



금융상품의 이해 (18): 부채담보부증권(CDO) (3)

이경아 연구원

■ 부채담보부증권을 포괄적으로 CDO라고 지칭하며 담보자산의 종류와 구조, 운용 방식 등에 따라 CDO는 여러 종류로 구분될 수 있음.

- CDO는 담보자산이 채권(부채)인 채권담보부증권(CBO: Collateralized Bond Obligation)을 지칭하며 담보자산에 따라 CLO, SF CDO, multi-sector CDO, CDO² 등으로 구분됨.
 - 담보자산이 대출채권일 경우 CLO(Collateralized Loan Obligation), 자산유동화증권(ABS) · 주택저당증권(MBS) 등의 구조화 증권일 경우 SF CDO(Structured Finance CDO), 다양한 담보자산에 대해 발행될 경우 Multi-Sector CDO로 불림.
 - CDO²(CDO squared)는 CDO를 기초로 발행되는 CDO
- 또한 CDO는 발행구조, 운용방식 등 거래조건에 따라 다양한 CDO로 구분됨.

■ 담보자산의 편입 및 운용의 유연성 정도에 따라 Static CDO와 Managed CDO로 구분됨.

- Static CDO는 발행당시의 담보자산 구성이 고정적으로 유지되는 방식인 반면, Managed CDO는 담보자산을 적극적으로 운용하는 형태의 CDO임.
 - Static CDO 투자자는 담보자산의 구성에 대해 투자시점의 담보자산 포트폴리오대로 유지될 것을 알고 있으므로 담보자산의 신용위험에 대해서만 노출되게 됨.
 - Managed CDO 투자자는 투자시점의 담보자산 포트폴리오와 CDO 운용사 정보, 최소 투자제한 규정만을 알 수 있을 뿐 투자시점 이후의 포트폴리오 변화에 대해서는 알 수 없으므로, 담보자산 신용위험과 더불어 운용 위험에도 노출되게 됨.
 - 대부분의 CDO는 Managed CDO 형태로 발행되는데, 이 경우 투자자들은 운용수수료를 추가적으로 부담하여야 함.

■ 원리금 지급 방식에 따라 Cash Flow CDO와 Market Value CDO로 구분

- Cash Flow CDO는 투자자에 대한 원리금 지급을 담보자산으로 유입되는 현금으로 조달하는 방식인 반면, Market Value CDO는 원리금 지급의 재원을 담보자산 매각을 통해 조달함.
 - Cash Flow CDO의 담보자산은 주로 주기적인 현금흐름을 갖는 주택저당증권 등으로 구성됨.
 - Market Value CDO의 원리금 지급은 담보자산의 시장가치에 의해서 결정되는데, 담보자산의 시장가치가 일정 수준 이하로 내려갈 경우에 최하위 트렌치(trench)인 Equity 투자자는 원리금 지급을 받지 못하게 됨.

■ 금융기관의 거래 목적에 따라 Balance sheet CDO와 Arbitrage CDO로 구분

- 금융기관의 CDO 발행 동기는 크게 신용위험을 갖고 있는 자산규모를 감소시켜 규제자본을 경감하는 것과 신용보강을 통해 대출자산에 필요한 자본조달 비용을 줄이기 위한 것으로 구분됨.
 - Balance sheet CDO는 신용위험 자산에 적용되는 규제자본 경감목적으로 금융기관이 보유하고 있는 자산을 감소시키려는 유인에서 발행됨.
 - Arbitrage CDO는 담보자산을 위험등급별(trenching and repackaging)로 구분하고 증권화함으로써 자본조달비용을 절감하고, CDO 발행자금을 신규대출에 운용하여 자본효율을 제고하기 위해 발행됨.

■ 담보자산의 실질적인 보유 여부(위험전이 형태)에 따라 Cash CDO와 Synthetic CDO로 구분

- Cash CDO는 자산보유자가 보유하고 있는 자산을 실제 매각을 통해 SPV에 위험을 전가
- Synthetic CDO는 자산보유자가 자산을 매각하지 않고 계속 보유하면서 신용위험만을 SPV에 이전하는데, 이 경우 자산보유자는 특정 자산에서 손실이 발생할 경우 이를 유동화회사로부터 보전 받는 내용의 CDS(Credit Default Swap)를 체결하여 신용위험을 이전할 수 있음.
 - SPV가 자산보유자에게 자산에서 발생할 수 있는 위험보장을 매도(CDS 발행)하고, CDS 프리미엄을 자산보유자가 SPV에게 지불함.
 - Synthetic CDO 발행자금은 신탁(trustee)기관을 통해 다른 자산(High Quality Asset)에 투자되며, 이 자산으로부터 발생하는 현금흐름이 SPV로 유입되고 SPV는 이 현금흐름과 자산보유자가 지불하는 CDS 프리미엄으로 투자자들에게 원금과 이자를 지급