

덴마크 커버드본드 시장현황 조사

안세룡 · 장한익 · 강민정 · 강수미 · 김은실



주택금융시장/정책

덴마크 커버드본드 시장현황 조사

2018. 12. 03



-
- 작성자 안세룡 연구위원 (051-663-8175 / sahn@hf.go.kr)
장한익 연구위원 (051-663-8178 / hijang@hf.go.kr)
강수미 연구주임 (051-663-8176 / 6148@hf.go.kr)
김은실 대 리 (051-663-8153 / 1765@hf.go.kr)
 - 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.
-

목 차

1. 서론	1
1. 연구배경	1
2. 덴마크 커버드본드의 특징	3
1. 덴마크 주택담보대출과 커버드본드의 역사	3
2. 덴마크의 주택담보대출	6
3. 덴마크 주택담보대출 전문은행과 커버드본드	13
4. 덴마크 커버드본드의 안정성과 투자 매력	25
3. 시사점 및 결론	36
참 고 문 헌	37

요 약

■ 덴마크 커버드본드에 대한 관심 증대

- 커버드본드 발행을 통한 주택담보대출 자금조달 방안은 국내외에서 꾸준히 관심 받고 있음
- MBS에 비해 상대적으로 커버드본드가 더 발달한 유럽에서 가장 큰 규모의 시장을 가진 덴마크 커버드본드 시장의 현황을 살펴보고자 함

■ 덴마크 커버드본드의 특징

- 매우 오랜 역사를 가지고 있는 덴마크 커버드본드는 오래전부터 장기 고정금리 주택담보대출을 기초자산으로 발행되어 왔으며 최근 변동금리 대출 비중이 높아졌음
- 덴마크는 7개의 주택담보대출 전문은행을 설립하고 발행 및 시장 조성 역할을 부여하며 선진적인 커버드본드 시장을 구축해왔음
- 투자자 입장에서 덴마크 커버드본드는 균형원리를 통한 높은 안정성과 덴마크 국채보다 더 큰 유동성을 보유한 장점이 있음
- 또한 발행기관은 일 단위 탭 발행이 가능하여 유동화 도관위험에서 자유로운 장점이 있고, 대출 차입자는 커버드본드 매입을 통한 조기 상환 옵션을 보유한 장점이 있음
- 이렇듯 덴마크 커버드본드는 투자자, 발행기관, 대출 차입자 모두에게 장점이 있는 독특한 시장을 구성하여 이에 대해 살펴보고자 함

I. 서론

1. 연구배경

■ 커버드본드에 대한 관심 증대

- 커버드본드는 MBS와 더불어 주택담보대출 공급기관의 자금조달 방안으로 꾸준히 주목받고 있음
 - '11년 금융위원회와 금융감독원이 가계부채 연착륙 종합대책에서 은행의 커버드본드 발행 활성화 방안을 포함하는 등 관심이 높았음
 - 현재 공사의 경우 주택금융공사법에 근거하여 주택저당채권 담보부채권(Mortgage Backed Bond, MBB)을 발행할 수 있으나 여전히 MBS의 비중이 높은 상황

■ 덴마크 커버드본드의 특수성

- 커버드본드는 북미 지역보다는 유럽에서 활성화되었는데, 그 가운데 덴마크 커버드본드 시장이 가장 큰 규모
 - 덴마크 커버드본드는 안전하면서도 덴마크 국채보다 유동성이 높아 매우 높은 수준의 신용등급을 보유
 - 또한 균형원리를 적용하여 발행기관에 대한 철저한 리스크관리를 함으로써 일 단위 탭 발행이 가능할 정도로 투자자에게 매우 매력적인 상품
- 덴마크 커버드본드는 글로벌 금융위기 당시 기타 국가의 커버드본드 및 MBS보다 상대적으로 안정적인 모습을 보임
 - 커버드본드의 Bid-Ask 스프레드가 소폭 증가하고 일 거래량이 일시적으로 감소하는 모습을 보였지만 여전히 높은 유동성을 유지하면서 부도 없이 안정적인 모습을 보임
 - 이는 2차 시장에서의 풍부한 투자수요 및 LTV를 80% 내외 수준으로 적용한 엄격한 기준 등 다양한 요인 때문

- 이러한 위기 상황에서 안정된 모습으로 인해 많은 국가와 기관에서 덴마크 커버드본드 시스템에 대한 관심이 크게 증가함
- 본 조사연구는 이러한 덴마크 커버드본드 시장의 현황을 면밀히 살펴 보아 국내 시장에 대한 시사점을 얻고자 함

II. 덴마크 커버드본드의 특징

1. 덴마크 주택담보대출과 커버드본드의 역사

■ 1960년대 이전

- 1795년 코펜하겐 대화재에서 출발한 덴마크 주택담보대출 및 커버드본드 시장은 200년 이상의 역사를 가지고 있음
 - 1795년 코펜하겐 대화재로 인하여 도시 전체 주택의 1/4이 소실되었으며 부족한 도시재건에 필요한 자본조달을 위해 체계적인 신용시장(Credit Market)에 대한 필요성이 증대됨
 - 1797년 정부가 기존 대출업자들을 모집하여 덴마크 최초의 주택담보대출 신용회사(Kreditkassen for Husejerne i København)을 설립하면서 채권 발행을 통한 주택담보대출 공급이 시작됨
 - 1849년 두 번째 주택담보대출 신용회사가 설립되면서, 신용회사들이 협회(Kreditforeninger)를 구축하기 시작함
 - 1958년 덴마크 정부가 직접 대출을 지원할 목적으로 세 번째 주택담보대출 신용회사(Reallånefonde)를 설립함

■ 1970년대 이후

- 덴마크 금융당국은 1970년부터 2007년까지 주택담보대출과 커버드본드 등의 표준화에 주력하였으며, 2007년 이후 상업은행의 커버드본드 발행 허용 및 주택담보대출 상품 다양화를 시도함
 - 1970년 주택담보대출 개혁안이 통과되면서 합병을 통한 대형 주택담보대출 전문은행이 탄생하였음
 - 1980년대 일련의 주택담보대출 관련법 개정안이 통과되었고 현금 평가(Cash Valuation)와 현금 대출 한도(Cash Lending Limits)가 일반적인 원칙으로 도입됨
 - 1982년 소유자 거주 주택에 대한 LTV 한도가 주택 가치의 40%에서 80%까지 상향 조정됨

- 1989년 EU 가입 후 EU 기준으로 주택담보대출법을 개혁하여 주택담보대출 전문은행의 설립에 대한 규제가 완화되면서 많은 덴마크 대형 상업은행과 저축은행이 주택담보대출 전문은행을 설립함
- 1996년 변동금리 주택담보대출이 도입되고 2003년 이후 거치기간이 허용되면서 상품의 다양성이 확대되는 등 지속적으로 발전함
- 2000년대 주택담보대출 전문은행간 합병이 진행되며 현행 7개사 체제 형성
- 2003년 덴마크 금융업법(Financial Business Act)이 채택되면서 주택담보대출 전문은행의 전체적인 법률의 기반이 됨
- 2007년 7월 덴마크 주택담보대출 전문은행 관련법 개정과 함께 EU 규정을 도입한 커버드본드(Covered Bond) 관련법이 제정되어 상업은행(Commercial Bank)의 커버드본드 발행을 허용함

■ 현재

- 덴마크는 장기적·안정적인 주택담보대출을 공급하는 전문기관을 구축하고 용이한 자금조달을 위해 커버드본드 투자수요를 풍부하게 유지하여 주택담보대출 시장의 선순환 구조를 체계적으로 확립하였음
- 2008년 글로벌 금융위기에서도 덴마크 커버드본드 시장은 Bid-Ask 스프레드가 소폭 증가하였지만 높은 유동성을 유지하면서 안정적인 모습을 보임
- 장기적으로 법적·제도적 시스템을 보완·구축하여 투자자 수요를 증진하고 주택금융시장의 안정성을 높여왔음
- 담보자산에 대한 명확한 권리 정의, 간결하고 효율적인 경매 절차, 상대적으로 엄격한 LTV 한도 등 투자자 보호 측면이 강함

- 다음 [표1]은 덴마크의 주택금융 관련 제도의 주요 변천 과정을 요약

[표1] 덴마크의 주택금융 제도 변천 과정

시기	주요 제도 개선 내용
1797년	최초의 주택담보대출 전문은행 설립
1970년	개혁법안에 따라 합병을 통한 대형 모기지 전문은행 탄생
1989년	상업은행 및 저축은행에 주택담보대출 전문은행 설립 인가 (유한회사)
1996년	변동금리 주택담보대출 도입
2000년대	변동금리 주택담보대출, 거치기간 등 상품 다양성 확대 및 주택담보대출 전문은행 합병 진행(현행 7개사 체제 형성)
2003년	덴마크 금융업법 채택
2007년	상업은행에 커버드본드 발행 허용

