

신용카드 유동화 평가방법론(2018-1)

2018.08

정승재 연구위원 +02.787.2239
sjjeong@kisrating.com

김홍미 실장 +02.787.2343
hmkim@kisrating.com

Summary

본 평가방법론은 당사가 신용카드 기초 유동화를 평가함에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가요소들을 추출하고, 신용카드 유동화 신용등급 결정에 이들 요소들에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는 지 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 자산보유자(Originator), 투자자 및 기타 이해관계자들에게 신용카드 유동화의 상환능력에 영향을 주는 여러 가지 요소들과 이에 대한 평가방법, 당사의 신용카드 유동화 신용등급 결정 방식을 설명하고 그들의 이해를 돕는 것이다.

신용카드 유동화 평가방법론 중 가장 핵심이 되는 사항은 기초자산에 대한 분석이며, 당사의 신용카드 자산에 대한 분석은 자산보유자에 대한 검토를 시작으로 Historical Performance Data 및 Pool 특성 등에 대한 분석으로 이어진다. 이렇게 획득한 기초자산에 대한 분석결과를 토대로 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름을 추정하며, 동 추정치에 신용등급별 스트레스 시나리오를 적용하여 Cash Flow 분석을 실시한다. 신용보강구조, 선/후순위, 조기상환사유 등 유동화 구조에 대한 분석이 병행되고, 당사는 Cash Flow 및 유동화구조 분석결과를 종합적으로 판단하여 신용등급별 유동화증권의 상환가능성과 신용보강 수준의 적정성을 검토하게 된다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적인 접근방식을 기술하고 있는 것이며, 당사가 실제 부여하는 신용등급에 적용함에 있어 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 개별 거래의 상품 종류별 주요 위험요인을 산출하고 각각의 위험요소에 대해 Base Case 및 스트레스 수준을 산정함에 있어 당사는 자산보유자 또는 중간사 등이 제공하는 Historical Performance Data에 대한 분석결과 등을 기초로 하고 있으며, 자산보유자 과거 실적 자료의 고유한 특성, 개별 상품들의 특징, 신용카드를 포함한 소비자금융시장에 대한 향후 전망 등에 대한 검토 결과에 따라서 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 신용평가 일반론, Structured Finance 신용평가 일반론 및 기타 방법론 등에서 설명하고 있는 평가요소 및 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 변경이 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 신용카드채권을 기초로 하는 유동화 및 이와 유사한 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 신용카드채권을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 신용카드채권이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2018년 1월에 발표된 기존 신용카드 유동화 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 당사는 기초자산의 형식보다는 실질에 초점을 맞춰 평가방법론을 적용하고 있으며, 이에 지금까지는 확정채권 형태의 카드론 등을 기초로 하는 유동화에는 오토론 유동화 평가방법론을 적용해왔다. 그러나 금융기법 및 기술발전 등으로 다양한 형태의 소매채권이 유동화자산에 편입됨에 따라, 당사는 소매채권 유동화 평가방법론을 작성하기로 결정하였

다. 따라서 기존 오토론 유동화 평가방법론이 적용되었던 확정채권 형태의 카드로 등 일부 신용카드채권 기초 유동화에 대하여 앞으로는 소매채권 유동화 평가방법론이 적용될 예정에 있어 관련 내용을 기술하였다.

- 신용카드 유동화에 대한 모니터링 과정을 추가로 기술하였으며, 당사가 모니터링 시 주로 확인하는 요소 및 평가절차 등에 대하여 기술하였다.

I. 신용카드 유동화 개관

1. 신용카드채권의 구분 및 특성

신용카드 유동화는 신용카드사가 회원들에게 지급 결제서비스 및 부대업무로서 대출상품을 제공하고 이후 회원들로부터 지급받을 신용카드채권을 기초로 하는 유동화를 말한다.¹ 신용카드채권은 사용목적 및 상환주기에 따라 신용판매대금채권(일시불채권, 할부채권)과 카드대출채권(현금서비스채권, 카드론)으로 양분되며, 이외에도 결제방식 형태에 따라 리볼빙 결제방식채권 여부로도 구분이 가능하다.

신용카드사가 회원들에게 제공하는 금융상품이라는 면에서 동일하지만, 신용카드 상품종류에 따라 신용위험, 발생형태, 현금흐름 추이 등에서 큰 차이가 나타나고 있다. 예를 들어, 할부채권이 일시불채권에 비해 원금 회수기간이 길 수 밖에 없고, 자금유통 목적의 카드대출채권이 물품대금이나 용역대가를 지불하는 목적의 신용판매대금채권보다 연체, 대손 등의 신용위험이 높다. 이에 유동화 평가과정에서도 이러한 상품종류별 차이를 파악하고 이를 고려한 분석절차가 이루어지고 있다.

[표 1] 신용카드채권 분류

구분	신용판매대금		카드대출	
	일시불	할부	현금서비스	카드론
사용목적	물품구매 / 용역대가		자금유통	
상환주기	전액 일시상환	분할상환	전액 일시상환	분할상환, 거치 후 일시상환 등 선택가능
리볼빙 이용	가능	불가능	불가능	불가능

신용판매대금채권은 신용카드회원이 물품구매대금이나 용역대가를 신용카드로 지불하고 이후 신용카드사가 청구하는 대금을 정해진 기일에 지급하는 형태의 채권이다. 상환주기에 따라 신용판매대금채권은 사용 직후 도래하는 결제일 또는 차기 결제일에 이용대금을 전액 납부하는 일시불채권과 할부기간에 걸쳐 결제대금을 분할하여 납부하는 할부채권으로 나누어진다.

카드대출채권은 신용카드사가 회원들에게 제공하는 신용대출상품으로 상품특징에 따라 현금서비스와 카드론으로 구분된다. 현금서비스는 사전에 정해진 한도 내에서 회원들이 추가적인 신청절차 없이 자유롭게 이용할 수 있는 대출상품인데 반해, 카드론은 신용카드 사용한도와는 별도로 신용카드사가 자금유통이 필요한 회원들에게 제공하는 대출상품으로 별도의 신청 및 승인절차가 수반된다. 또한 현금서비스가 직후 도래하는 결제일 또는 차기 결제일에 이용대금을 전액 납부해야 한

¹ 본 평가방법론은 신용카드채권을 기초자산으로 하여 발행 또는 실행되는 출자증권, 사채, 수익증권, 기타의 유가증권 또는 증서, 대출채권 등에 대한 신용평가에 적용되며, 비록 유동화가 아니더라도 구조화기법이 가미된 금융투자상품에 대한 평가에도 적용할 수 있다. 여기에는 유동화거래와 관련하여 금융기관이 약정하는 신용공여, 유동성공여 등과 관련한 채무(유동화익스포저 등), 유동화회사의 기업신용평가(Issuer Rating)도 포함된다.

다면, 카드는 대출기간이 3~24개월로 장기이고 회원들이 각자의 자금일정에 맞게 원리금 균등 분할, 만기일시상환 등 상환방식을 선택할 수 있다는 특징이 있다.

한편 리볼빙 결제방식채권은 결제방식에 따른 구분형태로, 리볼빙 결제를 선택한 신용카드회원이 미리 약정한 최소결제금액 이상을 결제하면 잔여 결제대금은 다음 결제일로 자동이월되고 이월된 금액에 대해서는 리볼빙수수료가 부과되는 상품이다. 리볼빙 결제는 신용카드 회원이 별도로 신청하고 신용카드사가 승인하는 과정을 거치며, 국내에서는 일시불채권에 한해 리볼빙 결제가 가능하다.²

신규자산 발생 및 회수가 지속적으로 이루어지는 신용카드 특성상 신용카드 유동화에서는 확정된 채권을 대상으로 하는 Static 구조보다는 장기 유동화증권 발행에 용이한 리볼빙 구조가 일반적이며, 이에 본 방법론은 리볼빙 구조의 신용카드 유동화를 중심으로 기술하고 있다. 따라서 카드로 등 확정채권 형태의 신용카드채권을 기초로 한 유동화의 평가 시에는 Pooling된 소비자채권에 대한 위험요인 및 분석적 접근방식을 설명하는 소매채권 유동화 평가방법론 등이 적용될 예정이다.

반면, 기초자산 형식이 신용카드채권이 아니더라도 균질적인 특성을 지닌 소액다수 채권으로 신용카드채권과 유사점이 있으며 본 방법론에서 적용하는 분석기법을 적용하는 것이 보다 적절하다고 판단되는 경우에는 본 평가방법론을 적용할 수 있다.³

2. 신용카드 유동화 발행구조

신용카드 유동화 리볼빙 구조에서는 특정 신용카드회원 계정을 포괄적으로 양도 또는 신탁하는 방식이 주로 사용된다. 이 경우 유동화 대상 카드계정으로부터 현재 발생한 채권뿐 아니라 장래에 발생하는 모든 채권이 기초자산에 포함되는데, 해당 계정에서 발생한 채권은 추가적인 양도절차 없이 발생 즉시 자동적으로 기초자산에 편입된다는 특징이 있다.⁴

리볼빙 유동화에서는 유동화기간이 리볼빙기간, 통제상환기간⁵, 조기상환기간으로 구분된다. 리볼빙기간은 유동화증권의 상환 없이 이자 및 제비용 등만 지출되는 기간으로 자산보유자가 유동화

² 다만, 2012년 11월 이전에 리볼빙 잔액을 보유하고 있는 이용자에 한해 기존 약정 조건대로 현금서비스채권에 대한 리볼빙 결제가 가능하다.

³ 마찬가지로 기초자산이 신용카드채권이더라도 소액 다수의 채권이 아니라 소수의 채무자로 구성되어 있는 경우라면 본 평가방법론보다는 CDO, 매출채권 또는 장래채권 유동화 평가방법론이 적용될 수 있다. 그리고 신용카드가맹점이 신용카드 사로부터 지급받을 신용카드 매출채권의 경우에도 CDO 평가방법론 또는 매출채권 유동화 평가방법론이 적절하며, 개별 평가 건에 적용할 방법론은 유동화구조 및 기초자산의 특성 등에 대한 검토결과를 기초로 개별 평가위원회에서 결정된다.

⁴ 유동교체 방식의 리볼빙에서는 자산보유자가 기초자산을 추가 또는 교체하고자 하는 경우 별도의 양도절차가 수반되어야 하므로 기초자산의 교체 빈도가 낮을 수 밖에 없고, 결과적으로 기초자산의 변동가능성 역시 포괄양도 방식의 리볼빙에 비해 크지 않다. 따라서 유동화에 내재된 위험요소 및 분석방식에 있어 유동교체 방식 리볼빙은 소매채권 유동화 평가방법론을 적용하는 것이 적절할 수 있다.

⁵ 본 고에서는 통제적립기간을 포함한 개념으로 통제상환기간 용어를 사용하고자 한다.

