

부동산 집합투자기구의 설립(설정) 및 투자 프로세스에 대한 고찰

이 치 형*

목 차

I. 들어가는 말	VI. 증권신고서 제도
II. 집합투자의 의의	VII. 투자설명서
III. 집합투자기구의 유형	VIII. 부동산집합투자기구의 투자 프로세스
IV. 부동산집합투자기구의 설정 및 설립	IX. 나오는 말
V. 부동산집합투자기구의 등록	

I. 들어가는 말

앞만 보고 달렸던 부동산 경기는 최근 부동산 가치의 과대평가 등 여러 가지 이유로 인하여 제자리걸음 또는 일부 후퇴를 하고 있다. 부동산이 재테크의 수단으로 자리 잡은 것은 꽤 오래 전의 일일 것이다. 그러나 “자본시장과금융투자업에관한법률”상 부동산집합투자기구의 시초인 부동산간접투자기구가 등장하게 된 것은 불과 6~7년 전 “간접투자자산운용업법”이 시행되면서부터이다. 부동산간접투자기구가 간접투자상품으로 등장하게 된 목적은 간접투자의 영역을 확대하여 다양한 간접투자상품을 투자자에게 제공함으로써 간접투자상품의 폭을 확대시키는 것이었다.

부동산집합투자기구는 간접투자자산운용업법이 시행되면서 투자신탁 시장에 첫 선을 보인 이래 “자본시장과금융투자업에관한법률”이 시행되

* 코람코자산운용 준법감시인 겸 감사팀장(부장)

고 있는 현재까지 많은 발전을 보이고 있는 것은 사실이다. 그러나 금융 투자상품을 투자대상으로 하는 전통적인 집합투자기구나 달리 그 규모가 쉽게 확대되지 못하고 있고 투자과정 또한 짧은 부동산집합투자기구의 역사 때문에 다양한 형태로 발전하지 못하고 있는 것이 현재의 실정이다.

정부 당국과 집합투자업자는 다양한 부동산집합투자기구나 부동산 집합투자기구의 규모 확대를 위하여 많은 노력을 펼치고 있다. 다만, 부동산집합투자기구가 같은 투자대상의 한계, 다양한 형태의 투자구조의 미개발 등으로 현재까지 괄목할 만한 성장세를 이루지 못하고 있는 것 또한 현재의 부동산집합투자기구 실정이라 할 수 있다.

오늘날 부동산집합투자기구는 단순한 실물 부동산을 매입하고 개발 사업에 대출하는 형태의 투자구조에서 벗어나야 하고 사모형 부동산집합투자기구나 설정되고 있는 것을 탈피하여 공모형 부동산집합투자기구의 육성을 위한 다양한 형태의 투자구조를 개발해야 하는 것이 절실한 상황이다. 이러한 부동산집합투자기구의 발전을 위해서는 제도적 장치의 보완이 필요하고 설정·설립 과정의 단순화가 필요하며 투자자의 요구에 맞는 공모형 부동산집합투자기구의 개발이 필요하다.

본 논고에서는 오늘날에 직면하고 있는 부동산집합투자기구의 발전을 위하여 집합투자의 개념과 부동산투자신탁의 변천, 투자신탁형 부동산집합투자기구의 설정과정과 투자회사형 부동산집합투자기구의 설립과정, 투자자 권유를 위하여 증권신고서와 투자설명서를 제출하고 당해 집합투자기구를 등록하는 과정, 집합투자업자가 설립·설정된 부동산집합투자를 운용하기에 앞서 수행하는 투자의사결정 과정, 투자시점의 투자자산에 대한 평가 방법 등을 기술하고 현행 제도가 갖는 문제점 등을 고찰하고자 한다.

부동산집합투자기구는 집합투자기구 종류에 따라 다양하게 설립될 수 있으나 투자신탁형과 투자회사형이 주를 이루기 때문에 이 두 가지 유형의 부동산집합투자기구나 한정하여 설립과정 등을 검토할 예정이다.

Ⅱ. 집합투자의 의의

1. 집합투자 개념의 변천

집합투자의 개념 변천은 금융시장의 변화와 그에 따른 법률의 변천이라고 할 수 있을 것이다. 오늘날의 집합투자의 개념은 1968년 8월 4일 제정된 “증권투자신탁업법”에서 비롯된다. 제정 증권투자신탁업법에서는 증권투자신탁(투자신탁)을 위탁자의 지시에 따라 수탁자가 투자신탁의 신탁재산을 특정 유가증권에 대하여 투자하고 운용하며 그 수익권을 분할하여 그 수익권을 불특정 다수인에게 취득시킴을 목적으로 하는 것이라 개념정의 하였다. 그 후 증권투자신탁업법이 “간접투자산업법”(이하 “간투법”으로 약칭한다)으로 변화하는 과정에서 그 의미는 다소 변화가 있었다.

간투법이 제정¹⁾되면서 증권투자신탁의 개념을 간접투자로 새롭게 정의하였다. 간투법상 “간접투자”는 투자자로부터 자금 등을 모아서 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것을 의미한다. 큰 틀에서는 증권투자신탁과 간접투자 간에 큰 차이는 없어 보이나 간투법의 탄생은 증권투자신탁업법과 증권투자회사법²⁾의 통합으로 이루어진 것이기 때문에 투자신탁과 투자회사의 개념을 통합하면서 간접투자의 개념을 도출해 낸 것이 차이라고 할 수 있을 것이다.³⁾

간접투자의 개념은 금융시장의 변화 및 간접투자의 영역확대 등을 위하여 변화해 나아갔다. 그러나 이 또한 큰 틀에서의 변화라기보다는 전술한 금융시장의 변화 및 간접투자 대상의 확대를 위하여 부분적으로 개념을 확대 또는 수정해 나아간 측면이 많이 있다.

1) 2003. 10. 4. 제정되어 2004. 1. 4. 시행되었다.

2) 1998. 9. 16. 제정되어 시행되었다.

3) 법제처 국가법령정보센터, “간접투자자산운용업법 제정이유서”

2. 자본시장법상 집합투자

자본시장과금융투자업에관한법률(이하 “자본시장법”으로 약칭한다)은 2007년8월 3일 제정되어 1년 6개월의 준비기간을 거친 후 2009년 2월 4일부터 시행되었다. 자본시장법에서 “집합투자”는 2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등 또는 국가제정법 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것으로 정의하고 있다.⁴⁾

간접투자에서 집합투자로 개념이 변천하게 된 것은 간접투자의 개념에는 투자자문업 및 투자일임업을 포함하고 있어 개념상 혼란을 초래하고 있었기 때문이다. 즉 간접투자가 자신의 판단에 따라 투자대상자산에 투자하는 직접투자에 반대되는 개념으로 투자자문업과 투자일임업을 포함하고 있었다. 그러나 투자자문업과 투자일임업의 경우 집합투자업과 경제적 실질에 있어 차이가 있다는 것을 감안하여 별도의 독립적인 금융투자업으로 규정하되 이와 구별되는 개념으로 집합투자라는 용어를 사용하는 것이 바람직하다는 견해에 따라 변경하게 되었다.⁵⁾

4) 최초 제정입법안 자본시장법에서는 집합투자의 개념을 2인 이상의 투자자로부터 금전을 모아서 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 자산을 취득, 처분 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것으로 정의하였다.

5) 변제호/김중훈/엄세용/김유석/홍성기, 자본시장법(지원출판사, 2009), 55쪽.

Ⅲ. 집합투자기구의 유형

1. 집합투자기구의 Vehicle 형태

집합투자기구는 집합투자를 수행하는 기구를 의미한다. 집합투자기구는 투자신탁, 투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 투자익명조합, 사모투자전문회사 총 7가지로 구별된다. 간투법의 투자신탁과 투자회사와 달리 집합투자기구를 확대한 것은 다양한 기구(Vehicle)의 활용이 곤란하고, 규정되지 않은 간접투자기구를 이용한 간접투자에 대해서 투자자보호 규율이 미흡했기 때문이다. 따라서 민법, 상법 등 현행법상 설립 가능한 모든 Vehicle을 집합투자기구로 활용할 수 있도록 하였고, 그로 인해 유한회사, 합자회사, 상법상 익명조합, 민법상 조합을 집합투자기구로 추가하였다.⁶⁾

<표1> 집합투자기구의 형태

구분	정의
투자신탁	집합투자업자인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 그 집합투자업자의 지시에 따라 투자·운용하게 하는 신탁 형태의 집합투자기구
투자회사	상법에 따른 주식회사 형태의 집합투자기구
투자유한회사	상법에 따른 유한회사 형태의 집합투자기구
투자합자회사	상법에 따른 합자회사 형태의 집합투자기구
투자조합	민법에 따른 조합 형태의 집합투자기구
투자익명조합	상법에 따른 익명조합 형태의 집합투자기구
사모투자전문회사	경영권 참여, 사업구조 또는 기업구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구

6) 재정경제부, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안 설명자료(2006. 6. 30), 46쪽.

