

ELS 시세조종쟁송의 주요 쟁점과 법리

2015. 5. 8.

변호사 김 주 영

발표에 앞서 먼저 말씀드려야 할 사항



ELS 시세조종쟁송은 아직 대부분의 사건에 관하여 최종 판결이 내려지지 않은 사안임



발표자는 ELS 시세조종쟁송에서 원고(투자자)측을 대리하고 있는 법무법인 소속임



본 발표자는 ELS 시세조종쟁송에 있어서 어떠한 쟁점들이 다루어지고 있고 그것이 어떤 의미를 가진 것인지를 소개하는 것에 초점을 맞추고자 함.

- 2009년 ELS 스캔들의 개요 및 경과
- ELS 시세조종 쟁송의 현황
- ELS 사건의 사실관계
- 쟁점 1 민법 150조 1항 (조건성취방해)의 적용가능성
- 쟁점 2 증권관련집단소송의 활용가능성
- 쟁점 3 헤지거래와 불공정거래행위간의 관계

2009년 ELS 스캔들의 개요

ELS 스캔들이 발발한 것은 지난 2009년 5월

한국거래소가 감리를 실시하는 과정에서 ELS의 실질적 거래상대방인 외국계은행이 ELS 만기일 장막판에 기초자산 대량매도로 증가하락을 야기한 사실을 확인

한국경제

2009년 5월 15일 (금)
24면 증권

캐나다 은행이 만기일에 주가 떨어뜨려

● ‘스마트 ELS 10호’ 수익률 조작 파문

연 22% 수익 날아가고 원금 74%만 돌려줘

그동안 증시에서 소문으로만 떠돌던 주가 연계증권(ELS) 수익률 조작이 처음으로 드러나 충격을 주고 있다. 매년 20조원 안팎의 투자자금이 몰리는 인기 상품의 수익률을 외국 운용회사가 조작한 것이어서 큰 파장이 우려된다.

금융당국 관계자는 14일 “최근 주가 상승으로 ELS 판매가 5개월 연속 늘고 있는 상황에서 상당한 영향이 우려된다”며 “주가 조작을 막기 위한 근본적인 개선 방안을 마련할 방침”이라고 밝혔다.

◆ 거래소 주가 조작 감리 착수

한화증권은 지난해 4월 22일 포스코와 SK(株)를 기초자산으로 하는 ‘스마트 ELS 10호’를 개인투자자들에게 모두 68억원어치 팔았다. 1년 만기일인 올 4월 22일에 포스코와 SK의 주가가 최초 기준가(2008년 4월 22일 주가)의 75% 이상일 경우 연 22.0%의 고수익을 돌려주는 상품이다.

이에 따라 만기일인 지난달 22일 많은 투자자의 관심이 SK 주가 움직임에 쏠렸다. 포스코는 기준가의 80% 수준에서 유지돼 여유가 있었지만 SK 주가는 76~77% 선으

로 아슬아슬한 마지노선에 놓여 있었기 때문이다. 22%의 수익을 올리기 위해선 SK 주가가 11만9600원 이상으로 마감하면 되는 상황이었다. 다행히 장중 주가는 12만 원대에서 움직여 무난하게 확정수익률 조건을 충족할 것으로 예상됐다.

하지만 장 마감을 앞둔 10분간의 동시호가에서 이날 거래량의 40%를 웃도는 13만 주의 매물이 대거 출회돼 주가는 1.65% 하락 반전해 기준가의 74.6%인 11만9000원으로 끝났다. 22%가 기대됐던 투자자들의 수익이 불과 600원 차이로 오히려 -25.4%로 추락한 것이다.

문제는 이 과정에서 ELS의 해지를 담당했던 캐나다의 한 대형 은행이 매도 주문을 낸 것으로 확인된 점이다. 이 회사는 동시 호가에 낮은 가격으로 ‘팔자’ 주문을 내 주가를 2000원가량 하락시킨 것으로 알려지고 있다. 동시호가 때는 미리 주문을 받은 뒤 평균가격으로 매매를 체결시키는 점을 악용해 주가를 고의로 떨어뜨린 것이다.

거래소는 10여일만에 걸친 감리를 통해 이 같은 혐의를 거의 확인하고 다음달 초 결

스마트 ELS 10호 개요

기초자산	포스코 SK(株)
공모일	2008년 4월 23~25일
판매액	68억원
만기	1년
조기상환 수익률	3개월 후 기준가 90% 이상, 6개월 후 기준가 85% 이상, 9개월 후 기준가 80% 이상일 경우 각각 연 22.0%로 조기 상환
만기상환 수익률	-만기일에 기준가 75% 이상일 경우 연 22.0% -투자기간에 한번도 기준가 60% 이하로 하락한 적이 없으면 연 22.0% -만기일에 기준가 75% 미만이고 투자기간에 60% 이하로 하락한 적이 있으면 손실

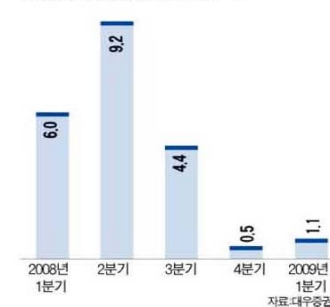
론을 낼 예정이다. 이 ELS 투자자들은 원금의 74.6%에 해당하는 투자자금을 돌려 받은 상태지만 조사 결과에 따라 소송 등을 통한 손실 보상을 요구할 것으로 예상된다.

업계 한 전문가는 “ELS의 해지를 담당하는 금융회사는 이를 다시 파생상품을 통해 헤지하고 수수료 수입만 얻는 게 일반적이지만 금융위기가 한창이어서인지 미처 헤지하지 못해 주가 조작에 나선 것 같다”고 진단했다.

◆ 금융위기로 추가 조작 개연성

ELS는 최근 몇 년 동안 주식시장의 성장과 함께 인기가 급상승한 상품이다. 2007년 25조6000억원, 2008년 20조6000억원이 팔릴

ELS 분기별 판매 규모 (단위:조원)



정도도 큰 인기를 끌었다.

지난해 글로벌 금융위기로 증시가 급락, 판매가 주춤했지만 최근 다시 5개월 연속 증가하는 등 인기를 회복하고 있는 추세다. 올 1분기에 1조1000억원어치가 팔린 데 이어 4월에도 판매액이 6647억원에 달했다.

ELS 상품은 대부분 외국 금융회사가 개발·설계한다. 국내 증권사나 은행은 파생상품에 익숙하지 못해 외국 회사들이 만든 ELS를 들여와 단순 판매하는 실정이다.

또 ELS 수익의 안정성을 담보하기 위해 상품을 설계한 외국 금융회사에 다시 해지를 맡기는 것이 보통이다. 이를 ‘백 투 백 헤

지’라고 부른다. 전체 ELS의 70% 정도가 이 방식을 채용하는 것으로 파악되고 있다.

이중호 동양증권 연구원은 “외국 금융업체가 상품 설계와 해지에서 차지하는 비중이 워낙 크다 보니 주가 조작에 나설 수 있는 가능성이 항상 존재한다”고 지적했다. 거래소 관계자도 “보통 지수를 대상으로 ELS를 설계하는 외국과 달리 우리나라는 종목 ELS가 많아 주가 조작의 유혹에 빠지기 쉽다”고 설명했다.

금융당국 관계자는 “내달 초쯤 정확한 거래소 조사 결과가 나오면 주가 조작을 방지할 수 있는 개선책도 함께 찾아볼 계획”이라고 설명했다. 이에 대해 한 전문가는 “만기일 전 5일 정도의 주가를 평균하는 등의 보완책을 고려해볼 수 있을 것”이라고 말했다.

백경업 기자 kecorep@hankyung.com

◆ ELS=개별 주식의 가격이나 주가지수에 연계돼 수익이 결정되는 금융상품. 주로 우량 채권에 투자해 원금을 보존한 뒤 일부 수익을 옵션 등의 파생 상품에 접어넣어 고수익의 기회를 만든다. 투자한 기초자산(주식 등)의 가격이 만기 때까지 일정 수준 이상 하락하지 않으면 10~30%의 높은 수익을 지급하지만 한번이라도 벗어난다면 손실을 볼 수도 있다.

한국거래소는 그 해 7월 회원사인 국내 증권사 2곳을 제재

ELS의 조기상환일에 기초자산이 되는 종목의 종가형성에 관여한 것으로 판단

한국경제

2009년 7월 22일 (수)
26면 증권

ELS 조기상환일에 시세 관여한 국내증권사 제재

거래소 미래에셋·대우증권에 벌금

국내대형 증권사 두곳이 주가연계증권(ELS)의 기초자산 주식시세에 관여했다는 사실이 인정돼 한국거래소로부터 제재금을 부과받았다.

