



KCMI

Korea Capital
Market Institute

주요국 자산유동화 규제체계 변화와 시사점

김필규 | 김현숙

주요국 자산유동화 규제체계 변화와 시사점

2019. 1.

선임연구위원	김 필 규
선 임 연 구 원	김 현 속

序 言

자산유동화증권은 글로벌 금융위기 이전까지는 선진 금융기법의 대명사로 불리면서 크게 활성화되었다. 그러나 글로벌 금융위기의 과정에서 자산유동화증권은 서브프라임 모기지의 신용위험 이전의 도구로 사용되면서 금융위기를 초래한 주요 원인을 제공하였고, 자산유동화증권에 대한 미흡한 규제가 위기를 증폭시킨 요인 중에 하나로 지목 받기도 하였다.

이에 따라 미국과 유럽은 자산유동화 규제체계 개선을 위한 다양한 방안을 마련하였다. 자산유동화증권의 위험을 정확히 파악할 수 있도록 공시제도를 강화하였고, 자산유동화증권의 이해상충을 해소하기 위한 새로운 규제체계를 도입하였다. 또한 자산유동화증권에 대한 무분별한 투자를 억제하기 위해 자산유동화 익스포저에 대한 자기자본 규제체계를 개선하였다.

글로벌 금융위기 이후 10년이 지난 현 시점에서 미국과 유럽의 자산유동화증권 시장은 서로 다른 양상을 나타내고 있다. 미국의 자산유동화증권 시장은 점진적인 회복세를 보이고 있는데 반해 유럽은 장기적인 침체가 지속되고 있다. 이는 미국과 유럽의 자산유동화증권시장 환경이 다르고, 자산유동화 규제체계 개선의 세부적인 내용에 있어 차이가 존재하며, 규제개선이 시장에 미치는 영향도 각기 다르기 때문이다. 이에 따라 유럽에서는 자산유동화증권 시장을 다시 활성화하기 위해 단순하고 투명한 유동화와 복잡한 유동화로 구분하여 이원화된 규제체계를 적용하려는 움직임을 보이고 있다.

본 보고서는 이러한 미국과 유럽의 자산유동화증권 규제체계 개선의 배경과 주요 개선내용 및 그 효과를 살피고, 국내 자산유동화증권 시장에 대한 시사점을 제공하려는 것을 목적으로 집필되었다. 기존의 단편적인 제도 개선에 대한 소개와는 달리 미국과 유럽의 자산유동화 제도 개선의 세부적인 내용에 기반하여 공통점과 차이점을 비교하고 있다. 또한 글로벌 자산유동화증권 제도 개선이 자산유동화증권 시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 살피고 국내 자산유동화증권 제도 개선에 보다 유의적인 시사점을

제공하고 있다는 점은 자산유동화증권 시장과 제도 개선에 있어 매우 의미있는 작업이라고 생각한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 김필규 선임연구위원과 김현숙 선임연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 원내 세미나와 보고서 심사과정에서 유익한 조언을 해주신 여러 연구위원들에게도 고마운 마음을 전한다. 끝으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인견해를 바탕으로 작성되었으며 자본시장연구원의 공식 입장과는 무관함을 밝혀둔다.

2019년 1월

자본시장연구원

원장 박영석

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xiv
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구의 목적과 범위	4
II. 주요국 자산유동화 규제체계 개선의 배경	9
1. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화증권 시장	9
2. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화 규제체계	15
3. 서브프라임 모기지과 자산유동화	18
III. 주요국 자산유동화 규제체계 개선 내용	27
1. 기본 방향	27
2. 자산유동화 공시제도 개선	32
3. 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입	47
4. 자산유동화증권에 대한 자본규제개선	55
5. 자산유동화 관련 신용평가 규제개선	62
IV. 자산유동화 규제체계 변화의 영향	67
1. 규제 변화 이후 자산유동화증권 시장	67
2. 새로운 자산유동화 규제체계 도입 논의	74

V. 국내 자산유동화증권 시장에의 시사점	85
1. 국내 자산유동화증권 제도 현황	85
2. 국내 자산유동화증권 제도의 당면 문제점	101
3. 주요국 자산유동화증권 제도 개선의 시사점	108
참고 문헌	117

표 목 차

<표 III-1> 미국의 자산유동화 규제체계 개선 방향	30
<표 III-2> 유럽의 자산유동화 규제체계 개선 방향	32
<표 III-3> Regulation AB의 주요 제도	36
<표 III-4> Regulation AB의 주거용 모기지 자산별 공시항목 예시	39
<표 III-5> 유럽의 자산유동화 공시제도	43
<표 III-6> 유럽 유동화공시의 주요 자산유형별 공시항목 예시	45
<표 III-7> 미국과 유럽의 자산유동화 관련 공시체계 비교	47
<표 III-8> 후순위 위험보유를 면제하는 적격자산유동화증권 조건	51
<표 III-9> 바젤 I 에서의 위험가중치 산정 방식	56
<표 III-10> 바젤 II 표준법에 의한 신용등급별 위험가중치	57
<표 III-11> 바젤 II RBA의 신용등급별 위험가중치	58
<표 III-12> 바젤 III RBA의 신용등급별 위험가중치	61
<표 IV-1> STS 증권화의 요건	77
<표 IV-2> 바젤 III STS유동화 RBA의 신용등급별 위험가중치	80
<표 V-1> 유동화회사의 특성 비교	99

그 립 목 차

<그림 II-1> 금융위기 이전 미국의 자산유동화증권 발행 추이	10
<그림 II-2> 미국의 MBS와 ABS 구성 추이	12
<그림 II-3> 금융위기 이전 유럽의 자산유동화증권 발행 추이	13
<그림 II-4> 유럽의 MBS와 ABS 구성 추이	14
<그림 II-5> 서브프라임 모기지 대출의 비중 추이	18
<그림 II-6> 미국의 금리 및 주택시장 동향	19
<그림 II-7> 서브프라임 모기지의 유동화 과정	21
<그림 IV-1> 금융위기 이후 미국의 자산유동화증권 발행 추이	68
<그림 IV-2> 금융위기 이후 미국의 ABS 자산별 비중 추이	69
<그림 IV-3> 금융위기 이후 미국의 MBS 유형별 비중 추이	70
<그림 IV-4> 금융위기 이후 유럽의 자산유동화증권 발행 추이	72
<그림 IV-5> 금융위기 이후 유럽의 ABS 자산별 비중 추이	73

약 어 표

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AVM	Automated Valuation Model
BCBS	Basel Committee on Bank Supervisory
CDO	Collateral Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CLN	Credit Linked Note
CLO	Collateral Loan Obligation
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CPDOs	Constant Proportions Debt Obligation
CPPI	Constant Proportion Portfolio Insurance
CRD	Capital Requirement Directive
CRR	Capital Requirement Regulation
EBA	European Banking Authority
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval
EH CRA	Eligible Horizontal Cash Reserve Account
EHRI	Eligible Horizontal Residual Interest
EIF	European Investment Fund
ESMA	European Securities and Market Authority

EVI	Eligible Vertical Interest
FNMA	Federal National Mortgage Association
FSB	Financial Stability Board
GNMA	Government National Mortgage Association
HELOC	Home Equity Line of Credit
IRB	Internal Ratings Based
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
NCR	Net Capital Ratio
NMLS	National Mortgage Licensing System
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicle
SPC	Special Purpose Company
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility

《 Executive Summary 》

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 자산유동화증권 규제체계 개선의 구체적인 내용을 검토하고, 이를 기초로 국내 자산유동화 제도의 개선방안을 도출하는 것을 목적으로 하고 있다.

글로벌 금융위기의 과정에서 자산유동화증권에 대한 미흡한 규제가 금융위기를 증폭시킨 요인 중 하나로 지적되었다. 자산유동화증권의 위험을 파악하기에 충분한 공시체계가 마련되지 않았고, 자산유동화증권의 이해상충을 해결하는 장치가 도입되지 않았으며, 과도한 자산유동화를 억제할 수 있는 규제도 도입되지 않았기 때문이다. 또한 자산유동화에 대한 충분한 정보가 제공되지 않아 투자자들은 신용평가사가 제공하는 정보에 과도하게 의존하였다.

글로벌 금융위기 이후 국제기구 및 주요국의 감독기구들을 중심으로 자산유동화증권의 규제체계 개선에 대한 논의가 이루어졌다. 바젤위원회, IOSCO 등에서 구조화금융에 대한 규제체계 개선에 대한 다양한 제안들이 제시되었다. 미국의 도드-프랭크법(2010)에서는 구조화금융에 대한 전반적인 규제개선의 필요성을 강조하고, SEC로 하여금 규제체계 전반을 재검토할 것을 요구하였다. 이에 따라 SEC는 자산유동화 공시체계 개선, 이해상충 해소를 위한 규제 도입을 추진하였다. 유럽은 EU Commission, European Banking Authority, EU Capital Requirement Directive 등에서 구조화금융에 대한 전반적인 규제체계 개선을 추진하였다.

자산유동화증권의 공시제도 개선과 관련하여 미국은 2014년 Regulation AB를 개정하여 자산 특성을 충분히 파악할 수 있도록 자산별 공시항목을 강화하였고, 일부 자산유형의 경우에는 세부적인 자산의 공시항목을 제시하였다. 또한 자산의 특성 및 거래참여자에 대한 공시를 강화하고, 신용평가에 의존하지 않고 자체적으로 자산

과 유동화구조를 분석할 수 있도록 공시 내용의 일부를 바꾸었다. 유럽의 경우 자산유동화 거래구조와 특성을 충분히 이해할 수 있도록 거래 참여자 정보 제공을 강화하였고, 기초자산의 세부적인 정보 제공을 강화하는 제도를 마련하였다. 특히 유형별로 자산에 대한 세부적인 정보를 제공할 수 있도록 자산공시항목 템플릿을 도입하였고, 자산의 신용도를 파악하기 위해 필요시 스트레스 테스트를 할 수 있도록 자산 및 유동화구조에 대한 자료를 충분히 제공하는 제도를 도입하였다.

미국과 유럽의 자산유동화증권 공시체계 개선의 주요한 차이점은 미국은 소매금융부문에 한정된 세부 공시체계를 도입한데 반해 유럽은 다양한 자산에 대해 세부적인 공시 템플릿을 도입하고 특히 ABCP에 대해 공시항목을 도입하고 있다는 점이다. 일괄등록과 관련하여 미국은 구체적인 일괄등록의 절차와 등록 양식을 도입하고 있는데 반해 유럽은 일괄등록의 구체적인 기준을 마련하고 있지 않다. 이와 같은 차이는 미국과 EU 간의 자산유동화증권 시장의 규모와 구조가 차이를 보이고 있고, 규제 방식에 있어서도 두 지역 간 차이가 존재하기 때문이다.

자산유동화증권이나 신용파생상품과 같은 신용위험 이전거래의 경우 모든 신용위험이 투자자로 이전되면 자산보유자는 여신심사를 제대로 할 유인이 낮아지고, 수익을 확대하기 위해 공격적인 대출을 통해 유동화 규모를 확대시킬 가능성이 높아지며, 사후 관리 유인도 크게 감소할 수 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 미국과 유럽은 자산보유자가 적어도 5%의 위험보유를 강제하는 규제를 도입하였다. 세부적인 위험보유 규제방식에 있어서는 미국과 유럽이 다소 차이를 보인다. 미국은 다양한 보유방식을 허용하였고, 특정한 요건에 부합하는 주택담보대출, 상업용 부동산, 상업용대출 및 자동차할부 등의 적격 자산과 주택저당공사가 인수한 주택담보대출 등에 대해 위험보유 요건을 완화해주는 제도를 도입하였다. 반면 유럽은 자산

보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약한 경우에만 투자를 할 수 있도록 보다 강화된 위험보유 규제를 도입하고 있다.

기존의 유동화 익스포저 위험가중치 산정방식(바젤Ⅱ)은 외부신용평가기관 신용등급에 기계적으로 의존하는 체계를 도입하고 있고, 신용도가 높은 유동화 익스포저에 대해 상대적으로 낮은 위험가중치를 적용하며, 신용도가 낮은 유동화 익스포저에 대해 상대적으로 높은 위험가중치를 적용하고 있다. 또한 기초자산의 신용도가 악화되면 요구자본량이 크게 증가하는 소위 절벽효과(cliff-effects)가 발생하는 문제도 존재한다. 이러한 문제를 해결하기 위해 바젤Ⅲ에서는 외부등급 유동화 익스포저에 대하여 은행이 자체평가를 시행하도록 하였고, 신용리스크 경감 활동과 관련한 특정 단층효과를 제거하였으며, 복잡한 유동화에 대한 높은 필요자본량을 부과하는 기준을 도입하였다.

이러한 자산유동화증권에 대한 규제 강화는 자산유동화증권 시장에 커다란 영향을 미쳤다. 규제 강화와 자산유동화증권에 대한 투자자의 신뢰도 하락의 영향으로 자산유동화증권 시장이 크게 위축되었다. 글로벌 금융위기 직후 미국과 유럽의 자산유동화증권 발행은 절반 정도로 감소하였다. 그러나 2015년 이후부터 미국의 자산유동화증권 시장은 점진적인 회복세를 보이고 있는데 반해 유럽은 침체가 지속되는 상반된 모습을 보이고 있다. 유럽의 자산유동화증권 시장이 침체된 원인 중 하나는 강화된 규제로 인하여 발행 비용이 상승하였기 때문이다. 이에 따라 유럽에서는 자산유동화증권 시장을 다시 활성화하려는 논의가 이루어지고 있다. 이러한 노력의 일환으로 유럽 전역의 동일한 규제체계를 도입하고, 투명하며 표준화된 유동화(simple, transparent and standardized securitisation, 이하 STS유동화)에 대한 차별화된 규제체계를 도입하는 방안이 마련되었다. 유럽은 STS유동화와 관련한 기본 개념을 정의하고, STS

유동화 정의에 근거한 실행체계를 도입하였다. 한편 바젤위원회는 STS유동화에 대해 위험가중치를 줄여주는 자본규제 체계를 도입하였다. 이는 단순하고, 투명하며, 표준화된 유동화의 경우 상대적으로 구조가 단순하고 위험이 적기 때문에 복잡한 증권화 구조에 비해 낮은 위험가중치를 적용할 수 있다는 믿음에 근거한다. STS유동화는 도입 이후 일정기간이 지나지 않았고, 아직까지 세부 실행방안이 정비되지 않아 도입 효과를 검토하는데 제약이 존재하지만 장기적으로 규제비용을 줄이고 투자자의 투자 유인을 제고하는 효과를 기대해 볼 수 있다.

한국의 자산유동화증권 시장은 미국이나 유럽과는 다른 방식으로 도입되었다. 미국이나 유럽은 기존의 증권관련 법률 체계를 근거로 자생적으로 자산유동화증권 시장이 도입된 반면 한국은 자산유동화에 관한 법률을 제정하여 법적·제도적 기반을 마련하였고, 비교적 엄격한 규제체계를 도입하였다. 국내 자산유동화증권의 시장 구조에 있어서도 주요국과는 커다란 차이가 존재한다. 미국과 유럽은 다양한 목적으로 유동화증권이 활용되고 있고, 비교적 복잡한 구조가 도입되었으며, 신용위험 이전을 위한 유동화거래의 비중이 높다. 반면 한국은 자금조달을 목적으로 한 유동화가 주로 이루어졌다.

주요국의 자산유동화 제도 개선에 대한 시사점도 이러한 차이를 반영하여 검토되어야 한다. 한국의 자산유동화증권의 건전한 발전을 위해서는 우선 자산유동화에 관한 법률의 개정이 필요하다. 법률 개정의 방향은 시장의 건전성을 제고하되 다양한 유동화구조 도입이 가능하도록 시장제도의 탄력성을 높이는 방향에서 추진되어야 한다. 또한 외국의 자산유동화 공시체계 개선 등을 검토하고 국내 자산유동화증권의 공시제도의 개선을 추진해야 한다. 특히 ABCP의 공시체계를 강화하는 방안을 마련해야 한다. 이를 위해서 단기적으로 ABCP 발행정보 제공시 신용평가사의 신용평가 요약정보를 함께 제

공할 수 있는 통합 정보제공시스템의 도입을 검토할 필요가 있다. 장기적으로는 ABCP와 ABS를 포괄하는 증권화상품의 공시체계 도입을 고려해야 한다.

이와 더불어 글로벌 규제체계 변화에 대응하여 공시체계를 개선하고 자산보유자 이해상충을 해소하는 규제체계 도입을 고려할 필요가 있다. 다만 자산보유자 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입에 있어서는 국내 자산유동화증권의 특성을 분석하고 이해상충의 문제가 발생할 소지가 있는지에 대한 검토가 선결되어야 한다. 이러한 분석에 근거하여 후순위 보유 규제의 도입 필요성이 있다면 점진적으로 후순위 보유 규제를 도입하되, 도입에 따른 부작용을 최소화하는 방안도 검토되어야 한다.

— « Abstract » —

**Changes to US and EU Securitisation Regulation and
Their Implications**

This study aims to examine changes to securitisation regulations in the United States(US) and the European Union (EU) since the global financial crisis and draw implications of the findings for better securitisation regulatory framework in Korea.

Inadequate regulation of securitisation has been cited as one of the factors amplifying the global financing crisis. More specifically, the relevant disclosure regimes were not enough to capture ABS risks, and no regulatory tools were available to address conflicts of interest in ABS transactions, and no regulation was in place to curb excessive securitisation. On top of that, investors relied overly on credit rating agencies as a source of information regarding ABS because ABS information was often limitedly available.

Following the global financial crisis, the US and the EU have revamped their regulatory frameworks for ABS transactions. When looking at regulatory developments relating to ABS disclosure, the US revised Regulation AB in 2014, thereby tightening asset-level disclosure and introducing new requirements for certain asset classes to disclose standardized asset-level information in order to help investors better understand the characteristics of underlying

assets. In addition, the revisions include expanded disclosures about underlying assets and transaction parties, and several changes to the content of disclosures so as to enable investors to conduct their own analysis of underlying assets and securitisation structures without reliance on credit ratings. Meantime, the EU strengthened the disclosure of information on ABS transaction parties to ensure that investors have a sufficient understanding of transaction structures and characteristics, and adopted specific reporting requirements for underlying assets. Notably, the EU introduced disclosure templates per asset class to provide investors with more detailed information about the assets underlying ABS by asset type, and imposed requirements on issuers, originators and sponsors to publish jointly information on the underlying assets and the structure of the securitisation transaction sufficient to conduct stress tests, if needed, to assess the creditworthiness of the underlying assets.

The major difference in the changes to ABS disclosure between the US and the EU is that the US adopted more detailed disclosure requirements only for the retail finance sector whereas the EU adopted disclosure templates for diverse asset classes, especially applying disclosure requirements to ABCP. Another difference can be found in shelf-registration. The US put shelf-offering process for ABS and shelf-registration forms for ABS issuers in place but the EU has no relevant requirements. This is attributable primarily to differences between the US and European ABS

markets in terms of market size and structure, and different regulatory frameworks in the two regions.

The US and the EU introduced new regulation that requires originators to retain at least 5% of the credit risk of the underlying assets in order to address conflicts of interest in ABS transactions. The US and EU risk retention rules are slightly different. The US allows originators to use various risk retention methods, and impose more lax risk retention requirements on or provide exemptions from the requirements for any ABS backed by qualified assets, such as residential mortgages, commercial real estate loans, commercial loans, and auto loans that meet certain criteria, and mortgages acquired by government agencies issuing MBS. The EU has more stringent regulation that allows investments in ABS only if originators have explicitly disclosed that it will retain at least 5% of the securitised exposure.

The existing Basel II risk-weighted assets computation for securitisation exposures shows mechanistic reliance on credit ratings given by external credit rating agencies, and assigns relatively low risk weights to high-rated securitisation exposures and relatively high risk weights to low-rated securitisation exposures. Furthermore, the existing calculation may lead to so-called cliff-effects that refers to substantial increases in capital requirements resulting from deterioration in the credit quality of the underlying assets. To solve this problem, Basel III requires banks to conduct their own internal assessments if the securitisation exposures have an

external credit ratings, eliminating certain cliff-effects associated with credit risk mitigation activities, and introducing higher capital requirements for complex securitisation transactions.

The tightening of ABS regulation had large impacts on the ABS markets. The stronger regulation and weaker investor confidence in ABS resulted in a significant market contraction. ABS issuance volumes in the US and the EU dropped by about half immediately after the global financial crisis. Since 2015, however, the US ABS market has recovered gradually whereas the European ABS market has remained sluggish.

One reason for the stuttering EU ABS market is an increase in issuance costs resulting from more stringent regulation. Discussions have been underway in Europe on how to revive the ABS market. Part of the efforts are the adoption of a single, uniform regulatory framework for all securitisations in the EU, and the introduction of a differentiated regulatory regime for simple, transparent and standardized(STS) securitisations. The EU defined the basic concept of STS securitisation, and introduced implementation mechanism based on the definition of STS securitisation. In the meantime, the Basel Committee on Banking Supervision made revisions to its securitisation framework to reduce risk weights for STS securitisations in the belief that because STS securitisation is a low-risk transaction in a relatively simple structure, a lower risk weight can be applied to a STS securitisation transaction than a complex securitisation

transaction. STS securitisation has been introduced only recently and its concrete implementation plan has yet to be finalized, which make it somewhat difficult to assess its effects. Nevertheless, in the long term, STS securitisations is expected to help reduce regulatory costs and enhance incentives for investors to make investments in securitisation products.

Korea's ABS market is different from the US or EU market in terms of the way the market was created. The US or EU ABS market sprang up and developed on the back of existing securities-related laws. Conversely, the Korean ABS market was created by the government. The enactment of the Asset-Backed Securitization Act(ABS Act) laid a legal and institutional foundation for the ABS market along with relatively stringent regulatory framework in place. The Korean market is also a far cry from the US or EU market in terms of market structure. Various securitisation structures and relatively complex structures can be seen in the US and European ABS markets. Moreover, a high proportion of securitisation transactions in these markets seek to obtain risk transfer. On the other hand, fund-raising is the primary purpose of securitisation in Korea.

Such differences should be reflected in drawing out implications of the changes to securitisation regulations in the major countries. Most importantly, revisions to the ABS Act are required to promote sound development of the ABS market in Korea. The ABS Act should be amended not only to enhance the soundness of the market but also to increase

regulatory flexibility, thereby enabling the adoption of various securitisation structures. In addition, Korea needs to push for better ABS disclosure regime after looking into the improved ABS disclosure regimes in other countries. Among other things, stronger ABCP disclosure is needed. From a short-term perspective, it is worth considering the introduction of an integrated data system that provides ABCP issuance information along with rating summaries from credit rating agencies. From a long-term perspective, it should consider the adoption of a comprehensive disclosure regime for securitized products including both ABS and ABCP.

Furthermore, it is necessary to improve the domestic ABS disclosure regime in response to global regulatory changes and to consider the adoption of a regulatory framework to tackle conflicts of interests of originators. It should be noted, however, that the adoption of regulation on conflicts of interest has to be preceded by assessment of ABS characteristics and review of potential conflicts of interest. If the analysis results support the adoption of a requirement to have originators hold the subordinated tranches of a securitisation, a phased introduction of the risk retention requirement is worth considering together with measures to minimize its negative effects.

I. 서론

1. 연구의 배경
2. 연구의 목적과 범위

I. 서론

1. 연구의 배경

글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽을 중심으로 자산유동화 규제체계 개선을 위한 다양한 시도가 이루어졌다. 이는 자산유동화증권의 위험을 파악하기에 충분한 공시체계가 마련되지 않았고, 자산유동화증권의 이해상충을 해결하는 장치가 도입되지 않았으며, 과도한 유동화를 억제할 수 있는 규제도 도입되지 않는 등 자산유동화증권에 대한 미흡한 규제가 금융위기를 증폭시킨 요인 중 하나로 지적되었기 때문이다. 또한 자산유동화에 대한 정보가 충분하게 제공되지 않아 투자자들이 신용평가사의 정보에 과도하게 의존하였다는 문제도 제기되었다.

이에 따라 금융위기 이후 국제기구와 미국, 유럽을 중심으로 자산유동화증권의 규제체계 개선이 추진되었다. 미국과 유럽의 자산유동화 규제체계 개선의 기본적인 방향은 자산유동화증권의 공시를 강화하고, 자산유동화구조에서 발생하는 이해상충 문제를 해결하기 위한 제도를 도입하며, 자산유동화증권 투자에 대한 자본요건을 개선하여 무분별한 자산유동화증권 투자에 따른 금융기관의 부실화를 방지하는 데에 중점을 두고 있다. 미국과 유럽의 자산유동화 규제개선 내용을 세부적으로 살펴보면, 기본적인 방향은 동일하나 개별적인 내용에 있어서는 일부 차이가 존재하며 이러한 규제내용의 차이는 미국과 유럽의 유동화증권시장에 서로 다른 영향을 미쳤을 가능성도 있다.

국내 자산유동화증권 시장은 주요국의 자산유동화증권 시장과 다소 거리를 두고 독자적인 제도와 시장을 유지하고 있다. 1998년 자산유동화에 관한 법률 제정을 통해 자산유동화증권 시장이 도입되었고, 2005년부터 시장의 자발적인 수요를 통해 ABCP(Asset-Backed Commercial Paper) 시장이 형성되었다. 국내 자산유동화증권 시장은 다양한 발행 수요에 힘

입어 지속적인 성장을 하였으며, 2017년말 현재 자산유동화증권 잔액은 181.8조원, 유동화단기증권잔액은 128.9조원을 기록하고 있다. 그러나 자산유동화를 둘러싼 시장 환경이 변화하고 새로운 유동화구조에 대한 수요가 증가하고 있음에도 불구하고, 자산유동화에 관한 법률은 근본적인 개선이 이루어지지 않고 있다. 이에 따라 동법에 근거한 ABS(Asset-Backed Securities)시장은 특정 부문에 기초자산이 편중되어 있고 새로운 유동화구조의 도입도 미흡한 상황이다. 또한 ABCP시장은 적절한 규제체계가 마련되지 않아 다양한 문제가 발생하고 있다. 건설사 프로젝트 파이낸스 ABCP의 부실화 문제가 발생하였고, 중국의 국제에너지화공집단의 채권을 기초로 발행된 ABCP가 부실화되었으며, 카타르계 은행의 정기에 금 ABCP의 부실화 가능성이 제기됨에 따라 동 자산에 투자한 MMF(Money Market Fund)의 환매사태가 발생하는 등 ABCP를 둘러싼 다양한 문제가 발생하였다. 그러나 ABCP의 공시체계가 적절하게 마련되어 있지 않아 투자자나 규제당국이 증권의 정확한 구조와 위험을 파악하기 어려운 상황이 빈번하게 발생하고 있다.

이에 따라 외국의 자산유동화 규제체계 변화 및 시장 상황 변화에 대해서 분석하고 국내 자산유동화증권 제도에 대해 검토하여 이를 기초로 국내 자산유동화 관련 제도의 개선에 시사점을 제공할 필요가 있다.

2. 연구의 목적과 범위

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 자산유동화증권 규제체계 개선 내용을 검토하고, 이를 기초로 하여 국내 자산유동화증권 제도의 개선방안을 도출하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 본 연구는 미국과 유럽의 자산유동화 규제체계 개선의 배경을 살펴본다. 글로벌 금융위기를 초래한 서브프라임 모기지 사태가 어떤 진행과정을 거쳐 발생하였는지를 검토하고, 이러한 신용위기의 과정에서 자산유동화증권의 규제

체계 상의 문제가 무엇인지를 검토한다. 다음으로 글로벌 금융위기 이후 자산유동화 제도의 주요 개선방안을 자세히 살펴본다. 미국과 유럽의 자산유동화 공시체계, 이해상충 방지를 위한 후순위 보유 규제 및 자산유동화 투자에 따른 자본요건 규제의 내용을 비교해보고 이러한 자산유동화 규제 도입이 시장에 미친 효과를 살펴본다. 한편 최근 유럽에서는 건전한 자산유동화 규제체계를 전제로 하여 자산유동화증권 시장을 재활성화하려는 시도를 하고 있다. 단순하고 투명하며 표준화된 유동화(Simple, Transparent and Standardized securitisation: STS securitisation, 이하 STS유동화)의 경우에는 규제를 완화하고, 복잡한 유동화구조에 대해서는 강화된 규제체계를 도입하는 방식으로 차별화된 유동화 규제를 도입하고 있다. 이에 본 연구에서는 이와 같은 차별화된 규제의 도입 배경과 세부적인 내용을 살펴본다. 이러한 분석에 근거하여 글로벌 자산유동화 규제체계 개선이 한국의 자산유동화증권 규제개선에 어떤 시사점을 제공하는지를 검토한다.

본 연구는 주요국의 금융위기 이후 자산유동화 규제체계 변경을 검토한 조사보고서이다. 보고서는 주로 문헌조사를 통해 작성되었으며, 문헌조사의 범위는 주요 국제기구의 유동화규제 관련 보고서와 미국과 유럽의 유동화 규제 관련 입법 내용 및 학술적 논의 등이다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 의의를 지닌다고 볼 수 있다. 첫째 미국과 유럽의 자산유동화증권 제도 개선의 배경과 규제개선의 진행과정을 소개함으로써 자산유동화 제도 개선의 본질을 보다 명확히 살피고 이를 바탕으로 국내 자산유동화 제도 개선에 시사점을 제공한다는 의의를 지니고 있다. 기존의 연구들은 외국의 자산유동화증권 제도의 단편적인 제도 개선을 소개하고 있으며, 이로 인하여 제도 개선의 배경과 본질에 대한 분석에 한계를 지니고 있다. 본 연구는 자산유동화 제도 개선의 원인을 살피고, 미국과 유럽의 자산유동화 제도 개선의 공통점과 차이점을 비교하여 국내 자산유동화증권 제도 개선에 보다 유의적인 시사점을 제공한다.

둘째, 미국과 유럽의 자산유동화증권 제도 개선의 결과를 살핌으로써 국내 자산유동화 제도 개선에 합리적인 방향성을 검토한다. 글로벌 자산유동화증권 제도 개선이 자산유동화증권 시장에 어떤 영향을 미쳤는지를

살핌으로써 규제 변화가 시장에 미친 영향을 검토한다. 이를 통해 향후 국내 자산유동화 제도 개선에 주는 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

셋째, 최근 자산유동화증권의 재활성화를 목적으로 표준화된 자산유동화와 복잡한 구조의 자산유동화증권에 대한 이원화된 규제체계를 도입하려는 유럽의 움직임을 소개하고 이러한 움직임이 국내 자산유동화증권 규제체계 개선에 적용이 가능한지를 살펴본다. 국내 자산유동화 제도의 경우 ABS와 ABCP가 본질적으로는 동일한 특성을 지니고 있음에도 불구하고 서로 다른 규제체계를 적용하고 있다. 이러한 규제차이로 인하여 ABCP시장이 ABS를 구축하는 현상을 초래하고 있다. 이에 본 연구에서는 유럽의 규제체계 변화의 구체적인 내용을 살펴보고, 이러한 규제체계의 국내 도입 가능성을 살펴본다. 즉 유동화 관련 공시 등의 기본적인 상품규제는 동일한 방식을 도입하되, 상품구조의 복잡성에 근거하여 차별화된 규제를 적용하는 체계의 규제개선 가능성을 살펴본다.

