

미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로

2010. 12.

연 구 위 원 남 길 남



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

장외파생상품은 그 동안 자본시장의 활력을 불어넣는 혁신상품으로 간주되어 왔으나 글로벌 금융위기를 거치면서 장외파생상품시장의 불투명성과 장외파생상품의 무분별한 거래가 자칫 시스템위험을 촉발할 수 있다는 우려가 증대되었다. 이로 인하여 장외파생상품의 규제강화에 대한 국제적 공감대가 형성되었다.

2008년 11월 15일, 워싱턴 G20 정상회의에서는 금융위기를 극복하고 재발을 방지하고자 장외파생상품의 규제강화를 포함한 47개의 개혁과제를 선정하였다. 장외파생상품 규제에 관한 국제적 공조는 2009년 런던 정상회의를 거쳐 피츠버그 정상회의에서 구체화되었다. G20 정상들은 장외파생상품시장에 중앙청산소와 거래정보저장소 등 인프라를 도입함으로써 시장의 투명성을 제고하고 거래의 안정성을 높이하고자 하였다.

특히, 서울 정상회의에서 장외파생상품 관련 피츠버그 정상회의 합의안을 재확인하고 실천을 독려함으로써 G20 회원국은 합의안의 이행을 위하여 자국의 법규를 개편하여야 하는 상황이다. 이런 관점에서 볼 때, 2010년 7월 제정된 미국의 도드-프랭크법이 담고 있는 장외파생상품 규제안은 G20의 국제적 합의를 전면적으로 입법화한 첫 번째 사례라고 할 수 있다.

따라서 본 보고서가 도드-프랭크법을 중심으로 미국의 장외파생상품 규제체계를 고찰한 것은 시의적으로 매우 적절하다고 하겠다. 그 동안 미국의 파생상품 규제는 긴 역사에도 불구하고 복잡한 규제체제로 명확하게 이해하기 어려운 면이 있었다. 특히 장외파생상품의 규제방향은 감독당국 간 갈등과 시장의 반발로 수차례에 걸쳐 수정되었기에 본 보고서의 분석이 이에 대한 이해를 도모하는 데 도움이 되기를 기대해 본다.

또한 도드-프랭크법으로 인한 국내 금융시장의 파급효과를 가늠하고 향후 국내 장외파생상품의 규제개편 방향을 이해하는데 있어서도 본 보고서가 기여하기를 기대해 본다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 남길남 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 본 연구원의 박철호 박사와 CFTC의 감독업무 이해에 도움을 주신 CFTC의 Robert B. Wasserman 청산결제조사국장, Michael J. Otten 법률자문관, Myra Silberstein 국제협력담당 수석계도 고마운 말씀을 드린다. 아울러, 본 보고서의 기초자료 조사를 도와준 이종은 연구원과 원고 교정과 편집을 담당한 임지영, 양미희 연구조원의 수고에도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2010년 12월

자본시장연구원

원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	vi
Abstract	viii
I. 머리말	3
II. 상품선물현대화법까지의 파생상품 규제체계	9
1. 상품선물현대화법 이전의 규제체계	9
2. 상품선물현대화법의 규제체계	19
III. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제체계	45
1. 금융위기 이후 규제개편 과정	45
2. 상품 및 거래자 구분	51
3. Lincoln 수정안	63
4. 시장 인프라	70
5. 스왑거래주체의 규제	92
6. 포지션 한도	98
IV. 시사점	103
1. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제 의의	103
2. 국내 장외파생상품시장에 대한 영향	105
참 고 문 헌	117

표 목 차

<표 II-I> 미국 파생상품 규제 주요 연혁	41
---------------------------------	----

그 립 목 차

<그림 II-1> 미국의 금융시장 규제체계	13
<그림 III-1> 장외파생상품의 규제관할	56

약 어 표

CCP	Central Counterparty
CDS	Credit Default Swap
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
CPO	Commodity Pool Operator
DCO	Derivatives Clearing Organizations
DTEF	Derivatives Transaction Executive Facility
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSOC	Financial Stability Oversight Council
GAO	Government Accountability Office
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LCH	London Clearing House
LTCM	Long-Term Capital Management
MCO	Multilateral Clearing Organization
MTEF	Multilateral Transaction Execution Facility
NFA	National Futures Association
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
PWG	President's Working Group on Financial Markets
SEC	Securities and Exchange Commission
SRO	Self-Regulatory Organization

《 Executive Summary 》

본 보고서에서는 2010년 7월 제정된 도드-프랭크법을 중심으로 미국의 장외파생상품 규제체계의 변화를 역사적으로 고찰하고, 이에 근거하여 장외파생상품시장에 미치는 영향과 시사점을 제시하고자 한다.

미국의 파생상품 규제법은 1864년 금선물거래금지법이 처음이라고 할 수 있으며, 그 후 1936년 파생상품 규제를 위한 기본 법체계인 상품거래법의 제정과 1974년 감독기구인 상품선물거래위원회의 설립을 위한 상품선물거래위원회법의 제정으로 이어졌다. 그런데 파생상품의 규제체계가 정립되어 가고 있음에도 불구하고 원칙적으로 모든 선물은 정규거래소인 지정계약시장에서 거래되어야 했기에 장외파생상품 거래의 불법성을 둘러싼 불확실성이 상존하였다.

장외파생상품에 대한 규제 문제는 2000년 상품선물현대화법이 제정되면서 명확한 해결을 얻게 된다. 상품선물현대화법에서는 사적협약에 의해 가격발견기능이 없는 적격참가자 간의 장외파생상품 거래에 대해서는 규제를 면제하였다. 상품선물현대화법의 제정으로 장외파생상품에 대하여 명시적으로 규제를 적용하지 않게 되었다고 할 수 있다.

상품선물현대화법에서의 장외파생상품에 대한 규제면제는 장외파생상품을 주요한 혁신상품으로 인정하고 이로 인한 금융시장의 활력을 기대했기 때문이었다.

반면에 도드-프랭크법에서는 장외파생상품에 대하여 매우 강력하게 규제하고 있다.

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 장외파생상품의 거래자에 대한 규제와 인프라에 의한 시장규제로 구분할 수 있다.

거래자에 대한 규제는 등록, 보고, 자기자본 및 담보 등의 의무를 부과하는 것이며 인프라에 의한 시장규제는 장외파생상품시장의 매매·청산·보고와 관련된 인프라의 등록 및 사용을 의무화한 것이다. 도드-프랭크법은 G20 피츠버그 정상회의에서 합의한 바와 같이 표준화된 장외파생상품에 대해서 정규거래소를 포함하는 조직화된 매매체결장소와 청산기구를 통하여 거래하도록 하였으며 거래내역을 장외파생상품 거래정보저장기구로 보고하도록 하였다.

도드-프랭크법의 제정으로 미국은 장외파생상품시장에 대한 전면적 규제를 처음 시작하게 되었다. 이로써 장외파생상품시장의 불투명성을 개선하고 감독당국의 감독능력을 제고할 수 있을 것으로 예상된다. 그런데 감독규정이 아직 마련되지 않고 집행이전이어서 구체적인 집행방법과 문제점은 향후 전개과정을 지켜봐야할 것이다.

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 장외파생상품 거래위축이나 거래방식의 변화 등 다양한 형태로 국내 금융시장에 영향을 미칠 수 있으나 직접적 영향은 제한적일 것으로 전망된다. 다만 국내은행의 지점이나 국경 간 거래 그리고 미국 거주자의 직접적인 국내 파생상품 거래에는 영향을 미칠 가능성이 있다고 하겠다. 향후에는 G20 합의안의 이행을 위하여 국내 장외파생상품 규제도 개편될 예정이어서 이로 인한 파급효과도 매우 클 것이다.

« Abstract »

**A study on U.S. OTC derivatives regulations
: the implications of the Dodd-Frank Act and its impact
on the Korean OTC derivatives market**

This report explores how OTC derivatives regulations have evolved in the U.S. and focuses on how the Dodd-Frank Act changes regulation of the U.S. derivatives market. Then, the possible effects to the Korean derivatives market are discussed.

The Anti-Gold Futures Act of 1864 was the first enactment of U.S. derivatives regulations. In 1936, the Commodity Exchange Act was enacted and established a framework for derivatives regulations. As a result of the Commodity Futures Trading Commission Act, the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) was created in 1974 and given responsibility for regulating the U.S. derivatives market.

Before the enactment of the Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA), it was understood that futures should be traded on designated contract markets. Hence, OTC derivatives trading might have been considered illegal to some. This regulatory uncertainty was removed by the CMFA which clearly states that OTC derivatives transactions will not be regulated if they are privately negotiated and executed by eligible contract participants.

The OTC derivatives legislation within the Dodd-Frank Act will give authority to the CFTC and the Securities Exchange Commission (SEC) to regulate the OTC derivatives market. Regulations cover mandatory clearing through clearing houses, reporting to trade repositories, and trading on organized markets. And dealers and major market participants in the OTC derivatives market are required to register, hold sufficient capital and collateral to meet regulatory requirements, and conform to business conduct standards.

With the enactment of the Dodd-Frank Act, the U.S. has started to implement sweeping OTC derivatives regulations for the first time.

The OTC derivatives regulations under the Dodd-Frank Act may have some impact on the Korean financial market, such as a contraction in OTC derivatives trading and changes in market practices. In particular, Korean banks' branches in the U.S. and cross-border transactions might be affected. However, the direct impact of the Dodd-Frank Act on the Korean financial market will not be significant.

The OTC derivatives regulations of the Dodd-Frank Act implement the G20 agreements. Given that, the Korean regulatory framework is also likely to change for the sake of international cooperation. In that case, large repercussions from the reform of the Korean regulatory framework for the OTC derivatives market can be expected.

1. 머리말

I. 머리말

2010년 7월 21일, Obama 대통령의 서명으로 제정된 “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(이하 도드-프랭크법)”은 2007년 여름 미국 주택시장의 거품이 붕괴하면서 시작된 세계적 금융위기와 같은 사태의 재발을 막고자 방대한 분야에 걸쳐 기존의 금융규제를 개혁하였다.

도드-프랭크법은 금융위기의 직접적인 원인을 제공한 모기지시장을 비롯하여 연방준비시스템, 은행, 보험, 헤지펀드, 투자자 및 금융소비자 보호 등 금융의 각 분야를 총 16개의 타이틀로 구분하고 있는데 그 중 장외파생상품의 규제는 “Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010”이란 별도의 이름을 갖고 있는 7번째 타이틀에서 다루고 있다. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 금융위기 악화에 큰 역할을 한 것으로 알려진 장외파생상품시장을 포괄적으로 규제함으로써 장외파생상품으로 인한 시스템위험의 촉발을 방지하고자 제정되었다. 이로써 장외파생상품이 규제의 틀 안으로 들어오게 되었다고 할 수 있다.

미국 파생상품 규제의 시작은 남북전쟁으로 거슬러 올라간다. 당시 전비마련과 관련되어 무분별한 금선물의 거래를 막고자 “금선물거래금지법(Anti-Gold Futures Act of 1864)”이 도입되었다. 그 후, 1936년의 “상품거래법(Commodity Exchange Act)”¹⁾에서 파생상품 규제의 기본 골격을 갖추게 되었고 2000년 말, 상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization

1) “Commodity Exchange Act”는 장내파생상품거래를 규제하기 위한 것으로 올바른 한글 표현이 상품거래소법이라는 일부 의견이 제기되었으나 본고에서는 그러한 문제제기의 유효성에도 불구하고 해당 법이 정규거래소의 조직 및 역할 등을 한정하여 규정하기보다 선물거래 일반을 규제하려는 목적이 크다는 의견과 국내 학계에서 이미 대중적으로 사용되고 있다는 점에 근거하여 상품거래법으로 표기한다.

4 미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로

Act of 2000: CFMA)이 제정되면서 현재의 체계에 이르렀다.

상품선물현대화법의 제정은 장외파생상품 규제에 큰 전환점이 되었다. 상품선물현대화법 이전의 파생상품 규제체계에서는 규제대상인 선물 거래를 명확히 정의하고 있지 않았기에 때에 따라서는 장외파생상품의 거래가 자칫 불법화될 수 있었다. 그런데 상품선물현대화법에서 적격참가자에 의한 가격발견기능이 없는 장외파생상품 거래에 대해서는 규제를 하지 않기로 명시함으로써 이러한 불확실성은 사라지게 되었다. 당시 조치는 장외파생상품을 혁신상품으로 바라보고 거래를 촉진함으로써 미국 금융시장에 활력을 불어넣자는 금융당국과 월가의 이해가 맞아떨어진 결과였다.

반면에 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 장외파생상품의 시장참가자에 대한 규제와 인프라에 의한 시장규제로 구분할 수 있다. 시장참가자에 대한 규제는 장외파생상품의 취급권한과 자본금 및 담보 등을 규제하는 것이며 인프라에 의한 시장규제는 장외파생상품시장의 매매·청산·보고와 관련된 인프라의 등록 및 사용을 의무화한 것이다. 이러한 인프라의 도입은 2009년 9월 25일, G20 피츠버그 정상회의에서 합의한 장외파생상품시장 규제안을 이행한 것이라고 볼 수 있다. G20 피츠버그 정상회의에서는 다음과 같이 장외파생상품에 대한 규제에 합의하였다.

“늦어도 2012년 말까지 표준화된 모든 장외파생상품은 적절한 경우 거래소나 전자거래플랫폼(electronic trading platform)에서 거래가 체결되어야 하고, 표준화된 모든 장외파생상품은 CCP(central counterparty)²⁾를 통해 청산되어야 한다. 또한 모든 장외파생상품은 거래정보저장소(trade repository)에 보고되어야 한다. CCP를 통해 청산되지 않는 상품에 높은 자본규제를 적용 받아야 한다. G20는 금융안정위원회(Financial

2) 본고에서는 다자간 청산의 채무이행을 보증하는 주체인 “Central Counterparty”를 별도의 번역 없이 CCP로 사용한다.

Stability Board)와 관련 회원기구에게 이행상황과 함께 이러한 조치가 파생상품시장의 투명성을 확대하고, 시스템위험을 완화하며, 불공정거래를 방지하고 있는지를 정기적으로 평가할 것을 요청한다.”

피츠버그 합의안은 장외파생상품시장에 전자거래플랫폼, CCP, 거래정보저장소를 도입함으로써 표준화된 장외파생상품의 거래에 대하여 매매 체결과 청산 인프라를 갖추도록 하였으며 비표준적인 장외파생상품에 대해서도 빠짐없이 거래정보저장소에 보고하도록 함으로써 시장의 투명성을 향상하고 감독당국의 감독능력을 제고할 수 있게 하였다. 도드-프랭크법에서는 피츠버그 정상회의 합의안의 미국 내 적용을 위해 장외파생상품 인프라를 구체적으로 정의하고 관련 규제를 서술하고 있다.

본 보고서에서는 미국 장외파생상품 규제체계의 이해를 위해 규제의 변화과정을 추적하고 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제안의 도입 배경과 특징을 살펴보고자 한다. 이를 위해 본 보고서에서 수행하는 연구 내용은 다음과 같다. 먼저, II장에서는 상품선물현대화법까지의 미국 파생상품 규제체계의 정립과정을 살펴보고자 한다. 최초의 파생상품 규제법부터 상품거래법의 제정 및 감독기구의 설립과정을 추적하고 당시에 제기된 주요 쟁점을 분석하고자 한다. 또한 상품선물현대화법의 제정 배경과 핵심적인 내용의 분석을 통해 장외파생상품 규제완화를 둘러싼 논점을 확인해본다. III장에서는 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제안을 세부적으로 분석함으로써 미국 규제체계의 변화와 G20 피츠버그 합의안이 미국의 규제에 어떻게 반영되었는지를 알아본다. IV장에서는 미국 장외파생상품 규제체계의 개혁의 특징을 정리하고 국내 장외파생상품시장에 주는 시사점을 제시한다.

II. 상품선물현대화법까지의 파생상품 규제 체계

1. 상품선물현대화법 이전의 규제 체계
2. 상품선물현대화법의 규제 체계

II. 상품선물현대화법까지의 파생상품 규제체계

1. 상품선물현대화법 이전의 규제체계

가. 초기 규제에서 상품거래법의 제정까지

1) 선물시장 규제의 시작

미국의 파생상품거래는 곡물거래에서 시작되었다. 이미 1848년에 시카고에서는 옥수수, 밀 등 주요 곡물가격의 변동위험을 헤징하기 위한 선도거래³⁾가 거래소(Board of Trade)⁴⁾에서 시작되었으며 그 후 거래단위, 곡물의 등급, 인도시기 등이 표준화되면서 현재의 선물거래 형태를 취하게 되었다. 파생상품거래가 본격화 되면서 규제 움직임도 나타났다.

미국 연방정부에 의한 최초의 규제는 1864년의 금선물거래금지법이라고 할 수 있다. 남북전쟁 중 전비마련을 위해 발행된 불태환 지폐(fiat currency greenbacks)가 금 가격에 비하여 심각하게 저평가되자 의회는 추가적인 가격하락을 방지하기 위하여 금선물거래금지법을 제정하고 금선물거래와 외국통화의 선물거래를 금지시켰다. 그러나 이러한 규제는 오히려 불태환 지폐의 급격한 가격하락으로 이어져 제정 후 2주 만에 금선물거래금지법은 폐지되었다.

금 및 외국통화에 대한 선물규제가 미국 정부에 의한 인위적인 시장개입의 성격이 있었다고 한다면 곡물선물에 대해서는 초기부터 농민들이 연방정부의 개입을 요구했다고 할 수 있다. 곡물가격이 과도하게 하

3) 당시 거래를 “to arrive”계약이라고 불렀다.

4) 미국 최초의 파생상품거래소인 Chicago Board of Trade가 1848년 4월 3일부터 곡물의 현물 및 선도거래를 시작하였다.

락하는 이유에 대해 일반적으로 농민들은 투기세력이 선물시장을 이용하여 가격하락을 부추기기 때문이라고 의심하여 농산물의 선물거래에 부정적이었다. 그러나 금선물거래금지법의 부작용을 경험한 미국 정부는 시장에 대한 직접적인 규제보다는 불법중개소(bucket shop)⁵⁾의 금지와 같은 시장의 질을 향상시키는데 초점을 맞추었다. 그러다가 1921년에 이르러서야 “선물거래법(Future Trading Act of 1921)”을 제정하고 이 법을 통해 무분별한 선물거래를 방지하기 위하여 농무부가 규제하는 거래소 이외의 곡물선물거래에 대해서는 1부셸 당 20센트의 세금을 과세하였다. 1부셸 당 20센트의 세금은 당시로서는 상당히 큰 금액이었으나 1922년 연방대법원에 의해 위헌판결을 받고 폐지되었다.

선물거래법의 위헌판결이 내려진 2주 후에 의회는 선물시장규제의 연속성을 유지하기 위하여 대체입법인 “곡물선물법(Grain Futures Act)”을 서둘러 제정하였다. 곡물선물법은 과도하거나 급작스런 곡물가격 변동의 제거를 목표로 하였다. 당시 시장규모와 거래관행에서는 시장조작⁶⁾이 현재 보다 용이한 상황이었다.⁷⁾ 이러한 입법목적을 달성하기 위한 정부기구로서 곡물선물관리청(Grain Futures Administration)을 농무부와 곡물선물위원회(Grain Futures Commission) 산하에 설립하였다⁸⁾.

곡물선물법은 “신의성실한 파생상품거래(bona fide derivatives transactions)”에 있어서 장외거래의 필요성을 처음으로 인정하였다. 농민 및 농장 이해관계인이 거래상대방인 선도거래에 있어서 장내거래 요

5) 불법중개소에서는 진실한 의미의 거래가 아니라 다른 거래소의 거래가격을 참조하여 거래 또는 결제가 일어나므로 매도와 매수 주문의 균형이 깨지면 바로 영업이 중단됨으로써 매매체결의 안정성을 보장받지 못하게 된다.(Johnson · Hazen(2004) Vol.1 p51~52)

6) 대표적인 방법으로는 bear raid와 cornering이 언급되었다.

7) 그러나 선물거래로 곡물가격의 변동성이 증가하였다는 주장은 명확히 입증되지 못하였다.(Greenspan(1997))

8) 곡물선물위원회는 농무부장관, 법무부장관, 상무부장관으로 구성되었다.

건적용을 배제함으로써 장외파생상품 거래의 독자성을 일부 허용하였다.

2) 상품거래법의 제정

곡물선물법은 1936년 상품거래법이 제정됨으로써 상품거래법으로 대체되었다. 상품거래법은 곡물선물법부터 유지되어 온 투기적 거래의 억제 및 시장조작의 방지방안 외에도 선물시장에 대한 참여가 증가하고 있던 소액 투자자를 보호하는 방안이 추가되었다.

상품거래법에서는 우선 선물중개회사(Futures Commission Merchant: FCM)에 대한 등록과 선물중개회사의 고유계정과 고객 위탁금의 분리계리가 의무화되었다. 또한 규제대상인 선물거래소에서 거래되는 선물계약의 범위를 면화, 쌀 등으로 확대하였으며 현물상품시장의 가격을 불안정하게 만드는 주요 요인으로 지목된 선물에 대한 옵션의 선물거래소 거래를 금지시켰다.

한편으로 상품거래법의 집행을 위하여 곡물선물관리청이 상품거래관리청(Commodity Exchange Administration)을 거쳐 1947년부터는 상품거래감독청(Commodity Exchange Authority)으로 개편되었다.

나. CFTC의 설립 및 규제관할의 충돌

1) 상품선물거래위원회법의 제정

상품거래법에 의한 파생상품 규제체계는 1970년대 중반까지 일부 변경⁹⁾을 제외하고는 유지되다가 1974년 의회가 농무부로부터 독립된 파생

9) 대표적인 상품거래법 개정사항은 양파를 재배한 농부들이 양파가격의 폭락이 CME(Chicago Mercantile Exchange)에 거래되는 양파선물의 가격조작때

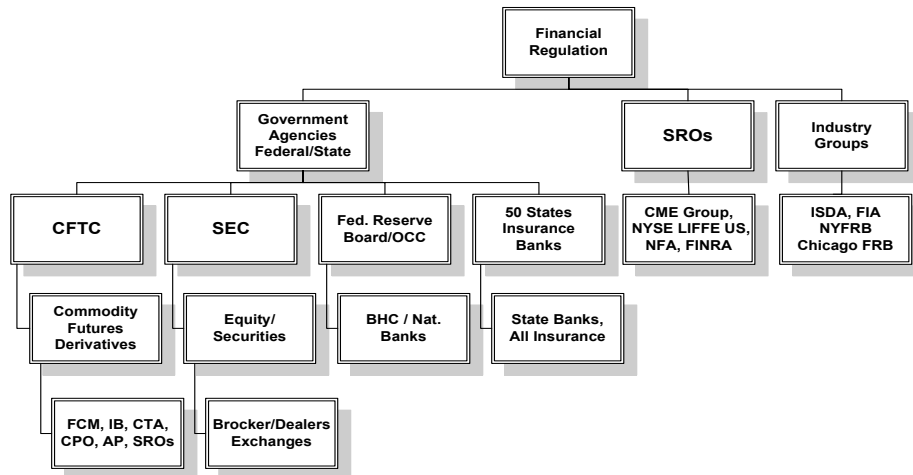
상품시장 감독기구인 “상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, 이하 CFTC)”의 설립을 위하여 상품선물거래위원회법(Commodity Futures Trading Commission Act)을 제정하면서 기존 상품거래법에 큰 변화가 나타났다. 상품선물거래위원회법의 제정은 상품거래법의 본질을 변화시키지는 않았지만 독립 감독기구인 CFTC에 상품선물과 상품옵션에 대한 배타적인 감독관할권을 부여하면서 상품거래법의 “상품(commodity)” 정의가 기존 농산물에 한정된 열거상품에서 벗어나 “선물계약에 따른 모든 다른 재화, 물품, 서비스, 권리, 이익”¹⁰⁾으로 대폭 확대되었다. 파생상품시장에 대한 규제완화 조치라고 할 수 있는 상품 정의의 확대로 금융상품을 포함한 다양한 기초자산을 갖는 파생상품의 등장(거래소 거래)이 가능해졌다.

CFTC의 주요 업무는 시장조작 없이 공개적이고 경쟁적이면서 투명하게 가격발견이 이루어지도록 함으로써 시장의 완결성이 유지되도록 하고, 사기행위와 기타 불공정거래로부터 투자자를 보호하는 것이라고 할 수 있다.

문이라고 비난하면서 전국적인 항의시위에 나서자 양파에 대한 선물거래 금지를 규정한 “양파선물법(Onion Futures Act)”이 1958년 제정되어 상품의 정의에서 양파가 제외된 것이다.

- 10) 원문의 표현은 “all other goods and articles, ... and all services, rights, and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in.”이다.(7 U.S.C. § 1a(3))

<그림 II-1> 미국의 금융시장 규제체계



자료: CFTC

2) 재무부 수정안(Treasury Amendment)

장의파생상품에 대한 상품거래법의 확대 적용에 대한 문제점은 1974년 재무부가 정부발행증권, 외국통화의 장외거래에 대하여 CFTC의 규제 적용을 배제할 것을 요구하면서 수면위로 부상하였다. 재무부는 ① 외환 및 정부발행증권 시장은 중요한 거시경제적 기능을 담당하므로 최소한의 규제를 통해 효율적으로 작동하도록 하는 것이 바람직하고, ② 외환 시장의 대부분을 차지하는 참가자는 상업은행, 투자은행, 중앙은행, 외환딜러, 기업, 연금, 뮤추얼펀드 등 고도의 전문기관으로서 투자자 보호의 필요가 작으며, ③ 그러한 시장은 국제영업의 필요에 부응해야하고, 매우 효율적인 시장이라는 점을 근거로 주장하였다.¹¹⁾

결국 재무부 수정안에 의하여 거래소에서 거래가 되지 않는 외국통화, 정부발행증권, 워런트, 모기지 등에 대한 CFTC의 규제적용은 배제되

11) 오승현외(2000) p77

었다.¹²⁾ 재무부 수정안은 전통적인 은행 간 통화시장을 CFTC 규제에서 제외함으로써 은행이 중심인 달러시장의 독자성을 인정한 경우라고 할 수 있다.¹³⁾

3) Shad-Johnson 합의안(Shad-Johnson Accord)

1974년의 상품선물거래위원회법으로 CFTC의 권한이 확대되면서 증권을 규제하는 증권거래위원회(Securities and Exchanges Commission, 이하 SEC)와의 충돌이 나타났다. 1974년의 상품거래법 개정은 다음과 같은 이유로 인하여 CFTC와 SEC 사이의 갈등이 확대될 가능성을 내포하였다. 우선 상품의 정의가 확대되면서 증권이 경우에 따라서는 상품에 포함될 가능성이 커졌다는 점과 CFTC가 모든 선물 및 선물옵션에 대하여 배타적인 규제권한을 갖게 되었지만 증권거래 및 증권시장에 대한 SEC의 기존 규제권한이 조정되지 않았다는 점이다.

