

지역법제 연구 16-16-①

# 독일의 자산관리법제 연구

## 개인금융자산을 중심으로

장 원 규



한국법제연구원  
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

지역법제 연구 16-16-①

# 독일의 자산관리법제 연구

## 개인금융자산을 중심으로

장 원 규



한국법제연구원  
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

# 독일의 자산관리법제 연구

개인금융자산을 중심으로

## A Legislative Study on Portfolio Managements in Germany focused on Personal Financial Assets

연구자 : 장원규(부연구위원)  
Jang, Won-kyu

2016. 6. 30.

## 요 약 문

### I. 배경 및 목적

- 부적절한 금융소비(생활)자 보호는 단순히 소비(생활)자의 상당한 손실로 이어질 수 있는 것에만 그치는 것이 아니라, 금융위기의 원인이 될 수 있음
- 금융상품의 불공정한 판매는 심각한 소비자의 피해를 가져옴. 금융서비스가 개인소비(생활)자와 단일시장에 야기할 수 있는 커다란 잠재적 손상을 고려하면, 소비자 보호정책은 이러한 영역에 적절히 관심을 모으는 것이 필요함. 정보비대칭, 소비자행동의 편향, 기업의 경쟁적 전략이 시장실패에 어떻게 영향을 미치는지 이해할 필요가 있음
- 이 글의 주된 목적은 유럽연합과 독일식 금융시장과 자본시장의 접근으로부터 공정한 경쟁과 금융소비(생활)자 보호를 증대시키고자 함
  - 자본시장에서 증권의 순환을 다루고, 개인투자자의 보호와 자본시장과 경제시스템의 효율적인 기능을 겨냥함
  - 공유거래로의 변화, 가격의 투명성 증가, 관련 금융상품의 사용을 위한 규제적 가이드라인을 마련함. 시스템리스크를 줄이고, 투자자 보호를 강화하기 위해 제시함

## II. 주요내용

### □ 유럽연합 규제의 체제와 영향

- 은행규제와 감독 : 바젤 III, 자산건전성평가, 단일감독체계, 단일정리체계 등
- 금융/자본시장 규제와 감독 : 금융상품시장지침 II, 금융상품시장규칙, 유럽시장 기반체계규칙, 시장남용지침, 시장남용규칙 등
- 금융상품규제 : 유통증권 집합투자기구 지침 V, 소매투자자를 위한 소매투자상품과 투자형 보험상품에 대한 기본정보제공지에 관한 규칙, 보험중재지침 등

### □ 독일 법제의 원칙과 규제

- 은행법, 자산투자법, 증권설명서법, 증권거래법, 자본투자법 등
- 금융상품제공자가 상품광고 시 주시해야 할 규제를 가하는 것에 특별히 관심을 가짐. 집단소비자 보호를 보강함을 목표로 금융감독상 노력을 강화하고, 가장 포괄적인 감독이 가능한 시장으로 위치시킴으로써 시장교란을 감지함
- 금융시장에서 소비자 보호를 위해 책임 있는 금융영역의 규제자와 금융기관은 금융시장이 소비자를 위해 잘 기능함을 보장하기 위해 순향적 접근을 취함
- 금융영역의 규제자는 높은 거래비용을 포함하고 있는 금융상품을 확인해야 하고, 소비자에게 청구된 거래비용이 금융서비스제공자에 의해 발생된 실제 비용을 반영한 것임을 보장하고 투자

펀드를 만들어 내듯이 좀 더 비싼 상품으로 이끌어가거나 상품과 관련된 거래의 빈번한 횡수로부터 발생하는 높은 비용의 부담을 예방하는 규제권한을 적극적으로 활용해야 함

- 금융소비자는 언제나 금융상품의 판매자로부터 금융상품의 구매 전·후에 금융상품 또는 서비스에 관해 정확하고 복잡하지 않으며 비교할 수 있는 정보를 받아야 함
- 자문에 따른 보수는 가능한 한 객관적이어야 하고, 통상적으로 상품의 복잡한 특징과 이와 연관된 위험, 고객의 재무적인 목표·금융지식·능력·경험들을 고려하여 소비자의 이익에 근거해야 함

### Ⅲ. 기대효과

- 시장교란에 대한 대응체제를 강화하고 조화롭게 함. 보다 효율적이고, 회복력 있는 투명한 금융시장을 형성하고, 투자자 또는 금융소비자 보호를 강화함

▶ 주제어 : 금융감독 및 금융소비(생활)자 보호, 자산관리, 금융상품 및 상품관리, 자본투자, 투자설명서



# Abstract

## I . Background and Purposes

- Inadequate financial consumer protection can not only lead to considerable consumer detriment, but also can be a contributor to the financial crisis. Mis-selling of financial products results also in significant consumer harm.
- Considering the significant potential detriment that financial services can cause to individual consumers and to the single market, consumer protection policy needs to properly focus on this area. It will need to understand how information asymmetry, consumers' behavioural biases and firms' competitive strategies affect market failures
- From the European Union and German approach, the paper's main objectives are to increase competition and consumer protection on financial markets and capital markets.
  - Dealing with circulation of securities on capital markets and aim at both the protection of individual investors and the efficient functioning of capital markets and the economic system.
  - Being intended to make changes to share-trading, increase transparency for prices and it set guideline for the use of related financial



instruments. Being introduced in order to reduce systemic risk and strengthen existing investor protections.

## II. Main Contents

### Regimes of European Union Regulations and its Impacts

- bank regulation and supervision : Basel III, asset quality review, Single Supervisory Mechanism, Single Resolution Mechanism, etc.
- financial & capital markets regulation and supervision : Market in Financial Instruments Directive II, Market in Financial Instruments Regulation, European Market Infrastructure Regulation, Market Abuse Directive, Market Abuse Regulation, etc.
- product regulation : Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive V, Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, Insurance Mediation Directive, etc.

### Rules and Regulations of Legislation in Germany

- Banking Act (Kreditwesengesetz), Capital Investment Act (Vermögensanlagegesetz), Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz), Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz) and Investment Code (Kapitalanlagegesetzbuch), etc.

- Particular attention is given to the regulations which offerors of financial products must observe when advertising such products. The goal is to reinforce financial supervisory efforts aimed at strengthening collective consumer protection and to detect market abuse by subjecting the markets to the most comprehensive supervision possible.
- Financial sector regulators and institutions responsible for consumer protection in financial markets adopt a pro-active approach to ensure that financial markets work well for consumers.
- The regulators should identify those financial products which involve high transactions costs and actively use their regulatory power to ensure that any transactions cost charged to consumers reflect the actual cost incurred by financial services providers and prevent the imposition of high charges arising from steering to more expensive products or from excessive number of transactions related to the product such a churning of investment funds.
- Financial consumers should always receive from the seller accurate, simple, comparable information of a financial product or service before and after buying it.
- The provision of advice should be as objective as possible and should in general be based on the consumer's profile considering the complexity of the product, the risks associated with it as well as the customer's financial objectives, knowledge, capabilities and experience.

### **III. Expected Effects**

- Seeking to enhance and harmonize the regimes on market abuse. Making financial markets more efficient, resilient and transparent, and strengthening the protection of investors or financial consumers.

➤ **Key Words :** financial supervision & financial consumer protection, portfolio management, financial product & product governance, capital investments, investments prospectus

# 목 차

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 요 약 문 .....                       | 3  |
| Abstract .....                    | 7  |
| <br>                              |    |
| 제 1 장 서 론 .....                   | 13 |
| 제 1 절 연구의 배경 및 목적 .....           | 13 |
| I. 연구의 배경 .....                   | 13 |
| II. 연구의 목적 .....                  | 15 |
| 제 2 절 연구의 방법 및 범위 .....           | 16 |
| <br>                              |    |
| 제 2 장 자산관리의 개념과 개인소액투자자의 의의 ..... | 19 |
| 제 1 절 자산관리의 의의와 특징 .....          | 19 |
| I. 자산관리의 의미 .....                 | 19 |
| II. 유사개념과의 비교 .....               | 22 |
| III. 소 결 .....                    | 26 |
| 제 2 절 금융상품과 자산관리 .....            | 26 |
| 제 3 절 소비(생활)자로서 개인소액투자자의 의의 ..... | 29 |
| <br>                              |    |
| 제 3 장 자산관리 관련 규제 동향 .....         | 33 |
| 제 1 절 유럽연합에서 원칙과 규제 .....         | 33 |
| 제 2 절 독일에서 원칙과 규제 .....           | 38 |
| 제 3 절 소 결 .....                   | 45 |

|  |    |
|--|----|
| 제 4 장 개인소액투자자 보호를 위한 개별법제의 주요 내용             | 47 |
| 제 1 절 금융상품 규제                                | 47 |
| 제 2 절 독립투자자문 규제                              | 50 |
| 제 3 절 집합투자 규제                                | 55 |
| 제 4 절 소액투자자보호법상의 보호                          | 57 |
| 제 5 절 자본투자법상 책임절차에서 진술 및 입증                  | 59 |
| 제 6 절 소 결                                    | 63 |
| 제 5 장 종합정리 및 시사점                             | 65 |
| 제 1 절 종합정리                                   | 65 |
| 제 2 절 시사점                                    | 66 |
| I. 금융소비(생활)자를 위한 보호기관의 법제적 근거 마련             | 67 |
| II. 금융소비(생활)자의 투자손실보상 등 권리 확보                | 68 |
| III. 금융상품관리절차의 법제적 근거 마련                     | 69 |
| IV. 자산관리 및 투자 시 금융소비(생활)자의 철회권 고려            | 69 |
| V. 금융소비(생활)자의 이익을 보다 우선하는 독립적인<br>자산관리제도의 도입 | 70 |
| 참 고 문 헌                                      | 73 |

# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구의 배경 및 목적

### I. 연구의 배경

오늘날 저출산·고령화, 저소비·저성장, 저금리 등 사회환경 및 금융환경이 급격하게 변화하고 있다. 이러한 시대에 개인의 경제적·사회적 위험에 대한 고민과 함께 자산관리의 중요성도 강조되고 있다. 그래서 개인이 일생동안 겪게 되는 일련의 주요 사건과 관련하여 합리적인 소비(생활)행위와 금융의사결정을 통해 행복한 생활을 영위할 수 있도록 하는 생활금융(personal finance)이 확산되고 있다. 복잡다단한 환경의 변화 속에서 좀 더 효율적으로 개인의 자산을 관리해 줄 수 있는 자산관리전문가에 대한 요구와 기준도 높아지고 있다. 이에 발맞추어 최근 우리나라의 투자자문업 현황을 살펴보면, 2015년 말 기준 증권사, 자산운용사를 포함한 투자자문(일임)업자 수는 273개(전업투자자문(일임)업자 170개, 겸업투자자문(일임)업자 103개)로 2008년 3월 말보다 78% 증가한 것으로 나타나 전업투자자문(일임)업자의 양적 성장이 이루어지고 있다.<sup>1)</sup> 국내 투자자문은 대부분 일임형태이며, 자산운용사 중심의 겸업투자자문(일임)업자가 시장을 이끌고 있다.<sup>2)</sup>

2016년 상반기 우리정부의 주요 금융정책의 방향 중에는 자문서비스 활성화 등 국민재산의 안정적 확대 기회 제공, 금융시장·산업의 건전성을 제고하고 시장질서 확립, 금융소비(생활)자 보호 규제 틀의 전환 등 금융소비자 보호의 강화를 포함하고 있다. 그 중에서도 독립

---

1) 김규림, “최근 국내 투자자문업 현황과 시사점”, 자본시장 Weekly 2016-18호, 자본시장연구원, 2016, 1면.

2) 위의 자료, 2면.

자문업 허용, 로보어드바이저 등 소액투자자<sup>3)</sup>에 대한 온라인 자문업 활성화, 운용사·매니저 관련 공시 및 평가 내실화가 추진되고 있다.<sup>4)</sup> 또한 최근 금융위원회는 ‘국민재산을 늘리기 위한 ISA 활성화 방안’에서 은행에게 일임형 개인종합자산관리계좌(individual savings account: ISA)<sup>5)</sup> 금융상품을 판매할 수 있도록 허용하였다. 덧붙여 금융소비(생활)자<sup>6)</sup>의 피해가 확산될 우려가 있는 경우, 금융상품의 판매를 제한하는 조치가 시행되고, 금융협회 중심의 자율규제를 확대하고자 한다.<sup>7)</sup>

다만, 세제혜택까지 부여하며 정부차원에서 추진하는 정책기조에 과연 구체적인 투자자 보호를 어떻게 진행할지에 대해서는 의구심을 갖게 한다. 특히, 금융에 대해 이해력 수준이 낮은 개인고객들이 대부분인 점을 감안하면, 자신에게 가장 적합한 자산투자결정을 내리는데 어려움을 해소하고자 최근 금융자문이 더욱 부각되고 있다. 이처럼 기초가 더욱 튼튼한 우리경제를 실현한다는 견지에서 사회안전망 구축 및 개인의 자산형성 과정상 시장질서가 중요하다. 이와 관련해

- 
- 3) 투자자는 보호체계의 관점에서 금융소비자와 동일한 개념으로 보고, 금융서비스의 최종 사용자로서 소비자의 범주에 속한다는 견지에 최승재, 금융거래법, 피앤씨미디어, 2016, 64면~67면 참조. 투자자는 전통적인 소비자의 개념과는 달리, 상품을 살 수도 있고 팔 수도 있어 투자상품에 내재하는 위험을 시장에서 다른 자에게 전가할 수 있는 지위에 있다(위의 책, 66면). 그럼에도 불구하고 적어도 이 연구보고서에서는 소비자를 최종적으로 사용하는 자라는 도구개념으로 보지 않고 생활자라고 이해하고 있어 개인금융소비(사용)자를 개인투자자의 지위로 보고자 한다. 또한 여기에서 소액의 기준을 개인적으로 제시할 수 없으나, 개인투자자의 경우 대부분 소액투자자에 속한다고 본다.
  - 4) 금융위원회 보도자료, “2016년 제1차 금융발전심의회 개최 및 금융위원회 업무계획 발표”, 2016. 1. 27, 9면, [https://fsc.go.kr/info/ntc\\_news\\_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=30899](https://fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=30899) (최근 접속일: 2016. 6. 16).
  - 5) 우리나라의 ISA제도는 영국의 ISA제도를 모방한 것이나, 가입을 위한 소득요건, 인출제한, 손익통산에 의한 세제 혜택 등 독특한 방식으로 설계되었다. 천창민, “한국형 ISA제도의 주요내용과 성공과제”, 자본시장 Weekly 2015-34호, 1~2면.
  - 6) 하쿠호도 생활종합연구소/하쿠호도제일 역, 생활자 발상학원, kmac, 2015에서는 기업이 사람을 제품 또는 생산물의 사용자 또는 소비자로 대하기 쉬우나, 사람을 소비자의 일원이 아닌 다면적 생활을 영위하는 존재로서 있는 그대로 파악하고 있다.
  - 7) 금융위원회 보도자료, 위의 자료, 14면.

오래전부터 금융시장과 자본시장에서 발전해오고 있는 독일의 자산관리 관련 법제를 체계적으로 개관하고 검토함으로써 우리에게 시사하고 있는 바와 법제개선에 도움이 될 수 있는 점들을 도출해 보는 것은 가치가 있을 것이다.

## II. 연구의 목적

금융시장 및 자본시장에 대한 법적 규제와 관련해서 기존의 연구는 미국을 중심으로 진행된 경향이 크다. 왜냐하면 미국이 금융자산 및 투자자산의 규모에서 다른 국가를 압도할 뿐만 아니라, 자본시장의 성장과 규제의 입법 및 판례를 축적하고 선도하였기 때문이다. 하지만 상당히 오래전부터 이미 유럽연합에서는 금융기관과 금융시장 및 자본시장의 감독과 발전을 위한 다양한 입법이 성립하면서 이에 대한 고찰이 필요하게 되었다. 그 중에서도 유럽연합의 전체 입법에서 독일이 차지하는 비중이 매우 중요하며, 실제로 우리나라의 입법에 참조할 수 있는 부분들이 상당하다. 또한 독일에서는 우리보다 앞서 개인자산관리 관련 경제, 산업, 법제 분야의 역사적 발전과정을 겪어왔다. 이러한 측면에서 본 연구는 독일에서 개인자산의 관리에 관한 실제, 그에 따른 법리의 생성과정, 최근의 법제 동향에 대해 개괄적이지만 핵심적인 사항을 살펴보고자 한다. 무엇보다도 최근의 법제 동향을 자산관리라는 큰 틀에서 이해하려고 시도하였다. 따라서 자산관리업, 자본투자의 자문 및 중개, 금융소비자 및 개인투자자의 보호에 관한 독일의 사법상 또는 감독법상 근거와 내용, 본질적인 현안문제 등에 대해 법제적·시스템적으로 고찰한다. 이로써 우리나라의 금융소비(생활)자 및 개인투자자를 위해 적시에 최신의 해외 정보와 제도를 분석 및 소개한다. 그러면서 우리나라의 금융시장과 자본시장에서 자산관리의 투명성과 공정성을 보다 확보하고, 자산손실의 위험을 줄이



며, 개인소액투자자를 보호하기 위한 제도적 개선방안을 제시해 보고자 한다.

## 제 2 절 연구의 방법 및 범위

이 연구는 단독연구로서 기본적으로 국내·외 정책자료 및 학술문헌과 인터넷자료를 바탕으로 외부 전문가회의 및 자문을 통해 학계와 실무자의 고견을 수렴하였다. 또한 유관기관의 정책자료와 학술자료를 조사 및 분석하고, 학술데이터베이스를 활용함으로써 법제적 동향 및 현안문제를 조금이라도 깊이 있게 파악하려고 노력하였다. 아울러 필요한 부분에서는 법해석학적, 학리적 연구도 병행하였다. 다만, 이 연구는 3개월의 수시과제로 기획되어서 다양하게 급변해 오고 있는 자산관리 관련 법제에 대해 정치한 체계를 갖추고 풍부한 내용을 담아 친절하게 전개하는 것에는 한계가 있었다.

