. 122.

54) 독일 연방금융감독청(BaFin)의 금융투자서비스업자의 영업행위규칙(Verhaltensregeln)에 대한 설명.

3) 자기책임 하의 자산운용 의무 및 자산운용 재위탁 요건⁵⁵⁾

자산운용사는 원칙적으로 자기책임 하에서 스스로 펀드를 운용하여야 하나, 특정한 요건 하에서 펀드운용업무를 제3자에게 위탁하는 것이 가능하다(투자법전 제36조). 펀드약관에 제3자에게 자산운용의 위탁이 가능함을 명시하여야 하고, 자산운용사는 위탁 전 자산운용정책을 사전에 정하여야 하고, 운용정책을 결정하기 위한 인적·조직적 기초를 갖추어야 한다. 자산운용사가 모든 업무를 제3자에게 위탁하여 자산운용사가 빈껍데기처럼 되는 위탁, 즉, 자산운용사가 업무위탁을 위한 법적 수단으로만 활용되는 것은 허용되지 않는다. 또한 수탁자의 감시대상이 되는 자산운용사의 업무(투자법⁵⁶⁾ 제27조 이하)를 수탁자에게 위탁하는 것은 허용되지 않는다. 자산운용사가 업무를 제3자에게 위탁한 경우 제3자는 자산운용사의 이행보조자로 간주되며(투자법전 제36조 제4항), 자산운용사는 자신의 이행보조자인 제3자의 과실에 대한 면책규정을 펀드약관에 담을 수 없다.

4) 통지의무

자산운용업자는 펀드자산의 상당부분에 손실이 발생한 경우 즉시 당해사실에 대해 고객에게 통지하여 한다.⁵⁷⁾ 시세하락으로 현실화되지 않은 장부상의 손실이라도 그 손실이 상당한 수준이라면 이러한 통지의무가 발생한다. 상당한 손실여부는 전체 자산포트폴리오를 기준으로 판단하며, 일부 투자 포지션에 상당한 손실이 발행하더라도 전체자산에는 상당한 손실이 없는 경우라면 이러한 통지의무가 발생하지 않는다.

상당한 투자손실여부를 판단할 때 운용계약서(투자지침)에 의해 합의된 고객의 위험감수능력을 고려하여 판단한다. 통상적으로 국공채나 회사채 투자 시 전체자산 가치 대비 5% 이상의 손실, 주식 투자 시 전체자산 가치 대비 15% 이상의 손실, 고수익을 추구하는 투기적 목적을 밝힌 고객의 경우에는 전체자산 가치 대비 20% 이상의 손실이 발생하면 상당한 손실로 본다.

5) 계속적 감독가능 상태 유지의무

자산운용업자는 투자결정 후 관련시장의 변화, 개별투자대상에 대한 위험도 평가의 변화, 투자구조의 유지 및 고객에 미치는 부정적 결과의 방지 등에 주의하고 있음을 고객이 계속 감독할 수 있는 상태를 유지하여야 한다.

55) Köndgen/Schiemmes, a.a.O. § 113 Rdn. 123.

56) 투자법(Investmentgesetz)은 투자법전(KAGB)의 전신으로 주요규정은 대부분 투자법전에 수용되었다.

57) BGH ZIP 1994, 693.

6) 이해상충 방지의무(고객이익 우선원칙)

- ① 고객이익 우선 원칙(Handeln nach den Geboten des Kundeninteresses)은 이해상충이 발생한 경우 고객의 이익을 먼저 고려하고 자산운용사 자신의 이익을 후퇴시킬 것을 요구한다.⁵⁸⁾ 따라서 자산운용사는 비록 운용보수를 얻지 못하더라도 특정펀드가 적정규모를 초과한 경우 추가적인 수익증권의 발행을 즉시 중단할 의무가 있다. 자산운용사는 자신이 발행한 수익증권을 취득할 수 없다(자기수익증권 취득의 금지). 투자자를 위한 수탁재산과 자산운용사 자신의 재산을 혼재임치하여 공동으로 관리하면 이해상충상황이 발생하여 고객이익 우선원칙이 크게 침해될 가능성이 있기 때문이다.
- ② 자산운용업자는 투자재산(펀드)의 관리와 관련하여 자산운용업자 자신, 그 경영진과 직원 및 자산운용업자에 대해 직접적이거나 간접적인 지배권이 있는 제3자 사이에 발생하는 이해상충, 자산운용업자 자신이 관리하는 투자재산 및 그 투자자와 또 다른 투자재산과 그 투자재산의 투자자와의 사이에 발생하는 이해상충, 자산운용업자 자신이 관리하는 투자재산 및 그 투자자와 자신의 다른 고객 사이에 발생하는 이해상충, 자산운용업자 자신이 운용하는 투자재산의 두 고객 사이에서 발생하는 이해상충을 조사하는데 적합한 모든 대책을 수립하여야 한다(투자법전 제27조 제1항).⁵⁹⁾
- ③ 자산운용업자는 이해상충이 투자재산과 투자자의 이해를 침해하는 것을 방지하기 위해 이해상충의 조사, 방지, 해결 및 관찰이 가능한 모든 조직적, 절차적 대책을 수립, 적용, 유지하여야 한다(투자법전 제27조 제2항).
- ④ 대체투자펀드(AIF) 운용업자는⁶⁰⁾ 업무영역이 상호 이해충돌을 야기하거나 잠재적으로 이해상충이 발생할 염려가 있는 경우 업무영역을 분리하여야 한다. 대체투자펀드(AIF) 운용업자는 운용업무 이행조건이 중대한 이해상충을 수반하는지 여부를 조사하여 그 내용을 투자자에게 공시하여야 한다(투자법전 제27조 제3항).
- ⑤ 이해상충의 조사, 방지, 해결 및 관찰을 위한 조직적 대책이 합리적 판단에 의할 때 투자자의 이해관계 침해를 방지하는데 충분하지 않은 경우 대체투자펀드 운용

58) Köndgen/Schiemmes, a.a.O., § 113 Rdn. 124.

59) 특히, 대체투자펀드(AIF) 운용자의 이해상충의 종류 및 그 방지를 위한 적합한 대책의 수립은 COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) No 231/2013 Art. 30 - 37에 따른다. 투자법전 제27조 제5항. 이해상충을 방지하기 위한 대책과 절차에 관한 자세한 사항은 연방 재무성(Bundesministerium für Finanzen)의 명령으로 정할 수 있는데 연방 재무성은 이와 관련한 사항을 독일 연방금융감독청(BaFin)에 위임할 수 있다. 투자법전 제27조 제6항.

60) 유럽연합(EU)의 대체투자펀드운용자지침(AIFM Directive)의 자세한 내용은 정대익, “유럽연합 대체투자펀드운용자지침의 주요내용”, BFL 61권(2013.9.30) 서울대학교 금융법센터, 62면 이하 참조.

자는 위탁업무를 집행하기 전에 고객에 대해 이해상충의 일반적인 성격과 원인에 대해서 명백히 알려주어야 하고, 이해상충을 방지하기 위한 적합한 전략과 절차를 개발하여야 한다(투자법전 제27조 제4항).

- ⑥ 자산운용사는 동일한 펀드의 투자자 모두에 대해서 평등의 원칙을 지킬 의무가 있기 때문에 시장에서 영향력이 있는 거액투자자에게 특혜를 제공하는 것은, 예컨대 발행수수료나 환매수수료를 우대하는 것은 허용되지 않는다.
- ⑦ 펀드에 편입된 주식으로 의결권을 행사하는 경우 주주이익 최대화 원리에 따라 자산운용사가 직접 행사하여야 하는 것이 원칙이며(투자법 제32조 제1항 제2문), 의결권행사를 위임하려는 경우 특별히 정당한 사유가 있어야 한다. 따라서 주주총회를 개최하는 회사에 수탁자가 직접 지분참가를 하고 있거나 수탁자가 신용을 제공한 채권자인 경우 수탁자로 하여금 의결권을 행사하게 하는 것은 허용되지 않는다. 의결권은 독립적인 의결권행사 대리인에게만 계속적인 위임이 가능하다. 이해상충을 공개하기 위해 자산운용사는 연차보고서에 의결권 위임을 기재하여야 한다.

