

집합투자증권의 환매의무 및 환매연기

강 경 호*

目 次

I. 머리말	III. 대법원 2014.1. 10. 선고2014다21250판결
II. 집합투자증권의 환매	IV. 결 론

I. 머리말

집합투자란 '2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등 또는 국가재정법 제81조에 따른 여유자금(집합투자재산)을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상 재산을 취득, 처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 지금관리주체에 배분하여 귀속시키는 것'을 말한다.(자본시장법 제6조 제5항 본문) 집합투자업자(투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자, 회사형 집합투자업자, 조합형 집합투자업자)는 여러 형태의 집합투자기구를 설정, 설립하고 집합투자재산의 보관, 관리업무를 신탁업자에게 위탁하여야 한다.(제184조 제3항) 집합투자업자는 신탁업자에 대한 투자운용지시를 통하여 집합투자재산을 운용한다.

집합투자는 집합투자기구의 법적구조에 따라 계약형 투자신탁, 회사형 집합투자기구, 조합형 집합투자기구로 나누어진다. 집합투자기구는 다시 투자원금의 회수방법과 그 제

■ 투고일자 : 2016년 5월 17일, 심사일자 : 2016년 6월 16일, 게재확정일자 : 2016년 6월 24일.

* 법률사무소 헤담 변호사

한 여부에 대한 폐쇄형과 개방형으로 분류할 수 있다. 자본시장법은 언제든지 환매를 청구할 수 있는 개방형을 원칙으로 하고, 존속기간을 정한 집합투자기구에 대하여만 예외적으로 집합투자증권의 환매를 금지하는 집합투자기구의 설정, 설립을 인정하고 있다.(제230조 제1항, 제235조 제1항)

집합투자재산의 운용결과는 그 결과가 발생할 당시의 투자신탁의 수익권자 또는 투자회사의 주주 등에게 배분, 귀속되는데, 자금제공자인 투자자는 수익자 또는 주주 등의 지위에서 자기의 투자분에 대해 수익 및 매매운용이익의 분배, 배당을 통하여 이익을 얻게 된다.

수익자는 언제든지 수익증권의 판매한 투자매매(중개)업자에게 환매를 청구할 수 있다.(제235조 제1항 본문) 투자매매(중개)업자가 해산등의 사유로 환매청구에 응할 수 없을 경우에는 집합투자업자에게 직접 청구할 수 있고, 환매청구를 받은 집합투자업자가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없을 경우에는 신탁업자에게 청구할 수 있다.(제235조 제1항 단서) 환매청구를 받은 투자매매(중개)업자는 투자신탁의 집합투자업자(즉 수익증권의 발생인)에 대하여 지체없이 환매에 응할 것을 요구하여야 한다.(제235조 제2항 및 제3항)

금전으로 환매대금을 지급하기 위해 신탁재산(집합투자재산)을 처분하여야 하는데, 그 처분이 곤란하거나 공정한 가액에 의한 기준가격을 산정하기 어려운 경우에도 불구하고 환매를 실시하게 되면 환매를 하지 않는 나머지 투자자 또는 잠재적인 투자자에게 손실이 전가될 수 있다. 이와 같이 일정한 경우에는 환매를 연기할 수 있게 하여 집합투자제도의 본질인 실적배당의 원칙과 수익자평등대우의 원칙에 따라 모든 집합투자자를 보호하고 집합투자자간 형평성을 확보하고자 한다.

투자신탁과 관련한 중전의 다수의 소송에서 환매연기의 구체적인 사유가 법이 정한 환매연기 사유에 해당하는가 하는 점이 문제되었다. 대법원 2014. 7. 10. 선고 2014다 21250 판결도 환매연기의 구체적인 사유가 환매연기 사유에 해당하는지 여부에 대하여 논의가 되었다고 할 것이다.

Ⅱ. 집합투자증권의 환매

1. 환매의 의의와 성격

투자신탁의 수익권은 균등하게 분할하여 수익증권에 표시하여야 하고(제189조 제1항) 수익자는 신탁원본의 상환 및 이익의 분배 등에 관하여 수익증권의 좌수에 따라 균등한 권리를 가진다.(제189조 제2항) 수익증권의 환매란 수익자가 투자한 자금을 회수하기 위하여 매입한 수익증권을 위탁자를 상대로 매각하는 행위¹⁾ 또는 현재까지 운용결과로 현존하는 신탁재산을 회수하는 것을 의미한다.²⁾ 환매에 관한 사항은 집합투자업자가 신탁업자와 계약을 체결할 때 신탁계약서에 기재하여야 한다.(제188조 제1항 4호)

자본시장법상으로는 환매금지형 집합투자기구를 제외하고, 수익자는 언제든지 수익증권의 환매를 청구할 수 있고(제235조 제1항), 수익증권을 환매하는 경우에는 환매청구일 후에 산정되는 기준가격으로 하여야 하는 점에서, 환매청구에 의해 수익자가 갖는 권리는 수익권의 내용이고 수익증권상의 증권적 권리로 볼 수 있다고 한다.³⁾ 수익증권에는 환매조건 또는 환매를 청구할 수 없다는 뜻이 기재되어야 하므로(제189조 제5항 제5호, 시행령 제218조 제4호) 환매 가능 여부는 수익증권을 발행할 때에 결정된다. 이 점에서 보더라도 수익증권의 환매청구권은 증권적 권리라고 할 수 있다.⁴⁾

대법원 판례 중에는 환매는 수익자의 환매청구와 판매회사 등의 승낙의 의사표시에 의하여 성립되는 계약이라고 본 경우가 있으나⁵⁾ 위탁회사 자신이 발행하고 판매회사가 판매한 수익증권을 투자자의 청구에 따라 되시는 것을 말하는 것으로 이러한 환매청구권은 투자자의 일방적인 의사표시만으로 매매의 효력이 발생하는 형성권으로 보는 것이 타당하다.⁶⁾

1) 김정수, 자본시장법원론, 1404면, 김검식·정순섭, 자본시장법, 902면에서 집합투자증권을 판매한 투자매매업자 등이 고유재산으로 수익증권을 매입하는 것은 협의의 환매에 속하고, 환매청구된 집합투자증권을 집합투자재산의 일부를 현금화한 자금으로 매입하는 것은 상환이라 하여 개념상 구별하고, 자본시장법상 환매는 상환방식으로 이루어지는 것이 원칙이라고 한다.

2) 이철송, “투자신탁 수익증권의 환매의 법리”, 인권과 정의 366권, 대한변호사회, 2007, 182면.

