

## OPINION

선임연구위원  
장근혁

## Credit Suisse의 위기 발생 및 코코본드 상각의 이해와 시사점\*

SVB(실리콘밸리은행) 사태 이후 글로벌 은행권의 위기가 부각되었고, 특히 글로벌 시스템적 중요 은행(G-SIB)에 포함되는 CS(Credit Suisse)의 파산 가능성이 불거지면서 금융시장의 불안감이 고조되었다. CS는 이전부터 위험관리의 실패와 각종 소송과 과징금으로 인해 어려움을 겪고 있던 상황이었으며, 결국 스위스 금융감독청의 개입하에 UBS에 인수되었다. 이 과정에서 코코본드와 보통주의 상각 순위에 따른 논란과 시장 혼란이 있었지만, bail-in 과정을 거치면서 예금자 손실 없이 구조조정이 빠르게 실행된 사례라고 볼 수 있다. 또한, CS의 부실 발생과정에서 은행 위험관리의 중요성도 주목할 필요가 있다.

국내 은행들의 자본비율 등을 고려할 때 코코본드 상각 가능성이나 은행 위기 발생 가능성은 제한적이라 평가되고 있다. 다만, 최근의 좋지 않은 거시환경이 지속될 가능성이 큰 상황에서 은행들은 위험관리와 내부통제에 더욱 유의하면서 신뢰 유지를 위해 노력해야 한다. 또한 향후 코코본드를 이용한 자본확충에는 조달 비용 상승 등 제약이 발생할 가능성이 있는 만큼 코코본드 발행 규모 관리에도 주의를 기울일 필요가 있다. 금융당국은 자본규제 관련 제도를 정비하고 시장 혼란 발생시에 신속하고 질서있는 대응이 중요하다는 점을 유의해야 한다. 마지막으로 투자자들도 코코본드 투자 시에 원금 상각 가능성 등 다양한 위험을 이해할 필요가 있다.

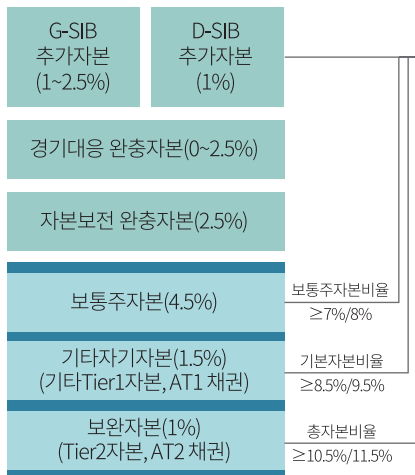
SVB(실리콘밸리은행) 사태 이후 글로벌 은행권의 위험이 커지는 가운데, 이미 부실 우려가 컸던 CS(Credit Suisse)의 위기가 부각되었다. SVB와 달리 CS는 글로벌 시스템적 중요 은행(Global Systemically Important Bank: G-SIB)으로서 세계 경제와 시스템 리스크에 미치는 영향이 크기 때문에, 금융위기에 대한 우려가 확산되면서 금융시장 변동성이 커지고 있었다. 스위스 금융당국의 유동성 지원 결정에도 불구하고 CS의 상황이 악화하자 스위스 금융시장감독청(Financial Market Supervisory Authority: FINMA)의 개입하에 CS는 UBS에 인수되었는데, 이 과정에서 CS의 조건부 자본증권(Contingent Convertible Bond, 이하 코코본드(CoCo Bond))가 상각되었다. 본고에서는 CS의 위기 발생 및 코코본드의 상각 과정에 대해 정리해 보고, 시사점을 논의하려고 한다.

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

### 바젤Ⅲ와 코코본드

글로벌 금융위기 이후 도입된 바젤Ⅲ에서는 위기 발생 시에 은행의 손실 흡수 능력을 제고하고 공적자금 사용을 최소화하기 위해 자본확충 기준이 높아졌다(BCBS, 2011a). 또한, FSB(Financial Stability Board)와 BCBS(Basel Committee on Banking Supervision)는 파산 시에 세계 경제 전반에 충격을 줄 수 있는 대형 은행을 G-SIB으로 지정하고 자기자본 규제와 유동성 규제를 보다 강화하는 등 G-SIB로부터 촉발될 수 있는 시스템 리스크를 체계적으로 관리하는 방안을 제시하였다. 국내 감독 당국도 국내 시스템적 중요 은행(Domestic Systemically Important Banks: D-SIB)을 지정하여 시스템 리스크 모니터링을 강화하고 있다.<sup>1)</sup> <그림1>은 바젤Ⅲ의 자본규제 체계를 보여준다.

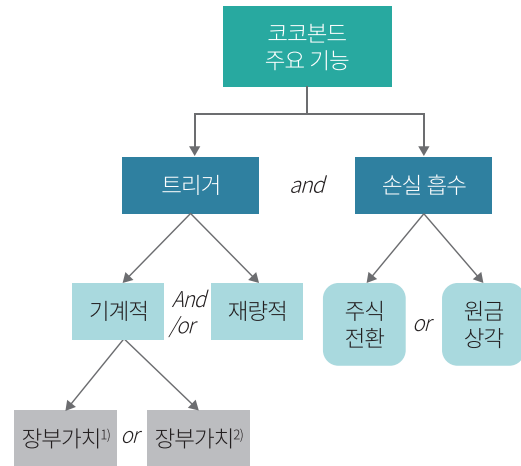
<그림 1> 바젤Ⅲ 자본 규제체계(국내)



주 : 위험가중자산(RWA)에 대한 비율, 일반은행 /D-SIB 규제수준을 표시(D-SIB의 규제수준은 일반은행보다 1%p 높음)

자료: 금융감독원(2015. 6. 4)

<그림 2> 코코본드 구조



주 : 1) 장부가치인 보통주자본비율을 사용  
2) 자산에 대한 주식 시가총액의 비율을 사용

자료: Avdjiev et al.(2013)

바젤Ⅲ에서 위기 시에 상각되거나 보통주로 전환되는 코코본드(CoCo Bond)는 보통주자본(Common Equity Tier1: CET1) 외에 총자본에 포함되는 기타자기자본(Additional Tier1: AT1, 영구채인 경우) 또는 보완자본(Tier2: T2, 후순위채권인 경우)으로 인정받을 수 있다.<sup>2)</sup> 따라서 은행들은 자본확충을 위해 코코본드를 발행해 왔다. 코코본드의 구조는 위기 시에 쉽게 사용될 수 있는 자본의 보완이라는 목적에 따라, ‘손실 흡수’ 메커니즘과 이를 활성화하는 ‘트리거(trigger)’라는 두 가지 요소로 구성된다(Avdjiev et al., 2013; <그림 2> 참고). 코코본드는 보통주로 전환하거나 원금 상각을 통해 손실

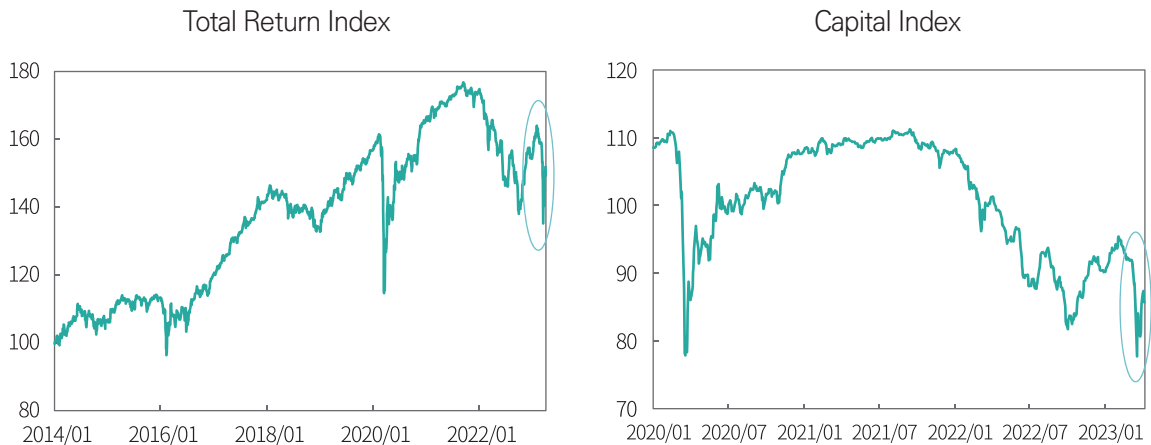
1) BCBS(2011b) 참고, G-SIB 수준(Bucket)에 따라 1~2.5%의 추가 규제자본이 부과됨, 국내의 D-SIB 경우 감독당국은 1%의 추가 규제자본을 부과(금융감독원(2015. 6. 4))