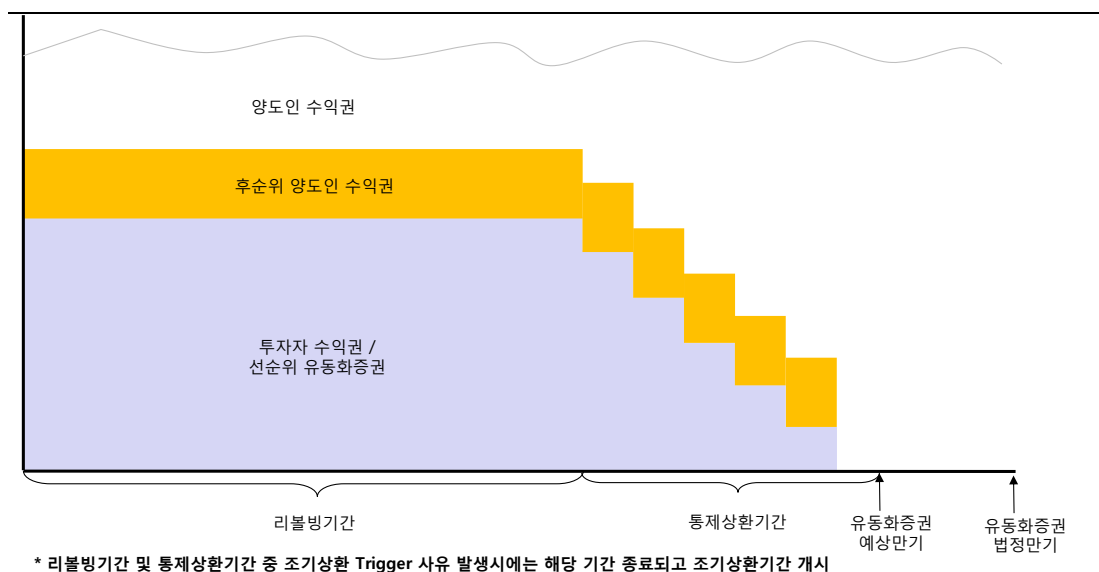
신용카드 유동화 평가방법론

증권 발행을 통한 자금조달의 수혜를 입는 실질적인 기간에 해당한다. 그리고 기초자산 발생 및 회수가 원활하게 이루어지는 등 일련의 조건을 충족한다는 전제하에, 리볼빙기간의 회수액 대부분이 자산보유자에게 지급된다.

통제상환기간은 기초자산 회수액 중 특정금액(Controlled Amount)을 일정기간 동안 적립한 뒤 동적립금원을 기초로 유동화증권을 분할 상환하는 기간이다. 적립기간 동안 기초자산 회수액이 적립요구액을 초과하면, 초과 회수액은 리볼빙기간에서와 마찬가지로 기초자산 발생 및 회수가 원활하게 이루어지는 등 일련의 조건을 충족한다는 전제 하에 자산보유자에게 지급된다.

통제상환기간 대신 통제적립기간을 설정하는 구조도 있는데, 통제상환기간과 통제적립기간은 특정금액을 적립한다는 면에서 서로 동일하다. 그러나 통제상환기간에는 적립액을 기초로 유동화증권이 상환되면서 잔여 유동화증권 액면금액이 계속 줄어드는데 반해, 통제적립기간에는 적립금원이 SPC 또는 신탁 내 별도계좌에 유보한 후 만기시점에 이르러 유동화증권 상환이 일시에 이루어진다는 점에서 차이가 있다. 통제상환기간이 포함되면 Idle Money가 줄어든다는 장점이 있으나, 적립기간이 짧으면 기초자산 회수액으로 적립필요액을 확보하지 못할 위험이 존재하므로 외부신용보장기관을 수반하거나 유동화증권에 Call Option을 부여하는 등의 방식의 보장장치가 수반되는 게 일반적이다.

[그림 1] 리볼빙방식 유동화의 상환구조



주) 본 상환구조는 포괄양도 방식의 통상적인 리볼빙 유동화를 가정하여 예시한 것에 불과하며, 기초자산 특성 및 유동화 구조 등에 따라서는 다른 형태의 발행구조 및 상환이 구현될 수 있다.

조기상환기간은 기초자산 Performance 저하, 자산보유자의 사업안정성 하락 등으로 인해 유동화증권 상환가능성이 하락하는 것을 사전적으로 방지하기 위해 설정된 보장장치이다. 조기상환기간은 조기상환 Trigger가 발생하는 경우 개시되며, 기존 리볼빙기간 및 통제상환기간은 자동적으로

종료된다. 조기상환기간이 개시된 이후 회수된 금원은 유동화증권 원리금 상환 및 제비용 지급에 우선적으로 사용되며, 유동화증권은 Pass-through 상환형태로 전환된다. 조기상환 Trigger 사유는 일반적으로 Pool Balance, 초과수익률, 원금회수율 등의 기초자산 Performance 지표와 자산보유자 신용등급 하락 등이 포함된다.

한편 신용카드 유동화증권 만기는 예상만기(Expected Maturity)와 법정만기(Legal Maturity)라는 두 가지 개념이 상존하는 게 일반적이다. 예상만기는 기초자산 Performance가 정상적으로 이루어졌을 때 유동화증권의 상환이 가능할 것으로 예상되는 시점이며, 법정만기는 예상만기 대비 추가기간(Tail Period)이 포함된 개념으로 스트레스 상황 하에서도 유동화증권 상환이 가능할 것으로 예상되는 시점으로 설정된다. 예상만기 시점에는 Call Option 등을 부여하여 유동화증권의 조기상환이 가능하도록 구조화하고 있으며, 예상만기 시점에 유동화증권을 상환하지 못하더라도 법정만기 시점까지만 상환이 이루어지면 부도가 발생하지 않은 것으로 간주된다. 따라서 예상만기에서 법정만기 사이에 회수된 기초자산 재원이 유동화증권의 추가적인 상환재원으로 활용할 수 있으므로, 이분화된 만기개념은 신용카드 유동화증권의 상환가능성을 제고한다.

II. 주요 위험요인

신용카드 유동화 평가 시 고려하는 주요 위험요인으로는 유동화자산 위험, 유동화구조 위험, 참여기관 위험, 혼장 및 대체자산관리자 위험 등이 있다. 동 위험요인들은 일반적인 신용카드 유동화를 가정하여 기술한 것으로, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 유동화자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 위험 요인들이 추가될 수 있다. 또한 외부신용보장을 통해 유동화증권 상환재원이 전액 충당되는 구조에서는 유동화자산 위험분석이 생략될 수 있는 등 여기에 언급된 모든 위험요소가 평가과정에 고려되지 않을 수도 있다.

1) 유동화자산 위험

신용카드 유동화자산과 관련한 위험요인은 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 변수들로 파악되는데, 포괄양도 방식의 리볼빙 구조에서는 이러한 변수들에 신용위험 뿐 아니라 기초자산의 발생 및 회수형태와 연계된 Performance 지표 등이 포함된다.

신용위험은 카드회원들의 연체, 대손 등으로 유동화자산의 상황이 지연되거나 궁극적으로 상환되지 못할 위험을 말한다. 유동화자산의 유동성위험은 넓은 의미로 신용위험 이외의 요인으로 인해 유동화증권이 상환 가능한 수준으로 유동화자산 현금흐름이 발생하지 않을 위험을 말한다. 그리고 유동성위험에 영향을 줄 수 있는 요소들로는 원금회수율(Principal Payment Rate), 자산발생률(Purchase Rate), 초과수익률(Excess Spread), 희석화율(Dilution Rate) 등의 변수들이 포함된다.

예를 들어, 대손율이 높지 않더라도 원금회수율이 낮아져 기초자산 현금흐름이 예상보다 장기에 걸쳐 유입되면, 기초자산이 충분하더라도 유동화증권 원리금 상환재원이 일시적으로 부족할 수 있다. 마찬가지로 신규채권 발생이 원활하게 이루어져 자산발생률이 양호하다면, 기초자산 확대로 초과담보가 증가하고 유동화증권 상환가능성이 제고되는 효과가 발생한다.

신용카드 유동화자산의 신용위험 및 유동성위험을 파악하기 위해 주요 고려되는 요소는 자산보유자의 Historical Performance Data, 자산보유자의 Underwriting Practice 및 채권관리시스템, 채권별 특성 및 거시경제변수 등을 들 수 있다. 그리고 신용카드 자산의 위험요소는 일시불채권, 할부채권, 현금서비스채권, 리볼빙 결제방식채권 등 상품유형에 따라 차별적이므로, 각 상품유형별 구성비율 및 특징 등을 감안하여 검토하는 작업이 이루어진다.

대손율(Charge-off Rate)

대손율은 유동화자산 잔액 대비 대손으로 간주된 채권의 비율로, 잔존 유동화자산의 궁극적인 상환가능성 즉 신용위험과 연계된다. 대손금액은 일반적으로 6개월 이상 연체되거나 채무자에게 Credit Event가 발생한 채권을 기준으로 산정되며, 대개의 경우 대손채권의 매각 등을 통한 회수 금액은 고려하지 않는다. 다만, 유동화기간 내 부실채권의 회수가능성이 높고, 과거 회수 데이터

등의 확보가 가능한 경우에는 채권매각 등을 통한 회수금액을 대손율에 반영할 수 있다.

대손율은 실업률 등 거시 경제상의 요인, 자산보유자의 영업 및 채권추심 정책뿐 아니라 신용카드 자산의 상품유형별 구성비 및 카드회원들의 가입기간 등 유동화자산 Pool 특성 등에도 영향을 받을 수 있다. 신용카드채권 유형별로 살펴보면, 일반적으로 신용판매대금채권이 카드대출채권보다 그리고 일시불채권이 할부채권보다 대손율이 낮은 특성을 보인다.

원금회수율(Principal Payment Rate) 및 자산발생률(Purchase Rate)

원금회수율은 기초자산잔액 중 직후 월에 회수된 원금의 비율로, 유동화증권의 적시상환가능성과 연계된다. 유동화증권을 상환하기에 충분한 기초자산 상환재원을 확보하고 있더라도 원금회수율이 낮아질 경우 유동화증권의 만기까지 기초자산이 회수되지 않을 수 있기 때문이다.

원금회수율에 영향을 주는 대표적인 요인은 유동화자산의 구성비, 연체율 수준, 자산보유자의 영업환경 등이 있으며, 특히 기초자산의 구성비가 큰 영향을 미친다. 기초자산 중 일시불채권 비중이 높을수록 원금회수율은 높아지며, 결제기간이 상대적으로 긴 할부채권 및 리볼빙 결제방식 채권의 비중이 높을수록 원금회수율은 낮아진다.

자산발생률은 기초자산잔액 대비 직후 월에 신규 생성된 채권의 비율로, 기초자산의 신용보강 수준을 판단하는데 있어 주요한 지표이다. 신규로 생성된 기초자산은 유동화증권의 상환재원으로 활용될 수 있으며, 기초자산이 신규로 생성되지 않으면 기 발생한 기초자산 채권잔액에만 기초해 유동화증권의 상환이 이루어져야 한다.

