

英·美의 OTC 파생금융 거래에 대한
규제체계와 시사점

1999. 10

연구위원 오 승 현
연구위원 오 경 희

한국증권연구원

목 차

I. 서론	1
1. 장외 (OTC) 파생금융 거래의 경제적 기능과 그 필요성	1
2. 장외 파생금융 거래에 대한 규제 의 필요성	2
3. 장외 파생금융 거래의 현황	4
4. 장외 파생금융 거래 관련 국내 법규	5
5. 연구의 목적 및 필요성	6
II. SEC의 OTC 파생금융 거래 규제 체계	7
1. 기존 규제의 문제점과 그 대안	7
2. OTC 파생금융 딜러 (OTC derivatives dealer) 제도	9
3. OTC 파생금융 딜러에게 특수하게 적용되는 규제	15
4. OTC 파생금융 딜러에게 적용이 면제되는 사항	25
III. CFTC의 OTC 파생금융 거래 규제 체계	28
1. 상품거래법 (CEA)의 적용범위	28
2. 상품거래법에 의한 OTC 파생금융 거래의 규제	29
3. 스왑 계약 (Swap Agreement)	31
4. 혼성 투자 상품 (Hybrid Instruments)	35

5. 상품거래법에서 면제되는 기타 OTC 파생금융 거래	39
IV. 영국의 OTC 파생금융 거래 규제체계	42
1. 개요	42
2. 금융서비스법 (Financial Service Act of 1986)	44
3. 금융감독위원회 (FSA)	48
4. FS Act 적용 기관의 파생금융 거래에 대한 규제	49
5. 면제기관 (등재금융기관)에 대한 규제	56
V. 英·美 OTC 파생금융 거래에 대한 규제체계의 시사점	64
1. OTC 파생금융 거래에 대한 규제의 ‘기본틀’	64
2. ‘기본틀’로 분석한 영미의 OTC 파생금융 거래 규제체계	65
3. OTC 파생금융 거래에 대한 규제의 바람직한 방향	67
참고문헌	71

I. 서론

1. 장외 (OTC) 파생금융 거래의 경제적 기능과 그 필요성

- 장외 파생금융상품 (OTC derivatives)의 정의
 - 기초자산 (underlying assets)의 가치에 따라 자신의 가치가 결정되는 파생상품 계약으로 등록된 거래소 (regulated exchange) 이외의 장소에서 거래되는 계약¹⁾²⁾

- 파생금융상품 (derivatives)과 전통적 유가증권 (traditional securities)³⁾
 - 파생금융상품의 주요 기능은 시장위험의 이전 (shifting market risk)
 - 전통적 유가증권의 주요 기능은 자본의 형성 (raising capital)

- 장내시장 (centralized exchange market)과 장외시장 (OTC market)
 - 장내시장의 주요 기능은 가격발견 (price discovery)

1) 기초자산에는 농산물, 금속, 또는 원유와 같은 물리적인 상품, 이자율, 유가증권과 같은 금융상품, 지수, 외환, 또는 이와 같은 자산의 가치 사이의 스프레드 (spreads) 등이 포함됨

2) Group of Thirty, Derivatives ; Practices and Principles 2 (1993)

3) 미국 증권법상 유가증권은 *주식, *채권, *채무증서, *이익분배계약에 대한 지분 또는 참가권을 표시하는 증서, *회사설립전 증서 또는 청약영수증, *의결권신탁증서, *양도가능지분, *증권예탁증서, *석유, 가스 및 기타 광업권에 대한 분할되지 아니한 지분, *유가증권 및 유가증권의 지수에 대한 매도권, 매수권, 옵션 및 특권, *외화와 관련하여 국내증권거래소에 상장된 매도권, 매수권, 옵션 및 특권, *일반적으로 증권이라고 인식되는 권리나 증서 등을 포함함. 따라서 증권법상 유가증권의 범주는 파생상품의 속성을 포함하므로 이와 같은 파생상품의 속성을 포함하지 않는 유가증권을 '전통적 유가증권'이라 함

- 풍부한 유동성, 낮은 거래비용, 신속한 정보 반영, 낮은 신용위험 등으로 요약되는 장내시장의 특성은 효과적인 가격발견을 가능하게 함
- 장외시장의 주요 기능은 수요자의 필요에 적절한 상품의 제공 (product customizing)
- 분산화된 거래 (decentralized trading), 본인간 거래 (principal to principal trading) 및 대량거래 등으로 요약되는 장외시장의 특성은 주문형 상품의 거래에 유리함

○ 장내 파생금융상품과 장외 파생금융상품

- 장내 파생금융상품은 시장위험 이전 및 가격발견 기능을 제공함
- 장외 파생금융상품은 다양한 시장위험을 이전하기 위해 개별 수요자에게 적합한 위험구조를 제공함 (risk customizing)

2. 장외 파생금융 거래에 대한 규제의 필요성

○ 금융시장의 안정성 확보

- 장외 파생금융 거래에서 발생하는 위험은 개별기업 차원의 위험과 금융 시스템 차원의 위험 (체제위험)으로 나누어짐⁴⁾
- 체제위험 (systemic risk)
 - 개별기업이 장외 파생금융 거래의 계약을 불이행할 경우, 그러한 장외 파생금융 거래의 상대방이 연속적으로 부도 및 계약 불이행

4) 개별기업수준의 위험은 시장위험 (market risk), 신용위험 (credit risk), 결제위험 (settlement risk), 법적 위험 (legal risk), 영업위험 (operational risk) 등으로 구분됨

을 발생시켜서 금융 시스템 전체가 붕괴되는 위험

- 장외 파생금융 거래는 신용도가 높은 소수의 참여자에게 집중되고, 거래 금액은 대규모화하는 경향이 있음
- 따라서 규제되지 않는 장외 파생금융 거래는 경제전체의 안정성을 해치는 외부비경제 (external diseconomy)를 유발함

○ 투자자 보호

- 거래소나 청산조직이 없으므로 위험의 관리는 개별적인 거래자 차원에서 이루어질 수밖에 없음
 - 금융공학의 발달과 상품구조의 복잡성이 심화되어 시장 참가자들이 상품의 위험을 측정하기가 어려워짐
- 금융지식 및 정보의 차이로 불공정한 거래가 발생할 가능성이 높음

○ 장외 파생금융 거래의 투명성 향상

- 장외 파생금융 거래의 상당수는 부외 (off-balance sheet) 거래로 이루어져 투명성이 결여됨

○ 국제 자본시장의 안정성 강화

- 탈규제화로 인해 국제 자본시장간에 대규모 파생상품 거래가 이루어짐
- 대부분의 시장 참가자들은 장외와 장내 두 시장을 모두 이용하고 있으며 그 결과, 장외 파생금융 시장에서의 실패는 거래소 시장에 영향을 줄 가능성이 있음
- 국제 자본시장의 연계성이 커져서 한 시장의 충격이 다른 시장으로 신속히 전파됨

3. 장외 파생금융 거래의 현황

- 1998년 하반기 전세계 장외파생상품계약 (외환, 금리, 주식, 상품에 관련된 계약을 조사 대상으로 함)의 기준금액 (notional amounts)의 총액은 대략 \$80조 3,000억에 이르고 있음⁵⁾

- 국내의 장외파생금융 거래 현황
 - 증권사는 장외파생상품 관련 영업을 할 수 없으므로 주로 역외펀드를 통한 거래가 이루어짐
 - 역외펀드는 외환거래가 수반되므로 외국환거래법의 적용대상임

- 국내 증권회사의 장외 파생상품 업무취급 추진 현황
 - '97. 6월 정부가 '금융개혁 세부추진방안'에 의거, '97. 7월중 “증권회사에게 장외파생상품에 대한 구체적인 허용방안을 마련하겠다”고 발표
 - '97. 7월 증권감독원도 '증권회사의 장외금융파생증권취급 허용에 따른 검토안'을 작성하고 가칭 '증권회사의 장외금융파생상품거래에 관한 규정(안)'을 검토함
 - 그러나 국내 금융기관의 구조조정 등에 따른 여파로 제도의 도입이 잠정 보류됨
 - 현재 소수 증권회사를 중심으로 내부 위험관리시스템 도입 및 전문가 양성 등 장외 파생상품 거래제도 도입을 준비하고 있음

5) 선진 10개국의 주요은행과 달러들을 대상으로 국제결제은행 (BIS)이 조사한 결과임

4. 장외 파생금융 거래 관련 국내 법규

- 금융감독위원회는 선물업자의 장외 파생금융 거래에 대해 다음을 명할 수 있음⁶⁾
 - 특정한 장외거래의 제한 및 거래상대방의 제한
 - 내부통제기구의 설치 등 장외거래에 따른 위험관리
 - 장외거래에 따른 정보의 공시
 - 장외거래에 관한 회계보고 등의 정기보고 또는 수시보고

- 외국환의 파생금융거래의 중개 또는 관련업무를 업으로 하고자 하는 자는 충분한 자본, 시설 및 전문인력을 갖추어 재경부 장관의 인가를 받아야 함⁷⁾

- 기타
 - 외국환거래법 시행령 8조는 장외 파생금융 거래를 정의하고 있음
 - 외국환거래규정 7-60조는 한국은행총재에게 신고해야하는 파생금융 거래를 규정함
 - 외국환거래규정 7-61조는 한국은행총재의 허가를 받아야하는 파생금융 거래를 규정함

6) 선물거래법 93조와 동법 시행령 35조의 2 (장외거래에 대한 명령)

7) 외국환거래법 9조

5. 연구의 목적 및 필요성

- '97. 6월 정부가 '금융개혁 세부추진방안'에 의거, "증권회사에게 장외파생상품에 대한 구체적인 허용방안을 마련하겠다"고 발표한 이후 관계기관과 각 증권회사에서 이에 대한 준비를 시작하였으나 이후 발생한 금융위기 상황으로 인해 제도 도입이 일시 보류되었음
- 현재를 경제위기 수습 국면으로 볼 때, 장외 파생상품 거래제도의 추진을 고려해 볼 시점이 되었음
- 이에 장외 파생금융 거래의 규제에 대한 선진국의 입장과 접근법을 고찰하여 볼 필요가 있음
 - 미국과 영국의 관련 규제를 분석하여 우리나라에 적합한 장외 파생금융 거래제도의 방향을 제시하고자 함

II. SEC의 OTC 파생금융 거래 규제체계

1. 기존 규제의 문제점과 그 대안

○ OTC 파생금융 거래에 대한 기존 규제의 현황과 문제점

— 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934, 이하 SEA)은 SEA상 유가증권인 OTC 파생금융 거래를 규제함⁸⁾

- SEA상 유가증권인 OTC 파생금융 거래를 발생시키는 업무를 ‘SEA상 유가증권인 OTC 파생금융의 거래 업무’ (securities OTC derivatives activities) 라고 함
- ‘SEA상 유가증권인 OTC 파생금융 거래 업무’를 하고자 하는 자는 SEC에 브로커-딜러로 등록해야하고, SEA의 적용을 받게됨
- 따라서 ‘SEA상 유가증권인 OTC 파생금융의 거래 업무’를 하는 자는 SEA상의 브로커-딜러로서 모든 규제조항을 충족해야 함

— SEA상의 전통적 브로커-딜러에 대한 규제조항들은 광범위한 OTC 파생금융 업무를 수행하는데 있어서 과도한 규제를 담고 있음

- 유사한 OTC 파생금융 업무를 수행하는 은행이나 미국 이외의 금융회사에 비해 SEA의 규제가 강함

8) 옵션의 규제권에 대한 SEC와 CFTC의 합의조항 (Johnson-Shad Accord)에 의해, 유가증권, 예금증서, 전국증권거래소 (national securities exchange)에서 거래되는 외환, 면제증권 (exempted securities), 주가지수 등에 대한 옵션은 SEC가 규제함. 반면, 면제증권, 예금증서, 유가증권의 지수 등에 대한 선물 및 이러한 선물에 대한 옵션, 그리고 전국증권거래소에서 거래되지 않는 외환에 대한 옵션은 CFTC가 규제함. 한편, 면제증권을 제외한 개별 유가증권에 대한 선물 및 이러한 선물에 대한 옵션은 불허됨

- 그 결과 원활한 OTC 파생금융 업무를 위해서 미국의 증권회사들은 해외에 설립한 자회사를 통해 영업을 함
- 은행과 역외 금융기관에 비해서 미국의 증권회사가 당면한 규제상의 불이익은 다음과 같음
 - SEA상 유가증권인 OTC 파생금융의 거래와 SEA상 유가증권이 아닌 OTC 파생금융의 거래가 별도로 관리되므로 상계 (netting)를 통한 신용위험의 효율적 관리가 어려움
 - 등록된 브로커-딜러에게 적용되는 자본 및 신용 요구사항 (capital and margin requirement)은 OTC 파생금융 거래에 대해 과도한 비용을 발생시킴

○ OTC 파생금융 딜러 (OTC derivatives dealer) 제도의 도입

- OTC 파생금융 딜러에 대한 규제 법령과 그 의미
 - 기존의 브로커-딜러에 비해 규제가 완화된 새로운 형태의 브로커-딜러
 - OTC 파생금융 딜러는 SEC에 등록되어야 하므로 거래상대방도 거래의 법적 확실성을 얻을 수 있음
 - SEC에 등록된 딜러로서 OTC 파생금융 딜러는 투자자 보호, 반사기, 반조작 관련 조항은 적용됨
 - OTC 파생금융 딜러는 상품거래법 (Commodity Exchange Act, 이하 CEA), CFTC (Commodity Futures Trading Commission) 등 관계된 규제법령과 규제기관의 적용을 동시에 받게됨
- OTC 파생금융 딜러의 경제적 성격
 - OTC 파생금융 거래를 전문으로 하는 OTC 파생금융 딜러로 등록되면 SEA의 규제에 대한 부담에서 벗어나 은행이나 역외의 금융

