

자산유동화제도의 문제점 및 개선방안에 관한 고찰

- 법령개정사항을 중심으로

黃 仁 碩¹⁾

I. 資産流動化의 意義

1. 資産流動化證券(Asset Backed Securities : ABS)
2. 資産流動化에관한法律
3. 問題點

II. 資産流動化制度의 改善方向

1. 檢討背景
2. 改善方向

III. 資産流動化에관한法律 改善方案 檢討

1. ABS 發行 및 流通市場의 改善을 통한 ABS市場의 活性化 支援
2. ABS 制度 運營過程에서 나타난 問題點 補完
3. ABS 市場 인프라 整備에 관한 改善方案

IV. 結語

이 세미나 자료에 기재된 내용은 작성자가 속한 기관의 공식 견해와 무관함을 양지하여 주시기 바랍니다.

1) 금융감독원 공시감독국 변호사, 공인회계사

I. 資産流動化의 意義

1. 資産流動化證券(Asset Backed Securities : ABS)

자산유동화증권(ABS)이란 서류상의 회사(Paper Company)인 유동화전문 회사(SPC: Special Purpose Company) 또는 신탁회사가 자산보유자로부터 자산을 양도 또는 신탁 받아, 이 유동화자산을 기초로 발행하는 출자증권·사채·수익증권 기타의 증권 또는 증서를 말한다²⁾. 따라서 일반적으로 자산유동화는 자산보유자가 SPCC에 자산을 양도하거나, 신탁회사에 자산을 신탁하는 것으로부터 출발한다.

자산보유자로부터 SPCC 또는 신탁회사에 양도 또는 신탁된 자산은 이미 양도 또는 신탁되었으므로 더 이상 자산보유자의 자산이 아니다. 따라서 양도 또는 신탁된 유동화자산은 자산보유자의 도산 여부와 관계없이 SPCC의 자산 또는 신탁재산으로 남게 되며, 결국 이를 기초로 발행된 ABS의 상환에 사용된다. 이러한 양도를 「진정한 양도(True Sale)」이라고 하며, 진정한 양도의 결과로 자산보유자의 도산의 경우에도 이미 양도 또는 신탁된 유동화자산은 파산재단 등에 속하지 않게 되는 것을 자산보유자로부터의 「파산 절연(Bankruptcy Remoteness)」이라고 한다. 즉 위 양도 또는 신탁계약은 담보권의 설정 또는 추심권의 위임 등으로 해석되지 않아야 하고 자산보유자가 도산하는 경우 SPCC가 취득한 유동화자산이 여전히 자산보유자의 자산으로 인정됨으로써 자산보유자의 채권자들의 공동담보가 되는 일이 없어야 한다.

진정한 양도로 인정되는 경우 유동화자산을 기초로 발행된 ABS의 신용등급은 자산보유자의 신용등급이 아닌 유동화자산 자체의 신용도에 따라 결정된다. 따라서 ABS는 적절한 구조를 갖추면 자산보유자의 신용등급보다 훨씬 좋은 신용등급을 받을 수 있으므로 자금의 조달금리가 낮아질 수 있다. 자산보유자의 자체 신용등급으로 불가능했던 자본시장에서의 채권발행도 가능해지며, 개도국에서도 국가 신인도를 뛰어넘는 좋은 조건으로 외자를 조달할 수 있는 수단으로 활용할 수 있다³⁾. 또한 증권의 형태로 발행이 되어 증권투자

2) 자산유동화에관한법률 제2조 제4호

3) 자산유동화실무연구회, 「금융혁명ABS」, 1999, 26면

자에게 다양한 상품을 제공할 수 있다.⁴⁾ 다만, 이러한 ABS의 특성은 어디까지나 유동화자산의 양도가 진정한 양도임을 전제로 한다는 것을 알 수 있다.

2. 資産流動化에 관한法律

자산유동화에 관한 법률은 이러한 자산유동화를 지원하기 위하여 제정된 법률로서 채권양도의 대항요건 특례 등의 규정을 두고 있으며, 관련 세법에서 세금감면 등의 혜택을 부여하고 있다.⁵⁾ 자산유동화거래가 반드시 자산유동화에 관한 법률에 의하여야 하는 것은 아니다. 민법, 상법 등의 일반규정에 의하여도 유동화 절차를 진행할 수 있다. 다만 이 경우에는 채권양도의 대항요건 특례나 조세감면등의 특례를 적용받지 못할 뿐이다. 미국 등 많은 나라에서 자산유동화에 관한 별도의 법률이 없이 자산유동화제도를 운용하고 있다.

우리나라에서도 자산유동화에 관한 법률 제정 이전에 자산유동화가 가능하였으나 여러 가지 실무상의 난점 때문에 활성화 되지 못하고 있었고 이를 활성화하기 위하여 1998년 자산유동화에 관한 법률이 제정되었다. 이러한 제정배경과 규정내용에서도 알 수 있듯이 자산유동화에 관한 법률은 대생적으로 규제법이 아닌 지원법의 성격을 가지고 있다고 볼 수 있다.

3. 問題點

위에서 살펴본 자산유동화의 기능에도 불구하고 일각에서는 편법회계처리,

-
- 4) 한국주택금융공사의 주택저당담보부채권을 유동화자산으로 하는 MBS의 경우 주택금융공사가 지급보증을 한 후, 10년 이상의 장기의 ABS를 발행하여, 우리나라의 장기채 시장의 큰 변화요인이 된 것도 그 한 예라 할 것이다.
 - 5) 자산유동화에 관한 법률은 채권양도의 제3자에 대한 대항요건에 관한 특례(동법 제7조), 근저당권에 의하여 담보된 채권의 확정에 관한 특례(동법 제7조의2), 저당권등의 취득에 관한 특례(동법 제8조) 등의 규정을 두고 있다. 또한 세무상 SPC는 배당가능이익의 100분의 90이상을 배당한 경우 그 금액은 당해 사업연도의 소득금액 계산에 있어서 이를 공제하며(법인세법 제51조의2), SPC가 자산유동화계획에 따라 자산보유자 또는 다른 SPC로부터 유동화자산을 양수하거나 양수한 유동화자산을 관리·운용·처분하는 경우 취득세 및 등록세의 100분의 50을 감면하고 있으며(조세특례제한법 제119조 제1항 제13호, 제120조 제1항 제12호), 유동화자산을 양도 또는 신탁하거나 유동화자산에 대하여 저당권을 설정하는 경우 국민주택채권매입을 면제하고 있다.(자산유동화에 관한 법률 제36조의2)

조세회피, SPC를 이용한 주식분산, 각종 제한 회피 등의 수단으로 사용될 수 있음을 들어 의혹을 제기하는 경우가 종종 있어 왔다.

자산유동화제도는 구조화금융의 일종으로 하나의 도구(tool)의 성격을 가지고 있다. 자산유동화는 기본 구조는 간단하나 기본구조를 변형 또는 응용하여 다양한 설계가 가능하고 그 활용 범위도 상당히 넓다. 이것은 ABS관련자들에게 훌륭한 도구를 제공하여 이를 지원하는 측면이 있는 반면, 한편으로는 이를 이용하여 각종 규제의 회피 등의 목적에 남용될 수 있다는 측면이 있는 것은 사실이다.

그러나 ABS제도 자체는 도구에 불과하고 그 제도를 남용하는 것과는 원론적으로는 별개의 문제다. 도구가 좋지 않은 의도로 남용될 수 있다고 하여 도구 자체를 백안시 하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 다만 ABS시장의 건전한 발전과 ABS 제도의 정착을 위하여 어떠한 문제점이 있으며 어떠한 개선점이 있는가 하는 과제는 남는다.

II. 資産流動化制度의 改善方向

1. 檢討背景

초기에 자산유동화에 관한 법률은 금융기관의 부실채권정리에 중점을 두고 제정되었다. 이것은 자산유동화에 관한 법률의 여러 조문에서 드러나고 있다. 먼저 자산보유자를 제한하면서도 대부분의 금융기관에 자산보유자의 자격을 부여하고 있다⁶⁾. 또한 양도등록을 통한 채권양도의 대항요건에 관한 특별규정⁷⁾을 두고 있으며, 금융기관의 부실채권이 근저당권부 채권인 경우를 감안하여 근저당권에 의하여 담보된 채권의 확정에 대한 규정⁸⁾과 저당권 등의 취득에 관한 특별규정⁹⁾을 두고 있다. 또한 자산관리자에 자산보유자를 포함시키고 있으며¹⁰⁾, 자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자(AMC) 요건의 내용

6) 자산유동화에 관한 법률 제2조 제2호

7) 자산유동화에 관한 법률 제7조

8) 자산유동화에 관한 법률 제7조의2

9) 자산유동화에 관한 법률 제8조

10) 자산유동화에 관한 법률 제10조 제1항 제1호

도 관리자산이 금융기관의 부실채권임을 염두에 두고 있었던 것으로 보인다¹¹⁾.