II. 주요국 자산유동화 규제체계 개선의 배경

1. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화증권 시장
2. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화 규제체계
3. 서브프라임 모기지와 자산유동화

Ⅱ. 주요국 자산유동화 규제체계 개선의 배경

1. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화증권 시장

가. 미국의 자산유동화증권 시장

미국의 자산유동화증권 시장은 1970년대 중반 GNMA(Government National Mortgage Association)가 은행으로부터 매입한 주택담보대출을 기초로 한 MBS(Mortgage-Backed Securities) 발행을 통해 태동하였다. 1985년에는 스페리(Sperry)리스회사가 리스자산을 유동화하면서 주택담보대출 이외의 자산이 유동화되기 시작하였다. 이후 자동차할부, 신용카드 대금, 회사채, 기업대출 등 다양한 금융자산을 기초로 유동화증권이 발행되었다. 이러한 태동기를 거쳐 미국의 자산유동화시장이 크게 활성화된 것은 2000년대 들어서이다. MBS의 발행이 크게 증가하였고, MBS 이외에 다양한 자산들을 대상으로 자산유동화증권이 활발하게 발행되었다.

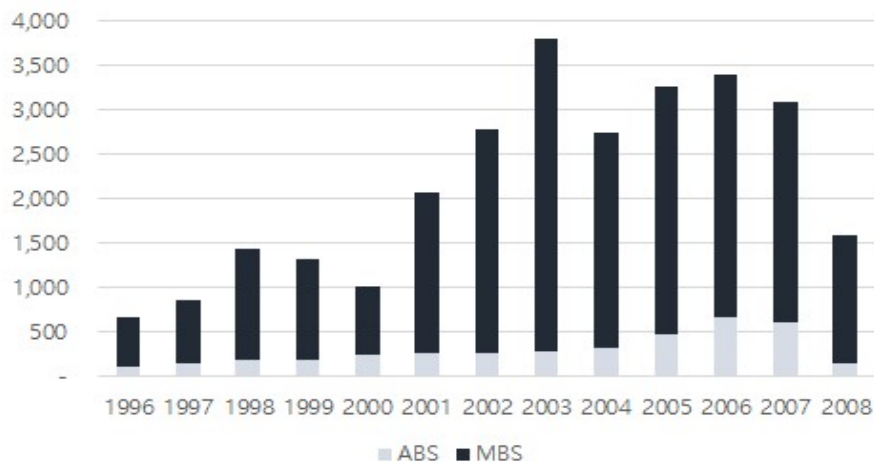
<그림 Ⅱ-1>은 금융위기 이전까지 미국의 ABS와 MBS를 합한 전체 자산유동화증권의 발행 추이를 나타내고 있다. 미국의 자산유동화증권은 1996년 6,750억달러에서 1998년에는 1조 4,433억달러로 증가하였고, 이후 일시적으로 발행규모가 감소하였으나 2001년부터 발행규모가 크게 증가하여 2003년에는 3조 7,930억달러를 기록하였다. 이후 발행규모가 다소 감소하였으나 2007년까지 2조 5,000억달러 이상의 높은 발행규모를 기록하였다.

MBS의 발행 규모를 보면 1996년 5,530억달러에서 2003년에는 3조 5,050억달러로 그 규모가 크게 증가하였다. 이후 2004년에 감소하였으나 2005년과 2006년에는 전년대비 발행규모가 증가하였다. 2007년 MBS 발행규모는 전년에 비해 감소한 2조 4,940억달러를 기록하였다.

ABS의 경우에는 1996년 1,210억달러에서 2006년에는 6,610억달러로 지속적인 증가세를 나타내었고, 2007년에는 전년도에 비해 다소 감소한 6,040억달러를 기록하였다.

한편 2008년에는 서브프라임 모기지 사태의 영향으로 ABS와 MBS의 발행규모가 크게 감소하였다. MBS의 경우에는 서브프라임 모기지를 기초로 한 MBS의 발행이 크게 감소하였으며, Agency MBS도 감소하였다. ABS의 경우에는 투자자들의 신뢰도가 크게 하락하고, 스프레드 확대에 의한 발행 유인이 둔화되어 2008년도 발행규모가 전년도에 비해 1/4수준으로 감소하였다.

<그림 II-1> 금융위기 이전 미국의 자산유동화증권 발행 추이
(단위: 십억달러)



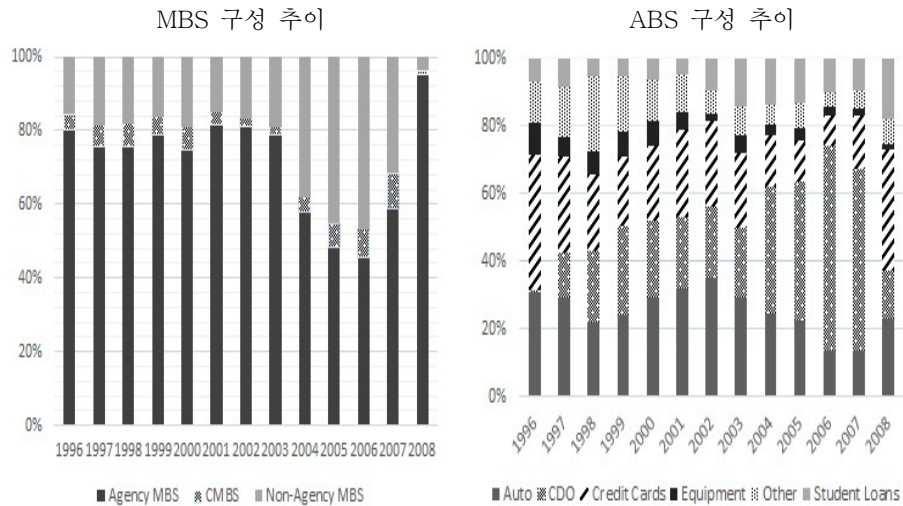
자료: SIFMA

<그림 II-2>는 ABS와 MBS 발행의 유형별 구성 추이를 나타내고 있다. MBS 구성 추이를 보면 2004년부터 서브프라임 모기지 유동화증권을 주로 발행하는 Non-Agency MBS와 상업용 부동산을 대상으로 한 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)의 비중이 크게 증가

한 반면 Agency MBS의 비중은 감소하는 추세를 보이고 있다. 전체 MBS중 Agency MBS의 비중은 2003년까지는 75% 이상을 차지하였으나 2004년에는 57.8%로 감소하였고, 2006년에는 45.4%로 줄어들었다. 반면 Non-Agency MBS의 비중은 1996년 15.5%에서 2004년에는 38.0%로 늘어났고, 2006년에는 46.8%로 가장 높은 비중을 기록하였다. 이와 같이 2004년 이후 Non-Agency MBS의 비중이 증가한 것은 저금리 상황에서 주택가격이 상승함에 따라, 신용도가 낮거나 기존의 주택담보대출을 받은 고객이 담보가격 상승에 따라 추가 대출을 받는 경우가 크게 늘어났고, 투기적 목적으로 다주택을 소유하기 위한 주택담보대출도 증가하였기 때문이다. 이와 더불어 신용도가 낮은 고객들이 고금리를 부담하더라도 주택을 구입하려는 수요가 늘어난 것도 한 요인으로 작용하였다.

ABS의 자산별 비중 추이를 보면 2003년까지는 전통적인 유동화 대상 자산인 자동차할부와 신용카드가 높은 비중을 차지하였다. 그러나 2004년부터 2006년까지는 전체 ABS중 CDO(Collateral Debt Obligation)가 가장 높은 비중을 차지하였다. 이와 같이 CDO의 비중이 크게 증가한 것은 서브프라임 모기지를 기초로 발행된 MBS의 후순위 증권을 기초자산으로 한 CDO 발행이 크게 증가하였기 때문이다. 유동화증권을 기초자산으로 한 CDO의 경우 기초자산에 대한 정보가 충분히 제공되지 않았기 때문에 서브프라임 모기지에 대한 높은 집중도에도 불구하고 투자자들은 이러한 위험을 충분히 인식하지 못하고 신용등급에 의존한 투자를 주로 하였다. 이로 인하여 서브프라임 모기지 사태의 과정에서 CDO에 투자한 대다수의 투자자들이 커다란 손실을 입게 되었다.

<그림 II-2> 미국의 MBS와 ABS 구성 추이



이상에서 살펴본 바와 같이 미국의 자산유동화증권 시장의 구성 비중은 시장 상황 변동에 따라 커다란 변화를 나타내고 있다. 1996년부터 2003년까지는 금융기관이 자산을 활용하여 자금을 조달하는 수단으로 자산유동화구조가 주로 활용되었으나 2004년부터는 서브프라임 모기지의 신용위험을 이전하는 수단으로 자산유동화구조가 활용되었다. 그럼에도 불구하고 자산유동화증권의 위험을 충분히 알리는 공시제도가 마련되지 않았고, 자산보유자의 유인체계가 적절하게 마련되지 않은 상황에서 자산유동화증권 구조를 통해 서브프라임 모기지가 크게 증가하였으며, 이로 인해 자산유동화증권이 금융위기를 초래하는 주요한 요인이 되었다.

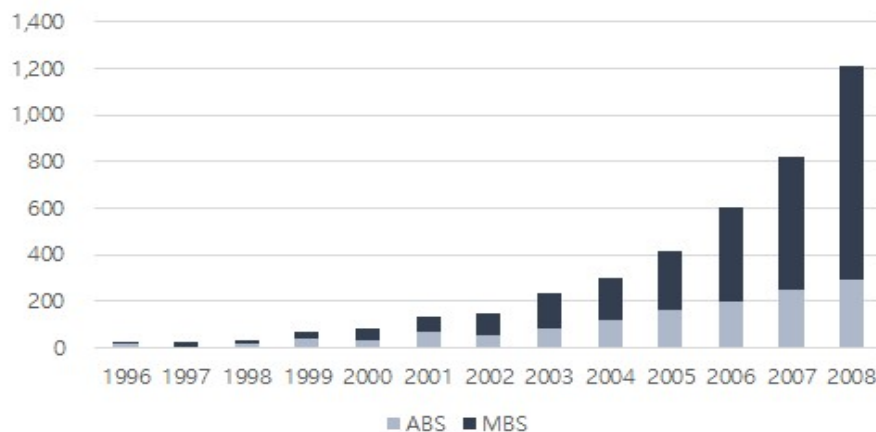
나. 유럽의 자산유동화증권 시장

글로벌 금융위기 이전 유럽의 자산유동화증권 시장은 미국에 비해 활성화되지 않았다. <그림 II-3>는 유럽의 자산유동화증권 발행 추이를 나

타내고 있다. 2002년까지 유럽의 ABS와 MBS를 합한 전체 자산유동화증권 발행규모는 2,000억달러 미만이었다. 2003년 이후 MBS 발행이 크게 증가하기 시작하여 유럽의 자산유동화증권 발행은 2006년에는 6,031억달러, 2008년에는 1조 2,093억달러를 기록하였다.

ABS의 발행 추이를 보면 2000년 311억달러에서 지속적인 성장을 하여 2005년에는 1,618억달러, 2008년에는 2,968억달러를 기록하였다. MBS의 경우에는 2000년 522억달러에서 2005년에는 2,549억달러로 증가하였고 2008년에는 9,124억달러를 기록하였다.

<그림 II-3> 금융위기 이전 유럽의 자산유동화증권 발행 추이
(단위: 십억달러)

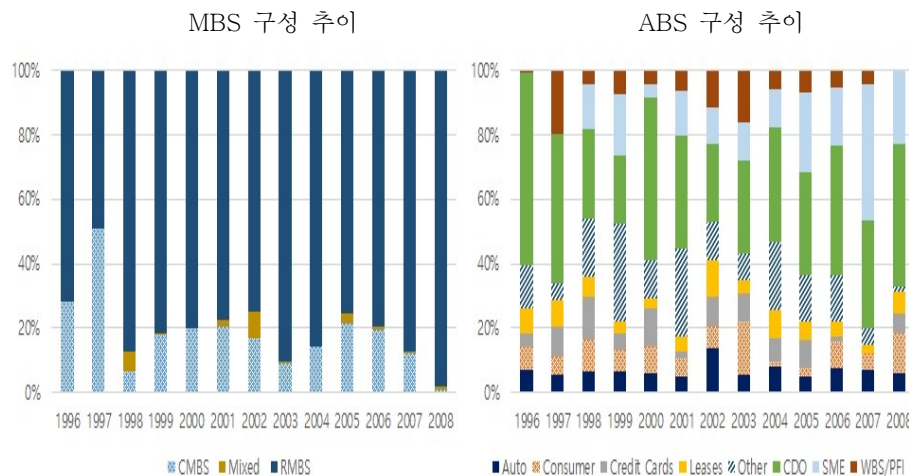


자료: SIFMA

<그림 II-4>에서 보는 바와 같이 유럽의 자산유동화증권 구성 추이는 미국과는 다른 모습을 보이고 있다. 유럽의 MBS시장의 구성 추이를 보면 초기에는 CMBS의 비중이 비교적 높은 모습을 보였다. 그러나 은행들이 보유한 주택담보대출 유동화가 점진적으로 증가하면서 RMBS(Residential Mortgage-Backed Securities)의 비중이 높아졌으며, 2008년에는 대부분의 MBS가 주택담보대출을 기초로 발행되었다.

ABS의 구성 추이를 보면 자산유동화 도입 초기부터 CDO의 비중이 높게 나타나고 있는 반면 미국의 전통적인 유동화자산인 자동차할부와 신용카드의 비중은 상대적으로 낮은 상황이다. 전체 ABS중 CDO의 비중은 일부 기간을 제외하고는 30% 이상의 높은 비중을 차지하고 있다. 이와 더불어 유럽은 중소기업대출을 기초자산으로 하는 자산유동화가 높은 비중을 차지하고 있다. 중소기업대출 유동화는 1998년 처음 도입되어 2005년에는 전체 ABS에서 25.1%를 차지하였고 2007년에는 42.5%를 차지하였다. 이와 같이 유럽에서 기업금융부문의 유동화 비중이 높게 나타나고 있는 것은 EIF(European Investment Fund)나 KfW와 같은 정책금융기관들이 기업금융 활성화를 위해 유동화구조의 도입을 적극 추진하였기 때문이다.

<그림 II-4> 유럽의 MBS와 ABS 구성 추이



자료: SIFMA

2. 글로벌 금융위기 이전의 자산유동화 규제체계

가. 미국의 자산유동화 규제체계

글로벌 금융위기 이전까지 미국의 자산유동화증권과 관련한 세부적인 규제는 거의 이루어지지 않았고, 최소한의 공시체계 만이 존재하였다. 미국은 법률이나 제도를 도입하여 자산유동화증권 시장을 형성한 것이 아니라 수요자와 공급자의 필요에 의해 자생적으로 시장이 도입되었고 이를 제도적으로 보완하는 장치를 마련하는 과정을 거치면서 자산유동화증권 시장이 형성되었기 때문이다.

글로벌 금융위기 이전까지 미국의 자산유동화증권은 증권법(Securities Act 1933), 증권거래법(Securities Exchange Act 1934), 신탁증서법(Trust Indenture Act 1939) 그리고 투자회사법(Investment Company Act 1940) 등을 통해 다른 유형의 증권과 동일한 규제를 받았다. 한편 자산유동화증권 공시 규제는 2004년 12월 Regulation S-K의 하위규정으로 제정된 Regulation AB¹⁾ 제정을 통해 마련되었다. 기존의 전통적인 증권에 대한 공시체계를 기반으로 자산유동화증권의 특성을 반영하여 자산유동화 공시체계인 Regulation AB를 마련한 것이다. 동 규정의 제정 목적은 자산유동화증권의 구조와 발행 참여기관의 유동화 관련 업무 내용 등에 대한 유의미한 정보를 제공하는데 중점을 두고 있다. 특히 산재되어 있는 자산유동화증권의 공시와 관련된 비조치의견서(no action letter)²⁾를 통합하고, 자산유동화증권 특성에 대한 추가적인 검토를 거쳐 자산유동화 증권에 특화된 공시체계의 틀을 갖추었다.

Regulation AB의 주요 특징을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 공모로 발행되는 소비자금융이나 모기지과 같은 금융자산 집합을 기초자산으로 한

1) Regulation AB(2004)의 자세한 내용은 김필규 외(2006)를 참조하기 바란다.

2) 비조치의견서는 특정사안의 적법 여부에 대한 질의와 관련한 규제 담당자의 의견 회신을 의미한다.

유동화증권을 주요 공시 대상으로 하고 있다. 즉 MBS나 소비자금융 및 리스(lease)를 기초자산으로 발행한 자산유동화증권을 공시대상으로 포함하고 있으나 합성유동화증권(synthetic securitisation)이나 부실채권을 기초로 발행한 증권은 공시 대상에서 제외하고 있다. 둘째, 일괄등록(shelf registration)³⁾이 가능한 유동화자산에 대해 정의하고 이에 해당하는 자산유동화증권의 경우에는 유의미한 내용을 위주로 일괄공시를 허용하여 공시의 편의를 도모하고 있다. 셋째, 자산보유자, 자산관리자, 업무수탁자 등 유동화에 참여하는 각 기관의 과거 업무 경험, 성과 및 역할에 대한 공시를 요구한다. 넷째, 유동화자산 풀의 성과를 분석함에 있어서 필요하다고 판단될 경우에는 실질자산보유자(sponsor)의 기존 자산성과와 관련한 자료(static pool data)⁴⁾의 공시를 요구하고 있다.

자산유동화구조는 자산보유자, 실질자산보유자, 자산관리자, 유동화기구, 업무위탁기관 등 다양한 기관들이 거래에 참여하며, 이러한 거래 참여자 간에 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 있다. 은행이 보유한 대출채권을 유동화하는 경우의 이해상충 문제를 살펴보자. 자산보유자인 은행은 유동화회사에 대출채권을 매각하여 소유권을 넘기고 유동화회사는 매입한 자산을 기초로 증권을 발행한다. 자산유동화증권을 발행한 이후 자산보유자는 자산관리자의 역할을 수행하는 경우가 대부분이다. 만약 자산보유자가 후순위증권을 보유하는 경우에는 후순위가치를 극대화하기 위해 자산관리에 최선을 다할 가능성이 높다. 그러나 자산보유자가 후순위증권을 보유하지 않는 경우에는 적극적으로 자산관리를 할 유인이 낮아지게 된다. 이와 같이 자산의 매각방식, 후순위보유 여부 등에 따라 자산유동화의 유인체계가 달라질 가능성이 높다. 글로벌 금융위기의 과정에서 이러한 자산유동화 참여자 간의 유인 불일치 문제가 제기되었다. 그러나 글로벌

3) 일괄등록이란 발행인이 발행예정기간을 정하여 그 기간 동안 모집·매출할 예정인 유가증권에 관하여 일괄신고서를 제출하고 그 기간 내에 모집·매출하는 유가증권에 관한 유가증권신고서를 따로 제출하지 않는 제도로, 발행예정기간은 미국의 경우 2년 이내, 한국의 경우 1년 이내이다.

4) Static pool data란 자산보유자 혹은 실질자산보유자의 기존에 유동화되었던 자산의 성과에 관련한 자료를 의미한다.

금융위기 이전까지는 이러한 자산유동화의 유인 불일치를 해소하기 위한 규제는 존재하지 않았다.

나. 유럽의 자산유동화 규제체계

유럽의 자산유동화증권 시장은 수요자와 공급자의 필요에 의해 자생적으로 형성되었다. 2000년대 이전까지 유럽의 자산유동화증권 시장은 미국에 비해 상대적으로 활성화되지 않았다. 커버드본드와 같은 담보채시장이 발달하여 자산유동화를 통한 자금조달 수요가 상대적으로 적었기 때문이다. 2000년대 초기에는 영국을 중심으로 자산유동화증권 시장이 일부 도입되었고, 이후에 다양한 국가에서 자산유동화증권이 발행되면서 시장 규모가 증가하는 모습을 보였다. 유럽의 경우에는 모기지과 일부 중소기업대출 등에 대한 유동화 수요가 증대하기 시작하였으며, 2000년대 중반 이후에 다양한 자산의 유동화가 이루어졌다. 유럽에서 가장 활성화되어 있는 유동화부문은 MBS이다. 은행들은 커버드본드를 발행하여 자금을 조달하는 한편 일부의 모기지들은 양도나 신탁구조를 도입하여 유동화를 추진하였다.

유럽의 경우에 글로벌 금융위기 이전까지는 기존의 증권 관련 규제에 근거하여 자산유동화증권이 발행되었고 자산유동화증권에 특화된 법제를 도입한 경우는 거의 없었다. 특히 유럽 공통의 자본시장 규제체계 도입에도 불구하고 자산유동화에 대한 통일된 규제체계는 마련되지 않았다.

자산유동화증권 공시의 경우에도 기존 증권 규제의 틀에서 규제기관이 자체적으로 발행 관련 공시제도를 운영하였다. 2003년 유럽 공통의 증권 신고서 규제(rule on prospectus in 2003)가 도입되었으나 자산유동화증권에 대한 구체적인 공시 규제는 도입되지 않았다. 이에 따라 글로벌 금융위기 이전까지 유럽은 각국의 개별적인 기존 공시체계에 근거하여 자산유동화증권의 공시가 이루어졌다.

3. 서브프라임 모기지과 자산유동화

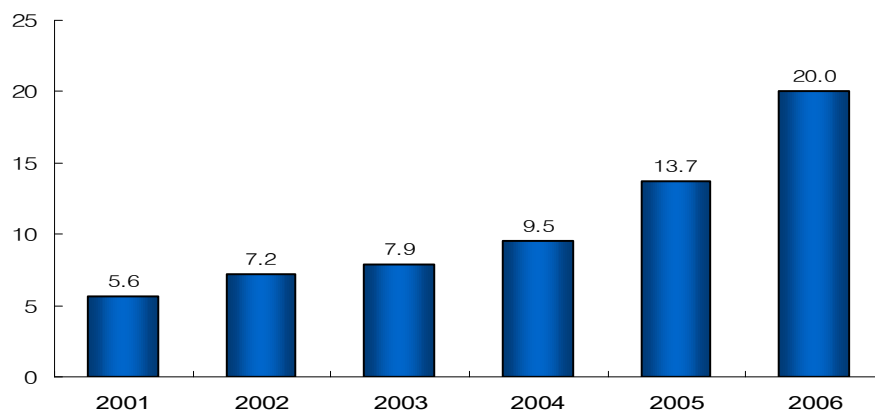
가. 서브프라임 모기지 사태의 배경

서브프라임 모기지는 신용도가 상대적으로 낮은 고객들을 대상으로 한 주택담보부대출이다. 모기지은행협회(Mortgage Bankers Association)에 따르면 과거 1년간 30일 이상 연체가 2회 이상인 사람, 과거 2년간 60일 이상 연체가 1회 이상인 사람, 과거 2년간 압류사실이 있는 사람, 과거 5년간 파산사실이 있는 사람, 개인 신용점수(FICO score)가 660점 이하인 사람에 대한 주택담보부대출을 서브프라임 모기지로 정의하고 있다.

미국의 서브프라임 모기지는 1990년대 중반까지는 그 규모가 크지 않았다. 2000년까지 대출 취급액 기준으로 전체 모기지 대비 서브프라임 모기지의 비중은 5%를 하회하였다.

<그림 II-5> 서브프라임 모기지 대출의 비중 추이

(단위: %)

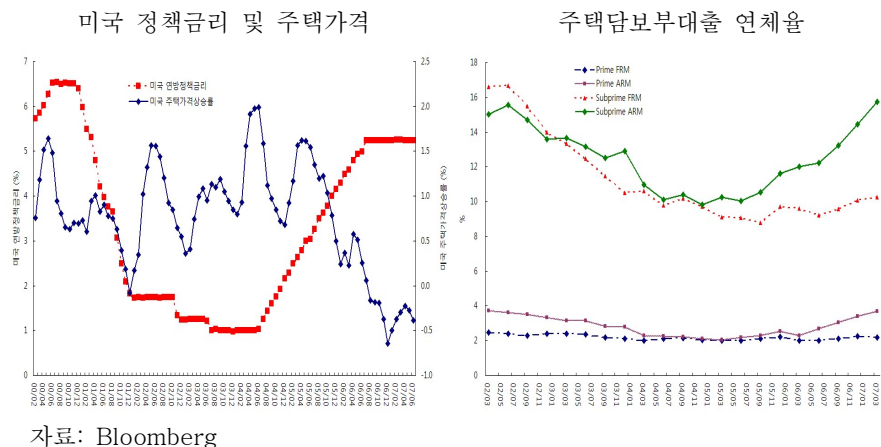


자료: US Mortgage Bankers Association

그러나 2000년 이후 저금리 기조에서 주택가격이 상승하였고, 풍부한 유동성을 바탕으로 서브프라임 모기지에 대한 공격적인 대출이 이루어지면서 그 규모가 폭발적으로 증가하였다. 서브프라임 모기지의 비중은 매년 지속적으로 증가하여 2006년에는 전체 모기지에서 서브프라임 모기지가 차지하는 비중이 약 20% 수준에 달하게 되었다.

일반적으로 미국의 프라임 모기지는 고정금리를 적용하는데 반해 서브프라임 모기지는 30년 만기를 기준으로 할 때, 초기 2년은 고정금리를 적용하고, 나머지 28년은 변동금리를 적용하는 하이브리드 금리체계로 운용되고 있다. 이에 따라 서브프라임 모기지는 금리인상에 대해 상대적으로 취약한 구조를 지니고 있다. 그런데 서브프라임 모기지가 크게 증가한 상황에서, 2004년말 저점을 기록한 금리가 상승세로 전환되었고 주택가격이 급격히 하락하는 상황이 발생하였다. 이러한 금리 상승에 따라 서브프라임 모기지의 연체율은 크게 증가하였다. 서브프라임 모기지의 연체율은 2005년말 약 12%였으나, 2006년에 들어서면서부터 빠르게 증가하여 2007년 1분기말에는 약 16%에 달하고 있으며, 주택 압류율도 2005년말 1.5%에 서부터 2007년 1분기 2.4%까지 지속적으로 상승하는 추세를 보였다.

<그림 II-6> 미국의 금리 및 주택시장 동향



자료: Bloomberg

나. 서브프라임 모기지 유통화

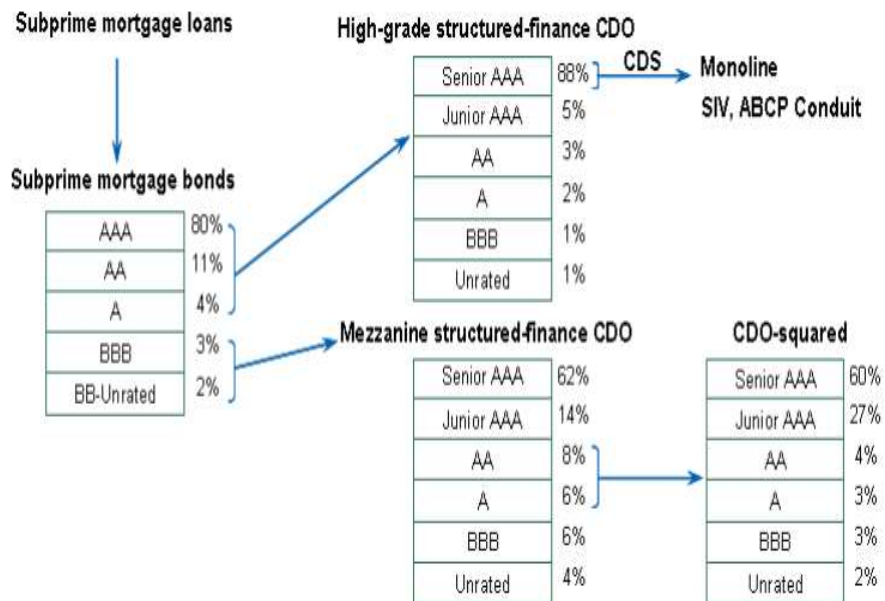
서브프라임 모기지는 주택저당공사(mortgage agency)⁵⁾가 인수하지 않기 때문에 Agency MBS와는 다른 구조로 증권화되었다. 주택저당공사가 발행한 MBS의 경우에는 발행하는 증권의 신용위험을 공사가 보증함으로써 높은 신용등급으로 발행된다. 반면 서브프라임 모기지의 경우에는 보증구조가 도입되지 않기 때문에 선순위, 중순위, 후순위의 다양한 트랜치 구조로 발행되었다.

서브프라임 모기지를 기초로 한 Non-Agency MBS의 선순위 트랜치는 신용도가 높은 증권을 선호하는 은행, 보험 등의 금융기관들이 인수하였고, 신용도가 낮은 트랜치는 헤지펀드가 인수하거나 이를 다시 유통화하는 CDO나 ABCP의 기초자산으로 활용되었다. 이와 같이 서브프라임 모기지는 다양한 방식으로 유통화되었고, 투자은행, 펀드 및 헤지펀드 등이 이러한 서브프라임 모기지 관련 유통화증권(Non-Agency MBS, CDO, ABCP)에 투자하여 서브프라임 모기지 신용위험이 다양한 투자자에게 이전되었다.

이러한 상황에서 서브프라임 모기지가 부실화되자 이를 기초로 발행된 Non-Agency MBS가 부실화되고, 이를 기초자산으로 활용된 CDO와 ABCP 및 신용파생상품이 같이 부실화되어 이에 투자한 금융기관이 커다란 손실을 입게 되었다. 또한 SIV(Structured Investment Vehicle)에 대한 유동성 보강기관도 이에 대한 유동성 보강을 할 수 없을 정도로 부실화되는 문제가 발생하였다. 이와 같이 서브프라임 모기지의 부실화는 유통화라는 구조를 통해 이에 투자한 모든 금융기관의 연쇄적인 부실화를 초래하였다.

5) 미국은 GNMA(Government National Mortgage Association), FNMA(Federal National Mortgage Association), Freddie Mac(Federal Home Loan Mortgage Corp.)과 같이 정부가 지원하는 주택저당공사들이 있다.

<그림 II-7> 서브프라임 모기지의 유동화 과정



자료: IMF

다. 서브프라임 모기지 사태의 원인

서브프라임 모기지 부실화와 서브프라임 모기지 유동화 부실화의 파급 경로를 정리해보면 1단계로 금리상승에 따른 부동산 가격하락 및 연체율 증대로 서브프라임 모기지를 실행한 모기지 컴퍼니와 모기지 은행 및 은행들의 부실화 문제가 발생하였다. 2단계로 서브프라임 모기지를 기초로 한 MBS에 보증을 제공한 보증회사(monoline insurance)의 부실화가 초래되었다. 3단계로는 서브프라임 모기지를 기초로 한 유동화증권(MBS, CDO, 신용파생상품)에 투자한 헤지펀드, 보험 및 투자은행의 자산가치 하락에 따른 부실화가 발생하였다. 이러한 연쇄적인 부실화는 전세계 금융 시장 위기로 확산되는 금융위기를 초래하였다.

