

장래채권 유동화 평가방법론(2018)

2018.08

성호재 수석애널리스트 +02.787.2269
hojae.sung@kisrating.com

김형석 실장 +02.787.2257
hskim72@kisrating.com

Summary

본 평가방법론은 당사가 장래채권 유동화 신용평가에 있어 일반적으로 중요하다고 판단하는 평가 요소들을 추출하고, 장래채권 유동화 신용평가에 이들 요소들에 대한 가정 및 분석이 어떻게 적용되는지 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 장래채권을 기초자산으로 발행되는 유동화증권 신용도에 영향을 주는 요소 및 당사의 신용등급 결정방식 등에 대한 발행관계기관, 투자자 및 기타 이해관계자들의 이해를 돕기 위한 것이다.

장래채권 유동화증권의 신용평가는 일반적으로 장래채권의 양도가능성과 자산보유자의 지속적인 매출채권 창출능력에 대한 판단을 기본 전제로 하여 자산보유자 및 채무자의 신용위험 등을 포함하여 유동화자산 관련 위험요소들을 분석하고, 정성적 요소와 구조적인 특징, 신용보강 수준 등을 반영한 현금흐름 분석을 통해 최종적으로 유동화증권의 상환가능성을 검토하는 절차를 거치게 된다. 만약, 외부신용보강만으로도 유동화증권 상환이 충분히 가능하다고 판단되는 경우에는 일부 위험요소에 대한 분석은 그 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.

장래채권은 다른 유동화자산과는 달리 자산보유자가 유동화증권 발행 시점에 보유하는 것이 아니라 미래에 발생하는 자산이기 때문에 자산보유자가 영업활동을 통하여 계속적으로 매출채권을 발생시켜야 한다는 점에서 장래채권 유동화증권의 신용등급은 기본적으로 자산보유자의 신용도에서 완전히 자유로울 수는 없다. 다만, 자산보유자가 속한 산업의 특성, 자산보유자의 영업력, 초과담보 수준 등을 감안하였을 때 자산보유자에 대한 Credit Event 발생 이후에도 일정 수준 이상의 매출채권이 지속적으로 창출될 것으로 예상되는 경우에는 자산보유자의 신용도를 상회하는 유동화증권 신용등급의 부여도 가능하다.

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.

- 본 평가방법론에 제시된 주요 평가요소 및 고려사항들은 절대적인 기준이 아니며, 개별 기초자산의 고유한 특성, 관련 계약의 내용, 유동화 구조 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 평가방법론에서 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 장래채권 및 이와 유사한 성격을 지닌 자산을 기초로 하는 유동화증권 및 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우, 장래채권을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 평가방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 장래채권이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 보다 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2013 년 8 월에 발표된 기존 장래채권 유동화 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인하여 기존에 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 이해의 편의성을 제고하기 위하여 'II. 주요 평가요소 및 고려사항'의 내용을 장래채권의 양도 가능성, 지속적인 발생 가능성, 구조적 고려사항, 현금흐름 분석의 순서로 기술하는 등 기존 평가방법론의 하위 단락들을 재구성하였다.
- Structured Finance 신용평가 일반론 및 각 유동화자산별 평가방법론에서 다루고 있는 내용과 중복되는 내용을 삭제하는 대신 장래채권 고유의 특징 등 본 평가방법론에서 중점적으로 고려되어야 할 사항들을 중심으로 재구성하였다.

I. 장래채권 유동화의 개요

1. 장래채권 유동화의 특징

장래채권(Future Receivables)이란 특정 시점에서 볼 때 채권으로서의 성립요건을 완전히 갖추지 못하여 현재 채권이 성립하였다고 단정할 수 없으나 미래에 그 요건을 갖출 것으로 예상되는 채권을 말한다. 미래에 상품이나 서비스를 제공하는 대가로 발생하는 채권은 모두 장래채권이 될 수 있으며, 일반적으로 장래채권은 그 특성상 채권의 지속적인 발생 가능성 측면에서 자산보유자의 신용도와 완전히 분리되어 있다고 보기 어려운 자산이다.

장래채권을 유동화하기 위해서는 장래에 발생할 채권의 양도가 전제되어야 하고 장래에 발생할 채권의 양도가 유효하기 위해서는 원칙적으로 채권이 존재해야 한다. 우리나라 판례에 의하면 장래채권이 양도 가능성을 인정받기 위해서는 특정 가능성(양도의 목적물인 채권이 다른 채권과 구별되어 동일성 측면에서 인식 가능할 것)과 발생 가능성(가까운 미래에 채권이 발생할 것임을 상당히 높은 확률로 기대 가능할 것)의 조건을 만족하여야 한다.