7) 재위탁 수수료와 관련된 이해상충 방지 의무

자산운용업자가 자산운용을 제3자에게 재위탁하면서⁶¹⁾ 자산운용업자가 제3자로부터 받는 수수료(보상)가 자산운용업자와 고객의 이해상충과 관련해서 대표적으로 문제된다.

외부의 자3자(재수탁자)에게 자산운용을 재위탁하는 경우 자산운용업자(자산운용업자의 지시를 받는 수탁기관)와 제3자 사이에 (자산운용업자가 받을) 수수료가 약정될 수 있는데(kick-back) 이 경우 고객과 자산운용업자 사이에 특별한 약정이 없으면 자산운용업자가 받는 수수료를 고객에게 지급하여야 한다(독일 민법 제675조 제1항, 제667조).

자산운용업자는 자신이 받은 수수료를 고객에게 지급할 의무가 있음에 대해 설명하여야 하며, 자산운용업자(자산운용업자의 지시를 받는 수탁기관)와 제3자 사이에 체결된 수수료 약정계약에 대해서도 설명하여야 한다. 고객이 자산운용업자의 이해상충상황을 판단할 수 있도록 고객에 대해서 자산운용업자는 수수료의 정확한 액수를 통지하여야 할 의무가 있다.⁶²⁾

61) 독일법의 해석상 재위탁이 있는 경우 투자자와 재수탁자 사이에는 일종의 법정채권관계가 발생하여 투자자가 직접 재수탁자를 상대로 책임을 물을 수도 있다.

62) 이러한 kick-back 관행은 독일 경제계에 널리 퍼진 현상이고 이미 많은 판례가 축적되어 있다. 이에 관한 대표적 판례로는 BGH-Beschluss vom 29. Juni 2010 - XI ZR 308/09.

8) 보수 및 비용 청구와 관련된 의무⁶³⁾

자산운용사의 보수 및 비용청구권(한국의 관리보수에 해당)은 수탁자를 통해 펀드자산(특별재산, 수탁자산)으로부터만 변제를 받을 수 있는데[정기적으로 펀드자산에서 인출됨, 구투자법(InvG) 제31조 제3항 제1문 전단], 이는 실체법적으로 보면 보수 및 비용채무에 대한 투자자의 이행방법이자 투자자를 위한 책임제한의 의미를 가지고 있고, 소송법적으로 보면 보수 및 비용채무와 관련하여 투자자에 대한 자산운용사의 제소가능성과 강제집행가능성을 배제하는 의미를 가진다.

청구 가능한 비용은 예컨대 자산운용사가 운용업무와 관련하여 펀드자산의 수탁자에게 지불한 대가나 제3자에게 지급한 대가 등이며, 운용보수(management fee)는 자산운용사가 펀드를 위해서 행한 급부에 대한 보상을 의미하는데(예컨대 투자분석, 계산업무 혹은 일반적인 관리활동에 대한 보상 및 일정한 수익보장), 성과보수(performance fee)의 형태로 약정될 수도 있는데 성과달성 여부 및 성과 측정시기에 관한 정확한 사전적 정의가 필요하다.

확정보수가 아닌 최고보수의 요율(예컨대 발생수익의 특정 퍼센트까지로 보수를 약정하는 방식)만 약정하는 것은 감독법규상으로 문제는 없으나 독일 약관규제법(AGBG) 위반이 될 소지가 있다.

자산운용사가 보수를 일방적으로 변경하는 것은 그 권한이 약관에 미리 정해진 경우에만 허용되고, 사전에 통보한 후에만 보수 변경권한을 행사할 수 있다.

비용과 관련하여 자산운용사는 어떠한 비용을 어떠한 산정기준에 의해 상환청구를 할지를 사전에 약관에 규정하여야 하며(구투자법 제41조 제1항 제1문), 이는 투자자가 투자결정을 내릴 때 필요한 비용의 투명성을 확보하기 위한 것이다. 이 규정으로 인해 위임관계에서 수임인(자산운용사)이 상환청구 가능한 비용이라도(독일 민법 제670조) 그것이 약관에 사전적으로 규정되지 않으면 상환청구가 불가능하다.

펀드운용과 관련하여 새로운(약관에 반영하지 못한) 종류의 관리비용이 발생하면 약관의 비용관련 규정을 변경하여야만 투자자에게 그 상환을 청구할 수 있다. 위임관계에서 수임인이 취득하지 못하는 비용(필요비가 아닌 비용)에 대한 상환청구조항을 약관에 반영하는 것도 가능하나(비용상환에 관한 독일 민법 제670조는 임의규정) 약관규제법의 한계 내에서만 허용된다. 따라서 자산운용을 제3자로부터 재위탁 받는 경우 소위 Kick-Back과 관련된 수수료나 중개인에게 지불하는 수수료를 투자자의 부담으로 돌릴 수 없다.

⁶³⁾ Köndgen/Schiemmes, a.a.O., § 113 Rdn. 127-129.

소익증권 발행수수료나 수익증권 환매수수료를 받는 것은 자산운용사의 운용비용을 충당하기 위한 것으로(보수가 아님) 원칙적으로 허용되는데, 오늘날 발행수수료나 환매수수료의 실질적 기능은 비교적 높은 수수료(투자액의 0~6%)를 통해 너무 빈번한, 펀드에 너무 많은 비용을 발생시키는 투자자의 환매를 억제하기 위한 데에 있다. 다만, 적립식 펀드에 있어서 적립식 투자자에게 계속적으로 발행수수료를 부과하는 것은 투자자의 적립식 펀드 가입 이후에는 펀드(수익증권) 판매비용이 더 이상 발생하지 않기 때문에 발행수수료의 계속적인 부과는 투자자에게 알려지지 않은 손해를 야기하여 약관규제법(독일 민법 제307조) 위반이 될 수 있다.

9) 투자자에 대한 정보제공의무⁶⁴⁾

공시의무로 인해 투자자에 대한 정보제공이 광범위하게 이루어지나 보충적으로 투자자와 자산운용사 사이의 위임계약(투자계약)에 기초해 자산운용사는 투자자에 대해 정보제공 및 계산의무를 부담한다. 이러한 의무는 투자자가 자산운용사에 대한 지시권이 없는 상황 하에서 권리주장이나 권리실행을 위해서 불가결한 것이다. 계산의무는 자산운용(집합투자)의 집단적이고 비개인적 성격으로 인해 사후적 계산의무에 한정되고, 정보제공의무는 금융정보보호를 위하여 제한되거나 자산운용사에 현저한 불이익을 가져오지 않는 범위 내에서만 허용된다.

V. 유럽연합 대체투자펀드 운용사 지침(AIFMD)상 자산운용사의 고객보호의무

1. 이해상충 방지의무⁶⁵⁾

대체투자펀드⁶⁶⁾ 운용사는 대체투자펀드와 투자자의 이해가 침해되지 않도록 이해상

64) Köndgen/Schiemmes, a.a.O. § 113 Rdn. 130.

65) AIFMD상 이해상충 방지의무는 자본시장지침(MiFID)의 이해상충 방지의무와 매우 유사하다. 대체투자펀드 운용사 지침이 규정하고 있는 이해상충방지 의무는 유럽증권시장감독기구(ESMA)의 검토를 기초로 제정한 2단계 조치(Level 2 Measure)인 위임입법(Level 2 Regulation, 명령)에 의해 구체적인 이해상충 유형이 확정되고, 대체투자펀드의 구조·조직 및 운용절차에 비추어 이해상충상황을 확인·예방하고, 관리·감독하거나 공시하기 위해 적합한 조치가 무엇인지 구체화 되었다. 2단계 조치인 위임입법(명령)의 내용은 국제증권감독자기구(OSCO)가 작성한 보고서의 내용을 기초로 하고 있다. IOSCO, Private Equity Conflicts of Interest, 2010. ESMA, Consultation Paper, ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, ESMA/2011/209, 13 July 2011, p. 10.