그러나, 1998년 자산유동화제도가 도입된 이래 자산유동화시장은 양적으로 크게 성장하였고 질적으로도 많은 변화를 맞이하고 있다. 먼저, ABS발행 규모가 1999년에는 7조원에 불과하였으나 2003년 40조원에 달하고 있다. 자산유동화의 목적 면에서도 초기 자산유동화는 주로 부실자산의 정리에 초점이 있었으나, 근래에는 기업의 자금조달 수단으로서의 기능이 강조되고 있다. 유동화의 구조면에서 살펴보면, 초기에는 표준화된 기초적인 기법을 사용하였으나 근래에는 새로운 형태의 복잡·다양한 기법이 사용되고, 끊임없이 시도되고 있다.

이러한 양적 질적인 변화와 ABS시장 성숙에 따라 금융기관의 부실채권정리에 중점을 두었던 자산유동화제도의 무게중심이 이동되고 있고, 시행 초기에 예상하지 못했던 문제점과 개선방향이 어느 정도 드러나게 되었다.

이러한 시장 환경의 변화와 제도운영과정에서 나타난 문제점을 바탕으로 자산유동화제도의 개선방안이 논의되고 있다. 자산유동화제도의 개선방안은 여러 가지 측면이 있을 수 있으나 여기서는 현재 논의 중인 사항 중에서 법규개정사항에 한하여 검토해 보고자 한다.

2. 改善方向

자산유동화제도의 기본적 개선 방향으로는 다음 세가지로 나누어 볼 수 있다. ① ABS발행 절차 및 SPC의 청산절차의 간소화를 통하여 ABS시장의 활성화를 지원하고, ② ABS제도 운영과정에서 나타난 문제점을 보완하고, ③ ABS시장 인프라의 정비를 통하여 ABS시장의 지속적인 발전을 도모하는 것이다. 자산유동화의 제도개선에 관하여 법령개정 이외에 다양한 방안이 있을 수 있다. 오히려 많은 문제점들은 법령 이외의 요인이 더 크게 작용하여 발생하였다고도 해석할 수 있을지 모른다. 그러나 법령의 개정은 가장 강력하고도 직접적인 효과를 가져온다. 문제점을 모두 법령개정으로 해결하려는 시도는 바람직하지 않겠지만 그러한 제도개선방안의 일부로서 법령개정이 중요한 의

11) 자산유동화에관한법률시행령 제5조

미가 있다는 점은 부인할 수 없다. 이러한 개선방안의 일부로서 논의되고 있는 법령개정사항에 관하여 검토해 보고자 한다.

III. 資産流動化에 관한法律 改善方案 檢討

1. ABS 發行 및 流通市場의 改善을 통한 ABS市場의 活性化 支援

(1) 자산보유자의 범위 확대

자산유동화제도를 통하여 자산을 양도 또는 신탁하기 위해서는 먼저 양도인 또는 위탁자가 자산보유자에 해당하여야 한다. 현행 자산유동화에 관한 법률은 자산보유자의 자격에 일정한 제한을 두고 있다¹²⁾. 자산유동화에 관한 법률상 자산보유자에는 대부분의 금융기관과 한국자산관리공사, 한국토지공사 등이 포함되어 있으나, 일반기업의 경우에는 주권상장법인, 협회등록법인, 신용등급 BBB이상의 법인에 한하고 있다¹³⁾.

그러나 자산유동화는 기업(자산보유자)의 신용이 아니라 유동화자산의 가치에 기초하여 자금을 조달하는 기법이므로 당해 기업의 신용등급에 따라 자산보유자의 범위를 제한하는 것은 ABS제도의 취지에 부합하지 않는다.¹⁴⁾ 또한 투자적격이 아닌 BB등급의 회사는 회사채 발행 또는 차입이 어렵거나 높은 조달비용을 지불하여야 하므로, 오히려 자산유동화를 통하여 자금을 조달할 필요성이 더 크다고 할 수 있다. 자산보유자의 범위를 확대하는 것이 바람직한 방향이나, 시장의 건전성을 유지하고 적응기간을 두기 위해서는 단계적

12) 자산유동화에 관한 법률 제2조 제2호

13) 금융기관이 아닌 일반 법인의 경우 자산보유자의 자격을 인정받기 위해서는 「신용도가 우량한 법인으로서 금융감독위원회가 미리 정하는 기준에 따라 당해 법인이 보유하는 자산에 대하여 자산유동화의 필요성이 있다고 금융감독위원회가 인정하는 법인」에 해당하여야 하고(자산유동화에 관한 법률 제2조 제2호 너목), 금융감독위원회 자산유동화업무감독규정은 「주권상장법인 또는 협회등록법인과 신용평가회사로부터 투자적격의 평가등급을 받은 법인」 등을 자산보유자로 규정하고 있다(자산유동화업무감독규정 제2조 제1항). 투자적격의 평가등급이란 BBB이상의 평가등급을 말한다.

14) 일반적으로 자산보유자의 신용과는 분리하여 유동화자산의 가치를 기초로 ABS를 발행하고 있으나 그 성질상 자산보유자의 신용과 완전히 분리되지 않는 사례가 없지는 않다. 그 예로 리볼빙ABS, 장래채권을 기초로 한 ABS 등을 들 수 있다.

으로 이를 확대하는 것이 바람직하다고 본다. 다만, 이렇게 자산보유자의 범위를 확대하는 경우 자산의 실재성을 확인하고 그 가치를 평가하는 자산실사·평가회사, True Sale과 관련하여 의견을 제시하는 법률자문회사, ABS의 신용등급을 평가하는 신용평가회사 등의 역할이 더욱 강조될 것이다.

(2) 자산관리자의 자격요건 완화

유동화전문회사(SPC)는 서류상의 회사(Paper Company)에 불과하므로 유동화자산의 관리를 자산관리자에 위탁하여야 한다¹⁵⁾. 또한 유동화전문회사는 유동화자산의 관리에 관한 사항 등을 제외한 나머지 재무제표 작성, 계좌관리, 유동화증권 상환 등의 SPC 운영업무를 업무수탁자에게 위탁한다¹⁶⁾. 이와 같이 자산관리자와 업무수탁자는 서로 견제와 협조를 통하여 SPC를 운영해 나가게 된다.

자산관리자의 업무는 유동화자산을 관리하는 것이다. 따라서 유동화자산이 채권인 경우 자산관리자는 SPC를 대리하여 채권을 추심하는 등의 업무를 수행한다. 그러나 자산관리자가 추심한 현금 등은 자산관리자의 파산시 파산재단에 속할 수 있으므로 자산유동화에관한법률은 이러한 경우를 방지하기 위하여 자산관리자의 고유재산과 구분하여 관리¹⁷⁾할 것을 요구하고 이 경우 유동화자산은 자산관리자의 파산재단을 구성하지 않으며 이를 화의절차, 회사정리절차에 준용하는¹⁸⁾ 명문의 규정을 두었다. 또한 이러한 자산관리자의 역할을 고려하여 자산관리자의 자격에 일정한 제한을 두고 있다. 즉 「자산보유자」, 「신용정보의이용및보호에관한법률 제4조 제3항 제1호 내지 제3호(동법 개정으로 현재는 제4항 제1호 내지 제3호를 의미함)의 업무를 허가받은 신용정보업자」와 「기타 자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자로서 대통령령이 정하는 요건을 갖춘 자(Asset Management Company : AMC)」를 자산관리자가 될 수 있도록 규정¹⁹⁾하고 있다. 이는 업무수탁자의 경우 아무런 자격

15) 자산유동화에관한법률 제10조

16) 자산유동화에관한법률 제23조

17) 자산유동화에관한법률 제11조 제1항

18) 자산유동화에관한법률 제12조

19) 자산유동화에관한법률 제10조 제1항

요건을 두지 않은 것과 대비된다. 그런데 이와 같이 규정된 자산관리자 자격 요건에는 개선의 여지가 있다.

1) 자산보유자

자산유동화에관한법률에 따르면 자산보유자는 자산관리자가 될 수 있다²⁰⁾. 자산보유자는 유동화자산을 양도한 후 다시 위 유동화자산의 관리를 위탁받아 그 관리를 하게 된다. 애초 자산보유자를 자산관리자로 포함시키게 된 것은 자산유동화에관한법률이 채권양도의 제3자에 대한 대항요건에 관한 특례는 규정하고 있으나, 채무자에 대한 대항요건은 특례를 둘 수 없었기 때문이라고 보여진다²¹⁾. 즉, 채권양도시 제3자에 대한 대항요건을 구비하기 위해서는 금융감독위원회에 유동화자산의 양도등록을 함으로써 충분하나, 채무자의 대항요건을 구비하기 위해서는 일일이 채무자에게 통지를 하여야 하므로 절차의 지연, 비용부담, 채무자에 대한 대항요건의 불비로 인한 위험의 증가, 다수의 채무자들의 혼란 등의 문제점이 있었던 것이다. 자산보유자가 자산관리자가 된다면 위와 같은 문제점이 상당부분 해소된다.

