

2023.03.22

Bond Strategy

강력 본드(BOND)

강승연 채권·신용분석 02-709-2657 sykang@ds-sec.co.kr

CS발 나비효과

CS 보유 AT1 전액 상각으로 코코본드 시장 변동성 확대

20일 스위스 정부의 중재 하에 UBS가 크레딧스위스를 32.3억 달러에 인수하기로 합의했다. 이번 거래로 은행 시스템 리스크가 축소된 것은 부정할 수 없지만 거래 과정에서 크레딧스위스가 보유한 AT1(Additional Tier 1, 코코본드)이 전액 상각되며 금융시장의 또다른 불확실성으로 떠올랐다.

통상적으로 AT1은 자본구조 서열상 회사채보다는 낮지만 주주보다는 우선순위의 권리를 지닌다. 금번 결정은 자본구조 서열상 주주보다 변제 우선순위에 있는 채권자들에게 더 큰 손실을 부과한 사례로 2,750억 달러로 추정되는 글로벌 코코본드 시장의 추가적인 혼란이 불가피할 전망이다.

우량 크레딧물 중심의 보수적인 접근 권장

크레딧스위스가 보유한 AT1의 전액 상각 소식이 정해진 후 AT1으로 자본을 조달한 비율이 높은 은행 및 동종 채권에 대한 보유 리스크 역시 부각되고 있다. 물론 모든 AT1 채권이 트리거 이벤트가 발생했을 경우 전액 상각되는 것은 아니다. 또한 CS가 보유한 AT1상각 발표 이후 코코본드 시장의 혼란이 확대되자 ECB 은행 감독기구, SRB, EBA는 “주식이 손실을 가장 먼저 흡수한 이후 AT1 채권이 상각되며 이런 접근 방식을 앞으로의 위기 개입에 적용할 것”이라고 공동성명을 발표하며 시장 불안을 잠재웠다는 점에서 해당 이슈가 유럽 은행의 시스템 리스크로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다.

다만 은행의 시스템 위기에 대한 우려가 잔존하는 상황에서 173억 달러 규모의 코코본드가 한순간에 상각되었다는 점은 AT1 채권 비중이 높은 은행 및 고금리 크레딧 채권에 대한 투자심리를 악화시킬 수 있음에 유의해야 한다. 크레딧 채권시장은 비우량 등급 채권에 대한 신용 경계감이 이어지며 우량 등급과 비우량등급 채권간 등급 차별화가 심화될 전망이다. 이는 취약 은행 및 신용등급이 낮은 기업들의 자본조달 비용을 상승시켜 이들 기업의 재무건전성을 악화시킬 수 있음에 유의해야 한다. 당분간 하이일드 채권시장의 약세가 불가피하며 우량등급을 중심으로 보수적인 접근을 권장한다.



CS 보유 AT1 전액 상각으로 코코본드 시장 변동성 확대

UBS의 CS 인수로
CS 보유 AT1 전액 상각

20일 스위스 정부의 중재 하에 UBS가 크레딧스위스를 32.3억 달러에 인수하기로 합의했다. 이번 거래로 은행 시스템 리스크가 축소된 것은 부정할 수 없지만 거래 과정에서 크레딧스위스가 보유한 AT1(Additional Tier 1, 코코본드)이 전액 상각되며 금융시장의 또 다른 불확실성으로 떠올랐다.

