

# MiFID II의 주요 내용과 대응방안

신소희\*

## I. 서론

### II. MiFID의 도입 배경과 주요 내용

### III. MiFID II의 주요 내용

## IV. MiFID II의 시행에 따른 주요 이슈와 영향

### V. 대응방안

## I. 서론

EU는 유럽 공동체의 통합 단일시장 설립을 위한 최초의 법안으로, 투자서비스 지침(Investment Services Directive: ISD)<sup>1)</sup>을 1993년에 제정하였다. ISD는 한 회원국에서 인가를 받은 금융투자회사가 자국의 인가와 감독 하에 다른 EU 회원국에 지점 설립, 서비스 제공 등을 허용한 법안이다. ISD는 유럽 금융 시장을 통합하기 위한 취지로 제정되었지만 시장참여자가 급증하고 다양한 상품·서비스가 등장하는 가운데 거래소집중의무<sup>2)</sup>로 인해 단일시장으로 통합되지 못하고 오히려 거래소간에 장벽만 크게 만드는 결과를 낳았다. 결국 이와 같은 ISD의 한계로 기존의 규제 내용으로는 변화된 시장 환경을 수용하기에 어려움이 있었다. 이에 EU는 거래소집중의무를 철폐하고 시장투명성을 제고하여 최선집행(Best Execution)<sup>3)</sup>을 달성함으로써 투자자보호를 강화하는 등 EU내 단일 규제체계를 정립하기 위해 금융상품시장지침(Markets in Financial Instruments Directive: MiFID)<sup>4)</sup>을 제정하기에 이르렀다.

\* 한국거래소 시장감시위원회 시장감시제도팀

※ 본고의 내용은 필자의 개인적인 의견이며 한국거래소의 공식의견과는 무관합니다.

1) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993, Official Journal L 141, 1993, 11. 6.

2) 거래소집중의무(Concentration Rule)에 따라 거래소에 상장된 증권의 거래에 대해 해당 거래소 하나에서만 그 효력이 귀속되며, 매매체결 및 보고는 반드시 해당 거래소를 통해서만 가능하다.

3) 최선집행 의무는 각 거래소마다 정의하는 바는 조금씩 상이하나, 의무 주체가 "주어진 상황에서 투자자에게 가장 유리하게 집행되도록 노력하는 것"으로 정의할 수 있다. 동일 종목이 다수의 시장에서 거래되는 경우 각 시장별로 가격이 상이할 수 있는데, 투자자의 주문이 가장 유리한 가격으로 집행되는 것을 보호해 줄 필요가 있고, 가장 유리한 가격이 제시되는 시장에서 매매 거래가 이루어져야 가격 발견의 효율성과 공정성이 달성된다.

4) Directive 2004/39/ED of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directive 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, Official Journal L 145, 2004.4.30

이러한 MiFID의 도입은 시장간 경쟁을 불러 일으켜 투자자들이 더 낮은 비용으로 보다 폭넓은 선택을 할 수 있게 하였다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융시스템의 안정성, 건전성, 투명성에 대한 기존 규제 체계의 한계가 드러나면서 MiFID의 개정 논의가 일어나게 되었다. 금융시장이 진화하면서 감독당국의 역할 수행에 필요한 적절한 권한을 부여하기 위해 금융시장 규제 강화의 필요성이 부각된 것이다. 이에 EU는 거래시설 및 금융투자회사의 특성, 규모, 복잡성을 고려하여 기존 규제체계보다 상세한 원칙과 표준을 제공하는 새로운 규제체계를 고안하였다. 이로써 MiFID 체계의 일부는 MiFIDⅡ<sup>5)</sup>로, 일부는 금융상품시장규정(Markets in Financial Instruments Regulation: MiFIR)<sup>6)</sup>으로 개정<sup>7)</sup>되었다. MiFIDⅡ는 시장 인프라에 초점을 맞추고 있는 지침(Directive)<sup>8)</sup>으로 각 회원국의 재량을 인정할 필요가 커 회원국의 국내 법제화가 필요한 법률이다. MiFIR는 EU 회원국의 국내법에 반영할 필요가 없이 모든 회원국에 직접적으로 적용되는 규정(Regulation)<sup>9)</sup>으로 주로 시장 투명성에 관련한 사항을 다루고 있다. 이와 같이 MiFID의 개정은 MiFIDⅡ와 MiFIR로 나누어져 이루어졌으며, 개정 법안은 금융서비스 제공자 및 EU 내에서 활동하는 非EU회사를 관장하는 실질적인 하나의 규제체계이다.

EU는 MiFIDⅡ 시행을 통해 거래시설의 투명성을 확보하기 위해 규제 대상을 모든 금융상품으로 확대하여 금융시장 전반의 완성도와 효율성을 증대하고자 하였다. 또한 기존의 정규시장(Regulated Market: RM), 다자간 거래시스템(Multilateral Trading Facility: MTF), 자가주문집행업자(Systematic Internaliser: SI) 뿐만 아니라 조직적 거래시설(Organized Trading Facility: OTF)도 규제범위에 포함하였다. 장외시장에서의 규제가 불충분하고, 불투명한 측면을 해결하고자 한 G20의 합의를 충족하기 위하여 OTF라는 개념을 도입하여, MiFID의 적용범위를 크게 확대하고 장외시장에서 거래되는 상품에 대한 감독기능의 개선을 도모하였다. 그리고 거래소와 청산소간의 비차별적 접근이 가능하게 하는 규정을 도입하여 거래소-청산소의 연계로 인한 가격 담합 등을 막아 투명성을 강화하고자 하였으며, 다크풀(dark pool)<sup>10)</sup> 거래의 투명성을 강화하기 위한 방안도 마련하였다. 또한 MiFIDⅡ에서는 알고리즘(Algorithm) 매매와 고빈도거래(High Frequency Trading: HFT)의 리스크에 대응하고자 알고리즘 매매를 이용하는 금융회사 및 시장운영자를 대상으로 정보제공의무를 도입하고, 리스크 관리규정을 두도록 하였다. 또한 투자자보호를 강화하기 위해 고객에 대한 정보제공의무와 수수료의 수취, 보수체계 등에 관하여 더욱 강화된 규정을 도입하였는데 특히

5) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on market in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

6) Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012

7) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on market in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Annex IV(Correlation table referred in Article 94) 참조

8) EU의 법규 중 지침(Directive)은 회원국 재량에 따라 자국의 법에 반영하여 시행함으로써 EU 회원국이 달성해야 하는 목표이다.

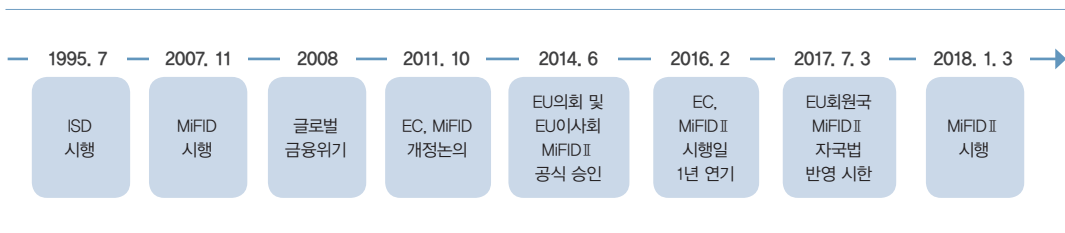
9) 규정(Regulation)은 모든 회원국에 바로 자국법처럼 적용된다.

10) 다크풀(Dark Pool)은 거래주체, 종목, 수량 등의 거래정보가 장 종료 후 거래체결을 보고하기 전까지 공개되지 않는 익명의 주식거래시스템으로 주로 기관투자자들이 시장 변동성을 회피하기 위해 이용한다. 낮은 수수료 및 빠른 거래체결이 장점이나 거래 투명성을 저해하고 가격발견기능을 왜곡한다는 이유로 규제를 받고 있다.

거래비용에 포함된 리서치비용을 분리(Research Unbundling)하여 부담 주체를 명확히 하도록 규정하였다.

그런데 이러한 MiFIDII는 그 내용이 너무 광범위하며, 일부 모호한 규정을 담고 있어 회원국 및 시장참여자가 각자의 규정 및 시스템에 반영하는 것이 무리라는 지적이 제기됨에 따라 원래 예정보다 1년 늦은 2018년 1월에 시행되었다. 더구나 현재까지도 일부 회원국은 자국법에 MiFIDII를 반영하지 않고 있으며, 여전히 준비 미비, 규제내용에 관한 해석의 혼란, 컴플라이언스 비용 부담 등이 논란이 되고 있다. 하지만 MiFIDII가 본격적으로 시행되고 새로운 규제체제로 정착할 경우, 금융시장의 투명성 및 효율성 강화, 거래시설 및 금융회사간 경쟁력 제고, 금융상품의 효율적 가격발견, 그리고 투자자보호 등의 측면에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 1 MiFID 및 MiFIDII 관련 Timeline



본고에서는 이와 같은 과정을 거쳐 시행된 MiFID 및 MiFIDII의 규제환경, 주요 내용 및 동 규정의 시행에 따른 자본시장 영향에 관한 내용들을 소개하고, 특히 MiFIDII시행 이후의 대응방안을 한국거래소(Korea Exchange: KRX)의 관점에서 살펴보고자 한다.

## II. MiFID 도입 배경과 주요 내용

### 1. MiFID 도입 이전 유럽시장의 규제환경

MiFIDII의 주요 내용을 알아보기 위해서는 MiFID 및 MiFIDII 도입 이전의 규제환경에 대해 살펴볼 필요가 있다. MiFID 도입 이전의 유럽 주식시장에서는 1989년 런던증권거래소(London Stock Exchange:

LSE)가 외국증권에 대한 자동호가주도형시스템인 SEAQ International<sup>11)</sup>을 구비하여 유럽시장에서 지배적 위치를 차지하고 있었다. 다른 거래소들도 전자주문장 도입, 거래비용 인하 등으로 LSE에 집중되던 주문을 되찾아오려고 하면서 유럽 내 시장간 경쟁상황이 발생하였다. 이러한 환경 속에서 EU는 유럽 금융서비스시장을 통합하려는 목적으로 1993년 ISD를 제정하였다. ISD 제정으로 유럽에서는 정규시장과 금융투자회사(Investment Bank, IB)로 구분된 별도의 규제환경이 조성되었다. 단일통행권제도(Single passport)의 시행으로 IB는 별도의 추가적인 절차 없이 EU회원국 중 한 회원국의 허가과 감독만으로도 다른 회원국에서의 영입이 가능해져 단일금융서비스시장을 향한 기초가 마련되었다. ISD 규정 중 가장 큰 영향을 미친 것은 회원국에게 거래소집중의무를 허용한 점인데, 이는 거래소간 경쟁에서 앞서가던 LSE로부터 주문의 상당부분이 EU의 다른 거래소로 되돌아오게 하는 효과를 낳았다. ISD는 유럽 내 금융시장 통합의 취지로 제정되었지만, 거래소집중의무로 인해 EU 금융시장은 단일시장으로 발전하지 못하고 오히려 거래소간에 장벽을 구축하게 되었다.

이렇게 EU 회원국 거래소간의 장벽으로 ISD의 한계가 드러났을 뿐만 아니라, 1990년 중반 이후 투자자들의 시장참여가 급증하고, 복잡·다양한 형태의 상품·서비스가 등장하면서 기존의 규제 체계로는 변화된 환경을 수용하기가 어려워졌다. 이에 EU는 1999년 새로운 규제 체계인 MiFID의 입법추진과정(Lamfalussy Process)<sup>12)</sup>을 담은 FSAP(Financial Services Action Plan)를 채택하였다.

결국 단일규제체계 정립을 목표로 한 MiFID는 유럽금융시장 내 거래소집중의무를 철폐하고 시장투명성을 증진시켜 최선집행을 달성함으로써 투자자에 대한 보호수준을 강화하고 서비스의 질적 수준을 향상시키고자 하였다.

