민간투자연구 제4권 제1호 ISSN 3058-3853
The Study of Public-Private Partnerships Vol.4 No.1 pp. 29-50

인프라펀드 경영내재화를 위한 민간투자법 개정론

Reforming the Public Private Partnership Act for Internalized Management of Infrastructure Funds

김도경*
(Dokyung Kim)

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

ABSTRACT

Article 184 of the Korean Financial Investment Services and Capital Markets Act requires investment companies to operate as paper companies and to delegate asset management to external managers. This structure institutionalizes agency costs by law. For example, M fund paid management fees amounting to 32.1 percent of its cumulative dividends over a twelve-year period. Even after shareholder activism in 2018 reduced the basic management fee and abolished performance fees, the total amount of fees continued to increase as market capitalization grew. This suggests that the core issue lies not in the level of fees but in the externally managed structure itself. This article examines the Australian experience with management internalisation and stapled securities and proposes three legislative pathways: (i) self-managed infrastructure investment companies, (ii) a statutory procedure for management internalisation, and (iii) infrastructure stapled securities. It argues that Korean law should permit investors to choose between self-management and external management rather than mandating a single governance structure.

Key words : Public Private Partnership Act, Capital Markets Act, Infrastructure Fund, Management Internalisation, Stapled Security, Agency Cost

* 법무법인 제현 파트너, dkkim@jehyunlaw.com
Received May 05, 2026 / Revised June 21, 2026 / Accepted June 26, 2026

초 록

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(“자본시장법”) 제184조는 투자회사에 상근임직원 고용을 금지하고 자산운용을 집합투자업자에게 위탁하도록 강제한다. 이러한 명목회사(paper company) 구조는 사회기반시설투융자집합투자기구(“인프라펀드”)의 운용 구조를 법률로 획일화하고 대리인 비용을 제도화한다. 한 국내 상장 사회기반시설투융자회사(이하 'M펀드')의 경우 2006년부터 2018년까지 누적 배당금의 32.1%를 운용보수로 지급하였으며, 2018년 주주행동을 통해 기본보수율 인하와 성과보수 폐지가 이루어졌음에도 시가총액 증가에 따라 운용보수 총액은 계속 증가했다. 이는 논란의 핵심이 보수율의 적정성 여부가 아니라 외부운용 구조 자체에서 발생하는 이해상충에 있었음을 보여준다. 이 글은 호주의 경영내재화 경험과 결합증권(Stapled Security) 구조를 검토하여, 자기관리 인프라펀드 신설, 경영내재화 전환절차 법정화, 인프라결합증권 도입을 제안한다. 아울러 투자자 보호, 세제, 이해상충 문제를 검토한 결과, 자기관리와 외부운용 중 어느 하나를 강제하는 것이 아니라 투자자가 운용 구조를 선택할 수 있도록 사회기반시설에 대한 민간투자법(“민간투자법”)을 개편하는 것이 바람직하다는 결론을 도출하였다.

주요어 : 민간투자법, 자본시장법, 인프라펀드, 경영내재화, 결합증권, 대리인 비용

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

Ⅰ. 머리말

주식시장에 상장된 M인프라펀드는 2006년 설립 이후 2018년까지 12년간 누적 5,353억 원의 운용보수를 지급하였다. 이는 같은 기간 주주에게 분배된 배당금 총액의 32.1%에 해당한다(뉴스핌, "P사, M펀드 운용사 교체 요구", 2018.6.26. 설립(2006년) 이후 2018년까지 12년간 누적 운용보수 5,353억 원, 같은 기간 배당금 대비 32.1%).이 수치는 해당 운용사가 우수한 성과를 창출하였는지 여부와는 별개로, 외부운용 구조가 투자자 수익에 미치는 비용 부담의 규모를 보여준다. 해당 펀드의 경우 2018년 P사의 주주행동으로 기본운용보수율은 0.85%로 인하되고 성과보수는 폐지되었다(M펀드, EGM Fact Check (2018.9.17.)). 그러나 성과보수 폐지 이후에도 운용보수 총액은 감소하지 않았다. M펀드의 기본운용보수는 시가총액에 연동되는 구조이므로, 시가총액이 증가할수록 보수 총액도 함께 증가한다. 실제로 기본운용보수는 2016년 377억 원에서 2024년 479억 원으로 증가했다(M펀드, 감사보고서 2024. Management fees 2024: 47,897백만 원(479억 원), 2023: 44,774백만 원(448억 원). 2016년 기본보수 377억 원은 키움증권 리포트(2017.2.1.) 기준). 이는 외부운용 구조가 이해상충을 낳았고 투자자 이익과 운용사 이익을 괴리시킨 결과로 볼 수 있다.

이러한 현상은 개별 운용사의 문제가 아니라 법률이 설계한 구조적 결과다. 자본시장법 제184조는 투자회사에 상근임직원 고용을 금지하고(제7항), 자산운용을 외부 집합투자업자에게 위탁하도록 한다(제2항). 따라서 투자자가 외부운용 구조에 불만을 가지더라도 운용 기능을 내부로 가져올 수 있는 방법은 존재하지 않는다. 결국 질문은 “운용보수율을 얼마나 낮출 것인가”가 아니라 “왜 외부운용을 법률로 강제하여야 하는가”에 있다. 호주의 인프라펀드들은 2008년 글로벌 금융위기 이후 바로 이 질문에 답했다. 맥쿼리 공항, 인톨, 스파크 인프라 등은 경영내재화를 통하여 외부운용보수를 구조적으로 제거

하고 지배구조를 재편하였다. 예컨대 맥쿼리공항은 경영내재화 이후 연간 약 3,100만 호주달러의 비용을 절감했다(MAp, Annual Report 2009. 내재화 후 기본보수 및 성과보수 A$26.7m(2008년: A$44.6m) 소멸. 연간 순절감 약 A$31m은 소멸된 수수료에서 내부화된 운영비용을 차감하여 산출). 한국의 M펀드가 여전히 연간 수백억 원의 운용보수를 지급하는 동안, 호주의 주요 인프라펀드들은 외부운용 구조 자체를 변경하는 선택을 했다.

이 글은 자본시장법 제184조가 대리인 비용을 구조적으로 고착시키는 구조를 분석하고, 부동산투자회사법과의 비교한 뒤(Ⅱ), 호주의 결합증권 구조와 경영내재화 경험을 살펴본다(Ⅲ). 이를 바탕으로 자기관리 인프라펀드 신설, 경영내재화 전환절차 법정화, 인프라결합증권 도입이라는 세 가지 방법론을 제안하고(Ⅳ), 이에 대한 주요 쟁점을 검토한다(Ⅴ). 본 연구의 문제의식은 운용보수율의 조정이 아니라 외부운용 강제 구조 자체를 재검토하는 데 있다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

Ⅱ. 자본시장법 제184조와 규범적 비대칭

1. 투자회사의 명목회사 강제

회사형 집합투자기구인 투자회사는 자본시장법상 명목회사에 해당한다. 제184조 제2항은 집합투자업자가 법인이사로서 투자회사의 자산운용을 수행하도록 규정한다. 제3항은 자산의 보관·관리를 신탁업자에게 위탁하도록 하고, 제6항은 주식의 발행·명의개서 등 일반사무를 일반사무관리회사에 위탁하도록 한다(자본시장법 제184조 제2항, 제3항, 제6항). 동조 제7항은 "투자회사등은 상근임원 또는 직원을 둘 수 없으며, 본점 외의 영업소를 설치할 수 없다."고 규정한다.

이 구조에서 투자회사는 법인격만 보유할 뿐 독자적인 운용조직을 둘 수 없다. 자산운용은 반드시 외부 집합투자업자에게 위탁되어야 하며, 투자자가 운용 기능을 회사 내부로 이전할 수 있는 법적 경로는 존재하지 않는다. 따라서 대리인 비용은 시장 경쟁의 결과가 아니라 법률이 강제한 구조의 산물이다. 이러한 제약은 투자회사에만 적용되는 예외가 아니다. 투자유한회사와 투자합자회사에도 동일하게 적용되는 회사형 집합투자기구 전반의 공통된 특징이다. 결국 현행법 아래에서 투자자는 보수율의 인하를 요구할 수는 있지만, 외부운용 자체를 대체할 수는 없다. 따라서 외부 위탁에 따른 비용 발생 구조는 자본시장법 제184조가 존속하는 한 유지될 수밖에 없다.

2. 사례 검토: M펀드

제184조의 구조적 효과는 M펀드 사례에서 가장 분명하게 확인되고, 2024년 상장된 B펀드에도 동일한 구조적 제약이 적용될 수 있다. M펀드와 B펀드는 보수 산정 방식과 투자 포트폴리오가 다르지만, 모두 자본시장법 제184조에 따라 외부운용 구조를 피할 수 없다는 점에서 동일한 문제를 공유한다.

M펀드는 민간투자법 제41조에 따라 설립된 사회기반시설투융자회사이다. 민간투자법은 설립·자금조달·상장 등에 관한 일부 특칙을 두는 한편, 제44조 제1항에서 자본시장법의 일부 조항(제81조·제83조·제86조·제87조·제183조 등)을 적용 배제하고 있다. 그러나 자본시장법 제184조는 그 배제 목록에 포함되어 있지 않으므로, 동조가 정한 명목회사·외부위탁 지배구조 체계가 투융자회사에 그대로 적용된다. 따라서 M펀드 역시 상근 임직원을 둘 수 없고 자산운용을 외부 집합투자업자에게 위탁하여야 하는 명목회사 구조 아래 운영된다. M펀드는 설립 이후 집합투자업자 M사(이하 'M사')에게 자산운용을 위탁하여 왔다. 변경 전 기본운용보수는 순자산가치(NAV) 기준 1.10~1.25%의 누진 구조였고, 별도의 성과보수도 부과되었다(M펀드, EGM Fact Check (2018.9.17). 변경 전 기본보수율은 NAV(순자산가치, Net Asset Value) 기준 누진 구조(1.10~1.25%). M펀드 내부 자료에서는 'NIV(Net Investment Value)'로 표기되었으나, 이 글에서는 국제 표준 약어 'NAV'로 통일). 2016년 성과보수는 411억 원에 달하였으며, 같은 해 보수·배당 비율은 57.8%까지 상승하였다(키움증권 리포트 (2017.2.1). 2016년 성과보수 411억 원, 보수/배당 비율 57.8%). 회계학적 표준 지표인 보수·시가총액 비율로 환산하면 약 1.0% 수준에 해당한다. 이는 외부운용 구조 자체가 상당한 비용을 발생시킨다는 점을 보여준다.

