

사회책임투자의  
해외제도 검토 및 국내 발전방향

노희진 · 임대웅 · 곽관훈 · 김형남  
류영재 · 안승광 · 안수현 · 유상현  
전우종 · 정수영 · 채지식

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

2006년은 국내에 사회책임투자가 본격적으로 도입된 해라고 할 수 있습니다. 국내 최초의 사회책임투자 펀드는 몇 년 전에 출시된 바 있으나 사회적으로 큰 관심을 받지 못한 반면에 2006년에는 간접투자시장의 성장과 지속가능경영에 대한 인식의 확산 제고 등으로 사회책임투자가 금융시장과 일반사회에 넓게 확산되는 과정이었다고 할 수 있습니다.

2006년 말 현재 국내에 판매되고 있는 사회책임투자 펀드는 총 7개사, 규모면으로는 약 2천억 원에 이르고 있습니다. 또한 국민연금에서 2006년 이후 3천억 원이 사회책임투자에 할당되어 2007년 사회책임투자 규모는 그 수와 규모에 있어서 많은 발전이 있을 것으로 예상됩니다. 국민연금의 이러한 움직임이 사회책임투자에 대한 관심을 촉발하는 촉매제 역할을 수행하였고, 타 자금 운용 주체들과 여러 기관투자자 및 개인투자자들의 관심이 사회책임투자를 본격적으로 확산시키는데 기여하였다고 생각합니다.

앞으로는 지속적인 사회책임투자의 확산을 위해 국민연금을 비롯한 공적 연금에서 사회책임투자를 점차적으로 확대해야 할 필요가 있으며, 사회책임 투자를 위한 원활한 기업선정을 위해 기업들의 지속가능성보고서 발간이 활성화되어야 할 것입니다. 또한 국제적으로 지속가능성을 추구하는 UN Global Compact, UN PRI 등 국제 조약에 국내 기관이 적극적으로 참여하여 국내의 사회책임투자와 지속가능경영의 수준을 높여야 할 필요성이 있으며 다우존스지속가능성 지수와 같은 지속가능성 지수가 국내에도 개발되어 국내 사회책임투자펀드의 벤치마크로서의 역할을 할 필요성도 제기되고 있습니다. 사회책임투자가 일시적인 유행이 아니라 장기적으로 유지되고 발전되기 위해서는 자산운용사에서도 사회

책임투자 방침과 프로세스, 시스템, 인력 개발 등 필요한 인프라를 갖추고 ESG 이슈에 대한 리서치를 강화하는 등의 활동을 지속적으로 추진해 나가야 할 것입니다.

본 자료집은 한국증권연구원이 주관하는 사회책임투자연구회에서 지난해 발간한 “사회책임투자 개념 및 국제 동향”, “사회책임투자의 원칙과 적용”에 이어 2006년 10월부터 2007년 2월까지 진행한 연구결과와 주요 자료들을 중심으로 작성한 세 번째 자료집입니다. 이번 자료집에서는 “사회책임 투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향”이란 주제 하에 국가별 사회책임투자 제도를 검토하여 시사점을 살펴보고, 이를 통해 국내 시장에 대한 발전방향을 제시하고 있습니다. 앞으로도 연구회 활동에 많은 참여와 관심을 기대합니다.

2007년 4월

한국증권연구원

원장 최도성

# 목 차

---

---

序言 .....	i
<b>I. 서설 .....</b>	<b>3</b>
1. 사회책임투자관련 국제적 논의방향 .....	3
2. 사회책임투자관련 제도화 동향 .....	10
3. 보통법국가와 대륙법국가의 입법 특성 .....	12
<b>II. 기관투자자의 사회책임투자 참여 .....</b>	<b>21</b>
1. 해외 기관투자자 동향 .....	21
2. 해외 연기금의 사회책임투자 사례 .....	30
3. Responsible Investment Trustee Toolkit .....	33
<b>III. 사회책임투자관련 국가별 제도 검토 .....</b>	<b>63</b>
1. 미주지역 .....	63
2. 유럽지역 .....	100
3. 아시아지역 .....	169
<b>IV. 사회책임투자관련 해외 제도의 시사점 .....</b>	<b>197</b>
1. 제도현황 일반 .....	197
2. 규제전망과 과제 .....	201

V. 사회책임투자의 국내 발전방향 ..... 207

부록. 사회책임투자연구회 회원 명단 ..... 215

## 표 목 차

---

---

<표 III-1> 기관투자자의 투자행위 규제법규 .....	68
<표 III-2> European Private Sector Initiative .....	106
<표 III-3> 비법률적인 규범의 유형과 내용(정부) .....	122
<표 III-4> 비법률적인 규범의 유형과 내용(업계) .....	124
<표 IV-1> ESG요소 공시의무화 현황 .....	199

## 그 립 목 차

---

---

<그림 II-1> 국가별 기관투자자 자산규모(보험 및 연기금) .....	21
<그림 II-2> 국가별 연기금 규모(GDP대비) .....	23
<그림 IV-1> 투자결정시 ESG요소 반영 절차 흐름도 .....	201

## 발간 참여자의 역할

---

---

기획 및 편집	노희진 안승광
국가별 법률검토 총괄	안수현
<b>1장 서설</b>	
1. 사회책임투자의 국제화 방향	김형남
2. 사회책임투자 제도화 동향	임대웅
3. 보통법국가와 대륙법국가의 입법 특성	안수현
<b>제2장 기관투자자의 사회책임투자 참여</b>	
1. 해외 기관투자자 동향	정수영
2. 해외 연기금의 사회책임투자 사례	유상현 류영재
3. Responsible Investment Trustee Toolkit	채지식 전우종
<b>제3장 사회책임투자관련 국가별 제도 검토</b>	
1. 미주지역	안수현
2. 유럽지역	안수현 노희진 곽관훈
3. 아시아지역	안수현 곽관훈
<b>제4장 사회책임투자 관련 해외 제도의 시사점</b>	안수현
<b>제5장 사회책임투자의 국내 발전방향</b>	노희진

## 약 어 집

---

---

AWMG: Asset Management Working Group  
CalPERS: California Public Employees' Retirement System  
CPP: Canada Pension Plan  
CSR: Corporate Social Responsibility  
DJSI: Dow Jones Sustainability Indexes  
ESG: Environmental, Social and Governance  
ETF: Exchange Traded Funds  
FCCC: Framework Convention on Climate Change  
FTSE4Good: Financial Times Stock Exchange for Good  
GRI: Global Reporting Initiative  
IAS: International Accounting Standards  
IFC: International Finance Corporation  
KPI: Key Performance Indicators  
OECD: Organization for Economic Cooperation and Development  
PRI: Principles for Responsible Investment  
RDED: Rio Declaration on Environment and Development  
RI: Responsible Investment  
SEE: Social, Environmental and Ethical  
SIF: Social Investment Forum  
SIP: Statement of Investment Principles  
SRI: Sustainable & Responsible Investment  
UNCHE: United Nations Conference on the Human Environment  
UNEP/FI: United Nations Environmental Program Financial Initiative



## 1. 서설

---

1. 사회책임투자관련 국제적 논의방향
2. 사회책임투자관련 제도화 동향
3. 보통법국가와 대륙법국가의 입법 특성



## I. 서설

### 1. 사회책임투자관련 국제적 논의방향

#### 가. 지속가능한 발전(Sustainable Development) - 국제법상 의무

- “기업의 지속가능성”은 지속가능발전 개념을 기업경영에 적극적으로 반영한 개념으로서, 지속가능발전은 경제적 성과, 환경적 책임, 사회적 책임 등의 세 가지 핵심요소로 구성됨
- 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR)은 이들 기업 지속가능성의 요소들을 포괄하는 개념으로서 ‘기업의 지속가능한 경영을 위한 행위준칙’임
- 지속가능경영이 기업 입장에서 단순한 이타주의가 아닌 위험관리 경영의 일환으로 인식되고 있고 투자자 입장에서도 기업에 대한 투자 수익의 달성을 위해 반드시 고려해야만 하는 요소가 됨에 따라 기업의 지속가능경영 내지는 사회책임경영을 적극 유도할 수 있는 투자 방법으로 사회책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)가 등장하였음

#### 4 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- 사회책임투자를 통해 기업의 지속가능성과 장기적 투자이익이 증가하게 되면, 이는 투자자에게도 이익이 될 뿐만 아니라 궁극적으로는 전 인류사회의 지속가능한 발전에 기여하게 된다는 것이며, 사회책임투자는 기업의 사회적 책임을 매개로 인류사회의 지속가능한 발전을 추구하는 도구적 투자기법의 의의를 갖게 됨
  
- 지속가능성이라 불리는 국제사회의 구속은 적어도 1972년도에 ‘유엔 인류환경 위원회(UNCHE)’가 채택한 Stockholm 선언에서 원칙들에 대한 성명서를 추가한 데서 비롯됨
  - ‘천연자원은 현재와 미래 세대의 이익을 위해서 세심한 계획과 관리를 통해 보호되어야한다.’ (UNCHE 원칙 2)
  - ‘가능하다면 어디에서든지 필수 재생 가능 자원을 생산하는 지구의 능력은 유지, 회복, 발전되어야만 한다.’ (UNCHE 원칙 3)
  - ‘재생 불가능한 자원은 미래에 고갈 위험을 방지하는 방향으로 개발되어야하고 이러한 개발로부터 오는 이익은 모든 인류가 공유하는 방향으로 개발되어야한다.’ (UNCHE 원칙 4)
  
- 선언 그 자체로 국제법의 형식이 될 수 없지만, 법률 실행의 기본으로서 사용되는 많은 규정들을 가지고 있고 따라서 국제법으로 흡수되어져 왔음
  - 이런 것들 중 가장 유명하며 차후에 국제 환경법으로 발전하게 되는 기반을 형성하는 UNCHE의 제21장을 보면 각각의 나라가 환경 정책을 추구할 권리는 다른 나라의 환경에 영향을 미치지 않거나 국가 사법권 밖의 범위의 상태를 조건부로 하고 있음

- 10년 후에, UN총회는 인류는 ‘자연의 일부분’이고 ‘생명은 생태계의 끊임없는 작용에 달려있다’ 라는 국제 환경 헌장을 채택했는데, 이것은 한쪽엔 환경적 가치의 관심과 보호를, 다른 한쪽엔 인간의 권리와 평화라는 관계를 정립하였음
- Stockholm 선언 20년 뒤, 국제사회는 더 많은 발전 목표와 환경 보호를 융합할 필요를 놓고 논쟁하고 있음

○ 한편 리오 선언(RDED)은 다소 불투명한 성명을 발표하였으며, 세대 사이의 형평성에 관련하여 개발의 권리를 소개하였음

- ‘인류는 지속 가능한 개발 관심의 중심에 있다. 자연과의 조화 안에서 생산적인 삶이 만들어 진다.’ (RDED 원칙 1)
- ‘개발 권리는 현재 그리고 미래 세대의 개발적이고 환경적인 수요가 동등하게 수행되어야만 한다.’ (RDED 원칙 3)
- ‘환경보호와 빈곤퇴치가 지속 가능한 개발의 필수 요소라는 걸 인식한 국제사회는 절제할 수 없는 생산과 소비 형태의 제거와 적절한 인구통계 정책의 채택을 이 문맥에서는 주로 다루고 있다.’ (RDED 원칙 4,5&8)
- 리오 선언은 또한 지속 가능한 개발에 이르기 위해서 ‘공동이지만 차별적인 책임’의 개념을 소개하면서 주목할 만 했는데, 선진국이 그들의 책임은 환경에 있어서의 생활양식의 어려움을 반영하고 기술적, 재정적 자원들이 이러한 역경을 없애게 해준다는 것을 승인한다는 것임 (RDED 원칙 7)

6 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- 지속가능한 발전의 방침은 또한 UN환경개발회의의 가장 주요한 본질적 산물임
  - 기후변화협약(FCCC)은 국가들은 지속 가능한 개발을 촉진할 권리가 있고 또 그렇게 해야만 하며(FCCC 3조 4항) 특히 ‘현재와 미래 세대의 이익을 위해서’ 기후 시스템을 보호해야만 한다고 강조하고 있음 (FCCC 3조 1항)
  - 이와 비슷하게, 생물다양성보존협약은 목표 중 하나로서 환경을 해치지 않는 생물다양성요소의 사용과 이로부터 오는 이익의 공평하고 평등한 분담을 제시하였음 (FCCC 1조 및 6조)
  
- 국제기구에서의 ‘지속가능한 발전(Sustainable Development)’의 빈번한 사용에도 불구하고, 주요 조약에 보편적으로 들어맞는 정의가 없었으나 보통 국가 관습에서 언급된 정의는 1987년, 환경과 개발에 관한 세계위원회(Brundtland 위원회)에서 정교하게 만들어졌음
  - “미래 세대가 그들의 수요를 충족시키는 능력을 훼손하지 않고 현 세대의 수요를 만족시키는 발전”
    - 이러한 정의는 최소한 두 가지 중요한 요소를 포함한다고 지적되어져왔음
  - 현 세대의 필수적 수요와 이러한 현 세대의 수요를 충족시키는 환경 능력의 제한들과 미래 세대의 수요와 제한에 대한 개념임
    - 최근 몇 년 사이에, 지속가능한 발전을 잠재적인 국제법 형태로 정의하는 것이 몇몇 국가들이 Brundtland의 경우와 같은 불안한 상태 때문에 명확한 정의를 개발할 필요가 있다는 걸 깨달은 이유로 복잡해짐

- 북동태평양해안의 환경 보호와 지속가능한 발전을 위한 회의에서 예를 찾아볼 수 있음
  - ‘중추적이고 근본적인 발전의 주제를 가지고, 지속가능한 발전이 인류 삶의 질의 진보적 변화를 의미하는 이 회의를 위해서, 발전은 경제적 성장, 사회적 평등, 생산과 소비 양태 변화의 수단으로서, 그리고 생태적 균형과 지역의 필수적 지원을 지탱하는 수단으로서의 역할을 한다. 과정은 편견이 없고 미래 세대의 삶의 질을 보장하면서 국가적, 지역적 그리고 지역 민족적이고 문화적인 다양성, 자연과 함께 평화롭게 공존과 조화를 이루는 모든 사람들의 참여를 함축한다.’ (3조 1항 a)
  - 이 포괄적인 정의는 반적으로 국제법의 적절한 규칙으로 표현하기 어렵지만, 지속가능한 발전과 다른 인간의 권리 규범사이의 연결을 만들었고 반적인 국제법의 부분을 형성했다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있음
- 지속가능한 발전을 달성하기 위하여 일련의 국제 조직들은 이러한 관심에 솔선하여 책임을 맡아왔음. 이중 UN Global Compact와 OECD의 다국적 기업을 위한 지침이 대표적임
- UN Global Compact는 UN이 세계의 대기업에 세계 경제의 국제화에 동반되는 노동자 보호, 인권문제, 부패방지과 환경보호에 적극적으로 대처할 것을 호소한 글로벌 스탠다드임
  - OECD 지침은 비슷한 의견을 다루는데, 소비자 권익, 기술 이전, 불공정 거래행위, 기업 정보 누설 등의 보호에 대한 명확한 규정의 추가를 다루고 있음 (통치 구조와 정책, 기업의 활동에 영향을 받는 위험요소, 그리고 사회적, 윤리적, 환경적인 정책 포함)

8 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- Global Compact나 OECD 지침에 관여된 유형의 회사들에게 있는 명확한 의무뿐만 아니라, 규범은 다음과 같은 요구를 포함하여 더 광범위한 의무들을 요구함
  - ‘다국적 기업과 다른 회사들은 경제적, 사회적, 문화적 권리뿐만 아니라 시민적이고 정치적인 권리, 특히 마실 물과 먹을 음식에 대한 권리, 육체적·정신적 건강, 적절한 주택 공급, 사생활, 교육, 사상의 자유, 양심, 종교와 의사 표현의 자유에 관여하고 그들의 실현에 기여해야 하며, 이러한 권리들의 실현을 방해하는 행동들로부터 지켜내야만 한다.’ (동 규범 12절)
  - ‘이러한 규범에 효력을 주는 첫 번째 단계로서, 각각의 다국적 기업과 다른 기업들은 규범에 따라서 내부 규율을 채택하고, 널리 퍼뜨리며, 성취해야한다. 더욱이, 기업들은 정기적으로 규범에 효력을 주기 위해서 정기적으로 보고하고 최소한의 규범에 대한 신속한 성취를 위해서 다른 조취를 취해야 한다. 각각의 다국적 기업과 다른 기업들은 그들의 계약자나 다른 협약이나 거래에서 계약자, 피 계약자, 공급업체, 허가업체, 분배자, 그리고 다른 법률적 인원들이 이런 기업들과 함께 협약을 정할 때 규범의 관여와 성취를 위해서 지원하고 협력해야 한다.’ (동 규범 15절)
  
- 이러한 기구들 중 어느 것도 일반적으로 적절한 국제법 의무를 창조한다고 말할 수 없지만, 비 국가 권력에 이러한 의무를 부과한 국제법상 몇 개의 증거사례들이 있음. 예를 들어, 세계인권선언은 ‘모든 개인과 사회 기구’에 대한 인권문제를 장려하기 위해 의무를 부과하고 다음과 같이 언급함

— ‘모든 사람은 그 안에서만 자신의 인격을 자유롭고 완전하게 발전시킬 수 있는 공동체에 대하여 의무를 부담한다.’ (세계인권선언 29조 3항)

○ 이러한 접근은 아프리카인권헌장에서 더 발전되었는데, 개인은 국제사회를 포함하며 서로 그리고 타인에 대한 의무가 있다는 조항들을 포함하는데, 이러한 의무는 상호적인 관여와 관용을 촉진할 목적을 위해서 평등함에 기초를 두고 있음. 세계자연헌장에서 지속 가능한 개발 분야에 관한 동일한 접근이 있었음

— ‘모든 사람들은 조화롭게 현재 헌장의 규정을 따를 의무가 있다.....’ (아프리카인권헌장 24조)

— 따라서 비 국가 권력에 달려있는 환경문제와 인권문제의 관여를 요구하는 국제법의 더 발전된 원칙의 증거들이 있음

○ 국제법이 비 국가 관계자들에게 결속력 있는 관계의 수용으로 조금씩 나아가고 있는 것이 사실이지만, 이러한 관계자들이 그들에게 기대되는 지시를 받아들이지 않는다면 실질적 이익은 발생하지 않을 것임

○ 이러한 현상조차 제도상 양면이 있는데, 유엔환경계획 금융부분이 한 예로서, 연합 환경 대응의 책임을 진 UN기구와 성장하는 주요 상업적, 금융 기관모임 사이에서의 협력 프로그램사이에 제도상 양면이 있음

## 10 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- 이러한 발전은 점점 다양해지는 국제 사회의 부분으로서 단지 염원을 표현하는 것이라기보다는 다른 방면에 있는 친숙한 'soft-law'까지 범위를 뻗힘으로써, 국제 규범들이 공식화되는데 따르는 특이성을 협의하는 효과를 가짐

## 2. 사회책임투자관련 제도화 동향

- 로버트 몽크스의 저서 "새로운 글로벌 투자자(The New Global Investors)"에 따르면 국경이 없는 자본주의 사회에서는 외국인 투자자의 자본시장참여가 매우 중요한 의미를 가지며, 이러한 상황에서 선진국들의 금융방침은 곧 세계적 영향력을 가진다고 주장하고 있음
- 따라서 선진국의 사회책임투자 제도화 등의 움직임에 주목할 필요가 있으며, 가장 단적인 예가 바로 유럽을 중심으로 하는 선진국의 사회책임투자 법제화임
  - 유럽을 중심으로 선진국에서는 사회책임투자와 관련되어 법제 정비를 실시한바 있음. 현재 영국, 프랑스, 독일, 스웨덴 등을 그 대표적인 예로 꼽을 수 있음
  - 일부 국가에서는 자율적 수단을 통해 기업의 무형적 측면에 대한 보고를 유도하고 있음

- 영국의 수정연금법<sup>1)</sup>에서는 연금펀드를 운용하는 모든 주체들은 “투자 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리의 세 요소를 함께 고려할 뿐 아니라 주주로서의 권리를 성실하게 이행한다.”라는 사실을 공개적으로 밝힐 것으로 요구하고 있음
  - 이와 함께 일정 규모 이상의 기업의 경우 상장기업이 아니라도 재무정보 이외에 해당 기업의 현 상황과 발전가능성을 이해하는데 꼭 필요한 정보를 담은 보고서를 발간하도록 하는 규제가 시행될 예정임
  - 여기에는 대기업으로 분류된 기업의 경우 재무적인 핵심성과지표(KPI)는 물론이고 필요한 경우 환경, 임직원과 관련한 핵심성과지표를 활용한 분석 결과를 보고서에 포함하는 것을 요구함
  - 이에 따르면 대다수의 기업이 해당규제에 따라 관련보고서를 발간하게 될 것으로 추산되고 있음
  
- 2001년 5월에 제정된 프랑스의 신 회사법(New Economic Regulation)에서는 상장기업의 연례보고서에 사회, 환경정보를 공개하는 것을 의무화하고 있음
  - 시행 과정에서 규정된 보고 항목의 모호함과 범용성 부족, 보고비용 발생 등으로 인한 문제가 지적되기도 하였으나, 많은 기업들이 환경·사회 이슈에 대해 보다 체계적으로 대응할 수 있도록 추진했다는 점에서 긍정적인 파급효과를 가져온 것으로 평가됨

---

1) Amendment to the UK Pension Act(2000)

## 12 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- 유럽에서 가장 큰 연기금인 네덜란드의 Stichting Pensioenfonds ABP의 경우 여러 가지 투자방식을 모색하던 중 2002년 사회책임투자 방식을 채택하기도 하였음
  
- 이에 비해 미국은 사회책임투자가 투자자의 필요로 인하여 활성화되고 있는 추세임
  - 윤리, 종교 등의 측면을 중심으로 하는 초기의 사회책임투자 방식 역시 이러한 토양에서 성장한 것임
  - 최대 금융시장답게 펀드 소비자 취향도 매우 다양하며 이에 따라 다양한 스타일의 사회책임투자가 활성화되어 있음
  - 즉, 영국은 연기금의 사회책임투자를 위해 제도적 장치 보완 뿐 아니라 투자자 전반의 공감대를 형성하고 있으나, 미국의 경우 특별한 제도적 장치가 없으며 전적으로 수요자의 필요에 의존하여 운용되고 있음

## 3. 보통법국가와 대륙법국가의 입법 특성

### 가. 서설

- 사회책임투자와 법제와의 관계 검토 필요성
  - 투자자산의 투자처를 결정하는 책임자는 궁극적인 자산소유자가 아니라 일부 소수의 본인과 대리인임. 즉 기관투자자와 그 대리인이 됨

- 법제는 이들 그룹의 의사결정에 반영되어 이들의 투자방식에 영향을 미침으로써 투자기관의 행동에 상당한 영향을 미침
- 궁극적으로 이들 기관과 상호작용하고 있는 환경과 사회에도 영향을 미치는 결과가 됨
- 그동안 ESG(environmental, social and governance)에 대한 고려가 증권의 재무적 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 증거와 ESG관련 이슈를 평가하는 것의 중요성에 대한 인식<sup>2)</sup>이 꾸준히 증가하고 있음에도 불구하고 실제 ESG이슈를 고려하여 투자하려는 경우 기관투자자와 그 대리인들은 법적으로 그러한 이슈를 고려하는 것이 금지되어 있다는 인식이 실무에 만연해 있어 투자하는데 주저하는 경향이 있음
- 특히 자산관리자가 부담하는 주된 의무중의 하나인 신인의무(Fiduciary Duty)의 내용과 범위와 관련하여 신인의무는 포트폴리오관리자에게 이익극대화만을 추구하도록 요구하고 있다는 견해가 일반적이어서, 이러한 해석이 법의 올바른 해석인지 또는 수익자의 이익을 위하여 행동하는데 있어 이것과 다른 목적을 반영해도 되는 것인지에 관한 의문점이 상당수 제기되고 있는 실정임

---

2) 대표적으로 UN환경계획 금융이니셔티브(UNEP FI)의 경우 투자와 이에 기반이 되는 환경·사회와의 상호작용을 깊이 이해하기 위하여 금융업계는 물론 이해관계자와 함께 일해 왔으며, UNEP FI 산하 자산운용그룹(Asset Management Working Group)은 오랫동안 환경·사회·지배구조(ESG) 이슈가 증권의 가치에 미치는 영향에 관해 집중적으로 연구해 왔다. 자세한 것은 UNEP FI Asset Management Working Group(AMWG), "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing" ([http://www.unepfi.org/work\\_streams/investment/materiality/](http://www.unepfi.org/work_streams/investment/materiality/)) (2006.11.11. visited)

○ 투자관리자의 투자재량권과 법적 제한

- 각국의 입법례에서 투자결정자는 그들의 관리 하에 있는 기금의 자산운용방법에 상당한 재량권을 갖고 있으며, 재량권의 범위는 다양함
  - 대표적으로 직업연금과 같이 펀드가 관리되는 방식에 특정한 제한이 명시적으로 없는 경우에는 재량권의 범위가 넓음
  - 다만, 수익자가 자산의 구성을 특정하고 투자결정자에게는 단순히 매일 매일의 주식종목을 선택하는 것과 그 외 관리업무만을 맡긴 맞춤형 뮤추얼펀드의 경우에는 투자재량권의 범위가 좁음
- 특정 규정에서는 투자결정자에게 명시적으로 주어진 재량권의 범위 내에서 ESG고려사항을 투자결정과정에서 반영할 수 있는 지에 대해서는 정하고 있음

나. 보통법국가와 대륙법국가의 입법 차이

1) 일반

- 미국과 영국, 호주, 캐나다와 같은 보통법국가의 경우 법원칙은 법률과 법원판결에 명료하게 나타나는 반면, 대륙법국가의 경우에는 법원칙이 제정법률 또는 이에 기초한 하위법령에 나타남
  - 이는 보통법국가의 경우 일부 법원칙은 보다 융통성이 있고 시간이 경과되거나 새로운 사실이 적용되는 경우 재해석될 여지가 크다는 것을 의미함

- 반대로 대륙법국가의 법원칙은 법과 엄격한 법리에 고정되어 있고<sup>3)</sup> 일반적으로 판결에 의해 해석되지 않고 있으며, 법원칙과 목적을 고려하여 해석하기 때문에 보다 엄격함
  
- 각국의 경우 일반적으로 투자결정과정에서 영향을 미치는 규정은 법률(예: 투자가 허용된 자산유형에 관한 규정)과 준수해야 할 의무(예: 적절하게 분산투자할 할 의무)의 형태를 취하고 있음
  
- 어느 나라에서도 투자에 관한 의사결정자시 ESG이슈를 어떻게 투자 결정에 반영하여야 하는지에 관하여 상세하게 규정을 두고 있지는 않음
  - 대부분의 경우 특정 상황에서 의사결정자가 법적 의무를 충족할 수 있도록 하는 방식을 취하도록 함으로써 결정권이 의사결정자에게 맡겨져 있음

## 2) 보통법국가

- 보통법국가의 경우 투자결정자의 재량권에 대한 제약은 기본적으로 신인의무(Fiduciary duty)에서 출발함
  - 이 의무는 가장 중요한 것이며 i) 신중하게 행동할 의무와 ii) 투자 권한이 부여된 목적에 부합하도록 행동할 의무(이는 충성의무로 알려져 있음)로 구성되어 있음

---

3) W. Tetley, Mixed jurisdictions: common law vs civil law(codified and uncodified)" [www.unidroit.org/english/publications/review/articles/1999-3.htm](http://www.unidroit.org/english/publications/review/articles/1999-3.htm)

- 광의로 신인의무(fiduciary duty)는 신임과 신뢰관계를 야기하는 상황에서 타인의 이익을 위하여 재량권을 행사하는 자에게 부과되는 의무를 말함
  - 신인의무(fiduciary duty)는 판례법의 산물로, 보통법국가의 경우 보통 자국의 법에 참고하기 위하여 다른 보통법국가의 판례를 조사하기 때문에 이들 국가간의 신인의무는 상당히 중복되는 점이 있음

### 3) 대륙법 국가

- 대륙법국가들은 신인의무(fiduciary)를 인정하고 있지 않음
- 그러나 이들 국가에서도 투자이사결정자들은 많은 경우 동등한 의무를 지고 있음
  - 이들 의무는 투자이사결정자의 행동을 규율하고 있는 다양한 규정에서 명시하고 있거나, 이들 규정을 해석하는 정부나 기타 가이드라인에 나타나고 있음
- 이들 의무에는 다음과 같은 것이 있음
  - 수익자의 이익을 위해 양심적으로(conscientiously) 행동할 의무: 이러한 의무는 부지런하게(스페인), 전문적으로(이탈리아), 또는 신중하게(프랑스)등 국가별로 다른 용어로 표현되고 있음
  - 수익을 추구할 의무: 이러한 의무는 대부분의 대륙법국가에서 명시하고 있으나(다만 일본의 경우는 예외) 어느 국가에서도 특정 수준

의 수익성을 규정하고 있지는 않음. 일부 국가의 경우, 예컨대 독일의 경우 이러한 의무는 보다 가중되어 있는데 구속력 없는 가이드지만 이러한 이익은 반드시 지속가능해야한다(sustainable)고 규정하고 있음

- 명시적 내지 묵시적인 형태의 투자에 대해 포트폴리오접근방식의 인정
- 유동성에 관한 의무
- 특정 유형의 펀드의 경우 선택할 수 있는 투자자산유형에 대한 제한 (일부 국가에 한함)



## II. 기관투자자의 사회책임투자 참여

---

1. 해외 기관투자자 동향
2. 해외 연기금의 사회책임투자 사례
3. Responsible Investment Trustee Toolkit

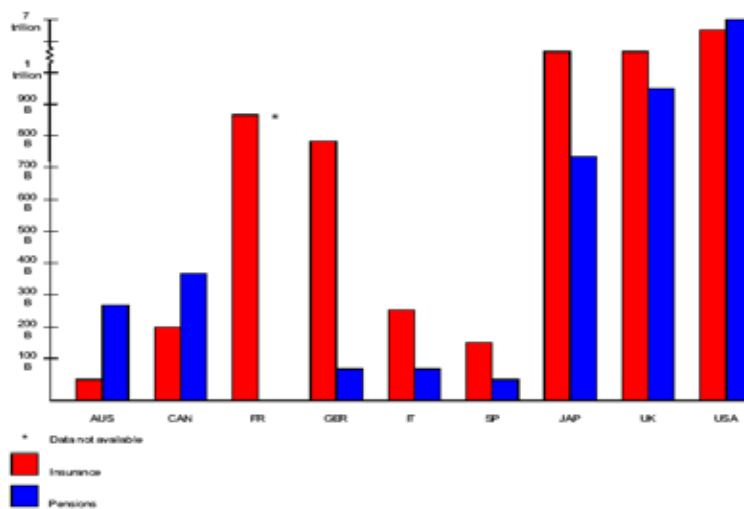


## II. 기관투자자의 사회책임투자 참여

### 1. 해외 기관투자자 동향

- 전 세계 투자 펀드의 규모는 US \$42 trillion 수준이며, 미국 53%, 유럽 33%, 아시아 10%의 비중임
  - 이 중 기관투자자(연기금/보험)가 가장 많은 비중을 차지하고 있음

<그림 II-1> 국가별 기관투자자 자산규모(보험 및 연기금)



- 전통적으로 기관투자자들은 주식과 채권에 많은 투자를 하고 있음
  - 최근에는 부동산, 헤지펀드, private equity, 대안투자로 다양화되고 있음

- 기관투자자들이 환경 및 사회 이슈를 투자의사결정에 고려하고 있는 것은 명확하나 어느 정도까지 고려하고 있는가 하는 것이 확실치 않음

### 가. 기관투자자의 형태

- 연기금

- APPROACH 1: The balanced mandate or managed fund

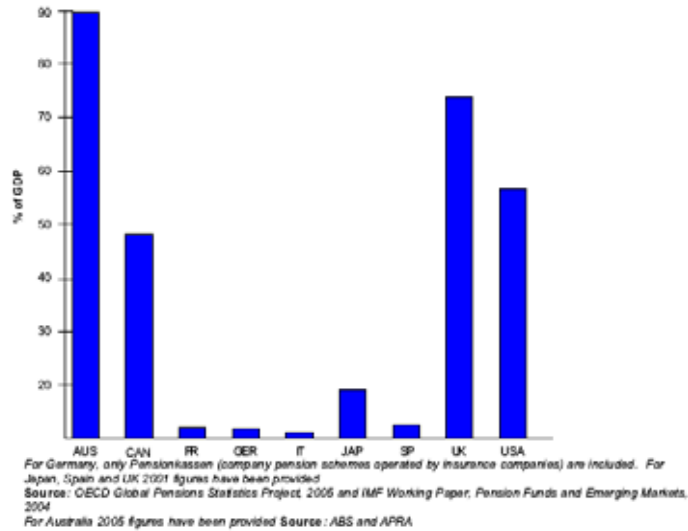
- 펀드운용회사에 위탁
- 자산배분과 주식 선정을 모두 맡김
- 성과는 사전에 결정된 목표와 비교하여 측정

- APPROACH 2: The customized benchmark model

- 자산배분과 주식 선정을 분리
- 자산배분은 수탁자가 담당하고 주식 선정은 운용자가 담당함
- 벤치마크로 관련 인덱스 사용

<그림 II-2> 국가별 연기금 규모(GDP대비)

Table 2: Pension assets as a percentage of GDP (2002)



○ 뮤추얼 펀드

- 한 개인이나 회사가 뮤추얼 펀드에 투자할 때, 이 자금은 다른 개인과 회사에서 투자한 자금과 모이게 됨
- 모아진 자금은 펀드 매니저에 의해서 투자되며 펀드 매니저는 펀드의 목표 달성을 위해 다양한 금융 상품을 선정하게 됨
- 투자에 대한 보상으로 투자자들은 주식을 받게 되며 주주가 됨
- 뮤추얼 펀드는 일반적으로 현재 순자산 가치로 주식을 다시 사거나 회수할 수 있는 개방형 투자 회사임
- 대부분의 뮤추얼 펀드는 지속적으로 새로운 투자자에게 새로운 주식을 제공

24 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- 2004년 말까지 글로벌 뮤추얼 펀드의 자산은 US \$16.06 trillion이며, 이전 해보다 14.3% 증가한 수치임

○ 보험

- 이익 창출을 위해서 보험사는 개인이나 조직으로부터 받은 보험료를 투자함
- 보험 적립금의 규모로 볼 때, 보험사는 가장 힘 있는 기관 투자자임
- 예를 들어 캐나다 생명, 건강 보험 회사들은 C\$250bn의 자산을 가지고 있음
- 이 규모는 은행과 뮤추얼 펀드에 이려 세 번째를 차지함. 1999년에 영국 보험사들은 £1.1 trillion의 자산을 보유하고 있었으며, 생명보험산업은 £977bn 규모임

○ 연기금, 보험과 같은 기관투자자들에 의해 글로벌하게 투자되는 펀드의 규모가 이 기관투자자들에게 그들이 투자하는 기업에 대한 막강한 파워를 부여함. 결과적으로, 그들은 이 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있음

- 예를 들어 영국의 보험사들은 런던 주식 시장에서 25%를 차지하고 있으며, 이에 따라 ABI(영국보험협회)는 기업 지배구조 가이드라인을 발간하고 있음

### 나. 기관투자자의 투자의사결정과 ESG이슈

- 기업 활동에 대한 환경, 사회적 영향에 대한 인식이 높아지면서 ESG 투자에 대한 자본 시장의 태도도 진화하고 있으며, 결과적으로 ESG 이슈에 대한 투자는 메인스트림으로 발전해가고 있음
  - 2005년 195명의 펀드매니저에 대한 서베이에서 ESG이슈에 대한 positive screening의 사용이 메인스트림 투자 분석으로 진입하고 있다는 것을 나타내고 있음
  - 70%의 펀드 매니저가 3~10년 내에 ESG이슈가 투자 분석으로 통합될 것으로 믿고 있음
  - 5%는 이런 결과가 1~2년 안에 달성될 것이라고 예측하고 있음
  
- ESG 이슈가 메인스트림으로의 이동은 아래의 여러 가지 요인들에 대한 대응임
  - ESG 이슈에 대한 성과와 재무성과 사이의 연계에 대한 증거 증가
  - Stakeholder Activism
  - 명성 고려
  - Consumer pressure/public opinion
  - 연구기관, NGOs 등의 압력
  - 보험 산업으로부터의 압력
  - 기업 환경보고 의무화
  - 글로벌 기업의 증가

26 사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향

- World Bank, IFC 등에 의한 투자 가이드라인의 적용
  - 기업 투명성 성장
  - 정보기술 성장
  - ESG 투자 방침 공개 의무화에 대한 법률
- ESG 성과를 이해하고 반응하는 프로세스에는 “screening investments”와 “shareholder engagement”가 있음
- Screening investments는 투자에 ESG 스크린을 적용하는 ESG를 투자자의사결정에 통합하는 하나의 방법이며, 현재 실제 투자자들이 사용하는 세 가지 기본적인 종류가 있음
- Passive screening: Dow Jones Sustainability Index, the Dow Jones Islamic Market Index, FTSE4Good and KLD’s Domini 400 Social Index 같은 ESG 벤치마크 인덱스에 따라 의사결정을 함
  - Positive screening: 강력한 노사관계, 좋은 지배 구조, 제품 안전성, 우수한 자선활동, 우수한 환경성과와 같은 기준을 가지고 포트폴리오 구성. 다양한 형태의 positive screening이 있으며, best in-class (ESG 고려를 통해 산업내 베스트를 찾는 방법) and thematic investment (재생에너지 기술과 같이 책임 있는 제품이나 서비스에 참여하는 기업 선정) 등이 있음
  - Negative screening: ESG 성과를 가지고 기업을 제한하는 기준을 적용. 알코올, 무기, 담배, 유전자조작식품, 원자력에너지, 도박, 동물 실험. 열악한 노동 기준 및 인권 침해와 관련된 기업을 배제함

○ Shareholder Engagement

- 기관투자자들이 경영 참여와 의결권 행사를 통해 ESG 성과를 이해하고 영향을 주도록 요구하고 있음
- Just Pension은 “shareholder engagement”를 다음과 같이 정의하고 있음. “개별기업에 대해 개선할 분야를 규명하는 의식적인 프로세스임. 투자자들은 이 회사들이 그들 스스로 변화하고 모니터링 하도록 설득함”

○ 일부 투자자들은 ‘integrated analysis’ 방법을 사용하고 있음

- 스크리닝 및 shareholder engagement가 선택한 기업의 ESG 성과에 대한 최대 영향을 결합
- engagement 스크리닝에 대한 대안으로 보는 것이 아니라 기업 성과에 대한 정보를 획득하는 핵심 프로세스라고 보는 시각도 있음

**다. 기관투자자들의 사회책임투자에 대한 견해**

- 모든 기관 투자자들이 ESG 투자로 이동을 인정하고 있다고 주장할 수 있는 것은 아님
- ESG 이슈를 그들의 의사결정의 일부로 고려하는 기관 투자자들의 태도와 요구는 다양함

○ 펀드가 재무적인 수익을 최대화하는 것에만 집중해야 하며, ESG 이슈와 재무성과에 대한 긍정적인 연계에 대한 확실한 증거가 부족하다는 견해가 ESG 투자의 발전에 중요한 방해물 하고 있음

