

자본시장통합법과 미국법상 적합성 원칙

성 승 제*

차 례

I. 들어가며

1. 투자자보호
2. 현행법상 적합성 원칙과 그 연원

II. 자본시장통합법상 기타 투자권유규제 규범과의 구분

1. 설명의무
2. 부당권유행위금지

III. 미국 연방증권거래법과 SEC 규칙

1. 적합성의 원칙과 사기(fraud)
2. SEC 규칙상 사기·기망 또는 제소의 요건
3. 내부자거래(Insider Trading)와 사기(fraud)
4. 공시(disclosure)·경영(Management)과 사기(fraud)

IV. 적합성 원칙과 금융업규제회(FINRA)

1. 금융업규제회(FINRA)
2. FINRA 규칙
3. NASD 및 FINRA 규칙상 적합성 원칙
4. 적합성 원칙과 권유(recommendation)

V. 맺음말

1. 키코(KIKO) 사태와 적합성원칙
2. 적합성 원칙 확대

참고문헌

* 한국법제연구원 부연구위원, 법학박사

I. 들어가며

1. 투자자보호

본래 증권제도와 관련된 대부분의 증권거래관련 규제법규는 대부분 그 목적을 투자자보호에 두고 있는 것이 일반적이다. 구 증권거래법의 목적을 천명한 동법 제1조1)도 투자자 보호를 선언하였던 바 있고, 2009년 2월 4일 시행되고 있는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장통합법’이라 함)도 제1조2)에서 동일하게 ‘투자자 보호’를 동법의 목적으로 선언하고 있다.

그리하여 새로운 제도나 법령의 제·개정시 투자자보호의 관점에서 검토하고 투자자보호에 기여하도록 하는 것을 우선순위에 두고 있다. 본래 사적계약은 사법상 자기책임의 원칙이 전제되어 투자자의 판단과 책임하에 이루어져야 하겠지만, 투자자들은 증권시장에 대한 전문적인 지식이 부족한 것이 일반적이고 전문가인 금융투자업자보다 정보가 부족하며 특정기업에 대한 분석 능력 등이 부족한 것이 사실이므로 열세적 지위에 있는 투자자를 보호하지 않으면 투자자의 증권시장에 대한 신뢰가 무너지고 이는 곧 자본시장이 갖는 자본조달 또는 자본분배 기능이 상실되어 국가의 경제 시스템이 손상받을 수 있기 때문에 각종 자본시장 거래규제 법제는 투자자보호를 주요 과제로 인식하고 이를 달성하기 위한 각종 법적 규제장치를 두는데 이는 후견적 투자자보호자로서 공적부문의 규제와 개입이 필요하기 때문이다(paternalistic regulation).³⁾

- 1) 1962.1.15 제정되고 동년 4월 1일부터 시행된 법률 제972호인 증권거래법 제1조의 내용은, “본법은 유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하며 유가증권의 유통을 정상화시켜 국민경제의 발전과 투자자의 보호를 목적으로 한다.” 였고, 1976.12.22일 전부 개정되어 1977.2.1일부터 시행된 법률 제2920호 이후의 증권거래법 제1조의 내용은, “이 법은 유가증권의 발행과 매매 기타의 거래를 공정하게 하여 유가증권의 유통을 원활히 하고 투자자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 한다.”로 바뀌어 2009.2.3일까지 시행되었으나, ‘투자자보호’는 동일하게 포함되어 있었다.
- 2) 이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.
- 3) 신격진, “증권투자자보호론의 재구성”, 기업법연구(제21권 제3호(통권 제30호)), 2007.9

2. 현행법상 적합성 원칙과 그 연원

자본시장통합법은 금융투자업자로 하여금 일반투자자인지 전문투자자인지의 여부를 확인하여 달리 대처하도록 하고 있다(자본시장통합법 제 46조 제1항). 즉 금융투자업자는 일반투자자에게는 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 그 일반투자자로부터 서명⁴⁾, 기명날인, 녹취 그 밖에 대통령령이 정하는 방법⁵⁾으로 확인을 받아 유지·관리하여야 하고, 그 확인된 내용을 투자자에게 지체없이 제공하여야 한다(자본시장통합법 제 46조 제2항).

이와 같이 자본시장통합법이, 금융투자업자로 하여금 일반투자자와 전문투자자를 구분하여 투자권유를 하도록 하고 있는 이유는 물론 투자자 보호를 위한 것이다. 그리하여 금융투자업자가 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우, 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합한 투자권유를 하도록(자본시장통합법 제46조 제3항) 유도하고 있다.

상기한 법 조항은, 투자위험 감수능력이 부족한 일반투자자를 보호하기 위해 투자를 권유하기 전에 투자목적, 재산상태, 투자경험 등을 파악하도록 한 소위 know your customer rule⁶⁾ 과 관련된 투자자보호 제도 중의

(다만 이 논문은 투자자보호의 필요성에 회의를 표시함), 하지만 일반적으로 금융투자자 보호의 필요성에 동의하는 문건이 다수이다.

- 4) 전자서명을 포함한다(자통법 제46조 제2항). 여기서 말하는 전자서명은, 서명자를 확인하고 서명자가 당해 전자문서에 서명을 하였음을 나타내는데 이용하기 위하여 당해 전자문서에 첨부되거나 논리적으로 결합된 전자적 형태의 정보이다.(전자서명법 제2조 제2호).
- 5) 대통령령(자통법 제46조 제2항)이 규정한 방법은 전자우편 기타 이와 비슷한 전자통신, 우편, 전화자동응답시스템이다(동시행령 제52조).
- 6) 연방증권법 제정 이전인 1909년 채택된 NYSE의 “know thy customer” rule(고객숙지원칙)에서 적합성의 원칙의 뿌리를 찾을 수 있다. 이 규칙은 본래 NYSE 회원들을 지급불능상태의 고객으로부터 보호하려는 목적으로 제정된 것이었는데, 연방증권법 제정 이후 투자자보호 규정으로 발전하였다(Jerry W. Markham, “Protecting the Institutional Investor-Jungle Predator or Shorn Lamb?”, 42 Yale J. On Reg. 345, 355-369(1995)). (양석완, 판례로 본 증권투자권유에 따른 적합성원칙, 기업법연구(12집), 2003.3)에서 재인용).

하나로서, 상기한 조항의 내용은 투자자에 대하여 파악한 자료를 기초로 투자자의 특성에 맞게 투자를 권유하도록 하는 적합성의 원칙(suitability rules)을 규정한 것이라 할 수 있다.⁷⁾ 동 원칙은 미국에서 주로 증권거래와 관련하여 발달한 것으로서, 증권회사는 투자자의 투자목적, 재산상태, 투자경험 등에 비추어 당해 고객에게 적합한 투자가 아니면 고객에 대하여 권유하지 말아야 한다는 원칙⁸⁾이며, 이는 미국의 법체계에 있어서 성문법으로 존재하는 것은 아니고, 미국증권업협회(NASD; National Association of Securities Dealers) 및 그에 이은 금융업규제회(FINRA; Financial Industry Regulatory Authority)의 규칙 및 각 증권거래소의 상장규정 등 증권업자율규제기구(SRO; Self-Regulatory Organization) 규범으로 채택되어져 있다.⁹⁾

이와 같은 적합성원칙은 우리나라에서도 종래 증권업감독규정에 의하여 증권회사의 선관주의의무의 한 내용으로서 선언(증권업감독규정 제4-4조 제1항 제4호)될 뿐만 아니라 구체적인 내용을 동 규정 제4-15조에 규정¹⁰⁾하였던 바 있었고 동시에 증권업협회의 ‘증권회사의 영업행위에 관한 규정’에도 관련 조항을 두었다.¹¹⁾ 자본시장통합법 조항에 의하여 명문

7) 전 욱, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰”, 『저스티스』, (통권 제107호), 2008.10, 203면.

8) 김건식, 『증권거래법』, (제4판), 두성사, 2006, 571면.

9) 김건식, 증권거래법, 571면, 각주 1.

10) 증권업감독규정 제4-15조 제1항 증권회사가 특정한 유가증권의 매매거래나 특정한 매매전략 기법 또는 특정한 재산운용 배분의 전략 기법을 채택하도록 고객에게 권유하는 경우에는 그 권유내용이 신뢰할만한 정보·이론 또는 논리적인 분석·추론 및 예측 등 적절하고 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다.

제2항 증권회사가 일반고객을 상대로 투자권유를 하는 경우에는 당해 투자대상이 고객의 투자목적, 재산상태, 유가증권 투자내역 및 위험에 대한 태도 등에 비추어 당해 고객에게 적합하다고 볼 수 있는 합리적인 근거를 가지고 있어야 한다.