규제관할을 둘러싼 CFTC와 SEC의 갈등은 주로 증권기초 파생상품(securities-based derivatives instrument)에서 나타났다. 결국 1982년 CFTC의 Johnson 의장과 SEC의 Shad 의장 사이에 합의안이 도출되어 관련 법안을 개정하기에 이르렀다. 합의에 근거하여 CFTC는 기본적으로 모든 선물과 선물옵션에 대한 배타적 규제권한을 부여받았으나 실제로는 기초자산이 면제증권(exempt security)¹⁴⁾, 양도성 예금증서(Certificates of Deposit: CD), 적격 증권지수¹⁵⁾인 선물과 선물의 옵션

12) 7 U.S.C. § 2(a)(1)(A)(ii)(2000년 수정 전), 7 U.S.C. § 2(c)(수정 후)

13) Johnson · Hazen(2004) Vol.1 p78

14) 면제증권은 SEC의 등록 및 보고의무가 면제된 증권으로서 미국 재무부 증권, 연방기구 및 지방정부 발행 채권, 기업어음, 사모발행 증권이 이에 해당하지만, CFTC 관할에는 지방정부 발행 채권의 선물 및 선물의 옵션은 제외되었다.

15) 증권지수의 적격성은 i) 현금으로 결제되고, ii) 가격조작이 용이하지 않으

그리고 전국증권거래소(national securities exchange)에서 거래되지 않는 통화옵션과 선물에 관여하는 선물투자신탁운용자(Commodity Pool Operator: CPO)의 계좌에 대한 규제를 담당하게 되었다. 반면에 SEC는 면제증권, 면제증권지수, CD를 포함한 개별증권의 옵션 및 주가지수옵션 그리고 전국거래소에서 거래되는 통화옵션 대한 배타적 규제권한을 부여받았다.

1982년 합의안으로 CFTC와 SEC 간의 규제관할이 상당부분 명확해졌으나 개별 기업 및 지방정부 증권에 대한 선물은 두 기관 모두 허가를 내릴 수 없게 됨으로써 개별주식선물과 같이 비면제증권을 대상으로 하는 선물은 실질적으로 금지되었다. 또한 합의안에도 불구하고 장외파생상품에 대한 규제는 여전히 불명확한 상태로 남겨졌다.

다. 장외파생상품의 규제적용 면제 명문화

1) 특정 스왑거래에 관한 정책성명서

(Policy Statement on Certain Swap Transactions)

상품선물거래위원회법에 의해 상품의 정의가 확대됨에 따라 장외파생상품의 규제 가능성이 대두되었다. 즉, 원칙적으로 모든 상품에 대한 선물은 조직화된 상품시장인 지정계약시장(designated contract market)¹⁶⁾에서 거래되어야 하는 것¹⁷⁾으로 받아들여지고 있었기에 장외파생상품의 거래는 경우에 따라서는 불법화 되는 가능성이 존재하였다.

며, iii) 주식시장의 전체 또는 상당부분을 대표할 수 있으며 시장의 측정 수단으로 폭넓게 공표되고 있는지를 CFTC가 확인하여 결정하며 SEC는 제안을 검토하여 반대할 수 있는 권한을 갖게 되었다.

16) 파생상품시장의 정규거래소에 해당한다.

17) Johnson · Hazen(2004) Vol.1 p50

장외파생상품에 대한 시장의 불확실성을 해소하기 위하여 CFTC는 1989년 “특정 스왑거래에 관한 정책성명서”를 발표하게 되었다. 성명서에서는 “스왑(swap)”¹⁸⁾으로 총칭되는 장외파생상품이 다음 5가지 조건을 만족하는 현금결제 방식이면 CFTC의 규제를 받지 않도록 함으로써 장외파생상품 거래에 피난처(safe harbor)를 제공하였다.¹⁹⁾

1. 거래의 주요 경제적 조건이 개별적으로 맞추어져야(individually tailored) 한다.
2. 거래소 형식의 상계(offset)가 없어야 한다.²⁰⁾
3. 거래가 청산기구나 그와 비슷한 기구에 의해 지원받지 말아야 한다.
4. 거래가 거래상대방의 업무와 연계되어 수행되어야 한다.
5. 스왑거래가 일반 대중에게 권유되지 말아야 한다.

정책성명서는 장외파생상품의 거래가 규제적용을 면제받기 위해서는 참가자 간의 사적 협상에 의해 맞춤형 설계로 거래되어야 한다는 것을 명확히 했지만 한편으로는 참가자의 자격요건이 구체적으로 제시되지 않아 불확실성이 남아있다. 그리고 정규거래소와의 구별을 위해 매매체결과 청산 인프라의 사용을 배제함으로써 장외파생상품 거래에 있어서

18) 미국의 파생상품 규제체계에서 장외파생상품을 주로 스왑으로 총칭하는 이유는 장외파생상품(over-the-counter derivatives)이 순수한 의미의 장외파생상품인 스왑과 증권화 되어 장내거래가 가능한 혼성상품(hybrid instrument)을 모두 포괄하고 있다고 보기 때문이다. 본고에서는 혼성상품을 제외한 장외파생상품 일반을 총칭할 때는 장외파생상품으로 표기하되 법률적으로 명확한 구별이 필요한 경우에는 스왑이란 표현을 사용한다.

19) Johnson · Hazen(2004) Vol.1 p43

20) 즉, 거래상대방의 동의에 의해서만 종결될 수 있는 성과이행의무(performance obligations)가 있어야 한다.

새로운 IT기술에 기반한 매매체결과 청산 인프라의 구축을 어렵게 만들었다고 할 수 있다.

2) 선물거래실행법(Futures Trading Practices Act of 1992)의 제정 및 CFTC 감독규정 개정

1992년 제정된 선물거래실행법에서는 CFTC에게 특정 스왑과 혼성상품에 대해 규제적용을 면제할 수 있는 권한을 부여하였다. 장외파생상품 규제의 면제대상이 되기 위해서는 면제가 공공의 이익에 부합하여야 하며 스왑계약이 “적절한 거래주체(appropriate persons)”²¹⁾에 의해 거래되어야 하고 스왑계약이 CFTC의 감독능력, 거래소 등에 심각한 악영향을 주어서는 안 된다.²²⁾

장외파생상품에 대한 CFTC의 면제권 부여범위는 1993년 1월에 개정된 CFTC의 감독규정(federal regulation)에 의해 보다 구체화되었다. 감독규정에서는 스왑을 금리, 통화, 일반상품 등을 기초로 하는 다양한 장외파생상품 계약으로 정의하였다.²³⁾ 또한 정책성명서의 조건을 수정하여

21) 적절한 거래주체는 은행, 보험회사, 투자회사, 상품투자회사, 브로커-딜러, 선물중개회사, 정부기구 등으로 한정하고 있다.(7 U.S.C. § 6(c)(3))

22) 7 U.S.C. § 6(c)(2)

23) 17 C.F.R. § 35.1(b)(1) Swap agreement means; (i) An agreement (including terms and conditions incorporated by reference therein) which is a rate swap agreement, basis swap, forward rate agreement, commodity swap, interest rate option, forward foreign exchange agreement, rate cap agreement, rate floor agreement, rate collar agreement, currency swap agreement, cross currency rate swap agreement, currency option, any other similar agreement(including any option to enter into any of the foregoing); (ii) Any combination of the foregoing; or (iii) A master agreement for any of the foregoing together with all supplements thereto.

면제대상이 되는 장외파생상품을 다음 네 가지로 정의하였다.

1. 계약시점에 오로지 “적격스왑참가자(eligible swap participant)”²⁴⁾에 의하여 체결된 스왑계약이어야 한다.
2. 스왑계약의 주요 경제적 조건이 표준화되어 대체성(fungibility)을 가져서는 안 된다.
3. 거래상대방의 신용도가 가격, 비용, 신용보강 등 계약조건을 결정하는 데 있어서 주요한 고려사항이어야 한다.
4. 스왑계약이 다자간매매체결기구(Multilateral Transaction Execution Facility: MTEF)²⁵⁾를 통해서 거래되어서는 안 된다.

감독규정에서는 제한된 참가자로서 적격스왑참가자를 정의하는 등 정책성명서에 비하여 면제조건이 보다 명확해졌으나 대체성이 없어야 하고 다자간매매체결기구의 사용을 배제한 점은 정책성명서와 마찬가지로 장외파생상품시장의 관련 인프라 도입에 부정적 영향을 미쳤다고 할 수 있다.

한편 CFTC는 1993년 에너지 상품에 대하여도 규제적용을 면제하였는데, 위험의 헤징목적이고 사적으로 거래가 협의되었으며 현물인도 의무가 있는 에너지 스왑이 주요 면제대상이 되었다.

24) 적격스왑참가자는 선물거래실행법의 적절한 거래주체와 기본적으로 대상이 같으나 세부적 내용에서는 일부 차이를 보이고 있다. 특히, 스왑거래의 국제적 성격을 반영하여 외국인에 대하여 적격요건을 부여하였고, 자연인도 총자산이 1천만 달러를 초과하면 적격스왑참가자로 인정하였다.

25) CFTC는 다자간매매체결기구를 양자 간 주문이 아닌 모든 시장조성자와 시장참가자가 참여하여 거래를 체결하는 실체적 또는 전자적 기구로서 호가 공개를 원칙으로 하고 있다.

2. 상품선물현대화법의 규제체계

가. 상품선물현대화법의 도입 배경

1) 장외파생상품시장의 환경 변화

가) 표준계약서의 보급과 인프라의 등장

여러 차례에 걸친 상품거래법의 개정과 CFTC의 조치로 장외파생상품에 대한 규제원칙이 방향을 잡았음에도 불구하고 1990년대에 들어서는 장외파생상품 거래가 급증하고 IT 기술발달로 새로운 유형의 거래형태가 나타나면서 기존 규제방향의 한계가 드러났다.

우선 장외파생상품 딜러의 이익을 대변하는 ISDA(International Swap & Derivatives Association)가 기본계약서(master agreement) 체계를 완성하여 보급하면서 계약요건의 표준화가 진전되었다. 1992년에 완성된 ISDA 기본계약서는 일괄상계가 가능하도록 함으로써 장외파생상품 거래에서 거래상대방의 부도가 발생하였을 경우 법적인 안정성을 확보할 수 있게 되었다. ISDA 기본계약서의 도입은 장외파생상품의 표준화를 촉진하는 계기가 되었다고 할 수 있다. 그런데 기본계약서를 비롯한 장외파생상품의 계약 표준화는 자칫 전술한 CFTC 감독규정에서 배제한 대체성 요건에 해당될 수 있는 문제가 발생하였다.

또한 IT 기술의 발전은 장외파생상품 거래를 위한 매매체결 또는 청산 인프라의 등장 가능성을 높였음에도 불구하고 CFTC의 면제부여에서 관련 인프라가 배제되자 규제의 불확실성이 증대하였다. 이는 더 나가서 도박 및 불법중개소를 규제하는 주법(state law)의 규제를 받을 우려도 제기되었다.²⁶⁾

26) 상품거래법(7 U.S.C. § 16(e)(2))에서는 규제적용을 면제받은 거래에 대하여

급기야 1998년 6월 영국의 청산기구인 London Clearing House(LCH)가 1999년 중반부터 개시할 금리스왑에 대한 청산서비스를 위해 해당 거래의 CFTC 규제적용 면제를 요청²⁷⁾함으로써 가능성으로만 제기되던 장외파생상품 청산이 구체화면서 보다 명확한 제도마련이 요구되었다.

나) 장외파생상품 관련 대규모 손실사례

장외파생상품 거래방식의 변화와 함께 1990년대는 장외파생상품이 연관된 거액의 손실사례가 다수 발생하였다.²⁸⁾ 대표적 사건으로는 P&G, Gibson Greetings, Orange County, LTCM(Long-Term Capital Management)의 사례를 들 수 있다.

1990년대 당시 파생상품 업무에 장점이 있었던 Bankers Trust는 생활용품 제조업체인 P&G 및 연하카드·포장지 제조업체인 Gibson Greetings와 채무비용 감축을 위하여 구조화된 스왑계약을 맺었다. 그러나 갑작스런 금리변화로 이들 거래에 대규모 손실이 발생하자 Bankers Trust와 각 기업 간에 분쟁이 발생하였다. 유사한 사례로 캘리포니아의 지방자치단체인 Orange County에서도 장외파생상품이 내재된 구조화채권에 대한 투자에서 큰 손실이 나타나면서 법정분쟁이 발생하였다.

Gibson Greetings, P&G, Orange County을 비롯한 미국의 기업이나 지방자치단체의 장외파생상품 거래는 불완전판매와 같은 여러 문제가 내재되어 있음이 미국 회계감사원(Government Accountability Office: GAO)의 보고서, “OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes”로 드러났다. 보고서에 따르면 장외파생상품의 손실을 입은 고객의 58%는 은행의 장외파생상품 판매방

주법으로 규제할 수 없음을 명시하였다.

27) 63 FR 36657 (July 7, 1998)

28) 손실사례의 구체적 내용에 대해서는 김형태외(2003)를 참조하기 바란다.

식에 문제가 있다고 밝혔다.

장외파생상품의 손실로 가장 문제가 되었던 것은 1998년 9월 당시까지 미국에서 가장 큰 헤지펀드였던 LTCM이 주로 장외파생상품 거래에서 발생한 46억 달러의 손실로 몰락한 일이라고 할 수 있다. LTCM 사태로 장외파생상품을 이용한 레버리지 기법의 문제와 시스템위험의 가능성이 이슈화되었다.

LTCM 사태로 촉발된 장외파생상품의 문제점에 대하여 주요 금융정책 및 규제당국자로 구성된 금융시장 대통령 실무그룹(President's Working Group on Financial Markets: PWG)²⁹⁾은 1999년 4월 발간한 보고서, "Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act"에서 CFTC와 SEC가 장외파생상품 거래당사자의 신용위험 정보의 보관 및 보고, 위험관리체계에 대한 감독을 보다 철저히 할 것을 권고하였다.³⁰⁾

2) CFTC의 장외파생상품 규제강화 시도와 좌절

장외파생상품시장의 환경 변화는 장외파생상품에 대한 기존 규제체계를 재검토하는 계기를 마련하였다. 특히 SEC와 CFTC가 장외파생상품 시장에 대한 규제체계 개편안을 각각 제시하면서 두 감독당국 사이의 갈등과 CFTC의 규제관할에 대한 다른 감독당국의 반발을 불러왔다.

29) 금융시장 대통령 실무그룹은 재무부장관, 연방준비제도이사회위원장, SEC 의장, CFTC 의장으로 구성되었다.

30) 당시 연방준비제도이사회위원 Greenspan 의장은 이러한 권고안에 대하여 지지를 표명하지 않았다.

가) SEC의 장외파생상품딜러 제도 도입 제안

SEC는 1997년 12월, 장외파생상품딜러(OTC derivatives dealer) 제도 도입을 위한 제안서, “Broker-Dealer Lite Proposal”³¹⁾을 발표하였다. 기존 브로커-딜러 제도에서는 정부발행증권을 기초로 한 장외옵션과 같이 증권으로 분류되는 장외파생상품을 취급하는 회사는 SEC에 브로커-딜러로 등록하고 자본금 및 담보 규제를 받아야 했다. 따라서 증권과 증권기초 장외파생상품을 동시에 취급하는 경우 과도한 규제와 비용증가로 인하여 금융회사는 장외파생상품 부분을 분리하여 브로커-딜러가 아닌 비등록 금융회사에서 취급하던지 외국에서 관련 업무를 수행하여야만 했다. 이러한 문제를 해결하고 미국 내 금융산업의 육성을 위하여 SEC는 장외파생상품딜러 제도를 제안하였다. 장외파생상품딜러로 지정되면 증권업무와 장외파생상품업무를 동시에 취급하면서도 기존 브로커-딜러에 비하여 완화된 규제를 적용받게 되어 외국금융회사와의 경쟁력을 확보할 수 있게 되었다.³²⁾

그러나 CFTC는 장외파생상품딜러 제도에 대하여 장외파생상품 규제의 충돌 가능성을 제기하면서 반대를 분명히 하였다.³³⁾ CFTC는 SEC 제안서의 장외파생상품 개념이 CFTC가 포괄적인 감독권한을 갖고 있는 장외파생상품과 중복될 소지가 있으며, SEC 제안서의 장외파생상품 거래자가 CFTC의 적격스왑참가자와 불일치함으로써 CFTC의 규제면제를 받지 못하는 불법적인 장외파생상품 거래가 SEC에 의해 허용될 가능성이 있음을 지적하였다.

31) OTC Derivatives Dealers, 62 FR 67940

32) 장외파생상품딜러에 관해서 자세한 설명은 오승현외(2000)의 39-58 페이지를 참조하기 바란다.

33) Webb(1988)

CFTC의 반발은 오히려 CFTC가 비면제증권에 기초한 선물을 금지하기로 하였던 Shad-Johnson 합의안을 근거로 특정 장외파생상품³⁴⁾을 선물로 간주하여 규제할 수 있는 것으로 시장에서 받아들여져 장외파생상품 규제의 불확실성이 증대되었다.

나) CFTC의 장외파생상품 규제개편을 위한 개념안 발표

전술한 장외파생상품시장의 환경 변화에 대응하기 위하여 CFTC는 장외파생상품 규제 개편안을 준비하게 되었다. CFTC는 개편안 준비의 일환으로 1998년 5월 시장의 의견을 청취하기 위한 “장외파생상품의 개념안(OTC Derivatives Concept Release, 이하 Concept Release)”을 배포하였다.³⁵⁾ Concept Release는 1993년 신설한 혼성상품과 스왑에 대한 규제적용 면제에 관한 감독규정 34조와 35조의 개정을 위하여 10개의 영역별로 질문을 구성하였다.

1. 적격거래의 정의: CFTC 규제면제를 적용받은 스왑과 혼성상품 조건의 적정성, 일부 스왑이 점차 표준화되고 있는 현실여건을 감안하여 감독규정 35조의 대체성 요건과 혼성상품의 상품가치 우월성 테스트(predominance test)³⁶⁾의 개선 필요 등
2. 적격참가자의 정의: 스왑의 규제적용 면제를 받기위한 조건으로서의 적격참가자 적정성 및 일부 혼성상품에 적격참가자 요건 도입 필요성 등

34) 시장참가자들은 주식스왑, 신용스왑, 신흥시장의 부채스왑 등이 규제대상이 될 것을 우려하였다.

35) Over-the-Counter Derivatives, 63 Fed. Reg. 26114, 26115 (May 12, 1998)

36) 혼성상품이 CFTC 규제의 적용면제를 받기 위해서는 혼성상품의 상품특성(상품종속적(commodity dependent)인 부분의 가치)이 그 외 부분의 특성(상품독립적(commodity independent)인 부분의 가치, 예를 들어 증권특성)에 비하여 작아야 하며, 이러한 판별법을 우월성 테스트라고 한다.

3. 청산: 감독규정 35조의 장외파생상품 청산기구 이용금지 조건의 수정, 청산상품의 범위 및 청산참가자 범위의 수정 필요성 등
4. 매매체결기구: 감독규정 35조의 장외파생상품 다자간매매체결기구 이용금지 조건의 수정 필요성
5. 등록: 장외파생상품 취급자의 등록 필요성
6. 자본규제: 별도의 자본규제가 없었던 장외파생상품에 대하여 과도한 레버리지 방지를 위한 규제자본 부과 필요성
7. 내부통제: 시장위험 및 신용위험 측정을 위한 효과적 모델 구축, 지속적 모델 유효성 확인, 백테스트와 스트레스 테스트, 위험 감시 등의 업무 필요성
8. 판매방식: 공시 및 고객정보를 포함한 표준적인 장외파생상품 판매방식 기준 마련 필요성
9. 기록유지: 장외파생상품의 일체 거래정보의 유지의무 신설 필요성
10. 보고: 장외파생상품 거래정보의 CFTC 보고의무 신설 필요성

비록 Concept Release의 발표는 구체적 규제안 마련을 위한 예비적 조치였음에도 불구하고 10개 영역이 장외파생상품시장의 전 영역에 걸쳐있어, CFTC가 규제면제를 명문화한 1989년과 1993년의 조치를 개정하여 시장을 적극적으로 규제하겠다는 의도로 업계와 다른 금융당국에게 받아들여졌다.

다) CFTC의 규제권한에 대한 모라토리엄 제재

CFTC를 제외한 미국의 금융당국과 장외파생상품시장은 SEC의 장외

파생상품딜러 제도 도입에 따른 CFTC의 반발부터 Concept Release의 발표까지 일련의 CFTC 조치가 기존 장외파생상품시장의 안정성을 훼손한다고 판단하였다. 예를 들어 SEC는 CFTC가 면제부여 권한을 이용하여 장외파생상품시장을 실질적으로 규제하려하고 있으며 이에 따라 법적 불확실성을 증가시키고 있다고 주장하였다.³⁷⁾

급기야 1998년 6월 5일, PWG의 구성원 중 Brooksley Born CFTC 의장을 제외한 Rubin 재무부 장관, Greenspan 연방준비제도이사회 의장, Levitt SEC 의장은 스왑 및 혼성상품 면제에 관한 기존 규제체계를 유지하기 위하여 CFTC의 감독규정 제정권한을 임시적으로 동결시키는 모라토리엄을 부여할 것을 공동으로 Gingrich 하원의장에게 서한으로 요청하는 사태에 이르렀다.³⁸⁾ 서한에서는 CFTC가 제기한 이슈들은 매우 중요한 문제로서 신중한 검토가 필요하며 PWG가 해당 연구를 진행하여 관련 보고서를 작성하도록 하는 것이 타당하다고 주장하였다.

결국 미국 의회는 이들의 주장을 받아들여 1999년 3월말까지 CFTC가 갖고 있는 일체의 규정제정 및 변경 권한을 정지시키는 긴급법안을 통과시켰다.³⁹⁾ 전례를 찾기 힘든 CFTC의 규제권한에 대한 모라토리엄 제제는 장외파생상품 규제의 법적 불확실성 해소를 위한 근본적 해법마련을 촉구하는 계기가 되었다.

37) Testimony of Richard R. Lindsey, Before the House Committee on Banking and Financial Services, July 24, 1998

38) Letter to The Honorable Newt Gingrich, Speaker, U.S. House of Representatives, from Robert E. Rubin, Secretary, Department of the Treasury, Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, and Arthur Levitt, Chairman, Securities and Exchange Commission in June 5, 1998

39) Omnibus Consolidated and Emergency Supplemental Appropriations Act, 1999, § 760

나. 상품선물현대화법의 주요 내용

상품선물현대화법(Commodity Futures Modernization Act of 2000)의 제정에 앞서 PWG는 1999년 11월 새로 임명된 Rainer CFTC 의장을 포함하여 4개 금융당국 수장의 명의로 장외파생상품에 대한 보고서, “Overt-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act”를 발표하였다. PWG의 보고서는 다음 네 가지 정책목표를 달성하기 위하여 기존 상품거래법의 개정이 필요하다고 주장하였다.

1. 장외파생상품으로 인한 시스템위험의 감소를 위해서 PWG는 청산 및 결제의 발달에 장애가 되는 관련 규정의 제거를 권고하였다.
2. 기술혁신의 진흥을 위하여 장외파생상품과 전자거래시스템에 대한 법적 불확실성을 제거하고 경쟁을 촉진하며 투명성 및 유동성을 제고해야 한다.
3. 불공정거래로부터 개인투자자를 보호하는 것이다.
4. 미국경제의 지도력을 유지하는 것이다.

실제로 2000년 말 제정된 상품선물현대화법은 상기 정책목표를 설정한 PWG 보고서의 핵심내용을 충실히 반영하였다.

1) 적격참가자(eligible contract participant)

상품선물현대화법은 일정한 요건을 충족하는 제한된 참가자인 적격참가자 간의 장외파생상품 거래에 대하여 규제를 면제하고 있다. 상품선물현대화법의 적격참가자는 CFTC 감독규정의 적격스왑참가자에 기초하여 정의하고 있다.

적격참가자에 해당하는 주체는 자신의 계좌로 참가하는 ① 금융기관, ② 주법이나 외국정부의 상응하는 규제를 받는 보험회사나 계열사, ③ 1940년 투자회사법(Investment Company Act)에 의한 투자회사나 외국정부의 상응하는 규제를 받는 외국인, ④ 총자산이 5백만 달러를 초과하고 상품거래법의 규제를 받는 선물투자신탁(commodity pool)이나 이에 상응하는 외국인, ⑤ 총자산이 1천만 달러를 초과하는 주식회사, 공동회사, 개인 사업자, 조직, 신탁, ⑥ 총자산이 5백만 달러를 초과하는 1974년 Employee Retirement Income Security Act에 의한 종업원복지플랜, ⑦ 투자일임(discretionary basis) 방식으로 투자된 금액이 최소한 2천5백만 달러 이상인 정부기구(연방정부, 주정부, 외국정부), 정부기구의 정치적 하부기관(political subdivision), 다국적 또는 초국적(supranational) 정부기구 그리고 이들 기관의 대행기관, ⑧ 브로커, 딜러, 이들의 관계인(associated person), 투자은행 지주회사, ⑨ 선물중개회사, ⑩ 장내중개업자(floor broker), 장내트레이더(floor trader), ⑪ 총자산이 1천만 달러를 초과하거나 5백만 달러를 초과하되 위험관리 목적인 개인이다. 그리고 ①, ②, ④, ⑤, ⑧, ⑨, ⑩에 해당하는 브로커와 투자자문업자 등이다.⁴⁰⁾

적격참가자는 적격스왑참가자에 비하여 개인 참가자의 요건을 완화하여 총자산이 5백만 달러를 초과하면서 위험관리목적으로 계약을 하는 경우를 포함하였다.