기관과 공정하게 경쟁할 수 있게됨

- OTC 파생금융 딜러는 ‘SEA상 유가증권인 OTC 파생금융의 거래 업무’와 SEA상 유가증권이 아닌 OTC 파생금융의 거래 업무를 모두 수행할 수 있음
- 따라서 보다 광범위한 상계 계약이 가능해지고 거래상대방 신용위험을 보다 효율적으로 관리할 수 있음
- 기존의 증권회사는 OTC 파생금융 딜러를 자회사로 설립함으로써 OTC 파생금융 시장에 진출할 수 있음

2. OTC 파생금융 딜러 (OTC derivatives dealer) 제도

가. 용어의 정의

○ ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’ (eligible OTC derivative instrument)⁹⁾

— 현재 존재하거나 미래에 개발될 OTC 파생금융 상품을 총칭하는 개념으로 다음 중의 하나에 해당함

- 상품, 유가증권, 통화, 이자율 또는 기타 비율, 지수, 경제 또는 금융 변수 등의 값에 따라 전체적 또는 부분적인 매수 또는 매도를 확정적 또는 조건부로 예정하는 계약
- 가능한 금융, 경제 또는 영업 결과에 관련된 사건의 발생 여부에 따라 금액의 지급이나 실물의 인수도가 결정되는 계약
- 위의 두 가지 성격의 계약들의 순열 또는 조합으로 표현되는 계약

9) 17 CFR 240.3 b-13

— ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’의 예

- 이자율스왑, 통화스왑, 유가증권스왑, 상품스왑, 유가증권에 대한 장기 선도계약 (long-dated forwards on securities), 유가증권이 아닌 대상에 대한 선도계약, OTC 옵션 등

— ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’에서 제외되는 파생금융 상품

- 전국증권거래소 (national securities exchange) 또는 NASDAQ에서 상장 또는 거래되는 파생금융 상품 (예: 유가증권에 대한 단기 선도계약)
- 파생금융 상품의 특성을 결정하는 중요한 경제적 변수들이 표준화되어서 수단간 서로 대체 가능한 (fungible) 종류의 파생금융 상품
- 미국 정부 발행 유가증권에 대한 선도계약 중 만기가 1년 이하인 것
- 미국 정부 발행 유가증권을 제외한 유가증권에 대한 선도계약 중 만기가 4개월 이하인 것

○ ‘담보관리 목적의 증권업무’ (cash management securities activities)는 OTC 파생금융 거래 과정에서 발생하는 담보를 관리하기 위해서 필요한 유가증권 관련 업무임¹⁰⁾

— 거래상대로부터 제공된 담보의 매각이나 처분

— 거래상대에게 제공될 담보의 취득과 그 후의 처분

— 담보인 현물의 관리

— 달러 포지션에 대한 자금조달

— 위의 4가지 유가증권 업무는 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’이 포함된 비유가증권 업무의 수행과 관련되어서 발생해야 함¹¹⁾

10) 17 CFR 240.3 b-14

- ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’ (ancillary portfolio management securities activities)는 OTC 파생금융 거래에서 발생하는 각종위험 (시장위험, 유동성위험, 거래상대방위험 등)을 관리하기 위해서 행해지는 유가증권 관련 업무임¹²⁾
 - ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’는 다음의 유가증권 업무로 제한됨
 - ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’에 대한 딜러 업무와 관련된 유가증권 업무
 - 딜러에 의한 유가증권의 발행
 - SEC가 정하는 기타 유가증권 업무
 - ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’는 다음 목적에 따라 수행되어야 함
 - 시장위험 및 신용위험의 감소를 위해 수행된 유가증권 업무
 - 포트폴리오관리의 목적으로 행해진 일시적 거래 업무
 - ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’의 규모는 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 부채비율위험 (leverage risk)에 대해서 다음과 같이 제한됨
 - 거래를 수행하는 관계자 (associated person)에 부여된 위험 한도 이내
 - 딜러 등록절차에서 승인된 위험관리 내부지침에 따른 한도 이내

나. OTC 파생금융 딜러 (OTC derivatives dealer)¹³⁾

- OTC 파생금융 딜러는 등록된 일반 브로커-딜러의 자회사이어야 하며, 등록된 일반 브로커-딜러에 대한 규제를 상당부분 면제받는 동시에 특

11) 비유가증권 업무란 유가증권이 아닌 대상의 매매, 중개, 관리, 투자자문 등의 업무를 말함

12) 17 CFR 240.3 b-15

13) 17 CFR 240.3 b-12

별한 규제가 부과된 특수한 종류의 브로커-딜러임

- OTC 파생금융 딜러에 대한 규제 면제의 내용
 - 자율규제기관에 가입해야할 의무 면제
 - 일반 브로커-딜러에 대한 신용규정 (margin rule) 적용 면제
 - 유가증권 투자자 보호법 (Securities Investor Protection Act of 1970)의 적용 면제

- OTC 파생금융 딜러에게만 적용되는 규제의 내용
 - 가능한 유가증권 업무에 대한 제한
 - 내부 위험통제 체제에 대한 특수한 요구사항
 - 기록유지와 보고 의무
 - 새로운 순자본 규정의 적용

- OTC 파생금융 딜러에게 ‘허용된 유가증권 업무’ (permissible securities activities)¹⁴⁾
 - SEA상 유가증권에 해당하는 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’에 대한 딜러 업무
 - 유가증권에 대한 워런트, 혼성 유가증권 (hybrid securities)과 구조설계 채권 (structured note)을 포함한 유가증권의 발행 및 발행된 유가증권의 채취¹⁵⁾

14) 17 CFR 240.15 a-1

15) 혼성 유가증권 (hybrid securities)이란 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’과 유사한 현금흐름 구조를 내포하고 있는 유가증권으로 정의됨

- ‘담보관리 목적의 증권업무’
- ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’
- SEC가 정하는 기타 유가증권 관련 업무

○ OTC 파생금융 딜러의 ‘주요 유가증권 업무’¹⁶⁾

- SEA상 유가증권에 해당하는 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’에 대한 딜러 업무
- 유가증권에 대한 워런트, 혼성 유가증권 및 구조설계 채권을 포함한 유가증권의 발행 및 발행된 유가증권의 재취득
- ‘담보관리 목적의 증권업무’
- OTC 파생금융 딜러가 ‘주요 유가증권 업무’이외의 ‘허용된 유가증권 업무’를 수행하기 위해서는 ‘주요 유가증권 업무’가 선행되어야함

○ OTC 파생금융 딜러에게 금지된 유가증권 업무¹⁷⁾

- ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’이 아닌 유가증권에 대한 거래로서
- ‘담보관리 목적의 증권업무’, ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’ 및 SEC가 OTC 파생금융 딜러에게 허용하는 기타 유가증권 업무가 아닌 유가증권 업무
 - 예를 들어, 수수료를 목적으로 하는 주식중개 업무나 시세차익을 목적으로 하는 채권매매 업무는 OTC 파생금융 딜러에게는 금지됨

16) 17 CFR 240.3 b-12(b)

17) 17 CFR 240.3 b-12(c)

다. 상품거래법 (Commodity Exchange Act)과 OTC 파생금융 딜러

- SEC가 규제하는 OTC 파생금융 딜러 업무의 범위
 - SEC 규정은 OTC 파생금융 딜러의 유가증권 업무만을 규제함
 - 다음 조건하에선 OTC 파생금융 딜러의 비유가증권 업무는 SEC 규정에 의해 규제 받지 않음
 - 적정한 순자본 유지 규정의 준수
 - 내부 위험관리 통제 규정의 준수
 - 따라서 SEC 규정은 OTC 파생금융 딜러가 SEA상 유가증권이 아닌 파생금융 거래를 수행할 수 있는 능력을 제한하지 않음

- OTC 파생금융 딜러의 비유가증권 업무는 CFTC를 비롯한 관련 규제기관이 규제함
 - SEC 규정이 규제하지 못하는 부분을 기능적으로 관계있는 규제기관이 규제하는 방식은 일반 브로커-딜러에게도 일관성 있게 적용됨 (기능별 규제, functional regulation)
 - 따라서 OTC 파생금융 딜러의 비유가증권 업무는 CEA 및 관계법령을 준수해야 함

3. OTC 파생금융 딜러에게 특수하게 적용되는 규제

가. OTC 파생금융 딜러가 수행하는 유가증권 거래의 중개에 대한 규제

○ OTC 파생금융 딜러의 유가증권 거래에 대한 규제의 필요성

- 거래상대방 (counterparty)이 OTC 파생금융 딜러를 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’ (fully regulated broker-dealer)로 오인할 가능성이 존재함
- 모든 유가증권의 거래는 장내거래, 장외거래를 막론하고 기존의 거래 실행 표준 (sales practice standard)에 입각해야함

○ OTC 파생금융 딜러의 유가증권 거래에 대한 규제

- OTC 파생금융 딜러의 모든 유가증권 거래 (OTC 파생금융 거래를 포함)는 그 딜러의 관계사로서 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’를 통해 실행되어야 함¹⁸⁾
 - 따라서 OTC 파생금융 딜러의 모든 유가증권 거래는 기존의 거래 규정에 입각해서 실행됨
- OTC 파생금융 딜러와의 유가증권 거래를 권유하거나 실행하기 위해 거래상대방을 접촉하는 자는 OTC 파생금융 딜러의 관계사인 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’의 등록된 대표이어야 함
 - 이러한 자는 OTC 파생금융 딜러와 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’ 양쪽에 동시에 고용될 자일 수 있음

18) 17 CFR 240.15 a-1

- OTC 파생금융 딜러의 유가증권 거래의 중개에 대한 규제의 예외 사항¹⁹⁾
 - 등록된 브로커-딜러, 딜러 자격으로 거래하는 은행, 외국인 브로커-딜러, OTC 파생금융 딜러의 관계회사가 본인 (principal)으로 참여하는 거래는 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’ 관계사를 통해 실행될 필요가 없음
 - OTC 파생금융 딜러가 외국 유가증권을 포함한 ‘포트폴리오관리에 부수되는 증권업무’를 수행할 경우, 외국 유가증권의 거래는 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’의 관계사를 통해 실행될 필요가 없음
 - 등록된 브로커-딜러, 딜러 자격으로 거래하는 은행, 외국인 브로커-딜러, OTC 파생금융 딜러의 관계회사가 거래상대방일 경우는 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’ 관계사의 등록된 대표가 아니더라도 OTC 파생금융 딜러의 피고용자이면 거래상대방과 접촉할 수 있음

나. OTC 파생금융 딜러에게 적용되는 순자본 (net capital)에 대한 규제

- 기존의 순자본 규정 (net capital rule)의 문제점
 - 순자본 규정은 모든 등록된 브로커-딜러에게 일정수준 이상의 순유동성 자산, 즉, 순자본을 유지할 것을 요구함
 - 요구되는 최저수준 이상의 순자본을 유지하지 못하는 브로커-딜러는 정식 법적 절차를 통하지 않고도 청산될 수 있음

19) 17 CFR 240.15 a-1(c)

- 이는 브로커-딜러의 실패에서 발생하는 손실로부터 고객을 보호하기 위한 규정
 - 순자본 규정은 브로커-딜러의 영업 성격이나 고객의 자금 및 유가증권을 다루는지에 따라 상이한 최소 순자본 수준을 적용함
- 순자본은 브로커-딜러의 자본에서 보유하고 있는 자산 및 유가증권의 종류에 따라 일정비율을 차감 (haircut)하여 계산됨
- 유가증권 차감 (securities haircut) 비율은 시장위험, 신용위험, 유동성위험을 감안하여 결정됨²⁰⁾
- 등록된 브로커-딜러에 대한 기존의 순자본 요구사항은 비율요구사항과 최소 수준 요구사항임²¹⁾²²⁾

20) 순자본 (net capital) 계산에 고려되는 구체적 항목은 다음과 같음

- 미실현 손익과 이연된 세금
- 후순위 부채 (subordinated liabilities)의 제외
- 개인소유 (sole proprietors) 브로커-딜러의 경우 비영업용 자산을 초과하는 비영업 부문 부채의 초과분 차감
- 즉시 현금화되지 못하는 자산의 차감
- 자산 종류별 시장위험 및 만기에 따른 유가증권 차감을 만큼의 차감
- 시장성이 없는 유가증권 (non-marketable securities) 가치의 차감
- 거래체결 후 5영업일 이후에도 인도되지 못한 계약의 기초자산의 일정 부분 차감
- 고객, 비고객 계좌의 증거금이 유지증거금 수준에 미달하는 부분만큼의 차감
- contractual commitments에 대해 일정 부분 차감, contractual commitment란 인수계약, 발행일결제 (when issued) 계약, 분배일 결제 (when distributed) 계약, 지연된 인도 (delayed delivery) 계약, 외환 및 상품에 대한 풋 또는 콜 계약 등임, 그러나 유가증권이나 상품거래소에서 거래되는 계약의 일반적인 매매는 포함하지 않음

21) 17 CFR 240.15 c3-1(a)(1)

22) 비율 요구사항은 ① 총부채 (aggregate indebtedness)는 순자본의 1,500% (또는 브로커-딜러로 영업을 시작한지 12개월 이후부터는 800%)를 초과하지 못함 ② 또는, 순자본은 \$250,000 및 총부채의 2% 이상을 유지해야함이며 최소 수준 요구사항 (minimum requirements)은 ① 고객계좌를 관리하는 브로커-딜러의 순자본은 \$250,000 이상 (이때 고객계좌를 관리하는 브로커-딜

— 기존의 순자본 규정이 OTC 파생금융 딜러에 대해 부적합한 이유

- 기존의 규정은 순자본 계산시 브로커-딜러가 제공한 무담보 신용에 대해 거의 전액을 차감하게 하고, 무담보 신용에 대한 헤지 허용 한도를 제한함
- 따라서 미국에서 등록된 브로커-딜러에 대해 스왑이나 기타 OTC 파생금융 거래시 부과되는 자본 차감액이 과도해짐
- 이는 OTC 파생금융 거래를 수행하는 은행이나 외국 증권회사에 비해 미국에서 등록된 브로커-딜러에게 과도한 자기자본의 유지를 요구하여 결과적으로 등록된 브로커-딜러의 경쟁력을 저하시킴

