

## 좌담회

# 자산유동화 10년의 회고와 전망

- 일시 : 2008년 8월 26일(화) 09:00
- 장소 : 광화문 교보빌딩 14층 한국이사협회 회의실

❁ 사회자 : 박 준 (서울대학교 법과대학 교수)

❁ 토론자 : 김용호 (김·장법률사무소 변호사)

이미현 (법무법인 광장 변호사)

정순섭 (서울대학교 법과대학 교수)

황호석 (법무법인 세종 변호사)

\* 이상 가나다 순



## I. 도입

### 1. 좌담회의 취지와 범위



**사회자** 2008년 9월은 자산유동화에 관한 법률이 법률 제5555호로 제정된 지 만 10년이 됩니다. 또한 서울대학교 금융법센터가 설립되고, 창간호가 발간된 지 만 5년이 됩니다. 이런 뜻 깊은 달을 맞이해서 이번에 금융법센터에서는 지난 10년간의 자산유동화의 성과를 살펴보고, 앞으로 더 발전하기 위한 과제가 무엇인지를 찾아보기 위하여 9월 26일에는 자산유동화에 관한 세미나를 개최할 예정이고 좌담회를 마련하였습니다. 자산유동화는 법과 실무가 매우 밀착되어 있는 분야로서 오랫동안 자산유동화 실무를 담당해 온 세 분 변호사님과 금융제도를 폭넓게 연구하고 있는 정순섭 교수님을 모시고 같이 이야기를 나누어 보도록 하겠습니다.

## II. 자산유동화 10년의 의의

### 1. 자산유동화 10년의 성과와 과제

#### (1) 성과

**사회자** 국제적으로 1985년경 최초로 이루어진 것으로 알려진 자산유동화는 20여 년 동안 양적·

질적으로 많은 성장을 거듭해 왔습니다. 우리나라에서 자산유동화에 관한 법률이 제정되기 전에도 시도한 적이 있었습디만, 자산유동화는 법 시행 이후 본격적으로 이루어졌습니다.



**김용호** 자산유동화가 10년간 어떻게 발전해 왔는지 개관할 필요가 있을 것 같습니다. 개관하는 과정에서 자산유동화가 어떤 성과를 거두었는지 자연스럽게 추론될 수 있을 것으로 생각합니다.

자산유동화법이 제정되기 전인 1997년 초·중반 경부터 종합금융회사를 비롯한 금융기관들을 중심으로 자산유동화에 대한 관심이 크게 높아지고 유동성 문제를 해결하기 위한 방안으로서 다수의 유동화 거래가 본격적으로 시도되었습니다. 그런데 1997년에 IMF위기를 맞이하여 그동안 추진되던 자산유동화거래가 모두 무산되고 말았습니다. 한편 1997년 말 외환위기에 직면해서 은행 등 금융기관들로부터 다량의 부실채권(NPL, Non Performing Loans)을 인수하게 된 성업공사가 부실채권처리방안을 고심하게 되었고 그 방안으로서 자산유동화를 추진하고자 하였습니다. 그때 1997년에 좌절된 자산유동화거래의 경험에 비추어 자산유동화거래를 뒷받침할 수 있는 법제도 확립의 필요성이 부각되었습니다. 이러한 요구에 부응하기 위하여 제정된 법률이 바로 1998년 제정된 자산유동화에 관한 법률입니다.

법 제정 이후 1998년 말 유동화전문회사가 최초로 설립되고 1999년 초 유동화증권이 발행되었습니다. 초기의 유동화는 성업공사를 비롯한 금융기관

의 부실채권(NPL) 처리를 위한 자산유동화가 중심을 이루었습니다. 이 시기는 1998년에 마련된 유동화제도가 제대로 작동하는지를 시험하는 과정이라고 할 수 있겠습니다.

이듬해인 2000년도에는 자산유동화거래가 폭발적으로 증가하게 되는 해입니다. 투자신탁계정, 금융기관의 고유계정이 보유한 회사채를 유동화자산으로 하여 CBO(Collateralized Bond Obligation)를 발행하는 것이 유동화거래의 주류를 이루게 되었습니다. 그 당시 전체 발행 ABS 중 약 60%를 CBO가 차지하게 되었습니다. 2000년의 자산유동화거래는 그 이전의 거래와 비교하여 거래구조면에서 특별히 발전된 면은 없으나, 거래규모면에서 급격한 증가를 보이고 있습니다. 2000년에는 회사채시장이 이주 침체되어 있었습니다. 신용도가 극히 우량한 일부 기업을 제외하고는 일반기업들이 자신의 신용으로 회사채를 발행할 수 없는 어려움을 겪었습니다. 그래서 이에 대한 타개책으로 나온 것이 바로 발행시장 CBO, 소위 primary CBO라는 상품이었습니다. 그리고 한편으로는 1여 년간의 시험과정을 거쳐 일반기업의 자산보유자 자격을 관리종목, 투자유의종목을 제외한 모든 주권상장법인 및 코스닥등록법인 등으로 대폭 확대하는 조치가 취해졌습니다.

한편 2000년 말부터 신용카드채권유동화가 시작되었습니다. 2001년에 와서 신용카드채권 및 매출채권 등의 장래채권을 기초자산으로 한 유동화거래가 매우 활발하게 진행되었습니다. 이 시기의 유동화거래 중에서 신용카드회사가 자산보유자인 유동화거래가 차지하는 비중이 전체 발행 ABS 중에서 약 40.5%에 달했습니다. 이 시기는 거래규모면에서는 그 이전과 비교하여 큰 변화가 없지만 장래채권을 유동화하는 거래가 활성화됨으로써 거래구조가 매우 복잡해졌고, 그러한 경험을 바탕으로 새로운 구조의 유동화거래에 대한 가능성과 자신감을 획득한 시기라고 할 수 있습니다.

2002년도에 와서는 은행권을 중심으로 1999년도

부터 활발히 추진되어 왔던 NPL 정리가 어느 정도 마무리되면서 부실채권처리를 위한 자산유동화거래가 크게 감소하고, 투기등급회사채 등을 기초로 정부보증을 받아 발행되는 primary CBO가 기업자금 사정의 개선 등의 영향으로 감소함에 따라 전체 유동화거래 규모가 다소 감소하였습니다.

2003년도에 들어와서는 신용카드사 부실 우려에 따른 두 차례에 걸친 카드채 사태를 계기로 카드사 ABS에 대한 투자자 불안심리가 확대되어 ABS 전반에 대한 신뢰성에 의문이 제기되기에 이르렀습니다. 그래서 유동화시장 참여자들 사이에 상당한 위기가 팽배하였고, 이에 대한 대책으로 감독기관을 비롯한 관계참여자들이 유동화제도의 개선에 대하여 광범위한 논의를 시작하였습니다. 그리하여 2004년도부터 유동화법 개정에 관한 논의가 본격적으로 이루어졌습니다.

한편 2004년도에 들어와서 카드사 위기에 따른 대안을 모색하게 되는데, 그 대안으로 master trust가 등장하였습니다. 카드사 위기가 어느 정도 진정이 되고 ABS에 대한 신뢰성에 상당한 의문이 제기되는 와중에 2005~2007년까지는 비전형유동화거래가 활발해지면서 자산유동화법에 의한 유동화거래의 관점에서는 상당한 정체를 맞았습니다.

2005~2007년 사이는 자산유동화법에 의한 등록유동화 쪽이 아니라 비전형·비등록유동화 쪽에 치중하게 되었습니다. 가장 대표적인 예가 부동산 PF(Project Finance) 유동화가 되겠습니다. 물론 그 와중에 2005년도에 synthetic ABS가 등장했지만, 전반적으로 등록유동화는 상당한 정체를 거쳤습니다.

2008년도에 들어와서는 자산유동화법의 개정작업에 박차를 가하고 있는 한편, 은행들이 금년 들어 특히 외화유동성에 상당한 압박을 받아 그에 대한 타개책으로서 cross-border ABS에 눈을 돌리고 있는데 은행들이 보유한 주택저당대출채권(mortgage loan)을 유동화자산으로 하는 RMBS(Residential Mortgage Backed Securities)발행에 관심을 집중하게 되었습니다.

다. 그런데 기존의 주택저당대출채권은 유동화를 전제로 만들어진 상품이 아니었기 때문에 주택저당대출채권을 유동화자산으로 한 유동화거래에서 그러한 자산의 특성으로 말미암아 여러 가지 실무적인 어려움에 봉착했습니다. 그러한 어려움의 타개를 위해 생각하게 된 것이 커버드본드입니다. 유럽에는 커버드본드에 대한 특별법을 가진 나라들이 많이 있으나 우리는 그에 대한 특별법이 없기 때문에, 기존의 자산유동화법의 테두리 안에서 커버드본드를 발행할 수 있도록 허용할 것인가를 심도 있게 논의하게 되었고, 한편으로는 커버드본드발행을 지원하기 위한 입법방안에 관한 논의도 시작되었습니다. 2008년도에는 자산유동화법의 개정작업과 더불어 여러 면에서 변화를 모색하는 시기라고 할 수 있습니다.

위와 같이 개괄적으로 살펴본 우리나라 자산유동화 10여 년의 발전과정을 그해의 특징에 맞추어 압축하여 본다면 다음과 같이 말씀드릴 수 있겠습니다. 1997년은 자산유동화법이 없는 상황에서 여러 가지 자산유동화거래를 시도를 하였으나 모두 실패함으로써 시행착오를 겪은 시기였고, 1998년은 자산유동화거래를 지원하기 위한 자산유동화법을 만드는 등 자산유동화의 태동을 위한 준비시기입니다. 1999년은 NPL처리를 위한 자산유동화를 통한 시험의 시기였으며, 이를 통해 얻은 자신감을 바탕으로 2000년도에는 CBO의 폭발적 증가에 힘입어 유동화거래가 도약의 시기를 맞이하였고, 2001년도에는 카드사 ABS를 중심으로 여러 가지 복잡한 거래를 성공시킴으로써 성숙의 단계에 도달하였습니다. 그러나 이후 유동화거래는 2002년도의 다소 위축시기를 거쳐 2003년도에 이르러 카드사의 실패로 말미암아 자산유동화가 위기를 맞게 됩니다. 이에 2004년도에 들어와 대안을 모색하기에 이르렀고, 이후 2007년도까지 소위 비전형·비등록유동화거래에 치중함에 따라 자산유동화법에 따른 유동화가 정체기에 들어가게 되었는바, 2008년도에 들어와서는 자산유동화

법의 개정 및 커버드본드에 관한 입법추진 등 큰 변화를 적극적으로 모색하는 시기를 맞았습니다.



**이미현** 김용호 변호사님께서 말씀하신 바와 같이 우리 유동화의 발전역사는 좀 특이합니다. 자산유동화법이 유동화대상을 부실채권으로 한정하고 있지는 않지만, 적어도 자산유동화법의 직접적 입법동기는 1997년도 외환위기 직후 발생한 부실채권의 처리가 가장 주된 목적이었고, 실제로 ABS를 통하여 그 당시의 절체절명의 과제인 부실채권의 처리 및 외화조달이라는 두 가지 목적을 일거에 달성함으로써 당시 외환위기 해결에 지대한 공헌을 하였습니다. Kamco 등 금융기관이 가지고 있던 부실채권을 해외투자자들에게 매각하여 부실채권도 처리되고 동시에 외화도 유입되었기 때문입니다. 출발은 그렇게 하였지만 금융위기가 극복되고 부실채권 물량이 줄어들면서 유동화에서 부실채권이 차지하는 비율은 대폭 축소되었고, 유동화자산이 다양해져 정상적인 채권 위주의 유동화가 늘어났습니다. 한편 외환위기를 극복하는 과정에서 유동화에 대한 특별한 수요가 새로이 발생하였는데, 그 이유는 외환위기를 겪으면서 사채시장이 변화하였기 때문입니다. 외환위기 이전의 사채시장에서 유통되는 사채는 대부분 보증부사채였습니다. 보증사채는 신용등급이 다소 낮은 기업이라도 보증만 잘 받으면 사채발행이 가능했습니다. 그런데 외환위기를 겪는 과정에서 우리 금융기관이 사채보증을 꺼리기 시작하자, 사채시장의 주요 상품이 보증사채에서 무보

증사채로 전환되었습니다. 이로 말미암아 아주 신용도가 우량한 기업이 아니면 사채를 발행할 수 없는 상황이 되었습니다. 이러한 상황에서는 신용도가 다소 떨어지는 기업의 경우에는 ABS가 사채를 대체할 수 있는 좋은 자금조달수단이 될 수 있습니다. 다소 안타까운 부분은 자산유동화법이 자산보유자의 자격을 제한하고 있기 때문에 그 혜택이 ABS를 필요로 하는 모든 기업에게 미치지 못하고, 혜택을 받지 못하는 기업은 비등록유동화라는 다소 비정상적 방법을 택하고 있다는 점입니다. 비등록유동화까지 우리의 논의의 대상인 자산유동화라고 본다면, 어쨌든 자산유동화는 유동화법상 자산보유자 자격을 갖춘 기업은 물론이거니와 그렇지 못한 기업들에게도 주요한 자금조달수단으로 자리 잡았다고 생각합니다. 그 결과 현재 자산유동화시장은 주식시장, 채권시장과 함께 자본시장의 3대 축을 형성하고 있습니다.

**김용호** 제가 볼 때는 비단 외환위기 극복뿐만 아니라 금융시장에 상당한 위기가 올 때마다 그때 그때 그것에 대한 해결책의 하나로서 자산유동화가 활용되었다고 볼 수 있는 측면이 있습니다. 물론 처음에는 NPL 처리와 관련하여 외환위기 극복에 일조하였고, 2000년에 많은 기업이 회사채를 발행할 수 없게 되었을 때는 primary CBO를 통하여 자금조달을 할 수 있게 되었으며, 카드사가 위기에 처했을 때는 master trust를 돌파구로 삼고자 하였고, 현재는 외화유동성에 압박을 받고 있는 은행들을 위해서 자산유동화법 테두리 안에서 구조화커버드본드(structured covered bond)를 발행할 수 있도록 지원하는 방안을 모색하는 등 위기 때마다 위기를 극복하는 하나의 수단으로 유용하게 활용되었다는 측면을 말씀드릴 수 있겠습니다. 그 밖에도 ABS, ABCP, MBS, CBO 등 다양한 새로운 금융상품을 만들어 투자자들에게 제공하였을 뿐만 아니라 구조화금융에 대한 인식 제고와 선진화에 기여하였고, 자산유동화를 위한 실사 및 평가과정을 거치면서 기존의 리

스크관리체계를 되짚어 보는 계기가 되어 기업과 금융기관의 리스크 관리체계 정비에도 기여한 바 큰 것으로 생각합니다. 다소 거창하게 표현하자면 자산유동화는 금융거래의 패러다임에 변화를 가져왔다고도 할 수 있겠습니다.

한편 법제도적 측면에서는 기존의 법체계가 대량 거래를 법적으로 뒷받침하기에 부족한 점이 많다는 점을 인식하고 반성하는 계기가 되었으며, 외국에서 자산유동화 관련 입법시 한국의 자산유동화법을 참고하고 연구하는 등 우리 법의 독자성에 대한 자존심도 어느 정도는 높여 주지 않았나 하는 생각이 듭니다.



**황호석** 자본시장이 본격적으로 발전을 하는 것에 자산유동화가 상당한 계기가 된 것 같습니다. 이 변호사님 말씀대로 종전의 전형적인 보증부회사채의 시대에서 각 금융기관이 새로운 금융기법을 도입하려고 노력하고 시장참가자들에게 마케팅을 하면서 회사채시장 자체가 상당히 성숙하고 범위도 넓어지고 다양한 금융상품이 나오게 된 계기가 되지 않았나 싶습니다.

## (2) 과제

**사회자** 지난 10년간 자산유동화가 여러 면에서 성장하고 자본시장에 기여한 측면도 많습니다. 하지만 성장에 부응할 정도로 금융기법, 가령 자산평가·분석기법·구조화금융의 설계 등이 성장을 같

이 하였는지, 법적 쟁점에 대한 검토가 충분히 이루어지고 있는지, 규제가 적절한지 등 생각해 볼 과제가 상당히 많을 것 같습니다.

**황호석** 자산유동화법 제정 이전인 1994년부터 자산유동화에 대한 시도가 많이 있었습니다. 리스 회사는 단기로 자금조달을 해서 장기로 운영하기 때문에 유동성이 없는 자산에 유동성을 부여하는 것에 관심이 대단히 많았습니다. 그래서 중금사, 리스사들이 유동화법 제정 전인 1994년경부터 자산유동화거래를 시도했었습니다. 특히 IMF 직전에는 상당히 많은 시도가 있었습니다. 하지만 당시 추진되던 자산유동화는 대부분 성사되지 못했는데, 그때 우리나라 법에 대한 전반적인 외국의 신뢰가 가장 큰 문제였던 것 같습니다. 유동화가 증권발행의 측면에서 법률도 검토되지만 한편에서는 자산양도에 관한 민법법리가 기본이 되어야 하는데, 영·미법계 국가에서 한국이라는 나라의 법시스 자체에 의구심이 상당히 있었기 때문에 외국 신용평가기관(rating agency)들이 상당히 까다롭게 법적 문제를 체크하였습니다. 이에 따라 좌절도 상당히 많았습니다. 이후 정부에서 자산유동화법을 제정하고, 규제라고 볼 수도 있겠지만 유동화계획등록제도가 구조화된 금융상품의 사전심사기능을 하고, 정부당국에서 인증해 주는 것으로 투자자들이 받아들이는 것 같습니다. 금융시장이 발전하는 데 있어 중요한 대외적 신뢰확보라는 측면에서 순기능을 했다고 저는 판단합니다. 제3의 공적 기관이 스크린·모니터해주는 절차를 거쳐 금융상품으로서의 신뢰도를 높였고, 그 결과 빠른 시일 내에 자산유동화시장이 형성되었습니다. 성숙기에 들어선 이후 당초 사전심사제도가 거래를 지원하는 쪽으로 포커스를 맞추었던 것에서 점점 감독하는 방향으로 유동화계획등록제도가 운영되어 가고, 상당히 포괄적 조항에 근거하여 감독되다 보니 2005년부터 비전형유동화로, 심사를 안 받는 쪽으로 시장이 움직이는 것으로 바뀐 것 같습니다. 자산유동화법의 원래 제정취지는 규

제산업(regulated industry)이라고 불리는 금융산업에서 최초로 거래를 지원하는 법으로 만들어졌습니다. 오늘날에는 자산유동화법의 운영이 감독 쪽에 초점이 맞추어지는 것 같습니다. 최근에 와서 금융기관의 자금조달이 어려워지자 다시 지원하는 쪽으로 움직이는 경향도 있습니다. 앞으로는 자산유동화법이 시장을 감독하는 법규로 기능하도록 하는 것이 타당한지, 아니면 당초 입법목적처럼 거래를 지원하는 법규로 기능하도록 하는 것이 타당한지 검토가 필요한 것 같습니다. 애초의 입법목적, 즉 금융기관 및 일반기업의 자금조달의 원활 및 장기적이나 주택자금의 안정적 공급의 목적은 이미 충분히 달성되었다고 봅니다. 향후 과제는 파생상품이 결합된 자산유동화거래, 나아가 다양한 금융거래 특히 구조화금융의 토대가 될 수 있는 법률로 확대 발전할 수 있는지에 대한 검토에 달린 것이 아닌가 싶습니다. 최근 개정 논의에서도 제1조 목적조항에 대한 논의가 있는 것으로 알고 있습니다.



**정순섭** 지금 황 변호사님께서 말씀하신 바와 같이, 현재의 단계에서 자산유동화에 관한 규제체계와 관련하여 두 가지 정도를 과제로 이야기할 수 있을 것 같습니다. 첫째는 황 변호사님께서 말씀하신 것처럼 현재의 자산유동화에 관한 법률은 1997년의 위기를 극복하는 과정에서 일종의 비상입법으로서 매우 짧은 기간 내에 만들어졌기 때문에 다소 지나치게 엄격하거나 과도한 규제가 들어가 있는 부분이 있다고 생각합니다. 황 변호사님께서 말씀하신

것처럼 구조화금융에 관한 일반법으로 발전시키는 방향이 필요하지 않을까 생각이 듭니다. 두 번째로는 지난 2005년부터 이루어졌던 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 제정작업과정에서도 비교적 초기에 논의가 되었던 문제입니다만, 자산유동화를 금융상품으로 인식할 때 현재는 유동화증권으로만 인식을 하고 있는데, 그 자체를 집합투자의 일부, 현재의 간접투자의 일부로 기존의 규제체계에 통합하는 방법이 있는지에 대한 검토가 필요하다고 생각합니다. 일부에서는 집합투자를 전통적인 운용형과 자산유동화를 의미하는 유동화형의 두 가지로 구분해서 규제체계를 만들어갈 수 있지 않느냐 하는 논의가 있습니다. 지난번 자본시장통합법 제정과정에서는 추후과제로 미루어 두었습니다. 향후에는 검토가 필요할 것으로 생각됩니다.

