

國際金融去來 法務

국제금융시장에서 자금을 조달할 때에는 금융기관 대출을 받거나 외화증권을 발행한다. 전자는 만기가 1년 이상인 중장기 대출(term loan)과 일정 금액 한도내에서 인출과 상환을 반복할 수 있는 회전신용(revolving credit)으로 나눌 수 있다. 다수의 貸主가 차관단을 구성하여 행하는 대출은 신디케이트 론(syndicated loan)이라 한다.

대출은 절차가 비교적 간단한 데 비해 증권 발행은 어느 정도 지명도가 있어야 하고 절차가 복잡하다는 단점이 있다. 그러나 일단 채권 발행에 성공하면 두터운 투자자층을 확보할 수 있으므로 지속적인 起債가 가능해진다. 채권 발행은 시장별로, 채권 형태별로 특징이 있으며, 일반 투자자를 대상으로 하는 公募 발행(public offering)은 투자자보호를 위하여 규제가 매우 까다롭다.

국제금융시장은 오랜 전통이 있고 유수한 금융기관들에 의해 주도되고 있는 까닭에 각종 去來約定이 표준화되어 있는 것이 특징이다.

제1절 商業借款 및 신디케이트 론

1. 商業借款의 도입

우리나라는 경제협력개발기구(OECD)에 가입하고 IMF 사태를 극복하는 과정에서 자본거래가 대폭 자유화되었다. 1999년 4월부터 국내 기업이 비거주자로부터 외자를 차입하거나 외화증권을 발행하는 경우에는 지정거래 외국환은행에 신고만 하면 된다. 다만, 금액이 건당 미화 3천만 달러를 초과하는 경우는 지정거래 외국환은행장 경유 재정경제부장관앞 신고 사항이다(외국환거래규정 7-20조 1항). 지자체, 정부투자기관, 공공법인의 경우에는 재정경제부장관앞 신고하기 전에 사전협의를 거쳐야 한다(동 규정 7-20조 2항). 상환기간 1년 이하의 단기 외화자금 차입의 경우에는 원칙적으로 재정경제부장관의 허가를 받아야 하나, 부채 비율이 동종 업계의 평균 이하이고 투자등급 이상의 신용평가를 받은 경우에는 허가를 받지 않아도 된다(동 규정 7-21조).

외국환은행의 경우에는 외자차입이 더 자유롭다. 미화 5천만 달러 초과의 외화 자금을 상환기간 1년 초과의 조건으로 차입하거나 증권을 발행하는 경우에만 재정경제부장관앞 신고하여야 하며, 그 외의 경우에는 허가나 신고를 요하지 아니한다(동 규정 2-6조)

외국인투자기업이 해외 모기업이나 그 계열사로부터 상환기간 5년 이상의 차관

을 도입하는 것은 「外國人投資促進法」의 적용을 받으며(동법 2조 4호 나목), 그 내용을 산업자원부장관앞 미리 신고하여야 한다(동법 8조). 외국인투자기업이 단기의 외화자금을 외국인투자금액의 일정 비율(케이스 별로 50, 75, 100%) 이내로 차입하는 경우에는 외국환거래규정에 의하여 지정거래 외국환은행에 신고하여야 한다(동 규정 7-19조).

외국 정부나 국제금융기구로부터 정부의 지급보증을 받고 외자를 차입하거나 수출신용을 받는 경우에는 「公共借款의 導入 및 관리에 관한 法律」이 적용된다.

종전에는 차주가 들여온 외화자금의 용도가 엄격하게 통제되었으나, 현행 외국 환거래규정에 의하면 지정거래 외국환은행에 개설된 거주자계정에 예치한 후 신고시 명기한 용도로 사용하기만 하면 된다. 외화증권 발행에 의하여 조달한 자금은 국내 외국환은행의 해외지점이나 현지법인 금융기관에 개설된 외화예금계정에 예치할 수 있으며(동 규정 7-20조 4항), 동 계정의 예치·인출 및 상환상황을 지정거래 외국환은행에 보고하면 된다(동 규정 7-20조 5항).

2. 借款導入 절차

최근의 법령개정으로 국내 기업의 외화자금 조달은 비교적 자유로워졌으므로 여기서는 대주가 여럿이고 금액도 큰 신디케이트론의 도입절차를 알아보기로 한다.

이 경우에는 우선 거래관계가 있는 국내 외국환은행이나 외국은행 국내지점을 통하여 주간사(lead manager)를 맡을 대주은행을 물색하여야 할 것이다. 이에 응하여 국내 은행의 해외 지점 또는 현지법인 금융기관이나 외국은행의 다른 국외 점포에서 대출가능한 조건(term sheet)을 제시(indicative offer)해오면 여러 개의 제시조건 중에서 향후 거래관계를 고려하여 제일 나은 조건을 제시한 은행으로부터 確定 조건(firm offer)을 제시받고 이를 주간사은행으로 선정하게 된다.

펌 오퍼란 소정 유효기간¹⁾(承諾기간을 정하지 않은 때에는 상당한 기간)내에는 이를 철회할 수 없다. 또 借主가 주간사은행 앞으로 기채교섭의뢰서(mandate letter)²⁾를 발급하면 간사은행은 그 조건에 따른 대출을 취급하여야 한다.

차관단(syndicate)이 구성되고 원리금 상환을 보증할 보증은행(guarantor)이 선

1) 펌 오퍼의 유효기간(expiry date)이 지나 借主가 교섭의뢰서를 발급한 경우 이것은 차주의 승낙(acceptance)이 아니라 새로운 청약(new offer)으로 보며 이를 간사은행이 받아들이는 경우에 한하여 대출계약이 성립하게 된다. 判例도 “마감시간은 청약의 효력이 유지되는 최종 시점이므로 그 시각을 경과하면 비록 58분밖에 지나지 않았다 하더라도 청약의 효력이 상실된다고 보는 것이 信義則에 합당하다”고 보고 있다(大判 1994.8.12 92다23537).

2) 기채교섭의뢰서란 펌 오퍼를 제시한 은행에 대하여 그 조건을 수락함과 아울러 주간사은행으로서 대출참가은행들과 교섭하여 줄 것을 취소불능의 형태로 정식 의뢰하는 위임장을 말한다.

정된 다음에는 주간사은행이 작성해온 사업설명서(information memorandum), 차관계약서안, 보증서안을 가지고 협의를 진행한다. 각종 계약문서가 확정되면 차관단과 차주 양측 대표가 차관계약서에 서명하고, 보증은행은 保證書를 대주측에 발급한다.

차관조건의 협상에 있어서는 각종 수수료·변호사비용 등의 부담에 유의하고, 차관 이자의 원천과세(withholding tax)에 관하여 입장을 분명히 하여야 한다. 왜냐하면 1988년말 이래 상업차관 이자에 대하여 소득세(법인세)가 부과되므로 대주측이 원천징수분을 차주가 부담하도록 한다면 이자·수수료 등에 대한 일체의 원천징수나 세금공제 없이 지급하기로 하는 데 따른 대책을 세워야 한다. 그 결과 차주가 대주의 원천세를 떠안게 되는 만큼 대출금리의 상향조정(gross-up)이 불가피할 것이다. 오직 외화표시 채권의 이자·수수료 및 외국환은행이 외국환거래법에 의하여 차입하여 외화로 상환하는 외화채무의 이자·수수료에 대해서만 소득세 또는 법인세가 면제될 뿐이다(조세특례제한법 21조 1항).

3. 신디케이트 론의 利點 및 類型

신디케이트 론이란 말 그대로 借款團 구성(syndication) 방식에 의한 대출을 말하며 은행단차관이라고도 한다. 다수의 대주은행이 차관단을 구성하고 단일 계약서에 의하여 공통조건으로 대출을 하는 것이다.

신디케이트 론이 유로 커런시 시장에서 널리 활용되는 것은 다음과 같은 利點이 있기 때문이다.

- ① 다수 은행이 대출에 참여하므로 리스크의 분산이 용이하고, 그만큼 巨額의 대출이 가능하다.
- ② 신인도(creditworthiness) 가 높은 借主에 대하여는 대출기간이 장기인 대신貸主가 금리 리스크를 피할 수 있는 변동금리(LIBOR 또는 프라임 레이트 기준) 부 대출이 대부분이다.
- ③ 여러 나라의 대주가 참여하므로 담보관리의 편의상 특별한 담보 없이 대출이 이루어지며 그만큼 대출절차가 간소하고 비용이 절감된다. 다만, 대주의 채권보전을 위하여 Negative Pledge, *Pari Passu*, 주권면제 특권의 포기 등의 조항을 삽입하고 있다.

신디케이트 론에는 다수의 貸主가 참여하는데 각 대주의 권리와 의무는 신디케이트의 類型에 따라 차이가 있다.

가. 直接貸出型

가장 많이 이용되는 직접대출형 신디케이트의 경우 대주는 각각의 약정금액에 한하여 대출의무를 진다. 서로 분할채무를 부담하므로 다른 대주의 채무불이행에 대하여 아무런 책임을 지지 않는다. 이것은 일종의 거래관행으로 확립되어 있는

데, 계약서에서 이 점을 분명히 밝히는 것이 좋을 것이다.

간사은행(manager) 또는 주간사은행(lead manager)은 借主로부터 교섭의뢰서를 받은 후 간사은행단(management group)을 조직하거나 직접 참가은행을 모집하게 된다. 주간사은행은 예상 대주들에게 배포하기 위한 사업설명서(information memorandum)를 차주와 협의하여 작성하는데, 주요 차관조건, 차주의 조직, 업무 내용 및 재무상태, 차주국에 관한 정보, 보증기관이 있으면 보증인에 관한 사항 등을 수록한다. 이와 아울러 주간사은행은 법률고문을 통하여 대주와 차주 모두 동의할 수 있는 대출 계약서의 초안을 작성한다.

신디케이트 구성에 있어서 주간사은행은 다음 두 가지 기준에 입각하여 행동한다. 최선을 다하여 대주들을 모집하기로 약속(best efforts basis)하거나 대출금의 전부를 간사은행단이 책임지고 공여하기로 약속(fully underwritten basis)하는 것이다. 따라서 대주은행들의 참여(subscription)가 목표금액에 미달할 경우 주간사은행의 책임 범위가 달라진다.

신디케이트를 구성할 때 대주와 차주 어느 편이 이니셔티브를 갖는가. 이에 관하여는 ▷ 주간사은행이 차주와 협의하여 간사은행단을 구성하고 광범위하게 예상 참가은행에게 참가를 권유하는 방법(general syndication) ▷ 차주가 직접 업무상 유대가 많은 은행들로 차관단을 구성하고 동일한 금액을 대출받는 ‘클럽 딜’(club deal) 방식 ▷ 양자를 혼합하여 소수의 간사은행들이 클럽 딜 방식으로 대출 목표액을 인수한 후 이를 다수의 참가은행들에게 매각(sell-down)하는 방법(cross syndication) 등이 있다.

참가은행을 모집할 때 주간사은행은 과거의 신디케이트 론 참여실적을 토대로 참여 가능성이 있는 은행의 리스트를 만들어 특정 차주에 대한 대출참여 의사를 타진(sounding)한다. 이러한 과정에서 신디케이트 참여를 희망하는 은행들이 주요 대출조건과 사업설명서, 대출 계약서의 골자를 입수하여 참가 여부를 결정하는 것이다.

나. 參加型

소규모 신디케이트 론에 있어서는 간사은행만이 차주와 대출 계약을 체결하고 다른 대주은행은 간사은행과 貸出參加(participation 또는 sub-participation) 계약을 통하여 간접적으로 대출에 참여하는 경우가 많다. 예컨대 신디케이트 론의 큰 몫을 인수한 은행이 대출 채권의 전부 또는 일부를 다른 은행에 처분하거나, 稅法上 원천징수 의무가 없는 금융기관을 표면상의 대주(fronting bank)로 내세우고 나머지 대주들이 실질적으로 자금을 부담하는 것이다. 이중과세방지협정상 비과세되는 금융기관이 프런팅 뱅크가 될 경우 이에 참가하는 대주들은 그만큼 금리를 낮춰주거나 마진을 확보할 수 있게 된다.³⁾

3) 박훤일, 『國際去來法』, 401-403면.

법적으로 대출 계약의 당사자는 어디까지나 간사은행이며, 참가은행들은 간사은행으로부터 대출금의 일부를 공여하였다는 참가증서(certificate of participation)를 교부받고 상환되는 원리금 중에서 그의 몫을 지급받게 된다. 대출참가 거래는 신디케이트 구성 단계뿐만 아니라 대출기간 중에도 활발히 일어난다. 이러한 거래의 법적 성격에 관하여는 금융기관의 파산과 관련하여 많은 논의가 이루어지고 있으므로項을 바꿔 설명하기로 한다.

4. 貸出參加 거래

신디케이트론과 같이 대출금액이 거액인 경우에는 처음부터 대출채권 참가가 예정되어 있지만, 그렇지 않더라도 대출채권의 유동화를 위해 대출참가 거래가 많이 행해지고 있다.⁴⁾

가. 대출참가 거래의 의의

대출참가란 제3자가 채무자에게 통지하지 않고 대주(lead)로부터 대출채권의 원리금 수취권을 매입하는 것을 말한다. 다시 말해서 이미 성립해 있는 채권관계에 새로 대주로서 들어가는 것을 뜻한다. 대출참가는 채권을 처분한 원대주가 여전히 계약상의 채권자로 남아 있고 참가자는 원대주로부터 원리금을 수취하는 데 그치므로 그 법적 성격에 관하여 여러가지로 설명이 되고 있다.

(1) 賣買說

참가거래를 원대주가 대출채권(underlying loan)의 전부 또는 일부를 참가자에게 매도하는 것으로 본다. 뉴욕주법을 준거법으로 하는 대출참가 약정에 가장 근접한 견해이다.

(2) 擔保附貸出說 또는 債權者/債務者 關係說

참가자가 원대주에 대하여 대출 채권의 전부 또는 일부를 담보 삼아 신용을 공여하는 담보부 대출로 이해한다. 따라서 원대주-참가자의 관계는 참가대상인 대출채권과는 별개의 채권자/채무자관계(debtor-creditor relationship)가 성립한다. 원대주가 파산한 경우에 참가자는 차주와 직접적인 관계가 없으므로 대출참가 약정서상 담보의 효력 및 대항요건 구비 여부에 따라 원대주에 대해 자금의 반환을 청구할 수 있을 뿐이다.

(3) 信託說

원대주는 受託者(trustee), 참가자는 당해 채권의 受益者겸 所有者(beneficial

4) 박훤일, 『國際去來法 - 케이스와 서식』, 115-130면.

owner)로 본다. 대출참가 약정서에 처음부터 신탁(trust) 관계임을 명시하지 않았더라도 이를 설정하려는 당사자의 의도가 명백하면 신탁으로 볼 수 있다. 따라서 원대주가 도산한 때에는 신탁관계가 종료하고, 참가자는 대출채권을 파산재단으로부터 분리할 것을 청구할 수 있다. 그러나 信託은 수탁자에게 무거운 책임을 부과하기 때문에 원대주는 이에 응하려 하지 않을 것이다.

요컨대 대출참가 거래의 법적 성격에 관하여는 여러 가지 설이 있으나, 準據法이 뉴욕주법인 경우에는 매매설, 영국법인 경우에는 채권자/채무자 관계설로 보는 것이 일반적이다. 우리 民法하에서도 更改, 채권양도 등의 방법으로 대출채권을 거래할 수 있지만 賣買방식에 의한 대출참가 거래가 이루어지고 있는 실정을 감안하여 거래약정서에 구체적이고 상세한 규정을 둘 필요가 있다.

나. 리스크 참가와의 비교

리스크 참가(risk participation)란 보증서(stand-by L/C 포함)의 형태로 신용을 제공하는 참가거래를 말한다. 참가자는 原대주가 대출을 실행(보증서 또는 신용장의 발행 포함)할 때 참가액에 대하여 보증서를 발급하거나 차주의 신용위험을 분담한다는 리스크 참가약정서를 제출한다. 리스크 참가 거래의 당사자는 참가대상인 與信의 주체(lead)와 참가자이며, 차주(또는 채무자)는 이에 포함되지 않는다.

리스크 참가는 대상이 되는 여신이 존재하고, 이에 대한 2차적인 참가행위라는 점에서 앞에서 설명한 대출참가와 비슷하나, 자금의 공여를 수반하지 않는 (non-funded) 여신이라는 점에서 그와 다르다.

다. 更改・讓渡와의 비교

대출참가를 경개, 양도와 비교해 본다면, 更改(novation)는 原계약의 당사자 쌍방이 새로운 채권채무관계를 성립시키기 위해 제3자를 새로 가입시켜 체결한 계약으로 原계약에 기초한 채권채무는 소멸하고 당해 제3자와 舊채무자 사이에 동일한 내용의 새로운 채권채무관계를 발생시키는 것을 말한다. 경개는 原계약당사자 및 新가입자가 계약당사자가 된다는 점에서 두 당사자간의 계약인 참가거래와 다르다.

한편 대출채권의 讓渡(assignment)는 대출 계약상의 양도특약에 의하여 채권자가 제3자에게 채권을 양도함으로써 성립하며, 대항요건을 갖추기 위해 채무자에게 통지하는 방법을 취한다. 양도는 채권자와 양수인간의 계약만으로 성립하므로 세 당사자에 의한 三面계약이어야 하는 경개와 다르고 대출참가 거래와 비슷하다. 그러나 대출채권의 양도는 대출참가 거래에 비해 복률요건과 효과가 명확하기 때문에 대출채권 거래의 법적 확실성을 요하는 경우에 많이 이용된다.

라. 謂渡性借款의 유동화

오늘날 BIS 자기자본비율의 유지·개선에 힘써야 하는 은행들은 대출자산을 대

차대조표에서 제거할 수 있는 금융기법에도 많은 관심을 기울이고 있다. 국제금융 시장에서 거래되는 대표적인 流動化 상품에는 양도성 차관(transferable loan facility; TLF)이 있다. 신디케이트 론 약정서에 채권지분을 양도할 수 있다고 규정하는 것은 참가자의 지위를 보장함으로써 채권의 유동화를 촉진하기 위함이다. 양도성 차관은 차주가 증서를 발행할 수 있고, 이 증서의 양도에 의해 양도인의 모든 권리·의무가 양수인에게 이전되고 원리금은 지급대리인을 통해 양수인에게 지급되도록 구성한 것이다.

국제금융 실무상 TLF에는 양도가능 대출증권(transferable loan instrument)과 양도가능 대출증서(transferable loan certificate) 두 종류가 있다. 전자는 양수인이 양도인의 모든 권리·의무를 승계, 차주 앞으로 직접 청구할 수 있는 권리가 표창된 證券이며 법적으로는 채권양도의 성격을 띤다.

후자는 관련 당사자의 합의로 舊계약과 동일한 내용의 新계약이 성립하고 舊계약은 소멸하게 되며 법적으로 更改와 비슷하다. 경개는 채권이 새로운 대주에게 이전되는 효과 면에서 양도와 동일하지만, 英國法上 印紙稅가 과세되지 않는 점이 다르다. 영국 인지세법에 의하면 영국 내에서 이루어진 계약의 양도를 증명하는 모든 서류는 일률적으로 양도 금액의 1%에 해당하는 인지세가 부과되기 때문이다. 이러한 이유로 인하여 영국에서 행해지는 대출채권의 거래는 更改의 방식을 많이 취하고 있다.

