

派生商品去來의 擔保化에 따른 法的 問題

Legal Aspects of Collateralized Derivative Transactions

박 환 일*
(Whon-Il Park)

〈 차 례 〉

- I. 問題의 제기
- II. 倒産節次上的 否認權 행사
- III. 派生商品去來의 擔保化
- IV. 맺음말

· 주제어: 파생상품, 담보화, 회사정리절차, 부인권, 채권자취소권, 일괄청산 네팅

I. 問題의 제기

파생상품을 전문으로 취급하는 금융회사 X사는 Y사와 스왑 계약을 체결하면서 Y사의 스왑 거래에 따른 지급채무의 담보로 Y사가 보유하는 國債를 質取하였다. 그런데 Y사가 자금난에 처하여 스왑 거래를 이행하지 못하고 부도를 낸 후 결국 법원에 회사정리절차개시 신청을 하였다. X사는 Y사에 대하여 모든 거래를 정지하고 담보물인 國債를 처분하고 변제에 응하였다.

Y사의 법정관리인은 X사의 채권처분행위가 법정관리에 들어간 Y사의 지급정지 후 채무의 소멸에 관한 행위라는 이유로 否認權을 행사하고 그 효과로서 처분대금 상당액의 지급을 청구하였다. 이 경우 X사는 무슨 조치를 취할 수 있는가.

회사정리법상 否認權이란 정리절차개시 전에 회사가 정리채권자·정리담보

* 경희대학교 법과대학 조교수, 법학박사.

권자를 해하는 것을 알고 한 행위 또는 다른 정리채권자·정리담보권자와의 평등을 해하는 변제, 담보의 제공 등과 같은 행위를 한 경우 정리절차개시 후에 관리인이 그 행위의 효력을 부인하고 일탈된 재산의 회복을 목적으로 하는 권리이다(회사정리법 제78조).¹⁾ 위 사례의 쟁점은 회사정리절차에 있어서 제기 되는 문제들로서 다음과 같이 간추려 볼 수 있다.²⁾

첫째, Y사의 법정관리인은 회사가 채권자를 해하는 행위를 한 적이 없음에도否認權을 행사할 수 있는가. 위의 사례에서 부인권의 대상은 國債에 설정되어 있는 질권을 채권자인 X사가 임의로 실행을 한 것이다.

둘째, 부인권이 행사되었을 당시 정리담보권자의 신고기간이 이미 도과되어 버린 경우 당해 정리담보권자를 구제하는 것이 옳은가. 만일 옳다면 어떻게 구제할 수 있는가.

셋째, 부인권의 행사가 허용되더라도 부인대상 행위로 인하여 담보물이 다른 사람에게 처분되어 원래의 상태로 회복할 수 없는 경우라면 당사자의 법률관계는 어떻게 되는가.

끝으로 위의 사례는 派生商品(derivatives) 거래를 촉진하고 원활히 하기 위한 담보거래라는 점에서 파생상품 거래시 유가증권을 담보로 제공하는擔保化(collateralization)³⁾가 과연 우리 法制上 유효하게 이루어질 수 있는지 알아볼 필요가 있다.

이하 본고에서는 위의 사안에 있어서 우선 법정관리인의 부인권 행사가 가능한지 대법원판결을 중심으로 검토한 후, 우리나라에서 場外(OTC) 파생상품 거래를 할 때에는 어떻게 담보를 취득하는 것이 도산절차에 대비해 효과적인지 살펴보기로 한다. 이 문제가 법률적으로 해결되지 않는다면 장외 파생상품 거래가 크게 위축될 수 있기 때문이다. 현재 우리나라에서는 日本과 같은 立法論的 解決을 추진하고 있다.

- 1) 부인권이 강화될수록 私的和議와 같은 법 밖의 도산절차에서도 향후 정리절차상의 부인권을 의식하면서 서로의 권리를 조정하게 되고 회사와 개별적인 거래를 하는 상대방은 불안한 입장에 처하게 된다. [법원] 실무상으로 부인권의 이러한 제반 기능이 적정하게 調和를 이룰 수 있도록 부인권 관련 법규정을 해석·운영할 필요가 있다. 서울지방법원, 『회사정리실무』(개정판), 2001.12, 140면.
- 2) 임채웅, “담보권의 임의적 실행행위와 부인권에 관한 연구 - 대법원 2003.2.28. 선고 2000다50275 판결을 중심으로”, BFL 제1호, 서울대학교 금융법센터, 2003.9, 78면.
- 3) ‘Collateralization’이란 위험관리 목적의 파생상품 거래가 담보(credit support) 없이 이루어지지 못한다는 점에서 ‘擔保化’라는 표현을 쓴다. 場內거래 시에서는 거래소에 증거금(margin)을 납부해야 하고, 場外거래에서는 현금 또는 유가증권을 담보로 제공하는 일이 많다. 일본에서는 ‘有擔保化’라고 한다.

II. 倒産節次上の 否認權 행사

1. 否認의 대상

민법상 債權者取消權(제406조)은 채무자가 채권자를 해하는 행위를 취소하여 유출된 재산을 회복하는 것을 목적으로 각 채권자에게 주어진 권리이다. 도산절차에 있어서는否認의 대상이 조금씩 다른데 和議法上的 부인권은 채무자의 통상적 행위에 속하지 아니하는 행위나 관재인이 이의를 제기한 행위의 효력을 개개의 채권자가 부정할 수 있는 권리이다. 부인권의 행사는 반드시 회의 절차 중에 행사할 필요는 없으며, 訴의 형식을 취할 필요도 없다. 반면 破産法上的 부인권은 일실한 재산을 회복하고 그 회복한 재산을 환가하여 파산채권자에게 더 많은 배당을 하는 데 목적이 있다. 파산절차에서는 담보물권을 갖고 있으면 別除權을 행사할 수 있으므로 절차개시 전의 담보권 실행에 관하여 부인권을 행사할 수 없다. 그러나 정리절차에서는 담보권자도 정리절차에 따른 권리행사의 제약을 받게 되므로(회사정리법 제123조) 절차개시 전의 담보권의 실행이나 담보권자에의 변제를 부인할 수 있다.⁴⁾

본고에서 문제가 된 정리절차개시 후에 관리인이 부인할 수 있는 회사의 행위는 다음과 같다(회사정리법 제78조 1항). 첫째, 회사가 정리채권자 또는 정리담보권자를 해할 것을 알고 한 행위(惡意행위의 부인), 둘째, 지급의 정지 또는 파산·화의개시·정리절차개시의 신청이 있는 후에 회사가 행한 정리채권자 등을 해하는 행위와 담보의 제공 또는 채무의 소멸에 관한 행위(危殆행위의 부인), 셋째, 지급의 정지 등이 있는 후 또는 그 전 30일 내에 회사가 행한 담보의 제공 또는 채무의 소멸에 관한 행위로서 회사의 의무에 속하지 아니하거나 그 방법 또는 시기가 회사의 의무에 속하지 아니하는 것(危殆행위의 부인), 넷째, 지급의 정지 등이 있는 후 또는 그 전 6월내에 회사가 행한 無償행위와 이와 동시하여야 할 有償행위(無償행위의 부인) 등이다.⁵⁾

부인권은 부인하고자 하는 행위에 관하여 집행력 있는 債務名義가 있는 때와 그 부인하고자 하는 행위가 집행행위에 기한 행위인 때에도 행사할 수 있다(회사정리법 제81조). 즉, 채권자가 회사재산으로부터 강제집행에 의하여 변제

4) 한국산업은행, 「企業倒産法 해설」, 1999, 198~199면.

5) 상계서, 200면.

를 받았을 경우 또는 집행력 있는 채무명이가 있는 경우에도 부인의 요건이 존재하는 한 부인할 수 있는 것이다.⁶⁾

2. 任意的 實行行爲에 대한 否認權 행사

회사정리법 제78조의 규정은 채권자·담보권자를 해할 것을 알고 한 회사의 행위가 있어야 부인권을 행사할 수 있는 것으로 되어 있다. 사안의 경우는 Y사가 오래 전에 X사에 채무이행을 위한 담보를 제공한 것이므로 회사의 의무에 속하는 행위를 한 것은 아니지만 偏頗行爲로서 부인의 대상이 되는 것도 아니다.

이와 관련하여 대법원판례는 “회사정리법상의 부인은 원칙적으로 회사의 행위를 대상으로 하는 것이고, 회사의 행위가 없이 채권자 또는 제3자의 행위만 있는 경우에는 예외적으로 회사가 채권자와 통모하여 가공하였거나 기타의 특별한 사정으로 인하여 회사의 행위가 있었던 것과 同視할 수 있는 사유가 있을 때에 한하여 부인의 대상이 될 수 있다”고 판시하였다.⁷⁾

회사의 행위가 없으므로 부인권을 행사할 수 없다고 한다면 현실적으로 회사정리의 목적을 달성할 수 없는 경우가 종종 발생한다. 이러한 경우에는 회사의 행위가 없더라도 實質적으로 회사의 행위가 있었던 것과 동일시할 수 있다면 否認權을 행사할 수 있다고 보아야 할 것이다.

