

# 증권집단소송과 기관투자자의 역할

증권법학회 제108회 정기세미나

김 화 진  
법무법인 율촌

2005. 4. 23

## 차 례



- 증권집단소송이 원래의 목적을 달성하고 있는가?
- 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향
- 기관투자자 소극성에 관한 가설
- 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황
- 센던트 사건
- 기타 사례
- 월드컴(MCI) 사건
- 기관투자자에 특유한 문제들
- 시사점

## 대표당사자 선임에 관한 증권관련집단소송법 규정(1)

- "대표당사자"라 함은 법원의 허가를 받아 총원을 위하여 증권관련집단소송절차를 수행하는 1인 또는 수인의 구성원을 말한다(법 제2조 제4호). 대표당사자는 제외신고를 하지 아니한 구성원들의 명시적인 위임 없이도 권리의무에 관한 소송수행권을 가진다는 점에서 특수한 유형의 제3자의 소송담당의 지위에 있다.
- 대표당사자가 되기를 원하는 구성원은 경력과 신청의 취지를 기재한 신청서에 법 제9조 제2항의 문서를 첨부하여 법원에 제출하여야 한다(법 제10조 제3항). 법원은 공고일부터 50일 내에 소제기자와 대표당사자 선임신청을 한 구성원 중 법 제11조의 요건을 갖춘 자로서 총원의 이익을 대표하기에 가장 적합한 자를 결정으로 대표당사자로 선임한다(법 제10조 제4항).

## 대표당사자 선임에 관한 증권관련집단소송법 규정(2)

- 법원은 대표당사자가 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표하고 있지 못하거나 그 밖에 중대한 사유가 있는 때에는 직권 또는 다른 대표당사자의 신청에 의하여 그 대표당사자의 소송수행을 결정으로 금지할 수 있다(법 제22조 제1항). “총원의 이익을 공정하고 적절히 대표하지 못하는 경우”란 대표당사자의 정직성, 이해관계의 잠재적 충돌 등 법 제11조의 대표당사자의 요건이 사후적으로 결여된 경우를 의미한다고 할 것이고, “기타 중대한 사유”란 대표당사자의 금치산선고, 질병, 소재불명 등으로 실질적으로 총원의 이익을 대변하여 소송을 수행하기 곤란한 경우를 말한다.
- 대표당사자를 선임하여야 할 기한은 공고일부터 50일 내이고 대표당사자 선임신청기간 종료일부터 50일이 아니다. 따라서 법원은 소장이 접수된 날부터 적어도 60일(공고 시까지 10일 및 공고일부터 50일) 내에 대표당사자를 선임하여야 한다. 법원은 수인의 대표당사자를 선임할 수 있고(법 제2조 제4호, 제20조), 대표당사자를 선임함에 있어서 소제기자와 대표당사자 선임신청을 한 구성원들을 심문하여야 한다(규칙 제7조). 대표당사자 선임결정에 대하여는 불복할 수 없다(법 제10조 제5항).

## 대표당사자 선임에 관한 증권관련집단소송법 규정(3)

- 대표당사자는 그 증권관련집단소송으로 인하여 얻을 수 있는 경제적 이익이 가장 큰 자 등 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표할 수 있는 구성원이어야 하고(법 제11조 제1항), 최근 3년간 3건 이상의 증권관련집단소송에 대표당사자로 관여하지 않았어야 한다. 다만, 제반 사정에 비추어 위 요건을 충족하는 데에 지장이 없다고 법원이 인정하는 자는 그러하지 아니하다(법 제11조 제3항).
- 대표당사자는 직접 집단소송에 참여하지 않는 구성원의 소송담당자로서 그들의 이익을 대변하는 기능을 수행하여야 하므로 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표할 수 있는 구성원이어야 함은 당연하다. 다만, 어떠한 구성원이 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표할 수 있는 자인지 여부는 구체적인 사정을 종합하여야 판단할 수 있을 것인바, 증권관련집단소송법은 그 일응의 기준으로 “경제적 이익이 가장 큰 자”를 제시하고 있다. 미국의 증권소송개혁법이 가장 큰 경제적 이해관계를 가지는 자를 대표원고가 될 수 있는 최적 원고로 추정함에 반하여 우리 증권관련집단소송법에서는 이러한 추정규정이 없으나, 우리 증권관련집단소송 실무에서도 경제적 이익이 가장 큰 자, 즉 기관투자가가 대표당사자로 선임될 가능성은 매우 높다.

# I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(1)

## 1. 1995년 이전

- 일반적으로, 기관투자자(펀드 매니저)들은 포트폴리오의 가치 제고에 소송에의 참가나 기업지배구조 관련 활동은 큰 도움이 되지 않고 오히려 비용만 발생시킨다고 인식하였음.
- 기관들은 직접 소송을 제기하기 보다는 소송이 제기되는지를 모니터하다가 소송이 제기되면 참가의 득실을 계산한 후 필요하면 참가하는 소극적인 태도를 유지하는 것이 통례였음 – 별첨 **State of Wisconsin Investment Board** 가이드 라인 참조.
- 한 연구에 의하면, 기관투자자들이 집단소송이 화해로 종결된 경우 막대한 금액의 분배를 받을 수 있었음에도 불구하고 소송에 대한 정보 부족으로 분배청구를 소홀히 한 결과 연간 약 **10억불**이 다른 구성원들에게 분배되었음. (기관투자자들은 지금도 분배 받을 권리가 있는 금전의 **30%** 미만만을 실제로 분배 받고 있는 실정이라고 함.)