3) 김정수, 앞의 책, 1472면.

4) 이철송, “증권투자신탁에서의 환매청구권의 본질과 판매회사의 환매의무”, 인권과정의 342권, 대한변호사회, 2005, 137면.

5) 대법원 2004. 2. 27. 선고 2002다63752 판결.

2. 환매청구의 상대방

수익증권의 환매에 대해 자본시장법은 환매의 청구는 원칙적으로 수익증권을 판매한 투자매매(중개)업자에게 하되, 환매청구를 받은 투자매매(중개)업자는 투자신탁의 집합투자업자(즉, 수익증권의 발행인)에 대하여 지체없이 환매에 응할 것을 요구할 수 있게 하고 있다.(제235조 제2항과 제3항) 이처럼 자본시장법은 수익증권을 판매한 투자매매(중개)업자를 환매청구의 상대방으로 하고 있으나, 투자신탁의 집합투자업자 또는 신탁업자에게 환매대금의 지급의무를 부담시키고 투자매매(중개)업자에게는 환매대금 지급의무를 부담시키지 않고 있다.(제235조 제4항) 즉 투자매매(중개)업자는 최종적으로 환매의무를 부담하는 투자신탁의 집합투자업자에게 환매청구를 전달하여 집합투자업자에 의하여 수익증권의 환매가 이루어지도록 배려할 의무를 부담할 뿐이다.⁷⁾

3. 환매의 절차와 방법

수익자는 언제든지 수익증권의 판매한 투자매매(중개)업자에게 환매를 청구할 수 있다.(제235조 제1항 본문) 투자매매(중개)업자가 해산등의 사유로 환매청구에 응할 수 없을 경우에는 집합투자업자에게 직접 청구할 수 있고, 환매청구를 받은 집합투자업자가 해산 등으로 인하여 환매에 응할 수 없을 경우에는 신탁업자에게 청구할 수 있다(제235조 제1항 단서). 환매청구를 받은 투자매매(중개)업자는 투자신탁의 집합투자업자(즉 수익증권의 발행인)에 대하여 지체없이 환매에 응할 것을 요구하여야 한다.(제235조 제2항 및 제3항)

수익자가 수익증권의 환매를 청구한 경우에는 투자신탁의 집합투자업자는 투자신탁의 일부를 해지할 수 있다.(제192조 제5항, 시행령 225조 제2호) 수익증권의 환매청구를 받거나 환매에 응할 것을 요구받은 투자신탁의 집합투자업자 (또는 신탁업자)는 투자자가 환매청구를 한날로부터 15일 이내에 신탁계약(집합투자계약)에서 정한 환매일에 환

6) 대법원 2003. 11. 23. 선고 2001다67171 판결. 그러나 후자의 대법원 판결에서는 구 증권투자신탁업의 해석과 관련하여 환매의 연기 규정은 환매가 수익자의 환매청구와 판매회사 등의 승낙의 의사표시에 의하여 성립하는 것을 전제한 규정이라고 하면서도, 수익자의 환매청구가 있으면 판매회사의 승낙이 없더라도 즉시 환매계약이 성립하여 판매회사는 그 환매대금을 지급할 의무가 있다고 한 부분을 들어 환매청구권을 형성권으로 보고 있다. 서울고판 2001. 9. 7. 선고 2000나59113 판결.

7) 김전식·정순섭, 앞의 책, 903면.

매대금을 지급하여야 한다.(제235조 제4항) 자본시장법은 환매청구를 받거나 환매에 응할 것을 요구받은 투자매매(중개)업자(또는 집합투자업자나 신탁업자)는 당해 집합투자증권을 자기의 재산으로 취득하거나 타인에게 취득할 수 없도록 하고 있다.(제235조 제6항) 고유재산으로 환매를 금지하는 이유는 이를 인정하게 되면 환매청구 당일 대금을 지급할 수 있고, 집합투자재산의 처분을 피할 수 있는 등 편리한 점은 적지 않지만 환매를 통하여 취득하는 집합투자증권이 과도한 분량에 이를 우려 있기 때문이다.⁸⁾

환매대금을 지급하는 경우에는 집합투자재산의 범위에서 집합투자재산으로 소유 중인 금전 또는 집합투자재산을 처분하여 조성한 금전으로 하는 것이 원칙이다.(제235조 제5항) 수익증권을 환매하는 경우에는 이를 소각하여야 한다.(제235조 제7항) 환매가격은 원칙적으로 환매청구일 후에 산정되는 기준가격으로 하는데(미래가격결제방식), 환매청구일부터 기산하여 제2영업일(환매청구일 구분 기준시점을 지나 환매청구를 한 경우에는 제3영업일) 이후에 공고되는 기준가격으로서 신탁계약에서 정한 기준가격으로 한다.(제236조 제1항, 시행령 제255조 제3항) 자본시장법은 집합투자재산의 가격평가기준과 집합투자증권의 기준가격 산정방법을 규정하고 있다.(제238조 제6항, 시행령 제262조 제1항)

4. 환매 연기

가. 의의

환매연기라 함은 천재·지변 등으로 펀드재산의 처분이 불가능한 경우 등의 사유로 집합투자계약에서 정하고 있는 환매일에 집합투자증권을 환매할 수 없게 된 경우 집합투자업자가 그 집합투자증권의 환매지급을 연기할 수 있는 것을 말한다. 이는 투자자의 재산권 행사에 제한을 가하는 제도이기 때문에 자본시장법은 환매연기를 예외적인 사유로 한정하고 집합투자자총회를 거치도록 하는 등 투자자 보호를 위한 장치를 두고 있다.

금전으로 환매대금을 지급하기 위해 신탁재산(집합투자재산)을 처분하여야 하는데, 그 처분이 곤란하거나 공정한 가액에 의한 기준가격을 산정하기 어려운 경우에도 불구하고 환매를 실시하게 되면 환매를 하지 않는 나머지 투자자 또는 잠재적인 투자자에게

8) 김진식·정순섭, 위의 책, 905면.

손실이 전가될 수 있다. 이와 같이 일정한 경우에는 환매를 연기할 수 있게 하여 집합투자제도의 본질인 실적배당의 원칙과 수익자평등대우의 원칙에 따라 모든 집합투자자를 보호하고 집합투자자간 형평성을 확보하고자 한다. 환매연기는 환매의 불이행을 정당화하는 데도로서 연기사유가 존속하는 한 환매에 불응하더라도 환매의무자의 채무불이행이 되지는 않는다.⁹⁾

투자신탁과 관련한 종전의 다수의 소송에서 환매연기의 구체적인 사유가 법이 정한 환매연기 사유에 해당하는가 하는 점이 문제되었다.

