

# 미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점

2006. 11

연구 위원	김필규
선임연구원	이현진
선임연구원	윤지아
연구 원	서의경

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

미국은 2004년 5월 자산유동화증권의 등록, 공시 및 보고절차에 대한 제안서를 발표한 데 이어 2004년 12월에는 SEC Final Rule인 자산유동화증권 공시 규정(Regulation AB)을 확정하였다. 이를 통해 그 동안 주로 SEC의 비조치의견서(no action letter)나 해석 등을 통해 이루어지던 공시 규제에서 자산유동화증권의 특성을 반영한 포괄적인 공시 규정의 체계를 구축하게 되었다.

미국의 Regulation AB는 금융자산을 대상으로 한 자산유동화증권의 공시에 대해 매우 상세한 기준을 제시하고 있다. 특히 Regulation AB는 자산유동화증권 발행 참여 기관의 유동화 관련 업무 경험과 자산보유자의 과거 자산성과 등을 포함한 자산유동화증권과 관련해서 유용한 정보를 제공하는데 중점을 두고 제정되었다.

이러한 공시 규정의 제정은 자산유동화증권 발행 관련 참여 기관에게 명확한 기준을 제시하고, 불필요한 정보를 축소하는 한편 자산유동화증권 투자자에게 유용한 정보 제공 범위를 확대하였다는데 의의가 있다.

한국의 경우 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」 제정을 통해 자산유동화 제도가 도입된 이래 자산유동화증권은 다양한 수단으로 활용되면서 시장 규모가 급격히 성장하였다. 자산유동화증권 공시와 관련하여 제도 도입 초기부터 유가증권 공시 체계를 유지하면서 자산유동화증권의 특성을 반영한 공시 체계가 구축되었다. 그러나 자산유동화 제도 도입 이후 상당 시일이 경과한 현재 다양한 유동화자산의 특성을 반영한 구체적인 기준의 설정이 필요한 한편 특히 자산유동화증권의 발행 이후 자산성과에 대한 공시의 보완이 필요한 상황이다. 이와 같이 자산유동화증권의 특성에 부합하는 공시 체계의 구축은 금융상품에 대한 정확한 정보를 시장에 제공하고 이를 통해 투자자를 보호한다는 측면에서 매우 중요하다.

이러한 상황에서 자산유동화증권 시장이 활성화되어 있는 미국의 Regulation AB를 자세히 살펴보고 이러한 공시 규정의 제정이 국내 자산유동화증권의 공시 체계 및 투자자 보호 제도 개선에 주는 시사점을 찾고 국내 제도의 개선 방안을 모색한다는 차원에서 의미 있는 작업이라 생각된다.

본 연구는 미국에 도입된 Regulation AB를 소개하고 이를 국내의 제도와 비교함으로써 향후 국내 자산유동화증권 공시 제도의 변화 방향을 모색하고자 한 것이다. 본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김필규 박사와 이현진 선임연구원, 윤지아 선임연구원, 서의경 연구원에게 감사를 표하고자 한다. 또한 본 연구에 훌륭한 검토 및 토론을 해준 정운모 연구위원과 원고 정리에 수고한 김옥엽 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2006년 11월  
한국증권연구원  
원장 최도성

# 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	<b>viii</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>xii</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
<b>II. 미국의 자산유동화증권 제도와 시장</b> .....	<b>9</b>
1. 미국의 자산유동화증권 제도 .....	9
2. 미국의 자산유동화증권 시장 현황 .....	11
<b>III. 미국의 자산유동화증권 공시 제도: Regulation AB 이전</b> ..	<b>19</b>
1. 미국의 기업 공시 제도 .....	19
2. Regulation AB 이전의 자산유동화증권 공시 제도 .....	27
<b>IV. 미국의 Regulation AB</b> .....	<b>35</b>
1. Regulation AB의 개괄 .....	35
2. Regulation AB상 등록 요건 .....	37
3. 자산유동화증권 발행시장 공시 .....	42
4. 자산유동화증권 모집 관련 공시 .....	63
5. 자산유동화증권 유통시장 공시 .....	67
6. Regulation AB의 주요 특성 .....	85

V. 한국의 자산유동화증권 시장과 공시 제도 .....	91
1. 한국의 자산유동화증권 제도와 시장 .....	91
2. 한국의 자산유동화증권 공시 제도 .....	98
VI. 한국 및 미국 자산유동화증권 공시 제도의 비교 및 시사점 .....	113
1. 한국 및 미국의 자산유동화증권 공시 제도 비교 .....	113
2. 국내 자산유동화증권 공시 제도에 대한 시사점 .....	119
참고문헌 .....	125
부록 .....	131

## 표 목 차

---

---

<표 IV-1> Regulation AB의 항목 .....	42
<표 IV-2> 자산유동화증권 모집 관련 공시의 내용 .....	66
<표 IV-3> Form 10-D의 공시 사항 .....	74
<표 IV-4> Form 10-K의 인증서 양식 .....	76
<표 V-1> 국내 자산유동화증권 발행 추이 .....	95
<표 V-2> 자산유동화계획 등록신청서의 기본 항목 .....	100
<표 VI-1> 한국과 미국의 자산유동화증권 공시 규제 비교분석 .....	118
<부록 표 1> Form S-1의 공시 항목 .....	131
<부록 표 2> Form S-3의 공시 항목 .....	132
<부록 표 3> Form 10-K의 공시 항목 .....	133
<부록 표 4> Form 8-K의 공시 항목 .....	134

## 그 립 목 차

---

---

<그림 II-1> 미국의 자산유동화증권 발행 추이 .....	13
<그림 II-2> 미국의 자산유동화증권 발행 잔액 추이 .....	13
<그림 II-3> 미국의 자산 종류별 유동화증권 발행 잔액 추이 .....	15
<그림 V-1> 자산유동화 관련 제도 및 상품의 변천 .....	93
<그림 V-2> 자산유동화증권의 회사채시장 점유 비중: 공모회사채 기준 ..	95
<그림 V-3> 자산보유자별 자산유동화증권 발행 비중 추이 .....	96
<그림 V-4> 유동화자산별 자산유동화증권 발행 비중 추이 .....	97

## 약 어 표

---

ABS	Asset Backed Securities
CBO	Collateralized Bond Obligation
CDO	Collateralized Debt Obligation
CIK	Central Index Key
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
DART	Data Analysis, Retrieval and Transfer System
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval
FASIT	Financial Asset Securitization Investment Trust
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FNMA	Federal National Mortgage Association
GNMA	Government National Mortgage Association
LTV	Loan to Value
MBS	Mortgage Backed Securities
MD&A	Management's Discussion and Analysis
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OAS	Option Adjusted Spread
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
REITs	Real Estate Investment Trusts
REMIC	Real Estate Mortgage Investment Conduit

RTC	Resolution Trust Company
SEC	Securities and Exchange Commission
SPC	Special Purpose Company
SPV	Special Purpose Vehicle
USAP	Uniform Single Attestation Program

## 《 Executive Summary 》

2004년 5월 미국 SEC는 자산유동화증권의 등록, 공시, 보고 절차에 대한 제정안을 발표하고 각계의 의견수렴을 거쳐 2004년 12월에 자산유동화증권 공시 규정(Regulation AB)을 확정함으로써 자산유동화증권에 대한 확정적 공시 체계를 갖추었다. 본 보고서는 최근 도입된 미국의 Regulation AB에 대해 자세히 소개하고 이러한 공시 제도가 국내 자산유동화증권 공시 제도에 제공하는 시사점을 제시하는 것을 목적으로 한다.

Regulation AB는 미국의 1933년 증권법(Securities Act of 1933)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 의해 이루어졌던 기존의 자산유동화증권 공시 관행에 자산유동화증권의 특성을 반영하여 규정화한 것이다. 즉 그 동안 비조치 의견서(no action letter)를 통해 관례화되어 있던 부분과 추가적으로 개선할 사항을 Regulation AB로 명문화한 것이다. 미국의 Regulation AB에서 주목할 사항은 다음과 같다. 첫째, 일괄등록이 가능한 유동화자산에 대해 정의하고 이에 해당하는 자산유동화증권의 경우에는 유의미한 내용을 일괄등록을 통해 공시하도록 하여 공시의 편의를 도모하였다. 둘째, Regulation AB의 대상이 되는 자산을 명확히 하였다. Regulation AB의 대상이 되는 유동화자산에 리스를 기초자산으로 발행한 자산유동화증권을 포함하였으나 합성유동화증권(synthetic securitization)이나 부실채권(non-performing loan)을 기초로 발행한 증권은 제외하였다. 셋째, 자산보유자, 자산관리자, 업무수탁자 등 자산유동화에 참여하는 각 기관의 과거 업무 경험, 성과 및 역할에 대한

공시를 요구하고 있다. 넷째, 유동화자산의 성과를 분석함에 있어서 필요하다고 판단될 경우에는 자산보유자의 기존 자산성과 자료(static pool data)의 공시를 요구하고 있다. 다섯째, 자산유동화 구조에 유의미한 정보를 위주로 유통시장 공시 내용을 개선하는 한편 자산관리 기준준수 평가 제도를 도입하였다.

한국의 자산유동화증권 공시 제도는 자산유동화 제도 도입 초기부터 기존 유가증권 공시의 틀 하에서 자산유동화증권의 특성을 반영한 체계로 구축되었다. 한국의 경우에는 1998년 「자산유동화에 관한 법률」 제정과 더불어 유동화자산을 포괄적으로 정의하고 다양한 자산의 유동화에 대한 규제 기반을 마련하였다. 자산유동화증권 공시에 있어서도 제도 도입 초기부터 유동화 공시에 대한 기반을 마련하였고, 자산유동화증권의 특성에 부합하는 공시 제도를 도입하였다. 그러나 한국의 자산유동화증권 공시 제도는 자산유동화증권 발행 시의 구조에 초점을 둔 공시 체계가 구축되었기 때문에 발행 이후의 자산성과 등에 대해서는 투자자가 체계적인 정보를 획득하기 어려운 구조이다.

미국의 자산유동화증권 공시 제도가 국내 자산유동화증권 공시 제도에 제공하는 시사점을 공시 체계와 공시 내용, 그리고 공시의 활용도 측면으로 구분하여 살펴보면 다음과 같다.

우선 공시 체계 측면에서 한국의 자산유동화증권 공시 체계는 유동화에 특화된 내용으로 구성되어 있으나, 발행 이후의 자산성과에 대해서는 투자자가 체계적인 정보를 획득하기 어려운 구조이다. 이에 따라 자산유동화증권 공시에 대한 전반적인 공시

프로세스 상의 보완이 필요한 상황이며 발행 이후 자산성과와 관련된 공시 규제를 강화할 필요가 있다.

미국의 자산유동화증권 공시 체계는 특정한 자산에 대해서는 일괄공시 제도를 도입하여 공시의 편의성을 도모하고 있으나 한국은 자산유동화증권 일괄공시 제도가 마련되지 않고 있다. 따라서 반복적으로 발행되는 특정한 자산의 경우에는 일괄 등록 제도의 도입을 통해 등록절차를 간소화하고 공시의 편의성을 도모할 필요가 있다.

다음으로 공시 내용에 있어서 미국의 Regulation AB에서는 자산보유자의 기존 자산성과자료의 공시를 통해 투자자가 보다 유의미한 정보를 획득할 수 있는 제도를 도입하고 있으나 국내의 경우에는 자산보유자의 재무적 정보의 제공에 중점을 두고 있다. 이에 따라 국내 자산유동화증권 공시 규제에 있어서도 자산보유자에게 과도한 부담이 되지 않는 범위 내에서 자산성과 자료의 공시를 포함시키는 방안에 대한 검토가 이루어질 필요가 있다고 판단된다.

국내 자산유동화증권 발행 참여 기관에 대한 공시에 있어서는 참여 기관의 사업 현황 및 재무 정보를 주로 포함하고 있으며, 유동화와 관련된 참여 기관의 성과 등에 대한 정보 제공을 요구하지 않기 때문에 상대적으로 투자자에게 의미 있는 정보를 제공하는데 한계가 있다. 이에 따라, 투자자의 투자의사결정에 도움을 줄 수 있는 자산유동화 참여 기관의 유동화 경험과 실적 정보에 대한 공시를 포함시킬 필요가 있다.

마지막으로 국내 자산유동화증권 유통시장 공시와 관련하여 투자자에게 유의미한 정보 제공을 강화할 필요가 있다. 이를 위해 유동화증권 발행 이후의 자산성과에 대한 정보 제공을 강화할 필요가 있으며 이와 더불어 자산관리자의 정보 제공에 있어 유동화에 유의미한 정보를 위주로 한 유통시장 공시 내용을 보완할 필요가 있다. 또한 자산관리 기준준수 평가 제도 도입에 대한 검토도 요구된다고 볼 수 있다.

《 Abstract 》

**A Study on Regulation AB and Its Implication for  
Korean ABS Disclosure**

In December 2004, the US Securities and Exchange Commission(SEC) approved the final version of Regulation AB, which provides an extensive set of securities rules and regulations for asset-backed securities(ABS) and mortgage-backed securities(MBS). The final rules reflected numerous changes that have been incorporated to address issues raised in comment letters received by the SEC in response to the initial proposal for ABS registration, disclosure and reporting requirements, released on May 3, 2004. This paper is aimed to take a look at the newly adopted Regulation AB and its implications for Korean ABS disclosure regime.

Regulation AB is the new and amended disclosure requirements for ABS, which are governed by the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934. A principal goal for the adoption of Regulation AB was to bring clarity to the regulations applicable to ABS and provide quality disclosure and reporting to investors by consolidating and codifying the existing rules and regulations previously governed by no action letters and new additional requirements.

The main characteristics of Regulation AB are as follows: First, shelf registration will be available to the newly expanded class of ABS. Second, the final rules broaden the definition of ABS to include securities backed by more kinds of assets, including leases. However, synthetic securities and non-performing loans are excluded from the definition of ABS. Third, Regulation AB requires disclosure about specific transaction parties such as originator, servicer and trustee with respect to prior experience, performance and role for ABS transactions involving similar pool assets. Fourth, the regulation requires disclosure about static pool data if needed for the pool performance analysis.

As for Korea, from the beginning the ABS disclosure regime was based on the existing securities disclosure requirements and reflected ABS-specific characteristics. However, since the ABS disclosure regime is focused on transaction structure at the time of issuance, it is difficult for investors to have access to systematic information about post-issuance performance of the underlying pool and so on. For that reason, there is a rising need for enhancing investors' confidence by improving the entire process of ABS registration, disclosure and reporting and the post-issue disclosure on the asset pool's performance.

There are fundamental differences between Korea and the US with respect to the adoption of ABS laws and regulations. In the US, ABS was voluntarily issued under the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, and the Trust Act of 1939. Thus, there are no specific laws and regulations for ABS issuance. On the other hand, Korea introduced the legal and regulatory framework for ABS through the enactment of “Asset Securitization Act” in September 1998. Also, there are a comprehensive set of rules and regulations for ABS issuance. As a result, Korea and the US have different legal and regulatory ABS frameworks.

Korea is not much different from the US in light of framework for ABS registration and disclosure. That is because Korea has continued to seek advances in registration and disclosure regimes. The United States used the framework for the existing corporate disclosure, supplemented by no action letters, temporary regulations for the ABS disclosure regime. Recently, it established the ABS-specific disclosure mechanism. On the other hand, Korea adopted the registration and disclosure requirements reflecting ABS characteristics at the beginning of ABS introduction in Korea.

When it comes to ABS disclosure regulations, there are found slight differences between Korea and the US. The US

limits the scope of ABS subject to disclosure and adopts shelf disclosure while providing very detailed disclosure requirements. In contrast, Korea defines ABS in broad terms. Korea's basic disclosure requirements are similar to the US' requirements, but Korea provides comprehensive disclosure guidelines. In terms of post-issuance disclosure, both countries have ABS-specific disclosure requirements. However, the US provides detailed disclosure requirements including reporting of the pool performance. Such detailed disclosure requirements are designed to prevent important information from being left off and enhance sophistication of data disclosure. However, some pointed out that detailed requirements make disclosure less flexible.

This paper presents the implications of Regulation AB on the Korean ABS disclosure in light of disclosure mechanism, disclosure content, and use of disclosed information. First, as for disclosure mechanism, Korea adopted the registration and disclosure regimes reflecting ABS characteristics from the beginning. However, it is difficult for investors to acquire systematic information about performance of the underlying pool and others after the issuance. Given that, the overall ABS registration, disclosure and reporting process needs to be improved and

post-issuance disclosure on the pool performance ought to be tightened in order to enhance investors' confidence.

Second, shelf registration needs to be reviewed for ABS issued on a periodic basis. By making important information on ABS available through shelf registration, the registration procedure should be simplified and convenient disclosure pursued.

Looking at the content of disclosure, data about performance of transaction parties needs to be publicly available. In ABS' infancy, Korea set up the disclosure regime, which incorporates ABS features into the existing securities disclosure framework. However, ABS disclosure mainly concerns transaction parties' business status and financial information. Disclosure about performance of transaction parties is not required so that there are limitations in providing meaningful information to investors. Accordingly, to help investors to make investment decisions, prior experience and performance of transaction parties should be publicly available.

What is more, it is necessary to establish a disclosure mechanism for the secondary market, which reflects ABS characteristics. Furthermore, criteria need to be set to ensure

systematic, concrete disclosure about the pool performance after the issuance.

Lastly, when it comes to the use of disclosed information, the actual use of disclosed information by Korean investors is limited due to lack of data compilation and summarization. Publicly disclosed information after issuance is used only for the FSS' analysis of ABS issuance volume and its release on a quarterly basis. In case of ABS listed on Korea Exchange(KRX), disclosed information is available through "Check" terminal of Koscom, and bond listing information of KRX. However, since the bond database is utilized in this case, it is difficult to obtain ABS-specific information so that the level of information usage is poor. Hence, it is necessary to establish database for ABS issuance that meets diverse needs of investors. Furthermore, more information should be provided to ABS investors through diverse providers of applied data.



## 1. 서론

---



## I. 서론

자산유동화증권(Asset Backed Security: ABS)은 자산의 신용도에 근거하여 증권을 발행하고 자산의 현금흐름 및 신용보강을 통해 발행한 증권을 상환하는 구조이다.

자산유동화증권은 자산의 신용도를 자산보유자의 신용도와 분리하여 (bankruptcy remoteness) 자산의 신용도를 근거로 증권을 발행하고 상환하는 구조를 지니고 있기 때문에 자산유동화증권의 발행 및 유통과 관련한 공시는 주식이나 채권의 공시와는 그 구조와 내용이 상이해야 한다. 즉 자산유동화증권은 증권 발행과 관련한 다양한 참여자의 정보, 자산의 양도를 포함한 유동화 구조, 자산의 특성, 현금흐름의 확실성 그리고 자산관리와 관련된 내용 등이 투자자에게 의미있는 정보로 공시되어야 한다.

자산유동화증권 공시와 관련해서 세계 최대의 자산유동화증권 시장이 형성된 미국의 경우에도 2004년 12월 자산유동화증권 공시 규정인 Regulation AB가 마련되기 이전까지는 자산유동화증권의 구조를 반영한 포괄적인 공시 체계가 마련되지 않았다. 이전의 자산유동화증권 공시는 기존의 증권법(Securities Act of 1933) 및 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 근거한 유가증권 공시 체계를 기반으로 하고 자산유동화증권에 특화된 공시 내용의 경우에는 주로 “비조치의견서(no action letter)”<sup>1)</sup>를 통해 공시 규제가 이루어졌다. 이는 자산유동화증권이 상대적으로 새로운 증권이고, 다양한 구조를 포함하고 있다는 자산유동화증권의 특성상 표준적인 공시 기준을 설정하기가 어렵기 때문이었다. 그러나 지나치게 많은 비조치의견서로 인하여 자산유동화증권 발행 관련 기관들의 혼란을

---

1) 비조치의견서(no action letter)란 특정 행위에 대한 명확한 지침이 존재하지 않을 경우 그 행위의 합법성을 인정하는 미국 SEC의 문서 및 등록 심사 과정을 의미한다.

#### 4 미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점

초래하였고, 투자자들의 체계적인 자산유동화증권 관련 정보 획득에 장애가 발생함에 따라 기존 자산유동화증권 공시 체계에 대한 대폭적인 개선의 필요성이 증대하게 되었다. 이에 따라 SEC(Securities and Exchange Commission)는 그 동안 산재되어 있는 자산유동화증권의 공시와 관련된 비조치의견서를 통합하고, 자산유동화증권 특성에 대한 추가적인 검토를 거쳐 2004년 5월에 자산유동화증권의 등록, 공시, 보고절차에 대한 규정안을 발표하였고, 각계의 의견수렴 과정을 거쳐 2004년 12월, 자산유동화증권 공시 규정(Regulation AB)을 확정함으로써 자산유동화증권에 대한 공시 체계가 확정적 틀을 갖추게 되었다.

미국의 Regulation AB에서 가장 주목할 만한 사항들은 다음과 같다. 첫째, 일괄등록(shelf registration)<sup>2)</sup>이 가능한 유동화자산에 대해 정의하고 이에 해당하는 자산유동화증권의 경우에는 유의미한 내용을 위주로 하는 일괄공시가 가능하도록 하여 공시의 편의를 도모하고 있다. 둘째, Regulation AB의 대상이 되는 자산을 명확히 하였다. Regulation AB의 대상이 되는 유동화자산으로 리스(lease)를 기초자산으로 발행한 자산유동화증권은 포함하고 있으나 합성유동화증권(synthetic securitization)이나 부실채권(non-performing loan)을 기초로 발행한 증권은 제외하고 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 실질 자산보유자(sponsor)의 기존 자산성과와 관련한 자료(static pool data, 이하 자산성과자료)<sup>3)</sup>의 공시를 요구하고 있다.

2) 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.

3) Static pool이란 일반적으로 유동화증권 초기에 양도한 기초자산을 의미하지만 Regulation AB에서는 자산보유자 혹은 실질 자산보유자가 과거에 유

미국의 Regulation AB는 자산유동화증권 시장이 발달한 미국에서 기존의 다양한 비조치의견서 등을 통해 산재되어 있는 자산유동화증권 관련 공시 지침을 체계화하여 투자자의 투자 의사결정에 도움이 되는 공시 체계를 마련하였다는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다.

본 보고서에서는 이러한 미국의 Regulation AB를 자세히 소개한다. 특히 발행과 관련한 공시 체계와 더불어 발행 후 공시 내용을 상세히 살펴보고 이러한 공시 체계의 의미를 분석한다. 이와 더불어 국내 자산유동화증권 관련 공시 체계와의 비교를 통해 향후 국내 자산유동화증권 공시 체계의 개선사항을 도출하고자 한다.

국내 자산유동화와 관련된 공시는 유동화 제도 도입 초기부터 기존의 유가증권 공시의 틀에서 자산유동화의 특성을 반영하여 유동화에 특화된 공시 체계를 구축하였다. 그러나 발행 시의 유동화 구조에 초점을 둔 공시 체계를 구축함으로써 발행 이후의 자산성과(asset performance) 등에 대해서는 투자자가 체계적인 정보를 획득하기 어려운 구조로 되어 있다. 이에 따라 자산유동화증권 공시와 관련하여 전반적인 공시 프로세스에 대한 보완 및 발행 이후 자산성과와 관련된 공시 강화를 통하여 투자자의 신뢰를 제고할 필요성이 증대되고 있는 상황이다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 미국의 자산유동화증권 제도와 시장에 대해 소개한다. 제Ⅲ장에서는 미국의 기업 공시 제도를 개괄하고 Regulation AB 도입 이전의 자산유동화증권 공시 제도를 설명한다. 이어 제Ⅳ장에서는 새롭게 도입된 Regulation AB의 구체적인 내용과 그 의미를 살펴보고 제Ⅴ장에서는 한국의 자산유동화증권 시장과 공시 제도에 대해 살펴본다. 마지막으로 제Ⅵ장에서는 한국과 미

---

동화했던 자산의 의미로 주로 사용되고 있으며, 본 보고서에서도 이러한 개념을 도입하여 static pool data를 자산보유자 혹은 실질 자산보유자가 기존에 유동화한 자산의 정보라는 개념으로 사용하고 있다.

## 6 미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점

국의 자산유동화증권 공시 제도를 비교하여 미국의 Regulation AB 도입의 시사점을 도출하고 국내 자산유동화증권 공시 제도의 개선 방안을 제시한다.

## II. 미국의 자산유동화증권 제도와 시장

---

1. 미국의 자산유동화증권 제도
2. 미국의 자산유동화증권 시장 현황



## II. 미국의 자산유동화증권 제도와 시장

### 1. 미국의 자산유동화증권 제도

미국의 자산유동화증권 시장은 유동화 제도 도입을 통해 시장이 형성되었다기 보다는 수요자와 공급자의 필요에 의해 자생적인 시장이 형성된 후 이를 제도적으로 보완하는 장치를 마련하는 과정을 거치며 발전되었다.

미국의 자산유동화를 둘러싼 제반 법제는 증권법(Securities Act of 1933), 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934), 신탁증서법(Trust Indenture Act of 1939) 그리고 투자회사법(Investment Company Act of 1940) 등을 들 수 있다. 규제적인 측면에서 자산유동화증권은 자산을 기초로 한 증권이라는 측면을 제외하고는 다른 증권과 기본적인 특성이 다르지 않았기 때문에 유동화 제도를 도입하기 위한 특별한 법률적인 기반을 마련하지 않고도 자생적으로 시장이 형성될 수 있었다. 이와 같이 자산유동화증권 시장이 기존의 법률 하에서 자생적인 증권의 유형으로 도입됨에 따라 자산유동화증권의 발행과 발행절차 및 공시 등과 관련한 특별한 규정을 제정하지 않고 다른 증권과 동일한 규제를 적용해 왔다.

미국의 자산유동화증권 발행주체와 관련해서는 세 가지 방식이 주로 활용되고 있다. 즉 유동화를 위한 특별목적기구(Special Purpose Vehicle: SPV)의 형태로 조합(partnership)형, 회사(corporation)형, 신탁(trust)형의 세 가지 방식이 주로 이용되고 있다. 미국의 경우 이러한 유동화기구의 설립과 관련하여 특별한 규정을 정하지 않고 기존의 증권법 및 신탁증서법 등의 규정에 따라 유동화기구를 설립할 수 있다. 조합형 유동화기구는 자산유동화증권이 조합의 지분이 되는 유동화 방식이다. 이 경우 발행되는 자산유동화증권은 주로 pass-through<sup>4)</sup> 방식으로 발행된다.

회사형 유동화기구는 유동화회사(Special Purpose Company: SPC)라고도 하며, 유동화를 목적으로 설립된 특별목적회사를 의미한다. 이러한 회사형 유동화기구는 다양한 유형의 증권을 발행할 수 있다는 장점으로 인해 신탁 구조와 더불어 가장 널리 활용되는 유동화 구조이다.

미국의 경우 신탁의 설립과 운영을 제한하는 규제가 별로 없으며, 신탁기관이 발행하는 증권의 종류도 다양하기 때문에 유동화 구조설계에 있어 다양한 신탁 구조가 도입되고 있다. 유동화신탁은 투자자의 선호에 부합하는 증권을 발행하고 유동화와 관련한 조세상의 문제를 해결하기 위해서 다양한 신탁 구조를 도입하고 있으며 신탁 구조의 발전에 따라 일부 신탁 관련 법률의 적용근거도 변경되어 왔다. 예를 들면 초기에 발행된 MBS(Mortgage Backed Securities)의 경우 그랜터 트러스트(grantor trust) 방식으로 발행되었는데 이러한 방식은 지분형 증권만을 발행할 수 있다는 구조적 한계를 지니고 있기 때문에 다양한 유형의 증권을 발행<sup>5)</sup>하기 위해 오너 트러스트(owner trust) 방식이 도입되었다.<sup>6)</sup>

세법상 특례를 인정받기 위한 새로운 유동화신탁의 구조도 도입되었다. 예를 들어 REMIC(Real Estate Mortgage Investment Conduit)은 부동산담보부대출에 투자하는 신탁이며, 동 신탁의 경우 도관(conduit)으로 취급되어 법인세 납부 의무를 지니지 않게 된다. 또한 FASIT(Financial Asset Securitization Investment Trust)는 금융자산을 증권화하는 경우 과

- 
- 4) Pass-through 증권이란 자산의 권리를 증권소유자가 보유하는 증권으로 유동화자산의 현금흐름이 자산유동화증권 투자자에게 모두 배분되는 증권을 의미한다.
  - 5) 다양한 지불순위를 지닌 증권이나 다양한 만기 등 현금흐름을 다양한 종류의 증권으로 분할하여 발행하는 증권 구조를 tranche라고 한다.
  - 6) 그랜터 트러스트는 신탁에 유입된 현금흐름을 투자자에게 지급하는 지분형증권을 발행하는 신탁 구조이다. 따라서 채권과 지분권 모두의 발행이 가능한 오너 트러스트 방식의 도입을 통해 다양한 증권의 발행을 추진하게 되었다.

세상 특별 취급을 받을 수 있기 때문에 동 구조를 도입한 자산유동화증권 발행이 추진되기도 하였다.

유동화자산의 특성에 따라 관련 법규의 규제를 받는 경우도 있다. 리스 채권의 경우 미국 통일상법전 제9편이 적용되어 담보설정을 위한 금융명세서의 등록이 필요하다. 신용카드채권의 경우 연방파산법의 적용이 배제되는 대신 소비자금융보호법의 적용을 받는다. 유동화기구가 SPC와 같은 회사의 형태일 경우에는 법인세의 과세를 면제받을 수 없지만, REMIC과 REITs(Real Estate Investment Trusts)에 해당하면 세법상 특례가 인정되어 그 혜택의 향유가 가능하다.

유동화 구조상 주요 참여 기관과 관련하여 관련 법률의 규율을 받는 경우도 존재한다. 예를 들면 미국의 수탁기관(trustee) 제도는 채권신탁증서의 발전에 따라 형성되고 발전되었다. 수탁기관 제도의 근거가 되는 법률은 증권법, 증권거래법, 신탁증서법 등이 있다. 특히 신탁증서법은 수탁기관의 적격 기준을 정하고 있어 수탁기관으로의 역할을 하기 위해서는 동 법의 적용을 받도록 되어 있다.

이와 같이 미국의 자산유동화증권 시장은 증권 발행을 위한 특별한 법률체계가 마련되지 않은 상황에서 기존의 법률체계를 기반으로 자생적으로 도입되었으며, 시장의 필요에 따라 일부의 법률이나 규정이 보완하는 방식으로 제도가 정비되었다고 볼 수 있다.

