

자본시장법상 집합투자기구 운영체계의 재검토

박 철 영*

목 차

- | | |
|-------------------------|----------------------|
| I. 서 언 | 3. 지배구조의 불완전 |
| II. 신종 집합투자기구의 운영구조 | IV. 집합투자기구 운영체계의 재설계 |
| 1. 회사형 집합투자기구 | 1. 집합투자기구 규제체계의 개편 |
| 2. 조합형 집합투자기구 | 2. 회사형 집합투자기구의 재설계 |
| III. 신종 집합투자기구 운영상의 문제점 | 3. 지분증권의 재구성 |
| 1. 운영구조의 부적합 | V. 결 어 |
| 2. 지분증권 발행의 부적합 | |

I. 서 언

집합투자는 다수의 투자자로부터 모집된 자금을 자산운용전문가인 제3자가 운용하고 그 수익을 투자자에게 분배하는 자산운용방식으로서 이를 행하는 법적 수단인 집합투자기구(collective investment scheme)는 자산운용자와 투자자와의 관계를 중심으로 구성된다. 전통적으로 신탁 계약과 주식회사 형태로 발전되어 왔지만, 투자장치(investment vehicle)라는 성질상 이에 한정되는 것은 아니다. 다수의 투자자가 공동 사업에 참여할 수 있는 법적 형식이면 되고, 투자재산의 보유와 운용은 제3의 전문가에게 위탁되기 때문에 반드시 법인격이 요구되지도 않는다. 자본 시장의 투자상품과 자산운용방법이 확대됨에 따라 집합투자기구의 법적 형태도 다양화된다.

* 한국에탁결제원 부장, 법학박사

우리나라의 경우 ‘간접투자자산운용업법’(이하 ‘자산운용업법’이라 한다)상 집합투자기구는 신탁계약인 투자신탁과 주식회사인 투자회사에 한정되었다. 2004년 상법상 합자회사도 집합투자기구의 법적 형태로 추가되었으나, 이는 사모투자전문회사(Private Equity Fund, 이하 ‘PEF’라 한다)라는 특수한 집합투자기구로만 제한되었다. 이에 따라 상법상 유한회사나 익명조합 등을 이용하여 사실상 집합투자를 행하지만 집합투자로서의 법적 규제를 받지 아니하는 다수의 비전형상 집합투자기구가 출현하게 되었는데, 여기에 출자한 투자자의 권리는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하 ‘자본시장법’이라 한다)상 증권에 해당하지 아니하기 때문에 투자자 보호에 문제가 발생하였다. 이에 자본시장법은 투자자 보호의 범위를 확대하는 한편 집합투자업을 더욱 활성화시키고자 하는 취지에서 집합투자에 활용될 수 있는 모든 법적 단체를 집합투자기구로 수용하였다. 즉 기존의 투자신탁과 투자회사에 더하여 상법상 유한회사·합자회사, 민법상 조합 및 상법상 익명조합을 집합투자기구의 새로운 법적 형태로 인정하였다.¹⁾

집합투자기구의 법적 형태가 확대될 경우 이를 통하여 다양한 투자상품이 설계·도입될 수 있고 집합투자기구는 금융중개의 중심적 기능을 더욱 효과적으로 수행할 것으로 기대된다. 존의 투자신탁과 투자회사는 투자자가 가지는 권리내용이 균질하여 다양한 손익구조(risk-return profile)를 가지는 투자상품을 설계하기 어려웠다. 그러나 새로운 형태의 집합투자기구의 경우에는 구성원 자치에 의하여 손익분배방법을 자율적으로 설정할 수 있기 때문에 다양한 투자성향을 가지는 투자자의 수요에 부응하는 투자상품을 제공할 수 있게 된다. 또한 집합투자의 경우에는 자산운용, 상품판매, 투자자문, 자산보관(신탁) 등 여러 분야에 다수

1) 상법상 회사 중 무한책임사원만으로 구성되는 합명회사는 투자자 각자가 자신의 투자분에 한하여 손실위험을 부담하는 집합투자와는 본질적으로 일치하지 않기 때문에 제외되었다. 조상욱/이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자규제의 주요내용 및 문제점”, BFL 제22호(서울대학교금융법센터, 2007. 3), 30쪽.

의 금융투자업자가 관여하여 분업과 전문화의 장점을 발휘하기 때문에 투자상품의 확대가 가져오는 산업적 효과는 매우 클 것으로 기대된다.

그러나 이러한 취지 및 기대와 달리 자본시장법은 유한회사, 합자회사, 조합 및 익명조합의 특수한 성질과 투자장치에 있어서의 민·상법적 제약요소를 충분히 고려하지 못하였다. 그 결과 실제로 이들을 이용한 새로운 집합투자기구를 설립·운영하고자 할 경우 많은 문제에 직면하게 된다. 서로 다른 법적 형태를 취하는 집합투자기구는 비록 동일한 기능을 수행한다고 하더라도 단체로서의 본질과 운영원리가 다르기 때문에 규제의 범위와 수준 또한 달리 정할 필요가 있다. 따라서 이 글에서는 투자신탁과 투자회사 이외의 새로운 형태의 집합투자기구 운영체계의 문제점을 구체적으로 검토하고 이를 해결할 수 있는 방안을 모색해 보고자 한다. 2011년 11월 25일 국회에 제출된 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안”(이하 ‘자본시장법 개정안’이라 한다)은 2011년 개정 상법이 도입한 유한책임회사 및 합자조합을 집합투자기구의 한 형태로 수용하는 동시에 의결권 행사방법 등 집합투자기구 운영상의 문제점을 개선하는 내용을 담고 있는데, 이에 의한 해결 가능성도 검토해 본다.

Ⅱ. 신종 집합투자기구의 운영구조

1. 회사형 집합투자기구

집합투자기구는 일반적으로 자본의 제공자와 운용자를 분리하는 방식 및 그 지배구조에 따라 계약형(contractual model)과 회사형(corporate model)으로 구분된다.²⁾ 자본시장법은 회사형으로서 종래의 주식회사

2) IOSCO, Examination of Governance for Collective Investment Schemes(2006. 6),

형태(투자회사) 외에 유한회사 및 합자회사 형태를 추가로 인정하였다.

1.1 투자회사

1.1.1 설립 및 사원구성

투자회사의 설립은 상법상 주식회사의 설립과 대체로 같다. 다만, 투자회사는 집합투자업자 및 집합투자증권 판매업무를 수행하는 투자매매업자에 의하여 설립되는 것이 세제상 유리하고 일반적이기 때문에 설립방식이 발기설립으로 제한된다(제194조).³⁾ 발기인은 금융투자업자 임원의 자격요건을 갖추어야 하는 것 외에는 자격과 수에 제한이 없다. 신주 발행을 용이하게 하기 위하여 수권주식총수에는 제한이 없고, 무액면 주식을 발행하기 때문에 설립시 발행가액의 총액이 자본이 된다(제194조 제3항). 출자의 목적은 집합투자기구의 성질상 금전으로 제한된다(제194조 제7항). 다만, 사모투자회사에서는 객관적 가치평가가 가능하고 다른 투자자의 이익을 해할 우려가 없는 경우 금전 외에 증권, 부동산 등 실물자산으로 출자할 수 있다(제249조 제3항).

투자자들은 투자회사의 설립시 발기인으로 참여하여 주주가 될 수도 있으나, 대부분은 설립 후 최초의 주주인 집합투자업자 등으로부터 주식을 취득하여 주주가 된다.

1.1.2 지배구조

투자회사의 기관은 주주총회, 이사회, 법인이사 및 감독이사로 구성

5-8쪽.

3) 이하 신중집합투자기구의 운영구조에 관한 설명은 대부분 자본시장법에서 규정하고 있는 내용이지만, 집합투자기구 종류별로 내용이 서로 다르고 민·상법에 대하여 각자 다른 특례를 두고 있기 때문에 그 동이(同異)를 구분하기가 어렵다. 따라서 현행 제도의 문제점을 분석하기 전에 먼저 그 내용을 비교·정리해 볼 필요가 있다. 한편, 투자회사는 자본시장법상 '신중'의 집합투자기구는 아니지만, 다른 종류 집합투자기구의 운영구조를 비교하는 기준으로 삼았기 때문에 편의상 함께 설명하기로 한다.

된다. 업무집행기관인 대표이사 및 감독기관인 감사를 따로 두지 않고 법인이사 및 감독이사가 그 역할을 수행한다.

법인이사는 투자회사를 대표하고 업무를 집행하는 이사로서 집합투자업자 1인으로 선임된다(제197조 제1항). 투자자(주주)에 대한 집합투자업자(이사)의 책임을 강화하고 지배구조를 투명하게 하기 위한 것이다.⁴⁾ 집합투자업자는 법인이사의 직무를 수행할 자를 자신의 임직원 중에서 선임할 수 있는데, 그 수에는 제한이 없으므로 직무별로 업무집행자를 선임할 수 있다. 감독이사는 법인이사의 업무집행을 감독하는 감독기관으로서 2인 이상이 선임된다(제197조 제2항). 특히 집합투자업자의 운용행위의 적법성 여부에 대한 감독이 중요한데, 그 독립성을 위하여 감사에 준하여 그 자격이 엄격히 제한된다(제199조 제4항).

이사회는 상법상 주식회사와 달리 법과 정관이 정하는 사항만을 결의할 수 있다(제200조 제3항). 따라서 투자회사의 가장 중요한 업무인 집합투자재산 운용업무 등 일상적인 의사결정을 법인이사가 단독으로 수행하는 등 법인이사가 상법상 대표이사보다 넓은 업무집행권한을 갖는다. 그러나 상법상 주주총회의 권한사항인 정관변경, 결산서류 승인, 이익배당 등에 관한 사항은 이사회가 결정한다.

주주총회는 매년 1회의 정기총회를 개최하는 것이 원칙이나, 재무제표의 승인이 이사회 권한사항이기 때문에 반드시 정기총회를 개최할 이유가 없다. 법령 또는 정관에 정한 바에 따라 주주총회의 결의가 필요한 때에 개최하면 된다. 상법과 달리 의사정족수요건이 부과되어 발행주식총수의 과반수를 소유하는 주주의 출석으로 성립되며, 보통결의는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 이상의 수로써, 특별결의는 출석한 주주의 의결권의 2/3 이상과 발행주식총수의 1/3 이상의 수로써 한다(제201조 제2항).⁵⁾ 투자신탁의 수익자총회와 같이 연

4) 법령제정실무작업반, 간접투자 해설(박영사, 2005), 289-290쪽.

5) 상법상 주식회사의 주주총회에는 의사정족수요건이 없는 반면 투자회사의 주주총회

기주주총회가 적용되어 최초 주주총회가 성립되지 않은 경우 연기된 주주총회는 오직 출석한 주주만으로 성립된다(제201조 제3항).

1.1.3 지분 및 이익분배

투자회사의 지분은 상법상 주식회사의 주식과 같지만, 집합투자의 성질상 그 종류와 발행방법이 다르다. 먼저, 주식은 보통주로만 발행된다(제206조 제2항). 우선주는 주주의 이익을 해할 수 있기 때문에 허용되지 않는다. 그리고 주권은 무액면·기명식으로 발행되어야 하므로(제196조 제1항) 주권에는 주금액이 표시되지 않고 주식수만 기재된다. 주권은 일괄예탁의 방법으로 발행하여야 하기 때문에 한국예탁결제원(이하 ‘예탁결제원’이라 한다)에 예탁되는데(제196조 제2항), 주권불소지제도(상법 제358조의2)를 이용하여 실물주권을 거의 발행하지 아니한다. 우선주의 발행이 허용되지 않기 때문에 의결권 없는 주식 역시 발행될 수 없다.

그밖에 의결권, 이익배당 등 주주의 권리에 있어서는 주주평등의 원칙이 적용되고, 주주는 주권에 의하여 주식을 자유롭게 양도할 수 있다.

1.2 투자유한회사

1.2.1 설립 및 사원구성

투자유한회사는 상법상 유한회사와 마찬가지로 유한책임사원으로만 구성된다. 발기인제도가 적용되지 않으므로 집합투자업자가 사원으로 서 설립사무를 수행한다. 주식회사와 달리 유한회사는 설립시 2인 이상의 사원이 필요하기 때문에(상법 제543조 제1항) 투자유한회사를 설립

에는 의사정족수요건이 부과되어 있다. 이 경우 결의요건은 출석한 주주의 의결권의 과반수(보통결의) 또는 2/3 이상(특별결의)이면 되고 발행주식총수의 1/4 이상 또는 1/3 이상이라는 요건은 필요없는데, 2003년 자산운용업법 입법과정에서 이에 관한 착오로 인하여 결의요건이 중복적으로 규정되었다.

