

## DTCC의 DTCC 증권 토큰화 서비스에 대한 미국 SEC의 비조치 의견서 (No-Action Letter)

2026. 1.



트럼프 대통령의 행정명령 제14178호(2025.1.23.) 및 동 행정명령에 따라 대통령 직속으로 구성된 디지털 자산 시장 워킹그룹의 보고서 및 권고에 따라 “미국의 디지털 금융 기술 부문 리더십 강화” 정책이 추진되고 있는 가운데, 미국 SEC(증권거래위원회)에서는 Crypto Task Force 주관하에 종전 증권 규칙과 제도를 현대화하려는 “Project Crypto” 정책이 추진되고 있습니다.

지난 12월 11일, 미국 증권거래위원회(SEC)는 미국 증권예탁결제원에 해당하는 DTCC가 그 자회사인 DTC를 통해 추진하게 될 예탁 증권의 토큰화 서비스 운영과 관련하여, SEC 보좌진이 해당 서비스 운영에 대해 관련 규정 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고(건의)하지 않겠다는 비-조치 의견을 회신하였습니다 (No-Action Letter).

한편, 미국에서는 사실상 미국의 ‘디지털 금융 상법’이라 할 통일상법전(UCC) 2022년 개정판이 제안된 이래, 델라웨어, 뉴욕주 등 33개 이상의 주에서 채택되고 있습니다(2025년 말 기준). UCC 2022년 개정판 제12조는 디지털자산을 “통제 가능한 전자적 기록”(Controllable Electronic Records, C.E.R.)이라는 새로운 법적 개념으로 정의함으로써, 증권 중개기관을 통한 투자증권(Investment Securities)의 간접 보유 체계를 규정하고 있는 제8조와 연결되도록 하고 있습니다. UCC 제8조는 간접 보유되는 증권에 대한 권리(Security Entitlement), 당사자 간 합의에 따라 증권계정에 입고된 모든 자산을 ‘금융 자산’으로 간주하는 규정이므로, 토큰화된 증권 역시 수탁기관 계정에 입고되면 제8조의 보호를 받는 ‘금융 자산’으로 취급될 수 있습니다. DTC는 이 제8조의 적용을 받는 ‘증권 중개기관’으로서의 의무를 다하겠다는 내용도 비-조치 요청 서한에 담겨 있습니다. DTCC 토큰화 서비스에 대한 비-조치 의견서 발부는, 파일럿으로 운영될 서비스에 대해 증권거래법에 따라 제정된 제반 규정의 적용 면제를 허용하는 사례라는 점에서 참고할 가치가 크다 하겠습니다.

우리나라도 2025.11.27. 국회 정무위원회에서 토큰증권(Security Token)의 발행 및 유통 체계 정비를 골자로 하는 「전자증권법 개정법률안」 및 「자본시장법 개정법률안」이 의결된 상황이므로, 미국에서의 증권 토큰화 사업과 관계된 SEC의 비-조치 의견서에 담긴 내용을 참고하실 수 있도록 자료를 번역하여 제공해 드립니다.

- 번역·정리: Peterzen (@업비트)

## DTCC 자회사인 DTC의 DTCC 증권 토큰화 서비스에 대한 미국 SEC의 비조치 의견서 (No-Action Letter)

\* 아래는 미국 증권거래위원회(SEC)의 시장거래감독국(Division of Trading and Markets)이 미국의 증권예탁결제원 역할을 하는 DTCC(Depository Trust and Clearing Corporation)의 자회사인 DTC(Depository Trust Company)가 DTCC의 증권 토큰화 사업(DTCC Tokenization Services)을 시범 운영하려는 방안에 대해 발부한 비조치 의견서(No-Action Letter) 전문을 번역·정리한 것임

번역·정리: Peterzen (업비트 투자자보호센터장)

### I. SEC 비-조치 의견서 개관

#### 1. DTC의 규제 조치 요청 내용

□ DTC(Depository Trust Company)는 2025.12.11. 요청 서한을 통해, DTCC에 예탁된 증권의 토큰화 프로그램 시범 운영을 위한 ‘잠정 기본 버전(Preliminary Base Version)’ 출시와 관련하여 SEC 보좌진이 대상 규정들에 대한 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않겠다는 점을 확인해 달라고 요청

○ DTCC 토큰화 서비스의 배경: 잠정 기본 버전의 특성(서비스 운영 흐름도, 토큰 활용, 블록체인 및 기술 관련 표준, 기업공시 사항의 반영, 설계상의 통제 장치); 토큰화 서비스의 예상 발전 방향 및 16가지 핵심 서약; 대상 규정별 내용 분석 및 규제 조치 필요성(감독 대상 청산기관 및 고위 경영진이 준수할 의무, 시스템의 법규 준수 및 무결성 요건 등 관련)을 제시하며 요청

- 시스템의 법규 준수 및 무결성 확보 요건 [Regulation SCI];
- SRO 규칙 변경 사전 신고 요건 [1934년 증권거래법 제19조(b) 및 Rule 19b-4];
- 감독 대상 청산기관(CCA) 관련 요건 [Rule 17ad-22(e)];
- SEC 등록 청산기관의 위험 관리 요건 [Rule 17ad-25(i) 및 (j)].

#### 2. 사실 관계 및 운영 방식

□ DTCC의 완전 자회사인 DTC는 1934년 증권거래법 제17A조에 따라 등록된 청산기관이며, DTC가 추진 중인 DTCC 토큰화 서비스 잠정 버전의 주요 특징은 다음과 같음:

- **증권 권리의 토큰화**: 참가자는 DTC에 대해 증권 권리를 중앙화된 기존의 원장 대신 분산원장 기술(DLT)을 사용하여 기록하도록 하는 방안을 선택할 수 있도록 함 (제한적, 자발적)
- **운영 프로세스**: 토큰화 지시를 받게 되면, DTC는 대상 증권을 참가자 계정에서 차감, ‘디지털 옴니버스 계정’으로 입고하고, Factory 시스템에서 토큰을 발행, 참가자 ‘등록 지갑’으로 전송

- **추적 및 기록**: 토큰의 모든 이전(전송)은 DTC가 퍼블릭 클라우드 기반으로 운영하게 될 ‘레저스캔’(LedgerScan) 소프트웨어를 통해 실시간으로 추적, 그 기록은 DTC의 공식 장부로 간주
- **소유권 유지**: 증권 권리가 토큰화된 상태에서도 대상 증권은 DTC의 명의 즉, Cede & Co. 명의로 유지, 통일상법전(UCC)<sup>1)</sup>에 따른 증권 중개업자의 책임 관계 등 법적 보호 체계는 변함없이 적용

### 3. 설계상의 통제 장치 및 위험 관리

□ DTC는 DTCC 토큰화 서비스 잠정 버전 운영을 위해 다음과 같은 통제 장치를 마련:

- **담보가치 등 미부여**: 토큰화된 권리에 대해서는 위험 관리 목적의 담보가치, 결제가치를 갖지 않도록 조치
- **적격 증권 제한**: 토큰화 대상 증권을 Russell 1000 Index 종목, 미국 국채, 주요 지수를 추종하는 ETF 등 고유동성 증권으로 한정
- **중복 사용 방지**: 토큰화 대상 증권은 참가자 계정이 아닌 DTC의 ‘디지털 옴니버스 계정’에 기록함으로써, 대상 증권이 토큰 이전과 동시에 이전될 수 없도록 보장
- **지갑 등록 및 토큰 이전**: 법규 준수가 요구되는 참가자들만 지갑을 등록할 수 있고; 토큰 이전은 토큰화 권리 보유자인 참가자 등록 지갑들로만 허용되며; 등록 지갑 등에 기술 표준을 적용
- **관련 시스템 등급**: LedgerScan 및 Factory는 DTCC 내부의 시스템 등급 부여 기준에 따라 ‘Tier 2’ 등급을 유지 (최대 4시간 이내 복구 시간 목표 등 복원성, 안전성 요건 준수)
- **관리자 제어키(override keys)**: DTC는 오류 수정이나 부정행위 대응을 바로잡기 위해 토큰을 강제로 이전, 발행 또는 소각할 수 있는 ‘루트 지갑’ 권한을 보유하게 됨

1) [역주] 미국 통일상법전인 UCC(Uniform Commercial Code) 2022년 개정판(Amendments)은 2026년 1월 현재, 33개 이상의 주에서 채택되어 있으며, 대표적으로는 금융과 기업 법무의 중심지인 델라웨어주(2024년)와 뉴욕주(2025년 12월)가 포함됨. 미국의 ‘디지털 금융 상법’이라 할 UCC 2022년 개정판 제12조에서는 ‘디지털 자산’을 “통제할 수 있는 전자적 기록”(CERs, Controllable Electronic Records)이라는 새로운 법적 개념으로 정의하여, 기존의 금융 시스템 작동에 관계되는 여타 조문과 조화를 이룰 수 있도록 하고 있는 점이 특징임. UCC 제8조는 투자증권(Investment Securities)의 발행, 이전(양도), 보유 관계를 규정하면서, 증권에 대한 권리(Security Entitlement)가 증권 중개업자를 통해 장부-등재 권리로 관리되는 간접 보유 체계를 규정하고, 당사자 간 합의에 따라 ‘증권 계정에 입고된 모든 자산’은 금융자산으로 간주되도록 함으로써, 블록체인상에 있는 토큰 증권도 수탁기관(custodian) 계정에 예치되는 순간 그 법적 소유권이 안전하게 보호되는 금융자산으로 취급될 수 있다는 법적 논리의 토대가 되고 있음. 또한, ‘가치를 지불하고’, ‘선의로’(without notice of adverse claims) 취득한 매수인은 추후 그 자산이 절취되었다는 사실이 밝혀져도 소유권이 보장되도록 선의 취득자를 보호하는 장치(super-negotiability)를 통해 거래의 안전과 완결성을 보호함. DTC는 본 건 비-조치 의견을 요청하는 서한에서, UCC 제8조에 따른 ‘증권 중개업자’로서의 의무를 다하겠다는 내용도 강조하고 있음을 볼 수 있음.

한편, 미국은 통일상법전을 개정하는 방식을 택했지만, 국제적으로는 디지털자산이 새로운 재산권 대상으로 인식된다는 점에서, 국제사법통일연구소(UNIDROIT)가 2023년 5월, “디지털자산 및 사법에 관한 19개 원칙”(UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law)을 권고한 바 있고, 두바이는 2024년 「Digital Assets Law」를, 영국은 2025년 12월 「Property (Digital Assets etc.) Act 2025」를 제정하였음. 반면, 우리나라 민법에서는 “물건이라 함은 유체물 및 전기 기타 관리할 수 있는 자연력을 말한다”(제98조)고 규정하고 있다는 점에서 기본 법제의 보완이 필요하다 할 것임.

#### 4. 규정 적용 면제 분석 및 SEC 보좌진의 입장

- **(규칙 제정 절차 적용 여부)** 시범 운영의 가변성과 그 자발적 참여라는 성질을 고려할 때, 증권 거래법 제19조(b)에 따른 SRO의 일반적인 규칙 변경 신고 절차 적용은 혁신을 저해할 수 있음
- **(청산기관 표준의 적용 여부)** 그 서비스 규모가 제한적이고, 핵심 서약에 따른 위원회 정기 보고가 예정되므로, 청산기관 표준(CCA Standards) 등 기존의 표준 적용을 일시 유예하는 것이 적절
- **(Regulation SCI 적용 여부)** 서비스 운영 시스템들은 기존의 청산·결제 시스템과 분리되어 운영되므로, 시범 운영 단계에서는 시스템의 법규 준수 및 무결성에 관한 규정의 적용 유예 필요
- **(SEC 보좌진의 판단)** 서한에 적시된 제반 사실 관계, 분기별 보고 및 투명성 유지 등 DTC의 서약 이행을 전제로, 위원회에 대상 규정들에 대한 위반을 이유로 DTC의 DTCC 토큰화 서비스 시범 운영에 대해 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라고 확인해 줌
  - SEC 시장거래감독국(DTM) 부국장 명의로 비-조치 의견서를 발부

#### 5. 유효 기간 및 통지

- 이번 비-조치 의견은 DTC가 시범 운영을 시작한 날로부터 3년이 되는 시점에 추가 조치 없이 철회될 예정
  - DTC는 토큰화 서비스 출시 시점에 그 사실을 SEC 보좌진에 서면으로 통지해야 함
  - 오직 제시된 사실에만 근거한 견해이며, 상황이 변경되면 입장이 수정·철회될 수 있음

#### **[참고] DTCC 토큰화 서비스에서 증권 결제 대금을 지급하는 방식**

- **잠정 버전 단계와 향후 완전한 온체인 결제 환경에서의 증권-대금 지급 방식은 달라질 것임**
  - 실증 및 초기 단계에서는 기존의 법정화폐(USD) 지급 방식을 취하고, 향후 CBDC나 스테이블코인을 활용한 실시간 동시 결제(atomic settlement)를 목표로 다양한 실험 진행
- **실증 및 초기 단계: 증권만 토큰으로 이동, 대금은 오프체인 은행망 결제 (T+1)**
  - SEC 승인을 받아 운영하는 초기 토큰화 서비스에서 증권은 블록체인상에서 토큰화된 권리 형태로 지갑 간에 이동되고, 대금 결제는 블록체인 밖(off-chain)에서 이루어짐. 이는 기존 금융사들이 별도의 암호화폐를 보유하지 않고도 토큰화 증권 거래에 참여할 수 있게 하려는 것으로, 대금은 매일 장 마감 후 기존 정산 시스템을 통해 차액을 정산, 연준 결제 시스템인 Fedwire(RTGS-실시간 총액결제 방식)/NSS(Net Settlement-다자간 차액결제 방식)를 통해 최종 결제.
- **실험 및 향후 도입: 온체인 디지털 화폐로 증권/대금 동시 교환 (T+0)**
  - 증권과 대금 동시 교환으로 위험을 없애는 “DvP(Delivery versus Payment) 즉시 결제”를 구현하기 위해 디지털 화폐 도입을 적극 실험 중: 기관용 CBDC 도입을 위한 **Digital Dollar Project**, **Project Lithium** 실험; 중앙은행 예치 자금을 담보로 하는 ‘지급결제용 토큰’ 사용을 위한 **Finality (FnPS)**, 달러 연동 스테이블코인 사용을 통한 결제 및 자금 이동 효율성 확보를 위한 **USDC 기반의 담보 관리 실험(Great Collateral Experiment)** 진행

## 【 주요 용어 번역 참고 】

- **DTC (Depository Trust Company)**: 미국 증권예탁결제원(DTCC)의 완전 자회사이자, 뉴욕주 특정 목적 신탁회사(limited purpose trust company)로 인가받음. 연준 회원인 주 은행이기도 함. FSOC(금융안정성 감시위원회)에서 시스템상 중요한 금융시장 기반 시설로 지정
- **DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation)**: DTC의 모회사로, NSCC, FICC 등 여타 청산기관 관계사들도 공유되는 서비스를 제공
- **Reg SCI (Regulation Systems Compliance and Integrity)**: SEC가 1934년 증권거래법에 따라 제반 시스템의 법규 준수 및 무결성 요건을 정하고 있는 규정
- **CCA Standards**: SEC가 감독 대상 청산기관(Covered Clearing Agency)에 적용될 요건을 정하고 있는 규정 (Rule 17ad-22)
- **Preliminary Base Version (잠정 기본 버전)**: DTC가 운영하려는 DTCC 토큰화 서비스의 파일럿 버전으로, 참가자들이 DTC 명의로 보유되는 증권에 대한 권리를 중앙화된 기존 원장 대신 분산원장 기술을 사용해 기록하도록 DTC에 토큰화 지시를 내릴 수 있게 하려는 구상
- **Subject Securities (대상 증권)**: DTCC 토큰화 서비스에서 증권 권리의 토큰화 지시를 내릴 수 있는 자격이 인정될 증권들
- **Digital Omnibus Account (디지털 옴니버스 계정)**: DTC에 등록된 모든 등록 지갑에서 보유 되는 토큰화된 권리들을 통합하여 반영하는 DTC의 중앙 원장에 있는 계정. 증권 권리가 참가자 계정에 계속 남아 있으면, 토큰화된 권리의 이전과 동시에 대상 증권을 이전할 위험이 발생할 수 있으므로 이를 방지하는 장치. 증권 권리가 참가자 계정에서 디지털 옴니버스 계정으로 옮겨지면, DTC는 Factory 시스템에서 토큰을 생성, 참가자의 특정 등록 지갑으로 전달하게 됨.
- **De-tokenization instruction (토큰화-해제 지시)**: 등록 지갑으로 입고된 토큰화 권리를 갖는 참가자는 토큰화된 권리로 표시되는 증권을 자신의 계정으로 재입고해 달라고 DTC에 지시할 수 있음. 토큰화된 권리가 특정 계정 내의 장부-등재 권리(Book-Entry Entitlement)로 재전환됨.
- **LedgerScan**: DTC가 퍼블릭 클라우드에서 운영할 오프체인 소프트웨어 시스템. 기저의 블록 체인들을 스캔, 거의 실시간으로 토큰들의 이동과 등록 지갑의 보유 현황을 추적, 이를 토대로 DTC의 공식 장부·기록(official books & records)으로 간주될 토큰화된 권리 기록을 만들.
- **Conditions Requiring Reversal (되돌림이 요구되는 상황)**: 불가역성의 예외로, DTC가 오류 등을 바로잡을 수 있는 객관적, 중립적, 공개적 요건 (블록체인 및 토큰화 프로토콜 모두에 적용)
- **ERC-3643**: 이더리움 블록체인 위에서 토큰 증권(ST), 실물 연계 자산(RWA)을 발행, 관리하기 위한 표준. ERC-20의 규제-준수 버전, ERC-1400의 업그레이드 버전. ERC-20이 ‘누구나 자유롭게 전송’ 하는 것이라면 ERC-3643은 블록체인의 투명성과 효율성을 취하면서, 현실 세계의 규제 준수를 위해 ‘허가된 사용자만 거래’할 수 있도록 표준을 설계. ERC-3643의 핵심 특징은 다음 3가지:
  1. **규제 준수(Compliance & Permissioned)**: 토큰이 전송되기 전에 코드 레벨에서 송신자-수신자가 KYC(신원 인증), AML(자금세탁방지) 절차를 통과했는지, 제외될 특정 국가 거주자 인지 등 확인 절차를 통과해야 하는 ‘허가형 토큰’ 체제
  2. **온-체인 신원 증명(OnchainID)**: ‘Identity Registry’에서 지갑 주소에 연결된 실제 신원을 확인 (사용자 지갑 주소가 검증된 온체인ID와 연결돼 있어야 토큰의 보유, 전송, 수신 가능)
  3. **통제와 복구(Control & Recovery)**: 의심 거래 발생, 법원 명령 등이 있으면 발행자가 토큰 동결(freeze), 강제 이체(force transfer, ‘비가역성’ 보완) 등 통제할 수 있는 권한

## II. SEC의 비-조치 의견서 및 DTC의 요청 서한 전문 (번역본)



UNITED STATES  
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION  
WASHINGTON, D.C. 20549

December 11, 2025

Brian Steele  
전무이사(Managing Director),  
청산 및 증권 서비스 부문 대표  
(President, Clearing & Securities Services)  
DTCC  
570 Washington Boulevard  
Jersey City, NJ 07310

Nadine Chakar  
전무이사(Managing Director),  
DTCC 디지털자산 부문 글로벌 헤드  
(Global Head of DTCC Digital Assets)  
DTCC  
55 Thomson Place  
Boston, MA 02210

**관련: DTC의 DTCC 토큰화 사업 개발에 관계되는 비조치 의견서 요청**

**Re: No-Action Letter Request Related to The Depository Trust Company's Development of the DTCC Tokenization Services**

Dear Mr. Steele and Ms. Chakar:

Depository Trust Company(이하 “DTC”)를 대신하여, 귀하가 2025년 12월 11일 제출한 서한(이하 “요청서”)<sup>1)</sup>에서, 귀하는 DTC가 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934, 이하 “증권거래법”), 그리고 그에 따라 제정된 규칙들의 특정 조항에 따라, 증권 토큰화 프로그램[이하 “DTCC<sup>2)</sup> 토큰화 서비스”(DTCC Tokenization Services)]의 파일럿 버전[이하 “잠정 기본 버전”(Preliminary Base Version)]을 출시하려는 것을 두고, 시장거래감독국(Division of Trading and Markets)의 보좌진이 증권거래위원회(이하 “위원회”)에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것을 요청하였습니다. DTC의 요청은 구체적으로, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 관한 DTC의 운영과 관련하여, (i) 시스템의 법규 준수 및 무결성에 관한 규정(Regulation Systems Compliance and Integrity, 이하 “Reg SCI”)<sup>3)</sup>, (ii) 증권거래법 제19조(b) 및 그에 따른 Rule 19b-4<sup>4)</sup>, (iii) 증권거래법에 따른 Rule 17ad-22(e)(이하 “CCA 표준”)와 Rule 17ad-25(i) 및 (j)<sup>5)</sup>와 관계되는 것이었습니다.

1) 해당 요청서는 본 서한 뒷부분에 첨부되어 있음.

2) “DTCC”란 증권예탁결제원(Depository Trust and Clearing Corporation)을 말하며, DTC의 모회사임. DTC는 DTCC의 완전 소유 자회사임. DTCC는 DTC 및 그의 다른 관계사인 청산기관들(affiliated clearing agencies)인 전국증권청산회사(National Securities Clearing Corporation, “NSCC”), 채무증권청산회사(Fixed Income Clearing Corporation, “FICC”)와의 관계 속에서 공유되는 서비스 모델(shared service model)을 바탕으로 운영됨. 법인체의 대부분 기능은 DTCC가 일반적으로 관련 서비스를 DTC, NSCC 및 FICC에 제공한다는 회사-간 약정에 따라 기업-전반에 걸쳐 수립되고 관리됨.

3) 17 C.F.R. 242.1000-1007.

4) 15 U.S.C. 78s; 17 C.F.R. 240.19b-4.

5) 17 C.F.R. 240.17ad-22(e); 17 C.F.R. 240.17ad-25(h), (j).