리볼빙 구조에서는 통제상환기간의 유동화자산 규모(Pool Balance)가 유동화증권의 상환능력에 절대적인 영향을 미치는데, 유동화자산 규모는 원금회수율과 자산발생률의 상관관계에 크게 영향을 받는다. 원금회수율 대비 자산발생률이 100% 수준을 유지할 경우 유동화자산의 규모가 일정하게 유지되는 반면, 신규 발생자산을 초과하여 원금이 회수되거나 대손으로 감소되는 자산이 많아지는 등 자산발생률이 원금회수율보다 낮아지면 유동화자산의 규모가 감소하게 된다.

초과수익률(Excess Spread)

초과수익률은 포트폴리오 수익률에서 기본비용률을 차감하여 계산되며, 리볼빙기간 및 통제상환기간 동안 SPC의 현금흐름 부족 가능성을 측정하기 위한 지표이다. 포트폴리오 수익률은 유동화자산에서 회수되는 금원 중 원금회수액을 제외한 모든 금원(수수료회수액)을 유동화자산의 기초잔액으로 나눈 비율을 의미한다. 그리고 기본비용률은 포트폴리오 수익률과 대비되는 개념으로 유동화제비용, 유동화증권 이자 등 기본비용을 유동화자산의 기초잔액으로 나눈 비율이다.

정상적인 상황에서는 초과수익률이 (+)를 기록하여, 기초자산 이자 등의 현금유입액을 기초로 유동화증권의 이자 및 제비용을 충당하는 것이 일반적이다. 그러나 기초자산의 연체/대손 등으로 인해 현금유입이 감소하거나 유동화증권 이자율이 상승하면 초과수익률이 (-)를 기록할 수 있다.

희석화율(Dilution Rate)

Dilution은 카드이용자의 매출 취소, 할부계약 등의 해지, 신용카드의 분실·도난 등으로 인해 채권이 무효화된 경우를 말하며, 희석화율이 증가하면 기발생 채권의 예정 현금흐름이 감소된다.

이외에도 채무자가 자산보유자에게 가입한 예금 또는 카드포인트로 결제대금을 상계할 것을 요구할 수 있는데, 국내 신용카드사는 대부분 예금을 수취하지 않는 여신전문금융사이므로 예금을 통한 상계위험은 크지 않다. 그러나 국내 신용카드사 대부분이 카드사용금액 등에 기초하여 카드포인트를 부여하고 있다는 점에서, 카드포인트와의 상계를 통한 Dilution Risk는 일정부분 발생할 수 있다.

2) 유동화구조 위험

유동화증권의 발행 및 상환조건, 통제상환 및 조기상환 Trigger, 신용보강 수준 및 신용보강 형태 등 유동화구조상 특징은 유동화증권의 상환가능성에 영향을 미친다. 예를 들어, 유동화증권의 법정만기에 기반한 Tail Period는 유동화구조상 중요한 검토요소이다. 통제상환기간 또는 조기상환기간 개시시점부터 법정만기까지 기간이 짧으면, 기초자산 규모는 충분하더라도 해당기간 내 기초자산 회수총량이 줄어들면서 유동성위험에 직면할 수 있다. 그리고 리볼빙 유동화 특성상 유동화자산의 질을 사전적으로 통제하기 위한 다양한 보강장치가 활용되는데, 이러한 통제장치의 내용 및 수준에 따라 유동화자산의 구성 및 질적 특성이 달라질 수 있고 최종적으로 유동화증권 상환가능성에도 차이가 발생할 수 있다.

3) 참여기관 위험

유동화에는 업무수탁자 및 자산관리자, 신용공여기관 및 유동화증권 매입보장기관, 스왑거래기관 등 다양한 기관의 참여가 이루어진다. 신용공여기관 및 유동화증권 매입보장기관은 유동화증권에 대한 외부신용보강 및 유동성보강을 제공하고, 스왑거래기관은 유동화자산과 유동화증권 간의 통화가 다르거나 금리가 상이한 경우 관련 위험을 통제하는 역할을 수행한다. 유동화 참여기관의 역할수행능력에 대해서는 수행하는 역할의 범위 및 난이도, 참여자의 신용도 등을 종합적으로 반영하여 판단하며, 유사시 참여자 교체절차 등에 대한 검토도 이루어진다.

4) 혼장 및 대체자산관리자 위험

혼장위험은 유동화자산으로부터 회수되는 금원이 SPC 자산관리계좌 또는 신탁 수탁자의 신탁추심계좌로 직접 입금되지 않고 자산보유자 명의의 계좌로 입금되어 자산보유자의 고유자산과 혼장될 위험을 말한다. 신용카드회원들은 카드대금 결제 시 무통장입금, 지로결제, 자동이체 등의 방식을 이용하는데, 회원들의 자금상환 방식에 따라 혼장위험의 정도가 차별화된다.

자동이체나 금융결제원의 자금관리서비스(CMS)를 이용할 경우에는 채무자의 상환대금을 SPC 또

는 신탁계좌로 직접적으로 이전할 수 있으므로 혼장위험이 상당부분 통제된다고 볼 수 있다. 반면, 무통장입금, 지로결제의 경우에는 SPC 또는 수탁자 계좌로 계좌변경이 이루어지지 않을 경우 혼장위험이 존재할 수 있다. 이에 대해서는 자산보유자 전산시스템의 이관 절차, 자산보유자의 Credit Event 발생 이후 약정된 대체자산관리자 선임 절차, 선임된 대체자산관리자의 역할 등을 감안하여 혼장위험에 대한 평가가 이루어진다.

대체자산관리자는 자산보유자의 Credit Event 발생시 자산보유자를 대신하여 유동화자산을 관리한다. 또한, 대체자산관리자는 채무자, 자동이체 은행, 금융결제원 등에 대하여 자산보유자의 변제 수령권한 소멸, SPC 자산관리계좌로의 직접 입금 등을 통지하고, 유동화자산의 보전, 회수 및 관리업무에 필요한 전산시스템을 구축하는 역할을 수행한다.

III. 주요 평가 요소

신용카드 유동화자산은 자산보유자의 상품유형별로 유사한 특성이 내재되어 있고 소액다수의 채권으로 균질한 특성을 공유한다는 점에서, 자산보유자의 상품유형별 과거 Historical Data 분석 등을 통해 유동화자산의 향후 Performance를 추정할 수 있다.

신용카드 유동화자산에 대한 분석과정은 자산보유자에 대한 검토를 시작으로 Historical Data 및 Pool 특성을 분석하는 일련의 과정을 거친다. 여기에 추가적으로 초과담보, 유보금, 조기상환 Trigger 등 유동화구조에 대한 분석이 병행되는데, 이는 유동화구조에 대한 검토결과에 따라 기초자산 신용도에 대한 분석여부 및 평가방법 등이 달라질 수 있기 때문이다.⁶

유동화자산 변동위험이 내재된 리볼빙 유동화 특성상 신용카드 유동화에서는 기초자산 Performance 저하를 사전적으로 통제하고 유동화증권 상환가능성을 제고하기 위한 다양한 구조적 장치가 활용되고 있다. 따라서 자산보유자가 동일하더라도 이러한 구조적 장치의 수준 및 내용에 따라 기초자산 구성 및 질적 특성 등에 차이가 발생할 수 있는 만큼, 유동화자산에 대한 분석 과정에는 구조적 차이로 인한 차별화 가능성을 파악하고 이를 추가적으로 반영하는 작업이 이루어진다.

1. 자산보유자

리볼빙 유동화의 전제 조건인 기초자산의 발생 및 회수가 지속되기 위해서는 자산보유자가 안정적으로 영업활동을 영위하는 것이 필요하다. 따라서 자산보유자에 대한 분석과정에는 자산보유자가 영업활동을 안정적으로 유지할 수 있는 지를 가늠하게 되며, 이를 위해 보통 자산보유자의 신용도, 시장지위, 계열회사와 연계된 평판 등에 대한 검토가 이루어진다.

그리고 자산보유자의 회원관리 및 영업정책, 채권회수시스템, 회원특징 등에 대한 검토도 이루어지는데, 이는 자산보유자의 심사기준 및 채권관리시스템 등에 따라 기초자산의 회수실적에 차이가 발생할 수 있기 때문이다. 신용카드사는 신용등급, 연체이력, 소득, 직업 등 회원들의 신용자료를 토대로 카드발급 여부, 사용한도, 이자율 등을 결정하고 있다. 자산보유자의 심사기준에 따라 회원들의 신용도가 일차적으로 검증되는데, 카드발급 이후에도 회원들에 대한 신용관리가 지속되며 회원 신용도 변화에 따라 사용한도 및 이자율 등을 조정하고 신용사건이 발생한 회원들에 대해서는 카드사용을 제한하고 있다. 채권관리 측면에서도 자산보유자별로 연체자산에 대한 회수기준, Outsourcing을 포함한 추심조직, 대손상각 및 채무재조정 정책 등을 가지고 있으며, 이러한 채권관리 시스템 차이는 유동화자산의 회수실적에도 영향을 미칠 수 있다.

⁶ 외부기관이 제공하는 신용보강 금융으로도 유동화증권 상환재원 확보가 가능한 것으로 판단되면, 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics 등 기초자산에 대한 분석 및 스트레스 시나리오 분석이 생략될 수 있다. 이 경우 Cash Flow 분석을 통해 외부신용보강 금융이 유동화증권 원리금 상환에 충분한 지와 더불어 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합한 지 여부를 중점적으로 검토하고 분석하게 된다.

자산보유자에 대한 검토과정은 자산보유자가 영업활동을 안정적으로 유지할 수 있는지와 더불어 카드발급 및 심사기준, 회원관리 및 채권회수시스템 등 영업정책 전반에 대한 분석이 주를 이루게 된다. 그리고 이러한 자산보유자에 대한 검토는 면담 또는 공시자료 분석 등의 과정을 통해 이루어진다.

자산보유자에 대한 면담은 일반적으로 자산보유자가 최초로 유동화증권을 발행하는 경우에 집중적으로 이루어진다. 이후 동일 자산보유자가 유동화증권을 지속적으로 발행하는 경우에는 자산보유자에 대한 분석 절차가 생략될 수 있다. 그러나 Historical Data 분석결과 기존 추세와 현저하게 다른 Performance가 나타났고, 이러한 변화가 자산보유자의 영업정책 변경에 기인하였다고 판단되는 경우 등에는 자산보유자에 대한 재검토가 이루어질 수 있다.

한편, 자산보유자가 인수합병, 자산매각 등을 통해 다른 신용카드사의 회원들을 양수하여 유동화증권을 발행하는 경우에는 실제 카드발급을 진행한 신용카드사의 영업정책 등을 파악하는 데 어려움이 따를 수 있다. 이런 경우에는 사업지위 및 회원특성이 유사한 다른 자산보유자의 심사기준 및 채권관리 시스템을 참고하여 분석할 수 있다. 다만, 신용카드업권 내 동일한 사업을 영위하고 있더라도 자산보유자별로 영업정책에는 나름의 특수성이 존재할 수 있으므로, 최종적인 분석과정에서는 이러한 차이점을 감안한다.