나. 환매연기 사유

투자자의 펀드 환매요청을 연기할 수 있는 사유는 제한적인데, 그 사유는

첫째, 집합투자재산의 처분이 불가능하여 사실상 환매에 응할 수 없는 경우로서, ① 뚜렷한 거래부진 등의 사유로 집합투자재산을 처분할 수 없는 경우, ② 증권시장이나 해외 증권시장의 폐쇄·휴장 또는 거래정지, 그 밖에 이에 준하는 사유로 집합투자재산을 처분할 수 없는 경우 ③ 천재지변, 그 밖에 이에 준하는 상가 발생한 경우이다.

둘째, 투자자간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우로서 ① 부도발생 등으로 인하여 집합투자재산을 처분하여 환매에 응하는 경우에 다른 투자자의 이익을 해칠 염려가 있는 경우 ② 집합투자재산에 속하는 자산의 시가가 없어서 환매청구에 응하는 경우에 다른 투자자의 이익을 해칠 염려가 있는 경우 ③ 대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우이다.

셋째, 환매를 청구받거나 요구받은 투자매매업자 또는 투자중개업자·집합투자업자·신탁업자·투자회사등이 해산등으로 인하여 집합투자증권을 환매할 수 없는 경우이다.

넷째, 그 밖에 이에 준하는 경우로서 금융위원회가 환매연기가 필요하다고 인정한 경우이다(자본시장법 시행령 제256조).

다. 환매연기 절차

(1) 환매연기 결정

집합투자업자등은 투자자 환매요청 또는 환매일에 집합투자증권을 환매하여 환매대

9) 이철송, “투자신탁 수익증권의 환매의 법리”, 184면.

금을 지급할 수 없는 사유가 발생한 경우에는 그 집합투자증권의 환매를 연기할 수 있다(자본시장법 제237조 제1항).

(2) 환매연기 공시

집합투자업자는 환매연기 결정이 있는 경우에는 그 사유와 함께 인터넷홈페이지 등에 공시하여야 한다(자본시장법 제89조).

(3) 환매연기 총회 개최 및 의결

환매연기를 결정한 집합투자업자 등은 환매를 연기한 날부터 6주 이내에 집합투자총회를 개최하여, ① 환매를 재개하려는 경우에는 환매대금의 지급시기와 지급방법 ② 환매연기를 계속하려는 경우에는 환매연기기간과 환매를 재개할 때의 환매대금의 지급시기 및 지급방법 ③ 일부환매를 하는 경우에는 환매연기의 원인이 되는 자산의 처리방법을 의결¹⁰⁾하여야 한다(자본시장법 시행령 제257조 제1항). 또한 집합투자업자 등은 집합투자자총회에서 환매에 관한 사항을 정하지 아니하였거나 환매에 관하여 정한 사항의 실행이 불가능한 경우에는 계속하여 환매를 연기할 수 있다(자본시장법 제237조 제2항).

(4) 총회 의결사항 통지

집합투자자총회에서 환매에 관한 사항이 의결되거나 환매연기를 계속하는 경우에는 지체없이 다음의 사항을 통지하여야 한다. ① 집합투자자총회에서 환매에 관한 사항을 결의한 경우에는 환매에 관하여 결의한 사항과 환매가격을, 기타 일부환매의 경우는 그 뜻과 일부환매의 규모를 통지하여야 하며, ② 환매연기를 계속하는 경우에는 환매연기 사유와 환매연기 기간을, 환매를 재개하는 경우 환매대금의 지급방법, 시기 및 환매가격을 통지하여야 한다.

10) 투자신탁의 수익자총회는 발행된 수익증권의 총좌수의 과반수를 소유하는 수익자의 출석으로 성립되고, 출석한 수익자의 의결권의 3분의2 이상과 발행된 수익증권의 총좌수의 3분의1 이상의 찬성으로 의결한다.(자본시장법 제170조 제5항 본문)

Ⅲ. 대법원 2014. 7. 10. 선고 2014다21250 판결

1. 사실관계

가. 신탁계약의 체결

집합투자업자인 피고(골드만삭스자산운용 주식회사)는 2012. 2. 7. 수탁회사인 주식회사 국민은행과 골드만삭스 코리아 프라임 퇴직연금 및 법인용 증권 자투자신탁 제1호 [주식](이하 '이 사건 펀드'라 한다) 신탁계약(이하 '이 사건 신탁계약'이라 한다)을 체결하고 이 사건 펀드의 운용을 시작하였다. 원고(교보생명보험 주식회사)는 미래에셋, 하나대투증권 등 피고와 위탁판매계약을 체결한 판매회사를 통하여 이 사건 펀드의 수익증권 61,877,480,667좌를 매수하여 이 사건 펀드에 투자한 총 11개의 기관투자자(원고를 비롯하여 동부화재, 동양생명, 미래에셋생명, 삼성화재, 하나은행, 한화생명, 현대해상 등 국내 유수의 보험회사, 은행 등이다) 중 1개 회사가 되었고, 원고의 투자 규모는 이 사건 펀드의 약 30%이다(이하 당시 원고가 보유하고 있던 이 사건 펀드의 수익증권을 '이 사건 수익증권'이라 한다).

나. 피고의 국내업무 중단 발표와 원고 등의 환매요구사태

피고는 2012. 11. 13. 12:00경 투자자산 이전 업무 지원 후 국내업무 중단 계획을 발표하였다. 원고는 같은 날 13:33경 당시 보유 중이던 이 사건 수익증권 전부에 대하여 판매회사를 통하여 환매청구를 하였고, 원고뿐만 아니라 이 사건 펀드에 투자하였던 기관투자자들 중 8개의 기관투자자(이하 원고를 포함하여 '이 사건 기관투자자'라 한다)는 위 소식을 접하고 보유 중이던 이 사건 펀드 수익증권의 환매를 요청하여, 2012. 11. 13. 15:00 이전까지 들어온 환매청구(이하 '이 사건 환매청구'라 한다) 규모는 이 사건 펀드 투자자산(약 1,900억 원) 중 약 80%(약 1,500억 원)에 이르렀다.

