

서울중앙지방법원

제 21 민사부

판 결

사 건 2010가합27835 상환원리금 등
원 고 별지 '원고들 목록'과 같다.
원고들 소송대리인 법무법인 한누리
담당변호사 김주영, 나승철, 변환봉, 박필서
피 고 도이치뱅크 아게 (Deutsche Bank, AG)
Theodor-Heuse-Allee 70, Frankfurt, 60486, Germany
대표이사 독일국인 요세프 아커만
소송대리인 변호사 이상윤, 박성하
소송복대리인 변호사 이정수, 이윤식, 윤태민, 은정민
변 론 종 결 2011. 12. 15.
판 결 선 고 2012. 1. 12.

주 문

1. 피고는 별지 표 '원고'란 기재 각 원고들에게 같은 표 '청구금액'란 기재 각 금원 및 위 각 금원에 대하여 2009. 9. 1.부터 2011. 4. 18.까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율에 의한 금원을 지급하라.

- 2. 소송비용은 피고가 부담한다.
- 3. 제1항은 가집행할 수 있다.

청 구 취 지

주문과 같다.

이 유

1. 기초사실

가. 한국투자증권 주식회사(이하 '한국투자증권'이라 한다)는 2007. 8. 31. 파생결합증권의 일종인 '한국투자증권 부자아빠 주가연계증권 제289회'(이하 '이 사건 주가연계증권'이라 한다)¹⁾를 발행하였는데, 그 사업설명서에 기재된 주된 내용은 아래와 같다.

- 상품명 : 한국투자증권 부자아빠 주가연계증권 제**289**회
- 기초자산 : 삼성전자 보통주, 국민은행 보통주²⁾
- 발행총액 : **198억 9,000만 원**
- 최초기준가격 : **2007. 8. 30.** 각 기초자산 증가(삼성전자 보통주 **572,000원**, 국민은행 보통주 **74,600원**)
- 만기 : **2009. 8. 31.** (만기 2년, 매 6개월마다 자동조기상환기회 부여)
- 만기평가가격 결정일 : **2009. 8. 26.** 기초자산 증가
- 수익구조
 - ① 자동조기상환

1) 주가연계증권(Equity Linked Securities, 통상 'ELS'라고 약칭한다)은 지수, 채권, 주식 등을 기초자산으로 한 구조화증권의 일종으로서 투자수익(원금 또는 이자)이 특정 주권의 가격 또는 주가지수의 변동에 연계되어 결정되는 금융투자상품이다.

2) 국민은행 보통주는 이 사건 주가연계증권 발행 이후 주식교환이전에 따라 KB금융 보통주로 변경되었다.

1) 1차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 **90%** 이상인 경우 : 투자수익률 **7.15%**

2) 2차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 **85%** 이상인 경우 : 투자수익률 **14.3%**

3) 3차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 **80%** 이상인 경우 : 투자수익률 **21.45%**

② 만기상환

4) 위의 1)~3)에 의한 자동조기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산의 만기평가가격이 모두 최초기준가격의 **75%** 이상인 경우 : 투자수익률 **28.6%**

5) 위의 1)~4)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산 중 어느 기초자산이라도 만기평가가격에 [최초기준가격 × **75%**] 미만이고, 두 기초자산(장증가 포함) 중 어느 하나라도 [최초기준가격 × **60%**] 미만으로 하락한 적이 없는 경우 : 투자수익률 **28.6%**

6) 위의 1)~5)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, [만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 **60%** 미만으로 하락한 적이 있고(장증가 포함)] + [두 종목 중 한 종목이라도 만기평가가격이 최초기준가격의 **75%** 미만이면] ⇒ 원금손실 : 손실률 = (원금) × (기초자산 중 하락폭이 큰 종목의 하락률)

나. 한국투자증권은 이 사건 추가연계증권의 조기상환조건 또는 만기상환조건이 충족될 경우 원고들을 포함한 이 사건 추가연계증권을 매입한 투자자들에게 일정한 상환금을 지급하여야 하는데, 그에 따르는 위험을 회피하기 위하여 2007. 8. 30. 피고와 사이에 한국투자증권이 이 사건 추가연계증권의 발행으로 취득한 금원 198억 9,000만 원 중 일부인 88억 9,000만 원에 관하여 이 사건 추가연계증권과 동일한 구조의 '주식연

계 달러화 스왑계약'(USD Swap relating to Shares, 이하 '이 사건 스왑계약'이라 한다)을 체결하였는바, 이와 같은 헤지거래³⁾를 통하여 한국투자증권은 이 사건 추가연계증권의 발행으로 인한 위험을 피고에게 이전하였다⁴⁾.