서브프라임 모기지 사태의 원인으로서는 다음과 같은 요인들을 들 수 있다. 우선 서브프라임 모기지과 같은 신용도가 낮은 상품에 대한 대출기준이 완화되어 단시일에 크게 확대된 것이 가장 주요한 요인이라고 볼 수 있다. 2000년 이후 저금리상황이 지속되어 금융기관의 수익성이 악화되자 금융기관들은 상대적으로 수익성이 높은 서브프라임 모기지를 확대하였고 이로 인해 서브프라임 모기지의 규모가 급속히 증대하였다.

둘째, 위험을 적정하게 평가하지 못한 상황에서 서브프라임 모기지가 자산유동화라는 상품을 통해 다양한 금융기관으로 확산된 것이 위험을 확대한 요인이 되었다. 저금리 상황에서 급격히 확대되었던 서브프라임 모기지에 대한 위험과 이를 기초로 발행된 유동화증권에 대한 위험을 적정하게 평가하지 못한 상황에서 투자가 확대되었고 이로 인하여 서브프라임 모기지 부실화가 전체 금융기관으로 이전되는 문제가 발생하게 되었다. 특히 자산유동화증권은 자산에 근거하여 증권을 발행하는 구조를 도입하고 있기 때문에 상대적으로 복잡한 구조를 지니게 된다. 이와 더불어 CDOs of ABS⁶⁾, CDOs-squared⁷⁾, CPDOs(Constant Proportions Debt Obligation)⁸⁾ 등 복잡한 구조를 가지는 유동화 상품들이 등장하여 가치평가에 어려움이 존재하였다. 자산유동화증권 투자자들은 신용도가 높은 유동화증권의 경우에는 유동성이 높고 시장가격의 급격한 변화에 크게 영향을 받지 않는다는 판단에서 서브프라임 모기지에 기초한 유동화증권에 대거 투자하였다. 그러나 자산유동화증권의 유통시장이 활성화되지 않은 상황에서 위기가 발생하자 서브프라임 모기지 MBS의 유동성은 급격하게 낮아졌고 이에 투자한 투자자들이 대규모 손실을 입게 되었다.

셋째, 신용평가사에 대한 과도한 의존도가 위기를 확산시키는 또 다른 요인이 되었다. 서브프라임 모기지 유동화증권 투자자들은 신용평가사가 제시하는 신용등급에 과도하게 의존하여 투자의사결정을 하였고, 신용평

6) ABS를 기초자산으로 발행한 CDO

7) CDO를 기초자산으로 발행한 CDO로 주로 중순위의 CDO를 기초자산으로 한다.

8) CDO나 CDO Index에 투자하여 원금의 일정부분을 보장하는 구조를 도입한 CPPI(Constant Proportion Portfolio Insurance)의 일종이다.

가사는 다양한 요인으로 인하여 실제 위험보다 낙관적인 등급을 제시하였다. 신용평가사들은 과거 데이터를 기초로 한 평가모형을 설정하였으나 금융상황의 변화로 인하여 모수가 급격히 변화함으로써 결과적으로 부실한 평가가 이루어졌다. 또한 서브프라임 모기지의 부실화가 진전되자 기존에 평가한 유동화증권의 신용등급을 급격히 조정하여 금융기관들이 보유한 서브프라임 관련 유동화증권이나 신용파생상품의 가치가 하락함으로써 위기를 확대시키는 결과를 초래하였다.

넷째, 자산유동화증권의 규제체계가 적절하게 갖추어져 있지 못한 것도 위기를 증폭시킨 요인이 되었다. 자산유동화증권은 전통적인 증권과는 다른 구조를 지니고 있음에도 불구하고 공시와 발행절차 등에 있어 기존의 규제 범주에서 관리가 되었다. 이로 인하여 자산유동화증권이 지닌 위험을 적절하게 파악하지 못하는 문제가 발생하였고, 다양한 경로를 통해 금융권역에 위험이 확산되는 문제가 발생하였다.

Ⅲ. 주요국 자산유동화 규제체계 개선 내용

1. 기본 방향
2. 자산유동화 공시제도 개선
3. 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입
4. 자산유동화증권에 대한 자본규제개선
5. 자산유동화 관련 신용평가 규제개선

Ⅲ. 주요국 자산유동화 규제체계 개선 내용

1. 기본 방향

가. 국제기구의 자산유동화 규제체계 개선 논의

글로벌 금융위기 이후 다양한 국제기구들이 자산유동화증권의 규제체계 개선을 제안하였다. IOSCO(International Organization of Securities Commissions)는 자산유동화증권의 공시제도 개선에 대한 일련의 보고서를 발표하였다. 2008년부터 자산유동화증권 공시제도에 대한 논의를 시작하였고, 2010년 4월 공모 유동화증권의 공시기준을 발표하였다.⁹⁾ 동 기준에서는 자산유동화 참여기관의 역할과 책임을 명확히 하고, 유동화자산의 과거 실적을 포함한 자료를 제공하며, 유동화자산의 특성을 반영한 정보, 자산의 변동 가능성을 포함한 차주의 정보, 발행증권의 구조에 대한 자세한 설명, 유동화증권의 위험요소, 신용보강의 구체적인 내용 등을 공시하도록 요구하고 있다.

FSB(Financial Stability Board)와 G20는 자산유동화증권의 공시 강화 방안을 포함한 규제체계 개선안을 발표¹⁰⁾하였다. 동 권고안에서는 자산보유자와 유동화거래 참가자에 대한 실사를 강화하고, 유동화로부터의 위험을 정확히 파악할 수 있는 정보를 제공하며, 규제기관들은 유동화 공시에 대한 실질적인 모범기준을 설정하고, 적합한 규제수단을 마련할 것을 제안하고 있다. 또한 유동화 참여기관은 발행시점의 자료뿐만 아니라 자산유동화증권의 상환기간 중에 정보 공시의 강화를 요구하고 있다. 이와 더불어 유동화증권의 적시상환에 영향을 미칠 수 있는 다양한 정보를 공시내용에 포함시킬 것도 권고하고 있다.

9) IOSCO(2010)

10) Financial Stability Board(2009)

국제기구들은 자산유동화증권과 관련한 유인체계를 개선하기 위한 방안도 제안하였다. BCBS(Basel Committee on Bank Supervisory), IOSCO는 증권화와 관련된 리스크를 관리할 유인체계 개선방안¹¹⁾을 공동으로 발표하였다. 동 보고서에서는 자산유동화증권의 위험이전의 현황을 분석하고 이러한 위험 이전의 과정에서 유인불일치의 문제를 제기하고, 이를 해결하기 위한 방안으로 각국 규제기관이 자산보유자로 하여금 일정 비율의 위험을 인수하는 장치를 도입할 것을 제안하였다. 또한 각국 규제기관이 자산유동화증권의 투명성을 제고하기 위한 방안을 마련하고, 유동화증권의 복잡성을 줄이기 위한 보고서체계의 기준을 도입하는 방안도 제안하였다.

이와 더불어 자산유동화증권에 대한 무분별한 투자를 억제하기 위해 자산유동화증권 투자에 대한 자기자본 규제를 강화하는 방안도 도입되었다. 2008년 4월 금융안정포럼(Financial Stability Forum)은 금융위기 등에 대처할 수 있도록 증권화된 신용구조화 상품의 새로운 자본기준 설정을 건의¹²⁾하였다. 이에 따라 바젤위원회는 CDO를 포함한 자산유동화증권에 대한 요구자본 확충 방안과 은행 및 증권회사의 거래계정에 대한 추가적인 자본 도입, 그리고 ABCP 관련 거래에 대한 자본요건 강화 개선안을 마련하였다. 또한 2010년말 도입된 바젤Ⅲ에서는 기존의 유동화 익스포저에 대한 기준을 바꾸고, 신용평가 의존도를 낮추는 방안을 도입하는 등 유동화 익스포저에 대한 자기자본 기준을 개선하였다.

국제기구들은 자산유동화증권 투자자들의 과도한 신용평가에 대한 의존도를 줄이기 위한 방안과 신용평가사에 대한 규제체계 개선에 대한 논의도 활발히 추진하였다. IOSCO는 2004년부터 제시해 온 신용평가사에 대한 규범을 강화하여 신용평가의 질, 이해상충 방지체계, 투자자와 발행자에 대한 의무 강화, 행동규범의 공시 등을 강화하는 새로운 행동규범을 제시하였다. 한편 G20 정상들은 2008년 11월 회담에서 신용평가기관의 IOSCO 제반 지침 이행을 촉구하고 2010년 4월 런던회의에서 IOSCO에 지침 준수여부에 대한 감시기능을 부여하기로 합의하였다. 또한 2010년

11) Basel Committee on Banking Supervision(2011)

12) Financial Stability Forum(2008)

토론토 G20 정상회의에서는 신용평가의 의존도 축소 방안이 주요 의제에 포함되기도 하였다.

나. 미국의 자산유동화 규제체계 변화 방향

글로벌 금융위기 이후 미국은 자산유동화와 관련한 다양한 규제체계 개선을 추진하였다. 2010년 7월에 제정된 도드-프랭크법에서는 SEC (Securities and Exchange Commission)로 하여금 1년 이내에 자산유동화에 대한 규제체계를 재검토하고, 신용평가의 의존도를 낮추는 방안에 대한 법적 근거를 마련할 것을 요구하였다. 동 법에서는 자산유동화의 공시규정 마련¹³⁾, 자산유동화와 관련한 이해상충방지 체계 수립¹⁴⁾ 및 기초 자산에 대한 정기적인 공시 방안의 도입¹⁵⁾, 자산유동화증권의 신용등급 쇼핑 방지체계 마련¹⁶⁾ 등을 포함한 자산유동화 관련 규제체계의 개선을 추진하는 내용이 포함되어 있다.

미국의 자산유동화 규제체계 개선의 기본 방향은 자산유동화증권과 관련한 위험의 실체를 정확히 파악할 수 있도록 공시를 강화하고, 자산유동화구조에서 발생하는 이해상충 문제를 해결하기 위한 제도를 도입하며, 신용등급에 과도하게 의존하는 자산유동화증권 투자관행을 개선하는 규제를 마련하는 방향에서 추진되었다.

이에 따라 SEC를 포함한 주요 규제기관들은 자산유동화증권 규제개선을 추진하였다. 자산유동화증권 공시규정과 관련하여 SEC는 기존의 유동화관련 공시규정인 Regulation AB의 내용을 대폭 개정하여 2014년 8월 최종 규제안¹⁷⁾을 발표하였다. 2014년 10월에는 SEC를 포함한 다양한 규

13) Dodd-Frank Act Section 942

14) Dodd-Frank Act Section 941

15) Dodd-Frank Act Section 945

16) Dodd-Frank Act Section 939

17) SEC(2014a)

제기관이 공동으로 자산보유자의 후순위 보유와 관련한 최종 규제안¹⁸⁾을 마련하였다. 이외에도 자산유동화증권과 관련한 진술과 보장에 대한 규제 체계, 증권법에 근거한 자산유동화 발행자에 대한 기초자산의 정기적인 검토 방안에 규제체계도 수립되었다. 또한 신용평가사의 의존도 축소를 위해 신용평가개혁법을 제정하고, 신용평가사에 대한 규제를 강화하였다.

<표 III-1> 미국의 자산유동화 규제체계 개선 방향

구 분	규제개선의 주요 내용
기본 방향	- 도드-프랭크법(2010) SEC로 하여금 자산유동화 규제체계를 재검토하고, 이해상충 해소를 위한 규제를 도입하며, 신용평가의 의존도를 낮추는 방안에 대한 법적 근거 마련을 요구
공시제도 개선	- Regulation AB 개정(2014) 유동화자산별 공시항목 설정, 기초자산에 대한 공시 강화, 일괄등록 절차의 개선
이해상충 해소	- Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD, Credit Risk Retention; Final Rule(2014) 자산보유자가 최소한 5%의 위험을 보유하는 규제를 도입 후순위 보유 면제 대상 설정
신용평가 의존도 축소	- Dodd-Frank Act(2010) Section 939 SEC에 신용평가 전담부서를 설치하고 신용평가사에 대한 규제 강화

다. 유럽의 자산유동화 규제체계 변화 방향

글로벌 금융위기 이전의 유럽 자산유동화증권 시장은 미국에 비해 상대적으로 발행규모가 작았고, 서브프라임 모기지 등에 집중되지 않았기 때문에 자산유동화증권으로 인한 직접적인 문제가 발생하지는 않았다. 그러나 글로벌 금융위기가 발생함에 따라 유럽에서도 자산유동화증권 투자에서 발생하는 문제를 선제적으로 해결하기 위해 규제체계 개선을 적극 추진하였다.

18) Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD(2014)

유럽의 자산유동화증권 규제체계 개선의 기본 방향은 미국과 동일하다. 자산유동화증권의 공시체계를 개선하고, 이해상충을 해소하기 위한 새로운 규제체계를 도입하며, 신용평가의 의존도를 낮추고, 유동화증권 투자자의 자기자본 규제를 개선하는 방향으로 규제개선을 추진하였다. 그러나 규제방식과 규제체계의 세부 내용에 있어서는 미국과 다소 차이를 보이고 있다.

유럽은 자산유동화증권 공시 강화를 위해 CRR(Capital Requirement Regulation)을 제정하고, 증권신고서 규정(Prospective Directive)을 개정하였다. 이해상충 해소를 위해 은행, 금융투자, 보험 등의 건전성 규제체계에서 위험보유 관련 규제를 도입¹⁹⁾하였다. 또한 유럽은행감독위원회는 BIS와 연계하여 EU차원에서 자산유동화증권에 대한 자기자본규제안을 마련하여 시행하고 있다.

한편 유럽의 자산유동화증권 시장은 자산유동화 규제체계 강화 이후 장기적인 침체를 보이고 있다. 또한 다양한 법률에 산재해있는 자산유동화증권 관련 규제로 인하여 발행자와 투자자의 혼란이 야기되는 문제도 발생하고 있다. 이에 따라 유럽 의회는 2015년 다양한 법률에 산재되었던 자산유동화 규제체계를 통합하고 표준화된 유동화구조에 대한 규제체계 도입을 위해 EU 유동화 통합규제안(proposed a regulation on securitisation)을 제안하였다. 이에 따라 2017년 말에 유럽 공통의 증권화 규제법(Regulation on securitisation)²⁰⁾을 제정하였다. 동법은 자산유동화 공시, 이해상충 해소 등과 관련하여 유럽의 통합된 규제체계를 도입하고, STS유동화구조를 도입하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

19) 유럽은 CRR, AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive), Solvency II 개정을 통해 위험보유규정을 도입하였다.

20) European Parliament(2017)

<표 III-2> 유럽의 자산유동화 규제체계 개선 방향

구 분	규제개선의 주요 내용
기본 방향	- 자산유동화증권의 공시체계를 강화하고, 이해상충 해소를 위한 규제 도입하며, 신용평가의 의존도를 낮추는 방향에서 개별적인 규제체계를 도입
공시제도 개선	- CRR 등에서 실사요건을 도입 - ECB 개별자산 공시 규정을 통해 론에 대한 정보공시 강화
이해상충 해소	- CRR 405조, AIFMD 51조, Solvency II 254조 등에서 자산보유자가 5% 위험보유를 확약한 증권에 대해 투자를 하는 제도를 도입
신용평가 의존도 축소	- CRA3를 통해 신용평가사에 대한 규제 강화 - ESMA가 신용평가 규제를 담당 - 신용평가 의존도 축소 방안 마련
통합 규제체계 도입	- 2017년말 Regulation on securitisation을 제정하여 유럽의 자산유동화공시, 이해상충해소, STS유동화 도입 등의 통합된 규제체계 도입

2. 자산유동화 공시제도 개선

가. 미국의 자산유동화 공시제도 개선

1) 미국의 자산유동화 공시제도 개선 연혁

2004년 이전까지 미국의 자산유동화증권의 기본적인 공시내용과 절차는 증권법, 증권거래법에 근거하되 유동화증권에 특화된 공시내용은 비조치의견서에 의존하는 방식으로 운영되었다. 자산유동화증권 시장이 발전하면서 체계적인 자산유동화증권 공시체계 도입의 필요성이 증대하게 되었고, 이에 특정 자산군에 대한 세부적인 공시 방법을 규정한 Regulation AB가 2004년 12월에 제정되었다. 그러나 Regulation AB는 특정한 집합

자산에 대해서만 공시의무를 부과하기 때문에 동 규정에 적용을 받지 않는 다른 유형의 자산군이나 rule 144a에 의해 발행되는 유동화증권 혹은 사모 유동화증권에 대해서는 적절한 공시가 이루어지지 않았다.

이후 글로벌 금융위기를 거치면서 자산유동화증권 공시와 관련한 다양한 문제가 제기되었다. 우선 자산유동화증권에 대한 포괄적인 공시체계가 마련되지 않아 투자자들이 자산유동화증권의 세부적인 내용과 위험을 충분히 파악하지 못하고 있다는 문제가 제기되었다. 이에 따라 공시대상 자산을 대폭 확대하고, 공시내용을 보완할 필요가 있다는 주장이 제기되었다. 또한 공시 규제를 받는 유동화증권의 경우에도 신고기간이 짧아 투자자들이 자산유동화증권의 구조를 파악하는데 충분한 시간이 제공되지 않았고, 이로 인해 신용평가사 정보에 과도하게 의존하고 있다는 문제점도 대두되었다.

이러한 상황에서 SEC는 2010년 5월에 자산유동화증권 공시규정 개정 제안²¹⁾을 발표하여 의견을 청취하였고, 2011년에는 의견 청취기간을 연장하였으며, 2014년 2월 수정개정안²²⁾을 발표하고, 의견 청취 과정을 거쳐 2014년 8월 자산유동화증권 공시규정 최종 규정²³⁾을 마련하였다.

2010년의 자산유동화증권 공시규정 개정 제안은 기존 자산유동화증권의 공시내용과 절차를 대폭 강화하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 우선 기초자산과 유동화증권 구조의 공시와 관련하여 다양한 특성을 파악할 수 있도록 공시항목을 대폭 확대하였다. 기초자산에 대해 28개 표준 공시항목을 제시하였고, 자산 유형에 따라 추가적인 데이터 항목도 제시하였다. 자산유동화증권 거래와 관련해서도 기본항목과 자산특성에 따른 추가적인 자료 항목을 설정하였다.

또한 투자자들이 유동화증권의 위험에 대해 충분한 검토를 할 수 있도록 등록시한을 연장하였고, 새로운 일괄등록(shelf registration) 절차를 도입하였다. 신규 일괄등록 대상 유동화증권의 경우 인출이 이루어지기 5영업일 이전에 예비증권신고서(preliminary prospectus)를 제출하도록 요구하였다.

21) SEC(2010)

22) SEC(2014b)

23) SEC(2014a)

자산유동화증권 투자자가 자산유동화증권의 구조를 충분히 파악하고 필요에 따라 스트레스 테스트를 할 수 있도록 현금흐름 분석에 대한 프로그램을 개방형 공동체 기반 프로그램 언어로 제공하는 것도 요구하였다. 자산유동화증권을 빈번히 발행하는 자산보유자의 경우에는 과거 3년 동안의 유동화자산 정보(static pool analysis)를 공시하도록 하여 투자에 참고할 수 있게 하였다.

이와 더불어 사모 형태의 유동화에 대한 공시를 강화하는 방안도 포함하였다. 준사모 방식인 rule 144a에 근거하여 발행하는 유동화증권의 경우에도 전자공시시스템(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval: EDGAR)에 공시를 요구하여 공모 유동화증권과 동일한 공시를 요구하고 있다.

이러한 자산유동화증권 공시규정 개정 제안에 대하여 시장 참여자들은 다양한 부정적 의견을 제시하였다. 우선 개별 자산에 대한 세부적인 공시를 강화함에 따라 프라이버시 침해 문제가 발생할 소지가 있다는 의견이 제시되었다. 또한 공시 요건에 부합하는 정보량 증가에 따라 공시비용이 과다해져서 자산유동화증권을 발행할 유인이 크게 저하될 수 있다는 주장도 제기되었다. 이와 더불어 사모를 포함한 모든 유동화증권을 공시하게 되면 사모 자산유동화증권 시장이 크게 위축될 가능성이 있다는 의견이 나오기도 하였다.

이에 따라 SEC는 당초 자산유동화증권 개정 제안의 기본방향은 유지하되, 시장참여자들의 의견을 반영하여 프라이버시 문제를 일으킬 소지가 있는 자산별 정보제공을 보완하고, 일부 과다한 정보 제공 항목을 축소하는 한편, 공시 대상 자산유형을 일부의 자산으로 제한하는 최종안을 제시하였다. 또한 사모 유동화증권의 공시에 대해서는 장기적인 해결과제로 도입을 보류하였다.

2) 자산유동화증권 공시규정(2014년)의 주요 내용

가) 핵심적인 변화 내용

자산유동화 공시규정의 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 자산별 공시항목의 일부를 개선하여 자산 특성을 충분히 파악할 수 있도록 자산별 공시항목을 구체적으로 설정하였다. 다만 자산별 공시규정의 적용을 받는 대상 자산을 주거용 모기지, 상업용 모기지, 자동차할부와 리스, 대출 유동화 및 채유동화로 한정하였다. 둘째, 증권신고서의 공시 요건을 개정하여 자산 풀의 특성 정보를 증권신고서 요약에 포함시켰고, 기초자산에 대한 공시와 자산보유자의 과거 유동화자산의 특성 및 거래참여자에 대한 공시를 강화하였다. 셋째, 일괄등록 절차를 개선하여 일괄등록시 인출 이전의 예비증권신고서 제출 시한을 3영업일로 단축시켰다. 넷째, 신용평가에 의존하지 않고 자체적으로 자산과 구조를 분석할 수 있도록 공시항목의 일부를 개선하였다.

개정된 공시규정에서는 2010년 자산유동화 공시규정 제안 중 일부가 제외되었다. 우선 모든 자산군에 대하여 일반 공시항목과 더불어 자산별로 특화된 추가 공시항목을 적용하려던 자산별 공시체계 도입 방안이 크게 후퇴되어 특정 자산유형에 대해서만 구체적인 공시내용이 설정되었다. 신용카드 유동화의 경우에는 유동화 대상 신용카드 전체 계정에 대한 공시의무를 부과할 예정이었으나 동 방안이 채택되지 않았다. 또한 자산유동화 현금흐름 프로그램을 공시하도록 하는 내용도 제외되었고, 예비증권신고서에 유동화 거래 계약서 첨부 및 정기 신고서 제출 시 풀의 성과에 대한 공시 방안 등도 최종안에서는 제외되었다. 또한 사모 자산유동화증권에 대해 공시의무를 부과하려던 당초의 방안도 장기과제로 미루어 공모 유동화증권에 대해서만 공시의무를 부과하였다.

<표 III-3> Regulation AB의 주요 제도

구분	공시의 주요 내용
공시 양식	- 일반 유동화: Form SF-1 - 일괄등록: Form SF-3
기초자산 공시	- 자산 특성에 대한 기본항목: 자산특성에 대한 기본 정보 주거용 모기지, 상업용 모기지, 자동차할부·리스, 대출, 재유동화의 경우 자산특성에 대한 추가적인 정보를 공시
현금흐름 관련 자료	- 현금흐름 발생에 대한 상세한 내용을 기술할 것 - 신용보강 등의 배분을 포함한 지불순위 정보 공시
자산보유자 과거실적	- 자산보유자의 과거 유동화 실적에 대한 정보 - 당해 유동화자산과의 차이에 대한 정보 제공
일괄등록 제도	- 적어도 발행 5영업일 이전에 유동화와 관련한 구체적인 정보를 공시하도록 요구

나) 유동화증권의 공시 양식

개정 Regulation AB는 다른 증권 of 공시시스템과 차별화된 ABS 공시 시스템 도입을 위해 새로운 등록 form인 Form SF-1과 Form SF-3을 도입하였다. 모든 자산유동화증권은 일반 유동화증권에 적용되는 Form SF-1의 양식에 따라 공시해야 한다. 동 양식에서는 분매계획, 거래참여자 정보(자산보유자, 실질자산보유자, 발행자, 자산관리자, 업무위탁자, 자산의 특성, 증권 of 특성), 유동화거래특성(풀의 특성, 증권 of 특성, 신용보강, 파생계약내용, 조세관련 내용, 신용평가), 자산보유자의 과거 유동화실적 특성 정보(static pool analysis), 유동화증권 관련 비용 내역, 인수자 정보 등을 주요 내용으로 하고 있다. Form SF-3은 일괄등록 대상 자산 유동화증권의 관련 공시 양식으로 일반적인 유동화 공시사항에 추가하여 자산의 추가 매입 내용과 발행되는 증권 시리즈에 대한 정보를 추가하고 있다. 일괄등록의 경우에는 공시 지연이 발생할 수 있기 때문에 일반적인 유동화와 다른 양식에 의해 공시하는 규제를 도입하고 있다.

다) 기초자산에 대한 정보 공시

모든 ABS 발행자들은 기초자산 정보를 공시해야 하며, 신용카드 유동화의 경우에는 그룹 계좌 정보를 공시해야 한다. 또한 발행자들은 기초자산 데이터(Schedule L data)를 Form 8-K²⁴⁾에도 등록해야 한다. 이러한 기초자산 데이터의 공시에 있어 풀의 측정시점, 양도기준 시점 등에서 자산수준의 자료를 등록하도록 되어 있다.

Form SF-1의 경우에는 최종 증권신고 시점에서 자산별 자료를 제공해야 하며, 일괄 공시의 경우 자산의 구성이 1% 이상 변화하는 경우 변경 신고서에 자산별 자료를 갱신해야 한다. 일괄신고 유동화증권의 경우 Form 8-K에 개별 자산별 자료를 적시에 제공하지 못하는 경우 일괄신고 적격 발행자의 자격을 잃게 된다.

자산에 대한 공시는 46개의 기본 항목과 특정한 자산의 경우에는 추가적인 정보 항목을 설정하였다. 특히 주거용 모기지, 상업용 모기지, 자동차할부와 리스, 대출 유동화 및 재유동화의 경우에는 자산특성에 따라 2~151개의 추가적인 항목으로 구성된 자산특성 정보(Schedule L-D data)를 공시해야 한다. 또한 현금흐름 관련 공시 항목인 Form 10-D²⁵⁾의 양식에 의거하여 유동화등록 15일 이내에 공시해야 한다.

주거용 모기지의 자산별 공시 항목은 <표 Ⅲ-4>와 같다. 일반항목은 자산의 일반적인 특성 정보와 더불어 주 자산관리자, 자산관리수수료, 연체 정보 등을 포함하도록 되어 있다. 또한 자산 특성별로 추가적인 정보를 제공하도록 요구하고 있다. 주거용 모기지 특성에 대한 추가정보 항목에는 대출목적, 우선순위, 대출변경가능여부, 모기지 보험가입여부, 선순위 정보, 변동금리 적용 여부 및 조건 등 137항목을 공시하도록 요구하고 있다.

신용카드자산의 경우에는 개별 자산수준의 자료 대신에 그룹화된 계좌 정보(Schedule CC data)를 등록하도록 요구하고 있다. 동 자료는 계좌

24) 유동화회사의 중요 사항이 발생할 경우 제출하는 수시 공시 양식

25) 자산유동화증권 관련 현금흐름의 분배, 수익의 배분과 자산의 성과 및 현금흐름에 관한 공시 양식

신용도별, 연체기간별, 계좌의 기간별, 고객의 거주지역별 그리고 적용금리별로 구분된 풀의 자료를 의미한다. 또한 각 요소의 조합별로 신용한도, 계좌 잔액, 계좌의 수, 평균 리볼빙 이자율(Annual Percentage Rate: APR), 계좌유지수수료 등에 대한 정보를 공시해야 한다.

자산 풀에 대한 자료 공시에 있어 자산 풀의 변경 기준과 자산 풀의 변경이 현금흐름에 미치는 영향에 대한 분석자료 등을 공시해야 한다. 또한 자산에 대한 진술과 보장의 존재 여부 및 자산보유자의 책임소재에 대한 내용도 포함되어야 한다. 이와 더불어 Regulation AB는 현금흐름 발생에 대한 상세한 기술을 포함하여 투자자들이 자산으로부터의 현금흐름을 이해할 수 있도록 기술할 것을 요구하고 있다. 즉 자산의 현금흐름이 증권에 어떻게 배분되는지, 신용보강 등이 개별 증권에 어떻게 배분되는지를 보여줄 수 있는 지불 순위 정보를 공시할 것을 요구하고 있다. 이를 통해 투자자들은 발행증권에 대한 정확한 신용도를 파악할 수 있고, 자산 성과에 대한 상시적인 모니터링을 통해 발행 이후에도 상환가능성에 대한 분석을 할 수 있다는 효과를 기대할 수 있다. 또한 프로그램 형태로 공시가 이루어지기 때문에 투자자들은 발행시의 가정을 변경하여 스트레스 테스트를 할 수 있다.

이러한 기초자산의 공시와 관련하여 발행자들은 자산에 대한 세부적인 정보의 공시로 인하여 주요한 영업정보가 경쟁자에게 알려지는 문제를 우려하고 있으며, 광범위한 자료 공시에 따른 업무부담 증가에 대해서도 우려를 제기하고 있다.

<표 III-4> Regulation AB의 주거용 모기지 자산별 공시항목 예시

구분	공시 항목
일반 항목 (Schedule L Item 1. General item requirement)	- 자산번호, 자산그룹 번호, 자산보유자, 자산생성일, 자산의 생성 규모, 만기 개월수, 만기일, 이자율, 이자의 지불 방식, 고정금리·변동금리 여부, 원금지불 거치기간, 초회 지불 일시, 주자산관리자, 자산관리 수수료 비율, 자산관리비용(월간), 표준적인 인수 여부, 측정일자, 현재 잔액, 현재 이자율, 원금 지불일자, 연체일자, 잔존만기
주거용 모기지에 특화된 공시항목 (Schedule L Item 2. Residential mortgage item requirements)	- 대출 목적, 우선 순위, 중도상환 수수료 여부, 역상환 존재 여부, 대출의 변경 가능 여부, 모기지 보험 가입 여부, balloon 여부, 브로커 실행 여부, 대출 실행 채널, NMLS (National Mortgage Licensing System) 등록 번호, NMLS 회사 번호, 모기지 금리 인하 기간, 이자지불 일수, 연체에 따른 대지급 정지 기간, 선순위 모기지 잔액, 상위 순위 모기지 잔액, 선순위 모기지 유형, 선순위 모기지 실행 일자, 변동금리 조건, 변동금리의 마진, 하이브리드 금리의 경우 고정금리 기간, 이자율 변경 일자, 기준금리 적용 일자, 이자율 상한, 이자율 하한, 이자율 변경 일자, 차기 이자율 변경 조건(변경율, 기간), 변동금리 적용시의 제반 조건, 초기 최소 지불 조건, HELOC(Home Equity Line of Credit) indicator, 중도상환 관련한 제반 조건들, negative amortization¹⁾의 제반 조건들, 초기 최소 지불금 변경 기간, DTI, 계약 변경에 따른 원금 상승 금액(capitalized amount), 담보물건의 지역, 담보물의 점유 현황, 담보물건 가격, 담보물의 유형, 담보물의 감정가, 담보물 감정 방법, 감정가 산정 일자, 자동 가치평가모형(Automated Valuation Model: AVM)의 유형, 최근의 담보물 가치평가 가격, 가치평가 방식, 가치평가 기준 일자, 대출 실행시의 Loan-to-Value, LTV 산출 일자, 담보비율, 주택의 소유 구분, Loan-to-Invoice, 다운 페이 방식, 차주의 credit score, 차주의 소득수준, 차주의 직업군, 차주의 신용도를 나타내는 다양한 지표들, 차주의 과거 연체 및 담보자산의 압류 기간, 모기지 보험회사 이름, 모기지 보험의 부담률, 담보의 순위, 담보의 순위 결정 방식, 선순위의 유지 기간

주 : 1) 이자율 변경에 따라 갚아야 할 원금리 상승하는 경우를 의미함

자료: SEC(2014) Regulation AB

라) 자산정보에 대한 추가 공시 사항

Form SF-1이나 Form SF-3의 공시에 있어 필요한 경우 개별 자산보유자, 자산관리자의 지분 보유 비중을 공시하도록 요구하고 있다. 또한 당해 유동화자산과 자산보유자의 과거 유동화 실적 간의 차이에 대한 요약 정보와 과거 자산보유자의 유동화자산의 연체 정보 등을 제공하도록 요구하고 있다. 연체, 손실 및 선지급 관련 정보는 통계적인 그래픽 정보의 형태로 제공할 수 있도록 하고 있다. 이와 더불어 풀의 연체 및 손실과 관련한 정보는 유동화증권 발행 이후 일정한 주기로 공시하도록 요구하고 있다.