2. Historical Data

Historical Data 검토는 유동화자산의 모집단인 자산보유자의 과거 자산 Performance를 분석하는 과정으로, 대손율(Charge-off Rate), 포트폴리오 수익률(Portfolio Yield), 원금회수율(Principal Payment Rate), 자산발생률(Purchase Rate) 등 주요 위험요인에 대한 검토에 활용된다. 이러한 Data 검토는 유동화자산의 위험요인별 Base Case와 스트레스 수준을 결정하는 데 중요한 참고자료가 된다.

신용카드 유동화에서는 Vintage Data를 기초로 자산 Performance를 관측하는 Static Pool Data 보다는 월별로 과거 자산 Performance를 관측하는 Dynamic Pool Data 분석이 주로 이루어진다. 이는 포괄양도 방식의 리볼빙 구조상 유동화대상 계정에서 발생하였거나 장래 발생하는 모든 채권이 기초자산에 편입되는 등 유동화기간 중 자산의 추가 및 교체가 반복적으로 지속된다는 점에서, 신용카드 유동화자산 Performance 추이가 Dynamic Pool Data와 유사할 것으로 예상되기 때문이다.

Dynamic Pool Data는 자산보유자가 일관된 영업정책 아래 영업활동을 지속해왔다면 분석결과가 유용할 수 있겠지만, 자산보유자의 회원정책 및 심사기준 변화, 규제환경 등으로 인해 전체 자산 규모가 큰 폭으로 증가하거나 감소하였다면 Performance가 왜곡될 수 있다. 이에 Dynamic Data 분석 시에는 전체 자산규모에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 파악하고 이를 검토결과에 반영하는 작업이 필요하다.

Vintage Pool Data는 각 Vintage별로 계정집단을 구분하고 시계열에 따른 Performance를 관찰하는 Data 분석방식으로, 신규회원 확대에 따른 자산규모 증가효과를 제거하고 자산보유자의 영업 전략 변화, 거시경제 변수 등의 효과를 유추하기에 활용가능성이 높다. 충분한 Vintage Data 확보를 통해 Data 분석의 유용성이 크다고 판단되는 경우, Dynamic Pool Data와 연계하여 유동화자산의 Performance를 추정하고 스트레스 수준을 결정할 때 보조자료로 참고되기도 한다.

국내 신용카드 유동화에서는 회수율 관련 Data가 충분하지 않아 일반적으로 회수율을 측정하지 않고 있다. 그러나 연체자산 매각, 주심 등을 통해 회수가 안정적으로 이루어지고 있고 회수액 추이를 추정할 수 있는 충분한 Historical Data가 제공되어 있다면 회수율을 측정하고 이를 추정하는 작업이 추가적으로 이루어질 수 있다. 또한 연체자산 매각 또는 보전절차 등이 사전적으로 설정되어 있고 이를 통한 회수율 추정이 가능하다고 판단되는 경우 등에도 계약내용 및 구조에 대한 분석을 통해 회수율을 추정하고 이를 평가에 반영할 수 있다.

자산보유자가 새롭게 신용카드업에 진출하였거나 자산을 외부로부터 양수한 경우 등으로 인해 Historical Data 작성기간이 짧게 되면 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데에 제약이 따른다. 이런 경우에는 자산보유자 자료를 통해 도출한 정보 뿐 아니라 유사한 상품을 취급하는 다른 자산보유자의 정보를 참고하여 분석과정에 활용하고 있다. 그러나 Historical Data에는 자산보유자의 고유한 영업/채권관리 시스템 특성이 내재되어 있으므로, 이러한 자산보유자의 개별 차이점 및 특성을 Historical Data 자료 분석 시 추가적으로 반영하고 있다.

자산보유자의 Historical Data가 충분하더라도 유사한 다른 자산보유자의 정보를 분석과정에 참고하기도 한다. 유사한 업태의 여러 자산보유자의 Historical Data를 비교하게 되면 Performance 추이가 자산보유자의 고유한 영업전략에 따른 효과인지 업계 전반에 영향을 미치는 거시경제 변수나 규제환경 등에 따른 것인지를 대략적으로 파악할 수 있으므로, 이를 토대로 유동화자산 Performance에 대한 보다 정교한 추정이 가능하기 때문이다.

그리고 기발행 유동화에 대한 Monitoring Data 역시 기초자산 실제 Performance가 예측한 수준 내에 있는 지를 파악할 수 있게 하여, 신용등급의 변경 여부를 검토할 때 뿐 아니라 자산보유자의 추가적인 유동화 시에도 기초자산에 대한 중요한 검토 자료로 활용될 수 있다.

한편, Historical Data 분석 시에는 분석결과를 왜곡할 수 있는 자산보유자의 Data 분류기준, 영업/채권관리정책 변화 등의 요인을 파악하고 이를 조정하는 작업이 필요할 수 있다.⁷ 예를 들어, Data 분석결과 대손율이 증가하였으나 그 배경에 자산보유자의 대손상각 기준 변화가 있다고 파악된다면 해당 내용을 감안한 검토작업이 이루어진다.

⁷ 예를 들어, 자산보유자가 3 개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우에는 6 개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우보다 Historical Data 상 대손인정금액이 커질 수 있다. 이런 경우 유동화자산 특성 등을 고려하여 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance 를 참고하여 조정하는 작업이 수반될 수 있다.

3. Pool Characteristics

유동화 Pool Characteristics 분석은 유동화대상 계정회원들의 신용평점, 계정잔액, 사용한도 및 한도소진율, 카드사용기간 등 유동화자산 Pool의 질적 특성을 검토하는 과정이다. Pool Characteristics 검토를 통해 Historical Performance 분석의 신뢰성을 높일 수 있으며, 자산보유자의 Historical Data 자산군과 유동화자산간 특성 차이로 인한 영향을 유동화자산의 예상 Performance 등에 조정 반영할 수 있다.

자산보유자가 제공한 Historical Performance 자료에 포함된 과거 자산의 평균적인 특성과 유동화자산의 Pool 특성이 유사한 경우에는 Historical Performance 분석에 기반한 유동화자산의 Performance 추정의 신뢰도가 높아질 수 있다.

그러나 Historical Performance는 자산보유자가 실행한 신용카드채권 전체에 대한 평균적인 Performance 실적이므로, 만약 유동화 Pool이 자산보유자의 자산군 내에서 한정된 특성을 지닌 자산으로만 구성된 경우에는 Pool Performance가 자산보유자의 평균적인 Performance와는 차이가 나타날 수 있다. 따라서 유동화 Pool을 자산보유자의 동일 자산군 내에서 한정된 특성을 보유한 자산으로 선별적으로 구성하는 경우에는 Pool 특성에 대한 분석이 상대적으로 중요할 수 있다.

[표 2] 유동화자산의 주요 적격기준 예시

카드계정	• 유동화자산 확정일 6개월 이전에 개설되어, 유동화자산 확정일 현재 현존하는 계정일 것 • 카드계정의 내부신용평점이 정해진 점수 이상일 것 • 카드계정의 총대출한도가 정해진 금액 이하일 것
채무자	• 연체 또는 지급불능 채무자로 신용정보집중기관이나 공유데이터베이스에 등록되어 있지 않을 것 • 신용회복지원협약에 따른 신용회복지원 대상이 아닐 것 • 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생절차개시의 신청이나 파산신청의 대상이 아닐 것
채권	• 각 채권분류(할부채권, 현금서비스채권, 일시불채권 등)별로 유동화자산 Pool에서 차지하는 비중이 각각 정해진 비율 이내일 것 • 유동화자산 확정일 현재 연체되지 아니한 채권일 것 • 잔여지급기간이 정해진 기간 이내에 도래하는 채권일 것 • 전체 유동화자산에서 차지하는 비중이 정해진 비중을 초과하지 아니한 채권일 것 • 수탁자가 채권에 대해 유효하고 집행 가능한 소유권을 가지며 어떠한 담보권도 설정되어 있지 않을 것
결제방식	• 자동이체 또는 자금관리서비스(CMS) 방식일 것

주) 본 기준은 신용카드 유동화에서 적용되는 적격기준을 일부 열거한 것에 불과하며, 자산보유자, 유동화자산 및 유동화구조 특성에 따라 상이한 기준이 설정될 수 있다.

기초자산 변동위험이 내재된 리볼빙 유동화에서는 기초자산의 질을 사전적으로 통제하기 위한 목적으로 유동화자산에 대해 적격기준을 설정하는 게 일반적이다. 적격기준에는 개별 회원과 연계된

카드사용기간, 연체여부, 사용금액, 결제방식 등이 포함되며, 이외에도 전체 자산군 특성과 관련된 상품유형별 구성비중 등이 설정되기도 한다.

이러한 적격기준은 유동화자산이 최초 구성되고 이후 추가, 교체 등을 통해 유동화자산이 변경되는 과정에서도 자산의 질이 안정적으로 유지하게 하는 역할을 한다. 따라서 적격요건이 엄격할수록, 유동화자산이 양질의 자산으로 구성될 가능성이 높아진다.

4. 유동화구조

리볼빙 유동화에서는 기초자산 변동위험을 통제하기 위한 다양한 장치가 활용되는데, 이러한 통제 장치의 수준 및 내용과 관련한 구조적 특성은 기초자산의 구성 및 Quality에도 직접적으로 영향을 미칠 수 있다.

조기상환 Trigger는 리볼빙 구조에서 기초자산의 규모 및 질적 특성을 사전적으로 통제하기 위해 가장 보편적으로 사용되는 보장장치로, 조기상환 Trigger가 발생하면 리볼빙 및 통제상환기간이 종료되고 조기상환기간이 개시된다. 따라서 자산보유자가 동일하고 유동화자산 Pool 특성이 유사 하더라도, 조기상환 Trigger 조건상 차이로 인해 조기상환기간이 개시될 가능성 자체가 달라지고 이와 더불어 조기상환기간이 개시된 시점에 예상되는 유동화자산의 규모 및 Performance 수준에도 큰 차이가 나타날 수 있다. 이에 조기상환 Trigger에 대한 검토결과에 따라 Base Case 및 스트레스 수준이 달라질 수 있으며, 이외에도 여기에 기술되지 않은 다양한 유동화구조상 특징이 평가과정에 정성적 요소로서 반영될 수 있다.⁸

리볼빙 신용카드 유동화의 조기상환 Trigger에 주로 포함되는 사유는 아래와 같으며, Trigger 조건이 엄격할수록 조기상환이 개시될 가능성이 높아지고 조기상환이 개시되었을 때 예상되는 기초자산의 규모 및 Quality 역시 우수할 것으로 추정된다.

