



미국연방법상의 포괄적 증권개념과 투자계약증권

정보신청기관 : 금융위원회 금융서비스국 자산운용과

I. 들어가는 말

미국에서 증권업, 선물업, 자산운용업 간에는 이들간의 법적 구분은 존재하나 상호겸영에 대한 규제가 없기 때문에 은행과 보험업을 제외하고는 상호겸영이 가능하다. 따라서 증권 및 파생상품관련 금융업에 대한 규제도 포괄적으로 이루어지고 있다. 대표적인 예로, 연방증권법과 연방증권거래법은 규제대상인 증권개념을 대단히 추상적이고 설명적으로 정의하여 모든 신종금융투자상품을 규제틀 안으로 포섭할 수 있도록 하였다. 미국의 법 규제대상은 잘 알려진 바와 같이 금융업이 아니라 “금융업무”이다. 즉, 기능별 규제가 관련법규에 의해 이루어지고 있다고 볼 수 있다.

본고에서는 다른 무엇보다도 먼저 미연방증권법 및 연방증권거래법상 포괄적 증권개념 중 대표적인 설명적 증권개념인 ‘투자계약(증권)’에 대해서 살펴보고자 한다. 특히, ‘투자계약증권’은 현 ‘자본시장과금융투자업에관한법률(이하

‘자본시장통합법’으로 약칭함) 제4조 2항 4호에서도 증권개념으로 포함시켰다는 점에서 주목된다. 연구방법으로써 미국의 증권개념을 간단히 알아본 후, 투자계약증권성에 관한 판단기준으로서 발달한 미국법원의 판례이론을 Howey 기준과 위험투자자본(Risk Capital) 테스트 순서로 구체적으로 소개하고자 한다. 본 판례이론의 정확한 이해와 한국시장에의 적용가능성을 위하여 가능한 사실관계와 판시이유 등을 상세히 기술하였다.

II. 미국법상 포괄적 증권개념

1. 미연방법상 증권 개념

1933년 증권법 Section 2(a)(1) 과 1934년 증권거래법 Section 3(a)(10)상 증권(security)의 개념은 대단히 넓게 정의되어 있어서 일반적으로 포괄주의 체제를 취하고 있다고 할 수 있다. 두 법의 조문상 표현은 달라도 그 의미는 동일



하게 해석되고 있는데¹⁾, 모든 어음(note), 채권(bond), 채무증서(evidence of indebtedness)은 물론이고, 증권 기술서(descriptive terms)까지 규정하여 새로운 종류의 금융투자상품까지 규제틀 안으로 포섭하려는 입법적 의도를 엿볼 수 있다. 예를 들어, ‘이윤공유계약상 지분증권(certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement),’ ‘투자계약(investment contract),’ 및 ‘일반적으로 증권으로 알려진 모든 유가증권(in general any instrument commonly known as a security)’ 까지 증권에 포함시키고 있다.²⁾ 따라서 피라미드 매매체계의 이익(interest in “pyramid” sales schemes), 위스키 창고증권(whiskey warehouse receipts)도 증권개념에 포함된다.

미 연방대법원은 1933년 증권법상의 증권개념을 확정하기 위해 여러 번 시도했었지만, 결국 법률조문의 문자적 해석을 거부하고, 대신 해당 증권관련 비즈니스 계획(plan or schemes)의 경제적 실체를 바라보아 결정하는 좀더 유연한 해석관점을 채택하였다. 예를 들어 미연방대법원은 1943년 SEC³⁾ v. C.M. Joiner Leasing Corp, 320 U.S. 344 (1943) 사건에서 “새롭거나, 평범

하지 않거나 일상적이지 않은 고안물(novel, uncommon, or irregular devices)”도 사실관계가 뒷받침된다면 증권개념 중 “투자계약(investment contract)”과 같은 “설명적 범주(descriptive categories)”들 중의 하나 안에 포함될 수 있다고 하였다.⁴⁾ 구체적으로 본 법원은 해당유가증권이 매수제시조건(terms of the offer)에 의해 상업상 어떠한 특성을 가지는지, 증권분배계획은 어떻게 짜여졌는지, 경제적 유인(economic inducement)은 어떻게 이루어졌는지 등의 요소를 보았다.⁵⁾

따라서 미증권법(Securities Act of 1933), 미증권거래법(Securities Exchange Act of 1934), 그리고 연방대법원의 해석은 미국법상의 증권개념이 끊임없이 진화하는 신상품의 개발을 법적 규제틀 안에 포함될 수 있는 법적 기초를 이미 오래전부터 만들어 놓았다. 그러므로, 미국의 증권개념은 전통적 의미의 증권보다는 오히려 “금융투자상품”에 가깝다고 할 수 있다.

이제 자본시장통합법 제4조 1항도 증권을 내국인 또는 외국인이 발행한 “금융투자상품”으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하



1) Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, Fourth Edition, LexisNexis, 11 (2007).

2) 15 U.S.C. § 77b(1).

3) Securities and Exchange Commission; 증권거래위원회.

4) *C.M. Joiner Leasing Corp*, 320 U.S. at 351.

5) *Id.*, at 352-353.

지 아니하는 것이라고 하여 증권개념을 대폭 확대하고 금융투자상품이라고 적시한 것은 미국법상의 개념에 거의 유사하다고 말할 수 있을 것 같다. 앞으로 증권의 구체적인 정의에 대해서 판례의 전개·발전을 기대해야 할 것 같다.

2. '증권(securities)' 여부 확정의 실익

위와 같이 증권인지의 여부를 가리는 실익은 사실상 대단히 크다. 연방 증권법상 증권(securities)으로 인정되면, 해당사업자는 등록의무(registration), 완전공시의무(full and fair disclosure), 재매매 제한(resale restriction), 1934년 연방증권거래법 Section 10(b)와 Rule 10b-5상의 사기금지와 그에 대한 개인민사 소송 책임(private cause of action) 등의 갖가지 법적 의무와 제한 및 잠재적 법적 책임을 부담하게 된다.

거의 지난 70여년간 연방적 차원의 증권법은 위와 같은 제도를 통하여 타인에게 자신의 금전을 투자하는 투자자 보호에 특별한 노력을 기울였다. 동시에 미국의 각 주들도 자신의 주법률을 제정함으로써 일반공중을 투자위험으로부터 보호하고 있다. 대부분의 주는 통일증권법(Uniform Securities Act)⁶⁾의 규제형식을 따라 자신들의 법

률을 만들었다. 강제적 공시의무(mandated disclosure requirements), 증권산업주체에 대한 규제(industry player regulation), 정부의 법강제, 개인소송범위(causes of actions for private litigation)의 확장 등의 수단을 사용하여 이러한 목적을 달성하고자 했다.

