

EU의 자본시장동맹(CMU) 추진 배경 및 주요 내용

- 양효은 구미·유라시아실 유럽팀 전문연구원
(yhe@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1042)

차 례 ●●●

1. EU의 자본시장동맹(CMU) 추진 배경
2. 자본시장동맹(CMU)의 정책 목표
3. 자본시장동맹(CMU) 실행계획(Action Plan)의 주요 내용
4. 향후 전망

주요 내용 ●●●

- ▶ EU 집행위는 글로벌 금융위기 이후 고용, 성장 및 투자를 촉진하기 위한 핵심 정책으로 역내 단일 자본시장 구축을 목표로 하는 자본시장동맹(CMU: Capital Markets Union)을 추진하고 있음.
 - 자본시장동맹(CMU)을 통해 기존의 은행 중심 기업 자금조달 체계에서 벗어나 자본시장을 통한 직접 금융을 강화함으로써 기업의 자금 공급원을 다변화하는 한편, 금융 시스템의 안정성을 제고하고자 함.
 - 자본시장동맹(CMU)은 역내 단일 자본시장을 구축함으로써 ① 중소기업 및 신규기업의 자금조달을 지원하고 ② 장기·인프라 투자를 확대하며 ③ 국경간 투자를 활성화하는 것을 목표로 함.
- ▶ EU 집행위는 2019년까지 CMU 완성을 목표로 단계별 세부 일정을 제시하고, 우선적으로 시행할 정책과제로 증권화 규정, 재무건전성 규제, 그리고 사업설명서 지침의 개정안을 발표함.
 - 증권화 투자에 대한 신뢰를 향상하기 위해 증권화 상품의 새로운 기준으로 단순성, 투명성, 규격화(STS 기준)를 제시, 이 기준에 부합하는 상품에 대한 투자 촉진을 통해 증권화 시장 활성화를 추진함.
 - 역내 경기활성화 및 고용창출을 위한 장기 및 인프라 투자를 촉진하기 위해 보험회사의 재무건전성 규제인 Solvency II에 새로운 자산범주인 '적격 인프라 투자' 항목을 신설하고, 이에 대한 자본요건을 완화함.
 - 사업설명서 작성 규정을 개선함으로써 기업의 주식 및 채권 발행을 통한 자금조달 비용을 낮추고, 특히 중소기업의 금융 접근성을 향상시키도록 함.
- ▶ 자본시장동맹(CMU)은 글로벌 금융위기 및 유로존 위기 이후 유럽 경제에 새로운 활력을 공급하기 위한 EU 차원의 중장기 투자촉진 정책으로, 역내 자본시장 통합을 통한 국경간 투자 활성화 측면에서 큰 의미를 지님.
 - 전통적인 은행 중심 금융체계에서 벗어나 자본시장을 통한 직접금융 활성화를 시도함으로써 장기적으로 유럽 금융시장의 구조적 변화를 가져올 것으로 예상됨.
 - 그러나 회원국간 자본시장 관련 규범의 차이가 크고, 완전한 통합을 위해서는 보다 큰 틀의 합의가 이루어져야 하는바, 향후 추진에 상당한 시간과 의견 조율이 필요할 것으로 전망됨.

1. EU의 자본시장동맹(CMU) 추진 배경

■ EU 집행위원회(이하 EU 집행위)는 2015년 9월 30일 역내 단일자본시장 형성을 위한 자본시장동맹 실행계획(Action Plan on Building a Capital Markets Union)을 발표함.¹⁾

- 자본시장동맹(Capital Markets Union: 이하 CMU)은 2014년 11월 출범한 융커 집행부(Junker Commission)가 고용창출과 경제성장을 위해 제시한 핵심 정책과제인 투자계획(Investment Plan)의 3대 중점 과제 중 하나로, 28개 회원국의 자본시장을 통합함으로써 국경간 투자장벽을 낮추고 중소기업의 자금조달을 용이하게 하는 것을 목표로 함.²⁾
- EU 집행위는 자본시장동맹을 추진하기 위해 집행위 내 자본시장 통합 등 금융이슈를 총괄할 금융총국(DG Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union)을 신설하고, 장관급인 집행위원으로 전 영국 상원의장 조너선 힐(Lord Jonathan Hill)을 임명함.³⁾
- 2014년 11월 투자계획을 통한 CMU 시행 발표를 시작으로 2015년 2월 18일 핵심 안건을 담은 녹색(Green Paper)⁴⁾을 발간, 9월 30일 우선적 시행과제와 향후 계획 및 세부일정을 포함한 자본시장동맹 실행계획을 발표함.

표 1. EU의 자본시장동맹 주요 추진 현황

일시	주요 내용	세부사항	상태
2014년 11월 26일	투자계획 발표	CMU 추진 계획 발표	완료
2015년 2월 18일	녹서 발간	의견수렴 시행	완료
2015년 9월 30일	실행계획 (Action Plan) 발간	증권화 규제 완화를 위한 개정안 발표	유럽의회 심의 중 (*유럽이사회 통과)
		보험회사의 재무건전성 규제 완화를 위한 개정안 발표	유럽의회 및 유럽이사회 심의 중
		벤처캐피탈 규정 개선을 위한 의견수렴 시행	2016년 1월 6일 종료
		커버드본드 관련 규제통합을 위한 의견수렴 시행	2016년 1월 6일 종료
		범EU 금융 감독체계 통합을 위한 의견수렴 시행	2016년 1월 31일 종료

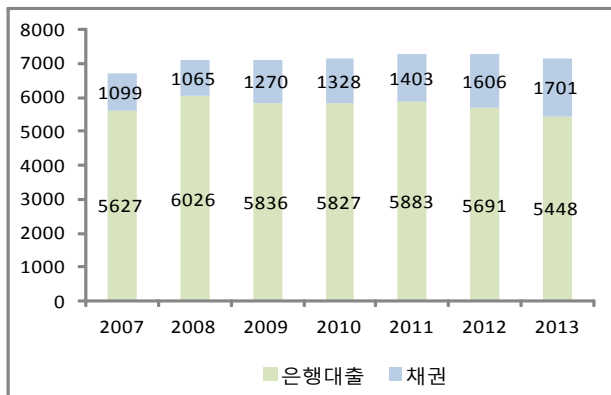
자료: European Commission(2015)에서 재구성.

- 1) European Commission(2015), Press release, "Capital Markets Union: an Action Plan to boost business funding and investment financing." (September 30)
- 2) 투자계획의 3대 중점 과제는 디지털단일시장(Digital Single Market), 에너지동맹(Energy Union), 자본시장동맹(Capital Markets Union)으로 구성됨. European Commission(2014), Press release, "EU launches Investment Offensive to boost jobs and growth." (November 26)
- 3) 주 벨기에 유럽연합대사관(2015), 경제동향, <http://missiontoeu.mofa.go.kr>. (October 2)
- 4) 녹색(Green Paper)은 EU 집행위가 정책수립 과정에서 특정 입안에 대한 공공자문 및 의견수렴을 위해 발간하는 토의용 보고서(discussion paper)로, 발간 직후 일정기간 동안 이해당사자에 의한 의견수렴이 이루어짐.