## 2. MiFID의 주요 내용

### (1) 거래시설(Trading Venue, 시장)의 구분

MiFID에서는 시장을 정규시장(Regulated Market: RM), 다자간 거래시스템(Multilateral Trading Facility: MTF), 자가주문집행업자(Systematic Internaliser: SI)로 구분하고, 각각 규제의 수준과 운영주체의 법적 성질을 달리하고 있다.

정규시장(RM)은 거래가 허용된 금융상품에 대하여 계약체결을 위한 다자간 매수와 매도를 결집시키는 거

11) SEAQ(Stock Exchange Automated Quotation) : LSE는 마켓메이커를 통한 호가주도형 시장으로 진화하면서 호가정보를 제출·집계·공표하기 위해 SEAQ를 도입하였다. SEAQ는 호가전달시스템으로서 매매체결 기능은 미보유한다. 마켓메이커는 호가를 확인한 시장참가자와 협상을 통해 상대매매 방식으로 매매거래를 체결하는데, 마켓메이커가 제시한 호가를 확인한 후 투자자가 전화 또는 팩스 등을 통하여 마켓메이커와 거래를 체결한다. 시장감시 및 투자참고 등을 위해 매매체결내역은 거래소에 보고하고 거래소는 이를 시장에 공표한다.

12) 2001년 3월에 제안된 금융투자산업의 규제발전을 위한 EU의 조치로서 당시 이를 제안한 EU자문위원회(EU Advisory Committee) 의장인 'Alexandre Lamfalussy'의 이름을 따서 명명하였다. 1단계에서 유럽의회와 유럽이사회가 특정 법률을 채택하고, 그 시행을 위한 가이드라인을 수립하며, 2단계에서는 해당위원회와 규제기관이 법률의 기술적인 부분을 보완한 뒤 회원국 대표의 투표에 부의. 3단계에서는 각 회원국의 규제기관이 EU법에 부합하는 새로운 법령을 마련하며 4단계는 새로운 법령의 시행과 준수를 의미한다.

래시설로서 EU 회원국의 허가과 감독을 받으며, 규정에 따라 금융상품이 거래되는 조직화된 시장이다. 정규 시장은 MiFID 규정상 인가를 취득한 시장운영자에 의하여 운영된다.

다자간 거래시스템(MTF)은 다수의 제3자간에 금융상품을 거래하는 매매시스템으로 금융투자회사 혹은 시장운영자에 의하여 운영된다. MTF의 정의는 정규시장의 정의와 유사하지만 거래요건이 정규시장에 비해 완화되어 있으며 하나의 IB로서 MTF 운영은 투자업무로 규제된다는 점에서 차이가 있다. EU 회원국으로부터 MTF 인가를 받은 금융투자회사 및 시장운영자는 다른 회원국에서 영업을 가능하다.

자가주문집행업자(SI)는 정규시장이나 MTF 외에서 고객의 주문을 집행할 때 조직적, 상시적 그리고 시스템적으로 내부에서 자신의 계정(Principal Trading)으로 매칭시킴으로써 매매를 체결하는 시스템을 말한다. 즉 금융투자회사가 거래소 등의 정규시장으로 고객의 주문을 전달하여 거래를 체결시키지 않고, 금융투자회사 내에서 고객의 주문에 대해 스스로가 거래의 상대방이 되어 거래를 체결하는 것을 의미한다.(Internalization, In-house execution) 여기에는 정규시장에 고객의 주문을 제출할 경우 발생하는 비용을 회피하려는 의도가 있다. 즉 거래소가 부과하는 거래체결 수수료 및 청산·결제수수료도 부담할 필요가 없으며 고객의 주문에 대해 거래상대방이 되어 매도호가와 매수호가의 차이만큼 이익을 얻을 수도 있기 때문이다. SI가 고객의 주문을 자가집행 할 수 있는 것은 그 주문집행을 규제시장 및 다른 시장에 중개할 경우와 동등한 조건을 충족하거나 혹은 그보다 양호한 조건을 충족하는 경우로 한정되는데, SI는 투자서비스 업무를 제공함에 있어 직·간접적으로 이해관계를 맺고 있는 자와 고객 간에 발생하는 이해상충을 방지하기 위한 적절한 예방적 조치를 취하여야 한다.

## (2) 주식시장 관련 최선집행(Best Execution) 규정

금융투자회사는 고객의 주문을 집행함에 있어 시세, 비용, 거래의 집행과 청산까지 걸리는 시간, 실현가능성 및 그 규모와 종류 등 당해 주문의 집행과 관련된 여러 관점을 감안하여 고객에게 최선의 결과를 전달하기 위한 적절한 조치를 강구하여야 한다. 따라서 금융투자회사는 주문집행방식 및 주문집행정책 효율성을 모니터링하고 정기, 수시로 점검해야 하며, 고객별 특성, 고객 주문 특성, 대상 금융상품의 특성 및 집행 장소 특성을 고려하여 최선집행 여부를 결정해야 한다. 이를 위해 금융투자회사는 금융상품의 종류별로 주문을 집행할 장소를 명확하게 하고, 집행장소를 선택하는 결정적인 요소를 기재한 주문집행 원칙에 따라야 한다. 고객 지시가 있는 경우에는 그 지시를 우선하여 집행하여야 하며 고객에게 주문집행정책에 대한 정보를 제공하여 이에 대한 사전 동의를 얻어야 한다. 고객의 요청시 주문집행정책에 따라 집행한 결과를 증명할 수 있어야 하며 정규시장이나 MTF 이외에서 주문이 집행될 가능성이 있는 경우 이를 고객에게 고지하여 사전에 동의를 얻어야 한다. 다만, 유럽은 미국과는 달리 거래시장에 주문보호의무<sup>13)</sup>(Trade-Through 방지)를

13) 거래시설은 제출된 주문(보호의무가 부여된 주문)이 투자자에게 불리한 가격으로 체결(Trade Through : 최우선호가와 집행되지 않고 그보다 열등한 가격으로 집행되는 것)되지 않도록 정책과 절차를 수립·유지·집행하고 이를 정기적으로 점검하고 문제점 발생시 신속히 해결할 의무를 부담한다.(美 Regulation NMS Rule §242.611)

부과하지 않고 있는데 이는 동일 종목의 다수의 호가가 공개시장에서 거래된 역사가 상대적으로 짧고 통합 시장정보의 제공이 담보되지 않으며 국가간 장벽이 있는 유럽 전역에서 이를 수행하는 것이 비용대비 효용이 낮기 때문이다.

EU 회원국 주식시장의 효율적 통합, 가격발견 과정의 전반적인 효율성 제고 및 최선집행의무의 효율적인 적용을 위하여 RM 및 MTF는 접속매매의 경우 실시간으로 최우선매수·매도호가  $\pm 5$ tick에 해당하는 호가 잔량을 공표하여야 한다. 단일가매매의 경우 RM, MTF 및 SI는 실시간으로 예상체결가격과 예상체결수량을 공표하는 등 집행정보를 공개하도록 최선의 노력을 해야 한다. EU에서는 RM, MTF 및 SI는 호가·체결정보를 상업적 관점에서 비차별적으로 제공하고 있으나, 통합시장정보를 제공하는 자가 없어 투자회사나 정보 벤더가 활용 가능한 정보를 통합하여 투자자에게 제공하여야 한다.

### 3. MiFID 시행의 영향

우선 MiFID 시행으로 인한 영향에 대해서는 그 평가가 엇갈렸다. 먼저, MiFID 시행에 따른 시장간 경쟁의 심화는 투자자의 다양한 수요를 충족하였고 거래비용의 절감을 가져온 점은 긍정적이었다. 여기에 투자자들의 선호에 따라 분할된 시장에서 제공하는 다양한 서비스가 시장 효율성에 있어서 더 중요한 요소가 된다는 견해도 더해졌다. 하지만 유동성 분할이 가격발견에 미치는 영향에 대해서는 유동성 외부효과<sup>14)</sup>에 위배되어 시장효율성과 질적 수준이 저하된다는 부정적 의견도 있다.

예를 들면 Riordarn 등(2010)은 FTSE 100 구성주식의 최대 체결장소인 LSE, Chi-X, BATS, Turquoise를 분석한 결과, 시장분할이 가격발견과 시장의 질적 수준에 부정적 영향을 미치지 않는다고 주장하고 있는 반면, Petrello(2010)는 주문흐름의 시장분할이 아니라 주문흐름의 탄력성<sup>15)</sup>이 시장의 질적 수준에 영향을 미친다고 주장하면서, 시장분할이 시장의 질적 수준에 일률적으로 부정적인 영향을 미친다는 논리를 반박한 경우도 있었다.

다음으로 거래비용과 관련된 변화를 들 수 있다. MiFID의 시행으로 유동성이 분할되어 이로 인한 경쟁이 심화되었고 투자자들에게는 보다 낮은 비용으로 거래가 가능한, 다양한 기회가 창출되기도 하였다. 하지만 고객의 주문에 대한 최선집행을 위해 금융투자회사가 여러 거래시장에 접속함으로써 소요되는 비용이 상당히 증가한 측면도 있었다. 최선집행을 수행하는 과정에서 Best Price가 하나의 시장에서 다른 곳으로 빈번히 이동하게 됨에 따라, 보다 촘촘한 스프레드와 저렴한 수수료를 제공하는 MTF로 유동성이 분산된 것이다. 결국 2008년까지만 하더라도 거래량 기준으로 90%의 시장점유율을 유지하였던 기존 거래소들은 MTF가 시장점유율을 잠식함에 따라 2010년에는 63.5%까지 하락하였다.<sup>16)</sup>

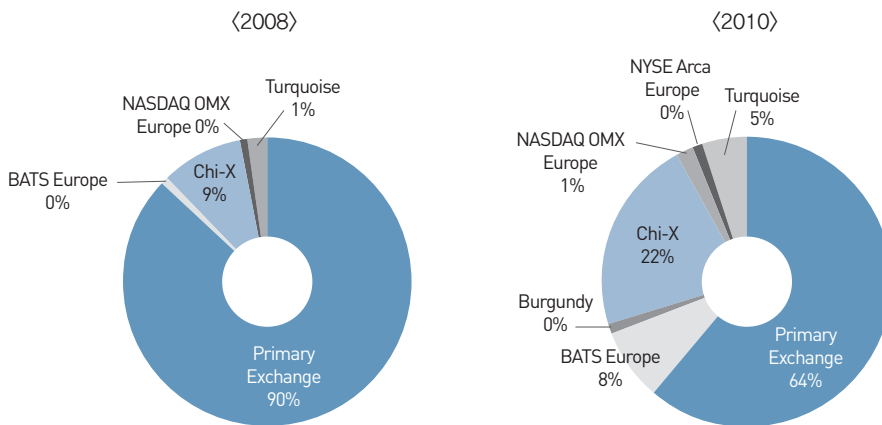
14) 유동성이 높은 시장일수록 시장의 질적 수준이 향상되어 더 많은 거래자들이 해당 시장에 참여한다는 순환적 순기능을 뜻한다.

15) 주문흐름의 탄력성은 주문이 들어오는 순간, 보다 효율적인 거래시설로 주문이 회송될 가능성으로 탄력성이 높으면 시장의 질적 수준이 높다고 할 수 있다.

16) 이윤재(2010)

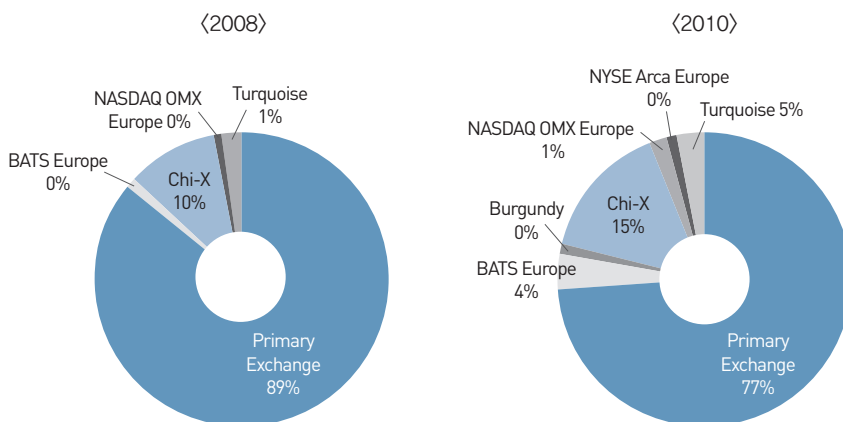
하지만 이런 상황에서 투자자들은 시장간 경쟁이 제공해주는 모든 기회를 완전히 활용하지 못하였으며, 최적의 거래시장에서 매매하지 못하는 비효율이 발생하였다. 모든 가능한 플랫폼에서 최적의 주문 회송을 하는 경우에만 투자자에게 가장 낮은 거래수수료로 최선집행을 제공할 수 있는데, 실제로는 금융투자회사가 모든 시장에 접속하지 못하였으며 주문 회송을 할 정도로 전체 시장상황을 파악하고 있지도 못하였다.<sup>17)</sup> 결국 실제로 가격과 수수료 측면에서 최선집행의 여건이 보장되었다면 기존 거래소의 점유율은 보다 크게 낮아졌을 것이다.