이러한 연구방법을 통하여 이 연구는 특히, 일반적으로 자산관리 또는 투자행위를 일임<sup>8)</sup>하게 되는 개인금융자산관리를 중심으로 다음과 같은 내용을 구성하고 있다. 우선 자산관리의 개념을 살피면서 자산관리의 의의와 특징, 자산관리와 유사한 개념의 비교, 자산관리의 객체와 현황, 개인소액투자자의 의의를 고찰해 본다(제2장). 그리고 유럽연합에서 합의된 규칙과 지침들은 독일에도 많은 영향을 미치고 있기 때문에, 독일의 자산관리 관련 규제 동향을 파악함에 있어 이에 대한 이해도 반드시 뒤따라야 한다. 따라서 유럽연합과 독일에서의 원칙과 체계를 함께 살펴본다(제3장). 이어서 독일에서 금융상품 규제, 독립투자자문 규제, 집합투자 규제, 개인소액투자자 보호 등 자산관리 관련

---

8) 우리나라의 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률(약칭: 자본시장법)’에서 투자일임업이란 투자자로부터 금융투자상품 등에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 그 투자자의 재산 상태나 투자목적 등을 고려하여 금융투자상품 등을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하는 것을 영업으로 하는 것을 말한다(같은 법 제6조 제7항).

법제에 관한 주요 내용들을 파악하고 분석해 본다(제4장). 마지막으로 연구내용을 종합적으로 정리하고, 시사점을 도출함으로써 연구를 마무리 하고자 한다(제5장).



## 제 2 장 자산관리의 개념과 개인소액투자자의 의의

### 제 1 절 자산관리의 의의와 특징

금융시장 및 자본시장과 관련한 최근 유럽연합 및 독일에서의 법제 동향을 개인의 자산관리라는 측면에서 파악하고자 함으로 자산관리의 의미를 살펴보는 것이 필수적이다. 또한 실무에서 자산관리와 유사한 개념으로 쓰이고 있는 투자자문, 투자관리, 투자중개 및 투자행위, 재무설계의 의미를 비교해 본다.

#### I. 자산관리의 의미

자산관리(Vermögensverwaltung)는 원칙적으로 자산대상 및 모든 종류의 자산가치와 연관될 수 있다. 자산관리자(Vermögensverwalter)는 투자자 또는 자산보유자의 이익으로 현금투자 또는 자산의 활용에 대해 판단한다. 독일에서 개인자산관리를 도와주는 주체는 은행, 저축은행, 협동조합은행 또는 이와 동시에 금융거래를 행하지 않는 기업 등의 형태로 약 530여 독립자산관리자가 있다.<sup>9)</sup> 그래서 자산관리자에게 경제적으로 자신에게 귀속시키지 않는 자산의 관리는 우선 서비스제공으로서의 자산관리로 이해된다.<sup>10)</sup> 이러한 배경에서 자산관리의 개념은 자기관리(Eigenverwaltung)와 구별된다.<sup>11)</sup> 여러 측면에서 전통적인 자

9) U. Schäfer in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts (2015), § 23 Rn. 2; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Jahresbericht 2013 (2014), S. 94, [http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl\\_jb\\_2013.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=10](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2013.pdf?__blob=publicationFile&v=10) (최근 접속: 2016. 4. 7) 비교.

10) U. Schäfer, *op. cit.*, § 23 Rn. 1.

11) F. Schäfer/Lang in F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung (2012), § 1 Rn. 6.

산관리는 타인관리(Fremdverwaltung)인 것이 전형적이다.<sup>12)</sup>

규범적 정의로 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz: WpHG) 제2조 제 3항 7호에 의하면, 자산관리는 타인을 위하여 개별적으로 금융상품에 투자된 자산에 대하여 판단의 재량을 가지고 관리하는 것으로 규정하고 있다. 동시에 이러한 정의는 은행법(Gesetz über das Kreditwesen: KWG) 제1조 제1a항 2문 3호에 따라 금융서비스제공(Finanzdienstleistung) 또는 금융자산관리(Finanzportfolioverwaltung)라는 개념으로 통합되었다.<sup>13)</sup>

개별자산관리(individuelle Vermögensverwaltung)에서 개별투자자는 자신의 자산을 다른 투자자의 자산과 분리하여 개인적으로 자산관리자에게 관리하도록 하고, 관리자와 체결한 자산관리계약으로 투자지침부터 개별지시에 이르기까지 자산관리에 대해 영향력을 행사한다.<sup>14)</sup>

이와 달리 자산보유자가 투자펀드지분의 취득 또는 보험계약의 체결에 의해 자신의 자산관리를 다른 투자자의 재산과 집합하여 자본투자회사 또는 보험회사에 양도하는 것을 집합자산관리(kollektive Vermögensverwaltung)라고 한다.<sup>15)</sup> 이때 자산관리자의 투자판단에 대한 개별적인 영향력 행사의 가능성은 배제된다. 왜냐하면, 자산관리는 집합자산에 참여한 모든 투자자를 위해 통일적으로 동일한 지침에 따라 이루어져야하기 때문이다. 오직 투자자는 집합자산을 제출된 투자지침의 비율에 따라 선택할 수 있을 뿐이다. 하지만 여러 개별자산의 집합에 의해 관리된 자산은 사실상 너무 커서 자산투자의 다변화가 어느 정도 가능하다. 이에 따라 집합자산관리에 참여하는 것은 투자펀드 또는 펀드와 결합한 보험의 형식에서 소액으로도 가능하다. 다만, 자산관리에 따른 비용으로 인하여 최소 목표액은 개별자산관리에 대해 자산관리자마다 10만 유로에서 5백만 유로이다.<sup>16)</sup>

12) F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 8.

13) *Ibid.*, § 1 Rn. 12.

14) U. Schäfer, *op. cit.*, § 23 Rn. 3.

15) *Ibid.*

16) *Ibid.*

개별자산관리에서는 은행법상 금융자산관리와는 달리 법률행위상 거래가 가능한 모든 대상과 관련될 수 있다. 특히 증권, 현금, 부동산, 조합참가, 작품 수집, 동전, 귀금속 등이 고려되는 대상들이다. 그러나 유언집행, 유산관리, 피후견인의 자산관리 등 법률에 근거한 관리는 여기서 다루는 의미상의 자산관리에 속하지 않는다.<sup>17)</sup>

자산관리 역시 법률행위에 의해 내용적으로 형성되기 때문에 독일 연방대법원의 판례에서는 자산관리계약에 대한 개념을 정의한 바 있다. 이에 따르면, 자산관리계약이란 자산관리자가 고객의 이익으로 고객의 자산을 관리할 의무가 있는 사무관리계약<sup>18)</sup>의 유형인 유상서비스계약으로 정의하고 있다.<sup>19)</sup> 자산관리자는 이러한 계약에 근거하여 사안별로 투자자 또는 자산보유자의 지시를 구하지 않고 활동하며 스스로 투자판단을 하여 지속적으로 고객의 자산을 관리할 권한과 의무가 있다. 따라서 자산관리계약은 타인자산을 적극적이고 계속적으로 관리하면서 자주적인 재량행위와 타인이익의 유지를 위한 의무로 특징 지워진 계약관계인 것이다.

다른 한편 법률상 정의가 있음에도 불구하고 자산관리의 통일적인 개념은 자리 잡고 있지 않다고 보고 있다.<sup>20)</sup> 부분적으로 넓은 의미에서 개인투자자와 기관투자자의 자본투자자로 작용하는 모든 활동이 자산관리로 이해된다.<sup>21)</sup> 또한 자산관리는 이러한 임무가 위임된 관리자에 의해 유가물과 채권 등의 형식으로 개인투자자와 기관투자자의 자산처분에서의 전체적인 역할로 이해될 수 있다.<sup>22)</sup> 그럼에도 불구하고 이하

17) *Ibid.*, § 23 Rn. 4.

18) 법률상 의무 없이 타인의 사무를 관리하는 우리 민법상의 사무관리와는 다른 개념이다.

19) BGH, Urteil vom 28. 10. 1997, XI ZR 260/96; Möslein in Langenbucher/Bliesener/Spindler, Bankrechts-Kommentar (2016), § 34 Rn. 1 재인용.

20) F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 14.

21) Kienle in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch (2011), § 111 Rn. 1.

22) F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 14.

에서는 자산관리가 다른 관련 서비스제공들과 구별됨을 살펴본다.

## II. 유사개념과의 비교

자산관리와 구별하여 투자자문(Anlageberatung), 투자관리(Anlageverwaltung), 투자중개(Anlagevermittlung), 재무설계(financial planning)의 개념을 파악해 본다. 우선 관리 또는 투자와 관련해 자본투자법(Kapitalanlagegesetzbuch)<sup>23)</sup> 제129조 제1항 1문에 따라, 자산관리는 업무를 집행하는 무한책임사원 또는 유한책임사원에 의한 내부형 관리와 외부자본관리회사에 의한 외부형 관리 중에서 선택될 수 있다.<sup>24)</sup> 내부형 관리의 경우, 자본관리회사로서 공개형 투자합자회사(offene Investmentkommanditgesellschaft)를 인정해야 한다. 외부형 관리의 경우, 외부형 자본관리회사<sup>25)</sup>는 자본투자법 제22조(영업허가)에 의한 허가(Erlaubnis)를 필요로 한다. 이때에는 자본투자법상 아웃소싱(Auslagerung)을 하지 않는다.<sup>26)</sup> 이와 달리 공개형 투자합자회사의 외부형 관리 시에는 외부형 자본관리회사의 임명으로 관리에 따른 전체적인 책임이 자본관리회사로 전가된다.<sup>27)</sup> 이때 공개형 투자합자회사에게는 감독의무가 없다.<sup>28)</sup>

---

23) 이 법은 2013년 5월 16일 연방하원에서 통과된 후, 2013년 7월 4일에 공포되었고 (BGBl. I S. 1981) 2013년 7월 22일부터 시행되고 있다; 이 법은 옛 투자법 (Investmentgesetz)을 대체하고 있고, 투자법상의 규정은 자본투자법으로 통합되면서 여러 새로운 상품규제와 요건 등이 확대되었다, Wikipedia, “Kapitalanlagegesetzbuch”, <https://de.wikipedia.org/wiki/Kapitalanlagegesetzbuch> (최근 접속일: 2016. 6. 18).

24) Eichhorn, Die offene Investmentkommanditgesellschaft nach dem KAGB - Teil II -, WM 2016, 145 (147).

25) 외부형 관리의 경우 자산관리자를 자본관리회사라고 한다(자본투자법 제1조 제14항). 또한 김성호, “투자회사의 규제에 관한 비교법적 고찰 - 공모펀드를 중심으로 -”, 상사법연구 제32권 제3호 (2013), 160면, 주) 14.

26) 아웃소싱 시 위탁한 기관은 아웃소싱된 부분에 대해 책임을 지며, 그 부분의 실행을 계속해서 감독해야 한다, Eichhorn, WM 2016, 145 (147).

27) *Ibid.*

28) *Ibid.*

## 1. 투자자문

우선 자산관리는 투자자문과 구별된다. 자산관리와 투자자문은 투자자의 자산을 관리한다는 공통점이 있다. 하지만 이를 위한 방식은 원칙적으로 다르다. 자산관리자는 스스로 투자자의 자산에 대해 개별적으로 사전협의 없이 처리하면서 자산관리를 달성한다. 이와 달리 투자자문사는 투자자의 자산에 대한 처분권한이 없이 투자자에게 고유의 의사결정 시 정보제공, 추천, 권유<sup>29)</sup> 등을 통해 보조한다.<sup>30)</sup> 이를 바탕으로 자문사의 의무는 고객의 투자결정과 함께 종료한다. 다만, 자산관리에서는 어느 기간 동안 착수하게 되고, 지속적인 서비스제공을 위한 자산관리자의 의무에 관한 계약조건이 문제된다. 그럼에도 불구하고 투자자문과 자산관리는 서로 유사한 점도 있다. 즉, 자산관리자와 투자자문사는 자산관리계약의 체결 또는 변경 시 자문의 원칙을 고려하는 투자지침에 따른 의무가 있다.<sup>31)</sup> 또한 합의된 투자지침에 따라 자산관리고객을 자문하고, 자산관리를 위해 고려된 상품종류에 대한 기본설명도 제공할 의무가 있다.<sup>32)</sup>

## 2. 투자관리

독일 입법자들은 투자자문과 자산관리의 전통적인 형식 사이에서 정착된 감독법상의 새로운 범주로서 은행법에 투자관리의 개념을 규

29) 투자자문은 개념상 증권서비스를 위한 권유를 포함하지 않는다, Seibert, Das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung (2014), Teil B § 10 Rn. 13. 투자자문은 금융투자상품의 가치 또는 이에 대한 투자판단에 도움을 제공하는 것이고(자본시장법 제6조 제6항), 투자권유는 특정투자자를 상대로 금융투자상품의 매매 또는 투자자문계약·투자일임계약·신탁계약의 체결을 권유(자본시장법 제9조 제4항)하는 것으로 청약의 유인행위에 속한다, 김도년, 투자자문서비스와 소비자 보호 (2013), 21면.

30) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 7; F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 18.

31) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 8.

32) *Ibid.*



정하고 있다.<sup>33)</sup> 투자관리는 금융상품의 선택 시 판단여지가 있는 자연인인 공동의 투자자를 위해 자본투자법상 투자자산의 관리 이외에 금융상품의 매입 및 매도하는 것을 말한다(은행법 제1조(정의) 제1a항 2문 11호). 이러한 감독법상 구성요건은 연방행정법원의 판례를 기초로 하고 있다. 특히, 여기에서는 집합투자모델의 법적 성질이 금융위탁중개행위(Finanzkommissionsgeschäft)로 받아들여지지 않았다.<sup>34)</sup> 이러한 거래모델은 투자관리의 구성요소에 근거하고 있다. 투자관리 시 법인 또는 합명회사는 자기자본 또는 타인자본을 집합하고, 이러한 자금을 자기의 이름으로 우선적으로 금융상품에 투자한다. 이때 경제적으로는 투자법(Investmentgesetz)이 적용되지 않는 준투자회사(Quasi-Investmentgesellschaft)에 의한 집합자산투자의 형식이 중요하다.<sup>35)</sup> 그리고 은행법상 의미하는 투자관리는 행위감독법인 증권거래법 제2조(정의) 제3항 3문에 의해 부분적으로 금융자산관리와 유사하게 여겨진다.<sup>36)</sup>

### 3. 투자중개 및 투자행위

투자중개에서는 금융상품의 매입 및 매도에 대한 거래의 중개가 중요하다. 이때 중개자는 금융상품의 매입과 매도와 관련한 투자자의 위탁을 받아 전달한다. 그래서 중개자는 자산보유자의 구체적인 위탁

---

33) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 9; F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 21.

34) 어떤 기업이 특정한 금액의 지급에 대하여 이른바 지수투자증권(Indexzertifikate)을 시장에 유통시키고, 수취한 금전을 자신의 이름 및 계산으로 금융상품에 투자하는 경우, 은행법에서 기술하고 있는 은행거래 특히 금융위탁중개행위는 없다고 한다, BVerwG, Urteil vom 27. 2. 2008, 6 C 11/07, 6 C 12/07, 6 C 11/07 (6 C 12/07), Tz. 22 *et seq.*, 52.

35) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 9; F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 21.

36) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 10; F. Schäfer/Lang, *op. cit.*, § 1 Rn. 22.

에 근거하여 활동하며, 투자자문에서와 같이 투자자는 절차의 주도자로 있게 된다. 투자자는 스스로 투자결정을 하지만, 자산관리의 범주에서와 같이 중개자에게 전권을 위임하지는 않는다.<sup>37)</sup>

투자행위(Investmentgeschäft)는 확정된 투자전략(Anlagestrategie)에 따라 제3자의 계산으로 하는 집합자산관리이다.<sup>38)</sup> 본질적인 특징은 조직의 존재이다.<sup>39)</sup> 유럽연합의 지침<sup>40)</sup>에서도 집합자산투자모델은 같은 법형식과 구조로 단일하게 공동투자를 위한 조직으로 나타난다.<sup>41)</sup>

#### 4. 재무설계

재무설계는 감독법상 특별한 범주로 고려되지 않고 있다. 이는 전체적인 계획 및 자문철학의 범주에 있는 서비스로 이해되며, 보통 대형 자산 및 가족자산과 같이 복잡한 자산에 대해 제공된다. 재무설계는 수임자가 일반적으로 스스로 고객의 자산을 관리하지 않고, 필요한 경우 자산보유자가 위임한 제3자에 의해 자산관리기관을 동반한다.<sup>42)</sup> 이러한 점에서 재무설계는 자산관리의 배후에 있으나, 진정한 자산투자의 관점을 제한하지 않음으로서 자산관리의 범주를 벗어난다.

37) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 11.

38) Jakovou in Langenbacher/Bliesener/Spindler, *Bankrechts-Kommentar* (2016), Kap. 39 Rn. 6.

39) *Ibid.*

40) 유통증권 집합투자기구 지침(Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities: UCITS, OJ L 302, 17. 11. 2009, p. 32)과 대체적 투자펀드 운용자 지침(Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers: AIFM, OJ L 174, 1.7.2011, p. 1).

41) Jakovou in Langenbacher/Bliesener/Spindler, *op. cit.*, Kap. 39 Rn. 1.

42) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 13.

