

불완전판매와 배상책임

Breach of Suitability and Duty to Explain and Loss Liability¹

2025.3.

양명석 (Yang Myung Suk)

Abstract/요약

Investors falling victim to sales of unsuitable securities by large securities firms and banks has been a recurring event in Korea. Upon media reports of huge losses, some exceeding trillion Wons, the regulatory agency investigates the securities sales firms finding those firms having recommended and sold unsuitable securities without suitability reviews and without providing sufficient explanations about the risks involved in investing in such securities. The regulatory agency, acting as a mediator, typically recommends to the sales firms to offer and the investors to accept compensations amounting to a portion of the investment losses. A small number of such investors bring actions against the sales firms but the courts typically invoke comparative negligence doctrine and award to the investors but a portion of the investment losses. The regulatory agency and the courts do not consider in detail the actual relationships among the investors and the selling firms, do not usually review whether the investors are in fact capable of independent reviews of the risks involved in purchasing the securities, in assessing investors' culpability. They formulaically rely on investors' prior investment experiences, the sizes of their financial assets and some other factors but do not include whether trust and reliance are involved, and such priors or larger assets are taken to be grounds for imposing greater investor responsibilities on the losses. This contrasts with the US practice. Prior investing experiences are not automatically assumed to be indicators of greater investment knowledge, and the actual character of the investor-broker dealer relationship is reviewed to assess investor's negligence. In addition, where a broker dealer is deemed to have committed a securities fraud, comparative negligence doctrine is not allowed and the investor is given full recovery of his losses. To reduce the incidences of sales of unsuitable securities in Korea, a modification of the incentive structure of securities sales companies may be needed.

증권상품의 불완전판매 사태가 주기적으로 발생하고 있다. 조원 단위의 피해가 발생하고 언론에 보도되면, 감독기관이 증권상품 판매사들의 행위를 조사하고, 불완전 판매 사실을 확인한 후, 투자자들의 손실 일부를 반환하라는 중재안을 제시하고 있다. 소수 투자자들이 판매사를 상대로 소송을 제기하기도 하지만, 판결은 투자자들의 자기책임의 원칙하에 투자 손실의 일부만 반환받고 있다. 감독기관 및 법원 모두 투자자들과 증권판매사의 실질적인 관계, 즉 투자자들이 증권판매사를 얼마나 신뢰하고 판매사의 권유를 독자적으로 검토할 수 있었는지에 대한 검토 없이, 과거 투자경력 여부, 투자금의 규모 등의 사실만으로 투자자들의 자기책임 의무를 더욱 인정하고 투자자의 과실상계 부분을 상향 조정 하고 있다. 이는 미국 감독국과 법원의 판단 기준과 상충되어 보인다. 미국에서는 과거 투자 실적 자체로 투자자의 투자 지식 등에 대한 추정을 하지 않고, 투자자와 증권판매사의 실질적인 신뢰관계를 검토하여 투자자의 과실 상계 여부를 검토한다. 또한, 증권판매사의 판매행위가 기망 수준인 경우는 증권 사기로 인정하여 투자자의 과실상계자체를 인정하지 않고 있다. 국내서 지속되는 대형 불완전판매 사태를 방지하기 위해서는 증권판매사의 인센티브 제도를 조정하여야 할 것으로 보인다.

¹ Available for download at <https://ssrn.com>, or <https://www.yangtmlaw.com/>.

목 차

1. 서두	2
2. 국내상황	3
a. 불완전판매와 자기책임의 원칙	3
b. 기망, 사기, 기교	9
3. Under the US Securities law.....	12
a. Background	12
b. Suitability/duty to explain.....	19
c. 손해배상.....	30
4. 결론	31

1. 서두

금융감독원 자료에 의하면 금감원이 2019년에서 2023년 8월사이에 불완전판매라고 판단한 금융투자상품 판매금액은 6조원을 초과하였으며 피해자도 3만명 이상이었다고 한다.² 언론에 널리 보도 됐던 2008년 KIKO 사건³, 2009년 부산저축은행 후순위채 사건⁴, 2013년 동양증권 CP 사건⁵, 2019년 라임펀드 사건⁶ 및 DLF 사건⁷, 2024년 ELS사건⁸ 등의 대형 사건 뿐만아니라 사회에 널리 보도되지는 않았지만 그보다 작은 규모의 금융 사건들이 많이 있었을 것으로 추정된다. 금융감독기관 및 금융사들이 이러한 금융사건들의 재발을 방지하기 위한 노력을 꾸준히 하고 있음에도 불구하고, 공통된 유형의 사건들이 지속되는 현실은 불완전판매 행위에 대한 사회적 인센티브 시스템이 적절하지 않다는 가능성을 제시하고 있다. 금감원이 이러한 불완전판매 행위 여부를 검토하

² 한국경제신문, “금융권 최근 5년간 불완전판매 금액 6조원... 3만명 피해,” 2023.11.1., <https://www.hankyung.com/article/202311013449Y> 에서 다운로드 가능함.

³ 최성진, “키코 판 은행, 10년 넘게 수출기업 골수 빼먹어,” 한겨레 신문, 2019.9.23. https://www.hani.co.kr/arti/society/society_general/910487.html.

⁴ 이태호, “뱅크런 32조·피해자 10만...저축은행 PF대출 부실로 드러난 최대 금융비리,” 한국경제, 2019.10.11., <https://www.hankyung.com/article/2019101188671>.

⁵ 김혜진, “[동양그룹 몰락의 재구성] 현재현 회장 ‘위험성 알고도’ CP 남발 지시했나,” 이투데이, 2013.10.15., <https://www.etoday.co.kr/news/view/804828>.

⁶ 정용환, “라임펀드가 뭐야? 도주한 부사장은 어디에? 공공증 다섯가지,” 중앙일보, 2020.1.26., <https://www.joongang.co.kr/article/23690212>.

⁷ 최승진, “DLF 사태가 남긴 것들... 불완전판매·은행 CEO 제재·슈퍼 금소처 탄생,” 매일경제, 2020.4.2., <https://www.mk.co.kr/news/economy/9279241>.

⁸ 이을, “금융위 ‘홍콩 ELS 손실액 4조6천억원...평균배상비율 31.6%,’” 연합뉴스, 2024.10.10., <https://www.yna.co.kr/view/AKR20241010042700002>.

고, 공평하고 합리적인 해결안이라고 판단하여 관련 금융기관과 투자 피해자들에게 권유하는 배상안과 소수 개별 소송에 의한 법원 판결은 불완전판매를 행한 금융기관에게 투자자 손실 배상을 원칙적으로는 인정하고 있으나, 그 배상 범위는 실 손실액의 일부로 제한되어 왔다. 금감원 및 법원 모두, 투자는 이익 및 손실에 대한 위험 가능성이 원칙적으로 존재하기 때문에 투자자들의 과실여부에 대한 구체적인 검토없이 투자자들에게 자기책임 원칙을 적용하여 금융기관에게는 손실의 일부에 대한 책임만을 추구하고 있다. 투자자들이 금융기관의 불완전판매가 없었다면, 다른 금융상품에 투자를 하거나 투자를 보류하여 관련 손실을 피할 수 있었을지 또는 투자자와 금융기관의 관계가 신뢰관계인지 등 구체적인 투자자의 과실과 금융기관의 불완전판매 행위에 대한 구체적인 논의나 검토를 하지 않고 자기책임 원칙을 고수하고 있어 보인다. 결과적으로 금융기관은 불완전판매 행위에 대한 책임 상당부분을 투자자에게 전과할 수 있다는 사실을 인지하고 있으며 불완전판매 행위 재발을 방지하는데 충분한 노력을 이행하지 않고 있다고 할 수 있다.

미국은 이러한 불완전 판매 행위를 판매사의 단순 과실 또는 고의행위로 구분하여 판매사의 책임한도를 차별하여 적용하고 있다. 미국에도 대규모 불완전판매 사태가 발생하지만, 그 빈도는 국내보다 적고 대부분은 판매사단위보다 판매직원 개인의 이탈 사건으로 보인다.

2. 국내상황

a. 불완전판매와 자기책임의 원칙

금융상품판매업자는 일반투자자에게 특정 금융상품을 권유하기 전에, 투자자의 자산, 투자목적, 원금손실감당 여부 및 투자경험 등에 대한 정보를 수집하고, 투자자에게 적합한 금융상품임을 확인하여 그에 대한 투자권유를 하여야 하며(적합성 원칙)⁹, 투자자

⁹ 2021.3.부터 이행된 금융소비자보호법 제17조 제1항은 금융상품판매업자는 상품판매에 앞서 투자자가 일반투자자인지 전문투자자인지를 확인하여야 하며, 제2항은 투자상품이 일반투자자에게 적합한지를 판단하기 위하여 필요한 정보를 수집하고 보관하여야 하는 의무를 부과하고 있고, 제3항은 적합하지 않은 금융상품을 일반투자자에게 권유함을 금지하고 있다. 금융소비자법은 이러한 3가지 의무 전체를 적합성 원칙이라고 한다. 따라서 판매자가 3 의무 중 1 의무라도 이행하지 않거나 위반하는 경우, 적합성 원칙을 위반한 것으로 인정된다. 제17조는 판매업자가 제2항에 의거하여 수집한 정보를 근거로 특정 금융상품 또는 투자전략에 적합한지를 검토 이행자체를 의무화하고 있지 않다. 금융소비자보호법이 시행되면서 폐쇄된 자본시장법 제46조에서도 금융투자업자에게 투자 적합성검토에 필요한 정보를 투자자에게 요청하고 기록으로 유지하여야 하는 의무와 적합하지 않은 상품을 권유하는 것을 금지하고 있으나,

가 관련 상품 투자에 대한 위험성 등을 충분히 이해할 수 있게 설명하여야(설명의무)¹⁰ 한다. 이러한 적합성 원칙 또는 설명의무 등을 위반하고 투자권유를 하고 금융상품을 판매하게 되면 이를 불완전판매라고 한다.¹¹ 따라서, 금융상품 판매자는 그의 불완전

적합성 검토 이행 자체에 대한 언급이 없다. 자본시장법 제50조는 금융투자업자에게 투자권유준칙을 채택하여야 한다고 지시하고 있고 한국금융투자협회는 표준투자권유준칙을 제정하였다. 표준투자권유준칙은 제8조는 예전 제46조와 동일하게 금융투자업자에게 적합성 검토에 필요한 정보를 확인하고 유지하여야 하는 의무를 부여하고, 적합하지 않은 상품을 권유하는 것을 금지하고 있으나, 적합성 검토 불이행 자체를 준칙위반으로 하고 있지 않다. 이에 대하여 학회는 “법 해석상 적합성 원칙 준수를 위한 전제적 의무로서 당연히 포함된다”고 보고 있다. 윤재숙, 아래 각주 16번 43쪽 참조. 그러나 적합성 위반 법원 판례는 대부분 판매자가 적합성 검토를 이행하지 않고 결과적으로 적합하지 않은 상품을 판매한 경우들이다. 법원은 적합성 검토 불이행만으로 적합성 원칙을 위배하였다고 판단하지 않고 결과적으로 적합하지 않은 상품을 판매한 사실을 지적하면서 적합성 원칙을 위반하였다는 판단을 하고 있다.

¹⁰ 금융소비자보호법 제19조는 금융상품판매업자가 일반투자자에게 계약체결을 권유하거나 일반투자자의 요청이 있으면, 일반투자자가 이해할 수 있도록 상품 및 투자에 대한 설명할 의무를 부과하고 있다. 설명하여야 하는 내용은 (1) 상품의 내용, (2) 투자의 위험, (3) 위험등급, (4) 수수료 등 중요한 사항과 (동법 시행령 제13조제4항제5호에 의거한 금융소비자 보호에 관한 감독규정 제12조제4항에 따라 금감위의 고시 사항, 별표3 제2호는 다음 내용의 설명을 의무화함) 1. 계약기간, 2. 상품의 구조, 3. 기대수익 (객관적 근거 포함), 4. 손실 발생가능 및 예측치 (객관적 근거), 5. 위험등급 및 세부내용, 6. 계약 종료에 조건이 있으면, 조건 내용이 포함된다. 금융소비자보호법이 이행되기 전에는 자본시장법 제47조가 유사한 내용의 설명의무를 부과하였다. 금융투자업자는 관련 조항을 “일반투자자들이 이해할 수 있도록” 설명하였어야 한다.

법원은 설명의무에 대하여 일단 일반투자자들이 관련금융상품의 구조 및 위험성을 이해하고 있는 경우에는 설명의무가 부과되지 않는다고 판단하였으나, 그러한 일반투자자들이 상품에 대한 이해하고 있는 내용에 법규에서 지정한 모든 요건들이 포함되는지에 대한 세부적인 검토를 하지 않고 판단한 것으로 것을 보인다. 대법원 2013.9.26. 선고 2013다26746 전원합의체판결. 관련 사건의 2심 법원은 원고의 20년 주거래은행인 피고가 원고의 외환거래 규모, 제3금융기관과의 유사 키코계약 체결 상황 등을 고려하지 않고 원고에게 “사건 계약 체결 당시 환율의 하락 전망과 현실적으로 지급할 비용이 없음을 강조하면서 환율 급등으로 인한 위험이나 그로 인한 손실의 정도 등에 관한 구체적인 설명은 하지 않고, 원고의 달러유입액의 규모나 그 형태에 비추어 적절하지 않은 것으로 보이는 이 사건 계약을 권유함으로써 적합성의 원칙 및 설명의무를 위반하였다고” 판단하였는데, [서울고등법원 2013.2.6. 선고 2011나11513 판결] 대법원은 “금융기관이 일반 고객과 사이에 전문적인 지식과 분석능력이 요구되는 장외파생상품 거래를 할 경우에는 고객이 그 거래의 구조와 위험성을 정확하게 평가할 수 있도록 거래에 내재된 위험요소 및 잠재적 손실에 영향을 미치는 중요인자 등 거래상의 주요 정보를 적합한 방법으로 명확하게 설명하여야 할 신의칙상의 의무가 있으나, 고객이 이미 그 내용을 충분히 알고 있는 경우에는 그러한 사항에 대하여서까지 금융기관에 설명의무가 인정된다고 할 수 없다 (대법원 2010. 11. 11. 선고 2010다55699 판결 참조).” 대법원은 2심 법원이 피고가 원고에게 “환율급등으로 인한 위험이나 그로 인한 손실의 정도 등에 관한 구체적인 설명”을 하지 않았다는 사실판단에 대한 언급없이 원고가 과거 키코 계약 투자 경험이 수차례 있고 환율헤지 이익을 수차례 및 녹인으로 인한 손실을 1차례 경험하였고 사내 환리스크 관리팀이 있었다는 사실만으로 2심법원의 사실 판단을 기각하였다. 대법원은 원고가 키코계약을 체결한 목적이 환헤지가 아닌 투자이익을 목적으로하는 파생상품투자였다고 판단하였는데, 자본시장법 제46조의2는 피고가 권유하지 않은 적합하지 않는 파생상품거래를 하려는 일반투자자에게 그 사실을 알리고 그에 대한 확인을 받고 기록으로 남여야 한다고 지정하고 있다. 대법원은 법규에 없는 원고의 이해가 충분하다고 판단되면 적합성 또는 적정성 원칙이 적용되지 않으며, 적합성 판단을 하기 위하여 법규에서 피고에게 수집 확인을 요구하는 정보모두를 원고가 이해하였는지에 대한 검토나 논의 없이 판단한 것이 아쉽다.

¹¹ 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40-80% 배상 결정,” 보도자료 2019.12.5; 성희환, “금융상품의 적합성원칙 관련 대법원 키코(KIKO) 판결의 분석과 평가,” 증권법연구 제17권 제1호 (2016); 김민혁 & 안수현, “투자자 손실보상의 실효성 제고를 위한 법적 검토,” 외법논집, 제45권 제3호, 397-

판매에 따른 투자자 손실에 대하여 배상책임이 있다.¹²

만약 금융상품판매자의 불완전판매와 별도로 투자 손실에 대해 투자자 귀책사유가 공존한다면 투자자도 본인 과실로 발생한 손실에 대한 책임을 지어야 한다.¹³ 금감원과 법원은 투자자의 과실이 판매자의 과실과의 관계, 손실에 대한 인과관계 등을 구체적으로 검토하지 않고, 투자자에게 자기책임의 원칙이 존재한다는 사실만으로, 결과적으로 투자된 상품이 수익율이 보장된 상품이 아니고 투자자가 그 사실을 인지하였거나 하였어야 한다는 사실만으로 최소한 손실의 일부가 투자자의 귀책사유임을 인정하고 있어 보인다.¹⁴ 자기책임의 원칙이란 “개인은 자신의 자유로운 선택과 결정에 따라 행

425 (2021.8). 적합성 원칙 위반을 인정하는 판례나 금감원 판단을 보면 판매자들은 법규에서 요구하는 적합성 검토에 필요한 정보를 수집하였다는 사실을 투자자들이 확인하는 자료를 보관하고 있는 사실이 인정된다. 그러나 많은 경우, 이러한 적합성 검토 자료 및 투자자의 확인 등은 형식적으로 제출되거나 확인된 경우가 상당수이다. 적합성 검토 이행 자체를 의무화 하고 검토 이행을 입증할 수 있는 자료의 보과 및 제출을 의무화 하여야 할 것이다. 금감원, “금융분쟁조정위원회, 홍콩 H지수 ELS관련 국민은행 등 5개 은행의 대표사예에 대한 분쟁조정 결정,” 2024.5.14. 설명의무에도 동일하게 적용되어야 할 것이다. 단순히 상품에 대한 이해를 한다거나 설명을 들었다는 확인서를 보관하는 수준을 넘어 상품마다 설명하여야 하는 내용이 무엇이며, 그를 설명한 사실을 입증할 수 있는 자료를 요구하여야 할 것이다.