충을 확정하고, 예방·관리·감독하기 위한 효과적인 조직적·경영적 대책을 수립하여 운영하여야 한다. 대체투자펀드 운용사는 수행하는 업무와 책임이 부합하지 않거나, 시스템상 잠재적인 이해상충을 야기할 가능성이 있는 경우에 양자를 분리하여야 하며, 업무 수행 조건이 중대한 이해상충을 야기하는 지 검토하여 그 여부를 투자자에게 공시하여야 한다.⁶⁷⁾

이해상충 방지를 위한 대책이 투자자의 이해를 보호하는데 충분하지 못하면 대체투자펀드 운용사는 운용업무를 개시하기 전 투자자에 대해 이해상충의 종류와 원인에 대해 명백히 공시하고, 이해상충을 방지하기 위한 적절한 대책과 절차를 수립하여야 한다.⁶⁸⁾

이해상충은, ① 대체투자펀드 운용사와 대체투자펀드 운용사의 임·직원 및 지배관계에 의해서 직·간접적으로 대체투자펀드 운용사와 관련이 있는 자와 운용하고 있는 대체투자펀드 혹은 그 투자자 사이, ② 대체투자펀드 혹은 그 투자자와 다른 대체투자펀드 혹은 그 투자자 사이, ③ 대체투자펀드 혹은 그 투자자와 대체투자펀드 운용사의 다른 고객과의 사이, ④ 대체투자펀드 혹은 그 투자자와 대체투자펀드 운용사가 운용하는 UCITS 펀드 혹은 그 투자자 사이, ⑤ 대체투자펀드 운용사의 고객 사이에서 발생할 수 있다.⁶⁹⁾

2. 위험 및 유동성 관리의무

(1) 위험관리

대체투자펀드 운용사는 투자위험과 전체운용자산에 미치는 투자위험의 영향을 감독하기 위하여 기능적·구조적으로 영업활동 및 자산운용 부분에서 분리된 위험관리시스템을 구축하여 운영하고, 검증을 하여야 한다.⁷⁰⁾ 즉, 투자전략과 관련된 모든 위험과 펀드운용자산에 대한 당해위험의 영향을 파악하고 측정할 수 있으며, 감독·조정할 수 있는 상시적 위험관리시스템을 구축하여야 하는데, 이를 위하여 적합한 stress test도 하여야 한다.⁷¹⁾

66) 대체투자펀드는 일반투자자가 투자가능한 일반대체투자펀드와 전문투자자만 투자가 가능한 전문대체투자펀드로 구분이 된다.

67) AIFMD Article 14(1).

68) AIFMD Article 14(2).

69) AIFMD Article 14(1)(a)(b)(c)(d).

70) AIFMD Article 15(1). 펀드운용과 위험관리는 서로 분리하여 독립적인 부서가 담당하도록 하고 있는 독일의 투자회사 위험관리에 관한 최소요건 (InvMaRisk vom 30. 06. 2010=Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften) 4.4.2.1.과 유사하다.

71) AIFMD Article 15(3)(b).

대체투자펀드 운용사는 투자대상을 결정할 때 신중한 선정절차, 즉 투자결정 전에 투자전략과 목적 및 대체투자펀드의 리스크 프로파일(성향)에 적합하며, 서면기록이 남고, 정기적으로 업데이트 되는 실사절차(due diligence process)를 밟아야 한다.⁷²⁾ 대체투자펀드 운용사는 대체투자펀드의 리스크 프로파일은 운용사의 정관이나 약관, 투자설명서, 청약서 등 펀드판매 관련 서류상에 기재된 펀드 규모, 자산 구조, 투자전략과 목적 등에 부합되도록 하여야 한다.⁷³⁾

위험관리시스템은 매년 1회 이상 그 적합성에 대해 점검하고 필요한 경우 수정을 하여야 한다.⁷⁴⁾

(2) 유동성관리

대체투자펀드의 유동성위기를 감시하고, 유동성이 펀드의 채무를 커버할 수 있도록 시스템을 구축하여야 한다.⁷⁵⁾ 대체투자펀드 운용사는 대체투자펀드의 유동성을 적정하게 평가하고 투자전략이 유동성 프로파일과 환매원칙에 부합하도록 정기적인 stress test를 받아야 한다.⁷⁶⁾

VI. 한국에서 자산운용업자의 투자자보호의 법적 기초로서 신인의무

1. 자본시장법 제37조, 제79조: 신인의무에 대한 추상적·선언적 규정

자본시장법 제37조, 제79조에 규정된 금융투자업자 및 대표적 자산운용업자인 집합투자업자의 주의의무와 충실의무는 극히 추상적, 선언적 내용을 담고 있기 때문에(물론 자본시장법 곳곳에 신인의무를 구체화한 개별적 규정이 산재해 있기도 함) 구체적인 사안에서 그 내용을 어떻게 구체화하여야 하는지 하는 문제가 제기된다. 이사의 주의의무와 충실의무의 내용이 판례나 학설에 의해 일정 수준 구체화되어 있기 때문에 자산운용업자의 주의의무와 충실의무의 내용을 구체화하는데 참조하려는 경향이 있다.⁷⁷⁾

⁷²⁾ AIFMD Article 15(3)(a).

⁷³⁾ AIFMD Article 15(3)(c).

⁷⁴⁾ AIFMD Article 15(2). InvMaRisk 4.3.6은 분기별로 위험관리 시스템을 점검하도록 하고 있다.

⁷⁵⁾ AIFMD Article 16(1).

⁷⁶⁾ AIFMD Article 16(2).

이러한 방법은 주의의무와 충실의무의 개념 확정이나 의무의 대상 혹은 양의무의 차이에 대한 이해를 위해서는 유용하나 자본시장법 제37조, 제79조가 규정한 자산운용업자의 주의의무와 충실의무를 현실적으로 구체화하는데는 직접적이고 효과적인 도움을 줄 수는 없다.

위임관계나 신탁관계 등 고도의 신뢰관계를 기본으로 하는 법률관계에서의 주의의무와 충실의무의 내용은 당해법률관계의 내용과 성격에 따라 양자의 의무의 범위와 정도 및 강약에 차이가 있다. 즉, 수임인이나 수탁자의 신인의무(주의의무와 충실의무를 포함하는 개념)는 매우 동적인(개방적인) 것이어서 그 외연이 매우 유동적이다. 다만, 자산운용의 대상과 한계에 관하여 많은 규제가 있기 때문에 자산운용업자의 주의의무의 내용을 구체화하기는 용이한 반면 충실의무의 내용을 구체화 하는데 더 많은 어려움이 따른다.⁷⁸⁾

2. 투자자보호를 위한 자산운용자의 신인의무

자산운용자는 선량한 관리자로서 집합투자재산을 관리할 책임을 지며, 수익자의 이익을 보호하여야 하나, 간접투자방식인 집합투자에 있어서 자산운용회사는 일정한 운용상의 재량을 가지는 것이고, 다만 법령 혹은 약관 등을 위반하거나 투자판단에 있어서 현저한 과실이 있는 경우에는 투자자(수익자)의 집합투자재산에 관한 선량한 관리자의 주의의무위반에 따른 손해배상책임을 진다.⁷⁹⁾ 자본시장법에 규정된 자산운용자(집합투자업자)의 영업행위 규칙 중 투자자에 대한 신인의무의 내용을 구체화할 수 있는 대표적인 것을 보면 아래와 같다.⁸⁰⁾

(1) 자산운용한도 준수 의무

자산운용자(집합투자업자)는 집합투자재산을 운용함에 있어서 각 집합투자기구 자산총액의 10%를 초과하여 동일 종목의 지분증권 등에 투자하는 행위(자본시장법 제81조

77) 임재연, 자본시장법(2013년판), 박영사, 253면; 최문희(한국증권법학회), 자본시장법 [주석서 II], 박영사(2009), 367면.

