



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사 학위논문

미국 신탁법상 신중투자자
원칙(Prudent Investor Rule)에 관한
연구

2022년 8월

서울대학교 대학원
법과대학원 상법 전공
한 명 희

미국 신탁법상 신중투자자
원칙 (Prudent Investor Rule) 에
관한 연구

지도교수 노 혁 준

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함

2022년 5월

서울대학교 대학원

법학과 상법 전공

한 명 희

한명희의 법학석사 학위논문을 인준함

2022년 6월

위 원 장 _____

부 위 원 장 _____

위 원 _____

초 록

수탁자의 선관 주의 의무, 충실 의무가 구체적인 수탁자의 권한 행사에 있어서 수탁자의 행위 규범이 되고, 특히 신탁의 투자 기능에 있어서 수탁자의 의무는 신탁 투자 법리에 의하여 구체화된다. 미국 신탁법에서 수탁자의 신탁 재산 운용에 관한 수탁자의 의무 기준이 위험의 회피를 중심으로 하던 신중한 원칙(Prudent Man Rule) 또는 열거주의적 제한 방식(legal list)에서 1990년대 이후 경제 이론인 현대 포트폴리오 이론과 인플레이션 등 경제 현상의 영향으로 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)으로 전환하게 되었다. 기존의 방식은 투자 대상의 종류에 따라 위험한 것에 투자하는 것을 제한함으로써 위험을 피하는 것이 수익자의 이익을 위한 것이라고 보았던 반면 개정된 신탁법에서는 해당 신탁에 적합한 위험과 수익의 관계에 따른 전체적인 투자 전략을 가지고 투자해야 한다는 원칙으로 수탁자의 의무를 달리 본 것이다.

본 논문에서는 이러한 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)의 성립 배경과 취지, 구체적인 내용을 살펴보고, 동 원칙의 배경과 취지를 공유하는 한국법에서의 시사점을 살펴보기로 한다. 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)이 보다 다양한 신탁에의 수요를 충족시키면서 동시에 이들 신탁 재산의 투자 행위에 관한 수탁자의 의무에 관한 기준을 제시할 수 있는 규범으로서 한국 신탁법에 도입되는 것이 필요하다고 보며, 이를 위해 그 구체적인 내용인 i) 투자 대상 제한의 폐지, ii) 포트폴리오의 다양화 iii) 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 공평 의무 iv) 수탁자 권한의 위임의 허용 v) 비용의 최소화가 한국 신탁 법제에 반영되어야 한다고 본다. 이들 내용의 구체적인 반영을 신탁의 분류에 따라 민사 신탁, 상사 신탁, 공익 신탁으로 구분하여 살펴보기로 하고, 이들 각 신탁에 대하여 적용되는 신탁법, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률,

공익신탁법의 개정 방향을 제시하고자 한다. 신탁법 제41조와 이를 준용하는 공익신탁법 제11조, 자본시장법 제105조의 투자 대상 제한을 폐지하고, 이들 법에 수탁자의 선관 주의 의무의 내용으로서 포트폴리오의 다양화를 명시하고 이와 배치되는 공익신탁법 제11조를 개정하며, 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 공평 의무를 위한 수탁자의 행위 기준으로서 원본과 이익의 귀속 기준, 고정비율 신탁의 도입, 원본과 이익의 조정에 관한 수탁자의 권한 및 이에 대한 법원의 심사 절차를 마련하고, 수탁자 권한의 위임을 원칙적으로 허용하되, 위임 후 수탁자의 선임 감독상의 의무의 요소를 세분화하여 명시하고, 비용의 최소화를 위한 기준을 구체적으로 명시하는 방안을 그 내용으로 한다.

주요어 : 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule), 신중한 원칙(Prudent Man Rule), 법률 리스트(legal list), 수탁자의 의무, 수탁자의 투자 권한, 투자 대상 제한의 폐지, 포트폴리오의 다양화, 수탁자 권한의 위임, 공평 의무, 비용의 최소화

학 번 : 2013-23344

목 차

1. 서론	13
제 1 절 신중투자자 원칙(Prudent Investor Rule) 논의의 필요성.....	13
제 2 절 논의의 범위.....	14
Ⅱ. 신중 투자자 원칙의 도입 배경과 관련 입법례	14
제 1 절 신탁투자법의 목적	14
제 2 절 신중인 원칙(Prudent Man Rule)	14
1. 신중인 원칙(Prudent Man Rule)의 생성과 발전 과정	15
1) 영국의 신탁 투자 법리로부터 영향을 받은 legal list의 규율.....	15
2) Harvard College v. Amory 판결(1830).....	15
3) 신중인 원칙(Prudent Man Rule)의 본래 취지의 퇴색	17
2. 신중인 원칙(Prudent Man Rule)의 규율(1830-1990).....	19
1) 신중인 원칙(Prudent Man Rule)의 내용.....	19
2) 신중인 원칙(Prudent Man Rule)의 한계.....	19
제 3 절 신중투자자 원칙(Prudent investor rule)의 도입 배경.....	20
1. 현대 투자 이론(modern portfolio theory).....	20
1) 위험과 수익의 상관성을 기초로 한 효율적인 포트폴리오 개념.....	20
2) 자본 자산 가격 결정 모델(the capital pricing model).....	24
3) 효율적인 시장 가설 이론(Efficient Capital Market Hypothesis).....	25
4) 현대 포트폴리오 이론과 수탁자 의무.....	26
2. 인플레이션과 신탁 원본 유지의 필요성.....	27
3. 신탁법 개정 주장의 등장.....	28
4. 신중투자자 원칙에 대한 평가.....	29
제 4 절 신중투자자 원칙(Prudent investor rule)의 관련 입법례.....	30
1. ERISA.....	30
2. Restatement(third) 도입 전의 prudent investor rule수용 입법.....	31
3. Restatement(third)와 UPIA의 제정.....	32

4. 검토.....	34
Ⅲ. 신중투자자 원칙(Prudent Investor Rule)의 내용.....	35
제 1 절 수탁자에게 허용된 투자 대상에 제한 없음.....	36
1. 전체 포트폴리오를 기준으로 한 판단	36
1) 개별 투자가 전체 포트폴리오에서 하는 역할.....	37
2) 신탁의 실질 가치 유지.....	37
3) 총수익(total return)과 위험과의 균형.....	38
3. 신탁이 부담할 수 있는 위험의 정도(risk level)의 결정.....	39
1) 위험과 수익의 상관성	39
2) 판단 요소.....	40
3) 수탁자의 위험 설정에 대한 심사 방법.....	42
제 2 절 포트폴리오를 다양화할 의무.....	45
1. 내용.....	45
1) 포트폴리오 다양화의 의무화(mandatory diversification).....	45
2) 자산의 구성(asset allocation)	46
3) 비시장 위험(uncompensated risk)의 제거(최소화).....	46
4) 신탁 인수 시 포트폴리오 선별 의무와 지속적인 모니터링 의무.....	48
2. 다양화를 제한할 수 있는 특별한 사정(special circumstances).....	49
1) 세금의 고려(tax consideration).....	49
2) 신탁자산의 특별한 연관성(special relationship).....	51
3) 수익자와 관련된 요소의 고려	53
4) 신탁의 성질.....	57
3. 다양화의 정도와 심사 기준.....	57
1) 다양화의 정도	57
2) 집합 투자 상품(pooled investment)의 활용.....	59
3) 다양화의 심사와 베타(beta)개념.....	61
제 3 절 수탁자 권한의 위임을 허용.....	61
1. 권한 위임 허용.....	61

1) 개정 전 위임에 관한 신탁 법리.....	61
2) 개정법의 위임의 허용.....	62
2. 권한의 위임과 수탁자의 의무	63
3. 권한의 위임 허용의 타당성과 위임의 한계	65
제 4 절 비용을 최소화해야 할 의무.....	67
1. 내용.....	67
2. 개정법에서의 의의.....	68
제 5 절 신탁 재산의 실질 가치의 유지(공평 의무)	69
1. 신탁 원본의 실질 가치의 유지의 필요성.....	69
2. 공평 의무.....	70
1) 내용.....	70
2) 신탁이익 수익자와 신탁원본 수익자의 이해상충과 공평 의무	71
3) 관련 사항	72
4) 공평 의무의 평가 방법.....	76
IV. 신중 투자자 원칙의 적용의 한계로서의 신탁 조항.....	77
제 1 절 신탁법의 임의규정성과 신중투자자 원칙의 한계.....	77
1. 문제의 소재.....	77
2. 신탁 설정자의 재산 처분권과 수탁자의 포트폴리오 다양화 의무.....	78
1) 재산의 자유로운 처분과 수익자의 이익.....	78
2) 수익자의 이익 조항의 강행규정성.....	78
3) UTC 105조의 해석	81
3. 실익.....	82
1) 신탁 제도의 한계와 전망에 대한 관점의 차이.....	82
2) 신중한 투자 개념의 객관성에 대한 관점의 차이.....	84
4. 소결.....	84
제 2 절 신탁행위를 통한 수탁자 의무 완화와 그 한계.....	85
1. 투자 지시 조항(mandatory provision).....	85
1) 변경된 사정의 법리.....	85

2) 신탁 조항의 효력을 법원에 다룰 수탁자의 의무.....	87
3) 소 결.....	88
2. 투자 승인 조항(permissible provision).....	89
1) 일반적인 재량권 조항.....	89
2) 절대적 재량(extended discretion) 조항.....	90
3) 특정 권한, 특정 종류의 투자를 허용하는 조항.....	91
3. 면책조항(exculpation clauses, waiver of diversification).....	93
V. 신중투자자 원칙에서 수탁자의 주의의무와 책임의 산정.....	94
제 1 절 수탁자의 주의 의무.....	94
1. 수탁자의 주의 의무의 내용	94
2. 수탁자의 주의의 정도	96
3. 수탁자의 주의의무 기준으로서 신중 투자자 원칙.....	97
제 2 절 수탁자 책임액의 산정 방법.....	99
1. 책임의 발생.....	99
2. 책임액 산정.....	100
가. 총수익의 감소 또는 증가를 적법한 투자 방법을 가정하여 비교..	100
나. anti-netting rule의 유지.....	101
1) 내용.....	101
2) 타당성에 대한 논의.....	102
3. 수탁자 면책.....	102
VI. 국내 법제에의 적용 내지 시사점.....	103
제 1 절 개관	104
1. 신중 투자자 원칙과 수탁자의 의무.....	104
2. 신탁의 유형.....	105
가. 미국 신중 투자자 원칙의 적용 범위 - 민사, 상사, 공익 신탁....	105
나. 우리나라의 신탁의 유형.....	106
1) 민사신탁과 상사신탁의 분류.....	106

2) 공익 신탁.....	107
제 2 절 민사신탁에서의 시사점.....	108
1. 개관.....	108
2. 투자 대상의 확장.....	109
가. 현행 신탁법상 내용.....	109
1) 신탁법 제41조.....	109
2) 학설 대립.....	109
나. 시사점.....	110
1) 신탁법 개정시의 논의.....	110
2) 소결.....	111
3. 포트폴리오를 다양화할 의무	111
가. 현행 신탁법상 내용.....	111
1) 조문.....	112
2) 학설.....	112
나. 시사점.....	112
1) 포트폴리오 다양화 의무를 명시할 필요성.....	113
2) 포트폴리오의 범위.....	113
4. 공평 의무.....	114
가. 현행 신탁법상의 내용.....	114
1) 조문.....	114
2) 학설.....	114
나. 공평 의무의 구체화	115
1) 수탁자의 원본과 이익 조정 권한.....	115
2) 고정비율신탁(Unitrust).....	118
3) 수입과 지출의 귀속에 관한 조항.....	120
5. 권한 위임의 허용.....	121
가. 현행 신탁법상 내용.....	121
나. 시사점.....	121
1) 권한 위임의 필요성.....	121

2) 신탁법 개정시의 논의.....	122
3) 소결.....	122
다. 재신탁의 경우.....	123
1) 현행 신탁법상의 내용.....	123
2) 시사점.....	124
6. 비용의 최소화.....	125
가. 현행 신탁법상 내용.....	125
1) 조문.....	125
2) 정당한 비용.....	126
3) 적당한 보수.....	126
나. 시사점.....	127
7. 소결.....	127
제 3 절 상사 신탁에의 시사점.....	130
1. 개관.....	130
2. 투자대상의 확장.....	131
가. 현행 자본시장법상 내용.....	131
1) 조문.....	131
2) 학설 대립.....	131
나. 시사점.....	132
1) 신탁재산 범위 확대 필요성.....	132
2) 투자대상 확대의 필요성.....	133
3. 포트폴리오의 다양화.....	133
가. 현행 자본시장법상 내용.....	133
1) 금전 운용 방법의 제한.....	133
2) 금전 이외의 신탁 재산의 운용 방법.....	134
나. 시사점.....	135
1) 포트폴리오 다양화의 의무화.....	135
2) 한계 규정(rule-like safe harbour)의 입법.....	135
4. 공평 의무.....	136

가. 현행 자본시장법상 내용.....	136
나. 시사점.....	136
5. 권한 위임의 허용.....	137
가. 현행 자본시장법상 내용.....	137
1) 업무 위탁의 허용.....	137
2) 업무 위탁에 있어 신탁업자의 의무.....	137
나. 시사점.....	138
6. 비용의 최소화.....	138
가. 현행 자본시장법상 내용.....	138
나. 시사점.....	139
제 4 절 공익신탁에의 시사점.....	139
1. 개관	140
2. 투자 대상의 확대.....	141
가. 현행 공익신탁법상 내용.....	141
1) 조문.....	141
2) 학설.....	141
나. 시사점.....	141
1) 투자대상 확대의 필요성.....	142
2) 공익신탁의 목적 및 다른 법령에 의한 한계.....	142
3. 포트폴리오의 다양화.....	143
가. 현행 공익신탁법상 내용.....	143
나. 시사점.....	143
1) 포트폴리오의 다양화.....	143
2) 공익사업을 수행하기 위한 필수적인 재산에 관한 사항.....	144
4. 권한 위임의 허용.....	145
가. 현행 공익신탁법상 내용.....	145
나. 시사점.....	145
1) 권한 위임의 허용.....	146
2) 수탁자의 선임 · 감독상의 의무 구체화.....	146

5. 비용의 최소화.....	146
가. 현재 공익신탁법상 내용.....	147
나. 시사점.....	147
VII. 결 론.....	147
참고문헌.....	149
Abstract.....	155

I. 서론

제 1 절 신중투자자 원칙에 대한 논의의 필요성

신탁은 위탁자가 수탁자에게 재산권을 이전하고 투자와 분배에 관한 권한을 부여하여 그 재산을 1인 이상의 수익자를 위하여 관리하게 하는 법적 장치로서, 신탁을 이러한 목적에 맞게 이용할 수 있기 위해서는 소유와 경영이 분리됨에 따라 발생하는 대리인 비용을 억제해야 한다.¹ 구체적인 수탁자의 권한 행사에 있어서 수탁자의 선관주의의무, 충실의무가 수탁자의 행위 규범이 되고, 수탁자의 투자 권한 행사를 심사하는 기준이 된다. 법원은 신탁계약이 당사자들의 의사에 부합하도록 해석하고, 이에 반하는 수탁자의 행위에 대해서 수탁자가 책임을 지도록 하여 대리인 비용을 감소시키고, 특히 신탁의 투자 기능에 있어 수탁자의 의무는 신탁 투자의 법리에 의해서 구체화된다.²

수탁자의 신탁 재산 운용에 관한 수탁자의 의무 기준이 위험 회피를 중심으로 하던 신중한 원칙 또는 열거주의적 제한 방식에서 1990년대 이후 경제이론과 인플레이션 등 경제적 현상의 영향으로 신중투자자 원칙으로 전환하게 되었다. 기존의 방식은 투자대상의 종류에 따라 위험한 것에 투자하는 것을 제한함으로써 위험을 피하는 것이 수익자의 이익을 위한 것이라고 보던 반면 개정된 신탁법에서는 해당 신탁에 적합한 위험과 수익의 관계에 따른 전체적인 투자 전략을 가지고 투자해야 한다는 원칙으로 수탁자의 의무를 달리 본 것이다. 이러한 수탁자의 투자 행위 규범의 변화와 의미를 살펴보는 것은 신탁 이용의

¹ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, “Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation”, *Journal of Law and Economics*, vol. 50, no.4 (2007), p.683

² Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, “The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis”, *Journal of Empirical Legal Studies* Vol. 14, Issue 1 (2017), p.133

필요성이 꾸준히 증가하는 현실에서 수탁자의 투자 행위의 타당성을 평가하는 적절한 법 기준을 마련하는데 필요한 기초가 될 수 있다고 생각된다.

제 2 절 논의의 범위

신탁 재산의 투자 행위에 대한 수탁자 의무의 심사 기준의 내용과 배경을 살펴보는 것은 신탁을 본래 목적과 취지에 부합하고 사안에 알맞게 적용하는데 기초가 될 것이므로 신중투자자 원칙의 도입 배경과 취지를 살펴보고, 그 결과 형성된 동 원칙의 구체적인 내용을 검토해보기로 한다. 한국 법에서 투자 권한을 행사하는 수탁자에게 부여된 의무의 행위 및 심사 기준이 있는지와 신중투자자 원칙이 그 기준이 될 수 있다면 수탁자의 의무 가운데 자리하는 위치와 동 원칙이 수탁자 권한 행사의 행위기준과 심사 기준으로 기능하기 위해서 할 수 있는 역할을 생각해 보기로 한다.

II. 신중투자자원칙(Prudent Investor Rule) 의 도입 배경과 관련 입법례

제 1 절 신탁 투자법의 목적

신탁의 목적은 수익자의 이익을 우선으로 하고, 재산 처분의 자유에 따른 위탁자의 신탁 설정 의사를 고려하며, 이를 위해서 소유와 관리가 분리된 데 따른 대리인 비용을 최소화해야 한다. 이러한 신탁법의 목적을 염두에 두고 신탁 투자 법리로서 신중투자자 원칙을 살펴보아야 한다.

제 2 절 신중인 원칙(Prudent Man Rule)

1. 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 생성과 발전 과정

1) 영국의 신탁 투자 법리로부터 영향을 받은 법률 리스트(legal list)의 규율

영국에서는 1720년 남해 포말 사건(South Sea Bubble burst) 이후에 손실 위험의 우려를 인식한 영국 형평법원이 손실을 최소화할 수 있는 위험회피를 우선하는 투자가 적절하다고 인식하였고, 주식을 제외하는 방식으로 투자대상을 제한하여 정부가 보증하는 증권만이 투자 대상으로 허용되도록³ 규율하였다. 이런 보수적인 판단 기준이 미국에까지 영향을 미쳐 수탁자의 투자행위를 심사할 때 소위 법률 리스트(legal list)를 가지고 허용되는 투자 대상을 제한적으로 정해두는 방식의 규율이 행해지기 시작했다. 이 때에 허용되는 투자 상품이란 정부 채권과 일순위 모기지였고 몇몇 주에서는 선별된 기업의 증권이 포함되기도 하였다. 이러한 규율의 방향은 신탁에서 발생하는 수탁자와 수익자 사이에 발생하는 대리인 비용을 해결하기 위해서 대리인인 수탁자의 권한을 제한하는 것이 바람직하다고 본 당시의 법기술에 부합하는 것으로 평가된다.⁴

2) Harvard College v. Amory (1830) 판결

이후 주식에 대한 수탁자의 투자를 허용하는 Harvard College v. Amory (1830)⁵ 판결이 등장하였다. 신생국가인 미국에서는 영국에서

³ Martin D. Begleiter, "Does the Prudent Investor Need the Uniform Prudent Investor Act--An Empirical Study of Trust Investment Practices," Maine Law Review 51, no. 1(1999) p.31, Phillips, W. Brantley Jr. "Chasing Down the De vil: Standards of Prudent Investment under the Restatement (Third) of Trust s" Washington and Lee Law Review, vol. 54, no.1(1997) p.338.

⁴ Stewart E. Sterk, "rethinking trust law reform: how prudent is modern prudent investor doctrine", 95 Cornell L. Rev. 851(2010) pp.880-881.

⁵ Harvard College v. Amory (1830) 26 Mass (9Pick) 446

허용되는 증권과 같은 신용 등급의 증권이 없었던 것이 영향을 미쳤다고 보는 견해도 있는데⁶, 보다 유연한 규율을 수탁자에게 적용하는 것이 타당하다고 본 판결이다. Harvard College v. Amory case에서 메사추세츠 최고 법원은 영국의 영향을 받은 법률 리스트 규율 방식을 부인하고 이른바 신중한 원칙(Prudent Man Rule)로서, 신중함, 재량, 지성을 가진 사람이 자신의 일을 하는 것과 같이 투자 자금의 안전성과 수입의 가능성을 고려하면서 투기가 아닌 그 자금의 영구적인 관리로도 모해야 한다고 하였다. 동 사안에서 피상속인은 유언으로 생존 배우자를 위한 신탁으로 5만 달러를 수탁자에게 신탁하면서 “신탁재산을 안전하고 생산적인 주식이나 공적 펀드, 은행 주식 또는 수탁자들의 최선의 판단과 재량에 따라서 대여 또는 투자”하도록 하였다. 수익금은 생존 배우자에게 4분기 또는 반기마다 지급되고, 생존 배우자의 사망 이후에는 그 절반은 하버드 대학의 고대와 현대 역사 연구를 지원하도록 교직원들에게 돌아가고, 나머지는 메사추세츠 제너럴 병원 (Trustees of the Massachusetts General Hospital) 에 배당하는 것으로 하였다. 수익자인 하버드 대학과 메사추세츠 제너럴 병원은 수탁 종료 후, 신탁 재산에 투자로 손실이 발생한 것을 발견하고 이에 대하여 수탁자를 상대로 소송을 제기하였다. 항소 법원은 “수탁자는 성실하게 행위하고 타당하게 재량권을 행사할 것이 요구된다. 수탁자는 신중하고, 재량과 지성이 있는 사람이 자신의 사무를 수행하는 것과 같이 신탁업무를 수행하면 되며, 투기가 아니라 신탁 자금의 영구적인 처분과 관련해서 투자되는 자금의 안정성뿐만 아니라 수익 가능성도 고려해야 한다.” 고 하면서 수탁자에게 책임이 없다고 판시하였다.

Harvard college v. Amory 판결은 제조회사나 보험회사의 주식에 투자한 수탁자의 행위에 대해서도 책임이 없는 것으로 봄으로써 기존의 엄격한 법률 리스트(legal list)의 규율보다 유연한 태도를 보여준다.

⁶ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3), p.338.

모든 투자 상품은 위험을 내포하기 때문에 신중하지 못한 투자 상품이 따로 없으며, 제조회사 또는 보험 회사의 주식에 투자한 수탁자의 행위는 비록 손실의 결과가 발생했더라도 중대한 과실이나 고의가 없이 신의 있게 건전한 재량에 따라 판단한 것이라면 책임이 없다고 한 동 판결의 취지는 수탁자로 하여금 보다 폭넓은 재량을 행사할 수 있도록 하고자 한 것으로서,⁷ 투자 대상의 종류를 제한하는 입장을 명백하게 벗어났으며, 여기서의 신중함(prudence)이란 과실 책임에서 다루는 합리적인 인간(reasonable man)의 심사 기준과 다르지 않다고 평가되기도 한다.⁸

3) 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 본래의 취지의 퇴색

Harvard College v. Amory (1830) 판결 이후에 1900년대 중반에는 미국 은행 협회가 동 판결의 성문화를 지지하고 미국 대부분의 주가 법률리스트를 폐기하기도 하였지만, 이후 법원들이 동 판결의 신중한 원칙(Prudent Man Rule)을 일반화하기 위해 신탁업자에게 허용된 투자의 유형과 성격을 서술하는 하위 규범을 구체화하는 과정에서 과거의 법률리스트와 유사하게 위험 회피적인 성격이 유지되어, 이 결과 Harvard college v. Amory 판결이 신중한 원칙(Prudent Man Rule)을 통하여 제반 상황을 고려해서 수탁자의 투자 행위를 평가할 수 있는 일반적인 규칙을 마련하여 수탁자에게 재량을 가질 수 있게 하고자 했던 취지는 광범위하게 적용되지 못하였다.⁹

이러한 경직화에 따라 이후 뉴욕 항소 법원은 King v. Talbot(1869) 판결에서, 신탁의 투자행위를 규율하는 원칙은 시장의 확인되지 않은

⁷ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3), p.339.

⁸ Jhon H. Langbein, “The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing”, 81 Iowa L. Rev. 641(1996),p.644

⁹ Jhon H. Langbein(주 8),p.644

가치 상승에 대해서 투자하는 것을 배제하고, 신탁 재산의 유지와 그로부터 정당한 수입의 추구가 신탁의 중요한 목적으로 우선적으로 고려되어야 한다고 하였다. King v. Talbot 판결은 Harvard vs Amory 판결 이후에도 유지되었던 투자대상의 종류를 제한하던 규율 방식을 보여주는 대표적인 판결로서, 법원은 수탁자의 투자를 정부채권이나 우선순위 모기지로 제한하고, 기업의 증권에의 투자는 금지하면서, 그 이유로서 수탁자는 기업의 성패에 따라서 수익이나 손실이 나는 증권에 투자함으로써 신탁재산을 가지고 기업경영을 할 수 없다는 점을 들었다.¹⁰ 특히, King v. Talbot 판결 이후로 법원이 일반적인 주식을 그 종류 자체로 부적절한 투자로 판단하면서 법원이 부적절한 것으로 판단한 투자 대상들이 후에 발생한 사건에서 선례구속성을 가짐에 따라 점차적으로 광범위한 범위의 투자 대상들이 투기적이고 부적절한 것으로 여겨지게 되어 허용되는 투자 대상의 범위는 점점 좁아지게 되었다.¹¹ 약간의 투기성 있는 투자 대상도 금지되었고, 새로운 기업에 대한 투자도 그 자체로 투기적이고 부적절한 것으로 평가되었다.¹²

이렇게 1930년대 말부터 1960년대까지 법률 리스트(legal list) 입법을 가진 여러 주들이 Harvard College v. Amory(1830) 판결에 따른 신중한 원칙(Prudent Man Rule)을 도입해 이를 대체하기도 하였지만, 반대로 법률 리스트(legal list)를 도입한 주들과 엄격한 판례들에 의해서 신중한 원칙(Prudent Man Rule)은 제한적으로만 효과를 가졌는데, 당시의 연구들에 따르면 신중한 원칙(Prudent Man Rule)을 채택한 주에서는 법률 리스트(legal list)에 따르는 주들에 비해서 신탁 투자의 수익이 대략 두 배 정도 높았다고 한다.¹³ 후에

¹⁰ Jhon H. Langbein(주 8), p.643

¹¹ Edward C. Halbach, Jr, "Trust Investment Law in the Third Restatement", Real Property, Probate and Trust Journal(1992) pp.410-411

¹² Martin D. Begleiter(주 3), p.32

¹³ Martin D. Begleiter(주 3).p.32.

신중한 원칙(Prudent Man Rule)이라는 용어는 오히려 개정법 이전에 Harvard College v. Amory(1830) 판결의 출현에도 불구하고 투자 대상을 개별 위험에 따라 제한했던 경직화된 규율을 신중투자자 원칙(Prudent Investor Rule)에 대비하여 가리키게 되었으므로, 이하에서는 신중한 원칙(Prudent Man Rule)을 이러한 경직화된 규율의 의미로 사용하도록 하겠다.

2. 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 규율(1830-1990)

1) 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 내용

신중한 원칙을 기본으로 했던 1959년에 제정된 Restatement (Second) of Trust와 미국법률학회의 해석은 신탁 원본의 유지와 신탁 이익의 산출을 신탁 투자의 주된 목적으로 하였다.¹⁴ 따라서 정기적인 소득과 지속적으로 기대되는 정기적인 배당을 지불하지 않는 회사에 대한 투자는 투기적인 주식 투자로 분류하고, 증거금 주식 매수나 할인채 매입은 부적절한 투자로 분류하는 반면 회사채나 토지에 대한 1순위 모기지, 미국 정부 또는 주 채권에 투자하는 것은 적절한 것으로 분류하였다.¹⁵

2) 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 한계

신중한 원칙은 투자의 적절성을 전체 포트폴리오가 아닌 개별 투자 대상의 성격을 가지고 판단하기 때문에 그것이 전체 포트폴리오의 위험을 감소시켜서 순이익을 증가시키는데 기여하여도 해당 개별 투자대상 자체의 수익율이 낮으면 신중하지 못한 투자로 평가하기

¹⁴ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3), 342p, Restatement Second § 227, Restatement Second 227 cmt. f,m,

¹⁵ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.134.

때문에 전체 포트폴리오의 이익을 극대화시키도록 포트폴리오를 구성할 수 없는 경우가 발생할 수 있고, 수탁자가 신탁의 명목적인 가치만을 유지하면 의무를 다한 것이기 때문에 신탁의 구매력 유지에 대해서는 수탁자에게 의무를 부담시키지 않으므로, 인플레이션 상황에서는 신탁 재산의 실질 가치의 잠식을 가져오고, 결국 수익자의 불이익을 초래할 수 있다.¹⁶

또한 당시 이미 널리 행해지고 있던 새로운 투자 관행과 불일치하고, 특정 종류에 해당하기만 하면 타당성을 검토하지 않고 그 자체로 허용하게 되는 결과가 되었다¹⁷. 전체 포트폴리오의 위험을 최소화하기 위해서 선물이나 옵션과 같은 투자 대상을 포트폴리오에 포함시킬 필요성과 맞지 않고, 수익자에게 이익이 되는 행위를 할 수 있는 재량권까지 제한하는 결과가 되어 전문 지식이 있는 수탁자의 건전한 판단에 따른 투자 이행까지 억제하고 이런 합리적인 판단에 따른 투자도 단지 허용되는 투자 종류에 해당하지 않는다는 이유로 책임을 물어 정당하지 않은 책임에 수탁자를 노출시킨다는 비판을 받았다.¹⁸ 나아가 수탁자의 투자행위에 대한 평가에 있어서 각 투자를 전체가 아닌 개별적으로 심사하는 것이 사후 편향을 가중하는 면이 있어서 투자 당시에 알 수 없었던 위험도 사후에 평가하여 더 위험하게 바라보게 되어, 결과적으로 위험을 수반한 투자가 성공하지 못하면 그 투자가 전체 포트폴리오 맥락에서 타당했더라도 책임이 있다고 평가되기 때문에 수탁자가 포트폴리오의 다양화를 추구하기 주저하게 만든다.¹⁹ 위와 같은 법적 책임에 대한 우려는 수탁자들이 현대 경제 이론에 따라 투자하는 것을 주저하게 하였다.²⁰

¹⁶ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3), 343p

¹⁷ Jhon H. Langbein(주 8) p.645

¹⁸ Edward C. Halbach, Jr (주 11), pp.411-413

¹⁹ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 1) p.684

²⁰ Martin D. Begleiter(주 3) p.54

제 3 절 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)의 도입 배경

1. 현대 포트폴리오 이론(modern portfolio theory)²¹

1) 위험과 수익의 상관성을 기초로 한 효율적인 포트폴리오(efficient portfolio) 개념

가) 이론의 전제와 기본 개념

1950년 대 초반 경제학자와 금융 이론가들은 투자에 대한 연구의 산물로서 효율적인 포트폴리오가 무엇인지에 관해서 새로운 견해를 내놓았고, 실증적인 연구들로 뒷받침된 이들 이론은 투자 분석과 포트폴리오 관리에 관한 이론으로서 1970년대에 이르러 지배적인 견해가 되었다.²² 이들 가운데 1952년 주장된 해리 마코위츠의 포트폴리오 이론은 후에 1990년 노벨경제학상을 수상하였다.²³ 이들 이론은 투자자가 위험회피적이라는 것을 전제하고, 위험이란 투자로부터 장래 기대되는 수익의 변수 혹은 장래 수익에 관한 불확실성의 총량으로서, 포트폴리오를 구성할 때에 위험과 수익이 상관관계를 고려해서 투자자가 기대하는 일정한 이익이 있을 때에 투자자는 그 이익에 따라올 수 있는 가장 적은 위험을 원하고 그보다 위험도가 있는 투자를 할 때에는 그 만큼 추가된 위험을 보상할 만한 위험 수당 성격의 더 큰 수익의 가능성이 있어야 한다.²⁴ 위험을 아래에서 보는 것처럼 두 가지로 분류하고, 포트폴리오의 다양화를 통해서 제거할 수 있는 위험을 제거함으로써 위험이 최소화된 포트폴리오가 마련되어야 하고, 금융

²¹ Markowitz's portfolio theory, the capital asset pricing model, the efficient market theory and other similar modern theories of investing을 말한다.

²² Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p 348.

²³ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.347.

²⁴ Martin D. Begleiter(주 3) p33.

분석가들은 투자의 위험을 측정하고 이것을 다른 투자의 위험과 비교할 수 있는 방법을 고안하였다.²⁵ 이렇게 “효율적인 포트폴리오란, 더 높은 수익을 얻기 위해서 추가적인 위험을 부담하고, 위험을 줄이기 위해서 수익을 포기하는” 위험과 수익의 상관관계에 따른 포트폴리오를 의미하게 되었다.²⁶

나) 위험의 분류²⁷

이 경제 이론에 따르면 투자에 있어서 위험은 제거할 수 없는 것과 있는 것의 두 가지로 분류할 수 있는데, 그 하나는 일반적인 경제 상황이 전체 시장에 미치는 영향 즉, 전체 시장의 유동성에 반응하는 것으로 시장 위험(systemic risk 또는 market risk)이라고 하는 피할 수 없는 위험이고, 보다 높은 수익으로 보상되기 때문에 이 위험을 발생키는 것이 그 자체로 투자 전략에 유해하다고 할 수 없고 이는 투자가 존재하는 시장 자체의 수익성이 기대보다 적을 가능성으로서 전반적인 경제, 정치 상황을 반영하는 모든 투자대상에 공통된 요소이다. 다른 하나의 위험은 어떤 경제적인 사건으로부터 특정한 투자 또는 산업이 부정적인 영향을 받는 특정한 투자 대상 자산이 기대보다 수익이 적을 가능성으로서 비시장 위험(nonmarket risk, specific risk, firm-specific diversifiable risk, unique risk uncompensated risk)으로서 이는 시장 위험과 달리 더 높은 수익으로 보상될 수 없고, 포트폴리오의 다양화를 통해서만 상쇄될 수 있기 때문에 같은 경제적인 사건에 반대로 작용하는 다른 투자 또는 산업에 해당하는 투자상품을 포트폴리오에 포함함으로써 제거하여 일정한 기대수익 하에서 위험이 최소화된 효율적인 포트폴리오를 만들도록 포트폴리오의 다양화를 요구한다.

²⁵ Martin D. Begleiter(주 3) p33.

²⁶ Martin D. Begleiter(주 3) p.34.

²⁷ Martin D. Begleiter(주 3) p33.

다) 현대 포트폴리오 이론의 분산 효과²⁸

두 위험 자산(A,B)으로 구성된 포트폴리오 투자 시 기대수익률은 $E(r_p) = E(W_A r_A + W_B r_B) = W_A E(r_A) + W_B E(r_B)$ 로 구할 수 있고, 포트폴리오의 위험인 분산값은 $\sigma_p^2 = \text{Var}(r_p) = \text{Var}(W_A r_A + W_B r_B) = W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_{AB} = W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$ 이다. 위 수식에서 σ_{AB} 를 공분산(covariance)라고 하며, $\text{Cov}(r_A, r_B)$ 이라고도 표시하고 두 수익률의 상호 관련 정도를 측정하는 척도로, 각 실현가능한 수익률과 기대수익률의 차이인 편차의 곱을 발생확률로 곱하여 더한 값이다. 두 수익률의 상관관계의 정도를 더 구체적으로 나타낼 수 있는 값으로 상관계수(correlation coefficient)는 공분산(Q_{AB})을 각 투자안의 표준편차(Q_A, Q_B)로 나누어 구하며 ρ (rho)라고 나타낸다. 이 값이 +1인 경우 두 투자안의 수익률이 완전히 동일한 방향으로 움직이므로 분산효과가 없고, 0이면 독립적인 관계, -1이면 완전히 반대방향으로 움직이므로 가장 큰 분산효과를 갖는다.

<표1> 포트폴리오의 공분산과 위험의 관계²⁹

A투자자의 표준편차(σ_A) 12%	B투자자의 표준편차(σ_B) 18%	포트폴리오 기대수익률E(r_p)	A투자자와 B투자자간 공분산 Cov(r_A, r_B)	포트폴리오 평균편차(σ_p)
포트폴리오에 서 A투자 비중 W_A	포트폴리오에 서 B투자 비중 W_B			

²⁸ 송지민, 수탁자의 투자 의무 - 신중한 투자자 원칙을 중심으로, 저스티스 제 189호, 2022, p.336.

²⁹ 송지민(주 28) p.337, Robert Albert, Percy Poon, "The New Prudent Investor Rule and the Modern Portfolio Theory: A New Direction for Fiduciaries", Am. Bus. L.J. Vol.34 No.1(1996),p.57.

0.4	0.6	13%	p=1	15.6%
0.4	0.6	13%	p=0	11.82%
0.4	0.6	13%	p=-1	6.00%

2) 자본자산 가격결정 모델(capital asset pricing model)

학자들은 포트폴리오의 위험과 수익의 상관관계를 자본자산 가격결정 모델(Capital Asset Pricing Model)로 입증하고자 하였고, 이것은 비시장 위험이 모두 제거된 포트폴리오의 위험과 기대수익을 보여주는 그래프로 최소화된 위험을 가지는 포트폴리오의 범위를 기대 수익에 따라 그래프로 보여준다.³⁰ 포트폴리오 이론을 바탕으로 하되, 무위험자산의 가정을 포함하여 발전한 것으로 모든 투자자가 동일하게 구성하는 위험자산 포트폴리오 내의 개별자산은 해당 자산의 수요와 공급의 균형에 따라 시장가치비율로 구성되고, 이런 위험자산 포트폴리오는 시장 포트폴리오가 되며, 여기에 무위험자산(미래의 현금흐름의 불확실성이 없는 자산)을 포함하면, 우선 동질적 기대 하에서 개별 투자자가 위험자산과 무위험자산에 분산 투자하는 경우의 포트폴리오의 기대수익률은 $E(r_P) = WE(r_i) = (1-w)rf = rf + w[E(r_i) - rf]$ 로 나타낼 수 있고, 포트폴리오의 위험은 무위험자산의 표준편차는 0이므로 $\sigma_p = w\sigma_i$ 이고, $E(r_P) = rf + [E(r_i) - rf] \sigma_p / \sigma_i$ 이고, 이 식을 통해서 무위험 자산과 위험 자산으로 구성되는 포트폴리오의 기대 수익율($E(r_P)$)은 포트폴리오 수익율의 표준편차(σ_p)와 선형 관계에 있음을 확인할 수 있다.³¹

개별 주식의 시장 포트폴리오 위험에 대한 절대적 기여도를 표준화한

³⁰ Martin D. Begleiter(주 3) p36.