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

2. 덴마크의 주택담보대출

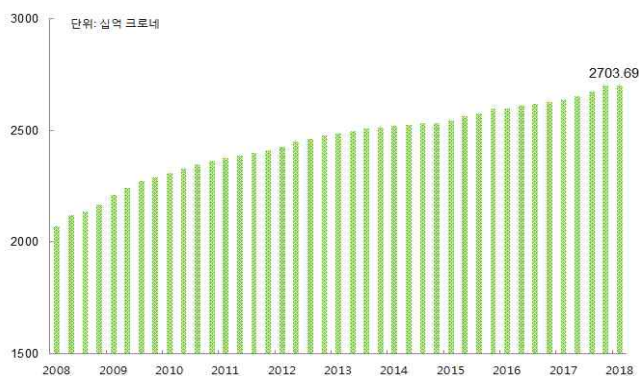
■ 관련법규

- 덴마크 주택담보대출 시장은 주택담보대출법(Mortgage Credit Act)과 금융업법(Financial Business Act)의 적용을 받음
 - 주택담보대출법과 금융업법은 덴마크 커버드본드 시스템에 EU Capital Requirement Directive (CRD)을 적용하기 위해 '07년에 개정되었음
 - 주요 내용은 의무적으로 현재 LTV(Current LTV, 이후 CLTV)를 산출하여 LTV 한도를 지속적으로 관찰·적용하고 덴마크 국제은행들이 커버드본드 시장에 접근할 수 있게 하는 것
 - 또한 기존의 일반적인 균형원리와 더불어 특수균형원리를 도입하여 커버드본드 발행기관이 둘 가운데 하나를 선택하게 함¹⁾

■ 주택담보대출 규모

- 덴마크 주택담보대출 잔액은 '18년 1분기 기준으로 27,030억 크로네(약 450조원)로 '08년 1분기 대비 약 31% 증가

[그림1] 덴마크 주택담보대출 공급량 추이



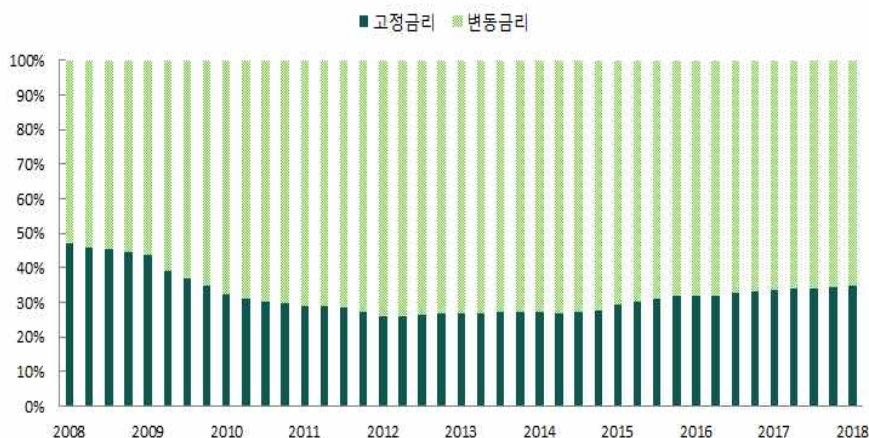
※ 자료: Association of Danish Mortgage Banks

1) 균형원리에 대한 자세한 설명은 4장 참조

■ 상품종류

- 1996년 이전 덴마크 주택담보대출은 최대 30년 만기 고정금리 원리금 균등상환대출이었으나, 이후 변동금리대출이 도입되면서 상품의 다양성이 확대됨
 - 발행 초기에 대출기관은 기초자산 금리와 거의 동일한 금리수준으로 고정금리 수익상환부(Callable) 커버드본드를 발행하여 조기상환위험을 커버드본드 투자자에게 이전하였음
 - '03년 이후 최대 10년의 거치기간이 허용되면서 30년 만기 원리금균등상환대출의 경우 원리금균등상환 기간은 30년에서 거치기간만큼 차감한 기간으로 적용됨
 - '04년에는 이자율 상한 변동금리대출, 최초 변동금리 적용 및 특정 기간 이후 고정금리로 전환되는 대출이 도입됨
- 다음 [그림2]를 보면 변동금리대출 비중이 꾸준히 증가한 이후 '14년부터 소폭 감소하여 최근 65%에 달하고 있음
 - 변동금리대출은 금융위기동안 차입자들이 고정금리에서 더 낮은 금리의 변동금리로 대환하면서 비중이 급속히 증가하였음
 - 변동금리대출의 절반 정도는 만기까지 금리상한이 있는 Cap 대출

[그림2] 덴마크 주택담보대출 고정/변동금리 비중



※ 자료: Association of Danish Mortgage Banks

- 변동금리대출의 금리는 매 3개월 또는 6개월마다 CIBOR(Copenhagen Interbank Offered Rate)나 CITA(Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average) 금리를 기준으로 하며, 스프레드는 대환일의 시장여건에 따른 조정을 통해 최종 결정
- 거치기간 만료 시 CLTV가 80% 이하일 경우, 대출 기관은 거치기간이 포함된 새 대출로 전환하는 옵션을 차입자에게 제공할 수 있음
 - 옵션을 통해 차입자의 월 납입액이 급격하게 증가하는 것을 방지
- 또한, 최근 덴마크 주택담보대출 가운데 만기일시상환대출이 차지하는 비중이 꾸준히 증가
 - Danmarks Nationalbank에 따르면 만기일시상환대출의 비중은 50% 이상

■ 만기와 LTV

- 덴마크 주택담보대출법은 담보주택의 성격에 따라 대출의 최대 만기와 LTV 한도를 차등 적용하여 대출건전성을 제고
 - 지자체의 보증이 있는 대출은 최대 35년, 보증이 없는 대출은 최대 30년의 만기 가능
 - 민간금융기관의 주택담보대출은 최소 30년 원리금균등상환대출의 상환속도보다 빠른 속도로 상환되어야 하며 거치 기간은 10년까지 가능
 - 주거용 건물은 80%, 상업용 건물은 60%, 농업용 건물은 60%~70%, 건물이 지어지지 않은 토지의 경우 40%의 LTV 한도를 적용
- SDO와 SDRO의 발행과 관련하여 주택담보대출 전문은행과 상업은행은 지속적으로 CLTV 한도를 관찰·적용해야함
 - CLTV 비율이 한도를 초과하는 경우 은행은 보충담보를 추가요구
 - 담보자산은 대출신청과정에서 가치평가²⁾되며, LTV는 대출이 승인되면 각 사안의 조건에 따라 적용됨

2) 현장검정(on-site inspection)

[표2] 덴마크 주택담보대출의 LTV 한도

자산 형태	RO	SDO/SDRO
주거용 (Residential)	80%	80%(또는 75%) ^{주1)}
상업용 (Commercial)	60%	60% ^{주2)}
농업용 (Agricultural)	70%	60% ^{주2)}
미개발 (Un-built property)	40%	40%

※ 자료 : Mortgage Credit Act, ECBC(2017)

※ 주1) : 80% 대출은 30년 만기 10년 이자 거치기간이고 75%의 대출은 상환기간과 이자거치기간의 제한이 없는 경우

※ 주2) : 은행이 추가적인 담보물을 받는다면 70%까지 증가 가능함

■ 담보자산의 가치평가 및 실사

- LTV 계산을 위한 주택담보대출 기초자산의 평가 가격은 향후 6개월 이내 판매 가능한 시장가격을 초과할 수 없음
 - 해당 자산의 시장가격을 평가할 때 시장 여건 변화 위험을 감안해야하고, 과도하게 높은 가격을 일으킬만한 요소들은 제거되어야 함
 - 자산평가는 기본적으로 발행자가 금융법의 조건을 충족하는 외부 평가책임자를 지정하여 측정해야 함
 - 다만 덴마크 금융감독원의 승인을 받은 경우 주택가격을 산정하는 자동가치 평가모형(Automated Valuation Models: AVM)을 사용할 수 있으며 대부분의 덴마크 주택담보대출 전문은행은 자체 AVM에 대한 승인을 받음
 - AVM을 통해 가치평가결과가 제공되면 물리적인 자산 검수를 생략할 수 있음
- 또한 금융당국은 덴마크 토지등록과 지적 시스템을 지원하고 동시에 정기적으로 담보자산 가치를 다음과 같은 방식으로 평가하도록 함
 - 최근 6개월간 합리적으로 형성된 시장가치를 적용하고, 발행자와 독립적인 위치의 전문가가 조사 및 평가하며, 주택은 최소 3년, 상업용 건물은 매년 평가