다만, 자산보유자가 자신이 양도한 유동화자산을 관리한다는 것은 파산절연과 관련하여 문제점이 있을 수 있다고 생각할 수 있다. 그러나, 위탁된 유동화자산이 자산관리자로부터 파산절연 됨을 자산유동화에관한법률이 명문으로 규정하고 있음은 앞서 본 바와 같다. 따라서 자산보유자는 자산보유자인 양도인으로서의 파산절연문제 즉 진정한 양도의 문제만 해결된다면 자산관리자의 지위에서의 파산절연은 문제가 될 여지가 적다. 이러한 안전장치가 마련되어 있어 자산보유자가 자산관리자가 되는 것을 허용할 수 있었던 것으로 보인다.

20) 자산유동화에관한법률 제10조 제1항 제1호

21) 채권양도의 제3자에 대한 대항요건의 문제는 주로 이중양도의 경우 문제되는바 금융감독위원회에 유동화자산양도등록을 하여 공시를 함으로써 어느 정도 해결된다고 볼 수 있으나, 채무자에 대한 대항요건의 문제는 공시만으로 해결될 수 없는 문제로 판단한 것으로 보인다. 따라서 채무자에 대한 대항요건을 갖추기 위한 채권양도의 통지는 양도인 뿐만 아니라 양수인도 할 수 있으며, 2회 이상 내용증명 우편으로 통지를 발송하였으나 반송된 때에는 일간신문에 공고함으로써 통지를 한 것으로 본다는 내용의 특례만을 두는 것에 그치고 있다.(자산유동화에관한법률 제7조)

그런데 더 나아가 자산유동화에관한법률은 “당해 자산보유자”라고 규정하지 않고 “자산보유자”라고만 규정하여 특정 유동화전문회사에 유동화자산을 양도한 “당해” 자산보유자뿐만 아니라 자산유동화에관한법률 제2조 제2호의 각목의 1에 해당하는 모든 자, 즉 자산보유자 자격이 있는 모든 자를 자산관리자의 자격이 있는 자로 규정하고 있다.²²⁾ 이것은 자산유동화에관한법률이 자산보유자의 자격을 엄격하게 규정한 결과 이러한 자산보유자의 자격이 있는 정도이면 자산관리자로서의 자격도 충분하다고 판단한 것으로 보인다.

그러나, 자산보유자와 자산관리자는 유동화거래에 있어서의 역할과 지위가 다르며, 자산보유자의 범위는 점차적으로 확대하는 것이 바람직하다는 것은 위에서 본 바와 같으므로 이제는 자산관리자로서 적합한 자격을 독립적으로 규정하는 것이 바람직할 것으로 생각한다.

자산관리자의 자격요건은 자산보유자의 자격과는 구별하여 별도의 규정을 두어야 할 것으로 본다.

2) 신용정보업자

자산유동화에관한법률은 「신용정보의이용및보호에관한법률 제4조 제4항 제1호 내지 제3호의 업무를 허가받은 신용정보업자²³⁾(이하 “종합신용정보업자”라 한다)」에 한하여 자산관리업무를 수행할 수 있도록 규정하고 있다. 신용정보업자 업무의 종류는 신용조회업무, 신용조사업무, 채권추심업무, 신용평가업무 4종류로 나누어져 있으며, 신용정보업자는 업무의 종류별로 금융감독위원회의 허가를 받아야 한다²⁴⁾. 2004년 7월말 현재 신용정보업자 총 수는 32개사에 달하는바, 그 중 동조 제4항 제1호 내지 제3호의 업무를 허가받은

22) 재정경제부 유권해석 1999. 3. 18, 금정 41210-70

23) 제4조 (영업의 허가) ④신용정보업의 업무의 종류는 다음 각호와 같으며, 신용정보업자는 다음 각호 및 그 밖에 제1조의 규정에 의한 목적을 달성하기 위하여 필요한 업무로서 금융감독위원회의 승인을 얻은 업무를 영위할 수 있다. <개정 2001.3.28>

1. 신용조회업무 및 그에 부수하는 업무
2. 신용조사업무 및 그에 부수하는 업무
3. 채권추심업무 및 그에 부수하는 업무
4. 신용평가업무 및 그에 부수하는 업무

24) 신용정보의이용및보호에관한법률 제4조 제1항

종합신용정보업자는 6개 회사에 불과하다. 나머지 26개의 신용정보업자는 대부분 제2호의 신용조사업무 및 제3호의 채권추심업무의 영업허가를 받고 채권추심업무를 수행하고 있다. 그 이유는 신용조회업무는 신용조사업무, 채권추심업무에 비해 인적, 물적 요건 및 자본금요건 등의 허가요건이 엄격하기 때문이다.

그러나 신용조회업무가 유동화자산을 관리하는데 반드시 필요한 업무는 아니며 채권추심업무의 허가만으로 충분하다고 볼 수 있다²⁵⁾. 이러한 채권추심업무의 허가를 받은 일반신용정보업자는 채권의 관리 및 추심에 적합함에도 자산관리자에서 제외²⁶⁾되어 있으므로, 자산관리업무를 수행하기 위하여는 다른 자산관리자의 자격이 있는 자의 재위임을 통하여야 하는바, 불필요한 자산관리비용의 증가와 자산관리자의 책임소재의 불분명 등의 문제를 불러올 수 있다.

따라서 채권추심업무의 허가를 받은 신용정보업자도 자산관리업무를 수행할 수 있도록 하는 것이 필요하다고 본다.

3) 자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자(Asset Management Company; AMC)

AMC의 경우 5인이상의 변호사·CPA·여신관리업무 종사자 등을 포함하여 20인이상의 유동화자산 관리인력을 확보할 것을 요건으로 규정하고 있다(자산유동화에관한법률시행령 제5조 각호). 이 조항은 유동화자산이 은행의 부실채권임을 염두에 둔 규정이므로, 유동화자산이 채권이 아닌 경우에는 불합리한 면이 있다. 예를 들면 유동화자산이 부동산인 경우에는 관리 인력으로 변

25) 자산유동화에관한법률은 “AMC(자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자)는 신용정보의이용및보호에관한법률 제4조의 규정에 불구하고 동법 제6조 제3호의 규정에 의한 채권추심업무를 수행할 수 있다”고 규정하고 있다(자산유동화에관한법률 제10조 제2항). 이는 자산관리자가 자산관리 업무를 수행하기 위해서 신용정보의이용및보호에관한법률 제6조 제3호의 채권추심업무의 허가만으로 충분하다는 고려에 의한 것으로 보인다.

26) 신용정보업자는 자산유동화에관한법률시행령 제5조 각호에 규정된 자산관리업무를 전문적으로 수행하는 자(Asset Management Company; AMC)의 요건을 구비하더라도 자산관리업무를 “전문적”으로 수행하여야 한다는 전업요건을 충족할 수 없으므로 AMC가 될 수 없다고 해석된다.

호사·CPA·여신전문관리업무 종사자라는 전문인력이 필요하지 않을 수 있으며 오히려 부동산관리 전문가가 필요할 수도 있다. 유동화자산에 따라 탄력적으로 전문인력 채용을 달리할 수 있도록 하는 것이 타당하다고 본다.

(3) 유동화전문회사(SPC)의 최소 설립자본금 인하

기업의 자금조달을 원활히 하기 위해서는 ABS 발행비용을 낮추는 것이 필요하다. ABS를 통한 자금조달을 위해서는 SPC설립비용, 자산실사비용, 주관사 수수료, 법률자문료, 신용제공 수수료 등의 많은 비용이 소요된다. 그럼에도 ABS를 발행하는 것은 낮은 금리로 자금조달이 가능하기 때문이다. ABS가 주로 대규모로 발행되는 것은 이러한 특징을 반영하는 것이라고 보인다. 즉 소규모의 발행으로서는 ABS 발행비용이 금리 차이로 인한 이익을 상회하게 되어 경제적이지 못하기 때문이다. 따라서 ABS의 발행비용을 낮출수록 기업의 자금조달은 용이해 지며 ABS를 통한 소규모의 자금조달도 가능해진다. 그러나 발행비용을 낮춘다고 하더라도 유동화구조에서 필수적인 절차의 수행을 위한 비용을 생략하기는 곤란하므로 필요성이 없거나 적은 비용지출을 경감하여야 할 것인데, 그 중 대표적인 것이 SPC의 설립자본금이다.