그러나 위의 사안에서는 정리담보권자인 X사가 일방적으로 質物을 처분하여 실행한 것이지 Y사와 通謀 가공하였다는 특별한 사정은 엿보이지 않는다. 따라서 회사정리법 제78조를 직접 적용하기는 어렵다. 다만, 대상행위가 執行權原이 있는 때 또는 執行行爲에 기한 것인 때에는 부인할 수 있다는 제81조의 규정에 의하여 부인권을 행사할 수 있다고 보아야 할 것이다. 日本의 判例 중에도 “채권을 목적으로 하는 질권을 직접 실행하는 방법에 의한 실행행위는 [日本]會社更生法 제81조의 집행행위의 부인의 대상이 되는 행위에 포함된다”고 한 것이 있다. 요컨대 집행행위란 집행기관의 행위로서의 강제집행 및 담보권의 실행으로서의 경매를 포함한다고 본 것이다.

위의 사례와 비슷한 사안에서 대법원은 “회사정리절차에 있어서는 담보권자

6) 상계서, 201면.

7) 대관 2002.7.9. 99다73158; 2002.7.9. 2001다46761; 부인의 대상이 되는 행위는 반드시 법률적으로 유효한 것일 필요는 없고, 허위표시, 착오, 사회질서위반의 법률행위 등과 같이 無效 또는 取消의 사유가 있더라도 무방하다. 서울지방법원, 전계서, 148면.

는 개별적으로 담보권실행행위를 할 수 없고(회사정리법 제67조), 정리담보권자로서 정리절차 내에서의 권리행사가 인정될 뿐, 정리절차 외에서 변제를 받는 등 채권소멸행위를 할 수 없으며(동법 제123조 2항, 제112조), 또한 같은 법 제81조 후단이 부인하고자 하는 행위가 집행행위에 기한 것인 때에도 부인권을 행사할 수 있다고 규정한 취지에 비추어 보면, 질권의 목적물을 타에 처분하여 채권의 만족을 얻는 경우도 그 실질에 있어서 집행행위와 동일한 것으로 볼 수 있어 부인의 대상이 되는 행위에 포함된다”고 실시하였다. 즉, 임의적 실행행위는 집행행위로서의 절차적 요건이 갖추어지는 외에 부인권의 일반 요건인 有害性, 不當性을 갖추었으면 부인권행사의 대상이 된다고 보았다.⁸⁾

이러한 肯定說에 대하여 법률의 문언을 무리하게 확장 해석하는 것으로 채권자의 임의적 실행행위를 事後에 부인하는 것이 되어 채권자의 담보권을 부당하게 무력화시키고, 채권자들이 향후 자신들의 채권을 확보할 방법을 찾을 수 없게 만드는 것이라는 批判이 가해지고 있다. 위의 사례에서와 같이 파생상품 거래는 보유 유가증권을 담보로 제공하는 일이 많은 터에 이러한 질권설정은 담보제공자의 도산 시에 擔保로서의 효력을 전혀 기대할 수 없게 되기 때문이다.

현실적으로 담보권자의 집행행위로서 법정관리인이 부인권을 행사하는 경우란 不動産에 대하여 담보권을 설정하면서 流抵當계약, 양도담보, 假登記擔保등을 임의적으로 실행하는 경우는 별로 없고, 주로 動産이나 유가증권, 채권에 대하여 질권을 설정한 다음 임의로 실행행위가 이루어진 경우가 대부분일 것이다. 그런데 질권의 경우 채권자가 질물을 임의로 처분하여 채권의 만족을 구하는 것이 일반적이므로 이를 부인권행사에서 제외하는 것은 곤란할 것이다.⁹⁾

3. 否認權行使의 효과

일반적으로 관리인이 訴訟을 통하여 부인권을 행사(회사정리법 제82조 1항)하면 회사의 재산은 原狀으로 회복되며(동법 제87조 1항), 부인대상행위에 의하여 지급되거나 이행된 것은 반환하여야 하고 그 행위로 인하여 소멸되었던 권리들은 부활하는 것이 원칙이다. 위 사안에 있어서는 質物처분에 의한 질권 실행행위가 부인되었으므로 원래의 채권 및 질권이 부활하게 된다. 그러나 만일 질물인 유가증권을 처분하여 현실적으로 증권 자체를 반환 받을 수 없다면

8) 임채웅, 전계 논문, 80면.

9) 상계 논문, 81면.

어떻게 해야 하는가.

이와 관련하여否認의 효과는 단지 부인대상이 되는 행위가 있기 전의 상태로 돌아가면 되는 것일 뿐 회사의 추가적인 출연이 없었음에도 그 대금까지 지급하도록 하는 것은 부당한 이득을 주는 것이라는 견해가 있다. 그러나 상대방에게 質物 처분대금을 보유할 권원이 없다면 그 反射的 效果¹⁰⁾로서 관리인은 그 대금의 지급을 청구할 수 있어야 할 것이다. 이 경우 정리회사의 관리인은 상대방으로부터 받은 게 없으므로 목적물의 반환 또는 가액의 상환을 할 필요가 없다.¹¹⁾

위의 사안에서는 회사정리계획의 인가가 난 상태이므로 관리인의 부인권행사 상대방은 더 이상 채권 또는 정리담보권의 추완신고를 할 수 없고 失權을 하고 만다. 왜냐하면 정리담보권의 추완신고는 정리계획안 심리를 위한 關係人 集會가 끝나기 전에 해야 하기 때문이다(회사정리법 제127조 3항).

그러나 이러한 결과는 심히 불공평하다. 위의 사안에서 담보권자인 X사의 처분행위가 부인의 대상이 되는지 여부는 정리절차가 개시되고 정리계획이 마련될 때까지 의문의 여지가 많으므로 X사가 부인권행사에 대비하여 정리담보권 신고를 하지 않았다 하여 이를 X사의 잘못이라고는 할 수 없을 것이다.

이와 같은 상황에서 대법원은 “회사정리법 제127조 제3항이 정리채권 또는 정리담보권의 추완신고는 정리계획안 심리를 위한 관계인집회가 끝난 후에는 하지 못한다고 규정하고 있으므로, 이 사건과 같이 위 관계인집회가 끝난 후에 비로소 부권이 행사된 경우에 피고는 정리채권자 또는 정리담보권자로서 추완신고를 할 수 없어서 그 권리를 행사할 수 없게 되는데도 원심이 이 사건에 있어 피고가 정리담보권의 추완신고를 할 수 있는 것처럼 실시한 것은 적절하지 못하다”고 하면서 “이와 같은 경우에 정리회사는 피고의 손실에 의하여 부당하게 이득을 얻은 것이므로 피고는 회사정리법 제208조 제6호 소정의 공익채권인 정리절차개시 후 회사에 대하여 생긴 부당이득 청구권으로서 이를 원

10) 原物返還이 불가능하여 價額返還이 이루어지는 경우와 마찬가지로 그 법적 근거는 不當利得이라고 본다. 상계 논문, 83면.

11) 會社整理法은 否認權이 행사된 경우 그 후속처리에 대하여 규정을 두고 있다. 즉, 제88조는 부인대상 행위로 인하여 목적물 또는 이익이 현존할 때에는 그 目的物 또는 利益, 현존하지 않을 때에는 그 價額에 대하여 상대방은 共益債權者로서의 지위를 갖는다. 따라서 자신이 이행하여야 할 의무에 대하여 관리인의 이행행위가 있을 때까지 同時履行抗辯權을 행사할 수 있다. 그러나 제89조에 의하여 목적물 또는 가액을 반환하여야 상대방의 채권은 原狀回復이 되는 것이므로 상대방은 이에 대하여 동시이행항변권을 행사할 수 없으며, 이행이 이루어진 뒤에 비로소 채권이 회복되는 것이다.

고에게 청구할 수 있다고 봄이 상당할 것이다”¹²⁾라고 부연하고, “그 부당이득액은 행사할 수 없게 된 권리가 회사정리절차에서 신고할 수 있는 기간 내에 신고되었더라면 정리계획에서 인정되었을 것과 동일한 조건으로 지급되어야 할 것이다”라고 판시하였다.

요컨대 부인권행사의 상대방을 조금이라도 구제하기 위해서는 이론상으로 追完申告를 허용하자는 견해¹³⁾와 共益債權으로서 인정하자는 견해 둘로 나뉜다. 그러나 정리담보권의 추완신고를 허용하는 것은 회사정리절차를 번잡하게 만들 우려가 있으므로 추완신고는 허용하지 말고 그 대신 상대방을 구제할 수 있는 길을 찾는 것이 바람직하다. 그러므로 가장 유사한 정리담보권자에 준하는 권리만을 인정해주기로 하고, 정리계획의 변경권을 인정하여 정리절차 외에서 청구할 수 있도록 변경된 채권의 범위 내에서 共益債權者와 유사한 지위를 인정(회사정리법 제208조 6호)하는 것이 좋을 것이다.¹⁴⁾

3. 否認權行使에 따른 對策의 필요성

이상의 논의를 본고 첫머리의 사안에 적용하면 다음과 같다.

X사는 채무불이행 사태에 즈음하여 질권자로서 담보로 제공된 유가증권을

12) 대판 2003.3.28. 2000다50275. 대법원은 비슷한 시기에 심리한 관련사건에서 “정리회사의 관리인이 정리계획안 심리를 위한 관계인집회가 끝난 이후 부인의 소를 제기함으로써 상대방이 그 부활한 채권을 행사할 수 없게 된 때에는 정리회사가 상대방의 손실에 의하여 부당하게 이득을 얻은 것이 되므로 정리회사의 관리인은 이를 정리절차개시 이후에 발생한 부당이득으로서 회사정리법 제208조 제6호 소정의 공익채권으로 상대방에게 반환할 의무가 있고, 다만 그 경우에 반환하여야 할 부당이득액은 부활한 채권이 정리채권으로서 회사정리절차에 참가하였다면 정리계획에 의하여 변제받을 수 있는 금액이라고 봄이 상당하므로 그 상대방의 채권과 같은 성질의 채권에 대하여 정리계획에서 인정된 것과 동일한 조건으로 지급할 의무가 있다”고 판시하였다. 대판 2003.1.10. 2002다36235.