**사회자** 감사합니다. 발전을 위한 과제의 큰 틀은 두 분이 말씀해 주신 내용이 되겠습니다만, 구체적으로는 논의할 부분이 많을 것 같습니다. 그동안 자산유동화가 시장에서 참여자가 경제원리에 따라 자산유동화하는 경우도 많이 있지만 정책적으로 활용된 측면도 많지 않았나 하는 생각이 듭니다. 가령 primary CDO 같은 경우에는 정책적 목적으로 이용되고, 그것이 가지고 있는 긍정적 효과도 상당히 있었지만 결국 신용보증기금의 부실화를 초래하였고, 그만큼 비용을 지불한 것이 아닌가 생각됩니다. 결국 정책적으로 활용한 부분에 대한 공과는 더 검토·연구가 되어야 하지 않았나 하는 생각이 듭니다.

**황호석** 위기시기에 만들어진 법률이다 보니 조문이 많지 않은 간단한 법률이었습니다. 나머지 부분은 시장에 맡겨져 있는 부분이 많았습니다. 하지만 현실은 시장참가자들이 감독기관의 눈치를 보고 감독기관과 협의를 하기 때문에 감독기관의 의사판단 및 정책방향이 반영되지 않을 수 없었던 것 같습니다. 그런 부분이 순기능도 있었다고 판단은 됩니다. 하지만 문제는 감독기관의 개입기준에 일관성이 없다는 것입니다. 행정지도의 형식으로 이루어

진 부분도 많고, 행정지도가 일관적으로 이루어진다면 하나의 관습법처럼 시장에 받아들여지게 될 것입니다. 그런데 감독기관의 담당자들이 바뀌면서 자의적으로 바뀌는 경우가 분명히 있었습니다. 이런 상황이 보이지 않는 행정규제라는 형태가 된 것 같습니다.

**이미현** 황 변호사님 말씀처럼 유동화계획의 등록이 정부의 사전심사에 따른 신뢰도 향상이라는 순기능을 수행한 점은 분명히 있습니다. 그런데 바로 그 점 때문에 오히려 감독기관이 필요 이상으로 개입하는 결과가 초래된 것 같습니다. 시장에서 그렇게 인식을 하고 있기 때문에 감독기관이 책임을 느끼고 있는 것 같습니다. 본래 감독기관에게 부여된 역할은 유동화계획을 등록시켜 유동화계획의 내용을 공시함으로써 투자자를 보호하고, 등록과정에서 법을 위반하는 것이 없는지를 확인하는 것이었는데, 유동화계획 등록절차를 통해 금융당국이 구조화된 금융상품의 사전심사기능을 하여 금융당국이 사실상 유동화상품에 대하여 인증해 주는 것이라는 시장의 인식을 의식하다 보니 금융당국이 위험검증을 통한 투자자보호라는 역할을 스스로 떠맡음으로써, 조금이라도 리스크가 높은 구조의 상품이 등장하면 법의 근거규정이 없음에도 여러 방식으로 제동을 거는 경우가 종종 발생하게 되었습니다. 그런 점에서는 오히려 새롭고 진전된 자산유동화상품의 발전을 저해하는 면이 없지 않았다는 생각이 듭니다.

**김용호** 이런 상황은 자산유동화법이 가진 본질적인 측면이라기보다는 그것을 어떻게 운용하는가의 측면인 것 같습니다. 사실 자산유동화법은 그 자체로는 중립적인 것인데 이것을 상황에 따라 정책적 수단으로 활용하였기 때문에 문제였던 것 같습니다. 비전형유동화가 폭발적으로 늘어난 것은 감독기관에서 이를 유동화법 틀 속에 포섭하기를 거부하였기 때문에 그쪽으로 갈 수밖에 없었다는 점이, 그 전부의 원인은 아니겠으나 일부 원인이 되었

고 이런 부분이 풍선효과를 발생시킨 측면이 있는 것 같습니다. 균형 있고 일관되게 규제를 다듬는 노력이 다소 부족하지 않았나 하는 생각이 듭니다. 비전형유동화로 상당 부분 빠져나가자 등록유동화에 대한 시장에서의 관심도 그만큼 줄어들었습니다. 그래서 2004년부터 법개정 논의가 시작되었지만 아직까지 개정작업이 완료되지 않고 있습니다.

**황호석** 우리가 유동화법을 입법할 당시에 일본에서도 자산유동화법 제정작업이 추진 중이었는데 일본법은 대단히 자세했었습니다. 그런데 초기에 제도가 시행되고 자리를 잡는 데는 우리 법이 더 적절했던 것 같습니다. 규제체계가 많고 조문이 많을수록 거래에 대한 제약이 된다는 측면에서 우리 자산유동화법은 대단히 간략하면서 기본 틀만 제공하였고 나머지는 시장에 맡겨 움직였기 때문에 장점이 많았습니다. 반면 그만큼 행정지도에 의한 규제가 많아지고 이에 따라 시장의 신뢰를 잃어 가면서 시장의 흐름이 비전형유동화를 선호하는 방향으로 간 측면이 있습니다. 구조화금융상품은 자통법에서 규정하는 판매단계에서의 투자설명만 가지고는 투자자보호에 충분하지 않으며 구조가 적절한지에 대한 판단이 필요한 것 같습니다. 공적 기관에 의한 구조의 적격성에 대한 심사가 적절하게만 운용된다면 긍정적인 효과가 분명히 있습니다. 왜냐하면 유동화상품은 일반투자자들이 투자할 수 있는 상품입니다. 금융기관에서 일반인을 상대로 유동화증권을 팔고 있습니다. 일반투자자들은 구조 및 자산에 대한 관심은 거의 없고, 금리위주의 투자를 하고 있습니다. 이를 판매창구에 있는 금융기관 직원들이 설명하는 데는 한계가 있는 것 같습니다. 구조의 적격성에 대한 관점에서는 어느 정도 사전심사가 필요하지만, 그 운용은 균형이 맞아야 할 것 같습니다. 그에 대한 기준이 필요할 것 같습니다. 2005년에는 너무 규제 위주로 가서 비전형유동화가 활성화되기도 하지만, 또 지나치게 완화된 기준으로 심사하면 결국 투자자들이 투자위험에 과다하게 노출되는 상

황이 발생하는 것 같습니다. 그 결과 굉장히 위험한 상품이 시장에 나오게 되는 것 같습니다. 가령 부동산PF ABS 같은 경우에는 금감원이 규제를 강화하기 전에는 상대적으로 신용위험이 큰 상품이 유동화증권으로 나왔습니다. 금융기관이 사업성이 좋고 위험이 적은 프로젝트에 대한 대출상품은 자신이 보유하고, 금융기관으로부터 대출이 안 되는 프로젝트들이 증권사를 통해 유동화증권으로 발행되어 일반투자자에게 오게 되었습니다. 감독기관이 이에 어느 정도 제동을 거는 조치를 한 것은 적절했다고 봅니다. 그렇지만 행정지도에 관한 일관된 기준은 있어야 합니다. 감독기관에서 노력을 해서 시장참가자들이 준수해야 하는 **best practice**를 만들었지만 실무자 입장에서는 감독기관의 감독정책 운용에 대한 **best practice**도 필요하다는 불만도 있었습니다.

**사회자** 황 변호사님께서 말씀하신 부분은 자본시장통합법에서 다루려고 하는 위험고지, 적합성의 원칙 등 자본시장통합법에서 강화하고자 하는 부분과 밀접하게 관련 있는 것 같습니다. 정순섭 교수님께서 새로운 자본시장통합법의 태도 및 자본시장통합법과 자산유동화의 관계에 대해 말씀해 주십시오.

**정순섭** 황 변호사님께서 말씀해 주신 바와 같이 유동화계획의 등록단계에서 감독기관이 일정한 심사기능을 수행해 줄 수 있는 장점 및 단점이 있다는 부분과 관련해서 유사한 체계로 거래가 이루어지는 집합투자증권의 경우를 보면, 집합투자기구를 설정하는 단계에서 등록이 필요하고 두 번째로 그를 통하여 발행된 집합투자증권을 판매하는 단계에서 증권신고서를 비롯한 판매규제·투자권유규제가 이루어지는 단계로 구성되어 있습니다. 유동화증권의 경우에는 그 자체로 증권이기 때문에 자본시장통합법상 판매단계의 규제는 그대로 적용받게 됩니다. 등록에 관한 문제는 현재 집합투자에 대하여 만들어 놓은 것 이상의 규제가 필요한 것인지에 대한 검토가 필요한 것이 아닌가 생각합니다. 투자자와의



접점에서 생각해 본다면, 현행법에서는 집합투자의 경우에도 등록하는 것을 조건으로 유가증권신고 등을 모두 면제하였지만 자본시장통합법에서는 두 가지 모두 병행하도록 되어 있습니다. 지금 말씀하신 위험에 관한 문제는 판매단계에서도 충분히 검증될 수 있는 체제가 아닌가 생각합니다. 시장 전체적으로는 규제체계가 더 일관성이 있게 되지 않을까 생각됩니다.

### III. 자산유동화의 현황과 과제

#### 1. 비전형유동화의 현황과 과제

**사회자** 자산유동화 10년의 의의에 관하여는 이 정도로 정리하도록 하고 과제의 구체적인 내용으로 들어가도록 하겠습니다. 먼저 김용호 변호사님께서 비전형유동화의 증가원인 및 법적 쟁점에 대해 말씀해 주십시오.

**김용호** 우선 비전형유동화가 활발하게 이루어지게 된 배경을 말씀드리겠습니다. 자산유동화법 틀 속에서 유동화거래를 할 경우 제약적인 여러 요소가 있습니다. 먼저 자산보유자의 자격을 갖추어야 하는 문제가 있습니다. 등록유동화의 경우 등록 절차 및 일정상의 제약문제도 있습니다. 등록유동화의 경우 감독기관에 의한 유동화계획의 검토에 10영업일이 소요되고, 특히 공모발행을 위해서는 유가증권신고서 효력발생기간 5일이 더 소요될 뿐만 아니라 발행분담금을 부담하여야 하는 등 시간과 비용부담의 문제가 따릅니다. 이러한 과정에서 부동산경기가 호황을 맞게 되자 부동산PF대출유동화의 수요가 크게 증가하는 한편, 감독기관이 그에 대해 처음에는 유동화계획의 등록을 쉽게 받아 주다가 이후에는 감독기관이 설정한 엄격한 조건을 충족하지 않는 경우 유동화계획등록을 받아 주지 않는 상황이 발생했습니다. 감독기관 실무담당팀의

가이드라인에 따라 규제하게 됨으로써 장외로 빠져 나가는 상황이 발생하였던 것입니다.

비전형유동화거래는 유형적으로 살펴보면 크게 ABL (Asset Backed Loan) 및 ABCP (Asset Backed Commercial Paper)로 나누어 볼 수 있습니다. ABL은 상대적으로 규모가 작고 이에 대한 정확한 통계도 파악된 것이 없는 것으로 알고 있습니다. ABCP는 신용평가기관을 통해 공시가 되고 통계도 나와 있는데, 비전형유동화거래가 활성화된 2005~2007년도의 통계를 살펴보면, 2005년 비등록유동화가 전체 유동화시장에서 차지하는 비중이 발행건수 기준으로 약 32% 정도입니다. 2006년도에는 약 51%, 2007년도에는 약 74%로 폭발적으로 증가됩니다.

비전형유동화를 위한 vehicle로서의 SPC의 형태를 보면 유한회사와 주식회사가 있습니다. 한편 유동화를 단일거래로 하는가, 반복거래로 하는가에 따라 단일SPC방식의 비전형유동화와 conduit방식의 유동화로 나누어 볼 수 있습니다. 기초자산의 유형에 따라 나누어 보면 부동산PF대출유동화, 최근에 많이 등장한 것으로는 CDS, 신용파생결합증권(CLN) 등 신용파생거래를 기초로 한 유동화 등이 있습니다. 2005년도에 synthetic ABS가 처음으로 자산유동화법상 인정을 받았는데 그 후에는 감독기관의 입장이 바뀐에 따라 등록유동화거래로서는 허용되지 않게 되었습니다. 결국 시장은 자산유동화법의 틀 바깥에서 이를 시도하게 되었고, 이에 따라 synthetic ABCP가 등장하게 되었습니다.

왜 자산유동화법 바깥에서는 ABS가 아니라 ABCP 밖에 되지 않는지 말씀드리겠습니다. 우선 상법상 주식회사의 경우 순자산액의 4배라는 사채발행 한도가 적용되기 때문에 ABS bond를 발행하고자 할 때, 위 사채발행 한도요건을 충족하기 위한 SPC의 자본금 마련이 어려워져 사실상 사채로 발행하는 것은 현실적으로 불가능합니다. 반면 CP(Commercial Paper)발행을 위해서는 SPC가 최저자본금요건만 맞추면 되므로 CP거래가 활성화되었습니다.

CP거래의 폭발적 증가에 따라 나타난 부작용이 너무 많은 CP가 시장에 범람하면서 시장의 교란요인이 되고 금리상승요인이 되었다는 것입니다. 결국 이후 금융기관, 특히 CP매입보장약정을 통한 신용보장을 제공한 은행들의 수익구조 및 자금조달에 영향을 미치는 결과를 초래하기까지 하였습니다. 이와 관련하여 과연 정책적 측면에서 위와 같은 비전형·비등록유동화거래가 자산유동화법 바깥에서 급속도로 팽창하는 것을 방지하였어야 하는가에 상당히 비판적 견해가 제기될 수 있겠고, 혹자는 비전형·비등록유동화거래를 상당 부분 등록유동화거래의 틀 안에 수용했다라면 작년, 금년의 여러 가지 신용경색 측면이 어느 정도는 완화되었을 수도 있지 않았겠는가 하는 견해를 조심스럽게 제시하고 있는 것 같습니다.

**사회자** 비등록유동화의 경우, 투자자보호의 관점에서 생각해 볼 점이 있는 것 같습니다. 첫째는 투자자가 일반투자자인가 전문투자자인가 문제됩니다. 가령 ABL의 경우에는 은행이 투자하는 것이므로 이는 은행감독의 차원에서 검토하면 충분할 것입니다. 그런데 ABCP가 일반투자자에게 판매되는 경우, 공시 등의 면에서 현재의 법제도가 충분하고 적절한 투자자 보호장치를 가지고 있는지를 생각해 보아야 할 것 같습니다. 둘째는 자산유동화법에서는 진정한 양도에 대한 기준을 정하고 있으므로 true sale에 대한 예측 가능성을 부여하고 있는데 비등록유동화의 경우에 true sale에 대하여 어떻게 정리를 하고 있는지, 세 번째로는 비등록유동화의 경우 SPC의 법적 성격의 면에서 생각해 보아야 할 점들이 있습니다. 유동화법에 따른 유동화전문회사는 유동화법에 근거를 두고 있으므로 다른 범위만 여부의 문제에 있어 comfort를 받을 수 있는데, 비등록유동화의 경우에는 집합투자기구적 성격이 있는 것 아닌가 하는 우려 혹은 공정거래법상 자회사 내지 계열회사적 성격이 있는 것이 아닌가 하는 문제가 있을 것으로 생각합니다. 실무를 처리하시면

서 어떻게 논의가 되고 정리가 되고 있는지 말씀해 주시면 감사하겠습니다.

**이미현** 제가 경험해 본 바로는 비전형유동화를 택하는 원인은 김 변호사님께서 말씀하신 것처럼 유동화법상 자산보유자 자격이 되지 않아 할 수 없이 비등록유동화로 가는 경우와, 자격은 되지만 금융당국의 규제를 피하기 위해 비전형으로 가는 경우의 두 가지가 있습니다. 자산유동화법의 경우에는 사채발행 한도를 없애 주었기 때문에 유동화증권을 사채발행으로 발행하더라도 상법상 사채발행한도를 초과할 수 있습니다. 그러니까 비전형유동화를 택한다는 것은 이러한 혜택을 포기하고 대출형태로 자금을 조달하는 것이므로 비전형유동화의 경우에는 일반투자자가 투자하는 경우는 상당히 드문 것 같습니다. 즉 ABL의 투자자는 대체로 금융기관입니다. 또한 ABCP로 발행되더라도 불특정 다수인에게 균일한 조건으로 매각하는 것은 다소 문제가 있습니다. ABCP로 발행하더라도 균일한 조건으로 불특정 다수인에게 발행한다면 그 성격은 사채로 볼 여지가 있으므로 조심해야 한다고 생각합니다. 현재로서는 그 법적 성격이 사채로 볼 여지가 없도록 하기 위하여 어음용지를 사용하여 전형적인 어음의 형태로 발행하며, 발행매수도 제한하고 금액도 다르게 해서 기관투자자들에게 매각하는 경우가 대부분입니다. 즉 아직까지는 ABCP에 일반투자자들이 많이 투자하는 것 같지는 않습니다. 하지만 그 여지는 있습니다. 따라서 이러한 금융상품을 제도권 밖으로 내모는 것이 일반투자자의 보호를 위한 것인지 정말 생각해 볼 여지가 있는 것 같습니다. 한편 진정한 양도와 관련된 문제는, 대체로 비전형 유동화상품에 투자하는 기관은 금융기관이며 자신의 투자목적상 진정한 양도요건을 충족할 것을 요구하는 경우가 상당히 많습니다. 즉 진정한 양도에 부합하는지에 대한 감독당국의 심사는 없지만 법률 의견서를 요구하기 때문에 어느 정도는 짚고 넘어가고 있습니다. 하지만 감독기관이 한 번 더 심사하

는 것과 단순히 법률의견서만 붙이는 것은 실제로는 차이가 있습니다. 아무래도 더 느슨한 기준이 적용되는 경우가 발생합니다. 어쨌든 현재로서는 주된 투자자가 기관투자자이고, 기관투자자들은 투자 전문가로서 그 부분에 대해서는 자신의 책임으로 투자하는 것으로 인식하고 투자하는 것이니까 다행입니다만, ABCP에 일반투자자가 투자하는 형태로 발전하면 문제가 될 것 같습니다.

**황호석** 비전형유동화의 투자자면에서는 일반투자자들이 투자하는 상황이 많지는 않지만, 증권사들이 영업장에서 채권상품의 조건을 제시한 것을 보면 ABCP의 금리조건을 제시한 경우가 많이 있습니다. ABCP를 개인에게 일반CP나 채권 팔듯이 팔고 있는 것으로 보입니다. 물량은 김 변호사님 말씀대로 많지 않고 아는 사람들만 사는 건데, 대부분은 명확한 위험 인식 없이 사기 쉬운 것 같습니다. ABCP발행에서 투자자보호라는 차원에서의 검토를 신용평가기관이 일부 수행하는 측면은 있습니다. 신용평가기관이 ABCP가 적기에 지급되어야 한다는 측면에서 위험을 분석하고 그런 면에서는 투자자의 이해와 일치하는데, 신용평가기관이 분석하고 매번 리포트하는 것이 공시되는 것이 아니어서 ABCP를 매입하는 일반투자자는 신용평가기관의 분석결과를 보지 못한다고 합니다. 결국 투자자는 ABCP의 기초자산이나 거래구조를 보지 못하고 대부분 금리 위주로 보고 투자하는 것 같습니다. ABCP의 기초자산은 장기자산인데 CP라는 단기증권을 발행하는 것입니다. 따라서 CP가 판매될 수 있는 신용등급을 부여받기 위해서는 신용보완이 들어가지 않을 수가 없고, 결국 신용보완은 은행의 신용공여약정에 의하여 이루어지는 경우가 많은 것 같습니다. 결국 프로젝트금융을 기초자산으로 한 ABCP는 경제적으로는 은행이 해당 프로젝트에 대출하는 것과 마찬가지로 ABCP는 은행이 위 대출채원을 편당하는 경제적 효과가 있는 것 같습니다. 그런 면에서 은행이 신용공여하여 은행이 백업하는 형식으로 ABCP가

발행되었기 때문에 사실은 구조의 적절성, 기초자산의 부도로 인한 문제가 일반투자자에게까지 미치지 않은 것 같습니다. 그렇지만 이 부분이 결국 은행의 부담으로 돌아가고, 장기적으로 기초자산인 부동산프로젝트가 망가지면 은행이 결국은 그 신용공여로 막아야 하므로 금융기관에게 충격이 갈 소지가 있는데, 감독기관은 이 상황에서 손을 떼고 있는 상황이므로 가능하면 유동화시장 내지 자산유동화법에 따른 유동화의 틀 안으로 들어오게 해서 금융감독 측면에서 걸러질 수 있도록 하는 것이 안전하지 않은가 생각합니다.