하는 집합투자업자는 2인 이상이어야 한다. 설립시에는 집합투자업자가 아닌 자를 사원으로 가입시킬 수 없기 때문에(제207조 제5항) 오로지 집합투자업자의 출자만으로 설립된다. 출자금 설립시 전액이 납입되어야 하고, 출자의 목적 역시 사모투자유한회사인 경우를 제외하고는 금전으로 제한된다(제207조 제2항·제4항).

투자자들은 투자유한회사 설립단계에서 참여할 수 없기 때문에 금융위원회 등록 후 지분증권을 취득하여 사원이 된다.

1.2.2 지배구조

투자유한회사의 기관구성은 대체로 상법의 규정에 의한다. 사원총회와 1인의 이사만 둔다. 이사회 및 상법상 임의적 기관인 감사는 배제된다(제212조). 업무집행기관인 이사는 투자회사와 마찬가지로 집합투자업자(법인이사)이다(제209조).

투자유한회사는 최고의 의사결정기관은 사원총회이다. 상법상 유한회사의 사원총회는 결의사항에 제한이 없으나, 투자유한회사의 경우에는 투자회사와 마찬가지로 법령 및 정관에 정한 사항으로 제한된다. 사원은 출자지분 1좌마다 1개의 의결권을 갖는다(제212조 2항). 결의방법은 투자회사의 경우와 같다(제210조 제2항).⁶⁾

1.2.3 지분 및 이익분배

상법상 유한회사는 사원의 지분에 대하여 지분증권을 발행하지 못한다. 그러나 투자유한회사의 경우에는 집합투자기구의 특성상 지분의

6) 그러나 자본시장법상 규정된 결의요건은 서로 다르다. 보통결의에 관해서 보면, 투자회사에서는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 이상의 수를 요건으로 하고 있지만(제201조 제2항), 투자유한회사에서는 출석한 사원의 의결권의 과반수만을 요건으로 하고 있다(제210조 제2항). 전자의 경우에는 의사정족수가 없는 상법상 주주총회의 결의요건을 따른 반면, 후자의 경우에는 의사정족수가 있는 상법상 유한회사 사원총회의 결의요건을 따랐기 때문이다.

양도를 위해 지분증권이 발행된다(법 제208조). 지분증권 역시 투자회사 주식과 마찬가지로 무액면·기명식으로, 일괄예탁의 방법으로 발행된다. 투자회사의 주권과 달리 상법상 불소지제도가 적용되지 않기 때문에 지분증권은 실물증서의 형태로 발행되어야 한다.

상법의 규정에 따라 사원이 아닌 자에 대하여 지분을 양도하는 경우에는 사원총회의 특별결의를 얻어야 한다(상법 556조 제1항). 상법상 내부적으로 사원자치가 인정되는 유한회사와 달리 집합투자기구인 투자유한회사에 있어서는 투자자 평등원칙이 적용된다. 따라서 이익배당은 각 사원의 출자좌수에 따라 균등하게 이루어져야 한다(제208조 제1항).

1.3 투자합자회사

1.3.1 설립 및 사원구성

투자합자회사는 상법상 합자회사와 마찬가지로 무한책임사원과 유한책임사원으로 구성된다. 그러나 집합투자기구로서의 특성상 사원의 수와 자격이 제한된다. 무한책임사원은 집합투자업자 1인이어야 하고(회사는 다른 회사의 무한책임사원이 될 수 없는 상법(제173조)의 예외이다), 유한책임사원 역시 설립 시에는 1인으로 제한된다(제213조 제1항).⁷⁾

투자유한회사와 마찬가지로 집합투자업자는 설립시 출자금 전액을 납입하여야 하고, 출자의 목적 역시 금전으로 제한되어 상법상 합자회사에서의 노무 또는 신용의 출자는 허용되지 않는다(제213조 제4항).

7) 투자자 보호를 위하여 금융위원회에의 등록이 완료되기 전까지는 투자자를 모집할 수 없도록 하였기 때문이다(제213조 제5항). 그러나 수인의 투자자가 있는 사모펀드인 경우에는 그 중 1인만이 설립에 참여하여 출자를 하고, 금융위원회에 등록된 후 그 지분을 양도하게 되는 부자연스러운 결과가 발생된다. 투자조합의 경우에도 마찬가지이다. 한국증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ(박영사, 2009), 244쪽.

투자자들은 설립단계에서 유한책임사원으로 참여할 수 있으나, 그 수가 1인으로 제한되기 때문에 금융위원회 등록 후 지분을 취득하여야 한다. 유한책임사원의 수에는 제한이 없다.

1.3.2 지배구조

상법상 합자회사와 마찬가지로 투자합자회사의 무한책임사원이 업무집행사원이 된다. 업무집행사원의 역할 및 직무수행방법은 투자회사의 법인이사와 같다. 유한책임사원은 상법의 규정에 따라 무한책임사원의 업무집행에 대한 감시권을 행사한다(제217조 제1항).

집합투자기금인 투자합자회사는 상법상 합자회사와는 달리 투자자 보호를 위한 필요적 기관으로서 사원총회를 두어야 한다. 사원총회는 사원의 이익에 중대한 영향을 미치는 사항에 한하여 결의할 수 있다(제215조 제1항). 상법상 합자회사에서는 사원마다 하나의 지분을 가지지만(지분단일주의), 투자합자회사의 유한책임사원은 출자지분 1좌마다 1개의 의결권을 가진다(제215조 제4항, 제190조 제10항). 그리고 업무집행사원이 가지는 지분에 대해서는 집합투자업자의 이해상충을 방지하기 위해 의결권이 제한된다(제215조 제4항).⁸⁾ 총회의 결의는 출석한 사원의 의결권수의 2/3와 발행된 지분증권총수 1/3 이상의 찬성으로 하여야 한다(제215조 제3항). 투자신탁의 수익자총회와 마찬가지로 사원의 이해관계에 중요한 사항들에 한하여 결의하므로 주주총회의 특별결의와 동일한 요건으로 규정하였다.

1.3.3 지분 및 이익분배

투자합자회사의 경우에도 투자자의 지분양도를 위하여 상법의 특례

8) 투자합자회사에서는 업무집행사원(무한책임사원)인 집합투자업자가 증권의 발행자의 지위에 서는 것으로 인정되기 때문에 상법상 주식회사의 자기주식에 대한 의결권 제한규정(상법 제369조 제2항)을 준용하였다.

로서 지분증권이 발행되어야 한다(제216조 제2항). 다만, 무한책임사원의 지분양도는 전사원의 동의를 얻어야 하고, 유한책임사원의 지분양도는 무한책임사원의 동의를 얻어야 한다(상법 제269조, 제276조). 지분증권의 발행에 관한 사항은 투자유한회사의 경우와 같다.

상법상 합자회사와 달리 투자합자회사의 경우 투자자 평등원칙이 적용되어 유한책임사원에 대해서는 지분에 따른 이익이 균등하게 배분된다(제216조 제2항, 제208조 제1항). 그러나 무한책임사원과 유한책임사원 간에는 정관이 정하는 바에 따라 배당률, 배당순서를 달리 정할 수 있다(제217조 제4항).

2. 조합형 집합투자기구

계약형 집합투자기구는 계약의 내용에 따라 신탁형(trust model)과 조합형(partnership model)으로 구분될 수 있다. 신탁관계에 의한 지배구조의 장점으로 인하여 신탁형이 가장 일반적인 형태로 운영되고 있으나, 자본시장법은 민법상 조합과 상법상 익명조합 2가지 형태를 수용하였다.

2.1 투자조합⁹⁾

2.1.1 설립 및 사원구성

투자조합은 민법상 조합과 같이 조합원간 조합계약의 체결에 의하여 설립된다(제218조 제1항).

투자조합의 조합원은 민법상 조합과 달리(투자합자회사와 유사하게) 무한책임조합원과 유한책임조합원으로 구성되는데, 설립시에는 각각

9) 자본시장법상 투자조합은 2011년 개정상법이 도입한 ‘합자조합’(제86조의2 내지 제86조의9)과 실질이 같기 때문에 자본시장법 개정안은 투자조합을 ‘투자합자조합’으로 변경하였다(개정안 제218조 내지 제223조).

1인으로 제한된다(제219조).¹⁰⁾ 집합투자업자가 무한책임사원이 된다. 조합원은 공동으로 출자를 하여야 하는데, 출자가 성립요건은 아니지만 회사형 집합투자기구에서 회사설립(등기) 전에 출자가 이루어지는 것과 균형을 맞추어 조합계약 체결 즉시 출자하여야 한다고 본다. 출자목적은 투자합자회사 등과 같다.

투자합자회사의 경우와 마찬가지로 투자자들은 설립단계에서 유한책임조합원으로 참여할 수 있으나, 그 수가 1인으로 제한되기 때문에 금융위원회 등록 후 그 지분을 취득하여야 한다. 유한책임조합원의 수에 는 역시 제한이 없다.

2.1.2 지배구조

투자조합의 지배구조는 투자합자회사와 같다. 집합투자업자인 무한책임조합원이 업무집행조합원이 된다. 투자조합은 법인격이 없는 단체이므로 업무집행조합원은 투자조합을 위하여 유한책임조합원을 ‘대리’하여 업무를 수행한다.¹¹⁾ 유한책임조합원은 무한책임조합원의 업무집행에 대하여 감시권을 가진다.

민법상 조합은 사단이 아니기 때문에 다수결 원리에 의하여 단체의 의사를 결정하는 조합원총회가 반드시 필요하지 않지만, 투자신탁과 마찬가지로 투자자 스스로 조합재산 운용에 필요한 의사를 결정할 것이 요구되는 투자조합의 경우에는 조합원총회를 두어야 한다(제220조 제1항). 조합원총회 역시 법령 및 조합계약에서 정한 사항에 한하여 결의할 수 있다. 조합원총회의 운영에 관한 사항은 투자합자회사 사원총회와 대체로 같다. 명시적인 규정은 없지만 투자합자회사의 경우와 같이 업무집행사원이 가지는 지분은 의결권이 없다고 해석된다.¹²⁾

10) 유한책임조합원을 1인으로 제한하는 취지와 그 문제점은 앞의 각주 7) 참조.

11) 한국증권법학회, 위의 책, 252쪽.

12) 한국증권법학회, 위의 책, 257쪽.

2.1.3 지분 및 이익분배

투자조합의 재산은 조합원의 ‘합유’에 속하나(민법 제704조 제2항), 조합원이 가지는 지분의 양도를 위하여 지분증권이 발행된다(제220조 제4항). 그러나 그 양도에는 조합원 전원의 동의가 필요하다. 지분증권의 발행 및 조합원의 권리에 관한 사항은 투자합자회사의 경우와 같다.

2.2 투자익명조합

상법상 익명조합은 법적 형식면에서는 회사가 아닌 조합계약이지만 공동사업의 형식과 내용 면에서는 합자회사와 동일하다. 한편, 투자조합은 민법상 조합이지만 유한책임조합원과 무한책임조합원으로 구성되는 등 합자회사와 조직형태가 거의 같다. 따라서 투자익명조합은 투자조합 내지 투자합자회사와 그 운영구조가 거의 유사하다. 투자조합의 무한책임조합원이 투자익명조합의 영업자에 해당하고 유한책임사원은 익명조합원에 해당한다.

투자익명조합의 경우에도 투자조합과 같이 익명조합원 전원으로 구성되는 조합원총회를 두어야 한다(제226조 제1항). 상법상 익명조합은 영업자와 조합원 양 당사자 간의 계약으로서 다수의 조합원과 동일한 익명조합계약을 체결하더라도 조합원 간에는 아무런 법률관계가 존재하지 아니하기 때문에 민법상 조합과 같은 조합원총회는 있을 수 없다. 익명조합원총회는 집합투자기구라는 성질상 요구되는 특별한 의사결정기구이다.