## 2. 미국의 자산유동화증권 시장 현황

미국의 경우 제2차대전 이전부터 주택금융을 대상으로 대출채권 유동화 정책이 시행되었으며 1975년 주택저당공사(Government National

Mortgage Association: GNMA)가 최초로 MBS를 공모 발행하면서 대출채권 유동화 시장이 발전하기 시작하였다. 이후 GNMA, FHLMC(Federal Home Loan Mortgage Corporation), FNMA(Federal National Mortgage Association) 등 미국의 주요 주택저당공사 등이 금융시장에 공급한 주택저당채권유동화증권(MBS)은 높은 신용등급의 장기채권으로써 투자자들의 뜨거운 호응을 얻었고, 이로 인해 MBS는 미국에서 주요한 장기채권상품으로 발전하였다.

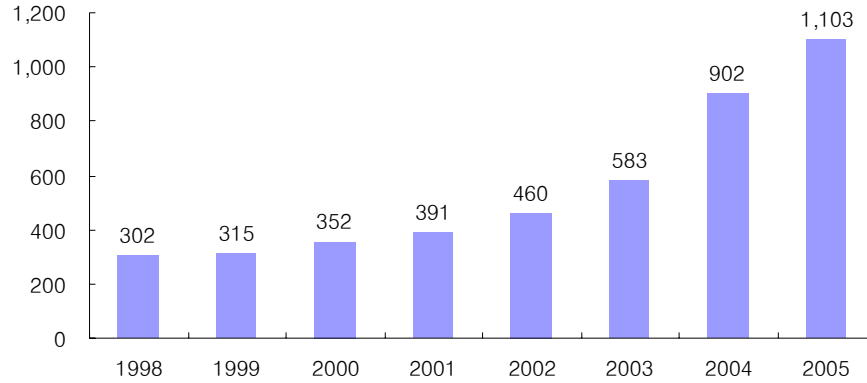
주택저당채권 이외의 자산을 대상으로 한 유동화의 경우에는 1985년 Sperry 리스회사가 보유한 리스채권 유동화가 추진되면서 시작되었다. 이후 신용카드채권, 자동차할부, 회사채, 대출채권 등 다양한 자산의 유동화가 이루어지면서 미국의 자산유동화증권 시장은 크게 성장하였다.

미국의 자산유동화증권 발행 추이를 보면 1998년 3,000억달러 내외에서 매년 지속적으로 증가하여 2005년도에는 1조 1,034억달러를 기록하고 있다. 이와 같이 자산유동화증권 발행이 증가한 것은 자산유동화증권의 기초가 되는 금융자산들의 규모가 지속적으로 증가된 것에 기인한다. 특히 주택금융시장의 활성화는 유동화 시장의 증가에 크게 기여하고 있다. 이와 더불어 유동화 대상 자산의 확대도 유동화 시장의 활성화에 한 몫을 하고 있다. 주택저당채권, 신용카드채권, 자동차할부채권 이외에도 미래의 현금흐름, 수출채권, 수수료, 신용파생상품 등 다양한 종류의 기초자산 유동화가 이루어지고 있다.

한편 자산유동화증권 투자자의 측면에서도 자산유동화증권이 높은 수익률과 신용도를 제공한다는 장점 때문에 투자자들의 수요가 지속적으로 증가하고 있다. 이와 같이 지속적인 자산유동화증권의 수요와 공급의 확대는 자산유동화증권 시장이 미국 채권시장의 주요한 축으로 성장하는 기반이 되었다.

<그림 II-1> 미국의 자산유동화증권 발행 추이

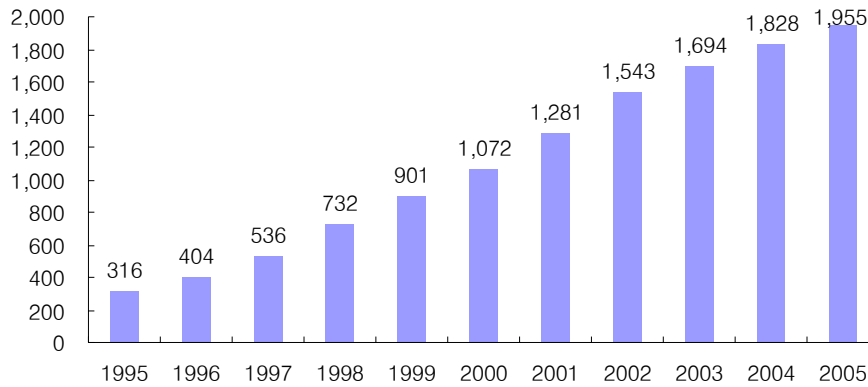
(단위: 십억달러)



자료: The Bond Market Association

<그림 II-2> 미국의 자산유동화증권 발행 잔액 추이

(단위: 십억달러)



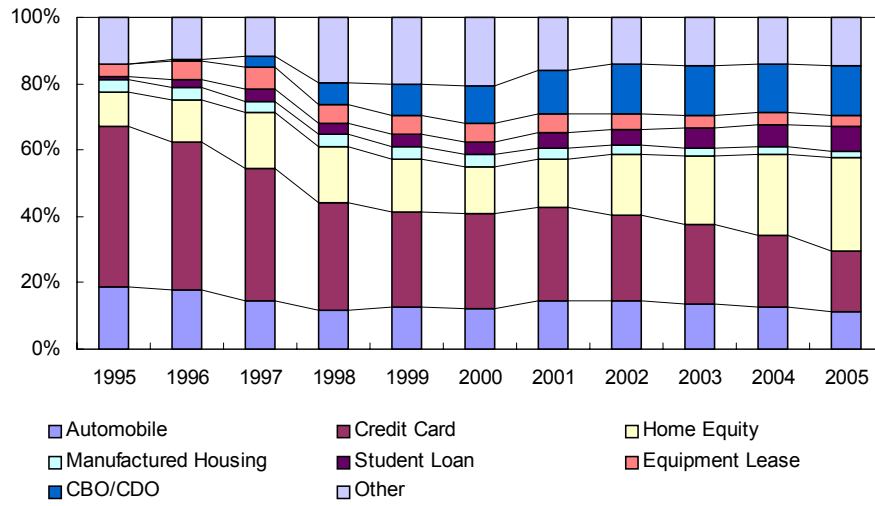
자료: The Bond Market Association

미국의 자산유동화증권 발행 잔액도 매년 지속적으로 증가하고 있다. 미국의 자산유동화증권 발행 잔액은 1996년 4,044억달러에서 2000년에는 1조 718억달러 그리고 2005년말에는 1조 9,552억달러를 기록하였다. 이에 따라 자산유동화증권 시장은 규모면에서 회사채 시장을 상회하는 시장으로 발전하고 있다.

자산별 자산유동화증권의 발행 잔액 추이를 살펴보면 신용카드채권과 MBS가 가장 높은 비중을 차지하고 있다. MBS는 정부보증으로 인해 높은 신용도를 가지는 한편, 국채에 비해 높은 수익률을 제공함으로써 투자자에게 매력적인 투자대상으로 알려져 대규모 유통시장이 형성되었고 주택금융시장의 활성화에 따라 발행 규모가 지속적으로 증가하여 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 신용카드채권은 규모 감소 등으로 인해 발행 잔액 비중이 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있으나, 여전히 MBS에 이어 두 번째로 높은 비중을 차지하고 있다. CDO(Collateralized Debt Obligation)의 경우에는 고수익채권시장의 활성화와 더불어, 은행의 자기자본비율의 관리 및 재정이익 등의 다양한 목적으로 활용되면서 그 비중이 점차 증대하는 모습을 보이고 있다. 특히 신용파생상품 기법을 활용한 합성 CDO(synthetic CDO)의 발행이 증대되고 있다.

최근에는 다양한 자산을 기초자산으로 한 상당히 복잡한 구조의 상품 개발이 이루어지고 있다. 항공기리스채권, 컴퓨터리스채권, 지방자치단체에 의한 세금취득권 등 다양한 자산을 기초로 자산유동화증권 발행이 이루어지고 있다.

<그림 II-3> 미국의 자산 종류별 유동화증권 발행 잔액 추이  
(단위: %)



자료: The Bond Market Association



### III. 미국의 자산유동화증권 공시 제도: Regulation AB 이전

---

1. 미국의 기업 공시 제도
2. Regulation AB 이전의 자산유동화증권 공시 제도



### Ⅲ. 미국의 자산유동화증권 공시 제도: Regulation AB 이전

#### 1. 미국의 기업 공시 제도

##### 가. 미국의 기업 공시 제도의 개요

미국의 유가증권 공시와 관련한 근거법률은 1933년 증권법과 1934년 증권거래법이다. 증권법은 증권 시장에서 부당한 증권의 발행을 방지하기 위하여, 유가증권을 발행하고자 하는 회사에게 SEC에 신고하고 투자자에게 사업설명서를 제공하도록 의무화함으로써 발행시장 공시 제도를 정립하였다. 증권거래법에서는 증권 발행 후에 발행회사가 투자판단에 필요한 기업 내용을 투자자에게 지속적으로 제공하도록 함에 따라 유통시장 공시 제도의 기틀이 마련되었다. 그러나 증권법과 증권거래법의 상호 부조화로 인하여 수차례에 걸쳐 기업 공시에 대한 조정 작업이 진행되었다. 1982년에는 발행시장 공시 대상회사의 공시 요건과 유통시장 공시 대상회사의 공시 요건을 망라하는 하나의 통합 공시 제도(integrated disclosure system)를 확립하였다.

##### 나. 미국의 발행시장 공시 제도

증권법은 일반투자자를 대상으로 하는 증권 발행에 있어서 발행인이 모든 중요한 정보를 투자자에게 충분히 제공하도록 하고 있다. 발행인은 그 증권의 발행 전에 등록신고서(registration statement)를 SEC에 제출하여야 하고, 등록신고서에는 발행인과 발행증권에 관한 모든 중요한 투자

정보가 포함되어 있어야 한다. 발행인은 등록신고서에 포함되어 있는 가장 중요한 정보를 요약한 사업설명서(prospectus)를 작성하여 증권 매도 또는 교부 전에 투자자에게 배포하여야 한다.

증권법 제5조에서는 공모 발행절차를 SEC에의 신고 이전(등록준비기간), 대기기간(waiting period), 신고서 효력 발생 후 등 3단계로 나누어 각 단계별로 규제하고 있다. 발행인이 유가증권의 공모를 고려하고 있으나, SEC에 등록신고서를 제출하지 않은 등록준비기간에는 주간통상의 수단을 이용하여 매도·매수 또는 매도·매수의 청약을 하는 것이 금지되어 있다. 등록신고서 제출 후 효력 발생 시까지의 대기기간에는 청약권유를 할 수 있으나 매도는 할 수 없도록 되어 있다. 대기기간에 할 수 있는 권유 방법으로서 구두의 청약은 가능하지만(증권법 제5조 (b)항 (1)호), 서면에 의한 청약은 묘석광고(tombstone advertisement), 예비사업설명서(preliminary prospectus), 발행인에 의해 작성된 요약사업설명서(summary prospectus)를 통해서만 가능하다. SEC에 의해 등록신고서의 효력이 발생된 후에는 유가증권을 매도할 수 있다.

유가증권을 공모 발행하는 경우 발행인은 SEC에 등록신고서를 제출하여야 한다. 증권법 제7조는 등록신고서에 Schedule A가 정하고 있는 정보를 기재하도록 하고 있으며, 이와 동시에 증권법 제7조는 등록신고서에 포함될 수 있는 정보에 관해 광범위한 규칙제정권을 SEC에 부여하였다. SEC는 증권법 제19조 (a)항에 따라, 등록신고서나 사업설명서를 규제하는 규칙을 제정할 권한을 가지고 있다.

등록신고서의 내용은 등록인(발행인)에 관한 정보, 분매의 조건 및 수령금액의 용도, 등록인의 증권에 관한 정보, 첨부서류 및 확인서로 대별된다. 이 중 등록인에 관한 정보, 분매의 조건 및 수령금액의 용도, 등록인의 증권에 관한 정보까지가 사업설명서의 내용이 된다. 등록인에 관한 정보는 등록인의 사업, 재산 및 경영자에 관한 정보이고 Regulation S-X에 의

해 재무제표가 요구된다. 또한 Regulation S-K에 의해 등록인의 재무상황 및 경영실적에 관한 경영자의 견해와 분석에 대한 사항 등 비회계정보를 공시해야 한다. 분배의 조건 및 수령금액의 용도에 관하여 발행인과 계약 관계에 있는 인수인은 인수계약의 내용 및 보수를 명확히 하여야 한다. 등록인의 증권에 관한 정보에 대해서는 발행되는 증권의 권리 내용을 공시하는 이외에, 과거 5년간 내부자가 동종의 증권을 취득한 가격과 공모가격의 사이에 실질적인 차이가 있을 때에는 발행인이 공개회사인 경우를 제외하고 그 차이를 강조하여 공시하여야 한다. 첨부서류로는 등록인의 정관, 부속정관, 등록증권의 합법성에 관한 변호사의 의견서가 요구된다. 등록인의 정정신고서 제출이 미리 예정되어 있는 경우, 그와 같은 서류제출의 확인서를 등록신고서와 함께 제출하도록 되어 있다.

1982년 SEC는 증권법과 증권거래법의 공시 요건을 통합하여 통합 공시 제도를 확립하였다. 현재 회계원칙을 정하는 Regulation S-K에서 증권법과 증권거래법을 근거로 신고되는 서류 중 재무 정보의 공시 항목을 통일하고 있다. 통합 공시 제도의 채택은 SEC가 공시의 중점을 발행공시에서 계속공시로 이행한다는 정책의 전환을 의미한다.

공시의 통합과 동시에 1982년에 SEC는 증권의 발행인을 세 가지로 구분하고 등록신고서 및 사업설명서에 공시해야 할 정보량을 구별하였다. 간략한 공시 양식인 Form S-3에서는 발행인에 관한 정보의 공시는 증권거래법에 근거한 계속공시 서류를 참조하여 할 수 있도록 하였다. Form S-3을 사용하려면 발행인이 3년 이상 증권거래법상 계속공시 의무를 이행하고, 각각의 증권 발행·분할 매도에 관해 정해진 거래요건을 충족하여야 한다. 3년 이상 증권거래법상 계속공시 의무를 이행하고 있는 발행인은 Form S-2를 이용하여 주주에게 전달되는 연차보고서의 사본을 동봉하거나, 또는 내용을 전제함으로써 등록신고서 기재에 갈음할 수 있다. 그 밖의 발행인에 관해서는 Form S-1에 따라 종전처럼 상세한 정보공시를 요구한다.

등록신고서가 제출되면 SEC는 신고 내용이 법에 합치되는지를 심사하고, 등록신고서의 효력 발생 전에 미비한 점이 발견되면 거절명령을 하여 신고서의 효력 발생을 지연시킬 수 있다. 신고서의 내용에 중대한 미비점이 있다고 인정될 경우 SEC는 발행인에 대해 청문을 한 후, 정지명령을 내려 등록신고서의 효력 발생을 저지할 수 있다. 이미 신고서의 효력이 발생한 후에는 증권의 매도를 정지시킬 수 있다. 등록신고서의 효력은 원칙적으로 신고일로부터 20일이 경과한 후에 발생하지만, 문제가 없다고 인정될 경우 SEC는 명령으로 효력 발생을 단축시킬 수 있다. 등록신고서는 등록신고서의 효력 발생 시점을 기준으로 정확한 정보를 기재하고 있어야 한다. 신고서의 효력 발생 후에 미비점이 발견된 경우 발행인은 정정신고서를 SEC에 제출해야 한다.

수시로 유가증권을 발행할 필요가 있는 발행인은 장래 발행해야 할 증권에 관해 일괄해서 등록신고서를 제출할 수 있다. 증권법 Rule 415는 Form S-3을 이용할 수 있는 회사에게 증권의 일괄등록(shelf registration)을 인정하고 있다. Form S-3 적용회사는 증권거래법에 의한 보고서를 제출하고 있어 시장에서 널리 분석이 이루어지고 있는 유가증권의 발행인이기 때문에 상세한 정보공시가 불필요하다.

미국의 증권법은 유가증권을 매도하는 경우 그 발행인으로 하여금 사전에 SEC에 유가증권신고서를 제출하도록 강제하고 있다. 즉 발행주체, 매도 방법, 매도규모 또는 매도대상 등을 가리지 않고 일단 무조건 유가증권신고서의 제출을 의무화하고, 일정 요건에 해당하는 경우에 대하여 개별적으로 그 신고를 면제하고 있으나 신고면제 요건이 매우 구체적이고 까다롭다. 유가증권신고서의 제출면제는 크게 유가증권의 종류에 따른 신고의 면제 방법(exempted securities)과 개별거래유형에 따른 면제 방법(exempted transaction)이 있다. 신고면제 증권은 일정한 종류의 유가증권에 대하여 그 매도의 주체, 방법, 규모, 대상 등에 관계없이 신고를 면제하

는 경우이다. 이러한 증권에는 정부 또는 은행이 발행한 유가증권, 단기어음 및 기타 채무증서, 자선단체가 발행한 유가증권, 저축대부조합이 발행한 유가증권 등이 포함된다. 신고면제 거래의 경우에는 유가증권의 종류와 속성에 따라 발행, 매도 및 전매 등에 있어 신고 의무가 면제된다.<sup>7)</sup>

#### 다. 미국의 유통시장 공시 제도

유통시장에서의 계속공시는 정기공시와 수시공시로 대별된다. 정기공시는 회사가 SEC에 제출하는 연차보고서 Form 10-K와 분기보고서 Form 10-Q로 구분된다. 수시공시는 임시보고서(current report)와 증권거래소에 의한 적시공시(timely disclosure)로 이루어진다. 증권거래법 제12조에 의해 증권을 등록한 발행인 및 증권법 제6조의 등록을 한 발행인은 연차보고서(annual report), 분기보고서(quarterly report) 및 임시보고서(current report)를 SEC에 제출하여야 한다.

##### 1) 정기공시

연차보고서는 Form 10-K에 따라 작성하여, 사업연도 종료 후 90일 이내에 SEC 및 NASD에 제출하여야 한다. 주요 기재 내용은 사업 내용의 상세 내역, 외부감사인의 감사의견이 첨부된 재무제표, 경영자의 견해와 분석(Management's Discussion and Analysis: MD&A) 등으로 증권 발행시 제출하는 등록신고서의 발행인에 관한 정보와 대부분 동일하다. 연차보고서에는 주요 집행 임원, 재무담당 인원, 회계담당 인원 및 이사의 과반수가 서명하여야 하는데, 서명은 곧 각 임원의 책임부담을 의미한다.

---

7) 이에 대한 자세한 요건은 윤승환(2004)을 참조하기 바란다.

분기보고서는 Form 10-Q에 따라 작성하여, 매 분기 경과 후 45일 이내에 제출하여야 한다. 분기보고서의 구성은 연차보고서와 동일하지만, 분기보고서에 포함되는 재무제표에는 외부감사인의 감사의견이 첨부되지 않는다.

증권거래법 제12조에 따르면 일정한 증권은 SEC에 등록하여야 하며, 등록된 증권에 대해서 발행인은 정기적으로 SEC에 보고서를 제출하여야 한다.<sup>8)</sup> 또한 증권법 제6조에 따라 SEC에 등록한 회사도 정기적인 보고서 제출 의무를 부담한다. 증권거래법 제12조는 증권의 등록에 관한 규정이지만, 등록된 증권의 발행인에게 계속공시 의무를 부과하고 있기 때문에 실질적으로는 발행인의 등록을 정하고 있다고 할 수 있다.

상장증권에 대해 부과되는 증권의 등록 및 계속공시 의무는 동 증권이 상장폐지된 경우에 소멸된다. 비상장법인의 계속공시 의무는 일정 규모와 주주수를 기준으로 부여하고 있다. 이러한 기업 규모에 의한 등록 의무는 최근 3개 사업연도 동안 등록 의무 요건을 충족시키지 못하는 경우 SEC에 의해 소멸된다.

---

8) 증권의 등록신청 양식에 기재되는 내용은 증권 발행 시의 등록신고서의 내용과 유사하다(증권거래법 12조(b)항(1)호, Form 10).

- 회사의 조직, 재무 구조, 사업 내용
- 발행된 증권의 종류 · 조건 · 권리
- 이사, 임원, 인수인, 주요 주주(10% 이상) 보수, 지분비율 및 중요한 계약
- 이사·임원 이외의 자에 대해 연 2만달러를 초과하여 지급하는 보수
- 상여 및 이익분배계획
- 관리 및 서비스계약
- 발행인 등의 스톡옵션
- 통상업무과정을 벗어난 중요한 계약으로서 신청서 제출 전후에 그 전부 또는 일부가 이행되거나 신청서 제출 전 과거 2년 이내에 체결된 계약
- 공인회계사의 감사를 받은 과거 3개년간 재무제표(대차대조표, 손익계산서) 및 SEC가 투자자 보호를 위해 필요하다고 인정하는 기타 재무제표 등에 대한 정보

보고서 제출이 제외되는 주요 대상은 투자회사의 증권, 저축대부조합 등의 증권, 종교, 교육, 자선 등 비영리 목적만으로 운영되는 조직의 증권이다.

증권거래법상의 계속공시 서류는 SEC와 해당 전국증권거래소(상장법인의 경우)에 제출되고 SEC의 EDGAR(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) 시스템을 통해 공시된다. EDGAR 시스템에 의해 전자적 방법에 의한 적시 정보제출(filing)이 가능하게 되었으며, 이에 따라 보고회사의 계속공시를 통해서 정기공시의 기업정보가 계속 업데이트된다.

## 2) 수시공시

수시공시는 임시보고서와 증권거래소나 NASD 등 자율규제기관이 상장회사 및 등록증권의 발행인에게 부과하는 중요 정보의 적시공시로 구성된다.

임시보고서는 소유 구조의 변화, 중요 재산의 이전, 도산절차의 공시, 공인회계사의 변경 등 회사 입장에서 중요한 사항이 발생할 때마다 작성하여 제출한다. 임시보고서는 연차보고서 및 분기보고서 제출 후 회사경영에 있어서 투자자의 판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사실이 발생한 경우 제출되어 정기보고서를 보완하는 기능을 수행한다. 임시보고서 양식은 미국 기업의 경우 Form 8-K, 외국 기업의 경우 Form 6-K이며, 동 양식에는 제출 항목이 명시되어 있다. 명시되지 않은 사항에 대해서도 등록기업은 자발적으로 임시보고서를 제출할 수 있으며, 이 경우에도 양식은 동일하다.

NYSE Group의 상장회사 매뉴얼(New York Stock Exchange Listed Company Manual)에서는 상장계약에 따라 상장회사에 대해 그 상장증권

의 시장가격에 영향을 줄 것이라는 것이 합리적으로 예상되는 모든 정보를-일정한 경우를 제외하고-신속히 공표할 것을 요구한다. 매뉴얼은 공시가 요구되는 회사의 상황을 유형별로 예시하고 회사에 불리한 내용도 공시해야 함을 강조하고 있다. 회사는 이러한 정보가 발생한 경우 언론매체에 공시함과 동시에 또는 그 이전에 증권거래소에 지체 없이 통보하여야 한다. AMEX(American Stock Exchange)의 기업 가이드도 동일한 공시 의무를 정하고 있고, NASD도 Nasdaq 시스템을 통하여 거래되는 증권의 발행인에 대하여 수시공시를 요구한다.

적시공시에서 제공되어야 하는 중요한 정보는 합병, 인수, 합작투자, 공개매수, 액면분할, 주식배당, 특별이익, 특별배당, 중요한 신제품 개발 또는 신물질 발견, 중요 자산의 취득 또는 처분, 경영권의 변동 또는 중요한 변화·노사분규, 추가적인 증권의 공모 또는 사모, 자사주 취득 계획 등이다. 나열된 사항들은 예시이고, 그 정보의 중요성 여부는 사후 법원이 판단한다.

적시공시 사항을 모두 적시에 공시하게 할 경우 회사에 불리한 결과를 초래할 수 있으므로, 일정한 요건 하에서 적시공시를 유보할 수 있도록 하고 있다. 전개사항의 공표가 회사의 목표를 해치거나 또는 경쟁자에게 유리한 경우 공표의 시기에 관해서는 회사의 재량을 인정한다. 시장동향에 비추어 중요한 정보가 선택적으로 시장에 누설되는 경우에는 유보의 재량이 인정되지 않는다.

적시공시 사항은 언론매체를 통해 일반에 공시된다. 상장회사는 적시공시 사항을 언론매체에 발표하기 최소 10분 전까지 증권거래소의 공시담당자에게 통보해야 한다.<sup>9)</sup>

9) 적시공시에 있어서 상장회사의 증권거래소에 대한 통보 의무는 시장이 개장되어 있는 시장 중에만 부과되고 시장이 폐장되어 있는 경우에는 통보 의무가 부과되지 않는다.

## 2. Regulation AB 이전의 자산유동화증권 공시 제도

### 가. 자산유동화증권에 대한 공시 제도 개괄

미국의 경우 2004년 Regulation AB이 제정되기 이전에는 자산유동화증권에 특화된 공시 요건이 존재하지 않았다. 자산유동화증권의 발행 및 유통에 대하여 다른 일반 유가증권과 동일하게 증권관계법의 규정에 따라 등록 및 공시절차를 요구하였다.

자산유동화증권의 신고서는 일정한 기준에 따라 여러 가지 서식을 이용할 수 있고, 그 기본 서식은 Form S-1이다. 자산유동화증권의 신고서는 회사채나 주식과 같이 Form S-1을 사용하여 작성하되, 유동화자산의 내용, 자산관리자, 투자 또는 자금운용계획 등 유동화증권의 특이한 사항을 추가적으로 기재하여 제출한다. MBS의 경우에는 별도의 서식인 Form S-11을 이용한다. Form S-11을 이용할 수 있는 발행인은 부동산투자신탁(real estate investment trust) 또는 부동산투자회사(real estate investment company)로 제한되어 있다. 일정한 요건을 충족하는 경우에는 약식 서식인 Form S-2 또는 Form S-3을 이용할 수 있다.

1992년 발표된 일괄등록의 접근성을 확대하려는 노력의 일환으로 투자등급 자산유동화증권을 발행하는 경우 역사적 사항에 대한 보고 없이도 일괄등록이 가능하도록 하였다. 1992년 이후 Form S-3을 통한 일괄등록은 자산유동화증권의 공모등록에 있어 지배적인 방법이 되고 있다. Form S-3의 일괄등록에 있어 사업설명서는 기초 사업설명서(base prospectus)과 부속 사업설명서(supplementary prospectus) 부분으로 구성된다. 기초 사업설명서에서는 자산유동화증권 발행의 다양한 요인과 관련된 내용을 포함해야 하며, 이에는 자산의 유형, 증권 구조, 신용 보장 등이 해당된다.

부속 사업설명서는 해당 거래의 구체적 내용을 포함하고 있으며 발행 시점에 있어서의 구체적인 자료 및 특성을 공시한다.

## 나. 등록신고서

등록신고서 서식에서는 그 기재 사항을 세부 항목으로 구분하여 열거한다. 세부 항목별로 그 작성 방법에 대하여 SEC는 별도의 규정을 정하고 있다. 발행대상 유가증권 또는 그 발행인의 상황에 따라 고유의 특성이 있는 경우에는 해당 서식에서 직접 기재 내용 또는 작성 방법 등을 제시하지만 대부분의 내용은 별도로 정한 규정에 따라 작성한다.

등록신고서 등 제반 공시 서류에 대하여 그 구체적 기재 내용 또는 작성법은 증권법 또는 증권거래법에 근거한 SEC Rule인 Regulation S-K와 Regulation S-X에서 세부적으로 정하고 있다. Regulation S-K는 주로 비재무적 사항에 대하여 세부 항목별로 기재 내용 및 작성 방법을 규정한다. Regulation S-X는 주로 재무적 사항 즉, 재무제표의 양식, 계정과목 및 부속 명세서들에 대하여 규정하고 있으며 그 외에 외부감사인의 자격 기준 또는 감사보고서의 요건 등에 대하여 규정한다.

등록신고서를 제출하는 경우에는 발행인의 상황 및 발행예정 유가증권의 종류에 따라 적합한 서식을 선택하고, 구체적으로 신고서 작성 시에는 당해 서식에 명시된 기재 방법(note 또는 instruction) 뿐만 아니라 Regulation S-K 및 Regulation S-X를 참조하여 작성한다. 1996년 5월 이후에는 EDGAR가 완전 가동되고 있기 때문에 모든 공시 서류는 전산포맷으로 작성하여 전자매체를 이용하여 제출한다. 전산제출은 전자통신(e-mail) 등의 방법을 이용하여 온라인으로 직접 전송하거나 또는 마그네틱 디스켓이나 테이프에 자료를 수록하여 제출한다. 전산매체를 이용한 공시 자료의 작성 및 제출 방법에 대하여는 Regulation S-T에서 규정한다.

자산유동화증권의 경우 증권 발행주체(issuing entity)가 누구인지가 중요한 문제이다. 증권법에서는 발행인에게 신고서 제출 의무를 부과하고 발행인의 업무집행 사원 또는 임원의 과반수가 등록신고서에 서명할 것을 요구하고 있으며, 발행인 및 이에 서명한 자에 대하여 허위기재 및 기재누락(misrepresentation)에 대한 손해배상책임 등을 규정한다. 자산유동화증권의 발행주체가 회사 형태인 SPC가 되는 경우 회사가 발행인이 되고 그 임원이 서명하여야 한다는 점에서 의문이 없으나, 신탁 구조의 자산유동화증권을 발행하는 경우에는 누가 발행인인지 명확하지 않다. 이 경우에는 자산보유자가 신고서를 제출하고 발행인이 신탁과 함께 신고서에 기재되어야 한다는 것이 SEC의 입장이다.

#### 1) 자산유동화증권 등록신고의 일반 서식

1933년 증권법 규정에 따라 등록신고서를 제출함에 있어서 다른 서식을 이용할 수 있는 경우를 제외하고는 모두 Form S-1서식을 이용한다. 다만, 외국정부 또는 지방자치단체 등이 발행하는 유가증권의 경우에는 Form S-1을 이용할 수 없기 때문에 서식 작성에 있어 증권법에 기초하여 제정된 규정, 특히 등록신고서의 작성 및 제출에 관한 일반적인 원칙을 정하고 있는 Regulation C의 규정을 따라야 한다. 기재 사항 중 비재무적 정보에 대해서는 Regulation S-K의 규정에 따른다.