○ OTC 파생금융 딜러에 대한 새로운 순자본 계산 방식

- 시장위험에 대한 자본 차감액 (capital charges)의 계산방식을 유가증권 차감율의 방식 대신에 VaR (Value-At-Risk) 모형을 이용하여 계산함
 - 자본 차감액은 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’과 기타 포지션의 VaR에 일정한 승수를 곱하여 계산함
- 신용위험에 대한 자본 차감액의 계산은 자산별 계산방식에서 거래상대방별 순대체가치 (net replacement value) 계산방식으로 전환됨²³⁾²⁴⁾

러란 고객의 자금이나 유가증권을 위탁받아 고객계좌의 형태로 유지하는 브로커-딜러를 말함) ② 고객이나 거래를 소개만 해주는 브로커-딜러의 순자본은 \$50,000 이상 ③ 등록된 투자회사의 환매가능 주식에 대한 매매를 담당하는 브로커-딜러의 순자본은 \$250,000 이상임

- 23) 순대체가치란 거래상대방과의 상계 계약과 유동성 담보를 모두 감안하여 계산되는 순수한 신용위험 노출치임
- 거래상대방 부도시 신용위험에 대한 자본 차감액= 순대체가치
 - 거래상대방이 정상의 경우 신용위험에 대한 자본 차감액
= 순대체가치*0.08*거래상대방 요인 (counterparty factor)
 - 특정 거래상대방에 대한 순대체가치가 임시 순자본 (tentative net capital)의 25%

○ OTC 파생금융 딜러에 대한 순자본 요건

— OTC 파생금융 딜러에 대한 순자본 계산 방식의 선택

- OTC 파생금융 딜러는 기존의 순자본 계산 방식을 사용할 수 있으나 새로운 순자본 계산 방식의 적용을 SEC에 신청할 수 있음
- OTC 파생금융 딜러는 SEC의 허가를 받으면 새로운 순자본 계산 방식을 적용할 수 있음

— OTC 파생금융 딜러의 순자본 요건

- 임시 순자본은 \$1억 이상
- 순자본은 \$2,000만 이상

다. OTC 파생금융 딜러의 VaR 모형에 대한 SEC의 허가요건²⁵⁾

○ 정성적 요구사항 (Qualitative requirement)

— VaR 모형은 해당 회사의 일일위험관리 절차와 통합되어야 함

를 초과할 경우 그 초과분에 대해서 투자집중에 대한 차감액 (concentration charges)이 일정비율로 추가 부과됨

<표> 거래상대방 요인 및 투자집중 차감비율

상대방 요인	투자집중 차감비율	거래상대방에 대한 조건
20%	5%	무보증 장기채권이 CP가 NRSRO의 상위 2번째 등급에 포함됨
50%	20%	무보증 장기채권이 NRSRO의 상위 3, 4번째 등급에 포함됨
100%	50%	무보증 장기채권이 NRSRO의 5번째 등급 이하에 포함됨
* NRSRO: nationally recognized statistical rating organization		

24) 임시 순자본 (tentative net capital)이란 유가증권 차감율로 차감하기 전의 순자본임, OTC 파생금융 딜러의 임시 순자본은 시장위험과 신용위험에 따른 조정 금액을 차감하기 전의 순자본임

25) 17 CFR 240.15 c3-1f(e)

- VaR 모형은 반드시 위기분석 (stress test)을 시행하고 그 분석 결과에 따라 적절한 위험관리 절차를 개발해야 함
- VaR 모형은 정기적 점검을 받아야 하며, 매년 독립적 회계감사인에 의해 점검 받아야 함
- VaR 모형에 대해 사후검증 (backtesting)을 실시해야 함²⁶⁾

○ 정량적 요구사항 (Quantitative requirement)

- VaR 측정치는 99% 단측 신뢰구간을 이용하여 일별로 계산되고, 10 영업일간의 가격변동을 기준으로 표시되어야 함
- VaR 측정용 유효 관찰기간은 1년 이상이어야 하고, 개별 관측치간의

26) VaR 모형에 대한 사후검증 (backtesting) 절차

- VaR 모형을 사용하여 순자본이 계산된 지 1년째가 되면 달러는 반드시 사후검증을 실시해야 함
- 사후검증의 방법은 가장 최근 영업일 250일 동안의 일별 거래 순손익과 그에 대응하는 VaR 측정치를 비교 (VaR 측정치는 시장위험에 대한 자본 차감액을 구하는데 사용되는 수치로 보유기간 1일, 99% 단측 신뢰구간을 전제하여 계산됨)
- 각 분기별로 거래 순손실이 VaR 측정치를 초과한 일자의 수를 계산함
- OTC 파생금융 달러는 다음 기의 사후검증 결과가 얻어질 때까지 다음 표의 승수를 사용하여 시장위험에 대한 자본 차감액을 계산함

<표> 사후검증에 근거한 승수

초과한 날짜의 수	승수
4일 이하	3.00
5	3.40
6	3.50
7	3.65
8	3.75
9	3.85
10일 이상	4.00

가중평균 시차는 6개월 이상이어야 함

- 과거 자료는 매 3개월마다 갱신되어야 하고 시장가격이나 변동성이 크게 움직이는 경우마다 갱신되어야 함

— VaR 측정치는 포지션의 다음 특성치들을 포함해야 함

- 옵션포지션의 비선형적 가격 특성에서 발생하는 위험
- 기초자산 가격의 변동성 변화에 따른 시장가치의 민감도

— VaR 측정치는 위험 범주 내 또는 위험 범주간의 경험적 상관관계를 활용 할 수 있음

- 단, OTC 파생금융 딜러가 상관관계를 측정하는 절차를 일정 양식에 따라 기술하고, SEC가 그것을 승인해야 함
- VaR 측정치에 위험 범주간의 경험적 상관관계가 반영되지 않을 경우, 딜러는 4가지 위험 범주 각각에 대한 개별 VaR 측정치를 더하여 총합 VaR 측정치 (aggregate VaR measure)를 결정해야 함²⁷⁾

— VaR 모형은 모든 포지션에 내재된 시장위험을 측정할 수 있는 위험요소를 사용하여야함

- 고려되어야하는 최소한의 위험요소는 이자율위험, 주가위험, 환율위험, 그리고 상품가격 위험의 4가지임
- 주요 통화와 시장의 중요한 위험노출에 대해 모형은 스프레드 위험을 탐지해낼 수 있어야함
- 모형은 이자율간의 변동성 차이와 불완전한 상관관계를 감안하여 수익률 곡선을 충분히 분할하여 고려해야함
- VaR 모형을 통해 추가변동 위험에 따른 자본 차감액을 계산하고

27) 4가지 위험 범주는 SEC가 인정하는 VaR 모형에서 고려되어야하는 최소한의 위험요소로서 이자율위험 (interest rate risk), 주가위험 (equity price risk), 환율위험 (foreign exchange rate risk), 그리고 상품가격위험 (commodity price risk) 임

자 할 경우, OTC 파생금융 딜러는 SEC에 그 모형이 포지션의 주가변동 위험을 포함하여 특정 위험을 고려한다는 것을 증명해야함

라. 기록관리와 보고체계에 대한 규제

○ OTC 파생금융 딜러의 원장 및 기록 유지에 대한 의무²⁸⁾

- 원장 및 기록 유지 의무에 대해서는 다른 등록된 브로커-딜러와 동일함
- OTC 파생금융 딜러는 다음과 같은 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’에 대해서는 기록을 유지해야함
 - OTC 파생금융 딜러가 직·간접적으로 이해관계를 갖는 경우
 - OTC 파생금융 딜러가 보장하거나 발행한 경우
- ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’ 거래에 대한 기록은 다음의 내용을 최소한 포함해야함
 - 유가증권 또는 기타 수단에 대한 확인
 - 거래상대방
 - 계약수

○ OTC 파생금융 딜러는 다음 상황에서 그 내용을 SEC와 검사 당국에 신고해야함²⁹⁾

- 임시 순자본이 임시 순자본에 대한 최소 요구 수준의 120%에 미달할 때
- 임시 순자본이 임시 순자본에 대한 최소 요구 수준에 미달할 때

28) 17 CFR 240.17 a-3

29) 17 CFR 240.17 a-11

- OTC 파생금융 딜러에 대한 외부감사 및 그 내용에 대한 보고³⁰⁾
 - 재무 활동 통합 보고서 (FOCUS reports)의 분기별 제출³¹⁾
 - 재무제표에 대한 회계감사 보고서의 연도별 제출
 - 회계감사에서 재고에 대한 가치 추정
 - SEC에 제출된 방식과 일치해야함
 - SEC 규정 (rule 15c3-1f)과 부합해야함

마. OTC 파생금융 딜러에 대한 ‘내부 위험 관리 및 통제 시스템’ 유지 의무³²⁾

- OTC 파생금융 딜러는 영업행위에서 발생하는 각종 위험을 관리하기 위해서 ‘내부 위험 관리 및 통제 시스템’을 구축하고 유지해야함
- ‘내부 위험 관리 및 통제 시스템’이 고려해야 하는 위험요소
 - 시장위험 (market risk)³³⁾
 - 신용위험 (credit risk)³⁴⁾
 - 레버리지위험 (leverage risk)
 - 유동성위험 (liquidity risk)³⁵⁾

30) 17 CFR 240.17 a-12

31) Financial Operational Combined Uniform Single (FORCUS) reports

32) 17 CFR 240.15 c3-4

33) 시장위험은 경제적 요인에 의해 시장에서 형성되는 가격 또는 지수가 불리하게 변동할 경우 발생할 손실을 말함. 시장 위험은 유가증권의 차입비용 위험, 배당 위험, 상관관계 위험 등을 포함

34) 신용위험은 대출, 스왑, 옵션 및 유사한 금융 거래의 결제 단계에서 거래상대방의 부도로 인해 발생 가능한 손실

- 법률위험 (legal risk)³⁶⁾
 - 업무위험 (operational risk)³⁷⁾
- ‘내부 위험 관리 및 통제 시스템’의 구축 단계에서 고려되어야 할 사항
- OTC 파생금융 딜러의 지배구조
 - OTC 파생금융 딜러의 기본적 관리 방향 (management philosophy)
 - 위험 관리 지침의 성격 및 범위
 - OTC 파생금융 딜러 업무의 성격 및 범위
 - 거래, 위험관리 및 내부감사 담당자의 수준 및 숙련도
 - 감시, 보고, 감사의 범위 및 빈도
- ‘내부 위험 관리 및 통제 시스템’의 구성 요소
- 상부 관리자에게 직접 보고하며, 영업 거래 조직과 독립적인 위험 통제 조직
 - 거래 담당자와 기록 담당자간의 의무 분할
 - 내부감사 조직에 의한 정기 검사와 독립적 CPA에 의한 연간 검사
 - 위험, 위험감시 (risk monitoring), 위험관리 (risk management)에 대한 정의
 - OTC 파생금융 딜러의 지배기관 (governing body)에 의해 승인된 지

35) 유동성위험은 보유하고 있는 포지션을 청산하지 못하거나, 헤지 (hedge)하지 못할 경우 발생할 손실

36) 법률위험은 거래 계약의 법적 구속력이 상실될 가능성에서 발생할 손실

37) 업무위험은 부적절한 시스템 및 통제, 관리의 소홀, 또는 인적 오류 (human error)로 인해 발생 가능한 손실로, 업무 위험은 앞에서 언급된 다른 위험의 심각성을 증가시킬 수 있음

침서 (written guidelines)

- 경영진은 OTC 파생금융 딜러의 영업 행위가 지침서에 부합하는지 정기적으로 검사해야함

4. OTC 파생금융 딜러에게 적용이 면제되는 사항

가. 자율규제기관 (SRO)에 가입해야하는 의무의 면제³⁸⁾

- ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’는 SEA sec. 15 (b)(8)에 의해서 등록된 증권협회의 회원이어야 하나 OTC 파생금융 딜러는 다음과 같은 이유로 ‘등록된 전국증권협회’ (registered national securities association)의 가입의무를 면제받음
 - 기존 SRO 규정은 OTC 파생금융 딜러에 대한 규제 체계와 일관성이 떨어짐
 - OTC 파생금융 딜러의 유가증권 업무는 SRO의 회원인 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’에 의해 실행됨
 - 따라서 OTC 파생금융 딜러의 행위는 SRO에 의해 규제되지 않음
- 그러나 OTC 파생금융 딜러의 SEC 규정 준수 여부는 SEC에 의해 직접 검사됨

38) 17 CFR 240.15 b9-2

나. 신용규제 (margin requirements)에 대한 면제³⁹⁾

- 은행에 대한 신용규제 규정은 Regulation U이고, 증권에 대한 신용규제 규정은 Regulation T 임
 - OTC 파생금융 거래에 대해선 Regulation T가 Regulation U보다 제한적임
 - 이에 따라 OTC 파생금융 거래에 대한 증권사의 경쟁력은 은행에 비해 저하됨

- ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’는 SEA sec. 7 (c) (Regulation T)에 의해서 다음과 같은 신용 제공 행위를 할 수 없음
 - 면제증권 (exempted security) 이외의 유가증권을 담보로하는 신용 제공 규제 (SEA sec. 7 (a), (b))를 위반한 행위⁴⁰⁾
 - 무담보 또는 유가증권 이외의 담보에 대한 신용 제공 행위

- OTC 파생금융 딜러는 Regulation T에 대해 면제되는 반면 Regulation U에 의한 신용규제를 받게됨
 - OTC 파생금융 거래에 대해서 은행과 OTC 파생금융 딜러간의 공평한 신용규제를 도모함
 - 그러나 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’와 OTC 파생금융 딜러간의 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’ 거래에서 ‘SEC에 의해 완전히 규제되는 기존의 브로커-딜러’가 제공하는 신용은