제3항 증권회사는 일반고객에게 투자권유를 개시하기 전에 고객과의 면담 등을 통하여 ① 고객의 재무상황, ② 고객의 소득상황, ③ 고객의 투자목적, ④ 고객의 위험에 대한 태도, ⑤ 고객의 투자경험 및 지식, ⑥ 증권회사의 투자권유에 대한 고객의 의존도 등 고객정보를 파악하기 위한 노력을 기울여야 하며 증권회사가 파악한 고객정보를 고객의 서면확인을 받아 유지·관리하여야 한다.

11) 동 규정 제1-3조 제1항 증권회사는 일반고객의 계좌 개설시 당해 고객의 투자목적, 투자경험, 자금력 등을 서면확인 받아 기록·보관하여야 하며, 이를 감안한 적합한 투자권유가 이루어지도록 하여야 한다.

그 밖에도 동 규정 제1-4조 제5항 증권회사는 공정한 가격형성을 저해할 목적으로 고객에게 특정 주식의 매매거래를 집중적으로 권유해서는 아니된다.

화됨으로써 법률 규정으로 자리잡게 되었다.¹²⁾

이 글은, 자본시장통합법상 투자자보호를 위한 주요한 규범으로 자리잡고 있는 적합성의 원칙은, 미국에서 발달한 것으로서 미국법상의 제도를 검토함으로써 동 원칙에 대한 자본시장통합법상 적합성 원칙 조항의 현실적합성을 제고 필요성 여부를 검토하고자 한다.

II. 자본시장통합법상 기타 투자권유규제 규범과의 구분

1. 설명의무

금융투자회사가 투자자에게 금융투자상품의 투자를 권유하는 경우에 그 상품의 내용과 위험 등 법령에 정한 사항을 투자자가 이해하도록 설명해야 할 의무를 말한다.¹³⁾ 금융투자업자는 일반투자자를 상대로 투자권유를 하는 경우에는 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 일반투자자가 이해할 수 있도록 설명하여야 한다(자본시장통합법 제47조 제1항). 그리고 금융투자업자는 그 설명한 내용을 일반투자자가 이해하였음을 서명, 기명날인, 녹취, 그 밖의 대통령령으로 정하는 방법 중 하나 이상의 방법으로 확인을 받아야 한다(자본

동 규정 동조 제6항 증권회사는 투자권유를 함에 있어 고객의 의사결정에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실 또는 추정이나 예측정보를 제공하는 경우 당해 사실 또는 정보의 출처(또는 정보제공자)를 밝힐 수 있어야 하며, 추정 또는 예측정보에 대해서는 추정 또는 예측정보라는 사실을 고객에게 고지하여야 한다. 는 등 관련되는 규정을 두었었다.

12) 자본시장통합법상 명문규정화됨으로써 적합성 원칙은 확립된 금융거래의 원칙으로 자리잡았다고 할 수 있다. 과거에는 비록, 2000년 1월 금융감독원이 제시한, ‘금융기관의 파생상품거래에 관한 모범규준’ 등은 금융기관이 아닌 고객과 장외파생상품계약을 체결할 때에는 적합성 원칙이 적용됨을 명시하고 있지만, 일반적인 파생상품거래에 관한 확립된 원칙으로 통용되지 못하였다. 이는 적합성 원칙의 근거를 수입인의 선관주의의무에서 찾는다면 위임의 요소가 있는 금융거래에서는 인정할 수 있겠지만, 금융기관이 고객을 위하여 거래를 주선한 것이 아니라 직접거래의 상대방이 되는 경우 위임이라 할 수 없으므로 계약 자체에서 적합성의 원칙을 도출하기 어렵기 때문이었다. 김진식, 증권거래법 571면.

13) 정순섭, “자본시장통합법의 구조와 내용”, 『새로운 금융법 체제의 모색』, (BFL 총서 2), 2006. 368면.

시장통합법 제47조 제2항). 금융투자업자는, 투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 금융투자상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 거짓 또는 왜곡¹⁴⁾하여 설명하거나 중요사항을 누락하여서는 아니 된다 (자본시장통합법 제47조 제3항).

금융거래에서 발생한 손실은 거래주체인 자가 스스로 부담하는 것(자기 책임의 원칙)이 원칙이었지만, 손실을 입게 된 당사자는 손실을 회피하기 위하여 거래 무효를 주장하거나 혹은 거래주선 또는 상대방 금융회사에 대하여 손해배상을 구하는 사례가 적지 않다. 여기서 손해배상책임의 근거는 여러 가지가 있지만, 주로 상기한 적합성 원칙 위반을 주장하거나 여기서 말하는 금융기관의 설명의무 불이행, 두가지가 주장되고 있다.¹⁵⁾

설명 의무와 적합성원칙 두 가지는 금융기관이 고객에 대하여 자기책임의 원칙을 주장할 수 있기 위한 전제조건이라 할 수 있다. 유사하게 맞물려 있는 경우도 있겠으나 책임 부담에 따라 양자를 구분한다면, 전자는 금융투자업자가 거래에 대한 설명을 정확히 할 경우 투자결정의 책임을 일반투자자의 부담으로 할 수 있음에 반하여 후자는 일반투자자가 그 수요에 부적합한 거래를 행할 경우 그 책임을 금융투자업자가 부담한다는 점에서 갈린다.¹⁶⁾

2. 부당권유행위금지

부당투자권유는 전문가인 금융투자업자가 증권위탁계약의 유인 단계에서 투자자와 선량한 위탁계약을 체결하여야 할 선관주의의무에 반하는 행위이다.¹⁷⁾ 이러한 부당권유행위가 문제가 되는 것은, 거래의 공평성과 공정성을 왜곡할 수 있을 뿐 아니라 부당권유에 응하여 금융거래를 한 고객에게 재산상 손해를 끼칠 수 있기 때문이다.¹⁸⁾ 부당권유행위금지 역

14) 동항은, 이를 불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위라고 규정함.

15) 김건식, 증권거래법, 568면.

16) 김건식, 증권거래법, 568면, 참조.

17) 오성근, 『증권투자권유에 관한 법적 규제와 책임』, 법원사, 2004, 77면.

18) 황현영, 『자본시장과 금융투자에 관한 법률상의 투자자보호에 관한 연구』, 한양대학교 석사학위논문, 2007.8, 63면.

시 적합성 원칙과 연관되지만 개념상 구별하자면 먼저 적합성 원칙은 고객의 구체적 사정에 비추어 적합한 권유를 해야 한다는 원칙이고, 그리고 부당권유금지 원칙은 고객의 구체적 사정과 관계없이 금융투자업자가 고객의 건전한 판단을 저해할 가능성이 있는 일정한 행위를 하는 것을 금하는 원칙이다.¹⁹⁾ 말하자면 적합성 원칙은 일단 고객정보파악이 있는 다음에 적용될 수 있는데, 고객정보파악이 없었다면 적합성 원칙을 적용하기 곤란하지만 부당권유행위금지는 구체적 사정과 관계없는 일정한 행위를 금할 수 있다.

대표적인 부당권유금지행위로서 구 증권거래법은 이익보장을 약속한 권유행위를 금지하고 있었으며(구 증권거래법 제52조 제1호), 단정적 권유행위도 금지하였다(동법 시행령 제36조의3 제2호). 기타 합리적 근거없는 권유행위, 무경험 고객에 대한 신용거래권유행위를 적시하여 금지하기도 하였다(증권업감독규정 제4-15조). 현행 자본시장통합법은 위 사항들을 모두 흡수하여 규정할 뿐 아니라, 부당권유행위규제를 금융투자상품 전체로 확대적용하고, 투자자가 요청하지 않은 투자권유에 대한 원칙적 금지제도(동법 제49조 제3호)와 재권유 금지제도(동조 제4호) 및 일반적 금지제도(동조 제5호)까지 신설하고 있다.

Ⅲ. 미국 연방증권거래법과 SEC 규칙

1. 적합성의 원칙과 사기(fraud)

(1) 연방증권거래법상 사기(fraud)

미국은 브로커와 딜러²⁰⁾ 등 증권업자의 투자권유행위를 주로 적합성의 원칙(suitability rule)에 의해 규율한다. 만약 증권업자가 고의로 적합성의 원칙을 위반하여 고객에게 손해를 끼친 때에는 연방증권거래법상의 사기

19) 김건식, 증권거래법, 358면.

20) 브로커는 자기명의 타인계산을 하는 위탁매매인(상법 제101조 이하)에 해당하는 자이고, 딜러는 자기계산으로 증권거래를 하는 자이다.

금지조항(Securities Exchange Act of 1934 Section 10(b)) 및 그것에 근거한 SEC 규칙에 저촉될 수 있다.