사업설명서의 주요한 기재 사항은 자금의 사용목적, 발행가격, 유가증권의 매출인에 관한 사항, 모집 또는 매출계획, 유가증권의 세부 내용, 발행인에 관한 사항 등이다. 사업설명서에 기재되지 않는 사항은 발행 관련 기타 경비, 이사 및 임원의 손해배상책임 면책, 최근 신고서를 제출하지 않은 유가증권의 매출, 첨부서류 및 재무제표 부속명세서, 공시책임의 부담 등이다.

## 2) MBS의 등록신고서 서식(Form S-11)

부동산투자신탁이나 부동산투자회사가 발행한 MBS에 대해서는 Form S-11의 양식에 근거하여 등록신고서를 제출하도록 한다. 등록신고서에는 선순위 채권의 발행 등 특정 행위에 대한 방침, 발행인의 부동산 또는 부동산과 관련된 권리에 대한 투자를 포함한 투자정책, 부동산의 세부 명세, 임차 관련 자료를 포함한 영업실적, 발행인 및 당해 유가증권 소지인의 세금문제 등에 대한 자료를 기재할 것을 요구하고 있다.

Form S-11의 요약 정보에는 Regulation S-K 제503조의 규정에서 정한 사항을 기재한다. 투자자의 이해 증진을 위해 필요한 경우, 사업설명서의 서두에 설명 문구를 기재한다. 투자자에게 영향을 미치는 중요한 사항을 간략하고 요약된 문장으로 기술하고, 이미 발행되었거나 발행 예정인 유가증권에 대하여 일반인에 대한 판매분과 특수관계인에 대한 판매분의 비율 비교, 발행인의 행위 또는 채무에 대하여 유가증권 소지자가 책임을 부담하는 범위, 일반투자자와 특수관계인 간의 현금 배분의 기준, 특수관계인이 직간접적으로 받는 보상 또는 기타 혜택, 인수인 등이 유가증권이 발행으로 받는 총보상액과 수입 금액의 비교 등에 대해서도 기재해야 한다.

특정 행위에 대한 방침으로 다음과 같은 사항과 관련하여 발행회사의 정책을 기재하고, 당해 정책이 주주총회의 결의 없이 임원 및 이사의 결정에 의해 변경가능한지 여부를 명시해야 한다. 관련 사항은 선순위 채권의 발행, 자금의 차입, 타인에 대한 자금의 대여, 경영권을 행사하기 위한 다른 회사 발행 유가증권에의 투자, 다른 회사가 발행한 유가증권의 인수, 투자자산의 매입 및 매각(교체 포함)의 영위, 자산 취득을 위한 유가증권의 발행, 당해 회사 지분·기타 유가증권의 환매 또는 기타 재매입, 주주를 위한 연차보고서 및 기타보고서의 작성 등이다. 발행회사는 이러한 사항에 대해 최근 3년간 관련 사항을 영위해 온 내용과 향후 이를 실시하려 하는지의 계획을 명시해야 한다.

부동산 또는 부동산과 관련된 권리에 대한 투자, 주택저당채권에 대한 투자, 부동산사업자의 유가증권 또는 지분에 대한 투자, 기타 유가증권에 대한 투자에 대해서는 투자정책을 서술하여야 한다. 또한 주주총회의 결의 없이 이사회에 의해 결정될 수 있는지 여부, 투자유형별로 자산에서 차지하는 비율, 투자대상이 유가증권인 경우에는 그 발행인별 구성비율 및 투자에 있어서 적용할 원칙 및 절차를 명시해야 한다.

부동산의 세부 명세에는 다음과 같은 내용을 명시해야 한다. 발행회사 또는 그 자회사가 취득한 또는 취득할 예정이거나 임차한 모든 주요 부동산의 위치 및 일반적 특성을 서술한다. 당해 자산에 대하여 발행회사 또는 그 자회사가 보유하고 있는 소유권의 종류 및 내용과 당해 자산에 대하여 설정된 중요한 저당권, 유치권 기타 권리의 내용 등을 기재한다. 당해 자산의 주요 임차조건 또는 당해 자산을 취득 또는 매각할 수 있는 옵션 또는 기타 계약조건을 간략하게 기재한다. 당해 자산의 개선, 개량 또는 개발을 위한 계획과 그에 소요되는 비용 및 그 조달 방법에 대하여 간략하게 기재한다. 위에서 언급되거나 관련된 자산에 대한 일반적인 경쟁조건 등을 기재한다.

이외에도 MBS 등록신고서의 경우 부동산 관련 영업실적에 대한 상세한 자료와 발행인 및 당해 유가증권 소지인의 세금 문제를 기술하도록 요구하고 있다.

### 3) 자산유동화증권 등록신고 의무의 면제

자산유동화와 관련하여 등록신고 의무가 없는 증권은 다음과 같다. 연방정부, 주정부, 정부기관이 발행하거나 보증한 증권으로서 FHLMC, FNMA, GNMA가 발행하거나 보증한 증권, 연방정부 또는 주정부의 규제와 감독에 따라 그의 업무가 실질적으로 은행업무에 한정된 국법은행(national bank), 주법은행(state-chartered bank)이 발행한 증권 또는 이들

이 원리금지급을 보증한 증권, 만기가 9개월 미만이고 실제 거래로부터 발생하거나 실제 거래를 위하여 발행된 CP 등이 이에 해당된다.

### 다. Regulation AB 이전의 자산유동화증권 공시 제도의 문제점

Regulation AB 이전의 미국 자산유동화증권 공시 제도는 특정한 기관이 발행한 MBS를 제외하고는 자산유동화증권에 부합하는 공시 체계를 갖추지 않고 회사채나 주식 등의 일반적인 유가증권 공시 체계에 근거하여 발행인 등록, 유가증권신고 및 유통시장 공시 등이 이루어져 왔다. 그러나 자산유동화증권의 경우 일반적인 증권과는 달리 자산의 신용도에 근거하여 증권을 발행하는 구조를 도입하기 위해 다양한 발행 구조가 도입되고 있다. 즉 명목회사(paper company)이거나 도관체인 SPV에 의해 증권이 발행되고 자산을 양도 혹은 신탁하는 구조를 지닌다는 특성을 지니고 있다. 또한 투자자에게 유용한 정보는 자산의 진정한 양도, 자산의 성과, 자산관리자, 신용보강 등이며 기존의 증권과는 다른 특성을 지니고 있기 때문에 이러한 구조가 유가증권 신고서에 적정히 기재되어야 할 필요성이 있다. 그럼에도 불구하고 기존의 유가증권 신고절차와 서식을 그대로 이용하기 때문에 유동화와 관련한 공시의 경우 개별 사안별로 발행에 참여하는 기관에서 SEC에 해당 사항의 공시 방안을 질의하고 이러한 질의에 대한 SEC의 비조치의견서나 해석을 통해 자산유동화증권 공시가 이루어지고 있는 상황이었다.

다양한 자산이 유동화되는 과정에서 SEC의 비조치의견서와 의견의 양이 증대함에 따라 투자자나 주권증권회사들이 이를 검토하고 소화하는데 많은 시간이 소요되는 불편을 야기할 뿐만 아니라 자산유동화증권 공시의 효율성과 투명성을 감소시키는 요소로 작용하게 되었다.

## IV. 미국의 Regulation AB

---

1. Regulation AB의 개괄
2. Regulation AB상 등록 요건
3. 자산유동화증권 발행시장 공시
4. 자산유동화증권 모집 관련 공시
5. 자산유동화증권 유통시장 공시
6. Regulation AB의 주요 특성



## IV. 미국의 Regulation AB

### 1. Regulation AB의 개괄

#### 가. Regulation AB의 도입 배경

금융시장에서 증권화(securitization)의 필요성이 증대하고 자산유동화 증권이 발행이 확대됨에도 불구하고, 기존의 자산유동화증권 공시는 일반 유가증권 공시 체계에 근거하여 SEC의 비조치의견서 및 해석을 위주로 이루어졌다. 이러한 공시 체계로 인하여 투자자나 주관증권회사들이 이를 검토하고 소화하는데 많은 시간이 소요되는 불편을 야기하였고 자산유동화증권에 특화된 공시 규정의 도입에 대한 필요성이 다양한 참여 기관으로부터 제기되기 시작하였다.

이에 따라 SEC는 자산유동화증권 시장의 효율성과 투명성을 증대시키고, 전반적인 자산유동화증권 시장과 그 투자자 및 기타 참여자들에게 확실성을 부여하기 위하여 2004년 5월 자산유동화증권의 등록, 공시 및 보고 절차에 대한 규정안을 발표하였다. 동 규정의 내용에 대한 각계의 의견을 수렴하여 공시의 현실적인 실행가능성 및 공시 관련자의 부담 등을 파악하고 일부 내용의 변경을 통해 2004년 12월 자산유동화증권 공시 규정인 Regulation AB를 제정하였다. Regulation AB는 증권법과 증권거래법에 근거하여 자산유동화증권의 공시 항목을 포괄적으로 규정하고 있다.

이에 본 절에서는 최근 개정된 Regulation AB의 내용을 공시 대상의 요건, 발행시장 공시 내용, 공모절차 및 유통시장 공시 내용에 대해 상세히 살펴보고 이러한 Regulation AB의 주요 특성을 분석하고 평가한다.

## 나. Regulation AB의 주요 내용

Regulation AB이 마련되기 이전까지는, 자산유동화증권의 공시와 관련된 항목이 Regulation S-K에 일부 규정화되어 있었으나 자산유동화증권에 관한 포괄적인 공시 규정은 존재하지 않았다. 이로 인하여 자산유동화증권 투자자에게 유용한 공시 기준이 설정되지 못하고 있었다. 이에 자산유동화증권의 거래 특성에 부합하고, 자산유동화증권 투자자에게 보다 적합한 공시를 제공할 수 있도록 SEC는 Regulation S-K의 하위 규정으로 자산유동화증권 공시 규정인 Regulation AB를 제정하였다. Regulation AB은 기존의 공시 관행을 기반으로 다양한 의견을 수렴하여 수정된 후, 자산유동화증권에 대한 증권법상 등록신고서와 증권거래법상의 보고서 공시의 기본을 형성하였다. Regulation AB의 구성을 살펴보면 크게 자산유동화증권 등록절차, 자산유동화증권 공시 내역, 공모절차, 그리고 정기보고절차로 구분되어 있다.

Regulation AB의 형태와 관련한 시장참여자들의 의견에서는 다양한 자산별로 구체적인 공시 가이드라인을 제공하는 대신 자산유동화증권 공시의 기본적인 요건을 제시하는 것을 선호하는 의견이 지배적이었다. 이는 자산유동화증권의 경우 기초자산으로 이용될 새로운 자산들이 지속적으로 개발되고 있기 때문에 Regulation AB가 미래에 증권화될 새로운 자산에 대해서는 효과적인 지침을 제시해주지 못한다는 점이 한계로 작용할 소지가 있기 때문이다. 따라서 기본적인 유동화 구조 및 원리를 기반으로 공시 개념이나 필요 목적에 대해 정의하고 1개 이상의 예시를 제공하는 방식으로의 공시 규정이 마련되었다.

## 2. Regulation AB상 등록 요건

### 가. 자산유동화증권 발행 주체의 요건

Regulation AB에서는 자산유동화증권 발행주체와 관련하여 다음과 같은 요건을 갖출 것을 요구하고 있다.

첫째, 발행주체가 투자회사법에 의한 투자회사이거나 자산유동화증권 발행을 통해 투자회사가 되어서는 안된다. 이러한 요건을 통해 자산유동화증권을 일반적인 뮤추얼펀드와 구분하고 있다.

둘째, 발행주체는 자산유동화증권과 관련된 업무만을 담당하는 수동적 주체가 되어야 한다. 자산유동화증권의 발행주체인 SPV가 적극적인 업무를 할 수 있는 주체로 정의되는 경우 진정한 매매(true sale)와 업무의 혼장에 따른 투자자 보호 등의 문제가 발생하여 자산보유자와 신용도가 분리된 자산을 기초로 발행하는 증권의 개념에 혼동이 발생할 가능성이 있다.

셋째, 시리즈 형태의 신탁(series trust)은 적격 자산유동화증권 발행주체로 인정되지 않는다. 그러나 기초적인 신탁계약(master trust contract)을 하고 자산을 추가(addition)하여 발행되는 마스터 신탁 방식은 시리즈 형태의 신탁에 포함시키지 않고 있어 마스터 신탁 방식은 Regulation AB의 대상이 될 수 있도록 하고 있다.

### 나. Regulation AB의 적용을 받는 자산유동화증권의 개념

Regulation AB에서는 자산유동화증권의 자산 유형과 구조에 있어서 폭넓은 개념을 도입하되 Form S-3에 의한 일괄공시 목적에 국한해서는 자산유동화증권의 대상을 제한하여 정의하고 있다.

Regulation AB 하에서 자산유동화증권의 일반 정의에 부합하는 증권은 Regulation AB의 공시 요건을 적용받는다. Regulation AB에서는 자산유동화증권을 “한정된 기간 내에 사전에 정해진 조건에 의해 현금으로 전환되는 금융자산 집합을 기초자산으로 발행되는 증권”으로 폭넓게 정의하고 있다. 이에 따라 금융자산의 집합을 기초로 관리되는 증권이라는 원칙에 부합하면 pass-through 방식과 pay-through 방식<sup>10)</sup>을 모두 포괄하여 자산유동화로 정의한다.

### 1) 부실채권을 포함한 자산유동화증권

1997년 SEC는 모집 시에 전체 기초자산의 20%가 연체자산인 경우에도 자산유동화증권으로 간주한다는 내용의 비조치의견서를 공표한 바가 있다. 또한 부실자산은 모집 시에 유동화자산의 일부에 포함되지 않는다는 해석태도가 계속적으로 유지되어 왔다. Regulation AB는 이러한 해석들을 성문화하였다.

부실자산과 관련하여 양도 기준일 당시 부실자산은 유동화자산의 일부분이 될 수 없다는 기존의 입장을 유지하면서, 부실자산을 자산유동화증권 거래계약 조건상 완전히 또는 부분적으로 대손으로 정의된 자산, 실질자산보유자 혹은 자산관리자의 정책상 대손으로 처리한 자산으로 정의하였다.

부실채권이 포함된 자산을 기초로 발행되는 자산유동화증권의 Regulation AB 적용 여부는 자산 중의 부실채권의 비중에 의해 결정된다. 즉 자산의 5% 미만의 연체자산으로 구성된 기초자산을 유동화하는 경우에는 Regulation AB의 적용을 받도록 되어 있다. 연체자산과 관련해서는

10) Pass-through 방식은 자산의 권리를 증권소유자가 보유하는 지분형 증권을 의미하며, pay-through 방식은 자산의 권리를 SPC가 보유하고 증권소유자는 현금흐름의 청구권을 지니는 방식을 의미한다.

자산유동화증권의 정의가 일괄등록 적격성 여부와 상관없이 규정되었기 때문에 일괄등록의 경우에는 20% 미만의 연체자산으로 구성된 자산집합의 경우에만 가능하도록 규정화하고 있다. 이상을 종합해 보면 50% 미만의 연체자산으로 구성된 경우에는 Form S-1로 등록해야 하고, 20% 미만의 연체자산으로 구성된 경우에는 일괄등록 방식인 Form S-3으로 등록해야 한다.

## 2) 리스자산을 기초자산으로 하는 자산유동화증권

Regulation AB에서는 잔여자산의 처분에 의한 현금흐름도 자산유동화증권의 대상에 포함시킴으로써 리스자산도 유동화의 대상 자산으로 규정하고 있다. 과거 자산유동화증권 개념에 따르면 리스자산의 경우 자산의 현금흐름이 단지 '조건에 의해 현금으로 전환되는' 금융자산 뿐만 아니라 '잔여자산 처분'에 의해 이루어지기 때문에 기존의 자산유동화증권의 정의에 포함되지 않았다. 그러나 현실적으로 리스자산을 기초로 한 자산유동화증권이 전체 자산유동화증권 시장에서 상당한 비중을 차지하고 있기 때문에 자산유동화증권의 정의에 리스자산을 포함해야 한다는 의견이 다수 존재하였다.

따라서 SEC는 자산유동화증권이 조건에 의해 현금으로 전환되는 금융자산에 의해 주로 서비스되어야 한다는 중심 원칙은 유지하되 다음의 방법들을 통하여 몇몇 제한적인 예외를 허용하였다. 첫째, 잔존가치 측정 방법, 기존의 리스자산에 대한 통계정보, 잔존가치 추정 방법 및 과정, 잔존가치를 현금으로 전환하는 주체에 대한 내용 등을 공시하도록 하고 있다. 둘째, 잔존가치가 전체 유동화 현금흐름에서 차지하는 비율을 자동차리스의 경우 60% 미만, 일반 리스의 경우 50% 미만으로 제한하고 이러한 규정에 부합되는 경우 Regulation AB의 적용을 받는 자산유동화증권으로 정의하고 있다. 셋째, 전체 유동화 현금흐름에서 잔존가치가 차지하는 비중

이 20% 미만의 리스자산을 기초로 유동화하는 경우에만 Form S-3로 일괄 등록이 가능하도록 하고 있다.

### 3) 합성유동화증권

합성유동화증권(synthetic CDO)<sup>11)</sup>의 경우에는 증권의 현금지급(payment)이 대부분 양도한 유동화자산의 가치 또는 현금흐름과 관련없이 준거자산(reference portfolio)을 기초로 한 지급으로 이루어진다. 이러한 유형의 증권은 Regulation AB의 규제영역이 아니어서 공시 대상이 되는 자산유동화증권에 포함시키지 않고 있다.

## 다. 등록신고서

### 1) 등록 양식

자산유동화증권 모집의 등록 양식은 Form S-1과 Form S-3 양식으로 한정하였다. Form S-3은 Rule 415(a)(1)(x)에 따른 일괄등록 양식을 말하며, Form S-1은 Form S-3의 적격 요건에 부합하지 않지만 자산유동화증권의 정의에 부합하는 다른 모든 모집을 위한 양식을 말한다. Form S-1과 Form S-3의 기본 양식 및 주요 내용은 <부록 표 1>, <부록 표 2>을 참조하기 바란다.

---

11) 합성유동화는 유동화 기법과 신용파생상품 기법을 적용하여 신용도에 민감한 기초자산으로부터 신용위험을 분리하여 거래당사자 간에 이전하는 방식의 유동화증권을 의미한다. 전형적인 합성유동화증권의 경우 양도하는 자산은 무위험자산을 양도하고 실제 투자자는 신용파생계약에 의해 사전에 지정한 준거자산(reference portfolio)의 신용사건 성과에 의해 투자성과를 받도록 되어 있다.

## 2) 사업설명서 및 부속명세서의 공시 방법

1992년 공시 기준에서 언급한 바와 같이 유동화자산의 유형 또는 분류, 구조적인 특성, 제공되는 증권의 유형 또는 분류, 리스크 등은 유효 시점에 등록신고서에 충분히 공시되어야 한다. 또한 사업설명서와 부속명세서는 등록신고서상 별개의 유동화자산에서 증권화될 자산집합별로 작성해야 한다.

## 3) 일괄등록 적격 요건

일괄등록이 가능한 자산유동화증권의 적격 요건은 다음과 같다. 첫째 공모 청약 시에 NRSRO<sup>12)</sup>로부터 투자등급 이상의 신용등급을 받은 자산유동화증권이어야 하고, 둘째 연체자산이 전체 자산의 20%를 넘지 않아야 하며, 셋째 자동차리스 외의 리스자산을 기초로 한 자산유동화증권의 경우 잔존가치에 의한 현금흐름이 전체 유동화자산의 20%를 넘지 않아야 한다. 일괄등록 적격 자산유동화증권의 경우 증권법상의 등록을 요구하지 않지만, 과거 12개월 동안 등록 현황은 요구하고 있다.

---

12) 미국은 신용평가와 관련된 규제에 공인신용평가기관(Nationally Recognized Statistical Rating Organization: NRSRO) 제도를 두고 있다.

### 3. 자산유동화증권 발행시장 공시

#### 가. Regulation AB의 기본 원칙

Regulation AB 도입 전에는 자산유동화증권의 사업설명서, 등록신고서 등에 과도하게 공통 조항이 많이 포함되어 있고 거래 용어가 반복적으로 사용되고 있었다. 이러한 공시 관행은 불필요한 세부 사항, 반복적인 혹은 비정보적인 공시, 중요 정보를 불분명하게 만드는 법적 거래 용어의 반복 등으로 공시 자료의 유용성을 감소시키는 결과를 초래하였다.

<표 IV-1> Regulation AB의 항목

Item	내 용
Item 1100	전체 하부 항목에 대해 적용가능한 일반적인 항목을 진술함. 예를 들어, 손실된 정보, 의무 불이행된 정보가 제출되는 경우, 제3의 금융정보를 이용하는 대안적인 방법에 대한 지도, 외국의 자산유동화증권에 관한 공시에 관한 지도 등
Item 1101	자산유동화증권 관련 정의
Item 1102~1120	자산유동화증권 발행에 관한 증권법상 등록신고서에 관한 기본적인 공시 패키지임. 이 항목 중 일부는 증권거래법상 보고서에 지속적으로 필요함. 예를 들어, 제3자에 관한 최근의 금융정보, 법적 진행과정에 관한 공시 등
Item 1121	자산유동화증권 관련 현금흐름의 분배, 수익의 배분과 자산의 성과 및 현금흐름에 관한 Form 10-D의 보고서 관련 규정
Item 1122~1123	수정된 보고시스템과 시장 관행에 기반한 Form 10-K의 요구 사항들을 기술
Item 1122	자산관리자에 대한 감리, 이에 대한 회계법인의 검증 증명서의 등록 등을 기술
Item 1123	독립적인 자산관리자 감리보고서(Compliance Statement)에 대한 양식을 구체화하고 있음

그러나 거래참여자들은 투자자의 이해가 용이한 용어를 사용함으로써 공시 내용을 분명하고 정확하게 표현할 필요가 있다. 이를 위해 Regulation AB에서는 거래참여자가 표, 흐름도, 그래프 등을 이용하여 공시 내용의 이해가능성과 분석 수준을 향상시키도록 하고 있다. Regulation AB상 발행공시의 각 항목에 대해서 공시되어야 할 구체적인 내용은 <표 IV-1>과 같다.

## 나. 표지 및 요약 정보

Regulation AB에서 사업설명서의 표지 및 요약 정보에는 Regulation S-K의 기존 항목 501-503의 공시 필요사항과 자산유동화증권의 주요한 특성 및 위험요소를 포함하도록 요구하고 있다. 그러나 자산유동화증권의 경우 여러 종류의 증권이 발행될 수 있으며 이에 대한 정보가 너무 많아 표지에 충분히 나타낼 수 없다면, 그 정보는 요약 혹은 다음에 나타나는 표에 즉시 제공되도록 하고 있다. 이 때문에 표지 및 요약에서의 공시는 제한적이고 요약적이라는 한계를 지닌다. 이외에도 현금흐름 및 신용보강의 요약 정보와 SPC가 유동화 이전에 자금조달과 관련한 정보 혹은 리볼빙 기간에 대한 요약을 제공해야 한다.

자산유동화증권은 다양한 구조를 포함하고 있기 때문에 등록인은 해당 자산유동화증권의 가장 중요한 위험요소를 간단히, 그러나 구체적으로 투자자에게 설명해야 한다.

## 다. 거래참가자에 대한 정보

### 1) 실질 자산보유자

Regulation AB에서는 자산보유자의 역할에 따라 실질 자산보유자(sponsor)와 명목 자산보유자(depositor)로 구분한 개념<sup>13)</sup>을 도입하고 있다. 실질 자산보유자는 직간접적으로 자산유동화증권 발행주체에게 자산을 매도하거나 이전함으로써 유동화거래를 발생시키는 자를 의미한다. 이와 같이 실질 자산보유자의 개념을 도입한 것은 명목 자산보유자에게 이전되기 이전에 다양한 형태의 실질 자산보유자가 존재하는 구조의 경우에는 명목 자산보유자와 실질 자산보유자를 구분할 필요가 있기 때문이다.

실질 자산보유자와 관련해서는 실질 자산보유자에 대한 기본적인 정보와 함께 실질 자산보유자의 자산 및 자산유동화증권 구조를 분석하는 내용이 공시의 중심이 되어야 한다. 이에 따라 실질 자산보유자의 자산유동화 경험과 연체, 대손, 조기상환 등 실질 자산보유자의 자산에 대한 정보가 포함되어야 한다. 또한 자산 인수 기준, 자산의 생성 및 구입 등에 있어 제3자에 대한 업무 아웃소싱 여부, 총 자금조달에서 유동화증권을 통한 자금조달의 비중 등을 공시해야 한다. 그리고 유동화 프로그램 내에서 실질 자산보유자의 주요 역할과 책임, 거래의 참여 정도 등이 포함되어야 하며, 실질 자산보유자 혹은 제휴 기관이 유동화자산의 선택에 있어 책임을 부담하는지의 여부도 공시하도록 하고 있다.

---

13) 이하에서는 sponsor를 “실질 자산보유자”라는 용어로 사용하고, depositor는 “명목 자산보유자”라는 용어로 사용한다. 또한 일반적인 개념에서의 originator는 “자산보유자”라는 용어를 사용하기로 한다.

## 2) 명목 자산보유자

명목 자산보유자는 자산유동화증권의 발행주체에게 자산을 이전하거나 매도하는 기관을 의미하며 2단계 유동화 구조에서 명목적인 자산보유자를 의미한다. 실질 자산보유자가 자산을 생성하고 이를 명목 자산보유자가 이전받는 구조를 도입하지 않는 경우에는 실질 자산보유자가 명목 자산보유자가 된다.

명목 자산보유자가 실질 자산보유자와 다른 주체일 경우, 명목 자산보유자에 대한 정보를 공시해야 한다. 즉 명목 자산보유자에 대한 자산 관련 정보와 유동화 프로그램, 자산유동화증권의 발행 이후 자산보유자 역할의 지속 여부 등을 공시하여야 한다.

## 3) 발행주체 및 양도자산

자산유동화증권 발행주체의 특성과 자산의 특성 및 양도 방식은 유동화의 핵심적인 개념이라 할 수 있다. 발행주체는 자산보유자로부터 자산을 양도받아 자산유동화증권을 발행하는 주체로서 신탁 방식이나 회사 방식 혹은 기타의 방식으로 설립된다.

발행주체에 대한 주요 공시 내용은 발행주체의 설립 내용과 자산의 양도 혹은 이전과 관련된 정보이다. 이와 더불어 발행주체의 소유 구조와 발행주체의 주요 계약 내용(거래 구조, 양도 혹은 이전계약, 적격자산 기준, 자산관리계약, 업무수탁계약 및 수탁계약)도 공시되어야 한다.

자산의 양도 및 이전에 관한 상세한 설명을 위해 그래프, 흐름도 등을 이용할 수 있으며, 유가증권 지분(security interests) 구조와 모집 과정에서 지불되어야 하는 자산의 선택 기준(pooling criteria)과 양도가격(transfer price) 및 인수 시 발생하는 관련 비용도 공시되어야 한다. 또한 자산의 양

도와 관련된 이해관계자간 거래의 완전성과 유효성 보장, 발행주체의 파산·청산 혹은 이와 유사한 사건의 발생 가능성, 명목 자산보유자 혹은 실질 자산보유자의 파산이나 청산 시에도 발행기관의 파산 절연(bankruptcy remoteness) 여부 등에 해당되는 계약이나 조건이 존재하는 경우 이를 공시하도록 하고 있다.

#### 4) 자산관리자

자산관리자는 유동화자산 및 자산으로부터의 현금흐름을 관리하고 회수된 자금을 수탁기관에게 이전하며 각종 보고를 담당하는 기관을 의미한다. 자산관리자는 master servicer, primary servicer, special servicer 혹은 administrator 등 다양한 명칭으로도 불리고 있다. 간혹 자산관리자가 수탁기관의 역할을 일부 담당하는 경우도 있으며 이러한 경우에는 수탁기관으로서 수행하는 업무에 대해서 분리하여 기술하도록 하고 있다.

자산관리자의 주요 역할에 대한 기술은 공시에 있어 매우 중요하다. 공시 항목은 전체 자산관리 기능에 관한 정보를 필요로 하기 때문에 자산관리자의 역할 및 책임에 대한 분명한 서술이 요구되며 전체 자산관리 과정에 관한 감독 사항과 주요 참여자의 역할을 명시하여야 한다. 만일 다수의 자산관리자가 자산관리 역할을 담당하는 구조라면 자산관리 기능을 수행하는 모든 기관에 대한 역할과 책임을 명시하여야 한다.

최근 들어 유동화 거래에서 자산관리자 역할의 중요성이 증대되고 있어 자산관리자의 기능, 경험, 자산관리 실태 등이 주요한 추가 정보가 되고 있다. 이에 따라 제공되어야 하는 정보는 자산관리자의 기본 정보와 과거 실적, 자산관리자 및 자산관리와 관련된 약정사항 및 자산관리 서비스의 백업 상황에 대한 정보로 구분된다. 이외에도 최근의 업무 경향을 보기 위해 과거 3년간 동일한 형태의 자산을 관리한 과정, 자산관리자의 정책상

중요한 변화 등을 공시하도록 하고 있다. 자산관리자가 관리하는 유동화된 자산의 포트폴리오 구성, 변동, 규모 등도 중요한 정보이다. 과거에 자산관리자가 관리하였던 동일한 자산으로 구성된 자산유동화증권의 채무 불이행이 발생되었거나 조기상환(early amortization)<sup>14)</sup>되었던 경우 혹은 자산관리로 인한 트리거(trigger)<sup>15)</sup>가 발동된 경우 이를 공시하여야 한다.

자산관리자의 채무 상태에 관한 정보 중 일반적인 채무 정보와 더불어 심각한 위험이 있을 때는 중요한 영향을 미칠 수 있는 구체적인 정보를 제시하도록 하고 있으며, 이 정보는 간혹 지속적으로 요구되기도 한다.

자산관리 약정에 관한 사항(servicing agreement)을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 우선 약정상 중요한 용어, 자산의 현금화 방법 및 자산관리의 조건 그리고 자산관리자의 의무가 기술되어야 한다. 이외에도 분리 관리 방법, 자산으로부터 현금흐름에 대한 관리 방법, 제반 수수료, 필요한 경우 과거의 자산관리 실적 및 연체자산의 관리 방법 등, 제반 조건이 유예되거나 변경될 가능성이 있는지의 여부와 자산의 보관(custody) 방법 등이 기술되어야 한다.