마) 일괄등록제도의 개선

Regulation AB 개정안은 일괄등록과 관련하여 기존과 동일하게 일괄등록공시 절차를 유지하되 투자자들이 자산유동화증권에 대한 충분한 검토시간을 갖고 투자할 수 있도록 자산유동화증권의 내용을 파악할 시간을 제공하는 절차를 도입하였다. 특히 개정안에서는 특정 시리즈의 분리발행시 투자자가 보다 많은 정보에 근거하여 투자할 수 있도록 예비증권신고서 제도를 도입하였다. Form SF-3을 사용하는 일괄등록의 경우 적어도 발행 5영업일 이전에 유동화와 관련한 구체적인 정보를 포함한 예비 증권신고서를 공시하도록 요구하였다. 또한 일괄등록 정보 공시의 경우²⁶⁾ 공모가격, 인수비용 및 딜러에 대한 비용 등을 제외한 유동화와 관련한 구체적인 정보를 포함시킬 것을 요구하고 있으며, 특히 자산에 대한 구체적인 정보와 유동화증권의 구체적인 조건 및 현금흐름에 대한 프로그램 등을 포함시킬 것을 요구하고 있다. 예를 들어 rule 424(h)에 근거한 공시 이후에 추가적인 신용보강을 하였다면 이 내용을 포함한 예비 증권신고서를 공시하고 5일 이후에 새로운 신용보강을 추가한 내용을 공시하도록 요구하고 있다. 이와 같이 예비신고기간을 도입한 것은 딜의 구조가 바뀌는 경우 투자자들이 충분한 시간을 두고 딜의 구조를 파악하게 하기 위한 것이다.

26) Rule 424(h) filing

바) 지연된 일괄신고에 적합한 자산유동화 요건 도입

기존에는 적격 신용평가기관(Nationally Recognized Statistical Rating Organization: NRSRO)으로부터 투자등급 이상의 신용등급을 받은 자산유동화증권은 지연된 일괄신고(delayed basis on shelf registration)가 가능하도록 하였다. 그러나 Regulation AB 개정안에서는 신용평가에 대한 의존도 축소를 위해 동 조항을 삭제하고 다음과 같은 새로운 지연된 일괄신고의 적격 조건을 도입하였다. 첫째, 자산보유자가 적어도 5%의 위험을 인수하는 것을 조건에 포함시켰다. 보유 방식은 후순위 인수, 랜덤하게 자산을 인수하는 방식 그리고 특정한 개별 트랜치(tranche)의 5%를 보유하는 방식 등을 인정하였으나 다른 트랜치와 수평적인 증권을 일정 비율 이상 보유하는 것은 위험을 인수한 것으로 보지 않는다. 둘째, 자산보유자의 진술과 보장이 구체적인 계약내용으로 작성되어야 하고 이것이 명확하게 공시되며, 이에 대한 제삼자의 확인을 받도록 요구하고 있다. 셋째, 자산보유자 대표가 개별 기초자산의 생성, 내부 신용보강, 현금흐름 등과 같은 자산특성 등에 대한 증권신고서 작성 내용을 보증한다는 서명을 요구하고 있다. 넷째, 계속성의 기준에서 발행 이후 공시를 요구하고 있다. 특히 일괄등록을 원하는 발행자는 증권거래법에 근거한 계속 공시를 한 경험이 있어야 한다. 마지막으로 과거에 유동화증권 공시와 관련하여 규제를 위반한 사실이 없어야 하며, 이러한 사실을 컴플라이언스가 검토하여 파일링 시에 보고하도록 요구하고 있다.

모기지 관련 유동화증권의 지연된 일괄신고가 가능하게 하는 요건은 ABS와 동일하게 Form SF-3 일괄신고에 적격요건을 만족하는 발행자로 한정하고 있다.

나. 유럽의 자산유동화 공시제도 개선

1) 유럽의 자산유동화 공시제도 개선 연혁

유럽의 자산유동화증권 공시제도 개선은 자산유동화증권의 이해관계자에게 거래구조와 위험을 충분히 알리도록 공시요건을 강화하고, 기초자산의 효율적인 공시를 위한 데이터 웨어하우스(European data-warehouse)를 도입하는 한편 투자자들의 기초자산 실사(due diligence)를 강화하는 방향에서 추진되었다. 이를 위해 CRR 제정, 증권신고서 규정 개정 등이 이루어졌다.

CRR 406조에서는 유동화증권 발행과 관련하여 투자자가 다음과 같은 의무를 지도록 하고 있다. 첫째, 유동화 관련 기관은 거래, 위험 및 구조적 특징을 철저히 이해하여야 한다. 둘째, 발행인, 자산보유자 또는 실질자산보유자로부터 관련 정보를 획득해야 한다. 셋째, 자산보유자, 실질자산보유자 등으로부터 위험보유에 대한 명시적인 진술을 얻어야 한다.

또한 CRR 409조에서는 자산보유자, 실질자산보유자 등은 장래 투자자에게 기초자산의 신용도와 성과에 대한 중요한 모든 관련 데이터에 쉽게 접근할 수 있게 보장하도록 요구하고 있으며, 투자자들은 이러한 정보를 통해 투자목적에 부합하는 스트레스 테스트 수행이 가능하도록 충분한 정보를 제공받을 수 있도록 하는 규정을 도입하였다. 유럽의 자산유동화 공시규정은 개별 자산과 관련한 정보공시를 위해 ECB(European Central Bank)로 하여금 개별 자산별 정보 요건을 설정하는 제도를 도입하였고, 7개 유형²⁷⁾의 자산군별 템플릿을 제정하였다.

한편 2017년말 EU통합 유동화 규제체계가 도입됨에 따라 기존의 구조화 금융 상품과 관련된 공시 의무를 대체하는 새로운 규제가 도입되었다. 또한 2018년부터 ESMA(European Securities and Market Authority)가

27) 이러한 유형에는 주거용 모기지, 상업용 모기지, 중소기업대출, 소비자금융, 리스, 자동차할부, 신용카드 등이 포함되어 있다.

자산유동화 공시 관련 기술표준(securitisation disclosure technical standard)을 제정하여 ECB템플릿을 참조하여 개별 자산군별 공시템플릿을 도입하고 있으며, 대상 자산군을 확대하고 있다.

2) 유럽의 자산유동화 공시제도²⁸⁾

유럽은 투자자들이 거래구조와 특성을 충분히 이해할 수 있도록 기초 자산, 자산유동화증권 참여자 및 거래구조와 관련한 정보 제공을 강화하는 규제를 도입하였다. 공모의 자산유동화증권 발행의 경우 요약 및 위험 요소 섹션에 위험보유 내용이 포함되어야 하며, 기초자산에 대한 상세한 자료는 웹사이트 게시를 통해 모든 투자자들이 접근할 수 있는 방안을 마련하였다. 또한 자산의 신용도를 파악하기 위해 필요시 스트레스 테스트를 할 수 있도록 자산 및 유동화구조에 대한 자료를 충분히 제공하도록 요구하고 있다.

<표 III-5> 유럽의 자산유동화 공시제도

구분	공시의 주요 내용
공시 기준	- EU securitisation regulation(2017)에 근거하여 공시를 요구 - ESMA가 상세한 공시규정을 도입
기초자산 공시	- ESMA가 제공하는 자산별 template에 근거한 공시를 요구 - 10개 자산 및 7개 증권 유형에 대한 공시 템플릿 설정
현금흐름 관련 자료	- 스트레스 테스트 수행이 가능하도록 충분한 정보를 제공받을 수 있도록 하는 규정을 도입
자산보유자 과거실적	- 공시 템플릿을 통해 자산보유자의 과거 유동화 실적에 대한 정보 공시를 요구
일괄등록 제도	- 일괄등록 제도에 대한 요건 없음

28) 기존에는 자산유동화 규제와 관련하여 CRR, AIFMD 및 Solvency II의 위험보유, 실사 및 공시 조항을 도입하였으나 2018년부터 통합된 규정(EU securitisation regulation(2018))을 적용하고 있다.

3) 기초자산 정보 제공

기초자산에 대한 정보 제공은 자산군별 세부적인 정보 요건을 도입하는 방식으로 정보제공을 강화하는 규제를 도입하고 있다. 특히 특정한 자산(RMBS, CMBS, 중소기업대출 유동화, 자동차할부, 소비자대출, 리스, 신용카드)의 경우에는 개별자산에 대한 자료, 유동화 관련 계약, 표준화된 월간 투자 보고서 및 현금흐름 모형 등에 대한 공시를 요구하고 있다.

자산별 공시와 관련하여 2018년부터 ESMA가 자산별 공시 템플릿을 제시하고 있다. ESMA는 CMBS와 중소기업대출을 시작으로 2018년까지 17개의 자산 및 증권에 대해 템플릿을 마련²⁹⁾하였다. 이러한 자산별 템플릿은 기본적인 유동화구조에 대한 설명과 더불어 자산의 특성을 파악할 수 있는 다양한 정보를 포함할 것을 요구하고 있다.

특히 ESMA는 ABCP의 기초자산, 중요 사건 및 투자자 정보 등에 대한 템플릿을 마련하였다. ABCP의 공시 항목에는 기초자산의 유형, 만기 정보, LTV, 1개월을 초과하는 원금상환 자산의 비중, 기초자산의 적용금리, 신용위험 관련 정보 등을 포함하고 있다. ABCP의 투자자에 대한 정보 공시 자료에는 양도기준일, 5% 위험보유 방식, 트리거 관련 정보 등을 포함하고 있다.

29) <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation>

<표 III-6> 유럽 유동화공시의 주요 자산유형별 공시항목 예시

자산구분	주요 공시 항목
RMBS	- 양도일자, 대출특성(실행일, 만기, 대출은행, 목적, 대출조건, 상환방식, 금리결정방식 등 52개항목), 자산보유자 정보, 차입자정보(차입형태, 신용도, 차입자 연령, 직업, 수입, 지역 등 54개항목), 선후순위, 담보자산특성(주거형태, 담보자산특성, 담보가치, LTV 등 35개항목), 발행증권 정보
CMBS	- 양도일자, 대출 기본 정보(실행일, 만기, 대출은행, 목적, 대출조건, 상환방식, 금리결정방식 등 14개항목), 대출 관련 통계, 차입자정보(차입형태, 신용도, 차입자 연령, 직업, 수입, 지역 등), 대출 커버넌트, 선후순위, 담보자산특성(부동산 특성, 담보가치, 현금흐름 등 35개항목), 발행증권 정보
중소기업 대출	- 양도일자, 자산보유자, 차입자 정보(대출자, 대출일자, 대출조건, 우선순위, 신용도 정보 등), 유동화자산의 세부정보, 발행증권 정보
소비자 금융	- 양도일자, 자산보유자, 풀의 특성 정보(차입자 신용도, 차입자의 직업, 실행일, 실행금액 상환조건, 연체정보 등), 발행증권 정보, 현금흐름의 배분 정보
신용카드	- 양도일자, 자산보유자, 양도 계좌의 특성, 차입자 정보(카드 어카운트 소유자, 지역, 직업, 한도), 양도 자산의 특성(금액, 교체주기, 사용빈도, 이자율, 연체정보), 신탁방식, 신용보강 방식, 발행증권 정보
자동차 할부	- 양도일자, 할부금융 특성(대출일자, 대출자, 대출조건, 지불방식, 이자율, 중도상환 정보, 자동차 매입 조건, 신차여부, LTV, 구입조건 등), 연체 여부, 연체관련 정보, 신용보강, 발행증권 정보
ABCP	- 자산보유자, 실질자산보유자, 기초자산 유형, 양도일자, 발행지역, 익스포저의 특성, LTV, 자산의 특성(평균기간, 자산가치, 현금흐름 특성 등), 상환 조건, 금리, 비용, 발행증권의 특성, 신용보강, 유동성 보강 등

자료: ESMA, Securitisation Disclosure Templates

다. 미국과 유럽의 자산유동화 공시제도의 비교

미국과 유럽의 자산유동화증권 공시제도 개선의 기본적인 방향은 동일하다. 즉 자산유동화 투자자들이 유동화와 관련한 위험을 충분히 파악할 수 있도록 유동화증권의 기본구조와 자산에 대한 정보를 적시에 충분히 제공하도록 하는 규정을 도입하고 있다. 특히 자산의 세부적인 정보에 대한 템플릿을 도입하여 유동화자산의 특성을 충분히 파악하고 투자가 이루어질 수 있도록 정보제공 항목을 구체적으로 설정하고 있다.

그러나 미국과 유럽은 자산유동화증권의 세부적인 공시 내용과 절차에 있어서 다소 차이를 보이고 있다. 미국의 경우에는 사전에 설정한 소비자 금융 자산에 중점을 두고 유동화구조, 자산별 정보 및 현금흐름 분석 모델 등과 관련한 세부적인 정보를 제공하는 구조를 도입하고 있는데 반해 유럽의 경우에는 미국에 비해 더욱 다양한 자산 유형에 대해 공시를 요구하는 한편 ABCP에 대해서도 공시템플릿을 도입하여 구체적인 정보를 공시하도록 요구하고 있다. 자산별 공시와 관련해서는 미국의 경우 공모로 발행되는 집합자산에 중점을 두고 세부적인 공시항목을 설정하고 있으며, 자산보유자의 과거 유동화자산에 대한 특성 및 거래참여자에 대한 공시를 강화하였다. 반면 유럽의 경우에는 특정 자산군에 대해 공시 템플릿을 도입하여 자산별 공시를 강화하고 있으며, 공시 템플릿 대상 자산군을 계속 확대하고 있다. 일괄등록과 관련하여 미국은 구체적인 일괄등록의 절차와 등록 양식을 도입하고 있는데 반해 유럽은 일괄등록의 구체적인 기준을 마련하고 있지 않다. 이와 같은 차이는 미국과 유럽 간의 자산유동화증권 시장의 규모와 구조가 차이를 보이고 있고, 규제 방식에 있어서도 두 지역 간 차이가 존재하기 때문이다.

한편 미국은 도드-프랭크법 제932조에 근거하여 제3자에 의한 실사 관련 규정을 도입하였다. 2014년 8월 SEC는 NRSRO와 관련한 다양한 규칙을 도입하고 15Ga-2의 규정에 근거하여 신용평가사가 평가한 ABS의 외부평가정보는 EDGAR를 통해 제공하도록 요구하고 있다. 그러나 유럽의 경우에는 제3자에 의한 실사 관련 규정이 도입되고 있지 않다.

<표 Ⅲ-7> 미국과 유럽의 자산유동화 관련 공시체계 비교

	미 국	유 럽
규제근거	- Regulation AB (2014)	- EU securitisation regulation (2018)
공시내용	- 유동화구조, 기초자산 세부 정보(특성유동화), 신용보강, 기타 투자자 정보	- 유동화구조, 기초자산 세부 정보(특성 유동화), 신용보강, 기타 투자자 정보
일괄등록	- 일괄등록에 대한 세부적인 기준과 절차 도입	- 일괄등록 규정이 없음
기초자산 공시 템플릿	- 주거용 모기지, 상업용 모기지, 자동차할부와 리스, 대출 유동화 및 재유동화	- 주거용 모기지, 상업용모기지, 기업금융, 자동차할부, 소비자금융, 신용카드, 리스, 부실채권, ABCP
제3자 실사규정	- 외부 평가정보를 공시하는 규정 도입	- 외부 평가정보 공시 규정 없음
현금흐름 프로그램	- 현금흐름 발생에 대한 상세한 기술을 포함하여 투자자들이 자산으로부터의 현금흐름을 이해할 수 있도록 기술할 것을 요구	- 스트레스 테스트가 가능하도록 현금흐름 관련 정보의 제공 강화

3. 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입

가. 이해상충 해소 규제체계 도입 배경

신용위험이 유동화증권을 통해 투자자로 이전되는 경우 참여자들 간에 정보비대칭과 유인 불일치의 문제로 인하여 자산을 적극적으로 관리할 유인이 적어지는 문제가 발생할 수 있다. 자산유동화증권이나 신용파생상품

과 같은 신용위험 이전거래의 경우 모든 신용위험이 투자자로 이전되면 자산보유자는 사전적으로는 여신심사를 제대로 할 유인이 낮아지며, 수익을 확대하기 위해 공격적인 대출을 통해 유동화 규모를 지속적으로 확대시킬 가능성이 높아지고, 사후 관리에 대한 유인도 크게 감소할 수 있다. 글로벌 금융위기 이전 자산유동화증권 후순위증권의 유동성이 높아짐에 따라 자산보유자가 후순위증권을 모두 시장에 매각함으로써 이러한 유인 불일치의 문제가 발생할 가능성이 높아졌다.

이러한 유인 불일치의 문제가 증대함에 따라 미국과 유럽은 이를 해결하기 위한 방안으로 자산보유자가 일정 비율의 위험보유를 강제하는 규제를 도입하였다. 미국은 도드-프랭크법 제941조에서 SEC를 포함한 규제기관들은 향후 1년 이내에 자산보유자가 일정한 위험을 인수하는 방안에 대한 검토를 하고 이를 규제화할 것을 제안하였다. 이에 따라 다양한 규제기관들이 합동으로 자산보유자에게 5% 정도의 신용위험보유를 강제하고 자산의 양도 및 증권화를 통해 거두는 수익을 장기 성과에 따라 지불하도록 수수료체계를 포함하는 보상시스템 개선을 추진하였다. 유럽의 경우에도 CRR, AIFMD, Solvency II 개정을 통해 기관투자자들의 자산유동화증권 투자에 있어 자산보유자가 5% 위험을 인수하였음을 확약한 증권에 대해서만 투자할 수 있도록 하는 제도를 도입하였다. 이와 같은 위험보유 관련 규제는 2017년말 EU 유동화 규제체계가 도입에 따라 통합된 위험보유 규제로 대체되었다.

나. 미국의 이해상충 해소를 위한 규제체계

1) 이해상충 해소를 위한 규제 도입 연혁

글로벌 금융위기 이후 미국은 증권거래법 15G와 도드-프랭크법 941조에서 자산보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 보유하는 규제의 도입을 제안하였다. 이에 따라 SEC를 포함한 규제기관 공동으로 자산보유자의 후순위 보유를 강제화하는 구체적인 규정을 마련하였다.

2011년 4월 자산보유자의 후순위 보유에 대한 규정 초안³⁰⁾에서는 자산보유자가 적어도 5%의 위험을 최후순위 방식으로 보유하도록 하는 규제방안을 제시하였다. 다만 신용위험이 낮은 적격 모기지 등의 특정 자산에 대해서는 후순위 보유를 면제하는 내용도 포함하고 있다. 이러한 제안에 대한 다양한 의견 수렴을 거쳐 자산보유자 후순위 보유에 대한 최종안³¹⁾이 2014년 12월에 마련되었다. 최종안에서는 초안에 비해 다소 완화된 후순위 보유 규정을 도입하였다. 5% 후순위 보유를 면제받는 자산을 정기적으로 검토하여 탄력적으로 적용하는 방안을 도입하였고, 5% 위험의 보유 방식에 있어서도 실질적으로 5%의 후순위 위험을 인수할 수 있는 다양한 방식이 허용되었다.

2) 이해상충 해소를 위한 규제의 내용

이해상충 해소를 위한 최종 위험보유 규정은 자산유동화증권의 명목 자산보유자나 실질자산보유자가 적어도 5% 이상의 신용위험에 대한 경제적 이해관계를 유지할 것을 요구하고 있다. 위험보유방식은 크게 수직적 보유(Eligible Vertical Interest: EVI), 최종 손실보유(Eligible Horizontal Residual Interest: EHRI), 예치금 보유(Eligible Horizontal Cash Reserve Account: EHCRA) 및 위의 방식을 조합하는 방법으로 정의하였다. 수직적 보유는 자산유동화 발행기관이 발행된 유동화증권의 모든 트랜치에 대해 5% 이상에 해당하는 증권을 보유하는 것을 의미한다. 최종 손실액 보유는 유동화증권의 최종 손실부분을 자산보유자가 부담하는 방식이며, 예치금 보유는 유동화증권을 통해 조달된 자금의 일부를 예치하는 방식이다. 리스크 보유의 가치평가에 있어 수직적 보유는 모든 트랜치에 걸쳐 5%를 보유하기 때문에 공정가치를 계산할 필요가 없다. 그러나 최종손실보유나 예치금보유 방식은 공정가치에 근거하여 보유 비율을 산정한다.

30) Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD(2011)

31) Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD(2014)

자산보유자는 위험보유와 관련하여 유동화증권 발행 이전에 위험보유 비율과 보유할 것으로 기대되는 방식을 공시해야 한다. 최종손실보유나 예치금보유 방식의 경우에는 공정가치와 관련한 정보를 공시해야 하며, 수직적 보유는 예상 비율을 공시해야 한다. 또한 공정가치 방식의 경우에는 공정가치에 사용된 방법론 및 가정에 대한 설명을 포함하여야 한다.

자산보유자가 다수인 경우에는 유동화회사의 지분 범위 내에서 위험보유액의 일부분을 할당할 수 있다. 위험보유에 있어 일반적으로 헤지 또는 양도 금지가 포함되어 있지만 실질자산보유자는 보유한 지분의 비율을 다른 실질자산보유자에게 이전할 수 있다. 다만 보유한 위험을 자회사 등에 이전하는 것은 금지되어 있다. 또한 유동화거래의 신용위험과 관련이 없는 금리변동 및 환율 위험은 이전할 수 있다.

한편 미국은 특정한 요건에 부합하는 적격 자산의 경우에는 위험보유 요건을 면제하는 제도를 도입하고 있다. 특정한 인수기준을 만족시키는 기초자산에는 주택담보대출, 상업용부동산대출, 상업용대출, 자동차대출 및 주택금융공사가 인수한 주택담보대출 등이 포함되며, 면제 적격자산은 위험보유비율을 2.5% 이하로 경감할 수 있다.

<표 III-8>은 후순위 위험보유를 면제하는 적격자산유동화증권 조건을 나타내고 있다. 후순위 위험보유를 면제하는 유동화증권은 RMBS, CMBS, 상업용 대출 및 자동차할부와 같이 빈번하게 유동화가 이루어지고 자산의 신용도가 높은 자산이라는 특성을 지니고 있다.

한편 일부 특정 유동화증권의 경우에는 위험보유와 관련한 구체적인 규정을 도입하고 있다. CMBS의 경우 제3자가 매입한 상업용부동산대출은 자산에 대한 실사를 거쳐야 하고, 운용 어드바이저(operating adviser)가 있어야 하며, 투자자에 대한 구체적인 공시를 요구하고 있다. CLO (Collateralized Loan Obligation)의 경우에도 위험보유규칙의 적용을 받는다. CLO 관리자가 자산을 관리하고, 자산이 적격자산인 경우에는 자산보유자가 위험의 5%를 보유하도록 요구하고 있다.

<표 Ⅲ-8> 후순위 위험보유를 면제하는 적격자산유동화증권 조건

구분	위험보유 면제 조건
RMBS	- Truth in Lending Act의 요건에 부합하는 주택담보대출을 기초자산으로 발행된 MBS - 주택저당기관이 인수한 주택담보대출을 기초자산으로 한 MBS
상업용대출	- 과거 2년간 차주의 부채비율이 50% 이하이며, 차주의 레버리지 비율이 3.0 이하, DSCR 1.5배 이상이며, 향후 2년간 합리적인 예측을 바탕으로 동 비율이 유지될 것으로 예상되는 상업용대출 유동화 - 대출 상환재원은 차주의 1차적인 사업을 통한 수익이어야 할 것 - 분기별 상환 방식의 5년 이내의 만기를 지닌 상업용대출
CMBS	- 1순위 저당권을 보유하여야 함 - DSCR 비율은 multi-family property는 1.25, leased loan은 1.5, 기타 상업용부동산담보대출은 1.7 이상 - 만기는 multi-family는 30년, 다른 대출은 25년 이상이어야 함 - LTV는 65% 미만
자동차 할부	- 6년 이내 만기가 도래하는 월납입방식 - 10% 이상의 다운 페이 - DTI는 36% 이하 - 24개월 이상의 신용기록을 보유한 고객을 대상으로 30일 이상 연체가 없어야 하며, 과거 24개월 동안 60일 이상 연체가 없는 고객을 대상으로 실행한 풀 - 자동차리스는 적격대출로 취급하지 않음

자료: Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD(2014)

자산이 교체되는 유동화구조의 경우 자산보유자는 유동화증권의 5% 이상의 자산보유자 지분(seller's interest)³²⁾을 보유해야 한다. 이 경우 수익보유형태의 위험을 보유하는 경우에도 공정가액 기준으로 보유를 해야 하며, 리볼빙 유동화의 경우 만기까지 보유위험을 이전할 수 없도록

32) 신용카드 유동화의 경우 기초자산인 현재 지불해야 하는 신용카드 사용대금과 향후 사용할 대금을 포함한 신용카드 계정을 신탁하고 자산보유자 지분(seller's interest)과 투자자 지분(investor's interest)의 두가지 유형의 수익증권을 발행하는 구조를 도입하고 있다.

요구하고 있다. 또한 운용기간중 자산보유자 지분이 5% 수준에 미달하는 경우 1개월 이내에 보충을 하도록 요구하고 있다.

특별목적회사가 자산보유자의 경제적 이익을 제공받아 CP를 발행하는 구조를 도입하는 ABCP의 경우에도 자산보유자는 위험보유 요건을 지게 된다. 즉 ABCP의 seller³³⁾는 ABS와 동일하게 5% 위험보유 의무를 지게 된다.

다. 유럽의 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입

1) 이해상충 해소를 위한 규제 도입 연혁

유럽은 EU Commission이 CRD(Capital Requirement Directive)를 개정하여 5% 위험인수 규제를 도입하였고, 이후 신용기관 및 투자기관의 자기자본 규정인 CRR 도입을 통해 자산보유자의 5% 위험 인수 규제를 보다 구체화하였다. CRR article 404~410 및 RTS 제안서(Proposed Regulatory Technical Standard)에는 자산보유자의 5% 위험인수의 구체적인 기준을 제시하고 있다. 동 기준에 따르면 자산유동화증권의 자산보유자³⁴⁾가 개별 유동화구조의 공시에 있어 구체적인 위험인수의 방식과 내용을 공시하도록 요구하고 있으며 자산유동화증권에 투자하는 금융기관은 자산보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약한 유동화증권에만 투자를 할 수 있다. 한편 집합투자기구의 대체투자 관련 규제인 AIFMD에서는 집합투자기구가 자산유동화증권에 투자하는 경우 자산보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약하는 경우에 한하여 투자할 수 있다는 규정을 도입하고 있다. 또한 유럽 보험회사 자기자본 규제체계인 Solvency II에서도 동일한 조항이 도입되어 보험회사의 경우에도 자산보유자가 5% 이상의 위험 인수를 확약한 증권에 대해서만 자산에 편입할 수 있는 규제가 도입되었다.

33) ABCP의 경우 자산보유자를 seller로 표현한다.

34) 명목자산보유자와 실질자산보유자를 포괄하는 자산보유자를 의미한다.

유럽 의회는 2015년 다양한 법률에 산재되었던 자산유동화 규제체계를 통합하고 표준화된 유동화구조에 대한 규제체계 도입을 위해 EU 유동화 통합규제안(proposed a regulation on securitisation)을 제안하였다. 동 규제안은 개별 투자기구 규제체계에 산재되어 있던 유동화 관련 위험인수기준의 통합안도 포함되어 있다. 유럽 유동화 통합규제는 2017년말 유럽 의회의 의결을 거쳐 2018년 1월부터 시행하였다.

2) 이해상충 해소를 위한 규제의 내용

유럽의 위험보유 규제 방식은 자산보유자가 적어도 5%의 위험을 보유하고 있음을 확약하는 유동화증권에 한하여 투자가 가능하도록 하는 제도를 도입했다. 또한 자산보유자의 개념을 포괄적이고 유연하게 적용하고 있다. 자산보유자는 신용회사와 투자회사를 모두 포괄하고 있으며, CLO나 CMBS의 경우 제3자의 후순위 인수도 허용하고 있다. 또한 자산보유자의 위험보유는 유동화기간동안 유효하게 보유할 것을 요구하고 있다.

위험의 인수방법은 수직적 보유(vertical slice), 동일한 손실분담(pari passu)방식, 재무제표 상의 보유(on balance sheet), 손실의 우선 부담, 우선적인 손실을 부담하는 트랜치의 보유 등을 모두 허용하고 있다. 수직적 보유는 자산보유자가 모든 트랜치의 일부를 보유하는 방식이다. 동일한 손실분담은 할당구조나 리볼빙구조에서 자산보유자와 유동화투자자가 동일한 비율로 손실을 분담하는 구조를 의미한다.

위험보유에 대한 규제기준(Regulatory Technical Standards: RTS)에서는 위험보유와 관련하여 1) 자산보유자, 실질자산보유자 등의 자격으로 위험을 인수한 기관, 2) 위험보유방식, 3) 위험보유방식의 변경, 4) 위험보유비율의 추이 등을 공시하도록 요구하고 있다. 또한 정부, 중앙은행, 기타 보증기관으로부터의 보증 등을 통해 위험보유를 면제받는 경우에는 이러한 내용을 공시해야 한다.