거래소는 21일 시장감시위원회를 열어 미래에셋증권과 대우증권이 자신들이 판매한 ELS 조기상환일에 기초자산이 되는 종목의 종가형성에 관여한 데 대해 회원사 자율규약이 거래소 업무관련 규정을 위반

한 것으로 판정.이같이 제재키로 결정했다고 발표했다.

▶본지 20일자 A24면, 21일자 A27면 참조
거래소는 시세관여 정도, 위반행위 시점 등을 감안해 미래에셋증권에는 1억6500만원의 제재금과 함께 관련 직원 1명을 감봉 또는 견책하도록 했다.

대우증권에는 5000만원의 제재금이 부과됐다. 당초 '경고' 조치를 받을 것으로 알려졌던 H증권사는 '주의'로 제재수위가 낮춰졌다.

거래소는 증권사들이 ELS를 관리하면서 해지를 해야 하는 부분을 인정한다 해도 조기상환일에는 기초자산이 되는 주식의 매물을 배분할 때나 가격을 내는데 있어 사전에 예측해 종가에 부당한 영향을 미치지 않도록 하는데 주의를 덜었다고 지적했다.

시감위 관계자는 "앞으로도 공정한 시세 형성에 부당한 영향을 미치거나 오해를 유발할 우려가 있는 호가나 매매를 집중감시하고 위반행위 발견 때는 엄중조치할 계

획"이라고 밝혔다.

거래소는 이번 조치는 자본시장법 위반이 아닌 회원사 자율규제 차원에 따른 조치라고 설명했다. 시세관여가 ELS 투자자들의 조기상환 기회를 무산시켰는지를 가리는 불공정거래 혐의에 대한 판단이 아니라는 설명이다.

시감위 관계자는 "해당 증권사들의 시세관여가 의도적이었는지 여부는 금융감독 당국에서 판단할 문제"라고 말했다.

조선형 기자 u2@hankyung.com

그 해 12월에는 금융위원회가 외국계은행 2곳과 국내증권사 2곳을 ELS수익률조작혐의로 검찰에 통보

조사과정에서 해당금융사들은 '헤지거래를 위한 불가피한 주식매도'라고 주장했지만 금융당국은 고의성있는 불공정거래로 판단

한국경제

2009년 12월 10일 (목)
26면 증권

'ELS 수익률 조작 의혹' RBC 등 4개사 검찰 통보키로

금융위원회는 9일 증권선물위원회를 열고 캐나다은행 RBC와 프랑스 BNP파리바 등 외국계 2곳과 국내 증권사 2곳 등 총 4개사를 주가연계증권(ELS) 수익률 조작 혐의로 검찰에 통보키로 결정했다. 이에 따라 7개월여를 끌어온 ELS 수익률 조작의혹에 대한 최종 판단은 법정에서 가려질 것으로 전망된다.

이에 앞서 금융감독원은 지난 5월부터 일

부 ELS 운용회사들이 만기일에 기초자산 주식을 대량 매도해 주가를 떨어뜨리며 수익률을 조작했다는 의혹에 대해 광범위한 조사에 나서 이들 4개사의 징계 안건을 증선위에 상정했다. 조사과정에서 해당 금융사들은 '헤지를 위한 불가피한 주식 매도'라는 방어 논리를 폈지만 금융당국은 고의성이 있다고 판단한 것이어서 만만찮은 과장이 예상된다. 백광엽/조진형 기자 u2@hankyung.com

그 이후 현재까지의 경과

그 이후 현재까지의 경과

2009. 8.

ELS 피해자들이 국내증권사를 상대로 첫 민사소송 제기 (일반소송)

2010. 1.

외국계은행을 상대로 ELS관련 첫 증권관련집단소송 제기

2010. 10.

서울중앙지법 ELS 민사소송에서 첫 원고 승소 판결

2011. 6.

서울중앙지검이 외국계은행과 국내증권사의 담당 트레이더 4명 기소

2012. 12.

1심에서 승패가 엇갈린 ELS 민사소송에 관하여 2심이 원고패소판결

현재까지의 경과

2013. 3.

서울중앙지법 ELS 헤지운용 트레이더에 대하여 무죄선고

2013. 5.

서울고등법원 ELS 집단소송 불허가결정

2013. 9.

서울중앙지법 다른 ELS 증권관련집단소송에 대하여 다시 소송허가결정

2013. 10.

서울중앙지법 다른 ELS 민사소송(일반소송)에 대하여 다시 원고 승소판결

2014. 6.

서울중앙지법 항소부 ELS 헤지운용 트레이더에 대하여 유죄선고 (벌금 1,000만원)

2015. 4.

대법원 ELS 증권관련집단소송에 대하여 허가취지로 파기환송판결

현재 계류 중인 ELS사건 현황 및 소송경과

ELS 관련 민사소송현황

순번	상품명	사건번호	당사자		진행상황	
			원고	피고		
1	**증권 제195회 ELS	서울고등법원 2010나58607 상환금	윤** 외 2	**증권 (주)	<u>1, 2심 원고 패소, 대법원 계류중</u>	
2		서울고등법원 2010나71761 상환금	정** 외 1		<u>1심 원고 승소, 2 심 원고 패소 대법원계류중</u>	
3		서울중앙지법 2010가합84234 상환금	장**외 7		추정(대법원판결)	
4	** 블루스타 사모 제3호	서울중앙지법 2011가합19701 손해배상(기)	** 신협 외 1		조정(대법원판결 에 따르기로)	
5		서울중앙지법 2011가합31893 손해배상(기)	**새마을금고 외 7		조정(대법원판결 에 따르기로)	
6	** Two Star VI 사모 제1호	서울고등법원 2011나104712 상환금	**새마을금고		**외국은행	<u>1, 2심 원고 패소, 대법원 계류중</u>
7	** 2 star 파생상품	서울중앙지법 2011가합9063, 26129(병합) 손해배상(기)	민** 외 64 / 전** 외 5		**외국은행, **외국은행	<u>1심 원고 패소후 항소심 추정</u>

ELS 관련 민사소송현황

순번	상품명	사건번호	당사자		진행상황
			원고	피고	
8	**증권 부자아빠 주가연계증권 제289회	서울고등법원 2012나12360 상환원리금 등	김** 외 25	**외국은행	1심 원고 승소, 2심 패소 후 대 법원계류중
9		서울중앙지법 2012가합17061 증권관련집단소송	김** 외 5		대법원 허가취 지로 파기환송
10	**증권 ELS 10호	서울중앙지법 2010가합1604 증권관련집단소송	양** 외 1	**외국은행	대법원 허가취 지로 파기환송
11	*** 투자신탁28호	서울중앙지법 2011가합38948 손해배상(기)	손** 외 1	**외국은행	1심 패소 후 항 소심 추정

- 그 외 2건 정도가 더 있는 것으로 파악됨

ELS 관련 형사사건 소송현황

순번	사건번호	당사자	경과
1	서울중앙지방법원 2011고단3406	외국인 트레이더	피고인 불출석, 사법공조촉탁
2	서울중앙지방법원 2011고단3407	외국인 트레이더	피고인 불출석, 사법공조촉탁
3	서울중앙지방법원 2011고단3416	내국인 트레이더	1심 재판중
4	서울중앙지방법원 2011고단4640	내국인 트레이더	1심 무죄, 2심 유죄, 대법원 계류중

- 그 외 서울남부지검에서 2013년 추가 기소한 사건 2건 있음

ELS 사건의 사실관계

ELS의 상품구조

기초자산	삼성전자 보통주, 신한지주 보통주
발행총액	30억원
ELS 발행일	2007. 10. 10.
중도상환일	매 6개월마다
최초 기준가격	삼성전자 552,000 원, 신한지주 : 60,868 원
만기상환기준일	2009. 10. 7.
만기상환조건	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 만기상환기준일 증가 \geq 최초기준가격의 75% \rightarrow 연 14% 이율 ▪ 만기상환기준일 증가 $<$ 최초기준가격의 75% \rightarrow 원금손실 (-40% 초과하락 경험 0)

2009. 10. 7. 신한지주 종가에 따른 당사자들의 이해관계

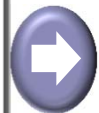
- 이 사건 ELS의 만기상환금(투자원금의 128% 또는 75% 미만)을 결정하는 기준가격은 삼성전자 414,000원, 신한지주 45,651원
 - 삼성전자의 주가는 70만원 대, 신한지주의 주가는 44,800원에서 시작하여 장 종료 직전인 오후 2:50경 45,800원으로 형성
- 만약, 신한지주의 2009. 10. 7. 종가가 45,651원 이상인 경우
 - 투자자들은 투자원금의 128% 수령, 외국계 B은행은 스왑계약금액 (2,978,000,000원)의 128%를 국내 발행증권사에 지급
- 반면 신한지주의 2009. 10. 7. 종가가 45,651원 미만인 경우
 - 투자자들은 투자원금의 75% 미만을 수령, B은행은 스왑계약금액 (2,978,000,000원)의 75% 미만을 국내 발행증권사에 지급