■ 주택담보대출 금리 및 부도율과 연체율

- 덴마크의 주택담보대출 금리는 09년 이후 하락 추세를 보이고 있음

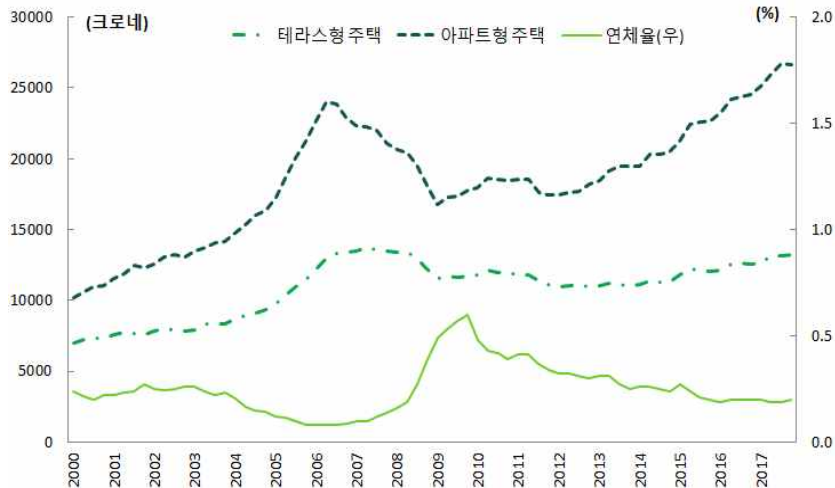
[그림3] 덴마크 주택담보대출의 단기 및 장기 평균금리



※ 자료: Association of Danish Mortgage Banks

- 덴마크 주택담보대출의 연체율과 부도율은 전통적으로 매우 낮았으며, 연체 후 정상화율 역시 높았음
 - 이는 강한 법적 제도적 시스템과 보수적인 대출 환경에 기인(IMF, 2014)
 - LTV 상한(80%)과 소구대출 형식(주택담보대출액이 주택가격보다 높을 경우에 차액을 추가 청구)이 대출기관의 손실을 최소화하는 것으로 분석
- 주택담보대출의 연체율은 금융위기 이후 주택가격 하락 시기에도 여전히 낮은 수준을 유지

[그림4] 덴마크 주택담보대출의 연체율 추이



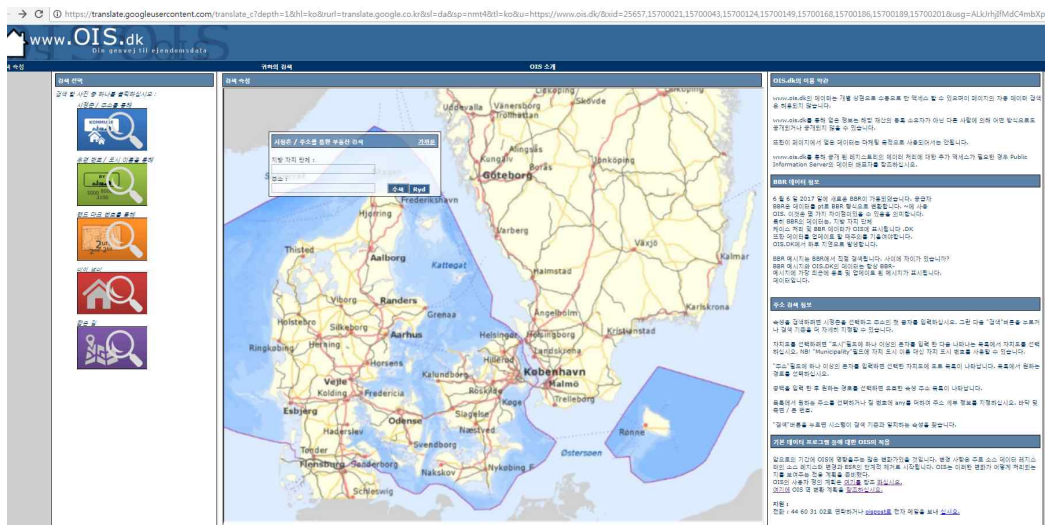
※ 자료: Association of Danish Mortgage Banks

■ 담보평가시스템

- 덴마크는 토지 크기(43,000km²)나 인구수(5.78백만), 가구수(93만) 측면에서 규모가 큰 국가는 아니지만 효율적인 토지 및 주택담보대출 등록 시스템을 보유했다는 강점이 있음
 - 덴마크 토지데이터 관리청(Danish Geodata Agency, Geodata styrelsen)은 각 토지에 고유 식별 번호를 부여
 - 토지대장(Land Book, Tingbogen)은 각 번호의 자산에 모든 권리 및 저당권을 등록한 소유권과 주택담보대출 및 기타 관련 권리의 최종 기록을 담고 있음
 - 토지대장은 법무부 책임 하에 토지등록법원(Land Registration Court)이 관리
 - 토지 및 건물 가치에 대한 데이터는 부동산세 징수 목적으로 지자체의 실물 등록부(Municipal Register of Real Properties, Det Fælleskommunale Ejendomsdatasystem)에 기록됨
 - 주택담보대출 전문은행은 대출 실행 시 토지대장에 담보 정보를 등록

- 덴마크의 경우 '09년 9월 이후 이러한 과정이 전산화되어 매우 간편하게 담보자산 관련 정보를 등록할 수 있음
 - 이후 모든 등록 절차는 디지털 서명을 통한 온라인상에서 이루어짐
 - 물건의 위치, 목적, 건설 연도, 기술적 조건, 레이아웃, 전기 설치, 변동내역, 현재 소유주에 대한 정보, 물건과 관련된 모든 권리에 대한 정보 등 모든 등록된 정보는 공공이 제한 없이 소정의 수수료를 지불하고 접근할 수 있음
- 다음 [그림5]는 덴마크 국가 소유의 데이터베이스인 공공정보서버 (Offentlige Informationsserver)의 홈페이지
 - 이 웹사이트는 지방자치회, 지역, 국가에 의해 소유, 유지되는 등록부로부터 부동산 관련 정보를 수집하는 사이트
 - 부동산 소유주는 자신의 자산에 대한 데이터를 무료로 온라인 접근 가능하고, 사업자들은 일정 비용을 지불하면 이러한 디지털 자산 데이터에 쉽게 접근할 수 있음

[그림5] 덴마크 공공 정보 서버 홈페이지



※ 자료: <https://www.ois.dk>

3. 덴마크 주택담보대출 전문은행과 커버드본드

■ 유럽과 덴마크의 커버드본드 시장

- 커버드본드는 18세기 이후 유럽에서 효율적인 자금조달 수단으로 지속적으로 활용되어 왔으며 현재까지 시장규모는 증가하고 있음
 - '99년 유럽통화연맹(EMU: Economic and Monetary Union)이 출범하면서 유럽 국가별로 관련 법률이 제정됨
 - 이후 커버드본드 정보 교류를 위해 '04년에 유럽 커버드본드 위원회(ECBC, European Covered Bond Council)를 설립
- 다음 [표3]은 유럽 국가별 커버드본드 시장규모를 나타냄

[표3] 유럽 국가별 커버드본드 시장규모('17년 기준)

구 분	커버드본드 잔액	주담대 잔액	커버드본드 신규 발행	주담대 신규 공급
덴마크	391,067	386,323	129,212	128,329
독일	373,766	207,338	45,434	35,070
프랑스	308,627	177,813	31,289	19,482
스페인	259,344	232,456	38,643	31,393
스웨덴	222,444	222,444	52,187	52,187
이탈리아	146,552	138,977	44,155	41,780

※ 자료 : ECBC, 단위: 십억 유로

- [표3]에서 알 수 있듯이 덴마크 커버드본드 시장의 규모는 유럽에서 가장 큼
 - 주택담보대출을 기초자산으로 한 커버드본드는 '17년 말 기준으로 3,911억 유로에 달하고 있음
 - 덴마크의 GDP 대비 주택담보대출의 비율은 140% 이상으로 다른 국가에 비해 4배 이상 큰 수치

- 덴마크는 커버드본드 발행규모를 대형화(\$100억 이상)하고 발행 및 유통 시장 조성을 통해 거래 활성화를 유도한 결과 국채중심의 시장에서 커버드본드 중심의 시장으로 전환되고 있음
- 이러한 덴마크 커버드본드 시장 규모는 덴마크 국채보다 4배 이상 큼

■ 덴마크 커버드본드 시장 구조

- 덴마크 커버드본드 시장은 발행기관(은행), 투자자, 투자은행(IB), 거래소(Offset Market Exchange, OMX) 및 예탁기관(Vaerdipapircentralen) 간 유기적인 시스템 통합을 이루고 있음

[표4] 덴마크 커버드본드 시장구조

구분	기능	비고
발행기관(은행)	거래소(OMX) 및 장외에서 발행 및 매출	등록 및 발행
거래소(OMX)	상장 및 매매	의무적으로 거래소에 상장
청산·결제기관(VP)	등록, 예탁 및 청산	거래소와 전산연결

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

- 발행기관은 거래소 또는 장외에서 발행 및 매출이 가능하며, 채권종류에 따라 탭 발행(추가발행) 또는 경매 방식으로 발행 가능
- 모든 커버드본드는 거래소에 상장되고 청산·결제기관에 등록되어 거래소 또는 장외에서 거래되고 청산·결제기관에서 예탁 및 청산이 이루어짐

■ 덴마크의 주택담보대출 전문은행

- 덴마크의 주택담보대출 전문은행은 차입자 신용평가, 대출실행, 채권 발행, 담보자산 처분, 차입자와 투자자 사이의 중개자 역할 등을 수행
- 덴마크 금융감독원의 기준에 부합될 경우 주택담보대출 전문은행은 커버드본드 발행 업무 등의 아웃소싱이 가능함
- 덴마크 주택담보대출 전문은행은 수신업무 제한에 의해 조달 자금의 90% 이상을 커버드본드 발행을 통해 조달