미국에서 발행시장에서의 증권 사기거래와 관련하여 적용될 수 있는 조항은 33년 연방증권법 제9조, 제10조, 제17조 등이 있지만, 제9조와 제10조는 발행시장에서의 증권발행과 관련하여 적용되며 제17조는 증권의 매도(sale)과 관련하여 적용되는 것이며, 유통시장에서의 증권사기거래와 관련하여 적용되는 것은 34년 연방증권거래법 제10조(b)와 제14조 및 SEC 규칙 14a-9와 규칙 10b-5가 있지만 전자는 위임장(proxy)과 관련하여 적용될 뿐인 것이므로 규칙 10b-5이 일반적인 사기거래에 보편적으로 적용되고 있다.²¹⁾

1934년 연방증권거래법은, 직접·간접으로 주간통상(interstate commerce)의 방법, 수단, 우편 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 필요 또는 적절하다고 인정하여 정한 규정에 위반하여 전국적 증권거래소에 등록되거나 등록되지 않은 어떠한 증권이라도 그 매수 또는 매도와 관련하여 시세조종(manipulative) 또는 사기(deceptive)적 수단 또는 책략(contrivance)을 행사하거나 이용하는 것을 법 위반으로 규정하고 있다(Securities Exchange Act of 1934 Section 10(b)). 이 연방증권거래법상의 사기금지조항은 일반 사법상의 사기 법리보다 훨씬 엄격한 것²²⁾으로서 사기의 범주를 넓게 잡고 있으므로 금융투자업자의 주의를 요하게끔 하고 있다.

다만 연방증권거래법은 금지되는 행위가 무엇인지를 직접 정하고 있지는 않고 보다 자세한 내용은 SEC 규칙에 위임하고 있다.

(2) SEC 규칙상 사기(fraud)

SEC 규칙 10b-5는 상기한 1934년 연방증권거래법 사기금지조항에 근거하여 만들어진 것으로서, Employment of Manipulative and Deceptive로

21) 김병연, “미국 관례법상 시장사기이론과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제”, 비교사법(제11권 1호(통권24호)), 277~278면.

22) 김건식, 증권거래법, 60면.

잘 알려져 있다. 이 조항은 주식이나 다른 증권과 관련하는 거래를 함에 있어 직접·간접으로 사기를 위한 수단의 사용, 잘못된 진술, 타인에게 사기 또는 기만이 되거나 될 수 있는 행위를 하는 것을 위법으로 규정하고 있다(SEC Rule 10b-5).²³⁾ 이 규정은 SEC가 증권사기를 조사할 수 있는 주요한 근거가 된다.

SEC 규칙 10b-5²⁴⁾에 대하여 자세히 살펴보면, 10조 (b)항은 증권의 매매와 관련하여, SEC가 정한 규칙을 위반하여 조정적이거나 사기적인 수단이나 책략을 사용하는 것을 위법이라고 하고 있다. 그리고 규칙의 동조항 10b-5는 누구든지 주간통상 또는 우편의 방법이나 수단, 또는 전국적 증권거래소의 시설을 이용하여 어떠한 증권이라도 그 매수 또는 매도와 관련하여 직접·간접으로 다음과 같은 행위를 하는 것을 위법으로 보고 있다.

- ① 사기를 목적으로 수단, 계획, 또는 술책을 사용하는 것
- ② 중대한 사실에 대해서 허위의 표시를 하거나 표시가 행해진 상황에 비추어 오해를 일으키지 않도록 하기 위해 필요한 중대한 표시를 누락하는 것
- ③ 타인에 대하여 사기나 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 업무방법을 행하는 것

23) 예컨대 SEC Rule 10b-5의 위반이 되는 행위에는 주가를 올릴 목적으로 거짓 진술을 하거나 회계 정보를 속임으로써 큰 손실이나 낮은 수익을 숨기는 행위 등이 있다.

24) 17 C.F.R. § 240.

10b-5: Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

2. SEC 규칙상 사기·기망 또는 제소의 요건

(1) 5가지 요소

따라서 SEC Rule 10b-5에 의해 소송을 제기하기 위해서는 기본적으로 5가지의 요소를 요한다.

① 증권(of any security), ② 매도 또는 매수(the purchase or sale), ③ 관련성(in connection with), ④ 타인(by any person), ⑤ 사기나 기망에 해당하는 행위(fraud or deceit). 더 나아가서 보통법(common law)상 사기의 요소인 중대성(materiality), 신뢰(reliance), 인과관계(causation), 손해발생(damages)도 Rule 10b-5의 한 부분이다.²⁵⁾

(2) 매도 또는 매수(purchase or sale)

연방증권법 33년법 17조(a)항은 증권의 ‘매도’에 관한 사기만을 대상으로 하였다. 그 때문에 예컨대 어느 회사 사장이 회사의 경영상태가 양호함에도 나쁘다고 거짓말하여 주식 가격을 낮추어 저가매수하고 있는 사실을 발견한 사안에 있어서, SEC는 그러한 사기 행위를 막을 마땅한 규정을 찾을 수 없었다. 그리하여 SEC는 34년 연방증권거래법에 규칙 10b-5를 제정하게 되었다.²⁶⁾

매도 또는 매수(purchase or sale) 요건에 따른 중요한 결과는, 개인의 손해배상 소송에서 소를 유지하기 위해서는 10b-5상의 원고가 중대한 누락, 허위 표시나 사기적 행위의 기초를 구성하는 증권을 매도하거나 매수하였어야 한다. 대부분의 법원은 부풀린 가격으로 자사의 주식을 되판 기업을 포함하여 자사주식의 일정한 거래에 대한 기업의 청구를 받아들이고 있다.²⁷⁾

25) Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulations*(5th ed.), p.478.

26) 김건식, 『미국증권법』, 홍문사(1996), 156면.

27) Thomas Lee Hazen, *supra* note 25.

(3) 관련성(in connection with) 및 타인(by any person)

SEC 규칙 10b-5로 인한 손해배상청구 소송의 원고는 청구의 기초를 형성하는 증권의 매도자와 매수자이다. 반면 법원은 그 소송의 피고가 증권의 매도자 또는 매수자일 것을 요하지 않는다. 합리적인 투자자의 투자 결정에 영향을 미칠 것으로 합리적으로 추정되는 진술은 ‘관련성(in connection with)’의 요건을 충족하므로 피고자가 매도자 또는 매수자가 아니어도 된다.²⁸⁾

(4) 증권(of any security)

SEC 규칙 10b-5는 어떤 증권을 타인에 의해 매도나 매수한 경우에 적용된다. 34년 연방증권거래법상 증권이 등록되었지 여부에 무관하고 회사가 공개회사(publicly-held corporations) 또는 폐쇄회사(closely-held corporations)인지도 무관하다. SEC 규칙 10b-5는 심지어 정부와 자치단체가 발행한 증권에도 적용되고 어떤 단체에 의한 것이든 증권의 발행에 적용된다.

(5) 고의(scienter)

사기의 주장에 있어 필요한 요소 중의 하나는 피고의 고의성을 입증하는 것이다. 1976년 연방대법원은 SEC 규칙 10b-5상의 손해에 대한 유효한 청구는 피고가 고의를 가졌어야 한다고 판결하였다.²⁹⁾ 행위자의 귀책사유를 엄격하게 해석할 필요가 있는 형사사건도 아닌 민사사건에서 이처럼 고의(scienter)를 요구함으로써 Rule 10b-5가 적용될 여지는 크게 줄어들게 되었다.³⁰⁾ 다만 대다수의 하급심은 행위자가 의도적으로(willfully) 행한 경우뿐만 아니라 무모하게(recklessly) 행한 경우에도 고의(scienter)가 존재하는 것으로 봄으로써 부담을 다소 완화하고 있다.³¹⁾

28) SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833(2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976, 89S. Ct. 1454, 22 L.Ed.2d 756(1969).

29) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1375, 47 L.Ed. 2d 668(1976).

30) 김건식, 미국증권법, 180면.

31) Sanders v. John Nuveen, 554 F.2d 790(7th Cir. 1977).

3. 내부자거래(Insider Trading)와 사기(fraud)

(1) 내부자거래 규제 법리의 확장

내부자거래란 용어에서도 나타나듯이 회사의 이사, 임원이 기밀 정보를 이용하여 주식을 매매하는 것을 이르는 것이라 할 수 있다. 그러나 내부자거래 규제의 법리를 적용하는 법리는 오늘날 상당히 확장되어가고 있어서, 복잡한 여러 가지 조건하에 회사의 외부자들도 규제의 대상이 될 수 있는 것으로 여겨지고 있다. 그리하여 중요한 미공개 정보를 소유하는 동안의 위법한 거래라는 새로운 개념으로 정의내리고자 시도하기도 한다.³²⁾

예컨대 2004년에 마사 스튜어트(Martha Stewart)가 Imclone의 CEO로부터 얻은 비공개 정보를 가지고 문제의 부적절한 거래에 대한 혐의로 재판판을 받았던 사건이 널리 알려져 있다. 이러한 사건의 피고는 회사 내부자에 국한하지 않고 미식축구 코치³³⁾, 전직 운동선수³⁴⁾, 신문의 칼럼니스트³⁵⁾ 등의 예처럼 다양하다. 회사 내부자 보다는 외부자(outsiders) 거래와 관련되는 경우가 적지 않다.³⁶⁾ 외부자 거래는 오랫동안 시장정보의 거래로 일컬어지는 것과 관련되어 왔다. 이는 내부자가 아닌 사람이 주식 시세에 영향력 있는 정보를 발견할 때 발생한다. 이러한 것은 후술할 오헤이건 사건 판결에서와 같이, 어떤 사람이 주식공개매수(tender offer)의 사전 정보에 따라 행동한 후, 주식매수가 공표되고 주가가 상승하자 자신의 주식을 매도한 경우에 발생한다.