- EU 집행위는 유럽 기업들이 전통적인 은행 중심의 자금공급 체계를 벗어나 통합된 역내 단일 자본시장을 통해 다양한 방식의 자금조달이 가능하도록 2019년까지 CMU를 완성하는 것을 목표로 함.
- 유럽금융시장협회(AFME: Association for Financial Markets in Europe)에 따르면, 유럽의 경우 기업 자금의 약 25%가 자본시장을 통해 조달되는 반면 미국의 경우 이 비율은 약 80%임.⁵⁾
- 또한 유럽 중소기업의 자금조달은 80%가 은행을 통해 이루어지는 반면 미국의 경우 이 비율은 50%에 불과함.
- 가계 투자자의 경우에도 은행 예금이 연금 및 수입의 주요 투자처가 되는데, 은행 위험에 취약한 구조를 갖고 있어 자본시장 활성화를 통한 효율적이고 다양한 투자 대상 확대가 요구됨.
- 동시에 EU는 CMU를 통해 역내 경제통합을 강화하고, 유로존 금융구조의 안정성 강화를 도모하고자 함.

그림 1. 유럽 기업금융 구성 ⁶⁾

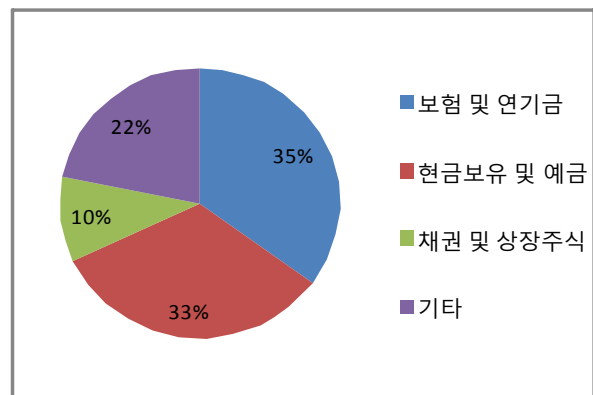
(단위: 십억 유로)



자료: AFME(2014).

그림 2. EU의 가계소득 투자 형태

(단위: %)



자료: European Commission(2015).

■ 글로벌 금융위기 및 유로존 재정위기 이후 유럽의 경기침체가 지속됨에 따라, 역내 투자를 활성화하고 금융 시스템의 안정성을 높이는 방안으로 단일 자본시장 형성의 필요성이 제기됨.

- 지난 50여 년간 유럽의 단일시장 형성을 위한 노력에도 불구하고 유럽은 경제규모에 비해 다른 선진국보다 주식발행을 통한 자본시장의 규모가 작을 뿐 아니라, 역내에서도 국가별로 자본시장이 분절되어 있어 국경간 투자가 활성화되지 못하였음.⁷⁾
- EU의 자본시장 규모는 꾸준히 증가해왔으나 2007년 금융위기 이후 하락하여 아직 이전 수준을 회복하지 못하고 있으며, 다른 선진국에 비해 GDP 대비 자본시장이 상대적으로 여전히 작은 규모임.

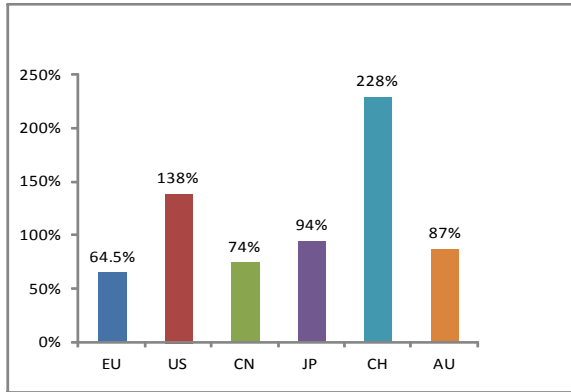
5) AFME(2014), "An agenda for capital markets union." (November)

6) 통계에는 EU 회원국 중 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 핀란드, 독일, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 네덜란드, 포르투갈, 스페인, 영국, 스웨덴, 헝가리와 비회원국인 러시아, 터키, 아이슬란드, 스위스가 포함됨.

7) European Commission(2015), "Green Paper: Building a Capital Markets Union."

그림 3. 주요국별 GDP 대비 주식시가총액 비중(2013년)

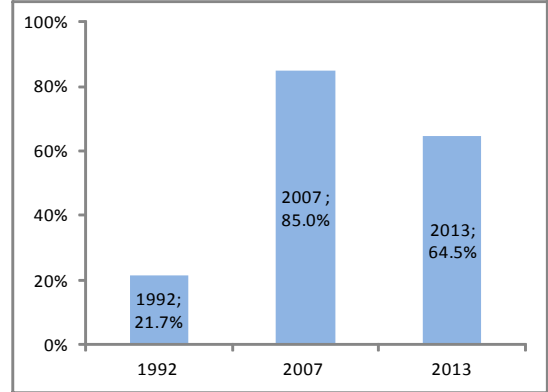
(단위: %)



자료: European Commission(2015).

그림 4. EU의 GDP 대비 주식시가총액 비중 추이

(단위: %)



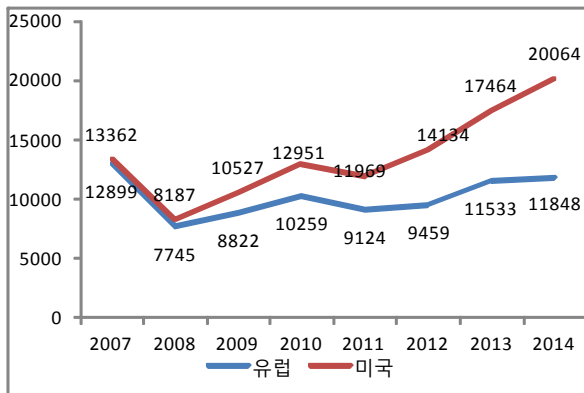
자료: European Commission(2015).

■ 유럽 기업 금융의 높은 은행 의존도가 금융시스템의 안정성을 저해하고 유동자금 축소의 원인으로 지목되면서, 자본시장 활성화를 통해 자금 공급원을 다양화하고 투자 기회를 확대함으로써 금융시스템의 안정성을 제고해야 할 필요성이 제기됨.

- 2007년 금융위기 발발 시점까지만 해도 전통적으로 은행 중심인 유럽의 금융시스템이 자본시장을 매개로 직접금융이 발달한 미국의 금융시스템보다 안정적으로 여겨졌음.
- 그러나 이후 유로존 위기를 거치면서 은행대출 위축에 따른 자금부족 현상과 비(非)은행권 대체자금 공급원의 부족이 투자를 위축시키는 요인으로 지적되면서, 자본시장 활성화를 통해 기업자금 공급원을 다변화시킬 필요성이 제기됨⁸⁾
- 특히 위기 이후 은행대출이 위축됨에 따라, 주식발행 등 자본시장을 통한 자금조달이 어려운 중소기업 및 신규기업의 경우 자금 공급에 큰 타격을 받음.

