

## 2011년 미국의 금융개혁법 제정과 장외파생상품에 대한 규제

### I. 서론

#### 1. 금융위기의 원인과 그에 대한 대처

최근 미국에서 시작된 금융위기는 미국 연방의회가 전례 없는 종합적 금융개혁법인 The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(이하 ‘금융개혁법’)<sup>1)</sup>를 통과시킴으로써 시장에 대한 믿음에서 비롯된 금융시장에 대한 방임적 태도를 급변시키기에 이르렀다. 즉, 과도한 규제가 오히려 미국 시장의 경쟁력을 떨어뜨리고 있다는 견해가 금융위기가 눈앞에 벌어지기 전까지의 미국의 금융시장에 대한 정부 및 의회의 지배적인 견해였던 것이다. 그러나 결국 그러한 방임적 태도는 금융시장의 붕괴를 무기력하게 목격하게끔 만들었을 뿐만

아니라, 이로 인한 소비자의 피해를 상당한 수준에 이르게 하였다.

금융위기를 불러온 다양한 원인은 다음과 같이 설명될 수 있다. 첫째, 증권화(securitization)의 문제가 있었다. 최근의 금융위기는 증권화의 위기라고 해도 과언이 아니다. 급속한 금융기술의 발전은 증권화라는 기술을 가져오게 하였지만, 이로 인해서 알려지지 않은 복잡한 문제의 발생, 수많은 거래 매개자들에 대한 통제의 불능, 이해관계 상충의 문제 발생, 초기 대출관계의 설정에 있어서 변제능력에 대한 충분하지 못한 검토 등의 문제가 발생하게 되었다. 둘째, 장외파생상품의 문제가 있었다. 특히, 장외파생상품은 기본적으로 금융위기 발생 전에는 규제가 전혀 되지 않았던 영역이었기 때문에 심각한 문제의 발생가능성을 가지고 있었다.<sup>2)</sup> 심지어 그



1) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203 (2011).

2) 예를 들면, U.S. Government Accountability Office(GAO)는 1993년 ‘Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System’이란 보고서를 통해서 이미 그 위험성에 대해서 지적하고 있었다. GAO, Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System, available at <http://www.gao.gov/products/GGD-94-133>.

규모가 지속적으로 성장하고 있었기 때문에 그 위험은 계속적으로 증가하고 있는 실정이었다.<sup>3)</sup> 결국 규제기관은 전혀 규제를 하고 있지 않은 상태였기 때문에, 이로 인해 초래되는 시스템 위험을 인지하거나 감소시킬 수가 없었다. 셋째, 신용평가기관(credit reporting agencies)의 문제가 있었다. 금융위기의 발생은 신용평가기관이 시장이 악화되어 가는 상황을 신용평가를 통해서 조기에 반영할 수 없었다는 점을 보여 주었을 뿐만 아니라, 그와 관련하여 이해관계의 상충문제, 그 평가의 불투명성 및 내부지배구조의 문제점들이 드러나게 된 것이다. 넷째, 헤지 펀드(hedge funds)의 문제가 있었다. 헤지 펀드는 소위 ‘그림자 은행 시스템(shadow banking system)’의 문제라고 할 수 있다. 상업은행(depository banks or commercial banks)이 일반적으로 하는 기능은 소비자들로부터의 예금을 받아 마련된 자금을 필요로 하는 사업자 혹은 개인에게 대출을 하는 것이다.<sup>4)</sup> 즉, 이러한 일반적 상업은행(commercial banks)의 기능을 그러한 은행이 아니면서 유사한 기능을 그림자처럼 따라 한다는 의미로 ‘그림자 은행 시스템(shadow banking system)’이라고 하는데, 베어 스텐스(Bear Stearns)나 리먼

브라더스(Lehman Brothers)와 같은 그림자 금융기관(shadow institutions)은 그러한 상업은행은 아니지만, 일반 소비자가 아닌 투자자들로부터 자금을 끌어들이고 이를 대출함으로써 은행과 유사한 기능을 한 것이었다. 그 차이점은 은행은 그러한 영업과 관련하여 많은 규제를 받아 왔지만, 그림자 금융기관은 그러한 규제의 대상이 되어 오지 않았다는 것이었고, 따라서 금융위기 원인의 한 축을 이루게 되었던 것이다. 다섯째 원인은 위기관리에 취약점을 드러낸 회사지배구조의 문제였다. 특히 단기적 경영성과에 대한 거대한 액수의 보수의 지급으로 인해서 장기적 경영실패에 대한 책임소재의 불명확성과 함께 거대한 액수의 보수는 경영진으로부터 단기적 성과에 몰두하게 만드는 유인으로 작용하기도 했던 것이다. 즉 이러한 회사지배구조의 취약성은 회사가 장기적 경영실패로 인한 결과에 대한 위험관리능력이 부족하다는 것을 드러내게 되었던 것이고 이 또한 금융위기의 한 원인으로 작용했다. 이러한 다양한 원인들이 결합하여 2000년 후반의 금융위기를 초래했다고 할 수 있다.

따라서 미국의 금융개혁법은 위에서 논의한 다양하면서도 통제할 수 없었던 문제점들을 하



- 3) GAO의 보고서를 통해서 그 위험에 대한 인식이 시작된 이후부터 2008년 금융위기 발생까지 그 규모는 대략적으로 50배 가까이 성장했다. 특히 금융시장에 위험이 증가되고 있을 당시 많은 금융기관과 투자자들은 특히 ‘자산 유동화증권(asset-backed securities)’에 연관되어 있던 ‘신용부도스왑(credit default swap)’에 상당히 많은 투자가 이루어지고 있었는데, 주택에 대한 거품이 꺼지기 시작하면서, 많은 자산, 특히 주택구입을 위한 모기지에도 부도가 나는 빈도가 증가하게 되고 금융기관은 이와 관계된 신용부도스왑으로 인해 이행불능의 상태에 빠지게 된 것이다.
- 4) 미국은 1933년 the Glass-Steagall Act(혹은 ‘the Banking Act of 1933’)에 의해서 상업은행(commercial banks)과 투자은행(investment banks)을 분리하였다.

나씩 파악해 가면서 그러한 개개의 문제점들에 대한 개선안을 만들어 낸 결과물이다. 한 마디로 말하면 시장에 대한 믿음에서 시장에 대한 규제로 금융시장에 대한 패러다임을 변화시킨 것이라고 할 수 있다. 이는 2009년 2월 25일 미국 오바마(Obama) 대통령이 제시한 7가지 개혁원칙을 통해서도 잘 반영되어 있다.<sup>5)</sup>

최근에는 지연되고 있는 시행령의 제정과 맞물려<sup>6)</sup> 과연 금융개혁법이 입법자가 의도한 대로 효과적인 성과를 거둘 것인가에 대해서 회의적인 견해가 대두되고 있다. 그러나 이에 대해서는 만일 금융개혁법이 최근의 금융 위기가 닥치기 전에 있었다면 지금과 같은 처참한 결과는 빚어지지 않을 것이라고 하면서, 효과에 대한 회의로 인해서 규제를 포기한다면 똑같은 결과를 머지 않은 시기에 다시 겪을 것이라는 주

장이 맞서고 있다. 하지만 최근 스위스 은행인 UBS 은행 사건<sup>7)</sup>을 보더라도 규제에 대한 회의론은 설득력이 강할 수 없을 것 같다.

