

ZOOM
-IN토큰화 담보 허용을 위한 미국의 디지털자산
파일럿 프로그램 출범과 기대효과

- CFTC는 파생상품 시장에서 디지털자산 담보 활용을 허용하는 파일럿 프로그램을 개시하고 관련 가이드언스를 제시하는 한편, 구(舊) 가이드라인을 철회함
- 가이드언스는 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 5대 핵심사항을 제시하며 파생상품 업계가 준수해야 할 세부 원칙을 담고 있음
- 파일럿 프로그램의 초기 3개월 간 허용된 디지털자산은 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인이며, FCM이 Staff Letter 조건을 충족하는 한, CFTC는 해당 건으로 위원회에 집행조치를 권고하지 않겠다는 No-action 입장을 발표
- CFTC의 이번 조치는 기존 증거금·담보 규율과 정합적인 틀 안에서 디지털자산을 수용한 데 의의가 있으며, 향후 자본 효율성 제고, 결제 리스크 완화, 토큰화 자산 활용 확대 등 긍정적 변화를 촉진할 것으로 기대

- 2025년 12월 8일 미국 상품선물거래위원회(U.S. Commodity Futures Trading Commission: CFTC)는 파생상품 시장에서 디지털자산 담보 활용을 허용하는 파일럿 프로그램을 개시하고 이와 관련된 가이드언스를 제시하는 한편, 구(舊) 가이드라인을 철회함¹⁾

— 이번 발표는 크립토 스프린트(Crypto Sprint) 추진 과정에서 출범한 토큰화 담보 이니셔티브의 후속 조치로 볼 수 있음

- 최근 미국 내 비규제 크립토 시장에서 대규모 투자자 손실이 잇달아 발생하면서 크립토 자산 거래를 제도권에 포함해 투자자 보호를 강화해야 한다는 공감대가 형성
- 이에 2025년 7월 GENIUS 법 제정으로 결제용 스테이블코인에 대한 연방 차원의 규제틀이 마련되었고, 대통령 직속의 디지털자산 시장 워킹그룹 보고서²⁾가 발표됨
- CFTC는 위 보고서의 권고사항을 이행하기 위해 2025년 8월 크립토 스프린트라는 신속 이행 패키지를 시작³⁾

1) CFTC, 2025. 12. 8, Acting Chairman Pham announces launch of digital assets pilot program for tokenized collateral in derivatives markets, Release Number 9146-25.

2) The White House, 2025. 1. 23, Strengthening American leadership in digital financial technology.

3) CFTC, 2025. 8. 21, Acting Chairman Pham announces next crypto sprint initiative, Release Number 9109-25.

- CFTC는 2025년 12월 8일 ① 특정 디지털자산을 파생상품 시장에서 담보로 사용할 수 있도록 하는 디지털자산 파일럿 프로그램의 출범, ② 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 가이드라인 발표, ③ GENIUS 법 제정 등으로 더 이상 불필요해진 기존 가이드라인을 철회
 - 이번 조치는 모두 CFTC Staff Letter 형식으로 발행됨(가이드라인은 No. 25-39, 파일럿 프로그램과 관련된 No-action 조치는 No. 25-40⁴⁾, 구 요건 철회는 No. 25-41)⁵⁾
 - 해당 세 가지 조치를 일괄적으로 발표함으로써, 기술중립(technology-neutral) 원칙에 기반해 디지털자산을 기존 규제 틀에 편입하려는 방향을 명확히 함
- 적용되는 주요 대상 기관은 FCM(Futures Commission Merchants), DCO(Derivatives Clearing Organizations), Swap Entities임
 - FCM은 선물 및 옵션 등의 거래 주문을 권유·수리하고, 해당 거래를 위해 고객으로부터 증거금이나 담보를 수령하는 등록 중개기관을 의미
 - DCO는 각 거래의 증거금 관리, 디폴트 처리, 결제 보증 등을 담당하는 파생상품 청산기관을 의미
 - Swap Entities는 Swap Dealer(SD)와 Major Swap Participant(MSP)를 의미

□ 가이드라인은 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 5대 핵심사항을 제시하며 파생상품 업계가 준수해야 할 세부 원칙을 담고 있음⁶⁾