한편 무자금(unfunded) 방식으로 위험을 인수하는 것을 제한하는 규정도 도입되어 있다. 이에 따라 신용기관이 아닌 합성유동화와 우발적인 기

준에 따른 위험보유자는 현금 담보를 제공하고 분리 관리체계를 도입해야 한다. 또한 위험보유의 비율 산정에 있어 유럽은 명목가치를 기준으로 5% 위험을 보유하도록 요구하고 있다.

라. 미국과 유럽의 이해상충 해소를 위한 규제체계 비교

자산보유자 위험보유 규제와 관련하여 유럽과 미국은 서로 상이한 접근법을 도입하였다. 유럽의 경우에는 자산보유자가 5%이상의 위험을 보유하고 있다는 확약을 한 유동화증권에 대해 투자가 가능하도록 하는 규제를 도입하고 있는데 반해 미국의 경우에는 자산보유자의 신용위험을 보유하는 직접적인 규제를 마련하고 일부 예외를 적용하는 방식을 도입하고 있다. 이에 따라 유럽의 경우 투자자가 자산보유자의 신용위험보유여부를 파악해야 하는 문제가 존재한다.

위험보유 방식에 있어서는 유럽과 미국이 모두 다양한 방식을 허용하고 있다. 즉 자산보유자가 5% 이상 후순위를 보유하거나, 모든 트랜치의 5% 이상의 유동화 익스포저를 보유하는 방식을 모두 인정하고 있다. 다만 미국의 경우 일부 방식에서 시장가치에 근거한 보유를 허용하고 있으나 유럽의 경우에는 명목가치를 기준으로 위험보유비율을 산정하는 기준을 도입하고 있다.

IOSCO는 2012년 발표한 유동화 규제 권고안³⁵⁾에서 이러한 미국과 유럽의 차이가 국경간 자산유동화증권 거래의 제약요인으로 존재하고 있다는 문제를 제기하고 있다. 동 보고서에 따르면 글로벌 금융위기 이후 자산유동화와 관련한 다양한 규제개선이 이루어졌으나, 유동화와 관련한 회계적인 이슈, 국경간 거래에 있어 국가간 서로 다른 개념들의 조화(harmonization), 유통시장의 유동성을 제고하기 위한 표준화의 문제, 건전한 모기지 인수 관행의 정착 등의 문제들은 추가적인 검토가 이루어질 필요가 있다고 언급하고 있다. 또한 IOSCO는 국경간 거래에서의 위험을

35) IOSCO(2012)

줄이기 위해 미국과 유럽 간의 규제차이를 최소화하는 로드맵을 제시하였다. 특히 후순위 보유와 관련하여 유럽과 미국의 규제차이가 존재하며 이로 인하여 국경간거래에 제약으로 작용할 가능성이 있다는 문제를 제기하였다. 따라서 이러한 규제차이를 줄이기 위한 보다 명확하고 자세한 기준을 설정할 필요가 있으며, 후순위 보유 면제를 해주는 경우 그 사유와 근거를 분명하게 할 필요가 있다는 제안을 하고 있다.

4. 자산유동화증권에 대한 자본규제개선

가. 자산유동화 자본규제 도입 연혁

1) 바젤 I 의 유동화 자본규제

BIS 바젤은행감독위원회는 1988년 7월 신용리스크를 감안한 자기자본 규제 제도(이하 바젤 I)를 도입하였다. 바젤 I에서는 신용익스포저를 국가, 은행, 기업 및 주택담보로 구분하여 일괄적으로 위험가중치를 산정하는 방식을 도입하였다(<표 III-9>참조). 이로 인하여 위험가중치 적용방식을 적용하여 산정된 필요 자기자본은 차주의 신용위험을 정확히 반영하지 못하여 규제자본(regulatory capital)으로서의 의미가 퇴색되었다. 자산유동화 익스포저의 경우에는 위험가중치 산정 기준이 마련되지 않아 적절한 신용위험 가중치를 부과하지 못하였다. 그 결과 은행들이 규제자본을 회피하기 위해 자산유동화구조를 활용하는 경우가 자주 발생하였다. 은행이 대출 포트폴리오를 고위험 자산으로 재편하거나, 자산유동화 혹은 신용파생상품 등을 이용하여 실질적인 위험을 감소시키지 않고 자기자본 규제 경감 효과를 누리도록 하는 것이 그 예이다. 이러한 거래 행태는 규제자본을 이용한 재정거래(regulatory capital arbitrage)의 일종으로서 은행 건전성 규제에 대한 매우 정교한 회피 수단이 되었다.

<표 III-9> 바젤 I 에서의 위험가중치 산정 방식

(단위 : %)

	OECD 국가	비 OECD 국가
국가에 대한 익스포저	0	100
은행에 대한 익스포저	20	100
기업에 대한 익스포저	100	100
주택담보가 된 익스포저	50	50

자료: BIS

2) 바젤Ⅱ의 유동화 자본규제

위험에 민감한(more risk sensitive) 규제자본을 보유토록 하여 은행의 자본 적정성을 제고할 목적으로 2004년 6월 바젤Ⅱ가 도입되었다. 바젤Ⅱ는 최저자기자본 규제, 감독기능 강화, 시장규율 강화의 세가지 축으로 구성되어 있다.

바젤Ⅱ에서는 유동화거래와 관련하여 위험에 상응하는 위험가중치를 부과하는 방식을 채택하였다. 신용위험경감기법 제공, 유동화증권에 대한 투자, 후순위 트랜치 보유, 유동성지원약정 또는 신용보강 제공 등을 모두 유동화 익스포저에 포함시켜 포괄적으로 정의하고, 모든 유동화 익스포저에 대해 규제자본을 보유하도록 요구하였다.

바젤Ⅱ의 신용위험 측정 방법은 크게 표준방법과 내부모형으로 구분할 수 있다. 표준방법은 보유 익스포저를 국가, 기업, 은행, 자산유동화 등으로 나누고 각각에 대해 적격 외부신용평가기관이 평가한 신용등급에 따라 위험가중치를 차등하여 적용하였다. 특히 바젤Ⅱ에서는 자산유동화를 이용한 규제자본회피거래를 방지하기 위해 유동화 익스포저에 대해 보다 엄격한 기준을 적용하였다.

<표 III-10> 바젤 II 표준법에 의한 신용등급별 위험가중치

	AAA~ AA-	A+ ~ A-	BBB+ ~ BBB-	BB+ ~ BB-	B+ ~ B-	B- 미만	무등급
기업	20%	50%	100%	100%	150%	150%	100%
국가	0%	20%	50%	100%	100%	150%	100%
은행	20%	50%	100%	100%	100%	150%	100%
자산유동화	20%	50%	100%	350% ²⁾	자기자본 차감(1,250%)		

주 : 1) S&P 신용등급 기준

2) 기초익스포저를 직·간접적으로 생성하는 은행 또는 특정 제3자로부터 익스포저를 인수하는 실질자산보유자 역할을 하는 은행의 경우 자기자본에서 차감

자료: 금융감독원(2006)

내부등급법(Internal Ratings Based Approach: IRB Approach)에서 유동화 익스포저는 적격 외부신용평가기관의 신용등급을 바탕으로 산출하되, 등급이 없는 경우 내부모형법 또는 함수법에 의해 산출하도록 하였다. 신용등급접근법(Rating Based Approach: RBA)에 기초한 내부모형법의 경우 선순위 여부, 분산도에 따라 위험가중치를 달리 적용하고 있고, 표준법에 비해 상대적으로 낮은 자본량을 부과하였다. 또한 은행 내부평가절차가 일정한 운용요건을 충족하는 경우 ABCP 프로그램에 제공한 유동화 익스포저에 대해 은행 자체의 내부평가등급을 사용할 수 있도록 하였고 상대적으로 낮은 자본량을 부과하였다.

<표 III-11> 바젤 II RBA의 신용등급별 위험가중치

신용등급		선순위포지션 위험가중치	기준위험가중치	비분산 위험가중치
장 기 등 급	AAA	7%	12%	20%
	AA	8%	15%	25%
	A+	10%	18%	35%
	A	12%	20%	
	A-	20%	35%	
	BBB+	35%	50%	
	BBB	60%	75%	
	BBB-	100%		
	BB+	250%		
	BB	425%		
	BB-	650%		
	B+ 이하/무등급	자기자본에서 차감(1,250%)		
단 기 등 급	A1	7%	12%	20%
	A2	12%	20%	35%
	A3	60%	75%	75%
	기타등급/무등급	자기자본에서 차감(1,250%)		

자료: 금융감독원(2006)

나. 바젤III의 자산유동화 자본규제

글로벌 금융위기 이후 기존 자기자본 규제체계에 레버리지 비율, 유동성 규제비율 등이 추가된 바젤III가 2010년말에 도입되었다. 바젤III 하에서 유동화 익스포저에 대한 기준도 크게 바뀌었다.

기존 바젤II의 유동화 익스포저 위험가중자산 산정에 있어 외부신용평가기관 신용등급에 대한 기계적 의존, 신용도가 높은 유동화 익스포저에 대해 상대적으로 낮은 위험가중치 적용, 신용도가 낮은 유동화 익스포저

에 대해 상대적으로 높은 위험가중치 적용, 기초자산의 신용도가 악화되면 요구자본량이 크게 증가하는 소위 절벽효과(cliff-effects)가 발생하는 문제가 제기되었다. 이를 해결하기 위해 바젤III에서는 외부등급 유동화 익스포저에 대한 은행의 자체평가를 시행하도록 하였고, 신용리스크 경감 활동과 관련한 특정 단층효과를 제거하였고, 복잡한 유동화에 대한 높은 필요자본량을 부과하는 등 유동화 익스포저의 기준을 개선하였다. 이와 더불어 바젤위원회는 외부등급 의존도를 포함한 유동화 규제체계에 대해 근본적인 재검토를 실시중에 있다.

바젤III의 유동화 익스포저의 정의는 바젤II와 유사하게 신용위험 완화 수단, 자산유동화증권의 투자, 후순위 트랜치 보유, 유동성 공여 및 신용 보장 등을 포함하여 정의하고 있다. 특히 유동화 익스포저의 정의에 있어 법적 형태가 아닌 경제적 실질을 기준으로 적용하도록 요구하고 있다. 한편 바젤III에서는 재유동화된 익스포저도 유동화 익스포저에 추가하고 높은 필요자본량을 부과하였다. 재유동화 익스포저는 기초 풀과 관련한 위험이 다양한 트랜치의 증권으로 구분되고, 기초 익스포저 중 적어도 하나는 유동화증권을 포함한 것을 의미한다.

유동화 신용위험 측정 방법은 크게 표준법과 내부모형법으로 구분하였고, 내부모형법은 외부등급접근법(External Ratings-Based Approach), 내부등급접근법(Internal Rating-Based Approach) 및 내부평가접근법(Internal Assessment Approach)으로 구분하였다.

<표 III-12>와 같이 바젤III에서는 유동화 익스포저의 위험가중치를 보다 세분화하여 적용하고 있다. 바젤II의 경우 유동화 익스포저에 대한 외부신용평가기관의 신용등급이 존재하거나 추정가능한 등급이 존재할 경우 신용등급을 사용하여 세분화된 위험가중치를 적용하되 선순위트랜치와 비분산트랜치로 구분하여 각기 다른 위험가중치를 적용하였다. 바젤III에서는 이를 더욱 세분화하여 트랜치 만기에 따라 다른 위험가중치를 적용하였고 기간에 따른 위험가중치 차등적용을 위해 1년에서 5년 위험가중치 사이에 선형보간법(linear interpolation)을 이용할 수 있게 하였다.

바젤Ⅲ의 신용등급별 위험가중치를 살펴보면 신용등급이 높은 유동화 익스포저의 위험가중치는 바젤Ⅱ에 비해 보수적인 적용을 하고 있고, 신용등급이 낮더라도 선순위인 유동화 익스포저의 경우에는 이전에 비해 낮은 위험가중치를 적용하고 있다. 유동화 익스포저의 최저 위험가중치는 바젤Ⅱ에서는 7%였으나 바젤Ⅲ에서는 20%로 상향하였다. 또한 후순위의 경우 해당 트랜치의 비중을 추가로 고려하였고, 유효 기초자산(차주)의 수와 관련된 요인을 삭제하여 소액 다수 채권에 대한 인센티브를 배제하였다.

한편 바젤Ⅲ에서는 외부 신용평가의 의존도를 축소하기 위해 외부 신용등급보다는 바젤 자체적으로 규정하고 있는 모델을 우선적으로 적용하도록 규정하고 있고, 단순화된 감독기관 함수법, 집중화비율 산정법 등의 새로운 신용위험 측정법을 도입하고 있다. 감독기관 함수법은 감독당국의 사전 승인을 받은 은행에 한정하여 사용 가능하며, 기초자산의 만기를 유동화 익스포저 위험가중자산 산정시 별도로 고려하도록 하고 있다.

이와 더불어 바젤Ⅲ 유동화 자본규제에서는 유럽에서 논의되고 있는 STC유동화에 대한 자본요건을 포함하고 있다. 즉 STC요건에 부합하는 자산유동화증권의 경우에는 낮은 규제자본을 요구하고 있다.³⁶⁾

36) 이에 대한 구체적인 내용은 STS유동화에서 논의할 예정이다.

<표 Ⅲ-12> 바젤 Ⅲ RBA의 신용등급별 위험가중치

등급	선순위 트랜치		비선순위(thin) 트랜치	
	트랜치 만기(MT)		트랜치 만기(MT)	
	1년	5년	1년	5년
AAA	15%	20%	15%	70%
AA+	15%	30%	15%	90%
AA	25%	40%	30%	120%
AA-	30%	45%	40%	140%
A+	40%	50%	60%	160%
A	50%	65%	80%	180%
A-	60%	70%	120%	210%
BBB+	75%	90%	170%	260%
BBB	90%	105%	220%	310%
BBB-	120%	140%	330%	420%
BB+	140%	160%	470%	580%
BB	160%	180%	620%	760%
BB-	200%	225%	750%	860%
B+	250%	280%	900%	950%
B	310%	340%	1,050%	1,050%
B-	380%	420%	1,130%	1,130%
CCC+/CCC/ CCC-	460%	505%	1,250%	1,250%
Below CCC-	1,250%	1,250%	1,250%	1,250%

자료: BIS(2012)

5. 자산유동화 관련 신용평가 규제개선

가. 미국의 자산유동화 신용평가 규제개선

서브프라임 모기지 사태의 과정에서 신용평가사들이 서브프라임 모기지 관련 금융상품에 대한 위험을 과소평가하고 높은 신용등급을 부여하였으며, 서브프라임 모기지 사태가 발생하자 서둘러 등급을 하향조정하여 금융위기를 증폭시킨 문제가 발생하였다. 이에 따라 신용평가사에 대한 규제를 강화하고, 구조화증권 투자에 있어 신용평가사에 대한 의존도를 축소하는 방안이 마련되었다.

우선 미국 재무부는 신용평가 개혁법을 제정하여 신용평가사의 이해상충 방지, 투명성과 공시 강화, 신용평가사에 대한 SEC의 권한과 감독을 강화하는 방안을 마련하였다. 또한 도드-프랭크법에서는 구조화증권의 등급쇼핑을 방지하기 위해 신용평가사를 강제 지정하는 권한을 SEC에 부여하였다. SEC는 도드-프랭크법에 근거하여 신용평가 전담 부서를 신설하였고, 신용평가에 대한 모니터링, 임점검사 등을 수행하고 있다. 한편 SEC는 2013년 5월 Credit Ratings Roundtable을 설치하고 구조화증권의 신용평가 과정과 신용평가 수수료 체계의 이해상충 문제를 검토하고, 구조화증권 신용평가에 대하여 공공기관이나 자율규제기관이 신용평가사를 할당하는 시스템에 대한 적용 가능성을 검토하였다. 그러나 의견수렴 결과 신용평가 지정제도의 도입에 대한 다양한 문제점이 제기됨에 따라 동 과제는 장기 검토과제로 도입을 미루었다.

나. 유럽의 자산유동화 신용평가 규제개선

유럽은 2008년 신용평가 관련 규제 도입을 시작으로 두 번의 개정을 통해 신용평가 규제체계를 마련하였다. 첫 번째 규제는 CRA1(regulation

No 1060(2009.12))으로 유럽 공동의 신용평가 승인기준을 마련하고 개별 국가의 금융감독기구가 신용평가에 대한 감독을 하는 방안으로 도입되었다. 이후 ESMA가 출범함에 따라 2011년 7월부터 ESMA가 유럽 전역의 신용평가 규제를 담당하게 되었다. 2013년 5월부터 적용된 CRA3에서는 신용평가사에 대한 의존도를 축소하고, 국가 신용등급 결정의 투명성을 제고하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 한편 신용평가사 교체를 포함한 신용평가사 경쟁력 제고방안은 장기적으로 검토할 과제로 미루어 두었다. CRA3에서는 구조화증권 신용평가에 대한 공시를 강화하도록 하는 내용이 포함되어 있다. 동 규제에서는 신용평가 정보가 투자자에게 충분히 제공되도록 플랫폼을 도입하는 한편 신용평가의 투명성 제고를 위해 신용평가의 결과와 수수료 등도 공시하는 규제를 도입하고 있다.

다. 미국과 유럽의 자산유동화 신용평가 규제체계 비교

자산유동화증권의 신용평가 의존도 축소와 관련해서 미국은 당초 도입 방안에 비해 대폭 완화된 규제를 마련하였다. 당초 제안에서는 자산유동화증권의 신용평가에 있어 SEC가 평가사를 지정하는 방식을 도입하고, 투자자가 유동화증권의 위험을 직접 검토하도록 하여 신용평가 의존도를 축소하는 방안을 도입할 예정이었다. 그러나 동 규정의 적용에 대한 의견 수렴 과정에서 다양한 문제점이 적시됨에 따라 구조화증권 신용평가 이해 상충 해소 및 의존도 축소의 문제 해결은 장기과제로 미루어 놓은 상황이다. EU는 CRA3 도입방안을 발표하여 신용평가사에 대한 의존도 축소 방안을 마련하였다. CRA3 초안에서는 일정기간 이후 신용평가사를 교체하는 방식이 제안되었다. 그러나 CRA3 최종안에서는 근본적인 신용평가 의존도 축소방안을 장기과제로 미루어 놓았다. 이와 같이 미국과 유럽이 신용평가 의존도 축소 방안을 장기과제로 미룬 것은 구조화증권의 경우 신용평가사의 분석 결과가 투자자에게 절대적인 영향을 미치는 현실을 외면하기 힘들기 때문으로 판단된다.

IV. 자산유동화 규제체계 변화의 영향

1. 규제 변화 이후 자산유동화증권 시장
2. 새로운 자산유동화 규제체계 도입 논의

IV. 자산유동화 규제체계 변화의 영향

1. 규제 변화 이후 자산유동화증권 시장

글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권에 대한 규제 강화와 자산유동화증권에 대한 투자자의 신뢰도 하락의 영향으로 자산유동화증권 시장이 크게 위축되었다. 앞에서 살펴본 바와 같이 미국과 유럽의 자산유동화 규제체계 변화의 기본적인 방향은 동일하지만 세부적인 내용은 다소 차이를 보이고 있다. 이러한 규제 변화는 자산유동화증권 시장에 영향을 미쳤다. 자산유동화증권에 대한 공시 강화로 자산유동화증권의 발행 비용이 상승하게 되었다. 또한 이해상충 해소를 위한 자산보유자의 위험보유 규정 도입에 따라 자산보유자의 자산유동화를 통한 자금조달의 유인이 줄어드는 효과를 보이고 있다. 이와 더불어 자산유동화증권 투자에 대한 규제자본제도를 개선함에 따라 자산유동화증권 투자자의 투자유인도 감소하는 모습을 나타내고 있다.

이와 같이 자산유동화증권의 규제체계 변화는 자산유동화증권 시장의 위축을 초래하였다. 그러나 규제체계 변화에 따른 자산유동화증권 시장의 영향은 미국과 유럽이 다소 차이를 보이고 있다.

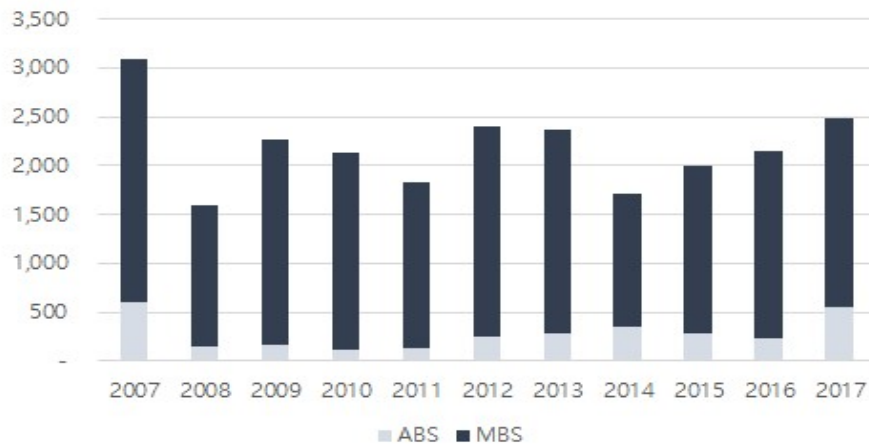
가. 글로벌 금융위기 이후 미국의 자산유동화증권시장

글로벌 금융위기 이후 미국의 자산유동화증권 발행 추이를 살펴보면 2008년 ABS와 MBS를 합한 자산유동화증권의 발행은 전년대비 절반 정도로 감소하였다. ABS 발행규모는 2007년 6,040억달러에서 2008년에는 1,560억달러로 크게 감소하였다. MBS의 경우에도 2007년 2조 4,940억달러에서 2008년에는 1조 4,370억달러로 감소하였다.

2009년부터 2013년까지는 연방준비은행의 양적완화 정책에 따른 MBS매입의 증감에 따라 자산유동화증권의 발행이 연도별로 변동성을 나타내고 있다. 2009년에는 전년대비 42.3% 증가한 2조 2,670억달러를 기록하였고, 이후 2011년까지는 발행규모가 감소하는 추세를 보였다. 2012년과 2013년에는 연준의 MBS 매입이 증가함에 따라 MBS발행이 증가하여 자산유동화증권의 발행도 다소 증가하였다.

2014년에는 양적완화 축소의 영향으로 자산유동화증권의 발행이 크게 감소하였다. 그러나 이후에는 자생적인 자산유동화증권 수요가 증대함에 따라 발행규모가 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 2017년 자산유동화증권 발행은 전년대비 16.2% 증가한 2조 4,940억달러를 기록하였다. 글로벌 금융위기 직전 수준까지는 회복되지 않았으나 자생적인 시장 수요 증가 등으로 인하여 미국의 자산유동화증권 시장은 다소 회복되는 모습을 보이고 있다.

<그림 IV-1> 금융위기 이후 미국의 자산유동화증권 발행 추이
(단위: 십억달러)

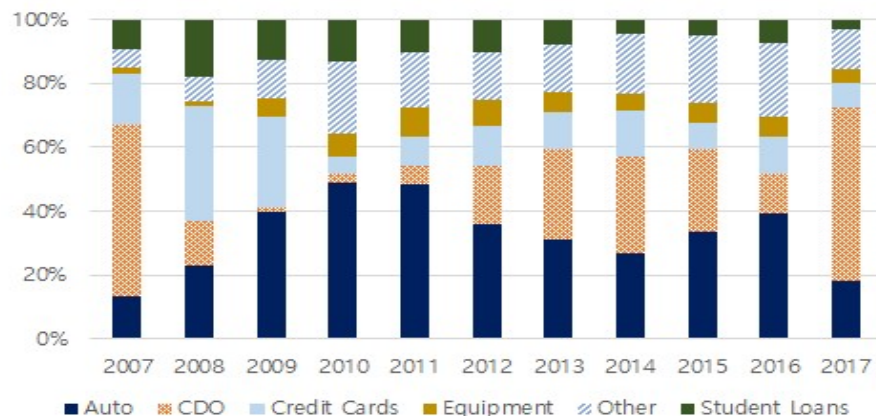


자료: SIFMA

글로벌 금융위기 이후 미국의 자산유동화증권 구성을 살펴보면 기간별로 자산구성이 크게 변화하고 있는 것으로 나타났다.

ABS의 기초자산별 비중 추이를 보면 자동차할부의 경우 2008년 22.8%에서 2011년에는 48.3%까지 증가하였고, 이후 그 비중이 점차 감소하여 2017년에는 17.1%로 낮아졌다. CDO의 경우에는 글로벌 금융위기 이후 비중이 크게 감소하여 2009년에는 1.4%로 낮아졌고 이후 다소 회복하여 2017년에는 54.2%로 크게 증가하였다. 신용카드 유동화의 비중은 연도별로 커다란 변동성을 보이는 가운데 전반적으로는 비중이 낮아지는 추세를 보이고 있다. 학자금대출은 정부가 직접 학자금대출을 실행하는 제도 변화의 영향으로 그 비중이 지속적으로 낮아지고 있다.

<그림 IV-2> 금융위기 이후 미국의 ABS 자산별 비중 추이



자료: SIFMA

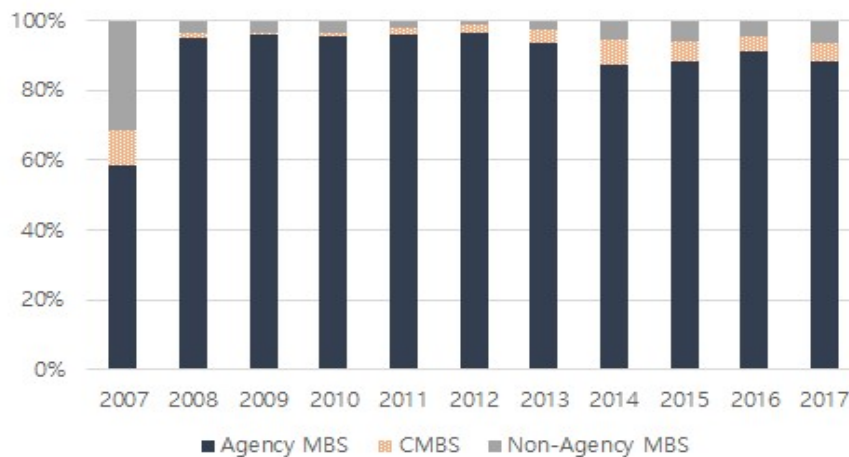
한편 MBS의 유형별 비중 추이를 보면 2012년까지는 Agency MBS의 비중이 크게 증가하는 추세를 보이다가 2013년 이후에는 CMBS와 Non-Agency MBS의 비중이 다소 증가하는 추세를 보이고 있다. 전체 MBS에서 Agency MBS가 차지하는 비중은 2007년 58.8%에서 2008년

에는 95.1%로 크게 증가하였고 2012년까지는 95~96%의 비중을 유지하다가 2013년부터 그 비중이 낮아지는 추세를 보이고 있다. 2017년의 경우 Agency MBS의 비중은 전년도에 비해 낮아진 88.4%를 기록하였다.

CMBS의 비중은 2009년까지 크게 감소하였으며, 이후 다소 회복되는 모습을 보여 2014년에는 7.3%를 기록하였고, 2015년 이후에는 다소 정체되고 있다.

Non-Agency MBS는 글로벌 금융위기 이후 2012년까지 비중이 크게 감소하였고, 2013년 이후부터는 다시 증가하는 추세를 보여 2017년에는 전체 MBS에서 Non-Agency MBS가 차지하는 비중이 6.5%를 기록하였다.

<그림 IV-3> 금융위기 이후 미국의 MBS 유형별 비중 추이



자료: SIFMA

글로벌 금융위기 이후 2013년까지 양적완화 정책이 미국의 자산유동화증권의 발행에 크게 영향을 미쳤다. 미국 연방준비이사회는 글로벌 금융위기 이후 경기회복을 위해 정책금리를 대폭 인하하였고 적극적인 자산매입 정책인 양적완화를 추진하였다. 특히 2009년부터는 TALF(Term

Asset-backed Securitization Loan Facility) 프로그램을 시행하여 우량 MBS의 매입을 적극 추진하였다. 2009년 시행된 TALF 프로그램을 통해 신규 ABS와 기존 CMBS의 매입을 추진하였고, Agency MBS의 매입도 적극 추진하였다. 그 결과 2009년 ABS와 MBS의 발행이 크게 증가하였다. 한편 2012년에는 만기연장 프로그램을 도입하여 MBS의 재매입을 추진하였고, 2013년 3차 양적완화에서는 400억달러 규모의 MBS 매입을 추진하였다.

이상에서와 같이 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권 시장이 크게 위축되자 연방준비은행이 자산유동화증권을 직접 매입하는 프로그램을 통해 발행규모가 확대되는 효과를 거두었으며, 이후에는 양적완화 프로그램이 종료되었음에도 불구하고 시장의 자발적인 수요가 증가하여 미국의 자산유동화증권 시장은 회복 기미를 보이고 있다.

특히 최근의 자산구성을 살펴보면 MBS의 경우 Non-Agency MBS의 발행이 점진적으로 증가하고 있고, ABS의 경우에는 CDO의 발행이 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. 반면 공시 강화 등에 따라 소비자금융을 기초자산으로 하는 ABS의 발행은 다소 둔화되는 모습을 보이고 있다. 이는 기초자산에 대한 공시 강화와 static pool analysis 공시 강화 등의 영향으로 공시부담이 증가함에 따라 신용도 높은 금융기관의 경우에는 자산유동화를 통한 자금조달의 비중을 축소하였기 때문이다.

나. 글로벌 금융위기 이후 유럽의 자산유동화증권 시장

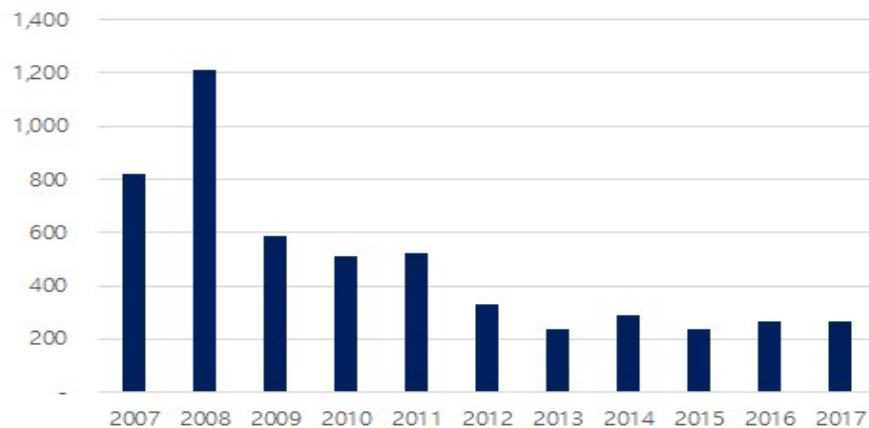
유럽의 경우에는 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권 발행이 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다. 유럽 중앙은행의 경우에도 금융기관에 대한 장기대출 중심으로 유동성 공급을 확대하였고, 남유럽 재정위기 이후에는 자산매입을 추진하였으나 자산유동화증권 발행에는 영향을 미치지 못하였다.

유럽의 ABS와 MBS를 합한 자산유동화증권 발행 추이를 보면 2008년 1조 2,090억달러가 발행된 이후 매년 발행규모가 지속적으로 감소하여 2017년에는 2,680억달러로 줄어들었다.

