

공적 연기금의 자산운용회사에 대한 손해배상소송 관련 사례 분석과 시사점 연구

강현정* · 정수호**

I. 머리말

2005년 구 기금관리기본법이 개정됨에 따라 공적 연기금의 주식투자가 전면적으로 허용되면서 주식시장을 포함한 자본시장에서 공적 연기금(Public Pension Fund, 공적 연금기금이라고도 하나 이하에서는 '공적 연기금'이라는 용어로 통일하여 사용하고자 한다)의 투자 규모 및 역할은 괄목할 정도로 성장하게 되었다. 특히 공적 연기금의 여유자금을 통한 자산운용 규모는 2012년 422조 원, 2013년 471조 원, 2014년 523조 원으로 계속 성장하고 있고¹ 자산운용회사·사모펀드·헤지펀드 등을 통해 기금 중 일부를 위탁하여 운용하는 규모도 점차 확대되고 있는바,² 자본시장에서 공적 연기금의 법적 지위, 특히 투자자로서 그 지위가 매우 중요해졌다고 볼 수 있다.

한편 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')은 시행 당시부터 동법 제9조 제5항에서 금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산 규모 등에 비추어 투자에 따른 위험 감수능력이 있는 투자자를 전문투자자로 정의하고 이에 해당하는 자를 열거한 후, 그 외의 투자자를 일반투자자로 간주하여 일반투자자를 보다 두텁게 보호하는 한편 전문투자자에 대한 규제를 일정 부분 완화하여 적

용하고 있다.

이하에서는 자본시장법하에서 공적 연기금의 법적 지위는 어떻게 보아야 하는지, 이에 따라 자산운용회사의 손해배상책임의 존부와 범위를 정하는 데 있어 투자자가 공적 연기금이라는 특징이 어떻게 고려되고 있는지, 특히 투자자가 공적 연기금이라는 점이 기존의 금융투자상품 분쟁 해결 범리에 대한 일정한 수준의 수정을 요하는 것은 아닌지에 관하여 중점적으로 살펴보고자 한다.

* 법무법인 세종 변호사

** 법무법인 세종 변호사

1 기획재정부, 월간 재정동향 제27호(2016. 4), 기획재정부, 41면.
2 국민연금공단, "국민연금 공표통계(2015년 12월 말 기준)," 국민연금공단, 13면. 이를 살펴보면 공적 연기금 중 압도적인 비중을 차지하는 국민연금의 위탁투자 규모를 살펴보면, 2012년 말 약 29조 원이던 것이 2013년 말 약 33조 원, 2014년 말 약 35조 원으로 늘어났고, 2015년 말 약 38조 원에 이르고 있음을 확인할 수 있다.

II. 공적 연기금의 의의와 자본시장법상 공적 연기금의 법적 지위

1. 공적 연기금의 의의

공적 연기금이란 연금제도에 의해 모인 자금으로서 연금을 지급하는 원천이 되는 기금을 말하는데, 우리나라에서 정부가 운영하는 공적 연금제도의 가장 대표적인 것으로는 우선 일반 국민을 대상으로 하는 국민연금이고, 공무원연금·사립학교교직원연금·군인연금 등 세 개의 특수지역연금도 이에 해당한다.³

공적 연기금은 기본적으로 국가재정법에 그 설치 근거를 두고 있는데, 동법 제5조는 “국가가 특정한 목적을 위하여 특정한 자금을 신축적으로 운용할 필요가 있을 때에 한하여 법률로써 설치하되, 정부의 출연금 또는 법률에 따른 민간부담금을 재원으로 하는 기금의 경우 같은 법 별표 2에 규정된 법률⁴에 의하지 아니하고는 이를 설치할 수 없다”라고 규정하고 있다. 이에 따라 2016년 4월 현재 설치·운용 중인 공적 연기금은, (i) 고용보험기금·공무원연금기금·국민연금기금·군인연금기금 등 사회보험성 기금(6개), (ii) 구조조정기금·기술신용보증기금·신용보증기금 등 금융성 기금(9개), (iii) 공공자금관리기금·공공자금상환기금·복권기금 등 재정성 기금(4개), (iv) 국민주택기금·남북협력기금·농지관리기금 등 사업성 기금(4개)으로 총 63개가 있다.⁵

한편 국민연금 등 공적 연기금은 자본시장에서 개인 투자자 및 외국인 투자자와 구별되는 기관투자자(institutional investor)의 대표적인 예로서 흔히 거론되고 있다. 현행법상 기관투자자에 관한 명확한 정의규정을 찾아볼 수는 없으나, 일반적으로 기관투자자는 은행·증권회사·보험회사 등의 금융기관이나 자산운용회사·공적 연기금 등을 말하는 것으로 이해된다.⁶ 특히 공적 연기금의 경우 합리적인 자산배분 및 장기투자를 통한 시장안정판 역할, 주

주권한행사로 인한 경영 투명성 제고 등에 있어 중요한 역할을 하는 것으로 평가되고 있는데,⁷ 기업지배구조 개선 및 건전한 투자환경 조성이라는 측면에서 진정한 의미의 기관투자자라 할 수 있다.⁸

한편 공적 연기금의 설치 근거 법률인 국가재정법의 전신인 구 기금관리기본법은 2005년 개정 전까지 동법 제3조 제3항⁹에서 공적 연기금의 관리 주체는 원칙적으로 해당 기금으로 주식과 부동산을 매입할 수 없다고 규정하고 있었으므로, 증권시장 등 자본시장에서 기관투자자가 차지하는 역할과 비중은 미미한 수준이었고, 대부분의 공적 연기금의 경우 채권 등 안정자산에 대한 투자로 일관할 뿐이었다.

그러나 2005년 구 기금관리기본법이 개정되어 위 조항이 삭제되면서 공적 연기금의 주식투자가 전면적으로 허용되는 한편, 기금관리 주체의 의결권행사의 원칙을 규정한 동법 제3호의¹⁰(현행 국가재정법 제64조와 동일)이 신설·도입되면서 주식시장을 포함한 자본시장에서 공적 연기금의 투자 규모 및 역할은 현저히 증대되었다.

3 국민연금연구원, 공적 연금기금 운용론 II, 국민연금공단 국민연금연구원, 2014, 1면.

4 국가재정법 별표 2에는 2016년 4월 현재 고용보험법, 공공자금관리기금법, 공무원연금법, 공적자금상환기금법, 국민연금법, 군인연금법 등 66개 법률이 열거되어 있다.

5 기획재정부, 앞의 보고서(주 1), 41~46면.

6 장우영, “기업지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할과 과제,” 법제연구 제45호(2013. 12), 한국법제연구원, 244면.

7 객관훈, “공적 연기금의 지배구조와 기관투자자로서의 역할,” 법제연구 제29호(2005. 12), 한국법제연구원, 131면.

8 객관훈, 앞의 논문(주 7), 132면.

9 구 기금관리기본법(2005. 1. 27. 법률 제7385호로 일부개정되기 전의 것) 제3조 ③ 기금관리 주체는 당해 기금으로 주식과 부동산을 매입할 수 없다. 다만 당해 기금의 설치 목적과 공익에 위배되지 아니하는 범위 안에서 기금운용계획에 반영된 경우에는 그러하지 아니하다.

10 구 기금관리기본법(2005. 1. 27. 법률 제7385호로 일부개정된 것) 제3조의6 기금관리 주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고, 그 행사 내용을 공시하여야 한다.

2. 공적 연기금의 자본시장법상 법적 지위와 그 특징

(1) 공적 연기금의 자본시장법상 법적 지위

자본시장법은 2009년 제정 당시 구 증권거래법, 구 간접투자자산 운용업법에서 규정한 바 없던 ‘전문투자자’라는 개념을 새로이 도입하였는바, 그 취지는 투자자보호체계의 선진화 일환으로서 투자위험 감수능력을 기준으로 투자자를 일반투자자와 전문투자자로 구분하고, 일반투자자에 대하여 투자 권유를 하는 경우에는 설명의무·적합성의무 등을 부과하여 투자자보호를 강화하는 한편, 전문투자자에 대하여는 보호수준을 완화하기 위한 것이다.¹¹ 이에 따라 자본시장법은 투자자를 전문투자자와 일반투자자로 구분하여 보호 및 규제 측면에서 양자를 달리 취급하는바, 현행 자본시장법은 동법 제46조 내지 제47조에서 규정하고 있는 적합성원칙·적정성원칙·설명 의무 등을 일반투자자에 한정하여 적용하고, 전문투자자에 대해서는 투자자보호와 관련한 규제의 대부분을 그 적용대상에서 제외하고 있다.¹²

이처럼 자본시장법은 사적 거래에서의 자기책임의 원칙과 관련하여 금융투자상품의 판매와 투자에 대한 법률행위에 있어 해당 원칙에 대한 예외를 명문으로 인정함으로써 이를 수정하고 있는데, 이는 자산운용회사와 투자자 사이에 전문성 및 정보에 관해 현저한 차이가 존재한다는 현실에 기반을 둔 것이다.¹³ 그런데 전문투자자는 일반투자자와 달리 전문성과 충분한 판단능력, 위험에 대한 감수능력을 보유하고 있으므로 자기책임의 원칙의 예외를 인정하면서까지 이를 보호해야 할 필요성이 인정될 수 있는지, 만약 그렇다 하더라도 그 보호의 정도는 일반투자자와 비교하여 어떠하여야 할 것인지 등이 당연히 문제 될 수밖에 없다. 그러나 현행 자본시장법은 전문투자자에 대하여 일반투자자보다 적용되는 규제를 완화하기 위한 규정들만 두고 있을 뿐

특유한 보호의무에 관하여는 달리 규정하고 있지 않으므로, 이는 결국 실무와 해석의 영역에 맡겨져 있다.

한편 공적 연기금의 자본시장법상 법적 지위가 문제 되는데, 자본시장법 제9조 제5항 제5호 및 동법 시행령 제10조 제3항 제10호 내지 제12호에 의하면, 신용보증기금·기술신용보증기금 그리고 기타 법률에 따라 설립된 기금 및 그 기금을 관리·운용하는 법인의 경우 전문투자자에 해당하는 것으로 규정되어 있다. 다만 자본시장법 제9조 제5항 단서는 “전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자가 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하는 경우 금융투자업자는 정당한 사유가 있는 경우를 제외하고는 이에 동의하여야 하며, 금융투자업자가 ‘동의’한 경우에는 해당 투자자는 일반투자자로 본다”라고 규정하고 있는데, 이와 같이 전문투자자에서 일반투자자로 전환이 가능한 자의 범위에서 신용보증기금과 기술신용보증기금은 제외되고(동법 시행령 제10조 제1항 제4호), 기타 법률에 따라 설립된 기금 및 그 기금을 관리·운용하는 법인의 경우에도 금융투자업자와 장외 파생상품 거래를 하는 경우에는 전문투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 ‘통지’¹⁴하는 경우에만 이에 해당된다(동법

11 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(대안), 의안번호 7015호, 2007. 7. 2, 5면.

