

# 간접투자법상 투자자 보호의무와 선관주의의무의 부담 주체\*

- 대법원 2020. 2. 27. 선고 2016다223494 판결을 소재로 -

장 근 영\*\*

## 目 次

- |                         |              |
|-------------------------|--------------|
| I. 머리말                  | IV. 대상판결의 검토 |
| II. 대상판결 및 관련 판결의 개요    | V. 맺음말       |
| III. 자산운용회사의 투자자에 대한 의무 |              |

### I. 머리말

흔히 ‘펀드’로 통칭되는 투자기구에 관한 현행 규제는 기본적으로 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)이 담당하고 있다.<sup>1)</sup> 자본시장법상 “집합투자업자”란 집합투자를 영업으로 영위하는 자를 말하며,<sup>2)</sup> “집합투자”란 투자자로부터 모은 금전 등을 투자대상자산에 투자하고 그 실적을 투자자에게 배분하는 것을 가리킨다.<sup>3)</sup> 자본시장법의 “집합투자업자” 및 “집

\* 이 글은 한국상사법학회 2020년 하계학술대회에서 발표한 내용을 수정·보완한 것이다. 위 학술대회에서 귀중한 의견을 주신 토론자 분들께 감사드린다.

\*\* 한양대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사.

1) 이 글에서는 ‘펀드’라는 용어를 간접투자법과 자본시장법상의 투자신탁이나 투자회사 등과 같은 투자기구들을 총칭하는 의미로 사용하기로 한다.

2) 자본시장법 제8조(금융투자업자) ④ 이 법에서 “집합투자업자”란 금융투자업자 중 집합투자업을 영위하는 자를 말한다.

합투자"라는 용어는 구 「간접투자자산 운용업법」(이하 '간접투자법')에서 사용되던 "자산운용회사" 및 "간접투자"에 대응하는 것이다.

간접투자 구조에서는 투자자가 직접 투자하는 것이 아니라 투자전문가인 자산운용회사의 투자판단에 의존하기 때문에 대리인 문제가 발생한다. 자금 제공자와 자산운용자의 분리로 인한 대리인 문제는 펀드의 운용단계에서만 아니라 펀드의 판매단계에서도 발생한다.<sup>4)</sup> 간접투자법과 자본시장법에서는 대리인 문제를 해결하기 위한 여러 규정을 두고 있으며, 아울러 법원을 통해 판례 이론이 발전하고 있다. 후술하듯 자산운용회사는 펀드의 투자자들에게 대하여 투자권유단계에서의 투자자 보호의무 및 자산운용단계에서의 선관주의의무를 부담한다.

올해 초 대법원은 2020. 2. 27. 선고 2016다223494 판결(이하 '대상판결')에서 투자자 보호의무와 선관주의의무는 펀드를 설정하여 실제 운영하는 자산운용회사만이 부담하는 것인지 여부에 관한 법리를 다루었다. 간접투자법상 자산운용회사가 부담하는 의무는 현행 자본시장법상 집합투자업자의 그것과 성격이 거의 같다고 할 것이므로, 자산운용회사의 의무에 관하여 대상판결이 제시한 기준은 자본시장법상으로도 의미를 가진다. 이러한 차원에서 이 글에서는 대상판결을 소재로 하여 자산운용회사가 부담하는 투자자 보호의무와 선관주의의무의 내용 및 그 적용범위를 살펴보고자 한다.

이하 이 글의 순서는 다음과 같다. 우선 대상판결 및 관련 판결의 사실관계와 판시내용을 소개한다(II). 이어서 자산운용회사 의무의 일반론을 투자권유단계에서의 투자자 보호의무와 자산운용단계에서의 선관주의의무로 나누어 살펴보고(III), 각 의무와 관련하여 대상판결이 제시한 법리를 분석하고 평가한다(IV). 마지막으로 이상의 논의를 요약하며 글을 맺는다(V).

3) 자본시장법 제6조(금융투자업) ④ 이 법에서 "집합투자업"이란 집합투자를 영업으로 하는 것을 말한다.

⑤ 제4항에서 "집합투자"란 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전등을 투자자로부터 일정한 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다.

4) 김건식/정순섭, 「자본시장법」 제3판, 두성사(2013), 858면.

## II. 대상판결 및 관련 판결의 개요

### 1. 대상판결

#### 1.1. 사실관계<sup>5)</sup>

피고 대신자산운용 주식회사(이하 ‘대신자산운용’)는 미국 플로리다 주의 올랜드 지역에 호텔을 건립하는 개발사업(이하 ‘이 사건 개발사업’)에 투자하기로 하고, 2007. 12. 7. 투자신탁재산 100억 원 규모의 대신라발로 펀드 1호를 설정하였고, 2007. 12. 27. 투자신탁재산 85억 원 규모의 대신라발로 펀드 2호를 설정하였다. 사모펀드였던 대신라발로 펀드 1호 및 2호의 수익증권은 건설근로자공제회 등 기관투자자들이 매수하였고, 각 펀드 재산은 개발사업을 위해 설립된 대신라발로 유한회사의 지분 100%를 취득하는 데에 사용되었다. 대신라발로 유한회사는 미국 회사 Dashin Ravallo USA LLC(이하 ‘대신라발로1’)의 지분 100%를 취득하였고, 대신라발로1은 이 사건 개발사업을 시행하는 미국회사 Ravallo Resort Development Company LLC(이하 ‘라발로 컴퍼니’)의 지분 15%를 취득하였다.

이후 대신자산운용은 2008. 5. 16. 투자신탁재산 190억 원 및 40억 원 규모의 대신라발로 펀드 3호와 4호를 각각 사모방식을 통해 추가로 설정하였다. 이 펀드의 수익증권은 공무원연금공단 등이 매수하였고, 각 펀드의 재산은 대신자산운용이 지배하는 미국회사 Dashin Ravallo USA 2nd LLC(이하 ‘대신라발로2’)의 지분의 취득자금 및 위 회사에 대한 대여금으로 사용되었다. 대신라발로2는 라발로 컴퍼니의 지분 13%를 취득하였다.

원래 대신자산운용은 대신라발로 펀드 3호와 4호의 투자신탁재산 규모를 합계 320억 원으로 계획하고, 2008. 5.경 원고인 신용협동조합중앙회(이하 ‘신

---

5) 대상판결은 원심판결을 파기환송한 것인데, 이 글의 발표 당시 원심 및 1심 판결이 공개되지 않아 대상판결과 후술하는 관련 판례 및 기타 언론보도 내용을 참고하여 사실관계를 정리하였다. 이후 파기환송심이 선고되었고(서울고등법원 2020. 7. 22. 선고 2020나2009570 판결), 피고 측이 상고를 포기하여 확정되었다.

협중앙회)에게 위 펀드의 수익증권 90억 원 상당을 매수할 것을 권유하면서 이 사건 개발사업에 대해 설명하고 투자설명서도 교부하였다. 신흥중앙회도 위 펀드의 수익증권을 매수하려 하였으나 신용협동조합법상 특별자산투자신탁<sup>6)</sup>의 수익증권을 매수하는 것이 금지되어 있었다.<sup>7)</sup> 결국 신흥중앙회의 투자가 불가능하게 되었고, 이러한 이유로 대신라발로 펀드 3호와 4호의 전체 규모는 230억 원으로 축소되었다.

신흥중앙회는 위와 같이 대신라발로 펀드의 수익증권을 매수하는 것이 불가능하게 되자, 피고 대신자산운용과 피고 코레이트자산운용 주식회사(변경전 상호는 마이애셋자산운용 주식회사로서, 이하 '마이애셋')의 담당자들 등과 협의하여 마이애셋이 부동산 투자신탁을 설정하면 신흥중앙회 측에서 그 수익증권을 매수하는 방법으로 대신라발로2에 투자하기로 합의하였다. 즉 신용협동조합법상 신흥중앙회는 특별자산투자신탁펀드에 투자할 수는 없었지만 증권·부동산 펀드 등에는 투자가 가능했기 때문에 마이애셋이 설정한 부동산 펀드를 통해 우회적 방법으로 이 사건 개발사업에 투자하기로 한 것이다.<sup>8)</sup> 이러한 합의에 따라 마이애셋은 신흥중앙회에게 '△△투자신탁'이라는

- 
- 6) 간접투자법 제27조에서는 간접투자기구를 간접투자재산의 운용대상에 따라 ① 증권간접투자기구, ② 파생상품간접투자기구, ③ 부동산간접투자기구, ④ 실물간접투자기구, ⑤ 단기금융간접투자기구, ⑥ 채권투자기구, ⑦ 특별자산간접투자기구로 구분하고 있다. 이처럼 간접투자기구를 구분하는 취지는 자산운용회사로 하여금 펀드를 구분하여 보고·등록하고 판매토록 함으로써 투자자의 입장에서 자기가 가입하는 펀드가 주로 어떤 자산에 투자하고 있으며 관련 위험이 무엇인지를 쉽게 알 수 있도록 하기 위함이다. 법령제정 실무작성반(8인) 공저, 「간접투자(펀드) 해설」 개정판, 박영사(2006), 185면. 자본시장법 역시 제229조에서 집합투자기구를 집합투자재산의 운용대상에 따라 ① 증권집합투자기구, ② 부동산집합투자기구, ③ 특별자산집합투자기구, ④ 혼합자산집합투자기구, ⑤ 단기금융집합투자기구로 구분하고 있다. 이 가운데 “특별자산집합투자기구”란 집합투자재산의 100분의 50 이상을 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산)에 투자하는 집합투자기구를 말한다(자본시장법 시행령 제240조 제6항).
- 7) 신흥중앙회는 조합으로부터 예치된 여유자금 및 상환준비금 등의 자금을 유가증권을 매입하는 방법으로 운용할 수 있는데, 이 때 신흥중앙회가 매입할 수 있는 유가증권의 종류 및 한도는 신용협동조합법 시행령으로 정한다(신용협동조합법 제79조). 2008년 당시 시행령에서는 신흥중앙회가 매입할 수 있는 유가증권의 종류를 구체적으로 나열하고 있었는데, 특별자산간접투자기구의 간접투자증권은 포함되어 있지 않았다(구 신용협동조합법 시행령 2008. 2. 29. 대통령령 제20653호로 개정된 것 제19조의7 제3항).