### Ⅲ. 소 결

개인금융자산의 관리와 관련한 법제의 주요 관심 대상은 금융상품이다. 여기에 뒷받침하여 제공되는 금융서비스는 자산관리의 중심을 이룬다. 개인고객은 거래은행이나 시장에서 자산관리자를 활용할 수 있다. 금융기관 또는 금융서비스기관 측면에서 특히 자산관리는 투자자문 및 투자중개와 함께 개인고객거래 부문에서 경제적·법적으로 가장 중요한 서비스라고 할 수 있다.<sup>43)</sup> 이때 자산관리자는 그의 고객을 위한 금융투자결정을 통해 투자를 최적화하고 관리한다. 자산관리의 목적은 특별한 위험상황과 위험감수를 고려하여 고객의 자산배분을 최적화하는 것에 있다. 자산자문 또는 투자자문과는 달리 자산관리에서의 투자조언이나 투자결정은 자산관리자에 의해 자주적으로 이루어진다. 이에 따른 분산투자 또는 투자자산집합은 펀드와 달리 개인적인 필요에 따라 편성된다. 여러 투자 범주에서 개인투자자산과 국내·외 기관투자자산의 주요한 관리가 거래 영역의 중심에 있다.

실무계에서는 자산운용이라는 표현도 쓰고 있다. 하지만 이는 공격형이든 방어형이든 실천적인 투자방식에 보다 초점을 맞춘 것이다. 따라서 기본적으로 안정성·수익성·환금성 등을 고려하게 되는 자산관리는 자산의 편성·운용·지배를 총칭한다고 볼 수 있다.

## 제 2 절 금융상품과 자산관리

오늘날 금융시장에는 복잡하고 다양한 금융상품들이 등장하고 있다. 금융소비(생활)자 입장에서는 어떤 금융상품이 자신들에게 유리하고 적합한 지 판단하는데 한계가 있다. 금융소비(생활)자가 금융상품들을

---

43) Seibert, *op. cit.*, Teil A § 2 Rn. 6

보다 더 잘 비교할 수 있도록 하면서, 최선의 투자형태에 대해 적극적으로 스스로 결정하여 판단할 수 있어야 한다.

금융기관의 입장에서 자산관리의 중심은 금융상품과 증권의 관리 및 거래에 있다. 특히, 이를 법률상 금융자산관리라고 한다. 그래서 은행에 의해 제공된 서비스로서 은행법상 금융상품의 개별자산관리는 금융자산관리라는 개념 하에서 은행법상 금융서비스, 증권거래법상 증권서비스로 파악되고 있다.<sup>44)</sup> 한편으로 증권분야 이외에 일반적으로 증권거래법상 금융상품으로 분류되지 않는 비개방형 펀드<sup>45)</sup>와 같은 상품도 자산관리와 관련된다.

은행법상 금융상품이란 다음의 것을 말한다(같은 법 제1조 제11항).<sup>46)</sup>

- 주식 및 이와 비교할 수 있는 한 국내외 법인, 인적회사, 그 밖의 기업의 기타 지분
- 자산투자법(Gesetz über Vermögensanlagen)<sup>47)</sup>상 자산투자(단, 협동조합의 지분은 제외)
- 채무명의, 특히 향익권증서, 무기명회사채, 지시식회사채, 이러한 채무명의와 비교가능하고 이러한 종류로 자본시장에서 거래 가능한 권리(단, 지급방법과 보증서(Zertifikate))

44) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 6.

45) 투자자가 펀드에 투자한 후 환매를 청구할 수 있는지 여부에 따라 개방형 펀드(open-end Fund)와 비개방형 펀드(closed-end Fund)로 구분된다, 네이버 금융감독용어사전, <http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=1987738&cid=42088&categoryId=42088> (최근 접속: 2016. 4. 12).

46) Seibert, *op. cit.*, Teil A § 3 Rn. 8.

47) 이 법은 2011년 12월 6일에 공포(BGBl. I S. 2481)된 후, 2012년 6월 1일부터 시행되고 있다; 독일 역내에서 공개적으로 제공된 자산투자에 적용되며, 자산투자의 대다수를 위해 투자설명서의 공시의무를 규정하고 있다; 그러나 2013년 자산투자법이 시행되고 여기에 이른바 비개방형 펀드에 대한 규정이 있는 이래로 자산투자법의 의미는 상당히 퇴색하였다; 자산투자법상 자산투자는 익명참가, 신탁자산지분, 향익권, 기명회사채만을 가리킨다; 그래서 이러한 자산투자는 증권설명서법(Wertpapierprospektgesetz)상 증권에 화체되지 않고, 자본투자법상 투자자산의 지분으로 형성되지 않은 지분을 말한다, Wikipedia, "Vermögensanlagegesetz", <https://de.wikipedia.org/wiki/Verm%C3%B6gensanlagegesetz> (최근 접속일: 2016. 6. 18).

- 그 밖의 권리, 특히 첫 번째와 세 번째에 따라 권리의 취득 또는 양도할 권한이 있거나 현금지급을 하는 권리. 이러한 권리에 종속해서 통화, 이자 또는 기타 수익, 물건, 지수 또는 지표에 의해 정해진 권리
- 자본투자법상 투자자산의 지분
- 단기금융시장상품(Geldmarktinstrumente)
- 외환 또는 단위 체적(Rechnungseinheiten)
- 파생금융

아울러 유통시장 관련 법제의 핵심은 증권거래법에 있다. 그래서 증권거래법은 자본시장법의 기본법으로 평가받고 있다. 자본시장에서 거래대상은 증권이며, 오늘날 금융상품은 자본시장법상 확장된 의미로 이해되고 있다. 증권거래법은 이러한 중심적인 개념을 법적으로 정의하고 있다. 이에 따라 금융상품에는 다음과 같은 것이 있다(증권거래법 제2조 제2b항).<sup>48)</sup>

- 증권
- 투자자산의 지분
- 단기금융시장상품
- 파생상품
- 증권표지에 대한 권리
- 협동조합상 지분을 제외한 자산투자
- 유럽연합의 자기자본규제 금융기관에 의해 발행된 특정한 기명식회사채

증권거래법상 금융상품의 법적 정의는 은행법상 법적 정의와의 관계에서 일치하지 않는다. 그래서 금융상품의 포함과 해석은 이 두 법

---

48) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 2 Rn. 2.

를에서 각 구성요건과 입법목적에 따라 필요한 경우 구별해서 다루어야 한다.<sup>49)</sup> 이와 관련해 투자자문의 대상은 증권거래법상 금융상품만을 의미할 수 있다.<sup>50)</sup> 증권거래법상 증권서비스를 정의하고 있는데, 여기에는 투자자문, 투자중개, 계약체결중개가 속한다.

### 제 3 절 소비(생활)자로서 개인소액투자자의 의의

무엇보다도 금융시장 또는 자본시장에서 금융소비(생활)자 또는 개인소액투자자는 정보와 자산관리 및 운용 등에 있어 불리한 위치에 있다. 이른바 시장참가자들의 전문성 및 경쟁력과 투명성 및 신뢰성을 서로 증진시켜 나가기 위해서는 고객보호와 통일된 규정을 통하여 공평한 경쟁의 장을 마련하는 것이 필요하다. 독일 입법자들은 2007년 말 금융시장의 위기 이후 여러 번 반복해서 투자자 또는 소비자를 보호하기 위해 자본시장에 영향력을 미쳤다. 이는 특히 증권거래와 투자자문의 부문에 적용된다. 지금까지의 중심은 정보제공과 자문관계의 규제에 있었다. 그 사이에 증권거래법에는 투자자문사 등록부의 운영 및 자문조서의 작성을 명시하고 있다.

소비자의 개념과 관련하여 독일 민법 제13조에 따르면, 영업상 또는 자영업상 활동에 책임을 지을 수 없는 목적으로 법률행위를 맺는 모든 자연인은 소비자이다. 이는 유럽의 소비자개념보다 넓은 개념으로 이해되고 있다.<sup>51)</sup> 독일법상 소비자 특성을 긍정하기 위해서는 상거래 주체에서 영업상 또는 자영업상 활동의 목적 또는 행위로 법률행위를 맺지 않는 자연인이 중요하다. 따라서 소비자의 행위가 자연인이 자

---

49) *Ibid.*, Teil B § 2 Rn. 3.

50) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 31.

51) Edelmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts (2016), § 2 Rn. 14.

신의 금전으로 투기행위를 하거나 소비재를 구매하는지에 달려 있는 것은 아니다. 거래가 객관적으로 추구된 목적에서 사적인 성질이 있는지가 중요하다.<sup>52)</sup>

소비자 개념의 해석과 관련해 연방대법원의 입장에 따르면, 소비자가 이익을 추구하고자 하는 의도가 있다고 해서 민법상 사업자로 되는 것은 아니다.<sup>53)</sup> 또한 투자 또는 관리되고 있는 자본의 한도가 소비자 신용법(Verbraucher kreditgesetz)<sup>54)</sup>의 보호범위에서 자본투자자를 도출하는 것은 적절하지 않다고 보면서, 자본투자자가 시장 및 법률에 정통한 자로 문제되는 경우에는 소비자에 해당하지 않는다고 한다.<sup>55)</sup> 아울러 증권투기자에게 있어 직업으로 행하지 않는 지속적이고 상승적인 증권투기는 투기자의 보호필요성을 제한하기 위한 근거로 충분하지 않다고 판단된다.<sup>56)</sup> 종국적으로 자본투자행위와 관련한 소비자개념의 해석에 대해서는 자본투자자 조세이득을 얻는 투자자의 의도가 소비자로서의 보호필요성을 제한하지 않음을 연방대법원이 명확히 하였다.<sup>57)</sup> 다만, 개별 사안의 특수성에 근거해 소비자로 그 성격이 결정된 자본투자자에게 신의성실에 반하지 않는다고 하여 각 소비자 보호규정의 근거를 허용할 수 있는지는 항상 주의 있게 검토해야 한다.<sup>58)</sup>

투자자는 자본투자법에서 원칙적으로 개인투자자, 준전문투자자, 전문투자자 총 3가지로 분류하고 있다. 준전문투자자는 최소한 200,000

52) Edelmann, *op. cit.*, § 2 Rn. 15.

53) BGH, Beschluss vom 29. 6. 1991, XI ZR 17/90; 이 판례에서는 참여자가 외환거래, 증권거래, 파생상품거래로 이익추구의 의도가 있음에도 불구하고 소비자로 간주되었다, Edelmann, *op. cit.*, § 2 Rn. 20 Fn. 47 재인용.

54) 이 법은 2001년 채권법현대화법(Schuldrechtsmodernisierungsgesetz)에 의해 폐지되었으며, 관련된 주요 내용은 민법에서 새롭게 규정하고 있다.

55) BGH, Urteil vom 23. 10. 2001, XI ZR 63/01; 이 판례에서는 영업상 활동을 긍정하기 위해서 자본투자자와 결부된 활동의 범위, 복잡성, 횡수가 중요하다고 실시하고 있다, Edelmann, *op. cit.*, § 2 Rn. 21 Fn. 48 재인용.

56) Edelmann, *op. cit.*, § 2 Rn. 22.

57) *Ibid.*

58) Edelmann, *op. cit.*, § 2 Rn. 24.

유로(약 2억 6천만 원)를 투자할 의무가 있고, 투자 의무에 관한 계약과는 별도로 의도한 의무 또는 투자와 관련해 위험을 인식하고 있다는 점을 서면으로 진술한다(자본투자법 제1조 제19항 33호 a목). 그리고 자본관리회사(Kapitalverwaltungsgesellschaft: KVG)<sup>59)</sup>에 의해 객관적인 기준에 따라 준전문투자자로 평가를 받는다.<sup>60)</sup> 개인투자자는 전문투자자 및 준전문투자자와는 소극적으로 구별된다(이른바 포괄주의적 정의). 그래서 개인투자자는 전문투자자 또는 준전문투자자가 아닌 모든 투자자를 말한다(자본투자법 제1조 제19조 31호). 이에 맞추어 자본투자법상 개인투자자는 그의 자산을 입법자에 의해 고위험으로 분류된 특정한 특별대체투자펀드(Spezial alternative Investmentfonds)<sup>61)</sup>에 출자해서는 안 된다. 이는 각 투자자에게서 전문투자자와 준전문투자자에 대한 분류기준이 검토되어야 함이 요구되며, 투자자는 공모투자자산으로서 1차적으로 집합투자기구와 2차적으로 공모대체투자펀드인 투자자산의 다른 종류에 투자해야 한다.<sup>62)</sup>

다른 한편, 자본투자법에서는 단지 전문투자자와 준전문투자자만 공개형 투자합자회사에 참여할 수 있도록 규정하고 있다(같은 법 제127조 제1항 1문).<sup>63)</sup> 증권거래법에서는 전문투자자를 정의하고 있는데(같은 법 제31a조 제2항과 제7항), 투자자가 아닌 고객으로 언급하고 있

59) 자본관리회사는 자본투자법상 정관에 따라 자국 내에 소재지와 주된 행정을 하는 기업으로 국내 투자자산, 유럽연합 투자자산, 해외 대체투자펀드를 운용하는 것을 업으로 한다(같은 법 제17조 제1항 1문); 그래서 이의 법적 정의는 오직 기업대상과 관련을 갖고 자본관리회사의 정관상 국내 소재지의 요건에 의해 유럽 및 다른 국가에 소재하고 있는 관리회사와 구별함으로써 기본적인 요건을 나타내고 있다, Jakovou in Langenbacher/Bliesener/Spindler, *op. cit.*, Kap. 39 Rn. 99.

60) Eckhold/Balzer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 22 Rn. 75.

61) 특별대체투자펀드는 관리회사와 서면합의 또는 대체투자펀드의 확립된 서류에 근거해 전문투자자 또는 준전문투자자에 의해 지분을 취득하는 대체투자펀드를 말한다(자본투자법 제1조 제6항).

62) Eckhold/Balzer, *op. cit.*, § 22 Rn. 77.

63) Eichhorn, Die offene Investmentkommanditgesellschaft nach dem KAGB - Teil I -, WM 2016, 110 (114).



다.<sup>64)</sup> 이와 관련해 고객의 분류는 개인에 대해서도 행해져야 한다. 준전문투자자에 대해서는 자본투자법 제1조 제29항 33호에서 직접적으로 규정하고 있다. 여기에는 여러 조건이 편성된다. 이와 함께 가능한 투자자의 범위는 특별대체투자펀드와 공개형 투자합자회사로 확장된다.<sup>65)</sup> 개인투자자는 이러한 공개형 투자합자회사에 투자가능성을 필요로 하지 않는다. 왜냐하면 개방형 투자펀드와 공개형 투자주식회사(offene Investmentaktiengesellschaft)<sup>66)</sup>를 개인투자자가 활용할 수 있기 때문이다.

---

64) Eichhorn, WM 2016, 110 (114).

65) *Ibid.*

66) 이와 관련해 투자주식회사의 규제체계와 우리나라 자본시장법과 입법적으로 비교한 것으로 김성호, “독일에서의 투자주식회사(InvAG) 규제에 관한 고찰 - 회사법적 접근을 중심으로 -”, 경영법률 제23권 제1호(2012), 291면 이하 참조. 특히, 개방형과 비개방형 투자주식회사의 구분은 환매를 청구할 수 있는지 여부에 따라 구분된다; 따라서 개방형 투자주식회사는 자기지분의 상환 또는 양도가 가능하며 이른바 가변자본(veränderliches Kapital)을 가지는 투자주식회사이다, 위의 논문, 295~296면. 다만, 이에 대한 규정은 현재 자본투자법 제108조부터 제123조까지 적시되어 있다, Eckhold/Balzer, *op. cit.*, § 22 Rn. 47.

## 제 3 장 자산관리 관련 규제 동향

금융시장 및 자본시장을 기반으로 행해지는 자산관리에 대한 법제적 규제와 감독은 최근 유럽연합을 중심으로 발 빠르게 변모하고 있다. 한편으로 이러한 상황에 독일도 많은 영향을 미치고 있으며, 다른 한편으로 유럽연합의 법제를 독일 국내법으로 수용을 함에 있어서도 제도적 큰 변화를 가져오고 있다. 따라서 독일의 자산관리 관련 법제적 원칙과 실현 내용을 개관해 보기에 앞서, 먼저 금융시장 및 자본시장을 대하는 유럽연합의 규칙과 지침에 대한 이해가 반드시 뒤따라야 한다.

### 제 1 절 유럽연합에서 원칙과 규제

유럽연합에서 금융기관 및 자본시장에 대한 원칙과 규제 동향을 살펴보면, 크게 3가지 측면 즉 금융기관의 규제와 감독, 금융시장의 규제와 감독 그리고 금융상품의 규제로 펼쳐지고 있음을 알 수 있다. 유럽연합의 법제에서는 사실 자산관리에 대한 단일규제 및 단일감독에 관한 법제가 존재하고 있지 않은 대신, 여러 지침이나 규칙에 산재하여 규율되고 있다.

구체적으로 관련법제의 내용을 이 3가지 대상으로 구별하여 다음과 같이 살펴볼 수 있다. 은행의 규제와 감독과 관련해서는 국제결제은행(Bank for International Settlements: BIS) 산하 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision: BCBS)의 국제은행자본규제 기준인 Basel III, 자산건전성평가(asset quality review: AQR), 단일감독체계(Single Supervisory Mechanism: SSM), 단일정리체계(Single Resolution Mechanism: SRM) 등이 있다. 금융시장의 규제와 감독과 관련해서는 금융

상품시장지침 II(Market in Financial Instruments Directive II: MiFID II),<sup>67)</sup> 금융상품시장규칙(Market in Financial Instruments Regulation: MiFIR),<sup>68)</sup> 유럽시장 기반체계규칙(European Market Infrastructure Regulation: EMIR),<sup>69)</sup> 시장남용지침(Market Abuse Directive: MAD),<sup>70)</sup> 시장남용규칙(Market Abuse Regulation: MAR)<sup>71)</sup> 등이 있다. 마지막으로 금융상품의 규제와 관련해서는 유통증권 집합투자기구 지침 V(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive V: UCITS V, 이른바 집합투자기구 지침 V),<sup>72)</sup> 소매투자자를 위한 소매투자상품과 투자형 보험상품에 대한 기본정보제공지에 관한 규칙(Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products: PRIIPs, 이른바 소매투자자상품규칙),<sup>73)</sup> 보험중재지침(Insurance Mediation

---

67) 정식 명칭은 “Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, OJ L 173, 12.6.2014, p. 349”이다.