(2) 부정유용이론

내부자거래의 규제를 위한 법리는 미국의 법원에서 각각 정보평등이론, 신인의무이론의 순서에 따라 차례로 나타났다. 전자는 중요한 미공개 정

32) Loss & Seligman, *Securities Regulations*, §9-B-1 [n1] (3d 1999).

33) *SEC v. Switzer*, 590 F.supp. 756 (W.D.kl. 1990).

34) *EC v. Tarkenton*, 2000 WL63477, 71 S.E.C. Docket 1219, Release No. AE-12.

35) *United States v. Carpenter*, 791 F.2d 1024(2d Cir.1986).

36) Ian Ayres & Stephen Choi, *Internalizing Outsider Trading*, 101 Mich. L. Rev. 313(2002).

보를 소유한 자는 증권 매매시에 상대방에게 그 정보를 공개하여야 하며 그렇지 않으면 거래를 하면 안된다(disclosure or obtain)는 원칙을 갖는 이론이다³⁷⁾. 후자는 disclosure or obtain 할 의무가 단순히 정보 보유 사실만으로 발생하는 것이 아니라, 거래당사자간의 신뢰관계(relationship of trust and confidence)로부터 생기는 신인의무(fiduciary duty)가 있을 때에 발생한다고 한다는 이론이다.³⁸⁾

오늘날 전술한 외부자 거래의 예에서 미국의 법원은 SEC 규칙 10b-5의 책임을 묻기 위하여 부정유용이론(misappropriation theory)³⁹⁾을 적용하고 있다. 부정유용이론은 공시되지 아니한 정보의 취득과정에 중점을 둔 이론이다.⁴⁰⁾ 그에 의하면 거래당사자 사이에 충실의무의 위반이 없더라도 정보자체가 위법하게 유용된 것인 경우에는 내부자거래가 인정될 수 있다는 이론이다.⁴¹⁾

부정유용이론을 채택한 선도 판결(leading case)은 1997년 6월의 오헤이건 사건 판결이다.⁴²⁾ 동 판결의 내용은, A사가 B사를 M&A 하기 위하여

37) Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961). 자세한 것은 하삼주, “내부자거래규제의 범위에 관한 미국관례법연구”, 성균관법학(제19권 제2호), 2007.8, 494~495면 참조.

38) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980). 자세한 것은 하삼주, 전게논문 495~497면 참조.

39) 이미 일찌감치 유용이론에 대한 최초의 연방 대법원 판결이 있었다. 즉 Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States(406 U.S. 128, 92 S.Ct. 1456, 31 L.Ed. 2d 741(1972).)는 회사에 대한 중요한 내부 정보를 가진 매수인은 일대일(face-to-face) 거래에서 거래가 완료되기 전에 매도인에게 그러한 정보를 공개할 의무가 있다고 판결하였다. 이 사건에서는 매수인이 매도인과 직접 거래하였기 때문에 필요한 인과관계를 증명하는 것은 문제가 아니었다.

하지만 Chiarella v. United State(445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108, 63 L.Ed. 2d 348(1980).) 사건에서 다시 연방대법원은 적어도 그 정보가 발행인의 상태와 관련하는 기본 정보가 아닌 시장 정보(market information)일 경우 단지 내부 정보를 소유한다고 하여 공시 의무가 발생하는 것은 아니라고 판시하였다. 인쇄회사의 종업원인 Chiarella가 업무수행 과정에서 타겟 회사의 주식 공개매수 정보를 알게되어 그 주식을 매수하고 공개매수가 선언된 이후 주식을 팔아 이익을 챙긴 이 사건에서, 피고는 기밀의 중요한 정보를 가진 내부자는 그 정보를 공개하거나 거래하는 것을 회피해야 한다는 Rule 10b-5의 요건의 위반으로 피소되었으나, 법원은 피고에게 말할(to speak) 의무가 없고 따라서 공시 또는 회피 의무를 부담하지 아니한다는 근거를 들어 피고의 유죄를 부인했다.

40) 김건식, 미국증권법, 177면.

41) 김건식, 미국증권법, 177면.

42) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

C 로펌을 대리인으로 선임하였는데, C의 당해 사건 담당자는 아니었지만 C의 파트너였던 오헤이건이 취득한 정보를 토대로 하여 B사의 주식 및 주식옵션을 대량 매수하고, 당해 M&A가 공표하고 B의 주가가 급등하자 그것을 매도한 사건이다.⁴³⁾ 이 사건 판결에서 미국 연방대법원은 내부자 거래의 책임에 대하여 기존의 신인의무 이론을 탈피하여 부정유용이론을 직접적으로 채택하였다. 미국 연방대법원은 동 판결에서 SEC 규칙 14e-3의 합법성을 인정하고 아울러 부정유용이론을 채택하였는데, 규칙 14e-3은 신인의무 위반을 요건으로 하지 아니하였으므로 합법성 여하에 대해 논란이 있었다.⁴⁴⁾

전술한 내부자거래 사건과 관련하여 SEC 규칙 10b-5는, 일반적 반사기 규정으로서, 특별히 내부자 거래에 대한 언급을 하지 않고 있지만, 대부분의 내부자거래 사건에 대하여 적용되고 있다.⁴⁵⁾

(3) 정보의 이용(Use)과 보유(Possession)

SEC 규칙 10b5-1은 피고가 문제된 증권의 거래를 하는데 있어서 정보를 이용(use)할 것을 요건으로 제시하고 있다.⁴⁶⁾ 피고나 공시하지 않으면 거래를 단념하여야 할(disclose or abstain) 의무자가 중요한 비공개 정보를 단순 보유(possess)한 것 만으로는 책임이 없다. 그러나 동시에 동규칙은 중요한 비공개 정보를 보유한 자가 거래를 한 경우, 그 정보를 사실상 이용했다고 추정한다.

이용 추정은 피고가 다음의 세 가지의 경우를 입증하여야 물리칠 수 있다. 즉, ① 피고가 당해 거래를 할 구속력 있는 계약이 있거나, ② 당해

43) 자세한 내용은, 윤승한, 『증권거래법 강의』, 삼일인포마인, 2005, 1002~1003면.

44) 하삼주, 496면; 부정유용이론이 적용되기 전인 80년대 초에는 오늘날과 달리, Chiarella 판결에 의하여, 예컨대 공개매수에 관하여 내부자거래의 책임을 물을 수 없었으므로 SEC가 이를 실질적으로 뒤집기 위하여 제정한 규칙이 규칙 14e-3이다. 그리하여 과연 SEC가 이러한 규칙을 제정할 권한이 있는가 하는 점이 논란의 대상이 되었으나, 오헤이건 판결로 인하여 문제가 해결되었다. 대법원도 규칙 14e-3이 SEC가 34년법 제14조 (e)항에 기초한 수권범위 내에서 적법하게 제정한 규칙이라고 선언하였다. 실무상 증권업자, 회계법인, 법률사무소 등은 공개매수에 관한 정보를 취급하기 때문에 의미가 있는 규정이다(이상, 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001, 372면.

45) Thomas Lee Hazen, *supra* note 25, p.531.

46) 17 C.F.R. §240, 10b5-1.

거래를 이행할 제3자에 대해 사전에 지시를 이행하였거나, ③ 당해 거래 구체화하는 서면 계획서를 사전에 채택할 것 등이다.

4. 공시(disclosure)·경영(Management)과 사기(fraud)

사기의 현실적인 형태는 누락(omission or non-disclosure)와 적극적인 허위표시(misrepresentation)로 구분될 수 있는데, 전자는 사기적 행위의 본질적 요소라고 할 만큼 흔히 사용되는 것이라고 할 수 있는 것이고, 피고에게 공시의무가 존재하고 누락 내지 불기재와 관련하여 규칙 10b-5 소송이 제기되었다면 당해 거래가 대면거래이던 공개거래시장 거래이던 신뢰의 입증은 불필요하며 누락된 정보의 중요성(materiality)만 입증되면 추정은 자동적으로 이루어진다.⁴⁷⁾ 후자의 경우 공개시장에서는 시장사기이론이 적용되는 것 즉 원고는 시장에서 거래하는 증권의 가격을 신뢰하면서 거래하였기 때문에, 원고는 그가 직접적으로 당해 허위기재를 읽거나 듣지 않았다고 하더라도 실질적 인과관계의 존재를 입증할 필요는 없지만, 다만 대면거래와 관련된 규칙10b-5 사건에서는 실질적 인과관계의 존재의 입증을 요구하게 되고 원고는 결국 피고의 부실기재를 신뢰하였음을 입증하여야 한다.⁴⁸⁾

(1) 부실공시(Misstatements and Omissions)

34년 증권거래법상의 등록의무가 있는 회사가 SEC에 제출하는 보고서, 위임장, 서류 등을 통하여 부실한 공시를 하게 되면 동법 Section 18을 위반한 것이 된다. 반면 회사의 일반적인 부실한 공시에 대해서는 SEC Rule 10b-5가 규율한다.