그림 2 일평균 거래건수 기준 유럽 거래시장별 점유율 변화



※ 출처 : 이윤재(2010)

그림 3 일평균 거래대금 기준 유럽 거래시장별 점유율 변화



※ 출처 : 이윤재(2010)

17) 2009년 6월 기준으로 1,492개 종목의 유럽 우량주가 자국시장 및 최소 한 곳의 대체거래플랫폼에서 거래될 수 있었으며, 실제로 이들 주식의 62%는 4곳 이상의 거래시장에서 거래될 수 있었다. 이윤재(2010).

결국 MiFID의 시행 이후 다크풀(dark pool)의 매력이 증가하는 효과를 가져왔으며, MTF와 SI에게 새로운 성장 기회를 제공하게 된 것이다. 실제로 Chi-X Europe, Turquoise 등 MTF는 시장의 다양한 선호를 반영하여 기존 정규시장이 제공하지 않는 체결정책과 저렴한 거래비용으로 경쟁력을 갖춰 기존 정규거래소의 점유율을 빠른 속도로 잠식하였다.

한편, MTF와 SI로부터 기존의 지위를 지키려는 정규거래소들의 대응 움직임도 활발히 전개되었다. LSE는 2007년 6월 체결속도 및 거래수용 능력을 대폭 개선시킨 거래시스템(TradElect)을 도입하고 Co-location<sup>18)</sup>, DMA(Direct Market Access)<sup>19)</sup> 등 고빈도거래(HFT)를 유치하기 위한 시장인프라 확충에 적극적으로 나섰다. 2013년 7월 Turquoise를 인수하여 MTF사업에 참여하였다. 2008년 2월에는 LSE 일부 종목에 한정하여 적용되고 있는 시장조성자의 활동을 EU내에서 거래되는 전 종목으로 확대하고, 거래정보서비스(Trade Reporting Service)도 전면 개선하여 거래투명성을 대폭 강화하려고 노력하였다. NYSE Euronext도 2008년 2월 알고리즘 거래, 사후적 투명성, 거래정보 등과 관련한 효율성을 극대화하고 거래 수요를 확충할 목적의 서비스 개선안을 발표하기도 하였다.

### III. MiFID II의 주요 내용

#### 1. MiFID II의 도입 경과 및 핵심 개념

MiFID는 EU의 금융시장 통합규범으로서 MTF 도입, 거래소집중의무 폐지, 최선집행의무 도입, 규제대상 상품범위 확대 등을 통하여 EU 자본시장의 경쟁과 통합을 촉진함과 동시에 투자자보호 측면에서도 많은 진전을 달성하였다. 그러나 금융상품이 빠르게 복잡해지고 규제대상이 되지 않는 새로운 형태의 거래 시설이 등장하였으며, 글로벌 금융위기로 인한 자본시장환경의 대폭적인 변화 등의 영향으로 개정의 필요성이 제기되었다. 이에 따라, EU위원회는 2010년 12월 MiFID 개정 논의를 개시하고, 2014년 1월 EU이사회와 EU의회의 합의 및 2014년 4월 EU의회의 가결을 거쳐 2014년 5월 EU이사회 승인을 통하여 개정작업을 완료하였으며, 2018년 1월에 MiFID II의 역사적인 시행에 이르렀다. MiFID II는 8편 97조로 구성되어 있다.<sup>20)</sup> MiFID II와 MiFIR 등에 반영된 핵심 개념을 도식화하면 다음과 같다.

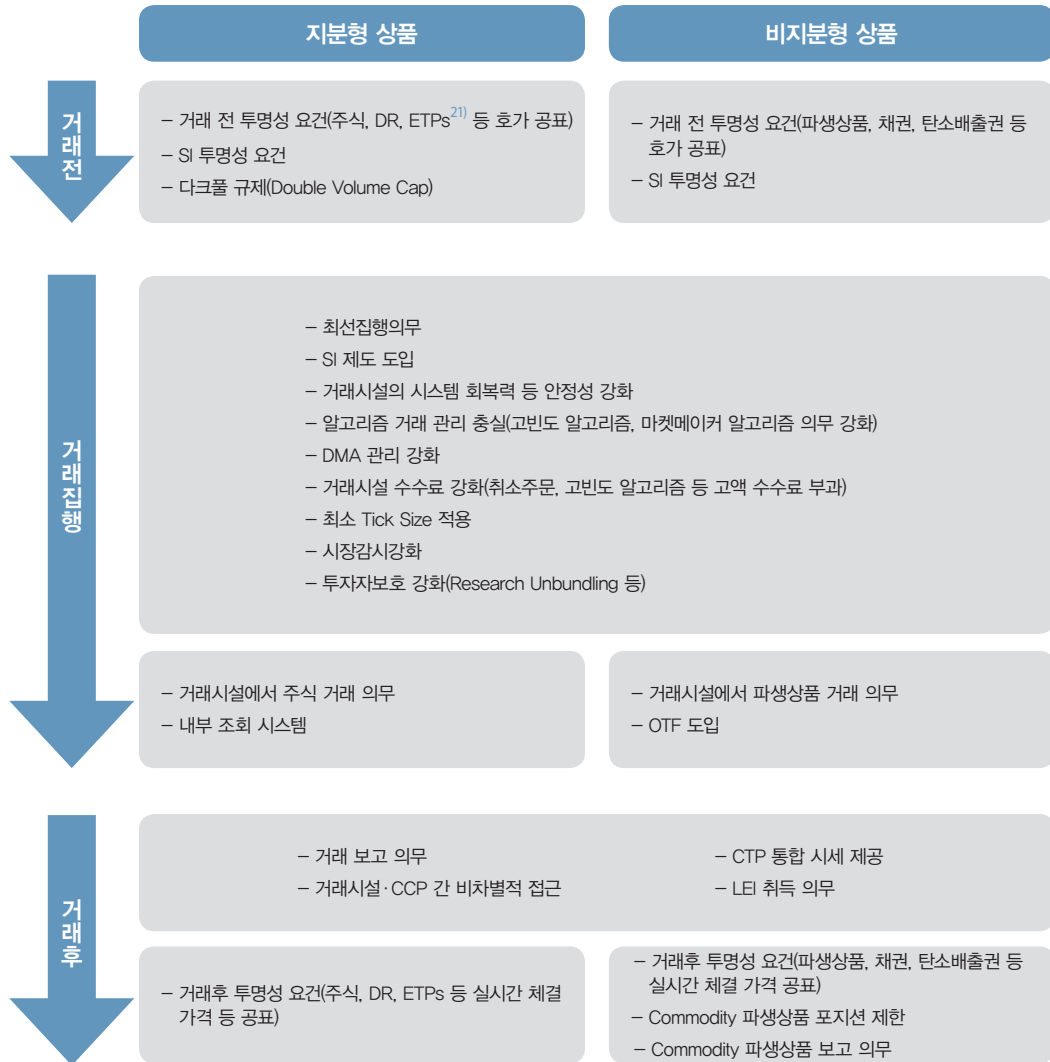
18) Co-location은 시장과 회원(금융투자회사)간 물리적 거리에 의한 지연을 최소화하기 위해 시장의 매매체결시스템을 운영하는 데이터센터 내에 회원의 주문시스템 서버를 설치할 수 있도록 공간을 임대하는 서비스를 말한다.

19) DMA는 주로 초단타매매를 하는 고객 등에 대하여 거래소 회원 등이 특정 거래소의 매매체결시스템에 직접 접근할 수 있는 서비스이다.

20) MiFID II 및 MiFIR의 구성내용은 부록1 및 부록2를 참조



그림 4 MiFID II / MiFIR의 핵심개념



21) DR : Depositary Receipts(주식예탁증서), ETPs : Exchange-traded-Products

## 2. MiFIDII의 주요 내용

### (1) OTF의 도입

당시 거래가 활발하게 이루어진 교차거래 네트워크(Crossing Network)나 파생상품의 트레이딩 네트워크 등의 새로운 거래시설은 MiFID 규제가 미치지 않았다. MiFIDII는 이렇게 다양한 형태의 거래시설에 대한 투명성을 확보하고자, 그리고 향후 새롭게 등장할 시설에도 적용할 수 있도록 그 대상범위를 폭넓게 규정하고 이를 규제하고자 하였다.

이에 따라 MiFIDII에서는 기존의 정규시장(RM), MTF, SI에 더하여 새로운 「조직화된 거래시설(Organized Trading Facilities, OTF)」이라는 개념을 도입하였다. OTF는 채권, 구조화금융상품, 배출권 또는 파생금융상품에 대하여, 복수의 제3자가 그 거래를 할 수 있는 다자간 거래방식의 비지분형상품(non-equity instruments)을 위한 시설이다. MiFIDII는 규제의 범위를 확대하여 OTF 및 그 운영자에 대하여, MiFID에서 MTF에 적용하고 있던 거래집행에 대한 규제와 동일한 규제를 적용하였다. 또한 OTF에만 적용되는 특별한 요건을 정하여 투명성을 제고하고자 하였다.

### (2) 다크풀에 대한 규제

MiFIDII에서 새롭게 도입한 다크풀 규제와 관련하여, 개별주식 발행물량을 기준으로 중개자별(single venue) 4%, 전체 총합 기준(total trading volume) 8%의 거래 한도를 설정(double volume cap)하였다. 이 한도를 초과 시 해당 종목은 대량거래 거래 전 투명성 요건의 예외를 적용하지 않고 사전 보고의무를 이행하도록 하였다. 이는 다크풀과 같이 사전투명성이 충분하지 않은 거래를 어느 정도까지는 허용하되, 과도하게 치우치는 것을 방지하기 위한 것으로, 공개되지 않는 대량매매의 영향으로부터 투자자를 보호하기 위함이다.

표 1 대량거래(LIS, Large in Scale) 사전 보고 의무 예외 조건<sup>22)</sup>

Average Daily Turnover (ADT)	ADT <500,000	500,000 ≤ADT≤ 1,000,000	1,000,000 ≤ADT≤ 25,000,000	25,000,000 ≤ADT≤ 50,000,000	50,000,000 ≤ADT
대량거래로 인정되는 최소주문수량	50,000	100,000	250,000	400,000	500,000

22) Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of the Directive, Annex II, Table 2

### (3) 거래 전 투명성 요건 강화

지분형상품(equity instruments)의 거래 전 투명성요건으로, 거래시설은 매수·매도호가(current bid and offer price) 및 호가잔량(depth of trading interest)을 운영시간 중에 연속적으로 공표하도록 하였다. 이와 관련하여 시장운영자는 지분형상품의 매수·매도호가를 공표하여야 하는 SI에 대해 합리적인 상업적 조건(요금)으로 거래 전 정보를 제공해야 한다.

비지분형상품에 대해서도 지분형상품과 동일한 요건을 적용하고 있다. 단 본업에 수반되는 리스크를 헤지할 목적으로 비금융회사가 거래하는 파생상품 등에는 적용하지 않는다. 또한 EU 각국은 다른 시스템에서 형성된 가격을 참고하여 가격이 결정되는 시스템, 상대거래를 공식적으로 취급하는 시스템, 대량거래 등의 경우 시장운영자, 금융투자회사에 대해서는 투명성의무의 적용을 제외하고 있다. 역시 시장운영자는 비지분형상품의 매수·매도호가를 공표하여야 하는 SI에 대해 합리적인 상업적 조건(요금)으로 거래 전 정보를 제공해야 한다.

