



금융상품의 이해 7: 커버드본드 (1)

이경아 연구원

- 커버드본드(covered bond)는 담보자산(cover asset)과 발행자 모두에게 독립적인 소구권행사를 할 수 있는 이중상환청구권(dual recourse)이 부여된 우선변제권부 담보채권임.
 - 투자자는 담보자산에 대한 우선청구권뿐만 아니라 담보자산 가치 하락 시 발행자의 담보자산에 대한 상환청구권을 가짐.
 - 발행자 신용과 담보자산에 대한 이중 담보권 설정으로 인해 커버드본드의 상환가능성은 대체로 높은 편임.
 - 담보자산은 회계적으로 부내유동화(on-balance) 처리되어 발행자의 재무제표에 포함되나 법적으로는 부도 시 발행자의 도산위험으로부터 절연 가능한 부도절연(bankruptcy remote) 속성을 지님.
 - 일반적으로 금융기관이 보유하고 있는 주택담보대출채권, 공공부문 채권 등 우량자산을 대상으로 발행되며 다른 자본조달 수단에 비해 상대적으로 높은 공적감시와 규제를 적용받음.

- 커버드본드는 주택대출채권을 대상으로 한다는 점에서 MBS(주택대출저당증권)나 담보부채권과 유사하지만 ① 부외처리(on-balance), ② 이중상환청구권(dual recourse), ③ 부도 시 담보자산 절연성(bankruptcy remote) 측면에서 MBS와 차이점을 지님(〈그림 1, 표 1〉 참조).
 - MBS는 SPV(유동화기구)에 자산을 양도함으로써 해당 담보자산(cover asset)을 대차대조표에서 제거할 수 있는 반면 커버드본드의 채권발행 이후에도 원창출자(originator)인 금융기관의 대차대조표에 남아 있음.
 - MBS 투자 시 수반되는 조기상환 위험, 신용위험은 MBS 투자자가 부담하지만 커버드본드 투자의 조기상환위험, 신용위험은 발행자가 부담
 - MBS는 해당 담보자산에 대해서만 소구권을 갖지만 커버드본드는 담보자산 우선청구권과 발행기관 소구권을 모두 가짐.

- 일반 담보부채권 부도 시 담보자산의 절연을 위해서 채무자의 대항요건 구비절차가 필요한 반면 커버드본드는 이러한 절차를 필요로 하지 않음.

■ 발행자 측면에서 커버드본드는 ① 자본조달 비용 절감, ② 자본조달 수단 다양화, ③ 자산부채 만기불일치 해소의 이점을 가짐.

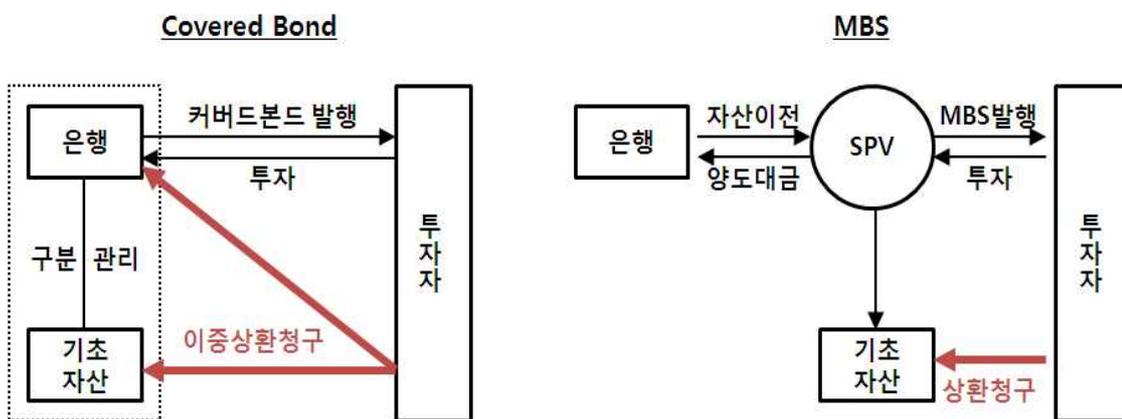
- 커버드본드는 은행채, MBS의 대체수단으로써 은행의 추가적인 자금조달원이 될 수 있으며, 상대적으로 변동성이 낮은 스프레드 추이를 나타내므로 자산유동화 시장이나 채권 시장 상황이 불리할 경우에 유용
- 커버드본드는 다른 자금조달 방법에 비해 듀레이션이 긴 편으로 커버드본드 발행을 증가시킴으로써 금융기관의 자산부채 만기불일치(장기 주택담보대출-단기 자금조달)가 완화될 수 있음.

■ 커버드본드 자본조달 비용절감의 주요 요인은 ① 신용 위험(credit risk) 감소에 의한 신용스프레드 축소, ② 조기상환 위험(prepayment risk) 관련 비용인 통화스왑 비용과 옵션조정스프레드(OAS)의 감소, ③ 발행구조 간소화를 통한 유동화 비용(securitization cost) 감소임.