13) 三ヶ月章 外, 「條解 會社更生法」(中), 弘文堂, 1999, 24면 이하 참조.

14) 共益債權說은 결과적으로 타당한 결론을 도출하기 위한 것으로 이해되나 부인권행사로 초래된 결과가 왜 부당이득이 되는 것인지 설명이 불충분하고, ‘같은 성질의 채권에 대하여 정리계획에서 인정된 것과 동일한 조건’이라는 것의 의미도 애매하여 다툼의 여지가 있다고 본다. 임채용, 전제 논문, 87면. 현실적으로 관리인이 부인권을 행사하는 경우란 부인에 따른 원상회복의 이익이 절차비용을 크게 상회하는 경우이고 이는 정리채권자, 정리담보권자에게도 이익이 되므로 다툼의 가능성은 많지 않을 것이다. 국회에 제출된 「채무자회생및파산에관한법률(안)」에 서는 정리계획안 심리를 위한 관계인집회가 끝난 후에 부인된 때에는 상대방은 1개월 이내에 추완신고를 할 수 있도록 하여 追完申告說에 따른 입법적 해결을 도모하였다.

처분하여 채권의 만족을 구할 수 있으나, Y사에 대한 정리절차개시 신청에 의하여 법원의 보전처분이 내려진 경우에는 정리절차에 의하지 않은 임의적인 質物 처분행위는 관리인의 부인권행사 대상이 될 수 있음¹⁵⁾을 유의해야 할 것이다.

정리절차 중에 있는 Y사의 관리인이 부인권을 행사한 경우 X사는 원상회복 의무가 있지만 유가증권을 처분한 경우 관리인은 그 가액의 상환을 청구할 수 있을 뿐이다. 그리고 X사는 정리담보권의 追完申告를 하기보다는 정리계획이 변경된 것으로 보아 변경된 채권의 범위 내에서 共益債權으로서 Y사에 청구할 수 있을 것¹⁶⁾이다.

그러나 문제는 X사에 유가증권을 담보로 제공하고 질권을 설정한 것이 Y사의 스왑 거래에 따른 신용을 보장(credit support)하기 위한 것이므로 X사가 이와 같은 담보제공의 실효성에 의문을 갖는다면 Y사는 물론 다른 기업들에 대해서도 더 이상 파생상품 거래를 할 수 없게 된다. 파생상품 거래가 단독으로 또는 다른 거래에 수반하여 국제적으로 널리 행해지고 있는 오늘날 우리나라에서의 장외 파생상품 거래에 법적인 문제가 있다면 많은 외국의 거래참여자들이 한국 당사자들과의 거래를 회피하거나 비용이 따르는 보완조치를 요구하게 될 것이다. 그러므로 파생상품 거래에 있어서의 담보적 효력을 제고하기 위한 별도의 대책이 마련되어야 하며, 이 문제는 節을 바꿔 설명하기로 한다.

Ⅲ. 派生商品去來의 擔保化

1. 擔保化의 필요성

최근 들어 국제적으로 派生商品 거래¹⁷⁾가 폭발적으로 증가하면서 그에 따른 信用危險(credit risk)이 문제가 되고 있다. 오늘날 파생상품 거래는 금융자산에 한하지 않고 귀금속, 석유, 전력 등 일반 상품, 에너지로 대상이 확대되고 있으

15) 대판 2003.3.28. 2000다50275.

16) 대판 2003.1.10. 2002다36235.

17) 파생상품이란 말 그대로 그 가치가 기초자산의 가격변동에 따라 결정되는 상품을 말하며 先物(futures), 옵션(options), 스왑(swaps) 거래로 나뉜다. 대상자산은 통화·금리·채권 등의 금융자산 외에 이와 유사한 株價指數 등의 자산가치지수(index), 농산물·귀금속·석유·전력 등의 상품·에너지 등 광범위하다.

며 그만큼 위험도 커지고 있다. 파생상품을 거래하는 당사자가 금융기관일 경우 거래금액의 일정 부분이 위험자산에 산입(conversion)되어 自己資本比率(capital adequacy ratio)의 유지가 어려워진 데다 1990년대 들어 전세계적으로 금융위기가 확산되면서 거래상대방의 破産可能性이 상존해 있는 실정이다.¹⁸⁾ 이에 따라 파생상품 거래에 있어서도 네팅(netting)¹⁹⁾이 보편화되는 한편 각종 信用補強(credit support)이 요구되고 있다.

이와 같이 파생상품 거래는 그것이 危險管理(risk management)의 수단인 동시에 投機(speculation) 수단이 됨으로써 거래금액의 증가에 따른 위험성을 담보할 필요성이 증대되고 있다. 파생상품 거래에 있어서 문제가 되는 것은 거래당사자의 일방이 파산하는 등 신용위험이 현재화된 경우이다. 더 이상의 파생상품 거래가 불가능하므로 거래를 종결시키고 파생상품 거래의 포지션을 時價로 평가하여 일괄청산하게 된다. 즉 당사자간의 모든 채권·채무가 변제기에 놓인 것으로 보고 하나의 잔액채권으로 청산하는 것이다. 통상 이러한 내용은 파생상품 거래계약서에 一括清算(close-out) 조항으로 규정되어 있다. 이 경우 신용위험은 거래상대방으로부터 지급 받을 총액(gross amount)이 아니라 거래상대방으로부터 지급 받을 금액에서 자기가 상대방에게 지급할 금액을 차감한 잔액(net amount) 기준으로 산정하게 된다.²⁰⁾

이때의 잔액채권을 회수하는 것도 불확실하기 때문에 파생상품 거래를 하는 은행, 증권회사, 보험회사는 고객들과의 거래위험을 헤지하기 위하여 비슷한 類型의 또 다른 거래를 행하는 경우가 많다. 만일 어느 거래가 이행되지 않을 경우에는 그 다음의 거래도 연쇄적으로 채무불이행에 빠지기 쉽다. 파생상품 거래는 그 기초가 되는 자산을 보유하지 않더라도 거액의 거래가 가능한 금융기법이므로 이와 관련된 신용위험의 관리는 당해 금융기관뿐만 아니라 파생상

18) 1990년대 들어 금융시장의 불확실성이 심화됨에 따라 금융기관의 도산(영국 베어링 은행, 홍콩 페레그린 증권회사 등)은 물론 종래 파산할 위험이 없다고 여겨졌던 국가·지자체도 파산위기에 봉착(러시아의 모라토리움, 미국 오렌지 카운티의 파산신청 등)할 수 있음이 드러났다.

19) 네팅이란 스왑 거래의 당사자가 금전을 서로 주고받아야 할 경우 이를 차감계산하여 순채무액만 지급하기로 하는 약정을 말한다. 스왑 거래는 당사자간에 동종의 거래가 다수 이루어지므로 거래 결제를 간소화하기 위해 스왑 계약에 네팅 약정을 포함시키고 있다. 지급 네팅(payment netting), 경계 네팅(novation netting), 일괄청산 네팅(close-out netting)이 있는데, 상대방이 파산하더라도 네팅금액을 지급받을 수 있는 일괄청산 네팅의 효력이 중요시되고 있다.

20) 伊藤剛志, “デリバティブ去來の有擔保化”, 『ファイナンス法大全』, 西村總合法律事務所編, 商事法務, 2003, 611面.

품거래에 참가하는 모든 당사자들에게 매우 중요하다.

그러므로 금융기관들의 경우 파생상품 거래 시 특히 일괄청산의 결과 발생하는 잔액채권의 신용위험을 줄이기 위해 발생 가능한 잔액채권에 대하여 정기적으로 담보를 제공하는 것이 보편화되고 있다. 이를 파생상품 거래의 擔保化(collateralization)라고 하는데 여기서는 파생상품 거래에 수반되는 담보의 내용 및 그 평가에 대하여 알아보기로 한다.

2. 위 事案에 있어서의 문제점

위에서 살펴본 바와 같이 X사가 스왑 거래에 따른 신용위험을 보장하기 위해 유가증권을 담보로 취득하였지만, 상대방의 채무불이행으로 이를 임의로 처분하더라도 회사정리절차상 부인 대상이 된다면 담보의 효력이 의문시된다. 대법원이 2003년 3월 이러한 취지의 판결을 내림에 따라²¹⁾ 우리나라에서 행하여지는 파생상품 거래에 일대 警鐘이 울렸다. 특히 세계적인 국제금융거래법 전문지인 IFLR誌는 최근호에 국내에서 활동하는 미국변호사의 “한국에서의 파생상품 담보거래 시 불확실성이 우려된다”는 논문²²⁾을 게재하기도 했다.