39) 17 CFR 240.36 a1-1

40) 면제증권은 SEC 규정의 적용을 면제받는 유가증권으로서, 예를 들어 정부채권은 발행시 SEC의 유가증권신고 규정의 적용이 면제됨

Regulation T의 규제를 받음

다. 증권 투자자 보호법 (Securities Investor Protection Act, SIPA)의 적용 면제⁴¹⁾

- OTC 파생금융 딜러에 대한 SIPA 적용 면제의 필요성
 - SIPA의 증권사 청산 조항에 의해, OTC 파생금융 딜러 파산시 OTC 파생금융 거래상대방의 권리는 법적으로 불안정해지고, 이는 OTC 파생금융 거래의 활성화에 직접적인 장애가 됨
 - SIPA의 청산조항은 증권회사의 고객보호를 위해 증권사 청산시 증권사 자산의 처분에 대해 광범위한 제한을 가함
 - OTC 파생금융 딜러의 파산시 OTC 파생금융 거래를 위해 제공된 거래상대방의 담보자산 및 거래상대방이 행사할 상계권 (setoff) 등이 SIPA의 청산조항에 의해 제한될 수 있음
 - 또한 OTC 파생금융 거래와 같은 사적 협상을 통한 거래는 SIPA가 고려하는 증권사의 일반적 영업 행위와 다르고, OTC 파생금융 거래를 위해 제공된 거래상대방의 담보자산 및 거래상대방이 행사할 상계권은 증권사 고객의 자산이라 볼 수 없음

- SIPA 적용 면제의 형식
 - OTC 파생금융 딜러는 Securities Investor Protection Corporation (SIPC)에 가입해야할 의무가 없음
 - OTC 파생금융 딜러에 대해서 SIPA의 규정 적용이 면제됨

41) 17 CFR 240.36 a1-2

Ⅲ. CFTC의 OTC 파생금융 거래 규제체계

1. 상품거래법 (CEA)의 적용범위

○ 파생상품 거래에 관련된 주요 법은 상품거래법 (CEA)이고, 이에 근거하여 설립된 CFTC는 파생상품 거래에 대한 가장 핵심적인 규제·감독기관으로서 장외와 장내에서 거래되는 파생상품을 폭넓게 규제함⁴²⁾

○ SEC와 CFTC의 파생상품에 대한 관할권⁴³⁾

— SEC는 다음 기초자산에 대한 옵션을 규제함

- 유가증권, CD, 면제증권, 주가지수
- 전국증권거래소에서 거래되는 외환

— 그 이외의 모든 선물 및 선물옵션은 CFTC의 규제를 받음

- 상품선물, 주가지수 선물과 주가지수 선물에 대한 옵션 그리고 전국증권거래소에 거래되지 않는 외환옵션 등⁴⁴⁾

42) 최초의 선물 규제법은 1916년 면화선물법(Cotton Futures Act)이며 1921년 선물거래법, 1922년 곡물선물법 등을 거쳐 CEA가 탄생하게 됨

43) SEC와 CFTC의 위원장인 John Shad와 Philip Johnson이 증권법과 상품거래법의 적용대상이 되는 상품에 대해 합의하여 1981년에 제정된 Johnson-Shad Accord는 CEA sec. 2 (a)(1)(B) (또는 7 USC 2a (i)(ii))로 성문화되었음

44) CEA는 상품 (commodity)을 “모든 재화, 모든 용역, 권리, 그리고 현재 또는 미래에 인도되는 계약에 따른 이해관계”로 정의함 (7 USC sec. 1a (3))

2. 상품거래법에 의한 OTC 파생금융 거래의 규제

- CEA는 특정한 OTC 파생금융 거래에 대해서 CEA 규정의 적용을 면제할 수 있는 권한을 CFTC에 부여함⁴⁵⁾
 - 따라서 CFTC로부터 면제받은 OTC 파생금융 거래는 적법하며, CEA 규정의 적용을 받지 않고 실행될 수 있음
 - 면제의 목적: 경제 또는 금융의 책임 있는 혁신과 공정 경쟁의 촉진⁴⁶⁾

- CFTC로부터 면제받지 못한 OTC 파생금융 거래는 금지됨⁴⁷⁾
 - 파생금융 거래는 원칙적으로 거래소시장으로 제한됨

- OTC 파생금융 거래에 대한 면제의 전제 조건⁴⁸⁾
 - 거래에 대한 CEA 적용 면제가 공익과 면제의 목적에 부합해야함
 - 거래는 오로지 적격자 (appropriate persons) 사이에서 발생해야함
 - 면제에 따라 (자율) 규제 책임이 해제되는 거래소나 CFTC의 능력에 중대한 악영향을 주지 않아야 함

- 적격자 (appropriate persons)의 범위⁴⁹⁾
 - (a) 은행, 신탁회사

45) CEA sec. 4 (c) (7 USC sec. 6 (c))

46) responsible economic or financial innovation and fair competition

47) 7 USC sec. 6 (a); 파생상품의 거래소 거래 규정 (restriction of futures trading to contract market)

48) 7 USC sec. 6 (c)(2)

49) 7 USC sec. 6 (c)(3)

- (b) 저축조합 (savings association)
- (c) 보험회사
- (d) 1940년 투자회사법의 규제를 받는 투자회사
- (e) CEA의 규제를 받는 자에 의해 설립되거나 운영되는 commodity pool⁵⁰⁾
- (f) 다음 조건을 만족하는 회사, 파트너 (partnership), 개인회사 (proprietorship), 조직, 신탁 (trust) 또는 기타 영업 주체
 - 총자산이 \$500만을 초과하거나,
 - 순자산이 \$100만을 초과하거나,
 - (a), (b), (c), (h), (i), (k)에 해당하는 자가 신용장 등에 의해 거래를 보증함
- (g) 다음 조건의 종업원 복지를 목적으로 하는 기구 (employee benefit plan)
 - 자산규모가 \$100만을 초과하거나,
 - 1940년 투자자문법에 따라 등록된 은행, 투자회사, 보험회사, 투자자문회사 또는 CEA의 규제를 받는 CTA (commodity trading advisor)에 의해 투자의사결정이 이루어짐
- (h) 미국 연방정부, 주정부 또는 외국정부를 포함하는 정부기관과 국제기관 그리고 이 기관들의 대리인
- (i) 1934년 증권거래법에 따라 등록되고, 자신 또는 다른 적격자를 위해 활동하는 브로커-딜러
- (j) CEA의 규제를 받으면서, 자신 또는 다른 적격자를 위해 활동하

50) commodity pool은 거래소에서 거래되는 파생상품 (commodity for future delivery)을 투자 대상으로 하는 투자신탁임

는 선물중개회사, 장내 브로커, 또는 장내 거래인

— (k) CFTC가 재정적 또는 기타 자격요건에 따라 적격자라고 판단한 자

○ 면제의 범위

— OTC 파생상품에 대해 CEA의 적용을 면제하는 CEA sec. 4 (c)는 다음 규정에는 적용되지 않음

- SEC와 CFTC간의 관할권에 대한 규정⁵¹⁾
- 면제를 위한 조건 및 규정 준수 여부에 대한 CFTC의 조사권⁵²⁾

○ OTC 파생금융 거래에 대한 면제의 현황

— 스왑 계약 (swap agreement)에 대한 면제

— 혼성 투자 상품 (hybrid instrument)에 대한 면제

— 기타 파생금융 거래에 대한 면제

- 실물관련 거래부 옵션 (Trade Option)
- 에너지 계약
- 외환거래
- 선도거래

3. 스왑 계약 (Swap Agreement)⁵³⁾

○ 스왑 계약의 정의⁵⁴⁾

51) CEA sec. 2 (a)(1)(B)

52) CEA sec. 4 (d) (7 USC sec. 6 (d))

53) 17 CFR 35

- 금리스왑, 베이스스 스왑, 선도금리계약 (FRA), 상품 스왑, 금리 옵션, 외환 선도계약, 금리 상한 계약 (rate cap agreement), 금리 하한 계약 (rate floor agreement), 금리 상하한 계약 (rate collar agreement), 통화 스왑, 교차환율 스왑, 통화 옵션, 이상의 계약을 체결하는 옵션 등을 포함하는 기타 유사한 계약
- 위의 계약들의 결합으로 이루어진 것
- 위의 계약들 및 그에 따른 추가사항에 대한 표준계약

○ 스왑 계약이 CEA의 적용을 면제받기 위한 조건⁵⁵⁾

- 적정 스왑 참가자 (eligible swap participants) 사이에서 체결됨
- 계약의 주요 조건들이 대체 가능하도록 표준화되지 않아야 함
- 거래상대방의 신용도가 가격결정, 신용향상 조건 등을 포함하는 계약 조건의 결정 및 계약의 체결에 있어서 중요한 고려사항임
- 다각적 거래 설비 (multilateral transaction execution facility)를 통하여 거래되지 않음⁵⁶⁾⁵⁷⁾

○ 적정 스왑 참가자 (eligible swap participants)⁵⁸⁾

- (a) 은행, 신탁회사

54) 17 CFR 35.1 (b)(1)

55) 17 CFR 35.2

56) 다각적 거래 설비를 통해 주문을 내거나 거래하는 것은 허용되지 않지만 컴퓨터 등의 전산장비를 통해 의사소통을 하는 것은 상관없음

57) 계약 당사자간 지불액에 대한 상계 방식의 적용을 배제하는 것은 아님

58) 적정 스왑 참가자의 조건은 적격자 (appropriate persons)의 조건과 매우 유사하나, 스왑 거래의 국제성을 반영하여 외국인의 자격에 대한 조건이 추가되고, 영업이나 위험관리 목적의 참여자를 반영하였다는 점이 차이가 남. 본문에선 적격자와 차이가 나는 부분을 밑줄로 구분하였음

- (b) 저축조합 (savings association) 또는 신용조합 (credit union)
- (c) 보험회사
- (d) 1940년 투자회사법의 규제를 받는 투자회사 또는 이와 유사한 기능을 하면서 외국의 규제를 받는 외국인, 단 이러한 투자회사와 외국인은 적정 스왑 참가자가 되기 위한 목적으로 설립되지 않아야 함
- (e) CEA의 규제를 받는 자에 의해 설립되거나 운영되는 commodity pool 또는 이와 유사한 기능을 하면서 외국의 규제를 받는 외국인, 단 이러한 commodity pool과 외국인은 적정 스왑 참가자가 되기 위한 목적으로 설립되지 않아야 하고, 총자산은 \$500만 이상이어야 함
- (f) 다음 조건을 만족하는 회사, 파트너, 개인회사, 조직, 신탁 또는 기타의 자로서 적정 스왑 참가자가 되기 위한 목적으로 설립되지 않아야 함
 - 총자산이 \$1,000만을 초과함, 또는
 - 순자산이 \$100만을 초과하고, 영업과 관련하여 스왑 계약을 체결함, 또는
 - 순자산이 \$100만을 초과하고, 영업과 관련하여 취득한 자산 또는 부채의 위험을 관리하기 위하여 스왑 계약을 체결함
 - (a), (b), (c), (d), (e), (f), (h)에 해당하는 자가 신용장 등에 의해 거래를 보증함
- (g) 다음 조건의 종업원 복지를 목적으로 하는 기구 또는 이와 유사한 기능을 하면서 외국의 규제를 받는 외국인
 - 자산규모가 \$500만을 초과함, 또는
 - 1940년 투자자문법에 따라 등록된 은행, 투자회사, 보험회사, 투자자문회사 또는 CEA의 규제를 받는 CTA에 의해 투자 의사결정이

이루어짐

- (h) 미국 연방정부, 주정부 또는 외국정부를 포함하는 정부기관과 국제기관 그리고 이 기관들의 대리인
- (i) 1934년 증권거래법에 따라 등록되고, 자신 또는 다른 적정 스왑 참가자를 위해 활동하는 브로커-딜러 또는 이와 유사한 기능을 하면서 외국의 규제를 받는 외국인, 단 그러한 브로커-딜러가 자연인이거나 개인회사이면 (f) 또는 (k)의 조건을 만족해야함
- (j) CEA의 규제를 받으면서, 자신 또는 다른 적정 스왑 참가자를 위해 활동하는 선물중개회사, 장내 브로커, 또는 장내 거래인 또는 이와 유사한 기능을 하면서 외국의 규제를 받는 외국인, 단 그러한 선물중개회사, 장내 브로커, 또는 장내 거래인이 자연인이거나 개인회사이면 (f) 또는 (k)의 조건을 만족해야함
- (k) 총자산이 \$1,000만 이상인 자연인

○ 스왑 계약에 대한 면제의 내용

- 면제된 스왑 계약에 대해서는 CEA의 적용이 면제됨
- 면제된 스왑 계약에 대한 거래를 제안 또는 이를 실행하거나, 기타 서비스를 제공하는 자는 그 행위에 대해서 CEA의 적용이 면제됨

○ 스왑 계약에 대한 면제의 범위

- 면제된 스왑 계약에 대해선 다음을 제외한 모든 CEA의 규정에서 면제됨
 - 사기와 가격조작 금지에 관한 규정⁵⁹⁾

59) 사기 금지 규정은 CEA sec. 4b 및 4c (7 USC sec. 6b, 6c) 와 17 CFR 32.9 이고, 가격조작 금지 규정은 CEA sec. 6 (c) 및 9 (a)(2) (7 USC 9와 13 (a)(2)) 임

- SEC와 CFTC간의 관할권에 대한 규정⁶⁰⁾
- 면제를 위한 조건 및 규정준수 여부에 대한 CFTC의 조사권⁶¹⁾

4. 혼성 투자 상품 (Hybrid Instruments)⁶²⁾

○ 혼성 투자 상품의 정의⁶³⁾

- 상품선물 또는 상품옵션 또는 그것들의 결합과 유사한 현금흐름을 보이는 상품 의존적 요소 (commodity-dependent component)를 한 가지 이상 가지고 있는 주식 또는 부채 유가증권 (equity or debt security) 또는 예금
 - 주식 또는 부채 유가증권은 미국 증권법 sec. 2 (1)에서 규정된 내용을 지칭함
 - 예금 중 요구불예금 (demand deposit), 정기예금 (time deposit) 및 당좌예금 (transaction account)은 12 CFR 204. 2 (b)(1), (c)(1) 그리고 (e)에서 각각 정의됨
 - 상품 의존적 요소의 현금흐름은 어떤 상품의 가격을 참조하여 계산된 지수에 따라 결정됨
 - 상품 독립적 요소 (commodity-independent component)의 현금흐름은 어떤 상품의 가격을 참조하여 계산된 지수의 결과에 의존하지 않음