다. 그 후 이 사건 추가연계증권은 조기상환조건을 성취하지 못한 채 만기평가가격 결정일인 2009. 8. 26.(이하 '이 사건 기준일'이라 한다)에 이르게 되었는데, 당시 삼성전자 보통주의 주가는 기준가격(572,000원)을 훨씬 상회하는 70만 원대에서 형성되어 상환조건(기준가격의 75%인 429,000원 이상일 것)을 충족하는 데 아무런 문제가 없었으나, KB금융 보통주의 주가는 54,000원대에서 등락⁵⁾하고 있었기 때문에 상환조건(조정된 기준가격의 75%인 54,740원 이상일 것)의 충족 여부가 문제되었다.

라. 그런데 피고는 2009. 8. 24. KB금융 보통주 75,000주, 2009. 8. 25. KB금융 보통주 77,409주를 각 매도하였고, 이 사건 기준일인 2009. 8. 26.에는 KB금융 보통주 242,214주를 매도하였는데, 구체적으로는 장중에 도이치증권 영업부를 통하여 아래

【표】 기재와 같이 합계 114,214주를 매도하였고, 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지⁶⁾ 계열사가 아닌 씨엘증권 서울지점을 통하여 시장가매도주문⁷⁾ 방식으로

3) 헤지거래(hedge trading)란 투자자가 보유하고 있거나 앞으로 보유하려는 자산의 가격이 변화에 따라 발생하는 위험을 없애려는 시도를 의미하는바, 헤지의 목적은 이익을 극대화하려는 것이 아니라 가격 변화에 따른 손실을 막는 데 있다고 한다.

4) 이와 같은 스왑계약을 통하여 한국투자증권은 위험(리스크)을 직접 헤지하지 않고 동일한 상품을 피고로부터 매입해 실질적인 상환책임을 피고에게 떠넘기게 되는데, 이를 백투백 헤지(back to back hedge)라고 한다. 이와 달리 자체 헤지(internal hedge)는 발행사가 직접 주식, 채권, 파생상품을 이용하여 판매한 상품과 동일한 포지션의 상품을 반대로 만들어서 판매한 상품과 반대거래를 통하여 헤지를 하게 되는데, 한국투자증권은 이 사건 추가연계증권의 발행으로 취득한 금원 중 일부인 110억 원에 관하여는 자체 헤지를 실행하였다.

5) KB금융의 유상증자에 따라 만기 기준가격이 조정되어 만기 기준가격의 75%는 54,740원으로 되었는데, KB금융 보통주의 주가는 이 사건 기준일 직전인 2009. 8. 20. 53,800원, 2009. 8. 21. 54,500원, 2009. 8. 24. 56,000원, 2009. 8. 25. 54,400원으로 등락하였다.

6) 한국증권거래소 유가증권시장 업무규정(제23조) 및 동 규정 시행세칙(제35조)에 의하면, 주식시장의 장 종료 10분 전부터 장 종료시까지 10분간은 접수된 호가를 종합하여 장 종료시에 증가를 결정하고, 증가 단일가에 의하여 매매계약이 체결되는 단일가매매시간이다. 단일가매매시간대의 증가결정에 관하여는 주문가격이 다른 주문 사이에서는 가격우선의 원칙이 먼저 적용되고, 동일한 가격의 주문 사이에서는 시간우선의 원칙이 적용된다.

7) 종목과 수량은 지정하되 가격은 지정하지 않는 주문유형으로, 현 시점에서 가장 유리한 가격조건 또는 시장에서 형성되는 가격으로 즉시 매매거래를 하고자 하는 주문을 말한다. 따라서, 일반적인 경우 시장가주문은 지정가주문에 우선하여 매매체결되고 주문수량 전량이 해소될 때까지 가장 우선하는 상대방 주문부터 순차적으로 체결이 이루어지므로 가격하락의 효과가 있을 수 있다.

두 번에 걸쳐 합계 128,000주(14:55:19 96,000주, 14:58:47 32,000주)를 매도하였다.

【표】

매도주문시간	수량	매도가격	직전체결가	체결여부
09:29:47	8,182주	53,500원	53,500원	체결
13:30:22	10,000주	54,800원	54,600원	체결
13:39:03	10,000주	55,000원	54,900원	체결
14:03:45	10,000주	55,300원	55,200원	전부 미체결로 주문취소
14:08:59	10,000주	55,200원	55,200원	1,665주 체결 후 미체결분 주문취소
14:15:52	3,000주	55,000원	55,100원	체결
14:17:53	10,000주	54,900원	54,900원	체결
14:20:34	10,000주	54,800원	54,900원	체결
14:34:20	10,000주	54,800원	54,800원	체결
14:41:32	10,000주	54,700원	54,800원	체결
14:43:22	10,000주	54,700원	54,800원	체결
14:45:27	10,000주	54,700원	54,600원	체결
14:48:34	10,000주	54,900원	55,000원	체결
14:49:15	10,000주	54,900원	54,900원	체결
14:49:39	10,000주	54,800원	54,800원	1,367주 체결 후 미체결분 주문취소

마. 위와 같은 단일가매매시간대의 KB금융 보통주 96,000주 매도주문으로 주가(예상 체결가격)는 54,800원에서 53,600원으로 대폭 하락하였고, 32,000주 매도주문으로 주가(예상체결가격)는 54,800원에서 54,500원으로 다시 하락하였는데, 이 사건 기준일에 KB금융 보통주의 최종 종가는 결국 이 사건 주가연계증권의 상환조건 기준가격인 54,740원에 못 미치는 54,700원으로 결정됨으로써, 이 사건 주가연계증권의 만기상환 조건 충족이 무산되었다.