## 2. 금융개혁법의 목적과 장외파생상품의 규제<sup>8)</sup>

금융개혁법은 크게 두 가지의 명확한 목적을 가지고 있다고 할 수 있다. 첫째, 위에서 설명한 ‘그림자 은행 시스템(Shadow Banking System)’이라고 불리는 금융시스템의 위험을 억제하겠다는 것이며, 둘째, 대형 금융기관이 무너질 경우 발생할 수 있는 시스템 리스크(systemic risk)의 피해를 억제해 보겠다는 것이다. 즉 동법의 공식명칭이 암시하듯이 궁극적으로는 이러한 위험과 피해의 억제를 통해서 소비자의 이익을



- 5) Barak Obama, The U.S. President, Remarks by the President After Regulatory Reform Meeting (Feb. 25, 2009) available at <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-after-regulatory-reform-meeting>.
- 6) 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)의 Gensler 위원장은 파생상품 관련 중요 시행령 제정은 2012년이 되어서야 완료될 것이라고 하면서 2012년 1/4분기까지 완료될 수 있는지에 대해서도 알 수 없다고 하였다. Online.wsj.com, CFTC Pushes ‘Swaps’ Rules to 2010, <http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904836104576558460830594764.html> (last visited Sept. 9, 2011). 파생상품에 관한 금융개혁법 제 7장과 관련하여 또 다른 규제기관인 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)는 2011년 8월 현재 12개 영역에 관한 시행령을 제안한 상태이다. <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/derivatives.shtml>.
- 7) 스위스 UBS 은행의 영국 런던 지점의 Global Synthetic Equities Trading 부서의 책임자(director)였던 Kweku Adoboli가 허가되지 않은 투기적 거래를 함으로써 38억 달러의 손실을 가져온 사건이다. Adoboli는 회계 및 재무 사기 혐의로 영국의 관계기관에 의해서 체포되었다.
- 8) 그 외의 규제로서 동법의 목적을 달성하기 위한 규제를 간략히 몇 가지만 언급하자면 첫째, 회사 지배구조와 관련하여 주주에게 더 많은 권한을 주도록 하고 있는데, 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)가 주식회사로 하여금 정기주주총회에 앞서 발송하는 의결권대리 관련 서류(proxy material)에 회사가 추천하는 이사직 후보 외에 일정한 조건(3% 지분)을 충족하는 주주가 추천하는 이사직 후보의 명단도 함께 발송하도록 하고 있다(그러나 이러한 법의 위임에 의해서 3-2의 의결로 SEC에 의해서 채택된 시행령(rule) 14a-11(소위 ‘Proxy Access Rule’)은 2011년 7월 D.C. 연방항소법원에 의해서 해당 시행령은 효율성(efficiency), 경쟁(competition)과 자본형성(capital formation) 등과 같은 내용을 적절하게 고려하지 않아 Administrative Procedure Act의 위반을 이

보호하겠다는 것이 동법의 목적이다.

첫째 목적과 관련하여서 그 규제 대상이 된 것은 증권(instruments)과 금융기관이다. 특히 증권 중 주된 문제로 제기된 대상은 바로 ‘장외 파생상품(Over-the-Counter Derivatives: OTC Derivatives)’이었다. 금융개혁법이 장외파생상품과 관련된 위험을 통제하기 위해서 채택한 방법은 그러한 파생상품이 거래소를 통해서 거래되고 청산되도록 하는 것이었다. 즉, 청산기구(Clearing Organizations)를 설치하여 파생상품 거래의 당사자 중 일방이 불이행의 상태에 이르게 될 경우, 그로 인해서 파급될 수 있는 위험을 억제하기 위하여 청산기구가 중간자적인 위치에서 각 당사자의 이행을 보장 혹은 유지하는 역할을 하는 것이다. 이러한 청산기능은 각 당사자에게 미치는 직접적인 위험을 감소시켜 줄 뿐만 아니라 거래소를 통한 거래는 파생상품의 거래를 좀 더 투명하게 만들므로써 거래의 각 당사자뿐만 아니라 금융시스템에 대한 위험을 간접적으로 감소시켜 주는 역할을 하게

된다.

금융기관과 관련한 규제는 금융기관 중 실패할 경우 그 여파가 전체 금융시스템에 미칠 파장이 큰 금융기관을 분류해 내어 그러한 금융기관에 대해 좀 더 강력한 규제를 하는 것이다. 즉 시스템 리스크를 감소시키려는 것이다. 금융개혁법은 특히 은행지주회사로서 최소한 5천 억 달러에 이르는 자산을 가지고 있거나 투자은행이나 보험지주회사와 같이 동법에 의해서 새로 설치된 ‘금융안정화감독위원회(Financial Stability Oversight Council)’가 시스템적으로 중요하다 고 간주하는 상업은행을 제외한 금융기관에 대해서 그 초점을 맞추고 있다.<sup>9)</sup>

그러므로 금융개혁법의 첫째 목적이 사태가 벌어지기 전, 즉 금융기관이나 시장이 붕괴되기 전의 위험을 억제하기 위한 것이라면, 둘째 목적은 모든 노력에도 불구하고 중요한 금융기관의 실패로 인해서 시스템적인 붕괴가 일어날 경우 그 붕괴의 규모를 감소시키기 위한 것이라고 할 수 있다. 이 둘째 목적을 위해서 규제기관



유로 그 집행이 거부되었다. Bus. Roundtable & Chamber of Commerce of the U.S. v. SEC, No. 10-1305 (D.C. Cir. 2011). 또한 주주가 회사의 이사나 최고경영진의 보수에 대해서 비구속적 의결권(non-binding votes)을 행사할 수 있도록 하는 것이다. 둘째, 금융개혁법은 신용평가기관에 대해서도 규제를 하고 있다. Standard & Poor's 나 Moody's Investor Service와 같은 신용평가기관은 금융위기 발생 후 이행불능의 상태에 이르게 된 많은 증권에 대해서도 투자등급을 부여하는 등 사실 서브프라임 사태가 발생하는 데 있어서 핵심적인 위치에 있었던 것이 사실이다. 이와 관련하여 현재의 시스템이 가진 문제점은 신용평가의 대상이 되는 증권을 발행하는 은행이 그러한 신용평가에 대해서 대가를 지급한다는 점으로 인한 이해관계의 상충문제라고 파악하고, 금융규제기관으로 하여금 연기금이나 보험회사로 하여금 신용평가기관이 투자등급으로 평가한 증권만을 매수하도록 한 많은 규정을 변경하도록 하고 있다. 동법이 의도하는 바는 이러한 변화를 통해서 신용평가기관에 대한 의존도를 완화시키고 이를 통해서 신용평가기관이 그 평가절차를 향상시켜 투자자들이 신용평가에 대한 신뢰를 회복하도록 하려는 것이다.

