

주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

2012. 5.

선임연구위원

김 필 규

선임연구원

이 현 진



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 註 》

커버드본드는 투자자보호를 위해 일정한 요건을 갖추어 발행된 담보부채권으로, 주택담보부대출 등의 우량자산을 담보로 금융기관이 발행하는 채권을 의미합니다.

이러한 커버드본드는 유럽을 중심으로 발전하여 왔으나 글로벌 금융위기 이후에는 장기 자금조달의 수단으로 각광을 받으며 전세계로 확산되고 있습니다. 영국이 커버드본드제도를 도입하였고, 미국, 캐나다, 호주, 뉴질랜드 등도 커버드본드제도의 도입을 추진하고 있습니다. 국내의 경우 가계부채연착륙 종합대책의 일환으로 은행의 고정금리 장기대출을 확대시키려는 정책을 추진함에 따라 은행의 장기 자금조달수단인 커버드본드의 도입에 대한 관심이 높아지고 있는 상황입니다.

이에 본 연구는 한국의 커버드본드제도를 도입하기 위한 방안을 검토하고 있습니다. 이를 위해 커버드본드의 특성과 외국의 커버드본드 시장상황을 분석하고 미국과 영국의 커버드본드 도입사례를 살펴 국내 커버드본드제도 도입에 시사점을 제공하고 있습니다. 또한 커버드본드의 국내 도입의 필요성을 살피고 도입방식을 검토하는 한편 도입에 따른 예상효과를 분석하고 있습니다.

이를 통해 향후 바람직한 커버드본드제도 도입과 커버드본드 도입 시 부작용을 최소화하는 방안 마련에 기여할 것으로 기대합니다.

아무쪼록 본 보고서가 한국의 바람직한 커버드본드제도의 도입에 도움이 되길 바라며, 독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 본 보고서에 대한 의견이나 관련 문의는 아래의 저자에게 연락하시기 바랍니다.

김 필 규 pkkim@kcmi.re.kr 3771-0631

이 현 진 hyunjin@kcmi.re.kr 3771-0674

목 차

Executive Summary	vi
Abstract	xvi
I. 서론	3
1. 연구의 목적	3
2. 연구의 체계와 범위	5
II. 커버드본드의 개념과 특성	9
1. 커버드본드의 개념	9
2. 커버드본드의 특성	11
3. 커버드본드의 유형 분석	15
4. 커버드본드와 자산유동화증권의 비교	20
III. 유럽 커버드본드의 시장 현황 분석	25
1. 유럽 커버드본드의 규제체계 분석	25
2. 유럽 커버드본드의 시장 현황	45
IV. 주요국의 커버드본드 도입 사례	61
1. 미국의 커버드본드 도입 사례	61
2. 영국의 커버드본드 도입 사례	66

V. 국내 커버드본드 도입 타당성 검토	71
1. 커버드본드의 도입 필요성	71
2. 커버드본드 도입방식에 대한 검토	74
3. 커버드본드 도입의 예상효과	80
참고문헌	87

표 목 차

<표 II-1> 커버드본드와 자산유동화증권의 비교	22
<표 III-1> 커버드본드의 위험가중치(standard approach)	29
<표 III-2> 중앙은행의 통화정책에서 커버드본드의 적격성 비교	31
<표 III-3> 유동성 카테고리와 잔존만기에 따른 ECB의 헤어컷 수준 ...	32
<표 III-4> 국가별 커버드본드 발행 규제	43

그림 목 차

<그림 II-1> 커버드본드가 거시경제에 미치는 영향	13
<그림 II-2> 특별법에 근거한 유럽식 커버드본드의 구조	15
<그림 II-3> 일반법에 의한 구조화 커버드본드의 구조	17
<그림 III-1> 커버드본드 자산별 발행 및 발행잔액 현황	45
<그림 III-2> 점보 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	47
<그림 III-3> 커버드본드의 통화별 발행 및 발행잔액 현황	47
<그림 III-4> 커버드본드의 공모·사모 발행 및 발행잔액 현황	48
<그림 III-5> 유럽은행 채권 발행 현황	49
<그림 III-6> 국가별 커버드본드 발행잔액(2010년)	50
<그림 III-7> 국가별 GDP 및 국채 대비 커버드본드 비중(2010년)	51
<그림 III-8> 점보 커버드본드의 투자자 비중(2011년)	52
<그림 III-9> 독일 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	53
<그림 III-10> 프랑스 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	55
<그림 III-11> 덴마크 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	56
<그림 III-12> 스페인 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	57
<그림 III-13> 영국 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황	58
<그림 IV-1> 미국의 커버드본드 발행구조	65
<그림 IV-2> 영국의 커버드본드 발행구조	68

약 어 표

ABS	Asset-Backed Securities
CDP	Cassa Depositi e Prestiti
CDS	Credit Default Swap
CHs	Cédulas Hipotecarias
CRD	Capital Requirements Directive
CRH	Caisse de Refinancement de l'Habitat
CTs	Cédulas Territoriales
ECB	European Central Bank
ECBC	European Covered Bond Council
EEA	European Economic Area
EMF	European Mortgage Federation
EMU	Economic and Monetary Union
EU	European Union
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FSA	Financial Services Authority
GSE	Government Sponsored Enterprise
MBB	Mortgage-Backed Bond
MBS	Mortgage-Backed Securities
MC	Multi-Seller Cédulas
OH	Obligations de Financement de l'Habitat
Repo	Repurchase Agreement
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
ROs	Realkredit Obligationer
SCF	Sociétés de Crédit Foncier
SDOs	Særligt Dækkede Obligationer
SDROs	Særligt Dækkede Realkredit Obligationer
SFH	Sociétés de Financement de l'Habitat
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

《 Executive Summary 》

□ 커버드본드의 개념

- 커버드본드(covered bond)는 투자자보호를 위해 일정한 요건을 갖추어 발행된 담보부채권으로서, 주택저당대출, 공공부문대출, 선박대출 등을 담보로 금융기관이 발행하는 채권을 의미함

□ 커버드본드의 구분

- 유럽식 커버드본드는 금융기관이 발행한 채권에 모기지 등의 우량자산을 담보로 제공하는 방식의 커버드본드로 담보권자에게 담보자산에 대한 우선권을 법적으로 보호해주는 제도에 근거하여 발행되고 있음
- 구조화 커버드본드는 담보자산을 양도 혹은 신탁하여 유동화증권을 발행하고 발행한 증권에 대해 자산보유자가 보증을 함으로써 투자자에게 이중상환청구권을 제공하는 증권을 의미함

□ 커버드본드의 특성

- 커버드본드는 금융기관이 상환의 일차적인 책임을 갖는 금융기관 채권이며, 금융기관이 보유한 우량 자산을 담보로 제공하는 담보부채권의 특성을 지니고 있음
- 커버드본드의 투자자는 금융기관의 높은 신용도와 우량 담보에 대한 우선적인 담보권자라는 이중상환청구권을 지님

- 금융기관이 보유한 우량 자산을 담보로 제공하기 때문에 예금자와 무담보부채권자는 상대적으로 열위의 상환권을 지니게 됨
- 커버드본드제도를 도입한 국가의 경우 발행한도, 담보 등과 관련한 엄격한 규제를 도입

□ 커버드본드의 효익

- 발행자 입장에서는 발행 금융기관의 신용도를 상회하는 신용등급으로 채권을 발행할 수 있어 저금리로 필요한 자금을 조달할 수 있음
- 투자자 입장에서는 은행 파산 시에도 담보자산의 우선적인 청구권을 지니게 되어 높은 신용도의 투자 기회 확대 효과가 있음
- 거시경제 차원에서 은행의 장기자금조달을 가능하게 하여 금융시장의 안정성을 제고함

□ 유럽 커버드본드의 규제체계

- 2011년 현재 유럽 27개국과 유럽 외 지역 5개국에서 커버드본드와 관련된 법률이 제정되어 있음
- 특별법에 의해 커버드본드를 발행하는 대표적인 국가는 독일이며, 덴마크, 아일랜드, 오스트리아, 핀란드, 룩셈부르크, 스페인 등의 국가에서도 커버드본드 발행을 위한 법률을 제정하였음

- 특별법에 근거하지 않고 구조화 커버드본드를 발행하던 국가 중 프랑스와 영국은 커버드본드 관련 특별법을 제정하였고, 미국과 캐나다, 뉴질랜드의 경우 특별법 제정을 추진하고 있음

□ UCITS과 CRD의 적격 커버드본드

- 커버드본드로서의 특혜를 인정받기 위해서는 UCITS Directive Article 52(4)에 따라 다음과 같은 요건을 만족해야 함
 - 금융기관(credit institution)에 의해 발행될 것
 - 채권자 보호를 위해 고안된 특정 규제체계의 감독(special public supervision)을 받을 것
 - 특별법에 의해 발행될 것
 - 적격담보자산에 대해 법에서 규정하고 있을 것
 - 담보자산풀은 커버드본드의 만기동안 채권보유자의 청구권을 변제할 수 있을 정도의 충분한 담보를 제공할 수 있을 것
 - 발행기관의 파산 시 커버드본드의 투자자들이 담보자산에 대하여 우선적 청구권을 가질 것
- CRD는 커버드본드의 정의와 담보자산에 대해 좀 더 구체적으로 규정하고 있으며, 특정 요건을 충족할 경우 위험가중치에 대해 혜택을 부여함

- 2010년 7월 ECB가 공표(2011년 1월 1일 시행)한 새로운 헤어컷 구조에서는 만기, 유동성 수준, 신용도에 따라 헤어컷을 차별화하고 있으며, 커버드본드의 경우 선순위 무담보 은행채에 비해 낮은 헤어컷을 적용

□ 유럽 커버드본드 시장 현황

- 유럽 커버드본드의 발행규모는 최근 몇 년 사이 꾸준히 증가하여 2010년에만 6,131억유로의 커버드본드가 발행되었고, 발행잔액은 2010년 말 현재 2.5조유로에 달함
- 금융위기가 발생한 2008년도에도 전년대비 40% 이상 증가한 6,506억유로가 발행되었음
- 담보자산별로는 모기지가 전체 발행잔액 중 71.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 그 다음으로 공공부문대출의 발행잔액 비중이 큰 것으로 나타남
- 점보(jumbo) 커버드본드는 커버드본드 시장에서 가장 유동성이 높은 섹터로서 2010년말 현재 발행잔액은 1조 2,651억 유로임
- 커버드본드는 은행의 자금조달비용을 낮추고, 중앙은행 등의 안정적인 투자자층을 확보할 수 있다는 장점으로 인해 유럽은행의 주요한 자금조달 수단이 되고 있음

□ 미국의 커버드본드 도입 추진 현황

- 2011년 11월 상원의원인 Kay Hagan을 주축으로 커버드본드 도입을 위한 법안(U.S. Covered Bond Act)이 발의되었음
- 동 법안은 커버드본드의 개념을 법제화하고 규제체계를 마련하며, 투자자에게 담보자산의 우선권을 제공하는 내용을 포함시켜 미국에서도 유럽의 커버드본드와 같은 제도를 도입하는 것을 주요 내용으로 하고 있음
- 적격 발행자의 범위를 저축기관(depository institution) 혹은 저축기관의 자회사, 금융지주회사, 대부조합(Savings & Loan), 보험업자, 증권회사 등으로 확대하고 있음
- 담보자산의 범위도 주거용 모기지 뿐만 아니라 상업용모기지, 할부금융 및 신용카드 자산과 같은 다양한 종류의 담보자산을 포함시키고 있음
- 커버드본드 발행자 부도의 경우 부도시점에 따라 부도시 절차를 명확히 규정하고 담보권자에게 우선적인 권리를 제공하는 규정을 도입

□ 영국의 커버드본드 도입 추진

- 영국은 2008년 글로벌 금융위기 과정에서 커버드본드제도를 도입하였음
- 커버드본드의 적격 발행자는 영국 금융규제기관인 FSA의 규제를 받는 예금수취기관으로 하고 있으며, 발행을 위해서는 FSA의 승인을 받도록 되어 있음

- 금융규제기관은 커버드본드 발행 관련 절차, 담보자산에 대한 정보, 외부 감사 방법 및 규제방식 등을 포함한 Sourcebook을 작성
- 담보자산에 대한 투자자의 우선 변제권을 제공하기 위해 담보자산풀은 고유자산과 분리된 특별목적회사에 예치하도록 하고 있음

□ 국내 커버드본드 도입 추진 연혁

- 글로벌 금융위기 과정에서 2008년 하반기부터 은행의 외화 유동성 문제를 해결하기 위한 방안으로 국내에서 커버드본드제도가 도입되어야 한다는 주장이 제기되었음
- 2011년 가계부채연착륙 종합대책의 일환으로 은행의 고정금리 장기대출의 확대 정책을 추진하고 은행의 장기 자금조달을 지원하기 위한 방안으로 은행의 우선변제권부채권(커버드본드) 발행 모범규준이 발표되는 등 일부 커버드본드제도가 도입되었음
- 그러나 담보권자에게 우선변제권을 부여하는 법적 근거가 마련되어 있지 않아 국내 금융기관이 유럽식 커버드본드를 발행하기는 어려운 상황

□ 국내 커버드본드 도입 필요성

- 커버드본드제도가 도입될 경우 금융기관이 보유한 우량자산을 담보로 한 차입 수단을 제공하여 조달수단을 다양화하는 효과가 있음

- 담보자산의 신용보강 효과로 인하여 높은 신용도의 증권을 발행하여 장기의 자금을 조달할 수 있음
- 높은 신용도의 증권을 발행함으로써 조달비용을 절감할 수 있음

□ 국내 커버드본드 도입 방식에 대한 검토

- 커버드본드의 적격발행기관, 적격담보, 커버드본드 발행자에 대한 감독 및 발행자 부도 시에 담보권자의 보호 등을 포함한 커버드본드 관련 특별법을 제정하는 방안을 검토할 수 있음
 - 이러한 방식은 커버드본드에 대한 규제체계를 완벽하게 마련할 수 있다는 장점이 있음
- 현행의 담보부사채신탁업법을 개정하여 커버드본드 적격 발행기관을 지정하고 동 기관이 특정한 자산을 담보로 증권을 발행할 수 있게 하고, 담보권자에 대한 우선권을 부여하는 방향으로 커버드본드제도를 도입
 - 이러한 방식의 경우 일반적인 담보부채권과 커버드본드의 이원적인 제도를 도입해야 한다는 문제가 존재함
- 은행법 개정을 통해 은행이 보유한 모기지를 담보로 한 커버드본드의 발행 제도를 마련하는 방안을 검토할 수 있음
 - 동 방안은 커버드본드 도입 관련 규제체계 마련이 용이하다는 장점이 있음
 - 그러나 은행 이외의 금융기관의 경우에는 커버드본드 발행이 불가능하다는 문제가 존재

□ 국내 커버드본드제도 도입 시에 포함되어야 할 내용

- 커버드본드 감독기관과 적격 발행자
 - 국내의 경우 적격 발행자를 다양한 금융기관으로 확대하는 것이 바람직할 것으로 판단됨
- 담보자산의 범위는 모기지 만을 대상으로 할 것인지 아니면 다양한 종류의 담보자산을 포함시킬 것인지를 검토할 필요가 있음
 - 다양한 자산을 포함시키되 자산의 질을 관리하는 제도를 도입하는 것이 바람직할 것으로 판단됨
- 커버드본드의 감독 프로그램
 - 규제기관은 적격 자산, 발행절차 등에 대한 규제를 통해 커버드본드가 적정하게 발행될 수 있도록 승인시스템을 도입하고 발행자의 자산 대비 커버드본드의 발행 한도를 정할 필요가 있음
 - 발행과 관련한 공시시스템을 구축하고 자산별로 담보자산의 초과담보비율을 결정
- 발행자 부도 시의 절차
 - 담보권자에 대한 우선청구권을 생성하는 특례 및 이의 절차를 법에 명시할 필요가 있음
 - 커버드본드 담보자산의 관리 방식 및 법적 절연을 위한 절차도 사전에 명시할 필요가 있음

□ 국내 커버드본드 도입 예상 효과

- 국내은행들의 신용등급은 대부분 AAA급이기 때문에 높은 신용도로 국내에서 커버드본드를 발행할 유인은 높지 않음
 - 해외 발행의 경우 담보에 의해 발행증권의 신용도를 상향시킴으로써 은행 자체의 신용도에 비해 높은 신용도로 증권을 발행하여 외화조달비용의 절감효과를 도모할 수 있음
- 다만 국내은행의 장기 고정금리 주택담보대출의 규모가 확대될 경우 동 부문의 리스크 관리를 위해 국내에서 커버드본드를 발행할 가능성이 있음
 - 커버드본드의 경우 모기지를 담보로 발행하기 때문에 담보로 사용되는 장기 고정금리 주택담보대출의 부외 이전 효과는 거의 없음
- 커버드본드는 은행이 보유한 우량자산을 담보로 제공하고 담보권자에 대해 우선권을 부여하는 방식으로 도입되기 때문에 일반적으로 무보증채권에 비해 선순위의 지위를 지니게 됨
 - 이에 따라 기존에 발행한 은행채가 후순위지위를 지니게 되어 무담보 은행채의 발행조건이 악화될 가능성도 있음
- 은행 이외의 금융기관에게 커버드본드를 발행할 수 있는 제도를 도입하는 경우 자산을 활용하여 높은 신용도로 자금을 조달하는 효과가 상대적으로 클 것으로 예상됨
- 커버드본드제도가 도입될 경우 한국주택금융공사의 MBS와 대체관계가 존재할 가능성이 있음

- 우량한 신용등급의 장기채권 공급이 확대됨에 따라 채권의 평균 만기는 길어질 것으로 예상됨
- 적절한 규제체계가 수립되었을 경우 커버드본드제도의 도입은 장기적으로 금융안정성에 긍정적인 효과를 거둘 것으로 예상됨

« Abstract »

**Covered bond markets in major countries and
introduction of covered bonds in Korea**

Introduction

Covered bonds are debt instruments issued by financial institutions, mostly banks. They are secured by a pool of mortgage loans, public sector loans, and ship loans that satisfy certain criteria for investor protection. In general, there are two types of covered bonds: European-style covered bonds and structured covered bonds. European covered bonds provide bondholders with a priority claim on collateral assets (also called cover pool assets) to ensure legal protection. With structured covered bonds, an originator sells its assets to a special purpose vehicle (or a trust). Then, this special purpose vehicle (SPV) issues asset-backed securities (covered bonds) backed by a cover pool of the transferred assets, and guaranteed by the originator. In this structure, covered bond holders have dual recourse to the cover pool and the issuer.