바. 그리하여 원고들은 이 사건 주가연계증권의 만기일인 2009. 8. 31. 한국투자증권

으로부터 투자원금의 약 74.9%에 해당하는 별지 표 ‘실수령금’란 기재 각 금원만을 지급받았다.

사. 한편, 한국거래소 시장감시위원회는 이 사건 주가연계증권과 관련하여 2009. 8. 20.부터 2009. 8. 26.까지 KB금융 보통주에 관하여 피고의 매매 및 호가, 매매양태 등을 심리하였는데, 그 결과 ‘피고가 이 사건 주가연계증권의 만기상환 평가일인 2009. 8. 26. 씨엘증권 서울지점 계좌와 도이치증권 영업부 계좌를 동원하여 장중 직전가 대비 동일가격 또는 저가의 매도주문을 통해 주가를 하향 안정화시킨 후 종가시간대에 대량의 시장가 매도주문으로 시세상승을 제한(특정가격 이하로 시세고정)하는 등 시세조종 개연성이 높은 것으로 추정된다’라고 결론지었다.

[인정근거] 다툴 없는 사실, 갑1 내지 5, 7, 9호증, 을가1호증, 을나1 내지 3, 7, 8호증 (일부 호증 가지번호 포함)의 각 기재, 한국거래소 시장감시위원장에 대한 각 사실조회 결과, 변론 전체의 취지

2. 당사자들의 주장

가. 원고들 주장의 요지

한국투자증권과 이 사건 스왑계약을 체결한 피고는 이 사건 기준일에 이 사건 주가연계증권의 기초자산인 KB금융 보통주를 대량으로 매도함으로써 KB금융 주가를 만기상환 기준가격인 54,740원보다 낮은 54,700원으로 형성되도록 하였는바, 피고의 위와 같은 주식매도행위는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다) 제176조 제4항 제3호⁸⁾의 시세조종행위 내지 자본시장법 제178조 제1항 제1호⁹⁾

8) **자본시장법** 제176조(시세조종행위 등의 금지)

④ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

3. 증권에 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령이 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

9) **자본시장법** 제178조(부정거래행위 등의 금지)

의 부정거래행위에 해당한다. 그런데 피고의 위와 같은 주식매도행위로 인하여 이 사건 추가연계증권을 매입한 투자자들인 원고들은 이 사건 추가연계증권의 만기상환조건이 충족될 경우 지급받기로 약정한 투자원금의 128.6%에 해당하는 금원을 상환받지 못하고, 이에 못 미치는 투자원금의 약 74.9%만을 상환받게 되어 그 차액 상당의 손해를 입게 되었는데, 피고는 원고들에 대하여 자본시장법상 시세조종행위 내지 부정거래행위로 인한 민법상 손해배상책임(민법 제750조) 또는 자본시장법상 부정거래행위로 인한 손해배상책임(자본시장법 제179조)을 부담하여야 한다.

나. 피고 주장의 요지

이 사건 추가연계증권과 같은 ELS 상품을 발행한 금융기관은 ELS 발행으로 인한 위험을 회피하고, ELS 상환재원을 확보하기 위하여 이른바 ‘델타헤지’라는 금융기법을 활용하여 ELS의 기초자산을 거래함으로써 기초자산의 추가변동에서 야기되는 위험을 관리하고 있는데, 피고 역시 델타헤지의 원리에 따라 이 사건 추가연계증권을 취급하는 전 기간에 걸쳐 기초자산인 KB금융 보통주에 대한 거래를 하였고, 특히 이 사건 기준일에도 델타헤지 원리에 따라 주가에 미치는 영향을 최소화하면서 보유 중인 KB금융 보통주를 매도한 것이다. 따라서, 피고의 위와 같은 주식매도행위가 자본시장법상 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다고 할 수 없다.

3. 판 단

가. 청구원인에 대한 판단(시세조종행위로 인한 손해배상청구 주장 부분)

(1) 손해배상책임의 발생 여부

피고가 이 사건 기준일 당시 이 사건 추가연계증권의 기초자산인 KB금융 보

① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위

통주를 대량으로 매도하여 결과적으로 이 사건 주가연계증권의 만기상환조건이 충족되지 않게 되었는바, 이하에서는 그 행위의 정당성 여부에 관하여 본다.