## 증권집단소송이 원래의 목적을 달성하고 있는가?(1)

1. 증권집단소송은 판결보다는 화해로 끝나는 경우가 압도적으로 많음
2. (따라서 쟁송의 가장 중요한 단계는 소송허가절차임: **“The true battleground for securities class action litigation is the pretrial motions.”**)
3. 화해금액은 판결이 내려졌을 경우의 손해배상 금액보다는 훨씬 적은 금액임
4. 분배절차에서 권리신고를 하지 않은 구성원에게 분배되었어야 할 금전이 권리신고를 한 구성원에게 분배되는 경우가 많음
5. 고지/공고와 분배절차에서의 권리신고 장치의 정비는 증권집단소송의 원래 목적의 달성에 대단히 중요한 의미를 가짐

## 증권집단소송이 원래의 목적을 달성하고 있는가?(2)

1. 회사의 고위 임원이 실적, 승진, 스톡옵션과 보너스 등에 대한 욕심 때문에 부실공시를 감행, 부실공시 적발, 주가 하락, 증권집단소송 제기, 화해 성립
2. 25%의 지분을 보유한 주주들이 회사로부터 손해를 배상 받음 – 즉, 회사에 발생한 손실의 25%는 당해 주주들이 부담. 추가 주가하락으로 인한 손실도 당해 주주들이 부담
3. 나머지 75%의 주주들은 손해배상과 주가 하락으로 인한 손실을 전액 부담
4. 집단 구성원이지만 현재는 주주가 아닌 구성원들은 손실을 부담하지 않음
5. 문제를 발생시킨 임원들은 대체로 피고가 되지 않음(자력 문제)
6. 증권집단소송의 진정한 역할은 부실공시의 방지?

# 1. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(2)

## 2. 증권소송개혁법상 대표당사자 규정

- 1995년의 증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act)은 가장 큰 경제적 이해관계를 가진 개인이나 그룹이 대표당사자로 가장 적격이라는 추정(presumption) 규정을 포함하고 있음. 대표당사자는 법원의 허가를 받아 소송대리인을 선임할 권리를 가짐.
- 이 법 이전에는 가장 먼저 소를 제기하는 원고가 대표당사자가 되는 것이 보통이었음. 따라서, 소액의 손해를 입은 투자자가 변호사를 통해 대표당사자가 되게 되어 원고가 변호사를 통제하는 것이 아니라 변호사가 원고를 통제하는 현상이 발생.
- 법의 제정 과정에서 기관투자자 역할론이 학계로부터 강력히 제기되었으며, 기관들이 차지하는 비중에 관한 실증적인 연구와 기관들이 고객들에 대한 관계에서 부담하는 신인의무(fiduciary duties)와 그 위반에 따르는 법적책임에 대한 이론 정립이 법 제정의 기초가 되었음.

# I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(3)

1995년 미국 증권소송개혁법 관련 규정 원문

## (3) APPOINTMENT OF LEAD PLAINTIFF-

### (A) EARLY NOTICE TO CLASS MEMBERS-

**(i) IN GENERAL-** Not later than 20 days after the date on which the complaint is filed, the plaintiff or plaintiffs shall cause to be published, in a widely circulated national business-oriented publication or wire service, a notice advising members of the purported plaintiff class--

**(I)** of the pendency of the action, the claims asserted therein, and the purported class period; and

**(II)** that, not later than 60 days after the date on which the notice is published, any member of the purported class may move the court to serve as lead plaintiff of the purported class.

**(ii) MULTIPLE ACTIONS-** If more than one action on behalf of a class asserting substantially the same claim or claims arising under this title is filed, only the plaintiff or plaintiffs in the first filed action shall be required to cause notice to be published in accordance with clause (i).

### (iii) ADDITIONAL NOTICES MAY BE REQUIRED UNDER FEDERAL RULES-

Notice required under clause (i) shall be in addition to any notice required pursuant to the Federal Rules of Civil Procedure.

## I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(4)

### (B) APPOINTMENT OF LEAD PLAINTIFF-

- (i) IN GENERAL- Not later than 90 days after the date on which a notice is published under subparagraph (A) (i), the court shall consider any motion made by a purported class member in response to the notice, including any motion by a class member who is not individually named as a plaintiff in the complaint or complaints, and shall appoint as lead plaintiff the member or members of the purported plaintiff class that the court determines to be most capable of adequately representing the interests of class members (hereafter in this paragraph referred to as the `most adequate plaintiff') in accordance with this subparagraph.
- (ii) CONSOLIDATED ACTIONS- If more than one action on behalf of a class asserting substantially the same claim or claims arising under this title has been filed, and any party has sought to consolidate those actions for pretrial purposes or for trial, the court shall not make the determination required by clause (i) until after the decision on the motion to consolidate is rendered. As soon as practicable after such decision is rendered, the court shall appoint the most adequate plaintiff as lead plaintiff for the consolidated actions in accordance with this subparagraph.

## I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(5)

### (iii) REBUTTABLE PRESUMPTION-

**(I) IN GENERAL-** Subject to subclause (II), for purposes of clause (i), the court shall adopt a presumption that the most adequate plaintiff in any private action arising under this title is the person or group of persons that--

**(aa)** has either filed the complaint or made a motion in response to a notice under subparagraph (A)(i);

**(bb)** in the determination of the court, has the largest financial interest in the relief sought by the class; and

**(cc)** otherwise satisfies the requirements of Rule 23 of the Federal Rules of Civil Procedure.

**(II) REBUTTAL EVIDENCE-** The presumption described in subclause (I) may be rebutted only upon proof by a member of the purported plaintiff class that the presumptively most adequate plaintiff--

**(aa)** will not fairly and adequately protect the interests of the class; or

**(bb)** is subject to unique defenses that render such plaintiff incapable of adequately representing the class.

## I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(6)

- (iv) DISCOVERY**- For purposes of this subparagraph, discovery relating to whether a member or members of the purported plaintiff class is the most adequate plaintiff may be conducted by a plaintiff only if the plaintiff first demonstrates a reasonable basis for a finding that the presumptively most adequate plaintiff is incapable of adequately representing the class.
- (v) SELECTION OF LEAD COUNSEL**- The most adequate plaintiff shall, subject to the approval of the court, select and retain counsel to represent the class.
- (vi) RESTRICTIONS ON PROFESSIONAL PLAINTIFFS**- Except as the court may otherwise permit, consistent with the purposes of this section, a person may be a lead plaintiff, or an officer, director, or fiduciary of a lead plaintiff, in no more than 5 securities class actions brought as plaintiff class actions pursuant to the Federal Rules of Civil Procedure during any 3-year period.