○ Neo-classical arguments

- ESG 이슈는 정량화하기 어려우며 무형에서의 투자를 대표함. 무형의 가치는 전통적인 회계 시스템에서 일반적으로 나타내지 못하며, 투자 의사 결정으로부터 배제됨
- Social investing은 개인적이고, 재무적, 사회적, 정치적 편애를 반영하는 불확실한 투자 철학임
- 모든 기관투자자들에 의해 공유되는 일반적인 특징은 투자 전략을 관리하는 단기 시간 척도임
- 회계 틀은 연기금 손실이 계산되고, 펀드 매니저를 분기별로 평가하도록 요구
- 장기적인 기업의 ESG 성과 개선으로부터 도출될 수 있는 편익이 단기 또는 중기에는 거의 적용되지 않음

○ Business-case arguments

- 스크리닝과 주주 행동주의는 수익 최대화의 원칙을 위반하지 않으면서 실행되어야 함
- 기업의 ESG 성과와 경제성과의 개선 사이에 상관관계가 있음
- 21세기의 수탁자 책임은 투자의 사회, 환경, 정치, 문화적 영향의 고려를 요구해야만 함

- 전통적인 재무 분석에서 찾아내지 못하는 리스크와 기회를 규명함
- 관련 연구 중 85%에서 환경과 재무 성과사이에 긍정적인 상관관계를 발견함

○ Broader social arguments

- 어떤 투자자들은 지속가능한 개발과 관련된 국제적인 조약에 대한 지지를 지원하는 행동을 해야 한다는 의무를 가지고 있다고 믿고 있음
- 또한 수익자가 납세자인 광범위하게 다양화된 펀드는 낮은 기업의 ESG 성과의 비용을 구체화해야 한다고 주장
- 투자자들은 기업들이 합법적인 윤리 원칙에 따라 더 높은 기업 책임을 달성할 것을 지지하는 도덕적 책임을 가지고 있음
- 기업의 소유자로서 투자자들은 회사의 부정적인 사회 및 환경적 영향을 제거할 도덕적 의무를 가지게 됨

- ESG에 대한 관심을 얼마나 가져야 하는지에 대한 기관투자자들간의 의견일치는 명확하지 않으나, 기관투자자들의 영향이 증가함에 따라 ESG 이슈를 투자 의사결정에 반영하는 방법을 관리하는 legal frameworks를 조사할 필요가 있음

## 2. 해외 연기금의 사회책임투자 사례

### 가. 미국의 캘리포니아 주정부 공무원연금기금(CalPERS)

- CalPERS는 공식적으로는 사회책임투자(SRI)라는 용어를 사용하지 않지만, 1984년 “기업지배구조 개선 프로그램”을 도입한 이래 투자자 입장에서 기업의 사회적 책임을 제고하기 위해 적극적으로 주주권을 행사하고 기업과의 직접적인 대화를 지속적으로 추진해 왔음
  
- 더 나아가 CalPERS는 투자의사결정에 있어서 환경적 요인을 체계적으로 고려하고 환경부문 투자를 강화하기 위한 로드맵으로서, 2005년 2월 14일 기업지배구조 및 환경 관련 정보의 투명성과 적시 공개를 촉진하기 위한 기업지배구조 및 환경개선을 위한 전략적 계획을 수립하였음
  
- CalPERS의 사회책임투자는 ① 기업지배구조 투자, ② 환경적 스크리닝 투자, ③ 경제적 목적 투자(ETI)로 구별됨. 2006년 3월 31일 현재 기업지배구조 투자는 전체 자산규모의 2.1%인 43억불이고 지난 5년간 누적 수익률은 17.0%임. 환경적 스크리닝 투자의 규모는 총 4억불(미국 내 3억불, 해외 1억불)임

### 나. 영국 기업연금의 사회책임투자

- 영국 정부차원의 지속가능발전 전략제안서인 “Securing the Future”는 경제의 지속가능성과 관련된 우선목표인 ‘지속가능한 소비와 생산’을 위한 실행전략의 하나로서 기업의 사회적 책임의 제고를 위한 정부 및 투자자의 역할을 강조하고 있는데, 2001년 연금법의 개정도 이러한 맥락에서 이루어진 것임
  
- 영국의 1995년 연금법의 개정을 통해 모든 연기금은 투자정책서에서 ① 투자자산의 선택, 보유 및 매각에 있어서 사회, 환경 혹은 윤리 요소를 어느 정도 고려하고 있는지와 ② 투자와 관련된 주주로서의 권리 행사와 관련된 정책을 반드시 명시해야 할 의무를 규정하였음
  
- 연금법의 개정은 영국에서의 사회책임투자의 획기적인 발전의 계기가 되어, 1997년 전무했던 연기금의 사회책임투자는 2001년도에 800억 파운드로 급증하였음

### 다. 네덜란드의 공공부문 근로자 연금기금(ABP)

- ABP는 2005년 12월 네덜란드에서는 최초로 투자정책서에 사회책임 투자원칙을 공표하였음. 이에 따라 ABP는 투자대상기업의 연간 재무 보고서에 반영되어 있지 않은 ‘가치적 요소’ 혹은 리스크, 즉 환경 리스크, 건전한 노사관계 및 연구개발의 질 등의 요소를 기업에 대한 평가기준에 포함시켜 고려하고 있음

- ABP는 2001년 사회적 책임 척도에 의해 선정된 기업 주식으로 구성된 2개의 포트폴리오에 최초의 투자를 실행하였고, 2002년 말 해외 연기금들과 공동으로 Loyalis Global Sustainability Fund에 참여하여 2억 5천만 불을 투자하였음

#### 라. 스웨덴 국민연금 (Swedish National Pension Fund: AP Funds)

- 스웨덴 국민연금법은 주주권 행사 정책(Ownership Policy)을 통해 국민연금 수탁자(AP 펀드)의 의결권행사에 대한 가이드라인과 투자운용에 있어서 지속가능성 요소를 고려할 것을 규정하고 있음
- AP 펀드의 「주주권 행사 정책서」는 국민연금법의 취지에 입각해서 주주권 행사 전반에 관한 체계적인 가이드라인과 윤리 및 환경적 고려에 대한 가이드라인을 기술하고 있음
  - AP 펀드의 사회책임투자 원칙은 주주권 행사원칙의 일환으로서 모든 주식투자에 보편적으로 적용되는 규범으로서의 성격을 지님
- 윤리 및 환경적 투자정책의 실행수단으로서 “투자기업을 주기적으로 모니터링 하여 SRI 방침 저촉 기업을 판별 → 임직원과의 대화를 통한 설득 → 의결권 행사 및 주주제안 → 다른 투자자들과의 공동행동 → 연기금 투자 Universe에서 제외”라는 단계적 경영참여권 행사 지침을 가지고 있음

### 3. Responsible Investment Trustee Toolkit

#### 가. Introduction to Responsible Investment

- 기관투자자들의 사회책임투자(SRI)에 대한 관심은 날로 커지고 있으며, 특히 연기금 수탁관리자를 비롯한 장기투자자들은 투자기업의 실적에 영향을 미칠 수 있는 사회, 환경, 윤리 및 기업지배구조(SEE/CG) 관련 이슈들에 대해 점차 높은 관심을 보이고 있으며, 정부 또한 위탁운용사들이 적극적인 주주권리 제고에 앞장서도록 권유하고 있는 추세임
- 적극적 주주권리 제고라 함은 투자기업의 재무적 및 비재무적 측면에 대해 주주로서의 영향력을 십분 활용하여 장기 주주가치를 극대화할 수 있도록 하는 것을 의미함
- 책임투자(Responsible Investment)의 정의 및 접근방법
  - 책임투자란 종목선정, 의결권행사 등 투자의사결정시 사회적, 환경적, 윤리적 및 기업지배구조를 고려하는 것을 의미함. 즉, 책임투자는 투자가의 재무적 목적에 SEE/CG 이슈들을 결합하는 것이라 할 수 있음
  - Engagement(관여) : 주주행동주의라고도 하며, 경영총과의 대화 등을 통해 회사의 SEE/CG 성과 향상을 추구함
  - Integration(통합) : 적극적 운용. 특화된 리서치 등을 통해 기본적인 분석, 종목선정 및 투자비중 결정에 SEE/CG 관련 위험 및 기회를 반영함

- Positive Selection/or Positive Screening(적극적 가치식별): SEE/CG 성과가 우수한 회사를 선별하여 투자하는 것으로, SEE/CG 이슈와 관련하여 산업별로 최고의 회사들을 선택하는 방법(best-in-class) 등이 있음. 이를 통해 포트폴리오의 SEE/CG 위험을 감소시키고 기회를 증가시킬 수 있음. ABP(네덜란드 및 유럽 최대 연기금) 등에서 적용하고 있음
- Negative Screening(소극적 가치식별): 담배제조회사 등 SEE/CG 관련 특정 회사를 투자포트폴리오에서 제외시킴. UNION Staff Pension Scheme 등에서 적용하고 있음

#### **나. Recent Regulatory and Legislative Development**

- SRI Pensions Disclosure Regulation(2000)
- Myners Review of Institutional Investment & the ISC Statement of Principles(2001/2002)
- HM Treasury Review of Progress on the Myners Principle(2004)
- Opera Trustee Knowledge, Understanding & conversance Scope Guidance(2005)

## 다. The Case for Responsible Investment

### 1) The Shareholder Value Case for Responsible Investment

- 연기금 수탁관리자는 책임투자의 시행 고려 시 무엇보다 책임투자가 가치증가(및 리스크 감소)에 도움이 될 것인가 여부가 관심임. 대부분의 경우 SEE/CG 관련 리스크와 기회는 장기적으로 우수한 투자실적을 시현하는 데 도움이 될 수 있으므로, 수탁관리자는 위탁운용사들이 종목선정 및 주주권리행사 등에 있어 어떠한 방식으로 동 사안들을 참작하고 있는지 파악할 필요가 있음
  
- 기업지배구조(CG)가 기업의 주가향상에 긍정적 영향을 미친다는 연구자료
  - Hermes(BT Pension Scheme 운용 자회사), 2004년, “Corporate Governance and Performance”
  - 도이치뱅크의 FTSE350 지수 내 편입 종목 분석: 2000~2003년(3년)의 기간 중 기업지배구조가 가장 양호한 10% 기업들의 주가는 가장 미진한 10% 기업에 비하여 25% outperform한 것으로 나타남
  
- 사회/환경/윤리적(SEE) 책임활동이 주주가치와 밀접한 연관이 있다는 분석자료
  - 환경청에서 연기금 투자전략에 대한 검토의 일환으로 실행한 연구용역결과 (관련 자료 검토분석 및 15개의 실질 사례조사를 토대로 함): 조사/분석한 자료들의 85%에서 환경책임활동과 기업의 재무실적 간 긍정적 상관관계 있음

— 개별 Case Study: 1999년 3월부터 2003년 3월까지 조사한 바에 따르면, 산림/제지 관련 산업 기업들 중 보통이상의 양호한 Environmental governance Standard를 갖추고 실행한 기업들의 재무실적은 그렇지 못한 기업의 주가대비 43%이상 상회, 정유/가스 산업관련 기업들의 경우 보통이상의 양호한 기업들이 그렇지 못한 기업대비 11.8%(3년), 2.6% (1년) 상회, 하수처리 산업기업들도 3년간 4.5% 상회한 것으로 나타났음

- 결론적으로, SEE/CG 관련 이슈들은 투자자들의 장기실적에 긍정적 영향을 줄 수 있으며, 따라서, 수탁관리자들은 위탁운용사들이 동 사안들을 종목선택이나 주주가치제고 활동에 있어 충분히 참작하여 실행할 수 있도록 하여야 함

## 2) The Regulatory and Legislative Case for Responsible Investment

- 정부는 주요 SEG/CG관련 사안들의 전반적 중요도와 주주가치에 미치는 긍정적 영향을 명확히 인식하고 있음

## 3) The Industry Best Practice Case for Responsible Investment

- ISC Statement of Principles는 주주로서의 기관투자자와 위탁운용사들의 투자기업에 대한 책임과 관련된 Best Practice를 정립하는 데 목적이 있음

- 이러한 원칙들은 투자기업들과 정기적인 의사소통 채널을 확립(필요한 경우 개입)하고 실적을 점검하며 그러한 활동에 대한 영향을 평가하는 동시에 고객/기금가입자 등에 동 내용 및 결과를 충실히 보고하는 것을 포함함

#### 4) The Legal Case for Responsible Investment

- 수탁관리자들은 SEE/CG 이슈들이 투자실적의 개선과 연관이 있고 가입자 보호를 위한 수탁 법령에 준하여 처리되어야 하는 한 동 사안들을 법적으로 고려하여야 함
- 앞서 주주가치 측면에서 살펴보았듯이 SEE/CG 사안들이 투자성과에 긍정적 영향을 주는 것이므로, 수탁관리자들이 제도적인 관점에서 비재무적 위험을 통제하고 기회를 포착할 수 있도록 투자정책의 일부로서 책임투자에 관련된 내용을 포함하고 이를 실행해 나아감으로써 수탁법에 부합할 수 있을 것임
  - Yve Newbold (the NAPF Committee 의장)를 비롯한 일부 전문가들은 수탁관리자들이 SEE 사안들을 고려하지 않을 경우 오히려 법적인 위험에 처할 수 있다고 경고함
  - SIP상 SEE 관련 고려사항들이 투자의사결정에 어떻게 반영되고 있는가를 규명하도록 한 요건을 감안 시 극소수의 소규모기금을 제외한 대부분의 수탁관리자들의 경우, 동 사안들이 기업평판과 가치에 미치는 영향에 대한 인식이 높아져 가고 있는 현실 속에서, 관련 내용이 반영된 투자정책 없이는 신중하지 못한 처사로 비난 받을 소지가 높음

### 5) The Moral and Value-based Case for Responsible Investment

- 투자자들은 투자기업이 합당한 윤리적 테두리 안에서 보다 높은 수준의 사회책임 공유를 제고할 수 있도록 지원하고 장려해야 할 도덕적 책임을 가진다는 주장 또한 책임투자에 대한 관심 증가를 불러왔음. 이러한 주장은 기본적으로 시장의 거래주체들이 자신들의 행동 결과에 대하여 책임을 져야한다는 견해에서 출발하였음
  
- 따라서 일부에서는 투자한 기업의 주인으로서 투자자들은 사회적 또는 환경관련 사안들이 동 기업들에 미칠 수 있는 부정적 영향을 최소화하도록 노력해야 될 도덕적 책임을 가진다고 주장하고 있음. 이러한 주장들은 우수한 투자실적과 더불어 상당수의 가입자들이 가치를 두는 원칙과 방향에 따라 기금이 운용되는 것을 바라는 상황에 맞물려 더욱 큰 호응을 얻고 있음
  
- 투자자들이 투자기업들에 대하여 더욱 높은 SEE/CG관련 Standard를 제고할 수 있도록 장려하는 것은 법적인 체계를 통해 가능하며, 국제적 강제협약이나 가이드라인 또한 이를 강제할 수 있는 합당한 틀을 제공할 수 있음. 물론, 궁극적으로 모든 관련 노력들에 있어 가입자들의 재무적 이익을 최대화하여야 하는 부분은 병행되어야 함

## 6) Summary

- 상기 내용을 종합하여 볼 때, 책임투자와 관련된 다양한 시각과 논리적 근거들은 연기금 수탁관리자들이 각각의 연기금 특성에 가장 적합한 RI Approach를 도입하여 SEE/CG관련 이슈들을 보다 심도 있게 고려하여야 한다는 주장을 뒷받침하고 있음

## 라. First Steps

### 1) First Steps for DC Schemes with Members who have Diverse Values

- 해당 펀드가 SEE/CG 위험 및 기회를 적절히 관리하는 지를 확인
  - 장기적 관점에서 위험관리 및 수익 제고 목적
  - Barclays 등 확정기여형 연금제도를 사용하는 대형 기업(FTSE 100)이 적용 대상
  - 연기금 운용 SIP 및 위탁운용사에 대한 운용지침에 반영, 정기적 보고
- 가입자들에게 선별된 펀드 선택 기회를 제공
  - 가입자들의 투자선택 기회 향상 목적
  - 전문적인 투자컨설턴트를 활용하여 우수한 펀드를 선별

## 2) First Steps for DB Schemes with Members who have Diverse Values

- 대부분의 자산에 SEE/CG 위험 및 기회가 적절히 관리되는 지 확인
  
- 소극적 운용지침
  - 단순한 주주행동. 의결권 행사를 통해 투자기업의 SEE/CG 이슈를 반영
  - The British Coal Staff Superannuation Pension Scheme 등 Passive Core 운용을 하는 연기금이 적용 대상
  - 연기금 운용 SIP 및 위탁운용사(또는 별도의 서비스 제공 기관)에 대한 운용지침에 반영, 정기적 보고
  
- 적극적 운용지침
  - 통합 및 주주행동, 종목선정 및 의결권 행사를 통해 SEE/CG 이슈를 반영
  - 연기금 운용 SIP 및 위탁운용사에 대한 운용지침에 반영, 정기적 보고

**3) First Steps for DC Schemes with Members who have Similar Values**

- 위험수준별로 상이하되 고용주의 임무와 고용자의 가치성향을 공통적으로 반영하고 있는 다양한 펀드의 종류를 제공
  - 자선단체, 정치적 또는 캠페인 집단과 같이 특정한 가치관에 입각한 집단의 특성상 가입자의 가치성향을 투자에 반영하는 것이 중요하며 이를 통해 조직의 mission을 향상시킬 수 있음
  - 그럼에도 불구하고 개인별 위험선호수준이 상이할 수 있으므로 이를 적절히 반영하여 가입자의 선택권을 확보하여야 함
  - 조직의 가치관을 공유하는 다양한 상품을 제공하고, 투자기업에 대하여는 조직의 가치관에 밀접한 이슈들에 대해 집중적으로 협력 또는 간여함

**4) First Steps for DB Schemes with Members who have Similar Values**

- 고용주의 임무와 고용자의 가치성향을 반영한 하나 또는 그 이상의 특화된 운용지침을 확립
  - 환경문제, 빈곤해소 또는 지역개발 등의 역할이 있는 조직의 경우 이러한 조직의 역할을 투자에 반영함으로써 조직적인 가치관을 더욱 공고히 할 수 있음
  - 환경기술펀드, 이머징마켓펀드, 지역개발펀드 등 특화펀드의 활용

- 기타 펀드에 대해서는 SEE/CG 위험 및 기회를 적절히 관리하는 지를 확인
  - 장기적 관점에서 위험관리 및 수익 제고 목적
  - 연기금 운용 SIP 및 위탁운용사에 대한 운용지침에 반영, 정기적 보고

#### 마. Potential Next Steps

- 연기금이 베스트 프랙티스 첫 번째 단계를 도입한 후에는 다음과 같은 옵션들을 수행할 수 있음

##### 1) 포트폴리오 SEE/CG 리스크 분석 및 모니터링 수행

- 연기금은 펀드매니저에게 포트폴리오 SEE/CG 리스크 분석 및 모니터링을 수행하고 그 결과 특이사항이나 리스크에 대한 노출을 수탁자에게 보고하도록 요구할 수 있음
- 탄소배출과 같은 특정 이슈 또는 지표에 대한 펀드의 평균 포지션 모니터링
  - 펀드매니저에게 포트폴리오가 평균적으로 리스크에 얼마나 노출되어 있는지를 적절한 벤치마크와 비교, 평가하도록 요구하는 것으로, 펀드매니저에게 리스크의 급격한 상승에 대해 보고하고 설명하여야 함

○ 포트폴리오와 RI 인덱스와의 비교 및 벤치마킹

- FTSE4Good 또는 DJSI 인덱스를 이용, 리스크를 분석하는 것으로  
1) 포트폴리오가 인덱스에 비해 지속가능한 기업을 얼마나 많이  
또는 적게 포함하고 있는지, 2) 포트폴리오가 인덱스보다 더 좋은  
혹은 더 나쁜 실적을 냈는지 평가하는데 사용될 수 있음

**2) Address Concerns with an 'Avoid or Explain' Policy**

○ 포트폴리오 SEE/CG 분석에 이어, 연기금은 간단하고 효과적인  
'Avoid or Explain' 방침을 도입할 수 있음. 연기금 수탁기관은 이를  
위해 다음과 같은 사항이 필요함

- 우려가 되는 기업의 short list 식별 (SEE/CG 실적이 특히 미흡하  
다거나 모기업에 명석적 리스크 또는 다른 문제를 가져올 수 있  
는 기업들)
- 펀드매니저에게 이러한 기업들을 회피하거나 왜 투자가 적절한지  
설명하도록 요구
- 모니터 및 리뷰

○ 이러한 접근의 주요 목적은 펀드매니저가 이러한 기업들에 적절한  
고려 없이 투자하지 않도록 하는 것임. 이러한 접근은 더 유연하고  
경영관여 활동들과 융화됨으로써 단순한 네거티브 스크리닝에 대한  
대안을 제공하게 됨

- 실제 의사결정은 펀드매니저에 의해 결정되지만 수탁기관은 포트폴리오에 포함 또는 제외의 이유를 이해할 수 있어야 함. 따라서 펀드매니저는 다음과 같은 설명을 제공해야 함
  - Performance Reasons: SEE 리스크가 적절히 고려되었고 펀드매니저가 주식이 많은 잠재성을 가지고 있다고 믿음
  - Portfolio Reasons: 포트폴리오 내의 균형을 위해 그 주식을 보유할 가치가 있음
  - Management Reasons: 경영진이 우려되는 이슈에 대해 대응하고 있음

### 3) Support Positive Selection

- 연기금 펀드, 특히 회원의 일부가 유사한 가치를 가진 DB scheme의 경우, 그들 자산의 1~10%를 긍정적 SEE/CG 포커스를 가진 전문 펀드에 투자하는 사례가 있음
  - 이는 벤처캐피탈 투자(환경테크놀로지 등), 프로젝트 파이낸스(풍력발전, 수처리시설 등), 부동산(social housing 등) 등을 포함할 수 있음
  - 이러한 투자들은 명백한 영리기반으로 이루어져야 하며, 따라서 투자의 리스크와 같은 크기의 수익률을 제공해야 함
  - 전문 투자컨설턴트는 연기금이 적합한 접근방식을 선택할 수 있도록 도울 수 있어야 함

#### 4) Encourage Better Broker Research on SEE/CG issues

- 수탁기관은 셀 사이트가 장기적이고 비재무적인 이슈들에 대한 리서치를 제공하도록 장려해야 하며, 이를 위해 펀드매니저에게 그러한 리서치를 독려할 수 있는 중개수수료를 지불해야 함

#### 5) Collaborative Initiatives

- 연기금 수탁기관이 RI 이슈들에 대해 다른 수탁기관들과 협력할 수 있도록 하는 다양한 협력적 이니셔티브들은 다음과 같음
  - Enhanced Analytics Initiative (EAI)
  - Institutional Investor Group on Climate Change (IIGCC)
  - Local Authority Pension Fund Forum (LAPFF)
  - The Marathon Club

### 바. 'How to do it' Guides to Responsible Investment

#### 1) Getting Started & Developing High-Level Policy

##### 가) Step 1: Getting Started

- 수탁기관이 연기금 수탁기관의 투자전략에 RI를 통합하기 위한 방법으로는 다음과 같은 사례들이 있음

- 핵심 RI 이슈들에 대해 스스로를 교육시켜야 함
- Toolkit 부록에 따른 자체평가를 수행하여 해당 연기금이 베스트 프랙티스를 충족시키는지 여부를 판단해야 함
- 연기금의 다른 수탁자들이 Toolkit을 읽고 다른 수탁자 미팅에서 RI에 대해 논의하도록 장려하여야 함. 자체평가 결과에 대해 논의하고 연기금이 베스트 프랙티스의 첫 번째 단계를 도입해야 할지 논의하여야 함
- 펀드 외에 다른 수탁기관들과 RI에 대해 제휴를 맺고 아이디어, 경험, 학습 등을 교환하여야 함. 다음 수탁자 미팅에 이미 투자전략에 RI를 통합하고 있는 다른 연기금의 수탁자를 초청할 수 있으면 더욱 좋음
- 정기적으로 모이는 지역 수탁자 그룹에는 매우 다양한 수탁자 네트워크를 활용할 필요가 있음. 교육제공자, 또는 투자컨설턴트들은 RI와 관련된 교육을 제공할 수 있어야 함
- CSR 또는 관련 이슈 담당자에게 연락해서 그들이 연금펀드 회원으로써 조직/회원의 가치를 나타내는 투자전략을 지향하고 있는지, 펀드가 SEE/CG 이슈를 고려해서 적절히 운용되고 있는지 확인하여야 함
- 펀드매니저, 투자컨설턴트에게 RI와 관련된 질문을 해야 함. 어떤 수탁기관은 컨설턴트들의 RI관련 지식수준에 많은 차이가 있다는 사실을 발견하기도 하였음
- 펀드매니저는 분명히 RI 전문가를 보유하고 있을 것이며, 몇몇 투자컨설턴트들 역시 RI에 전문성을 가진 직원을 보유하고 있음. 이 사람들과 연락해서 다음 수탁자 미팅에서 조언을 요청하여야 함

나) Step 2: Developing High-Level Policy

- 연기금 수탁기관은 직접 방침을 개발할지, ISC statement of principles와 같이 사업 내 확산되어 있는 코드를 적용할지, 펀드매니저의 경영관여 및 의결권행사 방침을 적용할지 등을 결정해야 함
- RI 방침과 관련된 결정을 내렸다면, 수탁기관은 이 방침을 내부적으로 이행할지, 펀드매니저 또는 서비스제공자에게 위임할지를 결정해야 함

**2) SIPs, Implementation Policies and Mandates**

가) Stage 1: Disclosing the Pension Scheme's Responsible Investment Policy in the SIP

- 1995년 연금법에 따라 연기금 수탁기관은 그들의 SIP에 다음과 같은 사항을 포함시켜야 함
  - 사회, 환경, 윤리 고려사항이 투자의 선택, 유지, 회수에 포함되는 범위
  - 투자에 따른 권리행사와 관련된 방침

나) Stage 2: Reflecting the SIP in an Implementation Policy and/or Mandates

- SIP가 RI펀드의 개괄적부분만 포함함에 따라, 수탁자들은 RI세부실행 방침 등 SIP내용을 준수할 수 있는 내용을 추가로 구성하여야 함

- 실행방침은 통상적으로 다음과 같은 항목들로 구성되어 있음
  - SIP자체에 대한 더욱 세부적인 내용
  - SIP를 실행하기 위하여 수탁자가 펀드매니저에게 교육시킨 내용
  - 펀드매니저의 운용에 대한 구체적 보고 요건
  - 수탁자가 펀드매니저의 SIP실행에 대한 성과를 모니터링하기 위한 구체적 활동

다) 경영관여(Engagement)중심의 실행방침 및 권한에 대한 이슈

- SIP의 목적에 대한 설명
  - 연기금의 SIP는 실행방침 및 권한 등에 대한 자세한 내용으로 설명되어야 하며, 여기에는 RI 방침의 목적이 명시되어야 함
  - 펀드 운용상의 불확실성을 극복할 수 있는 설명이 제시되어야 함. 펀드매니저의 운용 방식이 SEE/CG이슈에 관한 경영관여를 포함하지 않는 경우 더욱 중대하게 다루어져야 함
  
- 범위 및 과정
  - 수탁자는 SIP의 범위, 방침을 실행하기 위한 방법 및 과정 등에 대해 명확하게 정의할 필요가 있음
    - 경영관여를 위한 기업 선택 조건
    - 경영관여 활동의 초점
    - 경영관여를 통해 개선시킬 수 있는 이슈의 범위
    - 경영관여 전략(서신, 미팅 등의 수단), 경영관여의 빈도 등

• 경영관여와 관련되어 사용된 연구의 근거 및 형태

○ 세부 실행 프로그램(우선순위설정)

- 경영관여가 적절한 전략으로 판명될 경우, 수탁자는 연기금과 관련된 SEE/CG이슈를 결정하여야 함
- 잠재적 이슈의 범위가 매우 다양하기 때문에, 연기금은 이러한 이슈에 대해 추구해야할 우선순위 및 영역을 설정할 필요가 있음
- 예를 들어 일반적으로 환경이슈의 경우 이산화탄소 배출 등의 특별한 경우에 대해 관심을 갖고 보고를 요구하는 것이 필요하며, 인권이슈에 대해서는 공급망 관리와 관련된 이슈에 대해 다루는 것이 필요함

○ 이해관계 상충에 대한 처리

- 수탁자는 그들의 펀드매니저가 다양한 이해관계에 노출되어 있다는 것을 인식하여야 함. 그들이 운용하는 연기금에 관련된 회사들에 경영관여를 시행하기 때문임
- SIP에는 이러한 다양한 상황에 대한 방침에 대한 내용이 포함되어야 함

○ 경영관여의 성공 여부

- 주주들의 경영관여는 그 기간이나 범위에 있어 단순하지 않은 경우가 많으며, 주주뿐만 아니라 NGO, 고객, 언론 등에 의해 같은 이슈가 제기되기도 함

- 경영관여에 참여하는 이해관계자가 늘어날수록 그 이슈에 대한 해결은 더욱 복잡해질 수 있음
- 따라서 연기금은 특정 기업에 대한 경영관여에 있어 접근방법이나 의사결정방법에 대하여 명확하게 할 필요가 있음

### 3) Fund Manager Selection

#### 가) Fund Manager Selection: Engagement & Voting Approaches

- 수탁자는 투자 컨설턴트와 경영관여 역량 및 성과를 감안하여 펀드 매니저를 평가할 수 있는 전문가를 확보하여야 함
- 또한 수탁자는 잠재적 펀드매니저 혹은 서비스 제공자에게 경영관여 및 의결권행사와 관련된 접근 방식을 지속적으로 질의하여야 함
- 수탁자는 "Eurosif Transparency Guidelines for Engagement & Voting"에 의거하여 펀드매니저와 서비스 제공자를 평가하여야 함

#### 나) Basic Framework for the Eurosif Transparency Guidelines for Engagement & Voting

- 방침(Policy): 응답자들은 그들 조직의 경영관여/의결권행사 방침에 대한 정보를 제공하여야 함

- **인력투입(Input):** 응답자들은 그들의 경영관여/의결권행사 방침을 실행할 수 있는 인적, 물적 자원에 대한 정보를 제공하여야 함
- **절차(Procedure):** 응답자들은 그들의 경영관여/의결권행사방침을 실행하는 구체적인 절차를 제시하여야 함
- **활동(Output):** 응답자들은 그들의 구체적인 경영관여/의결권행사 활동에 대해 정보를 제공하여야 함
- **정보공개(Disclosure and Reporting):** 응답자들은 그들의 경영관여/의결권행사 내역에 대해 고객과 기타 이해관계자에게 밝힌 내역에 대한 설명하여야 함

#### 4) Assessment and Review

##### 가) Assessment and Review of the SIP and Implementation Policy

- 수탁자는 해당 연기금의 SIP를 검토하고 실제 실행방침을 개정해야 하는지를 검토해야 함
- 이러한 검토는 1년에 1회 정도 실행하는 것이 좋으며, 새로운 가이드라인이나 제도가 발표되는 등의 동향 변화 등에 맞추어 실행하는 것도 좋음

나) Assessment and Review of Fund Managers(or Service Providers)

- 수탁자는 그들의 펀드매니저나 서비스제공자에 대한 성과를 검토하여야 함. 이는 연간 1회 정도로 진행되어야 하며, SIP와 실행방침에 관련된 자체 목표 등을 검토하여야 함
- Eurosif Transparency Guidelines for Engagement & Voting 가이드라인 등이 이를 위한 유용한 도구가 될 수 있음
- 수탁자는 연기금의 경영관여/의결권행사 활동의 보고내용과 실제에 대해 주기적인 리뷰를 실행하여야 함

다) Trustees Competencies in SEE/CG issues

- "The Pension Act 2004"는 수탁자에게 연기금을 운용과 관련된 신탁 법과 전반적인 지식에 대해 요구하고 있음
- RI관련 펀드매니저 혹은 서비스 제공자의 성과에 대한 평가를 해야 하는 수탁자의 입장에 있어, 기업지배구조와 기업의 사회적 책임 등을 감안하여하는 수탁자는 이러한 다음과 같은 사항을 판단할 수 있는 경험과 지식을 확보하여야 함
  - SIP와 실행방침에 대한 조항을 연기금이 따르고 있는가?
  - 펀드매니저 혹은 서비스 제공자가 SIP와 실행방침에 대한 조항을 준수하고 있는가?

## 5) Reporting

### 가) Stage1: Reporting to Trustees

- "Myners Principles"에 따르는 명확한 보고 방식이 절대적으로 중요함
  
- 내부직원, 외부기관, 펀드매니저 등 어떤 인력이 작성하는지에 무관하게 RI와 관련된 활동에 대한 보고는 수탁자에게 매우 필수적인 요소이며, 수탁자 스스로가 그들의 방침을 충실히 수행하는지를 충족시키는 것이 됨
  
- 수탁자들은 SIP와 관련된 구체적 사항, 관련성과 등에 근거한 보고서를 제공받아야만 함 ("Eurosif Transparency Guidelines for Engagement and Voting" 가이드라인을 추천함)

### 나) Stage2: Reporting to Scheme Members and Beneficiaries

- 연기금의 SIP와 세부실행방침을 기금관련자 등에 제공하는 것 뿐 아니라, 경영관여 활동과 그 성과에 대해 보고하는 것 역시 중요함
  
- 정보의 수준을 향상시키기 위하여, 보고원칙은 수탁자가 그들 자체의 성과에 대한 평가가 가능하도록 구성되어야 함

- 정부 측에서는 Myners Principles 등의 실행과 관련된 정보 보고 등과 함께 관련 워크숍을 제안하고 있음. 이러한 보고 활동들이 관련 규제준수의 수준에 대한 공개와, 우수사례를 위한 벤치마크 수립, 이해관계자에게의 정보제공, 수탁자들의 의사결정과정 효율화 등에 도움이 된다고 판단하고 있음

다) Stage3: Reporting to the public

- 정부는 Myners Principle의 "HM Treasury Review of Progress"에서 이러한 정보공개가 이해관계자 뿐 아니라 좀 더 폭넓은 일반국민들에게 공개되어야 한다고 밝히고 있음
- 정부는 수탁자들이 관련기급 웹사이트 등에 주요 이슈에 대한 정보 공개를 시행하는 것을 제안하였음

**사. Appendix A: Self-Assessment Questionnaire for Trustees**

- 이 자체평가 설문지는 수탁자가 그들의 연기금이 정부 및 산업협회가 주장하는 베스트 프랙티스 기준들을 충족시키는지 여부를 판단할 수 있도록 개발되었음
- 각 질문은 “예” 또는 “아니오”로 답변되어야 하며, 설문을 마친 후 “예”가 몇 개인지 더해서 당신의 연기금이 베스트 프랙티스를 얼마나 충족시키는지 확인할 수 있음

- 1. 당신과 당신의 동료 수탁자들은 SEE/CG 리스크 및 주주가치와 관련된 기회요인에 대해 논의한 적이 있는가?
- 2. 당 기관의 SIP에 SEE/CG 이슈들이 포함되어 있는가?
- 3. 당신은 이 툴킷에서 강조하고 있는 당신의 기관 종류에 적합한 베스트 프랙티스의 첫 번째 단계를 이미 도입하고 있는가?
- 4. 당 기관의 SIP는 펀드매니저가 도입하고 있는 방침/실천지침(mandate)에 반영되고 있는가?
- 5. 당신은 공식적으로 기관의 SIP 및 기관이 도입하고 있는 방침을 정기적으로 검토하고 있는가?
- 6. 당신은 RI 방침 도입에 대해 공개 및 보고를 실시하고 있는가?
- 7. 당신의 SIP 는 기관이 ISC statement of principles를 따르고 있다는 것을 인정하는가?
- 8. 펀드매니저 실천지침에 ISC statement of principles가 통합되어 있는가?
- 9. 당신은 Myners Principles의 순응 및 이행에 대해 보고하고 있는가?
- 10. 당신은 기관 회원들에게 성과평가를 공개하고 있는가?
- 11. 기관이 5,000명 이상의 회원을 보유하고 있다면, 펀드를 위한 웹사이트를 운영하고 있는가? 만약 운영하고 있다면, 매년 펀드 회원들에게 제공되는 정보가 기관의 웹사이트에 공개되고 있는가?
- 12. 기관의 모든 수탁자들은 수탁자 지식 및 이해의 주제에 대한 Opra scope guidance의 사본을 가지고 있는가?

- 13. 당신과 당신의 동료 수탁자들은 기관의 SIP 이해를 위한 충분한 지식을 갖고 있는가?
- 14. 당신과 당신의 동료 수탁자들은 기관의 statement of compliance with the Myners Principles를 이해하기 위한 충분한 지식을 갖고 있는가?
- 15. 이사회 회원 중 최소한 한명 이상은 SEE/CG 이슈 및 RI에 대한 수탁자 교육을 받았는가?
- 16. 당신은 RI에 대한 기관의 접근에 대해 기관 회원들과 상담한 적이 있는가?
- 17. 당신은 RI에 대한 기관의 접근에 대해 고용단체(employing body)와 상담한 적이 있는가?
- 18. 당신은 펀드매니저 또는 서비스제공자들이 SIP에 명시되어 있는 RI 목표 및 방침/실천지침의 이행을 위해 노력하는지 여부를 확인하도록 매년 공식적으로 점검 및 평가를 실시하는가?
- 19. 당신이 선택한 접근방식이 경영관여라면, 당신은 펀드매니저를 선택하고 평가할 때 Eurosif Transparency Guidelines for voting and Engagement를 사용하는가? 당신과 당신의 동료 수탁자는 펀드매니저들에게 그들의 자료, 절차, 보고에 대해 정기적으로 질문을 하는가?
- 20. 당신은 펀드매니저의 평가 및 보고, SIP/이행방침의 점검에 대해 투자 컨설턴트에게 정기적으로 질문을 하는가?
- 21. 당신은 연기금의 SIP, 연례보고서, 의결권행사 및 경영관여 활동 등 공개적이고 포괄적으로 정보공개를 실시하고 있는가?
- 22. 당신의 모든 동료 수탁자들은 이 RI trustee toolkit를 읽었는가?

○ Assessment

- “예” 15개 이상: 당 기관은 영국 정부 및 산업단체(NAPF, ABI 등)가 제정하는 베스트 프랙티스를 충족시키는 단계에 도달하였음
- “예” 8~14개: 나쁘진 않지만 더 잘할 수 있음 - 당 기관은 굿 프랙티스를 달성해 가고 있지만, 약간의 변화로 베스트 프랙티스 달성을 이룰 수 있음
- “예” 7개 이하: 많은 발전의 여지가 있음 - 이 툴킷의 첫 번째 단계를 이행하고 'how to do it' 페이지를 가이드로 사용하는 것을 추천함

**아. Appendix B: Questions for Trustees to Ask about Engagement-based SRI**

가) Questions for Trustees to ask their Fund Manager (or Service Provider)

○ Policy

- 당신은 SEE/CG 이슈를 포함하고 있는 경영관여 및 의결권행사에 대한 방침을 가지고 있는가? 그 방침은 ISC statement of principle 와 어떻게 다른가?
- 당신의 SEE/CG 이슈 분석결과와 경영관여로부터 얻어진 정보는 어떻게 투자의사결정에 반영되는가?
- 당신은 고객중심의 방침과 경영관여/의결권행사 방침에 마찰이 있을 때 이를 어떻게 관리하는가?