60) CEA sec. 2 (a)(1)(B)

61) CEA sec. 4 (d) (7 USC sec. 6 (d))

62) 17 CFR 34

63) 17 CFR 34.2

○ 혼성 투자 상품의 성격 및 특징

- 일대일 관계로 상품 가격에 연동됨
- 손실의 최대치가 제한됨
- 상품적 요소가 상당부분 포함됨
- 상품적 요소만 따로 분리할 수 없음
- 거래소에서 행해지는 방식의 상품 인도가 요구되지 않음
- 선물이나 상품옵션으로 거래되지 않음

○ 혼성 투자 상품이 CEA의 적용을 면제받기 위한 조건⁶⁴⁾

- 투자 상품의 종류는 미국 증권법상의 주식 또는 부채 유가증권이거나, 12 CFR 204.2 (b)(1), (c)(1) 그리고 (e)에서 각각 정의된 요구불예금, 정기예금 및 당좌예금임
- 발행인은 혼성 투자 상품의 구입가격 전액을 수령해야만 하며, 혼성 투자 상품의 구매자 또는 보유자는 만기까지 남은 기간동안 기타 추가적인 현금지출을 요구 받지 않음⁶⁵⁾
- 수단의 기능 설명이나 필요한 공시요건 충족의 목적 이외에는 선물 계약이나 상품 옵션의 명목으로 판매되지 않음⁶⁶⁾
- 거래소에서 지정한 결제용 수단을 현물을 인도하여 결제되지 않음⁶⁷⁾

64) 17 CFR 34.3

65) 투자 상품의 액면가 또는 매입가 이상으로 손실이 발생하는 것은 주식 또는 부채 유가증권이나 예탁자산 보다는 파생상품에 가까우므로 이러한 추가적 손실의 제한이 필요함

66) 혼성 투자 상품을 판매하는 자가 투자자에게 그 자산이 CEA의 규제 및 보호를 받는 것으로 오도하지 못하도록 하기 위함

67) 장내 파생상품의 결제를 위해 필요한 현물의 수급에 비정상적인 간섭을 주는 것을 방지하기 위해서임

- 혼성 투자 상품의 최초 발행이나 매각은 연방 증권법, 주법, 또는 은행법에 따라 행해지며, 각 법에 의해 혼성 투자 상품의 매입이 허용된 자에게만 판매되거나 발행됨⁶⁸⁾
- 파생상품성 검증 (predominance test)에서 혼성 투자 상품의 상품 의존적 가치가 상품 독립적 가치 보다 작음⁶⁹⁾

○ 파생상품성 검증 (predominance test)의 절차

— 가정

- 혼성 투자 상품의 현금흐름은 상품 독립적 요소의 현금흐름과 상품 의존적 요소의 현금흐름의 결합으로 구성됨
- 상품 독립적 요소의 현금흐름은 혼성 투자 상품의 기초자산이 되는 상품의 가격으로부터 계산되지 않음
- 상품 의존적 요소의 현금흐름은 혼성 투자 상품의 기초자산에 대한 콜옵션 부분과 풋옵션 부분으로 분리됨

— 혼성 투자 상품에 내재된 등가격 또는 외가격 옵션 프리미엄의 계산

- 행사가격이 기준가격 (reference price) 보다 작거나 같은 풋옵션 프리미엄의 순가치의 절대값을 합산⁷⁰⁾
- 행사가격이 기준가격 보다 크거나 같은 콜옵션 프리미엄의 순가치의 절대값을 합산

68) 혼성 투자 상품의 매입자를 적격자로 제한함으로써 투자자를 보호하기 위함

69) 상품 의존적 가치가 상품 독립적 가치보다 작을 경우, 혼성 투자 상품은 주식 또는 부채 유가증권의 속성이나 예탁수단의 속성이 “지배적”이라고 판단되며, 따라서 CEA의 적용에서 면제됨

70) 기준가격 (reference price)은 혼성 투자 상품의 상품 의존적 현금흐름 (commodity dependent payment)이 0 이외의 값을 갖게 되는 상품의 가치에 가장 가까우면서, 혼성 투자 상품의 가격 결정에 사용된 현재의 현물가격이나 선도가격임

- 옵션 프리미엄은 혼성 투자 상품의 발행시점 현재를 기준으로 계산함
- 옵션 프리미엄은 혼성 투자 상품의 발행가를 계산하는데 사용한 방식과 동일한 방식으로 계산함
- 발행가 계산에서 옵션 프리미엄이 명시적으로 계산되지 않았다면, 혼성 투자 상품의 발행가 계산을 위해 업계 일반에서 사용하는 방식을 적용함

— 상품 의존적 가치의 계산

- 계산된 콜옵션과 풋옵션 각각의 프리미엄 순가치를 합산하면 상품 의존적 가치가 계산됨

— 상품 독립적 가치의 계산

- 상품 독립적 가치는 혼성 투자 상품의 발행시점 현재를 기준으로 계산된 상품 독립적 요소의 현금흐름의 현재가치임

— 상품 의존적 가치와 상품 독립적 가치의 비교

○ 혼성 투자 상품에 대한 면제의 내용

- 면제된 혼성 투자 상품에 대해서는 CEA의 적용이 면제됨
- 면제된 혼성 투자 상품에 대한 거래를 제안 또는 이를 실행하거나, 기타 서비스를 제공하는 자는 그 행위에 대해서 CEA의 적용이 면제됨

○ 혼성 투자 상품에 대한 면제의 범위

- 면제된 혼성 투자 상품에 대해선 다음을 제외한 모든 CEA의 규정 적용에서 면제됨
 - 사기와 시세조작 금지에 관한 규정⁷¹⁾

71) 사기 금지 규정은 CEA sec. 4b 및 4o (7 USC sec. 6b, 6o) 와 17 CFR 32.9

- SEC와 CFTC간의 관할권에 대한 규정⁷²⁾

5. 상품거래법에서 면제되는 기타 OTC 파생금융 거래

○ 실물관련 거래부 옵션 (Trade Option)⁷³⁾

— 다음 조건하에서 상품옵션의 장외 매각은 허가됨

- 옵션 매수자가 옵션의 기초자산인 상품이나 그와 관계된 상품을 이용한 사업 (즉, 상품의 제조, 가공, 유통 등)에 종사하고, 사업 목적을 위해서 옵션을 매수했다고 옵션 발행자가 믿을 수 있는 합리적 근거가 있음
- 옵션 매수자는 그가 영위하는 사업과 관계된 목적만으로 상품옵션 거래에 참여함

— 이러한 조건이 만족되는 옵션을 ‘실물관련 거래부 옵션’ 이라고 함

○ 에너지 계약

— 1993년 4월 이후부터 특정 조건의 에너지 계약의 장외거래는 상품거래법의 규제에서 면제됨⁷⁴⁾

— 적용 대상 에너지

- 원유, 응축액, 천연가스, 액화 천연가스
- 이들의 파생물로서 주로 에너지원으로 사용되는 물질

이고, 가격조작 금지 규정은 CEA sec. 6 (c) 및 9 (a)(2) (7 USC 9와 13(a)(2)) 임

72) CEA sec. 2 (a)(1)(B)

73) 17 CFR 32.4 (a)

74) 58 FR 21286

- 면제되는 에너지 계약은 상품인도의 능력, 최소 순자산 및 총자산 기준 등의 기준에 적합한 상업적 참여자 (commercial participants)간의 거래로 제한됨
- 면제되는 에너지 계약은 사기 및 가격조작 금지 규정과 SEC와 CFTC 간의 관할권 규정 이외의 모든 CEA 규정 적용에서 면제됨

○ 외환거래

- 외환관련 거래는 상품거래법의 규제대상이 아님⁷⁵⁾
 - 전통적으로 은행간 (또는 전문 기관간) 거래가 이루어지는 외환거래의 특성을 반영하여 은행에 대한 규제기관이 외환관련 거래를 규제함
 - 그러나 CFTC는 일반대중이 참여하는 외환거래에 대해서는 CEA의 적용을 받아야한다고 해석함
- 전국증권거래소에서 거래되는 외환옵션은 SEC의 관할임
- 외환선물 및 전국증권거래소에서 거래되지 않는 외환옵션은 원칙적으로 CEA의 거래소 거래 규정에 해당되나, 다음의 경우 CEA의 적용이 면제될 수 있음
 - 실물관련 거래부 옵션에 대한 면제규정에 의해서 그 외환옵션이 상업적인 목적으로 사용되는 경우
 - 스왑면제에 의해 그 외환옵션이 스왑의 정의에 해당되는 경우

○ 선도거래 (forward contracts)

- 선도거래는 상품거래법의 규제대상에서 제외됨⁷⁶⁾

⁷⁵⁾ 7 USC 2 (ii)

- CEA의 “미래의 인도 (future delivery)”에 선도거래는 제외됨

- 유가증권 옵션 (options on securities or securities indexes)

- 유가증권 옵션은 SEC의 관할임⁷⁷⁾

76) The term "future delivery" does not include any sale of any cash commodity for deferred shipment or delivery (CEA 1 a(11) 또는 7 USC 1 A(11))

77) 7 USC 2 a(i)

IV. 영국의 OTC 파생금융 거래 규제체계

1. 개요

- 영국의 금융서비스 규제의 가장 중심이 되는 법은 1986년에 제정된 금융서비스법 (Financial Services Act, 이하 FS Act) 임
 - FS Act에 따라 재무성 (Treasury)과 금융감독위원회 (Financial Services Authority, 이하 FSA)가 투자업을 감독·규제하고 있음⁷⁸⁾
 - 은행업의 규제는 1998년 6월부터 영란은행 (Bank of England)에서 FSA로 이관됨

- FSA는 그 산하에 투자업무의 종류에 따라 특화된 여러 자율규제기관 (SRO)을 두고 있음⁷⁹⁾
 - SRO들은 특화된 시장에 적절한 규제를 하기 위하여 각각 규정을 제정할 수 있는 권한을 FSA로부터 부여받음
 - 주요 SRO
 - 증권 및 선물 위원회 (Securities and Futures Authority, 이하 SFA)

78) 초기에는 증권 및 투자위원회 (Securities and Investment Board)가 규제, 감독의 권한을 가지고 있었으나 1997년 10월 그 명칭이 FSA로 바뀌게 됨

79) 1998년 6월 FSA는 영란은행의 감독권한을 인수받음과 동시에 주요 SRO의 규제권한도 이양받았으며, 그 결과 FSA는 영란은행의 Supervision and Surveillance Department와 SRO (IMRO, PIA, SFA)의 고용주 (employer)라고 할 수 있음. 이 같은 규제체계는 Financial Services and Markets Bill의 효력이 시작되는 2000년까지 지속될 것으로 보이며 SRO들은 그 때까지 그들의 규정집, 인가권한, 그리고 조사권 등 기존의 규제권한을 그대로 유지하게 됨

- 개인 투자 위원회 (Personal Investment Authority, PIA)
 - 투자 관리 규제 위원회 (Investment Management Regulatory Organization, IMRO)
- 특히, 파생상품의 규제에 관해서는 SFA가 핵심적인 역할을 담당함
- 영국에서는 유럽연합의 규제도 상당히 중요한 역할을 하고 있음
- 2차 은행업 지침 (second Banking Co-ordination Directive, 2BCD) 과 투자 서비스 지침 (Investment Services Directive, ISD)이 중요한 규정임⁸⁰⁾⁸¹⁾
- 상계, 담보와 같은 구체적인 예에서 실질적으로 유럽연합의 법률이 영국의 법과 규정체계에 영향을 주고 있음
- 영국 금융서비스 규제의 핵심은 시장 자체의 행위를 규제하는 데 초점을 두는 것이 아니라 시장 참가자를 규제하는 것임
- 시장 참가자를 몇 가지 범주로 분류하여 거래를 수행하기 위한 자격요건을 범주별로 지정함
- 따라서, OTC 파생상품 시장에서 시장조성기관 (market making institution)간의 거래에 대한 규제는 관대한 반면, 고객 (customer)에게 매매되는 상품에 대해서는 엄격한 규제가 적용됨

80) 2BCD는 EC 회원국의 은행들이 자국에서 취득한 인허가에 근거하여 다른 회원국에서 영업을 할 수 있는 법적 근거가 됨

81) ISD는 EC 회원국의 비은행 기관들이 자국의 투자업 인허가를 바탕으로 다른 EC 회원국에서 투자업을 수행할 수 있는 권한을 정의함

2. 금융서비스법 (Financial Service Act of 1986)

가. 용어정리

○ 투자객체 (investments)의 범주⁸²⁾

- 증권 (securities) : 법인의 주식 및 출자증권, 영국 밖에서 설립된 비법인 단체의 주식 및 출자증권
- 채무증서 : 사채 (debentures), 불확정액면사채 (debenture stock), 무담보사채 (loan stock), 채권 (bonds), 양도성예금증서 (CD)
- 정부·공공채 : 정부, 지방단체 또는 공적기관이 발행하는 채무증서
- 워런트 (warrants) : 소유자가 주식, 부채, 국채 등의 매수를 청구할 권리가 부여된 증서
- 증권을 표시하는 증서 : DR
- 집합투자기구 (Collective Investments Scheme) : 개방형 투자회사의 주식 또는 증권 등
- FS Act가 ‘투자객체’로 정의한 대상에 대한 옵션⁸³⁾
- 투자 목적의 선물⁸⁴⁾