미국에서 증권과 관련한 주된 고려는 크게 3가지로 나눌 수 있다. 첫째, 등록요구(registration requirements), 둘째, 재매매 제한(resale restriction), 셋째, 사기 금지(anti-fraud prohibitions)가 그것이다.

(1) 등록

연방법상 증권으로 인정되면 대부분 해당사업자는 등록의무⁷⁾가 발생한다. 1933년 법은 정보의 분배과정에서 적합하고 신뢰할 수 있는 정보를 공중에게 전파하는 데 많은 노력을 기울였다. 이 목적을 달성하기 위하여 Section 5는 법률상 등록이 면제되지 않는 한, 증권의 매수제시(offer)나 매매(sale)를 위한 등록을 요구하고 있고, 등록면제를 원하는 자는 자신이 면제조건을 충족한다는 사실의 입증책임을 진다.⁸⁾

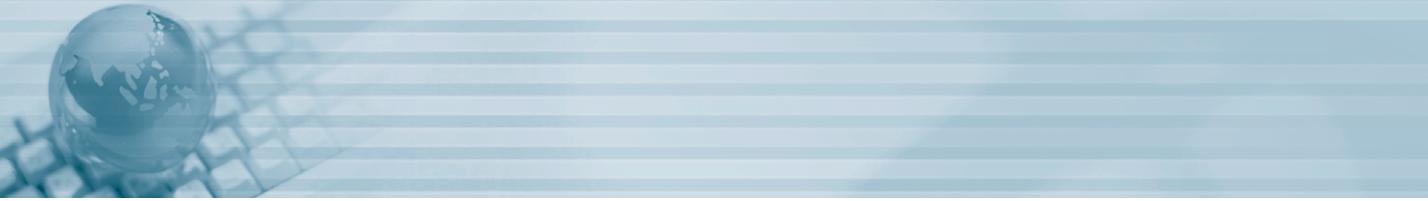
1933년 증권법 Section 4 와 Section 5는 주식 발행인(issuer), 인수인(underwriter), 자기매매



6) 전미통일주법위원회에 의해 1956년과 1985년, 그리고 2002년 개정되었다. 본 통일법안은 북미증권행정협회(NASAA), 뉴욕증권거래소(NYSE), 전미증권업자협회(NASD), 미국투자자문협회(ICAA) 등에 의해 지지(endorsed)를 받았다.

7) 증권의 중개업과 자기매매업(broker and dealer)은 증권거래법(Securities Exchange Act)상 감독기관인 SEC에 등록하고 감독을 받아야 하는 업으로 규정하고 있으며, 투자자문업은 투자자문업법(Investment Advisor Act)상 감독기관인 SEC에 등록하고 감독을 받아야 한다.

8) SEC v. Cavanagh, 445 F.3d 105, 114 (2d Cir. 2006).



업자(dealer) 등이 매매를 위해 제시된 모든 증권이 SEC에 등록되어야 한다고 규정하고 있다.⁹⁾ 그러나 SEC 등록절차에 소요되는 시간과 비용, 번거로움을 고려할 때 이러한 등록에 대한 예외가 필요하다. 따라서 두 가지 중요한 법률상의 예외가 소규모의 영세기업에게 일정한 요건을 조건으로 인정되고 있다.

첫째, 연방증권법 section 4(2)은 일반에 대한 주식공개(public offering)를 하지 않는 발행인(issuer)의 거래는 등록의무가 면제된다고 규정하고 있다.¹⁰⁾ 이는 종종 “사적 주식공개 등록면제(private offering exemption)”로 알려져 있다. 둘째는 연방증권법 section 3(a)(11)에서 발행인이 동일한 주 내에서 사업을 하고 거주할 뿐 아니라, 증권이 오직 동일한 주민에게만 제공되고 매매되는 경우에는 등록으로부터 제외된다.¹¹⁾ 이는 “주내 주식공개 등록면제(intrastate offering exemption)”로 알려져 있다.

이들에 대한 구체적인 상세요건과 기준에 대해서는 SEC가 Regulation D에서 Rules 501에서부터 506까지의 규정에서 “사적 주식공개 등록면제(private offering exemption)”를 다루고 있다. 그리고 “주내 주식공개 등록면제(intrastate offering exemption)”에 대해서는 SEC Rule 147에서 상세하게 다루고 있다.

각 주의 증권법은 Blue Sky law라고 불리우는데, 투자자보호를 위하여 대부분의 주는 등록(registration)이나 면허(qualification) 또는 기타 주 승인(approval)을 요구하고, 일반적인 권유(solicitation)는 금지하며, 증권이 재매매에 대해서는 제한을 두고 있다. 대부분의 주들은 주내에서 10명이내의 사람들에게 증권을 판매하는 것에 대해서는 이러한 제한을 해주는 형태의 증권법을 제정하고 있다.

(2) 재매매 제한

1933년 증권법 Section 4(1)은 발행인(issuer), 인수인(underwriter), 딜러(dealer)를 제외한 사람들의 거래가 Section 5의 등록의무를 면제받는다라고 규정하고 있다. 따라서 일반 개인 투자자들은 주식의 재매매가 분배(distribution)가 아닌 거래(transaction)이고, 인수인으로 여겨지지 않는다면 등록없이 자신들의 증권을 재매매할 수 있다. 하지만 인수인(underwriter)들은 필수적으로 재매매에 대한 등록을 하여야 한다. Section 2(a)(11)은 인수인이 되는 자를 다음과 같이 정의하였다. 즉, 분배할 의사로 발행인으로부터 매입하는 행위, 분배와 연결하여 발행인을 위해 매수제시나 매도하는 행위, 직접이든 간접이든 인수노력이나 분배에 참여하는 행위, 증권이



9) 15 U.S.C. §§ 77d and 77e.

10) 15 U.S.C. § 77d(2).

11) 15 U.S.C. § 77c(a)(11).

분배와 관련된 핵심적인 자(control person)¹²⁾를 위하여 발행인의 증권을 매도하는 행위, 분배 의사로 핵심적인 자(control person)로부터 발행인의 증권을 매수하는 행위 등에 의하여 인수인이 성립된다. 따라서 위의 항목 중 하나에 해당하는 행위를 한 자는 인수인으로 여겨짐으로써 그의 매매 행위가 제한된다.