¹² 금융상품소비자보호법 제44조 제2항은 판매업자가 제19 설명의무를 위반하여 소비자에게 손실이 발생하면, 그에 대한 배상 책임이 있다고 명시하고 있다. 적합성 및 적정성 원칙을 위반한 경우에 발생하는 소비자 손실에 대한 직접적 언급은 없으나 제44조 제1항은 판매자가 고의 또는 과실로 동법을 위반하였으면 소비자 손실을 배상하여야 한다고 언급하고 있다. 이 손해배상 구조는 전 자본시장법과 동일하다. 법원이 자본시장법 상 적합성 원칙만을 위반한 판매자에게 투자자 손실에 대한 배상책임을 인정한 판례는 찾기 어렵다. 현실적으로 적합성 원칙을 위반한 경우, 설명 의무를 위반한 경우가 대부분인 것도 사실이다. 앞으로 금융소비자보호법 상 동일한 모호성이 유지될지는 확인하여야 할 사항으로 보인다. 김영주, “금융투자업자의 적합성 원칙 준수 의무와 민사책임,” 기업법연구 제24권 제4호, 217-263쪽, 252-257 참조 (2010). “판례의 경우 대체로 적합성원칙 위반만을 이유로 민사책임을 인정하지는 않고, 그 위반행위로 인하여 고객에게 현저한 손해가 생겼거나 설명의무 위반과 결합하여 위반행위가 중할 경우에 민사책임을 인정하는 것으로 보인다.” 성희환, “금융상품의 적합성원칙 관련 대법원 키코(KIKO) 판결의 분석과 평가,” 증권법연구 제17권 제1호, 39-77, 72 (2016).

¹³ 보험사 직원인 피고는 존재하지 않는 투자형 확정 수익금 및 원금을 지급하는 보험상품을 원고에게 권유 매각하면서 인쇄된 보험약관에 인쇄선 사이에 타자로 확정 수익금 및 원금 보장 내용을 추가한 약관을 제공하였다. 법원은 이러한 비정상적인 약관은 일반인들이 당연히 의심을 하여야 할 수준의 변형 약관이라고 원고에게 30% 책임이 있다고 판단하였다. 광주고등법원, 1994.3.11. 선고 93나2529 판결; 대법원, 1994.11.22. 선고 94다19617 판결.

¹⁴ 법원판례와 금감원의 여러 불완전판매 사건에 대한 피고 판매사의 책임비율은 대부분 30-50%로 일부 예외 경우에만 50% 이상을 피고 비상비율로 인정하고 있다. 2008년 미국 서브프라임모기지 사태로 세계 경제사태로 번진 시기에 많은 중소기업들이 은행 및 금융기업과 환 헤지를 목적으로 키코계약을 체결하여 언론에 널리 보도되었다. 키코계약은 사실 환 헤지로 적합한 제품인지에 대해서도 논란이 있는 상황으로 금융기관들은 상대방 기업들의 미 달러 매출금을 상당히 초과하는 금액 계약을 권유하면서 각 기업에게 권하는 제품이 적합한지에 대한 검토를 이행하지 않은 것으로 보인다. 이러한 상황에서 법원은 (주)모나미의 경우, 과거 키코계약 경험이 있고, 환리스크 관리 부서가 별도로 존재하였으며, 당사의 미 달러 매출금보다 많은 금액의 계약을 체결하였거나, 환율이 일시적으로 상승할때 (원화의 약세) 추가 계약을 체결한 것은 유입되는 미 달러에 대한 헤지거래가 아닌 환거래 이익을 위한 투자거래 였다고 판단하고 적합성원칙이 적용되지 않는다고 하였다. 그러나 적합성 원칙은 헤지거래는 물론 단순 투자거래의 경우에도 적용되어야 한다. 본 거래가 체결된 2008년에는 파생상품 거래에 적용되는 적정성 원칙

위하고 그에 따른 결과를 다른 사람에게 귀속시키거나 전가하지 아니한 채 스스로 이를 감수하여야 한다는” 원칙으로 “계약을 둘러싼 법률관계에서도 당사자는 자신의 자유로운 선택과 결정에 따라 계약을 체결한 결과 발생하게 되는 이익이나 손실을 스스로 감수하여야 할 뿐 일방 당사자가 상대방 당사자에게 손실이 발생하지 아니하도록 하는 등 상대방 당사자의 이익을 보호하거나 배려할 일반적인 의무는 부담하지 아니함”을 의미한다.¹⁵

이러한 자기책임의 원칙의 중요한 전제조건은 “자유로운 선택과 결정”이다.

자기책임의 원칙을 금융상품투자거래에 적용하기 위해서는 일반투자자의 투자선택과 결정이 자유로워야 한다. 자유롭다는 것은 투자자가 제3자로부터의 직·간접적인 압박이나 부당한 영향을 받지 않았다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 금융상품투자 상황에서는 판매자 등으로부터 투자를 강요받거나, 상품에 대한 허위 사실 등의 압박이나 영향이 없어야 하고(적합성, 허위사실 사용금지 등 투자자를 대상으로 하는

이 채택되기 전이었지만, 파생상품과 같은 위험한 상품거래에 대해서는 판매사가 권유하기 않았거나 거래가 부적절하다는 판매사의 권유를 거부하고 투자자가 거래를 요청하는 경우에도 판매사는 거래의 적합성을 검토하고 적합하지 않다고 판단되는 거래인 경우 투자자에게 부 적합성을 통보하고 설명하여야 하는 의무가 부과되었었다. 모나미건 1심은 피고의 책임이 없다고 판단하였고 2심은 피고들이 적합성 원칙과 설명의무를 위반하였으며 피고에게 20% 배상 책임이 있다고 판단하였으나, 대법원은 이를 파기 환송하였다. 서울중앙지방법원 2010.11.29. 선고 2008가합108007 판결; 서울고등법원 2013.2.6. 선고 2011나11513 판결; 대법원 2013.9.26. 선고 2013다26746 전원합의체판결.

키코계약 경험이 없는 소기업 원고에게 적합성 원칙과 설명의무 위반을 인정한 법원은 원고가 수출업무에 경험이 있고, 키코계약으로 인한 손실이 원고나 피고의 행동과 상관없이 세계의 경제 위기로 발생하였으며 키코거래로 인한 피고의 소득은 단순한 수수료 수입으로 제한되어 있다고 하여 피고의 책임을 30%로 제한하였다. 서울고등법원 2013. 2. 7. 선고 2011나8470; 대법원 2013.11.28. 선고 2013다23891 판결. 원고의 자기 책임이 결과적으로 피고의 책임과 비교하여 2배 이상 규모로 인정된 것은 납득하기 어려운 부분이 있다.

금감원은 키코 사건 발생 11년 이후, 판매 금융사들이 적합성 원칙과 설명의무를 위반하였지만 원고들의 자기책임의 원칙에 의거하여 피고의 기본 배상비율을 30%로 제한하고 개별 원고에 따라 조정하여 결과적으로 15-41%로 결정하였다. 이상무, “11년 끌어온 키코 ‘30% 배상’ 결정 … 금감원 ‘불완전 판매’ 인정,” 한국일보, 2019.12.13, avail at <https://www.hankookilbo.com/News/Read/Print/201912130947720601>

DLF 및 ELS 사태의 경우, 금감원은 적합성, 적정성 및 설명의무의 위반을 확인하고 기존 배상비율을 약 30%로 정하고, 개별 원고의 상황에 따라 비율을 가산하거나 차감하여, 최고 60-80% 까지 피고의 책임을 인정하고 있다. 공통된 점은 투자자와 판매사 사이에 단순 거래 주문 관계였는지, 신뢰 관계였는지, 판매사가 적극적으로 적합성, 설명의무 등 소비자 보호 의무를 위반하였는지, 및 사건 상품이 투자자들의 투자 목적과 일치하는 지 등에 대한 검토 원칙에 대한 설명은 부족하여 보인다. 금융감독원, “금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40-80% 배상 결정,” 보도자료 2019.12.5.; “금융분쟁조정위원회, 홍콩 H지수 ELS관련 국민은행 등 5개 은행의 대표사례에 대한 분쟁조정 결정,” 보도자료 2024.5.14.

¹⁵ 대법원 2014. 8. 21. 선고 2010다92438 전원합의체 판결

부정거래금지 등의 법규정), 시장 상황 자체도 그들로부터 부당한 조작 등 영향을 받지 않았어야 한다(시세조정 등 시장 자체에 대한 부정거래금지 등의 법규정).

또한 현대 금융시장이 급속히 발전하고 복잡한 현실을 인정하여, 법체제는 일반투자자들이 “자유로운 투자선택과 결정”을 하기 위해서는 금융상품판매자 등의 전문인들로부터 그러한 선택과 결정을 위한 정보를 제공받아야 한다고 판단하였다. 따라서 금융상품판매자는 일반투자자들이 금융상품에 대한 중요한 사실을 이해할 수 있도록 필요한 정보를 제공하고 설명하여야 한다. 판매자들에게 주어지는 적합성 원칙, 설명의무 등 불완전판매를 금지하는 법규는 투자자들의 투자결정이 그들의 “자유로운 선택과 결정”이 가능하도록 하려는 목적에서 설정되었다.¹⁶

그러나, 법원은 상품의 특성 상 투자자들이 상품투자의 위험성을 독자적으로 판단할 수 없다고 판단되고 판매자의 불완전판매 행위로 더욱이 투자자들이 관련 상품 구조 및 위험성 등을 이해하지 못하고 판매자들의 부당한 권유에 의존하여 투자하였다고 판단한 경우에도¹⁷, 금융상품 투자자에게 자기책임의 원칙에 의하여 “투자상품의 내용이나 투자에 따른 위험성 등을 사전에 정확히 파악하여 신중히 검토한 다음 투자하여야”¹⁸ 할 의무가 있다고 지적하며 투자자에게 손실에 대한 책임을 부과하고

¹⁶ 윤재숙, “ETF·ETN의 투자권유 규제 관련 법적 쟁점과 실무,” 연세 글로벌 법학 연구 (YGBL), 제10권 제1호, 33-66, 35, (2018.6)

¹⁷ 일본 골프장 인수대금 대출 펀드를 판매한 피고 금융업자들은 인수자가 제출한 자료에만 의존하여 쉽게 발견할 수 있었던 허위 사실들을 그대로 원고들에게 전달하였다 손실이 발생한 사건에서, 1심은 원고 일반투자자들이 투자상품에 대한 독자적 검사 및 판단을 할 수 없었다는 사실을 인정하고, 손실의 원인이 피고들이 투자자를 보호하기 위한 주의의무를 이행하지 않았다고 판단하여 원고에게 자기책임의 원칙 상 과실이 없었다고 판단하고, 피고의 손실배상 책임을 인정하였다. 대구지방법원 2014. 9. 4. 선고 2013가합10141 판결

2심은 원고가 본 사건 이전 피고를 통한 유사한 상품 투자경력이 있고, 본 투자 상품이 연12% 고수익을 예고하였던 점 및 원고가 독자적으로 상품의 위험성을 판단하였어야 한다고 피고의 배상 책임을 70%로 제한하였다. 피고들이 원고들의 투자금액에서 약 37%를 선취이자 및 수수료 목적으로 자신들에게 선지급하고 인수자에게는 약 63%만 대출한 사실 또는 그 정당성에 대한 언급없이 단순히 원고들이 연 12% 고수익을 기대하였다면 원금 손실에 대한 위험을 감수하여야 한다는 판단을 한 것은 납득하기 어려운 면이 있다. 대구고등법원 2015. 7. 8. 선고 2014나22346 판결. 대법원은 2심 판결을 그대로 인용하였다. 대법원 2015. 12. 23. 선고 2015다231092 판결

¹⁸ 대구고등법원 2016. 2. 16. 선고 2015나20071 판결. 본 사건은 투자자의 친척인 동양증권 직원인 피고가 투자자가 외국으로 출국하기 전날 별다른 설명없이 수익율과 만기일만 설명하며 투자를 권유하였으며, 원고가 외국에 체류하는 동안 투자자에게 상품에 대한 설명이나 승인없이 동양계열사 CP에 투자하였다 손실이 발생한 사건이다. 투자자는 피고를 통하여 투자자격 신용등급 상품에 투자한 경력이 있었고, 계좌개설 당시 원금에 대한 최소한의 손실만 가능하다고 투자정보확인서에 명시하였었다. 피고는 원고가 해외에 체류기간 중 원고에 대한 투자정보확인서를 원금상실 위험을 감내하는 적극투자자로 신규 작성하였다. 원고는 투자거래가 이행된 이후 입국하여 피고가 미리 작성한 계역서에 서명하였다.

있다. 판매자에게 설명의무를 부과하는 전제는 투자자가 상품에 대한 위험도 및 투자 적합성에 대한 합리적인 판단을 하기 위해서 판매자가 관련 정보를 제공하여야 한다는 것이다.¹⁹ 따라서, 판매자의 불완전판매가 인정된다는 것은 투자자가 투자에 대한 합리적인 판단을 할 수 없음을 인정하는 것인데, 법원과 금감원은 불완전판매 사실을 인정하면서도, 결과적으로 투자자가 합리적인 투자결정을 하지 않았다고 판단하고 투자자에게 과실상계를 적용하고 있어 보인다.

감독기관과 법원은 불완전판매가 발생한 상황에서 투자자가 유사한 상품의 투자경험이 있거나 판매사와 투자 경험이 있으면, 투자자의 자기책임 범위를 가산하고 있다. 과거 유사한 상품 투자경험 또는 판매사와 거래 경험 자체로 투자자에게 금융상품 또는 투자에 대한 지식 또는 이해이 쌓인다는 것인지 설명은 제시되지 않는다.²⁰

법원은 피고가 적합성원칙은 위반하지 않았으나, 설명의무를 위반하였다고 판단하였으나, 원고가 투자상품에 대한 정보를 사전에 파악하고 검토하였어야 한다는 등의 이유로 자기책임의 원칙에 따라 피고의 책임비율을 60%로 판단하였다.

¹⁹ 대법원 2014.2.27. 선고 2011다112407 판결; 서울지방법원, 2014.10.30. 선고 2011가합82631 판결. 대법원은 2007년 이전 적용되던 간접투자자산 운용업법에 의거하여 수익증권 “판매회사가 경험이 부족한 일반 투자자에게 거래행위에 필연적으로 수반되는 위험성에 관한 올바른 인식형성을 방해하거나 또는 고객의 투자 상황에 비추어 과대한 위험성을 수반하는 거래를 적극적으로 권유 함으로써 투자자에 대한 보호의무를 위반한 위법행위를 하여 투자자에게 손해를 입게 한 경우, 판매회사는 불법행위로 인한 손해배상책임을 진다”고 하였다. 관련 사건 금융상품은 주식디폴트스왑에 근거하여 확정된 수익금을 정기적으로 지급하면서 원금손실이 가능한 파생상품에 투자하는 신상품으로 판매사는 투자자들에게 신용평가사들이 인정한 투자적격 신용등급만 국채에 비교하는 등 정기예금과 유사한 상품이라고 설명하고 원금손실 가능성은 투자설명서에만 명시하고 설명하지 않은 사실이 인정되었다. 따라서 2심 법원은 피고들의 배상 책임을 손실의 70%로 판결하였다. [대법원은 피고의 투자자 보호의무 위반에 대한 2심 판결을 인정하였으나, 투자자들이 원금 손실 가능성이 명시된 판매자료를 스스로 읽지 않은 사실 및 그 가능성을 피고에게 문의하지 않은 사실, 세계경제 위기가 손실의 상당부분 원인이 되었다는 사실을 지적하며 원고의 과실이 피고의 과실보다 작다고 할 수 없다며, 피고의 70% 배상 비율이 부당하다고 2심 판결을 파기하였다.]

²⁰ 동양증권 직원이 동양그룹계열사가 자본잠식 등의 문제로 재정안전성이 취약한 상태에서 발행한 단기채권을 친척에게 권유한 사건에서 법원은 원고가 피고를 통하여 과거 3차례 유사한 투자를 하였다는 사실을 지적하면서 피고가 적합성 검토나 채권에 대한 설명을 하지 않았을 뿐만아니라 원고에 대한 투자자정보 확인서를 안정적인 투자를 원하는 원고가 공격형 투자를 원한다는 내용으로 임의로 작성하였음에도 과거 유사한 투자경험을 지적하며 피고의 책임을 60% 제한하였다 대구고등법원, 2016.2.16. 선고 2015나20071 판결, 대법원 2018. 6. 15. 선고 2016다212272 판결.