일반적으로, 유가증권의 시세를 인위적으로 변동시키는 매매거래는 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인이 개입되어 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하고, 이는 당사자가 이를 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단할 수 있다(대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결 등 참조).

이 사건에 관하여 보건대, 앞에서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 더하여 인정되는 다음과 같은 사정들, 즉 ① 이 사건 기준일 당시 KB금융 보통주의 주가는 54,000원대에서 등락하고 있었기 때문에(당일 장 개장 직후 체결가격이 54,800원이었다가 53,500원까지 하락하였고, 그 후 다시 상승하여 13:00 이후에는 55,000원과 54,800원 사이에서 계속 등락하다가 14:50경 54,700원으로 단일가매매시간대에 진입하였다) 몇 분 사이에 발생할 만기상환조건인 54,740원의 충족 여부에 따라 원고들과 피고 중 어느 일방에게 상당한 손익 발생 여부가 문제될 상황이었던 점(피고로서는 이 사건 기준일 종가가 만기상환조건인 54,740원 이상으로 형성될 경우 이 사건 스왑계약에 따라 한국투자증권에 계약금액 88억 9,000만 원의 128.6%에 해당하는 약 113억 원을 상환금으로 지급할 상황에 처해 있었다), ② 피고는 이 사건 기준일 당시 보유하고 있던 KB금융 보통주 329,737주 중 141,182주에 대하여 장중에 15차례 지정가로 매도주문을 하였으나, 단일가매매시간대인 14:50:00부터는 씨엘증권 서울지점을

통하여(피고 스스로도 씨엘증권은 브로커라고 한다) 시장가로 두 차례에 걸쳐 합계 128,000주의 대량 매도주문을 하였는바(실제로 이 사건 기준일 당시 장중인 13:30:00 부터 14:50:00까지는 합계 106,032주가 매도되었으나, 단일가매매시간대에는 합계 128,000주가 매도되었다), 이는 당시 시장수급상황에 비추어 과도한 매도주문이었던 것으로 보이는 점, ③ 피고가 단일가매매시간대에 2차례에 걸쳐 시장가매도주문을 한 결과 14:55:19 96,000주의 대량 매도주문으로 예상체결가격이 54,800원에서 53,600원으로 대폭 낮아졌고, 14:58:47 재차 32,000주의 대량 매도주문으로 예상체결가격이 54,800원에서 다시 54,500원으로 낮아진 점, ④ 이 사건 기준일 당시 피고의 KB금융 보통주에 관한 매도관여율¹⁰⁾이 장중에는 7.24%였으나 종가시간대에는 무려 46.9%였고, 직전가 대비 저가 주문비율은 장중에는 16%였으나 종가시간대에는 46% 정도에 이르렀는바, 이러한 피고의 거래행위는 KB금융 보통주 증가 결정에 상당한 영향을 미쳤던 것으로 볼 수밖에 없는 점, ⑤ 위와 같은 단일가매매시간대에 피고의 KB금융 보통주 매도행위의 매도관여율과 주문비중, 실제 체결수량, 예상체결가격 변동에 대한 영향력 등을 감안할 때, 피고가 거래 종료 전 10분 동안 KB금융 보통주를 시장가매도주문 방식으로 대량매도하지 않았다면 이 사건 기준일 당시 KB금융 보통주 증가가 54,740원 이상에서 형성되었을 가능성이 상당히 높았던 것으로 보이는 점, ⑥ 또한 아래 나.항에서 다시 살펴보겠지만, 피고가 금융공학기법인 델타헤지 원리에 따라 KB금융 보통주 매매거래를 해왔다고 하더라도, 이 사건 기준일에는 자연스러운 시장수급에 의한 가격결정에 부당한 영향을 미치지 않도록 주의하여 거래하여야 할 신의칙상 의무가 있음에 비추어, 이 사건 기준일 장 종료 직전에 보유하고 있던 KB금융 보통주를 대량으

10) 매도관여율은 단일가매매시간대 동안의 총 매도수량에 대한 단일가매매시간대 동안의 피고의 매도수량 비율을 의미한다.

로 매도함으로써 주가가 하락된 이상 KB금융 보통주의 시세를 변동시킬 의도가 전혀 없었다고 보기 어려운 점 등의 사정을 종합하여 볼 때, 피고는 이 사건 주가연계증권의 기초자산인 KB금융 보통주의 주가가 만기상환조건의 기준가격인 54,740원 근처에서 등락을 지속하고 있는 상황에서 KB금융 보통주만을 대량으로 매도함으로써 그 주가를 만기상환조건의 기준가격보다 낮게 형성시켜 이 사건 주가연계증권의 만기상환조건을 충족하지 못하도록 하였다고 봄이 상당한바, 피고의 위와 같은 KB금융 보통주 매도행위는 자본시장법 제176조 제4항 제3호의 ‘시세를 변동시키는 시세조종행위’에 해당하거나 그에 준하는 행위에 해당한다고 할 것이다.

