

## 영국 금융감독청의 시장질서교란행위규제 및 과징금부과사례에 관한 검토

### A Study on the Market Abuse Regulations and Penalties of the UK's FCA

오 성 근\*  
Oh, Sung-Keun

#### 목 차

- I. 서 론
- II. 영국법제상 시장질서교란행위의 규제내용
- III. 영국법제상 과징금부과 원칙 및 금융감독청의 권한
- IV. 과징금부과에 관한 사례검토
- V. 결 론

#### 국문초록

우리 법제상 자본시장에서의 불공정거래에 대한 규제제도는 내부자거래행위 규제, 시세조종행위 규제, 부정거래행위의 규제 중심으로 운용되어 왔다. 이러한 제도는 자본시장 불공정거래행위의 기법 진화에 따라 순차적으로 도입되었다.

그러나 이러한 기존의 불공정거래 규제체계는 규제의 내용, 그 중에서도 규제의 대상이나 범위 및 규제수단 측면에서 지속적으로 문제점이 제기되어 왔다. 그리하여 2014년 자본시장법은 기존의 불공정거래 규제체계의 미비점을

논문접수일 : 2016. 03. 29.

심사완료일 : 2016. 04. 29.

게재확정일 : 2016. 04. 29.

\* 법학박사·제주대학교 법학전문대학원 교수

보완하고 효율적인 규제를 위하여, 규제의 내용면에서는 시장질서교란행위 금지행위 신설하고, 규제의 수단측면에서는 과징금을 부과하는 등 금전제재의 처벌을 강화하는 규정을 도입하고, 2015년 7월부터 시행하고 있다.

이러한 규정들은 ① 형사적으로는 범죄가 성립되기 어려운 경우라 하더라도 건전한 시장질서를 교란하는 부당행위를 제재함으로써 자본시장의 완전성을 유지할 수 있을 것이고, ② 사법적으로는 부당한 이득을 환수하거나 제재하기 어려운 행위에 대해서 행위의 부당성 정도에 따라 과징금을 부과함으로써 행위에 상응한 제재를 하는 한편 부당한 이득을 신속하게 환수할 수 있게 될 것으로 기대되고 있다.

이러한 점에서 입법적으로는 시장교란행위 등에 대하여 어느 정도 정비되었다고 할 수 있다. 따라서 현 단계부터는 동 규정들을 적절하게 운영하는 것이 무엇보다도 중요하다.

따라서 이 글에서는 우리나라보다 먼저 시장질서교란행위에 대하여 규제하고, 과징금을 부과하여 온 영국의 금융감독청의 사례를 분석함으로써 향후 우리나라의 법제를 운영·적용하는 데에 도움을 주고자 하고 있다.

**주제어** : 과징금, 내부자거래, 시세조종, 시장남용지침, 1993년 형사재판법, 집합투자기구의 지분, 신용부도스왑, 시장관행

## I. 서론

우리 법제상 자본시장에서의 불공정거래에 대한 규제제도는 내부자거래행위 규제, 시세조종행위 규제, 부정거래행위의 규제 중심으로 운용되어 왔다. 이러한 제도는 자본시장 불공정거래행위의 기법 진화에 따라 순차적으로 도입되었다. 우선 목적성을 요구하는 시세조종행위는 1962년 증권거래법 제정당시부터 제105조에 도입되어 자본시장의 불공정거래행위에 대한 규제의 한축으로 역할을 하고 있다.<sup>1)</sup>

우리 법제상 내부자거래에 관한 규제는 1976년 12월 舊증권거래법의 전면

개정 시 미국의 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 입법례를 일부 참조하여 도입되었다. 이후 1991년 12월 제10차 제188조의 개정을 통하여 비로소 현행 내부자거래규제의 내용과 유사한 체계를 갖추게 되었고,<sup>2)</sup> 이후에도 몇 차례 개정을 거친 후 자본시장법에 계수되었다.<sup>3)</sup>

자본시장법상 내부자거래(insider trading)라 함은 내부자가 상장법인의 업무 등과 관련된 미공개중요정보를 특정증권 등의 매매, 그 밖의 거래에 이용하거나 타인에게 이용하게 하는 것을 말한다(동법 제174조).<sup>4)</sup> 자본시장법상 내부자거래규제의 대상자의 범위에는 해당법인의 임원·주요주주·직원, 변호사·회계사 등의 대리인 등의 내부자는 물론이고, 준내부자(quasi-insider 또는 constructive-insider)도 포함된다.<sup>5)</sup> 그리고 1991년 개정시부터 미공개정보를 이용한 내부자거래는 증권시장에서의 대표적인 불공정거래 유형으로서 입법적으로 지속적인 규제 강화 조치가 이루어져, 현재 미공개정보 이용 내부자거래의 경우 회사와 개인 모두 중대한 형사처벌에 처해지고 있다.

우리 법제상 부정거래 금지조항은 1982년 舊증권거래법에서 제105조의 '시세조종의 금지'에 관한 규정을 '시세조종 등 불공정거래금지'로 제목을 변경하면서 제4항을 추가신설하면서 도입되었다. 이후 2009년 자본시장법의 제정 시부터는 제178조에 독립적인 규정을 두게 되었다.<sup>6)</sup> 동조는 내부자거래와 시세조종 등의 불공정거래 유형과 달리 특별한 구성요건 없이 단순히 '부정한 수단·계획·기교'의 사용을 금지하는 포괄적 반사기 조항으로서, 자본시장에서의 불법·부당행위가 갈수록 전문화·기술화 되어 가고 있는 현실에서 규제의 실효성을 확보하기 위하여 도입되었다고 할 수 있다. 또한 자본시장법은 불공정거래행위자에 대하여 10년 이하의 징역 또는 그로 인한 이익의 3배 이

1) 김정수, 「자본시장법원론 제2판」, SFL그룹, 2014, 1249면.

2) 김건식, 「증권거래법」, 두성사, 2006, 253-254면; 이상복, 「증권집단소송론」, 삼우사, 2004, 74면.

3) 손성, "내부자거래 규제에 관한 연구 : 자본시장통합법을 중심으로", 「상사법연구」, 제27권 제2호, 2008, 231-233.

4) 한편 내부자거래를 포함하는 시장질서교란행위에 관한 자본시장법 제178조의 2의 내용에 대하여는 성희활, "2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망", 「증권법연구」, 제16권 제1호, 2015. 4, 163-170면.

5) 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2016, 875-880면.

6) 김학석·김정수, 「자본시장법상 부정거래행위」, SFL, 2015, 7면.

하(또는 5억원 이하)의 벌금으로 규율하도록 규정하고 있다.

그러나 이러한 기존의 불공정거래 규제체계는 규제의 내용, 그 중에서도 규제의 대상이나 범위 및 규제수단 측면에서 지속적으로 문제점이 제기되어 왔다.<sup>7)</sup> 그리하여 2014년 자본시장법은 기존의 불공정거래 규제체계의 미비점을 보완하고 효율적인 규제를 위하여, 규제의 내용면에서는 시장질서교란행위 금지행위를 신설하고(자본시장법 제178조의2), 규제의 수단측면에서는 과징금을 부과(법 제429조의2)하는 등 금전제재의 처벌을 강화(법 제447조, 법 제447조의2)하는 규정을 도입하고, 2015년 7월부터 시행하고 있다.

이러한 규정들은 ① 형사적으로는 범죄가 성립되기 어려운 경우라 하더라도 건전한 시장질서를 교란하는 부당행위를 제재함으로써 자본시장의 완전성을 유지할 수 있을 것이고, ② 사법적으로는 부당한 이득을 환수하거나 제재하기 어려운 행위에 대해서 행위의 부당성 정도에 따라 과징금을 부과함으로써 행위에 상응한 제재를 하는 한편 부당한 이득을 신속하게 환수할 수 있게 될 것으로 기대되고 있다.

이러한 점에서 입법적으로는 시장교란행위 등에 대하여 어느 정도 정비되었다고 할 수 있다. 따라서 현 단계부터는 동 규정들을 적절하게 운영하는 것이 무엇보다도 중요하다.<sup>8)</sup>

이러한 점에서 이 글에서는 우리나라보다 먼저 시장질서교란행위에 대하여 규제를 가하고, 과징금을 부과하여 온 영국 금융감독청(Financial Conduct Authority, FCA)<sup>9)</sup>의 사례를 분석하여 향후 우리나라의 법제를 운영·적용하

7) 김학석·김정수, 상계서, 10-15면.

8) 이에 관한 쟁점별 유형에 대하여는 이정수, “시장질서교란행위 도입과 관련된 몇 가지 쟁점들”, 『증권법연구』, 제16권 제2호, 한국증권법학회, 2015. 8, 5-20면.

9) 현행 영국은 2010년 종래의 금융감독기구(Financial Services Authority, FSA)를 건전성감독기구(Prudential Regulation Authority, PRA)와 금융감독청(FCA)로 분리하였다. 이에 관한 상세한 내용은 민재기, “Northern Rock 사태 이후 영국의 금융안정·감독기능 강화방안”, 『조사연구 Review』, 제24호, 금융감독원, 2008, 95-97면; 오성근, “영국의 금융감독체계의 개혁 및 입법적 시사점”, 『증권법연구』, 제15권 제1호, 한국증권법학회, 2014. 4, 299-315면; Niamh Moloney·Eilis Ferran·Jennifer Payne, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, OUP, 2015, pp.234-240; Andrew Haynes, *Financial Services Law Guide*, Bloomsbury Professional, 2014, pp.4-5; HM Treasury, “A new approach to financial regulation: Judgement, Focus and Stability”, July 2010, pp.3-4; Karen Harrison·Nicholas Ryder, *The*

는 데에 시사점을 얻어 보고자 한다.<sup>10)</sup>

## II. 영국법제상 시장질서교란행위의 규제내용

### 1. 개요

영국의 금융감독청(FCA)은 시장질서교란행위에 대하여 형사법적 제재보다는 민사법적 과징금의 부과에 중점을 두고 있다. 이러한 규제방식과 원칙들은 주로 금융서비스시장법(Financial Services and Market Act 2000, 이하 'FSMA'라고 한다.) Part 8에 의거하여 시행되고 있는 EC의 시장남용지침(EC Market Abuse Directive), 영국 금융감독청의 시장남용규칙서(FCA Market Abuse Rulebook, MAR) 및 시장남용지침(Market Abuse Directive, 'MAD'라고 한다.)에 의하여 명시되고 있다.<sup>11)</sup> 이 중에서도 특히 영국의 MAR의 Chapter 1 (MAR 1)과 시장남용지침은 관련내용들을 상세히 다루고 있기 때문에 중요하다.

