

ZOOM
-IN

유럽 자산유동화 시장 현황 및 제도 개혁 추진

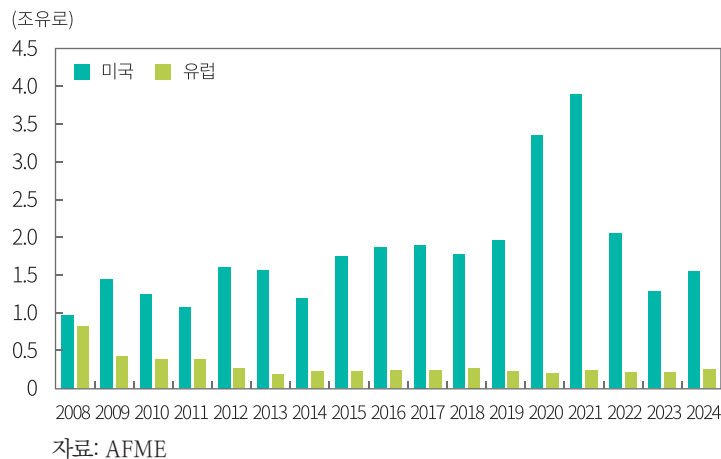
- 유럽의 자산유동화 시장은 글로벌 금융위기 이후 위축되면서 그 여파가 오래 지속되었고, 미국과의 격차도 크게 확대
- 시장 활성화가 어려운 주요 원인으로 생명보험사의 참여 저조 및 엄격한 STS 기준과 True Sale 방식의 활용 부족, 복잡한 행정 절차 및 높은 실사 비용 등이 지적
- 이와 같은 상황을 개선하기 위해 유럽에서는 관련 규제를 완화하고 행정 절차를 간소화하는 등 자산유동화 시장의 진입 장벽을 낮추는 방향으로 다양한 개혁 방안을 추진 중
- 이러한 개혁이 실행되면 자금조달에 어려움을 겪는 중소기업과 전략산업의 성장을 촉진할 수 있고 유럽 자산유동화 시장 전반의 유동성 제고에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대
- 국내에서도 규제와 시장 활성화 사이에서 균형을 모색하는 가운데, 자산유동화는 기업의 자금 조달과 금융시장 발전에 중요한 역할을 하는 금융 메커니즘으로서 그 활용이 더욱 확대될 것으로 예상됨에 따라 해외 제도와 운영 사례를 참고할 필요

- 글로벌 금융위기 이후 유럽의 자산유동화 시장은 크게 위축되었고, 미국 시장과의 격차는 더욱 확대되는 양상을 나타냄
 - 글로벌 금융위기 이후 유럽에서는 규제 강화 및 기관투자자의 참여 저조, 투자자의 신뢰 하락 등에 의해 시장 회복이 더디게 진행
 - 2008년 글로벌 금융위기의 원인 중 하나로 자산유동화증권(ABS), 주택담보부증권(MBS)과 같은 구조화 금융상품 규제 미비에 대한 문제가 제기되면서, 유사한 사태 재발 방지를 위해 자산유동화 규제를 대폭 강화
 - 이와 같은 자산유동화 증권 발행에 대한 높은 규제 장벽과 복잡한 심사 기준 유지로 발행량이 위축된 상태이며 생명보험사나 연기금 같은 기관투자자들의 자산유동화 상품 투자 비중도 낮은 편
 - 반면, 미국은 연준과 정부의 개입으로 유동성 위기를 해소하고 제도를 정비함으로써 자산유동화 시장을 성공적으로 회복하며 유럽과의 격차가 크게 확대¹⁾

1) 김필규, 2019, 『주요국 자산유동화 규제체계 변화와 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 19-03; ESMA, 2023, *The EU Securitisation Market-An Overview*.