자산유동화에관한법률상 유동화전문회사(SPC)는 상법상의 유한회사²⁷⁾에 해당한다²⁸⁾. 자산유동화에관한법률에 규정된 특별규정을 제외하면 유동화전문회사에도 상법 제3편 제5장(유한회사에 관한 규정)이 적용되므로²⁹⁾, 유동화전문회사의 설립에도 상법에서 규정한 최소 설립자본금 1천만원이 필요하다³⁰⁾. 상법이 이와 같이 최소 설립자본금을 규정한 이유는 유한회사의 출자자는 유한책임(有限責任)을 지게 되므로 극히 영세한 자본으로 유한회사를 설립하여 유한책임제도를 악용하는 사례를 방지하고자 하는 것이다. 그러나 SPC는 Paper Company로서 영업활동을 하지 않으며³¹⁾ 유동화자산만을 기초

27) SPC를 유한회사로 한 이유는 유한회사는 주식회사보다 설립절차, 기관구성 등이 간단하며 규제가 완화되어 있어 Paper company인 SPC에 어울리기 때문이다. 단, 상법상 유한회사는 사채발행을 할 수 없으나 자산유동화에관한법률에 특별규정을 두어 사채발행을 할 수 있도록 하였다.(자산유동화에관한법률 제31조)

28) 자산유동화에관한법률 제17조 제1항

29) 자산유동화에관한법률 제17조 제2항

30) 상법 제546조 제1항

로 유동화사채를 발행한다. 또한 SPC는 유동화증권의 상환 등에 필요한 자금의 일시적인 차입 등을 제외하고는 ABS사채 이외의 채무를 부담하지 않는다³²⁾. 따라서 SPC의 경우에는 유한책임의 원칙을 남용하여 유한회사의 채권자의 이익을 해할 염려가 없다. 유동화법에 특별규정을 두어 최소설립자본금을 낮춘다면 ABS발행비용을 낮추는데 도움이 될 수 있다.³³⁾

(4) 유동화전문회사에 법인이사 허용

업계실무상 유동화전문회사의 (대표)이사를 확보하는데 상당한 어려움을 겪고 있다고 한다. 실무상 SPC의 이사는 동시에 SPC의 최대출자자가 되는 것이 일반적이다. 보통 이사인 최대출자자가 SPC출자지분의 90%이상(1종 출자지분)을 가지고, 나머지 출자지분(2종 출자지분)은 자산보유자가 보유하는 것이 일반적이다³⁴⁾. 1종 출자지분권자는 배당을 받지 아니하고, 자신(이사인 최대출자자)이 출자한 금액을 한도로 잔여재산분배를 받도록 SPC정관에 규정되어 있는 것이 보통이다. 따라서 대개의 경우 유동화자산으로부터 발생한 현금으로 유동화사채를 모두 상환하는 경우 나머지 잔여재산은 모두 2종 출자지분을 가지고 있는 자산보유자에게 귀속하게 된다. 다만 의결권은 1종 출자지분과 2종 출자지분을 불문하고 출자1좌마다 1개의 의결권을 가진다³⁵⁾. 그러나 SPC의 업무는 모두 위탁되어 있고 자산유동화계획에 정하여져 있으므로 의결권 행사는 의미가 없다.

위에서 보듯이 이사는 각종 계약서 또는 사업보고서 등에 서명날인 하는 외에는 이렇다 할 업무가 없으며, SPC의 사원(출자자)의 지위에서도 이해관계가 거의 없다. 그러나 형식적으로만 보면 대표이사가 증권거래법상 SPC가 제출하는 각종 서류의 허위공시에 대한 책임을 지도록 규정되어 있다³⁶⁾. 이

31) 유동화전문회사는 자산유동화에관한법률상 업무가 한정되어 있다.(동법 제22조 제1항)

32) 자산유동화에관한법률 제22조 제1항 제5호

33) SPC의 최소설립자본금에 관한 외국의 사례 : 미국(1\$), 영국(1 파운드), 일본(10만 ¥)

34) 자산보유자가 상대적으로 작은 출자지분을 보유하는 것은 SPC가 자산보유자와 연결대상이 되지 않게 하기 위함이다.

35) 상법 제575조

러한 SPC의 Paper Company로서의 성격과 증권거래법의 규정 등을 고려할 때 SPC 대표이사의 지위를 기피하는 것은 이해할만 하다. 만약 직접 자산관리와 SPC의 일반업무를 수행하는 자산관리회사 또는 업무수탁회사가 유동화전문회사(SPC)의 이사가 될 수 있다면 이러한 문제점이 해결될 수 있으며, 자산관리의 효율성이 제고되고, 투자자 측면에서도 자산관리회사 등에 대해 책임추궁을 용이하게 할 수 있게 된다. 그러나, 자산관리자와 업무수탁인은 자연인이 아닌 법인인바, 현행 제도상 자연인인 이사가 아닌 법인 이사가 허용되는지에 대해서는 논란이 있다³⁷⁾. 이러한 논란을 극복하기 위해서는 유동화법에 특별규정을 두어 법인이사를 허용하여야 한다. 참고로 간접투자자산운용법에서는 자산운용회사(자산관리자와 유사)가 투자회사(SPC와 유사)의 법인이사가 되는 것을 허용하고 있다³⁸⁾.

(5) 유동화전문회사(SPC) 잔여재산 정리절차의 간소화

SPC의 해산시에는 대부분의 경우 부채가 자산을 초과하고 있다. 이러한 경우 현행법제하에서는 반드시 파산절차에 의하여 잔여재산을 정리하여야 한다³⁹⁾. 그러나, 서류상의 회사인 SPC는 대부분의 채권·채무관계가 간단명료하여 청산절차이든 파산절차이든 잔여재산 정리결과는 크게 다르지 않음에도 반드시 파산절차에 의한 절차를 진행하여야 하므로 많은 시간과 비용이 소요된다⁴⁰⁾. 따라서 실무상 많은 경우 후순위 유동화사채 보유자(주로 자산보유자인 경우가 많음)가 SPC에 대하여 채무의 일부를 면제함으로써 부채가 자산을 초과하지 아니하도록 하여 파산절차를 회피하는 등 편법적인 수단에 의하여 파산절차가 아닌 청산절차로 잔여재산을 정리하고 있다.

그러나 채무의 면제가 항상 좋은 방법이 되는 것은 아니다. 이러한 채무의 면제는 세무당국과 감독당국으로부터 부당한 채무의 면제로 의혹을 받는 경우가 없지 않다. 또한 ABS 당사자로 하여금 파산절차를 회피하기 위하여 편

36) 증권거래법 제207조의3, 제8조 제4항

37) 정찬형, 「상법강의(上)」, 2000, 428면

38) 간접투자자산운용법 제77조 제1항

39) 상법 제613조 제1항, 제254조 제4항, 민법 제93조 제1항

40) 파산절차의 경우 청산절차와 달리 채권자 집회, 파산재단의 환가절차, 배당절차 등의 절차를 거쳐야 한다.

법적인 수단을 사용하도록 조장하게 되는 결과가 된다.

그 해결방안으로 SPC에 대해서는 일정한 경우 파산절차가 아닌 청산절차에 의하도록 특별규정을 두는 방안을 생각할 수 있다. 그러나 파산법은 파산의 경우 모든 채권자가 채권자 평등의 원칙에 따라 적절한 배당을 받을 수 있게 하는 것이 그 취지인 만큼, 채권자의 이익을 해하지 않도록 그 제도의 도입에 관한 신중한 검토가 필요하다고 본다.

2. ABS 制度 運營過程에서 나타난 問題點 補完

(1) 사모 ABS발행의 제한

사모라 함은 일반적으로 50인 미만의 자에게 신규로 발행되는 유가증권의 취득의 청약을 권유하거나, 50인 미만의 자에게 이미 발행된 유가증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유함을 말한다⁴¹⁾. 사모ABS의 경우에는 자산보유자가 SPC에 자산을 양도한 후 SPC는 이를 기초로 ABS를 발행하고, 발행된 ABS는 소수의 투자자가 인수한다.

공모발행의 경우에는 증권거래법의 규정이 적용되어 SPC는 ABS 발행시 유가증권신고서를 제출하여야 하며, 사업보고서 공시 등 각종 증권거래법상 공시의무를 지게 된다. 또한 유가증권신고서 제출시 ABS에 대한 신용평가등급을 받아야 하므로 신용평가회사가 관여하며, 발행된 ABS는 증권회사가 인수하여야 하므로 증권회사가 관여하게 된다. 위와 같이 공모발행의 경우에는 SPC에 공시의무가 부과되어 있으며 다수의 참여자가 관여하게 되어 시장의 감시기능이 작동한다.

그러나 사모발행의 경우에는 이와 같은 공시의무와 시장의 감시가 전혀 없으며, 유동화자산을 개별적으로 거래한 것과 별반 다르지 않다. 다만 투자자는 유동화자산을 직접 취득한 것이 아니라 유동화자산을 취득한 SPC의 ABS를 취득하여 간접적으로 유동화자산을 취득한 효과를 누릴 수 있게 되는 것이 다를 뿐이다.

사모 ABS의 투자자는 왜 직접 유동화자산을 취득하지 아니하고 자산유동

41) 증권거래법 제2조 제3항, 제4항, 증권거래법시행령 제2조의4 제1항, 제2항

화를 통하여 유동화자산을 기초로 한 ABS를 취득하려 하는 것인가. 여러 가지 이유가 있을 수 있다.