따라서 이 글에서 소개되는 내용도 시장질서교란행위를 규제하고 있는 이러한 영국의 FSMA와 시장남용지침에 관한 것이다.<sup>12)</sup> 그리고 이 글에서는 영국의 금융감독청의 시장질서교란행위규제와 과징금부과사례를 검토하고 있으므로 형사상 위법행위는 논의하지 아니한다. 다만, 영국의 금융감독청은 내부자거래의 혐의자에 대하여는 기소를 개시할 수 있는 권한을 갖고 있다 (FSMA 제402조). 그리고 내부자거래에 대한 조사와 기소권한은 금융시장에 관한 일상적인 규제기관들이 갖고 있다는 점에서 그 기관들이 해당권한을 시장질서교란행위를 규제할 수 있는 다른 일반적인 권한들과 병행하여 사용하

*law Relating to Financial Crime in the United Kingdom*, Ashgate, 2013, p.171; Comment, *The Financial Services Act*, LexisNexis, 2013, p.8.

10) 영국의 운용상황에 대하여 약간 소개하고 있는 문헌으로는 성희활, 전계 논문, 142-143면.

11) Toby Wallis, *A Practitioner's Guide to The FCA Listing Regime 2013/2014*, Sweet & Maxwell, 2013, pp.78-80.

12) 지면관계상 시장남용규칙서의 내용인 MAR 1의 소개는 다음 기회로 미루기로 한다.

는 것까지 부정하는 것은 아니다. 또한 금융감독청 내의 상장담당기관(United Kingdom Listing Authority, UKLA)<sup>13)</sup>의 상장규칙(Listing Rules)<sup>14)</sup> 내에는 모델규칙(Model Code)이 포함되어 있는데, 이러한 규칙들에는 상장담당기관이 공식상장명세표(official list)<sup>15)</sup>에 포함된 상장회사의 내부정보가 이용되는 것을 예방하는 규정도 내포되어 있다.<sup>16)</sup>

시장질서교란행위규제는 유가증권시장의 완전성을 확보하기 위함이다.<sup>17)</sup> 그 이유는 잠재적 투자자들이 시장은 완전하다는 인식을 갖고 있지 못할 경우, EU의 경제적 성장을 도모하게 위하여 필요한 충분한 자본을 확보할 수 없도록 하기 때문이다. 영국의 금융감독청이 중점을 두는 위반행위는 특히 유가증권을 이미 발행한 회사들에 관련한 내부정보의 오남용이다. 내부정보에 대한 접근권은 그 보유자에게 유가증권시장에 있어서 부당하게 유리한 지위에 있게 한다.

형사법의 관점에서 이 이러한 현상은 내부자거래와 관련 있는 것이지만, 형사법적 관점에서 실제로 내부자거래에 대해 기소가 이루어진 것은 드물었기 때문에, 영국은 시장질서교란에 전국적 감독권한을 가진 기관의 법제화가 필요하다고 판단하였던 것이다.<sup>18)</sup> 이 규제방식이 근거를 두고 있는 원칙들은 바로 시장남용지침(MAD)에 명시되어 있다. 이러한 점에서 이하에서는 시장질서교란행위규제에 관한 시장남용지침의 내용을 살펴보고자 한다.

## 2. FSMA의 주요 내용

### (1) 내부자의 의미

13) Toby Wallis, op. cit., pp.11-26.

14) 상장규칙에 관한 상세한 내용은 오성근, “영국법제상 회사의 상장 및 공시규제에 관한 고찰”, 「상사법연구」, 제28권 제3호, 2009. 11, 483-489면.

15) FSMA에 따르면 상장담당기관은 공식상장명세표(official list)를 작성·유지하고, 스스로 적절하다고 인정되는 증권의 공식상장명세표에 대한 기재를 허가하며, 상장규칙(listing rules)과 공시규칙(disclosure rules) 등을 제정하고 있다. 동법 제73A조, 제74조 제1항·제2항).

16) Ellis Ferran·Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law*, OUP, 2014, pp.366-369

17) Andrew Haynes, op. cit., pp.229-231.

18) Karen Harrison·Nicholas Ryder, op. cit., p.171.

내부정보를 오남용하는 자는 이견이 없이 “내부자”이다. 이에 관하여 FSMA 제118B조는 내부자의 개념을 “본 Part의 목적상, 내부자는 (a) 적격금융투자상품발행자(issuer of qualifying investments)의 행정, 경영 또는 자문부서에 자기 자신이 근무한다는 사실의 결과로써, (b) 적격금융투자상품발행자의 자본금에 본인의 지분이 포함되어 있다는 사실의 결과로써, (c) 본인의 재직, 업무분야 또는 업무수행과정의 일부로써 그 정보에 대한 접근권을 갖게 되었다는 사실의 결과로써, (d) 본인의 형사상 범죄행위의 결과로써, 또는 (e) 다른 방법들을 통해 본인이 입수한 것 또는 본인이 내부정보임을 알고 있거나 합리적 논리에 의해 본인이 알 것으로 기대되는 것의 이유로 내부정보를 가진 사람이다.”라고 개념정의 하고 있다.<sup>19)</sup> 이러한 FSMA의 개념정의에 따라 만일 ① 어떤 자가 내부정보를 보유하고 있고, ② 어떤 자가 위에 열거된 (a)~(e)에서 제시하고 있는 직책이나 업무들의 결과로써 그 내부정보를 가지게 되었다면, 그는 내부자에 해당하게 된다.<sup>20)</sup> 어떤 자가 내부자인지의 여부에 관련된 이슈들은 형사법상 내부자거래위반이 채택하는 유사한 개념들과 관련하여 고려된다. 따라서 어떤 자의 행위가 “내부자”에 해당하는지의 여부를 판단하기 위하여는 사전적으로 “내부정보”의 정의를 파악할 필요가 있다.

## (2) 내부정보의 일반적 정의

영국의 FSMA 제118C조(2)는 내부정보에 대하여 다음과 같이 정의하고 있다. 즉, “(2)내부정보는, 적격금융투자상품 또는 상품파생상품이 아닌 관련금융투자상품에 관한 정확한 성격의 것으로써, (a) 일반인들에게 공개되지 아니

19) Section 118B[Insider] For the purposes of this Part an insider is any person who has inside information –

(a) as a result of his membership of an administrative, management or supervisory body of an issuer of qualifying investments, (b) as a result of his holding in the capital of an issuer of qualifying investments, (c) as a result of having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties, (d) as a result of his criminal activities, or (e) which he has obtained by other means and which he knows, or could reasonably be expected to know, is inside information.]

20) George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, *Financial Services Law*, OUP, 2014, pp. 422, 443.

하였고, (b) 직접 또는 간접적으로 해당 적격금융투자상품의 1인 이상의 발행자 또는 하나 이상의 적격금융투자상품관 관련되어 있으며, (c) 그것이 일반에게 공개될 경우 해당 적격금융투자상품과 관련금융투자상품들의 가격에 중대한 영향을 미칠 가능성이 높을 경우에 해당되는 것이다.”<sup>21)</sup>

내부정보의 정의에 관한 FSMA 제118C조(2)의 규정 중 정확한 성격의 것 (precise nature)의 개념에는 다음 과 같은 네 가지 결합적인(conjunctive) 요소들이 포함되어 있다.<sup>22)</sup> 즉 ① 소문이나 유사한 정보들을 배제한다. ② 정보가 일반인들에게 알려지지 아니하였다. ③ 상장기업이나 유가증권과 관련된 것이어야 한다. ④ 일반에 알려질 경우 해당유가증권들의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이어야 한다. 그리하여 합리적인 투자자(reasonable investor)<sup>23)</sup>라면 그의 투자결정을 함에 있어서 활용할 개연성이 있는 것이어야 한다.<sup>24)</sup>

### (3) 상품(commodities)과 관련된 내부정보

#### (가) 관련 규정

예를 들어 많은 양의 특정 상품이 한 선박에 선적되고 있는 것처럼 보이도록 하여 그 상품의 보유량에 대한 허위의 인상을 주고자 하는 것은 시장조작이다. 이것은 대부분의 일반적 유가증권거래와는 달리 어떤 구체적이고 물질적인 기본자산이 이전된다는 상품거래의 특성을 의미하고 있다. 그러므로 FSMA 제118C조(3)은 다음과 같이 명시하고 있다. 즉, “(3) 내부정보는, 적격금융투자상품 또는 상품파생상품이 아닌 관련금융투자상품에 관한 정확한 성격의

21) Section 118C[Inside Information] (2)In relation to qualifying investments, or related investments, which are not commodity derivatives, inside information is information of a precise nature which—

(a) is not generally available, (b) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of the qualifying investments or to one or more of the qualifying investments, and (c) would, if generally available, be likely to have a significant effect on the price of the qualifying investments or on the price of related investments.

22) George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, op. cit., 424-426.

23) 이 기준에 대하여는 공시 및 투명성규칙(Disclosure and Transparency Rules, DTR) 제 2.2.4G조(1).

24) Andrew Haynes, op. cit., pp.240-241.

것으로써, (a) 일반인에게 공개되지 아니하였고, (b) 직접 또는 간접적으로 하나 이상의 그와 같은 파생상품과 관련되어 있으며, (c) 해당 파생상품이 거래되는 시장의 이용자들이 해당시장에서 허용되는 시장관행(market practices)에 따라 얻을 수 있을 것으로 기대하는 정보에 해당하는 것이다.”<sup>25)</sup>

이러한 점에서 상품파생시장들은 다양한 형태의 정보들에 대하여 특정인들만 접근권을 가질 수도 있다. 예를 들면, 관찰력이 뛰어난 하역인부나 선적사무원 은 부두에서 일반에 알려지지 않은 귀중한 정보를 알 수도 있다. 따라서 이와 같은 관점에서의 내부정보는 문제의 특정시장에만 국한되는 것일 수 있다. FSMA 제118C조(7)<sup>26)</sup>은 그러한 관점에서 동법 제118C조(3)(c)의 목적상 특정인이 하나 이상의 파생상품에 직접 또는 간접적으로 관련된 정보를 어떤 허용된 시장관행에 따라 얻을 수 있을 것으로 예상하는 자로 취급될 수 있는 있는지를 판단하기 위하여는 그 정보가 ① 해당시장의 이용자들에게 일상적으로 유용한 것인지의 여부 또는, ② 기초상품시장(underlying commodity market) 또는 상품파생시장에 관련된 법조항, 시장규칙, 계약 또는 관습(custom)에 따라 의무적으로 요구되는 것인지의 여부를 반드시 고려해야 한다.<sup>27)</sup>

(나) 거래주문집행의무자가 습득한 내부정보

상품시장은 매매주문을 집행할 책임을 진 직원들이 특정 유가증권의 거래량정보(the volume of business in a security)를 알게 되는 것과 같은 방법으

25) Section 118C[Inside Information] (3) In relation to qualifying investments or related investments which are commodity derivatives, inside information is information of a precise nature which –

(a) is not generally available, (b) relates, directly or indirectly, to one or more such derivatives, and © users of markets on which the derivatives are traded would expect to receive in accordance with any accepted market practices on those markets.