제2절 國際債券의 發行

1. 國際債의 종류

1980년대 이후 債券 발행이 국제금융시장에서의 長期자금을 조달하는 수단으로 각광을 받고 있다. 투자자들에게 어느 정도 지명도(name value), 신인도를 확보한 차입자는 채권을 발행하는 것이 절차는 다소 복잡하지만 보다 유리한 조건으로 기동성있게 자금을 조달할 수 있는 방법이기 때문이다. 특히 1982년 말 멕시코의 對外원리금 지급중단으로 야기된 국제금융위기는 국제 은행들의 開途國에 대한 신디케이트 론을 크게 위축시키는 결과를 가져왔다. 누적채무위기가 해소된 후에도 巨額의 신디케이트 론은 종전과 같은 對개도국 차관이 아니라 선진국 기업의 M&A(기업의 매수·합병) 재원으로 주로 이용되는 추세이다.

가. 유로 본드와 外國債

국제자본시장에서 발행되는 債券은 시장환경의 변화 및 투자자와 차입자의 수요에 부응하여 다양한 특성을 가진 여러 가지 이름으로 선보이고 있다.

國際債(international bond)는 발행 및 판매지역에 따라 유로 본드(euro bond)와 外國債(foreign bond)로 나누어진다. 전자는 유로 달러 본드, 유로 엔 본드 하는 식으로 채권 표시통화의 나라 밖에서 발행되고 국제적인 인수단에 의하여 인수·판매되며 기채시장에서 규제를 받지 않는 채권이다. 후자는 양키 본드(美國), 사무라이 본드(日本), 불독 본드(英國), 스위스 프랑債와 같이 표시통화 국가에서 발행되고 주로 그 나라의 금융기관들에 의해 인수되며 기채시장 감독당국의 규제와 감독을 받는 채권이다. 日本 자본시장에서 발행되는 쇼군 본드(Shogun Bond)는 엔貨가 아닌 美 달러 표시로 발행되지만 外國債에 속하는 것으로 본다.

이에 대하여 글로벌 본드(global bond)란 지역적인 구분 없이 미국, 유럽, 아시아 등 전세계 주요 금융시장에서 동시에 발행되는 채권을 말한다. 판매지역의 廣域化로 시장간 경쟁을 유발시켜 美國의 투자자만을 대상으로 하는 양키 본드보다 낮은 비용으로 자금조달이 가능하며 거액발행을 통해 유통성을 확대시킬 수 있다. 세계은행등 국제 신인도가 높은 초우량 기채자가 주로 이용하고 있는데, 우리나라에서는 1990년말 양키 본드 시장을 처음 개척한 韓國產業銀行이 1994년 9월 국내 최초로 5억 달러의 글로벌 본드 발행에 성공하였다.

나. 普通債, 變動金利債, 株式연계 證券

국제채는 채권의 형태를 기준으로 나눌 수도 있다. 표면금리(coupon rate)에 따라 확정이자가 지급되고 상환일에 액면가액으로 상환되는 고정금리부 채권(straight bond)과, LIBOR등의 기준금리에 소정 스프레드를 가산한 표면금리에 따라 3개월 또는 6개월 단위로 이자를 지급하는 변동금리부 채권(floating rate note; FRN)이 있다. FRN은 고정금리채에 비해 기간이 짧고 표면금리도 낮으나 대규모로 발행되고 유통성이 좋아 자본손실 위험이 적은 까닭에 은행을 비롯한 기관투자가의 자산운용수단으로 많이 이용되고 있다.

FRN은 70년대 중반 국제채권시장의 불안이 고조되자 만기가 짧아지면서 고정금리로 전환가능한 FRN, 이자기간중의 평균금리(rolling rate)를 적용하는 FRN, 장기-단기 교환이 가능한 Flip Flop FRN 등 매우 독창적인(innovative) FRN의 발행이 활발하였다.

또 株式과 연계된 채권으로는 일정 기간후 주식으로 전환할 수 있는 轉換社債(convertible bond; CB)와 新株인수권(warrant)이 붙어 있는 신주인수권부 사채(bond with warrant; BW)가 있다. 워런트는 債券과는 별도로 유통되는데 워런트가 분리된 채권은 'Ex-warrant'라 하여 普通債와 똑같이 취급된다. 株式預託증서(depository receipt; DR)는 본국에 原株를 예탁하고 이를 외국에서 유통시키기 위해 발행된 증권을 말한다.

2. 채권발행에 대한 法的 規制

채권발행에 대한 규제는 채권의 발행방법에 따라 크게 차이가 있다. 채권인수 단에 의하여 인수되어 불특정 다수의 투자자에게 판매되고 증권거래소에 상장되는 公募발행(public offering)은 수많은 투자자가 관련되는 만큼 투자자보호의 측면에서 엄격한 법적 규제가 가해진다. 그러나 少數의 기관투자가에 의하여 인수되며 증권거래소에 상장되지 않는 私募발행(private placement)은 전문적인 투자가를 대상으로 하므로 규제가 상당히 완화되어 있다.

이러한 규제는 발행지 증권관계법의 규율을 받는 外國債에 국한된 것이며, 유로 본드는 그 특성상 공식적인 감독기관, 허가절차가 따로 없이 비교적 자유롭게 발행된다. 영국을 제외한 유럽 각국에서는 자본시장에 대한 규제가 그리 심하지 않지만, 미국, 일본 등지에서는 증권사기를 방지하기 위해 다음과 같은 매우 엄격한 규제를 가하고 있다.

- ① 發行者は 투자자들의 투자결정에 필요한 기채취지서(prospectus) 등 정보자료를 공시해야 한다. 私募債의 경우에는 公示의무가 면제되는 바, 1990년 미국 證券去來委員會(SEC)가 채택한 規則(SEC Rule) 144A에 의하면 증권투자규모가 1억 달러 이상인 기관투자가에게 채권을 판매하는 경우에는 SEC 등록신고서를 제출(filing)하지 않아도 된다.
- ② 증권거래소 및 관계당국에 유가증권신고서(registration statement)를 제출하여 소정 요건을 갖추었는지 심사를 받고 일정 기간이 경과한 다음에야 유가증권신고서의 效力이 발생하므로 그때 가서야 채권을 발행할 수 있다.
- ③ 法에 정한 요건을 갖추지 않고 債券을 발행한 때에는 民事 또는 刑事上의 책임을 진다.
- ④ 불특정 다수의 투자자의 이익을 대표하는 受託者(trustee) 또는 債權者代表를 지명한다.
- ⑤ 채권거래에 종사하는 딜러는 소정 자격을 갖추고 당국의 免許를 받은 자에 한 한다.

3. 債券發行 절차⁵⁾

국제채의 발행절차는 公募 또는 私募로 발행하느냐, 어느 시장에서 무슨 通貨 표시로 발행하느냐에 따라 달라진다. 여기서는 편의상 유로 달러 본드 발행을 기준으로 설명하지만, 발행시장에 따라 적용 법규가 상이하므로 전혀 다른 절차로 진행될 수 있음을 유의해야 할 것이다.

채권을 발행할 때에도 미리 유력한 주간사회사와 교섭을 벌여 펌 오퍼를 받고 채권발행의 주선을 위임(mandate)하는 것은 앞서 설명한 신디케이트 론의 경우와 거의 비슷하다. 그러나 채권 발행은 불특정 다수의 투자자를 대상으로 하므로

5) 박훤일, 『國際去來法』, 148-158면.

債券발행조건 및 제반 서류의 작성이 매우 까다로워 채권 발행자와 주간사회사의 실무자, 법률고문이 함께 모여 다큐멘테이션 회의(documentation meeting)를 갖게 마련이다.

그만큼 채권발행 전과정을 통해 가장 중요한 절차이며 표면금리, 발행가격 등 의 최종 발행조건을 제외한 모든 조건이 이 단계에서 결정된다. 다큐멘테이션 회의에서는 아래 열거한 각종 문서와 서류를 작성하게 되는데, 관련 법규정은 물론 거래관행까지 신경을 써서 일을 추진해야 할 것이다.

- ① 起債취지서
- ② 각종 계약서 및 부대서류
- ③ 증권거래소 上場신청서
- ④ 법률의견서(변호사와의 협의사항)
- ⑤ 債券 견양, 債券 발행광고(tombstone)안 및 게재지
- ⑥ 간사단, 인수회사, 수탁회사, 재무·지급 대리인의 구성 협의

가. 起債趣旨書

채권 발행조건등 일부 기재사항이 미비된 예비 기채취지서(表紙에 붉은 活字로 인쇄된 red herring prospectus)와 모든 조건이 확정된 최종 기채취지서(final prospectus)로 나누어 볼 수 있다.

美國의 연방증권법(Securities Act of 1933, SEC Rules & Regulations)은 채권 발행자에 따라 여러 가지 法定樣式(Form S-1, S-2, S-3 등)을 정해 놓고 충실히 기재할 것을 요구하고 있는데, 유로 본드의 경우에는 대체로 다음과 같은 사항을 기재한다.

- ① 債券발행자의 명칭 및 주소, 경영진, 현재 및 과거의 경영상태 특히 경영에 위험을 초래할 수 있는 요인(risk factors), 자금의 용도, 최근 5년간의 재무제표 기타 중요한 재무정보
- ② 保證人 및 起債國에 관한 주요 정보
- ③ 채권의 총발행금액, 표면금리, 만기, 상환방법, 상장예정 증권거래소등의 주요 發行조건(terms and conditions)
- ④ 引受기관(syndicate)의 리스트, 인수가격, 각종 수수료 등

나. 引受계약서

引受계약서(subscription agreement)는 채권발행절차를 총 주관하는 주간사회사(lead manager) 및 간사회사(manager)들로 구성된 幹事團(management group)이 발행자에 대하여 일정 조건하에 채권을 인수하거나 인수를 주선하겠다고 약속하는 계약이다. 계약당사자는 발행시장에 따라 다르다. 즉 유럽에서는 발행자는 오직 간사단과 계약을 맺고 간사단이 인수단, 판매단과 각각 인수계약, 판매계약을 체결(3단계 구조)하는 데 대하여; 美國에서는 인수회사간에 계약(agreement

among underwriters)을 체결한 후 인수회사를 대표하는 간사단이 발행자와 계약을 하게 된다(2단계 구조).

引受계약서에는 발행자에 의한 다음과 같은 진술 및 보장(representations and warranties)이 포함되며, 간사단이 기채취지서의 不實기재로 인하여 손해배상청구를 당하는 등 손해를 입을 경우에는 이를 보상한다는 약정(indemnity agreement)도 들어 있다. 私募방식인 경우에는 이에 해당하는 것이 발행자와 간사단이 체결하는 債券買入계약(purchase agreement)이다.

- ① 起債취지서의 기재사실이 진실하며 중대한 사항의 누락(omission)이 없음.
- ② 발행자는 適法하게 설립되어 유효하게 존재하며 효과적으로 사업을 수행하고 있음.
- ③ 채권이 적법한 승인을 받아 유효하게 발행되었으며 어떠한 擔保도 제공되어 있지 않음.
- ④ 발행자는 채권발행 및 인수계약을 체결할 권한이 있으며, 본 계약의 체결이 어떠한 계약이나 法律에도 위배되지 않음.
- ⑤ 발행자의 재무제표는 정확하며 일반적으로 인정된 會計原則에 의하여 작성되었음.
- ⑥ 발행자는 기채취지서에 공시되지 않은 어떠한 소송 또는 분쟁에도 관련되어 있지 않음.
- ⑦ 발행자는 사업수행에 필요한 주요 자산을 소유하고 각종 특허권, 상표권등 지적재산권을 보유하고 있음.

다. 引受團 계약서, 販賣團 계약서

인수단 계약서(underwriting agreement)는 간사단과 인수회사간에 체결되는 채권 인수에 관한 계약이다.

판매단 계약서(selling agreement)는 간사단과 판매회사간에 체결되는 계약으로, 판매회사의 채권판매대금 송금, 최저 판매가격 등에 관한 사항을 규정한다.

라. 財務代理人 및 支給代理人 계약서

재무대리인 및 지급대리인 계약서(fiscal agency/paying agency agreement)는 財務대리인과 支給대리인(지역별로 지급사무를 대행하는 은행)의 권리와 의무에 관한 사항을 규정한다. 이를 대리인은 발행자로부터 원리금을 받아 채권소지인에게 이를 지급하는 사무를 대행하므로 원리금 지급절차와 방법, 채권증서 및 이표의 관리 등에 관하여 규정하고 있다.

마. 受託계약서

受託계약서(trust deed)는 受託대리인(trustee; 日本에서는 ‘commissioned company’라 함)에게 일정한 임무를 부여하는 계약이다. 그것은 수탁대리인으로

하여금 투자자의 이익을 위하여 발행자 서약(covenants)의 유효성, 재무제표의 정확성을 따지고 발행자의 채무불이행시 투자자를 위한 법적 절차를 진행하게 하는 것이다. 재무대리인이 受託대리인을 겸하는 예가 많다.

바. 買入代理人 계약서

매입대리인 계약서(purchase agency agreement)는 유통시장에서의 채권가격을 적정선으로 유지하기 위해 채권매입기금(purchase fund)을 운용하는 경우 그 운용을 담당하는 대리인(purchase agent)의 권리와 의무, 채권 매수기간, 매수한도, 매수방법, 매입상환채권의 공고절차 등에 관하여 규정한다.

사. 債券 見樣

견양 채권(specimen bond)이란 실제 발행되는 채권증서의 샘플을 말한다. 보증 채인 경우에는 보증인의 서명이 들어 있으며 채권발행의 주요 조건이 뒷면에 인쇄되어 있다.

4. 代金決済

다큐멘테이션 이후 유로 본드의 발행 절차는 대체로 다음과 같다. 양키 본드의 경우 발행조건 기타 등록신고서에 대하여 SEC의 審查(full review)를 받는 데 4~6주가 소요되는 등 여타 채권의 구체적인 발행일정은 시장에 따라 달라질 것이다.

D-24	Documentation (주요조건 협의)
D-14	Announcement (公募 개시)
D- 1	Pricing (가격 결정)
D Day	Signing (계약 체결)
D+14	Closing & Listing (대금결제 및 上場신청)

계약 체결후 代金결제시까지는 채권가격의 안정(syndicate stabilization)을 위해 주간사회사가 시장에 개입하는 것이 시장관행으로 되어 있다. 각 인수회사 및 판매회사 역시 주간사회사로부터 할당받은 채권을 투자자에게 판매할 때 발행가격으로만 판매해야 하므로 이 기간을 판매제한기간(selling restriction period)이라고 부른다. 이를 어겼을 경우에는 관련 계약서 규정에 따라 판매회사는 판매수수료를 반납해야 하며, 주간사회사는 발행가격 이하로 거래되는 채권을 매수하여 가격안정에 노력해야 한다. 채권이 전량 최종 투자자에게 팔리고 나면 주간사회사는 판매단을 해산하는데 이때부터 유통시장(secondary market)이 형성되어 거래

가 개시된다.

판매회사가 채권 판매대금을 주간사회사의 계정에 입금시키면 주간사회사는 채권발행절차를 마감하게 된다. 決濟日(closing day) 당일 주간사회사는 변호사를 통하여 발행자가 제출하는 결제서류(closing documents)에 하자가 없음을 확인한 후 발행자의 계정으로 채권발행대금을 이체한다. 이때 발행자가 주간사회사에 교부하는 채권증서와 이표는 인쇄에 시간이 걸리므로 채권발행 총액을 1매에 기재한 글로벌 본드(temporary bond)로 갈음하는 것이 보통이다.

공모발행한 國際債는 주요 증권거래소에 상장하는 것이 원칙이다. 유로 본드를 런던에서 발행한 경우에는 런던과 룩셈부르크 증권거래소에, 홍콩이나 싱가폴에서 발행한 경우에는 싱가폴 증권거래소에 상장하는 것이 통례이다. 미국, 일본, 스위스, 독일 등지에서 발행되는 외국채는 現地 증권거래소에 상장되고 있으며, 미국에서는 NASDAQ(미국 증권업협회 자동호가 시스템)라고 하는 컴퓨터에 의한 場外(OTC)거래도 많이 이용된다. NASDAQ 시스템은 장외거래되는 주식·채권에 대하여 복수의 마켓 메이커가 제시하는 여러 가지 매도·매입 가격 가운데서 가장 낮은 매도가격과 가장 높은 매입가격을 컴퓨터가 자동으로 선별하고 이 가격에 거래를 일괄 체결하는 방식이다. 上場관련 서류의 작성, 상장신청 등의 업무는 대개 주간사회사 또는 상장대리인을 통하여 처리한다.

5. 양키 본드 發行에 特유한 節次

양키 본드(Yankee Bond)란 外國 정부 또는 기업이 미국 자본시장에서 公募로 발행하는 채권을 말한다. 우리나라에서는 1990년 12월 산업은행이 오랜 준비 끝에 3억 달러의 양키 본드 발행에 성공한 이래 수출입은행, 한국전력, 포항제철, 삼성전자, 한국통신, 서울시 등 여러 기관이 양키 본드를 발행한 실적을 갖고 있다. 양키 본드를 발행할 경우에는 다른 국제채의 발행에는 없는 다음 절차를 거쳐야 한다.

가. 債券等級의 취득

미국에서 발행되는 公募債는 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)에 의한 SEC 규칙(Rule) 15c3-1에서 정하는 공인등급사정기관(nationally recognized statistical rating organization)으로부터 'BBB-' 이상의 投資適格 판정을 받은 채무증권(investment grade debt)이라야 한다. 미국의 양대 신용평가회사인 무디스(Moody's Investor Service)와 S&P(Standard & Poor's)는 발행자의 영업상태, 재무제표 등 전반적인 상황을 분석하여 채권 원리금 지급이 부도날 위험이 없는지 다단계로 등급(rating)을 사정하고 있다. 투자적격에 미달하는 채권은 투자자보호의 차원에서 公募가 이루어질 수 없고 이를바 정크 본드(junk bond)라 하여 투기성이 높은 투자자산으로서 취급될 뿐이다.

그러므로 양키 본드를 발행할 계획이라면 재무구조의 개선 등 자체 준비를 미리 강화하는 한편 미국 유수의 투자은행(이른바 ‘Bulge Bracket’ investment banks)에서 투자고문(rating advisor)을 선정하여 신용평가기관에 제출할 자료(rating presentation)를 공동으로 작성해야 한다. 신용평가기관은 서면자료의 분석과 현장조사를 병행하여 예비등급(preliminary rating)을 부여하고 실제로 채권이 발행되면 그 채권에 대한正式등급을 공표하게 된다. 채권등급은 해마다 재심사(review)를 거치는데 발행자의 신용상태 변동에 따라 上向 또는 下向조정되고 있다.

나. SEC 登錄

(1) 登錄申告書의 제출

미국의 1933년 證券法은 SEC에 등록신고서(registration statement)를 제출하기 전에 직접 또는 간접으로 여하한 교통·통신의 방법을 사용하여 증권 매매의 청약(offer to sell or offer to buy)을 하는 것을 不法(unlawful)으로 규정하고 있다 (§5(b),(c)). 투자자들이 증권투자에 관한 결정을 할 수 있는 충분한 정보를 공신력있는 채널, 즉 정부기관인 SEC를 통하여 公示(disclosure)하지 않는 한 증권의 발행을 불허하는 것이다. 다만, 미국 정부 기타 공공단체 또는 은행이 발행하거나 보증한 채권, CP(기업어음) · BA(은행인수어음) 등의 단기증권, 종교·자선단체가 발행하는 증권 등을 등록이 면제된다(동법 §3(a)).