In addition, covered bonds have the following characteristics: a financial institution has the primary obligation to pay interest and principal on covered bonds; and high quality assets owned by a financial institution are used as collateral, which is a feature of a secured bond. Covered bonds provide investors with dual recourse, meaning that covered bondholders have priority rights over an issuer with strong creditworthiness and high quality collateral. Since covered

bonds are backed by a financial institution's high quality assets, those who hold deposit accounts and unsecured bonds issued by the issuer have claims inferior to covered bondholders. Covered bonds are strictly regulated in terms of issuance limits and cover pool assets in most countries that have introduced covered bonds.

Covered bonds can have significant benefits for issuers, investors, and the economy as a whole. They enable a financial institution to raise funds at a lower cost because covered bonds usually receive a higher rating than the issuing institution. Meanwhile, covered bonds give bondholders priority recourse to assets in the cover pool in the event of bankruptcy. Thus, they provide investors with more choices and opportunities to invest in financial instruments with low credit risk. Furthermore, covered bonds also have advantages from a macroeconomic perspective and stabilize the financial market.

Legislative and regulatory frameworks for covered bonds in the EU, US, and UK

As of 2011, 27 countries in Europe and 5 countries in non-European regions have covered bond laws. Germany represents countries in which covered bonds are issued under a special legal framework. Denmark, Ireland, Austria, Finland, Luxembourg, and Spain also have covered bond legislation. Among countries where structured covered bonds are issued without special legislation, France and the United Kingdom recently enacted covered bond laws. The United States, Canada, and New Zealand are also working on special laws

for covered bonds. Europe has seen a steady increase in covered bond issuance in recent years. Covered bond issuance in 2010 was €613.1 billion and covered bonds outstanding was €2.5 trillion. Even in 2008, covered bond issues in Europe reached €650.6 billion, up more than 40% from a year ago, despite the onset of the global financial crisis. By asset class, mortgage covered bonds took up the largest share (71.5%) of the total amount outstanding, followed by public sector covered bonds. Jumbo covered bonds are the most liquid segment of the covered bond market. Outstanding jumbo covered bonds stood at €1,265.1 billion at the end of 2010. Covered bonds have been a major source of funding for European banks because of lower funding costs and a stable investor base, which includes central banks.

As for the United States, Senator Kay Hagan and his colleagues introduced the United States Covered Bond Act in the Senate in November 2011. This bill defines a covered bond, establishes a regulatory framework, and provides priority claims over the cover pool assets to investors. This enables the US to introduce covered bond legislation that is similar to Europe's.

In the meantime, the United Kingdom established a legal system for covered bonds in 2008 during the global financial crisis. Eligible covered bond issuers are deposit-taking institutions regulated by the Financial Services Authority, the UK financial regulator, and issuers should seek the FSA's approval for covered bond issuance. And a cover pool of assets is required to be separated from an issuer's own assets and be held by a SPV to make sure that covered bond investors have preferential claims on the cover assets.

Korea and covered bonds

During the global financial crisis, covered bonds were proposed in Korea as a solution to foreign currency liquidity problems in the banking sector. The Korean government pushed for comprehensive measures to induce a soft landing for household debts in 2011. These measures were introduced to increase long-term fixed-rate bank loans and support banks' long-term funding. To that end, financial regulators published best-practice guidelines for covered bond issuance by banks, thereby introducing a type of regulatory scheme for covered bonds. However, financial institutions are not able to issue European-style covered bonds because no legal grounds exist for giving priority claims over collateral to covered bond investors.

If covered bonds are introduced in Korea, then they will bring several benefits to domestic financial institutions. One of the expected benefits is funding diversification, considering that covered bonds are debt securities backed by high quality assets held by financial institutions. Other benefits are better access to long-term funding and lower funding costs. The credit support of underlying collateral enables financial institutions to issue securities with higher credit ratings than their own credit rating. Thus, financial institutions can enjoy better access to long-term funding and lower funding costs.

There are several approaches to establishing a legal and regulatory framework for covered bonds in Korea. First, mortgage covered bonds may be introduced through changes to the Banking Act. If the Banking Act is revised, it will be easy

to build a regulatory framework for covered bond issuance. With this approach, however, non-bank financial institutions will not be able to issue covered bonds. The second approach is amending the Secured Bond Trust Act to specify eligible covered bond issuers and eligible asset classes, and strengthen protection for covered bondholders. If Korea takes this approach, it will end up having two different systems for general secured bonds and covered bonds.

Lastly, Korea could enact special legislation for covered bonds that encompasses the definition of eligible issuers and eligible asset classes, oversight and supervision of issuers, and protection of bondholders in the event of an issuer's default. This approach will provide Korea with a complete regulatory framework for covered bonds, but create the legislative burden of making a new law.

Then, what is the desirable legal and regulatory framework for covered bonds in Korea? First, a wide range of financial institutions should be eligible to issue covered bonds. And the scope of eligible assets should be broadened to include diverse asset classes while at the same time introducing a monitoring system to manage the quality of cover pool assets. Regarding oversight and supervision, regulatory authorities need to regulate eligible assets, issuance procedures while putting an approval system and a disclosure system in place to keep the volume of covered bond issues at an optimal level. Furthermore, covered bond legislation must contain a special provision about priority rights granted to bondholders in the event of an issuer's default, and specify the related procedure.

Currently, Korean banks have little incentives to issue covered bonds because most of them have the highest credit rating (AAA). Nevertheless, if the volume of long-term fixed-rate residential mortgage loans originated by banks increases, banks are likely to issue covered bonds in order to manage risks in the fixed-rate mortgage segment. Generally, unsecured bonds rank behind covered bonds in terms of payment priority because covered bonds are backed by a bank's high quality assets and give priority claims to bondholders. For that reason, unsecured bank bonds may lose popularity. On the other hand, non-bank financial institutions are expected to benefit from financing capital using their high quality assets when covered bonds are introduced in Korea. In the meantime, covered bonds will offer more choices to investors and increase the average maturity of bonds thanks to an increase in the supply of long-term bonds with higher ratings. And if the regulatory framework is well established, covered bonds will enhance financial stability over the long term.

1. 서론

1. 연구의 목적
2. 연구의 체계와 범위

I. 서론

1. 연구의 목적

- 커버드본드(covered bonds)는 금융기관이 보유한 모기지 등 우량자산을 담보로 제공하고 금융기관이 발행하는 채권을 의미하며, 발행자와 담보자산의 이중청구권을 지니므로써 높은 신용도로 발행된다는 특성을 지니고 있음
 - 커버드본드는 법적 근거에 의해 발행되는 유럽식 커버드본드와 법적 근거 없이 구조화기법을 도입하여 이중상환청구권을 제공하는 구조화 커버드본드(structured covered bond)로 구분됨

- 커버드본드시장은 유럽을 중심으로 시장이 형성되어 있으며, 구조화커버드본드에 비해 유럽식 커버드본드가 훨씬 큰 시장을 형성하고 있음
 - 커버드본드의 발행규모는 글로벌 금융위기의 과정에도 꾸준히 증가하여 2010년 6,131억유로의 커버드본드가 발행되었고, 발행잔액은 2010년말 현재 2.5조유로에 달함

- 최근 국내에서는 은행 유동성 문제를 해결하기 위한 방안으로 커버드본드제도 도입에 대한 관심이 증대되고 있음
 - 글로벌 금융위기의 과정에서 은행의 외화유동성 문제를 해결하기 위한 방안으로 국내에 커버드본드제도를 도입해야 한다는 주장이 제기되었음

4 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

- 2009년 5월 국민은행은 해외에서 신탁구조를 도입한 구조화 커버드본드를 발행하였으며, 한국주택금융공사도 해외에서 커버드본드를 발행하였음

— 최근 금융당국이 은행의 고정금리 장기대출 확대 정책을 추진함에 따라 이를 적절하게 관리하기 위한 방안으로 커버드본드제도의 도입을 추진하고 있음

- 2011년 6월 가계부채연착륙 종합대책의 일환으로 국내 주택담보대출시장에서 고정금리·비거치식 분할상환 대출 상품의 점진적인 확대를 유도하는 방안을 제시

- 금융감독원은 가계부채연착륙 종합대책의 후속조치로 은행의 우선변제권부채권(커버드본드) 발행 모범규준을 발표

— 그러나 담보권자에게 우선변제권을 부여하는 법적 근거가 마련되어 있지 않아 국내 금융기관이 국내외에서 유입식 커버드본드를 발행하기는 현실적으로 어려운 상황

□ 본 연구에서는 커버드본드의 특성과 시장상황을 분석하고 국내 도입의 필요성과 도입에 따른 예상효과를 분석하는 것을 목적으로 하고 있음

2. 연구의 체계와 범위

- 커버드본드의 기본적인 구조와 특성에 대한 분석
 - 커버드본드의 개념과 기본적인 구조 및 특성을 살펴보고 커버드본드와 자산유동화증권의 구조를 비교하여 분석함

- 유럽 커버드본드시장의 현황과 발행구조를 살펴보고, 유럽 전체 차원에서 법률적 체계 및 주요국의 법률적 체계를 비교분석함
 - 이와 더불어 최근 커버드본드제도를 도입한 영국의 사례와 미국의 커버드본드 도입 추진 사례도 분석함

- 국내 커버드본드 도입 가능성 분석
 - 국내 커버드본드의 도입 필요성과 도입 가능성을 살펴봄
 - 커버드본드제도 도입을 위한 제도적인 방안 및 각 대안별 타당성 및 장단점을 분석
 - 커버드본드 도입 시 검토해야 할 사항과 이에 따른 영향을 분석

II. 커버드본드의 개념과 특성

1. 커버드본드의 개념
2. 커버드본드의 특성
3. 커버드본드의 유형 분석
4. 커버드본드와 자산유동화증권의 비교

II. 커버드본드의 개념과 특성

1. 커버드본드의 개념

□ 커버드본드의 개념

- 커버드본드는 투자자보호를 위해 일정한 요건을 갖추어 발행된 담보부채권으로서, 주택저당대출(mortgage loan), 공공기관대출(public sector loan), 선박대출(ship loan) 등을 담보로 금융기관이 발행하는 채권을 의미함

□ 커버드본드는 유럽식 커버드본드와 구조화 커버드본드(structured covered bond)로 구분됨

- 유럽식 커버드본드는 금융기관이 발행한 채권에 모기지 등의 우량자산을 담보로 제공하는 방식의 커버드본드로 담보권자에게 담보자산에 대한 우선권을 법적으로 보호해주는 제도에 근거하여 발행되고 있음
 - 유럽의 주요 국가들은 커버드본드의 발행 근거와 투자자에 대한 담보자산 우선 청구권을 부여하는 커버드본드 관련 법률을 마련하고 있음
- 구조화 커버드본드는 담보자산을 양도 혹은 신탁하여 유동화증권을 발행하고 발행한 증권에 대해 자산보유자가 보증을 함으로써 투자자에게 이중상환청구권을 제공하는 증권을 의미함

10 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

□ 커버드본드는 독일이 1900년대에 German Mortgage Act를 제정하고 Pfandbrief가 발행되기 시작하면서 도입되었고 수십년간 독일의 고유한 채권 형태로 발전하였음¹⁾

□ 유럽 각국은 커버드본드제도를 마련하여 금융기관의 차입 안정성을 제고하는 정책을 추진

— 1990년대 중반 주택저당대출의 증가와 1999년 EMU(Economic and Monetary Union)의 출범 이후 EU(European Union)내의 자본시장 제도 정비 등을 계기로 유럽 국가들은 커버드본드에 대한 새로운 법률을 제정하거나 기존 법률을 개정함으로써 독일과 유사한 커버드본드제도를 마련하였음

— 커버드본드는 유럽 국가마다 상이하고 다양한 형태로 발전되고 있으며, 각국은 Pfandbrief(독일), Realkredit Obligationer(덴마크), Obligations Foncières(프랑스), Cédulas Hipotecarias(스페인), Lettres de gage(룩셈부르크), Zastavni list(체코), Jelzaloglevel(헝가리), List Zastawny(폴란드) 등 고유의 커버드본드 명칭을 보유하고 있음

□ 유럽 각국의 커버드본드시장은 지속적으로 성장하고 있음

— EU지역의 관련제도 정비 및 유럽 단일시장 구축을 통한 투자여건 개선 등이 커버드본드시장의 성장을 촉진

— 특히 점보 커버드본드시장은 유럽에서 국채 다음으로 큰 시장으로 자리매김하고 있음

1) 커버드본드의 효시는 1770년 당시 프러시아(현재 독일)가 토지를 담보로 발행한 채권으로 볼 수 있고, 덴마크, 폴란드, 프랑스도 1800년대 전후에 커버드본드 형태의 채권을 발행한 바 있음

2. 커버드본드의 특성

□ 커버드본드의 신용도

- 커버드본드는 금융기관이 상환의 일차적인 책임을 갖는 금융기관 채권이며, 채권의 신용도를 높이기 위해 금융기관이 보유한 우량 자산을 담보로 제공하는 담보부채권의 특성을 지니고 있음
 - 커버드본드제도를 도입한 대부분의 국가들은 담보권에 대해 우선적 권리를 제공하는 법적 근거를 마련하여 커버드본드 투자자를 보호하고 있음
- 커버드본드의 투자자는 금융기관의 높은 신용도와 우량 담보에 대한 우선적인 담보권자라는 이중의 상환청구권을 지니기 때문에 높은 신용도의 증권에 투자하는 기회를 지니게 됨
- 한편 금융기관이 보유한 우량 자산을 담보로 제공하기 때문에 예금자와 무담보부채권자는 상대적으로 열위의 상환권을 지니게 됨
- 이에 따라 커버드본드제도를 도입한 국가의 경우 발행한도, 담보 등과 관련한 엄격한 규제가 도입되는 경우가 대부분임
- 커버드본드는 담보권에 대해 법적으로 강한 보호(파산절연)를 받으며 발행기관의 건전성 유지를 위해 발행에 대한 엄격한 규제가 적용되기 때문에 신용도가 매우 높음
 - 신용위험 관점에서 보면, 커버드본드의 신용도는 정부채권과 무담보 은행채 사이에 위치한다고 볼 수 있음

□ 커버드본드는 발행자와 투자자에게 다음과 같은 효익을 제공함

- 발행자에게는 발행 금융기관의 신용도를 상회하는 신용등급으로 채권을 발행할 수 있어 저금리로 필요한 자금을 조달할 수 있음

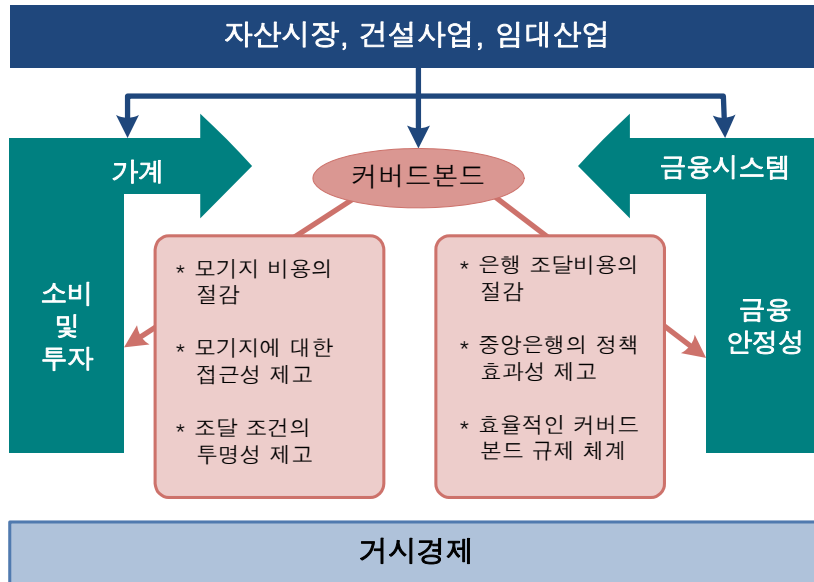
12 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

- 다양한 투자자를 확보하여 자금조달원천을 다변화할 수 있음
 - 만기가 길고 조기상환이 불가능하기 때문에 안정적인 중장기 자금조달을 확보할 수 있음
 - 금융기관의 유동성 제고를 위한 유용한 수단으로 커버드본드가 활용되고 있음
 - EEA(European Economic Area)은행이 매입한 커버드본드에 적용되는 낮은 위험 가중치, Solvency II에서 특혜, ECB(European Central Bank)와 기타 중앙은행의 Repo 취급 시 특혜 등 제도적인 측면에서의 장점도 존재함
- 투자자 입장에서 은행 파산 시에도 담보자산의 우선적인 청구권을 지니게 되어 높은 신용도의 투자 기회 확대 효과가 있음
- 국가별 유사한 법률적 구조와 특별감독을 받으며, 신용등급이 안정적임
 - 포트폴리오 위험을 크게 변경하지 않고 정부채권보다 높은 수익률을 얻을 수 있음
- 커버드본드는 단순히 은행의 장기자금조달수단을 넘어 거시경제 차원에서 효익과 금융시장의 안정성을 제공하는 역할을 담당함
- 모기지시장에서 커버드본드는 모기지 비용을 낮추고, 지속적인 발행으로 인한 모기지의 신용을 높이며, 투명성을 증진시킨다는 장점이 있음
- 커버드본드는 중앙은행으로부터 혜택을 받기 때문에 최근 발생한 금융위기에서의 역할이 강조되었음²⁾

2) 2009년과 2010년 Eurosystem은 600억유로의 Covered Bond Purchase Programme을 사용하였음

- 커버드본드는 발행인이 담보자산의 신용위험을 부담하기 때문에 자산유동화증권에서 발생했던 도덕적 해이 문제를 해결
- 중앙은행의 Repo에 담보로서 커버드본드의 사용이 증가하고 있으며³⁾ 커버드본드에 적용되는 헤어컷(haircut)은 자산유동화증권에 적용되는 헤어컷 보다 상당히 낮음