[피고는 단일가매매시간대에 씨엘증권 서울지점에게 시장가격에 영향을 미치지 아니하도록 주의하면서 신중하게 매매주문을 하도록 하는 CD(Careful Discretion) 주문으로 KB금융 보통주 매도를 일임하였으므로 종가 형성에 관여한 사실이 없다는 취지로 주장하나, 피고가 장 종료 만기 10분을 앞둔 14:50:00부터 계열사도 아닌 씨엘증권에게 128,000주의 매도를 의뢰하면서 시세에 영향을 주지 않도록 하였다는 것 자체가 그 실현가능성이 없는 것을 형식만 취한 것으로 볼 수밖에 없고(피고는 씨엘증권이 14:55:19 96,000주를 매도주문하여 KB금융 보통주의 주가가 54,800원에서 53,600원으로 대폭 하락하였음에도 그에 관하여 ‘시세에 영향을 주지 않도록 주의하라’는 어떠한 내용의 고지나 조치도 취한 바 없다), 나아가 을가1호증 2의 기재에 의하면, 88억 9,000만 원에 대하여만 피고와 이 사건 스왑계약을 체결하고 나머지 110억 원에 대하여는 직접 ‘자체 헤지’를 실행한 한국투자증권은 이 사건 기준일인 2009. 8. 26. 종일 5,000주씩만 매도 의뢰하고(15:00:00에는 10,000주) 매도주문가도 대부분 기준가격 이상으로 호가하여 시세에 영향을 거의 미치지 않도록 헤지거래를 하였다.]

(2) 손해배상의 범위

결국, 피고의 위와 같은 시세조종행위 또는 그에 준하는 행위로 인하여 이 사건 주가연계증권을 매입한 원고들은 그 만기상환조건이 충족될 경우 지급받기로 약정된 투자원금의 128.6%에 해당하는 상환금에서 이미 지급받은 투자원금의 약 74.9%에 해당하는 상환금의 차액 상당의 손해를 입게 되었는바, 피고는 원고들에게 그 손해배상으로 별지 표 '만기상환원리금'란 기재 각 금원에서 같은 표 '실수령금'란 기재 각 금원을 뺀 같은 표 '청구금액'란 기재 각 금원 및 이에 대하여 약정 만기상환일 다음날인 2009. 9. 1.부터 원고들이 구하는 바에 따라 이 사건 청구취지 및 청구원인 변경신청서 부분 송달일인 2011. 4. 18.까지는 민법이 정한 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 소송촉진 등에 관한 특례법이 정한 연 20%의 각 비율에 의한 지연손해금을 지급할 의무가 있다¹¹⁾.

나. 피고의 주장에 대한 판단

(1) 이 사건 주가연계증권에 대하여는 자본시장법 제176조 제4항 제3호가 적용되지 않는다는 주장 부분

피고는, 자본시장법 제176조 제4항은 '상장증권'만이 그 적용대상이므로, 비상장증권인 이 사건 주가연계증권은 위 자본시장법의 적용을 받지 않는다는 취지로 주장하므로 살피건대, 자본시장법 제176조 제4항은 '누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.'라고 규정하고 있고, 동항 제3호는 '증권(A)의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권(B)과 연계된 증권(C)으로서 대통령령

11) 시세조종행위로 인한 손해배상책임을 인정하는 이상, 선택적 청구원인인 부정거래행위로 인한 손해배상책임을 발생 여부에 대하여는 별도로 판단하지 아니한다.

으로 정하는 증권(D)의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위'라고 규정하고 있는바, 위 자본시장법 제176조 제4항 제3호에서 '증권(A)'과 '증권(B)' 및 '증권(C)'과 '증권(D)'은 각 동일한 증권을 의미하고, 이 사건과 관련하여 '증권(A)'은 이 사건 추가연계증권, '증권(C)'은 이 사건 추가연계증권과 연계된 기초자산인 KB금융 보통주를 의미하는데, 위 제3호에서 '증권(A)'은 문언상 증권이라고만 되어 있을 뿐 '상장증권'이라고 되어 있지 아니하므로, 위 '증권(A)'에는 비상장증권인 이 사건 추가연계증권도 포함된다고 보인다. 따라서, 피고의 위 주장은 이유 없다.

[나아가 이 사건 추가연계증권이 자본시장법 제176조 제4항 제3호에 규정된 '증권'에 해당되지 않는다고 하더라도, 원고들은 위 규정의 적용을 전제로 하는 자본시장법 제177조 제1항의 손해배상책임이 아닌 민법 제750조의 손해배상책임을 주장하고 있으므로, 피고의 행위가 시세조종행위 또는 그에 준하는 행위에 해당할 경우 일반 불법행위에 의한 손해배상책임을 부담할 것이다.]