결국 신한지주의 2009. 10. 7.의 종가가 45,651원 이상이나 아니면 그 미만이나에 따라 원고들은 투자수익률이 53% 이상(128% - 75% 미만) 좌우되고 B은행은 1,578,340,000원 이상의 '돈'이 왔다 갔다 하는 상황

반기상환기준일인 2009. 10. 7. B은행이 행한 거래

- ◆ 2009. 10. 7. 하루 동안 신한지주에 관하여 총 776,960주¹⁾ (금액기준으로 무려 350억원상당)나 되는 매도주문 출회(스왑계약금액의 10배가 넘는 금액)
 - 그 중 종가 동시호가시간대인 14:50~15:00사이에 **153,410주²⁾의 매도주문**을 쏟아 부어 증가하락의 야기
 - **동시호가시간대의 매도주문인 153,410주 전체**를 가격하락효과가 큰 '**시장가주문**'형태로 출회하여 증가하락을 야기
 - 장중의 251,120주 및 동시호가시간대의 25,960주 매도주문은 B은행의 계열 증권사 주식영업부가 아닌 국내 증권사 국제결제팀 창구를 통해 출회

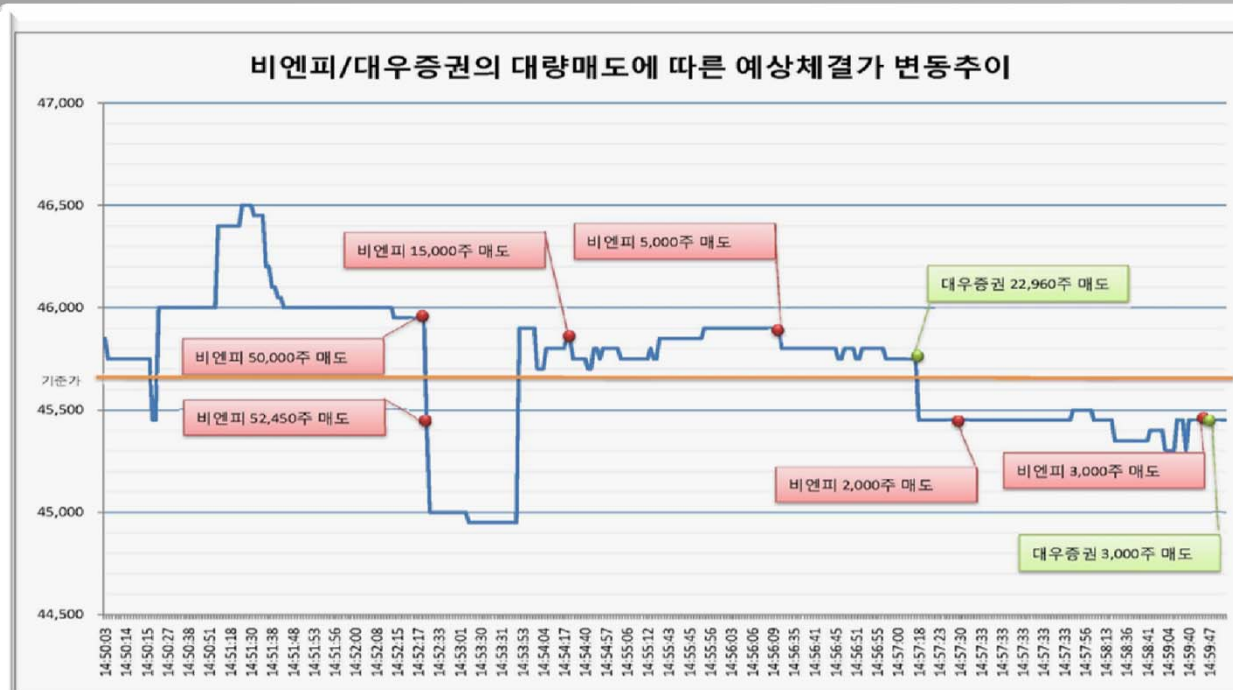


이로 인해서 45,651원 이상으로 형성될 것으로 예상되던 신한지주의 2009. 10. 7. 종가는 결국 45,450으로 형성

1) B증권 계좌 499,860주 + 국내증권 국제결제팀 계좌 277,100주
2) B증권 계좌 127,450주 + 국내증권 국제결제팀 계좌 25,960주

B은행의 대량매도와 이에 따른 가격변동

- B은행은 동시호가시간대의 신한지주 예상체결가(예상증가)가 46,100원이 되었을 때 **50,000주와 52,450주나 되는 매도물량을 가격하락 효과가 큰 시장가로 매도주문**
- 장종료 단일가거래의 거래가격(증가)을 낮추기 위한 시장가 매도주문으로 시세관여주문을 반복적으로 수행



B은행의 대량매도와 이에 따른 가격변동

- 2009. 10. 7. 14:52경 102,450주 시장가매도주문의 효과
 - 예상체결가를 45,950원에서 45,000원으로 무려 19호가 가격단위 하락시킴

회원	지점	계좌번호	매도매수	정정취소	호가가격	호가수량	주문구분	예상체결가	주문시간
씨엘	서울	000101107187	매수		45,300	2,400		46,000	14:51:51
키움증권	신원8	006035599871	매도	정정	46,500	200		46,000	14:51:51

현대증권	충주	008501212865	매도		46,000	10		45,950	14:52:19
한화증권	온라인사업팀	090211010636	매수		45,500	10		45,950	14:52:19
현대증권	분당	005001214452	매도	정정	45,800	10		45,950	14:52:20
키움증권	대구은행3	007137067814	매수	취소	45,750	30		45,950	14:52:20
비엔피	주식영업부 (SPECIALIST SALES-INTL)	000101101620	매도		-	50,000	시장가	45,400	14:52:21
교보증권	영업부	000101219303	매수		-	5,460	시장가	45,450	14:52:24
비엔피	주식영업부 (SPECIALIST SALES-INTL)	000101101620	매도		-	52,450	시장가	45,000	14:52:25

하나대투	본부부서	000099931034	매도		45,650	350		46,000	14:52:07
동양증권	삼척지점	003401111894	매도	정정	46,000	100		46,000	14:52:07
키움증권	신원8	006035599871	매도	정정	46,050	100		46,000	14:52:07
도이치	영업부	000101713782	매도		-	90	시장가	46,000	14:52:08
키움증권	대구은행3	007137067814	매수		46,000	30		46,000	14:52:09
한국증권	BANKS가상9	704818980100	매도	정정	45,850	30		46,000	14:52:09
키움증권	영업부	000111712057	매도		-	10	시장가	46,000	14:52:10
키움증권	기업은행2	004133268266	매도		45,800	50		46,000	14:52:14
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		45,800	5,840		46,000	14:52:14
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		45,850	5,350		46,000	14:52:14
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		45,900	5,350		45,950	14:52:15
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		45,950	5,350		45,950	14:52:15
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		46,000	5,350		45,950	14:52:15
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		46,100	5,350		45,950	14:52:16
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		46,150	5,350		45,950	14:52:16
키움증권	우체국	005836494761	매도	취소	46,000	10		45,950	14:52:16
키움증권	우체국	005836494761	매도	취소	46,100	10		45,950	14:52:16
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		46,200	5,350		45,950	14:52:16
삼성증권	상용운용주식	099999999001	매도		46,250	5,350		45,950	14:52:16
우리투자	환정석	009101212721	매도		46,400	290		45,950	14:52:17
현대증권	충주	008501212865	매도		46,000	10		45,950	14:52:19
한화증권	온라인사업팀	090211010636	매수		45,500	10		45,950	14:52:19
현대증권	분당	005001214452	매도	정정	45,800	10		45,950	14:52:20
키움증권	대구은행3	007137067814	매수	취소	45,750	30		45,950	14:52:20
비엔피	주식영업부 (SPECIALIST SALES-INTL)	000101101620	매도		-	50,000	시장가	45,400	14:52:21
교보증권	영업부	000101219303	매수		-	5,460	시장가	45,450	14:52:24
비엔피	주식영업부 (SPECIALIST SALES-INTL)	000101101620	매도		-	52,450	시장가	45,000	14:52:25

B은행의 대량매도와 이에 따른 가격변동

- 2009. 10. 7. 14:57경 22,960주 시장가매도주문의 효과
 - 예상체결가를 45,750원에서 45,450원으로 무려 6호가 가격단위 하락시킴