요청서에 근거하여, 우리가 이해하는 제반 사실 관계와 상황은 다음과 같습니다<sup>6)</sup>:

- DTC는 증권거래법 제17A조에 따라 등록된 청산기관(registered clearing agency)이자, 뉴욕주 특정 목적 신탁회사(New York limited purpose trust company)이며, 연방준비제도 회원인 주 은행(state member bank of FRS)입니다. 2012년에, DTC는 금융 안정성 감시위원회(FSOC)에 의해 시스템상 중요한 금융시장 기반 시설(systemically important financial market utility)로 지정되었습니다. DTC는 사용자가 공동 출자한 법인(user-owned cooperative)으로서 커스터디, 청산, 결제 서비스를 제공하는 DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)의 완전 자회사(wholly owned subsidiary)입니다.
- DTC에 따르면 그 잠정 기본 버전은 DTCC 토큰화 서비스의 파일럿 버전으로, 이를 통해 DTC 참가자들(DTC Participants)<sup>7)</sup>이 DTC에 의해 보유되는 증권들에 대한 그들의 권리를, 현재처럼 중앙화된 DTC의 원장만을 통해서가 아니라, 분산원장 기술을 사용해 기록되도록 하는 방안[이하 “토큰화된 권리”(Tokenized Entitlements)]을 선택할 수 있도록 하려는 것입니다. 그렇게 함으로써, 해당 프로그램의 목표는 DTC 참가자들에게 이동성(mobility), 탈중앙화(decentralization), 프로그래밍 가능성(Programmability) 등 블록체인 및 토큰화 기술의 이점을 활용할 수 있는 능력을 갖추도록 하려는 것입니다.
- DTC 참가자들이라면, 그자의 선택에 따라, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 대한 참여가 허용될 것인데, 일부 예외가 있습니다[즉, 참가자 중 DTC가 그자를 위해 미국 세금 원천징수나 보고 의무를, 혹은 재무부 국제자본 보고 의무(Treasury International Capital reporting obligation)를 갖는 경우]. DTCC 토큰화 서비스를 이용하려는 DTC 참가자 모두는 DTC에 토큰화된 권리들에 상응하는 토큰들을 보유할 목적으로 승인된 블록체인상에 둔 하나 이상의 주소[이하 “등록 지갑”(Registered Wallet)]을 등록해야 합니다,
- 등록 지갑을 갖춘 DTC 참가자는 그 참가자의 계정에 현재 들어 있는(currently credited) 특정의 적격 증권(이하 “대상 증권”)에 대한 해당 참가자의 증권 권리를 토큰화하도록 DTC에 지시할 수 있게 됩니다[이하 “토큰화 지시”(Tokenization Instruction)]. 토큰화 지시를 받게 되면, DTC는 그 대상 증권을 해당 DTC 참가자의 계정에서 차감하고(debit), 이를 디지털 통합 계정(Digital Omnibus Account)으로 입고하게(credit) 되는데, 이 디지털 옴니버스 계정은 모든 등록 지갑에서 보유되는 모든 토큰화된 권리의 총합을 반영하는 DTC의 중앙 원장에 있는 계정입니다. 이후 DTC는 DTC에 의해 유지되는 소프트웨어 시스템인 Factory 시스템을 사용하여, 그 대상 증권에 대한 해당 DTC 참가자의 증권 권리를 나타내는 토큰(이하 “토큰”)을 생성하고(mint) 이를 그 DTC 참가자의 특정 등록 지갑으로 전달하게 됩니다.
- 토큰을 보유하게 되는 DTC 참가자는 누구든지 그 대상 증권에 대한 증권 권리를 또 다른 DTC 참가자의 등록 지갑으로 직접 전송(이전)할 수 있게 되고, 그러한 이전(전송)을 실행해 달라고 DTC에 지시할 필요가 없게 됩니다.
- 또한, 등록 지갑으로 입고된 토큰화된 권리를 가진 DTC 참가자는 누구든지 토큰화된 권리로 표시되는 어떠한 증권을 자신의 계정으로 다시 입고해 달라고 DTC에 지시할 수 있습니다[즉, 이는

6) 귀하의 서신에 담긴 제반 사실 관계는 반복되지 않도록 그 서신의 사본을 이 답변서에 첨부함.

7) “참가자(Participant)”라는 용어는 DTC Rule 제1조에 따라 DTC에 의해 참가자로서 승인된 자를 뜻함.



토큰화-해제 지시(de-tokenization instruction)로, 토큰화된 권리를 어떤 계정 내의 장부-등재 권리(Book-Entry Entitlement)로 되돌려 전환하는 것입니다. 그러한 지시를 받게 되면, DTC는 그 DTC 참가자의 등록 지갑에 있는 해당 토큰을 소각하고(burn), 그러한 증권을 디지털 옴니버스 계정에서 차감한 뒤, 그 증권들을 그 참가자의 계정으로 다시 입고하게 됩니다.

- 어떤 등록 지갑에서 다른 등록 지갑으로의 토큰 이전 모두는 DTC에 의해 추적되며 DTC가 볼 수 있게 됩니다. 이 기능을 수행하기 위해, DTC는 퍼블릭 클라우드에 자리 잡은 오프체인 소프트웨어 시스템인 레저 스캔(LedgerScan)을 활용하게 되는데, 그 기저의 블록체인들을 스캔함으로써, 그 토큰들이 보유되는 등록 지갑들을 포함하여, 토큰들의 이동을 추적할 수 있게 됩니다. 이러한 추적을 바탕으로, LedgerScan은 각 참가자의 등록 지갑(들)에서 보유되는 토큰들에 맞춰 토큰화된 권리에 관한 기록을 만들게 됩니다. LedgerScan은 거의 실시간으로 토큰의 이동과 등록 지갑의 보유 현황을 추적하고 기록할 수 있습니다. 토큰화된 권리의 기록이라는 목적상, LedgerScan의 기록은 DTC의 공식 장부와 기록(official books and records)에 해당하게 됩니다.
- 토큰화된 권리로 표시되는 증권들 일체에 대한 등록된 소유권(registered ownership)은 항상, 변경되지 않고; 이들 증권은 여전히 DTC의 명의(nominee)인 Cede & Co.라는 이름으로 등록된 상태를 유지하게 됩니다.
- 한편, 토큰화된 권리로 표시되는 모든 증권들의 ‘중복 사용(double spend)’ 일체를 방지하기 위해, 디지털 옴니버스 계정으로 입고된 증권들은 그에 상응하는 토큰이 소각될 때까지는 그러한 계정으로부터 이전될 수 없습니다. 결과적으로, 대상 증권에 대한 토큰화된 권리를 보유하는 DTC 참가자는 그 중앙화된 원장을 변경해 달라고 DTC에 지시하는 방식으로는 해당 증권에 대한 실질 소유권(beneficial ownership)을 이전할 수 없게 됩니다. 대신, 그러한 참가자는 그 토큰을 블록체인상에서 이전하는 방식을 통해 (또는 그 토큰을 소각하거나 전환해 달라고 DTC에 지시함으로써) 이전을 실행할 필요가 있게 됩니다.
- DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 등록 지갑들이 반드시 유지될 특성의 블록체인이나 각 토큰이 반드시 따를 특성의 토큰화 프로토콜(즉, 그 운영을 관장하는 일련의 스마트 컨트랙트들)을 전제하지 않습니다. 하지만, DTC는 토큰들이 등록 지갑들로만 전송될 수 있게 하고, DTC가 기재 오류, 토큰 분실, 혹은 부정행위 일체(any erroneous entries, lost tokens, or malfeasance)를 바로잡는 조치를 할 수 있도록, 그리고 토큰들이 신뢰할 수 있으며, 복원성을 갖춘, 안전하고, 견고한 합의 및 거버넌스 메커니즘을 갖춘 블록체인들에서 유지될 수 있도록, 블록체인들 및 토큰화 프로토콜 모두에 적용될 객관적이고, 중립적인, 그리고 공개적으로 접할 수 있는 요건들[“되돌림이 요구되는 상황(Conditions Requiring Reversal)]]을 규정하게 될 것입니다. DTC는 그 정하게 될 표준들(“기술 표준들”)을 통해 DTC가 안전한 증권 보관에 위협이 발생하지 않게 하면서, 투자자의 매우 광범위한 선택과 탐색을 지원할 수 있게 될 것이라고 말하고 있습니다.
- DTC는 참가자들이 알아볼 수 있게, 참가자가 어떤 블록체인 주소를 등록 지갑으로 등록할 수 있는지 퍼블릭 그리고 프라이빗 분산원장들의 목록을 제공할 계획입니다.
- LedgerScan처럼, DTCC 토큰화 서비스의 핵심 기능 수행에 사용될 시스템들은 DTCC 내부의 등급 부여 구조에서 “Tier 2” 시스템들로 지정될 것입니다. 무엇보다도, Tier 2 시스템들은 주된 장소와 보조적인 장소 모두에서(both primary and secondary location) 운영될 능력, 복구

시간 목표(recovery time objective) 최대 4시간, 중단 시 데이터 손실 허용 범위 최대 2분, 그리고 리전-밖(out-of-region) 재해 복구 및 재개 테스트 연례 실시 요건을 갖추어야 합니다. 나아가, 그러한 신규 시스템들은 오직 두 가지 매우 제한적인 방식으로만 DTC의 중앙화된 기존 시스템들에 지시를 내릴 수 있게 되는데 즉, (i) 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정으로 또는 그 계정으로부터 전달(인도)하거나, (ii) 기업공시 이벤트에 따라 현금 지급(예: 배당금 지급)을 수행하는 경우에만 가능합니다. 이들 신규 시스템과 DTC의 중앙화된 기존 시스템 간의 모든 접점은 읽기 전용으로만(read-only) 운영되게 됩니다.

특히, 당 부서의 보좌진은 DTC의 요청서에 다음의 진술이 포함되어 있다는 점에 주목합니다:

- 담보가치나 결제가치를 일체 부여하지 않음(No Collateral or Settlement Value): DTC는 DTC 참가자의 순-이체 한도(Net Debit Cap)나 담보가치 평가(Collateral Monitor)를 산정할 목적으로 그 어떤 토큰화된 권리에 대해서도 담보가치나 결제가치를 부여하지 않을 것임(즉, DTC는 그 어떤 토큰화된 권리에 대해서도 DTC 위험 관리 목적으로 어떠한 담보가치나 결제가치도 부여하지 않게 될 것임).
- 적격 증권의 범위(Eligible Securities): (i) 잠정 기본 버전이 출시되는 시점의 Russell 1000 Index에 편입된 증권 및 이후 그 지수에 편입되는 종목 (그리고 이후 어떠한 증권이 그 지수에서 제외되더라도 무관함); (ii) 미국 재무성 증권(즉, bills, bonds, notes); (iii) S&P 500 지수 및 Nasdaq-100 지수와 같은 주요 지수를 추종하는 상장지수펀드들(ETFs)로 제한됨.
- 시스템 운영 관련 이슈(Systems Issues): 만약 DTC가 DTCC 토큰화 서비스의 운영에 중대하게 영향을 주는, 혹은 합리적으로 볼 때 중대하게 영향을 미칠 소지가 있는 어떤 중단, 법규 준수 이슈, 혹은 DTCC 토큰화 서비스 내에서 사용되는 시스템들의 어느 부분에서 또는 그 부분에 대한 침해[“시스템 이벤트”(Systems Event)]가 발생하였다고 확인하는 경우, DTC는 (i) 시스템 이벤트가 발생한 후 합리적 관점에서 실무상 가능한 한 빨리 당 부서의 보좌진에게 통보하고, (ii) DTC가 그 시스템 이벤트를 해결하는 상황을 당 부서의 보좌진이 계속 알 수 있게 하며, (iii) 그 시스템 이벤트가 해결된 사실을 당 부서의 보좌진에게 통보하게 될 것임.
  - 어떤 시스템 이벤트가 DTCC 토큰화 서비스 범위를 넘어, 등록 청산기관으로서 청산 및 결제 서비스를 제공하기 위해 DTC가 사용하는 중요한(critical) 또는 간접적인(indirect) SCI 시스템 등에도 영향을 미치는 경우, DTC는 Reg SCI에 따라 준수해야 할 의무를 준수하게 될 것임.
  - DTC 경영진은 당 부서의 보좌진에게 제공된 모든 시스템 이벤트에 관한 정보를 정기적으로 예정된 차기 이사회 회의에도 보고하게 될 것임.
  - LedgerScan과 Factory 시스템처럼, DTCC 토큰화 서비스의 핵심 기능들을 수행하는 데 사용되는 시스템들은 DTCC 내부의 등급 부여 구조에서 Tier 2 혹은 그 이상의 시스템 등급을 유지하게 될 것인바, 이는 그러한 시스템들이 주된 장소와 보조적인 장소 모두에서 운영될 수 있는 능력, 최대 4시간의 복구 시간 목표, 중단 시 데이터 손실 허용 범위 최대 2분, 그리고 리전-밖 재해 복구 및 재개 테스트 연례 실시 요건을 갖추게 된다는 것을 의미함.
  - 또한, LedgerScan과 Factory 시스템처럼, DTCC 토큰화 서비스의 핵심 기능들을 수행하는 데 사용되는 시스템들은 등록된 청산기관으로서 청산 및 결제 서비스를 수행하기 위해

DTC에 의해 사용되는 SCI 시스템들과는 물리적으로 그리고 논리적으로 분리될 것임. DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 지원하는 그러한 신규 시스템들이 DTC의 중앙화된 기존 시스템들에 내릴 수 있는 단 두 가지의 지시들은 (i) 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정으로 혹은 그 계정으로부터 전달(인도)하거나 (ii) 기업 활동 이벤트에 따른 현금 지급을 수행하도록 하는 것이며, 그 외의 모든 접점은 읽기 전용으로만 운영될 것임.

- 당 부서의 보좌진에 대한 보고(Reporting to Division Staff): 달력상 매 분기에 대해, DTC는 당 부서의 보좌진에게 다음 내용이 담긴 분기별 보고 패키지를 제공하게 될 것임:

- 해당 분기 말일 기준으로 잠정 기본 버전에 현재 참여하고 있는 DTC 참가자들의 신원 (identities of the DTC Participants);
- 해당 분기 중에 토큰화 지시에 따라 토큰화된 주식들의 총수(total number of shares) 및 증권 권리들의 총가치(total value of security entitlements);
- 해당 분기 말일 기준으로 토큰화된 권리로서 유지되고 있는 주식들의 총수(total number of shares)와 증권 권리들의 총가치(total value of security entitlements);
- 해당 분기 중에 DTC 참가자들 사이에서 이전된 토큰화된 권리들의 일평균 규모(average daily volume of Tokenized Entitlements);
- 해당 분기 중에 토큰화가 해제된(de-tokenized) 증권 권리들의 총수(CUSIP\*의 개수);

\* [역주] CUSIP: Committee on Uniform Securities Identification Procedures. CUSIP 번호는 미국의 주식, 채권, 파생상품 등의 증권에 할당된 9자리 고유 식별 번호로, 공개시장에서 거래되는 증권을 구체적으로 식별하는 데 사용됨(거래/정산-청산-결제/추적의 용이성)

- 해당 분기 말 기준으로 대상 증권이 될 적격을 갖춘 증권들의 목록(list of securities eligible to be Subject Securities);
- 해당 분기 말 기준으로 등록 지갑(Registered Wallets)의 수;
- 해당 분기 중에 토큰들이 기록된 블록체인들의 이름;
- 해당 분기 중에 DTC가 잠정 기본 버전으로의 포함을 승인하지 않겠다고 결정한 블록체인들이 있는 경우 그 명칭과 그러한 블록체인을 포함하지 않기로 한 사유;
- 해당 분기 중에 ‘되돌림이 요구되는 상황’(Conditions Requiring Reversal)을 바로잡기 위해 DTC가 그 ‘루트 지갑’(root wallet)’을 사용한 사례;
- DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전 및 토큰화 프로토콜에서 가용 불능(unavailability) 상황이 발생한 경우, 그 중단 시점의 기간(length of time of the outage)이 포함되는, 그 가용 불능에 관한 정보;
- 보좌진이 요청하는 바에 따라, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 운영 및 사용되는 제반 시스템에 관한 정보; 그리고
- DTCC 토큰화 서비스 내의 DTC 참가자들에 제공된 일체의 공시 자료 사본.
- DTC 경영진은 보좌진에 대한 분기별 보고를 각 분기 말일 이후 세 번째 금요일까지 제공하게 될 것이며, 보좌진에 제공된 해당 분기별 보고서를 정기적으로 예정된 [DTC\(원문은 DTCC\)](#) 차기 이사회 회의에 전달하게 될 것임.

• 투명성(Transparency):

- DTC는 다음을 공개적으로 접할 수 있도록 할 것임: (i) 해당 서비스에 적용될 수 있는 기술 표준들(블록체인 및 토큰화 프로토콜들을 포함); (ii) 승인받은 블록체인들의 목록; (iii) 해당 서비스와 관련하여 DTC(원문은 DTCC)에 의해 부과되는 수수료 혹은 부과금 일체.
- DTC는 해당 시스템 내에서 유지되는 정보와 데이터를 보좌진 열람할 수 있게 할 것임.

• 참가자들/등록된 지갑들에 한정(Limited to Participants/Registered Wallets): DTC 참가자들만이 지갑을 등록하도록 허용될 것이며, 그 관련되는 DTC 참가자는 등록 지갑(들) 내의 활동에 대해 전적인 책임을 지게 되며, 토큰들은 오직 등록 지갑들로만 이전(전송)될 수 있게 될 것임.

- 참여는 자발적이며, DTC에 대한 통지와 지시를 통해 언제든지 시작되거나 종료될 수 있음.

• 참가자들에 대한 보고 및 공시(Reporting and Disclosure to Participants):

- DTC는 DTCC 토큰화 서비스에 참여하는 참가자들에게 토큰화 지시의 대상이 될 수도 있을 해당 참가자 계정에 입고된 증권들 그리고 적격 증권들의 범위에 관한 정기 보고를 제공하게 될 것임.
- 참가자들은 DTCC 토큰화 서비스의 작동 기제(mechanics) 및 운영에 관한 공시를 제공받게 될 것이며, DTCC 토큰화 서비스에 대한 중대한 변경이 있는 경우 합리적인 사전 시점에 서면 통지(reasonable advance notice in writing)를 받게 될 것임.

• 블록체인 및 지갑 기술 관련 요건(Blockchain and Wallet Technology Requirements):

- DTC는 (i) 해당 블록체인이 기술 표준을 충족하는 기술의 지원을 받는 블록체인이고, (ii) DTC가 해당 지갑에 대해 자체 점검을 수행하여 그 지갑이 OFAC 요건들을 준수하는 것을 확인한 경우에만 어떤 블록체인 주소를 등록 지갑으로 등록하게 될 것임.
- 모든 토큰은 DTCC의 기술 요건들을 충족하는 토큰화 프로토콜들의 적용을 받게 될 것인 바, 배포 제어(distribution control) 및 거래 가역성(transaction reversibility)을 지원할 수 있도록 하는 기능이 포함될 것임.
- DTC는 ‘되돌림이 요구되는 조건’(Conditions Requiring Reversal)을 취급하기 위해 그 어떠한 토큰들도 이전할 기술적 능력을 보유하게 될 것임.

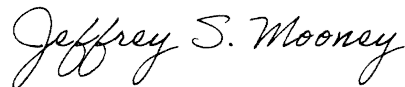
회신(Response):

당 부서의 보좌진은 요청서에 기술된 제반 사실 관계와 상황에 근거하여, 그리고 귀하의 결론과 분석에 반드시 동의할 필요는 없지만, DTC의 DTCC 토큰화 서비스 운영과 관련하여 (i) Reg SCI (ii) 증권거래법 제19조(b) 및 그에 따른 Rule 19b-4 (iii) 증권거래법에 따른 Rule 17ad-22(e) 및 Rule 17ad-25(i)와 (j)를 근거로 하는 법 집행 조치를 위원회에 권고하지 않을 것입니다. 이 서한은 DTC가 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 운영을 시작한 날부터 3년이 되는 날에 추가의 조치 없이 철회됩니다. DTC는 그 시작 시점에 보좌진에게 서면 통지를 제공하게 될 것입니다.

당 부서의 보좌진 입장은 요청서에서 다뤄진 제반 사실 관계 및 상황에 엄격하게 근거하는 것이며, 제반 사실 관계나 상황 일체가 달라진다면 다른 답변이 필요해질 수 있습니다. 나아가, 이 답변은 법 집행 조치에 한정된 보좌진의 입장이며, 제시된 여러 질문에 대한 법적 결론을 표명하려는 것이 아닙니다. 보좌진은 제안된 활동들이 제기할 수도 있을 여타 질문과 관련해서는 어떠한 견해도 표명하지 않는 바이며, 여기에는 연방이나 주의 여타 법규, 혹은 자율규제기구 규칙의 적용 여부가 포함됩니다. 이와 같은 입장은 언제든지 보좌진에 의해 수정 혹은 철회의 대상이 될 수 있습니다.

본 의견서와 관련하여 어떠한 질문이 있으면, 저에게 (202) 551-5712로 전화하시거나, (202) 551-6036으로 Elizabeth Fitzgerald에 전화하십시오.

Sincerely,



Jeffrey S. Mooney Associate Director

붙임(Attachment)



**Brian W. Steele** DTCC Jersey City  
Managing Director, 570 Washington Boulevard  
President, Clearing and Securities Services Jersey City, NJ 07310

**Nadine Chakar** DTCC Boston  
Managing Director, 55 Thomson Place  
Head of DTCC Digital Assets Boston, MA 02210

December 11, 2025

Jeffrey Mooney  
Associate Director  
Office of Clearance and Settlement Division of Trading and Markets  
U.S. Securities and Exchange Commission 100 F Street, NE  
Washington, D.C. 20549

관련: DTC의 DTCC 토큰화 서비스 개발과 관련되는 비-조치 요청

RE: No-Action Request Related to The Depository Trust Company's  
Development of the DTCC Tokenization Services

Mr. Mooney 부국장께:

Depository Trust Company(“DTC”)는 증권들을 토큰화하는 프로그램인 “DTCC 토큰화 서비스”(DTCC Tokenization Services)의 잠정 버전[이하 “잠정 기본 버전”(Preliminary Base Version)]을 DTC가 개발하고 출시하는 것과 관련하여, 귀 증권거래위원회(이하 “SEC” 또는 “위원회”)의 시장거래 감독국(Division of Trading and Markets, 이하 “부서”) 보좌진이 DTC에 대해 1934년 증권거래법(이하 “증권거래법”)의 특정 조항 및 그에 따라 제정된 규칙들에 대한 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치(enforcement action)를 권고하지 않을 것이라는 점을 확인해 주실 것을 정중히 요청드립니다. DTCC 토큰화 서비스는 DTC 참가자들(이하 각각은 “참가자”)이 DTC에 의해 보유되는 증권들에 대한 이들의 증권 권리(security entitlements)를 현행 DTC의 중앙화된 원장이 아닌, 분산원장 기술(“DLT”)을 사용하여 기록되도록 하는 방안을 선택할 수 있게 하려는 것입니다. 그렇게 함으로써, 이 프로그램은 증권중앙예탁기관(a central securities depository, “CSD”) 및 등록된 청산기관(registered clearing agency)이 제공하는 보호 수준(protection)과 책임성(accountability) 및 책임을 포기하지 않으면서도, 참가자들에게 이동성(mobility), 탈중앙화(decentralization), 프로그램으로 구현 가능성(programmability) 등의 블록체인 및 토큰화 기술의 이점을 활용할 수 있는 능력을 제공한다라는 목표가 있습니다.