Section 18(a)은 동법에 의해 SEC에 제출하도록 요구된 서류와 관련하여 사실의 중요한 부실신고나 또는 누락에 대한 책임자에게 의무를 부과하고 있다. Section 18(a)에 근거한 소송은 제출된 잘못된 서류를 읽고 그 서류의 진술을 사실상 신뢰하였기 때문에 손실을 입은 투자자라도 제기

47) 김병연, 미국판례법상~전개논문, 279면.

48) 상개논문 279면.

할 수 있다.⁴⁹⁾ 법원은 Section 18(a)은 eyeball 테스트를 요구한다고 판결하였다. 즉 원고는 사실적인 지식을 가지고 있어야 하고 아울러 위원회에 제출된 자료 또는 그 사본을 신뢰하였어야 한다. 이것은 원고가, 증권발행자(issuer)가 준비한 서류에 포함된 유사 정보를 본 것만으로는 충분치 않다는 것이다.⁵⁰⁾ 시장에 대한 사기를 기초로 한 신뢰는 SEC Rule 10b-5상의 구제를 받게 할 수는 있어도 Section 18(a)의 요건을 충족하지는 않는다.⁵¹⁾

Section 18(a)은 단지 연방증권거래법상 위원회에 제출할 서류에만 적용되기 때문에 이 법상 보고의무가 있는 기업에게만 적용될 것이다. Section 18(a)은 증권발행자(issuer)와 서류를 제출할 자에게 책임을 부과할 수 있고 그 신청서, 보고서 또는 제출된 서류에서 부실신고나 누락을 만들거나 야기한 자에게도 책임을 부과한다. 이는 책임이 기업의 관리자와 이사 그리고 특히 SEC에 제출할 서류에 서명하여야 할 자에게 책임이 확장되는 것을 의미한다.

미국의 증권법 체계상 부실공시(misstatement or omission)에 대하여 민사책임을 부과하는 체계는 1차 책임(primary liability)과 2차 책임(secondary liability)으로 구분되는데, 1차 책임은 직·간접적으로 공시서류 작성에 참여한 자들이 부담하는 것이고, 2차 책임은 그 작성에 참여하지는 않았지만 회사경영에 관하여 그리고 공시서류의 작성에 영향력을 미칠 만한 위치에 있는 자(미국 증권법상 지배력을 가진 자(controlling person))⁵²⁾에 대하여 부과되는 책임이다.⁵³⁾

49) Thomas Lee Hazen, supra note 25, p.550

50) Ross v. A.H. Robins Co., 607 F.2d 545, 552(2d Cir. 1979). Thomas Lee Hazen, p.550

51) Thomas Lee Hazen, supra note 25, p.550

52) 33년 연방증권법 제15조는 주식의 소유, 대리(agency), 혹은 기타 방법으로 제11조와 제12조 (a)(2)항 하에서 유가증권신고서와 사업설명서의 부실기재에 대하여 책임을 지는 자에 대하여 지배력을 행사한 자는, 지배력을 행사한 자가 그러한 부실기재가 있음을 몰랐거나 책임을 야기한 사실의 존재를 믿은 데에 있어서 합리적인 이유가 없는 이상, 그러한 지배를 받은 자와 같이 동일한 책임을 부담하도록 하고 있다. 34년 연방증권거래법 제20조 (a)항은 지배의 범위를 더욱 확대하여, 직·간접적으로 34년법과 그 하위규정의 위반에 대하여 책임을 지는 자는 함께 지배력을 가진 자에게도 부실공시 책임을 묻는다(김병연, “미국 연방증권법상 부실공시에 대한 민사책임과 예측정보에 대한 면책조항”, 연세법학연구(제8권 제2호), 2002, 113면 참조).

53) 자세한 것은 김병연, 미국연방증권법~전개논문 참조.

(2) 공시의무(Disclosure Obligation)

SEC 규칙 10b-5(b)는, 중대한 사실에 대해서 허위의 신고를 하거나 신고가 이루어진 상황에 비추어 오해를 일으키지 않기 위하여 필요한 중대한 사항을 누락하는 것을 위법으로 규정하고 있다. 따라서 이 규정을 폭넓게 보는 견해를 취하고 또 적극적 공시의무가 있는 것으로 본다 해도, 정보 공시의무에 대한 독립적인 근거가 없다면 기업은 계속 침묵을 유지하는 것에 대한 책임을 회피할 수 있다. 규칙 10b-5(b)상 적극적인 공시의무 규정의 부재는 기밀의 내부정보의 보유가 공시할 의무 또는 거래를 회피할 의무에 저촉되기에는 불충분하다고 한 연방 대법원 판결에 의해 더욱 강조되었다.⁵⁴⁾

그러나 기업이 일단 신고하면 규칙 10b-5의 규정이 적용된다. 예를 들어 증권발행자(issuer) 또는 그 대리인이 한 번 신고를 하게 되면 예전에 배포한 정보를 수정하고 업데이트할 계속적인 의무가 있다.⁵⁵⁾ 나아가 항목별(line-item) 공시 요건에 따라 최초의 공시가 SEC에 제출되었을 때에는 적절한 방법으로 공시를 수정하여야 한다. 하지만 잘못된 정보를 수정할 의무가 그 공시후 투자자가 관심을 가질 모든 사실을 공시하여야 한다는 의미는 아니다.⁵⁶⁾

(3) 부실경영(Mismanagement)⁵⁷⁾

회사의 부실한 경영도 증권 매수·매도와 관련하여 결과적으로 사기가 될 수 있으며, 이것도 또한 SEC 규칙 10b-5가 규율하고 있다. 미국 의회는 엔론(Enron Corp.)과 월드콤(Worldcom) 사건 등 같은 기업회계 부실 사

54) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 103 S.Ct. 3255, 77 L.Ed. 2d 911(1983); *Chiarella v. United State*, 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108, 63 L.Ed. 2d 348(1980). Thomas Lee Hazen, p.554에서 재인용.

55) *Stransky v. Cummins Engine Co.*, 51 F. 3d 1329. Thomas Lee Hazen, p.554에서 재인용.

56) Thomas Lee Hazen, *supra* note 25, p.554

57) Thomas Lee Hazen, *supra* note 25, p.559

건에 대응하여 2002년도에 사르반느-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)⁵⁸⁾을 제정하였다. 동법은 사외이사 그리고 감사위원회의 역할을 포함하여 기업의 지배구조에 관하여 규정하고 있다. 이는 기업지배구조를 감시하기 위해 SEC 규칙 10b-5의 이용을 제고하기 위한 의회의 새로운 정책이라 할 수 있다.

34년 연방증권거래법 Section 10(b)는 SEC 규칙이 정의하는 것처럼 시세 조작 또는 사기에 해당하는 행위를 금지하고 있다. 1971년 Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.⁵⁹⁾에서 연방 대법원은 주장되는 행위가 더 이상 기업의 부실경영이 아닐지라도 증권 매수·매도와 관련된 사기적 행위가 있다면 규칙 10b-5를 침해한 것이라고 판시하였다. 보험회사의 경영진인 피고들이 시장성 있는 증권인 회사의 자산을 내놓도록 하였다. 회사는 그 증권을 팔도록 강요받았고 따라서 매도인들은 그로 인해 수익을 얻게 될 것으로 신뢰하게 된 이 사건이, 규칙 10b-5를 위반한 것이라는 주장을, 대법원은 받아들였다. 결국 규칙 10b-5가 기업의 부실경영을 바로잡는 잠재적인 구제수단이 될 수 있음을 보여주었다.

1977년 Santa Fe Industries v. Green 판결에서는 사기의 성립요건으로 중대한 부실신고 또는 정보 은폐가 있어야 하는가 아니면 불공정 거래조건만으로도 충분한가의 문제를 다루었다.⁶⁰⁾ 자회사 주식의 90%이상을 보유하는 모회사가 약식합병(short-form merger)절차에 따라 자회사를 흡수·합병하였다. 자회사 소수주주는 SEC 규칙 10b-5 위반을 이유로 소를 제기하였다. 합병이 정당한 사업상의 이유가 없이 이루어졌고, 자회사주식이 주당 가치가 772달러 였는데 주당 150달러만 받았다. 대법원은 34년법 10(b)의 위반의 본질은 사기나 조종이고 지배주주에 의한 소수 주주의 억압은 그 규정의 적용대상이 아니라고 판시하였다(원고의 승소).

58) Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 30, 2002.

59) 404 U.S. 6, 92 S.Ct. 165. 30 L.Ed.2d 128(1971).

60) 김건식, 미국증권법, 194면.

IV. 적합성 원칙과 금융업규제회(FINRA)

1. 금융업규제회(FINRA)

2007년 6월에 전미증권업협회(NASD)와 뉴욕 증권거래소(NYSE; New York Stock Exchange)의 회원 규정을 통합하여 금융업규제회(FINRA)⁶¹⁾가 출범하였다. 이전에는 전미증권업협회(NASD)가 증권업자율규제기구(SRO)로서 미국에서 가장 컸다고 얘기되었으나, 이제는 당연히 금융업규제회(FINRA)가 증권업자율규제기구(SRO)로서 가장 큰 규모가 되었다. 그리고 금융업규제회(FINRA)는 증권거래위원회(SEC; Securities and Exchange Commission)의 감독을 받는다.

금융업규제회(FINRA)는 어떠한 행위가 연방증권거래법상 사기금지조항에 저촉하는지 여부에 대한 보다 구체적인 기준을 그 규칙으로써 제시하고 있다.

FINRA 규칙은 그 회원으로 하여금 시세조종, 사기 또는 부정한 수단·책략에 의하여 증권거래에 영향을 미치거나 매수 또는 매도를 유인하지 아니 할 것을 규정하고 있다(Rule 2020).⁶²⁾ 또한 최근 발효한 규칙에 의하여 그 회원이, 상도덕(commercial honor) 및 적정하고 공평한(just and equitable) 거래를 위한 높은 기준(high standard)을 준수할 것을 규정하고 있다(Rule 2110).⁶³⁾

61) FINRA는 미국의 자본시장의 공정성을 유지하여 투자자를 보호하는 것을 주된 목표로 회원들의 불법행위 단속의 방법으로써 거래 유형을 추적하는 기술을 이용하여 거래 활동을 감시하고 있다. 또한 투자자를 보호하기 위해 회원들의 홍보자료들을 조사하고 강제적인 교육 프로그램을 운영하는 등 전문적인 금융 서비스를 제공하고 있다. FINRA는 약 5000개의 중개업체와 173,000개의 지사, 656,000개의 증권대행사를 회원으로 하고 있다. <http://www.finra.org/AboutFINRA/index.htm>.

62) Rule 2020 Use of Manipulative, Deceptive or Other Fraudulent Devices

No member shall effect any transaction in, or induce the purchase or sale of, any security by means of any manipulative, deceptive or other fraudulent device or contrivance.

63) 2009년 6월 15일부로 발효.

2. FINRA 규칙

(1) Rule 2353

한편 위험성이 큰 파생상품은 적합성 원칙을 보다 더 강력하게 요구한다.⁶⁴⁾ FINRA Rule 2353은 적합성의 원칙(Suitability Rules)에 대하여, 회원과 회원의 관계자에 의한 지수 워런트(index warrants), 통화지수 워런트(currency index warrants), 통화 워런트의 매수와 매도에 대한 권유에는 Rule 2360(b)(19)를 적용⁶⁵⁾할 것을 규정하고 있다.

(2) Rule 2360(b)(19)

Rule 2360(b)(19)는 적합성의 원칙을 다음과 같이 규정⁶⁶⁾한다.

FINRA Rule 2360(b)(19): Suitability

(A) 회원 또는 회원의 관계자가 고객의 투자목적, 재정상태와 필요(needs)에 대하여 합리적인 조회 후 그 고객에 의해 제공된 기본 정보,

64) Bradley J. Bondi, Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: SUITABLE FOR UNSUITABILITY CLAIMS?, 13 FDMJCFL 251(2009).

65) FINRA Rule 2353 : The provisions of Rule 2360(b)(19) shall apply to recommendations by members and persons associated with members regarding the purchase or sale of index warrants, currency index warrants, or currency warrants. The term "option" as used therein shall be deemed to include such warrants for purposes of this Rule.

66) Rule 2360(b)(19) Suitability

(A) No member or person associated with a member shall recommend to any customer any transaction for the purchase or sale (writing) of an option contract unless such member or person associated therewith has reasonable grounds to believe upon the basis of information furnished by such customer after reasonable inquiry by the member or person associated therewith concerning the customer's investment objectives, financial situation and needs, and any other information known by such member or associated person, that the recommended transaction is not unsuitable for such customer.

(B) No member or person associated with a member shall recommend to a customer an opening transaction in any option contract unless the person making the recommendation has a reasonable basis for believing, at the time of making the recommendation, that the customer has such knowledge and experience in financial matters that he may reasonably be expected to be capable of evaluating the risks of the recommended transaction, and is financially able to bear the risks of the recommended position in the option contract.

그리고 회원 또는 회원의 관계자에 의해 알려진 다른 정보를 믿을 만한 합리적인 근거가 없는 한 회원 또는 회원의 관계자는 어떤 고객에게 옵션계약의 매수와 매도 거래를 권유해서는 아니 되며, 그렇게 권유된 거래는 고객에게 적합하지 않다.

(B) 회원 또는 회원 관계자는 권유자가 권유를 할 시점에 그 (권유에 대한) 믿음에 대한 합리적 근거(reasonable basis)가 있어야만 옵션 계약 거래를 시작하도록 권할 수 있다. 한편 그 고객은 권유받는 거래의 위험도에 대한 평가 능력을 합리적으로 기대할 수 있는 사람이어야 하고 권유받는 옵션 계약의 포지션에 대한 위험도를 재정적으로 감수할만한 능력이 있어야 하는 등 금융투자문제에 대한 지식과 경험이 있어야 한다.

3. NASD 및 FINRA 규칙상 적합성 원칙

금융서비스에 종사하는 금융투자업자는 고객에게 적합한 투자를 권유해야 한다는 개념은 미국 증권법 형성 초기부터 존재하여 왔다. 1938년 브로커·딜러에 대한 자율규제기구(SRO)로서 전미증권업협회(NASD)가 1939년 설립⁶⁷⁾되었는데, 그 직후에 NASD는 회원들이 오직 적합한 투자만을 권유해야 한다는 규칙을 두었다(Rules of Fair Practice에 관한 Art.III, Sec.2). 뉴욕 증권거래소(NYSE) 및 아메리카 증권거래소(ASE 또는 Amex; American Stock Exchange)를 비롯하여 주요 증권거래소들도 투자 적합성의 원칙을 따랐다.

NASD는 그 공정관습규칙(The Rule of Fair Practice) 제3장 제2조에서 적합성 원칙을 규정하였고, 이 조항은 그 후 NASD의 1996년 행위규칙(Conduct Rules) 2310으로 바뀌었다.⁶⁸⁾ 이는 2007년 6월 이후에도 FINRA 행위규칙(Conduct Rules) 2310으로 그대로 존재하고 있고, 적합성 원칙에 관하여 가장 많이 인용되고 있다. FINRA 행위규칙(Conduct Rules) 2310은 적합성 원칙의 요건으로서 고의(intent)나 무모함(recklessness)을 요구하지

67) NASD는 1934년 연방증권거래법에 대한 수정조항인 Meloney법(1938, Meloney Act Amendments to the Securities Exchange Act of 1934)에 근거하여 1939년에 설립된 SRO였다.

68) 양석완, 전계논문, 304면.

않는다. 다시 말하면 이는 금융투자업자의 행위가 적합성 원칙 위반에 해당하기 쉽다는 의미이다.

FINRA 행위규칙(Conduct Rules) 2310(a)은 다음과 같다. “회원이 고객에게 증권의 매수, 매도 또는 교환을 권유함에 있어서, 그 권유가 고객에게 적합하다고 믿는 것에 대하여 다른 보유중인 증권 및 재정상황 그리고 필요에 관하여 고객에 의해 공개된 사실을 기초로 한 합리적인 근거가 있어야 한다.”⁶⁹⁾

한편 FINRA 행위규칙(Conduct Rules) 2310(b)은 다음과 같다. 기관투자자가 아닌 일반투자자 고객에 대해서 FINRA 회원(예를 들어, 브로커 등)은 그 고객의 재산상황, 과세상태, 투자목적, 그리고 권유를 하는데 참고가 되는 어떤 정보를 얻기 위한 합리적인 노력(resonable effort)을 기울여야만 한다.⁷⁰⁾

4. 적합성 원칙과 권유(recommendation)

권유(recommendation) 라는 용어의 의미는 많은 논란의 대상이 되어왔는데, 그 의미는 일반적으로, 금융업규제회(FINRA) 회원이나 그 관련자가 직접적으로 전화나 우편 또는 전자적 전달 수단을 통해 일정한 증권의 판촉 자료(promotional material)로 고객의 이목을 끌 때를 의미한다.⁷¹⁾ 반면에 FINRA 행위규칙(Conduct Rules) 2310은 회원이사가 회원의 권유 없이도 자신의 주도로 거래를 할 수 있는 사람의 단순한 주문단독으로 행동하는 상황에는 적용되지 아니 한다.⁷²⁾

69) FINRA Conduct Rule 2310(a)

In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs.