9) 즉, 자산규모의 기준에서 씨티그룹(Citigroup) 혹은뱅크 오브 아메리카(Bank of America)의 경우는 다른 34개 금융기관과 함께 자동적으로 그 대상에 포함되게 되며, AIG와 같은 보험회사는 금융안정화감독위원회가 중요한 기관이라고 판단하는 경우에만 그 대상에 포함되게 되는 것이다.

이 시스템적으로 중요한 금융기관이 지급불능의 상태에 이르거나 그러한 위험에 직면한 경우에는 워싱턴 D.C.의 연방법원을 통해서 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)로 하여금 해당 금융기관의 관리인으로서 그 기관을 청산하도록 하는 신청을 할 수 있도록 하고 있다.

## II. 장외파생상품에 대한 규제

### 1. 금융위기 전 규제완화 : 상품선물거래현대화법(Commodity Futures Modernization Act of 2000)

‘상품선물거래현대화법(이하 CFMA)’은 2000년 클린턴 행정부에서 제정된 것으로 기본적으로 장외파생상품과 같은 금융상품의 규제완화를 목적으로 제정된 연방법이다. ‘전문적 거래 당사자(sophisticated parties)’간의 장외파생상품의 거래를 1936년의 ‘상품거래법(Commodity Exchange Act)’상의 ‘선물(future)’이나 연방증권거래법(Securities Exchange Act)상의 ‘증권(securities)’으로 편입되어 그 규제의 대상이 되지 않도록 하는 것뿐만 아니라 이와 관련된 각 주의 법률도 그 적용제외를 하도록 하려는 것이 주된 내용이었다. 이러한 거래계약의

당사자들은 대부분이 대규모의 전문거래 은행들이기 때문에, 그러한 당사자들이 스스로 문제점을 해결할 능력을 갖고 있다는 것이 규제완화에 관한 주된 정당화 근거였다.

이러한 규제완화는 첫째, 은행들의 수익원을 보호해 주는 역할을 했다. 장외파생상품은 표준화되어 있지 않았고, 계약별로 개별적으로 협상되기 때문에 딜러은행들은 그러한 계약을 성사시켜 주는 대가로 상당한 수수료를 챙길 수 있었다. 따라서 은행들이 규제완화에 적극적일 수밖에 없었던 것이다. 둘째, 위에서도 언급했듯이, 이러한 규제완화는 결국 경제위기를 가속화하는 데 기여하게 되었다. 장외파생상품거래는 그 투명성이 없기 때문에 규제기관의 입장에서 는 베어 스텐이나 리먼 브라더스와 같은 금융기관이 파생상품의 거래로 인해서 얼마나 큰 위험에 노출되어 있는지를 파악할 수 없었다. 따라서 그러한 파악불능의 상태가 그에 대한 대처를 불가능하게 했기 때문에 금융위기의 가속화를 초래하게 된 것이다.

하지만, 2001년 엔론(Enron) 사태로 인해서 그로 인한 에너지 파생상품의 문제가 크게 대두되었고, 또한 이후 2008년 보험회사인 AIG에 대한 공적 자금이 투입되면서, CFMA의 장외파생상품의 규제방식에 관한 폭넓은 비난이 쏟아지기 시작했다. 2008년 ‘Close the Enron Loophole Act’<sup>10)</sup>가 제정되어 ‘Energy Trading



10) 이 법에 의해서 Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a)가 수정되었다.

Facilities'에 대한 규제가 전개되었고,<sup>11)</sup> 마침내 2009년 8월 재무부(Treasury Department)의 제안과 의회의 수정을 통해 2010년 입법된 금융개혁법에 의해 모든 장외파생상품에 대해서 포괄적인 규제를 하게 된 것이다.

## 2. 장외파생상품에 대한 규제의 시작

### 1) 개요

장외파생상품의 규제에 관한 규정은 주로 금융개혁법의 제7장(Title VII: 'Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010')에서 다루어지고 있다. 제7장은 기본적으로 CFMA에 의해서 만들어진 장외파생상품<sup>12)</sup>의 적용제외 조항을 폐지하고 있다. 제7장은 다음과 같은 내용을 규정하고 있다. 첫째, 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)와 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC)가 장외파생상품의 규제기관으로 지정하고 있다. 상품선물거래위원회(CFTC)는 에너지와 농업 관련 스왑과 같은 스왑 거래에 관해서 우선적 규제권한을 갖고 있으며, 증권에 기초한 상품의 요소도 함께

갖고 있는 '혼합스왑(mixed swaps)'에 관해서는 그 권한을 증권거래위원회(SEC)와 함께 공유하고 있다. 또한 증권거래위원회의 경우는 '증권 기반 스왑 계약(security-based swap agreement)'과 관련한 사기행위방지에 관한 규제 권한을 추가적으로 갖고 있다. 둘째, 정해진 원칙에 의해서 규제대상이 되는 스왑의 경우 강제청산(mandatory clearing)을 하도록 하고 있다. 셋째, 규제를 받는 거래소 등에서 청산되는 스왑의 매매체결을 강제하고 있다. 넷째, 거래정보 저장기구 혹은 상품선물거래위원회(CFTC)나 증권거래위원회(SEC)에 청산된 스왑과 청산되지 않은 스왑에 관한 보고의무 혹은 신고의무를 부과하고 있다. 다섯째, 청산되지 않는 스왑에 관하여 부과되는 자본(capital)과 마진(margin)에 대한 요건이 강화되었다. 여섯째, 예금보험에 가입된 예금기관을 위한 특정한 스왑의 거래 행위를 금지하고 있다. 마지막으로 스왑 거래의 규모와 가격에 관한 정보를 공시하도록 하고 있다. 이러한 금융개혁법의 원칙을 시행하기 위하여 상품선물거래위원회(CFTC)와 증권거래위원회(SEC)는 관련 시행령(rules)을 360일 안에 공포하도록 하고 있으나 현재 상당 부분이 지연



11) 소위 Shad-Johnson Accord라는 SEC 위원장이었던 John S. R. Shad와 CFTC 위원장이었던 Phil Johnson의 관할합의에 의해서 1982년부터 금지되어 왔던 주식을 그 기초자산으로 하는 '단일주식선물(Single-Stock Future)'이 CFMA의 제2조 (h)항과 (g)항에 의해 허용됨으로써 그 규제의 허점(loophole)이 생기게 된 것이다. 단일주식선물은 마진거래로 이루어지기 때문에 차액거래가 가능하게 되고, 주식과 달리 공매도(short selling)에 대한 제한이 없었다.

12) 장외파생상품은 스왑(swaps), 선도금리계약(forward rate agreements) 그리고 이색 혹은 신종옵션(exotic options) 등이 있는데, 스왑의 규모가 가장 크기 때문에 금융개혁법에서의 장외파생상품의 규제는 주로 스왑을 대상으로 하고 있다.

되고 있는 실정이다.