### (4) 거래 후 투명성 요건 강화

시장운영자 및 거래시설을 운영하는 금융투자회사는 가능한 실시간으로 가격 등의 정보를 공표하여야 한다. 이는 지분형상품 및 비지분형상품 모두 해당된다. 또한 시장운영자 및 거래시설을 운영하는 금융투자회사는 지분형상품 및 비지분형상품의 매수·매도호가를 공표하여야 하는 금융투자회사(SI포함)에 대해 합리적인 상업적 조건(요금)으로, 또한 비차별적으로, 거래 후 정보를 제공해야 한다.

이밖에 MiFIR은 금융투자회사에게 거래일 익일까지 거래보고 의무를 부여하고 있으며, 특히 MiFIDII는 거래 관련 데이터의 효율적 통합을 위해 데이터 보고 서비스기관 유형을 도입하였다. 시장운영자는 인정공표기관(Approved Publication Arrangement: APA)에 등록하여 거래정보관리를 대행시킬 수 있다. APA는 MiFIDII에 의해 인가받고 금융투자회사의 위임을 받아 금융투자회사의 거래보고를 공표하는 서비스를 제공하는 기관이다. 거래정보 통합시스템 제공자(Consolidated Tape Provider: CTP)는 MiFIDII에 의해 인가받고 정규시장, MTF, OTF 및 APA로부터 거래정보를 수집·집약한 후, 실시간으로 금융상품별 가격·거래액을 전자방식으로 지속적으로 공시하는 서비스를 제공하는 기관이다. 인정보고기관(Approved Reporting Mechanism: ARM)은 MiFIDII에 의해 인가받고 관계당국 또는 EU증권시장감독청(European Securities and Markets Authority: ESMA)에 대하여 금융투자회사를 대리하여 거래의 상세 내역을 보고하는 서비스를 제공하는 기관이다.

### (5) 중앙청산기관과 거래시설의 상호 비차별적 접근

MiFIR에서는 거래시설 간의 경쟁유도와 투자자 거래비용 절감 등을 위하여 중앙청산기관(Central Counterparty: CCP) 및 거래시설에 대한 비차별적 접근 규정을 명시하고 있다. MiFIR는 CCP가 거래시설의 요청에 따라 모든 거래시설에서의 금융상품을 청산함에 있어서 비차별적이고 투명한 방법을 사용하도록 하여 중앙청산기관의 거래시설에 대한 비차별적 접근을 허용하고 있다. 또한, 거래시설도 해당 거래시설에서

거래되는 금융상품의 청산을 담당하는 CCP의 요청에 따라 비차별적이고 투명한 방법으로 거래정보 데이터 베이스를 제공하여야 한다.

### (6) 알고리즘거래 관련 규제

EU는 알고리즘(Algorithm)거래가 대량의 고빈도거래(HFT)의 수단이 되기 때문에 체계적 위험(Systemic Risk)의 원인이 된다고 판단하여 규제대상으로 삼는다. 알고리즘 트레이딩이 빠른 거래 속도, 비용감소 등의 장점이 있지만, 변동성 및 리스크를 증폭시킬 수 있기 때문에 알고리즘 거래와 관련한 위험관리와 규정 준수가 필수적이다. 적절한 위험관리와 규정체계가 없다면 빨라진 거래 속도와 금융시장의 복잡성이 맞물려 작은 충격에도 큰 위험으로 확대될 가능성이 존재한다. 금융투자회사들은 알고리즘 트레이딩에 대해 거래시스템·전략 등의 변경내용을 밝히거나 식별할 수 있는 적절한 과정을 갖추어야 한다.

또한 알고리즘 트레이딩 전략과 시스템 목록을 작성·유지하여야 하며, 여기에는 목적, 개발절차, 테스트, 위험 대응 방안 등이 포함되어야 한다. 정규시장은 알고리즘거래에 따른 주문 등의 정보를 감독당국의 요구에 따라 제공할 수 있어야 하며, 주문량 폭증 시나 시장 환경 급변 시에도 안정적으로 운영될 수 있도록 시스템을 갖추어야 한다. 또한 유동성, 시장의 특성 등을 고려하여 급격한 가격 변동을 방지하기 위해 거래정지 체계를 갖추어야 한다.

### (7) 투자자 보호 강화

#### ① 투자자문업자의 의무

MiFIDII에서는 투자자보호를 강화하기 위해 투자자문업자 등의 의무에 관한 규정을 신설하였다. 제3자에 의한 인센티브 수령 및 Cross selling<sup>23)</sup> 관행에 대응하여 투자자가 적절한 정보를 제공받을 권리를 보장하고자 하였다. 금융투자회사는 투자자문을 하는 경우 ①독립적인 자문업자인지 여부, ②자문이 광범위한 금융상품 분석에 의거한 것인지, 관계회사의 금융상품 등 한정된 금융상품의 분석에 의거한 것인지 여부, ③금융투자회사가 고객에게 권유한 금융상품의 적합성에 관하여 정기적인 평가를 하고, 그것을 고객에게 제공할지의 여부를 설명하여야 한다.<sup>24)</sup>

또한 금융투자회사는 비용 및 관련 수수료에 대한 모든 정보<sup>25)</sup>를 고객에게 제공할 의무를 진다. 자문·투자일임서비스 제공시 다양한 금융상품을 광범위하게 검토하여야 하며, 자사나 관계회사 등의 금융상품만을 권유하는 행위는 금지된다. 독립자문업자 및 포트폴리오 관리서비스 제공자는 고객 서비스 제공과 관련하여 제3자로부터 금전적·비금전적 대가를 수취하는 행위가 금지된다.

23) 판매자와 이미 관계가 형성된 하나의 고객에 다른 상품이나 서비스를 함께 또는 추가로 판매하는 방식이다.

24) 오성근(2015b)

25) 자문비용, 고객에 대한 금융상품의 추천·판매에 관한 비용, 비용의 지불방법, 제3자에 대한 지불방법 등을 포함한다.

ESMA는 금융상품의 시장상황을 감시하고, 특정 금융상품 혹은 일정한 특성을 갖는 금융상품의 거래를 중지할 수 있는데 이러한 개입은 각 회원국 감독당국이 조치를 취할 때까지 일시적으로만 가능하도록 하고 있다. ESMA의 개입은 투자자 보호의 문제가 있거나, 시장의 기능, 건전성, 금융시스템의 안정성을 저해할 우려가 있을 때 적용되며, 해당 조치가 금융시장의 효율성을 저해하거나 투자자에게 피해를 초래하지 않아야 하며, 규제차익의 위험을 초래하지 않아야 한다.

## ② 리서치비용 분리(Research Unbundling)

MiFIDII에서는 고객에 대한 정보제공 의무와 수수료의 수취, 보수체계 등에 관하여 더욱 강화된 요건을 설정하고 준수하도록 하였으며, 특히 거래비용에 포함된 리서치비용을 분리하여, 부담 주체를 명확히 하도록 규정하고 있다.<sup>26)</sup> 일반적으로 증권사(Sell side)는 운용사(Buy side)에게 애널리스트 보고서나 기업 미팅 주선 등의 부수적인 서비스(soft-dollar)를 제공한다. 외형적으로는 증권사가 부수적인 서비스를 제공하는데 드는 비용을 부담하는 것으로 보이지만 실제로 운용사가 지불하는 거래비용에 포함되어 있어 이러한 부수적인 서비스를 운용사가 부담하는 것이 타당한지에 대한 의문이 제기되어 왔다. 이에 MiFIDII에서는 거래비용과 리서치비용을 구분하고, 리서치비용을 명시하여 비용을 지불하도록(hard-dollar) 규제하였다.

## (8) 제3국 금융투자회사의 접근허용<sup>27)</sup>

MiFIDII와 MiFIR은 제3국 금융투자회사에게 EU역내에서의 공평한 경쟁의 장을 제공하기 위하여 제3국의 금융투자회사가 프로그래(Professional clients)<sup>28)</sup> 및 적격상대방(eligible counterparties)<sup>29)</sup>에게 서비스를 제공하는 때에는 EU에 대한 접근에 동등성 평가(Equivalence Status) 제도를 도입하였다.<sup>30)</sup> EU위원회가 동등성 평가를 결정하면 제3국 금융투자회사는 EU 회원국에 지점을 설립하지 아니하더라도 EU에서 서비스를 제공할 수 있다.

동등성 평가를 위해서 제3국의 규제·감독구조가 EU규제와 동일한 목적을 달성하고 있는지를 조사하게 되고, 제3국의 규제·감독구조가 금융투자회사의 정당성 인식을 위하여 효과적인 동등성 평가시스템이 제공되어야 한다. EU위원회가 제3국에 대한 동등성 평가를 채택하면, ESMA는 제3국의 관계당국과 협력협정을 체결하고, 제3국의 금융투자회사는 ESMA에 등록된 후에는 프로그래와 적격상대방에 대하여 자유롭게 서비스를 제공할 수 있다.

26) MiFIDII 제24의7 및 MiFID II Delegated Directive 제13조

27) 오성근(2015a)

28) MiFIDII에서는 프로그래이란 스스로 투자판단을 하고, 부담하여야할 위험을 적정하게 평가할 수 있는 경험, 지식 및 전문능력을 가진 고객을 말한다. 여기에는 국가, 대형 금융기관, 투자펀드와 연금기금, 일정 요건의 사업회사 등이 포함된다.

29) MiFID에서는 투자사업자, 신용기관, 보험회사, 집합투자사업체 및 그 운용회사, 연금 및 그 운용회사, 정부 및 공채를 관리하는 공적기관, 중앙은행 등을 말한다.

30) MiFIR 제46조, 제47조

**(9) Commodity 파생상품에 대한 규제·감독 강화<sup>31)</sup>**

MiFIR은 2009년 9월 G20 피츠버그 정상회담의 합의를 토대로 청산결제의 대상이며 충분한 유동성을 확보한 파생상품거래는 RM, MTF, OTF에서 이루어지도록 의무화하였다. 이에 따라 MiFIDII는 Commodity 파생상품의 공정한 가격형성의 유지(support orderly pricing), 시장외곡행위를 방지하기 위하여 통일적인 포지션제한의 틀을 제공하였다. 구체적으로는 ESMA가 정하는 산정방법에 따라 상시 보유 가능한 순포지션의 설정을 의무화하였으며, 각 회원국의 감독당국에게, 거래시설에 대하여 투명하고 비차별적인 포지션 관리를 이행하도록 요구하였다.

포지션관리는 시장참가자의 미결제약정에 대한 모니터링, 포지션의 규모와 보유목적, 최종거래자 정보 파악, 포지션에 대한 강제적인 축소 및 해소 조치가능, 시장참가자에 대하여 합의된 가격 및 수량으로 매도 요청 등이 해당된다. 한편, MiFIDII는 시장참가자의 유형별로 포지션 보고의무를 도입함으로써 모든 규제된 거래시설에서의 거래활동의 투명성을 향상시키고자 하였다.