좀 더 구체적으로 말씀드리면, DTC는 아래에서 기술하는 바와 같이, 귀 부서의 보좌진이 DTC의 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 개발 및 출시와 관련하여, 증권거래법 제19조(b) 및 그에 따라 제정된 Rule 19b-4<sup>1)</sup>, 증권거래법에 따른 Rule 17ad-22(e)(이하 “CCA 표준”) 및 Rule 17ad-25(i)와 (j)<sup>2)</sup>, 그리고 시스템의 법규 준수 및 무결성에 관한 규정(Regulation Systems Compliance

and Integrity, 이하 “Reg SCI”<sup>3)</sup> 그리고 통칭하여 “대상 규정들”)에 대한 위반을 이유로 위원회가 법 집행 조치를 하도록 권고하지 않을 것이라는 확약을 제공해 주실 것을 요청합니다.

이 대상 규정들은 미국 증권 시장에서 결정적으로 중요한 기능을 수행하는 조직들 그리고 중앙화된 시스템들을 위해 설계된 것입니다. 따라서, 이들 규정은 새롭고 탈중앙화된 시스템들이 결부되는 한시적이고(time-limited), 자발적인 서비스(voluntary service)에는 적용될 수 없는 것들이고, 궁극적으로는 그러한 서비스와 “양립할 수 없고 [그리고] 불필요한” 것입니다.<sup>4)</sup> 이 대상 규정들을 그러한 프로그램에 적용하려 한다면 실무적으로 실현되기 어렵고, 시장 참가자의 피드백, 기술적 변화, 그 습득된 경험에 대응하여 시의 적절하게 혁신하고 프로그램을 개발하려는 DTC의 능력을 “억누르게”(smother) 될 것입니다.<sup>5)</sup>

이 대상 규정들의 적용에서 면제해 주는 규제 조치(relief)는 공공의 이익 측면에서도 적절하며, 증권 및 자금에 대한 안전한 보관, 개방된 접근성(open access), 그리고 제반 증권 거래의 신속하고 정확한 청산과 결제라는 원칙에도 부합할 것인바, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에는 동 프로그램의 범위 그리고 DTC의 운영 및 보다 넓은 미국 증권 시장에 미칠 영향력을 제한하는 여러 통제 장치 설계(numerous design controls)가 포함되어 있기 때문입니다. DTC는 그와 같은 통제 장치의 적용을 바탕으로 그리고, 귀 부서 보좌진에 대한 정기적 보고(periodic report), 허용-목록화된 지갑들의 사용(use of allow-listed wallets), 토큰화 프로토콜들을 ERC 3643처럼 법규 준수를 인식하는 것들(compliance-aware ones)로 제한하는 등 본 서한에 적시하는 여러 서약에 대한 DTC의 이행을 바탕으로 본 서한에서 요청되는 규제 조치를 조율해<sup>6)</sup> 주실 것을 제안합니다. 종합적으로, 그러한 통제 장치와 약속들은 “연방 증권법의 핵심 정책 목표들을 달성”하고,<sup>7)</sup> DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전이 미국 증권 시장에 대한 DTC의 지원을 방해하지 않도록 하면서, 분산원장 기술이 “전통 금융과 점점 더 밀접하게 얽히면서” 발생하는 “제반 위험과 복잡성을 해결”하게 될 것입니다.<sup>8)</sup>

DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 DTC, 그 참가자들, 그리고 이들의 고객들이, 실세계 자산들의 토큰화를 위해 “투명한 규제 환경을 조성하고”<sup>9)</sup> 토큰화로 제기되는 다양한 이슈에 대해 “합리적인 방식으로 법적 명확성을 제공”하는<sup>10)</sup> 방안에 대해 귀 위원회에 통찰을 제공할 수 있는

1) 15 U.S.C. § 78s; 17 C.F.R. § 240.19b-4.

2) 17 C.F.R. § 240.17ad-22(e), 17 C.F.R. § 240.17ad-25(i), (j).

3) 17 C.F.R. § 242.1000-1007.

4) See Paul S. Atkins, Keynote Address at the Crypto Task Force Roundtable on Tokenization (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225-keynote-address-crypto-task-force-roundtable-tokenization> (“위원회와 그 보좌진이 암호자산들에 필요한 포괄적 규율 체계를 개발하고 있는 가운데, 증권 시장 참여자들은 블록체인 기술을 가지고 혁신하기 위해 해외로 나가도록 압박을 받아서는 안 될 것입니다.”).

5) Paul S. Atkins, American Leadership in the Digital Finance Revolution (July 31, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-digital-finance-revolution-073125>.

6) Paul S. Atkins, American Leadership in the Digital Finance Revolution (July 31, 2025), supra note 5.

7) Id.

8) Caroline A. Crenshaw, A Reckless Game of Regulatory Jenga - Remarks at “SEC Speaks” (May 19, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-remarks-sec-speaks-051925>.

9) Mark T. Uyeda, Tokenization of Real-World Assets (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225>.



통제된 환경에서 그들이 보유한 증권들을 “더 스마트하게” 만들어 가는 방안을 모색할 수 있도록 할 것입니다. 그러한 법적 명확성을 갖추게 되면, DTC는 DTCC 토큰화 서비스들을 그 대상 규정들 그리고 더 넓게는 등록된 청산 기관들에 적용될 수 있는 규율 체계를 실질적으로 준수하는 어떤 체제 (arrangement)로 발전시킬 계획입니다.

아래에서 DTC와 DTCC 토큰화 서비스의 배경과 함께, 대상 규정들을 논의해 보겠습니다.

## I. 배경 (Background)

### a. *The Depository Trust Company*

DTC는 사용자가 공동 출자한 협력체(user-owned cooperative)로서 글로벌 금융 산업에 커스터디, 청산 및 결제 서비스를 제공하는 Depository Trust & Clearing Corporation(증권예탁결제 공사, 이하 “DTCC”)의 완전 자회사(wholly owned subsidiary)입니다. DTC는 증권에 대한 안전한 보관과 증권 거래의 청산과 결제에서 핵심 역할을 합니다. DTC는 실물 증서들을 이전하고 수작업으로 처리할 필요성을 상당히 줄여주면서, 제반 증권에 대한 전자적 기록과 이전이 원활하게 처리될 수 있게 지원합니다. 2025년 기준으로, DTC는 100조 달러 이상(over \$100 trillion)의 증권을 커스터디하고 있고 연간 수억 건의 거래를 처리하고 있습니다.<sup>11)</sup>

DTC는 증권거래법 제17A조에 따라 등록된 청산기관(registered clearing agency)이며, 뉴욕주에 특정 목적 신탁회사(New York limited purpose trust company)이자, 연방준비제도의 회원인 주 은행(state member bank of the Federal Reserve System)입니다. 또한 DTC는 중앙예탁결제기관으로서(as a CSD) 관련 서비스들을 제공하고 있으며, 2012년에는 금융안정성 감시위원회(FSOC)에 의해 시스템적으로 중요한 금융시장 인프라로(as a systemically important financial market utility, “SIFMU”)로 지정되었습니다.

DTC의 주된 서비스들에는 다양한 실물 증권들에 대한 커스터디 제공, 장부-등재 증권들(book-entry securities)의 이전과 기록 지원, 그리고 위원회에 청산기관으로도 등록된 DTC 계열 회사들과의 조율을 통한 증권 거래의 결제 등이 포함됩니다. 그 고객들에게 커스터디나 여타 서비스를 제공하는 참가자들은 증권 증서(securities certificates) 및 여타 증서(other instruments)에 대한 커스터디, 그리고 적격 증권들에 대한 결제 및 자산 관리 서비스(settlement and asset services for eligible securities)와 같은 DTC의 핵심 서비스들을 이용할 수 있습니다. DTC가 보관·관리하게 되는 참가자들의 증권들은 일반적으로 DTC의 명의주주(DTC’s nominee)인 Cede & Co.의 명의로 등록됩니다. DTC는 이들 증권에 대한 각 참가자의 권리를 DTC의 중앙화된 원장 시스템에서 유지되는 계정(an “Account”)에 기록합니다[이하 “장부-등재 권리”(a “Book-Entry Entitlement”)]. 참가자가 어떤 고객을 대신하여 증권을 보유하고 있는 경우, 그러한 증권들에 대한 해당 고객의 권리는 그 참가자의 장부와 기록에 기록되어 보존됩니다.

### b. *통일상법전 제8조 (Article 8 of the UCC)*

10) Hester M. Peirce, Getting Smart - Tokenization and the Creation of Networks for Smart Assets: Opening Remarks for Tokenization Roundtable (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225>.

11) DTCC, DTCC Central Securities Depository Subsidiary Surpasses \$100 Trillion in Assets Under Custody, Marking Historic Milestone (Jun. 18, 2025), available at <https://www.dtcc.com/news/2025/june/18/dtcc-central-securities-depository-subsidiary-surpasses-100-trillion-in-assets-under-custody>.

통일상법전(Uniform Commercial Code, “UCC”) 제8조는 참가자들을 위한 DTC의 증권 보관·관리(custody of securities)를 관장하는 상법 규율 체계에 해당합니다.<sup>12)</sup> 제8조의 규정들은 유동성 있는 증권 시장을 위해 작동할 수 있는 직관적인 규칙들이 담보권의 대항력 요건과 우선순위(perfection and priority of security interests), 그리고 정반대의 권리를 주장하는 자들에 관계되는 선의 취득자들의 권리(rights of good faith acquirers)에 적용되도록 하는 조항입니다. 또한 이들 규정은 DTC에서 보관되는 증권들이 참가자들을 위해 유보되도록 하며, 지급불능(insolvency)에 빠지는 경우 DTC의 파산재단(DTC’s estate) 일부를 구성하지도 않게 즉, 이들 증권이 DTC로부터 “파산 절연”되도록(they are “bankruptcy remote” from DTC) 해줍니다.

제8조에 따르면, DTC는 “증권 중개기관”(securities intermediary)에 해당하며,<sup>13)</sup> 참가자를 위해 보유되는 증권들에 대한 각 참가자의 권리는 “증권 권리”(security entitlements)에 해당합니다.<sup>14)</sup> 각 참가자는 “권리 보유자”(entitlement holder) 즉, “증권 중개기관의 기록에서 해당 증권 중개기관에 대해 어떤 증권 권리를 갖는 자라고 식별된 자”에 해당합니다.<sup>15)</sup> 앞서 언급했듯이, DTC는 각 참가자의 증권 권리들을 현재 장부-등재 권리를 통해 즉, DTC에 개설된 해당 참가자의 계정으로의 입고(credit to the Participant’s Account at DTC)를 통해 기록합니다.

증권 중개기관에 해당하는 DTC에 대해서는, 통일상법전(UCC) 제8조 제5절(Part 5)에 명시된 특정 의무들이 적용됩니다. 그러한 의무에는 그에 대한 권리 보유자들의 증권 권리를 충족하는 데 충분한 증권들을 보유할 의무,<sup>16)</sup> 권리 보유자들을 위해 증권들에 대한 지급이나 분배를 획득할 의무,<sup>17)</sup> 제반 권리를 권리 보유자가 지시한 대로 행사할 의무,<sup>18)</sup> 해당 증권들을 권리 보유자가 지시한 대로 이전하거나 상환할 의무,<sup>19)</sup> 그리고 권리 보유자가 지시한 대로 해당 증권들을 보유하는 형태를 변경할 의무<sup>20)</sup>가 포함됩니다. 이뿐 아니라, UCC는 권리 보유자를 위해 증권 중개기관이 보유하는 증권들은 해당 증권 중개기관의 지급불능이 발생하는 경우 해당 증권 중개기관의 파산재단 일부를 구성하지 않으며, 대신 그 권리 보유자들의 재산(property of the entitlement holders)이라는 점을 명확히 하고 있습니다.<sup>21)</sup>

UCC 제8조는 제9조와 연계하여, 시장 참가자들의 기대에 부합하도록 그리고 유동성 있는 증권 시장을

12) See UCC §8-501 cmt. 1 [청산 공사(clearing corporation)와 그 참여자들 간의 관계는 간접적으로 보유되는 증권들(indirectly held securities)과 관련하여 제8조의 규칙들이 적용되는 범위 안에 분명히 속한다는 점을 참조].

13) UCC §8-102(a)(14) [“증권 중개기관”(securities intermediary)에는 “청산 공사”(clearing corporation)가 포함된다고 정의]; UCC §8-504(a)(5) [“청산 공사”(clearing corporation)에는 “수시로 개정될 수 있는, 15 United States Code §78-c(a)(23)에 따라 ‘청산기관’(clearing agency)으로 등록되는 자”를 포함한다고 규정].

14) UCC §8-102(a)(14) [“증권 권리”(security entitlement)란 “Part 5에 열거되는 금융자산(financial asset)에 관한 어떤 권리 보유자의 권리(rights)와 재산권(property interest)을 의미한다고 규정].

15) UCC §8-102(a)(8).

16) UCC §8-504(a) 참조.

17) UCC §8-505(a) 참조.

18) UCC §8-506 참조.

19) UCC §8-507(a) 참조.

20) UCC §8-508 참조.

21) UCC §8-503 참조.

지원하기 위해 설계된 대항력 요건(perfection) 및 경합권 배제 취득(take-free)에 관한 규칙들을 명시하고 있습니다. 특히, 정반대되는 권리의 주장을 통지받지 못한 담보권자는 만약 그자가 증권 권리에 대해 “지배·통제”(“control” of a security entitlement)를 유지하고 있다면 정반대되는 주장으로부터 자유롭게(무방하게) 권리를 취득한다고 규정하고 있습니다.<sup>22)</sup> 나아가, 제8조 및 제9조에 따르면, 담보권자는 “지배·통제”를 확보함으로써 담보권(security interest)을 완성하게 됩니다.<sup>23)</sup> UCC의 제8-106조(d)는 그 “지배·통제”에는 그로써 해당 증권 권리에 대한 권리 보유자로 인정된다는 개념이 포함된다고 정의하고 있습니다.<sup>24)</sup> 그러한 규정들 덕분에, 참가자들은 만약 이들이 특정 증권에 대한 증권 권리를 확보하게 된다면, 이들의 담보권이 완성될 것이고 이들이 정반대되는 권리 주장자들의 청구권에 노출되지 않게 될 것이라는 점을 알 수 있습니다. 나아가, 이들의 그 증권들에 대한 권리는 이들이 관계되는 증권 중개업자에 대한 일반 채권자들의 청구권에 노출되지 않게 될 것입니다.

## II. DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전

### The Preliminary Base Version of the DTCC Tokenization Services

사용자가 공동 출자한 협력체로서(as a user-owned cooperative), DTC는 그 사용자들의 다양한 수요에 부응하는 서비스들의 개발을 목표로 하고 있습니다. 그러한 목표에 맞춰, DTC는 참가자들, 동종 업계 관계자들, 그리고 기술 제공업체들과 협력하면서, DTC와 같은 증권중앙예탁기관(CSD)과 등록된 청산기관이 제공하는 보호 수준(protection)과 책임성(accountability)을 포기하지 않으면서도, 시장 참여자들이 이동성(mobility, 즉 표준 거래 시간이나 휴일에 구매받지 않고 관할 국가와 시간대를 넘나들며 자산을 이전할 능력), 탈중앙화(decentralization 즉, 시장 참여자들이 자신이 소유하는 자산들에 좀 더 직접적으로 접근할 능력), 그리고 프로그램으로 구현할 가능성(programmability, 즉 자산들의 이전과 배분을 최적화하기 위해 스마트 컨트랙트들을 사용할 능력)과 같은, 블록체인과 토큰화 기술의 이점을 활용할 수 있도록 분산원장 기술이 사용될 수 있는 방법을 판단하기 위해 9년 넘게 분산원장 기술의 사용을 모색하고 지원해 왔습니다.

분산원장 기술이 사용될 수 있는 방안(potential use of DLT)에 대한 DTC의 고려에 참가자들 그리고 여타 이해당사자들의 견해가 반영될 수 있도록, DTC는 그 참가자들, 최종 사용자들, 금융 시장 인프라들, DTCC의 디지털 런치패드 자문위원회(Digital Launchpad Advisory Council)가 포함되는, 글로벌 금융서비스 업계의 광범위한 부문과 협의해 왔습니다.<sup>25)</sup> 그러한 출처로부터 받은 피드백과 여타 시장 참여자들과의 지속적 논의를 바탕으로, DTC는 참가자들 그리고/또는, 해당한다면, 이들의 대리인과 지명을 받은 자들이 DTC에 의해 보유되는 증권들에 대한 이들의 증권 권리들을 장부·등재 권리가 아닌, 분산원장 기술을 사용하여 “토큰화된 권리”(Tokenized Entitlements)로 기록하도록 지시할 수 있게 할 기술 솔루션으로 식별하게 된 것이 DTCC 토큰화 서비스입니다. DTC는 시장 참여자들이 토큰화된 권리를 사용함으로써, 증권중앙예탁기관(a CSD)과 등록된 청산기관에서 제공되는 안전장치를 유지하면서도, 분산원장 기술을 통해 운영 효율성(operational efficiency), 유동성

22) UCC §8-510(a) 참조. (a secured party without notice of adverse claims takes free of adverse claims if it has “control” of a security entitlement.)

23) UCC §9-106(a); UCC §9-314. (a secured party may perfect a security interest by obtaining “control”).

24) UCC §8-106(d)(1). Defines “control” as including being the recognized entitlement holder of the security entitlement.

25) DTCC의 디지털 런치패드 자문위원회(DTCC Digital Launchpad Advisory Council)는 투자은행들, 커스 터디언들, 거래소들, 그리고 블록체인-기반의 서비스 제공자들을 망라하는 광범위한 여러 부문의 업계 전문가 들로 구성되어 있음. 자문위원회 구성원들은 그 분야의 고위급 전문가들(senior experts in their fields)임.

(liquidity), 투명성(transparency), 접근성(accessibility) 및 투자자 기회(investor opportunity)를 향상할 수 있게 될 것이라고<sup>26)</sup> 믿습니다.

또한 DTC는 DTCC 토큰화 서비스의 초기 버전인 잠정 기본 버전(Preliminary Base Version)을 설계하였는바, 이를 통해 참가자와 그 고객들은, 통제되는 상품 설계 환경 속에서(in a controlled production environment), 그리고 조정과 개선을 허용하고 손실 및 시스템 중단 위험을 제한하며 대규모로 토큰화된 권리를 허용하는 데 필요한 기술적인 특성과 규제적인 특성에 대한 폭넓은 통찰을 제공할 수 있게 설계된 제반 조건 아래에서, 분산원장 기술 및 그들이 DTC를 통해 보유하는 증권들을 기록하기 위해 이 기술을 사용하게 될 때의 잠재적 이점을 탐색할 수 있게 할 것입니다.

DTC 참가자라면 누구든지, 그자의 선택에 따라, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 참여할 수 있게 허용될 것이지만, DTC가 참가자를 위해 미국 세금 원천징수 혹은 보고 의무(U.S. tax withholding or reporting obligations)를 부담하고 있거나, 재무부에 대한 국제자본(Treasury International Capital) 보고 의무(TIC reporting obligations)를 지게 되는 참가자들은 제외될 것입니다. 그 이유는 DTC가 여전히 토큰화된 권리와 관련하여 세금 및 TIC 의무에 대한 준수가 확보되도록 하는 데 필요한 절차들을 검토하는 과정에 있기 때문입니다.<sup>27)</sup>

#### a. 토큰화 서비스 운영 흐름도 (Operational Flow)

이 잠정 기본 버전 하에서, DTCC 토큰화 서비스를 이용하길 원하는 참가자는 누구든지 토큰화된 권리에 상응하는 토큰들을 보유할 목적으로, 승인된(approved) 블록체인상에 존재하는, 하나 이상의 주소를 DTC에 먼저 등록해야 합니다[각 주소를 “등록 지갑”(Registered Wallet)이라 함]. 참가자들은 증권, 세금, 자금세탁방지 관련 법률을 비롯한 모든 적용 법규와 해외자산통제국(Office of Foreign Assets Control, “OFAC”)이 관장하는 제재 관련 조치를 반드시 준수해야 하지만, DTC는 OFAC가 부과하는 제반 요건에 대한 준수가 확보되도록 자체적으로 등록 지갑에 대해 대사(screening)를 수행하게 될 것입니다.

참가자들은 그 고객들을 위한 등록 지갑들을 포함하여, 개수의 제한 없이 등록 지갑들을 설정할 수 있게 될 것입니다. 참가자 고객들의 등록 지갑들에 대한 접근과 사용은 해당 참가자와 그 고객들의 재량에, 그리고 이들 간의 약정에 따르게 될 것입니다. 그러나, DTC는 등록 지갑들과 토큰화된 권리와 관련해서는 오직 참가자 본인하고만 관계를 맺게 될 것입니다.

참가자가 등록 지갑을 갖추게 되면 현재 해당 참가자의 계정에 들어 있는 적격 증권들[이하 “대상 증권들”(Subject Securities)]에 대한 그 참가자의 증권 권리들(즉 “장부-등재 권리들”)을 토큰화해 달라고 DTC에 직접 그리고/또는 대리인이나 피지명자를 통해 지시할 수 있게 됩니다[이하 “토큰화 지시”(Tokenization Instruction)]. DTC는 특정 요건들이 충족되는 경우에만, 예컨대 그 참가자가 등록 지갑을 갖추고 있고, 대상 증권들이 토큰화에 적격이며, 그 토큰화 지시에 따른 대상 증권들의 이전이 그 지시하는 참가자의 계정에 대한 DTC의 기존 위험 관리 통제 즉, 담보 상황 관찰 장치(Collateral Monitor) 및 순-이체 한도(Net Debit Cap)<sup>28)</sup> 등을 충족하는 경우에만, 그 토큰화 지시를

26) Hester M. Peirce, Getting Smart - Tokenization and the Creation of Networks for Smart Assets: Opening Remarks for Tokenization Roundtable (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225>.

27) 2025년 10월 31일 현재, DTC는 그 참가자들의 약 11%를 위해 미국 법에 따른 세금 원천징수 및 보고 의무를 부담하고 있음. 일단 DTC가 현재의 세법 준수 및 TIC 보고 의무 준수 문제를 해결하게 된다면, 이 참가자들에 대해서도 토큰화 서비스를 제공하게 될 것으로 예상함.

이행하게 될 것입니다. 다시 말씀드리면, 참가자가 등록 지갑을 갖추고 있지 않고, 대상 증권들을 보유하고 있지 않으며, DTC의 위험 관리 및 법규 준수 통제 장치를 통과할 수 없는 상황이라면, DTC는 그 토큰화 지시를 실행하지 않게 될 것입니다.

토큰화 지시를 접수하게 되면, DTC는 해당 참가자의 계정에서 대상 증권들을 차감하고, 이를 모든 등록 지갑에서 보유되는 토큰화된 권리 모두의 총합을 반영하는 DTC의 중앙화된 원장(DTC's centralized ledger)인 “디지털 통합 계정”(Digital Omnibus Account)에 입고하게 될 것입니다.