<그림 II-1> 커버드본드가 거시경제에 미치는 영향



자료: ECBC(2011)의 자료를 수정

3) ECB에 따르면, 2010년에 2,600억유로 이상의 커버드본드가 Repo의 담보로 사용되었음

□ 담보자산(cover asset)의 종류

- 담보자산의 종류는 주택저당대출, 공공기관대출, 선박대출로 크게 구분됨
- 적격 담보자산의 범위는 국가별 커버드본드 시스템에서 정함
- 주택저당대출(주거용, 상업용)을 담보로 하는 커버드본드는 커버드본드 시스템을 운영하는 모든 국가에 존재함
- 정부, 지방자치단체 등 공공기관의 자금조달을 위한 커버드본드는 독일, 프랑스, 아일랜드, 룩셈부르크, 오스트리아, 이탈리아, 스페인, 아일랜드, 폴란드, 포르투갈, 영국에서 발행되고 있음
- 선박대출을 담보로 발행하는 커버드본드는 유럽 커버드본드시장에서 활성화되지 않았으나, 덴마크와 독일을 중심으로 발행되고 있음

□ 점보(jumbo) 커버드본드

- 점보 커버드본드는 유로화로 발행되고, 만기일시상환(bullet maturity)하며, 연1회 고정이자를 지급하고, 최소 10억유로 이상 발행되는 채권을 의미함
 - 점보 커버드본드의 만기는 주로 5~10년 이지만, 최소 2년 만기로 발행되기도 하고 15년, 20년 이상의 장기로도 발행됨
- 점보 커버드본드시장은 커버드본드시장 중에서 가장 유동성이 높은 시장으로 정부채권의 대체재로 자리매김하고 있음
- 점보 커버드본드는 1995년 독일시장에서 jumbo Pfandbrief라는 명칭으로 처음 발행된 이후 급속도로 성장하였고 현재 오스트리아, 프랑스, 아일랜드, 이탈리아, 룩셈부르크, 핀란드, 스페인, 네덜란드, 영국 등의 국가에서 점보 커버드본드가 발행됨

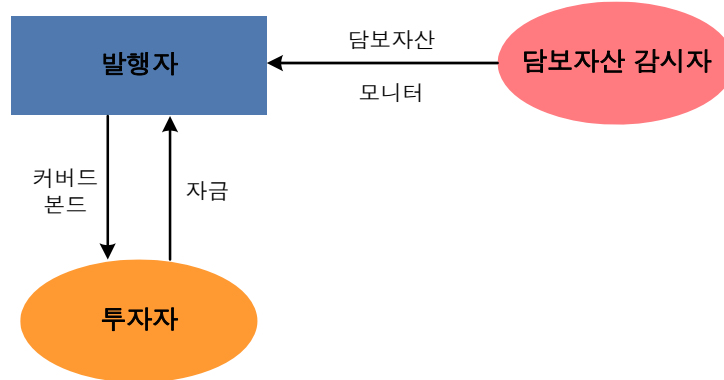
- 모든 점보 커버드본드에 대해서는 최소한 3개기관 이상의 시장조성자(market maker)가 가격을 제시함
- EuroCreditMTS 같은 전자거래플랫폼이 증가함에 따라 점보 커버드본드 시장가격 결정의 투명성도 증가하였음

3. 커버드본드의 유형 분석

가. 법적 근거에 의한 유형 분석

- 특별법을 근거로 발행되는 구조(special-law based frameworks)
 - 특별법을 근거로 발행되는 구조는 국가가 커버드본드 시스템을 규제하는 것으로 법 또는 감독규정을 두고 있음

<그림 11-2> 특별법에 근거한 유럽식 커버드본드의 구조



자료: 박경훈(2009)

16 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

- 커버드본드가 특별법에 의해 발행되는 경우, 위험가중치 혜택을 받을 수 있음

□ 유럽 커버드본드 시스템에서는 발행자의 파산 시 다른 채권자의 청구권으로부터 커버드본드 채권자를 보호함

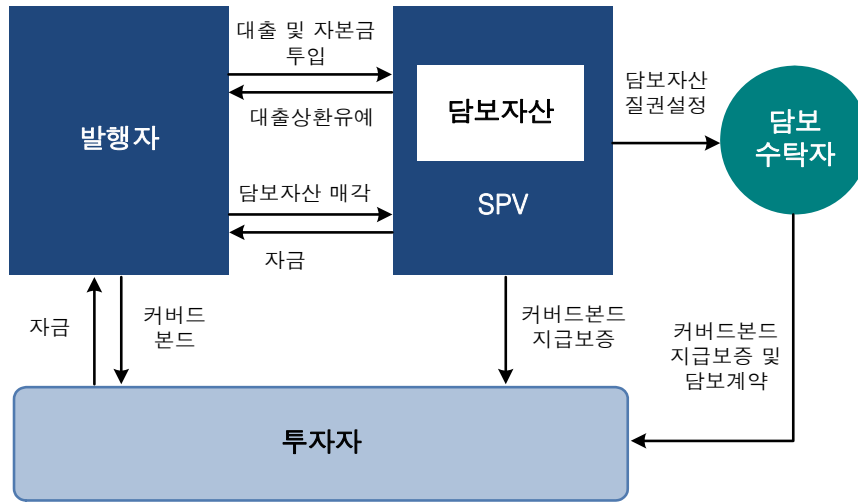
- 대부분의 국가에서는 법 또는 계약에 근거해 커버드본드와 커버 풀을 일반적인 파산 자산과 분리하도록 함
- 일반적 파산 시 자산내에서 우선적인 청구권을 통해 커버드본드 채권자의 보호를 하는 국가도 있음
- 일반적으로, 발행자가 파산할 경우 유럽 커버드본드는 자동적으로 상환되는 구조를 도입하지 않음
- 많은 국가에서는 이자율 또는 통화 미스매치를 헤지하기 위해 커버 풀에 파생상품을 포함하도록 허용하는데, 파생상품 거래 상대방은 커버드본드 채권자보다 후순위의 지위를 가짐
- 모든 커버드본드 국가에서는, 커버 풀이 파산할 경우 커버드본드 채권자가 발행자의 파산자산에 소구권을 제공함
 - 무담보 채권자와 동순위 권리를 부여(*pari passu*)⁴⁾하거나, 무담보 채권자보다 선순위를 부여

□ 일반법을 근거로 발행되는 구조(*general-law based frameworks*)

- 일반법을 근거로 커버드본드가 발행되는 구조는 계약법 등의 일반법에 의해 규제를 받고 국가가 커버드본드 시스템을 규제하는 규정을 두지 않음

4) 채권자가 채무자의 채무불이행으로 채권행사를 할 때에 채권자는 이러한 채권행사의 권한이 채무자의 다른 채무에 비해 후순위가 되도록 하는 약정조항

<그림 II-3> 일반법에 의한 구조화 커버드본드의 구조



자료: 박경훈(2009)

나. 발행자 특성에 따른 유형 분석

□ 발행자 유형에 따른 커버드본드 발행구조의 원칙을 살펴보면, 다음의 3가지로 구분됨

— 유니버설 은행 원칙, 전문은행 원칙, 특수목적목적기구 원칙으로 구분됨

1) 유니버설 은행 원칙(universal bank principle)

□ 유니버설 은행 원칙은 업무에 대한 제약이 전혀 없는 유니버설 은행이 커버드본드를 발행하는 구조를 의미함

18 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

- 동 구조를 채택하는 대부분의 국가에서는 커버드본드를 발행하기 위해 면허를 필요로 함
 - 독일(2005년 7월 19일 이후), 라트비아, 러시아, 스웨덴 같은 국가의 경우, 면허를 얻기 위해서 발행인은 담보자산, 위험관리 등에 대한 기준을 충족해야 함
- 발행 면허를 요구하지 않는 스페인의 경우에도 발행인에게 법률에서 규정하고 있는 요건을 충족하도록 요구함

2) 전문은행 원칙(specialist bank principle)

- 전문은행 원칙은 업무가 주택저당채권 대출, 공공기관 대출, 그 외 부수적인 업무로 한정된 전문은행에 의해 커버드본드가 발행되는 구조를 의미함
 - 발행인이 위험이 높은 업무에 종사하지 못하게 함으로써 업무에 따른 위험과 커버드본드 발행인의 파산위험을 줄이기 위한 의도로 구조화됨
 - 독일(2005년 7월 19일 이전), 덴마크, 룩셈부르크, 헝가리, 폴란드, 오스트리아에서 모기지은행법(Mortgage Bank Act)에 의한 전문은행 구조를 채택하고 있음

- 업무가 한정된 은행만이 커버드본드를 발행하는 구조도 존재함
 - 발행 은행의 자산 모두는 커버드본드의 담보자산으로 적격임
 - 담보자산의 생성이 모은행(parent company)에 의해 이루어지고, 커버드본드의 발행은 모은행과 별도의 기관인 완전 전문은행에 의해 이루어짐

- 발행인인 완전 전문은행은 은행으로서의 지위를 가짐
- 프랑스, 아일랜드, 핀란드, 노르웨이에서 채택하고 있음

3) 특수목적기구 구조(SPV structure)

- 유동화기구(SPV) 보증을 통한 커버드본드 발행 구조는 자산보유자인 은행으로부터 적격 자산이 분리되고 유동화회사로 이전되어 커버드본드가 발행되며 발행된 커버드본드를 자산보유자가 보증하는 구조를 의미함
 - 동 구조는 커버드본드법이 도입되기 이전의 영국에서 계약법을 근거로 도입되었음
 - 커버드본드를 복제하기 위해 유동화기법을 활용하는 방법으로 전통적인 커버드본드와 구별하기 위해 구조화 커버드본드(structured covered bond)라 부름
- 이탈리아의 경우 2005년 유동화법을 확장하여 커버드본드 관련법을 채택하였고, 커버드본드는 영국과 동일하게 유동화전문회사에 담보자산을 완전 매각하는 구조로 발행됨
 - 이탈리아 Cassa Depositi e Prestiti(CDP)의 커버드본드 발행구조는 유동화구조와 일치함
- Multi-Seller Cédulas(MC) 구조는 스페인 은행들이 사용하는 풀링 모델 중 하나임
 - MC는 개별 은행의 대출자산인 Cédulas를 모두 풀링하여 이를 담보로 Fondo de Titulización de Activos(FTA)라는 펀드에 의해 발행됨

- FTA는 유동화기구와 달리 독립된 법률구조를 갖고 있음
- 다른 커버드본드 구조와 달리, 필요에 따라 Cédulas중 하나의 발행인이 재정난 상태이거나 채무를 변제할 수 없을 경우 이자 지급을 지원하기 위한 유동성예치금(liquidity reserve)제도가 있음

4. 커버드본드와 자산유동화증권의 비교

- 커버드본드와 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS)은 다음과 같은 차이를 가지고 있음
 - 커버드본드는 은행 또는 여신기관에 의해 발행되는 반면, 자산유동화증권은 유동화전문회사에 의해 발행됨
 - 커버드본드는 자산보유자가 보유자산을 담보로 직접 발행되고 담보로 제공된 자산은 발행인의 대차대조표에 그대로 남는 부내 증권화(on-balance sheet securitization) 방법임
 - 자산유동화증권은 자산의 양도를 통해 자산의 소유권이 유동화전문회사로 이전되는 방법임
 - 유럽의 커버드본드는 특별법에서 적격 담보자산에 대해 규정하고 있고, 주로 공공부문대출, 주택저당채권이 담보자산이 되고, 자산유동화증권의 경우에는 담보자산에 대한 특별한 제약이 없다는 차이가 있음
 - 커버드본드 투자자는 발행인과 담보자산에 대한 이중청구권을 보유하는 반면, 자산유동화증권 투자자는 기초자산의 현금흐름에 대한 청구권을 보유함

- 커버드본드 투자자는 발행인과 담보자산에 대한 이중상환청구권을 보유하므로, 발행인이 파산할 경우 다른 채권자보다 우선적 청구권을 가지고 담보자산이 부족할 경우 발행자의 자산에 대해 청구할 수 있음
- 커버드본드는 파산 시에도 청산과 별개로 기초자산이 분리 (bankruptcy remoteness)되어 자산의 신용도에 따라 원리금 적시 상황이 결정됨
- 자산유동화증권 투자자는 담보자산과 담보자산에서 나오는 현금흐름에 대한 청구권을 보유함

□ 커버드본드와 자산유동화증권의 장단점 비교

- 커버드본드의 경우 담보가 표준화된 주택저당채권이나 지방채 혹은 선박금융 등으로 그 대상이 제한되어 있는 반면 자산유동화증권의 경우 다양한 자산을 대상으로 하여 증권을 발행할 수 있다는 장점이 있음
- 커버드본드의 경우 은행이 보유한 담보자산을 기초로 자신의 명의로 증권을 발행하기 때문에 발행절차가 간편하고 발행비용이 저렴하다는 장점을 지니고 있음

<표 II-1> 커버드본드와 자산유동화증권의 비교

구 분	커버드본드	자산유동화증권
발행인	자산을 보유한 금융기관이 발행	유동화를 목적으로 설립된 특수 목적회사(SPV)
청구권 (claim)	투자자는 발행인과 담보자산에 대한 이중 청구권 보유 담보의 성과와 무관하게 사전에 약정된 원리금에 대한 청구권을 보유	투자자는 기초자산의 현금흐름에 대한 청구권 보유 자산의 성과가 증권 상환에 영향을 미침
적격 담보자산	특별법에서 적격 담보자산에 대해 규정하고 있음 주로 주택저당채권, 공공기관대출입	기초자산에 대한 제약 없음 계약에 의해 적격 기초자산을 정의함
담보자산의 거래방식	담보거래	양도 및 신탁거래에 의해 기초자산의 소유권이 이전됨
표준화	표준화되어 있음	표준화되어 있지 않음
담보자산 풀	발행인이 담보자산을 지속적으로 관리하고 담보 부족 시에는 추가 담보를 제공 담보자산이 법률에서 정한 기준을 충족하지 못할 경우 담보 대체	일반적으로 양도시점에 자산이 고정화됨 사전에 설정된 적격 자산 기준에 의해 자산이 풀링됨
규제체계	Covered Bond의 발행인에 대해 규제 및 감독	국가마다 규제 수준이 상이함
구조	pass through repayment 허용되지 않음	pass through repayment 가능

III. 유럽 커버드본드의 시장 현황 분석

1. 유럽 커버드본드의 규제체계 분석
2. 유럽 커버드본드의 시장 현황

Ⅲ. 유럽 커버드본드의 시장 현황 분석

1. 유럽 커버드본드의 규제체계 분석

가. 개황

- 커버드본드는 특별법에 의해 발행되는 유럽식 커버드본드와 계약적인 구조로 발행되는 구조화 커버드본드가 있음
 - 2011년 현재 유럽 27개국과 유럽외 지역 5개국에서 커버드본드와 관련된 법률이 제정되어 있음
 - 미국, 캐나다, 뉴질랜드, 호주, 벨기에 등의 국가에서도 관련법의 제정을 추진하고 있음
 - 특별법에 의해 커버드본드를 발행하는 대표적인 국가는 독일이며, 덴마크, 아일랜드, 오스트리아, 핀란드, 룩셈부르크, 스페인 등의 국가에서도 커버드본드 발행을 위한 법률을 제정하였음
 - 특별법에 근거하지 않고 구조화 커버드본드를 발행하던 국가 중 프랑스와 영국은 커버드본드 관련 특별법을 제정하였고, 미국과 캐나다, 뉴질랜드의 경우 특별법 제정을 추진하고 있음
 - 유럽지역에서 커버드본드는 개별 국가별로 상이한 법률체계 및 구조로 발전되어 왔지만, 1990년대 중반 이후에는 규제 체계가 통합되는 경향을 보이고 있음
 - 개별 국가들은 커버드본드에 대해 새로운 특별법을 도입하거나 기존의 법률을 개정하는 방식으로 커버드본드에 대한 규제 체계를 확립

- 커버드본드가 법률적인 구조로 발행되는지, 계약적인 구조로 발행되는지와 상관없이 커버드본드의 목적은 신용사건 및 담보자산과 커버드본드 사이의 현금흐름 불균형 위험으로부터 투자자를 보호하는 것임

나. 커버드본드의 법률적 규제 체계

□ 유럽 국가의 커버드본드에 공통적으로 적용되는 규제는 크게 UCITS와 CRD로 구분됨

- 유럽 각국이 도입한 커버드본드에 대한 규제는 서로 상이하지만 집합적 투자에 관한 법령인 EU UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Directive Article 52(4)⁵⁾를 대부분의 국가가 따르고 있음

- 27개 유럽국가중 24개 국가가 UCITS를 충족하는 커버드본드를 발행

- CRD(Capital Requirements Directive)는 Basel II를 유럽의 모든 은행, 금융기관(credit institution), 투자회사에 적용하도록 하는 규정으로서, 비예상손실(unexpected loss)에 대해 최소자본을 보유하도록 하고 투자자를 위험으로부터 보호하도록 하는 것을 목적으로 함

- CRD는 EU 전체 차원에서 커버드본드에 대해 명시적으로 규정하고 있는 최초의 규정으로, 2006년 6월에 공식적으로 채택됨

- CRD는 은행의 자본적정성을 규제하는 Basel Committee on Banking Supervision의 proposal을 근거로 하고 있음

5) 2011년 7월 Directive 85/611/EC를 Directive 2009/65/EC가 대체하게 되면서 조항번호가 Article 22(4)에서 Article 52(4)로 변경됨

- UCITS Directive Article 52(4)는 커버드본드가 혜택을 받을 수 있는 적격 기준에 대해 간략히 다루고 있는 반면, CRD는 커버드본드의 정의와 담보자산에 대해 좀 더 구체적으로 규정하고 있음
 - CRD에서 커버드본드는 규제 목적에 맞게 정의되어 있기 때문에 시장에서의 커버드본드에 대한 정의와 완전히 일치하지는 않음
 - 커버드본드는 유럽 전체에 적용되는 규제 뿐 아니라 국가별 규제에 있어서도 혜택을 받고 있음

1) UCITS

- UCITS Directive Article 52(4)의 커버드본드 요건
 - Article 52(4)에서는 유럽 금융시장 규정들로부터 커버드본드)로서의 특혜를 인정받기 위해 갖추어야 하는 최소한 요건에 대해 정의하고 있음
 - 커버드본드는 유럽 금융기관(credit institution)에 의해 발행될 것
 - 채권자 보호를 위해 고안된 특정 규제체계의 감독(special public supervision)을 받을 것
 - 특별법에 의해 발행 근거가 마련될 것
 - 적격담보자산에 대해 법에서 규정하고 있을 것
 - 담보자산풀은 커버드본드의 만기동안 채권보유자의 청구권을 변제할 수 있을 정도의 충분한 담보를 제공할 것
 - 발행기관의 파산 시 커버드본드의 투자자들이 담보자산에 대하여 우선적 청구권을 가질 것
-
- 6) Article 52(4)에서는 직접적으로 “커버드본드”라는 명칭을 언급하고 있지는 않지만 “certain bonds”라는 용어를 사용하며, 담보부 채권이 갖추어야 하는 최소 기준을 정하고 있음