## IV. MiFIDII의 시행에 따른 주요 이슈와 영향

### 1. 시행 초기의 상황

MiFIDII는 시행일 연기 등의 우여곡절을 거치면서 회원국 법제화를 거쳐 2018년 1월 3일 드디어 시행되었다. 시행초기에 큰 문제는 없었지만 규제 당국이나 시장참여자들은 아직 안심할 단계는 아니며 시간이 지나 금융거래가 본격화될 경우를 좀 더 지켜봐야 한다는 시각이 대다수<sup>32)</sup>였다. ESMA는 시행초기에는 특별한 문제가 나타나지 않았다고 평가하였지만, MiFIDII 규제의 복잡성이나 범위를 감안하면 향후 문제가 발생할 가능성은 남아있다고 지적하였다. 시장혼란이 없었던 데에는 규제의 부작용을 막기 위해 거래시설과 청산소간 비차별적 접근, LEI(Legal Entity Identifier)<sup>33)</sup> 취득 등 중요 부분에 대한 적용을 일시 유예한 규제 당국의 유연한 적용이 큰 역할을 하였다. 독일 연방감독청(BaFin)은 Eurex에 대해, 영국 금융감독청(Financial

31) 오성근(2015a)

32) Tabb Forum, MiFID II: 5 Things We Learned About Equities Trading in the First Few Days, 2018.1.8

33) LEI는 금융거래에 참여하는 전 세계 법인에게 부여하는 표준화된 ID로, 금융거래정보의 효율적 관리를 위해 도입하였으며, 금융거래와 관련된 역내 및 역외 기관들은 고유 식별번호인 LEI를 부여받아야 한다. 2008년 금융위기 이후 장외파생상품거래(OTC Derivatives)에 대한 규제 및 감독 강화 필요성이 제기되었다. 이에 따라 2010년 서울 G20 정상회의에서 OTC 파생상품 규제·감독을 강화하는 권고안을 승인하는데 합의하였다. LEI 국제표준(SO17442)에 따라 법인식별기호(LEI코드) 및 참조데이터(Reference data), 모자관계정보로 구성되어 있다.

Conduct Authority; FCA)은 ICE Futures Europe, LME에 대해 거래시설과 청산소간 비차별적 접근 요건<sup>34)</sup> 적용을 연기하였다. ESMA는 LEI 취득 의무에 대해 6개월 유예기간을 부여<sup>35)</sup>하여 LEI가 없더라도 거래소가 자신의 LEI를 통해 거래가 가능하도록 허용하였다. 2017년 10월 기준 28개 EU 회원국 중 16개국만 MiFID II를 자국 법에 적용하였는데 적용 미비 및 기간 미준수(반영기한: 2017. 7. 3)에 해당하는 회원국에 대한 법규 위반 조치는 보류중이다.

**표 2** MiFID II 국내법 적용 현황(2017년 10월 기준)

구분	완전 법제화 (16개국)	일부 법제화 (6개국)	미법제화 (6개국)
국가명	오스트리아, 벨기에, 키프러스, 체코, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 프랑스, 독일, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 몰타, 네덜란드, 슬로바키아, 영국	리투아니아, 룩셈부르크, 포르투갈, 폴란드, 스페인, 스웨덴	불가리아, 크로아티아, 그리스, 라트비아, 루마니아, 슬로베니아

※ 출처 : 안남기, 주혜원(2018)을 재구성

일부에서는 MiFID II가 시행되었지만 아직 금융투자회사들은 규정의 모호함으로 인해 회사마다, 법무팀마다 서로 다른 해석을 하고 있는 등 규제 적용 수준에 대한 컨센서스가 제대로 이루어지지 않고 있다고 평가<sup>36)</sup>하기도 하였다.

## 2. MiFID II의 주요 이슈와 영향<sup>37)</sup>

### (1) 거래시설-청산기관간 비차별적 접근 이슈

거래시설-청산기관간 비차별적 접근 이슈는 거래시설과 청산기관간의 의무적 연계로 인한 가격담합 등을 막아 트레이딩 플랫폼의 투명성을 강화하기 위해 파생상품 거래 시 특정 거래소와 연계된 청산소 대신 다른 청산소도 이용할 수 있도록 하는 내용이다. 청산소간 경쟁이 유발되고 청산관련 비용도 절감될 수 있어 찬성 입장이 우세하지만 청산소 시장점유율 변화에 따른 국가 간 이해차이, 거래소와 청산소간 연계기능 차질 등으로 금융안정 리스크 대두 가능성이 존재한다.

34) 고객이 특정 거래소 선택 거래 시 해당 청산소 대신 타 청산소 이용이 가능하다. 이번 연기는 다수 거래소와 청산소간 유기적인 연계 여부에 대한 불만이 반영된 것으로 보인다.

35) ESMA Press Release, ESMA issues statement on LEI implementation under MiFID II

36) Reuters, What MiFID II issues lie ahead for Europe?, 2018. 6. 20

37) 안남기, 주혜원(2018)

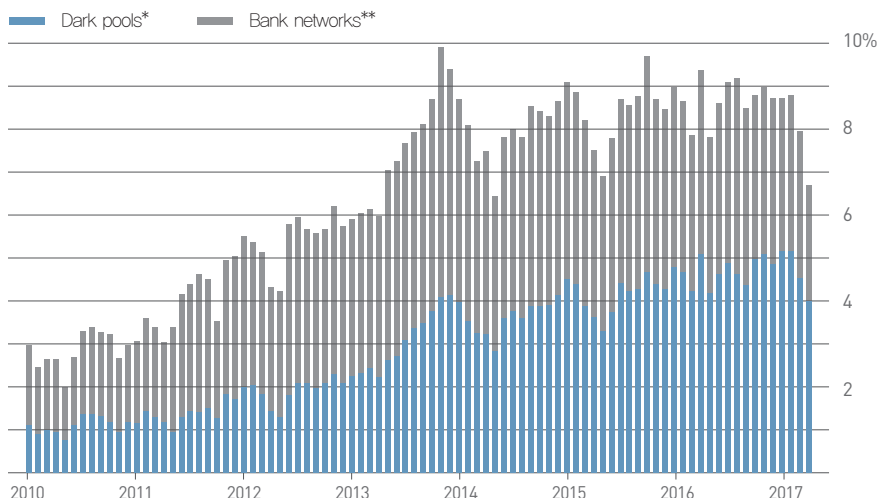
**(2) OTF시장 도입 이슈**

MiFIDII에서 OTF(Organized Trading Facilities)시장의 도입은 결국 기존 장외에서 주로 거래되던 채권, 외환, 파생상품거래를 제도권으로 흡수하는 것을 목적으로 한 것이다. OTF는 RM, MTF와 비슷하나 거래체결 권한을 가지는 점으로 구별된다. OTF는 신설되는 거래장소 형태로 중개업자들이 운영한다. 기존의 장외(Over-the-Counter)시장의 경우와 같은 양방(Bilateral) 거래인 경우에는 향후 대형은행들이 운영할 SI를 통해 거래가 가능하다. 이렇게 장외거래의 제도권화가 원활히 진행될 경우 장외상품의 가격발견, 거래 투명화 등 순기능이 있는 반면에, 구조적으로 유동성이 적은 장외상품의 한계, 거래관련 보고 등 투명성 규제 부담 등의 리스크도 수반될 것으로 보인다.

**(3) 다크풀 거래 제한 이슈**

MiFIDII는 다크풀 거래를 제한하고 SI 등을 포함한 공개시장(Lit Pool)으로의 유도를 모색하였다. 이를 위해 앞에서 기술한 Double Volume Cap을 도입하였다. 그런데 ESMA는 이 제한기준에 해당하는 종목이 상당할 것이라는 우려를 고려하여 Double Volume Cap을 2018년 1월 9일에서 3월로 연기<sup>38)</sup>하였다. 개인투자자가 참여가 제한되었던 다크풀 거래의 제도권화, 기관투자자 익명거래 감소 등은 순기능으로 작용할 것으로 보이나, 투명성 보고 예외의 적용이 중단되는 종목이 확대될 경우 시장 혼선 유발, 유럽 역내 다크풀 거래의 역외 이전 가능성 등의 리스크도 존재한다.

**그림 5 유럽의 다크풀 거래비중**



※ 출처 : 안남기, 주혜원(2018), Bloomberg Rosenblatt Securities재인용

38) ESMA Press Release, ESMA delays publication of double volume cap data, 2018. 1. 9



#### (4) 리서치비용 분리(Research Unbundling) 이슈

과거 리서치비용은 자산운용사가 지급하던 증권사 중개수수료에 관행적으로 포함된 것으로 인식하여 투명성이 낮았는데 MiFIDII 도입으로 리서치 비용 부담의 대상을 명확히 하고, 수수료와 분리하여 이해상충 문제를 해소하고자 하였다. 리서치를 생산하는 금융투자회사(Sell-Side)는 비용을 수요자인 자산운용사(Buy-Side)에게 요구해야 하나 비용이 상당하여 부담이 증가하게 되었다. 자산운용사는 리서치비용을 자금을 위탁한 고객들에게 전가시키거나, 자사의 고유 계정으로 부담하여야 하나, 전자의 경우 수수료 증가에 따른 고객 이탈, 후자의 경우 자사비용 증가에 따른 수익감소가 예상된다.<sup>39)</sup> 동 규정으로 리서치 서비스의 적정 가격 발견, 자산운용사들의 자체 리서치 강화(Sell-side Analyst), 리서치 관련 이해상충문제 해결이 예상되나, 전반적인 리서치 이용기관 축소, 중소기업에 대한 리서치 커버리지 축소 등의 부작용도 상당하다. 미국 Investment Advisers Act of 1940에 의하면 리서치 제공 수수료를 받는 기관은 금융투자회사가 아닌 투자자문사로 인식되어 종전보다 더 많은 규제를 받고 있는데 2017년 10월 SEC가 동 규정의 자국 내 적용을 30개월간 유예하기로 결정<sup>40)</sup>하였다. SEC 결정으로 당분간 유럽 투자자들은 미국 금융회사가 제공하는 리서치에 접근 가능하다.

#### (5) LEI 취득 이슈

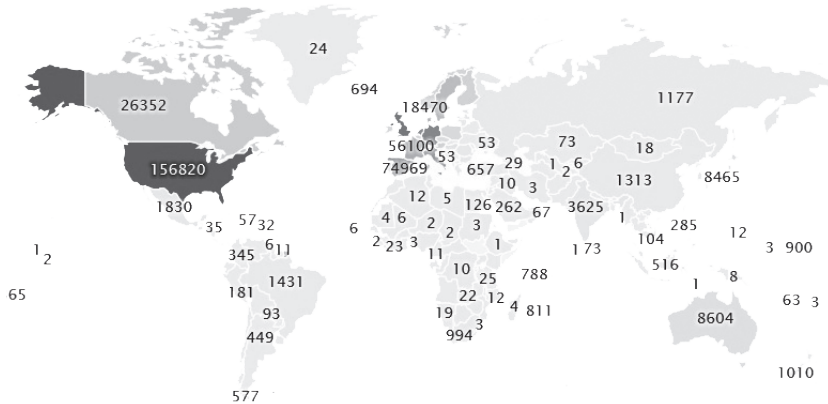
금융거래자의 투명성 강화, 부패 방지를 위해 유럽 내 금융거래와 관련 있는 전 세계 모든 관계자들은 규제당국이 파악할 수 있는 고유한 LEI가 의무화되었다. 2018년 3월 기준 전 세계적으로 110만 건 이상이 발급되었다. (한국: 795건, KSD 발급 건수<sup>41)</sup>: 443건) MiFIDII 시행에 따라 규제당국은 「No LEI, No Trade」 원칙을 강조하여 LEI가 없을 경우 관련 회사들은 규제당국에 보고요건을 준수할 수 없게 되어 거래가 불가능하게 된다. ESMA는 LEI 관련 파장을 우려해 취득 의무에 대해 6개월 유예기간을 부여했으나, LEI 미취득 기관이 많을 경우 향후 금융거래에 문제될 소지가 있다.

39) Deka, Fidelity International 등 일부만이 고객에게 부담시키겠다고 발표하였고, Aberdeen, Allianz, BlackRock, Vanguard, GSAM, Amundi 등 다수의 자산운용사들은 비용을 자체 부담하기로 하였다.

40) SEC Press Release, "SEC announces measures to facilitate cross-border implementation of the European Union's MiFIDII's Research Provisions", 2017. 10. 26

41) 한국은 2017년 10월 5일 예탁결제원이 글로벌LEI재단으로부터 공식 LEI발급관리기관(Accredited Local Operating Unit)으로 승인되어 한국 내 LEI 발급 및 관리를 담당하고 있다.

