Rating Methodology

Covered Bond 평가방법론(2019)

2019.10.29

정승재 연구위원 +02.787.2239
sj.jeong@kisrating.com

김홍미 실장 +02.787.2343
hmkim@kisrating.com

Summary

본 평가방법론은 당사가 Covered Bond(이하 “커버드본드”)를 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하고, 커버드본드 신용등급 결정에 이들 요소들에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는 지 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 발행사(Issuer), 투자자 및 기타 이해관계자들에게 커버드본드 상환능력에 영향을 주는 여러 가지 요소들과 이에 대한 평가방법, 당사의 커버드본드 신용등급 결정 방식을 설명하고 그들의 이해를 돕는 것이다.

커버드본드는 발행사가 기초자산집합(이하 “Cover Pool” 또는 “커버풀”)을 담보로 제공하는 담보부채권의 일종으로, 신용등급은 발행사 신용도를 하한으로 하여 커버풀을 통한 신용보강 효과를 감안하여 Notching Up되어 결정된다. 따라서 커버드본드 평가과정은 발행사 신용도 및 커버풀에 대한 분석으로 크게 구분되나, 발행사 신용도 및 발행구조 등에 대한 검토 결과 커버풀에 대한 세부 분석과정이 생략될 수 있다. 이는 발행사가 일차적으로 커버드본드 상환의무를 부담하기 때문으로, 커버풀에 대한 분석결과는 발행사 신용도 대비 커버드본드 신용등급의 Notching Up 수준을 결정하는 요소로 작용하게 된다. 당사는 커버드본드 신용등급을 최종적으로 결정하는 과정에서 커버풀에 대한 분석결과를 기초로 발행구조 및 계약조건에 대한 검토내용을 추가로 반영하며, 이외에도 커버드본드 발행과 관련된 법적·제도적 기반, 규제환경 등을 감안한다.

당사는 발행구조 및 형식상 특성보다는 경제적 실질에 맞춰 평가방법론을 적용하고 있으며, 이에 지금까지는 주택담보부채권을 기초로 하는 커버드본드의 경우 MBS 평가방법론을 적용해왔다. 그러나 국내 커버드본드 발행이 점차 확대됨에 따라 당사는 이러한 시장 변화에 맞춰 별도의 커버드본드 평가방법론을 작성하기로 결정하였다. 본 평가방법론을 통해 당사가 커버드본드 평가 시 고려하는 주요 평가요소 및 분석기법에 대한 시장의 이해도와 평가절차의 투명성이 제고되길 바란다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적인 접근방식을 기술하고 있는 것이며, 당사가 실제 부여하는 신용등급에 적용할 경우에는 다음과 같은 분명한 한

계가 존재한다.

- 커버풀에 대한 분석은 Historical Performance Data 및 기초자산의 특징 등에 대한 검토 결과를 기초로 이루어지며, 발행사, 기초자산의 특징, 규제환경 및 거시경제 전망 등에 대한 검토결과에 따라서 평가 건마다 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에는 당사의 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.

- 본 평가방법론은 평가과정에서 통상적으로 고려되는 일반 요소들만 기술하고 있으며, 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 개별 거래의 특수성 등에 따라 여기에 언급된 주요 평가요소 이외에도 KIS 신용평가 일반론, Structured Finance 신용평가 일반론 및 여타 방법론 등에서 설명하고 있는 평가요소와 분석방법이 추가적으로 감안될 수 있다. 따라서 본 평가방법론에서 소개된 분석방법 등이 모든 평가에 동일하게 적용되지 않을 수 있으며, 개별 거래에 따라서는 본 평가방법론 이외의 방법론이 병행하여 사용될 수 있다.

- 이로 인해 본 방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 등급과 실제 신용등급과는 차이가 있을 수 있고, 당사는 이러한 차이에 대하여 일체의 민형사상 책임을 부담하지 않으며, 개별 거래가 본 평가방법론에 기술된 모든 요소를 충족시키지 않는 경우에도 적절한 보완장치가 있다면 등급이 부여될 수 있다. 또한 평가방법론에서 제시된 평가요소들이 변동하더라도 즉각적인 신용등급 변경으로 이어지는 것은 아니다.

- 당사의 신용등급은 장래의 상대적 신용위험에 관한 현재 시점에서의 의견이며, 신용등급 부여 시점에 예측할 수 없는 조세 및 법제도 변경 등과 관련한 위험은 고려하지 않는다.

적용대상

본 평가방법론은 커버드본드 및 이와 유사한 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 커버풀의 특성 및 발행 구조에 대한 검토결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 형식상 커버드본드가 아니더라도 분석기법이 비슷하거나 발행구조 및 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

평가방법론의 적용시점 및 기타

본 평가방법론은 당사의 홈페이지 공시 시점부터 유효하며, 동 평가방법론의 적용으로 인한 대상 증권들의 신용등급 변화는 없다.

I. 커버드본드의 개관

커버드본드는 금융기관이 주택담보부채권, 공공법인에 대한 대출채권, 국채 및 지방채증권 등을 담보로 제공하고 발행하는 일종의 담보부채권이다. 그러나 여타 담보부사채와 달리 발행구조상 기업금융과 구조화금융의 성격이 혼재되어 있는 등 이질성을 띄고 있다.[1]

기초자산을 특수목적기구 또는 신탁 등에 양도하는 행위가 일반적으로 수반되는 구조화금융과 달리, 금융기관이 직접적으로 채권의 발행주체가 되고 기초자산은 담보물건으로만 제공된다는 점에서 커버드본드는 기업금융의 성격을 지니고 있다. 그러나 커버드본드 투자자가 담보자산의 처분 또는 회수대금으로 원리금 상환재원을 확보하는 절차 및 방법 등은 여타 담보부사채와는 확연히 차이가 있고 오히려 구조화금융에 가깝다고 할 수 있다. 즉, 담보부사채의 경우 발행사에 파산 또는 회생절차 등이 개시되면 법원의 관리 아래 회수 및 변제가 제한적으로 이루어지는 데 반해, 커버드본드 투자자는 담보자산에 대한 우선변제권리 뿐 아니라 발행사로부터의 파산절연성도 동시에 확보하고 있어 신속하고 독립적으로 담보물건을 처분할 수 있다. 그리고 이러한 기초자산의 파산절연성은 구조화금융의 대표적인 특징이라는 점에서 커버드본드는 구조화금융 성격을 일부 지녔다고 할 수 있다.