## 2) 금융개혁법상의 장외파생상품에 관한 규제의 주요 내용

### (가) 규제대상과 규제기관

파생상품과 관련하여 금융개혁법은 기본적으로 다음과 같은 규제체제를 갖고 있다. 첫째, 동법의 대상이 되는 것은 스왑과 증권기반스왑이다. 전자는 상품선물거래위원회(CFTC)가 규제를 하며, 후자는 증권거래위원회(SEC)에 의해서 규제가 된다. 둘째, 규제의 대상이 되는 기관은 스왑딜러(swap dealer)와 주요스왑거래참여자(major swap participants)이다. 셋째, 동법의 규제에서 가장 두드러진 특징은 청산기구(clearing house)와 매매계약체결기구(exchanges and swap execution facilities)의 설치를 통해서 스왑시장의 안정성과 투명성을 확보하겠다는 것인데, 상품선물거래위원회(CFTC)와 증권거래위원회(SEC)는 스왑(혹은 증권기반스왑)이 청산이 되어야 하는지를 결정하고, 청산기구는 거래의 양 당사자 사이의 중심에서 거래의 상대방사자로서의 기능을 하게 되며, 또한 마진에 관한 요건을 설정하게 된다는 것이며, 청산의 대상이 되는 모든 스왑은 거래소를 통해서 거래되어야만 한다는 것이다.

특히 동법의 제7장은 스왑 시장에서 규제를 받게 되는 기관을 ‘스왑 딜러(swap dealer)’<sup>13)</sup>와 대규모최종이용자(large end users)인 ‘주요스왑 거래참여자(major swap participant)’로 분류하고 있다. 이 두 부류에 속하는 기관은 상품선물거래위원회(CFTC) 혹은 증권거래위원회(SEC)에 등록을 하여야 하고, 사업행위에 관한 표준이 요구될 뿐만 아니라, 마진과 자본요건을 갖추어야 하며, 스왑 거래에 대한 기록보존의무와 함께 실시간 보고의무를 지게 된다.

대부분의 최종이용자는 법에서 요구하는 ‘스왑딜러’의 요건을 충족시키지 못하기 때문에 규제의 대상에 속하지 않게 된다. 또한 관련 시행령 안에 따르면 규제기관은 (스왑)딜러는 아니지만, 자본시장에 ‘높은 위험(high degree of risk)’을 발생시킬 수 있는 위치에 있는 스왑거래참여자를 색출하는 데 그 초점을 맞추고 있기 때문에, 만일 이러한 스왑거래참여자에 대한 이러한 정의를 고수한다면 상당한 기관이 이 정의에 포함될 수 있을 것으로 예상된다. 또한 ‘주요스왑참여자’에 대한 또 다른 기준에 따르면 자본에 대한 부채비율이 높으면서 연방은행위원회의 자본요구 기준의 적용을 받지 않고 스왑에서 ‘상당한 포지션(substantial position)’을 갖고 있는 기관도 ‘주요스왑거래참여자’에 해당하게 된다.<sup>14)</sup> 즉, 시행령 안에 따르면 ‘주요스왑참



13) 스왑딜러(swap dealer)에는 Bank of America, Barclays Capital, Citigroup, JPMorgan Chase와 그 외 11개 은행과 같은 주요 딜러 은행들이 포함된다.

14) ‘스왑에 대한 중대한 포지션(substantial position in swaps)’에 대해서는 75 Fed. Reg. 80, 107, 80, 189, 80, 190, 80, 213, 80, 215 참조.

여자'는 '높은 위험(high degree of risk)'과 '중대한 포지션(substantial position)'이라는 두 가지 기준 중 하나에 의해서 정의되게 된다.

### (나) 청산(Clearing)에 대한 규제

금융개혁법 제7장에 따르면 상품선물거래위원회(CFTC)에 일정한 요건을 만족시키는 경우에는 파생상품청산기구로 등록이 가능하도록 하고 있다. 청산기구의 역할은 기본적으로 당사자 사이의 계약의무의 이행을 확보하는 역할이라고 할 수 있다. 이러한 청산기구의 존재는 금융기관 상호간의 연결을 통한 영향력을 약화시키게 한다. 즉, 한 기관의 시장에서의 실패가 다른 기관에까지 미치는 파장을 줄일 수 있게 되는 것이다. 시장에서 주요 기관의 실패로 인해서 시장에 대한 신뢰가 깨지게 되고, 그로 인해서 시장 전체가 무너지게 되는 현상을 방지할 수 있는 장점을 갖게 된다.

청산기구를 통해서 위험에 대한 노출이나 위험의 집중에 대한 정보를 파악할 수 있게 되기 때문에 위험의 증대로 인해서 시장참여자의 그에 대한 노출의 변화에 대해 신속하게 대처할 수 있게 된다. 즉, 과도한 위험의 집중을 조기에 파악할 수 있게 해 주고, 따라서 조기에 이에 대한 대처를 하게 함으로써 시장의 정보인프라를 향상시키게 되며, 그 안정성 향상에 기여할 수 있게 되는 것이다. 청산기구의 존재는 기관의 안전성과 건전성에 대한 평가를 가능하게 해 주는 역할을 하게 되는 것이다.

또한 청산기구의 존재는 위험관리의 역할도

담당하게 된다. 물론 양 계약당사자가 위험을 담보할 만큼의 담보물 혹은 마진을 제공하게 되면 위험관리의 문제는 발생하지 않겠지만, 실제에 있어서는 그러한 담보물은 다른 생산 활동을 위해 사용되는 것이 효율적이기도 할 뿐만 아니라 그러한 정도의 담보물을 제공한다는 것은 당사자에게 상당한 경제적 부담이 따르는 것이기 때문에, 실질적으로 그런 요구가 바람직하지는 않게 되는 것이다. 이와 달리 청산기구는 그 대안으로서 손실을 상호부담하기로 하는 방법(소위 'loss mutualization')을 이용한다. 따라서 청산기구가 존재하지 않게 되면 많은 금융상품의 계약상 의무의 이행이 원활하게 이루어지지 않을 수도 있게 된다.

이러한 장점에도 불구하고 모든 파생상품시장(예를 들면, 신용부도스왑 등)에 대해서 청산기구 시스템이 채택되지 않았던 이유에 대해서 살펴보면 첫째, 안전성의 추구를 통해서 얻는 혜택이 있다면 그로 인해서 유연성(flexibility)이 침해되는 결과를 얻을 수 있기 때문이다. 청산기구는 그 운용을 위해서 어느 정도 계약에 대한 표준화가 필요하게 된다. 이렇게 되면 파생상품의 핵심적 성격인 다양성에 대한 수요와 계약의 맞춤성이 침해를 받게 되는 결과를 낳게 된다. 둘째, 규모와 유동성의 문제 때문이다. 시장의 규모와 유동성이 어느 정도 이상 담보되지 않는다면, 시장참여자들의 청산비용을 부담하거나 그 위험을 관리하는 것 자체가 가능할 수 없게 되기 때문이다. 셋째, 파생상품시장에서 모든 시장참여자들이 시장의 투명성을 선호



하지 않기 때문이다. 즉, 청산기관을 통한 모든 정보의 공개를 원하지 않는 시장참여자가 존재한다는 것이 모든 파생상품시장에 청산기구 시스템이 일찍이 도입되지 않은 이유라고 할 수 있다.