- 유럽과 미국의 자산유동화증권 발행 규모는 2008년에는 각각 9,673억 유로, 8,187억 유로였으나 2021년에는 3조 8,911억 유로, 2,331억 유로까지 벌어졌고, 2024년에도 각각 1조 5,484억 유로, 2,449억 유로로 여전히 큰 차이를 나타냄
- 미국에서는 데이터센터 대출 및 재생에너지 프로젝트 등에 대한 증권화가 활발하게 이루어지고 있는 반면, 유럽에서는 이러한 자산을 활용한 증권화가 거의 이루어지지 않음²⁾
- 예를 들어, 미국의 2018년 이후 데이터센터 대출 증권화 규모는 350억 달러에 달했으나, 유럽에서는 같은 기간 단 한 건도 발행되지 않았고 2018년 이후 미국의 태양광 발전 프로젝트에 대한 증권화 규모는 230억 달러를 기록한 반면, EU에서는 2024년에서야 처음 태양광 증권화가 이루어졌으며, 모금액은 2억3천만 유로에 불과

〈그림〉 유럽과 미국의 자산유동화 시장 규모 비교



— 이러한 현상은 유럽의 전략적 자산에 대한 자금조달 시장이 위축되었음을 시사

- 자산유동화 발행 규모 면에서 미국과의 격차뿐 아니라 전략적 자산에 대한 자금조달이 원활하게 이루어지지 않고 있으며, 이에 대해 유럽의 중소기업과 경제 전반의 성장 지원에 관한 우려가 제기

□ 유럽의 자산유동화 시장의 활성화가 어려웠던 주요한 원인으로는 다양한 규제와 제도적 장벽에 있음³⁾

- 유럽의 보험사 건전성 기준인 Solvency II 자본규제 체계⁴⁾ 하에서 자산유동화 상품에 부과되는 자본요건이 과도하여 보험사의 참여가 저조
 - 유럽 보험사들은 고위험 자산에 상응하는 높은 자본요건을 충족해야 하기 때문에 투자에 소극적인 경향

2) Financial Times, 2025. 2. 19, How to fix Europe's securitisation market.

3) European Commission, 2024. 10. 9, Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework.

4) Solvency II 체계는 보험사의 지급여력과 건전성을 유지하기 위한 규제로서 각 자산의 유형별로 위험도에 따라 일정한 자본을 적립하도록 요구

- 이로 인해, 보험사가 증권화 자산에 투자하는 경우 기대 수익률 대비 규제 리스크가 높아져 투자 매력이 저하된다는 평가
- STS(Simple-Transparent-Standardised)기준⁵⁾의 엄격하고 복잡한 요건으로 인해 법적, 행정적 부담이 있음
 - EU는 자산유동화 상품의 투명성과 표준화, 안정성을 강화하고자 2019년 STS 기준을 도입했으나 발행자와 투자자 모두 다수의 법적, 행정적 요구를 따라야 하며, 이는 상당한 시간과 비용을 수반
 - STS 기준에 따라 발행자는 자산의 선정 기준, 리스크 분석, 자산 성과 이력, 구조화 방식을 상세히 문서화하고 공시해야 하는 부담
 - STS 기준의 엄격한 규제 프레임워크로 인해 데이터 센터 및 재생에너지처럼 프로젝트별 구조가 상이하고 개별 계약조건, 기술적 사양, 수익구조 등이 제각각인 자산은 증권화가 어려울 수 있음
 - 예를 들어 여러 개의 발전소를 묶어 ABS를 발행하려고 할 때 발전소별 효율과 유지보수 역량 차이 등 자산의 이질성으로 인해 '동질적 자산군(homogeneous class of assets)' 기준을 충족하지 못해 비-STIS 구조로 분류될 수 있음
- 또한 유럽 국가별 상이한 법률로 인해 True Sale 구조의 활용에 한계가 존재
 - True Sale은 자산보유자가 보유한 자산을 법적, 경제적으로 완전히 독립된 특수목적법인(SPV)에 소유권을 완전히 양도하여 자산보유자의 회계 및 파산위험으로부터 절연되는 상태에서 특수목적법인이 자산을 바탕으로 유동화증권을 발행하는 것으로서 투자자보호 효과가 있음
 - 하지만, 유럽에서는 국가별로 상이한 세법, 회계기준, 법률 해석의 복잡성으로 인해 이 구조가 일관되게 적용하기 어렵다는 문제가 있음
- 높은 행정 절차 및 실사 비용으로 인해 자산유동화 상품 발행의 비효율성이 증가한다는 문제점도 지적
 - 유럽에서는 글로벌 금융위기 이후 증권화 상품에 대한 투명성과 공시 의무, 실사 기준 등을 대폭 강화하여 투자자 보호 측면에서는 개선이 있었으나 그에 따른 비용 부담도 확대
 - 발행자는 모든 기초자산의 상세한 정보, 구조화 방식, 리스크 평가 등을 공시해야 하며, 이는 특히 중소 규모의 은행에게 큰 부담으로 작용

