미국의 자산유동화 공시제도 개편과 시사점*

연구위원 김필규

글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권을 둘러싼 규제가 크게 변화하고 있다. IOSCO, G20, BIS와 같은 국제기구들과 미국·유럽의 금융규제기구들은 자산유동화증권시장의 건전성 제고를 위한 다양한 논의를 하고 있다. 이러한 논의의 방향은 우선 자산유동화증권의 공시를 강화하고, 자산유동화와 관련한 자본요건을 강화하는 것이다. 또한 신용위험 이전거래에 대한 정보를 집중하며, 자산유동화와 관련한 이해상충 문제를 해결하기 위해 자산보유자에게 후순위 채권을 보유하는 것을 의무화하는 방안도 검토하고 있다. 한편 자산유동화증권시장 위축으로 인한 금융기관 유동성 위험의 증대에 대응하여 시스템 리스크 확대를 차단하는 시장제도 보완을 전제로 자산유동화증권시장을 다시 활성화시키려는 논의도 이루어지고 있다.

이러한 과정에서 2010년 4월 미국 SEC는 자산유동화 공시체계를 대폭 개정하는 방안인 "Proposed Revision to the Rules and Forms for Offerings of ABS"을 발표하였다. 기존 공모 집합채권 유동화증권의 공시에 초점을 두고 있던 Regulation AB를 대폭 개정하여 공시대상 유동화증권을 확대하고 공시내용도 크게 보완하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

이에 본고에서는 미국의 자산유동화 공시제도 개편의 주요 내용과 영향을 살펴보고 한국의 자산유동화증권 공시제도와의 비교를 통해 향후 한국 자산유동화증권 공시와 관련한 개선방안을 도출하고자 한다.

서브 프라임 사태 이전의 미국 자산유동화 공시체계

서브 프라임 사태 이전의 자산유동화증권 공시는 2004년 12월에 도입된 Regulation AB에 의해 체계화되었다. Regulation AB는 비조치의견서(no action letter)에 의하여 이루어져 왔던 자산유동화 관련 공시 규정들을 통합하여 체계화시킨 것이다. 동 규정은 공모로 발행되는 집합채권 유동화증권에 대한 공시에 초점을 맞추고 있다. 즉 주택저당채권이나 신용카드, 소비자금융 부문의 유동화와 리스채권의 유동화를 공시대상으로 하고 있다. 따라서 합성유동화, 부실채권 유동화, Rule 144a에 근거하여 발행되는 준사모 유동화증권의 경우에는 공시대상에서 제외되었다. 또한 일괄등록(shelf registration)이 가능한 유동화 대상을 투자등급 이상의 유동화증권으로 제한하고 일괄등록에 포함되어야 할 내용을 규정화하고 있다. 이와 더불어 자산

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

보유자, 자산관리자, 업무수탁자 등 유동화에 참여하는 각 기관의 과거 업무 경험, 성과 및 역할에 대하여 공시하도록 요구하고 있다. 또한 유동화자산의 성과를 분석함에 있어서 필요하다고 판단될 경우에는 과거 실질자산보유자(sponsor)의 동질 자산의 성과(static pool data)를 공시하도록 하고 있다.

이와 같은 Regulation AB 체계 하에서는 사모로 발행된 유동화증권이나 Rule 144a에 근거하여 발행된 준사모 유동화증권, 부실채권을 기초로 한 유동화증권의 경우에는 공시를 요구하고 있지 않아 발행하는 증권의 정확한 내용을 파악하는데 제약이 있다. 이러한 상황에서 서브 프라임 모기지와 관련한 유동화증권 및 이를 기초로 발행된 재유동화증권 등이 부실화되어 막대한 투자자 손실이 발생하였으나 그 가치를 산정하는데 있어 어려움을 겪는 문제가 발생하였다. 이에 따라 SEC는 기존 자산유동화증권의 공시체계에 대한 대대적인 개편을 추진하였다.

