

(사)한국금융리스크관리전문가협회

ISDA Master Agreement 전문가 과정

파생상품거래 당사자간의 법률관계와 설명의무

- JP모건과 국내금융기관 소송 사건을 중심으로

- I. 派生金融商品 관련 주요 사건
 - II. 파생상품거래 시의 설명의무
 - o P&G v. BTC 케이스 스터디
 - o SK증권과 대한생명 v. JP모건의 교훈
- [부록] 블룸버그 통신 관련 기사

2006. 4. 20

경희대 법대 교수

박 환 일

onepark@khu.ac.kr

<http://onepark.netian.com>

I. 派生金融商品 관련 주요 사건

○ 독일 메탈게젤샤프트社 케이스

- 독일의 메탈게젤샤프트사는 1993년 말까지 10년간 매월 180만배럴의 석유 공급계약을 체결하고 안정적인 물량확보를 위하여 석유 선도매입을 추진 하였으나 물량이 대규모이고 계약이 장기간임에 따라 거래상대자가 나타나지 않음
- 이에 따라 현물부족 포지션 물량만큼 最近月の 석유선물을 일괄매입하고 매월 만기시마다 잔여물량을 만기이연(roll-over)하는 방식으로 위험을 회피함
- 그러나 1993년 현물석유가 20달러에서 15달러로 하락함에 따라 단기적으로 10억달러에 달하는 선물증거금 부족이 발생하여 자금조달의 실패로 선물포지션을 청산, 결국 28억달러의 손실을 봄
- 시장위험 회피를 위한 파생금융상품 거래과정에서 선물증거금 부족으로 유동성위험이 발생한 사례임
- 즉, 미래의 계약조건(물량, 금액 등)을 이행하기 위하여 안정적인 물량확보 및 석유가격 변동위험을 헤지하기 위하여 석유선도거래를 추진하였으나 場外거래인 선도거래의 경우 특정계약조건에 있어 거래상대방을 찾지 못할 수 있는 위험을 간과하였음
- 석유선물을 통하여 석유가격 상승위험을 회피할 수는 있었으나 증거금 부족이 발생할 수 있는 위험을 사전에 고려하지 못하고 동사가 부담할 수 있는 수준 이상의 현물포지션을 취함으로써 결국 큰 손실을 보게 됨

○ P&G v. BTC 케이스

- 1993~94년, 가정용품 생산업체인 Proctor & Gamble사는 Bankers Trust 은행이 원하는 대로 복잡한 공식을 이용, 금리 및 환율의 변동에 따라 손

익이 결정되는 금리스왑의 일종인 파생금융상품에 투자하였다가 1억달러 이상의 손실을 보게 됨

- 이에 따라 P&G 측은 BTC가 파생금융상품에 내재되어있는 위험 등을 정확하게 설명해주지 않았다며 소송을 제기하였으며 결국 BTC와 P&G는 재판외 화해를 통하여 BTC측이 관련수수료 일부만을 받는 선에서 사건을 종결함
- 은행이 복잡하고 난해한 파생금융상품을 고객에게 권유하는 경우 충분한 위험구조와 손실가능성을 이해시키지 않아 법률 소송에 휘말린 사례임
- 파생금융상품을 취급하는 은행은 거래상대방이 거래내용과 위험을 이해하도록 노력해야 하고, 특히 금융기관이 아닌 상대방과의 거래시에는 세심한 부분까지도 고려를 해야 함
- 파생금융상품의 복잡성과 난해함에 있어서는 일반투자자뿐만 아니라 금융기관도 주의를 요하므로 내부통제 및 전문인력의 양성으로 발생 가능한 위험에 적절히 대처할 필요가 있음

○ 영국 베어링사 케이스

- 1995년 베어링그룹의 싱가포르 현지법인인 베어링 선물회사 직원인 닉 리슨은 1992년에 발생한 손실을 만회하기 위하여 상급자의 승인없이 투기거래를 1995년까지 지속하다가 손실액 규모가 더욱 커지자 부족해진 증거금을 납입하고자 콜옵션과 풋옵션을 동시에 매각하는 숏스트래들^{*}(short straddle)을 구사

※ 주가지수 숏스트래들은 합성옵션의 한 예로서 주가가 일정 범위 내에서 움직이는 경우 안정적인 수익을 창출할 수 있으나 그 범위를 벗어나면 무제한적으로 손해를 볼 수 있는 파생금융상품임

- 그러나 1995년 1월 고베 지진이 발생함에 따라 안정적인 형태를 보여온 닷케이 주가지수가 폭락하여 결국 베어링사는 10억 달러 이상의 손실을 보고 파산위기에 처하여 ING에 1파운드에 인수됨

- 옵션 매입자는 프리미엄을 주고 위험을 회피할 수 있는 반면 옵션 매도자는 시장위험에 무한정 노출될 수 있다는 것을 보여주는 좋은 사례임
- 과거 실적이 좋았던 직원에 대한 맹목적 신뢰와 한 직원이 프론트오피스와 백오피스를 총괄하는 등 위험관리에 있어 적절한 내부통제가 수립되어 있지 않은 점이 문제가 되었음

○ SK증권 v. JP모건 케이스

- SK증권 등 3사가 공동 설립한 다이아몬드 역외펀드는 JP모건과 Total Return Swap*을 통하여 5,300만달러를 차입, 총 8,650만달러의 인도네시아 루피아 연계채권을 매입하였으나 1997년 7월 동남아시아 통화가치의 폭락으로 약 2억달러의 손실이 발생함

* JP모건은 수익증권의 모든 투자손익을 다이아몬드 펀드에 지급하고 다이아몬드 펀드는 만기시 JP모건에 원금의 97%를 지급하는 대신 바트화의 환위험을 부담하기로 함

- 한편 JP모건은 계약만기일(1998.2.12)이 도래함에 따라 지급보증기관인 보람은행에 계약금액의 지급을 요청하였으나, SK증권 등은 JP모건측이 신용파생금융상품에 내재되어 있는 위험에 대하여 사전에 고지를 하지 않았고 계약기간 중 신의성실의무를 다하지 않음을 주장하고, 1998년 2월 보람은행을 상대로 채무이행금지 가처분신청을 서울지방법원에 제출함
- 이에 JP모건은 곧바로 보람은행을 상대로 SK증권에 대한 채무이행소송을 뉴욕법원에 제기함. 신세기투신, 한남투신, 대한투신, 대한생명 등도 JP모건과 유사거래에 따른 거액의 손실이 발생하여 소송을 벌였음
- JP모건은 동남아의 투자자산(태국 바트화 포지션)의 시장위험을 TRS를 통하여 다이아몬드 펀드에 전가하는 데는 성공하였으나 소송(법적 위험)에 직면하게 됨
- 다이아몬드 펀드(SK증권 등)는 자금을 유리하게 차입하는 조건 대신 통화옵션 매도자의 입장에서 바트화의 환율변화에 대한 무제한적인 시장위험을 부담한 사례임

- 또한 시장조건이 불리하게 전개되는 경우 損切賣(loss-cut)를 통해 손실을 일정 범위 내로 제한하지 않은 내부통제의 문제점도 지적되었음

○ 롱텀 캐피털 매니지먼트 펀드 케이스

- 1994년 노벨상 수상자인 M. Sholes와 전설적인 펀드매니저인 J. Meriwether 등이 설립한 헤지펀드인 LTCM은 수학적 투자분석 모형을 이용 금융상품간 스프레드 등이 과거 역사적 경험치와 차이가 나는 경우 투자하는 전략을 구사, 1995~1997년 연 40% 내외의 고수익을 기록함
- 주로 잔존만기 1년의 기발행 국채와 만기 1년의 신규발행 국채간의 스프레드, 국공채와 정크본드 간의 스프레드 등에 투자를 하면서 위험회피를 위하여 금리 스왑, 국가간 분산투자 등을 실시하고 고수익 확보를 위하여 높은 레버리지 비율을 유지하였음
- 그러나 1998년 8월 러시아 루블화의 평가절하와 모라토리엄 선언 등으로 채권투자자들이 안전한 투자처를 찾아 나섬에 따라 채권간의 스프레드가 역사적 경험치를 초과하여 계속 확대되었음
- 결국 LTCM은 투자자산 가치의 하락과 파생금융상품 투자분에 대한 추가 증거금 납부부담 등으로 막대한 손실을 입음
- 고도의 수학적 투자분석 모형과 시장변수의 과거 역사적 경험치를 근거로 저위험 투자전략(market neutral strategy)을 구사하더라도 시장변수가 과거 역사적 경험치를 크게 벗어나는 경우 파생금융상품의 내재위험은 회피할 수 없다는 것을 보여주는 사례임
- 또한 투자채권의 만기시에는 수익이 확보된다 하더라도 금융위기 시에는 정크본드 등 고위험 증권과 파생금융상품 등의 시장성 약화와 추가증거금 납부 부담에 따라 유동성위험과 자산매각손실이 발생할 수 있다는 것을 보여주고 있음

II. 파생상품거래 시의 설명의무

○ 파생상품거래의 복잡·난해성

- Hedge v. Speculation
- Rocket Scientist, Financial Engineering
- Black Box theory

○ 파생상품 계약상의 설명의무

cf. 약관의 명시·설명 의무

- ISDA Master Agreement
- Non-Reliance?
- 계약상의 의무 v. 법률상의 의무
→ 영미 판례법상의 Fiduciary Duty, Common Law Fraud

○ 당사자간의 법적 관계

- 프로와 아마추어의 차이
- 개인고객과 기업고객
- 국내외 판례의 고려사항

예금채권은 금전채권의 일종으로서 일반거래상 자유롭게 양도될 필요성이 큰 재산이므로, 은행 거래약관에서 예금채권에 관한 양도금지의 특약을 정하고 있는 경우, 이러한 특약은 예금주의 이해관계와 밀접하게 관련되어 있는 중요한 내용에 해당하므로, 은행으로서는 고객과 예금계약을 체결함에 있어서 이러한 약관의 내용에 대하여 구체적이고 상세한 명시·설명 의무를 지게 되고, 만일 은행이 그 명시·설명 의무에 위반하여 예금계약을 체결하였다면, 은행거래약관에 포함된 양도금지의 특약을 예금계약의 내용으로 주장할 수 없다. 대판 1998.11.10. 98다20059

○ SK증권 사건의 교훈

- SK 파생상품 사건의 전말
- 大勢論 v. 전문가의 집요한 주장
- 대한생명 측의 대응
- 국내금융기관의 대책

□ P&G v. BTC 케이스 스터디¹⁾

과생상품거래를 둘러싼 다툼은 당사자의 신용과 직결된 문제이므로 대부분 법정으로 비화하지 않고 和解(settlement)로 끝나는 경우가 많다. 세계적인 가정용품 제조업체인 Procter & Gamble (P&G)과 뱅커스트러스트 은행(BTC) 간에 벌어진 소송은 최종 판결에 이르지 못했지만 비상한 관심을 모았다.

