

美國 聯邦證券法上 證券의 定義에 관한 研究

임 재 연

(성균관대학교 법과대학 교수)

【초 록】

미국 연방법원은 광범위한 유형의 자금조달방식과 관련하여 증권에 대한 여러 가지 기준을 형성해 왔다. 연방증권법의 증권에 관한 규정은 전형적인 유형의 증권(주식, 어음) 외에 추상적이고 포괄적 개념의 투자계약을 포함한다. 먼저, 주식에 대하여 연방대법원은 Forman 사건에서, 명칭에 불구하고 경제적 실질(economic reality)에 따라 증권에 해당하는지 여부를 판단하여야 한다는 입장을 취하였다. 한편, 영업을 양도할 목적으로 주식의 전부 또는 실질적인 전부를 양도하는 경우 이러한 거래의 경제적 실질은 이익을 위한 투자라기보다는 사업목적에 따라 영업을 소유권이 변동되는 것이고 증권소유권의 변동은 영업양도의 수단에 불과하다는 영업양도이론이 일부 연방항소법원에서 채택되었다. 그러나 연방대법원은 Landreth 사건에서 형식을 중시하여 연방증권법이 주식을 증권이라고 규정한 이상 증서가 통상적으로 주식이 가지는 중요한 특성을 현저히 결하였다는 특별한 사정이 없는 한 증권에 해당한다고 판시하였다. 어음에 대하여는 경제적 실질 기준과 위험자본 기준을 채택한 판례가 있었는데, 결국 연방대법원은 Reves 사건에서 가족적 유사성 기준을 채택하였다. 투자계약에 대하여는 연방대법원이 Howey 사건에서 공동사업에 금전을 투자해서 오로지 사업자 또는 제3자의 노력에 의하여 이익을 기대하는 등의 요소를 가진 Howey 기준을 채택한 이래 지금까지 주도적 기준이 되고 있다. 한편, 연방대법원은 투자대상이 증권법에 의한 보호가 필요한지, 즉 다른 법에 의한 구제가 충분한지 여부도 증권에 대한 개념을 파악하는 중요한 기준으로 본다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 증권에 대한 정의에 관하여 포괄주의를 도입하고 특히 미국 연방대법원이 채택하고 있는 Howey 기준에 따른 “투자계약증권”을 증권에 한 유형으로 규정한다. 위 법이 시행되면 다양한 유형의 투자대상이 광범위하게 증권으로 인정될 것으로 보이고, 이를 위하여 앞으로 규제당국과 법원의 역할이 매우 중요할 것이다. 이 점에서 미국 연방증권법상 증권에 대한 개념은 향후 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 해석에 있어서 중요한 참고자료가 될 것이다.

주제어 : 투자계약 / Howey 기준 / 경제적 실질 기준 / 위험자본 기준 / 가족적 유사성 기준

【차 례】

I. 머리말

II. 제정법 규정과 법원의 역할

1. 제정법상의 증권에 대한 정의규정
2. 규정의 구성과 법원의 역할

III. 투자계약

1. Howey 기준
2. 위험자본 기준

IV. 금융기관의 증서

1. CD
2. 보험상품

V. 주 식

1. 주식의 의미
2. 주식의 증권성

VI. 어 음

1. 제정법상 증권으로 인정되는 범위
2. 법원의 기준

VII. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방식

VIII. 맺음말

I. 머리말

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제1항은 “이 법에서 “증권”이란 내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것을 말한다”고 규정하고, 제2항은 증권을 종류별로 구분하고, 제3항 내지 제8항은 종류별 증권의 정의를 규정한다. 특히, 제4조 제6항은 “이 법에서 투자계약증권이란 특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함한다. 이하 이 항에서 같다) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말한다”고 규정하는데, 이는 미국 연방대법원이 가장 중요한 증권의 유형인 “investment contract”(투자계약)에 관하여 채택한 Howey 기준을 반영한 것이다.

본고는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 시행을 앞두고, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관하여 연방법원이 채택한 기준과 원리를 검토하고자 한다.

II. 제정법 규정과 법원의 역할

1. 제정법상의 증권에 대한 정의규정

Securities Act of 1933 §2(a)(1)은 증권에 대하여 “문맥상 다른 요건이 없는 한, 증권이라는 용어는, 모든 어음, 주식, 자기주식(금고주),²⁾ 증권선물, 담보사채, 무담보사채, 부채증서, 이익분배계약상의 이익 또는 지분의 증서, 담보신탁증서, 설립전증서 또는 청약증서, 양도성지분, 투자계약, 의결권신탁증서, 증권예탁증서, 석유, 가스 기타 광물에 대한 미분할 이익지분, 증권·예금증서·증권의 그룹이나 지수(그에 대한 또는 그 가치에 기한 지분을 포함)에 대한 풋(매도옵션)·콜(매수옵션)·스트래들(옵션의 양매도 또는 양매수)·옵션·특권, 전국증권거래소에서 체결된 외환에 관한 풋(매도옵션)·콜(매수옵션)·스트래들(옵션의 양매도 또는 양매수)·옵션·특권, 일반적으로 통상 ‘증권’이라고 인식되는 이익 또는 증서, 이상의 어느 것에 대한 이익 또는 지분증서, 임시적 또는 잠정적 증서, 영수증, 보증서, 인수 또는 매수의 특권 또는 권리를 의미한다”라고 규정한다.³⁾

Securities Exchange Act of 1934) §3(a)(10)과5) Investment Company Act of 1940) §2(a)(36)을 비롯하여 대부분의 주증권법7)도 SA §2(a)(1)과 거의 같은 내용의 규정을 두고 있다.

SA §2(a)(1)과 SEA §3(a)(10)은 일부 차이는 있지만[“evidence of indebtedness”는 SA §2(a)(1)에만 규정되어 있고, SEA §3(a)(10)은 말미에서 만기 9월 이하인 어음 등은 증권에 포함되지 않는다고 규정한다] 대부분 동일한 내용이고, 연방대법원도 *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990) 판결에서, “We have consistently held that the definition of a security in §3(a)(10) of the 1934 Act, ... is virtually identical to the definition in the Securities Act of 1933 and, for present purposes, the coverage of the two Acts may be considered the same”이라고 판시함으로써 두 법의 규정을 사실상 같은 규정으로 본다.8)

SA나 SEA의 적용대상이 되려면 이러한 제정법이 규정하는 증권에 해당하여야 한다. 어느 증서 또는 계약이 증권에 해당하는지 여부는 증권에 관한 규제의 전체가 되고, 특히 행위자가 자신이 거래하는 목적물이 증권법상 증권에 해당한다는 것을 몰랐더라도 증권법 위반으로 된다.9)

2. 규정의 구성과 법원의 역할

SA §2(a)(1)와 SEA §3(a)(10)은 증권을 여러 가지 유형으로 분류하여 규정한다. 전형적인 유형의 증권 외에 추상적, 포괄적 개념의 증권을 함께 규정함으로써 경제발전에 따라 복잡하고 다양한 형태로 등장하는 비전형적 투자방식을 일정한 기준하에 증권법의 적용대상에 포함시키는 것이다. 따라서, SA §2(a)(1)와 SEA §3(a)(10)은 예시적 열거주의가 가미된 포괄주의 방식의 규정이라 할 수 있다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률도 증권거래법의 규정방식이었던 한정적 열거주의 대신 예시적 열거주의가 가미된 포괄주의를 도입하여, 제4조 제1항에서 포괄주의에 의한 일반적 정의규정을, 제2항에서 명시적으로 포함되는 증권의 종류에 대한 예시규정을, 제3항 내지 제8항에서 예시된 종류별 증권에 대한 개별적 정의규정을 두고 있다.

(1) 전형적인 유형의 증권

증권에 대한 정의규정의 대부분은 “어음”, “주식” 등과 같이 전형적인 유형의 증권에 대한 것인데, 이는 포괄적 개념의 증권을 위한 예시적 규정이다.

(2) 추상적 개념의 증권

“투자계약”(investment contract)은 대표적으로 추상적이고 다의적 개념의 증권이다.

(3) 포괄적 개념의 증권

“일반적으로 ‘증권’이라고 알려져 있는 모든 이익 또는 증서”(any interest or instrument commonly known as a ‘security’)도 증권의 한 유형으로 규정되어 있는데, 이는 포괄적 개념의 증권이다.

(4) 예외규정

SA §2(a)(1)와 SEA §3(a)(10)은 “... unless the context otherwise requires--”(문맥상 다른 요건이 없는 한)라고 열거된 유형의 증권임에도 불구하고 예외적으로 증권에서 제외될 수 있는 근거를 제공하는데, 판례에서는 이를 “context clause”(제한문구)라고 한다.10) 여기서 “context”를 매우 좁게 해석하면 제정법의 규정에 예외규정이 있는 경우만을 의미한다고 볼 수 있지만, 일반적으로는 당해 거래의 사실관계에 관한 정황까지도 포함하는 것으로 본다.

(5) 법원의 역할

위와 같이 제정법상 포괄개념에 의한 유형의 증권을 규정함으로써 SEC와 법원의 해석에 의하여 증권의 범위를 확대할 수 있도록 하였다. 그러나 한편으로는 위와 같은 제한문구를 둠으로써 전형적 유형의 증권인 주식과 어음에 대하여도 그 경제적 실질에 따라 증권의 범위에서 제외될 수 있도록 하였다.

연방법원은 증권의 개념을 파악하기 위하여 아래와 같은 각종의 기준을 설정하고 그에 따른 법리를 형성하여 왔는데, 그 결과 주식이라는 명칭으로 불리는 경우와,11) 심지어는 당사자가 증권으로 인식하여 SEC에 SA에 의한 등록신고서를 제출하였어도12) 증권으로서의 특성이 결여된 경우에는 이를 증권으로 인정하지 않는다. 반면에, 일반인들이 증권으로 인식하지 않는 많은 투자대상도 증권으로서의 특성과 증권법에 의한 투자자보호의 필요성이 있는 경우에는 이를 증권에 개념에 포함한다.

이와 같은 법원의 적극적인 해석으로 인하여, 실상 미국 증권법상 증권의 개념은 매우 광범위하게 인정된다. 심지어는 위스키,13) 화장품,14) 비버(beaver),15) 낚싯배,16) 진공청소기,17) 공중전화,18) 과수단지19) 등과 같이 일반인이 통상 증권으로 인식하지 않는 것도 증권으로 분류되어 증권법의 적용대상이 되고 있다.20)

III. 투자계약

1. Howey 기준

(1) 의 의

SA §2(a)(1)과 SEA §3(a)(10)에 증권의 한 종류로 규정된 투자계약(investment contract)은 투자를 위한 계약을 말하는데, 여기서 투자란 이익을 얻을 목적으로 또는 이익을 기대하면서 어느 사업이나 계획에 금전 기타 자산을 투하하는 것을 말한다.

이러한 관점에서 보면 부동산이나 기타 유형자산의 매매도 증권법의 적용을 받을 수 있는데, 이에 관한 leading case인 SEC v. W. J. Howey Co. 사건에서 연방대법원은 투자계약에 대하여, 투자자가 공동사업에 금전을 투자해서 오로지 사업자 또는 제3자의 노력에 의하여 이익을 기대하는 경우의 계약, 거래 또는 계획(a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party)이라고 정의하면서, 과수단지를 매도한 회사측이 토지매매계약과 별도로 체결된 용역계약을 통하여 과수단지의 경작, 수확, 판매 등의 용역을 수행하고 그에 따른 보수를 받는 경우에, 토지매수인은 매도인의 노력에 의하여 경제적 이익이 결정되므로 증권의 매매에 해당한다고 판시하였다.

위와 같은 i) 공동사업(common enterprise), ii) 금전의 투자(invests of money), iii) 타인의 노력(efforts of others), iv) 이익의 기대(expectation of profit) 등 네 가지 요소를 가진 기준을 Howey 기준(Howey test)이라 한다.

[판례] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)

<사안>

1. W. J. Howey Company와 Howey-in-the-Hills Service Inc.(Howey Service)는 Florida 주의 회사로서 공동의 지배하에 있다. W. J. Howey Company는 Florida 지역에 광대한 감귤농장단지를 소유하였는데, 단지의 절반을 일반에게 분양하고, 경작, 개발, 수확, 판매 등의 용역은 Howey Service에게 맡기기로 하였다.

2. 고객들은 Howey Service와의 용역계약을 체결하지 않으면 과수단지에 투자할 수 없다

는 설명을 들은 후 토지매매계약(land sales contract)과 용역계약(service contract)을 동시에 청약받았다.

3. 매수인은 다른 용역회사와 자유롭게 용역계약을 체결할 수도 있었지만 Howey Service와의 계약이 유리하다는 압박을 받았고, 실제로 3년간 매각된 단지의 85%가 이 회사와 용역계약을 체결하였다.

4. 용역계약은 취소불가 조건의 계약기간이 10년이며, Howey Service에게 임차권(leasehold)과 완전한 점유권(possession)이 인정되었고, 회사는 노임과 재료비 외에 확정비용을 받으면서, 과수단지의 경작, 수확, 판매에 대한 전적인 재량과 권한(full discretion and authority)을 가졌다.

5. SEC는 두 회사가 §SA 5(a)의 규정을 위반하여 등록면제증권이 아닌에도 SEC에 등록하지 않고 우편으로 주간통상의 방법으로 청약하고 매도하는 것을 금지하기 위하여, 두 회사를 상대로 연방지방법원에 금지명령(injunction)을 청구하였는데, 연방지방법원은 이를 기각하였고, 항소심도 항소를 기각하여 SEC가 상고하였다.

<판결요지>

1. 의회는 등록이 요구되는 증권의 정의에 투자계약이(investment contract)라는 용어를 SA에 포함시키면서 주증권법(blue sky laws)에 관하여 법원이 그 동안 해석해 온 의미를 가지기를 기대하면서 투자계약이라는 용어에 대하여 더 이상의 정의를 하지 않았다.

2. 회사가 현장에서 멀리 거주하며 과수경작에 필요한 장비나 경험이 없는 투자자들에게 이익분배에 편리한 방법인 용역계약, 토지매매계약, 하자담보증서(warranty deeds)에 의하여 과수 영농업에 대하여 금전을 투자하고 이익을 분배받도록 청약하는 경우, 일부 투자자가 회사의 청약에 불구하고 용역계약체결을 부인하였다더라도 이는 SA가 등록면제증권이 아닌 등록을 요구하는 투자계약이다.

3. SA가 규정하는 투자계약은 투자자가 그의 금전을 공동기업에 투자하고 오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여 이익을 기대하는 경우(whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from efforts of promoter or a third party)의 계약, 거래 또는 계획을 말하고, 이러한 기준에 부합하면 당해 사업이 투기적인지 여부나 본질적 가치를 불문하고 자산의 매도인지 여부가 중요하지 않다. 이 사건 거래는 이와 같이 정의한 투자계약을 포함하는 것이 명백하다.

