

# 오토론 유동화 평가방법론 (2023)

2023.01.30

금융-구조화평가본부 최재우 수석애널리스트 ☎ 02-787-2288 jaewoo.choi@kisrating.com  
 김홍미 실장 ☎ 02-787-2343 hmkim@kisrating.com

## Executive Summary

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

오토론 유동화 평가의 첫 번째 단계는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등을 파악하여 본 평가방법론의 적용 여부를 결정하는 것이다. 본 평가방법론은 기초자산이 소액다수의 오토론이 Pooling된 경우에 적용되나, 기초자산의 특성 및 유동화구조에 따라 적용여부 및 분석방법이 달라질 수 있다. 예를 들어, 오토리스는 대표적인 자동차 연계 금융상품이나 리스채권이라는 법적 형식으로 인해 야기되는 위험이 추가될 수 있다는 점에서 리스채권 유동화 평가방법론을 적용하며, 마찬가지로 장기렌터카 채권의 경우 자산보유자가 해당 자동차에 대하여 유지관리 의무를 지속적으로 부담하는 등 기존 오토할부/대출과는 이질적인 특성을 보이고 있어 소매채권 유동화 평가방법론이 적용된다. 또한, 외부신용보강만으로 유동화증권 상환이 가능하다면 본 평가방법론상 기초자산 신용위험에 대한 분석 등은 생략될 수 있다.

오토론 유동화 평가방법론 중 가장 핵심이 되는 사항은 기초자산에 대한 분석이다. 동 분석은 자산보유자를 시작으로 Historical Data 및 Pool 특성 등에 대한 검토로 이어진다. 이렇게 획득한 기초자산에 대한 분석결과를 기초로 유동화자산의 신용위험을 추정하며, 동 추정치에 신용등급별 스트레스 시나리오를 적용하여 Cash Flow 분석을 실시한다. 그리고 Cash Flow Test에서 기초자산 신용위험 이외에 Cash Flow에 영향을 미칠 수 있는 조기상환위험, 혼장위험 등의 요인들을 추가로 반영하며, 최종적으로 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.

- 기초자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치로서 Base Loss Rate를 산정하고 여기에 추가로 스트레스 시나리오를 적용하는 방식으로 기초자산의 신용위험을 추정한다. 이 때 개별 거래의 상품 종류별 Base Loss Rate값 및 스트레스 시나리오는 Historical Performance Data 및 기초자산 특징 등에 대한 분석결과를 기초로 산정되며, 자산보유자, 개별 채권들의 고유한 특성, 오토론을 포함한 소비자금융시장에 대한 향후 전망 등에 대한 검토 결과에 따라서 상이하게 적용될 수 있다. 그리고 이러한 검토 과정에서 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 소액다수로 Pooling된 오토론을 기초로 하는 유동화 및 이와 유사한 금융상품 등의 신용평가에 적용된다. 그러나 기초자산의 특성 및 유동화구조에 대한 검토결과, 보다 정확한 신용평가에 도움이 된다고 판단될 경우 오토론을 기초로 하더라도 본 평가방법론 이외의 방법론을 적용하거나 병행할 수 있다. 마찬가지로 기초자산이 오토론이 아니라고 하더라도 분석기법이 비슷하거나 기초자산의 특성을 고려할 때 더욱 적절하다고 판단될 경우 본 평가방법론을 적용하거나 병행하여 평가할 수도 있다.

### 주요 변경내용

본 평가방법론은 2018년 8월에 발표된 기존 오토론 유동화 평가방법론을 대체하며, 공시된 시점부터 적용된다. 금번 개정으로 인해 기존 공시된 신용등급의 변동은 없으며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 오토론 기초자산은 기존에는 원금 및 원리금 균등분할상품으로 주로 구성되어 있었으나, 최근에는 잔가보장형 상품, 유예할부형 상품 등 고객의 다양한 금융 수요에 맞춘 상품들이 편입되고 있다. 이를 감안하여 새로운 형태의 기초자산을 소개하고, 동 기초자산이 포함된 유동화 신용평가지 추가로 고려할 점을 설명하였다.
- 사후관리 과정에서 기초자산 Performance를 파악하기 위해 주로 살펴보는 지표들에 대하여 기술하였고, 기초자산 회수실적에 따른 사후관리 분석과정의 차이점에 대하여도 설명하였다.