- 전문은행 법령에 따라 주택담보대출 업무 및 관련 부대업무를 수행하는 것으로 역할이 제한됨
- 자금조달원은 커버드본드로 제한되며, 금융업법 제8조에 따라 덴마크 주택담보대출 전문은행의 자금조달수단으로 예금 등이 허가되지 않음
- 순이자마진, 부대수수료, 채권관리수수료 등을 통해 운영비용을 충당
- 또한 주택담보대출을 커버드본드로 유동화하면서 주택담보대출 전문은행은 금리리스크에 거의 노출되지 않고 이 리스크는 커버드본드 투자자에게 이전됨
- 커버풀에는 공공기관에 대한 무담보 대출 및 공공기관에서 발행한 보증부대출이 포함될 수 있지만 실제로는 거의 사용되지 않음
- 전문은행의 사업영역이 주택담보대출과 커버드본드 발행으로 제한된 것은 운영 위험을 최소화하면서 업무전문성을 강화하기 위한 목적
 - 법률적으로 주택담보대출 전문은행은 위험이 큰 업무에 종사하지 못해 파산 위험이 상대적으로 낮아 커버드본드 신용등급에 긍정적인 영향
 - 이러한 효율 극대화는 낮은 금리의 주택담보대출 공급을 가능하게 함
- 덴마크 주택담보대출 전문은행은 7개가 있으며, Nykredit/Totalkredit사와 Realkredit Denmark사가 해당 시장의 67%이상 차지³⁾

[표5] 덴마크 주택담보대출 전문은행의 시장 점유율('17년 기준)

주택담보대출 전문은행	DKK bonds		EUR bonds		합계	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
Nykredit/Totalkredit	149.5	41.2%	15.4	49.6%	168.1	41.5%
Realkredit Denmark	99.1	27.3%	2.5	7.9%	104.0	25.7%
Nordea Kredit	52.9	14.6%	1.9	6.1%	54.8	13.5%
BRFkredit	38.7	10.7%	0.0	0.1%	41.3	10.2%
DLR	18.6	5.1%	1.8	5.8%	20.4	5.0%
Danish Bank	1.1	0.3%	9.5	30.6%	13.7	3.4%
LRF	2.5	0.7%	0.0	0.0%	2.5	0.6%
Total	362.5	100.0%	31.1	100.0%	404.8	100.0%

※ 자료 : Danske Bank

3) FIH Realkredit가 2014년 12월 31일 이후 주택담보대출 업무를 종료하면서 주택담보대출 전문은행이 8개에서 7개로 감소함

■ 관련법규

- 덴마크 커버드본드 발행을 위한 법적근거는 주택담보대출과 신용대출에 관한 법(Lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv, Mortgage Credit Act)과 금융업법(Lov om finansiel virksomhed, Financial Business Act)이 있음
 - 주택담보대출법은 덴마크 주택담보대출 전문은행에만 적용됨
 - 자기자본요건 규제방안(Capital Requirements Regulation, CRR)은 상업은행과 주택담보대출 전문은행에 모두 적용됨
 - 금융업법 및 주택담보대출법 관련 특정파산규정⁴⁾이 일반파산규정보다 우선
- 덴마크 금융감독원은 주택담보대출 전문은행, 상업은행, 선박금융기관⁵⁾의 채권발행에 대한 허가업무를 수행함
 - '07년 7월 1일까지 주택담보대출 전문은행만 커버드본드를 발행할 수 있었으나, 이후 상업은행도 커버드본드 발행이 가능함

■ 상품종류

- 덴마크 커버드본드는 RO, SDRO, SDO로 구분되어 발행되고 있음
 - RO(Realkreditobligationer)는 주택담보대출 전문은행이 독점적으로 발행하며, UCITS⁶⁾(제52조 제4항)를 준수함
 - SDRO(Særligt Dækkede Realkreditobligationer)는 주택담보대출 전문은행에서 독점적으로 발행하며, UCITS(제52조 제4항)와 CRR(제129조)을 준수함
 - SDO(Særligt Dækkede Obligationer)는 상업은행 또는 주택담보대출 전문은행이 발행하며, UCITS(제52조 제4항)와 CRR(제129조)을 준수함
 - '07년 금융업법 개정으로 SDRO 및 SDO 발행되기 시작함

4) 금융업법 제247a조-247i조 및 주택담보대출법 제22-33조

5) 선박금융기관은 선박금융기관 법률에 의해 규제된다.(consolidating act no 851-25 June 2014)

6) Undertaking for Clooective Invertment In Transferable Securities, EU에서 거래되는 주식형 펀드의 자산상품규정

- '08년 1월 1일 이전에 발행된 모든 RO는 CRR 하의 기득권인정조항 (Grandfathering Option)에 따라 커버드본드 지위를 유지하고 채권 만기 전체에 걸쳐 10%의 저위험 가중치를 적용받음
- '08년 1월 1일 이후에 발행된 RO에는 20%의 위험 가중치가 적용됨
- 선박을 담보로 하는 커버드본드는 SDO로 발행됨

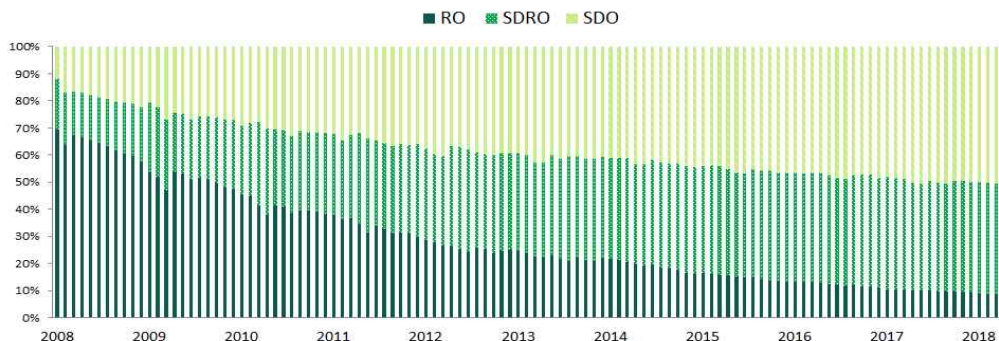
[표6] 덴마크 커버드본드 형태별 차이점

구분	SDO	SDRO	RO
명칭	Særligt Dækkede Obligationer	Særligt Dækkede Realkredit Obligationer	Realkredit Obligationer
발행사	상업은행, 주택담보대출 전문은행	주택담보대출 전문은행	주택담보대출 전문은행
CRR 준수여부	O	O	2008.1.1 이후 발급된 채권 제외
거치기간 옵션 및 대출기간	거치기간 10년, 대출기간 30년 초과 시 LTV 최대 75%까지		거치기간 최대 10년 대출기간 최대 30년
LTV제한 기준	CLTV 기준으로 제한		대출승인 당시 기준
투자 자본 요건	낮음		높음

※ 자료 : 주택금융공사(2014), IMF(2014)

- 다음 [그림6]은 이러한 커버드본드 형태별 발행 비중 추이를 보여줌

[그림6] 덴마크 커버드본드 형태별 발행 현황



※ 자료: Danmarks Nationalbank

- 또한 원리금 상환 및 금리 변동 유무에 따라 Callable Annuity Bonds (CAB), Non-Callable Bullet Bonds(NCBB), Floating-to-fixed 혹은 Capped-floaters(CF), Pure Floaters(PF) 등 4가지로 분류되어 발행되고 있음
- 다음 [표7]은 이 분류에 따른 채권 종류별 비교

[표7] 덴마크 커버드본드 형태별 차이점

구분	CAB	NCBB	CF	PF
지급횟수 (지급일)	연 4회 (1/4/7/10월1일)	연 1회	연 2회(1/7월1일) or 연 4회(1/4/7/10월1일)	
조기상환	가능 (수수료납부)	불가	가능 (원금의 105%)	일부가능 (원금의 100% or 105%)
원리금 상환방식	균등할부	균등분할	균등분할 또는 만기일시	
표면금리	발행 시 확정	발행 시 확정	CIBOR(or EURIBOR)+SPREAD	
발행통화	크로네	크로네, 유로화	크로네, 유로화	
만기(년)	10/15/20/30	1~11년	5/10/20/30	
발행방식	탭 발행	탭 발행 or 경매 (3/9/12월)	탭 발행 or 경매(12월)	

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

- 이 가운데 30년 고정만기 Callable loan이 가장 전통적인 주택담보대출

- 이외에도 Adjustable Rate Loan with Ratchet Coupon, Floating rate/FRNs, Junior Covered Bonds 등 다양한 상품이 존재

■ 기초자산

- 다음 [표8]은 덴마크 커버드본드 발행을 위한 기초자산을 예시

[표8] 커버드본드 발행을 위한 기초자산

커버드본드	기초자산
SDO	- 부동산담보대출 - 공공기관에 대한 대출 및 보증 - 신용기관에 대한 대출 및 보증 (CQS1이면 최대 15%, CQS2이면 최대 10%)¹⁾ - 선박담보(주택담보대출 전문은행에 대한 옵션이 아님)
SDRO	- 부동산담보대출 - 공공기관에 대한 대출 및 보증
RO	- 부동산담보대출 - 공공기관에 대한 대출 및 보증