Portfolio Performance-Base Rate Trigger(Yield Trigger)

원금을 제외한 할부수수료, 이자 등 포트폴리오 수익으로는 유동화증권 이자 및 제비용 충당이 어려운 상황이 지속되는 것을 방지하기 위한 장치이며, 일반적으로 포트폴리오 수익률이 (-)가 된 상황이 치유되지 않고 일정기간 동안 지속될 경우 작동되도록 규정된다. 이러한 조기상환 구조에 따라 유동화증권 투자자는 포트폴리오 수익률 하락으로 손실이 누적되기 전에 조기상환을 받을 수 있다.

⁸ 유동화증권의 발행/상환구조, 신용보강 수준 및 형태 등 유동화구조에 대해 다방면의 검토가 이루어지는데, 각각의 검토 요소별로 평가에 반영하는 방식에는 차이가 있을 수 있다. 예를 들어, 조기상환 Trigger 에 대한 검토결과는 기초자산의 Base Case 및 스트레스 수준을 산정하는 참고자료로 주로 활용되며, 그밖에 유동화증권 발행/상환구조, 초과담보, 유보금 적립 등의 구조상 특징은 IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow - 3. Cash Flow 분석항목에서 감안되는 게 일반적이다.

Principal Payment Rate Trigger(PPR Trigger)

PPR은 신용카드업의 패턴, 금융시스템이나 제도적 변화, 회수 Performance 저하 등에 영향을 받을 수 있는데, 유동화자산의 PPR이 일정수준 이하로 하락할 경우 정해진 상환기간 내에 유동화증권의 상환재원이 마련되지 못할 수 있다. 따라서 PPR Trigger는 유동화자산의 유동성위험을 사전적으로 통제하는데 주요한 수단으로 활용된다.

Pool Balance Trigger

PPR과 마찬가지로 유동화자산으로부터 발생하는 현금흐름을 결정하는 변수로서 대개 유동화자산이 최저 수준을 하회할 경우 작동되도록 규정된다. Pool Balance Trigger 수준은 투자자수익권과 후순위 양도인수익권을 합산한 규모 이상으로 설정되며, Trigger를 통해 설정되는 유동화자산의 초과담보는 조기상환기간에 발생가능한 유동성위험과 신용위험을 통제하는 데 있어 주요한 재원으로 활용된다.

Rating Trigger

자산보유자의 신용등급 하락을 조기상환사유로 하는 경우가 많은데, 이는 자산보유자의 신용도가 하락하게 되면 영업활동의 안정성 역시 저하될 여지가 크다고 판단하기 때문이다. 마찬가지로 자산보유자에게 파산, 회생절차 신청 등의 신용사건이 발생하는 경우도 통상적으로 조기상환 사유에 포함된다.

Delinquency Trigger

연체, 대손 등으로 유동화자산이 부실화될 경우 기초자산 회수액이 줄어들게 되므로, 이에 대비하여 연체율 또는 부실채권비율 등이 특정 비율을 초과하는 경우가 조기상환사유로 설정된다.

기타 Trigger

이외에도 신탁계약상의 의무이행, 최저 위탁자 수익권지분의 유지, 신탁재산관리자의 정상적인 영업활동 영위 등 정성적인 요소도 조기상환사유에 포함될 수 있으며, 이를 통해 리볼빙 구조의 안정성을 제고할 수 있다.

IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow

앞서 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics 등에 대한 검토를 통해 유동화자산에 대한 기본적인 분석을 마쳤다면, 여기에 조기상환 Trigger 등 유동화구조에 대한 분석결과를 감안하여 기초자산 현금흐름을 추정하고 스트레스 시나리오를 분석하는 작업이 이루어진다. 그리고 그 다음 단계로 스트레스 시나리오 상황에서도 유동화증권 상황이 가능한지와 신용보강 수준이 적절한지를 검토하는 Cash Flow 분석을 수행하게 된다.

1. Base Case 산정

Base Case는 일반적인 상황에서의 Performance 예측치로서, 기초자산 현금흐름에 영향을 미치는 대손율, 원금회수율, 자산발생률, 포트폴리오 수익률 등을 대상으로 산정된다. Base Case는 현금흐름 추정과 스트레스 시나리오 검토의 기초가 되는 분석지표로, Historical Data 상의 Performance를 기초로 하되 유동화 Pool의 특성, 자산보유자의 영업정책, Historical Data의 최근 추세 및 거시경제 환경, 다른 자산보유자의 Base Case 수준 등 여러 요인들을 종합적으로 반영하는 과정을 거친다.

Base Case는 자산보유자의 고유한 특성을 감안하여 일반적으로 자산보유자별로 산정된다. 그러나 자산보유자의 영업정책, Historical Data 추이 및 거시경제 환경 등이 계속 변화하고 있는 만큼, Base Case 역시 고정된 값이 아니라 이러한 변화에 대응하여 가변적으로 적용되고 있다. 또한 동일한 자산보유자가 실행한 동일한 유형의 자산군이라고 할지라도 Pool 특성, 유동화구조 등에 따라 Base Case가 차별적으로 적용될 수 있다.

Historical Data상 Performance

자산보유자의 Historical Data Performance에 대한 검토를 통해 Historical Data상의 평균적인 Performance를 도출하며, 이는 최종적인 Base Case 산정에 있어 기초 데이터로 활용된다. 만약, 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 있는 경우에는 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data 상 Base Case를 참조할 수 있으며, 이 경우 자산보유자별 영업/자산관리 정책상 차이점을 반영하여 활용한다.

유동화자산 Pool의 특성

회원별 신용평점, 계정잔액, 사용한도 및 한도소진율, 경과기간 등 유동화자산 Pool의 질적 특성에 따라 Base Case가 다르게 산정될 수 있다.

Historical Data 작성시 사용된 자산보유자 Pool 구성과 유동화대상 자산 간에 질적인 면에서 큰 차이가 발생하고, 이로 인해 유동화자산 Pool Performance가 Historical Data Performance와는 다른 양상을 보일 것으로 판단되면 이를 Base Case에 반영할 수 있다. 예를 들어, 유동화대상 카

드회원들의 신용평점이 자산보유자 전체자산 대비 우수하다면, 실제 유동화 Performance는 Historical Data 분석을 통해 도출된 Performance보다 나은 결과를 예상할 수 있다. 또한 회원들의 카드발급 후 경과기간에 따라서도 Performance가 다르게 나타날 수 있는데, 카드발급 후 상당 기간이 경과한 카드계정의 경우에는 Historical Data에 기초한 Performance 대비 보다 안정적인 성과가 추정된다.

이외에도 유동화자산의 질을 사전적으로 통제하는 역할을 하는 유동화자산 적격기준도 Base Case에 영향을 줄 수 있다. 적격기준에는 유동화자산 내 상품유형별 구성비, 회원들의 신용수준 등에 대한 통제가 수반되는데, 적격기준이 엄격하게 설정될수록 보다 우수한 유동화자산 Performance가 예상된다.

자산보유자의 영업 및 자산관리 능력

리볼빙 유동화에서 유동화증권 상환가능성은 자산보유자가 유동화기간 중 안정적으로 영업활동을 지속하느냐에 크게 영향을 받는다. 자산보유자의 Credit Event 발생으로 유동화대상 회원계정 한도가 축소되거나 폐쇄되면, 기초자산의 Performance가 급격하게 저하될 수 있다. 따라서 자산보유자의 신용등급⁹, 카드업권 내 시장지위, 계열회사와 연계된 평판 등에 대한 검토를 통해 자산보유자가 안정적으로 영업활동을 지속시킬 수 있을 지를 파악하게 된다.

그리고 자산보유자는 유동화과정 중 자산관리자로서 유동화자산의 회수 및 추심과 관련하여 일정 역할을 담당하는 게 일반적이고, 유동화자산에 연체가 발생하는 경우나 유동화자산이 사전에 정해진 적격요건을 충족하지 못하는 경우에는 하자담보 책임을 부담하기도 한다. 따라서 자산보유자 Historical Data Performance가 유사하더라도 자산보유자의 영업정책, 채권회수와 추심능력 등에 따라 향후 유동화자산의 Performance에는 차이가 나타날 수 있으며, 리볼빙 유동화 특성상 자산보유자의 영업정책 변화에 따라 기초자산 Performance가 과거 대비 다른 모습을 보일 수도 있다. 이에 평가과정에서는 자산보유자의 영업정책, 심사기준 및 채권관리시스템, 과거 유동화 이력, 유동화구조상 자산보유자 역할 등을 기초로 자산보유자의 영업 및 자산관리 능력을 검토하고 이를 Base Case에 반영한다.

Performance Trend의 변동, 금융당국의 규제 및 거시경제 환경 변화

유동화자산의 Performance는 향후 유동화기간에 발생하는 것이므로 최근의 경제환경에 보다 밀접한 영향을 받는다. Historical Data상 최근 Trend가 과거 Data와 차별화되고, 이러한 Trend가 향후에도 일정기간 지속될 것으로 예상되는 경우에는 최근의 Trend를 보다 반영하여 평가가 이루어질 수 있다.

Historical Performance는 과거 Data에 기초한 예측치이므로, 만약 유동화자산의 Performance에 영향을 미칠 수 있는 거시경제 환경이 변화하고 있다면 이러한 변화에 대해서는 Historical Data

⁹ 당사가 자산보유자에게 부여한 유효신용등급 뿐 아니라 국내 타 신용평가사 및 해외 신용평가사가 부여한 신용등급을 참조할 수 있다.

를 통해 파악하기에는 어려움이 따른다. 따라서 Performance Trend 상으로 큰 변동추세가 나타나지 않았다 하더라도, 향후 거시경제 환경이 과거와 상이할 것으로 예측되는 경우에는 이러한 환경요인 또한 Base Case 산정에 반영될 수 있다.

또한 신용카드사에 대한 금융당국의 규제환경 또한 자산보유자의 영업 및 관리정책에 영향을 미칠 수 있으므로, 신용카드사에 대한 규제 및 감독기준 등에 대한 검토결과도 Base Case에 영향을 미칠 수 있다.

유동화 관련 자료의 범위 및 유동화 이력

자산보유자의 Historical Data 작성기간이 짧아 Historical Data Performance 분석에 제약이 있거나 자산보유자에 대한 검토절차가 제한적으로 이루어진 경우 등에는 유동화자산의 향후 Performance에 대한 예측가능성이 떨어질 수 있으므로, 상대적으로 보수적인 평가가 이루어질 수 있다. 그러나 이후 유동화 이력의 축적, 사후관리 자료에 대한 모니터링 등을 통해 유동화자산 Performance에 대한 신뢰성이 높아지게 되면 이러한 분석 결과가 Base Case에 반영될 수 있다.