그다음 DTC는 해당 참가자의 대상 증권들에 대한 증권 권리를 표시하는 토큰들(이하 “토큰들”)을 발행(mint)하고 그 참가자의 특정 등록 지갑으로 인도하게 될 것입니다. 이 기능을 수행하기 위해 DTC는 “Factory”라는 장치를 활용하게 될 것인데, 이는 DTCC의 개방형 토큰화 체계로, 법규 준수 기능의 인식이라는 특성(compliance-aware features)을 통합하고, 복잡한 업무 작업 흐름을 자동화하며, 전체적으로는 토큰화된 실물 자산의 기능성(overall functionality of tokenized real-world assets)을 향상하기 위해 설계된 장치입니다.

그러한 절차에 따라, 참가자는 참가자 계정으로의 입고를 통해 기록된 증권 권리 즉, 장부-등재 권리를, 토큰을 사용하여 분산원장 기술상에 기록된 증권 권리 즉, 토큰화된 권리로 전환을 마치게 됩니다. 토큰화된 권리를 보유하게 되는 참가자는 대상 증권들에 대한 자신의 증권 권리를 표시하는 토큰들을 직접 다른 참가자의 등록 지갑으로 이전할 수 있게 될 것이며 그러한 이전을 실행해 달라고 DTC에 별도로 지시할 필요가 없게 됩니다. 이 과정을 가시적으로 표현한 첨부(Exhibit) 1을 참조하십시오.

등록 지갑 한 곳에서 다른 등록 지갑으로의 토큰 이전 모두는 DTC에 의해 추적되며 DTC가 볼 수 있게 가시화됩니다. 이 기능을 수행하기 위해, DTC는 퍼블릭 클라우드에 자리 잡은 DTCC의 오픈체인 소프트웨어인 “레저 스캔”(LedgerScan)을 활용하게 되는데, 그 기저의 블록체인들이 스캔함으로써, 토큰들이 보유되는 등록 지갑들을 포함하여, 토큰들의 이동을 추적하게 됩니다. 그러한 추적을 바탕으로 LedgerScan은 각 참가자의 등록 지갑(들)에서 보유되는 토큰들을 토대로 토큰화된 권리들에 관한 기록을 만들게 됩니다. 이 과정을 시각적으로 표현한 첨부(Exhibit) 2를 참조하십시오. LedgerScan을 뒷받침하는 기술은 거의 실시간으로 토큰들의 이동과 등록 지갑 보유 상태를 추적하고 기록할 수 있게 해줄 것입니다. 토큰화된 권리들에 대한 기록에 있어, LedgerScan에서 작성되는 기록은 DTC의 공식적인 장부·기록(official books and records)에 해당하게 됩니다.

주목할 점은, 토큰화 지시는 대상 증권들에 대한 참가자의 보유를 관장하는 법적 체계를 변경하는

28) 담보 상황 관찰 장치(Collateral Monitor)와 순-이체 한도(Net Debit Cap)는 어떤 참가자의 채무불이행(default)이 발생하는 경우 DTC 결제 시스템을 보호하기 위해 설계된 핵심 위험 관리 통제 장치임. 담보 상황 관찰 장치는, 그날 중 특정 시간대를 기준으로 일-마감 결제에서 해당 참가자가 갚아야 한다고 예상되는 금액을 말하는, 각 참가자의 일중 순-이체 의무(intraday net debit obligation)가 적격 담보로 즉, 증권과 현금으로, 완전히 뒷받침되도록 보장해 줌. 만약 담보 평가 장치가 어떤 참가자의 DTC에서의 트랜잭션이 충분히 담보되지 않는다고 판단하게 되면, 충분한 담보가 확보될 때까지는 해당 트랜잭션이 처리되지 않도록 통제 장치가 작동하게 됨. 한편, 순-이체 한도는 어떤 참가자의 일중 순-이체 잔고에 대해 상한선(즉, 한도)을 설정함으로써 어떤 참가자가 일-마감 결제에서 갚게 될 금액이 DTC가 보유한 유동성 자원(DTC's liquidity resources)을 초과하지 않도록 하는 데 도움을 줌. 이 상한선은 해당 참가자의 DTC에서의 과거 활동 이력과 DTC의 가용 유동성 자원을 토대로 설정되며, 참가자들의 담보 총액과는 무관함. 만약 어떤 트랜잭션이 어떤 참가자의 순-이체 한도 위반으로 귀결되는 경우, 그 한도의 위반이 해소될 때까지는 해당 트랜잭션이 처리될 수 없게 통제 장치가 작동하게 됨. 이 두 가지 통제 장치는 함께 작동하면서, DTC가 해당 참가자의 디폴트에도 불구하고 시스템 상의 중단 없이, 결제를 완료할 수 있도록 하는 데 도움을 주게 됨.



것은 아니라는 점입니다. 참가자는 (자신이 토큰들을 이전하기 전까지는) UCC 제8조의 제반 규정 및 보호 장치 모두가 적용되는, 그 대상 증권들에 대한 증권 권리를 갖는 권리 보유자(entitlement holder) 지위를 유지합니다. 유일한 차이점이라면, DTC가 그러한 증권 권리들을 중앙화된 원장 시스템 대신에 LedgerScan을 통해 기록하게 된다는 점입니다. 토큰들이 이전되면, LedgerScan은 그러한 이전을 식별하고 그 이전되는 등록 지갑에 연관된 참가자를 그 토큰화된 권리의 보유자로 반영하게 됩니다.

등록 지갑에 입고된 토큰화된 권리를 가지는 참가자는 누구든지 DTC에 그러한 토큰화된 권리로 표시되는 대상 증권들을 자신의 계정으로 입고해 달라고 지시할 수도 있습니다[이 토큰화-해제 지시(de-tokenizing instruction)는, 토큰화된 권리를 어떤 계정 내의 장부-등재 권리로 다시 전환하는 것입니다]. DTC는 그러한 지시를 받게 되면, 해당 참가자의 등록 지갑 내에 있던 토큰들을 소각(burn)하고, 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정에서 차감한 뒤, 해당 대상 증권들을 그 참가자의 계정으로 입고하게 됩니다. 그 시점에, 해당 참가자는 토큰화된 권리가 아닌, 장부-등재 권리를 갖게 됩니다. 나아가, 한 블록체인상에 있는 등록 지갑 내의 토큰들에 상응하는 토큰화된 권리를 가지는 참가자는 해당 토큰들을 다른 블록체인상에 있는 등록 지갑으로 전환해 달라고 DTC에 지시할 수도 있습니다. 그러한 지시를 참가자, 그의 대리인, 혹은 그의 피지명자로부터 받게 되면, DTC는 원래의 블록체인상에 있는 등록 지갑 내의 원본 토큰(original Token)을 소각하고, 새로운 블록체인상에 있는 특정 등록 지갑으로 새 토큰을 발행하게 됩니다.

토큰화된 권리로 표시되는 대상 증권들에 대한 등록된 소유권(registered ownership)은 어떤 경우에도 변경되지 않으며; 대상 증권들은 DTC의 명의인 Cede & Co.라는 이름으로 등록된 상태를 유지하게 됩니다. 이뿐 아니라, 대상 증권들에서 어떠한 “중복 사용”(any “double spend”)도 발생하지 않도록, 디지털 옴니버스 계정에 입고 처리된 대상 증권들은 그에 상응하는 토큰이 소각될 때까지는 그러한 계정으로부터 이전될 수 없게 됩니다. 결과적으로, 대상 증권에 대해 토큰화된 권리를 보유하게 되는 참가자는 DTC에 대해 그 중앙화된 원장을 변경해 달라는 지시를 통해서는 그 대상 증권에 대한 실질 소유권(beneficial ownership)을 이전할 수 없게 됩니다. 대신, 앞에서 설명한 대로, 그러한 참가자는 그 토큰을 해당 블록체인상에서 이전함으로써 (또는 그 토큰을 소각하거나 전환해 달라고 DTC에 지시함으로써) 제반 이전을 실행할 필요가 있게 됩니다.

#### ***b. 토큰 활용 (Token Usage)***

참가자들 그리고 그 고객들은 이들이 현재 장부-등재 권리들과 관련하여 관여하고 있는 것처럼 그들의 토큰화된 권리와 관련해서도 그 동일한 트랜잭션 및 활동에 관여하기 위해 이들의 등록 지갑들에서 보유되는 토큰들을 사용할 수 있게 됩니다. 특히, 참가자들 그리고 그 고객들은 토큰화된 권리들이 결부되는 증권 금융 거래(securities financing transactions)를 체결할 수 있게 되고 [예: 환매수 약정(repurchase agreements), 역-환매수 약정(reverse repurchase agreements), 증권 대여 거래(securities lending transactions) 등]; 자금을 조달하거나 담보 제공 거래 목적을 위해 그들의 토큰화된 권리에 대해 질권을 설정하거나(pledge), 권원을 양도하거나(title transfer), 그밖에 그 토큰화된 권리에 담보를 설정(encumber)할 수 있게 되며; 그들이 보유하는 토큰화된 권리를 분리결제 방식으로(on a free-of-payment basis, 증권 인도와 대금 지급이 연계성 없이 이루어지는 방식으로) 혹은 지급-인도의 동시 이행 방식으로(on a delivery-versus-payment basis) 매도하거나 이전할 수 있게 될 것입니다[비록 지급-인도 동시 이행 결제가 DTC에 대한 지급-인도 지시를 통해서라기보다는, DTC와는 별개로 혹은 DTC의 어떠한 관여도 없이 발생할 것이긴 합니다만]. 참가자 그리고

그 고객들은 오늘날 이들이 하는 방식과 실질적으로 유사한 방식으로 그러한 활동에 관여할 수 있게 됩니다. 핵심 차이점이라면, 참가자가 DTC에 어떤 양도를 실행해 달라고 지시하고 DTC는 해당 장부-등재 권리의 양도를 그 중앙화된 원장에 기록하는 대신, 해당 참가자나 그의 고객이 해당 토큰들을 양수인의 등록 지갑으로 이전시키고 DTC는 그러한 이전을 LedgerScan을 통해 식별하고 기록하게 된다는 점입니다. 또 다른 대안으로는, 만약 어떤 참가자가 DTCC의 토큰화 서비스에 참여하지 않는 참가자를 상대로 어떤 이전을 실행하려는 경우, 해당 참가자는 DTC에 토큰화-해제 지시를 내리게 되고, 이후, 그러한 토큰화-해제에 따른 장부-등재 권리를 해당 참가자의 계정으로 이전해 달라는 지시를 내리게 될 것입니다.

또한, 토큰들은 현재 장부-등재 권리들로 실현할 수 있는 정도를 넘어서는 기능(functionality)까지 가능하게 해줄 것입니다. 구체적으로는, 참가자들 그리고 그 고객들은 DTC의 운영 시간 동안만이 아니라, 언제든지 토큰들을 이전할 수 있게 (따라서 토큰화된 권리들을 이전할 수 있게) 될 것입니다. 결과적으로, 참가자들 그리고 그 고객들은, 여타 적용될 수 있는 법적 요건들을 전제로, 연장 시간 매매(extended hours trading)를 지원하는 거래 장소(trading venues)에서 거래하는 행위도 촉진할 수 있을 것입니다. 그 관련된 블록체인 및 적용 법규의 지원을 받는 범위 내에서, 다른 토큰화된 자산들과의 지급-인도 동시 이행 방식으로 제반 양도(이전)를 실행할 수도 있게 될 것입니다. 그들 자신이 보유한 토큰과 관련하여 스마트 컨트랙트들과 여타 애플리케이션들도 사용할 수 있게 될 것입니다. 참가자들은 그러한 스마트 컨트랙트들을 통해 다양한 증권 금융 거래와 담보 제공 약정에 걸쳐 그들의 증권 배분(allocation of securities)을 최적화할 수도 있어, 여러 비효율성과 불필요한 비용을 줄일 수 있을 것입니다.<sup>29)</sup> 나아가, 해당 참가자와의 관계에 따라 달라질 수도 있겠지만, 고객은 그 참가자가 먼저 행동하길 기다릴 필요 없이 직접 토큰의 이전을 (따라서 토큰화된 권리의 이전을) 실행할 수도 있게 될 것입니다. 그러한 이전들은 다층화된 지시(multiple levels of instruction)에서 발생할 수 있는 지연(delay)이나 위험을 최소화할 수도 있을 것입니다.

DTC는 개방적 접근(open access)이 확보되도록 한다는 약속에 부합되도록, 일반적으로는 참가자나 그 고객이 앞서 언급한 행위들 어느 하나에 관여하게 될 능력은 제한하지 않을 것입니다. 그러나, DTC는 그 잠정 기본 버전에서, 등록 지갑에 관계된 참가자만을 권리 보유자로 보게 될 것입니다. 해당 참가자와 그 고객 간의 관계는 이들 당사자 사이의 양자 간 문제가 될 것입니다.

### *c. 블록체인 및 기술 관련 표준 (Blockchain and Technology Standards)*

DTC는 개방적 접근이 확보되도록 하겠다는 약속을 이행하는 데 있어, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 등록 지갑들이 반드시 유지되어야 할 특정 블록체인이나 각 토큰이 반드시 따라야 할 특정 토큰화 프로토콜(즉, 스마트 컨트랙트들을 관장하는 제반 원칙)은 처방하지 않을 것입니다. DTC는 참가자들 그리고 그 고객들이 폭넓은 유연성을 갖고 그들에 적용될 규제 요건들은 물론 그들의 상업상, 운영상, 프라이버시 보호, 그리고 성능 수요에 부합하는 다양한 DLT 솔루션을 탐색할 수 있어야 한다고 믿습니다. 하지만, DTC는, 등록된 청산기관의 역할과 제반 의무에 부합하도록, 블록체인들과 토큰화 프로토콜들 모두에 대해 객관적이고 중립적이며 공개적으로 접할 수 있는 요건들을 처방하게 될 것입니다. 이는 토큰들이 오직 등록된 지갑들로부터 이전될 수 있도록 하고; 필요한 경우, DTC가 기업공시 조치(corporate actions), 등재 오류(erroneous entries), 분실된 토큰(lost tokens),

29) DTCC (2024.10.), “디지털자산을 활용한 담보 관리의 혁신: DTCC 디지털 런치패드의 일본 증권청산기구(JSCC)와 협업 사례”(Transforming Collateral Management with Digital Assets: A DTCC Digital Launchpad Collaboration with Japanese Securities Clearing Corporation) 참조. available at <https://www.dtcc.com/-/media/WhitePapers/Transforming-Collateral-Management-With-Digital-Assets-JSCC.pdf>.



부정행위(malefeasance)[이하 “되돌림이 요구되는 상황들”(Conditions Requiring Reversal)]을 바로잡는 조치를 할 수 있게 하며; 토큰들이 견고한 합의 메커니즘 및 거버넌스 메커니즘이 작동되는 신뢰할 수 있고, 복원성을 갖춘, 안전한 블록체인상에서 유지되도록, 그리고 바로 아래에서 설명할 “관측 가능성”(observability)이라는 원칙에 따라 LedgerScan이 필수적인 토큰화 장부·기록을 유지할 수 있게 모든 거래를 조회하고 기록할 수 있도록 하기 위한 것입니다.

토큰화 프로토콜들과 관련하여 좀 더 구체적으로 말씀드리면, DTC는 참가자가 토큰화 지시를 내리게 될 때 DTC-지원 토큰화 프로토콜 중 어떤 프로토콜이 해당 토큰을 관장하게 할 것인지를 특정할 수 있게 허용하게 될 것입니다. DTC가 특정 토큰화 프로토콜을 지원하기 위해서는 반드시, 분석과 테스트를 통해, 해당 프로토콜이 “배포 제어”(distribution control) 및 “거래 가역성”(transaction reversibility) 기능을 포함하는, “법규 준수 인식” 기능(“compliance aware” features)을 갖추고 있다고 DTC가 판단해야 합니다. 배포 제어란 해당 프로토콜이 그 토큰을 등록 지갑 외의 다른 주소로 전송되는 것을 방지하는 능력을 말합니다. 거래 가역성이란 ‘되돌림이 요구되는 상황’을 바로 잡을 필요가 있을 때 DTC가 해당 블록체인상에 있는 DTC의 “루트 지갑”(root wallet)을 사용해 해당 토큰을 강제로 전환하거나 이전할 수 있게 허용하는 해당 프로토콜의 능력을 의미합니다.

DTC는 법규 준수 인식 기능을 갖춘, ERC 3643 같은, 특정 프로토콜들을 식별하였으며, 참가자 수요를 바탕으로 추가적인 프로토콜들을 검토할 계획입니다. 그렇게 할 때, DTC는 참가자 수요가 가장 많고 DTCC 토큰화 서비스에 가장 쉽게 통합될 수 있는 프로토콜들을 중심으로 하는 검토를 우선하게 될 것입니다. DTC는 참가자들이 토큰화 지시를 내릴 때 선호하는 토큰화 프로토콜을 평가하고 식별하는 데 도움을 주기 위해 참가자들이 지원되는 토큰화 프로토콜들의 목록(a list of supported tokenization protocols)을 접할 수 있게 제공할 계획입니다.

마찬가지로, DTC는 지원되는 블록체인들과 관련해서도, 참가자가 어떤 블록체인 주소를 등록 지갑으로 등록할 수 있는지 퍼블릭 및 프라이빗 분산원장들의 목록(a list of public and private distributed ledgers)을 참가자들이 접할 수 있게 제공할 계획입니다. 토큰화 프로토콜들의 경우와 마찬가지로, DTC는 DTCC 토큰화 서비스가 그 의도된 대로 기능하도록 하는 데 필요한 특성의 적격 요건들(particular qualifications)을 충족할 능력을 입증할 수 있는 분산원장들을 최대한 범위에서 지원할 생각입니다. 이를 위해, DTC는 다음 기준에 따라 블록체인들을 평가하게 될 것으로 예상합니다:

**신뢰성(Reliability), 복원성(Resilience), 보안성(Security).** 잠정 기본 버전에 어떤 블록체인이 포함되게 할 목적에서, DTC는 그러한 제한적 목적을 위해 해당 블록체인에서 높은 신뢰성과 복원성이 입증되고 있다는 점을 확인할 필요가 있게 될 것입니다. 무엇보다도 DTC는, 해당 블록체인의 가용성(availability), 성능(performance) 및 중단 이력(outage history)을 토대로 이러한 요소들을 고려하고자 합니다. 이뿐 아니라, DTC는 자체적으로 해당 블록체인이 미국 국립표준기술연구소(NIST)가 처방하는 제반 표준에 부합하는지를 비롯해서, 견고한 사이버 보안 표준들이 전제되고 있는지 그 충족 여부를 확인할 필요도 있게 될 것입니다.

**법규 준수 인식 기능 지원 여부(Support for Compliance Aware Features).** 토큰화 프로토콜들의 경우와 마찬가지로, DTC는 토큰들이 오직 등록된 지갑들로만 이전될 수 있도록 하고 DTC가 ‘되돌림이 요구되는 상황’을 실행할 수 있도록, 각 블록체인이 법규 준수 인식을 토대로 하는 토큰화(compliance aware tokenization)를 지원해야 한다고 요구하게 될 것입니다.

**관측 가능성(Observability).** DTC는 프라이빗 블록체인들은 물론이고 영지식 증명(zero knowledge proofs)과 같은 프라이버시 보호 기술들을 허용하는 블록체인들도 지원하게 될 것이지만, DTC는 모든 토큰의 이전을 관측할 수 있는 능력을 반드시 확보해야 합니다. 따라서, DTC는 어떤 블록체인이—그 자체로든 혹은 지원하는 기술들을 통해서든—해당 블록체인상에서 DTC가 토큰들의 모든 이전을 검토할 수 있게 허용하는 경우에만 그 블록체인을 지원하게 될 것입니다.

**거버넌스와 합의 메커니즘(Governance and Consensus).** DTC는 작업 증명(Proof of Work), 지분 증명(Proof of Stake), 그리고 허가를 요하는 폐쇄형 네트워크들(private permissioned networks)을 포함하는, 다양한 거버넌스 모델들을 갖춘 블록체인들을 지원하게 될 것입니다. 하지만, DTC가 어떤 블록체인을 지원하려면, DTC 스스로가 반드시 해당 네트워크의 거버넌스 모델이 악성 행위자나 적성 국가의 취약점 악용, 빈번한 포크 발생(frequent forking), 혹은 거버넌스 불확실성에 취약하지 않다는 점에 공감해야 할 것입니다.

토큰화 프로토콜들의 경우와 마찬가지로, DTC는 제안된 블록체인들을 검토하게 될 때 참가자 수요가 가장 많고 DTCC 토큰화 서비스에 가장 쉽게 통합될 수 있는지를 우선시하게 될 것입니다. 나아가, DTC는 그러한 블록체인들을 검토하게 될 때 가스비(gas fees)의 큰 변동이 발생하지 않게 하면서 투자자 수요에 부합하는 방향으로 규모를 확장해 갈 수 있는지를 우선시하게 될 것으로 예상합니다.

DTC는 앞서 말씀드린 표준들[이하 “기술 표준”(Technology Standards)]을 갖추게 되면, DTC가 증권들에 대한 안전한 보관에 위협을 초래하지 않으면서, 가장 넓은 범위의 투자자 선택과 탐색을 지원할 수 있게 될 것으로 믿습니다.

#### *d. 기업공시 관련 조치의 반영 (Corporate Actions)*

DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 DTC가 장부-등재 권리들에 대해 지원하는 것과 같이 토큰화된 권리로 표시되는 증권들에 대해서도 그 동일한 기업공시 관련 조치(corporate actions)의 처리를 지원하게 될 것입니다. 특정 사례에서는, 참가자가 분배금(distribution) 혹은 대체 증권(replacement security)을 받기 위해 또는 해당 기업공시 조치와 관련되는 지시를 내리기 위해 토큰화-해제 지시를 내릴 필요가 있게 되거나, DTC가 그 토큰화된 권리를 장부-등재 권리로 강제 전환해야 할 필요가 있게 될 수도 있습니다. 그러한 상황에서, DTC는 실행할 수 있는 범위에서, 관련되는 참가자들에게 그러한 지시를 제공해야 할 필요성 혹은 DTC가 그런 조치를 해야 할 필요성에 대해 사전 통지를 제공하게 될 것입니다.

DTCC 토큰화 서비스의 후속 버전들에서는, DTC가 기업공시 조치들과 관련하여 추가 기능들을 제공하게 될 수도 있습니다. 예를 들면, DTC는 토큰화된 권리들을 보유하는 참가자들을 대상으로 현금 배당금을 스테이블코인이나 토큰화된 예금으로 전환해 달라고, 그리고 그러한 스테이블코인이나 토큰화된 예금을 그 참가자의 등록된 지갑으로 예치해 달라고 DTC에 지시하는 것을 허용할 수도 있을 것입니다. 나아가, 기업공시 조치들은 스마트 컨트랙트나 분산원장 기술을 활용하는 새로운 프로세스들을 가져올 수도 있습니다. 그러나, 그러한 기능들은 본건 요청의 주제는 아니며, 아래 Section III.a에서 논의하는 바와 같이, 이번 잠정 기본 버전을 넘어서는 어떠한 확장이 있기 전에, DTC는 그러한 확장 의사를 위원회에 통지하고, 각 개발의 새로운 주요 요소들(parameters)에 대한 설명을 제공하면서, 필요한 범위 내에서 구체 조치를 모색하게 될 것입니다.