이와 같이 자산유동화증권의 발행이 크게 감소한 것은 글로벌 금융위기 이후 자산유동화에 대한 투자자 신뢰가 크게 하락하였고, 자산유동화에 대한 규제 강화로 인하여 발행 비용이 상승하였기 때문이다.

<그림 IV-4> 금융위기 이후 유럽의 자산유동화증권 발행 추이

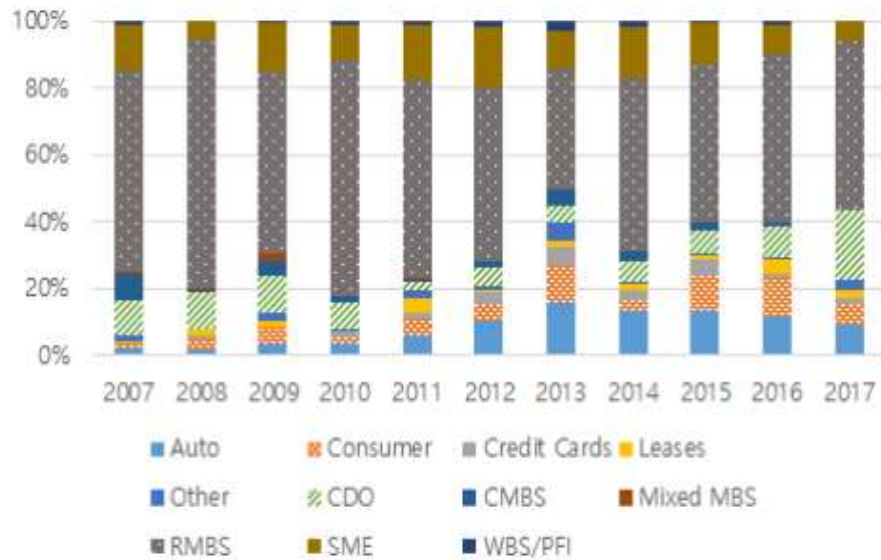
(단위: 십억달러)



자료: SIFMA

글로벌 금융위기 이후 유럽의 자산유동화증권의 자산별 비중은 급격한 변화를 보이고 있다. RMBS의 경우 2008년 74.1%에서 비중이 점진적으로 감소하여 2013년에는 35.9%까지 줄어들었고 이후에는 그 비중이 다소 증가하여 2017년에는 50.1%를 차지하였다. CDO의 경우 2008년 10.8%에서 2011년까지 비중이 점진적으로 감소하다가 2012년 이후에는 다시 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다. 2017년에는 CDO발행이 크게 증가하여 전체 유동화증권시장에서 CDO가 차지하는 비중은 20.7%를 기록하였다.

<그림 IV-5> 금융위기 이후 유럽의 ABS 자산별 비중 추이



자료: SIFMA

한편 중소기업대출을 기초자산으로 한 유동화증권의 비중은 2008년 5.6%에서 2012년에는 16.6%까지 증가하였으나 이후 그 비중이 감소하는 추세를 보여 2017년에는 6.1%로 감소하였다. 유럽의 경우 중소기업대출을 유동화하여 중소기업 금융을 활성화하려는 정책을 추진하였으나 글로벌 금융위기와 남유럽 위기 등으로 인하여 중소기업대출 유동화의 규모가 감소하는 추세를 보이고 있다.

2. 새로운 자산유동화 규제체계 도입 논의

가. 유럽의 STS유동화 규제체계 도입 배경

글로벌 금융위기 이후 상당한 시간이 흘렀음에도 불구하고 유럽의 자산유동화증권 시장은 여전히 침체를 보이고 있으며, 이에 따라 자산유동화증권 시장의 재활성화에 대한 논의가 유럽을 중심으로 이루어지고 있다. 글로벌 금융위기 이후 유럽은 위험보유, 실사 및 공시에 관한 다양한 규제³⁷⁾를 도입하였다. 또한 자산보유자 위험보유 규제와 같은 일부의 내용은 미국에 비해 훨씬 강한 규제를 도입하였다. 이로 인하여 유럽의 자산유동화증권 시장은 침체를 지속하고 있고, 건전한 구조의 자산유동화증권 시장도 크게 위축되어 있는 상황이다. 특히 중소기업 자금지원을 위한 자산유동화증권 구조는 글로벌 금융위기 이전에 유럽을 중심으로 활성화되었으나 최근에는 규제 강화의 영향으로 발행이 크게 위축되고 있다.

EU commission의 요청에 의해 EBA(European Banking Authority)가 발표한 보고서³⁸⁾에서는 복잡한 유동화와 단순한 유동화 간에 차별화된 규제체계 도입을 권고하고 있다. 동 보고서에서는 단순하고, 투명하며, 표준화된 유동화의 경우 강화된 유동화 규제체계에 적합하지 않을 수 있으며, 이로 인하여 단순한 구조의 유동화증권 발행이 크게 억제될 가능성도 존재한다는 문제를 제기하고 새로운 규제체계 도입을 권고하였다.

이에 따라 2014년부터 유럽 전역의 동일한 규제체계 도입과 더불어 단순하고, 투명하며 표준화된 유동화³⁹⁾에 대한 차별화된 규제체계 도입을 목표로 규제체계 개선 논의가 활발하게 이루어졌다. 새로운 규제체계 도

37) 증권화 규제는 필요자본 규제(CRR), UCITS 지침, Solvency II 지침, 대체투자 펀드매니저 지침 등에서 개별적으로 규제하고 있고, 신용평가 규제 및 유럽시장 인프라 규제 등에서도 자산유동화와 관련한 규제가 도입되었다.

38) EBA(2014)

39) STS유동화는 STC(Simple, Transparent and Comparable)유동화와 혼용하여 사용되고 있으며, 본 보고서에서는 STS유동화로 통일하여 사용한다.

입에 관한 논의는 주로 STS유동화의 개념과 요건, 자본요건 완화, 공시 경감 방안을 포함한 새로운 규제체계 도입에 초점을 맞추고 있다. 유럽과 BIS 등의 국제기구가 공동으로 STS유동화의 차별화된 규제체계 도입 방안에 대한 검토를 하였고, 유럽중앙은행과 영란은행은 공동연구⁴⁰⁾를 통해 STS유동화의 개념과 규제체계 방향을 제시하였다. BCBS와 IOSCO도 자산유동화증권 시장 재활성화를 위한 테스크포스를 구성하여, STS유동화의 지침 개발을 추진하였다.

2015년 유럽연합은 STS유동화 규제를 포함한 새로운 규제체계 도입을 위한 실행계획을 마련하고 통합규제안(proposal for regulation on securitisation)을 제안하였다. 이러한 통합규제안은 다양한 논의와 수정을 거쳐 2017년말 유럽공동 유동화 규제법(regulation on securitisation)⁴¹⁾으로 제정되었다. 유동화 규제법 제정과 더불어 유럽의회는 ESMA로 하여금 가급적 빠른 시일내에 증권화 규제에 따른 새로운 규제 기술 표준 및 지침을 개발하도록 요구하였다. 이에 따라 ESMA는 위험보유, 공시, 증권화 저장소(repositories)에 제공된 데이터 형태, 동질성(homogeneity) 및 STS 통지 요건과 같은 다양한 문제와 관련한 세부 요구사항을 정하는 규제 기술 표준을 마련하였다.

나. STS유동화 규제의 주요 내용

유럽의 새로운 유동화 규제체계에서는 STS유동화증권과 STS ABCP 그리고 비-STS유동화증권과 비-STS ABCP를 구분하여 이원화된 규제를 도입하는 방식으로 추진되고 있다. 이러한 이원화된 규제체계 도입을 위해서는 STS유동화에 대한 정의가 선결되어야 한다.

유럽연합은 다음과 같이 STS유동화를 정의하기 위한 기준을 마련하였다. 첫째, 진정양도(true sale)요건을 갖춘 증권화만이 STS 증권화가 될

40) ECB and Bank of England(2014)

41) European Parliament(2017)

수 있다. 둘째, ECB의 권고에 따라, ESMA가 보다 세밀한 STS 기준 및 해석을 담당하고 이를 위해 ESMA는 통합된 해석 및 적용을 보장하기 위한 가이드라인과 권고사항을 준비하도록 요구하였다. 셋째, STS유동화의 기준 자격을 갖추기 위해서는 발행자, 자산보유자, 유동화전문회사 등이 유럽에서 설립되어야 한다. 넷째, STS유동화 자격을 갖추기 위해서는 단순하고, 투명하며, 표준화와 관련한 세부적인 개념에 부합하는 유동화구조를 지녀야 한다.

구체적인 STS요건을 살펴보면 단순성 요건(simplicity requirements)에는 다음과 같은 내용을 만족시킬 것을 요구하고 있다. 첫째, 진정한 양도의 요건을 갖추어야 하고, 자산의 심각한 환매조건을 포함하지 않아야 한다. 둘째, 자산관리자에 의해 자산이 임의적으로 관리되지 않아야 하며, 자산관리의 업무내용이 사전에 미리 결정되고 명확해야 하며 문서화된 적격 기준을 충족해야 한다. 셋째, 자산 유형의 동질성과 관련하여 기초 자산의 현금흐름이 명확하게 정의되어야 하며, 자산보유자나 원 대출자의 사업과정에서 발생한 자산을 기초로 유동화가 이루어져야 할 것을 요구하고 있다. 넷째, 자산의 인수기준(underwriting standards)은 아직 유동화되지 않은 자산과 유사해야 하며, 인수기준 및 변경내용은 지체없이 공개할 것을 요구하고 있다. 다섯째, 기초 익스포저는 채무불이행 상태가 아니어야 하고, 신용불량 채무자나 문제가 있는 보증인에 대한 익스포저가 포함되어서는 안된다. 또한 유동화증권의 상황이 자산 매각에 지나치게 의존하지 않아야 하지만 자산의 롤오버를 금지하지는 않는다.

투명성(transparent) 요건은 다음과 같이 정의되어 있다. 첫째, 명목자산보유자와 실질자산보유자는 잠재적 투자자에게 5년 이상의 기간 동안 증권화된 자산과 유사한 익스포저에 대한 정적·동적 채무 불이행 및 손실 등과 같은 성과 데이터를 제공해야 한다. 둘째, 기초 자산에 대한 적절한 실사가 이루어져야 한다. 셋째, 현금 흐름모델은 기초 익스포저와 거래 참여자 간의 계약관계를 정확하게 표현해야 한다. 넷째, 기초 자산이 주택 담보대출, 자동차대출 혹은 리스인 경우 자산보유자의 자산 성과와 관련한 이용가능한 정보를 정기적으로 발표해야 한다. 다섯째, 일반적인 투명성

의무에 따라 요구되는 정보는 초안 양식으로 적어도 가격결정 전에 잠재적 투자자에게 제공되어야 하며, 최종 문서는 거래 마감 15일 이내 잠재적 투자자에게 제공되어야 한다. 이외에도 초안에서는 자산보유자가 가격결정 전에 잠재적 투자자에게 부채 현금흐름 모델을 제공해야 하며, 가격결정 후에는 그러한 모델을 지속적으로 제공하고, 잠재적 투자자의 요청시에도 제공해야 한다는 조항이 있었으나 업계와의 협의과정에서 삭제되었다.

표준화 요건에는 다음과 같은 요건이 포함된다. 첫째, 위험보유 요건이 충족되어야 한다. 둘째, 이자율 및 통화 위험(currency risks)은 적절히 완화되고 공시되어야 한다. 셋째, 유동화자산 및 부채에서 참조되는 이자 지급은 일반적으로 이용되는 시장금리 또는 일반적으로 사용되는 자금비용을 반영한 부문별 금리에 기초해야 한다. 또한, 시장가치에 의한 기초자산의 자동청산을 요구하는 조항이 없어야 한다.

<표 IV-1> STS 증권화의 요건

항목	요건
단순성 (simple)	- 진정양도 요건 - 자산관리 업무의 명확화 - 자산 특성의 동질성 및 기초자산 현금흐름의 명확화 - 자산 인수기준의 명확화 - 채무불이행 자산을 포함하지 않음
투명성 (transparent)	- 자산보유자의 과거 5년간 static pool analysis 자료의 공개 - 기초자산에 대한 정확한 실사 - 거래참가자 간의 명확한 계약관계 - 자산 성과에 대한 정기적인 공시 - 거래와 관련한 계약 내용을 잠재적 투자자에게 제공
표준화 (standardized)	- 위험보유 요건을 만족시켜야 함 - 이자율과 통화위험의 적절한 완화 및 공시 - 이자지급 등은 적정하게 참조할 수 있는 기준을 적용 - 시장가치에 의한 자동청산 조항이 없어야 함

자료: EU Securitisation Regulation

ABCP 프로그램이 STS 요건을 충족시키려면, ABCP 프로그램의 각 거래가 STS를 준수하여야 하고, ABCP 프로그램 기초 풀의 잔존 가중 평균 수명은 2년을 초과해서는 안되며, 실질자산보유자가 ABCP 프로그램에 대해 완전한 지원을 하는 구조를 도입하도록 요구하고 있다.

새로운 유동화규제에서는 합성CDO와 CMBS를 STS유동화에 포함시키지 않고 있다. 이는 과거 금융위기 과정에서 일부 부실한 실적의 CMBS가 재유동화되면서 위기를 증폭시킨 사례가 존재하고, 합성 CDO의 경우 진정양도의 요건에 부합하지 못하는 문제가 존재하였기 때문이다. 그러나 은행의 중소기업 익스포저를 이전할 목적의 합성 유동화에 대해서는 향후 STS 요건을 부여할 가능성도 존재한다. 적격 기준을 도입하여 중소기업 대출을 기초로 적정한 신용보강이 이루어진 합성CDO의 경우에는 향후 적격 STS 대상에 포함시킬 가능성도 있다. 이를 위해 규제기관은 합성 유동화증권에 대한 STS 기준 초안을 준비 중에 있다.

한편 STS 자격 여부의 결정은 ESMA의 검토를 거치도록 하고 있다. 자산보유자와 발행자는 STS유동화의 기준을 준수한다는 내용을 ESMA에 보고하면 이를 검토하여 승인하는 절차를 도입하였다. 또한 유동화규제에 따라 ESMA는 STS유동화 통지요건의 초안을 마련하고 의견수렴⁴²⁾을 추진하였다.

다. STS유동화에 대한 자본규제

1) STS 자본규제 도입 기준

바젤위원회는 바젤Ⅲ 시행과 더불어 STS유동화에 대한 자본처리에 대한 기준을 마련하였다. 2016년 7월 개정된 자산유동화증권 자기자본 규

42) 2017년 12월 ESMA는 STS 통지의 내용 및 형식에 관한 기술표준(draft technical standards)을 제시한 컨설팅 보고서를 발행하였다.

제에서는 앞의 STS기준을 충족시키는 유동화증권에 대해 낮은 규제자본을 적용하는 내용을 포함하고 있다. 이는 단순하고, 투명하며, 표준화된 유동화의 경우 그렇지 않은 유동화에 비해 상대적으로 위험이 적기 때문에 필요 자본량을 낮출 수 있다는 판단에 근거한 것이다. 또한 STS유동화는 구조적 위험이 더 낮기 때문에 복잡한 증권화 구조와 위험한 기초자산이 존재하지 않을 수 있다는 믿음도 깔려 있다.

금융기관이 STS유동화 익스포저에 잠재적으로 이용되는 자본금 완화(capital relief)를 사용할 수 있는지 여부는 해당 규제기관의 재량에 따라 결정하도록 하고 있다. 또한 자산보유자가 STS유동화 규정을 준수하는지 여부를 판별하기 위해 자산보유자나 실질자산보유자가 모든 필요한 정보를 공개하도록 요구하고 있다.

2) STS유동화 익스포저의 위험가중치

바젤Ⅲ에서는 표준법, 내부등급법, 외부등급법의 세 가지 접근 방식에서, STS를 준수하는 증권화에 대해 낮은 위험가중치를 적용하고 있다. 예를 들어 외부등급접근법을 적용하는 경우 1년만기 AAA등급의 선순위 비STS유동화의 경우에는 15%의 위험가중치를 적용하는 반면 동일한 조건의 STS유동화는 10%의 위험가중치를 적용한다. 비선순위의 경우 5년만기 AAA등급의 비STS유동화는 70% 위험가중치를 적용하는데 반해 STS유동화의 경우에는 40%의 위험가중치를 적용한다. AA~B-신용등급 유동화증권의 경우에도 STS유동화는 비STS유동화에 비해 비교적 낮은 위험가중치를 적용하고 있다. 또한 내부등급법의 경우에도 STS유동화의 경우에는 할인율을 적용한 위험가중치 산정 방식을 도입하고 있다.

<표 IV-2> 바젤 III STS유동화 RBA의 신용등급별 위험가중치

등급	선순위 트랜치		비선순위(thin) 트랜치	
	트랜치 만기(MT)		트랜치 만기(MT)	
	1년	5년	1년	5년
AAA	10%	10%	15%	40%
AA+	10%	15%	15%	55%
AA	15%	20%	15%	70%
AA-	15%	25%	25%	80%
A+	20%	30%	35%	95%
A	30%	40%	60%	135%
A-	35%	40%	95%	170%
BBB+	45%	55%	150%	225%
BBB	55%	65%	180%	255%
BBB-	70%	85%	270%	345%
BB+	120%	135%	405%	500%
BB	135%	155%	535%	655%
BB-	170%	195%	645%	740%
B+	225%	250%	810%	855%
B	280%	305%	945%	945%
B-	340%	380%	1,015%	1,015%
CCC+ /CCC/C CC-	415%	455%	1,250%	1,250%
Below CCC-	1,250%	1,250%	1,250%	1,250%

자료: BIS(2016)

라. 새로운 유동화 규제체계의 평가

자산유동화에 대한 규제체계 강화에 따라 유럽의 자산유동화증권 시장은 장기적인 침체를 보이고 있다. 이에 따라 이원화된 규제체계 도입을 통해 단순하고, 투명하며, 표준화된 유동화증권에 대해서는 규제를 완화하

고, 복잡한 유동화증권에 대해서는 보다 강화된 규제체계를 적용하는 방안이 마련되었다. 이러한 이원화된 규제체계의 도입을 통해 표준화된 자산유동화증권 시장의 활성화를 도모하고, 기업 및 금융기관들이 자산유동화증권을 통한 자금조달을 활성화하려는 방향에서 규제체계 개선을 추진한 것이다.

STS유동화 규제개선은 주로 완화된 위험가중치 적용을 통해 STS유동화에 대한 투자 활성화를 도모하는 데에 초점을 두고 있다. 즉 STS유동화에 대해서는 위험가중치 상한을 낮추고, 등급별 위험가중치도 비STS유동화에 비해 낮은 비율을 적용하는 것이다.

그러나 유동화 공시 및 자산보유자 위험보유와 관련하여 기본적으로 STS유동화와 비STS유동화 간에 커다란 차이를 보이지는 않는다. 즉 자산과 유동화구조에 대해 충분한 공시가 STS유동화 지정에 기본적인 요건이 되며, 이에 따라 STS유동화에 대한 대폭적인 공시 감면은 이루어지지 않았다. 자산보유자의 위험보유와 관련하여 유럽은 기본적으로 자산보유자가 5% 위험보유를 확약하는 증권에 대해 투자를 할 수 있는 규제체계를 도입하였고, STS유동화에 대해 이를 면제하는 특례를 부여하고 있지는 않다.

한편 유럽유동화 통합법(EU regulation on securitisation)에서 STS유동화의 개념과 관련하여 세가지 요건에 대한 기본적인 개념만을 정의하고 있고, ESMA가 세부적인 지정 기준과 지정방법을 검토하고 추진하도록 위임하는 방식을 취하고 있다. 이는 자산유동화증권이 다양한 자산을 기초로 다양한 구조로 발행되고 있기 때문에 일괄적으로 STS 적격기준을 도입하는데 한계가 존재하기 때문이다. 이에 따라 ESMA는 기존에 발행된 다양한 유동화증권의 구조를 분석하고, 자산유형과 유동화특성 등에 근거하여 STS유동화를 지정하는 방안을 도입하고 있다.

STS유동화는 도입 이후 일정기간이 지나지 않았고, 아직까지 세부적인 실행방안이 마련되지 않아 도입 효과를 검토하는 데에는 제약이 존재하지만, 일단 단기적으로 STS유동화에 대한 위험가중치 인하는 투자자의 투자 인센티브를 촉진하는 계기가 될 것으로 보인다. 다만 STS를 어느 범위까지 허용하는가의 여부가 시장 활성화에 중요한 요인으로 작용할 가능성이 있다.

V. 국내 자산유동화증권 시장에의 시사점

1. 국내 자산유동화증권 제도 현황
2. 국내 자산유동화증권 제도의 당면 문제점
3. 주요국 자산유동화증권 제도 개선의 시사점

V. 국내 자산유동화증권 시장에의 시사점

1. 국내 자산유동화증권 제도 현황

가. 국내 자산유동화증권 제도와 외국 제도의 비교

한국의 자산유동화증권은 미국이나 유럽과는 다른 방식으로 도입되었다. 1998년 9월 국내 자산유동화 제도 도입 당시 한국과 일본을 제외하고 자산유동화증권 발행과 관련한 법률을 제정한 나라는 거의 없었다. 미국이나 유럽의 경우에는 기존 증권 관련 제도에 근거하여 자생적으로 자산유동화증권 시장이 형성되었기 때문에 자산유동화에 초점을 둔 법적 근거의 필요성이 크지 않았다. 자산유동화에 대한 규제도 기존 증권의 발행 및 유통에 대한 규제체계를 준용하여 이루어졌고, 유동화에 초점을 둔 규제는 공시체계 도입에 초점을 두고 이루어졌다. 반면 한국은 자산유동화에 관한 법률을 제정하여 자산유동화증권 제도를 도입하였고, 자산유동화증권과 관련한 엄밀한 규제체계도 마련하였다.

자산유동화의 주요한 개념인 진정양도의 예를 살펴보면 한국은 자산유동화에 관한 법률에서 진정양도의 개념을 도입하고 있는데 반해 외국은 법률 의견 등에 근거하여 시장의 자율적 판단에 따르는 방식을 취하고 있다. 이에 따라 한국의 경우 진정양도에 대한 법적 불확실성을 크게 낮추는 효과를 거둔 대신 진정양도에 부합하지 않는 자산유동화증권은 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행할 수 없는 제도가 도입되어 있다. 한편 한국과 외국의 자산유동화증권 공시제도를 비교해보면, 미국이나 유럽은 기존 증권 공시체계에서 자산유동화의 특성을 반영하는 방식을 취하고 있는데 반해 한국은 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 등록 및 공시를 하도록 요건을 마련하고, 공모로 발행되는 자산유동화증권의 경우 기존의 증권 관련 공시제도를 따르도록 하는 제도를 도입하였다.

국내 자산유동화증권 시장과 외국의 자산유동화증권 시장의 구조도 커다란 차이가 존재한다. 한국은 자산유동화에 대한 엄밀한 규제체계 하에서 시장이 마련되었기 때문에 외국에 비해 유동화되는 기초자산이 다양하지 않고, 유동화구조도 비교적 단순한 구조를 위주로 시장이 형성되어 있다. 반면 외국은 다양한 목적의 유동화증권이 발행되었고, 신용파생상품 구조나 유동화증권을 기초자산으로 한 재유동화 시장도 활성화되었으며, 복잡한 구조의 유동화증권 발행이 활발히 이루어졌다. 특히 신용위험 이전을 목적으로 자산유동화증권 시장이 폭발적으로 증가하여 글로벌 금융위기의 주요 요인이 되었다.

한편 한국의 자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산유동화증권 발행의 경우 자산보유자 요건, 연속 및 추가 발행 금지와 같은 제약이 존재하고, 규제적인 절차에 따라야 하는 불편함이 존재하기 때문에 상대적으로 규제가 적고 간편한 방식으로 유동화의 효과를 거둘 수 있는 방안에 대한 수요가 증대하였다. 이에 따라 2005년부터 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않는 ABCP를 발행하는 소위 비등록유동화⁴³⁾ 방식이 도입되어 ABCP시장이 크게 확대되었다. 이에 따라 국내 자산유동화증권 시장은 자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산유동화증권과 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않는 ABCP시장으로 양분되었다.

국내 자산유동화 제도개선을 검토함에 있어 국내와 해외의 유동화 제도와 자산유동화 시장구조의 차이 등을 반영하여 개선방안을 설정할 필요가 있다. 외국의 경우에는 그동안 시장의 규율에 의존했던 유동화시장의 규율체계를 공적 규제로 전환하는 데에 중점을 두었다면, 한국의 경우에는 ABS와 ABCP의 규제차이를 줄이고, 엄밀한 규제체계가 마련되어 있는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 유동화 제도의 활성화를 도모하는 방식으로의 규제체계 개선이 필요한 상황이다.

43) 강희철 외(2003)는 자산유동화에 관한 법률에 의하지 않는 유동화를 비정형유동화로 정의하고 있고, 박준 외(2008)는 비전형·비등록유동화로 정의하고 있다. 본고에서는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 등록을 하지 않는다는 개념에 중점을 두고 비등록유동화라는 개념을 사용한다.

나. 국내 자산유동화증권 제도

1) 자산유동화증권 제도의 도입 배경

1997년 외환위기가 닥치자 국내 기업 및 금융기관들이 보유한 자산을 활용하여 높은 신용등급의 증권을 발행하여 자금을 조달하려는 수요가 크게 증대하였다. 특히 한국의 국가신용등급이 크게 하락하여 기존에 발행한 증권의 차환이 어려운 상황에서 자산을 활용하여 해외에서 자금을 조달하려는 다양한 시도가 있었다. 그러나 국내 제도상의 제약으로 인하여 이러한 시도들은 대부분 실패하였다. 한편, 기업의 연쇄 도산 등으로 인해 금융기관의 부실채권이 증대함에 따라 이를 신속히 처리하기 위하여 자산유동화증권에 대한 수요도 크게 증대하였다. 그러나 당시의 법률체계 하에서는 자산유동화증권 발행에 여러 가지 제약요인이 존재하였다. 예를 들면 자산유동화증권을 발행하기 위해 유동화회사를 설립해야 하는데, 회사 유형별로 최소자본금제도가 있어 유동화회사를 설립하는데 많은 자본금이 필요하다는 문제가 있었다. 유동화회사가 대규모의 자산을 양도받아 자산유동화증권을 발행함에 있어 순재산의 4배 이내에서 채권(債券)을 발행할 수 있다는 상법 상 발행한도로 인하여 채권의 형태로 자산유동화증권을 발행하는데 제약이 존재하였다. 또한 채권(債權)의 양도에 있어서도 민법상의 다양한 제약이 존재함에 따라 이에 대한 특례조항을 두지 않고서는 원활한 자산유동화가 이루어지기 어려운 상황이었다. 이에 따라 정부는 1998년 9월 자산유동화의 기본적인 개념과 유동화절차 및 자산유동화 추진을 위한 제반 특례 등을 포함하는 자산유동화에 관한 법률을 제정하였다. 자산유동화증권 발행을 위한 제도적인 기반이 마련됨에 따라 1999년부터 국내 자산유동화증권 시장이 도입되었다.

이와 같이 자산유동화증권 제도는 외환위기라는 특수한 상황에서 기업 및 금융기관의 구조조정을 원활히 하고, 자산을 활용한 자금조달이 가능하도록 하는 특별법의 형태로 도입되었다. 특히 자산유동화에 관한 법률은 자산유동화증권 발행을 촉진하기 위해 만들어진 조성법이다. 동법은

자산유동화의 기본개념과 주요 절차 및 자산유동화를 제한하는 기존 법률의 특례조항 등을 주요 내용으로 하고 있으며, 특히 자산유동화증권 발행과 관련한 기존의 법적 제약에 대한 다양한 특례를 마련하여 자산유동화증권의 발행을 원활하게 하는 제도를 도입하였다.

2) 자산유동화에 관한 법률의 주요 내용

자산유동화에 관한 법률은 총 42개 조항으로 구성되어 있다. 동 법은 자산유동화에 대한 기본적인 개념을 정의하고, 자산유동화에 관한 계획 등 자산유동화증권 발행을 위한 절차와 유동화를 원활하게 하기 위한 제반 특례사항을 포함하고 있다. 또한 유동화증권의 발행과 상환에 필요한 유동화회사, 자산관리, 양도 방식, 증권 발행 등에 대한 내용이 포함되어 있다. 이외에도 유동화회사에 대한 제반의 특칙과 주요한 업무를 위반하였을 경우의 벌칙도 포함하고 있다.

가) 자산유동화에 관한 법률의 목적

자산유동화에 관한 법률에서는 기업 및 금융기관의 자금조달 원활화, 주택금융기반의 확충 및 투자자보호를 자산유동화 제도 도입의 목적⁴⁴⁾으로 하고 있다.

당초 자산유동화에 관한 법률은 외환위기 이후 금융기관과 기업의 구조조정 및 자금조달의 원활화를 위해 도입되었다. 그러나 자산유동화에 관한 법률에서는 법의 제정 목적을 보다 넓게 정의하였고, 대상 자산도 부실채권에 한정하지 않고 다양한 자산이 유동화 될 수 있는 제도를 마련하였다. 이를 통해 자산유동화증권은 초기 기업 및 금융기관의 원활한 구조조정 수단으로 활용되었고, 이후에는 다양한 목적의 유동화에 활용될 수 있었다.

44) 자산유동화에 관한 법률 제1조, (목적) 이 법은 금융기관과 일반기업의 자금조달을 원활하게 하여 재무구조의 건전성을 높이고 장기적인 주택자금의 안정적인 공급을 통하여 주택금융기반을 확충하기 위하여 자산유동화에 관한 제도를 확립하며, 자산유동화에 의하여 발행되는 유동화증권에 투자한 투자자를 보호함으로써 국민경제의 건전한 발전에 기여함을 목적으로 한다.

나) 자산보유자 자격

국내 자산유동화 제도의 기본적 특징 중 하나는 자산보유자의 자격을 제한하고 있다는 점⁴⁵⁾이다. 즉 자산보유자와 관련하여 각종 금융기관과 금융감독위원회가 인정하는 법인 및 대통령령이 정하는 법인으로 그 자격을 한정하고 있다.

자산유동화에 관한 법률 제2조 2항에서는 자산보유자 자격을 지닌 기관을 특수은행, 은행, 자본시장법에 따른 투자매매업자·투자중개업자, 집합투자업자 또는 종합금융회사, 보험사업자, 상호저축은행, 여신전문금융회사, 농협은행 등의 금융기관과 한국자산관리공사, 한국토지주택공사, 국민주택기금의 운용자 및 관리자 등 공공법인 등이다. 또한 일반 법인의 경우 신용도가 우량한 법인이 포함된다.

또한 자산보유자 자격의 일부를 자산유동화에 관한 법률 시행령에서 정하는 자로 위임하고 있으며, 시행령에서는 예금보험공사 및 정리금융기관, 중소기업진흥공단, 주택저당채권유동화회사, 신탁업자, 기업구조조정 전문회사, 기술신용보증기금, 대한주택보증회사, 지방공기업, 협동조합, 주택금융공사, 정책금융공사 등을 자산보유자로 정의⁴⁶⁾하고 있다.