78) 이는 특히 (선관)주의의무와 충실의무의 관계에 관한 학설이 계속 대립 중이고, 양자의 구별이 필요하다면 법률효과에서 차이를 인정하는 적극적인 태도가 필요한데도 그러하지 못하여 자산운용업자의 의무를 주의의무와 충실의무로 구체적으로 구분하여 논하는 것이 쉽지 않은 상황이다.

79) 서울고등법원 2004.08.25. 선고 2002나26919 판결.

80) 자산운용자(집합투자업자)의 영업행위 규칙은 그 본질이 감독규정이어서 자산운용자와 투자자 사이의 계약관계의 직접적인 내용이 되는 것은 아니다. 그러나 위에서 본 독일의 해석론처럼(위 45면 참조) 감독규정으로서 영업행위 규칙의 발산효과나 영업행위 규칙의 이중적 성격(감독규정으로서의 성격과 민사법적 성격)으로 인해 영업행위 규칙이 자산운용자와 투자자와 사이에 체결된 계약의 내용을 구체화하는 역할을 한다. 계약내용이 구체화된 범위 내에서 투자자는 자산운용자에 대해 계약의 내용이 된 영업행위 규칙 위반을 이유로 손해배상청구(채무불이행책임)가 가능하다.

제1항 제1호 가목), 각 집합투자기구 자산총액으로 동일법인 등이 발행한 지분증권 총수의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위(자본시장법 제81조 제1항 제1호 다목)는 허용되지 않는다.

각 집합투자기구 자산총액의 20%를 초과하여 동일 집합투자기구의 집합투자증권에 투자하는 행위를 할 수 없으며(자본시장법 제81조 제1항 제3호 나목), 파생상품의 매매와 관련하여 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권의 가격변동으로 인한 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위(자본시장법 제81조 제1항 제3호 마목)와 적격 요건을 갖추지 못한 자와 장외파생상품을 매매하는 행위(자본시장법 제81조 제1항 제3호 라목), 거래상대방과의 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 10을 초과하여 투자하는 행위(자본시장법 제81조 제1항 제3호 바목)도 금지된다.

(2) 이해상충방지의무

자본시장법은 금융투자업자와 투자자간 또는 특정 투자자와 다른 투자자간 이해상충방지를 위하여 금융투자회사에 아래와 같은 이해상충 관리 의무를 부과하고 있다.

우선, 이해상충방지 등 임직원이 직무를 수행함에 있어 준수하여야 할 적절한 내부통제기준을 갖출 것을 의무화하였고(자본시장법 제28조), 이해상충관리를 의무화하였으며(자본시장법 제44조), 이해상충과 관련된 불건전 영업행위를 직접 규제하고 있고(자본시장법 제71조, 제85조, 제98조, 제108조 등), 이해상충 가능성이 큰 부문 간에는 정보교류 차단장치 설치를 의무화하였다(자본시장법 제45조). 임직원은 업무수행 시 고객의 이익은 회사(회사의 주주 및 임직원)의 이익에 우선하며(고객이익 우선원칙), 같은 종류의 금융투자상품에 투자한 모든 고객을 동등하게 다루어야 한다는 원칙을 준수하여야 한다.

이해상충방지의무(제37조제2항, 제44조, 제45조, 제71조 또는 제85조) 위반의 경우 금융투자업자가 손해배상책임을 면하기 위해서는 자신이 적극적으로 상당한 주의를 하였음을 증명하거나 투자자가 이해상충사실을 알았을 것을 요구함으로써 이해상충방지의무 위반에 따른 무과실 입증을 금융투자업자에게 전가하고 있다(자본시장법 제64조).

특별히 자산운용과 관련하여 법령으로 구체화된 이행상충방지의무 중 중요한 것을 보면 아래와 같다.

1) 자전거래 제한 준수 의무

집합투자업자는 최초 설정(설립)된 집합투자기구의 투자한도 준수, 집합투자증권의 매매 또는 해지금액 지급 등을 위해 불가피한 경우가 아니면 특정 집합투자재산을 그 집합투자업자가 운용하는 다른 집합투자재산과 자전거래를 하여서는 아니 된다. 집합투자증

권의 환매 또는 해지금액 지급 등을 위해 불가피한 사유로 사모단독집합투자기구 및 공모집합투자기구간에 자전거래를 하는 경우에는 집합투자자의 이익을 침해할 우려가 없는 경우로서 금융감독원장의 승인을 얻어야 한다. 자전거래 제한 등을 회피할 목적으로 연계거래 등을 이용하는 행위를 하여서는 아니 된다(자본시장법 제85조 제5호, 제8호, 자본시장법시행령 제87조 제1항 제3호 및 제4항 제7호).

2) 이해관계인과의 거래제한 준수 의무

집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 이해관계인이 되기 6개월 이전에 체결한 계약에 따른 거래, 증권시장 등 불특정다수인이 참여하는 공개시장을 통한 거래, 일반적인 거래조건에 비추어 집합투자기구에 유리한 거래, 그밖에 대통령령으로 정하는 거래 이외에는 대통령령으로 정하는 이해관계인과의 거래를 할 수 있다(자본시장법 제84조 제1항). 일반적인 거래조건에 비추어 집합투자기구에 유리한 거래란 집합투자기구에 ‘불리하지 않은 공정한 거래를’ 포함하는 포괄적 개념으로 자본시장법 제238조에서 정한 평가방법과 같이 제3자의 입장에서 공정한 가격으로 거래가 이루어 졌다고 평가되는 경우라고 볼 수 있다.

집합투자업자는 예외적으로 허용되는 이해관계인과의 거래가 있는 경우 또는 이해관계인의 변경이 있는 경우에는 그 내용을 해당 집합투자재산을 보관·관리하는 신탁업자에게 즉시 통보하여야 한다(자본시장법 제84조 제2항). 집합투자업자는 집합투자기구의 재산으로 그 집합투자업자가 발행한 증권(제189조의 수익증권을 제외한다)을 취득할 수 없다(자본시장법 제84조 제3항).

집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 대통령령으로 정하는 한도를 초과하여 그 집합투자업자의 계열회사가 발행한 증권을 취득할 수 없다. 즉, 집합투자업자가 운용하는 전체 집합투자기구의 집합투자재산으로 계열회사가 발행한 지분증권을 취득하는 경우에 계열회사가 발행한 전체 지분증권에 대한 취득금액은 집합투자업자가 운용하는 전체 집합투자기구 자산총액 중 지분증권에 투자 가능한 금액의 100분의 10과 집합투자업자가 운용하는 각 집합투자기구 자산총액의 100분의 50을 초과하지 못한다(자본시장법 제84조 제4항, 자본시장법 시행령 제86조 제1항 제1호).

집합투자업자는 운용하는 전체 집합투자기구의 집합투자재산으로 계열회사 전체가 그 집합투자업자에 대하여 출자한 비율에 해당하는 금액을 초과하여 계열회사가 발행한 증권에 투자해서는 안 된다(자본시장법 제84조 제4항, 자본시장법 시행령 제86조 제1항 제2호). 또한 집합투자업자는 관계인수인이 인수한 증권을 인수일로부터 3개월 이내에 집합투자재산으로 매수하여서는 안 된다(자본시장법 제85조 제2호, 자본시장법 시행령 제

87조 제2호).⁸¹⁾

집합투자업자는 집합투자재산의 운용을 담당하는 직원과 투자대상자산의 취득·처분 등의 실행업무를 담당하는 직원을 구분하여야 함으로 운용역이 트레이더를 거치지 않고 직접 주문을 내어서는 안 된다(자본시장법 제80조 제4항, 자본시장법시행규칙 제10조 제4항).