**사회자** 현행 증권거래법상 CP는 상당히 제한적으로 증권의 개념에 들어가는데 자본시장통합법상 이런 ABCP가 증권으로 인정될 가능성에 대해 정순섭 교수님께서 말씀해 주십시오.

**정순섭** 현행 증권거래법에서는 채경부고시를 통해 일정한 CP만 유가증권으로 한정하고 있습니다. 하지만 자본시장통합법에서는 기준을 형식적 기준, 즉 조폐공사에서 발행하는 어음용지를 이용해서 발행하는 경우에는 기간을 불문하고 모두 증권으로 규정하는 형태를 취하고 있습니다. ABCP가 은행도어음의 형태로 발행된다면 자본시장통합법상 증권으로 분류될 것이고, 증권의 발행 및 판매규제를 그대로 적용을 받는 형태가 될 것입니다. CP를 증권으로 분류하는 것에 반대하는 두 가지 시각이 있었습니다. 하나는 회사채시장에 부정적 영향을 미칠 것이라는 것입니다. 또 하나는 기업어음이 증권신고라는 공식적 절차를 거치고 나면 일반투자자들이 어음을 안전한 상품으로 인식할 가능성이 있다는 것입니다. 그렇다면 일반투자자들이 참여할 수 없는 시장이라는 전제가 달라지지 않을까 생각됩니다.

**이미현** CP가 증권 중에서 어떻게 분류되어야 하는지 궁금합니다. 가령 CP 수만 장을 똑같은 조건으로 일시에 발행하는 경우에 이는 사채와 무엇이 다른지, 여전히 사채발행한도가 적용되는 것은 아닌

지 공급합니다. 현재 실무상으로는 ABCP는 사채가 아니라는 전제로 발행되고 있습니다. ABCP의 경우에는 발행한도가 적용되지 않더라도 문제가 없을 수 있습니다만, 일반CP를 사채가 아니라면서 그런 식으로 발행하게 되면 사채에 관한 규제를 완전히 무력화시키는 것입니다. 이런 부분에 대한 입법적 해결이 필요할 것 같습니다. 사채에 대한 정의가 없는 것이 문제인 것 같습니다.

**황호석** 상법 개정안에는 사채발행한도를 없애기로 하고 있으므로 큰 문제는 없을 것 같습니다.

**이미현** 현행법이 유지되고 있는 한에서는 문제가 있다고 생각합니다.

**사회자** ABCP발행시 관행적으로 만기는 어떻게 되나요?

**김용호** 경우에 따라 다르지만 1개월짜리, 3개월짜리 등이 있습니다. 증권사들이 취급하는 ABCP는 증권거래법상 유가증권의 요건에 해당되기 위하여 만기가 1년 이내이어야 합니다. ABCP는 크게 보면 두 가지가 있습니다. 하나는 증권거래법상 유가증권으로서의 CP가 있고, 두 번째는 실무상 종금법상 CP라고 해서 재정부 고시의 요건을 충족하지 못하는 CP가 있습니다. 시장에서 거래되는 대부분의 CP는 증권회사가 관여하기 위하여 증권거래법상의 유가증권인 CP로 발행됩니다. 그런데 6개월 동안 50매 이내로 발행하여야 사모요건을 충족할 텐데, 실제로는 그보다 더 발행하는 경우가 허다하고, 그런 경우에도 유가증권신고서를 제출하는 경우가 없는 것으로 보입니다.

**사회자** 실무에서 변호사들이 이 점을 지적하지 않나요?

**김용호** 저희들은 6개월 이내에 50매 이내로 발행되어야 한다고 분명히 고지하고 있습니다.

**황호석** 증권회사 입장에서는 CMA계좌 등 간접적으로 판매할 수 있는 방법이 많이 있어서 그러는 것 같습니다.

**김용호** 현실적으로 문제가 안 되는 이유는 은행

이 신용보강기관으로서 매입보장을 해주기 때문입니다. 따라서 CP 투자자 입장에서는 은행의 신용을 보고 투자하는 것이지, CP의 기초자산(underlying asset)을 보고 투자하는 것은 아닌 것 같습니다. 그래서 현실적으로 문제가 안 되는 것 같습니다.

**이미현** 기본적으로 기초자산은 만기가 길고, CP는 짧게 발행되면서 중간에 계속 차환발행을 하게 되는데 차환발행이 안 되는 경우, 바로 금융기관이 이를 매입하는 방법으로 유동성을 제공하니깐 말씀하신 것처럼 금융기관의 신용을 보고 투자하는 것이 되므로 현실적으로 문제가 안 되는 것은 사실입니다. 그런데 BASEL II하에서는 이와 같은 금융기관의 신용공여가 줄어들 수밖에 없으므로 이러한 변화는 앞으로 ABCP시장에 많은 영향을 미칠 것 같습니다.

**사회자** 유동화법에 따르지 않은 유동화의 경우 진정양도(true sale) 여부 판단시 실제로 어떤 기준을 적용하십니까?

**황호석** 저희들이 자산유동화법 제정 전에 진정양도와 관련해서 외국 신용평가기관(rating agency)에게 조언을 할 때, 민법 등 국내 판례 및 미국의 기준을 참조하여 만든 기준이 있습니다. 실무상 비전형유동화의 경우 그 기준을 많이 활용합니다. 사안에 따라서는 유동화법에 준하여 판단하기도 합니다. 자산유동화법상의 기준이 우리 민법판례에 따른 기준을 요약한 측면이 많아 자산유동화법 제정 이전에 검토한 기준과 자산유동화법상의 기준이 서로 크게 벗어나지 않는 것 같습니다. 다만 비전형유동화에서 민법판례의 법리를 활용하다 보니 조금 넓어지는 부분도 있습니다. 가령 우리 대법원은 어음의 환매조건부거래에서 매대로 판단한 사례가 있습니다. 자산유동화법은 금감원과의 협의에 따른 기준, 불문을 같은 것이 있으므로 비전형유동화의 경우와는 조금 다르지만 대체로 거의 같은 기준을 사용하고 있습니다.

**이미현** 제가 적용하는 진정양도의 기준은 비전

형유동화나 전형유동화의 경우나 다르지 않습니다. 다만 저는 진정양도라고 생각하는데 금감원은 아니라고 생각할 때 전형유동화의 경우는 아예 유동화가 불가능하겠지만, 비전형유동화의 경우에는 제가 진정양도 의견을 제시하고 유동화거래가 이루어지는 경우는 있습니다.

**황호석** 비전형유동화의 경우 진정양도가 현재 실무상 큰 문제가 되고 있지 않습니다. 왜냐하면 비전형유동화의 경우 PF대출이나 자산을 매각하기 위한 거래가 많습니다. 진정양도가 주로 문제가 되는 것은 장래채권이나 금융기관이 계속 관리하는 자산 등인데, 비전형유동화의 경우는 대개 실제 장부상 떨어 버릴 자산을 가지고 유동화를 많이 합니다. 이에 따라 진정양도의 문제는 많이 발생하지 아니합니다.

**사회자** 실질적으로 ABCP는 신용보강기관의 신용에 기하여 발행되는 것이지 도산위험의 절연을 통하여 투자자를 보호하는 효과를 이용하여 발행되는 것은 아니라고 할 수 있나요?

**이미현** 예 그렇습니다. 그리고 ABCP를 하는 자산 중 독특한 것으로 주식이 있는데, 주로 M&A거래에서 많이 사용됩니다. M&A거래에서 M&A financing을 제공한 금융기관은 M&A가 일단 성사되면, 자신이 공여한 신용의 exit 방법으로 유동화를 사용하기를 원하는 경우가 많은데, 기초자산이 주식이어서 등록유동화가 안 되므로 비전형유동화인 ABCP를 많이 사용합니다. 그런 경우에는 진정양도 이슈는 없습니다. 자산보유자인 금융기관의 장부에서 완전히 털어 버리는 거래이기 때문입니다.

**사회자** 그런 경우에는 이런 ABCP발행 회사의 성격이 사모증권투자회사 내지 PEF의 자회사와 구분이 되나요?

**이미현** 논란의 여지가 전혀 없지는 않지만, 실무에서는 일단 간투법 적용대상은 아니라고 보고 일반회사로 설립합니다. 하지만 솔직히 발행회사 설립시 실무적인 애로사항은 아주 많습니다. M&A

financing 제공 후 exit하고자 하는 금융기관 입장에서는 이러한 SPC를 자회사로 설립하기를 원하지 않습니다. 그래서 외관상으로는 독립적인 형태로 SPC를 설립합니다. 하지만 실제로는 이런 SPC에 사원으로 투자할 사람이 없기 때문에 애로사항이 많습니다.

**사회자** upside gain은 누가 가져가나요?

**이미현** 선순위는 제3자에게 매각하지만 해당 금융기관이 후순위ABCP를 가지고 있으므로 upside gain은 해당 금융기관이 가집니다.

**황호석** 비전형유동화에서 가장 큰 어려움이 초과 잉여수익을 받아 가는 부분입니다. 요즘은 매우 어렵습니다. 예전에는 후순위대출이자율을 높게 해서 해결하기도 했으며 당시 후순위대출이자율이 30%까지 된 적도 있지만, 최근에는 이자율을 15% 정도로 하더라도 세무상 부인의 우려가 있다고 자문하고 있습니다. SPC에 대한 법인세로 인하여 발생하는 이중과세의 문제 등 때문에 유동화법에 의한 경우와 달리 초과잉여수익을 받아 가기가 어렵습니다. 최근에 듣기로는 부동산PF를 기초자산으로 한 상품의 경우 현금흐름에 대한 예측이 맞지 않아 SPC에 배당가능이익이 남는 것이 문제 된 경우도 있었다고 합니다.

**이미현** M&A financing을 하면 컨소시엄에서 주식을 인수합니다. 컨소시엄은 기업들이 인수의 주된 주체가 되고 금융기관은 자금만 제공하며 컨소시엄 멤버끼리 put·call을 가지고 있습니다. 결국 금융기관이 가지고 있는 현금흐름은 고정된 현금흐름이 되므로 사전에 구조를 잘 짜면 생각지도 못한 upside는 거의 발생하지 않습니다.

**사회자** 국제회계 기준도입 등에서 논의를 하겠습니까만, 비전형유동화를 하는 SPV를 금융기관의 자회사로 인정하는지 아니면 금융기관의 재무제표에 내용을 모두 포함시켜야 하는지가 문제될 것 같습니다. 현재는 어떻게 하고 있습니까?

**이미현** 자회사가 아닌 것과 같은 외형을 취하

로 현재는 재무제표에 사회사로 표시하지 않는 경우가 대부분입니다. 외형적으로는 지분을 5% 이상을 안 가지고 있기 때문입니다. 나머지 95%는 외관상으로 보기에 전혀 관계없는 사람이 가지고 있습니다.

**정순섭** 참고로 ABS와 집합투자의 관계 때문에 자본시장통합법은 특칙을 하나 가지고 있습니다. 자산유동화법에 따른 유동화는 집합투자자로 보지 아니한다는 규정입니다. 이를 엄격하게 해석하는 경우, 유동화구조를 취하면서 법을 따르지 않은 유동화에 대해 의문이 제기되는 것 같습니다.

**사회자** 비등록유동화의 경우 유동화자산의 교체 및 운용하는, 즉 매니지먼트가 존재하는 유동화의 경우 문제가 제기될 수 있을 것 같습니다.

**황호석** 사실 ABS가 간투법상 집합투자기구에 해당하는지 검토한 적이 있었습니다.

**김용호** 서면질의는 아닙니다만 초기 conduit 프로그램 설정 당시 재경부에 질의를 한 적이 있습니다. 당시 재경부로부터 확인받은 것은 간투법상의 펀드는 수익을 그대로 돌려주는 것인 데 반하여, ABCP는 확정적인 이자를 주는 것이기 때문에 성격이 다르다는 것입니다. 운용수익을 다 주는 것이 아니라 fixed income을 주는 것이므로 conduit는 간투법상의 간접투자기구와는 성격이 다르다는 구두 확인을 받고 일을 진행하였던 것입니다.

## 2. 자산유동화와 신탁법리

**사회자** 자산유동화와 신탁법리에 대해 이야기를 나누어 보도록 하겠습니다. 유동화 자체가 회사형태의 SPC를 사용하지 않고 신탁을 이용할 수도 있는 등 담보목적 신탁을 이용하여 투자자보호를 도모할 수도 있는 등 신탁과 자산유동화는 밀접한 관계가 있습니다. 유동화에서의 신탁의 활용, 그에 따른 법적 쟁점, 개선이 필요한 사항에 대해 황 변호사님께서 말씀해 주시겠습니다.

**황호석** 제가 보기에 신탁의 가장 큰 장점은 신탁법상 도산절연에 관한 규정입니다. 수탁자 및 위탁자의 재산에서 분리되는 점은 유동화 내지 증권화에 가장 적절한 제도라고 생각됩니다. 또한 신탁의 수익권은 신탁계약으로 내용을 각 유동화거래에 맞추어 정할 수 있다는 점에서도 자산유동화에 편리합니다. 수익권의 종류는 전순위·후순위수익권의 분할하기도 하고, 파생금융상품의 실질이 결합된 수익권도 가능하기 때문에 거래구조에 가장 적절한 현금흐름을 표창할 수 있는 권리를 만들어 낼 수 있는 장점이 있는 것입니다. 따라서 신탁방식은 유동화에서 가장 활용하기 좋은 법적 기구(器具)라고 볼 수 있습니다. 실제 자산유동화에서 신탁을 많이 활용하게 된 것은, 카드사의 신용카드대금채권 등 장래채권의 경우에는 현금흐름이 불확정적이고 유동화하고자 하는 부분을 넘어서 초과현금(excess cash)이 많이 발생하므로 이를 해결할 수 있는 구조로 신탁방식을 택하게 되었으며, 그때 신탁방식의 유동화가 국내에 많이 확대된 계기가 된 것 같습니다. LG카드의 경우에 해외 ABS발행시 처음으로 신탁방식을 사용해서 위탁자 지분(seller interest)으로 펀딩하고자 하는 채권액을 넘어서 발생된 장래의 채권액 부분으로 발생액 측면에서 변동이 많은 부분을 자산보유자가 흡수해 갈 수 있도록 했습니다. 몇 년 전에는 대법원이 획기적으로 도산절연의 효과를 인정한 판례를 냈기 때문에 더욱 신탁을 이용한 자산유동화가 늘고 있습니다. 담보목적의 신탁이더라도 타익신탁이기만 하면 신탁재산, 신탁수익권이 위탁자의 소유로서 파산재단에 속하지 않는다는 대법원 판례입니다. 이 판례로 인하여 어떤 의미에서는 자산유동화법상 진정양도보다 신탁이 확실한 도산절연효과를 가지게 되었습니다. 이와 같이 자산유동화에서 신탁은 이와 같은 두 가지 측면, 즉 도산절연이라는 점과 수익권 구성을 자유롭게 할 수 있다는 점에서 활용도가 높고 앞으로 계속 발전할 것이라고 생각이 듭니다. 다만 대법원 판례가 도

산절연효과를 너무 강하게 부여한 것이 아닌가 하는 비판이 향후에 제기되지 않을까 싶습니다. 일본에서 실시된 유동화거래에서 법적 분쟁이 제기된 마이칼케이스에서 유동화신탁방식을 사용했지만 신탁법학회에서 그것이 진정양도에 대응하는 의미에서의 진정한 신탁이라는 점에 대해 논의하는 것을 보았습니다. 저희도 자산유동화법상의 진정양도 요건처럼 신탁에서도 진정양도에 준하는 진정한 신탁과 담보목적 신탁이 구별되어야 한다는 논의가 도산법 학자나 실무가로부터 제기될 수 있고, 향후에는 과연 대법원 판례가 계속 유지될지 도산법 학자 내지 도산회사를 관리하는 자의 입장에서 대법원 판례에 도전하는 케이스가 나올 가능성은 있는 것 같습니다.

**사회자** 실무에서 그동안 master trust도 많이 이용이 되었나요? master trust의 경우에는 여러 가지 시리즈가 발행이 될 텐데 그런 경우 투자자들 보호는 어떻게 하십니까?

**김용호** 그렇게 많지는 않습니다. 두세 건 정도의 실제 master trust의 경우에는 시리즈별로 기초자산을 분리(segregation)하는 것이 아니고 사실은 socialized structure 혹은 변형 socialized structure라고 해서 시리즈 간 기초자산을 share하는 구조를 취하는데, segregation 측면에서는 오히려 conduit 구조에서 기초자산을 분리하는 구조를 취하게 되죠. conduit가 발행할 수 있는 것은 앞서 말씀드린 바와 같이 본드가 아니라 어음인 CP인데, 어음의 경우에는 어음의 성격상 limited recourse를 구현하기가 어렵습니다. 그래서 자산을 conduit 내부에 두고서는 segregation할 수 있는 방법이 마땅치가 않습니다. 그것을 해결하는 방법으로서 담보신탁이라는 메커니즘을 활용하는데, 각 시리즈에 해당하는 기초자산을 신탁함으로써 도산절연을 구현하는 방법을 취하고 있습니다.

**사회자** 최근 신탁법 등의 개정논의가 있지 않습니까?

**정순섭** 내년에 신탁법 개정작업을 시작하는 것을 알고 있습니다. 우리 신탁법의 모델이 되는 일본이 80년 만에 대개정을 했고, 우리도 이를 반영하는 형태가 될 것 같습니다. 신탁법 이슈가 여러 가지 있겠습니다만, 한 가지만 말씀을 드리면 바로 다음에 이야기할 합성유동화와 관련해서 유동화 vehicle이 신용디폴트스왑(credit default swap)이라는 거래를 하게 될 경우, 제3자에 대한 책임문제가 따르게 될 것으로 보입니다. 예컨대 수탁자가 제3자와 스왑거래를 했을 경우에 그 스왑거래에 따른 책임을 누가 부담하는지에 대한 논의가 있습니다. 현재 우리의 신탁법 해석으로는 수탁자가 자기재산으로 무한책임을 지고 신탁자산에 대하여 비용 청구하는 형태로 처리하게 됩니다. 과거의 영국·미국·일본의 해석론을 비추어 보면, 우리도 그렇게 해석될 것으로 생각합니다. 그렇게 되면 수탁자의 책임재산 한정 문제가 있을 것으로 생각이 됩니다. 간접투자자산운용법도 펀드가 스왑거래를 하는 경우에 똑같은 문제가 있어서 특칙을 두어 위탁회사와 수탁회사의 책임을 펀드의 자산으로 한정하는 특칙을 두었고, 일본의 경우에는 신탁법을 개정할 때 유한책임신탁이라고 하여 책임제한 한정특약을 넣는 신탁의 형태를 가능하도록 제도화시켰습니다. 수탁자의 제3자에 대한 책임범위를 신탁재산으로 한정한다는 특약이 유효한가의 논의가 있었고, 실무적으로는 많이 이용이 되었던 것 같습니다. 영국이나 미국도 입법으로 해결한 것 같습니다. 자산유동화를 유연하고 탄력적 규제로 전환하게 되면 우리도 검토가 필요하지 않을까 생각됩니다.

**사회자** 이 변호사님께서서는 실무를 처리하시면서 신탁과 관련하여 문제점은 없으셨습니까?

**이미현** 신탁 쪽 문제점은 황 변호사님께서 언급하신 것처럼 진정한 신탁이슈입니다. 신탁이라는 구조를 이용하기만 하면, 대법원 판례에 따라 자동적으로 도산절연효과가 인정되느냐 하는 것이지요. 선순위수익증권, 후순위수익증권으로 적당히 신탁

재산의 현금으로 배분한 다음 위탁자가 후순위수익 증권을 들고 있으면 실제로는 진정양도 안 한 것과 동일한 효과가 발생하도록 구조를 짤 수 있습니다. 그런 경우에도 대법원 판례가 적용될 것인가 하는 점은 논란의 여지가 있는 것 같습니다. 제 개인적 생각에는 대법원 판례에 명시적인 언급은 없었지만, 적어도 위탁자와 수탁자 간 신탁계약에 규정된 신탁재산의 처분에 관한 내용이 진정한 양도요건을 갖춘 매매에 준하는 내용인 경우의 신탁에 한해 절연효과를 인정해야지, 앞부분을 완전히 무시하고 신탁이라는 형태를 갖추었으면 무조건 절연효과를 인정하는 것은 문제가 있지 않은가 합니다. 그리고 법적인 것은 아니지만 제가 유동화하면서 재미있다고 느낀 것은 유동화구조에서는 신탁구조가 정말 많이 이용되는데, 즉 다른 어떤 금융분야보다 신탁이 많이 활용되는데 그럼에도 유동화증권이 수익증권으로 발행되는 경우는 거의 없다는 점입니다. 거래구조의 1차 단계, 즉 현금을 분할하는 단계에서 수익증권을 발행하여 수익증권 자체가 유동화자산으로 사용되는 경우가 대부분이지 실제로 유동화증권이 수익증권의 형태로 발행되는 경우는 별로 없습니다. 법적인 면에서 볼 경우, 유동화증권을 수익증권으로 발행하면 굳이 유동화회사를 설립할 필요가 없기 때문에 간단하고 비용도 적게 들고, 특히 유동화회사 설립과 관련된 복잡한 문제들을 피할 수가 있는데 시장에서 수익증권이 잘 안 팔리기 때문에 활용되지 않고 있습니다. 즉 수익증권형태의 유동화증권은 시장성이 없습니다. 이는 법적 문제가 아닌 것 같습니다.