2) Basel III에 따른 보통주 자본, AT1, T2의 인정 요건들은 BCBS(2011a)을 참고, 세부 조건들은 국가마다 차이가 있으며 국내 은행에 대한 사항은 은행업감독업무시행세칙 별표3과 별표3-5를 참고

을 흡수할 수 있으며, 이에 대한 트리거는 기계적인 조건(사전에 정의된 요건) 또는 감독당국의 재량적 판단으로 결정된다. 기계적인 조건은 사용되는 지표에 따라 구분되는데, 장부가치 트리거 조건으로 최소 보통주자본(CET1)비율이 사용되며, 시장가치 트리거 조건으로 자산에 대한 은행 주식 시가 총액의 최소 비율이 사용되기도 한다.<sup>3)</sup>

한편, 주식 전환이나 원금 상각 위험이 있는 코코본드는 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 상품으로 인식되면서 저금리 환경에서 투자자들에게 인기가 있었으며 국내에서도 은행 신탁이나 증권사 소매채권 판매 방식으로 개인투자자들에게 판매되고 있다.<sup>4)</sup> <그림 3>의 왼쪽 ‘Total return’ 그래프를 보면 이번 은행 위기 이전까지 코코본드 인덱스는 높은 누적수익률을 보여 왔지만, CS 은행의 AT1 채권의 상각사건 이후 하락폭이 큰 것으로 나타난다. 따라서 코코본드 투자자들은 원금 상각 가능성, 중도 환매 시 손실 가능성 등 다양한 위험이 있음을 유의하여야 한다.

**<그림 3> 은행(Dveloped Market) 코코본드(AT1) 인덱스**



주 : Markit iBoxx EUR Contingent Convertible Liquid Developed Market AT1  
 자료: Bloomberg

**CS(Credit Suisse)의 위기 발생과 코코본드의 상각**

SVB 사태 이후 뱅크런 우려가 불거지면서 글로벌 은행권의 위기가 고조되었다. 특히 2022년 어려움을 겪었던 CS의 파산 우려가 확대되었는데, 스위스 중앙은행(Swiss National Bank)의 최대 500억 스위스프랑의 유동성 지원 결정(3월 15일)에도 불구하고 CS의 CDS 프리미엄이 1,000bp를 넘는 등 상황이 더욱 악화하였다. 결국 3월 19일 스위스 정부와 금융감독청(FINMA)의 개입 하에 CS는 UBS에

3) 코코본드 발행이 활발한 유럽 은행의 경우 보통주자본비율(CET1) 기준으로 5.125%(Low Trigger) 또는 7.0%(High Trigger)의 트리거 조건이 사용됨  
 4) Avdjiev et al.(2013)에 따르면 소매투자자와 개인 은행(Private Bank), 자산운용사(펀드)가 코코본드의 주요 투자자 그룹임

인수되었는데, 이 과정에서 CS의 AT1 채권(코코본드) 170억달러(160억스위스프랑)가 전액 상각되었다. CS의 AT1 채권의 상각 조건은 CS 그룹의 연결 CET1비율이 7% 이하로 떨어지거나, FINMA가 상각이 필요하다고 결정하거나, CS 그룹의 파산이나 부채의 지급 불능 또는 기타 유사한 상황에 처하는 것을 방지하기 위해 공공부문 자본 지원이 필요한 경우로 정리할 수 있다.<sup>5)</sup> FINMA는 보도자료에서 3번째 요건 중 마지막 부분인 정부(공공부문)의 지원이 필요한 ‘Viability Event’ 발생으로 인하여 상각한다고 명시하고 있다.<sup>6)</sup>

한편, CS의 인수 과정에서 UBS가 CS 주주들에게 32.5억달러를 지불하기로 하였음에도 불구하고 스위스 정부가 보통주보다 선순위로 인식되는 CS의 AT1 채권을 전액 상각한 것에 대해 논란이 일었고, 채권시장의 불안감도 높아지면서 특히 은행 AT1 채권들의 가치가 크게 하락하였다(〈그림 3〉의 오른쪽 그래프 참고). 투자자들을 안심시키기 위해 ECB의 은행감독당국, SRB(Single Resolution Board), EBA(European Banking Authority)는 공동성명을 발표했는데, CS 사례가 일회성이라는 점을 강조하며 “보통주는 손실을 흡수하는 첫 번째 도구이며, 이를 완전히 사용한 후에 AT1을 상각해야 한다.”라고 발표했다.<sup>7)</sup> AT1 채권 투자자들이 스위스 정부가 AT1 채권을 전액 상각한 것에 대해 소송을 준비하고 있는 등 정리될 이슈들이 남아있긴 하지만, G-SIB 중 하나인 CS에 대한 구조조정이 영업을 지속되는(going-concern) 상황에서 bail-in<sup>8)</sup> 방식으로 실행되었다고 평가할 수 있으며, 이후 금융 시장 혼란도 진정된 것으로 볼 수 있다.

한편, 보통주와 AT1 채권의 순위에 대한 논란보다도 CS 사태를 통해 은행 위험관리의 중요성에 주목할 필요가 있다. SVB 사태 이전부터 이미 CS는 시장 신뢰를 잃고 있었다. 2021년 아케고스(Archehos) 펀드와 그린실(Greensil) 캐피탈 사건 등 위험관리의 실패에 따른 손실(72억달러)과 내부 통제 미흡으로 발생한 각종 소송과 과징금, 그리고 2021년부터 지속된 실적 부진<sup>9)</sup>으로 인해 투자자들의 불안감이 증폭되고 자금이 유출되고 있었다. 〈그림 4〉를 보면, CS의 CDS 프리미엄은 이미 2022년부터 상승하고 있었다. CS는 2022년말 증자를 통해 CET1 비율을 14.1%까지 높이고 구조조정을 시행하였지만<sup>10)</sup>, 시장 변동성이 커지고 은행권의 불안감이 고조되는 시기에 위기를 맞이하게 되었다.

5) CS 코코본드 상각 조건 및 이번 상각에 대한 자세한 내용은 위지원·김경근(2023), 박선지 외(2023)를 참고

CS 코코본드 term sheet 예시: <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/investor-relations/financial-regulatory-disclosures/regulatory-disclosures/capital-instruments.html>

6) <https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/> 참고

7) ‘Financial Times, 2023. 3. 21, Who killed Credit Suisse?’ 참고, 스위스는 유럽연합 소속이 아니므로 EU 규정의 적용을 받지 않음

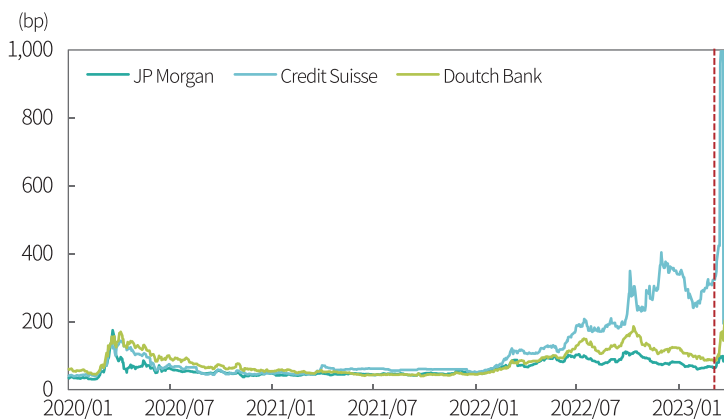
8) ‘bail-in’은 공적자금 지원(bail-out)에 앞서 은행의 주주와 채권자가 손실을 분담하는 방식으로 부실은행을 정리하는 제도임, 코코본드의 상각으로 채권자가 손실을 떠안게 되었고, 스위스 중앙은행은 UBS에게 CS 인수 후에 필요시 최대 1000억달러의 유동성 지원을 약속

9) ‘우리금융연구소, 2022. 11. 8, 크레딧 스위스궤 위기가능성 점검과 시사점, 2장’ 참고, 추가로 지난 3월14일에는 2022년 CS의 재무보고 상 중대한 결함도 발표되었음

10) ‘국제금융센터, 2022. 12. 9, 크레딧 스위스 자본확충 및 평가’ 참고

SVB와 달리 G-SIB에 속하면서 다양한 자산과 부채 및 파생상품 포지션을 보유하던 CS같은 경우에 시장의 신뢰를 잃거나 신용등급이 하락하게 되면, 뱅크런 같은 자금유출 위험이 증가할 뿐만 아니라 장외파생상품이나 자금거래를 수행하지 못하게 되면서<sup>11)</sup>, 정상적인 영업활동 및 위험관리가 더욱더 어려워지고 시장 충격에 취약해지게 된다. 따라서, 은행은 평상시에도 위험관리와 내부통제를 통하여 시장신뢰 회복 및 유지를 위해 노력하여야 한다. 한편, BCBS나 FSB를 중심으로 최근 발생한 뱅크런이나 G-SIB인 CS의 위험관리 실패와 코코본드 상각 과정의 혼란 등으로 인해 향후 제도 정비가 이루어질 것으로 예상된다.