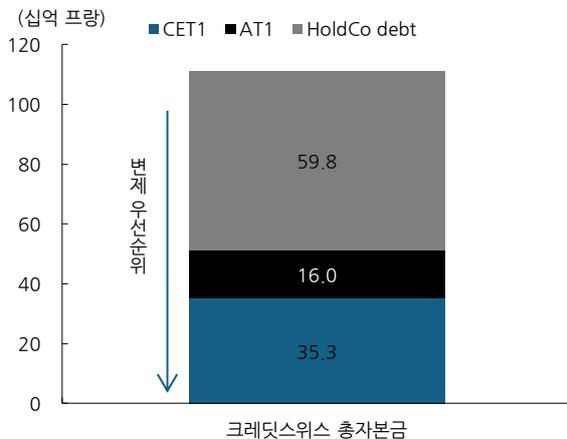
자본구조 서열상
주주보다 우선순위에 있는
AT1 채권

AT1 채권은 BIS 비율 계산 시 Tier1 자본으로 인정되기 때문에 은행들의 자본 보장 수단으로 각광받아왔다. 주식과 채권의 성격을 모두 지녀 하이브리드 증권이라고도 불리는 AT1 채권은 높은 이자를 주는 반면 은행의 자본비율이 미리 정해진 수준 이하로 떨어질 경우 채권이 주식으로 강제 전환되거나 상각처리 되는 특징이 있다. 다만 크레딧스위스가 보유한 AT1은 CET1 < 7.0% 또는 Viability Event가 발생할 경우 전액 상각되도록 설계되었다. 이로 인해 크레딧스위스가 UBS에 인수되는 과정에서 CS의 주주들은 22.48주당 UBS 1주를 받게 된 반면 CS의 기발행된 AT1 채권 173억 달러는 “Viability Event” 트리거가 발동함에 따라 전액 상각(complete write-down) 되었다.

코코본드 시장에서의
사상 최대치의 손실 발생

문제는 통상적으로 AT1은 자본구조 서열상 회사채보다는 낮지만 주주보다는 우선순위의 권리를 지닌다는 점이다. 금번 결정은 자본구조 서열상 주주보다 변제 우선순위에 있는 채권자들에게 주주보다 큰 손실을 부과한 사례로 자본시장의 관례를 무시했다는 점에서 AT1 채권에 대한 투자심리를 저해할 수 있다. 또한 크레딧스위스가 보유한 미상환 AT1 채권은 173억 달러에 달하며 이는 코코본드 시장에서 사상 최대치의 손실로 기록될 예정이라는 점에서 2,750억 달러로 추정되는 글로벌 코코본드 시장에서의 추가적인 혼란이 불가피할 전망이다.

그림1 CS 자본구조상 AT1은 주식보다 변제 우선순위



자료: Credit Suisse, DS투자증권 리서치센터
주: FI investor presentation(2023.03.14)

그림2 스위스 금융당국(FINMA) AT1 전액 상각 발표

UBS to take over Credit Suisse

FINMA has been monitoring Credit Suisse intensively for several months. During this time, the bank has taken a number of measures to stabilise the situation. These were not enough to restore confidence in the bank, however, and more far-reaching options were also examined. To protect depositors and the financial markets, the offer by UBS to take over Credit Suisse has proven to be the most effective solution. FINMA has therefore approved this transaction.

Transaction has official support

In close coordination with FINMA, the Swiss Confederation and the SNB, UBS will take over Credit Suisse in full. **The extraordinary government support will trigger a complete write-down of the nominal value of all AT1 shares of Credit Suisse in the amount of around CHF 16 billion**, and thus an increase in core capital.

자료: FINMA, DS투자증권 리서치센터

표1 크레딧스위스가 보유한 170억 달러 규모 AT1

| 발행일 | 만기유형 | 이표 | 통화 | 잔존액(십억달러) | First call |
|------------|-----------|-------|-----|-----------|------------|
| 2013-12-11 | PERP/CALL | 7.5 | USD | 2.3 | 2023-12-11 |
| 2014-06-18 | PERP/CALL | 6.25 | USD | 2.5 | 2024-12-18 |
| 2017-03-22 | PERP/CALL | 3.875 | CHF | 0.2 | 2023-09-22 |
| 2018-07-16 | PERP/CALL | 7.5 | USD | 2.0 | 2023-07-17 |
| 2018-09-04 | PERP/CALL | 3.5 | CHF | 0.3 | 2024-09-04 |
| 2018-09-12 | PERP/CALL | 7.25 | USD | 1.5 | 2025-09-12 |
| 2019-06-06 | PERP/CALL | 5.625 | SGD | 0.6 | 2024-06-06 |
| 2019-08-21 | PERP/CALL | 6.375 | USD | 1.8 | 2026-08-21 |
| 2019-09-11 | PERP/CALL | 3 | CHF | 0.5 | 2025-11-11 |
| 2020-01-24 | PERP/CALL | 5.1 | USD | 1.0 | 2030-01-24 |
| 2020-08-11 | PERP/CALL | 5.25 | USD | 1.5 | 2027-02-11 |
| 2020-12-09 | PERP/CALL | 4.5 | USD | 1.5 | 2030-09-03 |
| 2022-06-23 | PERP/CALL | 9.75 | USD | 1.7 | 2027-06-23 |

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

우량 크레딧물 중심의 보수적인 접근 권장

동종채권으로 확대되는
불안심리

크레딧스위스가 보유한 AT1의 전액 상각 소식이 전해진 후 AT1으로 자본조달한 비율이 높은 은행 및 동종 채권에 대한 보유 리스크 역시 부각되고 있다. 3월 초 HSBC가 발행한 20억 달러 규모의 AT1 채권은 하루만에 달러당 5센트 이상 하락하였고 유럽은행 AT1 채권지수는 9.8% 하락하는 등 투자심리가 크게 악화된 모습이다.