다. 피고의 환매연기와 재개, 환매대금지급

피고는 2012. 11. 13. 17:00경 집합투자재산평가위원회(이하 '평가위원회'라 한다)를 소집하고, 이 사건 환매청구에 응하는 것이 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2011. 8. 4. 법률 제11040호로 개정된 것, 이하 '자본시장법'이라 한다) 제237조와 동법 시행령

(2012. 6. 29. 대통령령 제23924호로 개정된 것, 이하 ‘자본시장법 시행령’이라 한다) 제 256조 제2호 다목에서 정한 “대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우”에 해당한다고 판단하고 환매연기를 결정한 후(이하 ‘이 사건 환매연기결정’이라 한다), 곧바로 이 사건 기관투자자들을 비롯한 투자자들에 대하여 이를 통보하고, 금융감독원에도 보고하였다.

피고는 2013. 11. 14. 이 사건 펀드의 투자자산인 주식의 상당 부분을 처분한 다음 주식 시장 폐장 후 다시 평가위원회를 개최하여, 환매재개를 결정하고, 환매시 적용될 수익증권의 기준가격과 관련하여 2012. 11. 13. 15:00 이전 환매청구에 대하여는 2012. 11. 15. 공시된 기준가격을, 2012. 11. 14. 15:00 이후 환매분에 대하여는 2012. 11. 16. 공시된 기준가격을 적용하기로 결정하였다.

피고는 2012. 11. 15. 아침 이 사건 기관투자자들 및 투자자들에 대하여 환매재개와 환매기준가격에 대하여 안내하였다. 이어 피고는 위 기준가격을 적용하여 2012. 11. 16. 원고에게 환매대금으로 58,159,262,852원을 지급하였다.

라. 이 사건 신탁계약의 내용

이 사건 신탁계약의 내용 중 수익증권의 환매와 관련된 조항의 주된 내용은 다음과 같다.

제5조(신탁계약의 효력 및 신탁계약기간)

② 수익자는 이 투자신탁의 수익증권을 취득한 때에 이 신탁계약에서 정한 사항을 수락한 것으로 본다.

제26조(수익증권의 환매)

- ① 수익자는 언제든지 수익증권의 환매를 청구할 수 있다.
- ② 수익자가 수익증권의 환매를 청구하고자 하는 경우에는 수익증권을 판매한 판매회사에 청구하여야 한다.

⑥ 본 조에 따라 환매청구를 받거나 환매에 응할 것을 요구받은 집합투자업자는 수익자가 환매를 청구한 날(당일을 포함한다)부터 제4영업일(15시 경과 후에 환매청구시 제4영업일)에 판매회사를 통하여 수익자에게 환매대금을 지급한다.

제27조(환매가격)

수익증권의 환매가격은 수익자가 판매회사에 환매를 청구한 날(당일 포함)부터 제2영

업일(15시 경과 후에 환매청구시 제3영업일)에 공고되는 당해 종류 수익증권의 기준가격으로 한다.

제28조(환매연기 등)

① 제26조의 규정에 의하여 환매에 응하여야 하는 집합투자업자는 집합투자재산인 자산의 처분이 불가능한 경우 등 다음 각 호의 사유로 인하여 신탁계약에서 정한 환매일에 환매대금을 지급할 수 없게 된 경우 그 수익증권의 환매를 연기할 수 있다.

2. 수익자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우

다. 대량의 환매청구에 응하는 것이 수익자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우

② 집합투자업자는 수익자총회에서 환매에 관한 사항이 결의되거나 환매의 연기를 계속하는 경우 지체 없이 다음 각호의 구분에 따라 정한 사항을 수익자 및 판매회사에게 통지하여야 한다.

2. 환매연기를 계속하는 경우

다. 환매를 재개하는 경우 환매대금의 지급방법

라. 환매를 재개하는 경우에 환매가격(이 경우 환매가격은 집합투자재산평가위원회에서 정한다) 및 환매대금의 지급시기

③ 생략

④ 집합투자업자는 환매연기사유의 전부 또는 일부가 해소된 경우에는 환매가 연기된 수익자에 대하여 환매한다는 뜻을 통지하고 법 시행령 제258조가 정하는 바에 따라 환매대금을 지급한다. 이 경우 환매가격은 집합투자재산평가위원회에서 정한다.

2. 당사자들의 주장과 쟁점의 정리

가. 원, 피고의 주장

(1) 원고

피고는 판매회사를 통해 이 사건 환매청구를 접하게 되었다면, 이 사건 신탁계약에 따라 원고를 비롯한 이 사건 기관투자자들에 대하여 환매청구일부터 제2영업일인 2012. 11. 14. 공고된 기준가격에 의한 환매대금을 지급할 의무를 부담한다. 그러나 피고는 이 사건 환매청구가 대량 환매청구로서 수익자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우에 해

당하므로 환매를 연기하였다가 재개하였다는 이유로 이 사건 투자자들에 대하여 2012. 11. 15. 공고된 기준가격으로 각 보유 수익증권의 가치를 계산하여 환매 대금을 지급하였다. 그러나 당시 피고가 이 사건 환매청구로 인한 환매대금을 마련하기 위해 이 사건 펀드의 자산을 대량으로 매각하였음에도 주식시장에 별다른 영향을 미치지 못하는 등 이 사건 환매청구는 투자자 사이의 형평성 등의 문제는 발생하지 않아, 결국 피고도 환매 재개 후 환매청구일로부터 4영업일인 원래 예정된 환매대금 지급일에 원고 등 이 사건 기관투자자들에 대하여 환매대금을 지급하였다.

이는 이 사건 환매연기결정이 불필요했기 때문으로, 피고가 원고에 대하여 2012. 11. 15. 공고 기준가격으로 이 사건 수익증권의 환매대금을 지급한 것은 피고가 임의로 수익증권의 환매대금 기준가격을 결정하여 지급한 것이나 다름이 없어, 피고는 이 사건 신탁계약에 따른 의무를 위반한 것이다. 따라서 피고는 원고에 대하여 위와 같은 채무 불이행으로 원고가 입은 손해, 즉 원고에 대하여 이 사건 수익증권에 관하여 이미 지급 받은 환매대금(2012. 11. 15. 공고 기준가격으로 계산된 금액)과 2012. 11. 14. 공고된 기준가격으로 계산한 환매대금의 차액을 지급할 의무가 있다.