커버드본드는 담보부사채와 구조화금융의 장점을 결합한 채권으로, 발행구조 및 제반 계약조건에 따라 내재된 신용위험 수준이 담보부사채 대비 낮을 수 있다. 우선, 회수율 관점에서 커버드본드는 담보부사채 대비 신속하고 독립적으로 담보물을 처분하고 회수할 수 있어, 회수시기가 상대적으로 짧고 회수율 역시 높을 것으로 예상된다. 그리고 이러한 회수율 측면의 장점 이외에도 커버드본드는 부도율 관점에서 담보부사채 대비 유리한 면이 있다. 커버드본드는 발행사 신용사건이 기한이익상실사유로 직접적으로 연계되는 여타 담보부사채와 달리 발행구조 및 계약조건 등에 따라서는 발행사 신용사건이 반드시 기한이익상실로 이어지지 않을 수 있다. 즉, 발행구조상 충분한 유보금원 및 보강장치 등이 확보되어 있다면 발행사에 신용사건이 발생하더라도 커버드본드 상환은 정상적으로 이루어질 수 있다. 이는 발행사 신용사건이 즉각적인 기한이익상실로 연결되어 부도사태에 직면하고 이후 담보자산을 통해 상환대금을 회수하는 일반적인 담보부사채와 차별화되는 점이다.

따라서 부도이후 사후적으로 담보물건 처분이 이루어진다는 점에서 담보부사채의 경우 신용등급 산정과정에서 발행사 신용도 대비 Notching Up 수준이 제한적인데 반해, 커버드본드는 Notching Up 수준이 담보부사채 대비 높게 적용될 수 있다.

한편, 기업금융과 구조화금융 성격이 혼재된 이질적인 채권이라는 점을 반영하여, 커버드본드 신용등급에는 구조화 금융상품 신용등급에 첨부되는 (sf) 기호를 부가하지 않는다. 그리고 기업금융

[1] 증권인수업무에 관한 규정(금융투자협회) 제 2 조 제 1 항에서는 담보유무 및 형태에 따라 무보증사채, 금융기관 등이 원리금의 지급을 보증하는 보증사채, 담보부사채신탁법에 의해 발행되는 담보부사채, 이중상환청구권부채권 발행에 관한 법률에 따라 발행되는 이중상환청구권부채권("커버드본드")를 구분하여 정의하고 있다

신용등급에서 등급방향성을 표시하는 Outlook 역시 적절하지 않은 것으로 판단되어 별도로 부여하지 않는다.

1. 커버드본드의 주요 특징

커버드본드를 특징짓는 가장 큰 요소는 1) 커버풀에 대한 우선변제권, 2) 커버풀의 파산절연성 및 3) 이중상환청구권 등으로 대변된다.

커버드본드 투자자는 발행사의 무보증 선순위 채권자에 준해 일차적인 권리를 확보하면서도, 이에 더해 커버풀 회수대금을 통해서도 커버드본드 미상환금원을 변제 받을 수 있는 권리를 보유하는데 동 커버풀 회수대금에 대한 변제권리는 발행사의 제3의 채권자 등의 권리 대비 우선한다.

커버풀의 파산절연성은 발행사에 파산 또는 회생절차가 개시되더라도 커버풀이 발행사의 파산재단 또는 회생관리재산 등을 구성하지 않는 것을 의미한다. 전술한 우선변제권과 파산절연성을 동시에 확보하고 있기 때문에, 커버드본드 투자자는 일반적인 담보부채권자와 비교할 때 신속하고 독립적으로 커버풀 처분을 통해 상환재원을 마련할 수 있고 이는 회수시기 단축 및 회수율 제고로 이어진다.

마지막으로 이중상환청구권은 커버드본드 투자자가 커버풀에 대한 우선변제권과 더불어 발행사에게도 원리금 상환을 청구할 수 있는 권리를 말하며, 이로 인해 발행사는 커버드본드의 일차적인 상환의무를 부담하게 된다.

2. 커버드본드의 종류

커버드본드는 발행방식에 따라 법정 커버드본드 및 구조화 커버드본드로 구분된다. 커버드본드 발행근거법 유무에 따른 것으로, 커버드본드 발행을 규정하는 특별법에 따라 커버드본드가 발행되면 법정 커버드본드라 일컫고 특별법 없이 발행되면 구조화 커버드본드라고 통칭한다.

이중 구조화 커버드본드는 발행근거법 없이 제반 계약 및 구조화를 통하여 커버드본드의 기본 특징들을 구현하기 때문에, 법정 커버드본드에 비해 발행절차 및 구조가 복잡할 수 있다. 따라서 평가과정에서 법률 및 구조적 위험에 대한 보다 심도있는 분석이 수반되는 게 일반적이다.

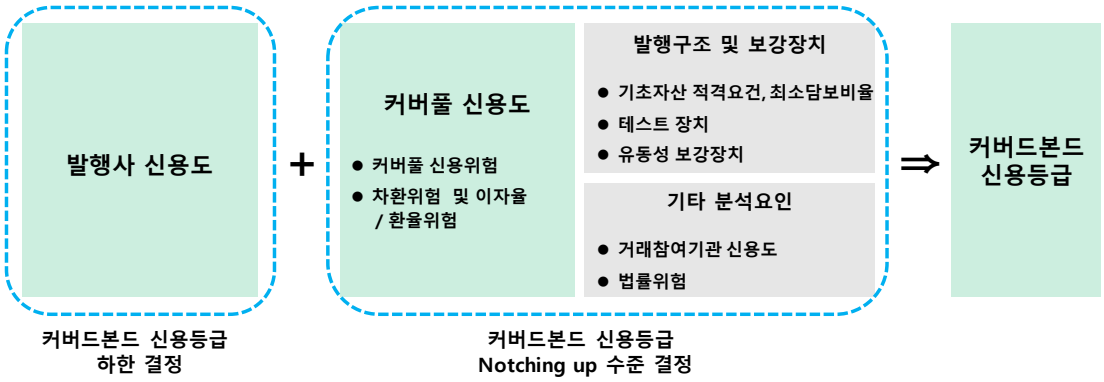
한국 및 유럽 등의 경우에는 커버드본드의 기본 특징들인 우선변제권, 파산절연성 및 이중상환청구권 등을 구현하는 특별법을 갖추고 있다. 한국의 경우 커버드본드 발행근거법으로 “이중상환청구권부 채권 발행에 관한 법률(이하 “이중상환청구권부채권법”)”과 “한국주택금융공사법(이하 “공사법”)”을 갖추고 있다. 이중상환청구권부채권법은 은행, 한국주택금융공사 등으로 발행사를 포괄하고 있으며, 공사법은 한국주택금융공사가 발행하는 커버드본드에 한정된다. 해당 법에서는 우선