이러한 비용 구조에 문제를 제기한 것이 2018년 P사의 주주행동이다. P사는 운용보수의 대폭 인하와 성과보수 폐지, 나아가 운용사 교체를 요구하였다(뉴스핌, 2018.6.26. P사(지분 4.1%) 요구 사항). 그러나 임시주주총회에서는 K사가 기존 보수의 약 8분의 1 수준으로 운용 의향을 제시하였음에도 발행주식 총수의 31.1%만이 찬성하여 안건이 부결되었다(Korea Times, 2018.9.19. K사 보수 1/8 제안, 대주단 차입금 상환 경고).

주주총회 이후 M사는 기본운용보수를 0.85%로 인하하고 성과보수를 폐지했다(M펀드, 자산운용보고서 2019 Q2. 2019.4.1부 기본보수율 0.85% 적용. 산정 기준: 분기평균 시가총액 − 순차입금). 이에 따라 연간 약 50억 원의 비용 절감이 예상되었다(M펀드 이사회 보수 조정안(2018.8.10.)). 그러나 외부운용 구조 자체는 유지되었다. 그 결과 시가총액이 증가하면서 기본운용보수 총액도 다시 증가하였다. 이는 보수율은 조정할 수 있어도 외부운용 구조 자체는 변경할 수 없다는 점을 보여준다. 제184조가 존속하는 한 투자자는 운용사와의 거래 조건을 재협상할 수는 있어도, 운용 기능을 내부로 이전할 수는 없다.

이러한 구조적 제약은 M펀드만의 문제가 아니다. 2024년 상장된 B펀드 역시 민간투자법에 따라 설립된 사회기반시설투융자회사로서 자본시장법 제184조의 적용을 받는다. B펀드의 기본운용보수는 NAV 기준 연 0.65%로 M펀드와 산정 방식이 다르다. 그러나 투자설명서에 기재된 것처럼, B펀드 역시 상근 임직원을 두지 않고 집합투자업자·신탁업자·일반사무관리회사 등에 업무를 위탁하는 구조를 채택하고 있다. 즉 보수율과 산정 방식에는 차이가 있으나, 외부운용이 법률로 강제된다는 점에서는 M펀드와 동일하다. 결국 제184조의 문제는 운용보수의 수준이 아니라 투자자가 자기관리형 펀드를 선택할 수 없다는 데 있다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

3. 부동산투자회사법과의 규범적 비대칭

그러나 한국 법제는 이미 자기관리 구조를 제도적으로 수용하고 있다. 부동산투자회사법은 "자산운용 전문인력을 포함한 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자·운용을 직접 수행하는 회사"를 자기관리 부동산투자회사로 정의한다(부동산투자회사법 제2조 제1호 가목). 자기관리 부동산투자회사는 일정 규모 이상의 자본금, 자산운용 전문인력의 상근 보유, 설립 보고 및 감독 의무 등 엄격한 규제를 받는다(동법 제6조 제1항, 제8조의2 제1항, 제22조). 현행 법제는 자기관리를 원칙적으로 배제하는 것이 아니라 일정한 자본·인력·감독 요건 아래 허용하는 방식을 채택하고 있다.

물론 부동산투자회사는 자본시장법상 집합투자기구와는 다른 법적 구조를 가진다. 따라서 부동산투자회사법이 자기관리를 허용한다는 사실만으로 자본시장법상 자기관리 금지가 곧바로 부당하다고 단정할 수는 없다. 다만 입법자가 이미 자기관리 구조를 수용한 전례가 존재한다는 점은, 인프라투자회사에 대해서만 외부운용을 강제하여야 할 특별한 이유가 존재하는지에 대한 검토로 이어져야 한다.

이에 대하여 인프라 자산의 운용이 부동산보다 복잡하므로 외부 전문운용사가 필요하다는 견해가 있을 수 있다. 실제로 인프라 자산의 운용에는 초기 사업의 경우 실시협약 협상 및 관리, 요금 조정, 규제기관 대응, 대규모 자본적 지출에 관한 의사결정 등 전문성이 요구된다. 그러나 이미 운영 중인 도로·항만·철도와 같은 전통적 인프라 자산은 별도의 사업시행법인이 해당 자산을 운영하기 때문에 운용사의 업무는 제한적이다. 이것이 K사가 기존 M사에 비해 1/8의 수준의 보수를 제안할 수 있었던 이유다. 이러한 특성은 개발 위험과 시장 변동에 지속적으로 노출되는 개발형 부동산에 비하여 오히려 운용의 예측가능성을 높인다. 또한 호주의 맥쿼리 공항(Macquarie Airports, MAp)이 경영내재화 이후 비교적 소규모의 독립 운용조직을 구축하여 운영한 사례는, 적어도 일부 인프라 자산의 경우 외부운용이 필수적이라고 단정하기 어렵다는 점을 보여준다. 결국 문제는 운용의 복잡성 여부가 아니라, 자기관리와 외부운용 가운데 어느 방식이 더 적합한지를 누가 선택할 것인가에 있다.

다음으로 투자자 보호의 관점에서도 차별적 규제의 필요성은 분명하지 않다. 인프라투자회사와 부동산투자회사는 모두 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 장기 실물자산에 투자한다는 점에서 구조적으로 유사하다. 투자자 보호를 이유로 인프라투자회사에 대해서만 자기관리를 금지하고 외부운용을 강제하여야 할 규범적 근거를 찾기는 어렵다. 결국 부동산투자회사법과 민간투자법의 차이는 자기관리의 위험성에 대한 판단 차이라기보다 입법 선택의 차이에 가깝다. 부동산투자회사법은 자기관리의 위험을 규제를 통해 통제하는 방식을 선택한 반면, 민간투자법은 자기관리 자체를 허용하지 않는 방식을 택하였다. 따라서 입법론의 핵심 쟁점은 자기관리가 가능한가가 아니라, 인프라펀드에 대해서만 그러한 선택을 배제할 합리적 이유가 존재하는가에 있다.

또한 입법 취지와 적용 대상 사이의 괴리도 문제다. 자본시장법 제184조의 자기관리 금지 규정은 원래 회사형 펀드를 명목회사로 전제한 제도에서 출발하였다. 그 전신인 「자산운용업법」 제35조 제3항은 투자회사가 직원을 고용하거나 상근 임원을 둘 수 없도록 규정하였고, 당시 국회 재정경제위원회 전문위원 검토보고서는 회사형 펀드가 "기본적으로 명목회사의 형태인 경우"를 전제로 한다고 설명하

였다. 또한 투자회사가 상근 임직원이 없는 명목회사인 이상 외부 위탁의 필요성은 인정되지만, 이를 법률로 의무화할 필요가 있는지는 신중하게 검토할 필요가 있다고 지적하였다(국회 재정경제위원회, 「자산운용업법안 심사보고서」(2003.8, 수석전문위원 김문희 검토보고). 동 보고서는 회사형 펀드를 "명목회사(paper company)"로 한정하면서도 "외부위탁을 …법률에서 의무화할 필요성이 있는지 신중하게 검토하여야 할 것"이라고 지적하였다. 동 법안 제35조 제3항이 이후 자본시장법 제184조 제7항으로 이어진다). 그럼에도 외부위탁 의무는 포함되어 입법되었으나, 같은 검토보고서는 우리나라의 경우 외국에 비해 "상대적으로 소규모 펀드가 많아 투자자의 비용 부담 증가와 운용 효율성 저하 등의 문제가 발생하고 있다"고 분석했다. 이는 자기관리 금지와 외부위탁 강제가 빈번하게 설립·청산되는 소규모 회사형 펀드의 운영 효율성을 염두에 두고 만들어졌음을 알 수 있다. 반면 오늘날의 상장 인프라 펀드는 수조 원 규모의 자산을 보유하고 장기간 운영되는 실체형 투자기구에 가깝다. 입법자가 전제하였던 규율 대상과 현재의 규율 대상이 실질적으로 달라졌다면, 해당 제도의 정당성과 필요성을 원점에서 재검토할 필요가 있다.

비교법적으로도 현행 규제는 예외적인 성격을 가진다. 주요국 입법례 가운데 인프라펀드에 대해서만 자기관리를 금지하거나 외부운용을 강제하는 사례는 찾기 어렵다. 오히려 호주의 경우 맥쿼리 공항, 인톨, 스파크 인프라 등 주요 상장 인프라펀드가 경영내재화를 통하여 외부운용 구조를 해소하였다. 미국과 유럽연합(EU) 역시 자기관리와 외부운용을 모두 허용한 상태에서 투자자와 시장이 선택하도록 하는 접근을 취하고 있다. 이러한 비교법적 흐름은 자기관리 자체가 문제라기보다, 어떠한 운용 구조를 선택할 것인가의 문제로 이해되고 있음을 보여준다.

비입법적 대안으로는 운용보수를 명목적 수준까지 인하하거나, 투자자 대표가 지배하는 별도의 법인을 집합투자업자로 지정하는 방안을 생각할 수 있다. 그러나 전자는 외부위탁 구조 자체를 유지하는 이상 비용 발생의 원인을 제거하지 못한다. 후자 역시 M펀드 사례에서 보듯 대주단의 반대, 기존 운용사에 부여된 계약상 권리, 각종 방어장치로 인해 현실적 실행 가능성이 높지 않다. 결국 문제의 핵심은 보수율이 아니라 외부위탁 강제 구조 자체에 있으며, 그 해결 역시 입법 차원에서 찾아야 한다.