(2) 피고

이 사건 환매연기결정 없이 이 사건 환매청구에 바로 응하는 것은 이 사건 펀드의 80%에 해당하는 보유자산을 일시에 처분하고 이로써 환매대금을 조성하는 것으로, 펀드 자산 중 우량주부터 우선 처분하는 것이 불가피하여 이 사건 펀드 자산 구성의 변경을 가져오거나 일부 종목의 경우 대량 처분으로 시장에 충격을 주어 가격을 하락시키는 등 잔존 펀드 가치에 손실을 입히게 될 우려가 있는 행위이다. 또 이 사건 환매청구로 유발되는 펀드 자산 대량 매각의 경우, 자산 매각에 따른 거래비용을 환매청구를 하지 않은 잔존 투자자들에게 전가하게 되는 문제점을 발생시킨다. 피고는 이러한 상황을 우려하여 이 사건 환매연기결정을 하였다. 이후 피고는 잔존 투자자들에 대하여 최대한 손해가 되지 않도록 자산을 매각하여 환매대금을 마련한 후, 위와 같은 우려가 사라졌음을 확인하고 환매재개를 결정하였고, 이후 적법한 절차에 따라 환매가격을 결정하여 원고에게 환매대금을 지급한 것으로, 피고는 이 사건 환매청구를 처리함에 있어 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하였으므로 원고의 청구에 응할 수 없다.

다. 쟁점의 정리

위에서 본 것과 같은 원, 피고의 주장에 비추어 결국 이 사건의 쟁점은 피고가 이 사건 환매청구에 대한 업무처리 기타 환매대금 산정 및 지급과정에서 자본시장법, 자본시장법시행령 및 이 사건 신탁계약상 집합투자업자로서 적법하게 업무를 처리한 것인지 여부이다.

3. 법원의 판단

가. 서울중앙지방법원(2013가합14335 판결)〔환매연기 사유가 존재하는지 여부〕

집합투자제도의 본질인 실적배당 및 집합투자자평등대우의 원칙에 따라 투자자들을 보호하기 위하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 그 시행령은 환매연기 제도를 마련하고 있고(법 제237조, 시행령 256조), 이 사건 신탁계약 역시 동일한 내용의 환매연기에 관한 규정을 두고 있는데, 그 환매연기 사유들 중 하나가 역시 동일한 내용의 환매연기에 관한 규정을 두고 있는데, 그 환매연기 사유들 중 하나가 피고가 이 사건 환매연기 결정의 근거로 들고 있는 “대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우”이다. 그런데 환매연기는 환매청구한 투자자들의 예측가능성을 해치는 투자자들의 이익을 심각하게 제한할 수 있고, 집합투자제도에 있어서 투자자들 사이의 환매청구 선후 및 자산매각의 시기에 따라 잔존 투자자들에 대한 비용 등 손실 전가가 일정 부분 불가피한 면이 있으므로, 앞서 본 환매연기 사유는 “대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형평성을 ‘현저히’ 해칠 염려가 있는 경우”로 제한하여 해석하여야 한다.

그리고 형평성을 ‘현저히’ 해칠 염려가 있는 경우에 해당하는지는, 집합투자재산의 자산 규모 및 투자 대상, 전체 자산을 구성하는 개별 자산들의 종류 및 비율, 자산이 거래되는 시장의 규모와 상황, 자산매각의 용이성, 환매 청구한 투자자들과 잔존 투자자들의 자산 비율 및 규모 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다.

① 이 사건 펀드의 투자 대상은 매각이 용이한 국내시장에 상장된 주식으로서 이 사건 환매청구 당시 국내 주식시장의 거래규모(2012년 1월 평균 거래금액은 약 6.9조 원)에 비하면 크지 않고, 당시의 시장 상황도 나쁘지 않았다. ② 이 사건 펀드는 다양한 종목(73개 종목)에 분산하여 투자되었고, 그 중 다수가 시장에서 우량주로 평가받는 종목

들이다. ③ 이 사건 환매청구에 따라 발생한 거래비용(약 4.2억 원)이 잔존투자자들의 자산규모(약 400억 원)에 비하여 지나치게 크다고 보기 어렵다. 위와 같은 사정들에 다가가 이 사건 환매청구에 따라 상당 부분의 자산 처분이 이루어진 2012. 11. 14.을 전후로 한 주가의 등락 폭이 이례적으로 볼 만큼 크지 않아서 피고가 이 사건 환매청구 다음날 별다른 무리 없이 상당 부분의 자산을 처분하여 환매대금을 말여한 것에 비추어 보면, 이 사건 환매청구 당시 투자자 간의 형평성을 '현저히' 해칠 염려가 있는 경우라는 환매연기 사유가 존재한다고 보기 부족하다.

나. 서울고등법원(2013나43361 판결)

(1) 이 사건 환매연기 결정 전, 후의 사정과 피고의 업무처리 경위

1) 피고는 피고의 국내업무 중단계획을 발표하기에 앞서, 투자자들의 대량 환매청구를 예상하고 환매대금을 적시에 마련하기 위한 방법으로 자본시장법 제83조에서 인정하는 펀드 자산 10%까지의 차입 방안과, 같은 법 제237조의 환매연기 방안 등을 고려하게 되었다. 그러나 대량 환매청구의 경우 펀드 자산 10% 차입만으로 그 요구에 대처할 수 없을 뿐만 아니라 잔존 투자자들에게 이자부담을 가중시키는 것이므로 자본시장법이 예정한 환매연기제도를 검토하였는데, 2012. 11. 12. 피고의 주식운용팀은 전체 펀드 자산의 30% 상당의 환매청구의 경우 환매연기 없이 환매대금을 마련할 수 있을 것으로 판단하였다.

그런데 피고가 2012. 11. 13. 국내업무를 중단한다는 발표를 하자, 같은 날 주식시장 폐장 전까지 이 사건 펀드 전체 자산의 80%에 이르는 규모의 이 사건 환매청구가 이루어졌고, 이에 피고는 위 기초사실에서 본 것처럼 2012. 11. 13.경 17:00경 이 사건 환매청구에 그대로 응할 경우 시장 충격 등으로 수익증권의 가치가 떨어지고 이 사건 펀드의 자산 구성 비율이 변경되며 거래비용이 잔존투자자들에게 전가되는 등 환매요구 투자자들과 잔존 투자자들 사이의 형평성에 문제가 발생할 것으로 판단하고, 자본시장법 제237조, 자본시장법 시행령 제256조 제2호 다목의 사유로 환매연기를 결정하였다.

2) 이 사건 펀드는 주식형 펀드로 주된 자산이 주식으로 구성되어 있는데, 그 주식의 종목별 구성을 보면 삼성전자, 삼성SDI, 포스코 등의 우량주 뿐만 아니라 CJ프레스웨이,

우주일렉트로, 메디톡스처럼 이 사건 펀드가 시장에서의 일평균거래의 상당부분을 보유하고 있는 소형주들도 포함되어 있었다. 이 사건 환매연기결정 당시 이 사건 펀드가 보유하던 총 73개의 주식 종목 중 이 사건 펀드 보유 주식수가 주식시장의 일평균 거래량의 49% 이상인 종목은 8개, 20% 이상인 종목은 19개, 5% 이상인 종목은 50개 이상이었다.