# I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(7)

## 3. 초기 판례 동향(1)

- 법의 해석에 있어서 “그룹”(group of persons) 개념이 가장 큰 논란의 대상이 되었음. 아무런 연계도 없는 투자자들이 변호사의 주선에 의해 대그룹을 형성한 경우 대표당사자로 선임될 수 있는지의 문제에 대해, 판례는 법의 취지가 기관투자자들이 대표당사자의 역할을 하도록 하는 것이라는 해석을 확립하였음. SEC도 같은 입장임.
- 법 제정 이후 변호사들이 많은 수의 원고들을 규합하여 대표당사자의 대리인이 되려는 경향이 발생. 어떤 사건에서는 979인의 구성원을 모집한 변호사와 274인의 구성원을 모집한 변호사간에 대표당사자 선임을 위한 다툼이 발생하기도 함(In re Informix Corp. Securities Litigation, 1997). 다른 사건에서는 법원이 동전을 던져서 대표당사자를 결정하겠다고 하기도 함(Laperriere v. Vesta Insurance Group, Inc., 1998).

# I. 1995년 미국 증권소송개혁법과 초기의 판례 동향(8)

## 3. 초기 판례 동향(2)

- 초기 판례들은 아무런 관계도 없는 투자자들이 집결되어 그룹을 형성하는 경우라 해도 대표당사자로 선정되는 데 장애가 없다는 것들과, 아무런 관계가 없는 투자자들이 집결된 경우 대표당사자로 선임될 수 없다는 것으로 나누어짐.
- 그러나, 초기 판례들은 기관투자자가 대표당사자 선정신청을 하는 경우 쉽게 그 신청을 인용. 나아가, 다수의 무관한 투자자들의 그룹은 변호사를 통제하기가 거의 불가능하다는 이유에서 다른 신청이 없는 경우에도 그러한 그룹의 신청을 인용하지 않는 판결도 나옴. 이 경우 신청인들 중 일부가 대표당사자로 선임되기도 하였음(**Chill v. Green Tree Financial Corp., 1998**).

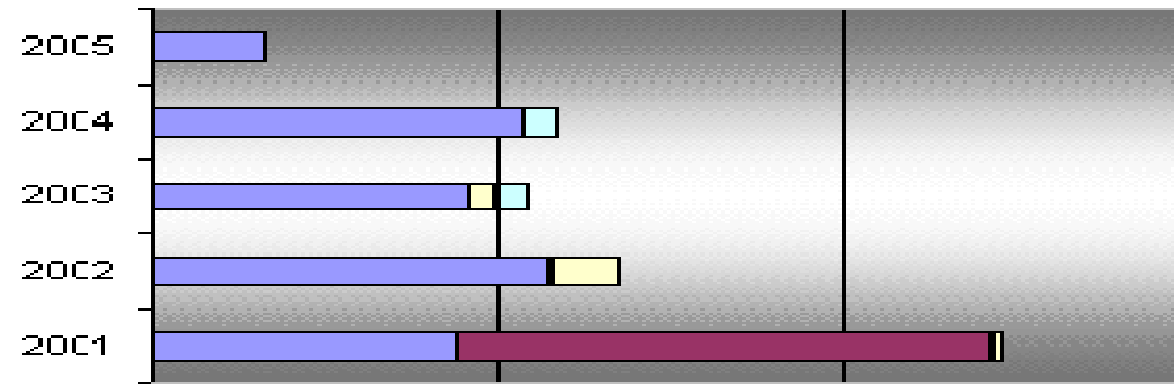
## 기관투자자 소극성에 관한 가설

1. “Sleeping with the Enemy”
2. “A Rolling Stone Gathers No Moss”
3. “Voting With Their Feet”
4. “Who’s On First”

Cox & Thomas (2005)

## 미국 증권집단소송의 유형

Securities Class Action Litigation by Type of Lawsuit



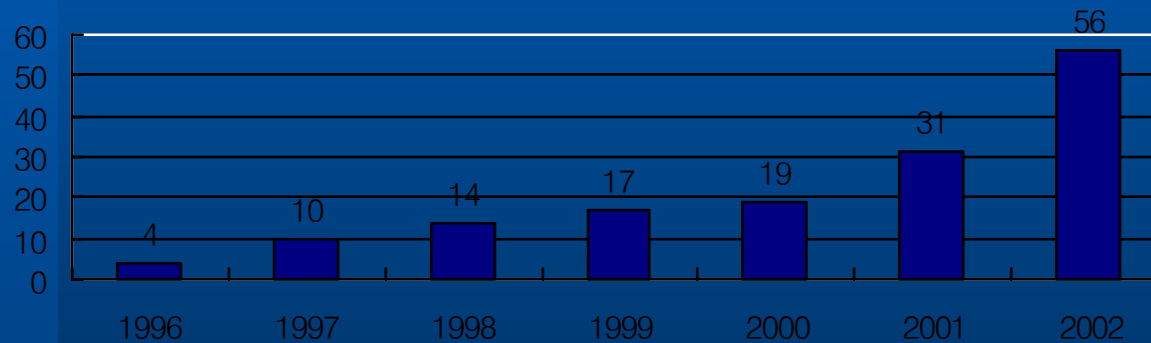
No. of Filings	2001	2002	2003	2004	2005
Mutual Fund	-	-	19	20	-
Analyst	5	41	17	1	-
IPO Allocation	312	1	-	-	-
Classic	176	229	183	214	64

- 자료: Stanford Securities Class Action Clearinghouse

## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(1)