證券法에서는 등록신고서의 내용을 상세히 규정하고 있다. 동법 제7조는 관계서류의 종류를 附表(Schedule) A와 B로 구분한다. 스케줄 B는 A에 비해 공시할 내용이 훨씬 간략한데 외국정부 및 그 하부조직(political subdivision, 예: 우리나라의 경우 산업은행, 수출입은행 등)이 발행하는 증권에 한하여 적용된다. 스케줄 A는 미국의 일반회계원칙(GAAP)에 따라 外部의 공인회계사에 의하여 연결재무제표로 작성·제출해야 하지만, 스케줄 B는 自國의 회계원칙에 따라 작성하여도 무방하다.

이에 의거하여 SEC는 外國人 발행자로 하여금 소정 양식(F-1, F-2, F-3은 미국 회사의 등록신고서 양식인 S-1, S-2, S-3에 각각 해당함)에 따른 각종 문서, 재무제표, 외부 감사인의 의견, 기타 필요한 자료를 제출케 하여 이를 심사한다. 등록신고서중에서는 일반 투자자들이 참고하는 기채취지서(prospectus)가 가장 중요시된다. SEC는 코멘트를 통해 발행자가 해당 사항을 수정하거나 보완토록 요구하고, 심사(full review 또는 cursory review) 결과 기채취지서를 비롯한 제반 등록신고서가 유효하다는 선언을 하게 되는 바 이로써 당해 증권의 판매가 가능해진다.

한편 미국 밖에서 발행된 채권은 SEC 등록을 요하지 않으므로 이러한 채권은 미국내 거주자, 기업을 대상으로 청약 또는 판매(offer or sale)할 수 없다(SEC Regulation S). 따라서 유로 본드의 경우 미국내 거주자는 이를 직접 매입할 수

없고 그 발행일로부터 일정 기간 유통시장에서 가격조정 과정을 거친 다음에라야 매입이 가능하다. 따라서 기채취지서 및 채권 판매계약서에 ‘미국민(U.S. Person)에 대하여는 채권을 판매하지 아니한다’는 취지를 기재하고, 決濟日에는 발행총액이 표시된 한 장의 채권만 교부하고 투자자들은 일정 기간의 판매금지 기간(restricted period)이 지난 후에 지급대리인을 통하여 채권 실물을 교부받도록 하고 있다.

(2) 登錄節次의 간소화

까다롭기로 유명한 SEC 등록절차는 미국 자본시장에서의 증권발행에 커다란 걸림돌이 되고 있다. 이 때문에 외국의 기채자들이 규제가 거의 없다시피한 유로본드 시장을 선호하는 것도 사실이다. 이에 SEC는 국내 증권발행절차를 간소화하기 위한 제도개선을 꾸준히 추진해 왔다. 최근 예로 SEC는 발행자가 시장여건이 유리한 때를 기다려 증권을 발행할 수 있도록 일부 발행조건(표면금리, 발행가격 등)이 누락된 채로 등록신고서의 유효선언을 해주고 5일 이내에 최종발행조건(pricing amendment)을 제출하는 것을 허용하였다.

1982년에 도입된 일괄등록(shelf registration) 제도는 장래 발행할 증권을 미리 등록해 두고 등록액(발행가액 기준)의 범위내에서는 일일이 SEC에 등록할 필요 없이 증권을 발행할 수 있게 한 것이다. 1933년 證券法에 의하여 SEC가 채택한規則(Rule) 415는 일정한 요건을 갖춘 발행자로 하여금 등록유효일로부터 2년 이내에 계속적으로 또는 時差를 두고 발행 예정인 증권을 일괄 등록할 수 있게 하였다. SEC는 1994년 4월 채권 및 주식을 함께 등록할 수 있게 하는 ‘Universal Shelf’ 등록제도를 도입하였다.

일괄등록을 신청할 수 있는 자격은 전기 스케줄 A의 발행자의 경우 SEC에 등록한 후 3년간 계속 보고하였고 채무불이행(default) 사실이 없어야 하며, 증권의 총시가 또는 거래량 등에 있어 일정한 요건을 갖추어야 한다. 한편 스케줄 B의 발행자는 최근 5년 이내에 SEC에 등록한 사실이 있고 채무를 불이행한 적이 없어야 한다.

발행자는 증권의 종류 및 금액을 포괄적으로 기재한 등록신고서를 SEC에 제출하여 有效선언을 받은 후 건별로 발행하는 증권의 정보를 기재한 기채취지서 수정본(prospectus supplement)을 제출하기만 하면 된다. 그러므로 시장상황에 신속히 대응하여 채권을 발행할 수 있을 뿐만 아니라 등록절차를 크게 간소화할 수 있으며 변호사비용, 인쇄비용도 절감할 수 있다.

(3) 私募發行

SEC Rule 144A도 등록절차의 간소화라는 맥락에서 1990년 4월 채택되었다. 즉 증권을 私募로 발행할 때 일정한 자격요건을 갖춘 기관투자가(qualified institutional buyer; QIB)에 판매하는 것에 대하여는 SEC 등록의무를 면제해주기

로 하였다. 최초로 日本 텔레콤이 SEC 규칙 144A에 의하여 미국에서 증권을 私募발행하였는데 公募발행시보다 적은 비용으로 신속하게 SEC의 심사를 요하지 않고 또 상세한 정보공시 없이(本國 회계원칙에 따른 재무제표 및 美 GAAP와의 중요한 차이점에 관한 설명만으로 충분) 기채가 가능하였다. 더욱이 세계적으로 발행하면서 규칙 144A에 의한 발행분(*tranche*)을 추가하는 식으로 번잡성을 줄였기 때문에 미국 증권회사가 유럽 인수회사의 대리인으로서 미국내 사모를 담당하였다. 따라서 인수계약서나 기채취지서도 유럽과 미국에서 함께 통용되었다.

이처럼 미국내 증권발행절차가 간소화됨에 따라 外國 발행자의 SEC 규칙 144A에 의한 私募발행이 급증하였고 나아가 公募발행을 촉진하는 계기를 이루었다. 사모를 통해 미국 자본시장을 경험해보면 그 다음의 까다로운 공모절차도 그다지 부담이 되지 않기 때문이다. 非美國系 발행자가 Rule 144A⁶⁾ 및 Regulation S에 의하여 전세계적으로 증권을 발행(global offering)할 수 있는 것도 커다란 이점이다.

1993년 12월 SEC는 증권거래 電算시스템인 PORTAL(Private Offering, Resale and Trading through Automated Linkages)을 통해 규칙 144A 증권을 거래할 수 있게 함으로써 거래의 유동성과 투명성을 제고하였다. 이에 따라 PORTAL 가입 브로커/딜러는 거래직후 거래가격, 규모를 NASD(美國증권딜러협회)에 보고하고 월단위로 증권구입자의 QIB 해당여부를 보고해야 한다.

다. 精查會議

(1) 法的 근거

미국에서 양키 본드나 中期債(medium-term note; MTN)를 발행하는 경우 증

6) 규칙 144A에 의한 사모발행 요건은 다음과 같다. 첫째, 당해 증권은 QIB 또는 합리적으로 신뢰할 수 있는 자에 한하여 판매할 수 있다. 일반적으로 QIB는 1억 달러 이상의 증권을 보유하거나 수탁계정으로 운용하는 보험회사, 투자회사, 年基金, 은행 및 저축금 융기관등 기관투자가를 말한다. 종래 私募증권은 유동성이 떨어진다 하여 증권업자의 純資本(net capital)을 계산할 때 자본금에서 전액 공제(100% haircut)해야 했으나, 規則 144A 및 規程 S에 의하여 다음의 私募증권은 控除비율을 낮췄다. 즉 ① 디폴트 우려가 없는 외국 정부, 국제기구, 캐나다 쟄정부가 발행한 채권 ② 디폴트 우려가 없는 외국 발행자의 채권으로 미국내 복수의 신용평가기관으로부터 上位 4등급에 속하는 레이팅을 받은 것 ③ 외국시장에서 公募된 증권으로 미국외 주요 증권거래소에 상장되어 있는 것들이다. 그러므로 QIB를 대상으로 증권을 발행하는 경우에는 레이팅을 받아두는 것이 바람직하다.

둘째, 발행자가 계속공시를 하고 있지 않거나 보고의무를 면제(SEC 규칙 12g3-2(b))받은 非美國系인 경우 투자자는 발행자에 관한 정보를 요구할 수 있다. 규칙 144A에 의한 증권의 판매에 대하여도 연방 증권법의 증권사기, 민사책임 조항이 적용되지만 아직 訴訟에 이른 것은 한 건도 없었다. 셋째, 투자자가 당해 증권이 규칙 144A에 의해 발행되었음을 인식하고 있어야 한다. 넷째, 규칙 144A에 의해 판매되는 증권(ADR 포함)은 발행시점에서 미국내 증권거래소에 상장되든가 NASDAQ 가격고시가 되는 증권(fungibles)과 같은 級의 증권이어서는 아니된다.

권관계자들이 모두 참여하는 정사회의(due diligence meeting)가 법적으로 매우 중요한 의미를 지닌다. 미국의 證券法上 免責의 근거가 되기 때문이다.

1933년 증권법 제11조는 ‘등록신고서가 유효한 시점에서 중요한 사실의 허위기재(untrue statement) 또는 누락이 있는 경우 그러한 사실을 모르는 증권의 매수자는 ① 등록신고서에 서명한 자 ② 발행자의 任員 ③ 등록신고서에 전문가(expert)로서 의견을 제시한 회계감사인등의 전문가 ④引受회사에 대하여 소송을 제기할 수 있다’고 규정하고 있다. 따라서 등록신고서에 관여하는 사람은 소송을 당할 경우에 면책항변을 제출할 수 있도록 “중요한 사실의 허위기재나 누락이 있다고 믿을 만한 근거가 없었고 이를 알지 못하였다”는 등의 상당한 주의(due diligence)를 다하지 않으면 안된다.

(2) 關聯 當事者的 책임

위의 사례에서와 같이 중요한 사실의 누락이 있는 등록신고서 및 그에 따른 기채취지서만 믿고 당해 채권에 투자하였다가 손실을 입은 투자자는 발행자, 주간사회사, 공인회계사를 상대로 일용 손해배상 청구소송을 제기할 수 있다.

이러한 주의의무는 본래 합리적인 조사(reasonable investigation)에 그쳤었다. 그러던 것이 1968년 미국의 투자은행인 드렉셀사가 투자자로부터 제소당한 후로 주의의무의 정도가 클로즈업되었다. 1년반 만에 신주발행회사(Bar Chris)가 도산하였을 때法院은 ‘주간사를 맡은 투자은행이 발행회사의 경영이 위기에 빠지는 징후를 예견하는 데 실패하고 경영의 건전성을 주장하는 발행회사측의 주장을 검증하는 노력을 충분히 기울이지 않았다’는 이유를 들어 드렉셀의 敗訴판결을 내렸다.

한편 증권법 제12조는 비등록증권의 경우에도 ‘증권을 권유하거나 이를 판매한자는 투자자에게 전달하는 구두 또는 서면(예: prospectus) 정보에 중요한 사실의 허위표시 또는 누락이 있으면 그러한 사실을 모르는 증권의 매수자에 대하여 책임을 진다’고 규정하고 있다. 이 경우에도 증권을 권유·판매한 자는 상당한 注意(reasonable care)를 기울였다는 항변을 제출할 수 있어야 하므로 상당한 주의를 기울여 기채취지서의 내용을 정밀 검토하여야 하는 것이다.

또 SEC 규칙 144A에 의하여 기관투자가(QIB)를 대상으로 증권을 발행하는 경우에도 증권법규상 면제되지 않는 한 필요한 정보(information requirements)를 제공하여야 한다. 私募증권을 발행 또는 판매하는 자는 연방 증권법의 證券詐欺禁止(antifraud) 및 민사책임 조항(예: 증권법 §10(b), §17(a), §12(2))의 적용을 받게 되므로 정보자료를 작성할 때 정사회에 준하는 주의를 기울여야 할 것이다.

라. 블루 스카이法 및 NASD 登錄

블루 스카이(Blue Sky)法이란 美國 각주의 증권법을 가리킨다. 미국에서의 증권발행은 모든 州에서 발행·유통되는 것을 전제로 하므로 각주 증권법이 요구하

는 사항을 등록하여야 한다. 보통 聯邦法(1933년 증권법)에 규정된 公示의무를 부과하고 있으며 州에 따라서는 당해 증권의 발행이 일반 투자자에게 공정·타당(fair, just and equitable)할 것을 요구하기도 한다. 연방법상 등록한 내용은 등록이 면제되기도 하나 등록을 하더라도 연방법의 내용과 중복되므로 큰 부담은 없다.

한편 증권업계의 자율규제기관(self-regulatory organization; SRO)인 미국 증권업협회(NASD)에서도 公募발행되는 증권의 등록을 받아 그 인수조건이 공정한지 여부를 심사하고 있는데, ‘트리플 B’ 이상의 등급을 받은 증권인 경우에는 등록이 면제된다.

제3절 派生金融商品 거래

1. 派生금융상품의 概念

派生금융상품(derivatives)이란 그 가치가 기초자산(underlying assets; 基础资产)으로 통화선물 거래의 해당 통화, 금리선물 거래의 채권·CD 등 金利附 자산)의 가격이나 資產價值指數의 변동에 따라 결정되는 금융 계약을 말한다. 계약형태에 따라 先物(futures) 거래·옵션(options) 거래·스왑(swaps) 거래로, 기초자산의 종류에 따라 외환거래·金利附 자산거래·주식거래로 구분된다.

예를 들면 스왑이란 고정금리부 債券의 이자지급(cash flow)을 변동금리의 지급으로 바꾸는 거래를 말하는데, 동등한 가치의 금융거래가 채권에서 파생되었다는 점에서 派生금융상품이라고 부르는 것이다. 또 先物은 환율이나 금리, 주가 등의 시세변동으로 인한 損失위험을 방지하기 위해 일정 기간 후에 일정한 가격으로 사고 팔기로 계약을 맺는 일종의 보험성 상품이라 할 수 있다. 그밖에 이를 상품을 조합·응용한 캡, 플로어, 칼라, 스왑션 등 다양한 상품이 나와 있어 이를 모두 합치면 현재 千여 가지도 넘는 것으로 알려져 있다.

파생금융상품은 1970, 80년대에 옵션, 스왑 등이 선을 보이면서 놀라운 재무적 효과로 인하여 거래규모나 상품의 다양성 면에서 눈부신 발전을 거듭해 왔다. 다시 말해서 효과적인 혜정 수단인 동시에 투기적인 거래(speculation) 수단으로서 자리를 잡아 오늘날 파생상품의 거래규모는 그 기초가 되는 現物 거래규모를 상회하기에 이르렀다. 이와 같은 급성장을 가져온 배경에는 80년대 이후 환율·금리·주가가 격심한 변동을 나타내자 주요국 금융시장의 규제완화(deregulation) 경향과 맞물려 다양한 혜정(hedging)용 상품개발이 성행하고, 이러한 금융상품 개발에 첨단 컴퓨터 기술이 무제한 활용되어 온 사실을 들 수 있다.

파생금융상품 시장은 위험을 회피하려는 투자자(risk averter)와 이를 이용하여 이익을 얻으려는 투기거래자(risk taker)들이 대거 참여함에 따라 급속히 성장하고 있다. 금융거래에 수반되는 위험이 증가하면 할수록 위험 자체를 상품화하여 한 몸 잡으려는 시장참가자들의 숫자도 늘어나기 때문이다. 파생금융상품의 거래 규모가 급증하는 이유는 ① 세계적인 금융·자본시장의 자유화로 금융자산에 대한 리스크 헤징 수요가 증대되고 ② BIS 자기자본비율 규제의 실시에 따라 파생금융상품을 매개로 하는簿外(off-balance sheet) 자산거래가 증가하고 있으며 ③ 정보·통신 처리기술이 발달하여 고도로 복잡한 거래가 용이하게 실현되고 있다는 점을 들 수 있다.

이중에서 스왑은 금융거래에 수반되는 금리, 환율변동의 위험을 회피하기 위해 제일 먼저 고안되었고 거래규모도 금리 스왑, 금리선물, 금리 옵션, 통화 스왑의 순으로 크므로 여기서는 스왑 거래를 중심으로 그 法的側面을 살펴보기로 한다.

2. 스왑 去來의 종류⁷⁾

가. 負債 스왑과 資產 스왑

스왑(swaps)이란 교환(exchange)을 의미한다. 본래 스왑 거래는 1개월 후 미 달러화가 필요한 무역상이 현재(near end) 現物換을 팔고 1개월 후(far end) 先物換을 매입하는 식의 외환거래를 말한다. 국내에서 영업중인 외국은행 지점이 본지점 계정을 통해 영업자금을 들여올 때 이를 한국은행과 원화로 스왑한다는 것은 이러한 의미이다.

여기서 설명하고자 하는 파생금융상품인 스왑은 금리 또는 환율의 변동 리스크를 회피하기 위하여 反對거래를 하는 상대방과 채무의 지급조건을 서로 교환하는 거래이다. 예를 들면 변동금리로 지급해야 하는 채무를 고정금리 지급채무로 바꾸는 금리 스왑(interest rate swaps)과 일본 엔貨로 지급해야 하는 채무를 美 달러 채무로 바꾸는 통화 스왑(currency swaps)이 있다. 이것들은 모두 부채에 따른 캐시 플로의 조건을 바꾸는 負債 스왑(debt swaps)에 속한다.

동일한 방법으로 일정한 수익이 발생하는 자산의 캐시 플로 내용을 바꾸는 資產 스왑(asset swaps)도 가능하다. 예컨대 자산·부채관리의 필요상 고정금리 이자가 들어오는 대출자산을 변동금리 이자수입이 있는 자산으로 전환할 수 있다.

오늘날 스왑은 고정금리의 독일 마르크화 지급채무를 변동금리의 미 달러화 지급채무로 교환하는 방식으로 금리 스왑과 통화 스왑을 동시에 행하는 금리·통화 스왑(cross currency/interest rate swaps) 등 여러 가지 형태로 많이 행하여 진다. 캐시 플로가 불규칙적인 경우에는 非定型 스왑(non-generic swaps)이라 하

7) Satyajit Das, *Swap & Derivative Financing II — The Global Reference to Products, Pricing, Application and Markets*, Revised Ed.

여, 대형 스왑 중개은행들이 금융공학(financial engineering) 기법을 활용하여 어떠한 내용의 캐시 플로이든지 스왑 거래에 응하고 있다.

특히 스왑과 옵션을 결합한 거래는 스왑션(swaption)이라고 부르는데, 계약기간 동안 금리가 약정한 수준에서 벗어날 경우 변동금리를 고정금리로 전환시킬 수 있는 권리(option)를 부여한 것이다. 스왑션의 매입자가 옵션을 행사하게 되면 잔여기간 동안의 금리가 행사가격 수준에서 고정된다. 여기서는 그 법적 측면을 다루는 편의상 기본형태(plain vanilla type)인 통화 스왑과 금리 스왑에 국한하여 설명하기로 한다.