회원	지점	계좌번호	매도 매수	정정 취소	호가가격	호가수량	주문구분	예상 체결가	주문시간
푸르덴셜	창원지점	073110017951	매수		45,750	100		45,750	14:57:04
디래에셋	해운대지점	007999003358	매수		-	230	시장가	45,750	14:57:05
푸르덴셜	일산지점	032210286558	매도	정정	45,900	100		45,750	14:57:05
키움증권	국민은행11	002511560431	매수	정정	45,100	200		45,750	14:57:11
신한투자	신한은행	008312235245	매도		45,800	100		45,750	14:57:12
하나대투	청담금융센터	000029048554	매도	정정	-	610	시장가	45,750	14:57:12
우리투자	상품	099901099999	매도	취소	46,000	2,000		45,750	14:57:16
우리투자	상품	099901099999	매도	취소	46,000	2,000		45,750	14:57:16
SK증권	송파지점	003802108001	매수		-	10	시장가	45,750	14:57:17
대우증권	국제결제팀	167022603197	매도		-	22,960	시장가	45,450	14:57:18
KB투자	영업부	000101103491	매도		-	120	시장가	45,450	14:57:18
메리츠	상품	099900002501	매도		45,800	170		45,450	14:57:18
키움증권	우리은행6	003531041273	매수	정정	45,800	10		45,450	14:57:19
메리츠	상품	099900002501	매도		45,750	170		45,450	14:57:19
메리츠	상품	099900002501	매도		45,750	170		45,450	14:57:20

하나대투	청담금융센터	000029048554	매도	정정	-	610	시장가	45,750	14:57:12
우리투자	상품	099901099999	매도	취소	46,000	2,000		45,750	14:57:16
우리투자	상품	099901099999	매도	취소	46,000	2,000		45,750	14:57:16
SK증권	송파지점	003802108001	매수		-	10	시장가	45,750	14:57:17
대우증권	국제결제팀	167022603197	매도		-	22,960	시장가	45,450	14:57:18

에스지	서울	000101100175	매수		44,000	2,070		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,100	2,060		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,150	2,060		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,200	2,050		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,250	2,050		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,300	2,040		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,350	2,040		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,400	2,030		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,450	2,030		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,500	2,020		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,550	2,020		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,600	2,010		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,650	2,010		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,700	2,000		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,750	2,010		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,800	2,000		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,900	1,990		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		44,950	1,990		45,450	14:57:32
에스지	서울	000101100175	매수		45,000	1,980		45,450	14:57:33
에스지	서울	000101100175	매수		45,050	1,970		45,450	14:57:33
에스지	서울	000101100175	매수		45,100	1,980		45,450	14:57:33
에스지	서울	000101100175	매수		44,850	1,990		45,450	14:57:33

[쟁점 1] 민법 제150조 제1항 [조건성취방해]의 적용가능성

[쟁점 1] 민법 제150조 제1항 [조건성취방해]의 적용가능성 (1)

해당 민법 조문

민법 제150조 (조건성취, 불성취에 대한 반신의행위) ① 조건의 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자가 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 때에는 상대방은 그 조건이 성취한 것으로 주장할 수 있다.

민법 제150조 제1항에 따른 청구를 한 이유

- 중도상환일이나 시세조종이라는 불법행위가 아닌 반신의행위 입증만으로도 청구가 인용될 수 있음
- 학설 및 판례상 반신의행위는 합법적인 권리의 행사나 의무의 이행이라도 성립할 수 있음
- 한국거래소는 기초자산 대량매도를 이미 시장감시규정상 ‘공정거래질서 저해행위’로 인정하였음
- 손해배상청구가 아닌 이행청구이므로 청구액 산정이 간명하고, 과실상계나 책임제한의 여지가 없음.

[쟁점 1] 민법 제150조 제1항 [조건성취방해]의 적용가능성 (2)

세부쟁점들

- 조건성취방해의 사례: A가 10시까지 학교에 도착하면 B가 C에게 돈 100만원을 주기로 시간을 넘기면 오히려 C가 B에게 돈 100만원을 주기로 했는데 A가 9시 50분에 학교 정문 앞에 당도하자 B가 A를 학교 앞에서 붙잡아 10시를 경과하도록 한 경우
- 복잡한 파생상품거래에 있어서의 지급조건 조작에 대하여 잘 활용되지 않는 민법상 조건성취방해를 적용할 수 있을까?
- 거래관계의 종료 후에도 조건성취방해를 주장할 수 있는가?
- ELS 중도상환조건은 누구의 이익을 위한 조건인가?
- 헤지거래도 반신의행위를 구성할 수 있는가?

[쟁점 1] 민법 제150조 제1항 [조건성취방해]의 적용가능성 (3)

하급심재판부의 판단

- 1심은 ELS의 만기가 도래하고 상환금이 지급되어 법률관계가 종료되었으므로 더 이상 조건성취방해는 주장할 수 없다고 판단
- 2심은 만기 이후에도 조건성취방해는 주장할 수 있지만 델타헤지거래의 범주에 속하는 거래이고 조건성취방해동기를 인정할 증거가 없으므로 신의칙위반이 아니라고 판단
- 2심은 중도상환조건이 성취되면 발행사가 부담해야 할 헤지비용을 절약할 수 있고 기존 ELS를 종료시키고 다시 새로운 ELS를 판매할 수 있으므로 발행사에 더 이익이 될 것으로 보인다고 판단

논쟁대상

- 헤지거래가 합법적이라 하더라도 신의칙위반은 성립할 수 있는 것 아닌가?
- 중도상환조건의 충족이 발행사에 이익이라는 것이 상식에 맞는가? [기초자산의 변동성이 없어서 헤지운동에서 손실이 발생하는 상황에서의 중도상환은 손실을 확정시키는 셈이 되므로 발행사에 불이익한 것 아닌가?]

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성 (1)

Q

ELS 시세조종으로 피해를 입었음을 주장하는 투자자들이 증권관련집단소송을 제기할 수 있는가?

증권관련집단소송의 허가요건

- 자본시장법상 손해배상특칙조항에 따른 청구일 것
- 구성원이 50명 이상이고 구성원의 보유증권 합계가 피고 회사의 발행증권 총수의 1만분의 1일 것
- 법률상, 사실상의 쟁점이 구성원에게 공통될 것
- 집단소송이 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적일 것
- 관할 : 피고의 보통재판적 소재지에 전속관할

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성 (2)

- ELS의 기초자산가격을 조작하여 ELS거래에서 이익을 도모하는 것은 일종의 연계시세조종에 해당
- 하지만 종전의 시세조종관련 손해배상특칙이 연계시세조종을 감안하여 개정되기 전이어서 이를 적용할 수 없었음
- 2013. 5. 28. 비로소 해당 조항이 개정되었음

종전 자본시장법 제177조 (시세조종의 배상책임)

① 제176조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 형성된 가격에 의하여 해당 상장증권 또는 장내파생상품의 매매를 하거나 위탁을 한 자가 그 매매 또는 위탁으로 인하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성 (3)

- 따라서 증권관련집단소송의 허용 여부는 자본시장법 제179조에 해당되는 지 여부가 좌우하게 되었음.
- 가장 논란이 된 것은 ELS시세조종의 피해를 주장하는 자가 ‘부정거래행위로 인하여 금융투자상품의 매매 그 밖의 거래를 한 자’ 라고 볼 수 있는지 여부

자본시장법 제179조 [부정거래행위 등의 배상책임]

- ① 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성 (4)

하급심재판부의 판단

- 1심은 소송허가신청 이후 3년 4개월만에, 50인 이상의 다수성요건과 자본시장법상 청구요건불비를 들어 '불허가결정'
- 2심은 1년 후, 원고들이 피고의 부정거래행위로 인하여 ELS 매매 기타 거래를 하였어야 하는데, 피고의 행위(만기시 기초자산 대량매도행위)로 인하여 원고들이 ELS의 매매 기타 거래를 한 사실이 전혀 없고, ELS를 소극적, 수동적으로 보유하고 있었을 뿐이라는 이유로 불허가결정

대법원의 판단

- 대법원은 약 2년만인 지난 4. 9. 파기환송결정 :
 - ELS 기초자산의 시세를 조종했다면 이는 자본시장법상 부정거래행위에 해당하고
 - 그 행위로 ELS투자자의 권리·의무 내용이 변경되거나 결제되는 금액이 달라져 투자자가 손해를 입었다면 자본시장법 제179조에 의한 청구를 할 수 있다고 판시

[쟁점 2] 증권관련집단소송의 활용가능성 (5)

동 판결의 의미

- 계약의 체결과 종결에 시차가 존재하는 파생상품거래 관련 불공정거래행위도 자본시장법상 손해배상책임을 물을 수 있다는 점을 확인
- 영미법 판례상 형성되어 온 ‘청구인요건’, ‘매매관련성요건’ 등을 우리나라 법상 어떻게 해석해야 하는지에 관한 기준을 제시