68) 정식 명칭은 “Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012, OJ L 173, 12.6.2014, p. 84”이다.

69) 정식 명칭은 “Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, OJ L 201, 27.7.2012, p. 1”이다.

70) 정식 명칭은 “Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse, OJ L 173, 12.6.2014, p. 179”이다.

71) 정식 명칭은 “Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.6.2014, p. 1”이다.

72) 정식 명칭은 “Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, OJ L 257, 28.8.2014, p. 186”이다.

73) 정식 명칭은 “Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products, OJ L 352, 9.12.2014, p. 1”이다.

Directive: IMD)<sup>74)</sup> 등이 있다. 이러한 유럽연합의 법제들은 주로 각 회원국의 감독법상 근거가 되고 있으며, 이를 표로 다시금 정리하면 다음과 같다.

<표> 금융기관 및 자본시장 규제체계

| 구 분          | 내 용                               |
|--------------|-----------------------------------|
| 은행의 규제와 감독   | Basel III, AQR, SSM, SRM 등        |
| 금융시장의 규제와 감독 | MiFID II, MiFIR, EMIR, MAD, MAR 등 |
| 금융상품의 규제     | UCITS V, PRIIPS, IMD 등            |

그 중에서도 유럽연합의 대체적 투자펀드 운용자 지침이 투자법을 금융위기의 배경에서 근본적으로 새롭게 형성한 후, 집합투자기구에 관한 조건을 숙고하고 현대화하는 것을 피할 수 없었다. 유럽위원회(European Commission)는 이 지침이 시행된 후 집합투자기구 지침의 개정안을 마련해 놓고 있었다. 그리고 이 개정지침은 2014년 8월 18일에 발효되었다. 유럽연합의 입법자들은 시스템적으로 중요한 펀드의 보수구조에서 잘못된 유인시스템을 금융위기의 원인으로 보았다.<sup>75)</sup> 이에 걸맞게 대체적 투자펀드 운용자 지침의 중심은 펀드운용자에게 엄청난 위험에의 관여를 차단해야 하는 보수시스템의 시행에 있다. 그래서 집합투자기구의 관리자는 투자실행 시 심각한 위험에 관여하도록 유인하지 않는 보수정책을 정할 의무가 있다. 이는 펀드의 리스크관리에 영향을 미치는 종업원에게도 적용된다. 지침에서 새

74) 정식 명칭은 “Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution, OJ L 26, 2.2.2016, p. 19”이다.

75) Zander, Einführung von Kreditfonds durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz, DB 2016, 331.

롭게 포착한 관점은 관리자의 종업원에 대한 내부 보수뿐만 아니라, 각 집합투자기구가 그의 관리회사와 합의한 외부 보수에 대해 초점을 맞추고 있다는 것이다.<sup>76)</sup> 더욱이 집합투자를 위한 예탁기관에 적용되는 의무가 확대되고 구체화되었다. 이는 예탁된 자산의 손실 시 예탁기관의 책임과 예탁기관의 직무를 위해 고려되는 인적 범위에도 적용된다.<sup>77)</sup> 그밖에 집합투자기구 지침은 회원국의 행정청에 의한 감독수준을 향상시키고 통일되도록 하는 것에 목적이 있다. 또한 여기에는 감독기관에 다루는 제재조치의 통합도 담겨있다. 이와 함께 유럽의 장기투자펀드에 관한 규칙<sup>78)</sup>은 2015년 4월에 도입되었다. 장기투자펀드는 특히 투자자로서 소액투자자에게 맞추어져 있고, 유럽 전역에서 모집된 자본으로 자본집약적 장기간의 계획에서 자금을 조달하는 대체투자펀드이다.<sup>79)</sup> 여기에는 우선적으로 사회기반시설펀드를 생각할 수 있다. 그러나 유럽장기투자펀드의 실무상 유용성은 엄격한 상품규제에 의해 감소된다. 그래서 이 규칙은 투자의 폭넓은 다양화를 의도하고 있다. 이는 투자자 보호에 유익하겠지만, 실무상 거의 달성되지 못하는 펀드규모를 요건으로 하고 있다.<sup>80)</sup> 이어서 이미 유럽연합은 유동성 관리, 예탁기관에 대한 여권, 기타 상품 규정을 다룬 집합투자기구 지침 VI에 대해 고려하고 있다.<sup>81)</sup>

금융상품시장지침 II의 조건을 준수하기 위해 유럽위원회는 최근 각 회원국의 관할기관과 시장참가자들에게 1년의 유예기간을 더 부여하

---

76) Zander, DB 2016, 331.

77) *Ibid.*

78) 정식 명칭은 “Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds, OJ L 123, 19.5.2015, p. 98”이다.

79) Zander, DB 2016, 331 (334).

80) *Ibid.*

81) Jakovou in Langenbacher/Bliesener/Spindler, *op. cit.*, Kap. 39 Rn. 37.

여 2018년 1월 3일까지 연장하였다.<sup>82)</sup> 이러한 배경에는 이 지침이 효과적으로 적용될 수 있도록 하기 위하여 설계해야 하는 복잡한 기술적인 구조에 있다. 유럽증권·시장감독청(European Securities and Markets Authority: ESMA)은 약 300여 거래소와 1천5백 만 금융상품의 정보를 파악해야 하며, 회원국의 관할기관 및 거래소와 긴밀히 협력해야만 한다. 그래서 상황을 고려하여 소홀해지는 법적 안정성과 잠재적 시장교란을 예방하기 위해 일정한 유예는 필수적인 것으로 여겨졌다. 증권시장, 증권회사, 투자중개자에게 적용되는 금융상품시장지침은 금융위기에 대응하여 강한 경쟁력을 갖추고 통합된 유럽금융시장을 조성하기 위해 공포되었다. 그러나 최근의 사정과 시장발전은 통일된 이러한 원칙에서 약점이 드러났고, 강화 또는 재검토되어야 할 부문이 나타났다. 금융상품시장지침 II는 이러한 하자를 제거하고, 증권시장에 적용되는 기존의 규정을 강화하거나 대체하는 것을 목적으로 하고 있다. 이에는 다음과 같은 점들이 중요하다.

- 규제된 플랫폼에서 거래가 이루어지도록 보장
- 빈도 높은 거래에 대한 규제 도입
- 파생금융을 포함해 금융시장의 투명성 및 감독 개선과 현물파생금융시장에 대한 가격변동의 관점을 고려
- 금융상품거래와 그의 청산에 대한 경쟁조건의 개선
- 견고하고 조직적인 요건과 행위규율을 도입하면서 건설적으로 투자자 보호 개선

유럽연합 영역에서 97/9/EC 투자자보상시스템지침( Investor-Compensation Schemes Directive)<sup>83)</sup>과 2014/49/EU 예금보호시스템지침(Deposit Guarantee

82) EU-Kommission, Anwendung der Finanzmarkttrichtlinie MiFID II um ein Jahr verschoben, RdF-News, 2016. 2. 10. 이하 단락의 내용은 이 자료에서 정리함.

83) 유럽위원회는 2010년 7월 12일에 투자자보상지침의 개정안(COM(2010) 371)을 제시하였지만, 지금까지 더 이상 진행되지 못하고 있다, Berger, Die neue Einlagensicherung, BKR 2016, 144 Fn. 7.

Scheme Directive: DGSD)<sup>84)</sup>은 금융기관의 도산 시 소액투자자와 예금자의 보상을 규정하고 있다. 고객의 계약당사자가 금전의 상환 또는 고객을 위해 예탁된 증권을 반환할 수 있는 상황에 있지 않은 경우, 투자자보상지침은 증권거래로 인한 고객의 손실을 보상하도록 규정하고 있다. 여기에서 계약당사자는 금융기관, 자산관리자, 투자자문사 (Anlageberater), 자본관리회사(Kapitalverwaltungsgesellschaft) 등을 말한다. 이와 달리 예금보험지침은 예금<sup>85)</sup>과 관련한 손실보상을 유럽권역에 통일적으로 규정하고 있다. 투자자보상지침과 예금보험지침에서는 보상과 관련한 보험기관의 설치를 의무로 하고 있다. 보험기관은 보상절차에 대해 책임이 있으며, 보험기관에 귀속되어 있는 각 기관으로부터 자금을 조달한다. 따라서 예금보험 및 투자자 손실보상에 관한 유럽연합의 조건은 상당히 서로 구별된다.<sup>86)</sup>

## 제 2 절 독일에서 원칙과 규제

현행법상 자산관리에 대한 단일한 감독법제는 존재하고 있지 않다. 은행법, 증권거래법, 예금보호법 및 투자자보상법, 자본투자법상의 규정들은 금융기관 및 금융서비스기관과 영업상 활동하거나 그 활동이 상인적 방법으로 계획된 영업을 필요로 하는 자산관리자에게만 적용된다.<sup>87)</sup> 그밖에 감독법상 체계는 관리자산의 종류에 따라 구별되고

---

84) 과거 94/19/EC 예금보호지침은 2009/14/EC 예금보호지침에 의해 일부 개정되었고, 최근 이를 다시 실질적으로 개정한 2014/49/EU 예금보호시스템지침은 유럽연합 회원국들이 동일한 기준에 따라 적정수준 이상의 예금자 보호기능을 구축하고, 이를 위해 안정적이고 효율적인 기금마련을 수립하고 있다. 보다 상세한 내용은 예금보험공사, 글로벌 금융환경 변화와 예금보험제도, 2014. 12, 33면 이하 참조.

85) 예금계약은 현금의 제공 또는 어음·수표의 수수로 성립된다, 박철환, “예금계약의 법적 성질 및 성립에 관하여”, 민사법연구 제5집(1996), 190~192면. 이의 법적 성질은 소비임치와 유사한 특수한 계약으로 보는 입장에 위의 논문, 187~188면.

86) Berger, BKR 2016, 144.

87) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 18.

있다. 금전, 금전시장상품, 외환, 증권, 영업상 관리는 은행법상 허가 의무와 금융기관 감독, 증권거래법상 행위감독에 의해 파악된다.<sup>88)</sup>

자산관리의 감독법상 성질결정은 크게 대리모델과 신탁모델로 구분되고 있다.<sup>89)</sup> 공개형 임의대리에서 실행된 자산관리는 전통적인 은행법상 금융서비스와 증권거래법상 증권거래로서 금융자산관리의 예에 속한다. 또한 은행에서 독립된 자산관리자는 감독법상 자산관리의 이러한 형식을 제공할 수 있다. 게다가 증권거래법상 분리된 자산보관의 지시는 은행법상 은행거래를 행하지 않는 자산관리자에 대해 적용된다. 신탁관리 시 금전 또는 증권의 양도는 자산관리자의 소유로 된다. 이러한 점에서 은행법상 금융자산관리의 금융서비스와 더불어 은행법상 은행거래로서 예금거래, 금융중개거래, 예탁거래가 고려된다. 금융자산관리는 은행법상 규정과 본문상 동일하게 증권거래법에서도 “판단여지를 지니고 다른 이를 위해 금융상품에 투자된 하나 또는 다수의 자산관리”라고 정의되고 있다. 신탁관리자는 그에 의해 관리되는 금전과 금융상품의 소유자이고 이를 자신의 이름으로 투자하지만, 투자자의 계산으로 처리한다. 증권거래법상 금융자산관리의 정의 관점에서 대리모델과 신탁모델 사이에는 다를 것이 없다.

이어서 최근 독일의 법제 동향에서 나타나는 원칙과 내용을 개괄적으로 정리해보면 다음과 같다. 2013년 7월 22일부터 시행된 자본투자법은 제한된 적용범위와 함께 기존의 투자법을 삭제하고, 투자펀드와 이의 운영자에 대한 폐쇄형 규제를 목적으로 하고 있다. 또한 집합투자기구에 관한 사항, 대체투자펀드운용자 지침을 보충하는 규칙(Level-II-Verordnung)<sup>90)</sup>과 관련한 조건과 대체투자펀드운용자 관련 그 밖의 규제를 포함하고 있다.

88) *Ibid.*

89) 이하 단락은 *Ibid.*, § 23 Rn. 19~22.

90) 정식 명칭은 “Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 of 17 December 2015 supplementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council with regard to obligations of depositaries”이다.



유럽연합의 금융상품시장지침 II의 영향으로 2013년 7월 15일 금융상품에 관한 독립자문의 진흥과 규제를 위한 법(Honoraranlageberatungsgesetz)<sup>91)</sup>이 공포되었다. 본질적인 부분의 내용은 2014년 8월 1일부터 시행되고 있다. 입법 초안에서부터 본래 독립자문을 위한 단일 법률의 입안을 고려하지 않았다. 이에 따라 독립투자자문과 관련하여 증권거래법과 영업법(Gewerbeordnung: GewO)<sup>92)</sup>에 구체적인 관련 내용들이 편입되었다. 이 법의 목적은 법적으로 무보수의 투자자문을 수수료 또는 보수에 기반한 투자자문의 대안으로 삼은 것이다.<sup>93)</sup> 법제화 이전의 실상에서는 출연 또는 대가의 공개에 대한 의무가 있음에도 불구하고 투자권유·자문과 수수료 또는 보수 사이의 관계가 고객에게 자주 인식되지 못했다.<sup>94)</sup> 그래서 투자자문사 개인의 수수료 또는 보수의 이익에 근거한 부적절한 자문의 위험을 줄이고자 투자자문에 관한 법적 기준을 마련하면서, 추가적인 자문형태로서 독립투자자문을 분류하고 전통적인 투자자문과는 구별하고 있다. 증권거래기업에게는 사전정보제공의무, 행위 의무, 출연 또는 대가금지, 정가거래금지 등의 규제가 이루어지고 있다. 기타 독립투자자문사의 등록, 명칭보호, 과징금의 내용을 담고 있다.

2007년 말 금융위기 이래로 독일 입법자들은 재차 투자자 또는 소비자를 보호하고자 금융시장 또는 자본시장에 영향을 미쳤다. 최근까지도 이러한 현상은 지속적으로 나타나고 있다. 연방하원은 2015년 5월 22일 옴니버스법률의 하나인 소액투자자보호법(Kleinanlegerschutzgesetz)

---

91) 정식 명칭은 “Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente vom 15. 7. 2013”이다.

92) 이 법은 영업의 자유를 원칙으로 삼고 있어, 이 법에 의해 예외 또는 제한이 규정되거나 허가되지 않는 이상, 영업의 영위는 누구에게나 허용된다(영업법 제1조 제1항). 그래서 통상적으로 허가보다는 신고가 필수적이다(같은 법 제14조).

93) Müchler/Trafkowski, Honoraranlageberatung: Regulierungsvorhaben im deutschen und europäischen Recht, ZBB 2013, 101 (105).

94) *Ibid.*, 106.

을 통과시켰다. 이 법은 2015년 6월 12일 연방상원의 동의를 얻은 후, 일부 규정을 제외하고 2015년 7월 10일에 시행되었고, 나머지 규정은 2016년 1월 1일부터 시행되고 있다. 이 법의 목적은 소비(생활)자가 투명하지 않고 신뢰할 수 없는 금융상품과 이에 따른 경제적 손해에 대한 보다 나은 보호를 받도록 함에 있다. 특히 이 법은 투자자가 거짓 광고로 인해 피해를 입지 않도록, 기존의 자산투자법을 강화하고, 투자자의 정보 비대칭을 개선시키는데 조력하고 있다. 이는 저위험 고수익의 기회가 늘어나도록 조정하고, 최종적으로 다수의 투자자에게 자산손실을 예방하는 차원에 있다. 무엇보다도 소액투자자보호법은 자본시장의 회색지대<sup>95)</sup>에서 나타나는 금융투자를 염두에 두고 있다. 과거 이러한 시장에 대한 엄격하지 않은 감독과 동시에 자본시장의 이러한 영역의 규제밀도도 성질상 마찬가지로 낮아지는 것이 명백하였다.<sup>96)</sup> 이는 신뢰할 수 없는 금융서비스제공자로 하여금 불투명하게 행동하게 했고, 특히 공격적인 오인광고로 소액투자자가 투자 시 의도를 알 수 없는 완전히 고위험의 투자로 유인되는 결과를 낳았다.<sup>97)</sup> 이에 독일의 입법자들은 회색자본시장에 대한 강력하고 개선된 규제를 통해, 투자자 또는 소비자 보호의 이익과 평등한 경쟁의 이익에서 정상적인 자본시장과 회색자본시장 사이에 규제 차이를 제거하려고 시도하고 있다.<sup>98)</sup> 소액투자자보호법의 주요 내용을 다시금 정리하면 다음과 같다.<sup>99)</sup>

95) 이는 정상적인 금융시장 및 자본시장과 같이 국가적인 금융감독(Finanzaufsicht)을 받지 않는 것이 아니라, 정통적인 영업감독(Gewerbeaufsicht)을 받는 금융시장의 한 부분이다, Roth, Das neue Kleinanlegerschutzgesetz, GWR 2015, 243.

96) *Ibid.*

97) *Ibid.*

98) *Ibid.*

99) beck-aktuell Gesetzgebung, “Ziel des Kleinanlegerschutzgesetzes”, <http://rsw.beck.de/aktuell/gesetzgebung/gesetzgebungsvorhaben-ziel-des-gesetzes/kleinanlegerschutzgesetz> (최근 접속일: 2016. 6. 18).