(3) 사기금지

1934년 증권거래법 section 10(b)은 모든 증권의 매매와 관련하여 “조작적이거나 사기적인 방법이나 고안(물)(device)의 사용(the use of a manipulative and deceptive device)”를 금지하고 있다.¹³⁾ Section 10(b)하에서 만들어진 SEC Rule 10b-5는 누구라도 직접적이든 간접적이든 증권의 매매와 관련하여 중요한 사실(material fact)에 대한 거짓진술(untrue statement)을 하거나 필요한 중요사실을 누락시켜 진술하여 투자자를 오도(misleading)하는 것을 불법(unlawful)으로 하였다.¹⁴⁾ 따라서 매도인은 ‘중요한 사실(material facts)’을 정확하게 진술하여 오도

(mislead)하지 않아야 할 적극적 공시의무(affirmative duty to accurately state material facts)를 지게 된다. 따라서 매도인이 이러한 의무를 이행하지 않은 경우에는 매수인은 소송에 있어서 강한 청구원인(cause of action)을 갖게 된다.

Rule 10b-5상의 중요한 사실(material fact)이라 함은 합리적인 투자자(reasonable investor)가 문제가 된 정보(the withheld or misrepresented information)에 부여했을 의미(significance)를 통해 판단해야 한다.¹⁵⁾ “중요한(material)”이라는 말의 의미는 오진술(misrepresentation)이나 누락(omission)이 합리적인 투자자가 볼 때 상당하게(significantly) ‘정보의 총체적인 배합(total mix of information)’을 바꾸어놓을 수 있었던 경우를 말한다.¹⁶⁾ 그러므로 본 언어의 의미는 대단히 넓은 개념으로서 대부분의 사실 문제일 뿐 아니라 법률문제이기도 하다.

투자회사의 ‘과대광고(puffing)’과 관련하여 경우에 따라서는 오진술이 “명백히 중요하지 않은 과장(obviously immaterial puffery)”일 뿐이라는 판결을 받기도 한다.¹⁷⁾ ‘우리의 기초가 튼



12) SEC Rule 405는 Control의 의미를 ‘투표권있는 주식이나 계약등에 의하여 법인의 경영과 정책의 방향을 지도하거나 결정하는 직간접의 권한의 소유’라고 정의하고 있다.

13) 15 U.S.C. § 78j.

14) 17 C.F.R. § 240.10b-5.

15) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 240 (1988).

16) “the misrepresentation or omission would have been viewed by a reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available” *TSC Industries, Inc. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

17) *Helwig v. Vencor, Inc.*, 210 F.3d 612 (6th Cir. 2000); *Grossman v. Novell, Inc.*, 120 F.3d 1112 (10th Cir. 1997).



튼하다’, ‘우리의 상품이 획기적이어서 전세계를 바꾸어 놓을 것이다’ 등은 ‘중요하지 않은 과장(immaterial puffery)’으로 판결을 받았다.¹⁸⁾ 법원은 진술자가 자신의 진술이 정확하다고 믿었고, 그 믿음에 대한 사실적 역사적 기초(factual or historical basis)를 가지고 있는지 여부를 심사하여 과대진술에 대한 책임성립을 판단하게 된다.¹⁹⁾

Section 10(b)는 모든 증권(securities)의 매수나 매매에 관한 모든 사기적 행위를 전부 처리하는 “catch-all” 규정으로서, 비록 명시적으로 사적 구제를 규정하지는 않았지만, 연방법원은 꾸준히 본 규정하에서의 개인의 소송제기권을 인정하고 있는 대단히 의미심장한 조항이다.

III. 투자계약증권 (Investment Contract)에 관한 미 판례이론

1. 투자계약의 개념

자본시장통합법상 주목할 만한 증권개념은 제4조2항 4호에서 “투자계약(증권)”을 증권개념에 포함시켰다는 점이라고 할 수 있다. 그리고, 자본시장통합법 제4조 6항은 투자계약증권의 개념을 ‘특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투

자자를 포함) 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고, 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것을 말한다’고 정의하였다.

미국의 1933년 증권법 Section 2(a)(1)과 1934년 증권거래법 Section 3(a)(10)도 모두 ‘투자계약(investment contract)’을 증권으로 규정하였다. 하지만 투자계약의 정의에 대해서는 구체적으로 적시하지 않고 있다. 구체적으로 연방법상 어떠한 투자계약이 증권법상의 증권이 되는가에 대해서는 미연방대법원의 유권해석에 의해 확정되었다. 미연방대법원은 그 유명한 SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) 판례에서 투자계약이란 “공동사업(common enterprise)에 대해 금전투자가 이루어지고 그 이윤이 주로 투자자가 아닌 상대방(타인)의 노력에 의해서 창출되는 것(an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others)”이라고 판시하였다.²⁰⁾ 본 정의는 이후 “Howey Test”로 알려지게 되었고 사후 연방대법원과 연방하급심들에 의해 더 정교화되고 구체화되었다.

이러한 넓은 정의를 적용하여 그 후 미법원은 물건의 매매와 서비스계약이 혼합된 이하와 같



18) *Rosenzweig v. Azurix Corp.*, 332 F.3d 854 (5th Cir. 2003); *Vosgerichian v. Commodore Int'l*, 832 F.Supp. 909 (E.D. Pa. 1993).
 19) *In re Allaire Corp. Secs. Litig.*, 224 F.Supp.2d 319 (D.Mass. 2002); *Kline v. First Western Government Sec.*, 24 F.3d 480 (3rd Cir. 1994), cert. denied, 513 U.S. 1032 (1994).
 20) *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 301.

은 항목을 대상으로 하는 계약을 증권법상의 “투자계약”, 곧 증권으로 판시하였다. 예를 들어, 곤충농장(worm farm), 보트(boats), 은여우(silver foxes), 굴 양식(oyster beds), 자판기(bending machine), 주차미터기(parking meters), 가족묘(cemetery plots), 외국산 나무(exotic trees), 포도원(vineyard), 무화과 과수원(fig orchards), 친칠라(chinchillas)²¹⁾, 비버(beavers) 등이 그것이다.²²⁾

자본시장통합법 제4조6항의 ‘투자계약증권’을 어떻게 해석할 것인지의 여부는 이후 한국의 판례나 시행령 등을 통해서 지켜보아야 할 것이다. 어떻게 ‘투자계약’이 연방증권법상의 ‘증권’으로 해석될 수 있는지 알아보기 위하여 미연방 대법원의 Howey 판례이론을 세심히 살펴볼 필요가 있다고 본다.