26) Section 118C[Inside Information] (7) For the purposes of subsection (3)(c), users of markets on which investments in commodity derivatives are traded are to be treated as expecting to receive information relating directly or indirectly to one or more such derivatives in accordance with any accepted market practices, which is –

(a) routinely made available to the users of those markets, or (b) required to be disclosed in accordance with any statutory provision, market rules, or contracts or customs on the relevant underlying commodity market or commodity derivatives market.

27) George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, op. cit., p.423.

로 특정 회사들의 실적에 관한 정보에 대하여 그와 유사한 접근권을 가질 수 있다. 이러한 상황을 고려하여 FSMA 제118C조(4)는 다음과 같이 명시하고 있다. 즉, “(4) 특정 적격금융투자상품 또는 관련금융투자상품에 관한 거래주문을 집행할 책임이 있는 사람과 관련해, 내부자정보는 고객에 의해 전달되고 해당고객의 아직 집행되지 않은 주문들에 관련된 정보로써 (a) 정확한 성격을 띠고, (b) 일반인들에게 공개되지 않았으며, (c) 직접 또는 간접적으로 해당 적격금융투자상품의 1인 이상의 발행자 또는 하나 이상의 적격금융투자상품과 관련되어 있으며, (d) 그것이 일반에 공개될 경우 해당 적격금융투자상품과 관련금융투자상품의 가격에 중대한 영향을 미칠 가능성이 높을 경우에 해당되는 것들이다.”<sup>28)</sup>

이 규정은 구체적으로 고객주문의 집행과 관련된다. 그리하여 그 내용은 특정 고객으로부터 전달된 정보와 연관되는데, 여기에는 고객 본인의 투자전략들은 물론 그 고객이 노출시킬 수 있는 어떤 내부정보도 포함된다. 그 다음으로는 해당 고객의 미집행 주문(pending order)과 연관된다. 그리고 이러한 두 가지 사항 중 어떤 경우이든 해당 정보는 적격금융투자상품에 중대한 영향을 미칠 가능성이 높아야만 한다.<sup>29)</sup>

#### (4) 정보의 정확성

위에서 기술한 조항들은 어떤 정보가 내부정보에 해당하기 위하여는 반드시 정확해야 함을 요구하고 있다. 이러한 점을 명확히 하기 위하여 FSMA 제118C조(5)는 “정확성”의 개념을 다음과 같이 명시하고 있다. 즉, “(5) 정보는

28) Section 118C[Inside Information] (4) In relation to a person charged with the execution of orders concerning any qualifying investments or related investments, inside information includes information conveyed by a client and related to the client's pending orders which –

(a) is of a precise nature, (b) is not generally available, (c) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of qualifying investments or to one or more qualifying investments, and (d) would, if generally available, be likely to have a significant effect on the price of those qualifying investments or the price of related investments.

29) Stuart Bazley, *Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure*, Bloomsbury, 2013, pp.44-47; George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, op. cit., p.423.

그것이 (a) 이미 존재하거나 또는 합리적으로 존재할 것으로 예상되는 상황들, 또는 이미 발생했거나 또는 합리적으로 발생할 것으로 예상되는 특정 사건을 포함하는 경우, (b) 그와 같은 상황들 또는 사건이 해당 적격금융투자상품 또는 관련금융투자상품의 가격에 미칠 수 있는 잠재적 영향에 관하여 어떤 결론을 내리기에 충분한 정도의 구체성을 지닌 경우에 해당될 때 정확하다.”<sup>30)</sup>

이 조항에서 “정확”이란 용어가 FSMA 제118C조에서의 “내부정보”를 정의하기 위하여 사용된 것과 관련하여 어떠한 의미를 갖는지의 여부가 문제된다. FSMA의 법문에 따르면 제118C조(5)의 내부정보는 반드시 동법 제118조에서 열거하는 법인(entity) 형태들 중 하나, 또는 동법 동조에서 설명하고 있는 유형의 자 중 하나와 관련되어야 한다. 제118조 등에서의 행위들은 일반적인 상황(circumstances)과 관련된 것이긴 하지만, 상황이 지닌 어떤 구체적 특징을 언급하지 않는 의미로 사용된 “정확”이란 용어의 정의보다 훨씬 더 구체적 의미로 설정되어 있다. 그러므로 정확성이라는 용어 자체는 어떤 회사에 관련된 재무정보(financial information) 또는 그 정보와 관련된 일반적 시장분야에 관한 비공개정보인지의 여부를 확실하게 나타내지는 아니한다. 이에 따라 FSMA상 정확성의 개념은 제118C조(5) 또는 제118조 어느 조항에서도 적용가능하다.<sup>31)</sup> 이 점 정확성의 의미가 매우 넓은 점을 의미한다.<sup>32)</sup>

#### (5) 중대한 영향

영국의 FSMA상 어떤 정보가 내부정보에 해당하기 위하여는 금융투자상품의 가격에 반드시 중대한 영향(significant effect)을 미칠 것을 요구하고 있다.

30) Section 118C[Inside Information] (5) Information is precise if it—

(a) indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur, and (b) is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of qualifying investments or related investments.

31) Stuart Bazley, op. cit., pp.42-43; George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, op. cit., pp.422-426, 484.

32) Ruth Fox·Ben Kingsley, *A Practitioner's Guide to the UK Financial Services Rulebook*, Sweet & Maxwell, 2013, p.486

이와 관련하여 FSMA의 제118C조(6)에 따르면, 정보는 합리적 투자자가 그 정보를 자신의 투자결정의 근거로써 사용할 가능성이 있는 때에만 중대한 영향을 미칠 수 있다.<sup>33)</sup>

영국의 시장남용규칙상 중대한 영향 정의함에 있어서의 난점은 유가증권에 대하여 투자자가 현명한(informed) 평가를 할 수 있도록 투자설명서 내에 필요한 정보에 관한 FSMA 제87A조에 명시된 일반적 공개의무와 관련된 합리적 투자자에 대하여 정의를 내리고자 할 때의 어려움과 유사하다. 그러므로 어떤 정보가 유가증권들의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는지의 여부를 결정함에 있어서는, 어떤 합리적 투자자가 그 정보를 막연히 그가 그렇게 행동할 수도 있다는 방식이 아니라, 비록 그 정보가 유일한 판단근거는 아닐지라도 자신의 투자 결정을 하는 판단근거의 일부로서 이용될 가능성이 있는지를 고려하여야 한다.<sup>34)</sup>

#### (6) 정보의 일반적 활용성

어떤 정보가 내부정보에 해당하기 위한 하나의 중요한 요소는 사실상 내부자들에게 그것을 공유할 수 있도록 허용된 것(privy)이라는 점이다.<sup>35)</sup> 일단 정보가 일반대중에게 공개되면, 그것은 더 이상 내부정보에 해당하지 아니한다. 왜냐하면, 해당 정보는 일종의 ‘내부성’을 상실하기 때문이다.<sup>36)</sup>

문제는 기업분석가들(analysts)의 자발적인 분석으로 투자조언을 하는 경우이다. 일반적으로 기업분석가들이 합법적으로 부지런하게 분석한다면 시장에서 기업에게 가해지는 압력과 해당 기업의 수익성, 나아가 기업 간 합병까지도 예측할 수 있는 능력을 갖게 될 수 있다. 즉, 구체적인 정보의 내용이 알려

33) Section 118C[Inside Information] (6) Information would be likely to have a significant effect on price if and only if it is information of a kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.

34) Stuart Bazley, op. cit., pp.44-46, 254; George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, op. cit., pp.426, 504-505.

35) Ruth Fox·Ben Kingsley, op. cit., p.486.

36) Herbert Smith Freehills LLP, *A Practitioner's Guide to The Law and Regulation of Market Abuse*, Sweet & Maxwell, 2013, p.33

지기 전에 추측이 가능한 경우 기업분석가가 증권업자에게 해당주식에 대한 투자를 하도록 조언하는 경우에는 시장질서교란행위에 해당될 수 있는지의 문제이다. 이에 관한 사례를 상정하여 보면 다음과 같다.

첫째, 작년과 같이 올해에도 우리나라의 전역에서 가뭄이 재발하는 때에는 농작물의 작황은 흉작이 된다. 이 경우 식품회사들은 원자재를 구매하기 위하여는 이전보다 훨씬 많은 비용을 지불하여야 하기 때문에 해당 기업의 수익성은 평년보다 하락하게 된다. 만약 기업분석가가 이러한 추론에 도달하여 증권업자에게 식품회사에 대한 매도 조언을 하는 것은 내부정보의 이용이기보다는 상식을 토대로 분석한 것으로 보아야 한다.

둘째, 전 세계적으로 시너지 효과를 발생시키기 위하여 대형 금융회사간의 합병이 하나의 추세일 경우, 그와 같은 방식의 합병이 추가적으로 이어질 것이라는 예측 역시 상식을 토대로 한 분석의 결과로 보아야 한다. 기업분석가의 그와 같은 예측이 관련금융기관들의 경영진이 정확히 그와 같은 합병작업을 진행하는 시기에도 우연히 나온 것이라고 하더라도 마찬가지이다. 다만, 만일 이 때 기업분석가가 기관투자자들과 해당 회사의 재무담당임원들 간의 회의의 내용을 엿듣게 되어 그와 같은 분석을 하고 동료 증권업자에게 해당 기업의 주식에 대한 매매를 권유하는 때에는 내부자거래가 행하여진 것으로 추정될 수 있다.

셋째, 복수의 기업분석가들이 기업의 재무담당임원과의 컨퍼런스 콜(conference call)에서 얻은 정보는 아직 일반적으로 활용할 수 있는 정보가 아니므로 내부정보에 해당한다.<sup>37)</sup> 다만, 해당 기업의 대표이사가 기업의 웹사이트의 내용을 복사하거나 요약하여 컨퍼런스 콜의 자료로 활용하는 경우에는 그 정보는 일반적으로 활용할 수 있는 것이므로 내부정보가 아니다.<sup>38)</sup>

결국, 기업분석가와 같이 시장이용자들에 의한 또는 시장이용자들을 위하여 행하여지는 리서치 또는 분석에 의하여 얻을 수 있는 정보는 목적상 시장이용자들에게 일반적으로 공개된 정보로 보아야 한다.