**황호석** 저희가 한 번 시도해 본 적이 있었습니다. 그때 문제는 수익증권을 공모로 발행할 경우 증권거래법에 따라 제출한 유가증권신고서의 양식이 없다는 것이었습니다. 금융원과 이 문제에 관하여 협의했는데 어떤 기재사항 및 재무사항이 들어가야 하는지를 정하는 유가증권신고서 양식이 없기 때문에 심사할 수가 없다는 답변을 들었습니다. 결국 당

시 유가증권신고서 양식이 없어서 공모수익증권을 발행할 수 없었습니다.

**김용호** 투자자는 있었습니까?

**황호석** 외국계 회사가 한 번 시도했었습니다. 그런데 외국환거래법상 신탁에 대한 처리부분이 매우 모호합니다. 외국인 투자자들은 신탁에 대한 개념에 친숙하고, 투자수요가 있는데, 역외거래에서는 외국환거래규정이 이 신탁부분을 어떻게 취급할 것인지가 명확하지 않습니다. 이런 제약이 있어 신탁 방식을 이용하는 것이 활발하지가 않습니다. 그래서 수익권이 기초자산화되는 경우가 많습니다. 정순섭 교수님이 말씀하신 책임한정특약과 관련하여 실무상 신탁계약에 책임한정특약을 명시한 조항을 넣기도 합니다. 거래계에서는 책임한정특약이 유효할 것이라고 믿고 있고, 법원도 인정할 것이라고 믿고 운영하고 있습니다. 다만 우발적 책임부분은 문제가 될 수 있다고 생각합니다.

**정순섭** 저도 책임제한한정특약의 효력을 부인하는 결론이 나올 것으로는 생각하지 않습니다. 하지만 신탁법상 명시적 제도를 두는 것이 바람직하지 않은가 생각합니다. 간접투자자산운용업법에는 특칙을 만들어 놓았기 때문에 신탁법과 비교해석의 결과 반대해석의 가능성에 대한 우려가 있습니다. 자본시장통합법체계하에서도 수익증권이라는 유형이 있고, 그 안에는 투자신탁 수익증권·특정금전 신탁에 대한 수익증권 등 두 가지를 넣었습니다. 투자수익증권에 대한 양식으로 문제를 해결하는 등에 대한 논의는 없었나요?

**황호석** 투자신탁의 경우는 법상 유가증권신고서 제출이 면제되었으므로 양식이 없었으며, 투자신탁은 균일한 조건으로 발행되므로 큰 문제가 없습니다. 그런데 재산신탁은 내용이 다양하고 저희가 예전에 한 건 중에서는 형식은 신탁수익권인데 실질은 콜옵션인 것도 있었습니다. 그런 경우에 신탁수익권의 성격을 무엇으로 분류할 것인가에 대하여 재정부에 문의한 적이 있었습니다. 이것을 수익



권으로 볼 것인가, 증권거래법상 파생결합증권으로 볼 것인가, 재산신탁의 경우 권리내용에 따라 논란의 여지가 될 부분이 많은 것 같습니다. 수익증권에 대한 새로운 형식으로 해결해야 할지, 자동법의 지분증권으로 가야 할지 문제가 될 것 같습니다.

**정순섭** 자본시장통합법상 증권분류는 6가지 세부분류를 합니다. 조문입안 담당자의 생각은 크게 두 가지로 나누겠다는 것입니다. 증권을 투자계약증권과 파생결합증권으로 나누고, 타인의 노력에 의하여 수익이 결정되는 경우는 투자계약증권으로 하고, 그 외의 외생적 요인에 의하여 수익구조가 결정된 경우에는 파생결합증권으로 크게 나눈다는 것입니다. 현재 우리나라에 존재하는 모든 증권을 이 두 개로 나눌 수 있다면 그 외의 증권은 왜 넣었느냐 하는 의문이 생기는데, 이는 이용자의 편의를 위해 그리고 중복적 개념이라는 것을 전제로 만들어 놓은 것입니다. 동시에 고려되어야 할 부분은 어디에 해당하는 규제상 차이가 없다는 것입니다. 수익증권에 해당하는 지분증권에 해당하는 투자계약증권에 해당하는 양식이 없어 공모발행하지 못한다는 것은 지금 이 제도의 취지와는 맞지 않는 것입니다.

**이미현** 그런데 한 가지 더 문제가 있습니다. 공모발행의 경우에는 양식이 문제될 수 있지만 사실 사모발행의 경우는 양식의 문제는 아닙니다. 기관투자자들이 투자해 주면 되는데 기관투자자들이 여기에 투자했을 때, 내부적 회계처리가 사채형태로 투자한 경우와 많이 다르기 때문에 제약을 많이 받는 것 같습니다. 증권사들이 수익증권형태로 발행하면 팔기가 참 어렵다고 합니다. 즉 시장성이 없다는 것이지요.

**김용호** 신탁의 도산절연과 관련하여 제 의견을 말씀드리겠습니다. 2001년도에 담보신탁의 도산절연에 대한 판례가 나왔습니다. 판결이 나오기 전에도 그랬지만, 판결 이후에는 그 판결에 의존해서 더 많은 거래를 했습니다. 거래의 신뢰 측면에서 대법원에서 그 결정을 바꿀 수 있을까 하는 부분에 다소

회의가 듭니다. 그 결정을 뒤바꾸려고 할 때, 담보신탁에 관한 판례의 결정을 신뢰하고 거래한 자와 신탁위탁자의 다른 이해관계자 사이 이해관계균형이라는 관점에서 생각해야 될 것입니다.

회계제도 측면에서 보면 지금 담보신탁은 부외처리(book off)를 하지 않습니다. 그 자산은 법률적으로는 도산절연이 되어 위탁자의 자산이 아니고, 따라서 위탁자의 채권자들은 그에 대하여 권리행사할 수 없는 상황인데도 회계상으로 그 자산은 위탁자의 자산인 것처럼 되어 있으므로 상호 불일치하는 측면이 있습니다. 공시·회계적 측면에서 발상의 전환이 필요한 것으로 생각합니다. 오히려 법의 실질에 맞게 부외처리를 하거나 적어도 적절히 실질을 공시해야 되는 것이 아닌가 하는 생각이 듭니다.

**이미현** 저도 김 변호사님 말씀에 동의합니다. 사실 진정양도 이슈라는 것이 기본적으로는 도산시 도산자의 채권자들 간 평등을 추구하고자 하는 것입니다. 사실상 채권채무관계임에도, 즉 소유권을 보유하는 것 같은 외형을 갖추고 있을 뿐 실제로는 소유권자로서의 위험은 부담하지 않고 평소에 채권자로서의 이익을 누리다가 막상 채무자가 도산하면, 소유권에 기하여 환취권을 행사하겠다는 것은 도산한 채무자의 다른 채권자 입장에서는 형평에 반하는 문제가 있습니다. 그러므로 진정양도라는 이유로 도산절연효과를 주려면, 핵심은 다른 채권자가 자산보유자와의 거래를 개시할 당시에 당해 자산을 채무자인 자산보유자의 재산으로 인식하고 거래하였을 가능성이 있었는가, 아니면 이것은 처음부터 채무자의 다른 채권자가 보기에 채무자의 재산이 아니었기 때문에 채무자와 거래할 때 이 자산의 존재에 대해 전혀 고려를 하지 않고 거래하였느냐 하는 점이 되어야 합니다. 그런 관점에서 본다면, 김 변호사님 말씀하신 것처럼 부외처리가 안 된 자산이 도산으로부터 완전히 절연된다는 것은 다른 채권자보호라는 측면에서 문제가 있는 것 같습니다.

**사회자** 매매나 다른 방식의 양도와 신탁에 있어

진정한 양도의 기준이 다르게 된다는 점을 합리적으로 설명할 수 있을까요?

**이미현** 사실은 진정양도 논란이 미국에서 시작된 것입니다. 미국 법원에서 진정양도를 판단할 때 거래조건, 즉 당사자가 체결한 계약의 내용 자체가 매매에 해당하는가도 중요하지만 계약체결 이후 부외처리를 해서 다른 채권자들로 하여금 여전히 양도인의 자산이라고 오인하게 할 여지가 없도록 하였는지도 굉장히 중요한 판단요소입니다. 대법원 판례에서는 이런 부분은 고려하지 않고, 단순히 신탁자산의 소유권은 수탁자에게 속한다는 신탁의 기본법리만 따라가다 보니 매매의 경우와 신탁의 경우 다른 결과가 초래되는 것처럼 보이게 된 것 같습니다.

**황호석** 미국에서 진정양도 이슈가 나온 것이 미국 파산법의 형평법(Equity) 법리가 적용되고 민사법리인 common law를 따르지 않으므로 민사계약상의 매매계약의 성격을 재구성(recharacterization)하기 때문입니다. 우리는 사실 그런 형평법 법리가 없고, 일반 민사 법리에 따른 판단만 있을 수 있습니다. 신탁에 대한 도산절연 부분은 민사 판단에 충실했던 것 같습니다. 자산유동화법상의 진정양도에 대해 논의하는 것은 민사법리상 대법원 판례가 말하는 매매에 도산법적 요소가 가미된 개념이고, 신탁 쪽은 도산법적 고려를 하지 않은 판례 법리인데 그런 판례에 대해 법원이 과연 법적 근거가 없이 법적 성격의 재구성을 시도할 수 있을지 의문입니다. 사실 미국과 같은 형평법이라는 근거가 없는 우리 현실하에서는 저도 김 변호사님께서 말씀하신 것처럼 우리 대법원이 담보신탁에 대한 도산절연효과를 선언한 이 판례를 따르는 판례를 수차례 낸 상황에서 이를 반복하기는 상당히 힘들 것이라고 생각합니다.

**황호석** 다만 현실적으로 도산법인의 관재인 입장에서는 당황스러울 것 같습니다. 요즘은 담보신탁을 많이 사용합니다. 김 변호사님 말씀처럼 회계

장부를 열어 보면 재무제표에는 있는데 신탁으로 다 빠져나가 도산회사에 남아 있는 재산이 없는 사태가 생길 가능성은 있습니다.

**정순섭** 사해신탁이나 이런 방향은 어떻습니까?

**이미현** 사해신탁에 걸리지 않도록 얼마든지 구성할 수 있을 것 같습니다.

### 3. 합성유동화의 현황과 과제

**사회자** 그럼 이제 synthetic securitization에 대해 이야기해 보도록 하겠습니다. 대출채권을 양도하지 않으면서 신용위험은 이전하는 효과를 가져오는 거래가 많이 발전하고 있습니다. 신용파생거래도 신용위험을 이전하는 거래의 한 유형인데, 신용파생거래를 활용해서 유동화시키는 합성유동화거래에 어떠한 법적 쟁점이 있나요?

**이미현** 말씀하신 것처럼 합성유동화라는 것은 신용파생상품의 일종입니다. 신용파생상품은 신용도가 민감한 기초자산으로부터 신용위험을 분리하여 거래당사자 간에 이전하는 금융계약입니다. 준거자산의 이전 없이 신용위험만 분리해서 거래가 이루어지므로 준거자산을 보유한 기관 입장에서는 여전히 고객과의 관계를 유지하면서도 낮은 거래비용으로 신용위험을 투자자에게 전가하는 효과가 있습니다. 가장 기본적인 방법은 swap contract에 의해 신용디폴트스왑을 하거나 total return swap을 하는 것입니다. 이 경우에는 단순히 스왑계약을 통해 위험을 이전하는 것이기 때문에 계약 당시 현금거래가 수반되지 않습니다. 나중에 결제만 하면 되므로 보장매도자의 신용이 매우 중요합니다. 스왑계약이 실제로 이행될 것인가의 문제이기 때문입니다. 그래서 계약방식에 의한 신용파생상품은 일반화되기는 힘든 것 같습니다. 그래서 나온 것이 신용연계채권, 즉 CLN입니다. CLN은 SPC와 신용파생계약을 체결한 후 SPC는 노트를 발행해서 현금을 조달하고 조달된 현금으로 담보자산을 매입합니다. 이렇게

되면 형식적 보장매도자는 **SPC**이지만 보장매도로 인한 위험은 **noteholder**에게 전가되니까 실질적 보장매도자는 **noteholder**가 되는 셈입니다. 하지만 담보자산을 통해 스왑거래의 이행을 보장하니까 굳이 사실상 보장매도자인 **noteholder**의 신용에 영향받지 않게 됩니다. 동일한 구조에서 단순한 어음 대신 사채가 발행되면 그게 소위 말하는 합성**CDO**입니다. 우리나라의 경우에는 합성**CDO**를 발행하려면 역시 사채발행한도 때문에 유동화법에 의하지 않고서는 어렵습니다. **CLN**은 물론 가능합니다. 합성**CDO**를 유동화법에 따라 발행한 사례로는, 2005. 5. 국내 최초로 에프엔파인유동화회사가 합성**CDO**구조를 이용하여 자산유동화증권을 발행한 적이 있습니다. 우리나라에서 발행된 에프엔파인유동화회사의 합성**CDO**는 전형적 합성**CDO**와는 좀 차이가 납니다. 외국회사에서 많이 판매하는 합성**CDO**의 경우에는 **SPC**가 직접 보장매입자와 신용디폴트계약을 체결하는 것이 일반적이는데, 우리나라의 경우 유동화회사가 신용디폴트스왑을 체결하려다 보니 이것이 정말 유동화회사의 업무범위에 속하는 것이냐 논란이 있어서 자산보유자가 미리 신용디폴트스왑계약을 체결한 후 신용디폴트스왑계약 자체를 양도하는 방식을 취했습니다. 두 번째 차이점은 일반적인 **CDO**의 경우에는 **SPC**가 **CDS**를 체결하고 신용연계채권을 발행해서 조달된 자금으로 담보자산을 취득하는데, 이 역시 우리나라의 유동화법에 따르면 유동화자산은 자산보유자가 유동화회사에게 양도해 주어야 하므로 이 구조로 갈 수가 없습니다. 그래서 담보자산을 일단 자산보유자가 취득한 후 이를 유동화회사에게 넘겨주는 구조를 취했습니다. 이것이 우리의 유동화법에 따른 계약으로 인해 외국에서 행해지는 **CDO**와 좀 달라진 점입니다. 이러한 논의점 외에 합성**CDO**가 증권거래소에 상장될 수 있는가도 논란이 된 적이 있습니다. 유동화회사가 발행한 합성**CDO**가 공모로 발행되어 증권거래소에 상장되기 위해서는 파생결합증권으로 상장해

야 할 것입니다. 과거에는 파생결합증권에 대한 상장규정이 미비하여 논란이 있었지만 이 문제는 더 이상 논란의 대상이 아닌 것 같습니다. 자통법 시행의 경우 정 교수님께서 말씀하셨던 것처럼 금융투자상품이 투자계약증권과 파생결합증권으로 나뉘었다면, 이런 경우에 합성**CDO**는 어느 쪽으로 분류되는 것인지 궁금합니다.

**정순섭** 파생결합증권에 속할 것 같습니다.

**황호석** 변수가 운용이 아니라 외생적 요인이나 앞선 논의에 의하면 파생결합증권에 속하는 것 같습니다.

**이미현** 현재 자산유동화법상 제한의 타당성에 관하여 말씀드리겠습니다. 우선 현행법에 존재하는 유동화자산의 취득시점에 대한 제한이 정말 자산유동화에 꼭 필요한 개념인지 생각해 보았으면 좋겠습니다. 자산유동화라는 용어 자체가 “자산보유자가 가지고 있는 자산을 증권형태로 유동화한다”라는 개념으로 출발하다 보니 자산보유자로부터 자산을 취득하는 것이 너무 당연한 것처럼 받아들여지고 있습니다. 하지만 발행된 증권을 기준으로 본다면, 즉 **SPC**가 보유하는 전 재산으로 담보된 **asset backed securities**냐 하는 시각에서 본다면, 사실 유동화자산이 **SPC**의 기초자산으로 확보되고 이러한 기초자산이 발행된 유동화증권의 경제적 담보역할을 하는 구조가 확보되기만 하면 그것으로 충분하고, 그 자산이 누구로부터 왔는지 및 **SPC**가 어느 시점에 이를 취득하였는지는 그다지 중요한 이슈가 아닌 것 같습니다. 이렇게 생각하면 유동화증권발행 전에 유동화회사가 유동화자산을 취득하지 않더라도 투자자가 유동화자산 확보 전에 사채대금을 지급함으로써 증가되는 투자자의 위험을 완화할 수 있는 장치를 고안할 수 있다면 굳이 선취득을 고집할 필요는 없지 않을까 생각합니다. **CDS**를 직접 체결하는 문제에 대해 말씀드리겠습니다. 유동화회사가 체결할 수 있는 계약범위를 제한하는 이유는 결국 투자자보호를 위해 유동화회사는 도관으로만 기

능하라는 취지입니다. 유동화회사는 유동화자산에 내포된 현금흐름을 그대로 투자자에게 전달해야 하는데, 유동화회사가 여러 가지 계약을 체결해서 다른 위험을 인수하면 이러한 취지에 방해가 되므로 계약체결의 범위를 법률로 제한하는 것이라고 생각합니다. 그렇다면 일단 유동화가 행해진 다음 체결하는 계약의 범위는 엄격하게 제한해야겠지만, 유동화증권발행 전 유동화회사가 유동화자산의 현금흐름에 영향을 미칠 만한 계약을 체결하고자 하는 경우 혹은 그러한 계약의 체결이 확정적으로 예정되어 있는 경우에는 그러한 계약 내용을 유동화계획에 반영하여 사전에 투자자들에게 충분히 공시하면, 투자자들은 처음부터 그러한 계약이 유동화자산에 미치는 영향을 알 수 있으므로 이를 감수하는 투자자만 투자결정을 하게 될 것입니다. 즉 사전에 충분히 공시된다면, 유동화증권 인수시 존재하는 유동화자산에 내포된 현금흐름을 그대로 투자자에게 이전시키는 도관으로서의 유동화회사의 기능을 저해하는 것은 아니라고 생각합니다. 유동화자산의 개념을 자산보유자가 유동화회사에 양도하는 자산으로 정의할 것인가, 아니면 투자자가 유동화증권 취득시 그러한 유동화증권의 경제적 담보를 구성하는 기초자산으로 인식한 자산을 유동화자산으로 정의할 것인가의 문제에 불과하다고 생각합니다. 만일 후자로 정의한다면 유동화회사가 유동화증권발행 전 CDS를 체결하는 것을 금지할 필요는 없다고 생각합니다. 다만 이러한 계약은 유동화 관련 계약과 유동화계획에도 상세하게 반영되어 투자자에게 충분히 공시되어야 한다고 생각합니다.

**사회자** 그동안 합성유동화거래가 실제로 몇 번 이루어졌습니까?

**황호석** 등록유동화로서는 한 건 있었습니다.

**김용호** 비등록유동화로서 synthetic ABCP는 여러 건 있습니다.

**사회자** 2005년에는 금융감독원이 합성ABS거래를 허용하고, 그 이후에는 허용하지 않는 것으로 입

장을 바꾼 이유가 무엇입니까?

**황호석** 처음 등록유동화로서 합성ABS를 발행하는 건을 제가 담당하였습니다. 업무를 담당할 당시에는 재경부에서 증권회사 장외파생업무를 계속 지원하는 상황에 있었습니다. 특히 신용파생결합증권(CLN)이 시장에 나올 수 있도록 그 발행을 지원하는 분위기였습니다. 그런데 당시 기업은행에서 내키지 않은 신용공여를 한 것이 있어서 그로 인한 신용위험을 이전하고 싶어했습니다. 이와 같은 시장의 발행 수요와 정책당국의 우호적 분위기가 잘 맞아서 금감원과 협의를 거쳐 자산유동화법의 틀에 가장 맞게끔 구조화해서 나온 것입니다. 처음 구조화할 때는 이 변호사님 말씀대로 유동화법 제22조 “유동화전문회사는 유동화계획 수행에 필요한 계약을 체결할 수 있다”라는 것에 입각하여 유동화전문회사가 직접 신용파생계약을 하는 것으로 시작했습니다. synthetic ABS를 투자자 입장에서 보면, 즉 funded 구조를 염두에 두면 기초자산으로 신용파생계약의 담보가 되는 담보자산(collateral)이 있고, 거기에서 발생하는 수익률(yield)에 CDS프리미엄이 좀 가미되어 통상의 CBO보다 좋은 수익률이 적용되는 증권에 투자하는 유동화거래라고 볼 수 있는 것입니다. 그런 의미에서 본다면 CDS계약이 투자자 입장에서는 유동화계획의 수행에 필요한 계약이라는 접근 방식을 취했습니다. 그런데 금감원에서는 유동화의 사전적 의미 내지 목적에 초점을 맞추어 자산보유자가 가지고 있던 자산을 양도하는 거래로 구성해 달라, 이것이 첫 번째 요구사항이었습니다. 따라서 먼저 주간사가 유동화할 담보자산을 매입했고, 그 매입한 자산을 양도하는 방식을 취했습니다. 그 다음 CDS계약 자체를 SPC가 체결하는 것이 외국의 일반적인 예이기는 한데 금감원에서 왜 계약양도를 하는 방식을 선호했느냐 하면, 금감원에서 판단하기에 SPC는 본격적인 협상의 주체가 될 수 없으므로, CDS계약조건의 타당성에 대해 가교(bridge)로 낀 자산보유자가 보장매수자와 협상을 하고 해당

CDS계약을 잠깐이라도 보유해서 평판리스크(reputation risk)도 짐으로써 투자자에게 제대로 된 계약을 넘기라는 취지로 CDS계약을 먼저 체결하고 계약양도로 넘기게 되었습니다. 이러한 구조가 불편한 측면이 있지만 일면 타당성이 있는 것 같습니다. 특히 synthetic ABS에서는 실질적 자산보유자가 자신의 자산에 대한 위험을 증권투자자, 즉 대중투자자에게 이전시켜 버리고 자신은 편안한 입장이 됩니다. synthetic ABS 및 CDO에서 가장 문제가 될 수 있는 부분은 위험이전(risk transfer)하는 주체가 자산관리를 할 때의 모럴 해저드인 것 같습니다. 자신은 위험을 넘겨 버리고 자산관리라든가 이런 부분이 소홀할 수도 있고, CDS 계약 체결과정에서 pricing이라든가 일정 부분 위험을 인수하는 부분(first loss)은 얼마로 할 것인가 이런 부분을 정할 때 투자자들이 협상의 상대방으로 참여할 수 없다는 것이 문제될 수 있는데, 그런 부분에서 우리는 유동화 틀 내에서 타협이 된 측면이 있습니다. 저는 펜은 구조라고 생각하고 향후에 계속 있을 것이라고 예상했습니다. 이후 금감원 자산유동화팀이 바뀌면서 담당자가 달리 보기 시작했습니다. 이 거래는 유동화 목적이 아니라고 판단을 하기 시작했습니다. 이는 자산매각을 통한 자금조달기능이 없고 위험이전에 초점을 맞춘 거래이기 때문에 허용할 수 없다. 이렇게 된 것입니다.