가장 먼저 들 수 있는 것이 세법상의 특례다. SPC는 법인세를 감면받을 수 있으며, 취득한 부동산에 관하여는 취득세 등록세가 50%감면된다는 것은 앞서 본 바와 같다⁴²⁾. 부동산 가격이 상대적으로 높음을 감안할 때 이는 매우 매력적인 특혜에 해당한다. 자산보유자는 부동산을 더 높은 가격에 양도할 수 있으며, SPC입장(실질적으로는 사모 투자자의 입장)에서도 취득세 등록세를 부담하지 않는 만큼 더 높은 가격에 부동산을 양수하더라도 결과적으로 이익이 될 수 있다. 따라서 자산보유자가 자금조달이나 재무구조 개선 등을 목적으로 하지 않고, 조세감면 등 단순히 ABS제도상의 특례만을 노리고 사모ABS를 발행할 가능성이 있는바, 이 경우에는 금융기관과 일반기업의 자금조달을 원활하게 하여 재무구조의 건전성을 높이기 위한 자산유동화에 관한 법률의 제정목적 및 조세감면의 취지에 어긋나는 결과가 된다.

또 한 가지의 문제는 사모의 경우 시장의 감시를 받지 않으므로 유동화자산의 가치, 매도가액 등이 객관적으로 결정되지 않는다는 점이다. 따라서 자산보유자는 사모발행의 경우 양도자산의 과대평가를 통하여 매각이익을 부풀리는 것이 가능해 진다. 이 과정을 자세히 살펴보면, 자산보유자는 SPC에게 유동화자산을 양도하고, SPC는 이를 기초로 선순위 유동화사채와 후순위 유동화사채를 발행한다. 자산보유자는 이와 같이 발행된 후순위 유동화사채를 인수하고, SPC로부터 지급받아야 할 유동화자산 양도대금에서 후순위채권 인수대금을 공제한 나머지 양도대금만을 SPC로부터 지급받는다. 선순위 유동화사채권자는 후순위 사채에 우선하여 변제를 받으므로, 후순위 사채가 얼마 발행되는가 하는 문제에는 이해관계가 없다. 따라서 선순위 사채권자 입장에서는 양도대금과 후순위사채금액을 동등한 액수로 증액⁴³⁾한다고 하더라도 하등의 문제가 될 것이 없으며, 후순위 유동화사채의 인수대금과 유동화자산 양도대금을 상계한 후 SPC가 실제로 지급하는 나머지 양도대금에만 관심을 가지

42) 종래에는 취득세 등록세를 면제하였으나 이 면제 규정의 적용시한을 연장하여 오다가 2003. 12. 30. 조세특례제한법의 개정으로 100분의 50을 감면함에 그치게 되었고, 이 규정은 2006년 12월 31일까지 적용되도록 하고 있다.

43) 유동화증권의 발행총액은 양도 또는 신탁받은 유동화자산의 매입가액 또는 평가가액을 한도로 한다.(자산유동화에 관한 법률 제33조)

게 된다. 결론적으로 자산보유자는 선순위 유동화사채권자의 이익을 해함이 없이 자신이 원하는 매각이익을 장부에 계상하고 자신이 인수한 후순위 사채를 자산으로 장부에 계상할 수 있다⁴⁴⁾.

셋째로는 사모유동화증권은 금융회사의 우회대출수단으로 악용될 가능성이 있다는 점이다. 금융회사는 대체로 동일한 차주에 대한 대출금에 한도가 설정되어 있는 것이 보통이다. 따라서 대상 차주가 자산보유자가 되어 발행한 유동화증권에 금융회사가 투자하여 준다면 동일인 대출한도의 제한을 받지 않고 우회대출한 것과 동일한 효과를 가져올 수 있다.

요약하면 유동화증권의 사모발행은 그 본질에 있어서는 당사자간의 유동화자산 매도 거래에 가깝고, 자산유동화 제도상의 각종 특례의 취지와 어울리지 않는다. 다만, 사모 유동화증권의 발행이 불가피하거나, 공공성이 크다고 법령에서 인정되는 경우⁴⁵⁾에는 예외적으로 사모 유동화증권의 발행을 허용하는 것이 타당할 것으로 본다.

(2) 주식유동화의 제한

주식유동화라 함은 일반적으로 주식을 유동화자산으로 하는 유동화거래를 말한다. 자산유동화에관한법률은 “유동화자산”이라 함은 자산유동화의 대상이 되는 채권 부동산 기타의 재산권을 말한다”고 규정하고 있으며⁴⁶⁾, 유동화자산으로 할 수 있는 자산에 관하여 특별한 제한을 두고 있지 않다. 주식은 유동화자산이 될 수 있는 위 「기타의 재산권」에 포함된다고 해석하여야 하므로, 주식유동화는 원칙적으로 자산유동화에관한법률상 금지되어 있다고 볼 수 없다.

그러나 주식은 그 차체로 이미 유동화된 것이므로 이를 유동화 할 실익이 크지 않은 반면, 주식유동화를 무제한 허용하는 경우 여러 부작용이 발생할 소지가 있다. 이 부작용은 주식을 보유하고 있다는 것 자체가 단지 일정한 가

44) 자산보유자가 금융기관인 경우에는 자신이 인수한 사모 후순위사채의 평가액에 대한 일정한 제한을 받고 있기는 하다.

45) 공모발행이 곤란한 소액의 유동화증권 발행, 공적자금의 원활한 회수, 금융·기업의 구조조정을 위한 경우 등을 그 예로 들 수 있다.

46) 자산유동화에관한법률 제2조 제3호

치의 자산을 보유하고 있다는 것 이상의 의미가 있다는, 즉 주주로서의 지위를 가지게 된다는 주식의 고유한 성질에 기인하는 것이다.

첫째, SPC를 이용한 주식의 위장 분산을 통하여 기업지배구조를 왜곡할 수 있다는 문제점이 있다. 둘째, 증권거래법상 내부자의 단기매매차익 반환 등⁴⁷⁾, 미공개정보 이용행위의 금지⁴⁸⁾, 주식의 대량보유등의 보고⁴⁹⁾(5% Rule) 등의 규정을 회피하는데 사용될 우려가 있다.⁵⁰⁾ 셋째, pre-IPO주식의 Lock-up 규제 회피⁵¹⁾ 등에 사용될 수 있다는 등의 문제점이 있다.

주식의 유동화가 일반적으로 이러한 문제점이 있다고 하더라도 구체적인 사안에서 사정이 다른 경우가 있을 수 있다. 그 예로 무의결권주의 유동화인 경우, 주식을 양도 또는 신탁 받은 SPC 또는 신탁회사가 의결권을 행사할 때 Shadow Voting⁵²⁾을 하도록 하는 경우 등을 생각해볼 수 있다.⁵³⁾ 또한 주식이 이미 유동화되어 있더라도 비상장 비협회등록법인의 주식의 경우에는 현금화에 어려움이 있을 수 있으므로, 주식으로 인한 현금흐름을 기초로 유동화 사채를 발행하여 자금을 조달할 필요가 있을 수도 있다. 또한 증권거래법상의 규정들은 상장 또는 협회등록법인에 한하여 적용되는 규정이므로 증권거래법 규정회피의 문제는 비상장·비협회등록법인의 경우에는 해당되지 않는 논거이다.

요약하면, 모든 주식유동화가 문제가 있는 것은 아니고, 그렇다고 모든 주식유동화가 문제가 없는 것도 아니다. 그 구체적인 기준은 기타 다른 법령과의 관계를 검토하여 신중하게 결정되어야 할 것이다. 주식유동화의 금지에 관

47) 증권거래법 제188조

48) 증권거래법 제188조의2

49) 증권거래법 제200조의2

50) 위 규정들은 일정한 요건(일정 지분 이상 등)을 갖춘 주주에게 적용되므로 자신의 주식을 유동화전문회사에 양도함으로써 위 규정들의 적용을 회피할 수 있다.

51) 주권의 신규상장신청인은 예비상장심사청구서에 최대주주등이 소유하는 주식등을 상장일부터 6월간 예약원에 보호예수하여 거래소가 필요하다고 인정하는 경우 이외에는 그 주식등을 인출하거나 양도하지 아니하겠다는 내용의 「계속보유확약서」를 첨부하여야 한다.(유가증권상장규정 제4조 제2항 제4호)

52) 주식을 발행한 법인의 주주총회의 참석주식수에서 자신의 주식수를 차감한 주식수의 의결내용에 영향을 미치지 아니하도록 의결권을 행사하는 것을 말한다.

53) 참고로 신탁업법에서는 신탁재산으로 취득한 주식에 대한 권리는 신탁회사가 행사하도록 하고,(신탁업법 제17조의7 제1항) 일정한 경우 Shadow Voting 하도록 하거나 의결권제한을 하고 있다.(동법 제17조의8 제1항, 제2항)

한 근거규정 마련과 그 허용기준 마련이 시급하다고 본다.

(3) 재유동화의 제한

재유동화는 유동화전문회사(SPC1)가 보유하고 있는 유동화자산을 다른 유동화전문회사(SPC2)에 양도하고, SP2는 그 자산을 기초로 유동화증권을 발행하는 형태를 말한다. 「사후다단계」 유동화로 부르기도 한다.