하지만 최근 경제위기의 원인이 이러한 파생상품시장에서 비롯된 시스템 위험(systemic risk)이라는 인식은 청산요건을 부과하기에 충분한 정당성을 제공하였다. 하지만 위에서 논의한 장점에도 불구하고 또 다른 우려가 제기되었는데, 이는 소수의 대형 딜러들(다시 말해, 주로 대형 은행들)이 그러한 청산기구나 거래소에 대하여 영향을 미치게 됨으로써 위에서 논의한 긍정적 효과가 부정될 수 있다는 것이다.<sup>15)</sup> 특히, 파생상품 시장이 십여 개의 대형 딜러들에게 집중되어 있는 현실에서 이러한 우려는 어느 정도 그 실익이 있다는 것이 지배적이다. 따라서 금융개혁법 제726조와 765조에서도 이러한 이해관계의 상충문제를 해결할 수 있는 시행령을 제정하도록 하고 있고, 2010년 10월 18일과 2011년 1월 6일의 상품선물거래위원회(CFTC)의 시행령 안과 2010년 10월 13일의 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안은 그러한 우려를 감소시키기 위해서 엄격한 소유지분에 대한 제한 규정을 두고 있다.

그러나 이러한 청산기구에서의 청산강제가 반드시 모든 문제를 해결할 것에 대해서는 회의적인 견해도 있다.<sup>16)</sup> 즉, 만일 한두 개의 청산기구가 시장을 지배하게 되는 상황이 되면 각각의 청산기구가 시스템 리스크의 주된 원인이 될 수 있다는 것이다. 따라서 오히려 단일 청산기구 체계가 좀 더 문제 파악을 하는 데 유리하다는 측면에서는 다수의 청산기구 체계보다는 효과적이다. 또한, 은행은 굉장히 다채로운 영업활동을 하기 때문에 그 감독이 어렵지만(결국 은행이나 청산기구나 지배적인 은행이나 청산기구가 문제가 발생하게 되면 곧 시스템 리스크로 연결될 수 있다는 전제하에), 청산기구는 단일한 형태의 사업 활동을 영위하는 기구이기 때문에 상대적으로 그 규제나 관리가 용이하다는 점이 있다. 이와 대조적으로 다수의 청산기구 체계는 청산기구간의 경쟁으로 인해서 수준저하가 발생하는 문제점이 생길 수 있다. 즉, 더 많은 청산활동을 위한 경쟁으로 청산기구가 요구하는 기준을 낮게 설정할 우려가 있다는 것이다. 예를 들면, 요구되어지는 마진이나 담보물의 가치를 낮게 설정한다든지 등의 기준저하로 인해서 청산기구의 위험이 증대될 수 있다는 것이다.

물론 위에서 언급한 바와 마찬가지로 금융개



15) Rena S. Miller, Conflicts of Interest in Derivative Clearing, Congressional Research Serv. (Mar. 22, 2011).

16) David Skeel, The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences (2011).

혁법은 이러한 문제점을 간과하지 않고 마진 기준 설정에 대한 규정을 두고 있으며, 청산기구에 대한 소유 지분을 갖는 중요한 대형 금융기관의 의결권이나 지분에 대한 제한을 두어 이해상충의 문제에 관한 조항을 두고 있지만, 결국 이러한 조항의 효과에 대해서는 규제기관의 규제역량에 달려 있다고 하는 것이 현재의 일반적인 견해이다.

따라서 상품선물거래위원회(CFTC)는 금융개혁법 제7장의 §723(a)(3)와 §745(b)에 따라 청산기구 관련 시행령의 최종안을 발표했다. 먼저 파생상품청산기구가 법에서 청산이 강제된 스왑을 청산할 수 있는지에 관해서 최종안에 따르면, 파생상품청산기구(Derivative Clearing Organizations: DCO)는 그 청산기구가 이미 청산하고 있는 스왑과 유사한 형태와 범주 안에 있는 모든 스왑의 청산을 할 수 있는 것으로 간주하고 있다. 그러나 이미 청산하고 있지 않던 스왑에 대해서는 그 청산능력에 대해서 상품선물거래위원회(CFTC)의 심의를 받도록 하고 있다. 이러한 심의를 받기 위해서 파생상품청산기구는 상품선물거래위원회(CFTC)에 스왑의 청산을 위한 파생상품청산기구에 관한 핵심원칙을 준수할 능력이 있음을 설명하는 서면을 제출해야만 한다. 이러한 원칙에는 첫째, 재정적 재원이 충분하다는 점, 둘째, 스왑의 청산과 관계되는 모든 위험을 관리할 능력의 존재 여부를 말한다.

또한, 금융개혁법은 청산기능을 수행하려고 하는 파생상품청산기구에 대해서 위원회가 해

당 스왑이 청산될 필요가 있는지를 결정할 수 있도록 해당 스왑을 위원회에 제출하도록 하고 있다. 최종 시행령안은 이러한 제출절차에 대해서 좀 더 상세한 규정을 두고 있는데, 파생상품청산기구는 금융개혁법의 규정에 근거하여 위원회가 해당 스왑의 청산강제여부를 결정하는데 도움이 될 수 있는 정보를 제출해야만 한다. 파생상품청산기구는 또한 상품에 관한 구체적인 정보, 참여자 자격 표준, 가격의 원천, 가격의 모델 그리고 가격절차, 위험관리 절차, 적용 규정과 메뉴얼, 정책 혹은 절차, 조건(terms)과 현재 스왑이 거래되고 있는 곳, 그리고 파생상품청산기구가 그 회원들에게 이러한 제출에 대해서 통지한 방법에 대한 설명과 제출에 관한 회원들의 견해에 관한 요약을 제공하도록 하고 있다.

한편, 금융개혁법은 상품선물거래위원회(CFTC)가 파생상품청산기구가 청산하도록 결정되지 않았던 스왑에 대해서 해당 스왑이 청산되어야만 하는지에 대해서 지속적으로 검토해야 한다고 규정하고 있다. 만일 모든 청산기구가 위원회의 판단에서 청산되어야만 하는 스왑을 청산하지 않은 경우에는 상품선물거래위원회(CFTC)는 관련 사실관계와 관련 정황에 대해서 조사하여야 하고, 그러한 조사가 완료된 후 30일 내에 조사결과를 공개하여야 한다. 위원회는 그러한 공공의 이익을 위해서 필요하다고 생각되는 경우 이를 시행할 수 있도록 규정하고 있다.