- 공통적으로, 어떠한 토큰화 자산 또는 토큰화 구조이든 사안별(case-by-case) 분석을 통해 필수 규제 요건과 각 기관의 정책 및 절차 충족 여부를 확인할 것을 장려함
 - 분산원장기술을 사용해 자산을 토큰화한다고 해서 그 자산의 근본적 특성이 반드시 달라질 필요는 없으나, 서로 다른 토큰화 방식은 토큰 보유자에게 다른 권리를 부여하거나 보호 수준이 달라질 수 있음
- (① 적격 토큰화 자산 요건) 토큰화 담보 허용 자산을 현재의 규제 마진(regulatory margin)을 충족시키는 자산 중심으로 검토할 것을 권고
 - DCO는 초기증거금(initial margin)으로 수취하는 자산에 대해 신용·시장·유동성 위험이 최소인 자산으로 제한해야 함
 - 특히 유동성이 높고, 확립된 헤어컷(haircut)이 존재하며, 금융 스트레스 상황에서도 가치를 유지할 수 있는 기초자산의 토큰화 버전에 초점을 둘 것을 장려

4) Staff Letter 25-40의 경우 일부 수정되어 2026년 2월 6일에 Staff Letter 26-05로 재발행됨

5) Staff Letter 25-39는 '토큰화 자산(tokenized asset)'에 대해 미국 국채 또는 정부기관채, 회사채, MMF 지분, 주식 등 실물자산을 디지털 토큰 형태로 블록체인에 기록한 디지털 표상(digital representation)으로 정의함. 반면, Staff Letter 25-40의 '디지털자산'은 비트코인, 이더리움과 같은 비증권형 크립토 자산이나 결제형 스테이블코인을 주로 가리키므로 두 용어가 의미하는 대상 자산에 차이가 있음. 본문에서는 각 서한의 목적에 따라 사용된 용어를 구분하여 설명하고자 함

6) CFTC, 2025. 12. 8, Tokenized collateral guidance, CFTC Letter No. 25-39.

- 또한 초기증거금으로 받는 자산이 특정 자산에 과도하게 쏠리지 않도록 집중도 제한 또는 부담을 적용해야 함
 - (② 법적 집행 가능성) 토큰화된 자산을 담보로 수용할 때 발생하는 권리관계는 법적으로 구속력이 있고 집행 가능해야 함
 - DCO는 상계(netting) 약정, 담보에 대한 권리, 결제 최종성 등을 포함해 견고하고, 투명하며, 집행 가능한 법적 프레임워크에 따라 운영되어야 함
 - Swap Entities도 규제 마진 요건을 적용 받으며, 법적으로 유효·구속력·집행가능한 수탁계약에 따라 초기증거금을 보유해야 함
 - (③ 분리, 수탁 및 통제 요건) 토큰화 담보도 기존 고객자산과 마찬가지로 철저한 수탁·보관 및 분리 관리가 이루어져야 함
 - 즉, 담보에 대한 실질적 통제(예: 접근권한, 이전 통제 등)를 확보해 담보권이 유효하고 완전하게 작동하도록 해야 함
 - FCM, DCO, Swap Entities가 마진으로 보유하는 담보는 분리 보관 및 수탁 요건의 적용을 받으며, 적격 수탁기관에 의해 보유되어야 함
 - FCM은 분리 보관 자금으로 보유되는 모든 증권 또는 기타 비현금 자산의 유동성, 시장성, 시가평가를 평가하기 위한 정책 및 절차를 유지해야 함
 - Swap Entities는 시장 및 유동성 리스크를 다루도록 설계된 정책 및 절차를 마련해야 함
 - DCO는 각 청산회원에 대한 신용노출을 최소 일 1회 측정하고, 초기증거금 요건의 적정성을 일별로 검토해야 함
 - (④ 헤어컷 및 가치평가) 토큰화 자산에도 기존 기초자산과 같이 위험기반 헤어컷 및 평가 원칙을 적용하되, 결제 시간의 차이 또는 신용·시장·유동성 위험 등 추가적인 요인을 반영해야 함
 - 이와 관련해 DCO는 최소 월 1회 헤어컷 적정성을 평가해야 함
 - (⑤ 운영 리스크 관리) 블록체인 기반 신기술 도입에 따른 사이버 및 운영 리스크를 식별하고 대응책을 마련해야 함
 - 잠재적 사이버보안, 접근·인가, 네트워크 전반 위협 등에 대응하기 위한 조치의 식별을 포함해 적절한 운영 준비요건(필요한 기술적 역량 및 전문성 포함)을 갖출 것을 권고
- 파일럿 프로그램의 초기 3개월 간 허용된 디지털자산은 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인이며, FCM이 Staff Letter 조건을 충족하는 한, CFTC는 해당 건으로 위원회에 집행조치를 권고하지 않겠다는 No-action 입장을 발표⁷⁾⁸⁾