(2) 공동사업

1) 수평적 공동성 기준

전통적인 수평적 공동성 기준(horizontal commonality test)에 의하면 공동사업(common enterprise)은 복수의 투자자의 투자자금이 혼합관리되고(pooling of investors) 손익도 투자자들간에 비율적으로(on a pro-rata basis) 귀속될 것이 요구된다. 따라서, 투자자가 1인인 경우에는 Howey 기준의 다른 요소가 모두 구비되더라도 투자계약이라고 볼 수 없다.

일부 판례는 이 기준을 엄격히 적용하였는데, Hirk v. Agri-Research Council 사건에서 연방제7항소법원은 브로커와 선물일임매매(discretionary futures trading)에 관한 약정을 한 투자자가 다수인 경우에도 투자자들 간에 공동성이 없다는 이유로(투자자별로 계좌가 구분되어 있고 투자금도 구분운동되므로 계좌별 수익도 상이하다) 투자계약임을 부인하고, 또한 투자자와 회사간에 1달 간 발생하는 수익의 25%를 회사의 자문에 대한 보수로 지급하는 것은 이익분배계약상의 지분 또는 참가증서(certificate of interest or participation in a profit-sharing agreement)에 해당하지 않기 때문에 증권이 아니라고 판시하였다.²¹⁾

2) 수직적 공동성 기준

수직적 공동성 기준(vertical commonality test)에 의하면, 복수의 투자자가 없더라도(즉, 수평적 공동성이 없더라도) 투자자가 사업자의 능력과 노력에 의하여서 이익을 얻는 경우에는 투자계약으로 인정된다.²²⁾ 따라서, 수직적 공동성 기준에 의하면 투자자가 1인이라도 공동성이 인정된다.

브로커와 고객간의 투자 관련 계약(일임매매 등)도 이러한 기준에 의하면 투자계약이 될 수 있는데, 일반적으로 법원은 브로커와 고객간의 관계에서는 수직적 공동성 기준을 엄격히 해석한다.²³⁾

투자자가 상품선물회사 직원의 사기적인 권유에 의하여 자신의 모든 유동성 자산을 상품선물거래에 투자하였다는 이유로 선물회사를 상대로 손해배상청구를 한 Schofield v. First Commodity Corp. 사건에서, 연방지방법원은 Howey 기준에 의하면서도(Test for identifying an “investment contract” as a “security” within meaning of federal securities laws requires an investment of money, in a common enterprise, with profits derived solely from efforts of others), 상품선물거래에서의 투자계약이 연방증권법에 규정된 증권으로 인정되기 위한 공동기업의 요소(common enterprise element)는 직원이 투자자로부터 정액수수료(fixed commission)를 받는 경우가 아니라, 직원의 수입이 투자자의 투자결과에 직접 연계된 경우에만 인정되므로, 투자자와 상품선물회사간의 투자계약은 증권이 아니고, 따라서 투자자는 상품선물회사를 상대로 SEA에 의한 소를 제기할 수 없다(investor’s investment agreement with commodities firm was not a “security,” and thus, investor could not maintain suit against commodity firm under the Securities Exchange Act)고 판시하였다.²⁴⁾

일부 연방항소법원은 투자자의 이익이 사업자의 노력에 직결되어 있는(inextricably tied to promoter’s efforts) 경우라고 표현하기도 한다.²⁵⁾ 같은 맥락에서 Illinois 주법원은 고객의 이익의 20%를 수수료로 받는 경우에 수직적 공동성이 인정되므로 일임매매약정은 투자계약에 해당한다고 판시하였다.²⁶⁾

(3) 금전의 투자

1) 금전의 의미

증권은 투자자 자신의 금전을 투자할 것이 요구된다. 금전의 투자(investment of money)라는 요소와 관련하여 반드시 사전적 의미의 금전(cash)을 의미하는 것은 아니고 용역(service)이나 현물(property)도 출자대상이 될 수 있다.²⁷⁾

금전의 투자는 자발적인 것이어야 한다. 따라서, 자발적인 employee stock ownership plan(ESOP)은 증권에 해당하지만,²⁸⁾ 비자발적인 ESOP는 증권에 해당하지 않는다.²⁹⁾

2) 종업원연금

(가) 의의

종업원연금(employee pension)은 연금운용주체의 운용실적에 따라서 수령할 연금액이 가변적이면(variable annuity) 투자계약의 특성을 가지므로 이러한 경우의 연금도 투자계약으로서 증권법상의 증권에 해당하는지 문제가 된다.

(나) 분류

종업원연금은 수령하게 되는 연금액이 연금기금의 운용성과에 따라 가변적인 경우(defined contribution)와 고정된 경우(defined benefit)로 분류되고, 가입의 강제성 여부에 따라 임의가입형(voluntary)과 강제가입형(compulsory)으로 분류되고, 종업원이 납입금의 일부를 부

담하는지 여부에 따라 각출형(contributory)과 비각출형(noncontributory)으로 분류된다.

(다) 연방대법원의 판례

연금가입자가 연금에 관한 중요한 사실에 대하여 부실기재와 기재누락이 있었다는 이유로 증권법상 사기에 해당한다는 주장을 하면서 소송을 제기한 International Brotherhood of Teamsters v. Daniel 사건에서, 연방대법원은 i) 금전의 투자와, ii) 이익의 기대라는 두 가지 요소가 결여되므로 투자계약에 해당하지 않는다고 판시하였다.

[판례] International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979)

<판결요지>

1. 강제가입형이고 비각출형인(compulsory noncontributory) 연금계획은 Howey 기준 중 “금전의 투자” 요소의 결여로 투자계약에 해당하지 않기 때문에 SA와 SEA가 적용되지 않는다.

2. 이 사건 연금계획은 퇴직 후 수령할 연금액의 대부분은 연금기금 운용자(fund’s managers)의 투자로 인한 이익보다는 주로 사용자가 납부한 부담금(employer contribution)이므로, Howey 기준 중 “이익의 기대” 요소의 결여로 투자계약에 해당하지 않는다.

3. 증권법과 달리 종업원퇴직소득보장법(Employee Retirement and Income Security Act: ERISA)은 명백하고 상세하게 연금계획에 대하여 규정한다. 즉, 증권법의 사기금지규정에 의한 공개의무가 불명확하고 불확정적인 반면에, ERISA는 연금계획으로 하여금 종업원에게 특정 방법으로 특정사항을 공개할 것을 요구한다(Unlike the Securities Acts, ERISA deals expressly and in detail with pension plans. ERISA requires pension plans to disclose specified information to employees in a specified manner in contrast to the indefinite and uncertain disclosure obligations imposed by the antifraud provisions of the Securities Acts). 이 사건 연금계획은 ERISA의 적용대상이므로 증권법적용의 필요성이 적다.³⁰⁾

(라) SEC의 기준

위 판결 이후 SEC는 종업원연금을 각출형인지 여부와 가입의 강제성 여부에 따라 4 가지 유형으로 분류하고, 원칙적으로 임의가입형이고 각출형의 연금계획(involuntary and contributory plan)의 경우에만 투자계약(investment contract)에 해당하거나 이익분배계약상의 지분 또는 참가증서(certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement)를 포함하므로 증권으로 본다는 고시를 하였다.³¹⁾

(4) 타인의 노력

1) 의 의

Howey 사건에서 연방대법원은 투자계약의 요건을 “오로지 사업자나 제3자의 노력에 의해서만 이익을 얻는 경우”(expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party)라고 판시하였는데, 그 후의 판례들은 오로지(solely) 타인의 노력에 의한 이익 기대라는 요건을 완화하여 “주로 사업자 또는 제3자의 노력에 의해서서”(predominantly, even though not solely, from the efforts of the promoter or a third party)라고 보다 확대해석하고 있다. 이는 투자자가 경영에 일부 관여하더라도 증권법의 보호대상에서 제외되지 않도록 하기 위한 것이다.³²⁾ 물론, 투자자의 관여가 어떠한 의미에서든지 사업의 성공에 중요한 요인이 된다면 투자계약에 해당하지 않는다.³³⁾

2) 출자지분

(가) General partnership

기업에 대한 지분은 기업의 법적 형태에 따라 증권에 해당하는지 여부가 결정된다.³⁴⁾

SA Schedule A는 “the names and addresses... of all partners, if the issuer be a partnership;”이라고 규정하고,³⁵⁾ SA §2(a)(2)도 “partnership”을 명기하는데,³⁶⁾ 이는 모두 partnership의 지분이 증권에 해당할 수 있음을 전제로 하는 것이다.

그러나 정작 증권에 대한 정의규정인 §2(a)(1)은 “general partnership”(일반조합)의³⁷⁾ 지분을 증권의 한 유형으로 열거하지 않는다. 따라서, 조합원지분이 증권으로 인정되려면 투자계약(investment contract)에 해당하는지 여부를 판단하여야 한다.³⁸⁾ 즉, 지분의 명칭이나 형식에 불구하고 실질 내용 즉, 조합원이 조합의 업무에 실질적으로 참여하는 정도에 따라 조합원 지분의 증권 여부가 결정된다.

투자계약에 대한 Howey 기준은 i) 공동사업(common enterprise), ii) 금전의 투자(invests of money), iii) 타인의 노력(efforts of others), iv) 이익의 기대(expectation of profit) 등 4 가지 요소를 가지는데, 일반조합원의 경우 다른 요건은 대개 충족되므로 “iii) 타인의 노력”이 주로 문제된다. 그런데 Howey 사건 이후의 판례들이 투자계약의 요건을 완화하여 “주로 사업자 또는 제3자의 노력에 의하여”(predominantly, even though not solely, from the efforts of the promoter or a third party)라고 판시함으로써 일반조합의 경우 투자계약에 해당할 가능성이 확대되었다.

이와 관련하여, Williamson v. Tucker 사건³⁹⁾에서 연방제5항소법원은 일반조합원의 지분(general partnership interest)은 증권이 아니라고 추정되고, 이를 증권이라고 주장하는 당사자가 타인에 대한 의존 때문에 조합의 경영에 관여할 수 없음을 증명함으로써 추정을 번복하여야 한다고 판시하였다.

위 법원은, 부동산개발사업을 하는 일반조합에 투자한 조합원이 증권법에 의한 보호를 받으려면(즉, 조합원의 지분이 증권으로 인정되려면), i) 조합계약의 특별규정(specific provisions in the partnership agreement)상 일반조합원으로서의 권한이 거의 없거나, ii) 사업에 관한 무경험(inexperience)으로 인하여 조합에서 자신의 권한을 행사하는 것이 불가능하거나, iii) 경영진이 가지는 고유의 노련함(unique skills)에 전적으로 의존함으로써 인하여, 조합의 업무에 참여하지 못하는 경우임을 증명하여야 한다고 판시하였다. 이를 Williamson 기준이라고 부른다.

이 사건에서는 투자자(조합원)가 조합의 부동산개발사업에 대한 각종 부문(기획, 부지취득, 금융, 개발, 분양 등)에 전혀 관여하지 못하고 전적으로 제3자의 관리에 의존한 경우임이 증명되어 조합지분이 증권으로 인정되었다.

실질을 중시한 Williamson 기준은 연방항소법원들이 일반적으로 채택한 것은 아니고 이와 달리 형식을 중시한 판례도 많다. 예컨대, 연방제3항소법원은 Goodwin v. Elkins & Co. 사건에서는 조합계약에 의하여 집행위원회(executive committee)와 경영담당조합원(managing partner)이 있다 하더라도, 조합원이 조합의 사업에 적극적으로 참여할 수 있고 또한 무한책임(unlimited liability)을 지므로 단순한 소극적인 투자자(passive investor)로 볼 수 없다는 이유로 조합에 대한 조합원의 지분(partner's interest in partnership)은 증권으로 인정되지 않기 때문에 조합원이 조합을 상대로 증권법에 의한 구제를 청구할 수 없다고 판시한 바가 있다.⁴⁰⁾

(나) Limited Partnership

Limited Partnership(유한책임조합)의 경우,⁴¹⁾ general partner(일반조합원, 무한책임조합

원)의 지분은 증권이 아니지만 limited partner(유한책임조합원)는 자금만 투자하고 경영에 참가하지 않는 수동적 투자자이므로 그의 지분은 증권으로 추정된다.42) 그러나 명목상으로만 limited partner일 뿐 실제로는 조합의 경영에 대한 지배권을 행사한다면 타인의 노력에 기한 이익기대라는 요건이 결여되므로 그의 지분은 증권으로 볼 수 없다.43)

Limited Partnership의 limited partner가 조합의 업무에 관여하기만 하면 항상 경영에 대한 지배권을 행사한 것으로 본다면 이들의 지분이 증권으로 인정되지 않는 문제가 있다. 이와 관련하여 Limited Partnership에 적용되는 1976년 RULPA와 1985년 RULPA는 limited partner의 일정한 경영참여행위는 경영에 대한 지배권행사가 아닌 것으로 규정하므로, 이에 해당하는 행위를 하는 경우에는 이들의 지분이 증권으로 인정될 것이다.

(다) LLLP

LLLP(Limited Liability Limited Partnership)는 Arkansas, Colorado, Delaware, Florida, Georgia, North Dakota 등 일부 주의 제정법이 도입한 기업조직으로서, limited partnership이 partnership agreement상 또는 모든 조합원의 동의하에 LLLP로 될 수 있는데,44) 일반적으로 모든 조합원이 일반조합원이 되어 조합의 일상의 업무를 수행할 권한을 가지되 대외적으로는 유한책임만 지는 특성을 가진다. 따라서, LLLP의 조합원은 수동적 투자자가 아니므로 그의 지분은 증권에 해당하지 않는다.45)

(라) LLC

가) 의 의

LLC(Limited Liability Company, 유한책임회사)는 사원의 수에는 제한이 없고, 모든 사원은 회사채권자에 대하여 출자액을 한도로 유한책임을 지면서, 경영참여가 보장되는 지배구조를 가지는 회사이다. LLC는 이중과세의 부담을 피하고 회사의 채무에 대한 유한책임이 인정되는 새로운 기업형태로 등장하였다.