제목의 투자설명서를 교부하였다. 해당 투자설명서에는 대신자산운용의 투자설명서와 달리, 자산운용회사에 대한 성공보수 약정이 없고, 투자신탁재산이 국내의 특수목적회사에게 대출된 다음에 다시 미국의 특수목적회사(대신라발로2)에게 투자된다는 내용, 마이애셋이 설정하는 부동산 투자신탁과 대신라발로 펀드는 미국의 특수목적회사의 공동지분권자로서 지분율에 따라 동등한 권리를 가지고 수익금 역시 동등하게 나눈다는 내용 등이 추가로 기재되어 있었다. 그렇지만 마이애셋이 교부한 투자설명서에는 대신자산운용이 종전에 대신라발로 펀드의 투자를 권유하면서 교부한 투자설명서와 펀드의 수익구조, 위험요인 등에 관하여 동일한 내용을 담고 있었는데, 대신라발로 펀드와 마이애셋이 설정하는 부동산 투자신탁은 양자 모두 이 사건 개발사업을 통해 수익을 얻는 것이 목표였기 때문이었다.

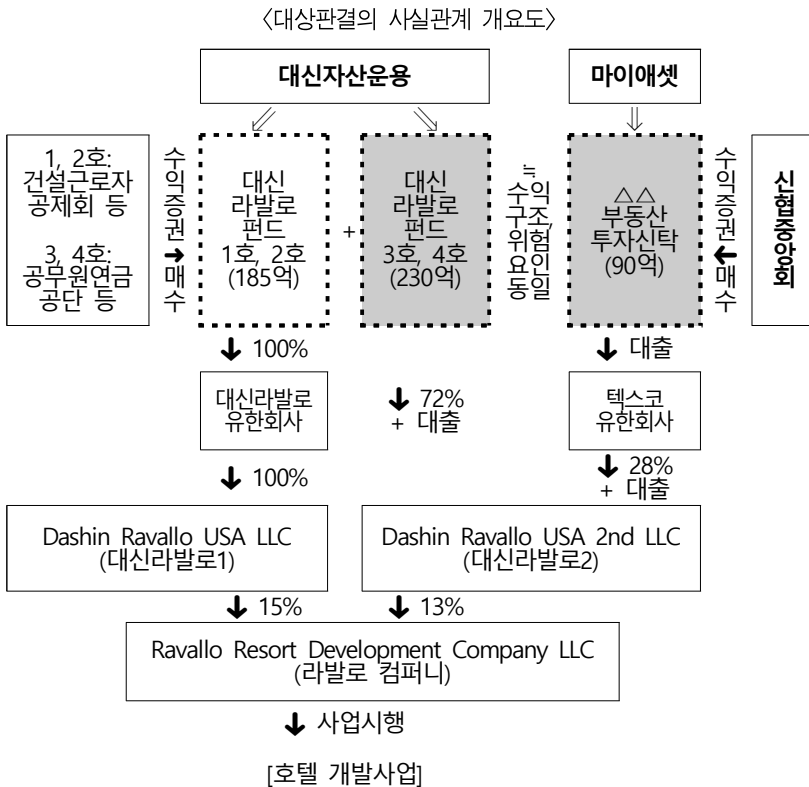
신탁중앙회는 위 합의에 따라 마이애셋이 설정한 부동산 펀드(이하 ‘이 사건 투자신탁’)의 수익증권 80억 원 상당을 매수하고, 매년 마이애셋에게 투자신탁 자금의 0.94%에 상당하는 운용보수를 지급하기로 하였다. 실제 마이애셋은 신탁중앙회로부터 운용보수를 수령하였다. 마이애셋은 부동산 개발업 등을 목적으로 하는 국내의 특수목적회사인 텍스코인베스트먼트제이차 유한회사(이하 ‘텍스코’)를 설립한 다음 이 사건 투자신탁재산을 텍스코에게 대출하였고, 텍스코는 대신라발로2의 지분 일부를 취득하고 아울러 대신라발로2에게 자금을 대출해 주었다.

최종적으로 대신라발로 3호와 4호 펀드는 대신라발로2의 지분 72%를, 텍스코는 대신라발로2의 지분 28%를 보유하게 되었고, 대신라발로2는 라발로 컴퍼니의 지분 13%를 취득하였다. 그러나 이 사건 개발사업은 당초 예정한

- 8) 해외부동산 개발사업을 통해 수익을 얻는 것은 동일하지만 대신라발로 펀드 3호·4호와 구조를 약간 달리하는 부동산 펀드를 마이애셋이 설정하고 신탁중앙회는 해당 펀드의 수익증권을 매수하기로 한 것이다. 자본시장법상 부동산집합투자기구는 집합투자재산의 50% 이상을 부동산에 투자하는 집합투자기구로서, 이 경우 부동산의 범위에는 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 부동산의 개발, 부동산의 관리 및 개량, 부동산의 임대 및 운영, 임차권·분양권 등 부동산 관련 권리의 취득 등이 다양하게 포함된다(자본시장법 제229조 제2호; 시행령 제240조 참조). 대성판결에서는 마이애셋이 설정한 부동산 펀드의 계약 조건이 자세하게 소개되어 있지 않지만, 간접투자법 관련 조항의 요건을 충족하도록 설정된 것으로 보인다.

건설대출이 무산되고 이 사건 투자신탁의 만기일인 2011. 6. 16.까지 공사를 착공하지도 못하는 등 결국 실패하였다. 신탁중양회는 앞서 12억여 원을 배당금으로 받긴 했지만 나머지 67억여 원은 고스란히 손실로 떠안게 되었다. 이에 신탁중양회는 대신자산운용과 마이애셋을 상대로 하여 배당금을 제외한 67억여 원의 배상을 구하는 소송을 제기하였다.

이상의 사실관계는 아래의 개요도로 요약·정리할 수 있다.



## 1.2. 법원의 판단

소송에서는 피고 대신자산운용과 마이애셋이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사로서 투자신탁 권유단계에서 투자자 보호의무 등을 위반하였는지, 그

리고 자산운용단계에서 선량한 관리자의 주의의무를 위반하였는지 여부가 다투어졌다. 1심은 대신자산운용과 마이애셋 모두 투자자 보호의무를 부담하는 주체로서 신협중앙회가 입은 손해의 20%인 13억여 원을 배상하라고 원고일부승소로 판결했다.

1심과 달리 2심<sup>9)</sup>은 대신자산운용과 마이애셋 모두 이 사건 투자신탁의 자산운용회사가 아니어서 신협중앙회에 대해 투자자 보호의무, 선량한 관리자의 주의의무 등을 부담하지 않는다고 판단하면서 원고의 청구를 기각하였다. 원심은 이러한 판단의 근거로서 대신자산운용의 경우에는 이 사건 투자신탁을 설정하거나 수익증권을 발행한 적이 없다는 점, 이 사건 투자신탁 재산 상당 부분이 대신자산운용이 지배하는 계좌에 입금되기는 하였지만 그런 사정만으로 대신자산운용이 자신이 설정하지도 않은 투자신탁의 자산운용회사가 된다고 볼 수 없다는 점을 들었다. 그리고 마이애셋의 경우에는 이 사건 투자신탁재산을 실제 운용하지 않고 이를 대신자산운용이 지배하는 대신라발로2의 계좌에 입금함으로써 그 임무가 종료되는 것으로 신협중앙회와 합의를 하였다는 점을 제시하였다.

그러나 대법원은 다음과 같이 원심의 판단을 그대로 수긍하기 어렵다고 하면서 원심을 파기·환송하였다. 첫째, 대법원은 대신자산운용이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사가 아니어서 자산운용단계에서 선관주의의무 등을 부담하지 않는다 하더라도, 신협중앙회에게 이 사건 투자신탁의 수익증권 매수를 권유하는 단계에서는 투자자 보호의무를 부담한다고 실시하였다. 대법원은 이러한 판단의 근거로서, 신협중앙회가 이 사건 투자신탁의 수익증권을 매수한 것은 대신자산운용의 권유에 따른 것이고, 대신자산운용이 이 사건 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관련된 주요 내용을 실질적으로 결정하는 등 이 사건 투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다는 점을 들었다.

둘째, 대법원은 마이애셋이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사로서 자산운용계약 체결을 위해 권유하는 단계에서 투자자인 원고를 보호하여야 할 의

9) 서울고등법원 2016. 4. 22. 선고 2015나2032248 판결.

무를 부담하고, 자산운용단계에서는 선량한 관리자의 주의로 투자자인 원고의 자산을 운용하여야 할 주의의무를 부담한다고 보았다. 대법원은 이렇게 판단한 근거로서, 마이애셋이 신탁중앙회와 이 사건 투자신탁 자산운용계약을 체결하였고, 아울러 마이애셋이 신탁중앙회의 투자금을 대신라발로2의 계좌에 입금한 이후에도 계속해서 신탁중앙회로부터 자산운용보수를 지급받았다는 점 등을 들었다. 그리고 대법원은 마이애셋의 이러한 의무부담은 대신 자산운용과 같은 제3자가 이 사건 투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다고 하여 달리 볼 것은 아니라고 설시하였다.