2. 집합투자기구의 종류

집합투자기구는 간투법의 간접투자기구 종류⁷⁾ 이 외에도 특수한 간접투자기구로 상장지수간접투자기구, 종류형간접투자기구, 전환형간접투자기구, 모자형간접투자기구, 기업구조조정증권투자회사, 기업인수증권투자회사가 있었다. 이와 달리 집합투자기구는 5가지의 집합투자기구로 나뉘어진다. 그 구분의 기준은 “당해 기구의 투자대상이 주로 무엇으로 구성되어 있는가”이다. 간접투자기구에서 집합투자기구로 변화하면서 그 종류를 5가지로 변화시킨 것은 기구의 종류별로 운용대상 자산을 제한하고 있어 다양한 자산을 활용하는 기구의 개발이 곤란했기 때문이다.⁸⁾

집합투자기구는 증권집합투자기구, 부동산집합투자기구, 특별자산 집합투자기구, 혼합자산집합투자기구, 단기금융집합투자기구로 나뉘어진다.⁹⁾ 간접투자기구와 다른 점은 기구 종류별 운용대상 자산의 제한을 없앴으로써 단기금융간접투자기구(MMF)를 제외한 모든 집합투자기구가 다양한 투자대상에 운용할 수 있도록 한 것이다. 즉 간접투자기구는 투자대상을 정해 놓거나 한 종류의 투자대상만을 투자할 수 있도록 한 반면 집합투자기구는 투자한도 등에 따라 집합투자기구의 종류가

7) 합명회사는 무한책임사원만으로 구성되어 활용될 수 없으므로 제외시켰다.

구분	증권간접 투자기구	파생상품간접 투자기구	부동산간접 투자기구	실물간접 투자기구	단기금융간접 투자기구	재간접 투자기구	특별자산간접 투자기구
투자증권	○	○	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	○	×	○	○
부동산	×	×	○	×	×	×	×
실물자산	×	×	×	○	×	×	×
특별자산	×	×	×	×	×	×	○

8) 재정경제부, 위의 자료, 47쪽.

9) 이 외에도 특수한 형태의 집합투자기구로 환매금지형집합투자기구, 종류형집합투자기구, 전환형집합투자기구, 모자형집합투자기구, 상장지수집합투자기구가 있다.

달라지기는 하나 형태가 완전히 다른 투자대상도 각 집합투자기구에서 투자할 수 있도록 한 것이다.

<표2> 집합투자기구의 종류

구 분	정 의
증권집합 투자기구	집합투자재산의 50% 이상을 증권(부동산투자회사법에 따른 부동산투자회사가 발행한 주식 등은 제외되며, 이 제외된 증권을 제외한 증권을 기초자산으로 한 파생상품을 포함한다)에 투자하는 집합투자기구로서 부동산집합투자기구와 특별자산집합투자기구에 해당하지 아니하는 집합투자기구
부동산집합 투자기구	집합투자재산의 50% 이상을 부동산(부동산을 기초자산으로 한 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출, 그 밖에 부동산의 관리·개량 등의 방법으로 부동산 및 부동산투자회사법에 따른 부동산투자회사가 발행한 증권 등에 투자하는 경우를 포함한다)에 투자하는 집합투자기구
특별자산집합 투자기구	집합투자재산의 50% 이상을 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다)에 투자하는 집합투자기구
혼합자산집합 투자기구	집합투자재산을 운용함에 있어서 증권·부동산·특별자산집합투자기구의 규정의 제한을 받지 아니하는 집합투자기구
단기금융집합 투자기구 (MMF)	집합투자재산 전부를 잔존만기 6개월 이내인 양도성예금증서 등의 단기금융상품에 투자하는 집합투자기구로서 증권을 대여하거나 차입하는 방법으로 운용하지 아니하는 등 운용제한 요건을 충족하는 방법으로 운용되는 집합투자기구

<표3> 집합투자기구 종류별 투자대상 범위

구 분	증권집합 투자기구	부동산집합 투자기구	특별자산집합 투자기구	단기금융집합 투자기구	혼합자산집합 투자기구
증 권	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	×	○
부 동 산	○	○	○	×	○
실물자산	○	○	○	×	○
특별자산	○	○	○	×	○

3. 부동산집합투자기구

3.1. 부동산집합투자기구의 변천

부동산집합투자기구는 간투법의 시작에서 출발했다고 볼 수 있다.¹⁰⁾

10) 부동산투자회사법(2001. 4. 7. 제정, 2001. 7. 1. 시행)상 부동산투자회사(Reits,

또한, 간투법에서 부동산간접투자기구는 간접투자기구가 투자할 수 있는 투자대상의 범위를 부동산까지 확대시키는 것에서 비롯된다.¹¹⁾ 이러한 투자대상의 확대와 관련하여 간투법의 입법과정에서 “부동산의 경우 유가증권에 비해서 객관적인 가치평가가 힘들기 때문에 간접투자의 대상으로 하기에는 부적절하다는 의견도 있었으나 투자대상을 부동산으로 확대할 경우 다양한 포트폴리오의 구성이 가능해져 간접투자상품의 수익성 및 안정성을 제고 할 수 있고 이미 부동산투자회사법에 대한 간접투자를 허용하고 있는 마당에 이 법에서 이를 금지할 이유가 없으며 도리어 이의 허용을 통해 부동산에 대한 투자를 희망하는 투자자들에게 다양한 수단의 간접투자 기회를 제공할 수 있게 되므로 이번 제정안에서 미국·영국·일본 등의 경우와 마찬가지로 부동산까지 투자대상을 확대하는 것은 바람직한 조치라고 판단된다.”는 검토의견이 있었다.¹²⁾

또한, 검토보고서에서는 “제정안이 ‘부동산간접투자기구’의 경우 투자신탁의 방법으로만 투자하도록 제한하고 있는 사항에 대하여 이는 기존의 부동산투자회사법에 의한 부동산투자회사(REITs)가 ‘회사형’ 형태로 운영되고 있어, 이 법에서 만약 ‘회사형’을 허용할 경우 동일한 투자대상(부동산)과 투자구조(회사형)를 가진 기구에 대해 규제하는 법률이 서로 상이한 결과를 초래하여 법률간 중복 및 상충의 문제가 발생할 수 있기 때문에 이를 회피하기 위한 조치로 보이나 이 법에서 허용하고 있는 ‘회사형 펀드’는 기본적으로 회사의 형태가 ‘명목회사(paper company)’인 경우로 한정되는 바 이 법에서 부동산투자시 ‘회사형 펀드’의 설정을 허용한다 하더라도 이때 설립되는 투자회사는 기존의 부동산투

Real Estate Investment Trusts)가 그 전신이 될 수도 있겠으나, 투자신탁의 개념과는 다른 것이기 때문에 간접투자자산운용법상 부동산간접투자기구가 전신이 될 수 있을 것 같다.

11) 증권투자신탁업법(유가증권, CP, 장내파생상품에 투자)과 달리 간투법은 부동산, 실물자산, 장외파생상품까지 투자대상을 확대시켰다.

12) 국회 재정위원회, “자산운용법안(정부제출) 검토보고(2003.4.)”, 30~31쪽.

자회사(REITs)와는 구조면에서 확연히 다른 회사이므로 법률간 중복 내지 상충의 우려가 없으므로 부동산간접투자기구에 대하여 ‘신탁형 펀드’만을 설정할 수 있도록 제한할 필요는 없는 것으로 사료된다.”는 의견¹³⁾이 있었고, 이에 따라 투자회사형 형태의 부동산간접투자기구는 투자회사재산의 70%¹⁴⁾ 이내에서 투자하도록 하여 투자회사형태의 부동산간접투자기구가 도입되게 되었다. 이는 현재의 부동산집합투자기구에서도 동일하게 적용되고 있다.

3.2. 부동산집합투자기구의 투자대상 자산

부동산집합투자기구는 전술한 바와 같이 집합투자재산의 50% 이상을 부동산에 투자하는 집합투자기구이다. 여기서 부동산의 범위는 단순 실물 부동산뿐만이 아니고 부동산을 기초자산으로 한 파생상품 등 다양한 형태의 자산을 부동산으로 정의하고 있다. 자세한 사항은 투자프로세스에서 살펴보기로 한다.

3.3. 부동산집합투자기구 존립 형태

부동산집합투자기구는 환매금지형 집합투자기구로 설정·설립하여야 한다. 다만, 투자자산이 시장성 없는 자산¹⁵⁾이 아닌 경우에는 개방형

13) 국회 재정위원회, 위의 책, 31~32쪽.

14) 자본시장법 제194조 제11항 제1호, 부동산투자회사의 경우 70% 이상을 부동산에 투자하지 못하도록 규정하고 있다.

15) 시장성이 없는 자산(금융투자업감독규정 제7-22조)

- 1) 법 제229조 제2호에 따른 부동산(부동산을 기초자산으로 한 파생상품이나 부동산과 관련된 증권 등 시가 또는 공정가액으로 조기에 현금화가 가능한 경우를 제외한다)
- 2) 법 제229조 제3호에 따른 특별자산(관련 자산의 특성 등을 고려하여 시가 또는 공정가액으로 조기에 현금화가 가능한 경우를 제외한다)
- 3) 다음 각 목의 어느 하나에 해당하지 아니하는 증권

집합투자기구의 설정·설립이 가능하다. 부동산집합투자기구를 환매금지형집합투자기구를 원칙으로 정한 것은 증권집합투자기구와 달리 환매성이 부족하기 때문이다. 이러한 환매성 부족문제를 해소하기 위해서 집합투자증권을 최초로 발행한 날부터 90일 이내에 그 집합투자증권을 증권시장에 상장하여야 한다. 다만 사모집합투자기구인 경우에는 환매성을 부여할 특별한 사유가 없기 때문에 이를 적용 배제시키고 있다.

