

## 해외 자산유동화 규제체계 변화와 시사점\*

선임연구위원 김필규

글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽은 자산유동화증권에 대한 규제를 강화하였고, 이로 인하여 자산유동화증권시장은 지속적인 침체를 보였다. 그러나 최근 유럽을 중심으로 자산유동화증권의 규제체계를 개선하여 시장을 활성화하려는 논의가 이루어지고 있다.

유럽연합은 자산유동화증권과 관련된 복잡한 기존의 규제를 하나로 통합하고, STS(simple, transparent and standardised)유동화의 개념을 도입하여 STS유동화증권에 대한 규제를 완화하는 새로운 규제 프레임워크의 도입을 추진하고 있다.

이러한 규제체계 변화가 실제로 추진될 경우 자산유동화증권을 통한 기업의 자금조달이 활성화되고 금융기관의 신용위험을 경감시키는 기능이 회복되는 효과를 발휘할 가능성이 있다.

따라서 해외 자산유동화증권 규제체계 변화의 장단점을 면밀히 살펴보고 국내 자산유동화증권 시장의 제도적인 문제점을 검토하여 건전한 시장 발전을 위한 제도 개선을 추진할 필요가 있다.

글로벌 금융위기 이후 각국은 자산유동화증권 시장의 건전성 제고를 위해 자산유동화증권(Asset Backed Securities: ABS)에 대한 규제를 강화하였다. 이러한 규제 강화로 인해 미국과 유럽의 자산유동화증권시장은 지속적인 침체를 보이고 있다.

그런데 최근 유럽을 중심으로 기존의 규제 강화 일변도의 자산유동화 규제체계를 개선하여 시장을 활성화하려는 논의가 이루어지고 있다. 실물경제의 자금지원 수단으로의 기능을 강화하고, 투자자들의 자산유동화증권에 대한 신뢰도 제고를 위해 규제를 일원화하고 표준화된 유동화증권 개념을 도입하려는 규제 프레임워크의 개선에 대한 논의가 이루어지고 있다.

이에 본고에서는 유럽의 새로운 자산유동화 규제체계 도입의 배경과 주요 내용을 검토하고 이러한 제도 개선이 국내 자산유동화증권시장에 주는 시사점을 살펴본다.

### 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권 규제체계

글로벌 금융위기 이후 국제기구 및 각국 감독 기구들은 자산유동화증권의 규제를 강화하는 다양한 방안을 마련하였다. 미국과 유럽의 규제당국은 자산유동화증권시장의 건전성 제고를 위해 자산유동화증권의 공시를 강화하고, 자산유동화구조에서

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

발생하는 이해상충 문제를 해결하기 위한 제도를 도입하였으며, 자산유동화증권 투자에 대한 자본 요건을 강화하는 내용의 규제를 도입하였다.

미국은 2010년 7월 도드-프랭크법에서 자산유동화의 공시규정 마련<sup>1)</sup>, 자산유동화와 관련한 이해상충방지체계의 수립<sup>2)</sup> 및 기초자산에 대한 정기적인 공시 방안의 도입<sup>3)</sup>, 자산유동화증권의 신용등급 쇼핑 방지체계 마련<sup>4)</sup> 등을 추진할 것을 제안하였다. 이에 따라 SEC를 포함한 주요 규제기관들은 자산유동화증권의 규제 개선을 추진하였다. 자산유동화증권의 공시규정과 관련하여 SEC는 기존의 자산유동화 관련 공시규정인 Regulation AB의 내용을 대폭 개정하여 2014년 8월 최종 규제안<sup>5)</sup>을 발표하였다. 또한 SEC는 2014년 10월에 자산보유자의 후순위 보유와 관련한 최종 규제안<sup>6)</sup>도 마련하였다.

2014년 8월에 개정된 자산유동화증권 공시규제 개선 방안에서는 유동화자산의 특성을 충분히 파악할 수 있도록 자산별 공시항목을 개선하였고, 증권신고서의 공시 요건을 개정하여 자산 풀의 특성 정보를 증권신고서 요약에 포함시키고 있으며, 기초자산과 자산보유자의 과거 유동화자산의 특성 및 거래참여자에 대한 공시를 강화하였다.