82) Schedule 1, FS Act 1986

83) 옵션의 대상물은 (a) FS Act의 투자객체, (b) 영국 또는 다른 국가나 영역의 통화, (c) 금, 은 등임

84) 투자 목적의 선물 거래는 공인된 거래소에서 거래되는 경우와 공인거래소는 아니지만, 그것으로 볼 수 있거나 또는 당해 계약이 거래소의 조건과 동일한 거래조건으로 거래되는 경우임, 한편 상업적 목적의 선물 거래는 다음과 같음

- 위에 해당하는 경우가 아니면서 7일 이내에 재화가 인도되는 경우
- 당사자의 일방 또는 쌍방이 상품이나 기타 재화의 생산자이거나 사업상 이를 사용하는 경우

— 차금계약 (Contracts for difference)⁸⁵⁾

○ 투자업 (investment business)의 범주⁸⁶⁾

— 투자행위 (dealing in investments)

— 투자중개행위 (arranging deals in investments on behalf of others)

— 투자객체의 관리 (managing investments)

— 투자자문 (investment advise)

— 집합투자기구의 설립, 운용, 청산 (establishing, operating or winding up a collective investment scheme)

나. FS Act 규제의 개요

○ FS Act의 증권산업에 대한 규제의 범위는 “투자객체 (investments)와 관련한 투자업 (investment business)” 임

— 따라서 투자객체가 아닌 대상에 대한 매매관련 행위는 FS Act의 규제 대상이 아님

○ 영국에서 투자업을 영위할 수 있는 자는 인가된 자 (authorized person)와 면제된 자 (exempted person) 임⁸⁷⁾

• 재화를 인수(인도)하고자 하는 경우

• 가격, 거래단위, 인수도일 등 선물 거래의 계약조건이 표준화되지 않은 경우

85) 차금계약이란 계약에서 지정된 재산의 가치 또는 지수 등의 변동에 의하여 이익을 획득하거나 손실을 회피하기 위한 계약으로 금리와 통화에 대한 스왑, 현금결제 옵션과 선도거래 등이 포함되며, 선물인 도를 염두에 둔 외환 거래와 그에 대한 옵션, 선도거래는 이 범위에 들지 않음

86) Schedule 1, FS Act 1986

- 인가된 자의 투자업 행위는 FS Act와 인가해준 자율규제기관의 규정에 따라 규제됨⁸⁷⁾
- 면제된 자의 투자업 행위는 각자 고유한 규제체계에 따라 규제됨⁸⁹⁾
- 그 이외의 자가 영국에서 투자업을 하는 것은 위법이며 형사 처벌됨
- 따라서 인가된 자의 거래는 FS Act의 투자객체로 구성되어야 하고, 매출 거래 (sale of transaction)는 동 법에서 정의하는 투자업의 범위 내에서만 일어나야 함

○ FS Act 상의 인가 취득 방식

- 자율규제기관의 회원자격을 취득함으로써 인가를 취득할 수 있음
- FSA로부터 직접 인가를 받을 수 있음
- 2BCD 또는 ISD에 따른 허가증 (passport)을 취득하여 인가를 취득

다. FS Act의 면제사항

- 기관이 시장조성자 (market maker)나 일반 대중에게 판매할 경우가 아니면서 본인으로서 투자객체를 거래하는 것은 투자업이 아니므로 FS Act의 규제대상이 아님
 - 왜냐하면, 기관이 본인으로 투자객체를 거래하는 것을 투자업으로 보

87) FS Act § 3

88) 투자업을 인가해준 자율규제 기관도 FS Act의 규제 하에 있으므로 인가 받은 자는 FS Act의 규제 아래에 있다고 볼 수 있음

89) 면제받은 자는 영란은행, 인가받은 투자거래소 및 결제회사, 로이드조합, 등재금융기관 (listed money market institutions) 등임, 등재금융기관에 대한 규제는 Grey Paper와 런던윤리강령 (London Code of Conduct)에 의함

는 경우는 기관이 시장조성자로 활동하거나 일반 대중에게 상품을 판매할 때임⁹⁰⁾

- 그러나 투자객체가 옵션, 선물, 또는 차금계약인 경우는 기관이 본인으로 투자객체를 거래하는 것이 투자업에 해당되므로 항상 FS Act의 규제 대상임⁹¹⁾

○ 거래상대방의 한쪽이 FSA의 등재금융기관 (listed money market institution)이면 본인으로서의 거래는 면제대상이 됨

- 왜냐하면 FS Act 43조에 의하여 등재금융기관은 FS Act Schedule 5에 해당하는 거래에 대해서는 면제받은 자이기 때문임
- 등재금융기관이 본인으로서 행하는 금리스왑, 선도금리계약, 통화스왑, 부채자산 (debt instruments)에 대한 옵션 그리고 부채자산의 거래는 면제요건을 충족함

라. 투자자에 대한 구분

○ 거래에 참가할 수 있는 ‘적격 투자자’ (appropriate investor) 또는 ‘거래 상대방’이 규정됨

- 예를 들어, SFA 규정에선 비고객 (non-customer)과 고객 (customer)의 구분을 두고 있음
- 이러한 구별에 따라 거래에 참가하는 투자자의 능력과 투자자에게 상품을 판매한 판매자의 성실성이 계약의 유효성에 대한 법적 판단에 중요함

90) Schedule 1. § 12, FS Act 1986, Schedule 1. § 17(1), FS Act 1986

91) Schedule 1. § 17(3), FS Act 1986

3. 금융감독위원회 (FSA)

- FSA는 FS Act의 적용과 관련하여 다음과 같은 권한이 있음
 - FSA의 일반원칙 제정
 - FS Act가 적용되는 기관의 영업행위 규정 제정
 - FS Act 적용이 면제되는 기관의 선정 및 관리

- FSA의 일반원칙은 시장 참가자가 준수해야하는 법률이나 규정의 성격이 아니라 시장에 바람직한 기업의 행동강령을 나열한 것임⁹²⁾

- FS Act 적용이 면제되는 기관 (등재금융기관, listed money market institutions)에 대한 규제

92) FSA의 일반원칙은 ① 무결성 (Integrity) : 기업은 공정성과 높은 수준의 무결성을 가져야함 ② 기술 (Skill), 주의 (Care) 그리고 성실성 (Diligence) : 기업은 전문적 기술, 주의 그리고 성실성을 가지고 행동해야 함 ③ 시장의 관행 (Market Practice) : 시장에서 기업이 하는 행동은 높은 수준의 표준에 입각해야함 ④ 고객에 대한 정보 : 기업은 고객에게 투자조언을 하거나 고객을 위한 행위를 할 경우, 고객의 상황이나 투자 목적을 찾아서 반영해야할 책임이 있음 ⑤ 고객을 위한 정보 : 기업은 고객이 균형 잡힌 의사결정을 내리기 위해서 필요한 정보를 광범위하고 시의 적절하게 제공하는 합리적 절차를 가져야함 ⑥ 이해상충 (conflicts of interest) : 기업은 고객과의 이해상충을 피해야하며 모든 고객들을 공정하게 대우하여야 함 ⑦ 고객의 자산 : 기업은 고객별 자산을 분리 및 확인함으로써 적절한 보호를 해주어야 함 ⑧ 자원 (Financial Resources) : 기업은 투자업에 적합하며 해당 영업의 위험을 감내할 수 있는 자원을 보유해야 함 ⑨ 내부조직 : 기업은 내부업무의 관리, 직원 교육 및 감독 그리고 규정 준수 절차의 확립을 위해서 내부통제조직을 유지해야함 ⑩ 규제기관과의 관계 : 기업은 해당 규제기관에게 개방적이고 협조적인 자세로, 공개가 필요한 회사 관련 사항을 즉시 제공해야 함

- 등재금융기관이란 FS Act 43조에 의해 FS Act Schedule 5에서 정의된 행위에 대해 FS Act의 적용이 면제되는 기관임⁹³⁾
- 등재금융기관에 대한 규제체계는 Grey Paper와 런던윤리강령 (London Code of Conduct) 임⁹⁴⁾
 - 등재금융기관은 FS Act의 적용이 면제되는 이유는 기관간 대량 거래의 특수성을 감안한 Grey Paper와 런던윤리강령의 규제가 적용되기 때문임
- 영란은행의 은행에 대한 규제권이 1998년 6월 FSA로 이관됨에 따라 영란은행의 등재금융기관에 대한 규제권도 FSA로 이관됨

4. FS Act 적용 기관의 파생금융 거래에 대한 규제

- 영국의 파생상품 규제에서 가장 중요한 기관은 증권 및 선물 위원회 (SFA) 임
 - SFA는 특정 파생금융 거래에 대해 특정한 규정을 두는 방식을 따르지 않음
 - 즉, 파생금융 영업을 SFA가 관할하는 전체 시장의 한 부분으로 보고 SFA의 일반적 규정을 통해 각 파생금융 거래를 규제함

93) FS Act Schedule 5에서 정의된 행위

- 등재금융기관 (영란은행 포함) 사이의 매매거래
- 등재금융기관과 비등재금융기관 사이의 매매거래
- 비등재금융기관 사이의 매매거래

94) Grey Paper의 정식 명칭은 "The regulation of the wholesale cash and OTC derivatives markets under sec. 43 of the Financial Services Act 1986" 임

— SFA 규정은 FSA의 일반원칙을 반영하여 작성됨

○ SFA의 규제 방식은 시장 자체에 대한 규제가 아니라 시장 참가자를 통제하는 접근법을 사용

— 이러한 접근법의 핵심은 다음 두 가지 범주의 규제체계임

- 규제대상 기관의 영업행위에 대한 규제
- 안정적 영업을 위한 재원의 건전성에 대한 규제

가. 영업행위 규정

○ SFA 규제체제에서는 규제 대상 금융기관의 거래상대방을 전문성에 따라 구분하여 규제 대상에 적용될 규정이 결정됨

— 적용될 규정의 내용은 다음과 같음

- 거래 유인 (inducements to transact)
- 광고와 홍보 (advertising and marketing)
- 원하지 않은 투자의 권유 (unsolicited calls)
- 고객과의 합의 (customer agreements)
- 고객과의 관계 (customer relations)
- 확인 (confirmations)
- 고객과의 거래행위 (customer dealings)
- 규정 준수 (compliance)

— 거래의 전문성에 따라 거래상대방은 다음 범주로 나누어짐

- 시장 거래상대방 (market counterparty)

- 개인 고객 (private customer)
 - 비개인 고객 (non-private customer)⁹⁵⁾
- 거래상대방이 어느 범주에 포함되는가에 따라 규제되는 금융기관에게 요구되는 재원의 요건이 결정됨

나. 시장 참여자의 범주

○ 시장 거래상대방 (market counterparty)은 다음에 해당하는 자임⁹⁶⁾

- 다른 기업 (another firm)⁹⁷⁾
- 투자거래소의 거래 회원 (trading member)⁹⁸⁾
- 장외에서 정기적으로 투자객체를 거래하는 외국인⁹⁹⁾
- 딜러간 브로커 (IDB)¹⁰⁰⁾
- 국가, 중앙은행, 기타 금융당국
- 국가나 중앙은행을 회원으로 하는 국제금융기관
- 등재금융기관

○ 비개인 고객 (non-private customers)

- 비개인 고객은 시장 거래상대방이 아니면서 다음에 해당하는 자임
 - 정부와 지방정부

95) ‘고객’이란 규제되는 주체로부터 투자 서비스를 제공받는 자를 지칭함

96) SFA Rules 5-4

97) SFA Rules 상에서 firm은 일반적으로 SFA의 회원을 일컬음

98) 그 거래소에서 거래되는 투자객체나 관련 파생상품의 거래에 국한됨

99) 그 투자객체나 관련 파생상품에 대한 거래에 국한됨

100) IDB로서 수행하는 행위에 국한됨

- 회사, 파트너십, 또는 회사 조직이 아닌 협회 (unincorporated associations)¹⁰¹⁾
- 1,000만 파운드 이상 규모의 신탁펀드의 수탁인
- 허가증 (passport)을 받은 기관¹⁰²⁾

○ 개인 고객 (private customers)

- 개인과 중소기업은 개인 고객에 포함됨
- 개인 고객의 범주에 포함되어도 거래 대상에 충분한 전문성과 경험을 제시할 수 있으면 비개인 고객으로 대우받을 수 있음
 - 따라서 파생상품 시장에서 비개인 고객의 요건보다 자본규모가 적은 소규모펀드도 비개인 고객으로 분류될 수 있음
- 개인 고객과 거래하는 기업은 그 개인 고객이 SFA규정에 따라 적절히 보호받을 수 있다고 확신하는 경우, 스스로 시장 거래상대방이 될 수 있음¹⁰³⁾

다. 고객과의 거래에 대한 적정성 (suitability) 확보 의무

○ 고객 (customer)의 정의

- 규제되는 금융 주체로부터 투자 서비스를 제공받는 자

101) 이들에 대한 재무적 기준은 다음과 같음, (i) 자본금 또는 순자산이 5백만 파운드 이상인 회사 (ii) 회원이 20명 이상이고 자본금이나 순자산이 5십만 파운드 이상인 회사 또는 (iii) 순자산이 5백만 파운드 이상인 비회사

102) 허가증을 받은 기관이란 ISD의 규정 하에 있는 투자회사를 말함, 이들은 EC 회원국의 투자회사로서 자국의 규제 하에 있으며, EC 회원국 내에서 투자업을 하기 위해 해당국의 인가를 필요로 하지 않음

103) SFA rule 5-4(4)

— 직접 고객 (direct customer)과 간접 고객 (indirect customer)

- 본인으로서 거래하는 직접 고객
- 알려지지 않은 본인의 대리인으로 거래하는 간접 고객

— 개인 고객과 비개인 고객

○ 시장 참여자에 따른 규제는 시장 거래상대방을 고객의 범주에서 제외함으로써 시장 거래상대방간의 거래에 대해서는 영업행위 규정을 적용하지 않음

○ SFA 규정의 일반적 규제 내용은 개인 고객의 보호에 관한 것임

— 금융상품을 고객에게 판매하는 금융기관의 경우 고객과의 협상과정에서 영업행위 규정을 반드시 지켜야함

- 금융기관은 고객에게 특정한 거래가 적합하다고 확인하는 합리적인 절차 없이 거래를 추천 또는 실행할 수 없음¹⁰⁴⁾
- 금융기관은 고객이 알려주는 사실 이외에도 자신들이 고객에 대해 알아야 하는 사실들을 고려해야 함

— 고객의 투자 (분석) 능력에 따라 고객과의 거래에서 판매자가 지는 의무 (seller's obligations)는 크게 달라짐

— 판매자의 의무를 결정하는 주요 요인

- 거래 내용에 대한 고객의 이해 수준
- 해당 거래가 고객에게 적합한 것인지에 대한 적정성 (suitability)

○ 개인 고객과의 파생금융 거래에서 매도 금융기관은 그 거래의 적정성을

104) SFA rule 5-31

유지하기 위해 다음 두 가지 사항에 대해 고객의 동의를 구해야함¹⁰⁵⁾

- 고객에 대한 상품의 추천이 고객에게 적정함
- 고객을 위한 거래 또는 고객과의 거래가 고객에게 적정함

○ 적정성의 판단기준

- 금융기관이 고객의 투자능력과 이해능력을 고려하여 충분한 정보를 제공하였는가?
- 금융기관이 고객의 투자목적과 경제적 상황을 고려하여 고객에게 적합한 상품을 추천하였는가?
- 금융기관이 고객의 이익에 부합하는 거래를 실행하였는가?