12 임재연(편)/강영기·김홍기·류혁선·박선중(이상 제1조 내지 제10조 부분 집필), 자본시장법(주석서 1), 박영사, 2015, 56면. 다만 자본시장법 제49조(부당 권유의 금지), 제125조(거짓의 기재 등으로 인한 배상책임) 등은 일반투자자를 그 적용대상으로 한정하고 있지 않으므로 전문투자자에게도 당연히 적용되는 것으로 볼 것이다.

13 채동헌, “금융투자상품의 판매와 책임의 법률관계”, BFL 제71호 (2015. 4), 서울대학교 금융법센터, 16-17면.

14 이때 자본시장법 제9조 제5항 단서에서 전문투자자가 금융투자업자에게 일반투자자로 전환하겠다는 의사를 통지하는 경우, 이에 대하여 금융투자업자의 동의를 요하는 것과 달리 금융투자업자의 동의를 요하지 않는다.

시행령 제10조 제3항 단서).

결국 현행 자본시장법하에서 공적 연기금의 법적 지위는, “원칙적으로 전문투자자에 해당하지만 신용보증기금 및 기술신용기금을 제외하면 그 의사로서 일반투자자로 전환도 가능하고, 다만 고도의 전문성 및 투자에 따른 위험이 수반되는 장외 파생상품 거래를 할 경우에는 일반투자자와 큰 차이가 있다고 보기 어려우므로 일단 일반투자자로 취급하되 그 의사에 따라 전문투자자로 전환도 가능한 자”라고 정리해 볼 수 있다.

(2) 공적 연기금의 기금운용상 특징

기금운용과 관련하여 공적 연기금이 갖고 있는 특징을 살펴보면, 우선 공적 연기금 또는 이를 관리·운용하기 위한 법인의 경우 단순히 기금을 외부에 위탁하여 운용하는 것에서 나아가 내부적으로 기금운용과 관련된 자체 규정과 전문 조직·인력을 보유하고 있으면서 여러 투자 대안에 관한 전문성 및 경험을 지속적으로 축적해 나가는 경우가 많다는 점을 들 수 있다.¹⁵ 이는 앞에서 설명한 바 있는 공적 연기금의 투자 규모 및 역할, 자본시장에서 차지하고 있는 위상 등을 고려하면 자연스러운 현상으로 이해될 수 있다.

대표적인 공적 연기금 중 하나로서 2015년 12월 말 기준으로 가입자 수 2,100만 명, 조성된 기금 규모는 580조 원, 실제 운용기금 규모는 450조 원을 돌파한¹⁶ 국민연금의 경우, 그 관리·운용에 관한 업무는 국민연금법 제102조에 따라 보건복지부 장관으로부터 국민연금공단이 이를 위탁받아 수행하는바, 위 공단은 자체적으로 기금운용지침·의결권 행사지침·기금운용규정 등¹⁷을 마련하여 이에 따라 기금운용업무를 수행하고 있다. 또한 위 공단은 기금의 관리·운용 전문 조직인 기금운용본부를 설치하여 전문 인력을 통해 기금의 전략자산배분, 투자 집행 및 시장모니터링, 투자 내역 관리 등을 수

행하고 있는데, 해당 본부는 자산운용 집행에 관한 의사결정 조직으로서 리스크관리위원회·투자위원회·대체투자위원회·투자관리위원회를 두고 있다. 공무원연금공단도 국민연금공단과 마찬가지로 자체적으로 마련한 기금운용규칙 등에 따라 공단 내 보유하고 있는 조직 및 전문 인력을 통해 기금을 운용하고 있는 것으로 보인다.¹⁸

공적 연기금이 지닌 또 하나의 특징으로서 주목할 만 것은 공적 연기금의 경우 연기금 및 연기금 임직원 자체가 연기금의 수급권자인 국민, 공무원, 사립학교 교직원 등에 대하여 수임인으로서 직접 신인의무와 수탁자로서의 책임을 부담하고 있는 점이다.¹⁹ 이와 관련하여 공적 연기금 또는 그 임직원이 자산운용회사 등과 투자계약을 체결 및 집행함에 있어 연금수급자에 대한 신인의무를 스스로 해태하였다고 볼 정황이 있다면, 공적 연기금과 자산운용회사 등의 사이에서 투자자보호의무 내지 선관주의의무 위반에 따른 분쟁이 발생한 경우 이를 고려해야 하는 것은 아닌지 문제 될 수 있다.

특히 선행연구 중에는 연기금에서 투자신탁 설정 이전에 자산운용회사와 사전 접촉·협의하여 투자

15 국가재정법 제77조는, 기금관리 주체에게 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용을 전담하는 부서를 두어야 하고(제1항), 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용 평가 및 위험 관리를 전담하는 부서를 두거나 그 업무를 외부 전문기관에 위탁하여야 할 의무를 부여하고 있다(제2항).

16 국민연금공단, 앞의 보고서주 2), 12면.

17 이는 국민연금공단 홈페이지(<http://www.nps.or.kr>)에 모두 등재되어 있다.

18 서울고등법원 2014. 11. 6. 선고 2013나2022889 판결 중 16~17면 : “원고는 공무원연금기금을 관리·운용하는 법인으로서 내부적으로 투자 기준을 마련하여 유가증권에 투자하는 경우 위 투자 기준의 준수 여부에 대해 리스크관리팀의 확인을 받도록 되어 있고, 자산운용상 중요한 사항에 대해서는 금융자산투자위원회의 심의를 거치도록 하고 있는 사실(원고의 금융자산운용규칙 제10조)···을 인정할 수 있다.”

19 최문희, “연금기금의 시모펀드 투자사례와 금융투자상품 분쟁 해결 법리의 적용,” BFL 제72호(2015. 7), 서울대학교 금융법센터, 19~20면, 22~23면.

대상을 정한 경우와 같은 특수한 사정은, 연기금의 과실 비율을 산정하는 데 참작하여야 할 것이라는 점을 지적하고 있는 것도 있는데²⁰ 타당하다고 본다. 다만 공적 연기금과 자산운용회사 간 분쟁과 관련하여 지금까지 문제 되었던 사례들을 살펴보면, 대부분 자산운용회사나 판매회사 측에서 먼저 투자 권유를 한 경우이고 공적 연기금 주도하에 설정된 투자신탁과 관련된 판례는 아직 없는 것으로 보인다.

III. 투자 권유단계에서 자산운용회사의 공적 연기금에 대한 투자자보호의무 위반 사례 검토

1. 일반론

(1) 일반투자자에 대한 투자 권유단계에서의 자산운용회사의 투자자보호의무

투자 권유단계에서 자산운용회사의 투자자보호의무가 문제 된 사례 중 현행 자본시장법상 전문투자자가 직접 관련된 사안에 대한 대법원 판결은 아직 없다. 다만 대법원은 구 간접투자자산 운용업법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지된 것. 이하 ‘구 간투법’)이 적용되는 사안에서 자산운용회사의 투자자보호의무와 관련하여 다음과 같이 판단한 바 있다.

1) “구 간투법에서 규정한 자산운용회사의 경우 판매회사나 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 주의의무와 이에 따른 불법행위책임을 부담한다. 자산운용회사가 수익증권의 판매과정에서 제공하는 정보는 기본적으로 투자설명서의 내용일 것이나, 자산운용회사가 투자

설명서 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 정보를 담고 있었고, 그것이 판매회사의 수익증권 판매과정에서 결과적으로 투자자의 투자판단에 영향을 주었다면, 단지 자산운용회사가 판매회사에 제공한 투자설명서에 충실한 정보를 담고 있었다는 점만으로 자산운용회사가 투자자보호의무를 다하였다고 볼 수는 없다.”²¹

2) “자산운용회사는 투자신탁을 설정하고 투자신탁재산을 운용하는 자로서 투자신탁에 관하여 제1차적으로 정보를 생산하고 유통시켜야 할 지위에 있고, 투자자도 자산운용회사의 전문적인 지식과 경험을 신뢰하여 자산운용회사가 제공하는 투자정보가 올바른 것이라고 믿고 그에 의존하여 투자판단을 한다. 따라서 자산운용회사는 투자신탁재산의 운용대상이 되는 자산과 관련된 제3자가 제공한 운용자산에 관한 정보를 신뢰하여 이를 그대로 판매회사나 투자자에게 제공하는 데에 그쳐서는 아니 되고, 정보의 진위를 비롯한 투자신탁의 수익구조 및 위험요인에 관한 사항을 합리적으로 조사한 다음 올바른 정보를 판매회사와 투자자에게 제공하여야 하며, 만약 합리적인 조사를 거친 뒤에도 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 정보가 불명확하거나 불충분한 경우에는 판매회사나 투자자에게 그러한 사정을 분명하게 알려야 할 투자자보호의무를 부담한다.”²²

20 최문희, 앞의 논문(주 19), 19면.

21 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다76368 판결.

22 대법원 2015. 11. 12. 선고 2014다5996 판결.

(2) 전문투자자에 대한 투자 권유단계에서의 자산 운용회사의 투자자보호의무

전문투자자는 일반투자자와 비교하여 전문성, 충분한 판단능력, 위험에 대한 감수능력 등을 보유하고 있고, 그중에서도 공적 연기금의 경우 기금운용과 관련된 자체 규정과 전문 조직·인력을 보유하고 있으면서 여러 투자 대안에 관한 전문성 및 경험을 지속적으로 축적해 나가고 있는 경우가 많으므로, 이와 같은 경우에게까지 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 인정해야 할 필요성이 있는지 여부가 문제 될 수 있다. 특히 자본시장법상 투자자보호의무는 사적 거래의 근간인 자기책임의 원칙에 대하여 명문으로 규정된 수정규제라는 측면을 고려하면,²³ 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 전문운용 인력 및 투자 관련 규정을 갖추고 있는 공적연기금에 대해서까지 인정하는 것은 적절하지 아니한 것으로 볼 여지도 없는 것은 아니다.