2) 규제면제 대상 상품거래

상품선물현대화법에서는 파생상품의 기초자산이 되는 상품을 ① 양파를 제외한 농산물상품, ② 금리스왑, 증권, 증권지수, 인플레이션 등 규제배제상품(excluded commodity), ③ 규제배제상품과 농산물상품이

40) 상품선물현대화법 Sec. 101(4)), 도드-프랭크법에서 일부 수정

아닌 에너지와 금속 등의 규제면제상품(exempt commodity)으로 구분하였다.⁴¹⁾ 그리고 이들 상품의 거래 중 일정 조건을 만족하는 거래⁴²⁾에 대해서는 CFTC의 규제를 적용하지 않도록 명문화 하였다. 해당 거래는 규제배제상품 거래, 규제면제상품 거래, 외국통화 등 특정 상품 거래, 규제배제스왑 거래와 은행상품의 거래이다.⁴³⁾

가) 규제배제상품 거래의 규제면제

규제배제상품은 금리, 증권, 증권지수, 신용위험, 환율 등 대부분의 금융파생상품을 대상으로 하고 있다. 상품선물현대화법은 적격참가자 간에 규제배제상품을 매매체결기구(trading facility) 이외에서 거래하는 경우 규제를 면제하였다.⁴⁴⁾

다만 매매체결시스템의 기술 발전을 반영하고 장외파생상품시장에서 딜러업무의 활성화를 위하여 주인-대-주인(principal-to-principal) 방식으로 적격참가자 간 전자매매체결기구(electronic trading facility)에서 체결되는 거래는 허용되었다.⁴⁵⁾

또한 규제배제상품 거래는 도박 및 불법중개를 규제하는 주법에 적용을 받지 않으나 반사기(anti-fraud) 관련 주법의 규제는 받는 특징이 있다.

41) 상품선물현대화법 Sec. 101(4)

42) 거래라 함은 transaction, agreement, contract을 모두 의미한다.

43) 상품선물현대화법 Sec. 404~405, 407

44) 상품선물현대화법 Sec. 103, 도드-프랭크법에서 삭제

45) 상품선물현대화법 Sec. 104, 도드-프랭크법에서 삭제

나) 규제면제상품 거래의 규제면제

규제면제상품은 규제배제상품과 농산품이 아닌 상품으로서 에너지, 금속상품 등이다. 상품선물현대화법은 규제면제상품의 거래도 규제배제상품의 거래와 마찬가지로 적격참가자 간 거래로서 매매체결기구에서 거래되지 않으면 CFTC의 규제를 적용하지 않도록 하였다.⁴⁶⁾ 다만 주인-대-주인 거래로서 적격상업주체(eligible commercial entity)⁴⁷⁾ 간 전자매매체결기구를 이용한 거래는 허용되었다.

또한 규제면제상품의 거래가 규제면제 요건을 만족하여도 CFTC는 사기와 시장조작에 대한 규제권한을 보유하도록 함으로써 규제배제상품과 차이를 두었다.

다) 특정 상품 거래의 규제면제

특정 상품은 외국통화, 정부발행증권, 워런트, 모기지 등⁴⁸⁾이며, 1974년의 재무부 수정안을 반영하여 상품선물현대화법에서는 원칙적으로 특정 상품이 CFTC의 규제적용 대상이 아님을 명확히 했다.⁴⁹⁾ 단, 조직화된 시장에서 거래되는 경우와 적격참가자가 아니면서 별도의 규제를 받지 않는 당사자 간의 외국통화 파생상품 거래는 CFTC의 규제를 받도록 하였다.⁵⁰⁾

46) 상품선물현대화법 Sec. 106, 도드-프랭크법에서 삭제

47) 상품선물현대화법 Sec. 101(4)

48) (A) foreign currency, (B) government securities, (C) security warrants, (D) security rights, (E) resale of installment loan contracts, (F) repurchase transactions in an excluded commodity, (G) mortgage or mortgage purchase commitments

49) 상품선물현대화법 Sec. 102

50) 조직화된 시장이라도 전국증권거래소에서 거래되는 통화옵션에 대해서는 CFTC가 아니라 SEC의 규제를 적용받는다.

라) 규제배제스왑 거래의 규제면제

상품선물현대화법에서는 농산물이 아닌 상품⁵¹⁾에 대하여 적격참가자 간에 매매체결기구를 이용하지 않고 사적협상(individually negotiated)에 의해 거래가 이루어지는 경우 CFTC의 규제를 받지 않도록 하였다.⁵²⁾ 또한 규제배제상품 거래와 마찬가지로 규제배제스왑 거래는 도박 및 불법 중개소를 규제하는 주법의 규제를 받지 않지만 반사기 관련 주법의 규제는 받도록 하였다.

스왑에 대한 정의는 상품선물현대화법에서 상품거래법이 아닌 Gramm-Leach-Bliley Act의 개정을 통해 신설되었다.⁵³⁾ 스왑은 증권기초스왑(security-based swap)과 비증권기초스왑(non-security-based swap)으로 구분⁵⁴⁾되며, 증권법(Securities Act)의 개정으로 증권에 포함되지 않도록 하였다. 다만 증권기초스왑에 대해서는 사기와 시장조작을 금지하는 증권법의 규제와 거래소법(Exchange Act)상의 내부자거래 및 주요비공개 정보(material nonpublic information) 관련 규제를 계속 적용받도록 하였다.

결과적으로 규제배제상품 거래, 규제면제상품 거래와 함께 규제배제스왑 거래에 대한 규제면제 조항이 신설됨으로써 CFTC의 장외파생상품 거래에 대한 규제권한 확보 노력은 무위로 돌아갔다고 할 수 있다.

51) 규제배제상품과 규제면제상품

52) 상품선물현대화법 Sec. 105, 도드-프랭크법에서 삭제

53) 15 U.S.C. § 78c-1

54) 상품선물현대화법 Sec. 301.

3) 시장구분

상품선물현대화법 이전까지는 모든 상품의 선물계약⁵⁵⁾은 원칙적으로 계약시장으로 지정된 정규거래소에서만 체결되어야 했다. 이는 정규거래소의 독점적 권위를 인정함으로써 선물시장 초기에 문제가 되었던 불법중개소와 같은 매매체결의 안정성이 보장되지 않는 불법적 거래를 규제하기 위함이었으나 결과적으로 새로운 형태의 매매체결 시스템의 등장을 억제하였다.

정규거래소의 독점적 지위는 상품선물현대화법에서 새로운 형태의 선물시장을 인정하면서 큰 변화를 맞게 되었다. 상품선물현대화법은 기존 계약시장 이외에 파생상품매매체결기구(Derivatives Transaction Execution Facility: DTEF)와 면제거래소(exempt board of trade)를 신설함으로써 정규거래소에 비하여 보다 유연한 형태의 파생상품 거래를 가능하도록 하였다.

가) 지정계약시장

상품선물현대화법에서는 거래소가 정규시장인 계약시장으로 지정되기 위해서 다음과 같은 일정 요건을 충족하도록 하였다.⁵⁶⁾

1. 시장조작의 방지: 거래소는 실시간 거래 모니터링을 포함한 시장 감시, 컴플라이언스, 제재수단을 통해 시장조작을 방지할 수 있는 역량을 갖추어야 한다.
2. 공정한 거래 보장: 거래소는 거래규칙을 제정하고 규칙을 어기는 참가자를 제재함으로써 거래의 공정성을 확보해야 한다.

55) Contracts of sale of a commodity for future delivery

56) 상품선물현대화법 Sec. 110

3. 매매체결기구의 원활한 운영: 거래소는 매매체결 관련 규칙을 제정하고 이에 따른 매매체결기구의 운영을 증명해야 한다.
4. 거래의 완결성 확보: 거래소는 거래의 완결성을 확보할 수 있도록 관련 규칙을 제정하고 준수하도록 해야 한다.
5. 회원제재 절차 수립: 거래소는 규칙을 준수하지 않는 회원에 대한 제재절차를 수립해야 한다.
6. 정보접근체계: 거래소는 대중이 거래소의 규정, 감독, 계약정보에 접근할 수 있도록 해야 한다.
7. 정보취득: 거래소는 상기 사항의 수행을 위해 필요한 정보를 얻기 위한 관련 규칙을 제정하고 준수하도록 해야 한다.

지정계약시장이 지정요건을 유지하기 위해서는 다음과 같은 핵심 운영원칙(core principles)을 준수하여야 한다.⁵⁷⁾

핵심 운영원칙: ① 핵심 운영원칙의 준수, ② 제반 규정의 준수, ③ 조작이 용이하지 않은 계약의 상장, ④ 거래 모니터링, ⑤ 포지션 한도 또는 내역소명(position accountability), ⑥ 긴급권한, ⑦ 일반정보의 활용도, ⑧ 거래정보의 일별공개, ⑨ 경쟁적·개방적·효율적인 매매체결, ⑩ 거래정보의 보관, ⑪ 계약의 완결성, ⑫ 시장참가자의 보호, ⑬ 분쟁조정, ⑭ 지배구조 적합 기준안, ⑮ 이해상충, ⑯ 상호회사로 운영되는 경우의 이사회 구성, ⑰ 기록유지, ⑱ 반사기 고려사항

57) 상품선물현대화법 Sec. 110

나) 파생상품매매체결기구

파생상품매매체결기구는 상품선물현대화법에서 새로 도입한 파생상품을 위한 매매체결기구로서 참가자와 거래상품에 일정제한이 있지만 지정계약시장에 비하여 느슨한 규제를 받음으로써 보다 유연한 거래시스템 구축이 가능해졌다.⁵⁸⁾

파생상품매매체결기구가 갖추어야 할 조건은 다음과 같다.

1. 선물 및 옵션에 대한 기초자산 조건:

- ① 기초자산이 되는 상품은 무한정 인도가능한 공급(nearly inexhaustible deliverable supply)이 가능해야 한다.
- ② 기초자산의 무한정한 공급이 이루어지지 않아도 시장조작의 가능성이 거의 없을 정도로 기초자산이 충분히 크고 인도가능한 공급이 이루어져야 한다.
- ③ 인도가능한 공급이 충분하지 않아도 별도의 현물시장(cash market)이 없으면 파생상품매매체결기구에서 거래되는 파생상품의 기초자산이 될 수 있다.
- ④ 개별증권선물의 거래도 가능하다.⁵⁹⁾
- ⑤ CFTC는 위 조건에 해당하지 않더라도 시장조작의 가능성이 거의 없다고 판단할 경우 거래를 허용할 수 있다.

2. 적격거래자 조건: 적격참가자와 선물중개회사를 통한 참가자만 거래가 가능하다.

3. 지정계약시장에 의한 운영 조건: 지정계약시장도 기존 거래소와 파생상품매매체결기구가 물리적으로 분리되어 있거나 동일한 전자거

58) 상품선물현대화법 Sec. 111, 도드-프랭크법에서 삭제

59) 이 경우에는 SEC에 전국증권거래소로 등록해야 한다.

래시시스템을 사용하는 경우 지정계약시장에서의 거래인지 파생상품 매매체결기구에서의 거래인지를 식별할 수 있으면 파생상품매매체결기구의 운영이 가능하다.

또한 파생상품매매체결기구가 CFTC에 등록하기 위해서는 불공정거래의 방지, 명확한 거래절차 수립, 거래의 완결성 확보 요건을 충족해야 한다. 이와 함께 상품선물현대화법에서는 파생상품매매체결기구의 핵심 운영원칙으로 ① 규칙준수, ② 거래 모니터링, ③ 포지션 한도 또는 내역소명, ④ 일반정보의 공시, ⑤ 거래정보의 일별공시, ⑥ 관련자에 대한 적합성 기준 설정, ⑦ 이해상충 최소화, ⑧ 기록유지, ⑨ 반사기 고려사항 등을 준수해야 한다.

파생상품매매체결기구는 지정계약시장과 비교하여 거래상품의 기초자산을 제한하고 있으며 참가자도 개인투자자의 접근을 통제하고 있다. 반면에 핵심 운영원칙에 있어서는 지정계약시장에 있는 시장참가자의 보호, 분쟁조정, 매매체결 방식 요건(경쟁, 개방성, 효율성)이 삭제되어 규제수준이 낮다고 할 수 있다.

다) 면제거래소

면제거래소는 상품선물현대화법에서 파생상품매매체결기구와 함께 새로운 매매체결기구로 등장하였다.⁶⁰⁾ 면제거래소가 다음과 같은 요건을 충족하게 되면 CFTC로부터 시장조작 및 가격발견과 관련된 규제를 제외한 일반적 규제를 적용받지 않게 된다.

1. 기초자산이 되는 상품은 ① 무한정 인도가능한 공급이 가능하거나, ② 기초자산의 무한정한 공급이 이루어지지 않아도 시장조작

60) 상품선물현대화법 Sec. 114, 도드-프랭크법에서 삭제

의 가능성이 거의 없을 정도의 충분한 수준으로 인도가능한 공급이 가능하여야 하고 현물시장의 유동성이 충분히 크거나, ③ 또는 별도의 현물시장이 없어야 한다.⁶¹⁾

2. 적격참가자 간의 거래이어야 한다.

3. 단, 개별증권이나 증권지수는 기초자산이 될 수 없다.

면제거래소는 면제요건을 충족하면 별도의 인가요건과 핵심 운영원칙이 존재하지 않아 지정계약시장, 파생상품매매체결기구에 비하여 가장 느슨한 규제를 적용받는다고 할 수 있다.

4) 청산기구

상품선물현대화법의 중요한 변화 중 하나는 청산기구를 거래소와 분리된 별도의 독립적인 기구로 인식할 수 있게 만든 것이다. 이전까지는 거래소가 청산기구를 직접 소유하거나 통제하고 있었기에 청산기구의 규제는 거래소 규제의 연장선에 있었다. 그런데 상품선물현대화법에서 독립적 청산기구인 파생상품청산소(Derivatives Clearing Organizations: DCO)의 개념을 도입함으로써 청산기구에 대한 독립적 규제가 가능해졌다. 한편 증권시장에서는 “1975년 증권법 수정(Securities Acts Amendments of 1975)”⁶²⁾을 통해 청산기구인 청산대리기구(clearing agency)⁶³⁾를 이미 도

61) CFTC는 상기 조건에 해당하지 않더라도 감독규정에 의하여 면제거래소의 거래상품을 지정할 수 있다.(17 C.F.R. § 36.2(2))

62) 1975년 증권법 수정은 청산대리기구의 도입 이외에도 증권시장 간의 연계를 통한 전국 증권시장 시스템(National Market System)을 개발하도록 함으로써 1934년 증권거래법 채택이후 증권시장에 가장 근본적인 변화를 몰고 왔다.

63) 15 U.S.C. § 78c(a)(23)

입하였다.

파생상품청산소는 거래의 각 상대방이 “경개(novation)” 또는 기타 방식으로 각 거래상대방의 신용을 파생상품청산소의 신용으로 대체하도록 함으로써 다자간 차감이나 결제를 제공하거나 신용위험을 중립화시켜주는 기구이다.⁶⁴⁾ 다만 ① CCP 없이 양자 간 방식이나, ② 은행 간 결제시스템을 통해서 또는 ③ 현물 상품시장의 상품판매 방식의 결제·차감·경개는 파생상품청산소의 정의에서 배제된다.

상품에 대한 선물 및 옵션의 청산을 담당하는 파생상품청산소는 CFTC에 의무적으로 등록해야 한다.⁶⁵⁾ 단, CFTC 규제를 받지 않는 규제배제상품의 거래, 규제면제상품의 거래, 특정 상품의 거래, 규제배제스왑의 거래 등⁶⁶⁾과 SEC에 등록되어 증권선물을 청산하는 파생상품청산소는 등록을 요구받지 않는다.

파생상품청산소의 등록을 위해서는 다음 13개의 핵심 운영원칙에 대한 CFTC의 승인을 받아야 한다.

1. 재무적 자원의 확보: 청산을 수행하기 위해 파생상품청산소는 적당한 재무적 자원, 운영 및 관리비용을 확보하여야 한다.
2. 참가자와 상품의 적격성: 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자에 대한 적격기준과 청산상품에 대한 적격기준을 수립하여야 한다.
3. 위험관리: 파생상품청산소는 청산수행과 관련된 위험관리능력을 확보하여야 한다.
4. 결제절차: 파생상품청산소는 다양한 상황에서 완벽한 결제능력을

64) 파생상품청산소는 청산소(clearing house), 청산협회(clearing association), 청산회사(clearing corporation) 등을 모두 포함한다.(상품선물현대화법 Sec. 101(4))

65) 상품선물현대화법 Sec. 112

66) 일정요건을 갖추어 CFTC의 규제를 받지 않는 규제배제혼성증권도 포함된다.

확보하여야 하며, 관련 기록을 유지하고 다른 청산기구와의 계약을 준수하여야 한다.

5. 펀드처리: 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자 펀드의 안전성을 담보할 수 있는 절차를 수립하여야 한다.
6. 채무불이행 규칙 및 처리절차: 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자가 채무불이행을 하는 경우에 대한 효율적이고 공정한 규칙과 처리절차를 수립하여야 한다.
7. 규제: 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자가 파생상품청산소의 규정을 준수하도록 하며 이를 감시할 수 있는 수단과 규정위반 시 제재할 수 있는 규제수단을 확보하여야 한다.
8. 시스템 보호장치: 파생상품청산소는 자동화시스템의 정상적인 작동과 수용능력을 확보하고 안정성을 보장할 수 있는 프로그램을 수립하여야 하며 재난 등 긴급상황에 대한 처리절차와 백업기구에 대한 테스트를 정기적으로 수행하여야 한다.
9. 보고: 파생상품청산소는 CFTC에 청산관련 필요한 모든 정보를 보고하여야 한다.
10. 기록유지: 파생상품청산소는 최소한 5년 동안 관련 활동의 기록을 유지하여야 한다.
11. 정보 공개: 파생상품청산소는 청산 및 채무불이행 규정 및 운영절차를 참가자에 대하여 공개하여야 한다.
12. 정보 공유: 파생상품청산소는 국내외 정보공유협약을 준수하여야 한다.
13. 반독점 고려사항: 파생상품청산소는 계약시장에 비이성적인 거래 제한이나 반경쟁적인 요건을 부과하지 말아야 한다.

파생상품청산소는 핵심 운영원칙 이외에도 CFTC의 등록대상(registered entities)⁶⁷⁾ 모두에 부과되는 규제사항인 일별 거래 기록을 유지하여야 한다.⁶⁸⁾ 또한 청산기구로서 증거금을 징수할 수 있으며 청산회원의 재산을 청산기구의 고유재산과 분리하여 보관하여야 한다.⁶⁹⁾ 파생상품청산소는 자율규제기구(Self-Regulatory Organization: SRO)이므로 파생상품청산소의 종사자는 자율규제기구의 경영진과 피고용인에 요구되는 상품거래의 금지 규정을 적용받는다.⁷⁰⁾

상품선물현대화법으로 독립적인 파생상품청산소의 설립이 가능해짐으로써 거래소에 종속되어있던 기존 구조를 벗어나 다수의 거래소에 청산서비스를 제공하는 청산기구의 등장이 가능해졌다. 이로 인하여 참가자는 거래소 별로 분산되어 있던 증거금을 비롯한 제반비용을 감축할 수 있는 기회를 얻게 되었다.

상품선물현대화법에서는 파생상품청산소와 함께 장외파생상품의 다자간 청산을 담당하는 기구인 다자간청산소(Multilateral Clearing Organization: MCO)를 처음으로 도입하였다. 다자간청산소는 특정 은행⁷¹⁾이나 파생상품청산소, 청산대리기구 또는 일정기준을 만족하는 외국 청산기구로서 장외파생상품의 청산을 수행하는 기구이다.⁷²⁾

67) 7 U.S.C. § 1a(29)

68) 7 U.S.C. § 6g(b)

69) 7 U.S.C. § 6d(a)(2)

70) 17 C.F.R. § 1.59

71) A national bank, a State member bank, an insured State nonmember bank, an affiliate of a national bank, a State member bank, or an insured State nonmember bank, or a corporation chartered under section 25A of the Federal Reserve Act.

72) 상품선물현대화법 Sec. 112, 도드-프랭크법에서 삭제

5) Shad-Johnson 합의안의 수정

상품선물현대화법은 Shad-Johnson 합의안을 수정하여 그 동안 금지되었던 개별증권 및 협의의 증권지수에 대한 선물을 CFTC와 SEC 공동의 규제관할아래에 두고 허용하였다. 반면에 일반적인 증권지수에 대해서는 CFTC에게 독점적인 규제권한을 부여하였다.

다. 상품선물현대화법 제정의 의미

상품선물현대화법의 제정이 갖는 의미는 네 가지로 정리할 수 있다.

첫째로 장외파생상품거래에 대한 규제완화이다. 상품선물현대화법에서는 적격참가자 간의 장외파생상품거래에 대해 규제하지 않기로 함으로써 장외파생상품의 규제를 둘러싼 그 동안의 논란에 종지부를 찍었다고 할 수 있다. PWG의 1999년 보고서에서도 지적하였듯이 미국 금융당국은 LTCM과 같은 장외파생상품 관련 대규모 손실사태에도 불구하고 장외파생상품거래를 보호하고 진흥시킴으로써 금융시장에 기술혁신을 불러일으키고자 하였다. 상품선물현대화법 제정에 큰 역할을 한 당시 Greenspan 연방준비제도이사회 의장은 장외파생상품뿐 아니라 장내파생상품에 대하여도 규제의 완화가 필요하다고까지 주장하였다.⁷³⁾

73) Greenspan 의장은 1999년 3월 19일 Futures Industry Association가 주체한 컨퍼런스의 연설에서 다음과 같이 주장하였다. "The greater use of OTC derivatives doubtless reflects the attractiveness of customized over standardized products. But regulation is also a factor; the largest banks, in particular, seem to regard the regulation of exchange-traded derivatives, especially in the United States, as creating more burdens than benefits. As I have noted previously, the fact that the OTC markets function quite effectively without the benefits of the Commodity Exchange Act provides a strong argument for development

그러나 장외파생상품거래에 대한 규제완화는 다음 장에서 확인할 수 있듯이 미국 주택시장의 거품붕괴와 이로 인한 금융위기 악화의 원인으로 지목되면서 도드-프랭크법에서 백지화된다.

둘째로 파생상품거래에 있어서 지정계약시장의 독점을 무너뜨린 것이다. 상품선물현대화법 이전까지 지정계약시장만 유일한 매매체결 플랫폼으로 인정함으로써 기술발전으로 인한 다양한 플랫폼이 등장할 수 없었으나 상품선물현대화법에서 정규거래소에 비하여 낮은 수준의 규제를 적용 받는 파생상품매매체결기구와 면제거래소를 인정함으로써 이러한 독점체계는 무너졌다고 할 수 있다. 비록 도드-프랭크법에서 파생상품매매체결기구와 면제거래소가 삭제되었지만 장외파생상품 매매체결기구의 도입에 밑바탕이 되었다.

셋째로 청산기구를 거래소와 분리하여 독립적 기구로 만드는 것이 가능해진 점이다. 상품선물현대화법은 IT 기술의 발달과 장외파생상품에 대한 청산서비스의 등장에 대응하고자 파생상품청산소와 다자간청산소를 도입함으로써 그 동안 거래소의 종속된 기능으로 인식되던 청산을 분리할 수 있도록 하였다. 이로 인하여 청산업무에 대한 전문화된 감독이 가능해져 시스템위험의 방지를 도모할 수 있게 되었다. 이는 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제에서 핵심이 되는 전면적인 장외파생상품 청산의 근거가 되었다고 할 수 있다.

of a less burdensome regime for exchange-traded financial derivatives.”

<표 II-1> 미국 파생상품 규제 주요 연혁

1848년 4월 3일	CBOT(Chicago Board of Trade)가 곡물의 현물거래를 위해 설립되었으며 선도 또는 “to-arrive”계약이 시작되었음
1859년 2월 18일	CBOT은 회원들에게 자율규제권리를 부여받았으며, 곡물의 등급을 표준화하여 이를 곡물검사자에게 제공하였음
1864년	금선물거래금지법이 제정되었으나 2주만에 폐지됨
1921년~1922년	선물거래법을 제정하여 곡물선물거래에 대해 1부셸당 20센트의 세금을 과세하였으나 1922년에 폐지
1922년	선물거래법 위헌판결 후 2주 후에 곡물선물법이 제정되었으며 급격한 곡물가격 변동의 제거를 목표로 함
1923년 6월 22일	곡물선물관리청이 청산회원은 각 트레이더의 시장포지션이 특정 사이즈를 넘어서는 경우에 일별로 보고하도록 한 거대한 거래보고 시스템을 시행함
1933년	COMEX(Commodity Exchange)가 설립되었으며, 이는 주로 금, 은 및 구리선물을 다룸. COMEX는 1994년에 NYMEX의 자회사로 편입되며 NYMEX는 CME그룹에 인수됨
1936년	상품거래법이 제정되면서 곡물선물법이 이 법으로 대체됨. 소액투자자를 보호하는 방안이 추가되고 선물중개회사에 대한 등록이 의무화됨
1947년	곡물선물관리청이 상품거래관리청을 거쳐 최종적으로 상품거래감독청으로 개편
1974년	의회가 농무부로부터 독립된 독자적 선물시장감독기구인 상품선물거래위원회 설립을 위하여 상품선물거래위원회법을 제정
	1974년 재무부가 정부발행증권, 외국통화의 장외거래에 대하여 CFTC의 규제적용 배제를 요구

<표 II-1> 미국 파생상품 규제 주요 연혁 (계속)

1982년	규제관할을 둘러싼 CFTC와 SEC의 갈등으로 Shad-Johnson 합의안이 도출됨
1989년	CFTC는 1989년 특정 스왑거래에 관한 정책성명서를 발표
1992년	1992년 선물거래실행법이 제정되어 CFTC에게 특정 스왑과 혼성상품에 대해 규제적용을 면제할 수 있는 권한을 부여함
1993년 1월	장외파생상품에 대한 CFTC의 면제권 부여범위는 개정된 CFTC의 감독규정에 의해 보다 구체화됨
1998년 6월	영국의 청산기구인 LCH가 1999년 중반부터 개시할 금리스왑에 대한 청산서비스를 위해 해당 거래의 CFTC 규제적용 면제를 요청함
1997년 12월	SEC는 장외파생상품딜러 제도 도입을 위한 제안서를 발표함
1998년 5월	CFTC는 장외파생상품 손실사례와 표준화 및 전산화의 진전을 반영하여 장외파생상품 규제 개편을 준비하면서 시장의 의견을 청취하기 장외파생상품의 개념을 배포함
1998년 6월	1998년 6월 5일, 금융당국의 요청으로 의회는 CFTC의 감독규정 제정권한을 임시적으로 동결시키는 모라토리엄 제재를 통과시켜, 1999년 3월말까지 CFTC의 규정제정 및 변경 권한이 정지됨
1998년 9월	미국에서 가장 큰 헤지펀드였던 LTCM의 몰락
1999년 11월	PWG는 1999년 11월 장외파생상품 규제방향에 대한 보고서를 발표함
2000년	2000년 말 제정된 상품선물현대화법이 제정됨
2007년 7월	CME와 CBOT가 합병을 완료하여 세계에서 가장 큰 파생상품거래소인 CME그룹이 탄생함
2010년 7월	2010년 7월 21일 Obama 대통령의 서명으로 도드-프랭크법이 제정되어 이전까지 규제의 사각지대에 있던 장외파생상품의 규제를 시작함

III. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제체계

1. 금융위기 이후 규제개편 과정
2. 상품 및 거래자 구분
3. Lincoln 수정안
4. 시장인프라
5. 거래자 규제
6. 포지션 한도

III. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제체계

1. 금융위기 이후 규제개편 과정

가. PWG의 장외파생상품시장 정책목표 발표

2008년 9월 Lehman Brothers의 파산보호신청과 AIG의 몰락으로 금융위기가 급속히 악화되고 사태의 배후에 장외파생상품시장의 불투명성과 감독의 실패가 있다는 주장이 폭넓은 지지를 얻으면서 미국 금융당국과 의회에서는 장외파생상품에 대한 규제를 근본적으로 개혁하려는 움직임이 본격적으로 나타났다.