뉴욕주법을 준거법으로 하는 信用補強契約(Credit Support Agreement: CSA)에 의하여 파생상품 담보거래를 하는 경우 거래당사자들은 적격 담보물에 質權(pledge)을 설정할 수 있다.²³⁾ 영국법을 준거법으로 하는 경우에는 담보목적

21) 대판 2003.3.28. 2000다50275. 이 사건은 파생상품거래와 관련된 것은 아니지만 종래 학설상으로 논란이 되던 것이 대법원판결로 확인되었다는 점에 그 의의가 있다. 이 사건의 개요는 다음과 같다. H사는 C공제조합과 어음채무약정 또는 보증채무약정을 체결하고 그에 의하여 C공제조합으로부터 자금을 차용하거나 각종 보증을 받음으로써 현재 부담하거나 또는 장래에 부담할 채무의 見質擔保로 H사 소유의 C공제조합 출자증권을 제공하였다. H사는 위 약정과 관련하여 C공제조합에 대한 의무를 위배할 경우 C공제조합이 출자증권을 언제든지 법정절차를 요하지 않고 券面금액으로 취득하거나 임의 처분하여 A사의 채무변제나 배상에 충당하여도 이의를 제기하지 않기로 약정하였다. 그러나 H사는 부도가 나자 결국 회사정리절차개시신청을 하고 법원의 정리계획에 대한 인가가 났다. C공제조합은 H사에 대하여 수차에 걸쳐 독촉을 한 끝에 법원의 회사재산보전결정이 내린 후 출자증권을 모두 처분하고 그 대금 전액을 A사의 채무변제에 충당하였다. 이 경우 C공제조합이 출자증권을 처분하고 그의 채권 중 일부에 충당한 행위가 회사정리법 제78조 제1항 제2호에 따라 정리채권자를 해함을 알고 한 행위에 해당하여 부인할 수 있는지 여부가 쟁점이 되었다. C공제조합 측은 약정에 의하여 출자증권을 처분한 행위가 회사정리법에 따른 회사재산보전결정에서 금지하는 행위가 아니므로 부인권행사의 대상이 될 수 없다고 주장하였다.

22) Joshua Margolis and Chul Hyun Kim, "Court ruling leaves uncertainty over secured lending", *International Financial Law Review* (IFLR), September 2003, pp.25-26.

물의 소유권을 상대방에게 양도하는 방식을 취한다. 그러나 한국에서는 파생상품 거래에 있어서 상대방으로부터 담보를 수령하였더라도 상대방이 도산 또는 정리절차개시신청을 한 경우에는 위의 대법원판례에 따라 담보물을 임의로 처분할 경우 부인권의 대상이 되어 그 처분대금을 반환해야 한다.

그러므로 파생상품 거래와 관련하여 외국의 담보권자는 質權을 취득하기보다 다른 대책을 강구하려 들 것이다. 담보물을 뉴욕주법에 의한 CSA에 의하여 관리하기로 하고 한국 밖에서 담보권을 취득²⁴⁾하거나, 還買特約(repurchase agreement)을 체결하거나, 信託 방식 또는 자동적인 期限前解止(automatic early termination) 조항을 두는 방안 등을 고려하고 있다.

거래상대방의 도산에 대비하여 파생상품거래 계약서에 일괄청산 네팅에 관한 규정을 두는 방안도 있다. 이것은 양 당사자가 미리 일정한 범위의 거래로부터 발생하는 채권·채무에 관하여 당사자 일방에게 회사정리절차개시 또는 파산신청과 같은 채무불이행사유가 발생한 경우 당사자간에 존재하는 모든 거래를 종료시키고 채권·채무를 일괄적으로 청산하여 이행기가 도래한 單一債權으로 하는 것을 말한다. 일괄청산 네팅을 인정하는 이유는 도산의 결과 일방 당사자가 채무를 이행하지 못할 危險을 줄이기 위한 것이다. 도산법상 일괄청산 네팅의 효력이 인정될 경우 은행들이 위험자산을 계산함에 있어 보다 유리하고, 상대방에게 담보(credit support)를 제공할 필요가 없게 되거나, 제공하더라도 담보의 규모를 대폭 줄일 수 있게 되며, 상대방은 위험을 통제하기 위한 컷오프 금액을 정함에 있어서도 純支給額을 기준으로 할 수 있다. 그러나 현행 우리의 倒産³法에는 일괄청산 네팅의 효력에 관한 불확실성이 존재하므로 우리 은행들이 다소 불이익을 받고 있는 것도 사실이다.²⁵⁾

23) 오늘날 파생상품 거래에 수반되는 위험의 관리가 중요시됨에 따라 ISDA에서 미국, 영국, 일본 등 준거법별로 표준안을 만들어놓은 CSA는 파생상품 거래에 수반되는 담보적 효력을 확보하기보다는 파생상품 거래의 유동성을 증진하는 데 더 크게 기여를 하고 있다.

24) 만일 담보목적물이 한국 밖에 존재한다면 한국에서의 도산절차의 효력은 그에 미치지 아니한다. 그러나 국제사법의 원칙상 담보거래에 관한 준거법은 목적물 소재지법으로 하게 되어 있으므로 담보목적물이 국내에 존재하는 한 CSA의 내용을 그대로 인정할 수 있을지 의문이며, 오히려 분쟁이 발생할 소지가 늘어날 것으로 보인다. 예컨대 외국의 유가증권 보관기관(custodian)을 통해 Euroclear에 예탁되어 있는 국제증권을 담보로 제공하는 경우에는 국제사법상 준거법을 결정하기가 쉽지 않을 것이다. 박 준·홍선경·이영경, “장의파생상품거래에 관한 법적 문제”, Risk Korea 제2권 1호, 2004.4, 11면

25) 석광현, “파생금융상품거래에 있어서의 일괄청산의 문제점과 도산법의 개정”, 「국제사법과 국제소송」 제2권, 박영사, 2001, 507면.

3. 파생상품 담보거래의 實際

파생상품 거래의 담보화에 관한 법적 문제를 고찰하려면 우선 실제 거래에 있어서 담보가 어떻게 제공되는지 알아볼 필요가 있다.

파생상품 거래와 관련하여 담보는 일괄청산 조항에 기하여 발생하는 잔액채권의 회수를 확보하기 위하여 제공되는 것이다. 이러한 담보 거래는 미리 약정한 일정 계산시점에 파생상품 거래를 일괄청산할 경우 잔액채권으로서 발생이 예상되는 채권액을 계산하여 채무를 부담하는 당사자가 잔액채권을 보유하는 당사자에 대해 채권액에 해당하는 담보를 제공하는 방식으로 행하여진다. 일반적으로 저당권, 질권, 양도담보를 설정하거나, 소비대차계약 등에 의해 담보적 효력을 갖는 법률관계를 맺는 것도 이에 해당한다. 잔액채권으로 발생할 것이 예상되는 채권액은 일반적으로 ‘신용노출’(exposure: 이하 “익스포저”라 함)라 부르고 있다.

한편 파생상품 거래는 매일매일 시세의 변동에 따라 그 가치가 변동(mark to market)하므로 그에 따라 익스포저도 매일 변동하게 된다. 그 때문에 당사자간에는 정기적으로 익스포저를 산출하여 담보를 추가로 제공하거나 잉여담보를 반환해야 한다.

이러한 파생상품 담보거래는 대부분의 거래당사자가 표준계약서로 이용하고 있는 국제스왑·디리버티브 협회(International Swaps and Derivatives Association, Inc.: ISDA)²⁶⁾의 마스터 계약서 부록(Annex) 형태의 담보계약서(CSA)²⁷⁾에 의하고 있다.

26) ISDA는 스왑 거래의 관행을 정착시키고 건전한 거래기준을 확립하기 위하여 1985년 ‘International Swap Dealers Association, Inc.’로 설립되었다. 설립 당시의 회원은 18개사에 불과하였으나 2002년 말 현재 600여 개의 은행, 증권회사로 늘어났다. 거래의 대상이 스왑 등의 금융상품 외에 상품·에너지 등의 모든 파생상품으로 확대되자 명칭도 ‘International Swaps and Derivatives Association, Inc.’로 변경하고 모든 것을 망라한 Derivatives Documentation의 정비에 주력하고 있다.

27) ISDA가 제정한 標準담보계약서에는 뉴욕주법, 잉글랜드법, 일본법을 준거법으로 하는 세 종류의 CSA와 잉글랜드법을 준거법으로 하는 Credit Support Deed가 있다. 2001년 5월에는 ISDA Margin Provisions가 공표되어 시장에서 널리 활용될 것으로 기대된다. 파생상품 거래는 ISDA 표준양식에 따라 계약을 체결할 경우 당사자는 담보물, 그 보유 형태, 거래에 관계되는 法域의 네팅 관련법·도산법의 영향, 담보실무 등의 제요소를 고려한 후 최적의 담보계약서를 선택할 수 있게 되어 있다. 伊藤剛志, 前掲書, 612면 각주 103) 참조.

가. 익스포저(Exposure)의 산출

평가일(Valuation Date)에 ISDA 마스터 계약서에 의하여 행해진 개개의 파생상품 거래의 時價評價額을 산정하여 그 합계액을 산출한다. 그 방법은 당해 평가일의 시점에서 일괄청산이 발생하였다고 가정하고 각각의 시가평가액을 계산하는 것이다.