나. 通貨 스왑

오늘날의 스왑 거래는 1960년대 말 영국에서 시작된 상호융자 거래(parallel loan, back-to-back loan)에서 연원을 찾을 수 있다고 하나, 1981년 8월 IBRD(世界銀行)와 IBM간에 이루어진 290백만 달러 상당의 통화 스왑이 효시를 이루었다.

당시 世銀은 對개도국 융자재원을 마련하기 위하여 금리가 낮은 스위스와 서독에서 기채를 추진하고 있었고, IBM은 前年에 조달한 스위스 프랑, 마르크 채무를 상환할 필요가 있었다. 미국의 투자은행인 살로몬 브라더즈는 양측의 자금 포지션이 비슷하다는 것을 알고 서로 캐시 플로를 교환하도록 주선하였다. IBM은 世銀이 발행한 유로 달러 본드의 원리금 지급의무를 부담하고, 世銀은 IBM이 발행한 SFr, DM 채권의 원리금 지급의무를 부담키로 했다. 스왑의 결과 世銀은 U\$ 재원을 확보한 대신 저리(世銀이 조달 가능한 코스트)의 SFr, DM 채무를 부담하였으며, 반대로 IBM은 SFr, DM 재원을 확보하고 그 원리금은 달러로 상환할 수 있게 되었다. 世銀은 시장이 별로 크지 않은 SFr, DM 본드 시장에서의 조달여력을 보존할 수 있었으며, IBM은 換 리스크 없이 SFr, DM 상환재원을 마련하고 強勢통화인 U\$ 표시 채무를 부담함으로써 환차익을 기대할 수 있었다. 한편 살로몬 브라더즈는 스왑 알선수수료를 받고, 또 世銀의 유로 달러 본드 발행에 있어서 주간사를 맡았다.

그런데 世銀-IBM 스왑 거래가 국제금융시장에 충격을 준 것은 世銀이 관례를 깨고 스왑 거래의 내역을 공개한 점이었다. 그 덕분에 스왑 거래가 정형화되고 계약서가 표준화됨으로써 스왑 거래의 코스트가 낮아져 스왑 거래를 촉진시키는 계기가 되었다.

다. 金利 스왑

금리 스왑 거래가 처음 공표된 것은 1982년 독일 은행과 룩셈부르크 은행간의 거래였다. 가장 일반적인 형태는 고정금리 채무와 변동금리 채무를 서로 교환하는 것이지만, 변동금리의 채무를 다른 변동금리 채무로 바꾸는 거래도 많이 행하여 진다.

주로 LIBOR를 CD(양도성 정기예금증서), CP(기업 어음), BA(은행인수 무역어음), TB(미 재무부증권) 등의 短期 금리와 교환하는 스왑거래가 많이 이용되고 있다. 또 프라임 레이트 기준으로 은행대출을 받은 기업이 이를 금리가 조금 더 낮은 LIBOR 채무로 바꾸고 싶다면, LIBOR 베이스로 자금을 조달하여 프라임 레이트로 대출해야 하는 은행과 스왑 거래를 하면 된다.

라. 스왑 거래의 法的 性格

(1) 스왑에 있어서는 채무인수가 수반되지 않는다.

법적인 관점에서 스왑 거래는 채무인수가 아니므로 채권자·채무자간의 법률관계에는 영향을 주지 않는다. 스왑은 결코 상대방의 채무를 인수하는 면책적 또는 중첩적 채무인수가 아니고 오직 채무의 조건·내용(cash flow)만 교환할 뿐이다. 채권자에 대하여는 어디까지나 原채무자가 변제를 해야 하며 그의 스왑 상대방이 그 대신 채무를 부담하는 것이 아니다. 다시 말해서 스왑 거래는 채권자를 관여시키는 거래가 아니라 채무자와 그의 스왑 상대방간에 일어나는 내부문제일 뿐이다.

(2) 서로 다른 시장에서 채무자별로 조건이 다른 점을 이용한다.

조건의 차별화가 스왑 거래를 좌우한다. 위에서 소개한 세계은행-IBM 스왑 거래와 같이, 우선 자신이 비교적 유리하게 조달할 수 있는 시장에서 자금을 조달하고, 다른 시장에서 자금을 조달한 상대방(counterparty)과 자신이 진정으로 필요한 자금(cash flow)으로 바꾸는 것이다. 시장마다 通貨와 金利가 다르고 채무자의 信用도 달리 평가되므로 시장간에 差益거래(arbitrage)가 성립한다.

(3) 投機목적의 스왑 거래도 가능하다.

스왑 거래는 서로 다른 통화 또는 금리시장에서 裁定이 이루어지는 것으로 오늘날 스왑 시장규모는 엄청나게 확대되어 반대거래에 응하는 스왑 거래 전문은행(swap house)을 쉽게 찾을 수 있다. 이에 따라 스왑은 장래의 금리예측을 토대로 差益을 얻을 목적으로 수행하기도 한다. 예를 들어 美 달러 금리가 인하될 것을 예상한다면 현재 비싼 이자를 주고 있는 고정금리부 채무를 변동금리 지급채무로 전환하는 것이다. 스왑 거래의 결과 상대방으로부터 현재 수준의 고정금리부 이자를 받아 이것은 그대로 原채무를 이행하고 대신 인하된 수준의 변동금리를 지급하므로 그 차익을 얻을 수 있게 된다. 마찬가지로 장래의 환율변동을 예상한다면 投機의인 스왑 거래를 할 수 있다.

바로 이 점이 본래 리스크 관리를 위해 고안된 스왑 거래가 투기목적으로 이루어질 수 있는 요인이 되고 있다. 투기적인 스왑 거래는 금리 또는 환율 예측이 빗나갈 경우 막대한 손해를 안겨줄 뿐만 아니라 스왑 거래의 安全性, 流動性을 저해한다. 이 때문에 각국의 감독당국은 스왑 본래의 혜택 기능을 잃지 않으면서

무분별한 투기거래가 자행되지 않도록 규제를 가하는 일에 부심하고 있다.

3. 스왑 契約書의 내용⁸⁾

스왑 거래는 국제 스왑-디리버티브 협회(International Swaps and Derivatives Association; ISDA)의 노력에 힘입어 금리(interest rate)와 통화(multicurrency/cross border) 스왑 거래계약서가標準化되어 있다. ISDA는 1985년 스왑 거래은행들에 의하여 ① 스왑 시장을 발전시키기 위한 거래관행의 촉진 ② 견진한 거래기준의 확립 ③ 스왑 거래에 대한 일반 이해의 도모 ④ 업계 관심사항의 논의를 목적으로 하여 미국 뉴욕에 설립되었다. ISDA는 무엇보다도 스왑 계약서를 표준화함으로써 계약서 검토시간과 거래비용을 절감하고 분쟁을 예방하는 데 크게 기여하고 있다.⁹⁾

구체적인 스왑 거래는 ISDA 마스터 계약서(Master Agreement)와 用語集(Definitions)을 기준으로 하되, 구체적인 거래에 있어서는 附屬書(schedule) 및 確認書(confirmation)를 서로 교환한다. 즉 확인서에는 스왑 元金·지급금액·금리·지급방법 등 거래조건을 상세히 정하고, 부속서에는 당사자의 特定조직 및 거래(예: 다른 스왑·옵션 거래 등), 크로스 디폴트 기타 채무불이행 사유 등 마스터 계약서 조항의 적용 여부를 언급하고 원천세의 부담, 통지방법, 준거법 등에

8) 박훤일, 『國際去來法 - 케이스와 書式』, 131-144면.

9) 그동안 ISDA의 주요 작업내용을 연도별로 알아보면 다음과 같다.

- 1985/86 - ISDA Codes of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps
- 1987 - Interest Rate Swap Master Agreement
 - (for single jurisdiction, US\$ transactions only)
 - Interest Rate and Currency Exchange Master Agreement
 - (for multi-currency, multi-jurisdiction transactions)
 - 1987 ISDA Interest Rate and Currency Exchange Definitions
- 1988 - Tax Provisions for ISDA Agreement (1987 Master와 함께 사용)
- 1989 - Caps Addendum: 1987년판 마스터 계약서에 편입하여 사용할 목적으로 caps, collars, floors 등 거래에 필요한 사항을 규정
- 1990 - Option Addendum: 옵션 거래에 필요한 사항을 규정
- 1991 - 1991 Definitions: 1987 Definitions을 대체
- 1992 - 1992 Master Agreement: 1987년판 마스터 계약서의 개정판
 - Single Currency, Single Jurisdiction Master Agreement
 - Form of OTC Equity Index Option Confirmation
 - 1992 US Municipal Counterparty Definitions
 - 1992 FX and Currency Option Definitions
- 1993 - User's Guide to the 1992 Master Agreement
 - ISDA Commodity Derivative Definitions
- 1994/5 - 뉴욕주법, 영국법, 일본법에 의거한 Credit Support Annex
- 1997 - Bullion/Currency Option/Government Bond Option Definitions
- 1998 - 유로貨 등장에 따른 EMU Protocol 제정 <<http://www.isda.org>>

관한 사항을 기술한다. 이 세 가지 문서는 單一계약서(single agreement)를 구성하며 상호간에 불일치가 있으면 特約사항을 규정한 확인서, 부속서의 순으로 優先의 효력이 있다(마스터 계약서 1조b항). 이하 ISDA 마스터 계약서의 주요 내용을 간단히 살펴보기로 한다.

(1) 前文(preamble)

계약일자 및 당사자를 명시하고 양 당사자가 스왑 거래를 한다는 취지를 기술하며, 일반 대출계약서와는 달리 계약목적을 언급하지 아니한다.

(2) 義務(obligations)

스왑 거래 계약은 당사자 쌍방이 서로 반대금부를 이행할 의무를 부담하는 雙務契約이다. 구체적인 지급방법은 확인서에 규정하므로 각당사자는 확인서에서 정한 대로 자유롭게 이전할 수 있는 자금(freely transferable funds)을 당해 통화의 지급관행에 틀어 지급(payment)하거나 인도(delivery)한다. 다만, 동일한 거래의 동종 통화이면 대등액을 상계하고一方 당사자가 초과금액만 지급(payment netting)할 수도 있다. 그리고 원천세 등 조세를 공제하지 않고 총액을 지급(gross-up)하여야 한다. 왜냐하면 스왑 지급금액에 조세가 부과되어 상대방의 수취액이 감소될 경우에는 스왑 본래의 목적 달성이 불가능해지기 때문이다. 그러므로 대출계약에 있어서 借主로 하여금 원천징수분을 부담케 하는 것과는 달리 계약의 기일전종료(解止; early termination) 사유로 규정한다.

(3) 事實의 진술(representations)

일반 대출계약과 거의 비슷하다. 각 당사자의 법적 지위, 계약체결능력, 스왑 거래의 적법성(no violation of law), 스왑 거래에 대한 당국의 인·허가 등에 관하여 진술한다. 아울러 채무불이행 사유가 존재하지 않고, 계류증인 訴訟이 없으며 부속서에 언급한 조세납부에 관한 사항이 정확하고 진실임을 진술한다.

(4) 雙方의 합의(agreement)

부속서, 확인서에 언급한 문서, 양식 및 상대방이 書面으로 요청하는 문서를 제공하고, 당국의 인·허가가 유효하게 유지되도록 노력하며, 관련 法令을 준수하기로 한다. 만일 상대방에게 진술한 바와 달리 조세가 부과되는 경우에는 상대방에게 이를 즉시 통보하며 스왑 거래와 관련하여 부과되는 印紙稅를 납부하여야 한다.

스왑 거래 계약은 양 당사자가 서로 대등액의 지급채무를 부담하는 쌍무계약이고 상호 신뢰에 입각하여 거래한다는 점에서 신디케이트 론과는 달리 의무이행의 선행조건(condition precedent)을 요구하지 않는다. 마찬가지로 서약(covenant) 사항도 상호간에 구속받는 것을 피하여 생략되고 있다.

(5) 債務不履行 사유(events of default)

일방 당사자에게 신용을 떨어뜨리는 사유가 발생한 경우 계약을 종료시키기로 하는 규정이다. 지급·인도의 해태, 합의사항의 위반, 신용보강(credit support) 이행 위반, 허위사실의 진술, 다른 채무의 불이행(cross default), 파산, 스왑 거래의 무의 인수가 없는 합병·영업양도 등이 채무불이행 사유이다.

대출계약의 경우와 같이 채무불이행 사유를 광범위하게 정하는 것은 그다지 실익이 없다. 일부러 디폴트 사유를 만들어낸 다음 상대방으로 하여금 보다 유리한 환·금리계약을 기일전에 종료하도록 강제하는 경우도 생길 수 있기 때문이다. 스왑 거래는 기존 채무를 금리·통화가 다른 채무로 변환시키는 것에 지나지 않고 원 채권·채무관계는 당사자 쌍방에 모두 변함이 없으므로 스왑 거래의 채무 불이행을 일반 대출계약에서와 똑같이 볼 수 없을 것이다.

여기서 신용보강이란 스왑 의무의 이행을 담보하기 위해 현금, 미 재무부 증권(TB, TN) 등을 제공하는 것으로 스왑 상대방은 유효한擔保權을 취득하게 된다. 최근 스왑 등의 파생금융상품 거래가 보편화되면서 상대방의 신용위험(credit risk)을 커버하기 위한 有擔保(collateralization) 조건이 일반화되고 있으며, ISDA는 1994년 미국 뉴욕주법에 의한 마스터 계약서의 신용보강 약관(Credit Support Annex)을 공표하였다.

(6) 期日前終了(解止; early termination)

스왑 거래에 있어서 상대방의 채무불이행 사실을 알게 되면 계약종료 사유(termination event)를 적시하여 상대방에게 통지하고 일정 기일을 정하여 계약을 종료시킬 수 있다. 계약체결 후에 발생한 위법사태(illegality), 세법개정 등으로 인한 조세부담의 발생, 합병 등으로 인한 조세부담 및 신용위험의 증가가 기일전 종료 사유에 해당한다. 그밖에 당사자간의 합의로 부속서, 확인서에 기일전종료 사유를 규정할 수 있지만 스왑 거래의 경제적 측면을 고려할 때 가능한 한 축소시켜야 할 것이다. 일단 계약을 기일전에 종료시키기로 하였으면 기일전종료일에 채무불이행이 더 이상 지속되지 않더라도 계약은 종료된다.

(7) 기일전 종료에 따른 損失報償

마스터 계약서에 의하면 ① 채무불이행 사유(events of default)의 발생 ② 위법사태, 세법개정 등으로 인한 조세부담의 발생, 합병 등으로 인한租稅부담 및 신용위험의 증가 기타 기일전종료 사유가 발생하였을 때 귀책사유가 없는 상대방은 스왑 계약을 기일전에 종료시킬 수 있다.

마스터 계약서는 이러한 사유가 발생하였을 때 즉각 계약을 종료시키지 않는다. 우선 채무불이행 사유가 발생하고 그 상태가 지속되면 상대방(non-defaulting party)은 20일 이내의 기간에 채무불이행을 한 당사자에게 그 사실을 적시하여 통지(notice)하고 통지의 효력이 발생한 후로 기일(early termination date)을 지정

하여 계약을 종료시킬 수 있다. 당사자는 자동적으로 계약을 종료(當然기한이익의 상실)시키기로 하고 이를 부속서에 약정할 수도 있다.¹⁰⁾

귀책사유 없이 기일전 종료사유가 발생한 경우에는 이를 알게 된 當事者(affected party)는 그 사실을 상대방에게 통지하고 20일 이내에 기일전종료사유를 피할 수 있는 합리적인 노력을 기울여야 한다. 예컨대 위법사태가 발생한 것이라면 상대방의 동의를 얻어 계약상의 권리·의무를 위법의 문제가 없는 다른 점포로 이전해야 한다. 그래도 기일전종료사유를 해소할 수 없다면 20일 이내의 기간에 통지를 하고 기일전종료일을 정하여 계약을 종료시키게 된다.

期日前終了日이 지정되면 기일전 종료사유가 지속되고 있는지 여부를 불문하고 종료된 거래에 관한 더 이상의 지급, 인도를 할 필요가 없다. 다만 스왑 거래 계약서의 다른 조항에는 영향을 미치지 아니하며, 기일전종료로 지급해야 할 금액을 계산하여 상대방에게 명세서를 송부하여야 한다. 계약종료시에 지급할 통화(termination currency)는 부속서에 정하는데, 이 금액은 대등액에 관하여 서로 상계할 수 있다.

마스터 계약서는 지급액을 계산하는 기준으로 시장가액(market quotation)¹¹⁾과 손실(loss)¹²⁾을 제시하고, 지급방법으로 제1 방법(limited two way payment)과 제2 방법(full two way payment)을 규정하고 있다. 만일 당사자가 부속서에서 이를 선택하지 않은 경우에는 보다 객관적인 시장가액 기준으로, 그리고 당사자 쌍방에게 공평한 제2 방법을 택한 것으로 간주한다. 당사자의 책임에 따라 지급액을 계산해야 하므로, 마스터 계약서는 지급액을 결정함에 있어서 채무불이행 사유와 그밖의 기일전 종료사유로 나누고, 後者의 경우에는 누구에게 사유가 있는지 구분하고 있다.

쌍방의 귀책사유 없이 위법사태, 과세사유의 발생으로 스왑 거래를 기일전에 종료하는 경우 당사자간에 이익이나 손실을 나누도록 한다.

(8) 準據法, 裁判管轄 및 계약서의 변경

마스터 계약서는 준거법을 부속서에서 정하도록 한다. 다른 국제금융 계약서와 마찬가지로 英國法¹³⁾ 또는 뉴욕 州法을 준거법으로 하는 예가 많다. 재판관할은

10) 미국 등 英美法이 적용되는 지역에서는 당연히 기한이익을 상실시키지 않고 채권자가 유·불리점을 고려하여 선택하게 하고 있다. 이 경우에는 반드시 채무불이행 당사자에게 통지하여야 함을 유의하여야 한다.

11) 채무불이행의 당사자는 상대방이 종료되는 거래를 대체(replacement)한다는 가정하고 스왑 시장에서 활발한 거래를 수행(market making)하는 스왑 딜러에게 스왑 거래가액의 제시를 요청하고 그 평균치를 시장가액으로 하여 청산(settlement)한다. 스왑 거래를 대체한다고 하지만 거래상대방의 신용 리스크, 캐시풀로의 부조화, 적용 환율·금리의 현실성에 따라 평가가 달라질 수 있다.

12) 損失을 지급하는 경우 채무불이행 당사자는 상대방이 입은 손실, 자금조달비용, 舊거래를 청산하고 新거래를 체결하는 데 소요된 비용 등 實損害를 산정하여 지급하여야 한다.

준거법 국가의 법원이 행사하되, 영국 법원이나 뉴욕주 법원 또는 뉴욕시 소재 연방지방법원의 非專屬的 관할(non-exclusive jurisdiction)에 속한다고 하고 있다. 다만 상계, 담보, 파산에 관한 法은 당사자가 합의한 각각의 상계실행지, 담보물 소재지 또는 파산자의 설립근거지 法에 의해 규율하게 될 것이다.

또한 계약서의 수정·변경은 서면(팩스 포함)으로 하지 않는 한 무효이며 당사자 쌍방이 이에 서명하거나 텔레스 또는 전자통신을 교환하여 확인하여야 한다.