IV. 부동산집합투자기구의 설정 및 설립

부동산집합투자기구 중 투자신탁형 부동산집합투자기구와 투자회사형 부동산집합투자기구의 설정 체계 및 프로세스를 중심으로 살펴보고자 한다.

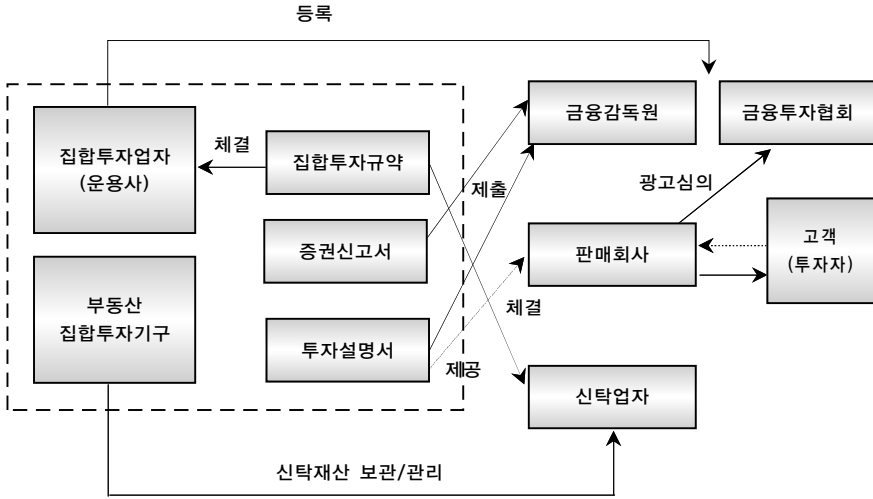
1. 투자신탁형 부동산집합투자기구

1.1. 설정 체계 및 프로세스

부동산집합투자기구 중 투자신탁 형태를 중심으로 설정프로세스를 살펴보고자 한다. 설정이라는 용어는 투자회사형 등과 달리 법적 실체를 갖추지 못하기 때문에 설정이라는 용어를 사용한다. 투자신탁형 부동산집합투자기구의 기본적인 설정 체계와 프로세스는 아래와 같다.

-
- 가. 증권시장 또는 외국시장에 상장된 증권
 - 나. 채무증권
 - 다. 파생결합증권
 - 라. 모집 또는 매출된 증권
 - 마. 환매를 청구할 수 있는 집합투자증권

<그림1> 투자신탁형 부동산집합투자기구 설정 체계



<그림2> 투자신탁형 부동산집합투자기구 설정 프로세스

상품 설계	설정 준비	판매행위	운영
상품 기획 판매계약 체결	집합투자계약 증권신고서 투자설명서 운용계획서 펀드 등록	광고 모집/매출 투자설명서 제공 자금납입	펀드 운용행위 추가 설정 및 일부 해지 운용보고서 제공

1.2. 투자신탁의 설정

투자신탁의 설정은 집합투자업자와 신탁업자가 신탁계약을 체결함으로써 이루어진다. 통상 금융시장에서 설정은 신탁원본이 납입되어 집합투자기구로서의 형태를 갖추었을 때를 의미하지만 자본시장법에서는 신탁계약의 체결을 설정으로 본다.¹⁶⁾

<표3> 신탁계약 기재 사항

1. 집합투자업자 및 신탁업자의 상호
2. 신탁원본의 가액 및 수익증권의 총과수에 관한 사항
3. 투자신탁재산의 운용 및 관리에 관한 사항
4. 이익분배 및 환매에 관한 사항
5. 집합투자업자, 신탁업자 등이 받는 보수, 그 밖의 수수료의 계산방법과 지급시기, 방법에 관한사항. 다만, 집합투자업자가 기준가격 산정업무를 위탁하는 경우에는 그 수수료는 해당 투자신탁재산에 부담한다는 내용을 포함하여야 한다.
6. 수익자총회에 관한 사항
7. 공시 및 보고서에 관한 사항
8. 투자신탁의 종류(법 제229조의 구분에 따른 종류를 말한다)
9. 투자신탁의 명칭
10. 투자대상자산(주된 투자대상자산을 따로 기재하여야 한다)
11. 집합투자업자와 신탁업자의 업무에 관한 사항
12. 수익증권의 추가발행과 소가에 관한 사항
13. 신탁계약기간을 정한 경우에는 그 기간
14. 투자신탁재산의 평가와 기준가격의 계산에 관한 사항
15. 이익 외의 자산 등의 분배에 관한 사항
16. 집합투자업자와 신탁업자의 변경에 관한 사항
17. 신탁계약의 변경과 해지에 관한 사항
18. 투자신탁의 회계기간
19. 투자자산별 취득한도
20. 취득한도 초과시 해소방법 및 해소기간
21. 법 제76조 제4항에서 정한 판매보수와 관련하여 집합투자증권의 투자매매업자 또는 투자 중개업자가 해당 집합투자기구의 투자자에게 지속적으로 제공하는 용역의 대가에 관한 내용이 기재된 자료를 해당 집합투자기구의 투자자에게 교부하고 설명한다는 사항(사모집합투자인 경우 제외한다)

16) 자본시장법 제188조 제1항 참조; 투자신탁을 설정하고자 하는 집합투자업자는 다음 각 호의 사항이 기재된 신탁계약서에 의하여 신탁업자와 신탁계약을 체결하여야 한다.

신탁계약을 변경하는 경우에는 변경계약을 체결해야 한다. 또한 신탁 계약기간의 변경 등 주요한 사항을 변경하고자 하는 경우에는 수익자총회의 결의¹⁷⁾를 거쳐야 한다. 다만, 사모집합투자기구는 수익자총회 의 결 절차가 적용배제 된다. 따라서 통상 집합투자업자는 신탁약관에 수익자총회 대신 수익자 동의 절차를 마련하여 운영하고 있다. 그러나 수익자 동의 절차로 대신하는 것에 대한 편리성도 있으나 이와 관련되어 파생되는 문제도 발생하고 있다.

<표4> 수익자총회를 요하는 변경 사항

1. 집합투자업자, 신탁업자 등이 받는 보수, 그 밖의 수수료의 인상
2. 신탁업자의 변경(합병·분할·분할합병, 영업양도 등 신탁계약의 전부가 이전되는 경우, 법 제184조 제4항, 법 제246조 제1항 등 관련 법령의 준수를 위하여 불가피하게 신탁계약의 일부가 이전되는 경우, 법 제420조 제3항 제1호 및 제2호에 따른 금융위원회의 조치에 따라 신탁업자가 변경되는 경우, 금융산업의구조개선에관한법률 제10조 제1항 제6호부터 8호까지의 규정에 따른 금융위원회의 명령에 따라 신탁업자가 변경되는 경우로 변경되는 경우 제외한다)
3. 신탁계약의 변경
4. 투자신탁의 종류의 변경. 다만, 투자신탁을 설정할 때부터 다른 종류의 투자신탁으로 전환하는 것이 예정되어 있고, 그 내용이 신탁계약서에 표시되어 있는 경우에는 제외한다.
5. 주된 투자대상자산의 변경
6. 집합투자업자의 변경(합병·분할·분할합병, 법 제420조 제3항 제1호 및 제2호에 따른 금융위원회의 조치에 따라 집합투자업자가 변경되는 경우, 금융산업의구조개선에관한법률 제10조 제1항 제6호부터 제8호까지의 규정에 따른 금융위원회의 명령에 따라 집합투자업자가 변경되는 경우
7. 환매금지형투자신탁이 아닌 투자신탁의 환매금지형투자신탁으로의 변경
8. 환매대금 지급일의 연장