³¹ 송지민(주 28) p.339

값인 공분산 위험을 시장 포트폴리오 위험으로 나눈 값을 체계적 위험의 측정치로 알려진 베타(β)라고 한다.³² 포트폴리오의 시장 위험은 포트폴리오를 구성하는 모든 증권 위험의 평균으로서, 투자자로서 하여금 해당 포트폴리오의 위험 정도를 알게 해 주는 지표인 베타로 나타낼 수 있으며, 이것이 시장의 움직임과 정확히 일치하는 경우의 베타(β)값을 1.0이라고 할 때, 이보다 적은 값의 포트폴리오는 전체 시장에 비해 덜 위험하고 보다 높은 값의 포트폴리오는 더 위험하다고 평가할 수 있다. 베타(β) 값이 똑같은 두 개의 포트폴리오가 있고, 이 가운데 포트폴리오 1을 구성하는 모든 투자 대상은 포트폴리오 2를 구성하는 모든 투자 대상보다 그 위험이 더 크다고 할 때, 포트폴리오 1과 포트폴리오 2의 기대 수익은 동일하고 포트폴리오 1의 기대 수익이 더 큰 것이 아닌데, 포트폴리오 1을 구성하는 각 투자대상들이 더 가지고 있는 위험은 시장 위험이 아닌 개별 투자 대상의 위험으로서 이것은 포트폴리오의 다양화로 인해서 모두 제거되었기 때문이다.³³

3) 효율적인 시장 가설 이론 (Efficient Capital Market Hypothesis)

효율적인 시장 가설 이론이란, 해당 주식에 관한 모든 정보는 그 가격에 반영되어 있다는 이론으로서, 과거의 가치와 추이에 대한 정보(weak form of ECMH), 현재 일반에 공개된 정보(semi-strong form of ECMH)가 모두 가격에 반영되어 있다고 전제하고, 내부자들의 비공개 정보(strong form of ECMH)는 반영되지 않았다고 보는 것이 일반적이다. 효율적인 시장 가설 이론을 전제하면 투자자는 저평가된 주식을 알아보고 이것을 포트폴리오 자산으로 넣거나 고평가된 주식을 매각하는 것, 시장 전체의 수익을 넘어서는 수익을 내는 것(beat the market)이 이론적으로는 불가능하다.³⁴ 이것은 브로커들이나 펀드

³² 송지민(주 28) p.339

³³ Martin D. Begleiter(주 3) pp.36-37.

³⁴ Nico C.Klein, "Augmenting liability risks for trustees in the light of moder

매니저들과 같이 정보를 찾아냄으로써 보상 받는 시장 전문가들에 의해 시장이 효율적으로 돌아가기 때문인데, 따라서 시장에 반영되지 않는 정보를 찾아내서 투자대상을 고르기 위해 비용을 지불하는 것은 불필요한 비용을 지불하는 것이 되고 이러한 비용을 발생시킬 때에는 이를 정당화할 만한 사정이 있어야 한다는 점에서 수탁자가 발생시키는 비용의 적정성 문제와도 연결된다.

4) 현대 포트폴리오 이론과 수탁자 의무

수탁자가 시장의 평균 성과를 넘는 수익을 내려는 노력은 1) 충분한 다양화를 통해 높은 수익을 기대할 수 있도록 제도적으로 마련된 수동 전략(passive strategy)을 사용하는 것과 2) 효율적이지 않은 시장에 능동 전략(active strategy) 투자를 하는 것 3) 이들 두 가지 방법을 병용하는 것의 형태를 갖게 된다.³⁵ 주식 이외의 시장들의 경우에는 그 효율성에 대해서 충분히 검증되지 않았고, 심지어 주식 시장의 효율성에 대해서도 일정 시기의 경제 순환을 벗어난 경제 상황(주가의 흐름) 또는 작은 회사의 주가가 1980년대 시장의 호황기에 성장세가 하락하고 1990년대의 시장 불황기에 시장보다 더 성장했던 size effect (small firm effect)³⁶ 와 같이 의문이 전혀 없지는 않다. 이들 경우에는 그 자산의 내재가치와 시장가격의 차이를 파악하고 이에 따라 투자 대상을 선택하고 매도 또는 매수해야 할 의무가 수탁자에게 발생할 수 있다.³⁷ 효율적인 시장에서도 보다 높은 기대 수익을 위해 포트폴리오의 위험을 증가시켜야 하는 수탁자에게 여전히 수탁자의 전문성이 요구되고 신탁의 위험 감수성이 낮은 경우와 보수적이면서도 높은 성과를 동시에

n financial theory—the potential of the Prudent Investor Rule and its portfolio diversification requirement”, *Trusts & Trustees*, Vol. 20, No. 7 (2014), p. 698.

³⁵ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 427

³⁶ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 425.

³⁷ Martin D. Begleiter(주 3) pp.37-38.

추구해야 할 때, 해외 시장, 벤처 캐피탈이나 부동산과 같이 덜 효율적인 시장에 투자하는 경우처럼 그러한 행위로 포트폴리오의 다양화를 강화시키고 성공할 경우 기대수익을 높이면서도 높은 거래비용과 특별한 위험을 수반하는 경우에도 수탁자의 전문성에의 요구가 여전히 중요하다.³⁸

이렇듯 시장의 효율성 문제는 효율적인 시장과 효율적이지 않은 시장에서 모두 수탁자의 투자 행위의 적정성을 평가하는데 그 전제로서 중요한 의미를 가진다. 자본 자산 가격 결정 모델(Capital Asset Pricing Model)과 그 전제가 되는 효율적인 시장 이론은 이론에 부합하지 않는 현상과 합리적이고 이성적인 투자자를 전제한 점에 대해서 과잉반응, 과잉신뢰 등에 따른 예외를 지적하는 행동경제학의 비판을 감안하더라도, 그로 인한 예외를 검증하고 이에 따라 수정된 적용을 하면서 여전히 논의의 시작점이 될 수 있을 것이다.³⁹

2. 인플레이션과 신탁 원본 유지의 필요성

2차 세계대전 이후의 인플레이션은 채권에의 투자가 신탁 재산의 실질 가치의 감소를 가져온다는 것을 보여주었고, 1920 년대의 인플레이션 조정 기간에는 장기간에 걸친 주식에 대한 투자의 수익이 연간 9%가량으로 채권의 3%에 비하여 월등히 높은 수치를 보여주기도 하면서 적어도 보다 강한 유동성을 감당할 수 있는 신탁 계정의 경우 신탁계정에서 주식의 비중을 늘리는 투자 경향이 나타나기 시작했다.⁴⁰ 인플레이션에서 신탁재산의 원본 가치를 유지하여 신탁 원본 수익자(remainder man)의 이익을 공평하게 보호하고, 신탁 재산에

³⁸ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 428.

³⁹ Nico C.Klein(주 34) pp.698-700.

⁴⁰ Jhon H. Langbein(주 8) p.645

최대의 수익을 가져오도록 하려면 채권과 같은 안전 자산에만 투자를 허용하는 신중한 원칙 아래에서는 수탁자는 법적 책임에 노출되는 것을 감수해야만 했다.⁴¹

3. 신탁법 개정의 주장의 등장

점차적으로 경제, 금융 이론을 신탁 투자 법리에도 적용해야 한다는 움직임이 나타났고, 연구들은 인덱스 펀드를 허용되는 투자로 보아야 할 것인지를 다루거나 포트폴리오를 구성하는 개별 투자대상이 아니라 전체적인 맥락에서 투자의 적절성을 판단해야 한다고 주장하고 또 신중한 원칙(Prudent Man Rule)이 수탁자 권한의 위임을 금지하는 것에 대한 비판도 나타났다.⁴² Harvard College v, Amory 판결의 취지를 옹호하면서 동 판결이 실시한 본래의 신중한 원칙(Prudent Man Rule)과 1940년 대에 발전된 모범 투자 법령(model investment statute)의 본래의 취지가 리스테이트먼트 신탁법 2차 개정(Restatement (Second) of Trusts and Scott on Trusts)에 의해 제약되어 수탁자가 자신의 사무에 관해서 하는 주의를 타인의 사무에 관해서 하는 주의로 바꾸는 결과가 되어 양심적인 수탁자가 할 수 있는 더 나은 투자 업무를 금지하는 결과가 되었다는 비판도 있었고, 이러한 비판은 어떤 투자 상품의 수익이 떨어지고 있음에도 그것이 적합한 것으로 분류된 자산이라는 이유로 더 수익이 좋은 위험한 투자 상품을 선택하는 것에 대해서 책임을 물 수 있기 때문에 수탁자로 하여금 수익이 떨어지는 상품을 유지하게 하는 규율은 신탁 원본의 가치를 유지할 의무를 간과하는 것이라는 점을 지적했다.⁴³

⁴¹ Martin D. Begleiter(주 3) p.40.

⁴² Martin D. Begleiter(주 3) p.38. Jhon H. Langbein, Richard Posner, "Market Funds and Trust Investment Law", Am Bar Found. Res. J. Vol.1 No. 1(1976), Austin Fleming, Prudent Investments: The Varying Standards of Prudence, 12 REAL PROP., PROa. & TR. J. 243, 243-47 (1977)

⁴³ Martin D. Begleiter(주 3) p.40.

신탁 계약 조항(governing instrument)으로 달리 규정한다고 하더라도 이러한 신탁 투자 법리 하에서 수탁자는 이로 인한 책임의 위험에서 자유롭지 못하므로,⁴⁴ 수탁자가 적절한 수준의 위험에서 최대의 수익을 얻을 수 있도록 투자기술을 발휘하는 것을 허용하고, 포트폴리오 다양화는 중대한 손실을 방지하기 위해서 권장되는 정도가 아니라 특별한 사정을 제외하고 반드시 의무가 되어야 하며, 이와 관련하여 원본과 수익의 분배를 결정하는 방식이 변경되어야 한다는 주장과 후술하는 anti-netting rule⁴⁵ 을 폐기해야 한다는 주장도 제기되었다.⁴⁶ 특히, Bevis Longstretch는 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 문제점에 대해서 종합적으로 정리하고 현대 금융 이론과 신중한 원칙(Prudent Man Rule)의 관계를 분석하고 '신중함(prudence)'의 현대적인 패러다임을 마련해야 한다고 주장하였다.⁴⁷

4. 신중 투자자 원칙에 대한 평가

신중 투자자 원칙과 수탁자의 책임에 관하여, 신중 투자자 원칙이 수탁자의 투자 대상에 대한 제한을 두지 않은 것에 대하여 수탁자의 책임이 지나치게 완화되었다고 보는 비판⁴⁸과 이와는 반대로 안정적인 투자를 유지하더라도 다양화된 포트폴리오를 통해 최대의 수익을 달성하지 못했다는 점에서 책임이 부과되고⁴⁹ 알맞은 투자에서 얻을 수 있었던 총 수익과 비교하여 수탁자의 책임이 부과되는 신중투자자

⁴⁴ Martin D. Begleiter(주 3) p.39.

⁴⁵ V.3.

⁴⁶ Martin D. Begleiter(주 3) p.42.

⁴⁷ Martin D. Begleiter(주 3) pp40-42

⁴⁸ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.140, Stewart E. Sterk (주 4)p.855, Joshua Getzler, “Fiduciary Investment in the Shadow of Financial Crisis: Was Lord Eldon Right?” 3 J. of Equity (2009) p. 219.

⁴⁹ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.139

원칙의 기준은 수탁자의 의무에 대한 책임을 가중하게 될 것이라고 보는 견해⁵⁰, 수탁자의 행위 규범이 모호함에도 엄격한 대리인의 책임을 지우는 것이라는 견해⁵¹가 있다. 나아가 신중 투자자 원칙의 수탁자의 투자 기능의 신중함에 대한 심사 기준으로서의 성격이 개정 이전에는 실질적인 내용 보다는 절차적으로 충분한 논의가 있었는지에 초점이 맞추어졌다면 개정 이후에는 유사한 비교 대상 신탁 계정들의 성과와 구성을 비교함으로써 실질적으로 그 포트폴리오 자체의 다양화와 적절성을 판단할 수 있게 되었다고 하고, 비교 대상의 다른 펀드에 비해서 지속적으로 수익이 낮다면 그러한 포트폴리오 구성의 타당성에 대한 입증책임도 수탁자 쪽으로 기울게 된다고 한다.⁵²

투자 신탁의 법리는 수익자의 이익을 위하고, 위탁자가 설정한 신탁의 목적에 부합하도록 하는 것을 신탁의 목적으로 하므로, 신중 투자자 원칙을 이러한 목적에 부합하도록 적용한다면 수탁자의 적절한 책임 범위와 한계를 분명하게 하는 역할을 수행할 수 있을 것이다.

제 4 절 신중 투자자 원칙(Prudent Investor Rule)의 관련 입법례

1. ERISA

현대 포트폴리오 이론과 당시 이루어지던 투자기법 반영의 요구는 1974년의 ERISA⁵³의 제정에 먼저 수용되었다.⁵⁴ 기금의 운용에 현대

⁵⁰ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3), p.364,

⁵¹ Nico C.Klein(주 34) p.709.

⁵² Jhon H. Langbein(주 8) p663.

⁵³ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p346, Employee Retirement Income Security Act of 1974, Pub. L. No. 93-406, 88 Stat. 829 (codified as amended at 29 U. S.C. §§ 1001-1461 (1994 & Supp. 11995))

⁵⁴ Jhon H. Langbein(주 8) p.646.

포트폴리오 이론을 적용하고 다양한 투자 대상을 허용하며 투자의 전체 포트폴리오의 맥락에서의 역할을 고려하고, 위험과 수익의 상관관계를 기초로 포트폴리오를 운영하도록 규정하고 있는 ERISA는 Restatement(third)나 UPIA의 제정보다 앞선 입법으로 현대 포트폴리오 이론을 신탁 투자에 적용한 최초의 성문화로서, 신중투자자 원칙을 가장 정교하게 서술하고 있다고 평가된다.⁵⁵ 은퇴 후 소득에 대한 필요가 늘어남에 따라서 연금의 수익자들과 신탁의 수익자들의 필요가 일치되어 가고 연금과 신탁의 각 수탁자의 책임 역시 일치되어 감에 따라, 입법자들은 ERISA와 개정법에 반영된 신중투자자 원칙 사이의 상호작용을 이해할 필요가 있다고 보았다.⁵⁶

그 밖에 신중 투자자 원칙(prudent investor rule)은 본래 사적 신탁(private trust)에 적용되는 원리인데 이를 자선 기부금, 연금과 공공 기금의 관리에도 적용하는 주의 입법들이 있었고,⁵⁷ 2006년에 제정되고 거의 모든 주에서 채택한 UPMIFA(The Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act)는 자선기부금의 운용에 신중투자자 원칙(prudent investor rule)을 적용하도록 하였다.⁵⁸ 그리고 후에 살펴보는 바와 같이 개정법 역시 동 원칙의 적용 범위를 이와 같이 확대하고 있다.

2. Restatement(third) 도입 전의 prudent investor rule 수용 입법⁵⁹

Longstretch로 대표되는 신중인 원칙(Prudent Man Rule)에 대한 비판과 신탁 투자법 개정 주장이 시작된 1986부터 Restatement third가 제정되기 전인 1991년까지 12개의 주에서 이러한 비판을

⁵⁵ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p346.

⁵⁶ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) pp.384-385

⁵⁷ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p.416

⁵⁸ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.130.

⁵⁹ Martin D. Begleiter(주 3) pp.43-52.

반영해서 신중한 원칙(Prudent Man Rule)에 대한 수정이 이루어지기도 했다.⁶⁰ 각 주들은 신중 투자자 원칙을 도입한 별도의 규정을 두거나, 이를 법에 도입하였는데,⁶¹ 이들은 개별 투자의 적절성이 전체 포트폴리오와의 관계에서 평가되어야 한다는 것을 내용으로 하고, 포트폴리오를 구성할 때 수탁자는 경제적 조건, 수익자의 필요, 신탁의 예상 기한, 세금 문제 등을 고려해야 한다는 내용을 두었고 신탁 증서(governing instrument)가 승인할 경우 이러한 기준을 넘는 투자도 허용되며, 신중함의 판단은 그 결정을 할 당시를 기준으로 수탁자가 알거나 알 수 있었던 사실을 기준으로 한다고도 했다.

이들 법은 조금씩 내용에 차이가 있었고, 신중 투자자 원칙의 주요 내용을 요건으로 하지는 않고 이를 허용하는 형식이거나, 금지되던 수탁자 권한의 위임을 허용하면서도 사전 서면 통지를 요구한다든지, 포트폴리오 다양화의 의무를 두되 수탁자의 합리적인 신뢰에 따른 예외를 허용한다든지, 권한의 위임을 허용하면서 수탁자의 의무를 면제한다든지 하는 등 신중투자자의 원칙을 충실히 담는 데에는 부족한 면이 있다고 평가되는 가운데 뉴욕주는 가장 종합적이고 비교적 개정법의 원칙에 충실한 입법을 두었다고 평가된다.⁶²

3. Restatement (third), UPIA의 제정

미국 법률학회가 신중 투자자 원칙(Prudent investor rule)을 도입한 Restatement of Trusts 개정을 1990년에 승인, 1992년에 공포하고,⁶³ 통일법위원회가 1994년에 UPIA를 제정하고 미국 변호사협회가

⁶⁰ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 2) p.167 appendice.

⁶¹ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 2) p.167 appendice.

⁶² Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) pp.375-381.

⁶³ Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992)

1995년에 승인하면서 동 원칙의 입법이 일반화되었으며⁶⁴, 2006년에는 모든 주가 UPIA를 채택하거나 동일한 효과를 가진 법을 가지게 되었다.⁶⁵ Restatement(third)와 UPIA는 현대 포트폴리오 이론을 반영하여 위험과 수익의 상관성과 포트폴리오 전체의 맥락에서 기준이 적용되어야 함을 명시적으로 규정하고,⁶⁶ Restatement(third) 서문은 동 개정이 당시의 경제, 금융 이론을 반영하였음을 언급하면서, 나아가 장래의 이론의 발전에 따라 변화할 수 있는 유연성을 갖는 것이 신중 투자자 원칙(prudent investor rule)을 기초한 중요한 목적이라고 밝히고 있다.⁶⁷

현대 포트폴리오 이론을 반영하는 것과 아울러 기존의 보수적인 판례의 구속을 제거하고 Harvard College v, Amory 판례에 따른 투자의 유연성을 회복하고, 당대의 자산 관리 기술을 반영하는 것을 개정의 취지로 하며,⁶⁸ 도전적이고 비전통적인 전략이 특정 신탁에 필요할 때 수탁자에게 이를 허용함과 동시에 전문적이지 않은 수탁자가 합리적이고 명확한 가이드를 가지고 투자할 수 있도록 하는 것을 목적으로 한다.⁶⁹ UPIA의 서문은 동 법이 주로 사익 신탁(private trust)의 투자 책임을 다루고 있지만 신중투자자원칙은 자선 신탁에도 역시 적용될 수 있다고 규정하고 있는데, 자선 신탁은 전형적인 사익 신탁(private trust)에 비해서 장기간의 호흡을 가지고 있기 때문에 주식 시장에서의 투자에 적합하다고 한다.⁷⁰

⁶⁴ Unif. Prudent Investor Act (1994), 7B U.L.A. 16 (Supp. 1995) , Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.380.

⁶⁵ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.167 appendice, Martin D. Begleiter(주 3) pp.65-66.

⁶⁶ Martin D. Begleiter(주 3) p57, Restatement third § 227. Uniform Prudent Investor Act Martin D. Begleiter(주 3) p57., Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p381t, 7B U.L.A. 56[UPIA] (Supp. 1995). § 2(b)

⁶⁷ Martin D. Begleiter(주 3) p57., Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p381

⁶⁸ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) pp.345-347.

⁶⁹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) pp.415-416

⁷⁰ Jhon H. Langbein(주 8) pp.654-655.

4. 검 토

신중 투자자 원칙에서는 수탁자로 하여금 위험의 확실적인 기준을 따르도록 하지 않고 신탁의 상황과 활동, 자산에 관한 수많은 요소를 형량하고 검토할 것을 요구하고, 수탁자는 적절한 주의(due care), 전문성(skill), 그리고 신탁의 목적과 각 투자행위가 결정되는 때의 신탁에 적합하고 상당한 주의 정도와 보수성을 가지고 이러한 형량을 해야 한다.⁷¹ 법률 리스트(legal list)에 의한 룰(rule)의 규제로부터 Harvard College v, Amory 판례를 통해 신중한 원칙이 출현하면서 스탠다드(standard) 방식의 규제로 변화하였고, 스탠다드(standard)를 구체화하는 과정에서 경직화된 방식으로 돌아가던 신중한 원칙(Prudent Investor Rule)의 경향으로부터 보수적인 규율로는 수익자를 충분히 보호하지 못한다는 인식에 따라 보다 유연한 스탠다드(standard)의 마련을 명문화하기에 이르렀다.

룰(rule)을 통한 규제는 기계적으로 적용되고 룰(rule)의 타당성 검토를 위한 충분한 투자가 요구되는 반면, 스탠다드(standard) 방식의 규제는 법원이 사후적으로 가치의 형량과 재량 행위의 형성에 깊이 관여하여 이것을 형성하도록 하기 때문에 이러한 작업이 쌓여 행위자의 행동 규범으로 자리잡게 된다.⁷² 신중투자자 원칙에 대한 비판과 지지의 견해 대립은 스탠다드(standard) 방식의 규제가 법원을 통해 내용과 구체적인 적용 방식이 어떻게 형성되어야 할 것인지에 대한 우려와 함께 방향을 제시하기 위한 논의라고 볼 수도 있을 것이다.

⁷¹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p.435

⁷² Reiner Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed.), Oxford univ. press (2017) p.33.

Ⅲ. 신중투자자 원칙(Prudent Investor Rule)의 내용

UPIA 제2조와 Restatement third 제227조가 신중투자자 원칙의 일반적인 기준을 규정한다. Restatement third 제227조에 의하면, 수탁자는 수익자를 위해 신탁 자산을 신중한 투자자로서 신탁의 목적, 조건, 이익 지급의 필요와 기타 사정들을 고려하여 (a) 상당한 주의(care), 전문성(skill), 유의(caution)를 준수하고 신탁에 적합한 위험과 수익을 포함하여 개별 투자가 아닌 신탁 포트폴리오의 맥락에서 전체 투자 전략을 적용하고, (b) 투자 결정과 실행에 있어서 다양화하지 않는 것이 정당하다고 볼 만한 사정이 없는 한 수탁자는 포트폴리오를 다양화해야 할 의무가 있고, (c) (1)충실의무와 공평의무를 부담하고, (2) 권한을 위임할 때에 위임의 여부와 방법, 수임인의 선정과 감독을 적정히 해야 하고(3) 수탁 사무에 지출하는 비용은 수탁 책임과 양에 따른 합리적인 것이어야 한다.⁷³ UPIA 제2조는 (a) 수탁자가 신중한 투자자로서 신탁의 목적, 조건, 이익 지급 기타 조건을 고려하여 신탁 재산을 투자하고 관리하여야 하고, 이 기준을 충족하기 위해 상당한 주의(reasonable care), 전문성(skill)과 유의(caution)를 이행해야 하고, (b) 수탁자의 개별 자산에 관한 투지 및 관리 결정이 개별적이 아닌 전체 포트폴리오의 맥락에서 신탁에 부합하는 위험과 수익 전략의 부분으로 평가되어야 하고, (c)수탁자가 신탁 자산의 투자와 관리에 있어 고려해야 할 사정들 가운데에는 신탁과 수익자와 관련한 다음과 같은 것들로서, (1)일반적인 경제 상황, (2)인플레이션 또는 디플레이션 가능성, (3)투자 결정 또는 전략의 세금적 고려,(4)금융자산, 유한회사 지분, 유무형의 개인 재산, 부동산을 포함하는 각 투자가 전체 포트폴리오에서 하는 역할,(5)신탁 수익과 자산 가치로부터의 총 기대수익,(6)수익자들의 다른 자산,(7)유동화 필요, 수익의 정기성, 자본의 유지와 가치, (8)신탁의 목적이나 수익자에 대한 자산과의

⁷³ Restatement third §227 General Standard of Prudent Investment)

특별한 관계나 특정 가치가 있고, (d) 수탁자는 신탁 자산의 투자 관련 사실들을 확인하는데 상당한 노력을 하여야 하며, (e) 수탁자는 동법의 기준에 부합하는 어떤 종류의 재산이나 투자상품에 투자할 수 있고, (f) 특별한 기술 또는 전문성을 가지거나 이를 가졌다고 표시한 수탁자는 이러한 특별한 기술 또는 전문성을 이용할 의무가 있음을 규정한다.⁷⁴

제1절 수탁자에게 허용된 투자대상의 제한이 없음

UPIA는 수탁자는 이 법의 기준에 따라 어떤 종류 또는 어떤 방식의 투자방법에 따라 투자할 수 있다고 하면서 투자 상품은 끊임없이 변화하고, 한 때는 매우 위험한 것으로 여겨지던 주식과 최근에 들어서 선물도 현재는 포트폴리오에 사용되는데 반면 예전에는 이상적으로 여겨진 장기 채권과 같은 것은 인플레이션 위험과 같은 위험과 유동성을 가증시키는 역할을 현재는 한다고 설명한다.⁷⁵ Restatement third는 특정한 투자나 기술이 그 자체로 적절하거나 부적절할 수 없다고 하면서 특정 자산의 위험성과 그것을 포함한 신탁 자산의 적절함은 추상적으로 판단될 수 없고 그것이 해당 신탁 포트폴리오에서 할 것으로 예상되는 효과에 따라 평가된다고 하였다.⁷⁶ 수탁자는 개별 투자상품과 투자기법을 그것이 전체 포트폴리오에서 하는 역할과 신탁의 목적, 포트폴리오의 다양화와 수탁자의 공평의무 또는 신탁에 알맞은 기대수익과 위험의 설정, 전략적인 투자에 제대로 이용되고 있는지의 관점에서 선정해야 한다.⁷⁷

1. 전체 포트폴리오를 기준으로 한 판단

⁷⁴ UPIA §2

⁷⁵ UPIA § 2(e), UPIA section 2 cmt. ("Abrogating categoric restrictions").

⁷⁶ Restatement third §227 cmt f(2)

⁷⁷ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 435

1) 개별 투자가 전체 포트폴리오에서 하는 역할

현대 포트폴리오 이론은 위험을 두 가지로 구별하고, 이 가운데 상품 위험은 포트폴리오의 다양화를 통해 제거할 수 있다는 것과 신탁의 위험 감수성에 따라서 상응하는 기대 수익이 변화한다는 위험과 수익의 상관관계를 발견하였다. 이로 인해 개별 투자 대상 그 자체의 위험성이 아니라 투자 대상이 전체 포트폴리오에서 하는 역할이 적절성의 판단 기준이 된다. 개별적인 성격만으로는 위험성이 높은 투자도 전체 포트폴리오에서 다른 투자상품과 특정 사건에 대해 다르게 반응함으로써 전체 포트폴리오의 변동성 즉, 전체 포트폴리오의 위험을 감소시키는 역할을 할 수 있기 때문이다. 수탁자는 신탁의 위험 감수성에 맞는 수익의 창출과 상품 위험이 제거된 포트폴리오의 구성을 위해서 새로운 투자 기술이나 투자 상품을 그 종류에 제한 없이 포트폴리오에 포함시킬 수 있다.

2) 신탁의 실질 가치 유지

전체 포트폴리오의 위험을 감소시킨다는 면에서뿐 아니라 후술하는 신탁의 실질 가치를 유지해야 한다는 면에서도 개정 전의 안전 자산 위주의 투자는 수탁자의 의무를 제대로 이행했다고 볼 수 없는 측면이 있다. 안전 자산만으로 이루어진 포트폴리오는 인플레이션에 제대로 대응하지 못해서 신탁 재산의 실질가치를 유지하지 못할 것이기 때문이다. UPIA 주석이 서술하듯이 국채 등 기존에 안전한 투자대상으로 권장되었던 상품도 인플레이션 상황에서 신탁원본의 가치를 감소하게 만드는 대상이 되기 때문에 어떤 투자 상품이 절대적으로 적절하다고 평가할 수는 없다.⁷⁸ 그리고 수탁자에게는 위험을 줄이는 것뿐 아니라 신탁이 감당할 수 있는 위험의 수준에서

⁷⁸ UPIA § 2(e), UPIA section 2 cmt. ("Abrogating categorical restrictions").

적절한 포트폴리오가 실현할 수 있는 기대 수익을 올릴 것이 요구된다.⁷⁹

신탁의 실질 가치를 유지하는 문제는 또한 원본 수익자와 배당 수익자 사이의 공평 의무와 연결되기도 하는데, 지나치게 보수적으로 안전 자산에만 집중된 투자는 신탁 원본의 실질 가치를 유지할 수 없게 하고 결과적으로 원본 수익자에게 불리하며, 장기적으로는 원본 수익자 외의 이익 수익자의 신탁 이익(income)도 줄어들게 한다.⁸⁰

3) 총수익(total return)과 위험과의 균형

위험과 수익의 균형을 잡는 것이 수탁자의 의무라고 할 때에, 여기서의 수익은 기존의 법이 신탁 이익(income)만을 의미했던 것과 달리 총수익(total return)을 말하며, 총수익(total return)이란, 신탁 이익(income)과 신탁 원본 가치의 상승 또는 감소분을 합친 것이다.⁸¹ 포트폴리오의 다양화를 통해서 감당할 수 있는 만큼의 위험을 부담하지 않고 무조건 회피하면 신탁의 실질 가치가 감소할 수밖에 없고, 이것은 결과적으로 신탁 이익(income)의 감소로도 이어지기 때문에 기존의 법에서처럼 신탁 이익(income)의 안정적 지급만을 우선하거나 안전 자산에만 집중적으로 투자하는 것은 결국 신탁 자산의 가치를 감소시킨다. 따라서 개별 투자대상 그 자체의 수익성이 아니라, 개별 투자대상이 전체 포트폴리오의 위험을 최소화해서 포트폴리오의 전체 수익(total return)을 증가시키는데 얼마나 기여하는지를 봄으로써 투자의 적절성을 판단하는 것이고 개별 투자의 종류만으로 그 자체 신중한 투자라거나 신중하지 못한 투자라고 평가할 수 없는 것이다.

⁷⁹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 459

⁸⁰ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.353.

⁸¹ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.355, Restatement (third) of trust § 227 cmt. e (1992)

2. 신탁이 부담할 수 있는 위험의 정도(risk level)의 결정

1) 위험과 수익의 상관성⁸²

신탁 재산의 포트폴리오의 다양화는 신중 투자자 원칙의 가장 중심적인 내용이지만, 이와 구별해서 해당 신탁이 감당할 수 있는 위험 감수성의 정도를 알맞게 신탁이 부담할 위험을 설정할 의무가 수탁자 의무의 하나라는 것을 인식할 필요가 있다.⁸³ 법은 수탁자가 위험을 확일적으로 피할 것이 아니라 신탁의 목적과 신탁을 둘러싼 제반 상황을 고려해서 신탁에 상응하는 시장 위험과 기대 수익의 적절한 수준을 선택하고 이를 기준으로 상품의 위험을 최소화할 것을 요구하고, 신탁 포트폴리오로부터 기대되는 수익의 높고 낮음이 해당 신탁에 적절한 위험의 정도를 판단해서 이루어져야 한다.⁸⁴

다양화가 충분히 (예를 들어, 거의 1에 가까운 beta값을 가질 정도로 시장 위험과 거의 동일하게) 이루어졌다고 해도 이것은 해당 신탁이 부담하는 위험의 정도를 말해주는 것은 아니다.⁸⁵ 즉, 포트폴리오의 다양화로 비시장위험(uncompensated risk)을 제거하는 것과 신탁에 맞는 위험의 정도를 설정하는 것은 구별되는 의무로서 신탁이 부담하는 위험을 어느 정도로 설정할 것인지는 중요하고 신탁이 부담할 수 있는 위험의 정도와 해당 포트폴리오가 가지는 시장 위험(compensated risk)을 일치시켜야 한다.⁸⁶ 수탁자가 고려하는 신탁의 위험과 수익의 균형이란 신탁 재산이 수용할 수 있는 시장 위험의 정도를 결정하는

⁸² Jhon H. Langbein(주 8) p.650

⁸³ Restatement (third) of trusts § 227 cmt. g (1992)

⁸⁴ UPIA, section 2(b), UPIA section 2 cmt. (Risk and Return), Restatement [Third] §227 cmt e.(1992)

⁸⁵ Nico C.Klein(주 34) p.701

⁸⁶ Restatement third §227 cmt. h.(1992)

것도 불가결하게 포함하고 이것은 수탁자가 투자 전략을 수립하면서 지속적으로 준수해야 할 의무이다.⁸⁷ 수익으로 보상되지 않는 비시장 위험(uncompensated risk)에 대해서는 포트폴리오의 다양화로 이를 최소화할 의무가 있고, 시장 위험(compensated risk)에 대해서는 해당 신탁이 감당할 수 있는 위험의 정도와 일치시킬 의무가 있는 것이다.⁸⁸

2) 판단 요소

가) 신탁의 위험 감수성을 판단하는 지표

Restatement (third)와 UPIA는 신탁의 위험을 설정하기 위한 객관적이고 일반적인 기준을 언급하지는 않고 있고⁸⁹, UPIA는 “수탁자는 신탁이 부담하도록 허용되는 위험의 정도를 투자자의 경제 및 기타 상황이나 신탁의 목적 그리고 수익자의 관련 상황들을 고려해서 설정해야 한다.”⁹⁰고 규정하면서 나아가 “수탁자가 투자와 신탁 재산을 관리하는 데 있어서 고려해야 할 상황들에는 유동화의 필요, 신탁 이익의 정기성, 자본의 평가 또는 유지 그리고 수익자의 다른 수입원 등이 있다”고 하고, 특히, 고려되어야 할 위험성 가운데 하락 시장에서 분배를 위한 현금량을 확보해야 할 상황을 들고 있다.⁹¹ 이러한 요소들은 신탁의 시장의 변동에 대한 위험 감수성을 판단하는 객관적인 지표로서⁹² 해당 신탁의 분배의 필요(particular trust's distribution requirement)와 위험 감수성, 신탁 기간, 일반적인 목적과 관련

⁸⁷ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) pp.353-354. Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 436.

⁸⁸ Edward C. Halbach, Jr (주 11) pp433-434

⁸⁹ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.354, Restatement (Third) §90,cmt e[1] § 90 cmt. e(1), Restatement third §227 cmt. e.(1992)

⁹⁰ UPIA, § 2, cmt.

⁹¹ UPIA, § 2[c][6]-[7]

⁹² Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 444.

Restatement [Third] § 90, cmt f, Restatement third §227 cmt. e.

상황들을 고려해야 한다.⁹³

보다 높은 기대 수익을 위해서 거기에 상응하는 높은 위험을 부담하고자 하는 의사가 신탁계약에 의해서 확인되거나, 신탁 당사자가 보다 높은 수익을 기대하고 있고, 해당 신탁이 그 기대 수익에 상응하는 위험을 부담할 수 있다면 수탁자가 이 점을 고려하지 않고 무조건 안전 자산에 투자하는 것은 수익자의 이익을 위한 것이라고 할 수 없다. 신탁의 성격 또는 목적이 위험 자산의 보유를 정당화하는 경우에도 투자 대상의 위험성이 낮다는 것만으로 해당 투자의 적절성을 충족할 수 없다.⁹⁴

나) 판단 요소로서 신탁 재산의 규모

신탁 재산의 규모 역시 수익자의 재산의 정도와 함께 신탁의 위험 감수성을 판단하는 객관적인 지표이다. 신탁재산의 규모가 클수록 시장변동성의 위험에 더 잘 대처할 수 있고, 수탁 받은 재산의 크기가 클수록 수익자의 개인적인 부 역시 큰 경향이 있는데 법이 수익자의 다른 재원도 고려사항으로 규정하고 있다.⁹⁵ 다른 조건이 모두 동일할 때 백만 달러 규모의 신탁이 십만달러 규모의 신탁보다 신탁 이익 지급 기능을 약화시키지 않고 시장 위험 노출에 보다 잘 대응할 수 있다.⁹⁶

이처럼 원본수익자와 이익수익자가 있는 전형적인 신탁에서 신탁 재산의 규모는 신탁의 위험 감수성을 판단하는 중요한 요소라는 점을 고려하여 UPIA 제정 당시 소규모 신탁을 그 적용 대상에서 제외하자는 주장도 있었으나, 이러한 소규모 신탁의 특성에도 반응하는 요소들을

⁹³ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 436

⁹⁴ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p437

⁹⁵ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.137

⁹⁶ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.137

UPIA가 고려하도록 하고 있으므로 그렇게 할 필요는 없다고 보았다.⁹⁷ 신탁의 규모도 신중 투자자 원칙의 구체적인 적용에서 고려 요소가 되기 때문에 그에 맞는 신중한 투자가 이루어지도록 의무의 내용이 동법에 의해 결정되게 된다. 따라서 소규모 신탁으로서 안정적인 신탁 이익 지급이 우선하는 경우 그 시장 변동성에 대한 대응력이 비교적 적다는 점이 고려될 것이고, 아울러 해당 신탁의 다른 사정 등을 함께 고려하게 될 것이다.