○ Resources and Procedures

- 경영관여 및 의결권행사 이행을 위해 내/외부적으로 어떤 자원을 사용하고 있는가?
- 경영관여 및 의결권행사 이행을 위해 어떤 절차를 거치는가?

○ Review and Reporting

- 당신은 지난 보고기간동안 어떤 경영관여/의결권행사 활동을 수행하였는가?
- 당신은 당신의 경영관여/의결권행사 활동의 효과를 어떻게 평가하는가?
- 당신은 경영관여/의결권행사 활동에 대해 어떤 방식으로 수탁자들에게 정보공개/보고를 하며, 주로 어떤 이슈를 포함시키는가?
- 당신의 경영관여/의결권행사 활동에 대한 정보공개/보고 주기는?

나) Questions for Trustees to ask their Investment Consultant

○ Policy

- 우리는 장기투자자로서 우리가 어떤 방식으로 SEE/CG 이슈를 고려할 수 있을지에 관심을 갖고 있다. 우리가 우리 자체의 경영관여방침을 개발하고, 펀드매니저의 경영관여/의결권행사 방침을 적용여야 하는가?
- 우리가 경영관여/의결권행사 방침을 적용한다고 가정할 때, 우리가 펀드매니저나 제3의 기관에게 이러한 방침을 요구하는가?

○ Mandates & Selection

- 여러 권한을 갖고 있는 펀드매니저가 RI추진에 있어 이해관계 상충을 관리하고 있다고 말하고 있는가? 또한 이러한 언급만으로 충분한 것인가?

○ Review and Reporting

- 우리의 SIP나 실행프로그램과 관련된 가이드라인이나 새로운 제도에 대해 개발한 적이 있는가?
- ISC statement of principles에 대하여 펀드매니저를 어떻게 평가하고 있는가?
- 경영관여/의결권행사에 있어 펀드매니저의 보고활동이 있는가?



### III. 사회책임투자관련 국가별 제도 검토

---

1. 미주지역
2. 유럽지역
3. 아시아지역



### III. 사회책임투자관련 국가별 제도 검토

#### 1. 미주지역

##### 가. 미국

###### 1) 기관투자자 유형과 제도 일반

○ 미국의 경우 기관투자자들이 상당한 수준으로 포트폴리오투자계획에서 ESG이슈를 고려하고 있다는 연구보고가 많이 제시되고 있음.<sup>4)</sup>

○ 기관투자자의 유형

— 미국의 경우 연기금(개인연금과 공적 연금), 보험회사, 뮤추얼펀드, 자선신탁과 비영리법인 등, 이른바 “기관투자자”가 투자분야에서 가장 중요한 참여자임.<sup>5)</sup>

---

4) 사회책임투자 실무와 규모에 대해서는 우선, Michael Kroll, Ethical Screening in Modern Financial Markets: the Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment, 57 Bus. Law. 681 (2002); Roberta Romano, Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, 93 Colum. L. Rev. 795 (1993); Deborah Martin, The Public Piggy Bank Goes to Market: Public Pension Fund Investment in Common Stock and Fund Trustees' Social Agenda, 29 San Diego L. Rev. 39 (1992)

5) 2004년 현재 미국의 보험회사와 연기금은 미국 규모순위 1,000개 기업의 주식의 69.4%를 소유하고 있다. see The Conference Board, Institutional Investment Report 2005: U.S. and International Trends - Report 1376, September 2005 (available at <http://www.conference-board.org>)

○ 기관투자자 투자행위 법제 일반

- 미국의 경우 기관투자자들의 투자행동을 규율하는 법률에는 다양한 연방법과 주법이 해당
  - 때문에 기관투자자의 투자를 규율하는 법제를 개관함에 있어서는 이를 관통하는 법리를 중심으로 일반적으로 서술할 수밖에 없음
  - 그럼에도 불구하고 ESG투자에 대해 영향을 미치는 입법적 발전을 찾아 볼 수 있음
  - 이에는 대표적으로 i)연방법제와 ii)통일법을 만들기 위한 주법과 iii)미국 법조협회의 신탁 Restatement(3판): 신중한 투자자원칙(Prudent Investor Rule)을 반영한 보통법상의 발전을 통해 획득한 “현대적 신중한 투자자원칙(Prudent Investor rule)”의 발전을 들 수 있음
- 현대의 신중한 투자자원칙은 현대포트폴리오이론을 강조하고 있으며 다음과 같은 것을 요구하고 있음
  - 투자는 개별적으로 평가하여서는 안 되며, 전체 투자포트폴리오에 대한 기여측면에서 평가하여야 함
  - 개별 투자의 수익을 극대화할 의무는 없으며, 대신 펀드에 합리적이며 적절한 전체의 투자전략을 실행할 의무가 함
  - 투자포트폴리오는 반드시 분산되어야 함. 단, 그렇지 않는 것이 신중한 경우에는 그렇지 않음
  - 신중한 투자는 사후가 아니라 투자 시점으로 평가되어야 함
- 현대의 신중한 투자자원칙의 효과는 그들의 투자선택이 합리적이며 경제적으로 정당화된다면 기관투자자의 의사결정자로 하여금 광범한 분산투자전략을 취할 수 있게 함

- 그러나 투자는 펀드의 목적 내지 펀드수익자의 이익을 위하여 행해져야 한다는 한계가 있음

○ 기관투자자의 투자행위를 규율하는 법제 현황

— 연기금

- 연기금유형으로 개인연금과 공적 연금이 있음
- 개인연금의 경우 1974년 ERISA법(Employee Retirement Income Security Act)에 의해 연방법차원에서 규율
- 이 법은 미국 노동부가 감독기관으로 집행을 담당하고 있음.<sup>6)</sup> 반면에 공무원을 위하여 설립된 공적 연금은 주법에 의해 규율됨.<sup>7)8)</sup>

— 뮤추얼펀드

- 뮤추얼펀드는 주법에 의해 규율 받는 회사 또는 상사신탁 (business trust)을 말하며,
- 이들은 1940년 투자회사법(Investment Company Act)의 적용을 받으며, SEC의 관할대상이 됨

6) ERISA법에서 제외된 연기금이라 하더라도 다른 연방법에 의해 규율됨. 예컨대 교회 근로자기금계획의 경우 US Investment Company Act 1940, 15 USC §80(a)-3(c)에서 ERISA와 동일한 내용을 두고 있음

7) 코네티컷에서는 법령에 의해 규율되고 있으며 그 외 캘리포니아 주에서는 제정법과 헌법이 근거법률임. 그 외 43개주는 현대적 신중투자자원칙을 도입한 통일 신중인투자자법(Uniform Prudent Investor Act, UPIA)을 채택하고 있고, 이를 채택한 주에서는 공적 연금신탁에도 적용되고 있음. ICA §12

8) see ULA: 대부분의 주에서는 UPIA를 변형하여 채택하고 있다. see John Langbein, Questioning the Trust Duty of Loyalty: Sole Interest of Best Interest?, 114 Yale L.J. 929, 969(2005)

- 투자회사법은 일정한 투기성 투자 -예컨대 비등록회사의 증권 내지 미수금에 의한 증권구입- 을 금지함으로써 투자회사의 적절한 투자에 관해 규정하고 있음

— 보험회사

- 보험회사의 경우 주법이 적용되며<sup>9)</sup>, 그 내용은 주법마다 다르지만 보험회사의 투자재량은 엄격히 규제받고 있으며 주 감독 기구에 의해 제한됨
- 그 규제목적은 보험자의 손해적립금이 손상되지 않도록 그 완전성을 확보하는데 있음
- 따라서 대부분의 투자는 필수적으로 보수적이지 않을 수 없으며(예컨대 국채), 보험자는 적절한 수준의 유동성이 인정됨
- 이처럼 특정한 주법상의 규제를 받는 경우가 아니면 보험회사는 보통법상의 투자재량권에 대한 융통성이 인정

— 비영리회사

- 비영리회사에 대해서는 주법이 적용되며, 대부분의 주에서 비영리회사의 투자권한은 통일 기관투자자 펀드관리법(Uniform Management of Institutional Funds Act, UMIFA)에 기초하여 주가 채택한 법률에 의해 수정됨
- 이법은 경영판단원칙과 유사한 주의의무기준을 적용하고 있음

---

9) McCarran-Ferguson Act에서 주법이 보험회사의 영업을 규제한다고 하고 있다. 따라서 연방차원에서는 보험회사에 대하여 비 보험영업만 적용한다(조세, 노동, 독점, 증권, 차별 등).

— 개인신탁

- 개인신탁은 주법에 의해 규율되며, 각주에서 채택된 것에 상응하여 Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule에서 발전된 원칙이 반영되어 각 주의 보통법으로 보완된 UPIA(Uniform Prudent Investor Act)에서 수탁자의 투자에 관한 기본적인 규정을 담고 있음

— 자선신탁

- 자선신탁은 개인신탁과 같이 통상 주의 보통법규정이 적용되며,<sup>10)</sup> 자선신탁의 투자권한은 UMIFA에 기초하여 법제를 채택한 주의 경우 변경이 가해짐

---

10) Restatement (Second) of Trusts §389 (1959)

<표 III-1> 기관투자자의 투자행위 규제법규

	연방법	주법
개인 연금	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ERISA</li> <li>* 동법은 UPIA와 Third Restatement에 반영된 보통법상의신탁기준을 결합하고 있음</li> </ul>	없음
공적 연금	없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주 헌법과 제정법</li> <li>• (채택한 주의 경우)UPIA; 주 보통법에 반영된 Third Restatement적용</li> </ul>
뮤추얼 펀드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SEC규칙</li> <li>• ERISA (근로자 복지계획의 경우에 한함)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신탁형태인 경우 (채택시) UPIA, 주 보통법에 반영된 Third Restatement</li> <li>• 회사형태인 경우 주회사법 적용(주의의무와 경영판단원칙)</li> </ul>
보험 회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ERISA(근로자복지계획의 경우에 한함)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 적립금에 대해 규제</li> <li>• 회사형태인 경우 주회사법이 적용(주의의무와 경영판단원칙)</li> </ul>
비영리 회사	없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (채택시) UPIA, 주 보통법에 반영된 Third Restatement 적용</li> </ul>
자선 신탁	없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (채택시) UMIFA, 주 보통법에 반영된 Third Restatement 적용</li> </ul>

○ 신인의무(fiduciary duty)

- 뮤추얼펀드에 대한 연방법상의 규제와 보험회사에 대한 주법에 의한 규제를 제외하고, 기관투자자의 투자재량권에 대한 주된 제약으로 신인의무를 들 수 있음
- 따라서 비록 법규제의 기본 틀은 서로 다르지만 공통된 것으로 기관투자자의 투자 시 신인의무가 적용됨

- 신인의무의 내용은 관할 영역과 적용 법률에 의해 차이가 있음.  
특히 다음의 투자자 유형별로 행위규범에 차이가 남
  - 자선목적외의 목적을 가진 신탁  
(신탁으로 구성된 개인연금, 공적 연금, 뮤추얼펀드)
  - 자선신탁
  - 회사(회사로 설립된 보험회사, 뮤추얼펀드)의 경우는 일반적으로 신증투자자원칙의 적용을 받지 않음(단 법령에 의하여 확대 적용을 하는 경우에는 적용).<sup>11)</sup> 다만 보통법과 제정법에 의해 이사는 충실의무와 주의의무를 부담. 그러나 법인이사의 결정은 경영판단원칙의 적용을 받음

○ 현대적 신증투자자 원칙의 발전 및 입법에의 전개

- ① 현대적 신증투자자원칙의 발전은 기본적으로 ERISA에서 확인할 수 있음
  - ERISA에서는 기존에 “prudent man standard of care”를 다음과 같이 사용하고 있음.<sup>12)</sup>

11) 그러나 일부 주에서는 비영리법인의 이사를 수탁자와 유사한 자로 본다. 이 경우 현대적 신증투자자원칙의 적용을 받게 된다.

12) ERISA §404(a)

ERISA §404, 29 USC §1104(a): Prudent Man Standard of Care
<p>동법 제1103(c)과 (d)에 따라 계획의 수입자는 오로지 참가자와 수익자의 이익을 위하여 의무를 다하여야 한다.</p> <p>A. 전적으로 다음의 목적을 위하여 행동하여야 한다.                      즉 (i) 참가자와 수익자에게 이익을 제공하기 위하여                      (ii) plan의 관리를 위하여 합리적인 비용을 지출한다.</p> <p>B. 동일한 성격과 동일한 영업을 목적으로 하는 기업에서 당해 문제에 친숙하고 신중한 자라면 행동하였을 것과 같은 주의와 전문능력, 신중함, 부지런함을 이용하여 행동하여야 한다.</p> <p>C. 대규모의 손실을 볼 위험을 최소화하기 위하여 계획상의 투자를 다각화하여야 한다. 다만 상황에 따라 그렇지 않는 것이 신중하다는 것이 명백한 경우는 그렇지 않다.</p> <p>D. 계획(plan)에 적용되는 문서와 증서에 따라 행동하여야 한다. 다만 그러한 문서와 증서가 이 장 III 에 부합하여야 한다.</p>

- 전통적인 신중기준(sub-para B에 규정)은 충실의무(sub-para A)와 분산의무(sub-para C) 및 plan의 증서(sub-para D)에 의해 보완
- 신중의무와 충실의무의 결합에 대하여 다음과 같이 설명되고 있음.<sup>13)</sup> 즉 “신탁관리, 특히 신탁자산의 투자와 관리에 있어 신중의무는 필연적으로 충실의무와 분리할 래야 분리할 수 없는 개념이라는 것이 주지되어 있다. ERISA §404(a)(1)(B)... 은 효과적으로 신중의 요건과 충실의무를 결합시켰다. 수입자는 만약 수익자의 이익을 희생시킨다면 투자결정에 있어 행동이 신중하지 못할 것이다.”

13) Uniform Prudent Investor Act, comment to §5.

② 신탁의 개혁

- Restatement(Second) of Trusts의 신중한 투자자부분이 1992년 개정<sup>14)</sup>
  - UPIA는 1994년에 발표되었고 워싱턴 DC를 비롯하여 현재 43개주에서 채택
- 이러한 발전은 신중 투자자원칙을 최신화하여 투자시 현대 포트폴리오이론을 채택하도록 함

---

14) Restatement(Third) of Trusts: P.I.R. §227 (1992). Restatement는 법률의 주된 법원은 아니다. 이것은 미국법률가협회가 이 분야의 최고권위자에 의해 주도되어 서로 다른 미국 각주의 보통법을 제정법화하고 최신화하려는 권위를 인정받은 시도에 불과하다(이 경우에는 Reporter가 Edward Halback였다). 비록 구속력은 없지만, Restatement는 법의 발전에 매우 영향력이 크다.

Restatement(Third) of Trusts: Prudent Investor Rule 제227조 신중한 투자의 일반적 기준
<p>수탁자는 신탁의 목적, 조건, 분배요건 기타 상황을 고려하여 신탁재산을 투자하고 관리하는데 있어 신중한 투자자가 하였을 것과 같은 의무를 수익자에게 진다.</p> <p>(a) 이러한 기준은 합리적인 주의, 전문능력, 신중(warning)을 행사할 것으로 요구하며 투자대상 개별도가 아니라 신탁포트폴리오의 맥락에서 그리고 신탁에 적합한 위험과 수익을 목적으로 전반적인 투자전략의 일부로서 투자대상에 적용하여야 한다.</p> <p>(b) 투자를 결정하고 집행하는데 있어 수탁자는 신탁재산을 분산투자할 의무가 있다. 다만 상황에 따라 그렇지 않을 것이 신중한 것인 경우에는 그렇지 않다.</p> <p>(c) 이외에 수탁자는 다음과 같이 행동하여야 한다.                      (i) 기본적인 충실의무에 속하는 충성의무와 공평의무를 다하여야 한다.                      (ii) 권한을 위임할지 얼마나 위임할지 그리고 대리인을 선택하고 감독하는데 있어 신중하게 행동하여야 한다.                      (iii) 수탁자의 투자책임에 알맞게 그리고 알맞은 정도로 합리적인 비용을 초래하여야 한다.</p> <p>(d) 동 규정에 의한 수탁자의 의무는 신탁에서 반대의 규정 내지 법령에 의한 투자규정을 정한 제228조에서 규정하고 있는 규칙의 적용을 받는다.</p>

③ 위임 권한

- 현대의 신중한 투자자규정의 중요한 측면의 하나는 특히 이 규정 이 위임문제를 해결하고 있으며 또한 허용하고 있다는 점임

- 이를 허용한 배경은 현대의 주요 기금 수탁자들로 하여금 그들의 투자권한을 실행함에 있어서 펀드매니저와 투자자문업자의 서비스를 이용하도록 기대하고 있기 때문임<sup>15)</sup>
  - ERISA법에서는 명시적으로 근로자 복지계획(employee benefit plan)의 경우 계획의 자산 관리 및 취득·처분할 권한을 1인 이상의 투자관리자에게 위임할 수 있다고 규정<sup>16)</sup>
  - 또한 ERISA법에서 명시적으로 이러한 위임의 효과에 대하여 규정. 즉 충실의무의 책임은 수탁자<sup>17)</sup>만이 아니라 기금자산에 재량권을 행사한 모든 자에게도 미친다고 함(즉 재량권한을 행사하는 한 기능적인 수입자가 됨)<sup>18)</sup>
- The Third Restatement에서도 또한 광범한 위임규정을 두고 있으며, 여기서는 수탁자로 하여금 “권한을 위임할 지 여부 내지 어떻게 위임할지 등에 관한 결정함에 있어 및 대리인을 선임하고 감독하는 것에 대하여 신중하게 행동할 것”을 요구하고 있음<sup>19)</sup>

15) John H. Langbein, Tribute to William F. Fratcher: Reversing the Nondelegation Rule of Trust-Investment Law, 59 MO. L. Rev. 105, pp. 113-114 (1994)

16) ERISA §403(a)(2), 29 USC §1103

17) ERISA plan은 반드시 1인 이상의 fiduciary를 두어야하는데, 통상 이는 Plan trustee가 된다. § 402(a)

18) ERISA § 3(21), 29 USC § 1002(21) 하급심 판결 중에는 회사수탁자의 개별 임원도 동규정상의 fiduciary가 되는지에 대해서 의견이 나뉘어 있음을 주목할 필요가 있다. 9순회법원은 회사가 ERISA법에 의한 Plan trustee로 명기되어 있는 경우 이를 관리하는 임원은 그 자체로 fiduciary가 된다고 판시한 바 있다. see *Stewart v. Thorpe Holding Co. Profit Sharing Plan*, 207 F.3d 1143 (9th Cir. 2000) ; 반면에 3순회법원은 임원은 회사가 그의 fiduciary 권한을 위임한 경우에만 fiduciary가 된다고 판시하고 있다. *Confer v. Custom Engineering Co.*, 952 F.2d 34 (3d Cir. 1991)

19) Restatement (Third) of Trusts: P.I.R. §227

- Third Restatement의 주석에서는 수탁자는 종종 신중한 투자자라면 같은 상황에서 위임했을 것과 같은 방식으로 위임할 의무가 있다고 제안하고 있음<sup>20)</sup>
  - 요컨대 수탁자는 (a) 대리인을 적절히 선임하지 못한 경우 (b) 신탁의 목적과 조건에 부합하도록 위임의 범위와 조건을 두지 않은 경우 (c) 정기적으로 대리인의 성과를 감독하지 않은 경우에 책임을 짐
  - 대리인은, 스스로는 fiduciary는 아니나 신탁에 대하여 위임의 조건에 부합하도록 합리적인 주의를 다할 의무가 있음
- 1940년 투자자문업법을 포함하여 투자회사법, 1996년 전미 증권시장개선법(National Securities Market Improvement Act 1996) 등 중요한 연방법차원의 법들에서도 특별히 펀드매니저와 투자자문업자에 대해 규제하고 있음
- 비록 이들 중 어떤 법도 명시적으로 투자자문업자를 fiduciary라고 지정하고 있지 않지만, 이러한 결과는 투자자문업자와 고객간에 내재하는 성격상 당연히 도달된다고 보고 있음<sup>21)</sup>

---

20) Restatement (Third) of Trusts: P.I.R. §227, comment j.

21) John Cacchione, US Approach to Fiduciary Duties: General Law, the Investment Advisors Act, the Investment Company Act and ERISA, cited in Dick Frase(ed), Law and Regulation of Investment Management (2004), 268. 동법에서는 투자자문업자는 투자기능의 집행에 있어 선의와 기술(good faith and skill)의 기술의 기준을 요하고 있다. 보다 자세한 것은 Michael McDonough and Maureen Magner, US Regulation of Investment Management, in Law and Regulation, ibid.

2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

○ 사회책임투자 관련 법적 이슈

- 미국의 경우 ESG고려사항을 투자결정에 반영하는 것이 현대의 신중한 투자자원칙에 위반되는 것인가와 관련하여 현재 견해가 다투어지고 있음

○ ERISA의 입법태도<sup>22)</sup>

- ERISA에서는 명시적으로 충성의무를 포함하고 있는데<sup>23)</sup>, 일부의 학자들은 투자결정에 있어서 ESG이슈를 고려하는 것은 맞지 않는다고 보고 있음<sup>24)</sup>

---

22) 사실 ERISA, UPIA, Restatement of Trust등의 이들 법원들은 서로 상이하지만 일반적으로 입장을 양립하고 있고 상호간 발전을 촉진하는 기능이 있다. See Restatement(Third) of Trusts: P.I.R. §227, general comment; 이 규정의 원칙은 일반적으로 [ERISA를 포함하여] 제정법상의 규정에 유추하거나 그러한 규정이 신탁법의 일반원칙을 담은 경우 모두 적절하다. Firestone Tire & Rubber Co v Bruch, 489 U.S. 101, 110-111 (1989); ERISA의 입법연혁을 보면 동법의 fiduciary 책임규정은 신탁법에서 가져와서 명문화하였으며 신탁법 발전에서 전개된 fiduciary 규정이 ERISA에 적용될 수 있다는 점이 분명히 나타나고 있다; UPIA도 명백히 Third Restatement of Trusts (P.I.R.)에 포함된 수정된 기준에 입각하고 있다. 그러나 ERISA는 종종 보통법보다 더 엄격한 기준을 취하고 있다. see Eaves v Penn, 587 F2d 453, 457 (10th Cir. 1978) 따라서 이들을 종합적으로 검토하여 ESG를 고려하는 경우의 효과를 살펴보는 것이 합당하다.

23) ERISA, §404(a)(1)(A)

24) See eg. John H. Langbein & Richard Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980); John H. Langbein & Bruce A. Wolk, Pension and Employee Benefit Law 841-852(3rd ed. 2000); Ian D. Lanoff, The Social Investment of Private Pension Plan Assets: May It Be Done Lawfully Under ERISA?, 31 Labor L.J. 387 (1980); 이러한 견해에 반대하는 입장으로는, R. Ravinoff & M. Curzan, Social Responsibility in Investment Policy and the Prudent Man Rule, 68 Cal. L. Rev. 518(1980); Marcia O'Brien Hutton, Socially

- 반면에 노동부는 현대 포트폴리오이론을 지지하였고, ESG이슈를 배제하지 않는 것을 ERISA의 공식적인 입장으로 채택<sup>25)</sup>

<노동부>

“ERISA에서 신인의무는 투자기회를 평가하는데 있어 사회적으로 책임 있는 펀드가 제공하는 부수적인 혜택에 대한 고려를 배제하지 않는다. 그러나 그러한 부수적인 혜택의 존재는 부수적인 혜택을 제공하는 투자가 같은 위험을 갖는 다른 투자와 동등한 수준의 투자수익을 제공한다고 예상되는 경우라고 수탁(fiduciary)가 결정한 경우에만 중요하게 고려될 수 있다.”

○ Restatement (Third) of Trusts: Prudent Investor Rule

- 신탁의 제3리스테이트먼트에서는 수탁자의 신중함에 대한 평가에 있어서 현대 포트폴리오이론의 채택이 진보를 가져왔다는 점을 분명히 제시하고 있음

---

Responsible Investing; Doing Good Versus Doing Well in an Inefficient Market, 42 Am U. L. Rev. 1 91992); E. Adams & K. Knutsen A Charitable Corporate Giving Justification for the Socially Responsible Investment of Pension Funds: A Populist Argument for the Public Use of Private Wealth, 80 Iowa L. Rev. 221 (1995); Angela Read, Building Signposts for the Future: Investment Strategy, Socially Responsible Investing, and ERISA, 23 . Pension Plann'g & Compl. 39 (1997)

- 25) 노동부의 경제적 목적의 투자(economically targeted investments)를 고려함에 있어서 ERISA법상의 fiduciary 기준에 관한 해석지침을 참고. 즉 투자대상은 근로자의 복지계획에 대한 투자수익을 제치고 경제적 혜택을 줄 목적으로 선택될 수 있다는 것이다. 29 C.F.R. §2509.94-1(23 June 1994); 규칙 29 C.F.R. § 2550.404a-1 여기서는 ERISA법상 수탁자의 투자의무를 규정하고 있다.

- 제227조에서는 특정의 투자유형을 금지하고 있지 않음<sup>26)</sup>
  - 신중함 여부를 평가함에 있어서는 반드시 신탁의 포트폴리오와 목적에 비추어 행해져야 하며, 사후의 이득 여부로 결정하는 것이 아니고 투자결정시점을 기준으로 행해져야 한다고 규정<sup>27)</sup>
  - 이러한 규정은 특정 펀드에 대한 적절한 투자전략을 세우는데 있어 상당한 융통성을 제공
  - 이는 예상되는 수익과 위험을 고려하여 투자포트폴리오를 선택하고 전략을 세우고 실행하며 전략의 성과를 점검하는 측면에서 전문성과 주의를 요구
- 제3리스테이트먼트의 주석에서는 명시적으로 사회적 투자를 고려하고 있음
- 이에 대해 다음과 같이 기술하고 있음<sup>28)</sup>

26) Restatement (Third) of Trusts: P.I.R. §227, comment k.

27) Ibid, comment k. see also comment on prudent investing: 특정 재산의 위험성 내지 이를 신탁 재산에 포함하는 것이 적절한 지 여부는 추상적으로 판단되는 것이 아니고 특정 신탁의 포트폴리오에 기대되는 효과측면에서 판단되어야 한다.

28) Ibid, comment c. See also Restatement(Third) of Trusts(Tentative Draft) §78 (Duty of Loyalty) 여기서 comment f에서 이러한 입장을 계속 반영하고 있다. 다만 다음과 같은 점도 명기하고 있다. 즉 사회적 투자와 관련하여 충성의무(loyalty)의 내용을 어떻게 볼 것인지에 대하여 상당한 의견차이가 존재하고 있다는 점을 나타내고 있다.

<신탁 제3리스테이트먼트 >

- “충성의무는 수익자의 이익 또는 설정자의 목적 이외의 이익에 봉사하고자 하는 투자시에도 적용된다. 예를 들어 신탁의 투자를 관리함에 있어 수탁자는 통상 사회적 내지 정치적 이슈나 동인에 대한 수탁자의 개인의견을 표시하면서 내지 선도할 목적으로 투자결정을 해서는 안된다. 그러나 그러한 고려를 신탁의 조건에서 허용하거나 또는 수익자가 동의하는 한 그 범위 내에서는 수탁자의 투자결정에 적절한 영향을 미칠수도 있다.”
- 자선신탁은 자선목적이 사회적 이슈나 문제에 대하여 지출하는 것을 정당화할 정도 또는 투자결정이 신탁에 의해 수행되는 자선활동에 경제적 내지 운용상 발전시킨다는 이유로 정당화될 수 있는 정도에서 자선신탁은 사회적 이슈를 고려할 수 있다고 밝히고 있음<sup>29)</sup>

— 학계의 태도

- 미국에서 선도적인 신탁학자로 유명한 스콧교수는 보다 확대하여 인정하는 입장을 취함<sup>30)</sup>

“수탁자는 회사의 증권에 투자할지 혹은 보유할지 결정함에 있어 회사의 사회적 성과를 적절히 고려할 수 있다. 회사가 기본가치 내지 일반적으로 인정된 윤리원칙에 반하는 활동을 하거나 일부 그러한 활동이 있는 경우 그러한 회사의 증권은 투자하지 않거나 보유하지 않을 수 있다. 수탁자는 오염, 인종차별, 차별 없는 고용, 소비자책임 등의 문제를 고려할 수 있다.”<sup>31)32)</sup>

29) Restatement (Third) of Trusts; P.I.R. §227, comment c.

30) III Scott on Trusts, §227.17 (W. Fratcher 4th ed. 1988)

31) see Restatement (Second) of Trusts § 183 (1959)

32) Scott, Significant Trends in the Trust Law of the United States, 32 Vand. J. Transnat’L. 531, 545 (1999)

○ UPIA

- UPIA는 신중투자자원칙과 현대포트폴리오이론을 고수하고 있음
  - UPIA 제2조 c항에서는 수탁자가 반드시 신탁 내지 수익자에게 관련한 것으로 고려해야할(shall) 사항을 열거

UPIA 제2조 c항  
수탁자는 신탁하에 있는 투자와 관리시 신탁 내지 수익자에게 관련 있는 사항으로 다음의 사항을 고려하여야 한다.

- (1) 일반 경제상황
- (2) 인플레이션과 디플레이션의 예상효과
- (3) 투자결정 내지 전략의 조세측면
- (4) 각 투자가 전체 신탁 포트폴리오에서 차지하는 역할. 이에는 금융자산, 폐쇄회사의 지분, 유·무형자산 및 부동산 등이 포함된다.
- (5) 이자소득과 자본차익으로 인한 예상되는 전체 수익
- (6) 수익자의 다른 재산
- (7) 유동성, 정규적인 소득 여부, 원금의 보존 내지 상승
- (8) 신탁의 목적 내지 수익자와 자산의 관계 내지 신탁목적 또는 수익자에 미치는 특별한 가치

- UPIA 제2조 c항은 수탁자에게 ESG이슈를 고려함에 있어서 상당한 융통성을 제공하고 있음
  - 특히 투자수익에 금전적인 영향을 주는 정도는 물론 자산이 신탁의 목적 또는 수익자와 특별한 관계가 있는 것도 가능하게 함
- UPIA 제5조의 주석에서는 사회적 투자이슈를 특별히 다루고 있으며 이에 대하여 다음과 같이 명시

<UPIA 제5조 주석>

“소위 사회적 투자라는 어떠한 것이라도 그러한 투자활동이 신탁수익자의 이익을 희생하게 된다면 - 예컨대 특정 사회적 대의를 추구함으로써 이익을 보는 자의 이익을 위해 시장수익 이하의 수익을 내는 것을 승낙한 경우는 충성의무와 부합하지 않는다.”

- 이러한 주석에 대하여 그러한 주석은 명백히 관련 없는 목적을 위하여 수익자의 이익을 희생하는 것을 금지하고 있는 것이라는 데에는 일반적으로 다툼이 없음
- 따라서 수탁자가 책임투자전략의 맥락에서 ESG를 고려하는 것을 금지하고 있지는 않음

○ ESG 고려에 대한 미국 법제의 태도

— 미국의 경우 다음과 같은 의견이 합치되는 것으로 보임

- ESG고려사항이 신중한 투자계획의 맥락에서 평가되는 한, ESG 고려사항은 투자결정과정의 일부를 구성(가치, 위험과 수익에 영향을 미치는 경우에는 당연히 투자 의사결정과정의 일부가 됨)
- 일부 주의 경우 여기서 더 나아간 입장을 취함(예컨대 코네티컷 주법에서는 명시적으로 주 연기금업자(재무부)로 하여금 그들 투자의 사회, 경제, 환경상의 의미를 고려하는 것을 허용)<sup>33)</sup>
- ESG고려사항을 일상적인 펀드 운용과정에 반영하는 것에 대한 금지규정은 없는 것으로 보임

33) Connecticut General Statutes §3-13(d)(a)

- 투자결정에 ESG이슈를 반영하는 행위가 신인의무에 부합한다는 것을 암시하는 추가적인 증거를 정부와 연방법원이 제시한 다음과 같은 가이드에서 찾을 수 있음

규범성격의 가이드
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiduciaries는 반드시 주주총회결의를 둘러싼 사실을 조사해야 하며 의결권행사를 자산으로 보아야한다. 회사발행주식으로 구성된 기금자산을 관리하는 수탁자의 행위에는 .... 그 주식에 대한 의결권의 행사를 포함한다.<sup>34)</sup></li> <li>• Fiduciary는 반드시 사안의 모든 상황을 고려해야 한다: 의결권행사를 하지 않거나 문제가 미치는 영향을 충분히 고려하지 않고 의결권을 행사하거나 무조건 경영자에게 찬성한 경우 신중규칙을 위반한 행위이다.<sup>35)</sup></li> <li>• Fiduciary는 반드시 조사하여야 한다: 신중의무는 관련 사안 및 관련된 ESG고려사항을 포함하여 투자결정을 둘러싼 상황에 대한 조사 의무를 포함한다.<sup>36)</sup></li> </ul>

34) Letter form US Department of Labor to Helmut Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc. (Feb. 23, 1988) (Avon Letter) at 393; 59 Fed. Reg. 38860

35) Ball Signals Continued Commitment to Proxy Voting Issues at Department, 17 Pens. § Ben. Rep. (BNA) 207( Jan. 29, 1980)

36) 29 C.F.R. § 2509.94-1; 29 C.F.R. 2550.404a-1(b)

허용성격의 가이드
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiduciary는 환경, 사회 및 회사지배구조 이슈에 관하여 주주행동에 참여할 수 있다. ERISA를 집행하는 노동부는 규칙을 통해 다음과 같이 밝히고 있다. 즉 기금이 보유한 주식을 발행한 회사의 경영에 영향을 미치거나 감사할 목적으로 하는 활동들은 책임 있는 fiduciary라면 기금단독으로 아니면 다른 주주와 합동하여 경영진을 감시하거나 의사소통을 하는 것이 비용을 감안하더라도 투자금액의 가치를 증대할 것이라고 예상된다고 결정한 경우 ERISA법 하에서의 fiduciary의 의무에 부합한다.<sup>37)</sup> 나아가 이러한 기준이 시장지수의 성과에 대등하도록 한 포트폴리오(인덱스펀드라고 불리기도 한다)와 다르지 않을 것이라고 믿는다고 밝히고 있다. 그러한 펀드의 경우 투자는 종종 장기적인 측면에서 보유하며 의결권의 신중한 행사나 다른 형태의 감시행위 내지 의사소통은 포트폴리오의 가치를 증가시키고자 하는 시도로서 가능한 유일한 방법이 될 수 있다.<sup>38)</sup></li> <li>• 연기금펀드로 하여금 회사의 가치를 증대시키는 이슈에 참여하게 하는 두개의 성명서가 있다. 풍부한 데이터에 의하면 ESG고려와 재무적 성과 간에 상관관계가 있는 것으로 나타나고 있으며 그러한 참여는 기금의 가치를 증대할 것이라고 결론지어도 합당하다.</li> <li>• ERISA fiduciary는 특정 투자기회의 평가 시 사회적 책임펀드(socially-responsible fund)가 제공하는 것과 같은 부수적 혜택을 고려할 수 있다.<sup>39)</sup></li> </ul>

37) 29 C.F.R. §2509.94-2(3)

38) 59 DFed. Reg. 38860. Reg. 38860, 38862

39) Calvert Letter, op cit; see also 29. C.F. R. § 2509.94-1 일반

### 3) 향후 전망

#### ○ 기관투자자의 투자태도

- 과거의 경우 뮤추얼펀드와 그 외 기관투자자들은 대부분 다양한 ESG이슈에 대하여 회사에 이의를 제기하지 않으려는 경향이 있었음
- 그러나 최근 갈수록 경영진에 찬성하거나 단순히 마음에 맞지 않는 회사의 주식을 매각하는 것 대신 일부 뮤추얼펀드와 그 외 기관투자자들은 적극적으로 그들이 가진 의결권을 행사함
  - 일부의 경우 이러한 적극적인 행동은 회사투자분이 대규모라서 매각이 가능하지만 실제 매각이 어려운 경우에 나타나고 있음
  - CalPERS는 이 분야에서도 주도적인 역할을 하고 있음

- 예컨대 CalPERS는 현재 기업의 Global Sullivan 사회적 책임원칙에 따라 의결권을 행사하고 있음
- 또한 CalPERS는 기후위험에 관한 투자자네트워크를 뉴욕시와 뉴욕 퇴직연금의 리더인 코네티컷 주 재무부가 발족하는 것을 지원함으로써 글로벌 온난화에 대처하고 있음
- 특히 CalPERS의 새로운 환경기술프로그램은 재생에너지, 연료전지, 수질정화와 보존, 재생 및 처리, 재활용 등과 같은 기술에 \$200m를 투자하려고 함. 이것은 연기금으로 하여금 첨단기술과 환경에 책임경영을 하는 회사에 \$1.5bn을 투자하는 녹색운동(Green Wave)의 추진으로 불리는 것으로 CalSTRS(캘리포니아 주 교원퇴직시스템의 프로그램의 첫 번째 조치임

○ SEC의 움직임

- 2003년 SEC는 뮤추얼펀드와 투자자문업자로 하여금 그들의 의결권정책과 절차를 공시하며 각 투자대상회사에 대하여 각 이슈에 대하여 의결권행사 결과를 보고하게 하는 것은 상당히 바람직하다고 보고 이를 반영한 새로운 규칙을 발표
  - 즉 뮤추얼펀드와 투자자문업자로 하여금 (i) 의결권행사정책과 절차를 공시하게 하며, (ii) 주주로 하여금 특정 투자대상증권을 발행한 기업의 주주총회에서 의결권행사에 참여할 수 있게 하는 규칙을 제정
- KLD Research & Analytics, Inc.의 대표인 Peter Kinder는 최근 SEC규칙 때문에 fiduciaries는 현재 공개회사의 경우 의결권을 행사하는 경우 재무적 측면만이 아니라 모든 측면에서 보지 않으면 안 된다고 주장<sup>40)</sup>

4) 정리

- 미국의 기관투자자들은 연방법과 주법 등 많은 법률에 의해 규율되고 있는데, 이들 모든 법률에 공통적인 요소가 바로 현대적 신중 투자자규칙의 적용이며, 이는 투자결정과정에서 중요한 잣대가 되고 있음

---

40) 이 기관은 사회적 투자를 조사연구 및 투자기관에게 컴플라이언스서비스를 제공하는 컨설팅기관이다. Peter Kinder, Pensions & the Companies They Own: Fiduciary Duties in a Changing Social Environment. Paper presented at University of Colorado at Boulder Leeds School of Business Symposium on Business & the Broader Culture: Corporate Retirement Security: Social & Ethical Issues, March 11, 2005: ([www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado\\_05031.pdf](http://www.kld.com/resources/papers/UniversityOfColorado_05031.pdf))

- 주의의무와 충성의무를 담고 있는 현대적 신중투자자규칙은 현대의 포트폴리오이론을 강조하고 있으며 다음과 같은 것을 요구하고 있음
  - 투자는 독립해서 평가하여서는 안 되며, 전체 투자포트폴리오에 대한 기여측면에서 평가 하여야 함
  - 개별투자의 수익을 극대화할 의무는 없으나 펀드에 합리적이고 적절한 전체 투자전략을 실행할 의무는 있음
  - 투자포트폴리오는 반드시 분산해야 함. 다만 그렇지 않는 것이 신중한 경우에는 그렇지 않음
  - 신중투자는 사후시점이 아니라 투자 당시 시점에서 평가되어야 함
  
- 현대적 신중 투자자원칙의 효과는 그들의 투자선택이 합리적이며 경제적으로 정당화된다면 기관투자자로 하여금 광범한 분산투자전략을 취할 수 있게 함
  - 이 원칙은 기본적으로 서로 다른 투자는 균형을 이룬 포트폴리오 내에서 서로 다른 역할을 한다는 점을 인식하고 있음
  - 개별투자의 수익을 극대화할 의무는 없기 때문에 특정 투자의 신중함은 전체 투자전략차원에서 평가될 때에만 가능함. 따라서 투자전략에 ESG 이슈에 긍정적인 투자를 포함해서는 안 될 이유는 없음
  - 그러나 이에 대한 중요한 제약요건은 충성의무가 부과되고 있다는 점임
  - 즉 모든 투자결정은 펀드수익자의 이익 및 펀드목적에 부합하여 행동하여야 한다는 것임. 어떠한 투자도 순전히 의사 결정자의 주관에 영향을 주기 위하여 행해져서는 안 됨. 대신 고려사항들은 반드시 가중치가 주어져야 하고 투자포트폴리오에 대해 기대되는 효과에 기초하여 평가되어야 함

- 더욱이 다른 고려사항(일반적 경제, 정치적 측면, 기대되는 조세효과, 그러한 전체포트폴리오에서 투자가 하는 역할, 예상위험과 수익, 유동성에 대한 수요 및 자본상승 등)과 같이 투자 전략적으로 관련되는 한 ESG고려사항은 반드시 고려되어야 함
- 또한 수익자가 펀드증서 혹은 다른 방식에 의하든 명시적으로 투자 선호도를 나타낸 경우에는 이러한 선호도는 반드시 고려되어야 함
- 결론적으로 수익자의 이익과 펀드의 목적에 초점을 두고 관련 없는 목적을 추구하지 않는 한, ESG고려사항을 일상적인 펀드운영에 반영하는 것이 금지되지는 않는 것으로 평가되고 있음

## 나. 캐나다

### 1) 기관투자자 유형과 제도 일반

- 기관투자자의 유형
  - 연기금
    - 연기금의 경우 사용자로부터 독립한 수탁자를 두고 있는 전형적인 신탁의 형태로 관리됨
    - 대부분의 경우 세제상 혜택을 받을 수 있게 등록하게 함
  - 생명보험회사
    - 생명보험회사는 보험증권에 표시한 책임을 다하기 위하여 상당한 투자를 꾸준히 하고 있음

— 뮤추얼펀드

- 투자회사는 투자 상품을 파는 금융 중개상이며 투자자들에게 청약 전에 알린 특정 투자항목에 합치하는 곳에 투자자로부터 받은 돈을 투자

가) 연기금

- 등록된 연기금(RPP)의 경우 투자시 보통법과 연방 연기금수익법에 의한 충실의무 (내지 충실의무와 유사한 의무)를 짐
- 일반적으로 신중인/포트폴리오접근방식이 입법으로 강제되어 있고, 연기금인 RPP은 투자대상에 대하여 제한을 하고 있는 법상의 투자 제한규정의 적용을 받음
- 수탁자 입법
  - 수탁자에 관한 법 제정은 지방의 관할에 속한 사항이며, 신탁재산을 투자하는 경우 수탁자에게 요구되는 법상의 기준은 차이가 있음
  - 그러나 전형적으로 신중인의 주의를 요구
    - 예를 들어, 온타리오에서 신탁재산을 투자하는 경우 수탁자는 반드시 신중한 투자자가 투자함에 있어 행사할 주의, 기술, 부지런을 다하여 판단을 하여야 함<sup>41)</sup>
    - 그러나 신탁계약의 당사자들은 수탁자법률이 적용되지 않는 것으로 특약할 수 있음<sup>42)</sup>

41) Ontario Trustee Act, R.S.O. 1990, 제27조 (1)항

- 일반적으로 수탁자법률이 연기금수익법률과 상충되는 경우 연금 관련 법률이 우선적 효력

○ 연기금 수익법

— 충실의무(신중한 요건)

- 대부분의 주에서<sup>43)</sup> 해당 연기금법에서 연기금관리자에게 기금 자산의 투자시 신중한 요건을 부과<sup>44)</sup>
- 소수 주의 경우, 연기금법상 자산의 투자와 관련하여 신중한 의무를 명시하고 있음

(예)

- British Columbia에서는 연기금투자, 대출, 기타 연기금의 재무상의 결정은 반드시 기존 구성원 및 기타 수익자의 재무상의 이익을 최대화하기 위하여 행하여져야 한다.<sup>45)</sup>
- Alberta에서는 합리적이고 신중한 사람이 기금의 채무를 고려하여 투자포트폴리오를 채택하는 것과 같은 방식으로 투자를 해야 한다고 하고 있다.<sup>46)</sup>

42) Ontario Trustee Act, R.S.O. 제66조

43) 캐나다의 경우 연금법은 연방차원의 법이 적용되는데, 여기서 주라는 것은 연방도 포함한 개념이다.