재유동화의 허용여부에 관하여 논란이 있어 왔다. 자산유동화에관한법률은 자산유동화의 개념에 「유동화전문회사(SPC1) 또는 신탁회사가 다른 유동화전문회사(SPC2) 또는 신탁회사로부터 유동화자산 또는 이를 기초로 발행된 유동화증권을 양도 또는 신탁 받는 행위」를 포함시키고⁵⁴⁾, 유동화전문회사(SPC1)가 유동화전문회사(SPC2)로의 양도등록이 가능하도록 규정⁵⁵⁾하여 재유동화를 예정하고 있다. 따라서 자산유동화에관한법률은 재유동화를 허용하고 있음은 법문상 명백하다고 볼 수 있다.

재정경제부도 유권해석을 통하여 “자산유동화에관한법률 제2조제1호라목에 의하면 유동화전문회사가 유동화자산을 양도받아 유동화증권을 발행한 후 그 유동화자산을 다른 유동화전문회사가 양수받아 유동화하는 것(재유동화)은 가능하다”고 판단⁵⁶⁾하였다.

다만, 한 가지 문제점은 재유동화의 경우 형식적으로는 SP1이 자산보유자의 지위에서 유동화자산을 SP2에 양도하는 것이므로 SP1이 자산보유자의 자격이 있어야 하는데 자산유동화에관한법률상 SP는 자산보유자로 규정되어 있지 않다⁵⁷⁾는 점이다.

재유동화를 허용하고 있음에도 유동화전문회사에게 자산보유자의 자격을 인정하지 않는 것은 자산유동화에관한법률의 체계에 혼란을 가져온다. 즉 재유동화의 경우의 자산보유자를 유동화자산을 양도하는 SP1으로 볼 수 없는 결과가 되고, 애초 SP1으로 자산을 양도했던 자산보유자를 여전히 재유동화의 자산보유자로 해석할 수밖에 없다. 이것은 유동화자산의 양도인과 자산보

54) 자산유동화에관한법률 제2조 제1호 라목

55) 자산유동화에관한법률 제6조 제1항 2호 나목

56) 재정경제부 유권해석 2002. 4. 3. 증권 41290-105

57) 자산유동화에관한법률 제2조 제2호

유자가 달라지게 되는 문제점을 가져온다⁵⁸⁾.

따라서, 이왕 자산유동화에 관한 법률이 재유동화를 허용하고 있다면, 자산보유자에 유동화전문회사를 포함하는 것이 타당할 것이다.

재유동화는 여러 가지의 점에서 필요성이 있을 수 있다. SPC1은 유동화기간이 종료하면 남아 있는 유동화자산을 모두 처분하고 유동화증권을 모두 상환하여야 한다. 그런데 남아 있는 유동화자산이 불가피하게 자산유동화를 통하여 처분할 수밖에 없는 경우가 있다. 예를 들면 채권양도의 대항요건을 갖추기 위하여 자산유동화에 관한 법률상의 특례의 적용을 받아야만 하는 경우 등이 이에 해당한다.

그러나 재유동화에도 문제점은 있다. 예를 들면, 자산보유자가 부동산을 유동화자산으로 하여 SPC에 양도하면 SPC는 취득세, 등록세를 감면받는다. 유동화기간이 종료하여 SPC가 유동화자산인 부동산을 제3자에게 매각하게 되면 그 양수인은 취득세 등록세를 부담하여야 하는데 이 때 재유동화의 방법으로 새로운 SPC2에 양도하는 자산유동화를 하면 취득세 등록세를 감면받게 된다. 따라서 경우에 따라서는 단지 취득세 등록세를 감면받기 위한 계속적인 재유동화가 가능하다는 문제점이 있다.

재유동화의 필요성이 있는 경우가 많음은 위에서 본 바와 같으므로 재유동화 자체를 제한하는 것보다는 재유동화 자체는 허용하되 재유동화시에는 세법상의 특례가 적용되지 않도록 하는 해결방안이 타당하다고 본다.

재유동화는 주로 유동화자산을 SPC에 양도하는 경우를 중점으로 논의되었다. 그러나 재유동화의 필요성이 유동화자산의 양도의 경우에만 존재하는 것은 아니다. 자산유동화는 양도 이외에 신탁을 통하여도 가능하다. 자산유동화에 관한 법률은 제2조 자산유동화의 정의 조항에서 “유동화전문회사 또는 신탁회사가 다른 유동화전문회사 또는 신탁회사로부터 유동화자산 또는 이를 기초로 발행된 유동화증권을 양도 또는 신탁 받는 행위”를 자산유동화의 개념에 포함시키고 있다⁵⁹⁾. 즉 신탁회사와 신탁회사간의 양도 또는 신탁을 예

58) 재유동화의 경우 애초의 자산보유자는 재유동화에 대하여 아무런 이해관계가 없음에도, 재유동화의 자산보유자의 지위를 가지게 되어 그 역할에 관한 혼란이 초래되고 있다.

정하고 있다고 볼 수 있다. 그러나 정작 동법 제6조에 의하면 SPC1이 SPC2에 유동화자산을 양도하는 경우에 한하여 양도등록이 가능하도록 규정하고 있고, 신탁회사와 새로운 신탁회사간의 양도등록에 관하여는 규정이 없다⁶⁰⁾. 따라서 기존의 신탁회사에서 다른 신탁회사로 수탁자를 교체하는 경우에는 부득이 기존의 신탁회사가 자산보유자에게 양도등록을 한 후 다시 자산보유자가 새로운 신탁회사에 양도등록을 하여야 한다.

이미 재유동화를 허용하고 있으므로 SPC를 이용한 양도의 경우와 신탁의 경우를 구별할 이유가 없으므로 신탁회사와 신탁회사간의 양도등록을 허용하여야 한다고 본다⁶¹⁾.

3. ABS 市場 인프라 整備에 관한 改善方案

(1) 진정한 양도(True Sale)요건의 정비

ABS법에서는 특정한 자산양도의 방식을 강제하고, 동 방식에 의한 양도 시 담보권의 설정으로 보지 않는다고 규정하고 있다.⁶²⁾

자산의 양도가 진정한 양도에 해당하여야 한다는 것은 기술한바와 같다.

59) 자산유동화에관한법률 제2조 제1호 라목

60) 자산유동화에관한법률 제6조 제2항 나목(동법 제6조에서는 「유동화전문회사등」으로 규정하여 신탁회사를 포함시키고 있으나 유독 제2항 나목에서는 「유동화전문회사」라고만 규정하여 신탁회사를 제외하고 있다.

61) 실제로 자산보유자와 수탁자인 신탁회사가 합병됨으로써 유동화증권의 보증인의 요구에 따라 수탁자(신탁회사)를 교체하여야 했던 사례가 있었다.

62) 제13조(양도의 방식) 유동화자산의 양도는 자산유동화계획에 따라 다음 각호의 방식에 의하여야 한다. 이 경우 이를 담보권의 설정으로 보지 아니한다.<개정 2000.1.21>

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

그런데 자산의 양도가 진정한 양도인지 담보목적의 양도인지의 여부는 일률적으로 판단할 수 없고 개개의 구체적인 양도 조건을 검토하지 않으면 안 된다.

이러한 법률적 불확실성을 제거하기 위하여 진정한 양도에 해당하는 요건을 미리 마련하고 있는데 이를 안전항조항(Safe-Harbour)이라 한다. 이에 해당하는 것이 자산유동화에 관한 법률 제13조다. Safe-Harbour조항을 둔 입법례가 있으며, 두지 않은 입법례가 있다. 위 조항을 두는 경우에도 반드시 강제규정으로 두어야 하는 것은 아니다. 우리나라의 경우 강제규정으로 하여 반드시 동법 제13조 각호의 요건을 갖추도록 요구하고 있다.

이에 대한 개선방안으로서 자산양도방식을 강제규정이 아닌 임의규정화하자는 견해가 있다. 즉 동법 제13조 각호의 요건을 충족하는 경우에는 진정한 양도로 보되, 제13조 각호의 요건을 충족하지 아니하는 경우에도 각각의 개별적 사안에 따라 판단하자는 견해다.

현재는 동법 13조가 강제규정인 결과 모든 유동화거래는 동조 각호의 요건을 충족하여야 하고 위 요건을 충족하는 경우 진정한 양도로 인정되므로, 모든 유동화거래는 제13조 각호의 규정에 의할 것을 요구하고 있다.⁶³⁾ 제13조를 임의규정으로 개정하는 경우에는 반드시 동조에 의해 양도하여야 하는 것이 아니므로 제13조에 의하지 않는 양도도 가능해진다. 제13조에 의하지 않는 양도의 경우에는 당해 양도가 진정한 양도인지 여부가 불명확하게 되는 결과가 되며, 진정한 양도인지 여부는 사후적으로 법원에서 최종적으로 가려지게 된다. 그러나 아직까지 진정한 양도에 관한 판례도 없으며, 이에 관한 충분한 연구도 부족하여 사전적으로 진정한 양도인지 여부를 판단하기가 매우 어려운 실정이다. 만약 사후에 법원으로부터 진정한 양도가 아니라는 판결을 받게 되는 경우 대규모의 ABS투자자의 손실이 예상되며, ABS시장의 혼란이 가중될 우려가 있다.