70) FINRA Conduct Rules 2310(b).

71) Bradley J. Bondi, Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: SUITABLE FOR UNSUITABILITY CLAIMS?, 14 FDMJCFL 251(2009).

72) op. cit.

판측 자료의 전달이 어느 시기에 권유에 해당되는지를 정하기 위하여 법조계의 해석이 꾸준히 있어왔다. 오늘날은 이에 대한 논쟁이 MBSs(Mortgage-Backed Securities: 주택저당증권)와 CMOs(Collateralized Mortgage Obligations; 대부채권증권)와 같은 금융상품의 측면에서 특히 중요한데 이런 상품의 고객들은 정기적으로 이들 상품에 대한 보고서를 받기 때문이다. 적합성 원칙에 대한 주장은 고객이 브로커로부터 원하지 않은 금융상품에 대한 보고서를 받았는지 혹은 고객이 자료를 요청하였는지의 문제로 귀결된다. 이에 대한 FINRA의 해석은 사실상의 원칙과 같은 중요한 위치를 차지하는데 Interpretative Material의 세 개의 규정이 특히 적합성의 원칙과 관련하여 그 범위를 정하고 있다. 그 규정들은, ① IM-2310-1, Possible Application of SEC Rules 15g-1 through 15g-9; ② IM-2310-2, Fair Dealing with Customers 그리고 ③ IM-2310-3, Suitability Obligations to Institutional Customers. 이다.

IM-2310-1은 주당 5달러 이하의 비상장지분(non-Exchange-listed equity)의 거래는 SEC의 penny-stock 규정(15g-1 내지 15g-9)을 준용한다고 규정한다. Penny-stock 원칙은 브로커가 투자자가 사인해서 회송해야 되는 공시서류를 투자자에게 제공하는 동안에 진전된 공시(enhanced disclosure)와 2일의 냉각기간(cooling off period)을 제공해야 한다고 규정한다. IM-2310-2는 공정거래(fair dealing) 라는 형평상의 용어를 적합성 원칙에 넣고 있다. 즉 매도의 결과(sale efforts)는 고객에게 수익을 가져왔는지 보다는 매도 결과의 대상이 되었던 사람에게 공정한 처우(fair treatment)가 나타나는지의 여부를 기준으로 판단되어야 한다.

새로운 금융상품이 수시로 소개될 때 FINRA의 회원은 고객 각자의 재정상태, 거래 경험, 그 상품과 관련한 위험에 대처할 능력 등에 정통하고 자 하는 그리고 상품에 대한 고객의 지속적인 정보를 일깨워 주기위한 노력을 기울여야 한다.

한편 Interpretative Material의 2310-3은 기관투자자, 특히 그들의 포트폴리오 또는 관리상 합산이 10만 달러 이상의 증권에 투자한 기관투자자에 대한 적합성의 원칙을 규정하고 있다. 이 IM-2310-3이 기관투자자를 상정

하고 있음에도 불구하고 적합성 원칙에 대한 일반원칙 두 개의 테스트를 반복하고 있다. 즉, 금융투자업자(브로커 등)는 ① 기관투자자에게 특정한 증권이나 전략을 권유하는 합리적인 근거를 가져야만 하고, ② 권유를 신뢰하는데 대한 합리적인 근거는 권유를 받는 고객에게 적합해야 한다. 다시 말해 권유는 적어도 어느 정도의 비율 이상의 기관투자자들에게 적합해야 하고(객관적 테스트), 특정 고객에게 적합해야 한다(주관적 테스트). IM-2310-3은 회원이 이 적합성의 원칙을 충족하는 방법은 고객 그리고 특정한 거래의 성격에 따라 다양하다는 것을 인정하고, 권유를 할 때 고려되어야 할 정성적 기준(non-exhaustive list)을 규정한다. 기관투자자에게 권유하는 데 있어 적합성의 의무의 범위를 정하는데 있어 두 가지 고려사항이 가장 중요하다. 첫 번째는 투자의 위험을 독자적으로 평가할 수 있는 고객의 능력, 그리고 두 번째는 금융투자업자(브로커 등)의 권유에 대한 가치 평가를 고객이 독립적으로 판단할 수 있는 능력이다.

V. 맺음말

1. 키코(KIKO) 사태와 적합성원칙

2008년 한국 사회를 흔들었던 사건 중에 하나가, 소위 키코(KIKO) 사건이었다. 고위험도의 환 헷지를 위한 파생상품 거래를 판매자인 은행도 잘 모르고 매수자인 기업들도 잘 모르고 매매하였다가, 실적도 괜찮았던 수많은 중소기업을 위험한 지경에 처하게 한 사건이었다.⁷³⁾ 이는 비록 사

73) 아래 내용은, 김경미, “키코와 선물환 거래”, 월간 해양한국, 한국해사문제연구소, 2009.4, 57~58면.

키코(KIKO)의 사전적 의미는 다음과 같다.

낙인 낙아웃(Knock-In, Knock-Out)의 영문 첫 글자에서 따온 말로서 환율변동에 따른 위험을 피하기 위한 목적으로 개발된 환헤지 상품이다. 약정환율과 변동의 상한(Knock-In) 및 하한(Knock-Out)을 정해놓고 환율이 일정한 구간 안에서 변동한다면 약정환율을 적용받는 대신 하한 이하로 떨어지면 계약을 무효로 하고, 상한 이상으로 올라가면 약정액의 1~2배를 약정환율에 매도하는 방식이다. 다시 말해 환율이 일정 범위 안에서 변동할 경우 미리 약정한 환율에 약정금액을 팔 수 있도록 하는 의미를 갖는 파생금융상품에 해당한다.

건 전 수년간의 환율변동이 안정적 추세를 보였다는 것만을 믿었을 뿐, 2008년 여름에 전세계적 규모의 금융위기가 발발할 것을 예상하기는 힘들었기 때문에 특히 파장이 초대형화된 사건이다. 자연인이나 일반기업과 같이 금융기관이 아닌 당사자는 금융기관을 통해서 파생상품거래를 하는 것이 보통이며, 그러한 거래에서 발생하는 손실은 거래주체인 고객이 부담하는 것이 원칙(‘자기책임의 원칙’)이지만, 손실을 입게 된 고객은 가능하면 손실을 피하기 위하여 그 거래의 무효를 주장하거나 그 거래를 주선하거나 거래 상대방이 된 금융기관에 대해서 손해배상을 구하고자 할 것이다.⁷⁴⁾

우리나라는 종래 증권업감독규정에 의하여 증권회사의 선관주의의무의 한 내용으로 적합성 원칙을 수용하고 있고(증권업감독규정 4-4조 1항 4호), 구체적인 내용을 동 규정 제4-15조에 규정⁷⁵⁾하고, 아울러 증권업협회의 ‘증권회사의 영업행위에 관한 규정’에도 해당하는 조항을 두고 있다.⁷⁶⁾ 하지만 일반적인 파생상품거래에 대해서는 적합성원칙을 적용하는데 곤란한 점이 있으니, 만약 적합성 원칙의 근거를 수입인의 선관주의의무에서 찾는다면 위임의 요소가 있는 금융거래에서는 그것을 인정할 수 있지만 금융기관이 고객을 위하여 거래를 주선한 것이 아니라 직접 거래의 상대방이 되는 경우에는 위임이라고 볼 수 없을 것이기 때문에 계약

예컨대, 어떤 기업이 약정액 10만 달러를 1달러당 약정환율 1,000원, 하한 950원, 상한 1,050원으로 정하여 은행과 계약하였을 때, 환율이 970원으로 내려가더라도 약정환율 1,000원을 적용받아 이익을 얻을 수 있고, 상한인 1,050원 이하일 때에 한해서는, 실제 환율로 매도하여 이익을 얻는다. 환율이 하한과 상한 사이에서만 변동한다면 환차손을 줄이거나, 환차익을 기대할 수 있다. 그러나 환율이 하한 이하로 내려가면 계약이 무효가 되어 환손실을 그대로 감수해야 하고, 상한 이상으로 올라가는 경우에는 더 큰 손실을 입는다. 보통 상한 이상으로 오를 경우 약정금액의 2배 이상을 팔아야 한다는 옵션이 붙기 때문이다. 2배의 옵션이란 말은, 약정액 10만달러 외에 10만 달러를 오른 환율로 매입하여 은행에 매도하여야 한다는 의미가 된다.

기업에게 불리해 보이는 조건의 키코 거래를 무심결에 은행이 판매하고 기업들이 매수하였던 이유는, 사건이 되기 전 2년간 환율이 안정세를 보였기 때문(2005년 12월 1,000원대의 환율이 2006년 1월 900원대로 떨어지고 난 후 2년 이상 안정적 하락세를 보임으로써, 2008년 1월에도 900원대 초·중반)이었던 것인데, 이것이 하루아침에 ‘독’으로 변해 버렸다.