- 자산투자의 최소투자기간의 시행(자산투자법 제5a조)
- 투자설명 의무의 구체화와 확대(자산투자법 제6조)
- 자산투자자에 대한 공모 종료 후 특정한 정보제공의무(자산투자법 제10a조)
- 조력자의 인적 맞춤에 대한 보충적인 언급(자산투자법 제15a조)
- 재무회계 의무의 강화(자산투자법 제24조 제5항~제8항)
- 상품관리(product governance)절차의 시행(증권거래법 제33조 제3b항~제3d항)

유럽연합의 집합투자기구 지침 V를 수용한 법(OGAW-V-Umsetzungsgesetz)<sup>100)</sup>은 2016년 1월 29일에 연방하원에서 통과되었고, 2016년 3월 18일부터 시행되고 있다. 이에 따라 본질적인 내용인 신용펀드(Kreditfond) 즉, 펀드에 의한 신용공여의 법적 기준이 마련되었다.<sup>101)</sup> 이때 내용적으로 대부분 신용을 공여하거나 적절한 채권을 취득하는 의존적인 투자수단이 문제된다.<sup>102)</sup> 또한 연방하원은 자본투자법을 추가적으로 개정하는 계기로 삼고 있다. 신용펀드의 현실적인 경제적 의의는 우선 금융기관의 자기자본상의 중요한 위험을 감소하거나 유럽연합의 자기자본규칙의 대외적인 신용체제에 보다 더 잘 일치시키는 시도에서 찾을 수 있다.<sup>103)</sup> 다른 한편, 신용펀드는 현재 불투명한 투자가능성을 고려하여 기관투자자에게 관심 있는 대안이 될 수 있다.<sup>104)</sup> 마이

---

100) 정식 명칭은 “Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen”이다.

101) Zander, DB 2016, 331.

102) Hanten\_von Tiling, Kreditfonds, WM 2015, 2122.

103) *Ibid.*

104) Zander, DB 2016, 331.

너스 금리로 인한 투자위기상황은 여러 기관투자자에게 있다. 이와 함께 유럽의 장기투자펀드 모델은 자본투자법에 근거를 두고 있다. 비개방형 국내 공모대체투자펀드와 관련해 자본투자법 제261조(인가된 자산대상, 투자한계) 이하에서 소액투자자에게 특정한 대체투자펀드의 판매를 허용한 이후, 유럽장기투자펀드의 도입은 불필요한 것으로 여겨지고 있다.<sup>105)</sup>

2016년 5월 13일에는 유럽연합의 법제에 근거한 제1차 금융시장규정의 개정을 위한 법률(이른바 금융시장개정법률)<sup>106)</sup>이 시행되었다. 여기에 영향을 준 유럽연합의 법제로는 시장남용지침, 시장남용규칙, 증권예탁결제규칙,<sup>107)</sup> 소액투자자상품규칙이 있다. 주요한 내용으로는 다음과 같다.<sup>108)</sup>

- 시세조종 및 내부자거래의 형사상 구성요건의 확대 및 강화
- 감독기관의 감시 및 개입권한의 강화
- 증권예탁결재의 허가와 감독에 대한 은행법 및 증권거래법상 규정의 조화
- 질서위반의 포괄적인 사항의 규범화
- 개별 법률상 관할기관 개입권한의 조절 및 수용
- 개별 감독법상 제재사항의 확대

105) *Ibid.*, 334.

106) 정식 명칭은 “Erstes Gesetz zur Novellierung der Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (1. Finanzmarktnovellierungsgesetz)”이다.

107) 정식 명칭은 “Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 Text with EEA relevance, OJ L 257, 28.8.2014, p. 1”이다.

108) Roth, Aktuelle Entwicklungen des Kapitalmarktrechts - Ein Überblick, GWR 2016, 67 (71); Deutscher Bundestag, Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, Drucksache 18/7482, 8. 2. 2016, S. 2~3, <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/074/1807482.pdf> (최근 접속일: 2016. 6. 17).

- 소액투자자상품규칙에 따른 기본정보제공지의 작성 시 장래 상품정보제공지에 관한 회원국의 추가의무 부존재
- 이해상충에 대한 사원(공익신고자)의 비밀신고를 위한 증권거래소법상 공익신고시스템의 도입
- 유형자산에 대한 직접투자 부문에서 특정한 상황의 고려

이와 함께 이어서 제2차 금융시장개정법률도 입법이 진행되고 있으며, 이후에는 금융상품시장지침 II와 금융상품시장규칙의 수용이 이루어질 예정이다.<sup>109)</sup> 왜냐하면 후자의 법제들은 2018년 1월 3일부터 시행이 요청되고 제2차 금융시장개정법률의 범주에서 자국법으로 받아들여야하기 때문이다.

예금보호 및 투자자 손실보상의 필요성과 목적은 크게 두 가지 측면에서 볼 수 있다. 하나는 금융시스템 안정화의 확보이고, 다른 하나는 예금자 및 투자자의 보호이다. 유럽연합의 투자자보상시스템지침과 예금보호시스템지침을 종합하여 예금보호 및 투자자보상법(Einlagen sicherungs und Anlegerentschädigungsgesetz: EAEG)을 마련했었다. 이후 이 법은 2015년 7월부터 더 이상 유효하지 않다. 현재는 예금보호법(Einlagensicherungsgesetz: EinSiG)과 투자자보상법(Anlegerentschädigungsgesetz: AnlEntG)으로 분법되어 유럽연합의 지침을 수용하고 있다. 이는 손실보상 사유의 발생 시 예금자가 동시에 예금보호법 및 투자자보상법에 따라 그의 거래은행에 대한 청구권을 갖는 결과를 낳는다.<sup>110)</sup>

다른 한편, 기명식회사채(Namenschuldverschreibung)의 형식에서 구조화된 금융상품이 예금보호의 대상이 될 수 있는지는 발행인이 예금보호기관의 회원인지 여부와 함께, 내용적인 형성과 비율에 달려 있다.<sup>111)</sup> 무기명식회사채(Inhaberschuldverschreibung)는 예금보호기관의 보

---

109) Roth, GWR 2016, 67 (71).

110) Berger, BKR 2016, 144.

111) Dreher in Zerey, Finanzderivate (2016), §13 Rn. 40.

호범위에서 벗어나 있는 것이 일반적이다.<sup>112)</sup> 기명회사채의 발행 시 독일연방은행협회에 사적 은행업이 예금보호기금의 참여기관으로 문제되는 경우, 기명회사채로부터 발생한 채무는 원칙적으로 적절한 보호를 받을 수 있다.<sup>113)</sup>

### 제 3 절 소 결

유럽연합의 법제 동향과 원칙에 대한 이해와 함께 독일에서의 자산 관리 관련 법제와 성질상 규제 동향을 개괄적으로 살펴보았다. 이에 따르면, 금융시장과 자본시장을 효율적이며 내성을 갖춰 보다 투명하도록 이끌어 나가고 있고, 보다 견고한 주변 환경을 구축하도록 하고 있다. 즉, 이러한 동향은 건전성, 안정성, 투명성, 소비자 보호로 요약될 수 있다. 규제적 조치의 다양함은 투자자 보호의 더 나은 개선과 자본시장에서 더 큰 신뢰를 형성하기 위해 자본시장 관련법제에서 중요성과 실천의 필요성을 보여준다. 자본시장의 안정화는 심각한 금융 위기와 연계하여 여전히 중요한 의미를 지니고 있다. 유럽 및 독일의 입법자들은 서비스제공자들의 개별적인 정보제공의무를 수정할 때 정보홍수의 문제에 대해 점점 더 고민하고 있다. 또한 차등화된 질적 규제와 이해상충 및 판매금지상품의 예방을 엄격한 기준에 맞추고 있다. 예를 들어, 투자자 평등, 설명에 의한 합리적인 투자판단, 투자 관련 자문, 전문적인 자산관리 등 자본시장 관련 법제의 개별적인 규제 목적 사이를 구별 지으면서, 상이한 조치들은 최선으로 구성된다. 이때 투자모델의 윤곽은 각 규제목적에 의해 정해지고, 세분화되면서 서로 다르게 나타난다.

다른 한편 2015년 9월 15일 유럽위원회는 자본시장연합(Capital Markets Union: CMU)을 이루기 위한 행동계획을 수립하여 유럽연합

112) *Ibid.*

113) *Ibid.*

의 자본시장 발전과 통합을 가속화하고 있다. 다만, 이는 은행연합(European Banking Union)과 달리 제안된 조치에서 단일감독을 포함하여 전체적으로 포괄적인 규제보다는, 단일감독의 공백에서 완전히 구별되는 종류의 여러 개별적인 조치가 문제되고 있다. 이러한 행동계획의 핵심에서 가장 본질적인 점은 유럽경제의 성장으로서 중소기업의 진흥에 있다. 시장기능 및 투자자 보호와 함께 기업보호 또는 기업진흥은 유럽 자본시장규제의 목적이다. 다만, 기업보호와 투자자 보호라는 규제목적 사이에서 적절한 균형을 찾아야 한다. 이것이 이루어지고 투자자의 신뢰가 자본시장에서 회복된다면, 자본시장연합은 유럽연합에서 자본시장을 진전시키고, 다른 자본시장과의 격차를 줄이는 충분한 잠재력을 가지게 될 것이다.

## 제 4 장 개인소액투자자 보호를 위한 개별법제의 주요 내용

앞에서는 자산관리와 관련하여 유럽연합의 규칙과 지침의 동향에 대한 개괄적인 이해와 함께 독일의 법제적 근거와 상황을 파악해 보았다. 이를 바탕으로 이하에서는 개인금융자산관리 시 개인소액투자자 보호와 연관이 있는 개별법제상 금융상품 및 독립투자자문과 집합투자 규제, 개인소액투자자 보호, 자본투자법상 철회권 및 입증책임 문제를 살펴보기로 한다.

### 제 1 절 금융상품 규제

불투명하고, 복잡한 금융상품은 투자자로 하여금 상품구성에서 위험을 인식하는 것을 어렵게 만든다. 상품관리규제는 충분한 투자자 및 소비(생활)자 보호에 관한 논의의 결과에 해당한다. 이에 관한 내용은 유럽연합의 금융상품시장지침을 바탕으로 증권거래법에서 담고 있다.

유럽연합의 소액투자자상품규칙에 따른 기본정보제공지는 소액투자자 또는 금융소비(생활)자가 최적의 투자선택을 할 수 있도록 최소한의 기준을 제시하고 있다. 구체적으로는 첫째, 상품정보자료에는 상품의 주요 특성과 해당 상품투자에 따른 위험 및 비용에 대한 정보를 알기 쉽게 명료하고 평이하게 서술해야 하며 둘째, 상품정보자료의 구조·내용·표현과 관련하여 공통기준을 따르도록 하여 금융소비(생활)자 또는 소액투자자가 다양한 금융상품을 비교·선택할 수 있도록 하고 있다.<sup>114)</sup> 여기에서 고객의 금전은 간접적으로 자본시장에 투자되

114) 변혜원/정인영, “행동경제학적 접근방식에 기초한 금융소비자정책 사례와 시사점”, KiRi Weekly 제370호, 보험연구원, 2016. 2. 1, 4면, [http://www.kiri.or.kr/pdf/%EC%A0%84%EB%AC%B8%EC%9E%90%EB%A3%8C/KIRI\\_20160129\\_17916.pdf](http://www.kiri.or.kr/pdf/%EC%A0%84%EB%AC%B8%EC%9E%90%EB%A3%8C/KIRI_20160129_17916.pdf) (최근 접속일: 2016. 6. 17).



거나, 투자액의 반환청구는 기타 방법으로 특정한 증권에 성과 또는 기준과 연관되어 있다.

금융상품시장지침 II의 규제는 재차 강화된 자문요건과 더불어 상품금지와 상품형성조건 또는 상품인가의 필요요건을 포함하고 있다. 이 지침을 독일의 국내법으로 적절히 수용함에 있어 옴니버스법률의 입법형식을 갖춘 소액투자자보호법은 증권거래법에 상품관리를 위한 규정들을 마련해 두고 있다.

금융상품관리에 따르면, 증권회사는 이미 금융상품의 개발 시에 수반되는 의무를 준수해야 한다. 즉, 증권에 대한 정보지와 자산투자정보지에서 투자제안을 겨냥한 고객의 범위를 특정하고 관련 투자그룹에 대한 중요한 모든 위험을 평가할 의무가 있다.<sup>115)</sup> 금융상품판매와 관련한 공시방법은 투자자에 적합하게 형성되고 개인투자자 보호를 위해 상당히 유용하여야 한다. 투자자문사는 고객에게 금융상품의 계약체결 전 적절한 시기에 짚막하고 간단하게 이해하기 쉬운 금융상품에 대한 정보지를 제공할 의무가 있다(증권거래법 제31조 제3a항).<sup>116)</sup> 다만, 이른바 단순히 선전성이 짙은 상품프로슈어는 설명서 품질에 맞지 않다.<sup>117)</sup>

고도로 복잡한 투자상품에서 사정에 따라 고객에게 상품의 적시 판매를 통해 시장가격위험을 관리할 수 있도록, 은행이 고객에게 어떤 소프트웨어의 도움으로 복잡한 위기관리의 수용을 제공하는 것은 자문의 투자자정의에 부합해야 한다.<sup>118)</sup> 다만, 정보제공의무와 보호의무는 투자자문계약에서 도출되며, 취득한 자본투자상품의 관리에 협력할 의무는 그렇지 않기 때문에 위의 판단에 대한 의문이 제기된다.<sup>119)</sup>

---

115) Assmann in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 1 Rn. 94.

116) *Ibid.*, § 1 Rn. 103; *ibid.*, § 13 Rn. 12.

117) Edelmann in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 3 Rn. 22.

118) Seibert, *op. cit.*, Teil C § 1 Rn. 43.

119) *Ibid.*

‘CMS spread ladder swap’ 또는 ‘cross currency swap’과 같이 고도로 복잡한 자본투자상품에 대해 자문을 할 때에 투자자문사는 판례에 따라 거래위험에 대한 설명을 자문사 스스로도 가지고 있는 동등한 인식수준과 지식수준으로 투자자를 위해 중개할 의무가 있다.<sup>120)</sup> 2007년 11월 1일 유럽연합 금융상품시장지침을 증권거래법에서 수용하면서 진정한 단순판매라는 거래종류가 도입되었다.<sup>121)</sup> 감독법상 진정한 단순판매가 되기 위해서는 다음의 요건을 충족해야 한다(증권거래법 제 31조 제7항 1호).<sup>122)</sup>

- 특정한 증권서비스(예를 들어, 금융중개행위, 자기거래, 체결중개 및 투자중개)를 위해 이러한 거래양식 존재
- 이러한 증권서비스는 복잡하지 않은 완전히 특정한 금융상품과 관련되어야 함
- 이 판매행위는 고객의 희망으로 이루어져야 함

여기에서 진정한 단순판매행위는 복잡하지 않은 금융상품으로 제한되어 있는데 다음에 대한 증권서비스와 관련이 있다.<sup>123)</sup>

- 조직화된 시장과 동가치의 시장에서 거래를 위하여 인가된 주식
- 단기금융시장상품
- 회사채와 파생상품이 개입되어 있지 않은 기타 증권화된 채무명의
- 투자자산의 지분
- 기타 복잡하지 않은 금융상품

2017년부터는 투자상품의 정보홍수를 줄이기 위해 단일상품정보지가 도입된다.<sup>124)</sup> 이는 비용, 기회, 위험 등 모든 본질적인 사항을 일목

120) *Ibid.*, Teil C § 1 Rn. 74.

121) *Ibid.*, Teil B § 12 Rn. 1.

122) *Ibid.*, Teil B § 12 Rn. 3.

123) *Ibid.*, Teil B § 12 Rn. 6.

124) Das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV), Mehr Transparenz

요연하게 리스트에 언급해야 한다. 그 외에 앞으로 모든 금융상품은 기회와 위기부문에서 분류되어야 하고, 실질적인 비용을 공개해야 한다. 또한 제공자의 변경 시 비용은 최대 150유로를 부담해야 한다.

## 제 2 절 독립투자자문 규제

독립투자자문에 관한 내용은 주로 독립투자자문법, 증권거래법, 영업법에서 다루고 있다. 독일에서는 이미 2013년 독립투자자문법에 따라 2014년 8월부터 금융상품에 대한 독립투자자문사가 활동하고 있으나, 독립투자자문은 조금씩 계속해서 구축되어 가고 있다. 연방금융감독원(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)은 현재 부동산금융에 대한 독립투자자문에 대한 법률상 근거를 처음으로 마련하였고, 독립자문사에 대한 요건을 규정하고 있다. 이어서 보험자문 또는 보험중개에 접근하여 독립자문을 보다 명확히 규정하게 된다.<sup>125)</sup>

유럽연합의 입법자와 독일의 입법자는 전통적인 수수료 또는 보수에 근거한 투자자문을 자본투자자문의 투자자 형평(Anlegergerechtigkeit)과 관련한 하자에 대한 본질적인 원인의 하나로 여기고 있었다.<sup>126)</sup> 그래서 입법자들은 수수료 또는 보수에 근거한 투자자문에 투자자문보수의 대안적 모델을 덧붙이고 있다.<sup>127)</sup> 따라서 독립투자자문법에 의해 최소한 감독법 측면에서 투자자문의 새로운 유형이 제시되고 있다. 이는 주로 증권거래법에 반영되었고, 증권거래법상 독립투자자문에 상대가 되는 독립금융자문에 대한 규제는 영업법에서 다루고 있다. 투자자문의 새로운 유형은 독립투자자문사의 행위 의무와 조직상 의무와 관련한다. 증권거래법상 구체적인 사항은 다음과 같다.<sup>128)</sup>

---

bei Finanzprodukten, RdF-News 2016. 3. 16; 이하 단락의 내용은 여기에서 요약함.

125) *Ibid.*

126) Seibert, *op. cit.*, Teil A § 3 Rn. 41.