LLC는 원래 Wyoming 주가 1977년에 처음으로 입법화하였으나 별로 이용되지 않고 있다가 IRS가 1997년 사업주체가 원하지 않는 한 이중과세의 대상이 되지 않도록 하였고, 이로써 LLC가 급증하게 되었다.46)

나) 지분의 증권성

LLC의 지분도 조합지분과 유사하다. 즉, 투자자가 수동적이면 그의 지분은 투자계약에 해당하여 증권이 되므로 등록절차 없이 매도되면 SA 위반이다.47) 나아가 일부 주 (Indiana·New Hampshire)의 증권법은 LLC를 증권으로 명시적으로 규정하고 있다.48)

그러나 연방제4항소법원은 Robinson v. Glynn 사건에서 i) 경제적 실질 면에서, 투자자가 수동적 투자자의 지위와 달리 LLC의 통상의 영업목적 외의 채무부담에 그의 동의를 요하도록 하고, 투자자가 LLC 사업분야에 대한 전문기술이 없어도 그의 지배권행사에 지장이 없으므로 LLC에 대한 지분은 투자계약에 해당하지 않고, ii) 투자자의 지분이 주식으로 불리지도 않고, 주식수에 비례한 이익분배, 지분의 양도성, 지분에 대한 담보권자의 경영지배권 등이 전부 결여되어 주식으로서 가지는 통상의 특성이 결여되어 있으므로 주식에도 해당하지 않는다고 판시하였다.49)

LLC와 유사한 Joint Venture의 지분도 투자자가 전적으로 경영파트너의 경영성과에 따른 이익을 분배받는 수동적인 경우에는 그의 지분은 증권이 된다.50)

3) 피라미드 판매계획

피라미드 판매계획(pyramid selling schemes)은 경영자가 판매원에게 상품판매권과 더불어 판매조직(distributorship)의 판매권, 즉 새로운 하위판매원(subdistributor)을 물색하고 가입

을 권유하여 하위판매조직(subdistributorship)에 가입시킬 권리도 주는 형태이다. 새로운 판매원을 판매조직에 가입시킨 판매원은 가입실적에 대한 보수 외에 새로운 하위판매원의 판매실적으로부터도 보수를 받게 되는 것이다.

1920년대의 유명한 Carlo Ponzi 사건에서 보듯이 피라미드형 판매는 결국 마지막 투자자들은 큰 피해를 입게 되는 구도인데,⁵¹⁾ 이와 같은 경우 판매원(투자자)의 노력이 일부라도 사업의 성패에 영향을 주므로 Howey 판결에서의 기준과 같이 투자계약의 요건을 “오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여서만 이익을 얻는 경우”(expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party)라고 보면 투자계약에 해당하지 않게 된다.

그러나, 오히려 이러한 피라미드 판매에서 투자자(판매원)를 보호할 필요가 있고, Howey 사건 이후의 판례들이 투자계약의 요건을 완화하여 “주로 사업자 또는 제3자의 노력에 의하여”(predominantly, even though not solely, from the efforts of the promoter or a third party)라고 보다 확대해석하는 것은 피라미드 판매에 관여한 투자자 보호에 도움이 된다.⁵²⁾

이에, SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc 사건에서 연방제5항소법원은, i) 이러한 계약이 투자계약에 해당하는지 결정하기 위하여 중요한 조사사항은, 투자자 외의 자의 노력, 즉 사업이 성패에 영향을 주는 데 필수적인 경영상의 노력(managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise)이 부정할 수 없이 중요한 것인가 여부이고, ii) 이 사건 피라미드 판매가 투자자 외의 자의 노력에 의하여서만 이익이 발생하는 것이 아니라(that profits were not derived solely from the efforts of individuals other than the investors) 사업자의 주장에 불구하고, 사업자가 필수적인 기업경영행위에 직접적인 지배권을 가지고, 투자자의 이익실현은 사업의 성공과 완전히 결부되어 있는(inextricably tied to the success of the promotional scheme) 경우에는 증권법상의 투자계약에 해당한다고 판시하였다.⁵³⁾

그리고, 주된 내용이 매수인(투자자)이 계약을 타인에게 판매하면서 수수료를 얻는 것인 “자기개선과정”(self-improvement courses)이라는 명칭의 계약을 판매하는 회사에 대하여 SEC가 연방증권법 위반행위를 이유로 금지명령(injunction)을 청구한 SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc. 사건에서도, 연방제9항소법원은 매수인이 계약을 매수하기 위하여 자금을 투자하는 외에, 예상고객을 물색하여 판매회의에 참석시키는 데 그들 자신의 노력을 기울일 의무가 있다 하더라도(though buyers, in addition to investing money needed to purchase the contract and to create illusions of their own affluence, were obliged to contribute their own efforts in finding prospects and bringing them to sales meetings), 매수인이 투자금의 회수에 있어서 매도인의 판매계획과 매도인 및 그의 판매원의 판매를 위한 노력에 주로 의존하는 경우(where buyers were to rely primarily on seller's selling scheme and the selling efforts of seller and its salesman to recover returns from their investments)에는 연방증권법상의 증권에 해당하는 투자계약이라고 판시하였다.⁵⁴⁾

SEC도 이러한 판매조직에 있어서는 반드시 금전에 의한 보수가 지급되어야 하는 것이 아니라 어떠한 형태의 경제적 이익(economic benefit)이라도 제공되면 증권으로 인정하는 데 영향이 없다고 본다.⁵⁵⁾

한편, 온라인상의 피라미드 판매계획에 관한 최근의 사례인 SEC v. SG Ltd. 사건에서 연방제1항소법원은 외국회사가 온라인투자게임사업을 개시하면서 회원에게 온라인상으로 허구

적 회사의 가상주식(virtual shares in fictional company)에 투자하도록 하고, 회원이 새로운 회원을 가입시키면 온라인상의 수익을 얻도록 한 경우에도 투자계약으로서 증권법의 적용대상이라고 판시하였다.56)

4) 관리계약부 부동산 분양

부동산거래는 일반적으로 증권거래에 해당하지 않는다. 콘도57)도 원칙적으로 증권에 해당하지 않고, 따라서 단지내에 가스정(gas well)이 있다는 것을 공개하지 않고 콘도를 분양한 경우에도 증권법상 사기에 해당하지 않는다.58) 그러나 만일 콘도분양계약을 체결하면서, 매수인이 자기 소유의 콘도를 직접 이용하지 않고 제3자에게 관리를 위탁하면서 일반인에게 콘도를 이용하게 하도록 하면서 발생한 이익을 단지 전체의 운용수익 중 매수인 소유의 콘도에 대한 비율 상당의 이익을 분배받기로 하는 약정하는 경우는 제3자의 노력에 의하여 공동사업으로부터의 이익이 기대된다는 점에서 증권의 특성을 가진다.

연방제7항소법원도 Hocking v. Duvois 사건에서 이러한 관리위탁계약을 하는 조건부로 콘도를 분양하는 거래는 투자계약에 해당하므로 증권법의 적용대상이라고 판시하였다. 그러나 이는 제3자인 관리주체가 단지 전체의 콘도를 일반인에게 이용하게 하고(rental pool arrangement) 그로 인한 이익을 콘도 소유자에게 각자의 콘도의 대여기간에 불구하고 콘도 소유비율에 따라 분배하는 경우에만 적용되는 이론이고, 만일 단지 전체의 콘도를 관리주체가 일반인에게 이용하도록 하여 발생한 수익을 기초로 배당하는 것이 아니라, 매수인이 임의로 자신의 콘도를 직접 이용하거나 타인에게 이용하도록 하는 경우(time-sharing) 또는 각 콘도의 rental 기간에 따라 서로 다른 비율에 의한 이익이 분배되는 경우에는 수평적 공동성 기준에 의하면 투자계약에 해당하지 않는다.59)

5) Franchise 계약

통상의 franchise 계약에 있어서는 가맹점주(투자자, franchisee)가 직접 가맹점의 영업을 수행하므로 Howey 판례에서 투자계약의 요건으로 판시한 “오로지 사업자나 제3자의 노력에 의하여서만 이익을 얻는 경우”(expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party)에 해당하지 않고 따라서 증권에 해당하지 않는다.60)

Wieboldt v. Metz 사건에서도 연방지방법원은 franchisee가 경영에 적극적으로 참여하는지 여부에 따라 증권법의 적용 여부가 결정되는데, franchisor의 역할이 단지 가맹점 영업을 위한 초기훈련과 점포설치과정에서의 지도에 불과하고 franchise 계약상 franchisor는 매출액의 10%를 받기로 한 반면, 가맹점의 경영책임이 전적으로 franchisee에게 맡겨진 경우에는 franchise 계약이 증권으로 인정되지 않는다고 판시하였다.61)

그러나 franchisor가 가맹점을 직접 운영하면서 오히려 수익의 일정 부분을 franchisee에게 교부하기로 하는 경우에는 franchisee가 수동적 투자자(passive investor)의 지위에 있으므로 증권에 해당할 가능성이 크다.

(5) 이익의 기대

투자계약은 이익을 얻기 위한 목적을 전제로 하므로 이익획득이 아닌 다른 목적을 위한 경우에는 투자계약으로 인정되지 않는다. 연방대법원도 뒤에 나오는 United Housing Foundation v. Forman 사건에서 증권의 취득동기가 오로지 저가로 주택을 분양 받기 위한 것이고 이익을 얻기 위한 투자가 아니라는 이유로 그 지분을 증권으로 인정할 수 없다고 판시하였고, 또한 위 International Brotherhood of Teamsters v. Daniel 사건에서 이익에 대한 기대라는 동기가 일부 있더라도, 기금의 이익이 기금운용자의 노력에 의하기보다는 사용자의 부담금에 주로 의존하는 경우의 종업원연금도 이익의 기대라는 요소가 결여되어 투

자계약으로 볼 수 없다고 판시하였다.62)

한편 연방대법원은 sale-and-leaseback 계약으로부터의63) 고정된 수익에 대한 S.E.C. v. Edwards 사건에서 기대이익은 고정액이어도 된다고 판시하였는데,64) 이는 고정이익인 경우 사업의 공동성이 부인되는 점과 비교된다.65)

2. 위험자본 기준

(1) 의 의

위험자본기준(risk capital test)은 주로 주법원에서 투자계약의 개념에 관하여 채택하는 기준으로서 수익이 사업자의 노력에 의하여 발생한다는 점보다는 위험이 수반되는 사업이고 투자자가 그 위험을 통제할 수 없는 점이 중시된다. 즉, 위험자본기준은, i) 투자자가 사업에 초기투자(initial value)를 하고(금전 외의 재산도 투자 가능), ii) 초기투자는 사업의 위험에 영향을 받고, iii) 초기투자 이상의 이익이 실현되리라는 합리적인 이해하에 투자권유를 받고, iv) 투자자는 사업에 대한 경영실무상의 지배권을 행사하지 않는다는 네 가지 요소에 의한다.66) 따라서 위험자본기준은 Howey 기준에 비하여 한층 완화된 기준으로 공동사업이 요건이 아니므로, 일임매매약정에 있어서 브로커의 보수가 투자자의 투자이익에 비례하여 가변적인 경우가 아니어도 증권으로 인정되며, 나아가, 이익은 경제적인 개념에 한하지 아니하므로 금전 이외의 이익을 추구하는 경우에도 증권으로 인정된다.

위험자본기준에서는 위험이 중요하므로 만일 사업자의 재무상태가 건전하여 사업에 위험이 거의 없는 경우에는 주증권법상의 투자계약으로 되지 않을 수 있다.

(2) 주법원의 판례

위험자본기준을 최초로 채택한 Silver Hills Country Club v. Sobieski 사건에서 California 주대법원은 골프회원권이 투자보다는 이용하고 즐기기 위하여 매수되는 수가 있더라도 증권법에 규정된 증권에 해당하는 데 영향이 없다고(... that fact that membership might have been purchased for use and enjoyment of purchaser rather than as investment did not preclude it from constituting a 'security' within scope of corporate securities act) 판시하였고,67) Hawaii 주대법원도 State by Commissioner of Securities v. Hawaii Market Center, Inc. 사건에서 개인이 채봉기 또는 조리기구를 도매가격으로 구입하면 창립회원 겸 판매원이 되어 회사가 추가 창립회원의 모집을 통하여 영업을 개시하기 전에도 직접 수입을 올릴 수 있는 창립회원권구입계약(founder-member purchasing contract agreement)도 투자계약이라고 판시하였다.68) 최근의 판례로서, Tennessee 주대법원이 King v. Pope 사건에서 sale-leaseback 약정에 대하여 공동사업의 요소가 없음에도 증권으로 인정하였다.69)

(3) 연방대법원과 SEC의 입장

그러나 연방대법원은 United Housing Foundation v. Forman, 421 U.S. 837 (1975) 판결에서 위험자본이론은 연방증권법의 해석에는 적용되지 않는다고 판시함으로써 주법원의 입장과 달리 Howey 기준을 고수하고 있으며, SEC도 골프회원권에 대하여 이익의 기대(profit expectation) 요소가 충족되지 않으므로 투자계약이 아니고 따라서 SA에 의한 등록이 요구되지 않는다는 견해를 유지해 오고 있다.70)

IV. 금융기관의 증서

1. CD

SA §2(a)(1)은 CD(certificate of deposit, 양도성 예금증서)71)에 대한 옵션 등("any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, ...")은 증권

으로 정의하면서 예금증서 자체에 대하여는 증권으로 정의하지 않고 있으며, 나아가, SA §3(a)(2)가 “은행이 발행하거나 보증한 증권”(any security issued or guaranteed by any bank)을 SA가 적용되지 않는 증권으로 규정하고, 사업설명서 관련 민사책임을 규정하는 SA §12도 SA §3(a)(2)가 규정하는 증권을 적용대상에서 제외한다.⁷²⁾ 따라서, 일반적으로 은행의 저축성예금증서나 CD는 SA가 규정하는 증권에 포함되지 않는다고 본다. 반면에, SEA는 SEA §3(a)(10)에서 SA §2(a)(1)의 규정과 같이 예금증서(certificate of deposit)에 대한 옵션 등(“any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, ...”)을 증권으로 정의하면서, SA §3(a)(2), SA §12의 규정과 같은 배제규정은 두지 않는다.

은행이 발행한 증서는 위에서 본 바와 같이 SA의 적용대상이 아니므로, 실제의 사건에서는 SEA의 사기금지조항의 적용이 문제되는데, 연방대법원은 종래에는 CD를 증권으로 보기도 하였으나,⁷³⁾ Marine Bank v. Weaver 사건에서는 “... unless the context otherwise requires--”(문맥상 다른 요건이 없는 한)이라는 문구에 착안하여 CD가 장기채무증서의 성격을 가지지만 CD 소지인이 연방은행법과 연방예금보험공사(FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation)에 의하여 충분히 보호를 받을 수 있기 때문에 증권으로 볼 수 없다고 판시하였다.