변제권, 파산절연성 및 이중상환청구권 등 커버드본드의 기본 특징들을 특례요건의 법조항을 통해 명확하게 구현하고 있다.

II. 분석과정

커버드본드에 대한 분석과정은 발행사 신용도 및 커버풀에 대한 분석 등으로 크게 두 단계로 구분된다. 이는 커버드본드의 고유한 상환구조를 반영한 것으로, 발행사에 신용사건이 발생하기 전과 그 이후에 커버드본드 원리금 상환재원을 확보하는 방법이 달라지는 등 상환방식 및 구조에 변화가 발생하기 때문이다. 발행사에 신용사건이 발생하기 전에는 발행사가 우선적으로 커버드본드 원리금 상환의무를 부담하는 반면, 발행사에 신용사건이 발생한 후에는 커버풀 처분 및 회수 등을 통해서 커버드본드의 상환재원이 확보된다.

[그림] 커버드본드 분석과정



커버드본드 투자자는 발행사에 신용사건이 발생하기 전까지는 신용위험에 따른 손실을 입지 않으므로, 커버드본드 신용등급의 하한은 발행사 신용도가 된다. 그리고 신용사건이 발생하더라도 커버풀을 통한 신용보강 효과가 기대되는 만큼, 최종적인 커버드본드 신용등급은 커버풀에 대한 분석결과[2]가 반영되어 발행사 신용도 대비 Notching Up[3]되어 결정된다.

Notching up 수준에는 커버드본드 발행구조 및 유동성 보강장치 등이 영향을 미친다. 커버드본드는 발행사 신용도 저하를 사전적으로 보완하고 커버풀의 신용도를 일정수준 유지하기 위해 이자유보, 최소담보비율, 커버풀 적격 및 구성요건 등 다양한 보강장치들을 수반하고 있으며, 이러한 계약상 보강장치 범위 및 통제수준에 따라서 Notching Up 수준에 차이가 발생할 수 있다.

예를 들어, 커버풀의 신용도가 아무리 우수하더라도 발행사 신용사건이 커버드본드 기한이익상실로 바로 이어지게 되면, 일시적인 자금부족 현상으로 인해 커버드본드에 대한 적기상환이 여의치 않고 결국 부도로 연결될 수 있다. 즉, 커버풀을 통한 처분/회수대금으로 사후적으로는 예상회수율

[2] 다만, 커버드본드에 대한 일차적인 상환의무를 부담하는 발행사 신용도가 커버드본드 신용등급의 하한으로 작용하므로, 발행사 신용도 및 발행구조 등에 대한 검토 결과에 따라 커버풀에 대한 세부 분석과정이 생략될 수 있다.

[3] 커버드본드에는 이중상환청구권, 커버풀에 대한 우선변제권 및 파산절연성 등의 특성이 내재해 있으며, 이로 인해 커버드본드 신용등급은 발행사의 신용도 대비 Notching Up 될 수 있다. Notching Up 과 관련한 일반적인 신용평가 방법론상의 내용은 “Structured Finance 신용평가 일반론”을 참고하시기 바란다.

이 높더라도, 커버드본드 투자자는 이미 부도라는 신용사건에 노출되는 것이다.

반면, 계약상 보강장치를 통해 발행사에 신용사건이 발생하더라도 감시인이 커버풀을 통해 처분대금 등을 마련할 수 있는 충분한 기간을 확보할 수 있다면, 커버드본드 투자자는 부도에 직면하지 않고 정상적으로 원리금을 상환받을 수 있게 된다. 회수율 측면에서도 급작스럽게 커버풀을 처분하는 과정에서 발생할 수 있는 손실이 줄어들어 투자자에게 유리하다. 따라서 이러한 유동성 보강장치를 확보하고 있는 커버드본드의 경우 그렇지 않은 경우에 비해 커버드본드 투자자가 부담하는 신용위험이 상대적으로 낮은 것으로 판단되므로 Notching Up 수준 역시 높아질 수 있다.

III. 주요 평가요소 및 고려사항

커버드본드에 대한 평가는 발행사 신용도에 대한 검토를 시작으로 커버풀을 분석하고, 여기에 추가적으로 발행구조 및 보강장치 등에 대하여 살펴보는 일련의 과정을 거친다. 세부적인 분석절차 및 기법 등은 개별 커버드본드 별로 차이가 있을 수 있으며, 특히 발행사 신용도 수준이나 발행구조, 커버풀 구성요건 등에 따라서는 커버풀 분석이 생략되거나 적용 분석기법이 달라질 수 있다.[4]

본 방법론은 일반적인 커버드본드 평가를 가정하여 기술한 것으로, 개별 평가 건에서는 발행구조 및 커버풀 특성 등에 따라 아래에 기술된 평가요소에 대한 분석과정이 생략되거나, 아래에 기술되지 않은 위험 요인들이 추가될 수 있다.

예를 들어, 외부신용보강을 통해 커버드본드 상환재원이 전액 충당되는 구조에서는 발행사 및 커버풀에 대한 분석과정이 생략될 수 있다. 또한, 발행사 신용도 및 발행구조 등에 대한 검토 결과에 따라서도 커버풀에 대한 세부 분석과정이 생략될 수 있다.[5] 반면, 발행근거법에 따라 특례조항을 갖추고 있어 대부분의 경우 법률위험 검토가 근거법 적용여부 확인 등에 국한되는 법정커버드본드와 달리, 구조화 커버드본드는 제반 계약조건 및 이해관계자 간 법률위험 등에 대한 심도있는 검토가 요구된다.