자산유동화증권 시장이 성숙기에 접어들게 됨에 따라 대체 자산관리자(back-up servicer)<sup>16)</sup>의 역할에 대한 중요성도 증대하고 있다. 자산관리 업무의 효율적인 이전은 포트폴리오의 가치 하락과 손실발생 가능성을 방지하기 위한 핵심 사항이다. 그러나 사실상 자산관리 업무의 이전과정은 매우 복잡하다. 특히 기존의 자산관리 수수료가 대체 자산관리자에게 만

14) 일부 유동화 구조에서는 일정한 요건 하에서 투자자들의 손해가 확대되는 것을 방지하기 위해 당초 계획보다 앞당겨 원금에 대한 조기상환을 하는 경우가 존재하며 이를 early amortization이라고 한다. 이는 기초자산이 조기상환(prepayment)되는 개념과 구분되는 개념이다.

15) 조기상환을 촉발시키는 요인을 trigger라고 한다.

16) 자산관리자가 자산관리 업무를 수행하지 못하는 상황이 발생할 경우 이를 대신하여 자산관리 업무를 담당하는 자를 대체 자산관리자라 한다.

족스럽지 못할 경우, 포트폴리오의 성과에 영향을 미칠 수 있는 자산관리 업무의 지연이 발생할 가능성이 있으며, 대체 자산관리자가 요구하는 추가적인 수수료가 유가증권 보유자에 귀속되는 현금흐름에 영향을 줄 수도 있다. 이에 시장에서는 관행적으로 대체 자산관리자를 지명만 해주는 방식이 주를 이루고 있으며, 대체 자산관리자와 관련해서는 대체 자산관리자의 자격 요건, 자산관리자의 변경 방법 등에 대한 공시를 요구하고 있다. 또한 자산관리자의 대체 시에 자산관리 이전과 관련된 주요한 정보, 서비스 이전과 관련된 제반 비용 및 추가적인 수수료 등에 대한 공시를 요구하고 있다.

### 5) 수탁기관

일반적으로 자산유동화증권 발행에 있어서 1개 이상의 수탁기관(trustee)이 존재하고, 해당 유동화증권 혹은 유동화회사 각각에 대하여 수탁기관이 존재하는 경우도 있다. 수탁기관에 대해서는 기본적인 정보와 더불어 수탁기관의 경험, 보증조항(indemnification provisions), 부채에 대한 제한 및 대체 조항 등에 대해 공시하도록 하고 있다. 특히 수탁기관의 업무를 분명히 하기 위해 적용 가능한 법과 자산유동화증권과 관련된 수탁기관의 책임과 의무에 대해 명확히 공시해야 한다. 수탁기관 관련 정보에 있어 현금의 배분, 계산, 거래계좌와 관련된 수탁기관의 역할, 다양한 채권 부수조건(covenants), 신용보강의 사용 여부, 자산성과와 관련된 자료수집 의무 등에의 접근 가능성 및 관련 여부에 대해 명확히 서술해야 한다. 또한 해당 자산유동화증권의 부도, 잠재적 부도 상황 혹은 거래 계약의 위반 등이 발행할 경우 투자자, 신용평가사 혹은 기타 제 3자에게 보고해야 하는 지를 포함하여 수탁기관에게 요구되는 업무를 공시해야 한다. 만일 다수의 수탁기관이 거래에 참여하는 경우, 각 수탁기관의 역할 및 책임을 서술해야 한다.

## 6) 자산보유자

일부 자산유동화증권 거래에는 실질 자산보유자가 보유하지 않은 유동화자산이나 실질 자산보유자가 유동화 이전에 유통시장에서 매입한 자산이 포함되기도 한다. 단일 자산보유자가 매입한 유동화자산이 전체 유동화자산에서 일정 수준 이상의 비중을 차지할 경우 해당 자산보유자 및 자산보유 프로그램에 대한 정보가 제공되어야 한다. 이러한 자산의 비중이 10% 이상인 경우 해당 자산보유에 대한 정보를 제공해야 하고, 20% 이상인 경우 보유자산의 규모, 구성, 성과, 자산보유자의 인수 기준 등에 대한 추가적인 정보가 제공되어야 한다.

## 7) 기타 거래참가자

자산유동화증권의 경우 전형적인 거래참가자 이외에도 중개기관 등 다양한 거래참가자가 존재할 수 있다. 만일 이러한 거래참가자가 있다면 자산유동화증권과 유동화자산과 관련된 거래참가자의 역할, 기능, 경험 등에 대한 주요 정보가 공시되어야 한다.

## 라. 실질 자산보유자의 과거 유동화자산에 대한 정보

실질 자산보유자의 자산 특성은 자산유동화증권의 신용도를 결정하는데 매우 중요한 요소 중 하나이다. 따라서 자산유동화증권 투자안을 평가하기 위해서는 실질 자산보유자의 자산에 대한 대손 위험과 연체 (delinquency)에 관한 정보의 공시가 매우 중요하다. 공시 규정에서는 자산보유자 자산의 공시에 있어 실질 자산보유자가 과거 3년간 유동화한 자산의 대손 및 연체에 관한 정보를 요구한다. 특히 연체 자료는 일별 혹은

월별 연체 및 대손 정보를 요구하고, 추가적으로 실질 자산보유자의 동일한 유형의 유동화자산이 있는 경우 유동화자산에 대한 기준(pool level basis)과 전체 유동화된 자산에 관련된 정보도 제공할 것을 요구하고 있다.

실질 자산보유자의 자산에 대한 정보 요구 수준에 대해 투자자들은 그 필요성을 주장한 반면, 실질 자산보유자들의 경우에는 일반적으로 우려를 표했고, 일부는 반대 의견을 제시하기도 하였다. 반대 의견을 제시한 실질 자산보유자들은 그 동안은 유동화자산 및 자산보유자의 과거 성과에 대한 정보를 제공하지 않았기 때문에 동 자료의 구축에 부담이 존재하고 이러한 정보의 제공 역시 부담을 느끼고 있는 데에 기인한 것으로 판단된다.

그럼에도 불구하고 SEC는 실질 자산보유자의 과거 자산성과에 대한 정보 제공이 투명성 제고에 기여할 것으로 판단하고 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료의 정보 공시를 요구하였다.

### 1) 공시 요구 정보

공시를 위한 중요 정보 결정시 명확성을 제고하기 위해 SEC는 다음과 같은 체계를 선택하고 있다. 유동화 구조에 있어 리볼빙 방식이 포함된 마스터 신탁 구조<sup>17)</sup>(revolving asset master trusts)인가의 여부에 따라 공시의 시작 시점을 분리하여 규정하고 있다. 리볼빙 방식<sup>18)</sup>의 자산유동화증

17) 마스터 신탁(master trust) 구조는 발행자가 동일 신탁에서 새로운 자산을 추가하고 추가된 자산에 근거하여 여러 종류의 증권을 발행하는 구조를 의미한다. 이러한 마스터 신탁은 초기에 전반적인 신탁 구조를 관할하는 마스터 계약을 체결하고 이에 근거하여 증권을 추가 발행할 수 있어서 발행 비용을 절감하는 방식으로 활용된다.

18) 단기자산을 기초로 장기의 증권을 발행하기 위해 자산이 현금화되면 그 즉시 새로운 자산을 매입하는 구조를 포함하는 유동화 구조를 리볼빙 구조라고 한다. 이러한 리볼빙 구조는 신용카드채권이나 매출채권 유동화에 주로 활용된다.

권은 실질 자산보유자의 새로운 자산의 추가 시점을 자산 정보 제공의 기산점으로 적용하도록 한다. 반면 기초자산 집합의 상환계획이 설정되어 있는 자산 유형<sup>19)</sup>의 경우에는 해당 유동화자산을 포함한 자산보유자의 동일한 유형의 자산에 대한 경험을 기준으로 자료의 기산점을 구분한다.

실질 자산보유자의 자산성과에 대한 정보는 연체, 대손 및 자산의 조기상환(prepayment) 등을 주요 내용으로 한다. 자산의 조기상환은 전형적으로 자발적인 조기상환과 연체 및 대손처리를 한 후에 회수되어 현금화된 것을 포함한다. 주택지분대출(home equity loan)<sup>20)</sup>과 같은 자산의 경우 자산의 조기상환은 예정 원리금의 지불, 조기상환 및 대손의 조합으로 구성된 현금화 비율을 의미하기도 한다. Regulation AB에서 실질 자산보유자의 자산 공시와 관련된 요구사항의 범위는 대상 유동화자산 유형에 적용 가능한 연체, 누적 대손, 자산의 중도상환 등을 포함한다.

#### 가) 상환계획이 사전에 설정된 자산 유형

상환계획이 사전에 설정된 자산 유형(amortizing asset pool)의 경우 자산보유자의 동일한 유형의 자산에 대해 연체, 누적 대손 및 자산의 조기상환 등과 관련된 정보를 요구한다. 실질 자산보유자의 과거 자산유동화증권 발행과 관련된 자료가 3년 미만인 경우에는 자산의 매입, 실행 등의 평균 연수에 따른 실행시점에서 경과연수별 성과 자료를 공시하도록 요구하고 있다.

19) 대출채권이나 주택저당채권의 경우 이자와 원금상환계획이 사전에 확정되어 있으며 이러한 유형의 자산을 amortizing type asset이라고 한다.

20) 주택지분대출은 2순위 주택저당대출을 의미하며, 이러한 2순위 주택저당대출의 경우 조기상환은 시장의 이자율, 주택가격 변동 등에 따라 예정된 상환에 비해 높은 중도상환율을 보인다.

Regulation AB에서는 실질 자산보유자의 최소 5년 동안의 자산성과에 대한 자료를 요구하고 있다. 요구 자료는 동일한 자산 유형의 연체, 대손 및 자산의 중도상환 자료이다. 사업설명서에 공시되는 자료에는 최근의 성과를 포함하도록 요구하고 있으며 최근의 성과는 사업설명서의 첫 번째 이용일 135일 이내의 성과를 의미한다. 또한 실질 자산보유자 자산의 성과에 대한 공시에 있어 경과기간별 연체 자료, 과거 유동화자산의 규모, 집중도, 기초 잔액, 가중평균 잔액, 이자율, 가중평균 만기, 채무자의 신용도, 대출의 목적, 상품 형태, LTV(loan to value), 지역적 분포 등 유동화자산의 특성을 나타내는 정보도 요약 정보에서 요구하고 있다.

이와 같이 사전에 상환계획이 정해져 있는 자산의 경우에는 동일한 자산의 과거 성과가 투자자에게 유용한 정보가 될 수 있기 때문에 Regulation AB에서는 이러한 정보가 충분히 제공될 수 있도록 실질 자산보유자의 과거 자산의 성과에 대한 공시를 요구하는 것이다.

#### 나) 리볼빙자산 마스터 신탁의 유형

신용카드 마스터 신탁과 같은 리볼빙자산의 경우 새로운 자산의 추가에 따라 자산의 성과가 달라질 수 있다는 특성을 지니고 있다. 따라서 리볼빙자산의 경우 실질 자산보유자가 새로운 자산을 추가한 시점을 자산 정보 제공의 기산점으로 정하여 자산의 성과 정보를 제공하도록 요구하고 있다.

자산이 추가되는 시점별로 연체, 누적대손, 조기상환, 상환율(payment rate), 자산의 수익률, 유동화자산의 가중평균 신용도 또는 차주의 신용도를 파악할 수 있는 정보를 제공해야 하며, 마스터 신탁의 경우 과거 5년 동안 자산 추가와 관련된 1년 단위의 성과자료를 제공하도록 요구한다.

#### 다) 기타 검토사항

특정한 거래의 경우 앞에서 지적한 정보의 기산점들이 적합하지 않을 수도 있다. 예를 들어, 실질 자산보유자가 특정 자산 유형을 유동화한 이후 3년 이상 경과하였거나 실질 자산보유자의 경험이 산발적이어서 실적간에 상당히 큰 차이가 존재하는 경우 또는 실질 자산보유자의 자산 생성·인수 기준이 크게 변경된 경우에는 과거 자료는 유용한 정보가 되지 못할 것이다. 또한 새로운 마스터 신탁 구조를 도입하는 경우 해당 실질 자산보유자가 추진한 과거 마스터 신탁에 관한 정보와 새로 도입된 마스터 신탁간의 관련성이 낮으면 유용한 정보가 되지 못할 수 있다.

따라서 실질 자산보유자의 자산성과 정보 제공의 기산점에 의해 요구되는 정보보다 관련성이 더 큰 다른 유동화자산풀이 존재할 경우, 대안적으로 이 자산성과의 정보를 제공하고, 이러한 사실을 설명하는 공시를 포함한 정보를 제공하도록 요구하고 있다. 또한 실질 자산보유자 이외 다른 참여 기관의 자산에 대한 정보가 중요한 공시를 제공하는데 적합하다면 이를 공시할 수도 있다.

#### 2) 자산 관련 정보의 제공 방법

최근 들어 투자자를 포함한 많은 이해관계자들은 실질 자산보유자의 자산과 관련된 정보의 제공에 있어 웹사이트를 통한 전자적 정보 제공 등을 포함한 유연성 있는 정보 제공 방법을 요구하고 있는 상황이다. 웹사이트 기반 접근 방법은 정보를 표현하는 발행기관에게 능동성과 효율성을 제공하고, 투자자들에게는 정보접근 능력을 제공하며, 그 정보를 조직하고 검토할 수 있는 양방향기능을 포함한다는 장점이 있다. 또한 주어진 자료들이 한 곳에 축적되어 각 사업설명서에서 반복되는 부담을 줄일 수 있는 장점도 있다.

따라서 Regulation AB에서는 유동화회사의 사업설명서에 기재되는 정보의 제공 방법에도 다양한 대안을 인정하고 있다. 첫째, 공시에 전자적인 장치(CD-ROM 등)를 이용할 수 있고, 발행주체의 정보에는 사업설명서 혹은 자산유동화증권 모집에 관한 Form S-3의 정보가 포함되어야 한다. 둘째, 2009년 12월 31일까지는 EDGAR 파일링을 통한 등록을 하고, 특정 상황에 한해 인터넷 웹사이트를 통한 정보 공시를 허용한다. 해당 상황은 ① 사업설명서에서 웹사이트를 통해 정보를 제공할 의도를 공시하고 최종 사업설명서에서 정보가 제공되는 구체적인 인터넷 주소<sup>21)</sup>를 제시하는 경우, ②웹사이트로의 접근이 제한되거나 이용 시 비용이 부과되지 않는 경우, ③웹사이트상의 정보를 5년 이상 유지해야 하는 경우, ④정보를 업데이트하거나 수정할 경우(그 날짜를 분명히 공시해야 함<sup>22)</sup>), ⑤자산유동화증권을 위한 등록서류에 특정 인터넷 주소가 명시된 사업설명서를 포함한 정보가 포함되는 경우 등이다.

정보의 중요성 판단에 대한 발행주체의 책임과 관련하여 일부에서는 미래 정보에 대해 적용하는 것과 유사하게 실질 자산보유자의 자산 관련 정보의 선택에 대한 책임면제(liability safe harbor)를 요구하고 있다. 그러나 실질 자산보유자의 유동화자산 관련 정보는 과거의 성과와 관련된 정보이기 때문에 책임면제가 인정되지 않고 있다.

발행주체에게는 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료를 제공하기 위한 자료 구축 등 공시 의무사항을 준비할 수 있는 준비기간을 제공하고

---

21) 정보를 제공하는 웹사이트가 반드시 발행기관의 것일 필요는 없으나 정보의 이용 및 유지가 가능해야 하며, 웹사이트를 통해서 제공된 정보는 등록서류 내 사업설명서에 반드시 일부분으로 포함되어야 한다.

22) 이와 더불어 특정인이 변경 전 사업설명서를 요청할 경우 수정 전 사업설명서를 제공해야 하며, 5년 이내 제공된 정보의 모든 버전을 보유해야 하고, 요청이 있을 경우 이의 사본을 SEC에 제공해야 한다. 이는 투자자가 항상 과거 정보에 접근할 수 있어야 함을 의미한다.

있다. 이 기간 동안 발행주체들은 새로운 공시 의무사항을 채택하기 위한 정책을 수립하고, 절차를 진행할 수 있다. 새로운 규정과 형태로 진행되는 모집에 대해서는 과거 5년 등 특정 기간에 대해 중요한 실질 자산보유자의 유동화자산 정보가 요구된다.

## 마. 유동화자산

자산유동화증권 투자의사결정을 위한 공시의 기초는 유동화자산의 구성과 특징에 관한 정보이다. 그러나 유동화자산의 종류가 다양하고 자산의 특성이 서로 달라 각 자산의 특성을 모두 반영하기 어렵기 때문에 공시를 위한 기본 항목과 일반적인 정보를 중심으로 공시 요소를 제시하고 있다. 따라서 실제 제공되는 공시 내용은 각 유동화자산의 형태와 정보의 중요성에 따라 달라질 가능성이 있다.

### 1) 유동화자산의 구성

유동화자산 관련 일반 정보에서는 대상 자산의 기본적인 특성에 대한 정보를 요구하고 있다. 자산의 일반적인 서술과 용어 설명, 자산 특성, 자산의 매입 혹은 인수의 기준, 자산의 선택 기준, 양도 기준일 등이 서술되어야 한다. 또한 자산의 성과나 자산유동화증권 성과에 영향을 미칠 법적, 규제적 조항의 효과 등도 서술되어야 한다.

자산에 대한 통계적 정보는 자산의 현금흐름에 영향을 미치는 변수에 대한 개념, 계산 방법, 측정 방법 등이 분명하게 인식될 수 있도록 설명되어야 한다. 통계적 정보에 대한 이해에 도움을 주기 위해 표나 그림으로의 설명을 권장하고 있다. 통계적 정보는 유동화자산풀 전체에 대한 산술평균 및 가중평균 정보를 제공하고 또한 평균 정보의 제공 시 평균에 기초하여

최소 및 최대치를 함께 제공할 것을 권고하고 있다. 이외에도 필요에 따라 각 그룹별로 평균 잔액, 가중평균이자, 평균 연수, 잔존 만기, LTV, 가중평균 신용평점, 혹은 채무자(obligor)의 신용상태(credit quality)에 대한 정보가 제공되어야 한다. 자산의 특성에 따라 공시 항목은 달라질 수 있다.<sup>23)</sup>

자산 집중도 및 과거 성과에 대한 정보에 대해서도 공시 항목을 규정하고 있다. 자산 집중도의 경우, 자산의 10% 이상이 특정 지역에 위치하고 있고 이러한 집중도가 현금흐름에 영향을 미친다면 지역에 대한 경제적 혹은 기타 요소에 대한 정보가 제공되어야 한다. 지역적 집중도 이외에도 기타 자산 유형에 관한 집중(예: 학생대출의 특정 학교의 집중도)의 경우도 공시해야 한다. 자산의 과거 성과에 대한 정보 중에는 자산의 연체실적, 대손실적, 대손율 등이 계좌수, 금액 등으로 표시되어야 하고, 또한 이러한 연체 및 대손의 기준과 유예기간, 대환, 조건 변경 등이 있는 경우 이 정보도 제공되어야 한다.

---

23) 일반적인 자산의 공시 항목에 포함될 수 있는 자산 특성은 다음과 같다. ① 유동화자산의 형태별 차주수, ②자산 규모: 기초 잔액(original balance), 양도 기준일(cut-off date) 현재의 유통 잔액, ③이자율의 형태(변동금리 혹은 고정금리) 및 이자율, 이자 지급 방법, ④기존에 발생한 이자의 유동화자산 포함 여부, ⑤실행기간, 자산의 만기, 잔존기간, 평균기간(average life), 상환 속도, 조기상환 비율 등, ⑥다양한 자산관리자가 존재하는 경우 자산관리자의 분포, ⑦상환형 자산의 경우 대출의 목적, 대출의 상태, debt service coverage ratios, 담보자산의 특성, 담보자산의 양도 여부 등, ⑧리볼빙자산의 경우 월간상환율(monthly payment rate), 최대 신용제공 한도, 평균 계좌 잔고, 수익률, 자산의 특성, 신용카드 수수료(finance charges, fees and other income earned), 한도, 리볼빙 카드의 제반 특성 등에 대한 정보, ⑨유동화자산의 보증 혹은 담보에 대한 정보, ⑩자산의 현금화 과정, 상환 방식, 상환에 따른 제반 조건, ⑪자산의 생성 채널, 인수 기준, 기타 신용도의 측정 방법, ⑫채무자의 표준화된 신용평점과 기타 신용 상태 관련 정보 등

Regulation AB에서 CMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)<sup>24)</sup>의 경우 기초자산인 부동산의 특성이 중요하기 때문에 부동산에 대한 정보를 필요로 한다. 이에 따라 부동산 회사의 주식공모 등록에 관한 기존의 Form S-11에 의한 공시를 요구한다. CMBS에서 요구되는 정보는 담보가 되는 상업용 부동산(mortgaged property)의 위치, 이용 용도, 부동산의 운영 수익, 현금흐름 정보, 각 항목의 구성 요소, 부동산의 현재 점유율(occupancy rates), 가장 규모가 큰 세 개의 부동산에 대한 상세 정보(면적, 임대계약 내용 및 임대계약 종료 시점 등), 모든 기타 부동산의 특성과 금액, 재산에 대한 선취권, 저당권 등의 정보 등이다. 자산의 10% 이상이 부동산인 경우에는 양도 기준일 시점에서 부동산의 리노베이션 계획, 임대 관련 경쟁 조건 및 상황, 자산운영 현황 및 공실 현황, 임대 조건 등의 추가적인 정보를 제공해야 한다.

## 2) 유동화자산 현금흐름의 원천

자산유동화증권의 상환을 위한 현금흐름에는 여러 가지 원천이 있을 수 있다. 리스 관련 거래의 예를 들면 리스료 지급 및 리스 계약 해지에 따른 잔여자산 매각 등이 주된 현금흐름의 원천이 된다.

Regulation AB에서는 다양한 자금 원천에 대한 정보와 각 자금 원천의 비중을 공시하도록 요구하고 있다. 또한 현금흐름 산출의 가정과 기초자료 및 모형과 방법론도 공시하도록 하고 있으며, 잔존가치의 측정 및 도출 방법 역시 공시해야 한다. 잔존가치와 관련된 정보로는 잔존가치의 측

24) CMBS는 상업용부동산(임대 아파트, 리조트, 빌딩 등)을 자산관리회사에 양도하고 자산관리회사는 SPC로부터 상업용부동산을 기초로 한 담보대출을 실행하여 동 담보대출을 기초로 자산유동화증권을 발행하는 구조를 의미한다. 일반적으로 CMBS의 이자는 상업용건물의 임대료를 통해 충당하고, 원금은 해당 부동산의 처분 혹은 refinancing을 통해 상환하는 구조를 지닌다.

정 방법과 역사적 통계량 및 관련 정보, 잔존가치의 실현에 대한 방식 및 처리과정에 대한 정보가 공시되어야 한다.

### 3) 유동화자산의 교체

자산의 교체가 가능한 구조의 경우에는 교체 방법 및 시기에 대한 공시가 요구된다. 요구되는 정보는 리볼빙 기간, 리볼빙 기간의 자산 비중, 리볼빙 기간을 단축할 수 있는 트리거, 신규자산의 추가 및 감축과 관련된 조건 및 기준, 여유자금의 일시적 투자 기준, 자산교체에 대한 투자자에 대한 정보 제공 방법 등이다.

### 4) 유동화자산에 대한 권리

유동화자산이 발행주체에게 양도 혹은 이전될 때는 실질 자산보유자, 이전기관 혹은 기타 참가자들의 자산 이전의 기초 잔액, 상태 등을 기재한 설명서(representation)와 보증서(warranties)를 작성해야 한다. 만일 어떤 자산이 그 설명서 및 보증서의 적격 기준을 만족하지 못하는 경우 명목 자산보유자에게는 해당 자산을 재구매하거나 대체 자산을 제공해야 하는 의무가 발생한다. 이러한 관행을 감안하여 자산유동화 공시 규정에서는 자산 이전 시의 권리와 조치에 대한 상세한 내용의 공시를 요구하고 있다. 또한 자산유동화증권 소유자 이외에 담보나 저당 등을 통해 제3자에 대한 우발채무가 존재하는 경우에도 이를 공시하여야 한다.

## 바. 유동화 거래 구조

Regulation AB에서는 기존의 Regulation S-K의 Item 202 하에서의 모집 유가증권에 대한 핵심 공시 요구 사항(core disclosure requirements)과 더불어 유동화 구조에 대한 내용을 적절하게 제공하기 위한 추가적인 방안을 요구하고 있다. 우선 자금흐름에 대한 구체적이고 자세한 설명을 요구하고 있다. 자금흐름과 관련한 정보로는 자산으로부터의 현금흐름, 현금흐름의 할당 방식, 발행하는 자산유동화증권이 수종인 경우 각 증권간 배분의 우선순위, 신용보강, 기타 거래 구조상의 특징 등이 포함된다. 또한 충당금계정 등이 설정되어 있다면 동 계정의 운영과 목적을 기술하여야 하고 필요할 경우 현금흐름과 관련된 그림 등으로 표현할 수 있다.

자산유동화증권의 중요한 현금유출 항목 중 하나가 수수료이다. 이에 따라 자산유동화증권과 관련된 다양한 비용 항목을 공시하도록 요구하고 있는데, 수수료 비용 항목에는 각종 수수료 및 비용 항목, 금액, 사용 목적, 자금의 원천, 우선순위 등이 표시되어야 한다. 고정적 비용이 아닌 경우 비용 산출의 기준이나 공식을 제공해야 하며, 필요 시에는 주식이나 부가적인 방식으로 설명해야 한다. 특정한 사건에서 비용이 발생한다면 이를 적시하여야 하며, 사전 승인이 필요한 경우에도 이를 공시하도록 요구하고 있다.

거래 구조와 관련된 공시 항목으로는 자금배분 시기, 자산수집기간, 여유 자금의 조정, 현금 잔액에 접근할 수 있는 거래참여자, 채투자 의사결정 권한 등에 대한 공시가 요구된다. 또한 잔여지분 혹은 초과 현금흐름이 존재하는 지분을 누가 소유할 것인지에 대한 정보도 제공되어야 한다. 초과 스프레드나 초과 지분 구조가 도입되는 경우 최소 금액을 유지하기 위한 요건과 이를 충족하지 못할 경우 거래에 미치는 영향도 공시되어야 한다.

조기정산권(clean-up call)<sup>25)</sup>이나 수의상환요건(callable feature, 25% 미만)이 존재하는 경우 각 요건의 위험을 투자자에게 알리기 위해, 이를 공시해야 한다.

마스터 신탁 구조의 경우에는 추가적인 공시가 필요하다. 추가신탁을 통해 새로운 증권을 발행할 경우 유동화자산 및 현금흐름에 대한 각각의 권리를 명시하여야 한다.<sup>26)</sup>

거래 구조와 관련된 일반적인 자산유동화증권 등록서류 공시의 범위는 자산유동화증권의 조기상환, 만기, 수익률 관련 사항, 유동화자산의 현금흐름을 규정하는 수단으로 사용되는 중요한 가정이나 제한, 발행증권에 미치는 영향 등 민감도 분석, 조기상환 시 투자자간의 할당 기준 등이다.

## 사. 주요 채무자

특정 조건의 집중도가 높은 유동화자산의 경우 주요 채무자에 대한 추가 공시가 요구된다. 즉 채무자의 집중도가 유동화자산의 10%를 초과하는 경우, 특정 자산 혹은 담보자산의 비중이 유동화자산의 10%를 초과하는 경우, 리스채무자(lessee)의 비중이 10%를 초과하는 리스자산 유동화의 경우가 이에 해당된다.

---

25) 유동화자산의 잔액이 일정 수준 이하(일반적으로 10% 미만)일 때 자산보유자가 우선매수권을 행사하여 간접적으로 유동화증권을 조기상환하는 방식의 약정을 의미한다.

26) 이러한 정보로는 ①다양한 클래스의 증권에 대한 현금흐름 및 대손, 비용의 배분 방식, ②추가 발행의 조건 및 유동화자산의 변동 요건, ③추가 발행 시 기존 증권 보유자에 대한 승인 및 통지 조건에 대한 정보, ④추가 발행의 결정 권한을 지닌 이해관계자에 대한 정보 등이 있다.

주요 채무자들의 경우, 해당 채무자의 특성 및 채무 정보가 공시되어야 한다. 채무자의 특성으로는 채무자의 명칭, 조직 형태, 영위하는 업무 등의 일반적 특징과 집중도의 성질, 유동화자산의 중요한 용어, 유동화자산에 포함된 채무자와의 약정 등이 설명되어야 한다. 채무 정보의 경우 집중도의 수준에 따라 다른 수준의 정보를 제공해야 한다. 집중도가 10%~20%인 경우 Regulation S-K의 Item 301 요건에 부합하는 채무 정보를, 20% 이상인 경우에는 Regulation S-X의 요건에 부합하는 감사채무제표를 제공해야 한다. 예외적으로 충분한 신용도를 갖춘 채무자라면 채무 정보를 요구하지 않을 수 있다. 예를 들어 유동화자산에 외국정부의 채무가 포함되어 있는데, 해당 채무국의 신용등급이 투자등급 이상이라면, 채무자의 채무 정보를 요구하지 않을 수 있다.

#### 아. 신용보강 및 기타 외부지원 관련 사항

신용보강은 내부적 보강이나 외부적 보강 등 다양한 방법으로 제공될 수 있으며, Regulation AB에서는 신용보강과 관련된 공시 요건은 형태와 상관없이 중요성의 정도에 따라 모든 신용보강 및 지원 방법을 공시하도록 요구하고 있다.

특정한 주체의 신용보강이나 지원이 일정 수준의 집중도(10%~20%)를 넘게 되면 채무 정보를 공시하여야 하고, 일부 파생상품(예: 이자율 및 통화스왑)의 거래상대방에 대한 공시는 다른 형태의 신용보강과 분리하여 공시해야 한다. 그러나 파생상품을 사용하는 근본 목적이 발행주체로부터 현금흐름의 지급 성격을 변경하기 위해 사용되었을 뿐 실제 유동화자산이나 유동화증권에 대해 신용보강을 하는 것이 아닌 경우도 있을 수 있다. 본래 자산유동화증권의 신용보강을 목적으로 설계된 파생상품의 경우에는 신용보강과 관련된 공시 규정에 따라 공시하여야 한다.

### 자. 파생상품에 대한 공시

현금흐름의 지급 성격 전환을 위해 사용된 파생상품에 대해서는 분리된 공시 항목을 채택하고 있기 때문에 이 경우에는 파생상품 거래상대방에 대한 기본 정보와 거래 조건을 공시하고, 파생상품 관련 협약이 있는 경우 이를 공시해야 한다. 파생상품 거래상대방이 원금 잔액에 대해 일정 수준 이상의 비중을 지니고 있는 경우, 거래상대방의 재무 정보 및 거래상대방의 위험관리 프로세스가 충분히 공시되어야 한다.