[쟁점 3] 헤지거래와 불공정거래행위

금융기관들의 주장과 하급심의 판단

- 금융기관들은
- ELS에 있어서 기초자산을 이용한 델타헤지거래는 위험회피를 위한 거래로서 필수불가결하며
- 델타헤지거래의 원리상 만기상환 평가일에 헤지물량을 일시에 매각하는 것이 불가피하므로
- 이러한 헤지물량의 처분으로 주가가 변동하더라도 이는 정당한 헤지거래에 따른 결과일 뿐 인위적인 시장조작에 해당하지 않는다고 항변



상당 수 하급심 법원들은 피고들의 이러한 주장을 수용

판단 수순에 있어서도 먼저 헤지거래가 필요한지, 필요하다면 그러한 헤지거래의 일환으로 이루어진 행위인지를 살핀 후

문제되는 거래가 헤지거래의 범주에 속하므로 시세조종이나 부정거래행위라 볼 수 없다는 수순으로 판단

종전 판례상 시세조종 또는 부정거래행위의 판단기준

- 종전 판례상으로는
- 문제가 된 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 가장 혹은 허위매매 여부, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 객관적으로 판단
- 부당한 이득을 얻으려는 목적은 그것이 행위의 유일한 동기일 필요는 없고 다른 목적과 함께 존재하여도 무방
- 당사자의 자백이 없더라도 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단



헤지거래에 관하여 종전 판례상 불공정거래행위의 판단기준과 다소 다른 판단기준을 적용할지 여부가 관건

관련 쟁점 - 헤지거래논쟁



ELS 발행 금융기관이 수행한다고 하는 델타헤지거래는 과연 어떤 성격의 거래인가 (ELS 금융기관과 고객간에는 이해상충관계가 있는가 없는가? 법규상 의무화되어 있는가 아닌가? 정형화된 거래인가 아니면 재량의 여지가 있는 거래인가?)



헤지거래라면 곧바로 경제적 합리성이 있는 것으로 인정되는가? 정당성이 인정되는 헤지거래는 무엇을 의미하나?



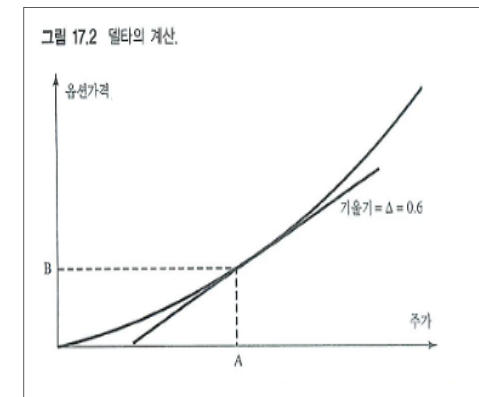
델타헤지거래의 원리에 따르면 만기일 동시호가시간대에 대량매도가 불가피한가?

ELS 델타헤지란 무엇일까

델타헤지

델타헤지의 개념과 원리

- 델타헤지 또는 델타헤징이란 포지션의 델타를 이용하여 헤지를 하는 것을 지칭
- 통상 기초자산의 가격이 상승하면 콜옵션의 가격은 상승하고 풋옵션의 가치는 하락
- Delta (Δ)란 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가격의 변화로 정의 (예컨대 콜옵션의 델타를 0.6으로 가정할 때 이는 주가가 변화하는 경우에 옵션의 가격이 주가변화의 약 60% 만큼 변하는 것을 의미)
- 예컨대 주가가 100달러, 옵션가격이 10달러라고 가정하고, 거래자가 콜옵션 20계약 (즉 주식 2,000주를 살 수 있는 권리)을 매도했다고 가정
- 콜옵션의 델타가 0.6일 경우 거래자의 포지션은 주식 1,200주 ($0.6 \times 2,000$)를 매입함으로써 헤지할 수 있는데 이는 옵션 포지션의 이익(손실)과 주식포지션(이익)이 정확하게 상쇄되기 때문
- 예를 들어 주가가 1달러 상승하면 매입한 주식으로부터 1,200달러의 이익이 발생하는 반면, 옵션의 가격은 0.6달러 (0.6×1)상승하고 이는 발행한 옵션으로부터 1,200달러의 손실 ($0.6 \times 2,000$)이 발생
- 주식포지션의 델타가 옵션포지션의 델타를 상쇄하는 상태를 델타중립(delta neutral)이라 함.



델타헤지

동적델타헤지

- 헤지포지션을 한 번 구성한 후 그대로 있는 것을 정적델타헤지(Static Delta Hedging)라고 함
- 주가변화나 시간의 변화 등에 따라 포지션을 계속 조정하는 것을 동적델타헤지(Dynamic Delta Hedging)라 함
- 예컨대 주가가 3일 후 주가가 110달러로 상승하였다고 할 때 주가가 상승하면 콜옵션의 델타도 증가하게 됨.
- 델타가 0.6에서 0.65로 증가하면 100주 ($0.5 \times 2,000$)를 추가로 매입해야만 위험중립상태를 유지할 수 있음
- 이렇게 기초자산의 가격변화나 시간의 변화에 따라 헤지포지션을 재조정하는 것을 동태적 델타헤지라고 함.

교과서에서 주장하는 가상의 표준옵션 델타헤지 사례를 가지고 설명하는 델타헤지 (금융기관 & 하급심)

표준옵션의 사례를 들어 델타헤지의 수익구조를 설명

라) 델타헤지의 수익구조 예시

주가연계증권에 관한 델타헤지를 수행하는 금융기관은 델타헤지 원리에 따른 저가매수, 고가매도를 통해 위험을 헤지하는 동시에 수익을 창출하여 상환재원을 마련하게 된다. 이를 설명하기 위하여 현재 주가 10,000원, 풋옵션 행사가격 10,000원, 첫날의 델타값 0.5, 만기 7일로 가정하고 델타값 변동에 따른 주식거래는 매일 장 종료시 한 번씩 이루어지는 것으로 가정하고, A기업 주식 100주에 대하여 풋옵션¹¹⁾ 1개를 매수한 금융기관이 델타헤지를 수행하는 과정을 살펴보면, 그 내역은 다음 표¹²⁾와 같고 델타헤지를 통한 거래로 금융기관은 만기시 50,900원의 이익을 취하게 됨을 알 수 있다.

순번	주가(원)	델타값	보유할 주식수 ¹³⁾	매입주식수 ¹⁴⁾	주식매입비용 ¹⁵⁾	누적손익 ¹⁶⁾
1	10,000	0.50	50	50	500,000	500,000
2	9,000	0.60	60	10	90,000	59,000
3	8,500	0.65	65	5	42,500	632,500
4	9,700	0.53	53	-12	-116,400	516,100
5	11,000	0.40	40	-13	-143,000	373,100
6	11,500	0.36	36	-4	-46,000	327,100
7	10,500	0	0	-36	-378,000	-50,900

델타헤지의 한계

동적델타헤지의 일반적인 한계

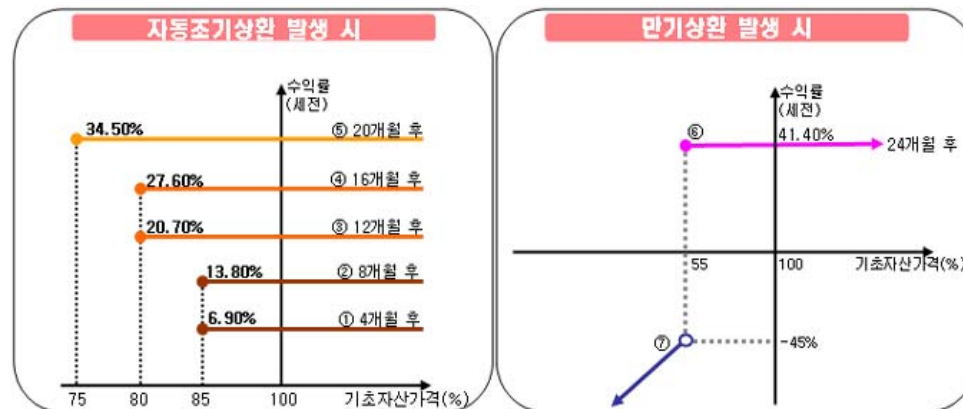
- 동적델타헤지모델에 따라 위험중립상태를 만들 수 있다는 것은 블랙-숄즈에 의한 옵션가격결정모형에 따른 것
- 블랙-숄즈모형자체가 여러 가지 비현실적인 가정을 기초로 하고 있으므로 수익율을 정확히 복제하고 위험중립상태를 만든다는 것은 비현실적인 목표라고 함
- 블랙-숄즈모형은 주가가 연속적으로 변동하고, 거래비용과 세금이 없고, 주가의 변동성이 일정하다는 등 여러 가지 가정을 전제로 한 옵션가격결정모형
- 하지만 현실의 세계에 있어서 개별기업의 주가는 연속적으로 변동하지 않고 주가변동성도 시간의 경과에 따라 달라지며, 증권거래세와 같은 거래비용이 엄연히 존재하고 있어 이 모형에 따른 완벽한 수익률 복제는 애초부터 불가능
- 블랙-숄즈 모형에 대입할 변동성 (volatility)은 과거의 변동성에 의해서 추정할 수밖에 없는데 과거와는 다른 변동성이 구현될 경우 헤지는 실패에 이를 수밖에 없음