**사회자** CDS계약의 당사자는 누구였나요?

**황호석** 위험이전의 주체를 실질적 자산보유자라고 본다면, 에프앤티인 유동화거래에서는 기업은행이 있었습니다. 중간에 자산보유자로 되는 가교 금융기관으로 증권회사인 삼성증권이 먼저 담보자산을 자기자금으로 매입을 하고, 담보자산을 지급재원으로 하는 CDS를 기업은행과 삼성증권이 계약체결을 하고, 기업은행이 protection buyer가 되고, 삼성증권이 seller가 된 이후 삼성증권의 지위가 자산유동화로 넘어가면 담보자산을 양도하는 구조가 되니까 유동화법상 자산보유자는 삼성증권이 되는

것입니다.

**황호석** 삼성증권이 평판위험도 있고 여신심사 기능도 있으니까 한 번 걸려 달라는 것이었습니다. 사실 SPC가 직접 체결하게 되면, 거래를 일단 성사시켜야 하는 arranger 입장에서 상대방인 보장매수인과 협상을 하게 되고 structuring을 하게 되기 때문입니다.

**사회자** 전형적인 이해상충의 문제가 있는 것 같습니다. originator는 자산을 SPC에게 양도하고 나면 거래가 끝나는 것이니까 CDS계약을 어떻게 협상하든 아무런 상관이 없습니다. originator는 CDS계약을 적극적으로 협상할 아무런 모티프가 없습니다. 그런데 삼성증권이 arranger로서 투자자보호를 위한 의무를 이행하여야 하는 것 아닙니까? arranger로서의 지위와 originator로서의 지위 간 이해상충 문제가 있지 않을까요?

**이미현** 저도 그렇게 생각합니다. 자산보유자와 투자자는 사실 대립적 관계에 있습니다. 그렇기 때문에 자산보유자가 항상 투자자의 이익을 보호하는 방향으로 행동하리라고는 기대하기 어렵습니다. 여기서 protection seller는 실제로는 투자자이므로 자산보유자에게 protection seller의 자격에서 협상하려고 하면, 투자자에게 물건을 팔고자 하는 사람에게 물건을 살 사람을 위해 협상을 하라는 셈이 됩니다.

**황호석** 투자자에게 잘 팔기 위해서는 가능하면 투자자에게 유리한 조건으로 하라, 그런 의미였습니다. 실제로 실무를 해보니까 증권사 법무팀에서도 계약서를 꼼꼼히 검토한 것은 사실이고, 단지 arranger 역할만이었을 때보다는 직접 계약당사자로서 위험을 더 체크했다는 느낌이었습니다. 그런 면에서 순기능 및 장점은 있는 것 같습니다.

**사회자** 그 상품은 실제로 어떻게 판매되었습니까?

**황호석** 저축은행 등으로 많이 판매된 것 같습니다. 만기가 얼마 전에 도래했는데, 발행 당시의 신행사의 예측과 거의 비슷하게 나왔습니다. 일부 손실

이 있었지만 이는 환차손 때문에 생긴 손실로 볼 여지가 있었습니다. 우리 신평사가 그렇게 예측을 잘할 줄 몰랐습니다. 판매를 할 때 삼성증권 측에서 국내 최초로 시도되는 것이고, 이 증권에 대해서 일반사채로는 설명이 안 되므로 위험 고지를 충분히 했던 것으로 알고 있으며, 그 결과 무리 없이 종결된 것 같습니다.

**정순섭** 벤처기업들이 발행한 primary CBO에 대한 은행의 지급보증이 기초자산이었던 상품이었지요.

**황호석** 전형적 의미의 synthetic CDO라고 보기는 어려운 점이 있습니다. 현존하는 자산이 아닌 것을 장래 자산화될 경우를 전제로 해서 만들어 바로 이해되기 어려운 점은 있었던 것 같습니다.

**정순섭** 말씀하신 부분과 관련해서 2005년 특집으로 좌담회를 했었고, 그때는 거래 직후였기 때문에 거래를 담당하셨던 변호사님이 참석하셨는데 이번 좌담회를 통해 더 구체적인 내용을 알게 된 것 같습니다.

**황호석** 저희가 그 업무를 통해 얻은 성과는 앞서 말씀드린 바와 같이 모럴 헤저드에 대한 대처가 필요하다는 점을 알게 된 것입니다. 자산에 수반되는 위험을 넘긴 이후 자산을 관리하는 부분이 소홀해지는 부분이 있는 것 같습니다. 사실 CDS계약의 기초자산에 관한 채권회수 노력을 좀 등한시한 것 아닌가 하는 비판이 있었습니다.

**정순섭** 이번 서브프라임사건에서 이야기하는 모럴 헤저드와 유사하군요.

**이미현** 투자자보호를 위해 모럴 헤저드 문제가 방지되어야 하는 점은 맞습니다. 그 역할을 누구에게 부여하여야 하는가가 문제인데, 제 생각으로는 그 역할을 자산보유자에게 부여하는 것은 적절하지 않은 것 같습니다. 그것은 신용평가사가 위험을 정확하게 인식하고 이를 평가에 반영함으로써 담당하여야 할 문제가 아닌가 생각합니다. 공모발행되는 ABS증권에 대해서는 신용평가사가 등급을 매기며

투자자는 결국 이 등급을 보고 투자하는 것입니다. 투자자의 위험이라는 것은 증권을 구성하고 있는 각 위험요소 하나하나도 중요하지만 결국은 종합적인 결과가 무엇인가, 즉 그 결과 상환 가능성이 어느 정도 확보되는가 하는 문제가 궁극적으로 가장 중요한 것 같습니다. 신용평가사가 신용등급을 매길 때, CDS로 인한 위험은 ABS상환 가능성에 결정적 영향을 미치는 요소이기 때문에 당연히 이러한 위험에 대한 분석이 있어야 하고 그 결과가 등급에 반영되어야 한다고 생각합니다. 이러한 위험이 구체적으로 평가되어 반영되었음에도 AAA가 나왔다면 투자자는 안심하고 투자해도 되는 것입니다. 만일 CDS의 조건이 너무 위험해서 ABS의 상환 가능성이 우려된다면 AAA가 나오면 안 되는 것 같습니다. 협상과정에서 평가의 전문가도 아닌 거래의 상대방에게 그런 역할을 부여한다는 것은 법적으로는 좀 이상한 것 같습니다.

**황호석** 그 당시 신평사와는 논의를 많이 했었습니다. 그 당시 신평사에서 본 것이 first loss부분을 얼마나 부담하는가였습니다. first loss부분이 결국 모럴 헤저드를 방지하기 위해 들어가 있지 않습니까. 그런데 그 first loss부분으로 정한 비율이 상당히 정확했습니다. 이 변호사님 말씀하신 것과 관련하여 말씀드리겠습니다. synthetic ABS 거래 중 결국 모니터링을 누가 할 것인가, 주체에 관해 이 변호사님은 신평사가 모니터링 기능을 하여야 한다고 생각하시는 것 같습니다. 그 부분이 사실 좀 문제가 되는 것 같습니다. 물론 구조설정단계에서 적절한가의 문제도 있습니다. 그렇지만 그 다음인 운용과정에서 자산관리의 모니터링을 누가 할 것인가가 합성ABS에서는 명확하지 않은 문제가 있는 것 같습니다.

**사회자** 서브프라임사태에서도 드러났듯이, 국내에서도 7~8년 전 국내 시중은행이 대출연체에 대한 보험을 들고 자동대출을 하는 상품을 만들어 대출한 후 연체가 발생해서 보험회사 사이에 분쟁이 발생한 적이 있습니다. 그 당시 논의 중 보험을

안 들었을 때 은행의 대출심사수준과 보험에 가입한 대출상품에 대한 심사가 같았는가의 문제가 있었습니다. 신용위험의 이전에서도 같은 문제가 생기는 것 같습니다. **synthetic CDO**는 법에서 말하는 '자산' 유동화가 아니라 '위험' 유동화라고 해야 하는 것이 아닌가 하는 생각이 듭니다.

**김용호** 유동화법 개정 논의에서도 **synthetic ABS**를 현행 유동화법의 틀 속에서 수용할 것인가, 아니면 위험의 유동화라는 새로운 개념을 도입할 것인가의 논의가 있었던 것 같습니다.

#### 4. 자산유동화에 관한 법률상 각종 규제의 현황과 과제

##### (1) 유동화전문회사의 설립과 청산

**사회자** 현행 자산유동화에 관한 법률상의 각종 규제 중 유동화회사의 설립과 청산과 관련하여 어떠한 문제가 있나요?

**황호석** 외국에는 소위 'nominee service company' 특수목적법인(SPC)의 주주 내지 사원과 이사로 되는 경우가 많습니다. 우리는 유동화가 회계상 off balance로 처리되고, 세법이나 공정거래법상 특수관계인 관계에 없는 것을 전제로 하는 경우가 많은데, 이를 충족시킬 수 있는 출자사원이나 이사 등을 구하기가 어려워 유동화전문회사의 설립에 애로가 있습니다. 유동화회사를 설립할 때 로펌에 그 소속 직원을 출자사원이나 이사로 해줄 수 없는지 문의하는 경우도 많으며, 법무사들이 하는 경우도 있습니다. 유동화전문회사를 설립할 때 자산보유자 등으로부터 독립된 출자사원이나 이사가 제공될 수 있는 제도적 장치가 필요하다고 봅니다. 예를 들면 해외 자산유동화거래에 있어서 SPC가 많이 설립되는 케이맨군도(Cayman Islands)는 자선신탁(charitable trust)이 출자자로 되고 위 자선신탁의 수탁회사가 이사를 소개하여 SPC가 신속하게 설립될 수 있습니

다. 우리나라는 그런 의미의 공익신탁을 설정하기는 힘듭니다. 이미 종료된 유동화거래 중 자산보유자가 출자사원으로 참여하지 않은 건에서 현금흐름에 대한 예측이 빗나가 유동화전문회사에 상당한 배당가능이익이 생긴 경우 그 처리가 문제된 사례도 있습니다. 따라서 향후에 법적 분쟁이 있을 수 있으므로 유동화전문회사의 출자사원이나 이사로 자산보유자의 통제를 받지 않는 자가 원활하게 제공될 수 있는 제도적 장치를 검토할 필요가 있다고 봅니다.

**사회자** 법에서 이런 것을 둘 필요가 있을까요? 자연스럽게 생길 수 있지 않을까요?

**이미현** 수요가 상당히 많은 것은 사실입니다. 청산은 사실 법적으로 큰 이슈는 없습니다. 다만 유동화에 대해 이해도 전혀 없고 관심도 없는 사람을 이사 및 사원으로 해서 유동화회사를 설립하다 보니 실제로 청산할 때 애를 먹은 적이 있습니다. 제가 담당했던 사건 중 하나는 퇴직 임직원이 사원인 경우였는데, 도장 하나만 찍어 주면 되는데 그 퇴직 임원이 "내가 다 이해하기 전에는 도장을 찍을 수 없다"라고 주장해서 일일이 설명해 주고 납득시키느라 시간이 너무 많이 걸려 청산절차 때 애를 먹은 적이 있습니다. 이런 업무를 담당하는 전문회사가 있어서 설립과 청산절차가 좀 더 편해질 수 있으면 좋겠습니다.

**김용호** 최근 외국의 모 업체에서 한국에서 그런 비즈니스를 하려고 한국의 유동화 관련법에 대하여 문의해 와서 조언을 한 적이 있습니다. 저는 유동화 vehicle을 반드시 회사법적 관점에서만 접근해야 하는가도 진지하게 생각을 해야 할 필요가 있다고 봅니다. 유동화회사에 사원을 둘 필요가 있는지, 이사를 반드시 둘 필요가 있는지, 즉 법률적 도구로서 기능할 수 있는 새로운 개념을 도입할 수는 없는지 좀 더 전향적으로 이를 접근할 수는 없겠는가 하는 생각이 듭니다.

## (2) 유동화전문회사의 활동범위

### —포괄유동화—

**사회자** 다음으로 포괄유동화에 대해서 알아보겠습니다.

**김용호** 포괄유동화는 우리 유동화법상의 '1SPC 1유동화의 원칙'으로부터 시작되었습니다. 설립자금을 마련하고 이사·사원을 확보하는 등 SPC설립에 따르는 여러 번거로움 때문에 하나의 SPC를 가지고 계속적으로 유동화거래에 활용할 수는 없겠는가 하는 논의가 제기되었던 것입니다. 다만, 신탁의 경우에는 법에 명시적으로 1SPC 1유동화의 원칙에서 신탁회사를 제외한다고 되어 있어 2003년 카드사사태 때 우리가 master trust를 시도했습니다. 신탁의 경우에는 1SPC 1유동화의 원칙이 적용되지 않기 때문에 신탁회사는 다수의 유동화를 수행할 수 있는 것입니다. 신탁의 경우 원래부터 법상 하나의 신탁회사가 여러 개의 신탁을 설정할 수 있게 되어 있고, 구분관리 등 여러 가지 통제 메커니즘이 있어서 별 문제는 아니지만, SFC의 경우에는 그와 같이 여러 개의 유동화거래를 수행할 때 거래 간 구분관리 등의 통제문제 때문에 자산유동화법을 입법할 당시 1SPC 1유동화의 원칙을 채택하게 된 것입니다.

그러나 1SPC 1유동화의 원칙도 절대불변의 원칙은 아니고, 구분관리 또는 통합관리의 메커니즘만 확보한다면 우리가 위 원칙을 고집할 필요는 없지 않나가 생각합니다. 그래서 개정법 논의에서도 적극적으로 시장의 요구를 수용해서 포괄유동화, 즉 하나의 SPC를 통해 여러 개의 유동화거래를 수행할 수 있도록 허용하지는 논의가 있는 것으로 알고 있습니다. 사실 엄격히 따지고 보면, 포괄유동화가 1SPC 1유동화 원칙의 예외라고 생각할 필요도 없지 않나가 생각합니다. 왜냐하면 하나의 유동화거래에서 그 유동화거래에 관여하는 모든 당사자가 여러 시리즈의 거래를 모두 용인하고 있기 때문에 하나의 SPC가 각 당사자가 전혀 서로 관여하지 않는 완

전히 다른 별개의 유동화계획을 수행하는 것과는 차이가 있지 않은가 생각합니다. 후자 쪽까지 수용할 것인가는 깊이 논의해야 할 문제이겠지만, 하나의 유동화회사가 여러 시리즈의 유동화거래를 하는 것을 허용할 필요성에 관하여는 시장이나 감독당국이나 모두 공감대가 이루어져 그 같은 방향으로 유동화법의 개정이 추진되고 있는 것으로 알고 있습니다.

다만, 처음에는 이런 포괄유동화를 전혀 예정하지 않았는데, 사후에 그런 필요가 생겨 포괄유동화로 바꾸는 것까지 허용할 것인가에 관하여는 위에서 논의한 각 당사자가 전혀 서로 관여하지 않는 완전히 다른 별개의 유동화계획을 수행하는 것을 허용할 것인가의 문제와 마찬가지로 여러 관점에서 생각해야 할 문제가 있는 것 같습니다. 처음에 유동화거래를 할 때 단일거래유동화를 전제로 투자한 투자자 및 유동화회사에 대한 신용공여자 등 이해관계자의 입장에서는 새로운 유동화거래가 들어오면 자신들의 권리에 영향을 받을 수 있습니다. 그렇다면 기존 투자자 등 이해관계자의 동의를 받아야 하는가, 100% 동의를 받도록 할 것인가 아니면 다수의 동의를 받는 것으로 충분할 것인가 하는 문제가 있을 것으로 생각합니다. 그렇다면 추후에 포괄유동화로 변경하는 것까지 허용하는 것은 심도 있는 검토가 필요할 것으로 생각합니다. 현재로서는 최초의 유동화계획에서 포괄유동화의 대상이 되는 유동화자산의 종류, 추가 발행할 유동화자산의 종류·한도 등을 미리 정해 한도 내에서 추가로 유동화거래를 하는 것을 인정하는 방향으로 논의되고 있는 것 같습니다. CP conduit를 통한 유동화거래가 유동화법 바깥에서 이루어지고 있는 것이 현실이고, 그에 따라 여러 법적인 불확실성과 투자자보호 및 적절한 감독의 불충분 등 문제가 제기될 수 있는 측면이 있는데 포괄유동화가 인정되면 그러한 거래가 자산유동화법의 울타리 안으로 들어와서 문제가 상당 부분 해소될 수 있지 않을까 생각합니다.



**사회자** 하나의 SPC가 여러 개의 유동화 혹은 여러 시리즈를 유동화하고자 하는 이유는 무엇인가요? 거래비용을 감소하기 위한 것인가요?

**김용호** 예, 시간과 비용을 절감하기 위한 것입니다.

**사회자** 거래비용의 절감이라는 요소도 있겠으나, 하나의 SPC가 여러 개의 유동화 내지 여러 시리즈의 유동화거래를 하는 경우, 투자자 사이의 이해관계 충돌의 문제가 있을 텐데 이 문제는 어떻게 보완이 되면 되겠습니까?

**김용호** 미국 같은 경우에는 conduit가 기초자산을 시리즈별로 분리하지 않고 master trust처럼 share하는 경우가 더 많다고 들었습니다. 우리가 비전형유동화회사로 쓰는 ABCP conduit의 경우에는 담보신탁구조를 이용하여 firewall을 쳐서 시리즈 간에 서로 간섭이 없게 하는 구조인데 기초자산을 share함으로써 포트폴리오효과를 투자자들이 누릴 수 있고 또 투자자들이 그러한 기초자산의 comingling을 신뢰할 수 있다면 반드시 우리가 시리즈별로 투자자들을 구별하는 것에 집착할 필요는 없지 않을까 하는 생각이 듭니다.

**황호석** 말씀하신 것처럼 외국에서는 대부분 comingle하는 conduit거래를 하는데 우리나라에서는 담보신탁이라는 제도에 의해 시리즈별 자산을 분별관리(segregation)하게 됩니다. 우리가 거래를 하게 될 때 시장에서 그런 요구를 한 것은 결국 CP채무의 이행과 지급재원이 되는 자산의 관리에 관한 신뢰의 문제가 아니었나 생각을 합니다.

**사회자** comingle을 한다는 것은 유동화자산이 계속 변해 갈 수 있다는 것을 전제로 할 수 있는 것이고, 자산의 추가·변동시 준수할 기준 등에 대한 계획이 있고, 그것이 최초 투자자의 입장에서든 예측 가능하고 평가가 가능해야 한다는 것인데, 우리 시장은 그런 예측 가능성의 면에서 충분히 성숙되었다고 볼 수 있을까요?