3) 복수의 금융투자업 영위 시 이해상충방지 의무

자산운용자가 복수의 금융투자업 영위 시 (예컨대 투자매매업과 집합투자업) 특정 금융투자업 (예, 집합투자업)의 투자자 이익을 희생하여 타 금융투자업 (투자매매업)으로 부터 자신의 이익을 추구하거나, 타 금융투자업의 투자자의 이익을 추구하는 행위는 허용되지 않는다(자본시장법 제37조, 제44조, 제45조, 제71조, 제85조).

4) 임직원의 금융투자상품 매매거래 시 제한 준수 의무

과거 임직원의 금융투자상품 매매거래를 원칙적으로 금지하되 예외적인 경우에만 허용하던 방식에서 벗어나 자본시장법은 임직원의 금융투자상품 매매거래를 원칙적으로 허용하되 다양한 제한을 부과하고 있다. 임직원이 자기계산으로 매매하는 경우 원칙적으로 자기명의로 한 개의 회사에 개설된 한 개의 계좌를 통하여 금융투자상품을 매매를 하여야 하며, 소속 금융투자업자의 준법감시인(준법감시인이 없는 경우에는 감사 등)에게 계좌개설사실을 신고하여야 하고, 소속 금융투자업자의 준법감시인이 매매, 그 밖의 거래에 관한 소명을 요구하는 경우에는 따라야 하며, 소속 금융투자업자의 내부통제기준으로 정하는 사항을 준수하여야 한다(자본시장법 제64조 제4항).

(3) 공시의무

집합투자업자는 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미치는 사항, 예컨대 투자운용인력의 변경, 환매연기 또는 환매재개의 결정 및 그 사유, 부실자산이 발생한 경우 그 명세 및 상각률, 집합투자자총회의 결의내용, 투자설명서의 변경, 집합투자규약(신탁약관)의 변경, 집합투자업자의 합병, 분할, 분할합병 또는 영업의 양도·양수, 기준가격 산정의 오류 및 그 변경, 집합투자기구의 설정 이후 1년이 되는 날에 원본액이 50억원 미만인 소규모펀드인 사실 및 그 해지가능성 과 설정되고 1년이 지난 후 1개월간 계속하여 원본액이 50억원 미만인 소규모펀드인 사실 및 그 해지가능성 등을 집합투자업자, 판매회사 및 금융투자협회의 인터넷 홈페이지 등에 지체없이 공시하여야 한다(자본시장법 제89조 제1항, 자본시장법 시행령 제93조 제3항).

81) 따라서 계열 증권사가 IPO를 진행할 경우 운용사는 원칙적으로 공모주 청약에 참여할 수 없고, 상장 후에도 3개월이 지나야 펀드에 편입할 수 있다.

(4) 투자자이익을 위한 의결권 행사의무

집합투자업자는 투자자의 이익을 보호하기 위하여 집합투자재산에 속하는 의결권을 충실하게 행사하여야 한다(자본시장법 제87조 제1항). 기존의 소극적인 shadow voting 원칙에서 벗어나 투자자의 이익보호를 위한 적극적인 의결권 행사의무가 있다.

의결권공시대상 법인(각 집합투자기구 자산총액의 100분의 5 또는 100억원 이상을 소유하는 주식을 발행한 법인)의 의결권 행사여부 및 그 내용(행사하지 아니한 경우에는 그 사유)을 영업보고서에 기재하여야 하고(자본시장법 제87조 제7항), 의결권 행사내용 및 그 사유(행사 아니한 경우 행사하지 아니한 구체적인 사유)를 주주총회일로부터 5일 이내 공시하여야 한다(자본시장법 제87조 제8항).

3. 자산운용업자의 선관주의의무에 관한 국내 판례

(1) 판례의 개관⁸²⁾

1) 대법원 2003.7.11. 선고 2001다11802 판결

구 증권투자신탁업법(1998. 9. 16. 법률 제5558호로 개정되기 전의 것) 제17조 제1항은 위탁회사는 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리할 책임을 지며, 수익자의 이익을 보호하여야 한다고 규정하고 있는바, 구체적으로 특정한 시점에서 투자 종목 및 비율을 어떻게 정하여야 하는지는 관계 법령과 투자신탁 약관의 내용, 신탁재산의 운용목표와 방법, 그 시점에서의 시장 상황 및 전망 등 제반 사정을 종합적으로 감안하여 판단하여야 할 것이나, 위탁회사가 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 신탁재산의 최상의 이익에 합치된다는 믿음을 가지고 신중하게 신탁재산의 운용에 관한 지시를 하였다면 위법 규정에서 말하는 선량한 관리자로서의 책임을 다한 것이라고 할 것이고, 설사 그 예측이 빗나가 신탁재산에 손실이 발생하였다고 하더라도 그것만으로는 투자신탁 운용단계에서의 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반한 것이라고는 할 수 없다.

2) 대법원 2006.5.11. 선고 2003다51057 판결

피고가 최초 편입 당시에는 기준 신용등급에 적합하였다가 원고의 수익증권 취득을 전후하여 일부 신용평가기관의 신용평가에서 기준 신용등급에 미달하게 된 판시 대우그룹 계열사 발행 유가증권(이하 ‘대우채’라고 한다)이 이 사건 투자신탁에 편입되어 있는 사정을 투자신탁설명서에 구체적으로 명시, 설명하여야 하는 법령, 계약 혹은 신의칙상 의무가 존재한다고 볼 수 없다. 나아가 위와 같은 제반 사정 하에서는 위 투자부적격유가증권

⁸²⁾ 이해의 편의를 위해 판례의 원문에서 많은 부분을 생략·변용한 것이고 밑줄은 필자가 강조를 위해 사용한 것임.

의 투자신탁 내 편입사실을 원고에게 별도로 알리지 아니한 피고의 조치가 위탁회사의 수익자에 대한 일반적인 선관주의의무 혹은 충실의무 등 위반행위에 해당한다고 보기도 어렵다.

사건 당시에는 현행 증권투자신탁업감독규정에서 정하고 있는 바와 같은 기준 신용등급 미달 유가증권의 가격조정 혹은 신속처분에 관한 어떠한 법령상 또는 계약상 의무의 존재도 인정할 수 없음은 물론, 위 대우채 환매연기조치를 전후한 시장상황과 환매대금의 평가방식에 관한 관련 법령 및 약관의 규정 등에 비추어 피고가 그 당시 기준 신용등급 이하로 신용평가가 낮아진 대우채에 대한 가격조정 혹은 신속처분의 조치를 취하지 아니한 것이 위탁회사의 수익자에 대한 일반적인 선관주의의무 혹은 충실의무 등 위반행위에 해당한다고 보기도 어렵다

3) 대법원 2007.9.6. 선고 2004다53197 판결

이 사건 운용계획서가 투자자 모집을 위한 참고자료로 활용되도록 하기 위하여 작성된 문서로서, 그 내용도 투자대상을 일정 등급 이상의 회사채와 기업어음에 한정한다는 명시적인 내용이 아니고, 단지 작성 당시의 예상수익률을 제시하고 그 예상수익률의 산출 근거로서 일정 등급 이상의 회사채와 기업어음 위주로 편입시킨다는 것을 예시적으로 설명한 것으로 보이므로, 위와 같은 작성 목적과 명의, 형식 및 내용 등에 비추어 보면 이 사건 운용계획서는 작성 당시 예견할 수 있었던 제반 경제상황을 바탕으로 향후의 펀드 운용에 대한 계획을 나타내는 문서에 지나지 않는다고 할 것이므로, 그것이 판매회사를 통하여 수익자에게 전달되었다고 하더라도 곧바로 자산운용회사와 수익자 간의 개별약정의 내용이 되어 자산운용회사에게 구속력을 가진다고 볼 수는 없다

투자신탁이 설정된 이후에는 신탁재산의 투자운용결정 및 지시를 하고, 구 증권투자신탁업법(2003. 10. 4. 법률 제6987호로 제정된 ‘간접투자자산 운용업법’으로 폐지되기 전의 법, 이하 ‘구 투신탁법’이라 한다) 제17조 제1항에 따라 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리할 책임을 지며 수익자의 이익을 보호하여야 하므로, 투자자에게 투자종목이나 대상 등에 관하여 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 배려하고 보호하여야 할 주의의무가 있다고 할 것이다.