먼저 Bush 행정부의 금융당국 수장들로 구성된 PWG는 장외파생상품시장의 규제방향을 제시하기 위하여 2008년 11월 14일 네 가지 정책목표를 발표하였다.

1. 신용부도스왑(Credit Default Swap, 이하 CDS) 시장의 투명성과 완결성 향상: CDS의 가격, 거래량, 미결제계약규모는 대중에게 공시되어야 한다. 감독당국은 시장의 흐름과 문제를 파악하고 내부자 거래 및 시장조작 행위를 방지하기 위하여 CCP와 거래정보저장소를 활용하여 거래와 포지션 정보에 접근할 수 있어야 한다.
2. 장외파생상품의 위험관리 개선: 감독당국은 장외파생상품 CCP를 비롯하여 중요한 장외파생상품 인프라에 대한 일관된 정책기준과 위험관리 방안을 마련해야 한다. 감독당국 및 건전성 규제기관은 장외파생상품 취급 기관에 대한 위험관리 기준과 청산기구를 활용하지 못하는 장외파생상품에 대한 감독 방안을 마련해야 한다.

3. 장외파생상품시장의 인프라 강화: 감독당국 및 건전성 규제기관은 CCP의 참여회원이 일정요건을 만족하는 모든 거래에 대하여 CCP를 통해 청산하도록 요구해야 하며 딜러 이외의 기관도 CCP에 참여할 수 있도록 필요한 법적조치를 취해야 한다. CCP를 이용할 수 없는 CDS 계약의 경우는 거래정보저장소에 세부정보가 보고되어야 하며 거래정보저장소의 활용을 기타 장외파생상품으로 확대하여야 한다. CDS의 매매체결을 거래소나 전자거래 플랫폼으로 이전 지원하고 그 외 정보공시와 운영위험의 감소를 위한 조치를 마련해야 한다.
4. 금융감독 당국자간의 지속적 협력: 금융감독 당국은 사기, 시세조정 등 불공정거래에 대하여 적절하게 감독을 수행할 수 있어야 한다.

PWG의 정책목표 발표는 비록 CDS에 국한되어 있으나 상품선물현대화법에 의해 CFTC 규제를 적용받지 않던 장외파생상품에 대한 규제 방침을 밝힌 것이라고 할 수 있다. 특히, 청산기구와 거래정보저장소를 장외파생상품시장의 필수적인 인프라로 명시함으로써 앞으로의 규제가 이들 인프라를 중심으로 진행될 것임을 공식화했다.

나. 의회의 장외파생상품시장 규제 입법 활동

2008년 11월의 PWG 정책발표 이후, 미국 행정부의 장외파생상품시장 규제안은 대통령 선거와 이어진 정권교체 및 금융당국 책임자의 교체로 2009년 초까지는 별다른 진전을 보지 못하였다. 반면에 미국 의회에서는 2009년 들어서 본격적으로 장외파생상품시장에 대한 규제안이 논의되기 시작하였다.

PWG의 정책발표가 주로 CDS에 초점이 맞추어져 있었던 것에 비하여 의회에서는 원자재 가격의 급등과 파생상품의 관련성에 대한 논의도 비중 있게 논의되었다. 특히, 정치권에서는 2008년 석유가격의 역사적 급등락⁷⁴⁾은 단순히 수급의 문제가 아니라 에너지 파생상품시장의 교란에 큰 원인이 있다는 의구심이 광범위하게 퍼져있었다.⁷⁵⁾ 이에 따라 미국 의회에서는 금융파생상품부터 에너지 파생상품까지 다양한 규제안이 등장하였다. 의회의 논의를 정리해보면 다음과 같다.⁷⁶⁾

첫째는 장외파생상품의 장내화 주장이다. 농산물 및 에너지 관련 파생상품과 CFTC를 담당하는 상원 농산물위원회⁷⁷⁾의 당시 위원장인 Thomas Harkin 의원⁷⁸⁾이 2009년 1월 15일 발의한 “Derivatives Trading Integrity Act of 2009”이 대표적이다. Harkin 입법안은 CFTC의 장외파생상품의 정규거래소 거래면제 권한을 폐지함으로써 장외파생상품시장의 해체를 의도하고 있다.

또한 극심한 가격변동으로 문제가 된 에너지 상품을 기존의 규제면제상품에서 제외함으로써 실질적으로 농산물과 같이 장내거래 외에는 규제하자는 입법안도 제기되었다. 대표적인 입법안은 당시 하원 농산물 위원회의 위원장인 Collin Peterson 의원이 2009년 2월 11일 제안한 “Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009”이

74) 원유가격은 2007년 중반까지 배럴당 70달러대를 유지하였으나 2008년 7월 3일 145.28달러까지 급등하고 나서 다시 같은 해 12월 22일 30.81달러까지 급락하였다.

75) 2008년 9월 11일, 하원 공청회 “Hearing to Review Dramatic Movements in Agriculture and Energy Commodity Markets”를 참조한다.

76) 보다 상세한 논의과정에 관해서는 Jickling, Miller(2009)를 참조한다.

77) 상원농산물위원회의 공식적인 명칭은 “Senate Committee on Agricultural, Nutrition and Forestry”이나 본고에서는 편의상 농산물위원회로 호칭한다.

78) Harkin 의원은 민주당 소속으로 2009년 9월 건강·교육·노동·연금위원회 의장으로 자리를 옮겼다.

다.⁷⁹⁾

둘째는 장외파생상품에 대한 청산의무화 주장이다. Peterson 입법안 등⁸⁰⁾에서는 장외파생상품에 대한 청산을 요구함으로써 장내거래가 이루어질 수 없더라도 시장의 안정성을 유지할 수 있도록 하였다. 이때, 청산기구가 장외파생상품의 거래정보를 수집하여 감독당국과 공유하도록 함으로써 시장의 투명성을 향상시키고 감독능력을 제고할 수 있도록 하였다.

셋째는 장외파생상품에 대한 포지션 한도 부여 주장이다. Levin 입법안은 과도한 투기와 불공정거래를 막고자 에너지와 농산물 상품의 장외파생상품거래에 대하여 포지션 한도를 부여하고 있다.⁸¹⁾ Peterson 입법안은 서로 대체거래가 가능한 장내·외 파생상품을 모두 통합하여 포지션 한도를 부과하도록 하였다.

다. Obama 행정부의 장외파생상품시장 규제안 발표

Obama 행정부의 금융개혁안은 2009년 3월 26일 하원 금융서비스위원회 청문회에서 Timothy Geithner 재무장관이 “New rules of the game”을 제시하면서 구체화되었다. Geithner 장관은 청문회 증언에서 시스템위험 방지, 소비자 및 투자자 보호, 규제구조의 합리화, 국제적인 공조강화를 금융개혁의 기본구조로 설정하였다. 장외파생상품과 관련되

79) Peterson 입법안 외에도 Stupak 입법안(H.R.2448), Waxman and Markey 입법안(H.R.2454), Bil Nelson 입법안(S.221), Levin 입법안(S.447), Ben Nelson 입법안(S.807)이 에너지 상품에 대한 규제면제 폐지를 담고 있다.

80) Stupak 입법안과 Waxman and Markey 입법안

81) Stupak 입법안과 Waxman and Markey 입법안은 에너지에 대해서만 포지션 한도를 부과하였다.

어서는 과도한 CDS 거래로 인한 AIG의 부실이 시스템 전체를 위협에 빠뜨린 사례를 교훈삼아 비슷한 사태가 재발하지 않도록 장외파생상품 시장 전체에 대한 감독을 강화하도록 하였다. 우선 지정된 청산기구를 통해 원칙적으로 모든 장외파생상품의 계약을 청산하도록 하고 비표준적인 거래는 거래정보저장소에 보고하도록 할 계획임을 밝혔다. 이렇게 취합한 거래정보를 바탕으로 거래량 및 포지션에 대한 전체적인 자료를 공시하도록 할 예정이다.

미국 행정부는 2009년 6월 17일 금융규제백서, “Financial Regulatory Reform: A New Foundation”을 발표하면서 장외파생상품시장에 대한 규제방향도 함께 제시하였다.

1. 장외파생상품시장의 거래활동으로 인한 과도한 위험의 금융시스템 부과 방지: 금융시장의 안정성을 위하여 모든 표준화된 장외파생상품들은 CCP를 통해서 청산한다. 거래상대방에게 대량의 익스포저를 만드는 모든 장외파생상품딜러와 그 밖의 회사는 건전성감독 및 규제를 엄격하게 적용받는다.
2. 장외파생상품시장의 효율성과 투명성 증진: 금융당국이 모든 참가자의 포지션에 대한 포괄적이고 시의적절한 정보를 확보할 수 있어야 한다. 기록보관 및 보고(감사추적기록 포함)가 요구된다. CCP를 통해 청산되지 않은 모든 거래는 등록 거래정보저장소에 보고한다. 표준화된 장외파생상품 거래의 정규거래소 및 전자거래 플랫폼으로 이동한다. 또한 시의적절한 거래정보 보고와 가격정보 및 다른 거래정보의 공개를 위한 시스템을 개발한다. 규제를 받는 금융회사의 정규거래소에서 활용을 장려한다.
3. 시장조작, 사기, 내부자거래 등 불공정행위 방지: 금융당국은 명확하고 방해받지 않는 권한을 부여받아 사기 및 시장조작을 감독하고 정규시장 가격발견기능에 영향을 줄 수 있는 장외파생상품의

한도를 정할 수 있어야 한다.

4. 장외파생상품이 부적절하게 비전문거래자에게 권유되는 행위 방지: 장외파생상품시장에 참여할 수 있는 거래상대방의 범위를 제한하고 금융시장의 위험전이를 통제한다.

장외파생상품에 대한 미국 행정부의 규제안은 2009년 8월 11일 법률안의 형태로 의회에 제출한 “Over-the-counter Derivatives Markets Act of 2009”에서 명확해졌다. 미국 행정부의 규제안은 네 가지 규제목표를 달성하기 위하여 장외파생상품시장 전체에 대한 포괄적 규제, 딜러에 대한 규제, 시장에 대한 규제를 표방하고 있다.

라. 도드-프랭크법의 제정

행정부의 규제안이 법률안 형태로 제출되자 상원과 하원은 금융개혁법 제정을 본격화하였다. 그리하여 하원은 금융서비스위원회(House Financial Services Committee)의 Barney Frank 의장이 발의한 금융개혁법안(H.R.4173)인 “Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009”를 2009년 12월 11일 찬성 223표 대 반대 202표로 통과시켰다. 하원 금융개혁법안의 3장이 장외파생상품 규제에 관한 부분으로 이전에 통과한 금융서비스위원회의 법안과 농산물위원회의 법안이 통합된 형태이다.⁸²⁾ 상원은 은행주택위원회의 Chris Dodd 위원장이 2010년 3월 15일

82) 하원 금융개혁법안 이전에 장외파생상품과 관련해서 하원 금융서비스위원회는 2009년 10월 15일, Barney Frank 의장이 발의한 장외파생상품시장의 규제법안(H.R.3795), “Over-the-Counter Derivatives Market Act of 2009”를 찬성 43표 대 반대 26표로 통과시켰으며, 하원 농산물위원회는 2009년 10월 21일 장외파생상품시장의 규제법안(H.R.3795), “Over-the-Counter Derivatives Market Act of 2009”을 “Derivative Markets Transparency and Accountability Act of 2009”으로 법안명을 개정하여 보이스 투표로

제안한 “Restoring American Financial Stability Act of 2010”에 기초한 금융개혁법안을 2010년 5월 20일 찬성 59표 대 반대 39표로 통과시켰다.

상·하원의 법안은 각안의 차이점을 조율하기 위한 위원회(Conference Committee)를 구성하여 6월 25일 통과시키고 최종적으로 2010년 7월 21일 Obama 대통령의 서명으로 도드-프랭크법이 제정되었다. 미국의 도드-프랭크법은 1930년 대공황이후 등장한 각종 금융법이라 가장 포괄적으로 기존 금융시장의 규제를 개혁했다고 볼 수 있다. 특히, 7번째 타이틀은 “Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010”으로 명명되었는데 여기서는 이전까지 규제의 사각지대에 있던 장외파생상품시장에 대한 규제를 본격적으로 다루고 있다.

미국 도드-프랭크법은 원칙적으로 대통령 서명 후 1일 후인 2010년 7월 22일부터 발효되었으나⁸³⁾ 장외파생상품에 대한 규제는 감독규정이 마련된 후⁸⁴⁾ 개별 조항의 시행시기에 따라서 효력이 나타날 예정이다.

2. 상품 및 거래자 구분

가. 장외파생상품의 구분 및 규제관할

미국 도드-프랭크법에서는 규제대상이 되는 장외파생상품을 포괄적으로 “스왑(“swap)”과 “증권기초스왑(security-based swap)”으로 구분하여

통과시켰다.

83) 도드-프랭크법 Sec. 4

84) 감독규정 발표는 도드-프랭크법이 제정되고 360일을 넘지 않아야 한다.(도드-프랭크법 Sec. 712(a)(3))

정의⁸⁵⁾하고 각각 CFTC와 SEC에게 규제권한을 부여하고 있다. 스왑과 증권기초스왑에 모두 해당하는 혼합스왑(mixed swap)⁸⁶⁾은 양 위원회가 공동으로 담당하도록 하였다.⁸⁷⁾

동시에 그 동안 장외파생상품의 규제면제 근거가 된 규제배제상품의 거래, 규제면제상품의 거래, 규제배제스왑의 거래에 대한 상품선물현대화법의 규제면제 조항을 모두 삭제함으로써 장외파생상품을 규제의 틀 안으로 편입시켰다.

1) 스왑

가) 정의

도드-프랭크법에서 스왑은 ① 금리, 통화, 상품, 증권, 지수 등을 기초로 하는 여러 종류의 옵션, ② 특정한 금융, 경제, 상업적 사건의 발생이나 발생하지 않는 것에 의존하여 매입, 매도, 지급, 인도가 일어나는 계약, ③ 금리스왑, 통화스왑 등 22가지의 스왑, ④ 통상 스왑으로 알려진 계약, ⑤ 증권지수연계스왑⁸⁸⁾, ⑥ 앞에서 열거된 스왑의 조합 일체로 정

85) 장외파생상품을 스왑으로 정의하는 것은 이미 앞(주 18))에서 설명하였듯이 혼성상품과의 구분 때문이라고 할 수 있다. 또한 스왑은 1989년 정책성명서 발표와 1993년의 CFTC 감독규정 개정에서 공식적인 용어로 사용되었지만 도드-프랭크법 이전까지는 상품거래법 차원에서 별도로 정의하지 않았다. 단지 상품선물현대화법(Sec. 301)에서 스왑과 증권기초스왑을 Gramm-Leach-Bliley Act의 개정부분에 한정하여 사용하였을 뿐이었다.

86) 스왑과 증권기초스왑의 특성을 모두 갖는 스왑으로 예를 들어 한쪽 현금 흐름은 주식의 성과에 연동하고 다른 쪽은 Libor에 연동하는 경우이다.

87) 도드-프랭크법은 스왑 및 증권기초스왑의 규제를 기본적으로 동일한 구조를 갖도록 서술하고 있으므로 본고에서는 논의의 편의를 위하여 동일한 내용이 스왑 및 증권기초스왑 각각 해당할 때, 상품과 감독당국을 각각 스왑 또는 증권기초스왑과 CFTC 또는 SEC로 특정하지 않고 “장외파생상품”과 “해당 위원회”로 호칭한다.

의하고 있다.⁸⁹⁾

반면 스왑의 정의에서 배제되는 거래는 ① 선물계약, ② forward 계약⁹⁰⁾, ③ 증권법(Securities Act of 1933) 및 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 규제를 받는 증권에 대한 옵션, ④ 전국증권거래소에서 거래되는 통화옵션, ⑤ 증권법 및 증권거래법 규제를 받는 증권에 대한 고정방식(fixed basis)의 거래, ⑥ 증권법 및 증권거래법 규제를 받는 증권에 대한 조건부방식(contingent basis)의 거래(단, CDS와 같은 신용파생상품은 제외), ⑦ 증권법에 의한 부채증권, ⑧ 자본조달을 목적으로 한 증권의 발행자가 체결한 계약, ⑨ 거래상대방이 연방준비은행, 연방정부, 미국정부의 신용에 의해 보장받는 연방기구(federal agency)의 계약, ⑩ 혼합스왑이 아닌 증권기초스왑 등 10개이다.

도드-프랭크법의 스왑 정의와 관련하여 쟁점이 되는 것은 스왑 및 스왑배제상품의 정의가 지나치게 포괄적이어서 특정 금융상품 스왑 포함 여부를 확인하는 것이 쉽지 않다는 점이다. 우선 스왑 정의에서 두 번째에 해당하는 “특정한 금융, 경제, 상업적 사건의 발생”에 연계된 계약의 경우, 신용약정(credit agreements), 변동금리부 대출, 성공사례금계약(success fee contracts) 및 대다수 보험계약과 혼동을 줄 가능성이 있다. 다음으로 스왑배제 대상인 forward 거래의 경우, 현물결제 의도가 있는 거래로 정의되어 있으나 법에서는 “의도”를 어떻게 해석할지에 대하여 명확한 설명이 없다.

88) 광의의 증권지수(broad-based securities index)를 기초자산으로 하는 스왑

89) 도드-프랭크법 Sec. 721(21)

90) 미국 상품거래법에서 “forward” 계약은 현물결제 의도를 갖는(intended to be physically settled) 선도계약으로서 미래 인도 목적의 비금융 상품 또는 증권의 판매를 의미한다. 전통적으로 현금결제 방식이 아닌 현물결제 선도계약은 CFTC의 규제대상이 아니었다.(7 U.S.C. § 1a(19))

나) FX스왑(foreign exchange swap) 및 통화선도(foreign exchange forward)

도드-프랭크법에서는 FX스왑과 통화선도를 원칙적으로는 스왑으로 분류하지만 별도의 예외규정을 두고 있다. 재무부 장관이 FX스왑 및 통화선도 모두 또는 하나에 대하여 도드-프랭크법으로 규제되어서는 안 되며 해당 상품이 도드-프랭크법의 규제를 회피하기 위하여 구조화되지 않았음을 서면결정문(written determination)으로 작성하여 의회 소관 위원회⁹¹⁾에 제출하면 도드-프랭크법의 규제를 받지 않게 된다.

그런데 서면결정문에 의하여 FX스왑과 통화선도가 청산기구⁹²⁾의 의무적 사용을 비롯한 규제를 적용받지 않아도 상품의 거래자는 스왑정보 저장소⁹³⁾ 또는 CFTC⁹⁴⁾에 거래내역을 보고해야 하며 거래자가 스왑딜러와 주요스왑참가자인 경우는 영업행위준칙을 준수해야 한다. 또한 지정계약시장 및 스왑매매체결기구(swap execution facility)⁹⁵⁾에서 거래되거나 파생상품청산소에서 청산되는 FX스왑과 통화선도는 사기 및 시장조작 금지 조항에서 면제되지 않으며 개인투자자를 대상으로 하는 거래에 대해서는 재무부 장관의 서면결의 대상이 되지 않아 도드-프랭크법의 제반 규제를 적용받는다.

91) 상·하원의 농산물위원회를 포함하도록 되어 있다.

92) III장에서 청산기구라고 할 때는 III.4.가의 파생상품청산소와 청산대리기구를 의미한다.

93) III.4.나를 참조한다.

94) 스왑정보저장소가 없는 경우

95) III.4.다를 참조한다.

2) 증권기초스왑

증권기초스왑은 스왑의 정의에서 배제된 개념으로 ① 협의의 증권지수(narrow-based security index)에 기초한 스왑, ② 개별증권 또는 대출에 기초한 스왑, ③ 개별증권 또는 협의의 증권지수 기반 증권의 발행자와 연계된 사건의 발생여부에 연동된 스왑⁹⁶⁾을 지칭한다.⁹⁷⁾

다만 지방정부를 제외한 면제증권으로만 증권기초스왑의 정의에 부합할 때는 이를 증권기초스왑에 포함하지 않는다.⁹⁸⁾ 그런데 일반적으로 잘 알려진 증권기초옵션의 경우는 예외 조항에 포함되지 않도록 함으로써 증권기초스왑에 속하도록 하고 있다.

한편 2000년 상품선물현대화법에서는 증권기초스왑을 “증권”에 포함되지 않도록 정의하였으나⁹⁹⁾ 도드-프랭크법에서는 증권기초스왑을 증권으로 정의하고 있다.¹⁰⁰⁾ 이로써 SEC의 증권기초스왑에 대한 규제가 가능하게 되었다.

3) 은행상품

도드-프랭크법은 은행상품(identified banking products)이 원칙적으로 증권기초스왑 또는 스왑 중 광의의 증권지수기초스왑으로 분류되지 않도록 하였으나 장외파생상품의 정의에 부합하고 규제회피 목적으로 설

96) 해당 사건이 직접적으로 발행자의 재무상태에 영향을 미쳐야 하므로 실질적으로는 개별증권 또는 협의의 증권지수를 참조로 하는 CDS를 의미한다고 해석할 수 있다.

97) 도드-프랭크법 Sec. 761(a)(6)

98) 이 경우는 스왑으로 분류된다고 할 수 있다.

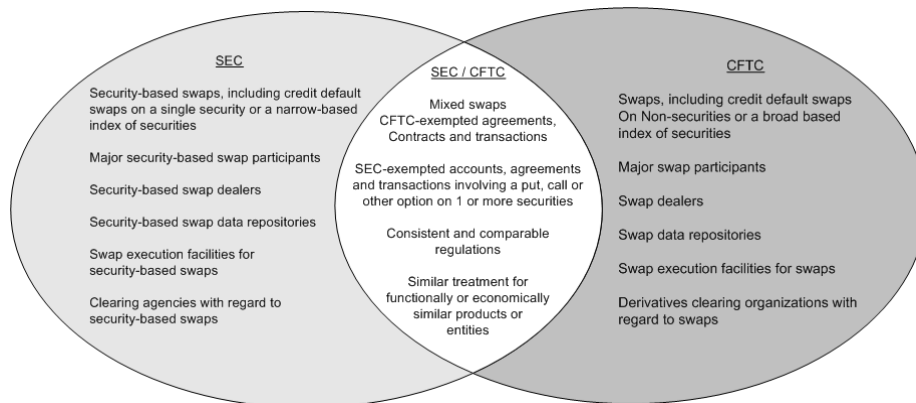
99) 증권기초스왑 뿐만 아니라 비증권기초스왑도 증권의 개념에서 배제되었다. (상품선물현대화법 Sec. 302)

100) 도드-프랭크법 Sec. 761

계된 상품 등에 있어서는 도드-프랭크법의 규제를 적용받도록 하고 있다. 이로써 그동안 유지되어온 은행판매 파생상품에 대한 법률적 확실성¹⁰¹⁾이 약화되었다고 할 수 있다.

또한 도드-프랭크법에서는 CFTC와 SEC는 각각 SEC와 CFTC로부터 규제적용 면제를 받은 put, call 등의 옵션규제가 가능하다. 즉, 증권거래법에 의해 SEC의 규제적용 면제를 받은 증권기초 옵션에 대하여 CFTC의 규제가 가능하며 SEC에 대하여도 CFTC 규제적용 면제 상품에 대한 규제권한을 부여하고 있다.¹⁰²⁾ 반면, 증권 및 파생상품의 자율규제기구인 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)와 NFA(National Futures Association)가 상대방의 규제영역인 장외파생상품에 대하여 규제할 수 없도록 명문화하고 있다.¹⁰³⁾

<그림 III-1> 장외파생상품의 규제 관할



자료: Davis Polk

101) Section 403 of the Legal Certainty for Bank Production Act of 2000

102) 도드-프랭크법 Sec. 717

103) 도드-프랭크법 Sec. 712(b)(3)

4) 보험 및 도박 관련 규제

보험과 도박에 대한 규제로부터 장외파생상품을 보호하기 위하여 도드-프랭크법에서는 관련 방안을 명문화하고 있다. 전통적으로 파생상품은 보험이나 도박을 규제하는 법제에 의해 불법화되거나 규제를 받을 가능성이 상존하고 있어 별도의 법적 안전장치가 없이는 안정적인 거래가 곤란하다고 하겠다.

도드-프랭크법은 장외파생상품이 각 주법에 의해 보험으로 규제받는 것을 방지하고 있다.¹⁰⁴⁾ 그런데 도박과 불법중개소를 규제하는 주법에 대해서는 적격참가자 간의 증권기초스왑에 대해서만 적용을 받지 않도록 하여¹⁰⁵⁾ 스왑에 대해서는 규제가능성을 열어두고 있다. 이는 상품거래법에서 장외파생상품에 대하여 인정하였던 도박과 불법중개소 규제에 대한 주법적용의 배제 조항을 삭제한 것이라고 이해할 수 있다.

나. 시장참가자

도드-프랭크법에서 장외파생상품의 시장참가자는 기본적으로 적격참가자를 주축으로 그 안에 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자, 최종사용자, 기타 참가자로 구분되어 있다.

1) 적격참가자

적격참가자는 상품선물현대화법에서 CFTC 감독규정의 적격스왑참가자에 근거하여 도입하였던 개념으로 도드-프랭크법에서는 적격참가자의 일부

104) 도드-프랭크법 Sec. 722(b), 767

105) 도드-프랭크법 Sec. 767

요건을 강화하면서 원칙적으로 적격참가자가 아닌 상대방과의 장외파생상품 거래를 불법화하고 있다.¹⁰⁶⁾ 단, 스왑이 지정계약시장에서 거래되거나 증권기초스왑이 전국증권거래소에서 거래되는 경우는 예외로 한다.