이와 관련하여 대법원은 최근 두 판결을 통해 “구 간접투자자산 운용업법에 의한 판매회사²⁴ 또는 자산운용회사²⁵는 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 주의의무를 부담하고, 이러한 투자 권유단계에서 판매회사 또는 자산운용회사의 투자자보호의무는 투자자가 일반투자자가 아닌 전문투자자라는 이유만으로 배제된다고 볼 수는 없으며, 다만 투자신탁재산의 특성과 위험도 수준, 투자자의 투자 경험이나 전문성 등을 고려하여 투자자보호의무의 범위와 정도를 달리 정할 수 있다”라고 판시한바 있다. 그런데 위 각 판결은 모두 자본시장법이 시행되기 전 구 간투법이 적용되는 사안에 대한 것이므로, 대법원이 현행 자본시장법상 전문투자자에 대하여 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 명시적으로 인정한 것인지 여부가 분명하지 않다.²⁶

그러나 위 대법원 2014다214588 판결의 원심판결인 서울고등법원 2014. 5. 15. 선고 2013나2014420 판결에서는 각주를 통해 “이 사건 펀드에 적용되는 간접투자법은 사모펀드를 공모펀드와 구별하여 공모 펀드 설정 및 판매 시 준수하여야 할 의무 중 일부를 면제하고 있으나(제175조), 자본시장법과 같이 전문투자자와 일반투자자를 구별하여 달리 취급하고 있지는 않다”라고 실시하면서 곧바로 “한편 이 사건 펀드 설정 후 시행된 자본시장법 제46조의 적합성원칙 및 제47조의 설명의무는 금융투자업자가 일반투자자를 대상으로 투자 권유를 하는 경우만을 규율하고 있다. 그러나 위 각 조항을 포함한 자본시장법이 금융투자업자가 전문투자자에게 투자 권유를 할 경우 적합성원칙 및 설명의무를 전면적으로 면제하거나 위 의무 위반 시의 민사상 손해배상의무까지 면책시킨다고는 볼 수 없다”라고 실시하였는데, 대법원이 굳이 위와 같이 실시한 것은 원심판결의 이와 같은 판단을 정당한 것으로 보아 이를 그대로 유지하고자 한 취지로 생각되는바,²⁷ 대법원

23 채동헌, 앞의 논문(주 13), 16면.

24 대법원 2015. 2. 26. 선고 2014다17220 판결.

25 대법원 2015. 3. 26. 선고 2014다214588 판결.

26 이에 관하여 채동헌, 앞의 논문(주 13), 19면에서는 “위 (대법원 2014다214588 판결의 원심) 법원의 판단은 기본적으로 자본시장법 이전의 분쟁에 대하여 전문투자자에 대한 설명의무의 존재를 부정할 수 없다는 전제하에서의 법리이기는 하지만, 투자자보호의 범위 자체가 현재의 자본시장법하에서의 일반투자자와 전문투자자의 구분 및 그 보호의 구분을 전제하는 규정과 그 해석론에 대하여 정도를 달리할 수 있지만, 해당 투자로 인한 위험의 내용과 경위의 구체적 사실관계에 따라서는 자본시장법상 일반투자자로서의 전환을 하지 않은 전문투자자에 대하여도 사실관계 여하에 따라서는 여전히 일정한 수준의 고객보호의 법리는 작용될 수 있다는 점을 부정할 수는 없을 것으로 생각된다”라고 설명한다.

27 즉 이 경우 위 대법원 판결의 실시는 “구 간접투자자산 운용업법에 의한 자산운용회사는 투자자에게 투자신탁의 수익구조와 위험요인에 관한 올바른 정보를 제공함으로써 투자자가 그 정보를 바탕으로 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 투자자를 보호하여야 할 주의의무를 부담하고, (구 간접투자자산 운용업법

이 자본시장법상 전문투자자에 대하여 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 인정한 것으로 이해하여도 큰 무리는 없을 것으로 보인다.

2. 구체적 사례 검토

(1) 서

대법원은 자산운용회사의 투자자에 대한 투자자 보호의무 또는 선관주의의무에 관하여 앞에서 언급 하였던 판례 외에도 다수의 판결을 선고한 바 있고, 해당 판결에 등장한 쟁점들에 관한 선행연구도 상당 부분 이루어진 것으로 보인다.²⁸ 따라서 다음에서는 공적 연기금과 자산운용회사 사이에서 발생한 분쟁과 관련하여 기존 선행연구에서 다루어졌던 판결이 아닌 확정된 하급심 판결 중 유의미한 시사점을 도출할 수 있다고 생각되는 것을 선정하여 이를 분석·검토해 보고자 한다.

(2) 서울고등법원 2014. 11. 6. 선고 2013나 2022889 판결

1) 사안의 개요

이 사건은 피고 KB자산운용이 설정한 이 사건 펀드의 수익증권을 피고 신영증권으로부터 매수한 원고 공무원연금공단(이하 '원고 공단')이, 피고들을 상대로 전액 상각 처리된 위 수익증권에 대한 매수대금 상당의 금원의 반환을 구하는 사건이다.

2) 사실관계²⁹

블랙락·티시먼 스파이어 컨소시엄은 미국 뉴욕시 맨해튼에 있는 두 개의 임대아파트 단지(이하 '이 사건 임대아파트 단지')의 소유권을 취득하여, 뉴욕시의 규제임대료를 시장임대료로 전환하여 운영수익을 확보하고, 임대아파트를 개수·보수하여 자산가치를 상승시킨 후 매각함으로써 투자금을 회수하는

사업(이하 '이 사건 사업')을 계획하고, 2006년 10월경 위 임대아파트 단지의 매각 입찰절차에서 이를 54억 달러에 낙찰 받아 위 54억 달러 및 제반 비용 8억 9,000만 달러, 합계 62억 9,000만 달러를 조달하여 2006년 11월 17일 '파트너십 II' 앞으로 소유권을 이전받았다. 파트너십 II는 아래 파트너십 I의 무한책임사원인 PCV ST GP LLC에 의해 운영되고, 위 무한책임사원을 소유·운영하는 것은 블랙락과 티시먼 스파이어가 50대 50으로 합작투자한 PCV ST JV LLC이다(이하 PCV ST GP LLC와 PCV ST JV LLC를 합쳐 '스폰서'라 한다).

위 컨소시엄의 조달자금 중 11억 6,500만 달러는 와코비아은행이 운영하는 Guilford Funding Corporation과 Merrill Lynch IBK Positions, Inc.가 파트너십 II의 지분에 출자하는 방식으로 조달된 자금으로, 향후 파트너십 II의 투자자를 모집하여 그 지분을 인수하는 방식으로 위 임시출자금을 상환하도록 되어 있었다. 이에 스폰서는 위 임시출자금을 상환하기 위해 파트너십 II의 지분을 인수할 파트너십 I에 출자할 투자자를 모집하기 시작했다. 국내에서는 2006년 12월경 피고 신영증권과 SK증권을 통해 투자자를 모집했고, 그 과정에서 피고 KB자산운용이 자산운용회사로서 이 사건 펀드를 설정하는 역할을 담당하게 되었다.

폐지 후 시행된 자본시장법하에서도 이러한 투자 권유단계에서 판매회사 또는 자산운용회사의 투자자보호의무는 투자자가 일반투자자가 아닌 전문투자자라는 이유만으로 배제된다고 볼 수는 없으며, 다만 투자신탁재산의 특성과 위험도 수준, 투자자의 투자 경험이나 전문성 등을 고려하여 투자자보호의무의 범위와 정도를 달리 정할 수 있다"라는 취지로 해석할 수 있다.

28 채동현, 앞의 논문(주 13); 정대익, "자산운용업자의 투자자보호의무," BFL 제71호(2015. 5), 서울대학교 금융법센터; 최민희, 앞의 논문(주 19); 김상연, "자산운용회사와 판매회사의 투자정보 조사의무," BFL 제75호(2016. 1), 서울대학교 금융법센터.

29 이는 서울고등법원 2014. 11. 6. 선고 2013나2022889 판결의 제1심 판결인 서울중앙지방법원 2013. 9. 6. 선고 2011가합114552 판결이유에 기재된 '2. 인정사실' 부분을 요약하여 다시 정리한 것이다.

원고 공단은 2007년 3월경 피고 KB자산운용이 설정한 이 사건 펀드에 투자하기로 결정하고, 2007년 3월 23일 판매회사인 피고 신영증권으로부터 500억 원 상당의 그 수익증권을 매수했다. 그 밖에 대한민국 문화체육관광부와 한국문화예술위원회가 각 100억 원, 지방행정공제회가 500억 원, 우정사업본부가 300억 원, 사립학교교직원연금공단과 한국상호저축은행이 각 100억 원을 투자했다(이 사건 펀드 가입액 합계 1,700억 원).

그런데 이 사건 사업은 임대수익이 예상보다 저조한 반면 관련 운영비용은 예상보다 증가하여 영업이익이 감소했고, 이에 따라 2008년 말경에는 대출 이자비용과 관리비용 등을 위한 유보금이 부족한 상황에 이르렀다. 그리고 이 사건 임대아파트 단지의 자산가치가 2007년 12월경 61억 7,000만 달러에서 2008년 12월경 48억 달러, 2009년 12월경 27억 내지 30억 달러로 급격히 하락했다. 이 사건 사업을 지속하기 위해 2008년 8월경부터 추가 출자에 대한 논의가 이어졌지만 결국 성사되지 못했다.

결국 이 사건 사업은 2010년 1월 8일 이후에는 담보대출 이자비용을 지급하지 못하는 상태가 되었고, 2010년 6월경 뉴욕 남부지방법원에서 경매절차가 개시되는 상황에 이르게 되었다. 이에 피고 KB자산운용은 2010년 3월 3일 이 사건 펀드가 투자한 파트너십 I 지분의 가치를 전액 상각 처리하기로 결정했다.

한편 피고 KB자산운용은 환헤지로 2007년 4월 3일 농협중앙회와 사이에 이 사건 펀드자금 중 파트너십 I 지분 매입금액 1억 6,095만 6,194달러 전부에 대해 2011년 4월 4일 농협중앙회에 919.60원/달러에 매도하기로 하는 스왑계약을 체결했다. 그런데 2011년 4월 4일 환율이 1,086.60원/달러로 상승함에 따라 이 사건 펀드는 환율 변동에 따른 스왑계약 정산금 약 269억 원(=1억 6,095만 6,194달러×(1086.6원-919.6원))을 농협중앙회에 지급해야 할 의무를 부담하게 되었다. 위 약 269억 원 중 약 181억 원은 이 사

건 펀드 자금으로 지급했으나, 나머지 88억 원은 지급하지 못하였다.

3) 쟁점

원고 공단은 (i) 주위적 청구로, 피고들과 이 사건 펀드에 관한 투자계약이 성립되었음을 전제로, 이 사건 펀드의 수익성과 위험성에 대한 착오를 이유로 위 투자계약을 취소하고 이에 따른 투자금의 반환을 구하고, (ii) 제1예비적 청구로, 역시 피고들과 이 사건 펀드에 관한 투자계약이 성립되었음을 전제로, 피고들이 이 사건 펀드의 수익성과 위험성에 대해 원고 공단을 기망했음을 이유로 위 투자계약을 취소하고 이에 따른 투자금의 반환을 구하며, (iii) 제2예비적 청구로, 피고들이 이 사건 펀드의 설정·판매과정에서 투자의 위험성에 대한 검토를 소홀히 하고, 이에 대해 원고 공단에게 잘못된 설명을 함으로써 원고 공단이 이 사건 펀드에 대해 합리적 투자판단을 하는 것을 방해했음을 이유로, 투자자보호의무 위반의 불법행위를 원인으로 한 투자금 상당의 손해배상을 구하고, (iv) 제3예비적 청구로, 피고들이 FAQ자료에서 환헤지계약을 6개월마다 연장하는 방식으로 체결하기로 했음에도 이를 위반하여 4년 장기의 환헤지계약을 체결했다는 이유로 계약상 채무 불이행에 따른 손해배상을 청구하였다.