다음으로 제13조를 임의규정화 하여야 하는 필요성이 있는지 살펴본다. 제13조를 살펴보면, 제2호 내지 제4호는 모두 진정한 양도의 속성을 규정한 것으로서 제13조를 임의규정으로 개정을 하더라도 진정한 양도여부를 판단하기

63) 자산유동화계획의 등록신청서에 첨부된 법률전문가의 검토의견서에는 주로 위 제13조의 요건만이 주로 검토되어 있는 경우가 대부분이다.

위하여 마찬가지로 검토되어야 할 내용으로 볼 수 있다. 오히려 진정한 양도의 최소한의 특성을 규정하고 있으며 일반적인 경우보다 진정한 양도로 보는 범위를 넓혀주는 의미가 있다고 볼 수 있다.⁶⁴⁾ 따라서 제13조 제2호 내지 제4호의 요건을 충족하지 못하고도 진정한 양도로 인정받을 수 있는 경우란 생각하기 어렵고, 설령 있다고 하더라도 매우 특수한 경우에 해당할 것이다. 따라서 ABS거래가 진정한 양도에 의하여야 한다는 명제를 대전제로 놓고 볼 때에는 의미가 없는 개정이라고 할 것이다.

제13조를 임의규정으로 개정하는 경우 동조 제1호에 관하여는 차이가 있을 수 있다. 동조 제1호에서는 “매매 또는 교환에 의한 것”으로 규정하고 있으므로 현재에는 반드시 “매매 또는 교환”의 방법으로 유동화자산을 양도하여야 한다. 그러나 이를 임의규정화 하면 매매 또는 교환이 아닌 다른 방법으로 SPC에 유동화자산을 양도 할 수 있게 된다.

SPC가 “자산보유자로부터 이미 발생한 유동화자산을 양수”하지 않고 “직접 유동화자산을 발생”시키는 등 양도 이외의 방식으로 유동화자산을 취득할 수 있다면, 본조 개정으로 인하여 반드시 “매매 또는 교환”에 의하지 않아도 무방하므로 여러 가지 새로운 유동화 구조가 탄생할 수 있으며⁶⁵⁾ 본조 개정의 의미가 있을 수 있다. 그러나 현행법상으로는 후술하는 바와 같이 제13조를 임의규정으로 하더라도 “매매 또는 교환”은 아니지만 최소한 “양도”에는 해당하여야 한다.

양도란 권리·재산·법률상의 지위 등을 이전하는 것을 말한다. 현재의 유동화법 구조상으로 양도 이외의 방식으로 SPC가 재산권 취득하는 것은 인정되지 않는다. 유동화법에 규정되어 있는 자산유동화의 개념에서도 “자산유동화란 유동화전문회사가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고.....” 라고 규정하여 유동화자산의 양도가 자산유동화의 개념요소로 규정되어 있으며⁶⁶⁾, 채무자에 대한 대항요건 특례, 양도등록

64) 양수인이 유동화자산을 처분하는 때에 양도인이 우선매수권을 가지는 경우, 더 나아가 채권의 양도인이 채무자의 자력을 담보한 경우에도 이를 진정한 양도로 보고 있다.(제13조 제2호, 제4호)

65) 유가증권의 인수, Swap 계약에 의한 위험인수, SPC의 자금 대여 등을 들 수 있다.

66) 자산유동화에관한법률 제2조 제1호 가목

등의 기타 규정도 유동화자산의 양도를 전제로 하고 있다. 따라서 자산유동화에 관한 법률 전체의 체계를 개정하는 것은 별론으로 하고, 제13조를 임의규정으로 개정하는 경우에도 유동화거래는 “매매 또는 교환”은 아니지만 여전히 “유동화자산의 양도”에는 해당하여야 한다. 즉 자산보유자에게 이미 발생한 유동화자산을 SPC에게 이전하고 이를 기초로 유동화증권을 발행하여야 한다.

매매 또는 교환이 아닌 자산의 양도의 사례는 증여, 영업양도, 상속 등을 생각할 수 있다. 그러나 증여로 유동화자산을 양도할 수는 있으나 증여의 경우에는 전혀 자산보유자가 자금조달을 못하게 되어 자산유동화의 취지가 없어지게 된다. 또한 SPC는 Paper Company에 불과하여 영업활동을 할 수 없고⁶⁷⁾ 청산을 전제로 하므로 영업양수의 취지와 부합하지 않는다. 또한 SPC는 자연인이 아니므로 상속 등을 받을 수도 없다.

제13조 제1호를 연혁적으로 살펴보면 유동화법 제정 당시(제정 1998. 9. 16 법률 제5,555호)의 제13조는 양도의 방식으로 “매매계약에 의할 것”이라고 하여 매매 이외의 양도방식은 허용되지 않았다. 그 후 개정 유동화법(일부개정 2000.1.21 법률 제6181호)에서는 “매매 또는 교환에 의할 것”으로 개정하였다. 이는 기존의 유동화법상 교환이나 현물출자와 같은 매매외의 방식을 통한 자산유동화는 진정한 양도로 간주하는 특례규정의 적용이 배제되고 있는 바, 토지공사가 부동산과 부동산의 교환을 통한 자산유동화채권의 발행을 추진하고 있음을 고려, 교환에 의한 경우에도 진정한 양도로 볼 수 있도록 하여 자산유동화의 활성화를 도모하기 위한 것이었다⁶⁸⁾. 그러나 “교환”에 의한 자산유동화는 개정취지와는 달리 거의 활용되지 않고 있다. 설사 “매매 또는 교환”이 아닌 양도의 필요성이 있다고 하더라도 동조 제1호를 개정하여 그러한 양도형태를 추가함으로써 얼마든지 문제를 해결할 수 있다고 본다.

제13조를 임의규정화 할 필요성은 크지 않다고 보이는 반면, 제13조의 임의규정화가 진정한 양도가 아니거나 진정한 양도가 의심되는 거래를 양산하여 사후적으로 법원으로부터 진정한 양도가 가려지게 됨으로써 ABS시장의 혼란을 초래하지는 않을까 우려된다.

오히려, 이러한 문제는 유동화자산을 “양도”할 것을 요구하고 있는 자산유

67) 자산유동화에 관한 법률 제22조 제1항

68) 자산유동화에 관한 법률중개정법률안 심사보고서

동화에 관한 법률상의 체계를 개편하는 과정에서 함께 논의되는 것이 바람직할 것으로 본다.

(2) ABS등록발행의 의무화

ABS는 사채, 출자증권, 수익증권 등 여러 형태로 발행될 수 있으나, 대부분의 경우 사채형태로 발행된다. 유가증권은 권면에 기재된 대로 권리의 내용이 형성되는바 유동화증권과 같이 권리의 내용이 복잡한 경우 권리내용의 권면기재가 불가능하다. 따라서 ABS 등 대부분의 회사채는 실물발행대신 증권예탁원 사채등록원부에 등록을 통한 등록발행방식을 취하고 있다. 그러나 공사채등록법상 등록발행대상이 공사채로 한정되어 있어, 사채 이외의 증권은 등록발행이 불가능하다. 따라서 사채 이외의 유동화증권도 등록발행이 가능하도록 하고, 유동화증권의 등록발행을 의무화 하는 것이 타당하다고 본다⁶⁹⁾.

(3) ABS 부분소각 활성화

유동화기간 중 SPC는 유동화자산으로부터 회수한 현금으로 유동화증권을 상환한다. 그러나 유동화자산으로부터 현금이 회수되는 시점과 유동화증권의 만기의 불일치로 필연적으로 어느 정도의 유휴현금(idle money)이 발생한다. 이 때 유휴현금을 처리하기 위하여 미리 유동화증권 발행시 SPC에 Call Option⁷⁰⁾을 부여하기도 한다. 그러나 이러한 조건이 없는 경우 예상외로 유동화자산으로부터 현금이 조기에 회수가 되면 어쩔 수 없이 SPC가 현금을 보유하고 있을 수밖에 없다. SPC는 영업을 하지 않는 Paper Company이므로 보유현금으로 국공채 등의 안전자산에 투자하여 역마진을 최소화하는 것에 그치는 것이 일반적이다.

또한 카드대금채권유동화의 경우 대부분의 카드채권은 단기채권으로서 이를 기초자산으로 하여서는 장기ABS의 발행이 곤란한바, 카드사는 ‘카드채권이 단기채권이지만 소멸과 생성이 반복되는 채권’이라는 점에 착안하여, 리볼

69) 간접투자자산운용업법에서는 간접투자증권(투자신탁의 수익증권, 투자회사의 주식)의 등록발행을 의무화 하고 있다.

70) 일정한 경우 SPC가 유동화증권을 만기전에 상환할 수 있는 선택권을 말한다.