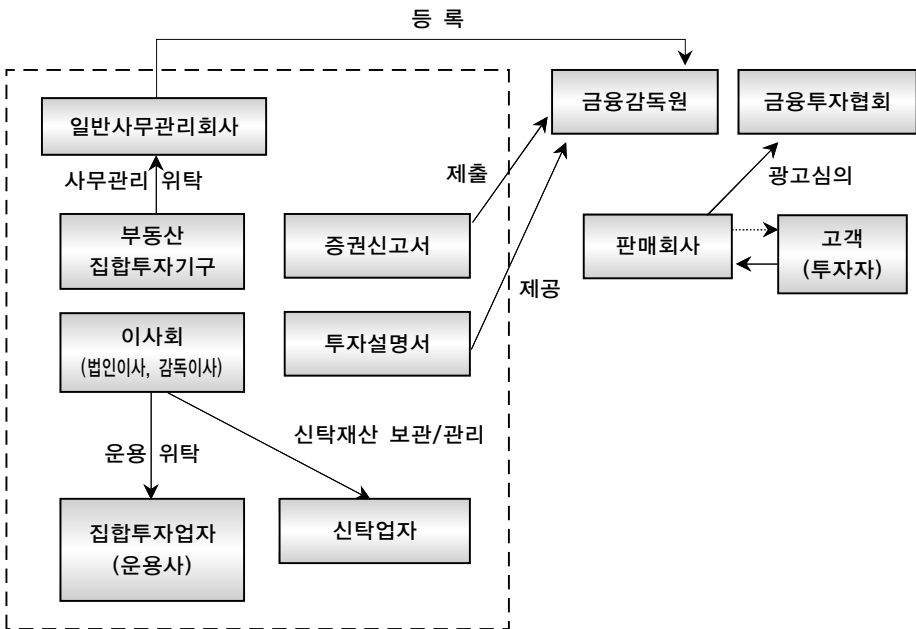
17) 자본시장법 제188조 제2항 참조

2. 투자회사형 부동산집합투자기구

2.1. 설정 체계 및 프로세스

부동산집합투자기구 중 투자회사 형태를 중심으로 설립프로세스를 살펴보고자 한다. 설립이라는 용어는 투자회사형인 경우 법적 실체가 존재하기 때문에 설립이라는 용어를 사용한다. 투자회사형 부동산집합투자기구의 기본적인 설립 프로세스는 아래와 같다.

<그림3> 투자회사형 부동산집합투자기구 설정 체계



<그림4> 투자회사형 부동산집합투자기구 설정 프로세스

상품 설계	설정 준비	판매행위	운영
상품 기획 판매계약 체결	정관 작성 주금 납입 설립 등기 증권신고서 투자설명서 운용계획서 펀드 등록	광고 모집/매출 투자설명서 제공 자금납입	펀드 운용행위 추가 납입 및 일부 해지 운용보고서 제공

2.2. 투자회사의 설립

투자회사는 전술한 바와 같이 상법상의 주식회사의 법적 형태를 갖는다. 투자회사는 정관작성 및 주식인수 등의 절차를 거친 후 설립등기함으로써 설립된다. 투자회사형은 투자신탁형과 달리 법적 실체가 존재하기 때문에 설립절차상에 다소 차이를 보이고 있다.

투자회사를 설립하기 위해서는 발기인 전원이 정관을 작성하여 기명날인 또는 서명하여야 한다. 투자회사는 설립 후 등록절차를 거쳐 모집 또는 매출 행위를 하기 때문에 통상 집합투자업자가 발기인이 된다. 최초 설립자본금은 등록요건상 등록 당시 자본금이 1억 원 이상이어야 하기 때문에 통상 1억 원을 집합투자업자가 고유재산에서 납입하여 투자회사를 설립한다.

투자회사의 정관은 목적, 상호, 최저순자산액(10억 원 이상), 투자회사의 종류 등 총 22개¹⁸⁾의 필수기재사항을 기재하여 발기인 전원이 서명날인 또는 서명하여 작성된다. 발기인은 투자회사 설립시 발행하는 주식

18) 정관 기재사항은 투자신탁형과 개념적으로 유사한 측면이 있어 구체적 나열은 생략하기로 한다.

의 인수가액의 납입이 완료된 경우에는 지체 없이 의결권 과반수의 찬성으로 이사를 선임하여야 하며, 선임된 이사는 투자회사의 설립에 관하여 법령이나 투자회사의 정관을 위반한 사항이 있는지를 조사하여 그 결과를 이사회에 보고하여야 한다. 또한 이사는 상기 조사결과 법령 또는 투자회사의 정관을 위반한 사항을 발견한 경우에는 지체 없이 이를 발기인에게 보고하여야 한다. 투자회사의 발기인은 조사결과 보고를 종료한 날부터 2주 이내에 정관, 이사의 조사보고서 등의 서류¹⁹⁾를 첨부하여 설립등기 하여야 한다.

투자회사의 발기인은 전술한 바와 같이 투자회사재산의 100분의 70을 초과하여 부동산에 투자하는 투자회사, 투자회사재산을 선박에 투자하는 투자회사를 설립할 수 없으며 투자회사는 설립 후에도 그 투자회사의 정관을 상기 2가지 유형에 해당하도록 변경하여서는 아니 된다.

투자회사는 이사회 결의로 정관을 변경할 수 있다. 다만 정관의 내용 중 집합투자업자 또는 신탁업자의 변경 등²⁰⁾은 주주총회의 결의를 통하여 변경할 수 있다.

투자회사의 이사는 법인이사과 감독이사로 구분되는데 법인이사는 집합투자업자가 되고 감독이사는 2인 이상으로 구성되어야 한다. 통상 감독이사는 공인회계사가 선임되는 경우가 많고 이사는 3인(법인이사, 감독이사 2인)으로 구성되는 경우가 많다.

투자회사는 집합투자업자에게 운용업무에 대한 위탁계약을 체결함으로써 집합투자업자가 운용행위를 수행하고 일반사무관리회사와 사무관리계약을 체결함으로써 투자회사의 사무를 처리하는 구조를 갖는다. 이러한 회사구조가 투자신탁과 구조적으로 다른 측면이라고 할 수 있다.

19) 자본시장법시행령 제228조 참조

20) 주주총회 결의를 요하는 정관 변경사항은 투자신탁의 신탁계약 변경시 수익자총회 의결사항과 개념적으로 유사한 측면이 있어 구체적인 나열은 생략하기로 한다.

V. 부동산집합투자기구의 등록

간투법과 달리 자본시장법에서는 집합투자기구의 등록²¹⁾을 의무화하고 있다. 자본시장법 하에서 투자회사의 경우에는 등록제도가 있었으나 투자신탁은 등록제도 없이 간접투자기구 약관 등을 금융감독원에 제출하여 사전 또는 사후 보고하는 형태였다.

등록제도는 감독당국의 사전검토를 통해 투자자 이익침해 가능성을 사전에 차단하는데 그 목적이 있다고 할 수 있다.²²⁾ 사전검토의 의미는 집합투자업자가 집합투자기구를 운용하기 전에 이루어진다는 측면에서 사전적 통제수단을 제공하는 것이다. 즉 신탁계약을 체결하고 등록한 후에 운용행위가 이루어지는 것이기 때문에 결과적으로는 투자자 이익침해를 차단할 수 있다는 의미이다.

집합투자업자는 집합투자기구의 등록을 위해서 금융감독원(금융위원회 권한 위탁)²³⁾에 등록신청서를 제출하여야 한다.²⁴⁾ 금융감독원은 등록신청서를 접수한 경우 그 내용을 검토하여 20일 이내에 등록 여부를 결정하고 그 결과와 이유를 지체 없이 신청인에게 문서로 통지하여야 한다. 만약 등록신청서에 흠결이 있는 경우 보완을 요구할 수 있다. 금융감독원은 등록요건을 갖추지 못하거나 등록신청서를 거짓으로 작성한 경우 또는 등록신청서 흠결 보완요구를 이행하지 아니하는 경우를 제외하고 그 등록을 거부할 수 없다. 등록된 사항에 대한 변경이 있는 경우(법령 개정에 따라 등록한 사항을 변경하는 경우, 단순자구수정 등은 제외)에는 2주 이내에 그 내용을 금융감독원에 변경 등록하여야 한다.²⁵⁾ 변경

21) 자본시장법 제182조 참조

22) 변재호/김종훈/엄세용/김유석/홍성기, 같은 책, 565쪽.

23) 자본시장법 제438조에 의거 금융위원회는 금융감독원장에게 금융위원회 권한의 일부를 위탁하고 있다.

24) 투자신탁의 경우 등록주체는 집합투자업자이고 법인격이 있는 투자회사 등은 집합투자기구 자체이나 실질적으로는 집합투자업자가 업무를 수행한다고 할 수 있다.

등록은 금융감독원에 사후적으로 변경사실을 통지하는 것으로서 집합투자업자가 등록사항을 변경한 때 효력이 발생하고 변경등록은 이미 효력이 발생한 변경등록사실을 금융감독원에 사후 통지하여 일반인에게 공시하는 것에 불과하다.²⁶⁾ 통상 집합투자업자는 자본시장법시행령 제211조 제6항에 따라 변경등록신청서를 제출하지 않고 정정신고서(증권신고서의 정정신고서)를 제출하여 변경등록을 대신하고 있다.²⁷⁾

집합투자기구의 등록은 공모와 사모를 구별하지 않고 양자 모두에게 등록의무를 부여하고 있다. 증권신고서 제출의무가 사모집합투자기구에는 적용되지 않는다는²⁸⁾ 측면에서 등록제도와 다소 차이가 있다.

집합투자기구의 등록과 관련하여 자본시장법상 등록체계와 실제 등록업무수행 체계 간에 차이가 다소 발생하고 있다. 자본시장법에서는 등록은 운용행위 이전에 발생하기 때문에 운용행위를 기준으로 보면 사전적 의미를 갖고 있다. 또한 등록은 공모와 사모를 구별하지 않고 모두 동일하게 적용하고 있다. 그러나 사모형집합투자기구인 경우 관례적으로 사후적 개념으로 등록업무가 처리되고 있어 법체계와는 다소 상충되는 현상이 발생하고 있다.²⁹⁾ 즉, 사모형집합투자기구인 경우도 신탁계약을 체결하고 등록신청 한 후 금융감독원으로부터 등록 통보를

25) 변경사항이 수익자총회의 의결을 득해야 하는 경우에는 수익자 총회를 거쳐 변경등록을 신청하여야 한다.