이 사건의 쟁점은 크게 (i) 투자제안서·FAQ자료에 따른 펀드투자계약의 성립 여부와 (ii) 이 사건 펀드의 설정·판매 과정에서의 투자자보호의무 위반 여부로 구분할 수 있다. 위 쟁점 중 전자의 경우 주위적·제1예비적·제3예비적 청구의 전제가 되는 것이고, 후자의 경우 제2예비적 청구의 주된 쟁점이다.

4) 법원의 판단

이 사건의 제1심과 항소심은 거의 유사한 이유로 원고 공단의 피고들에 대한 청구(항소)를 기각하였으므로, 항소심 판결인 서울고등법원 2014년 11월 6일

선고 2013나2022889 판결(이하 ‘이 사건 판결’)에 설
시된 판단 부분만 살펴본다.

우선 법원은 “원고 공단이 이 사건 펀드에 투자
를 한 2007년 3월 23일 이전에 피고 KB자산운용으
로부터 위 투자제안서, FAQ자료 외에도 영문투자
제안서, 영문투자제안서 요약번역본, 법률의견서,
부동산감정평가서, J-51 소송에 대한 법률검토의견
서, 간접투자신탁약관 등 이 사건 펀드의 수익성과
위험성을 판단하는 데 필요한 근거자료들을 모두
제공받았다”라고 판단하였다.

① 투자제안서, FAQ자료에 따른 펀드투자계약
의 성립 여부

이 사건 판결은 우선, “구 간투법상 투자신탁에
서, 투자자는 자산운용회사와 사이에 투자신탁에
관한 투자계약을 체결하는 방식으로 투자신탁에 가
입하는 것이 아니라, 판매회사로부터 자산운용회사
가 발행한 수익증권을 매수하여 투자신탁의 수익자
가 됨으로써 자산운용회사, 수탁회사와 사이에 투
자신탁과 관련한 법률관계를 형성하고, 이러한 법
률관계는 공모투자신탁뿐 아니라 사모투자신탁에
서도 마찬가지이며,³⁰ 증권투자신탁에서 투자자에
게 약관의 내용과 다른 투자신탁운용계획서를 교부
한 경우에 투자신탁운용계획서의 내용이 개별 약정
으로서 구속력이 있는지 여부는 투자신탁운용계획
서의 내용, 그와 같은 서류가 교부되게 된 동기와
경위, 당사자의 진정한 의사 등을 종합적으로 고찰
하여 논리와 경험칙에 따라 합리적으로 판단하여야
한다”³¹라고 전제한 후, “원고 공단으로서는 이 사
건 펀드에 관한 자산운용회사인 피고 KB자산운용,
판매회사인 피고 신영증권과의 법률관계가 기본적
으로는 이 사건 펀드에 관한 신탁약관에 의해 정해
진다는 것을 알고 있었다고 보이므로, 이 사건 펀드
를 둘러싼 당사자들인 원고 공단과 피고들 사이에
투자제안서 및 FAQ자료의 내용대로 이 사건 펀드
의 운용 등에 관한 법률관계를 확정적으로 형성하
고자 할 의사가 있었던 것으로 보기 어렵다”라는 이

유로 “원고 공단과 피고들 사이에서는 이 사건 펀드
의 신탁약관에 따라 법률관계가 형성될 뿐, 투자제
안서 및 FAQ자료의 내용대로 특약이 성립했다고
볼 수 없다”라고 판단하였다.

② 이 사건 펀드의 설정·판매과정에서의 투자
자보호의무 위반 여부

이 사건 판결은, 제반 사정을 고려해 볼 때 “피고
들이 이 사건 펀드투자의 수익성과 위험성에 대해
검토를 소홀히 하거나 원고 공단에게 충분히 설명
하지 않았다고 볼 수 없으므로, 결국 피고들이 투자
자보호의무를 위반했다고 평가할 수 없다”라고 판
단하였다. 법원의 판단 중 유의미한 부분을 정리해
보면 아래와 같다.

(i) 이 사건 펀드의 투자구조에 따른 위험성 부분

“이 사건 펀드 투자를 결정할 무렵 이 사건 투자
제안서, FAQ 자료, 영문투자제안서 요약번역본, 영
문투자제안서가 원고 공단에게 모두 제공되는 등
제반 사정에 비추어 보면, 전문적인 기관투자자인
원고 공단으로서는 이 사건 사업의 특성으로 인하
여 임대아파트의 자산가치 및 임대수익을 증가시키
는 데에 상당한 기간이 소요될 것이고 그 기간 동안
에도 지출되어야 하는 대출금에 대한 이자와 일반
관리비용 등으로 인하여 사업 초기의 현금흐름이
이자 등 비용에 미달하는 상태가 발생할 수 있음을
충분히 파악할 수 있었을 것으로 보이며, 나아가 이
사건 사업의 기본적인 투자구조에 대해서는… 원
고 공단에게 설명된 것으로 보이는데, …부동산개
발사업의 성격에 따른 투자의 위험성이 있다는 점
도 원고 공단이 알 수 있었던 내용이다.”

(ii) 이 사건 사업의 전망에 대한 평가 부분

“(이 사건) 사업에서 임대시장이 침체되어 임대료
가 하락하거나 공실률이 상승함으로써 임대수익이
하락할 위험 또는 부동산시장이 가라앉아 그 자산

30 대법원 2012. 11. 15. 선고 2010다64075 판결

31 대법원 2007. 9. 6. 선고 2004다53197 판결

가치가 하락할 위험이 존재한다는 것은 부동산투자 사업에 있어서는 상식에 가까운 것으로, 원고 공단은 이러한 원론적인 위험에 대해서는 충분히 알고 있었다고 보는 것이 타당하다. 따라서 설명 이러한 위험의 존재 자체에 대해 설명이 이루어지지 않았다고 하더라도 피고들이 설명의무를 위반했다고 볼 수 없을 뿐만 아니라, 투자제안서에는 ‘투자부동산 관련 위험’이라는 항목 아래 위와 같은 위험이 요약되어 기재되어 있고 영문투자제안서의 해당 부분에도 충분히 상세하게 기재되어 있으므로, 피고들이 이에 대해 원고 공단에게 설명했다고 봄이 타당하다.”

(iii) 시장임대료 전환 가능성에 대한 평가 부분

“(예상 전환을 부분과 관련하여) 예상 전환율은 장래에 대한 예측에 불과하므로, 실제 전환율이 그에 미치지 못하는 경우 임대수익이 감소하는 위험이 발생한다는 것은 이 사건 사업의 구조상 당연한 것으로 원고 공단은 이를 충분히 알고 있었다고 판단될 뿐만 아니라 이러한 위험에 대해서는 투자제안서, 영문투자제안서 요약번역본 등의 자료를 통해 원고 공단에게 고지되었다고 보는 것이 상당하다.”

(iv) 수익률 부분

“이 사건 사업의 구조상 장래의 수익률을 확실히 예상하는 것은 불가능하므로, 위 내부수익률의 의미는 이 사건 사업이 전망대로 진행되었을 경우 예상되는 내부수익률을 말한다고 할 것이고, 원고 공단 역시 이에 대해 알고 있었다고 보는 것이 상당하다. 따라서 피고들이 원고 공단에게 연 12퍼센트의 확정수익을 보장하겠다고 약정했다고 볼 수 없고, 원고 공단이 위 내부수익률의 의미에 대해 오인했다고 보기도 어려우므로, 피고들이 설명의무를 위반했다고 볼 수 없다.”

(3) 검토

1) 우선 이 사건도 앞에서 언급한 많은 판례의 사안들과 마찬가지로 자본시장법 시행 이전에 투자

권유가 이루어져 구 간투법이 적용되는 사안이다. 다만 전문투자자인 공적 연기금에 대한 투자 권유 단계에서의 투자자보호의무의 정도와 관련한 기준으로 삼을 만한 유의미한 설시가 있어 주목할 만하다고 생각된다.

2) 우선 이 사건 판결은, 원고 공단으로서는 이 사건 펀드에 관한 자산운용회사인 피고 KB자산운용과의 법률관계가 기본적으로는 이 사건 펀드에 관한 신탁약관에 의해 정해진다는 것을 알고 있었다고 보이므로, 이 사건 펀드를 둘러싼 당사자들인 원고 공단과 피고들 사이에 투자제안서 및 FAQ자료의 내용대로 이 사건 펀드의 운용 등에 관한 법률관계를 확정적으로 형성하고자 할 의사가 있었던 것으로 보기 어렵다고 판시하면서, 이를 근거로 원고 공단과 피고들 사이에서는 이 사건 펀드의 신탁약관에 따라 법률관계가 형성될 뿐, 투자제안서 및 FAQ자료의 내용대로 특약이 성립했다고 볼 수 없다고 판단하였다. 이는 최근까지 선고된 대법원 판결들과 그 궤를 같이하는 것이다.

그런데 법리적으로 투자제안서 등에 기재된 내용을 투자계약의 내용에 편입된 것으로 보아 그 위반에 따른 법률관계를 계약상 채무 불이행으로 구성하든, 아니면 자본시장법상 투자자보호의무 위반으로 구성하든 투자자에 대한 관계에서 자산운용회사가 준수하였어야 할 의무라는 측면에서 별다른 차이가 발생한다고 보기는 어렵다. 다만 이를 전자와 같이 보면, 투자 권유단계에서 투자자가 투자제안서, 운용계획서 등에 기재된 내용에 관하여 착오를 한 경우 이를 이유로 한 계약취소 및 부당이득 반환 청구가 가능하고, 이와 관련하여 자산운용회사에 의한 기망이 있는 경우에도 손해배상청구는 물론 계약 취소 및 부당이득 반환청구가 가능해진다.³² 이

32 한편 이 사건 판결에서 원고 공단은 피고들과 이 사건 펀드에 관한 투자계약이 성립되었음을 전제로, 이 사건 펀드의 수익성

를 자본시장법상 투자자보호의무의 위반으로 보아 동법 제48조에 따른 손해배상책임³³의 문제로 처리하는 경우와 비교하면, 소멸시효(전자의 경우 상사채권 또는 민사채권의 소멸시효인 5년 또는 10년, 후자의 경우 민법 제766조에 따라 손해 및 가해자를 안 날로부터 3년, 불법행위를 한 날로부터 10년이 적용)와 입증책임(고의 또는 과실, 자본시장법상 손해액의 추정특례 등)의 측면에서 차이가 나게 되므로 구별의 실익이 있다.

생각건대 신탁약관들의 경우 매우 정형화되어 있어 구체적인 운용계획이나 투자대상에 대한 언급은 거의 없는 것이 현실이고, 운용계획서상 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항에 대하여는 자산운용회사가 향후 운용과정에서 이를 준수할 것이라는 당사자 간 합의가 있다고 해석될 수 있겠으나, 처분 문서가 아닌 운용계획서나 투자제안서의 기재가 계약의 내용으로 편입되었다고 판단하는 것이 용이하지 않고, 선불리 투자계획을 계약상 자산운용회사의 의무로 인정하는 것은 운용단계에서 자산운용회사의 운용행위를 제약할 우려도 있으므로 판례와 같이 운용계획서 내지 투자제안서의 기재가 계약상 의무로 쉽게 인정하지 않고 투자자보호의무 위반의 판단 기준으로 삼는 것은 타당한 측면이 있다고 본다.