□ UCITS Directive Article 52(4)의 요건에 따라 발행된 커버드본드에 대한 투자한도 완화

- Article 52(4)를 준수하는 커버드본드는 위험 수준이 낮은 것으로 간주되기 때문에, 투자펀드(investment fund)는 자산의 25%(5% 기준 완화)까지 특정 발행인의 커버드본드에 투자할 수 있음
- 이와 유사하게, 보험회사에 대한 규정에서는 UCITS의 조건을 충족하여 발행된 특정 발행인의 커버드본드에 보험회사가 40%(5% 기준 완화)까지 투자할 수 있음

2) CRD

□ EU는 새로운 CRD Annex VI에서 커버드본드에 대해 몇 가지 요건을 충족할 경우 위험가중치에 대한 특혜를 부여하기로 결정

- Basel II와 III에서는 커버드본드를 낮은 위험가중치를 적용받는 특별자산으로서 명시적으로 언급하고 있지 않기 때문에 위험가중치 산출 시 무담보은행채와 같이 취급되어야 하는데, 커버드본드는 유럽 금융시장에서 중요한 역할을 담당하고 있기 때문에 특혜를 부여
- 커버드본드의 위험가중치는 기존에는 발행자인 은행의 신용등급에 따라 결정되었으나, 커버드본드에 신용등급이 부여된 경우에는 이에 따라 위험가중치가 결정되도록 개정됨
 - 커버드본드에 신용등급이 부여된 경우, AAA~AA- 등급일 때 10%의 위험가중치가 적용됨
 - 커버드본드에 신용등급이 부여되지 않는 경우, 동일한 발행인의 선순위 무담보채권의 위험가중치에 연결하여, 선순위 무담보채권의 위험가중치가 20%, 50% 100%, 150%일 때 커버드본드는 10%, 20%, 50%, 100%가 적용됨

<표 III-1> 커버드본드의 위험가중치(standard approach)

커버드본드에 등급이 부여된 경우						
credit quality step	1	2	3	4	5	6
등급	AAA~ AA-	A+~A-	BBB+~ BBB-	BB+~ BB-	B+~B-	CCC+ 이하
위험가중치	10%	20%	20%	50%	50%	100%
커버드본드에 등급이 부여되지 않은 경우						
credit quality step	1	2	3	4	5	6
발행자등급	AAA~ AA-	A+~A-	BBB+~ BBB-	BB+~ BB-	B+~B-	CCC+ 이하
발행자 위험가중치	20%	50%	50%	100%	100%	150%
커버드본드 위험가중치	10%	20%	20%	50%	50%	100%

자료: ECBC(2011)

□ 위험가중치 혜택을 받기 위한 요건

- 커버드본드가 UCITS Directive Article 52(4)의 요건을 충족할 것
- 담보자산풀은 특별히 정의된 유형과 신용도를 갖출 것
- 커버드본드의 적격담보자산으로 인정되는 자산은 다음과 같을 것
 - 유럽지역의 중앙정부, 중앙은행, 공공기관, 지방정부 등이 발행하거나 보증한 자산
 - 유럽 외 지역 중앙정부 및 중앙은행, 국제기관, 공공기관, 지방정부 등에 대한 대출 또는 이들이 보증한 자산 중 AA- 등급 이상인 자산, A-등급일 경우 커버드본드 발행금액의 20% 이하에 해당하는 자산
 - 신용등급 AA- 이상 기관으로부터의 대체자산(substitute assets), 커버드본드 발행금액의 15%를 넘지 않는 대출 등

- LTV(loan to value)가 80% 이하인 주거용 부동산 담보대출, 유동화기구가 발행한 선순위 RMBS(유동화기구 자산의 90% 이상이 LTV 80% 이하인 모기지와 신용등급이 AA- 이상이고 커버드본드 발행금액의 20%를 넘지 않는 note로 구성된 경우)
 - LTV가 60% 이상인 상업용 부동산 담보대출, 유동화 기구가 발행한 선순위 CMBS(유동화기구 자산의 90% 이상이 LTV 60% 이하인 모기지와 신용등급이 AA- 등급이상이고 커버드본드 발행금액의 20%를 넘지 않는 notes로 구성된 경우)⁷⁾
 - LTV가 60% 이하인 선박대출
- 모기지론을 담보로 발행되는 커버드본드의 발행인은 모기지자산 평가와 모니터링에 관련된 최소요건을 갖추어야 함

3) 기타 관련 규제

- ECB가 유럽 재정위기로 인해 유로시스템내에 있는 은행에게 Repo를 통해 유동성을 공급하면서, ECB 유동성 공급에 있어 커버드본드 역할의 중요성이 증대하고 있음
- 중앙은행은 통화정책 과정 중 Repo를 사용하면서 Repo의 담보자산으로서 커버드본드를 선호함

7) RMBS와 CMBS를 무제한 담보자산으로 사용할 수 있는 것은 2013년 12월 31일 까지이며, 이후에는 10%만을 사용할 수 있고, 모기지가 동일한 은행 그룹의 자산이어야 하고, 동일한 은행그룹의 금융기관이 first loss tranche를 보유하며, 적어도 AA- 등급일 경우에 한해 커버드본드의 적격담보자산이 될 수 있음

<표 III-2> 중앙은행의 통화정책에서 커버드본드의 적격성 비교

중앙은행	정책	커버드본드의 적격성	적격 커버드본드	통화	최소 등급	등급 대우	최소 규모
ECB	Repo	○	UCITS 52(4)를 충족하는 커버드본드	EUR	BBB-이상	최고 등급	십억 유로 이상
	SOMA	×	-	-	-	-	-
Fed	Discount Window	○	미국	AUD, CAD, CHF, DNK, EUR, GBP, JPY, SEK	BBB	최저 등급	
			독일 Pfandbriefe		AAA		
	단기 OMO	×	-	-	-	-	-
BoE	장기 Repo	○	영국, 프랑스, 독일, 스페인의 커버드본드	GBP, EUR, USD, AUD, CAN, CHF, SEK	AAA	신용 평가사 2개사 이상 등급	십억 파운드, 십억 유로
	Discount Window	○			A-/A3		

자료: ECBC(2011)

□ 2010년 7월 ECB는 통화정책 중 Repo의 담보자산으로서 커버드본드에 적용되는 새로운 헤어컷(haircut) 구조를 공표함⁸⁾

— 만기, 유동성 수준, 신용도에 따라 헤어컷을 차별화하고 있으며, 이로 인해 커버드본드와 선순위 무담보 은행채에 각기 다른 헤어컷이 적용됨

8) 2011년 1월 1일 시행

— <표 III-3>에서 보는 바와 같이, 커버드본드의 경우 Liquidity Category II 또는 III에 해당되고, 무담보 은행채의 경우 Liquidity Category IV에 해당되어, 모든 잔존만기에서 커버드본드에 적용되는 헤어컷이 무담보 은행채 보다 낮음

<표 III-3> 유동성 카테고리과 잔존만기에 따른 ECB의 헤어컷 수준

신용도 (AAA에서 A-)	잔존만기	0-1	1-3	3-5	5-7	7-10	10이상
Liquidity Category I (국채)	고정금리	0.5	1.5	2.5	3	4	5.5
	제로금리	0.5	1.5	3	3.5	4.5	8.5
Liquidity Category II (지방정부채, 점보 커버드본드)	고정금리	1	2.5	3.5	4.5	5.5	7.5
	제로금리	1	2.5	4	5	6.5	12
Liquidity Category III (전통커버드본드, 구조화 커버드본드, multi-issuer 커버드본드, 회사채)	고정금리	1.5	3	5	6.5	8.5	11
	제로금리	1.5	3	5.5	7.5	9.5	16.5
Liquidity Category IV (무담보 은행채)	고정금리	6.5	8.5	11	12.5	14	17
	제로금리	6.5	9	11.5	13.5	15.5	22.5
Liquidity Category V (ABS)	고정금리	16					
	제로금리	16					

자료: ECBC(2011)

다. 국가별 법률적 규제 체계

1) 독일

- 독일의 커버드본드와 관련된 법률은 German Pfandbrief Act(PfandBG -Pfandbriefgesetz)이며, 이외에도 DZ-Bank Covered Bonds, DSL Covered Bond, Landwirtschaftliche Rentenbank 등 Covered Bonds 와 관련된 법률이 3가지 더 존재함

- 이 세가지 법률에서는 Pfandbrief Act와 담보자산의 범위는 다소 다르지만, 파산과 관련된 처리과정은 거의 유사함
 - 2009년 3월 26일, PfandBG는 새로운 커버드본드(Aircraft Pfandbrief)를 소개하고, Pfandbrief의 투자자 유인을 강화하기 위해 법을 개정함
 - 유동성 보호 강화를 위해 특별 유동성 버퍼를 180일 둠
 - 2010년 봄부터는 담보자산관리인 지위 강화를 위한 개정을 추진 중임
- 독일의 Pfandbrief는 특별한 라이선스를 가진 금융기관에 의해 발행되는데, 2005년 이후부터는 특별 은행(specialized bank)이 아니어도 Pfandbrief를 발행할 수 있게 되었음
- Pfandbrief 발행을 위한 특별 라이선스가 필요하지만, Pfandbrief 발행자는 여신기관의 모든 업무를 할 수 있도록 허용됨
 - 특별 라이선스 취득 및 유지의 최소 요건
 - 최소 25백만유로 이상의 자본
 - 발행자가 대출업무를 수행할 수 있도록 하는 일반 은행 라이선스 보유
 - 적절한 위험관리 절차 및 상품 보유
 - 정기적이고 유지가능한 수준의 발행을 위한 사업계획을 가지고 있어야 하고, 필요한 조직 구조를 갖추어야 함

- 적격 담보자산은 모기지, 공공부문대출, 선박대출, 항공기대출⁹⁾ 등이며, ABS/MBS는 담보자산이 될 수 없고, 파생상품의 경우 담보자산의 12% 한도 내에서 담보자산이 될 수 있음
 - 모기지의 경우 Hypotheken Pfandbriefe, 공공부문 대출의 경우 Öffentliche Pfandbriefe, 선박대출의 경우 Schiffs Pfandbriefe, 항공기대출의 경우 Flugzeug Pfandbriefe라는 용어로 사용됨
 - 각각의 Pfandbrief는 해당자산을 기초로 발행되어야 하며, 투명성 강화를 위해 발행자는 담보풀의 구성에 대한 구체적인 데이터를 공시해야 함
 - 모기지의 경우 EU/EEA 국가, 스위스, 미국, 캐나다, 일본의 모기지가 담보자산이 될 수 있으며, 공공부문대출은 독일에 한정됨
 - 독일의 PfandBG에서는 담보자산을 담보등록(Deckungsregister)하며, 은행이 일일 기준으로 등록된 담보를 관리함

- 담보자산은 발행자가 채무불이행하지 않는 한 은행의 일반자산과 함께 운용되지만, 채무불이행이 발생하게 되면 등록된 담보자산은 채무불이행자산과 분리됨
 - 등록된 담보는 발행자의 파산 시 파산자산과 분리되기 때문에 PfandBG에서는 “insolvency-free assets”으로 명명하며, 이러한 방식을 “segregation principle”이라고 함
 - 파산절차가 진행되면 특별 담보자산관리인(Sachwalter)이 담보자산을 관리함

9) 2009년 3월 26일, PfandBG가 개정되면서 담보자산으로 항공기대출이 추가됨

- 법원이 담보자산관리인을 임명하면 자동적으로 자산에 대한 관리 및 매각의 권리가 담보자산관리인에게 이전되고, 담보자산관리인은 발행은행의 지위를 대표함

— 자발적인 초과담보(overcollateralisation)의 파산절연과 관련해서는 명시적인 규정이 존재하지는 않지만, 파산관련 자산이 충분하지 않을 경우 파산관재인은 초과담보를 요구함

□ 독일에서는 Pfandbriefe와 외국 커버드본드에 대하여 CRD에 따라 10% 위험가중치를 적용하고 있으며, 담보자산인 파생상품에 대해서도 동일한 위험가중치를 적용함

— 또한 펀드자산의 25%까지 커버드본드에 투자할 수 있도록 하고 있음

2) 프랑스

□ 프랑스에는 특별법에 의해 발행되는 커버드본드와 일반법에 의해 발행되는 구조화 커버드본드가 모두 존재함

— 특별법에 의해 발행되는 커버드본드의 발행자는 Sociétés de Crédit Foncier(SCF)와 Caisse de Refinancement de l'Habitat(CRH)임

— 구조화 커버드본드는 2006년 11월 최초로 발행되었고, 2010년과 2011년 법 개정을 통해 구조화 커버드본드의 발행자는 대부분 Sociétés de Financement de l'Habitat(SFH)로 전환되었음

- 아직까지 SFH로 전환하지 않은 구조화 커버드본드 발행자가 존재하지만 더 이상 기존의 구조로 커버드본드를 발행할 수는 없음

- 프랑스의 커버드본드 관련 규제는 2010년과 2011년에 SCF의 법률적 구조를 강화하고, SFH 구조를 추가하는 것을 주축으로 대폭 개정되었음

□ SCF가 발행하는 커버드본드(Obligations Foncières: OF)

- 프랑스의 SCF는 그룹내 다른 회사로부터 완전히 분리하여 Obligations Foncières(OF)라 불리는 커버드본드를 발행함
- SCF는 그들이 발행하는 OF의 투자자를 보호하기 위해 엄격한 법률체계에 의해 규제를 받는 여신기관을 의미함
- SCF는 프랑스통화금융법(French Monetary and Financial Code)의 규제를 받으며, 프랑스은행감독기구(French Banking Authority)에서 라이선스를 받은 기관으로서 오직 OF를 발행하는 것을 목적으로 함
- OF의 적격 자산은 최우량 주거용 모기지 대출, 최우량 상업용 모기지 대출, 정부보증 부동산 대출, 3자보증 부동산 대출(총자산의 35% 이내), 공공부문 대출·채권·리스, 유동화증권이 포함됨
- 프랑스는 RMBS의 선순위 tranche만을 담보로 인정하고 있는데 RMBS 기초자산의 90% 이상이 OF의 적격담보자산으로 구성되어야 한다는 규제를 두고 있음

□ CRH가 발행하는 채권

- CRH는 프랑스은행의 개인 대상 주택자금대출의 자금을 조달하기 위한 목적으로 프랑스정부에 의해 1985년 설립된 금융기관임
- 은행의 개인에 대한 모기지 대출을 CRH가 매입하고, CRH는 이를 담보로 채권을 발행함

- CRH가 발행한 채권의 금리와 듀레이션이 동일한 조건으로 은행에 자금을 제공함

- CRH의 채권은 채권보유자에게 높은 신용도와 법률적 혜택을 부여하기 위해 엄격히 규제를 받으며, 프랑스재정부(Minister for the Economy, Finance and Budget)의 승인을 받은 경우에 한해 채권을 발행할 수 있음
- 적격 자산은 오직 개인 대상 모기지 대출이며, RMBS 및 기타 대출은 담보가 될 수 없음
- 은행이 파산할 경우, CRH는 주택자금대출 포트폴리오의 소유자가 됨
- CFH가 발행한 채권은 유동성과 회전율이 높고, MTS에 상장되어 있으며, 1999년 이후로 AAA 등급을 유지하고 있고, UCITS와 CRD의 요건을 충족하여 10%의 위험가중치가 적용됨

□ SFH가 발행하는 커버드본드(Obligations de Financement de l'Habitat: OH)

- 프랑스는 은행이 담보를 좀 더 효율적으로 사용하도록 하기 위해 특별법이 아닌 구조화 형태로도 커버드본드가 발행되었음
- 그러나 2010년과 2011년 주거용 모기지를 담보로 하는 커버드본드의 법률적 근거를 제공하기 위해 SFH법이 제정되면서 더 이상 기존의 구조화 형태로는 커버드본드를 발행할 수 없게 됨
 - SFH는 주택금융회사이며 금융감독기구인 Autorité de Contrôle Prudentiel에 의해 금융회사로서의 라이선스를 받은 금융기관임

- 기존에 구조화 커버드본드를 발행하던 금융기관이 SFH로 전환하기 이전에 발행한 커버드본드는 자동적으로 OH로 전환되어 법률적 혜택을 받게 됨

- SFH법 하에서 OH는 담보자산 뿐 아니라 발행자에 대한 이중청구권을 보유하게 되면서 OF와 동일한 법률적 혜택을 받음
 - OF와 OH는 초과담보 규정(2%), 180일 유동성버퍼, 부채자산관리 등을 통해 커버드본드 투자자를 보호함
 - OF와 OH는 모두 UCITS를 준수하지만, EU CAD에 의한 위험가중치는 OF의 경우 10%, OH의 경우 20%임

3) 덴마크

- 덴마크는 2007년 7월 1일 커버드본드 관련법이 제정됨에 따라 모기지은행 뿐만 아니라 상업은행도 커버드본드를 발행할 수 있게 됨
 - 모기지은행과 상업은행은 덴마크금융업법(Lov om finansiel virksomhed)에 의해 규제를 받으며, 모기지은행의 경우에는 모기지법(Lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv.)에 의해서도 규제를 받음
 - 과거 모기지채권과 커버드본드는 모기지은행만 발행할 수 있었으나, 2007년 7월 커버드본드 관련법이 제정됨에 따라 상업은행도 모기지를 조달하여 커버드본드를 발행할 수 있게 되었음
 - 그러나 여전히 모기지은행에 모기지 커버드본드를 발행하는 제한적인 권리가 주어지고 있음

- 선박금융기관(ship financing institution)은 Act on Ship Financial Institute에 의해 규제를 받음
 - 덴마크금융감독원(Danish Financial Supervisory Authority: FSA)은 커버드본드를 발행하는 모기지은행과 상업은행, 그리고 선박금융기관에 라이선스를 부여함
- 덴마크는 주택모기지시장이 가장 발달한 국가 중 하나로 커버드본드 역시 모기지를 담보자산으로 발행되는 경우가 대부분이며, 덴마크의 모기지채권에는 ROs, SDROs, SDOs 등 3가지 종류가 있음
- ROs(Realkredit Obligationer)는 모기지은행이 발행하는 전통적인 모기지채권으로, UCUIs Article 52(4)를 준수함
 - 2008년 1월 이전에 발행된 ROs는 CRD의 기득권인정조항 (grandfathering option under CRD)에 따라 커버드본드 자격을 유지할 수 있음
 - SDROs(Særligt Dækkede Realkredit Obligationer)는 UCUIs Article 52(4)와 CRD Annex VI, 68을 준수하며, 모기지은행이 발행하는 새로운 커버드모기지채권임
 - SDOs(Særligt Dækkede Obligationer)는 UCUIs Article 52(4)와 CRD Annex VI, 68을 준수하며, 상업은행 또는 모기지은행이 발행하는 새로운 커버드본드임
 - 선박을 담보로 하는 커버드본드는 SDOs로 발행됨
- 덴마크 커버드본드 규정에서는 대규모 커버드본드 발행을 위해 두 개 이상의 기관이 공동으로 커버드본드를 발행할 수 있도록 하고 있음