2024년 널리 보도되었던 홍콩 H지수 ELS 사건 상황은 시내 5대 은행과 증권사들이 판매한 금융상품의 2023년 말, 19조 이상의 판매잔액 중 2024년 상반기 만기 금액이 10조를 초과하였고, 원금 손실율이 50%를 초과하였다. 조선일보 “원금 날릴 위험, KB만 4조6천억... ‘홍콩 ELS 폭탄’ 터지나 - 은행들 내년 상반기 8조원 만기 도래,” 김은정 & 권순완, 2023.11.24. avail. at

https://www.chosun.com/economy/economy_general/2023/11/24/ROKUCX4R5RD2JDBRFM5F63BMAE/. 금융감독원 산하 금융분쟁조정위원회(분조위)는 금융기관의 관련 ELS 제품 판매과정을 검토하고 투자자들에게 대한 적합성 검토 없이, 원금 손실 파생상품임에도 불고하고 안전하다는 허위 주장을 제시하거나 투자자들에게 제품의 위험에 대한 설명의무를 위반하였다고 판단하였다. 분조위는 이에 대하여 기본 손실 배상 비율을 20-30%로 정하고 예금목적이 명백한 경우, 금융취약계층, 최초투자자 등에게는 배상비율을

판매직원과 과거 투자거래가 있거나 특수관계가 있는 투자자는 판매자에 대한 신뢰가 더욱 높을 것이며 특히 판매자가 투자자의 그러한 신뢰를 인지하고 있으면, 미 법원은 판매자에게 일반 대리인보다 더욱 높은 수탁자 (fiduciary)로서의 책임을 부과하는 것과 대조 된다.²¹ 수탁자에게는 판매자에게 투자자에 대한 주의의무와 충실의무가 부과되며, 투자자의 이익만을 고려하여 투자권유를 하여야 한다. 수탁자로서의 의무를 위반하게 되면, 판매자는 투자자에게 발생하는 손실에 대한 배상 책임이 있으며, 일상적인 과실공유가 적용되지 않는다.²²

b. 기망, 사기, 기교

자본시장법 제178조 제1항은 금융투자상품의 매매 등의 거래와 관련하여 (1) 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위, (2) 중요사항의 거짓 기재나 누락된 문서를 사용하는 부정거래행위를 금지하고 있다. 제1호의 금지조항은 미국 증권거래법 제10(b)조²³를 근거로 미 Securities and Exchange Commission (SEC, 국내 금융위원회와 금융감독원의 역할을 하는 감독기관)이 제정한 증권거래법 규정 10b-5²⁴를 직역하여 도입한 조항이라고 해석되고 있다. 미 대법원은 증권거래법 제10(b)조가 증권시장의 사기행위를 금지하려는 목적을 두고 있다고 임의 해석하고, 그 법규에 근거한 SEC의

가산하고, ELS 투자경력, 대규모 투자금액 등의 경우에는 배상비율을 차감적용하여 결과적으로 피고 판매자들의 배상책임을 30-65%로 발표하였다. 금감원, “금융분쟁조정위원회, 홍콩 H지수 ELS관련 국민은행 등 5개 은행의 대표사들에 대한 분쟁조정 결정,” 2024.5.14.

²¹ 판매자가 단순히 투자자의 주문을 이행하여 주문 이행에 대해서만 대리인으로서의 책임을 지는 상황과 투자에 대한 일임관리를 하는 수탁자 사이에, 판매자와 투자자의 관계가 신뢰관계 등의 특수상황에서는 판매자에게 수탁자로서의 책임이 부과된다. 아래 각주 ##51, 63 참조.

²² 아래 각주 #95 참조.

²³ 미 증권거래법 제10(b)조는 어느 증권의 거래에서도 SEC가 공익 또는 투자자의 보호를 목적으로 채택한 규정을 위반하는 조작적(manipulative)인 또는 기망적(deceptive) 방법의 사용을 금지하고 있다. “It shall be unlawful for any person[], by the use of any means [] to use [] in connection with the purchase or sale of any security [] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.” 17 U.S.C. §78j.

²⁴ SEC 증권거래법 규정 제10b-5는 사취목적(to defraud)의 수단(device), 계획(scheme), 기교(artifice) 사용을 금지하고 있다. It shall be unlawful for any person [] to employ any device, scheme, or artifice to defraud [] in connection with the purchase or sale of any security. 17 CFR §240.10b-5. 본 규정은 근거가 되는 법 규정에 의한 포괄적으로 기망행위를 모두 금지한다는 해석이 많으나 실제로는 법 규정은 SEC에게 조작적 또는 기망적 방법의 사용을 금지하는 규정을 채택할 권한을 위임하였다. 증권거래법 제정 국회는 증권시장에서 기망적 행위 및 조작적 행위를 규제하여야 하며, 그러한 행위를 규제하는 법규를 단번에 확인하기가 어렵다고 판단하여 SEC에게 시장 변동 상황에 적합하게 대응할 수 있는 포괄적 권한을 위임하는데 별다른 논의없이 관련 조항을 채택한 것으로 보인다. 그 이후 미 법원은 조작적 문구를 별다른 해석없이 법자체가 기망적, 특 사기행위를 금지함을 그 목적으로 하고 있어 그에 근거한 규정의 범위를 사기 행위, 즉 사취행위라고 판단하여, 현재 판례로 이어졌다. 아래 각주 #42 참조.

권한 역시 사기행위 규제에 제한된다고 판단하였다. 미 법원은 “device, scheme 및 artifice”에 대한 구체적인 해석을 피하고 규정 10b-5는 포괄적 사기행위를 금지한다고 해석하였다. 규정 10b-5를 그대로 도입한 국내 자본시장법 제178조 제1항의 “수단, 계획 또는 기교”에 대한 해석이 어려운 것도 동일한 상황이라고 보여진다. 단, 미 증권거래법은 사기행위를 규제하는 법규를 법으로 정하기에 어려움이 있을 뿐만 아니라, 시장 상황이 지속적으로 변동하기 때문에 그러한 행위를 규제하는 규정을 SEC가 적절하게 검토하면서 유연하게 대응할 수 있게 하였다. 법규 제10(b)조는 자체적으로는 증권거래와 관련된 사기적 행위를 금지하지 않는다(not self-executing). SEC가 사회이익과 투자자의 보호를 위하여 사기적 행위를 규제하는 규정을 채택하여야만 그 규정에 의하여 대상행위가 규제된다. SEC가 법 제10(b)조의 대표적인 10b-5규정을 채택한지 80년이 지났지만, SEC와 법원은 추가 규정을 채택하고 새로운 상황에 기존 규정을 적용하는 등 포괄적 사기적 행위를 금지하는 법규의 목적을 유지하고 있다.²⁵ 이에 비하여 자본시장법 제178조 제1항은 법규로 채택된 이후 시행령이나 세칙등으로 금감위원회가 시장의 질서 또는 투자자의 보호에 따라 범위내에서 유연하게 규제를 적극적으로 조정하지 않고 있어 보이며, 아직까지는 법원이나 금융감독원이 관련 규정을 넓게 적용하지 않고 있어 보인다.

법원은 “부정한 수단, 계획 또는 기교”에 대한 구체적인 해석을 하지 않고, 그를 “사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 말한다”라고 해석하면서 “부정”여부는 “[불법행위 등을 통하여] 다른 투자자들로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성, 신뢰성 및 효율성을 해칠 위험이 있는지를 고려하여 판단하여야 한다”고 지적하였다.²⁶ 제178조 제1항 제1호를 위반하는 행위가 사기적 요건을

²⁵ SEC는 규정 10b-5와 조작적이나 사기적 행위를 금지하는 다른 규정들, 특히 내부자거래에 대한 규정 등을 채택하였다. 관련 규정들은 17 CFR part 240를 참조하면 된다. <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFRbda83517ce4377f?toc=1>.

²⁶ 대법원 2024. 5. 30. 선고 2019도12887 판결, (대법원 2022. 5. 26. 선고 2018도13864 판결 등 참조). 서울 남부지방법원 2018. 10. 26. 선고 2016고합596, 625, 2017고합242(각 병합) 판결; 서울고등법원 2019. 8. 22. 선고 2018노3161 판결. 연예인 견미리의 남편 이홍현이 최대주주였던 보타바이오 주가조작 형사사건에서 1심법원은 적자가 누적되어 관리종목으로 지정될 위기에 처한 코스닥상장법인의 최대주주가 수차례에 투자자가 확정되지 않은 상태에서 제3자배정 유상증자 투자자가 확정되었다고 또는 대주주들이 자기자금으로 유상증자에 참여한다는 등의 허위 공시 및 증권방송을 통하여 허위사실 등을 유포하여 자본시장법 제178조 제1항 제1호 및 제2호를 위반하였다고 판단하였다. 1심은 이러한 허위공시 및 허위사실 등의 유포행위가 제1호 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”이며 동시에 제2호 “중요사항의

요구하는지, 또는 사기성이 미비하더라도 사회통념상 부정한 행위를 포함하는지는 더 많은 판례를 기다려 봐야 할 것으로 보인다.

피고가 국내 투자를 외국인 투자로 위장하여 주식시장에 호재로 인식시키려 한 행위 및 대주주가 차입금으로 유상증자 참여한 것을 본인자금이라고 하거나 허위 유상증자를 공시하는 등의 행위가 제178조 제1항을 위반하였다는 형사소송건에서 법원의 판결이 있었으나, 민사 사건에서 사기적 부정거래 행위로 인정될만한 사실관계가 제178조 제1항을 위반하였다고 하는 판례는 많지 않아 보인다.²⁷

법원이나 금감원이 금융상품판매자들의 적합성 원칙 위반이나 설명의무 위반행위를 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 부정거래행위로 인정하고 투자자들에게 대한 배상책임을 인정하는 판례나 판단을 아직 확인하지 못하였다.²⁸

거짓 기재되거나 누락된 문서를 사용하는 행위”라고 판단하였다. 그러나 2심은 동일한 사실관계를 인정 하면서 제3자 유상증자를 이사회에서 결의하고 공시한 이후, 증자금을 납입하기 전에 투자자들의 투자 결정 변경이 가능하다는 이유만으로 본 사건에서 투자자들의 단순 변심이 아닌 계획된 사기라는 1심 법원의 사실판단에 대한 추가 언급없이 모든 피고들을 무죄라고 판단하였다. 그러나, 대법원은 대주주의 지분 변동규모가 1% 이상인 경우, 별도의 공시의무가 있는 것은 1% 이상의 지분 변동이 투자자들에게 중요한 정보라고 판단하여, 유상증자에 대한 허위공시가 대주주의 지분 1% 이상에 대한 경우는 제2항 위반이라고 판단하였고, 확정되지 않은 중국투자자의 경영권 인수 거래에 대한 허위 공시사항은 제1호 위반이라고 판단하여 2심 법원의 판단을 기각하였다. 대법원은 유상증자와 관련된 공시 허위사실이 “경영에 중대한” 사실이라고 제2호를 위반하는 부정거래라고 판단하면서도 2심 법원이 제1호 “부정한 수단, 계획 또는 기교”가 아니라는 판단은 과기하지 않은 것은 아쉬운 부분이다.

²⁷ 대법원은 2024년건에서 투자모임에서 특정 상장주식을 함께 매수하고 보유하고 있으면 주가가 상승할 것이라고 하면서, 본인들이 보유하던 주식을 매도하여 이익을 실현한 원고들이 제178조 제1항을 위반하였다고 언급하였으나, 원심법원에 환송된 이후 결과를 확인하지 못하였다. 대법원 2024.11.14. 선고 2019다292750 판결. “구 자본시장법 제176조 제2항 제2호의 ‘상장증권 등의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 시세가 자기 또는 타인의 시장 조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하는 방식의 시세조종 행위’와 같은 항 제3호의 ‘상장증권 등의 매매를 유인할 목적으로 그 증권 등의 매매를 함에 있어서 중요한 사실에 관하여 거짓의 표시 또는 오해를 유발시키는 표시를 하는 방식의 시세조종 행위’ 및 구 자본시장법 제178조 제2항의 ‘증권 등의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 위계를 사용하는 부정거래행위’도 결국 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단 등을 사용하는 행위에 해당하므로, 위와 같은 시세조종행위와 부정거래행위는 제178조 제1항 제1호가 정한 일반적, 포괄적 부정거래행위의 특수한 형태라 할 수 있다.”

²⁸ 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 투자자의 보호 목적으로 해석하여 적합성 위반 또는 설명의무 위반의 경우에 적용하여야 한다고 주장하는 논문도 있다. 김정철, “투자자보호를 위한 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조 제1항 제1호의 부정거래행위에 대한 해석,” 안암법학 제48호, 119-142, 121-124 & 134 (2015). 그러나 2021년부터 이행된 금융소비자보호법에 적합성 원칙 및 설명의무와 그의 위반에 대한 손해배상 조항이 명시되어 법원에서 자본시장법 제178조의 해석을 넓게 할지는 불확실하여 보인다.

형사사건에서는 실제 국내자금을 외국인 투자자금인 것 같이조작하여 외국인 투자자가 신주를 인수하는 듯 꾸미거나, 대주주가 1% 이상의 지분을 추가 투자하는 듯 꾸며 공시하여 일반투자자를 속이는 행위를 자본시장법 제178조 제1항을 위반한다고 판단한 사건들이 있으나 [대법원 2011.7.14 선고 2011도3180 판결; 대법원 2011.10.27. 선고 2011도8109 판결; 대법원 2024.5.30. 선고 2019도12887 판결] 동일한 행위가 적합성 원칙을 위반한 부당 권유이며 설명의무를 위반하였다고 판단하면서 자본시장법 제178조 제1항

미국 법원은 규정 10b-5 위반 사실을 확인하면, 국내 자기책임의 원칙 등의 투자자 과실공유를 적용하지 않고, 규정 위반 피고에게 투자자의 손실 전체를 배상할 책임을 부과하고 있으나, 국내 법원이 제178조 제1항 제1호 위반 상황에서 투자자의 자기책임원칙을 적용하고 과실상계를 적용할지는 추후 확인하여야 할 것이다.

3. Under the US Securities law

a. Background

미 정부는 19세기와 20세기 초반까지 반복적으로 발생하는 증권시장 공황 사태²⁹, 특히 1907년과 1929년 사태에 대응하기 위하여 증권법과 증권거래법을 1933년과 1934년 제

제2호를 위반하지 않았다는 1심 판결을 항소심과 대법원은 그대로 인용하기도 하였다 [서울지방법원 2014.10.30 선고 2011가합82631 판결; 서울고등법원 2015.10.23. 선고 2014나60264 판결; 대법원 2018.9.28. 선고 2015다69853 판결].

대구고등법원은 동양증권 직원이 그의 이중형수인 투자자에게 동양그룹계열사가 발행한 단기사채에 투자할 것을 권유하였는데, 동양그룹은 당시 재정상태가 좋지 않았고 자본잠식된 상태였으며 단기사채는 투기등급의 신용평가를 받은 상품이었다. 투자자는 투자계좌 개설당시 안전한 투자를 원한다는 투자정보확인서를 작성하였고, 직원을 통하여 투자적격 상품에 2차례 투자한 경험이 있었다. 직원의 투자권유를 받고 결정을 하지 않았던 것으로 보이는 투자자는 외국여행을 떠났고, 투자자가 귀국하기 전에 직원은 투자자의 투자정보확인서를 적극투자를 원한다고 임의로 수정하고 추천하였던 상품을 투자자의 명의로 투자하였다. 결국 사채 발행사는 부도처리되었고 투자자에게 손실이 발생하였다. 이에 대해 법원은 직원과 동양증권이 그룹계열사의 재정상태를 알고 있었다는 증거가 부족하다며, 적극 기망행위가 아니라고 판단하고 적합성 원칙도 위반하지 않았으나 설명의무를 위반하였다고 판단하였다. 대법원은 원심 판결을 그대로 인용하였다. 대구고등법원 2016.2.16. 선고 2015나20071 판결; 대법원 2018.6.15. 선고 2016다212272 판결.

금감원은 널리 보도되었던 DLF 사태에 대하여 은행들의 판매상품 적합성에 대한 내부 검토과정부터 판매직원들의 판매과정에서 부당한 행위가 있었음을 확인하였는데, 그에 대한 자본시장법 부정거래 행위에 대한 언급없이 불완전판매라고만 판단하였다. 금감원이 검토한 6개 사례는 사실 고의 또는 미필적 고의 위반행위로 사회통념상 부정한 거래라고 판단할만한 내용으로 보여진다. 금감원, “금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40%~80% 배상 결정,” 보도자료, 2019.12.5.; 최승진, “DLF 사태가 남긴 것들... 불완전판매·은행 CEO 제재·슈퍼 금소처 탄생,” 매일경제 2020.4.2., available at <https://www.mk.co.kr/news/economy/9279241>. 2024년 보도된 금감원 자료에서 금감원은 홍콩 H지수 ELS 사태에 대하여 DLF와 유사하게 사회통념상 부정하다고 판단되는 불완전판매 행위를 확인하였지만 역시 자본시장법 제178조의 부정거래를 언급하지 않고 불완전 판매의 결론만 확인하였다. 금감원, “금융분쟁조정위원회, 홍콩 H지수 ELS 관련 국민은행 등 5개 은행의 대표사례에 대한 분쟁조정 결정,” 보도자료 2024.5.14.