3) 한편 이 사건 판결은 원고 공단에 대하여 ‘전문적인 기관투자자’라고 하면서, (i) “원고 공단으로서는 사업 초기의 현금흐름이 이자 등 비용에 미달하는 상태가 발생할 수 있음을 충분히 파악할 수 있었을 것으로 보이고, 나아가 이 사건 사업의 기본적인 투자구조에 대해서는 원고 공단에게 설명된 것으로 보이는데, 부동산개발사업의 성격에 따른 투자의 위험성이 있다는 점도 원고 공단이 알 수 있었다”라거나, (ii) “임대수익이 침체되어 임대료가 하락하거나 공실률이 상승함으로써 임대수익이 하락할 위험 또는 부동산시장이 가라앉아 그 자산가치가 하락할 위험이 존재한다는 것은 부동산투자사업

에 있어서는 상식에 가까운 것으로, 원고 공단은 이러한 원론적인 위험에 대해서는 충분히 알고 있었다고 보는 것이 타당하다. 따라서 설명 이러한 위험의 존재 자체에 대해 설명이 이루어지지 않았다고 하더라도 피고들이 설명의무를 위반했다고 볼 수 없다.” (iii) “실제 전환율이 그에 미치지 못하는 경우 임대수익이 감소하는 위험이 발생한다는 것은 이 사건 사업의 구조상 당연한 것으로 원고 공단은 이를 충분히 알고 있었다고 판단될 뿐만 아니라 이러한 위험에 대해서는 투자제안서, 영문투자제안서 요약번역본 등의 자료를 통해 원고 공단에게 고지되었다고 보는 것이 상당하다”라는 등의 설시를 통해 원고 공단에 대한 투자자보호의무 위반을 부정하고 있다.

즉 이 사건 판결은 공적 연기금의 경우 투자 권유 단계에서 관련 자료가 전달된 것만으로 해당 자료에 기재된 내용에 관하여 충분한 이해가 있었을 것으로 보고 설명의무 위반을 부정하였고, 원금 손실의 가능성 또는 투자 위험에 관하여 구체적이고 명시적인 설명을 하지 아니한 채 단지 ‘투자구조’에 대하여 설명하는 것으로서 해당 사업의 성격에 따른 투자의 위험성에 대한 설명의무 또한 이행된 것으로 보고 있는 것이다. 앞에서 언급한 공적 연기금의 전문성과 투자 경험, 위험에 대한 감수능력은 물론 전문 인력과 조직, 투자 관련 프로세스를 보유하고 있음을 고려하면 이 사건 판결의 해당 판단은 타당하다고 본다.

특히 이 사건 판결은 투자자가 전문투자자라는

과 위험성에 대한 착오 내지 피고들의 기망을 이유로 한 투자계약의 취소 및 투자금의 반환을 주위적 및 제예비적 청구로서 구한 바 있으나 법원은 이유 없다고 판단하였다.

33 임재연(편) / 이승희(집필), 자본시장법(주석서 1), 박영사, 2015, 309면에 따르면, 이 책임의 법적 성질은 불법행위책임이고 민법상 불법행위책임과는 청구권 경합 관계에 놓여 있으며, 다만 자본시장법은 민법에 비하여 손해액의 추정이라는 특례를 규정하고 있으므로, 현실적으로 피해자는 같은 법상의 손해배상청구권을 행사하는 것이 용이하다고 한다.

사정이 주의의무 위반 여부 판단이 아닌 과실상계 사유로 주로 고려되는 다른 펀드투자자 소송과는 달리, 투자자보호의무의 범위와 정도를 판단함에 있어 원고가 공적 연기금(전문투자자)이라는 사정을 그 판단의 기준으로 삼았다는 점에서 주목할 만하다. 앞에서 살펴본 대법원 2014다214588 판결이 전문투자자에 대한 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 인정하면서 투자신탁재산의 특성과 위험도 수준, 투자자의 투자 경험이나 전문성 등을 고려하여 투자자보호의무의 범위와 정도를 달리 정할 수 있다고 설시하고 있다는 점을 고려하면, 이 사건 판결은 위 대법원 판결의 취지에 충실하게 전문투자자에 대한 투자자보호의무의 범위와 정도를 판단한 것으로 평가할 수 있을 것이다.

IV. 공적 연기금이 투자한 펀드의 운용단계에서의 자산운용회사의 선관주의의무 위반 사례 검토

1. 일반론

구 증권투자신탁업법, 구 간투법은 “자산운용회사는 선량한 관리자의 주의로써 간접투자재산을 관리하여야 하고 간접투자자의 이익을 보호하여야 한다”고 규정하였고(증권투자신탁업법 제17조 제1항 및 간투법 제6조 제1항), 자본시장법은 집합투자업자는 투자자에 대하여 선량한 관리자의 주의로써 집합투자재산을 운용하여야 하고, 투자자의 이익을 보호하기 위하여 해당 업무를 충실하게 수행하여야 한다는 규정을 두고 있다(자본시장법 제79조). 자산운용회사의 위와 같은 선관주의의무 내지 충실의무는 투자신탁 관계가 기본적으로 위임 내지 신탁 등 고도의 신뢰 관계를 전제로 하는 법률관계라는 점에서 자연스럽게 도출되는 것이나, 위 규정만으로는 자산운용회사의 주의의무의 내용을 구체적으로 파

악하는 데에는 한계가 있다. 대법원은 자산운용회사의 운용단계에서 자산운용자의 선관주의의무에 관하여 아래와 같이 판단한 바 있다.³⁴

(1) “구 증권투자신탁업법 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 투자신탁약관의 내용, 신탁재산의 운용 목표와 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 위 법 규정에서 말하는 선량한 관리자로서의 책임을 다한 것이라고 할 것이고, 설사 그 예측이 빗나가 신탁재산에 손실이 발생하였다고 하더라도 그것만으로는 투자신탁운용단계에서의 선

34 한편 대법원은 자산운용사의 운용단계에서 투자일임계약 담당자들의 선관주의의무와 관련하여서는, “투자일임계약에 의하여 고객의 자산을 관리하는 투자자문회사는 고객에 대하여 부담하는 선관주의의무의 당연한 내용으로서 우선 고객의 투자 목적·투자 경험·위험 선호의 정도 및 투자 예정기간 등을 미리 파악하여 그에 적합한 투자방식을 선택하여 투자하여야 하고, 조사된 투자 목적에 비추어 볼 때 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 감행하여 고객의 재산에 손실을 가한 때에는 그로 인한 손해를 배상할 책임이 있으나, 고객의 투자 목적 등은 지극히 다양하므로, 어느 특정한 상품에 투자하거나 어떠한 투자전략을 채택한 데에 단지 높은 위험이 수반된다는 사정만으로 일률적으로 선관주의의무를 위반한 것이라고 단정할 수는 없다. …결국 어느 특정한 투자방식을 채택한 것이 선관주의의무 위반으로 평가되는지 여부는 고객이 투자 목적 등에 비추어 어느 정도의 위험을 감수할 것인가 하는 측면과 투자일임을 받은 회사의 투자가 어느 정도의 위험을 내포하고 있는 것인가 하는 측면을 비교·검토하여 조사된 고객의 투자 목적 등에 비추어 볼 때 과도한 위험을 초래하는 거래행위에 해당하는지 아닌지에 따라 가려져야 한다”라고 판시하고 있다(대법원 2008. 9. 11. 선고 2006다53856 판결).

량한 관리자로서의 주의의무를 위반한 것이라고는 할 수 없다.”³⁵

(2) “자산운용회사가 투자신탁의 운용에 관한 구체적인 기준이 담긴 투자제안서를 투자자에게 교부·제시한 경우 그 투자제안서가 개별 약정에 해당한다고 볼 수 없더라도 그 내용은 자산운용회사의 운용단계에서의 투자자보호의무 내지 선관주의 의무 위반 여부를 판단하는 중요한 자료가 된다.”³⁶

2. 구체적 사례 검토

(1) 서

공적 연기금이 투자한 사모펀드와 관련한 분쟁 사례를 살펴보면, 국내 및 해외 부동산 PF에 투자하는 부동산투자신탁, 항공기·선박 등에 투자하는 특별자산투자신탁, 다른 펀드에 투자하는 재간접투자신탁 등 투자대상과 투자구조가 매우 다양하다. 대표적인 분쟁 사례 중 하나인 공무원연금공단과 유진자산운용 건³⁷은 선행연구³⁸에서 자세히 다루고 있으므로 상세한 검토는 생략하고, 다음에서는 특별자산투자신탁과 재간접투자신탁 사례를 소개하고자 한다.

(2) 서울고등법원 2014. 7. 3. 선고 2013나2022872 판결

1) 사안의 개요

이 사건 펀드는 브릿지금융회사가 특수목적법인(Special Purpose Company, 이하 ‘SPC’)에 대출을 실시하고 이 사건 펀드의 투자금으로 위 대출금채권을 양수하는 구조로서, 위 SPC는 이 사건 펀드의 투자금 및 투자자가 다른 같은 내용의 펀드에서 조달한 투자금 등 합계 250억 원의 투자금을 조성한 다음, 그 일부 금액으로 중고 항공기 두 대를 매수하여 태

국법인인 스카이스타 에어웨이즈(이하 ‘스카이스타’)에 장기 임대하는 한편 운영자금을 대출하여 지원하고, 스카이스타는 태국-한국 간 노선 운항에서 발생한 수익금을 항공기 리스료 및 대출원리금으로 SPC에 지급하여 이 사건 펀드 등의 투자금을 상환하게 되어 있었다.

원고 공무원연금공단은 피고 마이에셋자산운용이 작성한 투자제안서 등을 기초로 2007년 2월 26일 원고 소속 금융자산투자위원회 회의를 개최하였고 위 회의에서 피고의 담당직원이 참석하여 위원들 질문에 답하였으며, 이에 따라 위 회의에서 이 사건 펀드에 대한 투자안이 참석위원 전원의 찬성으로 가결되었다. 이에 원고는 2007년 3월 2일 이 사건 펀드에 만기를 2009년 9월 2일로 하여 100억 원을 투자하였고, SPC는 위 투자금으로 매수한 항공기 두 대를 스카이스타에 리스하는 계약을 체결하였으며, 위 항공기는 2007년 6월경 이후부터 운항을 시작하였다. 그러던 중 스카이스타는 2008년 12월 2일경 이 사건 펀드에 상환하기로 약속한 대금을 지급하지 못하였고, 피고는 2008년 12월 5일 원고에게 ‘사업자의 유동성 악화에 따른 펀드원리금 미상환’을 이유로 스카이스타의 채무 불이행 사실을 통지하였다.