한편 자산유동화업무 감독규정에서는 자산유동화에 관한 법률에서 정의하고 있는 신용도가 우량한 기업에 대한 구체적인 기준을 마련하고 있다. 신용도가 우량한 기업이란 신용평가회사로부터 투자적격 이상의 신용등급을 받은 기업, 주권상장법인 및 외국법인으로 이에 상응하는 조건을 갖춘 법인으로 정의하고 있다.⁴⁷⁾

이와 같이 자산유동화에 관한 법률에서 자산보유자의 자격을 제한하는 것은 자산유동화에 관한 법률이 세금감면, 저당권 소유권 등기 특례, 기타 다양한 특례를 제공하고 있어 동 제도의 남용과 악용을 방지하고 투자자를 보호하기 위해서이다.

45) 자산유동화에 관한 법률 제2조 (정의) 2.자산보유자의 정의
자산유동화에 관한 법률 시행령 제2조 (자산보유자)
자산유동화업무 감독규정 제2조 (자산보유자 인정기준)

46) 자산유동화에 관한 법률 시행령 제2조 (자산보유자)

47) 자산유동화업무감독규정 제2조 (자산보유자 인정기준)

그러나 실질에 있어서는 자산보유자의 자격을 제한하는 제도를 우회하는 방법이 존재하여 동 제도의 실효성은 낮은 상황이다. 자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산보유자 자격을 지니지 못하는 회사가 유동화를 추진하는 경우 자산보유자 자격을 지닌 금융기관의 브릿지론을 도입하면 이를 우회할 수 있다. 예를 들어 시행사가 특정 건설사업을 유동화하려 할 때 시행사가 자산보유자 자격을 지니지 못하는 경우를 가정해보자. 프로젝트 파이낸스 유동화는 해당 특정한 건설사업에서 미래에 발생하는 분양대금이 주요 상환재원이 되며, 본질적으로는 미래 현금흐름을 유동화하는 구조라고 볼 수 있다. 그러나 시행사가 자산보유자 자격을 지니지 못하고 있기 때문에 자산보유자 자격을 지닌 금융기관을 도입하여 해당 프로젝트를 담보로 시행사에 대한 브릿지론을 실행하고, 명목자산보유자인 금융회사가 브릿지론을 기초자산으로 한 유동화를 추진하면 자산보유자의 자격제한을 우회할 수 있다. 대출을 실행한 명목상 자산보유자인 금융회사는 유동화증권 발행을 통해 해당 대출채권을 즉시 회수하고, 유동화증권 투자자들은 해당 프로젝트가 원활하게 완공되고 분양되어야 증권을 상환받을 수 있게 된다.

이와 같이 자산보유자의 자격을 제한하는 제도는 브릿지론 구조를 통해 우회가 가능하기 때문에 자산유동화 제도 개선 논의에서 동 제도의 개선을 요구하는 주장이 제기되고 있다.

다) 유동화자산

일반적으로 자산유동화의 대상이 되는 자산들은 대부분 금융자산들이다. 그러나 최근에는 금융자산 이외에 다양한 상거래 자산이나 신용파생상품에 기초한 유동화도 발행되고 있다.

자산유동화에 관한 법률상 유동화 대상이 될 수 있는 자산은 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정되어 있다. 즉 법률상으로는 재산권 행사를 할 수 있는 대부분의 자산들이 유동화의 대상이 될 수 있

다. 그러나 실제에 있어 유동화자산은 매매나 교환 방식의 양도가 가능해야 하고, 규제기관에 양도등록을 해야 하기 때문에 양도 및 등록이 가능한 재산권으로 한정된다. 즉 자산의 가치를 산정하고 자산의 소유권을 유동화회사로 양도할 수 있으며, 현금흐름이 어느 정도 예측 가능한 자산이 유동화될 수 있다고 볼 수 있다.

국내 유동화증권 제도상 유동화자산에 대한 논의는 미래에 발생하는 현금흐름이 유동화자산에 포함될 수 있는지의 여부와 신용파생상품 구조를 도입한 유동화구조가 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행될 수 있는지에 대한 논의가 활발하게 이루어졌다.

장래채권 유동화의 경우에는 장래 발생이 예상되는 현금흐름을 현재시점에서 자산화하여 유동화하는 구조이다. 따라서 미래에 발생하는 현금흐름을 자산으로 볼 수 있는 법적 요건이 무엇인지가 중요하다. 대법원 판례 등에 따르면 장래 발생할 채권 중 현재 그 권리의 특정⁴⁸⁾이 가능하고 가까운 장래에 발생⁴⁹⁾할 것임이 상당한 정도로 기대되는 경우에는 장래채권이 채권양도의 대상이 될 수 있다고 본다.

신용파생상품은 신용위험이 내재되어 있는 상품에서 신용위험만을 분리하여 거래할 수 있게 만든 파생금융상품이다. 전형적인 신용파생상품 계약은 신용위험을 전가한 보장매입자(protection buyer)가 계약기간 동안 신용위험을 부담하는 보장매도자(protection seller)에게 위험전가에 따른 수수료를 지불하고, 보장매도자는 신용사건(credit event)이 발생할 경우 이에 따른 손실을 부담하는 구조이다. 신용파생상품은 기초가 되는 준거자산(reference assets)의 이전 없이 신용위험만을 분리하여 거래가 이루어진다는 특성을 지니고 있다. 합성 CDO는 자산유동화와 신용파생상품 구조를 결합한 방식이다. 일반적으로 합성 CDO는 신용디폴트스왑거래와 신용연계채권구조를 결합하여 다양한 종류의 신용파생계약에 근거하여

48) 사회통념상 양도 목적 채권을 다른 채권과 구별하여 그 동일성을 인식할 수 있을 정도라 하면 채권 계약의 내용이 어느 정도 구체화되어 있어야 하고 채무가 특정되어 있어야 한다.

49) 구체적인 사안을 고려하여 채권 양도 당시 채권이 가까운 장래에 발생할 것임을 상당한 정도로 기대될 수 있는가를 기준으로 판단한다.

전체 또는 일부의 증권이 발행되는 구조를 도입하고 있다. 그런데 자산유동화에 관한 법률의 경우 신용파생상품에 대한 기본적인 개념 정의는 되어있지 않다. 자산유동화의 경우 유동화회사가 자산유동화증권 발행시 유동화증권의 위험을 통제하기 위한 헤지거래 등의 파생상품거래를 하는 경우에는 이를 유동화회사의 업무범위에 속하는 것으로 보아 허용되어 왔다. 그러나 합성 CDO거래에 있어서는 유동화회사가 CDS(Credit Default Swap) 계약을 체결할 수 있는지에 대한 법률적인 이슈가 제기되고 있다. CDS 계약은 계약상 보장매도자는 신용위험 부담에 따른 수수료를 받을 권리가 있고 이 권리가 현행의 자산유동화에 관한 법률상에서 유동화자산에 해당된다고 볼 수 있는가에 대한 법률적인 이슈가 존재한다. 또한 자산유동화에 관한 법률상 유동화회사가 할 수 있는 업무범위가 제한되어 있기 때문에⁵⁰⁾ 유동화회사가 체결하는 신용파생계약이 유동화회사의 업무범위에 포함되는가의 문제도 제기되고 있다. 따라서 자산유동화에 관한 법률이 다양한 신용파생상품 계약을 포괄하지 못하기 때문에 유동화증권 구조를 도입하여 다양한 신용파생상품을 설계하는 데 한계를 지니고 있다고 볼 수 있다.

라) 유동화기구

유동화기구는 자산을 양도 혹은 신탁받고 이를 기초로 증권을 발행하는 발행자(issuer)이다. 유동화기구의 법적인 형태로는 회사형태, 신탁형태, 조합형태 등이 있다. 국내의 경우 자산유동화증권을 발행할 수 있는 특별목적기구는 자산유동화법에 근거한 유동화전문회사, 신탁업법에 의한 신탁회사, 자산유동화전업 외국법인 등 세 가지 유형으로 정의하고 있다.

50) 자산유동화에관한법률 제22조에 의하면 유동화전문회사는 유동화계획에 따라 유동화자산의 양수·양도 또는 다른 신탁회사에의 위탁, 유동화자산의 관리·운용 및 처분, 유동화증권의 발행 및 상환, 자산유동화계획의 수행에 필요한 계약의 체결, 유동화증권의 상환에 필요한 자금의 일시적인 차입, 잉여자금의 투자, 기타 부수 업무로 그 업무범위를 제한하고 있다.

세 가지 유형의 유동화 개념을 자세히 살펴보면, 첫째는 특별목적회사를 설립하여 자산을 양도하고 유동화증권을 발행하는 회사형 유동화를 정의하고 있다. 자산유동화에 관한 법률에서는 이와 같은 개념을 ‘유동화전문회사가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위’라고 정의하고 있다. 이와 같은 회사형 유동화는 유동화회사를 통해 자산보유자의 신용도와 절연된 증권을 발행하기 위해 도입된다. 현재 국내 유동화시장의 경우에는 이와 같은 회사형 유동화구조를 가장 널리 사용하고 있다.

둘째는 신탁구조의 유동화 개념이다. 신탁구조의 유동화는 신탁회사가 신탁받은 유동화자산을 기초로 수익증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익 등으로 유동화증권을 상환하는 방식이다. 자산유동화에 관한 법률에서는 이를 두 가지 방식⁵¹⁾으로 세분하여 정의하고 있다. 이와 같은 신탁구조는 발행할 수 있는 증권 유형이 수익증권으로 제한되기 때문에 일반적인 자산의 유동화에는 활용이 제한된다.

다만 자기신탁이 가능한 경우에는 여러번에 걸쳐 유동화가 가능하여 비용이 절감되기 때문에 주택금융공사의 MBS는 신탁구조에 의한 수익증권의 형태로 발행되고 있다.

세번째 방식은 신탁구조를 포함한 2단계 유동화 방식으로 자산유동화에 관한 법률에서는 ‘유동화전문회사 또는 신탁업자가 다른 유동화전문회사 또는 신탁업자로부터 유동화자산 또는 이를 기초로 발행된 유동화증권을 양도 또는 신탁받아 이를 기초로 하여 유동화증권을 발행하고 당초에

51) 자산유동화에 관한 법률 제2조 1항

나. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따른 신탁업자(이하 “신탁업자”라 한다)가 자산보유자로부터 유동화자산을 신탁받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위

다. 신탁업자가 유동화증권을 발행하여 신탁받은 금전으로 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 유동화증권의 수익금을 지급하는 일련의 행위

양도 또는 신탁받은 유동화자산 또는 유동화증권의 관리·운용·처분에 의한 수익이나 차입금 등으로 자기가 발행한 유동화증권의 원리금·배당금 또는 수익금을 지급하는 일련의 행위⁵²⁾로 정의하고 있다.

유동화전문회사의 법인격과 관련하여 자산유동화에 관한 법률에서는 유동화전문회사를 유한회사로 설립하도록 하고 있다. 이는 유동화회사가 회사운영을 통한 영속적인 이익창출보다는 하나의 자산유동화계획을 수행하기 위하여 존재하고 동 계획이 달성되면 소멸할 것이 예정되어 있는 특수목적기구인 점을 감안하여 설립 절차를 간편하게 하기 위해서이다. 또한 유한회사는 주식회사에 비하여 규제가 완화되어 유동화 추진이 적합하기 때문이다.

일반적으로 유동화전문회사에 대하여는 상법의 유한회사에 관한 규정을 적용하지만 동사가 자산유동화를 위해 설립된 특수목적기구라는 점을 감안하여 동 목적에 적합하도록 상법에 대한 여러 가지 예외 규정을 두고 있다. 유동화전문회사는 유동화계획의 수행에 필요한 업무 및 이와 관련된 부수업무를 주로 하며, 이외에 다른 업무를 영위할 수 없도록 하고 있다. 이는 유동화전문회사의 설립 목적이 유동화증권을 계획대로 상환하는데 있으므로 그 상환재원이 되는 유동화자산의 관리 업무가 매우 중요한 바, 업무영역을 설립 목적 외로 확대함으로써 유동화증권 상환의 불확실성을 높이는 행위를 엄격하게 금지하는 것이다. 따라서 펀드의 경우 능동적·적극적인 자산 운용이 가능한 것과는 달리 유동화전문회사의 역할은 수동적·소극적이다.

마) 유동화증권 발행절차

자산유동화에 관한 법률에 근거하여 자산유동화증권을 발행하는 경우에는 자산유동화계획의 등록, 자산양도의 등록, 증권신고의 법적인 절차를 밟아야 한다.⁵³⁾

52) 자산유동화에 관한 법률 제2조(정의) 1항 라목

53) 자산유동화에 관한 법률 제3조 (자산유동화계획의 등록)

자산유동화계획은 유동화자산의 범위, 유동화증권의 종류, 유동화자산의 관리방법 등 자산유동화에 관한 전반적인 내용을 담은 신고서이다. 국내의 경우 유동화에 특화된 자산유동화계획을 신고하도록 하고, 동 내용이 자산유동화에 관한 법률 및 기타 법률에 위배됨이 없는가를 금융위원회를 대리하여 금융감독원이 심사하도록 하는 제도를 도입하고 있다. 이러한 자산유동화에 관한 계획 등록 제도는 유동화와 관련한 법적 안정성을 제고하고 유동화에 특화된 공시제도를 도입하였다는 의의를 지니고 있다. 예를 들어 자산유동화에 관한 법률에서는 진정양도에 대한 요건을 규정하고 있고, 자산유동화계획 등록의 과정에서 금융감독원이 해당 유동화계획의 진정양도의 부합여부를 검토하고 진정양도 요건에 부합하는 유동화계획만을 승인하도록 되어 있다. 이러한 절차를 통해 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행된 자산유동화증권의 경우에는 규제기관이 진정양도에 대해 승인을 한 것으로 받아들여지기 때문에 진정양도와 관련한 법적인 쟁점을 최소화하는 효과를 거둘 수 있다.

유동화계획 등록이 승인되는 경우 즉시 양도등록을 하도록 되어 있다. 이와 같은 양도등록은 자산양도에 대한 공시를 통해 대항요건 등 다양한 법적 요건을 마련하기 위해서 도입되었다.

자본시장법에 근거한 공모로 발행되는 유동화증권은 개별 증권에 맞는 증권신고를 하여야 한다. 예를 들어 채권의 형태로 발행되는 유동화증권은 채권의 증권신고를 해야 한다.

한편 자산유동화에 관한 법률에서는 하나의 유동화전문회사가 등록할 수 있는 자산유동화계획을 하나로 제한하고 있다.⁵⁴⁾ 이로 인하여 하나의 유동화회사가 여러 번에 걸쳐 유동화를 추진할 수 없도록 하고 있다. 이는 여러 번에 걸친 유동화가 추진될 경우 각각의 유동화자산 간의 분리관리가 어렵게 되어 문제가 발생할 경우 다른 유동화에도 영향을 미칠 가능성이 있기 때문이다.

54) 자산유동화에 관한 법률 제3조 2항

바) 진정양도

자산유동화에 관한 법률에서는 자산유동화를 유동화회사에 자산을 양도하는 구조와 신탁회사에 자산을 신탁하는 구조를 포괄하는 개념으로 정의하고 있다. 이러한 다양한 유형의 유동화에 있어 일관된 개념 중에 하나는 자산보유자가 자산의 소유권을 양도 혹은 신탁이라는 구조를 통해 발행자에게 넘기고, 해당 자산의 현금흐름을 기초로 증권을 발행한다는 측면이다. 따라서 담보부증권과는 달리 자산의 소유권을 넘기고 이를 기초로 증권을 발행하는 구조가 도입된다.

자산의 양도와 관련해서는 자산유동화에 관한 법률상 담보권설정과 구분되는 진정한 양도(true sale)와 관련한 요건을 충족하도록 요구하고 있다. 자산유동화에 관한 법률 제13조에서는 다음 네 가지 방식을 담보권설정과 구분되는 진정양도의 요건으로 제시하고 있다.

- ① 매매 또는 교환에 의할 것
- ② 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가질 것. 이 경우 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양도인이 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다.
- ③ 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것
- ④ 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것. 다만, 당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임(채권의 양도인이 채무자의 자력을 담보한 경우에는 이를 포함한다)을 지는 경우에는 그러하지 아니하다.

자산유동화는 유동화자산을 자산보유자의 신용위험으로부터 분리하여 유동화자산에서 발생하는 현금흐름 등을 기초로 증권을 발행하기 때문에 자산보유자와 유동화자산 간의 법률적 분리가 자산유동화증권 구조의 가장 핵심적인 요소이다. 특히 국내 자산유동화 제도의 가장 큰 특징 중에 하나는 진정양도에 대한 조건을 자산유동화에 관한 법률에 명시하고 있다는 점

이다. 진정양도에 대한 법적인 요건을 명시하고, 법의 위반여부를 금융위원회를 대신하여 금융감독원이 자산유동화 계획등록 절차를 통해 검토함으로써 자산유동화에 관한 법률에 근거한 유동화의 경우에는 진정양도 요건에 부합하는 경우에만 자산유동화증권을 발행할 수 있도록 하고 있다.

그러나 진정양도가 이루어졌다고 해서 회계적으로 부외처리(off-balance)가 가능한 것은 아니다. 특히 국제회계기준(International Financial Reporting Standards: IFRS)의 도입에 따라 부외처리가 가능한 유동화의 조건은 더욱 엄격해졌다. IFRS 기준에 따르면 법적인 진정양도와 함께 위험과 효익이 유동화회사로 완전하게 이전되고, 자산보유자가 유동화회사에 대해 실질적인 지배력을 행사할 수 없도록 하는 요건에 부합해야 부외처리가 가능하다. 따라서 자산보유자가 후순위증권을 인수하는 경우에는 부외거래로 처리되지 못하는 문제가 발생할 수 있다.

사) 제반 특례조항

자산유동화에 관한 법률에서는 유동화의 원활화를 도모하기 위해 채권양도의 대항요건에 대한 특례, 등기의 특례, 조세특례 및 기타 신탁업법 등 적용의 특례 등의 조항을 두고 있다.

채권양도의 대항요건에 대한 특례⁵⁵⁾를 보면 일반적인 채권양도는 채권의 양도인이 양도사실을 채무자에게 통지하거나 채무자가 양도사실을 승낙하여야만 채무자에게 대항할 수 있으나, 자산유동화계획에 따른 채권양도는 양수인이 채무자에게 통지하는 경우에도 채무자에게 대항할 수 있으며 통지가 불가능한 경우에는 공고로 통지에 갈음할 수 있도록 규정되어 있다. 또한 제3자에 대한 대항요건의 경우 자산유동화계획에 따라 금감위에 채권의 양도를 등록한 때에는 당해 채권의 채무자 외의 제3자에 대하여 당해 등록이 발생한 때에 민법상의 대항요건을 갖춘 것으로 간주된다.

55) 자산유동화에 관한 법률 제7조 (채권양도의 대항요건에 관한 특례)

근저당권부채권의 확정절차와 관련해서는⁵⁶⁾ 자산보유자가 근저당권에 의하여 담보된 채권의 금액을 정하여 추가로 채권을 발생시키지 않고 그 채권의 전부를 양도 또는 신탁하겠다는 의사를 기재한 통지서를 내용증명 우편으로 발송하고, 채무자가 10일 이내에 이의를 제기하지 않을 경우 통지서를 발송한 다음날에 당해 근저당권부채권이 확정되는 것으로 하고 있다. 자산유동화 제도의 등기상의 특례조항을 보면 우선 자산유동화계획에 따라 양도한 채권이 저당권 또는 질권에 의하여 담보된 채권의 경우 자산 양도의 내용을 금감위에 등록하는 때에 유동화전문회사 등은 그 저당권 또는 질권을 취득한 것으로 본다.

이와 더불어 자산유동화에 관한 법률에서는 유동화자산을 양도받고 그 여유자금을 운용하는 경우 신탁재산의 운용대상 제한규정의 적용이 배제된다. 유동화자산의 신탁에 대해서는 자기신탁이 가능하고, 유동화자산을 양도 또는 신탁하는 경우 국민주택채권 매입의무를 면제하는 조항도 존재한다.

다. 비등록유동화 제도

1) 비등록유동화증권의 도입 배경

자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산유동화증권의 경우 자산보유자 요건, 연속 및 추가 발행 금지와 같은 유동화법상 다양한 제약조건이 존재할 뿐만 아니라 유동화계획에 대한 금융감독원의 승인도 필요하다. 이로 인하여 보다 간편한 방식으로 유동화의 효과를 거둘 수 있는 방안에 대한 수요가 크게 증대하게 되었다.

ABCP는 기업이나 금융기관이 보유하고 있는 다양한 자산 혹은 미래에 발생한 현금흐름을 바탕으로 기업어음(CP)을 발행하여 자금을 조달하는 단기금융상품이다. CP는 채권에 비하여 발행절차가 간편하다는 특성이 있어 신속한 자금조달 수단으로 활용되고 있다. 전통적인 CP가 통상 담보

56) 자산유동화에 관한 법률 제7조의 2 (근저당권에 의하여 담보된 채권의 확정)

없이 신용으로 발행되는 것에 반하여 ABCP는 기업이나 금융기관이 보유한 자산을 기초로 발행된다. 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않고 상법상 주식회사가 ABCP를 발행하는 유동화방식을 비등록유동화라고 한다.

<표 V-1> 유동화회사의 특성 비교

	상법상 유동화회사	자산유동화에 관한 법률상 유동화회사
발행근거	- 자본시장법상 채무증권	- 자산유동화에 관한 법률
증권의 특징	- CP 혹은 채권의 형태로 발행 가능 - 발행한도, 만기, 신용도에 대한 제약이 없음 - 유가증권 용지를 사용한 실물 발행	- 다양한 법적 형태의 증권 발행 가능 - 증권에 따라 일부의 제약이 존재
기초자산	- 제한없음, 신용파생 포함	- 계약이전 방식의 신용파생 상품은 어려움
자산보유자의 자격	- 제약이 없음	- 자격 제한이 존재
발행절차	- 등록 및 발행신고 절차가 없음	- 유동화계획등록, 양도 등록 등의 등록절차가 필요
진정양도	- 진정양도의 요건 없음	- 진정양도 구조만 발행 가능
공시	- 신용평가사의 공시 및 신용등급에 전적으로 의존	- 유동화계획, 증권신고 등의 공시체계 마련

ABCP는 유동화자산의 조기상환에 따른 역마진 통제, 장단기 차익거래 등의 목적으로 시작되었으며, 채무자가 단일 채무자이거나 소수일 경우 유동화법상 특례조항의 필요성이 크지 않고, 발행비용 절감 및 발행절차 간소화 등의 이점이 있기 때문에 활용이 점차 증가하게 되었다. 또한 발행한도에 제한이 없는 기업어음의 특성도 상법상 유동화회사를 통한 ABCP 발행을 성장시킨 주요한 요인 중 하나로 판단된다.

한편 부동산 PF(Project Finance)의 활성화에 이에 대한 규제기관의 규제강화를 우회하기 위한 방안으로 비등록유동화가 크게 활성화되었다. 2003년말 카드 사태를 정점으로 소비자금융부문의 유동화 규모가 크게 감소한 가운데 건설사의 채무인수, 연대보증 등 건설사의 신용도에 기반한 부동산 PF가 크게 증가하였다. 반면, 건설사의 부동산 PF 관련 우발채무 위험성이 대두되면서 감독당국의 부동산 PF 유동화에 대한 감독 강화⁵⁷⁾로 유동화계획 승인이 어렵게 되자, 결과적으로 대다수의 부동산 PF 유동화는 감독당국의 승인을 받아야 하는 자산유동화에 관한 법률상 ABS 발행 대신 상법상 유동화회사를 통한 ABCP 발행의 형태로 이루어졌다.

2) ABCP에 대한 규제 변화

2010년 이후 ABCP의 발행이 크게 증대됨에 따라 금융위원회는 2013년부터 CP에 대한 규제를 강화하였다. 2010년 하반기부터 발행자의 요청으로 신용등급이 공시되지 않는 미공시 ABCP가 확대되었고, 만기 1년을 초과하는 장기 CP의 발행도 증대하였다. CP는 사모의 형태로 발행되기 때문에 신용등급 공시 관련 규정에 적용되지 않아 발행사 요청에 따라 신용등급 미공시가 가능하였다. 2012년 정기예금 유동화, 신용파생상품 연계 유동화, 부동산 ABCP 등 다양한 자산에 걸쳐 미공시 ABCP가 확산되었다. 만기 1년을 초과하는 장기 ABCP 발행이 확대되면서 ABS시장을 구축하는 현상이 발생하였다.

ABCP의 발행이 확대되고, 미공시 CP가 증대함에 따라 금융위원회는 2012년말 CP 규제강화 방안을 발표하였다. 동 규제방안의 내용을 살펴보면, 2013년 2월부터 CP에 대한 신용평가 정보를 모두 공시하도록 신용평

57) 2006년 상반기 PF 유동화가 크게 증가하자 금융감독원은 시공사인 건설사들의 우발채무 증가를 막고 PF 유동화를 억제하기 위해 2006년 하반기부터 부동산개발금융 유동화의 경우 토지소유권 확보 등 일정 수준 이상으로 개발사업이 진행된 경우에만 유동화 추진을 승인하도록 하고, 자산유동화계획서에 사업성평가 내용, 시공사의 채무인수약정 내용, 사업진행 상황 등을 충분히 공시하도록 하는 규제강화를 추진하였다.

가 공시제도가 개선되었다. 또한 2013년 5월 증권의 발행 및 공시 등에 대한 규정을 개정하여 기업어음이 50매 이상으로 발행되거나 만기가 365일 이상인 경우 또는 특정금전신탁에 편입되는 CP의 경우 증권신고서 제출을 의무화하였다.

CP에 대한 규제체계 개선은 ABCP 시장의 투명성을 제고시킨 것으로 평가된다. CP 규제체계 개선 이후 금융투자협회와 한국예탁결제원이 CP 발행 및 잔액 정보를 실시간으로 제공하고 있다. 한국예탁결제원과 금융투자협회는 CP, ABCP, 일반STB(Short-Term Bond), ABSTB(Asset-Backed Short-Term Bond)의 발행자, 발행일, 만기일, 발행금액 및 신용등급 정보를 제공하고 있다. 그러나 CP 발행정보에 ABCP의 세부적인 발행구조는 포함하고 있지 않다. ABCP 구조에 대한 요약 정보는 ABCP 신용평가를 담당한 신용평가사의 홈페이지를 통해 공시되고 있다.

2. 국내 자산유동화증권 제도의 당면 문제점

가. 이원화된 법률체계

국내 자산유동화증권은 자산유동화에 관한 법률에 근거한 ABS와 자산유동화에 관한 법률에 따르지 않는 ABCP의 이원적인 체계로 되어 있다. 자산유동화에 관한 법률의 경우 자산보유자의 자격에 대한 제한이 존재하고, 진정양도 요건에 부합하는 경우에만 유동화증권 발행이 가능하며, 유동화신고를 포함한 규제적인 절차가 복잡하고, 유동화와 관련한 다양한 공시요건을 만족시켜야 하며, 발행분담금과 같은 규제적인 비용도 지불해야 하는 상황이다. 이에 반해 ABCP는 발행과 관련한 규제가 거의 없고, 발행과 유동화 이후의 공시에 대한 부담이 적으며, 발행과 관련한 절차도 간소화되어 있고, 다양한 유동화구조의 도입이 가능하다는 장점을 지니고 있다. 이와 같은 규제차익으로 인하여 ABCP 시장이 ABS 시장을 구축하는 결과를 초래하였다.

특히 유동화계획 승인 과정에서 보수적인 기준을 적용함으로써 새로운 유동화구조의 도입에 제약이 존재하고 있다. 이에 따라 새로운 자산이나 구조를 도입한 유동화증권은 대부분 ABCP를 통해 발행되고 있는 상황이다. 예를 들어 신용파생상품 구조를 도입하거나 지적재산권 유동화 및 배출권을 기초로 한 대출 유동화와 같이 새로운 구조를 도입한 자산유동화의 경우에는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 ABS 발행구조를 도입하기 보다는 ABCP 구조로 발행되고 있다.

이와 더불어 이원화된 유동화구조로 인하여 ABS와 ABCP 간에 공시요건의 차이가 존재하기 때문에 양시장의 투명성에도 현격한 차이를 나타내고 있다. 자산유동화에 관한 법률의 경우에는 유동화계획, 양도등록, 증권신고와 같은 절차가 요구되어 발행에 상당한 시일이 소요되는 반면 ABCP는 상대적으로 간소한 절차로 인하여 신속한 발행이 이루어진다. 이에 따라 자산유동화에 관한 법률에 근거한 ABS의 경우에는 유동화계획 공시 등을 통해 발행구조에 대한 파악이 용이한 반면 ABCP의 경우에는 포괄적인 정보의 제공이 이루어지고 있지 않기 때문에 투자자보호의 문제가 존재할 가능성이 높다.

나. 자산유동화에 관한 법률의 문제점

자산유동화에 관한 법률은 1998년 9월에 제정되어 타법 개정 및 제정에 따른 일부 개정이 있었지만 근본적인 유동화 제도 개선을 위한 법 개정은 이루어지지 않고 있다. 외국의 경우 다양한 구조의 유동화가 도입되고 유동화자산도 다양화되고 있지만 국내의 경우에는 자산유동화에 관한 법률 개정이 미루어짐에 따라 새로운 유동화구조의 도입이 지체되고, 상대적으로 유연한 유동화구조의 도입이 가능한 ABCP의 활용도가 높아졌다는 문제가 발생하였다.

현행 자산유동화에 관한 법률의 당면한 문제점을 살펴보면, 우선 자산보유자의 자격을 제한하고 있는 현행 제도의 실효성이 크게 낮아진 상황

이다. 브릿지론의 구조를 통하여 자산보유자의 자격을 제한하는 제도를 우회하는 구조가 다수 도입되고 있다. 외국의 경우에도 대출채권 매매 시장이 활성화됨에 따라, 원래 대출을 실행한 기관과 이를 매집하여 유동화를 하는 회사가 다른 유동화증권이 다수 발행되고 있다. 따라서 자산보유자의 자격을 제한하는 제도를 도입하기 보다는 자산의 특성을 보다 명확히 파악하기 위해 원자산보유자와 명목 자산보유자를 구분하고 자산의 생성과 매매 구조를 보다 명확하게 하는 방식⁵⁸⁾으로 공시를 강화하는 것이 보다 실효성이 높은 방안이라고 볼 수 있다.