장래채권 유동화의 대상이 되는 자산으로는 항공운임, 해운운임, 임대료수입, 통행료수입, 공사대금, 분양대금 등을 들 수 있다. 장래채권 유동화를 확정매출채권 유동화와 비교해 볼 때, 확정매출채권의 유동화는 현존하는 매출채권 잔액을 기초로 유동화증권을 발행하므로 지속적인 매출채권 발생가능성 여부가 신용평가의 중요한 기준이 되지는 않지만, 장래채권 유동화는 유동화증권 발행 시점에는 자산보유자가 보유하고 있지 않는 매출채권을 기초자산으로 유동화증권¹을 발행하는 방식이기 때문에 자산보유자가 영업활동을 통하여 계속적으로 매출채권을 발생시키는지 여부가 신용평가에 있어서 중요한 평가요소가 된다. 한편, 매출채권의 일반적인 특징에 관한 내용은 매출채권 유동화 평가방법론을 참고하기 바란다.

¹ 본 평가방법론은 장래채권을 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 적용될 수 있다. 그리고 여기에는 유동화거래와 관련하여 금융기관이 약정하는 신용공여, 유동성공여 등과 관련한 채무(유동화익스포저 등), 유동화회사의 기업신용평가(Issuer Rating) 등도 포함된다.

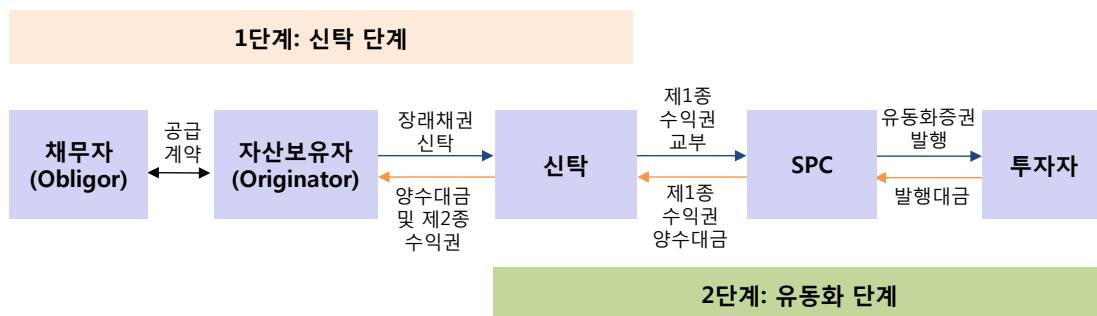
2. 발행구조 및 현금흐름

자산유동화증권 발행을 위한 유동화구조는 다양한 형태가 있을 수 있으나, 장래채권 유동화의 경우에 현재 국내에서 발행되는 대부분은 신탁 단계와 유동화 단계가 결합된 2단계 구조를 취하고 있다. 동 신탁구조에서 제1종 수익권자인 SPC는 제2종 수익권자인 자산보유자보다 우선하여 신탁재산으로부터 수익의 지급을 청구할 수 있는 권리를 보유하고 있다. 따라서, 제2종 수익권은 장래에 발생할 매출채권 규모의 변동위험에 대한 1차적인 Buffer 역할을 담당함으로써 SPC가 보유하는 제1종 수익권에 대한 신용보강의 기능을 수행하게 된다.

1) 유동화증권 발행 시 현금흐름

자산보유자(Originator)가 채무자(Obligor)에 대하여 보유하는 장래채권을 신탁회사에 신탁하면, 수탁자인 신탁회사는 제1종 수익권을 SPC에게, 제2종 수익권을 자산보유자에게 교부²한다. SPC는 수탁자로부터 교부받은 제1종 수익권을 기초자산으로 유동화증권을 발행하여 수탁자에게 제1종 수익권 양수대금을 지급하고, 수탁자는 이를 자산보유자에게 신탁의 대가로 지급한다.

[그림1] 유동화증권 발행 시 현금흐름



2) 유동화기간 중 현금흐름

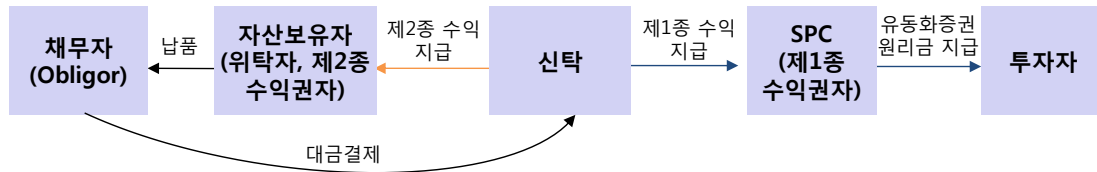
유동화기간 동안 유동화증권 원리금이 상환되는 방식은 자산보유자의 자금수요, 장래매출채권의 대금결제방식 등에 따라 다양한 형태로 구조화될 수 있다.