- SDO와 SDRO는 CRD상 커버드본드로 인정되고, 2008년 1월 이전에 발행된 RO도 CRD의 기득권인정조항에 따라 커버드본드로 인정되기 때문에 모두 낮은 위험가중치인 10%가 적용됨

4) 스페인

- 스페인에는 Cédulas Hipotecarias(CHs)와 Cédulas Territoriales(CTs)의 두 가지 커버드본드가 있음

- CHs는 1981년 모기지시장규정(regulation of the mortgage market)을 근거로 하며, 발행자의 파산 시 파산법을 근거로 보호받음
 - CHs의 발행인은 모기지시장에 참여할 수 있는 자격을 보유한 금융기관으로서 상업은행, 저축은행, 협동조합은행 등이 해당됨
 - CHs의 발행인은 담보자산을 대차대조표에 보유하고 다른 기관에 이전하지 않으며, CHs의 투자자를 보호하기 위해 강제적 초과담보제도(mandatory over-collateralisation)를 두고 있음
 - 스페인의 경우 커버드본드에 초과담보 비중을 20%로 두고 있음
 - 스페인의 경우 몇몇 금융기관이 그룹으로 대출자산을 풀링하여 CDO 형태로 커버드본드를 발행하는 Multi-Seller Cédulas(MC) 구조가 있음
 - 개별 은행의 대출자산인 Cédulas를 모두 풀링하여 이를 담보로 Fondo de Titulización de Activos(FTA)라는 펀드가 커버드본드를 발행함

- FTA는 SPV와 다르게 소유자가 없는 독립된 법률구조를 가지고 있으며, Cédulas 중 하나의 발행인이 재정난 상태이거나 채무를 변제할 수 없을 경우 이자 지급을 지원하기 위한 유동성보유액이 있음

□ CHs의 담보자산과 적격담보자산

- 스페인 모기지시장규정에서는 담보자산풀이 되는 모기지론에 대한 특별한 요건을 두고 있지 않음
- 다만 발행 및 한도 목적상, 발행되는 CH와 특정 발행인의 발행잔액의 최대한도를 결정하기 위해 모기지론에 요건을 두고 있으며 이를 적격 담보자산이라 볼 수 있음
- 담보자산풀은 다이나믹 담보풀이고, ABS와 MBS 및 기타 자산은 담보풀이 될 수 없지만, 모기지는 담보풀이 될 수 있으며, 발행자는 시장관행상 이자율위험을 헤지하기 위해 파생상품을 사용함
- 담보자산의 투명성 증진을 위해, 발행자는 스페인중앙은행에 매월 담보풀 리포트를 제출하며, 스페인중앙은행은 이를 지속적으로 공시함
- 스페인에서 발행되는 모기지는 Land Registry에 등록하기 때문에 CHs의 담보가 되는 모든 모기지에 대한 기록이 보관됨

□ CTs는 공공부문 대출을 담보로 발행되는 커버드본드로 CHs와 동일하게 법률적 혜택을 받음

- 스페인 주정부, 지방공공기관, EEA 지역의 공공기관에 대한 대출이 담보자산이 됨

42 주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안

— 금융기관은 적격 공공부문대출의 70%까지 CTs를 발행할 수 있고, 결과적으로 최소 초과담보는 43%가 됨

□ 스페인 커버드본드에 대해서는 특혜를 인정하여 10%의 위험가중치가 적용되고, 상장된 CHs에 대해서는 UCITS 자산의 25%까지 투자할 수 있음

— 상장된 CHs는 보험회사, 상호보증회사, 연금펀드의 투자 적격대상일 수 있음

<표 III-4> 국가별 커버드본드 발행 규제

발행인 구조	구분	독일 ¹⁾			프랑스		덴마크		스페인
		Öffentliche Pfandbriefe	Hypotheken Pfandbriefe	Schiffs Pfandbriefe	CRH 발행채권	OF	ROs	SDOs	
발행인 구조	Universal credit institution with a special license	✓	✓	✓					CHs/CTs
	specialized credit institution				✓	✓	✓	✓	✓
법률 체계	특별법	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	공공부문대출	✓				✓	✓	✓	✓
	금융기관대출	✓					✓	✓	✓
	모기지대출		✓		✓	✓	✓	✓	✓
담보 자산	선순위 MBS					✓			
	선박대출			✓				✓	
	과생상품	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
담보 자산 위치	발행인의 B/S	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
	off-B/S				✓				
공시	법에서 규제	✓	✓	✓	✓	✓			✓
	자발적 공시						✓	✓	✓

<표 III-4> 국가별 커버드본드 발행 규제(계속)

발행자 파산 시 처리	구분	독일			프랑스		덴마크		스페인
		Öffentliche Pfandbriefe	Hypotheken Pfandbriefe	Schiffs Pfandbriefe	CRH 발행채권	OF	ROs	SDOs	
법상 분리 preferential claim 특별 담보권 관리	senior to unsecured creditors pari passu with unsecured creditor no relevant	✓	✓	✓			✓	✓	✓
		✓			✓	✓			✓
발행인 자산에 대한 청구권	UCITS 52(4) CRD 위험가중치 혜택(10%) Repo의 담보자산 으로 지정	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
		✓	✓	✓	✓	✓	✓ ²⁾	✓	✓
유림 차원의 규제		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

주 : 1) 독일은 2009년 3월 법개정을 통해 담보자산으로 항공기대출이 추가됨

2) 2008년 1월 이전에 발행된 ROs에 한함

자료: ECBC(2007)의 자료를 수정

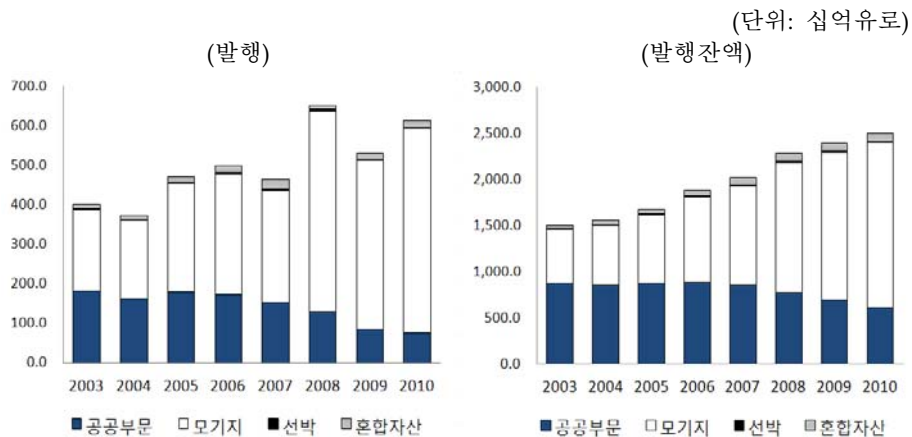
2. 유럽 커버드본드의 시장 현황

가. 유럽 전체의 커버드본드시장 현황

□ 커버드본드의 발행규모는 최근 몇 년 사이 꾸준히 증가하여 2010년에만 6,131억유로의 커버드본드가 발행되었고, 발행잔액은 2010년 말 현재 2.5조유로에 달함

- 유럽내 20여개 국가에서 커버드본드시장이 활성화되어 있으며 최근에는 유럽 뿐 아니라 호주, 캐나다, 일본, 뉴질랜드, 미국 등에서도 커버드본드 관련 입법을 추진함에 따라 커버드본드의 발행규모는 전세계적으로 증가할 것으로 보임
- 금융위기가 발생한 2008년도에도 전년대비 40% 이상 증가한 6,506억유로가 발행되었음

<그림 III-1> 커버드본드 자산별 발행 및 발행잔액 현황



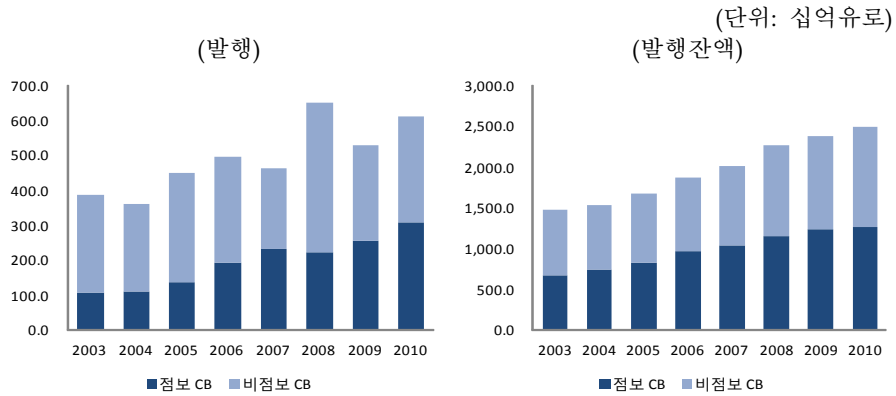
자료: ECBC(2011)

- 금융위기 기간동안에도 커버드본드의 스프레드는 안정적인 모습을 보였고 무담보 은행채 또는 MBS에 비해 커버드본드시장이 빠르게 회복되면서 커버드본드에 대한 관심이 고조되고 있음

 - 담보자산별로는 모기지가 전체 발행잔액 중 71.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 그 다음으로 공공부문대출의 발행잔액 비중이 큰 것으로 나타남
 - 모기지를 담보로 발행되는 커버드본드는 커버드본드 시스템을 도입한 모든 국가에서 발행되고 있음

 - 점보(jumbo) 커버드본드¹⁰⁾는 커버드본드시장에서 가장 유동성이 높은 섹터로 2010년말 현재 발행잔액은 1조 2,651억유로임
 - 2008년 금융위기 기간에 주택가격 하락에 따른 담보부실화 우려로 인해 점보 커버드본드 발행이 감소하였으나 2010년 들어서는 회복세를 보이고 있으며, 비점보 커버드본드의 경우 오히려 2008년 금융위기 기간에 증가하는 양상을 보였음
 - 점보 커버드본드는 주로 5~10년 만기로 발행되는데, 최근 들어서는 점차 만기가 장기화되는 현상을 보이고 있음
 - 2010년에 발행된 점보 커버드본드의 만기는 10년 11%, 10년 이상 6% 이며, 2011년 들어 7월까지 발행된 점보 커버드본드의 만기는 10년 21%, 10년 이상 7%로 전년대비 증가하였음
 - 2010년 들어서는 점보 커버드본드와 모든 조건이 동일하지만 최소발행규모요건인 10억유로 보다 작은 규모로 발행되는 커버드본드(jumboliño 또는 sub-jumbo로 불림)의 발행이 증가하고 있음
-
- 10) 점보 커버드본드는 지표가 된다는 의미에서 벤치마크 커버드본드으로도 불림

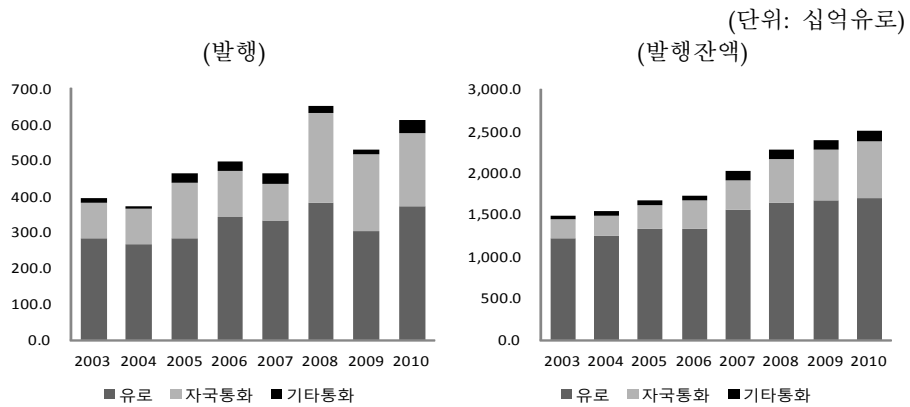
<그림 III-2> 점보 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황



자료: ECBC(2011)

□ 커버드본드는 주로 유로화로 발행되며, 2008년 이후에는 자국통화로 발행되는 커버드본드의 비중이 증가하고 있음

<그림 III-3> 커버드본드의 통화별 발행 및 발행잔액 현황

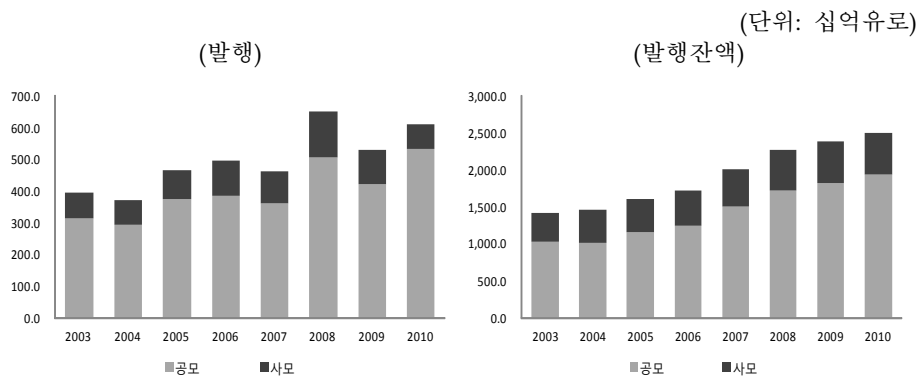


자료: ECBC(2011)

□ 커버드본드는 공모 또는 사모로 발행되는데, 공모로 발행되는 경우가 80% 내외를 차지하고 있음

— 공모로 발행되는 커버드본드는 거래소에 상장되며, 스페인, 그리스, 핀란드의 커버드본드는 모두 공모로 발행됨

<그림 III-4> 커버드본드의 공모·사모 발행 및 발행잔액 현황



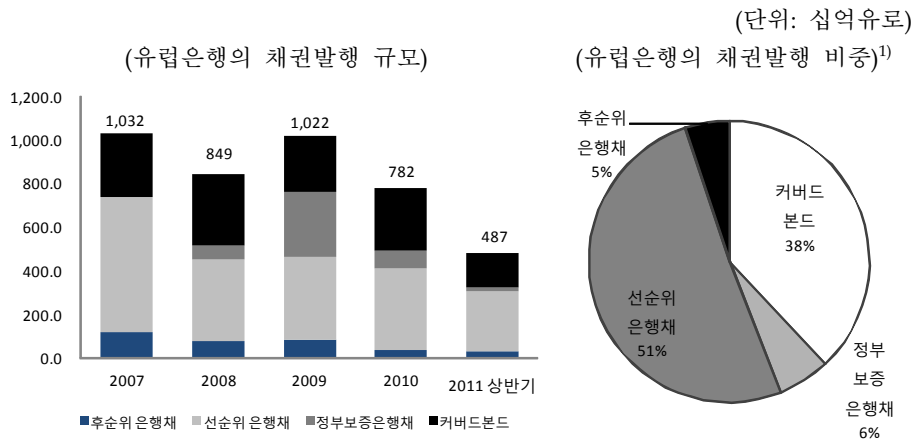
자료: ECBC(2011)

□ 커버드본드는 은행의 자금조달비용을 낮추고, 중앙은행 등의 안정적인 투자자층을 확보할 수 있다는 장점으로 인해 유럽은행의 주요한 자금조달 수단이 되고 있음

— 특히 금융위기 시기인 2008년 이후 은행이 선순위 은행채를 통해 자금을 조달하는 규모가 줄어든 반면, 커버드본드를 통해 조달하는 자금의 규모는 증가하고 있음

— 2010년과 2011년 상반기 유럽은행의 자금조달 수단별 비중을 보면 커버드본드의 비중이 38%로 선순위 은행채보다는 낮은 것으로 나타났는데, 이는 적격담보 요건을 충족하는 자산에 한해 은행이 커버드본드를 발행할 수 있으므로 그 규모가 제한적이기 때문임

<그림 III-5> 유럽은행 채권 발행 현황



주 : 1) 2010년과 2011년 상반기 자료임
 자료: ECBC(2011)

□ 금융위기 시기의 커버드본드와 MBS

- 커버드본드는 리만사태 이후 금융기관이 정부의 보증을 받지 않으면서 채권발행을 재기하는데 중요한 역할을 담당하였음
- 서브프라임 모기지 사태로 발발된 글로벌 금융위기로 인해 크게 위축되었던 MBS의 발행은 최근 2년간 회복세를 보이고 있으나, 여전히 과거 수준에 미치지 못하고 있음
- 반면 커버드본드의 경우, 발행규모가 2010년 하반기와 2011년 1분기에 역사상 최고수준에 이르는 수준으로 성장하였음
- 금융위기 기간 동안 MBS 투자자는 담보자산의 성과가 낮고 만기가 연장되는 위험에 노출되는 반면, 커버드본드는 은행이 발행하고 담보자산에 대한 특혜를 인정하기 때문에 발행은행 자체와 외부의 지원이 있게 되고, 이에 따라 낮은 조기상환이나 자산품질이 낮아지는 것에 직접적인 영향을 받지 않음

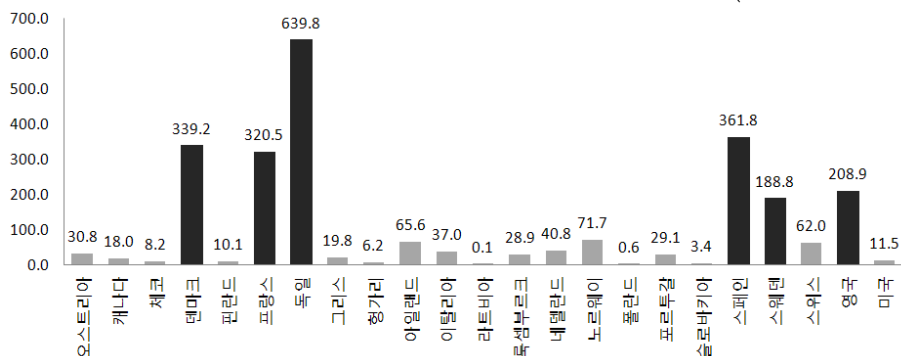
- 커버드본드에 적용되는 법률적 혜택과 중앙정부의 지원으로 인해 금융위기 이후에는 커버드본드가 은행의 자금조달 수단으로서 중요성이 더욱 커질 것임