2. 스트레스 시나리오

Base Case는 일반적인 상황에서의 유동화자산 Performance에 대한 예측치에 불과하므로, 실제 유동화자산의 Performance는 Base Case를 통해 산출한 수치와는 차이가 발생할 수 있다. 예를 들어 경제호황기에는 대손율 등의 유동화자산의 Performance가 Base Case보다 낮게 도출될 수 있는 반면, 실업률이 증가하고 신용경색이 확대되는 불황기에는 반대로 유동화자산의 Performance가 Base Case에 비해 안 좋게 나타날 가능성이 높다. 또한 유동화기간 중 자산보유자 Credit Event 발생으로 유동화대상 카드계정 한도가 축소되거나 폐쇄되면, Base Case와는 달리 기초자산 Performance가 급격하게 악화될 것이다. 이에 신용평가 과정에서는 유동화자산의 Performance가 Base Case를 통해 도출한 결과보다 악화될 수 있는 스트레스 상황을 가정하고 이를 반영한 시나리오 분석을 실시한다.

스트레스 시나리오 분석에서는 기초자산 현금흐름에 영향을 미치는 주요 지표들에 대한 Base Case에 신용등급별 스트레스 상황을 적용하는 방식이 사용된다. 아래 [표3]은 스트레스 시나리오 분석시 적용되는 AAA 스트레스 상황에서의 예시이다. 신용등급이 높을수록 보수적인 스트레스 상황을 가정하게 되므로, AAA 보다 낮은 신용등급의 유동화증권에 대한 분석 시에는 아래에 예시된 가정에 비해 완화된 수준의 스트레스가 적용된다. 그리고 통제상황기간이 개시되는 시점에 조기상환 Trigger가 발생한다고 가정하고 스트레스 시나리오 분석을 실시하는 게 일반적인데, 이는 해당 시점이 유동화증권 분할상황이 이루어지지 않은 가운데 유동화증권 상환을 위한 잔여만기가 가장 짧아, 가장 보수적인 시나리오 상황이기 때문이다.

[표 3] 스트레스 시나리오 예시

변수	AAA 스트레스 시나리오
대손율	Base case 대비 4~5배까지 점진적 상승
원금회수율	Base Case의 65%~55% 수준으로 하락 후 유지
자산발생률	자산보유자의 신용도 등 고려하여 일부 인정 또는 자산미발생 가정
포트폴리오 수익률	Base Case의 65%~55% 수준으로 하락 후 유지

주) 본표는 스트레스 시나리오에 대한 예시로서 실제 분석시에는 Historical Data 상의 특성, 유동화구조의 특징(예: 채권관리 능력, 자산 적격기준 등), 자산보유자의 신용도 및 영업안정성, Base Case 절대수준 등에 따라 스트레스 수준을 조정하여 적용함.

스트레스 시나리오 상 주요 Performance 변수는 대손율, 원금회수율, 자산발생률, 포트폴리오 수익률 등이며, 이 밖에도 기초자산 특성 및 유동화구조 등에 따라서 다른 변수가 추가되어 스트레스 상황이 가정될 수 있다.

자산보유자 신용등급, 유동화 Pool 특성, Historical Data 분석결과, 유동화구조 등을 감안하여 스트레스 시나리오 수준은 상기 [표3]과 다르게 적용될 수 있고 조기상환기간이 개시되는 시점 역시 달리 판단할 수 있다. 자산보유자 신용도가 우수할수록 영업안정성이 높다는 점에서, 조기상환 Trigger 발생으로 스트레스 상황이 전개될 가능성 자체가 낮다. 따라서 신용도가 낮은 자산보유자의 유동화 건과 동일한 스트레스 수준을 부과하게 되면, 자산보유자의 신용도가 우수할수록 오히려 유동화자산 관련 위험이 과대 평가될 수 있다. 마찬가지로 조기상환 Trigger가 엄격하게 설정된 경우라면 스트레스 시나리오는 완화된 수준이 적용될 수 있는데, 이는 보다 이른 시점에 조기상환기간이 개시되면서 결과적으로 조기상환기간 개시시점부터 유동화증권 만기까지 기간이 늘어나기 때문이다. 기초자산 회수기간 확대로 유동화증권 상환가능성이 증가할 뿐 아니라 이와 별도로 기초자산 Performance 저하가 본격적으로 나타나기 전에 조기상환기간이 개시된다는 점에서 기초자산의 질적 저하 폭 역시 크지 않을 수 있다.

Base Case의 절대적인 수준에 따라서도 스트레스 강도는 달리 적용될 수 있다. 예를 들어, 정상적인 상황에서 대손율이 매우 낮은 유동화자산의 경우 경기위축 등에 따른 스트레스 상황에 따른 상대적 변동성이 원래 대손율이 높은 자산 대비 더 크다고 할 수 있다. 또한 Base Case 절대적인 수준이 다른 유동화자산에 대해 동일한 스트레스 수준을 적용하게 되면, Base Case가 높은 유동화자산은 절대적인 스트레스 수준이 지나치게 크게 산출되어 비현실적인 값이 도출될 수도 있다. 따라서 Base Case 수준이 절대적으로 높은 유동화자산에 대해서는 스트레스 수준을 낮게 조정하여 적용하는 것도 가능하다.

한편, 기초자산 Performance 변수에 대한 조기상환 Trigger 조건에 맞춰 스트레스 시나리오 수준을 다르게 적용할 수도 있다. 예를 들어 원금회수율은 유동화자산 구성비율에 따른 영향이 큰 만큼, Trigger에 설정된 유동화자산 구성비율을 기준으로 스트레스를 적용할 수 있고, 포트폴리오 수익률 역시 조기상환 Trigger 조건을 고려하여 대손율 및 비용요소를 차감한 수치를 기초로 적용할 수 있다. 그리고 자산발생률은 자산보유자의 영업정책 및 안정성 등에 긴밀하게 연계되는 지

표이므로, 자산보유자의 신용도, 시장지위 등에 대한 검토결과에 따라 달리 적용될 수 있다. 자산보유자의 신용도가 높고 시장지위가 우수한 경우 등에는 자산발생률 일부를 인정할 수도 있다.

Performance 변수는 스트레스 상황에 따라 점진적으로 저하되는 것으로 가정하나, 유동화구조 및 자산보유자의 영업안정성 등에 대한 검토결과에 따라서는 저하되는 모습이나 속도가 개별 평가 건마다 다르게 가정될 수 있다.

3. Cash Flow

Cash Flow 분석과정에서는 스트레스 시나리오가 적용된 기초자산 현금흐름을 기초로 유동화증권 상황이 법정만기까지 충분히 가능한 지 그리고 외부신용보강 규모는 적절한 지를 검토하게 된다. Cash Flow 분석은 유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow와 유동화증권 원리금 및 제반 비용 등 Cash Outflow를 각각적으로 검토하고 만약 외부신용보강이 제공되는 경우라면 동 요인까지 감안하여, 최종적으로 유동화증권의 상환가능성을 분석하게 된다.

유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow는 앞서 스트레스 시나리오 가정 이외에도 Dilution, 혼장위험 등에 의해서도 영향을 받게 되므로 동 요인들에 대한 검토과정이 포함되기도 한다.¹⁰ Cash Outflow 분석을 위해서는 유동화증권 발행 및 상환구조, 제반 비용구조 등을 살펴보고, 업무위탁 계약서 또는 신탁계약서상 지급순위를 통해 유동화증권 상환대금과 제반 비용간의 우선 순위에 대해서도 검토한다.

현금흐름 분석과정에서 당사가 주로 고려하고 있는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있다. 그리고 정량화하기 어렵지만 Cash Flow에 영향을 미칠 수 있는 자산보유자 영업현황, 기초자산의 특징 및 유동화구조, 거시경제환경 등에 대한 질적인 판단이 현금흐름 분석에 반영될 수 있다.

내부 신용보강

초과담보, Excess Spread, 유보금 등 다양한 내부신용보강 장치가 활용될 수 있으며, 이러한 보강 장치의 수준 및 작동하는 방식에 따라 현금흐름에 미치는 영향이 다를 수 있다.

유동화자산에서 발생하는 수수료 수입이 유동화증권 이자 및 제비용을 상회하는 경우에는 Excess Spread에 기초한 내부신용보강이 이루어질 수 있다. 그러나 유동화자산의 상품유형별 구성비, 기초자산 회수액의 배분방식 및 지급순위, 유동화증권의 만기 및 상환구조 등에 따라 Excess Spread를 통한 신용보강에 차이가 발생할 수 있으므로 이 부분에 대한 검토가 수반된다.

¹⁰ Dilution의 경우 Historical Data 분석 등을 통해 파악한 관측치를 기초로 자산보유자의 영업정책 및 기초자산 특성 등을 감안하여 가정한다.

마찬가지로 유동화구조 내 별도의 금원인 유보금을 마련하게 되면 선순위 유동화증권의 신용보강 효과가 늘어날 수 있으나, 유보금 수준 및 적립방법 등에 따라 신용보강 효과에는 차이가 발생할 수 있다.¹¹

지급구조 및 상환순위

신용카드 유동화에서는 선순위 유동화증권의 상환가능성을 제고하기 위해 후순위 수익증권, 양도인 수익증권 등 권리관계가 다른 계층화된 여러 증권을 발행하는 게 일반적이다. 그리고 후순위 수익증권은 선순위 유동화증권보다 기초자산의 손실을 우선적으로 흡수하게 되는데, 유동화계약 조건에 따라 손실을 흡수하는 과정 및 방식 등에서는 차이가 있을 수 있으며 이러한 차이는 최종적으로 유동화증권 투자자에게 배분되는 기초자산 현금흐름에 영향을 미칠 수 있다.

따라서 유동화계약상 선순위 증권, 후순위 수익증권, 양도인 수익증권 등에 기초자산 회수액 및 제반비용 등을 배분하는 방식 및 지급순위 등을 검토하는 과정이 이루어진다. 계약조건에 따라서는 기초자산 회수액의 원천이 원금이나 수수료이냐에 따라 계층화된 각각의 증권에 Cash Inflow가 배분되는 방식이 다를 수 있고, 기초자산에서 발생한 손실 및 신탁제비용 등을 부담할 때도 마찬가지로 각 증권별로 다르게 할당될 수 있다.

더욱이, 유동화기간이 리볼빙, 통제상환, 조기상환기간 중 어디에 속하느냐에 따라서도 선순위 증권, 후순위 수익증권, 양도인 수익증권 등에 기초자산 회수액 및 제반 비용 등을 배분하는 방식 및 지급순위가 달라질 수 있으므로, 현금흐름 분석 시에는 계층화된 증권간 권리관계 및 계약상 지급순위 및 할당방식 등에 대하여 여러 상황을 가정하고 다각적으로 검토하는 것이 필요하다.

유동화증권 발행 구조

유동화증권의 발행일정, 원리금 지급조건 등 유동화증권의 발행 및 상환구조는 Cash Flow 분석 시 주요 고려요인으로 작용한다.