### 차. 기타 공시 사항

자산유동화증권과 관련된 조세 이슈가 존재하는 경우 기존 관행과 같이 분명하고 이해가능한 요약 정보를 제공해야 한다. 연방 소득세법(federal income tax laws) 하의 양도와 관련된 소득세와 투자자의 소득세 등을 공시해야 하고, 등록 관련 세금에 대한 공시 및 조세의견서(tax opinion)는 다른 증권의 발행 관련 공시와 동일하게 요구되고 있다.

자산유동화증권에 관한 중요한 법적 진행 사항(legal proceedings)에 대해서는 맞춤형 공시 항목을 채택하고 있다. 실질 자산보유자, 명목 자산보유자, 수탁기관, 발행주체, 자산관리자, 20% 이상의 자산보유자 등에 대한 법적 절차, 혹은 증권 보유자에게 중요하다고 판단되는 법적 이슈 등은 Regulation S-K의 Item 103 하의 요구조건과 일치하게 간략히 설명해야 한다.

자산유동화증권의 경우 거래참여자들 간에 다양한 거래 및 제휴가 존재할 가능성이 있기 때문에 이와 관련하여 실질 자산보유자, 명목 자산보유자 그리고 발행주체가 자산관리자, 수탁기관, 10% 이상의 채무자, 주요

신용보장기관, 주요한 외부지원 제공자와 관련이 있거나 제휴 등의 관계를 지니는 경우에는 이러한 사실을 공시해야 한다. 또한 관련 참가자간의 거래는 통상적인 업무의 일환이었다고 해도 여전히 중요한 요소이기 때문에 그 내용을 공시해야 한다. 발행하는 유동화증권이 신용평가를 받고 발행된다면 신용평가기관의 명칭 및 NRSRO 여부 등을 공시해야 한다.

Regulation AB에서는 SEC에 등록해야 하는 보고서에 관한 공시와 더불어 투자자의 이용 가능한 보고서에 대한 공시를 요구하고 있으며, 이 공시는 보고서 및 거래 협정상 요구되는 기타 서류를 포함하며, 보고서의 발행주체, 배포 방법, 이용가능성 및 일정 등도 포함되어야 한다.

자산유동화증권 등록에 있어 제3자에 관한 추가적인 재무 정보가 요구되는 경우가 있는데, 중요 채무 및 기타 신용보강이나 지원의 중요 제공자에 대한 재무 정보가 대표적인 예가 될 수 있다.

#### 4. 자산유동화증권 모집 관련 공시

##### 가. 자산유동화증권 모집 관련 공시절차

자산유동화증권의 경우에도 기존의 다른 증권과 마찬가지로 인수과정의 단계별로 유가증권 매도와 관련해 제한을 두고 있다. 등록신고서를 제출하지 않은 등록준비기간에는 청약이 금지되고, 대기기간에는 구두의 청약은 가능하지만 서면에 의한 청약은 제한된다.

자산유동화증권의 경우 구조가 복잡하고 유동화자산의 다양한 특성 및 신용보강 등으로 인해 투자자에게 제공되어야 하는 정보 역시 복잡하다.

잠재적인 현금흐름의 패턴, 유동화자산의 성격, 발행증권의 구조에 대한 중요성 때문에 실질 자산보유자나 발행인들은 거래 구조가 확정되거나 최종 사업설명서를 발행하기 전에 기초자산과 거래 구조를 확인할 수 있는 서류나 보고서를 잠재적인 투자자들에게 제공하기를 원한다. 이러한 자료들은 잠재적인 투자자들이 거래 구조를 이해하고, 조기상환 가정 및 자산의 현금흐름과 수익률에 영향을 주는 다른 이슈들을 분석하는데 도움을 준다. 동 자료에는 다양한 통계 자료가 포함되어 있기 때문에 이러한 정보를 구두로 제공하는 데에 한계가 있다.

이에 따라 1990년 중반 이후부터 SEC는 비조치의견서를 통해 Form S-3을 사용하는 자산유동화증권 발행주체에게 등록신고서 효력 발생 이후 사업설명서 제공 이전의 기간에는 각종 계산근거나 보고서 이용을 허용하였다. 즉 유동화 구조를 설명하는 보고서, 기초자산명세서 및 현금흐름 분석표 등 세 가지 기본적인 형태의 자료의 경우에는 등록신고서 효력 발생 이후 사업설명서 제공 이전의 기간에도 잠재적인 투자자에게 제공될 수 있도록 허용하였다.

최종 사업설명서가 배포되기 이전에 주요한 변동요인이 발생하는 경우에는 추가적인 등록을 요구하고 있다. 예를 들어 최종 사업설명서가 배포되기 이전에 사용된 자산명세서에 중요한 변동사항이 존재하면 처음 사용일 이후 2영업일 이내에 Form 8-K로 등록되어야 하며, 모집 시 등록신고서의 참고 사항에 포함되어야 한다. 최종 사업설명서 배포 이전에 사용된 유동화 구조에 대한 보고서, 현금흐름분석 보고서 등은 최종 사업설명서 등록 이전에 혹은 등록과 동시에 Form 8-K로 등록되어야 한다. 만일 최종 사업설명서 배포 이전의 자료들이 사용되었다면 배포 이후 2영업일 이내에 등록해야 한다.

## 나. 배포 이전 단계의 면제규정

유동화와 관련한 비조치의견서에서는 Form S-3에 의한 일반증권의 모집 절차에 비해 자산유동화증권 모집절차에서는 사업설명서 이외에 보다 많은 자료를 이용할 수 있도록 허용하고 있다. 따라서 자산유동화증권의 경우 등록신고서 효력 발생 후 배포 이전의 단계에서 자산유동화와 관련된 추가적인 자료를 제공할 때 증권법의 면제조치를 일부 허용한다. 다만 이러한 면제조치는 투자등급 자산유동화증권의 모집 등록에 한하여 적용된다.

## 다. 자산유동화증권 모집 관련 공시 자료의 내용

자산유동화증권의 모집 관련 자료는 <표 IV-2>의 정보 중 1개, 혹은 여러 조합으로 구성된 문서 형태의 자료로 정의된다.

## 라. 자산유동화증권 모집 관련 등록 요건

자산유동화증권 모집과 관련한 자료의 이용 상황과 형태에 따라 기존의 비조치의견서에는 다양한 등록 요건이 존재하였으나, Regulation AB에서는 이와 같은 다양한 등록 요건을 단일화하였다.

특정 투자자가 자산유동화증권의 일부 혹은 전부를 매입할 의사를 발행인과 인수자에게 제안한 경우, 그리고 잠재적인 투자자에게 등록신고서 효력 발생 이후 일체의 자료를 제공한 경우에는 반드시 등록을 요구하고 있다. Form 8-K의 표지에는 자산유동화증권에 대한 관련 등록신고서의 SEC 등록 번호를 공시해야 한다. 기존에 등록된 내용 이외의 새로운 내용이 추가되지 않은 공모에 이용되는 자료는 등록할 필요가 없다.

<표 IV-2> 자산유동화증권 모집 관련 공시의 내용

구분	주요 내용
자산유동화증권의 구조	발행증권, 우선순위, 지불 우선순위, 지불 방식, 세금, 법률 의견, 발행증권의 세부 정보 등
유동화자산 관련 정보	자산보유자, 자산의 인수, 유동화자산 선택 기준, 사전 운영자금, 리볼빙 기간 등에 관한 정보, 중요 채무자, 기초자산의 특성 등 기초자산의 특성은 가중평균 이자, 가중평균 만기, 연체 및 대손정보, 지역적 분포 등
거래 중요 참여자	자산관리자, 수탁기관, 명목 자산보유자, 실질 자산보유자, 자산보유자, 업무수탁자, 신용보강기관 및 기타 지원 제공자 (각 참여자의 역할, 책임, 경험, 배경 등에 관한 서술을 포함)
자산성과자료	실질 자산보유자와 자산관리자의 포트폴리오, 자산양도 및 이전, 혹은 실질 자산보유자의 과거 유동화 관련 자료
특정한 유동화증권에 대한 통계 정보	수익률, 평균연수, 기대만기, 이자율민감도, 현금흐름의 성질, 총수익률, OAS(Option Adjusted Spread) 혹은 구체적인 조기상환, 이자율, 손실, 기타 가상의 시나리오 하에서의 클래스들에 관련된 금융적, 통계적 정보 조기상환에 따른 민감도 분석 및 현금흐름 분석, 대손 및 연체, 조기상환, 이자율, 관련 가정 등에 따른 현금흐름 등 통계 정보
인수자 정보	기대되는 인수 계획, 마케팅 관련 사항 모집에 참여하는 인수자(underwriters)의 정보
모집 관련	공개기간의 대략적 포함
모집절차 및 방법	인수기관, 딜러 등의 정보
정보의 수정	사업설명서 배포 이전에 제공한 정보 및 수정 여부
자료 범위 관련 검토사항	구체적인 발행주체나 인수자들은 개별 정보의 공시에 관한 구체적인 조건, 소비자 보호, 개인정보생활(privacy) 등에 주의 사업설명서 배포 이전에 제공되는 정보에 대한 범위 및 대상에 대한 검토가 필요 제3자가 제공하는 서비스나 발행주체 혹은 인수자가 서비스 제공자와의 제휴 여부에 대한 정보와 관련하여 제3자가 개발한 모형을 사용했을 경우 면제규정을 명확히 할 필요

모집에 이용된 자료는 통합된 형태로 등록되어야 한다. 법적 사업설명서가 아닌 외부 모집을 위한 자료의 경우에도 그 자료들에 대해 모집 자료로서의 책임을 부과한다. 또한 외부 공모를 위한 자료의 경우에도 전자 등록을 요구하고 있다.

## 5. 자산유동화증권 유통시장 공시

### 가. 유통시장 공시와 관련한 요건

자산유동화증권의 유통시장 공시는 증권에 상환과 관련된 성과를 모니터링하는 차원에서 중요하다. Regulation AB에서는 기존의 분기보고서를 대체하는 새로운 보고 방식을 도입하는 한편 유동화 구조를 포함한 보고서 형식을 개선하는 등 유통시장 공시와 관련한 요건의 일부를 개선하였다.

자산유동화증권 발행인은 자산유동화증권 발행 이후 증권거래법상 요건을 갖추어 보고해야 하고 자산유동화증권의 상장 여부에 따라 발행인의 보고 의무가 달라진다. 자산유동화증권이 증권거래소에 상장된 경우, 증권거래법 제12조에 따라 등록을 필해야 하고, 제13조 (a)항에 따라 보고서를 제출해야 한다. 자산유동화증권이 증권거래소에 상장되지 않은 경우라도, 자산유동화증권 모집을 위해 증권거래법상 등록신고서를 제출한 경우 일정 기간 동안 증권거래법 제15조 (d)항 발행인의 등록신고서 제출 의무 (filing of supplementary and periodic information)의 적용을 받는다. 일괄등록신고서로 신고한 자산유동화증권 중 새로운 발행주체가 개별 시리즈를 발행할 경우 그 증권에 대해서는 새로운 보고 의무가 부과된다.

보고 의무는 회계년도 초에 당해 유동화증권의 투자자가 300인 미만일 경우 자동적으로 소멸되고, 등록된 해는 예외로 한다. 증권거래법상 보고 의무는 소멸되어도 자산유동화증권의 투자자에 대해서는 거래에 관해 보고할 의무가 있다.

자산유동화증권 발행 후 공시는 Form 10-K와 Form 10-D를 통한 정기보고와 Form 8-K를 통한 수시보고로 이루어진다. 분기보고서인 Form 10-D는 자산유동화증권에 대해 기존의 Form 8-K를 대체하는 새로운 양식으로 월별 또는 분기별로 제출해야 한다. 연차보고서인 Form 10-K는 자산유동화증권 구조를 포함한 양식으로 제출되며, 자산유동화증권에 대해 요구하는 정보는 기존 규제 체제보다 축소되었다. Sarbanes-Oxley Act가 발효됨에 따라 발행주체의 감사재무제표를 요구하는 대신 자산관리 성과평가 보고서 및 독립적인 회계법인에 의한 자산관리 기준 충족 여부에 대한 검증서를 포함하도록 하였다. 이로 인해 SEC는 발행인의 재무보고에 대한 내부통제 요건에 대해서는 면제특례를 인정하였다. SEC는 자산유동화증권 연차보고서를 위한 고유의 인증서 양식을 제공하고 있고 인증서에 서명할 수 있는 대상에 대해서도 명시하였다. 수시보고 양식으로 주요 경영사항 신고서인 Form 8-K는 관련 기관의 부도, 조기상환사유 발생, 자산관리자 및 수탁기관 대체 등 특이사항을 보고하기 위해 사용된다. Form 8-K는 Form 10-Q 대신 제출되며, 자산유동화증권의 분매(distribution) 빈도를 근거로 주로 1달에 한번 제출된다.

## 나. 발행인의 정의와 보고 의무 부과대상

증권거래법 규정에서는 보고 의무를 부담하는 자산유동화 거래참가자를 명목 자산보유자로 명시하고 있다. 다른 발행주체가 명목 자산보유자를 겸임하거나 당사자 자신이 보유한 증권의 명목 자산보유자일 경우 동

일인이라도 다른 발행인으로 구별된다. 즉 일괄등록신청서에서 첫 번째 분리발행(takedown)을 한 특정 발행주체의 명목 자산보유자는 그 다음 분리발행을 한 다른 발행주체의 명목 자산보유자와는 다른 발행인으로 취급 받는다. 이는 동일한 일괄등록신고서로 등록한 다른 발행주체의 자산유동화증권 모집이 서로 관련되어 있지 않다는 자산유동화증권의 실질적인 면을 잘 반영하고 있다.

증권거래법상 자산유동화증권 보고 의무의 대상이 되는 자는 보고 요건을 가장 잘 감독할 수 있는 거래참여자이다. 또한 증권거래법상 자산유동화증권에 요구되는 보고서에 대해서는 그 서명 주체가 명시되어 있다. 보고서 서명은 원칙적으로 명목 자산보유자가 수행하는 것으로 하고, 그 대안으로 자산관리자의 대표가 발행주체를 대신해 서명하는 방법도 허용하고 있다.

자산유동화증권 보고 의무 시점에 있어서는, 일괄등록된 자산유동화증권의 경우 첫 번째 분리발행까지는 증권거래법상 보고 의무가 없고, 분리발행이 이루어지고 자산유동화증권이 발행된 이후에는 지속적인 보고 의무가 부과된다. 자산유동화증권 보고 의무의 부과 및 정지 시점은 각각 분리발행되는 자산유동화증권마다 개별적으로 결정된다.

발행주체가 다른 자산집합의 현금흐름에 대해 지분이나 권리를 갖는 자산으로 자산유동화증권을 발행한 경우, 이에 대해서는 개별적인 규정을 채택하고 있다(증권거래법 Rule 15d-23). 증권법상 개별적 등록을 요하는 유통회사채나 다른 자산유동화증권을 증권화한 경우가 이에 해당된다. 신용카드와 자동차리스 자산유동화증권은 발행주체의 유동화자산이 매개금융자산(intermediate financial asset) 하나 또는 다수로 구성되도록 설계된다. 예를 들면, 신탁 구조에서는 자산유동화증권 발행주체의 자산집합이 신용카드 마스터 신탁의 자산집합에 대한 지분을 나타내는 담보증서(collateral certificate)로 구성되어 있다. 근본적으로 담보증서는 자산유동

화증권의 모집 등록과 개별적으로 등록을 필요하여 함으로 담보증서와 그 담보증서로 자산유동화증권을 발행한 경우 개별적인 보고 의무가 부과된다. 매개금융자산에 대한 개별적 보고서가 투자자에게 추가적인 정보를 제공하지 않는다는 점을 고려할 때, 특정 조건을 만족할 경우, 매개금융자산에 대한 개별적인 보고서를 제출할 필요는 없다. 그 조건은 ①자산유동화증권 발행주체와 금융자산의 발행주체 모두 동일한 실질 자산보유자와 명목 자산보유자에 의해 설립될 것, ②금융자산이 단순히 법률적 요건을 충족하고 자산유동화증권 구조설계를 촉진하기 위해 고안될 것, ③금융자산이 등록 또는 보고 요건을 회피하기 위한 차원에서 고안된 것이 아닐 것, ④금융자산을 발행주체가 보유하고 유동화자산의 한 부분일 것, ⑤ 자산유동화증권 공모와 금융자산의 공모 모두 증권법에 따라 등록할 것 등이다. Regulation AB는 자산유동화증권에 적용되는 보고 의무에 영향을 미치지 않는다.

#### 다. EDGAR에의 서류제출 방법

EDGAR에 제출하는 자산유동화증권 관련 보고서의 형식에 대해서는 개정되지 않았으나 이를 제출하는 방법에 대해서는 정보 제공의 효율성 차원에서 개정이 이루어졌다. EDGAR 시스템 하에서 서류를 제출하는 발행주체는 CIK(Central Index Key) 코드를 할당받는다. 일반적으로 서류제출 시기에 발행주체가 정해지지 않기 때문에 명목 자산보유자는 EDGAR에 고유의 CIK 코드로 자산유동화증권의 모집총액을 등록하는 등록신고서를 제출한다. 일괄등록신고서에서 새로운 발행주체가 자산유동화증권을 분리발행하는 경우 증권거래법 제15조 (d)항에 따라 새로운 보고 의무가 발생된다. 명목 자산보유자가 증권법 Rule 424(b)에 따라 제출된 사업설명서 앞에 분리발행임을 보고하기 위해 “serial“이라고 표시한 경우,

EDGAR 시스템은 자동적으로 새로운 발행주체에게 새로운 CIK 코드와 보고파일 번호를 부여한다. 명목 자산보유자는 새로운 발행주체의 이름 전체를 serial tag의 일부로 넣어야 한다. 동일한 일괄등록신고서에서 각각 분리발행이 이루어질 경우, 새로운 발행주체는 serial tag를 통해 CIK 코드와 파일 번호를 얻기 위해 동일한 절차를 따라야 한다. 새로운 발행주체의 명목 자산보유자로서 역할을 담당하는 발행인은 각 발행기관의 개별적인 정기보고서를 준비해야 하고, 이러한 보고서를 각 발행주체별로 독립적인 CIK 코드 하에 제출해야 한다.

각 발행주체가 개별적인 보고서를 제출하는 것은 투자자로 하여금 특정 발행주체와 자산유동화증권에 대한 정보 접근을 좀 더 용이하게 하기 위한 것이다. 또한 발행주체가 CIK 코드를 부여받아 개별적으로 보고서를 제출하는 것이 발행주체의 보고 의무 실행 여부와 보고 의무 정지 여부 확인을 용이하게 할 것이다. 실질 자산보유자와 명목 자산보유자가 동일할 경우, 다수 발행주체의 정보를 “통합된(combined)” 보고서로 제출하는 것은 투자자에게 혼란을 야기할 수 있다.

## 라. 분매보고서(Form 10-D)

### 1) 분매보고서의 개요

자산유동화증권의 정기적 분매와 유동화자산 집합의 성과를 보고하는 양식이 기존의 Form 8-K에서 새로운 양식인 Form 10-D로 대체되었다. Form 8-K는 기업의 합병, 부도 등 특이 사항을 보고하는 수시보고 양식이지만, Form 8-K가 정기보고 양식이 아니고 투자자들에게 자산유동화증권 이외 타 증권에 Form 8-K와 혼동을 야기한다는 문제로 인해 새로운 보고 양식인 Form 10-D가 도입되었다. 증권거래법상 보고 의무 대상이 되는 모든 자산유동화증권 발행인은 Form 10-D를 제출해야 한다.

Form 10-D는 자산유동화증권 분매일(distribution date) 이후 15영업일 이내에 제출되어야 한다. Form 10-D도 Form 10-Q와 동일하게 제출기한을 5영업일간 연장할 수 있으며 기한 연장을 위해서는 Form 10-D 제출기한 경과 2영업일 내에 Form 12b-25를 제출하여야 하고, 이로부터 5영업일 이내에 Form 10-D를 제출하면 최초 기한 내에 제출한 것으로 인정된다.

Form 10-D에 서명 날인은 명목 자산보유자 또는 그 대안으로 발행주체를 대신해서 정식으로 인가받은 대표 자산관리자(다수의 자산관리자가 있을 경우 master servicer)가 해야 한다. 명목 자산보유자나 자산관리자 대신 수탁기관이 서명하는 것은 허용되지 않는다.

## 2) 공시 내용

Form 10-D 공시 내용은 분매와 유동화자산의 성과 정보 그리고 Form 10-Q Part II에서 요구하는 정보와 유사한 비재무정보 등이다. 이를 Regulation AB 이전의 자산유동화증권 공시 수준에 비해 추가적으로 요구되는 정보는 없다.

등록인은 Regulation AB Item 1121에서 요구하는 바와 같이 분매와 유동화자산 성과에 대한 정보를 제공하기 위해 수탁기관이나 증권보유자에게 교부한 분매보고서를 Form 10-D에 첨부하여야 한다. 다양한 자산이 다양한 구조로 증권화될 수 있기 때문에 Item 1121에서 요구하는 정보나 거래약정 시 준비하는 분매보고서의 형식을 통일하기는 어렵지만 공통적인 특성을 갖는 공시 내용과 예시로 구분 가능하다. 중요한 약정 조건, 거래 상대방, 사용된 약어를 소개하기 위해 제공되어야 하는 적절한 설명 정보<sup>27)</sup>는 표와 그림 형태로 표현되어야 한다.

27) ①기록일(record dates), 발행일(accrual dates), 결정일(determination dates), 분매일, ②현금흐름의 금액과 원천(가능하면 포트폴리오 수익률 포함), ③현금 지급 형태와 우선순위에 의해 분류된 자금흐름의 금액과 분매, 신용보강에 대

자산집합의 추가, 대체, 제거로 인해 자산집합 전체 구성에 중요한 변화가 생긴 경우, Regulation AB Item 1110, 1111, 1112에 의해 전체 자산집합 구성에 대한 최신 정보가 제공되어야 한다. 약정 조건대로 자산이 현금화된 것이 아니라 외부적 자산관리(external administration)를 통해 유동화자산풀이 변화한 경우에 이를 공시하는 것은 투명성 제고 차원에서 중요하다. 공시 부담완화를 위해 사전 자금조달이나 리볼빙 기간에 마스터 신탁으로부터 새로운 자산유동화증권이 발행되거나 중요한 정보 변경이 일어난 경우에만 유동화자산풀 구성 정보를 발행주체의 회계년도 최근 분배기간 내의 Form 10-D에 포함해야 한다.

Form 10-D의 다른 공시 사항들은 Form 10-Q에 요구했던 비재무정보 공시와 일치한다. 그 내용은 법적 진행 사항, 증권매각, 판매수익의 사용, 주주총회 의결사항의 제출 등이다.

주요 채무자와 신용보강 제공자에 대한 재무 정보는 Form 10-D의 Item 6, 7에서 갱신하도록 요구하고 있다. 갱신된 제3자의 재무 정보는 Regulation S-X에서 요구하는 기간에 최초의 분배보고서에 포함되어야 한다. 주요 채무

---

한 지급, 증권보유자에 대한 분배, 잉여 현금흐름(excess cash flow)의 금액과 처리(disposition), ④기초자산과 자산유동화증권에 적용되는 이자율. 등록인은 지급대상에게 유동화자산풀의 이자율정보를 제공해야 함, ⑤자산유동화증권의 기초 및 기말 원금잔액(principal balance), ⑥약정계정의 기초 및 기말 잔액, 예를 들어 준비금계정(reserve account), 분배기간 동안의 중요한 계정의 현황 ⑦가능하다면 신용보강으로 빠진 금액과 사용가능한 금액 ⑧분배기간 내 갱신된 유동화자산풀에 대한 정보: 각 기간 기초와 기말의 유동화자산풀의 숫자와 금액, 가중평균이자(weighted average coupon), 가중평균만기, 가중평균잔존기간, 유동화자산풀의 분해(factors) 및 선지급금액 ⑨기간 내 연체(delinquency) 및 대손 정보 ⑩기간 내 대출금(선수금)과 상환금의 금액, 조건, 목적 ⑪분배기간 동안 유동화자산풀의 조건, 수수료(fees), 벌금, 지급에 대한 중요한 수정, 연장, 면제사항 ⑫유동화자산풀의 설명, 보증(warranty), 계약조항에 대한 중요한 위반사항 ⑬조기상각, 청산, 다른 성과 트리거의 결정에서 사용되는 비율, 적용범위, 테스트에 대한 정보

자는 집중도 테스트(percentage concentration test)를 통해 결정된다. 주요 채무자는 거래 시 정해진 양도가능일(designated cut-off dates)에 결정되고, 마스터 신탁의 경우에는 동일한 자산을 기초로 하는 각 자산유동화증권 발행의 양도가능일에 결정된다. 양도가능일 이후에 비중 집중도가 10% 미만으로 떨어질 경우, 해당자는 더 이상 주요 채무자로 간주되지 않는다.

특정 분배보고서의 해당 기간 동안 Form 8-K의 제출이 필요한 사건이 발생하고 이것이 Form 8-K에 공시되지 않은 경우, 그 사건이 발생한 기간에 Form 8-K에서 정한 공시 내용을 Form 10-D에 포함시켜야 한다.

**<표 IV-3> Form 10-D의 공시 사항**

Item 1	분매와 유동화자산폴 성과 정보(Regulation AB의 Item 1121)
Item 2	법적 진행 상황(Regulation AB의 Item 1117)
Item 3	증권매각과 판매수익의 사용(Form 10-Q Part II의 Item 2)
Item 4	선순위 증권의 채무불이행(Form 10-Q Part II의 Item 3)
Item 5	주주총회 의결 사항의 제출(Form 10-Q Part II의 Item 4)
Item 6	유동화자산폴의 주요 채무자(obligor)의 정보(Regulation AB의 Item 1112(b))
Item 7	중요한 신용보강 제공자의 정보(Regulation AB의 Item 1114(b)(2)와 1115(b))
Item 8	기타 정보
Item 9	첨부 서류(Regulation S-K의 Item 601)

## 마. 연차보고서(Form 10-K)

### 1) 연차보고서의 주요 내용

연차보고서의 기존 항목 중 생략할 수 있는 항목과 Regulation AB로 대체할 수 있는 항목을 명시하고 있다. 발행주체에 임원이나 이사가 있는 경우 Regulation S-K의 Item 401, 402, 403, 404가 공시되어야 하고, 발행주체의 감사재무제표나 재무보고의 내부통제에 관한 추가적인 요건은 요구하지 않고 있다. Regulation AB Item 1117의 법적 진행 사항과 Item 1119의 제휴 관계 및 관련 거래에 대한 정보는 공시되어야 한다. Item 1119에서 요구하는 정보가 Form 10-K, 유효 등록신고서, 사업설명서에 공시된 내용과 같을 경우 공시하지 않아도 된다. 주요 채무자와 신용보강 제공자에 대한 재무 정보의 갱신도 요구된다. 대체 방법으로 상황에 따라 참조기관을 통해 정보를 제공하는 방법이 있다. 기존 보고시스템에서 요구하는 바와 같이 자산관리자 감리보고서(servicer compliance statement)는 Form 10-K에 반드시 포함되어야 한다. 자산관리자 감리보고서에는 자산관리자의 공인된 임원이 서명해야 한다. 자산관리 약정 하에서 자산관리자의 업무와 성과는 해당 임원의 감독 하에 이루어져야 하고, 해당 임원은 충분한 지식을 보유하고 보고기간 동안 의무를 충실히 이행해야 한다. 다수의 자산관리자가 자산집합을 관리할 경우, Regulation AB Item 1108(a)(2)(i)~(iii)의 기준을 충족하는 자산관리자(유동화자산풀의 10% 이상을 관리하는 대표 자산관리자, 제휴 자산관리자, 제휴되지 않은 자산관리자)는 개별적인 감리보고서를 제출해야 한다.

Form 10-K에는 명목 자산관리자의 임원이 서명하거나, 발행주체를 대표해서 자산관리자의 자산관리담당 임원이 서명해야 한다. 한 자산관리자가 발행주체와 다수의 자산관리자를 대표해 서명할 경우, 대표 자산관리자의 담당 임원이 서명해야 한다. Form 10-D와 동일한 이유로, 수탁기관 같은 추가적인 기관이 서명하는 것은 허용되지 않는다.

2) 연차보고서 인증서

2003년 6월 SEC는 Sarbanes-Oxley Act 상 인증서에 대한 규정을 수정하였고, 이에 따라 Regulation S-K의 Item 601에서 요구하는 Sarbanes-Oxley Act 제302조에 의한 Form 10-K의 인증서 양식을 <표 IV-4>와 같이 제시하였다.

<표 IV-4> Form 10-K의 인증서 양식

I. [인증인] 다음의 사항에 대해 인증하였음

1. 본인은 [발행주체]의 Form 10-K의 해당 기간 동안 제출된 Form 10-K와 Form 10-D 보고서를 검토하였음
2. 본인의 전문적 지식에 근거할 때, 증권거래법상 정기보고서는 중요한 사실에 대해 사실과 달리 기술한 보고 내용을 담고 있지 않고, 보고서가 작성된 상황을 미루어 보아 오도할 수 있는 중요한 정보를 누락하지 않았음
3. 본인의 전문적 지식에 근거할 때, Form 10-D에 포함된 분배, 자산관리 정보는 증권거래법상 정기보고서에 포함되었음
4. 본인은 자산관리자의 행동을 검토할 책임이 있으며, 본인의 전문적 지식을 근거로 할 때 Regulation AB Item 1123 하에서 이 보고서에 요구하고 있는 자산관리자 감리보고서를 준비하는데 감사 검토를 하였음. 증권거래법상 정기보고서에 공시한 경우와 자산관리자가 자산관리 계약 시 의무를 충실히 이행하였을 경우 제외
5. 자산유동화증권의 자산관리 기준에 대한 준수평가보고서와 이에 대한 증명서는 Regulation AB Item 1122와 증권거래법 Rule 13a-18과 15d-18에서 언급하는 바와 같이 이 보고서에 포함되었음. 앞의 보고서들에 기재된 기준을 준수하지 않은 중요 사건은 Form 10-K에 공시되었음

상기 인증서는, 다음의 unaffiliated parties들로부터 수령한 정보를 근거로 작성되었음 (자산관리자, 부수자산관리자, 공동자산관리자, 명목 자산보유자, 수탁기관)

날짜 :  
 서명 :  
 직위 :

자산유동화증권 발행주체에는 대부분 임원이나 재무담당 임원이 없기 때문에 자산유동화증권 인증서 서명은 명목 자산보유자의 자산유동화증권 담당자 또는 발행주체 대신 자산관리자의 담당 임원이 할 수 있도록 한다. 인증서 서명 요건은 Form 10-K의 서명 요건과 동일하고 Form 10-K에 서명하는 주체가 인증서에도 서명해야 한다.