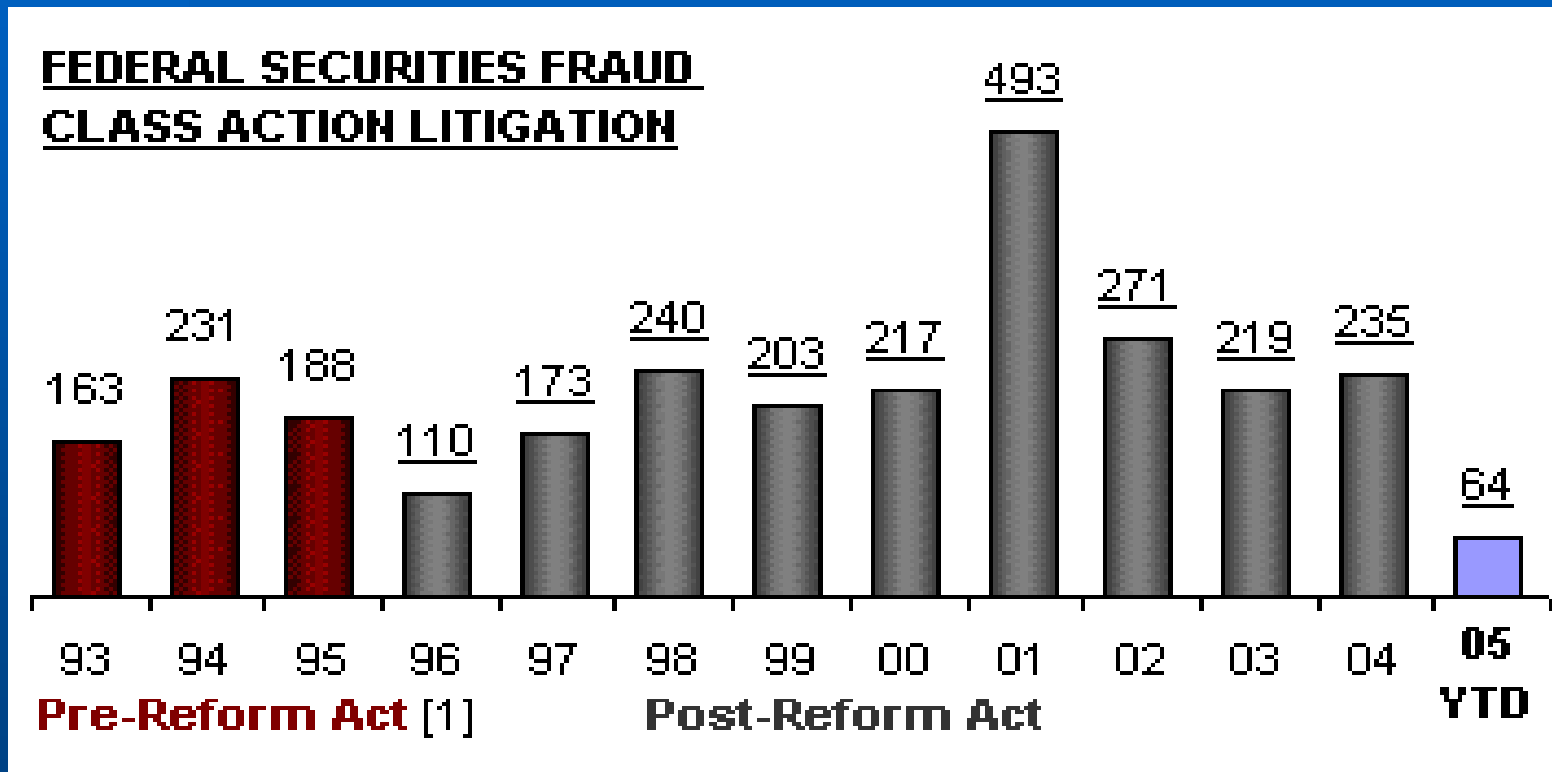
- 증권소송개혁법 제정 이후 **2003**년까지 기관투자자가 대표당사자인 소송의 화해금액 평균은 **8,700**만불을 상회하였으나 기관투자자가 대표당사자가 아닌 소송의 화해금액 평균은 **1,300**만불에 그침.

기관투자자가 대표당사자인 소송추이



- 자료: Skalak & Dooley (2003)

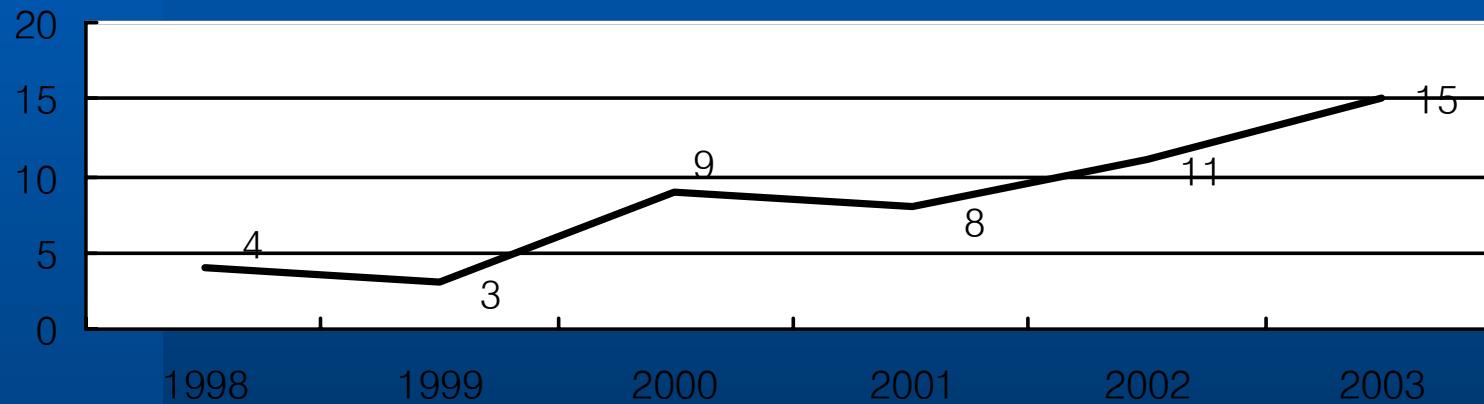
## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(2)