〈그림 4〉 주요은행 CDS 프리미엄 추이



주 : 점선은 2023년 3월 SVB 사태 발생시기  
 자료: Refinitive

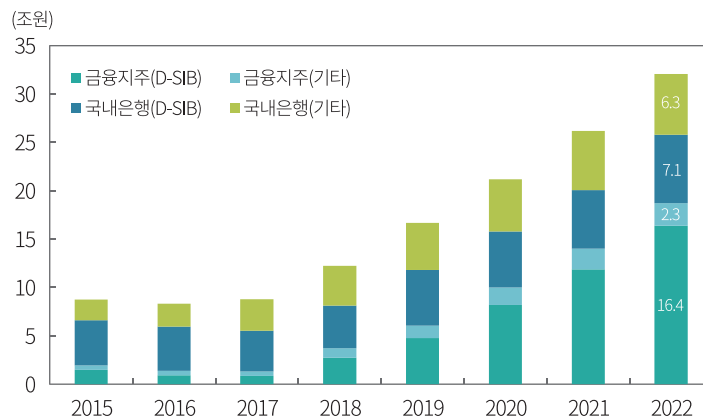
### 국내 코코본드의 상각조건과 은행 및 지주사의 자본비율 현황

국내 은행들도 자본확충을 위해 코코본드를 발행해 왔다. 〈그림 5〉는 국내 금융지주회사 및 은행의 신종자본증권<sup>12)</sup> 잔액 추이를 나타낸다. 2017년부터 증가세가 커졌으며, 2022년말 기준으로 금융지주회사와 은행이 각각 18.7조원, 13.4조원을 기록하였다. 국내 코코본드의 상각 조건은, '발행회사의 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」에 따른 부실금융기관 지정'이다. 부실금융기관 지정의 여러 가지 요건 중 자본비율 조건은 총자본비율, 기본자본비율, 보통주자본비율이 각각 4%, 3%, 2.3%이다(은행업감독규정 제 42조). 따라서, bail-in을 도입한 유럽에 비해 AT1채권의 상각 조건이 더 엄격하다고 볼 수 있다.<sup>13)</sup>

11) 금융사들이 거래상대방 위험 관리를 위해 CS와의 각종 거래를 기피하였음  
 12) 자본 항목 중 '신종자본증권'으로 표기된 항목을 사용, 자본항목에 포함되기 때문에 대부분 코코본드에 해당될 것으로 추정  
 13) 유럽의 코코본드가 부실진행 과정에서 더 일찍 상각조건에 도달함을 의미, 부실금융기관으로 지정 조건과 상각에 대한 자세한 내용은 박선지 외(2023)를 참고

〈표 1〉을 보면 국내 은행의 자본비율은 양호하다고 할 수 있으며, 국내 은행의 코코본드 상각 가능성이나 은행 위기 발생 가능성은 제한적이라 평가되고 있다. 다만, 최근 2022년에는 자본비율이 전년 보다 하락하였고 주요국과 비교시 자본적정성이 상대적으로 미흡하다고 볼 수 있다.<sup>14)</sup> 또한, 최근 금리와 환율의 상승 등으로 금융시장 및 실물경제의 불확실성이 커진 상황임에 유의할 필요가 있다.

〈그림 5〉 국내 은행 및 지주회사 신종자본증권 잔액 추이



주 : D-SIB는 2022년도 기준으로 신한, 국민, 우리, 하나, 농협 등 5개 은행 및 지주  
 자료: 금융감독원 금융통계시스템

〈표 1〉 국내은행 및 D-SIB 자본비율

(단위: %)

비율항목(규제수준) (일반은행/D-SIB)	'21년		'22년		변화('22년-'21년)	
	국내	D-SIB	국내	D-SIB	국내	D-SIB
보통주자본(7/8)	12.99	14.55	12.57	14.38	△0.42	△0.17
기본자본(8.5/9.5)	14.18	15.17	13.88	15.03	△0.30	△0.14
총자본(10.5/11.5)	15.53	17.48	15.25	17.26	△0.28	△0.22

주 : D-SIB는 2022년도 기준으로 신한, 국민, 우리, 하나, 농협 등 5개 은행  
 자료: 금융감독원(2023. 3. 30), 금융감독원 금융통계시스템

14) 2022.9말 보통주자본비율(CET1): (EU) 14.74%, (영국) 15.65%, (미국) 12.37%, (한국) 12.26% (금융위원회·금융감독원 (2023. 3. 16) 참고)

### 요약 및 시사점

SVB 사태 이후 글로벌 은행권의 위기가 부각되었고, 특히 G-SIB에 포함되는 CS 은행의 파산 가능성이 불거지면서 금융시장의 불안감이 고조되었다. CS는 이미 이전부터 위험관리의 실패로 어려움을 겪고 있었던 상황으로 시장 충격에 취약하였으며, 결국 FINMA의 개입하에 UBS에 인수되었다. 이 과정에서 CS의 코코본드가 보통주 자본보다 앞서서 상각된 것으로 인해 논란과 시장 혼란이 있었지만, bail-in 과정을 거치면서 예금자 손실 없이 구조조정이 빠르게 실행된 사례라고 볼 수 있다.

CS 사례에서 다음과 같이 시사점을 정리해 볼 수 있다. 우선, 국내 은행들의 자본비율 등을 볼 때 코코본드 상각 가능성이나 은행 위기 발생 가능성은 제한적이라 평가되고 있다. 다만, 최근의 좋지 않은 거시환경이 지속될 가능성이 큰 상황으로 은행들은 위험관리와 내부통제에 더욱 유의하면서 신뢰 유지를 위해 노력해야 한다. 일단 부실 우려가 불거지게 되면, 시장 충격에 취약해지는 점을 유의해야 한다. 또한 향후 코코본드를 이용한 자본확충에는 조달 비용 상승 등 제약이 발생할 가능성이 있는 만큼 코코본드 발행 규모 관리에도 주의를 기울일 필요가 있다. 감독당국은 자본규제 관련 제도를 정비하고<sup>15)</sup> 시장 혼란 발생시에 신속하고 질서 있는 대응이 중요하다는 점을 유의할 필요가 있다. 마지막으로 투자자들도 코코본드 투자 시에 원금 상각 가능성, 중도 환매 시 손실 가능성 등 다양한 위험이 있음을 유의하여야 한다.

---

15) 경기대응 완충자본과 스트레스 완충자본 도입 등을 발표(금융위원회·금융감독원, 2023. 3. 16)

## 참고문헌

- 금융감독원, 2015. 6. 4, 국내 은행권 시스템적 중요 은행 및 은행지주회사 규제 도입 예정, 보도자료.
- 금융감독원, 2023. 3. 30, '22. 12월말 은행지주회사 및 은행 BIS기준 자본비율, 보도자료.
- 금융위원회 · 금융감독원, 2023. 3. 16, 은행권 손실흡수능력 제고를 위한 건전성 제도 정비방향, 보도자료.
- 박선지 · 지형삼 · 윤기현 · 이강욱 송기중, 2023. 3. 24, Credit Suisse 이슈 쟁점사항과 국내 CoCo본드 손실가능성 점검, NICE신용평가.
- 위지원 · 김경근, 2023. 3. 21, Credit Suisse AT1 Write down Event 관련하여, 국내 AT1 상각 우려에 대한 KIS의 답변, 한국신용평가.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2011a, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2011b, *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement*.
- Avdjiev, S., Kartasheva, A. V., Bogdanova, B., 2013, CoCos: a primer, *BIS Quarterly Review* September.

## OPINION

선임연구위원  
이인형

## 탄소중립 이행을 위한 전환금융의 역할\*

정부는 2023년부터 2027년까지 약 89.9조원의 예산을 투입하여 탄소중립 이행을 추진할 예정이다. 현재 마련되어 있는 녹색금융 체계를 통해 자금 중개와 집행이 예상되지만, 인센티브와 실효성 측면에서 부족하다는 지적이 있다. 탄소배출의 대부분을 차지하는 고탄소산업은 녹색금융에서 배제되기 때문이다. G20 지속가능성 금융 실무그룹은 온실가스 집약 부문은 전환을 위한 금융 접근성이 제약되었던 점을 지적하면서 고탄소산업의 질서 있는 저감 이행을 위한 전환금융 체계 마련을 제안한다. 지속가능성연계 채권이나 대출이 중요한 이행 수단이 될 것으로 예상된다. 반면에 주주 관점에서는 고탄소산업에 대한 투자철회(divestment)보다는 장기적으로 질서 있는 탄소중립 이행을 유도하는 주주참여(engagement) 전략이 유효할 것으로 판단된다. 아울러 탄소 고착화를 방지하는 공시와 인증 체계 마련이 병행되어야 한다.