나. 要擔보제공액(Credit Support Amount)의 계산

익스포저, 즉 거래상대방에 대한 신용위험이 발생하였더라도 상대방의 신용상태가 양호하여 일정 금액까지는 무시해도 된다는, 신용위험이 일정 한도를 벗어나는 때부터 담보를 제공하도록 요구하는 경우가 있다. CSA에서는 이를 각각 독립금액(Independent Amount), 개시금액(Threshold Amount)이라 하고 적정 규모를 설정하고 있으므로 신용위험에 대하여 실제로 제공할 담보액을 조정할 수 있게 되어 있다. 그러므로 파생상품 거래의 담보 거래에 있어서는 실제로 담보로 제공할 필요가 있는 금액(Credit Support Amount)을 먼저 산출하여야 한다.

要擔보제공액은 (익스포저 + 담보제공자에 부여된 독립금액 - 담보수령자에게 부여된 독립금액 - 담보제공자의 개시금액)으로 계산된다.

다. 제공될 담보액(Posted Collateral)의 계산

CSA에 의하여 행하여진 담보 거래는 계속적으로 이루어질 것으로 예상된다. 이미 제공한 담보가 있는 경우 그 해당분은 실제로 제공한 담보액으로부터 차감한다. 제공될 담보가 유가증권인 경우에는 市場價格으로 평가한다.

라. 실제로 결제한 담보액의 계산

위의 나.에서 산출된 要擔보제공액(Credit Support Amount)와 다.에서 산출된 제공될 담보액(Posted Collateral)의 차액분을 담보로 결제하여야 한다. 要擔보제공액이 제공될 담보액을 초과하는 경우에는 담보제공자가 담보수령자에 대하여 그 차액(Delivery Amount) 상당의 담보를 제공하여야 한다. 반대로 제공될 담보액이 要擔보제공액을 초과하는 경우에는 담보제공자가 담보수령자에게 제공한 담보가 잉여분이 있는 경우이므로 그 차액(Return Amount) 상당의 잉여담

보는 담보수령자가 담보제공자에게 반환하여야 한다.

무엇보다도 해당 차액(Delivery Amount 또는 Return Amount)이 많지 않을 경우에는 일일이 이를 결제하는 것이 번잡하기 때문에 최저인도액(Minimum Transfer Amount)을 정해 놓고 당해 차액이 최저인도액을 초과하는 경우에 한하여 결제하는 것으로 한다. 또한 차액(Delivery Amount 또는 Return Amount)을 지급할 때에는 통상 일정 금액 단위로 단수처리를 하고 사사오입(rounding)한다.

추가담보의 제공이나 잉여담보의 반환은 정기적으로 행하여지게 되므로 담보물로서는 권리이전 및 담보권설정 절차 또는 가격평가에 많은 시간과 비용을 요하는 부동산 등은 드물고 현금, 국채 기타 유가증권이 많이 이용되고 있다.

4. 파생상품 담보거래의 法律構成

파생상품의 거래규모가 폭발적으로 증가하고 있는 오늘날 거래당사자들은 그에 따른 신용위험을 줄이기 위해 두 가지의 조치를 취하고 있다. 첫째는 거래상대방에게 信用不安이 생길 경우 채무의 내용, 변제기에 관계없이 대등액에 관하여 소멸시키는 ‘일괄청산 네팅’을 약정하는 것이고, 둘째는 네팅의 결과 생긴 어느 한 당사자의 잔액채무를 확실히 변제받기 위하여 현금, 유가증권 등의 담보를 제공하게 하는 것이다.²⁸⁾

日本에서도 이 문제를 둘러싸고 많은 논란이 있었으나 1998년 6월 「金融機關等이 행하는 特定金融去來의 一括清算에 관한 法律」(이하 “일괄청산법”이라 함)을 제정하고 일정 조건을 갖춘 거래에 대하여는 담보거래와 그 원인이 되는 파생상품 거래를 포함하여 일괄 청산하는 것을 법으로 인정하고 있다.

우리나라에는 아직 이러한 법률이 없는 만큼 현행 법제의 해석상 이러한 일괄청산 네팅이나 담보거래가 가능한 것인지, 또 입법론상으로 日本의 일괄청산

28) 국제결제은행(BIS)의 지급결제시스템위원회(Committee on Payment and Settlement Systems: CPSS)와 G10 중앙은행의 유로화 상임위원회는 1998년 9월 「장의 파생상품의 결제절차와 거래상대방의 위험관리」(OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management)라는 보고서를 발표하였다. 이에 따르면 CPSS는 장의 파생상품 거래에 담보가 널리 이용되고 있음을 지적하고, 특히 국제적인 파생상품 거래 시 유가증권을 담보로 제공하였을 때의 법률 리스크, 운영 리스크, 유동성 리스크, 보관 리스크를 효율적으로 관리하여야 함을 강조하였다. 각국의 금융감독기구로 하여금 신용 리스크를 줄이기 위한 담보 취득시의 감독지침을 제정하고, 담보계약의 시행에 따른 법적 불확실성을 제거하는 데 힘쓰도록 하였다.

법이 모델이 될 수 있는지 담보거래에서 자주 이용되는 현금이나 유가증권을 담보로 취득한 경우를 놓고 검토해보기로 한다.²⁹⁾

가. 전체적인 지급채무를 감축하기 위한 일괄청산 네팅

일괄청산 네팅이란 일괄청산 사유가 발생할 경우 相計適狀이 생긴 것으로 보아 당사자간에 상계를 하는 것을 말한다. 국내 금융기관·기업들이 많이 이용하고 있는 ISDA 계약서에서 도산신청을 期限前解止(early termination) 사유로 할 수 있는지, 이 경우 양 당사자의 손해배상액을 약정하고 서로 차감계산을 할 수 있는지 논란이 되고 있다.³⁰⁾

현행 파산법 제50조, 회사정리법 제103조는 관재인(관리인)이 파산재단 또는 정리회사의 재산을 늘리기 위하여 미이행 쌍무계약의 이행 여부를 선택(cherry picking)할 수 있게 하고 있는 바, 차감계산을 허용하는 것은 이러한 법의 취지를 몰각하기 때문이다. 특히 이해관계자들의 이익을 조정함으로써 재정적으로 곤경에 빠진 주식회사를 회생시키려는 회사정리절차에 있어서는 더욱 그러하다.

이에 대하여 일괄청산 네팅을 할 수 있다고 보는 견해는 첫째, 관재인이 미이행 쌍무계약에 관한 도산법상의 선택권을 행사할 수 있다 해도 도산절차개시 당시에 존재하는 법적인 상태(예컨대 상대방의 도산신청에 따라 파생상품거래가 해지된 상태)를 존중하면서 도산절차를 신속·원활하게 진행해야 한다는 점, 둘째, 관재인의 선택권이 인정되는 것과 마찬가지로 당사자들이 합의에 의하여 도산신청을 해지사유로 규정하는 것도 그것이 특별히 부당한 것이 아니라면 부정할 이유가 없다는 점, 셋째, 위험관리를 목적으로 하는 파생상품거래에 있어서 선택권의 행사 여부를 관재인의 재량에 일임하고 상대방은 관재인의 결정 때까지 무작정 기다리게 한다면 거래의 목적을 달성할 수 없고 신용위험과 법적 불안정성을 키울 수 있다는 점, 넷째, 파생상품거래의 어느 한 당사자가 도산신청을 한 경우 사실상 계약의 이행이 어려워진 것이므로 상대방이 계약을 해지하고 미리 약정한 상계조치를 취하는 것이 불공정하다고 볼 수 없다는 점, 다섯째, 파산법과 회사정리법에 이미 관재인의 선택권에 관한 조항에 불구하고 파산선고 또는 회사정리절차 개시 시 일정한 거래에 관하여 계약이 당연히 종료되도록 규정하고 있다는 점 등을 이유로 제시하고 있다.³¹⁾ 법률

29) 伊藤剛志, 前掲書, 614~620面.

30) 석광현, 전거서, 510면; 新堂幸司·佐藤正康(編著), 「金融取引最先端」, 1996, 189면.

적인 해석론이나 파생상품거래의 현실³²⁾에 비추어볼 때 타당한 견해라고 생각된다.

나. 잔액채무의 이행을 확보하기 위한 法律構成

파생상품 거래의 담보는 주로 현금 또는 국채 등의 유가증권이 이용된다. 채무자의 도산에 따른 일괄청산 후의 잔액채권을 담보하기 위한 방법으로서 日本에서는 일괄청산법 시행 전에 담보목적물에 질권(대부분 根質權)을 설정하는 방법, 소비대차 또는 소비예탁과 상계를 예정하여 상계의 담보적 효력을 이용하는 방법이 많이 쓰였다. 그밖에 양도담보를 설정하는 방법도 있다.³³⁾

(1) 質權 구성

이 방법은 담보물에 根質權을 설정하는 방법이다. 구체적으로는 담보물이 유가증권인 경우 담보를 수령한 당사자를 근질권자로 하여 담보제공 당사자가 당해 유가증권에 근질권을 설정한다. 현금을 담보로 하는 경우에는 현금을 제3자에게 예탁하고 당해 예금채권에 근질권을 설정한다. 그리하여 담보제공 당사자에게 파산 등 일괄청산 사유가 발생한 때에는 質物을 시장에 매각하거나 예금채권을 스스로 회수하여 그 수취금을 잔액채권에 충당하기로 미리 약정한다. 이것은 流質계약에 해당하지만 거래 당사자가 商人이고 商行為에 의한 채권의 담보를 위하여 설정하는 것이므로 문제가 되지 아니한다.