[판례] Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551 (1982)

<사안>

Weaver는 Marine Bank로부터 \$50,000의 CD를 매입하고 Columbus Packing이 Marine Bank로부터 \$65,000을 대출받는 데 질권을 설정해 주었다. 그 대가로 Columbus Packing은 Weaver에게 이익의 50% 및 월 \$100을 분배해 주기로 하였다. Columbus Packing이 대출금을 Marine Bank에 대한 연체대출금 상환에 사용한 후 바로 파산하자 Weaver는 Marine Bank가 SEA §10(b)를 위반하였다는 이유로 소송을 제기하였다.

<판결요지>

연방항소법원은 CD가 증권으로 인정되는 다른 장기채무증서와 유사하다고 판단하였다. 그러나 우리는 CD와 장기채무증서 간에는 중요한 차이가 있다고 본다. CD는 은행업을 관장하는 포괄적인 규제를 받는 연방은행이 발행한 것이다. 연방규제를 받는 은행의 예금증서는 연방은행법상의 준비금, 보고, 검사 등의 요건에 의하여 보호받고, CD에 대한 이자에 관한 광고도 규제받는다. 또한, CD는 FDIC의 보험대상이다.⁷⁴⁾

2. 보험상품

(1) SA §2(a)(1)과 SA §3(a)(8)의 규정

SA §2(a)(1)은 보험상품이나 증서를 증권의 일종으로 규정하지 않고, 면제증권(Exempted securities)을 규정한 SA §3(a)(8)은 “Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia”(미국의 주, 속령 또는 Columbia지구의 보험감독관, 은행감독관, 유사한 역할을 하는 기관이나 임원의 감독을 받는 회사가 발행한 보험증서, 양로보험증서, 연금계약증서, 선택권부 연금계약증서는 SA가 적용되지 않는다)고 규정한다. SA §2(a)(1)에 보험증서가 증권으로 규정되어 있지 아니하므로 SA §3(a)(8)의 규정은 불필요한 과잉규정이라는 것이 법원과 SEC의 일치된 견해이다.⁷⁵⁾ 따라서, 일반적으로 보험회사가 발행한 보

험증서(insurance policies)는 확정액의 보험금을 지급하기 위한 것으로서 SA가 적용되는 증권이 아니다.

(2) 변액연금계약

1950년대부터 판매되기 시작한 변액연금계약(variable annuity contract)이 증권에 해당하는지 여부에 대한 논란이 있는데, 대부분의 주증권법은 변액연금을 증권법의 적용대상에서 제외하여 왔고, McCarran-Ferguson 보험규제법(McCarran-Ferguson Insurance Regulation Act) §2(b)도 “No Act of Congress shall be construed to invalidate, impair, or supersede any law enacted by any State for the purpose of regulating the business of insurance, or which imposes a fee or tax upon such business, unless such Act specifically relates to the business of insurance”(어떠한 연방의회법의 법률도 보험업을 규제할 목적으로 주가 제정한 법률을 무효화하거나, 해지거나 또는 대체하는 것으로 해석할 수 없다)고 규정함으로써[15 U.S.C. §1012(b)], 이러한 주제정법을 존중할 것을 선언하였다.

그러나 연방대법원은 SEC v. Variable Annuity Life Ins. Co. 사건에서 변액연금계약도 그에 대한 투자수익률이 운용실적에 따라 가변적이면(variable) 증권에 해당하고, 결국 변액연금은 보험상품으로서의 성격과 투자계약으로서의 성격을 모두 갖추고 있으므로 주보험법과 연방증권법의 적용대상이 된다고 판시하였다.⁷⁶⁾

연금수령액이 고정된 경우에는 증권에 해당하지 않는다. 그러나 최소액(minimum)을 보장하는 연금계약에 대하여 연방제7항소법원은 보장액이 낮은 대신 연금액 증액의 기대가 있다는 이유로 증권으로 인정하였다.⁷⁷⁾ 연방증권법의 적용결과, 변액연금상품의 판매시 SEC에의 발행등록 및 고객에 대한 사업설명서의 교부가 강제되고, 모집인은 NASD에 등록하여야 하고, 적합성원칙을 포함한 NASD 규칙이 적용된다.

변액연금계약은 Investment Company Act of 1940(ICA)의 적용대상으로서 ICA에 의하여 등록신고서를 제출하여야 하는데 SA에 의한 등록신고서에 포함될 사항과 거의 같다. 그리고 ICA에 등록할 의무를 이행할 자는 보험회사가 아닌 보험회사가 설정한 연금기금(fund)이다. 기금(fund)도 ICA가 규정하는 투자회사에 해당한다. 즉, 기금은 회사에 포함되고[ICA §2(a)(8)], 회사는 투자회사인 발행인을 포함한다[ICA §2(a)(21), (27)].

결국 SEC는 1987년 연금계약이 SA §3(a)(8)에 의한 면제증권이 될 수 있는 특성(보험회사가 투자위험을 부담하는 등)을 명시한 “safe harbor” rule인 Rule 151을 고시하였다.⁷⁸⁾

V. 주식

1. 주식의 의미

주식은 주주의 회사에 대한 지분을 나타내는 것으로서, 기본정관(articles of incorporation)은 발행할 주식의 종류와 수, 종류별 주식의 소유자에게 부여되는 권리(우선권 또는 제한) 등을 규정하는데, 주식에 포함된 권리는 이익배당청구권(right to dividends), 회사의 해산시 잔여재산분배청구권(liquidation right), 의결권(voting rights), 전환청구권(conversion right), 상환청구권(redemption right), 신주인수권(preemptive right) 등이다.

2. 주식의 증권성

(1) Forman 사건

SA §2(a)(1)와 SEA §3(a)(10)의 규정상 주식(stock)이라는 명칭이 붙어 있으면 일응 증권에 해당한다. 그러나 미국 각주의 회사법마다 주식에 관한 규정이 다양하고, 나아가 전통적인 내용의 주식이 아님에도 주식이라는 명칭과 형식을 갖추는 경우도 있는데 이러한 주식을

항상 SA와 SEA가 규정하는 증권의 범주에 포함되는 것으로 볼 수는 없을 것이다.

주식의 증권성에 대하여 종래에는 명칭을 중시하여 주식은 원칙적으로 증권으로 보았다. 그러나 연방대법원은 1975년 *United Housing Foundation v. Forman* 사건에서 다음과 같이 이 사건 주식은 연방증권법상 증권으로 규정된 주식과 투자계약 어느 것에도 해당하지 않는다고 판시하였다.

연방대법원은 i) “주식”(stock)에 해당하는지에 대하여, 증권의 개념은 경제적 실질 기준 (economic realities test)에 따라 판단하여야 하는데 이 사건 주식은 이익분배에 따른 배당금수령권, 양도성, 담보설정가능성, 소유주식수의 비율에 따른 의결권, 가치증가가능성 등 통상 주식이 가지는 속성을 결하고 있으므로(Landreth 판결에서 이를 그대로 인용하고 있다) 연방증권법이 규정하는 “주식”(stock)에 해당하지 않는다고 판시하고, ii) “투자계약”에 해당하는지에 대하여, *Howey* 기준상 증권으로 인정되려면 실질적으로 이익을 기대한 투자 (investment for profit)가 전제로 되어야 하는데, 이 사건 주식의 취득동기가 오로지 주거공간의 확보(저가 입주권 분양)를 위한 것이고 금전상의 이익을 얻기 위한 투자가 아니었으므로 “투자계약”에도 해당하지 않는다고 판시하였다.

[판례] *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)

<사안>

1. *United Housing Foundation(UHF)*은 회원제로 운영되는 비영리법인(nonprofit membership corporation)으로서, New York 주의 저소득층에 대한 주택공급을 위하여 제정된 *New York Private Housing Finance Law(Mitchell-Lama Act)*에 의한 주택금융지원에 의하여 1965년부터 1971년까지 New York 시 근교에 Co-op City라는 명칭으로 수십동의 아파트와 수백동의 타운하우스가 들어선 대규모주택단지(5만명 거주 규모)를 개발하고, 주택을 건설, 소유, 관리하기 위하여 *Riverbay Coeporation*이라는 비영리공동주택회사(nonprofit cooperative housing corporation)을 설립한 후 그 주식을 입주희망자들에게 매도하였다. 입주희망자들은 방 1개당 위 주식 18주(주당 \$25)를 매수하여야 하고(따라서 방 4개인 경우 주식매수대금은 \$1,800이다), 이 주식은 양도가 제한되고, 배우자에 대한 상속만 허용되고, 1아파트 1의결권으로서 소유주식수에 비례한 의결권도 없었다.

2. 입주자의 주식매수대금은 임대보증금에 해당하고 별도로 매월 차임을 지급하여야 하는데, *Riverbay*가 증가된 건설비용 때문에 금융비용이 증가하자 입주자들이 부담할 차임을 인상하였고, 이에 입주자들이 *UHF*, *Riverbay*, New York 시 등을 피고로 하여 손해배상 및 차임조정을 요구하는 소송을 제기하였다.

3. 원고들은 소장에서, *Riverbay*의 입주자모집광고지에 추가비용은 *UHF*가 모두 부담한다는 허위기재 외에 여러 가지 중요한 사실의 기재가 누락되었다고 주장하였다.⁷⁹⁾

4. 피고들은 이 사건 주식이 증권법상의 증권이 아니므로 연방법원의 관할권이 없다고 주장하면서 소각하신청(motion to dismiss)을 하였고, 연방지방법원은 이를 받아들였다.

<판결요지>

1. 연방항소법원

(1) 이 사건에서 거래된 주식은 SA가 명문으로 규정한 주식에 해당하므로 그 실질과 관계없이 SA의 적용대상이다.

(2) 이 사건의 거래는 i) Co-op City의 상업시설로부터의 수입에 따라 월차임이 경감되고, ii) 월차임 중 대출금에 대한 이자에 대하여 세금감면혜택이 있고, iii) 아파트 건설에 대한 주정부의 재정지원에 의하여 건설비용이 저렴하다는 실제로 이익이 기대되었으므로,

Howey 판례에 따라 투자계약에 해당한다.80)

2. 연방대법원

(1) 이 사건 주식은 통상 주식이 가지는 특성이 없으므로 SA가 규정하는 주식에 해당하지 않는다. 이 사건 거래에서 주식(stock)이라는 용어가 사용된 정확한 이유가 기록상 없지만, 이러한 형식적 표현은 일반적으로 관습상, 편의상 이용되는 것으로 보인다. 법률상 증권의 개념과 범위를 정함에 있어서는 형식은 배제되고 실질에 의하여야 하고, 특히 경제적 실질에 중점을 두어야 한다.81)

(2) 연방항소법원은 Riverbay 주식의 매매를 투자계약으로 보았는데, Howey 기준에서 수익의 기대란 투자금에서 발생하는 이익을 말하는 것이다. 반면에, 이 사건에서와 같이 투자자들이 개인적으로 사용 또는 소비할 목적으로 매입한 경우 즉, 토지를 직접 점유하거나 또는 스스로 개발할 목적으로 매입하였다면 증권법의 적용대상이 아니다.82)

(3) 연방항소법원은 3 가지 이익을 이유로 Howey 기준의 이익의 기대 요건이 충족된다고 인정하였으나, 다음에서 보는 바와 같이 부당하다.

1) 차임 중 모기지 이자에 대하여 입주자가 조세감면과 세액공제 혜택을 받으므로 이익이 있다고 인정하였으나, 이러한 지급이자에 대한 세제상의 혜택이 수입이나 이익으로 인정된다는 법적 근거가 없다. 이러한 혜택은 모기지 이자를 지급하는 자는 누구나 누릴 수 있는 혜택이다.

2) 정부의 지원으로 인한 혜택을 이익으로 보았지만, 이를 처분하여 현금화할 수 있는 것도 아니고 타인의 토력에 의하여 얻은 것도 아니다.

3) 단지 내 상가의 임대료 인한 이익이 있다고 하나, 이러한 상가는 이익을 위한 것이 아니라 입주자의 편의를 위한 시설이므로 Howey 기준에서 요구하는 이익의 기대 요건을 충족하지 못한다.

(4) 본 사건에 대하여 연방법원의 관할권이 없다고 판시하므로 당원은 피상고인측이 사기주장에 대한 당부는 판단하지 않는다. 또 본 사건에 나오는 유형의 주장들이 연방규제에 의하여 보호될 수 있는 것인지의 여부에 대하여도 의견을 개진하지 않는다. 우리는 다만 경쟁대상인 거래에 대하여 그 매수인들이 주거용 주택을 얻는 데 관심이 있었으며 이익을 목적으로 투자한 것이 아니기 때문에 연방증권법의 적용대상이 아니라는 판단만 한다.83)

(2) 영업양도이론

영업양도이론(sale of business doctrine)은 형식은 증권매매지만 경제적 실질면에서(in economic reality) 영업 전부의 양도에 해당하는 경우에는 증권으로 볼 수 없다는 이론이다.84)

영업을 양도할 목적으로 주식의 전부 또는 실질적인 전부를 양도하는 일이 있는데, 일부 연방항소법원은 이러한 거래의 경제적 실질은 이익을 위한 투자라기보다는 사업목적에 따라 영업의 소유권이 변동되는 것이고 증권소유권의 변동은 영업양도의 수단에 불과하다는 영업양도이론(sale of business doctrine)을 채택하면서 증권법의 적용을 부인하였다. 이와 같이 영업양도이론은 일면에서는 Forman 사건에서 연방대법원이 경제적 실질을 중시한 입장파 맥을 같이 한다.

영업양도이론을 채택한 leading case인 Fredriksen v. Poloway 사건에서 원고가 타인의 노력에 의한 이익을 기대하면서 공동기업에 투자한 것이므로 경제적 실질 기준에 부합한다고 주장하였으나,85) 연방제7항소법원은 주식 양도인이 양도 후 회사의 직원이 되었으므로 공동기업과 타인의 노력이라는 요소가 결여되어 경제적 실질 기준에 의하면 증권으로 볼 수

없다고 판시하고, 결론적으로 주식양수인이 회사의 지배권을 행사하게 되었으므로 이 경우의 주식은 연방증권법상의 증권이 아니라고 판시하였다.