## 탈탄소 이행 경로

한국은 파리협약에 따른 탄소중립 이행을 위해 2021년에 「기후위기 대응을 위한 탄소중립·녹색성장 기본법」(약칭: 탄소중립기본법)을 발효하였다. 이에 따라 국가 중장비 온실가스 감축 목표가 2030년까지 2018년 대비 40%로 확정되었다. 정부는 목표 이행을 위한 세부 방안을 지난 3월 21일 발표하였다.<sup>1)</sup> 여기에는 연도별 및 부문별 감축목표와 세부 추진과제, 이를 뒷받침하는 부문별 온실가스 감축 정책이 제시되어 있다.

현재 시점에서 2030년까지는 당면하는 감축목표의 강도와 달성 가능성을 고려하면 넉넉한 일정이 아니라는 것이 중론이다. 탄소중립을 위한 정부 정책의 실행은 경제 전반에 걸쳐 온실가스 배출 비용을 증가시켜 기업의 생산비 상승과 부가가치 하락 요인으로 작용할 것이기 때문에 이에 대한 우려도 상존한다. 반면에 탈탄소로 이행과정에서 이행을 가능하게 하는 새로운 기술과 산업의 등장은 이러한 우려를 상쇄하는 요인으로 작용한다. 한국은행의 조사에 따르면<sup>2)</sup> 탈탄소 정책 실행으로 인한 중장기 GDP 변화 경로는 <그림 1>과 같다. 온실가스 감축정책과 동시에 저탄소 기술발전이 병행된다는 전제 하에서 상호 상쇄에 따른 순 GDP변화는 2°C 시나리오 하에서는 -2.7%, 좀 더 적극적인 목표인 1.5°C

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

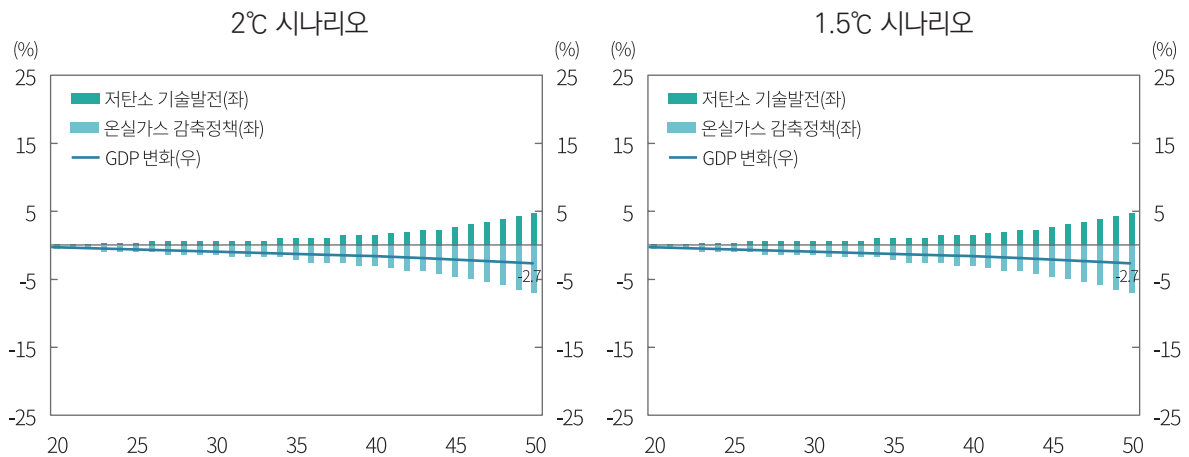
1) '2050 탄소중립 달성과 녹색성장 실현'을 위한 「제1차 국가 탄소중립녹색성장 기본계획(정부안)」

2) 김재윤·정은경, 2021, 기후변화 이행리스크와 금융안정, 한국은행 『조사통계월보』 제75권 제12호.

시나리오 하에서는 -7.4%이다.<sup>3)</sup>

탈탄소 이행에 따른 GDP 변화에 가장 지대한 영향을 미치는 요인은 고탄소산업에 속하는 기업군의 부가가치 하락이다. 탄소 에너지원을 대체하는 재생에너지의 안정적이고 효율적인 공급이 어렵기 때문에 탈탄소 정책에 가장 많은 영향을 받는다.

〈그림 1〉 탈탄소 이행에 따른 GDP 변화 경로



주: X축은 2020~2025년 기간을 나타내고, 2°C 시나리오에서는 GDP 성장률이 연평균 0.09%p 하락, 1.5°C 시나리오에서는 연평균 0.25%p 하락하여 각각 기준연도 대비 2.7%, 7.4% 감소한다.

이들은 주로 1차금속(철강, 금속 주조 등), 전기공급(석탄 발전 등), 비철금속 광물제품(시멘트 등), 화학물질·화학제품(석유화학, 화합물 등), 코크스·연탄·석유정제품(정유 등) 등으로 분류되는 업종으로 「제1차 국가 탄소중립녹색성장 기본계획」의 온실가스 감축목표의 전환부문<sup>4)</sup>과 산업부문에 해당된다. 양 부문의 탄소배출량은 2018년 기준 우리나라 온실가스 총배출량 727.6백만톤CO<sub>2</sub>e의 각각 37%와 36%에 해당한다. 따라서 이들 고탄소산업의 저감 이행이 탄소중립 목표 달성의 핵심이라 할 수 있다.

### 대규모 자원 투입

탄소중립 이행을 위해서는 향후 30년간 막대한 금액의 자금이 필요하다. McKinsey & Company는 2021~2050년 동안 전 세계에 걸쳐 연간 9.2조달러(약 1경 2천조원)가 필요한 것으로 추산한다.<sup>5)</sup>

3) 한국은행의 시나리오 분석은 NGFS(Network for Greening the Financial System)의 기후변화 시나리오에 기반하고 있으며, 이행 리스크와 물리적 리스크가 최소화되는 질서 있는 이행을 전제로 하고 있다.

4) 전기와 열량 발전으로 구성되어 있고, 석탄 및 가스 등의 연료원이 전기와 열에너지로 전환되는 특성이 있어 전환부문이라 한다.

5) McKinsey & Company and Institute of International Finance, 2023, *Financing the Net-Zero Transition: From Planning to Practice*.

이 중 기술 개발과 실제 활용에 필요한 기간을 고려할 경우, 향후 10년간 선제적으로 집중 투자가 필요한 것으로 분석한다. 유럽의 경우는 탄소중립 달성을 위하여 필요한 에너지와 수송 부문 인프라에 필요한 투자는 향후 15년(2021~2035년) 동안 연간 3,400억유로(약 490조원)로 추산한다.<sup>6)</sup>

일본은 경제산업성이 2022년 12월에 발표한 「GX 실현을 향한 기본 방침(안)」에서 일본의 녹색 전환(Green Transformation, GX)에 필요한 금액을 향후 10년간 연간 17조엔(약 169조원)으로 설정하였다. 일본 정부는 민간의 투자를 유도하고 선도적 투자를 위해 일차적으로 20조엔 규모의 전환채권(transition bond)을 발행하여 즉시 집행할 계획이다. 전환채권의 상환 재원은 장기적으로 계획하고 있는 탄소세 부과와 탄소가격 정상화 추진과 병행되는 온실가스 배출권 유상 할당에서 발생하는 수입으로 충당할 계획이다.

한국은 「제1차 국가 탄소중립녹색성장 기본계획」에서 향후 5년간(‘23~‘27년) 약 89.9조원 규모의 예산을 투입할 계획임을 밝히고 있다. 탄소중립 산업 핵심기술 개발(산업 부문), 제로에너지·그린리모델링(건물 부문), 전기차·수소차 차량 보조금(수송 부문) 등 온실가스 감축 사업에 54.6조원, 기후 적응 분야 19.4조원, 녹색산업 성장 6.5조원이 각각 투입될 계획이다.

국가별 자금조달 계획은 궁극적으로 탄소중립을 달성하는 데 있다. 그러나 현재의 지속가능성 금융 범주에 있는 녹색금융과 택사노미는 탄소중립을 달성하는데 인센티브와 실효성 측면에서 미흡한 부분이 있다.

### 전환금융(Transition Finance) 체계 마련의 필요성

환경 증진과 기후변화 대응을 위한 금융을 일반적으로 녹색금융으로 지칭하고 있다. 녹색금융 활성화와 그린워싱 방지를 위하여 녹색 경제활동의 분류 체계인 그린 택사노미도 마련되어 있다. 그러나 탄소배출의 대부분을 차지하는 고탄소 부문은 녹색금융에서 배제되기 때문에 이 부문의 전환이 전제되지 않고서는 2050년 탄소중립 달성이 현실적으로 불가능하다.