7) CFTC, 2025. 12. 8, Staff no-action position regarding digital assets accepted as margin collateral, CFTC Letter No. 25-40.

8) CFTC, 2026. 2. 6, Staff no-action position regarding digital assets accepted as margin collateral, CFTC Letter No. 26-05.

- 본 No-action letter는 원칙적으로 등록된 DCO 및 요건을 충족하는 해외 청산기구가 담보·결제 목적으로 수용하는 비증권형 디지털자산, 또는 등록된 DCM(Designated Contract Market) 상장 선물의 기초자산인 디지털자산을 전제로 함
 - 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인 외 추가 디지털자산 수용을 위해서는 사전에 리스크관리 정책·절차 개정 내용을 MPD에 제출해야 함
- MPD의 No-action 조치의 대상이 되는 결제용 스테이블코인(payment stablecoin)은 다음을 의미
 - GENIUS 법의 효력발생일 이전에는, 미 달러 표시 스테이블코인으로서 (a) 주(州) 규제하의 송금업자 또는 신탁회사 또는 국법신탁은행이 발행하고⁹⁾, (b) 준비자산을 현금, 미국 국채, 또는 익일물 미국 국채 환매조건부매매에 대한 직접 또는 간접 투자로 한정하여 유지하며, (c) 준비자산의 구성 및 준비자산으로 보유한 자산의 공정가치가 유통 중인 스테이블코인 수량과 동일한지 여부에 관하여 월별 인증을 공표하는 것을 의미
 - GENIUS 법의 효력발생일 이후에는, GENIUS 법상의 결제용 스테이블코인 정의에 포함된 요건을 충족하고, 해당 발행자에게 적용되는 GENIUS 법상의 요건을 준수하는 허용 결제용 스테이블코인 발행자 또는 외국 결제용 스테이블코인 발행자가 발행한 스테이블코인을 의미
- CFTC 시장참가자부(MPD)는 FCM이 디지털자산을 고객 증거금(마진 담보)으로 받을 때, (i) 해당 디지털자산 담보의 가치를 규제상 계산에 반영하는 방식과 (ii) FCM이 자체 스테이블코인으로 고객 분리계정을 채워 넣는 즉, 잔여 이자(residual interest)로 넣는 방식에 대해 서한에 적힌 사실관계와 조건을 지키는 한, MPD가 해당 권으로 제재(enforcement action)할 것을 위원회에 권고하지 않겠다(no-action)는 입장¹⁰⁾을 발표
- 이러한 No-action 조치를 적용 받기 위해 FCM이 충족해야 할 핵심 조건은 아래와 같음
 - (디지털자산 가치 반영) FCM이 디지털자산을 담보로 받을 때 (i) 고객계정의 증거금 부족(undermargined) 여부 판단과 (ii) 분리예치(segregation) 계산에 그 담보 가치를 반영하는 것을 허용하되, 관련 담보 가치 산정·헤어컷 적용 규칙을 따르도록 함
 - (잔여이자 예치) FCM이 보유한 자체 결제용 스테이블코인을 고객 분리계정에 잔여이자(residual interest)로 예치할 수 있도록 하되, 그 가치에 대해 자본부담을 반영하고, 유동성이나 가격변동 등의 위험을 평가하도록 함
 - (사전 신고) No-action 조치 활용 의사 및 적용일(reliance start date)을 사전 제출해야 함
 - (초기 3개월 디지털자산 제한) No-action 조치 적용일부터 3개월 동안 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인에 한해 담보로 활용 가능하고, 잔여이자로 예치 가능한 자산도 자체 결제용 스테이블코인으로 제한