44) 예컨대 Ontario Pension Benefits Act

45) Pension Benefits Standards Act, R.S.B.C. 1996 c. 352, s 44(1)

46) Employment Pension Plans Act, R.S. A. 2000, c. E-8, s. 54

○ 기금 관련법상 투자에 관한 규정

- 상술한 충실의무 외에 기금관리자는 법에서 정한 투자제한규정이 적용
  - 관리자는 투자대상범위와 투자포트폴리오의 분산도를 기재한, 기금계획(SIPP)의 투자정책과 절차를 기재한 설명서를 마련해야함<sup>47)</sup>
  - SIPP는 신중한 투자를 촉진하는 것을 목적으로 하고 있으며 기금이 부담하는 채무를 마땅히 고려할 것을 요구하고 있음
- 연방법의 적용대상이 되는 기금계획은 1985 Pension Benefits Standards Act에서 정한 투자규칙과 관련규정(the Federal Investment Rules)을 준수하여야함<sup>48)</sup>
  - 이중 중요한 것이 분산투자의무임<sup>49)</sup>

○ 보통법

- 기금자산의 투자와 관련하여 보통법상의 규제는 거의 없음
  - 일반적으로 수탁자에게 요구되는 보통법상의 주의기준이란 통상의 신중한 자가 자신의 사무를 처리하는데 사용하는 수준의 주의를 말함<sup>50)</sup>

47) Pension Benefits Standards Act, 1985, R.S.C. 1985,c. 32, ss. 7.1-7.2 ; 이외 구속력은 없으나 2000.4. OSFI Guideline for the Development of Investment Policies and Procedures for Federally Regulated pension Plans"

48) Pension Benefits Standards Regulation, 1985, S.O.R./87-19, ss. 6,7,7.1 and Schedule III.

49) 즉 자산의 10% 이상을 1개 회사 및 그 특수 관계인에 대하여 투자하는 것이 금지되고 있다. 또 다른 중요한 제한은 한 회사의 의결권 있는 주식에 대하여 30% 이상 소유하는 것이 금지된다. 그밖에 부동산과 특수 관계자의 증권에 대한 투자에 대해서도 제한이 있다.

- 이는 연기금 기준법에서 인정한 신중한 포트폴리오접근방식의 개념과 규제자의 입장을 수용할 필요가 있음

- 기금재산을 투자하는 경우 수탁자에게 요구되는 기준을 확립하는데 있어 참고가 되는 사례로는 Sir Robert Megarry V-C가 판시한 Cowan v Scargill판결이 있음
- 대표적으로 Eileen Gilleses판사는 “신탁법”이라는 저서에서 다음의 주장을 뒷받침하는데 Scargill 판결을 인용하고 있는데, 여기서는 “주의의무기준에 부합하기 위해서는 수탁자는 최소한 다음의 4개의 원칙을 지침으로 하여야 한다. 첫째, 수탁자는 반드시 소득에 대한 수익자의 이익과 원본에 대한 수익자의 이익에 대해 중립적인 입장을 취해야 한다. 둘째, 수탁자는 반드시 정직하게 행동하여야 한다. 셋째, 수탁자는 반드시 투기적이거나 과도하게 위험한 투자를 하지 말아야 한다. 넷째, 수탁자는 정치적이거나 사회적·경제적 신념을 위하여 투자하여서는 안된다.<sup>51)</sup>”라고 하고 있음
- 또한 Scargill판결에서는 다음과 같이 지적하고 있음. 즉 “신탁의 목적이 수익자에게 재무상의 이익을 제공하는데 있는 경우 통상의 경우와 같이 수익자의 최대의 이익이 되는 것이 재무상의 최대의 이익이 된다. 투자권한의 경우... 권한을 받은 자는 수익자를 위하여 문제된 투자의 위험을 반영하여..... 최대의 수익을 낼 수 있도록 투자권한을 행사하여야한다. <sup>52)</sup>

— Scargill과 그 외 다른 판결들에서 판시한 바 있듯이 수탁자의 의무는 과도한 손실위험이 없이 이익을 극대화할 의무라고 할 수 있음

50) Fales v. Canada Permanent Trust Co., [1977] 2 S.C.R.302.

51) Ellen E. Gillese, The Law of Trusts, (Toronto: Irwin Law Inc., 1997) at 137

52) [1984] 3 WLR 501 at 513

- 반대의 의견도 피력되었으나<sup>53)</sup> 이들은 법원의 인정을 받지 못했음
  - 캐나다의 어떤 법원들도 투자권한의 적절한 행사에 관한 규정과 관련하여 의문을 제기한 적이 없음
- (기금의 총자산과 채무에 비추어 제안된 투자의 성질과 질을 완전하게 연구하는 것은 물론이고) 적절한 절차를 고려하는 경우, 투자권한은 신중하게 행사되어야 한다는 것은 주지된 사실임

나) 보험회사 적립금

○ 보험회사는 투자와 관련하여 충실의무의 대상이 아님

- 그러나 과도한 손실위험을 피하기 위해 투자에 관해 신중한 접근 방식을 취하지 않을 수 없음
- 예를 들어 보험회사의 이사들은 법에서 정하고 있는 투자제한을 준수해야 하며,<sup>54)</sup> 투자포트폴리오 및 과도한 손실위험을 피하고 합리적인 수익을 얻고자 정한 대출한도를 준수하고 신중한 사람이라면 취할 투자와 대출정책 및 기준 그리고 절차를 확립하고 준수하지 않으면 안 됨<sup>55)</sup>

○ 공개회사에 적용되는 전국 회사지배구조 가이드라인(National Corporate Governance Guidelines)에서는 회사자산과 기회의 적절한 이용과 이해

---

53) Yaron, Answers to Common Questions (Share, 2001)

54) Insurance Companies Act 제503조, 제504조에서는 생명보험회사의 경우 상업적 대출한도에 대해 규제하고 있다.

55) Insurance Companies Act, R.S. C. 1991, c. 47, s. 492

상충에 대한 이슈를 시정하는 문서화된 회사행위규범과 윤리규범을 마련할 것을 요구하고 있음<sup>56)</sup>

다) 뮤추얼펀드

○ 뮤추얼펀드에 대한 규제는 주 차원에서 행해지고 있음

- 그 외에 뮤추얼펀드가 하는 투자유형을 제한하고 있는 National Instrument 81-102 뮤추얼펀드를 포함, 전국 수준의 규칙이 존재 예컨대 몇몇 제한은 이해상충이슈를 다루고 있으며,
- 그 외 제한들은 뮤추얼펀드가 증권을 발행한 기업의 경영에 대한 통제목적으로 증권을 구입하는 것을 금지하는 등의 제한을 가지고 있음

2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

○ 연기금

- 연기금 수탁자·관리자로 하여금 수익자의 재무적 이익에 앞서 ESG이슈를 우선 고려하도록 강제하는 입법이나 정부차원의 지침은 없음
- 일부 연기금은 이익극대화차원에서 ESG이슈를 고려
  - 예컨대 Ontario Municipal Employee Retirement System(OMERS)에서는, ESG이슈를 SIPP와 위임장지침(proxy voting guideline)에 기재하도록 하고 있음<sup>57)</sup>

---

56) National Policy 58-201, Corporate Governance Guidelines.

- OMERS의 사회책임투자정책<sup>58)</sup>은 사회, 윤리, 환경상의 정책을 장기적인 주주가치 극대화측면에서 고려하고 있음

<OMERS SIPP 기재사항>

“투자대상 물색과 성과 점검에 대한 조사의 일부로서 우리는 장래 수익에 대한 잠재적 영향의 관점에서 비재무적 요소도 고려한다.<sup>59)</sup>”

- Ontario Teachers’ Pension Plan Board의 사회책임원칙: 자신들의 충실의무는 용인할 수 있을 정도의 위험에 상응하여 최대이익을 얻는 것이며, 그 결과 비재무적 고려는 위험과 수익에 대한 고려보다 앞서 우선시되지는 않는다고 함. 그러나 회사와 그 이사회에서 사회적 책임에 대한 이슈에 대하여 신중하게 고려하는 것은 장기적으로 주주가치를 증대할 것이라고 함<sup>60)</sup>
- 캐나다 연기금 투자위원회(Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB)는 2002년 3월에 사회투자정책을 마련<sup>61)</sup>

57) OMERS Statement of Investment Policies and Procedures 제10조, [www.omers.com/uerfiles/page\\_attachments/Library/1/OMERSSIP\\_P\\_429428.pdf](http://www.omers.com/uerfiles/page_attachments/Library/1/OMERSSIP_P_429428.pdf).

58) [www.omers.com/English/OMERS-leads-the-way-in-SRI-policy.html](http://www.omers.com/English/OMERS-leads-the-way-in-SRI-policy.html).

59) OMERS Statement of Investment Policies and Procedures, op. cit., 제10조

60) OTPP Corporate Governance Policy on Social Responsibility, [www.otpp.com/web/website.nsf/web/Guidelines\\_SocialResponsibility](http://www.otpp.com/web/website.nsf/web/Guidelines_SocialResponsibility), OTPP policy statements on Selecting Stocks and Ethical Screens, [www.otpp.com/web/website.nsf/web/InvestmentBasics\\_SelectingStocks](http://www.otpp.com/web/website.nsf/web/InvestmentBasics_SelectingStocks)

61) CPPIB는 전국(퀘벡 제외)의 직원에 대한 연기금의 투자를 관리하기 위하여 1997년에 창설되었다.

<CPPIB의 사회투자정책><sup>62)</sup>

- (종교, 사회, 환경에 기초한 기준에 따라 적극적 내지 소극적 스크린)과 같은 투자금지기준에 기초하여 투자를 허용하거나 거절하는 정책을 사용하지 않는다고 밝힘
- 그러나 이와 함께 CPPIB는 책임 있는 회사의 행동이 일반적으로 장기적으로 투자수익을 증대하는데 기여한다고 믿는다고 함

— Manitoba의 경우 수탁자입법에서 결과로서 회사성과를 증대시켜 다는 증거가 있는 경우라면 ESG를 고려하는 것이 허용된다는 생각을 초월하여 독특한 규정을 마련

- 즉, 투자정책 내지 투자결정을 함에 있어 비재무적 기준을 사용하는 경우, 만약 그가 신중하고 사려 깊고 지적인 자가 타인의 재산을 관리할 때 기울일 정도의 주의를 기울이고 판단한 경우라면 수탁자가 자동적으로 신탁을 위반하는 것은 아니라는 규정을 설치<sup>63)</sup>
- 이러한 규정은 수탁자에 의한 윤리적 투자에 관한 보고서에서 Manitoba Law Reform Commission이 제안한 권고사항에 기초<sup>64)</sup>

62) CPPIB Social Investing Policy, [www.cppib.ca/who/policy/Social\\_Investing\\_Policy.pdf](http://www.cppib.ca/who/policy/Social_Investing_Policy.pdf).

63) Trustee Act, C.C.M., c. T160, s. 79.1.

64) Manitoba Law Reform Commission, "Ethical Investments by Trustees" (Winnipeg: Manitoba Law Reform Commission, Jan. 1993)

<Manitoba Law Reform Commission 수탁자에 의한 윤리적 투자에 관한 보고서>

이 보고서에서 다음과 같이 결론짓고 있다. 즉 “ 법은, 그것이 신탁의 주된 의무인 재무적 이익을 극대화할 의무를 대체하지 않는 한, 비재무적 기준을 고려하는 것 그 자체가 신중하지 않거나 부적절한 것이 아니라는 점을 명확히 하여야한다.수탁자법은 투자정책 수립에 있어 비재무적 기준의 채택이 당연히 금지된다는 생각을 배척할 수 있도록 개정되어야 한다. 도달하여야할 균형점은 한편에서 비재무적 기준의 적절한 고려가 행해질 수 있기 위한 여지를 마련하고 다른 한편에서는 재무적 수익을 보호하는 것을 기본적으로 요구하는 것이다.

— 현재 입법현황과 전망

- 2005년 봄, 비재무적 투자에 관한 명문의 규정을 두는 것으로 연금입법을 개정하는 것에 대해 (Manitoba의 수탁자법과 유사하게) 동의를 얻었으나 아직 발효되지는 않은 상태임

수정된 내용은 다음과 같다.<sup>65)</sup>

“만약 기금에서 달리 규정하고 있지 않는 한, 투자정책 내지 투자결정을 수립하는데 있어 비재무적 기준을 사용하는 관리자는, 동법 2조 및 2.1을 준수하는 한, 그것으로 신탁의 위반이 되거나 이법을 위반하는 것은 아니다. 동법 제28.1(2)에서는 일반적인 주의의무기준을 규정하고 있고<sup>66)</sup>, 28.1(2.1)에서는 연기금 자산의 투자에 대해 적용하는 주의기준에 대하여 규정하고 있다.”<sup>67)</sup>

65) Bill 10, The Pension Benefits Amendment Act, 3rd Sess., 38th Leg., Manitoba, 2005(assented to April 19, 2005)

- Manitoba의 수탁자 및 연기금입법에서 마련된 규정은 비재무적 고려사항이 입법에서 특별히 고려되었고 ESG이슈를 입법에서 인정한 첫 번째 사례가 됨
- 이것은 중요한 발전이지만, ESG이슈를 고려한데 대한 절대적인 안정망을 입법에서 제공하고 있다고 단정할 수 없으며, 오히려 Manitoba에서 수탁자법이나 기금법은 단지 비재무적 고려를 하는 것이 금지되지 않는다는 점을 인정한 것뿐이며, 여전히 수탁자나 관리자는 요구되는 수준의 주의의무기준을 충족하지 않으면 않음
- 다른 주에서도 향후에 Manitoba와 유사한 규정을 둘 것인지 여부는 지켜볼 일임

- 한 예로, Manitoba의 수탁자법에서 채택한 규정은 British Columbia Law Institute의 수탁자의 투자권한에 관한 보고서에서 고려되었다가 결과적으로 거절되었음.
- 투자대상의 선택에 있어 윤리적, 철학적 기준을 두는 이슈와 관련하여 보고서는 다음과 같은 결론을 권고하고 있음. “ 수탁자가 투자대상을 선택하는데 있어 비재무적 기준(예컨대 윤리 및 철학적 기준)의 적용과 관련하여 법에서 변화를 가져와서는 안된다. 만약 수탁자가 전통적인 재무적 투자기준이 생산해낼 수익보다 낮은 수익을 얻은데 대하여 책임을 면하기 위해서는, 비재무적 기준의 적용은 신탁의 조건에서 승인을 받아야 한다.<sup>66)</sup>

66) The administrator or a pension plan shall exercise the care, diligence and skill in the administration of the plan and the pension fund that a pension of ordinary prudence would exercise in dealing with the property of another person.

67) The administrator of a pension plan shall invest the assets of the pension fund, and manage those investments, in accordance with the regulations and in a manner that a reasonable and prudent person would apply in investing and managing a portfolio of investments of a pension fund

○ 보험회사의 적립금

- 보험산업에서 ESG이슈를 고려할 여지는 다소 존재한다고 보임
- 그러나 실제 이러한 고려는, 보험산업이 규제를 엄격히 받는 사실과(예컨대 투자의 성격과 집중에 대하여 상당히 제한이 있는 점을 고려할 때) 상업적이라는 점을 고려할 때 제약이 있음
- 실무에서 보험자는 (신중한 포트폴리오접근방식을 반영한 기금계획의 SIPP에 대한 감독지침과 유사하게) SIPP에 유사한 서류를 갖추도록 요구되고 있음
- 그러나 투자에 있어 실제 독립성이 떨어지기 때문에 ESG이슈에 대하여 상당히 침묵할 것으로 예상
- 그럼에도 불구하고 현재 기준 하에서는 연기금계획과 마찬가지로 ESG고려가 그 자체로 금지되는 것은 아님

○ 뮤추얼펀드

- 신탁증서와 투자목적에서 요구하는 경우 ESG는 반드시 고려되어야 함
  - 다른 나라에 비해 수적으로 적은 윤리펀드가 존재하고 있으며 이들은 관심이 있는 투자자에게 제공되고 있음<sup>69)</sup>

68) Committee on the Modernisation of the Trustee Act, "Trustee Investment Powers"(British Columbia: British Columbia Law Institute, April 1999), at 20.

69) 예컨대 Meritas and The Ethical Funds Company, 일부 그러한 이슈를 고려하고 있는 펀드들로는 Acuity Investment Management, Phillips Hage & North)

### 3) 향후 전망

#### ○ 동향 일반

- 최근 일부 대규모 기금과 CPPIB에 대하여 ESG이슈를 고려하라는 압력이 가해지고 있음
- 그러나 이러한 압력에도 불구하고 이러한 방향으로 어떠한 조치도 행해진 바 없음
  - 그 이유는 기금관리자들과 수탁자들의 경우 구성원의 이익 극대화를 위하여 행동할 충실의무를 재무적 수익에 초점을 맞추어 행동하도록 이해하기 때문이며, 그렇지 않을 경우 이러한 의무를 위반할 위험에 놓일 수 있다고 두려워하고 있기 때문으로 분석

#### ○ 최근의 발전

- 이러한 추세에도 불구하고 시민단체와 일부 stakeholder들이 ESG에 대한 고려를 갈수록 기대하고 있음
- 때문에 투자결정에 있어 기관투자자들은 ESG이슈에 대하여 상당한 비중을 둘 것으로 기대됨
  - 남아프리카 인종차별에 대한 우려로서, 온타리오 정부는 1990년 South African Trust Investments Act를 제정하였으며 이 법에서는 신탁, 자선단체, 연기금은 남아프리카에 대한 투자를 처분하거나 취득을 거절하더라도 수탁자의 법정 및 기타 법상의 의무를 위반하는 것이 아니라는 규정을 두었으나 이 법은 1997년 폐지

- 2001년 Private Member's Bill이 하원에 제안되었는데 이 법안은 연방연기금기준법에서 연기금관리자로 하여금 투자대상을 선정, 보유 및 처분 그리고 그러한 투자와 관련하여 의결권행사를 포함하여 권한을 행사함에 있어 사회적, 윤리적, 환경적 요소들이 고려되었는지 여부에 관한 보고서작성을 요구하는 것으로 개정하는 내용을 담고 있음<sup>70)</sup>
  - 2001년 겨울, ESG에 관한 이슈는 논의기간동안에 의회에 다시 제기된 바 있음<sup>71)</sup>
  - 2004년 2월 CPPIB는 기금투자들이 군사무기를 제조하는 자 내지 이를 거래하는 기업 및 노동조건이 열악한 기업, 환경오염 기업, 기타 그 외 행동, 관행, 활동이 캐나다의 가치에 위반하는 기업을 지원하지 않도록 하며 사회적으로 책임 있는 투자가 되도록 담보할 수 있도록 윤리투자정책을 채택하게 하는 의안을 의회에 발의하였으나 통과되지 못함<sup>72)</sup>
- 이처럼 ESG이슈들이 빈번히 논의되고 있으며, ESG이슈를 투자 전략에 포섭하려는 입법적 시도들이 최근에 있음에 비추어 볼 때 그러한 것을 달성하기 위해 상당하고 지속적인 뒷받침이 있음을 알 수 있음

---

70) Canada Bill C-394, An Act to amend the Pension Benefits Act, 1985 (investment criteria), 1st Sess., 37 the Parl., 2001

71) House of Commons Debates, 132 (14 December 2001) at 1155 (Stephan Tremblay)

72) House of Commons Debates, 017 (2 February 2004) at 1020 (Pat Martin)

## 2. 유럽지역

### 가. European Union

#### 1) 일반

- 유럽 국가들은 대개 EU의 회원국으로 EU의 법제와 결정을 따르고 있음
  - 따라서 EU기관들이 ESG 투자를 EU 수준에서 정책으로 촉진하기 위해 고려한 내용은 EU 회원국에게 의미가 큼
  - EU에서는 투자 결정과정에서의 ESG 요소를 고려하는 것은 지속 가능한 발전의 더 넓은 범위, 특히 CSR(Corporate Social Responsibility)차원에서 논의되어 왔음
    - European Commission은 SRI를 CSR을 촉진하는 중요한 수단으로 간주하고 있음

#### 2) ESG고려한 투자에 관한 유럽차원의 노력

- Fifth Environmental Action Programme
  - 1993년 2월 EU 회원국들의 정부 대표와 동 위원회는 환경과 지속 가능한 발전과 관련된 정책과 실행방안인 Community Program에 관한 결의를 인정
  - 5차 Environmental Action Programme으로 알려진 동 프로그램은 장기 목적을 설정하고 지속가능성 이슈에 있어 세계적 접근을 주도함

- 지속가능성을 성취하는데 있어 금융기관의 영향력을 인정하여 동 프로그램에서는 “기업과 공장의 위험을 알고 있는 금융기관은 환경에 긍정적 효과를 가져 올 수 있는 투자나 의사 결정에 상당한 영향을 행사할 수 있다”고 언급
- 동 위원회의 CSR에 관한 Green Paper는 CSR에서의 금융기관의 중요한 역할을 반영

○ CSR 촉진을 위한 동 위원회의 Green Paper

- 유럽이 “더 많고 좋은 직업과 더 위대한 사회적 통합과 더불어 지속가능한 경제적 발전이 가능한 전 세계적으로 가장 경쟁적이며 역동적인 지식기반 경제”가 되는 유럽의 전략적 목표를 달성하는데 CSR이 긍정적으로 기여한다고 판단하여 동 위원회는 CSR에 관한 Green Paper를 발간
- 동 위원회의 목표는 EU가 유럽과 국제적 수준에서 CSR를 발전시키기 위한 광범위한 토론을 시작하는 것이었음
  - 더 구체적으로는 현존하는 경험의 활용, 혁신적인 관행들의 발전 촉진, 투명성 확대, 가치 평가의 신뢰도 증가가 주요 이슈임
- Green Paper는 CSR의 성장 동력으로 4가지 요소를 인식함
  - 세계화와 대규모 산업 변화에 대한 시민, 소비자, 정부 및 투자자의 새로운 관심과 기대
  - 소비자와 투자자로서의 개인과 기관의 투자 결정에 점점 더 큰 영향을 주는 사회적 기준
  - 환경에 영향을 미치는 경제적 행위로부터 발생하는 피해에 대한 증대된 관심

- 미디어, 현대의 정보, 커뮤니케이션 기술로부터 발생하는 업무 행위의 투명성
- 이는 ‘모든 행위자들이 할 수 있는 적극적인 역할 속에서 협력을 강화하는데 기반이 되는’ 접근법을 제시함
  - 금융기관과 관련해서 Green Paper에서는 ‘금융기관은 특정 community, 특히 이익을 주는 프로젝트에 직접 투자를 하는 community 투자를 통해 특별한 역할을 수행할 수 있다. 이러한 투자는 주로 저비용 주택 벤처를 위한 대출(loan) 또는 지역개발 은행에 시장금리 이하의 저축 형식으로 이루어진다.’ 라고 언급함
- Green Paper에서는 SRI에 대해 증대되는 관심에 대하여 다음과 같이 언급함
  - “근래 SRI는 주류 투자자 사이에 강력한 인기를 얻고 있다. 사회적·환경적으로 책임 있는 정책은 투자자에게 건전한 내·외적 경영 관련 지표를 제공해준다. 그것들은 기업 평판에 영향을 주며 주식 가격의 급격한 하락을 야기할 수 있는 위기를 억제하여 리스크를 최소화하는데 기여한다”
- 하지만, 기술을 스크리닝하고 모니터링 하는데 있어서 투명성과 조화가 부족하여 CSR의 이해를 가로막는다는 것을 인정하였음
  - 동 위원회는 “다른 많은 tools와 metrics를 사용하는 전문 스크리닝 에이전시(비금융 분석가)에게 있어 기업의 사회적 환경적 성과를 평가하기 위해 analyst가 사용하는 기준과 기업이 개발한 지표 사이의 일치를 위한 필요가 있다. 더군다나 스크리닝 에이전시가 사용하는 평가 방법에 있어 투명성의 부재는 대형 투자자들의 SRI 투자를 제약한다. 따라서 스크리닝 에이전시가 사용하는 screening tool과 metrics에 있어서 더 발전된 표준화와 조화, 투명성이 필요하다”고 강조

- 동 위원회는 'SRI가 CSR의 촉진에 기여하기 위해서는 독립적 컨설턴트나 투자은행의 SRI 부서와 같은 평가기관에 의한 사회적책임기업의 경쟁력이나 사업 성공의 요인을 인식하는 범주와 지표의 개발이 필수적이다'라고 결론내림

○ CSR에 대한 위원회의 Communication

- 2002년도에 동 위원회는 '지속가능한 사업의 성공과 주주가치는 단기 이익을 극대화시키는 것만으로는 달성될 수 없으며, 시장 지향적이고 책임 있는 행동으로 가능하다는 인식이 확대되고 있다는 것을 분명히 함
- Communication에서 제시한 사항
  - pension scheme과 소매 투자펀드는 투자이사결정에 있어 사회적·환경적·윤리적 요소들을 고려하는지 여부와 어떻게 고려하는지를 밝혀야 함
  - CSR을 지지하는 투자 펀드와 연금펀드의 관행을 모니터하고 벤치마킹하기 위한 목적의 initiative는 장려되어야 함
  - CSR의 다양한 이해관계자 포럼은 SRI에 대한 공통의 EU 접근법이 설정될 수 있는지를 고려하도록 요청

○ ABC of CSR

- DG Employment(Directorate-General for Employment)는 CSR과 SRI의 지속적 발전을 장려하는데 있어 EU 수준에서 중요한 역할을 담당함

- 투자 결정에 있어서 지속가능성 의무를 통합함으로써 SRI는 투자자의 재무적 목적(수익성, 안정성)과 사회·환경에 대한 투자의 사회적 영향에 대한 관심 결합을 추구함
  - 기업의 소유자나 주주로부터의 직접적 압력에 따라 SRI는 기업 행위의 즉각적 변화, 긍정적 행위와 사회적 환경적 진보의 가치화를 위한 강력한 수단이 됨
- ABC of CSR의 2004년도 보고서에는 DG Employment가 투명성이나 보고 방법과 같은 주제에 대하여 CSR의 Communication과 Green Paper에 나온 관심사들을 재강조하고 있음
- “SRI 성과에 대한 정보 부족과 투명하고 일관된 평가 방법과 SRI를 정의하는 투명성 기준의 부재는 SRI의 발전을 가로막는 이유가 됨”

○ 고용연금지침(Occupational Pensions Directive)

- 본 지침은 직업은퇴조항과 관련된 기관의 활동과 감독에 대한 사항으로 2003년 6월에 제정되어 직업은퇴조항에 근거한 내부 시장을 생성할 목적으로 기관들에 적용됨
- 이는 IORPs(institutions for occupational retirement provision)가 어떻게 역할을 하는지 명확하게 하여 연금펀드의 수혜자에게 높은 수준의 보호를 확실하게 함
- 동 지침의 12조에서는 회원국이 최소 3년마다 1번씩 투자정책원칙(Statement of Investment Policy Principles: SIP)에 대해 검토해야한다고 명시함
- 투자정책원칙은 감독당국이나 수혜자들이 쉽게 접근할 수 있어야 함

- 회원국들은 또한 IORPs가 prudent person rule에 부합하여 투자하고 특히 다음과 같은 원칙에 부합되어야 함을 명시함
  - 자산은 수혜자들에게 최대의 이익이 되도록 투자되어야 함(이해 상충이 있는 경우 수혜자의 이익 우선)
  - 자산은 포트폴리오의 안전성, 질적 측면, 유동성, 수익성을 고려하여 투자
  - 자산은 규제되는 시장에 주로 투자되어야 함
  - 파생상품에 대한 투자는 효율적인 포트폴리오 관리가 가능하거나 투자 리스크 감소에 기여하는 한 가능함
  - 자산은 포트폴리오에서 리스크가 집적되거나 특정 자산, 발행자에 지나치게 의존하지 않는 범위에서 적절히 분산되어야 함
  
- SIP나 기타 투자 규칙은 환경, 사회, 지배구조에 관한 명확한 입장 표명과 재무 수익 극대화에 한정된 수혜자 이익 달성에 관한 입장 표명도 유보함
  - SIP가 'ethical and socially responsible investment principle'를 원칙으로 수용해야 된다는 개정안은 Committee on Economic and Monetary Affairs에서 제안되었지만 채택되지 않음
  
- CSR/SRI 영역에 있어 많은 민간차원의 Pan-European initiative가 있는데, 이중 특기할 만한 사항은 다음과 같음

<표 III-2> European Private Sector Initiative

European Private Sector Initiative	
Eurosif	<ul style="list-style-type: none"> <li>• European Social Investment Forum (Eurosif)은 지속가능하고 책임 있는 재무 서비스에 대한 정보 제공, 교육 및 네트워크 제공을 위한 유럽의 비수익기구</li> <li>• 현존하는 사회투자포럼의 발전을 위해 유럽의 네트워크를 확대시키고 새로운 국내 사회투자포럼 형성의 촉진을 목적으로 함</li> </ul>
CSR Europe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 60개가 넘는 선두의 다국적 기업을 구성원으로 하는 CSR의 유럽 business network임</li> <li>• 선두 유럽기업과 유럽 Commission의 의장 Jacques Delors에 의해 1995년 창설 이후 일일 기준에 의해 그들이 참여하고 있는 사업에 CSR을 통합시키는 기업에 도움을 주는 것을 목적으로 함</li> </ul>
Social Platform	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Platform of European Social NGOs(the Social Platform)는 사회분야의 적극적인 NGOs의 네트워크와 대표적 유럽 연합 기구와의 제휴</li> <li>• Social Platform은 유럽과 특히 EU에서 모두를 위한 기초적 권리의 존중과 증진, 비차별, 단결, 평등의 원칙을 증진하고자 하는 공약을 가진 European Commission의 지지 획득</li> <li>• 투자원칙에 관한 투명성과 EU에서의 CSR 수단과 관행의 수렴을 요구하며, CSR의 개요를 확산시키는 캠페인 활발히 수행</li> </ul>

## 나. 영국<sup>73)</sup>

### 1) 기관투자자 유형과 제도 일반

#### ○ 정책결정자와 이해관계자의 입장

— 영국의 경우 정책결정자와 이해관계자 사이에서는 기관투자자들이 투자결정에 있어 ESG사항을 반영하여야 하며, 이들의 경제적 힘이 사회·경제적 수요를 충족하는데 활용되어야 한다는 데 대한 인식이 갈수록 높아지고 있음

- 영국 정부는 기금수탁자로 하여금 ESG사항을 고려하였는지 여부 와 어느 정도로 고려했는지를 공시하도록 하는 규정을 도입한 바 있고, 이후 2000년에 행해진 한 조사에 의하면 응답자의 반 이상이 SRI원칙을 자신들의 투자결정에 반영한 것으로 나타났다
- 현재 정부와 업계 주도의 수많은 제안들이 이 원칙의 채택을 촉구하고 있는 실정임

#### ○ 투자산업

— 그러나 투자업계의 상당수는 ESG이슈를 투자결정시 상당히 고려하는 것에 대해 장애물이 있다고 인식하고 있음

---

73) Freshfields Bruckhaus Deringer 법률사무소가 작성한 조사보고서 “ A Legal Framework for the Integration of environmental, social and governance issues into Institutional Investment”의 영국부분은 다시 논문으로 발간된 바 있다. Paul Q· Watchman & Jane Anstee-Wedderburn & Lucas Shipway, Fiduciary Duties in the 21st Century:A UK Perspective, Tru. L. I. 2005, 19(3), 127-148 (2005) 참조

- 장애가 되는 것 중의 하나는 우선, 신탁재산을 관리하는 자, 예컨대 기금의 경우 그 어떤 다른 요소들보다도 이익극대화를 추구하는 신인의무(fiduciary duties)가 요구되고 있음이 주지되어 있음
  - 이러한 요건은 특히 negative screening과 같은 전략을 사용하는 것을 매우 주저하게 함
  - 왜냐하면 이 전략은 가장 높은 재무적 수익을 목적으로 하는 것이 아니기 때문임<sup>74)</sup>

○ 공적 연금과 사적 연금

- 영국의 경우 다양한 유형의 기금들이 존재하고 있음
  - 대기업은 통상 그들의 근로자에게 직업연금에 가입할 수 있게 하고 있으며, 주 소유의 주립 건강단체의 근로자들이 가입한 직업연금과 같은 유형의 공적연금은 사전에 출자를 받지 않고 투자수익으로 지급되지 않음
  - 그밖에 지방자치단체가 설립한 공적 연기금과 개인사업자에 의해 설정된 직업연금 등 다양한 유형의 기금이 존재
  - 개인연금(이른바 stakeholder pensions를 포함하여)은 금융기관에 의해서 선택적으로 제공됨

---

74) 이러한 태도는 Cowan v. Scargill [ 1984] 3 WLR 501 판결의 영향을 인식한 것이다. 이 판결은 오랫동안 기금수탁자들이 SRI펀드에 참여하는 것에 대한 장애요인으로 인식되어 왔다. 이에 대해서는 Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Schemes and Charities, edited by C. Scanlan, London, Key Haven Publications, p. 79

○ 보험적립금

- 보험회사는 장기적으로 적립금을 위해 별도로 생명보험증권에 기재된 기금을 마련·유지하여야 하며 투자에 있어서도 특정 유형의 자산에 투자하는 것이 금지되는 제약들을(예컨대 비상장주식) 준수하여야 함
- 그러나 이를 제외하고는 보험회사가 적립금을 어디에 투자하는지에 관해 규제하는 특별한 규정은 없음. 실무상 적립금 관리에 관한 이들의 의무는 보험증권상의 조건을 충족하여야 한다는 계약상의 의무에 의해 제한될 뿐임

○ 뮤추얼펀드

- 뮤추얼펀드는 영국에서 투자신탁으로 알려져 있음. 이 경우 종종 펀드의 투자대상을 특정 자산으로 제한되는 펀드(예컨대 부동산 내지 상장주식 등에 투자하는 경우)만이 투자자에게 제공되는 경향이 있음
  - 전문가 SRI펀드도 존재하지만 이는 일반적이지 않음

2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

가) 일반

- 법상 사회책임투자결정과 관련하여 명시적으로 행동을 강제하거나 금지하는 규정을 두고 있지는 않음

- 따라서 일반적으로 기관투자자의 투자결정에 관한 일반 법규정 내지 법원칙을 적용하여 판단할 수밖에 없음
  
- 이 경우 기관투자자의 투자결정관련 법제를 논의함에 있어서는, 신탁으로 설정된 펀드와 신탁을 취하지 않은 펀드로 구분하는 것이 필수. 신탁법리가 적용되는 부분과 그렇지 않은 부분을 구분하기 위함임
  - 직업연금과 공적 기금, 뮤추얼펀드는 신탁으로 설계되어 있음
  - 반면 보험적립금은 전형적으로 신탁구조로 운용되지 않음
  - 개인이 한 개인연금은 선택유형에 따라 신탁으로 설계할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있음

나) 판례의 태도

- 대표적인 판결: Cowan v. Scargill
  - 1984년 Megarry V-C판사는 Cowan v Scargill 판결에서 “...신탁의 목적은 재무적 이익을 제공하는 것이며 신탁증서하의 투자권한을 행사함에 있어서는 문제된 투자의 위험을 고려하면서 수익자에게 있어 최고의 수익이 되도록 행사하여야 한다”고 판시한바 있음<sup>75)</sup>

---

75) 이 판결은 국립 광산위원회(National Coal Board)의 광산근로자의 기금스킴에 대한 분쟁 건으로 10수탁자중 5명은 위원회에서 그리고 5명은 국립 광산근로자연맹(NUM)으로 구성되어 있으며 결정권은 부여하고 있지 않다. 1982년 위원회는 투자 계획변경안을 제출하였는데, NUM 수탁자들은 이 계획을 승인할 것을 거절하였다. 다만 계획이 해외투자 내지 경쟁기업인 에너지 기업에 투자하지 않는 것을 전제로 승인한다고 하였다. 위원회수탁자는 이들 연맹수탁자를 상대로 그들의 거부는 신탁 위반에 해당한다고 주장하면서 소송을 제기하였다.