2. SEC v. Howey 미연방대법원 판례

(1) 사실관계

미국의 투자계약에 대한 Howey 판례의 사실관계는 이하와 같다.

문제가 된 투자계약은 플로리다에 있는 감귤농장(Citrus grove)의 일부 토지(감귤나무를 핵심으로 한)를 판매하고 동시에 그 생산물에 대한 재배와 판매까지 대행하는 서비스 계약이 묶여

진 혼합계약이었다. 본 거래에서 농장의 구매자들은 이러한 감귤생산물 재배 및 판매 서비스계약이 없이는 농장구매 자체로서는 경제적으로 타산이 맞지 않는다는 설명을 제공받고, 대부분 이에 따라 과실관리서비스 계약을 함께 맺었다는 것이 특징이다.

SEC는 해당사업자(W.J. Howey Company와 Howey-in-the-Hills Service)가 등록되지 않고 또한 등록의무가 면제되지도 않은 증권을 연방증권법 Section 5에 위반하여 우편물 등 州間 상행위(interstate commerce) 도구를 이용하여 매수제시 및 매매 행위를 막고자 하였다. 연방 1심과 2심은 모두 해당사업자의 손을 들어주었고, 결국 SEC는 연방대법원에까지 사건을 상소하기에 이르렀다. 해당사업자는 플로리다에서 많은 감귤농장을 소유하고 있었고 매년 500에이커에 달하는 토지에 감귤나무를 새로이 심어나갔다. 그 중 반은 직접 운영하고 나머지 절반의 감귤농장은 추가개발을 위한 자본을 확보하기 위하여 일반인들에게 쪼개어서 매수 제시 및 매매를 하였다. 해당사업자는 동시에 재배 관리, 수확, 판매 행위 등을 직접 Howey-in-the-Hills Service 라는 회사이름으로 운영하였다. 모든 투자고객들은 본 거래에서 감귤생산물 재배, 관리, 판매 등 서비스계약이 없이는 투자하는 것이 불가능하다는 설명을 받은 후 토지매매계약과 농장관



21) 토끼크기의 다람쥐류.

22) Dwight Drake, *Business Planning*, Thomson/West, 124 (2006).



리서비스계약을 동시에 제공받았다. 물론 투자 고객들은 다른 서비스 회사와 계약을 체결할 자유가 있다는 설명이 제시되었지만, 실상 서비스 계약에 있어서는 해당사업자의 회사인 Howey-in-the-Hills Service 회사가 강조되었다. 실제로 1943년 5월 31일까지 3년동안 85% 이상의 양도된 농장토지가 Howey-in-the-Hills Service 회사와의 서비스계약이 이루어졌다.

해당사업자는 토지양도계약에 의하여 매매토지 단위당 통일화된 계약조건을 제공하였고 대금의 완전지급시에 토지소유권이 '담보책임부 소유권증서(warranty deed)'와 함께 비로소 양도되었고, 평균 서비스 계약기간은 일반적으로 계약 해제의 선택권없이 10년이었고, Howey 서비스 회사는 해당토지에 대한 임차권(lease)을 가지고 대상농장에 대한 완전한 점유권을 행사하였다. 서비스 요금과 노동비용, 자재비용에 대해서는 본 서비스회사가 과실의 재배, 수확, 판매에 관한 완전한 재량권과 관련 권한을 보유하고 있었다. 농장소유자나 매수인들, 즉 투자자들은 본 서비스회사의 동의없이 과실 판매행위를 위한 농장진입을 할 수가 없었다. 서비스회사는 오직 과실판매후 투자자들에게 순이익을 할당할 책임만 질 뿐이었다. 모든 생산된 과실은 서비스회사가 한꺼번에 모아 자기회사의 이름으로 거래를 하였다. 본 농장의 매수인들은 대부분 플로리다주 거주인(residents)이 아니었고 감귤 나무(cit-

rus tree)의 관리와 재배에는 지식이 전무한 일반 사업체나 전문직에 종사하는 사람들이었다. 그들은 상당한 이윤을 기대할 수 있다는 사실에 의해 감귤농장을 구입하게 되었다. 예를 들어, 전체적인 평균수익률은 10%였지만, 1934년과 1944년사이에는 20%의 수익까지 발생하였다. 투자자 대부분은 해당사업자가 소유 및 운영하는 리조트 호텔의 고객들이었고, 문제가 된 감귤농장은 사실 그 리조트 호텔과 바로 인접하여 호텔에 좋은 경치를 제공했던 것이었다. 해당사업자는 1933년법상 SEC 등록을 전혀하지 않고 우편물 등의 주간상행위(interstate commerce) 도구를 사용하여 감귤농장매매 및 서비스계약을 제공하였다.

(2) 판시이유

연방대법원은 본 사건이 증권법상의 증권정의 중 설명적 증권개념에 해당한다고 보았다. 1933년 증권법은 증권의 정의에 다음과 같은 설명적 용어(descriptive terms)를 포함시켰다. 즉, '이윤공유계약상의 지분증서(certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement)', '투자계약(investment contract)', '일반적으로 증권(security)로 알려진 이익(interest)이나 유가증권(instrument)'이 그것이다. 문제의 소재는 과연, 본 사건의 토지매매계약, 담보책임부 소유권증서(warranty deed)²³⁾, 서비스



23) 미국의 부동산 소유권양도 증명에는 양도소유권과 관련하여 매도인이 권리와 물건의 하자에 대해 폭넓게 담보책임을 지는

계약이 함께 1933년 증권법 Section 2(1)상의 “투자계약(investment contract)”을 성립시키는 가였다. 본 사건의 1심과 2심은 모두 위 3가지 법적 행위들을 분리된 거래로 분석하여 투자계약증권성을 부인하였다.²⁴⁾

증권법상의 투자계약의 개념에 대해서는 증권법이나 관련 입법보고서에도 정의가 내려져있지 않았다. 그러나, 많은 각 주의 증권법에서는 일반적인 용어였다(물론 정의는 규정되어 있지 않았지만). 주법원들은 일반 투자자들을 충분히 보호하기 위하여 ‘투자계약’을 넓게 해석하여왔다. 요지는 형식(form)은 실질(substance)을 위해 부인되며, 경제적 실체(economic reality)가 강조되어야 한다는 것이었다.²⁵⁾ 따라서 각 주법원에 의해 확립되어 왔던 ‘투자계약’의 개념은 ‘이익창출을 확보하기 위한 방식으로 자본이나 금전을 적치하기 위한 계약이나 계획’²⁶⁾ 이었고, 본 개념은 주 법원들이 통일적으로 다양한 사건에 적용한 개념으로서, 투자자 이외에 주로 사업자나 타인의 노력으로 이윤을 획득할 기대를 가

지고 개인이 공동사업에 금전을 투자하도록 유인된 모든 사정에 적용되는 기준이 되었다.