²⁹ 증권시장 공황 사태는 1884년, 1893년, 1896년, 1901년, 1907년, 1929년, 1937년 등 반복되었다. Ward Williams, “Timeline of U.S. Stock Market Crashes: The Most Economically Devastating Market Drops in American History,” Investopia, updated Oct. 30, 2024, at <https://www.investopedia.com/timeline-of-stock-market-crashes-5217820>. 특히 1907년 사태 이후, 미국내 증권시장 개혁 요구가 강하였고, 정부는 증권시장 개혁에 대한 여러 검토를 완료하였으나, 증권시장의 반등으로 사회에서 개혁 요구가 수그러져서 개혁이 이루어지지 않았다, 1929년 사태로 다시 개혁 요구가 강해지면서 증권법, 증권거래법 등을 제정하게 되었다. Steve Thel, The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act, 42 Stan. L. Rev. 385, 395-424 (1990), Available at: https://ir.lawnet.fordham.edu/faculty_scholarship/831.

정하였다.³⁰ 당시 국회는 증권시장 공황 사태가 일부 투자자들의 조작 (manipulation), 투기 (speculation) 및 사기 (fraud)로 발생한다고 판단하고³¹ 그러한 행위로부터 시장의 건전성(public interest)과 일반투자자들의 보호를 목적으로 하였다. 증권시장 및 증권 상품이 복잡하게 변화하면서 일반투자자들에게 투자판단에 필요한 정보가 전달되지 않는다고 판단하여 일차적으로는 투자판단에 필요한 정보를 모든 투자자들에게 공평하게 제공하는 패러다임을 채택하였다.³² 시장과 투자자를 보호하는 감독업무는 새로 설립된 증권감독원 (Securities Exchange Commission, SEC)에게 주어졌다. 국회는 과거 증권시장 공황 사태의 원인이라고 판단하였던 조작, 투기 및 사기행위에 대한 규제는 전문가의 수시 감독이 필요하다고 판단하여 SEC에 광범위한 권한을 제공하였다.³³

i. SEC as the regulatory body

³⁰ 증권법 (Securities Act of 1933, 15 U.S.C. §77a et seq.), 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. §78a et seq.)과 Trust Indenture Act of 1939 (TIA, 15 U.S.C. §§77aaa – 77bbbbb), Investment Company Act of 1940 (ICA, 15 U.S.C. §§80a-1 – 80a-64), Investment Advisors Act of 1940 (IAA, 15 U.S.C. §§80b-1 – 80b-2)이 함께 증권시장 규제하는 법이다. TIA는 회사채를 발행할때 채권소유자를 보호하기 위한 법으로 사채에 대한 신탁증서 (indenture) 및 수탁자 (trustee)의 권한, 의무 등을 규제하고 있다. ICA와 IAA는 집합투자시장에서 투신사와 투자자문업자를 규제하는 법이다. 이 법들의 증권시장 감독 구조는 계속 유지되고 있다.

³¹ See Steve Thel in note 29 above, at 397-399, 403-404, 410-413.

³² 불특정 다수의 투자자를 상대로 증권을 발행, 판매하기 위해서는 발행하는 증권을 SEC에 등록하여야 하며 (증권법, §5), 발행된 증권을 증권거래소를 통하여 유통하기 위해서는 증권을 관련 거래소에 등록하고 투자판단에 중요한 정보를 정기적으로 또는 그러한 정보가 발생할때마다 수시로 공시하여야 한다 (증권거래법, §12).

미 대법원은 1930년대 즈음에 제정된 증권시장 규제법들의 기본 목적은 일반투자자들에게 투자에 필요한 모든 정보를 제공하여 각자 적절한 투자판단을 할 수 있게 하는 것이라고 하였다. “A fundamental purpose, common to these statutes, was to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of *caveat emptor* and thus to achieve a high standard of business ethics in the securities industry.” SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963).

증권법은 회사가 처음 발행하여 판매하는 증권에 대한 정보를 시장에 제공하는 것이 주목적이라고 할 수 있지만, 증권거래법은 당시 증권시장이 실물거래 시장과 근본적으로 차이가 있어 조작, 투기, 사기 행위를 규제하기 위해서는 증권에 대한 정보 제공만으로는 부족하다는 공감대가 있었으며, 감독기관이 SEC가 시장상황에 신속하고 유연하게 대응할 수 있게 하는 것이 더 중요한 목적이라고 할 수 있다. “The 1934 Act was intended principally to protect investors against manipulation of stock prices through regulation of transactions upon securities exchanges and in over-the-counter markets, and to impose regular reporting requirements on companies whose stock is listed on national securities exchanges. See S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., 1-5 (1934). Although the Acts contain numerous carefully drawn express civil remedies and criminal penalties, Congress recognized that efficient regulation of securities trading could not be accomplished under a rigid statutory program. As part of the 1934 Act Congress created the Commission, which is provided with an arsenal of flexible enforcement powers.” Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 194 (1976); See also Steve Thel in note 29 above, at 415-424.

³³ “Two points stand out in the record of the vigorous debate that preceded the enactment of the Exchange Act. First, the purpose of the Act was to control speculation, an objective to which virtually everyone agreed in 1934. Second, Congress intended to give the SEC extraordinary powers to achieve this control. Because the Act's narrowly defined grants of rulemaking power did not provide for complete and effective control, and because Congress realized that it lacked the expertise to enact a complete program of statutory controls, section 10(b) was designed to serve this purpose.” Steve Thel in note 29 above, at 460.

미 정부 및 전문가들은 증권시장의 효율적 작동에 지장을 주지않으면서 일부투자자들을 타깃으로 하는 조작, 투기 및 사기 행위를 규제하기 위해서는 SEC 같은 전문기관이 유연하게 적절한 규정을 채택 할 수 있어야 한다고 믿었다. 그에 따라, 국회는 일괄적 위임에 대한 별다른 이견이나 논의 없이, 증권시장에서의 조작, 투기 및 사기 행위에 대한 전반적 규제 권한을 SEC에게 전적으로 위임하는 증권거래법 제10(b)조를 제정하였다.³⁴

증권거래법 제10(b)조는 SEC가 건전한 시장 운영을 위하여(in the public interest)과 투자자를 보호하기 (for the protection of investors) 위하여 제정한 규정을 위반하는 모든 조작 또는 사기 행위를 금지하고 있다.³⁵ SEC는 제10(b)조를 근거로 증권거래 규정 10b-5를 1942년 제정하였다. 규정 10b-5는 3가지 행위를 금지하고 있다:

- “(a) 사기 행위
- (b) 진술 당시 전반적인 상황을 감안하였을때 오해하지 않도록 하기에 필요한 중요사실에 대한 허위진술 또는 그를 누락한 진술
- (c) 제3자에게 사기행위에 해당하는 행위나 통상 관행”³⁶

³⁴ 증권거래법 제10(b)조 이외에도 조작 또는 사기 행위를 규제하는 조항들이 증권법과 증권거래법에 포함되어 있다. 증권법 제17조 (15 U.S.C. §77q)는 증권을 매각하거나 매각을 제안 (offer to sell)하면서 사기 행위, 사실이 아니거나 중요한 사실을 누락하여 오해하게 하는 행위 또는 기타 매수자에게 사기행위를 금지하고 있다. 증권거래법 제10(b)조와 달리 조작 (manipulation)행위는 금지하지 않고 있다. 증권거래법 제9조 (15 U.S.C. §78i)는 특정 증권의 활발한 거래가 있다는 모양세를 조작하기 위하여, 시가를 조작하거나 거래가 이루어지도록 하는 목적으로, 증권의 매각, 매수 또는 그에 대한 제안을 하면서 허위사실 또는 중요한 사실을 누락하여 상대방이 오해하게 하는 행위를 금지하고 있다. 증권거래법 제9조 역시 조작행위를 포함하지 않고 있다. 증권거래법 제15조 (15 U.S.C. §78o)은 증권 판매자 (dealer and broker)는 증권 거래나 투자권유 과정에 조작적 (manipulative), 속이거나 (deceptive) 다른 사기적 (fraudulent) 행위를 금지하고 있다. SEC는 2008년 20년 이상 money market과 경쟁하던 CitiGroup, USB 등의 상품 ARS 판매과정이 증권거래법 제15조를 위반하였다고 소를 제기하여 증권사들이 일반투자자들의 손실을 전격 배상하게 하였다. Auction Rate Securities (ARS)는 채권위주 증권들을 증권사들이 주기 단기적으로 경매를 통해 증권에 대한 실질적 이자율이 결정되는 상품으로 매 경매마다 여러 증권사들이 참여하면 경매로 정해지는 증권 수익율이 money market 수익율과 병행되었다. CitiGroup, UBS 등 증권사들은 20여년동안 ARS가 money market 대체 단기 투자 수단이라고 투자자들에게 설명하면서 ARS 경매 구조 및 그에 대한 위험을 설명하지 않았다. 2007년부터 미 금융시장의 위기가 다가오면서 ARS 경매가 순조롭게 진행되지 않는 것을 인지하면서도 증권사들은 ARS 판매를 계속하였으나, 2008년 금융시장 위기가 표면화 되면서 ARS 경매가 실패하는 상황이 발생하여 투자자들이 보유하는 증권을 매각할 방법이 차단되었다. SEC는 이러한 증권사의 판매행위가 증권거래법 제15조가 금지하는 기망 행위라고 주장하였고, 증권사들은 일반투자자의 투자원금을 전액(UBS는 약 \$227억, CitiGroup은 약 \$70억)을 반환하기로 합의하였다. SEC v. CitiGroup Global Markets, Inc., Complaint, 08 Civ 10753 (S.D.N.Y., Dec 11, 2008); SEC v. UBS, Complaint, 08 Civ 10754 (S.D.N.Y., Dec 11, 2008).

³⁵ “To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.” 증권거래법 제10(b)조 (15 U.S.C. §78j).

³⁶ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate

규정 10b-5는 증권거래법 제10(b)조와 달리 조작행위를 금지하고 있지 않다. 증권거래법 제정 당시, 국회는 일부 투자자들의 조작행위와 투기증권시장 공황사태의 주원인이라고 판단하고 이를 규제하여야 한다고 판단하였는데³⁷, SEC는 규정 10b-5에서 조작행위 및 투기 행위를 제외한 사기 행위만 규제하려고한 것으로 보여진다.³⁸

1. 투자자 보호범위 확대 및 축소

증권법과 증권거래법은 SEC에게 증권사, 투자자문사, 회계사, 변호사 등의 증권관련업무에 대한 규제 권한을 제공하고 있으면서 제한된 조항에 대해서만 개인들에게 관련법 조항을 위반하는 자에게 직접 소송을 제기할 수 있는 권한 (개인 소송권한 – private right of action)을 인정하고 있다. 증권법 제11조와 제12조는 증권을 SEC에 등록하는 등록자료(registration statement)나 프로스펙터스(prospectus)에 허위사실이 포함된 경우, 증권

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.” 17 C.F.R. §240.10b-5.

³⁷ 국회는 일부 조작행위가 사기행위에 포함될 수도 있으나, 그러한 조작행위는 증권거래소가 규제할 수 있다고 보았고, 다른 조작행위는 증권시장에서 필요한 합법적인 행위이지만 pool 등 대규모 자금을 사용한 조작행위가 건전한 시장 운영을 방해할 수 있다고 판단하였다. “Manipulation was an important issue, but not all manipulation was considered wrong. In particular, there was nothing wrong with a syndicate supporting the price of a new issue with bonafide bids and offers while the securities passed through the hands of speculators and into those of investors; in fact such support was entirely appropriate. Some other forms of price manipulation were objectionable, however. The Committee censured market operators who created price fluctuations seeking ‘either the creation of high prices for particular stocks, in order to draw in the public as buyers and to unload upon them the holdings of the operators, or to depress the prices and induce the public to sell.’ The Committee found manipulation of this sort on the New York Stock Exchange, but expressed confidence that these manipulations were sufficiently patent to experienced observers that the Exchange could prevent the worst excesses.” Steve Thel in note 29 above, at 399.

“The basic manipulative strategy-buying in order to increase price and selling to depress it-did not depend on communication at all, but rather on the brute force of concentrated economic resources.” Steve Thel in note 29 above, at 414.

³⁸ 규정 10b-5의 제목은 “조작 및 사기 행위” (Employment of manipulative and deceptive devices)이나 법규 해석상 제목에는 실체적 의미 (substantive meaning)를 인정하지 않는다. “But headings and titles are not meant to take the place of the detailed provisions of the text. Nor are they necessarily designed to be a reference guide or a synopsis. Where the text is complicated and prolific, headings and titles can do no more than indicate the provisions in a most general manner; to attempt to refer to each specific provision would often be ungainly as well as useless. As a result, matters in the text which deviate from those falling within the general pattern are frequently unreflected in the headings and titles. Factors of this type have led to the wise rule that the title of a statute and the heading of a section cannot limit the plain meaning of the text. *United States v. Fisher*, 2 Cranch 358, 386; *Cornell v. Coyne*, 192 U.S. 418, 430; *Strathearn S.S. Co. v. Dillon*, 252 U.S. 348, 354. For interpretative purposes, they are of use only when they shed light on some ambiguous word or phrase. They are but tools available for the resolution of a doubt. But they cannot undo or limit that which the text makes plain.” *Brotherhood of Railroad Trainmen v. Baltimore & Ohio Railroad Co.*, 331 U.S. 519, 528-529 (1947).

거래법 제9조는 시장조작 경우, 제16조는 내부자 단기 투자 이익 반환 소송, 제20A조는 내부자거래, 제18(a)조는 공시자료에 허위사실이 포함된 경우 등에 피해자들의 소송 권한을 언급하고 있다. 법규에 개인 소송권한이 언급되어 있지않지만 법원은 증권법 제17(a)조³⁹와 증권거래법 제10(b)조에 개인 소송권한이 내포(implied)되어 있다고 판단하였다. 그 중 특히 증권거래법 제10(b)조는 법원의 implied 개인 소송권한 해석을 근거로 증권 사기 소송에 가장 많이 인용되고 있다.⁴⁰

법원은 증권거래법 제10(b)조의 개인 소송권한을 1947년 인정하였다.⁴¹ 당시 법원은 불

³⁹ 증권법 제17(a)조는 증권거래법 제10(b)조와 유사하다. 증권법 제17(a)조는 다음 행위를 금지하고 있다.

- (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or
- (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or
- (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser

⁴⁰ Elisse B. Walter, SEC commissioner, “Remarks Before the FINRA Institute at Wharton Certified Regulatory and Compliance Professional (CRCP) Program” University of Pennsylvania, Nov 8, 2011, avail at <https://www.sec.gov/news/speech/2011/spch110811ebw.htm>. 증권법과 증권거래법 상 개인 소송권한이 인정되는 조항 요약 도표 참조, [https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/Ic3546853150111eaadfea82903531a62/Private-Actions-Under-US-Securities-Laws-Chart?viewType=FullText&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/Ic3546853150111eaadfea82903531a62/Private-Actions-Under-US-Securities-Laws-Chart?viewType=FullText&contextData=(sc.Default)).

⁴¹ Pennsylvania주 동부 연방지방법원은 1947년 *Kardon v. National Gypsum Co.*건에서 증권거래법 제10(b)조와 SEC 규정 10b-5 위반에 대하여 원고에게 개인 소송권한을 인정하였다. 원고와 피고는 한 회사의 주주였는데, 피고 주주가 회사의 자산을 제3자에게 고가에 매각하는 계약을 체결하고, 그 사실을 원고 주주에게 공개하지 않고 원고의 주식을 저렴한 가격으로 인수한 이후, 제3자에게 회사를 양도하여 발생한 사건이다. 원고 주주는 증권거래법 제10(b)조와 10b-5 규정 위반을 주장하며 피고의 이익을 공유하여야 한다고 주장하였다. 법원은 증권거래법 제10(b)조는 특정 행위를 규제할 뿐 그를 위반하였을때 피해자의 권한에 대한 언급이 없지만, 주주들 사이에 존재하는 수탁자 관계 (fiduciary)에 적용되는 법의 일반 공정원칙에 의하여 개인 소송권한을 인정하여야 한다고 판단하였다. “In order that what has been said may be understood in its proper frame, it might be well to repeat that this action is grounded upon a violation of the Securities and Exchange Act of 1934. The Act does no more than forbid certain types of conduct, which it defines in general terms, in connection with the purchase of securities. It does not even provide in express terms for a remedy, although the existence of a remedy is implicit under general principles of the law. Perhaps all that would be necessary for this decision would be the determination that the conduct of the defendants came within the terms of the Act and the remedy sought is one provided by the law for redress. However, the broad terms of the Act are to be made effective in a case like the present one through application of well known and well established equitable principles governing fiduciary relationships. These principles are fundamental in all jurisdictions and the decisions of both Pennsylvania and of Michigan fully support the conclusions reached above.” *Kardon v. National Gypsum Co.*, 73 F. Supp. 798, 802-803 (E.D. Pa., Aug. 19, 1947).