## 2. 관련 판결

### 2.1. 관련 판결 및 대신자산운용의 책임

전술한 대상판결과 사실관계를 공유하는 대법원 판결이 있다. 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765 판결 및 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다214588 판결이 그것이다(이하 ‘관련 판결’). 전자는 대신라발로 펀드 3호와 4호에 투자했던 공무원연금공단, 메리츠종합금융증권 주식회사, 더케이손해보험 주식회사가 원고로서 대신자산운용을 상대로 소를 제기한 사건에 대한 대법원 판결이고,<sup>10)</sup> 후자는 대신라발로 펀드 1호와 2호에 투자했던 건설근로자공제회와 중소기업은행이 원고로서 대신자산운용을 상대로 소를 제기한 사건에 대한 대법원 판결이다.<sup>11)</sup> 이들 관련 판결에서 대신자산운용은 다음과 같이 대신라발로 펀드의 투자자들에 대하여 투자권유단계에서의 보호의무 위반 및 자산운용단계에서의 선관주의의무 위반으로 인한 손해배상책임을 부담한다는 것이 확정되었다.

첫째, 투자권유단계에서의 투자자 보호의무 위반과 관련한 법원의 판단은 다음과 같다. 대신라발로 펀드는 상당히 위험성이 높은 사업에 투자하여 원

10) 대법원은 원고들에게 각각 32억여 원, 16억여 원, 13억여 원의 손해배상금 및 지연손해금을 지급하라는 원심을 확정했다.

11) 대법원은 원고들에게 각각 13억여 원과 5억여 원의 손해배상금 및 지연손해금을 지급하라는 원심 판결을 확정했다.



금손실 가능성이 있었고, 투자대상이 해외에 있다 보니 투자자들이 직접 그 현황을 파악하기 어려운 상황이었다. 따라서 대신자산운용은 펀드를 설정할 때에 이 사건 개발사업이 실패할 경우 실효성 있는 투자금 회수 방안을 마련하거나 그 위험성을 알릴 의무가 있음에도, 이를 소홀히 한 채 투자제안서에 개발사업이 실패하더라도 원금 및 일정한 수익이 사실상 보장되어 있는 것처럼 표시함으로써 잘못된 정보를 제공하였다.<sup>12)</sup> 이로 인하여 원고들은 대신라발로 펀드가 원금 및 일정한 수익이 보장되는 안전한 펀드인 것으로 판단하고 수익증권을 매수함으로써, 개발사업의 중단으로 인한 투자금 손실이라는 손해를 입었다.<sup>13)</sup>

둘째, 자산운용단계에서의 선관주의의무 위반과 관련한 법원의 판단은 다음과 같다. 대신자산운용이 대신라발로 펀드를 운용할 때에 투자제안서 및 자금운용계획에 따라 라발로 컴퍼니가 펀드의 투자금을 제대로 사용하는지 감독하고, 건설대출의 실패로 이 사건 개발사업이 중단될 상황에 처하면 투자금 회수를 위한 적극적인 조치를 취하여 투자자들의 손실을 최소화하도록 노력하여야 할 선량한 관리자의 의무가 있음에도 이를 게을리 한 과실이 있다. 이러한 펀드 운용상의 선관주의의무 위반 등으로 인하여 손실이 확대되었으므로, 대신자산운용은 이 사건 개발사업의 실패로 인하여 원고들이 입은 손해를 배상할 책임이 있다.<sup>14)</sup>

## 2.2. 관련 판결이 대상판결에 대하여 가지는 의미

대상판결에서는 피고 대신자산운용과 마이애셋이 원고 신협중앙회에 대하여 투자자 보호의무와 주의의무를 부담하는가의 쟁점만이 중점적으로 다루

12) 실제 시안에서 대신자산운용이 원고들에게 제공한 것은 부정확한 정보가 담긴 투자제안서였으나, 법원은 해당 투자제안서가 그 내용, 작성 목적 및 이용 경위 등에 비추어 간접투자법상의 투자설명서로서의 성질을 가진다고 보았다. 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765 판결의 원심인 서울고등법원 2013. 6. 14. 2012나20545, 2012나97439 판결 참조.

13) 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765 판결 참조.

14) 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765 판결; 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다214588 판결 참조.

어졌고, 피고들이 신협중앙회에 제공한 정보에 부실표시가 있었는지 여부와 투자재산의 운용에 문제가 있었는지 여부에 대해서는 별다른 언급이 없다. 그 까닭은 이미 위 관련 판결을 통해 해당 쟁점들을 확인할 수 있기 때문인 것으로 보인다. 즉 마이애셋이 설정한 이 사건 투자신탁의 투자설명서에 담겼던 수익구조와 위험요인에 관한 설명은 대신라발로 펀드의 투자설명서의 그것과 사실상 동일했는데, 그 내용이 부정확하거나 오해를 유발할 수 있는 것임이 관련 판결에서 확정되었다. 또한 이 사건 투자신탁재산은 대신라발로 펀드재산과 마찬가지로 이 사건 개발사업을 통해 수익을 얻는 것을 목표로 대신자산운용을 통해 운용되었는데, 그 운용단계에서 선관주의의무의 위반이 있었음이 관련 판결에서 확정되었다.

### III. 자산운용회사의 투자자에 대한 의무

#### 1. 투자권유단계에서의 투자자 보호의무

자산운용회사는 간접투자법 제4조 제2항,<sup>15)</sup> 제56조 제1항<sup>16)</sup> 및 제4항<sup>17)</sup>

15) 간접투자법 제4조(자산운용회사) ① 자산운용회사는 「상법」상의 주식회사 또는 대통령령이 정하는 금융기관이어야 하며, 제5조 및 제6조의 규정에 따라 금융위원회의 허가를 받아야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 허가를 받은 자는 다음 각 호의 업무를 영위한다.

1. 투자신탁의 설정·해지
2. 투자신탁재산의 운용·운용지시
3. 투자회사재산의 운용
4. 그 밖에 대통령령이 정하는 업무

16) 간접투자법 제56조(투자설명서) ① 투자신탁의 자산운용회사 또는 투자회사(투자회사가 설립중인 때에는 발기인을 말한다. 이하 이 조에서 같다)는 간접투자증권 발행하는 경우 투자설명서를 작성하고 그 내용이 법령 및 신탁약관 또는 투자회사의 정관의 내용에 부합하는지 여부에 대하여 수탁회사 또는 자산보관회사의 확인을 받아 이를 판매회사에 제공하여야 한다. 신탁약관 또는 투자회사의 정관의 변경 등에 따라 투자설명서의 내용을 변경하는 경우(대통령령이 정하는 경우를 제외한다)에도 또한 같다.

17) 간접투자법 제56조(투자설명서) ④ 투자신탁의 자산운용회사 또는 투자회사는 투자설명서에 다음 각 호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 당해 간접투자기구의 운용개념 및 방법

등에 따라 투자신탁을 설정하고 투자신탁재산을 운용하는 자로서 투자신탁에 관하여 제1차적으로 정보를 생산하고 유통시켜야 할 지위에 있다. 자본시장법상의 집합투자업자 역시 동일한 지위에 있음을 관련 규정을 통해 확인할 수 있다.<sup>18)</sup> 투자자의 입장에서도 자산운용회사의 전문적인 지식과 경험을 신뢰하여 자산운용회사가 제공하는 투자정보가 올바른 것이라고 믿고 그에 의존하여 투자판단을 하게 된다.

그런데 일반적으로 운용자산의 일정비율로 정해지는 운용수수료를 주된 수입원으로 삼고 있는 자산운용회사는 펀드의 판매단계에서 투자자의 판단을 왜곡시켜서라도 투자자를 끌어들이고자 하는 유인을 가질 수 있다. 투자자의 입장에서는 여러 펀드 중에서 자신의 투자수요에 부합하는 것을 선택하려면 적절한 정보가 필요하므로, 자산운용회사의 불충분한 정보제공이나 적극적 부실표시를 규제하는 것은 중요하다.<sup>19)</sup>

전술하였듯이 자산운용회사는 투자신탁에 관하여 제1차적으로 정보를 생산·유통시키는 지위를 가지므로, 이와 같은 자산운용회사의 지위를 고려하여 대법원은 일련의 판례를 통해 이른바 ‘투자자 보호의무’ 법리를 정립하고 있다. 즉 자산운용회사는 판매회사나 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 주의의무가 있다는 것이다.<sup>20)</sup> 그리고 이러한 투자자 보호의무는 투자자가 일반투자자가 아닌 전문투자자라는 이유만으로 배제된다고 볼 수는 없다.<sup>21)</sup>

2. 투자원금이 보장되지 아니한다는 사실 등 투자위험에 관한 사항

3. 당해 간접투자기구의 운용전문인력에 관한 사항

4. 과거운용실적이 있는 경우 그 운용실적

5. 그 밖에 투자자 보호를 위하여 대통령령이 정하는 사항

18) 자본시장법 제6조 제4항, 제80조(자산운용의 지시 및 실행), 제123조(투자설명서의 작성·공시), 제184조(집합투자기구의 업무수행 등), 제188조(신탁계약의 체결 등) 등 참조.

19) 김건식/정순섭, 전거서, 858-859면.

20) 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004다53197 판결; 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다101752 판결; 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765; 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다214588; 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결 등.

21) 다만 투자자 보호의무의 범위와 정도를 정할 때에 투자신탁재산의 특성 및 위험도 수준, 투

좀 더 구체적으로, 자산운용회사는 투자신탁재산의 운용대상이 되는 자산과 관련된 제3자가 제공한 운용자산에 관한 정보를 신뢰하여 이를 그대로 판매회사나 투자자에게 제공하는 데에 그쳐서는 아니 되고, 그 정보의 진위를 비롯한 투자신탁의 수익구조 및 위험요인에 관한 사항을 합리적으로 조사한 다음 올바른 정보를 판매회사와 투자자에게 제공하여야 한다. 자산운용회사는 만약 합리적인 조사를 거친 뒤에도 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 정보가 불명확하거나 불충분한 경우에는 판매회사나 투자자에게 그러한 사정을 분명하게 알려야 할 의무를 부담한다.<sup>22)</sup>

자산운용회사가 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 투자자가 입은 손해를 배상할 불법행위책임을 부담한다.<sup>23)</sup> 자산운용회사가 수익증권의 판매과정에서 제공하는 정보는 기본적으로 투자설명서의 내용일 것이나, 자산운용회사가 투자설명서 이외에 투자설명서의 내용을 숙지하는 데 도움이 되는 판매보조자료나 투자신탁의 특성을 알리는 광고 내용을 직접 작성하여 판매회사와 투자자에게 제공·전달하는 경우에 판매보조자료나 광고가 투자자에게 중요한 사항에 대하여 오해를 유발할 수 있는 표시나 투자신탁의 수익과 위험에 관하여 균형성을 상실한 정

자의 투자 경험이나 전문성 등을 참작하여야 한다. 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765 판결.