이해상충방지를 위한 자산보유자 후순위 보유에 대한 최종안에서는 자산보유자가 적어도 5%의

위험을 최후순위 방식으로 보유하도록 하는 규제 방안이 마련되었다. 단 5% 후순위 보유를 면제받는 요건을 정기적으로 검토하여 탄력적으로 적용하는 방안과 5% 위험의 보유 방식에 있어 다양한 방식을 허용하여 유연성을 제고하였다.

이외에도 자산유동화증권과 관련한 진술과 보장에 대한 규제체계, 증권법에 근거한 자산유동화증권 발행자에 대한 기초자산의 정기적인 검토 방안에 대한 규제체계도 수립되었다.

유럽의 경우에도 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권 투자에서 발생하는 문제를 선제적으로 해결하기 위해 자산유동화증권 관련 규제를 강화하였다.

자산유동화증권의 공시와 관련하여 이해관계자에게 거래구조와 위험을 충분히 알리도록 공시요건을 강화하고, 투자자들의 실사(due diligence)를 강화하는 방안이 마련되었다. 이를 위해 CRR(Capital Requirement Regulation) 제정 및 증권신고서 규정(Prospectus Directive) 개정 등이 이루어졌다.

또한 자산유동화증권의 이해상충방지를 위한 방안으로 유럽연합은 CRD(Capital Requirement Directive)를 개정하여 5% 위험인수 규제를 도입하였고, 이후에 동 규제를 보다 구체화<sup>7)</sup>하였다. 이에 따라 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약한 유동화증권에만 투자자들이 투자할 수 있도록 하는 제도가 마련되었다.

1) Dodd-Frank Act Section 942

2) Dodd-Frank Act Section 941

3) Dodd-Frank Act Section 945

4) Dodd-Frank Act Section 939

5) SEC, 2014. 8, Asset-backed securities disclosure and registration, final rule.

6) SEC, 2014. 12, Credit risk retention, final rule.

7) CRR article 404~410 및 RTS 제안서(Proposed Regulatory Technical Standard)를 통해 자산보유자의 5% 위험인수의 구체적인 기준을 마련하였으며, CRR에서는 자산유동화증권의 자산보유자가 개별 유동화구조의 공시에 있어 구체적인 위험인수의 방식과 내용을 공시하도록 요구하고 있음

## 자산유동화 규제 강화의 영향

미국과 유럽의 자산유동화증권에 대한 규제 강화는 자산유동화증권의 발행자와 투자자에게 커다란 영향을 미쳤다. 자산유동화의 공시요건 강화로 자산유동화증권 발행에 있어 시간과 비용이 증가하게 되어 자산유동화증권의 발행 유인이 크게 감소하였다. 또한 투자자의 경우 서브 프라임 모기지 사태의 과정에서 자산유동화증권 투자로 커다란 손실을 입어 자산유동화증권에 대한 신뢰가 크게 하락한 상황에서 자산유동화증권의 발행절차가 복잡해지고 자산유동화증권 투자에 대한 자기자본 규제가 강화됨에 따라 자산유동화증권에 대한 투자 유인이 크게 감소하였다.

이에 따라 미국과 유럽의 자산유동화증권시장은 지속적인 침체를 보이고 있다. 미국 자산유동화증권의 총발행규모<sup>8)</sup>는 2007년 2.7조달러에서 2015년에는 1.9조달러로 감소하였다. 유럽의 경우에도 2007년 8,187억달러에 달하던 발행규모가 2015년에는 2,359억달러로 줄어들었다. 특히 유럽의 경우에는 미국과는 달리 자산유동화증권의 부실화 문제가 발생하지 않았음에도 불구하고 미국에 비해 시장규모가 더욱 크게 위축되는 모습을 보였다.

이러한 자산유동화증권시장의 침체로 인하여 신용위험을 분산시키고, 금융기관의 유동성을 제고시키는 자산유동화의 순기능이 위축되었다. 또한 중소기업 대출이나 채권을 기초로 한 CDO 발행이 크게 감소하여 중소기업의 자금조달시장이 경색되는 부작용도 발생하였다.