**황호석** 진정한 ABCP거래가 되기 위해서는 유동

화자산을 추가하거나 제외시키는 일정한 기준을 설정하고 이를 유지하는 계획이 전제가 되어야 하지 않을까 생각합니다. 실무 사례로 예를 들면 외국의 모회사에서 한국 카드사 ABS를 많이 사셨습니다. 그런데 그 다음에 질의한 것이 등급을 받아서 매각하는 것이었습니다. 매각의 이유는 CP conduit 투자자들이 한국물에 대한 exposure가 크다는 비판이 있었던 것이었습니다. 즉 우리 집합투자기구의 투자비용을 제한하듯이 보유비중이 과도한 자산을 팔고 나가라 하는 것이었습니다. 예컨대 ABCP conduit를 그런 각도에서 포트폴리오로 구성하게 되면 박 교수님 말씀하신 것과 같이 집합투자기구와의 구분이 문제될 수 있는 것 같습니다. 지금 우리 자산유동화 시장에서는 ABCP conduit를 필요로 하는 수요가 있고 자산유동화법 내로 들어와야 되고, 김 변호사님 말씀대로 이것이 하나의 유동화계획으로 보아서 가능한 것 아닌가 저는 그렇게 이해했습니다. 시리즈로 발행할 수 있는 하나의 유동화계획이지, 전혀 성격이 다른 자산을 가지고 하는 유동화계획은 아니라고 생각했습니다. 가령 카드채 위주의 conduit가 될 수 있는 것인지, 카드채에다 부동산PF를 섞는 것은 투자자에게 위험분석을 힘들게 하고 곤란한 것이지만, 비슷한 유형의 자산 풀을 늘리고 추가 발행하는 그런 의미의 CP conduit는 지금도 감독당국이 허용해 주면 가능한 것 아닌가 하는 생각입니다.

**이미현** comingle의 경우, 적격자산만 추가될 수 있도록 확보될 수만 있다면 segregation하는 경우보다는 투자자에게 더 이익일 수 있습니다. 추가되는 자산이 균질성이 있고 어느 정도 적격에 맞는 자산만 추가된다는 전제가 확보된다면 사실 comingle하여 기초자산의 풀이 그만큼 커지므로 투자자에게 오히려 유리합니다. 투자자의 권리를 기초자산의 수익의 몇 % 이렇게 구성하면, 기초자산 풀이 커지는 만큼 상대적인 지분비율은 내려가겠지만, 대신 풀이 커지는 만큼 위험도 감소되므로 사실 균질자산의 추가라는 전제조건만 제대로 충족

된다면 **segregation**하는 것보다 오히려 투자자에게 훨씬 더 좋은데, 문제는 김 변호사님 말씀처럼 요건에 맞는 자산들로만 계속 구성된다는 점에 대한 신뢰가 없기 때문에 아직 우리나라에서는 논란의 대상이 되고 있는 것 같습니다. 그래서 감독당국도 회의적 반응을 보이고 시장도 그런 반응을 보이는 것 같습니다.

**사회자** 유동화회사가 그렇게 유동화자산의 추가, 변경 등의 활동을 한다면 공시의 면에서도 지금까지의 유동화계획과는 달리 새로운 각도에서 보아야 할 필요가 있는 것 같습니다. 집합투자기구의 공시와도 유사할 수도 있고, 공시+자산관리자+업무수탁자에 대한 감독의 차원도 집합투자자에 대한 감독에 준할 정도의 감독이 필요한 것 아닌가 하는 논의도 필요할 것 같습니다.

**정순섭** 매우 제한적인 현재의 자산유동화구조를 가지고 논의를 한다면 좀 전에 제가 말씀드린 집합투자규제와의 관계설정 문제는 별로 문제가 안 되는 것입니다. 지금 말씀하시는 상당한 부분이 완화되거나 허용된 이후 단계에서 양자를 비교해 보면 차이를 찾기가 매우 곤란하고, 규제상 보호의 필요성이라는 측면에서는 상당히 근접하는 측면이 있습니다. 지금 말씀하신 구조도 집합투자규제가 일반적 증권규제와 차이가 나는 부분이라면 업자규제 및 운용규제를 받는다는 부분이 될 것이고, 펀드의 설정에 관한 규제가 있다는 세 가지 정도의 정의를 할 수 있을 것입니다. 이러한 세 가지 문제에 거의 집합투자에 준하는 규제를 설정할 필요가 있지 않을까 하는 생각이 듭니다.

### (3) 유동화전문회사의 활동범위

—managed CDO의 허용 여부—

**황호석** 저희가 예전에 유동화자산의 교체 등으로 적극적으로 운용(**actively manage**)하는 CDO 내지 CBO구조를 들고 금감원과 협의한 적이 있었습니

다. 그때도 안 된다는 답을 얻었고, **managed CDO**의 경우에는 유동화자산의 집합(**pool**)을 관리·운용하는 운용관리자(**manager**)가 자산관리자로서 있어서 자본시장통합법에서 자산유동화를 배제해 준 취지와는 맞지 않고, 따라서 집합투자기구로 포섭되어야 할 거래가 아닌가 생각합니다.

**정순섭** 그 유형에서 운용관리자는 누가 들어갑니까?

**황호석** 운용사가 들어갑니다. 운용사와 증권사가 같이 제휴해서 만든 상품이었습시다. 액티브하게 운용해야 하니까 그 운용기능을 전부 운용사가 해야 하고 운용사가 자산유동화법상의 자산관리자로서의 기능을 하겠다는 구조였는데, 저희가 문제가 있다고 자문했었습니다. 집합투자기구로 볼 가능성이 많고 규제나 기능 같은 부분이 유동화와는 성격이 다른 것 같았습니다. 특히 **CBO**의 경우 채권형 펀드와 무엇이 다른가 하면 할 말이 없는 문제가 있습니다.

### (4) 유동화 계획 및 변경

**김용호** 카드사 위기를 겪으면서 유동화계획의 변경 가능성 및 절차에 대한 논의가 제기되었습니다. 사모의 경우에는 변경절차가 간단하지만 공모의 경우에는 어떻게 할 것인가에 대한 논의가 있습니다. 포괄유동화에서 제가 말씀드린 바와 마찬가지로 유동화계획을 변경하는 문제에서 유동화증권의 투자자·신용공여자 등 여러 이해관계인의 의사를 무시하고 변경할 수는 없을 것인데, 이런 상황에서 **100%** 동의를 받으라고 할 것 같으면 사실 그냥 동의 받아서 변경하면 되니까 논의할 필요가 없는 것이고, 논의의 실익이 있다면 **100%**가 아닌 일부 다수의 동의로서 변경할 수 있어야만 의미가 있게 됩니다. 이러한 경우에 반대하는 이해관계자의 권리보호를 어떻게 할 것인가의 문제가 있습니다. 가령 조기변제청구권이나 유동화증권 매수청구권 등

의 권리를 줄 것인가 하는 논의가 전제되어야지 가능한 문제가 아닌가 생각됩니다.

**사회자** 사채권자집회에 관한 조항의 적용은 어떻게 되는 것입니까?

**김용호** 유동화증권이 사채이면 사채권자 집회에 관한 규정은 일단 적용될 것으로 생각됩니다.

**황호석** 결의사항 여부가 명확하지 않은 것 같습니다.

**이미현** 사채권자 집회를 열기 위해서는 법원의 허가를 받아야 하는 등 절차가 너무 복잡합니다.

**김용호** 또한 유동화거래의 경우에는 이해관계자로서 단지 사채권자만 있는 것이 아니고, 그 외에 신용공여자 등 다른 이해관계자들이 있기 때문에 그들의 이해관계도 고려되어야 하지 않을까 싶습니다.

**황호석** 자통법이나 간투법처럼 수익자총회같이 좀 쉽게 유동화계획을 변경할 수 있게 해줄 것이냐 말 것이냐는 정책적 판단 부분인데, 유동화는 액티브하게 운용하는 주체가 없기 때문에 쉽게 마음대로 바꿀 수 있게 하는 것이 타당한지는 잘 모르겠습니다. 의문이 좀 있습니다.

**사회자** 유동화에 대하여는 유가증권신고서와 유동화계획의 두 가지 공시가 이루어지고 있는데 중복되는 부분이 있습니다. 자본시장통합법 차원에서 정비가 되었습니까?

**정순섭** 설정단계와 판매단계에서의 규제를 나누어야 할 것 같습니다. 유동화증권의 설정단계의 규제는 법 자체로 배제되어 있습니다. 유가증권신고서의 제출의무는 면제되지 않습니다. 이는 현행법에서도 마찬가지입니다. 이와 유사한 구조를 집합투자증권에서 볼 수 있습니다. 설정단계에서는 펀드등록, 증권의 발행단계에서는 증권신고를, 그리고 증권의 판매단계에서는 투자설명을 하게 되어 있습니다. 현행법에서는 펀드등록만 하고 뒤의 것은 면제시켜 놓았습니다. 자본시장통합법에서는 면제하지 않는 것으로 해두었기 때문에 등록과 신고와의 절차가 사실상 똑같은데 이중적인 것은 아니

나 하는 논의가 있어서 서류는 하나로 하는 것으로, 즉 절차는 단일화하는 것으로 정리되어 있습니다. 양식을 같게 한 것입니다. 다만, 목적은 다르기 때문에 두 번 제출하도록 한 것입니다. 그런데 이 경우에도 유동화계획을 펀드등록과 유사한 취지의 제도로 볼 수 있다면 비슷한 논의가 필요할 텐데 그 전제는 자본시장통합법의 규제대상으로 들어와야 한다는 것입니다. 그렇다면 아까 말씀드린 것 같은 업자규제부터 각종 규제가 문제가 될 수 있는 것 같습니다. 그래서 현 단계에서의 자산유동화의 허용 정도를 가지고 과연 그것을 업규제의 대상으로 할 정도인가는 생각할 필요가 좀 있는 것 같습니다.

**사회자** 이 부분은 유동화시장의 발전 등과 관련하여 추가로 검토되어야 할 숙제인 것 같습니다.

## 5. 자산유동화에 관한 법률상 투자자보호를 위한 장치의 현황과 과제

### (1) (자산관리) 유동화자산의 구분관리, 고유재산과의 혼장

**사회자** 대부분 규제완화 내지는 자산유동화를 하고자 하는 업계의 시각에서 자산유동화의 활성화 등의 논의를 많이 하게 되는데 과연 투자자보호 차원에서는 법적으로 충분한 장치를 가지고 있는지 짚어 볼 필요가 있습니다. 유동화자산의 구분관리, 고유재산과의 혼장(commingling)의 문제가 가장 우려되는 부분인 것 같은데, 법과 실무가 어떻게 되어 있습니까?

**김용호** 구분관리와 관련하여 입법 당시에 유동화자산으로부터 추심(collection) 즉시 바로 자산관리자로부터 구분하는 것은 실무적으로 어렵다는 측면에서 국회에서의 논의과정에서 업계로부터 며칠간의 유예를 달라는 요청이 있었습니다. 그런데 국회에서 그것은 절대 허용될 수 없다고 보고, 법에서 구체적 기준을 명시하고 있지는 않지만 추상적으로

구분관리할 것을 규정하였습니다. 한편 신탁법 제 30조 단서에서는 신탁재산이 금전인 경우에는 고유 재산 또는 다른 타 신탁재산에 속하는 금전과 각각 별도로 계산만 명확히 하면 된다고 하고 있지만, 유 동화법에서는 이것도 명시적으로 배제하여 신탁회 사가 유동화자산을 관리·운용함에 있어서는 신탁 법 제30조 단서의 규정에도 불구하고 신탁재산이 금전인 경우에도 고유재산 또는 다른 신탁재산에 속하는 금전과 구별하여 관리하여야 된다고 명시했 습니다. 그것은 엄격하게 따지면 추심하는 순간부 터 분리하라는 이야기가 되는데, 실무적으로는 한 동안 현실적으로 분리하는 것이 가능하지 않다고 해서 2~3일간의 혼장은 실무적으로 허용해 왔습니 다. 그런데 언제부터인지 정확한 기억은 없습니 다만, card receivable의 경우에는 금융결제원 또는 자 동이체를 통하여 처음부터 추심 자체를 SPV로 바로 하도록 하고 있습니다. 감독기관에서 지속적으로 이를 독려함으로써 조금씩 개선되어 왔습니다. 장 래채권인 card receivable 유동화의 경우에는 그와 같이 실질적으로 SPV가 직접 추심하는 것과 같은 데, 그 외 유동화의 경우에는 아직도 자산관리자가 그것을 추심하여 SPV로 송금하는 구조를 취하는데 최근에 조금 더 개선되었습니다. 종래에는 자산관 리자가 직접 추심을 해서 다음날 SPV계정으로 송금 했습니 다. 그런데 최근에는 금감원의 요구에 따라 당일 추심금을 자산관리자 내부에 개설된 SPV명의 의 계좌로 일단 입금하고, 그 다음날 다른 은행에 개설된 SPV명의의 계좌에 입금하는 방식으로 처리 하고 있습니다. 그런데 종전의 실무와 새롭게 바뀐 실무 사이에 법률적 측면에서 과연 차이가 있느냐 점에는 의문이 있습니다. 왜냐하면 자산관리자 자 신의 내부에 SPV명의의 계정을 설치해 보아야 자산 관리자 내부에서는 금전이 혼장되어 버리기 때문에 자산관리자가 은행이면 SPV는 그 은행에 대한 일반 채권자에 불과하게 됩니다.

**이미현** 그런데 자산관리자가 은행이 아닌 경우

에는 현금이라도 이론상은 구분관리가 가능하지 않 습니까? 은행에 구분관리를 위한 예금계좌를 별도 로 설정하면 문제는 처음부터 그쪽으로 바로 입금 시키도록 하는 것이 어려워 사실상 구분관리가 안 되고 있다는 점이지요. 자산관리자가 은행인 경우 에는 예금채무 반환의무자가 곧 자산관리자이다 보 니 또 다른 문제가 생기는 것이고요.

**황호석** 그 은행이 지급정지되면 똑같은 상황이 라고 할 수 있습니다.

**김용호** 그렇죠. 그 은행이 모든 채권자들에 대 하여 부담하는 전체 채무에 비해 가지고 있는 돈이 모자란다면 SPV에게 우선권을 주어야 하는가 하는 문제가 생기는 것이죠.

**이미현** 유동화법상 자산관리자가 구분관리를 한 경우에는 자산관리자의 고유재산과 분리되도록 규정한 것은 적어도 자산관리자 고유재산인지 SPV를 위하여 보관하고 있는 재산인지를 물리적으로 구분할 수 있음을 전제로 하는 것이라고 생각합니 다. 은행이 자기 은행 내에 별도 계좌를 개설해 보 아야 어차피 은행이 가지고 있는 돈으로 줄 수밖에 없으니까 구분이 안 되지 않습니까?

**김용호** 자산관리자가 유동화자산으로부터의 회 수금을 물리적으로 구분관리하지 않고 단지 SPV명 의의 계좌를 개설하여 계산만 하는 경우를 가지고 구분관리를 한 것으로 할 수 있는가가 문제인 것이 겠지요.

**이미현** 자산관리자가 은행이 아닌 경우에도 실 제로는 완벽한 구분관리를 하기는 어렵습니다. 실 제로 card receivable과 달리 일반 매출채권 같은 경 우는 유동화 이전부터 사용하던 기존의 추심계좌가 있습니다. 매출채권의 채무자가 다수인 경우에는 유동화법 특칙에 따라 금감위에 양도등록만 하고 채무자에게 양도통지를 하지 않고 진행하는 경우가 대부분입니다. 그런 경우 매출채권의 상대방은 자 신이 알고 있던 기존 추심계좌로 보내게 되며, 그 계좌 외 다른 계좌로 송금하라고 요청하는 것은 채

무자에게 일일이 양도통지를 하는 것과 다를 바 없어 현실적으로 대단히 어렵습니다. 구분관리가 되기 위해서는 자산관리자의 다른 현금도 함께 입금 되는 계좌가 아니라 SPC를 위해 자산관리자로서 추심한 돈만 입금이 되는 별도 예금계좌를 설정해서 그곳에만 입금하도록 하여야 하고 그렇게 하여야 자산관리자의 고유재산과는 구분관리가 되었기 때문에 그 계좌에 대해서는 파산재단을 구성하지 않고 유동화법상 특칙의 혜택을 받는데, 현실적으로 SPC만을 위한 계좌로 바로 입금하라고 하기가 어렵습니다. 그래서 김 변호사님께서 말씀하신 것처럼 일단 기존의 계좌로 받아서 넘겨야 되는데 어차피 기존의 계좌로 받아서 넘기는 거라면 특별히 자기명의로 별도 계좌를 거쳐 보내는 것보다는 SPC의 계좌로 바로 보내는 것이 낫다고 생각합니다. 지금 금감원 방식은 위험을 줄여 준다는 측면에서는 별로 의미가 없는 것 같습니다. 현실적으로 구분관리가 되지 않은 기존의 추심계좌로 일단 추심이 된 다음에는 그것을 이체시키는 것이 가능한 가장 이른 시점에 바로 SPC계좌로 옮기면 되지 굳이 자기명의로 계좌를 한 번 더 거쳐 가지고 갈 필요는 없는 것 같습니다.

**김용호** 물론 그렇게 하면 가장 바람직한 것이기는 한데, 실무적·현실적으로 부담스러우니까 그렇게 하고 있습니다.

**황호석** 데이터 처리하는 데 시간도 걸립니다. MBS에서도 은행들 계좌에서 SPC계좌로 넣으라고 해서 그렇게 하고 있거든요

**이미현** card receivable은 바로 추심하는 것이 가능한 이유는 일반 매출채권 등과 달리 카드대금은 채무자가 가지고 있는 계좌에서 자동이체되기 때문입니다. 자신들이 자동이체 받는 계좌만 SPC계좌로 만들어 버리면 채무자에게 통보 없이 직접 SPC계좌로 이체를 할 수 있습니다. card receivable 같이 독특한 추심구조의 경우에는 SPC명의로 직접 추심하게 할 수 있는데 그렇지 않은 유동화의 경우

에는 사실 어렵습니다.

**황호석** 최근에는 더 발달이 된 부분으로 가상계좌를 이용하는 경우가 있습니다. 대부업체 같은 경우에 채무자에게 가상계좌를 부여해 줍니다. 채무자에게는 자신의 고유계좌가 있고, 가상계좌의 뒤를 가보면 은행에 개설된 대부업체 명의의 계좌가 있습니다. 그런데 우리는 이 대부업체 명의의 계좌를 SPC명의로 계좌로 바꾸어 버리니까 채무자들 입장에서서는 똑같고, 실제 은행계좌에 입금된 돈은 자산보유자 계좌에 안 들어가고 유동화회사 명의로 들어가게 할 수 있습니다.

**이미현** 처음부터 가상계좌를 사용한 경우에는 그렇겠지만 매출채권 같은 경우에는 추심을 위해 가상계좌를 부여하는 경우가 드물지요. 그러다 보니 유동화거래 전부터 자산보유자의 통상계정에 그냥 넣어 왔고 그것을 쉽게 바꿀 수가 없어 문제인 것입니다.

**황호석** 금전을 구분관리한다고 하면 금전을 어떻게 해야 구분관리가 되냐 이 부분에 대해서는 견해대립이 있는 것 같습니다.

**김용호** 감독규정에도 보면 금전의 구분관리라 함은 별도의 계정을 설치하여 관리하는 것을 말한다고 하고 있는데, 별도의 계정이라는 것이 자산관리자 내부에 별도로 설치하는 것을 말하는 것인지, 다른 은행에 별도로 설치한 계정을 말하는 것이지가 분명치가 않습니다.

**황호석** 실무해석은 다른 은행계정이라고 보고 있습니다.

**김용호** 그렇게 해야만 법의 취지를 살리는 것이라고 할 수 있죠.

**정순섭** 신탁을 이용하는 경우는 어떠한가요?

**황호석** 은행의 신탁계정은 따로 있습니다. 은행은 고유재산을 관리하는 계정 외 신탁재산을 관리하는 계정이 따로 있어서 구분이 확실합니다.

**정순섭** 신탁계정 간에는요?

**황호석** 신탁계정 간에는 구분하고 있지 않은 것

같습니다. 최근에는 고유계정에 신탁회사가 특정 신탁을 위한 신탁회사 자기명의로 계좌를 열기도 합니다. 일반적인 신탁은 신탁계정에서 한 계정이 라고 합니다. 그런데 유동화할 때는 은행 고유계정 예금계좌에 신탁부서 명의로 계좌를 열어 구분관리 하는 식으로 하고 있습니다.

**김용호** 그 경우에 신탁법리상 구분관리한 것으로 인정할 수 있는가 하는 부분은 의문인 것 같습니다.

**황호석** 전통적인 대륙법계에서는 금전은 취득 하면 그 가치만 취득한 것이고 그것은 본질적으로 구분거래될 수 없는 것이지 않습니까?

**이미현** 그러니까 유동화법에서 특칙을 둔 것 아닐까요? 실제로는 별로 도움이 안 되고 있기는 합니다만.

**사회자** 유동화법 제12조 제1항에서 유동화자산 은 자산관리자의 파산재산을 구성하지 아니한다, 이렇게 되어 있고 괄호 속에 금전 등의 재산권을 포함한다고 되어 있는데 이것이 과연 어떻게 작동되고 있는가 의문이 들 수 있는 것 같습니다. 가령 창고 속에 현금을 넣어 놓되 A창고에 있는 현금을 유동화자산인 현금이고 B창고에 있는 현금은 고유재산으로 구분할 수 있을 텐데, 그게 아니고 금전채권 형태로 바뀌었을 때 이 조항이 어떻게 작동이 될 것인가 상당히 의문이 있는 것 같습니다.