### 3) 자산관리 기준준수 평가 및 회계법인의 검증보고서

Form 10-K에는 발행주체의 감사재무제표를 포함하지 않아도 되지만 대신 자산관리와 관련한 기준의 준수에 대한 자산관리자의 견해와 독립된 회계법인의 검증이 포함되어야 한다. 자산유동화증권 투자자는 자산관리 성과를 가장 중요시 여기고 자산관리 기능에 대한 독립적인 제3기관의 검증은 자산관리 성과에 관한 확신과 투명성을 증대시켜 준다. 자산관리 성과 평가와 검증에 대해서는 통일된 기준이 존재하지 않았으나 가장 일반적으로 사용하는 기준은 USAP(Uniform Single Attestation Program)이 개발한 기준이다.

USAP는 원래 주거용 주택저당대출(residential mortgage)에 관련된 기준을 서면으로 설명하였고 시간이 경과함에 따라 자동차론 같은 다른 자산유동화증권 거래로 확장하였다. USAP 기준의 문제점은 주거용 주택저당대출 이외의 특정 자산 유형에 적용할 경우 일관성이 없고, 자산유동화증권 자산관리와 관련된 업무 및 거래참여자 전체를 명확하게 다루지 못한다는 점이다.

자산관리 기준준수에 대한 평가 및 검증은 투자자의 투자의사결정 및 모니터링 시 감사재무제표나 재무보고 내부통제 보고서보다 좀 더 직접적이고 효율적으로 중요한 정보를 제공하지만, 기존 시스템에서는 적절한 자산관리 기준이 부족하다는 문제로 평가 및 검증에 한계가 존재하였다.

이로 인해 보고 유형에 비밀관성이 존재하고 유용성, 연관성, 비교가능성을 감소시키는 결과를 초래할 가능성 역시 존재하였다. 이에 따라 Regulation AB에서는 자산관리 기능에 참가하는 모든 참여자가 평가보고서를 내고 회계법인의 검증을 받는 방식으로 규정을 수정하였다.

Form 10-K에는 Regulation AB Item 1122에서 채택한 자산관리 기준의 준수 여부 평가를 위해 자산관리 기능에 참여하는 모든 참여자의 보고서가 포함되어야 한다. 동 기준에서는 평가보고서의 각 형식에 대해서 명시하고 있고 몇몇 사항을 포함하도록 요구하고 있다. 포함되어야 하는 사항은 자산관리 기준 준수 여부에 대한 평가에 있어서 참여자의 책임에 관한 견해, 자산관리 기준 준수의 적정성 여부를 평가하기 위해 자산관리 기준을 사용하는 참여자의 견해, Form 10-K의 당해 회계년도 말 현재 적용가능한 자산관리 기준 준수 평가(보고서는 참여자의 비준수의 중요한 예에 대한 내용을 포함하여야 함), 각 참여자의 당해 회계년도 말 적용가능한 자산관리 기준의 준수평가에 대한 회계법인 검증보고서 등이다.

SEC는 “단일 책임 참여자(single responsible party: 명목 자산보유자 또는 자산관리자)”가 자산관리 기준 준수에 관해 평가할 것을 제안한 바 있다. 그러나 자산관리 기능에 참여하는 모든 참여자들의 견해를 수렴한 후 인증서에 서명하는 명목 자산보유자 또는 자산관리자가 이를 평가하고 회계법인으로부터 검증을 받는 방식으로 수정되었다. 회계법인은 자산관리 기준 자체와 이를 기준으로 한 평가 내용에 대해 검증해야 한다.

해당 기간에 있어서는 전체 회계년도에 걸쳐 자산관리 기능의 평가가 이루어져야 한다. 자산관리 기능에 있어서는 다수의 자산관리자가 있을 경우 자산관리 기능에 참여하는 모든 참여자가 자산관리 기준 준수 여부를 평가하고 보고서를 제출하는 방식을 채택하였다. 여기서 관련 참여자의 정의는 유동화자산의 10% 이상을 관리하는 참여자를 의미한다. 수탁기관의 경우, 평가 및 검증보고서를 제출해야 하는 수준의 자산관리 기능을

수행하지만, 자산관리자와 기준준수 평가보고서의 공시 요건 목적상 Regulation AB의 자산관리자 정의에는 포함되지 않는다.

기존에는 자산관리를 평가할 수 있는 유일한 기준이 USAP이었다. 그러나 USAP는 다양한 자산유동화증권에 적용하기 어렵고 자산관리 기능에 대해서는 다루고 있지도 않다. 이에 따라 SEC는 자산관리 평가를 위한 기준으로 공시근간 자산관리 기준(disclosure-based servicing criteria)을 제안하였다. 공시근간 자산관리 기준은 기존의 자산관리 평가 기준을 일부 채택하고 실제 거래약정을 근거로 이를 보장하는 방식으로의 기준이다. 공시근간 자산관리 기준은 4개의 큰 카테고리로 구성되고 자산유동화증권 자산관리에 적용가능한 자산관리 기준을 포함하고 있다.<sup>28)</sup>

일반 자산관리 관련 사항은 자산관리자 또는 다른 관련 참여자가 자산유동화증권을 구조적으로 모니터링하기 위한 정책과 절차를 제정하고 거래약정에서 정한대로 관리업무를 수행하는지 여부에 대해 공시하도록 고안되었다. 자산관리 업무에는 자산관리 업무가 아웃소싱된 경우 제3자의 업무를 모니터링하고, 대체 자산관리자를 유지하는 내용도 포함된다.

현금 수취와 관리는 자산관리자 또는 다른 관련 참여자가 거래약정에서 정한대로 원채무자로부터 현금을 수취하고, 투자자에게 분배하고, 거래계정을 유지하는지를 공시하기 위해 고안되었다. 거래약정의 유지에 대한 공시는 투자자들에게 자산유동화증권 거래가 초기에 계획한대로 이루어지고 있다는 확신을 주기 위해 필요하다.

투자자에 대한 지급 및 보고는 자산관리자 또는 다른 관련 참여자가 거래약정대로 투자자에게 분배하고 현금흐름에 맞게 투자자들에게 이 금액을 보고하는지의 여부를 공시하기 위해 고안되었다.

---

28) Regulation AB Item 1122의 paragraph (d)에서는 일반 자산관리 관련 사항, 현금 수취와 관리, 투자자에 대한 지급 및 보고, 유동화자산 관리 등을 다루고 있다.

유동화자산의 관리항목은 자산관리자 또는 다른 참여자가 거래약정대로 유동화자산을 유지·관리하고 있는지 여부를 공시하기 위해 고안된 항목이다. 특정 담보의 보전, 유동화자산의 변화 관리, 유동화자산의 변화에 대한 공시, 대손 또는 대손된 자산의 회수, 채무자를 위해 신탁에 보유되는 자금의 관리, 외부지원 유지 등이 해당된다.

다수의 자산관리 참여자가 보고서를 제출해야 하기 때문에, 특정 참여자에게 적용 불가능한 특정 기준은 제외할 수 있도록 하였다. 자산관리자가 자산관리 기능 중 참여하지 않는 부분이 있거나 관리하는 해당 자산에 그 기준이 적용가능하지 않은 경우, 특정 기준을 제외할 수 있지만 이를 자발적으로 선택할 수는 없도록 하고 있다. 특정 기준이 제외된 경우, 평가 및 검증보고서에 해당 기준의 적용불가능성에 대해 공시해야 한다. 인증서에 서명하는 참여자의 경우 각 보고서들에 전체 자산관리 기능이 모두 잘 수록되어 있는지에 대해 검토해야 한다.

자산관리 참여자는 평가보고서에 기준을 준수하지 않은 중요한 경우를 설명하고 이로 인해 유동화자산의 성과, 유동화자산의 관리, 자산유동화증권의 현금 지급 등에 영향을 미칠 수 있다는 사실을 Form 10-K에 공시해야 한다. 그러나 이를 위한 특정 항목을 채택하지는 않았다. 기준을 준수하지 않은 중요한 경우의 공시는 보고기간 내에 시정되었다고 하더라도 공시되어야 한다.

자산관리 기능에 참여하는 모든 참여자의 자산관리 기준준수 평가보고서는 회계법인의 검증을 받아 Form 10-K에 포함해야 한다. 검증은 2004년 4월 PCAOB(Public Company Accounting Oversight Board)가 채택하고 있는 검증표준(standards for attestation engagements)에 준하여 이루어져야 한다. Form 10-K에 검증보고서를 포함하도록 하기 위해 Regulation S-X가 개정되었다. Regulation S-X에서는 “자산유동화증권 자산관리 기준의 준수 평가에 대한 검증보고서”를 회계법인이 자산관리 기준의 평가 내

용에 대해 검증업무 기준에 부합하는지에 관한 의견(또는 왜 의견을 표시할 수 없는지에 대한 내용)을 제시한 보고서로 정의한다.

### 바. 주요 경영사항보고서(Form 8-K)

2004년 3월 11일, SEC는 Form 8-K의 공시 대상 항목을 확대하였고 보고 기한을 5영업일 또는 15영업일에서 4영업일로 단축하는 개정을 수행하였다. 이는 Sarbanes-Oxley Act 제409조 “실시간 공시(real time disclosure)”를 반영한 것이고, 투자자에게 중요한 사건에 대해 신속하고 우수한 정보를 제공하기 위한 의도로 개정되었다. Form 8-K 공시 항목은 자산유동화증권에 대해서도 공평하게 적용되고, 자산유동화증권에 대해 Form 8-K로 보고해야 하는 항목의 수는 기존 보고시스템보다 확대되었다. 자산유동화증권을 위한 Form 8-K 관련 설명서(instruction)에서는 공시 항목을 명시하고 있다. Form 8-K에는 Form 10-D처럼 명목 자산보유자 또는 자산관리자가 서명할 수 있다. 설명서에서는 기존의 공시 항목 중 생략가능한 항목을 명시하고 있다.

Item 1.01과 1.02에서는 중요한 거래계약의 체결, 수정 및 종료를 포함해 보고가치가 있는 사건에 대해 명시하고 있다. Item 1.03의 설명서에서는 명목 자산보유자(또는 Form 10-K에 서명한 자산관리자)가 자산유동화증권 거래에 관련된 실질 자산보유자, 명목 자산보유자, 자산관리자, 수탁기관, 주요 채무자, 주요 신용보강 제공자, 기타 주요 참여자의 부도 또는 재산관리 개시를 알았다면 동 항목에 의해 공시를 해야 한다는 것을 명확히 하였다. Item 2.04의 설명서에서는 자산유동화증권에 관련된 현금흐름의 지급 우선순위 및 분배에 중요 변경사항을 유발할 수 있는 조기상환발생, 자산관리 성과와 자산유동화증권 상환계획 등 보고가치가 있는 사건에 대해 명시하고 있다. 서류관리에 대한 수정을 다루는 Item 5.03의 설명

서에서는 보고 기준과 무관하게, 자산유동화증권 발행주체의 관리서류에 대한 어떤 수정도 동 항목 하에서 공시 의무를 유발한다. Item 5.03에서는 자산유동화증권 이외 증권에도 동일한 요건을 부과하고 있다.

자산유동화증권의 주요 경영 사항 변동과 관련된 항목은 Form 8-K의 Section 6에서 다루고 있다. 새로운 항목들은 즉시 공시해야 하는 중요한 사건에 대해 다루고 있다. Item 6.01을 제외하고 모든 자산유동화증권 관련 항목은 다른 Form 8-K 항목과 같이 4영업일 내에 보고해야 한다. Item 6.01은 자산유동화증권 정보 및 평가 자료에 관한 항목으로, 증권법 Rule 426에 따라 제출해야 하는 자산유동화증권의 정보 및 평가 자료에 대해 보고한다. Item 6.02는 자산관리자 또는 수탁기관의 변경에 관한 항목으로, 자산관리자가 Regulation AB Item 1108(a)(2)상 공시 기준을 충족하고, 수탁기관이 수탁업무를 사임한 경우, 새로운 자산관리자 또는 수탁기관이 임명된 경우에는 변화가 발생한 날에 공시해야 한다. Regulation AB Item 1108(d)상 변화와 관련된 정보 공시를 요구한다. Item 6.02에서 요구하는 정보가 결정되지 않았거나 서류 제출시점에 이용가능하지 않은 경우, 등록인이 제출 서류의 효력 발생에 관한 서류를 제출해야 하고, 서류 제출에 영향을 미치는 정보가 결정되거나 사용가능하게 된 지 4영업일 내에 수정 사항을 제출해야 한다.

Item 6.03은 신용보강이나 기타 외부지원의 변동에 관한 항목으로 신용보강 또는 외부지원의 계약 만료 및 의무 이행 이외의 사유로 종료된 경우, 종료일, 계약참여자 신원, 계약 조건, 종료 관련 중요상황, 조기종료에 따른 벌금 등에 대해 공시하도록 하고 있다. 새로운 신용보강 및 외부 지원이 추가될 경우, 가능하다면 이에 대해 공시해야 한다. 기존의 중요한 신용보강 및 외부지원이 변경된 경우, 계약 조건에 대해 공시한다. 신용보강 및 외부지원의 변동이 직간접적으로 자산유동화증권 또는 유동화자산과 현금흐름에 중요한 영향을 미칠 경우, 발행주체가 관련 계약의 참여자인지 여부를 공시해야 한다.

공시 시점에 결정되지 않거나 이용가능하지 않은 정보의 경우 등록인이 Form 8-K에 이의 영향을 기술하고, 공시 정보가 결정되거나 이용가능하게 된 후 4영업일 이내에 수정본을 제출해야 한다. Item 6.04는 분매 실패에 관한 항목으로 자산유동화증권 보유자에게 계약상 분매일에 분매하지 못한 경우, 그 사실과 이유를 공시하도록 하고 있다. 이 항목에 대한 공시가 상환기간에 대해 Form 10-D 제출 의무(유동화자산성과정보 등)를 대신하는 것은 아니다. Item 6.05는 변동 사항에 대한 공시로, 동 항목은 자산유동화증권 발행 당시의 실제 자산집합의 구성이 공모 시 최종 사업설명서상의 자산집합의 구성과 차이가 나는 경우를 다루고 있다. Form S-3 일괄등록신고서와 분리발행 시 제출하는 최종 사업보고서의 유동화자산이 5% 이상 변동할 경우(계약조건에 따라 유동화자산풀이 현금으로 전환된 경우 제외), 실제 자산집합에 대해 공시해야 한다.

Form 8-K에 대해서는 사건의 발생 여부를 결정하기 어려운 경우에 제한적인 면제규정을 두고 있다. 기존에는 Form 8-K를 적시에 제출하지 않았을 경우 정기보고서 제출기한까지 연장하는 것을 인정하였다. 자산유동화증권은 Form 10-Q를 제출하지 않기 때문에 Form 8-K를 통해 제출되지 않는 공시 내용은 사건 발생기간의 Form 10-D에 포함되어야 한다.

### 사. 기타 증권거래법 개정사항

자산유동화증권에 관련해서는 Form 10-Q를 제출하는 대신 분매보고서인 Form 10-D를 제출하여야 하고, Form 10-Q의 비재무적 항목은 Form 10-D에서도 요구된다. Form 10-Q에서 요구하는 재무 항목은 발행주체에 관해서는 의미있는 정보를 제공하지 못하기 때문에 자산유동화증권에 대해서는 Form 10-Q 제출 의무를 제외하였다.

또한 자산유동화증권에 대해서는 증권거래법 제16조(Directors, Officers, and Principal Stockholders)의 적용을 완전히 면제하고 있다. 제16조 (a)항에서 보고 요건 뿐만 아니라 제16의 다른 조항도 자산유동화증권 발행주체의 수동적인 특성 때문에 자산유동화증권 발행인에게 적용될 수 없다. 자산유동화증권에 대한 제16조의 면제는 공공의 이익 측면에서 합리적이고 투자자 보호 측면에도 부합한다.

현재 증권거래법 Rule 13a-10과 15d-10에서는 발행인이 회계년도 말을 변경할 경우에 적용할 수 있는 보고 요건에 대해 규정하고 있고, 투자자와 시장에 지속적으로 정보를 제공하기 위해 변경보고서(transition reports)를 요구하고 있다. 변경보고서에서 정상적으로 요구되는 재무 및 사업 정보가 유동화거래에 관련된 것은 아니지만, 발행인이 회계년도 말을 변경한 과도기의 유동화자산 성과에 대한 정보는 자산유동화증권의 투자자와 관련되어 있다. 이와 관련한 규정 적용을 명확히 하기 위해 변경보고서 관련 규정을 개정하고 있으며, 개정 사항에서는 회계년도 말을 변경한 자산유동화증권 발행인은 발행인의 최근 회계년도 말일과 새로운 회계년도 시작일 사이의 과도기를 포괄하는 Form 10-K에 반드시 이행보고서를 포함해야 한다. 단, Form 10-D에 분매보고서 제출 의무는 회계년도 말의 변경과 상관없이 계속 적용된다.

상대적으로 중요도는 높지 않지만, 기술적으로 자산유동화증권의 규제를 다루는 형식과 규정도 개정하였다. 새로운 정의와 기준을 반영하여 기준을 갱신하고, 불필요한 설명서와 기준을 제거하여 자산유동화증권에의 적용을 명확히 하기 위해 Regulation S-K 항목과 Regulation AB의 항목을 상호 참조하도록 하였다. Regulation S-K 상 대부분의 기본 공시시스템이 자산유동화증권에는 적용가능하지 않기 때문에, 자산유동화증권 발행인은 자산유동화증권에 관해 “소규모 사업 발행인(small business issuers)”을 위한 공시시스템에 적합하지 않음을 명시해야 하고, Regulation BTR(17

CFR 245.101~245.104)이 자산유동화증권의 취득 및 처분에 적합하지 않음을 명시해야 한다.

Regulation AB의 실제 이행시기에 대해서도 논란이 지속되었다. 과거 및 미래의 자산유동화증권이 동일한 유동화자산을 기초로 발행되고 동일한 거래 서류를 사용하므로 마스터 신탁에 있어서 거래 서류와 절차의 변화가 기발행된 자산유동화증권에 영향을 줄 수 있기 때문에 Regulation AB의 이행시기가 중요하다. Regulation AB가 발효되기 전에 공모로 발행된 자산유동화증권의 경우 이런 거래가 Regulation AB 또는 관련된 변화를 고려해서 이루어지지 않았기 때문에 이로 인한 추가적인 문제는 없다. 이에 따라 2005년 12월 31일 이후에 공모로 발행되는 자산유동화증권에 대해서만 Regulation AB를 적용하기로 하였다.

## 6. Regulation AB의 주요 특성

이상에서는 최근 도입된 미국의 Regulation AB에 대해 자세히 살펴보고 그 결과, Regulation AB에서 가장 주목할 만한 사항들과 그에 대한 평가는 다음과 같다.

### 가. Regulation AB 대상 자산의 확대

Regulation AB에 따르면 동 규정을 적용받는 대상을 금융자산으로 제한하되 그 동안 적용을 받지 않았던 리스자산이나 일부 부실이 포함된 자산으로 적용 대상을 확대하였다. 그러나 합성유동화증권(synthetic

securitization)이나 자산의 상당 부분이 부실자산(non-performing asset)인 경우에는 공시 대상 적격 유동화증권에서 제외하였다.

이와 같은 공시 대상 유동화자산의 확대는 자산유동화 공시와 관련한 기존 비조치의견서의 기초를 유지하되 현재 유동화가 활발히 추진되었던 리스 등에 대해서는 일정 조건을 전제로 그 대상을 확대하여 유동화증권 공시의 효과를 제고하기 위한 목적으로 이해된다.

그러나 현재 활발히 추진되고 있는 합성유동화의 경우에는 기존의 금융자산 유동화와 구조가 현저히 다르기 때문에 전형적인 Regulation AB에서 제외된 것으로 판단된다. 또한 부실채권이 일정 수준 이상 포함되는 유동화의 경우에도 유동화의 구조 및 현금흐름이 통상적인 금융자산과는 다르다고 판단하여 Regulation AB의 대상에서 제외된 것으로 보인다.

이와 같이 미국의 Regulation AB는 주로 금융자산의 유동화 구조를 중심으로 전형적인 유동화증권 관련 공시 기준을 마련한 것으로 판단되며, 기타 다른 자산의 경우에는 기존의 일반 공시 규정을 적용하도록 하였다.

따라서 Regulation AB가 다양한 자산유동화증권 구조를 포괄하는 공시 규정이라는 측면에서는 다소 제약이 존재하나 금융자산이라는 특정 유형의 유동화에 전문화된 공시 기준을 마련하였다는 측면에서 의의를 지니고 있다. 또한 리스와 같이 전체 유동화증권 시장에서의 발행 비중이 높고 금융자산의 특성이 반영된 자산의 경우에는 Regulation AB의 대상에 포함시키는 유연성을 발휘한 것도 동 규정이 지니는 장점이라고 볼 수 있다.

## 나. 유동화 참여 기관의 공시 강화

Regulation AB에서는 자산보유자, 자산관리자, 업무수탁자 등 유동화에 참여하는 각 기관의 업무 경험, 성과 및 역할에 대한 공시 요구 사항을

상당 수준 확대하였다. 자산유동화증권 투자자는 각 참여자의 업무 경험과 성과에 근거하여 투자를 할 수 있다는 측면에서 투자자 보호에 기여할 것으로 판단된다. 다만 발행자의 측면에서는 공시에 따른 업무 부담이 증가할 가능성이 존재한다.

#### 다. 불필요한 공시 내용의 축소

Regulation AB는 해당 유동화에 유의미한 내용만 공시하도록 하여 그동안 추가적으로 요구되던 불필요한 내용의 공시는 축소하였다. 또한 일괄등록의 요건도 명확히 하여 불필요한 공시부담을 축소하는 긍정적인 측면이 존재한다.

그 동안 자산유동화증권에 특화된 공시 제도가 마련되어 있지 않아 자산유동화증권의 특성을 반영하지 못하는 내용의 공시도 이루어졌던 상황을 감안하며 자산유동화증권에 유의미한 내용만을 공시한 것은 투자자의 혼란을 최소화하고 자산유동화증권 발행참가자의 부담을 줄여주는 효과를 나타낼 것으로 예상된다.

#### 라. 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료 공시

Regulation AB에서는 현재 및 과거 유동화자산의 성과를 분석함에 있어서 필요하다고 판단될 경우에는 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료를 공시하도록 요구하고 있다. 이는 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료의 제공이 투자자들의 향후 자산성과의 예측과 의사결정에 실질적인 도움이 될 수 있다는 판단에 근거한 것으로 보인다.

실제 유동화증권의 신용보강 결정 등에 있어 신용평가기관들은 실질 자산보유자의 해당 유동화자산과 유사한 자산성과에 대한 다양한 자료를 징구하고 이를 분석하여 신용보강의 수준을 결정하는 방식으로 자산분석이 이루어진다. 따라서 과거의 유동화 실적이 누적되어 있는 자산보유자의 경우에는 과거의 자산성과에 대한 자료 제공에 어려움이 없을 것으로 보인다. 다만 과거 자산유동화증권 발행 실적이 없거나 새로운 자산을 유동화하는 경우에는 이러한 자료 제공에 어려움이 존재할 가능성이 있다.

과거 자료에 대한 정보를 제공하기 위해서는 시간과 비용이 소요된다는 것도 문제점으로 지적되고 있다. 또한 자산보유자의 입장에서는 자산성과에 대한 상세한 정보가 공시됨에 따라 회사의 자산에 대한 주요 정보가 외부에 노출된다는 부담도 다소 존재할 것으로 보인다.

#### 마. 유통공시 내용의 보완

Regulation AB에서는 유통공시와 관련하여 새로운 공시 체계를 도입하는 한편 자산관리와 관련한 공시 내용을 강화하고 자산관리 검증시스템을 보완하는 조치를 취하였다. 이와 같은 유통공시의 강화는 자산관리의 엄밀성을 제고하고 투자자에게 자산관리 성과의 정보를 확대하는 등의 긍정적인 측면이 존재할 것으로 예상된다.

다만 자산관리 검증시스템의 경우 다양한 자산관리 내용의 검증을 통해 유동화 구조의 안정성을 제고하는 긍정적인 측면과 더불어 각각의 자산관리자가 모두 검증을 받아야 하기 때문에 업무와 비용의 증대라는 부정적인 측면이 존재할 것으로 판단된다.

## V. 한국의 자산유동화증권 시장과 공시 제도

---

1. 한국의 자산유동화 제도와 시장
2. 한국의 자산유동화증권 공시 제도



## V. 한국의 자산유동화증권 시장과 공시 제도

### 1. 한국의 자산유동화증권 제도와 시장

#### 가. 한국의 자산유동화 제도

국내 자산유동화 제도는 1998년 9월 「자산유동화에 관한 법률」 제정으로 마련되었다. 「자산유동화에 관한 법률」은 자산유동화의 기본적인 개념과 유동화절차 및 자산유동화의 촉진을 위한 제반 특례 등의 내용으로 구성되어 있다. 국내 자산유동화 제도의 기본적 특징 중 하나는 자산유동화를 추진할 수 있는 대상인 자산보유자의 자격을 제한하고 있다는 점이다. 자산보유자는 각종 금융기관과 금융감독위원회가 인정하는 법인 및 대통령령이 정하는 법인으로 그 자격이 한정된다. 또한 유동화 대상이 될 수 있는 자산을 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정하고 있다. 그러나 실제에 있어 유동화자산은 양도 등을 행하고 이를 금융감독위원회에 등록하여야 하므로 사실상 양도 및 등록이 가능한 재산권이어야 한다. 자산유동화증권을 발행할 수 있는 특별목적기구는 자산유동화법에 근거한 유동화전문회사, 신탁회사, 자산유동화전업 외국법인 등 세 가지로 구분된다.

자산유동화증권의 발행은 자산유동화계획의 등록, 자산의 양도, 자산양도의 등록, 유동화증권의 발행 및 대금 지급의 순서로 진행된다. 자산유동화계획은 자산유동화증권 발행 이전에 금융감독위원회에 등록하도록 되어 있다. 자산의 양도와 관련해서는 「자산유동화에 관한 법률」상 진정한 양도(true sale)와 관련된 요건을 충족하도록 요구하고 있다. 현행 「자산유동화에 관한 법률」에서는 자산보유자가 유동화자산을 양도할 경우 특정

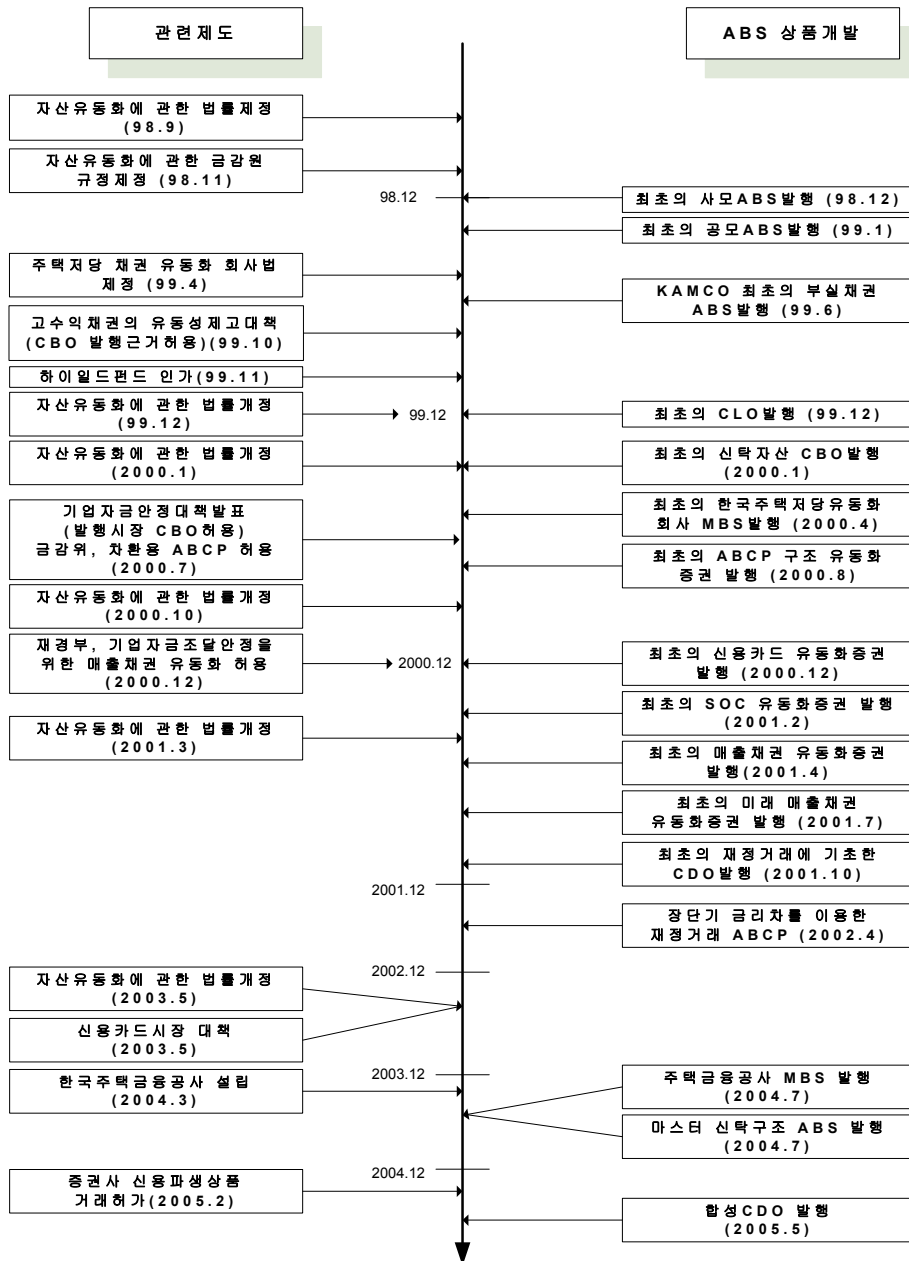
한 방식으로 하도록 의무화하여 자산보유자와 유동화자산간의 분리를 명확히 하도록 규정하고 있다. 또한 「자산유동화에 관한 법률」에서는 원활한 유동화를 도모하기 위해 채권 양도의 대항 요건에 대한 특례, 등기의 특례, 기타 신탁업법 등 적용 특례 조항을 두고 있다.