2) 원고 청구의 요지

원고는, 피고가 객관적인 실사나 조사를 거치지 아니한 채 작성된 이 사건 투자제안서의 제공이나 설명을 통하여 이 사건 펀드의 위험 내지 담보가치에 대한 잘못된 정보를 제공하여 투자 권유단계에서 투자자보호의무를 위반하였고, 자산운용 또는

35 대법원 2003. 7. 11. 선고 2001다11802 판결.

36 대법원 2011. 7. 28. 선고 2010다76368 판결; 대법원 2012. 11. 15. 선고 2011다0532, 10549 판결; 대법원 2013. 1. 24. 선고 2012다29649 판결.

37 대법원 2012. 11. 15. 선고 2010다64075 판결.

38 최문희, 앞의 논문(주 19), 12면 이하.

자금 집행이나 항공기 운항, 자금회수조치 등의 업무를 함에 있어서 그 업무를 소홀히 함으로써 이 사건 펀드의 자금회수를 어렵게 하여 운용단계에서의 선관주의의무를 위반하였으므로 이에 따른 불법행위책임을 부담한다고 주장하였다.

3) 법원의 판단

이 사건에서 법원은 투자 권유단계에서의 투자자 보호의무 위반 및 운용단계에서의 선관주의의무 위반을 모두 인정하였는데, 그중 운용단계에서의 선관주의의무와 관련하여서는, (i) 투자대상 회사의 자금 집행에 관하여 항목별 금액에 대한 적정성을 검토하지 않았을 뿐만 아니라 지출에 관한 구체적인 증빙자료를 청구하지 아니한 점, (ii) 스카이스타의 채무 불이행 시 SPC가 매입한 항공기의 처분을 통한 자금회수가 가능하므로, 항공기의 엔진은 다른 항공기의 엔진과 혼장되지 않게 관리되었어야 함에도 그와 같이 관리하지 아니한 점, (iii) 채무 불이행 사유 발생 후 담보권 실행이 늦어져 이 사건 펀드의 손실이 확대된 점, (iv) 이 사건 투자제안서상 이 사건 펀드의 담보 확보 방안에 따라 스카이스타의 주식에 관한 근질권을 확보하기 위하여 주식 근질권설정의 등록절차를 취하였어야 함에도 이를 소홀히 한 점 등을 들어 피고의 선관주의의무 위반에 따른 손해배상책임을 인정하였다.

(3) 서울고등법원 2012. 8. 30. 선고
2011나90455 판결

1) 사안의 개요

이 사건 펀드는 미국 회사인 호누아 인베스트먼트 매니지먼트 아이엔씨(이하 '호누아')가 설정한 호누아 리얼 에스테이트 펀드(이하 '이 사건 호누아 펀드')에 대한 투자를 목적으로 하는 재간접펀드로서, 이 사건 호누아 펀드는 미국 회사인 에스엠아이 현대 코퍼레이션(이하 'SMI현대')이 발행하는 연리 12.5퍼

센트의 3년 만기 담보부 회사채(이하 '이 사건 회사채')를 그 투자대상으로 하였다. 원고 한국교직원공제회³⁹는 2007년 9월 19일 이 사건 펀드에 200억 원을 투자하였고, 이 사건 펀드는 이 사건 호누아 펀드에 투자하였으며, 같은 날 이 사건 호누아 펀드는 위 투자금으로 이 사건 회사채를 인수하였다.

SMI현대는 독일의 본(Bonn) 시로부터 시내 중심 부지에 대규모 컨벤션센터, 호텔, 쇼핑센터 등을 건설하는 UNCC프로젝트를 수주하여 이를 완공한 후 30년간 운영할 수 있는 권리를 취득하였다. UNCC계엄배하는 위 프로젝트의 시행을 위하여 SMI현대가 설립한 자회사로서 독일 현지 은행인 슈파카세 은행으로부터 1억 430만 유로를 대출받아 UNCC프로젝트를 수행하였고, 이 사건 회사채는 SMI현대가 UNCC프로젝트에 대한 투자금을 마련하기 위하여 발행한 것으로서 이 사건 호누아 펀드는 UNCC프로젝트가 완성되면 UNCC계엄배하의 주식을 매각하는 등의 방법으로 자금을 조달하여 이 사건 회사채를 상환받기로 계획되어 있었다.

그런데 SMI현대가 UNCC프로젝트에 대한 추가 투자자를 확보하지 못하여 공사비 조달에 난항을 겪던 중 UNCC프로젝트와 관련한 횡령 및 뇌물수수 등의 사건이 발생하였고, 이에 대하여 본 시는 UNCC계엄배하에 위 프로젝트 관련 계약의 해지를 통보하였으며, 슈파카세은행도 UNCC계엄배하에 대출 계약의 해지를 통보하였다. 그에 따라 UNCC계엄배하는 독일 법원에 파산을 신청하여 2010년 1월 8일 파산절차가 개시되었다.

2) 원고 청구의 요지

원고는 이 사건 펀드의 자산운용회사인 피고 알파에셋자산운용을 상대로 기망에 의한 불법행위,

39 한국교직원공제회는 공적 연기금에 해당되지는 않으나, 자본시장법 시행령 제10조 제3항 제13호에 따른 전문투자자로서 공적 연기금과 같은 지위에 있다고 볼 수 있고, 판례도 양자를 크게 구별하고 있지는 않는 것으로 보인다.

투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반, 운용단계에서의 선관주의의무 위반으로 인한 손해배상을 청구하였다.

3) 법원의 판단

법원은 기판에 의한 불법행위에 관한 원고의 주장은 이유 없다고 판단하였고, 투자자보호의무 및 선관주의의무와 관련해서는 먼저 ‘재간접펀드에 관한 자산운용회사의 주의의무’에 관하여 다음과 같이 판시하였다.

“직접 투자재산을 운용하는 것이 아니라 다른 간접투자기구가 발행하는 간접투자증권에 투자하는 재간접투자의 경우, 자산운용회사의 주의의무 위반을 판단함에 있어서는 자산운용회사가 재간접펀드의 수익자로서의 지위를 겸유하고 있고 그 투자대상인 간접투자기구의 운용에 관한 개입과 통제가 제한적이라는 특수성이 고려되어야 한다. 또한 해당 재간접펀드의 투자구조와 투자대상 및 투자자의 투자 경험이나 전문성 등도 자산운용회사의 주의의무 위반을 판단함에 있어 아울러 고려하여야 할 것이다.”

즉 법원은 재간접펀드의 특수성과 원고의 투자 경험 등을 고려하여 피고의 주의의무 위반 여부를 판단해야 한다고 전제한 후, (i) 원고는 이 사건 펀드에 대한 투자를 함에 있어 일반적인 재간접펀드에 대한 투자와 달리 피고뿐 아니라 호누아와 SMI현대로부터 직접 UNCC프로젝트의 사업성에 관한 설명을 듣고 관련 자료를 제공받았으며, 이 사건 펀드에 대한 투자금의 확보 방안에 관하여 별도의 법률 자문도 받은 점, (ii) 원고는 전문적인 투자기관으로서 재간접펀드의 투자를 포함한 다양한 투자 경험이 있었던 점 등을 근거로, 피고가 투자 권유단계에서의 투자자보호의무를 위반하였다는 원고 주장은 이유 없다고 판단하였다.

한편 운용단계에서의 선관주의의무 위반과 관련하여, 법원은 (i) 재간접펀드의 특수성 때문에 피고

가 이 사건 호누아 펀드의 운용에 관한 개입과 통제가 제한적일 수밖에 없는 점, (ii) 원고는 이 사건 회사채의 채무자인 SMI현대 및 위 회사채의 지급보증사들의 재무 상황이 악화되는 상황에서 피고가 적절한 조치를 취하지 않았음을 문제 삼고 있으나, 원고도 당시 SMI현대의 재무 상태를 피고에게 보고받았음에도 별다른 조치를 취하지 아니한 점, (iii) 원고는 이 사건 회사채에 대한 이자 지급이 연체되었을 때 피고가 이 사건 호누아 펀드에 대한 환매조치 등을 취하였어야 한다고 주장하나, 원고는 당시 위와 같은 사항을 피고에게 바로 보고받았음에도 환매조치 등을 요구하지 않았고 오히려 이 사건 투자신탁의 회계기간을 변경하는 내용의 약관 변경에 동의한 점 등을 근거로 들면서 피고가 운용단계에서의 선관주의의무를 위반하였다는 원고 주장은 이유 없다고 판단하였다.

3. 검토 및 시사점

(1) 통상 펀드투자자 소송에서 법원이 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반을 인정한 사례와 비교할 때, 상대적으로 운용단계에서의 선관주의의무를 인정한 사안은 많지 않다. 이는 실제로 과도한 영업행위 내지 무리한 투자 권유로 인하여 분쟁이 발생하는 비율이 높기 때문일 수도 있으나, 다음과 같은 가능성을 생각해 볼 수 있다.

먼저 자산운용회사는 운용단계에서 합리적인 재량의 범위 내에서 고도의 금융 지식과 운용기법을 활용하여 시장을 예측하고 그에 따라 투자판단 및 운용 지시를 내리므로, 자산운용회사의 투자판단의 적절성 등과 관련하여 법원이 사후적으로 주의의무 위반 여부를 판단하는 데에는 현실적인 어려움이 따를 수 있다.

또한 운용상 과실과 인과관계 있는 손해액 산정에 어려움이 있을 수 있다. 즉 법원은 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반 내지 설명의무 위반

에 따른 손해배상책임의 경우 “그와 같은 투자 권유가 없었더라면 해당 금융상품에 투자하지 않았을 것”이라는 전제에서 주의의무 위반으로 인한 손해를 투자금 전액으로 보고 있는데, 사실 운용상 과실만을 인정하는 경우 해당 주의의무 위반행위와 인과관계 있는 손해액을 정하는 것은 매우 어렵다. 자산운용회사를 상대로 한 손해배상 소송에서 운용단계에서의 선관주의의무를 인정한 사안은 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반과 같이 인정된 경우가 대부분이고, 자산운용회사에게 투자 권유단계에서의 주의의무 위반을 부정하면서 운용단계에서의 선관주의의무 위반만을 인정하여 손해배상청구를 인용한 사안은 거의 찾아보기 어려운데, 이는 위와 같은 사정과 전혀 무관하지 않다고 생각된다.