Contents

- I. 오토론 유동화 개관 ..... 4
  - 1. 오토론 정의 ..... 4
  - 2. 오토론 유동화 발행구조 ..... 5
- II. 주요 위험요인 ..... 7
  - 1. 유동화자산 위험 ..... 7
  - 2. 유동화구조 위험 ..... 7
  - 3. 참여기관 위험 ..... 7
  - 4. 혼장 및 대체자산관리자 위험 ..... 8
- III. 주요 평가 요소 ..... 9
  - 1. 자산보유자 ..... 9
  - 2. Historical Data ..... 10
  - 3. Pool Characteristics ..... 11
- IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow ..... 12
  - 1. Base Loss Rate 산정 ..... 12
  - 2. 스트레스 시나리오 ..... 13
  - 3. Cash Flow ..... 14
- V. 기타분석 ..... 18
  - 1. 거래참여기관 신용도 ..... 18
  - 2. 법률 위험(Legal Risk) ..... 18
- VI. Monitoring ..... 20
- Appendix. Historical Data 분석을 통한 Loss Curve 및 손실률의 추정 ..... 21

## I. 오토론 유동화 개관

### 1. 오토론 정의

오토론은 자동차 구매목적으로 이루어지는 할부 및 대출상품에서부터 단순한 자금유통을 위한 자동차 담보대출에 이르기까지 자동차와 연계된 금융상품을 의미한다. 과거에는 캐피탈사가 취급하는 자동차 구매와 관련한 할부 및 대출상품이 주를 이루었다면, 지금은 캐피탈사뿐 아니라 신용카드사, 은행 등 여러 금융회사에서 오토론 상품을 제공하고 있으며 상품의 형태 역시 고객의 선호도, 자금수요 등에 맞춰 다양하다.<sup>1</sup>

그러나 당사는 자동차와 연계된 금융상품을 기초로 하는 모든 유동화<sup>2</sup>에 대하여 본 평가방법론을 일률적으로 적용하지는 않으며, 기초자산의 법적 형식, 계약내용 등을 검토하여 기초자산의 실질을 파악하기에 가장 적절한 평가방법론을 선택하여 적용하고 있다. 예를 들어, 오토리스는 대표적인 자동차 연계 금융상품이나 리스채권이라는 법적 형식으로 인해 야기되는 위험이 추가될 수 있다는 점에서 리스채권 유동화 평가방법론을 적용하며, 마찬가지로 장기렌터카 채권의 경우 자산보유자가 해당 자동차에 대하여 유지관리 의무를 지속적으로 부담하는 등 기존 오토할부/대출과는 이질적인 특성을 보이고 있어 본 방법론이 아닌 소매채권 유동화 평가방법론이 적용된다.<sup>3</sup>

기초자산 Pool을 차주, 물건의 특성 및 실행목적 등에 따라 범주화할 수 있고, 해당 그룹마다 신용위험이 차별화될 가능성이 존재한다면, 평가과정에서 카테고리별로 구분하여 분석을 진행할 수 있다. 그러나 상품의 형식상 차이 이외에는 기초자산의 실질 및 신용위험에 큰 차이가 없다고 예상되는 경우에는 오토론의 세부 명칭에 무관하게 통합하여 분석이 이루어진다. 예를 들어, 자동차 구매와 관련한 할부 및 대출상품의 경우 아래 [표1]과 같이 판매자, 소비자, 할부금융사간 3자 계약 형태를 가진 할부금융과 소비자 및 금융회사간 계약형태를 가진 대출로 구분된다. 하지만 소비자 입장에서 그 차이점을 크게 인식하지 못하는 경우가 대부분이며, 평가과정에서도 법적 성격, 대상 차주 및 차종 등에서 구분하여 검토할 만한 유의한 차이가 나타나지 않는다. 이에 할부 및 대출상품은 포괄하여 분석작업을 진행하는 게 일반적이다.

[표1] 자동차 구매시 할부, 대출 간 비교

구분	할부	대출
공통점	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소비자가 자동차를 구입하는 경우 금융회사가 소비자를 대상으로 자동차 구매대금을 대출해주고, 소비자는 금융회사에 일정한 이자를 내고 원리금을 상환하는 금융상품</li> <li>• 법적소유권: 소비자</li> <li>• 세금 등 유지비용: 소비자</li> </ul>	
계약주체	• 판매자, 소비자, 금융회사 3자 사이의 계약	• 소비자와 금융회사 간의 계약
판촉영향	• 판매자 판촉 영향 큼	• 판매자 판촉 지원 거의 없음
금리결정	• 판매자가 설정하고 정산발생	• 금융회사가 결정

<sup>1</sup> 기존에는 상환방식과 관련하여 원리금 또는 원금분할상품이 일반적이었으나, 최근에는 다양한 고객의 수요를 맞추고자 하는 상품이 등장하고 있다. 예를 들어, 자동차 교체시기가 짧은 고객을 위해 상대적으로 단기로 대출기간을 설정하는 대신 만기납부금원을 자동차의 잔존가치로 맞추고, 고객이 특정 조건을 충족시키는 상태에서 자동차를 반환하면 동 납부금원을 면제시키는 상품이 있다. 잔여 대출원금은 반납된 자동차 매각대금을 통해 회수되는 형태이다. 또한, 대출기간 동안 상환부담을 줄이고자 하는 수요에 대응하여 만기에 납부하는 금액의 규모를 늘리고 나머지에 대하여 분할상환하게 하는 상품도 존재한다.