유동화증권 발행조건이 기초자산의 통화, 금리 조건 등과 상이하게 설정된 경우에는 이 부분에 대한 추가적인 분석이 필요하다. 만약 선물환 또는 이자율스왑 등 파생상품계약을 통해 기초자산과 유동화증권 간의 통화 및 금리조건 불일치 위험을 통제하였다면, 해당 파생상품계약에 따른 현금흐름을 Cash Flow 분석에 포함하여 검토하게 된다. 그리고 별도의 파생상품계약이 체결되지 않았거나 비록 파생상품계약이 체결되었더라도 명목금액 차이 등으로 인해 통화, 금리변동위험에 크게 노출되는 등 추가적인 검토가 필요하다고 판단되는 경우에는 현금흐름 분석시 시장변수 변동위험을 추가적으로 반영하는 작업이 이루어질 수 있다.

조기상환

조기상환 개시로 인한 Idle Money를 축소하고 현금변동성을 통제하기 위해, 유동화증권에 Call

¹¹ 유동화계약 조건에 따라 유보금 적립이 요구되는 시기 및 적립요구액에 차이가 있으며, 적립하는 방식에 있어서도 자산 보유자가 전액 유보금을 출연한다던가 Excess Spread를 재원으로 점진적으로 적립하는 등 다양한 방식이 활용될 수 있다.

Option을 부여하거나 매입보장약정을 기초로 유동화증권을 차환발행하도록 하는 게 일반적이다.

그러나 유동화증권의 조기상환이 가능한 구조라도, 기초자산 회수와 유동화증권 상환일간에 시차가 존재하면 회수된 기초자산 금원에 대한 채투자 위험에 일부 노출될 수 있다. 그리고 조기상환 개시로 인해 스왑해지비용 등 추가적으로 비용이 발생할 수 있으므로 이를 현금흐름에 반영하는 것이 필요할 수 있다.

외부신용보강

신용카드 유동화에서는 유동화증권에 대한 신용보강, Idle Money 축소 등의 목적으로 금융기관의 신용공여가 제공되는 경우가 있다. 이 경우 기초자산 현금흐름 외에 신용보강 실행조건 및 한도 등을 고려하여 SPC에 유입가능한 전체 현금흐름을 기초로 유동화증권의 상환가능성을 분석한다.

한편 외부신용보강으로도 유동화증권 원리금 전체에 대한 상환재원 확보가 가능한 구조로서 외부 신용보강제공자의 신용도를 기초로 유동화증권 신용등급이 부여되는 경우에는, 자산보유자 및 기초자산에 대한 분석보다는 외부신용보강을 중심으로 현금흐름 분석이 이루어질 수 있다.

V. 기타분석

본 방법론은 일반적인 신용카드 유동화 구조를 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

유동화에 참여하는 거래상대방은 유동화증권 상환가능성에 직접적인 영향을 주는 거래상대방과 간접적으로 영향을 미치는 거래상대방으로 구분하여 분석할 필요가 있다. 신용공여 또는 유동성공여 형태로 외부신용보강을 제공하거나 스왑계약 상대방으로 참여하여 현금흐름에 영향을 미치는 경우에는, 해당 기관의 신용도가 유동화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 주는 것으로 간주하고 있다.¹²

금융기관 발전과 함께 유동화 구조가 다양하고 복잡해짐에 따라, 신용공여 및 유동성 공여 형태 역시 신용공여, 유동화증권 매입보장 등 전통적인 방식에서부터 기초자산 매입확약, 사모사채 인수확약, Put Option, Total Return Swap, 정산계약 등에 이르기까지 다양하게 구현되어 왔다. 유동화구조 및 거래관계, 현금흐름 분석 등을 통해 해당 거래상대방이 유동화증권 상환에 직접적으로 영향을 미치는지를 파악하며, 만약 유동화증권 신용도와 직접적으로 중요도가 높게 연계되는 상대방이라면 해당 거래상대방의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지 여부를 검토하게 된다.

기초자산과 유동화증권간 통화 또는 이자율 불일치 위험을 통제하기 위해 파생상품계약을 체결하는 경우도 마찬가지로인데, 이는 유동화기간 동안 해당 파생상품계약 조건에 따른 거래가 정상적으로 이루어져야 유동화증권 상환대금이 온전하게 확보될 수 있기 때문이다.¹³ 그러나 일부 유동화구조에서는 스왑 등 파생상품계약이 해지되더라도 유동화증권 상환재원 확보가 가능한 경우도 있으므로, 유동화구조 및 현금흐름 검토결과에 따라 해당 거래상대방에 대한 분석이 생략될 수도 있다.

반면, 업무수탁자, 신탁의 수탁자 등의 거래상대방은 유동화회사의 운영과 관련된 행정역할 등을 주로 담당하고 있는 만큼, 상기 언급한 거래참여기관과는 달리 유동화증권 신용도에 직접적으로

¹² 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 미치지 못할 것으로 판단되거나 외부신용보강기관의 신용도 산정에 필요한 자료 등이 충분히 제공되지 않는 경우에는 해당 외부신용보강구조에 대한 분석이 생략될 수 있다.

¹³ 파생상품계약 조건, 파생상품거래가 유동화 현금흐름에서 차지하는 비중 등에 따라 거래상대방의 신용도가 유동화증권 신용도에 미치는 영향력은 제한적일 수 있다. 예를 들어, 거래상대방의 신용도가 저하될 경우 추가담보를 제공받거나, 추후 지급할 금액 전액을 사전에 수령하는 등의 통제장치가 수반되어 있다면, 거래상대방 위험은 상당부분 경감될 여지가 있다. 이에 당사는 거래상대방 신용위험을 일률적으로 판단하기 보다는 거래상대방이 현금흐름에 미치는 영향, 거래상대방 신용위험을 경감하기 위한 구조적 장치 등 각 유동화 거래의 고유한 특성을 감안하여 이를 추가적으로 반영하기도 한다.

영향을 주지 않는 것으로 판단한다. 당사는 동 기관들이 위탁받은 업무를 충분히 수행할 수 있을지에 대해 각 기관들의 신용도¹⁴ 또는 기존 유동화업무 수행이력 등을 감안하여 판단하며, 추가적으로 유동화유형 및 거래구조에 따라 관련업무의 중요성 및 난이도가 낮고 상이할 수 있으므로 이에 대한 정성적 판단도 수반하고 있다. 가령, 수탁업무의 난이도가 낮고 관련 운영위험이 적절히 통제되고 있다면, 유동화증권 신용등급보다 신용도가 낮은 거래상대방도 유동화에 참여할 수 있고 신용등급을 보유하지 않은 거래상대방도 유동화에 참여할 수 있다.

2. 법률 위험(Legal Risk)

신용카드 유동화는 기초자산의 특성 및 구조에 따라 진정양도에서부터 채무자 및 제3자 대항요건 등 다양한 법률위험이 내재될 수 있다. 당사는 기본적으로 법무법인이 작성한 법률의견을 기초로 유동화 관련 법률위험을 검토하나, 이외에 감독 및 규제당국의 정책, 과거사례 등을 참고하여 판단하기도 한다.

그러나 모든 유동화 평가에서 법무법인의 법률의견을 수령하여 법률위험을 판단하지는 않으며, 성격이 다른 유동화자산을 기초로 하거나 새로운 유동화구조가 가미된 경우 등 법률이슈를 추가적으로 검토하는 것이 필요하다고 판단되는 경우에 법률검토를 수행하고 있다. 이 때 법무법인의 법률의견을 기본으로 하고 있으나, 법조항 및 규제당국의 공식의견 등을 통해 명시적으로 규정되어 있는 경우라면 법무법인을 통한 법률의견이 생략될 수 있다.¹⁵

자산보유자 파산으로부터의 절연

자산유동화는 특정자산을 자산보유자로부터 분리시켜 이를 유동화증권의 상환재원이나 담보로 제공하는데, 자산보유자의 부도시 채권자들이 유동화자산에 대한 권리주장을 하게 된다면 자산유동화는 무용지물이 되고 만다. 따라서 자산보유자 파산에 대한 유동화자산의 절연(Bankruptcy Remoteness)은 자산유동화의 대전제이다.

이를 위해서는 자산의 양도가 진정한 것으로(True Sale) 인정받아야 한다. 신탁을 거치는 2단계 유동화의 경우 신탁대상자산에 대한 소유권이 위탁자에게서 수탁자로 대내외적으로 완전히 이전하게 되어 True Sale 이슈에서 자유로울 수 있다.¹⁶ 그러나 매매 또는 교환에 의해 자산의 양도가 이루어지는 경우에는 자산유동화법 제13조에서 규정하고 있는 진정한 양도의 4가지 요건을 갖추어야 한다.

¹⁴ 당사 유효신용등급 뿐 아니라 국내외 신용평가사의 신용등급 모두를 감안할 수 있다.

¹⁵ 전문가의 의견을 제공받는 것을 기초로 하므로, 세금과 관련한 법률검토의 경우에는 해당 분야의 전문가로서 세무 또는 회계법인으로부터 받은 의견 등으로도 갈음할 수 있다.

¹⁶ 신탁의 목적이 담보를 위한 경우에도 그러하다.(대법원 2001 다 9267 판결)

채무자 및 제3자 대항요건

자산양도시점에 채무자 및 제3자 대항요건을 갖추게 되면 자산보유자와의 파산절연성 (Bankruptcy Remoteness)이 보다 온전하게 확보 가능하다. 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, 『자산유동화에 관한 법률』에 따른 유동화의 경우에는 자산유동화법 제6조제1항의 규정에 의한 자산양도등록이 이루어질 경우 제3자에 대한 대항요건은 갖춘 것으로 간주된다.

국내 신용카드 유동화는 자산유동화법에 따른 유동화로 진행되는 게 일반적이므로 앞서 자산유동화법 특례조항에 따라 자산양도시점에 제3자에 대한 대항요건은 확보하고 있다. 다만, 채무자에 대한 대항요건은 비용과 시간적인 편의상 갖추지 않고 대신 자산보유자 신용등급 하락 등의 Trigger가 발생하는 경우에만 사후적으로 구비하는 경우가 대부분이다.

따라서 이러한 유동화 구조 하에서는 유동화계약서상 Trigger 요건, 대항요건 구비절차 등을 감안하여 사후적인 채무자 대항요건 구비절차가 적정한 지에 대한 검토작업이 필요하다. 한편, 대항요건 확보 전에 채무자의 항변으로 인해 양수인에게 발생한 손해는 양도인인 자산보유자가 배상하는 것이 일반적이다.