(2) 델타헤지 원리에 따른 정당한 주식거래행위였다는 주장 부분

(가) 피고는, 이 사건 스왑계약에 따라 한국투자증권으로부터 이 사건 추가연계증권 발행으로 인한 위험을 인수하였는바, 기초자산 가치의 변동으로 인한 자신의 위험을 관리하고, 투자자들에게 지급할 상환재원을 확보하기 위하여 거래기간 동안 기초자산에 대한 델타헤지 거래를 하여왔고, 이 사건 기준일에도 위 델타헤지 원리에 따라 보유하고 있던 KB금융 보통주를 매도한 것이며, 특히 델타헤지 원리에 따른 경우 델타값은 기초자산의 증가가 최종적으로 결정되는 ELS의 만기상환일 오후 3시에 0으로 확정되므로 그 직전에 헤지거래를 위하여 보유하고 있던 KB금융 보통주를 모두 매도한 것이어서, 피고는 KB금융 보통주의 시세를 변동시킬 의도로 KB금융 보통주를 매

도한 것이 아니라는 취지로 주장한다.¹²⁾

(나) 살펴건대, 앞에서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 더하면, 위와 같은 델타헤지 거래가 ELS를 발행한 금융기관이 ELS 발행으로 인한 위험을 관리하고 투자자들에게 지급할 상환재원을 확보하기 위하여 국내외 금융거래에서 보편적으로 이용될 뿐만 아니라 그 필요성 또한 인정되는 금융공학기법인 점, 한국투자증권으로부터 이 사건 추가연계증권의 발행으로 인한 위험을 인수한 피고로서도 자신의 위험을 관리하고 한국투자증권에 지급할 상환재원을 확보하기 위하여 거래기간 대부분에 걸쳐 델타헤지 원리에 따라 기초자산인 KB금융 보통주의 매도 내지 매수거래를 해온 점은 인정된다.

(다) 그러나 다른 한편, 위 가.항에서 인정한 사정들에 더하여, 앞에서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음과 사정들을 종합하여 볼 때, 피고가 위험회피거래의 일환으로 델타헤지 원리에 따라 이 사건 기준일 무렵 기초자산인 KB금융 보통주를 매도하였다고 하더라도, 당시 KB금융 보통주의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 피고의 시장관여율 정도, 이 사건 추가연계증권의 만기상환조건의 결과적 미성취 등에 비추어보면, 피고에게 KB금융 보통주의 주가를 변동시킬 의도가 없었다고 단정하기는 곤란하므로, 피고의 위 주장은 받아들이지 아니한다.

즉, ① 피고가 이 사건 기준일 무렵 델타헤지 원리에 따라 기초자산인 KB금융 보통주를 대량으로 매도하였다고 하더라도, 위험회피거래는 궁극적으로 금융기관이 파생금융상품 발행으로 인한 손실을 방지하여 자산 운용의 건전성을 확보하기 위한 목

12) 피고의 주장을 더 구체적으로 살펴보면, 델타헤지에서 델타는 기초자산인 주가의 변동에 따른 ELS 가치변동분을 금융공학적으로 계산한 것으로 ELS를 발행한 금융기관으로서는 기초자산인 주식의 매도 또는 매수를 통하여 그 비율만큼 주식을 보유하여야 하는데, 위와 같은 델타값은 기초자산의 증가가 최종적으로 결정되는 ELS의 만기상환일 오후 3시에 0으로 확정되므로(ELS 가치변동이 더 이상 발생되지 않으므로 0으로 확정된다), 금융기관은 그 직전에 헤지거래를 위하여 보유하고 있던 기초자산인 주식을 모두 매도하여야 한다는 것이다.

적에서 이루어지는 것인바, 투자자와 상충적 이해관계를 가진 금융기관은 자신의 책임과 판단 아래 그 방법과 수단을 정한 후 일정한 재량에 따라 위험회피거래를 실행하는 것이므로, 가급적 수요와 공급의 원리에 따라 시장에서 형성되는 기초자산의 공정한 가격 형성을 저해하지 않고 투자자의 정당한 이익과 신뢰를 훼손하지 않도록 주의해야 할 신의칙상 의무가 있다 할 것이고, 특히 이 사건 주가연계증권과 같이 만기상환조건 충족여부가 결정되는 KB금융 보통주의 주가가 만기상환조건인 기준가격 근처의 매우 좁은 범위에서 등락을 반복하고 있는 상황에서는 더욱더 기초자산의 공정한 가격형성을 저해하지 않도록 신중히 거래할 필요가 있었다.