1. 사건의 개요²⁾

1994년 10월 P&G는 본사 소재지인 오하이오 신시내티 소재 연방지방법원에 BTC와 그 자회사인 BT證券을 상대로 소를 제기하였다. P&G는 BTC와 체결한 2건의 금리 스왑 계약이 법적으로 이행될 수 없음을 주장하였다. 첫 번째 계약은 P&G가 BTC로부터 6개월 단위로 年利 5.5%로 지급 받는 대신 30년 국채를 기초로 하여 옵션 행사가격이 5년 국채 수익률을 따르기로 하는 매우 난해한 現金결제 옵션부 거래였다. 두 번째 계약은 4년짜리 DM화 스왑 이자율이 일정 폭을 벗어나면 옵션을 행사하게 되는 금리 스왑이었다. P&G는 금리가 하락한다는 전망 하에 BTC와 스왑 계약을 체결하여 1993년에는 이익을 보았다. 그러나 1994년 초 美 통화당국이 금융긴축을 실시하면서 불과 수주만에 1억 5천만 달러에 달하는 손해를 입게 되었다.

엄청난 규모의 손해를 둘러싸고 P&G와 BTC 간에 다툼이 불거지면서 議會를 비롯하여 사회적으로 投機的인 디리버티브 거래에 대한 비판 규제론이 대두되었다. SEC와 CFTC는 BTC에 대한 감사를 실시하여 도합 1천만 달러의 벌금을 부과하였으며, 뉴욕 연방은행은 BTC에 업무개선계획을 징구하고 1994년 12월 '레버리지드 디리버티브 거래업무 협약'(Agreement for Leveraged Derivative Transaction Business)을 체결했다. 이에 의하면 금리 등 指數의 움직임에 따라 그 몇 배의 수익을 올릴 수 있는 디리버티브 거래는 그만큼 많은 리스크를 수반하므로 ① 고객이 거래조건 및 리스크를 이해할 능력이 있는지 확인하고 ② 고객이 거래의 조건, 리스크를 이해할 수 있도록 충분한 정보를 제공(disclose)하며 ③ 디리버티브의 평가방법에 투명성을 갖추고 ④ 디리버티브 거래에 대한 감시위원회의 설치 등 내부관리 체제를 강화하지 않으면 안되었다.

2. P&G 사건의 審理

P&G는 BTC에 대해 판례법상의 詐欺(common law fraud) 등을 이유로 계약의 취소를 청구하고 선택적으로 손해배상을 청구했다. 또한 P&G는 증거조사(discovery)의 단계에서 BTC가

1) 박훤일, 「국제거래법-케이스와 서식」, 한국경영법무연구소, 1996, 145~152면.

2) 1996년 여름 이 사건을 심리한 美연방법원에서 그에 관한 법률의견(Order and Opinion)이 나왔다. 법률의견은 공표되지도 않을 뿐더러 당해 사건에 대해서만 효력이 있으므로 일반적인 법적 권위나 효력은 인정되지 않는다. 다른 법원은 이러한 법률의견을 무시하거나 배척할 수도 있다. 그러나 이번 P&G 사건의 법률의견은 증거거래 옵션에 관한 증권감독기관의 有權解釋이나 上訴에 따른 상급심의 司法審査를 거칠 기회는 없었지만 디리버티브 거래와 관련하여 처음으로 법적인 판단이 내려졌다는 점에서 금융계와 법조계의 비상한 관심을 모았다. Forster Denis M., "Procter & Gamble settlement leaves questions unanswered", International Financial Law Review, August 1996, pp.10-12.

상대방과 거래할 때 조직범죄처벌법(RICO)에서 금지하는 몇 가지 위법행위를 하였다는 증거를 잡아낼 수 있었다.

이 사건은 당초 심리를 맡았던 판사가 갑자기 사망함으로써 미시간 동부지구 연방지방법원의 존 페이켄스(John Feikens) 판사가 재판을 마무리짓게 되었다. 페이켄스 판사는 전임 판사가 내린 금융거래상의 비밀을 보호하기 위한 명령을 그대로 유지하고 ‘비즈니스위크’誌가 BTC 간부의 통화기록을 기사화하는 것을 봉쇄했다. 항고를 받은 제6지구 연방고등법원은 비즈니스위크에 대한 기사 게재 금지 결정을 헌법상 인정될 수 없는 言論의自由를 사전 억제하는 것이라 하여 이 결정을 파기했다.³⁾ 그러나 그 바탕이 된 거래상의 비밀보호 명령의 효력에 대해서는 의문이 남아 있었다.

페이켄스 판사는 재판에 들어가기 전에 공개된 법정에서 양측 당사자들로부터 여러 가지 법률문제에 대한 설명(briefing)을 들은 후 몇 가지 결정(ruling)을 내렸다. 우선 P&G는 소정 기간내에 취소 청구를 하지 않았으므로 DM貨 스왑 계약은 취소할 수 없다고 판단했다. 이는 P&G의 주장에 반하는 것이었으나 금융거래를 취소할 수 있는 사실을 알았으면 즉시 일관된 행동을 취해야 한다는 해석으로 받아 들여졌다. 또한 재판부는 오하이오州法이 아닌 뉴욕州法을 적용하면서 P&G는 懲罰的 손해배상(punitive damage)을 청구할 수 없다고 결론지었다. RICO 위반에 있어서 법원이 BTC가 다른 스왑 거래의 상대방에 대하여 詐欺를 했다는 P&G의 주장을 판단하자면 우선 P&G가 배심원들에 대하여 BTC의 사기성을 입증해야 할 것이라고 말했다.

1996년 5월 8일 재판부는 P&G가 주장한 12개 사항의 손해배상 청구이유에 대하여 이를 기각하는 결정을 하였다. 이들 사항은 P&G의 입장에서는 핵심적인 내용은 아니지만 다른 절박한 사실관계가 없는 BTC의 거래 상대방들에게는 매우 중요한 것들이었다. 재판부는 聯邦증권법, 오하이오주 증권법, 聯邦상품법, 오하이오주의 사기거래방지법, 信任관계에 따른 주의의무(fiduciary duty) 위반, 過失 있는 진술, 업무상 과실 등에 관한 청구원인을 각각 기각하였다.

3. P&G 사건 法律意見의 한계

주의할 것은 페이켄스 판사의 의견을 디리버티브 거래에 일반화해서는 안된다는 점이다. 예컨대, 신임관계에 따른 의무만 해도 P&G처럼 연간 매출이 300억 달러가 넘는 거대기업에 대해서는 이를 인정하지 않아도 무방하겠지만, 협상력이나 거래내용에 관한 지식이 형편없는 아마추어 엔드 유저에 대해서는 구체적 타당성의 관점에서 이를 인정할 수도 있기 때문이다. 또 어느 법을 적용할 것인가와 관련하여 재판부는 법정지인 오하이오주의 法の選擇에 관한 규칙(choice of law rules)을 논하지 않았고, 오하이오 주법상 ISDA 마스터 계약을 따르기로 한 디리버티브 계약이 계약상 또는 非계약상의 청구에 관하여 뉴욕州法을 준거법으로 해도 되는지 확실한 언급이 없었다.

심리 과정에서 재판부는 P&G 사건의 핵심적인 내용, 즉 커먼로상의 詐欺에 관한 언급은 의도적으로 미루었다. 그러나 페이켄스 판사는 P&G 사건에서 BTC가 비록 신임관계에 따른 의무는 없다 해도 중요한 거래정보(material information)를 상대방에게 공개할 의무가 있다고 판단함으로써 P&G의 입장을 두둔하였다.

3) *Procter & Gamble v. Bankers Trust*, 78 F 3d (6th Cir. 1996)

실제로 재판부의 법률의견은 딜러들이 스왑 거래를 할 때 信義誠實로써 公正하게 거래(good faith and fair dealing)할 의무가 있다는 것과 아울러 스왑 계약을 체결하기 전 및 그 이행시에 중요한 정보는 상대방에게 설명해야 한다는 법적인 의무가 있음을 확인한 것으로 금융기관의 종전 관행을 무너뜨릴 수 있는 내용이었다. 그 결과 P&G의 법적 주장이 법원에 받아들여진 셈이 되어 BTC측은 서둘러 P&G에 和解 제의를 하지 않으면 안되었다.

4. Fiduciary Duty의 개념

재판부가 일단 부인을 한 신임관계에 따른 주의의무는 좀더 상세한 분석을 요한다. P&G는 BTC로부터 손해배상을 받아내기 위해 그러한 의무가 있음을 주장한 게 아니라 BTC가 스왑 거래에 포함된 위험(레버리지 효과)의 성격 및 범위, 정확한 평가액 기타 중요한 거래정보를 상대방에게 공개할 의무가 있음을 주장하고자 했기 때문이다.