OECD는 전환금융을 “신빙성 있는 이행 계획하에 파리협약과 일관된 넷제로 전환을 실행하기 위해 기업이 조달하거나 집행하는 금융”으로 정의하고 있다.<sup>7)</sup> 일본의 「GX 실현을 향한 기본 방침(안)」은 전환금융을 “기업의 탄소중립 목적을 달성하기 위하여 장기간의 전환을 지원하는 금융”으로 설명하고 있다. G20 지속가능성 금융 실무그룹은 2022년 보고서<sup>8)</sup>에서 지금까지의 지속가능성 금융은 ‘순수한 녹색’ 활동에만 집중되었고, 온실가스 집약 부문은 전환을 위한 금융 접근성이 제약되었던 점을 지적

6) Klaaßen, L., Steffen, B., 2023, Meta-analysis on necessary investment shifts to reach net zero pathways in Europe, *Nature Climate Change* 13(1), 1-9.

7) OECD, 2022, *OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plan*.

8) G20 Sustainable Finance Working Group, 2022, *2022 G20 Sustainable Finance Report*.

하면서 고탄소산업의 질서 있는 저감 이행을 위한 전환금융 체계 마련을 제안한다.

해당 체계는 택사노미와 공시 그리고 인증이 객관적이고 투명하게 이루어질 수 있도록 마련되어야 한다. 택사노미는 탄소중립으로의 전환을 가능하게 하는 경제활동과 투자활동을 인식할 수 있게 하여 전환위싱(transition-washing)<sup>9)</sup>을 방지할 수 있어야 한다. 기업은 파리협약의 넷제로 달성을 위한 계획을 객관적이고 투명하게 공시해야 하고 동시에 이러한 사실을 과학적으로 확인하여 인증하여야 한다.

### 탄소중립을 위한 금융중개의 속성

탄소중립을 위한 전환은 장기간에 걸친 이해관계자의 사회경제적 선호를 반영하는 정책에 영향을 받는다. 아울러 전환을 가능하게 하는(transformative) 기술 개발은 과학적 진화의 산물이기 때문에 전환 과정은 불확실성을 내포하고 있다. 전환금융은 이러한 속성을 반영해야 한다.

현재까지 전환을 목적으로 한 금융 상품은 크게 일반 채권, 지속가능성연계 채권, 지속가능성연계 대출로 구분된다.<sup>10)</sup> 이들 상품은 자금 집행의 목적성과 결과 인증에 따른 유인체계 부합성이 계약으로 강제될 수 있는 성격을 갖고 있다. 예를 들어 탄소 연료를 사용하는 발전소가 탄소포집 기술 개발을 위한 자금조달을 목적으로 지속가능성연계 채권을 발행한 경우, 금리 조건이 포집 결과의 실효성과 연계되는 경우이다. 발행 금리는 직접적으로 기업의 자본비용(cost of capital)에 영향을 주기 때문에 기업의 행동 변화를 유인한다는 측면에서 효과적이다. 또한 관계형 금융중개(relationship-based banking) 형태의 지속가능성연계 대출은 장기적 관점에서 기업들의 저탄소 사업 전환을 유도할 수 있도록 맞춤형 상품 및 서비스를 지원할 수 있어서 전환금융의 속성을 담고 있다고 할 수 있다.

반면 주주 관점에서는 고탄소 기업군에 대한 배제 전략(negative screening)을 주로 채택하였다. 그러나 이러한 투자철회(divestment) 정책은 기업의 행동 변화 유도와 실효적인 탄소 감축에 효과가 미미한 것으로 알려져 있다. 고탄소 업종이라는 이유로 포트폴리오에서 배제된 종목은 수요의 가격탄력성이 큰 경우, 큰 가격 변화 없이 다른 포트폴리오에 편입되어 자본비용에 유의미한 영향을 미치지 않기 때문이다.<sup>11)</sup> 대체된 투자자는 기후변화에 대한 선호가 무차별적이어서 기업의 탄소중립을 유도하는 유인이 상실된다. 세계에서 가장 규모가 큰 국부 펀드 중 하나인 노르웨이의 GPF(Government Pension Fund Global)는 2014년 정책 보고서<sup>12)</sup>를 통해 주주가 긴 호흡을 갖고 화석연료를 생산하거

9) 고탄소산업의 신규 투자가 저감보다는 기존의 고탄소 공정의 효율화를 목적으로 한다면 이는 오히려 장기적으로 고탄소 고착화(GHG intensive lock-in)를 초래하는 경우를 예로 들 수 있다.

10) Tandon, A., 2021, Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments, OECD Environment Working Papers No.179.

11) Berk J. B., van Binsbergen, J. H., 2021, The impact of impact investing, Research Papers 2981, Stanford University, Graduate School of Business.

12) Skancke, M., Dimson, E., Hoel, M., Kettis, M., Nystuen, G., Starks, L., 2014, Fossil-fuel investments in the Norwegian Government Pension Fund Global: Addressing climate issues through exclusion and active ownership, A

나 이용하는 기업들과 주주참여(engagement)를 통해 질서 있는 탈탄소 이행을 유도하는 것이 주주가치 증대에 부합한다고 밝히고 있다. 한국의 국민연금도 책임투자 원칙과 수탁자 책임 활동에 관한 지침에 따라 주주참여 관점에서 기후 문제에 접근하는 것을 고려할 필요가 있다.

### 시사점

국내 탄소중립에 관한 정책은 탄소중립기본법을 근간으로 하고 있다. 법 제58조(금융의 지원 및 활성화)에서 탄소중립을 위한 재원 조성, 금융상품의 개발, 민간투자 활성화, 탄소중립 관련 정보 공시제도 강화, 탄소시장 거래 활성화의 필요성을 적시하고 있다. 전환에 필요한 막대한 자금의 동원과 이의 효율적인 중개를 위해서 탄소중립과 녹색성장 추진을 위한 주요 정책 및 계획과 그 시행을 담당하는 탄소중립녹색성장위원회에서 금융이 핵심적인 논제로 자리 잡아야 할 필요가 있다.

ZOOM  
-IN

## 최근 행동주의펀드 현황 및 국내 시사점

- 행동주의펀드는 기업 주식을 매수하여 주주의 지위를 확보한 후 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 이익을 추구하는 펀드
- 글로벌 행동주의펀드 활동은 2018년 이후 감소하다가 2022년 전년대비 증가하며 코로나19 이전 수준을 회복
- 국내에서도 행동주의펀드의 대상이 되는 기업이 크게 증가한 가운데, 국내 행동주의펀드 활동이 활발해지는 추세
- 최근 국내 행동주의펀드는 사외이사 선임, 배당증액 등 지배구조 개선 및 주주환원 정책과 관련된 다양한 주주제안으로 참여
- 국내 행동주의펀드 활동이 활발해지면서 행동주의펀드의 경영 관여가 단기적인 성과뿐 아니라 기업지배구조 개선과 장기적인 주주가치 제고로 이어지는지에 대한 객관적이고 엄밀한 연구 및 검토가 필요

- 행동주의펀드는 기업 주식을 매수하여 주주의 지위를 확보한 후 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하여 이익을 추구하는 펀드
  - 주주행동주의(shareholder activism)는 사모펀드 및 기관투자자, 소액주주와 같은 주주들이 기업의 다양한 경영 현안에 대한 의사결정에 적극적으로 개입하며 이익을 추구하는 활동을 의미
    - 다른 기업과의 인수 합병(M&A)이나 자사주 매입, 배당 확대, 재무구조 개선, 사외이사 확충 요구와 같은 전략 등을 기업에 요구
  - 주주행동주의는 기관투자자나 헤지펀드의 경영 관여, 위임장 대결(proxy fight), 개인투자자의 주주제안 등으로 구분
    - 헤지펀드와 사모펀드의 목적은 기업 매각, 구조조정 등을 통해 기업가치를 신속하게 높이는 데 있고 노동조합, 공적연기금, 뮤추얼펀드 등의 투자기관은 주로 지배구조 개선을 위한 목적으로 사외이사나 감사위원 선임과 관련된 전략을 요구<sup>1)</sup>
  - 이러한 주주행동주의를 실천하는 펀드를 행동주의펀드라고 하며 주로 저평가된 기업이나 기관 투자자 보유비율이 높은 기업을 대상으로 가치를 끌어올리기 위해 주주로서 경영에 관여

1) 안수현, 2020, 주주행동주의(Shareholder Activism)의 순기능 강화를 위한 몇가지 논의, 『경영법률』 30(3), 247-296.