3) 수탁자의 위험 설정에 대한 심사 방법

신탁 포트폴리오가 수용하는 위험의 정도는 이러한 요소들을 고려하여 결국 수탁자의 건전한 판단과 재량에 의해서 결정될 수밖에 없다.⁹⁸ 비시장위험(uncompensated risk)은 그것이 최소화되거나 제거될수록 좋다는 일반적인 법칙을 가지는 반면 신탁이 부담할 수 있는 위험 정도의 설정은 시장 위험(compensated market risk)에 관한 것으로서 신탁행위의 해석과 수탁자의 판단에 맡겨진 문제이다.⁹⁹ 앞서 본 것처럼 Restatement third와 UPIA는 투자 전략을 세우기 전에 신탁의 위험 감수성(risk tolerance)을 설정하는 것의 중요성을 인지하면서도 어떤 조항도 그 위험을 측정하거나 그 위험을 투자 전략에 포함하는데 따를 만한 공식을 제시하지 않고 있다.¹⁰⁰ 신중한 원칙이 투자의 보수성을 선호하던 경향을 완전히 내려놓은 것은 아니고 신탁의 다양성을 고려하는 것이라고 하는 견해도 구체적인 신탁 재산 투자에서 보수성의 정도 또는 어느 정도의 위험을 부담하는 것이 맞을 것인가는 결국 개개 수탁마다의 합리적인 판단과 해석의 문제라고 한다.¹⁰¹

⁹⁷ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 2) p.137 UPIA section 2. cmt

⁹⁸ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3)p.354

⁹⁹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 444.

¹⁰⁰ Stewart E. Sterk(주 4) p.884.

¹⁰¹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p437.

가) 신탁의 위험 설정에 대한 심사 강도와 대안¹⁰²

이러한 법의 태도를 해석하는 방법으로 첫번째는 개정법이 법원은 제한된 심사권만을 갖고 상당히 넓은 재량을 수탁자에게 부여했다고 해석하거나, 두 번째는 수탁자의 판단에 대한 실질적인 감독 권한을 법원에 부여했다고 해석할 수 있다. 첫번째의 해석에 따라 심사하였다고 평가되는 In re Scheidmantel 판결은 수탁자가 수익자들의 필요를 투자 선택에 반영하기 위해서 잘 알아야 하고, 생전 수익자의 신체 상태, 예후, 현재 신탁 이익 수령의 필요 등을 확인하지 않은 데에 책임이 있다고 판시하면서 만약 수익자가 이러한 사실들에 대해 확인하는 과정을 거쳤다면 법원은 다시 이를 바탕으로 수익자의 투자 결정을 존중할지 아니면 투자결정에 대해서 실질적인 심사를 할지 선택하게 된다고 한다. 이런 방법은 실질적인 심사까지 할 수 있는 법원의 능력이 완전한지 차치하더라도 수탁자에게 책임 부과 가능성이 적어 수탁자의 재량의 행사에 어떤 제한 역할을 하기는 어려울 것이다. 두번째 방법은 수탁자에게 책임 부과의 위험이 높으므로 수탁자로 하여금 수익자의 이익에 보다 부합하도록 노력하게 하겠지만, 신중투자자 원칙은 기준(standard)에 의한 규율 방식이므로 수익자를 완전하게 보호하기에는 여전히 부족할 수 있으며, 수익자는 지나치게 공격적인 투자뿐 아니라 지나치게 보수적인 투자를 이유로도 수탁자에게 소송을 제기할 수 있을 것이다. 이 점은 결과적으로 대리인 비용을 증가시킬 것이고 소규모 신탁의 설정자가 신탁을 이용하지 못하게 될 가능성도 있다. 또 면책조항이 늘어나게 해서 수익자의 신탁에 대한 통제력을 잃어버리게 할 수 있다.

그래서 세 번째 방법으로서 일련의 한계 규정(rule-like safe

¹⁰² Stewart E. Sterk(주 4) pp.886-889

harbors)를 두어서 수탁자에게 행위의 가이드라인을 제시하면서 신탁 설정 시 신탁 설정자와 수탁자가 신탁 투자 전략에 관해서 서로 협의할 필요성을 증가시키는 방법이 제시된다. 예를 들어, 법에 “수탁자가 전체 신탁 포트폴리오의 60% 이내로 주식 투자를 넘지 않으면 수탁자는 지나친 시장 위험을 설정한 것을 이유로 하는 책임을 지지 않는다.” 또는 “수탁자가 전체 신탁 포트폴리오의 최소 40퍼센트를 주식에 투자한 경우에는 인플레이션 위험에 신탁 또는 수익자를 노출시켰다는 이유로 책임을 부담하지 않는다.” 와 같은 한계 규정(safe harbor)를 두는 것이다. 이러한 조항은 두번째 방법에 비해서는 수탁자로 하여금 책임을 면할 수 있는 방법을 제시함으로써 수탁자가 책임을 면하기 위해서 발생시킬 대리인 비용을 감소시킬 것이고 첫번째 방법에 비해서는 수탁자가 더 높은 수익을 추구하고자 하는 동기를 한계 규정(safe harbor)의 범위로 제한시킬 것이라고 한다. 이에 대해서는 한계 규정(safe harbor)으로서 적당한 규정(rule)을 만드는 것이 어렵다는 우려가 있지만 기준(standard) 규율에서는 결국 신중한 투자에 대한 판단을 할 수밖에 없으며 적절한 규정(rule)을 일정 부분 제시함으로써 사후편향에 의한 판단을 감소시킬 수 있고, 이러한 한계 규정(safe harbor rule)이 모든 신탁에 획일적으로 적용하는 것이 적당하지 않다는 점에 대해서는 수탁자가 한계 규정(safe harbor)를 넘는 부분에 대해서는 설정자나 수익자의 승인 또는 동의를 얻어 다른 조항을 넣을 수 있고, 법원이 그 조항의 효력을 심사할 것이라고 한다.

나) 그 밖의 심사 기준

그 밖에 신탁의 위험의 설정을 심사하는 방법 또한 수탁자 행위에 대한 심사로서 이에 고려되는 구체적인 상황들은 신탁마다 개별적이되, 주관적이 아닌 객관적으로 판단되어야 하고 사후심사가 아닌 투자행위

당시를 기준으로 심사한다.¹⁰³ 개정법 이전에도 수탁자의 투자 행위를 행위 당시를 기준으로 심사하도록 하였지만, 사후편향이 강화되었던 개정 이전의 경향에 대해서 개정법은 다시금 이 점을 강조하고 있다.¹⁰⁴

제2절 포트폴리오를 다양화할 의무

1. 내용

개정법에서 수탁자 의무의 가장 중요한 내용은 현대 포트폴리오 이론을 반영한 포트폴리오의 다양화 의무이다. 포트폴리오의 다양화는 전략적인 자산의 구성(strategic asset allocation)을 하는 것에서 출발해서 그렇게 결정된 자산 분류 범위 내에서 시장 위험만을 남기고, 일정한 위험 부담 하에 기대 수익을 최대한 높일 수 있도록 하는 것을 요소로 한다. 설정된 위험으로부터 선택할 수 있는 다양화된 포트폴리오는 무한대이고, 필요한 다양화의 수준에 대해서는 논쟁의 여지가 있지만 포트폴리오의 다양화의 요구는 모든 신탁에 필수적이다.¹⁰⁵

1) 포트폴리오 다양화의 의무화(mandatory diversification)

수탁자는 다양화하지 않는 것이 신탁에 더 적합하여 정당화할 수 있는 다른 사정이나 신탁의 목적이 없는 한 신탁재산의 투자 포트폴리오를 다양화해야 하는 의무를 부담한다.¹⁰⁶ 개정 전에는 포트폴리오의 지나친 집중을 피하도록 하는 것에 그쳤던 것과 달리¹⁰⁷, 신증투자자원칙에서의

¹⁰³ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) 137p

¹⁰⁴ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p 418. Restatement third § 227 cmt. b , § 229 cmt. b

¹⁰⁵ Martin D. Begleiter(주 3) p.35. Restatement third of trust, §227 cmt. h

¹⁰⁶ Restatement[3rd] § 90[b] , UPIA § 3 Restatement third §227 (b)

¹⁰⁷ Restatement [2nd] § 228. cmt. a

포트폴리오의 다양화는 현대 경제 이론이 구분한 위험 가운데 상품의 내재적인 위험을 제거(최소화)할 것을 필수적으로 요구하는 개정의 핵심 내용으로서 특정 유형 또는 특별한 성격을 가진 자산으로 구성된 포트폴리오의 경우에도 그 범위에서 다양화가 요구된다.¹⁰⁸

2) 자산의 구성(asset allocation)

자산 구성이란 포트폴리오 다양화의 시작으로서 투자 종목(예를 들어 주식, 채권, 현금, 부동산 등)을 선정하고 여기에 투자할 신탁 재산의 비율을 정하는 것이다. 전략적인 자산의 구성은 투자자의 목적과 기대 수익, 위험 감수성을 반영하는 상대적으로 장기적인 구조를 가질 것을 포함한다.¹⁰⁹ 개정법은 자산의 구성에 포함되어야 할 종목에 제한이 없고 모든 종류가 포함될 수 있으며, 논리적으로는 모든 종류의 자산이 포함되는 것을 상정하지만 또한 신탁의 필요에 따라서는 주의의무와 공평의무가 준수되었다면 하나의 종목만으로 구성된 포트폴리오도 배제하는 것은 아니라고 한다.¹¹⁰

3) 비시장 위험(uncompensated risk)의 제거(최소화)

현대 포트폴리오 이론은 법이 시장에 참여함에 따르는 시장 위험과 특정 투자가 내포한 내재적인 위험을 구별해서 다루어야 한다고 보고, 시장 위험은 수익으로 보상될 수 있지만 내재적인 위험은 같은 방식으로 보상될 수 없는 것으로서 포트폴리오의 다양화를 통해서 제거되거나 최소화되어야 하므로 수탁자는 포트폴리오가 기대하는 위험과 수익에 해당 투자가 하는 역할을 고려해서 포트폴리오를 다양화함으로써 이러한

¹⁰⁸ Restatement[third] § 227 cmt f

¹⁰⁹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 427

¹¹⁰ Restatement[thirrd] 227 cmt. g.

목적은 실현할 의무가 있다.¹¹¹ 신중투자자원칙의 기초가 되는 포트폴리오 다양화 이론을 주장한 마코위츠는 1952년 그의 저서에서 포트폴리오의 분산(variance)을 최소화하기 위해서는 다수의 투자상품에 투자하는 것으로는 충분하지 않고 투자 상품 사이의 covariance 공분산¹¹²이 높은 투자를 피해야 한다고 했다. 분산(variance)은 변수의 흩어진 정도를 계산하는 지표로서 동일 기대수익에 대해서 위험의 분산을 최소화해서 위험의 크기를 줄이는 것을 말하는 것이고, coefficient of correlation는 상관계수로서 두 변량 x,y 사이의 상관관계의 정도를 나타내는 수치(계수)이고 포트폴리오의 다양화(변동성 감소)는 첫째, 이를 구성하는 상품의 수를 늘리는 것과 둘째, 이 투자상품들이 각 경제 이벤트에 서로 다르게 반응(negative variance correlation)하는 경향을 가지도록 하여 이를 수 있다.¹¹³

실증적인 연구들은 포트폴리오의 다양화를 통해서 포트폴리오의 위험성이 감소함을 보여주는데 예를 들어, 개정법 이전에 제한적인 범위에서 허용되던 안전 자산만으로 이루어진 포트폴리오보다 개정법 이후 허용된 소위 위험 자산을 포함하되 다양화를 통해 투자종목 간에 반대로 작용하는 위험을 포함시켜 전체 포트폴리오의 비시장 위험(uncompensated risk)을 최소화한 포트폴리오의 전체 위험이 더 적음을 보여주고,¹¹⁴ 장기 국채의 포트폴리오에 이것과 시장에 반응하는 방향성이 상이한 투기적 저가주(small cap stocks)를 추가시키는 것이 정부채만으로 포트폴리오를 구성할 때보다 위험을 상당히 감소시킨다는 것을 보여주었다.¹¹⁵

¹¹¹ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p358.,

¹¹² Stewart E. Sterk(주 4) p859. Harry Markowitz, Portfolio Selection, 7 J. Fin. 77 (1952), p.89

¹¹³ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p 423, Restatement 3rd §227 cmt. g.

¹¹⁴ Edward C. Halbach, Jr (주 11)p,440.

¹¹⁵ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p357.

4) 신탁 인수 시 포트폴리오 선별 의무와 지속적인 모니터링 의무

수탁자는 신탁 인수로부터 합리적인 시간 내에 인수 당시 신탁 재산을 구성하는 기존의 투자 자산을 유지하거나 처분할 것을 결정해야 하고, 합리적인 시간이 언제까지인지는 자산과 신탁에 영향을 미치는 전체 요소에 따라 정해진다.¹¹⁶ 신탁 자산의 규모를 확인하고 그 책임을 판단할 시간이 필요하다고 보면서 구체적인 사안에 따라서 즉각적으로 처분한 경우와 지나치게 오랜 시간 포트폴리오를 유지한 경우는 합리적인 시간이 아니고, 신탁을 둘러싼 구체적인 상황에 따라서 합리적인 시간이 정해지겠지만, 결국 법원은 집중된 포트폴리오를 제거하기 위한 신중하고 설득력 있는 계획의 수립이 이루어졌는지를 요구한다.¹¹⁷ In re Estate of Janes와 In re Hunter 판결에서 법원은 인수 후 적정시기에 투자 계획을 수립하지 않은 수탁자에 대해서 책임을 물었다.¹¹⁸

수탁자는 신탁을 인수하고 포트폴리오를 수립한 후에도 지속적으로 포트폴리오를 모니터링하고 필요한 경우 재조정할 의무를 부담한다.¹¹⁹ 포트폴리오의 모니터링과 조정은 광범위한 분석과 상당한 판단을 요구하는 지속적이고 복잡한 과정이며, 자산 구성은 시간이 지남에 따라서 개별 자산 항목의 수익이 변화할 것이기 때문에 미리 정한 자산 구성 가이드라인에 맞추어 수정이 필요하다.¹²⁰ 은행 등 전문 신탁업자들의 일상적인 업무를 위한 내부적인 절차로서 각 신탁계정에 서면으로 된 투자 전략 진술서를 마련해서 신탁 목적에 부합하는 투자

¹¹⁶ Nico C.Klein(주 34) p.696, UPIA Section 4

¹¹⁷ Nico C.Klein(주 34) p.696, Re Duffy, 25 Misc.3d 901, 885 N.Y.S.2d 401 (Sur Ct 2009), aff'd, 79 A.D.3d 1732, 913 N.Y.2d 627 (Mem), Re Estate of Saxton, 274 A.D.2d 110, 712 N.Y.S.2d 225 (App Div 2000),

¹¹⁸ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2) p.138.,In re Estate of Janes,681 N.E.2d 332, 338 [1997]; In re Hunter, 955 N.Y.S.2d 163, 165 [2012]

¹¹⁹ UPIA, § 2, comment

¹²⁰ Max M. Schanzenbach , Robert H. Sitkoff(주 2)p.138

가이드라인을 정하는 것이 필요하다.¹²¹

2. 다양화를 제한할 수 있는 특별한 사정 (special circumstances)

UPIA는 포트폴리오를 다양화하지 않는 것을 정당화할 수 있는 특별한 사정¹²²으로서 첫째, 해당 자산을 매각하는 데 따르는 세금 비용이 다양화로 얻을 수 있는 이익을 상회하는 경우와 둘째, 신탁 설정자가 가족 기업을 유지하기 위해 신탁을 설정한 경우를 들고 있다.¹²³ Restatement third는 다양화로부터의 이탈은 구체적 신탁의 특별한 상황 또는 기회, 수익자 가족이 가지고 있는 구체적인 위협에 따라 정당화되고 수탁자의 특수한 투자 능력, 수익자의 특수한 이익이나 관리 능력, 신탁 조건으로 부여된 특정한 신탁 자산을 보유하는 것을 비롯한 신탁 설정자의 특수한 목적도 고려된다고 하고 다양화로부터 많이 벗어날수록 정당화도 그만큼 강하게 요구될 것이라고 한다.¹²⁴ 자산의 매각 가치를 충분히 실현할 수 없는 경우이거나, 자산의 독특한 성격, 가족 기업 등 신탁 재산과 신탁 목적 또는 수익자의 이익과의 특별한 연관성이 있는 경우가 이들 사정에 해당한다.¹²⁵

1) 세금의 고려 (tax considerations)

세금에 민감한 신탁이 수익이 낮은 투자상품을 가지고 있을 때에 세금으로 인한 비용이 매각을 통해 얻어지는 이익을 상회할 때 이러한 상황이 다양화 의무보다 우선할 수 있고, 이러한 경우에도 단순한 세금의 발생만으로 자산의 유지가 정당화되는 것은 아니고 다양화를

¹²¹ Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 2)p.138

¹²² Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff(주 2)p.135.

¹²³ UPIA Section 3

¹²⁴ Restatement 3rd § 227 cmt f (5)

¹²⁵ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p356., Edward C. Halbach, Jr (주 10) p. 412, pp. 438-439

하지 않는 것을 정당화할 수 있는 정도인지 구체적으로 판단되어야 한다.¹²⁶

이러한 판단에 다양화되지 않은 포트폴리오가 가지는 위험도 고려해야 한다는 것을 실증적으로 보여주는 연구가 이루어지기도 했다. 어떤 투자자가 백만달러를 위험 자산에 집중해서 보유하고 있다고 가정하고, 이 자산의 연간 기대 수익이 자산 가치 상승률 7%와 배당 수익 3%를 합하여 10%라고 하고, 배당에 대한 소득세 39.6%, 자산 상승분에 따른 세금이 20%라고 하는 경우, 투자 기간을 20년이라고 보고 투자자가 그 기간을 모두 지난 후에 집중된 자산을 매각하는 경우 위험을 감안하지 않으면 세금 정산 후 450만 달러의 자산을 가질 것처럼 보이지만, 위험을 고려한 몬테카를로 시뮬레이션을 이용하면 투자자는 단지 50만 달러의 자산을 갖게 되는데 이 때 이 투자자는 43%의 확률로 백만달러 미만의 자산을 갖게 되고 인플레이션의 상승을 따라잡지 못할 가능성이 60%이 된다.¹²⁷ 이와 대조적으로 이 자산을 인수 즉시 매각하여 다양화한다고 할 때에는 소득세로 20만달러를 지불하고 80만 달러의 신탁 재산만을 보유하게 되지만 이 때 위험을 감안하지 않고 20년 후에 기대할 수 있는 수익은 380만달러로서 투자자가 20%나 감소된 재산을 가지고 투자하기 때문에 기대수익이 줄어든 것처럼 보이지만, 위험을 고려하게 되면 투자자는 전자의 경우가 43%의 확률로 백만달러 미만을 갖게 되는 것에 비해 50%의 확률로 250만 달러의 자산을 갖게 되고 더구나 백만달러 미만의 자산이 될 확률이 2%로 떨어지며 인플레이션을 따라잡지 못할 가능성이 21%까지 감소한다고 한다.¹²⁸ 포트폴리오가 가진 위험을 고려하지 않고 판단할 때에는 다양화하지 않는 것이 이익이어서 정당화할 수 있는 사정이 있는 것 같지만 위험을

¹²⁶ Trent S.Kiziah, "The Trustee's Duty to Diversify: An Examination of the Developing Case Law." ACTEC Law Journal, vol. 36, no. 2 (2010) p.367

¹²⁷ Trent S.Kiziah, (주 126) p.368.

¹²⁸ Trent S.Kiziah, (주 126) p.368.

고려하면 이 판단이 잘못되었다는 것을 알 수 있다.¹²⁹ 위험을 고려할 때 다양화는 기간이 장기화될수록 기대수익이 높아지고, 생존 수익자의 사망 등 세율 산정의 기초의 변경이 가까운 시일 안에 예상되는 경우에는 현재의 포트폴리오 상태를 당분간 유지할 실익이 크다고 판단될 수 있다.¹³⁰

2) 신탁 자산의 특별한 연관성 (special relationship)

개정법은 수탁자가 신탁 재산이 신탁 목적 또는 수익자와 특별한 연관성을 가질 때 이를 투자시 고려할 것을 요구한다.¹³¹ 신탁 설정자나 수익자의 가보나 소중한 유형물(특정물), 신탁 설정자나 수익자가 거주하기 위한 부동산을 신탁 재산으로 하는 경우, 가족이 경작하는 농장이나 목장과 같은 경우는 신탁설정자나 수익자와 신탁 자산 사이의 특별한 관계 또는 신탁의 목적에 의해 다양화의 예외를 고려해볼 수 있는 경우이다.¹³²

i) 가족 기업의 경영

가족 기업의 경영을 위한 신탁은 신탁 자산과 신탁 목적 사이에 특별한 연관성이 있는 대표적인 예이다.¹³³ In Re Hyde 판결의 사안은 신탁 조항에 의해 수탁자에게는 완전한 재량(absolute discretion)이 주어졌고, 신탁 자산인 Finch Pruyn 주식의 처분에 대해서 어떤 일반적 혹은 특정 지시 조항이 없었고, 다양화 의무를 면제하는 조항도 없었는데, 법원은 기업의 지배구조상 의결권 유무를 감안할 때 신탁 자산 주식의 공정한 가격을 얻을 수 없고, 상당히 감경된 금액으로만

¹²⁹ Trent S.Kiziah, (주 126) p.368.

¹³⁰ Trent S.Kiziah, (주 126) p.368.

¹³¹ UPIA § 2(c)(8)

¹³² Trent S.Kiziah, (주 126) p.372.

¹³³ UPIA § 3 cmt

주식을 상환 받을 수 있으며 매수인을 찾을 수 없었다는 사정과 함께 신탁 설정자의 의사가 가족 기업으로서 해당 기업을 유지하고자 하는 것이었다는 점을 다양화 의무를 완화할 수 있는 특별한 사정(special circumstances)이라고 판단하였고, 이 사례는 또한 신탁 자산의 매도 가능성의 유무 역시 특별한 사정을 판단하는데 고려되었다는 것을 보여준다.¹³⁴ National City Bank v. Noble 판결은 신탁 조항이 어떤 경우에도 신탁 재산을 그대로 유지해도 좋다는 허용 조항을 가지고 있고, 또 수탁자의 면책 조항도 가지고 있었던 경우인데, 마찬가지로 가족 경영 기업으로서 수탁자의 책임을 부정하였고, 다만 동 판결은 그 이유의 또 하나로서 신탁 자산의 인수 이후에 해당 자산의 가치가 상승했던 적이 있음을 들었는데, 이와 관련해서 가치 상승을 고려했기 때문에 가족 기업 경영이라는 특별한 사정만을 고려한 것은 아니라고 평가되기도 있다.¹³⁵ in Brackett v. Tremaine 판결은 신탁 설정자의 유지 명령 조항은 별도로 없었고, 가족 농장의 일부를 차순위 이익 수익자(income beneficiary)인 수탁자가 다양화의 필요를 이유로 자신에게 매도할 것을 요청하고 원본 수익자(remainder)가 이에 반대한 사안으로서, 법원은 가족 농장과 신탁의 특별한 관계를 이유로 차순위 수익자의 매도 요청을 받아들이지 않았고 또한 다양화 의무에 대한 면책 의사 또한 표시되었다고 보아, 뒤에 논하는 면책 조항과도 관련 있는 판례이다.¹³⁶

이러한 가족 기업으로 인한 다양화의 예외는 회사가 상장 기업인 경우에도 마찬가지로 적용되지만 그 신탁 재산을 구성하는 주식의 회사의 상당 부분이 제3자에게 이전된 경우에까지 이러한 예외가

¹³⁴ David Thayne Leibell , “Holding Family Business Interests In Trust”, Trusts & Estates ; New York Vol. 151, Iss. 3 (2012), p.7, In Re Hyde , 845 N.Y.S.2d 833 (App. Div. 2007)

¹³⁵ David Thayne Leibell (주 134), National City Bank v. Noble , No. 85696, 2005 WL 3315 034 (Ohio Ct. App. Dec. 8, 2005).

¹³⁶ Trent S.Kiziah (주 126) p.372, in Brackett v. Tremaine,66 693 N.W.2d 514 (Neb. 2005)

적용되지는 않는다고 한다.¹³⁷

ii) 신탁 설정자와 특별한 관계가 있는 상장 회사의 주식¹³⁸

신탁 재산의 특별한 연관성과 관련하여, 상장 회사의 주식이 신탁의 자산이 된 경우로서 가족 기업에 이르지 않는지만 신탁 설정자가 해당 주식의 발행 회사에 오랫동안 재직하거나 밀접한 이해관계를 가지는 경우로서 설정자의 의사로 해당 자산의 처분을 원하지 않는 신탁 조항을 둔 경우가 주로 문제된다. In Wood v. U.S. Bank, N.A. 판결의 사안은 신탁 조항이 다양화 의무를 면제하고 있지는 않은 경우였는데, 특별한 연관성(special relationship)의 유무에 대해서 배심원이 판단할 사실 문제라고 하였고, In re Will of Dumont 판결은 신탁 조항이 명시적으로 다양화 의무 위반에 대한 면책조항을 두고 신탁 자산 구성의 유지를 허용했을 경우에도 수탁자는 여전히 주의, 유의, 전문성을 이행할 의무(duty of caution, care, skill)을 부담하고 자산을 매각하지 않은 수탁자에게 책임이 있다고 하면서도 직접적으로 다양화 의무의 예외로서 특별한 사정을 언급하지는 않았다.¹³⁹ 특별한 연관성이 포트폴리오의 비다양화를 정당화할 만한 사유로 인정되려면 다양한 구체적인 사실들을 고려해야 하고 신탁 지시서가 특별한 사정과 신탁 자산의 유지 필요성에 대해서 특별히 언급하고 있지 않더라도 수탁자는 이러한 특성을 충분히 고려해야 한다.

3) 수익자와 관련된 요소의 고려

i) 수익자의 다른 수입원을 고려

¹³⁷ Trent S.Kiziah (주 126) p.374.

¹³⁸ Trent S.Kiziah (주 126) p.376

¹³⁹ Trent S.Kiziah (주 126),p.375 In Wood v. U.S. Bank, N.A. 75 828 N.E.2d 1072 (Ohio App. 2005), In re Will of Dumont , No. 1956TT443, 2004 WL146 8746 (Surrogate's Court, June 25, 2004) (unpublished opinion)

UPIA는 다양화에 있어서 수탁자가 수익자 다른 수입원을 고려하도록 하고,¹⁴⁰ 해당 신탁만을 봤을 때 자산이 집중되어 있다고 하더라도, 수익자의 다른 자산을 고려하였을 때 집중된 것이 아니라면 자산의 집중으로 보지 않을 수 있다는 것이 그 내용이다.¹⁴¹ 이것이 정당화 사유로서 수탁자의 책임을 면제하기 위해서는 보다 신중할 필요가 있는데, 각 가족 구성원의 이해관계가 다를 경우 가족 전체의 재산의 관점에서 보면 자산의 집중이 아니지만, 특정 가족 구성원을 기준으로 하여서는 집중이 될 수도 있어 수탁자는 개별 수탁자의 이익과 가족의 이익을 모두 염두에 두어야 하고¹⁴², 수탁자 자신의 통제권 밖에 있는 수익자의 자산까지 인지하고 고려할 책임을 부담하는 것이 아니라 수익자의 이익 배당의 필요와 경제적 상황을 신탁을 둘러싼 상황 또는 신탁의 목적으로써 고려해야 하는 것이다.¹⁴³

수익자의 다른 자산이 고려되는 경우라도 신탁 설정자의 신탁 자산 유지 조항(retention clause)의 해석 문제와 함께 관련되는 경우가 많고¹⁴⁴, 수익자에게 다른 자산이 있다는 이유로 수탁자가 다양화하지 않은 것에 대한 책임을 면한다는 주장을 받아들이지 않은 판결들에서 보듯이¹⁴⁵ 해당 신탁 외에 수익자의 다른 자산이 있다는 것만으로 바로 정당화 사유가 되거나 그것이 신탁 재산에 포함되는 것으로 보고 다양화 정도를 평가하는 것이 아니라¹⁴⁶ 신탁 설정자의 의사, 신탁의 목적 범위

¹⁴⁰ Trent S.Kiziah (주 126) p.376, UPIA Section 2(c)(6)

¹⁴¹ John H. Langbein, "Mandatory Rules in the Law of Trusts.", Northwestern University Law Review, vol. 98, no. 3 (2004),p.1114.

¹⁴² Trent S. Kiziah (주 126) p.376

¹⁴³ Maureen S. Bateman, What does it really mean to diversify trust assete, trust & estates(March 2007), In re Will of Dumont, 4 Misc.3d 1003(A)(N.Y. Sur. Ct. Monroe Co. 2004).

¹⁴⁴ Maureen S. Bateman(주 143) p.57.

¹⁴⁵ Maureen S. Bateman(주 143) p 58, First National Bank of Kansas City v. Hyde, 363 S.W.2d 647 (Mo. Sup. Ct. Div. No. 2, 1963), Matter of Janes, 90 N.Y.2d 41, 681 N.E.2d 332, 659 N.Y.S.2d 165 (1997).

¹⁴⁶ Maureen S. Bateman(주 143) p58.

내에서 다양화의 예외를 정당화하는 사정이 있는지를 판단하는 요소 가운데 하나로서 고려된다.

ii) 수익자의 동의

포트폴리오의 비다양화가 수익자의 이익 또는 신탁 목적과 신탁 설정자의 의사에 부합할 수 있는데, 이런 의미에서 수익자들의 동의도 다양화 예외의 특별한 사항으로서 고려될 수 있다. 그래서 수익자와의 소통과 동의는 수탁자가 책임 부담의 위험을 관리하는데 유효한 도구로 권장되기도 하는데, 이 때 수익자의 동의가 유효하기 위해서는 일정한 요건이 요구되며, 수익자의 충분한 주의, 법적 구속력의 유무, 수탁자가 수익자들에게 관련 사항에 대해서 지속적인 정보의 제공을 하여야 하고, 다수의 수익자 중 일부의 서명한 수익자에게만 효력이 인정되는 등의 사정들로 인해 그 효력이 부정될 수 있다.¹⁴⁷ 수익자의 동의에 의한 수탁자에 대한 책임의 면제는 포트폴리오 다양화 의무처럼 성문법상 의무(statutory obligation)에 대해서도 가능하지만, 동의의 내용이 명확하고 조건이 없어야 하며, 수탁자의 재량의 언급만으로는 불충분하다.¹⁴⁸

In re Saxton 판결은 수익자가 집중된 포트폴리오를 유지하는 내용의 투자 지시 합의(Investment Direction Agreement)에 서명하였지만, 그 후 투자 현황에 대한 지속적인 정보의 제공이 없었고, 더 많은 의사 소통에 대한 수익자의 요구가 수탁자에 의해 거절되어 해당 수익자가 동의를 철회한 경우 수익자의 동의의 효력을 인정하지 않았고,¹⁴⁹ 수익자의 동의가 충분한 설명을 받은 상태에서 이루어져야 한다(informed

¹⁴⁷ David Thayne Leibell (주 134)p.9.

¹⁴⁸ Nico C.Klein(주 34) p709

¹⁴⁹ Maureen S. Bateman(주 143), In re Saxton, 274 A.D.2d 110, 712 N.Y.S. 2d 225 (App. Div. 3d Dept. 2000).

decision)는 것은 수탁자가 다른 무엇보다 수익자들이 비다양화의 위험을 인지했는지 확인해야 한다는 것을 의미한다고 한다.¹⁵⁰ Karo v. Wachovia Bank 판결은 수탁자가 보낸 자산 유지 서면(Letters of Retention)에 수익자가 서명한 경우에 그 서면의 내용이 수탁자가 다양화를 위한 매도를 권유했음에도 이를 거절하고 기존 수탁 자산을 구성하는 주식의 유지를 희망한다는 내용을 분명히 한 경우 이러한 수익자의 동의를 유효하게 보아 수탁자의 책임을 인정하지 않았고,¹⁵¹ Glass v. Sun Trust 판결은 신탁 자산을 처분한 후 수익의 배분을 현금 또는 현물로 받을 수 있는데, 현물로 받을 경우 신탁 설정 기간 동안의 주식의 가치의 변동과 관련된 시장 리스크를 부담하게 될 것이라는 수탁자의 고지에 수익자가 현물로 받을 것을 선택한 경우, 이러한 수익자의 선택을 근거로 수탁자의 비다양화로 인한 책임이 없다고¹⁵² 판단하였다. 수익자의 동의가 유효한 것으로 인정되면 수익자는 금반언에 따라 비다양화에 대한 수익자의 책임을 묻지 못한다.¹⁵³

한편 충분하게 정보가 제공되었다고 보려면 특별한 사정(special circumstances)이 있는 경우가 대부분일 것이므로 결국 수익자의 동의 여부를 판단하는 데에도 비다양화를 정당화하는 특별한 사정의 존부가 중요한 의미를 가지며, 동의한 수익자가 철회하거나, 수인의 수익자 가운데 일부는 동의하지 않거나 일부가 철회하면 다시 다양화 의무가 발생하며, 이 경우 금반언에 따라 책임을 물을 수 없는 다른 수익자와의 관계에 있어서 어떻게 책임액을 결정할 것인지, 공평한 책임액의 분배를 어떻게 할 것인지 또한 법원의 과제가 된다.¹⁵⁴ 그럼에도 불구하고

¹⁵⁰ Nico C.Klein(주 34) p709

¹⁵¹ Charles A. Redd , “When Diversification By a Trustee May Not be Necessary”, Trusts & Estates ; New York (May 2019), Karo v. Wachovia Bank, N.A. , 712 F. Supp.2d 476 (May 12, 2010).

¹⁵² Charles A. Redd(주 151), Glass v. SunTrust , 523 S.W.3d 61 (Tenn. App. Ct. May 4, 2016).

¹⁵³ Nico C.Klein(주 34) p709, Edward C. Halbach, Jr (주 10) p 464.

¹⁵⁴ Nico C.Klein(주 34) p709, Re Estate of Saxton, 274 A.D.2d 110, 119, 712

수익자의 동의는 개정법의 신중 투자자 원칙(prudent investor rule)의 적용에 있어서 신탁 조항의 수정 해석이나 금반언에 의해 위탁자의 지시와 수탁자의 다양화 의무 사이에서 불명확성을 해결하는 데에 제한적으로나마 의미를 가질 수 있다.¹⁵⁵

4) 신탁의 성질

신탁의 성질이 그 자체로 하나의 자산만을 소유하는 경우와 법이 하나의 자산만을 포함할 것을 요구하는 경우와 같이 특별한 경우에는 이를 근거로 다양화의 예외가 정당화되며, 개인주택신탁(Qualified Personal Residence Trust)이나 생명보험신탁(Life Insurance Trust)처럼 하나 또는 한 종류의 자산만을 신탁에 담을 수 있는 경우가 그러하다.¹⁵⁶

3. 다양화의 정도와 심사 기준

1) 다양화의 정도

신중 투자자 원칙의 다양화 요구에 충실하려면 이론적으로 가장 이상적인 포트폴리오는 수익으로 보상되는 시장 위험(market risk)만을 남기고 다른 위험을 모두 제거하는 것이겠지만¹⁵⁷, 개정법이 한 종류의 자산으로 이루어진 포트폴리오를 무조건적으로 금지하는 것은 아니다.¹⁵⁸ Merrill Lynch Trust Company, FSB v. Campbell 판결은 신탁 설정자가 높은 수익을 요구하고 원본 수익자와의 균형을 고려했을 때, 신탁 자산을 거의 전부 주식에 투자하고, 주식의 범위 안에서는 다양화를

N.Y.S.2d 225 (App Div 2000)

¹⁵⁵ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p 464

¹⁵⁶ Trent S. Kiziah(주 126) p. 376

¹⁵⁷ Restatement (third)§ 227 cmt. g (1992)

¹⁵⁸ Trent S. Kiziah(주 126) pp.365-366, Restatement 3rd §227. cmt. g.

형성한 경우, 다양화 의무의 위반이 없는 것으로 판단했다.¹⁵⁹

한편 대부분의 경우 다양화를 위해서는 다양한 종류의 자산을 포함시키고, 동일한 종류 내에서도 서로 다르게 작용하는 자산을 포함시킬 필요가 있고, 포트폴리오에 얼마나 많은 수의 투자 대상을 포함해야 하는지와 이들이 서로 어떻게 작용하는지가 충분한 다양화가 이루어졌는지를 결정한다. 그런데 개정법은 필요한 상품의 수나 유형에 관해서 구체적인 기준을 두지 않고,¹⁶⁰ Restatement third는 잘 선정된 적은 수의 투자 상품으로도 상당한 다양화를 이룰 수 있고 그렇지만 광범위한 다양화가 더 선호된다고 하고 있을 뿐이다.¹⁶¹ 개정법이 잘 선정된 적은 수의 투자상품으로 충분하다고 함에도 불구하고 효율적인 포트폴리오는 200개 이상의 투자 상품(securities)을 필요로 한다는 견해도 있고,¹⁶² 4,50개의 주식(stocks)이 필요하다고 보는 견해도 있으며,¹⁶³ 국제적인 투자상품, 비전통적인 투자 상품의 포함을 통해서도 다르게 반응하도록 해야 한다는 견해들이 있고,¹⁶⁴ 120개의 주식(stocks)이 최적의 다양화를 위해 필요하다고도 한다.¹⁶⁵ 비교적 적은 수로도 충분한 다양화를 이룰 수 있다는 견해¹⁶⁶에 반대하는 견해¹⁶⁷는 자본시장 연구자(capital market investigator)인 Brealey를 인용하면서, Brealey에 따르면 risk는 31%가 시장 위험, 12%가 사업 위험, 37%가 사업 그룹 위험 그리고 20%가 특정 회사 위험으로 구성된다고 하고, 신중하게 선정된 10개의 주식이 87%의 다양화를

¹⁵⁹ Trent S. Kiziah(주 126) pp.365-366, Merrill Lynch Trust Company, FSB v. Campbell C.A. No. 1803-VCN, 2009 WL 2913893 (Del. Ch. Sept. 2, 2009) (unpublished opinion)

¹⁶⁰ UPIA Section 3 cmt

¹⁶¹ Restatement (third) § 227 cmt. g (1992)

¹⁶² Martin D. Begleiter(주 3) p.61

¹⁶³ Martin D. Begleiter(주 3) p.61.