(9) 定義(definitions)

계약 본문에서 사용되고 있는 用語의 의미를 명확히 하고 통일적으로 해석하기 위하여 규정한다. 주요 항목으로는 현지영업일(local business day), 계약을 종료시키는 거래(termination transaction)에 따른 손실(loss), 계약종료시 시세를 알아보는 스왑 딜러(reference market-maker)에 의한 시장가액의 산정, 기일전 계약 종료시에 상대방에게 지급해야 할 決濟金額(settlement amount) 등이 있다.

4. 스왑 去來에 관한 法律問題

가. 準據法과 權利能力

스왑 거래는 개시된 지 20년도 안된 신종 거래임에도 ISDA 등의 노력에 힘입어 그 내용의 복잡성에 비해서는 법적 다툼이 그리 많지 않은 편이다.

우선 스왑 거래의 준거법(governing law)은 다른 국제금융거래와 마찬가지로 대부분 영국법과 미국 뉴욕주법이다. 실제로 스왑을 둘러싸고 법률문제가 일어난 것은 英國에서 당사자에게 스왑 거래를 할 수 있는 권리능력이 있는가 하는 것이었다. 法인의 경우 ‘정관에 기재하지 않더라도 스왑 거래를 할 수 있는가’의 문제는 目的外 이론(*ultra vires doctrine*)과 관련하여 주로 논의되었다. 오늘날 미국에서는 정관에 특별한 규정이 없는 한 회사가 영업을 수행하는 데 필요 또는 유익한 모든 행위를 할 수 있다 하여 목적외의 행위를 거의 문제삼지 않는다.

나. 英國 地自體의 스왑 거래

(1) 스왑 거래의 能力

스왑 거래는 영리회사 뿐만 아니라 정부기관, 地自體도 당사자가 될 수 있다. 영국에서 문제가 된 것은 ‘지자체와 신용조합¹³⁾(building society), 보험회사, 공제

13) English law는 통상 ‘英國法’이라고 부르지만 영국이 스코틀랜드, 北아이랜드, 웨일즈로 분권화되고 있는 만큼 런던을 중심으로 한 ‘잉글런드法’이라고 하는 것이 보다 정확한 표현일 것이다.

14) 조합원(예금자)의 주택취득자금 대여 및 그 재원조성을 목적으로 하는 信用組合은 1986년 법률(Building Societies Act)이 개정되어 업무규제가 대폭 완화되었으나, 스왑 거래를 할 수 있는 능력은 당연히 인정되는 게 아니라 정관에 기재하여야 인정되는 권

조합 등이 과연 스왑 거래를 할 수 있는 권한이 있는가’ 하는 것이었다. 이들은 납세자의 이익을 위하여 또는 타인이 맡겨놓은 돈을 일정한 목적에 따라 운용해야 할 의무를 부담한다는 점에 공통점이 있다.

런던의 해머스미쓰-풀햄 自治區(Hammersmith and Fulham Borough; 이하 ‘H-F 자치구’라 함)의 경우 1987년부터 여러 은행들과 총 592건, 원금 총액 605억 파운드의 금리 스왑 거래를 하고 있었다. 이에 대해 지자체 회계감사위원회가 1988년 6월 스왑 거래가 법률상(Local Government Finance Act of 1982 19조1,2항) 地自體의 권한에 속하지 않음을 지적하고 법원에 그의 是正명령을 청구하는 소송을 제기하자 F-T 자치구와 거래를 한 미드랜드, 바클레이즈 은행 등이 異議를 제기하였다.

(2) 投機 목적의 스왑은 無效

1審은 감사위원회측의 주장을 전적으로 인정하여 H-F 자치구의 스왑 거래행위가 위법이므로 是正할 것을 명하였다. 이에 대해 4개 금융기관이 항소하자 2審에서는 투기가 아닌 위험관리(risk management)를 목적으로 한 스왑 거래는 합법이라고 일부 승소판결을 내렸다. 양측이 모두 불복하고 상고함에 따라 大法院인 上院은 1991년 1월 2審 판결을 파기하고 1審 판결을 회복시켰다. 즉 H-F 자치구가 행한 금리 스왑거래는 지자체의 권한을 벗어난 違法이 있다고 본 것이다. 그 근거가 된 지방자치단체법 제111조는 ‘지자체는 금전의 지출, 차입, 대출 또는 어떤 종류의 재산, 권리의 취득, 처분에 관하여 또는 무관하게 기능(function) 수행을 용이하게 하거나 그 수행에 도움이 되는 부수적인 모든 행위를 할 권한을 가진다’고 규정되어 있다.

英國 대법원 판결([1991] 1 All E.R. 545 (H.L.))의 근거는 다음과 같았다. ① 지자체가 차입을 할 때에는 그 필요성 및 변제방법을 충분히 고려해야 하므로 스왑 거래를 전제로 한 투기성을 띤 차입행위는 지방세 납세자의 이익을 위해 신중히 행동해야 할 의무에 위반한 것이다. ② 스왑 거래는 차입과는 별개의 계약으로 차입을 ‘용이하게 하거나 그에 도움이 되는’ 것이라고 할 수 없다. ③ 차입에 관하여 법률에 상세한 규정이 있는 것에 비추어 금리 스왑 거래를 차입에 ‘부수하는’ 것이라고 할 수도 없다. 스왑 거래가 지자체의 일반적인 권한인 채무관리에 부수하는 것으로 보아야 한다는 주장에 대하여 채무관리는 본래의 ‘기능’이 아니고 차입대출 등의 사무를 신중하게 행하는 것을 의미하므로 ‘부수하는’ 거래라고 볼 수 없다.

(3) 法院 判決의 효과

H-F 자치구의 스왑 거래가 그의 권한 밖이라는 판결이 내림에 따라 당해 거래

한으로 해석되었다. 또 재산이 1억 파운드 이상인 신용조합이라야 스왑 거래를 할 수 있다(동법 23조, 118조).

는 무효가 된다. 따라서 양 당사자는 서로 장래의 이행을 청구할 수 없으며, 이미 상대방에게 지급한 금전은 반환하여야 한다. 그러나 금융기관들이 지자체에 지급한 것은 법을 오해한 것이므로 반환청구권이 부정될 수도 있다. 또 스왑 계약은 대출이 아니므로 반환을 청구할 수 없다. 그렇다면 계약이 무효임에도 이미 지급한 금전의 반환청구를 인정해야 하는가?

H-F 자치구 소송에서 영국의 법원은 각 당사자가 거래 당시 스왑 거래의 유효성에 관하여 어떠한 인식을 가지고 있었는가 등을 따져 개개 사안별로 상황을 판단하여 결론을 내리기로 하였다. 금융기관들은 無效판결로 약 550억파운드의 손해가 발생한다 하여 政府에 지자체의 스왑 거래를 有效로 하는 遷及立法를 요청하였으나 영국 정부는 불개입 원칙을 천명하였다. 이 문제는 결국 ‘런던이 국제 금융시장으로서 적합한가’ 하는 이슈로 번지게 되었다.

한편 주택건축조합의 경우에는 그 감독기관이 1989년 6월 ‘투기 또는 이윤을 목적으로 스왑을 하는 것은 신용조합의 권한 밖이며 無效’라는 주의를 시달하였다.

다. 交換支給의 시기와 信用 리스크

스왑 거래에 있어서 양 당사자의 지급은 상대방의 지급을 조건(contingent)으로 한다. 그러나 지급시기를 완전히 일치시키기 어려우므로 불가피하게 信用 리스크가 발생하게 된다. 예컨대 이자지급이 연 1회인 債券과 6개월 LIBOR 기준의 변동금리채를 스왑하는 경우 변동금리 채무를 부담하는 측은 6개월분의 이자를 선급하므로 그만큼 신용 리스크를 부담한다. 또 채권 발행자는 이자 지급기일의 2~3 영업일전에 자금을 지급대리인 앞으로 송금해야 하는데 스왑 계약의 고정금리 수취일과 일치하지 않는 경우가 많다. 그러므로 스왑 거래의 상대방은 신용이 좋은 금융기관을 택하는 것이 좋을 것이다.

라. 네 팅¹⁵⁾

전술한 바와 같이 스왑 거래는 네팅(netting)을 수반한다. 두 당사자간의 네팅(bilateral netting)에는 변제기가 같은 복수의 채권·채무를 갖는 당사자가 변제기 일에 相互 채권·채무를 相計하고 그 차액만 지급하는 것(payment netting, 예: 정상적인 스왑 거래), 새로운 채권이 발생할 때마다 변제기를 기다리지 않고 채권·채무를 대등액에 관하여 상계하고 이행할 채권 하나만 남겨놓는 更改방식(novation netting), 어느 한 당사자에게 채무불이행 또는 해제사유가 발생한 경우 일정 범위의 거래로부터 발생한 채권·채무에 관하여 이행기, 통화의 차이를 불문하고 차감계산하여 하나의 채권으로 만드는 一括清算 네팅(close-out netting, 예: 스왑 거래가 기일전종료된 경우) 등 세 가지 방법이 있다.

15) 김건식, 『스왑去來에 관한 法的 研究』, 한국금융연구원, 1997, 58-92면.

네팅은 신용 리스크 및 유동성 리스크를 줄일 수 있을 뿐만 아니라 이미 설정되어 있는 신용한도내에서 상대방과 더 많은 거래를 할 수 있고 담보부담을 줄이는 이점이 있다. 특히 상대방이 신용불안에 빠졌을 때 기존 채권·채무를 상계하고 그 잔존액만으로 하나의 채권을 성립시키는 일괄청산 네팅은 신용 리스크를 대폭 감소시킬 수 있다. BIS 룰과 관련하여 네팅의 법적 유효성에 대한 검토가 진행중이거나와 나라에 따라서는 相計適狀 내지 상대방 파산시의 효력이 문제될 수 있음을 유의해야 할 것이다.

제4절 프로젝트 金融

1. 프로젝트 金融의 概念

프로젝트 파이낸스는 넓은 의미로는 특정 프로젝트의 소요자금을 조달하기 위한 일체의 금융방식을 뜻하지만, 좁은 의미로는 당해 프로젝트의 사업성과 자산,事業主(sponsor)의 신용만 보고 자금을 지원하는 금융기법을 말한다.¹⁶⁾ 이때 借主는 실질적으로 사업을 수행하는 스폰서가 아니라 당해 프로젝트의 수행을 위해 별도로 설립된 프로젝트 회사(project company; 사업시행자)로서 SPV¹⁷⁾(special purpose vehicle; 特殊目的機構)라고도 한다.

프로젝트 파이낸스는 금융기관이 일반 기업금융과는 달리 借主의 재산상태가 아니라 프로젝트의 사업성만 보고 자금을 공여하고, 대출금의 상환은 당해 프로젝트에서 발생하는 수입(cash flow)을 재원으로 하는 것이다. 따라서 프로젝트가 실패하더라도 프로젝트 금융을 공여한 貸主는 실질적인 사업주체인 스폰서에 대하여는 상환청구권을 행사할 수 없거나 제한적(non- or limited recourse)¹⁸⁾으로 할 수 있을 뿐이다.

요컨대 프로젝트 파이낸스란 특정 프로젝트의 사업성을 토대로 여기서 발생하는 收入을 차입금의 상환재원으로 하고 관련 자산만을 담보로 취득하는 자금조달 기법을 말한다. 따라서 프로젝트 파이낸스에 있어서는 貸主가 정상적으로 원리금을 회수할 수 있도록 원활한 工事완성, 생산·가동, 안정된 생산물 판매가 보장되

16) 박훤일, 『國際去來法』, 265면.

17) SPV는 SPC(special purpose company; 회사의 형태를 취하는 경우)라고 하는데, 사실상의 거래주체로부터 구분되는 법적 실체(legal entity)를 만들어야 하는 ‘특수한 목적을 달성하기 위한 手段 내지 容器’라 할 수 있다.

18) 여기서 ‘non-recourse’는 담보로 제공된 資產 이외에는 상환청구를 할 수 없다는 의미이다. 즉 차주가 계약서에 규정된 대로 공사를 한 이상 대주가 담보권을 행사할 수 있는 것은 담보가 설정된 당해 프로젝트 시설물에 한한다. ‘limited recourse’는 借主가 대주에 대한 계약서에서 약속한 사항 또는 계약의무를 위반한 경우에 한하여 차주에 대한 청구권을 행사할 수 있다는 의미이다.

어야 하며, 이를 위해 프로젝트 참가자들의 각종 보증·보장을 각종 계약 형태로 덧붙이고 있다.

2. 特徵

금융기관이 프로젝트 파이낸스를 공여할 때에는 借主인 프로젝트 회사에 대해서만 상환을 청구할 수 있으며, 당해 프로젝트 수입이나 프로젝트 관련 자산 외에는 채권회수의 대상이 없거나 제한되는 것이 특징이다.

그러므로 프로젝트 파이낸스는 일반企業金融(corporate financing)에 비하여 다음과 같은 차이가 있다.

첫째, 차주는 스폰서가 아니라 별도로 설립된 프로젝트 회사라는 점에서 그 借入金은 스폰서의 대차대조표 欄外(off-balance sheet)에 표시되므로 훨씬 적극적으로 자금을 조달(aggressive leverage)할 수 있다.

一般企業金融과 프로젝트 파이낸스의 비교

	일반 기업금융	프로젝트 파이낸스
借主	사업주	프로젝트 회사
상환재원	借主의 전체 재산	당해 사업에서 발생하는 수입(cash flow)
擔保	차주의 재산 및 母會社의 연대보증	프로젝트 관련 자산, 사업주의 일정 범위내 추가출자 약속 및 소정 재무비율 유지 약속
사업성검토	擔保 위주의 대출로 사업성 검토는 절차상의 요건	수익발생 근거의 객관적 검증 및 시나리오별 검토
기술성검토	금융기관의 内部검토	外部전문가에 의한 분석
資金관리	차주가 임의로 관리	支給委託계정에 의한 관리

둘째, 대주는 대출금의 회수를 확실히 하기 위해 스폰서는 물론 現地政府(host country), 원재료 공급자, 생산물 구매자 등 제3자로부터 직접·간접의 다양한 보증·보장을 받고, 객관성을 확보하기 위해 엔지니어링 회사, 변호사, 공인회계사, 보험회사 등 外部전문가를 참여시킬 필요가 있다.

셋째, 프로젝트 파이낸스는 리스크(危險)가 큰 만큼 일반대출에 비해 금리가 높게 마련(high risk-high return)이며, 프로젝트 리스크를 커버할 수 있도록 貸主에

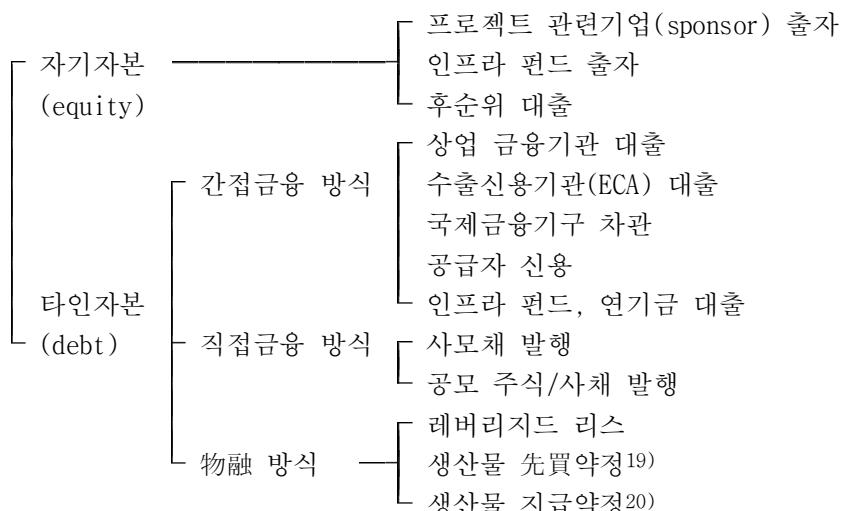
게 부수적인 금융거래(외환거래, 보험 등)의 기회가 제공되기도 한다.

3. 일반적인 資金調達方案

프로젝트에 소요되는 자금의 조달은 自己資本(equity)과 他人資本(debt) 두 갈래로 추진할 수 있다. 발전소, 유료 고속도로 등의 인프라 시설이나 정유공장, 화학 플랜트, 송유관과 같이 독자적인 수입을 창출하는 산업시설은 우선적으로 프로젝트 파이낸스로 추진하는 방안을 강구하게 된다.

프로젝트 파이낸스에 있어서는 우선 資金동원능력이 좋은 기업이나 프로젝트 관련기업을 출자자로 참여시키고, 1990년대 이후 많이 생겨난 인프라 펀드도 출자자로 영입할 수 있을 것이다. 새로운 투자자의 유치, 리스크 분산을 위해서는 출자자의 후순위 대출(subordinated loan), 레버리지드 리스(leveraged lease)와 같은 금융기법이 유력시된다.

프로젝트 파이낸스와 자금조달



프로젝트의 자금조달방안으로는 상업금융기관 대출, 수출신용기관²¹⁾(export

19) Forward purchase arrangement. 주로 광산 개발사업에 있어서 투자자(貸主)가 생산예정 광물을 구매하는 조건으로 선금을 지급하는 것을 말한다. 상계서, 301면.

20) Production payment arrangement. 투자자가 자금을 공여하는 대가로 프로젝트상의 일정한 권리를 양도받으며 프로젝트 생산물을 지급 받을 수도 있다. 상계서 301면.

21) 프로젝트 시설용으로 조달하는 원자재가 OECD 회원국의 ECA(美國·日本은 수출입은행, 英國 ECGD, 獨逸 Hermes, 프랑스 Coface 등) 금융지원을 받을 수 있는 경우에는 당연히 그의 대출이나 지급보증을 받도록 한다. ECA가 프로젝트에 참여하는 경우 이들이 리스크를 상당 부분 떠안는 만큼 프로젝트 파이낸스의 성공이 보장되기 때문이다. 예컨대 美 輸銀은 전쟁, 내란, 폭동, 자연재해, 外換부족, 국유화 조치, 사업인가의 취소 등

credit agency; ECA) 및 국제금융기관으로부터의 借款, 프로젝트에 투입되는 주요 기자재의 제작회사가 제공하는 공급자 신용(supplier's credit), 인프라 펀드·年基金(pension fund) 대출, 公募 또는 私募에 의한 채권발행 등이 있다.

美國에서는 발전소 건설 등 사회간접자본 시설의 정비와 관련하여 보험회사 등 기관투자가에게 채권을 인수시키는 SEC 규칙 144A에 의한 私募발행이 활기를 띠고 있다.

4. 프로젝트의 事業性 검토

프로젝트 파이낸스는 스폰서가 프로젝트 전담회사(SPV)를 설립하고 프로젝트의 사업성을 바탕으로 SPV가 차주가 되어 자금지원을 받는 것이다. 따라서 스폰서, 시공회사, 원재료 공급자, 생산물 구매자, 관리운영회사 등이 각종 계약의 형태로 리스크를 분담하고 원리금 상환을 보장하는 구조를 취하게 된다.