그림 5. 유럽과 미국의 주식시가총액 규모

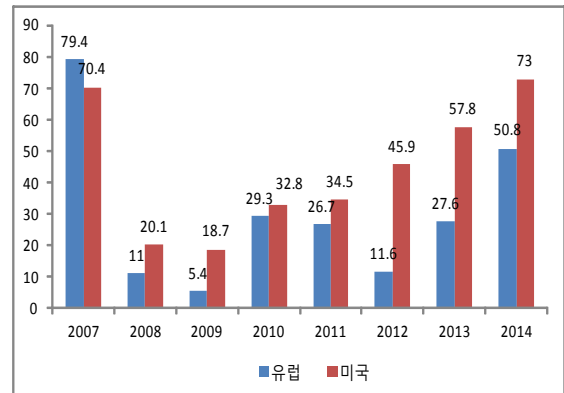
(단위: 십억 유로)



주: 유럽에는 그림1과 동일한 국가군이 포함됨.
자료: AFME(2014).

그림 6. 유럽과 미국의 신규주식공모(IPOs) 규모

(단위: 십억 유로)

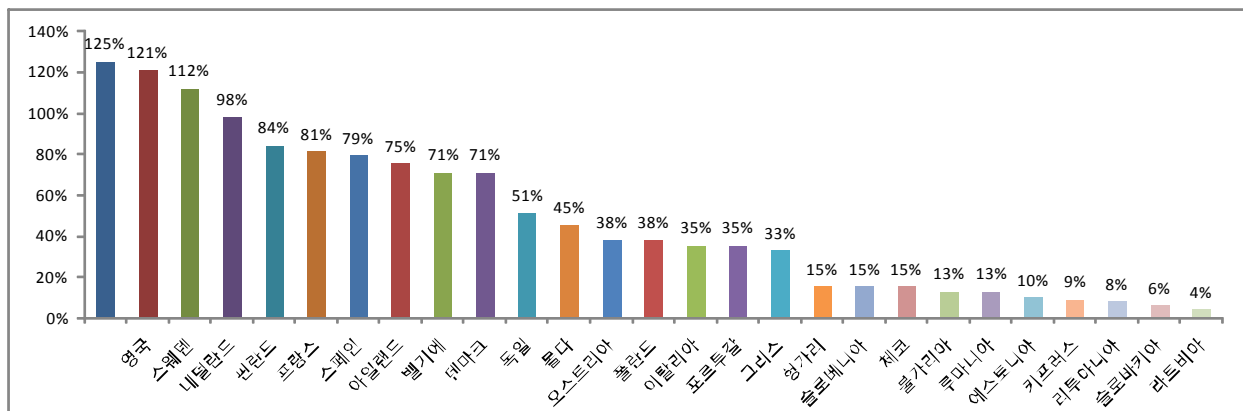


주: 유럽에는 그림1과 동일한 국가군이 포함됨.
자료: AFME(2014).

8) Veron and Wolff (2015), "Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Bruegel Policy Contribution," Issue 2015/05.

- 2013년 기준 유로존 지역의 중소기업 중 35%가 은행대출에 제한을 받은 것으로 나타났으며, 국가별 중소기업의 은행대출 거절비율은 각각 그리스 67%, 네덜란드 68%, 독일 13%, 핀란드 19%로 집계됨.
- 전체 유럽 기업의 25%, 자영업자의 75%가 신용정보를 보유하지 않고 있어 주식 또는 채권 발행 등 자본시장을 통한 투자유치에 어려움을 겪음.
- 유럽은 전체적 자본시장 규모가 미국을 비롯한 선진국에 비해 작을 뿐 아니라, EU 회원국간의 자본시장 규모 및 발달 정도 역시 매우 큰 차이를 보이며, 역내 자본시장이 분절되어 있음.
- 금융시장이 가장 발달한 영국의 경우 국내 주식시가총액은 GDP 대비 121%인 반면, 라트비아, 키프로스, 리투아니아의 경우는 10% 미만임.
- 또한 회원국간 파산법, 세법, 재산법 등 자본시장 관련 법규가 각각 달라 국경간 투자를 저해하는 결정적인 요인으로 작용함.

그림 7. EU 회원국별 GDP 대비 주식시가총액 비중(2013년 기준)



주: *표시 국가는 2012년 기준 통계임.

자료: European Commission(2015).

- 유럽의 지속적인 경기침체를 극복하고 새로운 고용창출과 성장동력을 회복하기 위해서는 유럽 차원의 투자 활성화가 시급한바, EU의 CMU는 이러한 맥락에서 추진됨.

2. 자본시장동맹(CMU)의 정책 목표

- CMU는 역내 단일 자본시장을 구축함으로써 ① 중소기업 및 신규기업의 자금조달을 지원하고 ② 장기인프라 투자를 확대하며 ③ 국경간 투자를 활성화하는 것을 목표로 함.
- [중소기업 자금공급 지원] 은행금융을 대체할 수 있는 자금 공급원으로 벤처캐피탈, 크라우드 펀딩, 자산운용사 등의 역할 강화
- 2014년 기준 EU의 벤처캐피탈 시장규모는 투자총액 기준으로 미국의 약 1/5 수준에 불과하며, 이 중 민간자본의 비중은 2007년 85%에서 2013년 60%로 글로벌 금융위기 이후 크게 감소

- 이에 중소기업의 자본조달 비용을 낮추기 위해 사업설명서 지침(Prospectus Directive)을 간소화하고, 투자 확대를 위해 벤처캐피털 규정의 개선을 추진
- [장기·인프라 투자 지원] 경기회복을 위한 주요 자금공급원으로서 인프라에 대한 투자 확대 추진
- 인프라 투자를 촉진하기 위해 주요 인프라 투자자인 보험회사의 재무건전성 규제(Solvency II) 완화 및 은행권에 대한 자본요건 규정 개선 추진
- 금융위기 이후 시행된 규제개혁의 누적효과를 분석하여 규제간 상충 여부 진단 및 규제 일관성을 강화
- [투자환경 개선] 소매투자자 및 기관투자자의 투자 수요를 분석하고 이에 상응하는 다양한 투자 기회를 제공함으로써 시장경쟁력 강화 촉진
- 국경간 소매투자의 활성화 및 경쟁력 강화방안을 담은 녹색서 발간 예정
- 연금저축 방식의 다변화 및 개인연금시장의 회원국간 상이한 규정 정비를 통한 범EU 연금시장 구축 추진
- [은행의 자금 공급여건 개선]
- 은행의 자금공급 여력을 확대하고 장기 투자를 활성화하기 위해 증권화 규정을 개선함으로써 역내 증권화시장 활성화 추진
- 범EU 차원의 커버드본드 프레임워크의 필요 여부 검토 및 이를 활용한 중소기업 자금조달 방안 모색
- [국경간 투자장벽 제거 및 역내 단일 자본시장 규모 확대]
- 역내 자본의 자유로운 이동을 제한하는 불필요한 규제장벽을 제거하기 위해 회원국간 상이한 파산법, 증권법, 재산법 등의 규제조화 추진
- 단일 자본시장의 발전을 위해 회원국간 감독체계 통합 및 회원국의 자본시장 구축에 필요한 기술적·행정적 지원 제공

■ 2015년 9월 말 발간된 자본시장동맹 실행계획은 2019년까지 CMU 완성을 목표로, 장·단기 정책과제 및 단계별 진행 일정을 제시함.