대법원은 1964년 증권거래법 제14조 위반 관련 소송건에서도 관련 조항에 개인소송권한을 명시적으로 언급되지 않았더라도 법의 목적을 감안하여 법원이 개인소송권한을 인정할 수 있다고 판단하였다. 제14조는 SEC의 규정을 위반하는 대리권위장장 (proxy statement)를 사용하는 것을 금지하고 있다. “These broad remedial purposes are evidenced in the language of the section which makes it “unlawful for any person . . . to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security. . . registered on any national securities exchange in contravention of such rules and regulations as the Commission may

법행위에 의한 피해자가 불법행위자에게 손해배상 청구를 하는 것이 법체제상 당연한 것이라고 개인 소송권한을 인정하였으나, 지속하여 늘어나는 증권사기 소송에 개인 소송권한 인정을 급격히 제한하였다. 20세기 중반 이후 미국은 증권사기로 인한 피해자의 보호에서 일부 후퇴하고 소송수요를 관리하는 조치를 취하고 있다.

규정 10b-5는 1942년 제정되었고 34년이 지난 1976년, 미 대법원은 증권거래법 제10(b)조와 SEC 규정 제10b-5는 사기적 행위만 금지하며, 일반 사기행위와 동일하게 피고의 고의적 행위가 필요하다고 판단하였다.⁴² 이후 고의 행위를 입증하여야 하는 부담에도 불구하고 많은 규정 10b-5 소송권이 제기되었고, 이를 관리하기 위하여 국회는 규정 10b-5 소송 고발장 (complaint)에 사기행위 각 요건에 대한 구체적인 주장내용이 명시되지 않으면 법원이 본안 소송없이 소장을 기각하도록 하는 개정법안을 제정하였고⁴³, 추

prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors." (Italics supplied.) While this language makes no specific reference to a private right of action, among its chief purposes is "the protection of investors," which certainly implies the availability of judicial relief where necessary to achieve that result." J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 431-432 (1964). Borak 법원은 개인소송권한을 인정하는 것이 당연하다는 듯한 발언도 하였다. "It is for the federal courts "to adjust their remedies so as to grant the necessary relief" where federally secured rights are invaded. "And it is also well settled that where legal rights have been invaded, and a federal statute provides for a general right to sue for such invasion, federal courts may use any available remedy to make good the wrong done." Borak, at 432 [cite omitted]

대법원은 1971년 증권거래법 제10(b)조에 대한 개인소송권한이 정착("established")되었다고 인정하였다. Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Causalty, 404 U.S. 6, 13 & n. 9 (1971).

⁴² 대법원은 1976년 Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)전에서 증권거래법 제10(b)조 위반을 인정하기 위해서는 피고의 관련 행위가 고의적(scienter)이었어야 한다고 판단하였다. Ernst & Ernst는 공인회계법인으로 소규모 증권사 First Securities Company of Chicago의 공인회계사였다. First Securities의 92% 지분을 소유한 대주주이며 사장인 Nay씨는 수명의 투자자들에게 고수익을 보장하는 투자상품을 권유하였다. Nay씨가 권유하였던 상품은 실제 존재하지 않았으며, Nay씨는 투자자들의 자금을 개인계좌로 관리하였고 First Securities의 장부에 입력하지 않았다. Nay씨는 다른 직원들이 본인에 보내온 서신을 개봉하지 못하게 하였다. Ernst & Ernst는 First Securities 감사를 통하여 Nay씨의 그러한 비정상적인 우편물 지시상황을 인지하지 못하였다. Nay씨의 사기는 Nay씨가 1968년 자살한 이후 발견되었다. 원고 투자자들은 Ernst & Ernst의 과실로 Nay씨의 우편 지시사항이 발견되지 않았으며, 만약 발견되었다면, Nay씨의 사기 행위가 일찍 발견되어 중단되었을 것이라고 주장하였다. 대법원은 Ernst & Ernst의 감사업무에 과실이 있었다고 하여도, 증권거래법 제10(b)조를 위반하였다고 할 수 없다고 판단하였다. 법원은 증권거래법의 여러 의무 조항에 과실, 고의 및 무과실책임 등의 여러단계의 책임기준들이 적용되고 있는데, 만약 제10(b)조의 위반 기준을 단순 과실로 인정하게 되면 다른 조항들의 책임기준 구조를 무의미하게 만들 수 있다고 하였다. [at 206-211]. Murdock; Charles W. Murdock, "The Evolution of the Supreme Court's Rule 10b-5 Jurisprudence: Protecting Fraud at the Expense of Investors," February 18, 2012, avail at https://works.bepress.com/charles_murdock/19/도 참조.

⁴³ Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA), Pub. L. 104-67. 민사소송이 제기되면 각 당사자는 상대방이 보유하고 있는 소송과 관련된 증거물을 제공받을 권한을 행사 할 수 있다. 당시 증권 시가가 크게 하락하면 일부 증권보유자가 증권관련 법 위반이 의심되는 구체적인 증거 없이 소송을 제기하고 피고로부터 관련 증거물 제시를 요구하고 구체적 입증 증거를 찾기 시작한다는 비판이 많이 있었다. 피고들은 이러한 증거 검토 과정 (discovery)에 대응하기 위하여 상당한 비용을 부담하게 되고 소송 내용이 언론에 보도되기 때문에, 소송 주장에 대한 사실여부를 떠나 소송 본안이 시작되기 전에 일정규모의 배상금을 지급하고 타협하게 된다고 주장하였다. PSLRA는 소송을 제기하는 소장에 원고에게 증권법

가적으로 증권 사기 집단 소송 관할권을 연방법원으로 제한하였다.⁴⁴

규정 10b-5 소송을 제한하는 다른 방법으로 법원은 증권법과 증권거래법에 의거한 개인 소송을 투자자와 증권사가 체결하는 계약 조항에 따라 중재로 해결하도록 하였다. 증권법과 증권거래법에는 법에서 제공하는 보호 조항 준수의무를 포기하거나 제한하는 계약조항은 무효라고 규정하고 있으며, 법에 대한 분쟁은 연방법원에 독점적 관할권이 있다고 명시하고 있다.⁴⁵ 그러나 대법원은 1987년 *Shearson/American Express* 건에서 증권거래법 제27조의 연방법원 관할권이 제29조에서 언급하는 “준수하여야 하는 (compliance)” 내용이 아니라고 판단하여 규정 10b-5 위반에 대한 분쟁이 중재로 처리될 수 있다고 판단하였다.⁴⁶ 거의 모든 증권사와 투자자의 계좌 계약서에 분쟁을 중재로

위반 사항 각 요건에 대한 구체적인 증거 주장을 명시할 것을 요구하여 근거가 없는 소송(frivolous litigation)을 방지하고자 하였다. 15 U.S.C. §78u-4(b).

⁴⁴ Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. 105-353. 증권사기로 인한 개개인 투자자들의 손해규모가 작기 때문에, 대부분의 증권사기 소송은 집단소송 형태로 이루어 진다. PSLRA 제정 이후, 원고들이 PSLRA가 적용되지 않는 주 법원에 연방 증권법 또는 그와 유사한 주법 위반을 근거로 집단 소송을 제기하여 PSLRA의 고소장 개선안을 피해가자 국회는 연방증권법과 그와 유사한 주법을 근거로 하는 집단소송의 관할권을 연방법원으로 제한하였다. 15 U.S.C. §78bb(f).

⁴⁵ 증권법과 증권거래법은 법과 그를 근거로 SEC가 제정한 규정 준수를 포기하는 합의 내용은 무효이며 관련 법과 SEC 규정 위반에 대한 관할권이 법원에 있다고 규정하고 있다. 증권법 제14조(15 U.S.C. §77n)는 증권 매수자에게 증권법 규정 및 그에 의한 SEC 규정 준수의무를 포기하게 하는 계약조항은 무효라고 규정하고 있다. (Any condition, stipulation, or provision binding any person acquiring any security to waive compliance with any provision of this subchapter or of the rules and regulations of the Commission shall be void.). 증권법 제22(a)조(15 U.S.C. §77v(a))는 증권법 규정 및 그에 의한 SEC 규정 위반에 대한 관할권이 미 연방법원 또는 주정부 법원에 있다고 규정하고 있다. (The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of offenses and violations under this subchapter and under the rules and regulations promulgated by the Commission in respect thereto, and, concurrent with State and Territorial courts....)

증권거래법 제29(a)조(15 U.S.C. §78cc(a))는 증권거래법, 그에 의한 SEC 규정 및 자율규제기구(self-regulatory organization) 규정 준수의무를 포기하게 하는 계약조항은 무효라고 규정하고 있다. (Any condition, stipulation, or provision binding any person to waive compliance with any provision of this chapter or of any rule or regulation thereunder, or of any rule of a self-regulatory organization, shall be void.) 증권거래법 제27(a)조(15 U.S.C. §78aa(a))는 미 연방법원 또는 미 영토내 법원이 증권거래법 및 그에 의한 SEC 규정 위반에 대한 독점적 관할권이 있다고 규정하고 있다. (The district courts of the United States and the United States courts of any Territory or other place subject to the jurisdiction of the United States shall have exclusive jurisdiction of violations of this chapter or the rules and regulations thereunder, and of all suits in equity and actions at law brought to enforce any liability or duty created by this chapter or the rules and regulations thereunder.)

⁴⁶ 미 국회는 1925년 연방중재법(Federal Arbitration Act, 9 U.S.C. §1 et seq.)를 제정하면서 일반 유효한 계약에서 분쟁을 중재를 통하여 해결하는 조항이 유효하다고 규정하였다. 연방 대법원은 1953년 증권법 제14조와 제22조에 의거하여 증권사와 투자자 계약에서 증권법 위반에 대한 분쟁을 중재로 해결한다는 계약조항이 무효라고 판단하였다. (*Wilcox v. Swan*, 346 U.S. 427 (1953)). *Wilcox* 법원은 증권법이 일반투자자의 보호를 목적으로 하고 있으며 [at 435], 분쟁을 법원에서 소송하는 것이 중재보다 투자자에게 더 많은 보호를 제공하기 때문에 국회가 제22조의 관할권 내용을 제14조에서 보호하는 조항에 포함된다고 판단하였다 [at 437]. *Wilcox* 판결 이후, 1심과 항소심 법원은 증권법 제14조와 제22조와 유사한 증권거래법 제27조와 제29조를 동일하게 해석하여 규정 10b-5를 근거로 하는 분쟁에 대해서도 중재 계약을 무효로 처리하였다.

해결한다는 조항이 있기 때문에 1987년 이후 개인투자자와 증권사의 분쟁 대다수가 중재로 처리되고 있다. 대부분의 중재인들이 결정의견을 발표하지 않기 때문에 1987년 이후 규정 10b-5에 대한 판례법은 거의 정착된 상황이다.

b. Suitability/duty to explain

i. Common law basis

증권업자(securities broker/dealer)에게 부여되는 적합성 원칙 의무는 대리법(law of agency)에서 출발하였다.⁴⁷ 증권거래법은 증권중개인 (broker)를 제3자의 계좌 명의로 증권거래를 실시하는 자, 즉 대리인이라고 정의하고 있다.⁴⁸ 증권업자 대리인은 대리업무에 대하여 투자자의 수탁자(fiduciary)이다. 수탁자의 의무에는 주의의무와 충실의무가 포함된다. 충실의무에 따라 증권증권업자는 투자에 관한 대리업무를 이행하면서 투자자의 이익만을 고려하여야 한다. 수탁자 의무에는 증권업자가 알고있는 투자에 관련된 정보를 투자자에게 제공하여야 할 의무도 포함된다.⁴⁹ 따라서 증권업자는 투자자에게 적합하지 않다고 인지하는 증권에 대한 정보를 투자자에게 전달하여야 하며, 이는 곧 적합성 원칙 의무이기도 하다.

그러나 증권업자가 증권중개인이 아닌 증권판매업자(dealer)로 거래를 하거나 대리범위

미 대법원은 1987년 *Shearson/American Express*건에서 증권거래법 제27조의 법원 관할권 조항은 증권거래 당사자에게 아무런 준수 의무를 부과하지 않으며, 따라서 제29조에서 준수 의무를 포기하는 계약조항이 무효라고 하는 범위에 포함되지 않는다고 하였다. 증권거래법 위반에 대한 소송 당사자들에게 제27조가 아무런 준수의무를 부과하지 않는다는 해석이 적절한지 의문이 제기되는 것은 당연할 뿐만 아니라 *Wilcox* 법원은 동일한 법규가 준수의무를 부과한다고 판단하였는데, *Shearson* 법원은 그에 대한 논의를 하지 않았다. (*Shearson/American Express Inc. v. McMahon*, 482 U.S. 220, 228 (1987)). *Shearson* 법원은 중재계약 조항에 대하여 5-4 판결로 결정되었다. 소수 의견은 *Wilcox* 법원의 판결을 유지하여야 한다고 주장하였다.

⁴⁷ 대리법은 로마시대 로마시민과 노예관계 및 유럽 시대 노예체제에 적용되었다고도 알려져 있고, 일반적으로 common law에 뿌리가 있다고 언급된다. 대리법은 사회에 널리 적용되고 있다. 민주주의 체제에서 정치 지도자들이 일반 시민을 대리하여 정치를 한다고 할 수도 있고, 주식회사 이사들이 주주를 대리하여 경영을 한다고 할 수 있다. 증권사들은 투자자들을 대리하여 증권거래를 이행하고 투자결정을 한다.

⁴⁸ “The term “broker” means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others.” 증권거래법 제3(a)(4)조, 15 U.S.C. §78c(a)(4).

⁴⁹ “The suitability obligation requires that a broker-dealer make customer-specific disclosures to a customer that may deter the customer’s purchase of a security, and to decline to sell certain securities altogether on reasonable-basis grounds, even though such actions cost the broker-dealer commission income and may result in loss of the customer.” [“적합성 의무는 증권중개대리인에게, 증권중개대리인에 불이익을 주더라도 합리적 근거기준에 의거하여, 개별 투자자가 투자를 보류하게 할 수 있는 투자자에 대한 정보를 제공할 의무 및 부적합한 증권 매도 매수 주문을 거부할 의무를 부과한다.”] Frederick Mark Gedicks, *Suitability Claims and Unrecommended Securities Purchases: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, 37 *Ariz. St. L.J.* 535, 551 (2005).

가 단순히 투자자의 거래 주문을 실행하여 주는 사무적 업무로 제한 된 경우⁵⁰에는 수탁자로 인정되지 않았다. 통상적인 수탁자관계가 아니더라도 투자자가 증권업자를 신뢰하고 의존하며 증권업자도 투자자의 그러한 신뢰 사실을 인지하는 상황에는 수탁자의무를 인정하게 되었고⁵¹ 이를 특수 상황(special circumstances)⁵²라고 한다. 증권업자가 단순 주문 실행 사무업무를 이행하는 상황과 특수 상황 사이에 있는 경우에 적용할 증권업자의 의무의 범위는 아직 완전히 정리되지 않았다.

ii. 적합성 원칙 규정

1. SEC 적합성 규정

SEC는 1962년 증권거래법 규정 12c2-5를 채택하여 투자자에게 투자자금을 제공하는 증권업자는 자금을 제공하기전에 투자자로부터 재정상황 및 자금필요성에 대한 정보를 수집하여 투자 및 용자 내용이 투자자에게 적합한지를 판단하여야 하며, 그 판단 근거서면자료를 유지하여야 하며 투자자가 요청하면 그 자료를 제공하여야 한다고 하였다. 본 규정은 현재에도 유효하다.⁵³

SEC는 1966년 증권거래법 규정 15b10-3를 채택하여 자율규제기구(SRO) 회원이 아닌 증권중개사들이 투자자들에게 증권거래를 권유하기위해서는 각 투자자들의 가족상황,

⁵⁰ 투자 자문 서비스를 제공하지 않는다고 계약 체결 당시 명시하거나 온라인 증권사와 같이 증권사 직원과 투자자의 직접적인 대화없이 투자자의 주문만 이행해주는 경우가 포함된다.

⁵¹ 캐나다 British Columbia Province 대법원은 *Secord v. Global Securities Corp.*에서 투자자가 증권사의 기술(skill), 지식(knowledge) 및 자문(advice)를 신뢰(trust), 신용(confidence), 및 의존(reliance)하였다면, 이는 특수상황이며 수탁자 의무가 부과된다고 하였다. *Secord v. Global Securities Corp.*, 2000 BCSC 1544, at ¶151 (Sup Ct of British Col, Oct 20, 2000). *Secord*는 이혼 위자료로 약 C\$400-500만을 받았으며, 부동산과 증권으로 각각 50%를 보유하고 있었다. *Secord*는 자산에서 발생하는 소득으로 생활하였고, 자산유지가 가장 중요한 투자목적이었다. *Secord*는 투자에 대하여 더 배우고 싶다고 Global 증권사에 언급하였다. 증권사는 *Secord*에게 옵션거래를 추천하면서 옵션거래의 위험에 대한 정보를 제공하지 않았다. *Secord*는 증권사가 권유하는 거래를 형식적으로는 승인하였지만, 법원은 (1) *Secord*가 투자, 특히 옵션거래에 대한 지식이 없었고 이를 증권사가 인지하고 있었으며, (2) *Secord*가 증권사의 권유에 의존하였고, (3) *Secord*가 증권사가 보내는 월별 거래증서를 확인하지 않는다는 사실을 증권사는 인지하고 있었으며, (4) 증권사는 투자자문사로서의 주의의무를 위반하였고, (5) 계약상 주의의무도 위반하였다고 [at ¶¶147-164] 판단하여 수탁자의무를 부과하였고, 증권사가 주의의무와 충실의무 모두를 위반하였다고 판단하였다 [at ¶166].