현재 대부분의 장래채권 유동화에서 유동화증권 총 발행액에 해당하는 제1종 수익권 권면액이 유동화 기간 동안 분할상환(Amortization)되도록 하고, 각 계산기간별 신탁원본 회수액을 재원으로 SPC에 대한 신탁수익³의 지급이 완료되면 잔여 금원은 자산보유자에게 제2종 수익 형태로 지급 되도록 구조화함으로써, 자산보유자도 장래채권으로부터 창출되는 현금흐름을 사용할 수 있는 방식이 주로 이용되고 있다.

² 자산보유자가 제1종 수익권자로 지정된 후, SPC에게 제1종 수익권을 양도하는 구조도 가능하다.

³ ABS 이자, ABS 원금 분할상환액, 유동화 관련 비용 상당액 등이 포함된다.

[그림2] 유동화기간 중 현금흐름



3) 신탁의 효력

신탁법 제22조에 의하면 신탁 전의 원인으로 발생하는 권리 또는 신탁사무의 처리 상 발생한 권리에 기한 경우를 제외하고는 신탁재산에 대하여는 강제집행, 담보권 실행 등을 위한 경매, 보전처분 등의 행위를 할 수 없다. 대법원은 '신탁 전의 원인으로 발생하는 권리'란 신탁 전에 이미 신탁재산에 저당권이 설정된 경우 등 신탁재산 그 자체를 목적으로 하는 채권이 발생되었을 때를 의미하는 것이고, 신탁 전에 위탁자에 대하여 생긴 모든 채권이 이에 포함된다고 할 수 없다고 판시⁴하고 있다.

이는 진정한 신탁의 경우 대내외적으로 소유권이 수탁자에게 완전히 이전되고 위탁자에게 유보되어 있지 않다는 신탁의 법리에 기초한 내용으로서, 회생절차가 개시된 또는 파산선고된 채무자에게 속하지 아니하는 재산을 채무자로부터 환취할 수 없기 때문에⁵ 이미 신탁된 목적물은 위탁자의 회생절차 및 파산절차로부터 절연되어 있다고 해석할 수 있다.

또한, 담보 목적으로 부동산신탁계약을 맺은 경우라도 수탁자에게 소유권이 이전되었다면 신탁부동산의 진정한 소유자는 수탁자이며, 설령 신탁자가 회사정리절차 중이더라도 수탁자는 신탁자의 채권자에 대하여 제3자로서 담보를 제공한 것에 해당하기 때문에 채권자의 수익권에 대한 권리는 정리계획에 의해 제한을 받지 않는다는 요지의 대법원 판례⁶도 신탁행위의 안정성을 확보할 수 있는 법률해석이라 할 수 있다.

⁴ 대법원 1996.10.15. 선고 96 다 17424 판결, 대법원 1987.5.12. 선고 86 다 545, 86 다카 2876 판결

⁵ 채무자회생및파산에관한법률 제 70 조, 제 250 조, 제 383 조, 제 407 조

⁶ 대법원 2001. 7. 13. 선고 2001 다 9267 판결, 대법원 2002. 12. 26. 선고 2002 다 49484 판결, 대법원 2003. 5. 30. 선고 2003 다 18685 판결

II. 주요 평가요소 및 고려사항

장래채권 유동화는 유동화 시점에 현존하지 않는 자산을 기초로 한다는 점에서, 신용평가 과정에서 해당 자산의 양도 가능성에 대한 검토가 이루어져야 한다. 장래채권이 양도 가능한 자산이며 진정한 양도(True Sale)가 이루어지는 것으로 판단되는 경우에는, 자산보유자와 채무자, 초과담보 수준 등에 대한 분석을 통하여 장래채권의 신용위험 및 지속적인 발생 가능성을 검토한다.

이와 같이 기초자산에 대한 분석을 통하여 유동화증권 신용등급 수준에서 장래채권의 창출 가능성 및 규모 등을 추정하고, 구조적인 특징과 정성적 요소, 신용보강 수준 등을 고려하여 최종적으로 유동화증권의 상환 가능성에 대한 판단이 이루어진다.