- [단기과제] 2015년 말까지 사업설명서 지침 개정안 제출 및 소매금융서비스 활성화를 위한 녹색서 발간
- 투자 접근성 확대를 위한 사업설명서 지침 개정안을 예정보다 빠른 11월 30일 유럽의회에 제출함.
- 소매금융서비스 활성화를 통해 투자자의 선택 폭을 넓히는 동시에 국경간 소매금융서비스를 확대함으로써 경쟁력 강화방안 마련을 추진함.
- [장기 과제] 2016년부터 시작하여 금융접근성 향상, 투자 확대, 국경간 투자장벽 제거를 목표로 다음의 정책 시행 예정
- [금융접근성 향상] 벤처캐피털 지원, 중소기업 투자를 위한 정보장벽 제거, 기업 금융 방식의 다변화, 공공시장에 대한 접근성 제고, 주식발행 지원, 인프라 투자 활성화 등
- [투자 확대] 소매 투자자를 위한 투자 기회 확대 및 자산관리사의 자산 운용범위 확대
- [국경간 투자장벽 제거] 국경간 투자 인프라 개선, 역내 파산절차 및 조세체계의 단일화 추진, 감독체계 통합 추진, 금융안정성 관리능력 개선 등

표 2. CMU의 정책목표별 주요 시행 계획 및 일정

신규기업 및 비상장기업 자금조달 지원		
벤처캐피털 및 주식금융 지원	범 유럽 벤처캐피털 펀드 및 다국적 펀드 조성에 관한 제안서 제출	2016년 2/4분기
	유럽벤처캐피털펀드(EuVECA) 및 유럽사회적기업펀드(EuSEF) 법령개정	2016년 3/4분기
	벤처캐피털과 엔젤투자자에 대한 조세지원 방안 마련	2017년
중소기업 투자를 위한 정보장벽 제거	중소기업의 신용거래신청 거절사유에 대한 은행의 설명 요건 강화	2016년 2/4분기
	모범경영(best practice)의 역내 활용을 위해 시행 중인 지역 및 국가 단위 의 지원역량 진단	2017년
	EU 차원의 정보시스템 구축방안 제시	2017년
기업금융의 혁신촉진	클라우드 펀딩 운영 현황 보고	2016년 1/4분기
	자산별 대출기관에 대한 공통 접근방식 개발 및 EU 차원의 프레임워크 도 입 가능성 점검	2016년 4/4분기
기업의 공공시장을 통한 자금조달 지원		
공공시장 접근성 강화	사업설명서 지침(Prospectus Directive) 개정안 제출	2015년 4/4분기 (*제출 완료)
	중소기업의 공공시장 접근장벽 분석	2017년
	시장유동성 개선을 위한 EU 회사채 시장 분석	2017년
주식금융 지원	공통통합법인세제(Common Consolidated Corporate Tax Base) ⁹⁾ 입법제안을 통한 debt-equity bias 개선 논의	2016년 4/4분기
장기·인프라 투자 확대		
인프라 투자 지원	보험회사의 인프라 및 유럽 장기투자펀드(ELTIF) ¹⁰⁾ 에 대한 투자촉진을 위 한 재무건전성 규제(Solvency II) 완화	2015년 3/4분기 (*제출 완료)
	은행의 자본요건규정(CRR) ¹¹⁾ 완화 검토	진행중
EU 금융서비스 규제단일화 강화	금융규제개혁의 누적영향평가를 위한 의견수렴	2015년 3/4분기 (*시행중)
소매투자 및 도매투자 촉진		
소매투자의 선택폭 확대 및 시장경쟁력 강화	소매금융서비스 및 보험업 관련 녹서 발간	2015년 4/4분기
소매투자자의 투자역량 지원	EU 소매투자상품시장 분석	2018년
은퇴자금 조성 지원	유럽 연금기금 조성을 위한 정책적 프레임워크 분석	2016년 4/4분기
기관투자자 및 펀드매니저 지원	Solvency II 개정에 따른 사모펀드 및 사모채권 영향 평가	2018년
	국경간 투자 장애요인에 관한 의견수렴	2016년 2/4분기
은행의 자금공급여건 개선		
지역금융네트워크 강화	신용조합에 대한 자본요건 완화 추진	진행 중
EU 증권화시장 구축	간단하고 투명하며, 규격화된 증권화 기준(STS) 및 은행의 자기자본요건 개 정안	2015년 3/4분기 (*제출 완료)
은행자금공급 지원	범EU 차원의 커버드본드 프레임워크 구축에 관한 의견수렴	2015년 3/4분기 (*시행 중)
역내 국경간 투자 촉진		
국경간 투자장벽 제거	자유로운 자본이동에 제약이 되는 각 회원국의 규제장벽 파악	2016년 4분기
국경간 투자촉진을 위한 시장인프라 개선	회원국간 상이한 증권법 및 재산법 개정	2017년
	Giovannini 장벽 ¹²⁾ 제거 현황 점검	2017년
파산절차 통합 추진	기업파산 절차에 관한 입법계획 수립	2016년 4/4분기

9) 한 번의 세금신고로 EU 내에서 모든 세금신고 절차를 완료하는 것으로, EU 내에서 활동 중인 기업들이 회원국의 각기 다른 법인세 체제로 인해 부담하고 있는 행정절차 및 이행비용, 법적 불확실성 등을 해소하기 위한 목적임(자료: 주 EU대사관, 2015. 3).

10) European Long Term Investment Funds.

11) Capital Requirements Regulation.

12) 증권시장 통합에 장애가 되는 세제 및 법적 요인으로, 2001년 Giovannini 작업반이 지정한 15개의 장애요인을 가리킴.

표 2. 계속

역내 국경간 투자 촉진		
국경간 조세장벽 제거	원천과세 절차에 대한 모범경영 및 행동수칙 마련	2017년
	국의 연금기금 및 생명보험투자사에 대한 차별적 조세규정 파악	2017년
감독체계 통합 및 자본시장 역량강화	단일 자본시장 구축을 위한 감독체계 통합전략 수립	진행 중
	ESAs ¹³⁾ 의 자금 및 거버넌스 관련 백서 발간	2016년 2/4분기
	회원국의 자본시장 역량강화를 위한 기술지원 전략 구축	2016년 3/4분기
금융안정성 강화	EU의 거시건전성 체계 검토	2017년

자료: European Commission(2015), *Action Plan on Building a Capital Markets Union*.

3. 자본시장동맹(CMU) 실행계획(Action Plan)의 주요 내용

■ 자본시장동맹(CMU) 실행계획(Action Plan)은 투자자에게 보다 다양한 투자기회를 제공하고, 금융시스템의 안정성을 제고하며, EU 회원국간 자본시장의 통합을 통한 글로벌 경쟁력 강화라는 기본원칙하에 우선적으로 시행해야 할 정책과제를 제시함.