37) Herbert Smith Freehills LLP, op. cit., p.34.

38) Ibid.

### 3. 시장남용지침(MAD)의 주요 내용

#### (1) 개요

영국의 시장남용지침(MAD)은 주로 내부자거래와 시세조종을 규제의 대상으로 하고 있다.<sup>39)</sup> 그 목적은 시장의 완전성(market integrity)을 확보하는데에 있다.<sup>40)</sup> 이와 관련하여 시장남용지침은 서문(preamble)에서 시장의 완전성은 EU의 경제성장과 일자리를 창출(economic growth and job creation)하기 위하여 필요하고, 이를 위하여는 통합되고 효율적인 금융시장(integrated and efficient financial market)을 확보하여야 한다고 밝히고 있다(동지침 Recital(1)).<sup>41)</sup> 나아가 동 지침의 전문은 시장남용행위는 금융시장의 완전성과 유가증권 및 파생상품에 대한 대중의 신뢰(public confidence)에 해를 입힌다.”라고 명시하고 있다(동 지침 Recital(2)).<sup>42)</sup>

이처럼 시장남용지침이 밝히고 있는 경제적 목표는 유동성 있는 투자자본이 상호 투자될 수 있도록 범 유럽적이고 단일한 금융시장을 개설하고 발전시키는 데에 있다. 따라서 이를 위하여는 범 유럽적 시장에 대한 투자자의 시장에 대한 신뢰가 필요하고, 투자자의 신뢰를 얻기 위하여는 무엇보다도 시장의 완전성이 요구되므로, 시장질서교란행위에 대한 규율이 요구된다는 것이다.<sup>43)</sup>

이러한 사고와 정책은 1993년 형사재판법(Criminal Justice Act 1993)<sup>44)</sup>의 Part V에서 규율하고자 하는 내부자거래에 관한 것과는 다르다.<sup>45)</sup> 왜냐하면

39) Ruth Fox·Ben Kingsley, op. cit., p.6.

40) House of Common Library, Market Abuse Directive/Regulation, No. SN03271, 2016, 1, p.8.

41) Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford EU Law Library, 2014, p.705.

42) Ibid.

43) Niamh Moloney, op. cit., pp.705-706.

44) Karen Harrison·Nicholas Ryder, op. cit., pp.102-105.

45) 이에 관한 상세한 내용은 George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, *Financial Services Law*, OUP, 2014, pp.399-491; Marta Bruce FCIS, *Right and Duties of Directors*, TP, 2009, p.269.

1933년 형사재판법은 거래의 일방당사자가 상대방이 갖지 않고 있는 정보에 대한 부당한 접근권을 갖게 되는 것을 방지하고자 하는 데에 그 목적이 있기 때문이다.<sup>46)</sup> 이러한 내용은 명백히 윤리적인 요소를 나타내는 것으로써, 시장남용지침에서 명료하게 언급되고 있지는 않다.

## (2) 시장남용지침상 시장질서교란행위

### (가) 서

앞에서 기술한 바와 같이 시장남용지침은 시장질서교란행위 중 내부자거래와 시세조종 등을 규제하고 있다. 따라서 여기에서는 이에 관한 개념과 내용을 분석하여 보고자 한다. 다만, 시장남용지침에 의거한 시장남용행위에는 형사법을 제외한 부분에서 존재하는 시세조종행위도 포함된다.

### (나) 시장남용지침에서의 내부정보의 오남용

시장남용지침은 EU회원국들이 직접 또는 간접으로 금융투자상품을 매매함에 있어서 사적인 이익을 취하거나 또는 다른 사적인 목적을 위한 내부자의 내부정보사용을 금지하고 하고 있다. 여기에서의 금융상품이란 ① 양도성 있는 증권(transferable securities)<sup>47)</sup>, ② 집합투자기구의 지분(units in collective investment schemes), ③ 단기금융시장상품(money market instruments), ④ 금융선물계약(financial futures contracts including equivalent cash settled instruments), ⑤ 선도금리계약(forward rate agreements), ⑥ 금리, 통화 및 주식과 관련된 스왑(interest rate, currency and equity swaps), ⑦ 옵션, ⑧ 상품에 관한 파생상품(commodity derivatives), ⑨ 유럽경제권 규제시장에서 거래가 허용되거나 또는 거래의 인가를 요구하고 있는 기타의 상품 등을<sup>48)</sup> 말한다(동지침 Art.1(3)).<sup>49)</sup>

46) Iris H.-Y.Chiu, *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*, Wolters Kluwer, 2008, pp.150~151.

47) 여기에는 주식과 채권 등이 포함된다.

48) 이에 관한 상세한 내용은 Andrew Haynes, op. cit., p.242..

시장납용지침의 의무조항을 두게 된 배경에는 내부자거래와 같은 시장질서 교란행위는 EU의 단일한 금융시장에 참가하는 모든 경제주체들의 매매의 필수조건인 완전하고 적절한 시장투명성을 확보하는데 방해한다는 인식이 있다(동지침 Recital(15)).

이와 같은 배경이 있기 때문에 내부자의 범주에는 금융투자상품 발행자의 간부사원, 경영진, 감사기관 자문부서의 일원들, 주주들 또는 발행자에 대한 투자지분을 보유한 사람들, 또는 재직, 직업분야 또는, 업무수행과정의 일부로써 특정정보에 대한 접근권을 갖게 된 자, 또는 형사상 범죄행위를 통하여 정보를 입수한 사람들 등이 포함된다(동지침 Art.2(1)).

그리하여 시장납용지침은 내부정보의 정의는 다음과 같이 내리고 있다. 즉, 시장납용지침에 따르면 내부정보란 하나 또는 아하 이상의 금융투자상품(financial instruments) 발행자 또는 하나 이상의 금융투자상품에 직접 또는 간접적으로 관련된 미공개정보로써, 해당 정보가 공개되었을 경우 해당 금융투자상품의 가격 또는 관련파생금융상품의 가격에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있는 정확성을 띤 정보를 말한다(동지침 Art.1(1)).

이와 같이 시장납용지침은 EU의 회원국에게 내부정보를 타인에게 알리는 행위, 내부정보를 근거로 타인에게 유가증권매매를 권유(recommending)하는 행위, 그리고 내부정보를 근거로 타인이 유가증권을 매매하도록 유인(inducing)하는 행위들을 금지함으로써, 어떤 정보가 내부정보임을 알고 있는 자들에게 이상의 모든 금지사항들이 반드시 적용할 것을 요구하고 있다(동지침 Art.3(1)·(2)).

#### (다) 시세조종의 규제

시세조종은 1인 또는 집단의 자들(group of people)이 공모하여 거래하는 방법을 통하거나 또는 회사에 잘못된 정보 혹은 유가증권의 전망에 관한 풍설을 유포(dissemination)하는 방법을 통하여, 그 유가증권의 가격을 인위적으로 부풀리거나 급락시키려는 하나의 과정이다.<sup>50)</sup> 시장납용지침은 모든 EU의

49) any other instruments admitted to trading on a regulated market in a member state or for which a request for admission has been made.

회원국에게 시세조종에 참여하는 행위를 금지할 것을 요구하고 있다(동지침 Art.5). 시장남용지침이 금지하고 있는 시세조종의 정의는 다음과 같다.

즉, (a) 거래행위 또는 매매주문으로써(transactions or orders) ① 금융투자상품의 공급, 수요, 또는 가격에 관하여 허위 또는 오인을 초래(false or misleading)할 수 있는 신호(signals)를 주는 경우, ② 1인 또는 공모에 참여한 복수의 자에 의하여 하나 이상의 금융투자상품의 가격이 비정상적이거나 또는 인위적인 수준에서 가격이 형성되도록 하는 경우, ③ 거래에 참여한 자 또는 매매주문을 한 자가 스스로의 행위가 합법적 이유(legitimate reasons)가 있다는 점과, 그 거래행위 또는 매매주문이 그 피규제시장(the regulated market)에서 허용되는 시장관행(accepted market practice)<sup>51)</sup>이라는 점을 증명하지 못하는 경우를 포함한다.

(b) 가상의 수단(fictitious devices) 또는 다른 형태의 기만(deception) 또는 교묘한 수단(contrivance)을 사용한 거래행위 또는 매매주문.

(c) 정보유포자가 그 정보가 허위이거나 오인을 초래할 수 있다는 점을 알았거나 또는 당연히 알았어야 할 상황에서, 인터넷을 포함한 언론매체 또는 다른 방법들을 통하여 소문 그리고 허위의 또는 오인을 초래하는 뉴스(rumours and false or misleading news) 등 어떤 금융투자상품에 관하여 허위의 또는 오인을 초래할 수 있는 신호를 주거나 줄 가능성이 있는 정보를 유포하는 경우. 그리고 전문언론인이 전문적 능력(professional capacity)에 입각하여 그러한 행위를 하는 경우 그 유포자가 직접 또는 간접적으로 해당 정보유포를 통하여 어떠한 혜택이나 이익(an advantage or profits)을 취하지 않았을 때에 전문언론인의 정보유포행위는 그들의 전문분야에 적용되는 규칙들을 감안하여 평가된다(동지침 Art.1(2)).

위와 같이 영국의 금융감독청은 다양한 형태의 시장왜곡행위를 주된 규제 대상으로 삼고 있는데, 시장왜곡행위 중에서 가장 간단한 방법은 투자자가 진실을 알았더라면 매매하지 않았을 방법 또는 특정 가격에 매매를 하도록 유

50) Herbert Smith Freehills LLP, op. cit., pp.34, 71-78;

51) 이에 관한 상세한 내용은 Ruth Fox·Ben Kingsley, op. cit., pp.493-494

인하기 위하여 부정확하거나 오인을 초래할 수 있는 정보를 제공하는 것이다. 시세조종의 다른 방법은, 어떠한 거래가 없었다면 불가능했을 가격에서 해당 유가증권이 거래될 수 있는 시장이 있는 것처럼 보이도록 하기 위하여 여러 차례의 거래를 일으키는 방법이다. 시세를 조종할 수 있는 또 다른 방법은 유가증권의 가치에 영향을 미칠 수 있는 루머나 오인을 초래할 수 있는 이야기(stories)를 유포하는 것이다.<sup>52)</sup>

한편, 시장남용지침은 ‘허용되는 시장관행’은 시장질서교란행위규제의 대상에서 제외하고 있는데, ‘허용되는 시장관행’이란 이상의 금융시장에서 받아들여지고 합리적으로 기대되는 것으로써 동지침 Art.17(2)의 절차에 따라 관련 권한을 가진 기관에 의하여 허용되는 관행을 의미한다(동지침 Art.1(5)).