1. 발행사 신용도

발행사는 커버드본드에 대한 일차적인 상환의무를 지니고 있을 뿐 아니라, 커버풀을 생성, 교체하고 관리/유지하는 주체로서 커버풀 신용도에도 지대한 영향력을 미친다. 발행사의 채권실행 및 관리 정책 등에 따라 커버풀 신용도에 큰 변화가 발생할 수 있으며, 더욱이 발행사는 커버풀 구성 및 교체에 대한 재량권을 갖고 있다.

따라서 발행사 신용도는 커버드본드 신용등급의 하한으로 작용하게 되며, 당사는 발행사에 부여된 유효 신용등급을[6] 통해 발행사 신용도를 추정한다. 만약 유효신용등급을 보유하고 있지 않는 경우

[4] 커버드본드 평가과정에서는 커버풀을 구성하는 기초자산 성격 및 형태에 따라 본 방법론 이외의 평가방법론에서 설명하는 분석기법이 적용될 수 있다. 예를 들어, 주택담보부채권을 커버풀로 하는 커버드본드의 경우 커버풀 분석과정에서 MBS 유동화 평가기법이 적용되고, 국공채 및 특수채 등으로 구성된 커버풀에 대해서는 CDO 유동화 평가 시 사용되는 분석과정 및 기법이 사용될 수 있다.

[5] 예를 들어, 발행사가 AAA 의 최상위 신용도를 보유한 경우, 커버드본드 신용등급이 발행사 신용도와 동일한 경우 등에는, 커버풀에 대한 분석 없이도 커버드본드 신용등급이 부여될 수 있다.

[6] 유효신용등급은 평가대상에 따라 무보증 선순위사채, 후순위사채, 신종자본증권, Issuer Rating, 기업어음/단기사채 등 다양하므로, 유효신용등급 평가대상의 성격을 감안하여 발행사 신용도를 판단하기에 적절한 수준으로 유효신용등급을 조정하여 사용할 수 있다. 예를 들어, 커버드본드 발행사의 신용도를 가늠하기 위하여 선순위사채의 신용도에 준하는 신용등급이 필요하지만 당사가 해당 채무자에 대한 후순위사채나 신종자본증권 신용등급만을 보유한 경우가 이에 해당한다. 그리고 유효신용등급이 기업어음이나 단기사채와 같이 단기 신용등급만을 보유한 경우도 마찬가지이다. 이러한 경우 당사 평가지침 및 내부 가이드라인 등에 따라 보유하고 있는 유효신용등급을 발행사 신용도를 판단하기에 적합한 신용등급으로

에는 당사 내부규정 및 절차에 따라 공시자료 등을 기초로 내부적으로 신용도를 판단하게 된다. 일반적으로 발행사가 커버풀에 의존하지 않고 커버드본드를 일차적으로 상환할 가능성은 선순위 무보증사채 신용도에 준하는 것으로 판단한다.

그러나 발행사가 커버드본드 원리금을 정상적으로 상환할 가능성은 선순위 무보증사채 상환가능성보다 높을 수 있으며, 이런 경우에는 발행사 무보증 선순위사채 신용등급보다 높은 신용등급이 커버드본드 신용등급의 하한으로 작용하게 된다. 이러한 판단에는 커버드본드 관련 법제도 및 금융기관에 대한 회생/정리절차, 금융환경, 감독당국의 의지 등에 대한 검토과정이 수반되며 추가적으로 당사의 정성적 판단이 반영된다.

부실금융기관 정리과정에서 커버드본드가 어떻게 상환될 지에 대한 법률적 해석이 판단의 기초가 되나, 현 법제도 하에서 커버드본드 상환에 대한 명확한 규정이 없더라도 금융제도 및 시스템, 금융당국의 의지 등에 대한 정성적 검토결과에 따라 달리 판단할 수도 있다. 즉, 커버드본드 부도사태가 금융시장 내 미치는 영향력 등을 고려할 때 금융당국에서 커버드본드 상환을 정상적으로 지속할 유인이 충분하다고 여겨지는 경우가 대표적이며, 이외에도 발행사의 업종 내 시장지위 및 금융시스템상 중요성 등을 감안할 때 커버드본드 상환이 유리하다고 판단될 때이다. 또한 금융당국 입장에서는 특정금융기관이 Bail-in[7] 상황에 있더라도, 금융기관의 신뢰도 제고 및 신속한 회생을 지원한다는 목적 아래 해당 금융기관의 커버드본드 원리금 지급이 정상적으로 이루어지도록 조치할 가능성이 있다. 커버풀 자산이 해당 금융기관의 핵심사업이거나 유사시 자금조달수단으로서 커버드본드 역할이 큰 경우 등이 이에 해당한다.

2. 커버풀(Cover Pool)

커버풀 분석의 핵심은 커버풀의 신용보강효과를 추정하고, 이를 통해 커버드본드 신용등급이 발행사 신용도 대비 어느 수준까지 Notching Up될 수 있을 지를 판단하는 것이다. 그러나 커버풀 구성요건 및 발행구조 등에 따라 커버풀의 신용보강효과 및 수준이 차별적이므로, 커버풀에 대하여 동일한 분석기법이 일률적으로 적용되기 보다는 발행사 신용도, 커버풀 적격요건 및 보강장치 등에 따라 세부적인 분석기법 및 절차가 다를 수 있다.

커버풀 평가과정에서는 발행사 신용사건이 발생한 경우를 가정하여 그 시점의 커버풀의 신용위험 및 자금조달 가능성 등에 대하여 살펴보게 되며, 여기에 추가적으로 커버풀과 관련한 통제 및 보강장치 등에 대한 검토결과를 반영하게 된다. 한편, 커버드본드는 커버풀 만기 대비 커버드본드의 만기가 단기이며, 발행구조 상 커버풀의 처분절차를 포함하고 있는 경우가 대부분임에 따라, 커버

조정하여 사용할 수 있다.