5) 단순성 기준(Simple criteria): ① 자산은 동질적인 대출들로 구성 ② 채유동화 금지 ③ 파생상품은 헤지목적으로만 이용 ④ 충분한 신용 이력 보유 대출만 포함 ⑤ 기초자산의 소유권은 반드시 유동화 기관에 이전

투명성 기준(Transparent criteria): ① 투명한 거래를 위한 자료 제공 ② 기초자산의 대출 단위 데이터(loan-level data) 제공 ③ 유동화 자산의 현금 흐름 구조 모델 제공 ④ 동일 기준의 대출만 포함되며 선별적 선택(cherry-picking) 금지

표준화 기준(Standardised criteria): ① 발행자가 전체 대출 포트폴리오의 5% 이상 보유 ② 이해당사자들의 의무와 책임 요소들은 명확히 정의

□ EU는 이러한 문제점을 인식하고, 자본시장연합(Capital Markets Union: CMU) 전략의 일환으로 자산유동화 시장의 활성화를 위한 다방면의 개혁을 추진 중⁶⁾

- 유럽 자산유동화 시장의 활성화를 위해 유럽에서는 2019년 도입된 자산유동화 제도(SECR)의 효과를 점검하고 개선이 필요한 사항을 식별하여 개선 방안을 준비 중
- 자본요건 완화를 통해 보험사의 참여 활성화를 위한 구조적 기반을 확대
 - Solvency II 규정에 따라 증권화 상품 보유에 대한 높은 자본 부담에 따른 보험사의 참여가 저조하다는 문제에 따라 고신용 자산유동화 자산에 대해 보다 합리적이고 현실적인 자본요건을 적용하는 방안을 논의
- STS 기준 완화 및 절차를 간소화하고 인증기관의 역할을 강화하여 발행자의 부담을 완화하려는 노력
 - 중소 규모의 발행자나 단순 구조 거래에 대한 STS 기준 조정이 필요
 - 사적 유동화(Private STS) 거래에는 간소화된 공시 요건을 적용하고 거래의 규모 및 구조, 위험 수준에 맞게 STS 요건을 유연하게 적용하는 비례성(Proportionality) 원칙을 강화
- True Sale 방식의 활용을 확대하는 방안을 고려
 - 유럽에서는 True Sale보다 합성 리스크 이전(Synthetic Risk Transfer) 방식을 더 많이 사용하고 있는데 투자자들에게 더 광범위한 자금조달 기회를 제공하기 위해서는 투명성이 높은 True Sale 활성화 필요
 - 이를 위해 세법 및 회계기준 정비를 통해 법적 해석의 명확성과 국가별 일관성을 높이기 위한 기준 고려
- 공시 등 행정 절차를 간소화하고 중복적인 요구 사항을 줄이며 실사 비용을 절감하는 방안을 마련
 - 현재 중복적인 보고 요구 사항이 많아, 투자자들에게 부담으로 작용하고 있어 행정 절차 간소화를 위해 ESMA와 EBA는 EU 전역 통합 공시 프레임워크(EU-wide integrated reporting framework) 구축을 추진 중