### III. 영국법제상 과징금부과 원칙 및 금융감독청의 권한

#### 1. 과징금부과 원칙

##### (1) 일반원칙

영국의 금융감독청 등은 FSMA에 의거하여 과징금이 부과되는 때에는 다음과 같은 몇 가지 원칙들 준수하고 있다.

첫째, 금융감독청(FCA) 또는 건전성규제기구(Prudential Regulation Authority, PRA) 등의 관련규제기관은 어떤 법인이 자신에게 부과된 의무조항을 위반했다고 판단할 경우, 해당 법인에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제206조).

둘째, 금융감독청 또는 건전성규제기구 등의 관련규제기관은 과실의 책임이 어떤 피승인인에게 있다고 판단할 경우 그 피승인인에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제66조).

셋째, 금융감독청 또는 건전성규제기구 등은 승인 없이 어떤 통제된 기능을

52) Niamh Moloney, op. cit., pp.740-742; Andrew Hynes, op. cit., pp.236-237

수행한 사람에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제63A조).

넷째, 금융감독청은 어떤 자가 시장질서를 교란하거나 또는 그러한 행위에 관여하였다고 인정되는 때에는 그 자에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제123조).

다섯째, 금융감독청 또는 건전성규제기구 등은 적격모회사(qualifying parent undertakings)<sup>53)</sup>에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제192K조).

여섯째, 금융감독청 또는 건전성규제기구 등은 공인된 투자거래소에 대하여 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제312E조).

일곱째, 금융감독청은 공매도(short selling)와 신용부도스왑(credit default swaps, CDS)의 특정한 측면들에 관한 Regulation No. 236/2012의 내용에 위반한 개인 또는 법인, 또는 동법 제131E조<sup>53)</sup> 또는 동법 제131F조<sup>54)</sup>에 의거하여 개인 또는 법인에 부과된 의무조항을 알고 있으면서 그 위반행위에 참여한 개인 또는 법인에게 과징금을 부과할 수 있다(FSMA 제131G조).

여덟째, 금융감독청은 FSMA Part 6<sup>55)</sup>에 의거한 다양한 위법행위와 하여 스폰서들과 정보의 1차 제공자들로 인하여 FSMA 제88A조<sup>56)</sup>와 제89Q조<sup>57)</sup>에 각각 의거하여 마련된 상장규칙에 위반하거나 또는 위법행위가 발생하였을 때, 또는 그 행위에 FSMA 제91조<sup>58)</sup>에 의거한 위법행위를 포함되었을 경우에는 과징금을 부과할 수 있다.

## (2) 과징금결정체계의 기본원칙

영국의 FSMA의 제69조<sup>59)</sup>와 제210조<sup>60)</sup>는 금융감독청이나 건전성규제기구

53) Power to require information.

54) Power to require information: supplementary

55) Information Gathering and Investigations

56) Disciplinary powers: contravention of s.88(3)(c) or (e).

57) Disciplinary powers: contravention of s.89P(4)(b) or (d).

58) Penalties for breach of Part 6 rules.

59) Statement of Policy.

60) Statement of Policy.

가 개인<sup>61)</sup>과 법인<sup>62)</sup>에 대하여 과징금을 부과한 때에는 그 액수 결정에 관한 정책적 설명을 할 것을 의무화하고 있다. 따라서 영국의 금융감독청 등은 FSMA 제66조(피승인인들에 대한 징계적 권한)와 동법 제206조(인가법인에 대한 금융과징금)에 의거하여 부여된 권한들을 행사할 것인지의 여부를 결정함에 있어 이 공표된 정책적 설명을 고려하여야 한다. 그리고 영국의 금융감독청이 과징금을 결정함에 있어서의 중심 역할을 하는 원칙은 세 가지가 있는데, 그 내용은 다음과 같다:

첫째, 부당이익의 환수(Disgorgement): 어떤 법인이나 개인은 위반행위 또는 위법행위로 인하여 이득을 얻어서는 안 된다.

둘째, 징계(Discipline): 어떤 법인이나 개인은 자신의 잘못에 대하여 처벌을 받아야 한다.

셋째, 억지(Deterrence): 부과된 과징금은 그 위반행위를 한 법인이나 개인, 다른 회사 또는 다른 개인들이 추가적으로 혹은 유사한 위반행위를 하지 않도록 억지해야 한다.

### (3) 과징금결정의 주요 요소

위와 같은 원칙들을 토대로, 과징금집행조치의 대상자가 지하여야 할 과징금의 총액은 다음의 두 가지 요소들로 구성될 수 있다.

첫째, 관련된 위반행위를 통해 그 행위자가 직접적으로 얻은 이익의 환수.

둘째, 그 위반행위의 심각성을 반영하는 과징금. 이 경우 징계와 억지의 개념도 반드시 포함된다. 이와 같은 요소들은 영국의 금융감독청이 과징금액 결정 시 사용되는 기준을 과거보다 보다 투명하고 일관성을 갖기 위하여 적용하고 있다.

## 2. 과징금부과에 관한 영국 금융감독청의 권한

---

61) under FSMA s.66(Disciplinary powers).

62) under FSMA Part 14(Disciplinary Measures).

(1) 시장남용규칙에 따른 권한

(가) 민사적 시장남용규범(the civil market abuse code)의 성격

영국의 FSMA Part VIII(제111조내지 제131A조)의 시장질서교란행위에 조항들, 이른바 시장남용규범(the market abuse code, MAC)은 금융감독청으로 하여금 FSMA 제118조 등에서 명시하고 있는 방법으로 내부정보를 이용하여 금융투자상품을 매매하는 자에게 과징금을 부과할 권한을 갖도록 하는 규칙들의 규범(a code of rules)을 적시하고 있다. 이러한 규정들은 형사법상 규제를 하기 위한 것이 아니라 금융감독청에게 과징금부과권한을 부여하는 것에 그친다. FSMA가 채택한 시장남용개념은 런던주식시장과 다른 지정된 시장들에서 거래되는 적격투자상품(qualifying investments)에 국한되는 것으로서, FSMA 제118C조 등에 명시된 일곱 가지의 형태로 분류된다.<sup>63)</sup>

(나) 시장남용규범에 의거한 금융감독청권한의 성격

영국의 금융감독청과 같은 공적기관에게 과징금부과권한을 부여하는 것은 그 기관에게 하나의 준사법적 관할권(quasi-criminal jurisdiction)을 새로이 창출하는 외형을 나타내지만, 영국의 시장남용규정(MAC)은 형사상 위법판결을 도출하는 규정은 아니다. 왜냐하면 이러한 규정(Code)은 원칙적으로 법률이나 규칙(legislation or rules)이 아니기 때문이다.<sup>64)</sup> 그리고 이러한 시장질서교란행위의 규제체계, 즉 시장남용규범 등의 목적은 금융거래(financial dealings)에 있어서 부당행위(misfeasance)가 행하여지는 데에도 불구하고, 형사법의 관할권 외부에 존재하기 때문에 제재를 시장참여자들을 규제할 수 있도록 금융감독청의 권한을 확대시키는 데에 있다.

이 규제체계의 중요성은 그것이 징벌적 과징금(punitive penalties)을 수반하는 데에 있는 것은 아니라 동일한 보호행위와 권리들을 재생시키기 아니하는 데에 있다. 다만, 금융감독청이 스스로의 권한들을 공공법의 측면에서 부적절

63) 그 유형에 대하여는 Herbert Smith Freehills LLP, op. cit., pp.11-12; Ruth Fox·Ben Kingsley, op. cit., pp.485-490.

64) Herbert Smith Freehills LLP, op. cit., p.10

하게 행사하려 했다면, 해당 과징금을 부과받은 자는 당연히 그와 같은 결정에 대한 사법적 검토를 요청할 권리가 인정된다.

## (2) 과징금부과권한

영국의 FSMA는 금융감독청으로 하여금 시장질서교란행위에 참여하거나 또는 다른 사람으로 하여금 해당 행위에 참여하도록 한 자에게 적절하다고 판단하는 금액의 과징금을 부과할 권한을 소유하고 있음을 적시하고 있다(동법 제123조(1)). 그리고 법원은 금융감독청에게 시장질서교란행위의 사례가 발생한 경우 해당자에 대하여 과징금을 부과하도록 하는 명령을 내릴 권한이 있다(동법 제129조).

게다가, 영국의 금융감독청은 어떤 행위를 본인이 직접 하였을 경우 시장질서교란행위에 해당하는 행위를 다른 사람이 참여하도록 요구하거나 또는 고무(required or encouraged)한 제3자에게 과징금을 부과할 수 있다(동법 제123조(1)(b)). 이러한 요구 또는 고무행위는 어떠한 행위를 하거나 또는 생략하는 함으로써 발생될 수 있다(동법 제123조(1)(b)).<sup>65)</sup> 그리고 금융감독청은 공인투자거래소(recognised investment exchange) 또는 공인청산기관(recognised clearing house)이 자율적인 규칙(under its rules)에 따라 어떤 조사를 하고 있는 때에, 그에 대한 중지명령이 더 적합하고 바람직하다고 판단하는 때에는 그 조사행위에 대하여 중지할 것을 명령할 수 있다(동법 제128조(1)).

한편 금융감독청은 과징금을 부과하는 대신에 피고가 시장질서교란행위에 참여하였다는 진술을 공표할 수 있는 권한도 행사할 수 있다(동법 제123조(3)). 그리고 금융감독청은 과징금과 관련된 정책진술서(Statement of policy)와 그 절차진술서(Statement of policy: procedure)를 의무적으로 공표해야만 한다(동법 제124조·125조).

---

65) FSA Final Notice to Darwin Lewis Clifrom OBE and Byron Holdings Limited, 2009. 1. 27(SDM); FSA Final Notice to Jay Rutland, 2012. 7. 9(SDM); FSA Final Notice Jeremy Burley, 2010. 7. 19(SDM).