한편, 개별 건에서는 유동화구조 및 계약내용 등에 따라 본 평가방법론에 기술되지 않은 요소들이 추가적으로 검토될 수 있으며, 유동화구조, 기초자산의 성격, 외부신용보강의 존재 여부 등을 감안하여 아래에서 설명하는 평가요소들 중 일부에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.⁷

1. 장래채권의 양도 가능성과 진정한 양도

장래채권 유동화는 자산보유자가 유동화 시점에 현존하지 않는 채권을 기초자산으로 유동화증권을 발행하는 것이므로, 유동화 대상이 되는 장래채권이 법적으로 양도 가능한 자산인지 검토가 선행되어야 한다. 장래채권의 양도 가능성은 장래채권 유동화에 있어서 근원적인 법률위험으로서 양도 가능성을 인정받지 못한다면, 해당 장래채권의 양도 거래가 진정한 양도(True Sale)로도 인정받을 수 없다. 이 경우 자산보유자에 대한 Credit Event 발생 시에 유동화자산에 대한 SPC(신탁)의 배타적 소유권이 부인되는 위험에 노출될 수 있으므로, 장래채권의 양도 가능성과 진정한 양도에 대한 법률위험 분석 및 검토는 장래채권 유동화의 출발점이라고 할 수 있다. 장래채권의 양도 가능성과 진정한 양도 이슈는 특히 자산보유자에 대한 Credit Event가 발생하는 경우에 유동화구조의 안정성을 위협하는 요소로 작용하므로, 자산보유자의 신용도가 높을수록 유동화구조의 안정성에 미치는 영향이 상대적으로 낮아진다.

1) 장래채권의 양도 가능성

우리 민법은 채권 양도에 대한 일반적인 규정 이외에 장래채권의 양도에 대한 직접적인 규정을 두고 있지 않지만, 판례⁸에서는 첫째, 양도 당시 기본적 채권관계가 어느 정도 확정되어 있어 그 권리의 특징이 가능하고(특정 가능성), 둘째, 가까운 장래에 발생할 것임이 상당한 정도로 기대될 경우(발생 가능성) 장래에 발생하게 될 채권이라도 양도의 대상이 될 수 있다고 보고 있다.

⁷ 외부신용보강을 통해 유동화증권 상환 재원이 전액 확보되는 구조인 경우 Cash Flow 분석을 통해 외부신용보강 금액이 유동화증권 원리금 상환에 충분한지, 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지 여부가 중점적으로 검토된다.

⁸ 대법원 1997. 7. 25. 선고 95 다 21624 판결, 대법원 1996. 7. 30. 선고 95 다 7932 판결 등

우리 대법원은 사회 통념상 양도 목적 채권이 다른 채권과 구별되어 그 동일성을 인식할 수 있을 정도이면 그 채권은 특정된 것으로 보아야 하며, 설령 채권 양도 당시에 양도 목적물인 채권의 금액이 확정되어 있지 않았더라도 채무의 이행기까지 이를 확정할 수 있는 기준이 설정되어 있다면 그 채권의 양도는 유효한 것으로 보아야 한다고 판시하고 있다.

또한, 장래채권 특정의 정도와 관련하여 살펴보면, 기본적 채권관계, 즉 기존 계약관계 상 채권자, 채무자, 채권의 종류와 발생원인, 급부의 내용 등이 이미 정해져 있으며 이에 근거하여 향후 발생할 매출채권이 다른 채권과 구별되는 정도라고 판단되는 경우 그 특정 가능성은 인정된다.

한편, 자산보유자와 채무자 간에 장기 공급계약이 존재한다면 장래채권 발생의 개연성은 상당 정도 인정된다고 볼 수 있다. 거래 당사자간에 체결된 계약의 기간이 상대적으로 단기이거나 별도의 공급계약이 존재하지 않더라도, 계약 기간의 자동연장 조항이 포함되어 있거나 과거 상당 기간 동안 매출 거래 관계가 지속되어 왔음이 확인된다면 실질적으로 장래채권의 발생가능성은 높다고 판단할 수 있을 것이다.

장래채권의 양도 가능성과 관련한 법률위험 분석은 법무법인이 제공하는 법률의견에 대한 검토를 통해 이루어지는 것이 일반적이며, 만약 장래채권의 양도 가능성이 확보되지 않는다고 판단되는 경우에는 유동화증권의 신용등급 수준에 부합하는 신용보강이 요구될 수 있다.

2) 진정한 양도

진정한 양도(True Sale)는 SPC(신탁)가 매매(신탁)계약을 통하여 자산보유자로부터 유동화자산을 이전받아 완전한 소유권을 보유하는 것을 의미한다. 진정한 양도가 확보되지 못한 상태에서 자산보유자에 대한 Credit Event가 발생한다면 유동화자산이 자산보유자의 파산재단 등에 포함될 수 있기 때문에 유동화증권 투자자는 자산보유자의 신용위험으로부터 자유롭지 않게 된다. 유동화자산 양도(신탁)거래의 진정한 양도 여부에 대해서도 법률자문기관의 의견에 기초하여 관련 위험을 판단하는 것이 일반적이다.