그러나 투자익명조합의 경우 조합재산은 영업자의 단독소유에 속하게 되고(상법 제79조), 이 조합재산은 신탁업자와의 신탁관계에 의하여 보관·관리되기 때문에(제228조 제2항) 영업자의 고유재산과 구분된다. 익명조합원의 지분에 대해서도 지분증권이 발행되는데, 그 지분의 내용은 투자조합과는 다르다. 개별 익명조합원이 출자한 재산은 조합원 공동

의 재산이 아니므로 조합원의 지분이라는 것은 개별 조합원이 영업자에 대하여 갖는 계약상의 권리(이익분배 및 출자가액의 반환청구권)일 뿐이다. 이러한 지분을 양도하기 위해서는 익명조합계약에 이에 관한 정함을 두어야 하고 영업자의 동의를 얻어야 한다.¹³⁾

Ⅲ. 신종 집합투자기구 운영상의 문제점

1. 운영구조의 부적합

자본시장법은 투자자 보호의 범위를 확대하기 위하여 상법상 유한회사, 합자회사, 익명조합 및 민법상 조합도 집합투자기구가 될 수 있게 하였다. 그러나 이들 회사와 조합은 통상의 기업조직이 아니라 집합투자의 매개수단이라는 특성상 민·상법상 그것과는 크게 다른 운영구조를 취하게 되었고, 자본시장법상 특수한 회사와 조합이 창설된 결과가 되었다. 이는 또한 동일한 기능을 수행하는 투자장치 간에 규제차익(regulatory arbitrage)이 발생할 수 있는 점을 우려하여 그 운영체계를 균등화한 규제정책의 결과이기도 하다. 그렇지만 이들 역시 본질적으로는 상법상 유한회사, 합자회사, 익명조합 및 민법상 조합이기 때문에 구성원간 인적 신뢰관계와 폭넓은 사적 자치 등 그 고유의 속성에는 변함이 없다. 따라서 집합투자기구로서의 기능을 완전히 수행하는 데에는 한계가 있을 수밖에 없다.

13) 익명조합에서의 당사자의 지위는 전속적인 것으로서 특약이 없는 한 타인에게 양도할 수 없다고 보는 것이 통설이다. 이철송, 상법총칙·상행위법(박영사, 2008), 369쪽.

〈집합투자기구의 법적 형태별 운영구조 비교〉

구분	투자회사	투자유한회사	투자합자회사	투자조합	투자익명조합
사원구성 (설립시)	주주(유한책임) -	유한책임사원 -	무한책임(1인) 유한책임(1인)	무한책임(1인) 유한책임(1인)	영업자(1인) 익명조합원(1인)
출자목적	금전	(좌동)	금전	(좌동)	금전(조합원)
설립방법	정관작성→출자 →설립등기	(좌동)	(좌동)	조합계약→출자	조합계약→출자
업무집행	법인이사 (집합투자업자)	(좌동)	무한책임사원 (집합투자업자)	(좌동)	영업자 (집합투자업자)
감독	감독이사	-	유한책임사원	(좌동)	익명조합원
이사회	법인이사(1인) 감독이사(2인 이상)	-	-	-	-
총회구성	전 사원	(좌동)	(좌동)	(좌동)	익명조합원
의결권	전 사원	유한책임사원	(좌동)	(좌동)	익명조합원
결의요건	출석 의결권 1/2 발행주식총수 1/4	출석 의결권 1/2	출석 의결권 2/3 발행증권총수 1/3	(좌동)	(좌동)
	출석 의결권 2/3 발행주식총수 1/3	(좌동)			
재산귀속	회사	(좌동)	(좌동)	조합원(합유)	영업자
지분양도	자유	총회 특별결의	무한책임사원 동의	전 조합원 동의	영업자 동의
이익배분	평등배분	(좌동)	유한-무한 차등 유한사원간 평등	(좌동)	평등배분

1.1 집합투자기구로서의 부적합성 : 합자회사

합자회사는 사원간 인적 신뢰관계를 바탕으로 하는 소수자의 공동기업에 이용되는 법인형태로서 그 실체는 조합이다. 유한책임사원이 있다는 점에서 합명회사와 구분되지만, 같은 인적회사로서 기관이 구성되지 않고 사원이 직접 업무를 집행하며(소유와 경영의 미분리), 내부관계에 사원자치가 폭넓게 인정된다.

이러한 합자회사에서는 기관의 분화에 의한 견제기능이 작동되지 않고 업무를 집행하는 무한책임사원이 유한책임사원으로부터 광범위한 재량권을 부여받게 되는데, 이는 투자회사와 같은 회사형 집합투자기구

에 부적합하다고 할 수 있다. 회사형 집합투자기구는 이사회 중심의 지배구조에 의하여 자산운용자의 대리인 문제를 해결하는 것이 그 요체인데,¹⁴⁾ 투자합자회사는 무한책임사원인 집합투자업자의 자산운용행위에 대하여 이사회 또는 감독이사에 의한 감독기능이 수행되지 않는다. 이 감독기능은 투자재산을 보관·관리하는 신탁업자에 의존할 수밖에 없는데, 투자신탁에서와 같이 신탁계약이 체결되는 것은 아니므로 신탁의 수탁자에 의한 감독·견제기능을 기대하기 어렵다.¹⁵⁾ 결국 투자합자회사는 회사형이 아닌 조합형 집합투자기구(투자조합)와 동일한 지배구조를 갖게 되기 때문에 회사형 집합투자기구라고 하기 어렵다.

한편, 이미 사모투자전문회사(Private Equity Fund. 이하 ‘PEF’라 한다)가 합자회사의 형태를 취하고 있기 때문에 합자회사를 집합투자기구의 법적 형태로 일반화하는데 무리가 없다고 볼 수 있다. 2004년 자산운용업법이 사모투자전문회사를 합자회사의 형태로 도입한 것은 외국에서 PEF의 조직형태로 일반화된 합자조합(LP : limited partnership)이 우리나라에서는 인정되지 않는 상태에서 이와 가장 유사한 형태가 합자회사이기 때문이었다.¹⁶⁾ 합자회사는 출자의 이행과 환급 및 손익분배가 유연하고 조합의 경우와 달리 투자가가 유한책임사원이 될 수 있다는 점에서 PEF에 적합하다고 할 수 있다. 그러나 이는 반드시 합자회사에 의해서만 달성되는 것이 아니다. ‘중소기업창업지원법’에 의한 창업투자조합 등과 같이 특별법에 의하여 유한책임조합원이 존재하는 새로운 유형의 조합(합자조합)을 창설할 수 있다. 2011년 개정 상법도 새로운 기업형태의 하나로 이러한 합자조합을 도입하고자 하였는데(상법 제86조의2 내지 제86조의9), 자본시장법상 투자조합은 이 합자조합과 사실상 동일한 것이다.¹⁷⁾ 자본시장법은 여전히 PEF의 법인 형태를 투자합자회사로 규정하고

14) IOSCO, 앞의 보고서, 7쪽.

15) 이에 관한 사항은 투자조합의 지배구조에 관한 아래 III.3. 참조.

16) 박정훈, “사모투자전문회사 도입배경 및 경과”, BFL 제10호(서울대학교 금융법센터, 2005), 49쪽.

있지만(법 제9조 제18항 제7호), PEF는 투자조합이나 합자조합으로도 설립·운영될 수 있기 때문에 반드시 합자회사이어야 하는 것은 아니다.

위와 같이 합자회사는 그 운영구조상 회사형 집합투자기구로 적합하다고 할 수 없는데, 실질이 동일한 조합 형태의 집합투자기구를 활용할 수 있기 때문에 이를 인정할 실익도 거의 없다.¹⁸⁾ 일본의 경우에도 금융상품거래법상 집합투자기구의 법적 형태로 조합, 익명조합, 유한책임조합¹⁹⁾ 등을 규정하면서 그 실질이 조합과 같은 합명회사와 합자회사는 제외하였다. 사원 스스로 업무를 집행하고 다른 사원으로부터 자산운용에 관하여 광범위한 재량권을 부여받는 점은 일반적인 집합투자기구로서 적합하지 않다고 본 것이다.²⁰⁾

1.2 공모집합투자기구로서의 부적합성

1.2.1 투자유한회사

유한회사는 인적회사와 물적회사의 요소를 유기적으로 결합한 중간 형태의 회사이다. 주식회사와 같은 유한책임제도를 활용하되, 소수의

17) 다만, 상법상 합자조합은 (i) 무한책임조합원의 출자목적에 제한이 없어 신용이나 노무의 출자가 허용되고(상법 제86조의8 제2항), (ii) 합자조합의 유한책임조합원은 조합계약에서 정하면 예외적으로 업무집행권을 행사할 수 있으며(상법 제86조의8 제2항), (iii) 유한책임조합원의 지분양도에 대하여 조합계약이 정하는 바에 따라 다른 조합원 전원의 동의를 받지 않아도 되는 점(상법 제86조의7 제2항) 등에서 자본시장법상 투자조합과 차이가 있다.

18) 상법상 합자조합의 도입 논의에 있어서도 합자회사와의 유사성으로 인하여 양자를 함께 인정할 실익은 없다는 점이 지적되었다. 정대익, “상법 개정안상 새로운 기업유형에 대한 검토”, 상사법연구 제28권 제3호(한국상사법학회, 2009), 109-112쪽.

19) 조합원과세를 목적으로 2005년 ‘有限責任事業組合契約に關する法律’의 제정에 의하여 도입한 특수한 조합이다. 미국의 유한책임조합(Limited Liability Partnership)을 도입한 것인데, 등기가 설립요건이 아니라 공시수단에 불과한 점과 노무출자가 허용되지 않고 금전출자만 가능하다는 점이 다르다.

20) (日本)金融審議會, 投資サービスを向けて(2005. 12), 339쪽.

사원이 자유롭고 간편하게 조직을 구성하고 운영할 수 있는 장점이 있는 회사이다. 이사회나 감사와 같은 기관이 임의적 기관이기 때문에 소규모 폐쇄기업에 적합하다.

이러한 유한회사가 집합투자기구가 되는 데에는 문제가 없다. 같은 물적회사인 주식회사 형태의 투자회사와 비교할 때 가장 큰 차이점은 기관 구성이 간소하다는 것이다. 투자회사는 주주총회, 이사회, 대표이사, 감사 등 주식회사의 기관구조를 거의 그대로 취하기 때문에 자산운용의 투명성 확보 및 투자자 보호에 유리한 반면, 회사 운영상 복잡한 절차와 상대적으로 많은 비용이 요구되는 단점이 있는데, 투자유한회사는 이와 반대의 결과를 가져온다. 따라서 투자유한회사는 기관투자자 등 소수의 투자자를 대상으로 폐쇄적으로 운영되는 사모집합투자기구에 적합한 회사 형태라고 할 수 있다.

사모집합투자기구는 집합투자증권을 사모로만 발행하고 기관투자자 등을 제외한 투자자 수가 49인 이하인 집합투자기구로서(법 제9조 제19항), 투자자 스스로 투자위험을 감수하거나 자신의 이익을 보호할 능력을 충분히 갖고 있으며 자산운용에 직접 참가하거나 그 운용상황을 감시할 수 있다. 따라서 공모집합투자기구에 비하여 투자자 보호의 필요성이 낮고 자산운용의 자율성을 보장할 필요가 있기 때문에 집합투자기구에 대한 규제가 크게 완화된다. 집합투자업자의 자산운용 제한규정이 원칙적으로 적용되지 아니하고, 공시·회계의무 및 수탁회사의 감시의무 등이 적용되지 아니하며, 집합투자자총회가 적용되지 아니할 뿐만 아니라 금전 외에 증권, 부동산 또는 실물자산의 출자도 허용된다(제249조).

이러한 사모집합투자기구의 특례는 투자유한회사의 특성과 그대로 일치한다. 그럼에도 불구하고 자본시장법은 사원총회와 지분의 증권화를 규정하는 등 투자유한회사를 일반적인 집합투자기구로 예정하고 있다. 유한회사사원 수를 50인 이하로 하는 상법의 규정이 폐지되어 투자유한회사의 투자자 수에 관한 법률상 제한은 없으나, 유한회사라는 속성

상 투자유한회사가 공모집합투자기구에 이용될 가능성은 거의 없다고 본다.

1.2.2 투자조합 및 투자익명조합

투자조합은 기본적으로는 민법상 조합이나, 무한책임조합원과 유한책임조합원으로 구성되는 점에서 합자회사와 유사하고, 상법상 합자조합(LP)과 거의 동일하다.²¹⁾ 종래에도 ‘중소기업창업지원법’에 의한 중소기업창업투자조합, ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법’에 의한 벤처투자조합 등의 형태로 이용되고 있었던 조합인데, 내부적으로는 조합의 실질을 갖추고 외부적으로는 사원의 유한책임이 확보되는 기업형태에 대한 수요의 증가가 집합투자기구에 반영된 것이라고 할 수 있다.