[7] 부실금융기관 정리절차에 있어 정부지원이 즉각적으로 이루어지는 Bail-Out 제도가 도덕적 해이를 초래한다는 문제점이 드러나면서, 공적자금을 지원받기 전에 부실금융기관 주주 및 채권자들이 우선적으로 손실을 부담하는 Bail-in 제도를 유럽을 시작으로 많은 국가들이 도입하고 있다.

풀의 명목현금흐름 등을 감안한 Cash Flow 분석보다는 커버풀 신용위험, 차환위험 및 이자율 / 환율위험 등의 평가요소를 중심으로 분석이 이루어지는 경우가 일반적이다.

커버풀 신용위험

커버풀의 신용위험은 커버풀을 구성하는 주택담보부채권, 국공채 및 특수채 등에서 연체, 대손 등이 발생하여 상환이 지연되거나 궁극적으로 상환되지 못할 위험이다. 커버풀 대다수가 주택담보부채권으로 구성되는 만큼 커버풀에 대한 분석과정에서는 MBS 유동화 평가기법이 주로 적용되나, 만약 국공채 및 특수채 등으로 구성된 커버풀에 대해서는 CDO 유동화 평가기법이 사용되는 등 커버풀을 구성하는 기초자산 성격 및 형태에 따라 본 방법론 이외의 평가방법론에서 설명하는 분석기법이 적용될 수 있다. 또한 MBS 유동화 평가방법론에 따라 커버풀을 분석하더라도, 발행사의 사업지위 및 영업정책, 기초자산 Pool 특성 등에 따라서 구체적으로 커버풀을 분석하는 방식에도 차이가 있을 수 있다.[8]

커버풀 분석은 발행사에 신용사건이 발생한 경우를 가정한다. 이는 대부분의 커버드본드 발행 구조 상 발행사에 신용사건이 발생한 이후에나 비로소 커버풀을 이용한 자금조달이 이루어지는 데다 발행사가 커버풀 구성 및 교체 과정에서 상당한 재량권을 갖고 있다는 점에서, 커버드본드 발행시점과 발행사에 신용사건이 발생한 시점의 커버풀 신용도 간에는 차이가 있을 수 있기 때문이다. 예를 들어, 주택담보부채권으로 구성된 커버풀에 대해서는 MBS 유동화 평가와 마찬가지로 스트레스 상황을 적용하고, 여기에 최소 초과담보비율을 반영하여 조정하는 방식으로 커버풀의 신용위험을 추정할 수 있다.[9]

이 과정에서는 커버풀과 관련한 발행구조 및 계약조건 등에 대한 검토결과가 추가적으로 반영되는데, 이는 커버풀 교체과정에서 발생할 수 있는 신용도 저하를 사전적으로 통제하고자 커버풀과 관련하여 적격요건, 최소담보비율, 상환 및 유동성 테스트 등 다양한 보강장치가 커버드본드에 수반되는 게 일반적이기 때문이다. 그리고 이러한 보강장치들은 발행사 신용도 저하로 커버풀 신용위험이 확대될 가능성을 일정부분 통제한다.

한편, 발행사에 신용사건이 발생한 이후 커버드본드 투자자가 커버풀을 통해 원리금을 상환받는 방식 및 절차에 따라서 커버풀에 대한 분석과정은 차별적일 수 있다. 우선, 발행구조상 유보금원 및 보강장치 등을 통해 커버풀 처분기간이 충분히 확보되어 있으면, 커버드본드 투자자는 감시인이 커버풀을 처분하기 전까지는 유보금원 등으로 원리금을 상환 받고 이후에는 커버풀 처분대금 등으로 상환 받을 수 있다. 이 경우 커버드본드 투자자는 커버드본드 가격 하락에 따른 시장위험

[8] 주택담보부채권 커버풀에 대한 분석기법은 크게 Loan by Loan Approach 와 Pool Approach 로 대변된다. 당사는 발행사의 업종 내 시장지위, 규제환경 및 Historical Data 등에 대한 검토결과를 종합적으로 감안하여 적절한 분석기법을 선택하여 적용하고 있으며, 경우에 따라서는 두 개의 분석기법을 동시에 적용할 수 있다.

[9] 발행시점의 커버풀을 기초로 스트레스 수준을 적용하고 여기에 발행시점의 커버풀 규모와 최소 초과담보규모 간 차이를 조정하는 방식으로 커버풀의 신용위험 추정이 가능하다. 이외에도 계약조건상 커버풀 구성 및 적격요건, 최소담보비율 등에 대한 검토결과를 기초로 커버풀 규모를 예상하고 여기에 스트레스를 적용하여 신용위험을 추정할 수도 있다. 스트레스 수준은 발행사 신용도 및 발행조건 등에 따라 차별적으로 적용하게 된다.

에는 노출되겠지만, 원리금은 계약조건에 따라 정상적으로 상환받을 수 있어 신용위험에 대한 손실은 입지 않게 된다. 따라서 평가과정에서 커버풀을 통한 적기 상환가능성에 대하여도 추가적으로 검토하고 이를 Notching Up 수준에 반영하는 작업이 수반된다.

반면, 발행사 신용사건 발생이 커버드본드 기한이익상실 사유로 바로 이어지는 경우에는, 감시인은 별도의 유예기간 없이 커버풀을 빠르게 처분하고 이를 기초로 커버드본드를 변제하여야 한다. 이런 경우 커버풀 신용도가 아무리 우수하더라도 유보금원이 충분치 않아 일시적으로 현금흐름이 부족할 수 있고, 이로 인해 커버드본드 원리금 지급이 연체될 수 있다. 결과적으로 커버드본드 투자자의 경우 사후적으로 커버풀 처분대금 등을 변제 받더라도, 일시적으로는 원리금 미지급에 따른 부도사태를 겪을 수 있다.