**e. 설계상의 통제 (Design Controls)**

DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에는 분실의 위험(risk of loss)을 상당한 수준으로 제한하고 시스템 중단(systemic disruption)을 예방하면서 증권 보유(securities holdings)에 대한 안전한 보호, 개방적 접근, 그리고 증권 거래의 신속하고 정확한 청산과 결제가 확보되도록 할 목적에서 마련된 설계상의 여러 통제 장치들이 포함되어 있습니다.

**담보 혹은 결제 가치 미부여(No Collateral or Settlement Value).** DTC는 토큰화된 권리들에 대해서는 참가자의 순-이체 한도(Net Debit Cap)를 산정하거나 담보 상황 평가 장치(Collateral Monitor)라는 목적상 어떠한 담보가치(any collateral value)도 부여하지 않게 될 것인데, 이들 메커니즘은 참가자의 순-이체 잔고가 DTC의 유동성 자원을 초과하지 않도록 하고, DTC에서 참가자의 순-이체 의무가 충분히 담보될 수 있도록 할 목적에서 DTC가 사용하는 통제 장치입니다.<sup>30)</sup> 또한, DTC는 토큰화된 권리에 대해서는 그 어떤 결제 가치(any settlement value)도 부여하지 않을 것입니다. 결과적으로, 참가자는 DTC에 대상 증권들에 대한 (대금 지급이 수반되지 않는) 무-대금 인도(free delivery)를 지시할 수 있었을 경우만 토큰화 지시를 내릴 수 있게 될 것입니다. 이러한 제한으로 인해, DTC나 그 참가자들 모두는 어떤 참가자의 채무불이행(default)을 관리하기 위해 디지털 옴니버스 계정에서 보유되는 토큰화된 권리 혹은 대상 증권들에 의존하지 않게 될 것입니다.

**고유동성 증권들에 한정(Only Highly Liquid Securities).** DTC는 참가자가 특정 고유동성 증권들에 대해서만 토큰화 지시를 내릴 수 있게 허용할 것입니다. 구체적으로, 대상 증권들은 잠정 기본 버전이 출시되는 시점의 Russell 1000 Index에 편입된 증권들 및 이후 해당 지수에 추가되는 종목들(이후 그 지수에서 제외되더라도 무관); 미국 재무성 증권들(즉, bills, bonds, notes); S&P 500 인덱스 및 Nasdaq-100 인덱스 같은 주요 지수들을 추종하는 상장지수펀드들(ETFs)만으로 한정될 것입니다. 토큰화된 권리들을 고유동성 증권들만으로 제한하는 이유는 토큰화가 어떠한 대상 증권들에 관계되는 매매 행위(trading activity)나 시장에 영향을 미치지 않도록 하기 위한 것입니다.

**중복 사용 방지(No Double Spend).** 위에서 언급한 바와 같이, DTC는 참가자의 증권 권리들의 중복 사용 가능성(potential for any double spend)을 제거하기 위해 디지털 옴니버스 계정을 사용하게 될 것입니다. 좀 더 구체적으로 말씀드리면, 토큰화 대상 증권들을 그 관련된 참가자의 계정이 아닌 디지털 옴니버스 계정에 기록함으로써, DTC는 참가자가 그 토큰들을 이전하면서 동시에 대상 증권들을 다른 상대방에게 이전하도록 지시할 수 없도록 할 것입니다. 이러한 방식은, 통일상법전(UCC) 제8조에 따라 DTC가 준수할 의무와 합치되는 것으로, DTC는 계속해서 각 증권 권리에 대해 하나의 증권을 보유하게(hold one security for each security entitlement) 될 것입니다.

**지갑 등록은 참가자들에게만 허용(Only Participants May Register Wallets).** 증권, 조세, 자금세탁 방지 관련 법규가 포함되는 모든 적용 법규뿐만 아니라 OFAC가 관리하고 집행하는 제재 관련 조치를 준수해야 하는 참가자들만이 DTC에 지갑을 등록할 수 있게 허용될 것입니다. 또한 DTC는 OFAC 요건들에 대한 준수가 확보되도록 등록된 지갑들에 대한 대사(screening)를 수행하게 될 것입니다. 참가자는 그 고객의 편익을 위해 지갑을 등록하고 심지어 해당 고객에게 그 지갑에 대한 키들(keys)을 제공할 수도 있겠지만,<sup>31)</sup> 잠정 기본 버전을 운영하는 기간 동안, DTC는 오직 그 참가자

30) Supra note 28.

31) 블록체인 시스템에서 “키들”(keys)이란 해당 네트워크 내에서 참여자들을 식별하는 데 사용되는 보안 기능(security features)을 말함. 일반적으로, 블록체인 시스템들에서는 네트워크 구성원들을 위해 두 세트의 키

만을 권리 보유자(entitlement holder)로 인식하게 될 것이며 그 등록 지갑에서의 활동에 대해서는 그 참가자가 전적인 책임을 지게 될 것입니다. 결과적으로, 토큰화된 권리들에 관계되는 DTC의 제반 권리와 책임은 장부-등재 권리들과 관련한 권리와 책임과 동등해질 것입니다.

**등록된 지갑들로만 이전 허용(Transfers Only to Registered Wallets).** 위에서 논의한 바와 같이, DTC는 오직 등록된 지갑들로만 토큰들이 이전될 수 있도록 스마트 컨트랙트 기술을 사용하게 될 것입니다. 결과적으로, 알려지지 않은 지갑들로는 토큰들이 이전될 수 없게 될 것이며, 참가자들만이 토큰화된 권리들을 보유하는 자들이 될 것입니다.

**관리자 제어키(Override Keys).** DTC는 등록된 지갑의 개인키(private key) 없이도 DTC가 어떠한 토큰들도 전환(convert), 이전(transfer), 발행(mint) 또는 소각(burn)하는 데 사용할 수 있는 키를 가진 “루트 지갑”(root wallet)을 각 블록체인상에서 보유하게 될 것입니다. 이들 키는 되돌림이 요구되는 상황들이 적용될 토큰들 일체에 대해 DTC가 조치할 수 있도록 해줄 것입니다. 이러한 관리자 권한(override power)은 분산원장 기술의 이점은 침해하지 않으면서도 중앙화된 원장에서 존재하는 바와 유사한 보호 장치를 참가자들에게 제공하게 될 것입니다. DTC는 자체적으로 키들을 저장하기 위해 견고한 보안 시스템을 유지하게 될 것입니다. 구체적으로는, DTC는 매일의 운영에 필요한 키들을 제외하고는 DTCC 토큰화 서비스와 관련된 키들을 콜드 스토리지(cold storage)에 저장하게 될 것입니다.

**승인된 기술만 사용(Only Approved Technology).** 위에서 언급한 바와 같이, 등록 지갑들과 스마트 컨트랙트들 모두는 위에서 설명한 기술 표준을 충족할 필요가 있게 됩니다. 앞서 논의한 바와 같이, 이들 표준은 토큰화된 권리들에 관한 안전하고 신뢰할 수 있는 기록, 되돌림이 요구되는 상황을 실행할 DTC의 능력, 그리고 토큰들이 오직 등록된 지갑들로만 이전되도록 하는 요건이 확보되도록 하기 위한 것입니다. 하지만, 이들 표준은 개방성 접근 방식이 확보되도록 하면서 그러한 목적을 달성하는 데 필요하다고 DTC가 판단하는 범위에서 좁게 조정될 것입니다.

**복원성 있고 안전한 인프라 사용(Resilient and Secure Infrastructure).** LedgerScan처럼, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 핵심 기능들을 수행하는 데 사용될 DTCC의 새로운 시스템들은 그 잠정 기본 버전의 출시에 맞춰 DTCC 내부의 등급 부여 구조 내에서 “Tier 2” 시스템으로 지정될 것입니다. 여러 요건 중에서도, Tier 2 시스템들은 주된 장소(primary location)와 보조적인 장소(secondary location) 모두에서 운영될 능력, 복구 시간 목표(recovery time objective) 최대 4시간, 중단 시 데이터 손실 허용 범위(data loss from an outage) 최대 2분, 그리고 연례적인 리전-밖 재해 복구 및 재개 테스트(out-of-region disaster recovery and resumption testing) 실시 요건에 부합해야 합니다. 나아가, 이들 신규 시스템은 DTC의 중앙화된 기존 시스템들에 대해 오직 두 가지 매우 제한적인 방식으로만 지시를 내릴 수 있게 될 것입니다. 즉, 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정으로 또는 그 계정으로부터 전달(인도)하거나, 기업공시 이벤트에 따라 현금 지급(예: 배당금 지급)을 수행하는 경우에만 중앙화된 기존 시스템들에 지시를 내릴 수 있게 됩니다. 이 신규 시스템과 DTC의 중앙화된 기존 시스템 간의 모든 접점은 읽기 전용으로만(read only) 운영될 것입니다.

들을 생성하게 됨. 하나는 어떤 네트워크 구성원에게 고유한 개인키(private key)로서, 그 구성원이 트랜잭션들을 기록하고 암호화하는 데 사용됨. 다른 하나는 해당 네트워크 내의 모든 자에게 공통되는 공개키(public key)로, 그 개인키를 사용해 특정 참여자에 의해 기록된 트랜잭션들을 해당 네트워크 내에서 다른 이들이 복호화(decrypt)하고 검증(verify)할 수 있게 해주는 것임.

## II. DTCC 토큰화 서비스의 예상되는 발전 방향과 구제 조치 요청 범위

### Expected Evolution of the DTCC Tokenization Services and Scope of Relief

DTC는 참가자들 그리고 여타 이해당사자들로부터 분산원장 기술을 사용하여 증권 권리를 기록하게 되면 이들이 상당한 효율성을 확보할 수 있게 될 것이라는 피드백에 따라 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 개발하고 있습니다. 그 목표는 토큰화가 제공하는 이동성(mobility), 탈중앙화(decentralization), 프로그래밍 가능성(programmability)이라는 기회들을 활용할 기회를 참가자들에게 주되, 새로운 프로세스들 그리고 신기술과 관련된 위험들을 제한하고 교훈으로 얻게 될 개선(refinements)과 조정(adjustments)을 허용하는 여러 통제 장치들이 포함되는 환경 속에서 수행하는 것입니다.

하지만, 아래에서 더욱 자세히 설명드리는 바와 같이, DTC가 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 개발하고 출시하려면 그와 같은 환경 아래에서 대상 규정들의 적용으로부터 구제받는 조치(relief from the Subject Provisions)가 필수적(critical)입니다. 이들 대상 규정이 DTC의 잠정 기본 버전의 개발과 운영에 적용되지 않아야 할 이유는 그러한 규정들은 여러 교훈, 시장 참여자의 피드백, 또는 기술의 발전을 다루기 위해 시의 적절한 조정이 요구될 제한적이며, 자발적인 서비스를 담아내는 데 필요한 유연성을 제공하지 않고 있기 때문입니다. 그뿐 아니라, 대상 규정들의 상당수가 분산원장들과는 무관하게 설계되었기 때문에, 이들 규정을 DLT에 적용하는 것은 마치 “네모난 못을 동그란 구멍에 끼워 맞추려는 것”(trying to fit a square peg into a round hole)과 같은 문제들을 초래할 수 있습니다.<sup>32)</sup> 또한, 잠정 기본 버전의 설계상 통제 장치들이 그 잠정 기본 버전의 범위를 제한하게 되고 증권들에 대한 안전한 보호가 확보되도록 하며, 개방적 접근을 촉진하고, 제반 거래의 청산과 결제에서 중단(disruption)이라는 위험을 줄이기 위한 강력한 보호 장치들을 포함하고 있으므로 아래에서 설명드리는 바와 같은 환경 아래에서는 그러한 구제 조치가 적절할 것입니다.

중요한 것은, DTC는 이 잠정 기본 버전을 더 넓은 목표를 향하는 하나의 단계로 보고 있다는 점입니다. 구체적으로 말씀드리면, DTC는 아래에서 서술하는 저희의 서약에 부합되는 방식으로 그 잠정 기본 버전을 운영하게 되면 대상 규정들에 따른 다양한 요건들이 분산원장 기술이 결부되는 기록 보존 체제(recordkeeping arrangement)에 “합리적인 방식으로”(in a “sensible manner”) 적용될 수 있을 방법<sup>33)</sup>에 대해 시장 참여자들과 귀 위원회에 유용한 통찰을 제공하게 될 것으로 믿습니다. 그러한 통찰과 귀 위원회가 대상 규정들에 대해 하시게 될 조정 내용 일체를 바탕으로, DTC는 해당 시점에 적용될 수 있는 대상 규정들과 더 넓은 등록 청산기관 규율 체계를 준수하는 방식으로, 그리고 귀 위원회가 이 잠정 기본 버전으로부터 얻게 될 교훈과 통찰을 바탕으로 하시게 될 개선 내용 일체를 고려하면서 시간을 두고 DTCC 토큰화 서비스를 확장해 나갈 계획입니다.

아래에서는 저희가 계획하고 있는 DTCC 토큰화 서비스의 발전 방향을 말씀드리면서 그 구제 조치 부여의 타당성을 뒷받침해 줄, DTC의 잠정 기본 버전의 운영 방식 제안을 둘러싼 제반 환경을 설명드리겠습니다.

32) Paul S. Atkins, Keynote Address at the Crypto Task Force Roundtable on Tokenization (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225>.

33) Hester M. Peirce, Getting Smart - Tokenization and the Creation of Networks for Smart Assets: Opening Remarks for Tokenization Roundtable (May 12, 2025), available at <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-remarks-crypto-roundtable-tokenization-051225>.



## a. 현재 예상하는 DTCC 토큰화 서비스의 발전 단계

## Expected Evolution of the DTCC Tokenization Services

**초기 실험 단계(Initial Testing).** DTC는 잠정 기본 버전을 출시하기 전에, 참가자들과 함께 이 서비스의 실질적 테스트에 관여하게 될 것입니다. 그 테스트는 잠정 기본 버전이 의도한 대로 작동 되도록 하고 앞서 말씀드린 설계상의 통제 장치들이 견고하며 그 목적을 달성하는지 확인하는 것을 목표로 하게 될 것입니다. 또한 그 테스트는 2026년 하반기로 예상되는, 잠정 기본 버전이 출시되는 시점에 참가자들이 원활하게 그 버전의 사용을 시작할 수 있는 여건을 마련하게 될 것입니다.

구체적으로 말씀드리면, 2025년 가을에, DTC는 내부적으로 합성 데이터와 자산들(synthetic data and assets)을 사용하는 개념 증명(proof of concept)을 수행하였습니다. 이 초기 실험 단계에서는 실제 가치의 이전이 결부되지 않았고, 토큰화는 개념 증명을 테스트한다는 목적으로만 생성된 DTC-적격 합성 자산들이라고 정의된 세트에 대한 것이었습니다. DTC는 두 개의 등록 지갑들 사이에서 이 합성 자산들에 대한 권리(entitlements to the synthetic assets)를 표시하는 토큰들을 이전해 보았습니다. 이 초기 실험에서는 그 어떤 시점에도 실제 가치의 이전이 결부되지 않았습니다.

2026년 초에, DTC는 선정된 소수의 참가자들, 실제 작동하는 블록체인, 그리고 제한적인 실제 가치를 지닌 실제의 데이터와 자산들이 결부되는 하나 이상의 생산-기반(production-based)이지만 제한적인 최소 기능 제품(minimum viable products, “MVPs”) 혹은 시범 사업들(pilots)을 수행할 계획입니다. 이 최소 기능 제품들(MVPs) 혹은 시범 사업들은 추후 그 잠정 기본 버전을 출시하기에 앞서 DTCC 토큰화 서비스의 핵심 기능을 테스트하는 핵심 단계가 될 것입니다.

**잠정 기본 버전(Preliminary Base Version).** 귀 부서의 보좌진이 본 서한에서 요청하는 규제 조치를 부여한다고 가정하고, 그리고 앞서 설명드린 초기 실험 단계를 거친 후, DTC는 이 서신의 Section II.e에 기술된 기준들(parameters)을 따르면서, 2026년 하반기에 위에 말씀드린 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 출시할 계획입니다. 본 서한을 통해 요청하는 규제 조치는 오직 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 개발과 운영에만 적용될 수 있을 것입니다.

**버전의 확장(Expansion).** DTC가 그 잠정 기본 버전의 운영을 통해 여러 통찰과 교훈을 얻게 됨에 따라, DTC는 중국에는 본 서한의 Section II.e에 기술된 기준들을 넘어 DTCC 토큰화 서비스의 기능을 확장해 나갈 것으로 예상합니다. 예를 들면, DTC는 토큰화된 권리들이 담보가치나 결제가치를 갖도록 허용하면서, 적격 증권들의 범위를 확장하고, DTC가 기업공시 조치들과 관련하여 제공하는 서비스들의 범위 확대(예: 참가자들이 분배금을 스테이블코인이나 토큰화된 예금으로 받을 수 있게 허용하는 것)를 고려하게 될 것입니다. 그러한 확장 일체에 앞서, DTC는 귀 부서의 보좌진에게 확장하려는 의사를 통지하고, 각 개발의 새로운 기준들에 대한 설명을 제공하면서, 필요한 범위 내에서 규제 조치를 모색하게 될 것입니다.

궁극적으로는, 위에 언급한 바와 같이, DTC는 대상 규정들 그리고 해당 시점에 더 넓은 범위에서 등록된 청산기관들 및 증권중앙예탁기구들(CSDs)에 대해 일반적으로 적용될 수 있는 요건들을 준수하면서 그리고 잠정 기본 버전에서 얻은 교훈과 통찰을 바탕으로 귀 위원회가 하시게 될 제반 개선 내용을 고려하면서 DTCC 토큰화 서비스를 운영해 나간다는 그림을 그리고 있습니다.

## b. 구제 조치 요청 범위 (Scope of Relief)

DTC는 귀 부서의 보좌진에게 사전 통지한 후에, DTC가 3년이라는 제한된 기간 동안 적용되도록 요청드린 구제 조치에 따라 그리고 다음과 같은 DTC의 서약(representations)을 지키면서 출시하고 운영하게 될 것이라고 제안한 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 대한 DTC의 개발과 운영에 따른 결과로써 귀 부서의 보좌진이 대상 규정들에 대한 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라고 DTC에 확인해 주실 것을 정중히 요청드립니다:

1. DTC는 그 어떤 토큰화된 권리들에 대해서도 참가자의 순-이체 한도(Net Debit Cap)를 산정하거나 담보 상황 평가 장치(Collateral Monitor)라는 목적을 위해 그 어떤 담보가치나 결제 가치도 부여하지 않을 것입니다. 그러한 제한들로 인해, DTC나 그 참가자들 누구도 참가자의 채무불이행(default)을 관리하기 위해 그 어떤 토큰화된 권리들이나 디지털 옴니버스 계정에서 보유되는 대상 증권들에 의존하지 않게 될 것입니다.
2. 토큰화 적격이 인정되는 증권들은 (i) 잠정 기본 버전이 출시되는 시점에 Russell 1000 Index에 편입된 증권들 그리고 이후 해당 지수에 추가되는 종목들(이후 그 어떤 증권들이 그 지수에서 제외되더라도 무관); (ii) 미국 재무성 증권들(즉, bills, bonds, notes); (iii) S&P 500 index와 Nasdaq-100 index 같은 주요 지수들을 추종하는 상장지수펀드들(ETFs)로 제한될 것입니다.
3. 지갑들은 참가자들만이 등록할 수 있게 허용될 것이며, 그 관련 참가자는 등록된 지갑(들)에서 발생하는 행위에 대해 전적인 책임을 지게 될 것입니다.
4. DTC는 어떤 블록체인 주소를 등록 지갑으로 등록하도록 하는 경우 (i) 해당 블록체인이 기술 표준들에 부합하고 지원받는 블록체인(supported blockchain)에 해당하며, (ii) DTC가 해당 지갑에 대해 자체적인 대사(screening)를 수행하여 OFAC가 요구하는 제반 요건을 준수한다는 점을 확인한 경우에만 등록할 수 있게 할 것입니다.
5. 모든 토큰에 대해서는 기술 표준을 충족하는 토큰화 프로토콜들이 적용되도록 할 것이며, 여기에는 해당 프로토콜들이 배포 제어(distribution control)와 거래 가역성(transaction reversibility)을 지원할 수 있어야 한다는 요건이 포함됩니다.
6. 토큰은 오직 등록 지갑들로만 이전될 수 있게 됩니다.
7. DTC는 기업공시(corporate action) 이벤트를 처리하고, 분실되거나 도난당한 토큰을 교체하거나, 실수에 따른 이전을 정정하는 등, ‘되돌림이 요구되는 상황’을 해결하기 위해 어떠한 토큰도 (any of the Tokens) 이전 처리할 수 있는 기술적 능력을 보유하게 될 것입니다.
8. LedgerScan처럼, DTCC 토큰화 서비스의 핵심 기능을 수행하는 데 사용되는 새로운 DTCC 시스템들은 잠정 기본 버전 출시 시점부터 DTCC 내부 등급 구조 내에서 Tier 2 이상의 시스템 등급을 유지하게 될 것이며, 그러한 신규 시스템들이 DTC의 중앙화된 기존 시스템들로 내릴 수 있는 지시는 오직 두 가지 즉, (i) 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정으로 또는 그 계정으로부터 전달(인도)하거나 (ii) 기업공시 이벤트에 따른 현금 지급을 처리하도록 하는 경우에만 가능하며, 그 외 모든 접점은 읽기 전용으로만 운영될 것입니다.
9. 만약 DTC가 잠정 기본 버전의 핵심 기능들을 수행하는 데 사용되는 신규 시스템들에서 혹은 그에 대한 어떤 중단, 법규 준수 문제, 또는 침해로서 잠정 기본 버전의 운영에 중대하게 영향을 주고 있거나, 합리적으로 볼 때 중대하게 영향을 미칠 소지가 있는 이벤트[“시스템 이벤트”(Systems Event)]가 발생하였다고 확인하는 경우, DTC는 (i) 시스템 이벤트 발생 후 합리적 관점에서 가능한 한 빨리 귀 부서의 보좌진에게 통지하고, (ii) DTC가 그 시스템 이벤트를



해결하는 상황을 귀 부서 보좌진이 계속 알 수 있게 하며, (iii) 그 시스템 이벤트가 해결되면 그 사실을 귀 부서 보좌진에게 통지하게 될 것입니다.