유동화자산과 관련한 현행 제도를 보면 유동화자산을 기타재산권을 포함한 포괄적인 자산을 대상으로 하고 있다. 그러나 유동화 대상을 자산으로 한정하고 있기 때문에 신용파생상품 구조를 포함한 유동화구조의 도입에는 제약이 존재하는 상황이다. 신용파생상품은 본질적으로 신용위험을 이전하는 계약이기 때문에 이를 자산으로 정의하는데 제약이 따른다. 이러한 문제를 해결하기 위해 과거 신용파생계약을 포함한 유동화의 경우에는 담보자산을 기초자산으로 하고 신용파생계약을 담보자산과 결합하여 담보자산을 유동화하는 방식으로의 합성유동화가 발행⁵⁹⁾되었다. 즉 신용파생계약이 상품구조의 기본이 됨에도 불구하고 자산으로 인정을 받지 못하기 때문에 담보자산을 자산으로 정의하고 신용파생계약은 담보자산에 부속된 계약으로 인정하여 신용파생상품이 포함된 유동화증권을 발행하게 된 것이다.

그러나 규제기관이 비록 계약이행을 위한 담보가 존재하는 신용파생상품이라 하더라도 이를 유동화 대상 자산으로 인정하기 어렵다는⁶⁰⁾ 입장으로 선회함에 따라 자산유동화에 관한 법률에 근거한 신용파생상품 구조를 도입한 유동화증권은 더 이상 발행되지 않고 있다.

58) 외국의 경우 원래 대출을 실행한 실질자산보유자(sponsor)와 자산을 매집하여 유동화를 추진하는 명목 자산보유자(depositor)를 구분하여 각각의 기관의 자산 생성과 관리를 구분하여 공시하는 제도가 도입되고 있다.

59) 에프엔파인 유동화회사가 발행한 유동화증권이 대표적인 사례이다.

60) 금융감독원의 ABS 실무안내에 따르면 합성 유동화와 관련하여 '현행법상 SPC업무가 유동화자산의 관리 등 매우 소극적(passive)인 범위로 해석될 소지가 있고 CDS 계약 양수도 방식을 통한다고 하더라도 이는 유동화법상 유동화자산의 양도방식인 매매 또는 교환에 해당하지 않는 등 동 증권의 원활한 발행을 위해서는 자산유동화법의 개정이 필요'하다는 견해를 보이고 있다.

자산유동화계획 등록은 규제기관이 유동화와 관련한 사전적인 심사를 통해 유동화시장 전반의 안정성을 높이는 효과를 거두었다. 그러나 한편으로는 규제기관이 자산유동화증권 발행의 사전적 규제와 심사를 수행함에 따라 다양한 유동화구조가 도입되는 데에 제약요인이 되기도 하였다. 특히 유동화계획등록 절차를 통해 금융당국이 구조화된 금융상품의 사전 심사기능을 하여 금융당국이 사실상 유동화상품에 대하여 인증해주는 것이라는 시장의 인식을 의식하다 보니 금융당국이 위험 검증을 통한 투자자보호라는 역할을 스스로 떠맡음으로써, 조금이라도 리스크가 높은 구조의 상품이 등장하면 법의 근거 규정이 없음에도 여러 방식으로 제동을 거는 경우가 종종 발생하게 되었다.⁶¹⁾ 이에 따라 새로운 유동화구조의 도입이나 상대적으로 위험이 높은 유동화구조의 경우에는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 유동화보다는 비등록유동화 방식인 ABCP를 주로 활용하게 되었다.

유동화회사와 관련한 문제점은 하나의 유동화회사가 하나의 유동화계획만을 수행하도록 함으로써 다양한 구조의 유동화에 제약이 되고 있다는 점이다. 하나의 유동화전문회사가 등록할 수 있는 자산유동화계획을 하나로 제한하고 있는 것은 여러 번에 걸친 유동화가 추진될 경우 각각의 유동화자산 간의 분리관리가 어렵게 되어 문제가 발생할 경우 다른 유동화에도 영향을 미칠 가능성이 있기 때문이다. 그러나 외국의 경우에는 매스터트러스트(master trust) 구조나 포괄유동화 제도 등을 통해 하나의 유동화회사가 제한된 범위 내에서 여러 번에 걸쳐 유동화증권을 발행함으로써 유동화구조의 효율성을 높이는 구조가 도입되는 경우가 있다. 따라서 국내의 경우에도 포괄유동화의 허용과 관련한 다양한 검토를 할 필요가 있다.

국내 자산유동화 제도의 가장 큰 특징 중에 하나는 진정양도에 대한 조건을 자산유동화에 관한 법률에 명시하고 있다는 점이다. 진정양도에 대한 법적인 요건을 명시하고, 법의 위반여부를 금융위원회를 대신하여 금융감독원이 자산유동화 계획등록 절차를 통해 검토함으로써 자산유동화에 관한 법률에 근거한 유동화의 경우에는 진정양도 요건에 부합하는 경우에만

61) 박준 외(2008)

자산유동화증권을 발행할 수 있도록 하고 있다. 이러한 제도는 자산양도와 관련한 법적 안정성을 제고하고 진정양도와 관련한 법률 비용을 절감하는 효과가 있다는 장점이 존재한다. 그러나 강행규정 형태의 진정양도 조항은 다양한 유동화구조의 도입에 제약요인으로 작용하고 있고, 규제기관의 보수화 경향을 부추기는 요인으로도 작용하고 있다. 특히 진정양도에 대한 법적인 요건으로 인하여 신용파생상품을 포함한 유동화구조나 사업유동화 방식의 구조 등 다양한 구조의 유동화 도입이 제약되고 있다.

다. 글로벌 규제 변화와의 정합성의 문제

외국의 경우 글로벌 금융위기 이후 자산유동화에 관한 규제체계를 크게 개선하고 있다. 이러한 규제체계 개선은 자산유동화와 관련한 공시를 강화하고, 이해상충을 축소하며, 투자자가 자산유동화의 구조와 특성을 충분히 파악하고 투자할 수 있는 여건을 조성하는 것에 중점을 두고 추진되고 있다.

그러나 국내 자산유동화 제도의 경우 이러한 글로벌 제도 개선을 반영한 유동화시장의 개선이 추진되고 있지 못하다.

우선 공시제도와 관련하여 글로벌 변화추이와 국내 제도를 비교해보면, 한국의 경우 자산유동화 제도 도입 초기에는 기존 유가증권 공시의 틀에서 자산유동화의 특성을 반영한 공시체계를 구축함으로써 다른 국가에 비해 합리적인 자산유동화 공시체계를 구축한 것으로 평가되어 진다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽의 경우에는 자산유동화 공시체계가 대폭적으로 개선되었으나 국내의 경우에는 이러한 국제적인 개선방안을 반영한 공시체계의 개선이 이루어지고 있지 않다.

미국의 경우에는 자산보유자의 과거 유동화실적에 대한 자산성이나 거래참가자의 유동화증권 관련 업무 실적 등에 대한 공시를 요구하고 있으나 국내의 경우에는 이러한 제도가 도입되고 있지 않다. 또한 외국의 경우 자산유형별로 공시에 포함되어야 할 자산특성에 대한 내용을 공시관련

규정에 포함시키고 있으나 국내의 경우에는 이러한 시도가 이루어지고 있지 않아 자산의 특성을 충분히 제공하는 데에 다소 제약이 존재한다.

또한 위험을 적정하게 평가하는 공시수단도 외국에 비해 미흡한 상황이다. 미국과 유럽의 경우 자산에 대한 세부적인 특성과 현금흐름 분석 및 유동화구조에 대한 정보가 충분히 제공되도록 공시체계가 개선되고 있다. 그러나 국내의 경우 자산의 과거 실적에 대한 정보나 현금흐름 분석에 대한 정보 및 자산별로 특화된 공시체계가 마련되어 있지 않다.

이와 더불어 자산유동화와 관련한 유인체계를 개선하는 제도가 마련되어 있지 않다. 국내의 경우 서브프라임 사태와 같은 유동화증권의 유인체계 불일치에 따른 문제가 발생한 적은 없었다. 그러나 이러한 유인 불일치의 문제가 해소되지 않는 경우 특정한 자산이 크게 증가하여 유동화되고 이러한 자산이 부실화되어 위기가 발생하는 문제를 사전에 방지하는데 제약이 존재한다.

라. ABCP의 문제점

국내 ABCP는 자본시장법상 채무증권으로 발행과 관련한 규제를 거의 받지 않고 있다. 즉 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않고 상법상 주식회사를 설립하여 자산을 양도하고 이에 근거하여 ABCP를 발행하는 경우 자산유동화에 관한 법률에서 요구하는 자산보유자의 자격제한을 회피할 수 있고, 유동화계획, 양도등록 및 증권신고 등 규제적인 절차를 거치지 않아도 되는 편의성이 존재한다.

그러나 ABCP는 발행과 관련한 규제가 거의 없기 때문에 투자자보호 및 시장건전성 규제에 제약이 존재한다. 특히 투자자들이 ABCP의 구조를 파악할 수 있는 공시제도가 마련되어 있지 않기 때문에 자산과 유동화구조에 대한 충분한 검토를 하는데 제약이 존재하며, 발행 이후의 자산성과 등에 대한 모니터링이 어렵다는 문제가 있다.

ABCP는 다양한 자산을 기초로 단기의 증권을 발행하는 구조이다. ABCP의 자산과 증권 간의 만기 미스매치는 유동성 공여를 통해 보완하게 된다. 그런데 ABCP의 발행이 급격히 증대하는 경우 유동성 공여기관이 차환에 대한 리스크의 부담이 크게 높아지고, 이로 인하여 ABCP 시장 전반의 건전성에 문제가 발생할 가능성이 존재한다. 따라서 적절한 시장 규모의 유지와 ABCP 시장의 규제수단의 도입이 시장 건전성을 유지하는데 중요한 요소가 된다.

ABCP 시장은 초과이익 제공 기회나 규제회피 목적의 구조로 특정한 자산에 대한 쏠림현상이 반복되고 있다. 과거 ABCP가 PF 부문의 신용위험을 확대시키고, 다른 부문으로 확산시킨 사례가 존재한다. 최근에는 신용파생상품을 기초로 한 ABCP의 발행 확대의 경우에도 시장상황에 변화에 따라 위험을 확산시킬 가능성이 존재하고 있다. 신용파생상품의 경우 파생상품이 유동화구조를 도입하여 채무증권으로 전환되어 투자자들에게 소화되고 있다. 이러한 상황에서 ABCP의 위험이 충분히 시장에 제공되지 못하는 문제가 존재하며 ABCP를 통해 특정자산의 쏠림현상은 반복될 가능성이 높은 상황이다.

최근 증권사의 ABCP에 대한 신용보강이 확대되고 있다. 장기 CP 발행규제 이후 단기로 ABCP를 발행하고 증권사가 유동성 보강을 제공하는 구조가 확대되고 있다. 2013년 5월에 만기가 365일 이상인 장기 CP의 증권신고서 제출을 의무화한 이후 단기의 ABCP를 발행하고 증권회사가 유동성 보강을 통해 차환위험을 통제하는 구조의 ABCP 발행이 확대되고 있다. 최근에는 증권사들이 유동성 보강과 신용보강을 동시에 제공하는 구조가 크게 증가하고 있다. 자본시장법 개정을 통해 금융투자업자의 지급보증업무가 가능해짐에 따라 증권사의 ABCP에 대한 신용보강이 확대되었다. 단순 유동성 공여와 신용공여 간의 차이를 두지 않는 NCR 규제 변화로 인하여 증권사들은 기존의 단순 유동성 보강 방식을 신용보강을 포함한 유동성 공여로 대체하여 수익기회를 확대하고 있다.

증권사의 신용보강 대상도 과거 PF ABCP에서 상환우선주, 신종자본증권, 실물자산, 기타 고위험 자산 등으로 확대되고 있다. 금리의 하향 안

정화에 따라 특정 산업의 회사채와 CP 간의 장단기 금리차를 이용한 ABCP 도입이 수익성을 제공하는데 한계가 존재한다. 이에 따라 대상자산이 상환우선주, 신종자본증권, 기타 고위험 자산으로 확대되고 있다.

증권사의 신용보강업무의 도입에 따라 증권사의 수익기회가 확대되는 효과를 거두고 있다. 그러나 신용보강업무 확대는 시장의 변동성 증대에 따른 증권사의 신용위험 증가 및 유동성 위험의 증가를 초래할 가능성이 있다. 이와 더불어 증권사의 신용도 하락에 따른 증권사의 신용도에 근거하여 발행된 ABCP의 신용도가 일제히 하락하는 위험도 존재한다.

ABCP 구조를 통하여 CDS계약이나 CLN(Credit Linked Note) 등 신용파생 상품이 유동화증권으로 변환되어 유통되는 현상이 발생하고 있다. ABCP구조를 도입하여 신용파생상품이 자본시장법상 채무증권으로 변환되어 투자상품에 편입되고 있다. 그런데 ABCP의 세부적인 공시가 이루어지지 않는 상황에서 상품 유형의 변화는 투자자보호의 문제를 발생시킬 소지가 존재한다. 또한 장기 ABCP에 대한 증권신고서 제출 의무 도입에 따라 차환구조의 ABCP를 통해 증권신고서 제출을 하지 않는 구조가 도입되고 있다. 증권신고서 제출에 따른 비용부담, 감독당국과의 협의 및 효력발생까지의 소요기간 등의 문제로 인하여 증권신고서를 제출하지 않는 단기의 ABCP 발행이 증대하고 있다. 기초자산의 만기와 발행증권의 만기 간의 미스매치 문제를 해결하기 위해 유동성 보강의 필요성이 증대하고 있고, 이러한 유동성 위험을 상당 부분을 증권사가 부담하고 있다. 이에 따라 증권사의 유동성 위험에 대한 적절한 관리가 필요한 상황이다.

3. 주요국 자산유동화증권 제도 개선의 시사점

가. 자산유동화에 관한 법률의 개정

자산유동화 제도의 건전한 발전을 위해서는 글로벌 규제 변화 추이를 반영하고 국내 자산유동화증권 시장의 당면한 문제점을 해결하는 방향에서 자산유동화에 관한 법률의 개정이 이루어져야 한다. 국내 자산유동화증권 시장의 경우 외국과는 달리 다양한 구조의 유동화증권의 발행이 이루어지고 있지 않으며, 유동화증권의 사용 범위도 상대적으로 제한되어 있다. 따라서 외국의 강화된 규제체계를 그대로 도입하기 보다는 국내의 자산유동화시장의 상황 분석과 외국의 제도 개선의 효과를 반영하여 시장의 건전성은 강화하되 다양한 유동화구조 도입이 가능하도록 시장제도의 탄력성을 제고하는 방향에서 법 개정이 추진될 필요가 있다. 또한 ABCP와의 규제차이 해소를 위해 자산유동화에 관한 법률에서 과도한 규제를 줄이고 다양한 자산을 기초로 유동화증권이 발행될 수 있는 구조를 도입하는 방안도 검토할 필요가 있다.

세부적인 개정 방안을 살펴보면, 첫째, 자산보유자의 자격요건을 폐지할 필요가 있다. 자산보유자의 자격을 제한하는 현행 제도는 다양한 우회방식이 가능하여 실효성이 낮으며, 브릿지론과 같은 우회구조의 도입은 자산의 특성을 변질시키고 구조를 복잡하게 만드는 요인이 되기 때문이다. 따라서 자산보유자의 자격요건을 폐지하는 것이 제도의 실효성을 높이는 방안이 될 수 있다. 다만 일부 자산보유자의 자격요건 제한은 자산유동화의 악용을 방지할 수 있기 때문에 단계적인 방식으로 자산보유자를 확대하는 방안도 대안이 될 수 있을 것으로 판단된다.

둘째, 신용파생기법을 포함한 다양한 유동화구조의 도입이 가능하도록 자산의 개념을 확대할 필요가 있다. 현행 자산유동화에 관한 법률에서는 계약이전과 같은 구조가 도입될 여지가 적으며 이에 따라 현행의 법률 체계 하에서 신용파생기법구조를 도입한 합성유동화증권의 발행에 제약이 존재한다. 그러나 Funded 구조의 합성 CDO의 경우에는 담보자산에 의해 투자자보호에 문제가 발생할 소지가 적으며, 경제적 실질은 채권이나 대출을 풀링하여 양도하는 CDO와 큰 차이가 없기 때문에 자산유동화에 관한 법률을 개정하여 Funded 방식의 합성 CDO를 도입할 수 있도록 자산의 개념을 확대하는 방식도 검토해 볼 수 있다.

셋째, 양도방식에 대한 규제를 개선할 필요가 있다. 현행의 자산유동화에 관한 법률에서는 진정양도의 요건을 만족시키는 경우에 한하여 유동화가 가능하도록 하는 제도를 도입하고 있다. 이와 같은 제도는 다양한 구조의 유동화상품 개발에 제약으로 작용하고, 규제기관의 법률적 위험에 대한 부담을 증가시키는 문제가 존재한다. 이에 따라 향후 다양한 유동화 구조를 촉진하기 위해 진정양도의 요건을 임의규정화하고, 이원화된 규제체계를 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다. 진정양도에 부합하는 유동화의 경우에는 자산유동화에 관한 법률에서 제공하는 다양한 특례조치를 제공하고, 진정양도의 요건에 부합하지 않는 구조도 일부 허용하되 동 구조에 대한 공시제도를 도입함으로써 투명성을 제고하는 방안이 마련될 필요가 있다.

이외에도 그동안 법률 개정이 미루어짐에 따라 그동안의 시장변화를 반영하지 못하였던, 신탁관련 규정, 등록 및 공시제도, 투자자보호 등에 대한 규정들도 일부 수정이 될 필요가 있다.

나. 자산유동화증권 공시체계 개선

글로벌 금융위기 이전까지 미국과 유럽은 자산유동화를 규제하는 법률이 거의 존재하지 않았고, 공시와 관련한 규제도 다른 증권의 공시규정을 일부 수정하는 방식으로 운영되었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽을 중심으로 자산유동화에 관한 공시체계를 대폭 개선하였다. 공시체계 개선의 주요 방향은 이해관계자가 자산유동화의 실질적인 내용을 파악할 수 있도록 자산유동화증권의 공시내용과 절차를 개선하는 방안과 자산유동화증권을 표준화된 구조와 복잡한 규제로 구분하고 이원화된 규제체계를 적용하는 방안이 도입되었다.

국내의 경우에는 자산유동화에 관한 법률 제정 시 이해관계자가 유동화증권의 내용을 파악할 수 있도록 자산유동화에 특화된 공시체계를 도입하였다. 자산유동화계획 등록에 있어 자산보유자, 유동화계획, 기초자산,

신용보장에 대한 내용 등을 포함하여 투자자들이 자산유동화의 구조와 위험을 파악할 수 있도록 공시 요건을 마련하였다. 또한 자산유동화증권의 증권신고서도 자산유동화구조를 반영하여 양식을 도입하였다.

그러나 글로벌 금융위기를 거치면서 각국이 유동화 공시체계를 강화한 반면 국내의 경우에는 자산유동화증권 공시체계의 대폭적인 개선은 이루어지지 못하였다. 특히 자산별로 특화된 공시체계가 마련되지 못하였고, 자산보유자의 과거 유동화실적을 공시하는 체계도 도입되지 못하였다. 또한 ABCP의 경우에는 유동화구조에 대한 세부적인 공시수단이 마련되지 않았고, 유동화구조의 복잡성에 따른 이원화된 규제체계 도입 등에 대해서도 충분한 검토가 이루어지고 있지 못한 상황이다.

이에 따라 향후 자산유동화 제도의 검토 시에 이러한 문제에 대한 보다 심도 깊은 논의와 검토를 거쳐 국내 상황에 적합한 자산유동화증권 공시제도개선을 추진할 필요성이 있다. 우선 자산유동화의 특성과 위험을 보다 명확하게 공시할 수 있도록 자산유동화 공시체계를 개선할 필요가 있다. 이를 위해서 현행의 일반적인 구조에 대한 공시기준과 더불어 빈번하게 유동화 되는 자산군을 설정하고 자산별로 위험요인이 정확하게 공시될 수 있도록 공시항목을 설정하는 방안도 검토되어야 한다. 또한 자산유동화증권을 통해 빈번하게 자금을 조달하는 자산보유자의 경우에는 과거의 자산성과를 공시하도록 하는 static pool analysis제도의 도입도 검토해 볼 필요가 있다. 특히 지속적으로 유동화되는 자산의 경우에는 과거의 자산 성과가 향후 자산유동화증권의 상환가능성을 예측하는데 매우 중요한 정보가 되기 때문에 이러한 정보의 제공이 검토되어야 한다.

발행 이후의 자산성과에 대한 공시도 강화할 필요가 있다. 이를 통해 자산유동화증권의 부실화를 사전에 예방할 수 있으며, 자산관리자의 자산관리를 강화하는 압력으로 작용할 수 있기 때문이다.

이와 더불어 최근 국제기구와 외국의 규제기관이 논의하고 있는 단순한 구조의 자산유동화증권의 공시와 복잡한 구조의 상품간의 규제 및 공시를 이원화하는 방안에 대한 도입도 검토할 필요가 있다.

국내의 경우 ABS와 ABCP 간에 규제차이가 존재하기 때문에 ABCP의 공시를 강화하는 방안에 대한 검토도 필요하다. 이를 위해서는 포괄적인 개념으로 구조화금융상품을 정의하고 구조화증권의 경우에는 자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산유동화증권에 준하는 공시를 하도록 하는 방안이나 신용평가사의 평가보고서를 공시하는 방안도 검토될 수 있다.

다. ABCP시장의 규제체계 개선

ABCP시장의 건전한 발전을 위해서는 ABCP에 대한 투자자의 신뢰를 높이기 위한 공시 강화 및 투자자들이 ABCP의 위험을 적정히 판단하고 투자할 수 있는 위험관리 강화가 필요하다.

ABCP는 발행의 편의성을 위해 공시를 대폭 간소화한 상품이다. 이에 따라 ABCP의 상품내용 파악에 제약이 존재하고, 시장의 투명성에 제약이 존재한다. 이를 해결하기 위해 정부는 ABCP 규제체계를 개선하였으며 ABCP 발행 정보의 일부 개선이 이루어졌다. 그러나 현행의 ABCP 발행 정보를 살펴보면 유동화구조에 대한 충분한 정보를 제공하고 있지 못하는 문제가 여전히 존재한다.

이에 따라 ABCP 발행정보 제공시 신용평가사의 신용평가 요약정보를 함께 제공할 수 있는 통합 공시시스템을 도입할 필요가 있다. 즉 세부 증권별로 공시되고 있는 정보 내용을 체계화하여 ABCP 프로그램 별로 발행 정보를 제공하는 방안을 도입하여야 한다. 장기적으로는 ABCP와 ABS를 포괄하는 증권화상품의 포괄적 공시체계의 도입을 고려할 필요가 있다.

고위험자산을 기초로 한 ABCP 발행이 확대됨에 따라 투자자들의 ABCP에 대한 위험관리를 강화할 필요가 있다. ABCP를 통해 신용파생상품이나 고위험자산이 CP의 형태로 변환되어 상품의 위험을 적정히 파악하지 못하는 문제가 발생할 가능성이 존재한다. 이에 따라 ABCP 투자자들의 자체적인 신용분석 기능을 강화하고 신용평가의 정교성을 제고할 필요가 있다. ABCP의 경우 신용평가등급에 의존한 투자를 할 가능성이 높

기 때문에 개별 ABCP의 투자위험을 적정히 평가할 수 있도록 ABCP를 편입한 상품의 공시가 강화될 필요가 있다.

장기 CP 발행규제 이후 증권사의 유동성 보강이 증대하고 있는 바, 이에 대한 적정한 위험관리 강화가 필요하다. 증권사의 신용보강 확대는 증권사의 업무 확대 등의 긍정적인 측면이 존재한다. 그러나 신용보강 확대에 따른 증권사의 신용위험 증가에 대응하여 신용위험 관리 강화가 요구된다. 특히 최근 신종자본증권, 상환우선주, 후순위채, 유동화증권의 리패키지, 프로젝트 파이낸스 등 위험이 높은 자산의 유동화에 대한 신용보강 확대에 대응하여 위험관리가 강화될 필요가 있다.

라. 이해상충 해소를 위한 규제체계 도입 검토

미국과 유럽은 자산유동화를 둘러싼 이해상충의 문제를 해결하기 위해 자산보유자의 위험보유를 의무화하는 제도를 도입하였다. 미국과 유럽은 자산보유자 위험보유에 대한 규제체계에 있어 서로 다른 방식을 도입하여 운영하고 있다. 유럽의 경우에는 자산보유자가 5%이상의 위험을 보유하고 있다는 확약을 한 유동화증권에 대해 투자가 가능하도록 하는 규제를 도입하고 있는데 반해 미국의 경우에는 자산보유자가 최소한 5%이상의 신용위험을 보유하는 직접적인 규제방식을 도입하고 일부 예외를 적용하는 방식으로 운영하고 있다.

이러한 자산보유자의 위험보유 규제는 유동화증권의 안정성을 제고하는 효과를 거두었다. 그러나 한편으로는 자산보유자의 후순위 보유에 따른 부담으로 인하여 자산보유자의 유동화증권 발행 유인을 감소시키는 요인으로도 작용하였다.

국내의 경우에는 자산보유자의 위험보유에 대한 규제가 도입되지 않고 있다. 국내 자산유동화증권 시장은 미국과 유럽의 자산유동화시장과 발행 목적, 유동화구조 및 신용보강 방식 등에 있어 차이를 보이고 있으며, 이

에 따라 자산유동화증권 이해상충의 문제도 미국과 유럽과는 다른 양상을 보일 가능성이 있다. 또한 국내에서 발행된 자산유동화증권의 경우 자산의 특성에 따라 후순위 비중이 큰 차이를 보이고 있다.

이러한 상황에서 국내 자산유동화증권 시장에서 자산보유자의 위험보유 규제 도입이 적합한지의 여부를 검토할 필요가 있다. 이를 위해 국내 자산유동화증권 시장의 이해상충 발생 가능성과 시장구조에 대한 면밀한 검토가 선행되어야 한다. 신용위험 이전을 목적으로 한 유동화의 비중이 높은 경우나 후순위증권의 유통시장이 발달하여 자산보유자가 발행한 후순위의 상당 부분을 시장에 매각하는 경우에는 자산유동화증권시장의 안정성을 제고하기 위해 자산보유자의 위험보유의 규제를 도입할 필요성이 높다. 그러나 이러한 이해상충의 문제가 크지 않다면 자산보유자의 위험보유를 시장 및 유동화구조를 통해 해결하는 방안도 시장 활성화 측면에서 필요해 보인다.

이와 더불어 자산보유자의 위험보유 규제가 도입될 경우 어떤 방식으로 제도를 마련할지에 대한 검토도 필요하다. 미국과 유럽의 사례에서 살펴본 바와 같이 어떤 방식으로 위험보유 제도를 도입하는가에 따라 시장에 미치는 영향이 다르기 때문이다. 결국 자산보유자의 위험보유 규제의 도입은 자산유동화증권 시장의 안정성 제고를 목적으로 하되 동 제도 도입에 따른 영향을 충분히 검토하여 도입여부와 방식을 검토해야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 강희철·장우진·윤희웅, 2003, 자산유동화법에 의한 자산유동화의 한계와 이를 극복하기 위한 수단으로서의 비정형유동화에 관한 고찰, 『증권법연구』 제4권 제1호, 177-238.
- 금융감독원, 2006, 『알기쉬운 신BIS협약』.
- 김필규, 2014, EU 자산유동화 규제체계 변화와 시사점, 자본시장연구원 『유럽금융시장포커스』 겨울호.
- 김필규, 2014, 미국의 자산유동화증권 공시체계 개편과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2014-43.
- 김필규, 2016, 『국내 자산유동화증권의 스프레드 결정요인 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 16-08.
- 김필규·이현진·윤지아·서의경, 2006, 『미국 자산유동화증권 공시제도의 현황과 국내 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 06-03.
- 김형태·김필규, 2002, 『자산유동화증권(ABS)시장 발전에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 02-01.
- 남길남·이석형·주윤신, 2008, 『세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점』, 한국증권연구원 연구보고서 08-02.
- 문현주, 2009, 자산유동화증권의 발행 유인에 관한 연구, 『경영연구』 제24권 제4호, 287-307.
- 박준·김용호·이미현·정순섭·황호석, 2008, 자산유동화의 현황과 과제, 좌담회, 자산유동화 10년의 회고와 전망, 『BFL』 제31권.
- 박준·한민, 2018, 『금융거래와 법』, 박영사.
- 한국은행·금융위원회·금융감독원, 2012, 『바젤Ⅲ 기준서: 글로벌 자본 및 유동성 규제체계』.

- Ashcraft, A.B., Schuermann, T., 2008, Understanding the securitisation of subprime mortgage credit, The Federal Reserve Bank of New York staff report No.318(march).
- Bank of England and European Central Bank, 2014, *The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union*, Discussion Paper.
- Bank of England, HM Treasury and FSA, 2008, *Financial Stability and Depositor Protection: Special Resolution Regime*, Policy Paper.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2011, *Report on Asset Securitisation Incentives*.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2015, *Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitisations*.
- BIS, 2012, *Revisions to the Securitisation Framework*.
- BIS, 2016, *Revisions to the Securitisation Framework*.
- Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD, 2011, *Credit Risk Retention: Proposed Rule*.
- Department of the Treasury, FRB, FDIC, SEC, FHFA, HUD, 2014, *Credit Risk Retention: Final Rule*.
- EBA, 2014, *Report on Qualifying Securitisation*.
- ECB and Bank of England, 2014, *The Case for Better Functioning Securitisation Market in the European Union*.
- ESMA, 2014, *Final Report: Draft Regulation Technology Standards under the CRA3 Regulation*.
- ESMA, 2018, *Final Report on Securitisation Disclosure Technical*

Standards.

- European Parliament, 2017, *Common Rules and New Framework for Securitisation*, EU Legislation in Progress.
- Financial Stability Forum, 2008, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*.
- Financial Stability Board, 2009, *Improving Financial Regulation: Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*.
- Hogan Lovells, 2011, *The effect of U.S. Securitisation Law Reforms on Foreign Issuers Offering Asset-Backed Securities to U.S. Investors*.
- Hogan Lovells, 2014, *Summary of key EU and US Regulatory Developments Relating to Securitisation Transactions*.
- IOSCO, 2010, *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*.
- IOSCO, 2012, *Recommendation for Securitisation Regulation*.
- Mayer Brown, 2018, *Structured Finance Regulation – EU and US Current Issues*.
- OICU-IOSCO, 2012, *Global Development in Securitisation Regulation*, Consultation Report.
- SEC, 2010, *Proposal for the Asset-backed Securities Disclosure and Registration*.
- SEC, 2011a, *Disclosure for Asset-backed Securities Required by Section 943 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Final Rule.
- SEC, 2011b, *Issuer Review of Assets in Offerings of Asset-backed Securities*, Release No.33-9176.

SEC, 2011c, *Suspension of the Duty to File Reports for Classes of Asset-backed Securities under Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934*, Final Rule.

SEC, 2012, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings: as Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

SEC, 2014a, *Asset-backed Securities Disclosure and Registration*, Final Rule.

SEC, 2014b, *Revised Proposal for the Asset-Backed Securities Disclosure and Registration*.

김필규 (Pil-Kyu Kim)

선임연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Bond Markets
- ABS/MBS

김현숙 (Hyun Suk Kim)

선임연구위원 / 경영학 석사



자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143

T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



ISBN 978-89-6089-210-1