<sup>2</sup> 본 평가방법론은 소액다수의 Pooling된 오토론을 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.

<sup>3</sup> 장기렌터카 채권 유동화는 소액다수의 분산화된 채권이라는 특성상 소매채권 유동화 평가방법론이 적용되나, 기초자산이 미래에 발생할 채권이라는 점에서 장래채권 유동화 평가방법론상 분석기법 및 검토절차가 활용될 수 있다. 개별 평가 건에 적용할 평가방법론 및 구체적인 분석기법 등은 자산보유자 및 기초자산 특성 등에 대한 검토결과를 기초로 평가위원회에서 결정된다.

한편, 금융회사들은 오토론뿐만 아니라 산업재, 공작기계, 의료기기, 개인신용채권 등 다양한 할부 및 대출상품을 제공하고 있으며, 이러한 소매신상품들은 오토론과 더불어 유동화자산으로 빈번하게 활용된다. 만약 오토론과 이러한 소매신상품들이 혼재하여 유동화자산을 구성하고 있다면, 본 평가방법론과 더불어 리스채권, 소매채권 유동화 평가방법론 등이 병행하여 적용될 수 있다. 다만, 유동화자산 구성 측면에서 특정자산 비중이 낮아 기초자산 위험에 미치는 영향력이 제한적이라고 판단되는 경우에는 기초자산을 구성하는 주요 자산을 기준으로 평가방법론이 적용된다.

## 2. 오토론 유동화 발행구조

오토론 유동화는 유동화증권 발행 및 상환구조, 유동화자산의 변동가능성, 유동화 단계, 자산보유자의 Book-off 여부 등과 관련하여 다양한 형태로 구분될 수 있다. 자산보유자는 발행 당시 오토론 유동화에 대한 투자자 환경, 발행금리, 수수료 수준 등을 고려하여 유리한 발행구조를 선택한다.

### 1) 유동화증권 발행 및 상환구조

국내 오토론 유동화시장은 유동화증권 현금흐름의 확실성에 대한 투자자들의 선호 등으로 인해, Pass-Through<sup>4</sup> 방식보다는 Pay-Through<sup>5</sup> 구조가 주를 이루고 있다. 그리고 Pay-Through 구조 하에서는 “Multi Tranche ABS + 신용공여” 구조, “유동화증권 차환발행 + 매입약정” 구조, 별도의 신용보강이 없는 “Naked 구조” 등의 형태로 발행이 이루어지고 있다.

“Multi Tranche 유동화증권 + 신용공여” 구조에서는 기초자산 현금흐름을 고려하여 유동화증권 발행일에 다양한 만기를 가지는 다수의 유동화증권이 발행되고, SPC와 신용공여기관 간에 신용공여약정이 체결된다. 일시적 유동성 부족 또는 스트레스 상황이 발생하는 경우에 신용공여를 통해 유동화증권 상환재원이 확보되는 구조이다. 이와 달리, “Naked 구조”의 경우에는 별도의 신용보강이 제공되지 않아 스트레스 상황을 대비해야 하므로 평상적인 상황에서 상대적으로 Idle Money의 규모가 커질 수 있다. 한편, 상기 구조들에서는 보다 효과적인 Idle Money 감축을 위해 일부 Tranche에 Call Option이 부여되기도 한다.

“유동화증권 차환발행 + 매입약정” 구조는 SPC가 유동화증권을 차환발행하고 해당 유동화증권에 대해 금융기관이 매입보장을 약정하는 형태이다. 기초자산 현금흐름이 예상보다 많이 발생할 경우에는 유동화증권을 감액하여 발행할 수 있으므로 Idle Money 감축에 보다 효과적이다. 다만, 유동화증권이 차환발행됨에 따라 유동화증권 이자율이 변동될 수 있어 이를 통제하기 위한 이자율스왑계약이 추가될 수 있다.