증권투자신탁에서 당해 거래가 이루어진 구체적인 경위, 투자신탁재산의 특성 및 위험도 수준, 투자자의 투자 경험 및 능력 등 제반 사정을 고려하여 볼 때 위탁회사가 투자대상에 대하여 오해를 생기게 하는 표시 등을 하고도 아무런 조치를 취하지 아니하여 투자자가 당해 거래에 수반하는 위험성이나 투자내용에 관하여 정확한 인식을 형성하는 데 장애를 초래하도록 잘못된 정보를 제공한 경우에는, 투자자의 신뢰에 위배되는 행위를

함으로써 투자자가 입은 손해를 배상할 의무가 있다고 할 것이다.

따라서 운용계획서에서 명시한 일정 등급 이상의 기업어음을 매입할 필요가 있고, 특별한 사정이나 합리적인 사정이 없음에도 불구하고 수익자의 신뢰를 저버리고 이와 달리 운용함으로써 피해가 발생하였다면 투자자 보호를 위하여 그로 인한 손해를 배상할 책임이 있다.

4) 대법원 2008.9.11. 선고 2006다53856 판결

투자자문회사의 선관주의위반에 여부는 고객의 투자목적 등에 비추어 볼 때 과도한 위험을 초래하는 거래행위에 해당하는지 아닌지에 따라 판단하여야 하는데 피고 회사의 투자일임 담당자들이 주가지수의 변동을 잘못 예측하여 결과적으로 원고들이 투자 손실을 입었다고 하더라도 투자일임 담당자들의 옵션거래 과정에서 현저한 불합리가 없는 한 그 투자 판단은 허용되는 재량의 범위 내의 것으로서 고객에 대한 선량한 관리자의 주의의무 내지 충실의무를 다한 것으로 봄이 상당하다고 판시하였다.

5) 대법원 2013.11.28. 선고 2011다96130 판결

투자설명서의 기재 내용 자체가 투자신탁계약의 당사자 사이에서 당연히 계약적 구속력이 있다고 볼 수는 없고, 투자설명서에 기재된 내용이 신탁약관의 내용을 구체화하는 내용인 경우에 신탁약관의 내용과 결합하여 계약적 구속력을 가진다. 다만 그 기재 내용이 개별약정으로서 구속력을 가질 수는 있지만, 개별약정으로서 구속력이 있는지 여부는 투자설명서에 기재된 구체적인 내용, 그러한 내용이 기재된 경위와 당사자의 진정한 의사 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다. 투자설명서에 장외파생상품의 거래 상대방을 기재한 부분은 신탁약관의 내용을 구체화하는 것이라 볼 수 없어 기재 내용이 당연히 투자신탁계약의 내용에 편입되어 계약적 구속력을 갖는다고 할 수 없고, 그 부분이 개별약정에 해당하여 자산운용회사가 거래상대방을 투자설명서에 기재된 대로 정하여 투자자산을 운용할 계약상 의무를 부담한다고 볼 수 없다.

자산운용회사가 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 간접투자재산의 최상의 이익에 합치된다는 믿음을 가지고 신중하게 간접투자재산의 운용에 관한 지시를 하였다면 위 법 규정에서 말하는 선량한 관리자로서의 책임을 다한 것이라고 할 것이고, 설사 그 예측이 빗나가 신탁재산에 손실이 발생하였다고 하더라도 그것만으로 간접투자재산 운용단계에서의 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반한 것이라고 할 수 없다.

6) 대법원 2004.02.27. 선고 2002다63572 판결

대우그룹에 대한 채권단의 긴급자금지원결정에 따라 그 일원인 위탁회사가 당해 투자

신탁재산에 편입되어 있던 대우그룹 채권의 만기를 연장하여 이를 그 신탁재산에 그대로 편입한 것은 선량한 관리자의 주의의무 위반에 해당하지 않으나, 당초 다른 신탁재산에 편입되어 있던 대우그룹 채권의 만기를 연장하여 이를 당해 신탁재산에 새롭게 편입시킨 행위는 수익자에 대한 관계에서 위탁회사의 선관주의의무 위반에 해당한다.

7) 대법원 2008.09.11. 선고 2006다53856 판결

투자일임계약에 의하여 고객의 자산을 관리하는 투자자문회사는 고객에 대하여 부담하는 선관주의의무의 당연한 내용으로서 우선 고객의 투자목적·투자경험·위험선호의 정도 및 투자예정기간 등(이하 ‘투자목적 등’이라고 한다)을 미리 파악하여 그에 적합한 투자방식을 선택하여 투자하여야 하고, 조사된 투자목적에 비추어 볼 때 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 감행하여 고객의 재산에 손실을 가한 때에는 그로 인한 손해를 배상할 책임이 있다. 고객의 투자목적 등은 지극히 다양하므로, 어느 특정한 상품에 투자하거나 어떠한 투자전략을 채택한 데에 단지 높은 위험이 수반된다는 사정만으로 일률적으로 선관주의의무를 위반한 것이라고 단정할 수는 없다.

8) 대법원 2003.12.12. 선고 2003다8886 판결

증권투자신탁에 있어서 투자신탁재산에 속하는 유가증권의 취득·매각 및 권리의 행사 등 투자신탁재산의 운용에 관한 일체의 사항에 대하여 결정하는 것은 위탁회사이고 판매회사는 위탁회사와의 계약에 의하여 단순히 수익증권의 판매업무만을 수행할 뿐이므로 투자신탁재산의 운용에 관하여 구체적인 고의·과실이 인정되지 않는 한 판매회사에게 그 운용에 관한 손해배상책임을 지울 수 없다

9) 서울중앙지방법원 2009.11.20. 선고 2008가합109031 판결

펀드의 수익증권을 매입함에 있어서 장외파생상품의 거래상대방을 특정회사로 하기로 투자설명서에 기재되어 있었다면 장외파생상품 거래상대방에 대해 자산운용회사와 투자자 사이에 약정이 성립되었다고 볼 것이고, 따라서 자산운용회사는 합의된 특정회사가 발행하는 장외파생상품에 투자할 의무를 부담한다. 자산운용에 있어서 자산운용회사가 포괄적 재량권을 가지고 있으나 투자자와의 약정과 달리 자산을 운용할 재량권이 있는 것은 아니므로 약정과 달리 거래상대방을 변경하여 자산을 운용함으로써 투자자들에게 손해를 끼친 경우 투자자들에 대한 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하지 아니한 것이라 할 것이다.

(2) 판례의 선관주의의무 위반 판단기준에 대한 평가

자산운용업자의 선관주의의무 위반 여부에 대해 제반사정을 모두 참작하여 판단하는 대법원의 입장으로 인해 명백한, 통일된 기준을 쉽게 발견할 수는 없다. 다만 투자자의 신뢰 및 투자자의 이익 보호관점에서 몇 가지 의미 있는 또한 문제도 있는 판단을 하고 있는데 아래에서는 이를 간략히 검토해 본다.