또한 금융개혁법 제8장 §802(b)는 제8장의 목적이 금융시스템의 시스템 리스크를 줄이고 금

용시장의 안정성을 증진시키는 데 있다는 것을 언급하면서 §804조에서 금융안정감독위원회로 하여금 청산절차와 관련하여 ‘시스템상 중요한(systemically important)’ 기관을 지정하도록 하고 있으며, §805(a)는 상품선물거래위원회(CFTC)로 하여금 파생상품청산기구(DCO) 중 금융안정감독위원회가 시스템상 중요하다고 결정한 기구에 대한 규제를 할 수 있도록 하고 있다. 따라서 상품선물거래위원회(CFTC)는 이에 따라 시스템상 중요한 기구에 대해서는 좀 더 강화된 규제를 시행령을 통해 하고 있다.

최근 확정 공포된 상품선물거래위원회(CFTC)의 시행령은 5천만 달러의 최소 자본금을 청산기구가 되기 위한 조건으로 설정함으로써 새로운 수입원으로 부각하고 있는 청산기구 시장에 대한 진입장벽을 낮춤으로써,<sup>17)</sup> 규모가 작은 기관도 청산기구로 시장진입이 쉬워지겠지만, 위에서 언급한 바와 마찬가지로 청산기구 자체로부터 비롯되는 또 다른 시스템 리스크에 대한 문제가 여전히 문제로 남게 되었고, 이는 결국 규제기관의 규제능력이 결정할 문제로 남게 되었다.

(다) 매매체결기구(Swap Execution Facility: SEF)에 관한 규제

청산되어지는 스왑은 그 거래가 매매체결기구를 통해서 이루어져야 하고, 이를 위해서는

그 거래의 표준화가 필요하다. 왜냐하면 장외파생상품이 거래당사자 간의 사적 거래가 아닌 매매체결기구를 통해서 거래되어야 하기 때문이다. 즉 금융개혁법에 의한 규제가 마련되기 이전에는 장외파생상품은 각 거래당사자가 그 필요에 맞추어 그 계약내용이 결정되었기 때문에 많은 다양한 형태가 존재했었지만, 금융개혁법이 매매체결기구를 통하여 투명한 거래, 시장에 대한 공정한 접근성, 그리고 시장조작의 방지를 확보하려고 하기 때문에 그 표준화가 필요하게 된 것이다.

이와 관련하여 상품선물거래위원회(CFTC)는 2011년 1월 21일 관련 시행령 안을 발표했다. 이에 따르면, 매매체결기구가 되기 위해서는 일반적으로 상품선물거래위원회(CFTC)에 등록하여야 한다. 그러나 상품선물거래위원회(CFTC)가 해당 매매체결기구가 증권거래위원회(SEC) 혹은 다른 규제기관에 의해서 비슷한 정도의 종합적인 감독과 체계적인 규제를 받고 있는 경우와 상품선물거래위원회(CFTC)가 그 등록신청서를 처리하는 동안 임시적으로 그 등록의무를 유예시켜 주는 경우에는 그러한 등록이 면제된다. 하지만 이는 시행일로부터 365일 동안만 인정되도록 되어 있다. 다음에서 살펴보듯이 상품선물거래위원회(CFTC)의 시행령 안은 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안과 차이를 보이고 있기도 하다.



17) 시행령의 채택에 대한 의결에서 Jill Sommers와 함께 반대견해를 표시한 Scott D. O'Malia 위원은 시스템 위험 감소를 위해서 부족하다는 견해를 표시했다.

증권거래위원회(SEC)는 증권기반스왑 매매 체결기구와 관련하여 Regulation SB SEF(Regulation Swap-Based Swap Execution Facilities)를 제안했다. 먼저 거래가능성의 결정에 관하여 증권거래위원회(SEC)는 각 매매체결기구가 검토위원회(Swap Review Committee)를 설치하도록 하고 있는데, 검토위원회는 첫째, 증권기반스왑의 유동성이 그 증권기반스왑의 거래플랫폼을 위해 적절한 수준인가, 둘째, 그 증권기반스왑이 주문을 내는 참여자들에게 좀 더 본질적인 가격투명성을 제공하는 Request For Quote(RFQ)<sup>18)</sup>와 같은 다른 형태의 플랫폼에서 거래되는 것이 더 적절한가, 혹은 셋째, 증권기반스왑이 시장조작에 쉽게 영향을 받는가와 같은 것을 정기적으로 검토하고 고려해야 한다고 하고 있다.

시행령 안은 증권기반스왑 매매체결기구는 '다수 참여자'라는 요건을 필요로 한다고 하면서, 이와 관련하여 하나 이상의 참여자가 하나 이상의 다른 참여자의 거래이익과 상호작용할

수 있도록 해 주는 시스템이나 플랫폼을 의미한다고 해석하고 있다. 즉 다수참여자 대 다수참여자(multiple participant to multiple participant) 요건을 필요로 하고 있다. 많은 거래시스템이 이러한 요건을 충족시킬 수 있을 것으로 예상되며, 이러한 요건으로 말미암아 1:1 거래의 방식은 허용되지 않게 된다. 즉 기존 장외파생상품의 거래가 거래당사자 간의 일대일 방식이었던 것을 그 정의를 통해서 배제하겠다는 의도로 해석된다.

블록거래(block trade)와 관련하여 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안은 블록거래와 비블록거래를 차별화하여 규정을 만들 수 있도록 하고 있는데, 이는 블록거래 이전의 투명성에 대한 요청이 소위 '프런트 런닝(front-running)'<sup>19)</sup>의 문제를 발생시킬 수 있을 뿐만 아니라 결과적으로 유동성도 감소시킬 수 있다는 우려에서 고안된 것이다. 이는 상품선물거래위원회(CFTC)의 방식과 차이가 있다. 즉 거래 전 투명성 요건을 블록거래에 전혀 적용하고 있지 않



18) 거래의 방식은 크게 Limit Order Book방식과 Request for Quote(RFQ)방식이 있다. 전자는 기존의 주식거래방식과 유사하다고 생각하면 된다. 예를 들어, 어떤 거래에 관한 청약(offer) 혹은 투찰(bidding) 가격이 최고가격에서 최저가격까지 순서별로 공개가 되고, 이에 대해서 고객이 상한이나 하한을 정해서 청약 혹은 투찰을 하게 되는 방식을 말한다. 딜러를 통해서 서로의 조건이 맞는 매칭거래를 찾기도 하고, 혹은 고객이 직접 매칭거래를 찾기도 한다. RFQ방식과 차이는 청약 및 투찰 가격 등이 공개되므로 거래의 투명성이 보장된다는 점과 딜러 없이 직접거래가 가능하므로 비용적 효율성이 존재한다는 것이다. 이에 반해 후자는 딜러를 통해서만 이루어지는 간접거래방식만이 가능하다. 또한 Limit Order Book방식과 달리 모든 정보가 공개가 되지 않기 때문에 정보의 비대칭성으로 인해 고객이 직접 매칭거래를 할 수가 없다. 명칭 자체가 말하듯이 고객은 호가(quote)를 요청만 할 수 있을 뿐 직접적인 접근이 허용되지 않는다. 따라서 딜러의 존재가 반드시 필요한 거래방식이라고 할 수 있다. Limit Order Book방식이 전 세계적으로 대부분의 거래소가 채택하는 방식이다.