본 연방대법원은 주 법원들에 의해 확립된 이러한 투자계약의 개념을 연방증권법상의 투자계약에 그대로 인용할 것을 선택하였다.²⁷⁾ 즉, 연방증권법상 ‘투자계약’이란 ‘개인이 자신의 금전을 공동사업에 투자하여 주로 사업자나 제3자의 노력에 의해서 이윤이 창출될 것을 기대하는 것이며, 사업에 대한 지분이 공식적인 인증서에 의해 증명되든 사업체에서 사용되는 물리적 자산에 대한 명목상의 이익(nominal interest)에 의해 증명되든 중요하지 않다²⁸⁾고 하였다.

대법원은 이러한 정의방식은 현 상업사회에서 보통의 증권개념에 포함되는 수많은 종류의 유가증권의 발행과 관련하여, ‘완전하고 공정한 공시(full and fair disclosure)’를 추구하는 연방법률의 목적을 충족시킬 수 있는 것이라고 하였다. 또한 본 정의는 고정적인 원칙(static principle)보다는 ‘유연한 원칙(flexible principle)’을 구체화하여 이윤의 약속하에 타인의 금전을 사



General warranty deed와 매도인 자신에 의해서 초래된 부분에 대해서만 담보책임을 부담하는 Special warranty deed, 매도인이 담보책임을 부담하지 않는 Quick claim deed가 있다. 일반적으로 주택양도에는 general warranty deed가, 상가건물이나 상가부동산의 양도에는 special warranty deed가 이용된다.

24) *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 297-8.

25) *Id.*, at 298.

26) a contract or scheme for ‘the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment.’ *State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 177 N.W. 937, 938 (Minn. 1920).

27) *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. at 298.

28) *Id.*, at 298-9.

용하려는 자들이 고안해 낸 수없이 많고 다양한 상업계획(scheme)에 대처할 수 있는 것이라고 설명하였다.²⁹⁾

따라서, 이러한 주법원들에 의해 확립되어 연방대법원에 의해 다시 재확인된 “투자계약”의 개념을 기초로 하여 본 판례는 명백하게 해당 사건의 거래가 증권법상의 ‘투자계약’에 해당한다고 판시하였다. 해당사업자들의 회사는 단순한 토지소유권이상의 어떤 것(something), 즉 관리서비스와 결합된 농장과도 다른 어떤 것(something)을 제시하였다. 다시 말하면, 해당사업자들은 일반투자자들에게 금전을 투자할 기회를 제공하고, 거대한 해당사업자가 관리하고 부분적으로 소유한 감귤열매사업의 이윤을 공유할 기회(opportunity)를 제공하였다.

그리고 그러한 기회를 제공받은 이들은 원거리에 거주하는 자들로서 감귤생산물을 관리할 수 있는 시설이나 경험이 결여된 자들로서 매수 토지에 거주하여 스스로 농장을 운영할 의사가 없는 자들이다. 따라서 운영에 적합한 인적 물적 시설물을 갖춘 해당사업체나 제3자가 관리하는 공동사업(common enterprise)은 투자자가 이윤회수를 달성하기 위해서는 필수적인 것(es-

sential)이었다.³⁰⁾ 한편, 토지매매계약과 담보책임부 소유권증서는 투자자의 이윤을 할당받는 지분을 확정짓는 편리한 방법(convenient method)에 불과한 것이었다.³¹⁾

(3) 판시 결론

그러므로 영리를 추구하는 사업체의 모든 요소가 이 사건에 존재한다. 투자자는 자본을 제공하고 발생이윤을 공유하며 사업자는 사업을 경영, 통제, 운영한다. 따라서, 계약이 입은 옷, 즉 법적 용어에 상관없이, 본 투자계약은 토지매매계약, 담보책임부 소유권증서, 그리고 서비스계약의 형태를 취한 증권법상의 ‘투자계약’이다. 또한, 비록 본 사건이 해당사업자들의 선의의 법률착오에 의한 행위였지만, 증권(securities)의 매수제시에 있어서 법률과 행정규칙의 위반은 그대로 성립한다고 판시하였다.³²⁾ 게다가, 연방대법원은 본 결론이 해당사건에서 어떤 투자자들은 서비스계약은 거절함으로써 투자계약의 매수제시조건 전체를 전적으로는 승낙하지 않았다는 사실에 의해 바뀌지 않는다고 하였다. 왜냐하면 연방증권법은 비등록·비면제 증권의 매매(sale)뿐만 아니라 매수제시(offer)까지 금지³³⁾하



29) *Id.*, at 299.

30) *Id.*, at 300.

31) *Id.*

32) *Id.*

33) 1933년 연방증권법 Section 5는 증권을 등록하지 않고는 주간 상행위와 우편물 등의 이용을 금지하고 있다. 그리고 Section 2(3)는 매매(sale)의 의미를 대가를 받고 증권을 처분하려는 모든 시도(attempt)나 청약(offer), 또는 청약의 유인(권유: solicitation of an offer to buy)을 의미한다고 규정하고 있다.

고 있기 때문이다. 그러므로 해당사업자들이 투자계약의 필수적인 요소들을 단순히 제시(offer) 하였다는 사실만으로 위법성 성립이 충분하다.³⁴⁾

한편, 이전 판결인 연방항소심 제5지구 순회법원³⁵⁾은 공동사업이 그 특성상 투기적(speculative)이거나 관촉적(promotional)이지 않고, 매도된 물리적인 이익(tangible interest)이 사업의 전반적인 성공여부에 관계없이 고유한(재산)가치(intrinsic value)를 가진 경우에는 ‘투자계약’이 존재하지 않는 것으로 하자는 제안을 하였다. 이에 대해 연방대법원은 위에서 제기한 투자계약의 정의를 테스트로 적용하여 공동사업이 투기적인지의 여부나 고유한 재산가치의 존재여부는 중요하지 않다는 결론을 내리며 항소심이 제시한 판단기준을 거절하였다.³⁶⁾