최근 미국 자산유동화 공시체계 개편 내용

미국 자산유동화증권 공시체계의 기본 방향은 다음과 같다. 첫째, 공시대상이 되는 유동화증권의 범위와 일괄등록 대상 유동화증권의 대상을 확대하였다. 둘째로 자산유동화증권의 실체를 파악할 수 있도록 공시의 범위와 대상을 늘렸다. 즉 기초자산에 대한 공시의 양을 확대하고, 자산유동화증권의 현금흐름 추정을 포함한 증권구조에 대한 공시요건도 강화하였으며, 투자자들에게 제공되는 정보의 양을 확대하고 투자자가 검토할 수 있도록 공시기간을 늘렸다. 셋째는 발행 이후의 자산성과에 대한 공시를 강화하였다.

새롭게 도입된 공시규정에서는 공시대상에 사모 자산유동화증권의 일부를 포함시켰다. 구조화증권(Structured Finance Product)의 개념을 정의하고 동 개념에 포함되는 증권은 공모와 동일하게 모든 정보를 공개할 것을 권고하고 있다. 동 규정에서는 구조화증권을 Regulation AB 공시 대상 유동화증권, 합성 CDO, 증권의 현금흐름에 기초하여 발행된 유동화증권, CMO (Collateralized Mortgage Obligation), CDO (Collateralized Debt Obligation), ABS나 CDO를 기초자산으로 하는 CDO, 기타 유동화구조를 도입한 증권으로 정의하고 있다.

자산에 대한 공시와 관련해서는 자산보유자의 자산특성, 유동화대상자산 및 과거의 자산성과로 나누어 공시를 하도록 요구하고 있다. 자산보유자 자산특성의 경우에는 공시해야할 내용을 대폭 확대하고 자산의 구체적인 특성을 공시하도록 요구하고 있다. 유동화자산과 관련해서는 자산의 현금흐름을 파악할 수 있는 프로그램의 공시도 요구하고 있다. 실질자산보유자가 과거에 동일한 유형의 자산을 유동화한 경우에는 과거 유동화자산 성과(static pool asset)에 대해 공시하도록 요구하고 있다. 이와 더불어 자산유동화증권 발행에 참여하는 다양한 참여기관에

대한 공시도 요구하고 있으며, 특히 재유동화의 경우에는 원 자산 및 기초자산 관련 기관에 대한 공시를 강화하고 있다.

이번 자산유동화증권 공시규정에서는 자산유동화증권 발행기관이 투자자에게 제공하는 정보의 양을 확대하고 투자자들이 투자의사결정을 할 수 있는 기간을 확대하는 내용도 포함되어 있다. 투자자들이 정보를 충분히 파악하여 투자의사결정을 내릴 수 있도록 공시기간을 최소 5일로 규정하고 있다.

또한 발행 이후의 자산성과나 수탁자 정보 등 유통단계에서도 지속적인 공시가 이루어질 수 있도록 하고 있다. 즉 자산유동화증권 발행기관은 투자자들이 자산유동화증권의 기초가 되는 자산에 대해 더욱 상세하게 정보를 제공받을 수 있도록 SEC에 정보를 제출하고 특히 발행 이후에도 지속적으로 정보를 공시하도록 요구하고 있다.

자산유동화증권 공시규정의 강화는 양면적인 효과를 지닐 것으로 보인다. 이러한 규정이 적절하게 작동할 경우 자산유동화증권의 실체를 보다 정확히 파악하고 투자할 수 있는 여건이 마련될 것으로 예상된다. 유동화증권 공시대상의 확대로 인하여 과거에 공시되지 않았던 준사모 유동화증권의 공시가 강화되어 투명성이 제고될 것으로 전망된다. 자산유동화증권의 공시대상의 확대는 자산유동화증권시장의 투명성을 제고하는 효과를 거둘 것으로 예상된다.

그러나 한편 공시기간 확대에 따라 발행 소요시간이 길어지고 발행시 및 발행 이후의 정보 제공 강화로 공시부담은 크게 증대될 것으로 보인다. 이와 같은 시간과 비용의 증가는 자산유동화증권 발행의 인센티브를 감소시키는 요인이 될 가능성도 있다.