도드-프랭크법의 적격참가자는 ① 금융기관, ② 주법이나 외국정부의 상응하는 규제를 받는 보험회사나 계열사, ③ 1940년 투자회사법에 의한 투자회사나 외국정부의 상응하는 규제를 받는 외국인, ④ 총자산이 5백만 달러를 초과하고 상품거래법의 규제를 받는 선물투자신탁이나 이에 상응하는 외국인, ⑤ 총자산이 1천만 달러를 초과하는 주식회사, 공동회사, 개인 사업자, 조직, 신탁, ⑥ 총자산이 5백만 달러를 초과하는 1974년 Employee Retirement Income Security Act에 의한 종업원복지플랜, ⑦ 투자일임 방식으로 투자된 금액이 최소한 5천만 달러 이상인 정부기구(연방정부, 주정부, 외국정부), 정부기구의 정치적 하부기관, 다국적 또는 초국적 정부기구 그리고 이들 기관의 대행기관, ⑧ 브로커, 딜러, 이들의 관계인, 투자은행 지주회사, ⑨ 선물중개회사, ⑩ 장내중개업자, 장내트레이더, ⑪ 투자일임 방식으로 투자된 금액이 1천만 달러를 초과하거나 5백만 달러를 초과하되 위험관리 목적인 개인이다. 그리고 ①, ②, ④, ⑤, ⑧, ⑨, ⑩에 해당하는 브로커와 투자자문업자 등이다.

강화된 요건은 우선 정부기구(연방정부, 주정부, 외국정부), 정부기구의 정치적 하부기관, 다국적 또는 초국적 정부기구 그리고 이들 기관의 대행기관이 적격참가자가 되기 위해서는 투자일임 방식으로 투자된 금액이 최소한 2천5백만 달러이었으나 도드-프랭크법에서는 이를 5천만 달러로 상향조정하였다. 또한 개인의 적격참가자 요건으로 제시된 최소 자산규모를 총자산 방식에서 투자일임 방식에 따라 투자된 금액으로 변경하였다.¹⁰⁷⁾ 선물투자신탁의 경우는 선물투자신탁의 참가자 중에서 적격참가자가 아닌 참가자가 있으면 해당 선물투자신탁은 적격참가자가 될

106) 도드-프랭크법 Sec. 723(a), 763(e)

107) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(9)

수 없도록 하였다.¹⁰⁸⁾

2) 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러

스왑딜러와 증권기초스왑딜러는 장외파생상품시장의 핵심적인 시장 참가자로서 시장에 유동성을 공급하여 시장을 조성하는 주체라고 할 수 있다. 도드-프랭크법에서 스왑딜러 및 증권기초스왑딜러는 ① 스스로 스왑딜러 또는 증권기초스왑딜러로 주장하거나, ② 시장조성행위를 하거나, ③ 자신의 계좌로 일상 업무로서 정기적으로 장외파생상품 거래를 하거나, ④ 장외파생상품시장에서 통상적인 딜러 또는 시장조성자로서 거래에 참여하는 주체로 정의하고 있다.¹⁰⁹⁾

스왑딜러와 증권기초스왑딜러의 정의에서 제외되는 경우로는 ① 자신의 계좌로 개별 또는 수탁자의 자격이되 일상 업무가 아닌 방식으로 장외파생상품의 매수·매도를 하는 주체, ② 소액거래(*de minimis*)로 장외파생상품을 거래하는 경우이다.¹¹⁰⁾ 이 밖에도 부보금융기관(*insured depository institution*)이 고객과의 대출과 연계된 스왑을 체결하는 경우에는 스왑딜러로 간주되지 않도록 예외조항을 둬으로써 은행의 대출업무를 제약하지 않도록 하였으나 증권기초스왑에는 해당조항을 두지 않았다.

한편 증권기초스왑이 증권으로 정의됨에 따라 증권기초스왑을 취급하는 딜러나 브로커는 원칙적으로 증권거래법의 브로커-딜러로 등록해야 한다. 다만, 적격참가자를 대상으로 하는 증권기초스왑을 취급하는 경우에는 딜러의 정의에서 제외함으로써 브로커-딜러의 등록을 요구하지 않고 있다.¹¹¹⁾

108) 도드-프랭크법 Sec. 741(b)(10)

109) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(21), 761(a)(6)

110) 소액거래의 예외인정을 위해서는 해당 위원회가 관련 규정을 제정하도록 하였다.

도드-프랭크법에서는 미국 밖에서의 증권기초스왑 거래에 대하여 미국 내 규제의 회피목적이 아니라면 규제하지 않도록 하였다.¹¹²⁾ 반면에 스왑 거래는 외국에서 발생하는 거래라 할지라도 미국 내 규제의 회피 목적이나 미국의 상거래에 직접적이고 심대한 영향을 미치는 경우는 규제할 수 있도록 하였다.¹¹³⁾ 그런데 이 경우, 외국에서 발생하는 위법행위에 대하여 CFTC가 어떻게 규제할 수 있는지는 확실하게 제시되어 있지 않다.

3) 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자

도드-프랭크법은 스왑딜러와 증권기초스왑딜러가 아닌 시장참가자 중에서 시장 영향력이 큰 거래자를 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자로 구분하여 규제하고 있다.

주요스왑참가자 또는 주요증권기초스왑참가자는 각각 스왑딜러와 증권기초스왑딜러가 아니면서 ① 주요 카테고리로 분류된 장외파생상품의 상당한 포지션을 보유한 자(단, 헤징이나 상업적 위험의 경감이나 종업원복지플랜¹¹⁴⁾을 목적으로 보유한 것은 제외), ② 보유한 장외파생상품의 잔액이 미국의 은행시스템이나 금융시장 안정성에 심대한 악영향을 미칠 수 있는 자, ③ 금융기관으로서 자본금에 비하여 상대적으로 높은 레버리지를 갖고 있으나 별도의 은행 자본규제를 받지 않으면서 상당한 포지션의 장외파생상품을 보유한 자이다.¹¹⁵⁾ 다만 전속할부금융회사

111) 도드-프랭크법 Sec. 761(a)(1)

112) 도드-프랭크법 Sec. 772(b)

113) 도드-프랭크법 Sec. 722(d)

114) Employee Retirement Income Security Act of 1974의 Sec 3(3)과 (36)의 정의에 따른다.

115) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(16), 761(a)(6)

(captive finance company)는 주요스왑참가자의 정의에서 제외된다.¹¹⁶⁾

주요스왑참가자 또는 주요증권기초스왑참가자의 규제를 담당하는 해당 위원회는 어떤 장외파생상품이 “주요 카테고리”인지를 결정해야하며 시스템적으로 중요하거나 미국 금융시스템에 심각한 영향을 미칠 주체에 대한 신중한 감시가 용이하도록 “상당한 포지션”의 기준도 설정해야 한다. 상당한 포지션의 기준 설정에는 거래자의 비청산 포지션과 거래상 대방위험에 대한 담보물의 가치와 질을 고려하여야 한다.

4) 기타 거래자

장외파생상품의 기타 거래자는 적격참가자 중 스왑거래주체(swaps entity)¹¹⁷⁾가 아닌 거래자라고 할 수 있다. 상업적인 목적으로 장외파생상품을 거래하는 최종사용자(end user)가 대표적이라고 하겠다.¹¹⁸⁾

스왑거래주체 이외의 장외파생상품 거래자 중 등록기관으로는 도드-

116) 전속할부금융회사는 주된 사업목적이 할부금융으로써 파생상품의 용도가 모회사 또는 자매회사가 90% 이상 제조한 상품의 구매 또는 리스를 촉진시키기 위한 자금조달로 인한 부분이 90% 이상을 차지하는 금리 및 환율 익스포저로부터 발생하는 상업적 위험을 헤징하는 것으로 되어 있는 주체이다.

117) 스왑거래주체는 도드-프랭크법(Sec. 716(b)(2))에서 CFTC와 SEC에 등록된 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자를 통칭하는 개념으로 부보금융기관인 주요스왑참가자와 주요증권기초스왑참가자를 스왑거래주체에서 제외하고 있으나 본고에서는 Lincoln 수정안을 제외하고는 스왑거래주체를 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자를 모두 가리키는 용어로 사용한다.

118) 2010년 5월 통과된 상원 법안에서는 스왑거래주체와 구별하여 최종사용자를 “상업적 최종사용자(commercial end user)”로 정의하였으나 도드-프랭크법에서는 별도의 용어로 정의하고 있지는 않았다. 다만, 후술할 장외파생상품의 청산의무에 대한 면제요건을 충족한 거래자가 최종거래자라고 할 수 있다.(도드-프랭크법 Sec. 723(a)(3), 763(a))

프랭크법을 통해 스왑의 취급이 가능해진 전통적인 선물관련 기관들이 있다. 도드-프랭크법은 선물투자신탁¹¹⁹⁾, 선물투자신탁운용자¹²⁰⁾, 선물자문업자(commodity trading advisor)¹²¹⁾, 장내중개업자¹²²⁾, 장내트레이더¹²³⁾, 선물중개회사¹²⁴⁾, 알선중개업자(introducing broker)¹²⁵⁾의 취급상품에 스왑을 포함시키고 있다. 그리하여 스왑거래주체가 아니어도 이들 기관은 선물관련 기관에 대한 규제권한을 갖고 있는 CFTC에 의해 장외파생상품의 규제를 받을 가능성이 있다고 하겠다. 특히, CFTC가 선물중개회사의 지정여부를 결정할 수 있게 됨으로써 스왑 거래자가 경우에 따라서는 선물중개회사로 분류되어 규제를 받을 수도 있게 되었다.

다. 시행시기

도드-프랭크법은 장외파생상품시장 규제의 회피를 방지하기 위하여 CFTC와 SEC가 감독규정을 통해 핵심 개념인 스왑, 증권기초스왑, 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자, 적격참가자를 보다 상세하게 정의할 것을 요구하고 있다.¹²⁶⁾ 각 위원회의 감독규정은 발표는 도드-프랭크법 제정 후 360일을 넘지 않도록 하고 있다.¹²⁷⁾

119) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(5)

120) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(6)

121) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(7)

122) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(10)

123) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(11)

124) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(13)

125) 도드-프랭크법 Sec. 721(a)(15)

126) 도드-프랭크법 Sec. 721(b)(c), 761(b)

127) 도드-프랭크법 Sec. 712(a)(3)

3. Lincoln 수정안

가. 주요 내용

Lincoln 수정안¹²⁸⁾은 이를 처음 제안한 상원 농산물위원회 위원장 Blanche Lincoln의 이름을 따서 명명된 장외파생상품 취급 규제안이다. Lincoln 수정안의 내용은 하원법안까지는 존재하지 않았으나 상원법안에 처음 포함되어 여러 논란을 거친 후 수정되어 최종적으로 도드-프랭크법에 포함되었다.

Lincoln 수정안의 기본 골자는 스왑거래주체에 대한 연방정부의 지원(federal assistance)을 금지함으로써 장외파생상품으로 인한 부실 발생에 대하여 납세자의 세금이 사용되는 것을 원천적으로 방지하자는 것이다.¹²⁹⁾ 결과적으로 부보금융기관인 은행과 저축은행의 장외파생상품 취급을 제한하는 것으로 볼 수 있다.

수정안에서 연방정부의 지원이라 함은 ① 스왑거래주체에 대한 대출 및 스왑거래주체의 주식·지분(equity interest)·부채(debt obligation)에 대한 매수, ② 스왑거래주체의 자산매입, ③ 스왑거래주체가 발행한 채권 및 대출의 보증, ④ 스왑거래주체에게 세제혜택을 비롯한 각종 지원, 손실 및 이익의 공동부담을 목적으로 연방준비은행의 신용공여(credit facility) 또는 재할인창구를 이용하거나 연방예금보험공사에 의한 보험에 의한 자금지원을 의미한다.¹³⁰⁾

128) Lincoln 수정안은 “Swap Push-out Rule”로 불리기도 하며, 도드-프랭크법 Sec. 716에 관련 내용이 서술되어 있다.

129) 도드-프랭크법 Sec. 716(a)

130) 도드-프랭크법 Sec. 716(b)(1)

그런데 연방정부 지원의 정의에서 Federal Reserve Act(Sec. 13(3))에 의한 매우 긴급한 상황에서 개인, 공동회사, 주식회사에 대한 채권 등의 매입을 통한 자금지원은 제외하고 있어, 시스템위험이 촉발되는 경우와 같이 극단적인 경우에는 연방정부가 Federal Reserve Act(Sec. 13(3))에 의거하여 스왑거래주체를 지원할 수 있는 가능성은 있다고 하겠다.¹³¹⁾

스왑거래주체의 정의는 앞서 설명한 바와 같이 해당 위원회에 등록된 스왑딜러, 증권기초스왑딜러, 주요스왑참가자, 주요증권기초스왑참가자이다.¹³²⁾ 다만 스왑거래주체에서 부보금융기관인 주요스왑참가자 및 주요증권기초스왑참가자와 파산 및 정리절차 중(conservatorship 또는 receivership)에 있거나 연방예금보험공사에 의해 운영되는 가교은행으로 업무가 이관된 보호대상 금융회사(covered financial company)¹³³⁾는 제외된다.¹³⁴⁾

131) Federal Reserve Act Sec. 13(3)(12 U.S.C. § 343)이 적용된 사례로는 2008년 3월의 Bear Stearns 사례가 처음이며, 동년 9월 AIG에 대한 구제금융도 이 조항에 근거하였다.

132) 상원 법안에서는 스왑거래주체에 이외에도 스왑매매체결기구, 지정계약시장, 전국증권거래소, CCP, 청산소, 청산대리기구, 파생상품청산소처럼 매매체결, 청산관련 인프라를 포함하고 있었으나 최종 법안에서 삭제되었다.(상원 법안 Sec. 716(b)(2))

133) 보호대상 금융회사는 부보금융기관은 아니지만 재무장관이 부도로 인해 미국 금융시장 안정성에 심각한 악영향을 미친다고 판단함으로써 결정되는 금융회사이다.(도드-프랭크법 Sec. 201(a)(7))

134) 도드-프랭크법 Sec. 716(b)(2), 716(g)

나. 취급제한의 예외

1) 계열사에 의한 장외파생상품 거래

도드-프랭크법(Sec. 716)은 부보금융기관의 스왑거래주체로서 장외파생상품을 취급하는 것을 금지하고 있지만 부보금융기관의 계열사가 스왑거래주체가 되는 것은 허용하고 있다.¹³⁵⁾ 여기서 스왑거래주체로서 장외파생상품을 취급하는 부보금융기관의 계열사는 은행지주회사 또는 저축은행지주회사의 부분이어야 한다. 동시에 해당 계열사는 은행계열사를 정의하고 있고 은행계열사에게 허용되는 행위와 허용되지 않는 행위 등을 정의하고 있는 Federal Reserve Act의 Section 23A와 23B의 조항¹³⁶⁾을 준수하면서, 연방준비은행의 감독과 연방준비제도이사회와 CFTC 또는 SEC가 마련한 요구조건을 충족해야한다.

그런데 계열사에 의한 취급허용은 두 가지 점에서 명확하지 않은 문제가 있다. 첫째로 외국은행의 미국 지점은 대부분 예금을 받지 않고 있어 연방예금보험공사에 의한 예금자보장 대상이 아니지만 연방준비은행의 재할인창구에는 접근할 수 있다. 따라서 외국은행이 미국에서 스왑거래주체로서 영업을 하기 위해서는 이 사업을 기존 지점에서 완전히 분리하는 수밖에 없다. 둘째로 부보금융기관인 은행의 직속 자회사가 장외파생상품 업무를 담당할 계열사가 될 수 있는가이다. 자회사에 장외파생상품 업무가 이전되는 경우에는 모회사인 부보금융기관 은행이 장외파생상품으로 인한 자회사의 부실에서 자유로울 수가 없기 때문에 수정안의 본래취지와 맞지 않을 수 있다.

135) 도드-프랭크법 Sec. 716(b)

136) 23A와 23B는 주로 은행의 자본금을 보호하고 부당한 방식(대출 또는 보증 등)으로 다른 계열사를 지원하는 것을 방지하기 위해 제정되었다. 두 조항은 도드-프랭크법 Sec. 608에서 일부 개정되었다.

2) 신의성실한 위험 헤징(bona fide hedging)

부보금융기관의 활동과 직접적으로 연결되어 있는 위험 헤징이나 위험 경감행위에 대해서는 부보금융기관이 장외파생상품을 거래할 수 있다. 즉, 부보금융기관의 직접적인 위험헤징 업무는 도드-프랭크법 Sec. 716의 제약을 받지 않는다고 할 수 있다.¹³⁷⁾

3) 기초자산이 전통적으로 은행에게 취급이 허용된 경우

부보금융기관이 금리 또는 국법은행(national bank)의 취급이 허용된 자산을 기초로 하는 장외파생상품을 스왑거래주체로서 거래하는 것은 가능하다.¹³⁸⁾ 여기서 국법은행의 투자가 가능한 자산은 약속어음(promissory note), 어음(draft), 환어음(bills of exchange), 외국통화, 금·은 등의 귀금속, 주화, 정부발행증권 등이다. 다만 국법은행의 지분증권에 대한 투자는 엄격히 제한되며, 통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency: OCC)은 추가적인 투자가능자산을 지정할 수 있다.¹³⁹⁾ 더불어서 CDS와 ABS(asset-backed security)의 신용위험을 준거자산으로 하는 증권기초스왑 중 청산기구를 통해 청산하지 않는 상품은 국법은행의 취급이 허용되지 않는다.¹⁴⁰⁾

이를 정리하면 부보금융기관일지라도 스왑거래주체로써 금리, 통화, 귀금속, 일부 증권을 기초자산으로 하는 장외파생상품과 청산의무가 부여된 CDS는 거래를 할 수 있다. 그러나 주식과 원유, 곡물 등 원자재를 기초자산으로 하는 장외파생상품과 비청산 CDS의 딜링업무는 금지된다.

137) 도드-프랭크법 Sec. 716(c)

138) 도드-프랭크법 Sec. 716(d)(2)

139) 12 U.S.C. § 24(Seventh)

140) 도드-프랭크법 Sec. 716(d)(3)

다. 납세자 보호 원칙

부보금융기관이거나 시스템적으로 중요한 기관인 스왑거래주체가 장외파생상품의 활동으로 인해 정리절차(receivership)에 들어가는 것을 방지하기 위하여 납세자의 세금으로 구성된 기금을 지원해서는 안 된다. 만약, 이들 기관이 장외파생상품과 관련된 활동으로 채무불이행을 선언하거나 정리절차에 들어가게 되면 사전에 지정된 관련법에 따라 장외파생상품과 관련된 활동은 중지되거나 이관되어야 하며, 이 과정에 지출된 모든 기금은 회수되어야 한다. 또한 납세자의 자원이 부보금융기관 및 시스템적으로 중요한 기관이 아닌 스왑거래주체의 청산절차(orderly liquidation)에 사용되어서는 안 된다.¹⁴¹⁾

스왑거래주체의 부실과 관련한 이 조항은 위험이 높은 거래로 인식되는 장외파생상품 거래로 인해 납세자가 어떠한 형태로든 손해를 보지 않도록 하기 위해 마련되었다고 할 수 있다.

라. 금융안정감시위원회의 권한

도드-프랭크법에서 금융안정을 감시하고 감독기관 간의 공조를 보다 명확히 하기 위하여 설립된 금융안정감시위원회(Financial Stability Oversight Council: FSOC)¹⁴²⁾는 시스템 위험의 경감 및 납세자의 보호조치가 다른 조항에도 불구하고 충분하지 않는 경우에는 스왑거래주체에 대한 연방정부의 지원을 기관별로 금지할 수 있는 권한을 부여받았다.

141) 도드-프랭크법 Sec. 716(i)

142) 도드-프랭크법 Sec. 111

금융안정감시위원회가 특정 스왑거래주체에 대한 연방정부 지원 금지를 결정하기 위해서는 위원장, 연방준비제도이사회 의장, 연방예금보험공사 사장이 반드시 포함된 회원¹⁴³⁾투표에서 2/3이상으로 가결되어야 한다.

마. Volker Rule의 준수

Lincoln 수정안에 의한 부보금융기관의 장외파생상품 취급제한은 부보금융기관의 프랍트레이딩(proprietary trading), 헤지펀드, PEF(Private Equity Fund)에 대한 투자를 규제하는 Volcker Rule¹⁴⁴⁾과 밀접하게 관련되어 있다. 특히 프랍트레이딩의 경우 장외파생상품을 이용한 거래가 많기 때문에 상원 법안에 두 규제안이 처음 소개되었을 때는 불일치로 인한 규제차익의 발생 가능성이 제기되기도 했다.

도드-프랭크법에서는 이러한 불일치를 없애기 위하여 Lincoln 수정안에 파생상품의 프랍트레이딩과 관련하여 Volcker Rule을 준수하도록 명시하고 있다.¹⁴⁵⁾ 그리하여 Lincoln 수정안에서 은행지주회사의 자회사가 스왑거래주체로서 장외파생상품을 거래하도록 허락하였음에도 불구하고 Volcker Rule을 반영하여 은행지주회사의 자회사라고 할지라도 장외파생상품 프랍트레이딩을 수행하지 못하게 하고 있다.

143) 금융안정감시위원회의 투표권이 있는 회원은 재무부 장관, 연방준비제도이사회 의장, 통화감독청 청장, 소비자금융보호청(Bureau of Consumer Financial Protection: BCFP) 청장, SEC 의장, 연방예금보험공사 사장, CFTC 의장, 연방주택금융국(Federal Housing Finance Agency: FHFA) 국장, 전국 신용협동조합 관리 이사회(National Credit Union Administration Board) 의장, 금융안정감시위원회 위원장이 지명하는 보험전문가로 구성되어 있다.(도드-프랭크법 Sec. 111(b))

144) 도드-프랭크법 Sec. 619

145) 도드-프랭크법 Sec. 716(m)

바. 시행시기

Lincoln 수정안은 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제에 대한 CFTC와 SEC의 세부 감독규정이 마련되어진 날¹⁴⁶⁾로부터 2년¹⁴⁷⁾이 경과한 시점부터 시행될 전망이다.¹⁴⁸⁾ 규제대상인 장외파생상품은 Lincoln 수정안의 시행시점 이후에 부보금융기관에 의해 체결된 상품으로 한정된다.¹⁴⁹⁾

그런데 담당 연방은행 감독당국은 해당 위원회와 협의를 통해 부보금융기관의 장외파생상품의 거래활동¹⁵⁰⁾ 중지시점을 최대 2년까지 연장할 수 있도록 하고, 필요시 이 경과기간을 다시 1년 연장할 수 있도록 하였다. 따라서 Lincoln 수정안의 시행시점은 최대 도드-프랭크법 제정 후 6년이 경과한 2016년 중순 이후로 늦춰질 수 있다.

146) 양 위원회의 감독규정 발표는 도드-프랭크법이 제정되고 360일을 넘지 않아야 한다.(도드-프랭크법 Sec. 712(a)(3))

147) 도드-프랭크법 Sec. 716(h)

148) 2013년 7월경으로 추정된다.

149) 도드-프랭크법 Sec. 716(e)

150) 스왑거래주체로 등록하게끔 만드는 일체의 장외파생상품 거래활동을 의미한다.

4. 시장 인프라

가. 청산기구

1) 청산의무 및 면제요건

가) 청산의무

상품선물현대화법에서 처음으로 파생상품 규제체계에서 독립적인 인프라로 도입되었던 청산기구를 도드-프랭크법에서는 장외파생상품시장의 규제를 위한 핵심적인 인프라로 만들었다.¹⁵¹⁾ 원칙적으로 모든 청산의무 장외파생상품은 거래상대방이 최종사용자가 아니면 청산기구를 통해 청산되어야 하며, 그렇지 않은 거래는 불법화된다.¹⁵²⁾ 또한 청산의무가 면제된 거래라 할지라도 최종사용자의 재량으로 청산기구를 통해 청산할 수 있다.

도드-프랭크법 제정 이전에 거래가 체결된 장외파생상품은 세부 감독 규정이 마련되어 관련 규정이 시행되는 날로부터 180일 이전에 장외파생상품 거래정보저장기구¹⁵³⁾나 해당 위원회에 보고를 하면 청산의무가 면제된다. 도드-프랭크법 제정 이후 거래가 체결된 경우는 시행되는 날로부터 90일 이내에 장외파생상품 거래정보저장기구나 해당 위원회에 보고를 하면 청산의무가 면제된다.¹⁵⁴⁾

151) 본고에서 청산기구를 비롯한 도드-프랭크법의 장외파생상품 인프라에 대한 설명은 남길남(2010)에 기초하였음을 밝힌다.

152) 청산적격 스왑은 CFTC에 등록된 파생상품청산소나 등록이 면제된 파생상품청산소에서 청산해야 하며, 청산적격 증권기초스왑은 SEC에 등록된 청산대리기구나 등록이 면제된 청산대리기구에서 청산해야 한다.(도드-프랭크법 Sec. 723(a)(3), 763(3))

153) III.4.나를 참조한다.

또한 해당 상품에 대한 청산서비스를 수행하지 않거나 다른 이유로 청산기구가 접수하지 않는 장외파생상품은 장외파생상품 거래정보저장 기구로 보고되어야 한다. 만약 정보보고를 위한 장외파생상품 거래정보 저장기구가 없는 경우는 해당 위원회에 보고되어야한다.¹⁵⁵⁾

나) 최종사용자의 면제요건

청산의무가 면제되는 최종사용자는 ① 금융기관이 아니어야 하며, ② 장외파생상품을 헤징이나 위험경감 목적으로 사용해야 하고, ③ 해당 위원회에 정해진 양식으로 청산의무의 예외적용과 관련된 의무사항의 이행방안을 고지해야 한다. 여기서 금융기관이라 함은 스왑거래주체, 선물투자신탁, 사모펀드, 종업원복지플랜, 주도적으로 은행업무 또는 금융활동을 수행하는 주체로 정의하고 있다.

예외적으로 총자산이 100억 달러 이하인 부보기관, 농장신용시스템기관, 신용협동조합은 해당 위원회가 면제여부를 결정할 수 있다. 또한 전속할부금융회사는 금융기관으로 간주하지 않는다.¹⁵⁶⁾ 최종사용자의 계열사에 대해서도 계열사가 스왑거래주체, 선물투자신탁, 사모펀드, 종업원복지플랜, 연결재무재표 기준 자산이 500억 달러 이상인 은행지주회사가 아니면 청산의무를 면제하고 있다.

청산의무 장외파생상품을 스왑거래주체와 스왑거래주체가 아닌 거래상대방이 거래하는 경우는 스왑거래주체가 아닌 거래상대방이 청산을 위한 청산기구를 선정할 권리가 있다. 청산의무가 없는 거래에 있어서도 스왑거래주체가 아닌 거래상대방이 청산여부 및 청산기구를 선정할 권리를 가진다.