9) CFTC는 2026년 2월 6일 Letter 25-40을 재발행하면서 스테이블코인 발행 허용 기관에 '국법신탁은행(national trust bank)'을 포함시킴

10) 완전히 제재를 하지 않겠다고 해석하기보다는, 서한에서 제시한 조건을 지키는 범위에서 MPD가 위원회에 '이 권으로 제재를 시작하라고 권고하지 않겠다'는 조건부 감독상 입장이라고 해석할 필요

- (주간 보고) No-action 조치 활용 의사를 제출한 시점의 다음 달부터 3개월 동안 매주 마감 시점 기준으로 선물·청산스왑·고객계정 클래스별 디지털자산 보유 총액을 자산 종류별로 분리해 보고해야 함
- (즉시 통지) No-action 조치 적용일로부터 3개월 동안 디지털자산 담보 활용에 영향을 미치는 중대한 이슈가 발생할 경우 신속히 서면으로 통지해야 함

□ 끝으로 CFTC는 디지털자산 및 토큰화 담보 활용을 둘러싼 시장·제도 환경이 크게 변화한 점을 반영해 기존 Staff Advisory 20-34를 전면 철회함

- 2020년 10월 CFTC 시장참가자부(MPD)는 FCM이 고객의 가상통화를 수용·보유하는 경우 적용되는 고객자금 자본요건 및 분리보관(segregation) 요건 등에 관한 지침(리스크관리 고려 사항 포함)을 제시
- 이후 2025년 9월 CFTC는 파생상품 시장에서 스테이블코인을 포함한 토큰화 담보 사용을 위한 이니셔티브를 출범
- 결제용 스테이블코인에 대한 규제 프레임워크를 정립하는 GENIUS 법이 서명 및 제정되면서, 이전 권고문(Staff Advisory 20-34)은 구식(outdated)이며 더 이상 관련성이 없다고 판단되어 즉시 철회 결정
 - 해당 권고문은 분리보관 계정 내에서 FCM의 가상통화(virtual currency) 취급을 제한함

□ CFTC의 이번 조치는 기존 증거금·담보 규율과 정합적인 틀 안에서 디지털자산을 수용한 데 의의가 있으며, 향후 자본 효율성 제고, 결제 리스크 완화, 토큰화 자산 활용 확대 등 긍정적 변화를 촉진할 것으로 기대

- 관련 업계에서는 이번 조치가 제도권 금융 내에서 디지털자산을 인정하는 신호이자, 적절한 시장 규제하에서 디지털자산 채택이 확대되는 데 중요한 계기가 될 것으로 기대¹¹⁾
- 특히 파생상품 투자자와 기관들은 보유중인 디지털자산을 직접 증거금으로 활용함으로써 자금 운용 효율을 높일 수 있을 것
 - 예를 들어, 펀드가 이미 비트코인을 보유하고 있는 경우 지금까지는 파생상품 거래를 위해 비트코인을 매도해 현금(또는 기존 적격 담보)으로 바꾼 뒤 증거금으로 예치해야 했으나, 디지털자산을 증거금으로 인정하게 되면 이러한 절차 없이 보유 중인 비트코인을 그대로 담보로 활용해 즉시 포지션을 설정 및 유지할 수 있게 됨¹²⁾
- 또한 토큰화 자산을 담보로 사용하게 되면 증거금의 이동과 결제 처리가 거의 실시간으로 가능해져, 기존 금융시스템의 결제 지연 리스크가 상당 부분 줄어들 것으로 예상

11) COINCU, 2025. 12. 9, CFTC unveils pilot program for digital assets in derivatives market.

12) 토큰포스트 플러스, 2025. 12. 10, “디지털 자산이 금융 규제 중심부로”...멕시벤처스, CFTC의 BTC·ETH·USDC 담보 수용 분석.

— 규제의 명확성이 뒷받침되면서 앞으로 실물자산의 토큰화가 더욱 촉진될 것으로 전망되며, 금융기관들이 전통자산을 블록체인 상에서 운용하는 방안에 대해 적극적으로 모색할 것으로 기대¹³⁾

선임연구원 정지수

13) JDSUPRA, 2025. 12. 11, CFTC issues guidance on tokenized collateral and other crypto sprint developments.