한편 자기관리 부동산투자회사에 도관체 과세가 적용되지 않는다는 점은 자기관리 도입의 실질적 제약요인이 될 수 있다. 그러나 이는 자기관리 허용 여부라는 지배구조의 문제와 도관체 과세 여부라는 세제의 문제를 구별하여 볼 필요가 있다. 자기관리 부동산투자회사가 배당소득공제 대상에서 제외된 것은 세제상 정책 선택의 결과일 뿐, 자기관리 자체를 금지하여야 한다는 의미는 아니다. 따라서 자기관리 허용의 문제와 도관체 과세의 문제는 구분되며, 세제상 쟁점은 후술한다(V.2).

물론 자기관리 허용의 직접적인 근거를 부동산투자회사법에서 찾을 수는 없다. 부동산투자회사는 자본시장법상 집합투자기구가 아니며, 별도의 법률 체계에 따라 규율된다. 다만 자기관리 리츠의 존재는 우리 입법자가 자기관리라는 지배구조 자체를 부정하지는 않았음을 보여준다. 이는 자기관리를 전면 금지하는 현행 자본시장법 체계가 반드시 유일한 규율 방식은 아니라는 점을 시사한다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

Ⅲ. 호주의 경험: 결합증권(Stapled Security)과 경영내재화

1. 결합증권 구조의 이해

호주의 상장 인프라펀드에서는 오랫동안 결합증권(Stapled Security) 구조가 널리 활용되었다. 결합증권이란 인프라 자산을 보유하는 신탁의 수익증권과 해당 자산의 관리·운용 기능을 담당하는 회사의 주식을 분리할 수 없는 하나의 단위로 결합한 증권을 말한다(Davis, 2009). 투자자는 신탁의 수익자이면서 동시에 운용회사의 주주가 되며, 두 권리는 별개로 양도할 수 없다. 이 구조는 자산 보유와 운용 기능을 법적으로 분리하면서도 경제적으로는 하나의 투자수단으로 결합한다(Davis, 2016). 신탁은 자산 보유기구로서 도관체 역할을 수행하고, 운용회사는 자산 관리와 운영 기능을 담당한다. 이러한 구조는 장기간 투자자에게 유리한 세후 수익률을 제공하였고, 그 결과 결합증권은 호주 인프라펀드 시장의 대표적 구조로 자리 잡았다. 실제로 호주 재무부에 따르면 2016년 말 기준 호주증권거래소(ASX)에 상장된 결합증권의 시가총액은 약 1,990억 호주달러로 전체 시장의 약 10%를 차지하였으며, 상장 인프라펀드의 약 90%가 결합증권 구조를 활용하고 있었다(Australian Treasury, March 2017)

2. 지배구조 결함의 구체적 양상

2008년 RiskMetrics Group은 「인프라펀드는 누구의 이익을 위해 자산을 운용하고, 자금을 조달하고, 회계를 처리하는가?」라는 도발적인 제목의 보고서를 발표하며 호주 상장 인프라펀드의 지배구조 문제를 체계적으로 분석하였다. 해당 보고서가 지적한 핵심 문제는 다음 세 가지로 요약할 수 있다(RiskMetrics Group, 2008).

첫째, 운용보수 체계가 레버리지 확대를 유인하는 구조로 설계되어 있다. 맥쿼리인프라그룹(Macquarie Infrastructure Group, MIG)의 기본보수는 수정시가총액(adjusted market capitalisation)을 기준으로 산정되었는데, 수정시가총액은 시가총액에 투자 확정 약정금액과 차입금을 가산하고 현금을 차감하여 계산하였다. 그 결과 자산의 실질적 가치가 증가하지 않더라도 차입 규모가 확대되면 운용보수 역시 증가하였다. 운용사의 보상이 현금창출력이나 투자성과보다 자산 규모와 레버리지 확대에 연동된 것이다. 같은 보고서에 따르면 MIG의 관리비용비율(MER)은 1.9%(1억 5,746만 호주달러), 맥쿼리공항의 MER은 1.7%(1억 293만 호주달러)에 달하였다(RiskMetrics Group, 2008). 이는 운용보수 체계가 투자성과보다 규모 확대를 우선시하는 유인을 내재하고 있었음을 보여준다.

둘째, 투자자의 운용사 교체권이 사실상 제약되어 있었다. 맥쿼리 계열 5개 펀드를 포함한 8개 펀드는 특수주식을 통하여 운용사에게 이사회 의석의 최대 75%를 선임할 권한을 부여하였다. 맥쿼리가 보유한 특수주식A는 이사의 50%, 특수주식B는 추가로 25%를 선임할 수 있었다. RiskMetrics는 이를 두고 “기업지배구조의 근본 원칙을 전도시키는 구조”라고 비판하였다. Babcock & Brown 계열 펀드들도 25년 장기 관리계약을 체결하면서 해지보상액을 사전에 확정하지 않았고, MMG와 BBP는 운용

사 교체 이후에도 일정 수수료가 계속 지급되는 조항을 두었다(RiskMetrics Group, 2008). 이러한 장치들은 형식적으로는 운용사 교체가 가능하더라도 실제로는 그 비용을 과도하게 높여 투자자의 선택권을 제약하는 효과를 가져왔다.

셋째, 자산의 장기적 건전성이나 성장 투자보다 단기 분배 확대에 중점을 둔 재무정책이 지속적으로 시행되었다. RiskMetrics 보고서에 따르면 MIG의 분배금은 영업현금흐름(OCF)의 167.1%(2006년), 623%(2005년), 182.3%(2004년)에 달한다(RiskMetrics Group, 2008). 이는 영업활동에서 창출된 현금만으로는 충당할 수 없는 수준으로, 실제 분배 재원은 추가 차입이나 자산 매각대금에 의존하였다. 높은 분배수익률은 단기적으로 투자자 유치에 유리할 수 있으나, 장기적으로는 자산 기반과 재무건전성을 훼손할 위험을 수반한다. 결국 분배정책 역시 투자자 장기이익보다 단기 시장평가를 우선하는 유인을 내포하고 있었다.

요컨대 RiskMetrics가 지적한 문제는 개별 펀드의 일탈이 아니었다. 운용보수의 규모확대 유인, 운용사 교체의 구조적 어려움, 차입에 의존한 분배정책은 모두 외부운용 체제 아래에서 반복적으로 나타난 현상이었다. 이후 호주에서 전개된 경영내재화 논의는 이러한 지배구조 문제에 대한 대응으로 이해할 수 있다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

3. 외부운용 체제의 종식과 경영내재화

글로벌 금융위기 이후 호주 상장 인프라펀드 산업은 중대한 구조적 전환기를 맞이하였다. 금융위기 이전까지는 맥쿼리를 비롯한 전문 운용사가 펀드의 자산 운용과 경영 전반을 담당하는 외부운용 모델이 업계의 표준으로 자리 잡고 있었으나, 금융위기 이후 투자자들은 이러한 구조에 내재된 이해상충 문제와 과도한 운용보수 체계에 대해 본격적으로 문제를 제기하기 시작했다. 특히 외부운용 구조에 내재된 이해상충과 운용보수 체계의 왜곡된 유인이 비판의 대상이 되었으며, 시장 역시 이러한 구조적 문제를 기업가치 할인 요인으로 반영하기 시작했다. 이에 따라 경영내재화는 비용 절감뿐 아니라 시장이 부여하던 지배구조 할인(governance discount)을 해소하기 위한 수단으로 인식되었다.

이에 따라 주요 상장 인프라펀드들은 외부운용 구조를 해소하고 경영을 내부 조직으로 이전하는 경영내재화(internalisation)를 순차적으로 추진했다. 이러한 변화는 단순한 비용 절감 조치가 아니라 운용사와 투자자 간 이해상충을 제거하고 시장이 부여하던 지배구조 할인을 해소하기 위한 지배구조 개혁의 성격을 지니고 있었다.

1) 맥쿼리 공항(Macquarie Airports, MAp)의 경영내재화

MAp는 2009년 7월 맥쿼리를 상대로 신주 1억 5,000만 주를 주당 A$2.30에 발행하는 방식의 경영내재화 계획을 발표했다. 이후 거래 구조가 변경되어 같은 해 8월 맥쿼리에 현금 A$3억 4,500만을 지급하는 방식으로 최종 확정되었다. 내재화 자금은 1:11 증자(entitlement offer, 주당 A$2.30)를 통해 조달하여, 외부운용 체제가 종료되었고, 관리 권한 전부가 MAp 내부로 이전되었다(MAp,

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

Revised Proposal to Fund the Internalisation of Management, ASX Announcement (Aug. 28, 2009); MAp, Annual Report 2009, pp. 30, 36. 거래는 10월 15일 완료). MAp는 2002년 상장 이후 내재화가 완료된 2009년까지 누적 약 A$5억 4,700만의 운용보수를 지급한 것으로 추산된다(MAp, Annual Report 2009). 내재화 이후에는 기존의 기본보수와 성과보수가 모두 소멸하였고, 연간 약 A$3,100만 수준의 순비용 절감 효과가 발생했다(MAp, Annual Report 2009. 내재화 이후 Responsible Entity 기본보수 및 성과보수 A$26.7m(2008년: A$44.6m)이 소멸하고 "less volatile and significantly lower operating expenses"로 전환되었다(p. 36). 연간 약 A$31m의 순절감은 소멸된 연간 반복 수수료(2008년 기준 A$42.6m)에서 내부화된 운영비용(약 A$11m)을 차감하여 산출한 것이다. 일회성 내재화 대가(신주 발행 A$3.45억, 각주 31 참조)는 이 경상적 절감액과 별개다).