※ 자료 : ECBC(2017)

※ 주1) : Credit Quality Step으로 신용등급을 의미함

- 주택담보대출이 커버드본드 기초자산으로 사용될 경우 덴마크 지방 법원 토지등록부에 이와 같은 사실이 반드시 기재되어야 함
 - '09년부터 토지와 대출 등록이 전산화되면서 빠르고 간편해짐⁷⁾
- 주택담보대출은 주택담보대출 전문은행 또는 신용기관 에서 직접 대출 하거나, 구조적으로 타기관의 대출도 주택담보대출 전문은행으로 이관됨
- 주택담보대출 전문은행의 커버풀은 대출의 승인 및 상환을 통해 기초 자산의 추가와 처분이 이루어지면서 동태적으로 변화함
 - 커버풀에 신규대출이 단독으로 편입되거나 기존대출이 상환으로 인해 제외 될 수 있음

7) 2장 담보평가시스템 항목 참조

- 주택담보대출이 상환되면 해당 주택담보대출을 기초자산으로 발행된 커버드 본드 투자자에게 주택담보대출 전문은행의 자본 센터가 송금함
- 각 주택담보대출은 자본 센터를 통해 특정 ISIN(International Securities Identification Numbers) 코드를 부여 받음

[표9] 커버드본드의 ISIN 코드 예시

Country	Security ISIN Code	Ticker	Coupon	Maturity	Rating S&P	Rating Fitch	LCR
DNK	XS1385173734	BRF	0.25	2021-04-01	AAA		LC1
DNK	XS1071388117	DANBNK	1.25	2021-06-11	AAA	AAA	LC1
DNK	XS0519458755	DANBNK	3.75	2022-06-23	AAA	AAA	LC1
DNK	XS1720947917	DANBNK	0.75	2027-11-22	AAA	AAA	NLC

※ 자료 : SOCIETE GENERALE

- 발행자는 신규 대출이나 상환과 관련된 경우 또는 다른 커버풀 간의 기초 자산 교환이 아니면 커버풀을 변경할 수 없음
- 커버풀의 기초자산은 식별이 가능해야 하며, 금융감독원이 기초자산의 식별을 감독함

■ 탭 발행

- 덴마크 커버드본드는 다른 채권에 비해 탭 방식으로 발행되는 비중이 매우 높음
 - 신규대출을 기초자산으로 한 커버드본드는 기본적으로 탭 방식으로 발행
- 탭 방식은 개별 주택담보대출의 공급이 커버드본드와 직접적으로 연계되는 발행 방식
 - 주택담보대출로 지급되어야 할 자금조달 규모가 파악되면, 주택담보대출 전문은행이 익일에 필요한 해당 주택담보대출 규모만큼의 커버드본드를 발행하는 방식

- 계산된 금액만큼 채권으로 발행되어 투자자에게 판매되며 이를 통해 균형 원리가 날마다 유지되고 적극적인 자산 책임 관리의 필요성을 최소화
- 각 커버드본드 시리즈마다 오픈발행기간이 설정되어 해당 기간 동안 매일 탭 방식으로 발행 가능함
- 이는 전통적인 주택담보대출 유동화 절차가 대출 취급 → 양수 → 풀링 → 채권 발행인 점과 달리 채권 발행 → 대출 취급 → 인수의 순서로 진행되는 방식
- 탭 방식 발행은 수의상환부 고정금리 대출과 만기상환 변동금리 대출 모두에 적용됨
- 커버드본드 발행자인 주택담보대출 전문은행은 향후 취급할 주택담보대출과 동일한 조건을 갖는 채권 시리즈를 설립하고 매일 소액의 주택담보대출 채권을 이 채권 시리즈에 판매함으로써 대출 실행
 - 각 주택담보대출은 커버드본드의 발행을 위해 개설된 하나 또는 여러 특정 ISIN 코드의 미래 현금 흐름에 근접하게 맞추어져 있음
 - 주택담보대출이 신규 발행되거나 대환될 경우, 현재 발행 가능한 여러 커버드본드 시리즈 가운데 하나 혹은 둘 이상의 커버드본드에 의해 자금 조달
 - 해당 조건에는 이자율, 만기, 조기상환옵션 등을 포함
 - 이후 해당 채권 시리즈에 자본시장에 매각할 정도로 주택담보대출 채권이 누적되면 투자자에게 매각하여 자금을 조달
- 덴마크 주택담보대출 전문은행들은 여러 개의 채권 시리즈를 모아 자본센터를 구성하고, 해당 자본 센터에서 커버드본드를 발행
 - 자본센터(Capital Center)는 주택담보대출 전문은행과 회계적으로 분리되어 있어 커버드본드의 기초자산이 일반적인 대차대조표에 포함되지 않아 발행기관의 부도 위험과 절연됨
 - SDRO와 SDO의 기초자산 대출은 해당 자본센터에 모두 할당되며, RO는 자본센터에 할당되거나 발행기관이 보유할 수 있음

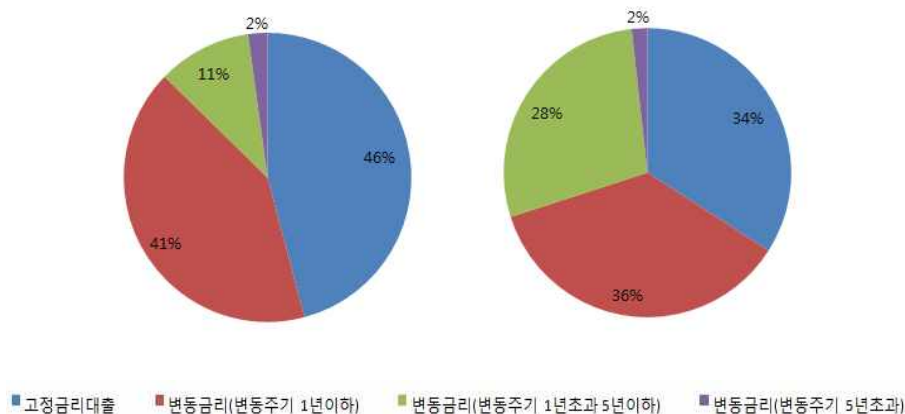
- 주택담보대출 전문은행은 기초자산 대출의 위험가중치에 따라 자본센터에 초과담보를 의무적으로 제공해야 하며, 기타 균형원리와 LTV 변동에 따라 추가적인 초과담보를 제공해야 할 경우가 있음
- 상업은행은 균형원리와 LTV 변동에 따른 초과담보 제공 의무가 있음
- 일단위 탭발행은 발행자에게 여러 가지 큰 장점이 있음
 - 주택담보대출 실행과 자금 조달 사이의 시간을 최소화하여 도관위험(Pipeline Risk)을 제거 가능
 - 일 단위 발행으로 특정일에 대규모 발행을 해야 하는 부담 완화

■ 변동금리 주택담보대출 기반 커버드본드

- 변동금리대출을 기초자산으로 한 커버드본드는 주로 1~5년의 짧은 만기의 만기일시상환채권으로, 이로 인해 덴마크 커버드본드 시장에 경매 발행이 도입됨
 - 전통적인 커버드본드는 고정금리 주택담보대출을 기초자산으로 하고, 콜옵션이 포함되어 있어 기초자산과 실질 만기에서 큰 차이를 보이지 않음
 - 그러나 변동금리대출 기반 커버드본드는 조기상환옵션이 없고, 대신 만기 도래 시 커버드본드와 기초자산 모두 잔액만큼 대환되어 발행됨
 - 이러한 대환 대출은 '06년까지는 12월에 연간 1회 경매 발행, '06년 이후로는 3월과 9월, '14년 이후 6월까지 발행되어 연간 4회 발행되고 있음
 - '18년 덴마크 주택담보대출 전문은행 중 시장의 40%를 차지하는 Nykredit Group은 약 3,600억 DKK의 커버드본드를 발행했으며, 2,060억 DKK는 탭으로 발행되었고 나머지는 경매를 통해 발행되었음
- 변동금리대출의 비중이 높아지면서 커버드본드 역시 조기상환옵션이 없는 단기의 만기일시상환채권의 비중이 높아지고 있음
 - '13년 말 기준으로 만기일시상환 커버드본드의 비중이 50% 이상을 차지
 - 만기 불일치로 인한 대환위험을 관리하기 위해 덴마크 당국은 만기에 대환 실패 및 채권금리 급상승 시 보유채권의 만기를 강제적으로 연기할 수 있도록 주택담보대출법을 개정