나아가, 연방제11항소법원은 Sutter v. Groen 사건에서 영업양도이론의 적용범위를 확대하여 양도대상 주식이 50% 이상의 지분이기만 하면 증권성을 부인하였다.⁸⁶⁾

그러나, 연방제2항소법원은 Golden v. Garafalo 사건에서 전통적 의미의 주식은 영업양도와의 관련성을 불문하고 증권에 해당하고, 영업양도이론은 채택할 수 없다고 판시하였다.⁸⁷⁾

(3) Landreth 사건

영업양도이론에 대하여 연방항소법원들의 입장은 위와 같은 제각기 달랐다. 결국 연방대법원은 1985년 Landreth Timber Co. v. Landreth 사건에서, i) 증권법이 수동적인 투자자(passive investors)뿐 아니라 기업의 지배권의 이전을 포함하는 개인적인 협상에 의한 거래(privately negotiated transactions involving the transfer of control to entrepreneurs)에 대하여도 적용되고, ii) SA §2(a)(1)이 주식을 증권이라고 규정한 이상 증서가 통상적으로 주식이 가지는 중요한 특성을 보유하는지 여부에 따라 판단하여야 하는데, 이를 현저히 결하였다는 특별한 사정이 없는 한 매매 목적물인 주식은 매매의 목적이나 지분비율에 관계없이 증권에 해당한다고 판시함으로써, 영업양도이론의 채택 여부에 대한 논란을 종식하면서, 동시에 Howey 기준은 투자계약에만 적용되는 것이므로 일반적으로 주식이 가지는 특성을 가진 증권의 경우에는 투자계약에 해당하는지 여부에 대하여 검토할 필요가 없다고 판시하였다.

[판례] Landreth Timber Co. v. Landreth, 471 U.S. 681 (1985)

<사안>

1. 피고는 자신과 그의 아들이 주식 전부를 소유하는 목재회사를 매각하기 위하여 브로커를 통하여 주식매도청약을 하여 Dennis가 이를 매수하였고, Dennis는 지주회사인 B&D사를 설립하여 매수한 전주식을 B&D사에 양도한 후 이 회사와 목재회사를 합병하여 Landreth Timber Co.를 설립하였다. 피고는 위 주식을 매도한 후 일정 기간 동안 위 회사의 경영자문을 위하여 회사에 잔류하기로 하였다.

2. 피고가 위 주식을 매각하기 직전에 공장에 화재가 발생하였으나 피고는 매도청약서에서 이를 공개하고 공장을 개축하겠다고 밝혔는데, 실제의 건축공사 시행결과 예상 외로 비용이 과다하게 들어서 제대로 공사가 수행되지 않고 영업도 할 수 없게 되어 원고는 위 공장을 처분하여 상당한 손해를 입었다.

3. 이에 원고는 피고가 i) SA에 의한 증권등록을 하지 않았다는 점과, ii) 고의 또는 과실에 의하여 중요한 사실에 대한 허위 기재와 누락을 함으로써 SEC Rule 10b-5를 위반하였다는 점 등을 원인으로 하는 소송을 제기하였고, 피고는 이 사건 거래는 증권거래가 아니라 영업양도에 해당한다고 항변하였다. 연방지방법원은 피고의 항변을 받아들이고 연방항소법원도 원심판결을 유지하였다.

<판결요지>

1. Forman 사건에서 판시한 바와 같이, 증서가 주식이라는 명칭을 가진다는 사실만으로는 당연히 증권법의 적용대상이 되는 것은 아니다. 우리는 증서가 통상적으로 주식이 가지는 중요한 특성을 보유하는지 여부에 따라 판단을 하여야 한다고 결론지으면서, 증서가 주식이라 불리면서 동시의 주식의 일반적인 특성을 보유하고 있다면, 그 주식매수인이 당해 거래에 대하여 연방증권법이 적용될 것이라고 정당하게 추정할 수 있다고 판시하였다. 일반적으

로 주식이 가지는 특성은, i) 이익에 비례하여 배당을 받을 권리, ii) 양도성, iii) 질권이나 저당의 설정가능성, iv) 주식수에 따른 의결권, v) 가치증식가능성 등이다.88)

2. Howey 기준(경제적 실질 기준)은 특정 증서가 투자계약에 해당하는지 여부를 판단하기 위한 것이지 제정법상 증권의 정의 규정에 열거된 모든 유형의 증권에 적용하는 것은 아니다.

3. Dennis와 Bolton 모두 제재소를 직접 경영할 의사가 전혀 없었다. Ivan은 남아서 일상적인 업무를 처리한다. 영업양도이론의 지지자들도 지배권을 행사할 수 있으나 실제로는 이를 행사하지 않는 경우, 만일 매수인이 일상업무를 처리하지 않는 소극적 투자자에 불과할 뿐이라면 증권법의 보호를 받아야 한다고 한다.89)

VI. 어 음

1. 제정법상 증권으로 인정되는 범위

(1) SA §3(a)(3)

SA는 면제증권(Exempted securities)이라는 제목으로 SA의 적용이 면제되는 증권을 규정한 §3(a)(3)에서 “발행 당시 그 만기 또는 만기의 연장기일이 지불유예기간을 제외하고 9월 이하이고, 상거래로 인하여 발행되거나 그 수익이 상거래에 이용되고 있거나 이용될 모든 어음·지급명령서·환어음·은행인수어음”(Any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which arises out of a current transaction or the proceeds of which have been or are to be used for current transactions, and which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited)은 면제증권(exempted securities)의 하나로 규정한다. 따라서, 이러한 만기 9월 이하의 어음은 원칙적으로 SA의 규정이 적용되지 않고,90) 다만 사기적 주간거래(Fraudulent Interstate Transactions)라는 제목의 SA §17(c)에서 “제3조의 면제규정은 본조의 규정에 적용되지 않는다”(The exemptions provided in section 3 shall not apply to the provisions of this section)고 규정하므로 이와 같은 사기금지규정의 적용에 있어서는 여전히 증권에 해당한다.91)

(2) SEA §3(a)(10)

그러나 SEA는 증권에 대한 정의규정인 §3(a)(10)의 말미에서, “발행 당시 그 만기 또는 만기의 연장기일이 지불유예기간을 제외하고 9월 이하인 모든 어음·지급명령서·환어음·은행인수어음”은 증권에 포함되지 않는다고 규정함으로써92) 이러한 어음 등을 아예 증권의 개념에서 제외한다. 따라서, 이러한 어음은 SEA에 의한 증권이 아니므로 SEA의 모든 규정이 적용되지 않는다.93)

2. 법원의 기준

(1) 경제적 실질 기준

만기 9월 이하인 어음에 대하여 SA §3(a)(3)은 면제증권으로 규정하고, SEA §3 (a)(10)은 아예 증권에서 제외한다고 규정하는 반면, 만기가 9월을 초과하는 어음에 대하여는 명문의 제한이 없다. 따라서, 이러한 규정에 따르면 순수한 개인간의 상거래어음도 증권에 해당하게 된다. 미등록증권발행에 대한 형사사건에서 증권브로커가 고객으로부터의 차용금에 대하여 발행한 약속어음도 증권이라는 주법원의 판례도 있다.94)

그러나 연방항소법원은 개인적 차용금과 관련된 어음은 증권 개념에 포함하지 않기 위하여, 주식에 관한 United Housing Foundation v. Forman 사건에서와 같이 증권의 개념은 형식적으로 판단할 것이 아니라 실질적으로 판단하여야 한다는 경제적 실질 기준(economic

realities test)을 적용하였다. 이는 SA §2(a)(1)와 SEA §3(a)(10)의 “... unless the context otherwise requires--”(문맥상 다른 요건이 없는 한)라는 규정을 근거로 한다. 이에 따라 법원은 어음을 투자성 어음과 상거래 어음으로 이분하여 증권법의 적용여부를 판단하였다.95)

경제적 실질 기준을 채택한 연방항소법원의 구체적인 판례를 보면,

i) Lino v. City Investing Co. 사건에서 연방제3항소법원은 기업이 발행한 상거래와 관련하여 발행한 진성어음인 상업어음(commercial loan)은 SA §2(a)(1) 소정의 증권이 아니라고 판시하였고,96)

ii) C.N.S. Enterprises v. G&G Enterprises 사건에서 연방제7항소법원은 은행의 정상적인 여신거래과정에서 채무자로부터 받은 어음도 투자를 목적으로 하는 거래에 관한 것이 아니라 상거래에 관하여 발행된 것이므로 증권이 아니라고 판시하였고,97)

iii) James v. Meinke 사건에서 연방제5항소법원은 “이익의 기대”라는 요소가 있더라도 어음이 순수하게 상거래와 관련하여 발행된 경우에는 증권이 아니라고 판시하였다.98)

(2) 위험자본 기준

Great Western Bank & Trust v. Kotz 사건99)에서 연방제9항소법원은 금전대차계약과 관련하여 발행된 어음이 증권법상 투자계약에 해당하는지를 판단하기 위하여는 법원이 거래에 수반하여 투자하는 당사자에게 미치는 위험의 성격과 정도(nature and degree of risk accompanying transaction to party providing funds)를 분석해야 한다고 판시하면서, 투자 당사자가 위험자본을 투자하였는지(즉, 위험자본에 해당하는지)의 여부를 결정하기 위한 다음과 같은 6가지 요소를 종합적으로 고려하라는 위험자본 기준(risk capital test)을 제시하였다.100)

- ① 특정 증서의 만기(time of maturity of particular instrument)
- ② 담보의 존재 및 충분 여부(existence and extent of collateralization)
- ③ 의무의 형식(form of obligation)
- ④ 발행당시의 상황(circumstances of issuance)
- ⑤ 차용규모와 차용자의 사업규모의 관계(relationship between amount borrowed and size of borrower's business)
- ⑥ 자금의 용도(contemplated use of proceeds)

(3) 가족적 유사성 기준

1) 연방제2항소법원

연방제2항소법원은 Exchange Nat. Bank of Chicago v. Touche Ross & Co. 사건과 Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co. 사건 등에서 제정법 규정상 모든 어음은 증권으로 추정되고, 어음발행인이 당해 어음에 대하여 법원이 증권의 특성으로 볼 수 없는 예외 사항과 강한 가족적 유사성을 가진다는 점을 증명하거나 이러한 예외사항에 추가되도록 법원을 확신시키면 이러한 추정이 번복된다는, 가족적 유사성 기준(family resemblance test)101)을 채택하였다.

연방제2항소법원이 Exchange Nat. Bank of Chicago v. Touche Ross & Co. 사건에서 위와 같은 추정을 벗어날 수 있는 가족적 유사성의 기준으로 제시한 것은 다음과 같다.102)

- ① 소비자금융을 위한 어음(note delivered in consumer financing)
- ② 주택저당담보부어음(note secured by mortgage on home)
- ③ 소규모사업자의 자산담보부 단기어음(short-term note secured by lien on small

business or some of its assets)

④ 은행의 고객신용대출의 증서인 어음(note evidencing “character” loan to bank customer)

⑤ 채권양도담보부 단기어음(short-term notes secured by assignment of accounts receivable)

⑥ 통상의 사업중에 일어난 청산계정상 채무 관련 어음(note which simply formalizes open-account debt incurred in ordinary course of business)

그 후 연방제2항소법원은 Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co. 사건에서 증전의 목록에 ⑦ 상업은행의 영업자금대출 관련 어음을 추가하였다.¹⁰³⁾

2) 연방대법원

연방대법원은 1990년 *Reves v. Ernst & Young* 사건에서 어음이 증권인지 여부를 판단하는 기준으로서 가족적 유사성 기준을 채택하면서, 연방제2항소법원이 제시한 목록의 7 가지 유형 외에 새로운 유형을 추가할 지 여부를 판단할 요소로서 다음 4 가지 요소를 제시하였다.

① 매도인과 매수인의 어음 매매 동기(motivation)

② 발행인의 분매계획(plan of distribution)

③ 투자자의 합리적인 기대(reasonable expectation)

④ 다른 규제제도의 존재(existence of another regulatory scheme)

즉, 연방대법원은 가족적 유사성 기준에 의하여 연방제2항소법원이 제시한 7가지 유형의 어음에 해당하지 않는다고 증명되면 어음의 증권성 추정이 번복되고, 만일 당해 어음이 위 7 가지 유형의 어음 중 어느 것에도 해당하지 않는 경우 4 가지 요소를 고려하여 새로운 유형의 어음을 위 7 가지 목록에 추가할 것인지 여부를 결정하여야 한다고 판시하였다.

Reves v. Ernst & Young 사건에서는 문제된 어음이 가족적 유사성 기준에 의하면 증권에 해당한다는 점에 대하여는 대법관 전원의 의견이 일치되었으나, 일람출급어음(demand notes)이 만기 9월 이하인 어음인지에 대하여는 5대 4로 의견이 나누어졌는데, 다수의견은 일람출급어음이라는 이유만으로 단기어음으로 볼 수 없다는 입장이었다.

[판례] *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)

<사안>

Arkansas주 및 Oklahoma주의 농민협동조합(Farmer's Cooperative of Arkansas and Oklahoma)이 자금조달을 위하여 일람출급약속어음(demand notes)을 무담보, 무보증으로 매월 변동금리에 의한 이자를 지급하는 조건으로 매각하였다. 발행인인 조합은 어음매각을 위한 광고자료에서 투자금상환에 충분한 자산이 있다고 기재하였으나 파산하였다.

파산당시 \$10 million의 어음을 소지한 모두 1,600명의 투자자들은 외부감사인인 Ernst & Young이 조합의 자산을 과대평가하였다는 이유로 SEA의 사기금지조항 및 주증권법에 기하여 손해배상청구소송을 제기하였다. 피고는 당연히 이 사건 어음은 SEA에 의한 증권이 아니므로 SEA의 사기금지조항이 적용되지 않는다고 주장하였다. 연방지방법원은 피고에게 \$6 million 이상의 배상을 명하였고, 연방항소법원은 피고의 항소를 받아들여 1심 판결을 파기하였다.