□ 국가별로는 덴마크, 독일, 프랑스, 스페인, 스웨덴 등 5개국의 커버드본드시장이 전체 유럽의 75%를 차지하고 있음

- 2010년 현재 독일이 6,398억유로로 25.6%의 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 스페인, 덴마크, 프랑스가 각각 10%의 비중을 보이고 있으며, 유로존 외 국가 중에서는 영국의 발행잔액이 2,089억유로로 가장 큰 것으로 나타남
- GDP 대비 커버드본드 비중을 살펴보면, 덴마크가 144.9%로 가장 크며, 다음으로 룩셈부르크와 스웨덴의 비중이 큰 것으로 나타남
- 국채 발행잔액 대비 커버드본드의 비중은 룩셈부르크가 722.2%로 가장 크며, 다음으로 덴마크가 382.5%로 높은 비중을 보이고 있음

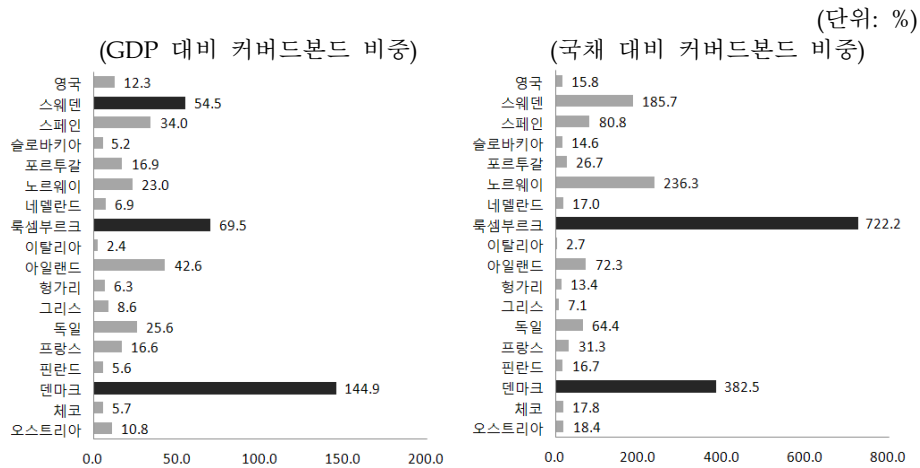
<그림 III-6> 국가별 커버드본드 발행잔액(2010년)

(단위: 십억유로)



자료: ECBC(2011)

<그림 III-7> 국가별 GDP 및 국채 대비 커버드본드 비중(2010년)



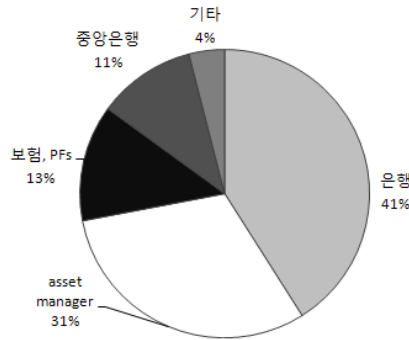
주 : 발행잔액 기준

자료: ECBC(2011)

□ 개인투자자와 기관투자자 모두 커버드본드에 투자하고 있는데, 기관 투자자는 은행, 펀드, 연금, 보험회사, 중앙은행 등이며 주로 점보 커버드본드에 투자함

- 커버드본드는 높은 신용도, 우수한 유동성, 국제적 분산투자, 다양한 만기, 특혜 부여 등으로 인해 매력적인 금융상품으로 인식되고 있고, 신용위험 관점에서는 국채와 무담보 은행채의 중간에 위치함
- 강한 채권자 보호와 담보자산의 특성으로 인해 커버드본드는 국채, 금융채, 회사채와 상관관계가 높지 않기 때문에 투자자에게는 분산투자의 기회를 제공함

<그림 III-8> 점보 커버드본드의 투자자 비중(2011년)



자료: ECBC(2011)

- 최근 커버드본드에 관심을 기울이고 있는 투자자들은 과거에는 주로 고금리를 향유하기 위해 선순위 무담보 은행채에 투자하였으나, 2010년 중반 이후 커버드본드와 선순위 무담보 은행채 사이의 금리차이가 2006년 이후 최저 수준으로 감소함에 따라 투자성향이 바뀌고 있음
 - 이러한 현상은 국가부채 위기가 지속될 것이라는 견해 때문인 것으로 보임
 - ECBC¹¹⁾에 따르면, 5년 국가 CDS 스프레드와 커버드본드 및 무담보 은행채 사이의 상관계수는 각각 0.8, 0.9임
 - 커버드본드 투자자는 전형적으로 무담보 은행채 투자자보다 위험회피적인 성향을 보이며, 국가 위험에 대한 높은 프리미엄을 요구함

11) European Covered Bond Council(ECBC)는 2004년 11월 European Mortgage Federation(EMF)에 의해 설립된 유럽 커버드본드의 협의회임

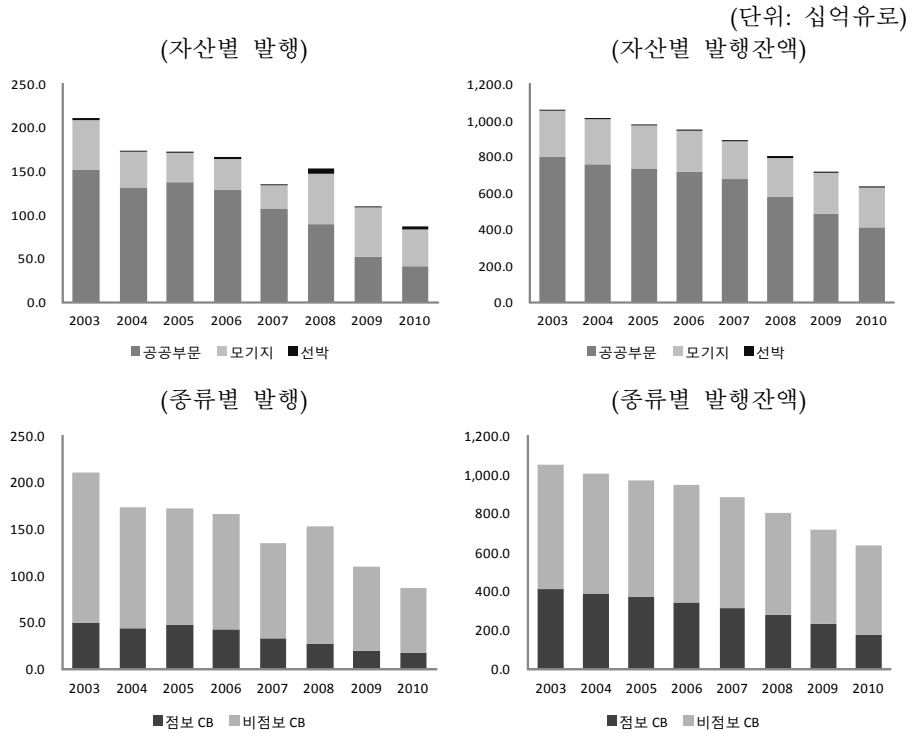
나. 국가별 커버드본드시장 현황

1) 독일

□ 독일은 가장 오래된 커버드본드시장의 역사를 보유한 국가로서, 2010년말 현재 커버드본드 발행잔액은 6,398억유로임

— 독일은 공공부문대출을 담보로 발행되는 커버드본드의 규모가 높은 비중을 차지하고 있으나, 그 발행규모가 감소하면서 전체 커버드본드 발행규모 및 발행잔액이 감소하고 있음

<그림 III-9> 독일 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황



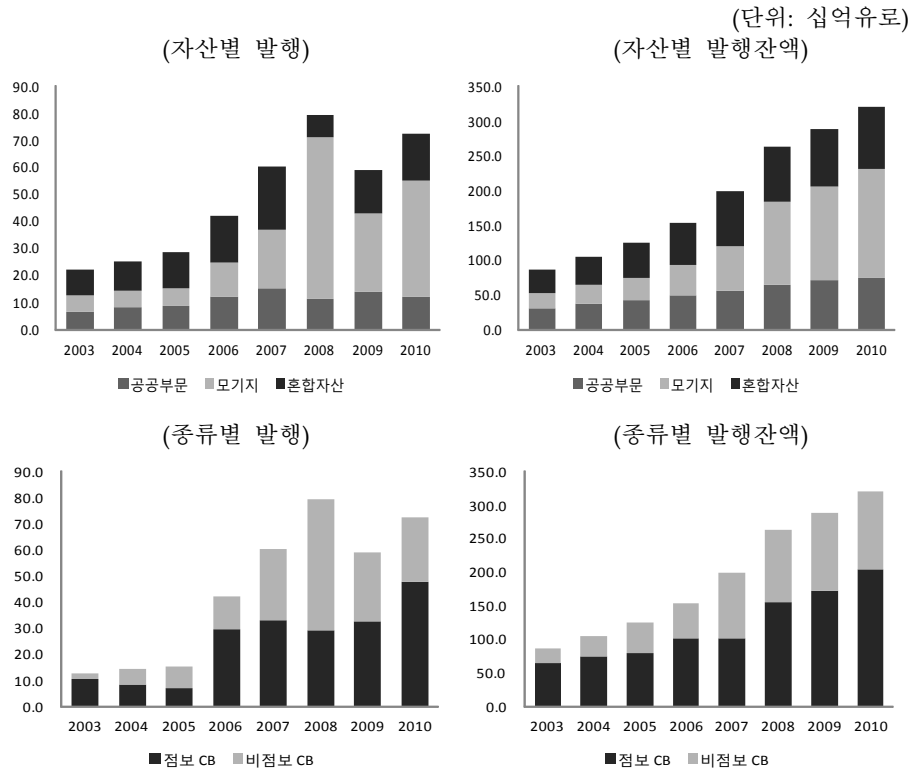
자료: ECBC(2011)

- 독일은 지방은행을 중심으로 지방정부와 공공기관이 자금을 조달하기 위해 커버드본드를 발행하였기 때문에 공공부문대출의 비중이 가장 큰 것으로 나타남
- 그러나 2004년 이후에는 공공기관이 채권발행을 통해 자금을 조달하는 규모가 증가하였고, 지방정부 출자은행 채무에 대한 지급보증제도가 폐지되면서 공공부문대출을 담보로 발행되는 커버드본드의 규모가 감소하기 시작하였음
- 독일은 점보 커버드본드를 1995년 최초로 발행하면서 유럽내 다른 국가에도 점보 커버드본드의 도입을 유도하였으나 독일 전체 시장에서 점보 커버드본드가 차지하는 비중은 상대적으로 크지 않고 감소추세에 있음

2) 프랑스

- 프랑스는 공공부문대출과 모기지를 담보로 커버드본드를 발행하거나, 이 둘을 하나의 담보자산풀로 하여 커버드본드를 발행하기도 함
 - 프랑스는 2008년 금융위기 시 모기지를 담보로 하는 커버드본드가 크게 증가하였고, 2009년 줄어들었으나 2010년에는 다시 증가하여 발행잔액이 3,205억유로에 달함
 - 프랑스의 경우 구조화 커버드본드의 발행인이 SFH로 전환된 이후 점보 커버드본드 형태로 100억유로의 OH가 발행되면서 커버드본드 발행규모가 증가하고 있음

<그림 III-10> 프랑스 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황

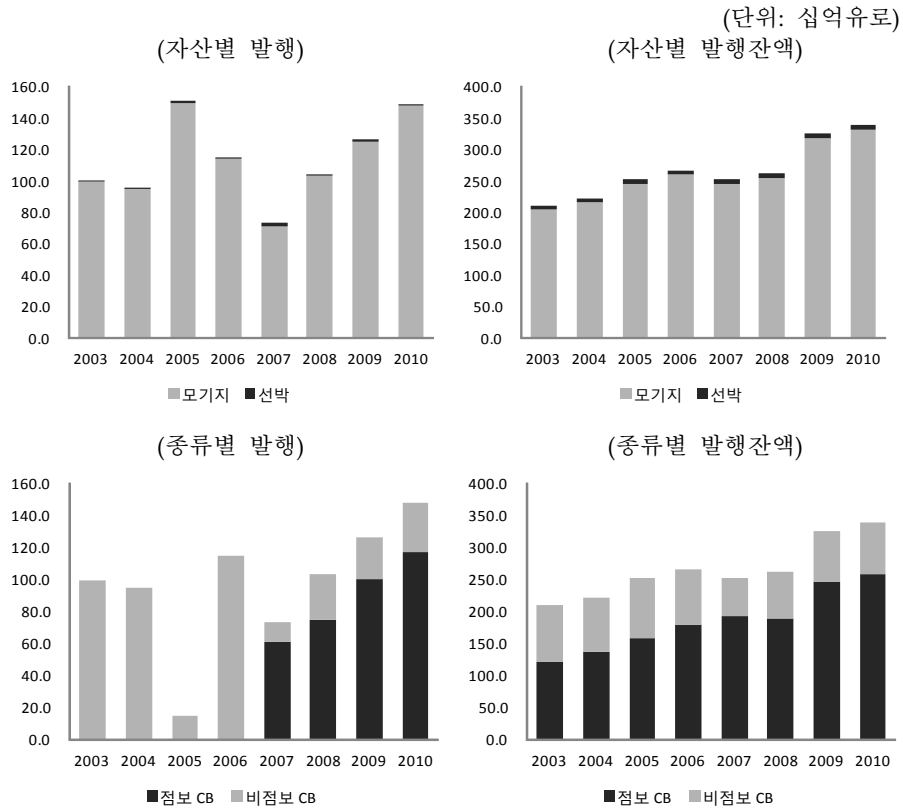


주 : 혼합자산이란 공공부문대출과 모기지를 동일한 담보자산으로 하여 발행된 커버드본드를 의미함
 자료: ECBC(2011)

3) 덴마크

- 덴마크는 주택모기지시장이 가장 발달한 국가 중 하나로, 커버드본드 시장도 모기지를 담보자산으로 발행되는 커버드본드가 거의 대부분을 차지하고 있으며, 상업용모기지는 100% 커버드본드로 발행됨
- 덴마크는 2003~2006년에는 점보 커버드본드가 발행되지 않았으나, 2007년부터 점보 커버드본드의 발행이 재개되었음

<그림 III-11> 덴마크 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황



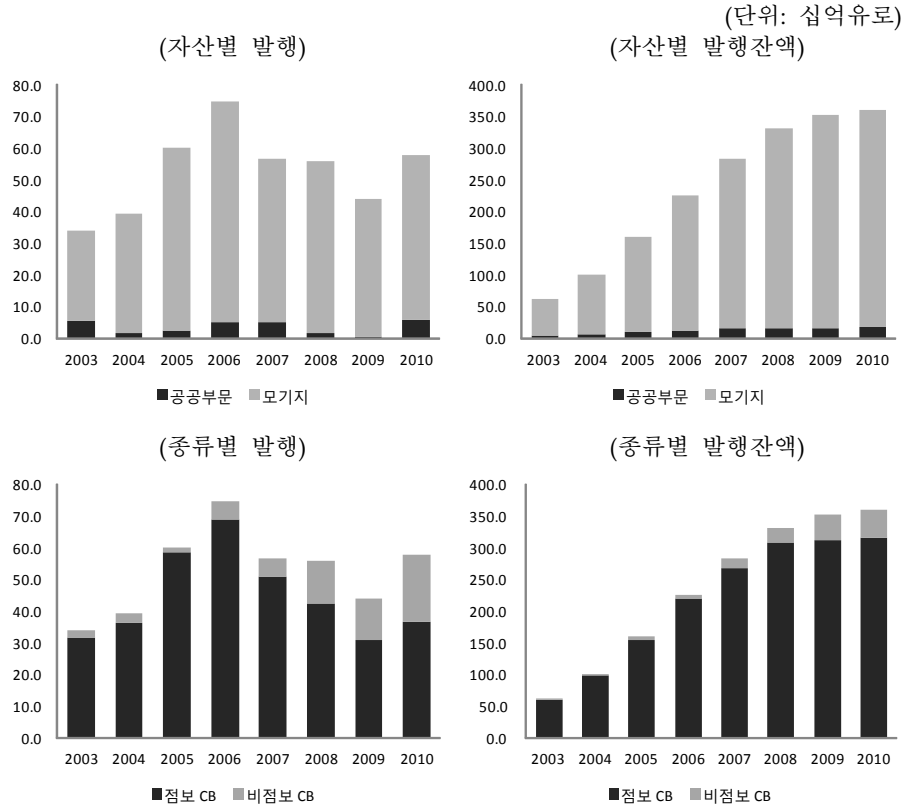
자료: ECBC(2011)

4) 스페인

□ 스페인은 독일 다음으로 유럽 커버드본드시장에서 큰 비중을 차지하고 있고 GDP 대비 커버드본드의 비중도 덴마크 다음으로 높은 국가임

— 스페인 커버드본드의 담보자산은 주로 모기지이고, 점보 커버드본드의 발행잔액이 유럽국가 중에서 가장 높으며, 커버드본드가 상장되어 거래되고 있음