單純질권이 아니고 根질권으로 하는 것은 파생상품 거래에 있어서 담보해야 할 채권금액이 가변적이기 때문이다. 被擔保債權이 장래 발생할 수 있는 일괄청산에 의한 잔액채권인데 잔액채권 금액은 매일매일 변동하는 익스포저에 의하여 변동하는 것이므로 질권을 설정하더라도 익스포저가 일단 零이 되면 질권의 附從性에 의하여 소멸하고 만다. 그러나 근질권으로 하게 되면 개별 채권

31) 석광현, 전거서, 516~518면; 박 준·홍선경·이영경, 전계논문, 10면 참조.

32) 전세계적으로 파생상품거래가 널리 행해지고 있는 오늘날 일괄청산 네팅을 유효하게 할 수 있는지 여부는 자기자본을 위험자산의 일정 비율 이상으로 유지해야 하는 BIS 룰에 비추어 매우 중요한 문제가 아닐 수 없다. 이에 따라 ISDA는 각국의 도산법제에 비추어 일괄청산 네팅 약정이 유효한지 여부를 그 나라 전문변호사의 법률의견을 통해 회원사들에게 공시하고 있다. <<http://www.isda.org>>에서 해당국의 Netting Opinion 또는 Collateral Opinion을 검색하면 된다.

33) 각각의 법률구성에 대한 검토는 坂本哲也, “デリバティブ去來の有擔保化における法的問題--日本國債を用いる場合の法律構成を中心に”, 金融研究 14卷 2號, 1995, 135면; 同, “デリバティブ去來の有擔保化に關する一考察(下)”, NBL 581號, 1995면 참조.

의 성립, 존속, 소멸에 대하여 부종성이 없으므로 일정 범위의 거래로부터 발생하는 채권을 모두 피담보채권으로 할 수 있다.

담보목적물이 現金인 경우 금전은 고도의 流通性이 있기 때문에 일반적으로 점유와 소유가 일치하는 것으로 해석되어 현금에 질권, 근질권을 설정하는 것은 불가능하다. 따라서 제3자에 대한 예금채권으로 전환한 다음에 당해 예금채권에 債權質을 설정하면 된다.

질권 구성의 경우 담보제공 당사자에게 도산 등의 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 질물을 처분하는 것으로 잔액채권에 대하여 우선변제를 받는 것이 예정되어 있다. 한편 담보수령 당사자에게 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 담보제공 당사자는 잔액채무를 지급함으로써 질물의 소유권을 완전히 회복하게 되어 질물의 소유권에 기하여 반환을 청구할 수 있다(일본 파산법 제87조, 회사정리법 제64조).

질권 구성에 있어서는 담보물의 소유권이 담보권자에 이전되지 않으므로 담보수령 당사자(근질권자)가 도산한 경우에도 잉여담보에 대하여 담보설정자가 반환을 받을 수 있는 점이 아래 설명하는 소비대차·상계 구성에 비하여 우수한 것으로 평가된다. 그러나 질권 구성의 경우 다음과 같은 문제점이 있다.

첫째, 담보제공 당사자(질권설정자)에 대하여 회사정리절차가 개시된 경우에는 회사정리절차 외에서 질권을 실행하는 것은 불가능하다(회사정리법 제47조). 담보부 채권은 정리담보권으로서 회사정리절차 내에서 일반 정리채권보다도 우선적인 지위를 갖지만 권리 내용이 변경될 가능성이 있어(회사정리법 제205조) 전액 변제가 이루어지는 경우에도 법원이 정리계획안을 인가한 다음 실제 변제가 행해질 때까지는 상당한 시간이 걸리게 된다. 더욱이 잔액채권을 완전히 회수하는 것이 곤란한 경우가 많다. 또한 정리절차개시신청 후의 질권실행은 첫머리의 사례에서도 보았거니와 관리인에 의해 否認될 가능성이 있음을 유의할 필요가 있다.³⁴⁾

둘째, 제공한 담보의 재활용에도 문제가 적지 않다. 담보거래를 하는 당사자는 자기가 수령한 담보를 자기의 다른 파생상품 거래 등에 담보로 제공하고 효율적인 담보이용을 꾀하게 된다. 그러나 질권 구성에서는 담보수령 당사자는 담보물의 근질권을 갖고 있는 것만으로 담보물의 관리의무를 부담한다. 담보수

34) 은행 등의 금융기관이 파생상품 거래를 하던 중 일괄청산(倒産) 사유가 발생하면 회사정리절차가 개시되기 전에 「금융산업의구조개선에관한법률」 제10조에 의거 금융감독위원회로부터 適期是正措置가 내려질 공산이 크다. 금융기관의 도산 시에는 일반 기업과는 달리 신용시스템의 마비가 우려되기 때문이다.

령 당사자가 당해 담보물을 양도한 경우에는 담보제공 당사자는 이러한 관리 의무 위반을 이유로 질권 자체의 소멸청구를 당할 수 있다(민법 제350조, 제298조). 그러므로 담보수령 당사자가 담보물을 이용하는 방법으로서 轉質이 고려되고 있다. 전질의 법률구성에 있어서는 責任轉質과 承諾轉質로 나뉜다. 파생상품 거래에 있어서는 原근질권의 피담보채권이 되는 잔액채권과 전질권의 피담보채권이 되는 잔액채권이 각기 독립적으로 변동하게 되므로 責任轉質에서는 전질이 무효로 해석될 우려가 있다. 한편 承諾轉質의 경우 전질에 의하여 담보제공 당사자가 담보수령 당사자의 디폴트 리스크를 부담할 가능성이 있음에도 불구하고 과연 담보제공 당사자의 승낙을 얻을 수 있겠는가 하는 문제가 있다.

그리고 일본의 일괄청산법과의 관계에 있어서 질권 구성에 의한 담보거래는 일괄청산법의 적용대상이 되지 아니함(일본 일괄청산법시행규칙 제1조 1호)을 유의해야 한다.

(2) 消費貸借·相計 구성

소비대차·상계 구성이란 담보물로서 인도할 현금 또는 유가증권에 대하여 담보제공 당사자로부터 담보수령 당사자에 대하여 消費貸借계약 또는 消費任置계약에 기하여 대출하거나 임치(預託)하는 것을 말한다.³⁵⁾ 담보제공 당사자 또는 담보수령 당사자에게 도산 등의 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 잔액채권과 소비대차 또는 소비임치의 반환채무를 상계하는 방식으로 잔액채권을 회수하게 된다. ISDA 계약서에 의하면 파생상품 거래당사자가 파산, 회사정리 절차개시신청 등을 하는 경우에는 일괄청산 네팅을 할 수 있게 되어 있다.³⁶⁾

相計適狀이 있으면 상계금지의 특약이 없는 한 채권자는 파산절차, 회사정리절차 외의 상계권을 행사(파산법 제98조, 회사정리법 제48조 1항)함으로써

35) 유가증권에 대하여는 소비대차, 현금에 대하여는 소비임치를 하는 경우가 많을 것이다. 2001 ISDA Margin Provisions에서도 Japanese Margin에 대하여 이와 같이 구성하고 있다.

36) 일괄청산 네팅의 경우 ISDA 마스터 계약서에서 정한 채무불이행사유가 발생한 때 당사자간에 존재하는 모든 거래를 종료시키고 채권·채무를 일괄청산하여 이행기가 도래한 하나의 채권으로 만들게 된다. 이는 관재인이 雙務契約에 관하여 정리절차개시 당시에 아직 그 이행을 완료하지 아니한 경우 관리인이 계약을 해제·해지하거나 회사의 채무를 이행하고 상대방의 채무이행을 청구할 수 있다(파산법 제50조, 회사정리법 제103조)는 선택권을 박탈하는 게 되므로 도산법상 이러한 일괄청산 네팅의 효력을 인정할 수 있는지 문제가 되고 있다. 석광현, 전거서, 509~510면; 박준외, 상계논문, 10면.

앞에서 말한 정리절차에 있어서 질권 구성의 문제점을 해결할 수 있다. 또한 소비대차계약 또는 소비임차계약이므로 당해 담보물의 소유권은 담보수령 당사자에게 이전한다. 그 때문에 담보수령 당사자는 수령한 담보물을 자기의 다른 채무의 담보로 이용하는 것도 얼마든지 가능하다.

그렇지만 소비대차·상계 구성에도 다음과 같은 문제점이 있다.

첫째, 잔액채권과 반환채무와의 相計의 유효성이 문제될 수 있다. 민법상의 상계는 자동채권과 수동채권이 동종의 목적을 갖는 채무일 것을 요한다. 제공된 담보물이 금전이면 문제될 것이 없지만, 담보물이 유가증권인 경우에는 금전채권인 잔액채권과 유가증권의 반환채무라고 하는 다른 종류의 채권·채무를 상계하는 것이므로 민법이 예정한 상계와는 거리가 있다. 여기서 유가증권을 소비대차에 의하여 담보로 제공하는 계약에는 미리 당해 유가증권의 반환에 대하여 담보수령 당사자가 동종 동량의 유가증권 또는 그와 等價인 금전 어느 것을 선택하여 반환할 수 있다(選擇債權, 민법 제406조)는 취지를 규정하는 것이 보통이다. 담보제공 당사자에게 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 담보수령 당사자는 유가증권의 반환채무가 아니라 금전의 반환채무를 선택하여 담보제공 당사자에 대하여 갖는 잔액채권과 상계하는 방식으로 동종성을 갖춘 것으로 취급하는 것이다. 다만, 이에 따른 선택채권도 일괄청산 사유가 발생한 때 외에는 유가증권의 時價 상당의 금전을 반환할 경우 상대방의 동의를 요하는 것으로 하여 평상시에는 동종·동등·동량의 유가증권을 반환하도록 하고 있다.