- 행동주의펀드는 특정 기업의 주식을 대량으로 매수하여 주주로 등재된 이후 의결권 행사 등 다양한 전략을 통하여 기업가치 증대를 위한 전략을 추구하는 펀드
- 비교 대상이 되는 동종업계 기업(peer group)에 비해 저평가되어 있고 해당 기업의 문제점을 해결하면 기업가치 증대가 예상되는 경우 행동주의 대상 기업이 될 수 있음

#### □ 글로벌 행동주의펀드 활동은 2018년 이후 감소하다가 2022년 전년대비 증가하며 코로나19 이전 수준을 회복

- 미국 투자은행 라자드(Lazard)에 의하면 글로벌 행동주의 캠페인은 2018년 이후 감소추세를 보이며 2021년에는 173건까지 감소했으나 2022년 전년대비 36% 증가<sup>2)</sup>
  - 2020~2021년은 코로나19의 여파로 실적이 악화됨에 따라 여러 기업들이 비상 운영체제에 들어가면서 행동주의펀드 활동이 둔화<sup>3)</sup>
  - 하지만 이러한 코로나19의 대유행으로 둔화되었던 행동주의펀드 활동은 각국의 긴축정책으로 글로벌 증시가 악화되면서 다양한 기업경영상의 문제가 나타났고 이러한 점이 행동주의펀드에게는 기회가 됨
  - 2022년 글로벌 행동주의펀드가 진행한 캠페인은 235건으로 2018년 249건 이후 최고치를 기록
- 글로벌 행동주의펀드 활동 목적으로는 M&A와 이사선임이 70% 이상의 비중을 차지
  - 행동주의펀드의 캠페인은 M&A 목적이 가장 큰 43%의 비중을 차지했고 이사선임이 30%인데 이어 자본배분, 전략/운영, 지배구조 순으로 진행
- 2022년 행동주의펀드 캠페인은 미국에서 가장 많이 진행되었으며, 아시아 지역에서는 일본에서 가장 활발
  - 지역별로는 미국에서 135건으로 전년대비 41% 증가했고 유럽지역에서는 20% 증가하며 60건을 기록하였으며 아시아태평양 지역은 40건을 기록
  - 특히 미국에서 시행된 2022년 9월 'Universal Proxy Card Rule'<sup>4)</sup>은 이사선임에 대한 선택의 폭이 확대되는 방향으로 의결권 행사 방식이 변화하면서 주주행동주의 활동 증가를 견인
  - 일본의 경우 2000년 적대적 공개매수로 인한 주주행동주의가 나타난 이후 기업지배구조 코드, 스튜어드십코드 개정을 거치며 행동주의펀드 활동이 활발해지면서 행동주의펀드의 투자 선호 지역으로 인식<sup>5)</sup>

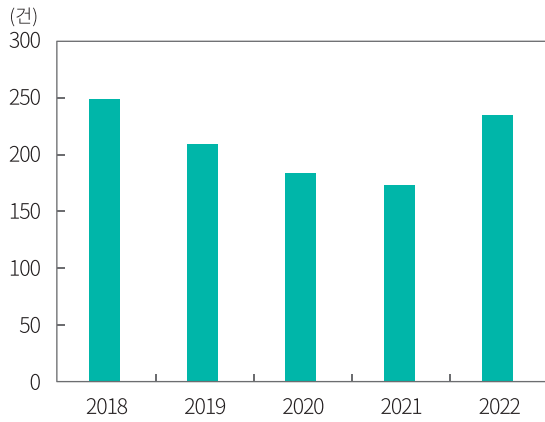
2) Lazard, 2023, *Lazard's Review of Shareholder Activism 2022*.

3) WSJ, 2020. 3. 29, *Activists lay down their arms as companies cope with coronavirus spread*.

4) 기존에는 이사 선임시 경영진측의 이사진과 주주측 이사진 중 채택하는 방식이었으나, Universal Proxy Card Rule에 따르면 전체 이사 후보 중 개별 후보자를 직접 선택할 수 있음(SEC, 2021. 11. 17, *SEC adopts new rules for universal proxy cards in contested director elections*)

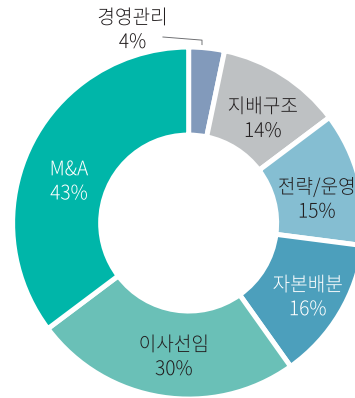
5) 여필림, 2020, *일본 주주행동주의와 상장기업의 지배구조 개선*, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2020-07호.

〈그림 1〉 글로벌 행동주의 캠페인 추이



자료: Lazard(2023)

〈그림 2〉 글로벌 행동주의 캠페인 목적별 비중



주 : 2022년 1~3분기 기준

자료: Lazard, 2022, *Quarterly Review of Shareholder Activism-Q3 2022*

□ 국내에서도 행동주의펀드의 대상이 되는 기업이 크게 증가한 가운데, 국내 행동주의펀드 활동이 활발해지는 추세

- 행동주의펀드의 대상이 되는 국내 기업도 2019년 이후 증가하며 2022년에는 전년대비 크게 확대
  - Insightia에 따르면 2017년 3개에 불과했던 행동주의펀드 대상 기업이 2021년에는 27개, 2022년에는 47개로 급증
- 과거 국내에서는 1997년 아시아금융위기 이후 증권시장을 개방하면서 국내 기업을 목표로 한 외국계 경영참여형 헤지펀드의 활동이 시작되었고 주로 대기업이 행동주의펀드의 대상이 됨
  - 1999년 미국 헤지펀드 타이거펀드 SK텔레콤 지분 취득 후 경영진 교체 및 사외이사 제도 도입을 요구하며 적대적 M&A를 시도하다가 이듬해 6,300억원의 시세차익을 얻은 후 지분을 모두 매도
- 이후에도 외국계 헤지펀드의 국내 기업에 대한 지배구조 개선 명목의 경영 개입이 계속되며 국내 행동주의펀드보다는 해외 펀드들의 활동이 활발
  - 이때 외국계 행동주의펀드들이 수백억원에서 수천억원까지 시세차익을 실현하자 단기차익에만 급급하여 기업의 지속가능성과 장기적 성장을 원하는 일반 주주들의 이익을 훼손시킬 수 있다는 우려가 확산<sup>6)</sup>

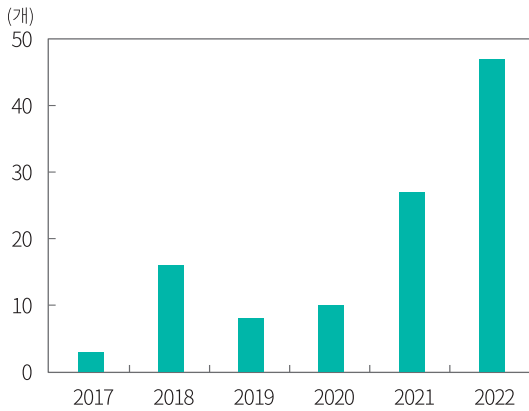
6) 최준선, 2019, 주주행동주의에 대한 대응 방안, 『기업법연구』 33(3), 253-298.

〈표 1〉 외국계 행동주의펀드의 국내 기업 대상 주요 사례

연도	행동주의펀드	대상기업	내용
1999	타이거펀드	SK텔레콤	경영진 교체, 사외이사 제도 도입
2003	소버린 자산운용	(주)SK	경영진 사퇴, 부실계열사 지원 반대
2004	헤르메스 인베스트먼트	삼성물산	삼성전자 지분 매각
2005	칼 아이칸	KT&G	인삼공사 매각, 부동산 처분
2015	엘리엇 매니지먼트	삼성물산	제일모직과 합병 반대
2018	엘리엇 매니지먼트	현대차그룹	현대모비스와 현대자동차 합병 요구
2020	화이트박스	LG	계열사 분리 반대