<그림 III-12> 스페인 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황

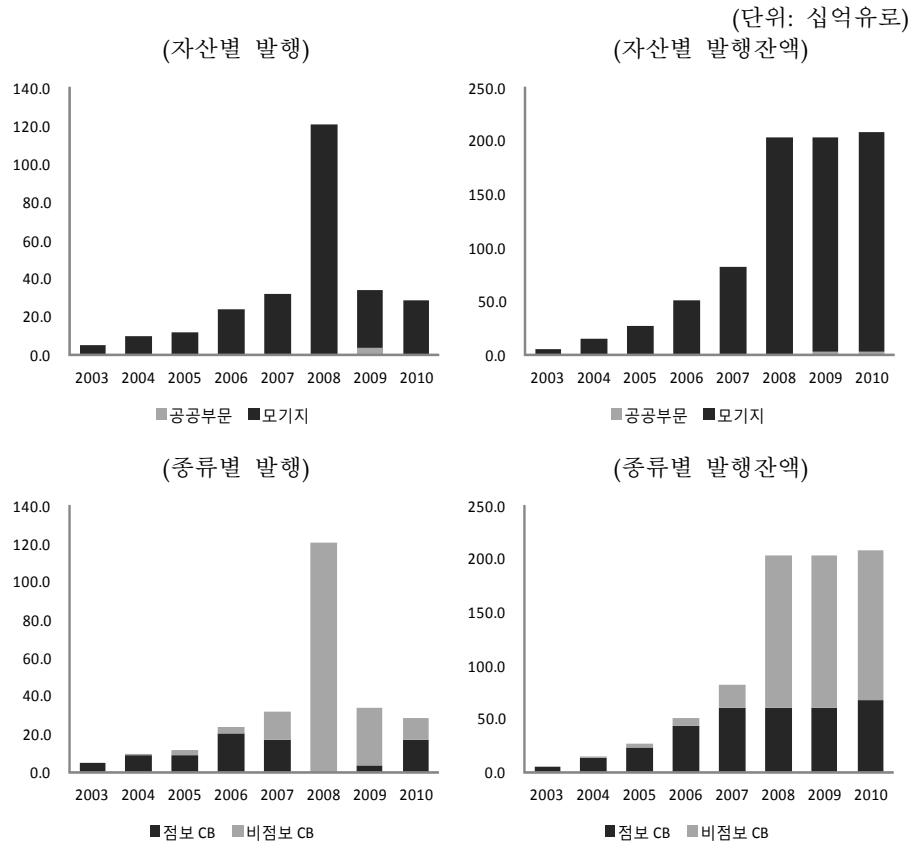


자료: ECBC(2011)

5) 영국

- 영국은 2003년 구조화 커버드본드를 최초로 발행한 이후 2008년 특별법을 제정하였고 기존과 동일한 구조로 발행되고 있음
 - 영국의 커버드본드는 80% 이상 유로화로 발행되나 최근 들어서는 파운드화로 발행되는 커버드본드가 증가하고 있음

<그림 III-13> 영국 커버드본드의 발행 및 발행잔액 현황



자료: ECBC(2011)

IV. 주요국의 커버드본드 도입 사례

1. 미국의 커버드본드 도입 사례
2. 영국의 커버드본드 도입 사례

IV. 주요국의 커버드본드 도입 사례

1. 미국의 커버드본드 도입 사례

가. 커버드본드제도 도입의 추진 경과

- 미국은 글로벌 금융위기 이전에는 커버드본드제도의 도입에 상대적으로 미온적이었음
 - 미국의 경우 주택금융의 상당부분을 Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac과 같은 GSE(Government Sponsored Enterprise)가 매입하고 이를 기초로 MBS를 발행하였기 때문에 커버드본드제도의 도입 필요성이 상대적으로 낮았음
 - 그러나 MBS시장이 크게 위축되고 은행의 유동성 위험이 증대됨에 따라 은행의 장기자금조달 수단을 보강하는 차원에서 커버드본드제도의 도입에 대한 논의가 이루어졌음
 - 미국 재무부와 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)는 2008년 7월 커버드본드 모범규준(Best Practices For Residential Covered Bonds)을 발표하였음
 - 동 모범기준은 담보자산에 대한 투자자의 우선적인 권리를 제공하는 법적 근거가 마련되지 않아 이를 기반으로 한 커버드본드의 발생실적은 거의 없었음
 - 2011년 11월 상원의원인 Kay Hagan을 주축으로 커버드본드 도입을 위한 법안(U.S. Covered Bond Act)이 발의되었음

- 동 법안은 커버드본드의 개념을 법제화하고 규제체계를 마련하며, 투자자에게 담보자산의 우선권을 제공하는 내용을 포함시켜 미국에서도 유럽의 커버드본드와 같은 제도를 도입하는 것을 주요 내용으로 하고 있음

나. 커버드본드 법안의 주요 내용

- 커버드본드 법안은 커버드본드 감독기관과 적격발행자 및 적격 담보 자산에 대하여 규정하고 있음
 - Federal Banking Agency 혹은 연방준비제도 이사회(the Board of Governors)를 커버드본드의 감독기관으로 지정
 - 적격 발행자의 범위를 저축기관(depository institution) 혹은 저축기관의 자회사, 금융지주회사, 대부조합(Savings&Loan), 보험업자, 증권회사 등으로 확대하고 있음
 - 담보자산의 범위는 다음과 같은 다양한 종류의 담보자산을 포함시키고 있음
 - 주거용부동산을 담보로 하는 대출채권
 - 주정부, 연방정부가 발행한 공공부문 채권
 - 상업용부동산을 담보로 하는 대출채권
 - 차입자의 주거용 부동산을 담보로 하는 가계대출(home equity loan)
 - 자동차할부금융 혹은 리스채권
 - 학자금대출채권
 - 신용카드할부대출채권
 - 중소기업청이 실행한 중소기업대출

□ 커버드본드의 감독 프로그램

- 법이 통과된 이후 180일 이내에 미국 재무부가 커버드본드 발행 관련 규제체계를 마련하도록 함
- 규제기관은 적격 자산, 발행절차 등에 대한 규제를 통해 커버드본드가 적정하게 발행될 수 있도록 승인시스템을 도입하고 발행자의 자산 대비 커버드본드의 발행 한도를 정하도록 하고 있음
- 커버드본드 발행과 관련한 공시시스템을 구축하고 자산별로 담보자산의 초과담보비율을 결정

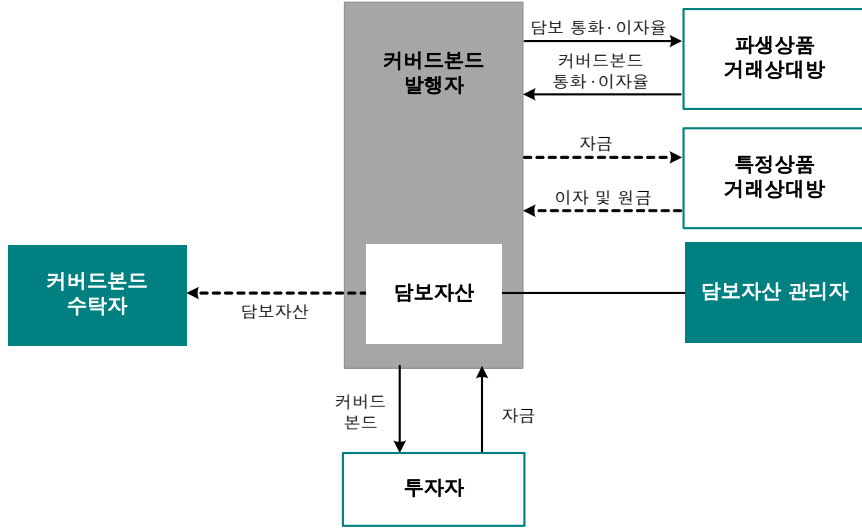
□ 발행자 부도 시의 절차

- 법안에서는 부도 시 절차를 명확히 규정하여 FDIC가 부도 시 절차에 대한 온전한 선택권을 지녔던 모범규준에 비해 FDIC의 재량권을 축소하였음
- 발행자의 부도 이전에 커버드본드의 기한이익이 상실된 경우, 자동적으로 우선청구권(separate estate)이 생성됨
 - 우선청구권은 커버드본드를 구성했던 해당 담보자산(cover pool)에 대해 발생하며, 발행자의 신용위험 등으로부터 절연되어 있음
 - 발행자의 부도로 커버드본드의 기한이익이 상실되는 경우 FDIC가 보전관리인으로 선임되면 FDIC는 1년 동안 커버드본드법 및 해당 거래 약정서상의 모든 조건을 충족시키는 적격 발행자에게 커버드본드와 관련 담보자산을 이전시킬 수 있는 배타적 권리를 갖게 되고 해당 커버드본드와 관련한 발행자의 모든 의무사항을 이행하도록 함

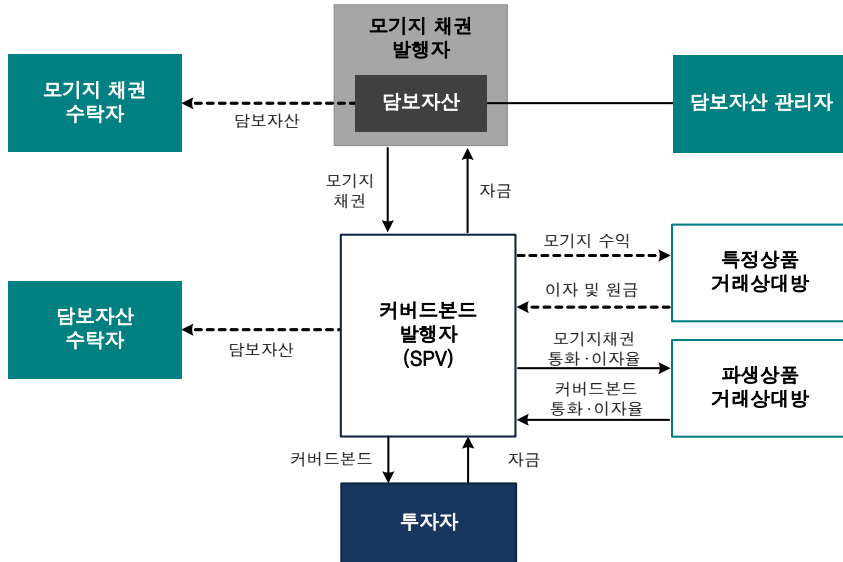
- 미국은 커버드본드에 관한 법률이 존재하지 않은 상태에서 2006년부터 커버드본드가 발행되기 시작함
 - 2006년 9월 Washington Mutual Bank가 최초로 커버드본드를 발행하였고, 이후 2007년 6월까지 Washington Mutual Bank와 Bank of America가 총 7건의 커버드본드를 발행
 - 전세계 금융위기로 인해 2007년 6월 이후에는 커버드본드의 발행이 이루어지지 않았음
 - 2008년 9월 Washington Mutual Bank가 폐업한 후 JPMorgan Chase는 FDIC로부터 Washington Mutual Bank의 자산과 대부분의 부채를 인수하였고 여기에는 커버드본드와 담보부 채권은 포함하였지만, 주식, 후순위 및 선순위 무담보 채권은 포함되지 않음
 - 커버드본드 관련 법률이 존재하지 않았기 때문에 커버드본드는 대출기관이 아닌 특별목적기구(special purpose vehicles)가 발행하고, 대출기관이 발행한 모기지 채권을 담보로 함

<그림 IV-1> 미국의 커버드본드 발행구조

A. 직접발행



B. SPV 발행



자료: ECBC(2011)

2. 영국의 커버드본드 도입 사례

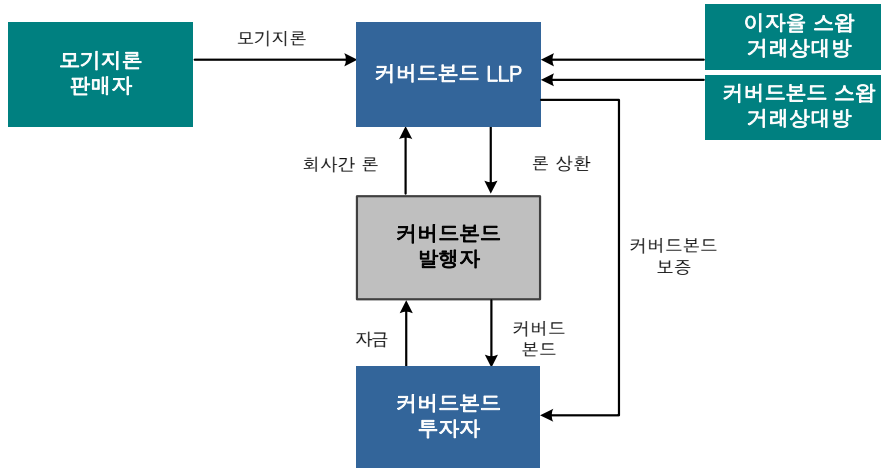
- 영국은 2008년 글로벌 금융위기의 과정에서 커버드본드제도를 도입하였음
 - 영국의 경우 커버드본드제도를 도입하기 이전인 2003년에 구조화 커버드본드 형태로 발행을 한 사례가 있음
 - 글로벌 금융위기 이후 커버드본드제도 도입에 대한 다양한 논의를 거쳐 2008년 2월 HM Treasury and the Financial Services Authority가 영국 커버드본드법(The Regulated Covered Bonds Regulations 2008)을 제정하였음
 - 2011년 HM Treasury와 FSA는 커버드본드의 이해관계자에 대한 의견을 수렴하고 시장을 활성화하기 위한 방안을 포함한 커버드본드 규제체계 개선안을 마련

- 영국의 커버드본드 발행 관련 제도
 - 커버드본드의 적격 발행자는 영국 금융규제기관인 FSA의 규제를 받는 예금수취기관으로 하고 있으며, 발행을 위해서는 FSA의 승인을 받도록 되어 있음
 - 금융규제기관은 커버드본드 발행 관련 절차, 담보자산에 대한 정보, 외부 감사 방법 및 규제방식 등을 포함한 Sourcebook을 작성
 - 담보자산에 대한 투자자의 우선 변제권을 제공하기 위해 담보자산물은 고유자산과 분리된 특별목적회사에 예치하도록 하고 있음

- FSA는 규제화된 커버드본드 프로그램의 규제를 담당하고 있음
 - 금융회사가 커버드본드를 발행하기 위해서는 커버드본드 프로그램을 FSA에 등록하여야 함
 - 커버드본드의 등록 시에는 발행예정 커버드본드의 내용과 담보자산의 질, 적시상환 가능성에 대한 정보 및 법적인 요소 등을 포함하고 있음
 - FSA는 이러한 정보를 검토하여 사전에 설정된 규제기준에 부합하는지의 여부를 판단하고 스트레스 테스트 등을 통해 발행 적격성을 판단함
 - 발행 이후에도 커버드본드 담보자산의 질에 대한 정보를 정기적으로 FSA에 제공하여야 함

- 영국에서는 관련법이 제정되기 이전인 2003년에 최초로 구조화 커버드본드가 발행되었고 2007년 3분기까지 꾸준히 발행규모가 증가하였음
 - SPE는 일반적으로 Limited Liability Partnership(LLP) 형태이며, SPE가 커버드본드에 보증을 제공함
 - 영국의 커버드본드는 인가받은 금융기관(universal credit institution)이 발행
 - 발행자는 SPE에 담보자산을 이전하지만, IFRS에 따라 발행자의 대차대조표에 담보자산은 남아있는 구조임
 - 담보자산은 발행자나 발행자의 자회사가 보유한 영국의 주거용 모기지여야 하지만, 커버드본드 법에서는 매입한 자산도 담보풀에 포함할 수 있도록 허용하고 있음
 - UCITS Directive Article 52(4)과 CRD의 요건을 충족하는 규제대상 커버드본드는 FSA로부터 감독을 받음

<그림 IV-2> 영국의 커버드본드 발행구조



자료: ECBC(2011)

V. 국내 커버드본드 도입 타당성 검토

1. 커버드본드의 도입 필요성
2. 커버드본드 도입방식에 대한 검토
3. 커버드본드 도입의 예상효과

V. 국내 커버드본드 도입 타당성 검토

1. 커버드본드의 도입 필요성

- 금융기관의 장기 자금조달 활성화를 위한 방안으로 커버드본드제도 도입의 필요성이 제기되고 있음
 - 글로벌 금융위기의 과정에서 2008년 하반기부터 은행의 외화유동성 문제를 해결하기 위한 방안으로 국내에서 커버드본드제도가 도입되어야 한다는 주장이 제기되었음
 - 2011년 가계부채연착륙 종합대책의 일환으로 은행의 장기 고정금리 대출의 확대 정책을 추진하고 은행의 장기 자금조달을 지원하기 위한 방안으로 은행의 우선변제권부채권(커버드본드) 발행 모범규준이 발표되는 등 커버드본드제도가 일부 도입되었음
 - 그러나 담보권자에게 우선변제권을 부여하는 법적 근거가 마련되어 있지 않아 금융기관이 유럽식 커버드본드를 발행하기 위한 제도적 기반은 마련되어 있지 않음

- 국내의 경우 주택금융공사법에 근거하여 주택저당채권 담보부채권(Mortgage Backed Bond: MBB)을 발행할 수 있는 근거가 마련되어 있음
 - 공사법은 커버드본드 투자자의 이중상환청구권에 대해 명시하고 있으며 이에 근거하여 주택금융공사는 주택저당채권 담보부채권을 수차례 발행하였음
 - 이중상환청구권은 주택금융공사가 발행한 채권에 대해서만 적용¹²⁾되고 있음

- 2011년 6월 금융위원회와 금융감독원은 가계부채연착륙 종합대책에서 은행의 커버드본드 발행 활성화 방안을 포함시키고 있음
 - 동 대책에서는 은행의 고정금리·비거치식 분할상환 대출 자체목표를 설정하고 이를 금융감독당국이 점검토록 할 예정
 - 은행의 장기자금조달 지원을 위해 MBS·커버드본드 발행 활성화 등을 추진

- 2011년 6월 금융감독원은 우선변제권부채권 발행 모범기준을 마련
 - 은행의 커버드본드 발행과 관련된 제반 업무의 기준과 절차 등을 정함으로써 커버드본드 발행 및 투자를 원활하게 하고 발행기관의 건전성을 도모하기 위한 방안으로 마련됨
 - 본 모범기준에서는 커버드본드를 발행기관과 발행기관이 제공한 특정 담보자산풀을 통해 투자자에게 이중 상환청구권을 보장하는 우선변제권부 채권으로 정의하고 있음

12) 주택금융공사법 제31조에서 다음과 같이 우선변제권을 부여하고 있음

- ① 공사는 제30조에 따라 채권유동화계획별로 구분·관리하는 주택저당채권을 담보로 자기자본(국제결제은행의 기준에 따라 대통령령으로 정하는 기본자본과 보완자본의 합계액을 말함. 이하 같음)의 50배를 초과하지 아니하는 범위에서 주택저당채권담보부채권을 발행할 수 있음
- ② 주택저당채권담보부채권의 소지자는 다른 법률에서 정하는 경우를 제외하고는 해당 채권유동화계획에 따라 구분·관리되는 주택저당채권으로부터 제3자에 우선하여 변제받을 권리를 가짐
- ③ 주택저당채권담보부채권의 소지자는 제2항에 따른 우선변제에 의하여 채권의 원리금의 전부 또는 일부를 변제받지 못한 경우에는 공사의 자산 중 제30조제1항에 따라 구분·관리되는 주택저당채권이 아닌 자산으로부터 변제받을 수 있음