이러한 조합형태의 집합투자기구는 다양한 투자성향을 가진 투자자가 사적자치를 통하여 다양한 손익분배구조를 가지는 집합투자기구를 설립·운용하는데 유용하다. 그러나 조합원간 손익 및 권한의 분배에 있어 사적자치가 널리 인정되는 결과 투자자 보호를 위한 지배구조 면에서는 신탁형 및 회사형에 비하여 취약하다.²²⁾ 따라서 투자조합은 공모집합투자기구로 일반화되기는 어렵다고 할 수 있다. 상법도 합자조합이 PEF 등 사모 집합투자기구나 벤처기업 등 사적자치가 중요시되는 소규모 기업에 활용될 것으로 기대하였다.²³⁾ 그럼에도 불구하고 자본시장법은 투자유한회사와 마찬가지로 투자조합에 대해서도 지분의 증권화와 조합원총회를 규정하는 등 공모집합투자기구로의 이용을 예상하고 있다.²⁴⁾

투자익명조합 역시 그 실질은 투자합자회사 및 투자조합과 같기 때문에 이러한 문제는 동일하다고 할 수 있다.

21) 양자의 차이점에 대해서는 앞의 각주 17) 참조.

22) 이에 관한 자세한 사항은 아래 III. 3. 참조.

23) 2008. 5. 7. 입법예고 ‘상법 회사편 일부개정법률(안)’의 개정 이유.

24) 자본시장법상 개정안상 투자합자조합의 경우에도 이러한 문제는 동일하다.

2. 지분증권 발행의 부적합

집합투자기구는 문자 그대로 다수의 투자자로부터 자본을 모아 운용하는 투자장치이므로 그 법적 형태에 관계없이 일정한 출자를 한 투자자에게 그 지분을 표시한 유가증권을 발행하는 것이 투자금액 회수를 위한 지분 양도의 편의와 투자자의 이익 보호라는 측면에서 바람직할 수 있다. 그러나 주식회사와 달리 상법상 유한회사, 합자회사, 익명조합 및 민법상 조합은 구성원간 인적 결합관계가 강한 성질상 그 지분의 양도가 자유롭지 못하다. 다른 구성원의 동의를 얻어야 하고 지명채권양도의 방법으로 양도될 수밖에 없다. 따라서 집합투자기구라 하여도 이러한 형태의 회사와 조합인 이상 지분을 증권(증서)화 하기는 어렵다.

2.1 부적합한 지분의 증권(증서)화

새로운 회사 또는 조합 형태의 집합투자기구에 있어 지분의 양도는 최초의 사원 또는 조합원으로 출자하는 투자자나 집합투자업자가 집합투자기구 설립 후 자신의 지분을 분할하여 다수의 투자자에게 양도하고, 이를 양수한 투자자가 당해 지분을 다시 다른 투자자에게 양도하는 과정으로 이루어진다. 자본시장법은 민·상법에 대한 특례로서 새로운 형태의 집합투자기구는 그 사원 또는 조합원이 가지는 지분에 대하여 지분증권을 발행할 것을 규정하고 있다. 지분을 채권양도의 방법으로 양도하는 것은 자본시장법상 증권의 유통방법으로 적합하지 않기 때문에 간편한 양도방법을 마련하고자 한 것이다. 그러나 이러한 지분양도를 목적으로 증서형식의 지분증권을 발행하는 것은 다음과 같은 이유에서 적합하지 못하다.

먼저, 집합투자기구에 대한 출자지분을 법상 증권으로 하기 위하여 반드시 이를 증서(지분증권)화할 필요는 없다. 자본시장법은 투자성 있

는 권리를 포괄적으로 증권으로 정의하면서 그 권리가 표시된 증서의 발행은 증권의 개념요소에서 제외하고 있다. 나아가 증권의 종류를 6가지로 구분하면서 그 “증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리”는 그 증권이 발행되지 아니한 경우에도 증권으로 간주하고 있다(제4조 제9항). 증권의 요소를 갖춘 투자성이 있는 권리는 증서의 발행여부에 관계없이 증권으로 인정되기 때문에 증권은 증서가 발행된 ‘증서증권’과 증서가 발행되지 않는 ‘무증서증권’(의제증권) 두 가지 형식으로 존재한다. 증권의 유통상 증서가 필요한지 여부에 따라 그 형식이 결정된다. 현재 ‘국채법’ 및 ‘공사채등록법’에 의하여 등록의 방법으로 발행되는 각종 채권이 대표적인 의제증권인데,²⁵⁾ 이 밖에도 증서에 표시되는 절차 없이 권리 상태로 존재하는 증권이 있을 수 있다. 유한회사, 합자회사, 조합 등의 지분이 바로 이에 해당한다. 자본시장법은 이들 지분에 대해서도 반드시 증서화된 지분증권을 발행할 것을 요구하고 있으나, 이와 같이 지분 그 자체가 증권(의제증권)으로 인정될 수 있기 때문에 반드시 그럴 필요는 없다. 자본시장법이 종래의 ‘유가증권’과는 다른 ‘증권’ 개념을 도입하고 의제증권을 인정한 것은 전통적인 증권 이외에 다양한 권리가 금융상품으로서 투자대상이 될 수 있는 점을 고려하여 법의 적용대상을 확대하는 한편 새로운 금융상품의 등장에 유연하게 대응할 수 있도록 하기 위함이다. 위와 같은 지분증권의 발행은 이러한 자본시장법의 취지에 부합하지 않는다.

뿐만 아니라, 유한회사, 합자회사, 조합 및 익명조합은 그 단체적 성질상 지분의 양도가 제한되기 때문에 지분증권의 발행은 적합하지 않다. 특히 조합의 경우 조합재산의 조합원의 합유에 속하고, 익명조합원의 출자재산은 영업주의 단독재산이 되기 때문에 조합원이 단독으로 자신

25) 2011년 7월 14일 제정된 ‘전자단기사채의 발행 및 유통에 관한 법률’에 의하여 2013년 이후 전자적 등록의 방법으로 발행될 전자단기사채(현재의 기업어음) 역시 자본시장법상 의제증권이 될 것이다.

의 지분을 양도할 수가 없다. 이들 지분을 양도하기 위해서는 다른 구성원(익명조합의 영업자를 포함한다)의 동의를 얻어야 하기 때문에 그 유통수단으로서의 증서(지분증권)의 발행은 의미가 없고, 오히려 불법적인 양도를 조장하여 투자자들의 혼란과 피해를 초래할 우려가 있다.

이와 같이 새로운 형태의 집합투자기구의 지분은 비록 자본시장법상 증권이기는 하나, 유통성이 없는 증권이기 때문에 증서형식으로 발행할 이유가 없을 뿐만 아니라 그 발행방법도 적합하지 않다. 자본시장법의 목적은 이들 지분을 ‘증권’으로 인정하는 데 있는 것이지 증서를 발행하는데 있는 것이 아니다.

2.2 지분증권 발행·유통사항의 입법 미비

새로운 형태의 집합투자기구가 지분증권을 발행하는 것은 그 지분의 성질상 부적합한 것이기는 하나, 민·상법의 특례규정을 두어 이를 발행하는 것 자체가 금지되는 것은 아니다. 특별법에 의하여 민·상법상 허용되지 않는 새로운 유가증권이 창설될 수 있는데, 이 경우 법률로써 그 발행과 유통에 관한 사항을 명확히 규정하여야 한다. 그런데 자본시장법은 지분증권의 발행근거만을 규정하고 있을 뿐 그 발행과 유통에 관한 사항을 거의 규정하고 있지 않고 있다. 따라서 실제로 지분증권을 발행하고자 하는 경우에도 이를 실행할 수 없는 문제가 있다.

첫째, 투자합자회사와 투자조합의 경우 지분의 단위에 대한 규정이 없다. 주식회사나 유한회사와 달리 합자회사 및 조합에서의 지분은 각 사원 및 조합원마다 1개인데(지분단일주의), 자본시장법은 이에 대한 특례규정, 즉 유한회사와 같이 “각 사원은 출자좌수에 따라 지분을 가진다”(상법 제554조, 지분복수주의)는 규정을 두지 않고 있다. 현행 규정에 의하면 각 사원 및 조합원에 대하여 하나의 지분증권이 발행되고, 각 사원 및 조합원은 그 지분증권의 수에 따라 균등한 권리를 가지기 때문

에(제208조, 제216조 제2항, 제227조 제2항) 출자금액에 관계없이 동일한 권리를 가지는 것이 된다. 그리고 지분을 양도하는 경우에는 대부분 지분의 일부양도가 되므로 지분의 양도절차(무한책임사원 및 조합원 전원의 동의) 외에 지분증권의 분할절차를 거쳐야 한다. 각 사원 및 조합원은 출자좌수에 따라 지분을 가진다는 특례규정의 입법 미비이다. 조합원이 출자한 재산은 영업자에게 귀속되고 다수의 조합원 간에는 아무런 계약관계가 없는 익명조합의 경우에는 지분의 개념도 불분명하기 때문에 이에 대한 정의도 선행되어야 한다.

둘째, 지분증권의 양도방법에 관한 정함이 없다. 민·상법은 지분증권의 발행을 허용하지 아니하기 때문에 이에 관한 규정을 두고 있지 않다. 그러므로 집합투자기구에 대하여 지분증권 발행의 특례를 인정하는 경우에는 당연히 그 양도방법을 정하여야 한다. 그러나 자본시장법은 지분증권의 형태를 투자회사의 주식과 같은 기명식증권으로 규정하고 있을 뿐이다(제208조 제3항, 제216조 제2항, 제22조 제2항, 제227조 제2항). 상법상 주식과 같이 지분증권의 교부만으로 양도할 수 있다는 취지로 이해할 수 있으나, 명문의 규정이 없는 이상 투자회사의 경우와 달리 상법상 주식의 양도방법(제336조)에 의할 수 없다. 기명식증권인 이상 민법상 지명채권양도방법에 의할 수밖에 없는데, 이는 자본시장에서의 증권의 유통방법으로 적합하지 못하다. 이러한 증권은 혼장임치와 계좌대체를 기본으로 하는 예탁결제제도를 이용할 수도 없다. 주권과 같이 교부만으로 양도할 수 있도록 하기 위해서는 입법적 보완이 필요하다.²⁶⁾

셋째, 지분증권은 기명식증권으로 발행되는데, 사원명부 및 조합원명부에 관한 규정이 없다. 지분증권 외에 사원명부 및 조합원명부에 사원 및 조합원의 지분(출자좌수)과 지분증권에 관한 발행사항이 기재되어야 한다. 또한 지분 내지 지분증권을 양도하는 경우 발행자에 대한요건으로서 명의개서를 하는 절차도 필요하다. 그러나 자본시장법은 이러한 사항

26) 한국증권법학회, 앞의 책, 197쪽.

을 전혀 규정하지 않고 있기 때문에 실무상 이를 처리할 방법이 없다.

넷째, 지분증권의 권리관계를 정하는 기준이 없다. 지분의 단위가 규정되지 않았을 뿐만 아니라 증권 및 사원명부 등에 그 단위(좌)를 표시하는 방법에 관한 규정도 없다. 또한 지분증권 점유의 효력, 사원명부 기재의 효력, 선의취득 인정여부, 지분증권 상실시의 처리방법 등에 대해서도 아무런 규정이 없기 때문에 지분증권을 발행할 경우 많은 혼란이 발생할 수밖에 없다.

한편, 자본시장법은 새로운 형태의 집합투자기구가 발행하는 집합투자증권을 모두 ‘지분증권’으로 규정하고 있는데, 그 ‘지분’의 의미가 불명확하고 ‘지분증권’이라는 용어가 부적합하다. 우선, 일반적으로 회사의 지분이란 사원이 회사에 대하여 가지는 법률상의 지위, 즉 권리의무의 총체로서 사원권 자체를 의미하는데,²⁷⁾ 집합투자기구는 금전의 출자에 의하여 형성된 재산의 운용과 그 수익의 분배를 목적으로 하는 것이므로 여기서의 지분은 ‘투자자가 집합투자기구에 참가하여 수익 기타 재산의 분배를 받을 수 있는 권리’라고도 정의할 수 있다.²⁸⁾ 그러나 집합투자기구의 사원 및 조합원은 그 지분에 의하여 수익 등 재산의 분배 외에 의결권 등의 권리도 행사하는 점을 고려하면 일반적인 지분의 정의를 그대로 적용할 수도 있다. 이러한 지분이 표시된 증권을 ‘지분증권’으로 정의하는 것 또한 적합하지 못하다. 자본시장법은 6가지 증권의 종류의 하나로서 주권, 신주인수권증서, 출자증권 등 각종 출자지분이 표시된 증권을 ‘지분증권’으로 규정하였는데(제4조 제2항 제2호), 그 중 하나를 다시 지분증권으로 규정함으로써 상·하위 개념 간 중복과 혼동이 발생하고 있다. 집합투자기구의 지분은 투자자인 각 사원 또는 조합원의 출자에 따른 권리이므로 ‘출자증권’으로 규정하는 것이 바람직할 것이다.