법원은 운용단계에서의 선관주의의무 위반의 판단 기준으로, (i) 투자설명서나 운용계획서에 기재된 사항의 준수 여부, (ii) 투자자의 최선의 이익에 도움이 된다고 선의로 신뢰하였고 그러한 신뢰에 합리적인 이유가 있었는지 여부, (iii) 고객의 투자 목적에 비추어 과도한 위험을 초래하는 거래행위를 하였는지 여부, (iv) 특정 집합투자재산의 불량(또는 우량)자산을 정당한 이유 없이 다른 집합투자재산으로 편입시켰는지 여부 등의 기준을 제시하고 있기는 하다. 그러나 투자설명서나 운용계획서에 기재된 사항을 준수하지 못하였거나 법령상 의무를 위반하는 경우와 같이 주의의무 위반이 그나마 명백한 경우를 제외하면, 아직 다양한 선관주의의무의 양태를 대부분 포섭할 정도의 충분한 판단기준이 제시되었다고 보기 어렵다고 생각된다.⁴⁰

(2) 주로 공적 연기금이나 그 밖의 전문투자자들이 투자한 부동산투자신탁 내지 특별자산신탁에 관한 분쟁⁴¹에서 자산운용회사의 운용상 선관주의의무 위반의 양태를 구체적으로 유형화해 보면, (i) 투자제안서 등에 기재된 바에 따라 투자금 회수 방안을 확보하였는지 여부(담보권확보의무), (ii) 투자대상

회사 내지 담보물에 대한 충분한 실사 내지 조사가 선행되었는지 여부 또는 투자대상 회사가 제시한 회계자료 등에 대한 진위 확인 여부(정보의 진위, 투자신탁의 수익구조 및 위험요인에 관한 조사의무), (iii) 투자대상 회사에 대한 자금 집행 시 지출의 적정성을 판단하고 증빙자료를 확인하였는지 여부(자금 집행상 관리감독의무), (iv) 투자대상 회사의 재무 상황이나 투자대상 사업에 문제가 발생하였을 경우, 이를 신속하게 투자자에게 보고하였는지 여부(운용보고의무), (v) 펀드투자금 손실이 현실화되는 상황에서 담보권 실행 등 손실을 최소화하기 위한 적절한 조치를 취하였는지 여부(담보권실행의무) 정도가 될 것으로 생각된다.

앞에서 살펴본 2013나2022872 판결에서도 담보권 확보 여부, 자금 집행 시 관리·감독 이행 여부, 투자금 손실을 최소화하기 위한 담보권 실행 여부가 쟁점이 되었고, 2011나90455 판결에서도 담보권 확보 여부, 담보물에 대한 조사 여부, 투자금 손실을 최소화하기 위한 담보권 실행 여부 등이 쟁점이 되었다.

(3) 앞의 2011나90455 판결은 운용단계에서의 선관주의의무 위반 여부와 관련하여 투자자가 공적 연기금이라는 사정을 적극 고려하였다는 점에서 매우 주목할 만하다. 법원은 투자자가 전문투자자 특히 공적 연기금이라는 사실을 주로 자산운용회사의 책임 제한사유로 고려하는 경향이 있고, 선관주의의무 위반 여부를 판단함에 있어 투자자가 공적 연기금이라는 사정을 명시적으로 고려한 판결은 많지 않은데, 앞에서 검토한 2013나2022889 판결과 2011나90455 판결은 투자자가 공적 연기금이라는 사실, 즉

40 정대익, 앞의 논문(주 28), 51면.

41 서울고등법원 2013. 6. 14. 선고 2012나20545, 97439 판결; 서울고등법원 2013. 7. 25. 선고 2012나96771, 96788 판결; 서울고등법원 2013. 5. 10. 선고 2012나96054 판결; 서울고등법원 2014. 7. 3. 선고 2013나2022872 판결 등.

원고의 투자판단능력, 투자 경험 등을 고려하여 자산운용회사의 선관주의의무의 범위와 정도를 판단하였다.

앞에서 살펴본 바와 같이, 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반 여부를 판단함에 있어 투자자가 공적 연기금이라는 사정을 적극 고려하는 것은 매우 타당하다고 생각되나, 운용상 선관주의의무 위반 여부를 판단함에 있어 투자자가 공적 연기금이라는 사정이 당연히 고려되어야 하는 것인지에 대해서는 의문이 있다.

구 간투법은 간접투자를 “투자자로부터 자금 등을 모아서 다음 각 목의 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것”이라고 정의하고 있었고(제2조 제1호), 자본시장법은 집합투자라는 용어를 사용하여 “2인 이상에게 투자 권유를 하여 모은 금전 등 또는 국가재정법 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리 주체로부터 일상적인 운용 지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득, 처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리 주체에게 배분하여 귀속시키는 것”이라고 정의하고 있다(제6조 제5항). 또한 자산운용회사는 간접투자재산의 운용 및 운용 지시, 평가, 준법감시업무, 간접투자재산의 위험관리업무 등의 제3자 위탁이 금지된다(구 간투법 제176조 및 동법 시행령 제164조 제1항 제1호). 즉 자산운용회사는 투자재산의 운용 및 위험 관리 등 자산운용회사의 본질적 업무 또는 이해상충이 발생할 우려가 있는 업무는 제3자에게 위탁할 수 없고 자기 책임하에 독립적으로 행하여야 하며 이러한 권한 내지 의무는 간접투자제도의 본질상 도출되는 것이다.⁴² 이에 자본시장법은 집합투자에 있어서 투자자로부터 ‘일상적인 운용 지시를 받지 아니하면서’라는 문구를 명시하여, 투자자는 원칙적으로 운용에 직접 개입할 수 없음을 규정하고 있다.

이와 같은 자산운용회사의 권한과 의무에 의하면, 투자자는 투자재산에 대한 운용을 전적으로 자

산운용회사에 위탁하여야 하고 투자재산의 운용 및 운용 지시에 간섭할 수 없으므로, 투자자가 공적 연기금인지 개인투자자인지 여부와 관계없이 자산운용회사는 동일한 선관주의의무를 가지고 투자재산을 운용해야 하고, 투자자의 지위에 따라 운용상 선관주의의무의 내용이 달라지는 경우를 상정하기 어렵다. 그렇다면 특별한 사정이 없는 한 투자자가 공적 연기금인지 여부에 따라 자산운용회사의 운용상 선관주의의무의 범위와 정도를 달리 정할 수 있다고 보기 어렵다. 즉 투자자인 공적 연기금이 펀드 설정 단계부터 주도적으로 관여하였다거나, 운용과 관련한 일정한 사항에 관하여 투자자의 의사를 직접 반영하겠다는 취지의 당사자 간 합의가 있는 경우가 아니라면, 자산운용회사의 선관주의의무의 위반 여부를 판단함에 있어 투자자가 공적 연기금인지 여부를 고려할 것은 아니라고 생각된다.

(4) 한편 앞의 2011나90455 판결에서는 공적 연기금인 원고가 당시 채무자 회사의 재무 상태를 보고받았음에도 별다른 조치를 취하지 아니하였고, 이자 지급이 연체된 사실을 보고받고도 환매조치 등을 요구하지 않는 등 피고가 운용과정에서 운용 경과를 원고에게 바로 보고하였음에도 이에 대해 원고가 바로 문제 제기를 하지 않은 점이 피고의 선관주의의무 위반이 인정되지 않은 주된 근거 중 하나로 고려된 것으로 보인다. 그러나 이는 다음과 같은 측면에서 논의가 필요하다고 생각된다.

먼저 위와 같은 판단은 사실상 수익자에게 자산운용회사에 대한 운용 개입을 강요하는 것으로 이해될 우려가 있고, 이는 간접투자제도의 본질에 반한다. 앞에서 살펴본 바와 같이 투자재산의 운용에 대해 독립적인 의사결정을 할 자산운용회사의 권한과 의무는 간접투자제도의 본질에서 나온 것이다.

42 조상욱, “자산운용회사 업무수행상 발생하는 몇 가지 실무문제,” BFL 제28호(2008. 3), 서울대학교 금융법센터, 47면.

그런데 위와 같이 수익자가 자산운용회사의 운용보고에 대하여 적극적이고 즉각적인 조치를 취하지 않았다는 이유로 자산운용회사의 선관주의의무 위반이 부정될 수 있다면, 이는 펀드 수익자에게 사실상 자산운용회사에 대한 운용 개입을 강요하는 것이나 다름없게 된다. 특히 수익자가 다수인 펀드의 경우, 일부 수익자의 운용 개입은 다른 수익자들과의 관계에서 이행상충의 문제를 야기할 수 있다는 점에서도 수익자의 운용 개입은 신탁계약상 명확한 근거가 있지 않는 한 지양되어야 한다.

또한 자산운용회사가 수익자에 대한 보고의무를 이행한 이유만으로 다른 선관주의의무 위반에 대해서까지 면죄부를 받을 우려가 있다. 공적 연기금은 자산 규모에 비해 운용 인력과 운용 조직이 부족하다는 이유로, 또는 투자 효율을 높이고 위험을 분산시키기 위한 목적으로, 운용자산 중 상당한 비중을 외부 위탁운용사를 통해 간접투자하고 있으며, 이러한 위탁운용의 목적을 달성하기 위해 공적 연기금은 위탁운용사의 전문성과 투자판단을 최대한 신뢰하고 운용에 직접 관여하지 않고 있다. 이러한 현실에서 자산운용회사의 운용보고에 대하여 수익자가 즉각 문제 제기를 하지 않았다는 이유로 자산운용회사의 선관주의의무 위반이 부정된다면 위와 같이 위탁운용사를 신뢰한 수익자는 불측의 손해를 입을 우려가 있다.

특히 소송에서는 운용상 선관주의의무 위반 여부를 판단함에 있어서 사후적으로 파악된 정황들까지 고려될 수 있지만, 아무리 전문투자자라고 하더라도 운용보고 당시 보고받은 사정만으로는 운용상 주의의무 위반 여부를 쉽게 판단하기 어려울 수 있다는 점도 고려되어야 할 것이다.

V. 공적 연기금 관련 판결에서 자산운용회사의 책임비율에 관한 검토

1. 서

우리 법원은 투자자 소송에서 자산운용회사의 손해배상책임을 인정하면서 과실상계를 통해 그 책임을 제한하고 있다. 특히 사모펀드와 관련한 최근 판결들에서 공통적으로 고려되는 책임 제한사유를 살펴보면, (i) 펀드는 운용 성과에 따라 수익률이 변동될 수 있는 실적배당상품으로서 투자자들은 운용에 따른 손실 위험을 부담하여야 하는 점, (ii) 투자가 실패한 주요한 원인은 펀드 설정 이후에 발생한 금융위기로 인한 경제 상황의 악화인데 이러한 금융 위기는 자산운용회사가 예측하거나 회피하기 어려운 사안인 점, (iii) 사모펀드의 경우 공모펀드에 비하여 투자자들에게 보다 엄격한 자기책임의 원칙이 요구되는 점, (iv) 간접투자신탁은 신탁재산을 자산운용회사의 고유재산으로부터 분리하여 신탁재산의 운용으로 인한 수익 및 손해를 모두 수익권자에게 귀속시키는 것으로 자산운용회사는 운용보수를 취득하는 것에 불과한 점 등으로 정리해 볼 수 있다.⁴³

법원은 위와 같이 사모펀드 관련 분쟁에서 고려되는 공통적인 과실상계사유와 함께 사안마다 특유한 제반 사정과 투자자의 투자능력, 투자 경험, 과실 등을 고려하여 자산운용회사의 책임비율을 산정한다. 다음에서는 투자자가 공적 연기금이라는 점과 관련된 과실상계사유와 그에 따라 인정된 책임비율에 대하여 살펴보고자 한다.