## IV. 과징금부과에 관한 사례검토

### 1. 금융감독청의 Final Notice

(1) 대상자 Indigo Capital LLC(법인: ICL사), Robert Johan Henri Bonier(B씨: 개인)<sup>66)</sup>

이 사례는 영국의 회사법에 의거한 ICL사에 의한 Regus plc(R사) 주식의 보유상황에 관한 이해관계의 공시 및 동법 제202조와 제212조에 의거한 R사로부터의 보유상황의 확인에 대한 B씨의 부정확한 통지가 문제되었다. B씨는 ICL사의 지분투자에 관하여 ICL사의 대리인으로서 행동할 권한을 가지고 있었으며, 게다가 지분투자에 관한 집행 및 법적 보고요건에 대하여 유일한 책임을 부담하고 있었다. ICL사의 부정이득액은 643,225.50파운드이었다. 이에 대하여 영국의 금융감독청은 ICL사에게 65,000파운드, B씨에게 290,000파운드의 과징금을 부과하였다.

한편, 이 사례의 판단근거는 시제조종행위를 금지하고 있는 FSMA 제118조(2)(b)이었다.<sup>67)</sup>

(2) 대상자 Peter Bracken(개인) 사례

이 사례에서 Bracken은 회사 내부자인 홍보그룹장으로부터 얻은 내부정보, 즉 9월 실적부진과 11월 중간결산에 관한 정보에 의거하여 내부자거래를 하여, 정보 공표 전에 자사주의 공매도와 공표 후에 재매수 함으로써 부정이득을 취득하였다. 부정이득액은 2,824.45파운드이었다. 이에 대하여 영국의 금융감독청은 Bracken이 주식거래에 관한 사내지침, 즉 사전승인 및 자사주의 공매도 금지 등에 위반하였고, 사내지침위반은 시장질서교란행위의 증거로서 채

66) 이 사례에 대하여는 후술하는 2. 중요 사례연구에서 상세히 기술한다.

67) 근거조문은 개정 전 기준. 이하 동일하다.

택되었다. 과징금액은 15,000파운드이었다.

(3) 대상자 Robert Middlemiss(개인) 사례

이 사례는 회사 내부자, 즉 회사비서역(Company Secretary), 칙허회계사(Chartered Accounts)로부터 얻은 내부정보, 즉 자회사의 실적부진과 본사(모회사)에 대한 영향에 관한 정보에 의거하여 내부자거래를 하고, 자사주의 공표 전 매각을 통하여 손실을 회피한 사안이다. 부정이득액은 6,825파운드 이었고, 이는 잠재적인 손실회피액이다. 이에 대하여 영국의 금융감독청은 Middlemiss가 주식거래에 관한 사내지침, 즉 사전승인 등에 관한 규정에 위반하여 거래하였고, 사내지침위반은 시장질서교란행위의 증거로서 채택되었다. 금융감독청은 과징금액으로서 20,000파운드가 적당하지만, 행위자의 경제적 부담 기타의 사정을 고려하여 15,000파운드로 감액하였다. 이 사례의 판단근거는 내부자거래를 금지하고 있는 FSMA 제118조(2)(a)이었다.

(4) 대상자 Michael Thomas Davis(개인) 사례

이 사례는 Davis가 회사의 내부자인 그룹의 재무관리자로부터 얻은 중간결산에 관한 내부정보에 기초하여 내부자거래를 행하여, 자사주취득에 관한 공표 전에 주식을 매수하여 부정이득을 취득한 사안이다. 부정이득액은 420파운드이었다. 이에 대하여 영국의 금융감독청은 과징금액으로서 4,000파운드가 적당하지만, 행위자가 금융감독청의 조사에 대한 적극적으로 협력하였고, 행위자의 경제적 부담 기타 사정을 고려하여 1,000파운드로 감액하였다.

(5) The "Shell" Transport and Trading Company, plc(STT사: 법인), The Royal Dutch Petroleum Company NV(RDP사: 법인), Royal Dutch/Shell Group of Companies(Shell 그룹: 법인) 사례

이 사례의 경우 Shell 그룹은 1998년부터 2004년 7월까지 장기간에 걸쳐 탄

화수소의 매장량에 대하여 잘못되거나 오인을 야기할 수 있는 보고를 공표함으로써 시장을 기망하여 왔다. 그리고 LSE에 상장하고 있는 STT사와 RDP사는 계속적 공시에 관한 상장규칙을 위반하고 있었다(구FSMA 제91조). 동 사례에서는 부당이득액이 없었다.

Shell 그룹, STT사 및 RDP사의 시장질서교란행위와 상장규칙위반행위는 동일한 사실에 기초하고 있었기 때문에 시장질서교란행위에 대하여만 1,700만 파운드의 과징금이 부과되었고, 상장규칙위반에 대하여는 추가적인 과징금이 없었다.

(6) Evolution Beeson Gregory Limited(EBG사: 법인), Christopher Potts(P씨: 개인) 사례<sup>68)</sup>

이 사례에서 EBG사는 결제를 할 수 있다는 전망도 없이 Room Service Group사의 발행주식총수의 252%에 달하는 공모도 포지션을 취하였다. 결국 최종적으로는 결제할 수 없었고, 시장을 교란하게 되었다. P씨는 EBG사에 있어서 AIM시장의 시장조성(market making) 책임자였으며, P씨의 감독 하에 공모도 포지션이 형성되었다. 부정이득액은 EBG사 약 80,000파운드 이었다. 최종적인 과징금액은 EBG사 500,000파운드, P사 75,000파운드이었다. 이 사례의 판단근거는 시제조종행위를 금지하고 있는 FSMA 제118조(2)(a)이었다.

## 2. 중요사례에 대한 구체적 분석

(1) Evolution Beeson Gregory Limited 및 Mr. Christopher Potts 사례

(가) 사실관계

Evolution Beeson Gregory Limited(이하 'EBG사')는 금융서비스를 제공하는 Evolution Group의 일원이었으며, 동 그룹의 투자은행부문을 담당하였다.

68) 이 사례에 대하여는 후술하는 2. 중요 사례연구에서 상세히 기술한다.

Evolution Group은 런던에 본부를 두고, 그룹기업은 금융감독청의 인가업자이었다. 그리고 EBG사는 런던증권거래소(LSE)의 등록 시장조성자(market maker)이었으며, 주로 대체투자시장(AIM)의 중소형주식을 시장조성(market making)하여왔다. Mr. Christopher Potts(이하 'P씨')는 시장조성의 운영 전 과정에 관한 책임을 부담하는 시장조성부문의 長으로서 EBG사에 고용되었다.

이 사례는 EBG사 및 P씨가 2003년 9월 25일부터 동년 10월 21일까지 당시 AIM시장의 소형주인텍스의 구성종목이었던 Room Service Group(이하 'RS사')(이후 'Azure(Holdings) plc')주식에 대하여 행하여진 공매도가 2000년 금융서비스시장법(FSMA) 제118조(2)(c)의 시세조종에 해당한다고 판단되어 EBG사에 500,000파운드, P씨에게 75,000파운드의 과징금이 부과된 사례이다. 이 사례는 시장남용에 해당하는 시장교란행위 관하여 영국의 금융감독청이 과징금을 부과한 최초의 사례이었다.

#### (나) 쟁점

이 사례의 내용을 구체적으로 보면, P씨의 감독 하에 EBG사는 RS사 주식의 受渡義務를 이행하기 위하여 합리적인 결제계획을 가지고 있지 아니하였음에도 불구하고, 2003년 10월 20일까지 RS사의 발행주식총수의 252%에 상당하는 공매도포지션을 취하였다. 그것은 EBG사가 RS사의 자본구성에 동반하는 장래의 주식발행 또는 도산의 가능성을 예상하였기 때문이다. EBG사(P씨)는 2003년 10월 15일부터 동년 동월 17일까지 당면한 의무이행을 위하여 시장조성에 있어서의 RS사 주식에 대하여 최저가격을 제시하고 개인투자자로부터 동사의 주식을 매수하고자 하였다.

그러나 受渡능력을 뛰어넘는 공매도계약을 체결한 EBG사는 당해 공매도포지션을 적절하게 결제할 수 없었다.

공매도를 포함한 시장에 대한 공급은 매도인이 적절한 방법으로 거래를 결제할 수 있다라고 하는 시장이용자의 합리적인 기대를 수반하는 것이며, 이 기대를 어긴 상기의 행위는 시장교란행위로 이어진 것으로 금융감독청은 판단하였다. 매도인이 합리적인 결제계획을 뛰어넘는 차원에서 공매도를 하였기 때문에 적절한 방법 또는 모든 거래를 결제할 수 없는 경우, 이는 공매도 시

점에서 당해 주식에 대한 시장을 명백히 교란하는 것이다. 그것은 당해 시장에서 주식구입계약을 체결한 투자가에 대하여 기대대로 적절한 수도가 이행되지 아니하였기 때문이다.

(다) 금융감독청의 판단 근거

이 사례에 있어서 금융감독청이 EBG사에 500,000파운드, P씨에게 75,000파운드의 과징금을 부과하는 것이 타당하다고 판단하고 과징금 수준을 결정할 때에 고려한 근거는 다음과 같다.

첫째, EBG사가 이 거래로부터 얻은 실제의 이익은 80,000파운드 이었다.

둘째, AIM의 투자가는 다른 규제시장에서의 거래와 마찬가지로 그 시장에서 거래된 절차의 성실성(process integrity)를 신뢰할 필요가 있다. P씨와 EBG사는 그 공매도포지션에 대한 적절한 결제뿐만이 아니라, RS사 주식의 구입자의 이익에도 적절한 배려를 하지 아니하였다. 그 결과, 과징금은 남용행위로 인하여 발생한 이득을 EBG사 및 P씨로부터 몰수할 뿐만이 아니라 다른 자에 대하여 그와 같은 남용행위를 억지할 수 있을 정도의 강력한 효과를 발생시키는 것이 중요하다.

셋째, 이 교란이 시장에 미치는 영향은 공매도 시의 RS사 주식의 시가총액이 약 100,000파운드이었다는 점에 비추어 판단하였다. 이 상대적으로 적은 시가총액과 관련하여, 금융감독청은 약 250인의 투자자가 교란으로 인하여 적절한 방법으로 주식을 수취하지 못하였다는 점에서 시장에 중대한 영향을 미친다고 판단하였다. 즉, 이 행위의 결과 EBG사의 상대방(counter party) 및 약 250인의 개인투자자에게 약영향을 미쳤다는 것이다.

넷째, EBG사 및 P씨의 행동은 불합리한 것이었다. 공매도는 P씨의 감독하에서 행하여졌지만, P씨는 인가업자로서 승인된 자 즉, 시장조성부문의장이었으며 경험을 축적하고 있는 시장조성자이었다. 금융감독청은 그와 같은 입장에 있는 합리적인 자라면, 공매도 포지션을 결제하기 위한 주식의 차입처를 확보하여야 하는 것은 당연하다고 생각하였다. 그러나 P씨는 RS사 주식을 전혀 차입하지 아니하였고, 그 공매도 포지션의 결제에 관하여 적절한 배려도 하지 아니하였다.