페이켄스 판사는 BTC가 P&G와 거래를 행하는 단순한 고객관계를 벗어나 신뢰를 바탕으로 하는 信任관계를 맺은 것이 아니며, ISDA 마스터 계약서에서 준거법으로 하고 있는 뉴욕주의 판례법(case law)에서도 이점을 분명히 하고 있다고 말했다. 즉 그에 따르면 양 당사자가 대등한 지위에서 자기책임(at arm's length) 하에 행동하고 계약을 체결하거나, 또는 양 당사자가 거래관계(business relationship)를 맺고 있는 경우에는 일방이 타방의 의견에 전적으로 의존하는 신임관계(fiduciary relationship)가 존재하지 않는다는 것이다. 요컨대 P&G와 BTC는 거래관계를 맺고 있으므로 신임관계에 입각한 의무는 문제가 되지 않는다고 보았다.

그런데 재판부는 뉴욕州法에 의하면 계약은 신의성실로써 공정하게 거래한다는 묵시적인 서약(implied covenant)을 내포하는 만큼 BTC로서는 중요한 거래정보를 공개할 의무가 있다고 지적했다. 예컨대 통일상법전(UCC)⁴⁾에서 말하는 ‘善意’란 商人의 경우 정직성과 공정한 거래에 관한 합리적인 상업상의 기준을 준수하는 것을 의미하며, 계약은 선의로써 이행하여야 한다는 것이다.

재판부는 피고는 원고에 대하여 스왑 계약을 체결하기 전과 그 이행시에 중요한 정보를 공개할 의무와 스왑 거래를 이행하는 동안 공정하고 성실하게 거래할 의무가 있다는 결론을 내렸다. 그는 제2지구 연방고등법원의 판결을 인용하면서 계약의 협상 과정에서 중요한 정보를 공개해야 하는 묵시적인 의무가 발생하는 다음 세 가지의 조건을 열거했다. 첫째, 일방 당사자가 특정 정보에 관하여 우월한 지식(superior knowledge)을 가질 것; 둘째, 타방 당사자가 당해 정보를 쉽게 입수(readily available)할 수 없을 것; 셋째, 우월한 지식을 갖고 있는 당사자는 타방 당사자가 잘못 알게 된 지식(mistaken knowledge)에 입각하여 행동하고 있음을 알고 있을 것을 들었다. 명백하고도 확신을 갖게 하는 증거(clear and convincing evidence)가 요구되는 상황에서 세 번째 요건을 입증하기란 쉽지 않을 것이다.

이와 같은 재판부의 법률의견을 토대로 P&G는 BTC가 중요한 정보를 알리지 않았다는 점에서 커먼로에 의한 사기를 주장할 수 있게 되었다. 다만, 재판부는 단지 그에 관한 증거가 우세하다(mere preponderance of the evidence)는 것만으로는 부족하고, 명백하고도 확신을 갖게 하는 증거라야 한다고 지적했다.

4) UCC 제1-203조, 제2-103조 1항(b)에서는 善意를 ‘honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing’라고 정의하고 있다.

5. P&G 사건의 國內的 意味

사건의 가닥이 잡혀가면서 상황이 P&G에게 유리하게 돌아가자 BTC측은 和解⁵⁾를 서둘렀다. 이렇게 결론이 난 P&G의 BTC에 대한 소송은 우리나라 금융기관들한테 어떠한 의미를 갖는가.

우리나라 금융기관들도 디리버티브 거래를 할 때 ISDA 마스터 계약을 따르기로 하는 경우가 많은데 준거법을 미국 뉴욕州法으로 하는 경우에는 BTC와 같은 취급을 받을 가능성이 크다. 그렇다면 사기로 인정받지 않기 위해서는 어떻게 해야 하는가. 또 금융기관이 이러한 설명 의무를 다하지 않았을 때 고객은 어떠한 주장을 할 수 있는가.

우선 이에 관한 判例가 상당히 집적된 日本의 경우를 살펴보기로 하자. 금융기관의 디리버티브 담당자가 충분한 설명을 해주지 않아 막대한 손해를 본 고객은 금융기관측이 계약에 기한 설명의무를 다하지 않았다는 이유로 債務不履行에 따른 손해배상을 청구할 수 있다. 또는 계약 내용의 중요 부분에 錯誤가 있다거나 또는 금융기관의 담당자가 중요 내용을 속였다는 이유로 계약을 取消할 수도 있을 것이다.

외화대출과 관련하여 국제거래의 경험이 없는 중소기업자가 거래은행의 권유를 받고 임팩트론(자금의 용도에 제한이 없는 거주자에 대한 외화자금의 대출)을 받았다가 막대한 환차손을 입고 거래은행을 상대로 채무불이행에 기한 손해배상 청구소송을 제기하였을 때 오사카 지방 재판소는 당해 ‘거래에 관한 지식이 없는 고객에 대하여 금융기관은 信義則上的 설명의무를 부담한다’면서 다음과 같이 판시했다. “고객이 환율변동 리스크를 회피하거나 아니면 이를 투기적으로 이용하는 등 거래내용에 정통한 경우를 제외하고는 임팩트론을 권유한 은행은 그 메커니즘, 시장금리, 환율동향, 환 리스크 및 대책 등을 충분히 설명하고 고객의 이해를 얻어야 할 신의칙상의 의무가 있다.”⁶⁾

이 사건에서 日本 법원은 원고가 국내 업무에 달려포시 채권을 보유할 필요도 없이 외국환에 관한 지식이 전무한 상태에서 피고 은행에 대한 절대적 신뢰를 바탕으로 피고 담당자가 권유한 외화대출을 받은 것이므로 상기 의무를 위배한 피고는 원고가 입은 손해를 배상할 책임이 있다고 본 것이다.

일본 최초의 디리버티브 거래와 관련된 판례로는 東京 지방재판소의 1992년도 판결이 있다. 부동산업자가 거래은행에 저금리 상품의 소개를 요청하자 은행측은 옵션부 임팩트론을 권유하면서 환율변동에 따른 위험성을 충분히 설명하지 않았다. 그럼에도 재판부는 환차손을 입은 원고의 손해배상 청구를 기각하였는데 그 이유는 다음과 같았다. ① 은행측이 당해 금융상품의 리스크에 대하여 서면 및 구두로 충분히 설명한 것으로 인정되고 ② 원고는 은행으로부터 거래를 차입하여 사업을 영위하는 경제인으로서 환율이 여러 가지 요인에 의해 움직이며 환율의 예측이 어렵고 그 전망에 대해 여러 견해가 있음을 상식적으로 이해할 수 있는 입장에 있었으므로 은행이 일일이 이를 설명할 의무가 있다고까지 할 수 없다는 이유에서였다(東京 지

5) 당초 BTC는 P&G로부터 2억 달러 이상 받아야 한다고 주장했었으나 35백만 달러를 받는 선에서 양보했다. 세 번째 스왑 계약은 BTC가 이를 기일전에 종결(early termination)할 경우 P&G에 14백만 달러의 가치를 갖는 것이었지만 1996년 4월 현재 4.8백만 달러로 줄어들어 양측은 이것도 취소하기로 합의했다. 그리고 P&G는 문제가 된 두 건의 스왑 거래에서 BTC로부터 받은 4.1백만 달러를 계속 보유하기로 했다.

6) 大阪地方裁判所 1987.1.29 判決.

방재판소 1992.6.26 판결; 이 사건의 항소심인 東京 高等 재판소 1992.12.21 판결도 같은 취지).

이상 두 가지 판례를 비교해 보면 피고 은행은 같은 시중은행이라 해도 고객은 경제사회에 있어서의 속성, 상품거래의 경위, 은행측의 리스크 설명방법에 차이가 있었음을 알 수 있다. 즉 원고가 문제가 된 거래의 프로나 아마추어나에 따라 信義則에 입각한 금융기관의 설명 정도·방법도 달라진다고 보았던 것이다. 그러나 은행에서 돈을 빌리는 사람이라면 누구든지 외화대출에는 환 리스크가 수반된다는 것을 상식적으로 이해할 수 있을 터이므로 ‘自己責任의 원칙’에 따라 거래를 한 것으로 보아야지, 손해를 입었다고 이를 은행에 전가시키는 것은 문제라는 견해도 있었다.

6. 금융기관의 去來規範

이상의 외국 사례에 비추어 고객과의 사이에 일어날 수 있는 분쟁을 피하려면 우리나라 금융기관들도 단지 거래실적을 올리기보다는 고객의 이익을 함께 고려하는 구체적인 행동규범 (code of conduct)을 마련하는 일이 시급하다고 생각된다. 그러므로 고객에 대한 설명의무를 다했다고 보기 위해서는 책임자가 직접 나서서 금융상품에 수반되는 리스크를 설명하는 데 그치지 않고 거래의 메커니즘과 조건, 거래의 이점 및 리스크, 이용방법 등을 알기 쉽게 해설한 팜플렛을 교부하는 것도 좋은 방법일 것이다.⁷⁾

흔히 금융기관 담당자는 고객으로부터 “본건 금융거래와 관련된 구체적인 위험을 충분히 이해하고, 본건에 수반하여 발생할지도 모르는 환차손 등의 리스크는 본인이 일체 책임지기로 한다”는 취지의 각서를 받아놓는 일이 많다. 그러나 이러한 각서의 효력이 항상 그대로 인정되는 것은 아니다. 경우에 따라서는 환율·금리 변동에 따른 리스크를 시뮬레이션 방법으로 확인하고 상대방의 이해를 구하는 성실한 자세가 요구될 수도 있다.