3) 피고는 환매연기결정 후인 2012. 11. 14. 이 사건 펀드의 보유주식을 최대한 동일비율로 처분하기 시작하여 결과적으로 당일 이 사건 펀드 보유주식의 종목별 구성비율을 해치지 않으면서도 총 보유주식의 약 85%를 매도하는 데 성공하였고, 다시 평가위원회를 개최하여 환매재개결정을 한 후, 이 사건 기관투자자들에게 평가위원회에서 환매재개결정을 하였음과, 이 사건 환매청구로 인한 환매대금의 정산을 2012. 11. 15.자 공고 기준가격으로 정하였음을 통지하였다.

(2) 판단

다음과 같은 이유로 이 사건 환매연기결정은 자본시장법과 이 사건 신탁계약이 정한 요건을 갖춘 적법한 것이고, 이 사건 환매청구에 대응한 피고의 업무처리 또한 관련 법규와 이 사건 신탁계약의 내용에 비추어 이 사건 펀드를 운용하는 집합투자업자로서 선량한 관리자로서의 주의의무를 다한 것으로 판단된다. 따라서 이와 다른 전제에선 원고의 청구는 받아들일 수 없다.

1) 자본시장법이 수익증권의 환매연기제도를 인정하는 취지는 실적배당주의와 수익자평등주의의 원칙을 실현하고자 하는 것으로, 자본시장법 시행령 제256조 제1호가 집합투자재산의 처분이 불가능한 경우를 산정한 것이라면, 같은 조 제2호는 집합투자재산의 처분은 가능하다고 하더라도 투자자 사이의 형평성을 해할 우려가 있는 경우, 즉 수익자평등주의 원칙이 침해될 우려가 있는 경우의 환매연기를 인정한 것으로 해석된다. 통상적으로는 발생하기 어려운 대량의 환매청구가 이루어진 경우에도 통상적인 환매절차에 따라 환매대금을 마련하게 된다면, 선환매청구자에게 환매대금을 지급하기 위해서 신탁재산 내의 우량자산의 상당부분을 우선적으로 매각하는 것이 불가피하고, 그러한 경우 상대적으로 평가가치가 적은 자산이나 매각이 어려운 자산 위주로 신탁재산의 구

성이 재편성되어 선환매청구자들의 후생을 위해 잔존수익자들이 희생하는 결과를 야기하게 되기 때문에 인정되는 제도인 것이다.

2) 이 사건 환매청구의 경우 피고의 국내업무중단 계획이 발표된 2012. 11. 13. 13:33경부터 같은 날 15:00까지 이 사건 펀드의 수익자인 총 11개의 기관투자자 중 8개의 기관투자자가 참여하여 이 사건 펀드 자산 규모 중 약 80%에 해당하는 약 1,500억 원 규모의 수익증권의 환매가 요구된 것이므로, 일응 자본시장법 시행령 제256조 제2호 다목의 '대량의 환매청구에 응하게 되는 경우'임은 분명하고, 앞서 본 것처럼 이 사건 펀드의 자산 구성 비율, 개별 자산의 주식시장에서의 거래 규모 등에 비추어 이와 같은 대량 환매청구에 따른 자산처분을 단기간 강행할 경우, 우량주 위주의 우선 처분이 불가피하여 환매 후 이 사건 펀드의 자산 중 우량주 비율이 현저히 떨어질 가능성이 다분하고, 이는 수익자들 사이의 형평성 문제가 야기되는 상황이 예상되었던 것으로 판단된다.

이에 대하여 원고는, 당시 국내 주식시장의 규모, 이 사건 펀드 자산을 구성하는 주식의 종목, 실제 주식 처분 전, 후의 주식시장의 상황 등에 비추어 당시 주식시장은 이 사건 환매청구 상당의 주식 처분을 충분히 소화할 수 있었던 것으로 보이므로 이 사건 환매결정이 부적절하였거나 실질적으로 불필요하였다는 취지로 주장한다. 위에서 든 증거들, 혹은 위에서 인정한 사실들을 종합하면, 국내 주식시장의 2012년 11월 평균 거래금액 약 6.9조 원으로 이 사건 환매청구 금액인 1,500억 원이 차지하는 비중은 그리 크지 않은 점, 당시 국내 주식시장상황도 나쁘지 않았으며 이 사건 펀드가 보유하던 주식 73개 종목 중 상당수가 우량주로 평가받는 종목들인데 이들 우량주는 처분에 별다른 어려움이 없는 점, 이 사건 펀드의 85% 수준의 자산이 처분된 2012. 11. 14.을 전후로 국내 주식시장 주가의 등락폭도 크지 않았던 점 등은 인정된다.

그러나 앞서 본 것처럼 대량 환매청구로 인한 수익자들 사이의 형평성의 문제는 반드시 투자자산의 처분이 불가능할 경우에 한정되어 발생하는 것이 아니고, 투자자 사이의 형평성의 문제는 1,500억 원 상당의 환매 청구된 수익증권을 매도할 수 있는지가 아니라 어떻게 잔존 펀드의 가치를 해치지 않고 매도할 것인가의 문제이므로 위와 같은 사정만으로 이 사건 환매연기결정이 자본시장법과 자본시장법 시행령, 혹은 이 사건 신

탁계약이 예정한 '대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형성을 해할 우려가 있는 경우'에 해당하지 않은 경우로 볼 수는 없다. 또 결과적으로 당시 국내 주식시장에서의 수급이 원활히 이루어져 피고가 2012. 11. 14. 이 사건 펀드의 자산 중 85%를 매도할 수 있었다고 하더라도 이는 사후적인 사정에 불과하여, 이를 이 사건 환매연기결정이 적절하지 않았다는 근거로 보기는 부족하다. 이 부분 원고의 주장은 받아들일 수 없다.