델타헤지의 한계

ELS와 같이 배리어옵션과 디지털옵션이 결합된 상품에 적용되는 한계

- 더구나 ELS는 단순한 풋옵션이나 콜옵션이 아니라 배리어옵션 (Barrier Option)이며 디지털옵션 (Digital Option)의 성격을 띤 이색옵션 (Exotic Option)으로서 태생적으로 헤지가 어렵다고 알려져 있음
- 배리어옵션이나 디지털옵션의 경우 만기에 기초자산의 가격이 행사가격에 근접할 수록 델타가 무한대에 가까워지는 현상이 발생
- 이는 기본적으로 ELS의 수익구조상 이 부분에서 델타 값의 산정이 불가능한 부분 (즉 불연속점)이 존재하기 때문

<전형적인 스텝다운형 ELS상품의 수익구조>

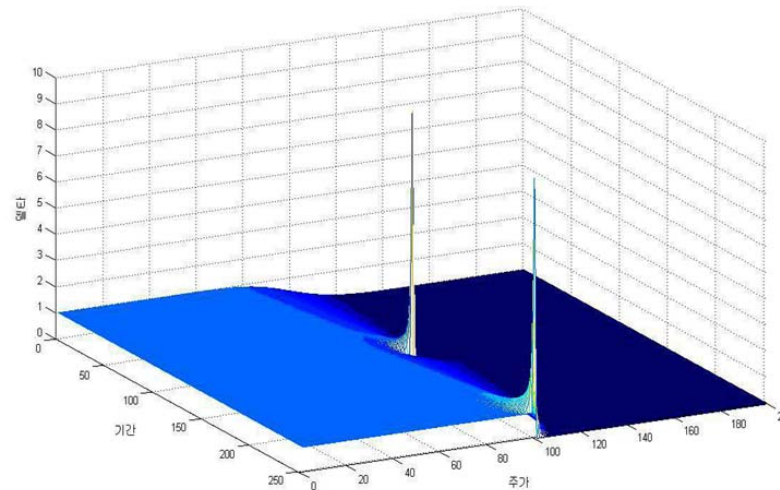


델타헤지의 한계

ELS와 같이 배리어옵션과 디지털옵션이 결합된 상품에 적용되는 한계

- 이러한 불연속점에서는 기울기를 구하는 작업 즉, 미분이 불가능하므로 델타값의 산정이 불가능하며 따라서 델타헤지도 현실적으로 불가능
- 이 사건 ELS시세조종사건에서 문제가 된 거래도 바로 이 헤지불가능영역에서 발생한 것
- 이런 시점에는 델타값의 변화에 따라 거래를 하려는 시도 자체가 어리석은 시도이고 오히려 헤지포지션을 변화시키지 않는 정적(靜的)델타헤지전략이 타당하다고 함

< 조기상환구조 ELS상품의 기간 및 기초자산가격변동에 따른 델타값 변화 >



현실적으로 본 ELS 델타헤지 활동

ELS 발행이 풋옵션매수와 유사한 성질을 가진 것에 착안하여

ELS의 기초자산의 변동성을 이용한 변동성매매 (주가상승시에 매도, 주가하락시에 매수하는 매매기법)를 수행함으로써

ELS의 상환에 필요한 수익을 마련하고

ELS 상환에 따른 손실을 회피하려는 거래활동

델타헤지거래의 실무사례



만기청산일의 손익현황

수 익	비 용
<ul style="list-style-type: none"> ■ 기초자산의 청산대금 <ul style="list-style-type: none"> * 기초자산의 처분가격에 좌우 ■ 델타헤지(변동성매매)에 따른 수익 <ul style="list-style-type: none"> ** 헤지운용기간동안 기초자산의 실현 변동성에 좌우 ■ 무위험자산의 청산대금 ■ 무위험자산에 따른 이자수익 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 상환원리금지금액수 <ul style="list-style-type: none"> * 상환조건 충족여부에 좌우

■ 순손익 = 수익 - 비용

*상환조건의 충족여부와 실제 변동성매매의 실제수익에 따라 크게 달라짐

ELS를 발행한 금융기관의 손익

수익측면에서 볼 때

- 델타헤지수익은 주가변동성에 의해서 달라지는 것으로서 현실적으로 변동성이 낮으면 거의 발생하지 않음
- ELS 발행사(또는 발행사와 스왑계약을 해서 발행에 따른 위험을 인수한 금융기관)는 기초자산의 변동성이 일정 수준 이상일 것을 예상해서 ELS를 고안해서 판매(또는 스왑계약을) 하는데 만약 예상한 변동성이 구현되지 아니하면 상당한 손실을 보기도 함.

ELS를 발행한 금융기관의 손익

비용측면에서 볼 때도

- 상환원리금지급채무는 만기평가일의 종가가 얼마이냐에 따라 크게 달라짐

따라서

- ELS 발행사 입장에서는 변동성이 커서 헤지운용이익이 많이 발생하다가 만기일에 주가가 기준가 바로 밑으로 형성되는 경우 가장 이윤을 많이 얻게 되고
- 변동성이 작아 헤지운용손실이 발생하다가 만기일에 주가가 기준가 바로 위로 형성되는 경우 가장 손실을 많이 보게 됨

손익관계에 따른 불공정거래행위의 유인

금융기관입장에서는

- 중도상환일이나 만기상환일이나 상환조건은 충족되었는데 변동성이 떨어져서 충분히 상환자금이 마련되지 않았을 경우에는 손실을 보게 되므로,
- 이러한 손실을 회피하기 위해서 불공정거래행위를 할 수 있음.
- 그렇지 않더라도 만기에 종가가 기준가보다 낮아지면 상환금 부채규모가 크게 줄어서 순이익이 크게 늘어나므로
- 종가를 조작할 유인이 있게 됨.
- 물론 기초자산을 막판에 대량매도하면 저가매도를 하게 되므로 기초자산의 청산대금이 약간 줄어듬.
- 하지만 그 줄어드는 액수는 상환조건 무산에 따라 면하게 되는 부채의 액수에 비해서 아주 작음.

도덕적 헤이 가능성

헤지거래에 따른 도덕적 헤이 가능성

어느 ELS의 발행사와 트레이더간에 체결된 성과보수에 관한 합의서

1. 적용기간 : 2009. 2. 1 ~ 2009. 3. 31
2. 성과보수 Scheme = $(\text{운용이익} - \text{총연봉} \times 3) \times 40\%$
 - ※ 운용이익 = 매매 및 평가손익 (미실현 손익 포함) - 제비용 (자금비용 + 거래비용 + 개인전산비용)
 - * 개인전산비용 : 로이터, 블룸버그, 체크, 마케포인트 등 외부 정보단말 사용비용
3. 리스크관리
 - ① “을”의 운용한도, 손실한도 등 세부적인 리스크관리 방법은 “갑”의 내부규정에 따른다.
 - ② 상기 ①항의 운용한도는 딜링룸 부서장이 조정할 수 있다.
 - ③ 상기 ①항의 손실한도를 초과할 경우에는 고용계약 해지를 원칙으로 한다.
 - ④ 상기 ①항에도 불구하고 “갑”의 정책상 운용에 대해 지시할 수 있으며, “을”은 이를 준수해야 한다.
4. 성과평가 및 성과보수 지급시기
 - ① “갑”은 “을”의 성과평가에 따른 성과보수를 기말단위로 정산하여 지급한다.
 - ② 직전 성과평가 기간에 운용손실이 발생한 경우에는 이를 이연하여 성과평가 손익에 반영한다.
단, 본 계약서 적용일 이후 최초의 성과평가에는 이를 적용하지 아니한다.
 - ③ 성과평가에 따른 성과보수는 운용성과 평가일의 익월 급여일에 지급하며, 계약이 종료될 경우에는 계약종료일에 지급한다. 단, 동 금액은 평균임금에 포함되지 않는다.