1) 투자설명서와 운용계획서의 성격

판례는 투자자 유치과정에 사용하는 투자설명서와 운용계획서(투자제안서)의 성격을 아직은 소극적으로 평가하여 특별한 약정이 없으면(혹은 신탁약관이나 투자회사의 정관에 편입되지 않으면) 계약으로 편입되지 않아 자산운용회사를 구속하지 않는 것으로 본다(물론 계약으로 편입은 되지 않으나 투자설명서나 운용계획서를 준수하지 않은 것을 고객에 대한 보호의무 위반으로 보아 자산운용회사의 책임을 인정하는 결론은 타당함).

이러한 판례의 입장은 투자설명서나 운용계획서(투자제안서) 교부의 현실을 고려한 불가피한 면이 없지 않으나, 왜 계약적으로 구속적이지 않는 투자설명서나 운용계획서(투자제안서)를 준수하지 않은데 대해 책임을 져야하는지에 대한 충분한 이론적 설명이 결여된 점이 아쉽다.

차라리 하급심 법원처럼 투자자와 자산운용자 사이에 투자설명서나 운용계획서(투자제안서)의 내용이 계약의 일부를 이룬다고 보거나⁸³⁾ 혹은 자산운용사가 투자설명서나 운용계획서(투자제안서)대로 운용할 것이라는 외관을 야기한 것을 근거로 준계약(quasi-contract)적 관계가 성립한다고 보아(양당사자 사이에 의사의 합치가 없기 때문) 책임을 구성하거나 혹은 신뢰책임(Vertrauenshaftung)을 인정하거나, 아니면 금반언의 원칙(promissory estoppel)을 적용하여 자산운용사의 책임을 구성하는 것이 가능할 것이다.⁸⁴⁾

83) 대표적으로 서울중앙지방법원 2009.8.4. 선고 2009가합109031 판결; 서울중앙지방법원 2009.11.20. 선고 2008가합109031 판결. 다만, 단순히 투자에 대한 개괄적 정보를 담은 문서를 교부한다는 의사를 가지고 운용계획서(투자제안서)를 교부하는 자산운용업자와 투자자(계약의 구성부분이 되는 것으로 기대) 사이에 의사의 합치가 없기 때문에 계약관계를 이론적으로 구성하기는 매우 어렵다. 운용계획서(투자제안서)를 개별 약정으로 보게 되면 자산운용업자의 자산운용에 대한 포괄적 재량권을 침해하게 된다는 점을 들어 계약의 편입을 인정하지 않는 문헌은 이석환, 간접투자자산운용업법상의 투자관리자 이론, 도서출판 무한 2005, 309-312면. 운용계획서(투자제안서) 교부의 취지 및 투자신탁 법률관계의 본질(이중적 신탁관계설)에 반하는 점을 들어 계약의 편입을 인정하지 않는 문헌은 박양준/최문희, “사모부동산투자신탁 운용계획서의 성질과 위탁회사의 책임”, BFL 제57호(2013.1), 서울대 금융법센터, 99면 이하.

84) 계약 없는 상태에서의 책임을 구성하기 위한 다양한 시도가 있었는데 Haupt의 사실상 계약관계론(Theorie von den faktischen Vertragsverhältnissen) Dölle의 사회적 교섭에 의한 책임(Haftung aus sozialem Kontakt), Canaris의 신뢰책임(Vertrauenshaftung), 금반언의 원칙 등을 들 수 있다. 계약 없는 상태에서의 책임가능성을 인정한 다양한 이론에 대한 비판과 새로운 이론구성을 시도한 대표적 문헌은 Köndgen, Johannes,

2) 선관주의의무 위반에 대한 구체적 판단기준 검토

판례는 선관주의의무(혹은 보호의무) 위반의 구체적 판단 기준을 제시하고 있는데, 판례가 제시하는 기준은 ① 투자설명서나 운용계획서에 기재된 사항의 준수여부, ② 자산운용업자가 투자를 할 때 가능한 범위 내에서 수집한 정보를 기초로 집합투자재산(펀드)이나 투자자의 최선의 이익에 도움이 된다고 선의로 신뢰하였고 그러한 신뢰에 합리적인 이유가 있었는지 여부, ③ 투자자에게 투자종목이나 투자대상 등에 관하여 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 하였는지 여부, ④ 고객의 투자목적에 비추어 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 하였는지 여부, ⑤ 특정 집합투자재산(펀드)의 불량(혹은 우량)자산을 정당한 이유 없이 다른 집합투자재산으로 편입시켰는지 여부, ⑥ 당해 거래에 수반하는 위험성이나 투자내용에 관하여 투자자의 정확한 인식을 형성하는 데 장애를 초래하는 잘못된 정보를 제공하였는지 여부 등이다

자산운용업자의 선관주의의무 위반 양태에 관한 판례가 아직은 충분히 축적되지 않아 다양한 선관주의의무 위반의 양태를 대부분 포섭할 정도의 충분한 판단기준은 제시되지 않았다. 우선 눈에 띄는 것은 이미 위에서 본 바와 같이 투자설명서나 운용계약서가 당사자 사이에 특별한 약정이 없어 계약의 일부로 편입되지 않더라도 자산운용업자의 선관주의의무 위반을 판단하는 기준이 되는 점이다(결론에서는 타당함).

집합투자재산 운용에 필요한 충분한 정보를 수집하고 그에 기초해 내린 투자결정이 집합투자재산이나 고객의 최선의 이익에 도움이 된다고 선의로 신뢰한 경우에 발생한 손해에 대해서는 책임을 지지 않는다는 판시사항도 옳다. 다만, 구체적으로 이러한 판단을 할 때 누구를 기준으로 할 것인지와 관련해서 언급이 없는 점은 아쉽다. 신중한 사람 내지는 신중한 투자자의 원칙과 같은 기준이 제시되어 자산운용에 전문성이 있는 자가 동일한 상황에서 동일한 결정을 내릴 수 있었는지가 기준이 되어야 할 것이다.

대우채권입 투자신탁과 관련하여 편입당시 기준을 충족하였기 때문에 운용과정 중 기준미달을 투자자에 알릴 의무가 없다는 판시한 부분은⁸⁵⁾ 자산운용업자의 최고행위준칙

Selbstverbindung ohne Vertrag. Zur Haftung aus geschäftsbezogenem Verhalten, J.C.B. Mohr 1981. 미국에서도 운용계획서(투자제안서)에 해당하는 Investment Policy Statement(IPS)는 투자과정에서 당사자가 준수하여야 하는 규칙과 의무에 대한 개요를 전달하는 것으로서 계약의 구성부분은 아닌 것으로 보지만, 자산운용업자가 구속이 되는 것으로 보며 따라서 그 위반이 있는 경우 자산운용업자의 신의의무 위반이 되는 점에서는 우리 판례와 결론을 같이한다. 김용재 앞의 논문, 38면도 그 내용이 ERISA에 합치하는 한 연금펀드운용자는 Investment Policy Statement(IPS)에 구속된다고 본다.

85) 통일신중투자자법(UIA)은 자산운용업자가 현대적 포트폴리오 이론(MPT=modern portfolio theory)을 이용하도록 의무화하고 있는데, 개별적 투자로 인해 손해가 발생하여도 전체적 투자의 관점에서 합리적인 투자결정이라면 신의의무 위반이라고 보지 않는다. 이러한 통일신중투자자법(UIA)기준에 따르면 대우채권입 결정당시 투자기준을 준수한 투자결정이었다면 비록 사후에 손해가 발생하여도 자산운용업자의 신의의무 위반이라고 볼 수는 없다.

인 고객의 최선의 이익배려나 고객이익 우선의 원칙에 반하고, 고객의 이해에 중대한 사실은 즉시 알려야 하는 선관주의의무에도 반한다.

특정펀드에 편입된 대우채의 만기를 연장한 후 동펀드에 다시 편입시킨 것이⁸⁶⁾ 아니라 다른 펀드에 편입시킨 것은 한편으로는 펀드(혹은 펀드의 수익자)간 이해상충을 야기한 것이며(충실의무 위반) 다른 한편으로는 상환가능성이 떨어지는 고위험 자산을 편입함으로써 펀드(혹은 펀드의 수익자)의 이해를 부당하게 침해하였으므로(주의의무 위반) 자산운용업자의 선관주의의무 위반에 해당한다.