한국의 자산유동화 공시체계

국내 자산유동화증권 공시는 유동화제도 도입 초기부터 기존 유가증권 공시의 틀에서 자산유동화의 특성을 반영한 체계로 구축되었다. 특히 한국의 경우 자산유동화에 관한 법률에 근거하여 발행되는 자산유동화증권은 사전적으로 금융감독원에 자산유동화에 관한 계획을 신고하여, 제반 유동화 계획의 내용이 자산유동화에 관한 법률이나 기타 다른 법률에 위배됨이 없어야 자산유동화계획을 승인하는 구조를 도입하고 있다. 공시내용과 관련하여 자산유동화증권 발행 참여기관, 자산 및 유동화구조와 관련한 내용을 포함하는 공시규정을 마련하였고 발행 이후에도 정기공시와 수시공시를 요구하고 있다.

이와 같이 국내 자산유동화증권은 체계적인 공시 시스템을 도입하여 운영하고 있다고 볼 수 있다. 다만 미국의 체계와 비교하여 자산보유자의 과거 유동화실적에 대한 자산성과나 거래참가자의 유동화증권 관련 업무 실적 등에 대한 공시를 요구하고 있지는 않다. 또한 자산유동화증권 공시가 발행시의 구조 및 자산특성에 초점을 두고 있어 발행 이후 자산성과에 대해서는 충분한 내용이 공시되고 있지 않다. 또한 자산유형별로 공시에 포함되어야 할 자산특성에 대

한 내용을 공시관련 규정에 포함하고 있지 않아 투자자에게 자산의 특성을 충분히 제공하는 데에는 다소 제약이 존재한다.

한편 자산유동화에 관한 법률에 근거하지 않고 상법상 회사를 설립하여 발행하는 ABCP의 경우에는 공시를 위한 체계나 제도적인 근거가 마련되어 있지 않다. 공시의 근거가 마련되어 있지 않은 상황에서 2004년 이후 주택경기 호조에 따라 부동산 프로젝트 파이낸스 관련 ABCP가 다수 발행되었고 2008년부터 부동산 경기 하강에 따른 부동산 프로젝트 파이낸스 관련 ABCP 부실화 문제가 발생하였다. 특히 대부분의 부동산 프로젝트 파이낸스 유동화는 시공사가 모든 위험을 부담하는 구조로 되어 있어 건설경기 하락과 프로젝트 파이낸스 보증에 따른 우발채무로 일부 건설사의 부도위험이 크게 상승하는 문제가 발생하고 있다. 이러한 상황에도 불구하고 ABCP에 대한 공시체계가 마련되어 있지 않기 때문에 프로젝트 파이낸스 유동화의 규모 및 위험이 어느 정도인지 파악하기가 쉽지 않다는 문제점을 지니고 있다.

이에 따라 최근 금융감독원은 신용평가 ABCP 보고서에 시행사의 우발채무와 관련한 정보를 파악하여 포함시키도록 지도하였다. 그러나 신용평가사가 다양한 방식의 시공사 우발채무를 정확히 파악하는 데에는 한계가 있고, 정보의 집중 등에 제약이 존재하는 것으로 평가된다.

한국 자산유동화 공시의 개선 방안

최근 미국의 자산유동화증권 공시 체계의 변화는 한국 자산유동화의 공시체계에 다음과 같은 시사점을 제공한다. 첫째는 자산유동화의 실체를 보다 명확히 나타낼 수 있는 공시체계의 보완이 필요하다. 특히 유동화자산에 대한 다양한 특성이 공시되는 체계가 마련될 필요가 있다. 둘째는 장기적으로 과거 유동화자산의 실적에 대한 정보가 공시되는 방안을 검토해야 한다. 특히 지속적으로 유동화되는 자산의 경우에는 과거의 자산 성과가 향후 자산유동화증권의 상환가능성을 예측하는데 매우 중요한 정보가 되기 때문에 이러한 정보의 제공이 검토될 필요가 있다. 셋째는 발행 이후의 자산성과에 대한 공시요건이 강화될 필요가 있다. 발행 이후 자산성과의 공시를 통해 자산유동화증권의 부실화를 사전에 예방할 수 있으며, 자산관리자의 관리를 강화하는 압력으로 작용할 수 있다. 마지막으로 자산유동화에 관한 법률에 따르지 않는 유동화구조에 대한 공시 방안을 검토할 필요가 있다. 미국과 같이 구조화금융상품을 정의하고 이러한 증권의 경우에는 사모나 ABCP의 경우에도 자산유동화에 관한 법률에 근거한 자산유동화증권에 준하는 공시를 하도록 하는 방안이 검토되어야 할 것이다.