정당한 헤지거래의 범위

우리나라 자본시장법상 ‘헤지거래(위험회피거래)’의 정의



위험회피목적거래는 실제로 위험회피목적 하에서 수행되어야 하고, 그 효과가 위험회피에 국한되어야 함

자본시장법 시행령 제186조의2(위험회피목적 거래)

법 제166조의2제1항제1호 전단에서 "대통령령으로 정하는 위험회피 목적의 거래"란 위험회피를 하려는 자가 보유하고 있거나 보유하려는 자산·부채 또는 계약 등 [이하 "위험회피대상"이라 한다]에 대하여 미래에 발생할 수 있는 경제적 손실을 부분적 또는 전체적으로 줄이기 위한 거래로서 계약체결 당시 다음 각 호의 요건을 충족하는 거래를 말한다.

1. 위험회피대상을 보유하고 있거나 보유할 예정일 것
2. 장외파생거래 계약기간 중 장외파생거래에서 발생할 수 있는 손익이 위험회피대상에서 발생할 수 있는 손익의 범위를 초과하지 아니할 것

우리나라 법령에 따른 경우

결국 실제로 ‘위험회피의 동기’ 와 ‘위험회피의 효과’ 가 있어야지

특정 모형이나 특정 거래기법을 취하였다고 해서 무조건 위험회피목적거래가 되는 것은 아님

즉, 블랙-솔즈 모형에 따른 델타헤지거래기법을 취하였다고 하여 무조건 정당한 헤지거래가 되는 것이 아니며

그 거래의 목적이 위험회피목적이 아니라 시장조작의 목적이거나

그 거래의 효과가 위험의 감소가 아닌 수익의 획득으로 나타난다면

위험회피목적거래라고 볼 수 없음

미국의 볼커룰(Volker Rule)에 규정된 ‘진정한 헤지거래’

헤지거래면제조항을 적용함에 있어서 금지되어야 할 자기매매를 헤지거래로 잘못 분류할 위험성을 경고

a. Approach to implementing the hedging exemption.

Like market making-related activities, risk-mitigating hedging activities present certain implementation challenges because of the potential that prohibited proprietary trading could be conducted in the context of, or mischaracterized as, a hedging transaction. This is because it may often be difficult to identify in retrospect whether a banking entity engaged in a particular transaction to manage or eliminate risks arising from related positions, on the one hand, or to profit from price movements related to the hedge position itself, on the other. The intent with which a purported hedge position is acquired may often be difficult to discern in practice.

a. 헤지거래면제조항을 적용함에 있어서의 접근방법

금지되는 자기매매가 헤지 거래의 일환으로 이루어지거나 헤지 거래로 잘못 분류될 잠재적 위험이 존재하기 때문에 위험회피목적의 헤지 거래를 규율함에 있어서 실무상 어려움이 수반된다. 이는 어떤 금융기관이 특정한 거래행위를 포지션과 관련한 위험을 관리하거나 없애기 위해서 수행하였는지 아니면 헤지포지션 자체의 가격변동으로부터 이득을 취하기 위하여 수행하였는지 사후적으로 판단하기 어렵기 때문이다. 문제가 된 헤지포지션의 취득의도를 실무상 분별해 내는 것은 종종 어려움에 봉착한다.

미국의 볼커룰(Volker Rule)에 규정된 ‘진정한 헤지거래’

헤지거래면제요건을 충족하기 위한 8가지 요건

1. 6가지의 구체적인 요소를 구비한 엄격한 내부 컴플라이언스 프로그램을 수립하여야 함.
2. 당해 거래가 내부 컴플라이언스 프로그램에 따라서 수행되어야 함.
3. 당해 거래가 한가지 또는 그 이상의 특정 위험 (시장 위험, 신용 위험, 환율 위험, 이자율 위험, 베이스스 위험 등)을 실제로 헤지하여야 함
4. 목적 거래가 제거하기 위한 특정 위험과 합리적으로 관련되어 있어야 함.
5. 목적 거래로 인해서 또다른 상당한 정도의 위험을 야기하지 않아야 함.
6. 헤지 포지션이 이루어진 후 지속적인 검토, 감시 및 관리가 이루어져야 함.
7. 트레이더들에 대한 보상이 위험부담에 따른 이익에 기반하여 이루어지지 않아야 함.
8. 목적 거래를 수행하기 전, 동 거래가 헤지 목적임을 문서화 하고 동 거래가 헤지하고자 하는 위험을 적시하여야 함.

미국의 볼커룰(Volker Rule)에 규정된 ‘진정한 헤지거래’

특히 4번째 요건에 따르면 특정 헤지포지션으로 인해서 헤지대상포지션의 손실을 능가하는 이익을 얻게 되는 경우 정당한 헤지거래가 될 수 없음

Regardless of the precise degree of correlation, if the predicted performance of a hedge position during the period that the hedge position and the related position are held would result in a banking entity earning appreciably more profits on the hedge position than it stood to lose on the related position, the hedge would appear likely to be a proprietary trade designed to result in profit rather than an exempt hedge position.

만약 헤지포지션과 헤지대상 포지션이 유지되는 기간 동안 예견되는 헤지포지션의 성과가 은행으로 하여금 당해 헤지대상 포지션으로 말미암아 손실하는 금액보다 눈에 띄게 더 많은 이익을 벌게 되는 결과로 이어지는 경우 그러한 헤지는 면제대상인 헤지거래라기 보다는 이익을 내기 위해 고안된 자기 매매일 가능성이 크다.

미국의 볼커룰(Volker Rule)에 규정된 ‘진정한 헤지거래’

또한 7번째 요건에 따르면 헤지운용성과에 따라 트레이더들이 보상을 받게 되는 경우 그러한 거래는 헤지거래가 될 수 없음

Seventh, § __.5(b)(2)(vi) of the proposed rule requires that the compensation arrangements of persons performing the risk-mitigating hedging activities are designed not to reward proprietary risk-taking. Hedging activities for which a banking entity has established a compensation incentive structure that rewards speculation in, and appreciation of, the market value of a covered financial position, rather than success in reducing risk, are inconsistent with permitted risk-mitigating hedging activities.

제5조 (b)2(2)(iv)는 위험회피목적 헤지거래활동을 수행하는 사람들에 대한 보상 체계가 위험을 감수하는 자기매매에 대하여 보상을 제공하지 말도록 고안될 것을 요구한다. 은행이 헤지거래활동에 대한 인센티브 보상시스템을 도입하여 위험감소의 성공에 대하여 보상하기 보다는 투기적 활동이나 커버되는 재무적 포지션의 상승이나 시장가치에 대하여 보상하는 경우 그러한 헤지거래활동은 허용되는 위험회피목적 헤지거래활동에는 부합하지 않는다.

미국의 볼커룰에 의할 경우

특정한 헤지거래기법이라는이유만으로 정당한 헤지거래가 되는 것은 아니며

자기매매로의 남용 내지 변질을 금지하기 위한 엄격한 내부통제시스템 등의 요건을 충족시켜야 함.

헤지거래로 인해 상당한 초과이윤을 얻을 경우 이는 정당한 헤지거래로 보기 어려우며

트레이더의 보상이 파생상품의 운용에 따른 수익에 연동되어 지급될 경우 그러한 보상체계하에서 이루어지는 헤지포지션운용은 정당한 헤지거래라고 인정할 수 없음

미국의 상품거래법 (Commodity Exchange Act) 관련 연방규정에 규정된 ‘진정한 헤지거래’

헤지포지션이 건전한 상업적 관행에 따라 질서있게 구축되고 청산되어야만 진정한 헤지거래 (bona-fide hedging)에 해당

Title 17: Commodity and Securities Exchanges

CHAPTER I: COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION

PART 1: GENERAL REGULATIONS UNDER THE COMMODITY EXCHANGE ACT

: Definitions

1.3 - Definitions.

(z) **Bona fide hedging transactions and positions for excluded commodities.** (1) **General definition.** Bona fide hedging transactions and positions shall mean any agreement, contract or transaction in an excluded commodity on a

이상의 규정에도 불구하고 만약 어떤 거래의 목적이 상업적 현금 또는 스팟거래에 수반하는 가격위험을 상쇄하는 것에 있고, 그러한 포지션이 건전한 상업적 관행에 따라 질서 있게 구축되고 또 청산되며, 이 법 제4조a.에 규정된 트레이딩 및 포지션 한도에 맞추어 운용되는 등의 요건을 갖추지 못할 경우에는 어떠한 거래나 포지션도 ‘진정한 헤지거래’ 라고 분류되어서는 아니된다.

(iii) The potential change in the value of services which a person provides, purchases, or anticipates providing or purchasing.

(iv) Notwithstanding the foregoing, no transactions or positions shall be classified as bona fide hedging unless their purpose is to offset price risks incidental to commercial cash or spot operations and such positions are established and liquidated in an orderly manner in accordance with sound commercial practices and, for transactions or positions on contract markets subject to trading and position limits in effect pursuant to section 4a of the Act, unless the provisions of paragraphs (z)(2) and (3) of this section have been satisfied.