22) 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결.

23) 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004다53197 판결; 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다101752 판결; 대법원 2015. 3. 20. 선고 2013다54765; 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다214588; 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결 등. 종래 투자권유단계에서의 투자자 보호의무에 관하여는 법률에 명문의 조항이 없었기 때문에, 판례는 신의칙에 기하여 일정한 주의의무를 인정한 다음 그 주의의무 위반이 현저한 경우 발생한 손해에 대하여 불법행위로 인한 손해배상책임을 인정하여 왔다. 간접투자법상 자산운용회사의 선관주의의무 조항이 있으나, 투자자와 직접적인 계약관계가 존재하지 않는 경우가 많으므로, 위와 같은 선관주의의무 위반에 따른 손해배상책임 역시 불법행위로 인한 손해배상책임으로 구성하였던 것으로 보인다. 이숙연, “금융투자상품의 투자자 보호에 대한 연구”, 「사법논집」 제59집, 법원도서관(2014), 385면.

보를 담고 있었고, 그것이 판매회사의 수익증권 판매과정에서 결과적으로 투자자의 투자판단에 영향을 주었다면, 단지 자산운용회사가 판매회사에 제공한 투자설명서에 충실한 정보를 담고 있었다는 점만으로 자산운용회사가 투자자 보호의무를 다하였다고 볼 수는 없다.<sup>24)</sup> 간접투자법상 투자설명서를 제공하지 아니하거나 투자설명서를 허위로 작성하여 제공한 자는 1년 이하의 징역 또는 500만 원 이하의 벌금에 처한다.<sup>25)</sup>

## 2. 자산운용단계에서의 선관주의의무

투자자들로부터 모은 금전 등을 운용하는 자산운용회사는 투자전문가의 고용, 투자정보의 수집, 투자대상의 선택, 투자분석 및 포트폴리오 관리 등을 수행하므로 일반인보다 당연히 높은 수준의 주의의무가 요구된다.<sup>26)</sup> 간접투자법 제19조 제1항은 “자산운용회사가 법령, 투자신탁의 약관 또는 투자회사의 정관 및 제56조의 규정에 의한 투자설명서에 위배되는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 간접투자자에게 손해를 발생시킨 때에는 그 손해를 배상할 책임이 있다”고 규정하고 있다. 또한 간접투자법 제86조 제1항은 “투자신탁의 자산운용회사 및 투자회사는 선량한 관리자의 주의로써 간접투자 재산을 관리하여야 하며, 간접투자자의 이익을 보호하여야 한다”고 규정하고 있다.

자본시장법은 모든 유형의 금융투자업자에게 적용되는 공통 영업행위규칙을 두고 있으며, 그 가운데 제37조 제1항은 “금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 한다”고 규정하고, 이어서 제2항은 “금융투자업자는 금융투자업을 영위함에 있어 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 아니 된다”고 규정하고 있다. 한편 자본시장법은 통칙규정인 제37조와는

24) 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다76368 판결.

25) 간접투자법 제184조 제7호.

26) 이숙연, 전계논문, 370면.

별도로 제79조에서 집합투자업자의 선관주의의무 및 충실의무에 대해 규정하고 있다.<sup>27)</sup> 자본시장법이 따로 제79조를 두고 있는 까닭은, 집합투자업자가 투자자의 자금을 맡아서 대신 운용하는 이른바 ‘자금수탁자적 지위’에 있다는 점에서 해당 업자의 선관주의의무 및 충실의무를 특별히 강조하기 위해서라고 이해할 수 있다.<sup>28)</sup>

위와 같은 규정의 내용 및 취지에 비추어 보면, 자산운용회사는 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 신중하게 간접투자재산을 운용함으로써 투자자의 이익을 보호하여야 하며, 구체적으로 재산을 어떻게 운용하여야 하는지는 관계 법령, 투자신탁약관의 내용, 그 시점에서의 투자대상 자산의 가치, 경제상황 및 전망 등의 제반 사정을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 것이다.<sup>29)</sup> 다만 간접투자는 자기책임원칙과 실적배당주의를 본질로 하므로, 자산운용회사에게 회사법상의 경영판단원칙에 준하는 기준을 적용할 수 있을 것이다. 즉 자산운용회사가 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 투자신탁재산의 최상의 이익에 합치된다는 믿음을 가지고 신중하게 투자신탁재산의 운용에 관한 지시를 하였다면 선량한 관리자로서의 책임을 다한 것이라고 할 것이고, 설사 그 예측이 빗나가 투자신탁재산에 손실이 발생하였다 하더라도 그것만으로 투자신탁재산 운용단계에서의 선량한 관리자로서의 주의의무를 위반한 것이라고 할 수 없다.<sup>30)</sup>

27) 자본시장법 제79조(선관주의 및 충실의무) ① 집합투자업자는 투자자에 대하여 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 운용하여야 한다.

② 집합투자업자는 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야 한다.

28) 온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제79조(박삼철, 김은집, 서종균 집필), 로앤비 온주주석서(2019), 1면.

29) 대법원 2004. 2. 27. 선고 2002다63572 판결.

30) 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다11802 판결; 대법원 2013. 11. 28. 선고 2011다96130 판결.

## IV. 대상판결의 검토

### 1. 자산운용회사의 의무 부담

#### 1.1. 의무 부담 주체로서의 자산운용회사

진술한 투자권유단계에서의 투자자 보호의무와 자산운용단계에서의 선관주의의무는 기본적으로 투자신탁을 설정하고 투자신탁재산을 운용하는 자산운용회사가 부담한다. 간접투자법상 자산운용회사로서 영업을 하려면 사전에 금융위원회의 허가를 받아야 하며,<sup>31)</sup> 자본시장법상으로도 집합투자업자가 집합투자에 해당하는 행위를 영업을 하려면 사전에 금융위원회로부터 집합투자업 인가를 받거나<sup>32)</sup> 등록<sup>33)</sup>을 해야 한다. 그리고 자산운용회사나 집합투자업자로 허가·인가를 받거나 등록을 하더라도 자산운용업·집합투자업의 정의에 부합하는 방식으로 영업을 하여야 그 회사의 행위가 자산운용회사·집합투자업자로서의 행위로 인정된다. 간접투자법상 자산운용회사가 영위하는 업무는 투자신탁의 설정·해지, 투자신탁재산의 운용·운용지시 등으로 규정되어 있으며,<sup>34)</sup> 자본시장법상으로도 집합투자업의 본질적인 업무는 집합투자기구의 설정·설립 업무, 집합투자재산의 운용·운용지시 업무, 집합투자재산의 평가 업무 등이다.<sup>35)</sup>

#### 1.2. 자산운용계약의 체결에 따른 의무 부담

대상판결에서 이 사건 투자신탁에 투자한 신탁중앙회에 대하여 투자자 보

31) 간접투자법 제4조(자산운용회사) ① 자산운용회사는 「상법」상의 주식회사 또는 대통령령이 정하는 금융기관이어야 하며, 제5조 및 제6조의 규정에 따라 금융위원회의 허가를 받아야 한다.

32) 자본시장법 제11조(무인가 영업행위 금지) 누구든지 이 법에 따른 금융투자업인가(변경인가를 포함한다)를 받지 아니하고는 금융투자업(투자자문업, 투자일임업 및 전문사모집합투자업은 제외한다. 이하 이 절에서 같다)을 영위하여서는 아니 된다.

33) 자본시장법 제249조(미등록 영업행위의 금지) 누구든지 이 법에 따른 전문사모집합투자업 등록을 하지 아니하고는 전문사모집합투자업을 영위해서는 아니 된다.

34) 간접투자법 제4조 제2항 참조.

35) 자본시장법 시행령 제47조 제1항 제3호 참조.

호의무와 선관주의의무를 부담하는 자산운용회사는 누구인가? 투자신탁의 설정을 주도하여 신탁계약을 체결한 자산운용회사가 투자신탁재산까지 직접 운용하는 일반적인 상황과 달리, 대상판결에서는 투자신탁의 설정을 사실상 주도한 자, 투자신탁의 설정을 위한 신탁계약을 체결한 자, 신탁재산을 운용한 자가 일치하지 않는 상황이다.

대상판결은 마이애셋이 투자자인 신탁중앙회와 이 사건 투자신탁 자산운용계약을 체결하였고<sup>36)</sup> 아울러 신탁중앙회로부터 적법한 자산운용보수를 수령하였다는 점을 근거로 하여, 마이애셋이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사로서 투자자 보호의무와 주의의무를 부담한다고 판단하였다. 문제는 마이애셋이 이 사건 투자신탁의 설정을 사실상 주도하지 않았고, 이 사건 투자신탁재산을 실제 운용하지도 않았다는 사실이다. 관점에 따라서는 펀드 설정의 주도나 펀드 운용과 같은 실질적 요소를 흠결한 경우에는 해당 펀드의 자산운용회사로 보기 어렵다는 주장도 가능할 수 있다. 실제로 대상판결의 원심 역시 마이애셋이 이 사건 투자신탁의 운용을 하지 않았음을 근거로 이 사건 투자신탁의 자산운용회사가 아니며, 그 결과 어떠한 의무도 부담하지 않는다고 판단하기도 하였다.

그러나 대상판결은 특정 펀드에 투자한 투자자에 대하여 투자자 보호의무와 주의의무를 부담하는 주체를 누구로 볼 것인가와 관련하여 다른 무엇보다도 자산운용계약의 체결 여부가 가장 중요한 기준이 됨을 분명히 하였다.