¹⁶⁴ Martin D. Begleiter(주 3) p.61

¹⁶⁵ Trent S. Kiziah (주 126) p.363.

¹⁶⁶ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p 423, Nico C. Klein (주 34) p.697.

¹⁶⁷ Jhon H. Langbein(주 8) pp.648-649.

이루고 20개가 93%, 50개가 97% 그리고 100개가 98%를 이룬다고 한다고 하면서 신중하게 선정된 비교적 적은 수로 구성된 포트폴리오도 다양화의 이점을 가질 수는 있지만 이상적인 포트폴리오에 이르려면 수백개로 구성된 포트폴리오여야 한다고 하면서, 대부분이 신탁 재산은 이렇게 구성할 정도의 자산 크기를 가지고 있지 못하기 때문에 뮤추얼 펀드나 신탁 은행 계정과 같은 집합투자상품(pooled investment vehicle)이 이용된다고 한다.

Re HSBC Bank USA 판결은 다양한 투자상품을 포함하고 있는 한, 수탁자가 다양화 의무를 이행하지 않았다고 보기 어렵다고 하였고, 어느 정도까지 다양화를 심사해야 하는가에 대해서 적어도, 하나의 자산을 제외하고 모든 자산의 가치가 상승한 점을 보면 수탁자의 비다양화에 책임이 있다고 하는 것은 부적절하다고 하였다. 다양화의 정도에 대해서 여전히 구체적인 기준을 제시한 것은 아니지만, 높은 수익을 보여준다면 신중하지 못하다고 평가하기는 어렵다고 하면서 수익의 정도를 고려하고 있음을 보여준다.¹⁶⁸

2) 집합 투자 상품(pooled investment)의 활용

포트폴리오의 광범한 다양화는 초기에는 추가적인 비용을 발생시키지만, 다양한 집합 투자 상품(pooled investment)를 선택할 수 있기 때문에 이러한 비용을 상당 부분 통제할 수 있고, 펀드(fund)를 통해서 시장 위험만을 남기는 효율적인 포트폴리오를 구성할 수 있다.¹⁶⁹ 개정법은 적당한 뮤추얼 펀드를 매수하는 것이 적은 비용으로 최대의 다양화를 이룰 수 있는 방법으로서 권장될 만하고, 단기 정부채와 같은 채권은

¹⁶⁸ Nico C. Klein(주 34) pp. 692-711, Re HSBC Bank USA, NA, 98 A.D.3d 300, 316, 947 N.Y.S.2d 292, 305 (App Div 2012).

¹⁶⁹ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.357, Edward C. Halbach, Jr (주 11) p 440, Restatement(third) § 227 cmt. g.

주로 지수펀드로 구성된 포트폴리오의 위험을 낮출 때,¹⁷⁰ 차입(borrowing)은 포트폴리오의 기대수익을 높일 때 이용할 수 있다고 한다.¹⁷¹ 전반적으로 능동 투자(active investment)도 허용하지만 수동 투자(passive investment)에 우호적인 입장이다.¹⁷² 개별 주식의 성과를 예측하는 것은 쉽지 않은데 반해 집합 투자 상품(pooled investment)을 통해서 거의 모든 종류의 자산을 다룰 수 있고, 철저한 다양화가 활용 가능하고, 이렇게 집합 기구(pooled vehicle)를 이용할 때, 수탁자의 주된 업무는 해당 신탁의 필요, 재원, 수익자의 위험 감수성을 판단해서 특정 부류의 자산에 얼마만큼의 비중으로 포트폴리오를 구성할지를 결정하는 자산의 구성(asset allocation)이 될 것이다.¹⁷³

포트폴리오의 다양화를 필수적으로 요구하고 이에 필요한 전문적인 지식의 이용과 이러한 지식을 가진 전문가에게 수탁 권한의 위임을 허용하면서도 비용의 최소화를 요구하는 개정법 하에서의 투자 권한에 적합한 방법으로 지수를 활용한 수동 투자(passive investment)로서 특히 시장 또는 지수 펀드(market or index funds) 즉, ETF(exchanged traded fund)가 꼽히고, 실제 투자 관행에서도 널리 이용되고, S&P 500이나 NASDAQ과 같은 지수의 수익을 따라가는 투자가기 때문에 개별 주식에 대한 조사 없이 시장의 성과를 반영할 수 있는 투자로서 ETF를 이용해서 해외 시장과 현물이나 채권과 같은 다른 투자상품 그룹까지 포트폴리오에 이용할 수 있다.¹⁷⁴ 그 밖에 Russel 2000이나 Wilshire 5000 처럼 포함하는 범위가 더 넓은 지수도 있다.¹⁷⁵ 다양화가 이루어진 포트폴리오를 현금화가 필요하거나 자산의 규모가 조정될 때에만 사고

¹⁷⁰ Martin D. Begleiter(주 3) p.31, Restatement third §227 cmt e through h.

¹⁷¹ Restatement third §227 cmt h.

¹⁷² Restatement third §227 cmt e through h.

¹⁷³ John H. Langbein(주 8), p.655

¹⁷⁴ Nico C. Klein(주 34) pp.700

¹⁷⁵ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p 430.

팔기 때문에(buy-and-hold strategy, 매입보유전략) 거래 비용 또한 절감되고, 신탁의 정기적인 배당의 요구를 충족하는 방법으로 적당헌데, 정기적인 배당이 필요할 때 전체 원본의 일정 비율에 따른 수익을 처분해서 현금화할 수 있기 때문이다.¹⁷⁶

3) 다양화의 심사와 베타(beta)개념¹⁷⁷

다양화의 심사 기준으로서 유용한 개념은 베타(beta)이다. 베타(beta)값이 1.0이라는 것은 남아 있는 시장 위험이 시장의 것과 동일하고, 시장에서 보상되지 못하는 위험은 모두 제거되었다는 것이기 때문이다. 그리고 베타(beta) 1.0과의 차이가 비시장 위험(uncompensated risk)이 되고, 베타(beta) 1.0과의 차이가 0.6이면 60%의 기대수익이 필요하게 된다. 만약 신탁의 목적은 안정성을 추구하는 것에 부합하는 반면 이 베타(beta)값이 1.0과 차이가 커질수록 신중 투자자 원칙 하에서 수탁자는 해당 신탁이 감당할 수 있는 위험을 적절하게 설정해서 이에 맞게 다양화하지 못한 데 책임이 따를 가능성이 높을 것이다.

제 3 절 수탁자 권한의 위임을 허용

1. 권한 위임의 허용

1) 개정 전 위임에 관한 신탁 법리

수탁자가 그 권한을 타인에게 위임할 수 없도록 한 것은 오래된 신탁법의 일반적인 법리였고, 신중한 원칙(Prudent Man Rule)에서도 수탁자는 행정적인 행위(administrative task)를 제외하고 일체의 재량

¹⁷⁶ Nico C.Klein(주 34) pp.700

¹⁷⁷ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.369

행위(discretionary duties)를 스스로 이행해야 하며 자신의 권한을 제3자에게 위임할 수 없고 투자 권한 또한 합리적으로 위임할 수 없는 영역이라고 보았다.¹⁷⁸ 이것은 신탁재산으로 대리인 수수료를 지불할 수 없다는 것과 대리인의 과책에 대해서 수탁자가 책임을 면할 수 없다는 것을 그 내용으로 하였다.¹⁷⁹ 그런데 이 때의 위임 가능한 권한(administrative task)과 위임할 수 없는 권한(discretionary duties)에 대해서 뚜렷한 기준을 제시하지 않고 관련된 재량의 양과 자산의 규모 그리고 수탁자의 능력을 고려하여 판단한다고 규정할 뿐이었다.¹⁸⁰

2) 개정법의 수탁자 권한 위임의 허용

개정법은 신중 투자자 원칙하에서 수탁자는 신중한 사람이 타인에게 위임할 것이라고 생각되는 경우를 제외하고는 스스로 그 임무를 수행할 책임이 있다고 규정하여 권한을 위임할 수 있도록 하였다.¹⁸¹ 신중 투자자 원칙 기준을 규정한 Restatement third 제227조는 (c) (2)에서 수탁자에게 권한의 위임을 허용함을 전제로 권한을 위임할 때에 위임의 여부와 방법, 수임인의 선정과 감독을 적절히 해야 할 의무를 규정하고, UPIA 제9조는 수탁자가 동일한 전문성을 가진 신중한 수탁자가 상황에 따라 적절하게 위임할 수 있는 투자와 관리 권한을 위임할 수 있다고 규정하고 이 때 수탁자가 이행해야 할 합리적인 주의(reasonable care), 전문성(skill), 유의(caution)로서 수임인의 선정, 위임의 범위와 조건이 신탁의 목적 및 조건과 일치하는지, 수임인의 행위가 위임의 조건에 부합하는지 등을 지속적이고 주기적으로 점검할 의무 등을 규정하고 있다.¹⁸²

¹⁷⁸ Restatement (second) of trusts § 171 , § 171 cmt. h (1959)

¹⁷⁹ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.361

¹⁸⁰ John H. Langbein(주 8) p651.Restatement second,§ 171 cmt. d. (1959)

¹⁸¹ Restatement third § 171

¹⁸² Restatement third §227 (c)(2), UPIA §9

개정법 이전에 위임 가부를 나누는 기준이었던 행정적인 행위 행위(administrative task)와 재량 행위(discretionary task)의 구별이 분명하지 않았고, 현대 포트폴리오 이론(modern portfolio theory)에 의해 새로운 투자 상품과 투자 기법의 이용이 가능해지고, 효율적인 포트폴리오의 구성이 요구되면서 전문가를 이용한 신탁 재산의 투자가 필요해지고, 나타나게 되었다. 집합 투자 상품(pooled investment)을 이용해서 비용을 최소화한 다양화를 이룬다고 해도 신탁에 적합한 위험의 정도의 설정과 이를 위한 자산의 분포와 범위의 설정 등에 전문가의 도움이 필요할 수 있고, 수탁자가 전문적인 금융지식이 없는 경우 등의 경우와 효율적인 시장 가설 이론이 작동하지 않을 수 있는 시장으로서 전문가가 시장 성과를 초과하는 수익을 낼 수 있는 예외적인 상황을 가정할 때에도 전문적인 지식이 필요하다.¹⁸³ 이러한 필요를 반영하여 Uniform Trustees' Powers Act(1964), the Uniform Management of Institutional Funds Act(UMIFA)(1972), the Employee Retirement Income Security Act(ERISA)(1988) 등 비영리 법인의 기금과 퇴직 연금 기금 관리에 관한 법률에 투자 권한의 위임을 허용하는 것을 원칙으로 하는 개정이 이루어지기 시작했고, 신탁법에서도 개정법을 통해 기존의 위임에 관한 원칙(delegation rule)을 변경하고 제3자에의 위임을 허용하기에 이르렀다.¹⁸⁴

2. 권한의 위임과 수탁자의 의무

개정법은 권한의 위임을 허용하면서 권한 위임으로 수익자가 수임인의 전문적인 투자 기술로부터 이익을 얻을 수 있는 장점이 있지만 수탁자가 무능한 수임인에게 위임할 경우에는 오히려 수익자에게 불리하게 작용할

¹⁸³ Nico C.Klein (주 34) pp. 701-702

¹⁸⁴ John H. Langbein, "Reversing the Nondelegation Rule of Trust Investment Law", 59 MO. L.REV. 105 (1994) pp.111-114

수 있는 점을 설명하며,¹⁸⁵ 위임에 있어서 수탁자가 준수해야 할 의무를 보다 세분화하여 구체적으로 제시하고 있는데, 권한의 위임이 허용되더라도 위탁자가 직접 위임하거나 모든 수익자가 동의하지 않는 한 수탁자는 수임인을 선정하는데 있어서 그 위임 여부와 위임의 범위와 조건을 신탁의 목적과 조건에 부합하게 설정할 의무가 있다.¹⁸⁶

수탁자는 첫째, 수탁자는 적어도 신탁의 투자 전략과 목적에 대해서 특정하면서 위임을 하여야 한다. 개정법에서는 위임할 수 있는 권한은 이행 행위(aministerial acts)에 한정되지 않지만, 수탁자의 모든 의무가 위임되는 것이 아니고, 수탁자는 최소한 투자의 목적을 확정하고 투자 계획과 투자 전략을 승인해야 한다.¹⁸⁷ 신탁에 따라서 위임의 적절한 형태는 매우 다양한데 예를 들어 비전문가인 수탁자가 크고 다양한 포트폴리오를 운영해야 하는 상황처럼 전문적인 지식과 기술이 요구되는 상황에서는 수탁자가 전문가에게 권한을 위임하는 것은 권한을 넘어 의무가 될 수도 있다.¹⁸⁸ 둘째, 수탁자는 전문가를 선택해서 위임하고, 위임 후에도 전체 비용에 관해서는 물론이고 자산 관리자가 위임 받은 권한을 이행하는 것을 지속적으로 모니터링(감독)할 의무가 있고, 따라서 수탁자는 지속적으로 대리 행위와 자산 관리자와의 주기적인 회의와 사정의 변경과 같은 특별한 상황에서의 수시 회의 등을 해야 한다.¹⁸⁹ 특히 능동적인 투자(active investing)의 경우라면 수임인의 자산 관리에 들어가는 비용을 고려해야 하는 것도 수탁자의 의무이고, 수탁자는 수임인의 적정성에 대해서 기준이 되는 지표들을 이용하는 표준(benchmarking)을 통해 판단할 수 있되, 수임인이 단기적으로 수익에 못 미쳤다고 해서 바로 해임해야 하는 것은 아니며 이 때에

¹⁸⁵ John H. Langbein(주 8) pp.652-653, UPIA section 9 cmt.

¹⁸⁶ UPIA §9, Restatement(third) of trusts §§ 171,227(c)(2) (1992).

¹⁸⁷ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.362

¹⁸⁸ John H. Langbein (주 184) p. 114, Restatement third §227 cmt. j, §171

¹⁸⁹ Nico C.Klein (주 34) pp.697-698, Section 9 of the UPIA (a)(1)(2)(3), Martin D. Begleiter(주 3) p65

수탁자는 해당 수임(자산관리인)인이 장기적인 관점에서 시장보다 높은 수익율을 성취할 수 있다는 합리적인 신뢰를 가질 수 있어야 한다.¹⁹⁰ 수탁자는 수임인을 선임하여 신탁을 운영하는데 있어서 처음 투자 전략을 수립할 때와 그 후 특정 상황에서 구체적으로 수임인이 용역을 수행하였을 때 그것에 대한 개별 수수료를 지급하고 성과의 일정 비율과 같은 고정비 형태의 비용을 지급하지 않도록 하며, 이해의 충돌을 가져오는 수수료를 받지 않는 등으로 비용 최소화 의무를 다하여야 하고, 수임인으로부터 투자자문을 받을 때 전체 과정에서 충분한 기록을 남겨서 수임인의 행위로 인한 손해의 전보가 가능하고 귀책이 분명해지도록 조치하여야 한다.¹⁹¹

이렇듯 개정법이 위임을 허용한 것은 수탁자의 위임에 있어서의 주의 의무를 대체한 것이 아니고 위임의 조건과 방식, 수임인의 능력, 수임인의 행위에 대한 감독 의무는 여전히 수탁자의 주의의무의 대상이다.¹⁹² 한편 비전문가인 수탁자의 경우 권한 위임의 필요성과 이점에도 불구하고, 오히려 제대로 된 전문가를 선임할 능력 또한 부족할 수 있다는 문제도 있다¹⁹³는 것을 염두에 둘 필요가 있다.

3. 권한 위임 허용의 타당성과 위임의 한계

위임을 허용하는 개정법에 대해서 특정 수탁자의 능력을 신뢰하고 신탁을 설정한 위탁자의 의사에 부합하지 않는다고 보는 관점도 있다.¹⁹⁴ 그렇지만 가족 신탁과 같이 가족 멤버가 수탁자가 될 필요성이 있는 경우 금융 전문 지식이 부족할 때 전문가의 도움을 받도록 하거나

¹⁹⁰ Nico C. Klein(주 34) p.702.

¹⁹¹ Nico C. Klein(주 34) p.702.

¹⁹² Edward C. Halbach Jr(주 11) p 447. Restatement 3rd § 171 cmt. a, § 2. cmt b.

¹⁹³ Nico C. Klein(주 34) pp.702-703.

¹⁹⁴ Martin D. Begleiter(주 3) p.65,

특별한 자산이나 목적에 따른 신탁처럼 위임이 필요하고¹⁹⁵, 개정법으로 인해 위임의 범위가 실질적으로 넓어진 것이 아니라 단지 원칙적으로 권한 위임을 금지하는 것에서 허용하는 것으로 기본 규정(default rule)을 변경함으로써 법적 조력을 받지 못하는 경우의 위탁자와 수탁자를 보호하고 실제 투자 관행에 부합하게 법 문헌이 바뀐 것이고 이전 법에서도 신탁 조항을 넣어서 법에 권한 위임 금지가 기본으로 되어 있는 부분을 변경하였었고, 수탁자 권한의 무조건적이고 전적인 위임을 금지하는 것은 개정 전후가 마찬가지로 보는 평가¹⁹⁶가 있다. 이 견해는 개정 이전의 법이 위임을 금지하였던 취지는 위탁자의 동의 없는 수탁자의 해임의 도구로 삼는 것을 방지하려고 한 것이어서, 투자 권한의 위임의 필요성과 무관하고, 위탁자가 수탁자의 특성을 고려해서 신탁관계를 맺었다는 점에 대해서는 위탁자는 자신이 원하는 수탁자의 지정이 불가능할 때 다른 수탁자를 대안으로 받아들일 것이며, 신탁행위로 위임을 신탁의 무효나 종료 사유로 정할 수 있다고 하면서 과도한 비용 발생을 이유로 위임을 반대하는 견해에 대해서는 비용의 최소화를 통해 이 부분을 제한하여야 하지 권한 위임 자체를 금지하는 것은 옳지 않고, 무엇보다 위임금지의 원칙은 수탁자가 직접 수행해야 할 임무와 위임할 수 있는 행위에 대해서 명확한 기준을 제시하고 있지 못하다고 한다.¹⁹⁷ 현대의 신탁 재산이 과거처럼 위탁자들이 관리하거나 수동적인 관리를 하던 부동산 자산 등으로부터 적극적인 관리가 필요한 자산으로 변화하였고, 사법심사에서도 심사 방법에 수탁자가 외부 금융전문가로부터 독립적인 판단을 했는지에 집중하는 것보다는 외부 금융 전문가에의 위임, 선정, 지시, 감독 의무를 다했는지를 심사하는 개정법에서의 심사 기준이 신탁에 있어 위임에 관한 법리에 부합하는 점, 다양한 포트폴리오를 이용할 필요성이 증가되고, 위임의 허용에 따라서 자산 분배 선정의 권한은 내부적으로 유지하면서, 세부적인

¹⁹⁵ Martin D. Begleiter(주 3) p.65.

¹⁹⁶ John H. Langbein (주 184) pp.118-119

¹⁹⁷ John H. Langbein (주 184) pp.118-119

포트폴리오의 구성은 뮤추얼 펀드와 같은 외부 투자 회사에 위임하게 하는 중간적인 신탁의 양상이 늘어날 것이라고 예상된다는 점도 지적하고 있다.¹⁹⁸

개정법의 위임 규정에 관한 반대 견해의 지적은 위임의 한계와 위임에 있어서의 수탁자의 의무 설정, 그러한 위임이 위탁자의 의사와 신탁의 목적을 벗어나지 않도록 규율하는데 의미를 가질 수 있다.

제 4 절 비용을 최소화해야 할 의무

1. 내용

불필요한 비용을 발생시키지 않을 의무는 전통적인 신탁 법리에서도 있었는데 개정법은 비용을 최소화해야 하는 수탁자의 의무를 더욱 강조하고 있다.¹⁹⁹ Restatement third 제227조는 수탁자가 신탁 사무에 지출하는 비용이 수탁자의 책임의 양에 따른 합리적인 것이어야 한다고 규정하고,²⁰⁰ UPIA 제7조는 수탁자가 수익자의 돈을 낭비하는 것은 신중하지 못하며, 신탁 재산의 투자와 관리를 위한 전략을 수립하고 마련함에 있어서 비용을 최소화해야 한다고 규정하고, 뮤추얼 펀드나 다른 집합투자상품을 이용하면 비용의 부담을 줄일 수 있는데 이들 방법을 이용함에 있어서 수탁자는 그 비용을 비교하고 특히 포트폴리오에서 유사하게 고려되는 상품들 간의 비용을 잘 비교해야 한다.” 는 Restatement third의 주석을 인용하고 있다.²⁰¹ 수탁자의 권한 위임이 허용되면서 비용 최소화가 더욱 의미를 가지는데, 수탁자가 그 권한에 따른 행위를 스스로 수행하는 것을 전제로 신탁보수를 받고

¹⁹⁸ John H. Langbein (주 184) p116.

¹⁹⁹ Restatement third § 227(c)(3), UPIA, § 7

²⁰⁰ Restatement third §227 (c)(3)

²⁰¹ UPIA §7, Restatement third §227 cmt m

그것을 다시 수입인에게 위임하는데 비용이 드는 이중 지출이 발생할 수 있으므로, 그만큼의 비용을 신탁 보수에서 감액하도록 하는 방법으로 이중 지출을 막아야 한다.²⁰²

2. 개정법에서의 의의

앞서 본 것처럼 개정법이 그 바탕으로 하는 현대 포트폴리오 이론으로서 효율적인 시장 이론에 따르면 효율적인 시장의 정보는 일반에 공개되자마자 빠르게 가격에 반영되기 때문에 금융 전문가들이 저평가된 주식을 찾아 매수하거나 고평가된 주식을 찾아서 매도하는 등의 시장 수익을 초과하는 이익을 내는 것은 거의 불가능하다고 여겨진다. 즉, 능동 투자(active investment)를 통해서 시장 상승율보다 더 높은 수익을 실현할 가능성이 거의 없다고 본다. 아주 예외적으로 효율화가 덜 진행된 시장으로서 능동 투자(active investment)가 필요할 수 있는 경우는 실물 부동산, 벤처 캐피탈, 해외 증권, 금융파생상품, 부실채권이나 선물, 헤지펀드, 차익거래, 사모펀드와 같은 경우들 가운데 일부 있다.²⁰³

따라서 효율적인 시장에서 특별한 이유 없이 시장 상승보다 더 높은 기대수익을 위해 전문가 위임의 비용을 지출하는 것은 불필요한 지출을 하는 것이고, 예외적으로 효율적이지 않은 시장의 경우라도 이들 투자로 인한 수익의 증가가 비용의 지출을 정당화하는지를 신중하게 결정해야 하고 이러한 검토는 지속적으로 이루어져야 한다.²⁰⁴ 개정법의 최소 비용 의무의 강조는 신중 투자자 원칙이 일반적이지 않은 적극적인 투자에 대한 가능성도 열어놓고 동시에 현대 투자 상품의 성격이 다양하지만

²⁰² John H. Langbein (주 8) p.654, John H. Langbein (주 184) pp. 106-110, Nico C.Klein(주 34) p.697

²⁰³ Martin D. Begleiter(주 3) pp.63-64. Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.363

²⁰⁴ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.447-448.

본질적인 부분에서 동일한 상품이 매우 다양한 가격으로 매매될 수도 있는 가능성을 남겨둔 것에 대한 우려를 반영하는 것으로서 뮤추얼 펀드나 집합투자(pooled investment)를 이용할 때에 중첩적인 신탁 보수가 지불되는 일이 없도록 특히 주의해야 한다.²⁰⁵ 결국 개정법에서의 비용 최소화 의무는 외부 자문을 받는 것에 대한 추가적인 수수료 등의 계약 비용 및 세금 납부의 증가와 이러한 투자로 인해서 얻을 수 있는 추가적인 수익 사이의 균형을 지속적으로 관리하는 것이 중심이 된다.²⁰⁶

제 5 절 신탁 재산의 실질 가치의 유지 (공평 의무)

1. 신탁 원본의 실질 가치의 유지의 필요성

Restatement (second)는 신탁 재산의 손실을 회피하는 데에 중점을 두었고, 신탁 재산의 실질 가치가 유지되도록 신탁 원본의 가치가 성장해야 한다는 점에 대해서는 주의를 기울이지 않았다.²⁰⁷ 따라서 신탁의 수익과 무관하게 수수료를 수취하고, 높은 수익을 위해 위험한 자산에 투자할 때 법적 책임에 노출되는 수탁자로서는 신탁 재산의 실질 가치를 유지해야 할 동인이 없었고, 이러한 규율은 인플레이션 상황에서 신탁 재산의 실질가치가 줄어들게 되는 결과를 초래하고, 신탁 원본 수익자의 이익에 크게 반할 뿐 아니라 결국에는 신탁 이익 수익자의 이익도 감소시키는 결과가 되었다.²⁰⁸ 개정법 이전에도 보다 완화된 신중한 원칙(Prudent Man Rule)으로써, 주로 연금의 경우에 신탁 재산의 보전에는 인플레이션을 따라잡는 것도 포함된다고 판시한 판결들이 적게나마 있었지만²⁰⁹, 나머지 경우에는 명목 가치의 유지만을 신탁 재산의

²⁰⁵ Edward C. Halbach, Jr.(주 11) p448.

²⁰⁶ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.363, Edward C. Halbach Jr.(주 11) p 447.

²⁰⁷ Restatement (second) § 227(a) (1959)

²⁰⁸ Martin D. Begleiter (주 3) p.69.

²⁰⁹ Martin D. Begleiter (주 3) p.69.

보전으로 보았다.²¹⁰ 이렇듯 개정법 이전의 수탁자의 공평의무에서는 인플레이션 상황을 고려한 신탁 원본 가치 유지의 필요성과 관련한 신탁 원본 수익자(remainder)와 신탁 이익 수익자(life beneficiary) 사이의 이해 상충 가능성이 특별히 강조되지 못했다.

2. 공평 의무

1) 내용

공평 의무는 수탁자가 신탁 재산을 신탁을 둘러싼 다수 수익자의 각기 다른 목적과 이해관계 사이에 균형을 가지고 관리할 것을 요구하며, 수탁자는 어느 한 수익자의 이익을 다른 수익자의 그것에 우선할 수 없다.²¹¹ 신탁에 있어서 현재의 이익과 장래의 이익, 수인의 신탁 이익 수익자(income beneficiaries)간에 그들의 위험 감수 성향과 필요, 목적, 세금 문제 기타 다른 사정들에 따라 입장이 다를 수 있고, 신탁 원본 수익자(potential remainders)사이에서도 마찬가지로이며, 이해 충돌의 정도는 각 신탁의 사정마다 다양하고 경우에 따라서는 충돌이 발생하지 않을 수도 있다.²¹² 정보 제공의 공평이 이루어져야 투자 결정도 공평하게 이루어질 수 있기 때문에 수탁자의 공평 의무는 투자결정 뿐 아니라, 신탁과 관련된 정보 제공 또한 수익자들 사이에 공평하게 이루어질 것을 포함한다.²¹³ In *McNeil v. Bennett* 판결에서 원고는 본인들의 수익자로서의 지위를 고지 받지 못하였고, 이들을 제외한 다른 수익자와 신탁 설정자와 회의를 가진 수탁자의 행위에 대하여 공평 의무 위반을 주장하였고, 수탁자는 이에 대해 다른 수익자에게만 제공된 정보가 중요한 내용을 포함하지는 않았음을 주장하였는데 법원은

²¹⁰ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.343

²¹¹ Restatement third §183, §§232-241, §227, cmt e and i.

²¹² Edward C. Halbach, Jr. (주 11) p.441

²¹³ Lauren J. Wolven, Jeffrey A. Zaluda, practical strategies for managing a trustee's liability exposure, *Estate Planning* 33 (Sep. 2006) p6

수탁자가 원고를 포함한 모든 수탁자에게 신탁에서 그들의 지위를 고지해줄 의무가 있고, 이것을 하지 않은 수탁자에게 의무 위반을 인정하였다.²¹⁴

2) 신탁 이익 수익자(income beneficiary)와 신탁 원본 수익자(remainderman) 사이의 이해의 상충과 공평 의무

앞서 본 것처럼 인플레이션의 영향을 고려한 개정법에서 공평의무와 관련해서 특히 중요한 이해의 충돌 상황은 신탁 이익 수익자(life beneficiaries)와 신탁 원본 수익자(remainder beneficiaries) 사이에 신탁의 이익(income)과 신탁 원본(principal)의 성장 사이에서 발생하는 부분으로서 수익자 일부의 생전에 해당 수익자에게 신탁 재산의 일정한 수익을 정기적으로 지급하고, 이들 수익자가 사망한 후에 나머지 신탁 재산이 다른 수익자에게 돌아가도록 하는 구조에서 신탁 원본의 실질 가치 유지를 간과하고 신탁 재산을 통한 안정적이고 정기적인 배당의 지급을 우선하는 이전의 규율은 다른 이해관계를 가진 수익자들 사이의 이해의 충돌을 가져오고, 수익자들 사이의 이해를 적절하게 조절해서 공평을 추구해야 할 수탁자의 의무에 위반이 되는 결과가 발생할 수 있으므로 수탁자는 신탁의 중간 배당과 잔여 신탁 재산의 귀속이 조화되도록 해야 할 의무가 있다.²¹⁵

Restatement(third)와 UPIA는 현대 포트폴리오 이론이 신탁 원본의 구매력을 유지할 것을 요구할 것을 확인하고 있다.²¹⁶ 또한 이것은 신탁 이익 수익자(income beneficiary)와 신탁 원본 수익자(remainder beneficiary) 사이에서 공평의무에 관한 문제이기도 하다.²¹⁷ 수탁자는

²¹⁴ Lauren J. Wolven, Jeffrey A. Zaluda(주 213)p. 6, In McNeil v. Bennett 798 A. 2d 503 (Del. 2002)

²¹⁵ Martin D. Begleiter(주 3) p.58

²¹⁶ Martin D. Begleiter(주 3) p.58. Restatement (third) § 227, cmt. e

²¹⁷ Martin D. Begleiter (주 3) p.58, Restatement(third) § 227, cmt. c § 183,

모든 수익자 상호 간의 공평의무를 부담하지만²¹⁸, 특히 신중 투자자 원칙과 관련된 공평의무로서 원본 수익자와 신탁 이익 수익자 사이의 균형이 강조된다. 수탁자는 신탁 이익 수익자(life beneficiary)와 신탁 원본 수익자(remainderman) 사이에서 투자 전략을 짜고 포트폴리오를 다양화하고 신탁 재산을 매도하거나 유지함에 있어서 공평함을 유지할 의무가 있다.²¹⁹ 따라서 개정법은 수익이라는 개념에 소득과 가치의 상승이라는 두 가지를 포함한다.²²⁰ 개정법은 신탁 이익(income)과 신탁 자산의 가치 성장(growth asset)의 균형을 맞추는 자산 분포를 직접 제시하는 대신 수탁자가 해당 신탁의 제반 사정을 고려해서 모든 수익자의 이익에 균형을 맞추는 판단을 하도록 하면서, 수탁자가 이러한 신탁 재산의 실질 가치의 유지를 단기간에 이루기는 어렵고 일정 기간이 필요하며 이 목적을 달성하는 데에는 일정한 위험의 부담 증가를 가져올 수 있다고 한다.²²¹ 신중투자자 원칙은 신탁원본의 유지의 필요와 인플레이션의 영향이 수탁자 사이의 이해관계에 미치는 영향에 주목하고 이 부분까지 공평의무에 포함되도록 명확히 하였다는 의미가 있고, 신중투자자 원칙에서의 공평 의무는 이런 의미에서 확일적으로 정의할 수 없는 유연하면서도 종합적인 의무의 성격이 있다.²²²

3) 관련 사항

i) 수탁자의 신탁원본과 신탁수익의 조정 권한

UPIA § 2(c)(2),

²¹⁸ Restatement third § 227 cmt. i

²¹⁹ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda, A trustee's balancing act: Income and remainder beneficiaries' rights, Estate Planning 30 (Jan. 2003) p. 12

²²⁰ Restatement (third) § 227 cmt. e.

²²¹ Martin D. Begleiter (주 3) p.59, Restatement (third) of trusts § 227 cmt. e i, § 232., § 183 and §§ 239 and 240.

²²² Edward C. Halbach, Jr(주 11) p.441, Restatement (third) of Trusts § 227 cmt. c

신중 투자자 원칙 이전에는 신탁 재산의 성격에 따라서 원본인지 이익인지가 정해지고 이에 따라 각각 신탁 이익 수익자(income beneficiary)와 신탁 원본 수익자(remainder)에게 그 귀속이 결정된다고 보았다. 기존의 법률들은 기업의 배당과 이자를 신탁 이익(income)으로, 주식 분할이나 다른 자산으로의 이동을 신탁 원본으로서 remainder의 수익으로 구분하였다. 그러나 개정법에서는 신탁의 성과(productivity)는 개별 투자의 성과가 아닌 전체의 성과로 산정하고, 특히 신탁의 수익인 이익(income)과 원본 가치(principal)을 구별해서 산정하는 방법이 중요하므로 신중 투자자 원칙은 신탁 원본과 신탁 이익에 관한 법에 영향을 미치게 되는데 수탁자는 이 법에 따라서 통상적으로 현재와 장래 수익자에게 배분하도록 의무를 부담하기 때문이다.²²³ 따라서 신탁 이익 성과(income productivity)에 대한 고려가 총 수익의 증대를 목표로 하는 최적의 투자관행을 선택하는데 방해가 되지 않도록 Uniform Principal and Income Act(UPAIA)의 제정으로 연결되었다.²²⁴

1997년에 채택된 The Uniform Principal and Income Act(UPAIA)는 총수익을 최대한으로 성취하는 것을 투자 목적으로 하는 신중 투자자의 관점에서 신탁 이익 수익자(income beneficiary)와 신탁 원본 수익자(remainder beneficiary) 사이에 공평 의무를 이행할 수 있도록 하기 위한 것으로서 이익과 배당(income)은 신탁 이익 수익자(income beneficiary)에게 돌아가고, 원본(principal)의 가치 상승분이 신탁 원본 수익자(remainder beneficiary)에게 가는 것으로 되면, 이들 사이에 공평의무를 준수하면서 동시에 총 수익을 최대치로 실현하는 것이 항상 가능하지는 않기 때문에 동 법 제104조는 수탁자가 신탁의 원본과 신탁 이익 사이에서 조정을 할 수 있도록 허용하고, 그 요건으로서 이익 지급(income distribution) 조항이 있는 신탁에서 수탁자가 신탁의

²²³ John H. Langbein(주 8) p.643.

²²⁴ John H. Langbein(주 8) pp.666-669

특성과 수익자들의 필요 등과 같은 다양한 구체적인 요소를 고려하였을 때 이러한 조정 없이는 모든 수익자들에게 합리적으로 공평 의무를 다할 수 없다고 판단될 것을 정하였다.²²⁵ 그러면서 수탁자가 신탁 계약의 조건이 부여한 수익자의 이익을 변경할 수 없고, 고정비율신탁(unitrust)에서 수익자에게 지급되는 양을 변경할 수 없고, 수탁자가 수익자이기도 한 신탁의 경우 다른 공동 수탁자에 의하지 않고는 변경할 수 없다는 등의 제한을 두고 있었다.²²⁶ 수탁자에게 신탁 원본과 이익을 조정할 수 있도록 하였을 때의 장점은 수탁자로 하여금 신탁 관리의 비용과 지출 면에서 모든 수익자에게 공평할 것을 확인할 수 있게 하고, 해당 회계 연도뿐 아니라 신탁의 전기간을 기준으로 공평한 분배를 가능하게 하며, 무엇보다 전체적으로 일단 기대 수익을 최대한으로 추구할 수 있게 하는 것이라고 한다. 이러한 수익과 원본의 조정 허용은 수익과 원본의 기존 개념을 가지고 총 수익을 최대화하면서 수익자들 사이의 이해를 공평하게 하기 위한 것이며, 이는 또한 상황의 변화(circumstances change)에 수탁자의 공평 의무를 양보하지 않고 이들 사이의 균형을 도모할 수 있는 방법이다.²²⁷ 이후 UPAIA는 수탁자의 원본과 수익의 조정 권한을 확대하고, 고정비율신탁(Unitrust)에 대한 규정을 추가하고, 원본과 수익의 구별 목적의 법에서의 변화를 단순화하는 내용을 더하여 원본·이익에 관한 표준법(Uniform Fiduciary Income and Principal Act, UPFIA)으로 개정되었다.²²⁸

이렇듯 현대 포트폴리오 이론과 신탁 이익(income)과 신탁 원본(principal)의 구분 방법은 긴장관계에 있고, 그 밖에 소득세에서 수익을 인식하는 방법 역시 포트폴리오 다양화에 영향을 미치며, 또 세제가 주식 배당, 이자, 현금 소득 가운데 어떤 것에 세제 혜택을

²²⁵ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda(주 219) p. 12,

²²⁶ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda(주 219) p. 12,

²²⁷ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda(주 219) p. 16

²²⁸ Uniform Fiduciary Income and Principal Act(2018), prefatory note.

제공하는지와 같은 세금 정책도 영향을 미치고 이들 신탁 원본 및 이익의 산정에 관한 법률, 세법이 현대 포트폴리오 이론을 받아들인 투자신탁법과 조화를 이룰 수 있는 시간이 필요하다.²²⁹ 다만 원본과 수익에 대해서 어떻게 경계를 만들더라도 포트폴리오 수익의 요소로서 수익과 원본 성장의 측면은 일정한 갈등을 가져올 수밖에 없는 성질이 있다.²³⁰

ii) 고정 비율 신탁(Unitrust)

고정 비율 신탁은 모든 신탁 이익을 일단 신탁 원본으로 인식하고 신탁 원본에 일정 비율을 곱한 것을 배분 자산으로 산정하는 방식의 신탁으로서, 이 경우에는 원본과 이익을 귀속하는 방법에 의해 이해 상충의 문제가 발생하지 않는다.²³¹

iii) 기타

그 밖에 수탁자가 공평 의무를 충족하기 위해서 때로는 더 선호하는 투자 종목 선정을 보류해야 할 수 있다고 하는 견해, 수탁자의 재량을 완전하게 유지하되, 수탁자의 재량이나 신탁 조항으로 총 수익의 일정 비율을 현재 수익자에게 배분하도록 하는 방법을 제시하는 견해, 원본 수익자를 위해서 신탁 원본을 감소시킬 수 있는 권한을 수탁자에게 갖게 할 수 있다는 견해 등이 제시되며,²³² 신탁의 지급액이 신탁의 실제 장기 수익율에 맞게 조정되어야 하며, 잉여금과 부족분을 반영하기 위해 별도의 계정을 사용하는 방법이 개정법 이전에 제시되기도 하였다.²³³

²²⁹ John H. Langbein(주 8) pp.666-669.