⁵² 특별한 지식 등이 있다고 광고하거나 전문가를 지칭하면 영업을 하면, 고객들이 그러한 지식이나 전문가 자격이 있다고 신뢰하게 되고, 그러한 신뢰를 위반하면 고객의 손실에 배상 책임이 있다고 할 수 있다. SEC는 증권업자들에게 그러한 책임을 부과하기도 하였고 그를 *shingle theory*라고도 한다. 일부 학자들은 이러한 *shingle theory*와 *special circumstances theory*가 동일하다고 판단하기도 한다. Gedicks, 위 각주 49, 553쪽 참조.

⁵³ 17 C.F.R. §240.15c2-5(2). Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, 29 Hastings L.J. 1069 (1978) 참조.

제정상태, 투자 목적 등의 정보를 확인하고 그를 근거로 투자 적합성 검토를 하고 적합하지 않은 증권을 권유하는 행위를 금지하였다. 이 규정은 모든 증권중개사에 SRO 가입이 임화 되면서 1983년 해지되었다.⁵⁴

2. 규정 10b-5

증권거래법 규정 10b-5는 증권사기를 금지하고 있다. 증권 사기행위는 일반사기행위와 유사하며, 일반적으로 6개 요건이 요구된다: 증권거래와 관련하여 (1) 중요한 사실에 대한 허위 주장 또는 누락(material misrepresentation or omission)⁵⁵, (2) 고의(scienter)⁵⁶, (3) 원고 적격(standing)⁵⁷, (4) 의존(reliance)⁵⁸, (5) 손해(damage)⁵⁹, (6) 인과관계(loss causation)⁶⁰

⁵⁴ 이 규정은 1983년 모든 증권중개인들에게 자율규제기구에 회원 가입의무가 부과되면서 삭제되었다. 관련 규정은 증권거래법 제15(b)(10)조에 의거하여 제정되었는데, SEC는 본 규정이 증권거래법 사기조항에 근거하지 않는다고, 기존 사기금지 규정과 중복되는 부분이 없다고 명시하였다. SEC Exchange Act Release No. 7984 (Oct. 25, 1966), 32 F.R. 13919 (Oct 29, 1966). 증권거래법 제15조는 증권업자의 등록 및 행동 규제 등에 대한 내용을 명시하고 있으며, 제(b)(10)조는 증권업자들이 SEC가 정당하고 공평한 증권거래, 증권업자의 비합리적인 이익이나 수수료를 규제하고 투자자와 시장(public interest)의 보호 및 자유공개시장의 운영을 보호하기 위하여 채택하는 규정을 준수하여야 한다고 명시하고 있었다. 증권거래법 제15(b)(10)조는 1964년 증권법을 개정하면서 함께 제정되었었다. 32 F.R. 11637 (Aug 11, 1967). See also SEC Annual Report 1967, at p. 16, available at <https://www.sec.gov/files/1967.pdf>.

⁵⁵ 중요한 사실에 대한 허위정보를 제공하거나 누락하는 행위가 조작(manipulation) 또는 기망(deception)의 일부라고 할 수 있다. 연방 대법원은 1977년 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977)에서 증권거래법 제10(b)조와 규정 10b-5는 중요한 사실에 대한 허위 정보 제공 또는 누락행위 및 조작 또는 기망행위를 금지한다고 판단하였다. *Santa Fe*는 약 95% 지분을 보유하던 자회사의 소액주주들로부터 지분을 매도하여 100% 보유 자회사로 전환하였다. 델라웨어주법은 90% 이상 소유하는 대주주가 소액주주들의 지분을 강제로 매입할 수 있게 하였고, *Santa Fe*는 관련 델라웨어주법 절차를 준수하였다. 이의를 제기하는 소액주주는 델라웨어법상 독립된 자산평가를 통한 매도가격 재조정을 요구할 권한이 있었으나, 일부 소액주주들은 이를 포기하고 규정 10b-5 위반을 주장하여 소를 제기하였다. *Santa Fe*가 고용한 투자은행은 자회사의 physical 자산가치를 주당 \$640로 평가하였으나 주식은 \$125로 평가하였다. 법원은 *Santa Fe*가 자회사 가치에 대한 중요한 사실에 대한 허위 주장 또는 그를 누락하지 않았으며, 또한 조작이나 기망행위를 이행하지 않았고, 단순히 주식가치 평가가 저가로 제시되었다는 사실만으로 증권거래법 제10(b)조를 위반하였다고 할 수 없다고 판단하였다.

⁵⁶ 대법원 1976년 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*에서 증권거래법 제10(b)조 위반을 인정하기 위해서는 고의 또는 미필적 고의가 필요하다고 판단하였다. 위 각주 #42 참조.

⁵⁷ 대법원은 증권거래법 제10(b)조에 의한 개인 소송의 원고는 관련 증권 거래 당사자야 한다고 판단하였다. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975). SEC가 증권거래법 제10(b)조를 근거로 소송을 제기할 때에는 관련 증권 거래 당사자여야 하는 원고 적격 요건이 적용되지 않는다.

⁵⁸ 일반 사기는 원고가 피고의 허위진술을 신뢰하고 그를 근거하여 특정 행동을 이행한 후, 그로 인한 손실을 받은 경우에 배상 청구권을 인정하는 것이다. 원고의 그러한 신뢰 또는 의존한 행위가 정당하였다고 인정되어야 한다. 피고의 허위진술 상대가 아닌 제3자는 피고의 진술을 신뢰하고 그로 인하여 손실을 받았다고 하여도 정당하게 신뢰하였다고 인정되지 않는다. 미 법원은 *Rosen* 건에서 위조된 미술품을 유명한 작가의 작품이라고 속여 판매한 미술상은 위조 작품을 구입한 고객의 자식들에게 배상 책임이 없다고 판단하였다. 고객의 자식들이 미술상의 허위주장을 신뢰하고 그로 인하여 구매 결정을 하지 않았다는 사실로 자식들이 reliance 요건을 충족하지 못하였다고 판단하였다. [*Rosen v. Spanierman*, 894 F.2d. 28 (2nd Cir., 1990)을 인용함] John C.P. Goldberg, Anthony J. Sebok, & Benjamin C. Zipersky, "The Place of

가 확인되어야 한다. 규정에 적합성에 대한 구체적인 언급은 없으나, 증권업자가 적합성 원칙을 위반하는 증권투자를 권유하여 손실이 발생한 경우, 위 증권 사기 요건들을 충족하면 규정 10b-5 위반이 성립된다. 증권업자의 단순 과실로 인한 비 적합한 투자

Reliance in Fraud,” 48 Ariz. L.R. 1001, 1005-1007 (2006), available at <http://ssrn.com/abstract=957590>.

이러한 common law상 일반 사기에서의 reliance 개념을 증권거래소를 통한 증권거래에 적용할 수가 없는 현실을 감안하여 법원은 증권거래소를 통한 증권거래 경우에는 증권시장이 효율적 시장(efficient market)이라고 가정하여 피고의 허위진술이 시장가격에 반영되었고, 시장에 참여하여 거래하는 당사자들은 피고의 허위진술에 정당하게 의존한 것을 반론될 수(rebuttable) 있는 추정(presumption)으로 인정하였다.

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

피고가 증권에 대한 부정적인 정보를 인지하고 있으면서, 그를 공개하여야 하는 의무를 위반하는 경우, 증권시장을 통한 당사자가 불특정 제3자인 경우 및 통상적 당사자간의 거래를 불문하고, reliance를 별도로 입증하지 않아도 된다. “Under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision.” *Affiliated Ute Citizens of Utah v. US*, 406 U.S. 128, 153-154 (1972).

⁵⁹ 대법원은 2005년 *Dura Pharmaceuticals*건에서 규정 10b-5 위반으로 발생하는 투자자의 손실은 투자자의 실제로 발생한 손실(out-of-pocket damage)라고 판단하였다. *Dura*건에서 원고들은 *Dura*사가 공시서류에 중요한 사실에 대한 허위진술과 누락으로 당사 주식 시가가 과대 조정되었다며, 그에 의존하여 주식을 매수한 투자자로 *Dura*사 등을 상대로 규정 10b-5 위반을 주장하며 손해배상을 청구하였다. 법원은 주가가 과대 형성되었다고 하여도, 투자자들이 그를 매각하기 전까지는 손실이 발생하였다고 인정할 수 없다고 판단하였다. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-342 (2005). 그러나 대법원의 *Dura* 판결에서의 out-of-pocket rule은 통상적으로 사용되던 out-of-pocket rule과 일치하지 않다. 통상적 out-of-pocket rule은 원고가 지급한 물건의 가치와 그에 대한 대가로 원고가 수령한 물건의 가치 차이를 의미한다. *Prosser and Keeton on Torts*, Chap. 18. Misrepresentation and Nondisclosure, §110. Damages, at 767, West Publishing Co., 5th ed. 1984. 따라서 *Dura*건에서는 원고들이 지급한 금액과 거래 시점에 수령한 주식의 가치 차이가 원고들의 out-of-pocket rule에 의한 손실이다. 대법원은 *Dura*건 이전의 판결문에서는 통상적 out-of-pocket rule을 그대로 인용하였었다. 1972년 *Affiliated Ute Citizens*건에서는 원고들의 특정 주식의 매각과정에서 발생한 규정 10b-5 위반에 대한 손실계산 과정에서 사건 이후 또는 사건발생 당시 제3자간의 관련 주식의 실거래가격을 주식의 실 가치로 인정하지 않고 별도로 계산한 실질 가치를 근거로 손실을 계산하였다. “In our view, the correct measure of damages under § 28 of the Act, 15 U. S. C. § 78bb (a), is the difference between the fair value of all that the mixed-blood seller received and the fair value of what he would have received had there been no fraudulent conduct.” *Affiliated Ute Citizens of Utah v. US*, 406 U.S. 128, 155 (1972).

⁶⁰ 개인 원고는 피고의 사기 행위로 인하여 손실을 입게 되었다고 입증하여야 한다. 증권거래법 제 21D(b)(4)조, 15 U.S.C. §78u-4(b)(4). 대법원은 2005년 *Dura*건에서 증권거래소에서 주식을 매수한 투자자는 매수가가 피고의 허위사실 공시로 과다하게 형성되었다고 하여도 투자자가 매수한 주식을 매도하기 전에는 투자자가 피고의 허위사실 공시로 인한 손실을 보았다고 할 수 없다고 판단하였다. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-342 (2005). 허위사실 공시 또는 공시자료에 중요한 사실 누락 행위에 대한 규정 10b-5 위반 여부 판단 기준에 시장에 대한 사기 (fraud on the market) 논리는 절대적으로 필요한 가정이다. 그러나 그 가정의 합리적 결론은 그러한 부정 공시로 시가가 정상적이지 않다는 전제이다. 따라서 fraud on the market 모델을 인정한다면, *Dura*법원은 항소심의 판단을 인용하였어야 할 것이다. “Our cases have held, however, that: ‘[i]n a fraud-on-the-market case, plaintiffs establish loss causation if they have shown that the price on the date of purchase was inflated because of the misrepresentation.’” *Broudo v. Dura Pharmaceuticals, Inc.*, 339 F.3d 933, 938 (9th Cir., Aug 3, 2003) 사실, 1심 법원의 판결 및 항소심의 판결은 원고가 소장에 인과관계를 주장하기 위해서 피고의 중요사실에 대한 허위진술과 관련 주식의 매수 사실만으로 가능한지 여부인데 대법원은 소장에서의 주장 및 본안 소송에서 피고의 행위와 원고의 손실에 대한 인과관계를 입증전체에 대한 판단을 하였다. “A private plaintiff who claims securities fraud must prove that the defendant’s fraud caused an economic loss. 109 Stat. 747, 15 U. S. C. § 78u-4(b)(4). We consider a Ninth Circuit holding that a plaintiff can satisfy this requirement – a requirement that courts call ‘loss causation’ – simply by alleging in the complaint and subsequently establishing that ‘the price’ of the security ‘on the date of purchase was inflated because of the misrepresentation.’” *Dura Pharmaceuticals*, 544 U.S. at 338.

권유는 일단 고의성이 인정되지 않아 규정 10b-5를 위반한다고 할 수 없다.

중요한 사실의 허위 주장 또는 누락 요건에는 조작 및 기망 행위도 포함된다. 투자자에게 적합하지 않다는 사실을 인지하면서 관련 증권을 권유하였다면, 그는 증권업자의 고의를 입증할 수 있고⁶¹, 투자자가 증권업자의 권유를 합당(reasonable)하게 받아 들어 투자결정을 하였다면 의존 요건이 입증된다. 물론 모든 적합성 위반 경우가 규정 10b-5를 위반한다고 인정되지 않지만, 적합성 위반 사실내용이 규정 10b-5 요건을 충족시키면 적합성 위반도 규정 10b-5 위반으로 인정된다.⁶² 투자자가 증권업자의 권유를 합당하게 수용하였는지를 판단하는 고려 사항으로는 투자자의 투자경력 등이 포함된다. 특정 증권업자의 권유를 수용하여 성공적으로 투자한 경력이 있는 것은 투자자가 부당하게 증권업자의 권유에 의존하였거나 자기책임 범위가 더 높아졌다고 판단하는 근거가 아니라 오히려 권유를 수용한 행위가 합당하였음을 보여준다고 할 수 있다.⁶³

3. Regulation Best Interest

⁶¹ 은퇴한 교사가 이혼 위자료로 받은 금액 중 약\$10만을 투자하면서 \$1,000/월 수입을 원하였는데, 증권사는 보유하고 있던 전환사채를 권유하여 투자자에게 매각하였다. 증권사는 투자자가 원하는 수익율을 제공하는 증권은 모두 투기성 자산으로 원금손실 가능성이 높다는 사실을 알면서 그를 투자자에게 설명하지 않았고, 사채 매각과정에서 11% 이익을 실현하였다. 이에 1심 배심원들은 (1) 증권사가 권유한 전환사채는 투자자에게 적합하지 않았고, 그러한 사실을 인지하고 있으면서 투자자에 대한 기망행위로 투자를 권유하였고 (2) 사채 매각과정에서 과도한 이익을 실현하였다고 판단하여 규정 10b-5를 위반하였다고 판단하였다. 항소심은 배심원의 첫번째 판단 (1)만으로 규정 10b-5의 scienter 및 reliance 요건을 충족한다고 판단하여 두번째 판단에 대한 검토를 하지 않고 1심 판결을 확인하였다. *Clark v. John Lamula Inv., Inc.*, 583 F.2d 594 (2nd Cir., Aug 24, 1978)

⁶² *SEC v. Fowler*건에서 SEC는 투자자문사가 고객들에게 적합하지 않는 과도한 거래 전략을 권유하여 투자자들에게 손실을 끼쳤다고 적합성 원칙의무를 위반하여 규정 10b-5를 위반하였다고 고발하였다. 1심 배심원들은 투자자문사가 과도 거래 전략이 투자자들에게 적합하지 않은 사실을 인지하고 고의로 그런 전략을 권유하여 규정 10b-5를 위반하였다고 판단하였다. 투자자문사는 적합성위반을 판단하기 위해서는 투자자들의 투자 경력 및 지식 등을 감안하여야 한다고 주장하였으나, 1심 법원은 적합성 의무에는 투자자의 투자경력, 지식 또는 투자자의 자가 검토여부가 적용되지 않는다고 판단하였고, 항소심을 이를 확인하였다. *SEC v. Fowler*, 6 F.4th 255, 260 (July 21, 2021, 2nd Cir.).

⁶³ 연방 항소심 법원은 원고가 피고의 허위진술에 정당하게 의존하였는지를 판단하는 요건으로 (1) 원고의 투자에 대한 경력과 지식, (2) 원고와 피고간의 사업 또는 개인 친분관계, (3) 원고가 관련 사실에 대한 접근성, (4) 수탁자 관계 여부, (5) 기망행위의 은닉여부, (6) 기망행위를 발견할 수 있었는지 여부, (7) 원고가 거래를 주도하였는지, (8) 기망행위의 일반성 또는 특수성을 언급하였다. *Kennedy v. Josephthal & Co., Inc.*, 814 F.2d 798, 804 (1st Cir, Mar 26, 1987), *Zobrist v. Coal-X Inc.*, 708 F.2d 1511, 1516 (10th Cir.1983)을 인용함. *Kennedy*건에서 법원은 상당한 재력이 변호사 원고가 피고 증권사와 일정 기간 이상 투자관계가 있었으나, 본건 투자는 피고 증권사의 새로운 직원과 상담한 것을 지적하며 원고와 피고 직원사이에 친분이 없어 특별한 관계가 아니었고 수탁자 관계가 아니었다고 판단하였다. 법원은 투자에 상당한 경험과 지식이 있는 원고가 소득세 회피용으로 특정한 투자상품을 요청하였고 피고가 제공한 투자설명을 읽지 않고 피고 직원의 구두 설명만 의존한 것이 정당하지 못한 의존 행위였다고 판단하였다. *Kennedy* at 805.