한편, 대법원은 채무자가 대출채무를 담보하기 위한 목적으로 장래채권을 양도담보 형태로 제공한 후 채무자에 대하여 회생절차가 개시된 사안에 대하여 “회생절차가 개시된 후 발생하는 채권은 채무자가 아닌 관리인의 지위에 기한 행위로 인하여 발생하는 것으로서 채권양도담보의 목적물에 포함되지 아니하고, 이에 따라 그러한 채권에 대해서는 담보권의 효력이 미치지 아니한다”는 요지로 판시⁹한 바 있다. 만약, 상기 판결 내용이 신탁 구조를 활용하고 있는 장래채권 유동화에도 적용된다면, 자산보유자의 Credit Event 이후에는 매출채권이 지속적으로 발생하더라도 이를 유동화증권 상환 재원으로 사용하기 어려울 수 있다.

상기 판례 이후 장래채권 유동화증권 발행 시에 법률자문을 맡은 법무법인들은 장래채권이 진정한 양도(신탁)되어 그 소유권이 수탁자에게 확정적으로 귀속되는 경우에는 상기 판례가 확대 적용할

⁹ 대법원 2013.3.28 선고 2010 다63836 판결

근거는 없다는 요지의 법률의견을 제공하고 있다. 이를 통하여 적법하고 유효하게 설정된 신탁을 활용하는 경우 유동화 거래의 안정성이 확보 가능한 것으로 유추해 볼 수 있다.

2. 장래채권의 지속적인 발생 가능성

장래채권 유동화에 있어서 또 하나의 중요한 평가요소는 장래채권의 지속적인 발생 가능성이다. 이는 자산보유자 및 거래처(채무자)에 대한 분석, 과거 매출채권의 Performance Data와 유동화 기간 동안의 추정 현금흐름에 대한 분석 등을 통해, 정상적인 상황뿐만 아니라 자산보유자에 대한 Credit Event 발생 등 유사 시에도 장래채권의 창출이 가능한지, 창출 가능한 장래채권의 규모는 어느 정도인지 추정하고, 이를 통해 유동화증권 상환재원 확보 가능성에 대해 판단하는 것을 의미한다.

1) 자산보유자에 대한 분석

장래에 실제로 매출채권이 발생하기 위해서는 장래채권의 자산보유자가 지속적으로 영업활동을 영위해야 하는데, 자산보유자의 재무위험이나 영업위험으로 인하여 장래채권을 발생시킬 사업부문의 영업이 중단된다면 장래채권 유동화증권은 담보(Back)할 자산(Asset)이 없는 유동화증권이 된다. 따라서 유동화증권의 신용등급이 자산보유자의 신용도와는 절연된다고 보는 일반적인 자산유동화의 전제와는 달리, 장래채권 유동화증권의 신용등급은 유동화자산의 양도 시점에 기초자산이 현존하고 있지 않는다는 특성상 자산보유자의 신용도에서 완전히 자유롭지는 못하다.

그러나 자산보유자의 신용도만이 장래채권의 발생 가능성을 가늠하는 기준이 될 수는 없다. 자산보유자가 속한 산업의 특성 및 자산보유자의 영업력 등에 따라 자산보유자에 대하여 Credit Event 등이 발생하더라도 일정 수준의 영업활동은 계속될 가능성이 높을 수 있다. 그러므로 장래채권의 발생가능성을 판단함에 있어, 자산보유자의 신용위험 이외에도 자산보유자가 속한 산업의 특성, 진입장벽 수준, 대체재 존재 여부, 자산보유자의 산업 내 지위, 채무자(거래처)가 속한 산업의 특성과 산업 내 지위 등의 정성적 요소까지 종합적으로 고려되어야 한다.

자산보유자가 속한 산업의 특성, 자산보유자의 영업력 등 위에서 언급한 요인들을 포괄적으로 검토한 결과 자산보유자의 재무위험 상승에 기인한 신용도 하락을 가정하더라도 일정 수준의 장래채권 발생이 가능하다고 판단된다면, 해당 장래채권을 기초로 발행되는 유동화증권의 신용등급은 자산보유자의 신용도를 상회(Notching-up)할 수도 있다.

2) 채무자에 대한 분석

장래채권 관련 채무자의 부도나 연체 등으로 인해 매출채권 발생이 어려워지거나, 또는 기 발생한 매출채권의 회수가 늦어지거나 아예 불가능해질 수 있다는 점을 고려할 때, 장래채권 유동화에 있어서도 기초자산에 대한 채무자(거래처)의 지급능력은 중요한 평가요소의 하나이다. 특히, 자산보

유자의 영업위험이 채무위험보다 상대적으로 낮아서 자산보유자의 Credit Event 발생 이후에도 일정 수준의 매출채권의 발생이 가능할 것으로 인정되는 경우에는 채무자의 신용위험이 유동화자산의 신용위험에 미치는 영향은 더 중요할 수 있다.