**정순섭** 실제로 아까 말씀하신 부분에 은행계정·신탁계정의 금고를 따로 두면 몰라도 금고를 하나로 썼을 때, 가령 계정상으로는 신탁에 50원, 은행계정에 50원이 있는 것으로 되어 있는데 파산하고 나서 금고를 열어 보니 60원밖에 없는데 그러면 그것이 어느 쪽으로 가느냐에 대해 학설대립이 있는 상황이지 않습니까?

**황호석** 저희 실무 예는 보수적으로 접근해서 그것은 구분관리 안 되어 있습니다. 돈은 포함한다고 되어 있는데 이는 기본적 법리에 반하는 것 같아요. 돈은 들어가 버리면 가치만 남는 거고.

**김용호** 미국의 경우 UCC(Uniform Commercial

Code) 상으로는 사실 현금이라고 하더라도 추적할 수 있는 것으로 보고 있는데 금전이 혼장되어 부족액이 발생하는 경우 추적하는 방법에 대해 여러 학설이 제시되고 있죠. 그런데 그런 개념을 우리 자산 유동화법에서 도입한 것으로 볼 것인가는 의문입니다.

**황호석** 그건 아직까지 아닌 것 같습니다.

## 6. 금융감독규제의 변화와 자산유동화

### (1) Basel II 시행이 자산유동화에 미칠 영향

**사회자** Basel II 시행이 자산유동화에 미칠 영향에 대해서 한 번 알아보도록 하겠습니다.

**이미현** 2008년부터 Basel II가 본격적으로 적용되면 유동화시장에 적잖은 영향을 끼칠 것 같습니다. 기존 Basel I에서는 은행의 소요 자기자본산출시 은행의 차주에 대한 신용위험을 신용등급에 따라 차등해서 적용하지 않았었습니다. 규제자본차익거래에 대한 규제가 엄격하지 않았기 때문에 은행이 특정자산을 유동화회사에 매각해서 부외처리로 인정받고 동시에 유동화회사에 부외 exposure를 제공하는 유동화거래에 참여함으로써 부외처리 이전에 비해 위험가중치를 낮게 적용받아 규제자본산정에 차익거래를 누릴 수 있게 되었습니다. Basel II 하에서는 은행의 실질적 신용위험을 반영하도록 요구하고 있어 규제자본차익거래가 쉽지 않습니다. 특히 자산유동화와 같은 새로운 금융기법 사용시에는 발생하는 위험을 인식하도록 요구하고, 은행이 자기자본규제 경감효과를 누리기 위한 위험인식제외요건을 엄격하게 제시하고 있기 때문에 이전에 자유롭게 누리던 규제자본 경감효과가 요건에 부합되는 특정거래로만 국한되므로 규제자본차익거래가 차단되는 효과가 있습니다. 이러한 Basel II 내용은 은행에 적용되는 협약일 뿐 일반 자산유동화 참여자에게 적용되는 것이 아니라서 자산유동화 참여자들

에게 직접적 영향은 없습니다만, 실제 우리나라 ABS현황을 보면 2000년 이후 ABS발행의 80% 이상은 금융기관이 보유하는 유동화자산을 기초로 행해진 것이고, 나아가 은행은 자산보유자로서뿐만 아니라 유동화증권의 투자·유동성공여·신용공여 등 여러 활동을 통하여 자산유동화의 중요한 당사자로 활동하고 있기 때문에, 실제로 **Baell II**가 은행의 이런 영업행위에 영향을 미치게 되면 그런 범위 내에서는 자산유동화시장에 간접적으로 영향을 미칠 것입니다. 은행에 미칠 영향에 대해 일부 연구소에서 발표한 연구결과에 따르면, 신바젤협약하에서는 신용등급이 낮은 유가증권에 투자하게 되면 위험가중자산규모가 증가하나, 반대로 신용등급이 높은 유가증권에 투자하게 되면 오히려 위험가중자산 규모가 감소합니다. 그렇게 되면 **BBB** 이상의 유동화증권에 대한 은행의 투자수요는 증가하고, 투기등급의 유동화증권에 대한 투자는 감소할 것으로 보입니다. 그런데 현재 이런 것을 요구하지 않는 **Baell I**하에서도 은행들은 후순위채 등 투기등급의 유동화증권에는 거의 투자를 안 하고 있었는데, 이제 앞으로는 이런 불이익까지 받게 되니까 신바젤협약하에서 이런 경향은 더 심해질 것 같습니다. 결국 신바젤협약은 후순위채발행에 영향을 많이 미칠 것 같습니다. 다만 은행이 인수하는 후순위채는 두 종류가 있는데, 다른 자산보유자가 추진한 유동화 거래에서 제3자로서 투자하는 경우가 있고, 자기가 자산보유자로서 유동화를 하면서 자기가 후순위유동화증권을 보유하는 경우가 있습니다. 후자의 경우에도 신바젤협약하에서는 위험가중자산이 크게 증가하기는 합니다만, 실제로는 별로 영향을 안 미칠 것으로 보입니다. 왜냐하면 실제로 자산보유자로서 은행이 후순위자산유동화증권을 보유하는 경우에는 2003. 9.부터 이미 신바젤협약 수준의 강화된 규제를 실행해 왔기 때문입니다. 결국 2003. 9. 이전에 취득한 후순위자산유동화증권 정도가 문제될 수 있는데, 이는 이미 상당 부분이 상환되었기

때문에 그 잔액은 대단히 미미해서 **Baell II**가 시행되더라도 적어도 은행이 자산보유자로서 후순위채권을 인수하는 부분은 물량에 있어서 별 차이가 없을 것 같습니다. 하지만 투자자로서 후순위채권을 인수하는 부분은 분명히 영향을 받을 것입니다. 예상되는 또 다른 영향은 신용공여 부분입니다. 기존 **Baell I**에서는 신용공여에 대해 신용공여의 내용에 관계없이 약정만기의 장단에 따라 신용환산율을 일률적으로 정하고 있었으나, **Baell II**에서는 유동화거래에서 제공한 신용공여에 따른 위험에 상응하는 소정의 자기자본을 보유할 것을 요구합니다. 그 결과 **AA-** 이상의 유동화증권 관련 신용공여에 대해 은행이 부담하여야 하는 위험가중자산은 신바젤협약 적용시 오히려 감소하나 낮은 등급의 유동화증권 관련 신용공여에 대한 소요자기자본은 크게 증가합니다. 현재 은행이 제공하는 신용공여는 두 가지가 있습니다. 하나는 일시적 자금부족을 해결하기 위한 신용공여로 통상 유동성공여라고 불리는 경우이고, 다른 하나는 신용공여라고 불리는 장기대출인데, 다행히 유동성공여 부분에는 그 영향이 미미할 것으로 예상되나 신용공여의 경우는 그렇지 않은 것 같습니다. 은행입장에서는 양질의 유동화에 대한 신용공여는 계속하겠지만, 그렇지 않은 유동화, 특히 **BB-** 이하의 신용등급의 경우에는 거의 기피하게 될 것입니다. 따라서 앞으로는 신용공여를 통해 유동화자산의 신용등급을 끌어올려 유동화하는 것은 어려울 것으로 예상됩니다. 자산유동화를 통해 자금을 조달하는 기업의 상당 부분이 신용도가 낮아서 회사채시장이나 은행대출을 통해 자금을 조달하기 어려운 상태에 있는 현실을 감안할 경우, 낮은 신용등급의 유동화에 대한 신용공여 위축으로 유동화시장마저 위축된다면 이들 기업에게는 매우 치명적 타격이 될 것으로 생각됩니다.

## (2) 서브프라임위기 극복을 위한 규제 강화가 자산유동화에 미칠 영향

**정순섭** 서브프라임위기에 관해서는 여러 논의가 이루어지고 있고 구체적인 대안과 대책이 확정적으로 발표된 것은 없습니다만, 그중에서 특히 자산유동화와 관련하여 가장 주목해야 할 부분은 증권화상품을 취급하는 은행에 신용위험이 완전히 전가되지 않는 측면이 존재하므로 일정한 자본유지의무를 부여할 필요가 있다는 것입니다. 제가 가지고 있는 자료에 의하면, 스페인의 경우에는 부외자산 항목에 대해 8%의 자본금을 쌓도록 의무화를 시키고 있는 것으로 보입니다. EU에서도 동일한 논의를 하고 있고, 특히 런던시장의 시장참가자들은 상당한 반대를 하고 있는 것으로 보입니다. 이것이 궁극적으로 어떤 식으로 정리될지는 지켜보아야 되겠습니다만, 이것이 **Basel II**의 영향에 더하여 제약요인으로 작용이 되지 않을까 생각합니다.

## (3) 부외거래를 위한 conduit관련 회계기준 및 공시강화

**사회자** 서브프라임사태 때문에 나오는 문제 중 하나가 **off balance sheet** 거래의 취급입니다. 과거의 형식적 기준에 따른 **off balance sheet** 거래를 아무리 했어도 실제로 나중에 SPV가 원리 지급을 못하게 되면 나중에 평판위험 때문에라도 결국은 은행이 떠안을 수밖에 없는 현상들이 벌어지고 있습니다. 그렇다면 과연 **off balance sheet** 거래라고 할 수 있는 것인가 하는 이야기가 나올 수 있습니다. 관련된 문제로 국제회계기준이 적용되었을 때 SPV 취급에 어떠한 영향이 있는지요?

**김용호** 결론부터 먼저 말씀드리면 부외처리를 통한 재무구조 개선, 이것이 유동화거래의 중요한 목적 중 하나였는데 IASB(International Accounting Standards Board)가 제정한 IFRS(International Financial

Reporting Standards)를 도입하게 되면 사실 목적을 달성하기가 매우 어려워질 것이고, 실제로 부외처리가 가능한 유동화거래가 업계에서는 거의 없어질 것이라고 전망하는 분들도 있는 것으로 보입니다. IFRS는 2005년부터 EU와 오스트레일리아가 전면 도입한 것을 비롯해서 OECD 가입국의 80%가 도입하였다고 하는데, 우리도 2007년에 발표된 로드맵에 따라 3년에 걸쳐 단계적으로 적용하도록 되어 있습니다.

그 내용을 보면 원칙적으로 IFRS는 상장기업에 한하여 의무적으로 적용됩니다. 다만, 비상장기업도 선택적으로 적용할 수 있지만 한번 적용하면 바꿀 수 없습니다. 2009년부터 금융기관을 제외한 상장법인은 원한다면 IFRS를 채택할 수 있고, 2011년부터는 모든 상장법인과 금융기관에 의무적으로 적용된다고 합니다. 그리고 금융기관의 경우에는 상장·비상장을 불문하고 모두 적용된다고 합니다. IFRS에 따르면 연결재무제표가 주 재무제표가 되는데, 그것도 단계적으로 적용이 됩니다. 최근 사업연도 말 자산이 2조 원 이상인 상장회사의 경우에는 2011년부터 2조 원 미만인 상장회사의 경우에는 2013년부터 적용되도록 되어 있습니다. 비재무에 관한 사항도 연결기준으로 사업보고서와 분기·반기보고서에 공시하도록 되어 있습니다.

IFRS와 현행 한국 GAAP과의 주요 차이를 보면, 현행 GAAP에 의하면, 채권 등 금융자산의 양도·할인거래에 관하여는 채권 등의 양도·할인에 관한 회계처리기준(해석5-14, 1999. 6. 29)이 적용되는데, 이에 따를 때 금융자산에 관한 통제권을 상실한 경우에는 매각거래로 회계처리하고 그 외의 경우에는 금융자산을 담보로 한 차입거래로 회계처리하도록 되어 있습니다. 유동화거래를 할 때 담보책임을 부과하는 경우가 많습지만, 그러한 담보책임을 양도판단에 영향을 미치지 않는다고 봅니다. 그리고 자산유동화법에 따른 자산유동화계획에 의하여 이루어지는 자산유동화는 일반적으로 매각거래에 해



당하는 것으로 인식되고 있습니다. 그런데 IFRS에 따르면 담보책임이 있는 경우에는 차입거래로 회계 처리된다고 합니다. 그리고 양도자가 양도자산의 채무불이행에 따른 손실을 보충할 경우, 양도자산의 소유에 따른 위험과 보상의 대부분을 보유한 것이기 때문에 양도자산 전체를 계속 인식하고 수취한 대가가 있으면 그것은 부채로 인식해야 한다고 합니다.

결국 IFRS를 적용하면 대부분의 유동화거래에서 부외처리가 어려워진다는 것입니다. 물론 IFRS가 부외처리를 금지하는 것은 아니지만, 그 요건이 너무 엄격해서 실제로 부외처리하기가 굉장히 어려워진다는 것이지요. IFRS가 유동화회계처리에 영향을 미치는 요소와 관련하여 크게 두 가지를 지적할 수 있는데, 첫째 IFRS하에서는 매우 엄격한 연결(consolidation) 기준이 적용된다는 점과, 둘째 법적 권리의 이전이 아니라 위험과 보상의 이전에 초점을 맞추어 매각거래로 인식하기 위해서는 금융자산에 관한 거의 모든 위험과 보상(substantially all of the risks and rewards)의 이전이 요구된다는 것입니다.

우선 consolidation의 측면에서 보면, key concept이 통제권(control)인데, 사실 현행 기업회계기준에도 통제권이라는 개념을 똑같이 쓰고 있지만, 사실 그 내용은 판이하게 다르다는 것입니다. IFRS하에서는 회사는 자신이 통제권을 가지고 있는 모든 회사를 연결해야 하고, 원칙적으로 IFRS는 소위 orphan company의 개념을 인정하지 않는다는 것입니다. 통제권을 판단하는 지표를 보면, SPE(Special Purpose Entity)의 활동으로부터 효익(benefit)을 얻도록 SPE의 활동이 조직화되어 있는지의 여부, SPE의 위험과 효익에 노출되어 있는지의 여부, 의사결정권의 유무, residual ownership을 가지고 있는지의 여부, 즉 최후의 잔여이익을 가지거나 손실을 부담하게 되는 요소가 있는지의 여부 등이 고려됩니다. 미리 정해진 대로 자동적으로 움직이는, 관여할 요소가 거의 없는 소위 auto pilot SPE까지 consolidation을 해야

되는가에 관하여 auto pilot이 되면 consolidation을 하지 않아도 된다는 견해가 있는 반면, 그와 같이 SPE가 자동적으로 움직이도록 세팅해 놓은 자체가 이미 통제권이라고 인식하는 견해도 있는 것으로 보입니다. 결국 IFRS체제하에서는 거의 모든 SPE가 consolidation된다고 보아도 과언이 아닌 것 같습니다.

그리고 앞서 본 바와 같이 부외처리기준으로서 거의 모든 보상과 위험의 이전이 필요하다는 것인데, '거의 모든'이라는 것이 무엇을 의미하는가에 관하여 구체적으로 정해진 것은 없지만, 통상 90% 이상을 의미하는 것으로 인식된다고 합니다. 굉장히 엄격한 기준이 적용되어 유동화거래의 목적으로서의 부외처리의 기능은 거의 상실되지 않겠는가 하는 생각이 듭니다. 그리고 실제 우리는 실무상 유동화거래의 요건이라는 점 때문에 부외처리를 하지만, 유럽 등 외국의 경우는 대부분의 유동화거래가 on balance 거래로 이루어진다고 합니다.

**사회자** 법적 차원에서 본다면, 자산유동화법상의 진정양도의 요건이 적정한가를 재검토할 단계에 이른 것 같습니다. IFRS의 도입으로 인해 회계적으로는 부외거래가 아닌데, 자산유동화에 관한 법률에 의하면 진정양도라는 결론이 나오게 되었을 때 혼선이 우려됩니다.

**이미현** 회계기준이 이렇게 변하는 상황에서 유동화법의 요건으로 진정한 양도를 요구할 필요가 있을까 하는 생각이 듭니다. 자산유동화에서 진정한 양도가 왜 필요한가에 관하여 다시 한 번 생각해 보자는 것이지요. 진정한 양도가 투자자보호를 위해 반드시 필요한 경우는 사실 자산보유자의 신용등급보다 높은 신용등급을 가진 유동화자산을 가지고 유동화하면서 유동화증권의 등급을 자산보유자의 등급보다 높게 받고자 하는 경우입니다. 신용등급을 끌어올려서 발행해 놓았는데, 이게 자산보유자와 단절되지 않아 자산보유자의 도산에 영향을 받는다면, 이 경우 투자자에게 미치는 영향은 투자자가 투자 당시 전혀 예상하지 않은 위험입니다. 따

라서 신용등급 향상을 목적으로 하는 유동화의 경우 진정한 양도는 필수요소일 것입니다. 하지만 그렇지 않은 유동화의 경우, 가령 자산보유자의 등급이 유동화자산만 기초로 평가한 등급보다 오히려 높은 경우에는 진정양도를 한다고 해서 꼭 투자자가 더 보호되는 것은 아닙니다. 이런 경우라면, 유동화자산에서 회수가 안 될 때 자산보유자가 대신 지급하도록 하는 것이 투자자보호 측면에서는 더 나을 수도 있습니다. 제 생각에는 결국 진정한 양도냐의 여부는 그로 인한 위험을 신용평가에 적절히 반영하면 되는 문제 아닌가 싶습니다. 진정한 양도가 아니어서 다소 위험하더라도 그 위험이 충분히 공지되고 투자자가 위험을 감수하고 투자하겠다는데 금지할 이유는 없다고 생각합니다. 더욱이 회계기준이 바뀌어서 부외처리기준이 이렇게 엄격해진 상황에서 부외처리를 못하면 진정양도가 아니고, 그래서 유동화를 못한다는 것은 문제가 있는 것 같습니다. 꼭 필요하다면 그렇게 하겠지만, 그렇게 해서 얻는 실익이 무엇인가를 살펴보면 사실은 별로 없습니다. 제 생각에는 이는 신용평가의 문제로 남기고 적어도 자산유동화를 할 수 있느냐 없느냐의 요건으로는 삼지 않았으면 좋겠습니다. 특히 자산유동화법이 진정한 양도에 관하여 규정을 한 것은 궁극적으로 자산보유자의 도산절차로부터의 절연을 염두에 둔 것이기는 합니다만, 사실 도산절연문제는 도산자의 다른 채권자들과의 형평성에 보다 초점을 맞추어야 하므로 계약내용 자체가 진정한 매매에 해당하는 내용을 담고 있느냐도 물론 중요하지만, 계약체결 이후에는 해당자산이 자산보유자의 책임재산에서 제외된다는 점이 명확해짐으로써 자산보유자의 다른 채권자들이 이를 자산보유자의 책임재산에 포함되는 것으로 오인하고 거래하지 않도록 확보하는 것도 매우 중요합니다. 그런데 현재 유동화법상 진정한 매매의 요건은 전자에만 기준을 맞추고 있다는 느낌입니다.

**김용호** 유럽의 경우 유동화거래가 대부분 on

balance 거래로 이루어지고 있다고 하는데, 그에도 회계적으로는 on balance이지만 법적으로는 진정양도로 인정되고, 사실은 진정양도라는 용어를 사용하기보다는 도산절연(ring-fencing)되느냐 안 되느냐를 기준으로 법적 문제를 따진다고 합니다.

**이미현** 그 개념이 우리가 유동화법에서 말하는 진정양도와 좀 다르지 않습니까?

**김용호** 투자자의 입장에서는 개념적으로 진정양도냐 아니냐가 중요한 것이 아니고 해당 자산이 자산보유자의 도산위험으로부터 절연되느냐 안 되느냐가 중요하기 때문에 그것만 인정되면 된다는 것입니다. 그래서 제 생각에는 이 부분은 cost-benefit analysis가 필요할 것 같습니다. 왜냐하면 회계기준을 그대로 적용하여 회계적으로 off balance가 되지 않으면 법적으로도 진정양도가 아니다, 즉 절연되지 않는다는 것은 그만큼 펀딩 코스트를 증가시킬 수 있는 요인이 되는 것 같습니다. 바꾸어 말하면 어느 투자자에 대해서 도산절연을 통하여 우선적 권리를 부여하면서 쥔 비용으로 자금을 조달할 수 있는 경우, 그것이 다른 채권자에게 일반적 이익으로 돌아갈 수 있는 부분이 있을 수 있는데, 아예 그러한 통로 자체를 막아 버린다면 자금조달에 과도한 코스트를 부담하게 되어 비경제적 결과가 될 수도 있다는 것이죠.

**이미현** 사실 ring fence 문제는 off balance 문제와 반드시 일치하는 문제는 아닌 것 같습니다. 도산절연은 거래구조 자체를 자산보유자의 도산과 절연되는 구조로 고안을 하거나 법규에 의해 자산보유자의 도산과 절연시킴으로서 성취하여야 하는 문제가 아닌가 싶습니다.