**그림 6 국가별 LEI 발급 현황(2018년 3월 3일 기준)**



※ 출처 : Global Legal Entity Identifier Foundation

**(6) 해외거래소 동등성 평가 이슈**

EU 금융투자회사는 유럽 내 거래소 외에 유럽규제와 동등한 수준의 동등성 평가(Equivalent Status)를 얻는 제3국 거래소에서만 거래해야 한다고 규정<sup>42)</sup>하고 있어 해외거래소의 동 자격 취득이 이슈가 된다. EC는 거래시설 운영, 투명성 등을 고려하여, 해외 거래소 관련 규정이 EU의 규정과 같은 목적을 가지고 있다고 판단할 경우 자격을 부여하는데, 이러한 동등성 평가(Equivalent Status)를 받은 경우 EU와 해외 거래소간 양방향 접근이 가능하다. 동 지위를 받지 못할 경우 EU 금융투자회사들의 해당 해외거래소 종목 투자가 어려워지고, 이러한 상황이 장기화 될 경우 유럽지역 투자자들의 자금이탈 소지가 있다.

**(7) 거래 보고의무 이슈**

MiFIDII는 투명성 강화를 위하여 거래집행 전의 호가정보, 그리고 거래집행후의 체결정보의 보고의무를 강화하였다. 보고대상은 지분형상품, 비지분형상품으로 구분된다. 거래 전 투명성과 관련해서는 호가, 가격별 약정규모 등을, 거래 후 투명성과 관련해서는 체결내역을 거래시설 혹은 APA를 통해 15분 내에(2020년에는 5분내) 표준화된 포맷으로 보고하며, OTC 상품에 대해서는 거래내역, 전화통화내역 등도 기록하여야 한다. 거래 전, 거래 후 보고로 거래시설 및 금융투자회사들의 규정 준수 부담이 상당하나, 유동성수준, 거래규모 등에 따라, 보고 요건을 면제받거나 보고기한에 여유가 있는 사항들이 많아 실제 영향이 크지 않을 가능성도 존재한다.

42) MiFIR 23조 Trading Obligation for investment firms

## V. 대응방안

### 1. 한국 및 KRX의 동등성 평가<sup>43)</sup>

MiFIDII 제25조4에 따라 EU 금융투자회사는 EU 외의 국가에 대해서는 EC로부터 동등성 평가를 받은 국가에만 서비스 제공이 가능하다. 위 규정은 주식(Equity)에만 해당되며, 제3국의 주식이 Dual Listing 형태 등으로 EU내에서 거래가 될 때에만 해당(DR은 제외)된다. 동등성 평가는 Dual Listing이 발생하는 경우 제3국의 감독당국이 EC에 신청하여 이루어지는데, 현재 EU 내에 한국 상장종목이 Dual Listing 형태로 상장된 건이 없기 때문에 한국시장 및 한국거래소는 MiFIDII에 따른 동등성 평가를 신청할 필요가 없다.

MiFIDII 동등성 평가와는 별개로 MiFIR 제20조, 제21조와 관련한 동등성 평가 이슈도 존재한다. 거래보고와 관련하여 제3국이 EU로부터 동등성 평가를 받을 경우 EU의 금융투자회사가 제3국에서의 거래 내역에 대해 보고할 의무를 면제받는 편익이 주어진다. 위 규정과 관련해서 제3국의 EU계 증권사가 지점(branch)의 경우에 보고의무가 있으며, 현지법인(Subsidiary)인 경우에는 보고의무가 없다. 우리나라의 경우 EU계 증권사 중에 지점 형태로 영업 중인 증권사<sup>44)</sup>가 있는 바 보고의무 면제의 편익을 제공하고 EU계 증권사의 국내 진출을 지원하기 위해 동등성 평가를 받는 것을 고려할 필요가 있다.

### 2. 다크풀 관련 투명성 강화

다크풀은 거래 전 투명성이 낮은 거래시스템으로, 호가나 체결정보 관련 최소한의 정보만이 시장참여자들에게 공개된다. 전통적인 다크풀은 거래당사자간 협의를 통하여 거래가 이루어졌다. 반면에 현대적 다크풀은 중간값 매칭<sup>45)</sup>, VWAP(Volume Weighted Average Price)<sup>46)</sup>등을 사용한 자동화된 거래시스템을 제공한다. 기관투자자들은 다크풀을 이용하여 대량매매를 함으로써 매매전략 정보의 노출을 피하고 시장충격비용을 낮추는 등 전략적 매매수단으로 활용하고 있다. 하지만 다크풀의 투명성 부족으로 불공정 개연성이 존재한다.

43) 동 내용은 EC, Financial Services and Capital Market Union, Securities Markets Unit의 Tilman Lueder(Head of Unit)와의 회의를 통해 확인(2018년 2월 6일)한 바, 향후 동등성 평가 관련 이슈 발생 시 해당 규정 및 관련기관 확인이 필요하다.

44) 금융감독원 금융중심지센터(www.hnhubkorea.kr), 외국계 금융회사 국내진입 현황(2018년 3월말 기준)

45) 최우선매수·매도호가의 중간가격으로 체결

46) 거래량가중평균가격(VWAP)=총거래대금÷총거래량

우리나라의 경우, KRX에서 운영 중인 K-Block<sup>47)</sup>과 장중경쟁대량매매<sup>48)</sup>가 다크풀의 성격을 일부 지니고 있다. 장중경쟁대량매매의 경우 체결가격이 VWAP이며, 시간우선원칙이 적용되는 경쟁매매방식이기 때문에 불공정거래 발생 가능성이 적다. 그러나 K-Block을 통한 시간외 대량매매의 경우 자전거래<sup>49)</sup> 또는 상대지정거래<sup>50)</sup>는 현재 시세와 차이가 많은 가격으로 쌍방이 합의하여 체결이 가능하기 때문에 불공정거래 가능성이 있다. 예를 들면 주로 시간외 대량매매에서 대주주의 대량매매나 작전세력의 물량 처분에 이용되는 경우이다. 전일종가보다 낮은 가격에 취득하여 정규시장에서 매도함으로써 부당이득이 발생하고, 일반투자자는 추가하락으로 피해를 입을 수 있다. 따라서 현재 대량매매의 감시를 강화하고 향후 다크풀, ATS 도입 시 불공정거래 방지를 위하여 투명성을 강화할 필요가 있다.

### 3. 거래소·ATS 등 신시장 등장에 따른 시장의 분할에 대비

우리나라는 법적으로 복수거래소가 가능하지만 현재는 KRX만 거래소로 존재하고 있다. 하지만 최근에는 세계적인 거래소간의 경쟁심화로 우리나라도 향후 새로운 거래시설(trading venue)의 등장이 예상되고 있다. 그 중에도 ATS의 도입이 가시화될 가능성은 충분하다. 따라서 앞에서 설명한 유럽의 경우처럼 거래시장간 경쟁과 효율성 제고라는 규제환경의 변화가 우리나라에서도 발생할 수 있을 것이다. 향후 복수 시장체계가 구축될 경우 고려해야 할 사항으로 ①실질적인 통합장치 구축, ②최선집행의무, ③통합시세 제공, ④연계시장감시, ⑤수수료체계, ⑥ATS 청산가능 수행 등이 있다.

#### (1) 실질적인 통합장치 구축

거래소 신설 혹은 ATS 도입으로 국내에 복수시장이 생길 경우, 투자자에게 최선의 체결이 가능하도록 시장간 실질적 통합장치(virtual consolidation system)가 사전에 구축되어야 한다. 새로운 시장이 도입되더라도 MiFIDII의 경우처럼 시장간 경쟁을 통해 효율성을 제고하여, 실질적으로 하나의 시장처럼 운영하는 연계시장시스템 방식이 바람직할 것이다. 우리나라의 경우 미국 시장간거래시스템(Intermarket Trading System: ITS)<sup>51)</sup>과 같은 시장간 물리적 연계가 초기에 구축되기 어렵다면 캐나다 TSX(Toronto Stock Exchange)의 SOR(Smart Order Router)<sup>52)</sup>과 같은 간접적 연결방식으로 시장간 통합 추진이 가능할 것이다.

47) K-Block은 대량매매(유가종목 기준: 매매수량단위의 5,000배 또는 1억 원 이상 매매) 및 바스켓 매매(유가종목 기준: 5종목 이상이면서 10억 원 이상)에 필요한 거래상대방 탐색, 협상, 매매신청 등 일련의 과정을 인터넷망을 통하여 자동으로 처리할 수 있도록 구축한 회원사와 거래소 간 전용 네트워크다.

48) 익명거래를 원하는 투자자의 일정규모 이상의 대량호가를 정규시장 호가와는 별도로 집중시켜 비공개로 매매거래를 체결하는 제도로 투자자는 상대방 탐색 및 가격협상 없이 호가를 제출하고, 체결가격은 VWAP으로 장종료 후 산출하여 통보한다.

49) Cross거래라고도 하고, 단일 회원사가 매수·매도 양방의 주문을 모두 처리하여 매매체결하는 방식이다.

50) 각각 다른 회원사에서 대량매매 상대방을 상호 지정하고 합의된 내용으로 주문을 제출하여 매매체결하는 방식이다.

51) SEC Regulation NMS(National Market System)의 Order Protection Rule을 준수하기 위해 구축한 거래소간 연결시스템으로, 최우선호가(NBBO, National Best Bid and Offer)를 게시한 거래소에 호가를 회송하여 trade-through를 방지하는 시장간 주문회송시스템을 말한다.

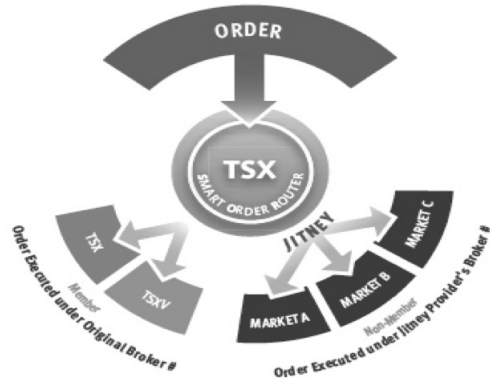
52) SOR(Smart Order Router)는 주문의 최선집행을 위해 각종 변수 등을 고려하여 주문을 회송하는 서비스를 말한다.

이는 거래소가 SOR 기관이 되어, 투자자가 모든 시장에 참여하지 않아도 최우선후호가 집행될 수 있도록 주문을 회송하는 방식이다.

그림 7 캐나다 TSX의 SOR을 통한 주문회송



시장간 직접적 연결 방식이 아닌 TSX의 SOR을 통한  
간접적인 시장 연결 방식 선택



SOR의 JITNEY 서비스를 신청한 자의 주문은 분할되어  
우선후가 시장에 분할 제출하는 방식으로 주문 집행

※ 출처 : TSX Homepage

## (2) 최선집행의무 이행여부 확인

최선집행의무는 해외 대다수 국가에서 금융투자회사가 부담하고 있으나, 거래시장이 최선집행을 위해 Trade-Through 방지 규정을 도입할 것인가에 대해서는 국가별로 시장 환경에 따라 상이하다. 미국과 캐나다는 Trade-Through 방지 규정을 두고 있으며, 미국은 시장간 주문회송(ITS plan)을 구현하고 있는 반면, 캐나다는 시장의 판단에 맡겨 SOR에 의한 간접적 연결 방법으로 구현하고 있다. 유럽과 호주의 경우는 최선집행이 “최우선후가(가격)”로 집행되는 것만으로는 달성되지 않기 때문에 시장에 대해 가격에만 기초한 Trade-through 방지를 의무화하고 있지 않다. 각국의 증권시장 구조, 시장간 연결의 비용 대비 낮은 효용<sup>53)</sup>, SOR 등 기술적 발전 등을 고려하여 미국을 제외하고는 시장간거래시스템(ITS) 구축을 고려하지 않은 것으로 판단된다.

우리나라에서는 MiFIDII와 같이, 자본시장법 제68조에 의해, 최선집행의무는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 부담하고 있다. 최선집행기준은 미국처럼 가격만을 정의하지는 않고, MiFIDII와 같이 시행령 제66조의2에 의해 가격, 수수료 및 그 밖의 비용, 주문의 규모 및 매매체결의 가능성 등으로 정의되어 있다.