통상적으로 증권투자자문사(investment advisor)는 증권자문사(broker and dealer)와 다르게 투자고객이 위탁한 자산에 대한 고정 수수료를 받고 전반적이 투자자문을 제공한다. 증권자문사는 고개 자산에 대한 고정 수수료를 받지 않고, 증권거래에 대한 수수료를 받는다. 증권투자자문사는 증권자문법(Investment Company Act of 1940)과 증권자문사법(Investment Advisors Act of 1940)에 규제를 받는다. 일반적으로 증권자문사는 투자자의 대리인이나, 특별한 경우가 아니면 수탁자(fiduciary)가 아니지만, 증권투자자문사는 투자고객의 수탁자이다. 그러나 현실적으로 시장에서 일반 투자자들은 증권투자자문사와 증권자문사의 차이를 인지하지 못하는 경우가 많다. 이러한 현실을 인지하고 시장은 증권투자자문사와 증권자문사의 책임의무 차이를 현실화하여야 한다고 지적해 왔고 국회는 이에 대하여 SEC에게 이를 검토할 것을 지시하였다.⁶⁴ SEC는 이에 대한 대응안으로 Regulation Best Interest(Reg BI)를 2019년 채택하였다.⁶⁵

SEC는 Reg BI가 증권자문사에게 수탁자 의무를 부과하지는 않는다고 하였지만, 통상적인 수탁자의무의 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)를 증권자문사에게 부과하고 있다.⁶⁶ SEC는 적합성 원칙이 주의의무에 포함되어 있다고 지적하였다.⁶⁷ SEC는 Reg BI와 수탁자의무의 차이로 증권자문사가 투자자에게 제공한 자문과 관련하여 변경되는 시장상황에 따른 지속적인 자문 수정 의무가 없다고 지적하였다.⁶⁸ Reg BI는 증권거래법 제29조에 의거하여 증권자문사나 투자자가 포기할 수 없으나 SEC는 Reg BI 위반에 대한 개인 소송권한은 의도하지 않는다고 명시하였다.⁶⁹

4. SRO rules

⁶⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, §913, 124 Stat. 1376, 1824-1830 (2010).

⁶⁵ SEC, 17 CFR 240, Release No. 34-86031, "Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct," Final Rule, September 10, 2019, released as 17 CFR. 240.151-1, 17 CFR 240.17a-3 & 17 CFR 240.17a-4(e)(5).

⁶⁶ Reg BI는 증권자문사에게 일반의무(General Obligation)을 부과하고 있다. 일반의무는 (1) 공개의무(Disclosure Obligation), (2) 주의의무(Care Obligation), (3) 이해충돌의무(Conflict of Interest Obligation)과 (4) 준수 의무(Compliance Obligation)이 포함된다. 이해충돌의무란 증권자문사는 본인의 이익보다 투자자의 이익을 우선적으로 고려하고 행동하여야 한다는 것으로 충실의무와 유사하다.

⁶⁷ Ibid., at 14.

⁶⁸ Ibid., at 636-637.

⁶⁹ Ibid., at 43. Reg BI는 FINRA enforcement action에 적용되고 있지만 관련 규정에 대한 법원 소송 기록은 확인하지 못하였다. SEC는 일부 Reg BI 위반이 규정 10b-5 위반이 될 수 있으나, 모든 Reg BI 위반이 규정 10b-5 위반이 아님을 의도하고 있어 보인다.

증권거래법 제6(b)(5)조(15 U.S.C. §78f(b)(5))와 제15A(b)(6)조(15 U.S.C. §78o-3(b)(6))는 SEC가 증권거래소와 증권자문사협회의 규정이 정의롭고(just) 공정한(equitable) 상도 원칙을 보호할 수 있음을 확인하고 승인하도록 규정하고 있다. FINRA⁷⁰의 상도 및 원칙으로 동일한 정의와 공정 원칙을 모든 멤버들이 준수하도록 지정하고 있다.⁷¹ 따라서 FINRA 규정은 공정 원칙을 목표로 하고 있으며, 적합성 원칙에 대해서도 분쟁에 대한 해결안도 공정 원칙을 우선하고 있다. 규정 10b-5에 적용되는 scienter, 즉 고의를 요구하지 않고 증권자문사가 각 투자자의 상황에 비 적합한 증권상품을 권유하였으면, 그 사실만으로 FINRA 적합성 규정을 위반한 것을 인정하고 있다.⁷² 근래 거의 모든 증권사들이 투자자 고객들과 법원소송을 배제하고 중재로 분쟁해결을 제한하는 계약을 체결하고 있는 상황에서 개인 투자자들이 적합성 위반에 대한 분쟁은 거의 모두 중재로 해결하게 된다.⁷³ FINRA가 증권사들의 협회조직이어서 기본적으로 증권사 이익을 옹호하는 조직임으로, FINRA가 영향력을 발휘하는 중재에서 투자자를 공평하게 보호할 수 없을 것이라는 시각이 있으나, 실질적으로는 이러한 공정관점에서 증권거래법보다 투자자에게 유리한 결정도 쉽게 찾을 수 있다고도 한다.⁷⁴

NASD (FINRA) 중재는 투자자의 과거 투자기록⁷⁵, 투기선호도, 투자권유의 승인⁷⁶, 투자

⁷⁰ The Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)는 2007년 New York 증권거래소와 the National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD)의 합병으로 출발하였다. FINRA와 NASD는 SRO로 SEC의 승인을 받은 기관이다.

⁷¹ FINRA Rule 2010 Standards of Commercial Honor and Principles of Trade, “A member, in the conduct of its business, shall observe high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade.”

FINRA Rule 2111은 적합성 원칙 규정이다. 자산이 \$5천만 이상인 개인 및 법인 등은 기관고객 (institutional account 또는 institutional investor)으로 분류되며, 기관고객의 경우 증권자문사가 고객이 관련 투자상품 및 전략을 단독으로 검토할 능력이 있다고 합리적으로 판단되고 고객이 독립된 검토를 하겠다는 입장을 구체적으로(affirmatively) 표시하면 증권자문사는 적합성 검토 의무를 충족한 것으로 간주된다.

⁷² “In contrast, FINRA and other SRO rules do not require proof of scienter to establish a suitability violation. As noted above, while the suitability obligation under the federal securities laws arises from the antifraud provisions, the SRO rules are grounded in concepts of ethics, professionalism, fair dealing, and just and equitable principles of trade, which gives SROs more authority in dealing with suitability issues.” SEC, “Study on Investment Advisors and Broker-Dealers,” Jan, 2011, at 62.

⁷³ 미 연방법원은 SRO 규정 위반에 대한 개인 소송권한이 없다고 판단하고 있다. 증권법 또는 증권거래법이나 그에 대한 SEC 규정의 위반을 주장할 수 있어야 법원 관할권이 발생한다고 판단하고 있다. *Lange v. H. Hentz & Co.*, 418 F.Supp. 1376, 1379 (ND Tx, Sept 9, 1976); Frederick Mark Gedicks, “Suitability Claims and Unrecommended Securities Purchases: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability,” 37 *Ariz. St. L.J.* 535, 543 (2005); *Gurfein v. Ameritrade*, 312 F. App’x 410, 412-413 (2d Cir., Feb 27, 2009).

⁷⁴ Barbara Black, “Is Securities Arbitration Fair to Investors?” 25 *Pace L.R.* 1, 3 (Fall, 2004).

⁷⁵ “The NAC stated that ‘[a] customer’s prior transactions * * * are not relevant in a suitability determination, and [a] history of risky trading [does not] mitigate [respondent’s] conduct.’” *Department of Enforcement v. Kernweis, NASD Regulation Inc.*, Disciplinary Proceeding No. C02980024, Hearing Panel Decision, Feb 16, 2000. “Department of

설명서 내용⁷⁷, 증권자문사의 투자위험 설명⁷⁸ 등과 상관없이 증권자문사는 독립적으로 적합성 검토를 이행하여야 한다고 판단하고 검토 불이행에 대한 배상의무를 인정하고 있다.

5. State laws/rules

미 헌법은 헌법에서 연방정부의 권한으로 인정하지 않은 모든 권한은 주정부나 시민들에게 있다고 규정하고 있다.⁷⁹ 헌법은 외교, 안보, 주 사이의 교역(interstate commerce) 등을 연방정부의 권한으로 지정하고 있고, 특히 interstate commerce는 연방정부에게 유연하고 광범위한 산업규제 권한을 준다고 해석된다. 증권업 역시 interstate commerce에 포함된다. 따라서 연방정부는 증권법 및 증권거래법 등을 통하여 증권업을 감독하고 있다. 그러나, 연방 대법원은 연방법이 명시적으로 주법의 적용을 배척하거나 실제 연

Enforcement v. Kernweis, NASD Regulation Inc., Disciplinary Proceeding No. C02980024, Hearing Panel Decision, Feb 16, 2000, at 16.

⁷⁶ “Obtaining a customer’s consent to an unsuitable transaction does not relieve a broker-dealer of his obligation to make only suitable recommendations under the SRO rules.” SEC, 위 각주 #72, at 62. 위 각주 #75의 Kernweis건에서는 Shell Oil사에서 \$100만 퇴직금을 받고 퇴직하고 공격적인 투자로 고소득을 원하고 증권자문사의 모든 투자 권유를 검토하고 승인한 투자자이라도 증권자문사의 투자 권유가 투자자의 상황에 부적절하였다고 NASD 중재는 증권자문사를 징계하였다. 또한 증권자문사의 적합성 검토는 투자자의 선호(preferences)와 별도로 투자자의 재정 상태 등을 근거로 검토하여야 한다고 판단하였다. “A suitability determination is not predicated on what a customer may want. Rather, NASD Conduct Rule 2310 requires that the determination be made on the basis of the customer’s other investments and his financial situation and needs.” at 26.

⁷⁷ 60대 후반이고 투자 지식이 없고 제한된 자산을 보유한 투자자에게 투자설명서(prospectus)를 제공한 증권자문사에게 투자설명서 내용과 상관없이 관련 증권투자에 대한 설명의무가 존재하며, 그 의무를 위반하였으면, 적합성 의무를 이행하지 않은 것이라고 중재가 결정하였다. 증권자문사가 관련 위험에 대한 설명을 하였다고 하여도, 관련 증권에 대한 적합성 여부가 변경되지 않는다고 하였다. “The delivery of a prospectus does not absolve a broker of his duty to inform the customer fully of the risks associated with the proposed investment. ... Even if Vaughan had explained the risks to VB, the securities he recommended for her account would still have been unsuitable. The SEC has made clear that even in those situations where a customer seeks to engage in highly speculative or otherwise aggressive trading, a representative is under a duty to refrain from making recommendations that are incompatible with the customer’s financial profile.” Dist. Bus. Conduct Comm. for Dist No 7 v. Vaughan, NASD Reg. Inc., Complaint No. C07960105 (Oct 22, 1998) at 7. 연방 법원은 규정 10b-5 소송건에서 증권자문사가 변호사 원고에게 prospectus를 제공한 경우, 원고가 그를 읽지 않고 증권자문사의 구두 진술에 의존한 것은 적절한 의존(justifiable reliance)이 아니라고 판단하였다. 위 각주 #63 참조.

⁷⁸ “Even if [respondent] had explained the risks to [the customer], the securities he recommended for her account would still have been unsuitable. The SEC has made clear that even in those situations where a customer seeks to engage in highly speculative or otherwise aggressive trading, a representative is under a duty to refrain from making recommendations that are incompatible with the customer’s financial profile.” Ibid., at 16.

⁷⁹ “The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people.” The 10th Amendment to the U.S. Constitution. 연방 대법원은 한때 헌법 수정 제10조에 실질적인 의미가 없다고 판단하였으나, U.S. v. Sprague, 282 U.S. 716, 734 (1931), 그 이후 연방 정부가 주 정부에게 지시하거나 연방 법을 집행하라고 할 수 없다고 판단하였다. New York v. U.S., 505 U.S. 144 (1992), Printz v. U.S., 521 U.S. 898 (1997). 연방정부는 주 정부에게 자금제공 등을 조건부로 지원하는 등의 방법이 허용된다.

방법과 주법이 상충하는 경우에는 연방법이 우선하나(preempted)⁸⁰, 그러하지 않는 경우에는 주법이 연방법과 공존한다고 하였다. 따라서, 주 법의 투자자 보호 수위가 연방법보다 강한 경우, 주 법에 의하여 연방법보다 더 강한 투자자보호 규제가 적용된다.

미네소타 정부는 생명보험사들이 고령자들을 상대로 거치연금을 판매한 것이 기망적 거래를 금지하는 미네소타법과 적합성 의무 미네소타법을 위반하였다고 제기한 소송에서⁸¹ 보험사들이 고령 투자자들의 원금과 원금에 대한 이자를 반환하기로 합의하여 마무리하였다. 합의 내용에 투자자들의 자기책임 원칙이나 과실상계에 대한 언급은 없었다.⁸²

매사추세츠는 1972년 Uniform Securities Act를 채택하였으며, SEC가 Reg BI를 채택하면서 증권자문사에 수탁자 의무를 부과하지 않기로 결정한뒤, 2020년 매사추세츠 증권자문사에게 수탁자 의무를 부과하는 규정을 채택하였다. 주 정부는 온라인 증권사 Robinhood Financial LLC가 일반투자자들에게 적합성 검토를 하지 않고 투자 권유를 하여 매사추세츠 증권자문사 수탁자 의무를 위반하였다고 행정 징계절차를 시작하자, Robinhood는 매사추세츠 규정이 연방법에 의거하여 preempted되어 법적효력이 없다고 소송을 제기하였다. 법원은 SEC Reg BI가 증권자문사와 투자자관계에서 증권자문사의 최저의무 기준을 정할뿐이며 각 주 정부는 그 이상의 의무기준을 채택할 수 있어 유효

⁸⁰ 연방법이 주법보다 우선한다는 것을 preemption이라고 하며, 연방법과 주법이 공존하는 것을 concurrent powers라고 한다. “This Constitution, and the Laws of the United States which shall be made in Pursuance thereof; and all Treaties made, or which shall be made, under the Authority of the United States, shall be the Supreme law of the land; and the Judges in every State shall be bound thereby, any Thing in the Constitution or Laws of any State to the Contrary notwithstanding.” U.S. Constitution, Art VI, clause 2. “It is basic to this constitutional command that all conflicting state provisions be without effect.” Maryland v. Louisiana, 451 U.S. 725 (1981).

⁸¹ Allianz 등 여러 생명보험사들이 주로 고령자를 상대로 5년 또는 그 이상의 거치기간이 요구되는 연금 상품을 매각하였다. 관련 연금은 거치기간 중 원금을 반출하면 15% 정도의 벌칙금을 지급하여야 하였는데, 판매과정에서 고객들의 재정상태 및 지출일정 등을 검토하지 않고, 상품매각 즉시 보너스를 받을 수 있다고 광고하였으나, 보너스는 15년 등 장기 기간 이후에야 지급되는 것이었다. 고객중에는 질병등으로 단시일내 상당 규모의 지출을 예상하는 고객들이 상당 포함되어 있었다. 미네소타 주정부는 이러한 판매가 부당한 경쟁 또는 기망 판매 금지법과 권유하는 보험 상품이 고객에게 적합하여야 하며 보험사들이 적합성 검토를 이행하여야 한다는 법을 위반하였다고 주장하였다. Minnesota v. Allianz Life Ins. Co. of North Am, (4th Dist. Ct., Minnesota, Ct File No. 27-CV-07-581, 2007).

⁸² 보험사는 2000년 이전에 관련 보험상품을 구입하고 주 정부에 이의를 제기한 고객들 전부와 2001년부터 관련 상품을 구입한 65세 이상 고객들 모두에게 투자 원금 전액과 연 4.15% 이자를 지급하고, 보험 상품 판매과정에 고령자의 경우 적합성 의무를 준수하고 모든 고객에 대한 판매과정에 주 법규를 준수 하겠다고 합의하였다. Minnesota v. Allianz Life Ins. Co. of North Am, Consent Judgment (Oct 8, 2007). 미네소타 주는 다른 보험사에 유사한 상품 판매에 대한 소송을 제기하고 유한 합의결과를 이루었다. “Minnesota strikes against annuity mis-selling,” Life Insurance International, Jan 14, 2010, avail at [Minnesota strikes against annuity mis-selling - Life Insurance International](#).