### 나. 한국의 자산유동화증권 연혁

경제 및 금융환경의 변화에 따른 정부정책과 규제의 변화로 인해 새로운 유동화 구조의 도입이 촉진되었다. 대우사태 이후 신탁부문의 부실자산 증대에 대응하여 정부에서는 고수익채권 유동성 대책, 고수익채권펀드 허용 등의 조치를 취하였다. 이에 따라 투신운용이 보유하던 부실채권을 기초자산으로 한 유통시장 CBO(secondary Collateralized Bond Obligation) 발행이 적극 추진되었다. 또한 2000년 하반기 중 기업, 특히 중소기업의 자금사정이 악화되자 기업자금 안정 대책의 일환으로 발행시장 CBO(primary Collateralized Bond Obligation) 발행이 허용되었다. 단기 자산을 기초로 장기 채권을 발행하는 구조인 리볼빙 구조의 도입도 2000년말 정부의 기업자금조달 원활화 대책이 계기가 되었다. 리볼빙 구조를 도입함에 따라 많은 기업들이 매출채권을 기초로 유동화증권을 발행할 수 있게 되었다. 특히 신용카드회사가 보유한 신용카드채권을 대상으로 한 자산유동화는 우리나라 자산유동화 시장의 핵심 섹터로 자리잡게 되었다.

2002년부터 소비자금융 부문의 연체율이 증대함에 따라 신용카드회사의 자산성분이 악화되기 시작했고, 2003년에는 연체율 상승 및 자산규모 감소에 따라 기발행된 신용카드 유동화증권의 트리거 발동 사유가 발생하였다. 이러한 과정에서 일부 신용카드회사가 유동성 위기를 겪게 되었고, 신용카드 유동화증권에 대한 투자자의 신뢰도가 급격히 하락하게 되었으며 이는 자산유동화증권 시장의 급격한 위축을 초래하였다.

<그림 V-1> 자산유동화 관련 제도 및 상품의 변천



2004년에는 신용카드회사의 자금난 해소를 위해 새로운 구조의 자산유동화증권이 활용되었는데, 자본을 확충하지 못해 채권단으로 인수된 엘지카드사의 자금조달 경색 현상을 해소하기 위해 마스터 신탁 구조의 신용카드 자산유동화증권이 발행되기 시작하였다. 또한 2005년부터 증권회사에 대해 신용파생상품 거래가 허용됨에 따라 이를 활용한 증권화 구조인 합성유동화증권(synthetic CDO)이 발행되었다.

## 다. 한국의 자산유동화증권 시장 현황

### 1) 자산유동화증권 시장 개황

국내 자산유동화증권의 발행 추이를 살펴보면, 1999년 최초의 자산유동화증권이 발행된 이후 2000년부터 발행 규모가 급격히 증대하여 2001년에는 발행 규모가 50조 9,000억원에 달하였다. 2002년 들어 유동화 구조를 도입한 부실채권 처리가 소기의 목적을 달성하여 부실채권 유동화증권 발행이 급격히 감소함에 따라 자산유동화증권의 발행 규모는 전년에 비해 감소세로 돌아섰다. 그럼에도 불구하고 자산유동화증권은 기업 및 금융기관의 주요한 자금조달 수단으로 정착하는 양상을 보였다. 2003년 들어 신용카드 부문의 연체율 증가 등으로 신용카드 유동화증권 발행이 급격히 감소하였고 신용카드회사의 유동성 문제 등으로 하반기 들어서는 자산유동화증권 시장이 급냉하는 모습을 보이기 시작하였다. 이러한 현상이 2004년도까지 지속되어 2004년 자산유동화증권의 발행 규모는 27조원으로 전년에 비해 크게 감소하였다. 2005년 들어서는 발행 규모가 전년대비 소폭 증가하였으나, 2002년~2003년도에는 크게 미치지 못하는 것으로 나타났다.

<표 V-1> 국내 자산유동화증권 발행 추이

(단위: 조원, 건, %)

구 분	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
발행총액	6.8	49.4	50.9	39.8	39.9	27.0	28.6
발행건수	32	154	194	181	191	170	236
직접금융대비 ABS비중	6.1	56.2	39.8	33.4	38.0	27.6	30.7

자료: 금융감독원

자산유동화증권이 전체 회사채시장에서 차지하는 비중은 시기별로 차이가 있으나 대개 30% 정도로 높은 비중을 차지하고 있다. 도입초기 6.1%에 머무르던 자산유동화증권 비중은 2000년에 56.2%로 회사채시장을 주도하였고 최근에도 30% 내외의 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다.

<그림 V-2> 자산유동화증권의 회사채시장 점유 비중:

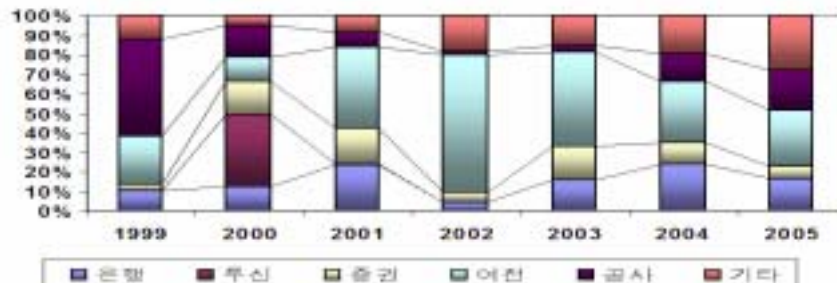
공모회사채 기준



## 2) 자산보유자별 자산유동화증권 발행 추이

자산유동화증권 시장의 발전단계별로 주도적인 자산보유자가 극명하게 변화하여 왔다. 초기 시장에서는 금융권에서 분리된 부실채권의 정리를 담당하는 한국자산관리공사가 가장 대표적인 자산보유자였다. 자산유동화 제도 도입 시에 가장 중요하게 인식되었던 목적 중의 하나가 자산유동화를 통해 금융권 전반에 걸쳐있는 부실채권을 정리하는 것이었다. 미국의 경우에도 S&L의 구조조정과정에서 RTC(Resolution Trust Company)가 인수한 부실채권을 정리하기 위한 수단으로 자산유동화증권을 활용하면서 자산유동화 시장이 급성장하였다. 다만 미국의 경우에는 부실화된 주택저당채권의 정리와 관련하여 MBS가 주류를 이루었다는 점이 한국과 다르다. 2000년 들어서는 대우채의 처리를 위해 자산유동화를 활용한 투신권이 주요한 자산보유자가 되었다. 여신전문금융회사는 2002년까지 그 비중이 크게 증대하였으나 2003년 신용카드회사의 유동성 위기 이후부터 그 비중이 급격히 감소하였다. 자산유동화 시장의 발전에 따라 일반 기업의 비중도 지속적으로 확대되고 있다. 2005년의 경우 부동산 관련 자산유동화증권 발행의 증가에 따라 기업의 비중이 크게 증가하였고, 한국주택금융공사의 MBS 발행이 크게 늘어나면서 한국주택금융공사의 발행 비중도 증가하고 있다.

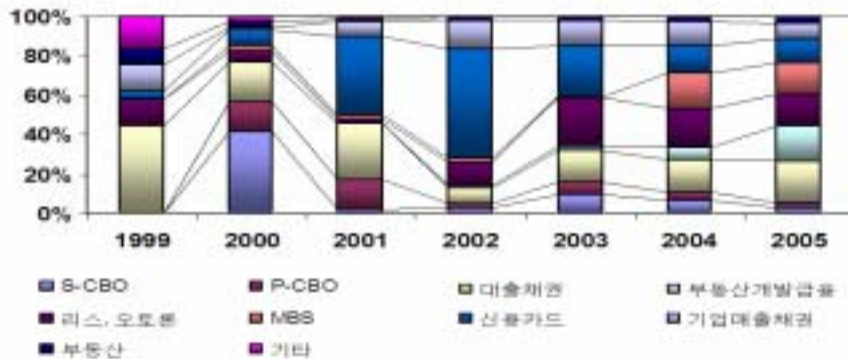
<그림 V-3> 자산보유자별 자산유동화증권 발행 비중 추이



### 3) 유동화자산별 자산유동화증권 발행 추이

유동화자산 측면에서 보면 도입 초기에는 부실채권을 주로 유동화함에 따라 전체 자산 중 대출자산의 비중이 가장 높았으나 점차 유동화자산이 다양화되면서 자산 구성에 있어서도 큰 변화를 보이고 있다. 2000년의 경우에는 투신권의 자산클린화를 목적으로 자산유동화 구조가 도입되면서 기존에 발행된 채권의 비중이 높아졌으며, 또한 기업의 자금조달 원활화를 목적으로 발행시장 CBO가 도입되면서 신규발행 채권의 비중도 높았다. 2001년 이후에는 여신전문금융회사의 안정적인 자금조달 수단으로 자산유동화증권이 활용되면서 신용카드자산 및 소비자 금융자산의 비중이 높게 나타나고 있으나 2003년 이후에는 신용카드회사의 유동성 문제로 인해 신용카드자산이 크게 감소하였다. 기업매출채권의 경우 그 비중이 지속적으로 증대하여 2004년에는 16.1%를 차지하였다. 한편, MBS의 경우 2003년까지 그 비중이 작았으나 2004년 한국주택금융공사 출범 이후 그 비중이 급격히 증가하고 있다. 한국주택금융공사 MBS는 자산유동화증권 시장에 새로운 활력을 제공하고, 주택금융 활성화는 물론 장기채시장 활성화에도 기여할 것으로 기대된다.

<그림 V-4> 유동화자산별 자산유동화증권 발행 비중 추이



## 2. 한국의 자산유동화증권 공시 제도

### 가. 자산유동화증권 공시 체계

자산유동화증권은 「증권거래법」과 「자산유동화에 관한 법률」에 근거한 공시 체계를 갖추고 있다. 자산유동화증권의 특수성을 감안하여 「자산유동화에 관한 법률」에서는 등록 및 공시에 대한 요건을 제시하고 있고, 공모 유동화증권의 경우에는 기업 공시 제도를 따르도록 하고 있다.

「자산유동화에 관한 법률」에 따르면 자산유동화증권 발행을 위해서는 자산유동화계획의 등록<sup>29)</sup>을 하도록 요구하고 있다. 또한 자산의 양도 시에도 금융감독위원회에 자산양도의 등록<sup>30)</sup>을 하도록 규정하고 있다.

공모채권의 형태로 자산유동화증권을 발행하는 경우에는 증권거래법 및 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 따라 유가증권신고를 하도록 되어 있다.

자산유동화증권의 유통시장 공시와 관련해서는 「자산유동화에 관한 법률」 제27조의 규정에 의한 자산유동화계획에 따른 유동화증권의 발행에 관하여는 동 법에 달리 정함이 있는 경우를 제외하고는 상법, 증권거래법 기타 관계 법령에 따르도록 하는 근거를 제시하고 있다.

- 
- 29) 「자산유동화에 관한 법률」 제3조에 따르면 유동화회사, 자산유동화 업무를 전업으로 하는 외국법인 및 신탁회사가 자산유동화에 관하여 동 법의 적용을 받고자 하는 경우 유동화자산의 범위, 유동화증권의 종류, 유동화자산의 관리 방법 등 자산유동화에 관한 계획을 금융감독위원회에 등록하도록 하고 있다. 동 법 제4조에서는 자산유동화계획의 주요 내용을 열거하고 있다.
- 30) 「자산유동화에 관한 법률」 제6조(자산양도 등의 등록) ①자산보유자 또는 유동화전문회사 등은 자산유동화계획에 따른 유동화자산의 양도·신탁 또는 반환이나 유동화자산에 대한 질권 또는 저당권의 설정이 있을 때에는 지체 없이 그 사실을 금융감독위원회에 등록하여야 한다.

자산유동화의 경우 2000년 3월부터 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System: DART)에 의해 공시 서류를 인터넷으로 제출하도록 하여 제출 즉시, 투자자 등 이용자가 인터넷을 통해 조회할 수 있는 종합적 공시 체계를 통해 정보를 제공하고 있다.

## 나. 자산유동화계획 등록

### 1) 관련 규정

자산유동화업무감독규정 제4조에서는 다음 <표 V-2>와 같이 자산유동화계획 등록신청서의 기본 항목을 제시하고 있다.

유동화자산에 관해서는 다음의 방법에 의해 기재할 것을 요구하고 있다. 첫째, 「자산유동화에 관한 법률」 제8조의 특례규정이 적용되는 자산과 기타의 자산으로 구분하여 자산의 유형별로 기재해야 한다. 둘째, 자산 고유의 특성 또는 내용 등에 따라 다른 자산과 개별적으로 식별 및 분리가 가능하도록 기재해야 한다.

계획등록서 신청 시 부속서류는 유동화전문회사 등의 법인등기부등본, 정관 또는 이와 유사한 서류(신탁회사의 경우 당해 신탁의 약관 포함), 자산관리위탁계약서, 업무위탁계약서, 외부평가기관(증권거래법시행규칙 제36조의13에서 정하는 외부평가기관)의 평가의견서, 자산보유자에 대한 최근 사업연도의 감사보고서(「주식회사의 외부감사에 관한 법률」에 의한 감사보고서를 말하며, 동 법의 적용을 받지 않는 자산보유자의 경우에는 그 회계처리 및 결산보고에 관한 사항을 정하고 있는 법률에 의하여 작성된 것으로서 감사보고서와 유사한 것을 의미) 등이다.

**<표 V-2> 자산유동화계획 등록신청서의 기본 항목**

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"><li>1. 등록인에 관한 사항<ol style="list-style-type: none"><li>가. 등록인의 개황</li><li>나. 임원 현황</li><li>다. 업무의 위탁에 관한 사항</li><li>라. 회계처리의 방법</li></ol></li><li>2. 자산보유자에 관한 사항<ol style="list-style-type: none"><li>가. 자산보유자의 개황</li><li>나. 사업의 내용</li><li>다. 재무에 관한 사항</li><li>라. 임원 및 직원 현황</li></ol></li><li>3. 유동화자산에 관한 사항<ol style="list-style-type: none"><li>가. 유동화자산의 종류별 세부 명세</li><li>나. 유동화자산의 평가 내용</li><li>다. 유동화자산의 양도 등의 방식 및 세부 계획</li></ol></li><li>4. 자산유동화계획 등에 관한 사항<ol style="list-style-type: none"><li>가. 자산유동화계획의 세부 구조</li><li>나. 유동화증권의 발행 및 상환계획 등</li><li>다. 자산관리자 및 자산의 관리 방법 등</li><li>라. 자금의 차입 및 운용계획</li></ol></li><li>5. 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항</li></ol> |
|--|

자산유동화계획의 변경등록 시 필요한 기재 사항은 변경하고자 하는 계획등록신청서에 관한 사항, 변경등록 신청사유, 변경 전후의 내용, 외부평가기관의 당해 변경에 대한 의견(변경 내용이 외부평가기관의 평가 내용과 관련이 없는 경우에는 제외), 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항 등이고, 기타 사항에는 변경등록신청서에는 관련 사항을 증명할 수 있는 서류(부득이한 경우에는 그 사본)를 첨부한다.

금융감독위원회는 다음과 같은 사유가 발생할 경우 등록거부 혹은 등록서류의 보완을 요청할 수 있다. 첫째, 자산유동화계획의 등록신청 또는

그 변경등록신청에 대하여 금융감독위원회가 「자산유동화에 관한 법률」 제5조의 규정에 의하여 이를 거부하거나 그 내용의 변경을 요구하고자 하는 경우에는 그 계획등록신청서 또는 변경등록신청서 제출일부터 10영업일(토요일 제외) 이내에 각각 그 사유를 구체적으로 명시한 서면으로 신청인에게 통보하여야 한다. 다만, 단순한 기재 사항의 누락 또는 경미한 오류 등에 대하여는 금융감독원장이 그 보완을 요구할 수 있다. 둘째, 계획등록신청서 또는 그 변경등록신청서는 제1항의 규정에 의한 통보가 없으면 그 제출일에 각각 등록된 것으로 간주된다. 셋째, 제1항의 규정에 의한 등록거부 또는 내용변경 요구의 통보가 있는 경우 당해 신청은 그 통보를 한 날부터 신청을 하지 않은 것으로 간주한다. 다만, 그 제출인이 내용변경 요구사항을 반영한 정정서류를 금융감독원장에게 제출한 경우에는 그 정정서류를 제출한 날에 당해 계획등록신청서 또는 그 변경등록신청서를 제출한 것으로 간주된다.

## 2) 등록신청서

### 가) 유동화계획서 표지

자산유동화계획 등록신청서 표지에는 신청인의 회사명, 대표자, 본점 소재지 등과 작성책임자를 표시하고, 신청인 소속회사의 대표자와 작성책임자가 서명하도록 하고 있다. 이와 더불어 자산유동화 관련 등록 및 신고현황을 기재해야 한다.

### 나) 요약 정보

요약 정보는 주요 사항을 중심으로 신청서의 본문 내용을 요약 정리하여 제공하는 정보이다. 주요 항목으로는 유동화회사, 업무수탁회사, 자산 보유자, 유동화자산의 종류, 유동화자산 평가금액, 유동화자산의 예상 양

도금액, 자산유동화 계획기간, 유동화증권의 종류, 유동화증권의 예상 발행총액, 수탁관리기관, 주관회사, 자산평가기관, 자산실사기관 등을 기재하도록 하고 있다. 또한 요약 정보에서는 등록인(발행인, 업무위탁현황, 회계처리), 자산보유자, 자산유동화계획의 개요, 유동화자산에 관한 사항, 유동화증권의 발행, 유동화자산의 관리 방법 및 기타 투자자 보호에 관한 사항에 대한 주요 사항을 압축하여 정리하도록 하고 있다.

#### 다) 등록인에 관한 사항

등록인에 관한 사항은 등록회사의 개황, 재무 사항, 임원 사항 등의 회사개황과 업무위탁에 관한 사항(위탁업무, 자산관리, 기타업무), 유동화회사 회계처리 등을 기재하도록 하고 있고, 유동화회사의 개황 및 업무 위탁 사항을 중점적으로 공시하는 항목으로 구성되어 있다.

유동화회사의 회계처리 등에 관한 사항은 회사가 적용할 회계처리 기준과 유동화자산 등에 대한 회계처리 및 이익배당 등에 대한 내용으로 구성되어 있다. 유동화전문회사가 재무제표 작성에 관한 기타 회계처리의 기준과 회계처리 방법 등을 중점적으로 기재해야 한다. 필요한 경우 자산유동화의 조기종결계획 등을 기재할 수 있고, 또한 선순위증권 투자자 보호를 위하여 유동화전문회사 등의 사실상 채무 초과, 부도 사태 등 발생 시 자산유동화계획에 의하지 않은 파산신청 방지대책 또는 파산절차 개시 예방을 위한 사적 화의 대책 등에 대해 기재할 수 있다.

#### 라) 자산보유자에 관한 사항

자산보유자에 관한 사항에서는 자산보유자의 개황, 사업 내용, 재무 정보, 임직원 현황 등을 기재하도록 하고 있다. 자산보유자의 기존 유동화 실적이나 유동화 관련 업무취급에 대해서는 구체적인 내용을 요구하지 않는다.

#### 마) 자산유동화계획의 세부 구조

자산유동화의 목적, 계획기간 및 세부적인 내용(자산유동화의 구조 및 내용, 신용보완 구조)을 기재하도록 하고 있다. 자산유동화의 전반적인 내용에서는 유동화계획의 내용을 기재하되 장래채권 일괄양도 구조, 유동화 자산 유동교체 구조, 유동화증권 차환발행 구조, 유동화계획 조기종결 구조(또는 기간 연장 구조), 다단계유동화 구조 등 자산유동화 구조상의 주요 특징 사항을 중심으로 유동화계획의 주요 내용을 세부 구조도 등을 활용하여 상세히 기재하도록 하고 있다.

#### 바) 유동화자산에 관한 사항

유동화자산에 관한 사항에서는 유동화자산의 종류별 세부 명세, 유동화자산의 평가내용 및 자산양도 방식 및 세부 내용으로 구성되어 있다. 유동화자산의 종류별 세부 명세에서는 자산의 특성을 명확히 나타낼 수 있는 방식으로 기술하도록 요구하고 있으며, 자산을 채권, 부동산, 기타 재산권으로 구분하여 작성하도록 하고 있다. 유동화전문회사 등으로 양도(신탁 포함) 예정인 유동화자산의 전체적인 개요를 총괄표, 통계분석표 등을 이용하여 요약 정리하여 기재해야 한다. 부동산의 경우 부동산의 특성을 반영하여 자산의 특성을 기재하도록 되어 있다. 기타 재산권의 경우 특례규정이 적용되는 자산과 기타 자산을 순서대로 기재하도록 하고 기타 재산권의 특성을 반영하여야 한다.

유동화자산의 평가 내용에서는 평가인, 유동화자산에 대한 평가 결과 및 종합 의견 등으로 구성되어 있다. 자산의 양도가액 산정을 위한 외부평가기관의 평가의견서의 일부를 요약 정리해야 한다.

자산양도 등의 방식 및 세부 계획에서는 양도의 방법, 일정 및 세부 내용을 명시하고, 양도 등의 계약상 특수한 내용에 대한 설명을 요구하고 있다.

자산 양도와 관련해서는 양도하는 자산건별로 양수인, 순번, 자산의 종류, 일련 번호, 계약일자, 양도일자, 대금의 지급 방법 등을 기재하도록 요구하고 있다. 계약 양도, 채권발행계좌 일괄 양도, 장래채권 일괄 양도, 자산유동화 교체 양도 등 특수한 양도 방식의 경우에는 양도 등의 방법에 관한 자세한 계획 내용을 요약 정리하도록 요구하고 있다. 유동화자산을 장래채권 일괄 양도 방식으로 양도(신탁)하는 경우, 장래에 발생(확정)될 채권(장래채권 또는 미확정채권)에 대한 권리이전 및 대금지급 방법 등에 대해 기재하고 장래채권 또는 미확정채권에 대한 금융감독위원회 확정공시(보완공시) 방법 등을 함께 기재해야 한다. 유동화자산이 유동교체(추가양도 포함) 방식으로 양도(신탁)되는 경우에는 향후 유동교체될 대상 자산(유동화자산)의 내용(대상 자산의 범위 등), 유동교체의 방법(유동교체주기, 권리이전 방법 및 대금지급 방법 등), 유동교체기간 및 교체규모(한도) 등을 자세히 기재하고 금융감독위원회 양도등록(필요시 자산유동화계획 변경등록 포함)의 방법 등을 함께 기재한다.

등록신청인이 자산을 반환하거나 반환받는 경우 그 상대방을 기준으로 계약의 건별로 구분하여 기재하도록 요구하고 있다. 또한 질권 또는 저당권이 설정된 자산을 양도하는 경우 그 내용을 상세히 표시하도록 요구하고 있다.

양도 등의 해당 특례가 적용되는 경우에는 해당 특례의 종류를 세부 사항별로 기술하도록 하고 있다. 또한 채무자에 대한 대항요건 구비 여부도 간단히 요약 기재한 후 세부 사항을 기재하도록 하고 있다.

유동화자산의 증빙서류 등은 정해진 법과 규정의 내용과 그에 따른 등록인의 증빙서류의 관리 및 공시 관련 업무의 내용을 기재하도록 요구하고 있다.

사) 유동화증권의 발행에 관한 사항

발행증권의 종류, 발행총액, 발행방식, 발행금액, 발행가능총액 등 유동화증권 발행 개요에 관해 요약하여 기재한 후, 발행계획표와 같은 표 형식을 이용하여 세부 발행계획을 요약 정리해야 한다. 발행과 관련된 세부 발행조건, 발행방식 및 기타 특기사항도 상세히 기재할 것을 요구하고 있다. 이와 더불어 유동화증권의 상환계획 및 방법도 기재하도록 하고 있다. 유동화회사에 대한 양도인의 자금대여약정, 제3자 자금대여약정, 신용공여 등 자금차입계획이 있는 경우 그 상세내용을 기재하도록 하고 있다.

아) 유동화자산의 관리 방법

자산관리 업무의 업무분장 현황과 자산의 관리와 관련된 구체적인 방법 그리고 관리자산의 내용에 대한 공시 방법 등을 상세히 신고서에 작성하도록 요구하고 있다.

자) 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항

기타 투자자 보호를 위해 필요한 사항에는 신용보완에 관한 사항, 투자자 유의사항(투자위험요소 등) 그리고 투자자의 참고 사항 등을 기술하도록 요구하고 있다. 신용보완에 관한 사항은 신용보완의 주요 내용과 방법을 구체적으로 기술하도록 요구하고 있다. 투자자 유의사항은 유동화증권 투자자의 유의 사항과 자산 및 자산관리와 관련된 위험요소 그리고 유동화 구조상의 특성과 그 참여자와 관련된 위험을 상세히 기재하도록 하고 있다. 기타 필요한 사항에서는 참여 기관의 주요 업무와 전문가의 검토의견(진정한 양도 등에 관한 법률의견 포함), 기타 투자자 참고사항을 기재한다.

### 다. 자산양도 등의 등록신청서

양도등록신청서의 기재 사항(자산유동화업무감독규정 제9조)은 양도 등의 개요, 양도 등 대상 자산의 종류별 세부 명세, 양도 등의 방법(양도 등의 방법, 일정 및 세부 내용, 대금지급 방법 등), 양도 등의 계약상의 특수한 내용(양도의 취소요건, 양도인의 우선매입권 등, 위험의 부담, 하자담보책임 등), 채무자에 대한 대항요건 구비 여부 등이다. 「자산유동화에 관한 법률」 제7조 또는 제8조의 규정에 따라 양도 등에 대하여 특례규정이 적용되는 자산이 있는 경우 그 법률상 특별효력의 내용도 기재하여야 한다. 증빙서류 등(제11조 제1항의 규정에 의한 증빙서류 등)의 공시에 관한 사항, 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항을 기재한다. 기타 사항은 양도등록신청서에 기재하는 양도 등의 대상 자산에 대하여는 제4조 제2항 각호의 방법과 동일한 방법으로 기재해야 한다.

양도등록신청서의 첨부서류는 자산양도 등의 계약서, 법 제8조의 규정이 적용되는 양도 등 대상 자산의 증빙서류 등에 대한 전자기록 등이다.

### 라. 유가증권신고서

유가증권 신고와 관련된 규정은 증권거래법 제8조 제1항 내지 동조 제2항 및 제3항이다. 유가증권의 발행공시는 유가증권신고서와 사업설명서로 요약될 수 있다. 불특정 다수인을 상대로 하여 유가증권을 매도하려 하는 경우 사전에 금융감독위원회에 유가증권신고서를 제출한다. 실제로 유가증권을 매도하려 하는 경우 투자자에게 미리 사업설명서를 교부해야 한다. 국채, 지방채, 특별법에 의한 채권 및 출자증권 그리고 신탁회사 등이 발행하는 수익증권, 증권회사 사채권, 주택상환사채 및 유가증권옵션

등 특정한 유가증권의 경우 유가증권신고서의 제출 의무를 면제하고 있다. 소규모 발행의 경우와 같이 유가증권의 발행 속성에 따라 이를 면제해주는 경우도 있다.

유가증권 신고의 내용은 발행회사의 주요 내용과 발행증권의 특성 및 기타 투자자 보호 사항 등을 기재함으로써 투자자가 해당 증권 발행인과 증권에 대한 내용을 정확하고 충분히 이해하는데 도움이 될 수 있는 내용을 포함하고 있다. 그러나 작성시점과 발행시점과의 차이가 발생할 수 있기 때문에 그 변동 사항에 대해 정정신고서 제출을 요구하고 있다. 기재 사항 중 예측정보의 공시에 대해서는 정보의 사실 여부에 대한 검증이 어렵기 때문에 신중한 입장을 보이고 있으며 일정한 요건을 충족하는 경우에 한하여 예측정보를 공시하고 이에 대해서는 손해배상책임을 면제해주고 있다.<sup>31)</sup> 유가증권신고서를 금융감독위원회에 제출하고 일정 기간이 경과하여 그 효력이 발생하게 되면 비로소 당해 유가증권의 모집 또는 매출을 할 수 있다. 이러한 효력발생기간의 의미는 신고서의 내용을 검토하고 그의 적정 여부를 검토하는 시간이기 보다는 유가증권에 대한 투자판단 시 필요한 요건에 대한 검토기간을 의미한다.

자산유동화증권의 유가증권 신고는 일반적인 유가증권 신고 부분과 자산유동화증권의 특성을 반영한 신고 부분으로 구성되어 있다. 제1편 모집 또는 매출에 관한 사항은 주로 일반적인 유가증권 신고 부분을 설명하고 있다. 제2편 발행인 등에 관한 사항은 유동화전문회사와 자산보유자에 대한 상황을 기재하도록 되어 있다. 제3편 자산유동화계획 등에 관한 사항은 자산유동화계획의 세부 구조와 유동화자산, 유동화증권의 발행, 유동화자산의 관리 방법, 투자자 보호를 위해 필요한 사항 등 전반적인 유동화 구조에 대해 상세히 기재한다.

31) 증권거래법 제14조 제3항에 의하면, 비상장법인이 최초로 유가증권을 공모하는 경우에는 예측정보 규정이 적용되지 않는다.

## 마. 유통시장 공시

공모로 발행된 자산유동화증권의 경우 「자산유동화에 관한 법률」 제 27조 및 「증권거래법」 제186조의2 규정에 의해 사업보고서를 제출해야 한다. 자산유동화증권의 등록 및 공시의 세부적인 절차와 내용은 금융감독위원회의 자산유동화업무감독규정 및 금융감독원의 자산유동화업무와 관련된 등록신청서 등의 서식 그리고 자산유동화증권 관련 업무 모범규준 등을 통해 구체화하고 있다.

자산유동화증권의 사업보고서는 발행인 등에 관한 사항과 자산유동화계획의 추진 실적에 대한 사항으로 구성되어 있다. 발행인 등에 관한 사항은 유동화전문회사의 개황, 재무 상태, 임원 현황, 업무위탁 및 회계처리에 대한 내용과 자산관리자 및 자산관리 방법 등에 대한 내용으로 되어 있다. 자산유동화계획의 추진 실적에는 자산유동화계획의 개요와 유동화자산의 변동 내역, 유동화증권 발행 상황 그리고 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항으로 되어 있다.

유동화자산의 변동 내역에서는 유동화자산의 회수내역을 기재하도록 되어 있다. 유동화자산 종류별로 자산양도 등록 시의 유동화자산과 최근 사업연도 말 현재의 유동화자산을 비교하여 변동 사항을 기재하고, 기중 누적회수금액, 회수 내용 분석, 향후 추가회수 예상금액 등을 기재한다.