(4) 평가

결론적으로 연방대법원은 본 거래에서 제시된 계약은 증권법상의 ‘투자계약’에 해당하여 ‘증권(securities)’라고 판시하였다. 서비스계약과 결합된 물권제공 계약(Property Interest com-

bined with service contract)이 증권법상의 증권에 해당할 수 있다는 길을 열어주었다고 말할 수 있으며, 미법원은 이러한 계약이 증권인지의 여부를 판단하기 위하여 거래의 ‘경제적 실체(economic reality)’를 심사하는 총체적 접근법(aggregation approach)을 사용한다는 사실을 보여주었다.³⁷⁾ 예를 들어, 사업자가 콘도미니엄 유닛(unit)의 일부를 투자자에게 판매하고 동시에 사업자(매도인)나 사업자(매도인)가 지시한 자가 투자자(매수인)를 위해 임대서비스를 제공하는 경우 이는 증권법상의 “투자계약”이나 “이윤공유계약상의 지분참여”로 분류될 수 있는 것이다.³⁸⁾

3. Howey 기준

(1) 테스트 3가지 구성요소

연방대법원은 ‘연방증권법상 투자계약이란 개인이 자신의 금전을 공동사업에 투자하여 주로 사업자나 제3자의 노력에 의해서 이윤이 창출될 것을 기대하는 것’이라고 정의하였다.³⁹⁾ 따라서 특정 투자관련 계약이 증권법상 ‘투자계약’으로



34) *W.J. Howey*, 328 U.S. at 301.

35) *SEC v. W.J. Howey*, 151 F.2d 714, 717 (5th Cir. 1945).

36) *W.J. Howey*, 328 U.S. at 301.

37) Marc I. Steinberg, *supra* note 1, at 25.

38) Securities Act Release No. 5347 (1973).

39) *W.J. Howey*, 328 U.S. at 298-9 (…an investment contract for purposes of the Securities Act means 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…)



서 증권으로 법률상 인정되기 위해서는 위 Howey 정의를 모두 충족시켜야 한다. 본 테스트는 세가지 주요 요소로 나눌 수 있다. 첫째, '주로 타인의 노력으로부터(solely from the efforts of others)', 둘째, '이윤의 기대(expectation of profit)', 셋째, '공동사업(common enterprise)' 이 그것이다.

i) '오로지 타인의 노력으로부터(solely from the efforts of others)'

연방 제5지구 항소법원 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*⁴⁰⁾과 연방 제9지구 항소법원 *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.*⁴¹⁾은 Koscot /Turner 테스트로 알려진 심사기준을 제시하였다. Turner 사건에서 항소법원은 핵심적인 질문은 '투자자 이외의 자들에 의한 노력이 부정할 수 없을 정도로 상당한 것이고 그러한 필수적인 경영 노력이 사업의 실패나 성공에 영향을 미치게 되는지의 여부' 라고 판시하였다. 본 테스트는 '오로지(solely)'의 의미에 대한 문자적 접근을 반대하였고, 다른 법원에 의해 많이 채택되고 있다.⁴²⁾ 한편, 그 외의 다른 법원은 표현만 다르게 의미는 위와 비

슷하게 다음과 같은 표현을 사용하여 적용하고 있다. 즉, '투자자가 의미있는(meaningful) 사업경영 참여를 하였는지 그리고 그 경영참가가 투자활동에 대해 미소한 통제이상(more than minimal control)의 정도인지의 여부'를 기준으로 하여 적용하고 있다.⁴³⁾

ii) '이윤의 기대(expectation of profit)'

이윤(profits)의 의미에 대해서 연방대법원은 첫째, '초기투자의 발달로부터 생기는 자본증가', 둘째, '투자자의 자금을 사용함으로써 생기는 이윤에의 참가'를 기준으로 제시하였다.⁴⁴⁾ 최근에는 *SEC v. Edwards* 판례에서 예를 들어, 이익배당(dividend)이나 다른 정기적 지급(payment), 또는 투자가치의 증가 등을 이윤이라고 하였다.⁴⁵⁾ 이윤은 회수비율이 변동적일 수도 있고 계약으로 고정된 이율(a fixed rate of return)도 될 수 있다. 그러나 투자자가 주로 투자대상물을 사용(use)하거나 소비(consume)할 의사에 기인하여 대상물을 매수한 경우에는 증권법이 적용되지 않는다. 예를 들어, 물가에 인접한 토지와 컨트리 클럽 회원권을 매수한 것이 주로 그들을 이용하기 위함이며, 개발업



40) 497 F.2d 473 (5th Cir. 1974).

41) 474 F.2d 476 (9th Cir. 1973).

42) Marc I. Steinberg, *supra* note 1, at 19.

43) *Steinhardt Group, Inc. v. Citicorp*, 126 F.3d 144, 152 (3d Cir. 1997).

44) *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837, 852 (1975).

45) *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389, 394 (2004).

자의 사업적 노력으로부터 이윤을 얻고자 한 것이 아닌 경우에는 연방법상의 증권이 아니다.⁴⁶⁾

iii) '공동사업(common enterprise)'

Howey 기준에서 볼 수 있는 바와 같이 공동사업(common enterprise)은 투자계약성립의 필수적인 요소이다. 일반적으로 두가지 종류의 공동사업이 존재한다. 첫째는 수평적 공동성(horizontal commonality), 둘째는 수직적 공동성(vertical commonality)이 그것이다. 수평적 공동성이란 개인 투자자와 다른 투자자 집단(pool)간의 관계를 말하는데 이는 각 투자자들의 재산과 전체적인 사업성공이 묶여져 있는 이해관계를 가리킨다. 모든 법원들은 수평적 공동성은 Howey 기준을 만족시키기에 충분하다고 판시하고 있다. 한편, 수직적 공동성은 투자자와 사업자와의 관계를 말하는데 이는 투자자의 재산과 사업자의 노력사이의 견연성(link)을 가리킨다. 또는 투자자의 재산이 사업자의 노력과 성공에 밀접하게 엮여지고 의존된 관계로 보아 더 좁게 해석하는 견해도 있다. 대부분의 하급법원들은 대체적으로 수직성 공동성만으로는 Howey 기준을 만족시키지 못한다고 보고 있다.

(2) 각 회사형태에 따른 '투자계약' 의 존재판단
각 회사형태에 따른 투자계약의 존재여부를

판단할 때 Howey 기준에 따라 3가지가 주된 기준이 된다. 특히, 사업자가 회사인 경우에는 세 번째 부분이 가장 중요한 기준이 된다.

첫째, 투자자들이 투자수익의 회수에 있어서 다른 투자자 또는/및 발행인에게 의존하고 있는가(공동사업-common enterprise)?