라. SFA 규정 적용의 예외

○ 다음 경우는 SFA의 규제를 적용 받지 않음

- 영국회사가 영국이외의 지역에서 항구적 영업장을 통해 수행하는 투자업
- 투자목적이 아니고 상업적 목적으로 수행된 선물거래
- FS Act 43조에 따라 등재금융기관이 수행하는 영업
- 일반적으로 FS Act의 적용이 면제되는 영업

105) FSA의 핵심 영업행위 규정 (the core conduct of business rules)

마. 자원 요건 (Financial Resources Requirement)¹⁰⁶⁾

- SFA의 자원 요건은 ISD적용 대상 기업과 그렇지 않은 기업들에 따라 달라짐
 - ISD에 적용되지 않는 non-ISD 기업들은 SFA Chapter 3의 적용을 받음¹⁰⁷⁾
 - ISD에 적용되는 기업들은 SFA Chapter 10의 적용을 받음
 - 자본적합성 지침 (Capital Adequacy Directive, CAD) 규정들이 채택된 것이 SFA Chapter 10의 특징임¹⁰⁸⁾

- Non-ISD 기업들에 적용되는 SFA Chapter 3의 규제
 - 규제 대상의 자원 요건은 유형자산 순가치 (tangible net worth)를 기준으로 정의됨¹⁰⁹⁾
 - 재무 건전성 요건은 다음 세 가지로 구성됨
 - 주요 요건 (primary requirement)
 - 포지션 위험 요건 (the position risk requirement, PRR)
 - 거래상대방 위험 요건 (counterparty risk requirement, CRR)

106) SFA 재무 건전성 규정의 목적은 규제 대상 회원이 투자업의 정상적 수행과 그 업무에 내포된 위험을 지탱할 수 있는 적절한 수준의 자원을 항상 유지하도록 하기 위함임, 이를 위한 가장 기초적인 단계는 지속적인 기록과 내부통제 시스템의 유지임

107) 상품 (commodity)과 그와 연계된 투자 서비스에 관련된 업무를 주로 하는 회사 또는 전문가와의 거래만을 수행하며 상품과 그와 연계된 투자 서비스에 관련된 업무를 주로 행하는 회사에는 ISD가 적용되지 않음

108) CAD는 영국에서 파생상품을 판매하는 금융기관에 EC가 직접 규제를 할 수 있는 법적 근거로서 은행과 투자회사가 그들의 은행업무와 트레이딩 업무에서 발생하는 시장위험에 대해 최소한 보유해야 하는 자본금을 제시함

109) 순유형자산 = ordinary share capital + preferred share capital + share premium account + approved bank facilities + profit and loss account - intangible assets

- 주요 요건은 기본 요건 (base requirements)과 PRR, CRR, FER 그리고 LER의 합으로 계산됨 110)111)
- PRR은 모든 거래 장부와 상품 포지션에 의해 일일 정산 방식 (marking to market)으로 계산됨112)
 - 상계는 오직 동일 종류 거래의 매수·매도 포지션 사이에서만 허용됨
- CRR의 계산은 반드시 매 영업일에 계산됨113)
 - 상계는 오직 동일한 거래상대방에 대해서 양측이 상계에 대해 문서화된 동의서가 있어야만 가능함

5. 면제기관 (등재금융기관)에 대한 규제

가. Grey Paper

- Grey Paper는 FS Act 제43조에 의한 등재금융기관이 대규모로 OTC 파생상품과 현물을 거래하는 것을 규제하는 것을 내용으로 하고 있으며 명부 등재의 조건과 지속적 감독을 규정함

110) SFA rule 3-71에서 3-75

111) base requirement는 absolute minimum requirement, expenditure requirement, volume of business requirement 중 가장 큰 값임, FER은 foreign exchange requirement, LER은 large exposure requirement의 약자

112) 거래의 상품 유형에 따라 서로 다른 방법이 적용됨, 예를 들어 equity method는 주식 스왑을 금리 부분과 주식 부분으로 나누어 금리 부분은 이자율 스왑으로 보고, 주식 부분은 주식에 대한 선물이나 옵션으로 보아서 각각을 독립적으로 계산함

113) SFA rule 3-171

○ 규제 대상 상품

— 현물시장의 상품

- (a) 파운드화 예금 (sterling wholesale deposits)
- (b) 외화 예금 (foreign currency wholesale deposits)
- (c) 금피 또는 은피
- (d) 외환 현물 및 선도 계약 (spot and forward foreign exchange)
- (e) 금피 또는 은피의 현물 및 선도 계약

— FS Act 상의 투자객체이나 ISD에서 제외된 것

- (f) 장외옵션 (워런트 포함) 또는 금이나 은의 선물계약

— FS Act 상의 투자객체이고, ISD에 포함되는 것

- (g) 은행법 (Banking Act 1987)에 의해 인가된 기관, 유럽 국가가 인가한 기관 또는 영국 주택금융조합이 발행한 양도성예금증서로 원래의 만기가 5년 이하인 것
- (h) 은행어음 (또는 은행인수어음(BA))
- (i) 상업어음 (CP)
- (j) 원래의 만기가 5년 이하인 기타 사채
- (k) 영국지방정부의 채권 (사채, 채무증서, 무담보사채, 기타 금융자산)으로서 원래의 만기가 5년 이하인 것
- (l) 기타 공공기관의 채권으로 원래의 만기가 1년 이하인 것
- (m) (g)부터 (l)까지의 증권에 대한 증서 또는 권리 등
- (n) 파운드화를 포함한 기타 통화, 금리, 또는 (g)부터 (m)까지의 금융자산에 대한 장외옵션 (워런트 포함) 이나 선물계약
- (o) 금리와 통화스왑, 선도금리계약 (FRA), 또는 기타 차금계약으

로서 (g)부터 (m)까지의 항목의 가치변동이나 통화의 가치변동 등을 참조로 하는 것

- (p) 환매계약 (repos)

○ 등재금융기관

— 도매금융 시장 (wholesale market)에서 OTC 파생상품을 본인 또는 브로커로서 거래하기 위해서는 FSA의 명부에 등재된 이른바 등재금융기관이어야 함¹¹⁴⁾

— EEA (European Economic Area)의 기관들은 자국의 규제기관에서 받은 인가를 가지고 영국 내에서 투자서비스 제공이 가능함

- 그 인가의 범위가 Grey paper의 영업행위를 포함할 수 있는 것이라면 명부에 등재될 자격 또한 부여됨

○ 거래의 최소규모 제한

— 등재금융기관들이 행하는 도매금융 거래는 일정 규모 이상이어야 함

- 사채, 채무증서, 무담보사채와 RP의 최소 거래규모는 10만 파운드
- 스왑, 옵션, 선물, FRA 또는 기타 차금계약의 기준가치 (notional value)는 50만 파운드 이상이어야 함

— 다음의 경우는 거래의 최소규모 제한이 없음

- 양측 모두 등재금융기관임
- 한쪽이 등재기관이며 다른 한쪽이 ‘도매금융 거래상대방’ (wholesale counterparty)임¹¹⁵⁾

114) Grey paper sec. A 3

115) 도매금융 거래상대방 : 등재기관은 아니지만 최근 18개월간 Grey paper에 규정된 상품을 최소 규모 이상으로 거래한 자로서 해당 거래를 수행한 거

- 양쪽이 등재된 브로커의 '도매금융 거래상대방'임

○ 등재의 조건¹¹⁶⁾

- FSA가 정한 재무 건전성을 만족하며 적절한 소유구조를 가지고 있어야 함
- 도매금융 시장의 상품을 정기적으로 중개하거나 본인으로서 거래할 수 있는 관리 운영상의 재원을 확보해야 함
- 재정적 포지션이 건전하고 자본 적합성 기준에 부합
- 시스템, 통제, 기록의 유지가 적합함
- 소유구조가 이익 상충 가능성을 가지고 있지 않음
- 회사의 지배소유자 (controller), 이사, 관리자, 그리고 기타 관련자, 파트너 등이 적법하고 그 기관의 건전한 관리에 해를 가하지 않음
- 임직원의 자질이 훌륭하고 호의적인 평판을 받고 있으며, 관련 경력을 가지고 있음, 또한 최소한 2명 이상이 효과적으로 해당영업을 지휘할 수 있음
- 등재기관의 행위규정인 런던윤리강령을 준수할 의향과 능력이 있음

○ 등재기관의 소유구조 감독

- 등재금융기관의 지배소유자는 적법하며 기관의 건전한 관리에 해를 끼치지 않아야 함

대상대방에 관해서만 도매금융 거래상대방이 성립됨, 예를 들어, A와 B가 십이만 파운드 규모의 사채거래를 하는 경우, 다음 18개월 동안 B는 A와 거래규모에 상관없이 도매금융 거래를 할 수 있음

116) FS Act sec. 43은 FSA가 수행하는 명부 등재 및 삭제에 관한 조건을 재무성이 승인하도록 요구함

— 유한회사 (incorporated firm)의 경우, FSA는 다음과 같은 자를 지배소유자로 간주함

- 그 회사 또는 자회사 주식의 10%이상을 소유
- 총회 의결권의 10%이상을 행사할 수 있는 자
- 주식의 보유나 의결권 행사를 통해 회사 경영에 막대한 영향을 줄 수 있는 자

— 한편 파트너십의 경우 다음과 같은 자를 지배소유자로 봄

- 지시나 명령을 함으로써 파트너십 임직원들이 행동하게 만들 수 있음
- 총회의 의결권의 10% 이상을 행사할 수 있는 권리가 있는 사람
- 파트너십의 보유를 통해 회사 경영에 막대한 영향을 행사할 수 있는 자

— 지배소유자의 의무 : 당해 회사의 지배소유자가 되었거나 자신이 가진 지분을 규제에서 정한 기준 이상으로 증가할 의도가 있는 경우는 반드시 서면을 통해 해당 규제기관에 그 사실을 알려야 함, 또한 반대로 지배소유자를 그만두거나 지분을 감소시키려는 자 역시 그 사실을 규제기관에 알려야 함¹¹⁷⁾

- 최소한 일년에 한번, 등재기관은 현재의 지배소유자와 그 보유지분을 FSA에 알려야 함

○ 관리와 운영상 재원의 적합성 감독

— 이사 (director)와 관리자, 파트너들은 모두 해당 책임에 필요한 지식, 경험, 무결성 (integrity)과 호의적인 평판을 받고 있는 자들이어야 함

117) 이를 어기면 위법행위가 되며 규제기관은 그가 가진 의결권이 행사되지 못하도록 지시할 수 있음

- 등재기관 영업에 대한 명령은 반드시 최소 2인 이상의 결정에 의해 내려져야 함

○ 시스템, 통제, 기록의 유지의 적합성

- 등재기관은 정기적으로 회사의 재무건전성, 통제시스템, 그리고 회계상의 기록을 평가해야 함
- 모든 등재기관은 매년 회사의 시스템, 통제, 그리고 기록의 적합성에 대해 감사인의 보고서 사본을 FSA에 제출하여야 함
- 모든 등재기관들은 최소한 3년간 이러한 기록을 유지하여야 함

○ 거래상대방 자산의 분리 감독¹¹⁸⁾

- 거래상대방을 대신하여 보유하거나 수령 받은 자금 또는 기타의 자산들에 대해 FSA는 반드시 그것을 등재금융기관의 자산과 분리하여 보관할 것을 요구함

○ 자본 적합성 (Capital Adequacy)¹¹⁹⁾

- 브로커의 자본 적합성
 - 브로커들은 25만 파운드 이상의 자본이나 두 달간의 운영자금을 보유하여야 함¹²⁰⁾
- 비은행이면서 본인으로 거래하는 기관의 자본 적합성

118) 여기서 거래상대방은 도매금융 거래상대방과 기타 등재금융기관들을 말함

119) FSA는 정기적으로 등재금융기관들의 자본 적합성을 보고하도록 요구함

120) FSA는 등재된 브로커에 대해 언제든지 특별회의를 소집할 수 있고, 미리 정한 한도 아래로 자본 규모가 떨어질 것으로 예상되는 경우에도 소집할 수 있음, 이때 등재 브로커들은 자본금을 개선시키는 조치를 즉각적으로 취해야 함

- 각 기관의 자본금 기준으로 100% 이상의 위험에 노출되는 것은 제한됨
- FSA가 납득할 만한 해명 없이 이러한 제한을 지속적으로 어기는 등재금융기관은 명부에서 삭제될 수 있음

나. 런던윤리강령 (London Code of Conduct)