- 2019년까지 자본시장동맹의 완성을 위한 단계별 계획 중 우선적 시행과제로 ① 증권화규정 개정 ② 보험회사
의 장기인프라 투자촉진을 위한 재무건전성 규제 완화 ③ 사업설명서 지침 개정의 총 3건의 입법개정안을 발
표함.

가. 증권화 규정 개정안

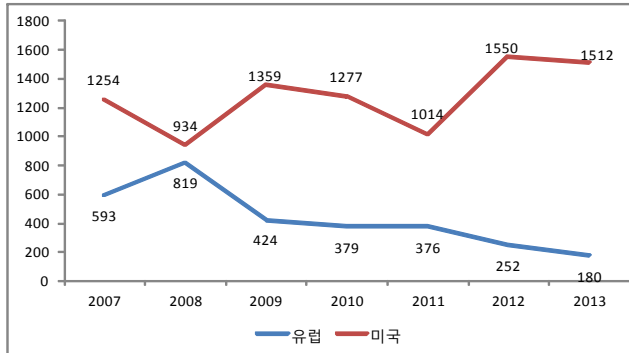
■ [배경 및 목적] 증권화시장 활성화를 통해 기업의 자금 공급원을 확대하고 연금기금 등 기관투자자들의 자본시장 참여를 확대함으로써 은행에 집중된 기업 자금조달 방식을 다변화하고자 함.

- 유럽의 증권화시장은 미국에 비해 기업 자금조달에서 차지하는 비중이 작고, 글로벌 금융위기 이후 더욱 축소
되는 추세임.
- EU의 증권화 발행 규모는 2007년 5,930억 유로에서 2013년 1,800억 유로로 크게 감소하였으며, 중소기업의
증권화 발행 규모 역시 2007년 770억 유로에서 2014년 360억 유로로 약 절반정도 감소함.

13) European Supervisory Authorities.

그림 8. 유럽과 미국의 증권화 발행 규모

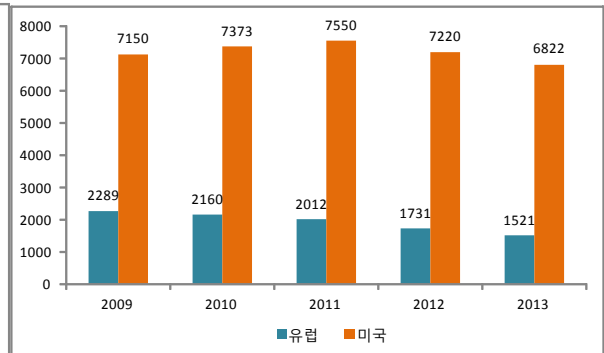
(단위: 십억 유로)



자료: AFME(2014).

그림 9. 유럽과 미국의 증권화시장 규모

(단위: 십억 유로)



자료: AFME(2014).

- 유럽중앙은행과 영란은행은 유럽의 증권화시장 회복에 장애가 되는 요인으로 금융위기 이후 자산으로서의 증권화에 대한 불신, 장기적 경기침체, 양적완화에 따른 낮은 비용의 재융자 가능성 및 규제 불확실성을 지적
- EU는 증권화 규모가 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복될 경우 약 1,000~1,500억 유로의 추가적 자금을 조성할 수 있을 것으로 예상

■ [개정안 주요 내용] 증권화 규정 개정안의 핵심 내용은 단순하고, 투명하며, 규격화된 증권화 상품의 기준 (Simple, Transparent, and Standardised: 이하 STS)을 제시함으로써, 증권화 투자에 대한 신뢰를 향상시키고 이 기준에 부합하는 상품에 대한 투자를 촉진하고자 함.¹⁴⁾

- [목표] STS 기준에 부합하는 상품과 이 기준에 부합하지 못하는 상품을 구분, STS 적격 상품의 발행 및 거래를 촉진하여 기업 조달자금을 확대함으로써 결과적으로 중소기업의 자금조달 비용을 낮추고자 함.
- [기준요건] STS 기준을 충족하기 위한 증권화 상품의 상세 요건은 다음과 같음.

① 상품의 단순성 요건

- 증권화 상품은 동일한 형태의 대출(loans) 또는 채권으로만 구성될 것
(예: 자동차대출 + 자동차대출, 주택담보대출 + 주택담보대출)
- 증권화된 상품에 대한 재증권화 금지
- 해당 대출은 충분한 기간의 신용기록을 보유할 것
- 해당 대출에 대한 소유권은 증권화 발행자에게 이전될 것

② 상품의 투명성 및 규격화 요건

- 증권화를 구성하는 대출은 반드시 다른 대출상품과 동일한 기준을 적용받을 것

14) European Commission(2015), "A European Framework for Simpler and Transparent Securitisation."

- 은행 또는 자산보유기관이 전체 포트폴리오 금액의 최소 5%를 보유할 것
 - 문서로 증권화 상품의 구조 및 각 차입 단계별 지불 순서, 금액에 관한 상세내용을 제공할 것
 - 증권화 구성 대출에 관한 정보를 지속적으로 제공할 것
 - 계약 당사자간의 계약상 의무 및 책임을 명확히 정의할 것
 - [감독] STS 증권 발행인은 해당 상품의 STS 기준 준수 여부를 확인하고, 이를 유럽증권시장감독청(ESMA: European Securities and Markets Agency)에 보고해야 할 법적 의무를 지님.
 - 유럽증권시장감독청(ESMA)에 보고된 STS 증권화 상품은 모든 투자자가 무료로 열람할 수 있는 STS 증권화상품 웹데이터 저장소에 등재되도록 함.
 - STS 증권화 상품으로 등록된 뒤 STS 기준에 위반이 발견될 경우, 해당 상품은 STS 웹데이터 저장소에서 삭제되며 해당 발행기관에 최소 500만 유로 또는 법인 연간 수익의 최대 10%에 상응하는 금액의 금융제재가 부과됨.
 - 또한 해당 발행기관은 일정기간 동안 STS 상품 발행이 금지됨.
- EU 집행위는 이번 증권화 규정 개정안을 통해 금융위기의 원인으로 지목되어 온 증권화에 대한 부정적 인식을 불식시키는 한편 증권화의 복잡성을 최소화 또는 제거함으로써, 유럽 증권화 시장을 활성화하여 이를 통한 기업 자금조달을 촉진하고자 함.
- 증권화 개정안이 2015년 12월 2일 유럽이사회의 동의를 얻음에 따라 현재 유럽의회의 승인을 남겨두고 있음.¹⁵⁾