74) 김건식, 증권거래법, 568면.

75) 각주 10 참조.

76) 동 규정 제1-3조 제1항 및 제1-4조 제5항. 각주 11 참조.

자체에서 적합성 원칙을 도출하기는 곤란하기 때문이다.⁷⁷⁾

한편 2009년 2월 4일 시행된 자본시장통합법은 파생상품도 같이 규율하고 있다.⁷⁸⁾ 뒤늦었지만 법률에 적합성 원칙을 명시함으로써 현실적합성을 높였다는 점은 높이 평가될 수 있을 것이다.

2. 적합성 원칙 확대

우리나라의 판례에 있어서 금융투자에 관한 적합성 원칙 위반이 위법한 것으로 평가되려면 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유한 경우에 해당되어야 한다는 기준이 통용되고 있는데, 그러한 위법성의 판단기준으로 판례는 ‘보호의무’라는 개념을 도입하고, 투자권유자가 고객에 대한 보호의무를 위반한 경우에는 불법행위의 위법성 요건을 충족하는데 그 보호의무 위반의 모습을 보여야 한다는 것, 그 첫째는, 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하는 행위, 그 둘째는, 고객의 투자상황에 비추어 과도한 위험을 수반하는 거래를 적극적으로 권유하는 행위 등을 상정하고 있다.⁷⁹⁾ 그런데 판례의 태도에 의하면 위에서 말하는

77) 김건식, 증권거래법 571면.

78) 제3조 (금융투자상품) ① 이 법에서 “금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로써, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것을 말한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 제외한다.

1. 원화로 표시된 양도성 예금증서
2. 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한(「신탁법」 제42조 및 제43조에 따른 처분 권한을 제외한다)이 부여되지 아니한 신탁(이하 “관리신탁”이라 한다)의 수익권

② 제1항의 금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다.

1. 증권
2. 파생상품
가. 장내파생상품
나. 장외파생상품

79) 양석완, 전계논문, 325~326면.

첫째 항목의, ‘투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하는 행위’는 적합성 원칙에 따른 의무위반이 아닌 것으로 판정되는데, 그러나 이것에는 단정적 판단 제공에 의한 권유, 손실부담 내지 이익보증 특약에 의한 권유, 허위의 표시 또는 오해를 생기게 하는 표시에 의한 권유 등 자본시장통합법상 부당권유행위의 금지를 내용으로 하는데, 이러한 것들은 미국법상 나타난 적합성 원칙에 기한 의무위반의 사례의 전형적인 사항들이라고 할 수 있다.⁸⁰⁾ 그럼에도 불구하고 이를 적합성 원칙 위반에서 배제한다는 것은 지나치게 좁게 동원칙을 해석함으로써 투자자 보호의 본령에서 벗어나는 해석이 될 수 밖에 없다.

자본시장에 영향을 끼치는 고도 정보화 사회에 있어서, 대중을 비롯하여 정보에서 소외되기 쉬운 자들에 대해서는 금융투자업의 전문가들의 적절한 조언 내지는 위험의 차단이 매우 중요한 사항이 되고 있으므로, 이러한 때에 투자자의 보호에 만전을 기하는 것이 급선무가 되고 있다. 특히 오늘날 금융업의 종류는 세분화하고 그 개별 금융상품의 위험도도 천차만별로 갈라지고 있다. 자본시장통합법은, 다양화되는 복잡한 위험구조를 안고 있는 금융상품까지 포괄하여 위험도를 잘 이해 및 전달시키고, 금융소비자의 투자 능력을 감안함으로써 투자자를 보호하고자 하는 것이다. 동법은 그럼으로써 금융투자업의 건전한 육성 및 자본시장의 공정성·신뢰성·효율성을 확보하고자 하는 목적을 갖고 있다(동법 제1조). 물론 이 적합성의 원칙과 관련하여 자본시장통합법은 다음과 같은 벌칙 조항이 있기는 하다. 즉 투자권유대행인은 투자권유의 대행과 관련하여 적합성의 원칙을 위반한 경우 금융투자업자의 투자권유대행인 등록을 취소하거나 그 투자권유대행인에 대하여 6개월 이내의 투자권유대행 업무의 정지를 할 수 있다(자본시장통합법 제53조 제2항). 하지만 적합성의 원칙 위반에 대한 명시적인 손해배상책임 규정을 두고 있지는 않다. 판례를 비롯한 실제 법 운용상 지나치게 투자자보호에 대한 법원칙을 자본시장통합법 및 시대에 부응하지 못하고 과소 범위 내에서 해석하는 움직임으로

80) 양석완, 전계논문 326면.

인하여 자본통합법상 투자자보호 제도로서의 적합성 원칙이 본래 기대되던 역할을 수행하지 못할까 저어된다. 금융소비자에게 금융투자업자에 대하여 손해배상을 구하는 것이 보다 용이해질 수 있도록 정비하는 것이 바람직하다. 입법론으로는 적합성 원칙 위반에 대한 구체적 사례를 명기함으로써 과소한 법률 해석을 경계하여야 할 필요성이 높다.

주제어 자본시장통합법, 투자자보호, 적합성의 원칙, 키코

참 고 문 헌

- 김건식, 증권거래법(제4판), 두성사, 2006.
- _____, 미국증권법, 홍문사, 1996.
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』, 홍문사, 2001.
- 김병연, “미국 연방증권법상 부실공시에 대한 민사책임과 예측정보에 대한 면책조항”, 연세법학연구(제8권 제2호), 2002
- _____, “미국 판례법상 시장사기이론과 증권거래법상 손해배상책임에 있어서 인과관계의 문제”, 비교사법(제11권 1호(통권24호))
- 신격진, “증권투자자보호론의 재구성”, 기업법연구(제21권 제3호(통권 제30호)), 2007.9.
- 양석완, 판례로 본 증권투자권유에 따른 적합성원칙, 기업법연구(12집), 2003.3.
- 오성근, 증권투자권유에 관한 법적 규제와 책임, 법원사, 2004.
- 윤승한, 『증권거래법 강의』, 삼일인포마인, 2005.
- 임재연, 증권규제법-미국 증권규제제도 연구 및 한국증권거래법 비교해설, 박영사, 1995.
- 전욱, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰”, 『저스티스』 (통권 제107호), 2008.10.
- 정순섭, “자본시장통합법의 구조와 내용”, 『새로운 금융법 체제의 모색』 (BFL 총서2), 2006.
- 하삼주, “내부자거래규제의 범위에 관한 미국판례법연구”, 성균관법학 (제19권 제2호), 2007.8.
- 황현영, 자본시장과 금융투자에 관한 법률상의 투자자보호에 관한 연구, 한양대학교 석사학위논문, 2007.8.

Bradley J. Bondi, Securities Arbitrations Involving Mortgage-Backed Securities and Collateralized Mortgage Obligations: SUITABLE FOR UNSUITABILITY CLAIMS?, 14 FDMJCF 251(2009).

Ian Ayres & Stephen Choi, Internalizing Outsider Trading, 101 Mich. L. Rev. 313(2002).

Jerry W. Markham, "Protecting the Institutional Investor-Jungle Predator or Shorn Lamb?", 42 Yale J. On Reg. 1995.

Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, 5th Edition, Thomson West, 2005.

<http://www.finra.org/web/groups/corporate>

<http://www.investopedia.com/>

Suitability Rules for Capital Market and Financial Investment Services Act and Investor Protection Measures

Sung, Seong - Je*

Capital Market and Financial Investment Business Act differentiates between normal investors and professional investors. In another words, financial investors have to define the purpose, current financial standing, previous investment experiences and such, before suggesting the investment. Also they have to maintain and control the information by receiving a confirmation through signature, recording or any other methods whichever Presidential decree regulates as a method, and provide the details to the investors immediately. (Article 46, Clause 2).

The reason for differentiating the regulations between normal investors from financial investors is to protect the investors. Therefore the act induces the financial investors to recommend to normal investors which are suitable for their case, based on the purpose, current financial standing and previous investment experiences(Article 46, Clause 3).

Such principle was established in relations with stock exchange in U.S., and it states that one should not recommend an investment which is not suitable for the investors based on several factors. It does not exist as a written form in United States, but it is elected as one of the principles of NASD(National Association of Securities Dealers), FINRA(Financial Industry Regulatory Authority), and SRO (Self-Regulatory Organizations) of stock market. Suitability rule previously existed as one of the content of article on supervision of stock business, but now is stipulated into one of the clause of Capital Market and Financial Investment Business.

| |
|---|
| Key Words capital market and financial investment services act, investor protection, suitability rules, KIKO |
|---|

* Associate Research Fellow, Korea Legislation Research Institute, Ph.D. in Law