이처럼 커버풀 처분기간이 충분하지 않은 구조의 커버드본드 신용평가시에는 담보부사채와 유사하게 적기 상환가능성 보다는 회수율 수준에 따른 Notching Up을 중점적으로 감안하며, 후술하는 차환위험에 대한 분석이 생략될 수 있다. 또한, 발행사와 커버드본드 신용등급 간 차이가 크지 않은 경우에도 마찬가지로, 차환위험에 대한 분석 없이 커버풀을 통한 예상회수율에 대한 검토결과만으로 Notching Up이 이루어질 수 있다.[10] 이는 이중상환청구권, 커버풀에 대한 우선변제권 및 파산절연성 등 커버드본드 본연의 특징으로 인해, 커버드본드의 예상회수율이 발행사의 무보증사채 대비 높을 수 있는 점을 감안한 것이다.

차환위험 및 이자율 / 환율위험

차환위험은 커버드본드와 커버풀간 만기불일치에 따라 발생하는 위험으로, 커버풀은 만기가 긴 자산인데 반해 커버드본드는 상대적으로 만기가 짧아서 감시인이 원리금 상환재원을 확보하기 위해 커버풀을 담보로 자금을 재조달하거나 처분해야 하는 상황에 처하는 경우를 의미한다. 커버풀 구성이나 가중만기에 따라 차환위험에 차이가 발생하며, 커버풀이 국공채 등과 같이 시장성이 높은 자산이거나 가중평균 만기가 짧으면 차환위험은 낮아진다.

특히, 주택담보부채권 기초 커버드본드는 차환위험이 높은 편으로, 주택담보부채권은 20~30년의 장기간에 걸쳐 분할상환되는 게 일반적인 반면 커버드본드는 만기 일시상환 조건으로 상대적으로 만기가 짧아 만기불일치 위험이 크기 때문이다. 그러나 차환위험은 커버풀이 주택담보부채권인 경우에만 발생하는 것은 아니며, 국공채 및 특수채 등 시장성 및 유동성이 높은 자산으로 구성되더라도 커버드본드와 커버풀간 만기불일치가 상존하는 한 불가피하게 발생한다. 다만, 커버풀 신용도가 높을수록 커버풀을 통한 자금조달이 용이하므로 차환위험은 낮아진다.

[10] 커버풀 처분기간이 충분하지 않은 구조, 발행사와 커버드본드 신용등급 간 차이가 크지 않은 구조에서는 커버풀의 예상회수율을 산정하고 이를 "담보부사채 평가방법론"의 Notching Guideline 또는 "Structured Finance 신용평가 일반론"을 참조하여 커버드본드의 Notching up 수준을 결정할 수 있다. 단, Notching Guideline 의 예상회수율 별 Notching 수준을 참고로 하되, 커버풀의 특성 등을 감안하여 환가율 등을 대체하는 지표를 적용하여 예상회수율을 산정할 수 있다. 예를 들면, 주택담보부채권 기초 커버풀의 경우 MBS 평가방법론에서 규정한 스트레스 수준을 적용하여 산출한 신용위험 추정치를 기초로 예상회수액을 구하고, 이를 커버드본드 원금으로 나눈 값을 예상회수율로 적용한다.

차환위험은 시장상황에 따라 변동성이 큰 편으로, 금융시장 환경이 우호적이라면 차환소요기간이 짧을 뿐 아니라 차환대금 역시 클 것으로 예상되나 그렇지 않은 경우에는 차환에 소요되는 기간이 길어지고 확보가능한 대금 역시 작아질 수 있다. 특히 차환위험은 일반적으로 발행사에 신용사건이 발생한 이후에나 실현되기 때문에, 실제로 차환이 이루어지는 시점에는 발행시점에 비해 차환위험이 클 것으로 예상된다.

한편, 커버풀과 커버드본드 간에는 만기불일치 위험이외에도, 발행구조 및 커버풀 구성요건에 따라 이자율 및 환율위험에도 노출될 수 있다. 예를 들어, 커버풀은 고정금리에 원화 기초 주택담보부채권인 반면에, 커버드본드는 변동금리에 외화 기초로 발행된 경우이다. 이 경우 커버드본드 투자자는 이자율 및 환위험에 추가적으로 노출됨에 따라, 커버풀 분석과정에서 이자율 및 환위험에 노출된 수준 및 이에 따른 영향력을 추가로 반영하는 것이 필요하다.

3. 발행구조 및 보강장치

본 방법론은 커버풀과 발행구조 분석을 구분하여 설명하고 있지만, 사실상 커버풀을 분석하는 과정에서 발행구조 및 보강장치에 대한 분석이 병행되고 있다. 이는 커버풀과 발행구조 분석결과가 서로 독립적이라기보다는 상호의존적이고 보완적일 수 밖에 없기 때문으로, 발행구조에 대한 분석결과에 따라 커버풀 신용도에 대한 분석 여부 및 분석기법이 달라질 수 있다.

또한 동일한 발행사가 동일한 커버풀을 기초로 커버드본드를 발행하더라도, 발행구조 및 보강장치에 대한 검토결과에 따라서 최종적인 신용등급에는 차이가 있을 수 있다. 커버드본드 평가과정은 발행사 신용도에 커버풀을 통한 신용보강 효과를 추가로 반영하여 Notching Up 수준을 결정하는데, 이때 커버풀 신용보강 효과는 발행사에 신용사건이 발생한 이후에나 나타나기 때문에 발행구조에 따라서 신용보강 효과가 차별적이기 때문이다.

커버드본드 대부분이 발행사 신용도 저하에 따른 신용위험 및 유동성위험을 사전적으로 통제하고자 다양한 보강장치를 수반한다. 대표적으로 커버풀 교체과정에서 발생할 수 있는 신용도 저하를 통제하기 위해 기초자산 적격요건 및 최소담보비율 등의 통제장치가 있다. 이외에도 발행사 신용등급이 일정수준 이하로 하락할 경우 커버풀에 대한 유동성 및 상환테스트 조건이 강화되고 최소유보금원이 확대되는 등의 통제장치가 포함될 수 있으며, 발행사 신용사건 발생 이후 커버풀을 처분하기 위한 소요기간 등을 확보하기 위해 충분한 금원을 유보하거나 만기연장이 가능한 계약조건 등이 수반될 수 있다.