나. 장기 · 인프라 투자 활성화를 위한 보험회사의 자본요건 완화¹⁶⁾

- [배경 및 목적] EU 집행위는 CMU를 통해 인프라 및 장기 투자를 촉진함으로써 고용창출 및 유럽 경제 회복에 필요한 대규모 투자를 활성화하고자 함.
- 이를 위해 장기 및 인프라 투자사업의 주요 투자자인 보험회사에 대한 재무건전성 규제(Solvency II)를 완화함으로써 보험회사의 투자확대를 유도할 수 있는 인센티브를 제공함.
 - 유럽투자은행(European Investment Bank)은 2020년까지 EU에 약 2조 유로 규모의 투자자금이 필요할 것으로 추산하고 있으며, 이러한 막대한 규모의 자본 조달을 위해서는 인프라 사업에 대한 민간자본의 투자를 촉진하는 것이 필요함을 강조
 - 개정을 통해 투자 시 요구되는 자본요건을 완화함으로써 에너지, 교통, 통신 등 유럽의 경쟁력 강화를 위해 필수적인 기반산업 개발에 필요한 추가적 자본을 조달할 수 있을 것으로 기대

15) European Commission(2015), "Statement, Council of the European Union agrees on Commission proposal for simple and transparent securitisation." (December 2)

16) European Commission(2015), "Fact Sheet, New EU rules to promote investments in infrastructure projects." (September 30)

■ [대상] 대형 기관투자자인 보험회사 및 연금기금은 장기 인프라투자에 적합한 구조를 갖고 있는 반면, 투자 시 보유해야 하는 자본요건이 높아 투자를 제약하는 원인으로 작용함.

- 보험회사가 고속도로 건설과 같은 공공사업에 투자할 경우, 대체로 안정적인 수입구조(예: 고속도로 통행료 수입 등)로 인해 투자 위험성이 상대적으로 낮음에도 불구하고 현행 규정 상 민간사업에 투자할 때와 동일한 수준의 자본요건을 적용 받음.
- 이는 보험회사의 장기 인프라에 대한 투자 결정을 저해하는 가장 큰 요인으로 지목되고 있으며, 현재 EU 보험회사들의 인프라 사업 투자 규모는 전체 자산의 0.4%(약 22억 유로)에 불과함.
- 이에 EU는 보험회사에 대한 재무건전성 규제인 Solvency II를 개정함으로써, '적격 인프라 사업(qualifying infrastructure projects)'의 범주에 속하는 인프라 사업에 투자할 경우 낮은 자본요건을 적용받도록 함.
- 만약 보험업계의 인프라 투자가 전체 자산의 0.5%로 소폭 증가할 경우, 인프라 구축에 필요한 약 20억 유로의 추가자금을 조성할 수 있을 것으로 기대
- 유럽보험연금감독청(EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority)은 Solvency II 개정에 대한 이해관계자들의 의견수렴을 바탕으로, 적격인프라투자에 대한 규제완화 필요성 및 정당성에 관한 기술자문을 제공함.

■ [개정안 주요 내용] 장기 인프라투자 활성화를 위해 재무건전성 규제완화 시행

- Solvency II에 새로운 자산범주인 '적격 인프라 투자' 항목 신설
- '적격인프라투자'의 범주에 해당되기 위해서는 사업의 안정적 현금유동성과 위기대응능력(ability to withstand stressed conditions)을 증명해야 함.
- 투자는 주식, 채권, 또는 대출의 형태로 가능하며, 반드시 계약상 투자자 보호조항을 포함해야 함.
- '적격 인프라 투자'에 해당되는 경우 보다 완화된 risk calibration을 적용받을 수 있도록 함으로써 결과적으로 자본요건이 완화됨.
- [주식투자] 인프라사업에 대한 주식투자의 경우 risk calibration을 자산의 49%에서 30%로 하향조정함.¹⁷⁾ 이는 규제시장 및 다자간체결시설(MTFs: Multilateral Trading Facilities)에서 거래되는 주식의 경우 39%의 risk calibration이 적용된다는 점을 감안했을 때 높은 수준의 완화임.
- [채권/대출] 채권 또는 대출의 형태로 이루어지는 적격 인프라 투자 역시 만기 및 신용단계별(credit quality step)로 자본요건이 크게 완화됨(예: 0~6의 신용단계 중 3단계에 해당하는 20년 만기 채권의 경우 risk calibration이 30%에서 20%로 하향 적용됨).
- 중소기업에 대한 투자촉진을 위해 유럽장기투자펀드(ELTIF)를 통한 주식투자의 경우 일반 주식투자에 적용되는 49% risk calibration 대신 규제시장에서의 거래와 동일한 39% risk calibration을 적용받게 됨.
- 유럽장기투자펀드(ELTIF)는 일반적으로 주식형펀드의 형태로 장기간의 자금조달이 필요한 비상장 기업(중소기업 포함)에 대한 투자 기금임.

17) Risk calibration은 Solvency II 하의 자산 가치 하락위험 추정비율로, 최종 자본요건은 다양한 경감요인으로 인해 자산의 30%보다 훨씬 적게 나타남.

- 개정을 통해 유럽장기투자펀드(ELTIF)에도 유럽벤처캐피털펀드(European Venture Capital Funds) 및 유럽 사회적기업펀드(European Social Entrepreneurship Funds)와 동일한 혜택을 부여하게 됨에 따라 유럽장기 투자펀드를 통한 투자를 촉진할 수 있을 것으로 기대됨.

■ 개정안은 유럽의회 및 유럽이사회(European Council) 제출 후 3개월 이내인 12월 말까지 반대 또는 검토기간의 추가 3개월 연장 요청이 없을 경우 2016년 1월 중 발효됨.

다. 사업설명서 지침(Prospectus Directive)개정

■ [배경 및 목적] 자본시장에 대한 접근성 완화를 위해 사업설명서¹⁸⁾ 작성 지침을 간소화하여 기업의 자금조달 비용을 절감하고 투자자의 정보 접근성을 용이하게 하고자 함.¹⁹⁾

- EU 사업설명서 지침은 역내 기업에 대한 동일한 수준의 정보공개를 가능하도록 함으로써 국경간 투자를 용이하게 하는 것을 목적으로 함.
- 그러나 사업설명서 작성 시 수백 페이지에 달하는 상세 정보가 요구됨에 따라 소규모 기업의 경우 발행 비용이 높아 주식 및 채권 발행을 통한 자금조달에 장애가 된다는 지적이 제기됨.
- 일반 투자자의 경우 사업설명서를 통해 제공되는 정보가 복잡하고 법률 용어가 지나치게 빈번히 사용되어 투자 결정에 필요한 핵심 내용을 파악하는 데 어려움을 겪음.
- 이에 사업설명서 지침 개정을 통해 중소기업의 주식 및 채권 발행을 통한 자금조달을 용이하게 하고 이미 상장된 기업이 추가로 주식 또는 회사채를 발행할 경우 간소화 절차를 활용할 수 있도록 함으로써 보다 효율적으로 자본조달이 가능하도록 함.

■ [개정안 주요 내용] 각 사업 단계 및 규모별 필요를 반영한 차등적 규제 적용과 절차의 간소화에 따른 비용절감을 통해 자본시장에 대한 접근성을 강화하도록 함.