MAp의 경영내재화는 단순히 개별 펀드 차원의 구조개편에 그치지 않았다. 당시 MAp는 맥쿼리 계열 상장 인프라펀드 가운데 가장 대표적인 사례였으며, 그 내재화는 외부운용 모델의 한계를 시장이 공식적으로 인정한 상징적 사건으로 평가된다. 이후 MIG, Spark Infrastructure 등 다른 상장 인프라펀드들이 유사한 구조개편을 추진하는 계기가 되었다는 점에서, MAp 사례는 호주 인프라펀드 산업 전반의 지배구조 전환을 알리는 출발점으로 볼 수 있다.

2) 맥쿼리 인프라 그룹(Macquarie Infrastructure Group, MIG)의 분리와 인톨 그룹(Intoll Group)의 경영내재화

MIG는 2009년 10월 포트폴리오를 성숙기 자산 중심의 인톨 그룹과 성장기 자산 중심의 맥쿼리 아틀라스 도로(Macquarie Atlas Roads)로 분리하는 구조개편안을 발표했다(MIG Boards, Proposed MIG Restructure, ASX Announcement (Oct. 30, 2009); MIG, Explanatory Memorandum (Dec. 18, 2009). MAp, Annual Report 2009, pp. 28, 30 참조). 이 과정에서 인톨 그룹은 경영내재화를 완료하고 맥쿼리에 약 A$1억 390만의 보상금을 지급했다(MIG Boards, Proposed MIG Restructure, ASX Announcement (Oct. 30, 2009); MIG, Explanatory Memorandum (Dec. 18, 2009), §§ 3.4.5, 8.2, 11.1. 30). 경영내재화 이후 시장의 평가는 빠르게 변화했다. 인톨 그룹은 내재화 완료 후 약 6개월 만인 2010년 8월 캐나다 연금투자위원회(Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB)로부터 증권당 A$1.52의 인수 제안을 받았다. 이는 당시 시장가격 대비 36.3%의 프리미엄을 반영한 금액으로, 같은 해 11월 주주 승인을 거쳐 거래가 성사되었다(CPPIB, Announcement (2010.8.27). 증권당 A$1.52 (36.3% 프리미엄)).

인톨 그룹 사례는 경영내재화가 단순한 비용 절감 효과를 넘어 기업가치의 재평가를 촉진할 수 있음을 보여준다. 외부운용 구조가 제거되면서 미래 현금흐름의 귀속관계가 단순해지고 운용사와 투자자 간 이해상충 우려가 감소하였으며, 이에 따라 시장은 해당 자산에 대해 보다 높은 가치평가를 부여하기 시작하였다. 이는 외부운용 구조 자체가 기업가치 할인 요인으로 작용할 수 있음을 보여주는 대표적인 사례라 할 수 있다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

3) 스파크 인프라(Spark Infrastructure)의 경영내재화

스파크 인프라는 2011년 4월 CKI 및 RREEF와 경영내재화 계약을 체결하고 A$4,900만을 지급하여 25년 장기 운용계약을 조기 종료했다(Spark Infrastructure, Internalisation Proposal — Notice of Meetings and Explanatory Memorandum (Apr. 20, 2011)). 내재화 이전 연간 기본보수는 약 A$828만 수준이었으나, 내재화 이후 직접 운용비용은 약 A$500만 수준으로 감소했다. 그 결과 연간 A$330만 이상의 순비용 절감 효과가 발생했다(Spark Infrastructure, Annual Report 2011). 스파크 인프라는 비용 구조뿐 아니라 지배구조 체계도 함께 개혁하였다. 기존 외부운용사 중심 구조에서 벗어나 증권보유자가 이사를 직접 선임하는 체계를 도입함으로써 이사회의 책임성과 독립성을 강화했다. 특히 이 사례는 경영내재화 거래의 경제적 타당성이 독립전문가에 의해 검증되었다는 점에서 의미가 있다. 독립 평가기관인 Lonergan Edwards & Associates Limited(LEA)는 2011년 4월 13일자 보고서에서 해당 거래가 증권보유자의 최선의 이익에 부합한다고 평가하였으며, 관리권한의 가치를 A$44 million에서 A$50 million 범위로 산정했다. 실제 지급된 거래대가 A$49 million은 이 범위 내이다. LEA는 DCF(현금흐름할인법)를 적용하여 자산운용사 가치 범위를 4,400만~5,000만 호주달러로 평가하였으며("the DCF methodology is the most appropriate methodology to use to value the Asset Companies"), 해당 경영내재화 거래가 Spark Infrastructure 투자자들에게 공정하고 합리적이며 최선의 이익에 부합한다고 결론지었다("fair and reasonable and in the best interests of Spark Infrastructure security holders")(보고서 제17항). 이는 경영내재화가 단순히 운용사와 펀드 간 협상 결과가 아니라 객관적 가치평가에 기초하여 정당화될 수 있음을 보여주는 사례로 평가된다.

4) 소결

이상의 사례들은 호주 상장 인프라펀드 산업이 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 외부운용 모델에서 내부운용 모델로 구조적으로 전환하는 추세를 보여준다. 거래 구조와 구체적 방식은 달랐으나, 공통적으로는 운용사와 투자자 간 이해상충의 해소, 반복적인 운용보수 부담의 제거, 그리고 시장이 부여하던 지배구조 할인의 축소가 경영내재화의 주요 목적이었다. 또한 경영내재화는 단순한 비용 절감 수단에 그치지 않았다. MAp사례에서는 외부운용 모델의 한계를 확인했고, Intoll 사례에서는 시장의 가치재평가가 이루어졌으며, Spark Infrastructure 사례에서는 독립전문가의 가치평가를 통해 경영내재화 대가의 적정성이 검증되었다. 결국 호주 상장 인프라펀드의 경영내재화는 외부운용 체제의 종식과 함께 지배구조를 정상화하는 과정이었다고 평가할 수 있다. 이러한 변화는 이후 호주 인프라 시장이 독립적 운용조직을 갖춘 내부운용 모델 중심으로 재편되는 중요한 전환점이 되었으며, 상장 인프라펀드의 지배구조 설계에 관한 중요한 시사점을 제공한다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

4. 비교법적 평가와 한국법에 대한 시사점

호주 상장 인프라펀드의 경영내재화 사례는 몇 가지 일관된 특징을 보여준다.

첫째, 경영내재화 이후 운용 역량의 약화나 자산 가치의 하락이 확인된 사례는 발견되지 않는다. ASX 공개자료 검색 결과 ASX에 상장된 주요 인프라펀드 중 외부운용 구조에서 자기관리 체제로 전환한 이후 운용 실패가 보고된 경우는 확인되지 않았다.

둘째, 내재화 대가는 미래 수수료 절감액의 현재가치를 기준으로 산정되었다. MAp의 경우 내재화 대가는 연간 기본보수의 약 10.7배 수준이었고, 스파크 인프라의 경우 약 5.9배 수준이었다. 이는 내재화가 단순한 지배구조 개편이 아니라 미래 수수료 부담을 제거하기 위한 경제적 거래로 인식되었음을 보여준다. 또한 대부분의 사례에서 내재화 이후 자산의 내재가치가 시장가격에 보다 충실하게 반영되었으며, 결과적으로 프리미엄을 수반한 인수거래로 이어졌다.

셋째, 경영내재화가 모든 인프라 자산에 대한 보편적 해법으로 받아들여진 것은 아니었다. MIG 분리 이후 성장기 자산을 승계한 맥쿼리 아틀라스 도로(Macquarie Atlas Roads)는 외부운용 체제를 유지하였다(Macquarie Atlas Roads는 2009년 MIG 분리 시 성장기 자산(Chicago Skyway, Dulles Greenway 등)을 승계하며 Macquarie 측과 신규 관리계약을 유지하였다. MAp, Annual Report 2009, p. 28 참조). 이는 개발 단계의 자산 포트폴리오에서는 맥쿼리가 보유한 운용 역량과 글로벌 네트워크의 가치가 내재화를 통한 비용 절감 효과를 상회할 수 있음을 시사한다. 결국 문제는 자기관리와 외부운용 중 어느 하나가 절대적으로 우월한가에 있지 않다. 중요한 점은 투자자가 자산의 특성과 성장 단계에 따라 적절한 운용 구조를 선택할 수 있는가에 있다.

이러한 관점에서 보면, 이 글의 문제의식은 자기관리의 강제가 아니라 선택권의 보장에 있다. 자기관리가 적합한 자산도 있고 외부운용이 더 효율적인 자산도 존재한다. 따라서 입법은 특정 운용 방식을 강제하기보다 양자의 선택을 허용하고 시장이 이를 평가하도록 설계되어야 한다.

이와 같은 경영내재화의 흐름은 호주에만 국한되지 않는다. EU 역시 자기관리와 외부관리를 모두 허용하는 접근을 취하고 있다. 대안투자펀드운용업지침(AIFMD)은 자기관리형 AIF와 외부관리형 AIF를 명시적으로 구분하면서도 양자를 모두 인정한다. 자기관리형 AIF에 대하여 보다 높은 자기자본 요건을 부과하고 있을 뿐, 자기관리 자체를 금지하지는 않는다(Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council (AIFMD), Art. 5, Art. 9. AIFMD는 AIF가 스스로 AIFM이 되는 경우(internally managed)와 외부 법인을 AIFM으로 지정하는 경우(externally managed)를 모두 허용하며, 자기관리 AIF의 최소 자기자본을 €30만(외부관리 AIFM €12.5만)으로 설정한다. 아일랜드·룩셈부르크 등의 국내법에서도 동일하게 이행되었다).