② ELS를 발행한 금융기관이 ELS 발행으로 인한 위험관리 및 투자자들에 지급할 상환재원 확보를 위하여 오로지 델타헤지 거래를 해야 할 법령상·계약상 의무를 부담하고 있지 않은 것은 당연하고, 나아가 델타헤지는 위험관리를 위하여 금융기관이 자체 개발하여 실행하는 금융기법의 한 방법에 지나지 않는 것으로 보이므로(자본시장법상 금융기관들은 자산운용 건전성 확보를 위해 헤지를 통한 위험관리의무를 부담하고 있기는 하나¹³⁾, 자본시장법 등 관련 법령에서 금융기관들에 대하여 그와 같은 위험

13) **자본시장법** 제166조의2(장외파생상품의 매매 등)

- ① 투자매매업자 또는 투자중개업자는 장외파생상품을 대상으로 하여 투자매매업 또는 투자중개업을 하는 경우에는 다음 각 호의 기준을 준수하여야 한다.
 - 2. 장외파생상품의 매매에 따른 위험액이 금융위원회가 정하여 고시하는 한도를 초과하지 아니할 것
 - 3. 영업용순자산이 총위험액의 2배에 미달하는 경우에는 그 미달상태가 해소될 때까지 새로운 장외파생상품의 매매를 중지하고, 미종결거래의 정리나 위험회피에 관련된 업무만을 수행할 것
 - 5. 월별 장외파생상품의 매매, 그 중개주선 또는 대리의 거래내역을 다음 달 10일까지 금융위원회에 보고할 것

자본시장법 제31조(경영건전성기준)

- ① 금융투자업자는 경영의 건전성을 유지하기 위하여 다음 각 호의 사항에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 경영건전성 기준을 준수하여야 하며, 이를 위한 적절한 체계를 구축·시행하여야 한다.
 - 4. 그 밖에 경영의 건전성 확보를 위하여 필요한 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항

자본시장법시행령 제35조(경영건전성기준)

- ① 법 제31조 제1항 제4호에서 '대통령령으로 정하는 사항'이란 다음 각 호의 사항을 말한다.
 - 1. 위험관리에 관한 사항

금융투자업 규정 제3-42조(위험관리체제)

- ① 금융투자업자는 각종 거래에서 발생하는 제반 위험을 적시에 인식·평가·감사·통제하는 등 위험관리를 위한 체계를 갖추어야 한다.
 - ② 금융투자업자는 위험을 효율적으로 관리하기 위하여 부서별, 거래별 또는 상품별 위험부담한도·거래한도 등을 적절히 설

관리수단으로 반드시 델타헤지의 방법을 하도록 강제하고 있지는 않다), 델타헤지 원리에 따라 기초자산에 대한 매수 또는 매도거래를 하였다는 사정만으로 피고의 이 사건 KB금융 보통주 매도행위가 정당성을 가진 적법한 행위라고 볼 수 없다.

③ 한국투자증권은 이 사건 주가연계증권을 매입한 투자자들에게 기초자산 주식의 매매, 기초자산과 관련된 선물·옵션 등의 파생상품 매매, 다른 기관과의 장외 파생상품거래 등과 같은 위험회피거래를 할 수 있다는 내용을 고지하기는 하였으나¹⁴⁾, 구체적으로 기초자산 가치의 변동으로 인한 위험관리 및 투자자들에 지급할 상환재원 확보를 위하여 기초자산 중 일부 주식의 매매를 통한 델타헤지 거래를 하고, 특히 델타헤지 원리에 따라 이 사건 기준일 장 종료시까지 보유한 KB금융 보통주를 전부 매도해야 한다는 내용을 고지한 사실은 없다.

④ 피고는 헤지를 위하여 보유하고 있던 기초자산의 가치가 ELS 가치와 정확하게 상쇄되기 위하여는 그 기초자산을 ELS 만기일 종가로 매도하여야 한다는 취지로 주장하고, 실제 델타헤지 원리에 따를 경우 보유하고 있는 기초자산을 ELS 만기일 종가에 모두 매도하여야 하는 것으로 보이기는 하나¹⁵⁾, 위와 같은 델타헤지의 이론적 원리의 적정성 여부를 떠나 장 종료 전까지 주가 하락에 영향을 주더라도 무조건 보유 주식물량을 다 처분해야 한다는 취지의 피고 주장은 헤지물량의 처분을 구실로 만기

정·운영하여야 한다.

③ 금융투자업자는 각종 거래에서 발생할 수 있는 시장위험, 운영위험, 신용위험 및 유동성위험 등 각종 위험을 종류별로 평가하고 관리하여야 한다.