• 자료: Stanford Securities Class Action Clearinghouse

## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(3)

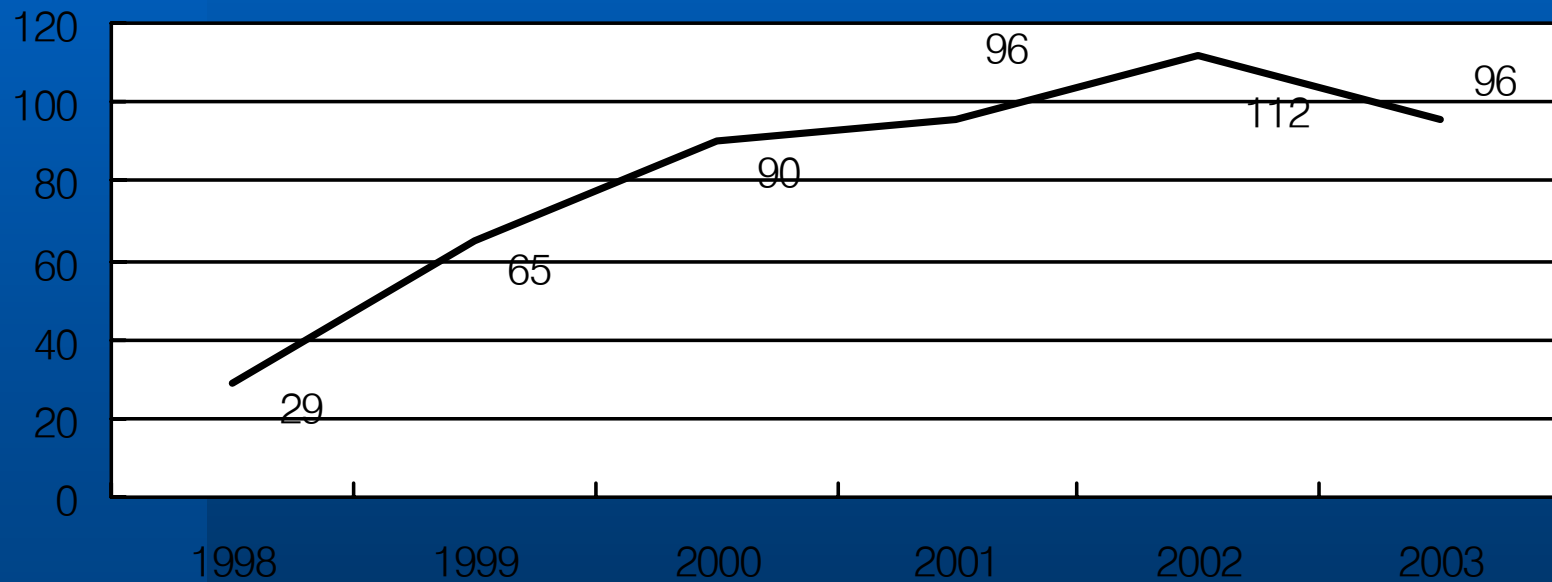
기관투자자가 대표당사자인 경우 화해 추이



• 자료: Skalak & Dooley (2003)

## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(4)

증권집단소송 화해 추이



• 자료: Simmons & Ryan (2005)

## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(5)

- 기관투자자가 대표당사자인 사건의 화해율과 화해금액이 상대적으로 큰 이유에 대해서는 아직 체계적인 분석은 나와있지 않으나 대체로 다음과 같은 요인들이 작용하고 있는 것으로 알려짐.
- 1) 재정적인 기반이 튼튼한 기관투자자들의 적극적인 소송참가는 소송의 진행을 보다 철저하게 할 뿐 아니라, 전문적인 대형 로펌으로 하여금 화해금액의 규모와 신속한 화해의 성취 사이에서 종종 타협적인 태도를 보이기도 하는 일반 투자자 그룹의 변호사와는 다른 내용의 소송수행을 행하도록 함.
- 2) 미국에서 기관투자자들이 주로 관심을 보이는 소송의 유형은 회계분식을 이유로 한 소송임. 일반적으로 회계분식에 관한 소송의 화해금액이 다른 유형의 소송에 비해 높기 때문에 기관투자자들이 대표당사자인 소송의 화해금액이 높게 나타나고 있음.

## II. 기관투자자의 대표당사자 비중과 화해금액 현황(6)

- 3) 기관투자자들은 일반투자자들과는 달리 집단소송 전문 로펌이나 기타 서비스 회사들로부터 무료로 지속적인 포트폴리오 모니터링 서비스를 받고 있음. 따라서, 승소 가능성이나 고액의 화해금액이 가능한 사건을 포착하고 그에 대응하는데 일반투자자들의 그룹보다 상대적으로 유리한 위치에 있음.
- 4) 펀드매니저들은 기업지배구조에의 참여나 집단소송에서의 적극적인 역할 수행 등이 자신의 업무평가에 반영되기 때문에 집단소송의 시작이나 결과에 개인적인 인센티브를 가지고 있음. 이 점이 변호사에게만 의존하고 수동적인 일반투자자들의 그룹이 대표당사자인 사건과 다른 결과를 발생시킴.