154) 도드-프랭크법 Sec. 723(a), 763(a)

155) 도드-프랭크법 Sec. 729, 766

156) 도드-프랭크법 Sec. 723(a)(3), 763(a)

다) 규제면제상품 및 농산물상품

상품선물현대화법에 의해 CFTC의 규제를 적용받지 않는 금융상품과 농산품이 아닌 에너지, 금속 등의 규제면제상품은 도드-프랭크법 제정 후 60일 이내에 CFTC에 종전과 같이 규제의 적용을 면제해 달라는 청원을 할 수 있으며 CFTC는 이를 검토하여 허락할 수 있다.¹⁵⁷⁾ 그런데 규제면제상품에 대한 도드-프랭크법의 적용면제는 도드-프랭크법 제정 후 1년을 경과할 수 없도록 제한하고 있어 규제적용을 1년 유예한 것이라고 할 수 있다.¹⁵⁸⁾

한편 도드-프랭크법은 농산물상품에 대한 스왑계약을 원칙적으로 금지하고 있으나 예외적으로 공공의 이익에 부합하고 CFTC의 관련규정에 근거한 스왑계약은 허용하고 있다.¹⁵⁹⁾

라) 접근 개방성

청산적격상품의 청산이 의무화됨에 따라 장외파생상품 거래자가 청산서비스를 받을 수 있도록 청산기구의 청산서비스에 대한 개방적 접근(open access)이 규정으로 보장되어야 한다. 우선 청산을 위해 제출된 장외파생상품 중 경제적 등가물에 대해서는 상계가 가능할 수 있도록 해야 하며, 양자 간 체결되었거나 계열사가 아닌 지정계약시장 또는 스왑매매체결기구나 전국거래소 또는 증권기초스왑매매체결기구¹⁶⁰⁾에 대해 청산서비스를 차별해서는 안 된다.¹⁶¹⁾

157) 도드-프랭크법 Sec. 723(c)(1)

158) 도드-프랭크법 Sec. 723(c)(2)(B)

159) 도드-프랭크법 Sec. 723(c)(3)

160) III.4.다를 참조한다.

161) 도드-프랭크법 Sec. 723(a)(3), 763(a)

2) 청산의무 상품의 결정

장외파생상품의 청산이 의무화됨에 따라 CFTC와 SEC는 지속적으로 장외파생상품¹⁶²⁾에 대하여 청산의무 여부를 검토해야 한다.¹⁶³⁾ 해당 위원회는 청산의무 검토에 있어서 최소 30일 이상의 공공의견 수렴 기간을 설정할 수 있다.

청산기구는 해당 위원회에 청산서비스 대상 상품을 제출해야 하며 회원에게 이를 통지해야 한다. 청산기구가 청산목록 제출시점에 이미 청산서비스를 제공하는 상품은 각 위원회에 목록이 제출된 것으로 간주한다. 해당 위원회는 제출된 상품이 청산의무 대상인지를 최소 30일 간의 공공의견 수렴을 거쳐 90일 이내에 결정해야 한다.¹⁶⁴⁾

각 위원회는 청산의무 상품을 결정함에 있어서 ① 상당한 잔존 명목 익스포저, 거래 유동성, 적정한 가격자료의 존재, ② 규정체계(rule framework), 운영 전문성 및 자원, 신용공여 인프라¹⁶⁵⁾의 가용성, ③ 시스템 위험의 경감효과¹⁶⁶⁾, ④ 수수료 및 분담금을 고려한 경쟁효과, ⑤ 청산기구 또는 하나 이상의 청산회원의 채무불이행 처리를 위한 합리적이고 안정적인 법률체계의 존재를 고려하여야 한다.

162) 도드-프랭크법 원문에는 개별 장외파생상품뿐 아니라 그룹, 카테고리, 타입, 클래스를 포함하고 있다.

163) 도드-프랭크법 Sec. 723(a)(3), 763(a)

164) 청산기구의 동의하에 검토기간을 연장할 수 있다.

165) 거래시점의 주요한 계약조건 및 관행과 일치하는 청산이 가능하기 위한 신용공여 인프라를 의미한다.

166) 해당 상품의 시장규모와 파생상품청산소 또는 청산대리기구의 청산 자원을 고려하여 판단해야 한다.

3) 파생상품청산소와 청산대리기구

가) 등록의무 및 면제조건

파생상품시장의 청산기구로서 파생상품청산소는 지난 상품선물현대화법에서 처음 등장하였는데 도드-프랭크법에서는 1975년 증권법 수정으로 도입된 청산대리기구와 함께 장외파생상품 규제의 가장 핵심적인 인프라이다. 파생상품청산소와 청산대리기구는 G20 피츠버그 정상회의에서 제시된 CCP에 해당하는 개념이다.

도드-프랭크법은 스왑을 취급하는 파생상품청산소와 증권기초스왑을 취급하는 청산대리기구의 CFTC(파생상품청산소의 경우)와 SEC(청산대리기구의 경우)의 등록을 의무화하였다.¹⁶⁷⁾

또한 도드-프랭크법 제정 이전에 SEC에 등록된 청산대리기구 또는 수신은행(depository institution)이 도드-프랭크법에서 폐지된 다자간청산소로서 스왑을 청산하고 있었으면 CFTC에 등록해야 한다. 마찬가지로 도드-프랭크법 제정 이전에 CFTC에 등록된 파생상품청산소나 수신은행이 도드-프랭크법에서 폐지된 다자간청산소로서 스왑을 청산하였던 기구가 증권기초스왑을 청산하고자 하는 경우는 SEC에 등록하여야 한다.¹⁶⁸⁾

CFTC나 SEC는 국내외의 다른 감독당국에 의해 상응하는 감독을 받고 있는 청산기구에 대한 등록을 면제할 수 있다. 이 경우 CFTC나 SEC는 해당 청산기구에 필요한 일체의 정보를 요구할 수 있다.

나) 파생상품청산소의 의무

파생상품청산소는 CFTC가 필요하다고 판단하는 모든 정보를 제공하

167) 도드-프랭크법 Sec. 725(a), 763(b)

168) 도드-프랭크법 Sec. 725(b), 763(b)

여야 하며 CFTC는 파생상품청산소에 의해 청산되는 스왑에 대하여 스왑정보저장소와 스왑매매체결기구에 상응하는 정보수집과 유지요건을 파생상품청산소에 부과하여야 한다.¹⁶⁹⁾ 각 파생상품청산소는 CFTC가 필요하다고 판단하는 모든 정보를 CFTC에게 제공하여야 하며, 광의의 증권지수를 기초로 한 증권기초스왑을 청산하는 파생상품청산소는 관련된 모든 자료에 대해 SEC의 조사 및 검사에 임하여야 한다.

정보공개와 관련된 규정에 의거하여 CFTC는 파생상품청산소에 수집된 정보를 외부감독기구¹⁷⁰⁾의 요청에 의해 정보를 공유해야 한다. 단, 이러한 정보공유에 앞서, CFTC는 외부감독기구로부터 제공 정보의 보안과 관련한 제반 법규 준수에 대해 서면동의서를 수령해야 하며, 외부감독기구가 이와 관련하여 발생하는 소송비용에 대해 CFTC에 배상하도록 해당 외부감독기구로부터 동의를 받아야 한다.

다) 준법감시인 선임 및 핵심 운영원칙

파생상품청산소와 청산대리기구는 준법감시인(Chief Compliance Officer)을 의무적으로 선임하여야 한다. 준법감시인은 청산기구의 이사회와 고위 경영진에게 핵심 운영원칙의 준수를 비롯한 제반 준법감시업무에 대하여 직접적으로 보고할 수 있어야 하며 정기적인 연간보고서를 작성해야 한다.¹⁷¹⁾

169) 도드-프랭크법 Sec. 725(e)

170) 외부감독기구는 연방준비제도이사회, 통화감독청, 연방예금보험공사, 농장 신용청(Farm Credit Administration), 연방주택금융국 등 은행의 형태에 따른 건전성 규제당국자(prudential regulator)(도드-프랭크법 Sec. 721(17)), 금융안정감시위원회, SEC, 법무부, 해당 위원회가 결정하는 외국 금융시장 감독당국(선물시장 감독당국 포함), 외국 중앙은행, 외국 정부부처이다.

171) 도드-프랭크법 Sec. 725(b), 763

도드-프랭크법은 파생상품청산소의 핵심 운영원칙을 기존 상품선물현대화법의 13개 원칙에서 17개로 확대 개편하였다.¹⁷²⁾

1. 재무적 자원의 확보: 모든 파생상품청산소는 청산을 수행하기 위해 적당한 재무적 자원, 운영 및 관리비용을 확보하여야 한다. 재무적 자원은 극단적이지만 가능성이 있는 상황(in extreme but plausible market conditions)에서 파생상품청산소에 대한 익스포저가 가장 큰 회원이나 참가자의 채무불이행에 대해 다른 정상적인 회원과 참가자에 대해 채무이행을 수행할 수 있는 규모이어야 한다. 또한 1년간의 운영비용을 충당할 수 있어야 한다.
2. 참가자와 상품의 적격성: 각 파생상품청산소는 청산회원, 참가자, 청산상품에 대한 적격기준을 수립하여야 한다. 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자가 파생상품청산소가 요구한 각종 기준을 충족하고 있는지 지속적으로 확인해야 한다. 또한 파생상품청산소의 참가요건은 객관적이고 대중에 공개되어야 하며 공정하고 개방적인 접근이 보장되어야 한다.
3. 위험관리: 각 파생상품청산소는 청산수행과 관련된 위험관리능력을 확보하여야 한다. 파생상품청산소는 일일 최소 1회 이상 파생상품청산소의 회원 및 참가자에 대한 신용 익스포저를 측정해야 하며 주기적으로 이를 관찰해야 한다. 파생상품청산소는 운영불능이나 정상 회원 및 참가자가 예기치 못한 손실에 노출되는 사태를 방지하기 위하여 증거금과 다른 위험관리 수단을 이용하여 회원이나 참가자의 채무불이행으로 인한 잠재적 손실을 통제하여야 한다. 이러한 손실을 대비하기 위해 파생상품청산소는 증거금을 충분하게 설정해야 하고 증거금 모형과 계수는 위험에 기반하여 설계한 후 정기적으로 적정성을 검토하여야 한다.

172) 도드-프랭크법 Sec. 725(c)

4. 결제절차: 각 파생상품청산소는 일일 1회 이상의 자금결제를 완벽하게 수행할 수 있어야 한다. 파생상품청산소는 자금결제 시 결제은행에 대한 위험노출을 제한할 수 있는 수단을 확보하여야 한다. 파생상품청산소는 자금결제가 완결적으로 수행되도록 하여야 하며 관련 기록을 보관하여야 한다. 파생상품청산소는 다른 청산기구와의 차감(netting or offset) 계약을 준수하여야 한다. 파생상품청산소는 현물인수도 결제에 대해서 파생상품청산소의 의무를 명확히 설정한 규정을 수립하고 현물인수도 결제 관련 위험을 식별하고 관리하여야 한다.
5. 펀드처리: 각 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자 펀드의 안전성을 담보할 수 있는 절차를 수립하여야 한다. 파생상품청산소는 펀드의 손실이나 처분이 지체되는 위험을 최소화 할 수 있도록 펀드를 보관하여야 하며 투자 시에는 유동성위험, 시장위험, 신용위험이 최대한도로 낮은 상품에 투자하여야 한다.
6. 채무불이행 규칙 및 처리절차: 각 파생상품청산소는 청산회원 및 참가자의 채무불이행에 대한 효율적이고 공정한 규칙과 처리절차를 수립하여야 한다. 파생상품청산소는 채무불이행 처리절차를 명확하게 서술하고 이를 대중에 공시하여야 한다. 파생상품청산소는 적시적인 조치를 통해 관련 손실과 유동성 문제를 부담하고 파생상품청산소의 채무이행을 계속할 수 있도록 해야 한다.
7. 규제: 각 파생상품청산소는 청산기구의 규정 준수여부를 효과적으로 감시 및 규제할 수 있어야 하며, 분쟁조정 장치를 마련하여야 한다. 또한 규정위반 시 이를 제재할 수 있는 규제수단을 확보하고 제제와 관련된 규정은 CFTC에 보고하여야 한다.
8. 시스템 안정장치: 각 파생상품청산소는 자동화시스템의 정상적인 작동과 수용능력, 안정성을 보장할 수 있는 프로그램을 수립하여

야 한다. 또한 파생상품청산소는 긴급상황에 대한 처리절차 및 백업기구를 마련하여 파생상품청산소 운영의 적시적 복구와 파생상품청산소의 각 의무이행이 가능하도록 하여야 하며 이에 대한 테스트를 정기적으로 수행하여야 한다.

9. 보고: 각 파생상품청산소는 CFTC에 청산과 관련한 필요한 모든 정보를 보고하여야 한다.
10. 기록 유지: 각 파생상품청산소는 최소한 5년 동안 관련 활동의 기록을 CFTC가 받아들일 수 있는 방법으로 보관하여야 한다.
11. 정보 공개: 각 파생상품청산소는 시장참가자가 청산과 관련된 비용 및 위험을 정확하게 인식하고 산정할 수 있도록 충분한 정보를 제공해야 한다. 파생상품청산소는 청산 및 채무불이행 규정 및 운영절차에 대한 정보를 시장참가자에게 공개하여야 한다. 파생상품청산소는 청산결제 대상 계약의 조건, 제반수수료, 증거금 산정 방법론과 파생상품청산소가 보유한 재무적 자원의 크기 및 구성내용, 일일정산 가격·계약수·미결제계약 정보 등을 시장에 공시하고 CFTC에 보고하여야 한다.
12. 정보 공유: 각 파생상품청산소는 정보공유협약을 체결하고 준수하여야 한다.
13. 반독점 고려사항: 각 파생상품청산소는 비이성적인 거래제한이나 반경쟁적인 요건을 부과해서는 안 된다.
14. 지배구조 적합 기준: 각 파생상품청산소는 공공의 이익에 부합하고 소유자 및 참가자의 의견을 고려한 지배구조를 수립해야 한다. 파생상품청산소는 이사회, 징계위원회의 구성원, 청산회원, 기타 직접적 청산이용 주체 또는 계열사에 대한 적합성 기준을 마련하여야 한다.

15. 이해상충: 각 파생상품청산소는 의사결정과 관련된 이해상충을 최소화하기 위하여 규정과 이해상충을 해소할 수 있는 절차를 마련하여야 한다.
16. 관리이사회(governing board)의 구성: 각 파생상품청산소는 관리이사회 및 위원회의 구성에 시장참가자를 포함하도록 해야 한다.
17. 법률위험: 각 파생상품청산소는 청산활동과 관련하여 잘 정립되고 투명하며 집행할 수 있는 법률체제를 갖추어야 한다.

다) 이해상충 개선 조치

CFTC는 시스템위험 및 스왑딜러 및 주요스왑참가자와의 이해상충을 경감시키고 경쟁을 촉진시키기 위하여 스왑의 청산을 수행하는 파생상품청산소의 지배구조에 관한 규정을 도드-프랭크법 제정 후 180일 이내에 마련할 수 있다. 지배구조에 관한 규정은 연결재무재표 자산이 500억 달러 이상인 은행지주회사와 연방준비제도이사회에 감독을 받는 비은행 금융회사 그리고 이들 회사의 계열사, 스왑딜러, 주요스왑참가자 등의 파생상품청산소에 대한 의결권 제한을 포함할 수 있다.¹⁷³⁾

4) 청산고객 재산의 분리관리

CFTC에 등록된 선물중개회사만이 스왑청산고객의 증거금, 보증 등을 위해 납부하는 현금, 증권, 부동산 등을 수령할 수 있다. 증권기초스왑의 경우는 SEC에 등록된 브로커, 딜러, 증권기초스왑딜러만이 증권기초스왑고객의 납부금을 수령할 수 있다. 선물중개회사와 브로커, 딜러, 증권기

173) 하원 법안에서는 Lynch 수정안을 반영하여 스왑딜러, 주요스왑참가자 등의 20% 이상 의결권 취득을 제한하였다.

초스왑딜러는 각각 스왑청산고객과 증권기초스왑고객의 납부금을 분리하여 고유재산과 혼장하여 관리해서는 안 되며 투자는 미국국채나 이에 준하는 안전자산에 투자하여야 한다.¹⁷⁴⁾

또한 선물중개회사나 브로커, 딜러, 증권기초스왑딜러의 파산으로부터 스왑청산고객이나 증권기초스왑고객을 보호하기 위해 청산된 스왑을 도산법의 상품계약(commodity contract)으로 증권기초스왑을 도산법의 증권으로 간주될 수 있도록 개정하였다.¹⁷⁵⁾

나. 장외파생상품 거래정보저장기구

1) 거래정보의 보고의무

스왑정보저장소(swap data repository)와 증권기초스왑정보저장소(security-based swap repository)는 도드-프랭크법에서 처음 등장한 장외파생상품의 거래정보를 수집하고 중앙집중적으로 관리하는 기구로서 G20 피츠버그 정상회의에서 제시된 거래정보저장소에 해당한다고 할 수 있다.¹⁷⁶⁾ 도드-프랭크법에서는 청산여부에 관계없이 모든 장외파생상품은 해당 장외파생상품 거래정보저장기구로의 보고를 의무화 하였다.¹⁷⁷⁾ 만약 장외파생상품의 거래정보 보고를 위한 장외파생상품 거래정보저장기구가 없는 경우는 해당 위원회에 보고되어야 한다.¹⁷⁸⁾

도드-프랭크법 제정 이전에 거래가 체결된 장외파생상품은 세부 감독

174) 도드-프랭크법 Sec. 724(a), 763(d)

175) 도드-프랭크법 Sec. 724(b), 763(d)

176) 본고에서는 논의의 편의를 위하여 스왑정보저장소와 증권기초스왑정보저장소를 모두 지칭할 때 “장외파생상품 거래정보저장기구”로 표기한다.

177) 도드-프랭크법 Sec. 727, 763(i)

178) 도드-프랭크법 Sec. 729, 766

규정이 마련되어 관련 규정이 시행되는 날¹⁷⁹⁾로부터 180일 이전에 해당 장외파생상품 거래정보저장기구나 위원회에 보고되어야 한다. 도드-프랭크법 제정 이후 거래가 체결된 경우는 시행되는 날로부터 90일 이내에 해당 장외파생상품 거래정보저장기구나 위원회에 보고되어야 한다.¹⁸⁰⁾

2) 실시간 공시

CFTC와 SEC는 가격발견기능을 향상하기 위해 각각 스왑과 증권기초스왑의 매매체결 후 기술적으로 허용되는 범위에서 신속하게 가격 및 거래량을 포함한 거래정보를 공시(이하 거래정보의 실시간 공시)할 수 있도록 관련 규정을 마련해야 한다.¹⁸¹⁾

각 위원회는 ① 최종사용자와의 거래를 포함하여 의무적 청산 대상인 장외파생상품, ② 청산의무는 없으나 등록된 청산기구를 통해 청산한 장외파생상품, ③ 도드-프랭크법 제정 이전의 계약으로 청산의무가 면제되었으나 장외파생상품 거래정보저장기구나 해당 위원회에 보고대상인 장외파생상품, ④ 각 위원회의 검토로 청산의무 대상으로 결정되었으나 아직 청산되지 않은 장외파생상품에 대하여 거래정보의 실시간 공시에 관한 권한을 부여 받는다. 단, ①과 ②에 해당하는 장외파생상품의 실시간 공시 관련 규정에는 거래상대방 정보가 노출되지 않도록 하고¹⁸²⁾, 대량거래의 요건을 확정하며, 공시까지의 시간지연 정도를 확정하고, 공시로 인해 유동성의 심각한 저하 가능성에 대한 고려가 포함되어야 한다.

179) 법 제정 후, 1년 이내

180) 도드-프랭크법 Sec. 723(a), 763(a)

181) 도드-프랭크법 Sec. 727, 763(i)

182) ③에 대해서는 특정인의 거래행태와 포지션 정보가 노출되지 않도록 해야 한다.

각 위원회는 장외파생상품 거래정보저장기구의 정보를 활용하여 장외파생상품의 거래, 청산, 참가자, 최신 상품 관련 정보를 담아 6개월과 1년 주기로 보고서를 발간해야 한다.

3) 스왑정보저장소 및 증권기초스왑정보저장소

가) 등록의무

장외파생상품 거래정보저장기구는 해당 위원회에 의무적으로 등록해야 하며 해당 위원회의 조사 및 검사를 받아야 한다.¹⁸³⁾ 도드-프랭크법은 파생상품청산소가 스왑정보저장소로 등록하여 검열하는 것을 허용하고 있다. 또한 해당 위원회는 장외파생상품 거래정보저장기구가 수집하고 보관할 장외파생상품의 상세 항목 기준과 장외파생상품 거래정보저장기구의 자료수집 및 보관 기준을 수립하여야 하며 이러한 기준은 각 위원회가 청산기구에 부여한 기준에 상응해야 한다.

나) 장외파생상품 거래정보저장기구의 의무

장외파생상품 거래정보저장기구가 수행할 의무는 ① 해당 위원회가 수립한 기준에 따른 장외파생상품 거래정보의 접수, ② 양쪽 거래상대방과 함께 제출된 정보의 정확성 확인, ③ 접수된 거래정보를 해당 위원회의 요건에 맞는 형태와 방식으로 일정 기간 보관, ④ 해당 위원회가 보관 자료에 대해 직접적이고 전산화된 접근의 보장과 실시간 공시 요건을 위한 관련 자료의 제공, ⑤ 해당 위원회의 지시에 맞춰 장외파생상품 거래정보¹⁸⁴⁾를 관찰, 검사, 분석할 수 있는 자동화된 설비 구축, ⑥ 사적

183) 도드-프랭크법 Sec. 728, 763(i)

184) 스왑정보저장소의 경우는 스왑거래에서 최종거래자 청산면제의 빈도 및 준법여부에 관한 정보를 포함한다.

금융정보의 보호, ⑦ 해당 위원회 이외의 외부감독기구¹⁸⁵⁾의 요청에 의한 개별 거래상대방의 거래 및 포지션 정보를 포함한 장외파생상품 거래정보저장기구가 획득한 일체 자료의 제공¹⁸⁶⁾, ⑧ 스왑정보저장소의 경우, 운영의 적시적 복구와 의무이행이 가능하도록 긴급상황에 대한 처리 절차, 백업기구, 재해복구 계획의 수립이다.

다만 ⑦에 의거한 감독정보 제공에 앞서, 장외파생상품 거래정보저장기구는 외부감독기구로부터 제공 정보의 보안과 관련한 제반 법규 준수에 대해 서면동의서를 수령해야 하며, 외부감독기구가 이와 관련하여 발생하는 소송비용에 대해 장외파생상품 거래정보저장기구와 해당 위원회에 배상하도록 해당 외부감독기구로부터 동의를 받아야 한다.

다) 준법감시인 선임 및 핵심 운영원칙

장외파생상품 거래정보저장기구는 준법감시인을 의무적으로 선임하여야 한다. 준법감시인은 장외파생상품 거래정보저장기구의 이사회와 고위경영진에게 핵심 운영원칙의 준수를 비롯한 제반 준법감시업무에 대하여 직접적으로 보고할 수 있어야 하며 정기적인 연간보고서를 작성해야 한다.

장외파생상품 거래정보저장기구의 핵심 운영원칙은 다음과 같이 4개로 구성되어 있다.

1. 반독점 고려사항: 장외파생상품 거래정보저장기구는 비이성적인

185) 해당 위원회 이외의 감독기구는 연방준비제도이사회, 통화감독청, 연방예금보험공사, 농장신용청, 연방주택금융국 등 은행의 형태에 따른 건전성 규제당국자(도드-프랭크법 Sec. 721(17)), 금융안정감시위원회, SEC 또는 CFTC, 법무부, 해당 위원회가 결정하는 외국 금융시장 감독당국(선물시장 감독당국 포함), 외국 중앙은행, 외국 정부부처이다.

186) 해당 위원회에 외부요청 사실을 고지한 후, 정보공개와 관련된 규정(7 U.S.C. § 12)에 의거하여 정보의 보안이 유지되도록 제공해야 한다.

거래제한이나 매매체결, 청산, 보고에 있어서 반경쟁적인 요건을 부과해서는 안 된다.

2. 지배구조: 각 장외파생상품 거래정보저장기구는 공공의 이익에 부합하고 연방정부, 소유자, 참가자의 목적을 뒷받침할 수 있도록 투명한 지배구조를 확립해야 한다.
3. 이해상충: 각 장외파생상품 거래정보저장기구는 의사결정과 관련된 이해상충을 최소화하기 위하여 규정과 이해상충을 해소할 수 있는 절차를 마련하여야 한다.
4. 추가의무: 해당 위원회는 진화하는 미국 내 또는 국제적 장외파생상품 거래정보저장기구의 표준을 반영하여 추가적인 의무를 부과할 수 있으며, 해당 위원회로부터 지명을 받은 지명자에 의해 이해상충의 최소화, 거래정보의 보호 등을 위해 장외파생상품 거래정보저장기구에 추가의무를 부과할 수 있다.

다. 장외파생상품 매매체결기구

1) 매매체결의무

상품선물현대화법에서 정규거래소에 비하여 참가자와 거래상품에 제한을 둠으로써 보다 느슨한 규제를 적용받는 파생상품매매체결기구와 면제거래소를 신설하였으나 도드-프랭크법에서는 이들 기구를 폐지하고 대신에 장외파생상품에 특화된 매매체결기구로서 스왑매매체결기구와 증권기초스왑매매체결기구(security-based swap execution facility)를 신설하였다.¹⁸⁷⁾ 장외파생상품 매매체결기구는 G20 피츠버그 정상회의에서

187) 본고에서는 논의의 편의를 위하여 스왑매매체결기구와 증권기초스왑매매체결기구를 모두 지칭할 때 “장외파생상품 매매체결기구”로 표기한다.

제시된 전자거래 플랫폼에 해당한다고 할 수 있다.

도드-프랭크법에서는 원칙적으로 청산기구를 통한 청산이 의무화된 장외파생상품은 조직화된 매매체결기구를 통해 거래가 체결되도록 하고 있다.¹⁸⁸⁾ 청산의무 스왑은 지정계약시장이나 스왑매매체결기구에서, 청산의무 증권기초스왑은 거래소나 증권기초스왑매매체결기구에서 거래가 체결되어야 한다.¹⁸⁹⁾ 단, 최종사용자와의 거래는 청산과 마찬가지로 매매체결의무를 부담하지 않는다.

2) 스왑매매체결기구와 증권기초스왑매매체결기구

가) 정의 및 등록의무

도드-프랭크법에서는 장외파생상품 매매체결기구로서 스왑매매체결기구와 증권기초스왑매매체결기구는 장외파생상품의 매매체결을 촉진하기 위하여 다수의 참가자가 제시한 매수·매도호가를 기반으로 각각 스왑과 증권기초스왑의 거래가 체결되는 거래시스템이나 플랫폼으로 정의하고 있다.¹⁹⁰⁾ 단, 지정계약시장과 전국증권거래소를 제외한다.