3) 자본시장법 제237조, 자본시장법 시행령 제257조, 제258조에 의하면, 환매연기결정 이후 집합투자업자는 6주 이내에 집합투자자총회를 개최해야 하지만, 환매연기를 위한 집합투자자총회의 개최 전에 환매연기사유가 해소된 경우에는 집합투자자총회를 개최하지 아니하고 환매할 수 있으며, 이러한 경우 이 사건 신탁계약 제28조 제4항에 의하면, 평가위원회에서 환매가격을 정하도록 하고 있다. 앞서 본 것처럼 피고는 2012. 11. 14. 이 사건 펀드의 자산 구성 비율에 큰 변화를 주지 않고 보유 자산 중 85%를 매각하는 데 성공한 후, 투자자 사이의 형평성에 관한 문제가 해결되었다고 판단, 환매재개 결정을 하고 평가위원회에서 이 사건 환매청구의 환매기준 가격을 결정하였음을 이 사건 기관투자자들에게 통지하였으므로, 이러한 피고의 업무처리 과정은 자본시장법과 자본시장법시행령의 관련 규정, 이 사건 신탁계약이 정한 환매연기와 환매재개결정, 환매가격 결정의 절차에 부합하는 방식으로 이행된 것으로 판단된다.

4) 원고의 주장처럼 이 사건 환매연기결정을 불필요했던 것으로 보고 이 사건 환매청구로 인한 환매대금을 2012. 11. 14. 공고 기준가격으로 산정할 경우 원고를 비롯한 이 사건 기관투자자들이 추가로 얻을 수 있는 수익은 피고가 정한 환매대금의 약 0.82% 증가한 금액임에 반하여, 이 사건 환매청구에 대하여 환매연기결정 없이 환매대금을 산정하는 경우 잔존 투자자들은 보유 자산의 3.82% 상당의 손실을 입게 된다. 이러한 사정을 고려해보더라도, 이 사건 환매연기결정이 불필요했다고 볼 수는 없다.

다. 대법원(2014다21250 판결)

투자자가 집합투자증권의 환매를 청구하는 경우 집합투자업자는 자본시장법 제236조 제1항 본문에 따라 산정되는 기준가격으로 집합투자증권을 환매하여야 하는데, 환매청구가 일시에 대량으로 이루어질 경우에는 환매대금으로 사용할 재원을 조성하기 위하

여 집합투자자재산을 단기간에 대량으로 처분하는 조치가 필요하게 된다. 이 경우 집합투자재산의 종류, 구성 및 규모, 시장의 거래상황 등에 따라서는 집합투자재산의 가치가 크게 하락하는 손실이 생길 수 있는데, 이러한 손실이 반영되지 아니한 기준가격으로 집합투자증권을 환매하게 되면 먼저 환매한 투자자로부터 잔류하는 투자자에게 손실이 전가되어 집합투자의 본질인 실적배당주의 내지 수익자평등대우주의를 훼손하는 결과가 초래될 수 있다. 이는 환매연기사유의 하나인 '대량의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우'에 해당한다고 보아야 한다. 그리고 환매연기사유가 존재하는지 여부는 환매를 연기할 당시를 기준으로 판단하여야 하고, 사후에 발생하거나 확인된 사유만을 들어 환매연기가 위법하거나 효력이 없다고 할 수는 없다.

원심은, 피고의 국내업무중단계획이 발표되자 그 발표 당일 주식시장이 폐장될 때까지 이 사건 펀드의 수익자인 총 11개의 기관투자자 중 8개의 기관투자자가 이 사건 펀드의 자산 규모 중 약 80%에 해당하는 약 1,500억 원 규모의 수익증권에 대하여 환매를 청구한 사실, 피고는 위와 같은 환매청구에 그대로 응할 경우 수익증권의 가치가 떨어지는 등으로 환매 요구 투자자와 잔존 투자자 사이의 형평성에 문제가 발생할 것으로 판단하여 환매연기를 결정한 사실 등을 인정한 다음, 그 판시와 같은 사정에 비추어 보면 위와 같은 환매청구는 '대량의 환매청구에 응하게 되는 경우'에 해당하고, 환매청구에 응하기 위하여 자산처분을 단기간 강행할 경우 수익자들 사이의 형평성 문제가 야기될 것으로 예상되는 상황이었으므로, 피고의 환매연기 결정은 적법하다고 판단하였다.

원심판결 이유를 앞서 본 법리에 비추어 보면, 원심의 위와 같은 판단은 수긍할 수 있고, 거기에 상고이유 주장과 같이 환매연기 사유 내지 요건에 관한 법리, 환매자금 마련에 관한 의무불이행에 관한 법리 등을 오해하거나 논리와 경험의 법칙을 위반하여 자유심증주의의 한계를 벗어나는 등의 위법이 없다.

IV. 결 론

이 사건 대법원 판례는 환매연기 사유의 하나인 '대량의 환매청구에 응하는 것이 투

자자간의 형평성을 해칠 염려가 있는 경우'에 해당하느냐 여부가 문제된 사안이다. 신탁재산의 시장가치가 계산되지 않는 상태에서 시장가치와 무관한 기준으로 수익증권의 환매를 지속한다면 선 환매청구자에게 환매대금을 지급하기 위해 신탁자산내의 정상자산을 매각함으로써 부실자산의 편입비율이 높아지거나 매각 이 불가능한 부실자산만 남게 되어 선환매선환매청구자들을 위해 잔존 수익자들이 희생하는 결과가 초래된다. 자본시장법에 환매연기제도를 인정하는 것은 집합투자의 본질인 실적배당주의 내지 수익자 평등대우주의를 실현하여 투자자를 보호하는 기능을 수행하기 위한 것이다. 수익증권에 투자한 투자자는 고수익을 위해 고위험을 투자자라고 할 것이므로 예금자처럼 보호할 필요성은 없다고 할 것입니다.

해당 판결의 1심 법원은 집합투자제도의 본질인 실적배당 및 집합투자자평등대우의 원칙을 인정하면서 환매연기는 환매청구한 투자자들의 예측가능성을 해하는 투자자들의 이익을 심각하게 제한할 수 있으므로 현저히 해할 수 있는 경우를 제한적으로 해석하여야 한다는 논리로 환매 연기 사유가 존재하지 않는 다고 판단하였다.

이이 대하여 2심은 대량 환매청구로 인한 수익자들 사이의 형평성 문제는 반드시 투자자산의 처분이 불가능할 경우에 한정되어 발생하는 것이 아니고, 투자자 사이의 형평성 문제는 환매 청구된 수익증권을 매도할 수 있는지가 아니라 어떻게 잔존 펀드의 가치를 해치지 않고 매도할 것인가의 문제이라는 전제하에서 환매결정이 자본시장법 및 신탁계약이 예정한 '대항의 환매청구에 응하는 것이 투자자 간의 형평을 해할 우려가 있는 경우'에 해당한다고 판단하였습니다.