<판결요지>

1. 주식과 달리 어음의 경우는 보다 넓은 관점에서 검토해야 하는데, 상업어음으로 발행된 것인지 아니면 투자 관련 다른 목적으로 발행된 것인지에 따라 널리 가변적 성격의 증서를

포함하는 상대적으로 넓은 개념의 용어로 검토되어야 한다... 따라서, 법률상 모든 어음이라는 문구는 문자 그대로 모든 어음을 의미한다고 해석하여서는 안되고, 의회가 증권법 제정에 있어서 무엇을 성취하려고 의도하였는지 그 배경을 이해하여야 한다.104)

2. 연방제2항소법원의 가족적 유사성 기준은 만기 9월을 초과하는 모든 어음은 증권이라는 추정에서 출발한다. 그러나 연방제2항소법원은 모든 어음을 증권으로 볼 수 없음을 인정하므로 명백히 증권이 아닌 어음의 목록을 마련하였다. 따라서, 가족적 유사성 기준은 발행인으로 하여금 어음이 법원이 인정하는 예외사항에 강한 가족적 유사성을 가진다는 점을 증명하거나 목록에 새로운 증거가 추가되도록 법원을 확신시킴으로써 어음이 증권이라는 추정을 번복할 수 있도록 하였다.105)

3. 우리는 어음에 Howey 기준을 적용한 법원의 접근방식을 거부한다. Howey 기준은 어느 증거가 투자계약에 해당하는지 결정하기 위한 것이다.106)

4. 우리는 연방제2항소법원이 제시한 목록이 증권이 아니라는 점에 동의하지만, 더 많은 지침이 필요하다. 증거가 연방제2항소법원이 제시한 목록과 유사성이 있는지에 관한 의미 조사는 증권성을 부인하는 것이 무엇인지 특정하지 않고는 불가능하다.107)

5. 목록 자체를 면밀히 검토해 보면 무엇을 기준으로 해야 할 것인지가 분명해진다. 연방제2항소법원은 위 리스트를 작성함에 있어서 당원(연방대법원)이 어느 거래가 증권을 포함하는지 여부를 판단하는 데 적용하도록 제시한 요소를 그대로 적용하였다.108)

(1) 첫째, 우리는 합리적인 매도인과 매수인이 어음을 매매하도록 유인한 동기가 무엇인지를 평가하기 위하여 거래를 조사한다. 만일 매도인의 목적이 일상적인 사업 또는 실질적인 투자를 위하여 필요한 자금의 조달이고, 매수인이 어음에서 발생할 수익에 주된 관심이 있다면 그 증거는 증권으로 될 것이다.109)

(2) 둘째, 우리는 증거가 투기 또는 투자를 위하여 일반인들 사이에 거래가 이루어지고 있는지를 판단하기 위하여 증거의 분매계획을 조사한다.110)

(3) 셋째, 우리는 일반투자자의 합리적인 기대를 조사한다.111)

(4) 마지막으로, 우리는 증권법의 적용이 불필요하도록 거래에 대한 위협을 현저히 감소시킬 수 있는 다른 규제제도가 있는지를 조사한다.112)

6. 가족적 유사성 기준을 이 사건에 적용하면 이 사건 어음은 증권법상의 증권에 해당한다고 쉽게 결정할 수 있다. Ernst & Young도 이 사건 일람출급어음이 연방제2항소법원의 가족적 유사성 기준의 어느 것에도 해당하지 않음을 인정한다.113)

7. 피상고인은 SEA §3(a)(10)의 의미에서 일람출급어음의 만기는 즉시이고 이는 당연히 9월 미만이고, 따라서, 이 사건 어음은 배제조항에 당연히 해당하여 증권이 아니라고 주장한다. 이 사건 어음은 전문지식 없는 다수의 일반투자자에 대한 청약에 의하여 매도되었으므로 배제조항에 해당하지 않는다.114)

8. 의회가 단기어음은 증권법이 적용될 필요없이 충분히 안전하다는 이유로 만기 9월 이하인 어음을 연방증권법의 적용대상에서 제외한다는 명백한 기준을 설정할 의도였다고 가정한다면, 일람출급어음은 지급제시가 장래에 몇 년 후 또는 몇십 년 후에도 있을 수 있으므로 단기어음에 해당하지 않는다.115)

9. 이상과 같은 이유로 우리는 이 사건 일람출급약속어음은 SA와 SEA에 의한 증권에 해당하는 어음의 범주에 들어가고, SEA §3(a)(10)의 단기어음배제조항에 포함된다는 주장에 대하여 이러한 일람출급약속어음이 배제조항에 포함되지 않는다고 결정한다. 따라서, 우리는 연방항소법원의 판결을 파기하고 당원의 의견에 부합하게 심리를 계속할 수 있도록 사건을

원심으로 환송한다.116)117)

3) Howey 기준과의 관계

Reves v. Ernst & Young 사건에서 연방대법원은 Howey 기준은 투자계약에만 적용되고 어음의 경우에는 적용될 수 없다고 실시하였으나, 구체적으로 제시한 가족적 유사성 기준은 Howey 기준과 매우 유사하다는 평가를 받고 있다. 실제로 연방대법원이 판결에서 인용한 대부분의 판례는 Howey 기준을 채택한 판례이고, 특히 Howey 사건 자체의 판결도 인용하고 있다.

가족적 유사성 기준과 Howey 기준을 비교해 보면, i) 동기의 투자성(motivation of investment)은 금전의 투자(investment of money)와, ii) 증서의 분배(distribution of the instrument)는 공동사업(common enterprise)과, iii) 일반투자자의 합리적인 기대(reasonable expectations of the investing public)는 이익의 기대(expectations of profit)와 일맥상통하는 내용이고, 양자 공히 다른 법적 구체수단이 없을 것을 요구한다. 결국, Howey 기준 중 “타인의 노력”이라는 요소만 가족적 유사성 기준에 포함되어 있지 않은데, 이는 어음거래에 있어서 본질적 성격이라는 점을 고려하면, 가족적 유사성 기준과 Howey 기준은 사실상 차이가 없다 할 것이다.118)

VII. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 규정방식

자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 원본손실가능성(투자성)을 기초로 금융투자상품의 개념을 규정하고(제3조 제1항), 원본초과손실가능성(추가지급의무가능성)의 유무에 따라 금융투자상품을 증권과 파생상품(장내파생상품, 장외파생상품)으로 구분한다(제3조 제2항). 나아가, 동법은 증권에 대하여 그 경제적 실질에 따라 6개의 유형으로 구분하여 규정하고(제4조 제2항), 각 유형별로 증권의 개념을 정의하는 방식을 취하고 있다(제4조 제3항 내지 제8항).

자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 증권을 유형별로 구분하여 규정함에 따라 외관상 증권거래법이 채택한 “대통령령에 의하여 개념확장이 가능한 한정적 열거주의”방식과 크게 다르지 않은 것처럼 보인다. 그러나 자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 증권을 유형별로 구분하여 규정하면서도 각 유형의 증권을 정의하는 규정에서 구체적이고 개별적인 증권을 열거하거나 다시 시행령에 위임하는 방식이 아니라, 유형별 증권의 개념을 추상적이고 포괄주의 방식으로 규정한다. 예컨대, 채무증권에 관한 제4조 제3항은 “...그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것을 말한다.”고 규정함으로써 증권거래법의 한정적 열거주의와는 분명히 다른 방식으로 추상적인 포괄개념을 규정하며, 다른 유형의 증권에 대한 규정도 대체로 이와 같은 방식이다.

한편, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률은 투자계약증권을 증권의 한 유형으로 규정함으로써 증권의 개념을 상당히 확대하였지만, 미국 연방증권법의 규정과 같은 “일반적으로 통상 ‘증권’이라고 인식되는”(commonly known as a ‘security’)과 같은 규정을 두지 않으므로, 투자자보호를 위한 완전한 포괄주의방식의 규정으로 보기에 다소 미흡해 보이는 점은 있다. 그러나 미국 연방증권법의 증권에 대한 개념규정방식은 투자자보호에는 완벽하다고 할 수 있지만, 이와 같이 증권의 개념이 너무 추상적이고 광범위하게 되면 공시의무를 부담하는 발행회사의 입장에서는 너무 큰 부담이 된다. 따라서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 증권에 대한 정의규정은 입법정책상 사전예건가능성과 법적 안정성을 고려한 것으로서, 동법 제1조 119)가 규정하는 “투자자보호”와 “국민경제의 발전”이라는 목적을 동시에 추구하기에 적합한 규정방식이라 볼 수 있다.

VIII. 맺음말

이상과 같이 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 시행과 관련하여 미국 연방증권법의 증권에 대한 규정을 살펴보았는데, 미국 연방법원은 광범위한 유형의 자금조달계획에 대하여 연방증권법상 증권에 대한 정의를 해석하는 여러 가지 기준을 형성해 왔다. 먼저 주식에 대하여 연방대법원은 Forman 사건에서 경제적 실질 기준(economic reality test)에 따라 증권에 해당하는지 여부를 판단하여야 한다는 입장을 취하였다. 그리고, 영업양도의 목적으로 주식의 실질적인 전부를 양도하는 경우에는 거래의 경제적 실질은 이익을 위한 투자가 아니고 증권소유권의 변동은 영업양도의 수단에 불과하다는 영업양도이론을 일부 연방항소법원에서 채택하였다. 그러나 연방대법원은 Landreth 사건에서 연방증권법이 주식을 증권이라고 규정한 이상 증서가 통상적으로 주식이 가지는 중요한 특성을 현저히 결하였다는 특별한 사정이 없는 한 증권에 해당한다고 판시하였다. 어음에 대하여는 경제적 실질 기준과 위험자본 기준을 채택한 판례도 있었는데, 결국 연방대법원은 Reves 사건에서 가족적 유사성 기준을 채택하였다. 투자계약에 대하여는 연방대법원이 Howey 기준을 채택한 이래 지금까지 주도적 기준이 되고 있다. 연방대법원의 경제적 실질 기준은 구체적인 경우에 그 경제적 실질을 고려하여 증권의 개념을 파악하는 것으로서, 이는 특히 증권개념에 대한 포괄주의를 도입한 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 적용에 있어서도 중요한 기준이 될 것이다. 한편, 연방대법원은 투자대상이 증권법에 의한 보호가 필요한지, 즉 다른 법에 의한 구제가 충분한지 여부도 증권의 개념을 파악하는 중요한 기준으로 본다.

앞으로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 시행되면 다양한 유형의 투자대상이 광범위하게 증권으로 인정될 것으로 보이고, 미국 연방증권법상 증권의 개념은 향후 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 해석에 있어서 중요한 참고가 될 것이다. 새로운 법제가 시행되면서 무엇보다도 종래와 다른 방식으로 규정된 증권의 개념을 파악하는 것이 중요한데, 이 과정에서 규제당국과 법원의 역할이 중요할 것이다. 특히 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 미국 연방대법원이 채택한 Howey 기준을 반영하여 도입한 “투자계약증권”은 그 개념 자체가 다의적으로 해석될 수밖에 없는데, 미국 연방법원이 형성한 여러 가지 기준을 우리 법제에 그대로 적용할 것인지에 관하여 앞으로 많은 연구가 필요할 것이다.

참고문헌

- 김건식, 『미국증권법』 (홍문사, 1996).
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』 (홍문사, 2001).
- 김건식·윤영신·안수현·정순섭, “기업자금조달 활성화를 위한 유가증권제도의 개선방안에 관한 연구,” 『한국증권거래소 연구용역보고서』 (서울대학교 금융법센터, 2003).
- 김건식, 『증권거래법(제4판)』 (홍문사, 2006).
- 김병연, “유가증권의 개념에 있어서 포괄주의 방식의 도입,” 『인권과정의』, 353호(대한변호사협회, 2006).
- 김병연, “금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)상 증권개념의 포괄성에 대한 검토,” 『투신』, 제57호(자산운용협회, 2006).
- 김병연·박세화, “유가증권의 개념 및 구분기준에 관한 연구,” 『금융감독원 연구용역보고서』 (사단법인 한국증권법학회, 2004).
- 김정수, 『현대증권법원론』 (박영사, 2002).

석명철, 『미국증권관계법』 (박영사, 2001).
심인숙, “미국 연방증권법상 증권의 개념,” 『중앙법학』, 제8집 제2호(중앙법학회, 2006).
심인숙, “미국 연방증권법상 출자지분,” 『비교사법』, 제13권 4호(비교사법학회, 2007).
윤승한, 『미국증권법강의』 (삼일인포마인(주), 2004).
이철송, “증권거래법상의 유가증권의 개념,” 『상사법연구』, 제8집(한국상사법학회 1990).
임재연, 『증권규제법』 (박영사, 1995).
임재연, 『증권거래법(전정판)』 (박영사, 2006).

Alan R. Palmiter, Securities Regulation (3rd Edition), Aspen Publishers, 2005.
David L. Ratner & Thomas Lee Hazen, Securities Regulation: selected statutes, rules, and forms (2006 Edition), Thomson/West, 2006.
James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations(2d Edition), Aspen Publishers, 2003.
John C. Coffee & Joel Seligman, 2005 Supplement Securities Regulation: Cases and Materials(9th Edition), Foundation Press, 2005.
John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, Securities Regulation Cases and Materials (9th Edition), Foundation Press, 2003.
Thomas Lee Hazen, The Laws of Securities Regulation(5th Edition), Thomson/West, 2005.
Stephen J. Choi & A.C. Pritchard, Securities regulation statutory supplement (2006 Edition), Thomson/West, 2006.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 9, No. 1, 2008

A Study on the Definition of Security under U.S. Federal Securities Laws

Lim, Jai Yun

ABSTRACT

This article deals with the definition of security under U.S. federal securities laws focusing on the concept of investment contract concept derived from the Howey test under U.S. federal securities laws. The judicial definition of security developed primarily from interpretation of the statutory phrase investment contract. The courts have used various tests for determining whether a security exists.

Since stock is one of the enumerated instruments in the definition of security, there is a strong presumption that stock is a security. However, Supreme Court

held that stock in residential cooperative was not a security on the ground that, as a matter of the economic realities, the stock represented an interest in real estate rather than a business venture. When notes have investment attributes, the courts have found securities to exist. However, the courts have been willing to find a commercial rather than investment context, especially when bank financing is involved. The Supreme Court applied the family resemblance test in holding that certain demand notes were securities. With the lead of the Supreme Court, federal and state courts have strived to arrive at a workable definition and have formulated various tests and approaches. The courts have been mindful of the fact that the bottom-line question is whether the particular investment or instrument involved is one that needs or demands the investor protection of the securities laws. The basic test for investment contract laid down by the Supreme Court in *Howey* is whether the person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party. Supplementing the *Howey* test, many state courts and a few federal courts have employed the risk capital test as an alternative interpretation. Generally a conveyance of real estate will not be subject to the securities laws. However, when a transaction has the investment type indicia normally associated with investment contracts, a security may be found to exist. Since a general partnership interest and most joint ventures will ordinarily carry with them a substantial say in the management of the enterprise, they will not fall under the securities laws purview unless there is substantial reliance on the efforts of others.

In defining financial products, the Capital Market and Financial Investment Services Act (hereinafter, CMFISA), contrary to the positive list system under Securities and Exchange Act, introduces a comprehensive system. The definition of security under CMFISA includes investment contract security derived from the *Howey* test under U.S. federal securities laws. The various tests employed by the SEC and the U.S. courts for determining whether an instrument constitutes a security are likely to have a great influence on interpretation of the definition of the security under CMFISA by the Korean regulatory authorities and the courts.