채무자 관련 위험을 분석함에 있어서 매출채권 유동화 평가방법론의 분석 기법을 활용할 수 있으며, 기본적으로 채무자의 신용도는 유효신용등급¹⁰을 통해 추정한다.¹¹ 그러나, 유동화자산이 매출채권이라는 점을 고려할 때, 특정한 경우에는 채무자의 지급능력이 무보증 선순위사채 신용등급을 초과하는 경우도 있다고 볼 수 있다.

자산보유자가 영위하는 사업이 독과점 시장을 형성하고 있고, 채무자 입장에서는 대체재를 찾기 어려워 자산보유자로부터의 제품 또는 서비스 매입이 필수적이며, 채무자가 영위하는 사업이 국가경제적인 측면 등에서 중요성이 매우 높아 사업의 중단을 합리적인 수준 하에서 예상하기 어려운 경우 등에는 채무자의 매입채무 지급능력이 채무자의 무보증 회사채 신용등급을 초과한다고 볼 수 있을 것이다. 또한, 채무자의 신용도가 높거나, 분산도가 높고 부도상관관계가 낮은 다수의 채무자로 구성되어 있는 경우 등에 매출채권 회수 측면에서 긍정적인 요인으로 작용하여 유동화증권 상환가능성이 높아질 수 있다.

3) 과거 Performance 및 추정 현금흐름 분석

장래채권 유동화증권 발행 시 자산실사기관(회계법인)은 유동화대상 사업부문 및 신탁대상자산에 대해 과거 수년 간의 발생·회수실적, 계약기간과 대금결제조건을 포함한 매출채권 관련 주요 계약 조건 등에 대한 실사보고서를 제공한다.¹² 아울러 과거 Performance와 자산보유자의 영업 관련 정책, 매출 추세, 수요 예측치 등을 종합적으로 고려하여 유동화자산의 현금흐름을 추정하여 평가

¹⁰ 유효신용등급은 평가대상에 따라 무보증선순위사채, 후순위사채, 보험지급능력평가(IFSR), 담보부사채, Issuer Rating, 기업어음/전자단기사채 등 다양하므로, 유효신용등급 평가대상의 성격, 기초자산의 특징 및 유동화구조 등을 감안하여 개별 자산의 신용도를 판단하기에 적절한 수준으로 유효신용등급을 조정하여 사용할 수 있다. 예를 들면, 기초자산의 신용위험을 판단하기 위하여 선순위 사채의 신용도에 준하는 신용등급이 필요하지만 당사가 해당 채무자에 대한 후순위 사채나 담보부 사채의 신용등급만을 보유하고 있는 경우가 이에 해당한다. 그리고 장기 신용등급이 필요하지만 기업어음이나 전자단기사채의 신용등급만을 보유하고 있는 경우도 마찬가지이다. 이러한 경우 당사 평가 지침 및 내부 가이드라인 등에 따라 보유하고 있는 유효신용등급을 기초자산의 신용도를 판단하기에 적합한 신용등급으로 조정하여 사용할 수 있다. 유효신용등급간 조정은 당사가 부여한 유효신용등급 뿐 아니라 국내 타 신용평가사 및 해외 신용평가사 신용등급을 참조하는 경우에도 동일한 방식으로 조정되며, 실제 조정여부 및 조정수준 등 자세한 내용은 평가위원회에서 결정한다. 또한, 기초자산을 구성하는 모든 채무자들에 대하여 당사의 유효신용등급이나 당사가 내부적으로 판단한 신용등급을 참조하여 신용도를 분석하는 것이 원칙이지만, 유동화구조에 따라 기초자산을 구성하는 채무자 중 일부에 대해서만 신용도 분석이 이루어질 수도 있다.

¹¹ 기초자산이 소액 다수의 매출채권으로 구성된 경우에는 채무자에 대한 분석 시 소매채권 유동화 평가방법론의 분석기법이 활용될 수 있다.

¹² 기초자산의 구성 및 특징, 자산보유자가 영위하는 사업 등에 따라서는 과거 Performance 분석 자료 없이 향후 예상되는 기초자산 회수액 추정만이 실사보고서에 포함될 수 있다. 예를 들어, 기초자산을 구성하는 매출채권이 장기계약에 의해 발생함에 따라 유동화기간 동안의 현금흐름을 추정할 수 있거나, 유동화구조적으로도 채무자의 중도해지 요청 등으로 인하여 매출채권 규모가 감소하더라도 자산보유자가 추가신탁, 자력 및 하자담보 등의 의무를 부담하여 기초자산 감소위험을 감감시킬 수 있는 경우 등이 그렇다.

의견서도 제공하는 것이 일반적이다.