빙(revolving⁷¹⁾) 방식으로 카드ABS를 발행하고 있다. 리볼빙 방식은 일정한 조기상환사유를 정하고 있으며, 조기상환사유가 발생하는 경우에는 리볼빙은 중단되고 유동화자산으로부터 회수되는 현금도 전액 유동화증권의 상환에 사용된다. 이 경우 자산보유자에게 심각한 유동성위기를 가져올 수 있다.⁷²⁾

따라서 유동화증권의 투자자의 동의하에 유동화증권의 일부를 상환할 수 있다면 역마진의 발생의 문제를 경감할 수 있으며, 특히 리볼빙 ABS의 경우 유동화증권을 감소시킴으로써 조기상환조건을 적절하게 완화⁷³⁾시킬 수 있게 되어 결과적으로 조기상환위험을 감소시킬 수 있게 된다.

이 경우 모든 투자자의 동의를 받지 않더라도 상법상의 사채권자집회⁷⁴⁾ 또는 간접투자자산운용업법상의 수익자총회⁷⁵⁾와 유사한 절차를 통하여 ABS의 부분소각이 가능하도록 하자는 주장이 제기되고 있다. 그러나, ABS의 부

71) 리볼빙(revolving)방식은 포괄양도방식과 유동교체방식으로 나누는 것이 일반적이다. 예를 들어 설명하면, 포괄양도방식의 경우 자산보유자는 「현재」 발생한 카드채권 및 「장래」에 발생할 카드채권등을 모두 신탁회사에 포괄신탁하고, 신탁회사는 이를 기초로 1종 수익권과 무액면의 2종 수익권이 발행하되, 자산보유자가 2종 수익권을 취득한다. 현재 및 장래의 카드채권은 모두 신탁회사에 포괄신탁되었으므로 장래에 발생하는 카드채권도 모두 신탁재산으로 편입되며 카드채권으로부터 회수된 현금도 모두 신탁재산에 편입된다. 이 때, 카드채권이 일정정도 계속적으로 발생되고 발생된 채권이 일정정도 회수되는 등등의 조건이 충족되는 한(즉 조기상환사유가 발생하지 않는 한), 카드채권으로부터 회수한 현금을 2종 수익권자에게 먼저 지급한다. 이후 1종 수익권 증서의 만기가 가까워지면 회수되는 현금을 2종 수익권자에게 지급하지 않고 일정한 기준에 따라 적립하여 1종 수익권을 상환한다.

유동교체방식의 리볼빙구조에서는 자산보유자가 일단 「현재」의 채권만을 양도 또는 신탁하고 이후 계속적으로 발생하는 자산을 일정한 기준에 의하여 추가신탁 또는 추가양도하면서 추가신탁 또는 추가양도의 대금을 수령하고, 수탁자(신탁회사) 또는 SPC는 유동화자산으로부터 추심한 현금으로 위 대금을 지급한다.

72) 2003. 말경 카드회사가 리볼빙 방식으로 발행한 ABS에 조기상환사유가 발생한 사례가 있었으나 자산보유자였던 카드회사의 부도가 가져올 파장을 염려한 나머지 정부가 개입하여 ABS의 만기를 연장시키고, 조기상환을 유예한 사례가 있었다. 전체 금융시장의 안정을 위한 어쩔 수 없는 조치였다고는 하나, 시장의 신뢰를 상실하게 되어 ABS시장이 상당한 타격을 입게 되는 계기가 되었다.

73) 업무위탁계약서 및 사채모집위탁계약서에 유동화담보자산의 총액이 미상환 선순위유동화사채의의 일정비율을 유지하지 아니하면 조기상환사유에 해당된다(Balance Trigger)고 규정되어 있는 것이 일반적이다.

74) 자산유동화에관한법률은 상법상의 사채권자집회의 규정을 준용하고 있다(자산유동화에관한법률 제31조 제2항)

75) 간접투자자산운용업법 제69조 이하

분소각이 이러한 순기능이 있다고 하여, 이를 법률로 규정하여 당사자의 계약 내용이 있지 않은 ABS의 부분소각이 가능하다고 한다면, 투자자 입장에서는 자신의 의사에 반하여 만기 이전에 변제를 받을 위험이 있으므로 더 높은 수익률을 요구하게 될 것이다. 자산보유자 입장에서 위 규정으로 인하여 원하던 원하지 않은 부분소각이 가능하다는 점으로 인한 프리미엄(premium)만큼 더 높은 조달비용으로 자금을 조달하여야 한다.

현재 이 문제는 ABS 발행시 발행조건으로 Call Option을 부여하는 것으로 해결가능하다는 것은 전술한 바와 같다. 이러한 논란이 있는 것은 이러한 약정이 없는 경우에도 예상하지 못한 유희자금(Idle money)이 발생한 경우에는 ABS의 부분소각이 가능하도록 하자는 취지인데, 이는 일률적으로 ABS에 Call Option을 부여한 것과 유사한 결과가 되어 그 프리미엄만큼 조달비용을 상승시키게 되는 역효과가 있다.

따라서 유희자금 처리문제는 당사자의 의사에 맡기고 계약을 통하여 해결하는 것이 바람직하고, 법률로 처리할 문제는 아닌 것으로 본다. 미처 대비하지 못한 유희자금 문제가 발생하는 경우에도 당사자 전원의 동의가 없는 등사적 해결이 불가능하다면 다소 불합리한 면이 있더라도 미리 예정한 대로 진행하는 것이 시장 원리에 부합한다고 본다.

IV. 結語

자산유동화제도가 도입된 이후 이 제도는 양적 질적인 성장을 거듭하여 왔다. 자산유동화 제도가 정착되어 감에 따라 여러 가지 자산유동화의 사례가 축적이 되었고 문제점 또한 어느 정도 드러나게 되었다. 이에 따라 자산유동화제도의 개선 논의가 활발해지고 있다.

자산유동화 제도는 자산유동화를 촉진 또는 지원하기 위하여 만들어진 제도이고, 이를 위하여 자산유동화제도관련 법규에는 여러 가지 특례규정을 두고 있다. 이러한 특례규정상의 불필요한 또는 불합리한 내용은 계속적으로 적절히 수정되어야 하고 자산유동화제도가 더욱 합리적이고 효율적인 제도가 될 수 있도록 하여야 한다.

다만, 이러한 특례규정들은 자산유동화를 통하여 금융기관과 일반기업의

자금조달을 원활히 하여 궁극적으로 국민경제의 건전한 발전에 기여함을 목적으로 만들어진 것인바⁷⁶⁾, 특례규정을 적용받는 것이 위 규정 취지에 부합하지 않는 특수한 경우 즉 자산유동화제도가 남용되는 경우에는 국가 세수의 감소로 인한 국민의 세금부담증가, 거래의 왜곡 등의 부작용을 가져올 우려가 있으므로, 이에 대한 적절한 대책이 또한 필요하다고 본다. 또한 자산유동화제도의 본질적인 요소인 「진정한 양도」 관련 조문의 개정에 대하여는 그 타당성에 대하여 다시 한 번 검토하여야 할 필요가 있지 않나 생각된다.

물론, 현행 제도에 일부 불합리한 점이 있다고 하더라도 이를 개선하기 위한 방안이 혹시 시장원리를 해하게 되는 과도한 입법이 아닌지 항상 경계해야 할 일이라고 생각한다. 자산유동화제도의 건전한 발전에 있어서는 자산유동화제도개선보다는 시장의 기능에 의한 자정작용이 더욱 중요한 역할을 수행할 것이다. 다만 자산유동화제도의 개선문제는 이러한 시장이 기능이 원활히 작용하도록 지원한다는 점에서 큰 의의가 있을 것이다.

76) 자산유동화에관한법률 제1조

【참고문헌】

정찬형, 「상법강의(上)(제3판)」, 서울 : 박영사, 2000.

자산유동화실무연구회, 「금융혁명ABS」, 서울 : 한국경제신문사, 1999.

주제어(Key Words) : 유동화증권(ABS), 자산보유자(Originator), 자산
관리자(Servicer), 자산유동화에관한법률(ABS Act), 사모발행(Private
placement), 주식 유동화(Securitization of corporate shares), 재유동
화(Re-securitization), 진정한 양도(True sale)

[Abstract]

Several Problems and Suggestions Related to ABS system in
Korea in Legal Aspects

In-Suk Hwang

(Attorney at Law/CPA, Financial Supervisory Services)

There are following some problems and suggestions related to the ABS system in Korea.

- 1) As the ABS market has grown and the environment of ABS market has changed, the existing qualification requirements of originator and servicer in the ABS Act are no longer adequate or flexible to be applied to various types of current ABS deals. These conditions of qualification need to be revised.
- 2) Some provisions which will help easy securitization need to be adopted in the ABS Act. Such as less minimum capital requirement of SPC, permission to the corporate to be a director of SPC, and simplification of SPC clearing procedures etc.
- 3) the private placement of ABS, securitization of corporate shares and the re-securitization can cause some problems in the Korean law system. ABS Act is not adequate to be applied to in these ABS structures. The application of other laws such as Civil

Code is another question.

4) Some opinions to make safe harbor clause optional are not appropriate in the current ABS market situation. True sale issues need to be studied generally including other provisions of the ABS Act and other legal systems.