이상의 비교법적 검토는 두 가지 시사점을 제공한다. 첫째, 주요국의 입법례는 자기관리와 외부운용 중 특정 방식을 일률적으로 강제하기보다 양자의 선택을 허용하는 방향으로 발전해 왔다. 자기관리 자체를 법률로 원천 차단하는 입법례는 찾아보기 어렵다. 둘째, 호주의 경영내재화가 가능했던 전제 역시 자기관리를 허용하는 법제에 있었다. 반면 현행 민간투자법과 자본시장법은 인프라펀드의 자기관리 가

능성을 원천적으로 배제하고 있어, 시장이 자산 특성에 적합한 운용 구조를 선택할 기회를 차단하고 있다.

Ⅳ. 한국형 경영내재화를 위한 세 가지 입법경로

1. 자기관리 인프라펀드 신설(제안 1)

첫 번째 입법 경로는 부동산투자회사법의 자기관리 모델을 도입하는 것이다. 구체적으로는 민간투자법 제44조 제1항에 단서를 신설하여, 일정 요건을 갖추어 자기관리형으로 등록한 인프라펀드에 대하여는 자본시장법 제184조 제2항의 법인이사 의무와 제7항의 상근임직원 금지 규정을 적용하지 아니하도록 하고, 같은 법 제41조 계열에 자기관리형 인프라펀드의 등록 요건과 운용 권한에 관한 규정을 신설하는 방안을 생각할 수 있다.

이 제안이 직면하는 핵심 쟁점은 자본시장법이 “집합투자기구”와 “집합투자업자”를 엄격히 분리하는 이원 구조를 채택하고 있다는 점이다. 투자회사는 집합투자기구의 한 형태일 뿐 집합투자업자가 아니므로(제9조 제18항 제3호), 투자회사가 자산을 직접 운용할 경우 제12조에 따른 집합투자업 인가를 누가 받아야 하는지의 문제가 발생한다. 부동산투자회사법상 자기관리 리츠는 독립된 법률 체계에 근거하고 있으므로 이러한 문제에 직면하지 않지만, 자본시장법 안에서 자기관리를 허용하려면 이 개념적 장벽을 입법적으로 해소할 필요가 있다. 따라서 신설하는 규정에 인가 의제 조항을 두어, 자기관리형 인프라펀드가 기획재정부장관에게 등록한 경우 자기의 집합투자재산 운용에 한하여 자본시장법 제12조의 집합투자업 인가를 받은 것으로 보는 방안을 고려할 수 있다. 자본시장법은 집합투자기구(제9조 제18항)와 집합투자업자(제8조 제4항)를 분리하여 집합투자업 인가는 후자만 받을 수 있다(제12조). 부동산투자회사법상 자기관리 리츠가 금융투자업 인가가 아니라 국토교통부장관에 대한 설립보고서 제출(제8조의2 제1항)로 영업을 개시하는 것은 인가 의제 방식의 입법 선례에 해당한다.

등록 요건으로는 다음과 같은 사항이 검토될 수 있다. 집합투자재산의 70% 이상을 민간투자법 제2조의 사회기반시설에 투자할 것, 대통령령이 정하는 수 이상의 자산운용 전문인력을 상근으로 확보할 것. 자본시장법상 이해상충 방지체계를 갖출 것, 대통령령이 정하는 최소 자본금을 유지할 것, 이사 전원을 주주총회에서 선임할 것, 최대 출자자와 주요주주가 집합투자업 인가에 준하는 대주주 적격성 요건을 충족할 것, 등록 시 3년 이상의 자산운용계획을 금융위원회에 제출할 것 등이다(부동산투자회사법의 자기관리 리츠 요건(제2조, 제6조, 제8조의2, 제22조 참조).

이 제안의 핵심은 투자회사를 단순한 명목회사에서 실질적 운용주체로 전환하는 데 있다. 자기관리 인프라펀드는 자산의 취득·처분 및 운용에 관한 의사결정을 이사회가 직접 수행하며, 이사는 주주가 직접 선임한다. 또한 외부운용사에 지급되던 기본보수와 성과보수는 내부 운용조직의 인건비로 대체되어 주주 통제 아래 놓이게 된다. 이는 부동산투자회사법상 자기관리 리츠가 이미 존재한다는 점에서, 새로

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

운 제도의 창설이라기보다 기존 입법례를 인프라 자산에 한정하여 확장하는 것에 가깝다.

다만 자산 보관의 독립성을 유지하기 위하여 제184조 제3항의 신탁업자 위탁 의무는 그대로 존치할 필요가 있다. 또한 투자자의 통제력을 강화하기 위하여 이사 해임 의결정족수를 현행보다 완화하는 방안도 함께 검토될 수 있다.

이 제안에 대하여는 인가 의제가 자본시장법의 이원 구조를 훼손하거나 다른 유형의 집합투자기구에도 확산될 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 그러나 이러한 우려는 인프라 자산의 특수성을 고려할 때 일정 부분 제한적으로 이해할 필요가 있다. 인프라 자산은 장기 관리운영권에 기초한 안정적 현금흐름, 규제사업으로서의 높은 수익 예측 가능성, 자산 보유 및 관리 중심의 정형적 운용 구조라는 특징을 가진다. 이는 빈번한 매매와 시장 타이밍 판단이 핵심인 증권형 집합투자기구와 본질적으로 구별된다. 따라서 인프라투자회사에 대한 자기관리 허용은 자본시장법의 일반 원칙을 변경하는 것이 아니라 특정 자산 유형의 특수성에 기초한 예외적 입법으로 이해할 수 있다.

더 나아가 자본시장법 이원 구조의 정책 목적 역시 자기관리 체제 안에서 대체적 수단을 통해 달성할 수 있다. 자본시장법의 이원 구조는 이해상충 방지, 전문성 확보, 감독 체계의 일관성이라는 세 가지 기능을 수행한다. 그러나 이러한 기능은 외부운용사 강제만으로 달성되는 것이 아니다. 부동산투자회사법의 자기관리 리츠는 전문인력 상근 의무와 이해관계인 거래 제한, 투자보고서 공시를 통하여 동일한 기능을 수행하고 있다. EU의 AIFMD는 자기자본 요건 강화와 상시 감독을 통해 이를 보완한다. 또한 자본시장법상 투자자문업·투자일임업 역시 등록제를 통하여 감독 목적을 달성하고 있다는 점에서, 인가만이 유일한 규제 수단이라고 보기 어렵다.

감독 공백에 대한 우려 역시 사후 감독 체계를 통해 상당 부분 해소할 수 있다. 기획재정부장관은 전문인력 기준 미달, 이해상충 방지체계의 중대한 훼손, 등록 요건의 지속적 미충족 등을 이유로 등록을 취소할 수 있어야 한다. 금융감독원은 자본시장법 제419조 이하의 검사 규정을 준용하여 검사권을 행사할 수 있어야 한다. 자기관리형 인프라펀드에 대한 사후 감독은 자본시장법 제419조(금융투자업자에 대한 검사) 등 기존 감독 규정을 준용하되, 등록 취소·시정명령의 권한과 사유는 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 직접 규정하여 설계할 수 있다. 다만 집합투자업자에 적용되는 이해상충 관리의무·불건전 영업행위 금지·자산운용 제한 규정(자본시장법 제81조·제83조·제86조 등)은 민간투자법 제44조 제1항에 의하여 인프라펀드에 이미 적용이 배제되어 있으므로, 자기관리형 인프라펀드에 대한 행위규제는 이를 준용하는 대신 민간투자법에 상응하는 특칙을 두어 직접 규율할 필요가 있다.

건전성규제의 측면에서는 자산 보관·관리를 신탁업자에게 위탁하도록 하여 자산 보관의 독립성을 유지하고, 내부통제기준과 위험관리체계, 최소 자기자본 요건을 등록 유지요건으로 설정할 필요가 있다. 다만 자기관리 인프라펀드는 집합투자기구이면서 동시에 기능상 운용 주체라는 이중적 성격을 가지므로, 금융투자업자에 대한 영업용순자본비율(NCR) 규제를 그대로 적용할 것인지에 대해서는 별도의 검토가 필요하다. 인프라 자산의 장기적·안정적 현금흐름과 제한된 운용 범위를 고려하면, 금융투자업자에 대한 업자 중심의 건전성 규제보다는 집합투자기구에 적합한 자산건전성 및 배당건전성 규율을 중심으로 설계하는 편이 타당하다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

결국 이와 같은 개선안은 인프라 자산에 한하여 자기관리를 허용하고, 이에 필요한 등록 요건과 감독 체계를 마련하려는 것이다. 핵심은 자기관리와 외부운용 중 어느 하나의 우열을 가리는 데 있지 않다. 투자자가 자산의 특성과 성장 단계에 따라 적절한 운용 구조를 선택할 수 있도록 하는 데 있다.

2. 경영내재화 전환절차 법정화(제안 2)

두 번째 경로는 기존 인프라펀드의 경영내재화를 위한 법정 전환 절차를 마련하는 것이다. 이는 M펀드와 같이 이미 외부운용 체제로 운영되고 있는 펀드에도 적용될 수 있다. 구체적으로는 민간투자법에 경영내재화 전환절차에 관한 규정을 신설하여 전환계획서 작성, 주주총회 가중결의(출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식 총수의 3분의 1 이상), 기획재정부장관에 대한 신고 절차를 규정하는 방안이다.

이 제안에서 특히 중요한 것은 운용사 교체 방어 조항의 효력을 제한하는 강행규정이다. 호주의 사례에서, 밥콕 앤 브라운은 25년 장기 관리계약을 통해 운용사 교체를 사실상 차단하였고, MMG와 BBP는 운용사 교체 이후에도 관리수수료를 지급하도록 하는 조항을 두어 투자자의 선택권을 제약하였다(RiskMetrics Group, 2008). 따라서 주주총회의 가중결의에 따른 경영내재화 전환이 이루어진 경우에는 이러한 계약조항의 효력을 제한할 필요가 있다.