해당 위원회에 등록된 장외파생상품 매매체결기구와 정규거래소¹⁹¹⁾ 이외의 기구는 장외파생상품의 매매체결을 수행할 수 없다.¹⁹²⁾ 단, SEC, 건전성 규제기관, 적정한 외국의 감독당국에 의해 CFTC에 상응하는 총체적 규제를 받는 스왑매매체결기구의 CFTC 등록은 면제된다. 반면에 증권기초스왑매매체결기구의 등록면제는 CFTC에 의해 SEC에 상응하는

188) 도드-프랭크법 Sec. 723(a), 763(a)

189) 스왑매매체결기구는 해당 위원회에 등록되었거나 등록이 면제된 체결기구를 의미한다.

190) 도드-프랭크법 Sec. 721(21), 761(a)

191) 스왑은 지정계약시장, 증권기초스왑은 전국증권거래소를 의미한다.

192) 도드-프랭크법 Sec. 733, 763(c)

규제를 받는 증권기초스왑매매체결기구에 한정하고 있다.

계약시장 및 전국증권거래소와 같은 정규거래소가 장외파생상품 매매체결기구를 겸업하면서 같은 전자매매체결 시스템을 이용하는 경우는 장외파생상품의 매매체결이 정규거래소에서 이루어진 것인지 아니면 장외파생상품 매매체결기구에서 발생한 것인지를 구분하여야 한다.

특징적으로 농산물 스왑에 한해서는 CFTC가 규정으로 정한 것 이외에는 스왑매매체결기구에서의 거래가 금지된다.

나) 핵심 운영원칙

장외파생상품 매매체결기구에 대한 핵심 운영원칙은 15개¹⁹³⁾로 구성되어 있다.¹⁹⁴⁾

1. 핵심 운영원칙 준수: 장외파생상품 매매체결기구는 핵심 운영원칙을 준수해야 하며, 해당 위원회의 결정사항 이외에 대해서는 합리적 재량권을 갖는다.
2. 규정의 준수: 장외파생상품 매매체결기구는 ① 거래되는 장외파생상품의 세부조건, 장외파생상품 매매체결기구 접근제한, ② 공정한 시장접근, 규제위반 확인을 위한 정보수집, ③ 블록거래를 포함한 장외파생상품 매매체결기구의 운영에 관한 규정을 수립하고 준수해야 하며, 스왑매매체결기구는 ④ 스왑딜러 및 주요스왑참가자가 청산의무 스왑거래를 수행하는 경우 청산의무를 준수하도록 해야 한다.
3. 시장조작 가능성: 장외파생상품 매매체결기구는 시장조작 가능성

193) 증권기초스왑매매체결기구의 핵심 운영원칙은 스왑매매체결기구의 핵심 운영원칙 중 6. 포지션 한도 또는 내역보고를 제외하여 14개이다.

194) 도드-프랭크법 Sec. 733, 763(c)

이 극히 낮은 장외파생상품에 한하여 거래를 허용해야 한다.

4. 거래 모니터링: 장외파생상품 매매체결기구는 거래절차에 대한 규정 및 세부조건을 수립하고 시장조작, 가격왜곡, 결제실패를 방지하기 위해 모니터링을 수행해야 한다.
5. 정보획득 능력: 장외파생상품 매매체결기구는 ① 매매체결 업무에 필요한 일체의 정보를 얻을 수 있도록 규정을 마련하고 준수하도록 해야 하며, ② 해당 위원회에 정보를 제공할 수 있어야 하며, ③ 국제적 정보공유에 대응할 수 있는 역량을 갖추어야 한다.
6. 포지션 한도 또는 내역보고: 스왑매매체결기구는 시장조작 및 매매체결 정체의 잠재적 위험을 줄이기 위하여 포지션 한도 또는 포지션의 내역보고를 채택해야 하며, 포지션 한도의 설정이 CFTC 설정 한도 보다 크지 않도록 하고, 포지션 변동을 모니터링 해야 한다.
7. 거래의 완결성: 장외파생상품 매매체결기구는 거래되는 장외파생상품의 완결성이 확보되도록 관련 규정을 세우고 준수하도록 해야 한다.
8. 긴급권한: 장외파생상품 매매체결기구는 해당 위원회와 협력하여 미결제약정의 정리 또는 이전이나 거래의 중지 또는 감축을 요구할 수 있는 권한을 가져야 한다.
9. 적시적인 정보공개: 장외파생상품 매매체결기구는 해당 위원회가 정한 바에 따라 가격, 거래량, 기타 거래자료를 공개할 수 있도록 해야 하며, 거래관련 자료를 전자설비를 통해 수집하고 전달할 수 있는 역량을 확보해야 한다.
10. 기록유지 및 보고: 장외파생상품 매매체결기구는 일체의 업무와 관련된 기록을 5년 동안 보관해야 하며, 해당 위원회에 정해진 양식으로 보고해야 한다. 각 위원회는 각 장외파생상품 매매체결기구에 대하여 청산기구 및 장외파생상품 거래정보저장기구에 상

응하는 정보수집과 보고요건을 부과해야 한다. 스왑매매체결기구에 한해서는 광의의 증권지수를 기초로 한 스왑과 관련하여 SEC의 조사 및 검사에 임하여야 한다.

11. 반독점 고려사항: 장외파생상품 매매체결기구는 비이성적인 거래 제한이나 반경쟁적인 요건을 부과해서는 안 된다.
12. 이해상충: 장외파생상품 매매체결기구는 의사결정과 관련된 이해상충을 최소화하기 위하여 규정과 이해상충을 해소할 수 있는 절차를 마련하여야 한다.
13. 재무적 자원의 확보: 장외파생상품 매매체결기구는 매매체결업무를 수행하기 위해 적당한 재무적 자원과 운영 및 관리비용을 확보하여야 한다. 재무적 자원은 1년간 운영비용을 충당할 수 있어야 한다. 또한 증권기초스왑매매체결기구는 극단적이지만 가능성이 있는 상황에서 증권기초스왑매매체결기구에 대한 익스포저가 가장 큰 회원이나 참가자의 채무불이행에 대해 다른 정상적인 회원과 참가자에 대한 서비스를 수행할 수 있는 규모의 재무적 자원을 별도로 확보하여야 한다.
14. 시스템 안정장치: 장외파생상품 매매체결기구는 자동화 시스템의 개선 등을 통해 운영위험을 최소화하기 위한 위험관리 프로그램을 수립하고 유지해야 한다. 또한 장외파생상품 매매체결기구는 긴급상황에 대한 처리절차 및 백업기구를 마련하여 운영의 적시적 복구와 업무수행이 가능하도록 하여야 한다. 정기적인 테스트를 통해 주문처리 및 체결, 가격보고, 시장감시, 포괄적이고 정확한 감사추적(audit trail) 보관이 계속될 수 있도록 해야 한다.
15. 준법감시인 선임: 장외파생상품 매매체결기구는 준법감시인을 선임하여야 한다. 준법감시인은 이사회와 고위 경영진에게 핵심 운영원칙의 준수를 비롯한 제반 준법감시업무에 대하여 직접적으로

보고할 수 있어야 하며 정기적인 연간보고서를 작성해야 한다.

3) 지정계약시장의 핵심 운영원칙 수정

도드-프랭크법에서는 상품선물현대화법에서 제시된 거래소가 지정계약시장으로서 지켜야할 18개의 핵심 운영원칙을 23개로 확대 개편하였다.

1. 핵심 운영원칙 준수: 거래소는 핵심 운영원칙을 준수해야 하며, 해당 위원회의 결정사항 이외의 문제에 대해서는 합리적 재량권을 갖는다.
2. 규정의 준수: 거래소는 ① 서비스 사용을 위한 요구사항, 거래되는 계약의 세부조건, 불공정거래행위에 대한 금지 규정, ② 규제위반 적발을 위한 역량, ③ 거래소가 필요한 정보를 획득할 수 있는 규정을 준수해야 한다.
3. 시장조작 가능성: 거래소는 시장조작이 용이하지 않은 계약에 한하여 거래를 허용해야 한다.
4. 시장혼란의 방지: 거래소는 실시간 모니터링이나 포괄적이고 정확한 거래의 재구성을 통해 조작, 가격 왜곡, 결제혼란을 방지하기 위한 역량과 책임을 가져야한다.
5. 포지션 한도 또는 내역보고: 거래소는 시장조작 및 매매체결 정체의 잠재적 위험을 줄이기 위하여 투기거래자를 대상으로 하는 포지션 한도 또는 포지션의 내역보고를 채택해야 한다. 여기서 포지션 한도는 CFTC 설정 한도 보다 크지 않아야 한다.
6. 긴급권한: 거래소는 CFTC와 협력하여 미결제약정의 정리 또는 이전, 거래의 중지 또는 감축, 특정 계약에 대하여 시장참가자에게 특별 증거금 부과를 할 수 있는 권한을 가져야 한다.

7. 일반정보의 공개: 거래소는 감독당국, 시장참가자, 대중에게 거래되는 계약의 상세조건, 매매체결과 관련된 제반 규정, 전자체결 플랫폼이나 매매체결기구의 운영에 관한 제반 규정을 알려야 한다.
8. 거래정보의 일별 공개: 거래소는 결제가격, 거래량, 미결제약정 등에 대한 정보를 일별로 공개해야 한다.
9. 매매체결: 거래소는 가격발견 기능을 보호하기 위하여 경쟁적이고 개방적이며 효율적인 시장과 메카니즘을 제공해야 한다. 관련 규정을 통해 진실한 사업목적을 위해서는 거래의 이전, 선물계약과 현물상품의 교환, 선물계약과 스왑의 교환 등을 허용할 수 있다. 또한 선물중개회사의 선물매매체결 수행이나 확인이 가능해졌다.
10. 거래정보: 거래소는 불공정거래를 금지하고 규정위반에 대한 증거를 확보하기 위하여 거래정보의 저장을 위한 규정을 마련해야 한다.
11. 거래의 완결성: 거래소는 거래되는 계약의 완결성이 확보되도록 관련 규정을 세우고 준수하도록 해야 한다. 관련 규정에는 선물중개회사와 알선중개업자의 완결성을 확인하고 고객 펀드의 보호를 확인해야 한다.
12. 시장 및 시장참가자의 보호: 거래소는 불공정거래로부터 시장과 시장참가자를 보호해야 한다. 또한 공정하고 대등한 거래를 장려해야 한다.
13. 징계절차: 거래소는 거래소의 제반 규정을 어긴 참가자를 징계할 수 있도록 관련 절차를 수립해야 한다.
14. 분쟁해소: 거래소는 분쟁을 해결할 수 있는 규정을 마련해야 한다.
15. 지배구조 적합 기준: 거래소는 이사회, 이사, 징계위원회의 구성원, 청산회원, 기타 직접적 서비스이용 주체 또는 계열사에 대한 적합성 기준을 마련해야 한다.

16. 이해상충: 거래소는 의사결정과 관련된 이해상충을 최소화하기 위하여 규정과 이해상충을 해소할 수 있는 절차를 마련해야 한다.
17. 관리이사회의 구성: 거래소는 관리이사회 구성에 시장참가자를 포함하도록 해야 한다.
18. 기록유지: 거래소는 최소한 5년 동안 관련 활동의 기록을 CFTC가 받아들일 수 있는 방법으로 보관해야 한다.
19. 반독점 고려사항: 거래소는 비이성적인 거래제한이나 반경쟁적인 요건을 부과해서는 안 된다.
20. 시스템 안정장치: 거래소는 자동화시스템의 정상적인 작동과 수용능력, 안정성을 보장할 수 있는 프로그램을 수립하여야 한다. 또한 거래소는 긴급상황에 대한 처리절차 및 백업기구를 마련하여 거래소 운영의 적시적 복구와 각 의무이행이 가능하도록 하여야 하며 이에 대한 테스트를 정기적으로 수행해야 한다.
21. 재무적 자원의 확보: 거래소는 업무를 수행하기 위해 적당한 재무적 자원, 운영 및 관리비용을 확보하여야 한다. 재무적 자원은 1년간의 운영비용을 충당할 수 있어야 한다.
22. 이사회회의 분산: 주식이 공개된 거래소는 이사회회의 구성을 다양하게 하도록 노력해야 한다.
23. SEC: 광의의 증권지수를 기초로 한 스왑과 관련하여 SEC의 조사 및 검사에 임해야 한다.

5. 스왑거래주체의 규제

가. 등록·자본·담보 관련 규제

1) 등록의무

스왑거래주체는 해당 위원회에 의무적으로 등록해야 하며 등록을 하지 않은 스왑거래주체는 불법화된다.¹⁹⁵⁾

2) 자본 및 담보규제

스왑거래주체는 장외파생상품의 거래에 대한 자본규제와 비청산상품에 대한 담보¹⁹⁶⁾규제를 받아야한다. 이때, 스왑거래주체가 은행인 경우는 해당 건전성 규제당국자의 관련 규정을 따라야 하며, 은행이 아닌 경우는 해당 위원회의 규정을 따라야 한다. 단 건전성 규제당국자는 규정 제정에 있어서 CFTC 및 SEC와 상담하여야 한다. 또한 해당 감독당국의 결정에 의하여 비현금 담보(noncash collateral)의 사용이 가능하다.

한편으로 최종사용자에 대해서는 청산적격 장외파생상품에 대하여 청산의무를 면제하고 있으나 비청산상품에 대해서는 예외조항을 두지 않고 있다. 따라서 최종사용자도 비청산상품의 거래에 대해서는 담보를 부담해야 한다고 볼 수 있어 논란의 여지가 있다.¹⁹⁷⁾

195) 등록의무 이외에 스왑거래주체의 규제와 관련된 모든 내용은 도드-프랭크법 Sec. 731, 764(a)에 기술되어 있다.

196) 도드-프랭크법에서는 청산기구에 의한 증거금과 비청산거래에 대한 담보금을 모두 “margin”으로 표기하고 있으나 본고에서는 청산여부에 따라 표기를 구분한다. 또한 담보규제는 개시증거금과 유지증거금에 해당하는 담보조건의 충족을 의미한다.

나. 기록보관 및 보고의무

스왑거래주체는 감독규정에 의해서 거래내역, 포지션, 재무상황에 대한 보고서를 작성하여야 한다. 또한 스왑거래주체로서 장외파생상품 거래에 관련된 장부 및 기록을 사전에 정한 방식대로 일정한 기간 보관해야 한다. 스왑 중 광의의 증권지수를 기초자산으로 하는 장외파생상품의 장부 및 기록은 SEC의 조사에 응할 수 있어야 한다.

각각의 스왑거래주체는 장외파생상품의 일별 거래내역을 거래상대방 정보 및 감사추적 정보와 장외파생상품 거래와 관련된 일체의 현물 및 forward 거래를 포함하여 보관하여야 한다. 또한 이메일, 인스턴트 메신저, 전화통화 등의 소통내역도 해당 위원회가 정한 기간 동안 보관해야 한다.

다. 영업행위준칙 및 특별주체에 대한 요건

1) 영업행위준칙

스왑거래주체는 해당 위원회가 규칙으로 정한 영업행위준칙을 준수하여야 한다. 해당 위원회는 ① 사기, 조작 등 불공정거래, ② 스왑거래주체의 영업에 대한 엄격한 감독(diligent supervision), ③ 포지션 한도의 준수, ④ 해당 위원회가 필요하다고 정한 사항 등과 관련하여 영업행위준칙을 결정하게 된다.

197) Dodd 상원의원과 Lincoln 상원의원은 2010년 6월 30일 하원 금융위원회 Frank 위원장과 농산물위원회 Peterson 위원장에 보낸 편지에서 최종사용자가 비청산상품에 대한 담보규제를 받도록 한 것이 원래의 입법취지가 아니었음을 밝혔다.

영업행위준칙에 포함되는 내용은 다음과 같다.

1. 스왑거래주체는 거래상대방이 적격참가자의 요건을 갖추었는지에 대한 여부를 의무적으로 확인해야 한다.
2. 스왑거래주체가 거래상대방이 스왑거래주체가 아닌 경우에 거래상대방에게 공개해야할 요건으로서 ① 장외파생상품의 중요한 위험과 특징에 관한 정보, ② 장외파생상품과 관련된 중요한 인센티브 또는 이해상충, ③ 청산된 장외파생상품에 대해서는 거래상대방의 요구에 의해 청산기구로부터 받은 일별 가격평가 정보, 비청산 장외파생상품에 대해서는 스왑거래주체로부터 받은 일별 가격평가 등의 정보를 포함해야 한다.
3. 스왑거래주체는 공정거래와 선의에 기초한 공평하고 균형을 갖춘 방식의 의사소통 체계를 구축하여야 한다.
4. 기타 공공의 이익 및 투자자 보호에 적당한 기준을 수립해야 한다.

2) 특별주체에 대한 요건

특별주체는 ① 연방기구, ② 주정부, 주정부기구, 시, 카운티, 지방자치단체, 또는 기타 주정부의 정치적 하부기관, ③ 1974년 Employee Retirement Income Security Act에 의한 종업원복지플랜, ④ 1974년 Employee Retirement Income Security Act에 의한 정부공무원복지플랜, ⑤ 기부금으로 정의되는 주체로서 스왑거래주체는 이들과 장외파생상품과 관련된 행위를 함에 있어서 특별한 책임을 부여받는다.

단, 스왑거래주체가 거래상대방을 식별하지 못하거나 거래가 거래소 또는 장외파생상품 매매체결기구에서 실행되는 경우는 해당 요건이 적용되지 않는다.

가) 특별주체에 대한 자문요건

스왑거래주체는 특별주체를 속이기 위하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하여서는 안 된다. 또한 특별주체를 기만하거나 사기 또는 조정을 위한 거래나 행위에 개입하여서는 안 된다.

스왑딜러 또는 증권기초스왑딜러가 특별주체에 자문을 하는 경우는 특별주체의 이익을 최대로 고려할 의무가 있다. 특별주체의 최대 이익은 특별주체의 재무상태, 세금상태, 투자나 자금조달 목적, 기타 해당 위원회가 정한 정보를 포함하며 스왑딜러 또는 증권기초스왑딜러가 이를 얻기 위해서는 합리적 노력을 기울여야 한다.

나) 특별주체의 거래상대방요건

스왑거래주체가 특별주체에게 장외파생상품을 권유하거나 또는 특별주체가 계약의 당사자가 될 때 스왑거래주체는 해당 위원회가 적격참가자로서의 특별주체 조건¹⁹⁸⁾을 고려하여 정한 의무를 준수하여야 한다. 이에 따르면 스왑거래주체는 특별주체가 특정 요건을 만족하는 독립적 대표자를 확보하고 있는지를 믿을 만한 합리적인 근거를 갖고 있어야 한다. 여기서 독립적 대표자는 ① 충분한 지식을 갖고 거래 및 위험을 평가하며, ② 법률상의 자격요건에 하자가 없으며, ③ 스왑거래주체로부터 독립되어 있으며, ④ 특별주체가 대표하는 대상의 최대 이익을 위해 행동하는 의무를 수행하고 있어야 하며, ⑤ 적절한 정보공개를 수행해야 하며, ⑥ 공정가 및 거래의 적절성에 관해 특별주체에게 서면 진술문을 제공해야 하며, ⑦ 종업원복지플랜의 경우에는 수탁자(fiduciary)이어야 한다.

198) 적격참가자 조건 중 ⑦의 정부기구(연방정부, 주정부, 외국정부), 정부기구의 정치적 하부기관, 다국적 또는 초국적 정부기구를 의미한다.

또한 스왑딜러 또는 증권기초스왑딜러는 거래가 시작되기 이전에 특별주체에게 스왑딜러 또는 증권기초스왑딜러의 행위의 수용정도를 서면으로 알려야 한다.

라. 표준화, 의무, 준법감시인 임명

1) 장외파생상품 업무의 표준화

스왑거래주체는 정확하고 적시적인 거래확인(confirmation), 네팅, 문서화, 일반적 처리절차, 그리고 가격평가 등과 관련하여 해당 위원회가 정한 표준화요건을 준수하여야 한다.

2) 스왑거래주체의 의무

스왑거래주체는 다음의 의무를 준수하여야 한다.

1. 거래 모니터링: 스왑거래주체는 포지션 한도의 위배를 방지하기 위하여 장외파생상품의 거래를 모니터링하여야 한다.
2. 위험관리절차: 스왑거래주체는 일별 업무관리를 위해 강건하고 전문적인 위험관리시스템을 수립하여야 한다.
3. 일반정보의 공개: 스왑거래주체는 해당 위원회와 건전성 규제당국자에게 ① 장외파생상품의 계약조건, ② 장외파생상품의 거래 제반사항¹⁹⁹⁾, ③ 장외파생상품과 관련된 금융 완결성, ④ 기타 장외파생상품 관련 정보를 공개하여야 한다.
4. 정보획득능력: 스왑거래주체는 스왑거래주체의 규제와 관련된 제

199) 원문에는 trading operations, mechanisms, practices로 기술하고 있다.

반 필요정보의 수집을 위해 내부 시스템과 절차를 수립하고 해당 위원회와 건전성 규제당국자에게 정보를 제공하여야 한다.

5. 이해상충: 스왑거래주체는 회사내부자의 업무(장외파생상품의 가격이나 시장에 대한 분석 및 연구와 관련)와 청산서비스를 제공하고 고객의 청산서비스 요청을 접수하는 업무에 대해, 평가·거래·청산업무에 관여함으로써 공정성을 해치고 개방적 접근 및 영업행위 준칙의 준수를 어렵게 만들 수 있는 심사 및 감독 등으로부터 분리하여야 한다. 이를 위해서는 회사 내에 적절한 정보차단 장치가 필요하다.
6. 반독점 고려사항: 스왑거래주체는 비이성적인 거래제한이나 거래 및 청산에 있어서 반경쟁적인 요건을 부과해서는 안 된다.

3) 준법감시인 선임

스왑거래주체는 준법감시인을 선임하여야 한다. 준법감시인은 이사회와 고위 경영진에게 스왑거래주체의 규제와 관련한 제반 준법감시업무에 대하여 직접적으로 보고할 수 있어야 하며 정기적인 연간보고서를 작성해야 한다. 또한 이사회 등과 협력하여 이해상충을 해소하여야 한다.²⁰⁰⁾

200) 도드-프랭크법에서는 선물중개회사와 알선중개업자에게도 상품의 거래와 관련한 이해상충을 방지하기 위한 정보차단 장치를 설치하도록 하였으며 준법감시인도 의무적으로 선임하도록 하였다.(도드-프랭크법 Sec. 732)

6. 포지션 한도

1) 상품 및 스왑의 포지션 한도

가) 포지션 한도의 대상

CFTC는 규제배제상품이 아닌 실물상품(physical commodities)²⁰¹⁾에 대하여 신의성실한 위험 해징을 제외하고 포지션 한도를 수립하여야 한다.²⁰²⁾ 이 때, CFTC는 미국 내에서 포지션 한도를 적용받는 상품과 동일한 상품을 내국인이 외국 거래소에서 거래하는 경우 미국 내 포지션 한도와 상응하는 포지션 한도의 적용을 받도록 애써야 한다. 또한 CFTC는 포지션 한도로 인하여 외국 거래소로 거래가 이전되지 않도록 힘써야 한다.

포지션 한도는 과도한 투기적 거래 및 시장조작 등²⁰³⁾을 방지하고 신의성실한 위험 해징을 위한 충분한 유동성을 확보하고 기초자산시장의 가격발견기능이 훼손되지 않는 범위에서 가능한 경우, 만기월(spot month) 및 만기월과 다른 시점의 1개월 한도와 전체 기간 동안을 대상으로 총 한도를 설정하여야 한다.

CFTC가 결정하는 포지션 한도의 대상은 지정계약시장의 상품계약, 미국 참가자가 거래한 외국 거래소의 계약, 가격발견기능에 중대한 영향을 미치는 스왑으로 경제적 등가계약을 포함한다.

201) 에너지, 금속 등의 규제면제상품과 농산물이 대상이 된다.

202) 도드-프랭크법 Sec. 737(a)

203) 과도한 투기의 방지에 대한 원문의 표기는 “to diminish, eliminate, or prevent excessive speculation”이며 시장조작의 구체적 표현을 “market manipulation, squeezes, corners”로 서술하고 있다.

나) 가격발견기능 및 경제적 등가계약

스왑이 중대한 가격발견기능을 수행하거나 이에 영향을 미치는지 여부를 결정하기 위해 고려하여야 할 요소는 ① 가격연결: 포지션의 가격 평가, 포지션의 이전 또는 변경, 최종 가격정산 등을 위하여 스왑과 동일한 기초자산을 갖는 정규거래소 계약의 일별가격이나 최종 정산가격 또는 주요 가격 모수에 대한 스왑의 사용정도 또는 의존정도, ② 차익거래: 스왑의 가격이 동일한 기초자산을 갖는 정규거래소 계약과 충분한 정도로 연결되어 있어 시장참가자의 양시장에서의 동시적이거나 반복적인 거래를 통한 차익거래의 발생정도, ③ 중요한 가격 참조: 빈번하고 반복적인 방식으로 정규거래소의 계약에 대한 매도·매수주문 또는 거래가 스왑에 의한 가격을 참조하여 결정되어지는 정도, ④ 유동성: 상품에 대한 스왑 거래량이 정규거래소의 다른 계약에 중대한 영향을 미치는 정도, ⑤ 기타 중요 요소: 스왑과 정규거래소 간의 가격발견기능으로 CFTC가 필요하다고 특정하는 기타 요소 등이다.

또한 경제적 등가계약과 관련하여 CFTC는 지정계약시장에서 거래되는 상품의 계약과 경제적으로 동등한 스왑에 대해 신의성실한 위험 해정을 제외하고 총 한도를 포함한 한도를 설정하도록 함으로써 포지션 한도의 회피를 예방하고 있다.

다) 시행시기

규제면제상품에 대한 포지션 한도는 CFTC의 감독규정이 마련된 날로부터 180일 이내에 제정되어야 하며, 농산물에 대해서는 270일 이내에 만들어져야 한다.