3) 자산운용업자의 책임의 성격

판례는 자산운용업자의 책임의 성격을 분명히 하지 않고 있다.⁸⁷⁾ 대부분 선관주의의무 위반이 있으면 자산운용업자가 고객(투자자)에 대한 보호의무를 위반한 것이 된다(불법행위책임이 발생한다)는 취지로 판시하고 있는데, 선관주의의무는 원칙적으로 위임이나 신탁관계에서 발생하는 자산운용업자의 계약상 부수적 의무인데 왜 이를 위반하는 것이(채무불이행책임 중 적극적 채권침해) 불법행위책임이 되는 지 분명하게 밝히지 않고 있다. 계약관계를 전제로 하지 않는 경우에도 고객보호 필요성이 있을 경우(선관주의의무는 계약상 고객 보호의무임) 비로소 무대에 등장하는 것이 바로 고객(투자자) 보호의무인데(그 위반은 불법행위 책임) “선관주의의무 위반=보호의무 위반”이라는 판결공식은 몹시 의아하다. 자산운용업자의 신인의무 위반은 원칙적으로 채무불이행책임이고 그것이 예외적으로 불법행위의 요건도 충족시키는 경우에만 불법행위책임도 인정하여야 할 것이다. 양자의 책임은 입증책임과 시효에서 차이가 나기 때문에 그 성격을 분명히 할 필요가 있다.

(3) 전망

아마도 머지않은 미래에 위에서 본 미국과 독일의 선관주의의무(신인의무) 위반에 대한 판단기준을 적용한 판례가 다수 등장할 것으로 보인다. 즉, 자산운용업자가 업계에서

86) 비록 대우채의 상환가능성이 매우 낮으나 만기를 연장하여 동일한 펀드에 다시 편입시킨 것은 관계법령과 신탁약관의 내용, 신탁재산의 운용목표와 방법, 그 시점에서의 시장상황 및 전망 등 제반사정을 종합적으로 감안하여 판단한 것으로 신중한 투자자의 판단으로 볼 수 있다.

87) 박양준/최문희 앞의 논문은 대법원 2012.11.15. 선고 2010다64075 판결을 연구한 것인데, 이 사건원고의 청구를 개별약정 위반(개별약정에 의해 계약으로 편입된 운용계획서 위반)=채무불이행에 기한 손해배상청구와 투자자 보호의무 위반 및 선관주의의무 위반=불법행위에 기한 손해배상청구가 병합된 것으로 분석한 후 결론에서는 원고의 청구를 불법행위에 기한 손해배상청구로 보며 개별약정 위반으로 인한 손해배상청구는 불법행위에 기한 손해배상청구의 공격방법으로 본다. 이는 운용계획서가 개별약정으로 평가되지 않아 계약적 기초가 될 수 없어 채무불이행책임이 불가능하나 자산운용업자의 보호의무 위반을 판단하는 기준은 될 수 있기 때문에 운용계획서 기재사항 위반을 주장하는 것을 불법행위로 인한 손해배상청구의 공격방법으로 본 것 같다.

요구되는 전문성과 지식 및 기술을 가지고 집합투자재산을 운용하였는지 여부, 투자자의 위험수용도(risk profile)에 부합한 운용행위인지 여부, 고객의 이해를 해치고 자산운용업자나 제3자의 이익을 우선한 것 인지 여부, 고객과의 이해상충을 방지하기 위한 절차와 대책을 수립하여 적절하게 시행하고 있는지 여부, 이해상충사실을 고객에게 알리고 고객의 동의를 구했는지 여부, 집합투자재산(및 그 고객) 상호간의 이해상충 야기 여부, 겸영업무의 확대에 의한 투자중개, 투자매매, 투자자문, 자산운용 등 개별 금융투자 서비스 간의 이해상충 여부, 자산운용과정 중에 자산운용업자가 부담하는 수수료나 취득하는 보상의 투명성 여부(예컨대 독일의 kick-back과 같은 문제), 전체포트폴리오를 고려한 투자결정의 하자 판단 여부, 자산운용업자의 책임제한 및 면책 조항의 유효 여부를 두고 많은 새로운 사건이 법원의 문을 두드릴 것으로 예상된다.

자산운용업자의 업무가 고도의 전문성을 띠고 있기 때문에 분쟁 시 의무위반을 검증하기가 용이하지 않아 고객(투자자)이 매우 불리한 실정인데 이러한 문제를 해소하려면 자산운용업자의 신인주의의무의 내용이 더 구체화되어야 한다. 더불어 면책의 기준이 분명해진다는 점에서 신인주의의무 구체화의 혜택은 자산운용업자에게도 돌아간다.

VII. 결론

위에서는 자산운용업자의 신인주의의무(선관주의의무)의 법적 근거와 그 구체적인 내용을 검토해 보았다. 신인주의의무의 원칙적 방향과 내용에 있어서는 비교대상사이에 차이는 없고, 다만 자산운용업의 역사와 발전단계에 따라서 신인주의의무의 구체화의 정도나 이론 구성에서 차이가 있을 뿐이다. 투자자보호를 위한 법규의 세계적인 동조화현상에 비추어 보면 머지않은 시기에 이러한 차이도 찾을 수 없는 단계로 진입할 것으로 본다.

자산운용업자는 투자자보호를 위한 다양한 모습의 수많은 신인주의의무의 정글 속에서 자산운용을 하여야 하는 법적 위험을 부담하고 있다. 이러한 법적 위험에 대비하는 최선의 방법은 자산운용사 임·직원 전원에게 적용되는 행위준칙(code of best practice)에 준수하여야 하는 신인주의의무를 구체화하여 담는 것이 될 수 있다.⁸⁸⁾ 이 경우 고객이익 최우선 원칙, 고객과의 이해상충 방지 및 이해상충사실의 공개 원칙, 고객으로부터 부당한 이익을 얻지 아니하며, 신임과 신뢰를 기초로 하는 자산운용업자의 지위를 남용하지 않는다

88) 신인주의의무를 구체화하여 담는 형식은 다양하게 구현될 수 있는데 행위준칙, 내부통제지침, 컴플라이언스 매뉴얼 혹은 임직원 윤리강령 등에 자리 잡을 수 있다.

는 내용이 행위준칙에 반드시 담겨야 할 것이다.

신인의무의 내용과 범위가 입법적 조치나 판례, 학설에 의해 가능한 객관적으로 확정 되어야만 고객과 자산운용업자 사이에 자산운용의 실패를 둘러싼 분쟁을 줄어들이고, 당사자 사이에서 공평한 이해조정이 가능할 것이다. 무엇보다 자산운용이 실패하였을 때 나타나는 고객의 사후적 편견(hindsight bias)을 완화하고, 자산운용업자를 상대로 투자판단 오류나 신인의무 위반을 이유로 고객이 책임을 묻는 것이 사실상 불가능하거나 매우 어렵다는 근거 있는 불만이 줄어들 수 있을 것이다.⁸⁹⁾

89) SEC가 1,500개 투자자문회사를 테스트한 결과 신인의무와 관련하여 가장 빈번히 발생한 5대 위반사항을 보면, 이해상충사실과 고객에게 중요한 사실의 공개의무 위반, 고객의 지시를 준수하지 않거나 고객의 위험수용도 및 투자목표를 고려하지 않은 포트폴리오 운용, 자산운용사의 임직원과의 거래 시 필요한 요건 미충족, 오인을 유발하는 투자펀드의 실적 공개의 부적합, 고객의 부담으로 돌아가게 되는 중개계약과 최선주문집행(best execution) 미이행 문제 등이다. Richards, Lori A., Speech by SEC Staff: Fiduciary Duty: Return to First Principles, February 27, 2006, p. 3-4.