²³⁰ Edward C. Halbach, Jr(주 11), p.442.

²³¹ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda(주 219)p. 21.

²³² Martin D. Begleiter (주 3) p.59.

²³³ Martin D. Begleiter (주 3) p.59.

4) 공평 의무의 평가 방법

수탁자의 이익 성과(income productivity)는 개별 투자의 성과가 아니라 전체 포트폴리오의 성과를 가지고 판단해야 하며, 신탁마다 적당한 이익 성과(income productivity)의 정도는 수익자들 사이의 관계와 신탁의 목적 등에 따라서 다양하므로, 신탁의 성과는 각 신탁의 성격, 목적, 환경, 수익자 관계에 따라서 다르기 때문에 이에 따라 수탁자의 행위가 심사되어야 하며, 수탁자는 세금 부과나 인플레이션 등과 같은 요소들이 각 수익자들에게 가져올 잠재적이고 다양한 영향을 합리적이고 균형 잡힌 입장에서 고려할 수밖에 없다.²³⁴ 신중 투자자 원칙은 신탁 재산의 보전에 신탁 자본의 보호와 인플레이션으로부터 실질 가치의 유지를 포함시키고, Restatement(third)는 신탁 이익을 최대화하는 전략이 신탁 자산의 가치 성장을 감소시킬 수 있음을 설명하고 있다.²³⁵ 이렇듯 실질 가치의 유지와 신탁 이익 증대 사이에서 서로 배치되는 측면이 발생할 수 있으므로 공평 의무 준수를 위해서 불가피한 단기적 손실에 대해서는 수탁자가 적절한 주의(due care), 전문성(skill)을 제대로 이행하였다면 책임이 있다고 할 수 없다.²³⁶

수탁자의 행위는 행위 당시를 기준으로 평가함은 이 때도 마찬가지이며, 다양화에 대한 면책 조항이 신탁 지시서에 표시되어 있더라도, 수익자들 사이의 공평의무에 반하는 결과가 되는 때에 그로 인한 수탁자의 책임은 면제되지 않는다.²³⁷ 또한 공평 의무 판단에 있어서도 모든 수익자의 동의가 있었다면 수익자의 의사에 부합하는 것이므로 수탁자의 행위에 책임이 없다고 보지만 이 때 수익자가 수탁자의 행위를 승인하는 것은

²³⁴ Edward C. Halbach, Jr.(주 11) p.442.

²³⁵ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.359, Restatement (third)§227cmt.c.

²³⁶ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) pp.359-361, Edward C. Halbach, Jr.(주 11) pp. 442-443.

²³⁷ Richard M. Horwood, Jeffrey A. Zaluda(주 219) p. 21, Hatfield v. First Nat'l Bank,317Ⅲ App. 169,178(3rd dist,1942), Stevens v. Nat'l City Bank, 544 N.E. 2d 332(NY 1997)

수탁자로부터 관련 정보를 정확하게 제공받고서 한 것이어야 효과를 가질 수 있다.²³⁸

IV. 신중 투자자 원칙 적용의 한계로서의 신탁 조항

제 1 절 신탁법의 임의규정성과 신중 투자자 원칙의 한계

1. 문제의 소개

신탁법의 규정들은 원칙적으로 임의규정이다.²³⁹ 그런데 수탁자는 수익자의 이익을 위한다는 규정도 마찬가지로 임의규정으로 보아 신탁 설정자의 의사를 이에 우선해야 할지, 아니면 수익자의 이익이 설정자의 의사로도 변경할 수 없는 것으로 보아야 할지가 문제된다.²⁴⁰ 신탁 설정자의 의사 또는 자유로운 재산 처분권에 대한 제한은 사망한 신탁 설정자는 그의 의사에 따른 바람직하지 못한 결과나 변경된 사정에 적절히 대응할 수 없다는 법리(the dead hand)나 수익자의 수익권(equitable title)의 고유함 등에 근거한다.²⁴¹ 수탁자는 신탁 설정자의 의사와 신탁계약의 내용을 수탁 권한의 행사에 반영해야 할 의무 또한 부담하는데 이것을 신중투자자의 원칙과 어디까지 조화해야 하고 여기에 일정한 한계는 없는지에 관한 문제로서, 이를 위해서는 신탁 제도의 목적과 범위를 어떻게 볼 것인지도 함께 생각해보아야 한다. 사익 신탁(private trust)의 목적은 수익자의 이익을 위한 것이고, 공익

²³⁸ Restatement (third) § 227cmt. e, i.

²³⁹ UPIA section 1(b), 7B U.L.A. 15 (2006), UPIA section 1 cmt

²⁴⁰ John H. Langbein, "Burn the Rembrandt - Trust Law's Limits on the Settlor's Power to Direct Investment," Boston University Law Review 90, no. 1 (February 2010), p.376.

²⁴¹ John H. Langbein(주 240) p.379.

신탁은 공익 기준을 충족시켜야 한다.²⁴² 사익 신탁(private trust)의 목적으로 수익자의 이익보다 우선하는 위탁자의 의사나 신탁의 목적을 허용할 수 있는지에 대해서 의문이 있을 수 있다.²⁴³ 위탁자의 의사로도 제한할 수 없는 신탁의 목적으로서 수익자의 이익이 우선한다고 보면 신중한 투자자로서 수탁자는 위탁자로부터 특정 방식의 투자 권한 행사에 대하여 지시를 받았다고 하더라도 그렇게 하는 것이 수익자의 이익에 부합하는지 다시 판단하여야 한다.²⁴⁴ 반면 신탁 설정자의 의사가 우선한다고 볼 경우, 신탁 설정자의 지시가 있으면 그것이 위법, 불능 또는 공공 정책(public policy)에 반하거나 사정 변경의 법리가 적용되는 경우가 아닌 한 다양화 의무로부터 수탁자가 벗어나고 투자 지시에 따른 투자 권한을 행사할 수 있을 것이다.²⁴⁵

2. 신탁 설정자의 재산 처분권과 수탁자의 포트폴리오 다양화 의무

1) 재산의 자유로운 처분권과 수익자의 이익

신탁의 설정 여부 및 그 구조에 대해서는 신탁 재산의 소유자인 신탁 설정자의 처분권에 근거해서 전적으로 신탁 설정자에게 주어진 권한이지만, 한편으로 신탁은 신탁 재산을 운용해서 수익자에게 이익을 주기 위한 목적을 가지고 이용되는 법 제도라는 점에서 신탁 설정자의 자유로운 처분권과 수익자의 이익 가운데 어느 것을 보다 우선할 것인지에 대한 관점의 차이가 발생한다.

2) 수익자의 이익 조항의 강행규정성

²⁴² John H. Langbein(주 8) p.663.

²⁴³ Nico C. Klein (주 34) p.704

²⁴⁴ John H. Langbein(주 8) p.663

²⁴⁵ Nico C. Klein (주 34) p.704

수탁자의 포트폴리오 다양화를 통한 수익자의 이익 추구가 가장 우선적으로 존중되어야 할 신탁의 목적이라고 보는 견해가 그 하나로서 이 견해는 신탁의 목적에 다양화하지 않는 것이 더 부합하는 특별한 경우인 세제 문제나 가족 경영 사업의 경우에 해당하는지를 판단할 때에도 수익자의 경제적 이익의 관점에서 예외가 충족되는지를 판단한다.²⁴⁶ 수탁자는 명시적인 신탁 조항과 수익자의 경제적인 이익이 부합하지 않는 국면이 발생했다고 판단되는 경우 명시적인 신탁조항으로부터 벗어나는 행위의 허용을 법원에 청구할 의무가 있다.²⁴⁷ 다른 하나는 수익자의 경제적 이익에 가장 부합하지 않더라도 신탁 설정자가 특별한 가치를 위해 신탁을 설정한 의도를 위해 수익자의 최선의 경제적 이익이 양보될 수 있다는 견해로서 수익자의 이익은 위탁자의 분명한 의사를 제한하지 않는 범위에서만 기능한다고 보는 견해이다.²⁴⁸ 수익자에게 경제적으로 가장 이익이 아닐 때에도 위탁자의 의사로 다양화를 제한할 수 있는 영역이 있다고 보는 입장으로 수익자의 이익을 신중투자자 원칙의 객관적인 경제적 효율성으로만 해석하면 다양화 의무에 의해 위탁자의 재산 처분 권한에 활용되는 신탁 이용의 기능과 취지를 저해하게 될 것이라고 한다.

John H. Langbein으로 대표되는 전자의 견해²⁴⁹는 Pulitzer 판결을 예로 들면서 동 판결이 신탁 설정자의 투자 자산 매각 금지 지시 조항에도 불구하고 신탁 설정자의 주된 의사는 수익자의 이익을

²⁴⁶ John H. Langbein(주 141) p.1105

²⁴⁷ John H. Langbein(주 8) p.663, Nico C. Klein(주 34) pp.704-705.

²⁴⁸ Jeffrey A. Cooper, "Empty Promises: Settlor's Intent, the Uniform Trust Code, and the Future of Trust Investment Law," Boston University Law Review 88, no. 5 (December 2008), p.1169, Trent S. Kiziah and Lori J. Campbell. "Drafting to Effectuate Grantor's Retention Desires with Respect to Publicly Held Securities." Real Property, Trust and Estate Law Journal, vol. 46, no. 2, (2011-2012) p,210.

²⁴⁹ Nico C.Klein(주 34) pp.704-705, John H Langbein (주 141) p.1111, Re Estate of Pulitzer, 139 Misc. 575, 576ff, 249 N.Y.S. 87, 90ff (Sur Ct 1931), aff'd mem., 237 A.D. 808, 260 N.Y.S. 975.

위하고자 하는 것이고, 이것은 어느 특정한 방식, 예를 들어 신탁 자산을 매각하지 않고 유지하는 것으로 수익자의 이익을 추구하도록 하는 의사보다 우선한다고 보았는데, 이것은 신탁 제도의 목적에 수익자의 이익이 최우선이라고 본 것이라는 점을 든다. 그리고 사후의 신탁 설정자 또는 신탁 조건의 변경이 불가능한 신탁의 신탁 설정자의 의사는 변경된 사정에 따른 의사를 더이상 확인할 수 없다는 점, 후술하는 통일신탁법(UTC 2000)이 수익자를 위한다는 조항을 강행규정으로 규정한 점, Restatement (third) 제27조가 사익 신탁(private trust)과 그 조건, 집행은 수익자의 이익을 위해야 한다고 규정하고 있는 점 등을 근거로 가치를 경감시키는 신탁 설정자의 투자지시에 대한 존중은 장차 보다 제한될 것이라고 예상한다.²⁵⁰ Jeffrey A. Cooper로 대표되는 반대의 견해는 신탁법은 경제적인 관점뿐 아니라 일정한 개인적 요소를 고려해야 하며, 특별한 개인적인 이유가 다양화 의무의 예외를 정당화하는 사정이 될 수 있다고 한다.²⁵¹ 후자의 견해가 우려하는 것은 다양화 의무를 경제 이론에만 중심을 두고 개별적인 신탁 설정시에 요구되었던 설정자의 의사를 무시하면, 비합리적인 신탁 설정자의 지시가 아닌 신중하게 고안된 독특한 설정자의 계획된 목표까지 등한시될 수 있다는 것으로서 신탁 제도를 종합적이고 유연하게 운영하지 못하고 신탁 투자를 다루는 임의적인 규정이 엄격한 규율로 변질 시킬 수 있다는 점이고, 이렇게 되면 보통의 자산 계획 수단이 그 장점을 잃을 것이고 부의 승계라는 신탁의 개별적인 측면이 현대 투자 이론의 기계적인 적용에 의해 무시되는데, 신탁은 복잡 미묘하고, 내재적이며, 감정적인 성격을 갖는 것으로 단순한 사업 관계와 다른 성질이 있다는 점을 강조한다.²⁵² 특히 신탁의 목적에는 경제적 이익을 최대화하려는 목적 외에도 개인적이고 감정적인 다른 목적이 있을 수 있는 것인데, 전자의 견해가 경제적 이익

²⁵⁰ John H Langbein (주 141) pp.1105-1107.

²⁵¹ Nico C.Klein(주 34) pp.704-705.

²⁵² Nico C.Klein(주 34) pp.704-705, Jeffrey A. Cooper(주 248) p. 1169

외의 다른 목적이 경제적 이익 이상의 가치가 있을 때에만 이를 인정하려는 것을 비판하면서 신탁의 목적으로 경제적인 것과 그 외의 것이 모두 추구될 수 있고, 신탁제도는 단순히 경제적인 도구가 아닌 더 복합적인 것이라고 한다.²⁵³

신탁 설정자가 신탁의 설정 여부와 목적을 결정하며, 신탁 재산을 제공하고 대체적인 신탁의 규칙과 수탁자를 정하지만, 또한 신탁 제도의 목적은 수익자의 이익을 위하도록 마련된 것이고 이것은 신탁의 목적이 적법하고 공공정책(public policy)에 부합해야 하는 것처럼 설정자의 의사로 제한할 수 없는 기본 원칙으로서 것이라는 점 또한 고려되어야 할 것이다.²⁵⁴ 이들 견해의 대립은 신탁의 운용에 있어서 고려해야 할 점들을 시사해주므로, 각 견해가 고려하는 요소들을 구체적인 신탁의 해석에 고루 고려해서 타당한 결론을 가져올 수 있을 것이다.

3) UTC 제105조의 해석

수익자의 이익을 위한다는 조항을 강행규정으로 보는 견해는 통일신탁법(The Uniform Trust Code of 2000, UTC)²⁵⁵은 제105조(a)가 제105조(b)에 규정한 것을 제외한 신탁법의 모든 규정은 임의규정임을 규정하고 제105조 (b)에서 강행규정을 열거하는데,²⁵⁶ 제105조 (b)(3)에는 “수익자의 이익으로 할 것(benefit the beneficiaries)” 이 규정되어 있는 점, UTC 제 404조는 “신탁은 그 목적이 적법하고 공공 정책에 반하지 않으며 가능한 것일 때에만 설정할 수 있다. 신탁과 그 조건은 수익자의 이익을 위하여야 한다.” 고

²⁵³ David Thayne Leibell (주 134) pp.1-10

²⁵⁴ Nico C.Klein(주 32) pp.704-705

²⁵⁵ John H Langbein (주 141) p1106, UNIF. TRUST CODE (2000), 7C U.L.A. 126 (Supp. 2003)

²⁵⁶ John H Langbein (주 141) p.1128, APPENDIX, UTC § 105 (with 2003 technical amendment)

규정하고,²⁵⁷ UPIA도 수탁자가 수익자의 이익을 희생하는 경우 그 투자행위가 신중하다고 평가될 수 없다고 하는 점을 제시한다.²⁵⁸ UTC는 대부분 위탁자가 변경할 수 있는 임의규정으로 이루어지지만 변경할 수 없는 강행 규정(mandatory provision)도 있는데 이들 중 하나가 제404조에서 정한 신탁의 설정과 조건이 수익자의 이익을 위해야 한다는 것이며,²⁵⁹ 동법 제412조 (b)가 신탁 조건이 비실용적이고, 신탁재산을 낭비하거나 신탁 운용을 해칠 때에는 법원이 신탁을 수정할 수 있고, 이것은 신탁 설정자가 사정의 변경을 예상할 수 있을 때에도 적용되기 때문에 이 조항이 수익자 이익이 강행규정이라는 근거가 될 수 있다고 한다.²⁶⁰ 또 Restatement third 제27조는 사익 신탁(private trust)의 조건과 운영은 수익자의 이익을 위해야 한다고 명시하고 있고 이것은 그 초안부터 유지된 것으로 통일신탁법은 이것을 받아들인 것이라고 본다.²⁶¹ 반대로 신탁 설정자의 재산 처분권과 그가 신탁을 설정한 개인적인 목적이 보다 중요시 되어야 한다고 보는 견해는 Restatement third의 신중투자자 원칙에 관한 조항은 UTC의 예외의 지위를 갖도록 마련된 것으로 UTC상의 강행규정의 규율 범위 밖에 있다고 해석한다.²⁶²

3. 실익

1) 신탁 제도의 한계와 전망에 대한 관점의 차이

이러한 견해의 차이는 신탁 설정자의 재산 처분 권한 및 신탁을 설정한

²⁵⁷ Trent S. Kiziah and Lori J. Campbell(주 248) p.250. Unif. Trust Code §404, 7C U.L.A.484(2006)

²⁵⁸ Trent S. Kiziah and Lori J. Campbell(주 248) , UPIA § 5, cmt., 7B U. L.A.34 (2006)

²⁵⁹ David Thayne Leibell(주 134) p.7

²⁶⁰ John H Langbein (주 141) p.1119, UTC § 412(b)

²⁶¹ John H Langbein (주 141) p.1106 , Restatement (third) §27 (2003).

²⁶² Jeffrey A. Cooper(주 248) pp. 1179-1181.

주관적 목적과 수익자 이익이라는 신탁의 객관적인 목적 가운데 어느 것을 중요시해야 하는가에 관한 것으로서 신탁 제도의 한계에 대해서도 관점의 차이를 가져오며, 예를 들어 전자는 신탁 설정자가 수탁자에게 어떠한 집행적인 의무도 요구할 수 없는 형식의 신탁 계약은 단순히 재산의 이전일 뿐 수익자의 이익이 일체 고려되지 않는 이러한 신탁계약은 더 이상 신탁이라고 할 수 없다는 점에서 이러한 신탁은 신탁으로서는 허용될 수 없고 단순한 증여로 인정되어야 한다고 하고, 반면 후자의 견해는 이러한 신탁의 범위에 관해서 엄격하지 않다.²⁶³ 또 신탁제도의 의의와 전망에 대하여도 후자의 견해는 신탁은 계약에 기초한 것이고 본래 신탁 설정자는 본인의 의사에 따라 신탁의 설정 여부와 수탁자를 누구로 할 것인지를 결정하며, 수탁자는 위탁자의 의사를 해석하고 집행하는 역할을 수행하며 수탁자는 위탁자의 의사의 타당성을 판단하고 수익자의 이익을 위해 그 의사의 적절성을 결정하는 사람이 되어 행위하는 계약의 기초를 약화시켜서는 안 되고 그렇지 않으면 일상적 신탁 비용과 특히 변호사가 수탁자인 경우 위탁자와 수익자를 동시에 대리하는 자로서 그 수탁 비용을 증가시킬 것이고 또한 수익자의 이익을 최우선시 하는 신탁계약의 해석은 신탁의 계약적 기초와 불일치할 뿐 아니라, 자산의 소유자로 하여금 재산 이전의 필요를 명의신탁이나 LLP와 같은 법률 관계(partnership)를 통해서 충족시키게 하므로, 신탁의 사용을 감소시켜 신탁 법리의 후퇴를 가져올 것이고, 명의신탁을 이용할 경우 수익자에게 본래 자산 소유자가 의도한 명백한 권리를 부여할 수 없게 되어 권리관계에 대한 논쟁을 불러일으킬 뿐 아니라 수익자에게 오히려 권리를 부여할 수 없는 결과가 될 것이라고 한다. 또 이 견해는 UTC는 신탁 법리의 통일적인 적용을 도모하기 위해 제정되었음에도 불구하고, 여전히 각 주는 이를 변형하여 도입할 수 있을 뿐 아니라 신탁 설정자는 자신의 신탁에 적용될 주 법을 선택할 수 있어서 유리한 관할을 선택하게 하는 현상을 유발하여 UTC

²⁶³ John H Langbein (주 141) p.1105

제정 취지에도 반하는 결과를 가져올 것이라는 점과 수익자들이 최대한의 경제적 이익이 성취되지 않았다는 이유로 소송을 제기하고, 화해(settlement) 절차에서 유리한 지위를 점하기 위해 소송이 남용될 것을 우려한다.²⁶⁴

2) 신중한 투자 개념의 객관성에 대한 관점의 차이

전자는 현대 포트폴리오 이론과 효율 시장 이론을 근거로 한 포트폴리오 다양화를 수탁자 의무의 객관적인 표준으로 보는 반면 후자의 견해는 시장의 변화에 따라 포트폴리오의 다양화와 주식 시장의 상품을 포트폴리오에 반드시 포함시키는 것이 항상 유효하지는 않고, 워렌 버핏과 같은 투자자뿐 아니라 여러 투자 전문가들이 시장의 흐름과 다른 방향의 투자의 필요성을 인정한다는 신탁 설정자의 명시적 의사를 무시하고 무조건적으로 포트폴리오의 다양화만을 우선시해야 한다고 보는 것이 항상 타당하지 않다는 근거로 제시한다.

4. 소 결

생각건대, 신탁의 목적과 수익자의 이익이 우선하되, 여기에 경제적 이익만이 해당된다고 보기는 어렵고 신탁의 목적을 다양하게 포함할 수 있는 후자의 견해가 바람직하다고 생각된다. 그렇지만 점차적으로 수익자의 이익을 경제적이고 객관적인 이익을 중심으로 바라보는 것이 중심적인 흐름이 되어가는 것으로 보인다. 이러한 논의들은 또한 아래에서 살펴보는 신탁 투자 지시 조항의 묵시적, 가정적 해석을 통한 수탁자의 투자 권한의 범위와 한계의 구체적인 기준을 마련하는데 바탕이 될 수 있을 것이다.

²⁶⁴ Jeffrey A. Cooper (주 248) p. 1182

제 2 절 신탁행위를 통한 수탁자 의무의 완화와 그 한계

설정자가 신탁행위를 통해서 수탁자 의무를 완화하는 것과 그 한계에 대해서 신탁행위의 유형에 따라 투자 지시 조항(mandatory provision)과 투자 승인 조항(permissive provision)으로 나뉘어서 논의가 이루어지는데, 투자 승인 조항은 수탁자가 신탁 재산을 다양화하지 않고 유지하기를 희망하지만 이를 강제하지는 않는 것이고, 투자 지시 조항은 신탁 자산의 집중을 유지하도록 강제하는 것이다. 투자 지시 조항(mandatory provision)과 투자 승인 조항(permissive provision)의 구별은 법원이 수탁자의 행위에 대한 신중투자자 원칙의 준수를 심사한 사건을 분류하는 방법에 불과하지만 이러한 분류에 따라 논의가 이루어지고,²⁶⁵ Restatement third도 이러한 분류를 하고 있다.²⁶⁶

1. 투자 지시 조항(mandatory provision)

1) 변경된 사정의 법리(changed circumstances)

투자 지시 조항(mandatory provision)은 포트폴리오가 집중된 경우에도 수탁자가 이를 다양화하는 것을 금지하는 신탁 조항으로,²⁶⁷ 미국 신탁법은 원칙적으로 신탁 조항을 따르는 것이 불가능하거나 불법에 해당하지 않고,²⁶⁸ 공공 정책(public policy)에 반하지 않는 한 신탁법 원리를 대체하는 신탁 조항의 유효성을 인정한다.²⁶⁹ 다만, 투자

²⁶⁵ Trent S. Kiziah (주 126) pp.388-389.

²⁶⁶ Trent S. Kiziah (주 126) p.390, Restatement §91 comment. e and f

²⁶⁷ Trent S. Kiziah (주 126) p.391.

²⁶⁸ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p. 449, Restatement (second)§165-166.

²⁶⁹ Edward C. Halbach, Jr (주 11) p.449, Restatement(third) 227-29(1992), § 228 cmt. e

지시 조항이더라도 법원이 i) 진정한 의사가 아니거나, ii) 수탁자의 신중할(prudence) 의무를 면제하는 것이 부적절할 때, iii) 설정자가 의사를 표시하고 사정이 변경된 경우 법원은 그 효력을 부정할 수 있다.²⁷⁰ 그리고 위탁자가 신탁 행위 당시 미리 예상하지 못한 사정의 변경이 있어서 위탁자의 지시대로 하면 오히려 신탁 목적을 달성하지 못할 때 수탁자는 변경된 사정(changed circumstances)의 법리에 따라 이러한 위탁자의 지시에도 불구하고 이를 벗어나 행위하는 것이 정당화되며²⁷¹, 이 법리를 적용하기 위해서 긴급 상황(emergency)에 이르거나 신탁 목적의 달성을 방해할 정도에 이를 필요는 없고, 수익자의 이익을 위하는 위탁자의 주된 의사가 효력을 가질 수 있기 위해서 신탁 조항의 제한이 필요하다고 판단되면 이 법리를 적용할 수 있다.²⁷²

다음의 두 판결은 수익자의 이익을 위하여 위탁자의 신탁조항을 제한하는 변경된 사정(changed circumstances)의 법리가 적용된 대표적인 판결로 평가된다.²⁷³ Re Pulitzer's Estate 판결에서 신탁 설정자는 유언으로 아들과 자손들에게 자신이 평생을 바친 “The world newspaper”의 주식을 남기면서 이 회사가 공공기관적 성격과 단순한 수익 이상의 동기를 가지고 독립성과 공익 목적을 가지고 유지되기를 명한다고 하면서 그 주식으로 구성된 포트폴리오로 신탁 자산을 유지하도록 신탁행위로 정하였다. 이에 대해서 수탁자였던 유언자의 세 아들이 신탁조항에서 벗어나 해당 주식의 매각을 허용해줄 것을 법원에 청구하였다. 이들은 1926년부터 1930년까지 5년 동안 회사의 손실이 이어졌고 광고 수익의 상당한 감소는 더 큰 손실을 예상하게 한다면서

²⁷⁰ Trent S. Kiziah (주 126) p.391

²⁷¹ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p.449, Restatement(third)§228, Restatement(second)§ 167, Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) pp.219 -220, Restatement(third) §66(1).

²⁷² Trent S. Kiziah (주 126) pp.391-392

²⁷³ Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) p.220

회사를 매각하지 않으면 가치가 없어질 것이라고 주장했다. 법원은 수탁자의 의무가 “유언에 대한 수탁자의 맹목적인 준수보다는 신탁 재산의 보호라는 관점에서 지켜져야 한다.” 고 하면서 해당 유언은 묵시적으로 변경된 사정이 있는 경우에는 매각을 허용하는 것으로 해석될 수 있다고 보아 변경된 사정의 법리를 적용하였다.²⁷⁴ In Re Trusteeship of Mayo 판결은 주식 투자를 금지하고 부동산 모기지와 채권에의 투자만을 허용하는 신탁 조항에 따라 투자한 결과 8년 동안 11,000 달러만의 증가가 있었고 인플레이션을 감안할 때 신탁 자산 원본의 가치가 심하게 감소한 경우로써 수익자가 해당 신탁조항에서 벗어나 투자할 수 있도록 허용해줄 것을 법원에 청구한 사례이다. 수익자는 투자를 제한하는 신탁 조항으로 인해서 신탁의 원본과 목적이 훼손된다고 주장하였는데 반해 수탁자는 위탁자가 이미 생전에 인플레이션을 경험하였기 때문에 인플레이션에도 불구하고 주식 시장 붕괴를 우려해 해당 신탁조항을 둔 것이라고 주장하였다. 법원은 위탁자의 의도가 최대한 실현되는데 중점을 두어야 한다고 하면서도 위탁자의 가장 주요한 의도는 수익자의 이익을 위한 것이기 때문에 수익자의 청구를 받아들여 주식 매수를 허용하였다.²⁷⁵

2) 신탁 조항의 효력을 법원에 다룰 수탁자의 의무

수탁자는 투자 지시 조항(mandatory clause)이 신탁 재산의 보호와 충돌하는 것으로 보일 때에는 법원에 이로부터 벗어난 투자를 허용할 것을 청구하고 허가 받을 수 있을 뿐 아니라, 그렇게 해야 할 의무가 있고, 법원은 신탁 조항이 수탁자의 신중투자자 원칙에 따른 의무를 부적절하게 면제한 것으로 판단되거나 위탁자가 신탁행위 당시 예상하지 못한 변경된 사정이 있는 때 그러한 신탁조항에 따른 의무로부터

²⁷⁴ Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) p.220

²⁷⁵ Trent S. Kiziah (주 126) p.391

수탁자를 벗어나게 한다.²⁷⁶ In Steiner v. Hawaiian Trust Company 판결에서, 법원은 다양화에 위탁자의 동의를 얻도록 신탁행위로 정하였더라도, 수탁자는 다양화를 제안하고, 설정자가 이를 거절한 경우에도 법원에 불합리한 부동의로부터 벗어나도록 청구할 의무가 있다고 보았다.²⁷⁷

3) 소 결

투자 지시 조항(mandatory order)이 신중투자자 원칙에 따른 수탁자의 의무를 제한할 수 있기 위해서는 그 신탁조항(mandatory order)이 명확하고 구체적이어서 유효해야 하고, 공공 정책(public policy)에 반하지 않아야 하며 이 경우 수탁자는 따라야 하는게 원칙이나 신탁조항이 불능(impossible), 위법(illegal), 변경된 사정(changed circumstances)의 사유로 신탁의 목적에 부합하지 않으면 법원에 이로부터 이탈할 권리를 청구할 수 있고, 청구할 의무가 있다. 위탁자의 신탁행위로 인해서 수탁자의 신중 투자자로서의 의무가 당연히 면제되거나 그 범위가 정해지는 것이 아니며 신탁의 목적과 수익자의 이익을 고려하여 해당 신탁조항을 그대로 따르는 것이 타당한 것인지 스스로 판단하고 의심되는 경우 법원에 신탁조항에서 벗어난 행위의 허용을 청구할 권한이 있고 나아가 의무가 있다는 것을 알 수 있다. 신탁 설정자의 의사를 존중하는 기존의 법의 태도가 보다 완화되어야 한다고 보면서, 변경된 사정의 법리의 적용을 넓혀야 한다고 보는 견해가 제시되고 있는데,²⁷⁸ 이 견해는 앞서 본 위탁자의 재산 처분권과 수익자의 이익 가운데 어떤 것을 우위에 둘 것인지의 문제와도

²⁷⁶ Trent S. Kiziah (주 126) p.391,

²⁷⁷ Trent S. Kiziah (주 126) pp.393-394, In Steiner v. Hawaiian Trust Company, 393 P.2d 96(Haw. 1964), In Estate of Scharlach, 809 A.2d 376 (Pa. Super. Ct. 2002)

²⁷⁸ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p450.

관련된 것으로서 수익자의 이익을 우선하는 입장의 견해이다.

투자 지시 조항(mandatory provision)은 위탁자가 포트폴리오의 유지 의사를 분명하게 밝혔으므로 단순한 허용 조항에 비해서 수탁자가 상당히 구속되어야 할 것 같지만 이것을 이용하기에 상당한 한계가 있는데²⁷⁹, In Re Pulitzer's Estate 판결이나 In Re Trusteeship of Mayo 판결에서 보듯, 투자 지시 조항(mandatory provision)은 변경된 사정(changed circumstances)으로부터 자유로울 수 없고, 법원의 판단을 통해 허가를 얻어 매도하려면 시간이 걸리기 때문에 신탁 자산의 적절한 관리에도 적당하지 않아서, 다양화 의무를 제한하는 방법으로서 최선은 아니며, 따라서 주로 사용되는 방법은 아니라고 한다.²⁸⁰

2. 투자 승인 조항 (permissive provision)

투자 승인 조항(permissive provision)은 포트폴리오의 비다양화를 허용하거나 바라지만 그것을 수탁자에게 반드시 요구하지는 않는 조항이다.²⁸¹ 신중 투자자 원칙 하에서 신탁행위에 의해 허용된 투자를 할 때에도 수탁자는 일정한 정도의 주의 의무(care, skill, and caution)을 다하여야 한다는 것이 다수 견해이고, 이 주의의무의 정도는 투자 승인 조항(permissive provision)의 해석 문제로 귀결된다.²⁸²

1) 일반적인 재량권 조항

수탁자에게 일반적인 재량을 인정하는 취지의 조항은 수탁자에게 폭넓은 재량이 주어지는 신중 투자자 원칙 하에서 수탁자의 일반적인

²⁷⁹ Trent S. Kiziah(주 126) p.391,

²⁸⁰ David Thayne Leibell(주 134) p.4.

²⁸¹ Trent S. Kiziah(주 126) p.390, Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) p.222, Restatement (third) § 91, cmt. f (2007)

²⁸² Edward C. Halbach, Jr(주 11) p455.

권한을 의미하는 이상의 것은 아니며, 신중한 원칙에서도 마찬가지로 해석되었고, 다만 법률 리스트(legal list)가 규율하던 때에는 수탁자의 권한을 넓히는 작용을 하였다.²⁸³ Wood v. U.S. Bank 판결은 신탁 조항이 “수탁자에게 법으로 허용되지 않는 등급이더라도 기업 수탁자의 주식을 포함하여 신탁 자산을 신탁 인수 당시대로 유지할 수 있다.” 고 하더라도 특별한 사정(special circumstances)이 없는 한, 다양화 의무는 여전히 있다고 하면서 이러한 일반적인 유지 허용 조항만으로 포트폴리오 다양화 의무에 대한 일반 법리에 영향이 없다고 보면서, 수탁자의 다양화 의무는 임의 규정이지만, 다양화 의무가 배제되기 위해서는 신탁이 특정한 투자를 유지하도록 하는 조항을 두고 다양화 의무에 관한 법의 적용을 배제하려는 의사를 명시적으로 표현하여야 한다고 하였다.²⁸⁴ 반면에 다양화 의무 포기 조항과 함께 마련된 투자 승인 조항(permissive provision)의 경우라면 수탁자의 다양화 의무를 면제하는 효력이 보다 넓게 인정된다.²⁸⁵

2) 절대적 재량 (extended discretion) 조항

수탁자의 포트폴리오 다양화에 대한 재량을 허용하면서 절대적인(absolute), 완전한(sole and uncontrolled)과 같은 표현을 통해 제한 없는 재량을 부여하는 조항도 있는데, 이 경우에도 수탁자의 권한은 무제한일 수 없고 재량이 남용에 대한 책임까지 면제되지 않고, 수탁자의 주의 의무나 수탁자에게 요구되는 투자의 보수성을 감소시키고 투자의 수익 성과를 고려한 판단의 재량 범위를 보다 넓게 인정하는 정도로 해석될 수 있다.²⁸⁶ 그러한 해석으로 인해 수익자에게 불이익을 주거나 위탁자가 의도하지 않은 결과를 가져오게 해서는 안 되는 한계가

²⁸³ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p450

²⁸⁴ Trent S. Kiziah(주 126) p382, Wood v. U.S. Bank , N.A., 828 N.E.2d 1072 (Ohio Ct. App. 2005)

²⁸⁵ Trent S. Kiziah(주 126) pp.383-387.

²⁸⁶ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p. 451.

있고, 비록 의사 해석의 문제라고 하더라도 그것이 수탁자의 충실의무, 주의의무 또는 합리적인 위험 관리에 대한 일반적인 책임을 포기하는 것으로 해석되어서는 안 되며 수탁자가 이 조항을 이유로 신의칙에 반하거나 신탁 목적을 저버리는 행위를 할 수는 없다.²⁸⁷

3) 특정 권한, 특정 종류의 투자를 허용하는 조항

신탁 조항이 특히 특정 종류의 투자를 명시하면서 인수 당시의 포트폴리오를 다양화하지 않아도 된다고 허용하는 경우에도 이것만으로 수탁자의 다양화의무가 면제된다고 보기는 어렵고, 다른 다양화 의무의 예외 사유와 함께 신탁 설정자가 특정 투자 자산에 대한 유지의 의사가 어느정도였는지 해석하는 고려요소가 된다. Restatement third 제228조 내지 제229조에 대한 주석은 이러한 해석에 고려되는 요소로서 신탁 조항의 허용의 대상이 일반적인지 특정되어 있는지, 면책조항과 함께 규정되어 있는지, 그 밖에 맥락, 신탁을 둘러싼 사정, 위탁자의 명백한 경향이나 목적을 들고 있다.²⁸⁸ 다양화 의무의 전면적인 면제를 허용하거나, 모든 경우에 일정하게 적용되기는 어렵고 위탁자의 특별한 목적과 신탁이 처해진 특별한 기회 또는 어려움 등에 따라 달라질 것이다.²⁸⁹ 신탁 설정 당시에 신탁 설정자가 높은 기대수익을 추구하기 위해서 투자의 보수성을 감소시킬 우려가 있다는 것과 다양화를 손상시킬 때에는 보상되지 않는 위험을 발생시키고 이러한 위험 발생이 정당하려면 그럴 만한 특별한 사유가 필요하다는 것을 인식해야 하고 신탁 설정자가 해당 수탁자의 전문성에 대해서 얼마나 신뢰했는지 특정 기업에 대해서 수익자가 가지는 특별한 이익을 신탁 설정자가 얼마나

²⁸⁷ Edward C. Halbach, Jr(주 11) p. 451.