다섯째, 해당 시장남용행위의 중요성은 시장조성업자 및 개개의 시장조성자가 규제시장에서 주식거래의 중심에 있다고 하는 사실에 따라 중요하게 된다. 시장조성자에 의한 교란적 행위는 AIM과 같은 시장에 대한 투자자의 신뢰를 손상시키는 동시에 시장의 효율성과 질서를 손상시킨다. 그 결과, 과징금의 수준은 장래에 이와 같은 성질을 갖는 행위의 발생을 억지하고, 나아가 이 행위의 심각성에 대한 금융감독청의 견해를 포함하여 결정되어야 한다.

여섯째, P씨의 과징금을 확보함에 있어서 금융감독청은, 가령 이 사례에서 발생한 규모의 공매도 포지션이 상위관리자에게 조회도 없이 형성되어서는 아니 된다는 것과 같은 EBG사의 관리체계가 구축되어 있었다면, 그 남용행위는 회피할 수 있었다는 점을 고려하였다. 마찬가지로 P씨가 공매도 제한에 대하여 컴플라이언스(compliance) 부문에 문의하는 시점에서 P씨가 의도하고 있었던 거래에 대하여 조사가 이루어졌다면, 시장남용행위의 위험이 인정될 수 있었다.

일곱째, EBG사는 금융감독청의 인가업자이었는데, 부정행위의 전력은 없었고, 금융감독청의 조사에도 적극적으로 협력하였다.

여덟째, P씨는 승인된 자이었는데, 규제에 대한 부정행위의 전략은 없었다.

## (2) Indigo Capital LLC 및 Robert Johan Henri Bonnier 사례

### (가) 사실관계

Indigo Capital LLC(이하 'ICL사')는 미국의 뉴욕에 본사를 두고 있는 유한 책임회사로서 투자자문업무 및 북미, 라틴아메리카에 거점을 두고 있는 자본 투자의 촉진을 주된 업무로 하고 있었다. Indigo Capital Europe SAS(이하 'ICE사')는 2002년 11월에 프랑스에 설립되었고, 그 주식의 70%는 ICL사가 나머지 30%는 Robert Johan Henri Bonnier(이하 'B씨')가 소유하고 있었다. ICE사의 주된 업무는 자기계정투자(proprietary investment)이었다. 그리고 B씨는 1999년 2월에 ICL사가 법인화 된 이후의 출자자이며, 2002년 7월에는 통상적인 경영파트너가 되었다.

B씨는 자기계정투자에 관하여 ICL사의 대리인으로서 행동할 완전한 권한을

갖고 있었으며, 특히 ICL사 및 ICE사의 자기계정투자의 집행 및 법적 보고요건의 준수에 관하여 유일한 책임을 부담하였다.

이 사례는 2002년 11월 18일부터 2003년 1월 8일(이하 '관련기간')에 걸쳐 1985년 회사법 제198조에 의거한 ICL사에 의한 런던거래소(LSE)의 상장회사이었던 Regus plc(이하 'R사') 주식의 보유상황과 같은 이해관계의 공시의무 및 동법 제202조 및 제212조에 의거한 R사로부터의 보유상황의 확인에 대하여, B씨는 부정확한 통지를 제출한 것이 FSMA 제118조(2)(b)에 열거된 시세조종에 해당한다고 본 사례이다.

금융감독청은 일련의 통지가 R사 주식의 수급에 관하여 통상적인 이용자에게 잘못 또는 오인을 초래하는 인상을 주거나 혹은 그 가능성이 있었다고 하여 ICL사에 65,000파운드, B씨에게 290,000파운드의 과징금을 부과하였다.

#### (나) 쟁점

이 사례를 구체적으로 보면, 관련기간동안 B씨는 R사의 보통주거래 및 R사 주식을 기초금융상품으로 하는 차액결제거래(Contract for Difference, CFD)를 행하였다. CFD는 금융상품의 일종으로서 증거금(보증금)을 사업자에게 예탁하고 기초자산이 되는 국내외 통화, 주가와 금가격 등 금융상품의 가격과 지수를 참조하여 차액결제를 통한 매매를 하는 거래를 말한다. 그리고 CFD 자체는 그 기초금융상품과 관련하는 의결권과 수익권의 이전을 수반하지는 아니한다.

B씨는 CFD거래를 위하여 Cantor Fitzgerald Europe Limited(이하 'C사')에 B씨 명의와 ICE사 명의의 계좌를 개설하였는데, C사가 CFD의 포지션을 헤지하기 위하여 구입한 기초주식인 R사 주식에 관계되는 권리, 즉 소유권 및 의결권은 C사가 보유하고 이러한 이전에는 C사와 B씨(ICL사)와의 사이에서 별도계약이 필요하였다. 따라서 C사가 구입한 R사 주식과 관련하여 1985년 회사법에 의거한 보고의무는 C에게 있었다.

관련기간 중 1985년 회사법 제198조에 의거한 ICL사에 의한 R사 주식에 관한 이해관계(보유상황)의 공시의무에 대하여 B씨는 12회에 걸쳐 부정확한 통지를 R사에게 제출하였다. 통지에는 ICL사가 보유하는 주식 수 및 CFD의 수

를 정확하게 나타내지 아니하였다. R사의 발행주식총수에 대한 ICL사의 보유 비율이 실제이상으로 보이게 하여 보고하였던 것이다.

게다가 CFD에 관하여 C사는 CFD의 기초주식인 R사 주식의 소유권을 ICL사에게 이전시키지 않았음에도 불구하고 그 분량만큼은 ICL사의 보유분으로서 보고하여 왔다. 이로 인하여 상장규칙 9.11에 따라 R사가 12회에 걸쳐 시장에 공표한 정보는 부정확한 정보라고 할 수 있다. 그리고 2002년 12월 13일 B씨가 R사의 주식등록기관이 1985년 회사법 제202조, 제212조에 의거하여 R사 주식에 관한 ICL사의 보유상황에 대하여 확인을 요구하였을 때, B씨는 사실을 정확히 설명하지 아니하였다.

2003년 1월 7일 B씨는 ICE사의 대리인으로서 1,615,000파운드의 대가로 약 700만의 R사 CFD를 처분하고, 수수료공제 후 643,225,50파운드의 이익을 얻었다.

금융감독청이 B씨 및 ICL사에 대하여 남용행위의 인정 및 과징금의 수준을 결정함에 있어서 고려한 사항을 아래와 같다. 그리고 ICL사는 R사에 대하여 매수제안을 하였으며, 그와 관련하여 ICL사는 2003년 1월 21일에 City Code의 규칙8 및 규칙4.2에 대한 위반으로써 「The Panel on Takeovers and Mergers」(POTAM)으로부터 공개적인 견책을 받았다. 그러나 이 견책은 City Code 위반에 관한 것이라는 점 등의 이유로부터, 금융감독청은 시장남용행위 규제에 의거하여 금융감독청이 고유의 권한행사를 하는 것은 적절하다고 판단하였다.

#### (다) 금융감독청의 판단근거

##### 1) B씨

첫째, B씨는 ICL사의 자기계정투자에 관하여 ICL사의 대리인으로서 행동할 권한을 가지고 있었으며, 자기계정투자에 관한 집행 및 법적 보고요건에 대하여 유일한 책임을 부담하였다. 이로 인하여 ICL사와 R사간의 모든 교섭은 B씨가 수행하였다.

둘째, B씨는 이하의 점에서 시장행위규약(COMC)의 1.5.21에 위반하여 시장남용행위로 이어지는 일련의 행위를 하였다. 즉 ① B씨는 R사의 주식등록기관이 1985년 회사법 제202조, 제212조에 의거하여 R사 주식에 관한 ICL사의

보유상황에 대하여 확인을 요구하였을 때, B씨는 사실을 정확히 설명하지 아니한 점, ② 1985년 회사법 제198조에 의거한 공시의무를 이행함에 있어서 B씨는 ICL사의 R사 주식의 소유에 관하여 잘못된 통지를 12회에 걸쳐 작성하고 서명하여 R사에 제출하였다. 이 통지에 기재된 잘못된 정보는 R사를 통하여 시장에 전달되었고, 그 주된 영향은 R사 주식의 수급에 관하여 통상의 이용자에게 잘못 또는 오인을 초래하는 인상을 주거나 또는 그 가능성이 있었던 점. 그리고 B씨는 스스로의 행위가 시장에 미치는 주된 영향이 잘못되거나 또는 오인을 초래하는 인상을 줄 수 있다는 점을 알고 있었거나 혹은 합리적으로 예측할 수 있었던 점, ③ ICL사는 뉴욕에 본사가 있었고 B씨는 ICL사의 파트너이었기 때문에 사업자라기보다는 투자자의 입장에 있었다는 점, 따라서 금융감독청에 의거 규제되지 아니한다는 점 및 부정행위의 전력이 없었다는 점 등은 과징금의 경감요소가 되었다.

## 2) ICL사

첫째, 다음과 같은 점으로부터 본건에 대하여 ICL사의 책임은 면제되지 아니한다. 즉 ① 자기계정투자의 집행 및 법적 보고요건의 준수책임을 B씨에게 맡겼다고 할 수 있는데, B씨가 작성한 통지의 내용에 대한 확인 및 관리기관이 결여되어 있었던 점, ② 2002년 12월 13일 1985년 회사법 제202조 및 제212조에 의거하여 R사의 주식등록기관이 동사에 의한 R사 주식보유의 확인요구가 있었던 때, 불충분한 확인밖에 하지 않은 점 등이 그에 해당한다.

둘째, 그러나 다음의 요소는 동사의 책임을 경감하는 요소가 되었다. 즉 ① B씨는 ICL사 및 ICE사의 자기계정투자의 집행 시 법적 보고요건을 준수할 책임을 부담하였다는 점, ② 그 권한에 의거하여 B씨는 ICL사와 R사 간의 모든 교섭을 하고, 동시에 R사에 대한 통지를 작성하였다는 점, ③ 금융감독청의 조사에 대하여 충분하게 협력적 이었다는 점, ④ 동사는 금융감독청의 규제업자가 아니고, 본건에서는 오히려 투자자로서 행동하였다는 점 및 부정행위전력이 없었다는 점 등이 그에 해당한다.