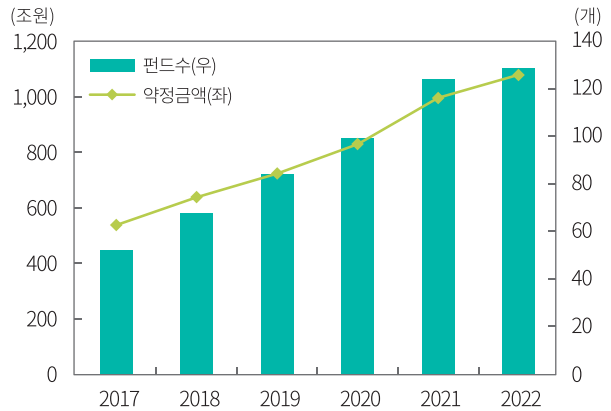
- 하지만 2016년 스투어드십코드가 도입되면서 주주환원 정책이 강화됨에 따라 국내 행동주의 펀드 활동이 증가
  - 국내 행동주의펀드는 2006년에 처음 도입되었고 그 이후 다양한 펀드가 출시되긴 했지만 활동이 부진하다가 스투어드십코드가 도입되면서 본격화
  - 특히 국민연금이 2018년 7월 스투어드십코드 도입을 발표하면서 주주권 강화로 행동주의펀드 활동이 더욱 활발해지는 추세
  - 또한 2020년 12월 개정된 감사위원회 분리선출과 최대주주의 의결권 3% 제한 규정으로 행동주의펀드가 원하는 감사나 감사위원 후보가 선임될 가능성이 높아지고, 경영참여 목적의 사모펀드가 투자 대상 기업 주식을 10% 이상 취득해 6개월 이상 보유해야 하는 의무가 없어지면서 행동주의 움직임이 강화
- 국내 경영참여형 사모펀드는 크게 증가하여 2018년 580개에서 2021년 1,000개를 넘기며 2배 가량 증가했고 2022년 3분기 기준 1,094개를 기록
  - 2021년 신설된 사모펀드는 211개로 역대 최다를 기록했고 약정금액도 2022년 3분기 124.3조원 규모

〈그림 3〉 국내 행동주의펀드 대상 기업 수 추이



자료: Insightia

〈그림 4〉 국내 경영참여형 사모펀드 규모



자료: 금융감독원

□ 최근 국내 행동주의펀드는 사외이사 선임, 배당증액 등 지배구조 개선 및 주주환원 정책과 관련된 다양한 주주제안으로 참여

- 2023년 정기주주총회에서는 2022년에 이어 행동주의펀드의 주주권 행사가 활발하게 진행<sup>7)</sup>
  - 서스틴베스트 조사에 의하면 2023년 정기주주총회에서는 주주제안에서 관찰되는 특징으로 총수일가 내분에 따른 경영권 분쟁 성격의 주주제안보다는 행동주의펀드나 소액주주 등의 일반주주가 제기하는 이사 및 감사 선임, 정관변경, 지배구조 관련 안건과 배당 등의 안건이 증가
- 최근 국내 기업을 대상으로 지배구조 개선과 주주가치 제고를 목적으로 다양한 전략을 요구하는 국내 행동주의펀드 활동이 활발해지는 추세
  - 최근 SM엔터테인먼트에 대해 사모펀드 얼라인파트너스는 경영진 개인회사와의 내부거래를 지적하며 지배구조 개선을 요구한 끝에 SM은 해당 회사와 계약을 종료하고 사외이사 비율 확대 및 이사회 내 내부거래위원회와 보상위원회 설치를 이끌어냄
  - 트리스톤 자산운용은 태광산업이 계열사인 흥국생명 유상증자에 참여하는 것에 대해 태광산업의 일반주주가 피해를 본다며 반대하여 결국 무산시킴
  - 이 외에도 KT&G, BYC 등 여러 기업들도 지배구조 개선 및 주주가치 제고를 위한 목적으로 국내 행동주의펀드의 대상이 됨

7) 서스틴베스트, 2023. 2. 9, 2023년 정기주주총회 시즌 프리뷰.

〈표 2〉 국내 행동주의펀드 주요 사례

연도	행동주의펀드	대상기업	목적
2006	장하성펀드	태광산업, 한솔제지, 대한화섬, 크라운제과, 화성산업, 동원개발	이사선임, 이사회 독립성 등 지배구조 개선
2018	KCGI	한진칼	지배구조 재편, 부채비율 개선
2019	KB주주가치포커스	SM엔터테인먼트	라이크기획과의 합병 및 배당
2022	안다 자산운용	SK케미칼	SK바이오사이언스 지분 매각
		KT&G	사외이사 후보 추천, 배당 확대, 인삼공사 분할
	얼라인 파트너스	SM엔터테인먼트	라이크기획 계약 종료, 사외이사 비율 확대
		JB금융지주	배당 확대 및 사외이사 선임
	라이프 자산운용	(주)SK	자사주소각
	트러스트 자산운용	BYC	내부거래 공정성
		태광산업	흥국생명 유상증자 참여 중단
VIP 자산운용	아세아시멘트	배당확대 및 자사주소각	

□ 국내 행동주의펀드 활동이 활발해지면서 행동주의펀드의 경영 관여가 단기적인 성과뿐 아니라 기업 지배구조 개선과 장기적인 주주가치 제고로 이어지는지에 대한 객관적이고 엄밀한 연구 및 검토가 필요

— 국내 기업들을 대상으로 한 행동주의펀드의 활동이 과거에는 외국계 행동주의펀드가 대기업 중심었던 것과는 달리 최근 국내 행동주의펀드는 중소기업을 대상으로도 하며 경영에도 깊이 관여하는 양상을 보임

- 과거에는 행동주의펀드들이 기업들의 합병, 구조조정, 경영진 교체, 자사주 매입 등을 통해서 기업가치 제고에 주력한 반면 최근 행동주의펀드들은 이사회 의석을 차지하여 기업의 경영전략에 깊이 관여<sup>8)</sup>

— 따라서 행동주의펀드의 적극적 활동이 기업 경영에 막대한 영향을 미칠 수 있는만큼 기업의 단기적인 주가상승이나 성과뿐 아니라 장기적인 가치에도 긍정적인 영향을 미치는지 분석해볼 필요

선임연구원 홍지연

8) LG경제연구원, 2018. 11. 2, 최근 행동주의 투자자들의 활동 사례와 시사점.

ZOOM  
-INSEC의 ABS 발행 참가자에 대한  
이해충돌거래 금지 규칙 제안의 주요 내용

- 2023년 1월, SEC는 ABS 발행 참가자가 일정 기간 동안 ‘투자자들의 이해와 충돌하는 거래’를 행하는 것을 금지하는 규칙을 도입하기로 의결하였으며, 이에 따라 ABS 발행 참가자는 ABS 판매 후 1년 동안은 해당 증권을 공매도하거나 CDS와 같은 파생상품을 활용하여 해당 증권 가격이 하락하는 경우 이익이 발생하는 거래를 하는 것이 금지됨
  - 이번에 제안한 규칙은 위험 완화를 위한 헤지 활동, 선의의 시장 조성 활동, 유동성 공급 약정 등을 따르는 경우는 예외로 하고 있으며, 패니메이와 프레디맥이 발행하는 MBS의 경우 저위험 인 정부보증채로 간주, 투자자들의 이해와 충돌할 가능성이 작다고 보고 예외 대상에 포함
  - SEC는 이번 규칙이 투자자들과 시장에 이익이 될 것으로 보고 있으나, 본 규칙이 합법적인 영업활동을 방해하는 것이라는 업계의 반발이 있을 수 있다는 우려 존재
- 2023년 1월, SEC는 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS) 발행 참가자가 일정 기간 동안 ‘투자자들의 이해와 충돌하는 거래(conflicted transaction)’ 행위를 금지하는 규칙을 도입하기로 의결<sup>1)2)</sup>
- 2008년 발생했던 글로벌 금융위기는 서브프라임 모기지를 기초자산으로 하는 ABS의 부실에서 발생
  - 당시 은행들은 여러 개의 서브프라임 모기지로 구성된 파생상품을 판매하였으며, 트레이더들 중 일부는 해당 금융상품의 가치가 하락할 경우 이익이 발생하는 투자를 진행함으로써 투자자들의 이해와 충돌하는 거래 행위라는 논란이 발생
  - 이번 SEC의 규칙 도입은 2010년에 의회를 통과한 도드-프랭크법에 따른 것
    - 2010년 미국 의회에서 도드-프랭크법이 통과되면서 규제기관들은 ABS 발행 참가자들이 투자자들의 이해와 충돌하는 거래를 금지해야 하게 되었으며, 이에 따라 SEC는 2011년에 본 규칙을 시행하고자 하였지만 월가의 반대로 인해 시행하지 못했음

1) SEC, 2023, *Prohibition Against Conflicts of Interest in Certain Securitizations*.

2) 이번에 제안한 규칙이 해결하고자 하는 문제의 대표적인 예시는 Abacus 2007-AC1으로 알려진 골드만삭스 그룹이 행한 2007년 거래로, 서브프라임 모기지의 기초자산으로 되어 있는 채권가격이 하락할 것이라는 데에 베팅하고자 했던 헤지펀드 Paulson&Co.의 요청으로 성사됨. 골드만삭스는 해당 증권의 가치가 하락한다는 것에 헤지펀드가 베팅한 사실을 알리지 않았으며, 투자자들이 이와 반대되는 결과를 기대하고 해당 증권에 투자하는 것을 방관함. 거래 세부 사항이 밝혀지자 SEC는 사기혐의로 골드만삭스를 고소하였으며, 최종적으로 골드만삭스가 5억 5천만달러의 벌금을 납부하는 것에 합의하면서 일단락됨. 골드만삭스는 혐의를 인정하지도 부인하지도 않았으며, 더 많은 정보를 공개하지 않은 것은 실수였다고 말함(Bloomberg, 2023. 1. 26, Wall street trades in asset-backed securities face SEC scrutiny for conflicts.)