19) 브로커(broker)가 처리 중인 고객의 주문에 대한 정보를 미리 알고 있기 때문에 이를 이용해서 자기계산으로 거래를 하여 이익을 취하는 것을 '프런트런닝(front running)'이라고 한다. 이는 처리 중인 주문이 있는 경우, 그러한 주문이 가격에 영향을 미치게 되므로 그러한 정보를 이용하여 거래를 하는 것은 불공정하기 때문에 법으로 이를 금지하고 있다.

다. 또한 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안은 상품선물거래위원회(CFTC)의 안과 달리 ब्ल록 거래의 최소 규모를 지정하지 않고 있다.

증권거래위원회(SEC)는 증권기반스왑 매매 체결기구가 대규모 위험발생을 초래할 수 있는 참여자의 이행불능 상태에도 불구하고 이를 지탱하기 위한 요건으로서 1년 동안의 운영비용(operation cost)<sup>20</sup>을 충당할 수 있는 금액을 초과하는 정도의 재원을 확보하도록 하고 있다. 그러나 상품선물거래위원회(CFTC)의 시행령 안과 달리 적어도 6개월 간의 운영비용을 충당할 수 있는 정도의 현금 혹은 유동성 있는 증권을 보유해야 한다는 요건을 가지고 있지는 않다.

이 외에도 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안은 이해관계의 상충 문제를 해결하기 위한 지분과 이사선출에 관한 제한을 두고 있으며, 준법감시인(Chief Compliance Officer)를 설치하도록 하고 있다.

(라) 마진(Margin)에 관한 규제

마진<sup>21</sup>에 대한 규제는 기본적으로 청산되는 스왑에 대해서만 적용이 된다. 하지만 제7장 제723조에 따르면, 금융기관이 아닌 상업최종이용자(non-financial entity commercial end users)로서 상업적 위험을 해지하거나 감소시키기 위

한 스왑 거래를 하는 경우에는 강제적인 청산에 대한 적용제외를 허용해 주고 이에 따른 청산기구의 마진에 대한 규제도 받지 않도록 하고 있다. 또한 제7장의 제731조와 734조에 따르면, 상품선물거래위원회(CFTC)와 다른 은행규제기관은 청산되지 않는 스왑에 관하여 스왑딜러에게 마진에 관한 제한규정을 둘 수 있다.

상품선물거래위원회(CFTC)는 은행이 아닌 스왑딜러에게는 강제적인 마진 요건을 부과하지는 않았지만, 그 대신 은행이 아닌 스왑딜러에 대하여 최종이용자와의 사이에 신용지원계약(credit support arrangements)을 체결하도록 하고 있다. 상업최종이용자인 경우, 상품선물거래위원회(CFTC)는 은행이 아닌 스왑딜러로 하여금 무담보노출(unsecured exposure)에 대한 제한을 만들 수 있도록 하고 있지만 마진은 매주 회수되어야만 한다는 것을 요구하고 있다. 상품거래위원회의 시행령 안은 은행이 아닌 스왑딜러가 상업최종이용자인 계약당사자로부터 마진을 회수하도록 요구하지 않고 있지만 계약당사자들은 마진이 설정된 기준 이하로 떨어지는 경우에는 마진을 요구하도록 하고, 설정 가능한 담보물에 대한 제한을 두도록 하며, 평가손인정비율(valuation haircut)을 부과하고, 비용의 증가를 가져올 가능성이 있음에도 불구하고



20) 상품선물거래위원회(CFTC)와 증권거래위원회(SEC)의 시행령 안 모두 이에 대한 정의를 하고 있지는 않다.

21) 마진은 초기마진(initial margin)과 변동마진(variation margin)으로 구성되는데, 전자는 문자 그대로 초기에 납입되는 것을 말하며, 후자는 예상되는 계약의 가치(expected value of the contract)가 변화되는 것에 따라 매일 새로이 적용되는 마진을 말한다.

상업최종이용자로 하여금 담보물을 제3자에게 별도의 계좌로 보관하도록 요청할 수 있게 하는 신용지원 계약을 서면으로 작성하도록 요구하고 있다.

이러한 상품선물거래위원회(CFTC)의 입장과 달리 은행감독기관들은 예금보험에 가입된 기관인 스왑 딜러들에게 강제적 마진 회수를 규정하는 시행령 안을 제시하고 있다. 그러므로 이러한 시행령에 따를 경우, 은행인 스왑 딜러는 금융기관 최종이용자와 상업 최종이용자 모두에게서 각 기관의 신용도와 관계없이 비청산 스왑에 관해서 초기마진과 변동마진을 모두 강제 회수할 수 있는 것이다.

금융개혁법 제7장에 의해서 폐기되기 전의 CFMA에 따르면, 신용도가 좋은 상업 최종이용자는 거의 신용지원계약을 체결하지 않았고 담보물을 제공하지 않았다. 즉 상품선물거래위원회(CFTC)의 규제를 받는 비은행 스왑 딜러는 단지 자신과 상업 최종이용자와의 사이에서 은행 스왑 딜러에게는 요청되는 강제적 마진회수가 요구되지 않고 단지 신용지원 계약만을 체결하도록 요구되고 있기 때문에, 이러한 규제방향의 차이는 추후에 상업 최종이용자가 비은행 스왑딜러와의 파생상품 거래를 선호하는 결과로 흐를 수도 있다는 우려가 있다. 따라서 현재의 두 시행령 안은 그 조화가 모색될 필요성이 제기되고 있는 실정이다.

(마) 포지션(Position)에 대한 규제

제7장은 스왑의 거래량에 대한 규제를 하고 있다. 이를 ‘포지션 제한’이라고 한다. 이러한 포지션 제한은 어떤 ‘비(非)헤지 목적의 시장참여자(non-hedging market participant)’가 보유할 수 있는 특정 상품에 대한 계약의 수에 대한 상한을 설정하는 것인데, 이는 상품선물거래위원회(CFTC)가 계속적으로 주장해 온 과도한 거래의 방지가 투기를 통한 시장에 대한 악영향이나 가격의 왜곡을 최소화할 수 있다는 관점에서 비롯된 것이다.

제7장의 제737조에 따르면, 상품선물거래위원회(CFTC)는 선물계약뿐만 아니라 스왑계약에 대해서도 포지션 제한을 하도록 되어 있다. 2011년 1월 상품선물거래위원회(CFTC)는 에너지, 금속, 그리고 농산물을 포함하는 선물계약과 이러한 선물계약과 동일한 경제적 의미를 갖는 스왑계약에 대해서 포지션 제한을 규정한 시행령 안을 제출했다.<sup>22)</sup>

물론 위에서 말한 비헤지 목적의 시장참여자 와 달리 헤지 목적으로 선물시장을 이용하는 경우에는 이를 시장에 대한 투기로 볼 수 없기 때문에 상품선물거래위원회(CFTC)는 시행령 안에서 헤지 목적의 시장참여자에 대해서 포지션 제한을 두지 않도록 하고 있다. 그러나 이러한 적용제외는 물리적 상품 헤지에만 적용이 될 뿐 이고, 에너지, 금속 그리고 농산물을 포함한 헤



22) 2011년 10월 19일 상품선물거래위원회(CFTC)는 최종 시행령을 위원회의 3-2 의결로 채택했다. 그러나 이 글이 작성될 무렵까지 그 최종안이 공개되지는 않았다.