이에 대하여 대주단의 기한이익상실 권리나 운용사의 계약상 수수료 수취권을 제한하는 것이 보상이 필요한 공용수용에 해당한다는 반론이 제기될 수 있다. 그러나 본 제안이 제한하는 것은 특정인의 기존 재산권을 박탈하여 국가 또는 제3자에게 이전하는 것이 아니다. 모든 인프라펀드에 일반적·추상적으로 적용되는 규율을 통하여 계약상 권리의 장래 행사방법과 한계를 정하는 것이다. 또한 제한의 대상은 이미 발생한 채권이 아니라 장래 특정 사유가 발생할 경우 행사될 수 있는 미발생 권리이다. 따라서 이는 공용수용이 아니라 재산권의 내용과 한계를 정하는 입법으로 보는 것이 타당하다. 다만 이미 체결된 장기계약의 경우, 그 잔여기간 보수가 보호되는 기발생 권리인지 제한 가능한 장래 기대이익인지가 문제될 수 있다. 그러나 계약상 권리가 유효하게 성립하였다는 사정과 그 권리가 장래의 입법으로부터 면제된다는 것은 별개의 문제이다. 약관규제법이나 이자제한법이 이미 체결된 계약의 부당한 조항을 장래를 향하여 무효화하는 것과 마찬가지로, 계약기간이 길다는 사정만으로 내용·한계규정의 적용이 배제되지는 않는다. 따라서 전환 시점까지 이미 용역이 제공된 부분의 보수채권은 기발생 권리로서 그대로 보호하되, 전환 이후 장래 용역에 대응하는 미도래 보수만을 비례적 제한과 보상의 대상으로 삼는 것이 타당하다. 오히려 운용사 교체를 장기간 봉쇄하는 계약일수록 투자자의 지배구조 자기결정권에 대한 제약이 크므로, 계약기간의 장기성은 권리보호를 강화하는 사정이 아니라 제한의 공익적 필요성을 뒷받침하는 사정으로 평가되어야 한다.

재산권 제한과 공용수용의 관계에 관하여는 경계이론과 분리이론이 대립하며, 헌법재판소는 1998. 12. 24. 선고 89헌마214 결정에서 분리이론적 논리구조를 취한 것으로 평가된다(강태수, 2004; 이부하, 2008; 홍강훈, 2013). 실제로 헌법재판소는 토지이용 제한에서 임대차계약상 권리 제한에 이르기

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

까지 다양한 영역에서 재산권 제한을 헌법 제23조 제3항의 공용수용이 아니라 같은 조 제1항·제2항의 내용·한계규정 문제로 다루어 왔다.

먼저 헌법재판소 1998. 12. 24. 선고 89헌마214·90헌바16·97헌바78(병합) 결정(도시계획법 제21조 위헌소원)은 개발제한구역 지정에 따른 토지재산권 제한을 헌법 제23조 제1항·제2항에 따라 재산권의 내용과 한계를 형성하는 동시에 그 사회적 제약을 구체화하는 규정으로 성격규정하고, 그 제한이 비례원칙을 준수하여야 한다고 보았다. 다만 토지를 종래의 용도대로 사용할 수 없게 되는 등 수인한도를 넘는 가혹한 부담이 발생하는 예외적 경우에 대하여 아무런 보상규정을 두지 않은 것은 비례원칙에 어긋난다고 하여 헌법불합치를 선언하였다. 주목할 점은 그 치유수단에 관하여 헌법재판소가 "금전보상만이 유일한 방법은 아니다"라고 판시하면서, 지정의 해제나 매수청구권의 부여와 같이 금전보상에 갈음하거나 손실을 완화할 수 있는 다양한 제도적 수단을 입법자가 선택할 수 있다고 본 데 있다.

나아가 헌법재판소 2024. 2. 28. 선고 2020헌마1343·1400·1598, 2021헌마14·792, 2022헌바82·123·140·149·150·248·300·333, 2023헌바1·433(병합) 결정(주택임대차보호법 제6조의3 등 위헌확인)은 임대인의 계약상 권리에 대한 제한, 즉 계약갱신요구권과 차임증액 상한이라는 채권적 권리의 강행적·장래적 제한을 다루었다. 이 결정에서 헌법재판소는 재판관 전원일치로 합헌(기각 및 일부 각하)을 선언하면서, 임대인의 계약 자유와 처분권한에 대한 제한을 공용수용이 아니라 재산권의 내용과 한계를 형성하는 규정으로 보아 완화된 심사기준을 적용하였다. 이러한 일련의 판례는, 물권인 토지소유권이든 채권인 임대인의 계약상 권리이든 동일하게 재산권의 내용·한계규정 문제로 다루어져 왔음을 보여준다. 결국 수용에 해당하는지 여부는 제한되는 권리가 물권인가 채권인가에 따라 결정되는 것이 아니라, 제한의 성격과 목적에 따라 판단된다.

입법자가 공익을 위하여 사적 계약상 권리의 장래 효력을 제한하는 것도 우리 법질서에서 낯선 일이 아니다. 약관규제법은 부당한 계약 해지·해제 조항을 무효로 하고, 이자제한법은 최고이율 초과 약정을 무효로 한다. 또한 도산법 영역에서도 쌍방미이행 쌍무계약에서는 도산해지조항의 효력이 제한될 수 있다는 논의가 전개되어 왔으며(대법원 2007. 9. 6. 선고 2005다38263 판결, 서울고등법원 2023. 1. 13. 선고 2021나2024972 판결), 미국·영국은 입법으로 그 효력을 제한하고 있다(미국 연방파산법 §365(e), 영국 CIGA 2020)(김효선, 2024). 따라서 운용사 교체 방어 조항이나 Change of Control 조항의 효력을 법률로 제한하는 것 역시 입법기술상 이례적인 조치는 아니다.

물론 이러한 제한은 비례원칙을 충족하여야 한다. 목적의 정당성은 투자자의 지배구조 자기결정권 보장과 사회기반시설의 안정적 운영이라는 공익에서 인정된다. 또한 운용사 교체를 봉쇄하는 계약조항의 효력을 제한하는 것은 해당 목적을 달성하기 위한 적절한 수단이 될 수 있다.

침해의 최소성과 법익의 균형성 역시 가치보전 장치를 통하여 확보할 수 있다. 구체적으로는 전환결의 이후 일정 기간 동안 대주단과의 사전협의 및 차입조건 재협상 절차를 의무화하고, 독립된 가치평가기관의 평가에 기초한 보상 또는 공정가액 매수 절차를 마련하며, 기존 계약에 대해서는 경과규정을 두어 신뢰이익을 보호하는 방안을 생각할 수 있다. 이 경우 제한되는 것은 대주단의 조기상환 요구권이나 운용사의 장래 수수료 기대이익일 뿐이며(이미 제공한 용역에 대한 기발생 보수채권은 그대로

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

보호된다), 그 경제적 가치는 재협상과 보상을 통하여 상당 부분 보전될 수 있다. 따라서 이는 채권의 박탈이 아니라 권리행사 방식에 대한 제한으로 이해할 수 있다.

신뢰보호원칙의 관점에서도 마찬가지이다. 본 제안이 제한하는 것은 이미 발생한 권리가 아니라 장래 행사될 수 있는 우발적 권리이므로 진정소급입법이 아니라 부진정소급입법에 해당한다. 부진정소급입법은 원칙적으로 허용되며, 그 허용 여부는 신뢰보호의 필요성과 입법을 통해 달성하려는 공익을 비교형량하여 판단한다(헌법재판소 1995. 10. 26. 선고 94헌바12 결정; 헌법재판소 1999. 7. 22. 선고 97헌바76 등(병합) 결정 참조). 또한 사회기반시설의 안정적 운영이라는 공익이 중대하고, 경과규정과 보상 절차가 병행되는 이상 신뢰보호원칙에 반한다고 보기 어렵다.

마지막으로 운용권한 매입 대가는 독립된 가치평가에 기초하여 산정되어야 한다. 이러한 독립평가에 기초한 공정가액 매수 절차와 경과규정은 헌법재판소가 도시계획법상 개발제한구역 사건에서 제시한 구제 법리와 궤를 같이한다. 헌법재판소는 재산권에 대한 과도한 제한의 치유수단이 반드시 금전보상에 한정되지 않으며, 매수청구권의 부여나 지정 해제와 같은 절차적·구조적 구제로도 헌법적 요청을 충족할 수 있다고 판시한 바 있다. 본 제안의 가치보전 장치는 바로 이러한 매수청구권형 구제에 상응하는 것으로서, 제한되는 권리의 경제적 가치를 절차적으로 보전함으로써 침해의 최소성과 법익의 균형성을 충족한다. 나아가 이러한 절차적 정당성은 비교법적으로도 뒷받침된다. 앞서 살펴본 바와 같이 호주에서는 MAp가 독립 이사 위원회를 통하여 협상을 진행하였고, 스파크 인프라는 Lonergan Edwards & Associates Limited(LEA)를 독립적 가치평가기관으로 선임하여 거래의 공정성을 검증하였다. 따라서 경영내재화 전환이 특정 이해관계인에게 유리하게 이루어지는 것을 방지하기 위해서는, 이러한 독립적 평가와 협상 절차를 요건으로 규정할 필요가 있다.

3. 인프라결합증권(제안 3) — 도관과세 유지를 위한 장기 대안

제안 1과 제안 2는 운용 기능을 투자회사 내부로 흡수하는 방안이다. 그러나 바로 그 점에서 세제상 한계를 안고 있다. 운용 기능을 내부화하여 상근 임직원과 이사회를 갖춘 실체회사가 되면, 명목회사를 전제로 설계된 도관과세(배당소득공제)의 적용이 배제될 수 있기 때문이다. 실제로 법인세법은 자기관리 부동산투자회사를 배당소득공제 대상에서 제외하고 있으며, 자기관리 인프라펀드에도 동일한 문제가 발생할 수 있다. 이는 경영내재화로 절감되는 운용비용을 세부담 증가가 상쇄할 수 있다는 점에서 중요한 제약요인이다.