26) 변제호/김종훈/엄세용/김유석/홍성기, 같은 책, 566쪽.

27) 자본시장법시행령 제211조 제6항 “투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자 또는 투자회사 등이 법 제122조 제1항에 따른 정정신고서를 제출한 경우에는 법 제182조 제8항에 따른 변경등록의 신청서를 제출한 것으로 본다. 이 경우 그 정정신고의 효력이 발행하는 때에 해당 집합투자기구가 변경등록된 것으로 본다.”

28) 자본시장법 제119조 제1항 참조: 증권의 모집 또는 매출은 발행인이 그 모집 또는 매출에 관한 보고서를 금융위원회에 제출하여 수리되지 아니하면 이를 할 수 없다. 에서 보듯이 사모의 경우에는 모집 또는 매출에 해당하지 아니하므로 증권신고서 제출의무가 없는 것이다.

29) 사모집합투자기는 공모형과 달리 신탁계약 체결 후 운용행위가 이루어진 후 등록업무가 수행되는 경향이 있다.

받은 후에 운용행위를 할 수 있으나 사모집합투자기구는 특성(투자회사 결정의 신속성 등)을 감안하여 관례적으로 운용행위 이전에 금융당국과 집합투자기구 설정 가능여부를 협의한 후 신탁계약을 체결하고 사후적으로 등록절차를 거치고 있다.

<표5> 집합투자기구 등록 요건³⁰⁾

1. 집합투자업자, 신탁업자, 판매회사(투자매매 및 중개업자), 투자회사인 경우 일반사무관리회사가 업무정지기간 중에 있지 아니할 것
2. 집합투자기구가 이 법에 따라 적법하게 설정·설립되었을 것
3. 집합투자규약이 법령을 위반하거나 투자자의 이익을 명백히 침해하지 아니할 것
4. 투자회사의 경우 (1) 감독이사가 법 제24조 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니할 것 (2) 등록 신청 당시 자본금이 1억 원 이상일 것
5. 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합 및 투자익명조합의 경우 ○ 등록 신청 당시의 자본금 또는 출자금이 1억 원 이상일 것(외국집합투자기구 중 국가, 한국은행 등 법령이 정하는 전문투자자만을 대상으로 판매하는 외국집합투자기구는 제외)

VI. 증권신고서 제도

증권신고서 제출 제도는 간투법의 간접투자증권에는 적용되지 않았다. 그러나 입법과정에서 투자자 보호가 필요한 증권의 발행임에도 불구하고 발행 공시규제(유가증권신고서)가 적용되지 않는 증권이 다수 존재하여 발행주체가 국가에 준하는 채권(국채, 지방채 등)에 대해서는 증권신고서 제출 의무를 면제하고 투자자 보호의 필요성이 있는 모든 증권에 대해서는 그 대상을 확대되면서 집합투자증권도 증권신고서를 제출 대상 증권이 되었다.³¹⁾

30) 자본시장법 제182조 참조

31) 제경경제부, 앞의 자료, 61쪽.

증권신고서 제도는 증권의 발행에 적용되는 제도이며 적용 대상은 국채증권, 지방채증권, 한국은행법·한국산업은행법·예금자보호법·한국철도공사법 등 법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행한 채권, 정부 또는 지방자치단체가 원리금의 지급을 보증한 채무증권 등을 제외한 증권이다.

증권신고서 제출 의무자는 증권의 발행인이며 발행인이 증권의 모집 또는 매출에 관한 신고서를 금융감독원(금융위원회의 권한 위탁)에 제출(일부 제외)³²⁾하여 수리되지 아니하면 모집 또는 매출행위를 할 수 없다. 따라서 사모³³⁾의 경우에는 증권신고서 제출의무가 없다. 집합투자증권의 경우 증권신고서의 제출 의무자는 투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합 형태의 집합투자기구인 경우에는 집합투자기구가 되고 투자신탁, 투자익명조합 형태인 집합투자기구의 경우에는 집합투자업자가 되나 자본시장법은 투자신탁과 투자익명조합의 경우도 그 투자신탁 및 투자익명조합을 발행인으로 명시하고 있다.³⁴⁾

증권의 종류, 발행예정기간, 발행횟수, 발행인의 요건 등을 고려하여 일정기간 동안 모집하거나 매출할 증권의 총액을 일괄하여 기재한 증권신고서인 “일괄신고서”를 금융감독원에 제출하여 수리된 경우에는 그 기간 중에 그 증권을 모집 또는 매출할 때마다 제출하여야 하는 신고서를 따로 제출하지 아니하고 그 증권을 모집하거나 매출할 수 있다. 집합

32) 증권신고서 제출 없이도 증권의 모집 또는 매출을 할 수 있는 경우

1. 모집 또는 매출하려는 증권의 모집가액 또는 매출가액과 해당 모집일 또는 매출일부터 과거 1년간에 이루어진 같은 종류의 증권의 모집 또는 매출고가 그 신고서를 제출하지 아니한 모집가액 또는 매출가액 각각의 합계액이 10억 원 미만인 경우
 2. 증권의 모집 또는 매출 청약의 권유를 하는 날 이전 6개월 이내에 해당 증권과 같은 종류의 증권에 대하여 모집이나 매출에 의하여 청약의 권유를 받은 자를 합산하여 그 합산의 대상이 되는 모든 청약의 권유 각각의 합계액이 10억 원 미만인 경우
- 33) 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것을 말한다.

34) 자본시장법 제119조 제3항

투자증권의 경우 환매금지형집합투자기구가 아닌 집합투자기구의 집합투자증권(개방형 집합투자증권)과 이에 준하는 외국집합투자증권은 일괄신고서를 제출할 수 있다. 그 외 일괄신고서를 제출할 수 있는 증권³⁵⁾은 주권, 파생결합증권 등이 있다. 일괄신고서의 발행예정기간은 일괄신고서의 효력발생일로부터 2개월 이상 1년 이내의 기간으로 한다. 다만, 개방형집합투자증권인 경우 해당 집합투자규약에서 정한 존속기간(집합투자규약에서 존속기간을 정하지 아니한 경우에는 무기한으로 한다)을 발행예정기간으로 한다. 일괄신고서를 제출한 자는 발행예정기간 중 3회 이상 그 증권을 발행하여야 한다.

증권신고(일괄신고 포함 의미)는 증권신고서(일괄신고서 포함 의미)가 금융감독원에 제출되어 수리된 날부터 증권의 종류 또는 거래의 특성 등을 고려하여 그 기간이 경과한 날에 그 효력이 발생한다. 집합투자증권의 증권신고서 효력발생 시기는 15일이다. 다만, 환매금지형집합투자기구의 집합투자증권의 모집 또는 매출인 경우에는 10일, 주주 등 출자자 또는 수익자에게 배정하는 방식의 환매금지형집합투자기구의 집합투자증권의 모집 또는 매출인 경우에는 7일이다. 증권의 발행인은 증권신고를 철회하고자 하는 경우에는 그 증권신고서에 기재된 증권의 취득 또는 매수의 청약일 전일까지 철회신고서를 금융감독원에 제출하여야 한다.

증권신고서를 제출한 집합투자업자(집합투자기구 포함)는 금융감독원으로부터 그 증권신고서에 기재된 증권의 취득 또는 매수의 청약일

35) 1. 주권

2. 법 제71조 제4호 나목에 따른 주권 관련 사채권 및 이익참가부사채권
3. 제2호의 사채권을 제외한 사채권
4. 파생결합증권
5. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 집합투자증권
 - 가. 환매금지형집합투자기구가 아닌 집합투자기구의 집합투자증권
 - 나. 가목에 준하는 것으로 법 제279조 제1항에 따른 외국집합투자증권

전일까지 정정신고서의 제출을 요구 받은 경우에는 그 증권신고서에 기재된 증권의 취득 또는 매수의 청약일 전일까지 정정신고서를 제출할 수 있다. 다만, 모집가액 또는 매출가액, 발행예정기간, 발행예정금액 등 발행조건 등 중요한 사항³⁶⁾을 정정하고자 하는 경우 또는 증권신고서의 기재나 표시 내용이 불분명하여 그 증권신고서를 이용하는 자로 하여금 중대한 오해를 일으킬 수 있는 내용이 있는 경우 등 투자자 보호를 위하여 그 증권신고서에 기재된 내용을 정정할 필요가 있는 경우³⁷⁾에는 반드시 정정신고서를 제출하여야 한다.