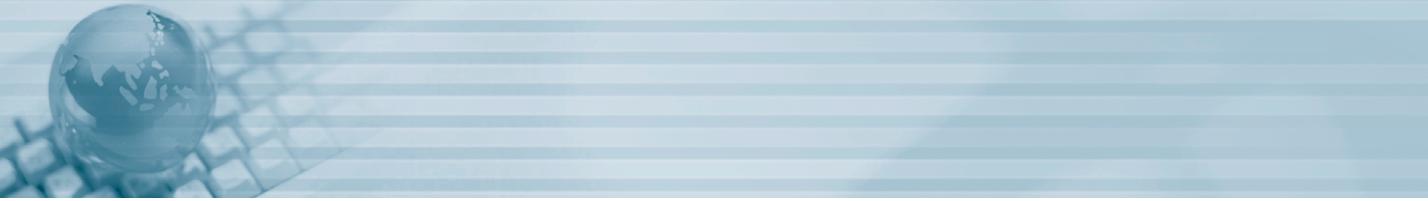
둘째, 금융수익 회수 등의 목적으로 위하여 투자한 것인가(수익기대-expectation of profits)?

셋째, 투자자들이 주로 타인의 노력에 의존하지 않을 정도로 투자사업경영에 참여하고 있는가(경영참여여부-participation in the venture)? 등이다.

대부분의 주식회사(C-corporation 또는 S-corporation)에서 일반 주주들은 경영에 참여하지 않기 때문에 투자계약이 증권법상 증권이 되는 것이 일반적이다. 한편, General Partnership (한국법상의 무한회사)의 경우에는 파트너들이 동일하게 경영권리와 책임을 동시에 지기 때문에 이들의 투자계약이 증권이 되기 힘들다. Limited Liability Company(한국법상의 유한책임회사)의 경우에도 멤버들이 각각 멤버쉽 지분을 갖고 그 지분만큼 경영과 책임을 지기 때문에 General Partnership과 마찬가지로 '주로 타인의 노력에 의한 이윤창출' 이라는 "Howey Test"를 만족시키기가 어렵다. 그러나 Limited Partnership(한국법상 무한책임사원과 유한책임사원이 혼용되어 있는 회사형태)의 경우에는 전통적인 형태로는



46) Rice v. Branigan Organization, Inc., 922 F.2d 788, 790 (11th Cir. 1991).



유한책임사원(limited partner)들이 상당한 경영 기능을 수행하는 것이 주법에 의해 금지되어 왔었기 때문에 대부분의 법원들은 이들의 투자활동을 증권법상 ‘투자계약’으로서 증권성을 인정했다. 그러나 파트너십 계약조건에 따라 limited partner들이 회사의 주요결정에 대해 명시적인 투표권을 갖고 있는 경우⁴⁷⁾, 또는 수동적인 투자자로 보기 어려울 정도로 회사투자에 대해 전반적인 통제권을 보유한 경우⁴⁸⁾에는 증권성이 부인된다.

그러나 ‘개정 통일 Limited Partnership법 (Revised Uniform Limited Partnership Act, RULPA)’⁴⁹⁾ Section 303(b)에 의하면 limited partner들도 사업에 관련하여 general partner (무한책임사원)에게 자문 등을 제공할 수 있고, 주식회사가 Limited Partnership의 general partner로 들어온 경우에는 그 집행기관(officer)이나 이사(director)직을 수행할 수 있다고 규정하고 있다. 더 나아가, 회사의 성격을 변경하거나 general partner의 수락이나 제거 등의 주요한 많은 사안에 대해 투표권을 행사할 수 있다고까지 규정하고 있다. 또한 Limited Partner-

ship 계약이 허용한다면 limited partner들이 실제로 사업과 관련한 모든 문제에 대한 승인권(right of approval)까지 행사할 수 있다고 하였다. 따라서 이러한 경우에는 투자계약증권이 성립할 수 없다고 보아야 한다.

이처럼 시장에서 사용되는 회사형태와 관련해서는 Limited Partnership의 입법양식이 과거와 달리 점차 유한책임사원의 적극적 경영참여를 보장하는 방향으로 가고 있다.⁵⁰⁾ 이는 한편으로는 투자자보호정책의 후퇴이지만 동시에 증권등록의무로부터 회사의 부담을 줄여 증권법의 복잡한 규제망으로부터 회사의 경영자유를 보장해 주고자 하는 기업법적 고려를 엿볼 수 있는 대목이다.

한편, 전통적인 프랜차이즈 계약은 일반적으로 증권법상의 “투자계약”을 성립시키지는 않는 것으로 여겨져 왔다. 왜냐하면 프랜차이지(Franchisee)가 해당사업에 대해 의미있는 노력(efforts)을 들여 참여하기 때문이다.⁵¹⁾ 즉, 프랜차이지(Franchisee)가 해당 사업에 대해 상당한 경영권과 책임을 행사할 실제적인 권한을 부여 받아 행사하는 경우에는 일반적으로 증권법상의



47) *Gordon v. Terry*, 684 F.2d 736 (11th Cir. 1982).

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

49) 1985년 전미통일주법위원회(NCCUSL)가 개정한 통일법안이다. 현재 미국의 49개 주, 워싱턴 D.C., U.S. Virgin Island가 주법으로 채택하고 있다.

50) 2001년 통일Limited Partnership 법 제303조는 유한책임사원(limited partners)이 회사의 경영과 통제에 참여한 경우에도 그들의 유한책임성을 일반적으로 보장하고 있다.

51) *Meyer v. Dans un Jardin*, 816 F.2d 533 (10th Cir. 1987).

“투자계약”이 부정될 가능성이 크다. 하지만, 예를 들어, 프랜차이즈 계약이 피라미드 구조로 되어 있어서 이익이 사업자와 제3자의 주된 노력으로 인한 다른 프랜차이즈 사업의 매매로부터 발생한다면, 증권법상의 투자계약이 인정될 수 있다.⁵²⁾

IV. 위험투자자본 테스트(Risk Capital Test)

위에서 살펴본 Howey 기준은 연방법과 주법상 투자계약의 존재여부를 판단하는 대표적인 기준이지만, 위험투자자본 테스트(Risk Capital Test)는 Howey 기준을 보완하는 주법상의 중요한 법적 테스트이다. 따라서 Howey 테스트에 의해 증권이 성립하지 않는다고 판단되는 경우에, 위험자본 테스트에 의해서 증권의 존재성이 인정될 수도 있다.