그러므로 프로젝트 파이낸스는 어떠한 사업이나 적용할 수 있는 것은 아니며 원칙적으로 다음 要件을 갖추어야 하는 것으로 알려져 있다.²²⁾

- 프로젝트 금융을 공여하는 금융기관으로서 장래의 현금수입을 확실히 예상할 수 있고 기본적 지출(capex)이나 관리운영비(opex)를 적절히 통제할 수 있을 것
- 안정된 수입을 보장하는 장기 구매계약(발전소, 자원개발 등)이나 현지정부의 지원약속(교통시설, 통신시설, 송유관 등)이 체결되어 있을 것
- 프로젝트 생산물의 판매가 장기간에 걸쳐 안정적일 것. 예컨대 생산제품이 너무 기술집약적이거나 라이프사이클이 짧은 것(컴퓨터, 반도체), 판매가 품질에 좌우되거나 경기변동의 영향을 받는 것(펄프·제지, 1차 금속), 시장이 너무 넓거나 좁은 것(주택건설, 소매점, 내수용품)은 안정된 캐시플로를 기대할 수 없으므로 적합하지 않다. 또 프로젝트가 자산가치에 좌우되는 것(항공기, 부동산 개발)도 곤란하다.
- 内部收益率(internal rate of return; IRR)이 원리금 상환을 커버할 수 있을 정도로 클 것. 프로젝트의 순수입이 당해 연도 원리금 상환액을 어느 정도 충당할 수 있는지 보여주는 재무비율(debt service coverage ratio; DSCR)이 최소한 1.2 이상이 되어야 한다.²³⁾

정치적 리스크를 준공 전후를 불문하고 100%까지 부담한다. 다만, 시장 리스크·운영 리스크 등의 商業的 리스크에 대해서는 준공후 가동 단계에서만 이를 부담하고 있다.

22) Banque Paribas, *Project Financing Seminar at KDB*, March 12, 1997; DC Gardner, "Introduction and Glossary", *Project Finance* (Workbook One), Euromoney Publications PLC., 1996, pp.4-5.

23) DSCR의 목표치는 경기변동에 따른 市場 리스크를 고려하여 업종별로 조금씩 다르다. 예컨대, 인프라 시설은 1.2~1.3, 발전소는 1.2~1.4, 전기통신은 1.4~1.6, 자원개발은 1.5~1.6이 되어야 프로젝트 파이낸스 지원이 가능하다고 한다. Gardner, "Project Feasibility and Credit Factors", *Project Finance* (Workbook Three), 1996, p.14.

- 프로젝트 참가자간에 리스크의 분담이 적정하게 이루어질 것
- 금융기관이 인정하는 부채-자본 비율(debt/equity ratio; leverage)을 유지할 것.
- 세금 혜택이 있을 것
- 회계상의 이점을 얻을 수 있을 것
- 프로젝트 시설재의 공급자가 수출신용을 이용할 수 있을 것

이러한 요건을 완벽하게 갖출 수는 없다 하더라도 프로젝트 스트럭처링에 따라서는 일용 적용이 가능하다고 본다. 예컨대 철강공장을 프로젝트 파이낸스 방식으로 건설할 수도 있지만 매력적인 투자대상은 못된다. 왜냐하면 철강제품은 가격 및 수급사정이 경기변동을 많이 타 시장 리스크가 높게 마련이며 장기 판매계약에 의한 안정된 수입이 보장되지 않는 한 貸主의 입장에서는 借主와 스폰서에 대해 높은 수준의 출자 및 유동성(high equity-high liquidity)을 요구할 수밖에 없기 때문이다. 이와 같이 사업을 추진하는 스폰서로서 총 소요자금의 상당 부분을 자체자금으로 조달하고 완공 후에도 일정 기준 이상의 社內留保²⁴⁾가 의무화된다면 프로젝트 파이낸스를 이용하는 메리트는 크게 줄어들 것이다.

5. 프로젝트 리스크와 그 對策

가. 프로젝트 리스크

일반적으로 프로젝트 파이낸스의 대상사업은 상당한 현금수입이 예상되는 만큼 리스크도 크다. 여기서 프로젝트 리스크란 금융기관의 입장에서 상환채원이 되는 예상수입에 차질을 빚을 수 있는 공사완공의 지연, 생산시설의 성능 미달, 제품 판매의 부진, 금리·환율의 변동, 현지정부의 공용수용, 환경문제의 발생 등 모든 사태를 총칭²⁵⁾하는 것이다. 특히 프로젝트 채권을 발행하는 경우에는 프로젝트가 예정대로 준공되지 못하여 현금흐름에 차질이 생기고 추가 비용이 드는 공사완성 리스크(completion risk)가 가장 문제된다.

물론 프로젝트 금융을 공여하는 대주는 당해 사업성을 충분히 심사한 후 리스크를 극소화하고 채권을 회수할 수 있는 만반의 조치를 계약서 기타 서면으로 확실히 해두게 마련이다. 요컨대 사업계획의 타당성, 자금조달 기타 금융수단의 이용가능성을 검토한 후 프로젝트 관련 리스크를 파악하여 이를 프로젝트 참가자들

24) 원리금 상환채원용으로 일정한 현금수입을 확보하고 일시적인 資金不足에 대처하기 위해 積立金계정(reserve account)을 두는 것이 필수적이다. 그밖에 스폰서에게 지급된 배당금 및 後順位대출 원리금을 반환 받아(recapture) 이에 충당하거나, 스폰서에 대하여 追加신용한도(stand-by credit facility)를 설정해 하고 추가출자를 요구하기도 한다.

25) 프로젝트 리스크란 “損失의 가능성성이 존재하는 상태”(Tinsley, “Risk Analysis and Allocation”, *Project Finance* (Workbook Two), Euromoney Publications, p.2) 또는 “프로젝트의 失敗를 초래하는 원인”(Nevitt/Fabozzi, *Project Financing*, Euromoney Publications, p.4)이라고 말할 수 있다.

에게 분산시키는 것이다. 리스크의 최종부담자를 정할 때에는 리스크를 컨트롤할 수 있고 리스크를 부담할 수 있는 자, 당해 프로젝트에서 가장 많은 이익을 얻는 자로 하여금 떠맡게 하는 것이 합리적이다.

나. 프로젝트 리스크의 부담자

구체적으로 각종 프로젝트에 있어서의 최종 리스크 부담자를 알아보자.

유료 고속도로를 건설하는 경우에는 공사가 예정일에 준공되지 못하거나 공사비가 예상보다 초과지출²⁶⁾될 수 있으며[工事完成 리스크] 통행료가 비싸 교통량이 기대치에 미달하고[市場 리스크] 현지정부가 주민들의 반발을 의식, 통행료 조정에 소극적²⁷⁾[政治的 리스크]일 가능성이 많다.

발전소 건설에 있어서는 현지 전력회사에 장기 베이스로 전력판매 계약을 체결 [생산물구매자 리스크]하는 것이 프로젝트 성패의 관건이 되며, 가스 화력발전소의 경우 검증된 기술을 채택[기술적 리스크]하는 것이 중요하다. 그러나 건설회사, 현지 전력회사, 발전소 운영회사 등 프로젝트 참가자들로부터 확실한 보증 내지 보장을 받을 수 있다면 금융기관으로서는 가장 理想的인 프로젝트 파이낸스를 시행 할 수 있다. 만일 프로젝트 참가자들과의 계약관계가 확실하고 시장 리스크가 문제되지 않는다면 長期로 금융지원을 할 수 있고 부채비율이 다소 높아도 무방할 것이다.

그리고 전력산업은 公益사업으로서 政府의 규제가 심한 편이므로[정치적 리스크] 民營化에 대비한 법적 장치를 강구할 필요가 있으며, 현지 송전설비를 이용하는 것에 대해서도 미리 양허를 받아 놓아야 한다. 또한 수력발전소의 경우에는 수질 보전, 멸종위기의 동식물 보호, 수물지역 집단이주민을 위한 대책 등이, 화력발전소의 경우에는 대기 및 수질오염, 원자력발전소의 경우에는 방사성물질의 오염[環境 리스크]이 문제된다. 이러한 환경 문제는 사업시행 전에 현지정부와 주민대표는 물론 민간 환경보호단체(NGOs)와도 심도있게 의견을 교환하는 것이 절대 필요하다.

정유공장·석유화학공장은 생산제품을 안정적으로 판매할 수 있어야 하므로 장

26) 1987년 프로젝트 파이낸스 방식으로 건설된 유로터널(Channel Tunnel)은 工期가 7년 연장되면서 사업비가 97억 파운드로 두 배 가까이 늘어나 1995년 9월부터는 이자지급을 중단하는 등 사실상 破産상태에 빠지고 말았다. 유로터널측은 이자부담을 줄이기 위해 출자자와 채권은행단의 동의를 받아 부채중 일부(10억파운드)는 출자전환하는 동시에 나머지 80억 파운드는 절반으로 감액하고 이자율도 낮춰주는 리스트럭처링을 실시하기로 했다. *Project Finance International*, "Eurotunnel restructures its debt". No.106, October 9, 1996, pp.30-31.

27) 방콕 순환고속도로 건설에 참여한 日本의 구마가이구미(熊谷組) 건설회사는 사업시행자인 방콕 고속도로 주식회사(Bangkok Expressway Co.)에 65%의 지분을 갖고 있었지만 泰國정부가 주민의 반대 등 이유를 들어 이미 합의한 바 있는 준공후 통행료 인상안을 거부함에 따라 큰 손해를 무릅쓰고 지분을 처분하지 않을 수 없었다.

기 구매계약을 체결하거나 스폰서로 하여금 판매를 보장하게 한다. 제품 가격의 등락[미스매치-마진 리스크]이 예상되므로 원재료 구입 및 판매를 고려하여 일정한 공식에 의하여 가격을 책정하거나 스폰서로 하여금 높은 비율의 현금출자 및 증자를 의무화할 필요가 있다.

프로젝트 리스크 및 對應策

	내 용	리스크 축소방안	리스크 부담자
工事完成 리스크	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 完工의 지연 ◦ 工事費 초과 	<ul style="list-style-type: none"> - 시공회사의 損害賠償 - 保險 가입 - 不可抗力 免責규정 - 固定가격, 턴키 베이스의 공사계약 - 豫備費의 책정 	<ul style="list-style-type: none"> - 시공회사 - 보험회사 - 貸主 - 프로젝트 회사, 시공회사 - 貸主
運營 리스크	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 生產能力의 미달 ◦ 관리 · 운영의 미숙 ◦ 施設의 결함 ◦ 不可抗力 	<ul style="list-style-type: none"> - 손해배상의 예정 - 생산물 판매계약의 수정 - 檢證되지 않은 新技術 사용의 불허 - 관리회사의 보증서 정구 - 부품 · 장비 공급자의 보증서 (warranty) 정구 - 保險 가입 	<ul style="list-style-type: none"> - 시공회사 - 생산물구매업자 - 관리회사 - 보증인, 보험회사 - 시공회사, 공급자 - 보험회사
市場 리스크	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 생산물 판매의 부진 ◦ 金利, 換率의 변동 	<ul style="list-style-type: none"> - 長期판매계약의 체결 - 生產物 구매업자의 購買覺書 - 칠저한 시장조사, 진부화될 생산물 · 생산기법 배제 - 적절한 리스크 혜징 	<ul style="list-style-type: none"> - 貸主 - 프로젝트 회사, 貸主
政治的 리스크	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 현지정부의 간섭, 收用 ◦ 環境문제의 대두 	<ul style="list-style-type: none"> - 프로젝트의 수행을 보장하는 法規의 제정 - 保險 가입 - 현지 환경법규의 준수 - 保險 가입 	<ul style="list-style-type: none"> - 貸主 - 보험회사 - 프로젝트 회사, 貸主, 보험회사

자료 : 박훤일, 『國際去來法』, 288면.

다. 프로젝트 관련 契約의 체결

프로젝트 금융에 있어서 계약서는 계약의 증거(evidence) 이상의 의미를 갖는다. 왜냐하면 계약서가 프로젝트의 범위와 관련 당사자의 권리 · 의무관계를 규정하는데 그치지 않고 非遡求金融인 프로젝트 금융의 채권보전 및 회수 방안을 모두 담고 있기 때문이다. 프로젝트 금융로 자금을 빌려주는 貸主의 입장에서 특별히 유의해야 할 사항은 다음과 같다.

- 차주, 스폰서 기타 관련 당사자들로부터 誓約 또는 보증 · 보장을 받을 것
- 담보목록을 작성하고 담보권의 설정 · 실행요건을 챙길 것
- 준공후의 생산 · 판매 리스크, 정치적 리스크에 대한 대책을 강구할 것

이상의 문제를 法的으로 확실히 하기 위해서는 준거법에 입각하여 관련계약서를 면밀히 검토하여야 한다. 예컨대 각종 거래조건이 계약서에 제대로 반영되어 있는지, 리스크 · 책임의 분산이 당사자간에 합의한 바대로 적절한지, 제3자가 프로젝트 계약을 종료시킬 수 있는지, 그리고 不可抗力 사유 및 비밀유지(confidentiality) 의무, 라이선스의 취소 가능성 등은 없는지 따져보아야 한다.

프로젝트 금융에 수반되는 계약서는 다음과 같이 다양하다.

- 대출계약서(loan/facility agreement)
- 금융자문계약서(retaining agreement)
- 컨세션/프랜차이즈 계약서(concession/franchise agreement)
- 현지 정부의 라이선스, 확약서(government licenses/assurances)
- 스폰서의 주주간/合作 약정서(shareholders'/joint venture agreement)
- 프로젝트 회사의 설립 · 운영에 관한 정관 등의 문서(project company documents)
- 공사 계약서(construction contracts)
- 新기술 라이선스 계약서(technology/operating licenses)
- 자재공급 계약서(supply/utility contracts)
- 프로젝트 생산물판매 계약서(sales/offtake/throughput contracts)
- 프로젝트 관리 · 운영/기술자문 계약서(project management/consultancy contracts)
- 토지소유권 관련 서류(land title documents)
- 담보권설정 계약서(security agreements)
- 보험 약정서(project insurances)
- 제3자의 공사완성 보증(bonds and guarantees)
- 추가출자 약정(investment guarantee)
- 貸主間 합의서(inter-creditor agreement)

라. 프로젝트 파이낸스와 擔保의 취득

프로젝트 파이낸스는 기본적으로 프로젝트의 사업성을 보고 자금을 공여하는 것이지만 貸主의 입장에서는 프로젝트와 관련된 자산을 모두 담보로 취득할 필요가 있다. 프로젝트 관련 자산에 대하여 개별적으로 담보권을 실행하기 용이하지 않고 특히 담보물건이 公共財(예: 도로, 터널)인 경우에는 환가성이 없어 競賣 자체가 불가능하다. 그럼에도 대주가 프로젝트 관련 자산을 담보로 취득하는 것은 원리금을 회수할 수 없는 경우 스폰서의 프로젝트에 관한 권리를 상실시키고 貸主가 그 대신 프로젝트를 컨트롤할 수 있는 권리를 취득하기 위한 것이다.

프로젝트의 성격상 채무불이행이 있다고 해서 곧바로 담보를 换價처분하는 경

우란 흔치 않다. 대주는 먼저 스폰서, 현지 정부와 프로젝트의 재건에 관하여 협상을 하는 것이 보통이다. 미리 충분한 담보를 취득함으로써 貸주는 다른 관계자에게 담보처분을 명분으로 再建방법에 관한 협상에서 교섭력을 강화할 수 있다.

대주는 다음과 같은 방법으로 프로젝트에 수반되는 資產 및 權利 일체를 담보로 취득하도록 한다.

① 抵當權 또는 質權의 취득 : 現地法上 인정되는 모든 擔保權을 취득한다. 프로젝트 소재국이 英美法系 담보제도를 채택하고 있다면 토지 · 건물 · 기계장치 등 주요 재산에 대하여 抵當權(mortgage)을 설정케 하고, 기타 재산에는 보완적으로 浮動담보를 설정하도록 한다. 제3자에 대한 對抗요건인 등기 · 등록을 필해야 함은 물론이다. 外國人 토지소유를 제한 · 금지하고 있는 나라에서는 저당권 설정에 신중을 기해야 한다.

② 契約의 양도 : 판매, 원료 공급, 시설의 관리 · 운영, 技術제공, 수송 등 프로젝트와 관련된 契約上의 권리를 양도받는다. 계약상대방의 승낙을 요하는지에 대하여 미리 조사할 필요가 있다. 債權양도의 승낙을 얻기가 어려우면 계약 전체의 신뢰성, 프로젝트 자체의 리스크 등을 종합적으로 고려하여 차주 권리의 일부만 양도받거나 변제금액의 범위내에서 이를 증권으로 갈음하는 등 대책을 마련한다.

③ 事業權 · 發行株式의 양도 : 스폰서가 보유하는 사업권 · 발행주식을 담보로 취득하는 것은 당연하다. 만일 프로젝트 담보의 취득, 프로젝트 관련 계약의 양수만으로 충분하다고 판단하여 발행주식을 담보로 취득하지 않는 경우에는 프로젝트에 대한 인 · 허가가 차주 명의로 되어 있는 사정 등을 감안할 때 명의이전이나 株式的 양도를 둘러싸고 다툼이 생기기 쉽다는 점을 유의해야 한다.

④ 附 保 : 프로젝트 건설 · 완성 · 가동중에 발생할 수 있는 事故危險을 커버하기 위해 가입 가능한 손해보험 계약을 체결한다. 보험금의 사용방법에 대하여는 대주인 담보권자가 선택권을 갖는 것이 일반적이다. 개도국에서는 自國 보험회사와 보험계약을 체결하도록 요구하는 예가 많은데, 對外지급정지 등의 사태에 대비하여 보험금이 域外 에스크로 계정(escrow account)에 입금되도록 한다.

⑤ 決濟委託計定의 설치 : 貸주는 프로젝트의 收入이 올바로 프로젝트 운영에 사용되는지 감시하고 만일의 경우 제3자가 이를 압류하거나 상계하는 것을 방지하기 위해 결제워탁(escrow) 계정을 설치한다. 생산물 구매자가 이 계정에 대금을 납입하면 대주가 지정하는 은행이 受託者(trustee)로서 일정한 조건에 따라 계정을 관리하는 것이다. 대주가 지정한 은행은 그 대리인으로서 이를 수탁 · 관리하면서 차입금의 변제기간이 도래하였을 때 대주에 대한 원리금 상환에 충당하고 나머지는 판매자에게 지급한다.

미국의 경우 에스크로 계정에 예탁된 자금은 信託基金으로서의 성격을 가지므로 수탁자인 은행은 예탁금 위에 커먼로이의 소유권(legal title)을 취득하며 예탁자(借主)의 다른 채권자는 그 예치금을 압류할 수 없다. 또한 수탁자는 수익자(貸主)에 대한 채권이 있더라도 에스크로 계정의 예치금에 대하여 상계할 수 없다.

제5절 資產流動化²⁸⁾

1. 資產流動화의 의의

오늘날 어느 나라에서나 금융기관·기업들이 자금조달 기타 목적을 위하여 자산유동화(asset-backed securitization; ABS)에 관심을 갖고 이를 널리 활용하고 있다. 이는 전세계적인 추세로 ‘금융의 증권화’(securitization)을 보여주는 것이며 우리 나라에서도 자산유동화에 관한 법률 시행 1년여 만에 5조원이 넘는 발행실적을 올린 것만 보아도 잘 알 수 있다.