127) *Ibid.*

128) *Ibid.*

- 행위의무(같은 법 제31조 제4b항~제4d항)
- 출연(Zuwendung) 또는 대가금지 및 인도금지(같은 법 제31조 제 4c항 2호)
- 정가거래(Festpreisgeschäft)금지(같은 법 제31조 제4d항 2문 및 3문)
- 조직상 의무(같은 법 제33조 제3a항). 증권회사가 배타적으로 투자자문을 제공하거나 독립투자자문을 조직상·기능상·인적으로 기타 투자자문과 구별하는 경우, 독립투자자문으로서 투자자문을 제공해야 함
- 연방금융감독원에 등록의무(같은 법 제36c조)
- 명칭보호(같은 법 제36d조)

유통시장에서 일반적인 투자자문 시 증권회사는 필요한 범위 안에서 개인고객의 지식과 경험, 투자목적, 재정적 위험부담능력을 탐지해야 한다(증권거래법 제31조 제4항 1문). 이어서 이러한 탐지결과에 근거하여 고객을 위해 추천한 거래의 적합성을 확인할 의무가 있다(같은 조 같은 항 2문). 그래서 증권회사는 오직 고객에게 적합한 금융상품만을 권유해야 한다(같은 조 제4a항). 구체적으로 적합성 심사에 의해 다음의 사항을 확인해야 한다.<sup>129)</sup>

- 권유하고자 하는 구체적인 거래가 고객의 투자목적에 합치하는지 여부
- 고객이 거래와 연관된 위험을 재정적으로 부담할 수 있는지 여부
- 거래와 연관된 위험을 적시에 평가할 수 있기 위해, 고객이 충분한 지식과 경험을 가지고 있는지 여부

독립투자자문을 제공하는 증권회사는 고객에게 자문을 시작하기 전 적절한 시기에 그리고 이해할 수 있는 형식 또는 필요한 경우 표준화

---

129) *Ibid.*, Tei□l B § 9 Rn. 8.

된 것으로 해당 투자자문은 독립투자자문으로 제공됨을 알려야만 한다(증권거래법 제31조 제4b 1문). 반대로 보편적인 투자자문을 요청한 고객에게는 이러한 상황에 대해 명시적으로 알려지지 않는다. 이러한 경우 고객에게 투자자문사와 합의한 출연 또는 대가의 존재, 종류, 수준에 대해 언급하게 된다.<sup>130)</sup> 독립투자자문의 대상은 그 밖의 투자자문의 경우와 같이 고객에 대해 증권, 단기금융시장상품, 파생상품, 자산투자 등 특정한 금융상품의 거래와 관련한 개인적인 권유이다. 권유 시 증권회사는 종류, 제공자 또는 발행자와 관련해 충분히 유포되어 있어야 하는 시장에 제공된 금융상품의 충분한 경우의 수를 기반으로 해야 한다.<sup>131)</sup> 또한 자문근거는 자문하는 기업, 이와 밀접하게 또는 기타 방법으로 경제적으로 연관되어 있는 발행자 또는 제공자의 금융상품으로 제한되어 있어서는 안 된다(증권거래법 제31조 제4c항 1문 1호). 만약 이러한 발행자 또는 제공자의 금융상품이 추천된 경우, 자문사는 고객에게 권유의 교부 전 적절한 시기에 이해할 수 있는 양식으로 이러한 상황 및 거래체결에 해당 기업 자신의 기회이익에 대해 언급해야 한다(같은 법 같은 조 제4d항 1문). 밀접한 연관이 있는 것이란 증권회사가 직·간접적으로 최소한 제공자 또는 발행자의 자본 또는 의결권의 20%를 가지고 있는 경우이다.<sup>132)</sup> 포괄적인 시장분석에 대한 의무는 독립자문 규제의 핵심사안인 출연 또는 대가의 수취금지와 직접적인 관련이 없다. 오히려 독립투자자문사의 독립성은 고객에게 독립투자자문의 필요에 대한 다양한 자극을 주기 위해 이러한 의무를 통해 다양한 근거 위에 놓아두어야 한다.<sup>133)</sup>

독립투자자문은 투자자문사가 통상적으로 고객으로부터가 아닌 그 외에 상품제공자 또는 발행자로부터 받는 수수료 또는 보수에 기반한

130) Mühler/Trafkowski, ZBB 2013, 101 (106).

131) *Ibid.*, 107; Seibert, *op. cit.*, Teil B § 13 Rn. 5.

132) Mühler/Trafkowski, ZBB 2013, 101 (107).

133) *Ibid.*

투자자문에 대응해야 한다.<sup>134)</sup> 이처럼 증권거래법 제31조 제4b항 2문과 제4c항 1문 2호에 의한 출연 또는 대가금지의 준수는 독립투자자문사에게 최고의 의무에 해당한다.<sup>135)</sup> 이에 따라 “증권회사는 독립투자자문에 대해 오직 고객으로부터만 보수를 지급받도록 해야 한다. 독립투자자문과 관련하여 이러한 서비스의 고객이 아니거나 이를 위해 고객이 위임하지 않은 제3자로부터 비금전적 출연 또는 대가도 결코 받아서는 안 된다. 다만, 권유한 금융상품 또는 동일한 방식에서 적합한 금융상품이 출연 또는 대가 없이는 취득할 수 없는 경우에만 금전적 출연 또는 대가를 받아야 한다. 금전적 출연 또는 대가는 이러한 경우 수취 후 지체 없이 그대로 고객에게 지급해야 한다.”

독립투자자문을 제공하는 증권회사는 독립투자자문에 기초한 거래 체결을 자기 계정을 위해 고정 또는 특정 가능한 요금이 있는 고객과의 거래로 처리해서는 안 된다(증권거래법 제31조 제4d항 2문). 다만, 증권회사 자체가 해당 금융상품의 공급자 또는 발행자인 경우에만 예외적으로 허용된다(같은 항 3문).

위의 행위의무와 더불어 독립투자자문사는 특별한 조직상의 의무가 있다. 증권회사가 독립투자자문을 하든 통상적인 수수료 또는 보수 기반의 자문을 하든, 이 두 영역은 조직상, 기능상, 인적으로 분리되어 있어야 한다(증권거래법 제33조 제3a항). 증권회사는 고객이익과 이해상충이 결코 발생할 수 없다는 독립투자자문을 위한 판매조건을 마련해야 한다(같은 조 제1항 2문 3a호).

새로운 특징 중에 하나로 독립투자자문사, 독립투자자문 또는 이러한 용어를 포함한 명칭을 회사에서 영업 또는 광고목적으로 사용하고 자 할 경우, 투자자문사는 미리 연방금융감독원의 홈페이지에 있는 공식적인 독립투자자문사 등록부에 등록을 하여야 한다(증권거래법 제

134) *Ibid.*, 109.

135) *Ibid.*

36d조 제1항). 이로써 독립투자자문사는 이른바 명칭보호를 받게 된다.

덧붙여 독립금융투자자문사(Honorar-Finanzanlagenberater)는 독립투자자문사에 대해 영업법상 대응되는 개념이다. 독립투자자문사는 상품 제공자에 의한 어떤 출연 또는 대가를 받은 바 없거나, 그밖에 방법에서 상품제공자에게 의존하지 않고 영업상 금융투자를 위해 투자자문을 제공하는 영업자를 말한다(영업법 제34h조 제1항 1문).<sup>136)</sup> 또한 이들도 관할기관으로부터 허가를 받아야 한다(같은 문). 금융투자의 개념은 증권거래법상 금융상품의 개념보다 좁아서, 단지 자본투자회사 또는 투자주식회사의 지분증서 또는 주식, 공개적으로 판매할 수 있는 외국투자지분, 합자회사 형태에서 비개방형 펀드에 대해 공개적으로 제공된 지분, 자본투자법상 기타 자본투자자로 파악된다.<sup>137)</sup> 독립금융투자자문에 대한 이러한 요건을 충족하지 않는 영업법상 규제된 투자자문사는 영업법상 금융투자중개자(Finanzanlagenvermittler)에 해당한다.<sup>138)</sup> 독립금융투자자문사는 금융투자중개자와 마찬가지로 등록기관으로서 상공회의소 등에 등록을 해야 한다(영업법 제11a조). 독립금융투자자문사도 특별한 의무로서 금융투자의 권유 시 시장에 제공된 금융투자의 충분한 경우의 수를 기초로 하여야 한다.<sup>139)</sup> 이는 그의 허가 시에 포함되어 있고, 종류와 제공자 또는 발행자에 따라 충분히 유효되어 있고, 제공자 또는 발행자로 제한되어 있지 않다.<sup>140)</sup>

자본투자법상 집합투자모델의 조직 및 거래형태의 구성으로는 집합투자기구와 대체투자펀드, 개방형 및 비개방형 투자자산, 공모투자자산과 특별대체투자펀드, 유럽 및 해외펀드가 있다.<sup>141)</sup> 자본투자법의

---

136) Seibert, *op. cit.*, Teil A § 3 Rn. 18; *ibid.*, Teil B § 13 Rn. 13.

137) Mächler/Trafkowski, ZBB 2013, 101 (112~113).

138) *Ibid.*, Rn. 113.

139) *Ibid.*, Rn. 113~114.

140) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 13 Rn. 16.

141) Jakovou in Langenbacher/Bliesener/Spindler, *op. cit.*, Kap. 39 Rn. 13~24 참조.

적용범위를 벗어난 외관형태로는 부동산투자신탁주식회사와 주로 계약상 합의에 따른 투자클럽, 패밀리 오피스(family office) 일임매매계좌(Treuhandsammelkonto; managed account) 등이 있다.<sup>142)</sup>

### 제 3 절 집합투자 규제

집합투자에 대한 내용은 주로 자본투자법에서 규정하고 있다. 자본투자는 자본투자자에 의해 개인적으로 또는 집합적으로 이루어질 수 있다. 하지만 자본투자법상의 적용대상은 집합투자에 한정된다. 그래서 금전이 다수의 자본투자자에 의해 자본가치보존과 수익확대라는 특정한 투자목적에 의해 제공된 경우, 이 법에서는 일반적으로 집합투자의 형태를 투자펀드(Investmentfonds)라고 칭하며, 이러한 명칭에 대해 법적 보호를 받는다(같은 법 제3조).<sup>143)</sup> 이의 배경에는 규모의 경제 효과를 이용하여 다른 이와 공동으로 비용이 적게 드는 집합자산관리(kollektive Vermögensverwaltung)<sup>144)</sup>에 참여하고자 하는 경제적인 의도가 있다.<sup>145)</sup> 자본투자법은 집합투자기구 지침과 대체투자펀드운용자 지침의 수용에서도 볼 수 있듯이 투자행위의 모든 허용된 형태를 규정하고 있다. 위험이 집적된 투자펀드는 사모펀드, 헤지펀드, 부동산펀드 등의 투자와는 별도로 파악되어야 한다.<sup>146)</sup> 그래서 이로부터 개인자산관리로서 은행법상 금융자산관리와 투자관리로 고려하며, 판단여지를 갖고 타인을 위해 개별적으로 금융상품에 투자한 자산관리는 구별해야 한다.<sup>147)</sup> 따라서 투자의 공동성이 부족한 경우, 일반적으

142) *Ibid.*, Kap. 39 Rn. 25~28 참조.

143) Eckhold/Balzer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 22 Rn. 1.

144) 집합자산관리는 금융자산관리(Portfolioverwaltung), 리스크관리, 행정적 활동, 자기 투자지분의 판매, 대체투자펀드의 자산대상과 관련한 활동을 포함한다(자본투자법 제1조 제19항 제24호).

145) Eckhold/Balzer, *op. cit.*, § 22 Rn. 1.

146) *Ibid.*, § 22 Rn. 6.

147) *Ibid.*



로 은행법상 허가를 요하는 금융자산관리를 취해야 한다.

자본투자법 제192조부터 제211조까지는 집합투자기구에 대해 허용된 자산대상과 결정적인 투자 및 발행한계를 규정하고 있다. 대체투자펀드에 대한 규제와는 달리 집합투자기구는 집합투자가 증권과 그 밖에 유동성 금융투자에 위험분산의 원칙에 따라 이루어지는 것을 전제로 한다.<sup>148)</sup> 대체투자펀드를 위한 위험분산 또는 위험다각화 원칙은 확립된 특징이 아니다. 기본적으로 상품규제는 유럽법상 영역에서 기인한다. 집합투자기구펀드로의 분류는 조직구조상의 결과이다. 대체투자펀드와는 달리 집합투자기구는 특히 해외에서 다른 집합투자기구펀드와 융합되거나 모태펀드구조로 연결될 수 있다.<sup>149)</sup>

집합투자기구의 허용된 자산대상은 증권, 단기금융시장상품, 은행자산, 파생상품, 기타 투자상품을 포함한다. 이에 속한 투자 및 발행 제한에는 특히 특정한 자산대상에 투자를 위한 한도를 규제하고 있다. 공매도, 귀금속과 귀금속 보증서의 취득은 명시적으로 허용되지 않는다.

유럽 입법자들의 입장에 따르면, 대체투자펀드에 의한 신용공여는 대체투자펀드 자본관리회사의 집합자산관리상 한 부분이며, 대체투자펀드를 위해 원칙적으로 허용되고 있다.<sup>150)</sup> 집합투자기구 자본관리회사는 집합투자기구의 계산으로 금전소비대차를 제공해서는 안 된다.<sup>151)</sup> 이는 집합투자기구지침의 내용과도 일치한다. 그래서 신용공여는 대체투자펀드로 제한되며, 이러한 경우 대체투자펀드는 은행법상 의무를 요하지 않는 집합자산관리의 범위에서 신용을 공여하여야 한다.<sup>152)</sup>

---

148) Eckhold/Balzer, *op. cit.*, § 22 Rn. 7.

149) Jakovou in Langenbucher/Bliesener/Spindler, *op. cit.*, Kap. 39 Rn. 205.

150) Zander, DB 2016, 331 (331~332).

151) *Ibid.*

152) *Ibid.*

## 제 4 절 소액투자자보호법상의 보호

금융서비스 영역에서 보다 개선된 소비(생활)자 보호는 유럽연합의 자본시장지침 II의 사전조치라는 의미도 내포하고 있는 소액투자자보호법에 의하여 이루어지고 있다. 핵심적인 사항들은 자산투자법에 담겨있다. 구체적으로는 자산투자법상 면제규정, 크라우드펀딩, 설명의무에서 면제, 설명의무의 내용에서 최소명시·대체공포·새로운 중요한 상황의 발생 시 보충의무, 자산투자정보지의 작성, 투자광고의 비율, 제공종료 시 발행인의 의무 등이 있다. 이와 함께 소비(생활)자 보호와 자산투자법과 충돌 측면에서 연방금융감독원의 역할과 권한이 중요하다.

자산투자법의 적용범위와 관련하여 이익참가부 대출 또는 후순위대출이 포함되었다(자산투자법 제1조 제2항 3호 및 4호). 이를 통해 항의권 또는 익명출자의 발행에 대해 자금을 조달하는 기업과 이익참가부 후순위대출을 받은 기업 사이에 공정경쟁이 회복된다.<sup>153)</sup> 협동조합의 지분이 자산투자법에 의해 고려되지 않는 것은 이와 관련이 있으며, 자산투자법의 적용을 위한 요건은 공모이기 때문이다.<sup>154)</sup> 또한 이자발생과 상환에 대한 청구권을 보장하거나 때때로 금전의 양도를 위한 교환으로 현금청산을 위한 재산적 가치가 있는 청구권을 중개하는 그 밖의 투자도 대상이 된다(자산투자법 제1조 제2항 7호).

투자형 크라우드펀딩의 초기에 소액투자자는 우선적으로 익명조합을 통해 자금을 조달하는 기업에 참여하였다. 이는 투자자가 상법 제 233조의 지배권을 갖는다는 점에서 투자자에게 유리했다. 하지만 자산투자법상 설명의무의 예외가 너무 협소하여 투자자에게 법정 지배

153) Bujotzek/Mocker, Kleinanlegerschutzgesetz - offene Fragen beim Crowdfunding, BKR 2015, 358 (358-359).

154) Buck-Heeb, Das Kleinanlegerschutzgesetz, NJW 2015, 2535 (2535~2536).

권을 중개하지 않는 이익참가부 대출이 고려되었다. 또한 새로운 설명예외조항의 좁은 적용범위로 인하여 이러한 경향은 강화되었다.<sup>155)</sup> 자본투자법에서는 2가지 조치를 통해 투명성을 높이고 있다. 하나는 협동조합회원이 계약체결 전에 제공된 자산투자에 대한 본질적인 정보를 받도록 이사가 조력해야 한다는 것이고(자산투자법 제2조 제2항), 다른 하나는 설명의무가 없음을 언급해야 한다는 것이다(같은 항).

특히, 신생 창업기업에게 인터넷을 통한 그의 영업모델의 자금조달이 자산투자법에 의해 제한을 받지 않도록 하기 위해 크라우드펀딩을 위한 특별규정이 도입되었다. 다만, 대출형 크라우드펀딩과 달리 투자형 크라우드펀딩만 원칙적으로 자산투자법에서 고려된다.<sup>156)</sup> 그래서 자산투자법상 설명의무와 연차보고의 적용 예외(자산투자법 제2a조)는 투자형 크라우드펀딩에 의한 창업기업 또는 중소기업의 자금조달에 적용된다.<sup>157)</sup> 하지만 이는 자금조달이 이익참가부 대출, 후순위대출, 자산투자법 제1조 제2항 7호에서 의미하는 그 밖의 투자와 관련이 있는 경우에만 고려된다.<sup>158)</sup> 또한 자산투자법 제13조에 의한 자산투자에 관한 정보제공지를 작성할 의무는 배제되지 않으며, 여기에는 어떤 안내서가 작성되지 않았음을 언급해야 한다.<sup>159)</sup>

장기간 결부된 투자자산에 대한 운용 시 증권발행인은 투자자의 요청 시 단기간 반환해야 하는 위험이 있어 독일의 입법자들은 이러한 투자기간의 부적합성 문제를 해소하고자 했다. 이러한 위험은 최소경과기간과 해지기간과 일치해야 한다. 동시에 법제상 증권발행인의 산출근거 확보를 통해 달성되는 간접적인 투자자 보호와 더불어 직접적

---

155) Bujotzek/Mocker, BKR 2015, 358 (359).