세 번째 경로인 인프라결합증권은 이러한 문제에 대한 구조적 대안이 될 수 있다. 수동적 자산 보유 기능은 투자신탁에 두어 도관과세를 유지하고, 운영 및 관리 기능만을 별도의 주식회사에 맡기는 구조이다. 이 경우 자산 운용수익 전체가 법인과세 대상으로 전환되는 것을 피할 수 있고, 법인세 부담은 운용회사가 수취하는 보수에 한정된다. 또한 투자신탁의 수익증권과 운용회사 주식을 분리할 수 없는 단위로 결합함으로써 투자자와 운용회사의 이해관계를 일치시킬 수 있다.

이 구조는 지배구조 측면에서도 장점을 가진다. 운용회사가 독립된 법인으로 존재하므로 운용보수,

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

인건비, 이해관계인 거래가 별도의 재무제표를 통하여 드러난다. 이에 따라 운용비용의 규모와 적정성을 보다 명확하게 확인할 수 있고, 이해상충에 대한 외부 감시도 용이해진다.

물론 인프라결합증권의 도입은 세법 외에도 여러가지 해결해야 할 법률적 쟁점들을 수반한다. 예컨대, (i) 수익증권과 주식의 "분리 불가 결합"이 상법 제335조의 주식 자유양도성 원칙 및 자본시장법상 수익증권의 속성과 양립하는지, (ii) 한국예탁결제원의 현행 결제 시스템(자본시장법 제309조 이하)이 결합증권의 단일 단위 결제를 지원하기 위해 필요한 기술적·법률적 정비, (iii) 거래소 상장 규칙의 신규 증권 유형 수용 여부 등이 문제될 수 있다. 이러한 쟁점의 구체적 검토는 후속 연구의 과제로 남긴다.

결국 인프라결합증권은 제안 1·2가 직면하는 도관과세 문제를 해결할 수 있는 별도의 입법 경로라는 의미를 가진다. 다만 새로운 증권 유형의 창설과 세제·예탁결제·상장 제도의 정비를 수반하므로, 단기 과제라기보다 중장기적 제도 발전 방향으로 검토하는 것이 현실적이다.

4. 세 경로의 관계와 단계적 이행

세 가지 제안은 상호 보완적인 입법 대안이다. 단기적으로는 현행 자본시장법 체계를 유지하면서 자기관리와 경영내재화를 허용하는 제안 1과 제안 2를 우선 도입할 수 있다. 반면 제안 3은 새로운 증권 유형의 창설과 관련 제도의 전면적 정비를 요구하므로 입법 부담이 크지만, 도관과세 유지와 기능적 분리를 동시에 달성할 수 있다는 점에서 장기적 검토 가치가 있다. 따라서 제안 1과 제안 2는 현실적인 제도 개선 방안으로, 제안 3은 중·장기적 제도 발전 방향으로 이해할 수 있다.

V. 예상 쟁점

1. 투자자 보호의 약화 우려

한편 자기관리 체제로의 전환이 반드시 투자자 보호에 유리한 것은 아니라는 견해도 가능하다. 외부운용사는 전문적인 운용 역량과 독립적인 의사결정 구조를 바탕으로 자산을 관리하므로, 투자자 이익 보호 측면에서 오히려 장점을 가질 수 있다는 것이다. 외부 운용사의 전문성이 일정한 가치가 있다는 점은 부인하기 어렵다. 그러나 문제는 외부운용 구조가 실제로 투자자 보호에 기여하였는지 여부이다.

자기관리 체제에서는 이사회가 주주에게 직접 책임을 부담한다. 주주는 이사를 선임하고 해임할 수 있으며, 경영 성과에 대한 책임도 직접 물을 수 있다. 반면 외부운용 구조에서는 운용계약의 해지, 위약금 조항, 장기 관리계약 등이 주주의 통제권 행사를 어렵게 만든다. 뿐만 아니라 인프라펀드는 결의 안건이 없는 이상 정기주주총회를 개최할 의무가 없다. 따라서 M펀드의 경우도 안건이 있는 해에 한해서 주주총회를 소집한다(주로 감독이사 선임 또는 증자 안건). 투자자 보호의 관점에서 중요한 것은 외부성보다 책임성과 통제 가능성이다. 호주의 경험도 이를 뒷받침한다. 스파크 인프라는 경영내재화 이후 이

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

사회를 주주 직선제로 전환하고 감사·위험관리·준법감시위원회를 설치하였다(Spark Infrastructure, Annual Report 2011). 이는 자기관리가 지배구조를 약화시키는 것이 아니라 오히려 주주의 통제를 강화하는 방향으로 작동할 수 있음을 보여준다.

정보 비대칭 측면에서도 같은 결론에 도달한다. 외부 운용사가 시장과 자산에 관한 정보를 더 많이 보유하므로 투자자에게 유리하다는 주장이 있을 수 있다. 그러나 인프라 자산의 핵심 정보는 단기적인 시장 전망이 아니라 실시협약의 내용, 요금 체계, 자본투자 계획, 규제기관과의 관계 등 장기간 축적되는 운영 정보이다. 이러한 정보는 외부 운용사보다 자산을 직접 관리하는 조직 내부에 축적될 가능성이 높다.

실제로 호주 MAp가 내재화 이후 프리미엄을 수반한 인수의 대상이 된 사례는 외부운용 구조가 반드시 정보 효율성을 높인다고 보기 어렵다는 점을 보여준다. 정보는 외부 운용사에 집중될수록 효율적인 것이 아니라, 이를 통제하는 주주와 공유될 때 기업가치에 반영된다.

나아가 외부운용 구조는 투자자 보호에 오히려 취약할 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 동일한 운용사가 상장 인프라펀드와 사모 인프라펀드 등 복수의 펀드를 동시에 운용하는 경우, 새로운 투자 기회가 발생하였을 때 어느 펀드에 이를 배정할 것인지 결정하는 주체는 투자자가 아니라 운용사이다. 동일한 운용사가 복수의 인프라펀드를 운용하는 경우에는 투자 기회의 배분 과정에서 구조적인 이해상충이 발생할 수 있다. 외부운용사는 기본운용보수, 성과보수, 자문보수, 자금조달 주관보수 및 인수보수 등 다양한 보수를 동시에 수취하므로, 개별 펀드의 투자수익률보다 운용계약이 종료될 때까지 확보할 수 있는 총수수료 수입을 기준으로 투자 여부를 결정할 유인을 갖게 된다. 이러한 구조에서는 동일한 투자대상을 둘러싸고 동일한 운용사가 관리하는 복수의 펀드가 경쟁할 경우, 운용사에게 더 높은 경제적 이익을 가져다주는 펀드에 투자 기회가 우선 배정될 가능성을 배제하기 어렵다. 실제로 Singapore Power의 Alinta 자산 이전 사례와 MIG-맥쿼리 공동입찰 사례는 동일한 운용사의 복수 펀드 사이에서 투자 기회가 배타적으로 배분되거나 그 기준이 충분히 공개되지 않았음을 보여준다(RiskMetrics Group, 2008). 이 경우 운용사는 개별 펀드의 이익보다 운용사 전체의 수수료 수익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 할 유인을 갖게 된다. 무엇보다 글로벌 운용사 체제에서는 동일한 운용사 또는 그 해외 계열사가 운용하는 복수의 펀드가 동일한 투자자산에 대한 투자기회를 동시에 검토하는 경우가 적지 않다. 이 경우 운용사는 경제적 관점에서 자신에게 더 큰 수익을 제공하는 펀드에 해당 투자기회를 우선 배정할 유인을 가지며, 상대적으로 운용보수율이나 성과보수 수준이 낮은 펀드는 후순위로 취급될 가능성이 있다. 이러한 투자기회 배분의 왜곡 가능성은 외부운용 구조에서 반복적으로 제기되어 온 대표적인 이해상충 문제 중 하나이다.

반면 경영내재화 체제에서는 자산 취득과 처분, 신규 투자 기회의 배분에 관한 의사결정이 주주가 선임한 이사회에 귀속된다. 따라서 외부운용 구조에서 나타나는 복수 펀드 간 투자 기회 배분 문제나 운용사 수준의 이해상충이 구조적으로 발생하기 어렵다. 이러한 점에서 경영내재화는 투자자 보호를 약화시키는 제도가 아니다. 오히려 외부운용 구조에 내재된 이해상충과 투자 기회 배분 왜곡을 완화하는 지배구조 개혁으로 이해할 수 있다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

2. 세제상 불이익

자기관리 인프라펀드에는 현행 배당소득공제, 즉 도관과세가 적용되지 않을 수 있다. 법인세법 제51조의2 제1항 제4호는 배당소득공제 대상 부동산투자회사를 기업구조조정형 및 위탁관리형으로 한정하고, 자기관리 리츠를 명시적으로 제외하고 있다. 따라서 과세관청이 자기관리 리츠 배제 규정을 근거로 자기관리 인프라펀드에 대해서도 배당소득공제를 부정할 가능성도 배제하기 어렵다. 예컨대, "자기관리 회사는 실체회사이므로 도관체 과세에 적합하지 않다"는 주장이 가능하다. 그러나 도관과세의 핵심 기준은 상근 임직원의 존재 여부가 아니라 소득이 회사 내부에 유보되지 않고 투자자에게 관류되는지 여부이다. 법인세법 제51조의2도 배당가능이익의 90% 이상 배당을 핵심 요건으로 삼고 있을 뿐, 상근 임직원이나 영업소의 존재 자체를 도관과세 적용의 배제 사유로 삼고 있지 않다(법인세법 제51조의2 제1항). 부동산투자회사법이 자기관리 리츠를 도관체 과세에서 배제한 것은 자기관리의 본질적 속성 때문이 아니라, 자기관리 리츠가 부동산 개발 등 실체적 영업 활동을 광범위하게 수행할 수 있다는 점에 기인한다. 인프라투자회사의 경우 투자 대상이 대부분 장기 관리운영권으로 한정되고 자산 개발이 아닌 자산 보유·관리가 핵심이므로, 자기관리를 하더라도 도관체 기능이 유지된다.