매출채권의 과거 Performance와 추정 현금흐름 분석을 통하여 장래에 발생할 매출채권의 시기별 발생규모, 회수율, 손실율 등 장래채권 발생·회수실적의 변동성을 추정할 수 있으며, 이는 유동화증권 원리금 상환을 위한 기초자산의 상황·적립기간과 규모, Performance 관련 Trigger 수준, 초과담보 수준 등의 적정성을 판단하는 기초자료가 된다.

4) 초과담보(Over-Collateral)

장래채권 유동화의 경우 일반적으로 신탁비할당 방식의 유동화구조를 활용함으로써 제1종 수익권자인 SPC는 제2종 수익권자인 자산보유자에 비해 선순위의 현금흐름을 지급받게 된다. 제1종 수익권 대비 제2종 수익권 비율을 의미하는 초과담보¹³는 장래채권의 발생 규모가 변동될 수 있는 위험을 1차적으로 보완해 주는 역할을 한다.

유동화증권의 목표신용등급 수준에서 요구되는 최소한의 초과담보 수준은 과거 Performance 및 추정 현금흐름 수준, 자산보유자와 채무자에 대한 분석 결과, 산업의 특성과 같은 장래채권의 성격 뿐만 아니라 유동화구조의 특성, 신용보강 수준 등을 종합적으로 고려하여 산출된다.

초과담보 수준이 높은 경우 장래채권의 실제 발생·회수 실적의 변동성으로 인한 위험이 완화됨에 따라 유동화증권의 상환 가능성이 제고될 수 있다. 또한, 자산보유자에 대한 Credit Event를 포함하여 신탁조기지급사유 등이 발생하였을 때 잔여 유동화증권 원리금이 전액 상환되는데 소요되는 시간이 단축될 수 있으며, 이는 유동화 대상 사업에서 발생하는 현금흐름이 자산보유자에게 유입되는 시점을 앞당기는 효과를 가져옴에 따라 자산보유자의 관리인 또는 채권자가 유동화 대상 사업을 지속적으로 영위할 유인을 제공한다. 이를 고려했을 때 초과담보 수준이 높을수록 유동화증권 상환재원 확보와 유사 시 장래채권의 지속적인 발생 가능성에 긍정적인 요소로 작용할 가능성이 높다.

3. 구조적·기타 고려사항

1) 대항요건 구비 및 자산혼장위험

다른 유동화자산과 마찬가지로 장래채권 유동화에 있어서도 유동화자산의 양도(신탁) 이후 채권의 채무자와 제3자에 대하여 양수인이 새로운 채권자이며, 유동화자산에 대한 배타적인 권리를 주장할 수 있어야 한다. 민법 상 양도인이 양도대상 채권을 특정하여 채무자에게 양도 사실을 내용증명 우편으로 통지하거나 채무자로부터 승낙¹⁴을 득하는 경우 채무자에 대한 대항요건이 확보되며,

¹³ 제1종 수익권 권면액 대비 신탁원본의 추정 현금흐름의 비율 등으로 계산할 수도 있다.

¹⁴ 자산보유자와 채무자간의 거래계약 관계 상 채무자의 승낙없이 채권을 양도할 수 없도록 규정되어 있다면, 채권 양도시 채무자에 대한 통지 이외에 승낙까지 득해야 할 것이다.

그러한 통지나 승낙이 확정일자 있는 증서에 의해서 이루어진 경우 제3자에 대한 대항요건도 확보된다.

자산유동화에 관한 법률에서는 채무자 대항요건의 경우 채무자 소재 불명 등으로 내용증명 우편으로 발송한 통지가 2회 이상 반송된 경우에는 신문공고로 갈음할 수 있도록 하며, 자산양도 사실을 금융위원회에 등록함으로써 제3자 대항요건의 요건을 갖춘 것으로 인정하는 특례 조항을 마련하여 대항요건 구비와 관련한 부담을 완화하고 있다. 다만, 자산보유자 또는 채무자의 신용도, 유동화구조 등을 감안하여 대항요건 구비 조건이 완화되거나 그 시기가 유동화증권 발행 이후 특정 시점까지 유예될 수도 있다.

또한, 자산혼장위험을 통제하기 위한 방안으로 대항요건 구비를 위해 채무자에 발송하는 통지서 및 승낙서 상에 채무자가 유동화 대상이 되는 매출채권 대금을 신탁의 수탁자 명의 계좌 또는 SPC 계좌에 직접 입금하도록 한다는 내용을 포함시키는 경우가 일반적이다. 다만, 유동화증권의 신용등급과 자산보유자의 신용도, 외부신용보장 수준 등을 감안하여 자산보유자 명의의 집금계좌를 유지할 수도 있다.