## 3) 양 사례의 검토의견

이상이 시세조종에 관한 주요 사례연구 (1)과 (2)이었다. 기술한 바와 같이 전자에서는 법인(EBG사)에 대한 과징금이 높았던데 비하여 후자에서는 개인(B씨)에 대한 과징금이 높았다. 이는 금융감독청이 다음과 같은 요소를 고려하였기 때문이다.

첫째, 시세조종의 주된 요인은 양 사례와 함께 개인의 행위이었는데, '사례연구 (2)'의 경우에는 개인(B씨)가 법인(ICL사)으로부터 행위에 대한 권한이 거의 완전하게 위임되어 있었던 점에 대하여, '사례연구 (1)'에서는 개인(P씨)에게 그 수준까지의 권한이 위임되지는 아니하였다. 즉 법인의 감독책임은 '사례연구 (1)'의 경우가 '사례연구 (2)' 보다 상당히 무겁다.

둘째, 남용행위를 행한 때의 시장에 있어서의 개인·법인의 입장은 '사례연구 (2)'에서는 투자자이었던, '사례연구 (1)'에서는 금융감독청의 감독을 업자, 즉 시장조성자에 해당한다.

이러한 요소를 고려한 결과 금융감독청은 '사례연구 (2)'에서는 개인의 책임을 중시한 반면, '사례연구 (1)'에서는 개인을 감독하는 법인의 책임을 중시하였다고 할 수 있다. 그리고 '사례연구 (1)'의 법인은 금융감독청의 감독 하의 인가업자에 해당하는데 대하여 '사례연구 (2)'의 법인은 금융감독청의 감독 하에 없었다는 점도 법인에 대한 과징금의 경중에 영향을 미쳤다고 판단된다.

## V. 결론

이상에서는 영국의 금융감독청의 시장질서교란행위규제 및 과징금부과사례에 관하여 검토하여 보았다. 그 결과를 정리하여 보면 다음과 같다. 우선 영국 법제상 금융감독청의 시장질서교란행위자에 대한 과징금부과의 목적은 크게 ① 미래의 시장질서교란행위에 대한 적절한 억지력을 행사하고, 법령을 준수하고 있는 시장이용자가 지출한 규제비용을 보상하는데 있다. ② 금융감독청이 특정한 사안을 처리하기 위하여 지출한 조사비용 등의 비용을 시장질서교란행위자에게 부담시키는 데에 있다. 그리고 제재금(fine)은 금융감독청의 운영비에 충당된다. 그리고 ③ 과징금을 부과하는 때에는 그 수준을 결정하여야

하는데, 영국의 FSMA에는 과징금에 관한 상한금액이 정하여져 있지는 않다. 다만 금융감독청에게 과징금부과에 관한 정책을 정비하여 공표할 의무를 부담시키고 있다.

두 번째, 과징금액을 결정함에 있어서는 ① 재발방지를 할 수 있어야 하고, ② 피해자가 규제비용을 부담한다고 하는 일반원칙을 준수하여야 하는 등 두 가지 점을 고려하고 있다. 그리고 ③ 과징금액을 결정함에 있어서는 부담자의 지불능력을 감안하고 있다. 다만 이 때에 피해자를 특정할 수 있고, 그 피해자가 손실을 입은 경우에는 과징금보다는 피해자에 대한 손해배상이 우선한다. 또한 ④ 일관성과 공정성을 확보한다는 관점에서 동일·동종의 시장질서교란행위에 대하여는 종래에 금융감독청이 부과한 과징금액과 법원이 결정한 금액을 참작하고 있다.

셋째, 과징금부과의 특징을 살펴보면, ① 부당이득액이 없어도 과징금액을 부과하는 경우가 있다. 부당이득액이 없는 사례는 회사 밖의 제3자에게 내부정보를 전달한 사례 또는 내부자거래를 행한 후에 관련정보를 전달하여 주가의 상승을 의도하였으나, 이익을 실현하기 이전에 내부자거래가 발각된 사례에서 찾아볼 수 있다. 즉, 단순한 내부정보의 전달과 같이 실질적으로는 행위자가 이익을 얻지 못하더라도 부당이득을 얻은 때와 마찬가지로 과징금액을 부과하고 있는 특징이 있다.<sup>69)</sup> ② 금융감독청이 과징금액 산정방식을 보면, 내부자거래로 인한 시장질서교란행위에 대한 과징금액은 평균적으로 부당이득액의 약 3배이고, 악질적인 시장질서교란행위에 대하여는 평균적으로 부당이득액의 약 5배 이상을 부과하고 있다. ③ 시세조종행위를 통한 시장질서교란행위의 경우 법인과 개인을 불문하고 과징금을 부과하고 있는데, 개인에 대한 과징금액은 내부자거래를 통한 시장질서교란행위와 비교하여 금액이 높다. ④ 동일한 사안이더라도 법인에 부과하는 과징금액과 개인에 부과하는 과징금액은 반드시 비례하고 있지는 않다.

위와 같이 시장질서교란행위에 대한 영국의 법제와 금융감독청의 규제방식

69) 앞에서 기술한 The "Shell" Transport and Trading Company, plc(STT사: 법인), The Royal Dutch Petroleum Company NV(RDP사: 법인), Royal Dutch/Shell Group of Companies (Shell 그룹: 법인) 사례 등참조.

을 보면 폭넓게 시장질서교란행위를 규제방고 있지만, 그 적용·집행에 있어서는 유연성도 함께 나타내고 있다. 이러한 점은 우리나라의 자본시장법을 운용함에 있어서 전적으로 의존할 필요는 없지만, 어느 정도 참조할 필요는 있는 것으로 보인다. 왜냐하면, 자본시장법상 시장질서교란행위 금지하고 있는 제 178조의 2를 신설하는 과정에서는 많은 시장참가자들로부터 등 규정이 자본시장을 위축시킬 것이라는 우려가 표명되었었기 때문이다.

따라서 우리나라의 금융감독당국은 향후 법 집행과정에서 나타나는 여러 문제점에 대하여 정치한 논리를 구성하고, 시장참가자들의 불신을 해소시킬 필요가 있는데, 그 일환으로 영국 금융감독청의 규제방식과 과징금부과사례는 다소간 참조 논거를 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다.

## 참고문헌

### 1. 국내문헌

- 김건식, 「증권거래법」, 두성사, 2006,  
김정수, 「자본시장법원론 제2판」, SFL그룹, 2014.  
김학석·김정수, 「자본시장법상 부정거래행위」, SFL, 2015.  
이상복, 「증권집단소송론」, 삼우사, 2004.  
임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2016.  
민재기, “Northern Rock 사태 이후 영국의 금융안정·감독기능 강화방안”, 「조사연구 Review」, 제24호, 금융감독원, 2008  
성희황, “2014년 개정 자본시장법상 시장질서교란행위 규제 도입의 함의와 전망”, 「증권법연구」, 제16권 제1호, 2015.  
손 성, “내부자거래 규제에 관한 연구 : 자본시장통합법을 중심으로”, 「상사법 연구」, 제27권 제2호, 2008  
오성근, “영국의 금융감독체계의 개혁 및 입법적 시사점”, 「증권법연구」, 제15권 제1호, 한국증권법학회, 2014.

이정수, “시장질서교란행위 도입과 관련된 몇 가지 쟁점들”, 『증권법연구』, 제 16권 제2호, 한국증권법학회, 2015.

## 2. 외국문헌

Andrew Haynes, Financial Services Law Guide, Bloomsbury Professional, 2014.

Comment, The Financial Services Act, LexisNexis, 2013.

Eilis Ferran·Look Chan Ho, Principles of Corporate Finance Law, OUP, 2014.

George Walker·Robert Purves·Michael Blair QC, Financial Services Law, OUP, 2014.

Herbert Smith Freehills LLP, A Practitioner's Guide to The Law and Regulation of Market Abuse, Sweet & Maxwell, 2013.

Iris H.-Y.Chiu, Regulatory Convergence in EU Securities Regulation, Wolters Kluwer, 2008.

Karen Harrison·Nicholas Ryder, The law Relating to Financial Crime in the United Kingdom, Ashgate, 2013.

Marta Bruce FCIS, Right and Duties of Directors, TP, 2009.

Niamh Moloney·Eilis Ferran·Jennifer Payne, The Oxford Handbook of Financial Regulation, OUP, 2015.

Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford EU Law Library, 2014.

Ruth Fox·Ben Kingsley, A Practitioner's Guide to the UK Financial Services Rulebook, Sweet & Maxwell, 2013.

Stuart Bazley, Market Abuse Enforcement: Practice and Procedure, Bloomsbury Professional, 2013.

Toby Wallis, A Practitioner's Guide to The FCA Listing Regime 2013/2014, Sweet & Maxwell, 2013.

HM Treasury, “A new approach to financial regulation: Judgement, Focus and Stability”, July 2010.

[Abstract]

## **A Study on the Market Abuse Regulations and Penalties of the UK's FCA**

Oh, Sung-Keun

*Professor, Jeju National University Law School*

The Korean regulatory system for unfair trading in the capital market has been operating with a focus on the operation of regulations for insider trading, market manipulation, and illegal trading. This system was introduced sequentially along with changes in unfair trading practices in the capital market.

However, regarding the content of regulations of the regulatory framework for this system of unfair trading, an issue that has been constantly raised is what are the targets and scope of the regulations and regulatory measures. Thus, the Capital Market Act of 2014 was introduced to complement the deficiencies of the existing regulatory framework for unfair trade and for effective regulation by new regulatory provisions that prohibit disturbance of market order, provide regulatory means for imposition of fines, etc., and thereby introduce regulations to strengthen monetary punishments, which became effective from July 2015,

These provisions ① will be able to maintain the integrity of the capital market by sanctioning conduct that disturbs sound market order by introducing

criminal offences, even if these are difficult to establish, and ② provide a legal means for restitution of unjust gains or for hard to control actions enable the levying of appropriate penalties corresponding to the level of the unjustified action so that it is expected to provide appropriate control corresponding to the actions and quick restitution of unjust gains.

At this time, the legislation is organized so that it may be possible to control market disturbing behavior, etc. Therefore, the most important matter from this stage is to ensure the proper implementation of the regulations. Consequently, in this article an analysis is undertaken of cases from the Financial Conduct Authority (FCA) of the UK, which before Korea was first to introduce regulations for market order and market disturbing behavior as well as provisions for fines, that will be of benefit in future for Korea's operation and application of the laws.

**Key words** : penalty, insider trading, market manipulation, Market Abuse Directive, Criminal Justice Act 1993, units in collective investment schemes, credit default swaps, market practices