미국의 상품거래법 관련 조항에 의할 경우

아무리 위험상쇄를 목적으로 하는 헤지거래라 하더라도

그 헤지포지션이 구축되고 청산(liquidate)되는 과정이

건전한 상업적 관행 (sound commercial practices)에 따라 질서 있게 (in an orderly manner) 이루어져야 함

장 막판에 대량으로 헤지포지션을 청산함에 따라 가격하락이 야기된다면 진정한 헤지거래가 되기 어려움

EU 지침은 헤지거래라는 이유로 AMP(허용되는 시장관행)를 주장할 수 없음을 천명

CESR/04-505b Market Abuse Directive 2.10

Market practices versus activities

‘거래행태’ 는 허용되는 시장관행의 지위를 누리기에는 너무도 넓은 의미를 갖고 있다. 공매도나 헤징과 같은 거래행태는 여러 가지의 다른 방식으로 수행될 수 있다. 만약 어떤 거래행태가 시장조작을 구성하지 않는 방식으로 수행되면 ‘허용되는 시장관행’ 의 지위를 부여할 것인지의 문제 자체가 생기지 않는다. **반면 만약 그런 행태가 시장조작을 구성하는 방식으로 이루어지는 경우 전문성을 가진 감독기관은 그러한 행태를 ‘허용되는 시장관행’ 으로 수용하기 어려울 것이다.**

2.11 In the view of CESR members, 'activities' are considered to be too broad to qualify for the status of accepted market practices. An 'activity' such as short selling or hedging could be undertaken in many different ways. If the activity is carried out in a way which does not constitute market manipulation, then the question of giving it accepted market practice status does not arise. On the other hand, if the 'activity' is carried out in a way which would constitute market manipulation, it is unlikely that a competent authority would be prepared to accept it as an accepted market practice. Hence to give an activity a blanket accepted market practice status would neither be meaningful nor desirable.

EU 지침은 파생상품의 만기일 증가에 인위적인 영향을 미치는 사례를 전형적인 시세조정행위로 규정

CESR/04-505b Market Abuse Directive 4.12

Examples of the various types of practice which would constitute market manipulation

4.12 Price Positioning

- a) Marking the close. This practice involves deliberately buying or selling securities or derivatives contracts at the close of the market in an effort to alter the closing price of the security or derivatives contract. This practice may take place on any individual trading day but is particularly associated with dates such as future/option expiry dates or quarterly/annual portfolio or index reference/valuation points.

시세조종에 해당하는 여러 가지 행태의 사례들

4.12. 가격 조성

- a) 증가형성. 이 관행은 증권이나 파생계약의 종가를 변동시키려는 노력의 일환으로 시장의 마감시점에 의도적으로 증권 또는 파생계약을 사거나 파는 행위를 수반한다. 이 관행은 어떠한 개별적인 거래일에도 이루어질 수 있지만 특히 선물이나 옵션의 만기일들이나 분기별 또는 연간 포트폴리오 또는 인덱스 기준/평가시점의 해당일에 연관되어 있다.

EU의 규율에 따르면

헤징이라는 거래행태는 다양한 동기를 갖고 다양한 방식으로 이루어지므로

헤징이라는 이유만으로 ‘허용되는 시장관행’ 이라 주장할 수 없으며

헤징이 시세조종을 구성하는 방식으로 이루어질 경우 ‘허용되는 시장관행’ 이 될 수 없음

파생상품의 만기일에 기초자산의 증가에 영향을 미치기 위해서 기초자산을 매 두 매도하는 것은 ‘전형적인 시세조종’ 에 해당함

ELS 만기일 대량매도가 ELS 헤지모형에도 부합하는지 여부

만기상환 평가일의 대량 저가매도가 델타헤지의 원칙적인 기본원리에 부합하는지 여부

- 델타는 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가격의 변화
- 블랙-숄츠모형에 따르면 델타헤지거래는 현실적인 기초자산의 가격변화에 따라 그로 인한 델타값의 변화에 후행하여 이루어지는 것이 원칙임

John Hull의 '파생상품의 평가와 헤징전략' 제479면

델타헷지의 이용

예제 17.1

금융기관을 위해 일하는 거래자가 옵션 20계약(즉, 옵션 2,000개)을 매도했다. 옵션의 가격은 10달러, 주식가격은 100달러, 옵션의 델타는 0.6이다. 옵션포지션의 델타는 $0.6 \times -2,000 = -1,200$ 이다.

→ 첫 번째 헷지

거래자는 델타중립 포지션을 만들기 위해 주식 1,200주를 매입한다.

→ 가격 변화

다음 날 주가는 110달러로 상승하고 델타는 0.65로 변한다. 옵션포지션의 델타는 $0.65 \times -2,000 = -1,300$ 으로 변한다.

→ 헷지 재조정

거래자는 델타중립을 유지하기 위해 주식 100주를 추가로 매입한다.

만기상환 평가일의 대량 저가매도가 델타헤지의 원칙적인 기본원리에 부합하는지 여부

앞서의 도표에서 보듯이

① 첫 번째 헤지포지션 구축 → ② 그 이후 현실적인 가격변화와 이에 따른 델타값의 변화 → ③ 헤지포지션의 재조정이라는 순서로 이루어지는 것

- ELS 만기평가일의 도래로 델타값이 '0' 이 되는 시점은 만기평가일의 종가가 결정되는 15:00을 막 넘긴 $15:00 + \epsilon$ 의 시점
- 따라서 델타 값이 '0' 이 된데에 따른 델타헤지포지션의 청산도 $15:00 + \epsilon$ 의 시점 이후에 이루어져야 하는 것이 블랙-숄즈모형에 부합



따라서 시간외종가매매(15:10부터 15:30까지 사이에 당일 종가로 거래하는 방식) 또는 시간외단일가매매 (15:30부터 18:00까지 30분단위로 당일 종가에서 $\pm 5\%$ 내의 단일가로 거래하는 방식)로 매도하는 것이 델타헤지거래의 원리에 부합한다고 볼 수 있음

기초자산가격의 외생성(Exogeneity)

- ELS를 포함한 파생상품시장의 성립에 있어 가장 중요한 필요조건이 파생상품의 외생성(exogeneity)
- 즉, 파생상품의 가격은 현물자산의 가격에 연동돼 결정되며 파생상품으로 인한 현물자산가격의 피드백 효과가 제한적이어야 한다는 것.
- 물론 금융자산 가격은 수급에 의해 결정되므로 수급상 변화로 인해 영향은 받을 수 있을지라도 그 영향은 제한적이어야 하며 시장의 유동성이 이를 흡수할 수 있을 정도로 충분해야 한다는 것을 전제
- 금융공학에서 사용하는 대부분의 가격결정모형이나 헷지비율모형도 기초자산의 외생성을 기초로 고안.
- 거의 모든 ELS의 가치평가에 활용되는 Black-Sholes (1973) 모형이나 Stochastic Volatility 모형 (Heston, 1993)에서도 역시 기초자산의 가격은 외생적으로 주어진 것으로 가정
- 따라서 헷지거래를 기초자산의 가격변화를 야기하는 방향으로 수행하는 것은 헷지거래모형에 부합하지 않는다는 지적이 가능

막판 대량매도가 헤지거래물량의 정상적인 청산관행에 부합하는지 여부

- 비록 헤지거래물량을 청산하는 것은 만기 이후에 하는 것이 이론적으로는 맞지만
- 블랙-숄츠모형의 이론적 전제 (언제든지 매매가 가능하다는 전제)와는 달리 만기 직후에 물량을 청산하지 못할 위험 (오버나잇 리스크)가 존재함
- 만기에 근접하면 어차피 헤지운동은 거의 끝나가는 시점이므로
- 파생상품 트레이더들은 만기에 앞서 몇 거래일에 걸쳐서 서서히 물량을 청산하는 것이 통상적인 모습임
- 이는 블랙-숄츠모형과는 상관 없는 트레이더의 재량적인 자기매매전략임
- 만기 동시호가시간대에 저가에 대량매도하는 경우 기초자산 처분대금이 줄어들므로 금융기관에 손해
- 이러한 손해를 감수하고 대량의 물량을 저가에 처분했다면 뭔가 다른 의도를 추단해 볼 수 있음

ELS시세조종 쟁송의 의미

- ELS사건은 파생상품 또는 파생결합증권에 수반하는 헤지거래에 대한 법적 규제방향을 정하는 중요한 사건임
- 금융공학과 법학의 관점이 부딪치는 영역에 관한 쟁송임 (인간관의 차이)
- 증권관련집단소송법의 요건, 현실거래에 의한 연계시세조종행위의 인정기준, 민법상 조건성 취방해의 성립요건 등 여러 법률적 쟁점들에 관한 판례형성이 기대됨

감사합니다.