53) 시장간 연결에 따른 시스템복잡성 증대 및 설치·유지비용의 과다, 주문회송 시 추가수수료 부과, 시장급변(flash Crash)시 시장충격을 확대하는 등의 부작용이 발생할 수 있다.

거래소가 최선집행의무의 이행 여부를 확인하기 위해서는 특정 거래 전후의 정황에 대해 정확한 시간이 전제되어야 거래를 재구성할 수 있다. 이러한 점에서 금융투자회사가 일련의 거래시간을 정확하게 기록하였는지를 반드시 관리하여야 한다. 특히, 파생상품과 연계되는 경우 중요한 이슈가 된다.

MiFIDII는 감독당국에 보고하는 정보에 대해 전보다 훨씬 강화된 시간 기록(Timestamp)을 요구한다. Timestamp는 시간 측정의 기준이 되는 협정세계시(Coordinated Universal Time: UCT)<sup>54)</sup>와의 차이(Divergence)와 시간을 기록하는 단위(Granularity of the Timestamp)로 구성된다. MiFIDII RTS<sup>55)</sup> 25에서는 거래시설과 매칭엔진, 호가관리시스템, 증권사의 주문관리시스템, DB 서버 등의 시간이 동일해야 하며 그 기준은 UCT임을 규정하고 있다.

### (3) 통합시세 제공

미국이나 캐나다의 경우 통합정보 제공자는 일정한 자격을 갖춘 자<sup>56)</sup>로 제한하고 있다. 국내의 경우 통합시세제공자와 관련해서는 주문보호(Trade-Through 방지) 의무화 여부, ATS 활성화 정도, 투자자보호 등을 감안하여 결정할 필요가 있다. 통합시장정보 제공자를 선정하는 방안으로는 ①법령에서 정하는 자격을 보유한 자를 지정하는 방법, ②정부 또는 업계가 제공하는 방법, ③시장 자율에 맡기는 방법 등이 가능하다. 시장정보 산출, 시장감시 및 청산 등을 위한 시장간 시스템적 연계 등을 고려하여 인프라구축 비용을 절감하고, 시스템 안정성, 재난시 복구 및 조직 운영 등에 있어 시장정보의 안정적 제공 역할을 수행할 수 있는 거래소와 같은 기관<sup>57)</sup>이 통합시세정보를 제공하는 것이 바람직할 것이다.

## 4. 알고리즘 거래 관련 이슈

### (1) 자본시장법 및 유가증권시장·코스닥시장 업무규정에 정의 규정 마련

MiFIDII는 제4조(정의규정)에서 알고리즘 거래에 대해 「금융상품거래를 할 때 컴퓨터 알고리즘이 주문의 가부, 시점, 가격, 수량 및 주문 후 처리에 대해 개별 주문을 자동적으로 판단하고 인간의 관여가 한정적이거나

54) UCT는 1972년 1월 1일부터 세계 공용으로 사용하는 표준시로 국제도량형국과 국제지구자전 좌표국이 관리하며, 표준주파수 및 시보(Standard frequency and time signal)로 정확한 시각을 통보하고 있다.

55) RTS(Regulatory Technical Standards), Timestamp 관련 MiFIDII RTS 25는 다음 표를 참조

구분	UCT와의 차이	Timestamp 기록 단위
HFT	100 $\mu$ s(마이크로세컨드, 백만분의 1초)	100 $\mu$ s 이하
일반 매매	1ms(밀리세컨드, 천분의 1초)	1ms 이하
유선 주문	1초	1초 이하
협상 매매	1초	1초 이하

56) 미국 : 법령(CQ, CTA Plan)에서 정한 재(집행)업무는 SIAC이 하되 의사결정등은 참가자(시장)로 구성된 위원회), 캐나다 : 일정 요건을 갖춘 자 중 감독당국(Ontario Securities Commission)이 지정한 자

57) 캐나다의 경우 온타리오증권거래위원회는 증권시장의 인프라활용에 따른 비용절감 및 시스템적 접근 용이성 등을 고려하여 TMX를 IP(Information Processor)로 선정하였다. TMX는 각 시장으로부터 실시간으로 거래정보를 수집하여 통합하고 이를 기초로 캐나다 최우선호가(CBBO)를 공표하고 있다.

전혀 없는 것'이라고 정의하고 있다. 우리나라의 경우 알고리즘거래에 대한 현황 파악 및 위험 관리, 추가적인 논의를 위해서 알고리즘거래 및 고빈도거래(HFT)에 대한 정의가 전제되어야 하나 자본시장법 및 유가증권시장·코스닥시장 업무규정에 정의되어 있지 않아 이에 대한 고려가 필요하다.

## (2) 알고리즘거래 관련 거래정지제도 검토

우리나라 증권시장의 경우, 전체 시장의 매매거래를 일시적으로 중단하는 CB(Circuit Breakers)<sup>58)</sup>와 파생상품시장에서 선물가격이 급등락할 경우 프로그램매매가 주식시장에 미치는 충격을 완화하기 위해 현물시장 프로그램매매호가의 효력을 일시적으로 정지하는 Sidecar제도<sup>59)</sup>가 있다. 또한 일시적인 주가 급등락에 따른 시장 충격을 방지하기 위한 가격안정화장치<sup>60)</sup>로 동적 변동성완화장치(Volatility Interruption: VI) 및 정적 변동성완화장치(VI)를 각각 2014년 9월, 2015년 6월에 도입하였다.

MiFIDII의 경우, 제48조에 의하여 급격한 가격 변동 및 시장의 붕괴를 방지하기 위해 자산종류 및 유동성을 감안하여 거래정지조치를 취할 수 있다. 우리나라의 경우에는 단일시장으로서, 미국이나 유럽에 비해 알고리즘거래 비중이 크지는 않지만 개별 상품이나 시장전체의 급등락 상황을 고려하여 알고리즘거래의 매매정지제도 도입에 대해 검토할 필요<sup>61)</sup>가 있다.

## (3) 알고리즘 이용 불공정거래<sup>62)</sup> 예방방안 검토

### ① 알고리즘계좌 등록제도 및 위험관리체계 도입

미국·유럽·일본 등의 경우에는 알고리즘을 이용한 고빈도 거래자에 대한 금융당국의 사전 허가를 통한 등록이 의무화 되어 있다. 우리나라의 경우에도 알고리즘을 이용한 고빈도거래자를 시장운영기관인 거래소가 효율적이고 적극적으로 관리할 수 있도록 등록의무를 부과<sup>63)</sup>하는 것을 검토할 필요가 있다. 알고리즘계좌에 대한 등록 의무화를 통해 회원사의 위험관리 및 거래소 시장감시기능의 효율화를 기대할 수 있다. 회원사는 고객의 알고리즘·고빈도거래를 모니터링하여 사전·사후 주문오류 체크를 통한 사고방지 및 효율적인 위험관리가 가능하고, 거래소는 주요 고빈도거래자들의 계좌 감시 및 사후추적을 통해 불공정거래 개선성에

58) CB는 증시의 내·외적 요인에 의해 주가지수가 일정수준 이상 급락하는 경우 시장참여자들에게 냉정한 투자판단의 시간(Cooling-off Period)을 제공하기 위해 증권시장 전체의 매매거래를 일시적으로 중단하는 제도이다.

59) Sidecar는 파생상품시장에서 선물가격이 급등락할 경우 프로그램매매가 주식시장(현물시장)에 미치는 충격을 완화하기 위해 주식시장 프로그램매매호가의 효력을 일시적으로 정지하는 제도이다.

60) 종목별 변동성완화장치는 개별종목에 대한 가격안정화장치로서, 주문실수, 수급불균형 등에 의한 일시적 주가급변시 단일간 매매로 단기간의 냉각기간을 부여하여 시장참가자로 하여금 주가급변 상황에 대해 주의를 환기시킴으로써 가격급변을 완화하는 제도이다.

61) 오성근(2015b)

62) 알고리즘을 통한 시세조종 사례(2014년 5월) : 미국 소재 알고리즘 트레이딩 회사의 트레이더가 본인의 성과급을 극대화할 목적으로 2012. 1~12월 개인 투자자 중심의 코스피200 야간선물시장에 진입하였다. 그는 직접 개발한 알고리즘을 이용하여 코스피200 야간선물 4종목을 매매하는 과정에서 높은 시장지배력(약35%내외)을 지속적으로 보유해가며 일중 수십~수백차례 포지션을 유리하게 구축·청산하면서 가장매매, 물량소진 등의 수법으로 시세조종하여 약 141억 원의 부당이득 취득한 바 있다. (금융감독원 보도자료 2015. 1. 16)

63) 현재 파생상품시장업무규정에 의해 알고리즘거래계좌를 등록해야 하나, 유가·코스닥시장업무규정에서는 등록의무를 별도로 정하고 있지 않다.

대해 보다 효과적인 시장감시가 가능할 것이다. 이밖에 알고리즘을 이용한 불공정행위를 사전에 방지하기 위해 MiFIDII 제17조와 같이 알고리즘거래에 이용되는 시설이 불공정거래에 활용되지 않는 것을 확신할 수 있는 위험관리체계를 정비하는 것도 필요하다.

**표 3 해외 알고리즘 거래 등록제 사례**

국가	도입시기	주요 내용
미국	2015	- 고빈도거래 브로커딜러의 FINRA 등록 의무화를 통해 SEC가 감독 가능
유럽	2018	- MiFD II 시행('18.1.3)에 따라 알고리즘매매 이용 금융회사는 소관 당국에 사전 신고
독일	2013	- 독일내 HFT거래자는 독일연방금융감독기관(BaFin)에 사전 허가·등록
일본	2017	- 고빈도거래를 행하는 자는 사전에 일본금융청(FSA)에 등록

② STP(자기매매방지) 시스템 도입

STP 시스템(Self Trade Prevention, 자기매매 또는 교차매매 방지) 기능 도입을 통해 예상하지 않은 가장매매로 인한 시장감시 법규 위반 가능성을 사전 예방할 필요가 있다. 알고리즘 거래자의 자기체결(자전매매)로 인한 가장매매<sup>64)</sup> 등 사전 방지 기능이 미흡하여, 동일 회사의 복수계좌 간 체결방지 코드(Self Match Prevention Identifier: SMPI)를 부여하여 당해 계좌 간의 체결을 방지할 필요가 있다.

**표 4 주요 거래소 STP 도입 현황**

국가	거래소	주요 내용
미국	CME	- 자기매매 방지 시스템은 미 규정상 모든 시장이 갖추어야 하는 기능 - CME의 자기매매 방지 기능은 나노세컨드(10억분의 1초)의 단위로 작동
싱가포르	SGX	- Titan 시스템 자기매매 방지 기능 도입
일본	Japannext PTS (대체 거래소)	- 자기매매 방지 기능 도입
	Chi-X Japan (대체 거래소)	- Japannext와 비슷한 형식의 자기매매 방지 시스템(주문 취소 및 감소)을 도입
인도	BSE, NSE	- 가장매매 사전예방시스템(Self-Trade Prevention Check: STPC) 운영
호주	ASX	- "의도하지 않은 체결 방지(Unintentional Crossing Prevention)" 기능 시스템 적용

64) 회사 내 독립된 복수의 팀이 동일상품을 거래하는 경우, 각 팀의 호가가 서로 체결되는 경우 발생할 수 있다. 시세조종 목적의 가장매매 등으로 관련 규정에 의해 적출 가능성이 있다.



### ③ Co-location 관련 사항

Co-location 서비스는 latency<sup>65)</sup>를 단축하는 효과가 있기 때문에 대규모 시설 투자비용이 소요됨에도 불구하고 NYSE(미국), LSE(영국), DB(독일), ASX(호주), JPX(일본) 등의 거래소에서 도입하고 있다. 우리나라의 경우 KRX 「회원시스템 접속 등에 관한 기준」 제7조 제2항, 제3항에 의해 투자자의 주문 서버를 거래소의 매매체결시스템 내에 설치하는 Co-location이 불가능하다. Co-location 논쟁과 관련하여 반대 입장은 형식적으로는 모든 투자자가 활용할 수는 있지만 대규모 시설 투자비용이 소요되어 서비스를 이용할 수 있는 전문적인 전산장비를 갖출 수 있는 거래자들에게만 유익하다는 입장과, Co-location 서비스가 모두에게 공개되어 있는 한 문제되지 않는다는 찬성입장이 존재한다.