27) 정찬형, *상법강의(상)*(박영사, 2008), 533쪽; 한국증권법학회, 앞의 책, 197쪽.

28) 證券取引法研究會, *集團投資スキームに関する規制について*(2005. 12), 11쪽.

2.3 지분증권 발행방법의 부적합성

새로운 형태의 집합투자기구의 지분증권은 투자회사의 주권 및 투자신탁의 수익증권과 마찬가지로 예탁결제원에 의하여 일괄예탁의 방법으로 발행되어야 한다. 일괄예탁이란 증권을 새로 발행하는 경우 당해 증권의 소유자인 예탁자 또는 그 고객의 신청에 의하여 이들 대신 예탁결제원을 명의인으로 하여 증권을 발행하는 것을 말한다(제309조 제5항). 이는 투자자가 실물증권 발행 후 이를 개별적으로 예탁결제원에 예탁하는 대신 발행단계에서 일괄적으로 예탁하는 한편, 예탁결제원의 명의로 불소지²⁹⁾ 또는 등록³⁰⁾을 하여 실물증권을 불발행하는 방법이다.

그런데 이들 지분증권은 앞에서 본 바와 같이 그 성질상 양도성이 제한되고, 증권의 교부 내지 이와 동일한 효력이 있는 예탁결제시스템상 계좌대체(book-entry)의 방법으로 양도할 수 없기 때문에 예탁대상증권이 될 수 없다. 따라서 자본시장법의 규정에도 불구하고 실제로는 일괄예탁의 방법으로 발행할 수가 없다.³¹⁾

한편, 증권시장에 상장되는 집합투자증권은 그 결제구조상 반드시 예탁결제원에 예탁되어 계좌체의 방법으로 양도할 수 있어야 하는데, 이러한 지분증권은 예탁적격성이 없기 때문에 상장을 할 수 없게 되는 문제가 있다. 이 경우 해당 집합투자기구는 부동산 등 실물자산에 투자할 수 없게 되는 또 다른 문제를 초래한다. 집합투자재산의 20%를 초과하여 부동산 등 시장성 없는 실물자산에 투자하는 경우에는 집합투자증권의 환매를 수용할 수 없는 성질상 해당 집합투자기구는 환매금지형(폐쇄형)으로 설립되어야 하고 그 집합투자증권을 증권시장에 상장하여

29) 상법상의 주권 불소지제도(상법 제358조의2)와 이를 준용한 투자신탁의 수익증권 불소지제도(제189조 제9항)를 말한다.

30) '공사채등록법' 및 '국채법'에 의한 채권과 양도성예금증서(CD)의 등록제도를 말한다.

31) 자본시장법 개정안에서는 이러한 문제를 해결하기 위하여 지분증권의 일괄예탁의 무효 규정을 폐지하는 것으로 하였다(개정안 제208조 제3항).

야 하기 때문이다(제230조).

3. 지배구조의 불완전

집합투자에 있어서는 자본의 제공자와 운용자가 분리되기 때문에 투자자는 운용전문가인 집합투자업자의 재량에 의존할 수밖에 없고, 결국 집합투자업자의 이해충돌 및 대리인 문제가 발생하게 된다. 따라서 감시 기능이 효과적으로 수행되는 지배구조를 설정하여 이러한 문제를 해결할 것이 요구된다. 집합투자기구의 지배구조란 집합투자기구가 투자자 및 다수의 관계인으로부터 독립적이면서 효율적으로 운영될 수 있도록 하는 조직·운영체계로서 그 궁극적 목적은 투자자를 보호하는 것이다.³²⁾ 이러한 지배구조는 집합투자기구의 법적 형식에 맞게 설계되어야 그 기능이 효과적으로 수행될 수 있다. 대부분의 국가에서 집합투자기구가 회사형과 신탁형 2가지 형태를 중심으로 발전되어 온 것은 신탁과 회사라는 법적 형식이 자본의 제공과 운용을 분리하는 법적 수단을 제공하는 동시에 이러한 지배구조의 요청에도 부합하였기 때문이다.

비록 집합투자기구가 될 수 있는 법적 형식에는 제한이 없지만, 자본시장에서 공인된 투자장치로 운영되기 위해서는 투자자 보호의 요청상 회사형이나 신탁형과 같이 이에 적합한 지배구조를 갖출 것이 요구된다. 이러한 요청에 따라 영국의 경우 공중에 대하여 투자권유행위를 할 수 있는 집합투자기구는 FSA(Financial Services Authority)의 인가를 받은 투자신탁(unit trust)과 투자회사(open-ended investment companies)로 한정된다.³³⁾ 미국의 경우에도 SEC에 등록될 수 있는 투자회사(investment company)의 법적 형식에는 제한이 없지만, 규제체계를 회사형으로 일원화하여 그 법적 형식에 관계없이 독립이사(independent director)로 구성

32) IOSCO, 앞의 보고서, 3쪽.

33) FSMA, Sec. 238(4).

되는 이사회 등 회사법적 지배구조의 요건을 갖추도록 하고 있다.³⁴⁾ 일본의 경우 역시 다르지 않다. 전형적 집합투자기구인 투자신탁(신탁형)과 투자법인(회사형)은 특별법³⁵⁾에 의하여 영·미와 유사한 지배구조가 적용되고 금융청에 등록되어야 하지만, 기타 조합 형태의 비전형적 집합투자기구는 각각의 근거 법률에 따라 구성될 뿐 그러한 요건과 절차가 적용되지 않는다.

자본시장법은 집합투자기구의 법적 형태를 유한회사, 합자회사, 조합 등으로 확대하면서 민·상법의 특례로서 사원총회 등 지배구조에 관한 규정을 두었다. 그러나 투자합자회사, 투자조합 및 투자이익조합은 인적 결합관계가 강한 조합적 성질상 회사형이나 신탁형과 같이 투자자 보호에 적합한 지배구조를 갖추는 데에는 한계가 있다. 투자회사에서와 같이 이사회(감독이사)를 통하여 감독기능이 수행되지 않는다. 투자재산을 보관·관리하는 신탁업자(이하 ‘자산보관회사’라 한다)가 감독기능을 수행하게 되는데, 신탁관계에 있지 아니하기 때문에 투자신탁에서와 같이 수탁자의 법적 의무로서 감독기능이 수행되지 않는다. 회사형인 투자유한회사의 경우에도 마찬가지이다.

투자신탁의 수탁자는 투자신탁 설정의 공동 당사자로서 투자자를 위하여 신탁재산을 보유하고 신탁법상 완전한 수탁자(trustee)로서의 지위를 갖는 반면, 자산보관회사는 기본적으로 외부업무수탁자로서 단지 재산의 보관자(hold for safekeeping)로서의 기능을 수행한다.³⁶⁾ 자산보관회사도 자산운용행위에 대하여 수탁자와 같은 감독권³⁷⁾을 행사할 수

34) Investment Company Act, Sec.10. 모든 형태의 투자회사에 대하여 회사형 지배구조가 적용되기 때문에 등록 투자회사의 대부분은 투자신탁(unit investment trust) 대신 소위 뮤추얼펀드(mutual fund)로 불리는 개방형투자회사(open-ended company)의 형태를 취하고 있다.

35) ‘投資信託及び投資法人に關する法律’을 말한다.

36) 이종기, “투자신탁펀드의 지배구조에 관한 비교법적 연구”, 증권법연구 제2권 2호 (한국증권법학회, 2001), 79-80쪽.

37) 자산운용행위의 적법성 확인 및 위반사항의 철회·변경·시정요구(제247조), 집합

있으나, 이는 법률의 규정 및 위탁계약에 따라 개별적·제한적으로 부여된 권한으로서 신탁법상 수탁자에게 일반적으로 인정되는 적극적 관리권과는 거리가 있다. 신탁의 수탁자는 운용자의 자산운용행위 뿐만 아니라 수익증권의 발행·환매, 기준가격·환매가격의 산정 등 집합투자재산의 관리 전반에 걸쳐 감독권을 행사하고 운용자의 위법·부당한 지시도 거부할 수 있다. 수탁자는 수익자를 위하여 신탁재산을 보유하는 자로서 법정 의무와 별도로 적극적으로 신탁재산 방어·보호할 의무를 부담하기 때문이다.³⁸⁾ 또한 투자신탁의 수탁자는 신탁법상 수익자 보호를 위한 충실의무(fiduciary duty)를 부담하는데(자본시장법은 제102조에서 이를 확인적으로 규정하고 있다), 회사형 또는 조합형 집합투자기구의 자산보관회사는 계약상의 선관주의의무를 부담하는데 그친다(제244조). 신탁의 수탁자는 수익자의 이익을 우선해서 행동하여야 한다는 충실의무의 구체적인 내용은 신탁법 및 자본시장법상 규정되어 있는데,³⁹⁾ 법률상 명시적인 규정이 없는 경우에도 신탁관계로부터 묵시적으로 인정될 수 있다.⁴⁰⁾

이와 같이 새로운 형태의 집합투자기구의 지배구조는 신탁의 수탁자 또는 회사의 이사회 중심이 아니라 자산보관회사의 감시기능에 의존하고 있는데, 이로써는 투자자 보호에 충실한 지배구조를 갖추었다고 보기 어렵다. 자산보관회사는 투자재산의 구분관리를 통하여 1차적으로 집합투자업자의 신용리스크 절연과 이익상반행위 방지 등의 기능을 수행하고, 2차적으로 자산운용행위에 대한 감독기능을 수행하게 되는데,⁴¹⁾ 수

투자재산의 평가 및 기준가격 확인(제238조 제5항) 등이다.

38) 이종기, 신탁법(삼우사, 2007), 312-314쪽.

39) 신탁법은 충실의무의 내용으로서 신탁과의 이익충돌 회피와 신탁이익 향유금지를 규정하고 있고(신탁법 제29조·제31조), 자본시장법은 이를 구체화하여 신탁업자의 금지행위로 열거하고 있다(법 제108조).

40) 이종기, 앞의 책, 280쪽.

41) 證券取引法研究會, 앞의 보고서, 15쪽.

탁자의 지위에 있지 않고 이사회도 없는 상태에서는 후자의 기능을 다하는 데에는 한계가 있을 수밖에 없다.

Ⅳ. 집합투자기구 운영체계의 재설계

1. 집합투자기구 규제체계의 개편

1.1 포괄주의 규제체계 도입

집합투자제도에 있어 투자자 보호를 위한 규제체계는 집합투자기구라는 투자장치(investment vehicle)에 대한 규제와 투자대상인 증권(집합투자기구가 발행하는 증권을 말한다)에 대한 규제로 구분된다. 자본의 소유와 운용이 분리되고 투자자와 운용자간 정보의 비대칭으로 인하여 대리인 문제가 발생하는 집합투자에 있어서는 공시규제, 불공정거래규제 등 증권에 대한 규제만으로는 투자자 보호의 목적을 달성할 수 없기 때문에 집합투자기구의 설립, 지배구조, 공시의무, 자산운용제한 등 투자장치에 대한 별도의 규제체계가 필요하다.

이러한 투자장치에 대한 규제의 필요는 집합투자의 본질적 특성인 ‘공동성’과 ‘수동성’에서 비롯된다. 집합투자상품은 복수의 투자자에 의한 공동성으로 인하여 무형의 권리인 것이 많고, 투자자가 투자재산을 직접 관리하지 않는 수동성으로 인하여 투자대상자산을 직접 파악하기가 어렵다. 따라서 투자자가 금융상품의 내용을 충분히 이해하기 어렵고 적절한 투자판단을 하기 어려운 문제가 있다. 또한 투자자가 투자대상자산을 직접 운용·관리하지 않기 때문에 집합투자기구 운영자 등에 의한 부정행위나 이익충돌행위가 발생하기 쉽다는 문제도 있다. 이러한 문제를 방지하기 위한 감시활동이 필요하나, 그 비용을 회피하는 무임승차자

(free-rider)가 존재하기 때문에 투자자가 개별적으로 감시활동을 수행할 요인이 없게 된다. 공동투자라는 속성상 이른바 ‘집단행동의 문제’(collective action problem)가 발생할 수밖에 없다.⁴²⁾ 한편, 집합투자기구에 있어 증권에 관한 규제는 집합투자증권에 특유한 것이 아니라 일반 금융투자상품에 관한 규제가 그대로 적용된다.