- 즉 무엇에 투자하여야하는지를 고려함에 있어 수탁자는 반드시 자신의 개인적 이익을 제쳐두고 단순하게 가장 이익이 되는 투자를 채택하여야 함
- Magarry판사의 판결은 그 이후 투자공동체의 구성원으로부터 가능한 최고의 수익률을 얻어야한다는 것으로 해석되어 왔음

○ 판례에 비판적인 견해

- 이 판결과 관련하여 수탁자와 펀드매니저와 투자자문업자의 경우 재무적 수익 극대화이외의 고려사항들을 고려하지 못하게 하는 결과를 낳고 있다는 비판이 제기되고 있음
- 즉 Cowan v Scargill판결에 대한 오해로 기금신탁의 투자가 적절한지 여부에 관한 것으로 많은 투자이사결정자로 하여금 이들에게 투자별로 건건히 재무적 수익을 극대화하는 것이 요구되며, 법원은 이익극대화의 목적이 없이 행해진 것은 용인하지 않을 것이라고 믿게 만들었다는 비판이 제기
- 일부에서는 Cowan v Scargill판결이 이익극대화라는 유일한 목적만 추구하도록 뒷받침하고 있거나 또는 투자결정을 규율하는 일반 규칙으로 보지 않고 특정 사실에 초점이 맞추어진 매우 제한된 판결이라고 봄
- 비판론은 Cowan v Scargill에서의 판사가 좋은 근거가 될 수 없는 이유에 대해서 다음과 같이 제시하면서, 76) 기금수탁자가 투자

---

76) 이러한 이유들로 오늘날 어떤 법원도 Cowan v Scargill 판결이 개별 투자에 있어서 ESG와 같은 관련한 사항을 무시하거나 수탁자가 반드시 수익률을 극대화 하여야 한다는 것에 대한 구속력 있는 것으로서 좋은 법원이라고 보지는 않을 것으로 생각하는 견해로는 Farrar & Maxton, op. cit., Yaron, 2005, op. cit and Scanlan, op. cit

권한의 목적을(즉 기금펀드와 다른 재무적 신탁은 통상 수익자를 위하여 재무적 수익을 추구) 주된 목적으로 보는 한, 그리고 다른 요소들의 영향을 고려하여 다른 목적을 우선하지 않는 한 이들은 신인의무를 충족한 것이 된다고 주장

<p>비판론의 논거: Cowan v Scargill 판결이 타당한 근거가 될 수 없는 이유</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 이 판결은 매우 좁은 이슈만을 고려하고 있는바 특유한 사실관계에 한정해서만 적용되어야 한다.</li> <li>• Megarry 판사가 판시한 대부분의 내용은 방론이며 따라서 구속력이 없다.</li> <li>• Scargill은 자신을 대리하였기 때문에 공평한 논거로 볼 수 없다</li> <li>• Scargill은 변호사가 아니며 정치적이고 사상적인 부분을 언급하였으며 기술적으로 법적 이슈는 아니다.</li> <li>• 판결은 적절하게 논증되지 않았다.</li> <li>• 이점에 대해 기존에 인정한 것이 없다.</li> <li>• 피고인 NUM 수탁자는 그들의 재량권을 구속하고 있다.</li> <li>• NUM 수탁자들은 더 높은 목적을 갖고 있다. 즉 영국의 쓰러져가는 광업을 재건한다는 더 높은 목적을 갖고 있다.</li> <li>• 광산업을 지원하는 것이 모든 수익자의 이익이 되는 것은 아니라는 점은 명백하다.</li> <li>• Megarry 판사는 Scargill이 정직하게 행동하였다고 생각하지 않는다.</li> <li>• 동 사건은 일정한 투자에 대한 무조건적인 투자금지를 포함하고 있다.</li> <li>• 다투어지고 있는 투자계획은 현대적 ESG투자정책을 조금도 담고 있지 않고 유사성도 없다.</li> <li>• 이 사건은 현대포트폴리오이론을 법적으로 인정하기 앞선 시기인 21년 전에 결정된 것이다.</li> <li>• 문제된 신탁의 독특한 성격에 대해서는 인식하지 않고 있다.</li> <li>• 이 사건은 정치적으로 문제된 것에 대항으로서 제기된 것이며 반대하는 수탁자는 NUM수탁자의 사건에 동정을 표하고 있다.</li> </ul>
--

○ Cowan v Scargill 이후의 판결

< Martin v The City of Edinburgh District Council[1989]<sup>77)</sup> >

- Murray 판사는 판결에서 Cowan v Scargill의 문구를 사용하면서 수탁자는 예컨대 정치적 내지 도덕적인 이유를 포함하여 신탁목적과 관련이 없다는 이유로 투자재량권에 족쇄를 채우지 않아야 하는 의무가 있다고 판시. 그러나 Murray판사는 여기에 더하여 이러한 것은 신탁결정에 대한 참된 의도를 적용함에 있어 수탁자는 반드시 자신의 개인적인 선호도, 정치·도덕적, 종교적 신념에서 벗어나야 한다는 것을 의미하지는 않는다고 판시. Murray판사에 의하면 수탁자가 반드시 하여야하는 행위란 그가 그러한 선호도, 사명 및 원칙들을 갖고 있으며 그럼에도 불구하고 공정한 판단을 하도록 최선을 다한다는 것을 인식하는 것이라고 함<sup>78)</sup>
- 이외 Harries v Church Commissioners판결에서 법원은 자선교회신탁의 수탁자가 투자대상을 소극적으로 스크린하는 행위가 교회의 목적에 부합하지 않는다고 판단함으로써 다시 한번 법원은 수탁자로 하여금 신탁의 목적을 준수하여야한다는 요건을 강조. 즉 수탁자는 반드시 그들이 보유한 재산을 그들이 수탁자로 있는 자선을 희생하여 도덕적 선언을 위한 수단으로서 이용하지 않아야 함. 그러나 이는 이들이 책임 있는 주주로서(responsible shareholders) 행동하는 것을 방해하지는 않음<sup>79)</sup>

77) Pensions Law Reports 8 (Court of Session)

78) 그러나 한 가지 특기할 것이 있다. 즉 수탁자는 진정한 동기에 의해 행동하였다는 것만으로 의무에서 벗어나지는 않는다. “정직(Honesty)과 성실(sincerity)이 신중함과 합리성과 꼭 같지 않다. Cowan v Scargill at 513

79) Harries at 1247. 법원은 여기서 무엇이 책임 있는(responsible) 것인가에 대해서는 설명이 없다. 비록 Butt v Saunders [1950] 2 All ER 193을 인용하면서 판사는 수탁자 양심은 너무나 부드러워서는 안 된다고 판시하고 있다. 이 판결은 수탁자가 수익자의 이익을 위해서 행동하지 않았다고 판시한 것으로 이 사례에서 이들은 그

다) 사회적 책임투자 관련 법제의 내용 및 분석

○ 개관

- 영국의 경우 법에서 기금을 관리하는 의사결정자(즉 수탁자, 펀드 매니저 및 투자자문자)에게 의무와 책무를 규정하고 있음
- 이러한 의무와 책무는 법률과 판례법에 기초하며<sup>80)</sup> 의사결정자가 ESG이슈를 의사결정에 고려할 수 있는 가하는 것과 관련하여 다음 두 가지의 유형의 의무와 책무가 관련
  - 신인의무(특히 연기금의 운용과 관련하여 일부 판결에서 변경되거나 법률로 보완되어 왔음)
  - 이외에 계약법상의 의무가 부과될 수 있음. 이는 기금의 구조와 상관없이 적용

○ 신인의무 수범자

- 수탁자: 충실의무는 수탁자에게 직접 적용되며, 이외 신탁구조 하에서 보유하고 있는 기금에 대하여 서비스를 제공하거나 조언하는 펀드매니저와 투자자문자의 경우 간접적으로 적용
  - 신인의무는 수탁자의 지위에서 행동하는 모든 자에 대하여 직접 적용되며, 수탁자는 이들에게 부과된 이러한 책임을 피할 수 없음

---

들의 전문윤리에 의해 행동하여야할 의무가 있다고 느끼면서 신탁재산을 구입하는데 있어 더 낮은 가격으로 제안하여야 한다고 보아 마지막의 제안을 거절한 사안이다.

80) 이들 근거규정은 부록 [H]에 제시. 법률과 판례법이 상충하는 경우 법률이 우선한다.

- 즉 수탁자는 그들의 투자결정의 일부 내지 전부를 다른 전문가 펀드매니저에게 위임하였다 하더라도<sup>81)</sup> 펀드매니저에 의한 투자활동을 감독할 의무가 있음

— 펀드매니저와 투자자문인

- 신인의무는 일반적으로 펀드매니저나 투자자문인에게는 직접 적용되지 않음. 왜냐하면 이들은 수탁자처럼 펀드재산의 custodians 로써 행동하지 않기 때문임<sup>82)</sup>
- 그러나 펀드매니저와 투자자문업자는 다음과 같은 이유에서 종종 투자결정 내지 조언과 관련하여 수탁자와 동일한 책무를 짐
  - i) 법에서 특정 상황에서 그러한 책무를 지우고 있는 경우
  - ii) 수탁자가 펀드매니저 또는 투자자문인을 둔 경우 내지 수탁자를 대리하여 펀드매니저가 투자자문인을 둔 경우 이들의 계약상의 의무는 통상 수탁자로 하여 적절히 자신의 fiduciary의무를 다할 수 있도록 관리서비스 내지 조언을 하여야 하기 때문임. 즉 이들은 반드시 투자결정 내지 조언에 있어 fiduciary duty에 의해 수탁자에게 부과된 책무를 고려하여야 함. 만약 이들이 투자서비스 내지 자문을 제공해야 하는 자에게 지는 이러한 책무를 적절히 고려하지 않을 경우 위반행위가 됨

○ 신인의무의 내용과 효과

- 수탁자는 신탁의 조건에서 부여된 재량권을 행사하여야 하는데 있어 신인의무는 광범한 행동기준을 제시하고 있음

81) 1995년 기금법 제34조 제2항 a호

82) 투자자문인은 펀드매니저와는 다른 지위에 있다. 이들은 수탁자를 대리해서 재량권을 행사하지 않고 단지 조언만을 제공할 뿐이다.

- 즉 신인의무는 투자 및 관리에 있어 재량권의 행사에 영향을 미침. 따라서 수탁자와 그의 대리인은 반드시 신중(prudently)하고 적절한 목적(a proper purpose)을 위하여 행동하였다는 것을 담보하여야 함

① 신중하게 행동할 의무(the duty to act prudently)

— 신중하게 행동할 의무는 수익자를 위하여 용납할 수 있는 위험수준을 규제하면서 동시에 의사결정자가 반드시 투자결정시 기울여야 하는 주의의 수준을 말하는 주의의무(duty of care)를 말하는 것으로 이해하고 있음

- 법률과 판례는 신중하게 행동할 의무에 대해 다양한 방식으로 제시하고 있으나, 기본적으로 다음과 같은 것이 해당
  - i) 자신의 투자를 위하여 결정하는 경우가 아니라 그들이 도덕적으로 제공해야 하는<sup>83)</sup> 타인을 위하여 투자를 결정하는 경우에 신중한 사람이라면 기울였을 주의와 기술 및 근면함(care, skill and diligence)을 기울여 행동할 것
  - ii) 특별한 지식과 경험 내지 그들이 전문적인 수탁자인 경우 전문수탁자에게 기대되는 능력을 발휘할 것<sup>84)</sup>
  - iii) 신탁상황에서 적절한 것인 한, 투자 다각화에 대한 수요를 고려할 것<sup>85)</sup>

83) Re Whiteley (1896) 33 Ch D 347 at 355; 특징은 위험의 신중한 정도와 한편에서는 위험 간에 있다고 말하고 있다. ; Barlett v. Barclays Bank Trust Co(No1) [1980] Ch 515 at 531

84) 2000년 수탁자법 (Trustee Act 2000) s1. 이러한 명문의 선관주의는 투자권한을 행사하는 경우(when exercising any power of investment) 엄격하게 직업연금의 수탁자에게는 적용되지 않는다. ; Trustee Act 2000, s36. 그러나 이는 보통법상의 equivalent duty하에 남아있다. ; Bartlett v. Barclays Bank at 534

- iv) 투자의 적합성(suitability)을 고려할 것<sup>86)</sup>
- v) 일정한 사항들, 예컨대 직업연금의 경우 요구되는 SIP를 준수하는지 등에 관해 적절한 조언을 얻고 이를 고려할 것<sup>87)</sup>
- vi) 관련한 고려사항들은 모두 고려하여야 하며 관계없는 사항은 무시하여야 함.<sup>88)</sup> 무엇이 투자 시에 고려하여야하는 관련사항인가에 대하여 정확하게 명시하는 도움이 될 만한 판례는 그리 많지 않으나 의사결정의 위치에 있는 자로서 합리적인 사함이라면 투자의 성과 내지 투자기간동안 투자에 중대하게 영향을 미칠수 있도록 기대되는 요소를 모두 고려하여야 함<sup>89)</sup>

---

85) Pensions Act 1995 s36; Trustee Act s4(3)(b) 이 요건은 직업연금의 경우 EU 직업연금지침(EU Occupational Pensions Directive)의 요건을 반영한 규범가이드라인으로 대체될 예정이다. 2005년도 10월 예정. 이 신 규정에 따라 수탁자는 반드시 투자결정을 "직업연금스킴(투자)규정 2005)에 따라야한다(Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005 , OPSIR). 동법은 수탁자에게 투자권 행사시 "포트폴리오를 전체로 봐서 security, quality, liquidity 및 profitability'를 확보하는 방식으로 행사할 것을 요건으로 하고 있다.

86) Pensions Act 1995 s36; Trustee Act , s4(3)(a) 이 규정 역시 직업연금펀드의 경우 수정 예정. 직업연금의 경우를 빼고는 이 규정은 개별 투자는 전체로서 포트폴리오의 일부분으로서 현대적 포트폴리오이론에 비추어 읽어야 한다. 법원도 fiduciary duty에 미치는 이러한 현대적 포트폴리오이론의 영향을 인식한 바 있다. Nestle v. National Westminster Bank plc (No 20 [1993] WLR 1260

87) Pensions Act 1995 s36(3), Trustee Act, s5 일정한 유형의 투자시 조언은 반드시 FSMA에 의해 인가받은 자로부터 조언을 구하여야 한다. 수탁자의 전문성을 넘는 사항에 대한 조언을 구할 의무는 판례에서도 인정된바 있다. Martin v. City of Edinburgh District Council[1989] Pensions Law Reports 8 (Court of Session)

88) Abacus Trust Co (Isle of Man) v Barr [2003] EWCH 114(Ch) 에서는 다음과 같이 판시하고 있다. 즉 만약 수탁자가 모든 관련된 사항을 고려했다면 달리 행동하였을 정도로 분명하였다면 수탁자의 재량권행사에 법원이 개입할 수 있다고 판시하였다.

89) See G. Yaron, 2005, op. p. 9; Tesco Sores Ltd v. Secretary of State for the Environment [1995] 1 WLR 759; D. Herling, Weight in Discretionary Decision-Making, Oxford Journal of Legal Studies (1999) 19 583

vii) 합리적으로 행동할 것<sup>90)</sup>. 투자자들은 그들이 관련한 것으로 확인된 사항을 비중 있게 고려하였고 그 결과 비합리적이거나 왜곡되거나 어리석다고 할 수 없는 결정을 내렸다는 것을 보여줄 수 있어야 함<sup>91)</sup>

② 목적에 부합하도록 행동할 의무(The duty to act for a proper purpose)

- 신중하게 행동할 의무와 함께 수탁자는 목적에 부합하도록 투자 권한을 행사하지 않으면 안 됨
- 즉 신탁에서 설정된 목적을 말함.<sup>92)</sup> 이는 투자권한이 권한을 창설하고 있는 증권, 즉 신탁증서와 이에 기재된 명시적인 목적을 위하여 행사되어야 한다는 것을 의미
- 따라서 영국법에서는 ESG고려사항을 투자결정에 반영하는 것을 확보하는 방식은 특수한 경우인 윤리펀드와 같이 해당 증서에서 그러한 반영을 명시적으로 요구하고 있는 경우이거나 아니면 그것을 요구하도록 수정되지 않으면 안 됨<sup>93)</sup>

90) 이는 다음의 판례에서 확립되었다. Associated Provincial Picture Houses Ltd v. Wednesbury Corporation [1947] 2 All ER 680. ; Council of Civil Service Unions v. Minister for the Civil Service [1984] 3 All ER 935 에서는 비합리성 (irrationality), 왜곡 내지 어리석음(absurdness)이라는 개념에 기초한 합법성 기준을 제시하고 있다.

91) 서로 다른 고려요소들의 경우 비중을 매기도록 하는 의무에 대한 법적 취급에 대한 유용한 토론에 대해서는 Tesco Stores case, D. Herling, Weight in Discretionary Decisions Making'

92) The Duke of Portland v Lady Topham (1864) 11 HL Cas 32 at 54 권한은 반드시 목적에 부합하도록 공정하고 성실하게 행사되어야 하며 동기 이외의 것을 달성하기 위하여 행사하여서는 아니 된다. 권한을 벗어난 행동은 그러한 행위가 수익자의 이익을 위하여 진정한 의사로 한 경우에도 무효이다. Hillsdown Holdings plc v Pensions Ombudsman [1997] 1 All ER 862.

- 예컨대, 자선신탁은 종종 자선의 기금이 어떻게 투자되어야하는지를 신탁증서에 명백히 규정하고 있음<sup>94)</sup>

○ 실무에서의 의의

- 신중하게 행동할 의무에 대해서는 법이나 판례에서 명확하게 정의하고 있지는 않음
  - 모든 사례에서 행동을 평가하는데 있어 신중함을 평가할 간단한 벤치마크는 없으며, 실제 법원에서도 행동을 평가할 수 있는 구체적인 벤치마크는 실제 기능하지 않다는 점을 인정한 바 있음. 왜냐하면 투자 실무는 경제상황이 변함에 따라 변화하면서 전개되기 때문임<sup>95)</sup>
  - 예컨대, 1993년 판결에서 항소법원은 종전에는 개별적인 투자 재산이 이슈가 되었던 것에 비하여 전체 포트폴리오의 위험수준이 이슈가 된다는 점에서 현대포트폴리오이론이 투자의 신중함이 평가되는 방식을 변경하였다는 점을 인정한 바 있음<sup>96)</sup>

93) 연금신탁증서를 수정할 권한에 적용되는 원칙에 관해서는 *Re Courage*, at 528

94) 자선법(Charities Act 1993)에 의거하여 영국의 자선기관을 감독하는 기관인 자선위원회는 다음과 같은 지침을 내린 바 있음. 이 지침에 의하면 자선기관은 자선의 목적을 촉진할 수 있다고 하면서 최고의 재무적 수익을 추구하지 않는 투자결정을 할 수 있다는 점을 강조하고 있다.

95) *Steel v. Wellcome Custodian Trustees*[1988] 1 WLR 167 at 171-172. 전통적으로 수탁자들은 법에서 정한 목시적인 투자권한에 따라 투자유형이 제한되었다(예컨대 국채와 열거된 인정된 투자에 한한다) 그러나 위험에 대한 태도변화로 인해 이러한 제한은 크게 완화되었고 오늘날 신탁조건에서 달리 정하지 않는 한 그리고 신인의무가 적용되는 한 수탁자는 개별대상에 제한 없이 투자할 수 있다. S. J. G. Lloyd, *A practitioners Guide to Powers and Duties of Trustees*, London, Butterworths, 2002. para 3.2. '투자'정의는 법사위원회에서 "법원에 의해 해석되는 발전하는 개념이라고" 인정한 바 있다. *Law Com No 260* at para 2. 28, footnote 56.

- 목적에 부합하여 행동할 의무와 관련하여 대부분의 영국펀드들은 광범한 투자권한을 부여하는 신탁증서에 의해 창설되지만 ESG라는 특유한 이슈에 접근하는 것을 명시하고 있지는 않음

○ 신인의무 이외의 의무

- 신인의무 외에 투자결정권자는 다음의 의무를 준수하여야 함
  - 불법행위법에서 요구되는 의무. 이는 투자서비스 제공자 내지 조언자에게 그들의 자격과 전문성을 고려하여 합리적으로 업무를 수행하여야할 주의기준을 적용할 것을 요구하고 있음
  - 계약상의 의무. 이에는 전문능력과 주의를 기울일 의무가 포함
- 불법행위법상의 주의의무
  - 현재 의사나 회계사와 같이 수탁자, 펀드매니저 내지 투자자문업자와 같은 투자결정자에게 기대되는 주의의무의 기준에 대해 규율하는 법률은 없음. 일정한 투자결정 내지 조언이 부주의하게 행해졌는지 여부는 문제된 행위가 상황에 따라 적절하게 기울여야할 합리적인 주의에 따라 판단되었는지 여부에 의해 좌우됨. 법원은 일반적으로 어떠한 정도의 주의를 기울여야하는지 결정하는데 있어 전문성 내지 직업분야에서 일반화된 기준에 따름. 즉 “일반적으로 인정된 전문직업의 관행”을 적용
  - 이러한 실무상 부주의하게 행동하지 않을 의무는 ESG고려사항을 반영하는데 있어 투자결정자의 의무를 정의함에 있어 극히 최소한도로 도움이 될 뿐임<sup>97)</sup>

96) Nestle v. National Westminster Bank Plc (No. 2 ) [1993] 1 WLR 1260 at 1268

97) 따라서 Maynard v Wet Midlands Regional Area Health Authority [1985] 1 All ER 635에서 질병을 진단하는데 있어 선호되는 접근방식으로 두개의 다른 기관의 의견이 있는 경우 대법원은 다음과 같이 판시하였다. 즉 피고는 이중 하나의 의견

— 계약상의 의무

- 펀드매니저들과 투자자문업자들이 투자관리서비스나 조언을 제공하는데 있어 계약을 체결하는데, 통상 이들 계약에는 투자관리약정이 포함되며, 이에 의하면 기금수탁자는 그들의 투자재량권을 펀드매니저에게 일임하고 있음. 이에는 마땅한 전문능력과 주의를 기울일 의무가 포함됨
- 문제된 계약에서 명시적으로 서비스나 조언을 제공하는 개인 내지 기업이 ESG 이슈가 취급되는 방식에 대해 언급하고 있지 않는 한(이는 일반적인 기관투자자펀드의 경우에는 그러한 예가 드물), 법원이 그것이 행해지는지 또는 방법에 관하여 특별한 요구를 가할 것으로 보이지는 않음

— 계약상의 의무가 미치는 효과

- 신탁으로 구조가 짜여진 것이 아닌 투자펀드의 경우 불법행위법과 계약은 투자관리자의 재량권에 있어 최소한의 제한을 가함

라) 기타 비법률적 규율

○ 정부와 업계의 정책

- 투자결정을 하는 자의 행동은 보통법상의 의무에 의해서만 규율되는 것은 아니고, 그밖에 다른 법률적인 규범 및 비법률적인 규범들도 이들의 행위에 대하여 규율하고 있음

---

을 따랐다 해서 비록 다른 의견을 따랐다면 위험은 피했을 것이지만 부주주의하게 행동한 것은 아니라고 판시하였다. 그럼에도 불구하고 전문가들의 경우 비록 그들의 행위가 그들 집단에서는 일반화된 것이라는 것을 입증해도 책임을 지는 경우가 있다. 그중의 하나로 은행이 수표결제와 관련하여 비록 40년간 행해진 것이나 부주주의하다고 판결내린바 있다. *Lloyds Bank Ltd v EB Savory & Co* [ 1933] AC 201

<표 III-3> 비법률적인 규범의 유형과 내용(정부)

정부의 정책	
투자원칙 선언서(SIP)	<p>2000년 7월 노동부는 직업연금의 경우 수탁자가 제출하여야하는 SIP의 한 내용으로서 ESG의 이슈에 대한 그들의 정책을 공시하도록 요구하는 개혁을 실행한바 있다. SIP에는 반드시 수탁자의 정책을 담고 있어야 한다. 98)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 투자다각화와 적합성</li> <li>• 최소한의 자금모집요건</li> <li>• 보유하여야하는 투자의 유형</li> <li>• 상이한 투자유형간의 균형</li> <li>• 위험</li> <li>• 투자에 대한 기대수익</li> <li>• 투자의 실현화</li> <li>• 투자대상의 선택, 보유 및 실현에 있어 사회, 환경, 윤리적 고려가 고려되었는지에 대한 정도 (고려한 경우)</li> <li>• 투자에 관한 권리의 행사(의결권 행사 포함)</li> </ul>
Myners Principles	<p>기관투자자의 투자유형을 왜곡할 수 있는 요소들을 검토한 2001년에 발간된 보고서에서 Paul Myners는 효과적인 투자결정을 위한 모범관행을 제시하는 일련의 원칙들을 채택할 것을 권고한 바 있다. 자선분야, 새로 추천되는 관행의 선언은 자선기관으로 하여금 이해관계자와 의사소통할 필요성을 강조하고 있으며 지속가능성요소를 포함하여 윤리적 고려사항들이 어떻게 투자결정에 영향을 미치는지를 발표하도록 권고하고 있다. 정부는 개인이 자신의 재산을 투자하는데 있어 지속가능한 선택을 하도록 권한을 부여할 수 있는 방법에 대하여 관심을 가질 것이다. 이것은 근로자들에게</p>

	<p>추가적인 기금출자에 있어 환경펀드 내지 윤리 펀드를 선택하도록 권유하는 기관들에 의해 탄력을 받을 것이다. “점차 증가하는 SRI시장은 회사의 성과를 평가하는데 있어 비재무적 요소들을 점차 인식하는 것을 반영하고 있다. 우리의 목적은 CSR을 우리가 비즈니스 하는 방식에 반영하는 것을 뒷받침하는 것이다. 우리들은 기관투자자가 ... 장기적인 비즈니스 성과에 사회·환경적 요소의 영향을 인식하도록 함으로써 이러한 목적을 달성할 것이다.”<sup>99)</sup></p>
<p>런던원칙 (London Principles)</p>	<p>런던원칙은 런던의 기업과 영국정부가 함께 연대하여 한 자발적인 움직임으로 금융기관으로 하여금 경제적 번영, 환경보호 및 사회발전에 기초한 다음의 7개 핵심원칙을 채택하도록 권고함으로써 금융에 있어 지속가능한 발전을 위한 모범관행을 촉진하는 것이다.</p> <p>원칙1: 금융에 대한 접근가능성을 제공하고 투자와 혁신 및 기존자산의 가장 효과적인 이용을 위한 상품을 제공한다.</p> <p>원칙2: 투명성과 가장 높은 회사지배구조기준을 스스로 그리고 자금조달을 받는 기업에서도 이를 촉진시킨다.</p> <p>원칙3: 채무와 위험관리상품의 가격결정에 있어 환경과 사회적 위험비용을 반영한다.</p> <p>원칙4: 효과적이고 지속가능한 자산이용을 촉진하고 위험관리를 위하여 주주로서의 권리를 행사한다.</p>

	<p>원칙5: 환경적으로 이로운 기술의 발전을 위하여 금융에 대한 접근가능성을 제공한다.</p> <p>원칙6: 자금조달받은 영역에 있어 기업의 사회적 책임을 고양하도록 주주로서의 권리를 행사한다.</p> <p>원칙 7: 열악한 공동체와 개발경제지역에서 거래하는 기업에게 시장에 의한 자금조달과 위험관리상품을 제공한다.</p>
--	---

○ 업계주도의 움직임

- 그 외 다음과 같은 업계주도의 움직임도 ESG이슈를 투자관리에 반영하도록 촉구하고 있음

---

98) 1995 Pensions Act s35; Occupational Pension Schemes (Investment and Assignment etc) Amendment Regulations 1999, S. I. 1999/1849, s. 2(4)

99) Corporate Social Responsibility A Government Update, (May 2004 [www.societyandbusiness.gov.uk/pdf/dti\\_csr\\_final.pdf](http://www.societyandbusiness.gov.uk/pdf/dti_csr_final.pdf).)

<표 III-4> 비법률적인 규범의 유형과 내용(업계)

업계의 정책	
보험자협회, SRI에 대한 공시 가이드라인(Disclosure Guidelines on SRI)	이들 가이드라인은 공시의 형태를 취하고 있는데, 이들은 상장회사의 연차보고서에 포함되는 것으로 기관들이 볼 것으로 기대된다. 특별히 여기에서는 위원회의 책임과 관련한 공시와 정책, 절차 및 확인에 대한 것을 언급하고 있다.
Combined Code on Corporate Governance	FSA의 Combined Code에서는 기관투자자는 반드시 그들이 투자한 회사와 상호 목적을 이해하는데 기초하여 대화를 하여야한다고 규정하고 있으며 기관투자자들은 반드시 기관투자자위원회(Institutional Shareholder's Committee, ISC)의 “기관투자자와 대리인의 책임-원칙선언서”에서 나타난 원칙을 적용하여야 하며 이는 펀드매니저계약에 반영되어야 한다.
The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents- Statement of Principles	투자신탁협회, 영국보험자협회, 국립 연금협회 및 투자관리협회로 구성된 기관투자자위원회(ISC)가 발표한 원칙은 기관투자자와 대리인이 투자회사와 관련한 그들의 책임을 다하는데 있어 요하는 모범관행을 정한 원칙이다. 다음과 같은 점을 기관투자자는 반드시 제공하여야 한다. <ul style="list-style-type: none"> <li>• 책임을 면하는 경우에 대한 정책 제시 - 특별한 이슈들에 대한 우선순위 및 언제 조치를 취할 것인지 명시</li> <li>• 투자회사의 성과를 감시하고 필요한 경우 정기적인 대화를 하도록 대화수단을 둘 것</li> <li>• 필요한 경우 간섭할 것</li> <li>• 자신들의 행동의 영향을 평가하고 이를 고객/수익자에게 보고할 것</li> </ul>

### 3) ESG를 고려한 투자시 관련 실무 가이드라인

#### ○ 실무에 미치는 시사점

- 영국법상 투자이사결정시 다음과 같은 점에 우선순위를 두고 있는 것으로 나타남
  - 즉 정확한 절차를 따르고 있는지(즉 신중성이라는 일반기준을 고려하여 관련한 요소들을 모두 고려하였는지 그리고 합리적으로 결정에 도달했는지)<sup>100)</sup>
  - 투자결정이 목적에 부합하여 결정되었는지 여부가 그것임

#### ○ 절차를 올바르게 따를 것

- 이사결정자의 결정을 조사함에 있어 법원은 다각화에 대한 수요와 각 투자의 적합성을 고려하였는지 그리고 이사결정자가 관련 요소들을 모두 고려하였는지에 관하여 주의를 다하여 전문능력을 다하고 성실하게(care, skill and diligence) 행해졌는지 여부를 조사할 것으로 예상
  - 따라서 이사결정자는 반드시 이사결정전에 반드시 관련요소들을 모두 확인하는 것이 중요함
  - 심지어 ESG요소들이 미미한 정도의 비중만 갖고 있다는 이유로 궁극적으로 거절된다고 하더라도 이들은 반드시 이사결정자가 고려해야하는 전체 고려 사항중의 일부가 되며, 그들의 비

---

100) 다시 말해 투자의 선택은 오로지 잘 확립된 투자기준에 기초하며 적절한 경우 전문가조언을 받고 다각화, 수입과 자본의 증대의 필요성, 위험과 수익에 대한 균형 필요성 등과 같은 문제를 고려하며 행해져야한다.: Harries v Church Commissioners at 1246

중을 평가하고 모든 투자결정에 이들이 합리적으로 관련되어 있다고 할 수 있음<sup>101)</sup>

ESG가 투자결정시 고려해야할 관련요소인 이유
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG요인과 재무적 성과간의 상관관계를 어떻게 확인하고 평가하는 지에 대해 상이한 견해들이 존재하고 있지만 여하간 이들 상관관계는 존재하는 것으로 넓게 인정되고 있다.<sup>102)</sup> Carbon 신탁은 예컨대 최근 기금수탁자들은 투자결정시 기후변화에 따른 재무상의 위험을 고려하여야할 의무가 있다고 하는 입장을 밝힌바 있다. 다른 기관들도 다음과 같이 밝히고 있다. “우리는 회사가 한 CSR데이터에 대한 완전하고 지속적인 공시를 굳게 믿는다. 때문에 속한다고 보이는 경우 기본이 되는 기업으로서 분석대상(fundamental company analysis)에 포함될 수 있다.<sup>103)</sup> “비록 주가성과와 기업이 좋은 시민인지 간의 직접적인 상관관계는 찾을 수 없지만 우리는 시간의 문제라고 생각한다.”<sup>104)</sup></li> <li>• ESG이슈는 의사결정자로 하여금 투자의 성격, 외생변수, 위험과 가능한 수익을 이해할 수 있게 도와준다. (예를 들어 의사결정시 지속가능성이 강하게 요구되는 법적 통제<sup>105)</sup>에 직면한 산업분야에 투자를 생각중이라면)</li> <li>• ESG이슈를 이해하는 것은 의사결정자로 하여금 적절히 헤지하고 서로 다른 유형의 투자대상간에 균형을 이루게 하고 분산투자의 일부로서 의사결정자를 도와준다.</li> </ul>

101) 즉 fiduciary duty에서도 ESG이슈를 고려할 것을 요구한다는 것은 이미 stakeholders 일부의 생각이기도 하다. “ fiduciary duty에 대한 우리의 접근방식은 다음과 같이 요약될 수 있다. ” 필요한 경우 적절한 조언을 받아 신중한 입장에서 수익극대화. 우리는 만약 환경영향을 투자시 고려하지 않은 경우 당신은 fiduciary duty를 위반한 것이 된다고 생각한다. 좋은 회사의 환경적 지배구조와 재무적 성과 간에 긍정적인 상관관계가 있다는 것을 보여주는 연구는 많이 존재한다. Howard Pearce의 인터뷰에서 인용, Head of Environmental Finance and Pension Management Fund, EA, 11 July 2005

- ESG이슈를 이해함으로써 의사결정자는 장기적인 성장과 일정한 투자의 지속가능성을 더 잘 이해할 수 있다.
- ESG고려요소들은 의사결정자로 하여금 민감한 투자에 미치는 경제, 정치적 영향과 그로인한 투자의 가치에 미치는 영향을 이해할 수 있게 도와준다.
- ESG 고려요소들은 의사결정자로 하여금 일정한 투자가 펀드에 어떻게 반영될 것인가 - 특히 펀드가 특별한 목적으로 만들어진 경우 - 그 방법을 이해할 수 있게 한다. 그리고 공중에게 손해를 미치는 위험(예를 들어 국제적인 부패나 자금세탁이나 인권남용국가 내지 UN의 제재를 받는 등과 연관된 프로젝트에 투자하는 경우)을 고려할 수 있다.

- 102) 미국에 기반을 둔 투자조사기관인 Innovest와 대형 Wall Street 투자은행의 연구에 의하면 일련의 환경 스크린을 적용한 결과 위험조정을 한 결과에서 out-performance 프리미엄을 보인다고 함. see, Yaron, *Answers to Common Questions*, op. cit., p. 6; WestLB, *Insurance & Sustainability, Playing with Fire*, March 2004, 여기서 그는 지속가능성은 주주가치에 적극적인 영향을 줄 수 있는 독립적으로 수익을 가져오는 요소라고 한다. “우리는 높은 지속가능성 성과는 우수한 회사경영에서 나오며, 장기적으로 그 자체가 개선된 재무성과를 보여준다고 확신하고 있다. 라고 Robert Hassler 인터뷰, Oekom’s managing director, Morgan Stanley Study Correlates Sustainability with Financial Outperformance, December 5, 2003(www.socialfunds.com/news/article.cgi/article1289.html); More gain than Pain, SRI: Sustainability pays off WestLB Panmure, 2002’ 우리의 연구결과는 주식을 선택할 때 지속가능성요소를 고려할 경우 대가를 얻을 수 있다는 점을 제시한다. 위험을 조정한 경우조차도 추가적인 수익이 있다.
- 103) Anthony Ling, Co-director of Research, Goldman Sachs Europe, "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing, UNEP/FI Report, June 2004, p.27
- 104) Russell Duckworth, Global Head of Equity Research, Deutsche Bank, " The Material of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing, UNEP/FI Report, June 2004, p. 17
- 105) EU ETS 계획이 이러한 유형의 규제에 명백한 본보기가 된다.