### 2) 유동화자산의 변동가능성

유동화자산의 변동가능성에 따라, 최초 발행 시 유동화자산이 확정되는 “Static 구조”와 유동화기간 동안 유동화자산의 추가 및 교체가 가능한 “Revolving 구조”로 구분할 수 있다. “Revolving 구조”에서는 기초자산 추가 및 교체가 이루어지는 Revolving 기간을 거친 후에 유동화증권의 상환이 이루어지는 반면, “Static 구조”는 유동화증권 발행 이후에 기초자산의 변동없이 유동화자산의 현금흐름에 맞추어 유동화증권이 상환되는 형태이다.

Revolving 구조에서는 Revolving 기간에 자산의 구성이 변동될 수 있으므로 기초자산의 Quality 변화를 통제하기 위해 자산적격 조건 및 조기상환사유 등이 설정되는 게 일반적이다. 조기상환사유는 기초자산의 Performance나 자산보유자의 신용도 변동 수준 등이 포함되며, 조기상환사유 발생시에는 유동화증권이 Pass-Through 형태로 조기상환될 수 있도록 설정된다.

<sup>4</sup> 기초자산에서 생성되는 현금유입분을 비정기적으로 그때 그때마다 발행채권의 원리금 상환에 충당하는 것을 의미한다.

<sup>5</sup> 기초자산의 불규칙한 현금유입을 정해진 유동화증권의 원리금상환 스케줄에 맞추는 구조이다. 기초자산의 현금유입과 상관없이 유동화증권의 원리금 상환시점과 금액이 확정되어 있는 구조로 국내에서 발행되는 유동화증권이 대부분이 이에 해당된다.

국내에서는 Revolving 구조보다는 Static 구조가 일반적이며, Revolving 구조는 신용도와 자산관리능력이 우량한 일부 여전사들이 활용하고 있다.

### 3) 유동화 단계

유동화자산을 SPC에게 양도하는 단계에 따라 직접 양도방식과 신탁을 통한 2단계 양도방식으로 구분된다. 직접 양도방식은 자산보유자가 SPC에게 자산을 양도하고, SPC는 이를 기초로 변제순위가 계층화된 유동화증권을 발행하는 형태이다. 반면, 신탁을 통한 2단계 양도방식은 자산보유자가 신탁 수탁자에게 자산을 위탁하고, 수탁자는 이를 기초로 수익권을 할당하여 SPC 및 자산보유자 등에게 교부하며, SPC는 교부 받은 수익권을 기초로 유동화증권을 발행하는 구조이다

### 4) 자산보유자의 Book-off 여부

자산보유자의 Book-off 여부에 따라 차입형 유동화와 Book-off 유동화로 구분할 수 있다. 차입형 유동화에서는 자산보유자의 재무제표상 유동화자산이 매각되지 않은 것으로 간주되며, 유동화증권 상환채무가 자산보유자의 재무제표에 계상된다. 반면, Book-off 구조에서는 유동화를 통해 자산보유자의 재무제표상 유동화자산이 매각된 것으로 간주된다.

차입형 구조에서는 자산보유자가 후순위 유동화증권 인수, 자력담보책임 부담 등을 통해 유동화와 관련한 위험을 일부 부담하는 형태가 일반적이다. 반면, Book-off 구조에서는 자산보유자의 위험 인수를 최소화하고 유동화증권의 신용등급을 계층화하여 선·후순위 유동화증권 대부분을 매각하는 형태가 주를 이룬다. 이는 K-IFRS 하에서 자산보유자가 유동화자산에서 발생하는 위험을 인수하는 경우 Book-off가 어렵도록 규정함에 따른 것이다.

## II. 주요 위험요인

오토론 유동화 평가시 고려하는 주요 위험요인으로는 유동화자산 위험, 유동화구조 위험, 참여기관 위험, 혼장 및 대체자산관리자 위험 등이 있다. 동 위험요인들은 일반적인 오토론 유동화를 가정하여 기술한 것으로, 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 유동화 자산 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

유동화자산 Pool과 관련한 주요 위험요인으로는 신용위험, 조기상환위험, 만기연장위험 등이 있다. 이 중 가장 중요하게 감안되는 위험요인은 신용위험이다. 신용위험은 채무자의 연체, 대손 등으로 인해 유동화자산의 상황이 지연되거나, 궁극적으로 상환되지 못할 위험을 의미한다. 그리고 오토론의 신용위험을 파악하기 위해 주로 고려하는 요소로는 자산보유자의 과거 Historical Performance, 자산보유자의 Underwriting Practice 및 채권관리시스템, 유동화자산 Pool의 개별 차주 및 채권별 특성, 거시경제환경 등을 들 수 있다. 또한, 신차, 중고차 등 유동화자산의 물건별 특성에 따라 신용위험이 차별화될 수 있으므로 이에 대한 고려도 이루어진다.