VI. Monitoring

기발행 유동화에 대하여 사후관리의 일종으로 정기평가 및 수시평가를 진행하는 경우에는 본평가 시 당사가 추정한 대로 기초자산 Performance가 발생하였는지를 주로 확인하게 된다. 기초자산 실적에 따라서는 별도의 기초자산 및 스트레스 시나리오 분석 등이 생략될 수 있으며, 만약 기초자산 Performance가 본평가 시 설정한 스트레스 수준 이내에서 이루어졌다고 판단되면 자산보유자, Historical Data 등에 대한 추가적인 검토 및 스트레스 시나리오 분석 등은 이루어지지 않는다.¹⁷

신용등급 변경에 대한 검토는 기초자산 Performance가 본평가시 추정한 예측치와 크게 차이가 나거나 자산보유자의 영업전략 및 시장환경에 큰 변화가 발생하는 경우에 이루어진다. 신용등급 상향에 대한 검토는 자산보유자의 영업전략 및 시장환경 변화 등으로 인해 기초자산 Performance가 현저히 개선되었다고 판단되는 경우에 이루어진다. 그리고 신용등급 하향은 기초자산 Performance가 본평가 시 추정한 스트레스 수준보다 저하된 것으로 판단되는 경우 등에 검토가 이루어지며, 평가과정에서 자산보유자 및 규제환경, 거시경제변수 등에 대한 추가적인 분석이 수반될 수 있다.

¹⁷ 외부신용보강이 제공되는 신용대체(Credit Substitution) 구조에서는 기초자산 회수실적에 대한 검토 대신 외부신용보강기관의 신용도가 여전히 유동화 신용등급에 부합하는지를 파악하고 분석하는 과정이 주로 이루어진다.

Appendix

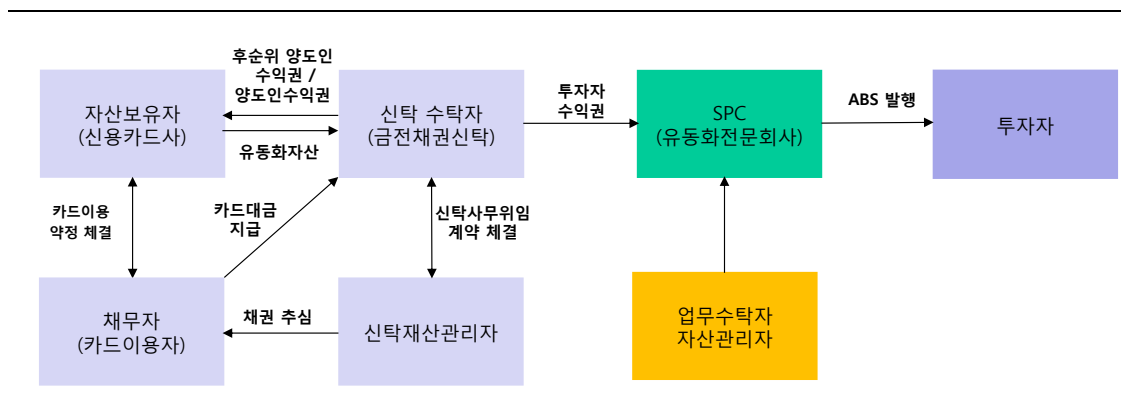
신용카드 유동화구조별 분류

신용카드 유동화는 자산의 양도나 신탁방식, 상환구조 등에 따라 다양한 방식의 구조화가 가능하며, 일반적으로 많이 활용되는 신용카드 유동화의 구조별 분류는 아래와 같다. 그러나 여기에 기술되지 않았으나 참가계약, 담보부 대출채권 등의 방식으로도 유동화가 가능하다. 당사는 평가방법론을 적용함에 있어 형식적 특성보다는 경제적 실질에 초점을 맞추고 있으며, 이에 유동화구조나 기초자산 형식상 차이가 있더라도 유동화증권의 실질적 상환재원이 신용카드채권이라고 판단되는 경우에는 본 평가방법론을 적용하고 있다.

자산의 양도방식: 1단계 vs. 2단계 유동화

자산의 양도 방식에는 유동화자산을 SPC에 양도하고 이를 담보로 SPC에서 유동화증권을 발행하는 것과, 유동화자산을 신탁(1단계 유동화)하고, 신탁의 수익권을 SPC가 인수(2단계 유동화)하여 동 수익권을 담보로 유동화증권을 발행하는 2가지로 구분된다.

[그림 1] 2 단계 유동화의 구조



유동화자산의 신탁은 신용카드계정의 포괄신탁 방식(특정기간까지 특정 신용카드회원에서 발생하는 신용카드이용대금채권 전체를 유동화자산으로 신탁)에 의해 이루어진다. 유동화자산은 매일 발생과 회수 과정을 반복하며, 회수된 금액은 유동화증권의 원리금과 제반 비용을 제외하고는 신탁의 수익지급을 통해 자산보유자에게 지급된다.

Term Loan 자산의 경우 자산의 재발생이 없으므로 유동화 시점에 정해진 자산으로부터 회수된 금원을 바탕으로 유동화증권의 상환이 이루어지나, 리볼빙 자산의 경우 일정한 조건 하에서 회수된 자금은 신규발생한 자산에 재투자된다.¹⁸ 따라서 리볼빙 유동화증권의 상환재원은 유동화 시점

¹⁸ 유동화자산이 선순위 수익권에 대응하는 규모("선순위 수익권지분")에 미달하는 경우 즉, 재투자할 자산이 충분히 발생하지 않은 경우 부족금액은 신탁에 특별유보금으로 유보되어 일시적으로 현금으로 신용카드채권을 대응하게 된다. 단 일반

의 신용카드채권이 아닌 유동화증권의 상환시점에서 유동화자산을 구성하는 신용카드채권으로부터 확보된다. 리볼빙 구조를 통해 자산보유자는 일정수준의 유동화자산을 유지하고, 조기상환사유로 설정된 Event가 발생하지 않는 한 기초자산의 만기구조와 달리 장기의 자금조달기간을 확보할 수 있다.

2단계 유동화 구조에서는 유동화신탁이 3종의 수익권을 발행하여 SPC가 투자자 수익권(Investor Interest)을, 신탁의 위탁자인 자산보유자가 후순위 양도인 수익권(Subordinated Seller Interest) 및 양도인 수익권(Seller Interest)을 인수한다. 자산보유자는 최초 유동화시점에 정해진 금액을 유동화증권 발행을 통해 조달하게 되며 신탁에서는 원칙적으로는 이에 상응하는 자산 즉, 선순위 수익권에 해당하는 자산을 유동화증권에 대한 Collateral로서 지속적으로 리볼빙 하여야 한다.

그러나 초과담보를 통해 선순위 수익증권의 신용도를 제고하고 매출취소 등 희석화(Dilution)의 사유로 향후 채권이 소멸될 위험을 통제하고자 최저 유동화자산 규모는 선순위 수익증권을 초과하는 수준 이상으로 설정되는 게 일반적이다.

신탁을 통해 유동화하는 2단계 유동화 방식은 SPC에 자산을 직접 양도하는 1단계 유동화 방식에 비해 구조적 이점을 가진다. 1단계 유동화에서는 어느 계산기간에 유동화자산으로부터의 회수액이 발생액보다 작은 경우 SPC의 매매대금 부족액을 자산보유자로부터의 차입금으로 처리 해야 하나, 신탁을 통하는 경우 위탁자가 보유하는 양도인 수익권이 유동화자산의 규모변동을 흡수하므로 회계처리상 간편하다. 이상의 장점으로 인해 국내에서는 신탁을 통한 2단계 유동화방식이 주류를 이루고 있다.

자산의 신탁방식: 단일신탁 vs. 마스터신탁

신탁방식에는 단일신탁방식(Discrete Trust)과 마스터신탁(Master Trust) 방식이 있다. 마스터신탁 방식은 신탁된 자산을 대상으로 투자자수익자간 복수의 권리관계가 형성되는 구조로서 단독 투자자수익자에 대한 권리만을 대상으로 하는 단일신탁 방식과 구분된다. 단일신탁 구조에서는 원칙적으로 사전에 특정된 장래채권을 담보로 단수의 투자자수익권을 통해 유동화가 이루어지는 반면, 마스터신탁 구조에서는 최초 신탁설정 시점 이후에도 자산의 추가신탁이 가능하고 이에 따라 새로이 신탁된 장래채권까지를 포함한 개방형 풀을 담보로 하여 복수의 투자자수익권이 설정되며, 이를 통해 수회의 자산유동화가 시차를 두고 이루어진다.

위탁자인 신용카드회사 입장에서 보면 단일신탁은 단수의 투자자수익권에 대해 정해진 방식에 의한 상환을 완료하면서 신탁의 기능이 소멸하는 일회적인 자금조달 수단인 반면, 장기간의 신탁기간 동안 신규 투자자수익권의 발행과 기존 투자자수익권의 소멸 과정이 연속적으로 가능한 마스터신탁은 지속적인 조달수단(Ongoing Funding Vehicle)의 성격을 지닌다고 할 수 있다.

적으로 초과담보를 통한 신용보강 및 Dilution 충당을 위해, 실제 특별유보금 유보 요구 수준은 위 부족금액 외 유동화자산의 초과유지분 까지를 기준으로 한다.

수익의 지급방식: 할당 vs. 비할당

할당이란 신탁의 수익과 비용을 각 수익자에게 배분하는 메커니즘으로 유동화신탁의 수익지급 방식에는 할당구조 및 비할당구조가 있다. 할당구조는 신탁의 수익과 비용을 수익권지분을 기준으로 각 수익자에게 동등하게 지급하는 방식을 말하며, 비할당구조는 별도의 할당 원칙 없이 신탁관련 비용을 제하고 선순위 수익권의 수익 지급에 필요한 금액을 우선적으로 지급하는 방식을 말한다.

선순위 및 후순위 수익자 간 할당을 실시하는 경우 선순위 수익권 내에서 신용보강을 위한 별도의 후순위 유동화증권의 설정이 필요한 반면, 비할당 구조에서는 후순위 수익권 자체가 선순위 수익권의 후순위 역할을 하므로 별도의 후순위 설정이 없고 후순위 수익권에 대해 신용보강을 위한 최저 수준이 설정되게 된다. 비할당구조에서는 최저 요구수준을 초과하는 자산이 추가적인 신용보강 효과를 가져오므로 유동화자산 규모에 따라 실제 신용보강 수준이 증가할 수도 있으며, 할당 과정이 존재하지 않으므로 대손 할당에 따른 수익권지분의 감소도 발생하지 않는다.

할당구조를 취하는 경우 할당이 이루어지는 대상은 유동화자산의 Performance (원금회수액, 수수료회수액, 대손발생액)와 신탁관련 공통비용으로 구분된다. 원금회수액의 경우 유동화증권의 원금상환용으로, 수수료회수액의 경우 대손발생액과 유동화증권의 이자 및 수익권유동화계획에 따라 발생하는 제반비용을 충당하기 위한 용도로 구분되는 반면, 비할당구조에서는 일반적으로 회수액을 구분하지 않고 총액으로 합산하여 처리한다.

한편, 후순위 수익권이 선순위 수익권의 신용보강 역할을 하는 비할당구조에서는 신용보강수준에 상응하는 자산이 후순위 수익권의 형태로 존재하여야 한다. 이 경우 후순위 수익권자는 할당구조와 마찬가지로 자산보유자이나, 선순위 수익권자보다 후순위 권리를 가진다는 차이가 있다.

유의사항

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 의견이 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 약속하지는 않습니다.

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

신용카드 유동화 평가방법론

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, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.