Key words : investment contract, *Howey* test, economic reality test, risk capital test, family resemblance test

1) Securities Act of 1933은 증권의 공모절차에서 투자자를 보호하기 위한 연방증권법으로서 증권의 가치에 관한 투자자의 판단에 중요한 모든 정보의 완전공개와 증권의 주권청약 또는 매매에 있어서 사기와 부실기재(fraud and misrepresentation)를 금지하기 위한 법이다. 이 법은 특히 1929년의 증시붕괴가 증권거래에서의 사기로 인한 것이라는 인식이 높아진 상황에서 제정되었기 때문에 당시 주증권법에 규정하던 내용규제(merit regulation) 대

신 공시규제(disclosure regulation)를 채택하였다. 중요한 공시방법은 SEC에 대한 등록신고서(registration statement, SA 제정 당시에는 FTC가 제출하였으나 후에 SEC로 변경되었다)의 제출과 일반투자자에 대한 사업설명서(prospectus)의 교부이다. Securities Act of 1933은 통상 “33년 증권법”이라 부르는데, 이하에서는 SA로 약칭한다.

2) 회사가 자기주식을 취득하여 소각하지 않고 보유하는 경우에 이를 금고주(treasury stock)라고 하며 금고주에 대하여는 의결권, 이익배당청구권 등이 인정되지 않는다.

3) SA §2(a) Definitions

When used in this title, unless the context otherwise requires-

(1) The term ‘security’ means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".

4) Securities Act of 1933이 증권의 공모절차를 규제하기 위한 법인데 반하여, Securities Exchange Act of 1934는 이미 발행된 증권에 대한 유통시장에서의 공시의무(계속공시)와 불공정거래를 규제하기 위한 법으로서 여러 그룹으로 된 규정에 의하여 구성되어 있다. SEA에 의하여 SEC(Securities and Exchange Commission, 증권거래위원회)가 설립되어 SA의 운용권한이 이관되었다. SEA의 주요 규정은, 증권등록의무와 발행인의 보고의무(§12, §13), 위임장권유(§14), 내부자거래(§16), 증권거래소, 브로커-딜러 등의 등록(§6, §15), 공개매수(§13, §14), 각종의 책임규정(§10) 등이다. SEA의 규정 중 시세조종, 내부자거래와 같은 불공정거래에 관한 규정은 모든 회사에 적용되나, 나머지 규정은 SEA상의 등록회사, 보고회사에만 적용된다. 또한, SEA는 NYSE, NASDAQ 등의 자율규제기관(self regulatory organization:SRO)의 자율규제에 대한 근거규정을 두었다. 즉, SEC는 증권시장과 broker-dealer에 대한 구체적인 규제권한을 SRO에 위임하였기 때문에, SRO가 대부분의 구체적인 규제를 하고 SEC는 그에 대한 감독을 하고 있다[SEA §3(a)(26) : “The term “self-regulatory organization” means any national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, or (solely for purposes of sections 19(b), 19(c), and 23(b) of this title) the Municipal Securities Rulemaking Board established by section 15B of this title]. (SEC의 지위와 권한에 관하여는 임재연, 증권규제법, 박영사, 1995, 6면 이하 참조). Securities Exchange Act of 1934는 통상 “34년 증권법”이라 부르는데, 이하에서는 SEA라 약칭한다.

5) SEA §3(a) Definitions

When used in this title, unless the context otherwise requires--

(10) The term "security" means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a "security"; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

6) Investment Company Act of 1940(1940년 투자회사법)에 의한 SEC는 개인투자자들의 자금에 의한 증권투자 및 증권의 매매를 주된 업무로 하는 투자회사에 대한 규제권한을 부여한다. 이 법은 투자회사의 설립, 임원구성, 자본구성, 투자자문계약 및 경영에 대하여 규제하고, 또한 이들 투자회사가 이사, 임원 또는 계열회사와 거래를 하는 경우에는 SEC의 승인이 필요하도록 규정한다.

7) 미국의 주증권법(blue sky law)은 1911년 Kansas주가 처음으로 제정하였는데 당시 산업자본가들이 Kansas주의 농민들을 상대로 푸른 하늘의 조각(a piece of the blue sky)에 불과한 투기적인 투자계획을 매각하는 것을 방지하기 위한 목적을 가진 법이라는 의미에서 붙여진 명칭으로서, 그 후 많은 주가 이러한 입법례를 따라서 오늘날은 모든 주가 이러한 목적의 blue sky law를 가지고 있다. 증권거래는 주증권법과 연방증권법의 규제를 받는데, 연방증권법은 명문의 규정에 의하여 주의 증권규제기관이 연방증권제법에 저촉되지 않는 범위에서 증권거래를 규제하는 것을 인정하므로[SA §18; SEA §28 (a)], 각주는 연방증권제법의 규정을 보충하거나 그와 동일한 규정을 포함한 주증권법을 가지고 있다. 따라서 어떠한 증권거래도 연방증권법의 적용을 받는 동시에 하나 이상의 주증권법의 적용을 받으며, 각주의 증권법에 의한 증권규제기관이 증권에 대한 규제, 감독을 한다.

8) *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975); *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982); *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985)

9) *S.E.C. v. Current Financial Services, Inc.*, 100 F.Supp.2d 1 (D.D.C.,2000).

10) *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)

11) *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975).

12) *Great Rivers Co-op. of Southeastern Iowa v. Farmland Industries, Inc.*, 198 F.3d 685 (8th Cir. 1999).

13) *Securities and Exchange Commission v. M. A. Lundy Associates*, 362 F.Supp. 226 (D.R.I., 1973).

14) *S.E.C. v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974).

- 15) Continental Marketing Corp. v. Securities and Exchange Commission, 387 F.2d 466 (10th Cir. 1967).
- 16) Securities and Exchange Commission v. Pyne, 33 F.Supp. 988 (D.C.MASS. 1940).
- 17) Bell v. Health-Mor, Inc., 549 F.2d 342 (5th Cir. 1977).
- 18) S.E.C. v. Edwards, 540 U.S. 389, 124 S.Ct. 892 (U.S.,2004).
- 19) SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
- 20) Thomas Lee Hazen, op. cit. p.39.
- 21) Hirk v. Agri-Research Council, Inc., 561 F.2d 96 (7th Cir. 1977).
- 22) McGill v. American Land & Exploration Co., 776 F.2d 923 (10th Cir. 1985).
- 23) 이러한 경우를 통상의 수직적 공동 이론과 구별하여 “엄격한 수직적 공동 이론”이라고 부르는 견해도 있다[심인숙, “미국 연방증권법상 증권의 개념”, 중앙법학, 제8집 제2호(중앙법학회, 2006), 323면].
- 24) Schofield v. First Commodity Corp. of Boston, 638 F.Supp. 4 (D.Mass., 1985).
- 25) Long v. Shultz Cattle Co., Inc., 881 F.2d 129 (5th Cir. 1989); S.E.C. v. Unique Financial Concepts, Inc., 196 F.3d 1195 (11th Cir. 1999).
- 26) Integrated Research Services, Inc. v. Illinois Secretary of State, Securities Dept., 765 N.E.2d 130 (Ill.App. 1 Dist., 2002) .
- 27) Popovice v. Milides, 11 F.Supp.2d 638 (E.D.Pa., 1998).
- 28) Uselton v. Commercial Lovelace Motor Freight, Inc., 940 F.2d 564 (10th Cir.1991) (ERISA는 연방증권법의 적용을 대체할 수 있을 정도로 가입자를 충분히 보호하지 못한다는 점을 제시하였다).
- 29) Matassarini v. Lynch, 174 F.3d 549 (5th Cir. 1999).
- 30) ERISA가 적용되는 연금은 어차피 SA §3(a)(2)에 의하여 등록면제증권이므로, 연금에 관하여는 SEA §10(b)와 같은 사기금지조항에만 의미가 있는데, 이 사건에서도 원고들은 사기를 주장하였다.
- 31) Securities Act Release No. 33-6188 (Feb. 1. 1980). [SEC는 규칙이나 양식을 제정하는 외에 상당량의 비공식입법(informal law-making)을 하는데, 이는 당면 문제에 대한 SEC의 방침 또는 직원의 판단을 법에 정한 방식에 의하지 않고 발표하는 것을 말한다. 즉, SEC는 연방증권법과 SEC Rule을 유권해석할 권한을 가지므로 Federal Administration Procedure Act(연방행정절차법, FAPA)에 의하여 SEC Rules and Regulations, SEC Forms 등의 제정, 개정, 폐지 등을 Release의 형태로 고시한다. 그리고 SEC는 연방증권법과 SEC Rule을 유권해석할 권한을 가지므로 정책에 대한 통상적인 발표 외에 어느 거래가 일정한 방법으로 행할 수 있는지 여부에 대한 개별적인 질의에 대한 회답을 하는데 이러한 회답을 No-Action Letter라고 한다].
- 32) S.E.C. v. International Loan Network, Inc., 968 F.2d 1304 (C.A.D.C.,1992).
- 33) Thomas Lee Hazen, The Laws of Securities Regulation(5th ed., 2005), p.46.
- 34) 이에 관하여는 심인숙, “미국 연방증권법상 출자지분”, 비교사법, 제13권 4호(비교사법학회, 2006), 165면 이하에 상세한 내용이 있다.
- 35) SA Schedule A
- (4) the names and addresses of the directors or persons performing similar

functions, and the chief executive, financial and accounting officers, chosen or to be chosen if the issuer be a corporation, association, trust, or other entity; of all partners, if the issuer be a partnership; and of the issuer, if the issuer be an individual; and of the promoters in the case of a business to be formed, or formed within two years prior to the filing of the registration statement;

36) SA §2(a)

(2) The term "person" means an individual, a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, any unincorporated organization, or a government or political subdivision thereof. As used in this paragraph the term "trust" shall include only a trust where the interest or interests of the beneficiary or beneficiaries are evidenced by a security.

37) Partnership은 우리 나라의 조합에 해당하는 기업형태로서, 조합원이 무한책임을 진다는 점에서 Limited Partnership과 구분되고, 이러한 의미에서 General Partnership이라고도 한다.

38) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제4항은 “이 법에서 "지분증권"이란 주권, 신주인수권이 표시된 것, 법률에 의하여 직접 설립된 법인이 발행한 출자증권, 「상법」에 따른 합자회사·유한회사·익명조합의 출자지분, 「민법」에 따른 조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분이 표시된 것을 말한다.”고 규정한다.

39) Williamson v. Tucker, 645 F.2d 404 (5th Cir. 1981).

40) Goodwinn v. Elkins & Co., 730 F.2d 99 (3rd Cir. 1984).

41) Limited partnership은 기업의 채무에 대하여 무한책임을 지는 무한책임조합원(general partner)과 자신의 출자가액을 한도로만 책임을 지면서 조합의 경영에는 참여하지 않는 유한책임조합원(limited partner)으로 구성된다. 미국의 모든 주는 Limited partnership을 기업의 형태로 도입하고 있다.

42) S.E.C. v. Murphy, 626 F.2d 633 (9th Cir. 1980).

43) Steinhardt Group Inc. v. Citicorp, 126 F.3d 144 (3d Cir. 1997).

44) Del. Code Ann. Title 6 § 17-214 Limited partnerships as limited liability limited partnerships.

45) Thomas Lee Hazen, op. cit. p.54; James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations(2d Edition), p.14

46) 1988년 IRS(내국세입청, Internal Revenue Service)가 사업주체가 법인에 해당하는지 여부에 관하여 Rule 88-76을 추가하여, LLC에 대하여도 Partnership과 같은 단일과세(pass-through taxation)를 하는 경우를 규정하였다. 또한 Morrissey v. Commissioner of Internal Revenue, 296 U.S. 344, 56 S.Ct. 289 (U.S. 1935) 판결에서 연방대법원이 채택하였던 유사성기준(resemblance test)에 따라서 i) 경영의 중앙집중 (centralized management), ii) 영속성(continuity), iii) 유한책임(limited liability), iv) 지분의 자유양도(issue of transferable certificates) 등의 4 가지 조건 중 2 이상의 조건을 결하면 조합으로 과세하였다. 1997년까지는 이러한 기준이 적용되었는데, LLC는 위 기준의 대부분을 충족하므로 법인으로 과세되었다. 결국 IRS가 1997년 위 유사성기준을 전면 폐지하고 새로운 규정을 마련하여[26 C.F.R. ss. 301.7701-4 (1997)] tax return시 회사로 간주되는 8개의 유형에 속하는지 여부를 표시하는 box에 사업주체가 직접 check하도록 함으로써

(check-in-box 규정) 사업주체가 원하지 않는 한 이중과세의 대상이 되지 않도록 하였고, 이로써 LLC가 급증하게 되었다. 이에 따라 각 주의 제정법도 LLC에 대한 규정을 정비하여 LLC 형태의 기업이 급증하게 되었다. IRS가 1997년 check-in-box 규정을 도입하기 전에는, 대부분의 LLC 제정법은 사원의 탈퇴를 LLC의 해산사유로 규정하였다. 유사성기준에 해당하는 영속성과 지분의 자유양도로 인하여 조합으로 과세되는 것을 피하기 위한 것이다. 그러나, 1997년부터는 이러한 제약이 없어져서 LLC는 주식회사와 내용에 있어서 차이가 없게 되었다.

47) S.E.C. v. Shreveport Wireless Cable Television Partnership, 1998 WL 892948 (D.D.C. 1998).

48) 그러나, Delaware Limited Liability Company Act에 의하여 설립된 LLC의 사원은 적극적 참여자이므로 그의 지분은 증권이 될 수 없다[Great Lakes Chemical Corp. v. Monsanto Co., 96 F.Supp.2d 376 (D.Del. 2000)].

49) Robinson v. Glynn, 349 F.3d 166 (4th Cir. 2003).

"Investor's membership interest in limited liability company (LLC), for which investor served as treasurer and vice-chairman of board of managers, did not qualify as an "investment contract," and thus was not within definition of "security" under federal securities laws, where investor had negotiated for level of control that allowed him to actively protect his interest, such as by requiring his approval on indebtedness incurred outside normal course of business, which was inconsistent with passive investment, and his lack of technical expertise in LLC's area of business did not prevent his exercise of that control", "Investor's membership interest in limited liability company (LLC) did not qualify as "stock" within definition of security under federal securities laws, where interest was not denominated as stock by the parties and did not possess the usual characteristics of stock; members of LLC did not share in profits in portion to number of their shares, membership interests were not freely negotiable, as interests were first offered to other members and conditions were placed on ownership by other transferees, and pledgees of membership interests could acquire only distribution rights and not control rights."

50) Stone v. Kirk, 8 F.3d 1079 (6th Cir. 1993).

51) 피라미드판매는 이러한 점에서 사기에 해당하지만, 최초의 사업자가 사기범의를 부인하면서 단지 사업실패에 해당한다고 주장하면 사기의 고의를 증명하기 곤란하다.

52) 김병연, "금융투자업과 자본시장에 관한 법률(가칭)상 증권개념의 포괄성에 대한 검토", 『투신』, 제57호(자산운용협회, 2006), 8면. 각주 14.

53) SEC v. Koscot Interplametary, Inc., 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974).