위험자본 테스트는 최초로 캘리포니아 대법원 판례 *Silver Hills County Club v. Sobieski*, 361 P.2d 906 (Cal. 1961)에서 인정되었다. 본 판례는 비록 받는 이익이 비금전적이라 할지라도, 이익창출을 위한 컨트리클럽 멤버십의 제공과 매매는 캘리포니아법상 증권에 해당한다고 판시하였다.⁵³⁾

사실관계를 살펴보면, 컨트리 클럽사업자들은 체육시설, 수개의 수영장과 9홀 이상의 골프장 등을 갖춘 컨트리 클럽을 개발할 목적으로 컨트리 클럽 멤버십을 종류별로 투자자들에게 판매하는 방식으로 자본을 모집하였다. 멤버십 약관에 의하면 회원권소유자는 클럽의 수입이나 자산에 대해 권리를 가지고 있지 않으며, 회원과 직계가족만 골프장 이외의 골프장시설을 이용할 수 있으나, 불법행위(misbehavior)나 월별 요금을 내는 한 회원권을 박탈당하지 않고, 회원권은 클럽이사회 승인을 얻어 양도할 수 있다고 규정하고 있었다.

캘리포니아 기업위원회는 컨트리클럽 멤버십(회원권)이 증권에 해당하기 때문에 회사증권법⁵⁴⁾상 주의 허가없는 증권매매행위는 금지된다고 주장하였다. 회원권은 클럽시설 이용에 관한 계약상의 권리이지만, 불법행위나 월별 요금납부지체를 제외하고는 취소되지 않는 성질(irrevocable nature)을 고려할 때, 사실상 캘리포니아 증권법상 물권적 이익(a beneficial interest in title to property)으로서 보아 증권이라고 해야 한다는 것이었다.

이에 대항하여, 클럽 측은 불법행위나 월별요



52) *Piambino v. Bailey*, 610 F.2d 1306, 1320 (5th Cir. 1980) (본 연방 제5지구 순회항소법원은 캘리포니아 회사에 의한 직접분배계약(direct distribution contracts)이 관련된 사건에서, 법원은 약식판결(summary judgment)을 거부하고 회사가 투자자들에게 매도했던 직접 판매대리권(Direct distributorships)을 재매수(repurchase)한 경우 사실관계에 따라 연방증권법상 투자계약이 될 가능성이 있음을 시사하였다).

53) *Silver Hills County Club*, 361 P.2d at 908.

54) Cal. Corp.Code, § 25500.



금 납부지체가 있으면 취소될 수 있다는 성질을 강조하여 회원권이 물권상의 이익(beneficial interest in property)이 아니고, 또한 회원권이 클럽의 수익이나 자산에 대해서는 아무런 권리가 없음을 명시한 약관조항의 존재 및 회원권 매수인들은 자신의 이용과 즐거움을 위하여 멤버십을 구입한 것이지 투자목적으로 한 것이 아니었다는 사실을 그 근거로 증권성을 부인하였다.

결국 캘리포니아 대법원은 클럽측이 영리를 목적으로 한 클럽사업운영을 위하여 위험투자자본(risk capital)을 투자자에게 권유(solicit)했으며, 회원권 매수인의 위험은 단지 회원권이라는 이름을 갖고 있다는 이유로 줄어들지 않으며, 투자자, 즉 회원권 매수인이 다른 매수인과 함께 그의 자본을 상실할 위험을 진다는 것은 곧 클럽 회원권의 이익이 언제든지 실물화 될 수 있다는 가능성이 존재함을 의미한다고 판시하였다.⁵⁵⁾ 즉 판례는 회원권(멤버십)이 투자목적보다는 투자자 자신의 이용이나 즐거움을 위하여 구입되었을 수도 있다는 사실만으로는 증권법상의 증권개념에서 배제될 수 없다는 사실을 분명히 하였다.⁵⁶⁾

위험투자자본 테스트는 많은 주의 주 법원과 입법부에 의해 채택되었다.⁵⁷⁾ 위험투자자본테스트와 Howey 기준과의 차이는 다음과 같다. 즉,

위험투자 자본테스트는 '수평적 공동성 요건'이 요구되지 않고, 비금전적 이익(non-pecuniary benefits)도 충분히 증권이 될 수 있으며, Howey 기준하에서 요구되는 "주로(solely)" 타인의 노력에 의한 이익창출의 요건상 "주로(solely)"의 의미가 완화되어 있다는 점 등이다.⁵⁸⁾

V. 맺는 말

미국법증권상 판례에 의해 확립된 '투자계약(증권)' 개념은 한국의 자본시장통합법상의 그것과 표현상 동일하다. 그러나 그 의미까지의 동일성은 한국자본시장의 여건에 따라 그 폭을 달리 할 수 있다고 본다. 한국의 현 요구는 자본시장의 성장과 활성화에 있다면, 미국은 지난 70여년 이상 투자자보호에 초점이 맞추어져 있었다. 미국시장에서는 주법 차원에서부터 투자자보호의 목적을 위하여 가능한 '투자계약'의 개념을 넓게 해석하였고 연방법원도 그 의미를 가능한 살려 넓게 그 범위를 인정하고자 하였다. 특히 물권의 양도와 서비스계약이 혼합되어 여러 가지 법적 형식이 겹친 경우, 가능한 형식보다는 경제적 실체(economic reality)를 주목하여 투자자와 사업자의 일반적인 투자관계를 인정할 수 있



55) *Silver Hills County Club*, 361 P.2d at 908.

56) *Id.*, at 908-9

57) Marc I. Steinberg, *supra* note 1, at 27 (citing following cases: *State, Commissioner of Securities v. Hawaii Market Center, Inc.*, 52 Haw. 642, 485 P.2d 105 (1971); Ga. Code Ann. § 97-102(a)(16); Mich. Stat. Ann. § 19.776(401)(1)).

58) Marc I. Steinberg, *supra* note 1, at 27-8.

으면 증권으로 보았다. 투자계약증권성을 판단하는 해석도구로서 미국의 판례이론은 연방법상으로는 Howey 기준이 확립되어 있으며, 주법상으로는 각 주에 따라 Howey 기준보다 더 넓게 투자계약증권성을 인정하는 위험투자자본(risk capital) 테스트가 Howey 기준을 보완하고 있다. 한편, 투자회사형태로 자주 이용되는 Limited Partnership의 경우 과거와 달리 유한책임사원의 경영참여를 적극적으로 지지하는 최근 입

법경향으로 인하여, 이들의 '투자계약증권성' 이 상당히 제한되고 있는 점은 주목할 만한 점이다.

유진호

(미국 주재 외국법제조사위원, 미국 변호사)