8) ABS와 MBS를 합친 전체 발행규모임

## 자산유동화를 둘러싼 새로운 규제 프레임워크

이에 따라 자산유동화증권시장의 건전성 제고를 전제로 자산유동화증권이 제공하는 순기능을 높이는 방향에서의 규제 개선에 대한 논의가 이루어지고 있다. 유럽연합은 자산유동화와 관련된 복잡한 기존의 규제를 하나로 통합하고, 새로운 유동화증권의 개념을 도입하는 방식으로 규제체계 개선을 추진하고 있다.

이를 위해 유럽연합은 단순하고(simple), 투명성이 높고(transparent), 표준화(standardised)된 유동화증권(STS securitisation: 이하 STS유동화증권)의 개념을 도입하였다. 단순성(simple)은 기초자산의 소유권이 효과적으로 유동화회사에 이전되고, 기초자산이 동질적이며, 연체자산을 포함하지 않는 것으로 정의하고 있다. 투명성(transparent)은 자산보유자의 과거 성과가 투자자에게 투명하게 제공되고, 유동화자산의 현금흐름 모델이 제공되는 유동화구조를 의미한다. 표준화(standardised)는 자산보유자가 일정한 위험을 보유하여 이해상충의 문제를 해소하고, 기초자산의 신용위험 이외의 위험이 적절하게 통제되며, 실현가능한 유동화계약을 통해 유동화구조가 적절하게 설정된 요건으로 정의하고 있다.

이러한 기준 하에 유럽은행감독당국(European Banking Authority: EBA)은 유럽연합의 요청으로 기존의 유동화구조에 대한 검토와 STS유동화증권의 세밀한 기준을 제시하였다. 또한 유럽연합은 STS 유동화구조에 대한 자본요건 완화 방안과 STS유동화증권에 대한 공시 경감 방안도 제안하고 있다.

유럽의 새로운 자산유동화 규제체계 개선안은

다양한 논의를 거쳐 최종 입법안이 도출되고 유럽 의회를 통과해야 하는 절차가 남아 있다. 새로운 규제안에 대한 의견들을 살펴보면 규제의 통일화에 대해서는 커다란 이견이 존재하지 않은 것으로 나타났다. 다만 STS유동화증권의 기준에 대해서는 다양한 의견들이 존재한다. 우선 세부적인 기준이 지나치게 세밀하고 복잡하여 이의 실행이 쉽지 않다는 주장이 있다. 또한 CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)와 같은 일부 자산은 STS에서 제외되어야 한다는 주장도 존재한다. 이와 더불어 STS유동화증권의 기준이 기존의 규제를 통합한 내용에 불과하여 자산보유자의 부담이 크게 경감되지 않기 때문에 그 효과가 크지 않을 것이라는 주장도 존재한다.

### 향후 전망 및 시사점

유럽연합의 새로운 자산유동화증권 규제체계 도입의 논의 과정을 보면 자산유동화증권에 대한 규제 태도가 강화 일변도에서 시장 활성화 방향으로 전환되고 있다는 뚜렷한 기류의 변화를 감지할 수 있다. 이에 따라 기업의 자금조달을 활성화하고 금융기관의 신용위험을 경감시키는 기능에 중점을 둔 유럽의 자산유동화증권 규제 완화가 구체화될 경우 시장 활성화에 크게 기여할 것으로 보인다. 또한 이러한 논의가 확대되어 유럽 이외의 지역에서도 자산유동화증권시장을 활성화시키려는 다양한 논의가 이루어질 것으로 예상된다.

국내의 경우 미국이나 유럽에 앞서 자산유동화증권 관련 법률을 제정하고, 유동화에 대한 규제체계를 마련하였다. 이를 통해 적절한 규제 하

에서 시장이 도입되고 활성화되는 효과를 거두었다. 그러나 최근 규제체계가 작동하는 ABS시장은 특정 자산군으로 한정되고 있는데 반해 규제체계가 작동하지 않는 ABCP시장은 다양한 구조의 상품이 도입되고 시장규모도 크게 증가하는 추세를 보이고 있다. 따라서 규제차이를 해소하고 시장의 건전성을 제고하기 위해 해외의 규제체계 변화 등을 검토하고 국내 자산유동화시장의 규제체계를 개선하는 노력을 기울일 필요가 있다. 특히 ABCP와 ABS의 규제차이를 해소하고, 다양한 유동화구조의 도입을 허용하는 방향에서 자산유동화에 관한 법률의 대폭적인 개정이 추진될 필요가 있다.