하다고 판단하였다.⁸³

미국과 캐나다의 법체제는 영국법으로부터 시작하여 common law 뿌리를 가지고 있다. 그러나 캐나다의 투자자 보호 체제는 미국보다 앞서있어 보이는 부분이 있다. 캐나다 법원은 증권업협회 등의 자율규제기구들의 규정 등의 위반이 증권사 업무위반으로 인정하여 투자자의 배상청구를 인정하고 있어 보인다.⁸⁴

6. 투자계좌 계약 상 “subject to” 규정

투자자가 증권사를 통하여 증권거래를 하기 위해서는 증권사와 투자계좌 계약서를 체결하여야 한다. 대부분의 투자계좌 계약서에는 증권사와 투자자의 관계가 관련 법규 및 SRO 규정에 규제(be subject to)된다는 조항이 포함되어 있다. 그러나, 법원은 증권사가 이러한 관련 법규 및 SRO 준수 조항을 위반하여도 투자자가 그로 인해 발생한 손실 배상 소송권한이 없다 즉 계약위반이 아니라고 판단하고 있다.⁸⁵ 통상적으로 이

⁸³ Robinhood Financial LLC v. Secretary of the Commonwealth, 492 Mass. 696 (Supreme Judicial Court of MA, Aug 25, 2023). 법원이 판결문에서 인용한 한 논문에 의하면 2012년에 증권자문사에 수탁자 의무를 부과하는 주는 California, Missouri, South Dakota와 South Carolina였으며, 14개주는 수탁자의무의 일부만 부과하고 있었고, 32개주는 수탁자의무를 부과하지 않는다고 하였다. Michael Finke & Thomas P. Langdon, “The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice,” 25 J. Fin. Planning 28, 32 & 34 (July 2012).

⁸⁴ 캐나다는 연방 증권법이 없고 각 주(province)마다 증권법 및 규제 체제를 갖추고 있다. 온테리오 주 항소법원은 증권사가 파생상품거래 관련 감독규정에 의거하여 작성된 내부규정을 위반하고 투자자가 본인이 제시한 손실가능 수준을 넘는 손실위험의 파생상품 거래를 허용하여 발생한 투자자의 손실에 대한 100% 배상책임을 인정하였다. 증권자문사가 무리한 파생상품거래를 만류하는 자문을 제공하였으나 투자자가 이를 무시하고 직접 지시한 주문들이 증권사 내부관리 규정을 위반하였고 이는 증권사의 과실이며, 투자자에 과실 사실이 없었다고 판단하였다. Zraik v. Levesque Securities Inc., 153 O.A.C. 186 (CA, Dec 27 2001) (Ontario Ct of Appeal). 캐나다 주 법원은 1심법원과 항소심 법원이 있고, 상고는 연방 대법원에 한다.

⁸⁵ 2009년 연방 항소심 법원은Gurfein v. Ameritrade건에서 Ameritrade의 “모든 거래가 관련 규정에 규제를 받는다”라는 투가계약 조항이 Ameritrade에 규정을 준수할 의무를 부과하지 않는다고 판단하였다. 관련 규정은 “All my option transactions are subject to the rules and regulations of the Options Clearing Corporation, the Chicago Board Options Exchange or the appropriate options exchange, and the National Association of Securities Dealers, Inc.”라고 명시되어 있지만, 법원은 “the language of Ameritrade’s agreement with Gurfein makes clear that Ameritrade did not contractually obligate itself to its customers to follow these rules and regulations so as to create a separate cause of action for any alleged violation of them.” Gurfein v. Ameritrade, 312 F. App’x 410, 413 (2d Cir., Feb 27, 2009).

투자 계약서에 증권사가 관련 법규정을 준수하겠다는 구체적인 규정이 있어도 개인 소송권한을 인정하지 않겠다는 법원의 판결도 있다. 법원의 개인 증권 사기 소송권을 제한하겠다는 의도를 보여주고 있다. “Although the plaintiffs in Kurz were unable to point to any specific contract language indicating the defendant’s promise to obey NASD rules, the Seventh Circuit’s position on the ability to enforce such regulations through a state law contract action implies that such an effort would fail even if the plaintiffs could have produced supportive language. This position is consistent with the general prohibition against asserting an implied right of action under the guise of a state law claim, where no independent right of action has been found to exist.” Appert v. Morgan Stanley Dean Witter, Inc., 2009 WL 3764120 (ND Ill, Nov 6, 2009) at 6.

러한 특정 법에 규제받는다라는 조항이나 법을 적용한다는 문구(governed by)가 포함된 계약을 체결한 당사자가 관련 법을 위반하면, 이는 계약 위반으로 인정되고 그로인하여 상대방에 손실이 발생하면, 상대방은 위반 당사자에게 배상청구권이 인정된다. 법원의 피해 상대방에게 이러한 배상 소송권이 없다고 해석하는 것은 납득하기 어려워 보인다.⁸⁶ 법원은 이러한 규제 조항이 증권사가 관련 법이나 규정을 준수하겠다는 내용이 아니라, 관련 거래가 관련 규정의 규제를 받을 수 있다는 통보만의 의미를 가진다고 판단하고 있다.⁸⁷ 미 계약법 상 계약의 각 당사자는 서로에게 의미있는 약속이나 가치가 있는 물건(consideration)을 제공하여야 계약이 성립된다.⁸⁸ 따라서 법원은 투자계좌 계약서에서 증권사는 투자자에게 거래를 할 수 있는 특혜를 제공하고 투자자는 투자계좌를 준수하겠다는 상호간의 “의미있는” 약속이라고 해석하고 있어 보인다.⁸⁹ 그러나 이러한 해석에 증권사가 투자자에게 제공하는 consideration이 무엇인지 질의하지 않을 수 없다. 또한 소비자보호법 상의 소비자계약 해석 원칙이나 약관(adhesion contract) 해석 원칙⁹⁰ 등을 고려하지 않은것으로 보여진다. 법원의 이러한 해석은 개인소송 권한

⁸⁶ “[계약상 거래가 관련 법규의 규제대상이라는] the provision can only be read in the manner RBC proposes, that is, as an ‘acknowledgement’ by the client that the transactions executed through their account will be ‘subject to a complex legal framework.’ Under this reading of the contract, which the Court may reach as a matter of law, RBC was not under a duty to “comply with FINRA rules and guidance, and, consequently, RBC cannot be held liable for breaching that (non-existent) contractual duty.” Luis v. RBC Capital Markets, LLC, 401 F.Supp. 3d 817, 830 (Minn D.C., July 11, 2019), affirmed Luis v. RBC Capital Markets LLC, 984 F.3d 575 (8th Cir., Dec 28, 2020).

⁸⁷ Gurfein v. Ameritrade 법원은 투자계약 관련 조항이 투자자에 통보하는 의미만 있다고 판단하였다. “This section, drafted in the first person, memorializes only Gurfein’s acknowledgment that her trades are subject to applicable rules and regulations. The unambiguous language at issue puts Gurfein on notice that her electronic trades are governed by various entities’ regulatory rules.” Gurfein v. Ameritrade, at 413.

⁸⁸ 미국법 상 A가 B에게 만원 선물을 하겠다고 구두로 약속하거나 계약을 체결하여도, B가 A에게 consideration을 제공하지 않았기 때문에 A의 약속과 계약은 법적효력이 없다. 이는 국내법과 다르다.

⁸⁹ 한 연방 1심 법원은 투자계좌 계약서를 서두에 근거하여 증권사가 계좌 개설을 승인하면 투자자는 의무가 나열된 계약이라고 해석하고 있다. 관련 서두 조항은 “In consideration of [RBC] continuing to or now and hereafter opening an account or accounts (collectively, the ‘Account’) for the purchase and sale of securities and commodities for me, or in my name, I agree that all transactions with respect to any such Account shall be subject to the following terms.”이다. 법원은 이를 “As is evident, this provision is written in the first person, from the vantage point of the client, e.g., “All transactions in my Account ...,“ and is included in a list of “terms” the client is agreeing to, “in consideration of” RBC opening a securities trading account on their behalf. In other words, there is no indication in this provision that the broker, RBC, is agreeing to do anything on the client’s behalf.” Luis v. RBC Capital Markets, LLC, 401 F.Supp. at 830.

⁹⁰ 약관은 일반적으로 소비자가 계약내용을 협상할 여지없이 제시된 계약을 그대로 체결하거나 계약 체결차제를 포기할 선택밖에 없는 계약을 의미하며, 부조리(unconscionable)한 내용이거나 공공정책(public policy)과 위배되면 법적효력이 인정되지 않는다. Batya Goodman, “Honey, I Shink-Wrapped the Consumer: The Shink-Wrap Agreement as an Adhesion Contract,” 21 Cardozo L.Rev. 319 (Oct 1999). 캘리포니아주는 약관이 소비자들에 일상적으로 예측하는 범위에 포함되고 부조리하지 않아야 인정된다. 부조리란 절차적으로 소비자에게 협상의 여지가 없거나 내용적으로는 일방적이거나 과도하게 소비자에게 불합리한 것을 의미한다. Sierra David Sterkin, “Challenging Adhesion Contract in California: A Consumer’s Guide,” 34 Golden Gate U.

을 인정하기 않는 증권법과 증권거래법을 계약위반이라는 회피방법(workaround)로 소송을 제기하거나, 증권사와 투자자의 분쟁을 소송으로 처리하기에는 그 소송건수가 너무 많아 그러한 소액사건을⁹¹ 차단하려는 목적인 것으로 보여진다. 법원 소송과 달리 중재에서는⁹² 투자계좌 계약에 증권거래가 관련 법규에 규제된다는 조항으로 증권사가 관련 법규를 위반하면 계약 위반이라는 결정을 하기도 한다. 법원은 이를 중재의 계약조항 해석의견으로 중재판단을 무효화할 수준의 부당한 결정이라고 인정하지 않는다.⁹³ 한편 캐나다 법원은 투자계좌 계약서의 이러한 문구를 통상적인 계약 해석 원칙에 의거하여 계약 위반 소송을 인정하고 있어 보인다.⁹⁴

c. 손해배상

통상적인 common law에의하면 사기로 손실을 본 원고에 대해서는 과실상계가 적용되지 않는다. 이에 따라 규정 10b-5 위반으로 인한 손실 경우, 원고에게 과실상계가 적용되지 않는다.⁹⁵ 수탁자(fiduciary)가 수탁자 의무를 위반하여 원고에게 손실을 발생한

L.Rev. 285, 295-297 (Spring 2004)

⁹¹ 사실 증권법과 증권거래법 증권사기 소송은 대부분 집단소송의 방식으로 제기되고 있다. 변호사 비용이 높아 개인 증권사기 소송 건수는 많지 않다.

⁹² 3인 중재인들은 투자자에게 투자금 전액에 대한 배상을 결정하면서 그 결정의 법적 근거를 명시하지는 않았지만, 1심 법원이 재 심사를 지시하자, 증권사가 FINRA 규정 4210 (margin requirements)를 위반하였다고 재 판결내용에 명시하였다. 항소법원은 중재인이 재 판결내용에서도 판단 근거 법규를 언급하지 않았으나, 투자계좌 계약에 관련 법규정에 규제된다는 조항을 관련법규정을 준수한다고 해석하였을 수 있다며, 그는 중재인의 manifest disregard of the law 수준의 부당한 해석이 아니라고 중재판단을 확인하였다. *Interactive Brokers LLC v. Saloop*, 969 F.3d 438, 444 (4th Cir., Aug 12, 2020).

⁹³ 법원이 중재인의 판단을 기각 또는 변경하려면 중재가 사기, 뇌물 등 절차상 심각한 문제가 있거나 (American Arbitration Law, 9 U.S.C. §§10 & 11) 중재인이 법을 명백히 무시(manifest disregard of the law)한 경우이어야 한다. *Hall Street Assocs., LLC v. Mattel, Inc.* 552 U.S. 576, 128 S.Ct. 1396, 1403 (2008).

⁹⁴ “In *Refco*, the trial Judge quoted from the written contractual agreement between the firm and the account holder which contained the standard provision that:

‘All transactions shall be subject to the constitution, by-laws, rules, regulations, customs, useages and interpretation of the exchanges, Board of Trade, contract market or other market (and its clearing, if any) where executed and to all applicable government laws and regulations.’

The Court interpreted the above provision as importing into the contract not only the provisions of the Chicago Mercantile Exchange (“CME”) relevant to the specific transactions conducted by the client through the CME (such as rules relating to the trading and settlement of the trades between the firm and its clearing broker), but also the whole gamut of the regulatory matrix governing the firm and its client, in this case provisions of the *Commodity Futures Act* of Ontario, the Textbook and Workbook of the CSI, the By-Laws and Regulations of the IDA, the Policies of the Montreal Exchange and the investment dealer’s own Policy and Procedures Manual.” Geoff A. Clarke, “Liability and Damages in Unsuitable Investment Advice Cases,” Fasken Martineau DuMoulin LLP, Aug 2005 at 31.

⁹⁵ “As Judge Easterbrook has stated: ‘[S]ecurities fraud is an intentional tort, and . . . contributory negligence (failure to investigate independently) is not a defense when the tort is intentional.’” “According to the Restatement: ‘The recipient of a fraudulent misrepresentation of fact is justified in relying upon its truth, although he might have ascertained the falsity of the representation had he made an investigation.’ The majority of jurisdictions have held the

경우에도, 원고에게 과실상계는 적용되지 않는다.⁹⁶ 그러나, 증권사기 또는 수탁자 관계가 아닌 일반 적합성 원칙 위반의 경우에는 과실상계가 적용된다.⁹⁷

2000년 정부 발표⁹⁸에 의하면 투자자들이 증권사의 과실 등으로 이의를 제기하여 승소하거나 합의한 사건 중 확정된 투자자들이 실제로 배상받은 금액은 승소금 또는 합의금의 61%이었다. 중재의 경우, 49%는 배상이 없었고, 12%는 판결금 일부만 지급되었다. 2000년 이후 새로운 통계 정보를 확인하지 못하였지만, 이 역시 증권사들의 책임 관련 법규 만큼 중요한 이슈이다.

4. 결론

최근 대규모 증권 불완전판매 사건이 주기적으로 언론에 보도되고 있는 것은 결과적으로 증권판매사들의 인센티브에 부족한 부분이 있다고 볼 수도 있다. 특히 확실한 불완전판매행위가 쉽게 눈에 띄는 경우가 보도되고 있다는 점에서는 판매사들에게 불완전판매 행위에 대한 부담금을 늘려야 할 것으로 보인다. 지금까지 감독당국과 법원은 증권판매사가 투자에 대한 보험사 역할을 할 수 없다고 투자자들에게 자기책임 원칙을 적용하여왔다. 자기책임의 원칙을 적용하기 위해서는 증권사의 불완전판매 행위 등이

plaintiff's negligence should not defeat a fraud claim and that the plaintiff is not required to conduct a due diligence investigation when the misrepresentation concerned matters peculiarly within the defendant's knowledge." Norman S. Poser, "Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors," 2001 BYU L.Rev. 1493, 1544 (2001)

"[W]here there is an intent to mislead, it is clearly inconsistent with the general rule [footnote omitted] that mere negligence of the plaintiff is not a defense to an intentional tort. The better reasoned cases [footnote omitted] have rejected contributory negligence as a defense applicable to intentional deceit" "[W]here there is an intent to mislead, it is clearly inconsistent with the general rule [footnote omitted] that mere negligence of the plaintiff is not a defense to an intentional tort. The better reasoned cases [footnote omitted] have rejected contributory negligence as a defense applicable to intentional deceit" [quoting Restatement of Tort, 2nd Ed., Section 540] Holdsworth v. Strong, 545 F.2d 687, 694 (10th Cir, 1976).

⁹⁶ "The principal difference between calculating damages when a breach of fiduciary duty has been found versus simply a tort such as negligence is that equitable compensation is not subject to the limiting principles of foreseeability, contributory negligence or the duty to mitigate. The principal difference between calculating damages when a breach of fiduciary duty has been found versus simply a tort such as negligence is that equitable compensation is not subject to the limiting principles of foreseeability, contributory negligence or the duty to mitigate. [] Perhaps the most notable advantage for the plaintiff is the long-standing equitable principle that once the injured client puts forward sufficient proof of a fiduciary breach, the onus shifts to the IA to prove the loss would have occurred regardless of the breach." Geoff A. Clarke, "Liability and Damages in Unsuitable Investment Advice Cases," Fasken Martineau DuMoulin LLP, Aug 2005, at 64.

⁹⁷ 캐나다 온테리오 주 항소법원(주 대법원은 존재하지 않으며, 연방 대법원이 최고 상고 법원이다)은 투자경험이 풍부한 투자자(sophisticated investor)가 고의로 투자설명서를 읽지 않고, 투자설명서를 읽었다는 확인서에 가명으로 서명하였음에도, 증권자문사가 투자의 위험요소를 충분히 설명하지 않았다고 투자자의 손실 50%에 대한 배상을 하라고 판단하였다. Transpacific Sales Ltd. V. Sprott Securities Ltd., 67 O.R. (3d) 368, 372-384 (Ont Court of Appeals, Oct 8, 2003).

⁹⁸ GAO, "Securities Arbitration: Actions Needed to Address Problem of Unpaid Awards," June, 2000.

없어야 하며 투자자들이 자율적 투자 판단을 하였어야 하는 전제 조건을 확인하여야 하는데, 과거 불완전판매 사건에는 이런 검토과정이 충분히 이행되지 않았던 것으로 보인다. 결과적으로 기망행위로 인정될 수 있는 판매사들의 불완전판매 행위가 확인된 사건에서도 투자자에게 손실에 대한 일정 책임이 부과되었다. 이는 미국의 사기, 즉 의도적 불법행위에 대한 과실상계를 인정하지 않는 제도와 비교된다. 반복되는 불완전판매사건을 차단하기 위해서는 불완전판매 행위를 과실과 중과실 또는 고의 행위로 구분하여 판매사의 책임한도를 차별하여 적용하는 것이 바람직하여 보인다.