- 동 모범기준에서는 발행 적격기관, 발행요건 및 등록, 담보자산의 유지와 관리 등에 대한 내용이 포함되어 있음
 - 발행 적격기관은 은행으로 하고 있으며, 발행한도는 전년말 부채의 4% 이내로 하고 있으며, 적격 담보자산은 우량 모기지를 위주로 하고 있음
 - 또한 발행기관 파산 등의 경우에도 담보자산 가치가 커버드본드 원리금을 상환하기에 충분한 경우에는 담보자산으로부터 회수되는 모든 현금흐름은 수탁관리인에 의해 별도 관리되어 커버드본드 원리금 상환에 이용하도록 하는 규정도 존재함
- 동 기준에도 불구하고 담보자산에 대한 투자자의 우선청구권에 대한 법적 근거가 마련되어 있지 않아 실질적으로 유럽식 커버드본드의 발행은 어려운 상황

□ 커버드본드제도가 마련되기 위해서는 담보자산에 대한 우선상환청구권 부여 등의 법적인 근거를 포함한 제도가 마련되어야 함

□ 커버드본드가 도입될 경우 은행의 안정적인 자금조달에 기여하고, 채권 시장에는 신용도 높은 채권의 공급을 확대하는 효과를 거둘 수 있음

- 금융기관에게 보유한 우량자산을 담보로 하는 차입의 수단을 제 공함에 따라 조달수단을 다양화하는 효과가 있음
- 담보자산의 신용보강의 효과로 인하여 높은 신용도의 증권을 발 행함으로써 장기의 자금조달을 할 수 있음
- 높은 신용도의 증권을 발행함으로써 조달비용을 절감할 수 있다 는 장점이 존재

2. 커버드본드 도입방식에 대한 검토

가. 제도 도입 시 검토사항

- 유럽식 커버드본드가 국내에 도입되기 위해서는 커버드본드 투자자에게 담보에 대한 우선적인 권리를 제공하는 제도의 마련이 필요함
 - 이와 더불어 적격발행기관의 지정, 담보자산의 적격성, 발행한도를 포함한 발행기관에 대한 감독 및 관리 방안과 담보자산 관리 방안 등도 마련되어야 함

- 유럽식 커버드본드제도 도입을 위한 법적근거 마련을 위해서는 다음과 같은 대안들이 존재함
 - 커버드본드 도입을 위한 특별법을 도입하는 방안
 - 담보부사채신탁업법 개정을 통해 담보부사채의 일환으로 커버드본드의 제도를 도입하는 방안
 - 자산유동화에 관한 법률의 개정을 통해 커버드본드제도를 도입하는 방안
 - 은행법의 개정을 통해 은행이 커버드본드를 발행할 수 있는 제도를 마련하는 방안

나. 커버드본드 특별법 제정을 통한 도입 방안

- 커버드본드 발행의 근거가 되는 특별법 제정을 검토해 볼 수 있음
 - 동 법안은 커버드본드의 적격발행기관, 적격담보, 커버드본드 발행자에 대한 감독 및 발행자 부도 시에 담보권자의 보호 등을 주요 내용으로 함
 - 커버드본드제도를 도입한 대부분의 국가들은 이러한 방식으로 커버드본드제도를 도입하고 있음

- 커버드본드 법안에 포함되어야 할 주요 내용
 - 커버드본드 감독기관과 적격발행자
 - 커버드본드 발행을 규제해야 하는 감독기관을 지정
 - 커버드본드의 적격 발행자 범위에 대한 규정
 - 국내의 경우 적격 발행자를 다양한 금융기관으로 확대하는 것이 바람직 할 것으로 판단됨
 - 담보자산의 범위는 모기지 만을 대상으로 할 것인지 아니면 다양한 종류의 담보자산을 포함시킬 것인지를 검토할 필요가 있음
 - 미국의 경우 주거용부동산을 담보로 하는 대출채권, 공공부문 채권, 상업용부동산 담보 대출채권, Home Equity Loan, 자동차할부, 리스, 학자금대출, 신용카드할부대금 및 중소기업대출 등의 다양한 자산을 기초자산으로 한 커버드본드제도 도입을 추진하고 있음
 - 국내의 경우에도 다양한 자산을 포함시키되 자산의 질을 관리하는 제도를 도입하는 것이 바람직할 것으로 판단됨

— 커버드본드의 감독 프로그램

- 규제기관은 적격 자산, 발행절차 등에 대한 규제를 통해 커버드본드가 적정하게 발행될 수 있도록 승인시스템을 도입하고 발행자의 자산 대비 커버드본드 발행 한도를 정할 필요가 있음
- 발행과 관련한 공시시스템을 구축하고 자산별로 담보자산의 초과담보비율을 결정

— 발행자 부도 시의 절차

- 발행자의 부도 및 부도 이전에 커버드본드의 기한이익이 상실된 경우, 우선청구권을 생성하는 특례 및 이의 절차를 법에 명시할 필요가 있음
- 커버드본드 담보자산의 관리 방식 및 법적 절연을 위한 절차도 사전에 명시할 필요가 있음

□ 커버드본드 특별법 제정의 장단점

- 커버드본드 특별법을 제정할 경우 발행자와 담보자산을 확대하는 보편적인 커버드본드제도를 도입할 수 있음
- 대부분의 유럽국가가 이러한 방식으로 커버드본드제도를 도입하였기 때문에 국제적인 정합성이 높은 제도임
- 담보권자에 대한 보호 등의 특례 부여의 근거가 명확하고 새로운 증권의 도입에 적합한 방식임
- 커버드본드의 규제 및 관리절차 등을 명확하게 설정할 수 있어 운영상의 장점도 존재함
- 커버드본드 특별법 제정에 따른 절차가 복잡하고 제도화에 시일이 소요된다는 단점이 있음

다. 담보부사채신탁업법 개정을 통한 제도 도입

- 국내의 경우 담보부사채신탁업법에 근거하여 담보부채권을 발행할 수 있는 근거를 마련하고 있음
 - 현행 담보부사채신탁업법에 의하면 담보부채권을 발행할 경우 반드시 담보부사채신탁업법을 따라야만 하고, 담보자산에 제약이 존재하며, 담보자산에 대한 파산절연을 허용하지 않음
 - 담보자산의 제약과 파산절연을 허용하지 않는 법적 근거 미흡으로 담보부사채신탁업법에 근거한 담보부채권의 발행은 거의 이루어지지 않고 있음

- 담보부사채신탁업법 개정을 통한 제한적인 커버드본드의 도입
 - 현행의 담보부사채신탁업법에 커버드본드 적격 발행기관을 지정하고 동 기관이 특정한 자산을 담보로 증권을 발행할 수 있게 하며 담보권자에 대한 보호제도를 보완하는 방향으로 담보부사채법을 개정하는 방안
 - 동법의 개정에서 UCITS기준에 부합하도록 금융기관의 담보부채권 관련 조항을 보완하되, 발행한도 등에 대한 규제체계를 보완하는 방안을 마련할 경우 실질적인 커버드본드제도의 도입효과를 거둘 수 있음

- 담보부채권제도를 도입하는 경우에도 일반적인 담보부채권과 커버드본드의 이원적인 제도를 도입해야 한다는 문제가 존재함

- 금융회사가 발행한 커버드본드의 경우 담보부채권에 비해 담보권자에 대한 보호를 더욱 강화하는 특칙을 마련해야만 국제적으로 인정받는 커버드본드제도가 마련될 수 있음
- 따라서 일반기업이 발행하는 담보부채권과 커버드본드라는 이원적인 체계로 법제화되는 것이 불가피한 상황임

라. 자산유동화에 관한 법률에 의한 커버드본드제도의 도입

- 은행이 보유한 모기지를 SPV에 양도하여 발행하는 MBS에 대해 은행이 보증을 하는 방식으로의 구조는 현행 법률로 도입되어 있음
 - 금융감독원이 은행의 우선변제권부채권(커버드본드) 발행 모범규준을 통해 구조화 커버드본드의 구체적인 발행 절차를 마련

- 향후에 자산유동화에 관한 법률을 보완하여 커버드본드제도를 포괄할 수 있는 증권화에 관한 법률(가칭)로 개정하는 방안도 검토해 볼 수 있음
 - 자산유동화증권, 커버드본드 등을 포괄하는 구조화증권 발행의 법적인 근거를 마련하고 동 증권들의 공시와 감독 등을 포함한 규제근거를 마련하는 법률로 개정
 - 이러한 근거하에 다양한 구조의 구조화증권의 발행절차, 규제절차 등을 명시하는 방안을 검토해 볼 수 있음

- 자산유동화에 관한 법률 개정을 통한 커버드본드제도 도입의 장단점
 - 자산유동화에 관한 법률에서 이미 파산절연 등의 기준이 마련되어 있기 때문에 이를 준용하여 커버드본드 담보자산의 파산절연 기준을 설정하기에 용이함
 - 구조화에 관한 포괄적인 법적 근거를 마련함으로써 구조화금융의 적정한 규제체계를 마련할 수 있음
 - 그러나 동 방안은 양도 및 신탁에 근거한 구조화금융을 규율하는 법률이기 때문에 담보구조인 커버드본드제도를 추가함으로써 두 가지 제도의 혼재에 따른 혼동의 문제가 발생할 가능성이 있음

마. 은행법 개정을 통한 커버드본드 도입

- 은행법에서 은행채 발행의 근거를 두고 있으므로 은행법 개정을 통해 은행이 보유한 모기지를 담보로 한 커버드본드의 발행 제도를 마련하는 방안을 검토할 수 있음
 - 은행법을 개정하여 커버드본드 발행관련 근거를 마련하고 담보자산에 대한 파산절연 특칙을 두는 방식으로 제도를 마련할 수 있음
 - 이 경우 시행령 혹은 은행법 상에서 발행요건, 발행한도, 담보관리 방안 등을 도입하여 커버드본드에 대한 규제체계 마련도 필요
- 은행법 개정을 통한 제도를 마련할 경우 은행만이 커버드본드를 발행할 수 있는 근거가 마련됨
 - 은행법 개정을 통한 커버드본드제도를 도입하는 경우 발행과 관련한 규제체계 마련이 용이하다는 장점이 있음

- 다만 동 조항의 신설에 있어서도 현행 파산관련 법률의 특칙을 도입함에 따른 부담은 존재하는 상황
- 은행 이외의 금융기관의 경우 커버드본드 발행이 불가능하다는 문제가 존재함
 - 외국의 경우에도 전문은행원칙을 통해 은행만이 커버드본드를 발행하도록 하는 국가가 있음
 - 최근에는 은행 이외의 금융기관들도 커버드본드를 발행할 수 있는 제도를 도입하는 것이 일반적인 추세임

3. 커버드본드 도입의 예상효과

가. 커버드본드 발행 시장

- 커버드본드제도가 도입될 경우 은행의 해외 자금조달에 활용될 가능성이 높음
 - 국내은행들의 신용등급은 대부분 AAA급이기 때문에 높은 신용도로 국내에서 커버드본드를 발행할 유인은 높지 않은 것으로 판단됨
 - 커버드본드는 은행이 보유한 우량자산을 담보로 제공하고 담보권자에 대해 우선권을 부여하는 방식으로 도입되기 때문에 일반적으로 무보증채권에 비해 선순위의 지위를 지니게 됨
 - 기본 발행된 은행채는 상대적으로 지불순위가 낮아짐에 따라 무담보 은행채의 발행조건이 악화될 가능성도 있음

- 해외 자금조달의 경우 적격 커버드본드 구조로 발행을 할 경우 신용도가 높아질 가능성이 있기 때문에 해외 커버드본드의 발행 유인은 높은 상황
 - 은행의 신용도와 모기지의 신용도가 발행증권의 신용도를 상향 시킴으로써 은행 자체의 신용도에 비해 높은 신용도로 증권을 발행함으로써 외화조달비용의 절감효과를 도모할 수 있음

□ 은행의 고정금리 장기대출 확대에 따른 커버드본드 발행의 유인

- 금융당국이 은행의 고정금리 장기대출 확대 정책을 추진함에 따라 이를 적정하게 관리하기 위한 방안으로 커버드본드제도의 도입 필요성을 강조하고 있음
- 커버드본드의 경우 모기지를 담보로 발행하기 때문에 담보로 사용되는 장기고정금리 주택담보부대출의 부외 이전 효과는 거의 없다고 볼 수 있음
- 다만 저비용의 장기 자금조달의 수단으로 활용될 수 있기 때문에 장기고정금리 주택담보부대출의 확대에 따른 매칭 조달 수단으로의 활용도는 높을 것으로 예상됨

□ 적격 커버드본드 발행자의 확대

- 미국이 도입하려는 커버드본드제도와 같이 적격 발행기관을 은행 뿐만 아니라 여신을 취급하는 금융기관으로 확대하는 방안도 검토해 볼 수 있음
- 은행 이외의 금융기관의 경우 커버드본드제도를 도입하는 경우 자산을 활용하여 높은 신용도로 자금을 조달하는 효과가 상대적으로 클 것으로 예상됨

- 다만 조달규모 확대에 따른 자산의 급격한 증대 유인 등이 존재하기 때문에 발행규모에 대한 적절한 규제수단 도입이 필요함

□ 기존 증권과의 대체 관계

- 커버드본드제도가 도입될 경우 주택금융공사의 MBS와의 대체관계가 존재할 가능성이 있음
- 주택금융공사 MBS의 기초자산은 은행이 대리대출 형태로 실행된 보증자리론(장기 고정금리 주택담보부대출)이며, 커버드본드제도가 도입될 경우 은행이 직접 장기고정금리 주택담보부대출을 실행하고 이를 담보로 커버드본드를 발행할 유인이 높음
- 이에 따라 커버드본드의 발행규모가 커질수록 주택금융공사의 MBS가 감소할 가능성이 있음

나. 커버드본드 투자자

□ 투자대상의 확대

- 커버드본드제도가 도입될 경우 신용도가 높은 장기채권의 공급이 확대되고 이에 따라 투자자의 투자대상이 더욱 확대될 것으로 예상됨
- AAA채권과 국고채 사이의 신용도를 지닌 채권 공급이 확대됨에 따라 보수적 성향을 지닌 투자자의 투자대상 확대 효과가 있음

□ 채권 만기구조의 변화

- 우량한 신용등급의 장기채권 공급이 확대됨에 따라 채권의 평균 만기는 길어질 것으로 예상됨

- 은행들의 장기 고정금리 대출의 만기와 매칭이 되는 장기 커버드본드 발행을 추진할 것으로 예상되며, 이에 따라 채권의 평균 만기는 늘어날 것으로 보임
- 장기채의 공급이 확대됨에 따라 장기채권의 이자율은 상승할 것으로 예상됨

다. 금융안정성 효과

- 커버드본드제도를 도입하는 경우 장기의 저금리 조달수단을 제공함으로써 은행의 안정성을 제고하는 효과를 거둘 수 있음
 - 모기지시장의 경우 커버드본드 도입을 통해 모기지 비용을 낮추고, 지속적인 발행으로 인한 모기지의 신용을 높이며, 투명성을 증진시킨다는 장점이 있음
 - 은행이 저리의 장기자금을 조달할 수 있는 수단을 제공하고, 특히 해외발행을 통해 장기의 외화자금 조달이 가능하기 때문에 은행의 안정성 제고에 기여할 것으로 예상됨
 - 커버드본드는 담보자산을 은행이 보유하기 때문에 자산관리와 관련한 자산유동화증권의 도덕적 해이를 방지하는 조달수단임
- 적절한 규제체계가 수립되었을 경우 커버드본드제도의 도입은 장기적으로 금융안정성에 긍정적인 효과를 거둘 것으로 예상됨
 - 금융기관의 안정적인 장기자금 조달의 확대로 유동성 위험을 감소시키는 효과를 제공

- 채권시장에 높은 신용도의 장기채권 공급의 확대효과를 거둘 수 있을 것으로 기대함
- 발행규모의 적정한 규제 등이 이루어질 경우 금융회사의 과도한 자산경쟁의 부작용을 적절히 통제할 수 있음
- 상대적으로 자기자본의 부담이 적은 조달구조로 은행의 자기자본 관리에 긍정적인 효과를 제공

□ 커버드본드제도가 부작용을 최소화하고 긍정적인 효과를 거두기 위해서는 적정한 규제체계 마련이 매우 중요

- 적격 발행자, 적격담보 및 발행규모와 관련한 규제체계가 마련될 필요가 있음
- 발행증권, 담보자산 등에 대한 효율적인 공시체계를 마련하여 시장의 투명성을 제고할 필요가 있음
- 담보권자에 대한 우선권을 부여하기 위한 법적인 근거가 마련되어야 하며, 이에 따른 발행규제도 마련될 필요가 있음

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 금융감독원, 2011, 『은행의 우선변제권부채권 발행 모범규준』.
- 금융위원회, 가계부채 연착륙 종합대책, 보도자료, 2011 (6.29).
- 김영도, 2011, 주택담보대출 구조 변화와 연계한 커버드본드 활성화 방안, 금융연구원, 금융 VIP 시리즈 2011-21.
- 김필규, 2012, 미국의 커버드본드제도 도입의 주요 내용과 시사점, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly, 2012-14.
- 김필규·오규택, 2008, 한국 채권시장의 현황과 과제, 서울대학교 금융법센터, BFL 제30호.
- 김필규, 2008, Covered Bond 도입에 대한 논의와 관련하여, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 2008-34호.
- 김형준, 2008, Covered Bond 발행구조, 한국기업평가, KR Ratings Issue Report.
- 박경훈, 2009, 유럽의 Covered Bond 시장 현황과 전망, 한국은행 해외경제정보 제2009-55호.
- 이미현, 2008, 담보부사채발행의 활성화, 서울대학교 금융법센터, BFL 제31호.
- 정소민, 2008, 유럽의 커버드본드제도에 관한 고찰, 서울대학교 금융법센터, BFL 제30호.
- 정재호, 2011, 커버드본드 관련 동향 및 시사점, 금융감독원, 조사연구 Review 제31호.

<해외문헌>

ECBC, 2007, *European Covered Bond Fact Book*.

ECBC, 2011, *European Covered Bond Fact Book*.

FSA, 2008, *Regulated Covered Bond*.

HM Treasury and FSA, 2011, Review of the UK's regulatory framework for covered bond.

Mastroeni, O., 2001, Pfandbrief-style products in Europe, BIS Papers No 5.

US Department of the Treasury, 2008, *Best Practices for Residential Covered Bonds*.

<웹사이트>

금융감독원 www.fss.or.kr

ECBC www.ecbc.eu, ecbc.hypo.org