이러한 집합투자기구에 관한 규제체계를 설계함에 있어 우선적인 고려사항은 규제대상이 되는 집합투자기구를 어떻게 정의할 것인가 하는 문제이다. 집합투자기구의 법적 형태는 매우 다양할 수 있는데, 종전에는 이를 투자신탁과 투자회사로 제한하여 법적 규제 및 투자자 보호의 범위가 매우 좁았었다. 이에 자본시장법은 투자자 보호의 범위를 확대하기 위하여 집합투자기구의 법적 형태를 유한회사, 합자회사, 조합 등으로 다양화하였다. 그러나 집합투자기구를 포괄적으로 정의하지 않고 투자신탁과 투자회사 외에 4가지의 회사형·조합형 집합투자기구를 제한적으로 열거하는데 그쳤다. 그 결과 종래 증권거래법 하에서 익명조합이나 유한회사를 이용한 집합투자행위가 법적 규제를 받지 않고 행해졌던 것과 마찬가지로 상법상 새로운 기업형태로서 합자조합(Limited Partnership), 유한책임회사(Limited Liability Company), 유한책임조합(Limited Liability Partnership) 등이 추가로 도입될 경우 이를 이용한 집합투자행위를 규제할 수 없는 문제가 있다. 물론, 열거주의 하에서도 법상 집합투자기구에 해당되지 않는 새로운 투자장치에 의한 집합투자행위에 대해서도 증권에 관한 규제와 집합투자업에 관한 규제는 가능하다. 여기서의 출자지분 역시 지분증권(또는 의제지분증권)이나 투자계약증권⁴³⁾으로 규제될 수 있고, 그 투자행위도 법상 집합투자에 해당될 것이

42) 集團投資スキーム ワーキンググループ, 集團投資スキームに関するワーキンググループ レポート(2000), 9쪽.

43) 자본시장법상 ‘투자계약증권’은 미국 증권법상 투자계약(investment contract)의 개념을 도입한 것으로서 집합투자기구의 지분증권의 개념과 차이가 없다. 이는 비전형 집합투자기구의 지분 등 전형적인 증권에 속하지 않는 당사자간 사적 계약에

기 때문에 그 행위자는 집합투자업자로 규제될 수 있다. 그러나 그 투자장치는 집합투자기구로서 규제할 수 없기 때문에 투자자 보호에 문제가 발생할 수 있다. 그러므로 자본시장법상 집합투자기구는 포괄적으로 정의할 필요가 있다. 증권의 규제체계를 포괄주의로 전환해야 했던 이유는 집합투자기구에 대한 규제체계에 있어서도 동일하다고 할 것이다.

1.2 집합투자기구의 포괄적 정의

집합투자기구를 열거주의가 아닌 포괄주의로 정의할 경우 개별적인 법규정이 아니라 투자장치의 성질에 따라 집합투자기구인지 여부가 결정되기 때문에 그 개념을 명확히 할 필요가 있다. 현재 자본시장법은 집합투자를 (i) 복수(2인 이상)의 투자자에게 투자권유를 하여 금전 등의 재산적 가치 있는 자산을 출자 받아 (ii) 투자자로부터 일상적 운용지시를 받지 않고 운용하고 (iii) 그 결과를 투자자에게 배분하는 것으로 정의하고(제6조 제5항), 이러한 “집합투자를 수행하기 위한 기구”를 집합투자기구로 규정하고 있다(제9조 제18항).

먼저, 복수투자자 요건과 관련하여 복수의 기준을 재 정의할 필요가 있다. 자본시장법은 ‘투자자’가 아닌 ‘투자권유대상자’를 기준으로 하고 있는데, 그 결과 2인 이상의 투자자에게 투자권유를 하였으나 결과적으로 1인만 취득한 경우에도 집합투자기구가 된다. 이 복수투자자 요건은 사모단독펀드를 집합투자기구에서 배제하기 위한 것인데, 실제로는 사모단독펀드임에도 불구하고 취득권유를 기준으로 함으로써 이를 집합투자기구로 규제하는 것은 그 실질 및 규제취지에 맞지 아니한다. 일본의 경우 ‘모집’을 정의함에 있어 일반 금융상품(유가증권)과 달리 집합투자기구지분은 ‘취득권유대상자’가 아니라 ‘취득자’를 기준으로 하는

의하여 창조되는 다양한 증권을 포괄하려는 취지에서 규정되었다. 정순섭, “포괄주의에 따른 증권 개념의 확장”, 투신 제60호(자산운용협회, 2006. 12), 10쪽.

점⁴⁴⁾을 참고할 필요가 있다. 투자자의 수요를 보아 가면서 내용을 확정하는 펀드 구성에 있어서는 어느 시점이 ‘투자권유’에 해당하는지를 판단하기 어렵다. 펀드 조성단계에서의 교섭행위를 취득권유로 본다면 피권유자의 수가 모집 기준을 넘게 되어 교섭 자체가 불가능하게 되는 불합리가 발생하므로 권유대상자가 아니라 취득자를 기준으로 하는 것이 합리적이다.⁴⁵⁾ 자본시장법 개정안은 이러한 점을 반영하여 복수투자자요건을 ‘투자자’ 기준으로 변경하였다(개정안 제6조 제5항).

그리고 집합투자기구를 포괄적으로 정의함에 있어서는 이러한 기준에 따라 위 3가지 요소를 구비한 것이라면 그 법적 형태에 관계없이 집합투자기구가 될 수 있도록 규정하여야 한다. 현재 집합투자는 그 기구의 법적 형태에 관계없이 행위의 내용에 따라 인정되지만, 집합투자기구는 법에서 허용한 투자신탁, 투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 투자익명조합 등 6가지⁴⁶⁾ 형태로 제한된다. 그러나 법상 집합투자로 인정되는 행위는 어떠한 형태로든 집합투자기구를 매개로 하여 이루어지기 때문에 집합투자기능을 수행하는 모든 투자장치는 집합투자기구로 인정되어야 한다. 자본시장법상 일부 회사와 조합만을 집합투자기구로 규정할 것이 아니라, 이를 예시적인 것으로 하여 ‘기타 이와 유사한 계약 또는 법인’도 집합투자기구로 규정하여야 할 것이다. 유한책임회사와 같이 상법의 개정에 의하여 새로운 회사형태가 도입되면 이를 자본시장법상 집합투자기구로 수용하는 추가적인 입법을 하여야 하는 불합리와 이에 따른 규제의 공백을 방지할 필요가 있다.⁴⁷⁾

44) 金融商品取引法 第2條 第3項 第3號.

45) 黒沼悦郎, “金融商品取引法の適用範圍と開示制度”, 金融法務事情 第1779號(金融財政事情研究會, 2006), 15쪽.

46) 자본시장법은 ‘사모투자전문회사’도 집합투자기구의 한 가지 유형으로 규정하고 있으나(법 제9조 제18항 제7호), 이는 법적 형태면에서 투자합자회사에 속하므로 별도의 유형으로 구별할 필요는 없다.

47) 자본시장법 개정안은 집합투자기구로서의 유한책임회사를 투자유한책임회사로 하여 그 설립·운영에 관한 규정을 신설하고 있는데(개정안 제2172조의2 내지 제217조

미국의 1940년 투자회사법(Investment Company Act)상 ‘투자회사’(investment company)는 “증권에 대한 투자, 재투자 또는 거래의 영업에 주로 참여하고 있거나 참여하고 있는 것으로 보이는 발행자 또는 이러한 영업에 주로 참여할 것을 제안하는 발행자”로서 회사(corporation)에 한하지 아니하고 ‘법인격 없이 조직된 개인그룹’(any organized group of persons)도 포함한다.⁴⁸⁾ 따라서 신탁계약(trust), 기금(fund), 조합(partnership) 및 기타의 단체(association)도 그 법적 형태와 관계없이 경제적 기능에 따라 투자회사가 될 수 있다. 영국의 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000)도 ‘집합투자기구’(collective investment scheme)를 “금전을 포함한 모든 종류의 재산에 대한 모든 투자장치”(any arrangement with respect to property of any description)로 포괄적으로 규정함으로써 미국과 마찬가지로 어떠한 투자장치라도 그 경제적 기능에 따라 집합투자기구가 될 수 있도록 하였다.⁴⁹⁾ 일본의 금융상품거래법 역시 ‘집합투자기구’를 “투자자로부터 금전 기타의 재산을 각출 받아 당해 재산을 이용한 사업을 수행하고 당해 사업으로 발생하는 수익을 배당하거나 재산을 분배하는 기구”로 정의하고, 민법상 조합, 익명조합, 투자사업유한책임조합,⁵⁰⁾ 유한책임사업조합⁵¹⁾ 등을 예시적으로 규정하고 있다.⁵²⁾

의7), 그 입법 및 시행에만 많은 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

48) Investment Company Act, Sec. 2(a)(8).

49) FSMA, Sec. 235(1).

50) 벤처기업 등에 대한 투자사업을 목적으로 하는 투자조합으로서 민법상 조합일 경우 투자자가 무한책임을 부담하는 문제를 해결하기 위하여 도입한 유한책임제 조합이다. ‘유한책임사업조합’과 달리 조합원은 무한책임조합원과 유한책임조합원으로 구성된다. 1999년 ‘中小企業等投資事業有限責任組合契約に關する法律’에 의하여 도입되었는데, 이 법률은 2005년 ‘投資事業有限責任組合契約に關する法律’로 변경되었다.

51) 앞의 각주 19) 참조.

52) 金融商品取引法 第2條 第2項 第5號.

1.3 사모형과 공모형의 구분

위와 같이 법적 형태에 관계없이 일정한 요건을 충족하는 투자장치를 법상 집합투자기구로 인정할 경우 매우 다양한 구조를 가지는 집합투자기구를 어떻게 기능적으로 조화롭게 규제할 것인가가 문제된다. 무엇보다 자산운용자의 대리인 문제를 해결할 수 있는 지배구조를 어떻게 확보할 것인가가 중요하다. 투자신탁과 투자회사의 경우 신탁과 주식회사 고유의 법리에 의하여 집합투자기구 규제목적에 부합되는 지배구조를 갖추게 되었으나, 조합 등 다른 유형의 집합투자기구는 그 법적 성질에 따라 매우 상이한 운영구조를 갖기 때문에 어려움이 있다.

이에 자본시장법은 이들 새로운 형태의 집합투자기구에 대하여 그 본질을 훼손하지 않는 범위 내에서 투자신탁 또는 투자회사에 준하는 지배구조를 갖추도록 하였다. 그러나 앞에서 검토한 바와 같이 사적자치가 폭넓게 인정되는 인적회사와 조합 고유의 특성상 투자자 보호에 적합한 지배구조를 갖추기가 어려운 것이 사실이다. 그렇다면 여러 가지 형태의 집합투자기구가 단순히 동일기능을 수행한다고 하여 동일한 규제를 할 것이 아니라 투자자 보호 등 요구되는 규제수준을 고려하여 규제체계를 재설계하는 것이 바람직할 것이다.

사모 집합투자기구의 경우 일반적으로 투자자가 집합투자기구 운영에 적극 참여하기 때문에 사적자치의 원칙이 중시되고, 투자자 스스로 투자위험을 감수하면서 자신을 보호할 수 있는 능력을 갖추고 있거나 운용자의 관계를 통하여 투자재산의 운용상황을 감시할 수 있다. 따라서 투자자 보호의 요구가 상대적으로 적고, 집합투자기구에 관한 규제의 많은 부분이 적용되지 않는다. 이러한 사모 집합투자기구를 아예 법적 규제의 영역 밖에 둘 수도 있지만, 자본시장법은 이 역시 집합투자기구인 이상 그 운용행위를 집합투자업으로 규제하되, 자율성을 최대한 보장하여 자산운용·공시규제의 대부분을 적용하지 않는 방식을 취하고 있

다(제249조).