10. 달력상 매 분기가 끝나게 되면, DTC는 각 분기 말일로부터 30일 이내에 분기별 보고 패키지(quarterly report package)를 귀 부서 보좌진에게 제공하게 될 것입니다. 그 보고 패키지에는 해당 보고서가 관계되는 달력상 분기에 관한 다음 정보가 담기게 될 것입니다:

- 해당 분기 말일 현재 잠정 기본 버전에 참여하고 있는 참가자들의 신원;
- 해당 분기 중에 토큰화 지시에 따라 토큰화된 주식들의 총수와 증권 권리들의 총가치;
- 해당 분기 말일 현재 토큰화된 권리로 유지되고 있는 주식들의 총수와 증권 권리들의 총가치;
- 해당 분기 중에 참가자들 사이에서 이전된 토큰화된 권리들의 일평균 규모;
- 해당 분기 중에 토큰화가 해제된 증권 권리들의 총수[즉, 증권 고유 식별 번호들(CUSIPs)의 개수];
- 해당 분기 말 기준으로 대상 증권 적격을 갖춘 증권들의 목록;
- 해당 분기 말 기준으로 등록된 지갑들의 수;
- 해당 분기 중에 토큰들이 기록된 블록체인들의 이름;
- 해당 분기 중에 DTC가 잠정 기본 버전으로의 포함을 승인하지 않았다고 결정한 블록체인들의 이름 및 그 사유;
- DTC가 잠정 기본 버전으로의 포함을 승인했으나 DTC가 해당 분기 중에 그 서비스에 이용할 수 없게 되었음을 알게 된 블록체인들이 있는 경우 그 이름;
- 해당 분기 중에, 기업공시 이벤트를 처리하기 위한 경우를 제외하고, DTC가 ‘되돌림이 요구되는 상황’을 바로잡기 위해 그 ‘루트 지갑’을 사용한 사례; 그리고
- 해당 분기 중에 이 Section 13번의 서약에 따라 참가자들에게 제공된 공시 사항 일체.

11. DTC 경영진은 위 9번과 10번의 서약에 기술되어 있는, 귀 부서 보좌진에 제공된 자료를 DTC의 이사회에도 제공하게 될 것입니다.

12. DTC는 참가자들에게, LedgerScan을 통해, 그들이 등록 지갑들에서 보유하는 토큰들을 조회할 수 있는 능력을 제공하게 될 것입니다.

13. DTC는 참가자들에게 잠정 기본 버전의 작동 기제(mechanics) 및 운영에 관한 공시를 제공하게 될 것이며, 그 서비스에 대한 중대한 변경이 있는 경우 합리적인 사전 시점에 서면 통지를 제공하게 될 것입니다.

14. DTC는 참가자들에게 (i) 제반 기술 표준 및 그에 관한 변경 사항 일체, (ii) DTC가 잠정 기본 버전으로의 포함을 승인한 블록체인들의 이름들, 그리고 (iii) 잠정 기본 버전에 대한 접근 또는 사용에 대해 DTC가 부과하는 수수료 또는 부과금 일체를 공시하게 될 것입니다.

15. 잠정 기본 버전에 참여할 적격을 갖춘 참가자들은 그 자유의사에 따라 참여할 수 있게 허용될 것이며, 언제든지 DTC에 대한 통지와 지시를 통해 참가를 시작하거나 중단할 수 있게 될 것입니다.

16. DTC는 귀 부서 보좌진이 요청하면, 자체 시스템 내에 유지되는 정보와 데이터를 열람할 수 있게 할 것입니다.

상기 서약 항목에 대한 변경 일체를 시행하기 전에, DTC는 그러한 서약 항목의 어느 하나를 변경하고자 한다는 의사를 귀 부서 보좌진에게 통지할 것이며, 필요하다면, 귀 부서 보좌진과 구제 조치의 업데이트를 두고 다시 협의하도록 하겠습니다.

### III. 증권거래법 제19조(b) 및 규칙 19b-4의 적용 관련 구제 조치

Relief from Section 19(b) and Rule 19b-4

#### a. 자율규제기구의 규칙 보고 요건 (SRO Rule Filing Requirements)

증권거래법 제19조(b)(1)는 등록된 청산기관이 포함되는, 각 자율규제기구(“SRO”)에 대해 위원회가 정하는 규칙들에 따라 그러한 SRO의 규칙 제정안 일체 혹은 SRO의 제반 규칙에 대한 변경안, 추가 제안, 혹은 삭제 제안의 사본을 위원회에 제출해야 한다고 요구하고 있습니다. 이 권한에 따라, 위원회는 Rule 19b-4를 채택하고, 제반 규칙 변경안은 정해진 양식(Form 19b-4)으로 해당 양식에서 정한 ‘일반 작성 지침’(General Instructions)에 따라 제출해야 한다는 요건을 비롯하여, 제19조(b)에 따른 규칙 제출 절차들을 확립한 바 있습니다. 일단 규칙 변경안이 제출되면, 위원회는 일반을 대상으로 의견 수렴 기회가 제공되도록 이를 연방 관보(Federal Register)에 발표해야 합니다. 규칙 변경안은 일반적으로 위원회가 이를 승인하지 않는 한, 혹은 그밖에 제19조(b)에 따라 효력이 발생하지 않는 한 효력이 발생할 수 없습니다.

증권거래법 제19조(b)(2)는 승인, 불승인, 혹은 그 규칙 변경안에 대한 불승인 여부를 결정하기 위한 행정절차(proceedings) 개시와 관련된 위원회 조치에 관계되는 제반 기준과 기간 요건을 명시하고 있습니다. 만약 위원회가 그 규칙의 변경이 해당 규칙 변경을 제안하는 SRO에 적용될 수 있는 증권거래법 및 그에 따라 제정된 규칙과 규정에 명시된 요건들에 부합한다고 확인하면 위원회는 그 규칙 변경안을 승인해야 합니다. 일반적으로, 위원회는 그 규칙 변경안을 연방 관보에 게재된 날로부터 180일 이내에 승인 또는 불승인하는 명령을 내려야 한다고 요구되고 있고; 다만, 위원회가 더 긴 기간이 적절하다고 결정하고 그 사유를 발표하는 경우 혹은 해당 규칙 변경안을 제출한 SRO가 그 더 긴 기간에 대해 동의하는 경우 위원회는 해당 기간을 최대 60일까지 연장할 수 있습니다. 따라서, 제19조(b)(2)에 따라 제출된 규칙 변경안은 연방 관보에 발표된 후 승인되기까지 최대 240일이 소요될 수 있습니다.

증권거래법 제19조(b)(3)(A)는 만약 해당 SRO가 어떤 규칙 변경안에 대해 (i) 그 SRO의 기존 규칙의 의미, 운영, 혹은 집행에 관하여 천명된 정책, 관행, 혹은 해석에 해당한다고; (ii) 그 SRO의 회원 여부와는 관계없이, 어떠한 자에 대해 그 SRO가 부과하는 회비(due), 수수료(fee), 혹은 기타 부과금을 신설 또는 변경하는 것이라고; 혹은 (iii) 그 SRO의 운영(행정) 업무에만 관계된다고 적절하게 지정하고 있다면, 효력 발생-전 통지와 의견 수렴 기회를 가질 필요 없이, 위원회에 대한 제출만으로 즉시 효력이 발생할 수 있다고 규정하고 있습니다. 또한 제19조(b)(3)(A)는 위원회는, 규칙으로 그리고 공공의 이익에 부합하는 경우, 위원회 제출만으로 즉시 효력이 발생할 수 있는 여타 규칙 변경의 유형을 지정할 권한이 있다고 규정합니다. Rule 19b-4(c)는 SRO의 어떤 “천명된 정책, 관행, 또는 해석”(a stated policy, practice, or interpretation)이 규칙 변경으로 간주되는 경우를 규정하면서, 만약

그것이 (i) 해당 SRO의 기존 규칙에 따라 합리적이고 공정하게 시사되는 것이거나, 혹은 (ii) 오로지 해당 SRO의 운영(행정) 업무에 관한 것이며 해당 SRO의 기존 규칙의 의미, 운영, 집행에 관한 어떤 천명된 정책, 관행, 또는 해석에 해당하지 않는 경우가 아니라면 규칙 변경으로 간주된다고 규정합니다. Rule 19b-4(a)(6)는 “천명된 정책, 관행 또는 해석”이라는 용어는 (i) SRO의 제반 시설 운영(operation of the facilities of the SRO)의 중요한 측면 일체; 또는 (ii) “특정된 자들”(Specified Persons)에 대해 즉, 해당 SRO의 회원, 해당 SRO의 모든 참여자, 또는 해당 SRO의 시설에 접근권이 있거나 접근하고자 하는 자들(전국증권거래소 혹은 등록된 증권협회들의 경우는, 그 회원을 거치는 경우를 포함)에 대해 일반적으로 접할 수 있게 이루어진 진술로서, (A) 특정인들, 혹은 전국증권거래소나 등록된 증권협회들의 경우는 특정인들과 특수관계에 있는 자들(persons associated with Specified Persons)의 제반 권리, 의무, 혹은 특권과 관련하여; 또는 (B) 어떤 기존 규칙의 의미, 운영, 혹은 집행과 관련하여 어떠한 표준, 제한, 혹은 지침을 신설하거나 변경하는 표준, 제한 또는 지침을 설정하거나 변경하는 진술 일체를 말한다고 정의하고 있습니다.

증권거래법 제19조(b)(3)(B)에서는 규칙 변경안이 약식으로 발효될 수 있는(may be put into effect summarily) 경우를 규정하면서, 그러한 조치가 투자자들에 대한 보호, 공정하며 질서 있는 시장의 유지, 혹은 증권이나 자금에 대한 안전한 보호를 위해 필요하다고 위원회가 판단하는 경우를 말한다고 규정하고, 그렇게 발효되는 규칙 변경안 일체는 이후 즉시 증권거래법 제19조(b)(1)에 따라 위원회에 제출되어야 한다고 규정하고 있습니다. 또한, 제19조(b)(3)(B)에 따라 약식으로 발효되는 규칙 변경안에 대해서는 제19조(b)(2)의 절차가 적용되며, 따라서 위원회가 (i) 동 법 제19조(b)(2)(A)에 따라 그 규칙 변경안을 승인 또는 불승인하는 명령을 내리기 전까지; 혹은 (ii) 그 규칙 변경안에 대한 불승인 여부를 결정하기 위한 행정절차(proceedings)를 개시하기 전까지만 약식으로 발효되는 것입니다.

증권거래법 제19조(b)(3)(C)는 증권거래법 제19조(b)(3)(A) 또는 제19조(b)(3)(B)에 따라 효력이 발생한 SRO의 규칙 변경안에 대해 위원회가 공공의 이익에 비추어, 투자자들에 대한 보호를 위해, 혹은 그밖에 증권거래법의 목적을 촉진하기 위해 일시적으로 정지하는(temporarily suspend) 조치가 필요하거나 적절하다고 판단하는 경우, 위원회는 그 제출일로부터 60일 이내에 해당 규칙 변경안을 일시 정지할 수 있는 권한을 부여하고 있습니다. 그러한 조치를 하게 되는 경우, 위원회는 그 제안된 규칙 변경이 승인 혹은 불승인되어야 할지를 결정하기 위한 행정절차(proceedings)를 개시해야 합니다.

특히 청산기관들과 관련하여, 도드-프랭크법 제8편(Title VIII of the Dodd-Frank Act)에, “지급, 청산, 결제 감독에 관한 2010년 법”(the Payment, Clearing, and Settlement Supervision Act of 2010)이라는 제목으로 편제된 법률[이하 “청산 감독법”(Clearing Supervision Act) 또는 “제8편”(Title VIII)]에는 청산기관들이 포함되는, 금융시장 시설들(financial market facilities, “FMUs”)에 대한 강화된 규제 조항이 포함되어 있는데, 이 FMU들은 금융기관들 사이에서 또는 금융기관들과 FMU 간에 발생하는 여러 지급, 증권, 또는 기타 금융 거래의 이체, 청산, 혹은 결제를 목적으로 다자간 시스템을 관리하거나 운영하고 있습니다. 제8편에 들어 있는 규제 제도는 금융안정성 감시위원회(FSOC)가 청산 감독법 제804조에 따라 시스템적으로 중요하다고(또는 시스템적으로 중요해질 소지가 있다고) 지정하는 금융시장 시설들에 적용됩니다(지정된 각 FMU는 “SIFMU”이라 함). 2011년 7월 27일, FSOC는 FMU들의 지정에 관한 기준, 과정 및 절차를 개괄하는 최종 규칙을 발표한 후, 2012년 5월 22일에 시스템적으로 중요한 일군의 금융시장 시설들을 최초로 지정하는 방안을 발표하였습니다. FSOC는 2012년 7월 18일 회의에서, 제8편에 따라, DTC가 포함되는 8개의 FMU들을 시스템적으로 중요하다고 만장일치로 의결했습니다.

제8편에는 여러 요건이 규정되어 있지만, 제806조(e)는 모든 SIFMU에 대해 그 SIFMU에 의해 “제기되는 위험의 성질이나 수준에 중대하게 영향을 줄 수 있게 될” 자체 규칙, 절차, 혹은 운영에 대한 변경 사안을 60일 전에 사전 통지[이하 “사전 통지”(Advance Notice)]하도록 요구합니다. 또한 제806(e)조는 SEC가 포함되는 각 “감독 기관”에 대해, 연방준비제도 이사회와 협의하여, 언제 SIFMU가 자신의 감독 기관에 사전 통지를 제출해야 하는지를 정의하고 기술하는 규칙을 채택하도록 요구합니다. SEC는 2012년에, 이 법적 의무를 Rule 19b-4 및 Form 19b-4에 대한 수정을 통해 이행하였습니다.

구체적으로는, Rule 19b-4(n)(2)에서는 SIFMU로 지정된 등록 청산기관(“지정 청산기관”)에서의 규칙, 절차, 또는 운영에 대한 변경 사안이 요건에 해당하는지를 판단하는 데 사용될 때, “제기되는 위험의 성질과 수준에 중대한 영향을 미치는”(materially affect the nature or level of risks presented)이라는 문구는 “그 변경이 필수적인 청산 및 결제 기능의 수행이나 그 지정된 청산기관에 의해 제기되는 위험의 전반적 성질과 수준에 영향을 미칠 수 있을 거라는 합리적인 가능성이 있는 사안들”을 의미한다고 규정하고 있습니다. 나아가 동 규칙은 그러한 사안들에는 “이에 국한되지는 않지만, 그 지정된 청산기관의 참가자와 상품 적격성, 위험 관리, 일일 결제 혹은 일중 결제 절차, 채무 불이행 절차, 시스템 안전장치, 거버넌스 혹은 재무 자원에 중대하게 영향을 주는 변경들이 포함될 수도 있다”고 규정합니다. 반면에, 그 제기되는 위험의 성질이나 수준에 중대하게 영향을 주지 않는 변경들에는 “기존의 절차, 통제, 서비스에 대한 변경으로서 그 지정 청산기관이나 동 기관의 지급, 청산 혹은 결제 서비스를 이용하는 자들의 제반 권리나 의무를 수정하지 않고 그 지정 청산기관의 커스터디나 지배·통제 하에 있거나 동 기관이 그에 대해 책임지고 있는 증권들, 담보물 혹은 자금들에 대한 안전한 보관에 대해 부정적 영향을 미치지 않는 변경들; 또는 오로지 그 지정 청산기관의 행정 업무에만 관련되거나 직원들의 일상적인 행정, 지시 및 통제와 관련되는 변경들”이 포함됩니다.

#### a. 분석 및 구제 조치의 요청 (Analysis and Request for Relief)

증권거래법 제19조에 따른 제반 규칙 변경안 처리 절차는, 그에 따른 Rule 19b-4를 통해 시행되는 바와 같이, 위원회와 일반대중에게 SRO에서 제안되는 규칙 변경안을 검토하고 평가해 보는 중요한 기회를 제공합니다만; 그 절차는 필연적으로 시간이 많이 소요되고(time intensive) 운영상 부담이 되며(operationally burdensome), 그 변경들이 규칙 제출의 “즉시 발효”되는 규칙 제출 (“immediately effective” rule filings)과 관계되는 증권거래법 제19조(b)(3)(A)와 Rule 19b-4(f)의 제한 요건을 충족하지 않는 한 SRO들이 이들 규칙에 대해 신속하게(on an expedited basis) 필요한 변경을 하지 못하게 됩니다. 설령 즉시 효력이 발생하더라도, 위원회는 그 제출일로부터 60일 이내에 것처럼 제안된 규칙 변경을 일시적으로 정지할 권한을 보유하고 있습니다. 그러므로, 궁극적으로는 DTC가 DTCC 토큰화 서비스와 관련하여 증권거래법 제19조 및 Rule 19b-4의 제반 요건을 완전히 준수하게 될 것이라고 보지만, 위에 기술한 제반 서약이 이행된다면, 제한적이고 순수하게 자발적인 서비스인 잠정 기본 버전의 개발과 운영을 위해서는 구제 조치가 필요하고 적절하다고 믿고 있습니다. 구체적으로, DTC는 귀 부서의 보좌진이 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전과 관련하여 DTC가 증권거래법 제19조(b) 및 Rule 19b-4에 따른 규칙 변경안 제출을 하지 않더라도 혹은 제806조(e)에 따른 사전 통지를 제출하지 않더라도 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라고 DTC에 확인해 주십사 요청드립니다.

DTC는, 위에 기술한 여러 서약 및 제한 사항에 부합되게 수행된다면, 잠정 기본 버전의 개발과 운영은 증권거래법 및 제806조(e)에 따른 규칙안 제출 요건의 적용 대상이 되어서는 안 될 것이라고

믿습니다. 더욱이, 실무적인 문제로써, Rule 19b-4에 따라 제출되는 규칙 변경안에 관련되는 전반적 소통(logistics), 소요 기간(timeframe) 및 대중 의견을 수렴하는 절차는 잠정 기본 버전을 출시하는데 있어 실무적으로 극복하기 어려운 도전과제가 될 것이므로, 제19조(b) 및 Rule 19b-4에 따른 규칙 제출 요건의 적용에서 면제하는 규제 조치가 필요할 것입니다. 앞서 설명드린 바와 같이, 이 잠정 기본 버전은 제한적이며 자발적인 차원의 제안(limited and voluntary offering)이 될 것입니다. 그 목표는 특정의 참가자들이 여러 기회와 함께 도전과제들을 제기할 수도 있을 새로운 기술들을 사용하여 그들이 가진 증권 권리들을 기록하는 방식을 선택할 수 있게 허용하려는 것입니다. 이 잠정 서비스가 성공하려면, (그 변경들이 귀 부서에서 부여하게 될 규제 조치를 준수하는 것이라면) DTC가 그 서비스의 다양한 측면들을 일상적으로 변경할 수 있어야 하는 게 중요할 것입니다. 구체적으로는, DTC는, 무엇보다도, 참가자들과 서비스 제공자들로부터의 피드백에 대해서뿐만 아니라, 변화하는 기술 발전과 그 서비스 운영에서 얻게 되는 경험에도 역동적으로 대응할 수 있어야 할 필요가 있을 것입니다. 만약 DTC가 어떤 규칙 변경안을 제출해야 하고 그러한 변경 각각을 실행하기 위해 잠재적으로는 최대 240일까지 기다려야 한다면, 참가자들을 위해 그러한 변경을 그 서비스의 지속적인 실용성(continuing utility)이 확보되도록 하는 데 요구되는 신속성을 토대로 실행할 수 있어야 한다는 목적의 달성이, 불가능하진 않을지라도 쉽지 않을 것입니다.

규제 조치가 적절하다고 보는 이유를 말씀드리면, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전 개발과 운영은 의도적으로 좁게 설계되어 있고 DTC의 “제반 시설 운영의 중대한 측면”(material aspect of the operations of the facilities)이 되도록 의도되거나 그렇게 되도록 예정된 것도 아니며; DTC에 의해 “제기되는 위험의 성질이나 수준에 중대하게 영향을 주게 될” 것이 아니기 때문입니다. 앞서 말씀드린 바와 같이, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 그 대상이 고유동성 증권들로 한정될 것이며, DTC는 대상 증권들에 대해 DTC에서 어떠한 담보가치나 결제 가치도 부여하지 않게 될 것입니다. 그러므로, 이 서비스는 DTC의 채무불이행 관리에 중대한 영향을 주지 않을 것이고, 전국 증권 청산공사(National Securities Clearing Corporation, “NSCC”)와 관계되는 지시를 비롯하여, 지급-인도의 동시 이행 지시에 대한 DTC의 처리에 영향을 미치지 않게 될 것이며, 그 어떠한 대상 증권들에 관계되는 매매 활동이나 시장에도 영향을 미치지 않게 될 것입니다. 또한 담보가치와 결제가치가 부여되지 않는다는 점 그리고 대상 증권들에 관한 적격성 요건들로 인해 잠정 기본 버전에서 참가자들은 증권들 가운데 좀 더 작은 비율만을 토큰화하도록 유도될 것이며, 따라서 그 서비스의 범위도 좁게 유지되어 나갈 것입니다.

또한, 이 잠정 기본 버전은 전적으로 자발적인 것이 될 거라는 점에서도 규제 조치가 적절할 것으로 생각합니다. 위에 말씀드렸듯이, DTC는 이 잠정 기본 버전을 설명하는 제반 공시 사항을 관심 있는 참가자들이 접할 수 있게 제공할 것이며, 중대한 변경 사항에 대해서는 온-보딩된 참가자들에 대해 실무적으로 가능한 범위 내에서 합리적인 통지를 제공하게 될 것입니다. 그러므로, 참가자들은 이들이 그렇게 선택하는 경우에만 이 서비스의 요건들을 적용받게 될 것입니다. 만약 어떤 참가자가 참여하지 않기로 선택하거나 처음에는 참여했다가 이후 DTC가 그 서비스에 대해 제안하는 어떤 변경에 대해 반대하는 경우, 해당 참가자는 DTC에 대해 기존에 있던 토큰화된 권리들 일체를 토큰화-해제해 달라고 지시할 수 있고 계속해서 자신의 증권 권리들이 DTC의 규칙들에 따라 그리고 Rule 19b-4에 따라 채택된 제반 절차에 따라 DTC에 의해 장부-등재 권리들로 기록되도록 할 수 있습니다. 더욱이, DTC는 DTCC 토큰화 서비스와 관련하여, DTCC 디지털 런치패드 자문위원회가 포함되는, 다양한 이해관계자로부터 의견을 수집하고 이들과 빈번하게 협의하게 될 것입니다. 그러한 협의는 DTC가 참가자들과 여타 이해관계자들이 그 서비스와 관련된 개발 상황에 대해 이해하고 관여할 기회를 제공할 수 있도록 해줄 것입니다.

마지막으로, DTC는 그 잠정 기본 버전과 관련하여 귀 부서 보좌진에게 분기별 보고서를 제공하게 될 것이며 시스템 이벤트가 발생하게 되는 즉각적인 통지도 제공하게 될 것입니다. 따라서, 구제 조치를 부여하더라도 이 서비스에 대한 귀 위원회의 감독을 저해하는 요소는 없을 것입니다. 귀 부서 보좌진의 요청이 있게 되면 DTC는 LedgerScan 시스템과 데이터를 열람할 수 있게 해드릴 것이며, 물론 위원회는 적절한 감독이 확보되도록 하는 데 필요하다고 판단하시는 정보를 DTC에 요청하실 권한도 갖게 될 것입니다.