²⁸⁸ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.454-456, Restatement(third) § 228 cmt. f-g. § 229 cmt. c-d

²⁸⁹ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.454-456, Restatement(third) § 228 cmt. f, § 229 cmt. d

고려했는지 등도 고려요소가 된다.²⁹⁰

In re Charles G. Dumont 판결에서 해당 신탁은 Kodak의 주식으로 구성된 유언에 의한 신탁으로서 특정 투자 부분의 유지를 허용하고 있었고, 동시에 유언집행인이나 수탁자가 포트폴리오 다양화의 목적으로 이것을 처분하지 말 것과 이를 이유로 책임을 지지 않는다고 하면서, 그 외에 다른 이유로 처분할 필요가 있는 경우까지 처분을 금지하지는 않는다고 하였는데, 법원은 유언을 통해 신탁 설정자는 다양화를 할 의무로부터 수탁자가 면책됨을 밝혔지만, 집중화된 코닥 주식의 신중한 관리에 대한 의무까지 면제한 것은 아니라는 이유로 주식을 적기에 매도하지 않은 수탁자의 책임을 인정하였다.²⁹¹ In the Matter of the Jervis C. Webb Trust 판결에서도 해당 신탁은 전형적인 가족기업 신탁으로 수탁자에게 가족 기업의 주식으로 구성된 신탁 재산의 유지할 수 있는 내용의 조항을 둔 경우 신탁 설정자의 의사가 가족 기업 주식을 유지해서 가족이 기업의 지배를 유지하고 고용 기회를 갖는 것을 의도한 것으로 해석됨에도 불구하고, 수탁자는 여전히 해당 신탁 자산의 다양화 의무를 부담하는 것이라고 판단하였다.²⁹²

결국 개정법의 입장은 불명확하고 경솔한 허용 조항의 의미를 분명하게 밝히는 한편으로 수익자의 이익과 신탁 설정자의 목적을 수탁자 재량의 남용으로부터 보호하는 두 가지의 목적을 추구하고자 하는 것으로서 신중투자자 원칙이 상황마다 유연하게 적용되는 점은 이러한 신탁 조항의 해석을 어렵게 만드는 면도 있지만, 한편 개정법이 수탁자 권한을 상당히 넓혔기 때문에 이러한 조항의 필요성 또한 줄어들었다고

²⁹⁰ Edward C. Halbach, Jr (주 11) pp.455-456

²⁹¹ David Thayne Leibell (주 134) p.4, In re Charles G. Dumont, 791 N.Y.S.2d 868 (Surr. Ct. 2004)

²⁹² David Thayne Leibell(주 134) p.5., In the Matter of the Jervis C. Webb Trust , 2006 Mich. App.

평가된다.²⁹³

3. 면책 조항 (exculpation clauses, waiver of diversification)

수탁자 의무의 면책 조항은 주로 다양화 의무를 특정하지 않고 일반적인 수탁자의 의무를 면제하는 내용으로 정해지는데, 이에 다양한 형태가 있으며, 주로 의무 위반이 고의(in bad faith)나 중대한 과실(gross negligence)로 인한 것이 아닌 한 면책된다는 내용으로 신탁법상 높은 주의 의무인 수탁자의 충실의무 (fiduciary standard)를 상당히 감경시키기 때문에 뉴욕과 캘리포니아 등 주는 특정 유형의 면책 조항의 경우 공공 정책에 반하는 것으로서 금지하고 있기도 하다.²⁹⁴ In re Trusteeship of Williams 판결에서 해당 면책 조항이 “신탁의 집행에서 신의 성실에 따른 판단에 실수나 과오가 있어 발생한 어떤 손해에 대해서도 책임지지 않는다(No trustee shall be liable for any loss by reason of any mistake or errors in judgement made by him in good faith in the execution of the trust).” 고 한 것에 대해, 법원은 이것이 단순한 판단 착오(mere errors of judgement)만을 면책하고, 과실(negligence)을 면책하는 것은 아니라고 보면서 면책 조항은 수탁자에 대해 엄격하게 해석되어야 하고, 과실(negligence)까지 면책하려 한 의사였다면 이를 명시했어야 한다고 하였으며, 면책 조항이 그 자체로 유효하려면 특정한 상황에 대한 것으로서 과실에 대한 행위를 면책하는 내용을 포함해야 한다.²⁹⁵

주된 판례의 입장은 일반적인 면책조항으로도 수탁자의 다양화 의무가

²⁹³ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) pp.454-456

²⁹⁴ David Thayne Leibel (주 134) p.6. New York Estates, Powers and Trusts Law Section 11-1.7

²⁹⁵ David Thayne Leibel (주 134) p.6, In re Trusteeship of Williams , 591 N.W.2d 743 (Minn. Ct. App. 1999)

감면될 수 있는 것인데,²⁹⁶ 이러한 추세와 다르게 다양화 의무에 대한 면제를 명시해야 하고, 일반적인 책임 면제 조항으로는 불충분하다는 판례도 나타나고 있다.²⁹⁷ 다만 이들 면제조항으로 인하여 다양화 의무가 면제될 수 있는 경우에도 다양화 의무가 면제되는 데에 그치는 것이고 이것으로 인해 수탁자가 가지는 수탁자로서의 다른 의무 즉, 신탁의 목적, 조건, 분배 요건, 신탁의 다른 사정을 고려하여 신중하게 투자할 의무나 주의(care), 전문성(skill), 주의(caution)에 따라 투자할 의무와 같은 다른 의무가 면제되는 것은 아니다. 즉, 다양화할 의무가 면제된다고 하더라도, 제반 사정들을 고려하여 주의 의무를 다하였을 때 일부 자산의 매각이 필요한 상황에서 그렇게 하지 않은 경우라면 이런 경우에는 면책되지 않는다.²⁹⁸ In Re Will of Dumont 판결도 사안의 면책 조항이 “다양화를 반드시 하지 않아도 되고, 이로 인한 가치 감소에 대해서 수탁자에게 책임을 묻지 않으나, 다른 상당한 이유로 이를 매각하는 것까지 금지하는 것은 아니” 라고 하고 있는 경우, 신탁 이익 수익자에게 상당한 가치의 이익 분배를 위한 매각을 하지 않은 것에 대해 수탁자의 책임을 인정했다.²⁹⁹

V. 신중투자자 원칙에서 수탁자의 주의 의무와 책임의 산정

제 1 절 수탁자의 주의 의무

1. 수탁자의 주의 의무의 내용

²⁹⁶ Trent S. Kiziah(주 126) pp.383-386, Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell (주 232) pp. 210-213

²⁹⁷ Trent S. Kiziah(주 126) pp.386-389, Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 232) pp. 213-214

²⁹⁸ Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) pp.210-214

²⁹⁹ Trent S. Kiziah & Lori J. Campbell(주 248) pp.215-217, In re will of dumont , No, 1956TT433.2004WL1468746,at *1-2(N. Y.Sur.Ct.June25,2004),rev'd sub nom.

기본적인 수탁자의 의무(fiduciary standards)의 적용과 내용에 관한 몇몇 원칙들은 신중 투자자 원칙에 특별한 주의를 필요로 하지 않고, 그 예로, 수탁자의 의무 위반과 책임에 관한 문제는 투자의 결과적 성과보다 수탁자의 행위의 적정성과 신중함에 따라 좌우되고, 개정법의 주석에서도 수탁자의 투자 행위에 관한 전통적인 원칙들을 재강조하면서 사후의 이익이 아닌 행위 당시를 기준으로 판단하도록 하고 있는 것과 같이 충실의무에 관한 기본적인 수탁자의 의무도 사회적 투자의 허용에 관해 증가하는 쟁점들을 제외하고는 기존의 주의의무의 내용에서 변화된 것이 거의 없다.³⁰⁰

반면 신중 투자자 원칙에서 주목해야 할 수탁자의 주의의무는 각기 다른 수익자에게 포트폴리오의 다양화가 영향을 미치는 문제와 관련한 공평 의무, 즉 인플레이션에서 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 이해 상충에 관한 문제라고 할 것이다.³⁰¹ 새로운 주의를 요하는 또다른 부분은 수탁자가 신중함(prudence)을 이행해야 할 일반적인 의무로서 수탁자의 주의, 전문성, 유의(the standards of care, skill and caution)에 관한 것인데, 유의(caution)의 경우 개정법 이전에는 투자 대상의 종류에 따라서 위험하다고 분류되지 않는 종류를 투자 대상으로 선택하여야 충족하는 것으로 보았고, 보수적인 투자를 정당한 것으로 보는 자의적인 규율이 유의(caution)에서 비롯되었고, 이는 수탁자가 신탁 재산을 운용함에 있어서 고려해야 할 위험의 성격을 구분하지 못하는 것이기 때문에 개정법에서는 이러한 필요를 반영하여 수탁자가 신탁의 목적과 배당의 필요, 특정 투자가 전체 포트폴리오에서 하는 역할 등을 고려하여 투자를 이행하여야 하며, 신탁 관계의 다양성을 반영하고 수용하여 유의(caution)의 준수가 이루어지도록 하고 단순히 투자 대상의 종류에 따라 유의(caution)의 위반 여부가 결정되어지지

³⁰⁰ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.418-420

³⁰¹ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.418-420

않는다.³⁰²

2. 수탁자의 주의의 정도

신중 투자자 원칙에 따를 때 주의와 전문성(standards of care and skill)의 일반적인 성격과 유연성과 관련하여서도 다시 정리할 필요가 있다. 신탁의 목적과 사정이 매우 다양하기 때문에 수탁자 선정의 사유도 다양한 요구와 배경을 가지고 있으므로 수탁자의 투자 전략과 관련해서 수탁자의 숙련도와 권한 위임의 정도, 경험과 능력을 고려해야 한다.³⁰³ 높은 전문성을 가진 수탁자의 경우는 그러한 높은 주의를 기준으로 주의의무 위반을 판단하고 전문 수탁자가 명시 또는 묵시적으로 전문성을 가지고 있는 것을 표시하거나 전제했다면 그러한 전문성을 다하지 못한 데서 오는 손실에 대해서 책임이 있다.³⁰⁴ 다만 전문성이 없는 자가 수탁자가 되는 것을 금지하는 것은 아니며, 그들의 전문성에 맞는 투자 전략과 절차를 채택하면 되고 전문가의 자문, 도움 등을 통해 신탁법과 해당 신탁이 요구하는 정도의 주의의무와 전문성을 가지고 투자 행위를 수행해야 한다.³⁰⁵ 수탁자의 주의 의무는 과도하거나 확일적이어서는 안 되며 가족 구성원이나 지인을 수탁자로 하는 것을 허용하되, 전문성을 가진 자가 그러한 전문성에도 불구하고 방만하게 행위하는 것을 허용하지 않고, 전문적이지 않은 수탁자의 경우 그에 맞는 투자 전략과 절차를 거치도록 하고 특별한 전문성을 가진 자에 대해서는 그에 맞는 능력을 발휘해서 신탁 업무를 하도록 하여 투자 전략이 신탁의 목적과 사정에 부합하고 그 수탁자가 보유한 전문성이나 수탁자 외 전문가의 자문이나 적정한 권한 위임을 통해서 해당 신탁에 요구되는 수탁자의 능력이 이에 부합하도록 해야 한다.³⁰⁶

³⁰² Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.418-420

³⁰³ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.419-421.

³⁰⁴ Restatement(third) (1992) § 227 cmt. d, §174.

³⁰⁵ Restatement(third) (1992) § 227 cmt d, UPIA Section 2

³⁰⁶ Edward C. Halbach, Jr(주 11) pp.419-421.

3. 수탁자 주의 의무의 기준으로서 신중 투자자 원칙

개정법은 현대 투자이론을 반영한 신중 투자자 원칙의 채택에 의해 수탁자의 주의 의무 기준(fiduciary standards of care)의 내용에 변화를 도모한 것이고, 이러한 법 개정 이전에 선행되었던 Harvard College v. Amory 판결 등 판결들과 투자 관행의 변화가 동 이론을 근거로 하여 개정법에 반영되었다고 할 것이다. 개정법은 또한 명시적으로 현대 투자이론과 같은 경제 이론이 변화되는 경우 이러한 변화 역시 반영할 것임을 예상하고 있으므로, 신중투자자 원칙은 현재의 수탁자 주의 의무의 내용으로서 기능하고 있다고 할 수 있다. 개정법이 신중 투자자 원칙을 마련함으로써 앞에서 본 것처럼 수탁자의 주의 의무의 내용에 변화를 가져오고, 이를 준수하지 않으면 수탁자 의무의 위반이 되므로³⁰⁷ 신중 투자자 원칙은 수탁자의 주의 의무(fiduciary duty)의 구체적인 내용을 구성한다고 할 수 있다.

UPIA 제2조가 'standard of care ; portfolio strategy ; risk and return objectives'라는 표제 하에 수탁자는 신탁 재산을 투자하고 관리함에 있어서 신중한 투자자가 신탁의 목적, 조건, 배당 필요와 다른 기타 사정들을 고려하여야 하고. 이 때에 상당한 주의, 전문성, 유의(reasonable care, skill and caution)를 다하여야 한다고 규정한다.³⁰⁸ 동 조항에 대한 주석은 동 조항이 Harvard College v. Amory 판결이 실시한 기준을 규정한 것이라고 설명하고, 전문 수탁자(professional fiduciary)는 전문성을 기준으로 한 주의 정도를 발휘하여야 한다고 하고 있다.³⁰⁹ 제3조 (diversification)과 제4조

³⁰⁷ The beneficiaries claim breach of fiduciary duty, Mass. Massachusetts lawyers weekly, Boston(Nov. 2019)

³⁰⁸ UPIA Section 2

³⁰⁹ UPIA Section 2 cmt

(duties at inception of trusteeship)에서 “duty to diversify” 와 신탁 인수 후 자산을 점검하고 적정 시점 내에 자산의 유지 및 처분에 관하여 실행할 의무에 대해서 규정하고, 제5조는 충실 의무(loyalty)라는 표제 하에 수탁자가 수익자의 이익에 반하여 투자 권한을 이행할 수 없음을 규정하고 충실 의무(the duty of loyalty)는 수익자 자신과의 거래 뿐 아니라 신탁으로부터 수탁자가 개인적인 이익이나 제3자의 이익을 취하는 것도 포함한다고 한다.³¹⁰ 제6조 공평의무(impartiality)에서는 특히 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 공평의무를 규정하면서 공평의무(the duty of impartiality)가 충실 의무(the duty of loyalty)에서 파생한다고 설명하고 있다.³¹¹ 신중투자자 원칙의 내용인 수탁자의 권한 위임 허용을 규정한 제9조에서 위임의 조건을 결정하는데 있어서 이행하여야 할 주의 의무(the trustee's duties of care, skill, and caution in framing the terms of the delegation)을 규정하고 있다.³¹²

Restatement(third) 제227조는 “신중 투자의 일반 기준(General Standard of Prudent Investment)” 로서, 수탁자가 수익자에 대하여 신중한 투자자가 하는 것과 같은 신탁 재산의 투자와 관리를 신탁의 목적, 조건, 배당 필요, 제반 사정을 고려하여 하여야 할 의무(duty)를 부담한다고 규정하며 이 기준(standard)은 상당한 주의, 전문성, 유의(reasonable care, skill and caution)를 이행하고 개별 투자가 아닌 전체 투자의 맥락에서 적용되어야 하고, 이와 함께 포트폴리오를 다양화해야 할 의무(duty to diversify), 공평의무와 충실의무라는 기본적인 수탁자 의무(fiduciary duty)에 따라야 하고, 권한의 위임 여부와 수입인 선정과 감독에 신중함(prudence)을 가지고 행위하고, 투자 책임과 양에 걸맞는 비용만을 발생시키도록 해야 하며, 다른 성문법과 신탁 조항을 따른다는 내용의 제228조를 준수해야 함을

³¹⁰ UPIA Section 5

³¹¹ UPIA Section 6 cmt

³¹² UPIA Section 9 cmt

규정하고 있다.

2000년 미국 통일법 위원회에서 승인된 통일신탁법(Uniform Trust Code, UTC)은 제8장에서 수탁자의 의무와 권한(duties and powers of trustee)을 규정하고, 제801조 내지 제814조에서 수탁자의 의무(duties of trustees)를, 제815조 내지 제816조에서 수탁자의 권한(powers of trustees)을 규정하는데,³¹³ 제802조 내지 제807조는 UPIA의 신중투자자 원칙과 동일한 내용으로서 특별한 전문성(UPIA 제2조 f), 충실 의무(UPIA제5조), 공평 의무(UPIA제6조), 투자 비용(UPIA 제7조), 권한의 위임(UPIA제9조)을 포함하고, 여기에 해당하지 않는 UPIA의 나머지 부분을 제9장으로 규정하고 있다.

제 2 절 수탁자 책임액의 산정 방법

1. 책임의 발생

수탁자에게 부여되는 위와 같은 주의 의무에 위반한 수탁자는 책임이 발생한다. 수익자는 수탁자의 이러한 주의 의무 위반 행위로 인한 거래와 결과를 승인할 수 있고, 이 경우 의무 위반으로 신탁에 발생한 이익에 대하여 수탁자에게 책임이 있다.³¹⁴ 이러한 승인이 있다고 하여 수탁자가 부적절하게 투자한 상품을 처분해서 다시 투자하는 것과 같이 적절하게 재산을 관리할 의무를 면제하는 것이 아니고 법원이 신인 의무 위반에 대하여 수수료 부인이나 수탁자 해임을 명하는 것을 막을 수 있는 것도 아니다.³¹⁵ 또는 수익자는 수탁자의 위반 행위로 인하여 실현할 수 있었던 신탁 이익이나 신탁 재산의 가치를 실현하지 못하게

³¹³ David English, “The fiduciary duties and powers of a trustee under the Uniform Trust Code”, *Trusts and Trustees*, vol.20, No. 1&2(February /March 2014) pp. 55-63.

³¹⁴ Restatement (third) of trusts §205 cmt a.

³¹⁵ Restatement (third) of trusts §205 cmt a.

된 경우 수익자는 그 위반으로 인한 결과를 전부 회복할 수 있는 배상을 청구할 수 있다.³¹⁶

2. 책임액의 산정

가. 총수익의 감소 또는 증가를 적법한 투자 방법을 가정하여 비교

개정법은 포트폴리오가 적절한 투자 프로그램 하에서 기대할 수 있는 합리적인 수익을 해당 포트폴리오의 총 수익과 비교해서 책임액을 계산한다.³¹⁷ 이러한 작업은 이것을 비교할 수 있는 투자 실적 데이터가 사용가능할 것이 필요한데, 현대 금융은 이러한 비교 기준이 되는 데이터를 마련할 수 있다. 예를 들어, 법원은 유사한 신탁 포트폴리오 또는 벤치마크로 삼을 수 있는 지수 증권을 이용해서 해당 포트폴리오의 총수익을 비교할 수 있다.³¹⁸

이러한 법의 취지는 적절한 투자가 행해졌을 경우와 비교했을 때 손실이 있음에도 불구하고 상승 시장에서 인플레이션의 영향으로 신탁 재산의 손실이 없다고 평가될 경우, 수탁자가 책임을 지지 않는 결과가 되는 것을 방지하고자 하는 것이고 나아가 하락 시장에서 위험한 투자를 시도할 수탁자의 동인을 제거하는 장점이 있고, 이러한 손해배상액의 산정 방법은 어떤 원칙이나 정책적인 고려에 의한 것이 아니라, 적절한 손해액의 산정 방법을 실용적으로 행하기 위한 것이라고 평가되며, 개정법 이전에도 손해배상이 목표하는 것은 신탁 재산과 수익자를 수탁자의 의무 위반이 없었을 경우의 지위로 되돌려주기 위한 것이었는데 개정된 총수익으로 인한 산정 방법이 이러한 목적에도 더

³¹⁶ Restatement (third) of trusts §205 cmt a.

³¹⁷ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.364, Restatement (third) of trusts §§ 205,206

³¹⁸ Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.364, Restatement (third) of trusts § 205 cmt. a (1992)

부합하는 면이 있다.³¹⁹

나. 상계 금지 규정(anti-netting rule)의 유지

1) 내용

“상계 금지 규정(anti-netting rule)”는 개별 투자에서 손실이 발생했다라고 해당 신탁재산 전체에서 순이익이 있는 경우 그것을 이유로 수탁자의 책임이 없다고 보거나 그 이익만큼 책임액에서 감소시키는 것을 허용하지 않는 것이다. 개정법 이전에는 개별 투자의 위험성만으로 수탁자의 행위를 판단했기 때문에 이러한 상계 금지 규정(anti-netting rule)을 두는 것이 부합하여 보이는데, 투자의 적적성을 전체 포트폴리오로 판단하는 개정법에서도 유지하고 있다.

다만 개정법은 이전에 비해서 수탁자의 책임이 지나치게 엄격해지는 결과를 줄이도록 다소 수정된 내용인데, 손실(loss)은 적절한 투자가 이루어졌더라면 기대되는 가치를 전보하기 위해 필요한 금액이고, 이익(profit)은 적절한 투자가 이루어졌을 경우 기대되는 가치를 초과하는 수익자의 이익이라고 정의하면서,³²⁰ 신중투자자 원칙 위반이 개별적인 것으로 다루어져야 하는 경우를 보다 명확하고 보다 완화하여 규정한 것으로 즉, 의무를 위반한 수탁자는 그 의무 위반으로 발생한 이익을 자신의 책임액에서 공제할 수 없고, 다만 그 이익을 가져온 투자행위가 의무 위반과 별개가 아닐 때에는 공제한 부분에 대해서만 책임을 진다.³²¹ 개정법에서의 상계 금지 규정(anti-netting rule)은 다양화(diversification)에 따라 위험한 투자가 이루어진 경우 합리적인

³¹⁹ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) pp.459-461

³²⁰ Restatement(third) of trusts § 213 (1992) cmt. b, Restatement (third) of trusts § 213 (1992) cmt. c.

³²¹ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) p.458.

범위에서 정당성을 가지기 때문에 이를 고려하여 보다 완화된 형태로 이를 유지하고 있는 것이고, 그 취지는 만약 위반 행위로 인한 이익과 책임액의 공제를 허용하게 되면 수탁자는 자신의 손실을 만회하기 위해서 기대 수익이 높은 과도하게 위험한 투자를 시도할 수 있기 때문에 이를 방지하기 위한 것으로 In re Bank of New York (Spitzer) (1974) 판결은 신중투자자원칙에 따른 상계 금지 규정(anti-netting rule)의 적용을 보여주었다.³²²

2) 타당성에 대한 논의

신중투자자 원칙 하에서는, 손해와 이익의 공제(netting)를 허용하는 것이 타당하다는 입장도 있는데 이 견해는 개정법의 태도가 개정법의 근간인 현대 투자 이론을 충분히 실현하지 못하고, 안전 자산에의 투자로 기울도록 해서 개정법의 취지를 약화시킨다고 비판하나³²³, 반대로 상계금지(anti-netting)는 위법을 판단하는 단계가 아니라 책임을 산정하는 단계에 관한 것이므로 신중 투자자 원칙(prudent investor rule)과 저촉되는 것이 아니라는 입장이 있고³²⁴, 개정법도 이러한 입장에 있다.³²⁵

3. 수탁자의 면책³²⁶

현대 포트폴리오 이론을 떼어 놓고 생각할 수 없는 신중투자자 원칙

³²² Phillips, W. Brantley Jr.(주 3) p.374, In re Bank of New York (Spitzer), 323 N.E.2d 700, 701-04 (N.Y 1974)

³²³ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) p.457, Loren C. Ipsen, Trends in the Liability of Corporate Fiduciaries, 24 Idaho L.Rev. 443, 450 (1988)

³²⁴ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) p.457, Jeffrey N. Gordon, The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule, 62 N.Y.U.L.Rev. 52, 97 (1987).

³²⁵ Restatement(third) of trusts § 213

³²⁶ Nico C. Klein (주 34) pp.709-710.

하에서는 과거의 법률 리스트(legal list)에 의한 규제나 사실상 법률 리스트 (legal list)와 같이 투자 대상을 선별하면 책임이 쉽게 면제되었던 신중한 원칙에 의할 때와는 달리 수탁자의 재량이 넓어지는 대신 수탁자가 신탁 설정자의 의사와 수익자의 이익이라는 신탁의 목적 범위 내에서 어떻게 행동할 수 있는지에 대해서 획일적으로 쉽게 판단할 수 없어 수탁자는 자신의 책임의 범위를 쉽게 예측할 수 없으므로 비전문가로서 수탁자의 지위에 있는 자들을 보호하고 전문적인 수탁자들을 계약으로 편입시키기 위해서 수탁자의 책임으로부터 어느 정도 수탁자를 보호할 수 있는 방안이 필요하다.

수탁자의 책임에 대한 보호 장치로서 적절한 면책 조항이나 사후손실보전 조항 또는 임원 배상책임보험과 같은 책임보험이 제시되고, 다른 한편 수탁자는 자신이 그것을 기초해서 판단한 자료들을 기록하는 것이 바람직하다고 여겨진다. 기업법상 경영판단의 원칙과 유사하게 수탁자의 책임을 바라보기도 하는데, 신의에 따라 합리적인 주의, 충실의무, 신중성을 가진 수탁자의 투자 행위가 사후에 손해를 끼치는 결과를 가져오더라도 행위 당시 신중하고 합리적인 주의 의무를 다했다면 책임이 없다고 볼 필요가 있음은 투자 행위 역시 경영행위처럼 복잡하고 예측하기 어려운 많은 사정을 고려해야 한다는 점에서 경영판단의 원칙과 유사한 면이 있다는 것이고, 또 수탁자가 수익자 또는 신탁 자산인 주식의 매도에 있어서 회사 임원과 경영진과 같은 이해 당사자들과 밀접하게 논의하고 독립적인 감사기관 또는 전문가의 의견을 참조했는지도 수탁자의 의무 이행 판단에 고려될 수 있다. 수탁자의 전문성과 자질에 따라서 위와 같은 보호수단을 이용하도록 신탁 설정자가 선택할 수 있도록 하는 것이 필요하다고 한다.

VI. 국내 법제에의 적용 내지 시사점

제 1 절 개 관

1. 신중투자자 원칙과 수탁자의 의무

신중투자자 원칙은 현대 포트폴리오 이론을 고려할 때 수탁자가 투자 권한을 어떻게 행사하는 것이 신탁 법리에 부합하는지에 관한 것으로서 수탁자의 투자 권한을 행사함에 있어서 수탁자의 의무를 재정립한 것으로, 수탁자 행위 기준(fiduciary standard)의 내용을 이룬다. 이에 따라 앞서 살펴본 바와 같이 신중 투자자 원칙으로 인하여 기본적인 수탁자의 의무 가운데, 신중함(prudence)을 이행해야 할 일반적인 의무로서 보수적인 투자를 정당화했던 유의(caution)의 내용이 주로 변화하게 되었고, 주의(care)와 전문성(skill)의 정도에 관하여도 그 일반적인 성격과 유연성에 관하여 다시 정리하였다.³²⁷ 신중투자자 원칙으로 인하여 공평 의무 역시 원본수익자의 이익수익자 사이의 이해 상충과 관련하여 다시금 강조되었지만, 수익자 사이에 공평하게 수탁자의 의무를 이행해야 한다는 공평의무의 내용이 신중투자자 원칙에 의해 변화한 것은 아니고, 유의(caution), 주의(care)와 전문성(skill)의 내용인 투자 권한 의무의 변화가 공평의무의 이행에도 부합함을 확인했다고 볼 수 있다. 결국 신중투자자 원칙은 수탁자의 선관주의의무의 내용을 구체화하고 있다고 볼 것이며, 미국의 신탁에 관한 개정법이 현대 포트폴리오 이론과 그 장래의 변화 역시 수용한다고 명시한 점을 볼 때, 신중투자자 원칙은 수탁자 주의 의무의 현재의 기준이라고 말할 수 있을 것이다.

우리 나라의 신탁법은 수탁자의 선관주의 의무(제32조)와 충실의무(제33조), 공평의무(제36조)를 규정하고, 자본시장법도 신탁업자의 선관주의 의무 및 충실의무(제102조)를 규정하면서 앞서

³²⁷ Edward C. Halbach, Jr. (주 11) p.418

살펴본 영미식의 신중투자자 원칙을 명시하지는 않는다. 후술하듯이 우리 신탁법과 자본시장법의 실무상 이미 신중 투자자 원칙의 정신이 반영되어 있는지에 관하여는 논란의 소지가 있다. 다만 이러한 논란은 신탁의 유형에 따라서 각도를 달리하여 진행되고 있으므로 신탁 유형을 구분하여 검토할 필요가 있다.

2. 신탁의 유형

가. 미국 신중 투자자 원칙의 적용 범위 - 민사, 상사, 공익 신탁

Restatement third는 신중 투자자 원칙이 적용되는 범위로서 사익 신탁(private trust) 외에도 주와 연방 입법으로 다양한 자선 신탁(charitable trust), 연금 신탁(pension trust) 또는 공익 신탁(public trust) 등에 대해 신중 투자자 원칙과 대동소이한 내용의 법률을 도입하였고, 신중 투자자 원칙의 내용이 그들 입법에 적용 또는 준용되고, 각 적용에 있어서 구체적인 조항과 사정 또는 관계에 따라 다양한 고려가 이루어진다고 하고,³²⁸ 자선 신탁 자금의 투자에 있어서 수탁자는 사익 신탁(private trust)의 수탁자와 유사한 의무를 부담한다고 한다.³²⁹ UPIA도 서문에서 동 법이 주로 가족 간의 재산의 이전을 위한 통상의 수단으로서의 신탁(the private gratuitous trust)에 관한 것이지만 신중 투자자 원칙이 또한 자선신탁(charitable trust)과 연금신탁(pension trust)에도 적용됨을 명시하면서, Restatement of Trust와 ERISA를 인용한다.³³⁰ 통일신탁법(Uniform Trust Code)도 동법이 명시 신탁(express trust), 자선 또는 비자선신탁과 다른 법률, 판결 또는 명령에 의해 명시적 신탁과 동일한 방식으로 관리되도록

³²⁸ Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992) §227, cmt a.

³²⁹ Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule (1992) §389, cmt a.

³³⁰ UPIA, prefatory note, Implication for charitable and pension trusts.

요구되는 경우에 적용된다고 규정하고 있다.³³¹ 이처럼 미국 신중 투자자 원칙은 민사신탁, 상사신탁 그리고 공익신탁 모두에 관하여 논의될 수 있으며, 각 신탁의 유형의 특성 및 해당 신탁의 구체적인 사정에 부합하게 적용될 것이다.

나. 우리 나라의 신탁 유형

1) 민사신탁과 상사신탁의 분류³³²

신탁은 재산 승계와 같은 비영리 목적의 신탁으로서 수탁자가 신탁을 업으로 하는 자가 아닌 민사신탁과 신탁의 목적이 영리적이거나 수탁자가 신탁을 업으로 하는 자인 상사신탁으로 나눌 수 있다. 민사신탁에는 민법과 신탁법이 적용되고, 상사신탁에는 이들 법과 함께 상법 또는 자본시장법이 적용된다. 아래 표의 2유형과 3유형에 관하여는 민사신탁인지 상사신탁인지에 관하여 견해의 대립³³³이 있는바, 논의의 집중을 위하여, 이 글에서는 전형적인 민사신탁(1유형) 및 상사신탁(4유형)을 전제로 하여 논의를 전개하고자 한다.

³³¹ Uniform Trust Code, §102.

³³² 노혁준, 수탁자의 대리비용 규율:회사법제와의 비교연구, 자율과 정의의 민법학(양창수 교수 고회 기념 논문집),2021,p.425.

³³³ 신탁 자체의 성격에 따른 개념 정의가 필요하며 3유형은 상사신탁이라고 하는 견해(이중기·이영경, 신탁법, 삼우사, 2022, p.26), 신탁업자가 인수한 신탁은 영업신탁이며 여기에는 신탁목적이 비영리적인 민사신탁도 있다는 견해(김태진, 주식신탁 사례연구,p.84), 수탁자의 영업성이 아니라 신탁사무의 상사성에 기초하여 민사신탁과 상사신탁을 구분해야 하며, 신탁을 다시 금융신탁과 비금융신탁으로 구분하고 금융신탁에 대해서만 신탁업자에 대한 규제를 해야 한다는 견해(정순섭,신탁법, 지원출판사, 2021, p.65), 신탁을 자산운용형,자산관리형,자산유동화형으로 구분하고 재산승계를 위한 신탁, 피성년후견인을 위한 신탁, 투자 목적을 위한 신탁, 공익·비공익 목적을 위한 신탁을 자산운용형 신탁으로 분류하는 견해(오영걸, 신탁법, 홍문사, 2021, p.72), 신탁의 목적과 설계 방식에 따라 아주 다양한 형태로 분류된다는 견해(최수정, 신탁법, 박영사, 2019, p.30) 등이 있다.

<표2> 수탁자의 유형과 적용법조³³⁴

	신탁을 업으로 영위 X	신탁을 업으로 영위 O
신탁목적이 비영리적	①유형 (e.g. 비전문가 지인이 인수하는 생전 증여 신탁, 부양신탁) → 자본시장법 비적용; 상법 비적용	③유형 (e.g. 신탁업자가 인수하는 생전 증여 신탁, 부양신탁) → 자본시장법 적용; 상법 비적용
신탁목적이 영리적	③유형 (e.g. 위탁자가 자금조달 위해 1회적으로 자회사 수탁자에게 영업 이전) → 자본시장법 비적용; 상법 적용	④유형 (e.g. 부동산 개발신탁, 자산운용신탁) → 자본시장법 적용; 상법 적용

2) 공익 신탁

위와 같은 민사신탁과 상사신탁의 분류 외에 신탁을 수익자의 유무에 따라 수익자신탁과 목적신탁으로 분류할 수 있고, 목적신탁은 공익신탁과 비공익목적신탁으로 구분된다. 공익신탁은 공익신탁법 제2조 제1호에서 규정하는 공익사업만을 목적으로 하는 목적 신탁이고, 비공익목적신탁은 공익신탁을 제외한 목적 신탁으로서, 현행 신탁법은 이러한 비공익목적신탁을 허용한다.³³⁵ 2011년 개정된 신탁법으로 도입된 비공익 목적신탁은 장애에 반려동물을 위한 신탁, 분묘의 설치 및 관리를 목적으로 하는 신탁, 중증재산의 관리와 운용을 위한 신탁 등

³³⁴ 노혁준(주 332) p.425.

³³⁵ 정순섭, 신탁법, 지원출판사, 2021, p.62, 최수정, 신탁법, 박영사, 2019, p.22.

그 이용이 활성화될 가능성이 있지만 우리에게 아직 생소하고 실무에서 활발하게 이용되지 않고 있고,³³⁶ 공익신탁과 세법을 제외하고는 기능과 구조면에서 차이를 찾기 어렵고, 수익자를 대체하는 감독기능을 요하는 등을 고려하여 신탁관리인의 감독 아래 동일한 실체법적 규율을 대상으로 하는 것이 바람직하므로³³⁷ 위 민사신탁과 상사신탁의 분류 외에 공익신탁을 함께 신탁의 유형으로서 살펴보기로 한다. 공익신탁에는 공익신탁법이 적용되며, 공익신탁도 신탁이므로 '성질에 반하지 않는 범위에서' 신탁법을 준용하고, 그 수탁자에게 영업성이 인정되는 경우 자본시장법도 적용되며,³³⁸ 공사의 목적이 혼합되면 공익신탁법이 적용될 수 없다.³³⁹

제 2 절 민사 신탁에의 시사점

1. 개관

신탁법은 수탁자의 권한(제31조), 선량한 관리자의 주의 의무(제32조), 수익자의 이익을 위하여 신탁사무를 처리하여야 할 충실 의무(제33조), 각 수익자를 위하여 신탁 사무를 공정하게 처리하여야 할 공정 의무(제35조)등을 규정하고 있다. 그리고 권한의 위임의 예외적인 허용(제42조), 신탁업을 영업으로 하는 수탁자의 보수청구권과 보수액의 제한(제47조), 수탁자의 비용상환청구권(제46조)에 대해서도 규정한다. 앞서 신중 투자자 원칙의 내용으로서 (i)투자 대상의 제한 없음, (ii)포트폴리오의 다양화, (iii)원본 수익자와 이익 수익자에 대한 공정 의무, (iv)권한 위임의 허용, (v)비용의 최소화 이렇게 5가지를 보았는 바, 우리법에서의

³³⁶ 오영걸, 신탁법, 홍문사, 2021, p.70.

³³⁷ 정순섭(주 335) p.60.

³³⁸ 정순섭(주 335) p.60.

³³⁹ 정순섭(주 335) p.59.

시사점을 중심으로 차례대로 살펴보기로 한다.

2. 투자 대상의 확장

가. 현행 신탁법상의 내용

1) 신탁법 제41조

신탁법은 신탁 재산으로 될 수 있는 재산에 대하여는 따로 규정하지 아니하고, 신탁 재산에 속하는 금전의 관리방법으로서 신탁 행위로 달리 정한 바가 없으면 금전의 관리를 국채, 지방채, 특별법에 따라 설립된 법인의 사채의 응모·인수 또는 매입, 이들 증권을 담보로 하는 대부, 은행예금 또는 우체국 예금의 방법으로 하도록 한정하고 있다(제41조).

2) 학설 대립

i) 제한설

이러한 신탁법에 대하여 법률 리스트 원칙을 따르고 있다는 견해³⁴⁰, 신탁상 투자권능 또는 투자 의무에 대한 정함이 없는 한 수탁자가 신탁재산인 금전으로 동조에서 규정한 이외의 투자를 하였다면 그로 인한 수익과 무관하게 신탁 위반이 된다는 견해³⁴¹, 신탁법이 매우 안정적인 투자대상만으로 한정하고 자금을 운용하도록 하는 것은 매우 보수적인 입법태도로서 과거 영미와 일본의 태도이고 현재 영국과 미국, 일본에서는 자금의 투자대상에 관한 제한을 철폐하고 주의의무 위반의 문제로 전환하였다는 견해³⁴² 는 현재 신탁법이 영미의 신중 투자자

³⁴⁰ 이계정, 신탁의 경제적 분석, 법조 제69권 제4호(2020), p.107.

³⁴¹ 최수정 (주 335) p.313.

³⁴² 오영걸 (주 336) p.246.

원칙의 투자 대상의 제한 없는 허용을 받아들이지 않는 것으로 본다. 수탁자에게 신탁재산의 운영상 엄격한 제한이 부과되고 신탁재산이 금전인 경우 민사신탁에서는 그 제한이 더욱 엄격하다고 하는 견해³⁴³도 그러하다.

ii) 무제한설

신탁법 제41조는 금전의 관리 방법에 관한 것으로, 신탁법은 금전의 관리 방법에 관한 것을 제외하고는 투자의 종류에 관한 유형적인 제한을 폐지했고, 수탁자는 신탁의 위험 수익 목표를 달성하는 데 적절한 기여를 할 수 있고, 신중한 투자의 다른 요건을 충족하는 모든 대상에 투자할 수 있다고 하는 견해³⁴⁴가 있다.