오토론 유동화자산의 신용위험은 대손 발생가능성과 대손 발생 이후 회수가능성을 포괄한 개념이나, 국내에서는 회수율 자료가 충분히 제공되지 않아 일반적으로 대손 발생가능성을 기초로 한 유동화자산 신용위험이 산정된다. 그러나 연체자산 또는 담보 매각 등을 통해 회수가능성이 높고, 이와 관련한 Historical Data가 충분히 제공되고 있는 경우 등에는 회수가능성을 감안한 유동화자산의 신용위험이 추정되고 분석될 수 있다. 또한 연체자산 매각 또는 보전절차 등이 사전에 설정되어 있고 이를 통한 회수율 추정이 가능하다고 판단되는 경우 등에도 계약내용 및 구조에 대한 분석을 통해 회수율을 추정하고 이를 평가에 반영할 수 있다.

조기상환 및 만기연장위험은 채무자가 자발적인 선택에 따라 유동화자산을 만기 이전에 상환하거나 사전에 정해진 만기를 연장함에 따라 발생하는 위험이다. 오토론은 일반적으로 채무자가 조기상환수수료를 납부하면 자발적인 조기상환이 가능한 형태로 약정이 체결된다. 반면, 만기연장은 특정 오토론 상품에 한해 제한적으로 허용되는 경우가 많다. 조기상환 또는 만기연장이 발생할 경우 SPC 현금흐름의 불확실성이 증가하고 유동성위험이 확대될 수 있으므로, 신용평가시에는 유동화증권 발행구조 등과 연계하여 그 영향을 종합적으로 고려한다.

### 2. 유동화구조 위험

유동화증권 발행 및 상환조건, 신용보강 형태 등 유동화구조상 특징은 각 유동화증권의 상환가능성에 영향을 미친다. 예를 들어, "Revolving 구조"에서는 Revolving 기간 동안 유동화자산의 추가 및 교체가 가능하므로 유동화자산 Pool 특성이 발행시점과는 달라질 수 있어, 유동화자산의 질을 통제하기 위한 자산적격조건, 조기상환 Trigger 등 여러 통제장치의 내용 및 수준을 파악하고 검토하는 과정이 추가될 수 있다. 또한 유동화증권의 만기구조, Call Option 부여 여부 등에 따라 기초자산의 조기상환/중도해지 위험이 미치는 영향이 달라질 수 있으므로, Cash Flow 분석과정에서 이러한 유동화구조상 특징을 반영하는 것이 필요하다.

### 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 제공하며, 스왑거래기관은 유동화자산과 유동화증권 간에 통화가 다르거나, 금리가 상이한 경우에 관련 위험을 통제하는 역할을 수행한다. 유동화 참여기

관의 역할수행능력에 대해서는 해당 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 금액이 SPC 자산관리계좌 또는 신탁 수탁자의 신탁추심계좌로 직접 입금되지 않고 자산보유자 명의의 계좌로 입금되어 자산보유자의 고유자산과 혼장될 위험을 말한다. 오토론 채무자는 채무상환시 무통장입금, 지로결제, 자동이체 등의 방식을 이용할 수 있으며, 채무자의 자금상환 방식에 따라 혼장위험의 정도는 차별화된다.

자동이체나 금융결제원의 자금관리서비스(CMS)를 이용할 경우에는 채무자의 상환대금을 SPC 또는 신탁계좌로 직접 이전할 수 있으므로 혼장위험이 통제된다고 볼 수 있다. 반면, 무통장입금, 지로결제의 경우에는 SPC 또는 수탁자 계좌로 계좌변경이 이루어지지 않을 경우 혼장위험이 존재할 수 있다.<sup>6</sup> 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 변제수령권한 소멸, SPC 자산관리계좌로의 직접 입금 등을 통지하고, 유동화자산의 보전, 회수 및 관리업무에 필요한 전산시스템을 구축하는 역할을 수행한다.

---

<sup>6</sup> 오토론 채무자가 원리금상환방식을 자동이체로 선택했다더라도, 조기상환금은 자산보유자 계좌로 회수되는 게 일반적이므로, 이 경우 혼장위험이 일부 존재할 수 있다. 다만, 국내 유동화에서는 자산보유자 명의의 계좌로 유동화자산이 회수된 경우에 자산보유자가 SPC 또는 수탁자 계좌로 해당 금액을 일정한 기간 이내에 이전하도록 구조화되어 있어 혼장위험을 상당부분 통제하고 있다.