그런데 유한회사, 합자회사, 조합 등의 형태를 취하는 집합투자기구는 그 사원·조합원 관계 및 지배구조가 이러한 사모 집합투자기구의 속성과 일치한다. 이들 새로운 법적 형태는 사모 집합투자기구로 이용되는 것이 합리적이다. 영국의 경우와 같이 감독당국의 인가(등록)를 받을 수 있는 집합투자기구의 자격은 투자자 보호장치가 충분히 구비된 투자신탁 및 투자회사로 한정하고, 이들 인가(등록)된 집합투자기구에 한하여 모집행위를 허용하는 방식이 바람직하다고 생각된다. 그러나 현행 자본시장법은 사모집합투자기구에 대해서도 투자자 보호를 위하여 금융위원회의 등록을 의무화하고 있는데(제182조), 이러한 규제체계를 유지하고자 할 경우에는 모집행위를 할 수 있는 공모 집합투자기구를 투자신탁과 투자회사 등 투자자 보호장치가 완비된 전형적 집합투자기구로 제한하고, 그 밖의 집합투자기구는 사모 집합투자기구로 운영할 수 있을 것이다.

이와 같이 새로운 법적 형태를 취하는 집합투자기구를 사모형으로 하여 자산운용·공시 등에 관한 규제를 대폭 완화·면제하더라도 증권에 관한 규제(투자권유 및 매매·중개에 관한 영업행위규칙 등), 집합투자업에 관한 규제(인가, 불건전영업행위 금지 등) 및 집합투자기구에 관한 규제(투자재산의 구분관리 등)는 동일하게 적용되기 때문에 투자자 보호범위를 확대하고자 한 자본시장법의 목적이 훼손되지는 않는다. 반면, 공모형 집합투자기구를 염두에 둔 지배구조, 지분의 양도 및 지분증권의 발행 등에 관한 규제의 대부분은 불필요하거나 민·상법의 규정에 맡기면 되기 때문에 이에 관한 여러 가지 법률문제가 해결되고 자본시장법의 규정과 규제체계가 크게 간소화될 수 있다.

2. 회사형 집합투자기구의 재설계

2.1 투자합자회사의 폐지

형식상 회사형 집합투자기구인 투자합자회사는 투자조합(또는 합자조합)과 그 실질이 동일하다. 서로 법적 형식은 다르지만 합자회사와 투자조합(또는 합자조합) 및 익명조합은 기능적으로 상호 대체관계에 있다고 할 수 있다.⁵³⁾ 투자조합(또는 합자조합)은 정관작성과 설립등기 없이 조합계약만으로 설립되는 등 합자회사에 비하여 설립절차가 간소하다는 이점이 있다.⁵⁴⁾ PEF가 아닌 한 합자회사는 그 존재이유를 찾기 어렵다.

합자회사가 집합투자기구로 이용된다고 하더라도 자본시장법이 투자합자회사를 특별히 규정할 필요는 없다. 앞에서 검토한 바와 같이 집합투자기구를 포괄적으로 규정하면 상법상 합자회사도 집합투자기구로 설립·운영될 수 있기 때문이다.⁵⁵⁾ 사모집합투자기구일 경우 이를 규제함에 있어 특별히 문제될 것이 없다. 따라서 자본시장법상 투자합자회사에 관한 규정은 이를 폐지하여도 무방할 것으로 생각된다.

53) 옥무석, “합자조합(LP) 및 유한책임회사(LLC)의 도입”(2009년 상법학회 하계학술대회 토론자료), 상법연구 제25권 제4호(한국상법학회, 2007), 188쪽.

54) 회사(집합투자업자)가 무한책임조합원이 되는데 제한이 없기 때문에 투자합자회사에서와 같은 특례규정(법 제214조 제1항)이 필요하지 않다.

55) 현행 자본시장법이 투자합자회사에 관하여 특별히 규정한 사항 중 (i) 금전의 출자, 설립등기, 등록 전 모집 금지 등은 집합투자기구의 공통사항이고, (ii) 사원의 구성, 정관기재사항, 사원총회, 손익분배, 사원의 퇴사 등은 사모 집합투자기구일 경우 상법의 규정에 의하더라도 무방한 사항이며, (iii) 설립시 출자금 납입, 합병회사로의 조직변경 등은 규정이 없어도 문제가 없는 사항이다. 문제는 회사는 다른 회사의 무한책임사원이 될 수 없도록 한 상법 제173조의 규정에 대한 예외를 인정하는 것인데, 이에 관해서는 집합투자기구에 관한 총칙(제5편 제1장)에서 규정하면 될 것이다. 상법상 합자회사일 경우에는 투자합자회사와 달리 조합과세(partnership taxation)가 적용되는 이점이 있다(조세제한특례법 제100조의15 제1항).

2.2 투자유한회사의 운영체계 개선

투자유한회사는 사원수의 제한, 지분양도의 제한, 이사회제도의 부존재 등 유한회사제도 고유의 특성으로 인하여 공모형 집합투자기구의 법적 형태로는 부적합하다. 그렇다고 이러한 특성을 모두 부정한다면 이는 더 이상 유한회사가 아니고 자본시장법이 투자유한회사라는 특별한 투자장치를 도입할 이유도 없게 된다. 결국, 투자유한회사는 사모 집합투자기구로 이용될 수밖에 없으므로 이에 보다 적합한 운영체계 마련할 필요가 있다.

사원총회제도에 관한 특례규정은 폐지할 필요가 있다. 투자유한회사의 경우 집합투자기구로서의 특성상 투자회사의 주주총회에 준하여 상법상 사원총회제도가 수정된다. 총회결의사항의 제한, 금융위원회에 의한 소집, 1좌 1의결권 원칙의 적용, 결의요건(보통결의), 연기사원총회 등이 그것인데, 사모집합투자기구를 전제로 할 경우 이러한 특별한 요청이 불필요하고, 총회에 관한 규정이 적용되지도 않는다(제249조 4항). 상법상 유한회사의 서면결의제도(상법 제577조)를 이용하면 충분하다.

그리고 사원자치를 인정할 필요가 있다. 유한회사의 경우 대외적으로는 주식회사의 요소를 가지고 있지만, 대내적으로는 정관에 의한 사원자치가 존중되는 인적회사의 요소를 가지고 있다. 이에 따라 상법상 유한회사의 경우 사원의 의결권 및 이익배당은 정관이 정하는 바에 따라 출자좌수와 달리 정할 수 있다(상법 제575조 단서, 제580조). 그런데 자본시장법은 투자유한회사에 대하여 투자자평등원칙을 적용하여 이익배당 및 의결권에 관한 상법의 규정을 배제하였다(제208조 제1항, 제212조 제2항). 내부적인 사원자치가 고유의 속성인 유한회사제도를 채택한 이상, 특히 사모집합투자기구인 경우 투자자평등원칙을 고수할 이유는 없다. 상법의 규정에 따라 사원자치를 인정함으로써 유한회사의 효용을 높이는 것이 바람직할 것이다.

3. 지분증권의 재구성

3.1 지분증권(증서)의 불발행

유한회사, 합자회사, 조합 등 새로운 형태의 집합투자기구에 있어 출자지분에 대한 지분증권의 발행은 그 양도가 제한되는 본질적 속성에 부합하지 않을 뿐더러 이를 증서화 할 이유도 없다. 또한 현행 자본시장법상 지분증권의 발행·유통에 관한 입법사항의 대부분이 누락되어 있고, 지분증권은 예탁에 부적합하기 때문에 자본시장법에 따라 일괄예탁의 방법으로 이를 발행할 수도 없다. 한편, 이들 새로운 형태의 집합투자기구는 그 성질상 사모형일 수밖에 없는데, 이 경우에는 투자자(유한책임사원 및 유한책임조합원)의 지분을 분할하여 양도할 수 없기 때문에 (제249조 제2항) 지분증권의 발행은 더욱 바람직스럽지 못하다. 따라서 이들 지분에 대하여 지분증권(증서)을 발행할 것은 아니고, 권리 상태 그대로 증권으로 인정할 것이 요구된다.

현행 자본시장법상 집합투자기구의 지분 자체를 증권으로 인정하는 1차적인 방법은 이를 ‘의제증권’으로 취급하는 것이다. 이 지분은 그 자체로서 증권의 성질을 가지고 있으므로 증서에 표시되지 아니한 채 증권으로 간주하는 것이다. 그러나 자본시장법은 “증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리”만을 증권이 발행되지 아니한 경우에 증권으로 의제하고 있기 때문에(제4조 제9항) 입법적 보완이 필요하다. 현행 규정에 의하면 민·상법상 유가증권화 될 수 없는 권리는 의제증권도 될 수 없게 되는데, 새로운 형태의 집합투자기구의 지분이 이에 해당되기 때문이다. 일본의 예를 보면, 금융상품거래법은 유가증권이 발행되어 있지 않은 상태에서의 “유가증권에 표시되어야 할 권리”(유가증권 표시권리)⁵⁶⁾ 외에 “유가증권에 표시되어야 하는 권리가 아닌 권리”도 의제유

56) ‘社債、株式等の振替に關する法律’에 의하여 전자등록 되는 대체사채, 대체주식 등

가증권으로 규정하고,⁵⁷⁾ 신탁의 수익권, 합명·합동회사의 사원권 등과 함께 조합, 익명조합, 투자사업유한책임조합 등 집합투자기구지분이 이에 해당함을 명시하였다.⁵⁸⁾ 금융상품거래법 역시 투자자 보호의 적용범위를 집합투자기구 전반으로 확대하고자 하였는데,⁵⁹⁾ 민·상법의 원칙을 유지하면서도 새로운 유형의 금융상품을 포괄할 수 있도록 유가증권 범위를 확대한 좋은 입법례라고 할 수 있다. 자본시장법도 의제증권을 인정할 것이라면 이와 동일한 방식으로 규정하여야 할 것이다.

다른 한편, 이와 같이 권리 상태로 존재하는 증권을 포섭하기 위하여 자본시장법상 증권의 정의자체를 변경할 필요도 있다. 자본시장법상 권리의 증서화는 증권의 개념요소가 아니어서 증권인지 여부는 그 존재 형식에 관계없이 원본손실위험 및 추가지급의무부재 등 권리내용에 따라 결정된다. 그런데 자본시장법은 증권을 다시 지분증권 등 6가지 종류로 재정의함에 있어 그 각각을 지급청구권, 수익권, 출자지분 등 “권리가 표시된 것”으로 규정하였다. 권리가 표시되는 매체가 무엇인지는 명확하지 않으나, 권리의 공시수단이라는 점에서 민·상법상 유가증권과 같이 증서형식이 일반적일 것으로 생각된다. 이에 따라 새로운 집합투자기구의 지분뿐만 아니라 파생결합증권과 투자계약증권 등 비전형적인 증권이 그 성질상 증서화가 필요하지 않음에도 불구하고 비정상적인 방법으로 증서화 되고 있고,⁶⁰⁾ 그렇지 아니할 경우에는 의제증권이 된다. 또한 증권이 전자적인 등록의 방법으로 발행되면 이 역시 의제증권이 되는데, 전자화가 확산될 경우 대부분의 증권이 의제증권이 됨으로써

이 이에 해당한다.

57) 金融商品取引法 第2條 第2項 本文.

58) 金融商品取引法 第2條 第2項 第5號.

59) 大崎貞和, (解説)金融商品取引法(弘文堂, 2007), 20쪽.

60) 현재 ELS, ELW 등 파생결합증권은 증서의 형식으로 위하여 법적 근거가 없는 대권(大卷: 예탁결제원에 예탁된 수량 전부에 대하여 예탁결제원을 명의인으로 하여 발행되는 1매의 증권)으로 발행되고 있다.

예외가 오히려 주류를 이루는 불합리한 결과가 발생한다.

이러한 점을 감안하면, 자본시장법상 6가지 증권의 종류를 정의함에 있어 “권리가 표시된 것”이라는 규정을 “...권리 또는 그 권리가 표시된 것”으로 변경하여 권리 형태의 증권을 명시적으로 인정할 필요가 있다. 그리고 이와 더불어 증권의 전자화를 반영하여 권리의 표시수단으로 증서 외에 ‘전자적 기록’(electronic record)도 인정하여 전자등록된 증권이 의제증권이 아니라 본래의 증권이 되도록 하는 조치도 필요하다.

3.2 지분증권 개념의 재구성

3.2.1. 지분증권의 재정의

자본시장법은 지분증권의 예시로서 주권, 신주인수권증서, 출자증권 외에 상법상의 유한회사, 합자회사, 익명조합과 민법상 조합의 출자지분 등이 표시된 것을 규정하였다(법 제4조 제4항). 이는 자본시장법상 집합투자기구로 설립된 투자합자회사, 투자유한회사, 투자익명조합 및 투자조합이 아니라 민·상법상 본래의 유한회사, 합자회사, 유한회사, 익명조합과 조합을 가리키는 것이다.