36) 간접투자법상 투자신탁을 설정하고자 하는 자산운용회사는 투자자가 아닌 수탁회사와 신탁계약을 체결한다(간접투자법 제28조). 이처럼 법문상으로는 자산운용회사와 수탁회사 사이에 신탁관계가 있는 것처럼 되어 있으나, 실질적으로는 자산운용회사와 투자자 사이에 신탁관계가 존재한다고 볼 수 있다. 이러한 투자신탁의 법률관계를 설명하기 위해 이종신탁설, 법적 신탁관계설, 조직계약설 등 다양한 견해가 제시되고 있다. 온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조 제18항(박삼철, 김은집, 서종균 집필), 로앤비 온주주석서(2019), 4면. 판례는 “위탁회사가 … 수탁회사와 함께 증권투자신탁계약을 체결함으로써 수탁회사와 공동으로 증권투자신탁을 설정”하는 것으로서 “투자자를 배려하고 보호하여야 할 주의의무가 있다”고 설시함으로써(대법원 2007. 9. 6. 선고 2004다53197 판결) 자산운용회사와 투자자간에 직접적인 신탁관계를 인정하고 있는 것으로 이해된다는 견해가 있다. 김건식/정순섭, 전거서, 879면. 대상판결도 이러한 차원에서 “마이애셋은 [신탁중앙회와 이 사건 투자신탁 자산운용계약을 체결]하였다는 표현을 사용한 것으로 보인다.



물론 마이애셋이 자산운용계약을 체결했다는 점 외에 운용보수를 받았다는 점도 고려된 것으로 보이지만, 대법원은 투자신탁 설정의 사실상 주도라든가 투자신탁재산의 운용이라는 실질적 요소 없이도 보호의무와 주의의무를 인정할 것이다.

사실 마이애셋은 대신자산운용과 신탁중앙회 사이에 이미 합의되어 있었던 호텔개발사업에 대한 투자를 위해 사모펀드를 설정해 주었을 뿐이다. 따라서 마이애셋은 경제적 실질이라는 측면에서 판매회사의 지위에 불과하다고 볼 여지가 있다거나, 마이애셋에게 투자대상 선정에 대한 의무를 부과하고 책임을 묻는 것은 부적절할 수 있다는 시각도 가능하다.<sup>37)</sup> 자신의 행위에 상응하는 의무를 부담하고 책임을 져야 한다는 일반원칙을 고려하면, 펀드의 실질적 설정이나 운용을 전혀 하지 않은 마이애셋에게 자산운용회사로서의 모든 의무를 인정하는 것이 무리라고 여겨질 수 있다. 그럼에도 불구하고 대법원은 자산운용회사로서 간판을 내걸고 투자자를 상대하여 계약체결까지 이른 자에게는 그 행위의 실질이 어떠하든 되도록 형식에 따른 책임을 묻겠다는 점을 분명히 하였다. 이러한 접근법을 통해 자산운용업과 관련한 변칙적이고 탈법적인 행위를 억제하며 투자자를 두텁게 보호하려는 법원의 의도를 읽을 수 있다.

이와 같은 대상관결의 접근법은 업무위탁을 규제하는 자본시장법의 구조에 비추어 보더라도 지지될 여지가 있다. 금융투자업자는 업무의 효율성을 위해 일부 업무를 외부기관에 위탁할 필요성이 있을 수 있는데, 본질적 기능에 속하는 업무를 외부에 위탁하게 되면 효율성의 측면에서는 바람직하더라도 업무의 적정한 수행을 위한 안정성의 관점에서는 문제가 될 수도 있다.<sup>38)</sup> 이러한 점을 고려하여 자본시장법은 제42조 제1항에서 금융투자업자의

37) 이 글을 학술대회에서 발표할 당시 토론 내용 가운데 마이애셋은 형식적으로는 자산운용회사의 지위에 있지만 사실상 경제적 실질의 측면에서 판매자의 지위로 볼 수 있는 것이 아닌가라는 질문이 있었다(토론자 박선종 교수). 또한 사모펀드의 구성 및 투자단계의 설계에서 잘못이 있었다면 책임을 부담하는 것이 맞겠지만, 투자대상의 선정과 관련한 책임을 마이애셋에게 묻는 것이 적절한 지는 의문이 있다는 견해도 제시되었다(토론자 김연미 교수).

38) 김건식/정순섭, 전거서, 749면.

본질적 업무에 대해서도 원칙적으로 위탁을 허용하되,<sup>39)</sup> 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 업무는 제3자에게 위탁하는 것을 금지한다.

자본시장법 제42조 제4항에 따르면 금융투자업자가 위탁 가능한 본질적 업무란 해당 금융투자업자가 인가를 받거나 등록을 한 업무와 직접적으로 관련된 필수업무로서 시행령으로 정하는 업무를 말한다. 집합투자업자의 경우 본질적 업무는 자본시장법 시행령 제47조 제1항 제3호에서 ① 집합투자기구의 설정·설립 업무, ② 집합투자재산의 운용·운용지시 업무, ③ 집합투자재산의 평가 업무로 규정하고 있다. 그런데 자본시장법 시행령 제45조 제2호 다목에서는 이러한 세 가지 본질적 업무를 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 것으로 보아 위탁을 금지하면서도, 또다시 일부 업무는 위탁 가능한 것으로 규정하고 있다.<sup>40)</sup> 해당 조문을 보면 일부 운용·운용지시 업무 및 평가업무는 위탁 가능한 것으로 하고 있지만, 펀드의 설정 업무만은 위탁할 수 없는 것으로 되어 있다. 결국 자본시장법은 집합투자업자의 본질적 업무 중 펀드의 설정 업무는 가장 핵심적인 것으로 보고 어떠한 형태의 위탁도 금지하고 있다고 평가할 수 있다.

이러한 자본시장법의 태도를 고려해 볼 때, 자산운용회사가 펀드 설정을

39) 다만 업무위탁에 있어서 위탁하려는 업무가 본질적 업무인 경우에는 위탁을 받는 자는 그 업무 수행에 필요한 인가를 받거나 등록을 한 자로 제한된다(자본시장법 제42조 제4항; 시행령 제47조 제2항). 이러한 제한을 두는 이유는 인가·등록을 요하는 금융투자업의 주요업무를 인가·등록을 받지 않은 제3자에게 위탁하는 것을 허용한다면 인가·등록의 취지를 몰각시킬 우려가 있는 까닭이다. 온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제42조(권종호 집필), 로앤비 온주주석서(2019), 3면.

40) 자본시장법 시행령 제45조 제2호 다목에 따라 최종적으로 집합투자업자가 위탁이 가능한 업무는 ① 집합투자재산 중 외화자산의 운용·운용지시업무(집합투자재산에 속하는 지분증권(지분증권과 관련된 증권에탁증권을 포함한다)의 의결권 행사를 포함한다. 이하 이 목에서 같다), ② 원화자산(외화자산이 아닌 자산을 말한다. 이하 이 호에서 같다)인 집합투자재산 총액의 100분의 50 범위에서의 운용·운용지시업무, ③ 집합투자재산의 운용·운용지시업무와 관련한 조사분석업무, ④ 집합투자재산에 속한 증권, 장내파생상품, 「외국환거래법」에 따른 대외지급수단의 단순매주문업무, ⑤ 집합투자재산의 평가업무(해당 업무에 대한 의사결정 권한까지 위탁하지 아니하는 경우로 한정한다), ⑥ 부동산인 집합투자재산의 개발, 임대, 운영, 관리 및 개량 업무와 그에 부수하는 업무 등이다.

위한 자산운용계약의 체결을 했다면 본질적인 업무 중의 하나인 펀드재산의 운용을 하지 않았더라도 투자자 보호의무와 선관주의의무를 부담한다고 한 대법원의 설시는 설득력이 있다. 다만 대상판결에서 문제된 간접투자법 하에서는 제176조가 자산운용회사의 업무위탁에 관해 규정하고 있기는 하나, 본질적 업무에 대해서는 위탁이 금지되고 단순업무만 위탁이 허용되고 있다는 점에서 자본시장법의 구조와는 차이를 보인다. 그러나 대상판결에서는 실제 업무위탁이 있었던 것은 아니므로, 펀드의 자산운용회사를 어떠한 기준으로 판단할 것인가에 대한 근거의 하나로서 자본시장법의 업무위탁 규정의 취지를 참고할 수 있을 것이다.

요컨대 향후 자산운용계약을 체결한 자산운용회사는 본질적 업무라 할 수 있는 펀드 운용을 하지 않는 방식으로 투자자에 대한 의무에서 벗어나기는 어려울 것으로 생각된다. 이처럼 자산운용계약 체결이라는 일종의 형식적 기준을 통해 펀드의 자산운용회사 해당 여부를 판단하는 결과, 신탁계약을 체결하거나 수익증권을 발행한 적이 없는 대신자산운용은 이 사건 투자신탁의 자산운용회사라 볼 수 없다. 따라서 대신자산운용은 투자자인 신탁중앙회에 대해 '자산운용회사로서' 의무를 부담한다고 볼 수는 없지만, 후술하듯 다른 이유로 인해 자산운용회사 아닌 자로서 투자자 보호의무를 부담한다.

### 1.3. 실제 펀드 운용을 하지 않은 자산운용회사에 대한 부실운용 책임의 추궁

대상판결에 따르면 자산운용회사가 투자자와 자산운용계약을 체결한 당사자라면 펀드를 실제로 운용하지 않았더라도 펀드 운용단계에서 선량한 관리자로서의 주의의무를 부담하게 된다. 따라서 펀드의 부실운용으로 투자자에게 손해가 발생한 때에는 자산운용회사가 그 손해를 배상할 책임이 있다는 결론에 이르게 된다. 이 때 펀드를 실제로 운용하지 않은 자산운용회사가 어떻게 운용단계에서의 주의의무를 위반할 수 있는가라는 의문이 제기될 수 있다.