### III. 주요 평가 요소

오토론 유동화의 주요 평가 요소로는 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics이 있다. 해당 요소에 대한 분석을 통해 유동화자산과 관련한 위험을 파악하며, 보통 자산보유자에 대한 검토를 시작으로, Historical Data 및 Pool 특성을 분석하는 일련의 과정을 거친다.

오토론 유동화자산은 소액다수의 충분히 분산화된 Pool로서, 개별채권 차주가 신용평가사의 신용등급을 보유하고 있지 않는 경우가 대부분이기 때문에, 유동화자산과 관련한 위험을 파악하기 위해서는 자산보유자가 제공하는 과거 Data 등에 대한 검토결과를 기초로 유동화자산의 Performance를 추정하는 과정이 수반되고 있다. 한편, 유동화자산에 대한 분석과정에는 유동화구조에 대한 검토가 병행하여 이루어지는데, 이는 유동화구조에 따라 기초자산 신용도에 대한 분석여부 및 평가방법 등이 달라질 수 있기 때문이다.<sup>7</sup>

#### 1. 자산보유자

금융회사는 자체 심사기준에 따라 대출승인여부, 대출한도, 이자율, 보증유무 등을 결정하며, 채권관리와 관련하여 연체자산에 대한 회수 기준, Outsourcing을 포함한 추심조직, 대손상각 및 채무재조정 정책, 조기상환 정책 등을 가지고 있다. 즉, 오토론 유동화자산은 자산보유자의 대출취급기준 및 채권관리 시스템에 따라 실행되고 관리되는 채권으로, 자산보유자별 특성이 내재해 있다.

자산보유자는 대출실행시 개인신용등급, 연체이력, 소득, 직업 등 차주별 특성 자료를 검토하여 대출승인여부를 결정하므로, 승인된 대출은 자산보유자에 의해 채무자의 신용도에 대한 일차 검증이 이루어졌다고 할 수 있다. 또한 자산보유자의 납입일 ARS 안내, 전화상담 등 단기연체채권에 대한 추심정책, 대손상각 및 채무재조정 정책, 조기상환 또는 해지 정책 등 채권관리시스템에 따라서도 유동화자산의 회수실적이 달라질 수 있다.

이에 자산보유자에 대한 검토과정은 자산보유자의 심사기준 및 채권관리 시스템에 대한 분석이 주를 이루며, 자산보유자의 영업조직, 유통채널 등의 영업능력 분석, 신용등급, 재무지표 등의 재무능력 분석 등도 포함될 수 있다. 그리고 이러한 자산보유자에 대한 검토는 면담, 또는 공시자료 분석 등의 과정을 통해 이루어진다. 이 중 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 변경 등에 기인하였다고 판단되는 경우에는 자산보유자에 대한 재검토가 이루어질 수 있다.

한편, 기초자산이 다른 금융회사로부터 매입한 자산인 경우에는 해당 금융회사의 영업정책 등을 파악하는 데 어려움이 따르므로, 업종 및 사업지위 면에서 유사한 다른 자산보유자의 심사 및 채권관리 시스템을 참고할 수 있다. 그러나 금융업권 내 유사한 사업을 영위하고 있더라도 자산보유자별로 영업정책에는 나름의 특수성이 존재할 수 있으므로, 최종적인 분석과정에서는 이러한 차이점을 감안한다.

<sup>7</sup> 외부기관이 제공하는 신용보강 금원으로도 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 금원이 유동화증권 원리금 상황에 충분한 지와 더불어 외부신용보강기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합한 지 여부를 중점적으로 검토하고 분석하게 된다. 또한 대항요건이 갖추어지지 않는 등 자산보유자와의 파산절연성이 확보되지 않는 유동화구조로서 자산보유자가 하자담보책임, 신용보강 등의 의무를 부담하고 있다면, 마찬가지로 기초자산 및 시나리오 분석이 생략되고 Cash Flow 상 자산보유자의 계약상 의무만으로도 유동화증권 상환재원이 확보가능한 지와 자산보유자의 신용도에 대한 분석이 주로 이루어진다.

## 2. Historical Data

Historical Data 검토는 자산보유자의 과거 자산 Performance를 분석하는 과정으로, 유동화자산의 손실률, 회수율 등 제반 Performance 변수들의 분포와 스트레스 수준을 산정하기 위한 기초자료로 활용된다.