이들 민·상법상 회사 및 조합의 지분은 집합투자기구의 지분과 달리 자본시장법상 증권성이 당연히 인정되지 않고 투자성 등 증권의 요소 충족 여부에 따라 개별적으로 판단되어진다.⁶¹⁾ 그런데 이들이 자본시장법상 증권성을 갖추고 있다고 하더라도 현행 규정상으로는 증권(지분증권)으로 인정되지 못하는 문제가 있다. 자본시장법상 지분증권은 어디까지나 “출자지분이 표시된 것”으로서 권리가 증서 등 유체물에 화체될 것을 요하는데, 민·상법은 이들 지분의 유가증권화를 금지하고 있기

61) 각 회사 및 조합 지분의 증권성 인정여부에 관해서는 심인숙, “미국 연방증권법상 출자지분(Equity Interests)”, 비교사법 제13권 제4호(한국비교사법학회, 2009), 210쪽 이하 참조.

때문이다. 이를 지분증권으로 의제할 수도 있으나, 앞에서 검토한 바와 같이 의제증권으로 인정될 수 있는 권리 역시 “증권에 표시될 수 있거나 표시되어야 할 권리”이기 때문에 이들 지분과 같이 유가증권화 될 수 없는 권리는 자본시장법상 증권으로 의제할 수 없다고 해석된다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 위에서 검토한 바와 같이 자본시장법상 각종 증권을 증서와 관계없는 것으로 정의함으로써 민·상법상 각종 회사 또는 조합의 지분도 증권(지분증권)에 포함될 수 있게 하여야 한다. 만약 그렇지 않을 경우에는 법적 정확성을 위하여 자본시장법상 지분증권의 정의규정(제4조 제4항)에서 성질상 증서에 표시될 수 없는 권리인 “상법에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 민법에 따른 조합의 출자지분”을 삭제하여야 할 것이다. 이들 출자지분은 증권(지분증권)으로 의제될 수밖에 없다.

3.2.2 무한책임사원·조합원의 지분 제외

자본시장법은 지분증권의 하나로서 단순히 합자회사 및 조합의 출자지분을 열거하고 있고(제4조 제4항), 투자합자회사 및 투자조합의 사원이 가지는 지분에 대해서는 지분증권을 발행하도록 규정하고 있다(제216조 제2항, 제222조 제2항). 그러나 그 중 무한책임사원 및 무한책임조합원의 지분은 자본시장법상 증권(지분증권)으로 인정될 수 없다. 이들의 지분은 증권의 개념요소의 하나인 ‘전액지급의무 및 추가지급의무부존재’ 요건 중 후자의 요건을 결하고 있기 때문이다.⁶²⁾ 투자조합 및 투자합자회사의 경우 상법상 합자회사 및 민법상 조합과 달리 신용·노무출자가 허용되지 않고 설립시 출자금 전액을 납입하여야 하기 때문에 전액지급의무요건은 충족되지만, 무한책임사원 및 무한책임조합원은 지분취득 후에도 당연히 회사 및 조합의 채무에 대한 변제책임을 지기 때문에 추가지급의무는 면할 수 없다.

62) 정순섭, 앞의 논문, 9쪽; 변재호 외, 자본시장법(지원출판사, 2009), 86쪽.

그럼에도 불구하고 자본시장법은 무한책임사원 및 무한책임조합원이 가지는 지분의 내용과 그 지분증권에 관하여 특별한 규정을 두고 있지 않기 때문에 그 지분의 증권성, 지분증권의 발행 및 사원·조합원으로서의 권리 등에 대한 오해가 발생된다. 법상 증권으로 인정되는 지분 및 이에 대한 지분증권의 발행에 관한 규정에서 무한책임사원 및 무한책임조합원의 지분은 제외됨을 명시할 필요가 있다. 이들의 지분은 자본시장법상 증권이 아니라 단순한 사원·조합원으로서의 권리에 불과하다.

V. 결 어

자본시장법은 투자신탁과 투자회사에 한정되어 있던 집합투자기구의 법적 형태를 다양화하여 규제의 공백을 제거하고 투자자 보호의 범위를 확장하고자 하였다. 집합투자기구의 법적 형태를 다양화하는 것은 폭넓은 사적자치의 장점을 통하여 투자자에게 다양한 구조를 가지는 매력적인 투자상품을 제공할 수 있게 하는 점에서도 매우 바람직한 것이다. 그러나 현재까지 시장은 새로운 형태의 집합투자기구가 가지는 내재적 한계와 이에 대한 이해의 부족, 그 운영체계에 관한 입법의 미비 및 규제체계의 불완전 등으로 인하여 이러한 기대에 부응하지 못하고 있다.

무엇보다 집합투자기구에 대한 규제체계를 재정비할 필요가 있다. 집합투자기구의 법적 형태를 다양화 한다는 것은 어떠한 투자장치의 법적 형태에 관계없이 집합투자기구로서의 경제적 기능에 따라 이를 집합투자기구로 인정하는 것을 말한다. 그런데 자본시장법은 유한회사, 합자회사, 조합 및 익명조합을 집합투자기구로 수용함에 있어 민·상법상 본래의 운영구조에 많은 수정을 가하였고, 그 결과 특수한 회사와

조합이 창설되게 되었다. 자본시장법의 목적은 기존의 투자장치를 집합 투자기구로 인정하는 것이지 새로운 투자장치를 창설하는 것은 아니다. 그러나 결과적으로 4가지 새로운 형태의 집합투자기구가 창설되었고, 반면 집합투자기구를 제한적 열거방식으로 규정한 나머지 민·상법상 본래의 회사와 조합은 집합투자기구에 해당하지 않게 되었다. 이는 당초 자본시장법이 의도하였던 바가 아니라고 생각된다. 영·미 및 일본의 예에 따라 집합투자기구를 포괄적으로 규정하여 모든 형태의 투자장치를 수용하여야 할 것이다. 이 경우 사전에는 집합투자기구 해당 여부의 판단이 어렵게 되기 때문에 이에 관한 구체적인 기준을 마련하는 것도 또 다른 과제이다.

그리고 새로운 형태의 집합투자기구를 도입함에 있어서는 소규모이거나 인적회사와 조합이라는 성질상 투자자 보호장치가 취약할 수밖에 없는 특성도 고려하여야 한다. 모든 집합투자기구에 대하여 모집행위에 있어 동일한 지위를 부여할 필요는 없다. 새로운 형태의 집합투자기구는 사실상 사모집합투자기구로 운영될 수밖에 없으므로 법의 규정도 이에 맞게 재정비되어야 할 것이다.

또한 집합투자기구에 관한 규제에 있어 증권(출자지분)에 관한 규제도 재정비하여야 한다. 민·상법상 허용되지 않는 지분증권이라는 새로운 유가증권을 창설할 것이 아니라, 출자지분 그 자체가 증권성을 보유하고 있으므로 이를 바로 증권으로 인정할 필요가 있다. 증권 내지 지분증권의 개념이 증서형식을 요구하지 않도록 이를 재 정의하고, 증서형식의 지분증권의 발행에 관한 현행 규정은 폐지하여야 할 것이다.

일반적인 기대와 달리 자본시장법 시행 후 아직까지 새로운 형태의 집합투자기구가 출현하지 않고 있다. 위와 같은 제도적·입법적 미비가 그 직접적인 원인은 아니겠지만, 현행 자본시장법 하에서는 새로운 형태의 집합투자기구가 정상적으로 설립·운영될 수 있는지조차 불확실하고, 집합투자의 활성화 및 투자자 보호의 강화라는 목적은 더욱 달성하

기 어려운 것이 사실이다. 현재 자본시장 규제체계를 전반적으로 정비하는 자본시장법 개정이 추진되고 있고, 집합투자기구 운영과 관련하여 복수투자자 기준, 투자자 총회 및 의결권행사요건 등 많은 제도적 개선 사항이 포함되어 있으나, 이 글에서 검토한 문제의 대부분은 다루어지고 않았다. 규제체계의 근본에 관한 문제이기 때문에 수용·해결이 어려운 것이 사실이나, 집합투자기구 운영의 효율화와 그 규제의 합리화, 그리고 법적 명확성을 위하여 빠른 시일 내에 추가적으로 보완되길 기대해 본다.

(투고일 2011년 12월 31일, 심사(의뢰)일 2012년 1월 12일, 게재확정일 2012년 2월 8일)

주제어 : 집합투자기구, 투자합자회사, 투자유한회사, 투자조합, 투자익명조합, 지분증권, 출자지분, 집합투자증권, 투자계약증권, 투자신탁, 투자회사, 유한책임사원, 무한책임사원, 합자조합

참고문헌

1. 단행본

- 법령제정 실무작업반, 간접투자 해설, 박영사, 2005.
- 변제호 외 4인, 자본시장법, 지원출판사, 2009.
- 이중기, 신탁법, 삼우사, 2007.
- 이철송, 상법총칙·상행위법, 박영사, 2008.
- 정찬형, 상법강의(상), 박영사, 2008.
- 한국증권법학회, 자본시장법 주석서Ⅱ, 박영사, 2009.
- 大崎貞和, (解説)金融商品取引法, 弘文堂, 2007.
- 金融審議會, 投資サービスを向けて, 2005.
- 證券取引法研究會, 集團投資スキームに關する規制について, 2005.
- 集團投資スキーム ワーキンググループ, 集團投資スキームに關する
ワーキンググループ レポート, 2000.
- Lee Gremillion, *Mutual Fund Industry Handbook*, National Investment
Company Service Association, 2005.
- IOSCO, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes*,
2006.

2. 논문

- 박정훈, “사모투자전문회사 도입배경 및 경과”, BFL 제10호, 서울대
학교 금융법센터, 2005.
- 심인숙, “미국 연방증권법상 출자지분(Equity Interests)”, 비교사법 제
13권 제4호, 한국비교사법학회, 2009.
- 이중기, “투자신탁펀드의 지배구조 에 관한 비교법적 연구”, 증권법연

- 구 제2권 제2호, 한국증권법학회, 2001.
- 정대익, “상법 개정안상 새로운 기업유형에 대한 검토”, 상사법연구 제28권 제3호, 한국상사법학회, 2009.
- 정순섭, “포괄주의에 따른 증권 개념의 확장”, 투신 제60호, 자산운용 협회, 2006.
- 조상욱/이진국, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)상 집합투자 규제의 주요내용 및 문제점”, BFL 제22호, 서울대학교 금융 법센터, 2007.
- 黒沼悦郎, “金融商品取引法の適用範囲と開示制度”, 金融法務事情 第1779號, 金融財政事情研究會, 2006.

[Abstract]

Redesign of the Regulatory Framework in the Collective Investment Scheme

Churl-Young Park*

To eliminate loopholes in the regulatory system and expand the coverage of investor protection Capital Market Act(CMA) has diversified the legal form of existing collective investment scheme(CIS) that had been restricted in investment trust and investment company. This change in the CIS is very desirable in that the Act provides investors with attractive investment products that hold diverse structure caused by broad autonomy of investors.

However, the Act has not satisfied expectations of the collective investment market yet. Most of all, the reorganization of regulatory structure for the CIS is urgently being called for. The aim of the CMA is not to establish new investment vehicles but to approve existing investment vehicles as the CIS. Thus, the CIS should be defined comprehensively to embrace diverse investment vehicles such as the examples shown in UK, US and Japan.

In introducing a new type of the CIS we need to consider small scale of the vehicles or the nature of personal company and partnership in which the investor protection system is insufficient. In practice, a new type of CIS cannot help establishing and operating in private funds. Therefore, the provisions of the new type of CIS should be revised in coincide with this feature.

Also the regulation on equity securities need to be redefined. It is desirable

* Director, Korea Securities Depository

that the equity in the CIS is directly defined as a securities because it qualifies all elements of securities. The introducing of equity securities unpermitted in Commercial Law and Civil Law is unnecessary. And the current provisions on the CMA stipulating the certificated equity securities could be abolished.

It's not certain whether the new type of the CIS could be established and operated well under the current CMA or not. Moreover, The aims of the Act to vitalize collective investment and reinforce investor protection could be more difficult to be achieved. We hope that the legal environment will be improved as soon as possible.

Key Words : Collective Investment Schemes, Investment Limited Partnership Company, Investment Limited Company, Investment Partnership, Investment Anonymous Partnership, Equity Securities, Collective Investment Instrument, Instrument Contract Instrument, Investment Trust, Partner with Limited Liability, Partner with Unlimited Liability