자산유동화란 대출채권, 매출채권 기타 자산을 有價證券(유통가능성은 불문하며 이하 “유동화증권”이라 함)의 형태로 전환하는 일련의 행위²⁹⁾를 말한다. 미국 증권거래위원회(SEC)가 내린 유동화증권의 정의를 보면, “매출채권, 또는 고정적으로나 회전방식으로 일정 기간 내에 현금으로 전환되는 금융자산 그리고 증권소지인에 대한 상환 또는 적시배당을 보장하는 모든 권리 또는 기타 자산의 별도 집합에서 나오는 현금흐름에 의하여 일차적으로 상환되는 증권”³⁰⁾이라고 한다. 그러므로 자산유동화를 하려면 ▷자산보유자의 선별된 금융자산의 집합을 대상으로 ▷충분한 현금흐름(cash flow)을 확보한 다음 ▷원리금의 상환과 適時배당을 보장하는 증권을 발행하되 ▷일정 기준 이상의 신용등급을 받고 ▷자산보유자가 과산 하더라도 원리금 지급에 어떠한 영향도 주지 않아야 한다.³¹⁾

이것을 유동화 대상자산의 관점에서 보면 더욱 의미가 분명해진다. 즉, ▷유동화자산의 선별기준이 있을 것 ▷증권원리금의 상환에 있어 자산보유자의 신용보다

28) 자산유동화 실무연구회, 『금융혁명-ABS』, 19~41면 참조.

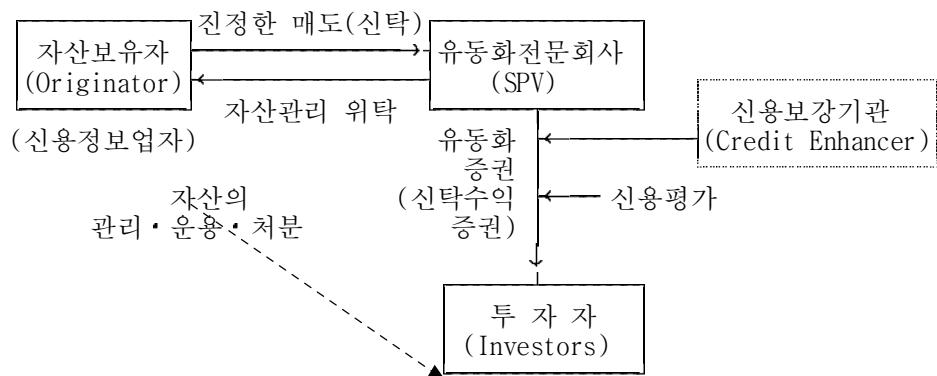
29) ABN AMRO International Securitisation Group, *International Securitisation*, May 1998, p.3; 1998년 9월 16일 공포된 「자산유동화에 관한 법률」(이하 “자산유동화법”이라 함) 제2조제1호에서는 자산유동화를 “유동화전문회사가 자산보유자로부터 유동화자산을 양도받아 이를 기초로 유동화증권을 발행하고, 당해 유동화자산의 관리·운용·처분에 의한 수익으로 유동화증권의 원리금 또는 배당금을 지급하는 일련의 행위”라고 정의하고 있다. 이 법은 금융기관과 일반기업의 자금조달을 원활하게 하여 재무구조의 건전성을 높이고 자산유동화에 관한 제도를 확립하며 자산유동화에 의하여 발행되는 유동화증권에 투자한 투자자를 보호하는 것(1조)을 목적으로 하는 바, 이 법에 의한 민법·상법상의 특례를 인정받고자 하는 자는 이 법에 따라 금융감독위원회에 유동화계획을 등록하여야 한다. 이것은 선택적(optional)인 것이고 강제적인 것은 아니므로 처음부터 海外에 설립한 SPV를 통하여 유동화증권을 발행하는 것도 가능하다.

30) Asset-backed securities means the "securities that are primarily serviced by the cashflows of a discrete pool of receivables or other financial assets, either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite time period plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely distribution of proceeds to the security holders."

31) Kenneth P. Morrison, *The Securitization Phenomenon, Securitization - An International Guide*, p.4; A special supplement to the International Financial Law Review, Euromoney Publication PLC., August 1993.

도 유동화자산의 현금흐름에 의존할 것 ▷ 유동화자산은 자산보유자로부터 SPV에로 소유권을 이전할 것 ▷ 자산보유자의 신용불안 사유의 영향을 받지 않도록 절연시킬 것 ▷ 유동화자산 위에 증권투자자를 위한 담보를 설정할 것 ▷ 유동화자산은 미리 정한 바에 따라 관리할 것 등의 요건을 갖추어야 한다. 그밖에 ▷信用補強(credit enhancement)을 통하여 원리금 지급이 확실해야 하며 ▷ 유동성 확보를 위한 보완적인 자금조달 방안이 마련되고 ▷ 경우에 따라서는 유동화자산의 보충도 가능해야 하며 ▷ 되도록 공인된 기관의 신용등급(credit rating)을 받는 것이 바람직하다.³²⁾

資產流動化의 메커니즘



나. 자산유동화의 長 · 短點

(1) 유리한 점

이와 같이 절차가 복잡함에도 자산유동화가 널리 활용되는 것은 각 참가주체별로 다음과 같은 메리트가 있기 때문이다.

① 자금조달 코스트의 절감

자금을 조달하고자 하는 자산보유자의 입장에서는 유동화증권의 신용등급을 자산보유자 자신의 신용등급을 높일 수 있으므로 그만큼 조달 코스트(funding cost)를 낮출 수 있고, 자산유동화를 통하여 보유자산의 포트폴리오를 다양화하거나 그 위험을 채무자의 계층별·지역별로 분산시킬 수 있다.

SPV는 양도받은 자산을 담보로 유가증권을 발행하기 때문에 증권의 신용도는 대상자산의 원리금 회수 가능성만 따지는 것이지 자산보유자 자신의 **신용風險**(credit risk)은 문제삼지 않는다. 따라서 유동화증권은 적절한 구조를 갖추면 자산보유자의 신용등급보다 훨씬 좋은 레이팅을 받을 수 있으므로 조달금리가 크게 낮아진다. 또한 뒤에서 설명하는 바와 같이 자산보유자의 자체 신용만 가지고는

32) John Henderson (ed.), *Asset Securitization: Current Techniques and Emerging Market Applications*, Euromoney Publications, 1997, pp.1~2.

접근할 수 없었던 자본시장에서의 기채도 가능해진다.³³⁾

이에 따라 유동화증권은 미국 뿐만 아니라 영국, 캐나다, 프랑스 등 선진국에서 자본시장의 인기 상품으로 자리를 잡았고, 개도국에서도 국가 신인도를 뛰어넘는 좋은 조건으로 외자를 조달할 수 있는 수단으로 주목을 받고 있다. 비록 자신이 직접 채권을 발행한다면 投資適格³⁴⁾ 대상이 못되더라도 신용도가 높은 해외거래처에 대한 외상매출채권을 유동화하면 ‘AAA’ 등급의 높은 신용등급을 받아 용이하게 자금을 조달할 수 있기 때문이다.

② 상환청구권 없는 금융(non-recourse financing)

유동화증권의 원리금 상환은 SPV에 양도된 자산에서 나오는 현금흐름을 일차재원으로 하므로 그 현금흐름이 증권원리금 상환액에 미치지 못하더라도 자산보유자로서는 원칙적으로 투자자로부터 직접 상환청구를 당하지 않아도 된다.

③ BIS 비율 개선

자산유동화는 자산을 양도하는 방식으로 자금을 조달하는 것이므로 자산보유자로서는 대차대조표상 부채로 기록할 필요가 없으며, 특히 금융기관은 자산 매각분을 대차대조표의 자산에서 공제(derecognition)할 수 있으므로 재무구조를 개선하고 국제결제은행(BIS)의 자기자본비율을 제고하는 효과를 볼 수 있다.

④ 계약서의 간소화

법적인 측면에서도 증권투자자들이 일일이 감시·점검하기 어려운 결과 자산보유자가 직접 은행차입을 하는 경우에 비해 진술·보장(representations and warranties) 및 서약(covenants)의 내용이 훨씬 간결하다는 이점이 있다.³⁵⁾

⑤ 신규재원의 발굴

자산유동화 기법을 이용하면 지금까지 자금조달이 어려웠던 사회기관(예: 범죄예방·마약퇴치·모자보건을 위한 사회단체 등)이 많지는 않아도 고정적인 수입만 있으면 이를 토대로 신규재원을 조성할 수 있다.³⁶⁾

⑥ 투자자층의 확대

투자자의 입장에서는 신용도가 높고 상대적으로 수익률도 좋은 다양한 상품에 투자할 수 기회를 제공하고 있다. 자산유동화 상품은 일반적으로 신용도가 높으면서도 수익률이 좋은 편이므로 이에 전문적으로 투자하는 기관투자가들이 많다. 따라서 이들의 투자를 유도함으로써 기업의 재원조달을 다양화하고, 특히 국제적인 지명도가 낮은 기업의 경우 증권화를 통하여 이러한 투자자들에게 발행회사의 인지도를 높일 수 있다.

33) ABN AMRO, Op.cit., p.4.

34) 일반적으로 투자적격으로 인정되는 신용등급(investment grade)은 S&P's는 ‘BBB-’, Moody's는 ‘Baa3’ 이상이어야 한다.

35) Graham Vinter, *Project Finance - A Legal Guide*, 2nd Ed., Sweet & Maxwell, 1998., p.273.

36) American Bar Association, *Structured Financing Techniques*, 1995, p.6 Note 4.

(2) 불리한 점

이와 같이 자산유동화는 메리트가 많지만 언제든지 이를 실현할 수 있다거나 유리한 것만은 아니며 다음과 같은 문제점을 내포하고 있다.

① 유동화조건의 복잡성

자산을 유동화하려면 대상자산이 同質的(homogeneous)이어야 하며, 자산관리의 노하우가 충분하지 않을 때에는 신용보강을 위한 추가 비용부담이 불가피하다. 유동화의 규모가 크지 않다면 상대적으로 금융비용이 과다하게 소요되는 결과가 된다.

② 법적 리스크 부담

자산보유자가 SPV에 자산을 양도하는 것이 담보의 제공으로 비칠 때에는 자산보유자의 기존 채권자들로부터 담보를 제공하지 않겠다는 서약(negative pledge) 위반이라는 항의를 받을 수 있다. 더욱이 자산보유자의 無擔保채권자들로서는 양질의 자산이 유동화의 목적으로 SPV에게 양도되는 결과 자산보유자가 그에 상응하는 유동성을 획득한다 해도 채권의 담보가 되는 일반 재산이 줄어든다는 이유로 자산유동화의 비효율성과 분배의 불평등을 문제삼을 수 있다.³⁷⁾

다. 프로젝트 파이낸스의 경우

아무리 ABS의 이점이 많다고 하더라도 프로젝트에서 나오는 현금흐름이 안정적이지 않은 경우에는 이를 적용할 수 없다. 우선 유동화할 수 있는 자산은 현재 현금흐름이 발생하는 것뿐만 아니라 장차 발생할 것이 확실히 되는 것까지도 대상이 될 수 있다. 일반적인 자산유동화를 위해서는 최소한 다음의 기준을 충족하여야 한다.

- 매매가 가능하고 자산보유자의 파산시 파산재단에서 분리될 수 있을 것.
- 자산의 회수 및 지급이 자산보유자로부터 분리될 수 있을 것.
- 유동화자산에 대한 채무자의 신용도가 우수할 것.³⁸⁾
- 자산의 기존 회수실적/현금흐름에 관하여 최근 자료가 있을 것.

신용평가기관의 입장에서는 대상자산에 대한 실사를 통하여 기존 채권의 회수 가능성, 현금흐름을 분석하고 이를 토대로 신용도를 평가하게 된다. 현금흐름이 다

37) Lois R. Lupica, "Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective," 76 Texas Law Review 596, 659(1998).

38) 동남아·중남미 등지의 新興市場(emerging markets)에서는 국가신인도가 낮아 개별 차입자의 신용도가 떨어지지만 선진국 유수의 채무자에 대한 매출채권 등의 예상수입을 담보로 유동화증권을 발행하는 사례가 많다. 우리나라의 경우에도 1997년 말 외환위기가 닥친 이래 정상적인 외자조달의 길은 거의 막혔지만 선진국 상대의 매출채권을 담보로 한 ABS를 통해 비교적 낮은 코스트로 외자를 들여오고 있다. 실제로 1998년 여름 현대자동차 미국 현지법인은 현지의 자동차할부금융회사인 HMFC의 자동차 할부채권을 담보로 AAA 등급의 증권을 발행해 이를 매각하는 방식으로 Libor+1%에 3억 달러를 조달하는 데 성공했다. 이러한 경우에 장래의 기대수입을 담보로 하는 것은 그 현금흐름이 어느 정도 예측가능하고 硬貨표시 채권으로서 그에 대한 채무자는 차입자와는 다른 나라, 주로 선진국에 소재하여야 한다.

소 불확실하더라도 원리금상환을 담보할 자산가치가 충분히 안정적이고 자산의 처분에 많은 시간과 비용이 들지 않는다면 ABS에 적합한 것으로 보고 있다. 이러한 견지에서 유료 고속도로의 통행료 수입, 발전소 건설에 따른 전력판매 수입, 석유화학단지 건설후의 석유화학제품 매출 수입 등이 유동화에 적합한 것으로 알려져 있다.³⁹⁾

1987년 멕시코 국영전화회사(Telefonos de Mexico SA)가 미국의 장거리 전화 회사에 대한 국제전화 정산료 채권을 담보로 유동화증권을 발행하는 데 처음 성공⁴⁰⁾한 이래 브라질, 아르헨티나 등 중남미 각국에서 ABS가 성행하고 있다. 그러므로 국제적으로 중요도가 높은 전략상품, 예컨대 석유, 가스, 銅, 알루미늄, 철강, 펠프, 귀금속, 대두, 소맥 등의 수출 외상대금이 ABS 대상이 되고 있으며, 심지어 이집트, 터키, 모로코 등지에서는 관광 수입이나 해외파견 근로자가 국내 송금해오는 임금채권을 담보로 유동화증권을 발행하고 있다.

라. 자산유동화의 메커니즘과 참가자

앞의 그림에서 보는 것처럼 자산유동화에 있어서는 통상 자산보유자가 자산유동화를 위한 SPV를 설립하고 SPV에 유동화자산을 양도하면 이를 담보로 하여, 필요하다면 신용보강을 받아 증권을 발행하고 자산관리자가 채권을 추심하여 증권의 원리금을 상환하는 메커니즘을 취한다. 이러한 ABS의 메커니즘을 이해하는데 필요한 범위내에서 ABS의 구조와 관련당사자를 간략히 살펴보면 다음과 같다.

(1) 자산보유자(originator)

ABS는 우선 현금흐름이 비교적 확실한 자산의 집합(pool)을 소유한 차입자가 당해 자산의 신용만 가지고 자금을 조달하는 것이다. 물론 발행증권의 신용등급, 표면금리, 차입자의 신용상태, 시장여건에 따라 달라지지만, 은행차입이나 증권시장에서의 주식발행에 비해 코스트가 적게 듈다.

(2) 특수목적기구(SPV)

SPV란 유동화증권의 발행을 목적으로 특별히 설립되는 회사로서 우리나라 차

39) ABN AMRO, Op.cit., p.25; LG는 1998년 카타르 국영석유회사에 정유설비를 지어주고 그 대금으로 받는 유화제품 판매권을 장기구매자인 일본의 三井物産에 넘기기로 했다. 한편 미쓰이 물산은 영국의 바클레이스 은행을 주간사로 하는 차관단과 계약을 체결, 준공후 7년에 걸쳐 원리금을 상환하는 조건으로 LG에 대금을 미리 공여하게 된다. 결국 LG는 정유공장 건설자금을 장래의 예상수입을 담보로 조달하고, 貸主은행들은 카타르 국영석유회사와 미쓰이 물산의 신용을 담보로 프로젝트 주체인 LG에 돈을 대주는 셈이다. 한국경제 98.7.31자.

40) 유동화증권은 발행절차가 복잡하므로 일반 사채를 발행하기가 용이하면 상대적으로 위축되며 마련이다. 멕시코의 경우 1994년까지만 해도 유동화증권의 발행 실적이 미미하였으나, 1994년말 폐소貨 위기가 발생하자 장래의 석유수출대금 채권 등을 담보로 한 유동화증권만이 거의 유일한 외자도입 수단이 되었다. ABN AMRO, Op.cit., p.22.

산유동화법에서는 이를 유한회사로 한정(동법 17조)하고 있지만 외국에서는 회사 형태 외에도 신탁이나 조합의 형태를 취하기도 한다. SPV는 節稅 목적상 통상 조세피난처(tax haven)에 페이퍼 컴퍼니의 형태로 설립되는 예가 많다. 자산보유자로부터 자산을 양도받는 별개의 법적 주체로서 자산보유자가 과산하더라도 그 영향을 받지 않으며 자산의 현금흐름을 담보로 하여 채권이나 CP, 신탁수익증권 등을 公募 또는 私募로 발행한다. 증권발행 대전은 자산보유자에게 자산을 양수한 대금으로 지급한다.

(3) 신용보강기관(credit enhancer)

신용보강기관이란 증권이 원활하게 소화될 수 있도록 SPV의 신용을 보강해주는 은행·보험회사·금융보증회사 등의 제3자를 말한다. SPV에의 현금흐름이 중단되거나 내부유보가 고갈되어 SPV에 의한 원리금 상환이 곤란하게 되었을 때 증권소지인에게 원리금 상환을 보장하는 역할을 한다. 결국 당해 증권은 신용보강 기관의 信用等級으로 발행되어 투자자들에게 판매된다고 볼 수 있다.

(4) 자산관리자(servicer)

SPV는 직원을 둘 수 없는 페이퍼 컴퍼니의 형태로 설립되므로 양도받은 자산을 관리해주는 자산관리자를 따로 두어야 한다. 예를 들어 주택저당채권의 경우 SPV가 각지에 흩어져 있는 담보물건을 직접 관리하고 임대료를 징수하기란 사실상 불가능하다. 이 경우 자산 관리 및 원리금 회수를 대행하는 자를 서비스라고 하는데, 자산보유자가 이를 겸임하는 경우가 많다.

(5) 신용평가기관(credit rating agency)

유동화증권을 공모 또는 사모로 매각하기 위해서는 투자자들이 안심하고 투자 할 수 있는 정보자료를 제공하여야 한다. S&P's, Moody's와 같은 신용평가기관은 유동화 대상자산의 현금흐름 또는 청산가치를 파악하여 투자자들에게 판단자료로서 제공하고 있다. S&P's의 경우 유동화증권에 대한 신용평가 작업이 업무의 태반을 차지할 정도로 최근 들어 ABS가 활기를 띠고 있다.

3. 信用補強 대책

프로젝트 리스크를 부담할 당사자를 찾았다 하더라도 당해 프로젝트 수입금을 기초로 유동화증권을 발행하였을 때 투자자들이 안심할 정도의 신용 리스크가 확보되는 것은 아니다. 적어도 신용평가기관에 의하여 투자등급 이상의 신용평가를 받지 않으면 안된다.⁴¹⁾

41) Vinter, Op.cit., p.275.