P&G 사건 직후 美 FRB는 ‘都賣금융시장 거래의 원칙과 관행’(Principles and Practices for Wholesale Financial Market Transactions)이라는 제목의 보고서를 공표하고 OTC 거래에 관한 달러의 리스크 관리체제를 강화⁸⁾하는 동시에 자기책임에 의한 거래, 달러가 자문기능을 수행할 경우에는 반드시 서면계약을 하도록 했다.⁹⁾

7) 日本 장기신용은행(LTCB)의 경우 1995년 4월 리스크 관리의 차원에서 대고객 디리버티브 거래시 참고할 “디리버티브 핸드북”을 발간하였다. 그 내용은 스왑의 이용방법 등 디리버티브 거래의 기본적인 사항, 디리버티브 상품의 소개, 리스크 및 헤지 방법, 업무처리의 흐름 등으로 되어 있으며 고객에 대한 디리버티브 설명자료로 활용되고 있다.

8) 美 OCC는 1996년 8월 회사채 및 대출채권의 신용 리스크를 거래하는 信用 派生상품(credit derivative)에 관한 가이드라인을 발표했다. 이에 따라 OCC의 감독을 받는 미국의 國法銀行들은 크레딧 디리버티브를 거래할 때 신용 리스크 및 가격변동 리스크 등 7개 요소의 자기자본 및 수익에 대한 영향을 파악하여 리스크 관리를 강화해야 한다. 크레딧 디리버티브는 거래잔고가 400억달러 이상으로 급증하고 있는데, 금융기관이 자산으로 보유하는 대출채권 및 회사채의 신용 리스크를 줄이거나 헤지할 목적으로 상대방에게 신용 리스크 액을 지급하는 것이다. 상호 리스크를 교환, 그 차액만 지급하는 스왑 형태로도 종종 행해진다. OCC는 리스크 관리만 확실하다면 은행의 수익을 증대시킬 수 있다고 보고 있다.

9) 1995년 3월 미국의 대표적 증권회사인 CS 퍼스트 보스턴, 골드만 삭스, 모건 스탠리, 메릴 린치, 살로몬 브라더스, 리만 브라더스가 디리버티브 정책 그룹(Derivative Policy Group)을 구성하고 디리버티브의 정의, 리스크의 개요, 자기책임의 원칙 등 자주적인 룰(Generic Risk Disclosure Statements)을 발표하였다.

□ SK증권과 대한생명 v. JP모건의 교훈

1997년 초 SK증권과 JP모건의 파생상품거래는 한국경제에 엄청난 後暴風을 몰고 왔다. 1997년 8월 東아시아 외환위기로 투자손실이 확대됨에 따라 이 거래에 관련된 한국 금융기관들은 파산 또는 퇴출의 위기에 직면하게 되었다. 급기야 1998년부터 서울과 뉴욕에서 일련의 소송이 벌어졌는데 법정에 드러난 사실은 한국과 미국의 관련인사와 금융기관들의 상식과 양식을 의심하게 만들었다. 1999년 9월 이 사건은 SK증권이 JP모건¹⁰⁾에 지불해야 할 채무를 JP모건이 SK증권에 출자하는 것으로 하고 양측이 소송을 취하함으로써 표면상으로는 일단락된 듯 보였다. 그러나 2003년 3월 검찰의 수사로 이러한 합의가 裏面契約임이 드러나고 SK그룹 최고경영진의 지시로 계열사들이 분식회계를 한 것이 적발되어 재벌총수가 구속되고 주력사의 경영권마저 위협받는 사태에 이르렀다.

과연 파생금융상품거래는 위험한 것인가. JP모건은 SK증권을 비롯한 한국의 금융기관들에 투자의 위험성에 대하여 충분한 설명을 하지 않았고, 한국측 관계자들의 거래구조에 대한 이해가 부족한 것을 이용하여 詐欺的인 거래를 한 것인가. SK측에서는 “소액주주를 보호하기 위한 불가피한 선택이었다”고 하는데 국제금융거래의 이면계약은 항상 違法한 것인가. 파생상품 거래에 참여한 대한생명만큼은 미국에서 소송을 계속하여 마침내 勝訴판결을 얻었는데 우리가 얻을 수 있는 教訓은 무엇인지 차례로 알아보기로 한다.

1. 사건의 전말¹¹⁾

SK증권 v. JP모건 사건은 1996년 당시 국제금융업무에서 수익을 많이 올리려 한 국내 금융기관 담당자들의 慾心과 복잡한 파생상품을 이리저리 엮어 이들의 수요를 맞추주려 한 JP모건 관계자의 妄想에서 비롯되었다.¹²⁾ JP모건측은 연리 2%로 엔 대출을 받아 그 원리금 상환은 태국 바트화와 연계시키고 이를 인도네시아 국채에 투자를 하면 수익을 극대화할 수 있다며 TRS (total return swaps)라는 파생상품을 국내 금융기관들에 마케팅을 하였다. 당시는 文民정부가 내건 ‘세계화’ 바람이 금융계에도 불어닥쳐 모든 금융기관들이 동남아 투자에 열을 올릴 때였다. 투자자금은 모건개런티은행을 통해 빌리기로 하였으므로 많은 국내 금융기관 관계자들은 자금부담 없이 안정적인 것으로 정평이 난 엔-바트 환율을 지렛대 삼아 동남아 국채에 투자를 하고 1년 후에 상당한 이익을 올릴 수 있다고 확신하였다.

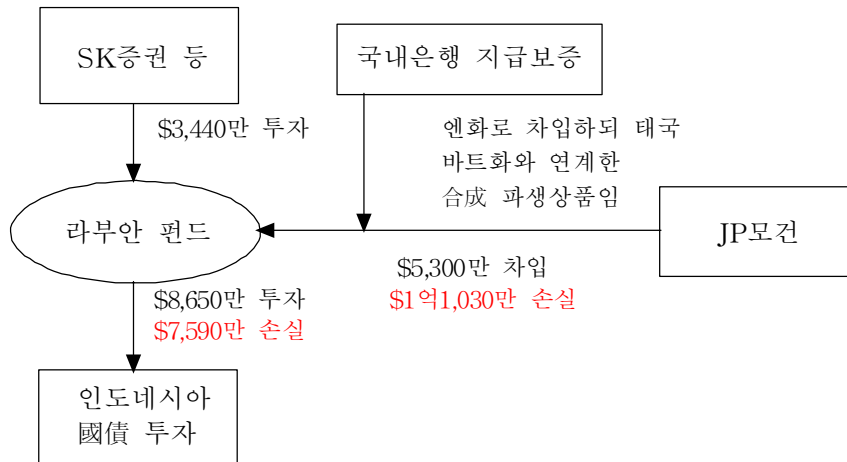
10) 소송당사자는 JP모건의 자회사은행으로서 라부안 소재 역외펀드에 자금을 빌려준 Morgan Guaranty Trust Company of New York이었다. 본고에서는 편의상 파생상품을 소개하고 판매한 JP모건을 당사자로 표기하기로 한다. JP모건은 1999년 글래스-스티걸법의 폐지에 따른 이점을 살리기 위해 2000년 체이스 맨해튼 은행과 합병을 하고, JP모건 체이스는 다시 뱅크원까지 인수하였다.

11) 이 사건의 전말을 신문 스크랩 시간 순으로 정리해 놓은 것은 박현일, “SK증권-JP모건 파생상품 소송의 전말” <<http://onepark.netian.com/Data/SKJP.htm>> 참조. 이 사건의 발단은 Bloomberg, “How J.P. Morgan Got Tangled in a \$500 Mln Derivative Debacle,” Jan. 24, 1999; 이 사건의 의미에 대해서는 이정환, “SK는 어떻게 JP모건에게 농락 당했나”, 한겨레21, 2004.8.24; 윤창현, 금융경제연구소 주최 투기자본 세미나 주제발표, 2004.8.12; KBS 일요스페셜, 2003.12.7자 방영 등 참조.

12) 이 거래는 JP모건으로부터 3%의 수수료를 받는 데다 마이너스 펀딩을 통하여 연간 30%의 수익을 올릴 수 있다 하여 ‘profit maximization’ ‘Promax Deal’이라 불렸다. 상기 Bloomberg 기사 참조.

이에 따라 1997년 초 말레이시아 라부안에 SK증권이 200억원, LG금속, 한남투자증권이 50억원씩 투자하여 인도네시아 國債투자를 목적으로 한 다이아몬드 펀드가 설립되었다. 동 펀드는 JP모건으로부터 53백만달러를 차입하여 도합 8,650만달러를 가지고 인도네시아 국채에 투자를 하였다. 보람은행은 JP모건을 위해 다이아몬드펀드의 지급채무를 보증하고, SK증권 등과 똑같은 계약을 맺어 똑같이 수익을 얻을 수 있도록 했다. 특이한 것은 차입금의 이자율을 바트화 선물 투자와 연계한 것인데, 다이아몬드 펀드는 JP모건과 바트화 환율 25.88바트/달러를 기준으로 이보다 낮을 경우 그 차이의 5배를 지급하고, 반대의 경우에는 거꾸로 JP모건이 이 펀드에 차이의 5배를 지급하기로 했다. 다만, JP모건은 손실을 최대 20%로 한정된 반면, 다이아몬드 펀드의 손실은 무한대로 커질 수 있는 구조였다.¹³⁾ 국내 금융기관들은 이 상품을 판매한 JP모건 담당자가 설명하는 마이너스 펀딩과 수수료 지급이라는 조건에 현혹되어 정작 이 펀드가 어디에 어떻게 투자를 하는지 제대로 살피지도 않았다.¹⁴⁾

<그림> SK증권-JP모건 파생상품 거래의 기본구조



다이아몬드 펀드에서 1억8,900만달러(SK 분담액 1억2,400만달러), 비슷한 구조의 어드밴스드 인베스트먼트 펀드에서 1억6,700만달러(SK 분담액 1억2,800만달러) 등 도합 3억5천만달러라는 천문학적 손실을 입은 SK증권은 1998년 2월 서울지방법원에 채무부존재 확인소송을 내고, JP

13) 이 거래를 면밀히 분석한 윤창현 교수에 의하면 이 펀드는 국내 고객들이 처음부터 손해를 보게끔 만들어져 있었다. 이 펀드는 원금의 3배에 이르는 2억6100만달러를 대출받아 인도네시아 루피아화 연동 채권을 샀는데 이 채권의 원금 상환비율에 따르면 루피아화의 가치가 10%만 하락해도 원금의 90%가 줄어들게 되어 있었다. 동남아 외환위기로 인해 루피아화는 건잡을 수 없이 폭락했고 원금 8700만달러 가운데 7700만달러가 날아갔다. 그런데도 JP모건은 대출원금 5141만달러를 챙겼고, 나머지 손실은 모두 국내 금융기관이 떠안도록 했다. 선진금융기법이라는 맹목적인 환상에 빠져 JP모건의 도덕성을 의심치 않은 것이 치명적인 실수였다.