그러나 수익증권에 투자한 투자자들은 고수익을 위해 고위험에 투자한 사람들이라 할 것이고, 집합투자제도의 본질인 실적배당 및 집합투자자평등대우의 원칙이 관철되더라도 환매 청구한 투자자들의 예측가능성을 해하는 투자자들의 이익을 심각하게 제한할 수 있으므로 환매연기를 인정할 경우를 제한적으로 해석되는 것이 타당하다고 할 것이다.

참 고 문 헌

김정수, 자본시장법원론, 서울파이낸스앤로그룹, 2014.

김건식·정순섭, 자본시장법, 두성사, 2013.

이철송, “투자신탁 수익증권의 환매의 법리”, 인권과정의 342권, 대한변호사협회, 2005.

<국문초록>

집합투자란 2인 이상의 투자자로부터 모은 금전 등 또는 국가재정법 제81조에 따른 여유자금(집합투자재산)을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자대상 재산을 취득, 처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에 배분하여 귀속시키는 것을 말하고 수익자는 언제든지 수익증권의 판매한 투자매매(중개)업자에게 환매를 청구할 수 있다.

금전으로 환매대금을 지급하기 위해 신탁재산(집합투자재산)을 처분하여야 하는데, 그 처분이 곤란하거나 공정한 가액에 의한 기준가격을 산정하기 어려운 경우에도 불구하고 환매를 실시하게 되면 환매를 하지 않는 나머지 투자자 또는 잠재적인 투자자에게 손실이 전가될 수 있다. 이와 같이 일정한 경우에는 환매를 연기할 수 있게 하여 집합투자제도의 본질인 실적배당의 원칙과 수익자평등대우의 원칙에 따라 모든 집합투자자를 보호하고 집합투자자간 형평성을 확보하고자 한다.

그러나 수익증권에 투자자한 투자자들은 고수익을 위해 고위험에 투자자한 사람들이라 할 것이고, 집합투자제도의 본질인 실적배당 및 집합투자자평등대우의 원칙이 관철되더라도 환매 청구한 투자자들의 예측가능성을 해하는 투자자들의 이익을 심각하게 제한할 수 있으므로 환매연기를 인정할 경우를 제한적으로 해석되는 것이 타당하다고 할 것이다.

주제어 : 집합투자, 집합투자증권, 환매의무, 환매연기

< !"#%&'\$(

Smoke repurchase obligations and repurchase of Investment Securities

(&)*, (+,)* - .

1)/0#\$(10)\$ 2# '.330'\$04 5%.1 \$6. .% 1.% 2)/0#\$.% 1.)0+, 0\$'. , .% 5%.1 #,%73,# 5,)4# ('.330'\$2/0 2)/0#\$(10)\$ 7%.70%\$+) 2)/0#\$.%# .% \$80 %0#70'\$2/0 5,)4 1&)*010)\$ 0)\$2\$20# 7,%#,&)\$ \$. !%\$2'30 81 9&\$2.)&3 :2)&)'0 !\$, 68230).\$ "02)* & %.,\$2)0 .70%&\$2.) 42%0'\$04 \$. 2)/0#\$(10)\$ 7%.70%\$+ \$8&\$ 2# 7%.70%\$+ /&3,0# 1&)*010)\$ #&+# \$8&\$ \$80 &' ; ,2#2\$2.)., 42#7.#&3, &)4 &)+ .80% 10\$8.4 .5 42#5\$2", \$2.) &\$5\$2", \$&"30 \$. \$80 %0#,3\$ \$. 2)/0#\$.%# .% \$. 0&'8 "0)052'28%+ &\$ &)+ \$210).6, \$80 1&)*010)\$ ".4+ 1&+ %0 ; ,0# \$80 %04017\$2.) 1&%<0\$2)* 2)/0#\$(10)\$ \$. #&30# ("%.<0%&*0) '.)\$&'\$.% .5 \$80 =C#.

>. "0 42#7.#04 .5 \$%, #&##0\$# (1)/0#\$(10)\$ 7%.70%\$+) \$. 7&+ \$80 %07,%'8� 7%2'0 2) '8&# 25 \$8&\$ 42#7.#&3 2# 42552',3\$.% 0#\$21&\$2)* \$80 %050%0)'0 7%2'0 "+ & 5&2% /&3,0 40#72\$0 #.10\$210# 42552',3\$ \$. '.4), '\$ \$80 %07,%'8� %0# \$4.0#).\$ %07,%'8� 2)/0#\$.%# .% \$. 7.\$0)\$2&3 2)/0#\$.%# \$80 3.## '8&) "0 217,\$04. 1) '0%\$&2) '8�, #,'8 &# \$80 %04017\$2.) 2\$ 8&# \$. "0 &"30 \$. #1.<0 &)4 \$. 7%.\$0'\$ \$80 #0\$.5 &33 2)/0#\$.%# , 4070)42)* .) \$80)&\$,% .5 \$80 7%2)'2730 .5 42/240)4 0&%)2)*# .5 \$80 "0)052'28%+ &)4 \$80 7%2)'2730# .5 0 ; ,&3 %0&\$10)\$ "0\$600) '.330'\$2/0 2)/0#\$(10)\$ #'8010# &)4 0)#,%0 0 ; ,2\$&"30 #0\$.5 2)/0#\$.%#.

- .60/0%, 1)/0#\$.%# 2) 2)' .10 #0', %2\$20# &%0 *.2)* \$\$. "0 '8&304 2)/0#\$.%# ?0.730 &\$ 82*8 %2#<, \$80)&\$,%0 .5 70%5.1&)'0 42/240)4 &)4 #0\$ 2)/0#\$.%# 2)2)0%0\$# 2)/0#\$.% '3&21# %07,%'8�, 0/0) 25 \$80 7%2)'2730 2# 70)0\$&\$04 ,)40%12)0 \$80 7%042'\$&"232\$+ .5 \$80 2)/0#\$.%# .5 \$80 0 ; ,&3 %0&\$10)\$.5 '.330'\$2/0 2)/0#\$(10)\$ #'8010# 5.% 82*8 %0\$,%)# 2\$ '8&) "0 & #0/0%03+ 3212\$04 \$8&\$ 2\$ 6.,34 "0 %0&#.)&"30 \$8&\$ & %0#\$2'\$2/0 2)\$0%7%0\$&\$2.) .5 \$80 '8� &412\$ %07,%'8� #1.<0.

(0+6.%4# : 1)/0#\$(10)\$, 1)/0#\$(10)\$ S0', %2\$20#, A07,%'8� ."32*&\$2.)#, S1.<0 %04017\$2.)