### III. 센던트 사건(1)

#### 1. 사건

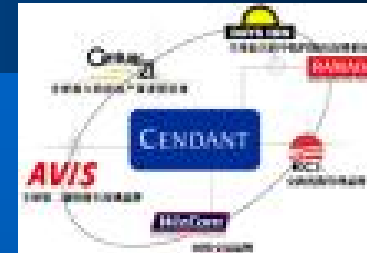
- 증권소송개혁법 제정 이후에는 기관투자자들의 대표당사자로서의 역할이 활발해지고 있는데 대표적인 사례는 역사상 최대 금액인 28억 3,200만불로 화해가 성립된 2000년의 센던트 사건(**In re Cendant Corp. Litigation**).
- 이 사건에서는 거대 기관투자자들인 **California Public Employees' Retirement System, New York State Common Retirement Fund, New York City Pension Funds** 등 3개 기관들이 대표당사자로서 소송을 수행한 바 있음.
- **In re Cendant Corporation Securities Litigation** (미국 연방지방법원 New Jersey), 109 F. Supp. 2d 235 (2000년 8월 15일 화해계약승인판결), 109 F. Supp. 2d 285 (2000년 8월 16일 변호사보수승인판결)

## 10대 화해사건

Mega Settlements: Settlements of Post-Reform Act Securities Class Action Lawsuits in Excess of \$100 million (YTD)			
Rank	Issuer	Maximum Asserted Valuation	Percentage of Total "Mega-Settlements"
1	Cendant	\$3,527.0 Million	48.78%
2	Lucent	\$563.0 Million	7.79%
3	Bank of America	\$490.0 Million	6.78%
4	Waste Management II	\$457.0 Million	6.32%
5	Rite Aid	\$319.5 Million	4.42%
6	Oxford Health Plans, Inc.	\$300.0 Million	4.15%
7	3Com	\$259.0 Million	3.58%
8	Waste Management I	\$220.0 Million	3.04%
9	MicroStrategy	\$192.5 Million	2.66%
10	Dollar General Corp	\$162.0 Million	2.24%

- 자료: Stanford Securities Class Action Clearinghouse

### III. 셴던트 사건(2)



#### 2. 배경과 경과

- **CUC International** 과 **HFS International** 이 1997년 12월 17일 합병하여 **Cendant** 로 상호변경. **Cendant**는 델라웨어 주에서 설립되고 뉴저지 주와 코네티컷 주에 본부를 둔 소비자 제품 및 서비스 할인 회사임. 뉴욕증권거래소 상장회사.
- 이 소송 원고들의 주장에 의하면 **CUC**의 22개 부서들 중 17개 부서가 사기행위에 연루되어 **Class Period**(1995년 5월 31일부터 1998년 8월 28일까지) 동안 **CUC**의 매출을 약 5억불 과대계상. 이 액수는 동 기간동안 **CUC** 매출의 약 1/3을 초과하는 것이었음. 회사는 분기보고서(10-Q)와 연차보고서(10-K)를 통해 이와 같은 위법행위를 행함.
- 원고측 주장에 의하면 **CUC**의 외부감사인이었던 **Ernst & Young** 도 수억불 규모의 계정에 관해 다각도로 **GAAP**을 위반하였음. 또, **Cendant**의 핵심 임원들에게는 내부자거래 혐의가 있음.

### III. 센던트 사건(3)

- 1998년 4월 15일, Cendant는 1997년도의 수익 규모와 주당수익율을 수정하여 발표하겠다고 공시. Cendant는 수익의 규모가 약 1억에서 1억 1,500만불 하향 조정될 수 있고 주당 수익율도 11% 내지 13% 감소될 수 있다고 발표함. 다음 날인 4월 16일, Cendant의 주가는 전날의 35불 대에서 17불대로 폭락하였음. Cendant의 시가총액은 하루만에 140억불 하락.
- 1998년 9월 29일 Cendant 는 수정 재무제표를 SEC에 제출하였음. 공시서류에 의하면 Cendant 는 Class Period 동안 매출액을 24% 과대계상하였고 주당 수익율도 130% 과다 산정.
- 화해금액은 총 32억불로 손해배상청구금액의 약 40%. 그 중 Ernst & Young 이 3억 3,500만불을 부담. 분배 신청자(주주 및 사채권자) 총수는 약 12만명. 장기간의 준비를 거쳐 2003년 3월 31일 화해금액의 분배가 집행됨. 변호사 보수는 화해금액의 8.275%인 2억 6,200만불.

### III. 센던트 사건(4)

- 화해안에는 **Cendant**의 기업지배구조개선에 관한 합의가 포함되었음.
- 그 내용은 증권집단소송 역사상 가장 강력하고 포괄적인 것으로 평가됨.
- 그러나, 기업지배구조개선에 관한 합의는 화해금액에 영향을 미치지 않았으며 추가적인 화해조건이었음.

## III. 센던트 사건(5)

### 3. 대표당사자 문제

- 재무제표 수정이 발생하자 15개의 대표당사자 선임신청이 법원에 제출됨.
- 그러나 이들 중 상기 3개 기관으로 구성된 그룹이 가장 큰 경제적 이해관계를 가짐. 총 손해액이 8,900만불.
- 다른 신청인들은 가장 큰 경제적 이해관계 개념을 독자적으로 해석하여 3개 기관을 탈락시키려고 시도. 예컨대, 손해액과 경제력을 비교하여 상대적으로 큰 손해를 본 신청인이 대표당사자가 되어야 한다고 주장되기도 하였음. 또, 소송 시 주식을 보유하고 있는 기관투자자는 주식을 이미 매각한 신청인에 비해 적격성이 떨어진다는 주장도 제기됨.
- 법원은 상기 3개 기관을 대표당사자로 선임. 이 3개 기관은 대표당사자 선임신청 이전에 소를 제기하지도 않았음.