○ 목적에 부합하도록 행동할 것

- 투자권한은 반드시 투자별로 최고의 수익을 낼 수 있도록 사용되어야 한다는 입장을 표시하면서 동시에 Cowan v Scargill에서 Megarry 판사는 그러한 권한은 반드시 수익자에게 최고의 이익이 되도록 사용되어야 한다고 판시한 바 있음
- 특정한 투자전략을 정당화하기 위하여 수익자간의 합의를 확인하는 데는 분명히 실무상 어려움이 있음<sup>106)</sup>
- 그럼에도 불구하고 평균적으로 수익자에게 불리하다고 보는 것이 합리적인 경우 이를 모든 수익자의 명시적인 동의 없이 투자포트폴리오에서 합법적으로 배제할 수도 있는 유형의 투자가 존재한다는 데 적극적인 입장이 있을 수 있음. 그러한 유형의 투자는 사전에 고정할 수 없고 보수적인 접근이 바람직하지만 이에 속하는 투자유형은 광범하게 인정된 규범-예컨대 인권에 관한 국제협약, 근로조건, 부패방지 및 환경보호 등의-의 위반과 명백히 관련되어 있음. 그들의 이해를 반영하여 투자전략을 만들기 위하여 수익자의 도덕적, 사회적 선호도를 알아보는 것이 실무상 가능한 경우 수탁자로 하여금 그가 한 특유의 접근방식을 정당화하는데 도움이 됨
  - 그러나 판례에서는 만장일치가 요구된다거나 수익자의 선호도가 확인되는 정확성에 대한 가이드를 찾을 수는 없음<sup>107)</sup>
- 1993년 연금법 검토위원회(Pensions Law Review Committee)는<sup>108)</sup> 여기서 2개 이상의 투자 내지 투자전략이 동등하게 재무적

106) Harris v. Church Commissioners, at 1251; E Nugee QC, The duties of pension scheme trustees to the employer (1988) 12 Trust Law International 216; SEK Hulme QC, The basic duties of trustees of superannuation trusts- Fair to one, fair to all? (2000) 14 Trust Law International 130

107) Harries v Church Commissioners, at 1247

108) R. Goode(Chairman), Pension law reform: the report of the pension law review

측면에서 이익이 되는 경우 기금수탁자는 그들이 보기에 기금의 구성원들이 윤리적인 측면에서 더 우선시하는 것을 선택할 권한이 있다고 하는 입장을 지지하는 보고서를 발표한 바 있음<sup>109)</sup>

— 연금감독기관은 이후 수탁자에 대한 지침을 발표하였는데, 이 지침에서 이 원칙을 다음과 같이 표현하고 있음<sup>110)</sup>

“가능한 한 투자전략 시 반드시 특정 투자의 윤리적 측면에 대한 당신의 개인적인 시각에 비중을 두어서는 안 되고 바람직한 수준의 안정 내지 위험수준에서 도달할 수 있는 최고의 재무적 수익을 얻을 수 있게 결정하지 않으면 안된다.  
그러나 동일한 잠재적 수익을 내는 투자와 비교하는 경우 비재무적 요소를 고려할 수는 있다. 따라서 윤리적 이유에서 그러한 윤리적인 투자가 비윤리적인 투자와 동일한 수준 내지 더 높은 수익을 낼 것으로 예상되어 윤리적인 투자가 매력적이라고 본 경우 그러한 투자를 선택할 수 있다. “

○ 적극적인 참여(Engagement)와 신인의무와의 관계

— 영국법원에서는 적극적인 참여를 수탁자가 지는 신인의무(fiduciary duty)를 면책하는데 있어 일부분으로 보고 크게 비중을 두지는 않고 있음

committee Volume 1: Report and Volume 2: Research HMSO 1993

109) 이는 tie-break원칙이라고 표현되고 있으며, 이러한 표현은 당시 사회안전부 의회 부사무총장인 John Denham에 의해 이용된 것이다. Megarry 판사는 이러한 원칙을 그의 글에서 인정하였다. “ Investing Pension Funds: The Mineworkers’ Case, T. G. Youdan, Equity, fiduciaries and trusts, Scarborough, Carswell, 1989, at 158

110) Pensions Regulator Guidance from the Pensions Regulator: Guidance for Trustees

- 다만 사법부의 고려가 없는 경우에도 연기금과 같이 재무적 이익을 위한 신탁의 경우 신중한 관리자는 가능한 한 최고의 재무적 성과를 얻기 위하여 적극적인 주주로서 참여하는 것을 필요로 한다는 것이 일반적인 견해임
  - Myners 보고서에서는 모든 연기금수탁자는 반드시 미국의 노동부의 해석지침상의 원칙을 펀드관리자의 행동강령(mandates)에 담도록 추천하고 있으며, 영국법에 명시적으로 편입되어야 한다고 권고하고 있음
  - 그러나 영국 정부는 2004년에 한 Myners Report의 검토<sup>111)</sup>라는 작업에서 기관투자자위원회의 “Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles, ISC Principles”를 선언함

“ISC원칙”은 그들이 투자한 투자대상기업과 상호작용하는 것에 대한 다음과 같은 모범관행을 제시하고 있음. 즉 “기관투자자의 주된 의무는 그가 대신하여 투자하는 자 즉 연기금의 수익자 내지 보험회사의 보험계약자에 대한 것이며 이들은 그들의 최고의 재무적 이익을 위하여 행동하여야 한다. 마찬가지로 대리인도 반드시 그들 고객의 최고의 이익을 위하여 행동하여야 한다. 효과적인 감독은 기관투자자들과 대리인이 의결권을 행사하는 것을 가능하게 하고 필요한 경우 객관적으로 그리고 정보에 기초하여 개입하게 한다. 개입을 보다 효과적으로 하기 위해서는 그들은 반드시 다른 투자자들과 연대하여야한다. 많은 이슈들은 주주가치에 대한 관심을 야기할 수 있다..... 기관투자자와 대리인은 개입하기를 원하는 경우는 그들이 우려하는 경우를 포함한다. 즉 ... 회사의 사회적 책임에 대한 회사의 접근방식이 그것이다.

111) HM Treasury, Myners principles for Institutional Investment Decision-making: review of progress, December 2004 ([www.hm-treasury.gov.uk/media/DCB/53/myners\\_principles\\_web.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/media/DCB/53/myners_principles_web.pdf), accessed 29 July 2005)

- 이 외에 1996년 직업연금스킴(투자)법(Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 1996)에 의해 수정된 1995년 Pensions Act 의 제35조 제3항 f호에 의거하여 기업연금수탁자는 그들의 SIP에 투자에 대한 권한행사에 대한 방침(의결권행사포함)을 포함하여야 함
- 결론적으로 적극적인 개입의 동기가 적절하고 투명하고 정보에 기초하고 객관적인 한 법원은 주주의 참여를 신중한 것으로 볼 것이라고 전망되며, 투자기간동안 재무적 성과를 개선하는데 맞추어져 있는 경우, 예컨대 보다 환경에 책임지도록 하거나 진보적인 사고를 하도록 개입하는 경우 등 사전에 정한 것으로 보수적인 개입은 용인될 수 있을 것으로 평가되고 있음

#### 4) 정리

- 영국법상 기관투자자의 투자에 있어 ESG이슈를 고려해야하는 정도에 있어 신인의무는 투자결정자에게 한계를 제공
  - 즉, 그러한 의무는 연기금펀드나 뮤추얼펀드와 같이 신탁으로 구성된 투자에만 발생하며, 신탁구조를 갖지 않는 기관투자자의 투자는 -예컨대 보험적립금이나 신탁기금이 아닌 경우- 그러한 제약을 받지 않음
- 충실의무가 적용되는 경우 영국법이나 스코틀랜드법상 투자결정자가 ESG이슈에 따라 투자해야 한다는 일반적인 요구는 없음

- 다만 ESG이슈는 투자결정과정에서 반드시 고려해야하는 관련요소가 됨
  
- 그러나 ESG를 어느 정도 고려하여야하는지 즉 그 비중은 투자결정자에게 모든 수익자의 이익을 위하여 재량권인 투자결정을 하여야하는 것으로 수권이 되어 있음
  
- 투자권한의 목적이 수익을 발생하는 경우 투자결정자는 현대 포트폴리오접근방식을 취하여 모든 수익자의 이익을 고려하여 반드시 그러한 목적을 달성할 주된 목적으로 여겨야 함
  
- 이 경우 무엇보다도 중요한 것은 신중하고 적절하게 동기화된 투자분석에서 관련한 요소를 모두 고려해야하는 것임
  - 신탁의 목적을 추구하면서 ESG이슈를 고려한 것으로 당연히 신인 의무 위반이 되는 것은 아님
  - 오히려 관련된 ESG이슈를 고려하지 않고 이에 적절하게 비중을 두지 않은 경우가 오히려 신인의무를 위반한 것이 될 것이라는 유력한 견해가 제기되고 있음
  - 나아가 수익자의 이익에 부합하는 경우(예컨대 묵시적, 명시적으로 동의를 얻은 경우) 또는 동등하게 매력적인 투자 대안 중에서 차별화하는 것으로서 ESG이슈를 고려하는 것은 허용될 수 있음

## 다. 프랑스

### 1) 기관투자자 유형과 제도 일반

#### ○ 연기금

- 프랑스법상 연기금의 투자에 관한 규제는 없음
- 프랑스의 공적 연금시스템은 집단투자스킴이 아님
- 산업마다 다르지만 기금방식이 강제되어 있어 보완하는 역할을 함
- 강제기금의 유형
  - 개인업체의 근로자를 위한 노령보험
  - 공공기관의 근로자를 위한 강제기금
  - 자영업자를 위한 강제기금
- Complementary pension plan은 모든 근로자의 경우 가입이 강제이며, 자영업자의 경우 선택사항(예컨대 중개인, 독립된 전문직업인들이 해당). 이 기금은 기금단체에서 관리되며, 이러한 단체들은 AGIRC 또는 ARRCO의 회원임
- 2001년 퇴직적립금펀드(retirement reserve fund, FRR)에 대하여 2020년까지 기초연금을 뒷받침하기 위하여 관리권을 공적 기관에게 위임하도록 하는 개혁이 이루어짐(이른바 '2001년 법'이라고 함)
- 개인들은 그들의 연금을 미래설계기관 -회원으로 구성된 사적 비영리단체- 을 통하여 보완 가능
  - 기금의 적립금은 개인의 투자를 통해 보충될 수 있음(PERP<sup>112</sup>)

---

112) Plan d'Épargne Retraite Populaire

○ 보험회사

- 보험회사의 경우 유한책임회사 또는 상호보험회사의 조직형태를 취하며, 상호보험회사의 경우는 비영리법인임
- 원칙적으로 보험회사는 반드시 채무에 응할 수 있는 충분한 적립금을 유지하고 있어야함
- 적립금은 적절히 계산되어야 하며, 프랑스 보험법이 규정하는 알맞은 자산에 투자하여야함
  - 프랑스보험법에서는 프랑스 보험회사가 투자할 수 있는 자산목록에 관해 규정하고 있음
  - 각각의 적격자산에 대하여 적용할 분산원칙도 규정하고 있음 (즉 보험회사는 원칙적으로 그 적격자산의 5% 이상을 동일 기업이 발행한 증권에 투자할 수 없음)
- 보험회사는 반드시 재무적 위험에 대하여 지속적으로 평가하여야 함
- 보험회사는 반드시 건전성 마진을 유지하여야 하며, 이사회 또는 집행위원회는 매해 건전성보고서에 건전성 마진에 관한 정보를 자세히 기재해야 함
- 보험회사의 의사결정에 관한 의무와 책임은 프랑스 상법에 규정하고 있으며, 상호보험회사에 관해서는 보험법에서 규정하고 있음

○ 뮤추얼펀드

- OPCVM에 관한 법에 따라 관리회사와 보관기관은 반드시 그들의 조직, 재무적 수단, 건전성, 관리경험에 대하여 충분히 담보해야 함

- 관리회사와 보관기관은 규제법인 OPCVM법 및 그 하위규정을 위반한 경우 투자자(unitholder)와 제3자에 대하여 공동책임 또는 연대책임을 짐
- 관리회사는 반드시 독립적으로 행동하여야 하며 다음의 원칙에 따라 행동하여야 함
  - 충성, 부지런, 공정, 공평하게 절대적으로 투자자의 이익과 시장의 건전성, 투명성, 안전을 위하여 의무를 수행할 것
  - 거래의 안전성을 담보하기 위한 적절한 준비를 할 것
  - 이해상충을 방지하고 해결하도록 노력할 것
- OPCNM의 투자규칙에는 다음과 같은 중요한 원칙이 적용됨
  - 위험분산(즉 OPCVM은 반드시 항상 포트폴리오에서 동일 종류의 자산에 집중하는 것이 제한되며, 투자위험의 집중 제한 및 투자다각화를 위해 법에서 정한 비율을 준수해야 함)
  - 독립성(즉 OPCVM에 의한 다른 OPCVM의 단위에 대한 투자는 법상 제한)
  - 자산의 평가 및 순자산가치의 계산
  - 프랑스 금융시장감독기구(AMF)의 승인을 받은 투자정책의 준수
- 집단투자스킴(OPCVM)에는 다음의 두 가지 유형이 있음
  - i) 변동자본을 가진 투자회사(SICAV)로서 유한책임회사
    - 이는 금융상품과 예금을 포트폴리오로 하여 운영하는 형태로 SICAV는 자체적으로 운영하거나 또는 자산의 관리 및 운영의 전부 또는 일부를 다른 관리회사에 위탁 가능

- 회사법의 적용을 받는 회사이기 때문에 SICAV는 회사에 적용되는 규정 및 투자정책을 결정하는 기준을 포함한 하위규정을 준수하면서 운영

ii) 자본투자기금(capital investment fund, FCP)

- 법인격 없이 금융상품과 예금을 공동 소유하는 형태로 FCP는 FCP규칙에 따라 관리회사에 의해 운영되며, 동 규칙은 투자정책을 결정하는 기준을 마련해 두고 있음
- FCP는 투자성향과 투자자의 유형에 따라 다양한 형태를 취할 수 있는데, 이에는 근로자 자본투자기금(FCPE)과 벤처캐피탈 투자기금(venture capital investment fund, FCPR) 등이 있음
- OPCVM의 자산은 재정경제부장관(minister of economy and finance)이 제공하는 리스트에서 선택한 별개의 보관기관(custodian)에 의해 보유됨
- 보관기관은 SICAV 또는 관리회사가 취한 결정이 관련 법률과 감독규정에 부합하는 것을 담보하는 역할을 하며, 그러한 결정이 OPCVM의 규칙에서 정하고 있는 투자원칙에 부합하도록 하여야 함

— OPCVM의 특징, 투자규칙, 부속규정들은 상세히 prospectus에 제시됨. prospectus는 프랑스 감독기구(FMA)의 승인을 받아야하며 투자자에게는 청약 전에 제공됨

## 2) 기관투자자의 ESG고려에 대한 규율

### ○ 연기금

- 법에 특별한 규정을 두고 있지 않음
- 실무상 2005년에 발족한 기관투자자인 FRR의 2004년 4월 투자정책에 관한 일반 가이드라인에 관한 결정에 의하면, FRR의 감독이사회는 집행위원회에게 모범관행을 촉진하는데 적극적으로 기여할 것을 요구
  - 즉 관리자로 하여금 경제, 사회, 환경의 균형적인 발전이라는 가치를 금융자산과 회사지배구조의 투명성의 분석에 포섭하도록 독려
  - 이에 기초하여 감독이사회와 집행위원회는 ESG투자와 모범 회사지배구조관행을 발전시키기 위하여 다음과 같은 세 가지 전략을 채택
    - i) FRR이 투자하고 있는 회사의 주주총회에서 적극적으로 의결권을 행사할 것<sup>113)</sup>
    - ii) 유럽주식을 관리하는데 있어 FRR이 선정한 매니저로 하여금 ESG이슈를 고려하도록 하는 기준과 주식연구의 강화<sup>114)</sup>

113) 2005년 2월 10일, FRR은 매니저들을 위한 의결권행사기준을 발표. 매니저들은 이러한 충실의무를 충족할 수 있는지에 관한 능력에 기초하여 선정되며 적극적인 의결권행사정책은 현재도 실행되고 있다.

114) FRR은 이러한 사명을 위해 선정한 매니저로 하여금 다음의 행위를 요구하고 있다. 즉 투자물로서 고려되는 회사들에 대한 관행과 사회적, 환경적 행위에 관해 관련되고 신뢰할만한 정보를 통합, 연구수행 및 분석, 이러한 연구결과를 주식선택과정에 포함시키도록 노력할 것, 투명성 촉진 및 ESG이슈들이 통합되는 방식과 직면하는 문제에 대해 보고, FRR의 철학과 부합하여 실행할 수 있게 ESG를 포함한 분석의 특징을 잘 이해하고, 이러한 접근방식에 열심인 많은 수탁자를 관리하

○ 보험회사의 적립금

- 프랑스 보험법은 ESG이슈를 고려하는 것과 관련하여 명문으로 허용하는 규정도, 금지규정도 두고 있지 않음
  - 따라서 일반적으로 법적 의무가 적절히 준수되는 한 ESG 이슈는 고려될 수 있음

○ 뮤추얼 펀드

- 프랑스법상 투자회사가 ESG이슈를 고려하여 투자하는 것에 대해 제한하는 규정을 특별히 두고 있지는 않음
  - 따라서 OPCVM에 따라 OPCVM 투자 정책 수립시 임의로 ESG이슈를 고려할 수 있음
- 프랑스 금융법 L. 214-39규정에서는 ESG이슈를 투자 및 의결권 행사시 고려하려고 결정한 FCPEs의 경우 다음을 준수하지 않으면 안 된다고 규정
  - 규정과 prospectus에 (i) ESG이슈를 분석하는데 있어 사용한 정확한 기준과 이들을 평가하는데 채택한 방법 및 (ii) 관리회사가 외부의 전문 평가기관을 이용하는지 여부
  - ESG이슈에 관한 실현 사항을 연차보고서에 기술
- ESG고려사항에 대한 정의나 이에 관한 일반 법적 규정은 없지만 금융감독기구인 AMF는 투명성원칙을 따를 것을 권고하면서, 투자자에게 다음의 정보를 제공하도록 하고 있음

---

는 것에 의해 ESG이슈의 발전, ESG를 포함한 분석을 행하고 ESG요소에 의한 가치를 부가하고자 ESG에 사명감을 가진 자의 다수 양성 및 FRR이 만든 지시서에는 이러한 ESG에 따라 매니저를 선정하도록 하고 있다.

- 지속가능한 발전에 대한 정의와 ESG의 고려사항의 선택
- ESG고려사항의 분석, 평가, 감독에 사용되는 방법과 절차
- 외부감사인이 평가 시 따라야할 윤리규정
- OPCVM의 소득에 있어 지속가능한 발전전략 및 ESG의 영향
- OPCVM의 관리시 ESG의 영향

— 프랑스 자산관리협회(Association Francaise de la Gestion Financière)의 투명성 가이드라인

- 협회의 투명성가이드라인을 준수하고자 하는 OPCVM의 경우 반드시 가이드라인에서 요청하는 질문들에 대한 답변리스트를 공표해야 함
- 이러한 질문들은 OPCVM의 일반적인 운영, ESG이슈, 연구과정, 평가, 수행, 참여전략 및 의결권정책과 같은 것을 포함하고 있음

○ 윤리펀드

— 일반적인 OPCVM 외에 2004년 기준으로 120개의 윤리 OPCVM 펀드가 존재하고 있으며 이들은 갈수록 증가하고 있음

— 형태

- 연대펀드<sup>115)</sup>의 형식과, 연대경제프로젝트의 형태나 소득일부를 자선단체, NGO 등과 나누는 나눔펀드<sup>116)</sup>의 형식을 취하고 있음

---

115) 자발적인 근로자 저축계획 또는 집단퇴직저축계획의 틀 안에서 출자한 FCPE는 연대펀드로 분류될 수 있다. 이들은 자산의 5-10%를 다음의 주식이나 단위에 투자된다.

- 연대회사로 허가받은 회사. 즉 실업자 또는 청소년을 고용시장으로 보내거나 사회적으로 혜택이 되는 일자리창출활동(예컨대 스포츠, 문화, 교육, 환경 및 공동체 활동)의 발전에 촉진하는 회사
- 자산의 40% 이상을 연대회사가 발행한 증권에 투자하는 FCPRs

— 규율

- FCPE solidaire라는 말이 FCPE의 규정 또는 prospectus에 명확히 나타나 있어야 함
- 나눔펀드에 적용하는 투자규칙에 관한 규정이나 입법은 없음

— 프랑스의 경우 윤리적 집단투자스킴의 수는 갈수록 증가되고 있으며, ESG이슈를 고려하는 FRR과 같은 기관투자자들의 관심도 증가하고 있음

— 앞으로 이러한 추세는 계속될 전망이다

- 최근 언론에 발표된 것 중에는 ARRCO와 AGIRC가 ESG이슈를 고려하여 투자를 하는 전략을 채택하여 100mil 프랑에 이르는 펀드투자자를 모집할 계획을 발표한 바 있음

### 3) 정리

○ 프랑스법상 기관투자자의 투자결정시 ESG이슈를 고려하는 것과 관련하여 일반적인 규정을 두고 있지는 않음

— 다만 뮤추얼펀드나 보험회사의 경우 위에서 언급한 법규정을 준수하는 한 ESG이슈를 고려하는 것은(비록 법상 요구되는 것은 아니나) 허용됨

---

116) 이러한 나눔펀드의 가입자나 주주들은 그들 소득의 일부 내지 세제상 혜택의 결과 얻은 이익을 사전에 정한 자선단체 내지 NGO 등에 이전할 것을 약속한다.

## 라. 독일

### 1) 기관투자자의 유형과 제도 일반

#### ○ 연금

- 사용자는 기업연금을 준비하기 위하여 - 독립된 법적 실체로- 연금펀드를 이용할 수 있음<sup>117)</sup>
  - 연금펀드는 상호공제단체로(Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit) 구성하거나 공개유한책임회사의 형태로 설립
- 독일 연금 펀드매니저들은 외부 수탁자로 표현됨<sup>118)</sup>
- 독일 연금이 수행하는 가장 주된 역할은 사용자를 위하여 회사기금을 관리하는 것이 되며 각 펀드들은 자본투자에 따른 의무를 준수하지 않으면 안 됨
- 사용자가 연금펀드를 이용하려고 하는 경우, 연금펀드와 서비스계약을 체결하여야 하며, 그 결과 수익자인 근로자에 대하여 펀드가 채무를 짐
  - 따라서 투자의사결정에 따른 책임은 펀드가 짐 지며, 펀드는 사업위험을 다른 법인에게 전가할 수 없음
  - 연금펀드에 있어 계리사는 내부적으로 책임을 짐<sup>119)</sup>

117) sec. 112 Par. 1 of the German Insurance Supervision Act(Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG)

118) 독일의 경우 기금펀드는 각출형이 아니라 회사인 사용자가 적립된 금액을 관리하는 형태를 띤다.

119) Sec. 113, 11 a VAG

- 보험감독법(Versicherungsaufsichtsgesetz)에서 연금펀드의 투자원칙과 관련하여 상세한 규정을 두고 있는데,<sup>120)</sup> 이중 가장 중요한 것으로 다음의 것이 있음
  - 가능한 한 높은 안정성과 수익성이 보장될 것
  - 충분하게 유동성이 있을 것
  - 위험의 적절한 분산이 담보될 것<sup>121)</sup>
  - 투자원칙에 부합하는 것을 보장하기 위하여 전문적으로 투자를 관리할 것<sup>122)</sup>
- 이외에 펀드는 위험을 통제할 적절한 시스템과 내부적으로 효과적인 투자의사결정과정 및 건전한 투자정책과 적절한 조직차원의 안전망을 구비할 것이 기대되고 있음
- 마지막으로, 연금펀드가 투자할 수 있는 투자유형리스트에 관해 상세히 규정하고 있음
  - 이에는 부동산, 인정한 시장에서 거래되고 있는 주식, 독일 연방 내지 국제조직에게 허용된 대출 등이 포함
- 다만, 이러한 투자원칙을 해석한 판례법이나 감독기관의 입법적 가이드라인은 존재하지 않음
- 그러나 감독기구는 보험회사의 적립금에 대하여 구속력 없는 해석지침을 발표한 바 있음
  - 그 내용은 투자는 안전하고 가능한 한 수익성이 있도록 담보할 의무가 있다는 것임

120) Sec. 115 Par. 1 VAG; Pensionsfonds-KapitalanlageVO

121) Sec. 115 Par. 1 VAG

122) Sec. 1. Par. 2 PFKapAV

- 이러한 규칙은 유추에 의해 연금펀드에도 지침을 줄 수 있음
- 가이드라인에서 밝히고 있듯이 감독자는 투자의 안전성에 상당한 비중을 두고 있음
- 이 경우 '수익성'이라는 용어는 투자는 반드시 **지속가능한 이익**을 내야한다는 것을 의미한다고 해석되고 있음
- 이는 다른 한편으로 투자에 대해 양적으로 최소한의 수익을 내라는 것을 뜻하는 것은 아니며, 그렇다고 이익극대화원칙을 요구하는 것도 아니라고 해석됨
- 한편으로 이는 수익성 없는 투자는 허용되지 않는다는 것을 의미함
- 그러나 지속가능한 이익이란 여전히 정의되어 있지 않음

○ 보험회사의 적립금

- 독일법상 개인 보험 - 즉 생명보험과 개인 건강보험- 은 채무를 만족할 수 있는 만큼의 펀드를 출자하고 관리할 것이 요구됨
- 연금펀드에 적용되는 것과 유사하게 보험회사 적립금의 투자에 관해서도 자세하게 규정하고 있음<sup>123)</sup>
- 이러한 원칙은 연금펀드에 적용되는 것과 유사
  - 즉 보험회사는 반드시 투자의 최대안전성과 수익성을 실현해야 하며, 유동성과 위험의 적절한 분산도 확보하여야 함
  - 이러한 투자원칙은 허용되는 투자 상품을 명시적으로 열거하고 있는 규정에 의해서 뒷받침되고 있음

---

123) Sec. 54 Par.1, 66 Par. 1 VAG

- 보험회사는 필수적으로 전문적인 투자관리에 참여하므로 투자 원칙을 준수하여야 함
- 이것은 투자결정을 전문적인 방식으로 할 것을 의미하는 것으로, 예컨대 적절한 위험관리 및 내부통제절차 등의 수행을 말함

○ 뮤추얼펀드

- 뮤추얼펀드는 투자회사에 의해 대중으로부터 모집된 기금을 관리하는 회사라고 정의할 수 있음<sup>124)</sup>
- 회사형태의 투자회사는 독일 투자법 및 투자회사와 투자자간의 법적 관계를 규율하는 계약상의 조건을 준수하며 투자자의 이익을 위하여 관리하여야 함
- 투자회사는 투자자의 집단적 이익을 위하여 신중한 사업자가 기울이는 정도의 주의를 다하여 펀드를 관리하지 않으면 안 됨<sup>125)</sup>
- 이를 위하여 다음과 같이 행동할 것이 요구
  - 투자자의 이익과 시장의 건전성을 위하여 행동할 것
  - 펀드의 최대 이익과 시장의 건전성을 위하여 전문능력과 주의 및 양심에 따라 행위 할 것
  - 이해상충을 피하고 해결하고자 노력할 것
- 독일투자법상 투자회사는 더 이상 투자자의 이익만을 위하여 행동하는 것이 의무는 아니지만, 투자자와 시장의 건전성을 위하여 행동하도록 기대되고 있음

---

124) sec. 112 Par. 1 InvG

125) Sec. 9 Par. 1 InvG

## 2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

### ○ 연금펀드

- 독일법상 연금펀드로 하여금 ESG이슈를 투자결정과정에 고려하도록 하는 요구하거나 이를 금지하는 규정은 없음
- 그러나 연금펀드가 윤리적인 투자형태에 투자할 것을 결정한 경우 반드시 그러한 결정에 관해 근로자에게 정보를 알려주도록 하고 있음<sup>126)</sup>
- 법률상 이러한 공시의무는 보험감독법의 7차 개정에서 확대<sup>127)</sup>
  - 이러한 개정은 EU직업연금지침에서 요구하는 공시요건을 훨씬 뛰어넘는 것임
  - 연금펀드는 연금이 설립되면 ESG투자전략에 관해서 서면으로 근로자에게 지체 없이 알리도록 요구되고 있음. 따라서 이들은 반드시 매년 수익자들에게 ESG이슈에 관한 정보를 서면으로 제공하지 않으면 안 됨<sup>128)</sup>
  - 이러한 규정은 연금펀드가 ESG이슈를 고려하는 것을 명시적으로 허용하고 있음을 분명히 보여주는 것임
  - 아울러 위에서 언급한 투자원칙은 필연적으로 그러한 투자의 영역을 제한하게 됨. 즉 최대의 안정성과 수익성의 담보가 주된 목적으로 남아 있음. 그러므로 투자는 그러한 목적이 달성되는 경우에만 허용됨

126) Sec. 115 Par. 4 VAG

127) BR-Drs 446/05 and BT-DRs 15/5221

128) BR-DRs 446/05

○ 보험회사 적립금

- 개인연금보험 및 생명보험<sup>129)</sup>의 적립금을 투자하는 것과 관련하여 서도 보험가입자에 대하여 공시할 의무가 부과되고 있음
  - 즉 투자하는 회사는 반드시 ESG이슈를 고려했는지 어느 정도로 고려했는지를 보고해야 함<sup>130)</sup>
  - 개인연금보험의 제공자는 예컨대, 계약자에 대하여 계약체결 전에 투자결정에 ESG이슈를 고려하고 있는지 그 여부 및 어느 정도로 고려하고 있는지를 알려줄 의무가 있음<sup>131)</sup>
  - 이외에 보험자의 연차보고서에 당해 이슈에 대하여 설명하여야 함<sup>132)</sup> 133)
  - 이와 함께, 투자에 관한 일반원칙을 고수하지 않으면 안 되며, 허용된 범주 내에서만 투자대상을 선정하여야 함
- 이와 다른 형태의 보험의 경우, 관련법의 규정이나 규제기관의 가이드라인에서는 ESG이슈를 고려하는 것을 허용하지도 금지하지도 않음
  - 즉 이것은 투자에 관한 일반원칙이 고수되는 한, 그리고 허용된 투자 상품에만 투자되는 한 이들 이슈에 대한 고려가 허용된다는 것을 의미

129) 다만 기업연금기금과 관련해서만 적용된다.

130) SEC 10 Par. 1 a VAG; Sec. 7 Par. 1 No. 5 of the Act on the certification of retirement arrangement contracts(Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz, AltZertG)

131) Sec. 7 Par. 1, No. 5 AltZertG

132) Sec. 7 Par. 4 AltZertG

133) 다만 감독기관이 발한 구속력 없는 해석에 의하면 윤리적 투자의 개념에 대한 복잡성을 고려할 때 규제자는 합리적인 방식으로 행해지는 한 연차보고서에 ESG이슈를 설명하는 것에 대하여 반대하지 않는다. 이것은 보험자에게 공시요건과 관련하여서는 넓은 재량권을 부여하고 있다.

- 요컨대, 보험자는 공식적으로 요건을 이행하는 한(즉 허용되어 있는 투자 상품을 선정하는 경우) 그리고 투자결정의 수익성이 적어도 지속가능한 한 ESG이슈에 관해서는 재량권이 인정됨

○ 뮤추얼펀드

- 투자에 관한 의사결정과 관련한 투자회사의 의무는 독일 투자법에 규정되어 있으나, 동법에서는 ESG이슈에 대해 침묵하고 있음
- 법상의 의무 외에 투자회사는 반드시 계약조건을 준수해야 함
  - 따라서 투자회사는 지시의 내용이 상세히 정해지는 한 계약조건안에 자유롭게 ESG이슈를 포함할 수 있음
  - 계약서류에서 제공되는 요건 및 펀드를 관리할 때 사용되는 수단에 대한 다양한 기술을 감안할 때 투자결정과정의 일부로서 ESG이슈를 고려하도록 하는 권리나 의무는 반드시 충분히 자세히 규정해야하고, 특정되어야 함
  - 이러한 것은 계약조건만이 아니라 판매권유서류인 prospectus에도 적용<sup>134)</sup>
- 시장의 건전성이라는 의미에 대하여 입법자는 자본시장의 정상적인 기능을 담보하고 가격조작을 금지할 목적으로 사용된 것이라고 밝히고 있으므로 투자회사의 경우 투자의사결정자의 주된 의무는 투자자를 위하여 가능한 한 최대의 이익을 실현하는 것이 됨
  - 그 결과 투자회사는 만약 ESG를 고려한 투자가 투자대안보다 수익이 떨어질 경우 행위규범을 위반한 것이 됨

---

134) Sec. 42 No. 14 InvG

- 현재 투자결정시 ESG이슈를 고려할 수 있는 유일한 방식은 투자 회사와 투자자간에 법적 관계를 규정하는 계약상의 조건에서 명시적으로 이를 언급한 경우만이 해당

○ 독일에서의 주주 행동주의의 특징

- ESG이슈에 대한 주주행동은 독일의 경우 널리 확대되어 있지는 않음
- 독일 환경부장관은 환경투자에 관한 정보를 공표하면서 펀드와 생명보험회사들이 특히 기관투자자자의 지위에서 제공되는 기회를 최대한 이용하고 있지 않다고 밝힌바 있음<sup>135)</sup>
- 비록 대형 보험사나 보험협회 그리고 대형 뮤추얼펀드의 경우 이와 관련하여 지침을 내린 바 없지만, ESG투자에 전문화한 많은 펀드들은 주주행동을 통해 회사에 접근하려고 상당히 시도하고 있음
- 비판적인 주주의 경우에도 주주행동을 통해 회사에 접근하려고 하는데, 대표적으로 주주연합들의 회원들이 주요 환경그룹의 구성원임

3) 정리

○ 기본전제

- 앞서 한 독일법상의 논의들은 독일정부가 최근 실현하고 있는 지속가능성이라는 전략(sustainability strategy)의 맥락<sup>136)</sup>에서 바라보아야 함

135) Ökologische Geldanlagen, p. 7, ([www.bmu.de/files/pdfs/allgemeine /application /pdf/geldanlage.pdf](http://www.bmu.de/files/pdfs/allgemeine/application/pdf/geldanlage.pdf))

136) Perspektiven für Deutschland- Unsere Strategie für eine nachhaltige Entwicklung, ([www.bundesregierung.de/Anlage587387/pdf\\_datei.pdf](http://www.bundesregierung.de/Anlage587387/pdf_datei.pdf))

- 현재 독일정부는 글로벌한 책임의 인정, 환경보호, 창의적인 사업의 촉진 등을 지속적인 발전의 요소라고 주장하고 있음
  - 이러한 배경 때문에 정부의 환경보호 전략과 투자에 관한 보수적인 법제(적어도 뮤추얼펀드의 경우) 사이에는 분명한 차이가 있음

○ 사회적책임투자에 대한 법적 규율

- 기관투자자가 투자결정시 ESG 이슈를 고려하는 것과 관련하여 독일법상 연금펀드와 보험회사의 적립금에 한해서만 법적으로 인정을 받음
  - 따라서 연금펀드와 보험회사들은 그들이 안전성 및 수익성 등의 투자원칙을 준수하는 한 비교적 이러한 이슈들을 자유롭게 다룰 수 있음
- 반면에, 뮤추얼펀드와 관련해서 법은 ESG이슈에 대하여 침묵하고 있음
  - 따라서 투자이사결정자는 투자자를 위하여 가능한 한 최대이익을 실현해야할 의무를 지므로, 투자회사의 경우 만약 ESG이슈를 계약조건에 포함하지 않는 한 그러한 이슈를 고려할 수 없음

## 마. 이탈리아

### 1) 기관투자자의 유형과 제도 일반

#### 가) 기관투자자의 유형

##### ○ 퇴직연금

###### — 유형

- (i) 강제퇴직연금(mandatory retirement schemes)
- (ii) 보완퇴직연금(complementary pension funds)
- (iii) 추가퇴직연금(supplementary pension fund) 형태의 세 가지 상이한 퇴직연금 형태가 있음

— (ii)와 (iii)는 자산이 별도 풀로 설정되고 전문자산 관리자와 보험사에 의해 운용됨

— 이들은 이탈리아법 체계와 관련되어 제한되어 있음으로써 신탁의 방식으로 운용되지 않음

— 그럼에도 불구하고 전문 운용자는 수탁자로서의 신인의무와 비슷한 의무를 짐

##### ○ 보험회사 적립금

— 보험회사는 적립금의 운용에 있어서 중요한 기관투자자의 하나임

- 이러한 적립금은 보험회사 자체적으로 운용됨
- 또는 펀드 매니저에 의해 보험회사를 대신하여 운용되기도 하는데, 전문 운용자는 수탁자의 신인의무와 유사한 의무를 짐

○ 뮤추얼 펀드

- 뮤추얼 펀드와 동일한 자체 관리 투자회사(self-managed investment companies(SICAVs))는 이탈리아의 투자산업에서 중요한 역할을 수행
  - 전문 운용자는 수탁자의 신인의무와 비슷한 의무를 지님

나) 기관투자자의 투자행위 규제

○ 연금펀드

- 퇴직연금에 관한 한, 운용자는 투자 한도와 투자가능 자산 등 관련한 구체적 요건을 준수하여야함
  - 이탈리아 민법(civil code)의 1176조에 의거 책무를 수행함에 있어 당사자는 'good father of a family' 주의 의무를 짐
  - 이러한 주의 의무에 대한 부합은 전문 행위의 관점에서 평가됨
- 퇴직연금의 운용이 포트폴리오 운용자에게 맡겨지는데, 운용자는 고객과 관련된 포트폴리오 관리 서비스의 규정을 관할하는 법에 의해 상세히 규정된 요구사항을 이행해야 함
  - 고객의 최상의 이익과 시장 건전성에 부합하여 전문적이며 정직하고 공정하게 행동하여야 함
  - 이익의 공시
  - 이해 상충 회피
  - 'know your customer'의 충족
- 공정 거래의 개념은 고객의 최상의 이익 실현을 포함하고, 투자 행위로부터 발생된 이익을 극대화할 의무로 해석됨

○ 보험회사의 적립금

- 보험회사의 적립금의 투자를 관할하는 적절한 법률은 자산운용자의 재량을 제한하는 원칙이 설정되어 있는 것이 아니라 투자가능 자산의 종류를 구체화하고 있음
  - 그러나 적립금의 관리는 건전하고 신중한 운용 기준에 따라 행해져야 함
  - 특히 안전한 투자, 수익성, 유동성, 다양화를 고려하여 투자하여야 함
- 준비금의 운용이 포트폴리오 매니저에게 위탁될 경우, 운용자는 제시된 규정을 행하고 법령에 따라 포트폴리오 관리의 규정에 따른 운용 지침(conduct of business rules)을 준수하여야 함
  - 포트폴리오 관리의 핵심 사항은 운용자가 리스크를 효율적으로 관리하고 중요 리스크 관리의 수단으로 투자를 다양화하는 것임
- ESG 요소 고려에 있어서 명백한 금지사항이 없고 다양화의 의무가 환경투자(green investment)를 포함하는 넓은 의미의 포트폴리오를 의미할 수 있음
  - 또한, 위탁자의 최상의 이익을 위해 행동할 의무는 궁극적인 수혜자에게 재무적 보상을 극대화시켜줄 수 있는 투자를 의미

○ 뮤추얼펀드

- 1998년 금융감독기관의 영업행위규정인 Consob Regulation 11522의 48조에서는 자산 운용회사와 SICAVs는 다음 사항을 준수해야 함
  - 법률에서 규정하는 원칙과 일반 규정에 부합하고 또한 독립적으로 운용할 것

- 집합투자 상품설명서에 설정된 투자 목적(환경적으로 건전한 기업에 투자한다거나 담배, 무기 생산에 투자를 배제한다는 목적 등)을 준수
- 다른 투자자의 희생으로 이득을 보는 행위 금지
- ESG 고려 지침은 없지만 투자 대상 금융 수단, 상품 등에 대한 적절한 지식의 필요
- 비용의 최소화와 수익의 극대화 원칙 준수