**사회자** 재무제표가 하는 역할은 무엇이며, 거래 상대방이 무엇에 기초해서 거래할 것인가의 문제도 생각하여 보아야 할 것 같습니다.

**황호석** 이와 관련된 전반적인 느낌은 이렇게 되면 중소기업 등 신용도가 떨어지는 기업들의 유동화가 제약을 많이 받게 될 것 같다는 것입니다. 기

존의 유동화가 담보부사채의 대체수단으로 이용된 거래가 많았고, 물론 지금 금융위원회에서 노력하고 있는 것 같은데, 담보부사채신탁법 개정이 절실히 할 것 같습니다. 담보부사채가 시장에 많이 나와서 커버해 주지 않으면, 중소기업은 앞으로 편당하는데 제약을 많이 받게 될 것 같습니다.

## 7. 새로운 금융상품의 출현과 자산유동화

### (1) 커버드본드

—일부 자산유동화를 대체?—

**황호석** 입법과정에서 담보부사채신탁법에 커버드본드를 넣자는 논의도 있었던 것 같습니다. 그런데 기본적으로 출발 자체가 커버드본드는 담보자산인데 증권발행자의 도산재단에서 절연된 자산을 만드는 것이어서 담보부사채신탁법에서 포섭될 개념은 아닌 것 같은 생각이 듭니다. 특별법에 따른 입법이 가장 바람직한 것 같은데, 커버드본드발행이 가능한 입법상의 수혜자가 금융기관에 한정되어 있고, 담보자산으로 제공될 수 있는 자산의 종류도 제한적이어서 입법화하는 과정에서 특혜시비 등 난항이 있을 것 같습니다. 업계에서는 구조화된 커버드본드를 시도하고 있습니다. 연말 혹은 내년 초에는 발행되지 않을까 생각됩니다.

**사회자** 담보부사채도 담보신탁을 이용한 담보를 하면 마찬가지로의 효과가 생기지 않을까요?

**황호석** 예, 맞습니다. 그래서 초기의 구조화된 커버드본드를 논의할 때는 담보신탁구조를 쓰려고 하였습니다. 그런데 커버드본드의 담보자산 중 가장 주된 것이 주택저당채권인데 확정절차가 문제되었습니다. 근저당권확정을 좀 쉽게 할 수 있는 방법은 유동화법밖에 없기 때문에 지금 논의되는 것은 자산유동화를 이용한 커버드본드를 시도하고 있습니다.

**사회자** 커버드본드가 통상의 담보부사채와 차

이가 나는 점은 앞서 말씀하신 도산절연도 있고, 그 이외에 풀 속에 있는 자산을 실제로 수시로 바꾸어 넣을 수 있는, ABS할 때 자산을 교체하는 것처럼 그런 기능을 같이한다는 것을 특성으로 잡고 있는 것 같습니다. 최근 미국 재무성에서 커버드본드 가이드라인을 발표하여 커버드본드제도의 도입을 시도하고 있습니다. 우리나라가 커버드본드제도를 도입했을 때, 상당 부분 은행이나 금융기관의 경우에는 자산유동화를 대체해 나가는 효과가 있지 않을까 하는 생각이 드는데 어떠십니까?

**황호석** 우선 은행이 하는 MBS는 거의 없어지지 않을까 생각합니다. 그렇지만 지금 시도되는 것은 자산유동화법하에서 하는 커버드본드이기 때문에 당초의 의도처럼 자산의 자유로운 교체 등은 여전히 제약이 있을 것 같습니다. 지금 시도하는 커버드본드는 일단 제가 듣기로는 큰 규모가 전제되는 것 같습니다. 유동화보다 5배 정도 큰 것이라서 수시로 발행될 수 있는 것은 아니고 1년에 1~2번 정도 있을 것 같습니다. 국내에서 커버드본드를 발행할 실익이 있는지와 관련하여, 국내시장규모 등에 비추어 무리가 있는 것 같고 금융기관의 해외자금 조달 수단으로서 커버드본드발행을 추진하고 있는데, 시장에서 하고 있는 것은 유동화법하에서 하고 있는 것이어서 당초 커버드본드의 장점이 상당히 제약을 받고 있습니다. 성공하기는 쉽지 않을 것 같습니다. 제일 좋은 것은 입법을 통해 해결하는 것이 아닌가 생각합니다.

**김용호** 커버드본드에 관한 논의는 크게 보면 두 가지 흐름으로 진행되고 있는 것 같습니다. 하나는 별도의 입법을 하는 것이고, 하나는 입법되기 전 단계에서 유동화법의 틀 안에서 유동화 메커니즘을 이용하여 커버드본드를 소위, 구조화커버드본드를 발행하는 방향으로 진행되고 있는데, 현재로서는 유동화법을 이용하지 않고서는 커버드본드를 발행하기가 어렵습니다. 황 변호사님께서 말씀하셨듯이, 근저당권의 확정 및 이전 등에 관한 유동화법상의

특례의 적용을 받지 않고서는 현실적으로 불가능하다는 제약 때문에 유동화거래의 틀 속에서 커버드본드발행을 시도하는 것입니다. 바람직한 것은 입법을 통하여 커버드본드를 발행할 수 있도록 하는 것인데, 그것은 커버드본드를 정형화·규격화하는 것이 굉장히 중요한 요소이기 때문입니다. 유럽에서도 점보 커버드본드가 주종을 이루는 이유가 결국은 **liquidity** 측면이 강조되기 때문입니다. 이쪽 커버드본드가 다르고 저쪽 커버드본드가 다르면 **market ability**가 떨어진다는 것입니다. 동일한 구조와 **quality**의 커버드본드가 시장에 대량유통되면 자기가 발행한 커버드본드의 **liquidity**도 향상될 수 있게 되는 것이지요.

**이미현** 현재 외국에서 발행 유통되는 커버드본드는 구조화커버드본드와 **statutory covered bond**의 두 종류가 있습니다. 하지만 EU의 **UCITS Directive**나 EU의 **CRD(Capital Requirement Directive)**에 따르면 커버드본드가 낮은 위험가중치의 적용, 특정 발행자가 발행한 채권에 대한 투자한도의 확대 등의 혜택을 받기 위한 요건으로 커버드본드가 특정 법률 체계에 의해 규제받을 것이 요구되고 있습니다. 따라서 투자자가 다른 자산에 투자하는 경우에 비해 커버드본드에 투자하는 경우에 적용되는 위험가중 자산요건을 완화시켜 줌으로써 자금조달비용을 줄이고 자금조달을 원활하게 하고자 하는 목적에서 커버드본드를 발행하고자 한다면 일단 커버드본드 발행의 근거법에서 발행요건 및 **covered pool**의 구성 및 관리 등에 관한 사항을 규정할 필요가 있으므로 커버드본드법의 제정이 필요합니다. 나아가 커버드본드가 이러한 근거법에 따라 발행되더라도, 낮은 위험가중치의 적용 등에 관한 EU의 요건을 충족하기 위해서는 발행자가 금융기관이어야 합니다. 그러므로 이런 혜택을 염두에 두고 커버드본드법을 만든다면 이 법은 신용도가 낮은 기업들이 **basel II** 도입으로 인해서 자산유동화의 길이 막혔을 때 활용할 수 있는 도구는 아닌 것 같습니다. 신용도가 낮

은 기업들은 커버드본드보다는 유동화가 더 적절한 자금조달수단이라고 생각됩니다. 다만, **Basel II**하에서 유동화와 관련된 은행의 신용공여가 위축되는 문제는 신용공여를 전문적으로 제공하는 **monoLine insurance company** 같은 전문적인 금융보증기관을 우리나라에도 도입해서 신용공여가 저렴한 비용으로 원활하게 제공될 수 있는 여건을 조성함으로써 유동화를 활성화시키는 것이 바람직하다고 생각합니다. 은행은 **Basel II** 적용을 받지만 금융보증을 전문으로 하는 **monoLine insurance company**는 **Basel II**의 적용을 받지 않으니까 **monoLine insurance company**는 **Basel II**하에서도 좀 더 자유롭게 신용공여를 할 수 있습니다. 우리나라도 그런 방법으로 해결을 해야 하지 않을까 생각합니다. 그렇다고 제가 커버드본드를 반대하는 것은 물론 아닙니다.

**황호석** 시장에서는 커버드본드에 투자하는 투자자들은 주로 일반회사채(**straight bond**)에 투자하는 투자자입니다. 그래서 구조가 조금만 복잡해지면 보기 싫어하는 경향이 있습니다. 유동화증권과 일반 회사채시장은 다른 시장입니다. 그런데 우리의 구조화커버드본드는 유동화법을 따른 커버드본드여서 당사자들이 상당히 어려워합니다.

## (2) CAT bond

**정순섭** 현재 **CAT bond**는 재해, 재난같이 전통적인 보험상품에 의해 헤지되어 왔던 위험을 증권화하는 구조라고 단순하게 정리할 수 있다면, 우리나라의 금융규제법상 문제가 되는 부분은 세 가지로 구분할 수 있는 것 같습니다. 첫째로 **CAT bond**를 현행법상 유가증권 혹은 자본시장통합법상 금융투자상품으로 볼 수 있을지 문제됩니다. 현행 증권거래법상 파생결합증권의 기초자산을 유가증권, 통화, 신용위험, 일반상품의 네 가지로 제한하고 있기 때문에 그 외의 자산에 해당하는 소위 보험성 위험에 해당한다고 볼 수 있는 것은 기초자산에 포함되

지 않습니다. 그리고 현행 증권거래법 시행령을 개정할 때 보험성 위험에 대해서도 검토가 있었던 것으로 기억이 됩니다만, 수요가 없다는 이유로 제외된 것으로 기억하고 있습니다. 그런데 자본시장통합법에서는 제4조 제10항 제5호를 보시면 “그 밖의 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서”라고 해서 재해, 재난과 같은 전통적으로 보험상품에 의해서 헤지되어 왔던 위험도 현금흐름의 객관적 확정이 가능한 한 모두 기초자산의 범위에 포함될 수 있는 것으로 되어 있고, 정리하면 자본시장통합법상 금융투자상품 및 증권의 개념에 포함될 수 있을 것으로 생각합니다. 두 번째로 주로 보험회사가 재보험을 대체하는 위험관리수단으로 활용한다는 것을 전제로 보면, 보험회사가 직접 발행하는 경우와 유동화구조를 이용해서 발행하는 경우의 두 가지를 생각해 볼 수 있을 것 같습니다. 우선 직접 발행하는 경우를 보면 보험업법상 보험회사가 증권을 발행할 수 있는 경우를 유동성관리 등 목적으로 제한해 놓았습니다. 보험업법상 증권발행범위에 속하는지의 문제가 발생할 것 같습니다. 유동화구조를 사용하는 경우 보험회사가 *catastrophe*를 기초자산으로 하는 스왑거래가 가능할 것인지의 문제가 첫 번째로 나올 것 같습니다. 이를 일종의 자산운용수단으로 인식한다면 현행법 해석으로도 가능하게 볼 수도 있겠지만, 이에 대해서는 검토가 필요할 것으로 보입니다. 두 번째로 유동화법상으로는 *synthetic securitization*과 관련하여 논의했던 유동화 *vehicle*이 *catastrophe swap*을 당사자로서 할 수 있는지에 관한 문제가 똑같이 등장할 것으로 보입니다. 이는 앞에서 이야기했던 것과 동일하겠습니다만, 결국은 보험업법상 이슈가 남아 있는 것이 아닌가 하는 것이 제 생각입니다.

**사회자** CAT bond를 자산유동화의 측면에 맞추어 보자면, 자산의 유동화가 아니라 위험의 유동화하는 거래의 하나의 유형이 아닌가 생각이 듭니다. *catastrophe bond*뿐만 아니라 *mortality bond*, 즉 사

망률·생존율에 기초한 증권발행이 최근 몇 년 사이에 일어나고 있습니다. 전통적으로 위험인수는 보험의 영역이었는데 증권화해서 자본시장의 기능을 이용하는 현상이 벌어지고 있는 것 같습니다. 이 부분도 원래 입법할 때의 자산유동화 개념과는 상당히 거리가 있기 때문에 현행법으로 허용하기에는 쉽지가 않을 것 같은데, 김 변호사님께서 이에 대해 어떻게 생각하십니까?

**김용호** 앞서 논의한 바와 같이 *synthetic ABS*의 경우에 이것을 자산유동화의 틀 속에 억지로 맞추어 넣을 것이냐, 발상의 전환을 통해서 위험의 유동화를 직접적으로 인정할 것인가의 문제가 있듯이 이것도 마찬가지로 문제가 아닌가 생각합니다.

**사회자** *synthetic CDO*의 경우에는 신용위험을 다룹니다. 통상의 대출채권유동화나 통상의 *CDO*나 *CLO*의 경우에도 결국은 신용위험을 가지고 있는 자산입니다. 그래서 *synthetic CDO* 같은 경우에는 그 기본선상에서 움직인다고 볼 수 있을 것 같습니다. 그런데 이런 재해, 생존율 등은 금융시장에서 거래되는 위험은 아니었습니다. 그런데 이런 위험들이 금융시장에서 거래되기 시작한다는 면에서는 훨씬 더 나아간 것이 아닌가 생각합니다.

**이미현** 거래되는 위험의 내용이 금융과 관련되지 않는다는 면에서는 그렇습니다. 그런데 예측 및 통제가 사실상 불가능한 위험, 즉 재해라는 면에서 본다면 공통점은 있습니다. 사실 금융기관도 자기가 예측 가능하고 통제 가능한 신용위험을 가지고 유동화하지는 않기 때문에 *synthetic CDO* 발행대상인 신용위험은 사실 금융기관 입장에서 본다면 굉장히 큰 위험으로서 거의 재해수준이니까 예측하기 어려운 위험을 전가한다는 점에서 공통점은 있는 것 같습니다. 물론 금융에서 파생되는 위험이나 일상생활에서 파생되는 위험이나의 차이가 있기는 합니다만.

**황호석** 증권화의 면에서 증권화를 하면 유통성도 좋아지고 투자자의 폭이 넓어지는 반면에 투자

자의 보호문제도 나오기 때문에 전반적으로 유동화법을 위험 이전까지 가능한 법으로 발전시키는 것은 아직까지는 우리의 금융현실에서는 위험이 있는 것 같고, 합성ABS의 경우에도 마찬가지지만, funded 구조를 하는 타당한 이유가 사실은 '원금손실이 나더라도 많이 나지는 않는다', 이런 기대심리가 있어야 증권투자를 정상적으로 높일 수가 있는데, 그렇지 않은 즉 시장이 순수위험만 이전한다든가 하는 것은 사실 계약 법리에 의해 그 위험을 분석할 수 있는 당사자들이 계약으로 해야 될 문제가 아닌지, 현재 우리의 금융시장에서 증권화가 타당한지는 의문이 있습니다.

**이미현** 자산유동화의 대상인지를 따지는 것보다는 그런 위험을 대상으로 거래하는 것을 금융상품으로 허용할 것인지 하는 본질적 문제가 중요한 것 같습니다. 일단 허용하는 것으로 방향이 잡힌다면, 자산유동화법을 개정해서 허용하는 다른 입법에 포함시키는 그것은 그 다음 문제인 것 같습니다.

#### IV. 맺음말

**김용호** 자산유동화법이 제정 시행된 이래 10여년 동안 자산유동화법에 따른 자산유동화는 부침을 거듭하면서 성장·발전되어 온 한편, 자산유동화법 바깥에서도 비전형 또는 비등록유동화거래가 급속도로 확대되어 왔습니다. 비등록유동화거래의 경우 감독기관의 직접적 스크린을 거치지 않기 때문에 한편으로는 자율성과 창의성을 누릴 수 있었던 동시에 일면 적절한 규제와 사각지대에 놓이게 되었던 점도 완전히 부정하기는 어려울 것으로 생각되고, 또한 그러한 비등록유동화거래의 급속한 팽창이 시장에서 장단기증권의 수급상의 불균형을 초래함으로써 금융시장의 신용경색에 일조한 측면이 있는 것으로 보입니다. 따라서 법제도적인 직접적 개선이나 감독실무운영을 통하여 비등록유동화거래

를 자산유동화법의 테두리 안으로 적극 수용하여 이를 지원하는 한편, 합리적 수준에서 적절히 감독하고 규율하는 방안을 신중히 모색할 필요가 있을 것으로 생각합니다. 다만, 지나친 규제와 감독으로 시장의 자율성과 창의성이 과도하게 훼손되지 않도록 자율과 규제의 적절한 조화를 꾀하는 노력이 요구될 것입니다.

한편 대법원 판례가 인정하는 담보신탁의 도산절연효과를 그대로 긍정할 것인가의 문제라든가 담보의 성격을 가지면서도 도산절연효과가 부여되는 커버드본드의 개념을 도입할 것인가의 문제 등 법제도를 설계함에서는 가령 담보나 아니면 진정한 매매나와 같이 단순히 거래의 성격이나 개념에 집착하기보다는 좀 더 법경제학적인 접근이 필요하다는 점을 강조하고 싶습니다. 분명히 그와 같은 제도는 회계제도와 맞물려 일부 채권자들의 배타적이고 우선적인 권리가 다른 채권자들의 희생 위에 향유되는 측면이 있지만, 그와 같은 사회적 비용은 앞서 말씀 드린 바와 같이 *cost-benefit analysis* 측면에서 저렴한 자금조달수단의 제공을 통하여 다른 채권자들에게도 일반적인 이익으로 돌아갈 수 있기 때문에 적절한 선에서 상쇄될 수 있을 것으로 생각합니다. 물론 그와 같이 순효용이 극대화되는 지점을 찾는 일은 매우 어려운 일이라는 하나 단순히 기존의 법개념과 원칙에 매몰되어 사회적 효용을 전체적으로 증가시킬 수 있는 기회를 상실하지 않도록 하는 노력이 필요하다고 하겠습니다.

**황호석** 앞에서 말씀드린 바와 같이 우리 자산유동화법은 조문이 많지 않은 간단한 규제체계를 가지고 자산유동화거래를 지원하는 성격이었기 때문에 단기간 내에 자산유동화거래 및 유동화증권시장이 자리를 잡게 된 것 같습니다. 지난 10년간 운용해 오는 과정에서 규제·감독에 대한 필요성이 많이 제기되지 않지만, 그렇다고 하여 규제법으로 기능하게 하기보다는 본래의 입법취지를 살려서 자산유동화거래, 나아가 자산유동화에 기반한 구조화금융거래

를 뒷받침할 수 있도록 발전하기를 희망합니다.

**이미현** 자산유동화법은 우리나라 금융시장에 자산유동화라는 새로운 유형의 금융거래를 도입하는 계기가 되었다는 점에서 우리나라 금융시장의 발전에 매우 큰 기여를 하였다고 하겠습니다. 다만 1997년 갑작스럽게 들이닥친 외환위기를 겪으며 타 개혁의 일환으로 급히 제정된 까닭에 저당권이전의 특례와 같은 조항을 무리하게 규정하다 보니 자산보유자의 자격을 엄격하게 제한할 수밖에 없었지만, 이러한 제한은 자산유동화의 활성화에 심각한 걸림돌이 됩니다. 특히 저당권과는 전혀 무관한 자산을 가지고 유동화하고자 하는 경우에는 단지 자산보유자의 신용등급이 낮다는 이유만으로 유동화를 제한하여야 할 이유가 없습니다. 저당권부채권의 유동화의 경우에는 저당권이전의 특례가 매우 유용한 규정인 것은 사실이나, 저당권부채권이 아닌 유동화자산이 점점 늘어나고 있는 현실을 고려할 때, 자산보유자의 자격을 제한해 가면서까지 유지하여야 할 규정은 아니라고 봅니다. 저당권이전과 관련된 문제는 부동산소재지 관할등기소에서만 등기신청을 할 수 있도록 요구하고 있는 현행 부동산등기법을 개정하여 등기신청서의 접수는 전국 어느 등기소에서나 할 수 있도록 하면 해결될 수 있습니다.

전국의 등기소가 하나의 전산망으로 연결되어 있는 현 상황에서 굳이 관할등기소에서만 등기신청을 접수하도록 제한할 이유는 없다고 봅니다. 이 문제만 해결되면 한 곳에서 일괄접수가 가능해지므로 굳이 유동화법에 저당권이전의 특례조항을 둘 필요가 없습니다. 그러므로 저당권이전의 문제는 부동산등기법을 개정하는 방법으로 해결하고, 자산보유자의 자격제한은 폐지하여 자산유동화법에 따른 자산유동화가 보다 활성화될 수 있는 방향으로 나아가기를 희망합니다. 문제는 부동산등기법은 금융당국의 소관이 아니다 보니 아직까지 해결이 안 되고 있는 것 같은데, 사실 하고자 하는 의지만 있다면 그다지 어려운 문제는 아니라고 생각합니다.

**정순섭** 자산유동화법은 1997년 일련의 위기를 극복하는 데 매우 중요한 기능을 수행하였고, 국내금융시장에서 상품의 구조화에 관한 법리적 및 실무적 지식과 경험을 축적하는 데 중요한 역할을 했다고 생각합니다. 다만 여전히 일부 남아 있다고 생각되는 형식적이고 소극적인 규정은 시급히 개선할 필요가 있다고 생각합니다. 최근 진행되고 있는 서브프라임 모기지위기와 관련하여 자산유동화의 개정에 우려를 표시하는 견해도 있는 것으로 알고 있습니다. 만, 보다 전향적 접근이 필요하다고 생각합니다.