14) 윤창현 교수는 JP모건이 원래 인도네시아 채권을 보유하고 있다가 루피아화의 폭락이 예상되자 다이아몬드 펀드에 이를 떠넘겼을 가능성이 크다고 보았다. 윤 교수는 이 사건을 계기로 “국내에 들어와 있는 외국 금융기관 전문인력의 상당수가 해외에서 교육받은 우수한 한국인”이라며 “이들에게 도덕적·사회적인 압박을 가해야 한다”고 주장했다. 이정환 블로그, “대안 이데올로기와 경제정의를 생각함” <<http://wilhelm.cafe24.com/media/>>

모건도 SK증권에 대해 지급의무를 이행하라며 맞소송을 제기했다. 이 소송은 서울과 뉴욕에서 동시에 진행되었으나, IMF 위기사태가 어느 정도 진정되어가던 1999년 9월 양측은 “SK증권이 파생상품거래에 참여한 국내 금융기관을 대표해 투자손실금으로 2억달러를 내놓고 JP모건과 펀드 지급보증을 섰던 국내은행 등이 SK증권의 유상증자에 참여한다”고 합의함으로써 일단락 되는 듯하였다.

SK그룹은 2003년 10월 계열사인 위커힐과 SK캐피탈을 통해 JP모건이 보유한 SK증권 주식 2,405만주를 시간의 대량매매로 369억원에 샀다. 그러나 실제로는 이 물량을 SK글로벌 해외법인 등 계열사가 콜옵션 행사를 통해 사들이고 1천여억원의 시가와 옵션행사액 차이를 부담하는 二重去來를 했다. 이 거래는 1999년 JP모건이 SK증권의 유상증자에 참여해 2,405만주를 주당 4,920원에 인수하면서 맺은 이면계약 사실을 숨기고 시가와 옵션행사가격 6,070원의 차이를 보전해주기 위해 이뤄진 것이었다.

이에 대해 금융감독위원회는 2002년 12월 JP모건과의 裏面契約 사실을 공시하지 않은 책임 등을 물어 SK증권에 대해 과징금 11억8천여만원을 부과하는 중징계를 내렸다. 이면계약은 흔히 團束規定을 회피하기 위하여 당사자간에 비밀리에 체결되는 경우가 많고, 외부에는 잘 드러나지 않는다. 위반사항이 強行規定이 아니라면 이면계약의 私法上的 효력이 부정되는 것은 아니고¹⁵⁾ 본건과 같이 위반 사안에 따라 과징금을 부과받는 경우가 대부분이다. 그러나 이 사건에서는 SK증권과 아무런 지분관계도 없는 SK의 해외현지법인들로 하여금 SK증권이 떠안아야 할 위험을 부담하게 하였다는 점에서 계열사의 부당한 지원이라는 공정거래법 위반사실이 추가되었다.

한편 참여연대 등 시민단체의 고발을 받은 서울지방검찰청은 심도있는 수사를 편 끝에 2003년 3월 최대원 SK(주) 회장과 손길승 그룹 회장, 유승렬 전 그룹구조조정본부장 등이 분식회계 등을 통해 SK글로벌에 1,112억원의 손실을 끼쳤다고 발표했다. 법원은 검찰의 공소내용을 거의 그대로 인정하고, 최대원 회장에 대해 징역 3년의 有罪判決을 선고하였다.

2. 파생상품거래의 위험성

본래 파생금융상품은 기초가 되는 금융자산에 대한 스왑, 옵션, 선물거래를 통하여 예상되는 위험을 회피(hedging)하기 위하여 행하여진다. 그러나 거래의 기초를 이루는 금리, 환율 등의 금융변수에 대한 근거있는 예측을 통해 적극적으로 위험을 인수함으로써 큰 이익을 얻으려는 투기적인 거래(speculation)를 행하기도 한다.

여러 가지 파생상품을 혼합한 거래는 거래구조가 복잡해지므로 각종 금융변수에 대한 이해가 부족할 경우에는 예상과는 다른 투자결과를 가져올 수도 있다. 그러므로 파생상품을 파는 금융기관은 그의 고객이 거래구조, 조건 등을 충분히 이해할 수 있도록 설명해줄 의무가 있는 것이다.

JP모건의 국내 영업담당자인 지창현 씨는 국내에 비교적 생소한 TRS를 소개하면서 JP모건이 투자에 필요한 자금을 대출해주고 3%의 수수료까지 지급한다고 약속하였다.¹⁶⁾ 그리고 투

15) 團束法規의 대표적인 예는 외국환거래법이다. 우리나라 대법원은 1975년 이래 일관되게 “단속법규에 위반하는 행위는 私法上的 效力에 영향이 없다”는 태도를 견지해 오고 있다. 대법원 전원합의체 판결 1975.4.22 72다2161 참조.

16) 1990년대 중반 JP모건은 태국 바트화에 10억달러에 이르는 엄청난 투자를 하고 있었다. 정상적인 상

자수익을 극대화하기 위해 엔-바트화 선물거래에 금리를 연동시킨다고 말했으나, 그에 수반되는 위험에 대하여는 충분히 설명하지 않았다. 그래서 국내 금융기관들은 엄청난 손실을 입게 되자 “JP모건이 선물투자의 위험성을 충분히 설명하지 않은 것은 신의성실의 원칙 위반이다”라고 주장하였던 것이다.

당초 JP모건측은 이 거래를 ‘低費用 合成 엔 금융상품’(synthetic low-cost yen financing)이라고 설명하면서 일본금융기관이 적용하고 있는 저금리를 활용한 금융임을 강조하였다. 이후 당해 딜을 엔화의 변동성에 대비한 바트화 선물환 거래로 소개하면서 바트화와 엔화간에 역사적으로 유지되어 온 5 대 1의 비율이 유지될 것이며, 태국 정부가 바트화의 안정성 유지정책을 견지할 것이라고 설명하였다. JP모건은 대한생명이 별도 자금부담 없는(minus financing) 無危險투자로 16% 정도의 높은 수익을 올릴 수 있는 반면, 유일한 리스크는 바트화의 切下이지만 그 현실적 가능성은 매우 적다고 소개하고, 한국 금융감독당국의 눈을 피하기 위해 역외펀드를 이용할 것을 제안하였다.

이러한 거래의 제안을 받은 국내 금융기관의 담당자들은 JP모건측의 설명 그대로 거래구조와 내용을 이해했다고 보아야 할 것인가? 문제는 JP모건의 거래제안에 응한 국내 금융기관들의 책임자들 역시 상당한 전문지식을 갖고 있는 스페셜리스트라는 점이였다. 일반고객이 아닌 전문가들에 대해서는 설명의무가 있다기보다는 그가 설명을 들은 것과 무관하게(no reliance) 독자적으로 투자여부를 결정한다고 보는 것이 일반적이다.

헤징 목적이든, 투기목적이든 바야흐로 파생상품 전성시대가 도래하였다. 그러므로 금융기관들이나 일반기업들이나 파생상품에 대한 전문지식을 갖추어야 한다. 위험을 헤지하려고 파생상품에 가입했는데 더 큰 위험을 떠안게 되는 경우도 있기 때문이다. 그래서 파생상품 투자는 ‘복어 요리’에 비유되기도 한다. 잘만 요리하면 훌륭한 음식이 되지만 자칫하면 치명적인 독약이 될 수도 있는 것이다.

그리고 파생금융상품의 거래와 관련하여 경영진이 담당직원에게 모든 것을 위임하는 것은 매우 위험한 일이다. P&G v. BTC 사건이나 SK증권 v. JP모건 사건을 거울삼아 경영진은 이 거래에 따른 위기의식을 갖고 최소한 가격구조나 최대 손실가능금액(VAR), 스트레스 테스트 등의 보고서를 요구하고 검토하는 등 내부통제를 강화해야 한다.

3. 대한생명의 一部勝訴

1999년 가을 국내 금융기관들의 JP모건에 대한 소송이 모두 취하되었음에도 똑같은 엔-바트 스왑거래에서 거액의 손실을 입은 대한생명은 JP모건을 상대로 6천6백여만 달러의 반환청구 소송을 새로 제기하였다.

대한생명 역시 1997년 1월 2,500만달러의 외화를 차입하는 과정에서 1년 후 원금의 97%만 지급하기로 하고 JP모건을 상대로 엔-바트 스왑거래를 했다. 그러나 1997년 7월 태국 바트화가 폭락하자, 엔-바트 바스켓은 붕괴되었고, 1998년 1월 대한생명은 파생상품거래에서 무려 6

황이라면 JP모건은 4% 수준으로 달러화와 엔화를 조달해 수익률이 12% 정도인 태국 국채로 바꿔 8% 상당의 차익을 남길 수 있었다. 그러나 1995년부터 태국 경제가 악화되어 1996년부터는 경상수지가 적자를 내기 시작하였다. 문제는 JP모건의 투자 규모가 너무 커서 JP모건이 팔기 시작하면 시장 자체가 붕괴될 상황이라는 점이였다. 그래서 만들어 낸 것이 선물과 옵션을 절묘하게 결합한 TRS라는 파생상품이었다.