43 서울고등법원 2013. 6. 14. 선고 2012나20545, 2012나 97439 판결; 서울고등법원 2015. 10. 23. 선고 2014나 60264 판결 등.

2. 구체적 사례 검토

(1) 서울고등법원 2014. 7. 3. 선고

2013나2022872 판결

앞에서 이미 검토한 바 있는 이 사건은 자산운용 회사의 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 및 운용단계에서의 선관주의의무 위반이 모두 인정된 사안으로서, 법원은 “원고(공무원연금공단)가 일반투자자가 아닌 기관투자자로 사모펀드인 이 사건 펀드에 투자함에 있어서 그 구조와 특성, 위험성, 정보 접근의 한계 등에 대하여 신중하게 검토한 다음 자기책임의 원칙에 따라 그 투자 여부를 결정하여야 함에도 투자제안서 및 피고의 설명만을 믿고 그 위험을 간과한 채 투자하였던 것으로 보인다”는 이유를 과실상계사유 중 하나로 적시하면서, 피고의 책임을 30퍼센트로 제한하였다.

(2) 서울고등법원 2013. 6. 14. 선고

2012나20545, 2012나97439 판결

이 사건은 자산운용회사의 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 및 운용단계에서의 선관주의의무 위반이 모두 인정된 사안으로서, 법원은 “원고(공무원연금공단)가 펀드에 투자함에 있어서 그 구조와 특성, 위험성, 정보 접근의 한계 등에 대하여 신중하게 검토한 다음 그 투자 여부를 결정하여야 하는데, 펀드 설정 전 피고로부터 전달받은 자료에는 투자대상사업에 내재하는 위험성을 판단할 수 있는 정보가 포함되어 있어서 원고가 펀드의 구조 및 관련 자료들을 좀 더 정확하게 분석하였다면 이 사건 펀드의 위험성을 파악할 수 있었을 것임에도 이를 게을리하여 안전하다고 오진한 과실이 있다”고 설시하면서, 피고의 책임을 40퍼센트로 제한하였다.

(3) 서울고등법원 2013. 7. 25. 선고

2012나96771, 2012나96788 판결

이 사건은 자산운용회사의 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 및 운용단계에서의 선관주의의무 위반이 모두 인정된 사안으로서, 법원은 “원고(공무원연금공단)가 조직화된 채권투자관리팀을 운영하는 한편 이전에도 이 사건 펀드와 동일하거나 유사한 펀드에 투자한 경험이 다수 있고, 펀드 설정 전에 관련 자료를 충분히 제공받은 사실”을 과실상계사유 중 하나로 적시하면서 피고의 책임을 60퍼센트로 제한하였다.

(4) 서울고등법원 2013. 5. 10. 선고

2012나96054 판결

이 사건은 전항에서 검토한 사건과 피고가 갖고 투자신탁의 구조도 같으며 다만 펀드로부터 대출을 받은 건설회사가 다른 사안이었는데, 자산운용회사의 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반만 인정되었다. 이 사건에서 법원은 “원고(공무원연금공단)가 약 4조 8,000억 원 규모의 기금을 운영하면서 내부적으로 기금의 투자 및 운용을 위하여 전문 운용 인력으로 이루어진 운용팀(채권팀·주식팀), 운용팀과 별도로 리스크관리팀, 각 부분별 외부 전문가 7인이 참여하는 자산운용위원회, 실무담당 펀드매니저가 주축이 된 금융자산투자위원회 등을 두고 있는 사실”을 과실상계사유 중 하나로 적시하면서 피고의 책임을 40퍼센트로 제한하였다.

(5) 서울고등법원 2015. 10. 23. 선고

2014나60264 판결⁴⁴

이 사건은 자산운용회사의 투자 권유단계에서의

44 다만 이 사건은 2015다69853호로 대법원에 계류 중이다.

투자자보호의무 위반만 인정된 사안으로서, 법원은 (i) 원고(재단법인 삼성꿈장학재단, 학교법인 포항공과대학교)들의 기금관리위원 또는 기금운용자문위원들이 금융투자 분야에서 상당한 전문성을 지닌 전문가들로 구성되어 있고, 실제 원고 기금관리위원 또는 기금운용 자문위원들의 의견을 반영하여 이 사건 투자구조가 일부 변경되기도 한 점, (ii) 전문투자자로 등록은 되어 있지 않았지만 금융투자상품 잔고가 100억 원 이상으로 전문투자자로 취급되기 위한 투자 규모요건은 갖추고 있었던 점, (iii) 원고들은 예탁한 자금을 운용하여 수익을 올리는 금융기관에 유사한 업무를 하고 있었고 풍부한 투자 및 거래 경험이 있었던 점 등을 과실상계사유로 적시하면서 피고의 책임을 40퍼센트로 제한하였다.

3. 검토 및 시사점

(1) 앞에서 검토한 사례를 통해 우리 법원은 투자가 공적 연기금이라는 사실을 주로 과실상계사유 내지 피고의 책임제한사유로 고려하고 있음을 알 수 있다.

법원은 과실상계 시 양자의 과실비율을 교량함에 있어서는 손해의 공평타당한 분담이라는 제도의 취지에 비추어 제반 상황을 충분히 고려하여야 하며, 형평의 원칙에 비추어 현저히 불합리하여서는 안 된다고 판시하고 있다.⁴⁵ 따라서 금융투자에 있어서 자기책임의 원칙과 실적배당원칙, 그리고 경제위기 등 자산운용회사가 통제할 수 없는 외부 사정으로 인한 투자금 손실을 자산운용회사에게 온전히 부담시키는 것은 부당하다는 점 등을 고려하여 자산운용회사의 책임을 제한하면서, 그 제한비율을 산정함에 있어서 투자자의 투자판단능력, 투자 경험 등을 고려하는 것은 타당하다고 생각된다.

(2) 다만 과실상계사유에 관한 사실인정이나 그 비율을 정하는 것은 사실심의 전관 사항으로 이에

관한 법원의 태도는 재판부마다 다르고 그 기준도 명확하지 않아 보인다. 물론 앞에서 검토한 사례를 보면, 법원은 (i) 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반만 인정된 경우보다 투자 권유단계 및 운용단계에서의 주의의무 위반이 모두 인정된 경우, (ii) 투자자가 유사 펀드에 대한 투자 경험이 있고 전문성이 높은 것으로 인정되는 경우,⁴⁶ (iii) 투자자가 펀드 설정 전 자산운용회사로부터 상대적으로 많은 정보를 제공받고 투자설명회 내지 투자심의위원회 등을 거친 경우 등에 있어서 자산운용회사의 책임비율을 높게 산정하는 경향이 있다. 그러나 앞에서 검토한 판결들과 구체적인 사안을 비교해 보더라도 다소 이례적인 책임비율을 인정한 판결도 발견된다.⁴⁷ 물론 판결문에 설시된 내용만으로 그 당부를 판단하기는 어려운 측면이 있으나, 사례 분석만으로는 법원의 일관된 기준을 도출해 내기가 쉽지 않은 것도 사실이다.

(3) 손해배상액 산정 문제는 손해배상책임 인정 여부 못지않게 당사자들의 경제적 이해관계와 밀접

45 대법원 1997. 2. 28. 선고 96다54560 판결.

46 서울중앙지방법원 2013. 2. 1. 선고 2012가합11834 판결의 경우, 같은 펀드에 투자한 개인 투자자들과 양우공제회가 공동으로 자산운용회사를 상대로 손해배상을 청구한 사안으로서, 법원은 피고 자산운용회사의 손해배상책임을 인정하면서 개인 투자자들인 원고에 대해서는 피고의 책임을 40퍼센트로 제한하고, 원고 양우공제회에 대해서는 피고의 책임을 20퍼센트로 제한하였다.

47 서울고등법원 2013. 11. 29. 선고 2012나97514 판결의 경우, 원고 저축은행과의 관계에서는 20퍼센트, 원고 새마을금고와의 관계에서는 30퍼센트로 피고의 책임을 인정한 반면(이 사건은 2016다13698호로 대법원에 계류 중), 서울고등법원 2013. 8. 22. 선고 2011나66179 판결의 경우, 원고 교직원공제회에 대한 피고의 책임을 70퍼센트로 제한하였다. 물론 구체적인 사실관계는 전혀 다르기는 하나 위 두 판결 모두 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반만이 인정된 사안이었다. 원고가 개인 투자자인 경우에도 피고의 책임비율은 40~70퍼센트 정도로 결정되고, 개인 투자자에 대한 자산운용회사의 책임비율을 70퍼센트로 인정하는 경우도 극히 일부에 불과하다(최문희, 앞의 논문(주 19), 18면 참조).

한 관계가 있는 중요한 쟁점이다. 그럼에도 손해배상액 산정 문제와 관련한 쟁점 중 과실상계의 문제는 특히 불확실성이 크다는 비판이 있다.⁴⁸ 앞에서 살펴본 바와 같이 펀드투자자 소송에서 손해배상액 산정에 있어 과실상계가 중요한 기능을 하는 만큼 어떤 사유가 자산운용회사의 책임 제한사유로 인정될 수 있는지, 과실상계를 하는 경우 그 비율은 어떻게 정해야 하는지 등에 관하여 보다 명확한 기준이 제시될 필요가 있다고 생각된다.

VI. 맺음말

이 글에서는 자본시장법상 공적 연기금의 지위를 살펴보고, 공적 연기금이 투자한 사모펀드와 관련된 분쟁 사례를 분석함으로써, 법원이 자산운용회사의 투자 권유단계에서의 투자자보호의무 위반 및

운용단계에서의 선관주의의무 위반 여부를 판단함에 있어서, 또한 자산운용회사의 손해배상책임을 제한함에 있어서, 투자자가 공적 연기금이라는 사실을 어떻게 또는 어느 정도 고려하고 있는지 등에 관하여 살펴보았다. 자본시장법상 공적 연기금은 일반투자자로 전환이 가능한 전문투자자로 분류되어 있으므로, 일반투자자(개인 투자자)와 전문투자자(금융기관)와는 서로 다른 지위에 있다고 볼 수 있고, 공적 연기금마다 운용 규모나 전문성·운용 조직·투자 경험 등에 있어 큰 차이가 있는 것이 현실이다. 이 글에서 분석한 대상판결이 구 간투법상 간접투자기구와 관련된 분쟁이라는 점에서 공적 연기금과 일반 금융기관의 차이가 고려되지 않은 것은 당연한 일이지만, 위와 같은 자본시장법 규정 취지에 비추어 앞으로는 개별 공적 연기금의 특수성 내지 금융기관과의 차별성이 보다 구체적으로 고려될 필요가 있다고 생각된다.

48 김주영, “증권투자자소송에 있어서의 과실상계 및 책임제한,” BFL 제25호(2007. 9), 서울대학교 금융법센터, 61면 이하.