한편 담보수령 당사자에게 도산 등의 일괄청산 사유가 발생한 경우에 대비하여 마찬가지로 상계시의 채권·채무의 동종성을 갖추기 위하여 담보제공 당사자는 담보수령 당사자에게 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 담보수령 당사자에 대하여 동종·동등·동량의 유가증권 또는 그와 等價의 금전 중 어느 것을 선택하여 반환을 청구할 수 있다는 취지의 계약조항을 넣고 있다. 그리하여 실제로 담보수령 당사자에게 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 담보제공 당사자는 금전의 반환청구를 선택하고 담보제공 당사자가 부담하는 잔액채무와 자기가 담보수령 당사자에게 갖고 있는 금전채권을 상계하는 것으로 하고 있다.

둘째로 소비대차·상계 구성에서는 담보수령 당사자에게 파산 시에 잉여담보가 있는 경우 수령 당사자가 당해 담보를 반환할 수 없다는 점이 문제로 지적되었다. 파생상품 거래의 익스포저는 매일같이 변동하기 때문에 어느 평가시점에서 익스포저에 상당한 담보를 제공하지 않더라도 그 후의 익스포저 변동에 따라 파산 시에는 이미 제공한 담보물(의 평가액)이 실제로 발생한 잔액채

권을 상회하는 일이 생길 수 있다. 그러나 소비대차계약 또는 소비임치계약에서는 당해 담보물의 소유권은 상대방에 이전하게 되어 담보제공 당사자에게 반환권이 생기지 않는다. 담보제공 당사자의 잉여담보금액은 파산채권 등으로 될 뿐이다.

다. 日本의 경우: 一括清算法에 의한 구성

소비대차·상계 구성은 파생상품의 담보거래의 해석상 파산절차와의 관계에 있어서 유효하다고 생각되지만 일본에서도 아직 이러한 해석을 확인하는 판례는 나오지 않았다. 확실히 유효성을 인정받으려면 일괄청산법을 적용 받도록 해야 할 것이다. 일본에서 파생상품 담보거래에 일괄청산법을 적용 받으려면 다음 요건을 갖추어야 한다.³⁷⁾

첫째, 일괄청산법에 있어서는 일괄청산의 대상이 되는 거래는 ‘특정금융거래’에 한한다. 특정금융거래는 파생상품 거래의 담보 목적으로 하는 금전 또는 유가증권의 소비대차 또는 소비임치만 대상으로 한다. 따라서 전술한 소비대차·상계 구성을 이용한 담보거래는 일괄청산법의 대상인 특정금융거래에 포함되지만, 질권 구성을 이용하는 경우에는 일괄청산법이 적용되지 않는다.

그리고 특정금융거래는 ‘기본계약서에 기하여 행하여진 모든 특정금융거래’이므로 문제가 된 담보거래가 일괄청산의 대상이 되기 위해서는 당해 담보거래도 기본계약서에 ‘기초하여’ 행하여질 필요가 있다. 기본계약서는 일괄청산법 제2조 5항에 정의되어 있는데 ISDA 마스터 계약서 등이 이에 해당한다. 따라서 담보거래가 일괄청산법의 대상이 될 수 있으려면 담보거래 조건을 기본계약서에 규정하든가 담보거래에 관하여 규정한 문서를 기본계약서의 일부로 하는 등 기본계약서에 기하여 하는 담보거래인 점을 명확히 할 필요가 있다.

둘째, 일괄청산의 적용대상인 특정금융거래는 적어도 일방 당사자가 ‘금융기관등’일 것을 요한다(일괄청산법 제3조). 금융기관등의 범위는 일괄청산법 제2조 2항 및 일괄청산법시행령에 정의되어 있다. 그러므로 일반법인(기업) 간의 거래에는 적용되지 않으며, 국내의 일반 기업과 해외의 금융기관 사이의 거래와 같이 국내 금융기관 등이 관여하지 않은 거래에도 적용되지 아니한다.

셋째, 일괄청산법에 있어서 일괄청산이란 “당사자의 일방에 일괄청산 사유가 발생한 경우에는 당사자 쌍방의 의사에 관계없이 당해 일괄청산 사유가 발

37) 일본 일괄청산법의 내용은 로앤비 사이트<<http://www.lawnb.com>>나 석광현, 전게서 524~526면 참조.

생한 때에 기본계약서에 기하여 행하여야 할 특정금융거래에 대하여 그 시점에 당해 특정금융거래를 각별로 시행령으로 정하는 바에 따라 산출한 평가액을 합산하여 얻은 순합계액을 당해 당사자간에 있어서 하나의 채권 또는 채무로 하는 것”(일괄청산법 제2조 6항)이다.

요컨대 일괄청산법은 담보거래를 포함한 모든 특정금융거래에 대하여 당사자의 의사에 관계없이 일정 사유가 발생한 때 일괄청산할 것을 요구하고 있으므로 파산, 회사정리절차개시 신청의 경우에는 자동적으로 일괄청산이 행하여지도록 계약서를 만들고, 담보거래까지 포함하여 자동적으로 일괄청산하도록 해야 한다.

이와 같이 日本에서는 一括清算法의 제정으로 금융기관 등이 행하는 특정금융거래에 대하여는 일괄청산 조항의 유효성을 명확히 하였다. 다만, 앞으로 에너지, 이산화탄소 배출권 등 각종 파생상품 거래가 등장하는 경우에는 일반 기업들도 일본의 금융기관을 통하지 않고 직접 해외 당사자들과 거래를 하는 경우도 늘어날 것이다. 이에 따라 日本에서는 일괄청산법의 적용범위를 확대할 필요가 있다는 논의가 대두되고 있다.³⁸⁾

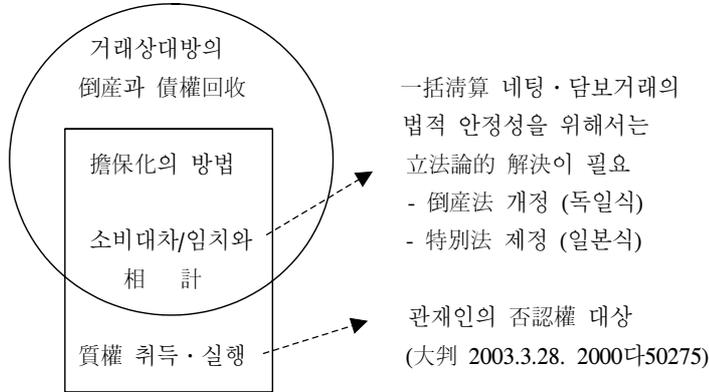
IV. 맺음말

파생상품 거래의 담보화에 있어서 우리나라에서도 질권 구성을 하든가 소비대차·상계 구성을 하는 방법을 고려해볼 수 있다. 전자의 경우 앞에서 소개한 대법원판례와 같이 정작 중요한 일괄청산 사유가 발생하였을 때에는 담보권을 실행할 수 없다는 문제가 있다. 따라서 파생상품 거래당사자가 현금을 담보로 내놓을 경우에는 소비대차 계약을, 그리고 유가증권을 담보로 제공할 경우에는 당사자가 반환채무이행시 선택채권을 행사할 수 있는 소비임치 계약을 체결하는 방식을 취하고, 파생상품거래에 있어서는 ISDA 마스터 계약서에 따른 일괄청산 네팅 약정을 하는 것이 보통이다.

파생상품거래 당사자간에 이러한 계약의 법률적 구성이나 해석상의 유효성을 인정할 수 있다 해도 법적 안정성이 확실히 보장되는 것은 아니고, 두 가지 방법 모두 일장일단이 있으므로 궁극적으로는 日本이나 獨逸³⁹⁾에서와 같이 立

38) 伊藤剛志, 前掲書, 619면.

[그림] 파생상품거래의 擔保化와 倒産에 따른 효과



法的으로 해결하는 것이 바람직하다고 생각된다.⁴⁰⁾ 우리가 일상적으로 행하는 중요한 금융거래에 내포되어 있는 문제점을 인식하고 이를 해소하기 위한 노력을 기울이는 것은 국제적인 금융거래의 신뢰를 쌓는 데 있어 매우 중요한 일이다.

이에 따라 우리나라는 독일의 입법례에 따라 일반 도산법에 속하는 「채무자 회생및파산에관한법률(안)」에 특정금융거래의 일반청산 조항을 포함시켰다.⁴¹⁾ 장외 파생상품거래 등 특정금융거래의 당사자를 금융기관에 한하지 않고 있으므로 일반기업이나 외국 금융기관도 혜택을 누릴 수 있으며, 금융거래 이외의 에너지, 날씨, 이산화탄소 배출권 등에 기초한 다양한 파생상품거래에도 적용할 수 있다. 본고에서 문제가 된 금융거래에 수반된 담보거래에도 적용이 있다. 일본에서는 특정금융거래의 일괄청산을 금전 또는 유가증권의 소비대차·소비임치만을 대상으로 하여, 質權을 설정한 경우에는 일괄청산법이 적용되지 않는 것으로 해석되고 있다.