천만달러가 넘는 손실을 입지 않을 수 없었다. 당시 대한생명은 유동성 위기에 처하여 손실이 드러나면 경영상 심각한 위기에 직면할 수 있다고 보고, SK증권 등과는 달리 공개적으로 소송을 하지 않고 리스케줄링(변제기일의 재조정) 등을 통해 조용히 문제를 해결하고자 했다.¹⁷⁾

그런데 이미 손실금을 JP모건에 지급한 대한생명이 전략을 수정한 것은 SK증권이나 주택은행이 소송을 통해 책임소재를 따지는 과정에서 JP모건이 엔-바트 스왑 거래가 가지고 있는 리스크를 충분히 고지하지 않았다는 점을 인정하고 和解함으로써 손실금 중 일부를 보상받은 데다, 대한생명이 부실금융기관으로 지정되어 國營化된 이후 파생상품 손실을 전액 대한생명 측이 부담하는 것은 부당하다는 지적이 있었고, 내부적으로 승산이 있다는 적극적인 법률검토가 있었기 때문인 것으로 알려졌다.

그것은 JP모건 간의 거래가 추진되는 과정에서 대한생명 법무팀이 다음과 같이 국제부에 위험성을 지적한 것에서 비롯되었다. 법무팀은 당해 거래에 과도한 위험성이 내재되어 있다고 말하고, 만기까지 대한생명이 리스크 통제를 위해 취할 수 있는 조치가 전혀 없는 만큼 거래 규모를 1억달러에서 2,500만달러로 축소하는 한편 거래의 조기해지(early termination) 조항을 삽입할 것을 요구하였다.

대한생명은 JP모건에 차입한 2,500만달러의 할인액과 손실액 66,304,746달러를 포함하여 총 90,487,500달러를 현금과 신용으로 지급하였으나 이 지급금의 전부 또는 일부를 반환하라는 소송을 제기하였다. 4년 가까이 뉴욕에서 소송을 벌인 결과 대한생명은 JP모건에 대하여 일부 승소의 값진 성공을 거두었다. 뉴욕남부지구 연방지방법원의 엘빈 헬러슈타인 판사는 원고측 주장을 대부분 기각하였으나, JP모건이 계약상의 손절매(stop-loss) 조항을 제대로 이행하지 않았으므로 손실이 확대된 만큼 그에 해당하는 금액을 돌려주라고 명하였다.

이 소송사건의 주요 쟁점에 대한 **뉴욕연방지방법원**의 판결내용은 다음과 같다.

- 재판부: Alvin K. Hellerstein, New York Southern District Court
- 원 고: 대한생명보험(주) 및 라부안 소재 모닝글로리투자회사
- 피 고: Morgan Guaranty Trust of New York (“JP모건”)
- 판 결: 사실관계에 대한 다툼이 없으므로 略式判決(summary judgment)로써 원고의 제1, 제2, 제3, 제5 및 제6 청구는 기각하고 제4 청구는 인정함
- 주요 쟁점에 대한 판결 요약
 - [1] 사기(fraud) 또는 과실에 의한 부실표시(negligent misrepresentations)가 있었다는 주장
 - 동 거래의 본질과 리스크를 합리적인 주의의무를 다하여 설명하지 않았고 바트화의 안정성에 대해 부실표시를 하였다고 주장
 - 이 주장이 성립하기 위해서는 피고의 표시에 대한 원고의 의존(reliance)이 있어야 함
 - 대한생명은 JP모건 측의 어떠한 표시에 대하여도 이를 합리적으로 신뢰하고 의존하는 입장이 아니었음
 - 사기 및 과실에 의한 부실표시가 있었다는 원고의 주장은 이를 기각함
 - [2] 당해 거래는 한국의 보험업법을 위반하여 불법(illegality)이기 때문에 무효라는 주장
 - 이행각서(Letter of Commitment)와 보증계약(Security Agreement)에 의한 대한생명의 보증채무는 보험회사에 대하여 한국법이 금지하고 있는 사항이므로 불법이며 무효라는

17) 박종면, 한국금융<www.fntimes.com>, 1999.10.21.

주장

- 계약관계가 불법이라는 효과는 한국법에 의하여 결정되는 것이 아니고 관할지역의 법률, 즉 뉴욕주 법에 의하여 결정됨
- 위법한 계약이 미이행 상태라면 무효로 할 수 있지만, 이미 이행된 계약은 유효함
- [3] 당해 거래가 뉴욕주의 反도박법을 위반하였다는 주장
 - 당해 계약은 통화가치의 변동에 대한 베팅 및 투기의 성격을 가지고 있지만, 선도계약, 스왑 및 파생상품의 형태를 취하고 있음
 - 통화 및 상품에 대한 파생상품거래, 선도계약 및 스왑계약은 위법한 도박이 아니며, 뉴욕주의 관련법에 위반되는 것도 아님
- [4] 계약상의 손절매(stop-loss) 조항의 미이행에 따른 계약위반이라는 주장
 - 모닝글로리는 외환은행에 사전 통지한 다음 바트화 및 엔화의 선도계약을 해지할 것을 요구하였지만 JP모건은 이에 응하지 않았고 그로 인하여 대한생명측의 손실은 약 2배 이상 증가하였다고 주장
 - 이에 대해 JP모건측은 모닝글로리/외환은행간 계약서와는 달리 외환은행/JP모건간 계약서에는 손실정지조항이 없음을 이유로 응할 의무가 없었다고 항변
 - 이에 대하여 법원은, ① 2개의 계약서는 독립된 문서가 아니며, ② 외환은행은 실질적 당사자가 아니라 용통당사자(accommodation party)로서 Frome(JP모건의 유럽기채를 위한 자회사)과 모닝글로리 그리고 JP모건 간의 거래구조를 완성하기 위한 중개자에 불과하고, ③ 2개의 계약서를 만든 것은 시장전문가와 규제당국의 눈을 회피하기 위한 JP모건의 의도에 따른 것이며, ④ 대한생명이 제공한 이행각서(LOC)와 보증계약서는 대한생명과 JP모건의 당사자관계(privity)를 입증하기에 충분한 것이고, ⑤ 한국에는 자격과 능력을 갖춘 많은 로펌이 있음에도 김&장이라는 하나의 로펌이 모든 계약관계를 처리하였다는 점도 거래의 단일성을 반증하는 증거의 하나라고 판시함.
 - ⑥ 당해 딜이 1998년 1월 7일까지 해지되지 않음으로써 모닝글로리의 바트화 채무는 66,304,746달러가 되었음. 대한생명의 해지요구가 있었던 날로부터 2영업일 후인 1997년 10월 20일에 요구된 대로 바트화 선도계약이 해지되었다면 그 채무는 39,847,800달러로 감소하게 됨. 따라서 JP모건은 그 차액인 26,456,946달러를 원고인 대한생명에 환급하여야 함
- [5] 부정한 축재(unjust enrichment) 및 [6] 상업적 좌절(commercial frustration) 또는 이행불능이라고 하는 원고의 나머지 주장은 파생적 주장임
 - 準계약(quasi contract)으로 보이는 ‘부정한 축재’라고 하는 주장은, 계쟁 중인 주제를 관할하는 유효하고 이행 가능한 서면계약이 존재하기 때문에 받아들일 수 없음
 - 바트화가 통화 바스켓에서 해제되면 JP모건이 예상 밖의 횡재(unbargained-for windfall)를 실현하도록 되어 있는, 당해 거래의 리스크를 원고가 인식하지 못했다는 주장에 입각한 청구는 승인될 수 없음. 왜냐하면 당해 거래에 포함되어 있는 리스크는 명백한 것이었으며, 이미 알려져 있는 리스크를 전제로 한 부정한 축재라는 주장은 있을 수 없음
 - 상업적 좌절(commercial frustration) 및 이행불능(impracticability)이라는 설에 입각한 원고측 주장도 역시 받아들일 수 없음. 태국 바트화의 잠재적 절하가능성은 당해 딜의 리스크 요소이지, 계약해제의 근거가 될 수 없기 때문임

o 피고측 재심의 요청에 대한 판단

- 위의 약식재판에 대하여 피고가 재심의(reconsideration)를 요청하였으나, 헬러슈타인 판사는 2004년 8월 20일 피고측의 그 요청을 기각하였다. 다만, 손해배상액의 산정을 바꾸어 동 금액을 24,048,223.25달러로 산정하였으며, 1997년 10월 20일 이후의 이자(연리 9%)와 함께 지급하도록 명하였다(2004 WL 1858314 S.D.N.Y.).

4. 이 사건의 교훈

SK증권과 JP모건 간의 소송은 그 파장이 엄청났을 뿐만 아니라 파생금융상품거래의 경험이 일천한 우리 금융계에 크게 경종을 울렸다. 거래담당자들의 “한 건 주의” 욕심이 거래의 이면에 숨겨진 위험을 간과하게 만들었던 것이다.

침단을 가는 금융거래상품은 알지 못할 위험성을 내포하고, 불필요하게 복잡한 거래구조는 이러한 위험성을 증폭시킬 수 있다. 더욱이 선례가 없는 正道를 벗어난 거래는 위험을 수반하게 마련이다. 그러므로 우리는 침단 파생금융상품을 이해하고 분석할 줄 아는 전문가를 많이 육성하여야 할 뿐만 아니라, 선진 금융기관의 거래제안이라고 액면 그대로 신뢰하여서는 안된다는 뼈저린 교훈을 얻을 수 있었다.

또한 소송전략에 있어서도 대한생명이 그러했듯이 주위의 비판적인 압력에 굴복하지 말고 끈기있게 참고할 만한 선례와 사례를 수집하는 한편, 재판부를 설득하는 작업을 벌여야 할 것이다.

[부 록]

How J.P. Morgan Got Tangled in a \$500 Million Derivatives Debacle

Just over a year ago, on the first Sunday of 1998, a J.P. Morgan & Co. executive answered the telephone in Room 1808 of the Hotel Shilla in Seoul. Bang Choon Ho, a Morgan vice president, had flown to the South Korean capital from Hong Kong to persuade eight financial companies to swallow a \$757 million trading loss.