Historical Data에는 채권실행월별<sup>8</sup>로 구분된 Vintage Data를 기초로 유동화자산의 Performance를 관측하는 Static Pool Data와 관측월별로 유동화자산의 Performance를 관측하는 Dynamic Pool Data가 있으며, 이외에도 자산보유자가 자체관리 목적으로 작성하는 내부 Data, 기발행 유동화 Monitoring Data 등이 있다.<sup>9</sup>

Static Pool Data를 활용하여 유동화자산의 기대손실률을 추정할 경우에는 채권실행월별 대손금액 또는 특정 연체구간(예를 들어 6개월 연체구간)에 진입한 금액을 손실로 간주하여 분석이 이루어진다. 그리고 만기가 최종적으로 도래하지 않은 Vintage Pool에 대해서는 채권만기시점까지의 궁극적인 손실률 및 Loss Curve 등을 파악하기 위해 별도의 추정(Extrapolation) 절차가<sup>10</sup> 추가될 수 있다. 이와 같은 다수의 Vintage 데이터에 대한 분석을 통해 Loss Curve, 평균적인 대손율 수준, 대손율의 편차, 대상 자산의 채권실행월별 연체추이를 도출할 수 있으며, 이에 더하여 조기상환 수준 등도 검토할 수 있다.

Dynamic Pool Data는 월별 채권실행 금액 등이 안정적이지 않을 경우 Performance가 왜곡될 수 있으므로, 일반적으로 자산보유자 및 기초자산의 특성 등에 대한 정성적 분석결과와 연계하여 분석한다. 그리고 자산보유자가 내부 관리목적으로 작성하는 Data 및 기발행 유동화의 기초자산 연체추이 등에 대한 Monitoring Data 역시 유동화자산의 Performance를 추정하는 중요한 기초자료이다.

Historical Data 분석시 일반적으로 회수율에 대한 측정은 이루어지지 않고 있다. 국내 오토론 유동화에서는 시간 및 비용의 편익 상 자산보유자가 담보권을 SPC에게 양도하지 않는 경우가 대다수인데다, 회수율 관련 Data 역시 충분하지 않기 때문이다. 그러나 연체자산 또는 담보 매각 등을 통해 회수가 안정적으로 이루어지고 있고 회수액 추이를 분석할 수 있는 충분한 Historical Data가 제공된다면, 회수율을 추정하는 작업이 추가될 수 있다. 또한 연체자산 매각 또는 보전절차 등이 설정되어 있고 이를 통한 회수율 추정이 가능하다고 판단되는 경우 등에도 계약내용 및 구조에 대한 분석을 통해 회수율을 도출하고 이를 평가에 반영할 수 있다.<sup>11</sup>

자산보유자가 새롭게 사업을 영위하거나 Historical Data 작성기간이 짧아 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 따른다면, 유사한 상품을 취급하는 다른 자산보유자의 정보를 참고할 수 있으나, 이 경우에는 상대적으로 보수적인 평가가 이루어질 수 있다. Historical Data에는 기초자산의 개별 특징 및 자산보유자의 고유한 영업/채권관리 시스템 특성 등이 내재되어 있으므로, 이러한 차이점을 Data 분석에 반영하지 못하는 경우 유동화자산의 향후 Performance에 대한 예측가능성이 떨어질 수 있기 때문이다. 그러나 이후 유동화 이력의 축적, 사후관리 자료에 대한 모니터링 등을 통해 유동화자산 Performance에 대한 신뢰성이 높아지게 되면 이러한 분석 결과가 평가 과정에 반영될 수 있다.

반대로, 자산보유자의 Historical Data가 충분하더라도 유사한 다른 자산보유자의 정보를 참고하기도 한다. 유사한 업체의 여러

<sup>8</sup> 일반적으로 월별로 자료가 작성되나, 자료의 작성기준(월별, 분기별, 반기별)에 따라 실행 및 관측 Vintage의 주기는 달라질 수 있다.

<sup>9</sup> 오토론 유동화 평가과정에서 주로 사용되는 Historical Data에 대해 설명을 하고 있으나, 기초자산 및 자산보유자 등에 따라 평가과정에서 활용 가능한 Data에는 차이가 있다. 일반적으로 여기에 기술된 Historical Data 모두가 평가과정에 활용되지는 않으며, 일부만이 사용된다. 이외에도 필요한 경우 다른 종류의 Data가 평가과정에 반영될 수 있으며, 관련 Data의 활용여부 및 자세한 분석기법 등은 개별 평가위원회에서 결정한다.

<sup>10</sup> 만기가 도래하지 않은 Vintage Pool Data를 활용하기 위한 추정(Extrapolation)과 관련한 자세한 내용은 Appendix를 참조하기 바란다.

