



금융상품의 이해 (16): 부채담보부증권(CDO) (1)

이경아 연구원

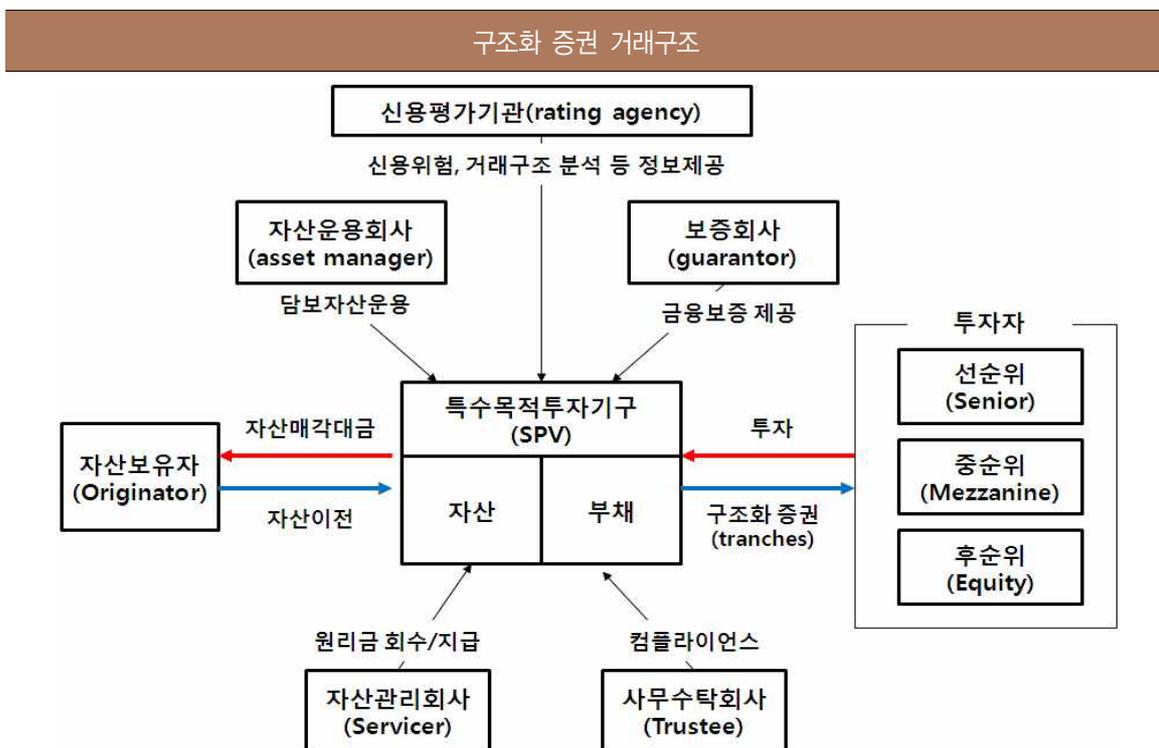
- 부채담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation)이란 회사채, 대출채권, CDS 등 현금흐름을 갖는 다양한 자산집합(reference pool)을 기초로 발행되는 구조화 증권
 - 부채담보부증권(이하 'CDO'라 함)은 넓은 의미에서 자산유동화증권(ABS: Asset-Backed Securities)의 한 유형으로 볼 수 있으며, 일반 ABS가 동일 기초자산을 담보로 발행되는 것과 달리 대출, 채권, CDS 등 현금흐름을 갖는 다수의 기초자산을 담보로 발행됨.
 - 보유자산을 신용등급별로 구분하고 그에 따른 위험을 투자자에게 전가하는 구조를 갖고 있는 점은 ABS와 동일함.
 - CDO는 지난 10년간 가장 크게 성장한 구조화 금융 상품 중 하나임.

- 증권화(securitization)는 다양한 신용등급의 자산을 결합한 뒤 이를 신용등급별 증권(tranching, 이하 '트랜칭'이라 함)으로 발행하는 일련의 과정을 지칭
 - 트랜칭의 목적은 최소한 하나의 위험등급 증권에 대해 결합자산의 평균 신용등급보다 높은 신용등급을 받게 함으로써 자본조달비용을 절감하는 것인데, 이를 위해 신용보강(credit enhancement)을 활용
 - 신용보강(credit enhancement)은 발행자가 기초자산 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 상황을 분석하여 기대손실 규모를 파악한 후 이러한 손실에도 불구하고 원리금 가치가 보전될 수 있도록 하여 신용등급을 제고하는 방법임.
 - 일반적으로 CDO 발행에서 가장 많은 구조는 'Senior-Mezzanine-Equity'이며, 각 트랜치는 서로 다른 위험/수익구조를 지님.
 - 예를 들어, 가장 후순위인 Equity증권은 부도나 신용등급 하락 등 불리한 상황 발생 시 첫 번째 손실흡수자(loss absorber)가 되며, 이로 인해 선순위인 Senior 투자자는 하위계층 투자자의 손실흡수로 인해 부도위험으로부터 상당부분 보호될 수 있음.¹⁾

■ 구조화 증권(Structured Securities)의 주요 참가자는 자산보유자, 투자자, 특수목적투자기구, 자산관리회사, 사무수탁회사, 자산 운용회사, 보증회사, 신용평가회사 등임(〈그림 1〉 참조).

- 자산보유자(Originator)는 대출, 채권 등 자산을 보유한 기관
- 특수목적기구(SPV)는 자산보유자로부터 자산을 이전받게 되며, 새로운 부채담보부증권을 발행함으로써 담보자산 매입자금을 조달함.
- 사무수탁회사(Trustee)는 자산보유 현황 및 준법감시에 대한 모니터링 기능을 수행하며, 자산관리 회사(Servicer)는 자금의 회수 및 현금흐름 분배 등에 관한 업무를 담당함.
- 신용평가회사(financial guarantor)는 담보자산의 신용평가 및 구조분석, 제3자 기관에 대한 분석, 투자자에 대한 신용정보 제공 등을 담당함.

〈그림 1〉 구조화 증권 거래구조



자료: BIS, The role of rating in structured finance: Issues and implications.

1) 이러한 현금흐름 구조를 cash flow waterfall payment라고 함.