If the Korean firms didn't pay -- and it didn't look like they would -- then Morgan, the fourth-largest U.S. bank in terms of assets, would be on the hook for an amount equal to half of the \$1.465 billion it earned in 1997.

At issue then -- as it still is today -- was who should bear responsibility for a series of derivatives trades that had gone wrong. Would it be Morgan, which had brokered the transactions and offered its clients the prospect of a 30 percent return? Or would it be the Korean firms, which had invested the money and taken the risks?

Just after 3 p.m. on Jan. 4, 1998, Bang listened as Song Jae Ho, another Morgan vice president, urged him to shut down the investments. Speaking Korean, Song pleaded with his colleague not to let the clients try to trade their way out of trouble.

"I don't think restructuring would work," said Song in a conversation that was tape-recorded by J.P. Morgan. "Kurom!" ("Right!") replied Bang. "You bet when you're

making money," Song said, "never when you're losing money."

Who Will Pay?

A year later, Morgan is still trying to contain the damage from its misadventures in Korea. The New York bank has set aside \$500 million to cover any liability from the soured trades.

That amount represents the money still due after two Korean banks paid up on part of the losses. The potential damage dwarfs the \$165 million hit taken by Bankers Trust Corp. in 1996 in a landmark derivatives dispute with one of its clients, Procter & Gamble Co.

Morgan's bottom line is already smarting from other trading losses. Its profit fell 34 percent last year to \$963 million, the worst result since 1989. Analysts view the New York bank as a prime takeover target.

Morgan's clients bet big in Korea, chasing double-digit returns with what looked like little risk. The Korean trades blew up after one Asian currency, the Thai baht, plunged 18 months ago, detonating a chain reaction of devaluation, bankruptcy, default and trading losses that rocked not just Morgan and its clients but banks and securities firms around the world.

Did the Korean firms enter into these investments as consenting adults? Or did Morgan somehow dupe them? Morgan and the Koreans are arguing over these questions in nine separate lawsuits in Seoul and New York.

Bloomberg News reporters listened to 40 of the 460 tapes that Morgan submitted to a U.S. District Court in New York in connection with two of these suits. The conversations, in Korean and English, run about five and a half hours.

Like many U.S. banks, Morgan routinely tapes telephone calls to maintain a record of client trades and to check that employees are complying with regulations. The bank recorded these calls between September 1997 and February 1998, a period when the Korean trades were hemorrhaging money.

'Casino Financing'

Beginning in January 1997, Morgan arranged seven derivatives investments for five Korean clients -- a securities firm, an insurer and three investment companies. In addition, three Korean banks played a role in guaranteeing the trades.

All seven transactions consisted of a web of interlocking trades involving three currencies: the U.S. dollar, the Japanese yen and the Thai baht. At least two of the transactions also involved the Indonesian rupiah.

Morgan called them the "Promax Deals," for "Profit Maximization." For the U.S. bank and the Koreans, the only thing these trades have maximized so far is trouble.

Two of the Morgan executives responsible for the trades are out of a job. One of Morgan's clients, Shinsegi Investment Trust Co., has been forced out of business. Another client, Hannam Investment Trust Co., went broke and was bought by a rival.

The Korean firms suing Morgan say the U.S. bank didn't adequately explain the risk of derivatives. "These deals should have been labeled 'casino financing,'" said David Yu, the

general counsel of Housing & Commercial Bank in Seoul, which guaranteed three Promax Deals.

Morgan's response to all the plaintiffs: A contract is a contract. "The Korean institutions entered into valid, binding contracts for transactions that were, in some cases, proposed by them and structured to meet their specific business objectives," said Joseph Evangelisti, a bank spokesman.

Morgan Chairman and Chief Executive Douglas "Sandy" Warner III and other senior officials declined to be interviewed.

Morgan Feels Pain

J.P. Morgan, founded 138 years ago by legendary financier J. Pierpont Morgan, has been trying for a decade to transform itself into a Wall Street-style investment firm. The results are mixed.

Its return on equity -- which averaged 14.8 percent in the past five years -- is nowhere near the 24 percent posted by Merrill Lynch & Co., the largest U.S. securities firm. Morgan has, however, managed to become a leader in one area of the securities business -- derivatives. These investments are contracts between two parties whose value can be tied to price changes in stocks, bonds, currencies, commodities or virtually any combination of those things.

The Bank for International Settlements estimated the "notional" amount of derivatives worldwide at \$70 trillion as of June 30. That figure represents the value of the assets that underlie these contracts, not the amount that banks and other parties actually have at risk. The notional amount of Morgan's derivatives has grown 40 percent per year since 1991, reaching \$8.64 trillion by Sept. 30. The bank ranks third in the worldwide derivatives market, behind Chase Manhattan Corp. and Citigroup Inc., according to Swaps Monitor, an industry newsletter.

Enter Dr. Chi

The Promax story begins in 1996. Asia was booming, and the Korean economy was a standout performer. From 1992 to 1996, Korea's gross domestic product expanded at an average annual rate of 7.3 percent. The prime rate, the interest banks charge their best customers, stood at 9.5 percent.

Korean financial firms were in a bind. Their cost of funds was rising, and their customers were defecting to the international capital markets, where money was cheaper. The Korean firms asked foreign banks for help. And Morgan, which had maintained a liaison office in Seoul since 1986, was eager to cooperate.

In November 1996, Morgan dispatched to Seoul a Hong Kong-based vice president named Chi Chang Hyun. Now 38, Chi (pronounced CHEE) had, by his own count, orchestrated some 100 derivatives trades in the past decade.

A Korean national whose father was once ambassador to Italy, Chi holds a Ph.D. in economics from George Washington University in Washington, D.C. Engaging and witty, he is known by friends and colleagues as Dr. Chi.

Chi outlined the Promax Deals in a one-page, handwritten letter faxed to SK Securities Co., a Korean securities firm, on Nov. 14, 1996. He proposed that SK Securities boost its returns through a trade he called a "yen loan hedged with baht."

A 'Synthetic' Loan

But Chi's trade wouldn't actually be a loan, and SK Securities wouldn't actually hold any yen or baht. Instead, Morgan would use derivatives to mimic the kind of low-interest loan SK Securities would get if it were to borrow yen at the prevailing rate of 2 percent from a Japanese bank.

Why didn't SK Securities, a subsidiary of the SK Group, Korea's fifth-largest conglomerate, just go to a Japanese bank and borrow yen? With a standard yen loan, SK Securities' repayment costs would rise if the won, the currency in which it kept its accounts, weakened.

Chi had a plan to avoid that risk, one that would enable SK Securities to borrow money and invest it with a single transaction. What Chi offered the Seoul securities firm was one-stop shopping.

Using algebraic equations, he sketched a formula that involved the dollar, the yen and the baht. It would, Chi said, effectively cut SK Securities' borrowing costs by 4 percentage points. In derivatives lingo, this was a "synthetic" loan.

Chi said in an interview on Jan. 14 that he had never structured a deal like this before, one where the Thai currency was the linchpin. For his plan to work, the baht, pegged since 1984 to a group of currencies that included the dollar and the yen, would have to hold fast. If the Thai currency fell, the Koreans could lose all the money they invested -- and more.

The Tremors Start

Dr. Chi had a further prescription for SK Securities. The Korean firm could use the synthetic yen loans to buy notes tied to the Indonesian rupiah.

Put the two things together, the yen/baht formula and the rupiah notes, Chi told the Koreans, and you can achieve an annual return of about 30 percent, paid in dollars. That's what his fax said: 30 percent.

Chi saw little risk that the baht would come unstuck. In the 12 years that the Thai currency had been pegged, it had fallen against the dollar in seven -- but by an average of just 0.8 percent. During that time, Thailand's GDP was growing at an average annual rate of 8.7 percent.

"We can see stability in the Thai economy and the baht," Chi said in a note faxed to Korea First Investment Trust Co., another investor in the Promax Deals, on Nov. 16, 1996. Just a few weeks later, the tremors started in Thailand. Its economy, one of the fastest-growing in the world, was becoming overbuilt, overheated and overleveraged.

Thai banks had trouble collecting money on property loans, causing investor confidence to wane and the baht to weaken. It fell 0.5 percent in December, its steepest monthly decline in almost a year.

Total Return Swap

As the Bank of Thailand tried to defend the baht by buying it on the open market in early 1997, Chi arranged the first five Promax Deals -- all dependent on the now-wobbly Thai currency.

Here's how one of the deals for SK Securities worked: Morgan helped SK Securities establish a trust in Labuan, Malaysia, a tax haven modeled on the Cayman Islands. The trust was called Advanced Investment Ltd.

Morgan used its own shell company, a "special purpose vehicle" called Frome Co. incorporated in the Channel Islands, to borrow money in the international capital markets -- at rates of about 5.5 percent.

Frome invested \$50 million in Advanced Investment. SK Securities and several partners invested \$24 million in the trust.

Advanced Investment used all \$74 million to buy one-year rupiah notes underwritten by Morgan. The redemption value and yield on these notes rose and fell with the rupiah/dollar exchange rate.

Morgan and Advanced Investment then entered into an agreement known as a total return swap.

In the contract, signed by Chi and an executive at SK Securities, Morgan pledged to pay the trust the redemption value plus interest -- the total return -- on its \$50 million investment in the rupiah notes when they matured on Feb. 20, 1998.

In exchange, SK Securities' trust promised to pay Morgan a lump sum of \$48.5 million on the same date.

'Taking the Bait'

It looked like Morgan would be out at least \$1.5 million after a year. But SK Securities' lump-sum payment to Morgan was only one piece of this Promax Deal.

SK Securities would owe Morgan additional money if the baht weakened against the dollar. That amount would be calculated according to Chi's yen/baht formula, which was augmented by another element commonly used with derivatives: leverage.