14) 사업설명서(갑2호증) 제1부 I. 5. (3) 9)에 의하면, “본 증권의 발행사는 본 증권의 발행을 위해 기초자산 주식의 매매, 기초자산과 관련된 선물·옵션 등의 파생상품 매매 및 비거주자를 포함한 다른 기관과의 장외파생상품거래 등의 위험회피거래를 할 수 있으며, (이하 생략)”라고 기재되어 있고, 제1부 I. 2. ‘조달된 자금의 운용계획’에 의하면, “당해 유가증권의 공모발행으로 조달된 자금의 일부 또는 전체를 향후 발행조건에 의한 상환금의 안정적인 지급을 위하여 당해 유가증권과 유사한 내용의 장외옵션매입계약 혹은 기초자산 및 그와 관련된 파생상품 등의 운용과 같이 위험회피거래에 사용할 계획이며, (이하 생략)”라고 기재되어 있다.

15) 델타헤지 원리에 따르면, 앞에서 살펴본 바와 같이 ELS 만기일 종가에 ELS의 가치변동이 더 이상 발생하지 않아 델타값이 0이 되므로, 보유한 기초자산의 주식을 모두 매도하여야 한다는 것이다.

기준일 단일가매매시간대에 대량의 저가매도를 통하여 주가를 왜곡시킬 수 있다는 점에서 받아들일 수 없다.

4. 결 론

그렇다면, 원고들의 이 사건 청구는 이유 있어 이를 모두 인용하기로 하여, 주문과 같이 판결한다.

재판장	판사	황윤구
	판사	김용민
	판사	김미진

원고들 목록

1. 김○식 (550312-○○○○○○○○)
서울 송파구 신천동
2. 정○식 (501006-○○○○○○○○)
서울 동작구 사당3동
3. 서○선 (500120-○○○○○○○○)
부산 동래구 온천동
4. 김○연 (760206-○○○○○○○○)
부산 동래구 온천동
5. 이○ (601016-○○○○○○○○)
광주 북구 두암동
6. 정○구 (330820-○○○○○○○○)
서울 은평구 녹번동
7. 김○경 (600102-○○○○○○○○)
서울 강남구 도곡동
8. 고○희 (620221-○○○○○○○○)
울산 중구 태화동
9. 김○자 (610404-○○○○○○○○)
서울 성북구 길음1동
10. 신○순 (570309-○○○○○○○○)
서울 성북구 길음동

11. 육○균 (540722-○○○○○○○○)
구미시 형곡동
12. 권○선 (760625-○○○○○○○○)
용인시 수지구 죽전동
13. 권○희 (790319-○○○○○○○○)
성남시 분당구 이매동
14. 이○연 (780206-○○○○○○○○)
구미시 송정동
15. 홍○숙 (650831-○○○○○○○○)
안양시 동안구 호계동
16. 안○미 (730105-○○○○○○○○)
창원시 상남동
17. ○○ 새마을금고
청주시 상당구 ○○동
대표자 이사장 변○○
18. ○○○○○○새마을금고
창원시 성주동
대표자 이사장 정○○
19. ○○새마을금고
울산 남구 ○○동
대표자 이사장 이○○

20. 노○심 (480123-○○○○○○○○)

광주 북구 운암동

21. 장○현 (481105-○○○○○○○○)

서울 금천구 시흥4동

22. 재단법인 ○○○○○발전기금재단

광주 북구 ○○동

대표자 이사 김○○

23. ○○○○ 새마을금고

광주 북구 ○○동

대표자 이사장 김○○

24. 김○웅 (430217-○○○○○○○○)

전주시 완산구 효자동3가

25. 박○하 (531204-○○○○○○○○)

안양시 동안구 호계3동

26. ○○○.○.○동새마을금고

서울 중구 ○○동

대표자 이사장 정○○. 끝.

표

(단위, 원)

순번	원고	투자원금	만기상환 원리금	실수령금	청구금액
1	김○식	100,000,000	128,600,000	74,944,855	53,655,145
2	정○식	23,000,000	29,578,000	17,237,316	12,340,684
3	서○선	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
4	김○연	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
5	이○	210,000,000	270,060,000	157,384,194	112,675,806
6	정○구	76,000,000	97,736,000	56,958,089	40,777,911
7	김○경	58,000,000	74,588,000	43,468,015	31,119,985
8	고○희	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
9	김○자	10,000,000	12,860,000	7,494,485	5,365,515
10	신○순	10,000,000	12,860,000	7,494,485	5,365,515
11	육○균	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
12	권○선	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
13	권○희	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
14	이○연	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
15	홍○숙	15,000,000	19,290,000	11,247,728	8,042,272
16	안○미	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
17	○○ 새마을금고	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726

18	○○○○○○새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
19	○○새마을금고	100,000,000	128,600,000	74,944,855	53,655,145
20	노○심	60,000,000	77,160,000	44,966,913	32,193,087
21	장○현	15,000,000	19,290,000	11,241,728	8,048,272
22	재단법인 ○○○○○ 발전기금재단	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726
23	○○○○ 새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
24	김○웅	30,000,000	38,580,000	22,483,456	16,096,544
25	박○하	57,000,000	73,302,000	42,718,567	30,583,433
26	○○○.○.○동 새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436