- 커버드본드는 이중상환청구권으로 인해 만기상환 안정성이 높고, 발행 단계에서 일반 담보부채권 대비 엄격한 적격담보 요건을 갖는 우량자산으로 구성
 - 보유 단계에서 담보자산이 발행자 자산에 포함되어 발행 금융기관의 감시·관찰(monitoring) 유인이 상대적으로 높은 편으로 이로 인해 담보자산의 부실 가능성이 감소될 수 있으므로 동일 조건 MBS 대비 낮은 신용스프레드로 거래됨.
- 커버드본드의 경우 일반적으로 일반채권의 현금흐름과 유사한 만기일시상환(bullet payment) 구조를 가지므로 조기상환으로 발생할 수 있는 통화스왑 비용과 옵션조정스프레드(OAS: Option-Adjusted Spread)를 줄일 수 있음.
 - MBS 투자 시 조기상환위험은 투자자가 부담하는데 이때 예측치와 실제 조기상환율의 차이가 클 경우, 외화 MBS 발행 시 통화스왑 관련 현금흐름의 변동성이 커져 스왑관련 비용이 증가
 - OAS란 확정 현금흐름형의 무위험채권 대비 금리 변동, 조기상환율 변동에 대한 불확실성을 반영하기 위해 추가되는 가산금리로 MBS의 발행에는 상당 수준의 OAS가 적용되지만 커버드본드의 경우 일시 만기상환되는 구조이기 때문에 OAS만큼의 자본조달 비용을 줄일 수 있음.
- 커버드본드는 대출자산보유자가 직접 채권발행자가 되고 SPV를 설립하지 않으므로 MBS에 비해 대출자산 유동화에 수반되는 비용을 상당부분 절감할 수 있어 자본조달 비용 감소가 가능

- 투자자 측면에서 커버드본드는 ① 상대적으로 안정적인 가산금리(spread) 흐름을 갖는 장기투자수단이고, ② 투자 관련 현금흐름 불확실성이 상대적으로 낮으며, ③ 높은 금리를 제공하면서 동시에 원금상환력 또한 높다는 이점을 지님.
- 커버드본드는 위기 상황에서 무보증 은행채나 MBS 등 다른 자금조달 수단에 비해 상대적으로 안정적인 스프레드 추이를 나타내며 이는 커버드본드의 높은 만기상환 안정성에 기인
- 커버드본드는 MBS 대비 안정적인 현금흐름을 가지며, 투자원금의 조기상환이나 연체 등 투자 현금흐름의 불확실성은 커버드본드 발행자가 부담함.
- 이중상환청구권의 부여와 커버드본드 관련법에 근거한 각종 건전성 규제 등으로 인해 커버드본드 투자자는 투자자금 회수가능성이 높으면서도 국채보다 높은 금리를 얻을 수 있음.

〈그림 1〉 Covered Bond와 MBS의 구조 비교



자료: 한국은행(2008), 금융안정보고서, 제12호.

〈표 13〉 Covered Bond와 MBS와의 차이점

구분	Coverd Bond	MBS
발행주체	금융회사(은행)	SPV(유동화기구)
발행목적	상환연장(refinancing)	위험감소, 규제적 차익거래, 상환연장(refinancing)
소구권	발행기관에 대한 소구권 있음	발행기관에 대한 소구권 없음
상환재원	발행기관의 상환의무, 담보자산의 현금흐름	기초자산의 현금흐름
부외처리 여부	On-Balance	Off-Balance
채권구조	단일채권	선후순위의 Tranche 구조(CMO 구조)
발행쿠폰	만기확정 고정금리채권	구조에 따라 다양하나 주로 변동이율
조기상환 위험	발행자 부담	투자자 부담
상환방식	이표채권과 동일(bullet payment)	원리금자동이체방식(pass-through)
신용도	최소한 발행은행의 신용도를 가짐	발행구조와 기초자산에 따라 다양
발행비용	발행비용 절감과 유동화비용 감소 상대적으로 저비용	자산유동화전문회사 설립 비용 구조화 비용
요구자본 영향	없음	감소
적격담보에 관한 법적 요건	있음(CB 관련 법령을 적용받아 발행된 경우)	일반적으로 없음
Cash Flow Test	중요하나 MBS에 대비하여 중요성은 낮음	매우 중요
자산풀 교체·추가	담보자산의 수시교체(dynamic)	기초자산의 교체가 매우 제한적(static)

자료: 전광섭·정진옥(2010), 「한국주택금융공사의 해외 커버드본드 발행과 시사점」,
 양기진(2010), 「커버드본드(Covered Bond)에 관한 법적 연구」,
 김신근(2008), 「Covered Bond에 대한 이해」.