The Korean firm would have to pay Morgan five times the percentage decline in the baht multiplied by the \$50 million face value of the synthetic loan. If the baht fell by just 2 percent, for example, SK Securities would owe Morgan \$5 million on this part of the transaction.

The Korean firms, lured by the prospect of a 30 percent return, may not have understood just how vulnerable they were to even a slight move in the baht.

"Korean financial institutions took the bait without a second thought," said Song Ki Gyoon, a general manager of Hannam who joined the investment firm after it signed a Promax contract and cautioned his bosses about the firm's exposure.

Why did Morgan orchestrate a baht-dependent transaction in such a climate? Because the clients asked for it, the bank says.

"The disputed transactions were arranged at the request of SKS and modeled on deals it had been offering to Korean investors long before it approached us," said Evangelisti, the

Morgan spokesman.

Money Up Front

SK Securities had pitched similar derivatives to its own customers before hiring Morgan. But these trades had a built-in brake -- investors could lose all the money that they had put in but no more than that. The Promax Deals offered no such protection.

Morgan itself wasn't taking a gamble on the Thai baht. Its customers were. Wall Street banks typically sit on the fence in swaps, hedging their risks with offsetting trades.

Morgan stood to make money at the front end of the transactions. It expected to collect as much as \$10 million in fees and commissions for arranging the Promax Deals.

In all, Morgan's offshore company, Frome, invested \$275.5 million in seven trusts. In addition to SK Securities, four other Morgan clients -- Hannam Investment, Korea First Investment, Shinsegi Investment and Korea Life Insurance Co. -- set up trusts in Labuan for Promax Deals.

Morgan did face the risk that it would get saddled with losses if its Korean clients refused to honor their Promax contracts. So the U.S. bank asked its customers to buy insurance.

Three Korean lenders -- Boram Bank, Housing & Commercial Bank and Korean Exchange Bank -- provided letters of credit or other guarantees of the payments by Morgan's clients. SK Securities paid Housing & Commercial about \$370,000 to guarantee the \$74 million Advanced Investment transaction.

Snarled Parachute

The crisis in Thailand was now in full throttle. On March 3, 1997, the Bangkok stock exchange suspended trading in all banks and finance companies. Two weeks later, Morgan completed the sixth baht-dependent Promax Deal.

By now, Morgan's own analysts were eyeing Thailand with concern. In April, the bank issued a report warning that Thailand's 13-year-old currency system was "vulnerable."

Still, Chi and his Korean clients pressed on. They signed the last Promax Deal in the third week of June. On July 2, the Bank of Thailand stopped defending the baht. The currency tanked, plunging more than 19 percent against the dollar in a single day.

Within hours, SK Securities faced a potential loss of \$50 million on the baht portion of its Advanced Investment deal. The other Promax Deals were bleeding, too. And the baht kept falling.

An executive at a bank that guaranteed two Promax Deals likened the baht's collapse to a skydiver's parachute getting snarled.

"It's a million-to-one chance, but when that parachute doesn't open up, you're dead," said Ahn Joong Suk, a deputy general manager at Korean Exchange Bank.

For Morgan's clients, the baht was just the first blow. Other Southeast Asian currencies collapsed, including the rupiah.

'Written With Tears'

By Aug. 15, the baht had fallen 30 percent against the dollar. SK Securities's currency loss had climbed to \$75 million. Struggling to contain the damage, Morgan executives mapped out their choices in a memo.

They could unwind all or part of the Promax trades, renegotiate the contracts or let their clients hang tough with the original terms in the hope that the baht would rebound.

In the following weeks, Chi desperately tried to sell his clients' baht positions, but he had trouble locating buyers -- at any price.

"I was horrified to see the liquidity today," Chi told a colleague in a tape-recorded telephone call on Sept. 30. "It was OK until a few days ago. We have a big problem now." By this time, the baht had tumbled 48 percent against the dollar, bringing SK Securities' currency loss to \$120 million.

Later that day, Chi pressed an official at Korea Exchange Bank to tell him whether it would accept renegotiated terms on its guarantee of two Promax trades.

"We have to make a decision by the end of October," Chi said. "I will send you a fax written with my tears."

By now, shocks from the Asian currency quake were reaching Korea. The benchmark Kосpi stock index tumbled to a five-year low of 579 on Oct. 16. That month, the government shut a dozen money-losing lenders. On Nov. 12, the Ministry of Finance issued a statement saying Korea was "no Thailand."

'Take More Risk'

That same day in New York, Morgan CEO Sandy Warner issued a memo of his own. In a three-page letter entitled "Aspirational Plan," Warner told executives that Morgan had now built up its investment banking business to the point where it could seek "rapid returns" in derivatives and emerging markets.

How, in the face of the chaos spreading through Asia in late 1997, could Warner have expressed such confidence in emerging markets? Morgan executives smelled opportunity. They thought they could take advantage of the turmoil to elbow aside rivals.

To one Morgan vice president involved in the Promax Deals, the meaning of Warner's message was clear.

"I read the Aspirational Plan," Lynn Hopkins, a Tokyo-based credit manager, told Chi in a telephone call on Dec. 9.

"To me, it said: 'Take more risk, make more money.'" It had been Hopkins's job early in 1997 to decide whether the three Korean banks were strong enough to guarantee the Promax Deals. Now, she was working with Chi to get the banks to pay up. She urged her colleague to have faith. He was, she said, "a man of steel nerves."

The situation in Korea worsened. On Dec. 3, the International Monetary Fund arranged \$57 billion in emergency credits and loans for the Korean government.

Morgan's exposure on the seven Promax Deals reached \$757.1 million on Dec. 29, 1997, according to a Morgan document. The slide in the baht accounted for \$504 million of that red ink.

Exit Dr. Chi

Morgan management ordered its bankers not to lend another dime to Korea. The bank also removed Chi as the point man on the Promax Deals, replacing him with an executive who hadn't had any connection to the trades -- Bang Choon Ho.

It was Bang, now 37, who picked up the telephone in the Hotel Shilla on that Sunday afternoon in Seoul last January. Speaking Korean, Bang told his colleague, Song Jae Ho, that Chi should have pulled the plug on the Promax Deals six months earlier and cut his clients' losses.

"Dr. Chi kept on saying the Thai baht would stabilize, even to me," Bang said. Breaking into English, he said Morgan executives believed Chi was "mentally collapsed."

Bang worried -- presciently, as it turned out -- that the Promax Deals would become a legal quagmire for Morgan. "'Legal' says this could possibly become another Procter & Gamble," Bang said.

He was referring to one of the biggest derivatives debacles ever. Procter & Gamble, the largest household products company in the U.S., lost \$200 million on derivatives arranged by Bankers Trust. P&G sued, and in May 1996, Bankers Trust agreed to swallow \$165 million of the loss.

Lawsuits Mount

Morgan's own legal troubles began last February when SK Securities sued the bank in Seoul. In a separate suit filed in New York, the Korean securities firm alleges that Morgan officials believed the baht would collapse and "deliberately misled" their clients.

Morgan must defend itself in five other lawsuits brought by Korean customers and banks. The U.S. bank, in turn, has sued SK Securities, Hannam Investment, Boram Bank and Housing & Commercial Bank for breach of contract.

Lawyers for all the parties are now trying to settle the disputes out of court. Cases this complicated rarely go to trial.

In Korea, the Promax Deals have exacted a heavy toll. Shinsegi Investment Trust collapsed in December 1997, its assets sold off by creditors. Hannam Investment became insolvent last August and was bought by Citizens Investment Trust Co., a unit of the Hyundai Group.

In advertisements published in Korean newspapers in November, SK Securities apologized to customers and shareholders after losing \$372 million in the past three years. "We put growth ahead of stability," the firm said.

Korean regulators threatened to shut down SK Securities but allowed the firm to stay in business after its parent, SK Group, invested \$190 million. Morgan says the securities firm owes it \$340 million on Advanced Investment and another Promax Deal.

'Wildest Dreams'

At Morgan, the fallout from the Promax Deals has hit more than the bottom line. Lynn Hopkins, the executive who believed CEO Warner was urging his troops to take more risks, is no longer working at Morgan. But the bank is still paying her salary. Now living

in New York, Hopkins has hired her own lawyer. She declined to be interviewed. The man at the center of the Promax storm, Chi Chang Hyun, resigned from J.P. Morgan on Dec. 31 after spending most of the year on paid leave. Dr. Chi said in his Jan. 14 interview that he had been stunned by the descent of the Thai currency.

"I never imagined the baht would collapse, not even in my wildest dreams," said Chi, smartly dressed in a navy suit and red tie.

The former executive, who still lives in Hong Kong, said he plans to work as a consultant for Korean firms in financial distress until he lands another full-time job with a bank or returns to academia as a teacher.

"I should know something about distress," Chi said, laughing. He also wants to write a book about the "lessons to be learned" from the Promax Deals.

The Promax Lessons

And what might those lessons be? Chi won't say. And neither, for that matter, will anyone else involved in the Promax Deals. Morgan officials insist the their Korean debacle hasn't prompted them to reevaluate the way they structure deals, relate to clients or manage risk.

While Morgan hasn't crafted any new trades exactly like the Promax Deals, the bank is still pushing hard in derivatives and emerging markets. And it's still paying the price.

On Jan. 14, Standard & Poor's Corp. placed the AA credit rating of Morgan on a "negative outlook," a step that often presages a downgrade. For Morgan, "emerging market problems come on top of losses in trading operations and other strategic issues," S&P said.

While the Promax Deals have devastated some of Morgan's clients, the bank itself says it has suffered no lasting damage in Korea.

"Our position in Korea is stronger than ever," said Evangelisti, the bank's spokesman. The Seoul government granted Morgan a full banking license in July, allowing the bank to underwrite stocks and bonds. Morgan Guaranty Trust Korea Co. opened in October -- with Bang Choon Ho, the man in Room 1808 of the Hotel Shilla, at the helm.

(Source: Bloomberg, January 24, 1999)