- 사업설명서 발행 면제 자격요건을 확대함으로써 소규모 신규기업의 자금조달 지원
- 소규모 신규기업의 자본시장 접근성 강화를 위해, EU 사업설명서 발행 면제 자격요건을 기존의 자본 조달금액 10만 유로 미만인 경우에서 50만 유로 미만으로 확대함.
- 또한 개별 회원국은 제한적으로 국내시장에서만 이루어지는 50만 유로에서 1,000만 유로 사이의 증권발행에 대해서 EU 차원의 사업설명서 발행 규정을 면제할 수 있는 선택권을 가짐.

18) 사업설명서(prospectus)란 기업의 주요사업, 재무 및 주식구조 등에 관한 전반적 내용을 기술한 법률문서로, 일반적으로 투자자들이 기업에 대한 투자 여부를 결정하는 데 필요한 정보가 포함되어 있음.

19) European Commission(2015), Press release, "The Commission proposes to overhaul prospectus rules to improve access to finance for companies and simplify information for investors." (November 30)

- 유럽 시장에 진출하기 원하는 중소기업의 경우, 사업설명서 발행에 필요한 비용과 부담이 조달하고자 하는 자금에 비해 지나치게 높을 경우 간소화된 사업설명서(lighter prospectus) 발행이 가능하도록 함.
- o 간소화된 사업설명서를 발행할 수 있는 중소기업의 기준을 기존의 시가총액 1억 유로에서 2억 유로로 상향 조정함.
- 사업설명서의 분량이 지나치게 길고 복잡한 용어 사용으로 인해 투자자의 정확한 정보 이해가 어렵다는 점을 감안하여, 사업설명서에 포함해야 하는 정보량을 명확히 함으로써 보다 짧고 간결한 사업설명서 작성이 가능하도록 추가 조치를 취할 예정임.
- 이미 상장된 기업이 추가적으로 주식이나 회사채를 발행하고자 할 경우 사업설명서를 다시 제출하는 대신 간단한 사업설명서로 이를 대체할 수 있도록 함.
- o 현재 연간 승인된 사업설명서의 70%가 상장기업의 주식 또는 회사채의 재발행에 해당된다는 점을 감안할 때, 기업의 주식 또는 채권의 추가 발행 시 절차상 효율성을 제고할 수 있을 것으로 기대
- 주식 또는 채권 발행이 빈번한 회사를 위한 패스트 트랙(fast-track) 승인절차 시행
- o 기업의 상세정보를 담은 문서인 Universal Registration Document(URD)를 매년 해당 감독당국의 승인하에 정기적으로 업데이트할 경우, 해당 기업이 실제로 주식 또는 채권을 발행할 경우 기존의 10일에서 5일 이내로 단축된 패스트 트랙(fast-track)을 통한 승인 절차를 밟을 수 있도록 함.
- 투자자의 기업 공시 정보에 대한 보다 쉬운 접근을 위해, 유럽증권시장감독청(ESMA)은 유럽경제지역(EEA: European Economic Area)²⁰⁾ 내에서 승인된 모든 사업설명서에 대한 무료 열람이 가능한 포털사이트를 운영할 예정임.
- o 이는 단일 포털사이트를 통해 일반인들의 투자가 가능한 상장 주식 및 회사채 발행 기업에 대한 정보를 투자자들이 쉽게 제공받도록 하기 위해 최초로 시행되는 서비스임.

라. 기타

- EU 집행위는 실행계획을 통해 벤처캐피털(venture capital), 커버드본드(covered bond), 금융규제 누적영향평가(cumulative impact of financial legislation)의 세 가지 항목에 대한 이해관계자들의 의견수렴을 시행하고 있으며, 2016년부터 단계적으로 관련 규제 완화 및 개정 조치를 시행할 예정임.²¹⁾
- [벤처캐피털] 집합투자기금인 유럽벤처캐피털펀드(EuVECA: European Venture Capital Fund)와 유럽사회적기업펀드(EuSEF: European Social Entrepreneur Fund)의 효율적 운영을 위해 규정을 개정하고자 이에 대한 의견수렴을 시행함.
- o 은행대출이나 주식시장을 통한 자금조달이 어려운 중소기업의 경우 벤처캐피털이 대체자금 역할을 할 수 있으나, 현재 EU의 벤처캐피털펀드 규모는 평균 6,000만 유로로 미국의 절반에 지나지 않으며, 이 중 90%는 8개

20) EEA는 EU 28개 회원국 및 노르웨이, 스위스, 아이슬란드, 리히텐슈타인으로 구성

21) European Commission(2015), "Action Plan on Building a Capital Markets Union." (September 30)

회원국에 집중되어 있음.

- 현행상 비상장 중소기업의 자금조달을 돕기 위한 유럽벤처캐피털펀드 및 유럽사회적기업펀드의 EU 패스포트(passport) 혜택을 받기 위해서는 5억 유로 미만의 자산 포트폴리오를 운용하는 경우에만 가능한바, 앞으로 대형 펀드운영사의 투자를 유치하고 국경간 투자를 촉진함으로써 벤처캐피털의 효율성을 증대하기 위해 현행 규정의 개선이 요구됨.
- 이에 EU는 2016년 1월 6일까지 펀드 운영자격 요건, 최저 투자금액 10만 유로의 적합성 여부 및 비EU권 운영자의 펀드 제공 가능여부 등에 관한 이해관계자의 의견을 수렴하여 관련 규정을 개정할 예정임.
- [커버드본드] EU는 은행권의 자금조달 부담을 완화할 수 있도록 역내 커버드본드 시장을 더욱 활성화하기 위해 범EU 차원의 커버드본드 프레임워크 구축방안에 관한 의견수렴을 진행 중임.
- 커버드본드는 은행 등 금융기관이 보유하고 있는 담보대출채권을 담보로 발행하는 채권으로, 발행 금융기관의 상환의무까지 부여함으로써 이중구조로 채권의 안정성을 높인 금융상품으로, 다수의 EU 회원국에서 부동산시장 및 공공부문에서의 장기간 자금조달을 위해 사용되는 가장 대표적인 자금조달 방식임.
- 2014년 EU의 커버드본드 시장규모는 2조 50억 유로로 글로벌 금융위기에도 불구하고 양호한 성과를 보여주고 있는 반면, 역내 국경간 시장이 분절되어 있으며 회원국간 규모에 있어서 큰 격차를 보이고 있음.
- 이에 EU는 2016년 1월 6일까지 회원국간 상이한 커버드본드 관련 규정을 정비하고, 역내 커버드본드 시장을 통합하기 위해 필요한 제도적 개선안에 대한 의견수렴을 진행함.
- 또한 중소기업 대출에 커버드본드 구조를 적용할 수 있는지 여부와 이를 위한 EU 차원의 대응이 필요한지에 대한 논의가 지속될 것으로 보임.
- [금융규제 누적영향평가] EU는 글로벌 금융위기 이후 시행된 규제 개혁조치간의 불일치 또는 상충 여부를 파악하고, 장기적으로 투자 및 성장에 부정적 영향을 미치는 불필요한 규제 요소를 제거하기 위해 금융규제 누적영향평가를 시행함.²²⁾
- 금융위기 이후 EU 차원에서 시행된 금융규제 조치는 총 40건 이상으로, 대부분 위기 상황에서 짧은 기간 안에 이루어짐.
- 금융안정성 확보를 위한 규제조치가 의도하지 않은 규제장벽을 유발하지 않도록 함과 동시에 EU 차원의 금융서비스 규제체계의 효율성 및 일관성을 제고하고자 함.
- 누적영향평가는 다음의 여섯 가지 정책 목표에 의해 시행됨.
 - EU의 경제와 금융안정성 향상
 - 경제, 고용, 지속가능한 성장을 위한 금융시스템의 활용 및 중소기업에 위한 자본 접근성 향상
 - EU 단일 규정집(rulebook) 완성 및 28개 회원국의 단일시장 구축 촉진
 - 금융위기 이후 금융시스템의 신뢰 회복 및 높은 수준의 소비자·투자자 보호
 - EU 규정의 단순화 및 정확도 향상과 규제부담의 최소화
 - EU 경제의 경쟁력 향상
- EU 집행위는 2016년 1월 말까지 의견수렴을 통해 지나친 규제부담 또는 비효율성을 제거하기 위한 단계적 조치를 취할 예정임.