대상판결의 사실관계에 따르면 이 사건 투자신탁재산은 대신자산운용이

지배하는 대신라발로2의 계좌에 입금되었기 때문에 대신자산운용이 펀드를 ‘사실상’ 운용하였다고 볼 수 있다.<sup>41)</sup> 앞서 업무위탁 규제의 법리에 관해 소개하였는데, 만약 마이애셋이 자산운용회사로서 신탁중앙회와 자산운용계약을 체결하면서 펀드 운용업무를 대신자산운용에 위탁한 것처럼 본다면, 마이애셋에게는 펀드 재산이 어떻게 운용되는지에 대한 감시·감독의 의무가 있다고 할 수 있을 것이다. 실제로 간접투자법 제176조 제8항은 “업무를 수탁 받은 자가 그 업무를 소홀히 하여 간접투자자에게 손해를 발생시킨 때에는 업무를 위탁한 자가 그 손해를 배상할 책임이 있다”고 규정하고 있으며, 자본시장법 제42조 제9항도 업무를 위탁받은 자가 그 위탁받은 업무를 영위하는 과정에서 투자자에게 손해를 끼친 경우에는 민법 제756조의 사용자책임에 관한 규정이 준용된다고 규정한다. 요컨대 업무위탁을 받은 대신자산운용이 자산운용 과정에서 투자자에게 손해를 끼친 것에 대해 마이애셋이 사용자배상책임 등을 부담하는 구조와 유사하게 대상판결에서 마이애셋이 손해배상책임을 지는 것이라고 생각해 볼 수 있을 것이다.

## 2. 자산운용회사 아닌 자의 투자자 보호의무 부담

### 2.1. 투자신탁 설정의 사실상 주도에 따른 투자자 보호의무 부담

앞서 보았듯이 대신자산운용은 이 사건 투자신탁의 자산운용회사라고 볼 수 없으므로 투자자인 신탁중앙회에 대해 ‘자산운용회사로서’ 투자자 보호의무를 부담하지는 않는다. 그러나 대상판결은 “정보의 비대칭성 및 자금제공 기능과 투자관리 기능의 분리로 인하여 시장에서의 투자자료 수집과 제공이 원칙적으로 전문적 투자관리자에게 맡겨질 수밖에 없는 간접투자의 일반적

41) 대상판결에서는 “대신자산운용이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사가 아니므로 자산운용단체에서 선관주의의무 등을 부담하지 않는다 하더라도”라는 표현을 사용하고 있지만, 이는 대신자산운용이 ‘사실상’ 펀드 운용을 했는가의 여부와는 상관이 없는 것이다. 즉 앞서 살펴 보았듯이 자산운용계약 체결 여부에 따라 자산운용회사로서의 의무를 부담하는가를 판단하는 것이 대법원의 입장이고, 이에 따르면 대신자산운용은 이 사건 투자신탁의 자산운용회사가 아님은 당연하다. 그렇지만 대신자산운용이 ‘사실상’ 펀드를 운용할 수는 있음은 의문의 여지가 없다.

특성 등에 비추어 보면, 자산운용회사 본인이 직접 설정하거나 운용하는 투자신탁이 아니라 하더라도 그 투자신탁재산의 수익구조나 위험요인과 관련한 주요 내용을 실질적으로 결정하는 등으로 투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다고 볼 만한 특별한 사정이 있다면, 자산운용회사가 해당 투자신탁상품을 투자자에게 권유할 때는 투자신탁상품의 투자권유자로서, 투자신탁의 수익구조와 위험요인을 합리적으로 조사하여 올바른 정보를 투자자에게 제공하여야 할 투자자 보호의무를 부담한다”라고 실시함으로써, 특정 펀드의 자산운용회사가 아닌 자도 해당 펀드의 투자자에 대해 투자자 보호의무를 부담할 수 있음을 인정하였다.

자산운용회사가 아닌 자라 하더라도 투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다면 투자자 보호의무를 부담한다고 본 것은 대상판결이 최초는 아니다. 이미 대법원은 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결에서 “판매회사가 투자신탁재산의 수익구조나 위험요인과 관련한 주요 내용을 실질적으로 결정하는 등으로 투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다고 볼 만한 특별한 사정이 있는 경우에는 판매회사 역시 자산운용회사와 마찬가지로 투자신탁의 수익구조와 위험요인을 합리적으로 조사하여 올바른 정보를 투자자에게 제공하여야 할 투자자 보호의무를 부담한다”고 보았다.

일반적으로 판매회사는 자산운용회사와 판매위탁계약을 체결한 후 자산운용회사가 교부한 투자설명서 등의 자료에 기초하여 수익증권을 판매하는 역할을 담당한다.<sup>42)</sup> 따라서 판매회사는 특별한 사정이 없는 한 자산운용회사로부터 제공받은 투자설명서나 운용제안서 등의 내용을 명확히 이해한 후 이를 투자자가 정확하고 균형 있게 이해할 수 있도록 설명하면 되고, 그 내용이 진실한지를 독립적으로 확인하여 이를 투자자에게 알릴 의무는 없다.<sup>43)</sup> 그러나 현실에서는 판매회사가 실질적으로 투자신탁의 구조를 설계하고 투

42) 간접투자법은 간접투자증권의 판매를 업으로 하려는 자는 판매회사로서 금융위원회에 등록하도록 규정하였고, 판매회사가 될 수 있는 자격은 증권회사·은행·보험회사·선물업자·종합금융회사·증권금융회사로 제한하였다(간접투자법 제26조 제1항; 시행령 제34조 제1항).

43) 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결.

자자에게 권유하여 투자협의를 마친 후에 자산운용회사를 지정함으로써 사실상 자산운용회사와 판매회사의 역할을 겸하는 경우가 적지 않다.<sup>44)</sup> 이른바 OEM펀드의 경우인데,<sup>45)</sup> 이처럼 판매회사가 투자신탁의 설정을 사실상 주도하여 자산운용회사의 역할을 수행한 경우라면 자산운용회사와 동일한 보호의무를 부담해야 한다는 것이 판례의 입장이다.

요컨대 대법판결은 자산운용회사 아닌 자의 투자자 보호의무의 인정 여부에 있어서 ‘투자신탁 설정의 사실상 주도’라는 실질적 기준이 핵심적 역할을 한다는 기존의 판례 법리를 다시 한 번 명확히 하였다. 점에서 의의가 있다. 펀드의 설정을 주도한 자가 해당 펀드의 수익구조와 위험요인에 관한 정보를 적절하고도 올바르게 생산하여 제공할 수 있는 최적의 당사자라는 점을 생각하면 이러한 판례의 입장은 타당하다.

## 2.2. 투자신탁 설정의 사실상 주도에 따른 보호의무 부담과 투자권유와의 관계

전술한 ‘투자신탁 설정의 사실상 주도’라는 요소만 갖추었다면 누구라도 투자자 보호의무를 부담하는가? 이 쟁점은 특히 ‘투자권유’라는 추가적 요소가 필요한가와 관련하여 아래와 같이 경우를 나누어 살펴볼 수 있다.<sup>46)</sup>

44) 이숙연, 전계논문, 325면.

45) OEM펀드란 자산운용회사가 은행이나 증권사 등 펀드 판매사로부터 명령·지시·요청 등을 받아 만든 펀드를 가리킨다. 마치 주문자 상표부착 생산(original equipment manufacturing)과 비슷하다는 점에서 이렇게 불리는데, 자본시장법상 OEM펀드는 금지되어 있다. 즉 자본시장법 제85조 제8호 및 시행령 제87조 제4항 제6호에서는 “집합투자업자가 운영하는 집합투자기구의 집합투자증권을 판매하는 투자매매업자 또는 투자중개업자와의 이면계약 등에 따라 그 투자매매업자 또는 투자중개업자로부터 명령·지시·요청 등을 받아 집합투자재산을 운용하는 행위”를 불건전 영업행위의 하나로 보아 집합투자업자가 할 수 없도록 금지하고 있다. 금융위원회는 법령해석에 따르면 “명령·지시·요청 등을 받아 집합투자재산을 운용하는 행위”라 함은 펀드의 설정·운용·청산 등과 관련한 모든 과정을 포함하는 것으로 볼 수 있다. 금융위원회 금융규제민원포털, “집합투자업자의 불건전 영업행위 판단기준”, 법령해석 및 비조치의견서(회신일 2020. 1. 17), <<http://better.fsc.go.kr>>. 다른 유형의 불건전 영업행위의 경우와 달리 OEM펀드 규제를 위반한 경우에는 벌금에 처하는 대신(자본시장법 제444조 제8호 참조), 과태료가 부과된다(자본시장법 제449조 제29호).

46) 자본시장법은 제46조 이하에서 투자권유에 관한 규정을 두고 있는데, 자본시장법 부칙 제4

첫째, 투자신탁을 직접 설정하고 운용까지 담당하는 자산운용회사는 수익증권의 판매업무를 직접 담당하지 않는 경우에도(즉 투자권유를 하지 않는 경우라도) 수익증권의 판매에 직접적인 이해관계가 있을 뿐 아니라 투자신탁에 대하여 제1차적으로 정보를 생산하고 유통시켜야 할 지위에 있으므로 투자자 보호의무를 부담한다는 것이 판례의 입장이다.<sup>47)</sup> 통상적으로 자산운용회사의 운용보수와 수익증권 판매회사의 판매보수는 펀드의 자산규모의 일정 비율로 정해지므로, 판매회사뿐 아니라 자산운용회사 역시 수익증권의 판매에 직접적인 이해관계를 가진다.<sup>48)</sup> 이처럼 투자신탁을 직접 설정하고 운용하는 자산운용회사의 경우에는 자신이 직접 투자권유를 하지 않더라도 수익증권의 판매를 촉진하려는 유인을 가진다는 점에서 투자자 보호의무를 부담한다는 것이다.