- 런던윤리강령은 Grey Paper의 일부분을 구성하며, 도매금융 거래의 본인과 브로커의 영업행위에 일반적 기준을 제공함
 - 등재금융기관이 영국 내에서 영업을 하면서 무결성과 공정성을 갖추는 데에 높은 기준을 유지하는 것이 목적임
- 거래상대방 파악 원칙 (Know Your Counterparty Principle)
 - 자신의 평판을 유지하기 위해 거래상대방 위험 (counterparty risk)을 관리하고, 돈세탁방지법 (money laundering legislation)을 준수하는데 있어 핵심금융기관 (core principal)이 반드시 고려해야 할 사항임¹²¹⁾
 - 도매금융 시장에서 어떤 상품의 거래를 시작하기 전에 핵심금융기관은 반드시 그 거래의 결과로 인해 야기될 수 있는 자신의 평판상의 위험을 고려해야 함
 - 핵심금융기관이 아닌 자와 거래할 때는 이러한 위험이 훨씬 커짐¹²²⁾
 - 고려할 사항

121) 핵심금융기관은 은행, 주택조합, 그리고 FS Act에서 인가된 금융기관임

122) 핵심금융기관이 아닌 자는 확실한 증거가 없는 경우 도매금융 시장의 end-user로 간주될 수 있어서 도매금융 시장 상품 매도자 측의 책임이 더욱 커짐

- 거래상대방의 신용상태를 평가해야 함
- 거래상대방의 자격을 검토해야 함
- 재정상의 조연을 주고받는 과정에서 일어나는 이해관계의 충돌을 검토해야 함

○ 일선 부서 (front office)와 후선 부서 (back office)의 분리

- 일선 부서와 후선 부서의 의무에 대한 분리가 필수적임
- 거래 확인서는 트레이더와 분리되어 있는 후선 부서로 즉시 전달되어 상세히 검토되어야 함

○ 녹음과 문서화의 장려

- 트레이더들간의 대화 및 후선 부서의 직원과의 대화 내용까지 녹음할 것을 장려함
 - 녹음내용은 2개월 이상 보관되어야함
- 거래관련 문서를 남길 것을 요구함¹²³⁾
 - 표준적 계약체결 지침과 표준양식 계약서를 사용할 것을 요구

○ 거래 원칙과 절차에 대해서는 모범기준 (Best Practice) 형식으로 규정됨

123) 문서는 계약이 실행되자마자 준비가 되어야 하지만 거의 3개월 정도가 걸리는 것이 보통이며 OTC 파생상품의 경우 표준계약서의 준비는 거래가 시작된 이후 수년정도 걸리기도 함. 거래가 완료될 때까지 확인서가 없는 경우도 종종 있음

V. 英·美 OTC 파생금융 거래에 대한 규제체계의 시사점

1. OTC 파생금융 거래에 대한 규제의 ‘기본틀’

- OTC 파생금융 거래에 대한 규제의 3대 기본목적
 - 창의적인 파생금융 거래의 촉진
 - 금융시장의 안정성 확보
 - 투자자 보호

- 창의적인 파생금융 거래를 촉진하기 위한 장치
 - 거래소 거래를 전제로 하는 기존의 규제에 대한 광범위한 면제
 - 그러나 사기금지, 시세조작금지 관련 규정은 면제되지 않음

- 금융시장 안정성 확보를 위한 장치
 - 참여자 (특히, OTC 파생금융 거래를 업무로 하는 자)에 대한 자격 제한
 - OTC 파생금융 거래의 대상물에 대한 제한

- 투자자 보호를 위한 장치
 - 참여자의 활동범위 제한, 위험관리 및 투명성 요건 강화
 - 참여자의 투자능력에 따른 범주화 및 참여자의 범주에 따른 책임의 크기 결정

2. ‘기본틀’로 분석한 영·미의 OTC 파생금융 거래 규제체계

- 거래소 거래를 전제로 하는 기존의 규제에 대한 광범위한 면제
 - SEC의 OTC 파생금융 딜러에 대해서는 다음에 대한 규정 적용이 면제됨
 - 자율규제기관에 가입할 의무
 - 일반 브로커-딜러에 대한 신용규정
 - 유가증권 투자자 보호법의 적용
 - CEA는 특정 OTC 파생금융 거래에 대해서 CEA의 각종 규정을 면제할 수 있는 권한을 CFTC에 부여함
 - CFTC로부터 면제받아야만 OTC 파생금융 거래는 적법하며, 이 경우 CEA의 각종 규정을 적용 받지 않게 됨
 - 영국에선 FSA의 등재금융기관은 FS Act의 적용을 면제받음
 - 그러나 등재금융기관은 기관간 대량거래의 효율성을 위해 제정된 Grey Paper와 런던윤리강령의 규제를 받음
 - 영국에서 FS Act의 적용을 받는 인가된 자의 경우, 시장 거래상대방으로 분류되는 자 간의 거래는 각종 영업행위 규정의 적용을 면제받음
- 참여자에 대한 자격 제한
 - SEC의 OTC 파생금융 딜러는 등록된 일반 브로커-딜러의 관계회사이어야 함
 - CFTC가 OTC 파생금융 거래에 대해 면제를 부여하기 위해서는 거래가 오로지 적격자 사이에서 발생해야함
 - 영국에서 일반적 투자업을 영위할 수 있는 자는 인가된 자와 면제된 자로 제한됨

- 특히 FS Act의 각종 규정의 적용을 면제받기 위해서는 시장 거래 상대방이나 등재금융기관 사이의 거래이어야 함

○ 거래의 대상에 대한 제한

- SEC의 OTC 파생금융 딜러가 하는 딜러업무의 대상물은 SEA상 유가증권인 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’으로 제한됨
 - 이러한 딜러업무를 위해 부수적으로 필요한 기타 활동은 제한적으로 허용됨
- CFTC로부터 면제받은 OTC 파생금융 거래와 면제의 조건
 - 특정 조건을 충족한 스왑 계약¹²⁴⁾
 - 특정 조건을 충족한 혼성 투자 상품¹²⁵⁾
 - 특정 조건을 충족한 실물관련 거래부 옵션, 에너지 계약¹²⁶⁾¹²⁷⁾
 - 외환거래, 선도거래, 유가증권 옵션은 상품거래법의 규제대상에서 제외됨
- 영국의 등재금융기관이 행하는 거래는 일정규모 이상이어야 함

○ 참여자의 활동범위 제한, 위험관리 및 투명성 요건 강화

- SEC의 OTC 파생금융 딜러는 ‘장외거래에 적합한 파생금융 상품’이 아닌 유가증권과 관련된 업무는 ‘허용된 유가증권 업무’ 이내로 그 범위가 제한됨
- SEC의 OTC 파생금융 딜러에게는 ① 유가증권의 중개, ② 순자본

124) 17 CFR 35.2

125) 17 CFR 34.3

126) CEA sec. 2 (a)(1)(B)

127) 58 FR 21286

- 관리, ③ 보고, 내부통제 및 위험관리에 대한 독특한 규제가 존재함
- CFTC는 OTC 파생금융 거래에 대해서 면제조건 및 규정이 준수되고 있는지의 여부에 대한 조사권을 가짐¹²⁸⁾
 - 영국에선 참여자의 투자능력에 따라 참여자를 범주화하여 그 범주에 따라 책임의 크기가 결정됨
 - 참여자의 범주는 크게 ① 시장 거래상대방, ② 비개인 고객, ③ 개인 고객으로 나누어짐
 - 시장 거래상대방간의 거래는 SFA의 영업행위 규정 적용을 받지 않음
 - 시장 거래상대방과 고객 (비개인 고객 또는 개인 고객) 간의 거래에서는 시장 거래상대방에게 영업행위 규정이 적용되며, 적정성 확보의 의무가 부과됨

3. OTC 파생금융 거래에 대한 규제의 바람직한 방향

- 창의적인 파생금융 거래를 촉진하기 위한 기존 규제의 면제 및 적합한 규제의 개발
 - 공익성 및 안정성이 인정되는 OTC 파생금융 거래에 대해서는 기존의 증권 및 선물거래 관련 규제의 적용을 면제하고, 장외 거래에 적합한 새로운 규제를 도입하는 방식을 통해, 창의적 파생금융 거래를 촉진함
 - 특정 OTC 파생금융 거래의 공익성 및 안정성 심사를 위한 기준 및 절차의 설정이 필요
 - 면제의 범위 및 장외 거래의 특성에 적합한 규제의 설정이 필요

¹²⁸⁾ 7 USC sec. 6 (d)

— 신용 증거금 산정 방식의 개선

- 상계 및 담보를 반영하여 효율적이고, 현실적인 증거금 산정방식을 개발

— 거래자의 부도시 상계 및 담보에 대한 거래상대방의 권리보호

- 거래자의 부도가 발생할 경우, OTC 파생금융거래에서 발생한 담보나 상계에 대한 거래상대방의 권리가 다른 채권자에 대해 우선해야만 OTC 파생금융 거래의 법적 안정성이 확보됨

— 금융기관간 규제체계의 차이로 인한 OTC 파생금융 거래의 불평등 해소

— 증권사 영업용 순자본 비율의 산정방식의 개선

- 상계 및 담보 등을 감안한 정확한 위험 노출도를 반영할 수 있는 영업용 순자본 비율 산정방식의 개발
- OTC 파생금융 거래에 대한 VaR을 비롯한 ‘위험 측정치에 기반한 관리 모형’ (risk based model)의 제한적 적용을 통해 영업용 순자본 비율 산정의 경직성 보완

○ 금융시장 안정성 확보를 위한 참여자의 제한

— OTC 파생금융 거래에 대한 적격자 기준의 설정

- 일정규모 이상이고, 자본건전성 조건을 충족하는 은행, 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 선물회사, 연기금 및 외국기관 등
- 정부 및 지방자치단체
- 파생상품의 기초자산인 현물에 대한 거래 실적이 일정규모 이상인 기업
- 일정규모 이상의 총자산을 소유한 자연인

— OTC 파생금융 거래를 영업으로하는 기관에 대한 위험관리 강화

- 일정한 기준을 만족하는 위험관리 및 보고 시스템을 갖춘 기관에

한해 OTC 파생금융 거래업을 허가

○ 금융시장 안정성 확보를 위한 거래 대상의 제한

— 거래 대상에 대한 면제기준 또는 적격기준의 설정

- OTC 파생금융 거래가 현물시장의 수급 균형 유지에 악영향을 주는지 여부
- OTC 파생금융 거래가 기존의 장내 파생금융 시장 및 관련 자율 규제 기관의 임무 수행에 악영향을 주는지 여부
- OTC 파생금융 거래가 경제 전체적으로 실질적인 효용을 주는지 여부

— 증권거래법, 선물거래법, 외환거래법 간의 규제상의 혼란을 초래할 수 있는 복합적 OTC 파생금융 거래에 대한 처리기준 및 허가기준 필요

- 외환, 주가지수 및 금리 등이 복합된 혼성 투자 상품의 경우, 기존의 유가증권 (CB, BW, 교환사채 등) 거래로 볼 것인지 OTC 파생금융 거래로 볼 것인지에 대한 판단기준이 필요함

○ 투자자 보호를 위한 기관과 (개인) 고객간 거래 대상의 제한

— 적격 금융기관과 (개인) 고객간의 거래에서 발생 가능한 분쟁예방 및 거래 투명성 확보를 위해서 일정 수준 이상의 복잡성을 갖는 OTC 파생금융 거래를 제한

- OTC 파생금융 거래의 허용 초기에는 제한되는 내용을 광범위하게 하되, 시장상황의 발전에 따라 제한의 범위를 탄력적으로 조정함

○ 기관과 (개인) 고객에 대한 거래에서 직접적인 투자자 보호 장치 도입

— 기관에 대해 적정성 확보 의무를 부과

- 개인 고객과의 파생금융 거래에서 매도 금융기관은 그 거래의 적정성을 확보하기 위해 다음 두 가지 사항에 대해 고객의 동의를 구해야함
 - ① 고객에 대한 상품의 추천이 고객에게 적정함
 - ② 고객을 위한 거래 또는 고객과의 거래가 고객에게 적정함
- 적정성을 인정받기 위해, 매도 금융기관은 파생금융상품의 가치평가에 대해 고객이 충분히 이해할 수 있도록 고객의 수준에 적합한 설명 및 평가모형을 제공해야함

— 기관에 대한 구체적 영업행위 규정 신설

참 고 문 헌

1. 국외자료

Alsatair Hudson, 「The Law on Financial Derivatives」, Sweet & Maxwell, 1998

Bank for International Settlements, "The global OTC Derivatives market at end-December 1998", June 1999

Commodity Futures Trading Commission (CFTC), "The Report of the CFTC - OTC Derivatives Markets and Their Regulation", October 1993

—————, "1999 Survey of Regulation of Over-the-Counter Derivatives Transactions", 1998

—————, "Over-the-Counter Derivatives", Federal Register Vol 63, Number 91, May 1998

Financial Services Act (1986)

The Commodity Exchange Act Code of federal regulations title 17
Commodity and Securities Exchanges

The Financial Services Authority, “Designing the FSA Handbook of rules and guidance”, April 1998

————— , “the regulation of the wholesale cash and OTC derivative markets under section 43 of the Financial Services Act 1986” , June 1999

————— , “The London Code of conduct For principals and broking Firms in the wholesale markets” , June 1999

Securities and Exchange Commission, “OTC Derivatives Dealers”, Release No. 34-40594, January 1999

2. web site 자료

Bank for International Settlements : [www. bis. org](http://www.bis.org)

Commodity Futures Trading Commission (CFTC) : [www. cftc. gov](http://www.cftc.gov)

Financial Services Authority (FSA) : [www. fsa. gov. uk](http://www.fsa.gov.uk)

International Swaps and Derivatives Association (ISDA) : [www. isda. org](http://www.isda.org)

National Archives and Records Administration (NARA) : [www. access. gpo. gov](http://www.access.gpo.gov)

National Association of Securities Dealers (NASD) : www.nasd.com

National Futures Association (NFA) : www.nfa.futures.org

Securities and Exchange Commission (SEC) : www.sec.gov

Securities and Futures Authority (SFA) : www.sfa.gov.uk

US House of Representatives : law2.house.gov