□ 이번 제언한 규칙에 따르면 ABS 발행 참가자는 ABS를 판매한 후 1년 동안은 해당 증권을 공매도 하거나 CDS와 같은 파생상품을 활용하여 해당 증권 가격이 하락하는 경우 이익이 발생하는 거래를 하는 것이 금지됨

- (ABS 정의) ABS는 1934년 증권거래법에 정의된 ABS(등록 및 미등록 상품<sup>3)</sup> 모두 포함) 및 합성 ABS(synthetic ABS)도 포함
  - SEC는 이번에 제언한 규칙에서 합성 ABS에 대해 정의하지는 않았지만, 과거 합성유동화 증권(synthetic securitization)을 '자산풀에 속하지 않은 자산 또는 자산풀의 일부에 속하지 않은 자산에 대한 익스포저를 생성하도록 설계된 증권'이라고 설명한 바 있음<sup>4)</sup>
  - 현재 합성 ABS의 범위를 결정하기 위해 업계 의견을 수렴 중
- (적용 대상) ABS 발행 참가자: 중개인(placement agents), 인수자(underwriter), 최초 매수자(initial purchaser), 스폰서
  - 중개인, 인수자: 발행인 또는 매도증권 보유자와의 합의에 따라 발행인 또는 매도증권 보유자로부터 판매(distribution)를 위해 증권을 매수하고, 발행인 또는 매도증권 보유자를 대리하여 해당 증권의 유통을 관리·감독하는 자
  - 최초 매수자: 발행인 또는 매도증권 보유자와의 합의에 따라 재판매를 목적으로 발행인 또는 매도증권 보유자로부터 증권을 구매하는 자
  - 스폰서: ① 디렉팅 스폰서(directing sponsor): ABS의 구조, 디자인, 유동화자산풀의 구성을 지시하는 자, ② 계약상 권리 스폰서(contractual rights sponsor): ABS의 구조, 디자인, 유동화자산풀의 구성을 수행할 계약상 권리를 가진 자로 구분하며<sup>5)</sup>, 이들의 계열사 및 자회사도 스폰서에 포함
- (금지 거래) ABS 발행 참가자가 될 것이라는 합의에 도달했거나 합의에 도달하기 위해 실질적인 조치를 취한 경우, 이들은 해당 ABS의 최초 판매 마감일 이후 1년 동안 '투자자들의 이해와 충돌하는 거래' 수행을 금지하며, 투자자들의 이해와 충돌하는 거래는 아래의 두 가지 구성 요소를 포함하는 것으로 정의
  - (구성 요소 1) ① ABS 공매도, ② ABS 발행 참가자가 해당 ABS와 관련하여 불리한 사건이 발생했을 때 이익이 발생하도록 하는 CDS 또는 기타 신용파생상품의 매수, ③ ABS 발행 참가자가 관련 ABS 이외의 금융상품을 매수 또는 매도하거나, ABS 발행 참여자가 실제적, 예상적, 잠재적인 이익을 얻을 수 있는 거래<sup>6)</sup> 중 하나에 속하는 거래 체결
  - (구성 요소 2) 해당 ABS 거래가 합리적인 투자자의 투자 의사 결정에 중요한 고려 대상인지 여부

3) 합성유동화증권은 주로 ABS에 포함되지 않은 자산이나 지수의 성과에 기초하기 때문에 ABS 공시 규정 Regulation AB를 따르는 등록 및 보고 의무가 없는 경우가 다수임. 2004년 Regulation AB 1513-14 Release는 Regulation AB의 정의를 충족하지 못하는 ABS의 경우 추가적 또는 다른 방법을 통한 등록 및 보고가 더 적절할 수 있으며 합성유동화증권이 그 예임을 명시함

4) Regulation AB Section III.A.2.

5) Regulation AB에서는 스폰서를 단순히 주관사(organizer)로 보고 있으나 이번 제언에서는 스폰서를 이보다 확장하여 정의

6) ABS의 시장가치 하락, 원금 손실, 채무 불이행, 조기 상각, 자산풀의 부정적인 성과(adverse performance) 등의 발생으로 인해 ABS 발행 참가자가 실제적, 예상적, 잠재적 이익을 얻을 수 있는 거래

□ 이번 제언한 규칙은 위험 완화를 위한 헤지 활동, 선의의 시장 조성 활동, 유동성 공급 약정 등을 따르는 경우는 예외로 하고 있으며, 패니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)이 발행하는 주택저당증권(Mortgage-Backed Securities: MBS)도 예외 대상에 포함

— (위험 완화를 위한 헤지 활동) 유동화 활동(유동화할 자산의 생성 또는 취득 포함)에서 발생하는 위험 완화를 위한 헤지 활동에 대해 다음과 같은 경우에만 허용

- ① 위험 헤지 활동의 시작 시점 및 후속 조정 시점에서의 헤지 활동이 ‘유동화 참가자의 포지션, 계약, 기타 보유와 관련하여 발생하는 하나 이상의 특정하고 식별할 수 있는 위험을 회피하거나 효과적으로 완화’할 수 있도록 설계된 경우
- ② 위험 헤지 활동의 허용 및 금지 여부가 유동화 참가자에 의해 지속적으로 재측정되는 경우<sup>7)</sup>
- ③ ABS 발행 참가자의 위험 헤지 활동을 식별, 문서화, 모니터링할 수 있는 합리적인 정책 및 절차가 존재하고, 허용된 헤지 활동에만 유동화 참가자가 참여할 수 있도록 하는 내부 컴플라이언스 프로그램을 수립하고 시행하는 경우

— (선의의 시장 조성 활동) ABS 및 유동화 자산(underlying asset)에 기초한 금융상품과 관련하여 ABS 발행 참가자의 선의의 시장 조성 활동은 다음과 같은 경우에만 허용

- ① ABS 발행 참가자가 상업적으로 합리적인 가격으로 해당 금융상품을 매수 및 매도하는 경우
- ② ABS 발행 참가자의 시장 조성 관련 활동이 거래상대방의 합리적으로 예상되는 단기 수요를 초과하지 않도록 설계된 경우
- ③ 시장 조성 관련 활동을 수행하는 개인에 대한 보상 약정이 투자자의 이해와 충돌하는 거래를 장려하지 않도록 설계된 경우
- ④ ABS 발행 참가자가 관련 법률 및 자율규제조직의 규칙에 의해 시장 조성 활동에 종사할 수 있는 허가를 받았거나 등록된 경우
- ⑤ ABS 발행 참가자의 시장 조성 활동이 시장 관련 위험을 신속하게 완화하기 위한 절차를 입증하는 서면 정책, 절차 및 유동화 참가자가 허용된 시장 조성 활동에만 참여하도록 내부 컴플라이언스 프로그램을 수립하고 시행하는 경우

— (유동성 공급 약정) 유동성을 제공할겠다는 유동화 참가자의 약속에 따라 이루어진 ABS의 매수 또는 매도

— SEC는 패니메이와 프레디맥이 발행하는 MBS를 저위험 정부보증채로 간주, 투자자들의 이해와 충돌할 가능성이 작다고 보고 예외 대상에 포함

□ SEC는 이번 규칙이 투자자들과 시장에 이익이 될 것으로 보고 있으나, 본 규칙이 합법적인 영업활동을 방해하는 것이라는 업계의 반발이 있을 수 있다는 우려 존재<sup>8)</sup>

— 게리 겐슬러 SEC 의장은 “이번 규칙은 금융위기 이후 의회의 금융개혁 비전의 미완성을 해결하기 위한 것이며, 이번 조치가 투자자들과 시장에 이익이 될 것”이라는 내용의 성명을 발표

7) 위험 헤지 활동이 투자자들의 이해와 충돌하는 거래를 발생시키는 것은 아닌지를 지속적으로 재측정

8) The Wall Street Journal, 2023. 1. 25, SEC floats ban on wall street activities linked to 2008 financial crisis.

- 표결에 앞서 열린 공청회에서 SEC 공화당 소속 위원들은 본 규칙이 합법적인 영업활동을 방해할 수 있다는 이유로 업계가 반발할 수 있다는 의견 제기
  - 2011년과 마찬가지로 금융기관들의 반발로 인해 시장 냉각을 초래할 수 있으므로 설계에 보다 주의를 기울여야 한다는 의견

선임연구원 공경신