156) Heisterhagen/Conreder, Die Regulierung des grauen Kapitalmarktes durch das Kleinanlegerschutzgesetz, DStR 2015, 1929 (1930).

157) Möllers/Kastl, Das Kleinanlegerschutzgesetz, NZG 2015, 849 (850).

158) Buck-Heeb, NJW 2015, 2535 (2536).

159) Möllers/Kastl, NZG 2015, 849 (850).

으로 투자자를 보호해야 한다. 최소유지기간과 해지기간을 통해 자산투자는 기한부 기업투자를 의미한다고 투자자에게 고지되어야 한다. 이러한 점에서 자산투자의 경과기간과 관련해 자산투자법 제5a조에서는 24개월의 최소경과기간을 규정하고 있다. 또한 최소한 6개월의 통상적인 해지기간을 인정하며, 이에 따른 해지는 회사계약 또는 투자조건이 다른 규정을 포함하고 있지 않는 한, 영업년도 말로 허용된다. 허용되지 않는 자산투자와 관련하여 자산투자법 제5b조에 의하면, 추가금(Nachschuss) 의무를 예정한 자본투자는 공모와 판매에서 배제된다. 이 규정은 자산투자의 형성한계에 폭넓은 영향을 미치고 있다.

## 제 5 절 자본투자법상 책임절차에서 진술 및 입증

비개방형 펀드에 대한 자본투자는 일반적으로 매우 장기간의 투자에 속한다. 대부분 펀드회사가 경제적 위기에 처한 후에야 비로소 책임절차의 대상이 된다. 그때까지 자문 및 중개상담 이후 종종 수년이 흘러가고, 상담내용에 대한 참여자의 기억도 희미해진다. 때때로 거래당사자가 사망하거나 최소한 자문사 또는 중개사의 직무에서 물러나 있기도 한다. 또한 많은 경우 법률상 보관기간이 경과하여, 그 결과로 서비스제공자는 판단상 중요한 사건을 증빙서류에서 재구성할 수도 있다. 결과적으로 이는 수많은 자본투자법상 책임절차에서 당사자들에게 재판상 사실관계 확정 시 불확실함이나 진상규명의 어려움을 가져다준다. 따라서 진술 및 입증책임과 진상규명 및 사실관계 확정의 방법은 자본투자법상 책임절차에서 분쟁을 해결하는 역할을 한다.

민사소송법상 당사자에게는 진술 또는 주장책임, 실증책임, 입증책임을 부담해야 한다. 진술 또는 주장책임은 객관적으로 입증책임에 연결된다. 원칙적으로 설명의무 또는 자문의무위반을 주장하는 이가

진술 및 입증책임을 부담한다. 투자설명서상 운용책임에 근거하여 제소하는 투자자는 이러한 일반적인 원칙에 따라 운용의 부정확 또는 불완전성을 진술하고 입증해야 한다.

증권거래법상으로 비대면 상태에서 자문이 있을 시 조서(Protokoll)의 수취 전 고객의 명시적인 의향에 대해 증권회사가 고객에게 조서가 옳지 않거나 완전하지 않은 경우에 대해 명시적으로 조서의 도달이 있는 후 1주일 이내에 자문에 근거한 거래를 해제할 수 있는 권리를 설정하는 경우가 있다(같은 법 제34조 제2a항).<sup>160)</sup> 이와 함께 고객은 특히 정보통신의 수단에 의한 자문을 받을 때에 직접적으로 이어서 계약체결을 하게 되는 경우도 있다.<sup>161)</sup> 이때 해제권이 성립하기 위해서는 제공된 자문의 정당성보다 자문조서의 정당성과 완전성이 중요한 문제가 된다.<sup>162)</sup> 고객이 투자자문과 계약체결을 위해 정보통신의 수단을 스스로 선택하는 경우, 해제권은 고객에게 있다(같은 법 제31조 제2항 3~4문).<sup>163)</sup> 이와 관련해 증권회사의 부담으로 입증책임이 전환됨(같은 법 제34조 제1항 6문)에도 불구하고,<sup>164)</sup> 고객은 조서의 어느 부분이 잘못되었거나 불완전하다고 실증적으로 표명해야 한다.<sup>165)</sup> 다만, 이러한 해제권은 계약상 설정될 수 있을 뿐, 법정해제권이 문제되지 않으므로, 민법상 통신판매계약에 적용되는 철회권은 고객에게 인정되지 않는다.<sup>166)</sup>

160) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 10 Rn. 15.

161) 정보통신매체를 활용한 투자자문행위 시 그에 따른 행위의무와 책임을 구체화할 필요가 있다는 견해에 김도년, 투자자문서비스와 소비자 보호 (2013), 132면.

162) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 10 Rn. 15.

163) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 16.

164) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 27. 이와 비교하여 우리나라의 보험법상 보험계약자가 보험자의 질문표에 답을 함으로서 고지의무를 이행하게 되는데, 질문사항 이외의 중요사항이 있더라도 이에 대한 악의의 묵비가 없는 한 보험자 측에 입증책임이 전환된다. 김명아, “금융소비자 보호에 관한 법제도적 고찰 - 한국과 중국의 비교를 중심으로 -”, 상사법연구 제29권 제4호, 2011, 280면.

165) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 17.

166) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 10 Rn. 19.

대면거래 시 고객에 대한 입증책임의 규정은 표면적으로 달라지지 않는다. 하지만 투자자문의 완전한 조서는 필요하다. 이는 실무상 증권회사 측면에서 책임부담요건이다.<sup>167)</sup> 자문조서의 정당성과 완전성의 사실상 추정은 증권회사에게 도움이 되지 못한다. 왜냐하면 이러한 추정은 경우에 따라서 의사표시에 적용될 뿐, 지시와 정보에 대해서는 적용되지 않기 때문이다.<sup>168)</sup> 비대면거래에 의한 자문의 경우, 특히 통신에 의한 자문의 경우, 법률상 명시적으로 증권회사의 부담으로 입증책임이 전환된다(증권거래법 제34조 제2a항 6문).<sup>169)</sup> 의무위반과 손해 사이에 책임을 충족시키는 원인과 관련해 판례는 올바른 설명행위의 추정으로 투자자에게 도움을 주고 있다. 연방대법원의 판례에 의하면, 단지 외관입증을 제시해서는 안 되며, 입증책임전환을 위해 진행된 추정을 설명해야 한다.<sup>170)</sup> 설명의무위반 또는 운용과실이 확정된 경우, 투자자에게 민법 제280조(의무위반으로 인한 손해배상) 제1항 2문의 법정규정이 도움이 된다. 이 규정에 의하면, 투자자문사, 투자중개사, 부실기재책임자(Prospektverantwortliche)는 고의 또는 과실로 다루지 않았음에 대한 설명 및 입증책임이 있다.<sup>171)</sup> 고의 또는 경·중과실이 문제되는지에 대한 입증책임의 여러 가지 분담은 법문언과 규정의 의미와 목적에 따라 고려되지 않는다.<sup>172)</sup> 그밖에 고의 또는 과실에 의한 잘못된 수수료 또는 보수, 투자설명서의 작성 및 교부에 대해서는 감독법상 질서위반으로 50,000유로까지 과징금이 부과된다.<sup>173)</sup>

대면자문의 경우, 자문조서에는 다음의 사항이 완전하게 명시되어 있어야 한다.<sup>174)</sup>

167) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 25.

168) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 26; *ibid.*, Teil D § 2 Rn. 9.

169) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 27.

170) BGH, Urteil vom 8. 5. 2012, XI ZR 262/10; *ibid.*, Teil D § 2 Rn. 10 Fn. 18 재인용.

171) Seibert, *op. cit.*, Teil D § 2 Rn. 11.

172) *Ibid.*

173) U. Schäfer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 23 Rn. 29.

174) Seibert, *op. cit.*, Teil B § 10 Rn. 13.

- 투자자문의 제기
- 자문상담의 기간
- 자문에 기초하여 투자정보를 포함한 고객의 인적사항 정보
- 투자자문의 대상인 금융상품과 증권서비스
- 투자자문과 관련해 고객에 의해 진술된 본질적인 의향과 그의 중요성 결정
- 자문상담의 경과 시 부여된 권유
- 이러한 권유를 위해 언급된 본질적인 이유

비대면자문의 경우에는 다음의 사항이 적용된다.<sup>175)</sup>

- 고객이 투자자문과 계약체결을 위해 직접 조서를 전달하지 않는 정보통신의 수단을 선택함
- 그래서 대면자문과 같이 조서의 제공의무와 서명의무 적용
- 그러나 증권회사는 조서를 고객에게 투자자문이 체결된 후 지체 없이 전달해야 함
- 고객에게 조서의 도달 전 계약체결은 단지 고객의 명시적인 의사가 표명된 경우에만 가능
- 또한 증권회사가 고객에게 조서가 옳지 않거나 완전하지 않은 경우에 대해 조서의 도달이 있는 후 1주일 이내에 행사하는 해제할 수 있는 권리를 설정하는 경우에도 동일함
- 해제권과 기한에 대한 언급은 명시적으로 이루어져야 함

자본투자법 제305조도 이른바 투자자산의 판매(투자판매, Investmentvertrieb) 즉, 개방형 투자자산의 지분 또는 주식의 매도 시 철회권을 규정하고 있다. 비개방형 투자자산의 지분과 주식에 대해서는 같은 조

---

175) *Ibid.*, Teil B § 10 Rn. 14.

제7항에 따라 적용되지 않아 민법 제312g조 제1항에 따른 철회권이 인정된다. 자본투자법 제305조에 따른 철회권은 강행규정으로 이러한 권리의 포기는 인정되지 않는다.<sup>176)</sup>

자산투자법상 설명의무의 면제요건이 존재하는 경우, 투자자는 발행자로부터 통상적으로 포함된 정보가 있는 어떤 설명서를 받지 않는다. 그래서 이는 처음부터 기존의 설명의무보다 보다 완화된 형식으로 기술된 정보를 사용한다. 이러한 이유로 자산투자법 제2d조는 이 경우에 철회권을 인정하고 있다.<sup>177)</sup> 이때 투자자가 통상적으로 철회권에 대해 정보를 제공받았다면, 철회할 수 있는 기간은 계약체결 후 14일이다. 이에 대해 다툼이 있는 경우, 발행인에게 입증책임이 있다.<sup>178)</sup>

## 제 6 절 소 결

금융소비(생활)자의 견지에서 자본투자상품을 보다 더 잘 비교할 수 있도록 해야 한다. 이들은 최선의 투자형태에 대해 적극적이고 자기 책임 하에 판단할 수 있어야 한다. 금융소비(생활)자가 그의 시장지배력을 이용하고, 금융시장 및 자본시장에서도 똑같이 금융상품을 까다롭게 선택할 수 있도록 배려해야 한다. 현명한 소비(생활)자 정책은 경제적 관계적 노후준비와 생활환경의 형성을 지원한다.

장기간의 상품유효기간, 복잡한 상품제공, 난해하게 산정된 위험, 저금리 또는 마이너스금리 등 이러한 모든 것들은 금융소비(생활)자로 하여금 자신에게 적합한 투자상품 또는 노후상품을 찾는 것을 어렵게 하고 있다. 동시에 투자자본에 의한 수익을 추가적으로 감소시키는 고비용의 여러 투자형태는 금융소비(생활)자에게 부담이 크다.

176) Eckhold/Balzer in Assmann/Schütze, *op. cit.*, § 22 Rn. 120.

177) Roth, GWR 2015, 243 (245).

178) *Ibid.*



이러한 점에서 단순금융상품을 벗어나 복잡하게 구조화된 금융상품에 대해서는 기존의 정보제공의무 및 설명의무에 의한 투자자 보호에는 한계가 있음을 느낄 수 있다. 이를 위해 우선 구체화된 투자설명 의무의 확대와 특정한 정보의 지속적인 전달의무, 최소투자기간 등을 생각해 볼 수 있다. 또한 개인의 이익이나 회사의 이익을 우위에 두고 이루어지는 자산관리에 대해서는 기본적으로 무보수의 투자자문 및 독립투자자문, 이해상충에 대한 공익신고시스템 등을 제도화하는 방안도 유익하다고 여겨진다.

## 제 5 장 종합정리 및 시사점

### 제 1 절 종합정리

최근 몇 년 동안 금융서비스는 간편한 측면이 있으면서도 복잡하고 전문화 되고 있어, 건전하고 안전한 금융시장 또는 자본시장을 위한 감독 및 규제 중요성이 부각되고 있다. 시장참가자들에 대한 역량과 요구사항 뿐만 아니라, 이들에 대한 비용도 점점 증가하고 있다. 그래서 복잡하고 상호 연결된 시장참가자들을 효율적으로 감독 및 규제하기 위한 방안들이 계속적으로 논의 및 제시되고 있다. 독일의 금융시장 및 자본시장에서 자산관리 관련 규제적 조치의 다수는 투자자 보호 개선의 확대와 자본시장에서 신뢰증진을 위해 관련법상 중요성과 구체적인 행동을 나타낸 것이다. 금융시장 및 자본시장의 안정화는 심각한 금융위기 상황과 연계해 장래에도 지속적으로 아주 중요한 의미를 지니고 있다.

제2장에서 독일의 법제상 자산관리의 의미를 살펴보면, 법률상 정의들이 있음에도 불구하고 통일된 개념은 자리 잡고 있지 않음을 알 수 있다. 하지만 자산관리는 기본적으로 자산관리자가 타인을 위하여 개별적으로 금융상품에 고객의 자산을 투자하는 것이다. 넓게는 자본투자로 작용하는 모든 활동의 수행을 자산관리로 이해한다. 투자자문, 투자관리, 투자중개 등 유사개념과의 비교에서도 차이점을 파악할 수 있었으나, 자산관리는 이들의 특징을 가지고 있는 총칭적인 의미로 파악된다.

제3장에서는 유럽연합과 독일의 자산관리 관련 법제 동향을 살펴보면, 금융시장 및 자본시장의 규제와 감독, 금융상품의 규제들은 시장시스템의 건전성, 안정성, 투명성, 소비(생활)자 보호를 위해 추진된 것임을 알 수 있다. 그 중에서도 최근 독일에서 이루어진 소액투자자

보호, 펀드에 의한 신용공여, 금융시장 및 자본시장의 건전하고 공정한 질서 확립, 예금자 보호에 관한 법제들을 주의 깊게 살펴보았다. 이어서 구체적으로 관련법제의 주요 내용을 제4장에서 살펴보면서, 특히 금융상품규제를 위한 법적 근거를 마련하는 것이 인상적이었다. 또한 독립투자자문사의 도입, 개인소액투자자 보호를 위한 철회권과 입증책임의 전환, 손실보상한도의 설정 등도 주목할 사항이었다.

자산관리를 함에 있어 궁극적으로는 자산관리위탁자 또는 개인투자자 본인에게 주된 판단과 책임이 따를 것이다. 하지만 여기에는 전문가들의 자산관리 또는 투자에 관한 자문이 필수적이거나 신뢰할 수 있는 매개체의 역할이 크게 작용한다. 자산관리의 대상이 되는 시장의 구조를 파악하고 이해하는 것이 필요하다. 자산관리의 기본은 최악의 경우라도 원금을 잃지 않는 것이며, 이는 위험관리와 연관이 있다.

## 제 2 절 시사점

우리나라 자본시장법은 투자자 보호와 금융투자업의 건전한 육성 등을 목적으로 하고 있다. 특히, 투자자 보호 측면에서는 일반투자자에 대한 투자권유 등과 관련하여 적합성 원칙(같은 법 제46조), 설명의무(같은 법 제47조), 부당권유 금지(같은 법 제49조)를 규정하고 있다. 이른바 금융소비(생활)자 보호법(안)에서도 금융상품 및 판매행위를 투자성, 예금성, 보장성, 대출성으로 분류한 기능별 규제체계를 마련하려고 한다. 하지만 법제의 거시적인 측면에서 자본시장법이 산업육성과 투자자보호를 함께 규정하고 있는 체계에 대해서는 의문이 든다. 또한 자본시장법과 금융소비(생활)자 보호법(안)과의 체계 정합성도 요구된다. 이하에서 미시적 쟁점을 중심으로 독일의 법제 동향을 통해 느낀 우리나라에 시사하는 바를 다음과 같이 정리해 본다.

## I. 금융소비(생활)자를 위한 보호기관의 법제적 근거 마련

독일의 개인금융자산관리 관련 법제를 개관 또는 관심부문을 집중적으로 살펴보면, 건강하고 영향력 있는 금융시장 및 자본시장을 형성하면서 금융소비(생활)자·투자자 보호에 관심을 기울여 배려를 하고 있음을 알 수 있다. 독일 및 우리나라에서 금융시장 및 자본시장 관련법은 민법과 회사법 분야뿐만 아니라, 중요한 영역에서는 공법상의 내용도 규정하고 있다. 금융소비(생활)자 문제는 입법자의 의지에 따라 금융시장 및 자본시장 부문에서 보다 강력하게 고려되어야 한다. 유럽연합 차원에서도 자본투자 시 금융소비(생활)자 보호는 명확히 입법자의 과제라고 보고 있다.