그러므로 ABS에 있어서 리스크의 효과적인 분담이 어렵다면 신용보강 기법을 통하여 증권투자자의 위험을 최소화할 수 있는 구조를 만들어야 한다. 요컨대 신용보강은 ABS 거래구조상 일어날 수 있는 제반 위험을 적절히 분산하여 ABS를 성공시킴과 동시에 향후 발생할 수 있는 손실로부터 투자를 보호하는 기법이다.

따라서 개별 ABS 구조와 신용보강은 불가분의 관계에 있으며, 내부적 신용보강(internal credit enhancement)과 외부적 신용보강(external credit enhancement)의 두 가지 기법이 구체적인 프로젝트별로 이용될 수 있다.

가. 내부적 신용보강

대부분의 자산유동화는 내부적 신용보강을 필요로 한다. 제3자의 보증이 있다 하더라도 내부적 신용보강 기법이 함께 사용되는 경우가 많다. 이는 제3자의 보증이 지니고 있는 단점, 즉 보증인의 신용이 떨어질 경우 해당 유동화증권의 신용이 동반 하락하는 것을 보완하여 궁극적으로 투자자의 위험을 최소화하기 위한 것이다⁴²⁾. 프로젝트 파이낸스에 쓰일 수 있는 내부적 신용보강의 기법에는 초과담보, 현금담보, 유보금 등이 있다.

(1) 초과담보(over-collateralization)

초과담보란 SPV가 양도받은 자산의 가치가 자산유동화를 통한 예상조달액을 상회하도록 하는 기법이다. 대상자산에서 나오는 현금의 유입(cash inflow)이 예상 원리금지급액(cash outflow)을 초과할 경우 그 초과분(excess cash flow)을 SPV(발행자)에 적립하여 손실이 발생하였을 때 사용토록 하는 것이다.

예컨대 100 가치의 자산을 SPV에 양도하고 그 대가로 80의 현금을 수취하며, 나머지 20은 SPV의 유동화증권에 담보로 제공하는 것이다. 이때 초과담보에서 발생하는 초과이익의 회계처리는 移延수익(deferred revenue)으로 인식한다. 초과금을 賣出할인으로 인식하면 자산보유자의 장부상 이익을 크게 감소시키는 결과를 초래하기 때문이다.

이 기법은 일반적으로 후술하는 모노라인 보험(monoline insurance)과 함께 사용된다. 일단 해당 자산의 초과담보 제공으로 최소한 투자적격 등급을 획득하여 모노라인 보증의 대상이 되도록 하고, 2차적으로 모노라인 보증으로 더 높은 신용 등급의 유동화증권을 발행하는 것이다.

(2) 현금담보(cash collateralization)

이것은 유동화증권을 발행할 때 신용도 높은 은행에 支給委託계정(escrow account)을 설치하고 일정 금액 이상의 현금을 예치, 담보로 설정해 함으로써 투자자의 손실을 줄이는 기법이다.

42) Anand K. Bhattacharya and Frank J. Fabozzi (ed.), *Asset-Backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p.280.

프로젝트에서 발생하는 현금수입은 위에서 설명한 바와 같이 社內보다는 외부의 금융기관에 예치하는 예가 많다. 프로젝트의 현금수입이 원리금 상환을 위한 주요 채원이자 신용의 원천이 되는 만큼 貸主와 증권투자자들은 다음과 같이 복잡한 瀑布(cascade)형 구조로 여러 단계의 계정을 만들어 놓고 그 인출을 엄격히 통제하는 것이다. 海外 프로젝트인 경우에는 外換規制가 없는 제3국 은행에 域外 지급위탁 계정(offshore escrow account)을 두기도 한다.

① 收入金계정(proceeds account)

프로젝트 수입금은 일단 이 계정에 입금시킨다. 예컨대 有料도로 프로젝트의 경우 톨게이트 부근의 貸主은행 점포에 매일 통행료 수입금을 입금시키고 그 다음 날 운영계정으로 이체한다.

② 運營계정(operation or disbursement account)

프로젝트 수입금은 물론 출자금, 대출금 등 모든 현금수입을 입금시키고, 공사비·운영비·원리금 등을 지출⁴³⁾하는 계정이다. 원칙적으로 1일 支出예상액만 보유하고 초과액은 留保계정으로 이체(부족시에는 반대로 유보 계정에서 이체)한다.

현금수입중에서 프로젝트 시설에 대한 보험금, 보상금 등 다툼의 소지가 있는 것은 별도의 報償계정(compensation account)으로 관리한다. 보험금을 둘러싸고 貸주는 원금상환을 종용하는 반면 借주는 프로젝트 시설을 대치해야 한다고 주장할 터이므로 그 인출에 관하여 양측의 합의가 있어야 할 것이다.

③ 留保계정(debt service reserve account)

비용지출 특히 원리금 상환의 완충 역할을 하는 계정으로 DSCR 유지의무금을 포함한 다음 1개월분 支出예상액을 예치한다. 프로젝트의 가동 중단 등 부득이한 사유로 잔고부족이 생기면 積立계정에서 이체 받는다.

발전소와 같이 정기적으로 거액의 수선유지비가 소요되는 경우에는 매년 일정액을 적립하여 이에 대비해야 하므로 별도 계정(maintenance reserve account)을 설치하는 것이 좋다. 원리금 상환채원이 부족할 경우에는 수선유지비 적립금을 전용하여 원리금을 지급할 수 있는지 문제된다. 지출의 우선순위는 지출의 내용 못지 않게 지출시기(timing)에 의해서도 좌우된다. 貸주로서는 프로젝트 수입금으로써 인출금액을 우선적으로 보충하기로 하고 이를 상환채원으로 전용하는 협상을 벌일 수 있을 것이다.

④ 積立계정(cushion account)

여유자금은 利子가 붙는 예금 형태로 예치⁴⁴⁾하되 일정 수준에 미달하면 스폰서

43) 운영계정에서 자금을 지출하는 우선순위(priority)는 다음과 같다. ① 法令에 의한 조세 공과금 ② 공사비 등의 사업비 ③ 인건비·경비 등 日常운영비 ④ 貸主가 事前에 동의한 유지보수비 ⑤ 대주가 事前에 동의한 資本의지출 또는 有形고정자산 투자 ⑥ 본건 대출금 이자 및 수수료 ⑦ 본건 대출금 상환원금 ⑧ 政府의 長期貸出 상환원리금 ⑨ 출자자의 後順位대출 상환원리금 ⑩ 期限前상환 원리금 ⑪ 출자자에 대한 배당금의 지급 등.

44) 여유자금에 대하여는 차주의 이익을 위해 利子가 붙는 저축성 예금이나 信託상품으로

에 대한 배당을 제한하고 既지급 배당금도 환입시킨다. 통상 약정대출 한도액의 20% 또는 일정 금액에 달할 때까지 적립하고, 적립액이 대출잔액과 일치할 때까지 이를 유지하게 한다. 또 대출기간중의 배당률 제한 및 부채비율 유지의무에 따라 이익잉여금의 社外流出을 제한하므로 의무적립액을 초과하는 금액은 임의적립금 형태로 적립시킨다.

⑤ 擔保계정(collateral account)

借主가 기한의 이익을 상실하였을 때 貸主가 채권을 회수하기 위한 대주명의의 계정이다. 일정 사유가 발생하면 위에 열거한 借主명의의 모든 계정의 잔액이 여기에 이체된다.

(3) 社內유보금(reserve funds)

사내유보금이란 ABS 발행금액의 일부를 SPV에 유보함으로써 신용을 보강하는 것이다. 이 기법은 증권발행으로 인하여 프로젝트 회사에 유입되는 자금을 실질적으로 감소시키는 결과를 초래하나 이러한 단점은 내부유보금의 규모가 유동화증권의 상환잔액에 일정 비율로 이루어지게 함으로써 원리금 상환이 이루어지면서 점차 감소하게 된다.

나. 외부적 신용보강

이것은 제3자의 신용을 근거로 해당 자산유동화의 신용을 보강하는 기법으로서 내부적 신용보강 기법을 보완한다. 匿名의 신용보강도 가능하므로 외부에 신용정보 유출을 꺼리는 회사들이 많이 사용한다.

구체적으로는 스폰서 기타 관계회사의 지급보증, 제3의 금융기관이 발급하는 보증신용장(stand-by L/C), 미국 유수의 보험사들⁴⁵⁾이 취급하는 모노라인 보험, 그리고 다양한 업무를 수행하는 기관에 의한 일종의 보증인 멀티라인 보험(multiline insurance)⁴⁶⁾ 있다.

4. 資產流動化의 特수한 法律問題

프로젝트 파이낸스에 ABS를 적용할 경우에는 이중·삼중의 SPV 구조를 취하게 된다. 우선 프로젝트 회사(사업시행자) 자체가 SPV인 데다가 ABS 증권투자자를 위하여 ABS 증권을 발행하는 주체가 프로젝트 회사의 破産 영향을 받지 않고 또 그와 연결 내지 통합(consolidation)되지 않도록 또 다른 SPV를 세우고 있기

예치한다. 안전한 방법이면 국채, 금융채, 은행보증부 회사채 등의 유가증권에 투자할 수도 있으나, 원칙적으로 株式투자는 금지된다.

45) ▷ 주로 미국 국내에서 주정부, 지방자치단체, 非연방 정부기관의 차입시 보증업무를 수행하는 기관: AMBAC, Capital Guaranty, FGIC, MBIA ▷ 자산유동화와 관련한 보증업무를 주로 수행하는 기관: CapMAC, FSA ▷ 재보증 업무를 수행하는 기관: Connie Lee, Cap Re, Enhance Re.

때문이다.

가. 자산양도의 방식

법적인 측면에서 ABS의 核心은 유동화증권의 투자자들이 자산보유자가 파산하더라도 그 영향을 받지 않고 유동화자산에서 나오는 수입으로부터 원리금을 상환 받게 하는 것이다. 이러한 관계를 ‘파산으로부터의 절연’(bankruptcy remote)되었다고 하는데, 자산보유자가 양수인에게 자산을 양도할 때 이를 금전대차에 따른 담보 목적의 양도라고 하면 파산관재인이 이의 반환을 요구할 수 있기 때문에 ‘眞正한 매매’(true sale)로 양도하지 않으면 안된다.

자산보유자가 破産을 하더라도 그 영향을 받지 않는다는 것은 유동화자산이 어떠한 경우에도 파산재단을 속하지 않는다는 의미이다. 그래야만 투자자들이 ABS 증권에 안심하고 투자할 수 있고 당해 증권에 대한 신용등급이 ‘AAA’까지 올라갈 수 있다. 따라서 증권의 발행주체는 자산보유자로부터 법적으로 절연된 SPV의 형태를 취해야 하며, 자산보유자가 SPV에게 자산을 양도할 때에는 진정한 매도의 형식을 취하게 된다.

우리나라 자산유동화법에서는 자산유동화계획에 따른 자산의 양도가 일정한 방식을 취할 경우에는 이를 양도담보와 같은 담보권의 설정으로 보지 않는다(동법 13조)고 하여 일종의 “Safe Harbor” 조항으로 규정하고 있다. 즉, ① 양도가 매매 또는 교환에 의한 것일 것, ② 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 SPV가 가질 것(SPV가 당해 자산을 처분하는 경우 자산보유자가 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리(first refusal)를 가지는 경우는 제외), ③ 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, SPV는 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것. 다시 말해서 양도받은 자산으로부터 충분한 현금수입이 없는 경우에도 자산보유자에 대해 상환청구권(recourse)을 행사할 수 없다는 의미이다. ④ SPV가 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것(일정기간 자산보유자가 매도인으로서 하자담보책임(채무자의 資力에 대한 담보 포함)을 지는 것은 예외) 등의 요건을 갖추어야 한다.

미국에서도 자산보유자가 파산 또는 회사정리 절차에 들어가더라도 그가 양도한 자산이 파산재단이나 정리회사에 귀속되지 않도록 하려면 담보부 대출(secured loan)이 아닌 진정한 매도로서 인정받을 수 있어야 한다. 통상 변호사가 ‘진정한 매도’라는 법률의견서(True Sale Opinion)를 작성하게 되는데 일반적인 요건은 다음과 같다.⁴⁶⁾

- 유동화자산에서 예상수입이 들어오지 않더라도 SPV가 그 부족분을 청구할 수

46) 池永朝昭, “米國の仕組みファイナンスと資産證券化の論點 [3], [4]”, 國際商事法務 Vol. 25, Nos. 4·5 (1997.4·5月號); 보다 상세한 내용은 Standard & Poor's, *Legal Issues in Rating Structured Finance Transactions*, April 1998, pp.154~156 참조.

없을 것. 일반적으로는 자산보유자로 하여금 일정기준 이상의 채권회수를 진술·보장(represent and warrant)하게 하고 이에 위반할 경우에는 소정의 상환 의무를 지우고 있다.

- 자산보유자가 일단 자산을 양도한 이상 그에 대한 권리를 주장하지 않을 것.
- SPV가 양도받은 자산에 대한 관리지배권을 행사할 수 있을 것.
- 자산보유자에게 유리한 가격결정을 배제할 것.
- 일반적으로 인정되는 회계원칙에 따라 매매로서 처리할 수 있을 것.
- 당사자의 의사가 매도임이 분명할 것.
- 매매가격을 불공정하게 정함(unfair consideration)으로써 채권자를 해하는 詐害行爲(fraudulent conveyance)로서 인정받지 않을 것.⁴⁷⁾

미국에서 오랜 기간에 걸쳐 판례를 통해 형성된 법리를 우리나라에서는 실정법상으로 요건을 규정하고 있는 바,⁴⁸⁾ 이는 자산유동화 시행 초기의 시행착오를 방지하고 법률비용을 줄이기 위한 것으로 풀이된다. 아울러 특별히 자산유동화에 적극적인 참여가 기대되는 外國投資者들의 의문을 불식시키고 그들로 하여금 자산양도의 법적 성격을 분명히 인식하게 하여 자산유동화 제도의 활성화를 도모하기 위한 취지도 있다. 그러므로 법에 규정된 요건은 국내에서 이 法에 따라 자산유동화를 실시할 경우에 갖추어야 하는 최소한의 요건이며 요건의 구비 여부를 둘러싼 다툼은 최종적으로 法院의 심사를 받게 될 것이다.

나. 특수목적회사와의 統合 여부

ABS에 있어서는 일정 금액 이상의 자본금을 가진 SPV를 설립하게 되므로 이것이 자회사로서 재무제표 연결(consolidation) 대상인가 하는 문제가 대두된다. 이에 관하여는 법 규정이나 회계기준에 아무런 규정이 없으므로 일반회계원칙(GAAP)에 따라서 문제를 해결해야 할 것이다. 현행 기업재무회계원칙상의 연결기준에 의하면 주식회사 외부감사에 관한 법률 시행령에서 일정한 경우에는 연결재무제표 작성대상에서 제외하기도 하나, 그렇지 않다면 일단 연결재무제표를 작성해야 할 것이다.

따라서 이러한 결과를 피하기 위해서는 타인이 설립한 SPV를 이용하든가, 아니면 SPV에 자산을 양도한 후 신탁관계를 설정하여 유동화자산을 위탁한 다음 오직 ABS의 목적을 위해 미리 정해진 업무를 수행하게 하는 2단계 구조(two-tier

47) 이 사항은 진정한 매도인 경우에도 문제가 될 수 있으므로 본건 자산의 양도가 채권자를 해하는 詐害行위가 아니고, 또한 파산관재인의 부인대상인 偏頗行위가 아니라는 변호사의 법률의견서(Fraudulent Conveyance Opinion, Preference Opinion)가 따로 요구되고 있다.

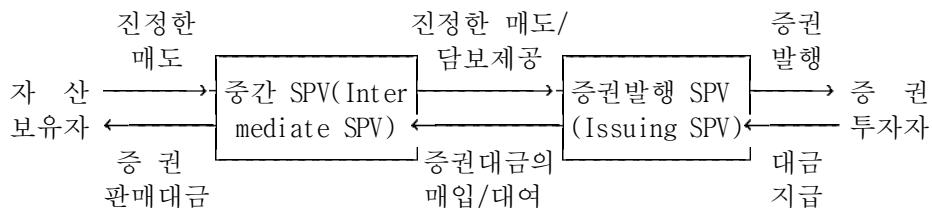
48) 자산유동화법 제13조 규정은 우리나라에서는 讓渡擔保가 判例상으로 인정되고 있어 만일 유동화자산의 양도가 이에 해당하는지 여부를 일일이 따져야 한다면 많은 시간과 비용이 소요되고 거래의 안정성을 해칠 우려가 있기 때문에 일종의 'Safe Harbor' 조항으로 둔 것이다.

structure)를 취할 필요가 있다.

그동안 자산유동화와 관련하여 SPV는 자산의 양도에 따른 조세 문제와 자산유동화의 편의성 제고 등을 위하여 다단계 SPV를 이용한 자산유동화 방법을 취하여 왔고, 정부당국에서도 유권해석을 통하여 이러한 방식의 자산유동화도 가능하다고 보았다. 최근 법개정시 SPV가 다른 SPV로부터 유동화자산·유동화증권을 양도 또는 신탁받아 유동화증권을 발행하는 것도 자산유동화의 범위에 포함됨을 명백히 함으로써 해석상의 논란을 불식한 것이다.

어떠한 구조를 취하든 간에 자산유동화에 있어서는 자산보유자와 SPV와의 실질적인 연결 여부가 회계상으로나 법적으로나 자산보유자의 파산 사건을 처리할 때 중요한 기준이 되는 만큼 SPV가 자산보유자의 단순한 기관(mere instrumentality)이나 분신(alter ego)으로 취급되지 않도록 유의해야 할 것이다.

2단계 구조의 特殊目的會社



자료: S&P's Rating Services, *Legal Issues in Rating Structured Finance Transactions*, April 1998, p.5.

실제로 美國에서는 자산보유자와 SPV가 실질적으로 연결되어 있다고 보면 破産法院은 파산채권자를 보호하기 위하여 이 두 기관을 동일시하는 형평법상의 권한(equitable power)을 행사한다. 따라서 파산법원으로부터 실질적으로 연결되어 있지 않다고 인정받을 수 있도록 변호사가 다음 사항을 확인하는 법률의견서(Non-Substantive Consolidation Opinion)를 제출해야 한다.⁴⁹⁾

- 관계회사가 특수목적회사(SPV)의 형태를 취할 것.
- SPV의 의사결정이 별개로 이루어질 것.
- SPV의 업무가 구분될 것.
- SPV가 독자적으로 자산을 소유할 것.
- SPV가 자신의 채무를 관리할 것.
- SPV의 사무실이 분리되어 있을 것.
- SPV의 재무체표가 분리되어 있을 것.
- SPV가 자산보유자와 거래할 때에는 아무 관계없는 獨立企業으로서 취급

49) ABA, Op.cit., pp.33-35; SPV가 자산보유자와 엄격히 분리가 되어 있다는 의미에서 이를 'Orphan Company'라고 부르기도 한다.

(arms-length nature)할 것.

- SPV와 자산이 분리되어 있음을 공시할 것.
- SPV나 채권자, 계약당사자, 證券소지인 등 제3자와의 관계가 구분될 것.

이 원칙은 형평법에 입각하여 법원의裁量으로 판단하는 것이므로 이상의 기준은 例示에 지나지 않는다. 개별적인 사안에 따라 판단기준이 달라질 수 있으며, 법원은 구체적인 사정과 상호관계를 고려하여 형평의 원칙에 입각한 판단을 내리게 될 것이다.