39) 독일은 종래 파산법과 화의법으로 이원화되어 있던 도산법체계를 1994년 倒産法 (Insolvenzordnung)으로 단일화(1999.1.1.발효)하면서 이 법 제104조 제2항에서 파생금융상품거래의 일괄청산 네팅의 효력을 인정하였다. 이에 관한 설명은 김건식, “스왑거래에 관한 법적 연구”, 한국금융연구원, 1997, 89~92면 참조.

40) 예컨대 2003년 12월 4일 (사)한국금융리스크관리전문가협회(KARP) 주최로 은행회관에서 열린 CRO 포럼에서 법무법인 충정의 한문수 고문은 당시 제16대 國會에 상정되어 있던 통합도산법안에 이러한 규정을 포함하기 위해 노력하고 있다고 밝혔다.

41) 법률안 제121조는 특정금융거래의 기본적 사항을 정한 계약(예: ISDA Master Agreement, 유가증권 대차거래약관, 기관간 환매조건부 채권매매약관 등)에 근거하여 특정금융거래를 행하는 것을 대상으로 하고 있다. 末尾의 [부록] 참조.

현재 우리나라는 국가 정책적으로 자산운용업에 중점을 둔 동북아 금융 허브 전략을 추진하고 있다.⁴²⁾ 그렇다면 위에서 논의했던 것처럼 금융거래, 상품 거래를 막론하고 자산운용에 필수적인 파생상품거래의 위험관리, 법적 안정성 확보를 위한 개선방안을 조속히 마련하고 외국 투자자들의 신뢰를 얻는 일이 무엇보다도 시급하다고 생각된다.

[부 록] 채무자회생및파산에관한법률(안)의 관련조항 (2004.11.6 국회 제출)

제121조(특정금융거래의 일괄정산) ① 다음 각 호의 거래(이 조에서 “특정금융거래”라 한다)에 관한 기본적 사항을 정한 계약(이 조에서 “기본계약”이라 한다)에 근거하여 특정금융거래를 행하는 당사자 일방에 대하여 회생절차가 개시된 경우 이행이 완료되지 아니한 거래에 관한 개별계약의 종료에 관하여는 당사자간에 정한 바에 따른다.

1. 대통령이 정하는 파생금융거래
2. 대통령이 정하는 장외파생금융상품거래
3. 유가증권의 대차
4. 유가증권의 환매조건부거래
5. 현물환거래
6. 장내유가증권거래
7. 담보물거래
8. 금리·통화·출자지분·상품·에너지·전기·날씨·운임·주파수·환경·귀금속 등 또는 이에 관한 지수와 관련한 제1호 내지 제5호와 유사한 거래로서 대통령이 정하는 거래
9. 제1호 내지 제8호의 거래가 혼합된 거래
10. 제1호 내지 제9호의 거래에 수반되는 담보 및 담보 목적의 소유권이전 거래

② 제1항의 규정에 따라 파생금융상품거래에 관한 개별계약이 종료된 경우 그 파생금융상품거래에 관한 당사자간의 채권 또는 채무는 기본계약 및 개별계약에 따라 공정하고 객관적으로 산출한 평가액을 차감계산한 잔액에 대한 단일한 채권 또는 채무가 된다. 다만, 이에 관하여 당사자간에 다른 정함이 있는 경우에는 그에 따른다.

(이하 생략. 파산절차의 경우 제336조에서 제121조제1항 및 제2항을 준용하고 있음)

42) 정부가 구상하고 있는 동북아 금융 허브는 크게 3단계로 진행될 예정이다. 1단계는 2007년까지 금융허브를 위한 인프라를 구축하고, 2단계로 2012년까지 세계 50대 자산운용사 지역본부를 유치해 ‘특화 금융 허브’를 완성하며, 마지막 단계인 2020년까지는 뉴욕과 런던에 버금가는 금융 허브로 발전시킨다는 전략이다. 이를 위해 정부는 국내 금융규제 및 감독시스템을 합리적으로 개편하기 위한 법령정비를 추진키로 했다. 동아일보, “세계적 자산운용사 유치 금융허브 육성”, 2004.4.28 35면.

참고 문헌

- 김건식, “스왑거래에 관한 법적 연구”, 한국금융연구원, 1997.
- 박 준·홍선경·이영경, “장외파생상품거래에 관한 법적 문제”, *Risk Korea* 제 2권 1호, 2004.4.
- 박훤일, “파생상품 거래의 담보화”, 『경영법무』, 한국경영법무연구소, 2004. 1.
- _____, “상사채권에 대한 새로운 담보수단의 모색 - 국제기구에서의 논의를 중심으로”, 『상사법연구』 제21권 1호, 상사법학회, 2002. 5.
- 석광현, “파생금융상품거래에 있어서의 일괄청산의 문제점과 도산법의 개정”, 『국제사법과 국제소송』 제2권, 박영사, 2001.
- 임채웅, “담보권의 임의적 실행행위와 부인권에 관한 연구 - 대법원 2003.2.28. 선고 2000다50275 판결을 중심으로”, *BFL* 제1호, 서울대학교 금융법센터, 2003.9.
- 서울지방법원, 『회사정리실무』(개정판), 2001.12.
- 한국산업은행, 『企業倒産法 해설』, 1999.
- 内田 貴, 『民法III-債權總論·擔保物權』, 東京大學出版會, 2002.
- 米倉 明, 『擔保法研究』, 新青出版, 1997.
- 三ヶ月章 外, 『條解 會社更生法』(中), 弘文堂, 1999.
- 伊藤剛志, “デリバティブ去來の有擔保化”, 『ファイナンス法大全』, 西村總合法律事務所 編, 商事法務, 2003.
- Joshua Margolis and Chul Hyun Kim, “Court ruling leaves uncertainty over secured lending”, *International Financial Law Review*, September 2003.
- ISDA web site <<http://www.isda.org/index.html>>
- SPSS Report on OTC Derivatives: Settlement procedures and counterparty risk management, September 17, 1998.

Legal Aspects of Collateralized Derivative Transactions

Whon-Il Park^{*}

When a finance company X entered into derivative deals with a Korean company Y, X collateralized the transactions using pledge upon the stocks issued by X under the Korean law. In the meantime, Y fell into default and finally applied for corporate reorganization proceedings. As a consequence, X could unilaterally dispose of Y-owned stocks and used the proceeds to satisfy its claims. But the receiver of Y tried to avoid the disposition of pledged property by X on the ground that it amounted to the extinguishment of claims after the suspension of payment subject to the Court's order to preserve Y's assets. It is true Y did not commit any act in relation to the disposition.

Nevertheless, in February 2003, the Supreme Court rendered a decision (2000 Da 50275) that denied the disposition of collateral by a secured party because a receiver's right to avoid was still applicable. The rationale was that any individual exercise of pledge rights is prohibited and stayed, and that all acts of repayment of debt or extinguishment of claims had to be made within the context of the rules governing the corporate reorganization proceedings. The Court held that implicit in the act of avoidance is an obligation to restore the property of the company under reorganization to its original state.⁴³⁾

Based on the ruling, it can be concluded that disposition of pledged property to satisfy a secured claim is equivalent to an act of enforcement and is thus subject to a receiver's right of avoidance. As a matter of fact, international banks can no

^{*} Assistant Professor of Law at Kyung Hee University

⁴³⁾ Joshua Margolis and Chul Hyun Kim, "Court ruling leaves uncertainty over secured lending", IFLR September 2003, p.25.

longer be certain of the effectiveness of taking a security interest in Korean assets by way of a pledge from Korean companies.

In response, various solutions have been sought to overcome the uncertainty and deal with the practical reality of mitigating risk in their derivative and other secured lending transactions. Approaches being considered include:

- maintaining collateral outside of Korea for use as eligible collateral under a Credit Support Agreement (CSA);
- using repurchase agreements or trust structures; and
- adapting the automatic early termination concept to a CSA.

In practice, a financial institution engaged in derivative transactions used to have the following options:

- i) creating continuing pledge upon the collateral like cash or securities; or
- ii) exercising set-off between the counterparty's deposit of cash or securities and its own secured claims.

As a result, if a party of the transactions applied for bankruptcy or corporate reorganization proceedings, the secured party may enforce its security right by disposing of the collateral and using the proceeds to satisfy its claims. If the secured party contemplates set-off in the event of insolvency, the creditor may collect its residual claims by setting off its liability to return the deposit up to the identical amount. This kind of set-off is provided for as close-out netting in the event of insolvency of the counterparty under the ISDA Master Agreement.

Therefore, the concept of automatic early termination together with contractual close-out netting under the ISDA Master Agreement is construed effective in the event of insolvency of the counterparty of derivative transactions. However, it is unclear whether netting would be respected under the Corporate Reorganization Act. So the ultimate response to the collateralization of derivatives issue is likely to be a legislative one.

At present, it remains to be seen whether the collateral issue within the context of derivative transactions will be incorporated into a new consolidated insolvency law, whose draft will be posted again on the new agenda of the National Assembly. Otherwise, a new special act might be considered in the same manner

as the Japanese Law on the Close-out Netting of Specific Financial Transactions Carried-out by Japanese Financial Institutions.

In view of the on-going North-East Asian Financial Hub Strategy of the Government, it seems to be imperative to build up a legal infrastructure for the efficient risk management and foreseeable legal stability related with derivative transactions. By doing so, we can expect more and more foreign investors come to play in the financial markets of Korea.