### III. 센던트 사건(6)

#### 4. 변호사 보수 문제

- 법원은 대표당사자 선정과 함께 원고소송대리인 선정을 위한 비딩(Bidding) 실시. 15개 로펌이 12개의 제안서 제출
- 대표당사자가 법원의 허가를 받아 소송대리인을 선정할 권리를 보유하므로 법원은 대표당사자의 원래 로펌에 Right of First Refusal 부여. 대표당사자의 원래 로펌은 12개의 제안 중 최저가를 수락하여 원고소송대리인으로 선정됨
- 변호사 보수가 화해금액의 일정비율로 결정되어야 하는지 투입된 시간도 고려해야 하는지에 대해 쟁송발생
- 법원은 전문가 의견(Coffee 교수) 참조하여 일정비율을 적용한 변호사 보수 승인

## IV. 기타 사례(1)

- Gluck v. Cellstar Corp. (1997): 투자자 그룹이 State of Wisconsin Investment Board (SWIB)와 대표당사자 선임을 두고 경합. 법원은 SWIB를 대표당사자로 선임. 증권소송개혁법의 취지는 기관투자자가 대표당사자가 되는 것을 장려하기 위해 그 적격성에 관한 엄격한 소명을 요구하지 않는 것임. 또, 한 신청인이 다른 신청인에 비해 월등히 큰 경제적 이해관계를 갖고 있음이 명백한 경우 공동대표당사자 선임신청은 기각함.
- In re Oxford Health Plans, Inc. (1998): 법원은 가장 큰 경제적 이해관계가 있는 기관을 단독 대표당사자로 선임하는 것을 거부하고 개인투자자들의 그룹과 기관을 공동대표당사자로 선임. 기관과 일반 투자자들의 조합이 더 바람직한 소송결과를 가능하게 할 수 있으며 변호사들의 공동보조가 더 효율적인 결과를 가져올 수도 있다고 함 - SEC는 이에 반대하였음.
- Tumolo v. Cymer, Inc. (1999): 법원은 소송 전에는 아무런 연고가 없었던 339인의 투자자들로 구성된 그룹의 대표당사자 선임신청을 기각함. 법원은 기관투자자가 대표당사자로 선임되는 것이 바람직하다는 것이 증권소송개혁법의 취지라고 실시함.

## IV. 기타 사례(2)

- In re Baan Co. Securities Litigation (1999): 법원은 466인의 투자자로 구성된 그룹의 대표당사자 선임신청을 기각함. 법원은 효과적인 소송의 수행을 위해서 그룹의 구성원은 3인을 초과하지 않는 것이 좋으며 5-6인이 상한선이라는 견해를 표명함. 법원은 그룹의 경제적 이해관계가 가장 크다고 해도 구성원의 수가 많다면 소송의 수행이 어려울 것이며 특히 그룹이 변호사 주도로 구성되었다면 변호사에 대한 통제가 불가능할 가능성이 있다고 지적함.
- Bowman v. Legato Systems, Inc. (2000): 법원은 1,000인의 투자자로 구성된 그룹의 대표당사자 선임 신청을 기각하고 디트로이트시의 Policeman and Fireman Retirement System을 대표당사자로 선임. 법원은 증권소송개혁법의 취지가 변호사가 대표당사자의 소송대리인의 지위를 차지하기 위해 이전에는 아무 관계도 없었던 투자자들을 결집시켜 대표당사자 선임을 받게 하려는 것을 방지하는 것이라고 함.
- Switzenbaum v. Orbital Sciences Corp. (1999): 7인으로 구성된 그룹의 손해액은 857,000불, 뉴욕시연금의 손해액은 716,000불이었으나 법원은 개혁법상의 추정 규정에도 불구하고 뉴욕시연금이 적절한 대표당사자라고 판결함.

## IV. 기타 사례(3)

- In re Telxon Corp. Securities Litigation (1999): “그룹”(group)의 정의 – “a smaller, identifiable subset of a larger population, sharing a common, defining characteristic which serves to distinguish them from that larger population. The word, thus, means more than a mere random collection of unrelated individuals or things.”
- 이러한 정의를 증권집단소송의 맥락에 적용하여 법원은 다음과 같이 판시함: “[T]he context and structure of the [Reform Act] evidence an intent that a “group” consist of more than a mere assemblage of unrelated persons who share nothing in common other than the twin fortuities that (1) they suffered losses and (2) they entered into retainer agreements with the same attorney or attorneys.” 법원은 한 형제를 대표당사자로 선임. 형제는 기존의 연고를 보유하고 있을 뿐 아니라 일체로서 행동할 기초를 가진 그룹임.

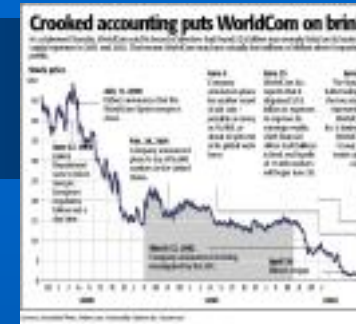
## IV. 기타 사례(4)

- 일부 소송에서는 누구에게도 3년에 5건 이상의 집단소송에서 대표당사자로 선임되는 것을 금하는 개혁법의 규정을 들어 기관투자자를 배척하려고 신청인들이 시도하였으나 기관투자자는 3년에 5건 이상의 소송에서 대표당사자로 선임될 수 있다는 것이 법의 해석임. 그러나 단순히 기관투자자의 지위를 가지고 있다는 것 만으로는 법의 제한 규정의 적용으로부터 면제될 수 없으며 법원이 필요성을 인정하여야 함(Telxon; McKesson HBOC, Inc., 1999).
- **In re WorldCom, Inc. Securities Litigation (2004):** 법원은 New York State Common Retirement Fund를 대표당사자로 선임. 이 사건은 월드컴의 회계분식 스캔들과 관련하여 Cirigroup과 SalomonSmithBarney를 포함한 증권회사들이 피고가 된 사건으로서 제3자에 의한 손해배상으로서는 최대금액인 25억 7,500만불에 화해가 성립됨.

## V. 기관투자자에 특유한 문제들

- 자산운용회사와 수탁은행의 관계
- 누구에게 고지해야 하는가?
- 기관투자자의 권리확인 방법은 무엇인가?
- 기관투자자가 분배를 받는 경우 분배 받은 금전을 어떻게 처리할 것인가?