둘째, 대상판결의 대신자산운용처럼 본인이 투자자와 자산운용계약을 체결하지는 않았지만 투자신탁의 설정을 사실상 주도한 경우에는 어떠한가? 전술한 판례의 법리에 기초해 본다면, 대신자산운용은 수익증권의 판매에 직접적인 이해관계가 없으므로<sup>49)</sup> 단지 투자신탁의 설정을 사실상 주도했다는 사실만으로 투자자 보호의무를 부담한다고 보기는 어려울 수 있다.<sup>50)</sup> 이 경우

조는 투자권유 등에 관한 “제46조부터 제48조까지의 규정은 이 법 시행 후 최초로 투자권유를 하는 경우부터 적용한다”고 명문으로 정하고 있다. 따라서 해당 조항 및 관련 해석지침은 자본시장법 시행 전에 투자권유가 이루어진 대상판결에는 적용되지 않는다고 할 것이다. 다만 판례는 자본시장법 입법 전에도 적합성원칙 등을 수용하고 있었다. 즉 대법원 1994. 1. 11. 선고 93다26205 판결은 증권의 투자권유 시에 적용될 보호의무의 내용으로서, ① 투자자의 올바른 인식을 형성하는 것을 방해하는 것을 회피할 의무 및 ② 투자자의 투자상황에 비추어 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 것을 회피할 의무를 인정하였다. 해당 판결에서 각 주의의무를 구체적으로 명명하지는 않았으나, 전자는 설명의무를, 후자는 적합성원칙을 의미하는 것으로 이해된다. 이숙연, 전제논문, 339면. 최근 제정된 「금융소비자 보호에 관한 법률」(이하 ‘금융소비자보호법’)이 2021년 3월에 시행되면 투자권유규제 조항이었던 자본시장법 제46조, 제46조의2, 제47조 및 제49조는 삭제되고, 금융소비자보호법의 제17조(적합성원칙), 제18조(적정성원칙), 제19조(설명 의무), 제20조(불공정영업행위의 금지) 및 제21조(부당권유행위 금지)가 규율하게 된다.

47) 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004다53197 판결; 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다101752 판결.

48) 박준/정순섭, 「자본시장법 기본 판례」, 소화(2016), 320-321면.

49) 이 사건 투자신탁 자금의 0.94%에 상당하는 운용보수를 수령한 당사자는 대신자산운용이 아닌 마이애셋이었다.

에는 투자자 보호의무를 인정하기 위한 추가적 요소가 필요하며, 그것이 바로 ‘투자권유’ 여부라고 할 수 있다. 실제로 대법판결에서도 “투자신탁의 설정을 사실상 주도하였다고 볼 만한 특별한 사정이 있다면, [본인이 직접 설정하거나 운용하는 투자신탁이 아니라 하더라도] 자산운용회사가 해당 투자신탁상품을 투자자에게 권유할 때는 투자신탁상품의 투자권유자로서 ... 올바른 정보를 투자자에게 제공하여야 할 투자자 보호의무를 부담한다”라고 함으로써, ‘투자신탁 설정의 사실상 주도’라는 요소와 함께 추가적으로 ‘투자권유’라는 요소가 존재하였기 때문에 투자자 보호의무의 부과가 가능하다는 취지로 설시하고 있다. 앞서 살펴본 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결에서도 투자권유를 하는 판매회사의 특성을 전제로 하여 투자신탁의 설정을 사실상 주도한 판매회사에게 투자자 보호의무를 인정한 것으로 보인다.

이와 관련하여 어느 정도의 관여가 있어야 ‘투자권유’라고 볼 것인지가 문제된다. 투자권유에 관한 정의를 따로 하지 않던 간접투자법과 달리, 자본시장법은 제9조 제4항에서 투자권유란 “특정 투자자를 상대로 금융투자상품의 매매 또는 투자자문계약·투자일임계약·신탁계약(관리형신탁계약 및 투자성 없는 신탁계약을 제외한다)의 체결을 권유하는 것”으로 정의한다. 해당 법문상 투자권유에 해당하기 위해서는 계약체결 당사자가 계약의 체결을 투자자에게 직접 권유하는 것을 전제하는 것처럼 보인다. 그러나 대법원은 금융투자업자가 다른 금융투자업자가 취급하는 금융투자상품을 소개한 사례에서 “금융투자업자가 과거 거래 등을 통하여 자신을 신뢰하고 있는 고객에게 다른 금융투자업자가 취급하는 금융투자상품 등을 단순히 소개하는 정도를 넘어 계약 체결을 권유함과 아울러 그 상품 등에 관하여 구체적으로 설명하

50) 사실 아무런 이해관계도 없는 자가 투자신탁의 설정을 사실상 주도하는 역할만 한다는 것은 생각하기 어렵다. 대법판결에서 대신자산운용이 이 사건 개발사업의 성공을 위해 어떠한 형태로든 추가 투자금이 반드시 필요한 상황이었다고 설시한 것을 보면, 아마도 대신자산운용은 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관련한 내용을 이미 결정된 상황이었으므로 마이이셋을 통해 부족한 자금을 간접적으로 조달하는 대신 운용보수의 수령을 포기한 것이 아닐까 추측된다.



는 등 적극적으로 관여하고, 나아가 그러한 설명 등을 들은 고객이 해당 금융투자업자에 대한 신뢰를 바탕으로 다른 금융투자업자와 계약 체결에 나아가거나 투자 여부 결정에 그 권유와 설명을 중요한 판단요소로 삼았다면, 해당 금융투자업자는 자본시장법 제9조 제4항에서 규정하는 ‘투자권유’를 하였다고 평가할 수 있다”라고 판시하였다.<sup>51)</sup> 대상판결에서 대신자산운용이 구체적으로 어떠한 방식의 투자권유를 하였는지는 적시되어 있지 않으나, 대법원은 신협중앙회가 이 사건 투자신탁의 수익증권을 매수한 것은 이 사건 개발사업의 성공을 위해 어떠한 형태로든 추가 투자금이 반드시 필요했던 대신자산운용의 권유에 따른 것임을 인정하였다.

요컨대 투자신탁을 직접 설정하고 운영하는 자산운용회사가 아닌 자가 투자자 보호의무를 부담하는 상황이란 ‘투자신탁 설정의 사실상 주도’와 ‘투자권유’라는 요소를 함께 갖춘 경우라고 할 수 있다. 따라서 ‘투자신탁 설정의 사실상 주도’라는 요소는 없이 ‘투자권유’만을 한 때에는 당연히 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공해야 한다는 내용의 투자자 보호의무를 부담하지 않는다. 펀드 관련 정보의 생산자가 아닌 판매회사가 자산운용회사로부터 수익증권의 판매위탁을 받아 투자자에게 판매만 하는 경우가 그 전형적인 예이다. 대법원 역시 2015. 11. 12. 선고 2014다15996 판결에서 “판매회사는 특별한 사정이 없는 한 자산운용회사로부터 제공받은 투자설명서나 운용제안서 등의 내용을 명확히 이해한 후 이를 투자자가 정확하고 균형 있게 이해할 수 있도록 설명하면 되고, 그 내용이 진실한지를 독립적으로 확인하여 이를 투자자에게 알릴 의무가 있다고 할 수는 없다”고 설시하였다.<sup>52)</sup>

51) 대법원 2015. 1. 29. 선고 2013다217498 판결.

52) 주의할 것은 여기서 판매회사가 부담하는가의 여부가 논의되는 투자자 보호의무란 자산운용회사가 투자권유단계에서 부담하는 의무, 즉 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 주의의무를 말한다. 판매회사가 수익증권의 투자권유만을 하기 때문에 자산운용회사가 부담하는 내용의 투자자 보호의무를 부담하지 않는 경우에도, 판매회사로서의 투자자 보호의무를 부담한다. 즉 “판매회사는 수익증권 판매를 위하여 투자자에게 수익증권의 취득을 권유함에 있어 자산운용회사로부터 제공받은 투자설명서를 투자자에

## 3. 자산운용회사 아닌 자의 선관주의의무 부담의 가능성

대상판결의 사실관계를 보면 이 사건 투자신탁의 설정은 사실상 대신자산 운용이 주도하였고, 동 투자신탁재산의 운용도 사실상 대신자산운용이 한 것이라 볼 수 있다.<sup>53)</sup> 그럼에도 대상판결은 대신자산운용이 이 사건 투자신탁의 자산운용회사는 아니므로 자산운용단계에서 선관주의의무를 부담하지 않는다고 보았다. 그런데 펀드의 자산운용회사가 아닌 자라도 ‘투자신탁의 설정을 사실상 주도’하고 ‘투자권유’를 했다면 투자자 보호의무를 부담한다는 것이 대상판결의 입장이라면, ‘투자신탁의 설정을 사실상 주도’하고 ‘사실상 투자신탁재산의 운용’을 하였다면 운용단계에서의 주의의무도 부담한다고 볼 여지는 없을까?

미국의 경우 우리나라의 자산운용회사에 해당하는 투자자문업자를 규제하기 위해서 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940) 202조(a)(11)에서 투자자문업자에 관한 정의를 하고 있다. 동 조는 ① 보수를 받고 ② 증권에 관한 자문을 제공하거나 보고서나 분석을 발간하는 ③ 업무를 영위하는 자가 투자자문업자라고 규정한다(any person who for compensation is engaged in the business of providing advice to others or issuing reports or analyses regarding securities). 그리고 특정 당사자가 투자자문업자에 해당하는가를 판단할 때, ‘업무 영위’라는 요건의 충족과 관련하여 투자

게 제공하고 그 주요내용을 설명하여야 하고, 투자자에게 중요한 사항에 대하여 오해를 유발할 수 있는 표시행위, 투자자에게 실적배당 및 원본의 손실가능성 등 간접투자의 특성과 투자위험에 관한 신탁약관 및 투자설명서의 주요내용을 충분하고 정확하게 알리지 아니하는 행위 등을 하지 말아야 할 의무 등 판매행위준칙을 준수할 의무를 부담한다(간접투자법 제56조 제2항, 제57조 제1항). 따라서 판매회사는 자산운용회사가 제공한 투자설명서의 내용을 숙지하고, 그 의미가 명확하지 않은 부분은 자산운용회사로부터 정확한 설명을 들어 그 내용을 스스로 명확하게 이해한 다음, 투자자에게 그 투자신탁의 운용방법이나 투자계획 및 그로 인한 수익과 위험을 투자자가 정확하고 균형 있게 이해할 수 있도록 설명하여야 하고, 단지 자산운용회사로부터 제공받은 판매보조자료의 내용이 정확하고 충분하다고 믿고 그것에 의존하여 투자신탁에 관하여 설명하였다는 점만으로는 투자자 보호의무를 다하였다고 볼 수 없다.” 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다101752 판결.