- 요약하면, ESG 요소를 투자결정 과정에 포함시키는 것과 관련되어 이탈리아에서는 구체적 법규제가 존재하지 않음
  - 수혜자 이익의 극대화 원칙이 펀드 매니저의 투자 가이드임
    - 반면에 펀드의 목적이 명백하게 ESG는 투자 기준의 일부라고 명시되어 있다면, 펀드 매니저는 이를 반드시 고려해야함

## 2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

### 가) 법적 규율

- 이탈리아의 경우 현재 법상 ESG 요소를 투자 결정에 고려해야 된다는 규정은 없음

### 나) 비법률적 규율

- 이탈리아 자산관리협회에 의해 윤리적 펀드로 분류되고 구체적 투자 정책에 의해 특징지워진 펀드는 사회책임투자펀드로 인식됨

- 이러한 펀드는 재무적 수익을 극대화시키는 상위 개념으로 사회적·윤리적·환경적 고려를 우선시함
- 이탈리아 은행협회, 보험협회, 자산운용협회가 Eurosif에 속한 포럼인 Forum per la Finanza Sostenibile를 구성한 바 있음
  - 동 포럼은 사회책임투자 문화를 증진시키기 위하여 지침 제공
    - 적어도 자발적인 수준에서 ESG 이슈를 투자결정 과정에 반영하도록 하고 있음
- 이탈리아에서도 수동적 스크리닝(Passive screening)은 현재 확산 중임
  - 이탈리아 연기금의 경우 사회책임투자 지표(Ethical Index Euro, Ethical Index Global and Ethical Sustainability Index 등)에 포함되는 기업들이 발행하는 주식에 투자하는 추세가 점증하고 있음

### 3) 향후 전망

- 이탈리아 의회는 이탈리아 정부에 이탈리아 은퇴시스템의 개편을 위한 기능을 위임한 바 있음
  - 정부는 의회가 제시한 기준과 원칙 하에 개혁을 단행할 예정임
    - 의회는 European Commission의 CSR 촉진에 관한 Green Paper를 인정한 바 있음
    - 새로운 은퇴시스템에서는 사회·윤리·환경 요소가 고려될 여지가 있으나, 아직 법제화는 이루어지지 않음

— 또한 이탈리아는 European Occupational Pensions Directive를 실행 중에 있음

- 투자 정책에 관한 구체 사항은 없지만, 동 Directive의 원칙을 수용함

## 바. 스페인

### 1) 기관투자자의 유형과 제도 일반

가) 기관투자자의 유형

#### ○ 연기금

— 연금은 연금운용자(Spanish management company) 또는 규제위원회 (the Control Commission)의 관리·감독을 받는 관리책임자(the Custodian)에 의하여 운영 또는 관리되고 있음

- 규제위원회는 법률규정에 의하여 연금운용자와 관리책임자의 행위를 통제하고 감시하는 운용주체로서 역할을 하고 있다는 점에서 규제위원회의 운용활동은 앵글로 색슨민족의 일반적 신탁개념과 일치하지 않음
- 연금운용자는 연금을 운용하거나 대표하는 것만을 목적으로 하는 유한책임회사(limited liability companies)임
- 반면, 관리책임자는 보관(수탁)의 주체(a Spanish depository entity)로써 증권과 연금의 자산을 관리·수탁하는 임무를 수행하고, 연금관리자의 활동을 관리·감독하며 연금을 위하여 증권을 거래하고 있음

- 연금펀드의 설립증서에는 위험부담(risk-weighting) 및 위험통제절차(risk-control procedures)의 세부내용과 채택된 투자전략(the investment strategies)을 포함한 연금자산의 투자에 관한 상세한 정책의 실행규칙(performance rules)등이 기재
- 연금관리자는 허가받은 제3자에게 (연금에 관한 스페인 법률에서 정하고 있는) 금융자산의 특정한 종류에 관한 관리·경영에 대한 사항을 위임할 수 있음
  - 계약상 합의 내용에 관한 사항은 스페인 법률로 정하고 있음
  - 연금운용자와 관리책임자의 책임과 의무는 재정자산의 관리·경영권을 제3자에게 위임할 지라도 계속 유지됨

○ 보험회사 적립금

- 보험회사는 유한책임회사, 공제조합(a mutual society), 상호협동조합(a co-operative association), 뮤추얼펀드 등 다양한 법적형태를 취함

○ 뮤추얼펀드

- 스페인 법률이 정하는 집합투자형태는 두 종류로 대별

① 투자기금 (Investment funds)

- 투자기금이란 스페인 공동투자 계획관리회사 (SGIIC)와 관리책임자에 의해 운용되거나 또는 다양한 투자자에 의해 소유되는 별도의 법인격을 갖지 않는 기금을 의미

- SGIIC는 기금에 대한 법적 소유권 없이 기금을 관리. 따라서 투자기금의 배타적 목적은 집합자산에 대한 관리와 상품, 권리와 증권 또는 투자자나 수익자에 대해 투자수익을 줄 수 있는 다른 투자 상품에 투자하는 것임
- 투자기금은 설립증서와 운용규칙에 의해 운용되며, 이에는 투자기준과 투자기금의 포트폴리오를 구성하는 증권의 선택에 관한 규칙이 포함
- 또한, 관리회사는 방대한 범위의 영업실적 보고서(performance reports)와 사업설명서를 투자자/수익자와 일반인이 이용할 수 있게 하여야함
- 사업설명서에는 환경적, 사회적 또는 기업지배구조에 관한 사항을 반영해야 함

② 투자회사 (Investment companies)

- 투자회사는 투자기금과 동일한 목적을 가지고 설치된 별도의 법인격을 가지는 유한책임회사를 의미
- 투자회사는 자체적으로 경영을 하거나 공인된 제3자를 정하여 투자회사를 위해 자산을 관리·경영하게 할 수 있음
- 투자회사는 회사의 정관 또는 회사의 설립증서에 따라 경영되며, 일반적으로 회사정관은 투자정책을 결정하는데 있어서 반드시 따라야 하는 기준과 일반적 규칙의 내용을 포함하고 있음
- 또한, 회사 정관에서 규정하고 있는 경우에는 투자회사는 그의 자산운용을 (일부분 또는 전체를) 제3자에게 위임할 수 있음

- 그러나 이러한 위임은 이사회 의 일원에 대하여 최종 수익자에 대한 의무와 책임을 면제시켜주지는 않음
- 투자기금에 적용되는 의무와 유사한 공시의무를 투자회사에 부과

나) 기관투자자의 투자행위 규제

○ 연금

— 일반 규율체계

- 법상 다음의 원칙에 따라 연금기금을 투자하도록 규정하고 있음
- 예측되는(잠재적) 재정적 책임을 질 수 있는 역량
- 수익성 (profitability)
- 분산 (dispersion)
- 다양성 (diversification)

— 스페인연금기금은 법률로써 정하는 투자제한 (펀드의 내부적 투자 실행규칙에 의해 보다 확대될 수 있다) 규정을 준수해야 함

- 이러한 법률은 자산을 참여자와 수혜자의 이익을 위해 투자할 것을 규정하고 있으며, 이해관계가 충돌할 경우에는 참여자와 수혜자의 보호에 우선순위를 두고 있음
- 또한 연금법에서는 투자가 가능한 자산의 종류를 상세히 규정
- 연금의 투자는 단일 항목, 단일 발행인 또는 그룹 등에 대한 과도한 투자가 이루어지거나 리스크가 축적되지 않도록 다양하게 이루어져야 함

- 스페인 법률과 판례법(case law)은 “이해관계”의 의미가 재무적 이익(financial interests)인지 여부에 대해 명확히 규정하고 있지 않음
- 또한, 연금관리자나 관리책임자가 참여자와 수혜자의 “최대” 이익을 위해 투자하여야 된다는 법률적 근거도 존재 하지 않음
- 반면에, 연금의 이익을 위해 투자하여야 된다는 의무는 규정하고 있음
- 다만, 수익성이라는 원칙을 고려하였을 때(비록 법에서 최대의 수익성이라는 것을 규정하고 있지 않지만), 위에서 언급한 4가지 원칙을 위반하지 않는 한, ESG에 관한 사항은 고려될 수 있을 것으로 해석됨

— 법적 의무

- 연금은 신탁적 방법에 의해 운영되지 않기 때문에, 신인의무의 개념은 스페인법하에서는 직접 적용되지 않음
- 그럼에도 불구하고, 연금운용에 참여하는 다양한 당사자들에 대한 법적 의무는 앵글로-색슨 모델에서 규정하고 있는 신인의무와 매우 유사

— 연금규제위원회 (the pension fund’s Control Commission)는 다음의 기능을 수행

- 연금 집행에 관한 규정 준수에 대한 감시·감독 (연금 투자정책에 관한 사항 포함)
- 연금과 관련하여 스페인 법률이 정하는 전문가의 임명
- 연금에 대한 대표 (이 기능은 연금운용자에게 위임될 수도 있음)

- 연금관리자나 관리책임자는 그들이 운용하는 연금의 이익을 위하여 행동하여야 하며, 명백한 의무위반의 결과로 설립된 단체나 수익자가 입은 손해에 대해 책임을 짐
  - 이들에 대한 평가는 특별한 조건에 부합하는 합리적 주의기준에 따라 판단되어야 하고, 투자결정은 단순히 이익 여부에 따라서 평가되어서는 안 됨
  - 이해관계가 상충할 경우에는 참여자와 수혜자의 이해관계를 보호하는 것을 최우선으로 함
  - 합당한 자격요건과 전문 경력을 가진 명망 있는 자가 연금기금의 투자를 운용하여야 함

○ 보험적립금

- 일반적 규율체계
  - 보험자는 채무의 총합을 감당할 수 있는 충분한 적립금을 유지하여야 할 의무를 짐. 이러한 목적으로 적립금은 스페인 보험법에 따라 적절하게 계산되고 적당한 자산에 투자되어야 함
  - 적립금의 금액은 철저히 보험업자의 의무수행을 할 수 있도록 보장되어야 하며, 보험업자의 재정적 의무를 염두해 둔과 동시에 투자의 적합성 수익성, 안정성(safety), 유동성(liquidity) 과 다양성의 원칙에 따라 적립되어야 함
- 법적 의무
  - 이사회는 보험회사 전체에 대한 경영, 관리를 관장함과 더불어 회사를 대표하며, 스페인 유한회사 법(the Spanish Limited Liability Companies Act)에 의거하여 활동과 의사결정을 수행

- 법상 유한회사의 이사회 구성원은 다음의 임무를 수행
- 법을 준수하는 기업인의 주의와 충실한 대표자로서의 주의로서 업무를 수행할 의무
- 성실의무 (duty of fidelity): 회사의 (주주의 개인적 이해관계와 상반되는) 이해관계에 따라 제정된 회사정관 혹은 다른 법규에 의해 부과된 의무의 성실한 수행
- 충실의무(duty of loyalty): 이사의 충실의무는 개인과 회사의 이해관계 사이의 이익충돌을 피하고 이사의 불법적인 행위를 예방하는데 그 목적이 있음

○ 집합투자스킴 (Collective investment schemes)

— 일반 규율 체계

- 집합투자스킴에 관한 법률에 따라 자산은 아래의 원칙에 따라 투자되어야 함
- 유동성
- 위험분산 (투자를 다양화함으로써 그에 따른 위험요소를 최소화)
- 회사의 투자포트폴리오의 명확한 개념 정립. 투자계획은 반드시 관련된 증거자료를 근거로 적절하게 작성되어야함
- 이와 함께, 투자는 공동투자스킴에 관한 스페인 법률이 인정하는 자산에만 가능

— 법적 의무(Legal obligations)

- 집합투자계획에 관한 법상 부과된 의무로 다음의 것이 있음

- i) 법을 준수하는 기업인으로서의 주의와 충실한 대표로서의 주의로서 수행
  - ii) 관리하는 자산의 소유주인 수익자와 주주의 이익을 위해 행동
  - iii) 법적 의무 위반으로 인한 소유주의 모든 손해에 대한 책임을 짐
  - iv) 관리책임자는 수익자와 주주를 위한 일련의 활동에 대한 책임을 질 수 있도록 확인해야할 의무를 짐
- 집합투자스킴에 관한 법률에 따라 관리책임자에 의해 수행되는 모든 활동은 법을 준수하는 기업인의 주의와 충실한 대표로서의 주의를 기울여 수행하여야 함
  - 또한, 관리책임자는 법률위반 행위로 인해 발생된 수익자와 주주의 모든 손해에 대한 책임을 짐
  - 마지막으로, 필요한 경우, 관리책임자는 SGIIC 또는 이사가 수행하는 경영업무에 대하여 감독해야할 의무를 짐

○ 기타

- 각각의 개별 기관투자자를 규제하는 특정 법률과 함께 이들 기관의 투자의사결정에 관련된 의무와 범위를 규정하고 있는 그 외의 법적 근거가 존재
  - 즉, 스페인 주식시장과 직·간접적으로 관련이 있는 활동을 수행하는 데 있어서 기관투자자는 (i) 증권시장법 (Securities Market Law)에서 근거한 각종 행위규범과 (ii) 행위규범에 관한 일반 규정 (the General Code of Conduct for the Securities Markets)을 준수할 것을 요구받고 있음

- 결과적으로 이들 회사(투자회사와 경영회사 포함)는 다음의 사항을 반드시 준수하여야 함
  - 시장의 완전성(integrity)과 고객(customers)의 이해관계를 보호하기 위하여 고객에 대한 배려, 근면, 투명성 등을 바탕으로 그 업무를 수행
  - 자신들의 이익과 고객의 이익사이의 갈등의 요소를 제거
  - 고객에 대한 서비스의 이행을 위해 계약상 고객들이 제공하도록 되어 있는 필요한 모든 정보를 요청
  - 공급된 서비스의 진행과정이나 결과와 관련하여 필요한 정보를 적절한 시기에 고객에게 제공
- 이와 관련하여 ESG가 투자의사결정에 반영될 수 있는지 또는 어떠한 요소들이 의사결정과정에 영향을 미치는지를 알아보기 위하여 고객 조사 (customer surveys)를 실시할 수 있음(단, 제안된 ESG의 협력방안이 다른 종류의 법률(예, 공동투자계획, 연금, 또는 보험회사의 투자원칙)을 위반하지 않는다는 경우에 한함)
- 마지막으로, 공정한 임무 수행의 의미는 단지 재정적 요소들만이 아니라 모든 요소들이 다 고려되어야 함

## 2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

### 가) 법적 규율

#### ○ 연기금 (Pension funds)

- 현재 ESG 요소를 고려하도록 하거나 또는 전적으로 ESG를 금지하는 법률이나 규정은 없음

- 따라서 법원칙이나 법상의 의무 또는 그 이행과 관련된 규정을 준수하는 이상, ESG 관련요소는 투자의사결정과정에서 고려될 수 있음

— 실제 이미 일부 연금은 ESG 요소들을 그들의 투자정책에 반영하기 시작

- 예컨대, 2003년 Telefonica에 의해 구성된 연금관리위원회(the management committee of a pension plan)는 자산의 1 퍼센트를 윤리·사회·환경기금에 할당되도록 결정
- 2003년 9월 Vida Caixa에 의해 설립된 연금관리위원회는 자산의 일부분을 윤리적, 사회적 기준에 따라 관리
- BS Plan Etico Y Solidario는 기금의 일부분을 FTSE4Good Europe 인덱스 기본 자산에 투자

○ 보험회사 적립금

— 법원칙과 의무를 준수하는 한, 투자대상 선택 시에 ESG 관련요소는 고려될 수 있음

- 현행 스페인 보험법상 의무사항이 아님
- 연금과 마찬가지로, 투자결정시 고려해야할 가장 중요한 원칙 중에 하나는 수익성임

○ 집합투자스킴(Collective investment schemes)

— 일반 원칙

- 법원칙과 의무를 준수하는 한, 현행 스페인 법상 ESG를 기본으로 한 투자에 대해 제약을 가할 수 있는 규정은 존재하지 않음
- 따라서 투자기금 또는 투자회사에 의한 투자는 원칙과 의무 또는 이와 관련된 투자정책에 의해서 대상을 선택할 수 있음
- 이는 비록 ESG 관련요소와 관련하여 특정한 법률이 없음에도 불구하고, 이는 ESG 관련요소가 선택과정에서 고려될 수 있다는 의미를 가짐

나) 비법률적 규율

○ 연금협회(The INVERCO)

- 스페인 공공투자계획과 연금에 관한 협회(INVERCO)는 사회적 책임이라는 큰 테두리 안에서 윤리적, 환경적 또는 다른 관련요소의 의미가 무엇인지에 관한 회보를 발간하고 있음
- 협회 회원들은 실질적으로 회보의 기준(guidance)을 준수하고 있음
- 동 회보는 윤리적(ethical)집합투자스킴과 보호적(caring)집합투자스킴을 구분하고 있는데, 이들의 차이점은 후자를 관리하는 회사는 경영 수수료의 일부분을 NGO나 다른 종류의 자선단체에게 기부하는데 반하여 전자는 집합투자계획의 지침서에 의하여 설정된 윤리적, 환경적 또는 사회적 책임의 기준을 따른다는 것임
- 또한 동 회보는 공동투자회사가 투자선정 시에 사용할 수 있는 아래와 같은 분류기준(classification criteria)을 제시
  - (i) 부정적 기준 (Negative criteria): 윤리기준에 부합하지 않는 활동을 통하여 수입 일부 혹은 전부를 획득한 회사에 대한 투자 철회

- (ii) 긍정적 기준 (Positive criteria): 윤리기준 계획을 발전시키는데 긍정적으로 공헌한 회사에 대한 투자 촉진
  - 이들 두 종류의 기준은 통합하거나 비교하여 적용될 수 있음. 예컨대, 해당 회사의 수입의 10 퍼센트 이상이 부정적 기준에 해당되는 활동을 통해서 획득되었을 경우에는 해당회사를 투자 대상으로 선정하지 않을 수 있음
- 회보는 집합투자계획의 지침서에는 형성될 집합투자계획의 자산에 따라 윤리적 기준을 상술하고 있어야 한다고 규정하고 있고, 각각의 투자계획의 틀 안에서 윤리위원회의 설치여부에 관한 사항을 기술하고 있음. 이러한 윤리위원회는 주식과 다른 재정적 수단을 집합계획의 윤리기준에 따라 분류할 수 있음. 즉, 윤리위원회에서 제공된 목록을 바탕으로 SGIIC는 어떠한 주체에 투자를 할지 혹은 투자를 철회할지를 결정할 수 있음
- 회보는 다음의 경우에는 각각의 투자계획 안에 윤리위원회가 필요하지 않다고 명시
- 실질적 투자가 제3자에 의하여 발행된 윤리적 지침(indexes)을 포함한 주식에 투자하는 경우나 특별한 주체(a specialized entity) 또는 지침서의 규정에 따라 윤리적이라고 분류된 주식에 투자하는 경우로 제한되었을 때
  - 윤리적 집합투자스킴이라고 특별한 주체에 의하여 분류된 집합투자계획에 투자하는 경우
- 집합투자계획의 분기보고서는 투자접근방법에 대한 내용을 포함하여야 함. 예컨대 BBK Solidaria, FI는 집합투자계획의 대표적인 예인데, 이들의 투자 정책에서는 회사의 경제활동이 인권(human rights), 국제사법질서(international justice)와 평화와 상충될 경우

에는 해당회사에 대한 투자를 허락하지 않음. 이와 더불어, FI는 부정적 기준 (예, 아동착취, 무기제조, 주류 또는 담배의 판매, 혹은 반 환경물질)과 긍정적 기준(예, 긍정적인 노사관계, 고용인의 기본권 보장, 기회균등, 환경보전 또는 경영의 투명성)을 제정

### 3) 정리

- 스페인 투자법(Spanish investment law)상 투자 의사결정과 관련하여 환경, 사회, 또는 지배구조 관련요소(ESG)를 규율하는 법규정은 존재하지 않음
- 또한, 주주행동을 규제할 수 있는 판례법, 법률, 또는 다른 형태의 규제지침도 제정된 바 없음
- 따라서 연금, 집합투자계획, 보험회사가 하는 투자와 관련하여 ESG 관련요소에 대한 고려는 허용될 수 있을 것으로 해석됨
  - 다만 각각의 기관투자자는 일반적으로 규율하고 있는 법원칙과 의무를 항상 준수하여야함

### 3. 아시아지역

#### 가. 일본

##### 1) 기관투자자의 유형과 제도 일반

###### 가) 기관투자자 유형

###### ○ 연금펀드

— 일본의 연금펀드는 3층 구조로 되어 있음

- 1층과 2층은 공적연금으로서 국가에 의해 제공되는 국민연금과 기업의 고용자가 의무적으로 가입해야 하는 후생연금보험으로 이루어져 있음. 국민연금은 투자보다는 정부예산을 통해 운용되며, 후생연금보험은 연금자금운용기금(GPIF)에 의해 운용
- 3층은 사적 기업에 의해 이루어진 여러 가지 연금들로 구성. 기업연금은 다양한 형태가 있으나 독립된 운영자나 수탁자에 의해 운영되는 투자금으로 조성
- 중요한 기업연금의 하나가 후생연금기금인데, 이는 고령연금의 일부를 국가를 대신하여, 기업의 독자적 연금에 부가하여 지급하는 것임. 기업의 고용자들은 자동적으로 후생연금기금에 가입. 후생연금기금은 스스로 자산을 운용할 수 있으나, 경영능력의 부족으로 인하여 신탁회사나 생명보험회사에 자산운용을 위탁하는 것이 일반적. 그 외 기업연금에는 중소기업퇴직금공제 제도, 적격퇴직연금, 확정급부형 연금, 확정기여형 연금이 있음

○ 보험적립금

- 보험업법과 그 외 규제에서 변액보험에 대해 자산분리 및 고객을 위한 정보공시 등 다양한 규정을 두고 있음

○ 뮤추얼펀드

- 투자신탁및투자법인에 관한 법률은 다양한 형태의 뮤추얼펀드에 대해 규제하고 있음
- 투자회사는 투자자가 회사의 사원이 되며 투자된 펀드를 관리하는 투자운용자와 계약을 체결하는 구조임
- 투자자문업의 규제에 관한 법률(유가증권에 관한 투자자문업의 규제에 관한 법률)에 의해 등록된 투자자문업자는 투자자와 재량적인 투자자문계약을 체결하는 것이 허용
  - 이 계약 하에서는 투자결정과 매매주문을 위한 재량권이 투자자문업자에게 부여됨

나) 기관투자자의 투자행위 규제

○ 일반적 의무

- 민법 제644조에서 기업이나 타인의 재산을 경영하는 사람에 대한 일반적 의무를 규정하고 있음
- 민법 제644조는 다른 국가의 '신중인원칙'과 유사한 형태의 주의의무를 요구하고 있음. 동 조항은 계약에 의해 다른 사람의 사업이나 재산을 운용하는 자는 선량한 관리자로서의 주의의무를 부과함

- 수탁자에게는 신탁일반에 대해 규제하는 신탁법의 원칙에 의해 특정한 의무가 부과됨
  - 신탁법 제20조는 수탁자에 대해 선량한 관리자로서의 주의의무를 부과하고 있으며, 아울러 신탁에 목적에 적합하게 행동할 것을 규정함
  - 아울러 제22조는 수탁자가 신탁재산을 불법적으로 취득하는 것을 금지하고 있음
  - 일반적으로 신탁법은 충실의무가 성립되는 것으로 해석되고 있음. 즉, 수탁자는 수익자를 위해 자신의 의무를 성실히 수행하고 수익자와의 이해상충의 문제가 발생하지 않도록 할 것이 요구되고 있음
- 일본법에서 주의의무와 충실의무의 관계는 명확하게 정리되지 않고 있음

이와 관하여 대표적인 판례인 1970년 1월 24일의 최고재판소 판례는 “충실의무는 주의의무와 구분되지 않는다. 오히려 충실의무는 법원에 의해 형성된 주의의무의 중요한 요소 중의 하나를 나타낸다.”고 분 바 있음

- 대부분의 기관투자자에게 주의의무와 충실의무가 적용되고, 양자의 관계가 명확하지 않은 상태지만 많은 투자관련 법에서는 각 펀드의 형태에 따라 수탁자와 운용자의 책임을 명확하게 규정하고 있음

○ 연금펀드

- 일반적인 주의의무와 충실의무에 더하여 모든 유형의 투자자는 정책결정과정에 적용되는 일정한 원칙을 준수해야 함
- 공적 연금
  - 연금자금기금운용법은 GPIF의 운용자는 펀드를 위해 성실하게 자신의 의무를 수행할 것을 규정하고 있음. 후생노동성은 펀드의 투자원칙 정립을 포함하여 GPIF의 활동에 대해 광범위한 감독권을 갖고 있음
- 기업연금
  - (i) 후생연금기금(FPF) : 후생연금법
    - 기금운용자는 기금을 위하여 자신의 의무를 성실하게 수행할 의무가 있음
    - EPF는 현명하고 효과적인 방법으로 기금을 운용할 의무가 있으며, EPF를 설립하는 고용자에 대해 민법상 주의의무의 부과됨
    - 수익자와 고용자에 대해서 명시적으로 특정의무를 부과하고 있지는 않으나, 고용자에 부과되는 것과 동일한 정도의 주의의무와 충실의무가 부여되는 것으로 이해되고 있음
    - 수탁자는 수익자의 수익을 최대화하여야 하며, 충실의무란 수익자가 이익을 받을 수 있는 권리를 보호하기 위해 안전하고 효과적인 방법으로 투자활동을 하여야 한다는 것을 말함(연금기금협회의 해석)
    - 연금운용자의 활동에 대한 평가는 일반적으로 인정되는 관행을 기준, 전체적인 포트폴리오를 통한 리스크와 수익의 관점에서 평가

(ii) 중소기업퇴직금공제제도(MSMB)

- MSMB를 운용하는 자는 조직을 위해 성실하게 자신의 의무를 수행하여야 하며, 아울러 수익자의 이익을 최대화하여야 함

(iii) 적격퇴직연금(TQPP)

- TQPP의 경우에는 수탁자에 대해 신탁법상 일반적 의무들이 적용되며 TQPP만을 대상으로 하는 특별한 규정은 마련되어 있지 않음
- TQPP의 경우에도 수탁자로서 수익자의 이익을 최대화해야 하는 의무 부과

(iv) 확정급여형기업연금(DB)

- 확정급여부기업연금법의 경우 DB펀드의 운용자인 고용주는 DB펀드나 고용주와 계약을 체결한 다른 수탁자와 마찬가지로 수익자를 위해 성실하게 자신의 의무를 수행하여야 함. 즉, 수탁자로서 이익을 최대화 하여야 함

(v) 확정기여형기업연금(DC)

- 확정각출연금법의 경우 고용주 또는 고용자와 계약을 체결한 수탁자에 대해 수익자를 위해 성실하게 자신의 의무를 수행할 것을 규정하고 있음. 고용주나 개인과 계약을 체결한 수탁자는 수익자를 위해 이익을 최대화하여야 함

○ 보험회사 적립금

- 보험회사의 변액보험계좌의 관리에 대해서 특별한 규정은 없음
- 보험회사는 계약법상의 일반원칙에 의해 보험계약자에 대해 주의 의무를 부담

○ 뮤추얼펀드

- 투자신탁및투자법인에관한법률에 의해 어떠한 투자신탁의 수탁자나 이들과 계약을 체결한 투자운용자는 성실하게 펀드를 운용하여야 하고 선량한 관리자로서의 주의의무로서 신탁업을 영위하여야 함

2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

○ 연금기금

— 공적연금

- 공적연금의 경우 투자판단시 ESG요소를 고려할 것을 의무화하거나 권장하는 법률이나 공식적 가이드라인은 마련되어 있지 않음
- 다만, GPIF의 운용자에게 펀드에 대한 충실의무가 부과되고 있으며, 수익자에 대해 직접적인 의무가 부과되지는 않고 있음
- 더 나아가 GPIF에 대한 민법이나 신탁법상의 주의의무가 성립되기는 어려움. 왜냐하면 펀드와 수익자 사이에는 계약관계나 이와 유사한 관계가 존재하지 않기 때문임
- 그러나 펀드와 그 운용자는 후생노동성이 제정한 투자원칙에 따라야 함
- 결국 후생노동성의 가이드라인이 투자판단시 ESG이슈의 고려를 요구하고 있는가가 문제임. 펀드의 투자결정은 정부에 의해 이루어지기 때문에 또한 이들 결정은 시장에 큰 영향을 미치기 때문에 (펀드의 규모 때문에) 후생노동성은 현 투자원칙의 경우

GPIF가 특정주식을 선택하여 투자하는 것을 금지하고 있음(니케이100과 같은 일반적인 펀드에 투자를 해야 함). 또한 동 원칙은 투자포트폴리오에 포함된 회사에 대해 주주행동을 금지하고 있음

○ 기업연금

— (i) EPF

- 연금기금협회는 2003년 2월 20일에 주주행동에 대한 기준을 발표
- 동 기준은 연금기금협회가 기업이 자신의 사회적 책임, 즉 환경문제와 함께 고객, 고용자, 지역사회와의 관계개선을 장려할 것으로 정하고 있음
- 동 기준은 EPF의 운용에 있어 권장사항이며 구속력을 갖는 것은 아니나, 기업지배구조가 기업의 가치제고에 중요한 수단이며, 사회적, 윤리적 또는 환경적 고려가 기업지배구조의 주요 구성요소라고 이해되고 있으므로 기업의 가치제고를 위해 기업 지배구조에 대해 관심을 갖는 만큼, EPF나 운용자는 펀드의 가치를 지키기 위한 목적으로 자신의 투자판단과정에서 ESG이슈를 고려하는 것이 허용된다고 봄
- 다른 한편으로 투자대상선정과 관련하여 ESG 요소를 고려해야 할 어떠한 법적 요구나 공식적 권고도 존재하지 않음
- 오히려 EPF나 EPF 운용자에게는 수익자를 위해 이익을 최대화해야 할 의무가 있기 때문에 ESG 이슈의 고려가 수익자에게 더 큰 수익을 가져다주지 못하면 신인의무와 충돌할 수 있음

- 그러나 궁극적으로 연금기금협회의 가이드라인은 투자판단에 대한 평가는 우연히 판단한 투자의 성과가 아니라, 적절한 선택지를 확인하고 평가하여 합리적인 판단을 하였는가에 의해 평가될 것을 제안함
- 연금기금협회의 가이드라인이 수익자의 이익을 위해 전념하는 것을 투자판단을 함에 있어 최우선 동기이자 목적이라고 한 것이 아니라, 우연하게 또는 당연하게 영향을 미치는 다른 이해관계를 고려하는 것이 직접적인 직무태만은 아니라고 한 것이 가치 있음

— (ii) MSMB: EPF와 동일

— (iii) TQPP

- TQPP의 투자정책은 일반적으로 수탁자와 고용주간의 신탁계약에 의해 정해짐. 그러나 TQPP의 수익자는 종업원이며 TQPP의 수탁자는 수익자의 이익을 극대화할 의무를 가지고 있음
- 그러므로 위에서 살펴본 EPF의 논의가 TQPP의 경우에도 그대로 적용됨
- 결국 ESG이슈에 대한 고려가 수익자의 이익을 극대화시킨다는 것이 명백하지 않다면, TQPP의 수탁자는 펀드의 포트폴리오를 구성할 때가 아니라 주주로서의 역할 속에서 ESG요소를 고려할 수 있음

— (iv) DB: TQPP 참조

— (v) DC

- 확정각출연금법은 각각의 종업원(수익자)이 투자판단에 있어 일정한 역할을 하도록 하고 있음

- 투자판단에 적용되는 원칙은 뮤추얼펀드에 적용되는 원칙과 유사

○ 보험회사의 적립금

- 보험회사에 의해 운용되는 변액보험계정에 관한 투자원칙은 보험 계약자와의 협의에 의해 정해짐
- 그러므로 보험회사는 수익자의 동의가 있는 범위에서 투자대상을 선별할 때 뿐 아니라 투자 포트폴리오에 포함되어 있는 회사의 주주로서 행위를 할 때에도 ESG이슈를 고려하는 것이 가능
- 그러나 실제로 포트폴리오를 구성하는 경우나 주주로서 행동하는 경우에 환경적인 요인들을 고려하는 보험회사는 매우 드물

○ 뮤추얼펀드

- 뮤추얼펀드의 투자정책은 투자자에 의해 정해짐
  - 그러므로 뮤추얼펀드의 수탁자나 운용자는 수익자의 동의가 있는 범위에서 투자대상을 선별할 때뿐만 아니라 투자포트폴리오에 포함되어 있는 회사의 주주로서 행위를 할 때에도 ESG이슈를 고려하는 것이 가능
  - 실제로 뮤추얼펀드의 구성원은 이미 자신의 포트폴리오를 구성할 때 환경적인 측면을 고려하고 있음

### 3) 정리

- 일본의 경우 뮤추얼 펀드를 운용하는 투자회사는 이미 ESG 이슈를 고려한 다양한 투자 상품을 소개하고 있음. 이러한 상품에 있어서 ESG 이슈는 주요 판매 포인트의 하나인 것으로 보이며, 이러한 상품의 존재는 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자에 의해서도 인정받고 있음
  - 그러나, 법적인 측면에서 ESG이슈에 대한 고려는 아직 초기단계에 머물고 있으며, 이익극대화의 원칙은 투자시장이 규제체계에 뿌리 깊게 남아있고, 투자대상의 선별이나 주주행동은 수익자의 이익극대화 원칙을 실현하기 위한 경우에만 이루어져야 함
  - GPIF와 EPFs의 수동적인 태도도 사회책임투자의 발전에 장애가 되고 있음
    - 이들은 버블경제 붕괴 후 재정적인 어려움을 경험하였으며, 따라서 사회적 책임보다는 이익극대화에 더 많은 신경을 쓰고 있음
    - 예컨대 환경성이 2002년 발행한 ‘금융산업에 있어서 환경친화적 행동에 관한 보고서’에 의하면 일본의 금융산업에 있어서 환경친화적 행동은 미국이나 유럽에 비해 매우 약한 것으로 보고되고 있으며, 환경과 사회적 공정성을 증진하기 위한 보다 많은 논의들이 필요하다고 지적한바 있음
  - 결론적으로 법상 사회책임투자에 관한 명시적인 규정은 없음
  - 다만, ESG이슈와 예상되는 수익간의 상관관계에 대한 실증조사가 나오고 있는 것을 감안하여, 논란의 여지는 있지만 긍정적인 결과가 나온다면, 투자 포트폴리오를 구성할 때 ESG 요소를 고려하는 것이 바람직함

## 나. 호주

### 1) 기관투자자의 유형과 제도 일반

#### ○ 회사법의 적용

- 회사법에서는 회사와 이들 회사의 이사 및 임원에 적용되는 법적 의무에 관한 규정을 두고 있음
- 이러한 의무들은 수탁자로 활동하는 회사, 보험회사, 책임 있는 실체(Responsible Entity)를 포함하여 모든 회사에 확대 적용됨
- 이중 특히 관련 있는 것으로 다음과 같은 것들을 들 수 있음<sup>137)</sup>
  - i) 회사의 지위에 있을 경우 합리적인 자가 행사할 정도의 주의 를 기울이고 부지런할 의무
  - ii) 선의에 의한 경우로 회사이익의 극대화 내지 적절한 목적이 인정되는 경우 의무 면책
  - iii) 선의에 의한 경우로 정직하게 지위나 정보를 이용하고 부 적절하게 지위나 정보를 이용하지 않을 의무

#### ○ 연금펀드 (Superannuation funds)

- 이러한 유형의 펀드에는 국민연금펀드(다양한 형태의 연금 포함), 예금펀드, 연금신탁(superannuation funds의 수탁자가 펀드자산을 신탁하는 경우)등이 포함
- 이들 펀드들은 신탁의 형태로 운용되며, 펀드의 수탁자는 호주의 금융업자인가(AFS 인가)를 받은 자일 수도 있고, 아닐 수도 있음

<sup>137)</sup> 회사법 제180조, 181조, 184조

- 연금펀드의 수탁자에 대해 부과되는 주된 의무와 책임은 수탁증서에 기재되어 있음. 이외에 법률<sup>138)</sup>과 정책지침도 수탁자의 행동과 공시의무 및 인가를 규율하는 주된 규제수단이 됨

① 법적 의무

- 연금신탁의 수탁자는 오로지 퇴직 시 구성원들에게 금전적 혜택을 제공할 목적으로 펀드가 유지되도록 담보하여야 함<sup>139)</sup>
- 이는 '단일 목적기준'이라고 알려져 있고 펀드의 수탁증서의 조건을 붙여 무효화하지 못함
- 연금산업감독법인 SIS법 (Superannuation Industry(Supervision) Act)에서는 신탁의 경우 수탁자에게 적용되는 다음의 의무를 규정<sup>140)</sup>
  - i) 기구에 영향을 미치는 모든 사안에 대해 정직하게 행동할 것
  - ii) 통상의 신중인이 그가 도덕적으로 제공하도록 의무가 있는 다른 사람의 재산을 처리할 때 기울이는 정도의 주의, 기술을 행사하고 부지런하게 행동할 것
  - iii) 수익자의 이익극대화가 되도록 행동할 것
  - iv) 기능과 권한의 적절한 실현에 방해가 될 수 있는 것은 하지 않을 것

---

138) 회사법 제7장과 연금산업법(Superannuation Industry(Supervision) Act 1993, Cth, SIS Act))

139) SIS Act 제62조

140) 명시적인 규정이 없는 경우 SIS법 제52조에서는 그러한 특약이 펀드에 적용되는 규칙에 포함되어 있는 것으로 간주된다고 규정하고 있다.

v) 다음의 모든 상황을 고려하여 투자전략을 설계하거나 실현할 것<sup>141)</sup>

vi) 수익자로 하여금 특정 정보에 접근할 수 있게 할 것

② 보통법상의 의무

- 집합투자스킴의 Responsible Entities에 적용되는 유사한 보통법 상의무가 연금의 수탁자에게 적용

○ 생명보험회사의 적립금

— 생명보험회사의 경우 반드시 생명보험사업을 위한 법정 적립금을 별도로 마련해야 함<sup>142)</sup>

- 적립금의 지출은 준비금펀드 내에서 생보사 사업용도로만 사용될 수 있으며, 생명보험회사의 채권자들은 보험가입자의 권리에 후순위에 놓임. 즉 적립금의 자산은 보험가입자의 보호에 사용됨

— 적립금은 신탁이 아니며, 보험가입자는 펀드 또는 그 자산에 대해 형평법상의 권리가 인정되지 않음

— 보험회사의 운영을 규제하고 있는 규정이 다수 존재<sup>143)</sup>

---

141) 이에는 다음과 같은 것들을 예로 들 수 있다. 즉 (1) 목적과 기대되는 현금흐름요건을 고려하여 투자로부터 있을 수 있는 가능한 수익, 수익을 실현하거나 보유하는데 관련한 위험, (2) 투자분산의무 (3) 책임준비금을 잘 관리하여 현재 또는 장래의 채무에서 면책될 수 있게 할 능력 등

142) 1995년 생명보험법에 규정

143) 회사법 제7장, 생명보험법, 계리사 기준, 1973년 보험법, 1984년 보험계약법, 생명보험사와 APRA Circulars에 적용되는 APRA 재무건전성 기준과 규칙