54) SEC v. Glen W. Turner Enterprises, Inc., 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

55) Securities Act Release No. 5211 (1971).

56) SEC v. SG Ltd., 265 F.3d 42 (1st Cir. 2001).

57) 일반적으로 미국에서 집단주택은, 단독 소유자가 단지 전체를 소유하면서 개별 호실별로 임대하는 apartment와, 호실별로 구분소유권(strata title)의 대상이 되는 condominium(condo)로 구분된다. 따라서, 미국에서 통상 condo라고 하면 우리 나라의 아

파트와 같은 것이지만, condo는 residential condo와 resort condo가 있는데, 판례에 나오는 콘도는 대개 resort condo로서 우리 나라에서 휴양지의 개별분양 콘도와 같으므로 여기서도 콘도로 번역한다.

58) Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d 81 (2d Cir.1994).

59) Wals v. Fox Hills Development Corp., 24 F.3d 1016(7th Cir. 1994).

60) Thomas Lee Hazen, op. cit. p.49.

61) Wieboldt v. Metz, 355 F.Supp. 255 (S.D.N.Y. 1973).

62) International Brotherhood of Teamsters v. Daniel, 439 U.S. 551 (1979).

63) sale-leaseback은 기업이 보유하는 부동산을 주로 금융기관에 매도하면서 동시에 임대차계약을 체결하여 계속 이용하는 계약이다. 기업의 입장에서는 자금을 핵심사업에 활용할 수 있고 부동산의 가격변동으로 인한 risk에서 벗어날 수 있다는 장점이 있다.

64) S.E.C. v. Edwards, 540 U.S. 389, 124 S.Ct. 892 (2004).

65) Alan R. Palmiter, Securities Regulation (3rd ed., 2005), p.51.

66) Thomas Lee Hazen, op. cit. p.47.

67) Silver Hills Country Club v. Sobieski, 55 Cal.2d 811, 361 P.2d 906 (CAL. 1961).

68) State by Commissioner of Securities v. Hawaii Market Center, Inc., 52 Haw. 642, 485 P.2d 105 (Hawaii 1971).

69) King v. Pope, 91 S.W.3d 314 (Tenn. 2002).

70) SEC No Action Letter Sept. 23, 1993; SEC No Action Letter July 30, 2004.

71) CD는 은행이 자금조달을 위하여 일반인에게 발행하는 양도성 예금증서로서 금리가 고정되고 만기가 있다는 점에서 예금의 성격이 강하다. 따라서, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제3조 제1호는 “원화로 표시된 양도성 예금증서”를 금융투자상품에서 제외한다고 명시적으로 규정한다.

72) SA §12 Civil Liabilities Arising in Connection with Prospectuses and Communications

(a) In general

Any person who--

(1) offers or sells a security in violation of section 5, or

(2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) of said section), ..., shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security.

73) Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332, 88 S.Ct. 548 (1967).

74) Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551 (1982)

“The Court of Appeals also concluded that a certificate of deposit is similar to any other long-term debt obligation commonly found to be a security. In our view, however, there is an important difference between a bank certificate of deposit and other long-term debt obligations. This certificate of deposit was issued by a

federally regulated bank which is subject to the comprehensive set of regulations governing the banking industry. Deposits in federally regulated banks are protected by the reserve, reporting, and inspection requirements of the federal banking laws; advertising relating to the interest paid on deposits is also regulated. In addition, deposits are insured by the Federal Deposit Insurance Corporation.”

75) *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 88 S.Ct. 548 (U.S. Ill. 1967).

76) *SEC v. Variable Annuity Life Ins. Co.*, 359 U.S. 65 (1959).

77) *Otto v. Variable Annuity Life Ins. Co.*, 814 F.2d 1127 (7th Cir. 1986).

78) Securities Act Release No. 6645 (1986).

79) *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)

"Respondents maintained that the following material facts were omitted: (i) the original estimated cost had never been adhered to in any of the previous Mitchell-Lama projects sponsored by UHF and built by CSI; (ii) petitioners knew that the initial estimate would not be followed in the present project; (iii) CSI was a wholly owned subsidiary of UHF; (iv) CSI's net worth was so small that it could not have been legally held to complete the contract within the original estimated costs; (v) the State Housing Commissioner had waived his own rule regarding liquidity requirements in approving CSI as the contractor; and (vi) there was an additional undisclosed contract between CSI and Riverbay."

80) *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975)

"The Court of Appeals held that the state agency was independent and distinct from the State itself and therefore was a 'person' for purposes of s 1983, that both the agency and the State had waived immunity under s 32(5) of the Private Housing Finance Law, and that the State had also implicitly waived its immunity by voluntarily participating in the sale of securities, an area subject to plenary federal regulation. See *Parde v. Terminal R. Co.*, 377 U.S. 184, 84 S.Ct. 1207, 12 L.Ed.2d 233 (1964). In view of our disposition of these cases we do not reach these issues."

81) (원문) "While the record does not indicate precisely why the term 'stock' was used for the instant transaction, it appears that this form is generally used as a matter of tradition and convenience. '(I)n searching for the meaning and scope of the word 'security' in the Act(s), form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality."

82) (원문) "By contrast, when a purchaser is motivated by a desire to use or consume the item purchased-'to occupy the land or to develop it themselves,' as the *Howey* Court put it, *ibid.*-the securities laws do not apply."

83) (원문) "In holding that there is no federal jurisdiction, we do not address the merits of respondents' allegations of fraud. Nor do we indicate any view as to whether the type of claims here involved should be protected by federal regulation. We decide only that the type of transaction before us, in which the purchasers were interested in acquiring housing rather than making an investment for profit, is

not within the scope of the federal securities laws.”

84) Alan R. Palmiter, *op. cit.* p.51.

85) *Fredriksen v. Poloway*, 637 F.2d 1147 (7th Cir. 1981)

“Plaintiffs' second argument is that the transaction here meets the requirements of a securities investment under the “economic reality” test announced in *Forman*. The “economic reality” test for determining the existence of a security involves three elements: (1) an investment in a common venture; (2) premised on a reasonable expectation of profits; (3) to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others. *Forman*, 421 U.S. at 852, 95 S.Ct. at 2060. The first and third elements of this analysis are in issue here.”

86) *Sutter v. Groen*, 687 F.2d 197 (11th Cir. 1982).

87) *Golden v. Garafalo*, 678 F.2d 1139 (2d Cir. 1982)

“Plaintiffs brought complaint against defendant arising from sale of 100 percent of stock of a corporation from defendant to plaintiffs, alleging federal securities law violations and state law claims. Motion for dismissal was granted by the United States District Court for the Southern District of New York, William C. Conner, J., 521 F.Supp. 350, and plaintiffs appealed. The Court of Appeals, Ralph K. Winter, Jr., Circuit Judge, held that conventional stock in business corporations is “security” within meaning of 1933 and 1934 securities laws whether or not underlying transaction involves sale of business to one who intends to manage it, and “sale of business” doctrine is not to be recognized. Reversed. Lumbard, Circuit Judge, dissented and filed opinion.”[West Headnotes].

88) (원문) “As we also recognized in *Forman*, the fact that instruments bear the label “stock” is not of itself sufficient to invoke the coverage of the Acts. Rather, we concluded that we must also determine whether those instruments possess “some of the significant characteristics typically associated with” stock, recognizing that when an instrument is both called “stock” and bears stock's usual characteristics, “a purchaser justifiably [may] assume that the federal securities laws apply,” We identified those characteristics usually associated with common stock as (i) the right to receive dividends contingent upon an apportionment of profits; (ii) negotiability; (iii) the ability to be pledged or hypothecated; (iv) the conferring of voting rights in proportion to the number of shares owned; and (v) the capacity to appreciate in value.”

89) (원문) “ ... as *Dennis and Bolten* had no intention of running the sawmill themselves. *Ivan Landreth* apparently stayed on to manage the daily affairs of the business. Some commentators who support the sale of business doctrine believe that a purchaser who has the ability to exert control but chooses not to do so may deserve the Acts' protection if he is simply a passive investor not engaged in the daily management of the business.”

90) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제3항은 기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서 대통령령으로 정하는 요건을 갖춘 기업어음증권(CP)을

“채무증권”으로 규정하고, 입법예고된 동법 시행령(안)은 “대통령령으로 정하는 요건”이란 기업의 위탁에 따라 그 지급대행을 하는, 1. 은행(은행법 제2조의 금융기관과 같은 법 제5조에서 금융기관으로 보는 신용사업 부문), 2. 「한국산업은행법」에 따른 한국산업은행, 3. 「중소기업은행법」에 따른 중소기업은행 등의 어느 하나에 해당하는 자가 교부한 “기업어음증권”이라는 문자가 인쇄된 어음용지를 사용하는 것을 말한다고 규정한다(제4조). CP도 증권의 한 유형인 채무증권으로 규정되는 이상 이를 공모하려면 공모에 필요한 절차가 요구된다. 다만, CP는 공모하는 경우가 드물고 대부분 사모발행되므로 실제로 이러한 절차가 요구되는 경우는 거의 없을 것이다.

91) SA §3(a)(3)의 규정과 관련된 면제증권에 대하여는 김건식, 송옥렬, 미국의 증권규제, 홍문사, 2001, 159면 각주 38 참조.

92) SEA §3(a)

(10) ... but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

93) SA §3(a)가 “Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities: ”라고 규정하고, 사기금지조항인 §17(c)는 §3의 적용을 배제한다고 명시적으로 규정한다.

94) Mosley v. State, 253 Ga.App. 710, 560 S.E.2d 305 (Ga.App.,2002).

95) 투자/상업성 이분법(investment/commercial dichotomy)이라고도 한다(Thomas Lee Hazen, op. cit., p.58).

96) Lino v. City Investing Co., 487 F.2d 689 (3rd Cir. 1973).

97) C.N.S. Enterprises v. G&G Enterprises, 508 F.2d 1354 (7th Cir. 1975).

98) James v. Meinke, 778 F.2d 200 (5th Cir. 1985).

99) Great Western Bank & Trust v. Kotz, 532 F.2d 1252 (9th Cir. 1976).

100) 위험자본 기준에 대한 비판은 심인숙, “미국 연방증권법상 증권의 개념”, 중앙법학, 제8집 제2호(중앙법학회, 2006), 334면 참조.

101) “동종 유사성 기준”으로 번역하기도 한다(심인숙, 전제논문, 335면).

102) Exchange Nat. Bank of Chicago v. Touche Ross & Co., 544 F.2d 1126 (2d Cir. 1976).

103) Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co., 726 F.2d 930 (2d Cir. 1984).

“We simply add notes evidencing loans by commercial banks for current operations to the categories previously listed.”

104) (원문) “Unlike ‘stock’ we said, “ ‘note’ may now be viewed as a relatively broad term that encompasses instruments with widely varying characteristics, depending on whether issued in a consumer context, as commercial paper, or in some other investment context.” ... “Thus, the phrase ‘any note’ should not be interpreted to mean literally ‘any note’, but must be understood against the backdrop of what Congress was attempting to accomplish in enacting the Securities Acts”.

105) (원문) “The Second Circuit's ‘family resemblance’ approach begins with a

presumption that any note with a term of more than nine months is a security. Recognizing that not all notes are securities, however, the Second Circuit has also devised a list of notes that it has decided are obviously not securities. Accordingly, the 'family resemblance' test permits an issuer to rebut the presumption that a note is a security if it can show that the note in question 'bear[s] a strong family resemblance' to an item on the judicially crafted list of exceptions, or convinces the court to add a new instrument to the list, ..."

106) (원문) "We reject the approaches of those courts that have applied the Howey test to notes; Howey provides a mechanism for determining whether an instrument is an investment contract."

107) (원문) "We agree that the items identified by the Second Circuit are not properly viewed as securities. More guidance, though, is needed. It is impossible to make any meaningful inquiry into whether an instrument bears a 'resemblance' to one of the instruments identified by the Second Circuit without specifying what it is about those instruments that makes them non-securities."

108) (원문) "An examination of the list itself makes clear what those standards should be. In creating its list, the Second Circuit was applying the same factors that this Court has held apply in deciding whether a transaction involves a security."

109) (원문) "First, we examine the transaction to assess the motivations that would prompt a reasonable seller and buyer to enter into it. If the seller's purpose is to raise money for the general use of a business enterprise or to finance substantial investments and the buyer is interested primarily in the profit the note is expected to generate, the instrument is likely to be a security."

110) (원문) "Second, we examine the 'plan of distribution' of the instrument, to determine whether it is an instrument in which there is "common trading for speculation or investment."

111) (원문) "Third, we examine the reasonable expectations of the investing public."

112) (원문) "Finally, we examine whether some factor such as the existence of another regulatory scheme significantly reduces the risk of the instrument, thereby rendering application of the Securities Acts unnecessary."

113) (원문) "Applying the family resemblance approach to this case, we have little difficulty in concluding that the notes at issue here are 'securities'. Ernst & Young admits that "a demand note does not closely resemble any of the Second Circuit's family resemblance examples."

114) (원문) "Respondent concludes from this rule that the 'maturity' of a demand note within the meaning of § 3(a)(10) is immediate, which is, of course, less than nine months. Respondent therefore contends that the notes fall within the plain words of the exclusion and are thus not 'securities'(these notes, which were sold in a large scale offering to unsophisticated members of the public, plainly should not fall within the exclusion)."

115) (원문) "Assume ing that Congress intended to create a bright-line rule

exempting from coverage of the securities laws all notes of less than nine months' duration on ground that short-term notes are sufficiently safe that the securities laws need not apply, exemption did not cover demand notes, which did not necessarily have short terms, since demand could be made years or decades into the future”.

116) (원문) “For the foregoing reasons, we conclude that the demand notes at issue here fall under the ‘note’ category of instruments that are ‘securities’ under the 1933 and 1934 Acts. We also conclude that, even under respondent's preferred approach to § 3(a)(10)'s exclusion for short-term notes, these demand notes do not fall within the exclusion. Accordingly, we reverse the judgment of the Court of Appeals and remand the case for further proceedings consistent with this opinion.”

117) 연방대법원은 판결에서 실시한 방론으로, 거래의 조건상 양당사자가 지급제시를 제정 법상의 기간 이내에 하기로 하였다면 결론이 달라졌을 것이지만 이 사건의 경우는 그렇지 않은 경우라고(Although the result might be different if the design of the transaction suggested that both parties contemplated that demand would be made within the statutory period, that is not the case before us) 판시함으로써, 만일 일람출급약속어음의 매매에 있어서 양당사자가 발행일로부터 9월 이내에 지급제시하기로 약속한 경우에는 증권이 아니라는 의견을 제시하였다.

118) Thomas Lee Hazen, *op. cit.* p.59.

119) 제1조(목적) 이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.