2) Trigger 장치

장래채권 유동화증권 발행 이후 다양한 요인에 의하여 유동화증권의 상환 재원이 되는 매출채권의 양과 질이 변동할 수 있다. 이로 인하여 유동화자산의 안정적인 현금흐름에 부정적 영향을 미치는 상황을 사전에 발견할 수 있도록 Trigger 조항이 신탁계약에 포함되어 유동화증권의 상환 가능성이 저하될 가능성을 사전에 인지할 수 있도록 하는 것이 일반적이다. Trigger 조항은 유동화증권 상환 가능성을 제고하는 구조적 신용보강장치로 기능하는데, Trigger 장치가 유동화구조 내에서 여타 신용보강 장치들과 상호보완적으로 기능함으로써 신용보강 효과가 제고할 수 있도록 설계되었는지에 대하여 검토가 필요할 수 있다.

장래채권 유동화에서는 Performance Trigger(신탁원본의 발생·회수 실적이 약정된 수준을 하회하는 경우), Rating Trigger(자산보유자 또는 채무자의 유효신용등급이 특정 등급 미만으로 하락하는 경우), Event Trigger(자산보유자의 Credit Event 발생, 유동화 대상 사업부문에 대한 중대한 변경 등)가 포함되는 것이 일반적이지만, 건별로 일부 Trigger 장치는 생략될 수도 있다.

Trigger 사유가 발생하게 되면 유동화증권 상환능력 악화 위험의 정도에 따라 자산의 추가신탁, 신탁 내 유보금 적립, 자산보유자에 대한 제2종 수익의 지급 중단, SPC에 대한 제1종 수익 조기 지급 등 사전에 설정된 조치가 이루어짐으로써 유동화증권 상환 재원의 확보 속도가 정상 상황에 비해 빨라짐에 따라 투자자가 보호될 수 있도록 한다.

특히, SPC에 대한 제1종 수익 조기지급사유가 발생하면, 자산보유자에 대한 제2종 수익 지급이 중단되고 유동화자산(신탁원본) 회수액은 미상환 유동화증권 원리금과 유동화 관련 제반 비용 상환에 우선적으로 사용된다. 이 경우 미상환 유동화증권은 원래 설정된 만기 이전이라도 상환 재원

이 확보되는 대로 조기상환된다. 유동화증권 투자자 입장에서는 조기상환 Trigger 사유가 보수적으로 설정될수록 선제적으로 상환 재원의 확보가 가능하다는 장점이 있지만, 자산보유자의 유동성 위험이 야기될 수도 있으며 자산보유자가 유동화 대상 매출채권을 지속적으로 발생시킬 유인이 감소할 수 있다는 측면에서는 오히려 상환 자원 창출에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다.

3) 신용보강

SPC에 대한 금융기관의 신용공여와 같은 외부신용보강이나 자력담보 형태의 하자담보, 현금 유보 등의 내부신용보강도 장래채권 유동화증권의 신용평가에 있어 중요한 고려사항이다. 유동화증권 상환 재원이 부족한 경우에 외부금융기관, 자산보유자 또는 제3의 기관이 SPC에게 부족 자금을 제공하는 내용의 약정이 체결되는 경우¹⁵ 등에는 부족 자금을 제공하는 해당 기관의 신용등급으로 유동화증권 신용등급이 부여될 수 있으며, 이러한 경우 앞서 살펴본 자산보유자, 채무자, 초과담보 수준 등에 대한 분석은 정도를 완화하거나 생략할 수 있다.

4. 현금흐름 분석

현금흐름 분석 과정에서는 유동화증권의 신용등급 수준에서 향후 발생할 것으로 예상되는 채권의 현금흐름의 규모를 추정하고, 유동화자산의 회수액으로 유동화증권 원리금과 제 비용 등을 지급할 수 있는지 검토함으로써 유동화증권의 상환가능성을 검토하게 된다.

SPC로 유입되는 현금흐름의 규모는 초과담보 수준 등의 정량적 분석 요소와 유동화증권 신용등급에 부합하는 수준의 외부신용보강이 실행되는 조건 등을 같이 고려하여 추정하며, 현금유출과 관련해서는 유동화증권 발행 및 상환구조, 제반 비용, 업무위탁계약서 상 지급순위에 따른 유동화증권 상환대금과 제반 비용간의 우선 순위 등을 검토한다.

현금흐름 분석을 수행함에 있어서 초과담보 수준과 같은 정량적 요소뿐만 아니라 정성적 요소들 역시 반영되며, 구조적인 특징이 SPC의 수취하게 될 현금흐름에 영향을 미치는 것으로 판단되는 경우 해당 구조적인 특징도 반영된다.

¹⁵ 당사 Structured Finance 신용평가 일반론을 참고하기 바란다.

유 의 사 항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권(의 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 증권(의 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. 만약의 문이 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 사유 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.