□ 이와 같은 자산유동화 시장에 대한 논의를 통해 규제 완화와 개혁이 이루어지면 유럽 자산유동화 시장의 유연성이 증가할 것으로 기대

- 유럽에서는 글로벌 금융위기 이후 자산유동화 시장이 글로벌 금융위기 이후 위축된 상태에서 여전히 회복하지 못하고 있고 미국과 비교해서 큰 격차가 존재
 - 이러한 격차는 유럽 금융시장의 국제 경쟁력을 약화시키는 주요 요인으로 지적
- 이에 유럽에서는 자산유동화 시장의 활성화를 위한 개혁을 추진 중이며 특히, Solvency II 규제와 STS 기준의 요건이 기관투자자의 참여를 저해한다는 문제의식을 바탕으로 현실적이고 유연한 규제 환경 마련을 진행

6) European Commission, 2024. 10. 9, Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework; 2025. 2. 17, Feedback statement: Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework; 2025. 3. 31, Joint Committee Report on the implementation and functioning of the Securitisation Regulation (Article 44).

- 여러 금융기관이 Solvency II 규정과 엄격한 요건이 자산유동화 시장에 미치는 부정적 영향을 지적하고 있으므로 변화가 필요⁷⁾
- 자산유동화 관련 규정 변화를 통해 자산유동화를 보다 효율적으로 활용할 수 있는 기반이 마련되면 유럽 내 중소기업 및 전략적 산업의 성장에 기여할 수 있을 것으로 기대
 - 금융기관들이 기존 대출자산을 증권화하여 자본여력을 확보하게 되면, 중소기업 및 전략산업 분야에 대한 신규 대출이 확대될 수 있음
 - 규제 간소화와 투자자 기반 확대는 증권화 자산의 유통을 활성화시켜 시장 유동성과 가격 형성의 효율성을 높일 것으로 예상
 - 또한 유럽 자산유동화 시장의 활성화는 단순히 금융 부문의 기술적 개선을 넘어서, 중소기업 지원, 전략 산업 육성, 금융시장 통합 등 EU 경제 전반의 구조적 과제를 해결하는 핵심 수단이 될 수 있음

□ 국내에서도 규제와 시장 활성화 간의 균형을 도모하고 있으며, 자산유동화는 기업의 자금조달과 금융시장 발전에 중요한 수단으로 부각되고 있는 만큼 해외의 관련 제도와 운영 사례를 참고할 필요

- 국내 자산유동화 시장도 금융위기 이후 변동을 겪으며 2022년 발행 규모가 44조 원 이후 2023년에는 66조 원을 기록했으나 2024년에는 51.7조 원으로 전년 대비 감소
 - 2024년 자산유동화 발행 규모가 감소한 데에는 MBS 발행이 48.8% 급감했기 때문이며, 이는 주택경기 둔화와 특례보증자리론 종료에 기인⁸⁾
- 국내에서도 재생에너지나 데이터센터 분야의 자산유동화는 초기 단계이지만 점차 관심이 확대
 - 한국남부발전이 2023년 풍력, 수소 등 발전소 자산을 유동화하여 3,200억 원 규모의 자금조달에 성공했고, 2024년에는 안산 데이터센터의 자산유동화전자단기사채(ABSTB)를 통한 자금조달 등 주목할 만한 사례가 등장
- 2024년 1월에는 기업의 자금조달 기회 확대와 등록유동화제도의 활용도 및 유동화증권 시장의 투명성 제고를 위해 개정된 자산유동화 관련 법률을 시행⁹⁾
 - 자산보유자 요건 완화로 충족하는 기업이 약 3,000개사에서 11,000개사 이상으로 확대될 것으로 예상
 - 또한 유동화 대상자산을 채권, 부동산, 기타의 재산권에서 장래에 발생할 채권과 지식재산권까지 포함했고 비등록 유동화를 포함한 유동화증권의 발행 내역 공시 강화, 자산보유자의 위험보유 제도(Risk Retention) 도입과 같은 규제 강화 요소도 포함

선임연구원 홍지연

7) IFR, 2022. 11. 8, Securitisation industry urges EU regs rethink.

8) 금융감독원, 2025. 1. 31, '24년 ABS 등록발행 실적, 보도자료.

9) 금융위원회·금융감독원, 2023. 12. 27, '24. 1. 12일 개정 「자산유동화에 관한 법률」이 시행됩니다, 보도자료.