나. 시사점

1) 신탁법 개정시의 논의

신탁법 개정 당시에 영미의 신중 투자자 원칙을 도입하는 경향으로 금전의 관리방법에 관한 규정을 삭제하고 선관주의 의무로 해결하자는 의견도 있었으나, 일반 개인의 경우 신탁회사와 같이 포트폴리오 룰이나 각종 안전 장치의 규정이 없고, 수탁자의 자산 관리 폭만 넓은 것을 우려하여 받아들여지지 않았고,³⁴⁵ 적극적인 투자·운용이 필요한 경우 신탁행위로 달리 정하면 충분하다고 보았다.³⁴⁶ 그리고 동 규정을 두되 수익증권, 주식, 주식투자, 펀드 등의 매입에 관한 부분이 들어가야 하지 않는가와 관련하여 이들 자산이 위험 또는 투기성이 크다는 이유로 이

³⁴³ 노혁준 (주 332) p.429.

³⁴⁴ 정순섭(주 335) p.374.

³⁴⁵ 신탁법 개정 특별분과위원회 회의록 I, 법무부, 2010, p.712, 김상용, 신탁법 해설, 법무부, 2012, p.333.

³⁴⁶ 김상용 (주345) p.333.

또한 반영되지 않았다.³⁴⁷

그러나 신중 투자자 원칙은 위에서 살펴본 바와 같이 단순히 투자 대상을 확대하는데 그치는 것이 아니라 포트폴리오의 다양화에 의한 위험의 감소에 의해 정당화되어야 하는 것을 내용으로 하며 금융 자산에의 친숙도와 안전성에 대한 인식이 변화하여 현재 법이 규정한 자산만을 투자 자산으로 한정하는 것이 법감정에도 맞지 않아 보인다. 그리고 개인 수탁자의 경우에도 권한의 위임 권한 또는 권한의 위임 의무의 이행을 통해 신탁의 목적이 요구하는 전문성을 발휘하도록 하면 되고, 위탁자가 수탁자의 전문성을 고려하여 수탁자를 선택하도록 하는 것이 타당하다고 생각된다.

2) 소 결

신탁 재산의 금융 자산으로의 이동과 적극적인 운용의 필요성이 강조되고 있고, 특히 개정 신탁법에서 도입된 유언 대응 신탁, 수익자 연속 신탁 등의 활용이 예상되며 이들 재산승계 목적 신탁의 존속 기간이 장기인 때 인플레이션으로부터 신탁의 원본 가치를 유지하고, 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 공평 의무 준수의 필요성이 커지는 점을 고려할 때, 신탁법 제41조의 제한을 폐지하고, 신탁 재산의 투자 대상을 확대하는 것이 타당하다.

3. 포트폴리오를 다양화할 의무

가. 현행 신탁법상의 내용

³⁴⁷ 신탁법 개정 특별분과위원회 회의록 I(주345) p.728

1) 조문

신탁법은 수탁자의 선관 주의 의무 조항(제32조)을 두고, 그 밖에 선관 주의 의무 구체화에 해당한다고 볼 수 있는 규정들도 있지만, 신탁 재산의 구성과 관련한 자산 분배와 포트폴리오의 다양화에 관해서는 별도로 구체화하지 않고 있다. 그러나 수탁자의 권한 행사의 근거로서 수탁자의 투자 자산의 배분과 포트폴리오 다양화를 통한 위험의 최소화는 의무로서 규정되어야 한다.

2) 학설

신탁재산의 관리방법에 관하여 수탁자에게 일반적으로 투자 권능 내지 투자 의무를 인정하고 투자시에 요구되는 일련의 기준들을 정하면서 그 위반에 책임을 물을 것인지 여부는 법정책적인 판단의 문제이지만 이러한 입법경향은 앞으로의 신탁법의 규율 방식에 대한 방향을 제시한다는 견해³⁴⁸, 인플레이션 리스크에 의한 원본 잠식과 수익자가 부담해야 하는 손실을 고려해야 하고, 수탁자의 권한을 확대하면서 신인 의무 부과에 의해 대리비용을 해결하는 방향으로 하는 것이 바람직하다고 하는 견해³⁴⁹가 있다. 그리고 미국법상 신중 투자자 원칙이 수탁자가 재량을 충분히 행사할 수 있도록 불합리한 규제에서 벗어나게 하고 수탁자의 재량에 대하여 현대투자이론에 따라 일정한 지침을 주기 위한 규정으로서 가능한 한 수탁자가 전문적인 재량을 발휘하는 것을 받쳐주는 내용으로 평가된다는 견해가 있다.³⁵⁰

나. 시사점

³⁴⁸ 최수정(주335) p.313.

³⁴⁹ 이계정(주340) p.107.

³⁵⁰ 명순구·오영걸 외, 현대미국신탁법, 세창출판사. 2005, p.195

1) 포트폴리오 다양화 의무를 명시할 필요성

위에서 살펴본 바와 같이 신탁의 투자 대상을 확대할 필요가 있고, 투자 대상을 확대하면서 포트폴리오의 다양화 의무를 명시할 필요가 있다.

포트폴리오의 다양화 의무는 포트폴리오의 적정성에 대한 고려가 수탁자의 권한 행사에 수반되어야 하는 것을 내용으로 한다.

2) 포트폴리오의 범위

신탁은 가업 승계와 같이 신탁 당사자와 밀접한 관계가 있는 재산의 유지를 위한 것이나 신탁 재산의 안정적인 승계와 같이 비교적 보수적인 투자를 목적으로 하는 것과 자산 증식을 위해 신탁 재산을 적극적으로 투자하는 것을 목적으로 하는 것까지 다양한 목적을 가질 수 있다. 비교적 보수적인 투자를 원하는 신탁이라고 하더라도 신중 투자자 원칙이 모든 신탁에 동일하게 분산 투자 의무를 적용하지 않고, 제반 사정에 따라 달리 해석할 수 있음을 감안할 때, 별도의 조문은 필요하지 않다.³⁵¹ 포트폴리오 다양화 의무는 신탁의 필요에 따라 주의의무와 공평의무가 준수되었다면 하나의 종목만으로 구성된 포트폴리오까지도 배제하지 않는다.³⁵² 소규모 신탁 가운데 수익자의 다른 재산이 적고 신탁 이익의 안정적인 지급을 우선으로 해서 신탁이 보수적인 투자를 목적으로 한다고 해석되는 경우도 포트폴리오의 범위가 제한될 수 있을 것이다. 신중 투자자 원칙은 보수적인 투자가 요구되는 이들 신탁의 경우 또한 포섭한다는 점에서 이러한 신탁 이용의 방식을 존중하면서, 장차 다양한 신탁 이용의 활성화와 신탁 재산의 금융 자산으로의 이동, 원본 가치 유지의 요구에 폭넓게 대응할 수 있는 바람직한 방법이 될 수 있어 보인다.

³⁵¹ 송지민(주 28) p.347.

³⁵² Reatatement(third) of trusts §227 cmt f.

4. 공평 의무

가. 현행 신탁법상 내용

1) 조문

신탁법은 수탁자의 공평의무로서 수익자가 여럿인 경우 수탁자는 각 수익자를 위하여 공평하게 신탁사무를 처리해야 하고 다만, 신탁행위로 달리 정한 경우에는 그에 따른다고 규정하고 있다(제35조). 공평의무에 관한 규정은 구 신탁법상에는 명문의 규정 없이 일반적인 충실의무의 한 형태로 생각되던 것을 분명히 하기 위하여 현행 신탁법에 명문으로 규정되었다.³⁵³ 신탁법은 그 밖에 공평의무를 이행하는 구체적인 방법에 관하여는 규정을 두고 있지 아니하다.

2) 학설

개정 신탁법 이전에 공평의무를 충실의무로 보는 견해와 선관주의의무로 보는 견해가 있었으나³⁵⁴, 충실의무는 이익상반, 선관주의의무는 전문성에 관한 것이라고 보아 공평의무는 충실의무의 일부라고 보는 견해³⁵⁵가 타당하며, 수익권 내용의 공평과 신탁 재산운용의 공평이 공평 의무의 양 측면을 이룬다.³⁵⁶ 사업신탁에서 수탁자가 수익자에 대하여 공평의무를 부담하는 것은 주식회사의 이사가

³⁵³ 김상용 (주 345) p.294, 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회, 주식 신탁법, 박영사, 2021, p.187.

³⁵⁴ 김상용 (주 345) p.295.

³⁵⁵ 정순섭(주 335) p.402

³⁵⁶ 정순섭(주 335) p.402

주주평등의 원칙의 적용을 받는 것에 대응되기도 한다.³⁵⁷ 동종의 수익자가 있는 신탁에서의 복수의 동종의 수익자 사이뿐만 아니라, 이익수익자와 원본수익자 같은 이종의 수익자가 있는 신탁에서의 이익수익자, 원본수익자 사이에도 공평의무가 존재하며,³⁵⁸ 이러한 원본수익자와 이익수익자 사이의 공평 의무가 신중 투자자 원칙에서 특히 강조된다.

나. 공평 의무의 구체화

공평 의무 이행에 관한 분쟁을 방지하고, 분쟁의 해결을 위하여 구체적으로 공평 의무를 실현하는 방법을 입법적으로 제시하는 것이 필요하고, 학설들도 미국의 원본·수입에 관한 표준법(UFIPA)이 제시하는 기준을 참조하는 것을 긍정적으로 평가하고 있다.³⁵⁹ 동법을 참조하여 신탁 원본과 이익을 조정할 수 있는 권한, 수탁자가 고정 비율 신탁의 방식을 선택할 수 있는 권한을 수탁자에게 부여하고, 법원이 심사하게 하는 방법, 신탁 재산의 관리, 처분에 따른 수입과 지출을 그 자산의 종류 별로 원본 또는 이익에 귀속시키는 방법으로서 아래와 같은 조항을 입법적으로 제시할 수 있다고 생각된다.

1) 수탁자의 원본과 이익의 조정 권한

수탁자는 수익자에 대하여 공평하게 취급하여야 하고, 그 방법으로써 수탁자는 이익과 원본을 조정하는 것이 공평 의무를 이행하는데

³⁵⁷ 정순섭(주 335) p.701.

³⁵⁸ 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회 (주353) p.187.

³⁵⁹ 오영걸(주 336) p.239, 최수정(주335) p.327.

필요하다고 판단될 경우 이를 조정할 수 있다.³⁶⁰ 신탁행위의 해석상 특정 수익자를 다른 수익자에 비하여 더 우선하는 권리를 갖도록 정하지 않은 경우여야 한다.³⁶¹

i) 원본과 이익 조정시 고려 사항

수탁자가 이러한 결정을 할 때에 고려할 조건들을 제시할 수 있다. 미국의 원본·수입에 관한 표준법(UFIPA)은 신탁의 조건, 신탁의 성질·수익 지급 기준·예상되는 신탁의 존속 기간, 조정시에 적용되는 법규정의 영향, 유동성의 필요와 이익 지급의 정기성, 원본 보전과 가치의 타당성, 수익자에 의하여 해당 자산이 이용되는 정도, 수탁자에 의하여 합리적으로 정해진 자산 원본 가치의 감소 또는 증가, 회계 기간 진행에 따라 수탁자가 이익을 증가시키거나 원본을 감액한 정도, 조정 권한의 행사에 결과 변동하고 합리적으로 예상되는 경제 상황과 세금 산정의 결과 등을 원본과 이익의 조정에 있어 고려해야 할 사항으로 규정하고 있다.³⁶²

ii) 원본과 이익 조정의 제한 사항

수탁자는 이러한 조정이 현재 신탁 이익 수익자와 연속적 수익자 사이의 총 수익의 합리적인 비율을 형성하기 위한 조정인 경우를 제외하고 특별한 세금 혜택의 요건을 충족하는 현재 신탁 이익 수익자에게 지급하는 지급액을 감소시키는 경우, 신탁 조건에서 정한 일정액의 연금 또는 자산 가치의 일정 부분을 지급하기로 한 지급액을 변경하는 경우, 신탁 행위로 공익 목적으로 영구히 분리시킨 액수를 감소시키는 경우, 조정 권한의 보유 또는 행사가 소득세, 재산세, 증여세

³⁶⁰ UFIPA §201 (d)

³⁶¹ UFIPA §201 (a)(2)

³⁶² UFIPA §201 (e)

등이 적용되게 되는 경우, 고정비율신탁인 경우 등을 조정 권한을 행사할 수 없는 예외 사유로 두고 있다.³⁶³

iii) 법원의 심사

법원은 수탁자의 원본과 이익의 조정이 재량의 남용에 해당한다고 판단할 경우 법이 정한 구제수단을 명하고, 수익자를 이러한 재량의 남용이 없었을 때와 같은 지위에 두기 위하여 수탁자로 하여금 조정 권한을 행사하지 못하게 하고, 수익자에게 이익을 지급하게 하고 수익자로 하여금 지급 받은 액수의 전부 또는 일부를 반환하게 하고 수탁자로 하여금 장래에 수익자에게 지급할 지급액을 유보할 것을 명할 수 있다.³⁶⁴

iv) 소 결

수탁자 또는 법원에 신탁 원본과 이익을 조정할 수 있는 권한을 부여하고, 조정에 관한 판단에 고려할 사항과 제한 사항을 입법하여 원본 수익자와 이익 수익자 사이에 공평 의무에 관한 분쟁이 발생할 경우 해결할 수 있는 절차와 내용상의 방법을 마련하는 것이 필요하다. 이를 위해서 법이 위 고려 사항과 제한 사항을 입법하는 것이 필요하고, 수탁자에게 이를 조정할 권한을 주고 이를 신탁 당사자가 법원에 다룰 수 있게 하거나, 신탁의 원본과 이익의 비율이 수익자들 사이의 공평의 관점에서 신탁사무의 성질 및 내용에 비추어 적당하지 아니하게 된 경우 법원은 위탁자, 수익자 또는 수탁자의 청구에 의하여 신탁의 원본과 이익의 비율을 조정할 수 있다는 규정을 두는 것이 바람직하다고 생각된다.

³⁶³ UFIPA §203 (e)

³⁶⁴ UFIPA §202 (c)

2) 고정 비율 신탁(Unitrust)

i) 고정 비율 신탁의 범위

모든 신탁 이익을 일단 신탁 원본으로 인식하고 신탁 원본에 일정 비율을 곱한 것을 배분 자산으로 산정하는 방식의 고정 비율 신탁(Unitrust)임을 신탁 행위로 정한 경우 공평 의무를 이행한 것으로 보도록 할 수 있다. 미국의 원본·수입에 관한 표준법(UFIPA)은 허용되는 고정비율신탁에 대하여 매우 유연하고 폭넓게 규정을 두고 있는데, 많은 주법들과 같이 신탁 자산의 공정 시장 가치의 3% 이상 또는 5% 이하를 고정비율신탁 금액의 이익으로 제시할 수도 있을 것이다.³⁶⁵

ii) 고정비율신탁에 관한 수탁자의 권한

수탁자는 아래와 같은 권한을 행사하는 것이 공평 의무를 이행하는데 필요하다고 판단될 경우 이를 행사할 수 있다.³⁶⁶ 신탁행위의 해석상 특정 수익자를 다른 수익자에 비하여 더 우선하는 권리를 갖도록 정하지 않은 경우여야 한다.³⁶⁷ 수탁자는 신탁의 이익 수익(net income)이 고정비율신탁 금액(unitrust amount)이라는 것을 밝히고 고정비율신탁 금액을 산정하는 비율과 방법을 제시하는 방법으로 고정비율신탁이 아닌 신탁을 고정비율 신탁으로 변경할 수 있고, 고정비율신탁 금액을 산정하는 비율과 방법을 변경할 수 있고, 고정비율신탁을

³⁶⁵ UFIPA §301 cmt.

³⁶⁶ UFIPA §201 (d)

³⁶⁷ UFIPA §201 (a)(2)

고정비율신탁이 아닌 신탁으로 변경할 권한을 갖는다.³⁶⁸

iii) 권한 행사 요건

수탁자가 위와 같은 권한을 행사함에 있어서 일정한 방식에 의한 수익자에게의 통지, 고정비율신탁 정책(unitrust policy)을 제시하고 이에 따를 것, 고정비율신탁의 비율 책정 방법, 고정비율신탁금액을 확정하기 위한 자산의 공정 시장 가치를 결정하는 방법 등을 일정한 요건에 의해 정해야 한다.³⁶⁹

iv) 법원의 심사

법원은 수탁자의 고정비율신탁에 관한 위 권한의 행사가 재량의 남용에 해당한다고 판단할 경우 법이 정한 구제수단을 명하고, 수익자를 이러한 재량의 남용이 없었을 때와 같은 지위에 두기 위하여 이들 권한을 행사하지 못하게 하고, 수익자에게 이익을 지급하게 하고 수익자로 하여금 지급 받은 액수의 전부 또는 일부를 반환하게 하고 수탁자로 하여금 장래에 수익자에게 지급할 지급액을 유보할 것을 명할 수 있다.³⁷⁰

v) 소 결

고정 비율 신탁에 관한 사항을 입법하여 용이하게 이용할 수 있도록 함으로써 원본 수익자와 이익 수익자 사이에 공평 의무에 관한 분쟁의 여지를 없애고, 수탁자로 하여금 공평 의무의 복잡한 이행으로부터 벗어날 수 있는 방법을 제시하는 것이 필요하다. 이를 위해서 신탁

³⁶⁸ UFIPA §303 (a)

³⁶⁹ UFIPA §§ 301- 309.

³⁷⁰ UFIPA §202 (c)

행위로 고정 비율 신탁을 이용한 경우 공평 의무를 이행한 것으로 보도록 하거나, 수탁자에게 고정 비율 신탁으로 변경할 수 있는 권한을 주고 이러한 권한의 행사를 신탁당사자가 법원에 다룰 수 있게 하거나, 신탁의 원본과 이익의 비율이 신탁사무의 성질 및 내용에 비추어 공평의무의 관점에서 수익자들 사이에 적당하지 아니하게 된 경우 법원은 위탁자, 수익자 또는 수탁자의 청구에 의하여 고정 비율 신탁으로의 변경을 명할 수 있다는 규정을 두는 것이 바람직하다고 생각된다.

3) 수입과 지출의 귀속에 관한 조항

i) 수입과 지출의 원본 또는 이익에의 귀속

수입의 성격을 분류하고, 이들 각 수입이 원본 또는 이익에 귀속되는 방식을 정하고, 지출에 있어서 원본 또는 이익에 귀속되는 방식을 정하고, 감가상각을 고려한 수입의 이관, 일정한 경우 원본과 이익 상호간의 보전, 세금을 고려한 원본과 이익의 조정하는 방식 등을 정하고,³⁷¹ 여기에 해당하지 않고 신탁행위로 정함이 없는 경우 수입 또는 지출을 원본에 귀속하는 것으로 정한다.³⁷²

ii) 소 결

수입과 지출의 원본 또는 이익에의 귀속 방식을 정하는 위와 같은 규정을 두는 것은 수탁자의 행위 기준을 제시하고, 신탁행위로 정하지 못한 법률 관계의 공백을 감소시키기 위해서 필요해 보인다.

³⁷¹ UFIPA §§ 401-416, §§501-507.

³⁷² UFIPA §201 (c)

5. 권한 위임의 허용

가. 현행 신탁법상의 내용

신탁법 제42조는 수탁자는 정당한 사유가 있으면 수익자의 동의를 받아 타인으로 하여금 자기를 갈음하여 신탁 사무를 처리하게 할 수 있고, 다만, 신탁행위로 달리 정한 경우에는 그에 따르도록 한다고 규정한다. 수탁자는 신탁사무를 스스로 처리할 의무인 자기집행의무를 부담하고, 정당한 사유가 있는 경우로서 수익자의 동의가 있을 때와 신탁행위로 허용한 경우에 자신의 권한을 위임할 수 있다. 이러한 신탁법의 규정은 신탁이 위탁자와 수탁자 간의 신임관계에 따라 수탁자에게 신탁사무처리를 맡기는 것이므로 그 사무를 수탁자가 직접 처리해야 한다는 자기집행의무를 엄격하게 적용하는 전통적인 신탁 법리에 가깝다.

나. 시사점

1) 권한 위임의 필요성

특히 민사 신탁의 경우 자산의 운용에 전문성이 없는 자가 신임관계에 따라 수탁자가 될 필요성이 상대적으로 크고, 비법인 사단이나 재단, 의료법인, 변호사와 같은 비금융업종사자를 수탁자로 할 필요가 있는 경우가 있다. 뿐만 아니라, 신탁 재산과 관리에 있어서 전문성이 필요한 경우 제3자의 전문성을 이용하는 것은 수탁자의 의무가 된다. 이러한 경우에는 오히려 제3자에게 권한을 위임하는 것이 수탁자 의무의 위반이 될 수 있으므로, 이러한 경우 항상 신탁행위로 다시 정하거나 수익자의 동의를 받도록 하는 것보다 권한의 위임을 원칙적으로 허용하고 그러한 위임의 결정과 방식에 선관 주의 의무를 권한 위임

결정과 수임인 선정의 정당성, 위임 계약이 신탁계약의 목적과 조건에 부합할 것, 위임 후의 지속적인 감독 의무를 포함하도록 구체화하는 것이 필요하다.

2) 신탁법 개정시의 논의

신탁법 개정시에도 권한 위임이 비교법적인 추세라는 것과 필요성에 대해서는 공감하였으나, 수탁자와 수임인의 책임 등에 관한 규정을 정비하는 것이 복잡하므로, 일단 신탁행위에 의한 정함으로 권한의 위임을 허용하는 것으로 두기로 하였다.³⁷³ 특히 수임인이 신탁사무인지 모르고 수임하였을 경우의 책임이나 위임 후 수임인의 파산 등의 경우 등이 논의 되었다.³⁷⁴ 이에 대해 수탁자의 선임 감독상의 책임에 i) 위임 여부의 결정의 정당성, ii) 수임인의 선정의 적합성, iii) 수탁자가 최소한 투자의 목적을 확정하고 투자 계획과 투자 전략을 승인할 것, iv) 위임계약에 신탁계약의 조건과 목적에 부합할 것, v) 위임 후의 지속적인 감독 의무 등이 포함되고 이들 기준에 의해 책임 관계가 구분될 수 있다고 생각된다. 예를 들어, 수임인과의 위임 계약에 위탁자의 의사와 다르게 면책 조항을 두는 경우 동 의무 위반이 되는 것은 iv)에 해당할 것이다.³⁷⁵

3) 소 결

따라서 원칙적으로 수탁자는 신탁행위로 달리 정하지 않는 한 권한을 위임할 수 있는 것으로 하고, 이러한 위임의 여부와 수임인의 선정, 권한 위임의 내용이 신탁의 목적과 조건에 부합하도록 하고, 위임 후 수임인의 업무에 대한 감독 의무를 부여하는 내용으로 권한 위임에 관한

³⁷³ 신탁법 개정 특별분과위원회 회의록 I(주 345) p.769

³⁷⁴ 신탁법 개정 특별분과위원회 회의록 I(주 345) p.772

³⁷⁵ Jhon H. Langbein, (주 8),p.653, UPIA §9 cmt.

조문을 변경하는 것이 타당하다.

다. 재신탁의 경우

1) 현행 신탁법상의 내용

i) 조문

신탁법은 신탁행위로 달리 정한 바가 없으면 신탁 목적의 달성을 위하여 필요한 경우에는 수익자의 동의를 받아 타인에게 신탁재산에 대하여 신탁을 설정할 수 있다고 규정하고 있다(신탁법 제3조 제5항). 개정 전 수탁자의 신탁재산의 처분에 관한 권한은 다시 신탁하는 것이 아닌 일반적인 처분행위를 의미하고, 다른 수탁자에게 다시 위탁하는 것은 신임관계에 반하므로 허용될 수 없다는 견해가 있었고, 법원도 재신탁등기를 허용하지 않던 것을 개정 신탁법에서 전문가에게 신탁재산의 운용을 맡기는 것이 신탁의 목적 달성에 유리할 수 있고, 수탁자가 신탁재산인 금전의 운용 방법으로 투자신탁의 수익권을 매입한다거나, 재개발사업 시행을 위하여 조합원들로부터 부동산을 인수한 재개발조합이 신탁부동산을 다시 신탁회사에 신탁하는 것이 허용될 필요 등이 인정되어 개정법에 명문으로 법적 근거를 마련하였다.³⁷⁶

ii) 학설

신탁법은 신탁상 재신탁을 금지 또는 제한하는 정함이 없고, 신탁 목적의 달성을 위해 재신탁을 설정할 필요성이 있는 경우 수익자의

³⁷⁶ 김상용 (주345) p.38.

동의를 얻어서 설정할 수 있도록 하고 있다. 신탁목적은 달성하기 위해 재신탁이 필요한지 여부는 수탁자의 재량에 의해 판단되고, 사후적으로 재신탁의 필요성 여부가 문제된 때에는 그러한 결정에 있어서 수탁자가 선관의무 및 충실의무를 다하였는지를 가지고 그 타당성을 판단한다.³⁷⁷ 권한의 위임과 재신탁은 신탁사무의 위임에서는 민법상 위임 법리도 신탁법 제42조와 함께 적용되지만 재신탁의 경우에는 오로지 신탁법상의 규율에 따라 의무와 책임의 내용이 정해지고 위임은 신탁재산의 이전을 전제하지 않지만 재신탁의 경우에는 신탁재산의 이전을 전제한다.³⁷⁸ 그리고 재신탁의 허용 여부 및 요건에 관하여 신탁사무를 어떤 방법으로 처리하는가는 신탁상 별도의 정함이 없는 한 수탁자가 자신의 의무와 책임을 전제로 재량껏 판단할 문제로서 신탁행위로 달리 정하지 않은 한 수탁자는 재신탁을 할 수 있다고 해야 할 것이며, 수익자의 동의를 요건으로 하는 규정 방식에 대해서는 입법적인 검토가 필요하다는 견해가 있다.³⁷⁹

2) 시사점

i) 권한의 위임과 재신탁

신탁 권한의 위임과 재신탁은 재산의 이전이 있는지 여부에 차이가 있으나 수탁자 권한을 수탁자가 아닌 제3자가 수행하는 점에서 유사하다. 신탁법은 제3자의 전문성을 이용할 필요를 인정하여 재신탁을 허용하되, 위탁자와의 신임관계를 고려하여 신탁 목적의 달성을 위해 필요하고, 수익자의 동의를 받을 것을 요건으로 하고 위탁자가 재신탁을 원하지 않는 경우 신탁행위로 이를 금지하는 내용을 정할 수 있도록

³⁷⁷ 최수정(주 335) p.246

³⁷⁸ 오영결(주 336) p.251

³⁷⁹ 최수정(주 335) p.246

하였다.³⁸⁰ 이는 신중 투자자 원칙에서 권한의 위임의 필요성에 관하여 논한 문제 의식과 동일함을 보여준다. 우리 신탁법에서 재신탁 허용의 배경이 된 투자 증권 수익권의 매입에 대하여 신중 투자자 원칙에서는 투자 증권(mutual fund or other pooled investment)에의 투자로서 권한의 위임과 관련해서 논하고 있고, 다만 이들 증권의 취득, 유지, 처분에 관한 권한은 모두 수탁자의 통제 하에 있는 것으로 권한의 위임에 해당하지 않는 것으로 보며, 권한의 위임으로 보더라도 이러한 행위는 그 투자가 신중할 때에 정당화된다고 본다.³⁸¹

ii) 재신탁에 있어서 원수탁자 의무의 판단 기준

재신탁에 관하여도 권한의 위임과 같은 문제 의식에 근거하여 필요성이 인정되는 만큼 권한의 위임에서 살펴본 바와 마찬가지로 원칙적으로 허용하는 것이 타당하며, 재신탁의 필요성에 관한 판단, 재수탁인의 선정에 있어서의 타당성, 재신탁 설정이 원신탁의 목적과 조건에 부합할 것, 재신탁 이후의 사후 관리 이행 등의 기준을 가지고 재신탁에 있어서 수탁자의 선관의무를 판단할 수 있다고 생각된다.

6. 비용의 최소화

가. 현행 신탁법상의 내용

1) 조문

신탁법은 수탁자의 비용상환청구권(제46조)과 보수청구권(제47조), 비용상환청구권의 우선변제권 등(제48조)을 규정한다. 수탁자는

³⁸⁰ 김상용 (주345) p.38.

³⁸¹ Restatement(third)of trusts §227 cmt m.

신탁행위로 달리 정하지 않는 한 신탁사무의 처리에 관하여 필요한 비용을 신탁재산에서 지출할 수 있고(제46조 제1항), 고유재산에서 지출한 경우에는 신탁재산에서 상환받을 수 있고(제46조 제2항), 신탁재산이 비용을 충당하기에 부족하게 될 우려가 있을 경우 수익자에게 청구하거나 담보의 제공을 요구할 수 있다(제46조 제3항, 제4항). 수탁자는 신탁행위에 정함이 있는 경우에만 보수를 받을 수 있고, 신탁을 영업으로 하는 수탁자는 신탁의 정함이 없는 경우에도 보수를 받을 수 있으며(제47조 제1항), 보수의 금액 또는 산정방법을 정하지 아니한 경우 신탁사무의 성질과 내용에 비추어 적당한 금액의 보수를 지급받을 수 있고(제47조 제2항), 제1항의 보수가 사정 변경으로 신탁사무의 성질 및 내용에 비추어 적당하지 아니하게 된 경우 법원은 위탁자, 수익자 또는 수탁자의 청구에 의하여 보수를 증액하거나 감액할 수 있다(제47조 제3항).

2) 정당한 비용

수탁자의 비용상환청구권의 대상이 되는 비용은 수탁자가 신탁사무의 처리에 있어서 정당하게³⁸² 부담하게 되는 비용이고, 적절하게 지출된 것이어야 하므로 수탁자에게 지출의 권한이 없거나 지출의 결정과정에 하자(다른 수탁자나 수익자의 동의가 필요한 경우 그 동의가 없는 경우)가 있는 경우, 수탁자가 선관의무나 충실의무를 위반하여 지출한 비용, 수탁자의 과실 있는 행위가 원인이 되어 지출한 비용 등 신탁사무의 처리에 필요한 비용이 아닌 비용은 상환청구를 할 수 없다.³⁸³

3) 적당한 보수

³⁸² 정순섭(주 335) p.407, 대법원 2005.12.22. 선고 2003다55059 판결

³⁸³ 김상용(주 345) p.379, 대법원 2005. 7. 29. 선고 2004다61327판결, 2006. 6. 9. 선고 2004다24557 판결

수탁자의 보수청구권 역시 수탁자는 신탁행위로 보수의 액수나 산정방법을 별도로 정하지 않은 경우 적당한 보수를 받을 수 있으며, 수탁자의 보수가 사정변경, 특별한 노력의 제공 등으로 인하여 지나치게 높거나 낮아진 경우, 법원의 판단에 따라 변경할 수 있다.³⁸⁴

나. 시사점

권한의 위임을 허용하고 i) 외부 전문가에게 신탁 사무를 위임하는데 있어서 해당 신탁 사무에 관한 비용으로 산정되는 외에 수탁자의 보수에 이중으로 지급되지 않을 것, ii) 뮤추얼 펀드나 집합 투자 상품을 이용할 때에 적극적인 자산 운용 비용이 수탁자의 보수로 이중 지급되지 않을 것, iii) 포트폴리오에서 유사한 역할을 하는 동일 상품군 가운데에서 그 매매비용을 최소화하려고 하는 노력이 있었는지 여부, iv) 권한 위임 또는 외부자문에 따르는 추가적인 수수료 등 계약 비용이나 세금 납부 증가의 비용 증가가 이러한 행위로 얻을 수 있는 추가적인 수익 사이에 균형이 있는지 등을 정당한 비용 또는 적당한 보수의 산정의 기준으로 입법적으로 제시할 필요가 있다.

7. 소 결

신중 투자자 원칙의 도입은 수탁자의 권한 강화 및 신인 의무에 의한 통제로서의 의미를 가진다. 신중인 원칙과 신중 투자자 원칙 그리고 우리 현행법상 규율 내용과 시사점을 비교하면 아래 표와 같다.

<표3> 신중 투자자 원칙과 우리법예의 시사점

³⁸⁴ 김상용(주 345) p.399, 대법원 2006. 6. 9. 선고 2004다24557

	신중한 원칙 ³⁸⁵ (Prudent Man Rule)	신중 투자자 원칙 (Prudent Investor Rule)	현행 신탁법	시사점
투자 대상의 제한	채권,지속적이고 안정된 배당이 예상되는 기업의 주식에 한정	투자대상에 제한이 없고, 주식은 물론 선물과 같은 종류까지 제한없이 허용	국채,지방채, 특별법에 따라 설립된 법인의 사채, 이들 유가증권을 담보로 하는 대부,은행예금,우체국예금(신탁법 제41조)	투자 대상 제한 삭제
포트폴리오의 다양화	위험을 회피하는 방법으로서 권장	비다양화를 정당화할 만한 특별한 사정이 없는 한 반드시 준수해야 하는 의무	요구하지 않음.	포트폴리오 다양화 의무화
공평 의무	일반적인 공평의무	원본 가치의 잠식에 따라 원본수익자와	일반적인 공평의무(신탁법제35조)	공평 의무의 실행 방법을 규정

³⁸⁵ legal list의 규율로 퇴색되어 적용된 신중한 원칙(Prudent Investment Rule)을 가리킨다.

		이익수익자 사이의 공평의무 강조		<ul style="list-style-type: none"> i) 일정한 요건에 따른 수탁자의 원본과 이익의 조정 권한 ii) 고정 비율 신탁의 이용 및 변경 권한 iii) i)ii)에 대한 신탁 당사자들의 법원에 대한 심사 청구권 iv) 지출과 수입의 원본 또는 이익에의 귀속기준
권한의 위임	비재량행위 외에는 금지	허용하고, 수탁자가 위임에 있어서 준수해야 하는 일정한 의무를 부담	예외적으로 i) 정당한 사유가 있는 경우, 수익자의 동의를 받거나, ii) 신탁행위로 정한 경우에만	<ul style="list-style-type: none"> i) 신탁행위로 달리 정하지 않는 한 허용 ii) 위임 여부 · 선임의 타당성, 위임 계약의 내용이 신탁의 조건과 목적에 부합할 것, 감독 의무 규정

			허용함(신탁법 제42조)	
비용의 최소화	일반적인 비용의 최소화	권한 위임과 적극적 투자의 허용에 따라 보수의 이중 지급 방지와 추가적인 비용과 이에 따른 수익의 균형 강조.	신탁업을 영업으로 하는 수탁자의 보수청구권과 보수액의 제한(신탁법 제47조), 비용상환청구권(신탁법 제46조), 신탁업자가 아닌자의 보수(상법 제61조)	비용과 보수의 적정성 기준 i) 권한의 위임, 적극적 투자에 따른 보수 또는 비용 이중 지급 금지 ii) 투자 자산 매매 비용 최소화 iii) 추가적인 비용 지출과 이에 따른 수익 사이에 균형

제3절 상사 신탁에의 시사점

1. 개 관

자본시장법은 신탁업자에 관한 규정에서 선관의무 및 충실의무를 규정하고(제102조), 신탁재산의 제한(제103조), 신탁재산 등 운용의 제한(제105조) 등을 규정하고 있다. 신중 투자자 원칙의 내용으로서 (i) 투자 대상의 무제한, (ii) 포트폴리오의 다양화, (iii) 원본 수익자와 이익

수익자에 대한 공평 의무, (iv)권한 위임의 허용, (v)비용의 최소화에 대하여 우리법에서의 시사점을 중심으로 차례대로 살펴보기로 한다.

2. 투자 대상의 확장

가. 현행 자본시장법상의 내용

1) 조문

자본시장법은 신탁 재산으로 될 수 있는 재산에 대하여 금전, 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산소유권 이전등기청구권, 그 밖의 부동산 관련 권리, 지식재산권을 포함하는 무체재산권으로 한정하고(제103조), 신탁재산에 속하는 금전의 운용 방법에 관하여, 증권·장내파생상품 또는 장외파생상품·금전채권·어음·실물자산·무체재산권의 매수, 대통령령으로 정하는 금융기관에의 예치, 대출, 부동산의 매수 또는 개발, 그 밖에 신탁재산의 안전성과 수익성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법으로 한정하고 있다(제105조 제1항). 그리고 신탁업자가 부동산 또는 부동산 관련 권리에 해당하는 재산만을 신탁 받는 경우 그 신탁재산을 운용함에 따라 발생한 운용자금을 일정한 방법으로 운용하도록 정하고 있다(제106조).

2) 학설 대립

i) 제한설

이러한 자본시장법에 대하여 수탁자에게 신탁재산의 운영상 엄격한 제한이 부과되고 신탁재산이 금전인 경우 민사신탁에서는 그 제한이

더욱 엄격하다고 하는 견해³⁸⁶, 자본시장법 제105조 제1항은 신탁업자가 신탁재산인 금전을 운용하는 방법을 법정하고 있고, 제106조는 부동산 내지 부동산 관련 권리만을 신탁재산으로 인수한 경우 그 재산의 운용에 따라 발생한 여유자금에 대해 일정한 방법으로 그 운용방법을 제한한다고 하는 견해³⁸⁷, 법정 열거 주의를 취한 것으로 전형적인 규정중심규제라는 견해³⁸⁸는 제한적으로 보고 있다.

ii) 무제한설

수탁자가 신탁업자인 경우에는 신탁법 제41조와 달리 자본시장법에 따라 투자 방법이 폭넓게 허용된다는 견해³⁸⁹, 자본시장법 제103조의 특정금전신탁이거나 동법 제229조의 증권집합투자기구 또는 부동산집합투자기구가 신탁형태(즉, 투자신탁)인 경우에 있어서 신탁업자는 금전을 신탁법 제41조에 따른 방법으로 운용할 필요가 없고, 자본시장법 제106조의 경우 여유자금에 대해서 다소 보수적인 태도를 취한다고 보는 견해³⁹⁰가 있는데 이들 견해는 법문상 제한적이기는 하지만 자본시장법이 폭넓게 투자 방법을 허용하고 있다고 평가하는 것으로 보인다.