MiFIDII에서는 Co-location이 모든 투자자에게 공개되어 있다. 실제로는 일반투자자들의 접근성은 제한적이기는 하나, Co-location을 금지하고 있지는 않으며 정규시장으로 하여금 해당 서비스에 관한 규정이 투명하고 공정하며 비차별적이어야 함을 명시하고 있다. 우리나라의 경우에는 시장경쟁력 제고와 알고리즘거래 유인을 통한 유동성 제고측면의 긍정적인 측면과 일반투자자의 실질적 차별이라는 부정적인 측면에 대해 추가적인 논의가 필요할 것이라고 판단된다.

65) Latency는 일반적으로 정보의 요구 시점(주문시점)부터 정보가 제공되기까지의 속도(체결시점)를 말한다. 여기에서는 매매체결속도로서 통신속도와 접근속도의 합을 말한다.

# 부록

## 부록 1 MiFIDII의 구성(총 8편 97조)

### 전문

#### 제1편 정의

#### 제2편 금융투자회사의 인가와 운영요건

##### 제1장 인가의 요건과 절차

- 인가요건(§5), 인가범위(§6), 인가승인과 거절절차(§7), 인가의 철회(§8), 평가 및 평가기간(§12·13)
- 알고리즘거래(§17), MTF 및 OTF의 거래절차·거래의 종결(§18), MTF 및 OTF에 대한 특수한 요건(§19·§20)

##### 제2장 금융투자회사의 운영조건

###### 제1부 일반조항

- 최초 인가조건에 대한 정기적인 점검(§21), 지속적인 감독을 위한 일반적 의무(§22), 이해상충의 방지(§23) 등

###### 제2부 투자자 보호 규정

- 고객에 대한 일반 원칙과 정보(§24), 고객에 대한 적합성, 적정성 및 보고의 평가(§25), 고객을 위한 최선주문집행의무(§27), 고객주문 처리 규정(§28), 적격상대방과의 거래집행(§30)

###### 제3부 시장의 투명성과 건전성

- MTF 및 OTF에 대한 컴플라이언스 점검(§31), MTF 및 OTF에서 매매되는 상품의 거래정지(§32)

###### 제4부 중소기업육성시장

#### 제3장 금융투자회사의 권리

- 투자서비스 및 투자활동의 자유(§34), 지점의 설립(§35), 정규시장에의 접근(§36), 중앙청산기관 및 결제기관에 대한 접근(§37)

#### 제4장 제3국 금융투자회사의 투자서비스·투자활동에 관한 규정

##### 제1부 지점설치를 통한 투자서비스 제공

##### 제2부 인가의 철회

#### 제3편 정규시장

- 인가 및 적용 법률(§44), 시장관리자의 요건(§45), 조직 구성 요건(§47) 체계적 복원력, 시장매매정지 및 전자거래(§48), Tick Size(§49), 시간중거회(§50), 매매거래 상품의 승인(§51), 정규시장에서 매매되는 금융상품의 거래정지(§52), 정규시장에 대한 접근(§53), 정규시장에 대한 컴플라이언스 점검(§54)

#### 제4편 상품선물거래에 관한 포지션 제한과 포지션 관리 및 보고

#### 제5편 데이터 보고 서비스(Data Reporting Service)

##### 제1부 데이터 보고 서비스 제공자의 인가 절차

##### 제2부 APAs의 요건

##### 제3부 CTPs의 요건

##### 제4부 ARMs의 요건

#### 제6편 관계당국(Competent Authorities)

##### 제1장 지정·권한·시정절차

##### 제2장 회원국 관계당국간 및 ESMA와의 협력

##### 제3장 제3국과의 협력

#### 제7편 위임입법

##### 부칙

## 부록 2 MiFIR의 구성(총 10편 55조)

### 전문

제1편 대상, 범위, 정의

제2편 거래시설의 투명성

제1장 지분형상품에 대한 투명성

제2장 비지분형상품에 대한 투명성

제3장 거래정보를 제공할 의무

제3편 자가주문집행업자(SI) 및 장외에서 거래하는 금융투자회사의 투명성

제4편 거래체결내역의 보고

제5편 파생상품규제

제6편 금융상품청산에 대한 비차별적 접근

제7편 금융상품에 대한 개입에 대한 감독상의 수단

제1장 금융상품에 관한 점검과 개입

- 시장감시(§39), ESMA의 일시적인 개입권(§40), EBA(유럽은행감독국, European Banking Authority)의 일시적인 개입권(§41), 관계당국의 개입권(§42)

제2장 포지션

제8편 동등성 평가 및 제3국의 기관의 투자서비스 제공

- 동등성의 결정(§47), 등록(§48), 등록의 철회(§49)

제9편 위임 및 적용입법

제10편 부칙

## 참고문헌

- 김준석, 유럽의 대체거래시스템 사례 분석: BATS Chi-X Europe, 자본시장연구원 자본시장 Weekly, 2013
- 김준석, ATS 도입과 시장의 분할, 월간상장, 2011년 9월호
- 김아름, 투자자문업의 이해상충 관리 강화와 금융소비자 보호방안, 증권법연구 17(2), 2016
- 김이수, 투자은행의 자가주문집행 영업의 허용 여부에 관한 고찰, 부산대학교 법학연구 50(2), 2009
- 남길남, 세계 거래소 산업의 변화와 특징: 증권거래소를 중심으로, 자본시장연구원 조사보고서 17-1, 2017
- 박선중, 알고리즘 매매와 DMA에 관한 연구, 증권법연구 10(1), 2009
- 백인석, 김준석, 이효섭, 황세운, 손범진, 채준, 해외거래소간 경쟁체제에 대한 Case Study, 금융위원회 연구용역보고서, 2016
- 서울대학교 금융법센터, 자본시장 불공정거래 조사체계 개선방안, 금융위원회 연구용역보고서, 2013
- 신상우, 자본시장법상 내부자거래규제에 관한 개선방안 : EU 시장남용규정을 중심으로, 증권법연구 18(1), 2017
- 안남기, 주혜원, 유럽 MiFIDII 시행 초기상황 및 리스크 요인 점검, 국제금융센터 Issue Analysis, 2018
- 양진형, 미국 다크풀의 급속 성장과 시사점, 자본시장연구원 자본시장 Weekly, 2014
- 엄경식, 대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제, 기업법연구 27(3), 2013
- 엄경식, 장병훈, 미국주식시장의 재개편 : Regulation NMS의 도입 및 시사점, 한국증권연구원 연구보고서 07-01, 2007
- 엄경식, Reg NMS와 MiFID의 시행: 유사시설 개설의 금지 완화 여부 및 KRX 와 IB의 경쟁 가능성, 자본시장연구원 자본시장 Weekly, 2007
- 오성근, EU의 제2차 금융상품시장지침(MiFIDII)과 금융상품시장규정(MiFIR)의 기본 구조 및 주요 내용, 증권법연구 16(2), 2015a
- 오성근, EU의 제2차 금융상품시장지침(MiFIDII)상 알고리즘거래 규제에 관한 분석 및 시사점, 기업법연구 29(4), 2015b
- 오성근, EU자본시장규제의 통합 동향과 시사점, 증권선물, 제25호, 2007
- 이성복, 이승진, 영국의 금융 영업행위 규제 및 감독 체계 변화와 시사점, 자본시장연구원 조사보고서 15-03, 2015
- 이영철, 개정 자본시장법상 금융투자회사의 최선집행의무에 관한 고찰, 증권법연구 15(2), 2014
- 이영철, 유럽연합 금융상품시장지침의 개정 동향과 시사점, 기업법연구 25(4), 2011
- 이윤재, MiFID 도입 이후 유럽 주식시장의 구조변화와 브로커의 역할, 자본시장 Weekly, 2010-12호, 자본시장연구원, 2010
- 이인형, 강소현, 양진형, 주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점, 자본시장연구원 조사보고서 14-02, 2014
- 이인형, 김준석, 박용린, 황세운, 국내외 자본시장 환경변화에 대응한 발전전략, 자본시장연구원 연구 13-05, 2010
- 이인형, MiFID 개정안 주요 내용과 평가, 자본시장연구원 자본시장 Weekly, 2010
- 자본시장 Weekly, MiFID 도입 이후 유럽 주식시장의 구조 변화와 브로커의 역할, 2010
- Harald Baum, Reforming the Regulatory Architecture of the EU Market in Financial Instruments, 자본시장연구원 유럽 금융시장 포커스 2013년 여름호, 2013
- Algorithmic Trading Compliance in Wholesale Markets, FCA, 2018
- Alistair Cree, Colleen Ruane, MiFIDII: Impact of Dark Caps on Algorithmic Trading Strategies, ITG, 2015
- ASIC's regulatory approach to high-frequency trading and dark pool, ASIC, 2017

- Bhagwan Chowdhry, Vikram Nanda, Multimarket Trading and Market Liquidity, The Review of Financial Studies, Volume 4, Issue 3, 1991
- Dark Pools, HFT and competition, ASIC, 2011
- Determining third-country trading venues for the purpose of transparency under MiFIDII/MiFIR, ESMA, 2017
- Discussion Paper, The Trading Obligation for derivatives under MiFID, ESMA, 2016
- ESMA delays publication of double volume cap data, ESMA, 2018
- ESMA Publishes update to MiFIDII Q&A on Investor Protection and Intermediaries topic, ESMA, 2018
- ESMA updates its double volume cap register, ESMA, 2018
- ESMA updates Q&A on MiFIR Data Reporting, ESMA, 2018
- EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, SWD(2017) 102 final, European Commission, 2017
- European Central Bank, Dark Pool in European Equity Markets, Occasional Paper Series No 193, 2017
- European Supervisory Framework, ESMA
- EY, Global Regulatory Reform, Capital markets reform: MiFIDII, 2015
- FCA, A Brief guide to the European Union and its legislative processes, 2011
- FIA, MiFIDII and MiFIR Brief: Impact on US FCMs, 2017
- Guido Ferarini & Niamh Moloney, Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: From MiFID I to MiFIDII, European Business Organization Law Review 13, 2012
- Harald Carlens, Cunca Higgins, MiFIDII: Systematic Internaliser and Liquidity Unbundling, 2017
- ISDA, Leap to MiFIDII, Issue 3 Vol 3, 2017
- Mahendrarajah Nimalendra, Sugata Ray, Information Linkages between Dark and Lit Trading Venues, 2011
- Marco agano, Trading Volume and Asset Liquidity, The Quarterly Journal of Economics, Volume 104, Issue 2, 1989
- Mia Varis, Increasing Transparency and Mitigating Systemic Risk : Is Europe Playing Catch-up with the United States?, European Management, 2016
- MiFIDII Application and notification user guide, Financial Conduct Authority, 2017
- MiFIDII, ESMA issues latest double volume cap data, ESMA, 2018
- MiFIDII/MiFIR post-trade reporting requirements, Association for Financial Market in Europe, 2017
- NASDAQ Darkpool Fact Sheet, 2015(<http://business.nasdaq.com>)
- NASDAQ Execution Algorithms, 2015(<http://business.nasdaq.com>)
- Niamh Moloney, The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review 13, 2012
- PWC, The Future of research, Impact of MiFIDII on research for investment firms, 2016
- Questions and Answers on MiFIDII and MiFIR Transparency topics, ESMA, 2018
- Q&A on MiFIDII and MiFIR market structures topics, ESMA, 2018
- Reply form for the Addendum Consultation Paper on MiFIDII/MiFIR, ESMA, 2015
- Ryan Riordan, Andreas Storkenmaier, Martin Wagener, Fragmentation, Competition and Market Quality: A Post-MiFID Analysis, 2010

- Thierry Foucault, Albert J. Menkveld, Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems, 2005
- ISD 규정 원문 : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:l24036c>
- MiFID 규정 원문 : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32004L0039>
- MiFID II 규정 원문 : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>
- MiFIR 규정 원문 : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0600>