특히, 발행사 신용사건 발생 후 커버풀 처분에 필요한 소요기간이 충분히 확보된 커버드본드는 그렇지 않은 경우와 비교하여 신용위험에 큰 차이가 발생한다. 유동성 보강장치가 확보되지 않은 채 발행사에 신용사건이 발생하면 커버풀이 아무리 우수하더라도 일시적인 자금부족 현상으로 커버드본드 역시 부도사태에 직면할 수 밖에 없는 반면, 발행구조상 커버풀 처분기간 동안 소요되는 재원이 충분히 확보되거나 만기연장이 가능하다면 투자자는 부도사태 없이 정상적으로 원리금 상

환을 받을 수 있다.

또한 급작스럽게 처분일정을 마무리하다 보면 교섭력 저하 등의 부정적인 영향이 발생할 수 있는 만큼, 발행구조상 커버풀 처분기간이 충분히 확보될수록 커버풀 처분과정이 보다 용이한데다 급작스러운 커버풀 처분과정에서 발생할 수 있는 손실도 방지할 수 있어 회수율 확대에 긍정적이다.

IV. 기타 분석

본 방법론은 일반적인 커버드본드 발행구조를 감안하여 당사가 중점적으로 살펴보는 분석 요소들을 설명하고 있다. 따라서 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 고려될 수 있다.

1. 거래참여기관 신용도

커버드본드에 참여하는 거래상대방은 발행사를 제외한 경우 감시인, 수탁관리인과 스왑기관 등이 있을 수 있다. 이중 감시인은 커버풀이 계약조건에 따라 적절하게 유지·관리되고 있는 지를 점검하는 독립적인 제3의 기관으로서, 발행사에 신용사건이 발생할 경우 커버풀을 안전하게 분리·관리하고 투자자를 위해 처분 및 회수하는 역할을 수행하게 된다. 또한, 발행사는 커버풀의 관리와 투자자 보호를 위한 업무를 수행하기 위해 별도로 수탁관리인을 선임할 수 있다.

일반적으로 법적 커버드본드의 경우 감시인 역할이 가능한 기관들이 열거되어 있는데, 국내 발행 근거법인 “이중상환청구권부 채권 발행에 관한 법률”에 따르면 은행, 한국주택금융공사 및 회계법인 등이 감시인 및 수탁관리인의 역할을 수행할 수 있도록 규정되어 있다.

커버풀과 커버드본드간 이자율 및 환율 불일치 위험이 존재하는 경우 발행사가 이러한 위험을 회피하고자 제3의 기관과 스왑계약 등을 체결할 수도 있다. 이러한 파생상품계약이 커버드본드와 무관하게 발행사와 별도로 체결된 경우에는 스왑상대방 신용도가 커버드본드에 미치는 영향력은 미미할 것으로 예상되나, 파생상품계약의 담보로 커버풀이 제공되거나 발행사에 신용사건 발생 후 파생상품계약이 이관될 수 있는 경우 등에는 스왑상대방에 대한 분석이 필요할 수도 있다.

2. 법률 위험(Legal Risk)

커버드본드의 고유한 특성인 파산절연성, 이중상환청구권 및 우선변제권 등을 구현하는 과정에서 다양한 법률위험이 내재될 수 있다. 그러나 법정 커버드본드는 발행 근거법의 특례조항을 통해 해당 특징이 법제화되었다는 점에서 관련 법률위험이 미미하다고 할 수 있어 일반적으로 법률위험에 대한 검토과정은 생략된다.

반면, 구조화 커버드본드는 근거법 없이 계약서 및 구조화를 통해 커버드본드 본연의 특징을 구현한다는 점에서, 법률위험에 대한 검토가 중요한 평가과정으로 작용한다. 기본적으로 당사는 법무법인이 작성한 법률의견을 기초로 이러한 법률위험을 검토하게 되며, 이외에 감독 및 규제당국의 정책, 과거사례 등을 참고하여 판단하기도 한다.

파산절연성

커버풀은 발행사에 신용사건이 발생하게 되면 커버드본드의 상환재원이나 담보로 신속하고 독립적으로 사용되어야 하는데, 만약 발행사의 파산재단이나 회생관리재산 등을 구성하게 되면 커버드본드는 여타 담보부사채와 사실상 차이가 없게 된다. 따라서 파산절연성은 커버드본드 본연의 특징으로 발행의 대전제라고 할 수 있다.

구조화 커버드본드의 경우 파산절연성 확보를 위해 구조화금융과 마찬가지로 커버풀을 신탁 또는 특수목적기구에 이전하는 자산양도 과정을 보통 거치므로, 이전절차 및 진정 양도(True Sale)와 관련하여 법률적 검토가 필요하다. 그러나 법정 커버드본드는 발행 근거법인 이중상환청구권부채권법 제6조에 따라 금융위원회에 발행계획 및 커버풀에 관한 사항 등을 등록하고 발행하게 되면, 동법 제12조에 따라 파산절연성이 자동으로 확보된다. 한국주택금융공사 발행 커버드본드도 마찬가지로 공사법 제31조에 따라 커버드본드를 발행하면 커버풀의 파산절연성이 공사법 제30조에 따라 갖추어진다.

채무자 및 제3자 대항요건

커버풀의 파산절연성에도 불구하고 커버풀에 대한 권리를 완전하게 확보하기 위해서는 채무자 및 제3자에 대한 대항요건 구비를 필요로 한다. 민법 제450조에 따라 채무자 및 제3자에 대한 대항요건을 구비하기 위해서는 채무자에게 통지 또는 승낙을 구하는 절차가 필요하며, 특히 제3자에 대한 대항을 위해서는 확정일자 있는 증서에 의한 통지 또는 승낙이 요구된다. 다만, 이중상환청구권부채권법 및 공사법에 따른 발행 건으로 이중상환청구권부채권법 제6조 및 공사법 제23조에 의한 발행등록이 이루어지면 제3자에 대한 대항요건은 갖춘 것으로 간주된다.

커버풀 확정 및 교체시점에는 제3자에 대한 대항요건만을 확보하는 경우가 대다수인데, 이는 발행근거법에 따라 제3자에 대한 대항요건은 특례조항에 따라 확보되는데 반해 채무자에 대한 대항은 별도로 통지 또는 승낙하는 절차가 요구되기 때문이다. 일반적으로 채무자에 대한 대항요건은 발행사에 신용사건이 발생하는 경우 등에만 사후적으로 구비되고 있다.