## 월드컴(MCI) 사건



- **New York State Common Retirement Fund** 가 대표당사자로 증권집단소송 수행
- **2005년 1월**, 전 사외이사 **10**인과 **5,400**만불의 화해안 작성
- **5,400**만불에는 보험이 커버하지 못하는 **1,800**만불이 포함됨. 이는 사외이사 **10**인의 개인재산의 **20%**에 해당
- 도이치은행 등 증권회사들은 이 화해가 자신들의 책임을 크게 할 가능성이 있다 해서 반대함. 법원은 화해안 승인 거절
- 사외이사들은 더 큰 책임을 부담할 위험에 봉착

## VI. 시사점(1)

- 기관투자자가 대표당사자의 역할을 하게 되면 집단소송이 무분별하게 남용되는 것을 어느 정도 방지할 수 있을 것으로 보이고 원고가 변호사에 의해 통제되는 불합리한 결과가 발생하는 것도 막을 수 있을 것임.
- 미국의 판례법상 확립된 대표당사자의 적격에 관한 판단기준을 우리가 차용하는 데 무리가 없을 것으로 보임. 우리 법 상 미국법과 같은 추정 조항은 없으나 위와 같은 취지를 감안하여 기관투자자에게 대표당사자 지위를 우선적으로 부여하는 것이 바람직할 것임. 나아가, 3년 동안 3건을 제한으로 설정한 법 규정도 기관투자자에 대해서는 신축적으로 적용할 것을 고려해 볼 수 있음.
- 기관투자자는 전문성을 갖추고 있을 뿐 아니라 대체로 유가증권 발행인들과 다면적인 관계를 유지하고 있기 때문에 소송이 발생하기 전의 화해 가능성이 높을 것이고, 소송이 발생하는 경우에도 당사자간 상호 만족스러운 화해의 가능성을 높여줄 수 있을 것임.

## VI. 시사점(2)

- 기관투자자는 화해의 내용에 금전, 비금전 배상보다 피고의 기업지배구조의 개선 약속이 포함되도록 하는데 일반 투자자들보다 상대적으로 큰 인센티브를 가짐. 따라서, 기관투자자의 대표당사자 역할은 증권집단소송의 정책적 취지(경영자 통제를 위한 가장 강력한 외부통제 법률메커니즘)를 살리는 결과로도 출되는데 도움이 될 것임.
- 반면, 연기금의 기업지배구조 참여 문제에서 일반적으로 발생하는 문제와 마찬가지로, 기관투자자들 자체의 지배구조가 정비되고 비정치적인 집단소송 참여 가이드라인이 정비되어야 할 필요가 있음. 그렇지 못한 경우 지배구조에 대한 가장 강력한 법적인 통제장치인 집단소송이 기관들로 하여금 일반기업 지배구조에 대한 과도한 영향력을 보유하게 해서 기업들의 지배구조 정비 비용의 상승, 경쟁력 저하를 발생시킬 위험이 있음.

## VI. 시사점(3)

- ISS(Institutional Shareholder Services): 기관투자자들이 무수히 진행되는 집단소송과 화해, 분배 과정을 일일이 직접 모니터 할 수 없다는 점을 보완해주는 서비스를 제공(별첨 자료):

“Helping you recoup every settlement dollar to which you and your clients are entitled.”

- 기관투자자들이 증권집단소송에 있어서 그 지위를 인식하게 되면 이러한 서비스가 등장할 가능성이 있음.

## VI. 시사점(4)

- 우리 나라에서는 미국에서와는 달리 연기금의 기관투자자로서의 역할이 아직 미미하기 때문에 기관들이 집단소송에서 차지하는 비중이 최소한 당분간은 그다지 크지 않을 수도 있음. 그러나, 소송비용의 지출에 익숙하고 국내 기업에 투자한 규모가 큰 외국계 기관투자자들 중에서 적극적으로 대표당사자의 역할을 할 기관이 나타날 가능성은 항상 있을 것임. 특히, 최근에 들어서는 펀드 매니저들이 포트폴리오 회사의 기업지배구조에 적극적으로 참여할 것을 종용, 교육받고 있으며 그 결과가 펀드 매니저에 대한 평가에도 반영되고 있는 추세임.
- 기업들의 입장에서는 기관투자자가 증권집단소송을 제기하게 되는 유인을 감소시키기 위해 기업지배구조의 개선을 위한 노력과 그 결과의 홍보를 지속적으로 전개해야 함은 물론이고, 일단 유사시에는 소송으로까지 연결되지 않도록 기관들에 적극적으로 접촉해서 회사의 입장을 설명할 수 있는 실적과 자료를 축적하고 담당 부서를 훈련시켜야 할 것임. 사전적으로는, 기관주주의 구성과 과거 활동 기록, 지배구조에 대한 성향 등에 대한 정보를 수집하고 분석하는 노력이 필요함.

## 외국계 기업지배구조펀드의 투자현황(2003. 5. 30.현재)

(단위: 주, %)

투자기업	투자대상기업	주식수	지분율
오픈하이머	LG홈쇼핑	817,155	12.45
	PKL	2,192,613	7.01
허미스기업연금운용	현대산업개발	5,280,800	7.01
	한솔제지	3,841,770	8.64
	대우증권	3,932,200	2.07
	SK(주)	900,000	0.69
소버린자산운용	SK(주)	19,028,000	14.99

· 자료: 김주영/김유경(2003)

## VI. 시사점(5)

- 간접투자기구의 특성상 기관투자자의 비중 증가는 증권집단소송제도가 원래의 취지를 달성하는 데 장애를 초래 할 가능성이 있음. 고지/공고와 분배절차에서의 권리신고 장치의 정비가 중요하게 다루어져야 할 것임
- 미국에서는 연기금들이 대표당사자의 역할을 하며 은행, 투신사, 보험회사들은 분배과정에만 참가하는 것이 통례임. 그러나, 미국의 기관들은 아직 미국 외의 국가가 증권집단소송제도를 채택한 일이 없기 때문에 한국 내에서의 상황 진전에 따라서는 대표당사자로서의 역할을 할 수도 있음. 외국에서는 전술한 기관 소극주의가 발생할 이유가 약함.

## 별첨 자료

별첨 1: State of Wisconsin Investment Board 자료

별첨 2: ISS Securities Class Action Services 자료

**EOD**