## V. 감독 대상 청산기관에 관한 표준 관련 Covered Clearing Agency Standards

### a. Rule 17ad-22(e)의 배경

증권중앙예탁기관(CSD) 서비스들을 제공하는 등록된 청산기관의 하나로서, DTC는 증권거래법에 따른 Rule 17ad-22에 정의된 “감독 대상 청산기관”(covered clearing agency, 또는 “CCA”)에 해당합니다. DTC는 따라서 CCA들에 대해 이들의 운영과 거버넌스에 관한 다양한 주제들을 다루는 서면화된 정책과 절차를 수립, 시행, 유지하고 집행하라고 요구하고 있는, 표준들(CCA Standards)을 준수해야 합니다. 그러한 주제에는 다음이 포함됩니다:

- 조직 전반 (법적 근거, 거버넌스, 그리고 제반 위험의 포괄적 관리를 위한 체계 포함);
- 재무적 위험 관리 (신용 위험, 담보물, 증거금, 그리고 유동성 위험 포함);
- 결제 (결제의 최종성, 금전 결제, 실물 인도 포함);
- 증권중앙예탁(CSDs) 및 가치-교환(exchange-of-value) 결제 시스템들;
- 채무불이행 관리 (디폴트 규칙과 절차 그리고 분리 및 이동성(portability) 포함);
- 사업 위험 및 운영 위험 관리 (전반적인 사업 위험, 커스터디 및 투자 관련 위험, 운영 위험 포함);
- 접근 (접근 및 참여와 관련된 제반 요건, 계층화된 참여 체계, 그리고 링크 포함);
- 효율성 (효율성과 유효성 그리고 제반 소통 절차와 표준 포함);
- 투명성<sup>34)</sup>

위원회는 감독 대상 청산기관들에 적용되는 제반 표준들의 주된 목표(primary goals of the CCA Standards)는 미국 증권 시장들의 안정성을 강화하고, CCA들에 대한 강화된 요건의 적용을 통해 금융 안정성을 촉진하며, 시장 무결성을 증진하고, 청산 시스템들의 견고성을 개선하며, 금융 시스템을 위험의 전이(contagion)로부터 보호하는 것이라고 설명한 바 있습니다.<sup>35)</sup> 위원회는 그러한 CCA 표준들은 “(i) 공공의 이익, 투자자들에 대한 보호, 증권과 자금들에 대한 안전한 보호, 그리고

34) Standards for Covered Clearing Agencies, Securities and Exchange Commission, Exchange Act Release No. 34-78961, 81 FR 70786 at 70792 (Oct. 13, 2016) (the “Rule 17ad-22(e) Adopting Release”).

35) Id. at 70793.



브로커와 딜러들, 청산 기관들과 명의개서대리인들 간의 공정한 경쟁의 유지를 충분히 고려하는, 제반 증권 거래의 신속하고 정확한 청산과 결제를 위한 국가 시스템과 증권 거래의 청산과 결제를 위해서로 연계되고 조율된 시설들의 구축을 촉진한다는 증권거래법의 목적들을 지원함으로써, 그리고 (ii) 견고한 위험 관리를 촉진하고, 안전성과 건전성을 촉진하며, 시스템적 위험을 줄이며, 보다 넓은 범위의 금융 시스템 안정성을 지원한다는 청산 감독법(Clearing Supervision Act)의 목적들을 지원함으로써” 그러한 목적을 달성하게 될 것이라고 설명하였습니다.<sup>36)</sup>

#### ***b. 분석 및 구제 조치 요청 (Analysis and Request for Relief)***

DTC는 궁극적으로는 DTCC 토큰화 서비스가 CCA 표준들을 준수하게 될 것이라고 전적으로 예상합니다. 하지만, 그토록 엄격하고 광범위한 요건들을 잠정 기본 버전에 대해 부과하더라도 실무상 작동되기 어렵고 그 이면에 있는 CCA 표준들의 목적을 확보하는 데에도 필요하지 않다고 봅니다. 이에 따라, DTC는 만약 DTC가 본 요청 서한에 적시된 제반 서약과 일치되는 방향으로 그 잠정 기본 버전을 개발하고 운영한다면, 귀 부서 보좌진이 그 CCA 표준들에 대한 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라는 점을 DTC에 확인해 주실 것을 요청드립니다.

DTC는 CCA 표준들은 대체로 시간이 지나더라도 고정된 상태를 유지하는 시스템적으로 중요한 시스템들에 적용할 목적으로 설계된 것이기 때문에, CCA 표준들은 잠정 기본 버전의 개발과 운영에는 적용되어선 안 된다고 믿습니다. CCA 표준들의 까다로운 요건들은 위에 설명한 바와 같이 급변하는 기술 환경에서 역동적인 대응을 목표로 하면서 범위와 적용에서 제한적인, 실험적인 제한 시스템과는 근본적으로 부합되지 않습니다. 잠정 기본 버전을 개발하고 운영하기 위해서는, DTC는 포괄적으로는 테스트되었지만, 여전히 다소는 새로운 시스템과 기술을 활용할 필요가 있을 것이며, 새로운 진전 사안이 발생하게 되면 조정해 나갈 필요가 있게 될 것입니다. 만약 잠정 기본 버전의 각 기능이 모든 관련 시점에서 CCA 표준의 각 요건을 충족하도록 해야 한다고 요구된다면 DTC는 그 서비스에 대해 필요에 따른 조정을 할 수 없게 될 것입니다. 예를 들어, 만약 DTC가 해당 변경 사항이 높은 수준의 “확장성 역량”(scalable capacity)<sup>37)</sup>을 갖추었는지 그 여부를 결정할 때까지 이 잠정 기본 버전에 대한 변경 일체를 하기 위해 기다려야만 한다면, 이는 실무적으로도 불가하고 불필요하게 혁신을 지연하게 될 것입니다. 특정 사안의 경우, 그 고려 중인 변경 사안이 현재로서는 확장성이 없을 수도 있지만, 만약 성공적으로 적용된다면 장래에는 그렇게 될 수도 있습니다. 이뿐 아니라, 적어도 이 잠정 기본 버전에 있어서는, DTC가 참가자의 토큰 사용을 통해 제기될 수도 있을 운영 위험의 각 출처를 식별하고 완화하도록 하고<sup>38)</sup>, 그 잠정 기본 버전의 각 기능을 그 내부의 감사 절차(internal auditing processes)에 통합하도록 하는 것은<sup>39)</sup> 지나치게 부담될 수도 있습니다.

또한 DTCC 토큰화 서비스와 같은 탈중앙화된 기록 보존 시스템이라는 맥락에서 보면 일부 CCA 표준의 적용성이 불분명하거나 실행에 옮기기 어렵다는 점에서도 구제 조치가 필요합니다. 예를 들면, 등록 지갑들과 그 관련된 블록체인들에 대해 내부 감사 요건(internal auditing requirements)을 적용하게 될 방식이 불분명하고, 특정 블록체인들에 대해 사업 연속성 요건(business continuity requirements)을 적용하는 것도 불가능해질 소지가 있습니다. 따라서, 구제 조치가 없다면, DTC는 사실상 그 잠정 기본 버전을 제공할 수 없게 되고 그에 대한 변경을 역동적인 방식으로 할 수 없게

36) Id.

37) 17 C.F.R. § 240.17ad-22(e)(17)(ii).

38) 17 C.F.R. § 240.17ad-22(e)(17)(i).

39) 17 C.F.R. § 240.17ad-22(e)(11)(ii).



될 것입니다.

또한 이 잠정 기본 버전의 제한된 범위가 본 요청 서한에 표명된 제반 서약에 일치하는 방향으로 운영된다면 귀 위원회가 그 CCA 표준들을 채택할 때 집중했던 제반 우려 사항이 수반되지 않게 할 것이므로, 그러한 규정들의 적용으로부터의 구제 조치는 적절합니다. CCA 표준들은 감독 대상 청산기관들이 “이들의 활동과 규모, 운영과 중요성이 미국 증권 시장들에 제기하는 제반 위험을 바로 잡고, [그리고] 이들이 청산하게 되는 제반 상품에 내재하는 위험을 바로 잡도록” 설계된 것들입니다.<sup>40)</sup> 이 잠정 기본 버전은, 앞서 논의한 바와 같이, 고유동성 증권들 그리고 다수의 위험 통제 장치들이 결부되는 제한적이고, 자발적 기반의 서비스가 될 것입니다. 그러한 통제 장치들은 DTC나 더 넓은 범위의 증권 시장 측면에서도 그 잠정 기본 버전과 관련된 어떠한 도전과제들로 인해 중대한 손실이나 중단이라는 위험(risk of material loss or disruption)에 직면하지 않도록 하게 될 것입니다. 특히, DTC는 대상 증권들에 대해 어떠한 담보가치나 결제가치도 부여하지 않음으로써, 그 참가자들 가운데 어느 한 곳이 곤경 상황(distress situation)에 결부되더라도 이를 해결하기 위해 이들 증권의 가용성(availability)에 의존하는 상황이 발생하지 않도록 할 것입니다. 나아가, DTC는, 제반 기술 표준과 관리자 키(override keys)를 통해, DTC가 어떠한 ‘되돌림이 요구되는 상황’에도 대처할 수 있게 될 것입니다. 따라서, 이 잠정 기본 버전의 운영은 미국 증권 시장들에 어떤 위험을 제기할 정도의 규모, 운영 혹은 중요성을 갖지 않게 될 것입니다.

마지막으로, 한편으로는 DTC가 귀 부서 보좌진에게 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 개발과 운영에 적용될 CCA 표준들에 대한 위반으로 이유로 귀 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라고 DTC에 확인해 주십사 요청하고는 있지만, DTC는 여전히 등록된 청산기관으로써 증권 거래법 제17A조에 명시된 더 일반적인 요건들을 적용받게 될 것입니다. 이 조항에서는 청산기관들에 대한 요건들을 규정하고 있는바, 청산기관의 규칙들은 “제반 증권 거래의 신속하고 정확한 청산 및 결제를 촉진하고… 해당 청산기관의 커스터디나 통제하에 있는 혹은 동 기관이 책임을 지고 있는 증권과 자금의 안전한 보관이 확보되도록 하며, 제반 증권 거래의 청산과 결제에 관여하는 자들과의 협력과 조정을 촉진하고, 증권 거래의 신속하고 정확한 청산과 결제를 위한 전국적 시스템의 메커니즘에 대한 장애 요인을 제거하고 그 메커니즘을 완성하며, 일반적으로는, 투자자들과 공공의 이익을 보호 하도록 설계될 것”을 규정하고 있습니다.<sup>41)</sup> 또한, 제17A조는 청산기관의 규칙들이 “이 장의 제반 목적을 달성하는 데 있어 불필요하거나 적절하지 아니한 경쟁에 관한 부담 일체를 부과하여서는 아니 된다”고 요구합니다.<sup>42)</sup> 앞서 논의한 바와 같이, DTC는 제반 기술 표준을 포함하여, 개방성 접근이 확보되도록 하고 어떤 특정 시스템이나 제공자를 선호하지 않는 방향으로, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 설계하였습니다. DTC는 그러한 표준들이 제17A조에 명시된 요건들에 부합한다고 믿으며, 그 어떤 변경도 이를 지속적으로 준수해야 할 필요가 있다고 생각하고 있습니다. 아울러, DTC는 귀 위원회가 이 잠정 기본 버전이 제17A조에 대한 부합성을 모니터링할 수 있도록 포괄적인 보고(comprehensive reporting)도 제공하게 될 것입니다.

40) Rule 17ad-22(e) Adopting Release at 70793.

41) 15 U.S.C. § 78q-1(b)(3)(F).

42) 15 U.S.C. § 78q-1(b)(3)(I).

## IV. 고위 경영진의 의무 및 이사회에 대한 의무

## Senior Management/Board Obligation

## a. Rule 17ad-25의 배경

등록된 청산기관의 하나로써, DTC는 청산기관 이사회 및 이해상충 문제를 다루면서, 최근 채택된 증권거래법에 따른 Rule 17ad-25의 적용을 받습니다. Rule 17ad-25(i)는 청산기관들에 대해, “그 등록된 청산기관의 청산이나 결제 기능의 제공이나 그 사업에 중요한 여타 목적들을 직접 지원하는 자들”로 정의된, “핵심 서비스 제공자들”(service providers for core services)에 관련된 제반 위험을 관리하도록 합리적으로 설계된 서면 정책과 절차들을 수립, 이행, 유지하고 시행하도록 요구합니다. 무엇보다도, Rule 17ad-25(i)는 고위 경영진에 대해 그 검토와 승인을 위해 “핵심 서비스들”에 대한 서비스 제공자와의 관계를 수립하는 약정 일체를, 그러한 약정에 대한 위험 평가와 함께, 이사회에 제출하도록 요구합니다. Rule 17ad-25(j)는 청산기관들에 대해 동 기관의 이사회가 주기적으로 그 위험 관리 및 운영에서의 중대한 상황 진전에 관한 해당 등록 청산기관의 참여자들 및 여타 관련 이해당사자들의 견해를 요청, 고려하고, 그에 대한 검토 결과를 문서화하도록 요구하기 위해 합리적으로 설계된 서면 정책과 절차들을 수립, 이행, 유지하고 집행하도록 요구합니다.

귀 위원회는 Rule 17ad-25를 채택하면서 발표한 자료에서, Rule 17ad-25(i)는 “서비스 제공자가 의무를 다하지 못하게 되어 심각한 운영상 위험(significant operational risks)을 야기하고 그 등록된 청산기관이 위험 관리 기능을 수행하면서 신속하고 정확한 청산과 결제를 지원할 능력에 결정적인 영향(critical effects)을 미치게 되는” 상황을, 그리고 “정기적인 모니터링과 감독이 없는 경우, 그러한 관계가 등록된 청산기관의 운영상 복원력(operational resilience)을 위태롭게 하고 증권거래법에 따른 제반 의무를 충족할 해당 등록 청산기관의 능력에 의문을 제기할 수 있는” 상황을 겨냥하는 것이라고 설명하였습니다.<sup>43)</sup> 더 나아가, 귀 위원회는 해당 규칙은 “핵심되는 청산과 결제 기능에 직접적으로 적용될 수 있는 외주 서비스를 포섭하려는 의도”가 있다고도 설명하였습니다.<sup>44)</sup>

한편, 귀 위원회는 Rule 17ad-25(j)의 목적은 “등록 청산기관들이 이들의 위험 관리 및 운영상의 중대한 상황 진전에 관하여 참여자들과 관련된 이해당사자들의 견해를 요청, 고려하고 이를 문서화하도록 하려는” 것이라고 설명하였고,<sup>45)</sup> 아울러 그러한 이해당사자들은 “그 등록 청산기관 자체의 인프라를 지원하는 프로세스와 기술 시스템들의 설계와 기능 작동, 그리고 참가자들 및 여타 이해당사자들이 이들 시스템과 연결되는 방식”이 포함되는, 등록 청산기관의 제반 운영에 대해 의견을 제시할 수 있게 허용되어야 한다고도 설명하였습니다.<sup>46)</sup>

## b. 분석 및 구제의 요청 (Analysis and Request for Relief)

DTC는 이번 잠정 기본 버전은 본 요청 서한에 적시된 제반 서약 조건에 부합되도록 운영되는, 제한적이고 자발적인 것이므로, DTC의 “핵심 서비스”(core service)가 될 것으로는 보지 않습니다. 그러므로, DTC는 만약 DTC가 위에 언급한 제반 서약 조건에 따라 이 서비스를 개발하고 운영

43) Clearing Agency Governance and Conflicts of Interest, Securities and Exchange Commission, Exchange Act Release No. 34-98959, 88 FR 84454 at 84476 (Dec. 5, 2023) (the “Rule 17ad-25 Adopting Release”).

44) Id.

45) Id. at 84485.

46) Id. at 84485-85.

한다면 귀 부서의 보좌진이 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전과 관련하여 Rule 17ad-25(i)와 (j)에 따라 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이라는 점을 DTC에 확인해 주실 것을 요청드립니다.

앞서 논의된 바와 같이, 잠정 기본 버전에서는 DTC가 참가자, 기술적이고 운영상의 그리고 여타 수요에 대응하여 제반 시스템이나 프로세스를 개발하거나 개선하는 데 있어 실시간으로 조정할 수 있을 유연성이 필요해질 것이므로, 이들 규칙으로부터의 규제 조치는 실무적 관점에서도 필요한 것입니다. 그러한 모든 변경에 대해 DTC 이사회가 검토하고 승인하도록, 그리고 고위 경영진이 위험 평가를 수행하도록 요구한다면 제반 솔루션을 개발, 테스트하고 구현할 그리고 피드백에 역동적으로 대응해야 할 DTC의 능력을 불필요하게 억제하게 될 것입니다. 마찬가지로, DTC는 그동안 그러한 시스템들을 설계하는 데 있어 참가자들 및 여타 이해당사자들의 견해를 요청하고 고려해 왔고, 앞으로도 계속해서 그렇게 할 계획이지만, 이번 잠정 기본 버전의 경우는, DTC가 신속하게 대응할 필요가 있게 될 제반 수정에 대해, 이들 규칙에서 요구하는 공식적인 절차를 적용하는 것은 적합하지 않을 것입니다.

또한 그러한 규정의 목적이, 핵심이 되는 청산과 결제 기능을 보호하고 이해당사자들에게 시스템 인프라에 영향을 주게 될 제반 결정에 대한 발언권을 주려는 것임을 고려할 때, 이들 규정으로부터의 규제 조치는 적절할 것입니다. DTC가 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 대해 수행하게 될 필요가 있을 제반 변경 사항은 DTC의 핵심이 되는 청산과 결제 기능들에 영향을 미치지 않게 될 것입니다. 앞서 논의한 바와 같이, 이번의 잠정 기본 버전은 참가자들이 제한된 범위의 증권 권리들을 DTC가 중앙화된 원장 대신 DLT를 사용하여 기록하도록 하는 방안을 선택할 수 있게 하려는 것으로서 철저히 자발적인 서비스(strictly voluntary service)가 될 것입니다. 이는 NSCC가 결부되는 것들이 포함되는, DTC의 지급-인도 동시 이행 지시의 처리나 DTC의 참가자 채무불이행 관리에도 영향을 미치지 않게 될 것입니다. 이 버전은 DTC의 증권 보유에 관한 법적 틀이나 DTC가 증권들을 보유하는 방식에도 영향을 미치지 않을 것입니다. 이 버전은 단순히, 어떤 참가자의 요청을 바탕으로, 소유권에서의 제반 변경을 반영하기 위해 다른 기술을 사용하는 것이 수반될 뿐입니다.

게다가, 이 버전에는 견고하며 객관적인 제반 기술 표준, 일체의 “중복 사용”(double spending)이 없도록 하기 위한 디지털 옴니버스 계정, DTC가 ‘되돌림이 요구되는 상황들’을 해결할 수 있는 능력, 그리고 시스템 이벤트 일체 및 DTC의 루트 지갑 사용 일체에 대한 보고를 포함하여, 중단 위험의 범위를 제한할 다양한 기능들을 갖추게 될 것입니다. 나아가, 그 서비스는 철저히 자발적이며 제한적인 것이 될 것이고, DTC는 계속해서 참가자들 및 여타 이해당사자들과 협의해 나갈 것이므로, DTC는 이 버전의 운영이 Rule 17ad-25(j)의 기저에 있는 제반 우려 사항을 수반하지 않게 될 것이라고 믿습니다. 이와 관련된 범위로서, DTC는 이번 잠정 기본 버전을 두고 참가자들, 최종 사용자들, 금융 시장 인프라들, DTCC의 디지털 런치패드 자문위원회, 그리고 여타 이해당사자들이 포함되는, 당 기관의 광범위한 이해당사자들과 협의해 왔습니다. 나아가, DTC는 계속해서, 특히 DTCC 토큰화 서비스에 대해 계획되는 중대한 변경 사항과 관련해서는, 광범위한 이해당사자 협의하게 될 것이며 자체적으로 마련된 내부 거버넌스 프로세스들을 활용해 나갈 것입니다.

마지막으로, 위에서도 논의하였듯이, DTC는 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전에 적용될 Rule 17ad-25(i) 및 (j)의 적용으로부터의 규제를 구하고는 있지만, DTC는 증권거래법 제17A조에 명시된 더 일반적인 요건들을 여전히 적용받게 될 것입니다.

## V. 제반 시스템의 법규 준수 및 무결성 관련 규정 (Regulation SCI)

### a. Reg SCI의 배경

시스템의 법규 준수 및 무결성에 관한 Reg SCI Rule 1000의 정의 규정에 따른, “SCI SRO”의 하나로서, 따라서 “SCI 규정을 준수해야 하는 기관(SCI entity)”의 하나로서, DTC는 Reg SCI에서 요구하는 제반 요건들의 적용을 받습니다. 그 요건들에는 “그 SCI 시스템들 그리고, 증권 표준이라는 목적에서는, 간접적인 SCI 시스템들이 해당 SIC 기관의 운영 능력을 유지하며 공정하고 질서 있는 시장들의 유지를 촉진하는 데 적절한 수준의 용량(capacity), 무결성(integrity), 복원력(resiliency), 가용성(availability), 그리고 보안성(security)을 갖추도록 합리적으로 설계된 서면 정책과 절차들을 수립, 유지하고 집행할 것” 그리고 “그 SCI 시스템들이, 해당하는 바에 따라, 증권거래법 및 하위 규칙과 규정들 및 해당 기관의 제반 규칙과 관장하는 문건을 준수하는 방식으로 운영되도록 합리적으로 설계된 서면 정책과 절차들을 수립, 유지하고 집행할 것”이 포함됩니다.<sup>47)</sup> Reg SCI Rule 1001(a)(4)에서는 만약 그러한 정책과 절차들이 “현행 SCI 산업 표준들”에 부합한다면 이를 “합리적으로 설계된” 것이라고 본다고 규정하고 있습니다.<sup>48)</sup>

Reg SCI Rule 1000에서는 “SCI 시스템”이란 “증권들과 관련하여, 매매(trading), 청산과 결제(clearance and settlement), 주문 전송(order routing), 시장 데이터(market data), 시장 규제(market regulation), 혹은 시장 감시(market surveillance)를 직접 지원하는, 어떤 SCI 기관의, 또는 그 기관에 의해 혹은 그 기관을 대신하여 운영되는, 모든 컴퓨터, 네트워크, 전자적인, 기술적인, 자동화된, 혹은 이와 유사한 시스템들”을 뜻한다고 정의하고 있습니다.<sup>49)</sup> 귀 위원회는 Reg SCI를 채택하며 발표한 자료에서, 이 “SCI 시스템”의 정의는 “그 적용이 제반 증권 시장 기능에 관련되는, 그리고 구체적으로는 전통적으로 미국 증권 시장들의 기능 작동에 핵심이 된다고 간주되어 온 여섯 가지 기능—매매, 청산과 결제, 주문 전송, 시장 데이터, 시장 규제, 혹은 시장 감시—에 관련되는 생산 시스템들(production systems)로 제한된다”고 설명하였습니다.<sup>50)</sup> 나아가, 귀 위원회는 그 정의의 초점은 “이 시스템들의 용량, 무결성, 신뢰성, 가용성 혹은 보안성이 위협받는 경우 공정하고 질서 있는 시장의 유지에 심각한 위험(significant risk)을 제기할 수도 있을” 기능들을 제공하는 시스템들을 식별하는데 있다고 강조하였습니다.<sup>51)</sup>

Reg SCI Rule 1000에서는, “SCI system” 외에도, “critical(중요) SCI system”이란 “어떤 SCI 기관의, 또는 그 기관에 의해 혹은 그 기관을 위해 운영되는, SCI 시스템들로서 “(1) (i) 청산기관들의 청산과 결제 시스템, (ii) 그 주된 상장 시장(primary listing market)에서의 개장(openings), 재개장(reopenings) 및 폐장(closings), (iii) 매매 정지(trading halts), (iv) 기업공개에 위한 주식 권유

47) 17 C.F.R. § 240.1001(a)(1); (b)(1).