이러한 점에서 금융상품시장지침에 따른 행위의무는 금융시장상품의 판매 시 무엇보다도 투자자의 보호와 관련하고 있다. 그 동안 독일에서는 소액투자자보호법에 의해 첨가된 연방금융감독원법(Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: FinDAG) 제4조 제1a항에 의해 연방금융감독원이 자본투자 관련 집단금융소비(생활)자 보호에 대한 권한을 가지게 되었다.<sup>179)</sup> 우리나라의 경우에도 민·상법, 예금자 보호법, 자본시장법 뿐만 아니라, 금융소비(생활)자 보호법(안)의 입법 등을 통해 위와 같은 목적을 추구해 나가고자 하는 경향이 있다. 다만, 최근 새롭게 진행되고 있는 우리 정부의 금융소비(생활)자 보호법(안)에서는 금융소비자보호원의 설립을 제외하고 있지만, 독일에서 이루어진 입법에서와 같이 금융소비(생활)자 보호를 위한 권한을 연방금융감독원에 명시적으로 두고 있는 점은 참고해야 한다. 따라서 자본시장의 건전성과 공정성, 금융상품의 정보 및 판매와 관련해 규제적 개입의 필요성이 보다 강조되어야 한다.

179) Buck-Heeb, ZHR 179 (2015), 782 (785).

## II. 금융소비(생활)자의 투자손실보상 등 권리 확보

금융기관의 도산 등 시스템적 위기상황에 대응하는 예금자 보호 경향에 발맞추어 일정한 기준에 따라 투자자의 손실을 구체적으로 보상하는 방안으로 구체적인 보상한도의 설정 및 입증책임의 전환을 위한 법제적 마련이 필요하다.

만족할 만한 소비(생활)자 및 투자자 보호와 관련하여 주로 입법자들은 정보제공모델에 관심을 가지고 있다. 즉, 정보제공의무라는 사법상 행동의무를 통해 고객을 보호한다는 취지이다. 이에 따라 투자자는 자신이 투자판단을 하기 위해서 필수적인 정보들을 제공받을 권리가 있다. 이러한 점은 고객이 원칙적으로 합리적인 행동을 하고, 그가 제공받은 정보를 적절히 소화해 낸다는 사고를 바탕으로 하고 있다. 또한 소비자는 성숙하고 투자판단을 자기책임으로 한다는 점이다. 따라서 여기서는 투자자에 대한 후견이 고려되지 않고, 사적 자치와 경쟁의 위험이 보여 진다. 그러나 정보제공모델에 대해서 정보제공에 근거한 소비(생활)자 및 투자자 보호의 기본전제에 의문이 제기된다.<sup>180)</sup> 소비(생활)자 및 투자자는 언제나 시장에 대해 정보가 밝고 매우 합리적으로 행동하는 이른바 경제인(*homo oeconomicus*)이 아니며, 오히려 투자판단 시 비합리적인 고려로 행동하는 경우가 많다. 지금까지 근거가 되고 있는 정보제공모델의 단점을 규명하는 것은 쉬워도, 대안모델을 제기하는 것은 쉽지 않다. 이러한 관점에서는 보다 더 고객의 자기책임을 줄일 수 있는 후견적인 규제와 연관된다. 따라서 증권회사와 고객 사이의 관계에서 후견적 규제상의 개입을 정보제공모델의 대안으로 고려될 수 있다. 적어도 금융상품의 의무과 판매의무를 통해 정보제공의무의 보완을 생각할 수 있다. 그래서 금지상품,

---

180) 예를 들어 Clouth, Anlegerschutz, ZHR 177 (2013), 212 (217).

상품설계조건, 정보 및 자문조건 등을 갖춘 판매조건과 같은 요소의 조합이 중요하다.

### Ⅲ. 금융상품관리절차의 법제적 근거 마련

독일에서나 우리나라에서나 금융상품관리절차는 이미 금융감독기관에서 규정하고 있었으나, 적어도 독일에서 입법자들에 의한 조치로서는 새로운 것이다. 그 동안 실무상 금융상품개발 또는 판매에 대해서만 초점을 맞추었던 것에서 벗어나, 금융상품관리의 체계상 문제점, 침해, 모순 등에 대해 기본적으로 법제적 근거를 마련해야 한다. 또한 불충분한 금융상품의 관리절차에 대한 사후적인 책임으로써 상품감독 및 상품개발자의 보고의무를 체계화하고 강화해야 한다. 이를 바탕으로 구체적인 계약상 책임 및 불법행위상의 책임을 물을 수 있을 것이다.

### Ⅳ. 자산관리 및 투자 시 금융소비(생활)자의 철회권 고려

금융소비(생활)자의 보호에 관한 법률(안)<sup>181)</sup>들에서는 사전적인 금융소비(생활)자 보호를 위해 사전정보제공, 금융상품판매, 사후피해구제라는 기본적인 틀을 마련하고 있다. 구체적인 내용으로는 기능별 규제, 6가지 판매행위 금지, 과징금, 금융상품자문업 등 신설, 소송중지제도, 금융소비자 보호원 설치 등을 담고 있다. 그러나 금융상품판매 시 방문판매법상 청약철회가 적용될 때 거래질서의 신뢰문제와 금융상품의 불완전판매에 대한 입증책임이 소비자에게 쟁점이 되고 있다.

181) 지난 19대 국회에서 법안 통과가 무산된 후, 새롭게 시작하는 20대 국회에서 다시금 입법이 추진될 예정이다. 이와 관련하여 박초롱, “정부, ‘금소원 설치’ 뺀 금융소비자 보호법 입법 재추진”, 연합뉴스 2016. 6. 14, <http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2016/06/14/0200000000AKR20160614134100002.HTML?input=1195m> (최근 접속일: 2016. 6. 14); 이병철/박세인, “금융상품 방문 판매 재논의 시동”, 파이낸셜뉴스 2016. 6. 14, <http://www.fnnews.com/news/201606141704318273> (최근 접속일: 2016. 6. 14).

이와 관련해 계약상 해제권이 고려될 수 있을 뿐, 철회권을 고객에게 인정하기는 어려울 것이다. 다른 한편, 독일의 자본투자법상 개방형 및 비개방형 투자자산의 지분 또는 주식의 매도 시와 설명의무의 면제요건이 있는 경우, 철회권이 인정되고 있는 점은 참고해 볼만 하다. 또한 비대면에 의한 온라인 자산관리나 투자자문 등에 대해서는 제도적 제약이 없는 점을 고려하여 철회권을 인정할 수 있을 것이다. 특히, 정보통신기술에 의해 자산관리 관련계약이 체결된 후에는 자산관리 또는 투자자문에 따른 관련조서 등의 정당성 및 완전성의 문제를 근거로 하여 고객이 계약해제를 할 수 있도록 하고, 입증책임은 자산관리자에게 전환시켜야 한다.

## V. 금융소비(생활)자의 이익을 보다 우선하는 독립적인 자산관리제도의 도입

자산관리 측면에서 개인고객들이 자신의 자산을 금융기관에 맡기고 투자결정 또는 투자위임을 함에 있어, 단순히 재무적인 성과뿐만 아니라 사회와 환경, 지배구조 등을 고려하여 지속가능하고 장기적인 투자를 위해 비재무적인 성과도 중요시되고 있다. 따라서 금융시장 및 자본시장의 참여자 사이에 정보비대칭과 금융서비스제공자의 이해상충문제를 완화시켜야 한다. 이를 위해 금융회사의 영향에서 벗어나 자신보다 금융소비(생활)자의 이익을 보다 우선할 수 있는 독립된 자산관리제도의 도입이 요구된다.<sup>182)</sup> 이때 수수료 또는 보수에 대한 공

---

182) 스위스 대형은행 자료를 바탕으로 금융자문이 투자성과와 행동편향에 미치는 영향을 연구한 최근 D. Hoehle/S. Ruenzi/N. Schaub/M. Schmid, *The Impact of Financial Advice on Trade Performance and Behavioral Biases*, University of St. Gallen, School of Finance Research, 2015의 결과에 따르면, 은행에 소속된 자문업자로부터 투자자가 자문을 받고 주식을 투자했을 때와 자문을 받지 않고 했을 때의 성과를 비교한 결과 자문을 받았을 때의 성과가 더 낮게 나타났다; 이는 은행에서 매수의견을 강력하게 제시한 주식의 성과가 나빴기 때문이었다; 그러나 금융자문이 분산투자를 하는데 도움이 될 뿐만 아니라, 처분효과와 지역편향 같은 행동편향

개 의무가 있음에도 불구하고 투자권유·자문 등에 따른 수수료 또는 보수의 정도를 고객이 잘 파악하지 못하는 점을 고려하면서,<sup>183)</sup> 투자권유·자문을 하는 전문가가 자신의 수수료 또는 보수의 이익을 우선하여 부적절한 권유·자문을 하는 위험을 줄이기 위해 법적으로 무보수의 투자권유·자문을 기초로 삼아야 한다.

---

을 줄이는데도 도움이 되는 것으로 나타났다, 이범용 요약, “금융자문이 투자성과와 행동편향에 미치는 영향”, 금융투자자 보호 Focus 8권 7호(No. 2016-07), 한국금융투자자 보호재단, 2016, [http://www.invedu.or.kr/research/research\\_focus.jsp](http://www.invedu.or.kr/research/research_focus.jsp) (최근 접속일: 2016. 6. 30). 이후 이 St. Gallen대학교 금융대학의 연구보고서는 D. Hoehle/S. Ruenzi/N. Schaub/M. Schmid, The Impact of Financial Advice on Trade Performance and Behavioral Biases, Review of Finance first published online June 21, 2016 (doi: 10.1093/rof/rfw032)으로 온라인 게재되었다.

183) 일반적으로 투자자는 운용성과에 관심을 갖기 때문에 투자자문보수에 대해서는 구체적으로 이해하지 않고, 민감하게 반응하지 않는 경향이 있다, 오성근, 투자신탁의 역사와 미국 투자회사법, 법원사, 2014, 304면.





## 참고 문헌

### 국내 문헌

- 김규립, “최근 국내 투자자문업 현황과 시사점”, 자본시장 Weekly 2016-18호, 자본시장연구원, 2016.
- 김도년, 투자자문서비스와 소비자 보호, 정책연구 13-16, 한국소비자원, 2013.
- 김명아, “금융소비자 보호에 관한 법제도적 고찰 - 한국과 중국의 비교를 중심으로 -”, 상사법연구 제29권 제4호, 한국상사법학회, 2011.
- 김성호, “투자회사의 규제에 관한 비교법적 고찰 - 공모펀드를 중심으로”, 상사법연구 제32권 제3호, 한국상사법학회, 2013.
- \_\_\_\_\_, “독일에서의 투자주식회사(InvAG) 규제에 관한 고찰 - 회사법적 접근을 중심으로 -”, 경영법률 제23권 제1호, 한국경영법률학회, 2012.
- 박철환, “예금계약의 법적 성질 및 성립에 관하여”, 민사법연구 제5집, 대한민사법학회, 1996.
- 예금보험공사, 글로벌 금융환경 변화와 예금보험제도, 2014. 12.
- 오성근, 투자신탁의 역사와 미국 투자회사법, 법원사, 2014. 9.
- 천창민, “한국형 ISA제도의 주요내용과 성공과제”, 자본시장 Weekly 2015-34호, 자본시장연구원, 2015.
- 최승재, 금융거래법, 피앤씨미디어, 2016.
- 하쿠호도 생활종합연구소/하쿠호도제일 역, 생활자 발상학원, kmac, 2015.

## 국외 문헌

Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A. *et al.*: Handbuch des Kapitalanl  
agerechts, C.H. Beck, 2015.

Berger, Henning: Die neue Einlagensicherung, BKR 2016, 144 *et seqq.*

Buck-Heeb, Petra: Der Product-Governance-Prozess - MiFID II, Kleinanl  
egerschutzgesetz und die Auswirkungen - , Zeitschrift für das  
gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 179 (2015), 7  
82 *et seqq.*

\_\_\_\_\_, Das Kleinanlegerschutzgesetz, NJW 2015, 2535 *et seqq.*

Bujotzek, Peter/Mocker, Felix: Kleinanlegerschutzgesetz - offene Fragen  
beim Crowdfunding, BKR 2015, 358 *et seqq.*

Clouth, Peter: Anlegerschutz - Grundlagen aus Sicht der Praxis - , Zeitsc  
hrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) 177  
(2013), 212 *et seqq.*

Das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV),  
Mehr Transparenz bei Finanzprodukten, RdF-News 2016. 3. 16.

Eichhorn, Jochen: Die offene Investmentkommanditgesellschaft nach dem  
KAGB - Teil I/Teil II - , Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht  
(WM) 2016, 110 *et seqq.*/Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht  
(WM) 2016, 145 *et seqq.*

EU-Kommission, Anwendung der Finanzmarktrichtlinie MiFID II um ein  
Jahr verschoben, RdF-News, 2016. 2. 10.

Hanten, Mathias/von Tiling, Annke: Kreditfonds, Zeitschrift für Wirtscha  
fts- und Bankrecht (WM) 2015, 2122 *et seqq.*

- Heisterhagen, Christoph/Conreder, Christian: Die Regulierung des grauen Kapitalmarktes durch das Kleinanlegerschutzgesetz - Ein Überblick, DStR 2015, 1929 *et seqq.*
- Langenbucher, Katja/Bliesener, Dirk H./Spindler, Gerald *et al.*: Bankrechts-Kommentar, 2. Auflage, C.H. Beck, 2016.
- Möllers, Thomas M. J./Kastl, Stephanie: Das Kleinanlegerschutzgesetz, NZG 2015, 849 *et seqq.*
- Roth, Hans-Peter: Aktuelle Entwicklungen des Kapitalmarktrechts - Ein Überblick, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (GWR) 2016, 67 *et seqq.*
- \_\_\_\_\_, Das neue Kleinanlegerschutzgesetz, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (GWR) 2015, 243 *et seqq.*
- Schäfer, Frank/Sethe, Rolf/Lang, Volker *et al.*: Handbuch der Vermögensverwaltung, C.H. Beck, 2012.
- Seibert, Holger: Das Recht der Kapitalanlageberatung und -vermittlung, C.H. Beck, 2014.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen *et al.*: Bankrechts-Handbuch, 4. Auflage, C.H. Beck, 2011.
- Müchler, Henny/Trafkowski, Uwe: Honoraranlageberatung: Regulierungsvorhaben im deutschen und europäischen Recht, ZBB 2013, 101 *et seqq.*
- Zander, Oliver: Einführung von Kreditfonds durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz - Zugleich Überblick über die wesentlichen Neuregelungen - , Der Betrieb (DB) 2016, 331 *et seqq.*

Zerey, Jean-Claude *et al.*: Finanzderivate: Rechtshandbuch, 4. Auflage, Nomos, 2016.

## 인터넷 자료

금융위원회 보도자료, “2016년 제1차 금융발전심의회 개최 및 금융위원회 업무계획 발표”, 2016. 1. 27, [https://fsc.go.kr/info/ntc\\_news\\_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=30899](https://fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=30899) (최근 접속일: 2016. 6. 16).

네이금융감독용어사전, “개방형펀드와 폐쇄형펀드”, <http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=1987738&cid=42088&categoryId=42088> (최근 접속: 2016. 4. 12).

박초롱, “정부, ‘금소원 설치’ 뺀 금융소비자 보호법 입법 재추진”, 연합뉴스 2016. 6. 14, <http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2016/06/14/0200000000AKR20160614134100002.HTML?input=1195m> (최근 접속일: 2016. 6. 14).

변혜원/정인영, “행동경제학적 접근방식에 기초한 금융소비자정책 사례와 시사점”, KiRi Weekly 제370호, 보험연구원, 2016. 2. 1, [http://www.kiri.or.kr/pdf/%EC%A0%84%EB%AC%B8%EC%9E%90%EB%A3%8C/KIRI\\_20160129\\_17916.pdf](http://www.kiri.or.kr/pdf/%EC%A0%84%EB%AC%B8%EC%9E%90%EB%A3%8C/KIRI_20160129_17916.pdf) (최근 접속일: 2016. 6. 17).

이범용 요약, “금융자문이 투자성과와 행동편향에 미치는 영향”, 금융투자자 보호 Focus 8권 7호(No. 2016-07), 한국금융투자자 보호재단, 2016, [http://www.invedu.or.kr/research/research\\_focus.jsp](http://www.invedu.or.kr/research/research_focus.jsp) (최근 접속일: 2016. 6. 30).

이병철/박세인, “금융상품 방문 판매 재논의 시동”, 파이낸셜뉴스 2016. 6. 14, <http://www.fnnews.com/news/201606141704318273> (최근 접속일: 2016. 6. 14).

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Jahresbericht 2013 (2014), S. 94, [http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl\\_jb\\_2013.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=10](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2013.pdf?__blob=publicationFile&v=10) (최근 접속: 2016. 4. 7)

beck-aktuell Gesetzgebung, “Ziel des Kleinanlegerschutzgesetzes”, <http://rsw.beck.de/aktuell/gesetzgebung/gesetzgebungsvorhaben-ziel-des-gesetzes/kleinanlegerschutzgesetz> (최근 접속일: 2016. 6. 18).

Deutscher Bundestag, Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, Drucksache 18/7482, 8. 2. 2016, <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/074/1807482.pdf> (최근 접속일: 2016. 6. 17).

Hoechle, Daniel/Ruenzi, Stefan/Schaub, Nic/Schmid, Markus: The Impact of Financial Advice on Trade Performance and Behavioral Biases, Review of Finance first published online June 21, 2016 (doi: 10.1093/rof/rfw032).

Wikipedia, “Kapitalanlagegesetzbuch”, <https://de.wikipedia.org/wiki/Kapitalanlagegesetzbuch> (최근 접속일: 2016. 6. 18).

Wikipedia, “Vermögensanlagegesetz”, <https://de.wikipedia.org/wiki/Verm%C3%B6gensanlagegesetz> (최근 접속일: 2016. 6. 18).