상계위험

채무자는 발행사에 보유하는 예금 등으로 기초자산 상환대금을 상계할 것을 요구할 수 있어, 만약 상계금액이 커지게 되면 커버풀을 통한 회수대금이 줄어들 수 있다. 커버드본드의 주요 발행사가 수신기능이 있는 은행이라는 점에서 기초자산 상계위험은 높은 편이다. 이에 이중상환청구권부채권법 제5조 및 시행령 제3조에 따르면 커버풀 적격요건으로서 상계위험이 높은 기초자산 비중을 제한하고 있다.

그러나 발행사에 신용사건이 발생하고 커버풀을 회수 또는 처분하는 시점에나 비로소 상계위험이 가시화된다는 점에서, 발행사 신용도가 일정수준 이하로 저하된 이후에만 상계위험을 별도로 추정하고 이를 통제하는 방식이 활용될 수 있다. 예를 들어, 발행사 신용등급 하락 등 Trigger 사유가 발생하는 경우에만 커버풀 초과담보규모 산출과정에서 상계금액을 별도로 계산하여 이를 차감하는 방식이 가능하다.

혼장위험

혼장위험은 커버풀로부터 회수되는 금원이 발행사 명의의 계좌로 입금되어 발행사의 고유재산과 혼장될 위험을 말한다. 커버드본드는 보통 커버풀 회수대금을 별도 거래계좌로 입금하도록 하여 혼장위험을 통제하고 있으나, 거래계좌 개설은행 및 발행사가 동일한 경우에는 혼장위험이 발생할 가능성도 일부 있다.

다만, 혼장위험도 상계위험과 마찬가지로 발행사에 신용사건이 발생한 이후에나 현실화된다는 점에서, 발행사 신용등급 하락 등의 Trigger 사유가 발생하는 경우에만 사후적으로 거래계좌 개설은행을 발행사 이외의 은행으로 변경하고 자동이체 방식 등으로 커버풀 회수대금을 입금받는 통제장치가 활용될 수 있다.

담보물건의 처분

법원판례 및 실무상, 피담보채권이 확정되기 전 발생한 근저당권부 채권의 양도 또는 이전 시에는 근저당권 이전이 불가능하다. 이는 커버풀 처분의 제약요인으로 작용할 수 있다.[11]

구조화 커버드본드의 경우 관련 이슈를 해결하기 위해 자산유동화법에 따른 저당권 취득절차를 활용할 수도 있다. 자산유동화법 제7조의2 및 제8조의 특례요건에 따라 근저당권에 의하여 담보된 채권의 원본을 확정하여 추가로 채권을 발생시키지 아니하고 그 채권의 전부를 양도하겠다는 의사를 기재한 통지서를 채무자에게 발송하면, 근저당권부 채권을 확정하여 저당권화 할 수 있다. 그리고 자산유동화법에 따른 등록 절차를 통해 저당권 취득이 가능하다.

한편, 법정 커버드본드 중 이중상환청구권부채권법에 따른 커버드본드의 경우 동법 제16조의 특례요건 상 근저당권으로 담보된 채권의 원본 확정 전에도 피담보채권과 함께 근저당권을 양도할 수 있어 커버풀 처분시 관련 권리 이전이 용이하다. 또한, 동 법에 따라 커버풀의 등록이 이루어지면 별도의 등기 부기절차 없이도, 커버풀에 포함된 주택담보대출채권은 등록 이후 근저당권에 따라 추가되는 채권 대비 권리관계에 있어 우선권을 가진다.

한국주택금융공사 커버드본드의 경우 구조화 커버드본드와 유사하게 공사법상 피담보채무 확정에 대해 채무자에 대한 통지절차를 필요로 한다. 그러나 공사법 제27조제2항에 따라 금융기관과 채무자간 합의에 의해 채권유동화계획 등록 전에도 근저당권부 채권을 확정할 수 있다는 특례조항이 있어, 커버풀의 처분시점에는 피담보채무의 확정절차 간소화가 가능하다.

---

[11] 대법원 판례(95다53812)는 "근저당권이라고 함은 계속적인 거래관계로부터 발생하고 소멸하는 불특정다수의 장래채권을 결산기에 계산하여 잔존하는 채무를 일정한 한도액의 범위 내에서 담보하는 저당권이어서, 거래가 종료하기까지 채권은 계속적으로 증감변동되는 것이므로, 근저당 거래관계가 계속 중인 경우 즉 근저당권의 피담보채권이 확정되기 전에 그 채권의 일부를 양도하거나 대위변제한 경우 근저당권이 양수인이나 대위변제자에게 이전할 여지가 없다"라고 판시하고 있다. 또한 대법원 등기예규(1997.9.9 제880호)의 근저당권에 대한 등기사무처리 지침에서도 "근저당권의 피담보채권이 확정되기 전에 그 피담보채권을 양도 또는 대위변제하게 된 경우에는 이를 원인으로 하여 근저당권 이전등기를 신청할 수 없다"라고 규정하고 있다.

V. Monitoring

커버드본드 신용등급 사후관리 과정에서는 발행사 신용도 변화와 커버풀이 계약조건에 따라 적절하게 교체되고 관리되고 있는 지를 주로 확인하게 된다. 커버풀은 발행사 또는 감시인이 주기적으로 작성하는 보고서 자료를 기초로 검토작업이 수행된다. 이외에도 발행구조 및 계약조건 상 변경사항 등에 대하여도 추가적으로 확인이 이루어진다.

사후관리 과정에서는 커버드본드 신용도에 유의미한 변화를 초래할 것으로 예상되는 변동이나 환경변화가 수반되는 경우를 제외하고는 커버풀에 대한 별도의 스트레스 분석이나 Notching Up 수준에 대한 추가적인 검토작업은 생략된다. 따라서 본평가 과정에서 일반적으로 이루어지는 Historical Performance Data, 발행사의 영업정책 등에 대한 검토 역시 대부분 이루어지지 않는다.

유 의 사 항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 구조화금융 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성, 조세 및 법 제도 변경 등의 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.
당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이센서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이센서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사

유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 재포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.