정정신고서의 효력은 모집가액, 매출가액, 발행이자율 및 이와 관련된 사항의 변경으로 인하여 정정신고서를 제출하는 경우에는 그 정정신고서가 수리된 날부터 3일이 지난 날 발생하고 법 제182조 제1항에 따라 등록된 사항을 변경하기 위하여 정정신고서를 제출하는 경우에는 그 정정신고서가 수리된 날에 발생한다. 이렇게 함으로써 정정신고서 제출로 인해 집합투자증권의 추가 발행 및 환매가 중단되지 않도록 하였다. 다만, 정정신고서 제출사유가 집합투자증권의 발행과 관련된 경우에는 투자자 이익에 중대한 영향을 미칠 수 있는 점을 감안하여 일정기간의

36) 집합투자증권인 경우 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항

- 가. 모집가액 또는 매출가액, 발행예정기간, 발행예정금액 등 발행조건
- 나. 인수인(인수인이 있는 경우만 해당한다)
- 다. 법 제182조 제1항에 따라 등록된 사항을 변경하는 경우
- 라. 모집 또는 매출되는 증권의 취득에 따른 투자위험요소

37) 1. 증권신고서의 기재나 표시내용이 불분명하여 그 증권신고서를 이용하는 자로 하여금 중대한 오해를 일으킬 수 있는 내용이 있는 경우

2. 발행인(투자신탁의 수익증권이나 투자익명조합의 지분증권인 경우에는 그 투자신탁이나 투자익명조합을 말한다)에게 불리한 정보를 생략하거나 유리한 정보만을 강조하는 등 과장되게 표현된 경우

3. 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 사실이 발생한 때

- 가. 최근 결산기의 재무제표가 확정된 때
- 나. 집합투자기구 간의 합병계약이 체결된 때
- 다. 집합투자재산 등에 중대한 영향을 미치는 소송이 제기된 때

효력발생기간의 적용이 불가피할 것이고, 이 경우 정정신고서의 효력발생 전까지는 집합투자증권의 추가발행 또는 환매가 제한되게 될 것이다.³⁸⁾

부동산집합투자기구는 환매금지형집합투자기구가 주를 이루기 때문에 대부분 일괄신고서 제출 대상에 해당되지 않고 증권신고서 제출 대상이 된다. 또한 부동산집합투자기구는 전술한 바와 같이 사모형태로 설정되는 경우가 많기 때문에 증권신고서를 제출하지 않고 등록신청서만 제출되는 것이 대부분이라고 할 수 있다.

Ⅷ. 투자설명서

증권을 모집하거나 매출하는 경우 그 발행인은 자본시장법에 따라 작성한 투자설명서(표제부와 본문으로 구성)를 그 증권신고서의 효력이 발행하는 날에 금융감독원에 제출하여야 하며 해당 증권의 발행인의 본점 등³⁹⁾에 비치하고 일반이 열람 할 수 있도록 하여야 한다. 따라서 집합투자증권의 발행인도 투자설명서를 제출하여 한다. 다만, 사모집합투자증권의 발행인은 증권신고서를 제출하지 않아도 되기 때문에 투자설명서 제출의무도 없다.

개방형집합투자증권의 발행인은 자본시장법에 따라 작성한 투자설명서 외에도 추가적으로 금융감독원에 갱신된 투자설명서를 제출⁴⁰⁾하여야 하며 이를 발행인의 본점 등에 비치하고 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 한다. 다만, 그 집합투자증권의 모집 또는 매출을 중지한 경우

38) 변제호/김중훈/엄세용/김유석/홍성기, 같은 책, 571~572쪽.

39) 해당 증권의 발행인의 본점, 금융위원회, 한국거래소, 청약사무를 취급하는 장소

40) 1. 투자설명서를 제출한 후 1년마다 1회 이상 고친 투자설명서를 제출할 것
2. 변경등록을 한 경우 변경등록의 통지를 받은 날부터 5일 이내에 그 내용을 반영한 투자설명서를 제출할 것

에는 제출·비치 및 공시를 하지 아니할 수 있다. 이러한 투자설명서의 추가 제출(갱신)은 기존 투자자보다는 신규 투자자에게 최초투자자의사결정을 위한 최신의 정보를 제공하도록 하려는데 그 목적이 있다. 예를 들면, 1년마다 갱신된 투자설명서를 신규투자자에게 제공하여 추가 신규투자자에게도 최신의 정보가 포함된 투자설명서를 제공하게 되도록 하는 것이다.

증권신고서의 대상이 되는 증권의 모집 또는 매출, 그 밖의 거래를 위하여 청약의 권유 등을 하고자 하는 경우에는 증권신고서의 효력이 발행한 후 투자설명서⁴¹⁾를 사용하는 방법으로 투자권유를 해야 한다. 따라서 집합투자증권 발행인은 집합투자증권을 취득하고자 하는 투자자(전문투자자 등 제외)에게 반드시 투자설명서를 교부하여야 한다.⁴²⁾ 투자설명서는 집합투자업자가 판매회사에게 투자설명서를 제공하여 판매회사에서 투자자에게 교부된다. 투자설명서의 내용은 증권신고서의 기재내용과 원칙적⁴³⁾으로 동일하여야 한다.

41) 다만, 증권신고서가 수리된 후 신고의 효력이 발행시기 전에 발행인이 예비투자설명서를 사용하는 방법 또는 증권신고서가 수리된 후 신문·방송·잡지 등을 이용한 공고, 안내문·홍보전단 또는 전자전달매체를 통하여 발행인이 작성한 간이투자설명서를 사용하는 방법으로 투자권유를 할 수 있다.

42) 투자설명서를 직접 교부하는 방법 외에 전자문서를 통해서 교부할 수도 있다. 전자문서 교부의 요건은 4가지가 있는데 아래와 같다.

전자문서에 의하여 투자설명서를 받는 것을 전자문서를 받을 자(이하 “전자문서수신자”)가 동의할 것

전자문서수신자가 전자문서를 받을 전자전달매체의 종류와 장소를 지정할 것

전자문서수신자가 그 전자문서를 받은 사실이 확인될 것

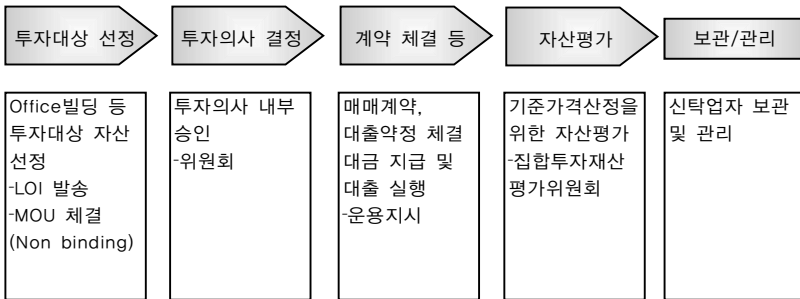
전자문서의 내용이 서면에 의한 투자설명서의 내용과 동일할 것

43) 기업경영 등 비밀유지와 투자자 보호의 형평 등을 고려하여 기재를 생략할 필요가 있는 사항에 대해서는 그 기재를 생략할 수 있다.

Ⅷ. 부동산집합투자기구의 투자 프로세스

부동산집합투자기구의 투자 프로세스는 다양한 형태로 언급될 수 있으나 여기에서는 투자 의사결정 프로세스를 중심으로 살펴보고자 한다. 즉, 부동산집합투자기구의 기본적 운용 프로세스가 아닌 부동산집합투자기구를 설립 및 설정함에 있어서 이루어지는 투자 프로세스(투자대상, 집합투자업자의 투자 의사 결정과정, 계약체결, 평가에 이르기까지의 투자 프로세스)를 다루고자 한다.

<그림5> 부동산집합투자기구 투자 프로세스



1. 부동산집합투자기구의 투자 대상

부동산집합투자기구의 투자대상은 전술한 바와 같이 부동산 실물자산 이외에도 다양한 형태의 부동산 관련 자산을 투자대상으로 하고 있다. 이중 가장 많이 투자되고 있는 것은 임대수익을 목표로 하는 오피스 빌딩, 개발 사업에 대한 대출 또는 대출채권(부동산 담보부) 매입, 자산 유동화증권이라 할 수 있다. 또한 최근에는 미분양 아파트를 구조화하여 투자는 부동산집합투자기구들도 모습을 나타내고 있다. 금융투자상품이 그러하듯이 부동산집합투자기구도 금융시장 및 부동산시장의 환경

변화에 따라 다양한 투자방법이 모색되고 있다.