자산유동화증권 관련 업무 모범 기준은 자산유동화증권 발행 및 유통과 관련한 참여 기관의 역할과 책임을 명확히 하여 투자자 보호를 강화하고 자산유동화증권 관련 공시를 강화하기 위해서 2005년 5월에 도입되었다. 동 모범 기준의 유통시장 관련 규정을 보면 유동화전문회사의 운영단계에서 각 거래참가자의 역할을 정의하고 있다.

우선 자산관리자의 경우에는 자산관리 위탁계약서에 의하여 위탁자로부터 위임받은 업무를 수행함에 있어 관련 법규, 유동화계획 및 위탁자의 지시를 준수하고, 선량한 관리자의 주의로써 업무를 수행하도록 요구하고 있다. 또한 유동화자산의 혼장위험을 방지하고 장부의 작성 및 서류 등의 별도 보관 관리 및 유동화자산과 관련한 공시에 적극 협조토록 요구하고 있다. 특히 보고 의무와 관련해서는 유동화자산과 관련한 유동화증권의 조기상환사유, 유동화자산에 관하여 양도인의 담보책임사유 또는 손해배상책임사유가 발생하는 경우, 유동화자산과 관련한 분쟁 및 기타 투자자 보호에 중대한 영향을 미치는 경우 이를 업무수탁인, 유동화증권 수탁회사 및 신용평가회사에 통지하도록 요구하고 있다.

모범 기준에서는 업무수탁인의 업무와 관련하여 사업보고서 작성 및 공시 업무를 선량한 관리자의 주의로써 수행하도록 요구하고 있으며, 주기적인 유동화자산 관련 보고서를 수령하여 유동화자산의 건전성 등의 상태를 확인하도록 요구하고 있다. 또한 유동화자산 관련 예외사항 발생 시 관련 계약에 근거하여 자산관리자에게 관련 자료를 요청하고 중요하다고 판단되는 경우 이를 즉시 공시하도록 요구하고 있다.

업무수탁인의 사업보고서 등의 공시와 관련해서는 해당 서식에 따라 유동화자산의 현황, 여유자금의 운용 내역, 유동화증권의 상환 등의 중요 내용이 충분하게 공시되도록 작성하는 것을 요구하고 있다. 중요 사항 공시의 경우에는 자산유동화업무감독규정 등 관련 법규에서 정하고 있는 신고사항 또는 기타 투자자의 이해에 영향을 미치는 사건이 발생하는 경우 즉시 공시하도록 요구하고 있다.

모범 기준에서는 유동화증권 수탁회사의 역할 및 공시에 대하여 유동화증권의 조기상환사유, 기한의 이익 상실사유 등이 발생한 경우 이를 즉시 증권예탁결제원 또는 사채권자에게 통보하거나 사채발행 조건에 따라 필요한 사항을 공고하도록 규정하고 있다. 또한 유동화증권 수탁회사는

필요한 경우 사채권자 집회를 통해 유동화증권의 상환과 관련한 중요한 변경 사항에 관하여 결의하고 관련 계약서에 근거하여 사전에 계획된 절차를 수행할 것을 요구하고 있다.

## VI. 한국 및 미국 자산유동화증권 공시 제도의 비교 및 시사점

---

1. 한국 및 미국의 자산유동화증권 공시 제도 비교
2. 국내 자산유동화증권 공시 제도에 대한 시사점



## VI. 한국 및 미국 자산유동화증권 공시 제도의 비교 및 시사점

### 1. 한국 및 미국의 자산유동화증권 공시 제도 비교

#### 가. 자산유동화증권 공시 체계

##### 1) 공시의 기본 체계

한국의 경우에는 자산유동화 제도 도입과 더불어 자산유동화증권에 특화된 공시 체계를 구축한 반면 미국의 경우에는 그 동안 기업 공시 제도의 틀 안에서 비조치의견서 등을 통한 규제방식으로 자산유동화증권의 공시를 보완하였고, 2004년 12월 자산유동화증권 공시 규정(Regulation AB)의 도입을 통해 일관적인 공시 체계를 확립하게 되었다는 차이점을 지니고 있다.

한국과 미국의 자산유동화증권 공시 기준을 비교해보면 기본적인 내용에 있어서는 큰 차이를 보이고 있지 않다. 즉 자산유동화에 참여하는 다양한 참여 기관에 대한 정보와 유동화자산에 대한 정보 및 발행하는 유동화증권의 구조에 대한 내용을 중심으로 공시를 요구하고 있으며, 공시 보고서의 기본적인 구성에 있어서도 큰 차이가 없다. 다만 한국의 경우에는 유동화계획 등록, 양도 등록 및 유가증권 등록 등의 세 가지 단계의 공시 절차가 있는 반면 미국의 경우에는 유가증권 등록이라는 단일 절차만이 존재한다는 차이를 보이고 있다. 이는 한국의 경우 유동화를 원활히 하기 위해 기존 법률에 대한 특례 인정을 목적으로 이에 필요한 추가적인 절차로써 자산유동화 관련 법률이 도입되었기 때문이다.

유동화에 특화된 공시의 대상과 실질적인 공시 내용에 있어서도 한국과 미국은 다소간의 차이를 보이고 있다. 즉 미국의 경우 협소한 자산을 대상으로 매우 자세한 공시 기준을 마련하고 대표적인 사례를 제시하는 구조로 되어 있는 반면 한국은 포괄적인 자산을 대상으로 개괄적인 기준과 양식을 제시하는 방식으로 기준이 설정되어 있다.

## 2) 유동화자산의 정의

Regulation AB가 적용되는 대상 자산에 있어서도 한국과 미국간에 차이가 존재한다. 미국의 경우, 공시 대상이 되는 유동화증권의 대상 자산을 한정적으로 제한하고 협소한 자산유동화증권 개념을 도입하고 있는데 반해, 한국의 경우에는 유동화자산에 제한이 거의 없는 포괄적인 자산을 대상으로 한 유동화증권의 공시 기준을 마련하였다.

Regulation AB는 주로 금융자산의 유동화 공시에 초점을 두고 있고, 리스의 경우 잔존가치가 일정 수준을 넘는 것을 대상으로 하고 있으며, 부실채권의 경우에도 일정 수준 이하가 되는 경우에 한하여 자산유동화증권 공시 규정의 대상이 된다. 이에 따라 합성유동화증권이나 부실채권을 기초로 발행한 증권은 공시 대상에서 제외된다. 또한 미국의 경우에는 특정한 조건에 부합하는 경우 일괄등록이 가능하도록 공시 제도를 마련하였다.

반면 한국의 경우 대상 자산이 매우 포괄적으로 규정되어 있다. 한국의 경우에는 유동화 대상이 될 수 있는 자산을 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정하고 있다. 공시 대상 유동화증권은 「자산유동화에 관한 법률」을 근거로 발행되는 모든 유동화증권에 대해 유동화계획을 통해 공시하도록 요구하고 있다. 이에 따라 미국과는 달리 부실채권을 포함한 모든 유동화계획이 원칙적으로 공시 대상이 된다.

### 3) 자산유동화증권 등록 체계 비교

미국의 경우, 공모로 발행된 자산유동화증권에 한해 등록신고서 제출 의무를 부과하고, 자산유동화증권에 대해 일괄등록을 허용하여 등록 및 공시절차의 간소화를 도모하고 있다.

한국의 경우 자산유동화계획 등록, 양도 등록 및 유가증권신고서로 구성된 발행 관련 공시와 유동화회사의 사업보고서를 중심으로 한 발행 후 공시로 이루어져 있다. 자산유동화증권 발행을 위해서는 「자산유동화에 관한 법률」에 따라 자산유동화계획을 등록해야 하고, 이는 사모와 공모 발행 모두 해당된다. 공모로 자산유동화증권을 발행하는 경우 유가증권신고서를 제출해야 하며, 유동화증권에 사용할 수 있는 신고서 서식이 별도로 존재한다. 유동화자산의 양도 시에는 금융감독위원회에 등록을 해야 양도와 관련된 특례를 인정받을 수 있다. 하나의 유동화회사가 하나의 유동화계획만을 추진하게 되어 있기 때문에, 자산유동화증권의 일괄등록을 인정하지 않고 있다.

## 나. 발행공시

### 1) 자산유동화 관련 공시 내용의 수준

미국의 경우, 공시 내용 측면에서는 엄격하고 구체적인 기준을 제시하고 있어, 이를 다양한 구조의 자산유동화증권에 적용할 경우 제한이 존재할 가능성이 있다. 반면 한국의 경우, 자산유동화증권에 대한 공시 항목은 기본적으로 미국의 공시 항목과 유사하나, 구체적인 공시 요건은 포괄적인 가이드라인을 제시하는 방식을 활용함으로써 보다 효율적인 공시 체계를 구축하고 있다.

## 2) 자산유동화 참여 기관에 대한 정보 공시

미국의 경우, 자산유동화에 참여하는 각 기관의 과거 업무 경험 및 실적(track record)을 공시하도록 요구하고 있다. 자산관리자의 경우, 자산관리 경험 및 성과는 물론이고 자산관리자의 재무건전성이 유동화자산의 관리 및 유동화자산의 회수실적에 영향을 미칠 수 있는 것으로 판단될 경우, 그 재무 현황을 공시하도록 제안하였다. 또한 자산보유자의 현재 및 과거 유동화자산의 성과를 분석함에 있어서, 필요하다고 판단될 경우에는 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료를 공시하도록 요구하고 있다.

한국의 경우, 자산유동화계획 등록신청서와 유가증권신고서에서 자산유동화 참여 기관에 대한 공시를 요구하고 있다. 그러나 참여하는 기관의 사업 현황과 재무 성과 등만 공시하고 있어, 각 기관의 기존 유동화 실적이나 유동화 관련 업무 취급에 대한 구체적인 내용은 제공하지 못하고 있다.

## 다. 유통시장 공시

자산유동화증권 발행 후 공시에 있어서는 양국 모두 유동화에 특화된 공시 기준을 마련하고 있다. 미국의 경우, 유동화자산의 성과를 포함한 자세한 공시 요건을 제시하고 이를 Form 10-K, 10-D, 8-K를 통해 공시하도록 하고 있다. 자산유동화증권의 현금지급 및 유동화자산 실적 등의 정기 공시에 사용해 온 Form 8-K를 대체하기 위해 새롭게 도입된 Form 10-D는 월별 또는 분기별로 제출하도록 하고 있으나 이는 정기공시에만 사용하고, 다른 수시공시 사항은 Form 8-K를 적용하고 있다. 이와 더불어 자산관리 기준의 준수 여부에 대한 평가서를 제출하도록 하여 자산관리자의 자산관리 기준을 정기적으로 점검하는 시스템을 도입하고 있다.

한편 한국의 경우 공모로 발행된 자산유동화증권에 대해서는 사업보고서 제출을 통해 발행인, 자산유동화계획의 추진 실적, 유동화자산의 변동내역 등을 공시하도록 하고 있다. 그러나 자산관리 실적에 대한 공시 요건이 구체적으로 마련되지 않아 자산별로 상세한 자산성과에 대한 공시가 부족한 실정이다. 또한 자산관리자를 포함한 유동화증권 발행참여자가 발행 이후에 추진하는 업무에 대한 구체적인 감시나 점검을 공시 규정에서 요구하고 있지는 않았다. 이에 따라 2005년에 금융감독원과 시장 참여 기관이 공동으로 발행단계별로 시장참여자의 역할과 기능의 가이드라인을 제시한 모범 기준을 마련하였다.

<표 VI-1> 한국과 미국의 자산유동화증권 공시 규제 비교분석

구 분	미 국	한 국
자산유동화 관련 근거	<ul style="list-style-type: none"> <li>·증권법, 증권거래법을 통해 자생적인 증권으로 발전, 공시 관련 규제도 동 법에 근거하여 규제</li> <li>·유동화에 관련된 공시는 최근 보완됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·「자산유동화에 관한 법률」에 기본적인 공시 방법을 규제하고 있음</li> <li>·동 법에서 규제하지 않는 내용은 증권거래법에서 규제</li> </ul>
자산유동화 공시 기준	<ul style="list-style-type: none"> <li>·증권법, 증권거래법을 기본으로 비조치의견서를 통해 이루어졌음</li> <li>·2004년 12월 Regulation AB 제정을 통해 유동화에 특화된 공시 규정 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·자산유동화에 관한 업무지침에서 세부적인 유동화 관련 공시 방법을 설정</li> </ul>
자산유동화 공시 체계	<ul style="list-style-type: none"> <li>·유동화 관련 공시는 발행등록, 발행 후 공시를 기본체계로 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·유동화 관련 공시는 자산유동화계획 등록, 자산 양도 등록 및 유가증권의 신고절차를 통해 공시됨</li> </ul>
자산유동화 증권 개념	<ul style="list-style-type: none"> <li>·협소한 개념을 적용해 자산유동화 증권 범위가 제한적</li> <li>- 부실채권을 기초로 발행된 증권과 합성유동화는 제외</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·광범위한 개념 적용</li> <li>- 부실채권을 기초로 발행된 증권도 가능</li> </ul>
등록 규정	<ul style="list-style-type: none"> <li>·일괄등록 허용(Form S-3)</li> <li>·지나치게 엄격하고 구체적인 내용에 대한 규제</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·일괄등록 비허용</li> <li>·자산유동화증권에 특화된 등록 체계 구축</li> <li>- 자산유동화계획 등록, 유동화증권 대상 유가증권신고서 제출, 자산양도 등록</li> </ul>
참여 기관 정보 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>·유동화 참여 기관의 유동화 경험과 실적에 대해 상세한 공시 요구</li> <li>- 자산관리자의 과거 실적, 자산보유자의 자산성과자료 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·참여 기관의 사업 현황과 재무성과 등에 한해 공시</li> <li>- 참여 기관의 유동화 실적에 및 유동화 관련 업무에 대한 공시 미흡</li> </ul>
발행 후 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>·자산유동화증권 발행 후에 Form 10-K, 10-D, 8-K를 통해 유동화 성과에 대한 정기 및 수시공시 체계 확립</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·자산유동화증권 발행 후 사업보고서 제출</li> <li>- 발행인, 자산유동화계획 추진 실적, 유동화자산의 변동내역 등 공시</li> <li>- 자산관리 실적이 구체적이지 않고 자산별 공시 부족</li> </ul>

## 2. 국내 자산유동화증권 공시 제도에 대한 시사점

### 가. 공시 체계의 개선

국내 자산유동화증권 공시 제도는 유동화 제도 도입 초기부터 자산유동화증권의 특성에 부합하는 공시 및 등록 제도를 도입하였다. 국내 자산유동화증권의 공시는 다양한 자산을 대상으로 한 유동화가 가능한 제도적인 특성으로 인해 공시의 기본적인 항목 및 포함되는 내용에 대한 기준을 설정하는 방식으로의 규정이 존재한다.

국내 자산유동화증권 공시는 발행 시의 유동화 구조에 초점을 둔 공시 체계로 구축되어 있어, 발행 이후의 자산 성과 등에 대해서는 투자자가 체계적인 정보를 획득하기 어려운 구조로 되어 있다. 이에 따라 자산유동화증권 공시와 관련하여 전반적인 공시 프로세스에 대한 보완 및 발행 이후 자산 성과와 관련된 공시 강화를 통하여 투자자의 신뢰를 제고할 필요성이 증대되고 있다.

정기적으로 발행되는 자산유동화증권 구조의 경우 일괄등록 제도의 도입 검토가 요구되고 있다. 자산유동화증권에 대한 유의미한 내용을 일괄등록을 통해 공시하도록 하여 등록절차를 간소화하고 공시의 편의성을 도모할 필요가 있다. 향후 시리즈로 발행되는 구조의 자산유동화증권이 도입될 경우 일괄등록절차의 활용은 등록절차 및 그에 따른 비용을 대폭 축소하는데 크게 기여할 것이다.

또한 자산의 특성, 유동화거래 참가자에 대한 정보 등에 있어 보다 자세한 공시 기준을 마련할 필요가 있다. 자세한 공시 요건의 마련은 중요한 정보의 누락이 발생하지 않고 공시 정보의 정교성을 높인다는 효과는 있으나, 공시의 유연성을 저해한다는 비판도 존재한다. 기본적으로는 유연한

공시 체계를 구축하되 자산의 성과 및 자산보유자, 자산관리자 및 수탁기관 등 특정 유동화거래 참가자의 정보에 대한 보다 자세한 공시 요건의 마련이 필요하다.

특히 국내 자산유동화 제도가 도입된 이래 상당한 시간이 흘렀고, 일부 자산의 경우에는 지속적으로 유동화증권이 발행되는 점을 감안하여 보다 현실적인 방안으로 빈번히 유동화가 이루어지는 특정 자산의 경우에는 보다 자세한 공시 기준의 마련이 필요한 시점이다. 예를 들면 특정한 자산의 경우에는 모범 기준과 같이 유동화 공시에 필요한 내용을 업계, 투자자 및 규제기관이 공동으로 검토하고 이러한 결과를 바탕으로 유동화증권에 적합한 공시 내용에 대한 기준 및 예시 등을 통해 유동화에 적합한 정보가 제공되는 방안을 마련할 필요가 있다.

## 나. 공시 내용의 보완

국내 자산유동화증권 공시 체계의 경우 유동화 제도 도입 초기부터 기존의 유가증권 공시 틀에서 자산유동화의 특성을 반영한 공시 체계를 구축하였기 때문에 상당 부분 전통적인 유가증권에 적용되는 내용이 공시되고 있고 이와 함께 자산유동화증권 고유의 정보도 공시되고 있다. 그러나 자산유동화 참여 기관의 사업 현황 및 재무 정보에 대한 공시가 주를 이루고 있어, 유동화와 관련해서는 상대적으로 투자자에게 의미 있는 정보를 제공하는데 한계를 노정한다. 이에 따라, 투자자의 투자의사결정에 도움을 줄 수 있는 자산유동화 참여 기관의 유동화 경험과 실적에 대한 정보에 대해서는 공시가 이루어져야 할 필요가 있다. 이를 위해 미국이 도입한 실질 자산보유자의 과거 자산성과자료를 참고할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 실질 자산보유자의 과거 자산성과에 대한 공시를 모든 유동화에 적용하기는 어렵기 때문에 빈번히 자산유동화가 이루어지는 기관을 대

상으로 유동화자산의 자발적인 성과정보 제공을 유도하고 중장기적으로는 일괄등록 제도와 연계하여 일괄등록이 필요한 자산보유자의 경우 과거의 자산성과에 대한 공시를 요구하는 방식 등의 단계적 도입이 필요하다.

#### 다. 유통공시의 강화

자산유동화증권 발행 후에는 사업보고서 제출을 통해 자산유동화 관련 정보를 공시하도록 요구하고 있으나, 자산관리 실적이 구체적이지 않고 자산별 실적에 대한 공시는 거의 이루어지지 않는 상황이다. 자산유동화증권 발행 후 정보를 투자자에게 체계적이고 구체적으로 제공하기 위해, 고유의 정보 제공을 위한 규제 체계를 구축해야 한다. 또한 자산관리자의 자산관리에 대한 사후관리 강화를 위해 자산관리와 관련한 검증시스템의 도입도 검토해 볼 필요가 있다. 그러나 이러한 검증시스템은 추가적인 비용이 소요되기 때문에 유동화증권의 발행효율을 감소시킬 가능성도 존재한다. 따라서 자산관리자의 자산관리 성과에 대한 수탁기관의 감시를 강화하는 방안이 일단 도입되고 정기적으로 자산유동화를 통해 자금을 조달하는 기관을 대상으로 시범적인 검증시스템의 도입 가능성을 검토하는 단계적인 도입 방안에 대한 검토가 필요하다.

#### 라. 공시의 활용도 제고

국내 자산유동화증권 공시는 비교적 자산유동화증권의 특성을 잘 반영하고 있으나, 공시 자료의 활용에 있어서는 이에 대한 요약 정리가 부족하여 실제 투자자의 활용도를 제한하고 있는 실정이다. 발행 후 공시 자료는 금융감독원에서 분기별로 자산유동화증권 발행실적을 분석하고 발표하는

데 활용되는 정도이다. 증권선물거래소에 상장된 자산유동화증권의 경우 증권전산의 체크단말기와 증권선물거래소의 채권 상장 정보를 통해 공시 자료가 제공되고 있으나, 이 경우 채권에 준하는 정보구축 체계를 활용하고 있기 때문에 자산유동화증권 특유의 정보 획득에 어려움이 있고 정보 활용도도 미흡한 실정이다.

따라서 자산유동화증권 발행 후 실적의 공시뿐 아니라 공시 자료의 자료축적 및 활용에 있어서도 자산유동화증권에 특화된 방식으로 이루어질 필요가 있다. 자산유동화증권의 자료 구축과 활용은 투자자의 자산유동화증권 활용도 제고를 위해 필수적이다.

즉 자산유동화증권 공시 자료의 활용도 제고를 위해서는 투자자의 다양한 니즈에 부합하는 자산유동화증권 발행정보 시스템의 구축이 필요하다. 또한 다양한 응용정보 제공 벤더들의 도입을 통해 자산유동화증권 투자자에 대한 정보 제공이 확대되어야 한다.

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내 문헌>

금융감독원 공시감독국, 2001, 자산유동화업무와 관련된 등록신청서 등의 서식.

김문현·정윤모·손영락·김란영, 2001, 『한·미·일 공시 제도의 현황 및 비교』, 한국증권연구원 조사보고서 01-04.

김욱, 2004, 미 SEC의 ABS/MBS 등록, 공시 및 보고에 대한 제안서, 『Issue Report』, 한국기업평가.

김필규, 2002, 자산유동화의 효율적인 전개방향, 『경희대학교 국제법무 연구』 제6호.

김형태, 2001, 『구조설계채권(structured note) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 01-07.

김형태·김필규, 2002, 『자산유동화증권(ABS) 시장 발전방안 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 02-01.

윤승환, 2004, 『미국증권법 강의』, 삼일인포마인.

### <외국 문헌>

American Securitization Forum, 2004, Comment on Nos. 33-8419;34-49644, July 12.

- Bluhm, C., 2003, CDO modeling: techniques, examples and applications, working paper.
- Fabozzi, F.J., eds, 1995, *The Handbook of Mortgage-backed Securities*, McGraw-Hill.
- Fabozzi, F.J., eds, 1999, *The Handbook of Structured Financial Products*.
- Fabozzi, F.J., eds, 2000, *Investing in Asset-backed Securities*.
- Gregory, J., eds, 2003, *Credit Derivatives: The Definitive Guide*, Risk Books in association with Application Networks.
- Lederman, J., eds, 1990, *The Handbook of Asset-backed Securities*, New York Institute of Finance.
- Mayer, Brown, Rowe & Maw, 2005, SEC adopts Final Rules for ABS, Securities Update, January 25.
- McConnell, J.J., Singh, M., 1994, Rational prepayment and the valuation of collateralized mortgage obligations, *Journal of Finance* 49, No.3, 891-921.
- Nomura, 2004, ABS/MBS disclosure update, Nomura Fixed Income.
- Rosenblatt, M., Johnson, J., Mountain, J., 2002, *Securitization Accounting under FASB 140*, Deloitte & Touche LLP.
- Rosenthal, J.A., Ocampo, J.M., 1997, *Securitization of Credit : Inside the New Technology of Finance*, John Wiley & Sons, Inc.
- Sandor, R.L., Sosin, H.B., 1975, The determinants of mortgage risk premium, *Journal of Business* 48, 27-38.
- Thode, S.F., 2000, CMOs, duration risk and a new mortgage, *Journal of Real Estate Review* 19, No. 1/2.

U.S. Securities and Exchange Commission, 2004, Final Rule :  
Asset-backed securities, Release No. 33-8518.

<웹사이트>

The Bond Market Association      [www.bondmarkets.com](http://www.bondmarkets.com)

금융감독원      [www.fss.or.kr](http://www.fss.or.kr)

재정경제부      [www.mofe.go.kr](http://www.mofe.go.kr)

중소기업청      [www.smba.go.kr](http://www.smba.go.kr)

한국기업평가      [www.rating.co.kr](http://www.rating.co.kr)



부 록





## 부 록 : 미국의 자산유동화증권 공시 항목

<부록 표 1> Form S-1의 공시 항목

공시 항목	가능하면 공시	생략 가능
Item 1. 등록신고서 및 사업설명서의 표지	•	
Item 2. 사업설명서의 표지내부 및 후면표지	•	
Item 3. 요약 정보, 위험요소 및 고정비용에 대한 수익률	•	
Item 4. 수익의 사용	•	
Item 5. 발행가격의 결정 방법	•	
Item 6. 회석화에 관한 사항	•	
Item 7. 유가증권의 매출인에 관한 사항	•	
Item 8. 분배 방법	•	
Item 9. 유가증권의 세부 내용	•	
Item 10. 전문가 및 변호사 등의 이해관계	•	
Item 11. 발행인에 관한 일반사항		•
Item 12. 증권법상 사후손실보전에 관한 SEC의 의견 공시	•	
Item 13. 발행 및 분배 관련 기타 경비	•	
Item 14. 이사 및 임원의 사후손실보전	•	
Item 15. 최근 유가증권신고서를 제출하지 아니한 유가 증권의 매출	•	
Item 16. 첨부서류 및 재무제표 부속명세서	•	
Item 17. 약속이행보증서	•	
<b>Regulation AB 추가적인 공시 항목</b>		
Items 1102 - 1120 of Regulation AB	•	

<부록 표 2> Form S-3의 공시 항목

공시 항목	가능하면 공시	생략가능
Item 1. 등록신고서 및 사업설명서의 표지	•	
Item 2. 사업설명서의 표지내부 및 후면표지	•	
Item 3. 요약 정보, 위험요소 및 고정비용에 대한 수익률	•	
Item 4. 수익의 사용	•	
Item 5. 발행가격의 결정 방법	•	
Item 6. 희석화에 관한 사항	•	
Item 7. 유가증권의 매출인에 관한 사항	•	
Item 8. 분매 방법	•	
Item 9. 유가증권의 세부 내용	•	
Item 10. 전문가 및 변호사 등의 이해관계	•	
Item 11. 주요 변화	•	
Item 12. 정보의 결합	•	
Item 13. 증권법상 사후손실보전에 관한 SEC의 의견 공시	•	
Item 14. 발행 및 분매 관련 기타 경비	•	
Item 15. 이사 및 임원의 사후손실보전	•	
Item 16. 첨부서류	•	
Item 17. 약속이행보증서	•	
<b>Regulation AB 추가적인 공시 항목</b>		
Items 1102 - 1120 of Regulation AB	•	

## &lt;부록 표 3&gt; Form 10-K의 공시 항목

항 목		가능하면 공시	생략가능
Item 1	사업		•
Item 2	재산		•
Item 3	법적 진행상황		•
Item 4	주주총회 의결사항의 제출		•
Item 5	등록기업의 보통주에 대한 주식시장 및 주주 관련 사항		•
Item 6	주요 재무자료		•
Item 7	재무상태 및 영업의 결과에 대한 경영진의 토론과 분석		•
Item 7A	시장위험에 대한 계량적 및 질적 공시		•
Item 8	재무제표 및 보조자료		•
Item 9	회계 및 재무자료 공시에 대한 변경 및 외부감사인과의 의견불일치		•
Item 9A	통제 및 절차		•
Item 9B	기타 정보	•	
Item 10	등록인의 이사와 임원		• <sup>1)</sup>
Item 11	임원의 보상		• <sup>1)</sup>
Item 12	주요 주주와 경영진의 주식소유		• <sup>1)</sup>
Item 13	특수관계 및 특수관계거래		• <sup>1)</sup>
Item 14	주요 감사비용 및 서비스		•
Item 15	첨부서류, 재무제표 부속명세서	•	
<b>Regulation AB 추가 공시사항</b>			
Regulation AB의 Item 1112(b), 중요한 원채무자 재무 정보		•	
Regulation AB의 Item 1114(b)(2), 1115(b), 중요한 신용보강제공자의 재무 정보		•	
Regulation AB의 Item 1117, 법적 진행상황		•	
Regulation AB의 Item 1119, 제휴(affiliation), 관계, 관련 거래		•	
Regulation AB의 Item 1122, Servicing Criteria에 대한 compliance		•	
Regulation AB의 Item 1123, 자산관리자 감리보고서		•	

주: 1) 발행주체에 임원이나 이사가 없는 경우

<부록 표 4> Form 8-K의 공시 항목

항 목		가능하면 공시	생략 가능
Item 1.01	중요한 확정계약의 체결	•	
Item 1.02	중요한 확정계약의 종료	•	
Item 1.03	부도 또는 법정관리	•	
Item 2.01	중요자산의 취득 또는 처분		•
Item 2.02	영업실적과 재무상태		•
Item 2.03	직접적인 금융채무 또는 부외거래약정에 의한 직접적 우발적 채무로서 발행인에게 중요한 채무의 발생		•
Item 2.04	직접적인 금융채무 또는 부외거래약정에 의한 직접적 우발적 채무로서 발행인에게 중요한 채무를 증가시키거나 그 발생을 촉진시키는 사건의 발생	•	
Item 2.05	일부사업의 중단 또는 처분행위 관련 비용		•
Item 2.06	중요한 자산의 감액 결정		•
Item 3.01	상장폐지 또는 상장 기준 미충족 통보를 받은 경우 및 유가증권이 상장된 증권거래소를 변경한 경우		•
Item 3.02	지부증권의 미등록 판매		•
Item 3.03	유가증권 보유자의 권리가 중요하게 변경된 경우	•	
Item 4.01	외부감사인의 변경		•
Item 4.02	이전에 제출한 재무제표 또는 감사 검토보고서에 문제가 있는 경우		•
Item 5.01	기업지배권의 변동		•
Item 5.02	이사나 주요 임원의 사임, 이사선임, 주요 임원 임명		•
Item 5.03	내규 정관의 개정, 회계년도 변경	•	
Item 5.04	종업원 복지계획에 따른 주식거래 임시정지		•
Item 5.05	윤리강령의 개정 또는 적용 면제		•
Item 7.01	공정공시 규정에 따른 공시사항	•	
Item 8.01	기타 이 보고서식에서 정한 항목이외 중요한 사항	•	
Item 9.01	재무제표 및 부속명세서	•	
<b>Form 8-K상 자산유동화증권에 관한 추가 항목</b>			
Item 6.01	자산유동화증권 정보 및 평가자료	•	
Item 6.02	자산관리자 또는 수탁기관 변경	•	
Item 6.03	신용보강이나 기타 외부지원의 변동	•	
Item 6.04	자산유동화증권 증권보유자에 대한 상환불능	•	
Item 6.05	증권법상 변동사항에 대한 공시	•	