- 다음 [그림7]은 '17년과 '08년의 덴마크 주택담보대출의 금리유형별 비중을 비교한 결과임

[그림7] 금리유형별 대출 비중 변화
2008 2017



※ 자료: Association of Danish Mortgage Banks

■ 조기상환과 Buy-Back 옵션

- 덴마크 주택담보대출 시스템의 독특한 특징으로 커버드본드를 매입하여 대출을 상환할 수 있는 Buy-Back Option이 있음
 - 차입자가 채권을 구입하여 대출기관에 전달(Delivery)하여 대출을 상환하는 방식이라서 Delivery Option이라고도 불림
 - 차입자는 현금 대신 채무의 명목금액(Nominal Value 또는 Par Value)만큼의 커버드본드를 시장가격에 구매해서 대출기관에 전달함으로써 채무의 일부 또는 전부 상환 가능
 - 대출기관의 부채(커버드본드)와 자산(주택담보대출)의 현금흐름이 매칭되도록 커버드본드가 발행되었기 때문에 차입자의 커버드본드 상환을 통해 자산 부채 현금흐름이 상계됨
 - 차입자는 대출 금액에 따라 0.10~0.30%의 거래비용만 지불

- 이 옵션은 금리 상승기에 가격이 하락한 커버드본드를 매입하여 주택 담보대출을 할인된 가격으로 상환 가능하게 함
 - 금리가 상승하면서 동시에 주택가격이 하락하면 차입자의 Negative Equity 상태가 나타나고, 이는 차입자의 주택 포기로 이어질 가능성이 있음
 - 그러나 Buy-Back 옵션을 이용하면 차입자는 금리 상승기에 할인된 시장가격으로 커버드본드를 구매해서 명목금액만큼의 부채를 상환함으로써 자본이득을 수취할 수 있으므로 채무를 조기상환할 유인이 존재
 - 이는 담보자산 부실화에 따른 모기지 대출채권의 원리금 지급능력의 급격한 저하를 방지할 수 있는 하나의 수단이 됨
- 또한 담보주택이 매매될 경우에 해당 주택담보대출이 반드시 상환되거나 종료되어야 할 필요는 없음
 - 담보주택 매매 시 은행이 새 소유자가 해당 대출을 인계받을지 여부를 결정

4. 덴마크 커버드본드의 안정성과 투자 매력

■ 덴마크 커버드본드 시스템의 균형원리

- 덴마크 금융감독당국에 의해 시행되는 균형원리(Balance Principle)는 법률적으로 주택담보대출 전문은행의 현금 유입과 현금 유출이 일치 되도록 강제하는 원칙
 - 주택담보대출이 실행될 때 만기와 통화, 콜옵션 조건들이 모두 동일한 커버드본드를 발행하거나, 커버드본드와 주택담보대출의 이자율 불일치로 인한 예상 손실위험의 크기가 주택담보대출 전문은행 자본의 1%를 초과할 수 없도록 법적으로 규제
 - 이러한 균형원리로 인해 커버드본드의 시장위험(금리, 통화, 유동성 위험 등)을 상당부분 투자자에게 전이하여 커버드본드와 주택담보대출 전문은행의 안정성을 높임
 - 또한 대출과 채권발행 내용의 모든 정보가 공개되어 대출 및 투자의 투명성을 보장
- 균형원리는 덴마크 커버드본드 시스템이 다른 유럽 주요국과 리스크 관리 측면에서 보이는 큰 차이임
 - 다른 유럽 국가에서는 커버드본드 기초자산의 조기상환위험을 발행자가 감당하나, 덴마크 커버드본드는 균형원리를 통해 주택담보대출의 조기상환위험이 커버드본드 투자자에게 직접적으로 이전됨
- 균형원리는 상업은행의 경우 등록부, 주택담보대출 전문은행의 경우 개별 자본 센터와 은행 수준에서 적용되며, 균형원리의 선택은 커버드본드 유형과 관련 없음
- 균형원리는 일반균형원리와 특정균형원리로 구분할 수 있음
 - 주택담보대출 전문은행은 두 원리 가운데 하나를 선택하여 적용

■ 일반균형원리

- 일반균형원리에 따르면 주택담보대출 전문은행은 일반 상업은행에 비해 보다 엄격한 기준을 적용받음
- 주택담보대출 전문은행의 금리위험은 상업은행과 달리 담보자산폴별 자본 적격요건에 따르도록 함
- 다음 [표10]은 일반균형원리의 손실제한 범위를 나타냄

[표10] 일반균형원리의 손실제한 범위

구분	손실제한 범위
금리위험	◇ 주택담보대출 전문은행 -수익률 곡선대비 $\pm 1\%$ 변동시: 의무담보*1%+임의담보*2% -수익률 곡선대비 $\pm 2.5\%$ 변동시: 의무담보*5%+임의담보*10% ◇ 상업은행 -수익률 곡선대비 $\pm 1\%$ 변동시: 임의담보*10% -수익률 곡선대비 $\pm 2.5\%$ 변동시: 임의담보*100% -크로네와 유로간 50% 차감(Netting 가능)
외환위험	◇ 주택담보대출 전문은행 -유로화 $\pm 10\%$ 변동시: 의무담보*10%+임의담보*10% -기타통화 $\pm 50\%$ 변동시: 의무담보*1%+임의담보*1% ◇ 상업은행 -임의담보*10%
옵션위험	-옵션만기 및 구조적 손실 불허 ◇ 주택담보대출 전문은행: 의무담보*0.5%+임의담보*1% ◇ 상업은행: 임의담보*5%
유동성위험	-이자부분: 수령액이 지급액 12개월치 이상일 것 -현재가치부분: 현금유입이 지출보다 많을 것
담보자산 외 채무상환	-대출을 통해 15% 차입가능 -채권발행을 통한 자금조달은 무제한

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

■ 특수균형원리

- 특수균형원리는 일반균형원리와 유사하면서도 상대적으로 완화된 기준을 적용하여, 기타 유럽 국가들의 상업은행과 유사한 수준의 위험관리를 요구
 - 특수균형원리는 중도상환부 대출은 중도상환부 커버드본드로 자금조달이 이루어져야 하고, 위험 헤지를 위한 옵션의 행사기간은 4년을 초과할 수 없다는 제한이 있음
- 다음 [표11]은 특정균형원리의 손실제한 범위를 나타냄

[표11] 특정균형원리의 손실제한 범위

구분	손실제한 범위
금리위험	- 자본금(Capital Base)의 1%내 - 크로네와 유로화간 차감(Netting) 불허
외환위험	- 자본금(Capital Base)의 0.1%내
옵션위험	- 콜옵션 및 지수연계에 따른 구조적 손실
유동성위험	- 일시적 유동성 부족 시 만기 3년이하: 25%의 과부족 만기 4~10년: 50%의 과부족 만기 10년초과: 100%의 과부족
담보자산 외 채무상환	- 채권발행 및 대출을 통해 15% 차입 가능

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

■ 위험관리

- 덴마크 주택담보대출 전문은행은 개별 자본 센터 및 개별 금융 기관 수준에서 자본적정성요건을 준수해야 함
 - Financial Business Act에 의거하여, 덴마크 주택담보대출 전문은행은 REA(Risk-Exposure Amount, 위험노출자산)의 최소 8% 이상의 자본적정성요건을 준수해야함

- 추가적으로 REA의 약 2%에 해당하는 내부 자본적정성요건도 충족해야함
- 언제든지 적용할 수 있는 2.5%의 손실자본 완충자본(Capital Conservation Buffer)을 구성해야함
- 경제 환경에 따라 0%~2.5%에서 부과되는 경기대응완충자본(Countercyclical Capital Buffer)이 있으며, 현재는 0%로 설정됨
- 해당기관의 구조적 중요성에 따라 결정되는 체계적 위험 완충(Systemic Risk Buffer)자본이 있으며, 완충액은 현재 주택담보대출 전문은행의 경우 최대 2%이고 상업은행의 경우 최대 3%임
- 주택담보대출 전문은행이 만기 채권의 차환을 완료할 수 없는 경우 발생하는 차환위험(Refinancing Risk)은 규정에 따라 다음과 같이 대비하고 있음
 - 해당 규정은 기초자산의 대출기간이 자금조달에 사용된 채권의 만기보다 긴 만기상환채(Bullet Bond)와 변동금리채권에 적용됨
 - 차환실패 또는 이자율의 급등이 발생하면 발행자는 채권 만기를 자동으로 1년 연장할 수 있음
 - 이자율 급등으로 인한 채권 만기 자동연장은 2년 이하 만기의 채권에만 적용되며 보통 만기 전에 채권 수익률이 작년에 비해 5% 포인트 이상 상승한 경우에 만기 조정 옵션이 작동

■ 관리 · 감독 체계

- 덴마크 금융감독원이 주택담보대출 전문은행 활동과 그에 따른 커버드 본드 발행에 따른 법적 체계 준수를 감독함
 - 덴마크 주택담보대출 전문은행으로부터의 모든 개별 대출 신청 내역과 신규 대출을 위한 자산가치평가 등의 정보는 분기별로 금융감독원에 보고됨
 - 자산가치평가의 경우 금융감독원이 주택담보대출 전문은행의 평가액을 현장 검사와 내부 평가 보고서 점검 등을 통해 무작위로 검사함
 - 상업은행은 금융감독원에 분기별로 등록된 자산을 보고하며, 해당 보고서는 은행의 외부 감사인의 검토를 거쳐야 함