<표6> 부동산의 범위

부동산
부동산을 기초자산으로 한 파생상품
부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출
부동산의 개발, 부동산의 관리 및 개량, 부동산의 임대, 지상권·지역권·전세권·임차권·분양권 등 부동산 관련 권리의 취득, 기업구조조정촉진법상 채권금융기관이 채권자인 금전채권(부동산을 담보로 한 경우에만 해당)의 취득
다음 각목의 어느 하나에 해당하는 자산이 신탁재산, 집합투자재산 또는 유동화자산의 50% 이상을 차지하는 경우에는 그 수익증권, 집합투자증권 또는 유동화증권 가. 부동산 나. 지상권·지역권·전세권·임차권·분양권 등 부동산 관련 권리 다. 기업구조조정촉진법상 채권금융기관이 채권자인 금전채권(부동산을 담보로 한 경우에만 해당)
부동산투자회사법에 다른 부동산투자회사가 발행한 주식
특정한 부동산을 개발하기 위하여 존속기간을 정하여 설립된 회사(부동산개발회사)가 발행한 증권
부동산, 부동산매출채권(부동산의 매매·임대 등에 따라 발생한 매출채권을 말한다), 부동산담보부채권을 기초로 하여 발행된 유동화증권으로서 그 기초자산의 합계액이 유동화자산 가액의 70%이상인 유동화 증권
주택저당채권담보부채권, 주택저당채권으로서 주택저당채권유동화회사 또는 금융기관(은행, 산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행, 투자매매업자 및 투자중개업자, 증권금융회사, 종합금융회사)이 지급을 보증한 주택저당채권담보부채권 또는 주택저당증권

2. 투자 프로세스

2.1 투자 의사결정 프로세스

집합투자기구의 투자의사결정 방법에 대해서 자본시장법은 직접적으로 명시하고 있지 않지만 집합투자업자는 자본시장법상 위험관리체계 구축 의무를 토대로 집합투자재산에 대한 투자의사결정 프로세스를 구축하고 있다.

금융투자업규정⁴⁴⁾에 따라 금융투자업자는 각종 거래에서 발생하는 제반 위험을 적시에 인식·평가·감시·통제하는 등 위험관리를 위한 제반 체계를 갖추어야 하고 위험을 효율적으로 관리하기 위하여 부서별, 거래별 및 상품별 위험부담한도·거래한도를 등을 적절히 설정·운영하여야 한다.

금융투자회사는 위험을 관리하기 위하여 필요한 지침인 “위험관리지침”을 마련해야 하는데 이 지침에는 영업용순자본비율, 자산의 운용방법, 내부적인 보고 및 승인 체계 등을 정해야 하고 집합투자재산을 운용하면서 발생하는 위험을 효율적으로 관리할 수 있도록 아래 7가지 사항을 포함하여야 한다.

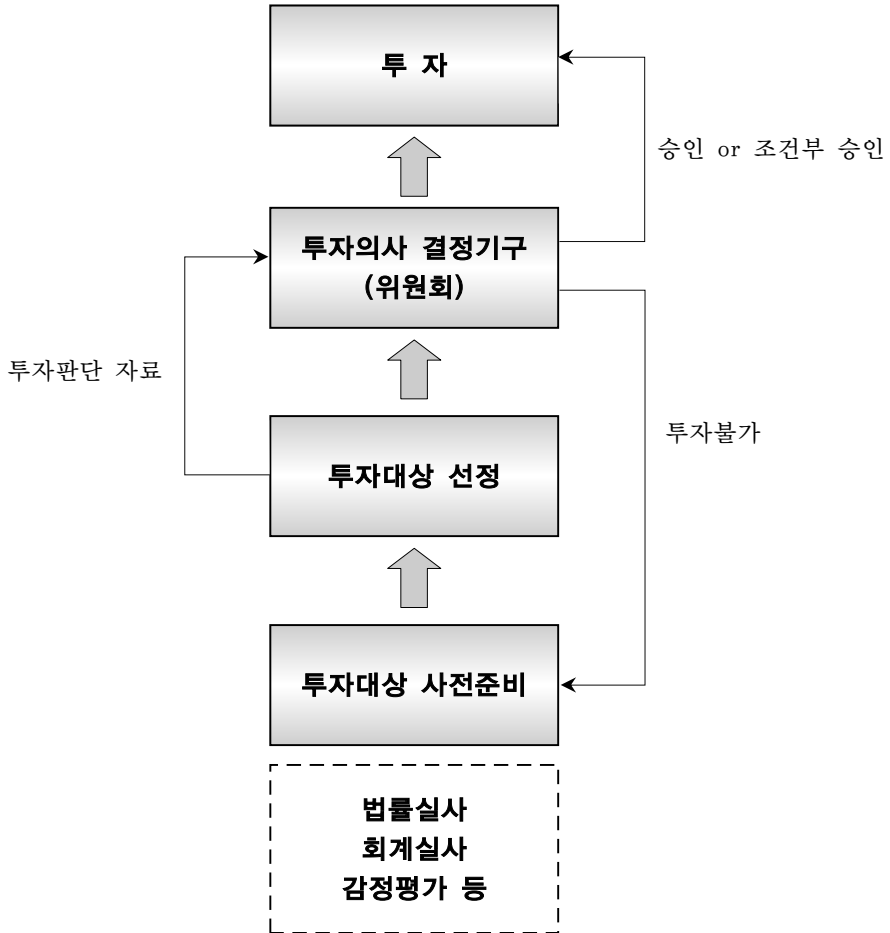
<표7> 위험관리지침에 포함되어야 하는 사항

자산 및 집합투자재산의 운용 시 발생할 수 있는 위험의 종류, 인식, 측정 및 관리체계에 관한 내용
금융투자업자 또는 집합투자기구가 수용할 수 있는 위험 수준의 설정에 관한 내용
개별 자산 또는 거래가 금융투자업자 또는 집합투자기구에 미치는 영향(잠재적 영향 포함)의 평가에 관한 내용
위험관리지침의 내용을 집행하는 조직에 관한 사항
위험관리지침 위반에 대한 처리절차
장부의거래의 작성 및 유지에 관한 사항
기타 건전한 자산운용을 위해 필요한 사항

집합투자업자는 위험관리지침에 따라 투자의사결정 프로세스를 갖게 되는데 투자프로세스는 집합투자업자의 내부 규정 등에 따라 다소 달라질 수는 있지만 일반적으로는 유사한 형태의 투자프로세스를 갖고 있다.

44) 금융투자업규정 제3-42조 내지 제3-44조.

<그림6> 일반적 투자의사결정 프로세스



2.2. 투자의사 결정기구

금융투자업자의 이사회는 위험관리에 관한 다음 각 호의 사항을 심의·의결한다. 다만, 효율적인 위험관리를 위하여 필요하다고 인정되는 경

우 이사회 내에 위험관리를 위한 위원회인 위험관리위원회를 두고 그 업무를 담당하게 할 수 있다.

- 가. 경영전략에 부합하는 위험관리기본방침 수립
- 나. 금융투자업자가 부담 가능한 위험 수준의 결정
- 다. 적정투자한도 또는 손실허용한도 승인
- 라. 위험관리지침의 제정 및 개정

집합투자업자는 이사회를 리스크관리의 최상위기관으로 두고 내부에 투자의사 결정기구를 두어 투자의사결정을 하고 있다. 투자의사 결정기구는 자본시장법상 구체적으로 명시된 기구는 아니지만 금융투자업 규정상 투자에 대한 내부승인 체계를 두도록 하고 있어 통상 위원회를 구성하여 운영하고 있다.

3. 계약 체결 등

투자신탁의 집합투자업자는 투자신탁재산을 운용함에 있어서 그 투자신탁재산을 보관·관리하는 신탁업자에 대하여 그 지시내용을 전산시스템에 의하여 객관적이고 정확하게 관리할 수 있는 방법에 따라 투자신탁재산별로 투자대상자산의 취득·처분 등에 대한 지시를 하여야 하며, 그 신탁업자는 집합투자업자의 지시에 따라 투자대상자산의 취득·처분 등⁴⁵⁾을 하여야 한다. 다만, 집합투자업자는 투자신탁재산의 효율적 운용을 위하여 증권시장이나 해외 증권시장에 상장된 증권의 매매, 장내파생상품의 매매, 단기대출, 금융기관이 발행·할인·매매·중개·인수 또는 보증하는 어음의 매매 등(부동산 등은 제외)은 자신의 명의로 직접 투자대상자산의 취득·처분 등을 할 수 있다.⁴⁶⁾ 투자신탁의 집합투

45) 자본시장법 제80조 참조

46) 예외를 인정한 것은 가격이 수시로 변동되는 주식 등은 자산을 거래함에 있어 신탁업자를 통해서 거래하는 경우 적시성을 확보할 수 없기 때문이다.

사업자(신탁업자 포함)는 투자대상자산의 취득·처분 등을 한 경우 그 투자신탁재산으로 그 이행 책임을 부담한다.

투자신탁을 제외한 집합투자기구의 집합투자업자는 그 집합투자재산을 운용함에 있어서 집합투자기구의 명의(투자익명조합의 경우에는 그 집합투자업자의 명의)로 그 지시내용을 전산시스템에 의하여 객관적이고 정확하게 관리 할 수 있는 방법에 따라 투자신탁재산을 제외한 집합투자재산별로 투자대상자산의 취득·처분 등을 하고, 그 집합투자기구의 신탁 업자에게 취득·처분 등을 한 자산의 보관·관리에 필요한 지시를 하여야 하며, 그 신탁업자는 집합투자업자의 지시에 따라야 한다. 이 경우 집합투자업자가 투자대상자산의 취득·처분 등을 함에 있어서는 집합투자업자가 그 집합투자기구를 대표한다는 사실을 표시하여야 한다. 신탁업자는 지시에 따라야 한다는 것은 취득·처분 등과 관련한 행위를 거부할 수 없다는 것이다. 이를 보완하기 위하여 신탁 업자에게 감시기능과 시정요구 기능을 부여하고 있다. 다만, 사모집합투자기구인 경우에는 그러하지 아니하다.