유럽은행 시스템 리스크로 전
이될 가능성은 낮음

물론 모든 AT1 채권이 트리거 이벤트가 발생했을 경우 전액 상각되는 것은 아니다. 또한 CS가 보유한 AT1상각 발표 이후 코코본드 시장의 혼란이 확대되자 ECB 은행 감독기구, SRB, EBA는 “주식이 손실을 가장 먼저 흡수한 이후 AT1 채권이 상각되며 이런 접근 방식을 앞으로의 위기 개입에 적용할 것” 이라고 공동성명을 발표하며 시장 불안을 잠재웠다. 이런 점을 감안했을 때 해당 이슈가 유럽 은행의 시스템 리스크로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다.

다만 은행의 시스템 위기에 대한 우려가 잔존하는 상황에서 173억 달러 규모의 코코본드가 한순간에 상각되었다는 점은 AT1 채권 비중이 높은 은행 및 고금리 크레딧 채권에 대한 투자심리를 악화시킬 수 있음에 유의해야 한다. 실제로 지난 9일 미국에서 SVB가 파산한 이후 미국과 유럽의 하이일드 스프레드는 각각 92bp, 143bp 확대되었으며 이들 기업의 조달 금리 역시 현재 8~9% 대로 높은 수준이다.

우량등급과 비우량등급
채권간 차별화 심화전망

향후 크레딧 채권시장은 비우량 등급 채권에 대한 신용 경계감이 이어지며 우량 등급과 비우량등급 채권간 등급 차별화가 심화될 전망이다. 이는 취약 은행 및 신용등급이 낮은 기업들의 자본조달 비용을 상승시켜 이들 기업의 재무건전성을 악화시킬 수 있음에 유의해야 한다. 당분간은 하이일드 채권시장의 약세가 불가피하며 우량등급을 중심으로 보수적인 접근을 권장한다.

그림3 ECB 은행 감독기구, SRB, EBA 공동성명 발표

ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities

ECB Banking Supervision, the Single Resolution Board and the European Banking Authority welcome the comprehensive set of actions taken yesterday by the Swiss authorities in order to ensure financial stability.

The European banking sector is resilient, with robust levels of capital and liquidity.

The resolution framework implementing in the European Union the reforms recommended by the Financial Stability Board after the Great Financial Crisis has established, among others, the order according to which shareholders and creditors of a troubled bank should bear losses.

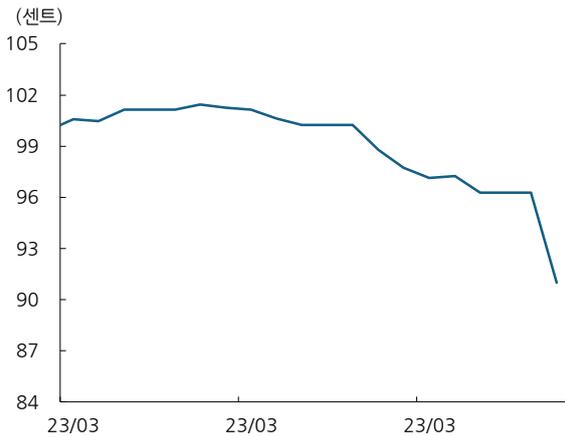
In particular, **common equity instruments are the first ones to absorb losses, and only after their full use would Additional Tier 1 be required to be written down. This approach has been consistently applied in past cases and will continue to guide the actions of the SRB and ECB banking supervision in crisis interventions.**

Additional Tier 1 is and will remain an important component of the capital structure of European banks.

For media queries, please contact [Andrea Zizola](#), tel.: +49 69 1344 6551.

자료: EC, DS투자증권 리서치센터

그림4 3월 발행 HSBC AT1 채권 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 유럽은행 AT1 채권지수 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 미국 하이일드채권



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 유럽 하이일드채권



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강승연)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-