22) European Commission(2015), "Call for Evidence: EU Regulatory Framework for Financial Services."

- 이는 글로벌 금융위기 이후 EU 차원에서 시행하는 포괄적인 규제 영향에 대한 점검이라는 차원에서 중요한 정책적 의미를 지님.

4. 향후 전망

■ 자본시장동맹은 전통적인 은행 중심의 기업금융 체계를 벗어나 자본시장 활성화를 통해 자금조달원의 다변화를 시도한다는 측면에서 장기적으로 유럽 금융시장의 기업 자금조달 구조에 큰 변화를 가져올 것으로 보임.

- 단 단일 자본시장 구축을 위해서는 법적·제도적 측면에서 극복해야 할 과제가 많고 이에 대한 회원국간 의견이 상이한 부분이 많아 추진과정에 상당한 시간이 소요될 것으로 보임.
- 전통적으로 유럽의 은행 중심 자금공급체계가 미국의 자본시장 중심 시스템보다 안정적인 것으로 여겨졌으나, 유로존 위기를 거치며 유럽의 전통적 자금공급체계에 대한 전반적 인식 변화가 나타난 것으로 관측됨.
- 자본시장동맹을 통한 역내 자본시장 활성화가 성공적으로 이루어질 경우 기업 자금조달의 은행의존도를 낮춤으로써 은행 위험에 대한 기업의 안정성을 개선할 수 있을 것으로 보임.
- 그러나 은행 중심의 금융환경을 단기간에 변화시키기는 어려운바, 자본시장 활성화에 따른 은행권 수익성 약화에 대비하여 은행들의 대출을 대신할 수 있는 새로운 수익모델의 개발이 요구됨.²³⁾
- 동시에 전통적으로 유럽 은행이 중소기업의 자금조달을 위해 수행해 온 기업정보 수집 등의 주요 기능이 자본시장을 통한 주식 및 채권 발행 등의 과정에서 투자자들에게 효율적으로 제공될 수 있도록 하기 위한 정책적 지원이 필요할 것으로 보임.
- 실행계획을 통해 제시된 새로운 증권화상품 기준 및 사업설명서 지침 간소화를 통해 이 부분이 일부 해소될 것으로 예상되나, 중소기업에 대한 국경간 정보장벽의 효과적 해소를 위해서는 보다 지속적이고 단계적인 시스템적 지원이 필요할 것임.
- EU 차원의 자본시장 통합을 위해서는 실행계획에서 제시된 개선안보다 더 큰 틀의 법적·제도적 통합이 필요하다는 의견도 제기됨에 따라 향후 자본시장동맹의 추진 과정에 대한 지속적 모니터링이 필요할 것으로 보임.²⁴⁾

■ 이번 실행계획에서 발표된 주요 개정안의 특징으로 규제의 간소화에 주목할 필요가 있음.

- 증권화 규정 개정안은 새로운 증권화 상품 기준으로 단순성, 투명성 및 규격화(STS 증권화 상품)를 제시함으로써, 증권화 과정에서 발생할 수 있는 규제비용을 낮추고 제반규정을 한층 명확하게 한 것으로 평가됨.

23) 김효진(2015), 『유럽기업 자금조달 방식 변화 및 시사점』, Issue Analysis, 국제금융센터. (November 25)

24) Karel Lannoo(2015), "Detailed CMU Action Plan, but more(ambition) is required," CEPS, ECMI Commentary, No. 39. (October 2)

- 사업설명서 지침 개정안의 경우에도 중소기업 및 신규기업의 발행 의무를 완화하고, 발행 시 간소화 절차를 적용받을 수 있는 범위를 확대한 것은 긍정적으로 평가됨.
- 또한 공공 온라인서비스를 활용하여 투자자들의 정보 접근성을 강화하는 한편, 효율적인 감독 및 관리가 가능하도록 제도적 장치를 마련함.
- 이러한 간소화 방침은 글로벌 금융위기 이후 지적되어온 금융서비스의 전반적 복잡성을 감소시키고 투자와 거래의 투명성을 향상시킬 수 있다는 측면에서 장기적으로 긍정적 효과를 가져올 것으로 기대됨.

■ 자본시장동맹은 중소기업 및 신규기업의 자금조달 지원을 핵심 정책목표의 하나로 제시하고 있으며, 성공적으로 추진 될 경우 중소기업의 자본력 강화를 통해 경쟁력을 제고할 수 있을 것으로 기대되는바, 이에 대한 지속적 모니터링이 필요할 것으로 보임.

- EU 집행위는 중소기업의 은행을 통한 자금 공급의 한계를 극복하기 위하고 대체자금조달 가능성을 확대하기 위해 중소기업이 주식 및 채권 발행 등 직접금융 시장을 통해 자금을 조달할 수 있도록 제도적·기술적 지원 정책을 추진 중임.
- 중소기업이 경제 전체에서 차지하는 비중이 크다는 점을 감안할 때, 자본시장동맹이 성공적으로 구축될 경우 경제회복과 고용창출의 효과를 기대할 수 있을 것으로 보임.

■ 자본시장동맹의 일부인 누적영향평가는 G20 및 금융안정위원회(FSB: Financial Stability Board) 등 국제금융기구의 금융규제 평가 시행과 연동되어 있는바, 향후 글로벌 자본시장 규범 제정 및 규제 조화에 영향을 미칠 가능성이 큰 것으로 보임.

- 금융규제 누적영향평가는 글로벌 금융위기 이후 단기간에 적용되어온 규제간의 상충여부, 또는 의도치 않은 새로운 규제장벽의 형성 여부를 진단하고 이를 해소하기 위해 시행되고 있음.
- 글로벌 금융위기 이후 형성된 규제체계에 대한 전반적 평가를 통해 새로운 국제 금융규제 질서가 형성될 수 있는바 이에 대한 적극적 모니터링이 필요함. **KIEP**