투자신탁과 투자회사 등의 자산 취득·처분 등의 차이점은 투자신탁의 경우 원칙적으로 부동산 등은 신탁 업자에게 운용지시 하여 자산을 취득·처분케 하고 예외적으로 증권시장에 상장된 증권 등은 집합투자업자가 직접 자산의 취득·처분 등을 수행하도록 한 것이고, 투자회사 등은 법적 실체가 있기 때문에 그 자체가 당사자가 되어 자산을 직접 취득·처분케 하고 이를 신탁 업자에게 보관·관리하도록 한 것이다.

부동산집합투자기구에서 부동산 거래와 관련한 매매계약이 있는 경우에는 통상 매도인과 매수인(신탁업자), 집합투자업자(집합투자기구의 운용지시 지위) 3자가 계약을 체결한다. 자본시장법상으로는 투자신탁의 경우 집합투자업자의 운용지시에 의하여 신탁업자가 체결하거나 투자회사 등은 투자회사 등이 당사자가 되어 직접 계약을 체결해도 되나 신탁업자 또는 거래상대방 등의 요청 등에 의하여 집합투자업자가 집합

투자업자의 지위로 계약에 포함되는 경우가 대부분이다.

4. 부동산 관련 집합투자재산의 평가

집합투자업자는 집합투자재산을 평가함에 있어서 증권시장(해외 증권시장 포함)에 상장된 증권은 최종시가, 파생상품시장에서 거래되는 파생상품은 파생상품시장에서 공표하는 가격으로 평가하여야 한다.⁴⁷⁾ 즉, 자산의 시가가 형성된 것은 시가평가 원칙을 적용하고 있다. 평가일 현재 신뢰할 만한 시가가 없는 경우에는 집합투자재산을 공정가액으로 평가 할 수 있다. 공정가액은 집합투자재산에 속한 자산의 종류별로 취득가격, 거래가격, 채권평가회사·회계법인·신용평가회사·감정평가업자·투자매매업자·관련 법령에 따라 인가(허가, 등록 등)를 받은 자·이에 준하는 외국인이 제공한 가격, 환율, 집합투자증권의 기준가격을 고려하여 집합투자재산평가위원회(사모투자전문회사의 경우에는 업무 집행사원)가 충실의무를 준수하고 평가의 일관성을 유지하여 평가한 가격을 의미한다. 다만, 부도채권 등 부실화된 자산에 대해서는 금융위원회가 정하여 고시하는 기준에 따라 평가하여야 한다.

집합투자업자는 집합투자재산의 평가업무를 수행하기 위하여 집합투자재산평가위원회를 구성·운영하여야 한다. 집합투자재산평가위원회는 집합투자재산의 평가업무 담당임원, 집합투자재산의 운용업무 담

47) 사모투자전문회사 등은 다음과 같이 시가평가 예외를 두어 평가할 수 있도록 하고 있다.

1. 사모투자전문회사가 자본시장법 제270조 제1항 제1호 또는 제2호에 따라 지분증권에 투자하는 경우에는 그 지분증권의 취득가격
2. 평가기준일이 속하는 달의 직전 3개월간 계속하여 매월 10일 이상 증권시장에서 시가가 형성된 채무증권의 경우에는 평가기준일에 증권시장에서 거래된 최종시가를 기준으로 둘 이상의 채권평가회사가 제공하는 가격정보를 기초로 한 가격
3. 해외 증권시장에서 시세가 형성된 채무증권의 경우에는 둘 이상의 채권평가회사가 제공하는 가격정보를 기초로 한 가격

당임원, 준법감시인, 그 밖에 금융위원회가 인정한 자(현재 미지정)로 구성⁴⁸⁾해야 한다. 또한 집합투자재산평가위원회는 집합투자재산평가 기준의 적용 여부 등 집합투자재산평가에 관한 사항을 반기마다 이사회에 보고하여야 한다. 현행 자본시장법상으로 집합투자재산평가위원회는 평가업무 담당임원 등 3인으로 밖에 구성할 수 없다. 아직 금융위원회가 인정하는 자가 지정되지 않았기 때문이다. 따라서 공정성 확보를 위하여 집합투자재산평가위원회 구성원을 조속히 확보할 필요성이 있다.

부동산집합투자기구의 투자대상은 시가가 없는 경우가 대부분이기 때문에 집합투자업자의 사내 집합투자재산평가위원회에서 평가한 공정가액으로 평가하는 경우가 대부분이다. 따라서 평가방법이 적정한지에 대한 문제점은 계속해서 노출되어 있는 상태이다.

IX. 나오는 말

집합투자기구에 등록 및 유가증권신고서 제도가 확대 적용됨에 따라 집합투자기구의 설정 및 설립시기가 과거 간접투자기구보다 길어진 것은 분명하다. 투자자 보호 등의 이유로 등록 및 증권신고서 제도를 집합투자기구에도 확대시킨 것에 대해서는 부정할 수 없으나, 반대로 집합투자기구를 일반 증권과 같이 취급하여 동일하게 등록 및 증권신고서 제도를 적용함으로써 집합투자기구의 설정 및 설립 기간이 장기화 되어 시장 친화성이 떨어지게 되었다는 것도 부인할 수 없을 것이다. 따라서 집합투자기구의 등록 및 증권신고서 제도는 일부 수정이 필요하며 업계에서도 기간 단축에 대한 문제가 계속 제기 되고 있는 실정이다. 즉 투자자 보호에 지장에 없는 측면에서 등록 기간과 증권신고서 효력발생 기간의

48) 자본시장법 제238조 제2항 참조.

단축이 모색되어야 할 것이다. 또한, 증권신고서의 내용이 너무 많아 증권신고서의 내용을 현행과 같이 계속 기재하도록 할 것인가에 대해서도 재검토의 필요성이 있다. 현실과 이상의 두 마리 토끼를 잡는 것은 어떤 일에서든 쉽지 않을 것이나 제도의 획일성 때문에 불필요하게 공존하는 제도들은 반드시 시정되어야 할 것으로 판단된다.

부동산집합투자기구의 투자대상 자산은 시가평가가 곤란한 자산이 대부분인 것은 사실이나 다양한 평가방법의 부재로 인하여 환매가 자유롭지 못함에 따라 공모 부동산집합투자기구가 설정·설립되기 곤란한 측면이 있다. 또한 부동산집합투자기구의 투자기간은 설정·설립 후 6개월 이내에 50%이상을 부동산 및 부동산 관련자산에 투자해야 하기 때문에 공모 부동산집합투자기구의 설정·설립이 불가능한 측면이 많이 있다. 부동산집합투자기구가 주식형 증권집합투자기구와 같이 일반투자자에게 활성화되기 위해서는 이러한 제도의 재검토가 지속적으로 수행되어야 할 것이다. 만일 공모부동산집합투자기구가 활성화 된다면 투기성 부동산 투자를 줄이는 수단으로도 작용할 수 있을 것으로 생각한다. 즉, 부동산 투자자금을 제도권 안으로 끌어들여 관리한다면 투기성 자금을 일부 관리할 수 있을 것으로 판단한다.

(투고일 2011년 1월 19일, 심사일 2011년 1월 21일, 게재확정일 2011년 2월 8일)

주제어 : 부동산집합투자기구, 부동산펀드, 부동산집합투자기구 설정, 부동산 집합투자기구 투자 프로세스

참고문헌

- 국회 재경제위원회, 자산운용법안(정부제출) 검토보고, 2003. 4.
법제처, 간접투자운용업법 제정 이유서
변재호 외 공저, 자본시장법, 지원출판사, 2009. 11. 3.
제정경제부, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안 설명자료,
2006. 6. 30

[Abstract]

A Study on Establishment of Real Estate Collective Vehicle and Investment Process

Chi-Hyung Lee*

Enforcing “FINANCIAL INVESTMENT SERVICES AND CAPITAL MARKETS ACT” at February 4, 2009., “indirect investment” was changed “collective investment”. This means the activities of acquiring, disposing of, and managing in any way such assets as are valuable for investment with money or similar pooled by inviting two or more persons for such investment, or with a surplus fund under Article 81 of the State Finance Act, without being bound by management, instructions given from time to time by investors or by any fund management entity, and distributing the yields there from to vest in investors or any fund management entity.

For the real estate collective vehicle establish, “collective investment business entity” have to registered the real estate collective vehicle with the Financial Services Commission, provide to investment prospectus to investors. And collective investment business entity hold an investment committee usually.

It is an undeniable fact that nowadays “Real Estate Collective Vehicle” has been growing since the Act was enforced. But it need to more development for the growth yet. Particularly an investment process of establishment of “Real Estate Collective Vehicle” needs to the development more than the present.

* compliance officer, KORAMCO Asset Mangement Company

It is important for the development that “Real Estate Collective Vehicle” has the diversity. But it has some limits to the development because of the nature of the investment property in real estate.

Key Words : Real Estate Collective Vehicle, Real Estate Fund, Establishment of Real Estate Collective Vehicle, Investment Process of Establishment of Real Estate Collective Vehicle