라) 파급효과에 대한 연구

마지막으로 CFTC는 개별 지정계약시장과 협조하여 외국 거래소로의 거래이전을 포함한 포지션 한도의 파급효과에 대해 별도의 연구를 수행하여야 한다. CFTC는 포지션 한도가 부여된 후 12개월 이내에 연구보고서를 의회에 제출하여야 하며 하원 농산물위원회는 보고서 수령 후 30일 이내에 청문회를 개최하여야 한다. CFTC는 연구보고서와 별도로 매 2년마다 미국과 외국 파생상품시장의 동향 및 규제효과를 비교한 보고서를 의회에 제출하여야 한다.²⁰⁴⁾

2) 증권기초스왑의 포지션 한도

SEC는 사기 및 시장조작을 방지하고 투자자보호와 공공의 이익을 위하여 증권기초스왑의 포지션 크기에 한도를 부여하여야 한다. 이를 위하여 SEC는 증권기초스왑의 기초자산이 되거나 관련되어있는 어떠한 증권기초스왑, 증권 및 대출 또는 이들의 그룹 등에 대하여 총액 포지션 정보를 보유자에게 요구할 수 있다.

사기 및 조작을 방지하고 공공의 이익과 투자자보호를 위하여 SEC는 자율규제기구에게 회원의 증권기초스왑에 대한 포지션 한도의 준수를 지시할 수 있다.

204) 도드-프랭크법 Sec. 719(a)

IV. 시사점

1. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제 의의
2. 국내 장외파생상품시장에 대한 영향

IV. 시사점

1. 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제 의의

미국 도드-프랭크법의 장외파생상품 규제안은 금융위기의 재발을 막고 G20을 중심으로 한 국제적 공조의 구체적 실천이라고 볼 수 있다. 도드-프랭크법에서는 상품선물현대화법에서 부여한 장외파생상품의 규제 면제를 전면적으로 폐지함으로써 규제의 사각지대에 있던 장외파생상품 시장을 규제의 틀 안으로 들여왔다. 특히 핵심적 시장참가자에 대한 규제와 더불어 장외파생상품 청산기구, 장외파생상품 매매체결기구, 장외파생상품 거래정보기구와 같은 인프라를 중심으로 시장을 재편함으로써 시장의 투명성과 안정성의 제고를 도모하고 있다.

사실 도드-프랭크법에서 도입된 인프라 중 파생상품청산소와 스왑매매체결기구는 상품선물현대화법에서 먼저 소개되거나 파생상품매매체결기구와 같이 유사한 형태로 도입된 적이 있었다. 그러나 상품선물현대화법에서는 이러한 인프라를 시스템위험의 방지 수단으로서가 아니라 기술혁신과 시장의 요구에 대한 수세적인 대응 차원에서 수용한 면이 강했다고 할 수 있다. 따라서 장외파생상품시장에 대한 효과적 감독 수단으로 적극 사용되지는 못하였다. 도드-프랭크법에서는 원칙적으로 장외파생상품 시장참가자에 대하여 이들 인프라의 강제적 사용의무를 부과하고 있어 자발적 사용이었던 상품선물현대화법의 체계와 구분되고 있다. 또한 감독역량의 강화와 국제적 규제공조를 위해 정보공개 및 정보공유에 대한 요건을 분명히 하였다.

현재 시점에서는 세부 감독규정이 아직 마련되지 않고²⁰⁵⁾ 법에서 제

205) CFTC와 SEC의 관련 감독규정 마련은 2011년 1월 중에 초안이 발표될

시하고 있는 인프라가 모두 서비스를 하지 않고 있어²⁰⁶⁾ 도드-프랭크법에 의한 미국 장외파생상품시장의 미래 모습을 단정적으로 그려보는 것은 어렵다고 하겠다. 그럼에도 도드-프랭크법의 장외파생상품 인프라가 본격적으로 운영되기 시작하면 미국뿐 아니라 세계 장외파생상품시장은 이전과는 다른 근본적인 변화에 직면할 것이 분명하다고 하겠다.

한편 도드-프랭크법이 주로 장외파생상품 규제에 초점을 맞추고 있지만 장내파생상품시장에 대해서도 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 에너지, 금속, 농산물 상품을 대상으로 한 포지션 한도의 설정은 비단 장외파생상품에 국한된 것이 아니라 장내 및 장외 그리고 외국 거래소를 대상으로 하고 있다. 따라서 기존 개별 파생상품거래소의 자율규제권한이었던 포지션 한도가 법률에 명시됨으로써 장내파생상품시장의 규제도 강화될 것이다.

결과적으로 도드-프랭크법에서의 파생상품 규제가 갖는 의의는 장외파생상품으로 인한 시스템위험의 촉발과 파생상품으로 인한 급격한 상품가격의 변동을 방지하고자 장외파생상품시장의 인프라 구축 및 규제 강화와 장내·외 통합규제를 시도한 점이라고 할 수 있다.

예정이며, 7월 중(도드-프랭크법 제정 후 360일 이내)에 최종안이 발표될 전망이다.

206) 2010년 12월말 현재 스왑매매체결기구, 증권기초스왑매매체결기구, 주식, 통화, 원자재 등에 대한 스왑정보저장소, 증권기초스왑정보저장소를 운영하고 있는 기관은 아직 없는 상황이다.

2. 국내 장외파생상품시장에 대한 영향

가. 직접적 효과

1) Lincoln 수정안으로 인한 효과

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 장외파생상품 거래위축이나 거래방식의 변화 등 다양한 형태로 국내 금융시장에 영향을 미칠 수 있으나 일차적으로는 Lincoln 수정안의 파급효과를 예상할 수 있다.

Lincoln 수정안은 장외파생상품 딜러나 딜러는 아니지만 대규모 포지션을 보유하는 주요참가자에 대한 연방정부의 지원을 금지함으로써 장외파생상품으로 인한 부실 발생에 대하여 납세자의 세금이 사용되는 것을 원천적으로 방지하자는 것이다. 특히 연방정부의 지원 중 연방준비은행이나 연방예금보험공사의 지원은 은행이나 저축은행과 같은 부보금융기관에게는 필수적이라고 할 수 있다. 결과적으로 Lincoln 수정안은 부보금융기관의 장외파생상품 취급을 제한하는 조치로 볼 수 있다.

만약 도드-프랭크법의 Lincoln 수정안이 예외 없이 강력하게 집행된다면 장외파생상품시장의 주요 유동성 공급자인 은행의 장외파생상품 취급이 불가능하게 되어 거래가 위축되고 유동성 저하가 불가피할 것이다. 그런데 도드-프랭크법에서는 계열사에 의한 장외파생상품의 거래, 위험해징, 금리 및 통화 등 전통적인 은행업무로서 인정되는 경우는 규제를 적용하지 않기로 하였다. 또한 시행시기를 세부 감독규정이 마련되어진 날(법제정 후 360일 이내)로부터 2년이 경과한 시점으로 잡고 있으나 부보금융기관의 장외파생상품 거래활동 중지시점은 2년 연장이 가능하고 감독당국이 필요시 추가로 1년을 더 연장할 수 있도록 함으로써 실제 시행시점은 최대 6년이 경과한 2016년 중순 이후로 늦춰질 수 있도

록 하였다.

따라서 국내 장외파생상품의 대부분을 차지하고 있는 금리 및 통화 파생상품의 거래는 현행대로 계속 취급될 가능성이 높으며 다른 상품에 대한 규제도 장기간 시행유예가 가능해져 단기적인 변화는 크지 않을 것이다.

다만 부보금융기관의 계열사에 의한 장외파생상품 취급허용 기준에 따르면 미국에서 활동하는 외국 은행의 장외파생상품 취급은 제한을 받을 가능성이 높다고 하겠다. 현재 외국 은행의 미국 지점은 대부분 일반 예금을 받지 않고 있어 연방예금보험공사에 의한 예금자보험 대상이 아니지만 연방준비은행의 재할인창구에는 접근이 가능하다. 그러므로 외국 은행의 미국 지점이 장외파생상품 딜러나 주요참가자로서 장외파생상품을 취급하기 위해서는 장외파생상품 취급부서의 분리가 필요한 상황이다.

국내 은행도 2010년 6월말 기준으로 미국에 7개의 지점과 5개의 현지법인을 운영하고 있기에 직접적 영향을 받을 수 있으나 국내 은행의 미국 지점이나 현지법인은 장외파생상품을 전문적으로 취급하지는 않는 것으로 알려져 있어 현실적인 영향력은 미미할 것으로 전망된다.

2) 국경 간 거래에 대한 규제 효과

가) 양국 금융기관 간의 거래

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 국내 금융기관과 미국 금융기관 사이의 국경 간 거래에 일정정도 영향을 미칠 것으로 보인다. 도드-프랭크법에서는 원칙적으로 최종사용자로서 장외파생상품을 거래하는 경우를 제외하고는 청산적격 장외파생상품의 거래는 조직화된 시장인 거래소나 전문적인 플랫폼에서 이루어져야 하고 청산기구를 통해 청산되어야 한다. 특히 장외파생상품 딜러와 주요참가자는 의무적으로 미국

금융당국에 등록해야 하며 엄격한 취급 규제를 적용받도록 하고 있다.

양국 금융기관 간의 국경 간 거래에 도드-프랭크법을 적용해 보면 국내 금융기관이 최종사용자로서 인정받지 않는 한 청산적격 장외파생상품의 거래를 위해서는 미국 금융당국이 인정하는 매매체결 및 청산 인프라를 의무적으로 사용해야 할 가능성이 높다. 그런데 최종사용자는 금융기관이 아니면서 위험의 헤징목적으로 장외파생상품을 사용하는 경우로 제한적인데다가 감독당국에서 정한 요건에 맞춰 보고해야 인프라 사용의무를 면제받기 때문에 국내 금융기관이 이 조건을 충족하기는 어렵다고 하겠다. 단지 국내 기업(대기업 또는 에너지 관련 공기업)과 미국 금융기관의 거래는 이를 충족할 수 있을 것으로 보이나 이 경우도 예전에는 없던 보고요건으로 거래의 불편은 증가할 것이다.

만약 국내 금융기관이 장외파생상품 딜러나 주요참가자로 분류되는 경우는 인프라의 사용의무와 함께 등록, 자기자본, 담보, 행위준칙, 보고 등과 관련된 매우 엄격한 규제를 받게 되어 청산부적격 상품의 거래에서도 큰 제약을 받게 된다. 그러나 미국 지점이나 현지법인이 아닌 국내 소재 금융기관이 미국 감독당국의 직접적 규제를 받는다는 것은 현실적으로 일어나기 어렵다고 하겠다.

결과적으로 양국 금융기관 간의 직접적인 거래는 상품의 청산적격여부와 국내 금융기관의 거래상대방 분류에 따라서 영향을 받게 될 것으로 보인다. 그런데 지금까지 국내 금융기관이 미국 금융기관과 장외파생상품 거래를 하는 경우 대부분 미국 금융기관의 해외법인(특히 영국법인)을 통해서 거래가 체결되는 것이 관행이었기에 도드-프랭크법에 의한 직접적인 영향은 제한적일 것이다. 다만 EU의 장외파생상품 규제가 도드-프랭크법에 준하여 확정된다면 이로 인한 영향은 불가피할 것이다. 또한 간접적으로 도드-프랭크법으로 인해 미국 금융기관이 재편되거나 장외파생상품의 취급기관이 변경된다면 시장의 유동성 변화와 함께 새

로운 거래상대방에 대한 신용위험의 산정 등으로 거래에 영향을 받을 것이다.

나) 미국 거주자의 국내 장내파생상품 거래

양국 금융기관 간의 장외파생상품 거래 이외에 미국 거주자의 국내 장내파생상품 거래도 영향을 받을 것으로 보인다. 도드-프랭크법에서는 미국 거주자가 외국 거래소에 직접적으로 접근하여 파생상품을 거래하는 경우 해당 외국 거래소에게 별도의 등록절차를 요구하고 있다.²⁰⁷⁾ 도드-프랭크법 이전에는 외국 거래소가 CFTC로부터 비조치의견서(No-Action Letter)를 취득²⁰⁸⁾함으로써 미국 거주자가 외국 거래소의 파생상품을 직접적으로 거래할 수 있었으나 도드-프랭크법에서 이 요건을 비조치의견서 대신 등록으로 강화한 것이다.

특히 도드-프랭크법에서는 등록절차의 신설과 함께 등록된 외국 거래소라 할지라도 공시, 포지션 한도, CFTC 보고요건(변동사항보고, 대량거래보고) 등이 준수되지 않으면 CFTC가 미국 거주자의 직접적 접근을 금지할 수 있도록 함으로써 외국 거래소에 대하여 보다 엄격하게 규제하고 있다.

국내의 경우, 한국거래소가 2008년 11월 KOSPI200 선물에 대한 비조치의견서를 CFTC로부터 취득함으로써 미국 거주자가 직접적으로 KOSPI 200 선물을 거래할 수 있었다. 그러나 도드-프랭크법의 관련 조항 신설로 원칙적으로는 한국거래소도 새로 등록을 받아야 할 것이다. 다만 도드-프랭크법에서는 기존 비조치의견서 취득으로 미국 투자자의 직접적 접근이 가능하였던 외국 거래소에 대해서는 관련 규정이 시행되는 날로부터 180일까지는 등록을 받지 않고도 기존 거래방식을 유지할

207) 도드-프랭크법 Sec. 738(a)

208) 이와 관련하여 2010년까지 38개의 비조치의견서가 발행되었다.

수 있도록 함으로써 한국거래소도 유예기간을 적용받을 것으로 보인다.

도드-프랭크법에 따른 외국 거래소의 등록은 기존 비조치의견서의 취득과정보다 까다로울 가능성이 높으며 등록에 따른 CFTC의 요구사항(보고의무, 포지션 한도 규제, 장외파생상품 취급 규제 등)도 대폭 증가할 것이 확실하다. 따라서 국내 금융당국과 한국거래소는 이로 인한 파급효과에 대해 치밀하게 연구하고 등록을 준비하여야 할 것이다.²⁰⁹⁾

나. 간접적 효과

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제는 한편으로 G20 합의의 이행이므로 국제적 공조를 위한 국내 규제의 변화도 예상된다. 국내 금융당국은 G20 합의 이전부터 미국에 비하여 강력한 장외파생상품 규제를 시행하고 있었으나 도드-프랭크법의 매매체결이나 청산관련 인프라 체계를 채택하지는 않았다. 따라서 국내에 관련 인프라가 설립되고 사용이 의무화 된다면 이로 인한 파급효과는 상당히 클 것이다. 기존의 은행 간 거래보다 인프라 사용에 따른 수수료, 증거금이나 위험보장기금 등의 비용이 추가로 소요될 것이다.

1) 인프라 관련 규제개편 필요 사항

가) 청산기구

만약 도드-프랭크법에 준하는 형태로 장외파생상품 인프라를 도입하기 위해서는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)을

209) 외국 거래소의 등록과 관련되어 구체적인 내용은 2011년 발표될 CFTC의 감독규정에 포함될 전망이다.

중심으로 관련 법규의 개정이 필요하다.

우선 장외파생상품의 청산에 대한 법적지위가 부여되어야 한다. 현재 자본시장법은 청산의 적용범위를 장내증권 및 장내파생상품 거래에 대한 청산만을 명시적으로 규정하고 있고 장외증권과 장외파생상품에 대해서는 규정이 없는 상황이다.²¹⁰⁾ 따라서 장외파생상품에 대한 청산은 입법적으로 근거규정이 없는 상태로 자본시장법의 개정을 통한 별도의 입법조항 마련이 요구된다.

장외파생상품 청산의 법적 안정성을 확보하기 위해서는 국내 도산법인 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에서 청산기구의 다음 행위에 대하여 예외조항을 인정받아야 가능하다.²¹¹⁾ 청산기구가 행한 다자간차감, 증거금 징수 등과 청산기구가 청산회원의 결제불이행시에 행한 조치, 결제기구가 행한 결제의 완결성에 대한 도산법상 예외조항 인정이 필요하다.

또한 장외파생상품 청산기구의 설립형태가 명시되어야 한다. 장외파생상품 청산기구의 설립을 법률에 의해 독점이 보장되는 체제인 설립법주의 또는 특정설립으로 할 것인지, 경쟁체제인 사업법주의 혹은 허가주

210) 자본시장법 제378조(청산기관 및 결제기관) ① 증권시장 및 파생상품시장에서의 매매거래에 따른 매매확인, 채무인수, 차감, 결제증권결제품목·결제금액의 확정, 결제이행보증, 결제불이행에 따른 처리 및 결제지시업무는 청산기관으로서 거래소가 수행한다. ② 파생상품시장에서의 품목인도 및 대금지급업무는 결제기관으로서 거래소가 수행한다.

211) 자본시장법 제120조(지급결제제도 등에 대한 특칙) ② 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 그 밖의 법령에 따라 증권·파생금융거래의 청산결제업무를 수행하는 자 그 밖에 대통령령에서 정하는 자가 운영하는 청산결제제도의 참가자에 대하여 회생절차가 개시된 경우 그 참가자와 관련된 채무의 인수, 정산, 차감, 증거금 그 밖의 담보의 제공·처분·충당 그 밖의 청산결제에 관하여는 이 법의 규정에 불구하고 그 청산결제제도를 운영하는 자가 정한 바에 따라 효력이 발생하며 해제, 해지, 취소 및 부인의 대상이 되지 아니한다.

의로 할 것인지에 대한 부분이 결정되어야 한다.

이외에도 장외파생상품 청산기구의 업무범위, 청산의무 상품의 범위, 위험관리 체계, 회원제도, 청산회원이 아닌 시장참가자의 접근권 보장, 감독 등에 대한 규정이 필요하다.

나) 장외파생상품 거래정보저장기구

장외파생상품 거래정보저장기구와 관련해서는 도드-프랭크법 이전에 별도의 장외파생상품 정보 보고체계가 없던 미국과 달리 국내는 장외파생상품의 정보를 금융당국이 볼 수 있도록 관련 제도가 갖추어져 있었다. 자본시장법에 근거한 파생상품 업무보고서와 『외국환거래법』(이하 외환전산망)에 근거하여 구축된 외환정보 전산시스템에 의한 파생상품 보고체계가 이미 구축되어 있다.²¹²⁾

국내 파생상품의 보고체계는 별도의 보고체계가 없던 미국의 기존 규제체계에 비하면 분명 진일보한 형태라고 할 수 있다. 그런데 도드-프랭크법에서 논의되고 있는 장외파생상품 거래정보저장기구는 단순히 보고체계를 구축하는 것에 한정하지 않고 있어 국내 보고체계와 몇 가지 점에서 차이를 보이고 있다.

첫째, 도드-프랭크법의 장외파생상품 거래정보저장기구는 요약정보가 아닌 개별 계약정보를 보관하는 것을 목표로 하고 있으나 국내 파생상품 보고체계는 개별 거래정보를 모두 수집하지는 못하고 있다.²¹³⁾

둘째, 도드-프랭크법은 장외파생상품 거래정보저장기구의 의무로서 보

212) 이에 관해서는 남길남(2009)을 참조한다.

213) 파생상품 업무보고서는 일부 상품을 제외하고는 요약정보이거나 가공정보이다. 반면 외환전산망은 개별 계약정보를 보고하고 있으므로 장외파생상품 거래정보저장기구의 자료 요건에 보다 가깝다고 하겠다.

유 자료의 정확성을 확인²¹⁴⁾하도록 하고 있지만 파생상품 업무보고서와 외환전산망은 자동화된 거래정보 확인체계를 확보하지 못하고 있다.²¹⁵⁾

셋째, 장외파생상품 거래정보저장기구는 실시간 공시와 함께 금융당국에 정확한 정보를 적시에 제공할 수 있어야 하는데 파생상품 업무보고서는 월별 또는 분기별로 갱신이 되고 있어 적시적인 대응에 한계가 있다.²¹⁶⁾

따라서 도드-프랭크법에 준하는 장외파생상품 거래정보저장기구를 도입하기 위해서는 이에 대한 보완이 필요하다고 하겠다.

다) 장외파생상품 매매체결기구

도드-프랭크법의 장외파생상품 매매체결기구도 아직 존재하지 않으므로 구체적인 모습을 알 수 없는 상황이다. 만약 현재 도드-프랭크법에서 정의된 수준의 장외파생상품 매매체결기구를 국내에 도입한다면 우선 자본시장법에 장외파생상품의 매매체결과 관련된 규정을 마련하여야 할 것이다.

이 경우 자본시장법 제386조의 유사시설 개설 금지조항²¹⁷⁾과의 충돌가능성을 고려하여 관련 규정이 마련되어야 하며 자본시장법 제166조 장외거래 조항²¹⁸⁾을 이용한 규정안 마련도 생각해 볼 수 있다.

214) Ⅲ.4.나.3).나)를 참조한다.

215) 의심스러운 일부 자료에 한하여 수작업으로 진행되고 있다.

216) 외환전산망은 일부 정보를 제외하고 일별로 정보를 취합하고 있어 항상 최신 자료를 얻을 수 있으나 금융당국이 시장을 모니터링하기 위해서는 원천자료를 가공할 수 있는 능력을 함께 구비하고 있어야 한다.

217) 자본시장법 제386조(시장의 개설) ② 거래소가 아닌 자는 제1항에 따른 시장 또는 이와 유사한 시설을 개설하거나 유사한 시설을 이용하여 증권 또는 장내파생상품의 매매거래를 하여서는 아니 된다.

218) 자본시장법 제166조(장외거래) 증권시장 및 파생상품시장 외에서 금융투

2) 통화파생상품 및 최종사용자 관련 파급효과

도드-프랭크법의 장외파생상품 규제를 국내에 도입하는데 있어서 국내 금융시장과 국민경제에 작지 않은 영향을 미치는 통화파생상품과 일반 기업의 장외파생상품 취급에 대한 규제는 신중하게 접근해야 할 부분이라고 하겠다. 도드-프랭크법에서 FX스왑 및 통화선도는 원칙적으로 장외파생상품으로 분류되어 각종 규제를 받지만 재무장관의 서면요청만으로 규제를 면제받도록 하고 있다. 또한 장외파생상품시장의 참가자가 최종사용자로 인정받으면 인프라 사용의무를 면제해주도록 하고 있다.

FX스왑과 통화선도는 2010년 상반기 기준으로 전체 장외파생상품 잔액의 30%에 달하고 있고 외국 통화와의 원금교환이 결부되어 있어 위험노출액이 금리상품에 비하여 월등히 높다. 앞으로 마련될 국내 규제가 이들 상품에 대하여도 인프라 사용을 의무화 한다면 증거금, 위험보장기금 등으로 인한 금융업계의 대폭적 비용부담이 예상된다. 이들 통화파생상품의 처리는 미국 및 EU의 규제방향을 주시하여 신중하게 접근할 필요가 있다.

또한 무역 의존도가 높은 경제특성으로 인하여 통화 및 원자재파생상품을 거래하는 국내 기업이 많은 현실 속에서 최종사용자의 범위 결정은 경제에 미칠 효과를 감안하여 결정되어야 할 것이다.

자상품을 매매, 그 밖의 거래를 하는 경우 그 매매, 그 밖의 거래방법 및 결제의 방법 등 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김형태, 이현진, 2003, 『장외파생상품 실패사례 분석과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 03-10.
- 남길남, 2009, 거래정보저장소와 국내 파생상품 보고체계의 비교 및 시사점, 자본시장연구원 『Capital Market PERSPECTIVE』 Vol.1, No.2.
- 남길남, 2010, 도드-프랭크법의 장외파생상품 매매·청산·보고 인프라, 서울대학교 금융법센터 『BFL』 제44호.
- 오승현·오경희, 2000, 『장외파생상품 거래의 규제에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 200-01.

<해외문헌>

- Acharya, V.V., Cooley, F.T., Richardson P.M., Walter, I., New York University Stern School of Business, 2010, *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley Finance.
- Cadwalader, Regulation of End Users of Swaps Under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Clients & Friends Memo, 2010 (July 20).
- Cadwalader, The New Scheme for the Regulation of Swaps, with Appendices on Retroactivity, Special Entities and Tax, Under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection

Act, Clients & Friends Memo, 2010 (July 20).

CCH Attorney-Editor Staff, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and consumer Protection Act*, Wolters Kluwer Law & Business.

Cravath, Swaine & Moore, Reform of the Swaps Market under the Dodd-Frank Act, 2010 (July 22).

CRMPG, 2008, Containing systemic risk: the road to reform, The Report of the CRMPG III.

Davis Polk, Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010, 2010 (July 21).

Department of the Treasury, 2009, *Financial Regulatory Reform - A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.

Dodd, C., Lincoln, B., Letter to Representatives Barney Frank and Colin Peterson, United State Senate, 2010 (June 30).

de Larosière Group, 2009, Report from the High-level Group on Financial Supervision chaired by Jacques de Larosière.

Duffie, D., Li, A., Lubke, T., 2010, Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure January 2010, FRB of New York Staff Report No. 424.

GAO, 1997, OTC Derivatives Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes.

GAO, 2000, CFTC And SEC Issues Related to the Shad-Johnson Jurisdictional Accord.

GAO, 2009a, Federal financial assistance: preliminary observations on

assistance provided to AIG, testimony before the subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, house committee on financial services.

GAO, 2009b, Systemic risk: regulatory oversight and recent initiatives to address risk posed by credit default swaps, testimony before the subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises, house committee on financial services.

Geithner, T.F., 2009, Statement by Timothy F. Geithner U.S. Secretary of Treasury before the committee on financial services United States House of Representatives.

Greenspan, A., 1997, Remarks by Chairman Alan Greenspan, Government regulation and derivative contracts, At the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Coral Gables, Florida.

Greenberger, M., 2009, Memorandum on regulatory reform of credit default swaps, NCOIL.

Greenberger, M., 2010, The Role of Derivatives in the Financial Crisis, testimony Financial Crisis Inquiry Commission Hearing.

Hrovatin, S., Levin, M., Nava, M., Planta, F., 2009, Financial regulation and financial crisis: Lessons learned and the way forward, Swiss Derivatives Review Issue 39.

IOSCO, 2009, Unregulated financial markets and products, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

Jickling, M., Miller, S.R., 2009, Derivatives regulation in the 111th

congress, Congressional Research Service, CRS research service, June 16, 2009.

Johnson, P.M., Hazen, T.L., 2004, *Derivatives Regulation*, Aspen.

LCH.Clearnet, 2009, LCH.Clearnet to launch client clearing for OTC interest rate swaps, Press release, 2009 (May 27).

Miller, S.R., 2009, Key issues in derivatives reform, congress research service, CRS research service December 1, 2009.

PWG, 1999a, Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act, Report of the President's Working Group on Financial Markets.

PWG, 1999b, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, Report of the President's Working Group on Financial Markets.

Webb, J.A., Letter to Secretary Jonathan G. Katz, SEC 1998 (May 29).

Webel, B., 2010, The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: issues and summary, CRS research service, July 29, 2010.

Winston & Strawn, Dodd-Frank: The Impact on the Hedging Activities of the Corporate Treasurer, 2010 (July).

Zingales, L., 2008, Testimony of Luigi Zingales on causes and effect of the Lehman Brothers bankruptcy before the committee on oversight and government reform United States House of Representatives.