53) 마이세튼은 이 사건 투자신탁재산을 대신자산운용이 지배하는 대신라벌로2의 계좌에 입금함으로써 그 임무가 종료되었다.

자문제공이 해당 당사자의 일차적 혹은 주된 행위(primary or even a major activity)일 필요는 없다고 본다.<sup>54)</sup> 오히려 다른 업무를 적극적으로 혹은 일차적으로 영위하면서도 투자자문 업무를 영위하는 것으로 간주될 수 있다는 것이다. 또한 ‘업무 영위’ 여부를 결정하는데 있어서, SEC(Securities and Exchange Commission: 미국증권거래위원회)는 해당 당사자의 행위를 둘러싼 모든 상황을 고려하며, 그 고려 요소들의 예로는 ① 당사자가 자신을 투자자문업자로 일반 대중에게 표시하고 있는지 여부(Holding Out), ② 당사자가 투자자문 제공에 대한 보상을 받는지 여부(Compensation), ③ 제공하는 투자자문의 빈도나 정기성(Frequency and Regularity of Advice) 등이 있다.<sup>55)</sup>

위와 같은 미국의 기준에 비추어 보았을 때, 대신자산운용은 자산운용회사로 인정받기 위한 중요한 요소라 할 수 있는 운용보수를 지급받지 않았다는 점에서 자산운용회사로서 의무를 부담하기 어렵다고 평가할 수 있다. 그렇다면 만약 대신자산운용이 신탁중앙회로부터 운용보수까지 지급받았다면 결과는 달라질 수 있을까? 앞서 보았듯이 대상판결이 투자자 보호를 위해서 형식적 요소 외에 실질적 요소도 중시하는 입장임을 고려한다면, 자산운용단계에서의 주의의무의 인정 가능성도 기대할 수 있을 것이다.

## V. 맺음말

자산운용회사는 펀드의 투자자들에 대하여 투자권유단계에서의 보호의무 및 자산운용단계에서의 선관주의의무를 부담한다. 우선 자산운용회사는 투자신탁에 관하여 제1차적으로 정보를 생산·유통시키는 지위를 가지므로, 투자권유단계에서 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른

54) Hauk, Soule & Fasani, P.C., SEC No-Action Letter, 1986 WL 66619, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 78,311 (May 2, 1986).

55) Thomas P. Lemke and Gerald T. Lins, Regulation of Investment Advisers, § 1:5, West Group (2020).

정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 의무가 있다. 또한 자산운용회사는 자산운용단계에서 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 신중하게 간접투자재산을 운용함으로써 투자자의 이익을 보호하여야 하며, 구체적으로 재산을 어떻게 운용하여야 하는지는 관계 법령, 투자신탁약관의 내용, 그 시점에서의 투자대상 자산의 가치, 경제상황 및 전망 등의 제반 사정을 종합적으로 고려하여 판단하여야 할 주의의무를 부담한다.

대상판결에 따르면 이러한 투자자 보호의무와 선관주의의무를 부담하는 주체는 기본적으로 펀드의 투자자와 자산운용계약을 체결하고 보수를 수령한 자산운용회사이다. 자산운용계약을 체결한 자산운용회사가 펀드의 설정을 사실상 주도하지 않았고, 펀드를 실제 운용하지 않았더라도 의무를 부담한다는 것은 달라지지 않는다. 아울러 자산운용회사가 아닌 자라 하더라도 펀드의 수익구조와 위험요인에 관련된 주요 내용을 실질적으로 결정하는 등 펀드의 설정을 사실상 주도하였다면 펀드의 투자권유를 할 때 투자자 보호의무를 부담한다는 것이 대상판결의 입장이다. 기존에도 투자권유를 하는 판매회사가 펀드의 설정을 사실상 주도하였다면 투자자 보호의무를 부담한다는 판례의 법리가 있었는데, 대상판결은 판매회사가 아닌 자라도 ‘펀드 설정의 사실상 주도’와 ‘투자권유’라는 요소를 갖추었다면 투자권유단계에서의 투자자 보호의무를 부담함을 분명히 하였다.

이처럼 자산운용계약 체결이라는 일종의 형식적 기준을 중시하여 펀드의 자산운용회사 해당 여부를 판단하면서도, 다른 한편 펀드 설정의 사실상 주도 및 투자권유와 같은 실질적 요소를 고려하여 자산운용회사 아닌 자에게도 일정한 의무를 인정하는 대상판결의 입장은 논란의 여지가 있을 수 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 접근법을 통해 자산운용업과 관련한 변칙적이고 탈법적인 행위를 억지하며 투자자를 두텁게 보호하려는 법원의 의도를 읽을 수 있다.

〈참고문헌〉

- 김건식/정순섭, 「자본시장법」 제3판, 두성사(2013).
- 박준/정순섭, 「자본시장법 기본 판례」, 소화(2016).
- 법령제정 실무작업반(8인) 공저, 「간접투자(펀드) 해설」 개정판, 박영사(2006).
- 온주편집위원회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 로앤비 온주주석서 (2019).
- 이숙연, “금융투자상품의 투자자 보호에 대한 연구”, 「사법논집」 제59집, 법원도서관(2014).
- 금융위원회 금융규제민원포털, “집합투자업자의 불건전 영업행위 판단기준”, 법령해석 및 비조치의견서(회신일 2020. 1. 17), <<http://better.fsc.go.kr>>.
- Thomas P. Lemke & Gerald T. Lins, Regulation of Investment Advisers, West Group (2020).

투 고 일 자 : 2020년 07월 26일

심 사 일 자 : 2020년 08월 12일

게재확정일자 : 2020년 08월 24일

〈국문초록〉

## 간접투자법상 투자자 보호의무와 선관주의의무의 부담 주체

- 대법원 2020. 2. 27. 선고 2016다223494 판결을 소재로 -

장 근 영

자산운용회사는 펀드의 투자자들에 대하여 투자권유단계에서의 보호의무 및 자산운용단계에서의 선관주의의무를 부담한다. 우선 자산운용회사는 투자신탁에 관하여 제1차적으로 정보를 생산·유통시키는 지위를 가지므로, 투자권유단계에서 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 의무가 있다. 또한 자산운용회사는 자산운용단계에서 가능한 범위 내에서 수집된 정보를 바탕으로 신중하게 간접투자재산을 운용함으로써 투자자의 이익을 보호하여야 할 선관주의의무를 부담한다.

올해 초에 대법원은 2020. 2. 27. 선고 2016다223494 판결(이하 '대상판결')에서 투자자 보호의무와 선관주의의무는 펀드를 실제로 설정하여 운용하는 자산운용회사만이 부담하는 것인지 여부에 관한 법리를 다루었다. 대상판결에 따르면 투자자 보호의무와 선관주의의무를 부담하는 주체는 기본적으로 펀드의 투자자와 자산운용계약을 체결하고 보수를 수령한 자산운용회사이다. 자산운용계약을 체결한 자산운용회사가 펀드의 설정을 사실상 주도하지 않았고, 펀드를 실제 운용하지 않았더라도 의무를 부담한다는 것은 달라지지 않는다.

아울러 자산운용회사가 아닌 자라 하더라도 펀드의 수익구조와 위험요인에 관련된 주요 내용을 실질적으로 결정하는 등 펀드의 설정을 사실상 주도하였다면 펀드의 투자권유를 할 때 투자자 보호의무를 부담한다는 것이 대상판결의 입장이다. 기존에도 투자권유를 하는 판매회사가 펀드의 설정을 사실상 주도하였다면 투자자 보호의무를 부담한다는 판례의 법리가 있었는데, 대상판결은 판매

회사가 아닌 자라도 ‘펀드 설정의 사실상 주도’와 ‘투자권유’라는 요소를 갖추었다면 투자권유단계에서의 투자자 보호의무를 부담함을 분명히 하였다.

주제어 : 자산운용회사, 간접투자, 투자자 보호의무, 선관주의의무,  
투자권유

〈Abstract〉

Who Has the Duty to Protect Investors and  
the Duty of Care under the Indirect  
Investment Asset Management Business Act?

- Supreme Court Decision 2020. 2. 27. 2016Da223494 -

Chang, Kun Young

Under the Indirect Investment Asset Management Business Act, an asset management company runs the following businesses: (1) the business of establishing and terminating the investment trust; (2) the business of managing the investment trust property and giving management instructions; (3) the business of managing the investment company property, etc. Every asset management company has both the duty to protect investors at a stage of investment recommendations and the duty of care at a stage of managing the fund property. At a recommendations stage, an asset management company should provide investors with correct information concerning the profit model and the risk factor of the fund because the company is in the position of primarily producing and distributing the information of the fund. At a managing stage, an asset management company should manage the fund on an informed basis, in a prudent manner, and in the honest belief that its managing is in the investors' best interest.

The Korean Supreme Court Decision 2020. 2. 27. 2016Da223494 has dealt with the legal issues concerning the investor protection duty and the duty of care, suggesting the legal standards as follows: (1) An asset management company, who made a trust contract with investors to create an investment



trust for compensation, has both the duty to protect investors and the duty of care, even though the company was not engaged in the business of providing advice to the investment trust; (2) Regardless of whether it is an asset management company or not, every person is legally obligated to protect investors if he both played a leading role in creating an investment trust by deciding primarily the profit model and the risk factor of the trust and recommended the trust to investors.

Key Words : asset management company, indirect investment, duty to protect investors, duty of care, investment recommendations