48) 귀 위원회는 SCI 규정을 채택하면서 발표한 문건(Reg SCI Adopting Release)에서, 보좌진은 SCI 기관들이 “현행 SCI 업계 표준들”(current SCI industry standards)에 부합하는 제반 정책과 절차들을 개발하도록 도와주는 지침(guidance)을 발표해야 하며, 그 보좌진의 지침은 “현행 SC 업계 표준들”에 부합하는 제반 정책과 절차들을 개발하도록 SCI 기관들을 지원하는 것이어야 할 것이라고 하였음. 예컨대, 다음을 참조: Staff Guidance on Current SCI Industry Standards (Nov. 14, 2014).

49) 17 C.F.R. § 240.1000.

50) Regulation Systems Compliance and Integrity, Securities and Exchange Commission, Exchange Act Release No. 34-73639, 79 FR 72252 at 72273 (Dec. 5, 2014) (the “Reg SCI Adopting Release”).

51) Id.

(IPOs), (v) 통합 정보 조회 시스템 처리자(plan processor)\*의 시장 데이터 제공, 또는 (vi) 단독-상장된 증권들(exclusively-listed securities)에 관련되는 기능성(functionality)을 직접 지원하거나; (2) 그 대안의 가용성이 현저히 제한되거나 존재하지 않고 그 시스템이 없다면 공정하고 질서 있는 시장에 중대한 영향을 주게 될 기능성을 증권 시장들에 제공하는” SCI 시스템들을 뜻한다고 정의합니다. Reg SCI Rule 1001에서는 SCI 기관의 업무 연속성 및 재해 복구 계획은 광범위한 중단이 발생하더라도 모든 중요 SCI 시스템들의 2시간 이내 재가동(two-hour resumption of any critical SCI systems)이 확보 되도록 합리적으로 설계되어야 한다고 요구합니다.

\* [역주] 예컨대, 1934년 증권거래법에 따른 Regulation NMS의 Rule 608(a)(6)의 규정에 따라, 미국의 전국 증권시장 통합 정보 조회 시스템 구축 계획(National Market System Plan Governing the Consolidated Audit Trail, the “CAT NMS Plan”)에서, CAT NMS Plan을 위해 정보 처리자(Plan Processor) 역할을 하도록 SEC에 의해 선정된 자를 말함[17 C.F.R. §242.608(a)(6)].

Reg SCI에는 SCI 시스템들에 관련되는 사건들을 뜻하는, “시스템 중단”(systems disruptions), “시스템들의 법규 준수 문제”(systems compliance issues), “시스템 침해”(systems intrusions)를 비롯한, Reg SCI Rule 1000에 정의된 “사건들”(SCI events)에 관계되는 추가 요건들이 포함되어 있습니다. Reg SCI Rule 1002에서는, 어떤 SCI 이벤트가 발생하는 경우, 해당 SCI 기관이 시정 조치를 하고, 위원회에 통지하며, 그 사건에 관련된 기록을 유지하고, 특정된 사안의 경우는 그러한 SCI 이벤트에 관한 정보를 전파하도록 요구합니다. 이뿐 아니라, Rule 1003에서는 SCI 기관들이, 무엇보다도, “달력상 매 분기가 종료되면 그로부터 30일 이내에, 그 직전 분기, 당 분기 및 후속 분기 중에 그 SCI 시스템들 및 간접적인 SCI 시스템들의 보안성에 대해 완료된, 진행 중인, 계획된 중대한 변경 사항을 기술하는 보고서를, 그 개시 및 완료일이나 예정일을 포함하여, 귀 위원회에 제출할 것”을 요구합니다.<sup>52)</sup>

#### *b. 분석 및 구제 조치 요청 (Analysis and Request for Relief)*

귀 위원회는 Reg SCI를 채택할 당시, 이 규정을 실험적이거나 시험적인 시스템들에 적용하는 것이 항상 작동될 수 있는 건 아니며, “SCI 기관들이 구현에 앞서 새로운 시스템들과 시스템 변경 사항들을 테스트하고 제반 솔루션을 개발하기 위해 실험(testing) 및 개발 프로세스를 충분히 활용하지 못하게 억제하는 효과를 가지게 될 것”임을 인정하였습니다.<sup>53)</sup> 실제로, 귀 위원회는 원래는

52) 17 C.F.R. § 240.1003(a)(1).

53) 다음을 참조: Reg SCI Adopting Release at 72274. 또한 다음의 서한들도 참조: Letter from Janet McGinness, EVP & Corporate Secretary, NYSE Euronext to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 9, 2013 at 11; Letter from Marcia E. Asquith, Senior Vice President and Corporate Secretary, FINRA to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 10-11; Letter from Norman M. Reed, Omgeo LLC, New York, New York to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 5; Letter from Larry E. Thompson, Managing Director and General Counsel, The Depository Trust Clearing Corporation to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 4; Letter from Timothy J. Mahoney, CEO, BIDS Trading, L.P., New York, New York to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 16; Letter from Jay M. Goldstone, Chairman, Municipal Securities Rulemaking Board, Alexandria, Virginia to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated June 28, 2013 at 7-8; Letter from Raymond Tamayo, Chief Information Officer, Options Clearing Corporation to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 5; Letter from Joseph Adamczyk, Executive Director, Associate General Counsel, CME Group Inc. to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 8, 2013 at 6; Letter from Eric Swanson, SVP, General Counsel and Secretary, BATS Global Markets, Inc., et al. to Elizabeth Murphy, Secretary, Commission, dated July 30, 2013 at 5; and Letter from William O'Brien, Chief Executive Officer,



“SCI 시스템”의 정의에 시스템들의 개발과 실험이 포함될 것으로 제안했지만, 이와 같은 이유로 그 최종 규칙에서는 그러한 시스템들을 제외하는 방향으로 수정하였습니다.<sup>54)</sup>

DTC는 만약 위에 언급한 제반 서약과 제한 사항에 부합하는 방향으로 개발되고 운영된다면, 이번 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전이 DTC의 어떤 SCI 시스템으로 간주되어야 한다고는 믿지 않습니다. 그러므로, DTC는 만약 DTC가 이 잠정 기본 버전을 본 요청 서한에서 제공해 드리는 제반 서약에 부합하는 방향으로 개발하고 운영한다면 귀 부서의 보좌진이 이를 Reg SCI에 대한 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않을 것이며 그 잠정 기본 버전을 Reg SCI의 적용 대상으로 취급하지 않겠다고 DTC에 확인해 주실 것을 요청드립니다.

더욱이, 이번 잠정 기본 버전에 대해 Reg SCI의 적용으로부터의 구체 조치를 제공하는 문제는 귀 위원회가 식별했던 제반 이유 측면에서도 필요합니다. 그 잠정 기본 버전을 개발하고 운영하려면, DTC는 피드백, 기술적인 진전과 실제의 경험에 대응하여 자체 시스템들을 신속하게 미세-조정할 필요가 있게 될 것입니다. 이 과정은 필연적으로 그 관련된 코드, 절차들, 소프트웨어, 시스템들, 프로세스들 그리고 그 이상에 대한 변경을 수반하게 될 것입니다. 만약 DTC가 각각의 모든 조정이 Reg RCI의 포괄적인 기준에 부합하는지를 확인하는, 그리고, 필요하게 되면, 귀 위원회에 대한 보고서를 작성하거나 정보를 전파해야 하는 긴 과정을 거쳐야 한다는 요구를 받게 된다면, DTC는 그러한 변경을 할 수 없게 될 것입니다. 나아가, 기술적 환경이 급변하고 있는 점을 고려하면, DTC가 잠정 기본 버전을 위해 사용할 것으로 예상하는 시스템들의 일부라는 맥락에서 DTC가 “현행 SCI 표준들”이 무엇인지 평가하는 일은, 불가능하진 않더라도, 실행에 옮길 수 없게 될 것입니다.

게다가, Reg SCI에 대해 문자 그대로 해석하게 되면 퍼블릭 블록체인들을 SCI 시스템들로 보게 될 수도 있습니다. 그런 상황에서는, 그 블록체인들을 Reg SCI의 요건들이 적용되는 대상이 되도록 하는 게 실행되기 어렵습니다. 스트레스 테스트는 물론 업무 연속성과 재해 복구 계획들이 포함되는, 이들 요건은 어떤 SCI 기관에 의해 사용되는 SCI 시스템들이 그 SCI 시스템에 대한 어느 정도의 통제를 갖추고 어떤 SCI 기관에 의해, 또는 그를 대신하여, 운영되어야 한다고 전제하고 있기 때문입니다. DTCC 토큰화 서비스의 일부로 사용되는 그 어떤 퍼블릭 블록체인에 대해서도, DTC 등의 그 누구도 통제하지 않게 되며, 그러한 블록체인이 어떻게 스트레스 테스트나 업무 연속성 및 재해 복구 계획들의 대상이 될 수 있는지도 분명하지 않습니다. 따라서, DTC는 귀 위원회가 분산원장 기술에 대해 그 적용을 명확히 하거나 조정한 후에는 궁극적으로는 DTCC 토큰화 서비스와 관련하여 Reg SCI를 준수할 계획이지만, 그렇게 하는 것이 현재로서는 불가능합니다.

DTC는 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전의 개발과 운영을 Reg SCI의 적용 대상으로 취급하는 것으로부터의 구체 조치는 다음의 여러 이유 측면에서도 적절하다고 믿습니다.

첫째, 이번의 잠정 기본 버전은 그 어떤 유의미한 관점에서도 미국 증권 시장이나 DTC의 서비스들의 “기능 작동에 핵심적인”(central to the functioning) 것과는 거리가 먼 게 될 것입니다. 앞서 언급한 바와 같이, 잠정 기본 버전은 제한적이고, 참가자들을 위해 전적으로 자발적인 옵션이 될 것이며, 그 어떠한 유형의 중단이나 실패도 DTC의 청산과 결제 서비스에 대해서는 (혹은 SCI 시스템 정의에서 식별된 여타의 기능들 어느 것에 대해서도) 부정적 영향을 미치지 않도록 할 다수의 위험 통제 장치와 설계상 통제 장치들을 갖추게 될 것입니다. 특히 주목할 점은, (i) DTC는 토큰화가 그

Direct Edge Holdings to Elizabeth M. Murphy, Secretary, Commission, dated September 25, 2013 at 2.  
54) Reg SCI Adopting Release at 72274.



대상 증권들이 관계되는 매매 활동이나 시장에 영향을 미치지 않도록 대상 증권들을 충분한 유동성을 갖춘 것들로 제한하게 될 것이며, (ii) DTC는 ‘되돌림이 요구되는 상황들’을 해결할 수 있도록 관리자 키(override keys)를 보유하게 될 것이고, (iii) DTC는 대상 증권들에 대해 어떠한 담보가치나 결제 가치도 부여하지 않음으로써, DTC가 어떤 참가자의 채무불이행을 해결하기 위해 혹은 인도-지급의 동시 이행 결제를 수행하기 위해 해당 증권들에 의존하는 일이 없도록 하게 될 것입니다.

둘째, DTC가 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전과 관련하여 사용하게 될 제반 시스템은 그 무결성, 안정성, 연속성, 그리고 법규 준수가 확보되도록 설계된 특성의 견고한 그리고 객관적인 기술 표준을 충족하는 것들로만 제한될 것입니다. 구체적으로는, 앞서 언급한 바와 같이, DTC는 그 기술 표준들을 충족하는 토큰화 프로토콜 및 블록체인들만을 지원하게 될 것입니다. 그뿐 아니라, 위의 Section II.e에서 설명한 바와 같이, 잠정 기본 버전과 관련하여 사용될 DTCC의 신규 시스템들은 잠정 기본 버전이 출시되는 시점에는 DTCC 내부의 등급 부여 구조 내에서 Tier 2에 해당하는 시스템 등급을 유지하게 될 것입니다. 이는 곧 그 시스템들이 주된 장소에서 그리고 보조적인 장소에서 운영될 수 있는 능력, 최대 4시간의 복구 시간 목표, 중단 시 최대 2분의 데이터 손실 허용, 그리고 연례적인 리전-밖 재해 복구 및 재개 테스트라는 능력을 갖추게 된다는 점을 의미합니다. Tier 2 등급을 (Tier 1 등급 부여라는) Reg SCI 지정과 비교할 때, 그 실질적인 차이라면 Tier 1 등급은 최대 2시간의 복구 시간 목표, 최대 30초의 데이터 손실 허용, 반기별 복구 및 재개 테스트, 그리고 연례 감사(annual audit) 대상이라는 점입니다. 현재로서는 그 신규 시스템들에 대해 DTC가 그러한 강화된 표준을 충족하기에는, 특히 4시간의 복구 시간 목표를 2시간으로 단축해 가기에는 수년이 걸릴 수도 있을 것입니다. 그러한 전환은 그 시스템들에 대한 상당한 변경, 현재로서는 알 수 없는 변경을 요구하게 될 수도 있을 것이므로, 어떤 선형 증가(a linear progression)라고 볼 수도 없을 것입니다. 나아가, DTC는 이 신규 시스템들을 지원하는 제3의 제공자들(third-party vendors) 및 귀 부서 보좌진과 긴밀히 협력할 필요가 있을 것이고, 이 모든 과정은 상당한 시간이 소요될 것이고 이 잠정 단계에서는 시기상조에 해당할 것이므로, Reg SCI 표준의 어느 하나를 충족하는 문제는 순전히 DTC만이 노력할 문제도 아닐 것입니다. 그 신규 시스템들이 Tier 1으로 지정되든 Tier 2로 지정되든 관계없이, 그 신규 시스템들은 기존의 시스템들에 대해 오로지 대상 증권들을 디지털 옴니버스 계정으로 혹은 그 계정으로부터 인도하도록 하거나 현금 지급을 수행하라는 지시만을 내릴 수 있게 하고, 그 외 모든 상호작용은 읽기 전용으로만 운영될 것이므로, 중앙화된 DTC의 기존 시스템들에는 그 어떠한 중대한 보안성 위험에도 노출되지 않게 될 것입니다.

셋째, DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전은 그 대상 증권들에 대한 기록을 관리하는 최종 보관·관리 수탁자(ultimate custodian of record for the Subject Securities) 혹은 그 소유권을 관장하는 법적 틀은 변경하지 않을 것입니다. DTC는 그 대상 증권들에 대해서는 통일상법전(UCC) 제8조가 적용되는 증권 중개 기관(securities intermediary)이라는 지위를 유지하게 될 것입니다. 잠정 기본 버전은 참가자들이 이들의 증권 권리들을 기록하기 위해 DTC가 분산원장 기술(DLT)을 사용하도록 허용하게 될 것이지만, DTC는 그러한 권리들에 대한 궁극적인 최종 기록을 유지하게 될 것입니다. 결과적으로, DTCC 토큰화 서비스와 관련하여 DTC가 사용하는 그 어떤 관련 시스템들에서 어떠한 중단이 발생하더라도, DTC는 Reg SCI를 준수하는 당 기관의 시스템들을 활용하여 연속성을 복구할 능력을 갖추게 될 것입니다.

넷째, 앞서 설명한 바와 같이, DTC는 귀 부서의 보좌진에게 본 서한의 Section III.b에 기술된 대로 잠정 기본 버전과 관련되는 시스템 사건들(Systems Events)에 대한 통지를 제공하게 될 것입니다. 그 통지 프로세스를 통해 귀 부서의 보좌진에게는 SCI 이벤트들과 관련하여 Reg SCI에서 요구

되는 바와 유사한 시간대에, 그 요구되는 바와 유사한 정보가 제공될 수 있을 것입니다. 결과적으로, 귀 위원회는 이 잠정 기본 버전과 관련되는 어떠한 시스템 이벤트들에 대해서도 신속한 통지를 받게 될 것이며, 위원회의 걱정 감독이 확보되도록 하는 방식으로 그 진행 상황을 계속해서 파악할 수 있게 될 것입니다.

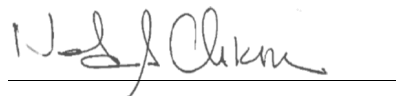
\* \* \* \* \*

위에 기술한 제반 이유를 바탕으로, DTC는 귀 부서 보좌진이 DTC에 대해 대상 규정들에 명시된 제반 요건을 이번 잠정 기본 버전에 적용하도록 요구하지 않으면서 DTC가 이 요청 서한에 적시한 제반 서약에 부합하는 방식으로 DTCC 토큰화 서비스의 잠정 기본 버전을 개발하고 운영할 수 있게 허용해 주십사 요청하는 비-조치 구제(no-action relief)를 부여해 주실 것을 정중히 요청드립니다. 본 사안에 대한 귀하의 도움에 감사드립니다.

Sincerely,



Brian Steele  
Managing Director, President, Clearing & Securities Services  
DTCC



Nadine Chakar  
Managing Director, Global Head of DTCC Digital Assets  
DTCC

cc: Jamie Selway  
Director  
Division of Trading and Markets

Exhibit 1

## 법규를 준수하는 지갑 대 지갑 이전을 지원하는 배포 통제 장치 DISTRIBUTION CONTROLS FACILITATE COMPLIANT WALLET TO WALLET TRANSFERS

토큰화된 권리의 즉시 교환이 허가받은 지갑들 사이에 가능하게 해주는 허가받은 지갑들의 네트워크를 수립함으로써 양도와 결제 절차의 효율성을 개선하는 한편, (외부 플랫폼들에서 담보로써의 사용과 같은) 증권들의 혁신적 응용도 가능하게 해 줌. 한편으로는, DTC가 그 자산에 대한 중앙의 증권 예탁 기관 역할을 계속하면서, 위험 관리 기능을 제공하고 법규 준수가 확보되도록 함.

Note: Compliance Aware Token functional capabilities are described on slide 17 – Compliance Aware Tokens



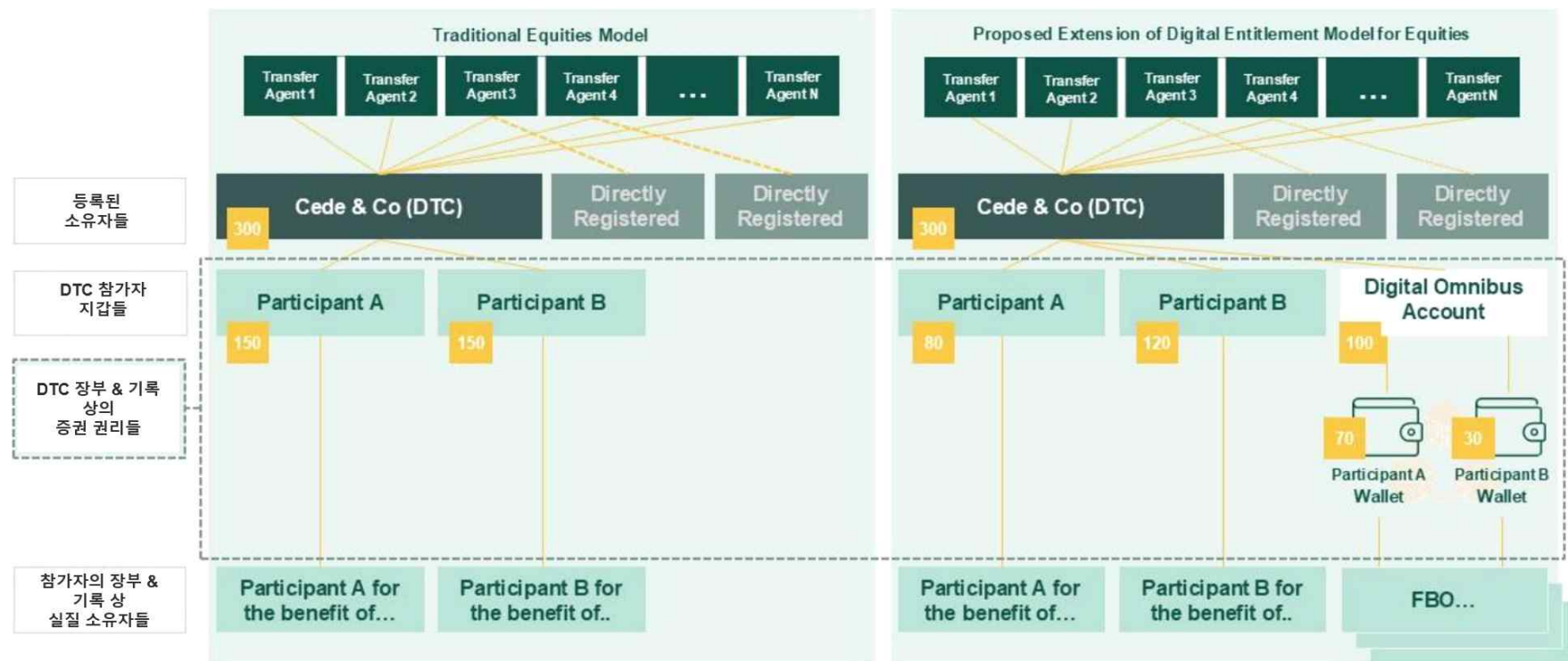
LedgerScan은 블록체인 원장들에서의 모든 활동을 모니터링하고, 항상, 모든 참가자 지갑들을 위해, DTC의 토큰화된 권리를 모두에 대한 공식 기록(official record of all DTC Tokenized Entitlements)을 유지하게 됨

**DTCC**

Exhibit 2

## 시장 채택 범위 확장을 가능하게 해줄 DTC 계정 구조 DTC ACCOUNT STRUCTURE ENABLES MARKET SCALE ADOPTION

DTC가 유지하는 제반 장부와 기록은 장부-등재 권리 및 토큰화된 권리 형태 모두를 망라하게 될 것임  
(DTC Books & Records will encompass both Book-Entry and Tokenized Entitlement forms)



DTCC