- 상업은행을 포함한 모든 커버드본드 발행자는 분기별로 금융감독원에 자산 책임 관리에 관한 포괄적인 보고서를 작성·제출해야 하며, 균형원칙과 자본 요구사항이 준수되지 않은 경우 즉각 금융감독원에 통보해야 함
- 금융감독원의 명령은 법적 구속력이 있기 때문에 법 또는 명령 위반이 심각하다고 판단되면 금융감독원은 해당 발행기관에 대한 영업 허가를 취소하고 발행기관의 경영진을 해임할 수 있음⁸⁾
- ‘14년 이후 이러한 주택담보대출 전문은행 감독을 위해 감독 다이아몬드(Supervisory Diamond)라 불리는 거시 건전성 제도가 자리를 잡았음
- 감독 다이아몬드는 덴마크 금융감독원에 주택담보대출 전문은행이 제출한 분기 보고서에 근거한 연성법(Soft Law)임
- 해당 분기 보고서에 따르면 일시상환대출(Interest-Only Loans), 단기자금대출, 차입자의 이자율 위험, 대출증가, 집중위험 등의 지표를 제한 기준 수치와 비교함
- 제한기준을 위반하면, 덴마크 금융감독원은 개별적이고 구체적인 평가에 따라 감독강화, 위험공시요구 또는 명령 등의 조치를 취함

■ 커버드본드의 파산위험분리(주택담보대출 전문은행)

- 주택담보대출 전문은행의 파산위험문제를 해결하기 위한 규정이 세밀하게 구성되어 있으며, 주요 고려 사항은 ① 채권 투자자가 적기에 지불금을 받고 ② 차용자의 권리가 실질적으로 침해당하지 않도록 하는 것임
- 덴마크 주택담보대출 전문은행의 대차대조표는 커버드본드가 발행되는 다수의 개별 자본 센터(커버풀)의 수만큼 구성됨
- 덴마크 금융감독원은 주택담보대출 전문은행이 파산했다고 선고할 수 있으며, 주택담보대출 전문은행이 파산 선고를 받으면, 파산관재인이 임명됨
- 파산 관재인은 채권자(Creditors)와 커버드본드 투자자의 이익을 고려하기 위해 부동산의 가장 효율적인 관리를 위해 노력해야 한다고 명시되어 있음

8) 금융업법 제 373-374 조 참조

- 주택담보대출 전문은행의 채권자는 대부분 독점적인 커버드본드 투자자임
- 파산 관재인은 가능한 한 지속적으로 채권 투자자에게 투자금을 지급하고 기존 차용자의 이자를 관리해야 함
- 파산 관재인은 신규 대출을 발생시킬 수 없지만 만기 채권을 차환하기 위해 채권을 발행할 수 있음
- 채권에 대한 구매자의 수가 충분하지 않은 경우에는 채권의 만기를 12개월까지 연장할 수 있음
- 파산 관재인은 자본 센터를 독립적인 자산으로 다른 담보 대출 기관에 양도할 수 있고, 채권 보유자는 양도의 결과로 조기 상환권을 상실함
- 커버드본드 발행인이 파산하게 되면 부동산 관리 비용을 공제한 자산은 담보 채권자로서의 법적 지위에 따라 채권 소유자에게 분리 지급됨
- 커버드본드 소유자는 커버풀의 모든 자산에 대한 우선담보채권(Primary Secured Claim)을 가짐
- 초과담보 목적으로 조달된 대출금은 파산시 채권 보유자의 청구를 충족시키는 역할을 함
- 손실분담제도(The Bail-in Tool)는 커버드본드와 선순위 담보부/후순위 커버드본드에는 적용되지 않음
- 손실분담제도는 정부의 지원(Bail-Out)이 이루어지기 전에 금융기관의 채권을 지분 전환 또는 상각할 것을 강제하는 규제, 금융기관의 손실발생 시 납세자가 아닌 채권자가 손실을 분담해야함
- 덴마크 주택담보대출 전문은행은 손실분담제도 대상에서 제외되지만 비정상 대출의 2%에 해당하는 부채 완충액(Debt Buffer)을 조성해야함
- 부채 완충액은 BRRD 결의 제도를 통해 주택담보대출 전문은행의 자본으로 전환이 가능하며 전환된 자본은 무위험 투자 원칙(No-Investor-Worse-Off)에 따라 사용됨⁹⁾

9) 무위험 투자 원칙을 위배할 경우 절차에 따라 청산(Winding-Up)이 진행됨.

■ 커버드본드의 파산위험분리(상업은행)

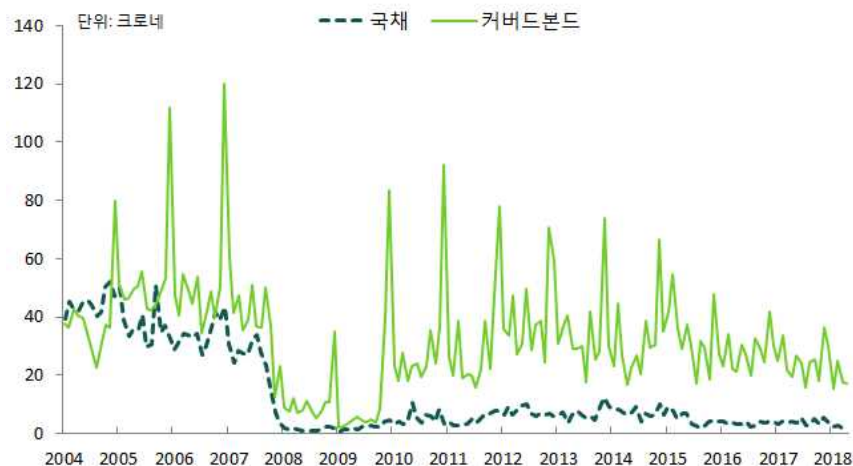
- 상업은행은 독점적으로 SDO 커버자산으로 사용되는 자산을 분리하는 등록부를 작성함
 - 주택담보대출 전문은행의 경우와 마찬가지로, 거래 상대방은 즉각적으로 SDO에 대한 최고우선권(Primary Preferential Right)을 가짐
 - LTV 초과분 또는 초과담보에 대한 보상을 위해 발행된 후순위 커버드본드 또는 커버드본드를 제외한 선순위 채권은 등록된 모든 자산에 대해 후순위 우선권(Secondary Preferential Right)을 가짐
- 등록부는 상업은행에 보관되며, 항상 모든 자산, 수령보증 및 파생상품 계약 등을 명확히 개별화하여 작성되며, 상업은행은 자산명세서를 금융감독원에 제출해야 함
 - 외부 감사인은 계속해서 정기적으로 등록부를 관리해야하며 적어도 일 년에 두 번 예고 없이 등록부 감사를 실시함
 - 금융감독원 또는 은행이 파산 청원서를 제출하거나 제3자의 청원에 따라 파산 선고를 한 경우 금융감독원은 상업은행의 영업정지 명령을 내리고 등록부의 부동산에 대한 행정 관리대상 여부를 결정함
- 등록부는 주택담보대출 전문은행의 자본센터와는 달리 자본적정성에 관한 특정 법정 최소 요건의 적용을 받지 않음
 - 상업은행에 적용되는 자본 적정성 요건 8%를 충족하면 됨

■ 거래량 및 유동성

- 덴마크 커버드본드 시장은 상대적으로 적은 수의 커버드본드 시리즈에 집중되어 있음
 - '13년 말 기준으로 1,500 종류 이상의 다양한 커버드본드가 유통되고 있음에도 불구하고, 100여 개의 대규모 커버드본드 시리즈가 시장의 2/3 이상 차지
 - 오픈발행 기간 동안 발행기관은 탭 방식을 이용하여 동일한 형태의 큰 규모의 벤치마크 본드 그룹을 형성함

- 또한 발행기관은 종종 다른 기관이 발행한 커버드본드와 신용등급과 형태가 동일한 커버드본드를 발행하고, 이러한 커버드본드는 서로 동일한 가격으로 유통되어 커버드본드 시장의 유동성과 안정성을 높이고 있음
- 역사적으로 덴마크 커버드본드의 거래량은 매우 높은 수준
 - 거래량은 고정금리 만기일시상환 커버드본드의 대환 경매가 있는 각 분기마다 급증함
 - 비록 2008년 금융위기 전후로 일별 거래량이 감소하긴 했으나, 전통적으로 덴마크 커버드본드는 매우 높은 일별 거래량을 나타내고 있음
- 다음 [그림8]은 덴마크 커버드본드의 일 평균 거래량으로, '18년 4월 일 평균 거래량은 약 2조9천억원 수준

[그림8] 덴마크 커버드본드의 일 평균 거래량



※ 자료: Nasdaq, Nasdaq Nordic Statistics—Total Bond Trading

- RO, SDO, SDRO가 Repo 담보자산으로 인정되어 주택담보대출 전문 은행의 시장 조성 역할이 강화되면서 동시에 높은 유동성을 유지하고 있음
 - 유동성커버리지비율(Liquidity Coverage Ratio, LCR) 측면에서 RO, SDO, SDRO 시리즈는 가장 우수한 자산으로 평가받음
 - 덴마크 투자법은 RO, SDO, SDRO에 투자할 때 단일 발행자에 대한 위험 노출액(Exposures)한도를 늘려줌