비교법적으로도 자기관리와 도관과세는 양립할 수 있다. 미국 REIT는 이사 또는 수탁자가 관리하는 실체를 전제로 하면서도, 과세소득의 90% 이상을 배당하면 도관과세를 인정한다(26 U.S.C. §856(a)(1)("managed by one or more trustees or directors"); 26 CFR §1.856-1). 실제로 미국 상장 REIT의 상당수는 내부관리형으로 운영되며, 외부관리형은 이해상충 우려로 상대적 저성과·할인 평가를 받는 것으로 분석된다(Cannon & Vogt, 1995). 호주의 관리투자신탁(MIT) 제도 역시 내부·외부 관리 여부보다 소득의 성격과 소유분산 요건을 중심으로 도관과세 여부를 판단한다. 따라서 "자기관리는 곧 도관과세 부적격"이라는 명제는 일반화하기 어렵다.

자기관리 인프라펀드가 배당가능이익의 90% 이상을 배당하고, 집합투자재산의 70% 이상을 사회기반시설에 투자하며, 운용 범위를 자기 집합투자재산으로 한정한다면 경제적 기능은 외부운용 투자회사와 다르지 않다. 다만 과세회피 우려를 차단하기 위하여 자산의 적극적 매매, 사회기반시설 외 부대영업, 외부 제3자 자산 운용은 금지할 필요가 있다.

인프라투자회사에 대한 세제 명확화는 정책적으로도 설명 가능하다. 사회기반시설은 공공성이 강한 장기 자산이고, 정부가 민간투자 활성화를 정책 목표로 제시하고 있다는 점에서도, 인프라펀드의 운용보수 효율화와 세제 불확실성 해소는 같은 방향의 과제이다(기획재정부, "제2차 민간투자사업심의위원회 결과 보도자료", 2026.2.11.).

3. 이해상충의 내부화 위험

외부운용 구조에서는 운용사와 투자자 사이의 이해상충이 외부에 존재하므로 통제가 용이하지만, 자기관리 체제에서는 이해상충이 회사 내부로 이전되어 오히려 통제가 어려워질 수 있다. 그러나 이해상

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

충이 내부화된다는 사실만으로 위험이 증가한다고 보기는 어렵다. 자기관리 체제에서는 상법상 이사의 충실의무(제382조의3)와 자기거래 금지의무(제398조)가 직접 적용된다. 또한 자기관리형 인프라펀드에 대하여는 민간투자법에 자본시장법에 준하는 이해상충 관리·불건전 영업행위 금지의 특칙을 둘 수 있고, 궁극적으로는 주주가 이사를 선임·해임할 수 있다. 제안 1에서 이해상충 방지체계의 구축을 등록요건으로 제시한 것도 이러한 우려를 제도적으로 통제하기 위한 것이다.

오히려 문제는 외부운용 구조가 이해상충을 충분히 통제하고 있는지 여부이다. 동일한 집합투자업자가 복수의 펀드나 투자기구를 동시에 운용하는 경우, 투자 기회의 배분, 자산의 평가, 거래 상대방의 선정 과정에서 운용사 수준의 이해상충이 발생할 수 있다. 자본시장법은 직접적인 자전거래를 제한하고 있으나, 복수의 펀드들이 관여하는 간접적 거래 구조까지 완전히 통제하기는 어렵다. 외부운용 구조에서는 운용사가 자산을 선취득한 후 자신이 운용하는 펀드에 이전하는 창고보관전략(warehousing)이 가능하다. 이러한 구조는 운용사가 자산의 취득 시점, 이전 시기 및 이전 대상 펀드를 모두 결정할 수 있다는 점에서 이해상충을 구조적으로 내포한다. Davis는 이를 맥쿼리 그룹 인프라펀드 운용모델의 전형적인 특징으로 설명하면서, 스폰서가 자산을 자신의 대차대조표에 단기간 보유한 후 상장 펀드로 이전하는 방식이 반복적으로 활용된다고 분석하였다(Davis(2008) Section 4, pp. 9-10). 외부운용 구조에서 발생하는 이해상충은 현실에서도 반복적으로 문제되고 있다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 2024년 맥쿼리 투자운용 계열사가 동일한 운용사가 관리하는 복수의 고객 및 투자기구 사이에서 비유동성 증권 약 4,900건을 과대평가하고 일부 고객에게 유리한 교차거래를 수행한 행위를 적발하여 투자자문법 및 투자회사법 위반을 인정하고, 총 7,980만 달러의 제재를 부과하였다

경영내재화된 펀드에서는 상황이 다르다. 자산의 취득·처분, 거래 상대방의 선정, 신규 투자 기회의 배분에 관한 의사결정이 수익자가 선임한 이사회에 귀속된다. 따라서 동일 운용사가 복수의 펀드를 관리하면서 발생하는 이해상충이나 위험 이전 문제는 구조적으로 발생하기 어렵다.

국내 자기관리 리츠의 운영 경험도 참고할 수 있다. 부동산투자회사법은 자산운용 전문인력의 상근 보유, 이해관계인 거래 제한, 정기 공시 의무 등을 통하여 자기관리 구조의 이해상충을 통제하고 있다. 또한 이사 보수와 주요 거래가 공시 대상이 되므로 시장의 감시도 가능하다. 이러한 제도적 장치는 이해상충이 존재하더라도 이를 통제 가능한 형태로 전환할 수 있음을 보여준다. 결국 문제는 이해상충의 존재 여부가 아니라 이를 누가 통제할 수 있는가에 있다. 외부운용 구조에서는 이해상충의 중심이 운용사에 놓이는 반면, 자기관리 체제에서는 그 통제권이 주주가 선임한 이사회와 투자자에게 귀속된다. 이러한 점에서 경영내재화는 이해상충을 확대하는 제도라기보다 이해상충에 대한 통제권을 투자자에게 되돌리는 지배구조 개혁으로 이해할 수 있다.

Ⅵ. 맺음말

호주의 맥쿼리 공항, 인톨, 스파크 인프라 등 주요 인프라펀드는 경영내재화를 통하여 운용비용을

절감하고 주주의 통제권을 회복하였다. 이 과정에서 운용 역량의 저하나 자산가치 훼손이 나타났다는 증거는 확인되지 않았다. 오히려 주주가 선임한 이사회가 경영을 감독하고 이해상충 통제장치와 독립적 가치평가 체계가 정착되면서 지배구조의 투명성과 책임이 강화되었다. 물론 외부운용이 효율적인 자산도 존재할 수 있으며, 투자자가 그러한 구조를 선호할 수도 있다. 그러나 주요국의 입법례는 자기관리와 외부운용을 모두 허용한 상태에서 시장의 선택에 맡기고 있으며, 인프라 자산에 대해서만 자기관리를 일률적으로 금지하는 사례는 찾아보기 어렵다. 또한 세제상 문제는 별도의 입법적 보완을 통하여 해결할 수 있는 과제로서, 이를 이유로 지배구조 개선 논의 자체를 유보할 필요는 없다. 인가 요건, 전환 절차, 세제 설계와 같은 세부 제도는 후속 연구를 통하여 보완될 수 있다. 결국 인프라펀드의 지배구조에 관한 논의는 더 이상 “왜 자기관리를 허용하여야 하는가”가 아니라 “왜 자기관리를 금지하여야 하는가”라는 질문에서 출발해야 한다.

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM

참고문헌

1. 강태수(2004). 분리이론에 의한 재산권체계 및 그 비판에 대한 고찰. **헌법학연구, 10**(2), 117-152.
2. 김효선(2024). 쌍방미이행 쌍무계약에서 도산해지조항에 관한 연구: 최근 입법의 비교법적 연구를 중심으로. **저스티스, 200**, 81-137.
3. 이부하(2008). 재산권의 존속보장과 재산권에 관한 법이론: 경계이론과 분리이론의 비교고찰을 중심으로. **공법학연구, 9**(3), 331-351.
4. 홍강훈(2013). 분리이론·경계이론을 통한 헌법 제23조 재산권조항의 새로운 구조적 해석. **공법연구, 42**(1), 615-648.
5. Australian Treasury (2017). *Stapled Structures, Consultation Paper*. ISBN 978-1-925504-38-5.
6. Cannon, S. E., & Vogt, S. C. (1995). REITs and their management: An analysis of organizational structure, performance and management compensation. *Journal of Real Estate Research, 10*(3), 297-317.
7. Davis, K. (2009). Listed infrastructure funds: Funding and financial management. *JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance,* (1), 43-47.
8. Davis, K. (2023). Review of "The Millionaires' Factory". *Australian Economic Review*.
9. Davis, K. (2016). Stapled securities: Antipodean anomaly or adaptable innovation? *Australian Tax Forum, 31*(2), 395-417.
10. Davis, K. (2017). The case against stapled securities. In Australian Tax Research Foundation (Ed.), *The Great Tax Debate*. Australian Tax Foundation.
11. Flyvbjerg, B. (2006). Five misunderstandings about case-study research. *Qualitative Inquiry, 12*(2).
12. RiskMetrics Group (2008). *Infrastructure funds: Managing, financing and accounting: In whose interests?* CGI Publication.
13. *In re Macquarie Investment Management Business Trust,* Investment Advisers Act Release No. 6709, Investment Company Act Release No. 35325 (Sept. 19, 2024); SEC Press Release No. 2024-140 (Sept. 19, 2024).
14. Spark Infrastructure. *Internalisation Proposal—Notice of Meetings and Explanatory Memorandum* (Apr. 20, 2011), Annexure I: Lonergan Edwards & Associates Ltd. (Craig Edwards & Martin Holt, Directors), *Management Internalisation (Spark Infrastructure)—Independent Expert's Report* (Apr. 13, 2011).

[Provider:earticle] Download by IP 119.192.XXX.XX2 at Monday, July 13, 2026 3:14 AM