- 특히 건전성 감독기구인 APRA는 생명보험회사와 적립금의 건전성을 규제하는데 포커스가 맞추어져 있는 반면, 적립금 그 자체에 대한 규제는 주로 생명보험법에서 취급
- 생명보험법은 적립금의 투자와 관리에 관해 자세한 의무와 요건을 규정

① 법적 의무

- 생명보험법에서 적립금의 사용에 대해 여러 요건을 규정
- 구체적으로 보면, 생명보험회사와 이사는<sup>144)</sup> 투자, 관리, 운영에 있어서 회사가 펀드를 표창하는 보험증권의 소유자 및 장래의 소유자의 이익을 우선하도록 합리적인 주의를 기울일 것과 성실하게 수행(due diligence)할 의무가 부과됨
- 이 외 책임준비금의 재산은 펀드의 비즈니스를 촉진할 수 있는 방식으로 투자할 것을 요건으로 하고 있음<sup>145)</sup>

② 보통법상의 의무

- 생명보험회사가 지는 보통법상의 의무로 다음과 같은 것이 있음
  - i) 선관주의의무
  - ii) 선의로 행동할 의무와 적절한 목적을 위하여 권한을 행사할 의무
  - iii) 피보험자와 보험자 모두를 구속하는 최대의 선의의 의무  
(비록 이러한 의무는 보험자에게는 덜 빈번히 적용되지만)

---

144) 생명보험법 제48조

145) 생명보험법 제43조 제2항

○ 집단투자스킴(managed investment scheme)

- 이는 개별투자를 집합한 것으로, 투자자들은 스킴이 산출하는 수익에 대하여 권리를 가짐
- 일반적으로 이러한 스킴은 책임 있는 실체(Responsible Entities, 스킴을 운용할 수 있게 AFS인가를 받은 공개회사)에 의해 운영되며, 이러한 회사는 2001년 회사법과 스킴의 정관에서 규정하고 있는 기능을 반드시 수행해야 함
- 집단투자스킴에는 현금관리신탁(cash management trusts), unit trusts(상장, 비상장 신탁, 공개 또는 폐쇄회사)와 통상적인 펀드 등이 있음
  - Responsible Entity의 행위는 다양한 규정에 의해서 규제됨<sup>146)</sup>
  - 이러한 법적 규제에는 증권투자감독위원회인 ASIC(Australian Securities and Investments Commission)에 의한 펀드 등록이 포함
- 펀드매니저들의 주된 의무와 책임은 투자관리계약은 물론, 스킴의 정관과 컴플라이언스계획(compliance plan)에 포함되어 있음
  - 정관에서는 스킴의 운영에 영향을 미치는 다양한 사항들을 규정하고 있으며, 컴플라이언스계획에는 회사법과 정관의 준수를 담보하기 위하여 취해지는 조치들에 관해 상세히 규정하고 있음
- 법적의무
  - 회사법에서는 집단투자스킴(managed investment scheme)인 Responsible Entities에 대해 많은 의무를 규정하고 있음
  - Responsible Entity에 적용되는 의무는 다음과 같음

146) 회사법 제5C장, 7장, ASIC가 발한 정책선언서, Class Orders 기타

- i) 정직하게 행동할 것
- ii) Responsible Entity의 지위에 있을 경우 합리적인 사람이 행사하였을 정도의 주의를 기울이고 부지런할 것
- iii) 구성원의 최대 이익을 위하여 행동할 것. 구성원의 이익과 자신의 이익이 상충되는 경우 구성원의 이익을 우선시할 것
- iv) 스킴의 재산을 재산의 성질에 맞게 정기적으로 평가할 것. 그리고 스킴의 재산을 명확히 구분하고 Responsible Entity의 재산과 분리하여 보유할 것
- v) 스킴의 정관과 컴플라이언스계획(compliance plan)을 준수할 것<sup>147)</sup>

— 보통법상의 의무

- Responsible Entity의 법적 의무는 보통법상의 의무와 병존
- 다음의 보통법상의 수탁자의무가 수탁자(스킴재산의 보유자)인 Responsible Entity에 적용
  - i) 신탁의 요건을 준수하고 실행할 것<sup>148)</sup>
  - ii) 수익자간에 공평하게 행동할 것<sup>149)</sup>
  - iii) 신탁재산을 적절하게 투자할 것
  - iv) 합리적인 주의를 기울일 것

— 이외에 보통법상 존재하는 충실의무에는 다음과 같은 것이 있음

- i) 정직 및 충성의무
- ii) 자신의 이익보다 구성원의 이익을 우선할 의무

147) 회사법 제601FC, 601FD, 601FE

148) Youyang Pty Ltd v Minter 92003) 77 ALJR 895

149) Equitloan Ltd v ASC (2003) ACLC 1,056

- iii) 공평의무
- iv) 정보를 유용하지 않을 의무
- v) 주의를 기울이고 부지런할 의무

## 2) 기관투자자의 ESG 고려에 대한 규율

### 가) 개관

#### ○ 특징

- 미국이 ESG시장을 선도해온 것과 달리 호주의 경우는 그 발전이 매우 더딤
- 호주의 학자들은 이와 같이 더디게 전개되고 있는 이유로 다음과 같이 말함<sup>150)</sup>
  - 즉 ESG가 무엇인지에 관한 정의에 대한 이슈의 부존재
  - ESG펀드가 시장과 비교할 때 수익률이 낮다는 인식의 존재. 비록 수많은 호주 ESG펀드들의 수익은 그렇지 않지만 그러한 결론을 뒷받침하는 실증적 연구들이 적은 편
  - ESG투자의 경우 펀드매니저의 행동이 그들 펀드의 구성원 내지 투자자에 부담하는 충실의무에 위반되는 지에 관한 혼란의 존재. ESG는 투자 폭에 제한을 가져옴으로써 폭이 넓은 시장과 비교할 때 성과가 낮다는 인식과도 관계가 있음
  - 투자자 수요의 결여

---

150) Allen Consulting Group

○ 판례의 태도

- 호주에서는 투자결정시 ESG이슈를 고려하는 것과 관련하여 신인 의무를 다루는 판례법은 존재하지 않음
  - 다만 호주법원에 이러한 이슈가 어떻게 다루어질 지에 관해 가장 좋은 지침이 되는 것이 영국판결이라는 점에는 학자들이 공감하고 있음

○ 실무의 태도

- 호주의 펀드매니저들은 전통적으로 ESG투자는 그들의 충실의무의 수행(수익자의 최대이익을 위해 행동할 의무를 포함하여)에 합치되지 않는다는 견해를 취해 옴
- 이렇게 본데는 두 가지 이유가 있음
  - 하나는 ESG투자는 전통적인 투자와 비교할 때 재무적 성과측면에서 낮다는 인식이 있기 때문임
  - 두 번째는 호주에서 전통적인 입장으로, 윤리투자는 가장 변동이 심한 포트폴리오를 만든다는 것임. 왜냐하면 이러한 투자는 분산투자를 저해하고 포트폴리오에 가중치를 줌으로써 위험을 확대한다고 보기 때문임<sup>151)</sup>

○ 학계의 태도

- ESG투자를 긍정하는 입장

---

151) Donnan, Regulating ethical investment: Disclosure under the Financial Services Reform Act, *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, 13(3)(September 2002) 155, p. 170

- 최근 투자결정이 현대적 포트폴리오 접근방식 - 즉 이는 위험한 투자와 위험하지 않은 투자를 다양하게 포함함으로써 전체적인 투자수익은 적극적인 재무성과를 제공한다고 하는 이론 - 에 기초하여 행해질 경우 신인의무를 위반하지 않으며 안전하게 ESG전략을 추구할 수 있다는 주장이 일부 제시되고 있음
- 즉 재무적 성과를 무시하지 않고 비재무적 성과에 우선하여 펀드채산을 합법적으로 근로 내지 환경기준의 개선, 인권, 동물보호의 목적을 위하여 실행할 수 있다고 주장<sup>152)</sup>
- 그 외 시장의 분석과 문헌들을 지적하면서 ESG이슈에 기초한 투자는 사실 동등하거나 혹은 더 나은 성과를 가져올 수 있다는 주장도 있음

— ESG 반대입장

- 그러나 이에 대해 반대하는 견해도 적지 않는데, 대표적으로 Hoggett and Nahna은 재무적 성과와 사회적 책임은 함께 하지 못한다는 자신들의 주장을 뒷받침하기 위하여 시장의 수치를 제시한 바 있음<sup>153)</sup>

○ 연금 - '단일 목적기준(sole purpose test)'

- 호주의 경우 연금관리자들은 전통적으로 단일 목적기준이 ESG 이슈를 고려하여 투자결정을 하는 데 있어 방해가 된다는 입장을 취함<sup>154)155)</sup>

152) 호주의 법원은 영국의 법원을 따를 것이라고 한다. 참조할 글로는 Andrew Leigh, *Caveat Investor: The Ethical Investment of Superannuation in Australia*, (1997), 25 *Australian Business Law Review* 341, p. 348, referring to *Cowan v. Scargill* [1984] 3 *WLR* 501; *Harries v Church Commissioners* [1992] 1 *WLR* 1241

153) Hoggett and Nanhan, *The Financial Services Reform Act: A Costly Exercise in Regulating Corporate Morals*, August 2000, IPA Backgrounder Vol 14/1, p. 10

- 학자들은 이에 대해 다양한 해석을 통해 장애가 되지 않는다고 주장하고 있음
  - 대표적으로, Leigh는 동법 제62조의 기준은 사실은 주된 목적기준이라고 주장. 그는 이러한 결과는 Federal Commissioner for Taxation v. Roche에서 Pincus판사가 한 판결에서 추론된다고 주장
  - 반면에 다른 학자들은 유일의 목적기준이 연금이 비재무적 요소를 고려하는 것을 방해한다는 주장을 극복하기 위하여 다른 접근방식을 제안하고 있음. SIS법에서는 모든 연금 수탁자들은 투자전략을 구성할 것을 요구하고 있음.<sup>156)</sup> 만약 수탁자가 그러한 투자가 투자전략에 부합하는 것을 입증할 수 있으면, 비록 그러한 투자는 ESG이슈를 고려하였을지라도, SIS법은 손해나 손실에 대한 주장에 대하여 면책됨. <sup>157)</sup> 그러므로 수탁자는 그러한 전략이 투자목적에 관한 한 그리고 사회적 내지 윤리적인 것이 목적이 아닌 한 ESG전략을 채택하는 것이 엄격하게 제한되지는 않는다고 봄<sup>158)</sup>

154) 그러나 이와 달리 일부 학자들은, 예컨대 Andrew Leigh는 연금관련 입법에서도 투자결정시 수탁자로 하여금 비재무적 고려요소를 취할 여지가 있다고 주장하고 있다. Leigh, op. cit., p. 343,

155) 이 판결에서 판사는 다음과 같이 판시하였다. 펀드의 경우 비록 이러한 원칙이 유지되어온 중요한 이유는 세계상의 목적이라고 하더라도 제23F에서의 목적(구 sole purpose test)을 위하여 유지되어야한다는 것이 나의 견해이다(1991) ATC 5024 at 5027

156) 제52조 (2)항 f

157) 제55조 제5항

158) P.U. Ali and T. Russell, Investor Remedies against Fiduciaries in Rising and Falling Markets (2000), 18 Corporate and Securities Law Journal , p. 326, 329-330

- 이외에 수탁자는 수익자 우선 및 그러한 투자는 수익자에게 경제적 혜택을 줄 것이라는 충분한 증거가 제공되는 한 이에 기초하여 ESG전략을 취할 수 있다고 봄. “윤리적 투자선택이 - 비용과 위험 수익분석을 포함하여- 채택되고 종합적으로 구성 원에게 설명되는 한, 수탁자의 법적 의무는 충족된다.<sup>159)</sup>

나) 법적 규율

○ 공시규제 - 회사법 제1013D(1)

— Financial Services Reform Act 2001(Cth)에서는 제7장을 회사법에 신설

- 동법에서는 금융상품 생산자에 대하여 소매 고객에 대하여 서비스와 상품에 관한 특정 정보를 포함한 상품공시설명서 (Product Disclosure Statement, PDS)를 제공할 것을 의무화
- 이에 따라 동법은 1013D(1)(1)를 회사법에 신설
- 이 규정은 투자성 요소를 가진 상품의 경우, 상품설명서인 PDS에 투자의 선택, 유지, 실현에 있어 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 요소를 어느 정도 고려했는지를 공시한 사항을 포함하도록 하고 있음
- 이러한 투자성 상품에는 연금상품, managed investment products 과 투자성 생명보험상품이 포함<sup>160)</sup>

159) Phillip Spathos, Lawyer, IFS Fairly, quoted in A. Driver, Super Review (May 2000) 20, p. 22

160) 1013D(2A)

- 투자 상품의 생산자는 반드시 소매고객으로서 상품을 살지 여부에 관한 투자결정에 합리적으로 요구할 것으로 보이는 위의 정보를 포함하여야하며,<sup>161)</sup> 합리성은 생산자의 입장이 아니라 소매고객의 입장에서 평가됨<sup>162)</sup>
- 동법 1013D (1)(1)의 요건은 영국의 1996년 직업연금스킴(투자)법(Occupational pensions Scheme(Investment) Regulations 1996)의 개정을 모델로 한 것임

○ 2001년 회사법

- 회사법 1013D(4)에 의거해 하위규정에서 상품설명서에 담을 정보를 자세히 규정
- 2001년 회사법에서는 상품설명서에 포함할 정보로서 다음을 규정
  - 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 요소가 고려되지 않았는지 혹은 이들 중 단일요소 내지 복수의 요소가 고려되었는지 여부
  - 특정 요소 중 어느 것을 고려하였는지
  - 생산자가 고려한 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 고려요소로서 각각의 기준과 고려사항
  - 투자선택, 유지, 실현에 있어 고려한 정도<sup>163)</sup>
- 회사법상의 공시규정은 상품생산자가 반드시 근로기준, 환경, 사회적, 윤리적 고려사항을 고려하여야 한다고 명시하고 있지는 않음

---

161) 1013D (1)

162) ASIC, 1013DA Disclosure Guidelines, December 2003, p. 11

163) 회사법에서는 PDS에 하자가 있는 경우 다양한 제재조치도 함께 규정하고 있다. 예컨대 1021D, 1021 E, 1021 F

- 단지 상품설명서에서는 명시적으로 그러한 고려가 투자과정에서 취해졌는지 여부만을 명시하도록 하고 있음
- 그러나 일부 학자들은 실제 선택권은 없다고 주장하고 있음. 왜냐하면 상품생산자가 고려하지 않았다고 표시하면 압력단체 및 미디어가 생산자로 하여금 비윤리적이고 비사회적이라고 비난할 것이기 때문에 선택권은 없다고 주장하고 있음<sup>164)</sup>
- 실제 실무에서는 극히 소수의 상품설명서(PDS)만이 투자결정과 실현, 보유 등에 있어 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 이슈들을 고려하였다는 것을 보여주고 있음
- 게다가 상품생산자들이 그들이 이러한 고려를 하지 않았다고 하는 많은 경우 그러한 결정에 이른 이유는 구성원과 수익자의 재무적 수익을 극대화하고자 하였기 때문이라고 설명하고 있음

— 회사법상의 공시와 충실의무와의 관계

- 신설된 투자에 관한 공시규정과 관련하여 다툼이 일어나는 부분은 신인의무와의 관계임
- 즉 ESG투자를 결정하는 경우 펀드매니저의 신인의무에 저촉될 가능성이 있는 경우에도 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 요소들을 고려할 수 있는지 여부가 됨

---

164) Donnan, pop. cit., p.3

<학계의 상반된 의견>

- 일부 학자들은 그러한 이유에 기초하여 투자선택이 이루어진다고 회사법에서 인정하는 경우 신인의무를 무시하는 것이라고 주장
- 반면에 Julian Donnan과 같은 학자들은 법원이 그러한 주장을 받아들일 것이라는 데 의구심을 나타내고 있음
  - i) 우선, 회사법상의 공시규정은 공시에 관한 것이지, 다른 광의의 규제체계 및 펀드운영에 관한 일반법상의 원칙과 관련이 없다고 주장하고 있음
  - ii) 둘째, 윤리적으로 투자하는 것과 신인의무를 준수한다는 것은 상호 배타적인 활동이 아니라고 함. 신인의무는 수탁자가 ESG이슈보다 수익자의 재무적 이익을 우위에 두는 경우 환경, 사회, 윤리적 이슈와 함께 인정될 수 있으며 또한 신인의무라는 형평법상의 원칙을 무시한다고 볼 수 있는 입법적 의도는 보이지 않는다고 주장하고 있음

○ ASIC 가이드라인

— ASIC는 공시에 관한 구속력 있는 가이드라인을 발표한 바 있음

- 이는 Product Disclosure Statement(and other obligations)이라는 것이며, 이는 상품설명서를 준비하는 생산자에게 상품에 대한 가이드라인으로 제공
- 이 가이드라인에서는 근로기준 내지 환경, 사회, 윤리적 기준이 투자결정에 있어 고려되었다고 상품설명서에 써 있는 경우에 적용되는 요건을 규정하고 있음<sup>165)</sup>

165) ASIC, Disclosure: Product Disclosure Statements( and Other disclosure obligation) [PS 168], updated May 2005

- 이 가이드라인은 상품생산자로 하여금 소매고객에 대하여 기준 및 고려요소에 있어 취한 방법에 대하여 상세히 충분히 제공 할 것을 요구하고 있으며, 기준 및 고려사항과 관련하여 사용한 가중치 및 상품생산자의 보유 및 실현정책에 대한 설명을 포함하도록 하고 있음
- 상품설명서에는 반드시 방법의 준수여부에 대해 점검을 받는지 혹은 평가를 받는지, 그리고 점검 내지 평가에 시차가 있는지, 투자가 더 이상 나타낸 투자정책과 맞지 않을 경우 어떻게 할 것인지에 대한 설명도 포함하여야 함
- 이외에 가이드라인에서는 상품설명서에서 반드시 기준 내지 고려사항을 평가하는데 사용될 특정 기준 내지 메커니즘을 밝히도록 하고 있으며, 고객이 사용된 접근방식에 대해 더 알 수 있는 곳도 적시할 것을 요구하고 있음
- ESG고려사항은 두 가지 측면에서 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있음. 우선, 투자의사결정과정의 일부로서 투자의 재무적 가치에 영향을 미칠 수 있으며, 다른 하나는 투자에 관해 의사결정자가 추구하는 목적에 관련됨



## IV. 사회책임투자관련 해외 제도의 시사점

---

1. 제도현황 일반
2. 규제 전망과 과제



## IV. 사회책임투자관련 해외 제도의 시사점

### 1. 제도현황 일반

#### 가. 투자의사결정 절차에 있어 시사점

- 투자결정시 올바른 절차를 따라야 한다는 것은 앞서 검토한 모든 국가의 투자에 관한 의사결정을 규제하는 법제에서 공통적으로 요구하고 있음을 확인할 수 있음
  - 예컨대, 보통법국가의 경우 이러한 요구는 신중의무에서 오며,
  - 대륙법국가에서는 이익을 추구할 의무 내지 수익자의 이익을 위하여 양심적으로 행동할 의무가 대표적임
  
- 올바른 절차에 따라야한다는 요건에 부합하기 위해서는 의사결정자는 결정에 관련한 가치에 영향을 미치는 것을 포함하여 관련 모든 요소에 관해 고려하는 것이 바람직한 것으로 판단됨
  
- 다만 의사결정자가 매 결정마다 어느 정도 ESG이슈를 고려하여야 하는가와 관련하여서는 단정할 수 없지만, 다음과 같이 행동하는 것이 바람직한 것으로 보임
  - 최소한 ESG에 대한 고려가 투자가치를 올바르게 분석함에 있어서 역할을 한다는 것을 입증하는 믿을 만한 증거들이 다수 존재하고 있는 점을 고려할 때 이들 증거를 무시하여 행동하는 것은 주의 의무 위반이 될 수 있을 것임

- 그 이유는 무시할 경우 투자결과에 부적절한 가치를 줄 수 있기 때문임<sup>166)</sup>

— 주의할 것은 ESG사항을 고려한다는 것은 개별적인 고려사항 내지 개별적인 고려사항들의 범주가 동등한 비중으로 고려되어야 한다거나 투자에 관한 결정시 각 고려사항에 주어진 비중을 반드시 수긍해야한다는 것을 의미하는 것은 아님

- 이 경우 고려사항을 어떻게 정의하고 분석할지에 대해서는 차이가 있음
- 의사결정자가 궁극적으로 특정 투자에 관해 ESG를 고려할 경우 재무적 성과에 중대한 영향을 미치지 않을 것이라고 결론내릴 수도 있음
- 그러나 그렇다고 하더라도 ESG 고려사항을 확인하지 않은 것과 비중을 평가하지 않은 행위를 정당화하지는 못할 것임

○ 게다가 많은 입법례의 경우 특히 연기금과 관련하여 투자이사결정자로 하여금 그들이 ESG사항을 고려했는지 여부 및 그 정도를 공시하도록 하는 입법조치를 취하고 있음

— 이처럼 ESG와 투자에 관한 의사결정이 관련 있음을 입법적으로 뒷받침하는 것은 비록 결과적으로 비중을 하나도 두지 않았다 하더라도 의사결정자는 반드시 일정 수준은 ESG이슈를 고려해야한다는 것을 뒷받침하는 또 하나의 중요한 판단요소가 됨

---

166) 기후변화가 가치에 영향을 미친다고 인정되는 환경적 고려사항의 명백한 대표적 인 예이다.

<표 IV-1> ESG요소 공시의무화 현황

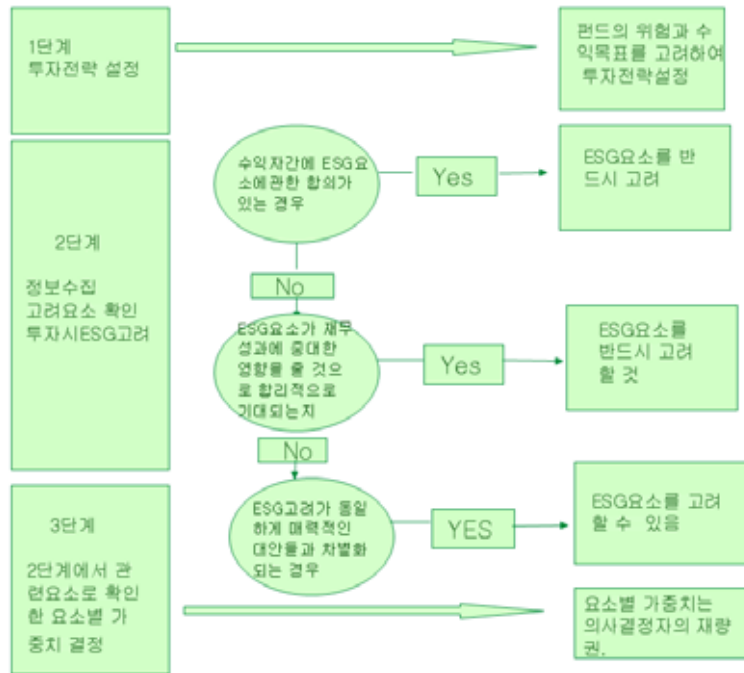
미국·캐나다	미국	없음
	캐나다	없음
유럽	영국	의무화
	프랑스	의무화
	독일	의무화
	이탈리아	의무화(Pending)
	스페인	없음
아시아	일본	없음
	호주	의무화

나. 투자 의사결정의 실제 요건의 시사점: 목적에 부합할 것

- 목적에 부합하여야 한다는 이슈와 관련하여서 영미법계의 경우 보통 법상 목적에 부합하도록 행동할 의무에서 야기되며, 대륙법계의 경우 의사결정자로 하여금 궁극적으로 수익자의 이익을 위하여 행동할 것을 요구하고 있는데서 야기
- 특히 신인의무(Fiduciary duty)가 적용되는 경우 이 의무는 투자 의사결정자가 추구하여야 할 목적을 제한함
  - 투자에 관한 의사결정자들은 반드시 그들이 행동해야 할 수익자의 이익을 위하여 그리고 신탁조건에 부합하도록 행동하여야 함

- 투자권한의 목적이 대부분의 기금과 같이 수익자를 위한 재무적 수익을 추구하는 경우 의사결정자는 그들이 관리하는 기금의 투자결정시 이를 우선적인 목적으로 하여야 함
  - 그러나 이는 투자 건건이 이익극대화를 추구하는 것을 요구하는 것은 아니라고 해석되며, 이러한 해석은 신중인원칙을 포트폴리오이론에 의해 뒷받침하고 있는 미국의 입법에서도 뒷받침 될 수 있음
- 수익자의 이익을 추구하여 행동할 의무란 기본적으로 어떠한 투자결정도 의사결정자의 이익만을 위하여 내지 자산의 개인적 입장에 영향을 줄 목적으로 해서는 안 된다는 것을 의미하는 것임
- 여기에 자기이익을 추구하는 상황이 아닌 경우로, 수탁자인 투자의사결정자가 재무적 수익을 넘어 ESG에 대한 고려사항을 투자결정에 반영할 수 있는지에 대해 각국은 공통되게 다음과 같은 입장을 보이고 있음
- 적어도 수익자가 동의한 경우에는 ESG요소를 투자결정시 고려할 수 있음
    - 따라서 투자유형을 배제하려고 하는 의사결정자는 그러한 배제를 옹호하는 수익자간의 합의를 중요시할 필요가 있음
  - 또한 ESG 요소가 재무적 성과에 중대한 영향을 미칠 것으로 합리적으로 기대되는 경우에는 고려하는 것이 요구됨
  - 여기에 전체 투자전략적인 측면에서 동등한 매력을 가진 많은 대안의 하나로 ESG고려사항을 포함하여 재무적 기준의 분석에 전력을 다하는 경우에도 주의의무 위반이 되지 않을 것으로 보임

<그림 IV-1> 투자결정시 ESG요소 반영 절차 흐름도



## 2. 규제전망과 과제

### 가. ESG를 고려하여 투자할 의무 부과/ ESG를 고려하여 투자한 의사결정에 대한 책임면책 방안의 검토 및 입법적 모색

- 규범적으로 ESG를 고려하여 투자하는 것이 바람직하다는 데에는 이의가 없을 것임

- 그러나 ESG를 고려하여 투자하도록 규제화하는 것이 필요한 가라는 점에서는 어느 나라나 이견이 적지 않음
  
- 따라서 ESG를 고려하여 투자기관으로 하여금 투자하도록 강제화하는 입법은 현 시점에서 적지 않은 부담이 될 수 있음
  
- 그러한 이유는 특히 다음의 세 가지 요소에 근거함
  - 우선, 실증적 연구결과에서 ESG고려요소와 재무적 성과 간에 상관관계 있음이 점차 높아지고 있으나, 이러한 결론이 다수적 지위를 점하고 있지 않은 점,
  - 또한 앞서 각국의 입법례에서도 나타나고 있듯이 현재 ESG이슈를 고려하여 투자하도록 강제화하고 있는 나라는 거의 없는 점 등에서 그러함
    - 다만 ESG이슈를 고려하여도 주의위반이 아니라는 명문의 규정을 두는 나라로 캐나다 주법이 있음 (캐나다 Manitoba의 경우 수탁자로 하여금 투자정책을 준비함에 있어 비재무적 기준에 의하더라도 일정한 신중요건을 충족하는 한 충실의무위반이 되지 않는다고 하는 점을 명시적으로 규정하는 입법을 한 바 있음)
  
- 그러나 이러한 논거는 적어도 다음의 경우에는 오히려 투자결정에 있어 ESG이슈를 고려하는 것이 반드시 필요하며, 마땅하다는 결론을 내릴 수 있으며, 향후 입법화에도 장애가 되지 않을 것으로 예상
  - 즉, 적어도 ESG고려요소와 재무적 성과 간에 상관관계가 높다는 실증적인 연구결과들이 집적된 경우

- ESG를 고려하는 것이 바람직하다는 것에 대한 투자자와 투자상품 제공자간의 인식이 높은 경우(즉 수요가 많은 경우)
- 신뢰할 수 있는 재무적 성과를 예측하기 위하여 ESG고려요소를 투자분석시 반영하는 경우
- 그 외 투자자가 요구하거나 투자결정에 대하여 합의한 경우

## 나. 공시 규제

### ○ 투자 상품관련 공시규제

- 금융상품 생산자의 경우 금융서비스고객에 대하여 자사가 제공한 서비스와 상품에 관해 정보를 제공할 의무가 있음
  - 따라서 적어도 ESG를 고려한 상품의 경우 그에 관한 정보는 상세히 고객에게 제공되어야 함
  - 즉 적어도 ESG를 고려한 투자 상품의 발매시 투자대상의 선택, 유지, 실현에 있어 근로기준, 환경, 사회, 윤리적 요소를 어느 정도 고려했는지를 포함하여야 함
  - 이들 정보는 고객이 투자 상품을 구입할 지 여부 등 투자판단을 함에 있어 합리적으로 요구되기 때문에 그러한 정보가 제공되지 않은 투자 상품을 구입한 투자자보호를 위해 규제가 정당화됨
- 이러한 정보는 i)모든 투자 상품의 경우를 대상으로 하는 방안과 특히 ii)ESG를 고려한 투자 상품에 한해 규제하는 방법 등 범위에 따라 단계적으로 규제가 가능함
- 모든 투자 상품을 대상으로 하는 경우에는 법리상 투자자보호에 과연 필요한 것인가 하는 이견이 제시될 수 있고, 강제화로 금융 투자산업에 부담이 된다는 반대론도 충분히 예상됨

- 그러나 이러한 부담은 공시에 관한 부담을 감소시키고, 그 책임을 경감시키는 방법으로 입법화할 경우 해소될 수 있을 것으로 예상
  - 예컨대 ESG고려를 하였는지 여부에 관해 공시를 하도록 하되, 고려를 하지 않은 경우 안한 이유를 밝혀 면책 받게 하는 공시 방안을 생각해볼 수 있음(즉 comply or explain규제기법을 사용)
- 반면에 ESG를 고려한 투자 상품을 판매한 경우에는 반드시 ESG 고려요소에 대한 상세한 정보를 투자자에게 제공하여야 함
- 단순히 ESG를 고려했다는 정보로는 허위의 정보 제공 내지 투자자에게 오인할 수 있는 여지를 줄 수 있기 때문에 투자자보호차원에서 반드시 정보공시에 있어 정확성과 신뢰성이 담보될 수 있도록 규제가 가해져야함
  - 이러한 규제는 현행 증권거래법, 간투법 등 투자자보호법제의 패러다임 안에서 정당화될 수 있음

## V. 사회책임투자의 국내 발전방향

---



## V. 사회책임투자의 국내 발전방향

- 현재 전 세계적으로 사회책임투자(SRI)펀드의 규모는 3,000조원에 육박하며 주류 투자방식으로 자리잡아가고 있음. 또한 금융선진화는 물론 보다 나은 사회로 유도한다는 지속가능성의 명분을 힘입어 향후 더욱 더 발전해나갈 것으로 예상됨
  - 국내에서는 아직까지 도입 초기단계에 머물고 있는 실정임
  - 그러나 2006년 9월과 2007년 3월 두 차례에 걸쳐 국민연금이 총 3,000억원 규모의 사회책임투자펀드 위탁운용사를 선정하였음
  - 또한 2007년 3월 현재 국내 펀드시장에서 판매되고 있는 사회책임투자펀드의 총규모는 약 2,000억원에 이르고 있음
  - 이러한 동향을 감안할 때 우리나라에도 사회책임투자가 하나의 투자패턴으로 자리잡고 있음을 확인할 수 있음
  
- 본 연구회에서는 우리나라의 사회책임투자 발전을 위하여 아래와 같은 몇 가지 방향을 제시하고자 함

### ① 사회책임투자에 관한 명확한 개념의 인식이 필요함

- 사회책임투자가 단순한 사회공헌을 위한 투자가라기보다는 기업의 장기존속과 투자자의 수익을 우선시하는 수탁자의 의무를 강조하는 펀드라는 인식이 확립되어야 함
- 기업이 사회적 책임을 다하게 되면 기업의 장기 존속의 위험요인이 경감되어 리스크 프리미엄이 감소하게 되며, 결과적으로 기업

의 현재가치를 좌우할 수 있는 할인율이 감소되어 기업의 현재가치가 증가됨

- 사회적책임투자는 이러한 사회적 책임을 다하는 기업에 투자를 함으로서 투자자의 수익을 극대화 할 수 있음

② 사회책임투자의 지속적인 확산을 위하여 투자자들이 다른 대안적 투자보다 사회적책임투자로부터 향유할 수 있는 더 나은 위험 대비 수익률을 제시하여야 함

- 미국의 경우 사회적책임투자 관련 지수가 일반 시장 지수보다 장기적으로 더 나은 성과를 보이고 있음
- 우리나라는 초기 단계이기 때문에 여기에 대한 구체적 자료가 없으나, 다른 나라의 경우를 보면 사회적책임투자 투자는 장기 투자를 지향하고 있음
- 따라서 국민 연금 등 공적인 연금에서 할당되는 사회적책임투자운용 실적에 대한 평가를 장기적 관점에서 행하는 것이 바람직할 것임

③ 정부차원에서 사회적책임투자를 활성화시키기 위해 필요한 제도적인 측면들을 보완해나가는 것이 필요함

- 정부 및 정부유관기관도 지속가능발전의 원칙에 따라 연금펀드 투자 시 ESG를 적극적으로 고려해야 함
- 이 때 연기금은 수탁자 책무를 고려하면서 ESG 이슈를 투자 Mandates 구성과 투자기관 선정에 반영해야 함
- 또한 일부 선진국들의 사회적책임투자 의무화보다는 자발적 확산을 위한 제도적 측면을 보완해야 할 것임. 즉 기업의 사회적 책임이 단순히 규제의 수단이 되어서는 안 됨

- 이렇게 함으로써 금융기관과 기업, 관련기관, 정부, 일반국민이 우리 사회의 지속가능한 발전이라는 공동의 목표를 달성해나갈 수 있는 틀을 갖게 될 것임

④ 기업의 ESG 요소에 관한 정보 공개의 활성화가 필요함

- 현재 우리나라 기업에서 발간하는 지속가능경영 보고서는 실제 지속가능경영 판별을 위해 필요한 정보가 제대로 포함되어 있지 못함
- 정보 공개의 활성화를 위해서는 지속가능경영 보고서 등을 통해 기업이 자발적으로 ESG 관련 정보를 공개하도록 하는 방안이 있음
- 또한 거래소의 공시 규정을 통해 의무적으로 관련 사항을 공개하는 방안을 생각해 볼 수 있음
- 의무적으로 ESG 정보 공개를 강제하게 되면 기업의 상장 부담이 가중 된다는 단점이 있음
- 따라서 기업의 자발적 관련 정보 공개를 위한 유인책을 제시할 필요가 있음
  - 예를 들어, 자산운용협회에서 지속가능경영 보고서를 제대로 발간하는 회사에 대하여 포상을 하고 언론에 알려 사회적인 인식과 투자자들의 관심을 유도하도록 하는 방안도 실행 가능할 것임
- 또한 투자자(Investors)는 증권회사에 ESG를 고려한 기업 리서치를 요구하고 자산관리자들은 투자의사결정에 ESG 리서치 정보를 통합시키고, 증권사나 기업들에게 더 나은 리서치 정보를 제공하도록 촉구해야 함

- 더불어 투자자나 자산관리자들은 ESG 이슈에 대해 대리투표 전략과 가이드라인을 명백히 하며 의결권행사 전략을 개발하고, 기업들과 커뮤니케이션을 강화해야 할 것임

⑤ 투자분석 기관은 투자 및 분석 프로세스에 ESG 이슈를 체계적으로 통합하도록 노력해야함

- 이를 위해 ESG 분석에 대한 장기적 목표를 설정하고, 애널리스트에 대한 트레이닝과 이를 독려할 수 있는 적절한 인센티브 시스템을 마련할 필요가 있음
- 또한 추후 실제적인 사회적책임투자 방침과 절차를 수립하고, 평가체계개발, 관련 인력의 양성, 투자대상기업에 대한 적극적 관여, 의결권행사 결과공개 등의 구체적인 프로세스가 구축되어야 할 것임

⑥ 증권거래소, 증권업협회, 자산운용협회 등의 기관은 사회적책임투자에 대한 해외조류를 국내에 전파시키는 역할을 수행할 필요가 있음

- 현재 글로벌 스탠다드로 거론되고 있는 UNEP FI, UN PRI, UN Global Compact 등에 가입하여 지속가능금융과 사회적책임투자에 대한 금융기관의 의지를 공식적으로 표명하는 것도 중요한 의제가 될 것임
- 이를 통해 금융기관들에게 관심을 불러일으키고 관련 역량을 체계적으로 배양시키는 것이 필요하며, 특히 정책의사결정자와 금융기관장 수준에서 사회적책임투자에 대한 논의가 더욱 활발하게 이루어져야 할 것임

- ⑦ 증권거래소 또는 SRI 자산 운용사 주도로 SRI 지수를 개발하여야 함
  - 현재 DJSI(DowJones Sustainability Indexes), FTSE4Good, Domini Social 400 Index, 일본의 MS-SRI 지수 등이 대표적임
  - 남아프리카공화국 요하네스버그 증권거래소의 경우 2004년 5월 SRI지수를 도입하였음
  - 이러한 SRI지수는 기업의 지속가능성 측면을 고려하여 개발된 투자지표로 투자자의 투자행동과 기업에 큰 영향을 미칠 수 있음
  
- 이렇게 함으로써 금융기관과 기업, 관련기관, 정부, 일반국민이 우리 사회의 지속가능한 발전이라는 공동의 목표를 달성해나갈 수 있는 틀을 갖게 될 것이며, 국내 금융부문의 선진화에도 기여하게 될 것임



## 부록. 사회책임투자연구회 회원 명단

---



## 부록. 사회책임투자연구회 참여자 명단

성명	기관명	직책
최도성 (연구회주관)	한국증권연구원	원장
노희진 (연구회실무주관)	한국증권연구원	연구위원
임대웅 (연구회실무간사)	에코프론티어	실장
강선식	우리CS자산운용	팀장
곽관훈	한국법제연구원	부연구위원
김승길	미래에셋운용	이사
김영준	농협CA투신	본부장
김우식	SH자산운용	팀장
김형남	금융감독원	국장
류영재	서스틴베스트	CEO
박환일	경희대학교	교수
안병훈	KAIST테크노경영대학원	교수
안수현	충북대학교	교수
안승광	에코프론티어	선임연구원
안춘엽	한국증권선물거래소	팀장
유상현	국민연금연구원	선임운용역
유인금	교보증권	상품개발팀

이 광	농협CA투신	본부장
이경숙	머니투데이	기자
이계웅	굿모닝신한증권	팀장
이장원	한국노동연구원	선임연구위원
이종오	한국사회책임투자포럼	팀장
장영옥	기업책임시민연대	사무국장
전우종	에코프론티어	연구원
정수영	에코프론티어	팀장
정 현	코스모투자자문	이사
채지식	포웰투자자문	부장
최재혁	마이다스에셋자산운용	이사
최은영	재정경제부	사무관
한병욱	SH자산운용	팀장
황지환	농협CA투신	운용역