나. 시사점

1) 신탁 재산 범위 확대의 필요성

신탁업자가 수탁할 수 있는 신탁재산을 제한하는 것은 구신탁업법이 1922년 일본의 신탁업법을 그대로 받아들인 데서 기인한 것으로 수탁

³⁸⁶ 노혁준(주 332) p.429.

³⁸⁷ 최수정(주 335) p.311.

³⁸⁸ 정순섭(주 335) p.781.

³⁸⁹ 이계정(주 340) p.108.

³⁹⁰ 오영결(주 336) p. 247.

가능한 재산을 신탁법처럼 재산권 일반으로 하면 발생하게 될 위험을 예측할 수 없어 이를 안정된 재산으로 제한한 것이라고 한다.³⁹¹ 그러나 신탁업의 다양화·활성화를 도모하기 위하여 사전 예방적인 규제보다는 행위규제, 감독조치와 같은 사후규제를 강화하여 수탁 가능 재산의 범위 제한을 철폐하고 재산권 일반을 수탁 가능하도록 하는 입법이 필요하다는 견해³⁹², 소극재산(채무)과 담보권, 탄소배출권, 보험계약 등과 같이 새로운 유형의 재산을 고려하여 신탁재산을 유연하게 법에서 예시규정만을 두고 구체적인 범위는 시행령에 위임할 필요가 있다는 견해³⁹³가 제시되고 있고, 이러한 견해가 타당하다고 생각된다.

2) 투자 대상 확대의 필요성

상사신탁의 경우 신탁업자의 전문성에 비추어 보다 적극적인 자산 운용을 목적으로 하여 신탁하는 경우가 보다 많을 것이고, 위에서 살펴본 바와 같이 전문성을 가진 수탁자의 능력을 뒷받침하는 운용 지침의 제공으로서 신중 투자자 원칙이 의미를 가질 수 있다. 포트폴리오의 다양화를 통해 투자 대상 확대에 따른 위험을 심사하도록 하고, 신탁 재산인 금전의 운용 방법의 종류에 따른 제한은 없도록 하는 것이 타당하다.

3. 포트폴리오의 다양화

가. 현행 자본시장법상 내용

1) 금전 운용 방법의 제한

³⁹¹ 한국증권법학회, 자본시장법 주석서 I, 박영사, 2020, p. 528.

³⁹² 한국증권법학회(주 391), p.528.

³⁹³ 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회(주 353) p. 506

자본시장법은 신탁업자의 일반적인 선관주의 의무에 대해서 규정하고(제102조), 신탁 재산의 포트폴리오에 관한 신탁업자의 의무를 구체적으로 명시하지는 않고 있다. 금전의 운용방법(제105조 제1항, 동법 시행령 제106조 제3항), 신탁업자가 신탁재산에 속하는 금전을 대출의 방법으로 운용하는 경우의 방법(자본시장법 시행령 제106조 제5항 제3호, 금융투자업규정 제4-87조 제1항), 신탁업자가 신탁재산에 속하는 금전을 어음을 매수하는 방법으로 운용하는 경우의 방법(자본시장법 제106조 제5항 제3호, 금융투자업규정 제4-87조 제2항)을 두었다.

특정금전 신탁의 신탁재산의 운용에 관하여 주권상장법인이 발행하는 자기주식의 취득·처분에 관한 일정한 제한을 둔 규정(자본시장법 시행령 제106조 제5항 제1호, 금융투자업규정 제4-83조)을 두고, 불특정금전신탁의 경우에 사모사채에 운용하는 경우에는 각 신탁재산의 3%를 초과하지 않을 것, 지분증권(지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함) 및 장내파생상품(위험평가액)에 운용하는 경우에는 각 신탁재산의 50%를 초과하지 않을 것, 장외파생상품에 운용하는 경우에는 그 매매에 따른 위험평가액이 각 신탁재산의 10%를 초과하지 않을 것, 동일 법인 등이 발행한 지분증권(그 지분증권과 관련된 증권예탁증권을 포함)에 운용하는 경우에는 그 지분증권 발행총수의 100분의 15를 초과하지 아니할 것, 그 밖에 금융위가 정하여 고시하는 신탁재산의 운용방법에 따른 것의 기준을 충족해야 한다(자본시장법 시행령 제106조 제5항 제2호 가목내지 라목)는 규정을 두고 있다.³⁹⁴

2) 금전 이외의 신탁재산의 운용방법

³⁹⁴ 정순섭(주 335) p.782.

현행 자본시장법은 “신탁재산에 속하는 금전”의 운용방법만을 명시하고 있을 뿐이고, 금융투자업규정 제4-86조에서 정한 부동산신탁업자의 자금차입, 법 제103조 제4항에 따라 금전을 수탁한 경우 그 수탁금액과 자금차입 금액을 합산한 금액이 사업 소요자금의 100분의 100 이내여야 한다는 것 외에 부동산 등 금전 이외의 신탁재산의 운용방법에 대한 규정은 두고 있지 아니하여 이 경우 비영리신탁을 규율하는 신탁법에 따라 결정될 수 밖에 없다.³⁹⁵

나. 시사점

1) 포트폴리오 다양화의 의무화

포트폴리오 다양화를 의무로서 명시하는 것이 필요하고, 이 때의 포트폴리오 다양화 의무는 위탁자의 운용 지시에 의해 투자하는 특정금전신탁의 경우에도 요구된다. 포트폴리오 다양화 의무는 신탁의 필요에 따라 주의의무와 공평의무가 준수되었다면 하나의 종목만으로 구성된 포트폴리오까지도 배제하지 않는다.³⁹⁶

2) 한계 규정(rule-like safe harbors)의 입법

현행 자본시장법이 불특정금전신탁의 금전의 운용방법에 대하여 마련한 위 규정(자본시장법 시행령 제106조 제5항 제2호 가목 내지 라목)은 일정 종류의 투자 상품의 전체 포트폴리오에서의 비율에 대한 한계 조항의 일종으로 생각된다. 이러한 한계 조항의 기능은 위 III. 2. 3)에서 본 바와 같다. 자본시장법 제105조 제1항 제10호가 '그 밖에 신탁재산의 안전성·수익성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법'으로 신탁재산에 속하는 금전을 운용하여야 한다.'는 것으로 보아

³⁹⁵ 무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회(주 353) p.521.

³⁹⁶ Reatatement(third) §227 cmt f.

자본시장법은 운용 방법의 제시에 안전성과 수익성을 고려하는 것으로 보인다. 포트폴리오 다양화의 관점에서 자산의 분배와 이들 자산 사이의 위험의 제거 작용을 고려한 포트폴리오 구성의 한계 규정을 제시할 필요가 있다고 생각된다.

4. 공평 의무

가. 현행 자본시장법상 내용

자본시장법은 신탁업자의 일반적인 충실의무를 규정하고 있고(제102조 제2항), 신탁법과 같은 공평 의무에 관한 조항을 별도로 두지 않고, 공평 의무의 이행 방법에 관한 구체적인 방법에 관한 조항도 두지 않고 있다. 자본시장법이 신탁업자의 공평 의무에 관하여 별도의 규정을 두고 있지 않으므로 신탁법 규정이 적용된다.³⁹⁷

나. 시사점

상사신탁에 있어서 문제되는 공평 의무 관련 사항으로 선순위 우선수익자와 후순위 우선수익자 사이의 공평 의무가 문제되는 경우가 있고³⁹⁸, 자본시장법상 투자신탁의 투자자인 수익자가 가지는 수익권이 균등하다(제189조 제1항, 제2항)는 것 외에 자본시장법상 공평 의무에 있어서 특별한 점은 달리 없어 보인다.³⁹⁹ 특히 신중 투자자 원칙과 관련하여 원본 수익자와 이익 수익자 사이의 공평 의무에 관하여 위 신탁법에서의 공평 의무 부분에서 논한 사항과 동일한 입법과 그 적용이 자본시장법상 신탁업자가 인수한 신탁에 있어서도 필요하다고 생각된다.

³⁹⁷ 정순섭(주 335) p.773.

³⁹⁸ 최수정(주 335) p.324.

³⁹⁹ 정순섭(주 335) p.404.

5. 권한의 위임의 허용

가. 현행 자본시장법상의 내용

1) 업무 위탁의 허용

신탁업자의 권한의 위임에 관하여는 자본시장법상 금융투자업자의 업무위탁에 관한 자본시장법 제42조가 신탁법 제43조에 대한 특칙으로서 적용된다. 자본시장법에 따르면 신탁업자는 신탁업, 법 제40조에 따른 겸영업무, 제41조에 따른 부수업무와 관련하여 신탁업자가 영위하는 업무의 일부를 제3자에게 위탁할 수 있고, 다만, 대통령령으로 정하는 내부통제업무(해당 업무에 관한 의사결정권까지 위탁하는 경우만 해당한다)는 제3자에게 위탁하여서는 아니된다(제42조 제1항).

2) 업무 위탁에 있어서 신탁업자의 의무

내부통제업무를 제외한 본질적 업무를 위탁하는 경우에는 위탁받는 자는 관련 업무 수행에 필요한 인가·등록을 받은 자여야 하고(제42조 제4항), 신탁업자가 그 업무를 제3자에게 위탁하는 경우 위탁하는 업무의 범위, 수탁자의 행위제한에 관한 사항, 위탁하는 업무의 처리에 대한 기록유지에 관한 사항, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 위하여 필요한 사항으로서 시행령으로 정하는 사항을 위탁계약서에 포함하여 체결하여야 하고, 그 내용을 대통령령으로 정하는 방법 및 절차에 따라 금융위에 보고해야 한다(제42조 제2항). 금융위는 위탁계약의 내용이 금융투자업자의 경영건전성을 저해하는 경우, 투자자 보호에 지장을 초래하는 경우, 금융시장의 안정성을 저해하는 경우, 또는 금융거래질서를 문란하게 하는 경우에는 해당

업무의 위탁을 제한하거나 시정할 것을 명할 수 있다(자본시장법 제42조 제3항). 신탁업자는 업무위탁을 하고자 하는 경우 투자자정보 보호 및 위험 관리·평가 등에 관한 업무위탁 운영기준을 정해야 하고(자본시장법 제42조 제7항), 업무위탁을 한 내용을 신탁의 위탁자에게 알려야 하는데 구체적으로 계약서류 및 투자설명서에 기재해야 하며, 위탁자와 계약을 체결한 후에 업무위탁을 하거나 그 내용을 변경한 경우에는 이를 위탁자 및 수익자에게 통보하여야 한다(자본시장법 제42조 제8항). 이 때 신탁계약을 체결한 후의 통보의 상대방은 법문상 투자자로 되어 있지만 위탁자와 수익자를 모두 포함해야 한다고 한다.⁴⁰⁰

나. 시사점

현행 자본시장법은 위탁 계약의 체결을 통하여 신탁업자의 업무의 위탁 방법을 정하고 위탁자에게 통보하도록 하는 한편 금융위원회가 이를 감독하는 방법을 마련하고 있다. 이와 아울러 신탁업자의 업무 위탁 여부의 정당성과 선임의 적합성, 수탁자가 최소한 투자의 목적을 확정하고 투자 계획과 투자 전략을 승인할 것, 위탁계약이 신탁의 조건과 목적에 부합하도록 할 것을 요구하고 위임 후 신탁업자에 의한 지속적인 감독을 하도록 규정하는 것이 필요하다.

6. 비용의 최소화

가. 현행 자본시장법상 내용

자본시장법은 신탁업자가 투자자로부터 받는 수수료의 부과기준 및

⁴⁰⁰ 정순섭(주 335) p.772.

절차에 관한 사항을 정하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하도록 하고, 협회에 통보하도록 하고 있다(제58조). 자본시장법은 금융투자업자의 수수료 산정에 대하여 구체적인 기준을 제시하지 않고, 금융투자업자의 자율에 맡기고, 수수료 산정에 있어서 합리성과 투명성이 유지될 수 있도록 개별 수수료가 아닌 수수료의 부과기준과 절차만을 공시하도록 하나, 거래상대방과 개별 협상에 의하여 사안별로 책정되는 수수료의 경우에는 부과기준과 절차를 구체화하기 어려워 현실적으로 공시대상에 도 포함시키지 않고 있다.⁴⁰¹ 그 밖에 신탁업자는 위탁자와 신탁계약을 체결하는 경우 계약 서류에 신탁업자가 받을 보수에 관한 사항을 기재하여야 하고(자본시장법 제109조 제8호), 신탁업자에게도 신탁법상의 비용상환청구권에 관한 규정, 보수청구권에 관한 규정(신탁법 제46조 내지 49조)이 적용된다.

나. 시사점

신탁 업무를 제3자에게 위탁하는데 있어서 해당 신탁 사무에 관한 비용으로 산정되는 외에 수탁자의 수수료에 이중으로 지급되지 않을 것, 뮤추얼 펀드나 집합 투자 상품을 이용할 때에 적극적인 자산 운용 비용이 수탁자의 수수료로 이중 지급되지 않을 것, 포트폴리오에서 유사한 역할을 하는 동일 상품군 가운데에서 그 매매비용을 최소화할 것, 권한 위임 또는 외부자문에 따르는 추가적인 수수료 등 계약 비용이나 세금 납부 증가의 비용 증가가 이러한 행위로 얻을 수 있는 추가적인 수익 사이에 균형이 있는지 등을 정당한 수수료의 산정의 기준으로 삼도록 입법적으로 제시할 필요가 있다.

제 4 절 공익 신탁에의 시사점

⁴⁰¹ 한국증권법학회(주 391) p. 343.

1. 개 관

공익신탁법은 공익을 목적으로 하는 신탁의 설정·운영 및 감독 등에 관하여 신탁법에 대한 특례를 정함으로써 신탁을 이용한 공익사업을 쉽고 편리하게 할 수 있도록 하여 공익의 증진에 이바지하는 것을 목적으로 하며(공익신탁법 제1조), 공익신탁에 관해서는 그 성질에 반하지 않는 범위 내에서 신탁법이 준용된다(공익신탁법 제29조). 이러한 구조는 공익신탁법이 체계상 신탁법의 특별법으로서의 성격을 갖고 있는 점을 보여준다.⁴⁰²

Restatement third 제389조는 공익신탁(charitable trust)의 수탁자도 신탁 기금의 투자에 있어서 사익 신탁(private trust)과 유사한 의무를 부담한다고 하고 있다. 법령으로 그것과 반대되는 내용이 적용되는 경우가 아니면, 공익 신탁의 수탁자는 제227조에서 규정하는 신중 투자자 원칙 기준에 따라 행위할 의무가 있다.⁴⁰³ 공익신탁기금의 운용에 관한 법인 UPMIFA(The Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act)는 자선기부금의 운용에 신중투자자 원칙(prudent investor rule)을 적용하도록 하였고, UPIA⁴⁰⁴와 UTC⁴⁰⁵도 공익신탁을 그 범위로 포함한다. 공익신탁도 공익 신탁의 기금을 운용할 필요가 있고, 공익 목적의 달성을 위하여 장기간 존속하는 점에서 기금 운용에 신중 투자자 원칙의 적용이 필요하다. 공익 신탁에 있어서 앞에서 논의한 신중 투자자 원칙의 시사점을 살펴보기로 하며, 공익 신탁의 경우에는 특정의 수익자가 존재하지 아니하므로, 신중 투자자 원칙 가운데 공평 의무는 문제되지 않을 것으로 생각된다.

⁴⁰² 임채웅, 공익신탁에 관한 연구, 민사법학 제70호(2015),p.139.

⁴⁰³ Restatement [third] §389

⁴⁰⁴ UPIA, prefatory note, Implication for charitable and pension trusts.

⁴⁰⁵ Uniform Trust Code §102.

2. 투자 대상의 확대

가. 현행 공익신탁법상 내용

1) 조문

공익신탁의 수탁자는 신탁재산 중 금전은 신탁법 제41조 각 호의 방법으로만 운용하여야 하고(공익신탁법 제11조 제1항), 수탁자는 금전(신탁법 제41조 각 호에 규정된 재산을 포함)이 아닌 신탁재산을 신탁행위 외의 방법으로 취득해서는 아니 된다(공익신탁법 제11조 제2항). 신탁행위로 달리 정할 수 있도록 한 신탁법과 달리 제11조 제2항과 같이 신탁행위 외의 방법으로 취득해서는 안 되는 것으로 규정하여 보다 엄격한 의미로 해석된다.

2) 학설

금전의 운용방법에 대한 이러한 규제의 입법이유가 분명하지 않고, 공익신탁에 의한 '투기목적'의 '부동산 취득'을 규제하기 위한 목적이라는 설명도 목적사업의 수행에 필요한 재원을 지속적으로 조달하기 위해서는 안정적인 수입을 창출하는 신탁재산이 필요하고 여기에 적합한 것중 하나가 임대부동산이라는 점에서 수증하기 힘들다고 하면서, 특히 신탁법이 신탁행위로 달리 정한 경우 금전의 관리방법을 다르게 정할 수 있도록 한 것보다 더 엄격하게 설정자의 자율성조차 배제한 것은 과도한 규제라는 견해가 있다.⁴⁰⁶

나. 시사점

⁴⁰⁶ 이증기, 공익신탁과 공익재단의 특징과 규제, 삼우사, 2014, p.354.

1) 투자 대상 확대의 필요성

공익신탁법 제정 당시 논의를 보면, 처음부터 부동산이나 주식 등 금전이 아닌 재산을 신탁재산으로 받는 것 외에는 손실가능성이 있는 금전운용방법은 공익신탁의 금전 운용방법에서 제한하고자 하는 취지였다.⁴⁰⁷ 그런데 신탁 재산의 손실 가능성에는 기간의 흐름에 따른 인플레이션으로부터의 원본 가치의 잠식도 포함되어야 하는 점에서 신중 투자자 원칙은 손실의 기준을 개별로 판단하느냐 포트폴리오 전체로 판단하느냐가 다를 뿐 신탁 재산 가치의 손실을 줄이기 위한 방법이고, 특정 수익자의 유무 외에 공익 신탁 재산의 유지의 필요성은 동일하므로, 위에서 살펴본 바와 같이 금전의 운용 방법을 제한하는 신탁법상의 제한을 없애고, 공익신탁법에 대하여도 신탁 재산의 운용 방법의 제한이 없도록 하고, 다양한 투자를 허용하되 포트폴리오의 다양화로 정당화되도록 변경할 필요가 있다.

2) 공익 신탁의 목적 및 다른 법령에 의한 한계

신탁법 개정시의 논의를 보면 수익사업을 허용하는 데서 발생할 수 있는 문제들, 주식의 이익 배당금으로 공익 사업 활동을 하는 외에 적극적으로 주식 투자를 하는 것은 공익 사업의 취지에 맞지 않는 점, 수익 사업의 일환으로 펀드에 투자하는 것은 괜찮지만 우회해서 공모펀드라는 것이 있을 수 있다는 점 등이 투자 대상 확대의 우려되는 점의 예로 논의되었고, 공익신탁이 가지고 있는 재산을 운용한다는 것이 어색하다는 의견도 제시되었다.⁴⁰⁸

그런데 신중 투자자 원칙은 투자 대상을 확대하되 이것이 포트폴리오의

⁴⁰⁷ 공익신탁법 제정 특별분과위원회 회의록, 법무부, 2011, p.250.

⁴⁰⁸ 공익신탁법 제정 특별분과위원회 회의록 (주 407) p. 182

다양화라는 근거가 있어야 하고, 이 때의 포트폴리오는 신탁의 목적 범위에 부합하고 다른 법령이 허용하는 범위에 있어야 한다. 따라서 위와 같은 우려를 이유로 투자 대상을 전면적으로 제한하는 것은 타당하지 않아 보이고, 포트폴리오 다양화의 심사에 있어서 이것이 공익신탁의 목적에 부합하는지 검토하는 것으로 해결해야 할 것으로 생각되며 공익신탁의 경우 그 인가와 운영에 있어서 공익신탁위원회의 감독이 이루어지므로, 이 때의 감독의 기준이 신중 투자자 원칙에 맞게 변경될 필요가 있다고 생각된다.

3. 포트폴리오의 다양화

가. 현행 공익신탁법상 내용

위 공익신탁법 제11조 제1항 내지 제2항에 따르면, 포트폴리오의 다양화는 의무가 아닐 뿐 아니라 오히려 일정 범위에서 허용되지 않는 것으로 보인다. 그리고 공익신탁법의 인가요건으로서 공익신탁은 신탁행위로 공익사업을 수행하기 위한 필수적인 재산이 있는 경우에는 그 사실 및 처분 제한에 관한 사항을 정하여야 한다(공익신탁법 제4조 제9호 나목).

나. 시사점

1) 포트폴리오의 다양화

공익 단체는 어떤 점에서는 영리단체와 유사한 기능을 수행하지만 어떤 점에서는 완전히 다른 역할을 수행하는데, 전자의 경우에는 증권법이나

회사법, 신탁법에서 발전된 법원리들을 공익단체에도 적용할 수 있다.⁴⁰⁹ 공익 신탁은 재산의 공익 목적을 위한 승계를 목적으로 하고, 특정한 수익자가 불특정의 신탁 외부의 제3자로 대체될 뿐 이들의 이익을 위한 공익 목적 달성을 위하여 일정한 기금의 유지와 운용을 필요로 한다는 점에서 공익 신탁이 아닌 신탁과 다르지 않다.⁴¹⁰ 따라서 공익 신탁이 정하는 공익 목적에 반하거나 신탁행위로 달리 정하지 않는 한 신중 투자자 원칙에 따른 신탁 재산의 운용을 할 수 있도록 포트폴리오의 다양화 의무를 규정하는 것이 필요하다.

2) 공익 사업을 수행하기 위한 필수적인 재산에 관한 사항

공익신탁법에 의하면 공익신탁의 인가 요건으로서 신탁행위로 공익사업을 수행하기 위한 필수적인 재산이 있는 경우 그 사실 및 처분 제한에 관한 사항을 정하여야 하며(공익신탁법 제4조 제9호 나목), 수탁자가 필수적 재산을 매도, 증여, 임대, 교환, 용도변경 또는 담보로 제공하기 위해서는 법무부장관의 승인을 받아야 한다(공익신탁법 제11조 제6항)⁴¹¹ 신중 투자자 원칙의 법리 안에서 공익 사업을 수행하기 위한 필수적인 재산의 유지와 처분 방법에 관하여 신탁행위로 정한 사항은 포트폴리오의 다양화를 제한하는 정당화 사유로서 기능하고 여기에 해당하는 부분에 대하여는 그것을 다르게 유지 또는 처분해야 할 상황이 발생하지 않는 한 포트폴리오를 다양화해야 하는 수탁자의 의무는 발생하지 않을 것이다. 그 매각과 운용에 있어서 공익 신탁의 목적 및 위탁자의 의사를 고려하여 엄격하게 제한적으로 해석될 것이다.

⁴⁰⁹ 이증기, 회사법과 비교한 공익단체법의 역할과 특징:왜 혜택을 부여하고 왜 규제하는가?, 법학논총 31권 1호, 2014, p.675.

⁴¹⁰ John H.Langbein, The secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce, 107 Yale L.J. 165(1997)

⁴¹¹ 이증기(주 406) p. 354.

4. 권한 위임의 허용

가. 현행 공익신탁법상 내용

공익신탁법은 수탁자가 될 수 없는 자에 대해서만 규정할 뿐(공익신탁법 제4조 제3호), 적극적인 수탁자의 자격을 규정하지 아니하므로 공익신탁법 및 신탁법에서 금하고 있는 자가 아니라면 누구나 수탁자가 될 수 있다.⁴¹² 전문 지식이 필요한 신탁재산의 관리 운용과 관련된 사무를 수탁자는 수탁자 외의 자에게 위임할 수 있고(공익신탁법 제14조 제1항), 이 경우 수탁자는 그 선임 감독에 관한 책임만을 진다(공익신탁법 제14조 제3항).

수탁자에 갈음하여 신탁사무를 처리하는 신탁사무수임인은 수탁자와 동일한 책임을 지므로(신탁법 제42조 제3항), 신탁사무수임인이 그 의무를 위반하여 신탁재산에 손해가 생긴 경우 신탁사무수임인에게 원상회복청구, 손해배상청구를 할 수 있고, 자기 혹은 제3자가 이득을 얻은 경우 이득반환청구를 할 수 있다(신탁법 제43조).⁴¹³

나. 시사점

1) 권한 위임의 허용

공익 신탁의 경우 민사 신탁과 같이 자산 운용의 전문성이 없는 자를 수탁자로 할 필요성이 있을 수 있고, 특히 공익신탁의 활성화를 위해 위탁자가 수탁자가 되거나 위탁자와 관련이 있는 자가 수탁자가 되는

⁴¹² 임채웅(주 402) p. 145

⁴¹³ 이중기(주 406) p. 214

것이 실무상 바람직하다고 보는 견해도 있다.⁴¹⁴ 이처럼 자산 운용의 전문가가 아닌 수탁자는 자산 운용의 전문성이 있는 자에게 투자 권한을 위임할 필요가 있으며, 일정한 경우 권한을 위임하는 것이 수탁자의 의무가 될 수 있으므로 이처럼 신탁 재산의 관리 운용과 관련된 사무를 위임할 수 있도록 한 것은 타당하다.

2) 수탁자의 선임·감독상의 의무 구체화

동 조 제3항이 규정하는 선임 감독상의 의무의 내용으로서 i) 권한의 위임 여부의 타당성 ii) 수임인 선임의 적합성, iii) 수탁자가 최소한 투자의 목적을 확정하고 투자 계획과 투자 전략을 승인할 것, iv) 위임 계약이 신탁의 목적과 조건에 부합할 것, v) 위임 후 감독 의무가 포함되도록 명시하는 것이 필요하다.

5. 비용의 최소화

가. 현행 공익신탁법상 내용

공익신탁법은 수탁자와 신탁관리인은 신탁행위로 달리 정하지 않는 한 신탁사무 수행에 필요한 경비 외에 보수 등을 지급받지 못한다고 규정하고(제13조), 수탁자 및 신탁관리인에게 보수를 지급하는 경우 그 지급기준에 관한 사항을 신탁행위로 정하도록 하고 이것을 공익신탁의 인가요건으로 한다(제4조 제9항 다목). 수탁자는 신탁사무를 위임받은 자에게 보수 등을 지급할 수 있고, 이 경우 유사한 사무에 종사하는 자의 보수 등과 해당 공익신탁의 재정 상황, 그 밖의 사정을 고려하여 적정한 금액으로 보수 등을 정하여야 한다(제14조 제2항). 그 밖의

⁴¹⁴ 임채웅(주 402) p. 146.

보수청구권과 비용상환청구권에 관하여는 신탁법이 적용될 것이다(신탁법 제46조 내지 제49조).

나. 시사점

공익신탁의 경우에도 신탁행위로 정하는 경우 수탁자에게 보수를 지급할 수 있고, 그 지급기준을 신탁해위로 정하는 것을 인가 요건으로 한다. i) 신탁 업무를 제3자에게 위임하는데 있어서 해당 신탁 사무에 관한 비용으로 산정되는 외에 수탁자의 수수료에 이중으로 지급되지 않을 것이 제14조 제2항의 수임인의 보수의 적정한 판단 또는 정당한 비용에 고려 요소가 되도록 하고, ii) 뮤추얼 펀드나 집합 투자 상품을 이용할 때에 적극적인 자산 운용 비용이 수탁자의 수수료로 이중 지급되지 않을 것 iii) 포트폴리오에서 유사한 역할을 하는 동일 상품군 가운데에서 그 매매비용을 최소화할 것, iv) 권한 위임 또는 외부자문에 따르는 추가적인 수수료 등 계약 비용이나 세금 납부 증가의 비용 증가가 이러한 행위로 얻을 수 있는 추가적인 수익 사이에 균형이 있는지 등을 정당한 보수 또는 비용의 산정의 기준으로 삼고, 공익 신탁에 대한 감독의 기준이 되도록 입법적으로 제시할 필요가 있다.

VII. 결 론

신탁의 다양한 활용과 증가가 앞으로 예상되고 신탁의 이용에 따르는 대리 비용을 경감시키기 위한 수탁자 의무 통제가 필요해 보인다. 신중 투자자 원칙의 배경이 된 경제 이론과 신탁 자산의 안정 자산에서 금융자산으로의 이동, 인플레이션으로부터의 원본 가치 유지의 필요성을 공유하고, 수탁자의 권한을 강화하는 것이 불가피해 보이며, 수탁자의 권한을 확대하면서 여기에 상응하는 수탁자 의무의 부여를 위해 신중

투자자 원칙의 도입이 바람직하다. 이러한 방법으로서 신탁법과 자본시장법이 정한 금전 신탁의 자산 운용 방법, 신탁 재산의 범위를 제한 없이 확대하고, 재산관리 및 재산승계 목적으로 이용되는 신탁을 신탁법에서 규율하도록 하며, 이러한 투자 대상확대에 상응하는 수탁자의 의무를 수탁자의 선관주의 의무의 기준으로 마련하여야 한다. 그렇게 함으로써 수탁자와 신탁을 이용하는 위탁자가 신탁을 이용하는 목적에 맞게 신탁을 다양하게 설계하고 이용할 수 있으며, 신탁의 설계 뿐 아니라 사후관리까지 신탁의 목적에 부합하게 하고 신탁 당사자 사이에 발생한 법률 분쟁에서 권리관계와 수탁자의 법적 책임을 분명하게 할 수 있을 것이다.

참고 문헌

공익신탁법 제정 특별분과위원회 회의록, 법무부 (2011)

김상용, 신탁법 해설, 법무부 (2012)

노혁준, 수탁자의 대리비용 규율:회사법제와의 비교연구, 자율과 정의의 민법학(양창수 교수 고회 기념 논문집) (2021)

_____, 수탁자 의무위반 행위의 사법적 효력과 수익자 취소권, 증권법 연구, 제17권 제2호 (2016)

명순구·오영걸 외, 현대미국신탁법, 세창출판사 (2005)

무궁화신탁법연구회·광장신탁법연구회, 주식 신탁법, 박영사 (2021)

송지민, 수탁자의 투자 의무 - 신중한 투자자 원칙을 중심으로, 저스티스 통권 제189호 (2022)

신탁법 개정 특별분과위원회 회의록 I, 법무부 (2010)

오영걸, 수익자연속신탁의 영속성 제한에 관하여 - 영국법상 영구 구속금지 원칙의 역사, 개혁, 그리고 시사점, 비교법학 제28호 2호 (2021)

_____, 신탁법, 홍문사 (2021)

이계정, 신탁의 경제적 분석, 법조 제69권 제4호 (2020)

_____, 신탁의 기본 법리에 관한 연구- 본질과 독립재산성,
경인문화사(2018)

이연갑, 신탁법상 수익자 보호의 법리, 경인문화사 (2014)

이영경, 상사신탁의 개념과 유형에 관한 연구, 증권법연구,vol 21,
no.3,통권 52호 (2020)

이중기· 이영경, 신탁법, 삼우사 (2022)

이중기, 회사법과 비교한 공익단체법의 역할과 특징:왜 혜택을 부여하고
왜 규제하는가?,법학논총 31권 1호 (2014)

_____, 공익신탁과 공익재단의 특징과 규제, 삼우사 (2014)

임채웅, 공익신탁에 관한 연구, 민사법학 제70호 (2015)

정순섭, 신탁법, 지원출판사 (2021)

_____, 신탁의 기본구조에 관한 연구, BFL 제17호, 서울대학교
금융법센터(2006)

최수정, 개정신탁법상의 재산승계제도 - 유언대용신탁과
수익자연속신탁을 중심으로, 법학논총 제31집 제2호 (2011)

_____, 신탁법, 박영사 (2019)

한국증권법학회, 자본시장법 주석서I, 박영사 (2020)

Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule, the American Law Institute

Uniform Prudent Investor Act, National Conference of Commissioners on Uniform State Law

Uniform Trust Code(2010), National Conference of Commissioners on Uniform State Law

Uniform Fiduciary Income and Principal Act(2018), National Conference of Commissioners on Uniform State Laws

Ayres, Ian & Fox, Edward, "Alpha Duties: The Search for Excess Returns and Appropriate Fiduciary Duties", Texas Law Review ; Austin Vol. 97 (2019)

Bateman, Maureen S., "What Does It Really Mean To Diversify Trust Assets", trust & estates (March 2007)

Begleiter, Martin D., "Does the Prudent Investor Need the Uniform Prudent Investor Act--An Empirical Study of Trust Investment Practices," Maine Law Review 51, no. 1(1999)

Campbell, Lori J. & Kiziah, Trent S., "Drafting to Effectuate Grantor's Retention Desires with Respect to Publicly Held Securities." *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, vol. 46, no. 2, (2011-2012)

Cooper, Jeffrey A., "Empty Promises: Settlor's Intent, the Uniform Trust Code, and the Future of Trust Investment Law," *Boston University Law Review* 88, no. 5 (December 2008)

English, David, "The fiduciary duties and powers of a trustee under the Uniform Trust Code", *Trusts and Trustees*, vol.20, No. 1&2(February/March 2014)

Halbach, Edward C. Jr., "Trust Investment Law in the Third Restatement", *Real Property, Probate and Trust Journal*(1992)

Horwood, Richard M. & Zaluda, Jeffrey A., "A trustee's balancing act: Income and remainder beneficiaries' rights", *Estate Planning* 30 (Jan. 2003)

Kiziah, Trent S., "The Trustee's Duty to Diversify: An Examination of the Developing Case Law." *ACTEC Law Journal*, vol. 36, no. 2 (2010)

Klein, Nico C., "Augmenting liability risks for trustees in the light of modern financial theory—the potential of the Prudent Investor Rule and its portfolio diversification requirement", *Trusts & Trustees*, Vol. 20, No. 7 (2014)

Kraakman, Reiner et al., "The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (3rd ed.)", Oxford univ. press (2017)

Langbein, John H., "Mandatory Rules in the Law of Trusts.",
Northwestern University Law Review, vol. 98, no. 3 (2004)

_____, "The Uniform Prudent Investor Act and the Future
of Trust Investing", 81 Iowa L. Rev. 641(1996)

_____, "Reversing the Nondelegation Rule of Trust-
Investment Law", 59 MO. L.REV. 105 (1994).

_____, "The secret Life of the Trust: The Trust as an
Instrument of Commerce",107 Yale L.J. 165(1997)

_____, "Burn the Rembrandt - Trust Law's Limits on the
Settlor's Power to Direct Investment," Boston University Law Review
90, no. 1 (February 2010)

Leibell, David Thayne , "Holding Family Business Interests In Trust",
Trusts & Estates ; New York Vol. 151, Iss. 3 (2012)

Massachusetts lawyers weekly, "Trust beneficiaries claim breach of
fiduciary duty", Boston (Nov. 2019)

Phillips, W. Brantley Jr. "Chasing Down the Devil: Standards of Prud
ent Invesment under the Restatement (Third) of Trusts." Washington
and Lee Law Review, vol. 54, no.1(1997)

Redd, Charles A. , "When Diversification By a Trustee May Not be N
ecessary", Trusts & Estates ; New York (May 2019)

Sitkoff, Robert H. & Schanzenbach, Max M., “Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation”, *Journal of Law and Economics*, vol. 50, no.4 (2007)

Sitkoff, Robert H. & Schanzenbach, Max M., “The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis”, *Journal of Empirical Legal Studies* Vol. 14, Issue 1 (2017)

Sterk, Stewart E., “Rethinking Trust Law Reform: How Prudent Is Modern Prudent Investor Doctrine”, *95 Cornell L. Rev.* 851(2010)

Wolven, Lauren J. & Zaluda, Jeffrey A., “practical strategies for managing a trustee's liability exposure”, *Estate Planning* 33 (Sep. 2006)

Abstract

A Study on The Prudent Investor Rule under the trust law in the United States

Myounghee Han

The Graduate School of Law

Seoul National University

The trustee's fiduciary duties provide the standard for prudence of investment by the trustee and these duties have become embodied in trust investment law. The Prudent Man Rule, which limited investment instruments according to type was later revised to the Prudent Investor Rule, which judges the prudence of investment according to the correlation between risk and return within the entire portfolio. The Prudent Investor Rule was incorporated to the Restatement of Trust(third) and the UPIA was enacted. Such a revision followed changes in economic theory, notably the modern portfolio theory and the influence of inflation.

This article reviews the legislative background, purpose and specific content of the Prudent Investor Rule. The Prudent Investor Rule includes i) no limit to the type of investments ii) a duty to diversify a portfolio, iii) a duty of impartiality between a principal beneficiary and an income beneficiary, iv) permission of delegation of authority by the trustee, v) minimization of costs. This article suggests that the Prudent Investor Rule should be adopted in the Trust Act, the Financial Investment Services And Capital Markets Act, the Public Trust Act of South Korea. This is so for the following two reasons : First, trust law in the South Korea has a very similar background to that of the Prudent Investor Rule, in the United States, including the modern portfolio theory and the risk of inflation; Second, the Prudent Investor Rule gives the capacity of using more diverse trusts of various purposes and circumstances while providing standards for the trustee's duty and liability in investment of those trusts.

Article 41 of the Trust Act, article 11 of the Public Trust Act, article 105 of the Financial Investment Services And Capital Markets Act which limit the types of investment instruments shall be abolished, and in these laws, it is necessary to specify the diversification of portfolios as the elements of the trustee's duty of care and to amend article 11 of the Public Trust Act contrary to the diversification of a portfolio. As default provisions for the exercise of the trustee's duty of impartiality between a principal beneficiary and an income beneficiary, the trustee's adjustment authority on the attribution of the principal and the income, the introduction of a unitrust, and the court's review procedure for the exercise of the trustee's authority

over foregoing should be adopted to the Trust Act of South Korea. And the delegation of the trustee's authority should be allowed unless the settlor or the beneficiary object to it expressly, but the elements of the trustee's obligation in making decisions on whether to delegate and choosing an agent should be specified. And after the delegation, the elements of the trustee's obligation to supervise are subdivided and specified, and the criteria for minimizing costs should be specified.

Keywords: The Prudent Investor Rule, The Prudent Man Rule, legal list, fiduciary duty, duties of a trustee, investment of trust property, no limit to the type of investment instrument, duty to diversify a portfolio, delegation of trustee's authority, duty of impartiality, duty to minimize costs.

Student Number: 2013-23344