지 거래를 하는 금융최종이용자(financial end users)에게는 적용이 없도록 하여 그 범위가 협소한 것이 사실이다. 이에 관하여 이러한 좁은 범위의 적용제외가 많은 뮤추얼 펀드와 그 외의 다른 금융기관이 사용하고 있는 포트폴리오 헤징과 같이 합법적인 헤징 전략까지도 규제의 범위에 포함시키는 부정적인 결과를 가져올 수 있다는 비난이 나오고 있는 실정이다. 그러나 금융 최종이용자가 아닌 상업 최종이용자(commercial end users)의 경우에는 이러한 적용제외의 대상이 되기 위해서 사전에 상품선물거래위원회(CFTC)에 그와 관련한 신청을 하도록 규정하고 있다.

금융개혁법은 상품선물거래위원회(CFTC)가 시장참여자의 포지션 감시를 위한 대형 거래인들의 일일 보고의무를 부과함으로써 포지션 제한에 관한 규정을 집행할 수 있도록 하고 있다. 이를 위반할 경우 벌금이 부과되거나 거래금지 조치를 받게 된다.

#### (바) 보고와 기록의무

제7장은 스왑 시장 참여자들에게 보고의무와 기록보존의무를 부과하고 있다. 특히 규제에서 제외되는 스왑 시장 참여자들에 대한 기록보존의무의 부과는 증권거래위원회(SEC)에 비해 상품선물거래위원회(CFTC)가 좀 더 명백한 입장을 표명하고 있다. 상품선물거래위원회(CFTC)의 시행령 안에 따르면, 규제가 면제되는 경우 스왑거래를 하는 경우에는 그 스왑거래정보를 기록해야 할 뿐만 아니라 스왑거래가

종료된 이후 5년 동안 그 기록이 보존되도록 하고 있다. 또한 그 기록은 3 영업일 내에 그 확인이 가능하여야 할 뿐만 아니라, 이는 법무부(Department of Justice), 증권거래위원회(SEC), 그리고 상품선물거래위원회(CFTC)의 검사를 받게 된다. 실제로 많은 스왑 최종이용자는 기존의 규제에 따라 이러한 새로운 규제에서 요구하는 것과 비슷한 기록을 보존하고 있기 때문에, 사실 새로운 기록보존 규제가 이러한 최종이용자에게 부담이 될 것으로 예상되지 않는다는 입장이다.

보고의무와 관련하여 상품선물거래위원회(CFTC)와 증권거래위원회(SEC)는 청산여부와 관계없이 모든 스왑거래에 관한 종합적인 정보를 스왑거래정보보관소(Swap Data Repositories: SDRs)에 보고하도록 하는 시행령 안을 제출하였고, 이를 통해 외국과 국내의 규제당국이 이러한 정보에 대한 접근이 가능하게 될 것으로 예상되고 있다. 그러나 위에서 설명한 기록보존의무와 달리 보고의무는 특정한 최종이용자에게는 우려가 될 수 있는 규제라는 의견이 있다.

먼저 스왑거래정보의 보고시기와 관련하여, 시행령 안에 따르면 전자적으로 이루어지는 스왑에 대해서는 상당히 짧은 시간 내에 보고가 이루어지도록 요구하고 있는데, 즉 해당 정보는 기술적으로 가능한 범위 내에서 가장 신속하게 보고가 이루어져야 하고 그 스왑계약의 체결 이후 15분 이상을 지체해서는 안 된다는 것이다. 즉 이러한 규제는 관례적으로 사용되어 온 스왑거래의 확인절차(confirmation)와 관련된 내용

을 협상하는 시간을 상당히 감소시켜 스왑 딜러가 새로운 스왑거래를 위한 헤지계약을 체결할 시간을 거의 주지 않게 되고, 만일 이러한 규제 의무의 준수가 헤지되지 못하는 스왑거래계약을 체결하게 되는 결과를 초래하게 되면, 결과적으로 최종이용자들이 이러한 계약에 대해서 상당한 희생을 감수해야만 하는 경우가 발생하게 될 가능성이 커지게 된다는 것이다.

스왑거래정보의 공개는 사업 전략적 목적으로 상당한 규모의 스왑거래를 하는 최종이용자에게 부담을 줄 수 있다는 것이다. 왜냐하면 그러한 사업자에 관한 정보가 스왑거래의 주요 내용과 함께 공개되기 때문이다. 그러한 공개로 인해서 다른 시장참여자들이 그러한 최종이용자인 사업자의 이익과 배치되는 거래를 만들어 낼 수도 있게 되어 결국 해당 스왑거래를 체결한 사업자가 추구하는 사업전략을 약화시키는 결과를 초래할 수 있게 된다는 것이다. 이에 관하여 상품선물거래위원회(CFTC)는 그러한 사업자의 신상정보가 노출되지 않을 것이라는 것을 명백히 했으나, 증권거래위원회(SEC)는 모든 스왑거래참여자에 대해 부여된 식별번호(Identifying number)는 공개되어야 한다고 시행령 안에서 밝히고 있다. 그러나 이러한 증권거래위원회(SEC)의 입장에 대해서 최종이용자들은 그러한 식별번호가 어떤 이용자와 연계되어 있는지의 여부는 결국 아주 쉽게 알 수 있을 것이라면서 이러한 규제에 대해서 상당한 우려를 표명하고 있다. 상당한 거래 규모를 갖고 있는 최종이용자들에게는 사실 그

러한 식별 정보가 없더라도 공개되는 거래정보로 인해 결국 시장에 대한 최종이용자가 원하지 않는 관심만을 불러오게 될 것이라는 우려가 있는 것도 사실이다.

### III. 결론

금융위기 이후 그러한 위기의 재발을 방지하기 위한 미국의 금융개혁법은 이제 막 그 시행을 위한 준비를 시작했다고 해도 과언이 아니다. 360일 내에 관련 시행령을 제정하도록 하였지만, 많은 주요 시행령들이 최근에서야 제정되기 시작했을 뿐만 아니라, 그러한 지체는 과연 금융개혁법이 효과적일 것인가에 대한 회의적 목소리가 나오도록 하였다. 그러한 회의적 목소리의 중심에는 새로운 규제내용은 또 다른 시스템 리스크를 창출할 뿐이라는 것이다. 물론 금융개혁법이 완전한 방책이 되지는 않을 수 있다. 그러나 적어도 동일한 금융시장의 붕괴가 다시 일어나 소비자에게 피해를 가져오는 일을 방지하는 데 기여할 것이라는 긍정적 시각이 옳았다는 결론에 이르기 위해서는 결국 규제기관이 얼마나 효율적으로, 그리고 효과적으로 규제 노력을 펼치느냐에 달려 있다고 할 것이다.

**김 남 우**

(해외입법조사위원, 노스롤라이나 卍 변호사)