- 이 은행들은 여러 유동성 높은 커버드본드 시리즈와 때때로 기타 커버드본드 시리즈까지 표준 거래 규모에 대해 Bid 가격과 Ask 가격을 고시하고 있음
- 이러한 장점들로 인해 bid-ask 스프레드는 10~20bp, 기준금리 대비 스프레드는 100~150bp 정도 수준을 유지하고 있음
- ‘09년 들어 거래소는 커버드본드 바스켓을 기초자산으로 커버드본드 선물(Mortgage Bond Futures, MBF)을 상장
 - 기초자산은 3개 단위로 구성되고 각 단위는 최소 2개의 커버드본드(반드시 발행기관이 상이하거나 성격이 다른 상품)로 구성
 - 1계약 금액은 100만 크로네, 호가단위(Tick size)는 0.01, 4개의 월물(3/6/9/12월)이 상장되어 있음
 - 만기일에 인도 가능한 적격채권으로 현물결제가 가능
 - 외국인인 MBF 거래를 통해 현물거래의 불편사항(중도상환 처리방법 등)을 회피 가능
- 덴마크 커버드본드의 주요 투자자는 여전히 덴마크 국내 투자자이나 최근 외국 투자자의 비중이 증가하고 있는 추세
 - 외국 투자자는 대부분 기관 투자자나 헤지펀드로 구성
 - ‘17년 4월 기준으로, 외국인이 보유하고 있는 커버드본드의 금액이 6,750억 DKK(910억 유로)이며, 덴마크 커버드본드 총거래액의 23.8%를 차지함
- 덴마크 커버드본드에 대한 국내 투자자 그룹의 투자비중은 금융기관, 생명보험사/연기금, 뮤추얼펀드와 자산관리사 순으로 크게 나타남
 - ‘17년 기준 커버드본드의 총 거래액 중 금융기관은 28%, 생명보험사/연기금은 23%, 뮤추얼펀드와 자산관리사는 19%로 나타남
 - 생명보험사/연기금은 장기투자를 선호하며, 보유채권 중 커버드본드가 차지하는 비중이 가장 큰 것으로 알려져 있음
 - 상업은행과 주택담보대출 전문은행은 7,290억 DKK(약 1,060억 유로)의 커버드본드를 보유하고 있으며, 단기투자에 집중하는 경향을 보임

- 이렇게 덴마크 국내 투자자들의 비중이 높은 것은 발행기관들이 타 발행기관의 커버드본드를 많이 보유하고 있기 때문
 - 이는 LCR 규제에서 커버드본드가 유동성 높은 자산으로 분류(Level 1 HQLA)되는데, 다만 자신이 발행한 커버드본드는 포함되지 않기 때문
 - 대신 기관들이 다양한 기관의 커버드본드를 보유하여 포트폴리오 다변화와 동시에 높은 LCR을 확보하고 있음
- 덴마크 국내에서 덴마크 커버드본드의 거래는 기본적으로 기관들 간의 장외거래(Over-The-Counter, OTC)를 이용함
 - Bloomberg 단말기를 통해 매매되고 있으며, Euroclear 또는 Clear Stream을 결제계좌로 사용함

■ 신용등급 및 스프레드

- 덴마크 커버드본드는 주요 신용평가사에서 높은 신용등급을 받아왔음
 - 낮은 시장위험, 낮은 부도율, 낮은 기초자산 손실 가능성, 높은 유동성 등 커버드본드 친화적인 금융시스템이 그 배경으로 생각되고 있음
 - 최근 장기 변동금리 주택담보대출을 기초자산으로 한 단기 커버드본드의 발행량이 증가함에 따라 대환위험이 커지고 있는 것은 위험요소
- 일반적으로 커버드본드는 담보자산과 주택금융시장의 제반 여건에 따라 신용등급 상향이 결정되는데, 모든 덴마크 커버드본드는 발행기관의 신용등급보다 대부분 최대 7 Notch 상향 발행
 - 유럽 국가 가운데 커버드본드 선진국에 속하는 독일, 프랑스, 스웨덴의 경우 일부 5~6 Notch 상향되는 경우도 있음
- 덴마크 커버드본드는 높은 신용등급의 이점과 동시에 유럽 은행 등의 표준에 따라 10%의 위험가중치를 적용받고 있음
 - '08년 이후 발행된 RO는 20%의 가중치를 적용
 - 유럽 이외의 국가에서는 신용등급이 높은 커버드본드라 할지라도 대부분 20%의 위험가중치를 적용받는 것을 생각하면 이는 큰 장점임

- 따라서 덴마크 커버드본드는 높은 유동성과 신용등급, 낮은 위험가중치로 인해 매우 매력적인 투자상품임
- 다음 [표12]는 덴마크 커버드본드 신용등급 상향 예시

[표12] 덴마크 커버드본드 신용등급 상향

Mortgage Bank	기업신용등급 (ICR)	Covered Bond 신용등급	Notching Adjustment
Realkredit Danmark	A-	AAA	+6(+7)
Danske Bank	A-	AAA	+6(+7)
Nykredit Realkredit	A+	AAA	+4(+7)
Nordea Kredit	AA-	AAA	+3(+7)
BRFkredit	A-	AAA	+6(+7)
DLR Kredit A/S	BBB+	AAA	+7(+7)

※ 자료 : 주택금융공사(2014)

III. 시사점 및 결론

■ 시사점 및 결론

- 덴마크 커버드본드 시스템은 오랜 역사를 거쳐오면서 투자자·발행기관·대출차입자 모두가 Win-Win할 수 있는 방향으로 발전해 왔음
 - 커버드본드의 안정성은 투자 매력을 증진하여 투자수요를 높이고, 높아진 투자수요로 인해 증대된 유동성은 일 단위 탭 발행을 가능하게 하면서 동시에 커버드본드 발행금리를 낮춤
 - 일 단위 탭 발행으로 인한 발행기관의 도관위험 감소, 균형원리로 불리는 강력한 리스크 관리 체계 법제화 등으로 발행기관의 낮은 금리의 커버드본드 공급을 더 용이하게 함
 - 대출 차입자들은 낮은 금리를 향유하면서 동시에 높은 유동성의 커버드본드를 Buy-Back 옵션을 통해 조기상환할 수 있음
 - 금리상승기의 Buy-Back 옵션 실행은 차입자의 Negative Equity 가능성을 축소하면서 커버드본드의 신용리스크 감소에 기여
- 국내 시장은 커버드본드 발행을 전문으로 하는 주택담보대출 공급기관이 부재한 상황에서 공사가 MBS 발행을 통해 정책모기지를 공급하고 있음
 - 덴마크 커버드본드 시스템은 안정성과 투자자 보호 측면에서 장점이 있으나, 덴마크 이외 국가의 도입 사례가 거의 전무하다는 점에서 매우 특이한 시스템으로 볼 수 있음
 - 다만 공사 역시 정책모기지와 MBS의 공급 및 발행에 있어 투자자·발행기관·대출차입자 모두가 조금 더 Win-Win할 수 있는 방안을 지속적으로 연구·개발하는 노력이 필요함

참고문헌

1. 김봉민, 2014, “덴마크 커버드본드 시장 및 특징,” 주택금융월보
2. 김성진, 2016, “채권자손실부담(Bail-in)규제 강화 시 은행과 은행지구의 신용등급은 유지 가능할 것인가?,” NICE Issue
3. 김자봉, 2014, “해외 커버드본드제도 사례에 비추어 본 국내 법정 커버드본드 도입의 기대효과와 정책적 고려사항,” 주간금융브리프, 23(18), 3-9
4. 덴마크 공공정보서버(Offentlige Informationsserver), <https://www.ois.dk>
5. 모기지은행연합(Association of mortgage bank) <http://www.mba.org>
6. 이미현, 2014, “커버드본드 법제화의 효용과 한계,” 상사법연구, 33(3)
7. 조범준, 2011, “덴마크 주택금융시스템에 대한 고찰,” 주택금융월보
8. 주 덴마크 대사관, 2011, “덴마크 모기지 제도”
9. 한국주택금융공사, 2014, “유동화 고도화: 통합발행 도입, PSK 검증, 선진사례 조사연구,” KIS 채권평가 연구용역
10. AFME, 2017, “Government Bond Data Report”
11. Danmarks Nationalbank, <http://www.nationalbanken.dk>
12. Danske Bank, 2017, “Danish Covered Bond Handbook”
13. ECBC, <http://www.ecbc.eu>
14. EMF-ECBC. 2017, “2017 ECBC European Covered Bond Fact Book”
15. IMF, 2014, “Systemic Issues in Mortgage Loans and Covered Bond Finance – Technical Note,” IMF Country Report No. 14/349
16. Nasdaq Nordic Statistics, <http://nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/statistics>
17. Nykredit, <http://www.nykredit.com>
18. Societe Generale, <http://www.societegenerale.com>