<sup>11</sup> 만기시점 납부금원을 자동차의 잔존가치로 설정하고, 고객이 특정 조건을 충족시키는 상태에서 자동차를 반환하면 해당 납부의무가 면제되는 상품의 경우 만기회수금은 반납된 자동차의 매각대금을 통해 전부 또는 일부가 회수될 수 있다. 이 경우에는 자동차의 반납 및 매각가능성, 매각금액 등과 관련한 Historical Data를 분석하여 평가에 반영할 수 있으나, 중고자동차 시장의 존재여부 및 활성화 정도, 중고자동차의 시세추이, 당사자들 간의 계약관계 등에 따라 유동화자산의 현금흐름으로 인정가능한 범위는 달라질 수 있다.

자산보유자의 Historical Data를 비교하면, Performance 추이가 자산보유자의 고유한 사업전략에 따른 효과인지 업계 전반에 영향을 미치는 거시경제 변수나 규제환경 변화 등에 따른 것인지를 대략적으로 파악할 수 있으므로, 이를 토대로 유동화자산 Performance에 대한 보다 정교한 추정이 가능하다. 이와 더불어, 기발행 유동화에 대한 Monitoring Data도 해당 자산보유자가 추가로 유동화를 진행하는 경우에 기초자산에 대한 중요한 검토 자료로 활용될 수 있다.

### 3. Pool Characteristics

Pool Characteristics 분석을 통해 유동화자산 Pool의 경과기간(Seasoning), 차주별 대출원금, 수수료 및 대출금리 수준 등을 검토한다. 이는 Historical Performance 분석의 신뢰성을 확인하고, Historical Data와 유동화자산 간에 존재하는 특성상의 차이로 인한 영향을 유동화자산의 기대손실률 등에 조정 반영하기 위한 목적으로 실시된다.

예를 들어, 과거에 실행한 대출 전체에 대한 평균적인 연체/대손 실적을 나타내는 Historical Data와 달리, 유동화자산은 이 중 한정된 특성만을 보유한 오토론으로만 구성될 수 있는데, 이 경우에는 그러한 특성의 차이를 유동화자산의 기대손실률에 조정 반영하기 위한 Pool Characteristics 분석이 상대적으로 중요할 수 있다. 반대로, Historical Data에 포함된 자산과 유동화자산의 특성이 유사하다면, Historical Data 분석에 기반한 유동화자산의 Performance 추정의 신뢰도가 높아질 수 있다.

## IV. 스트레스 시나리오 및 Cash Flow

앞서 자산보유자, Historical Data, Pool Characteristics 등에 대한 분석을 통해 오토론 유동화자산에 대한 기본적인 분석을 마쳤다면, 동 결과를 기초로 유동화자산의 신용위험을 추정하고 신용위험에 대한 스트레스 시나리오를 적용한다. 그리고 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 여러 변수들에 대한 검토작업을 추가하여 최종적인 Cash Flow 분석작업을 수행한다.

### 1. Base Loss Rate 산정

Base Loss Rate는 유동화자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치로서 신용위험을 측정하는 데 기초가 되는 분석지표로, Historical Data 분석결과와 다른 자산보유자의 Base Loss Rate 수준 등을 기초로 산정된다. 그리고 추가로 유동화 Pool 특성, 자산보유자의 영업정책, Historical Data의 최근 추세 및 거시경제 환경 등 여러 요인들이 종합적으로 반영된다. 동일한 자산보유자가 실행한 같은 자산군이라고 할지라도 Pool 특성 등에 따라 Base Loss Rate는 차별적으로 산정될 수 있으며, 영업환경, Historical Data 추이, 규제 및 금융환경 등의 변화에 따라 Base Loss Rate 역시 가변적으로 적용한다.

당사가 Base Loss Rate 산정 시 주로 고려하는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가 건마다 아래에 기술되지 않은 요소들이 추가로 검토될 수 있다.

#### 1) Historical Data

유동화자산군별 Historical Data Performance에 대한 분석 및 추정을 통해 평균적인 Loss Rate를 도출하며, 이는 Base Loss Rate 산정을 위한 기초 데이터이다. 만약, 자산보유자의 Historical Data를 활용하는 데 제약이 있는 경우에는 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data를 참조하고 있으며, 이 경우 자산보유자별 영업/자산관리 정책상 차이점을 반영한다. 한편, 자산보유자의 채권관리정책 및 Historical Data 검토결과, 연체 후 대손 반영 기간이 상대적으로 짧은 경우 등에는 유동화자산의 성격 및 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance, 연체전이율 등을 감안하여 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.<sup>12</sup>

#### 2) 유동화자산 Pool의 특성 (자산 Seasoning, 채무자 신용도 등)

평균 Seasoning, 채무자 신용도, 원리금 상환방식 등 유동화자산 Pool의 질적 특성은 Base Loss Rate에 영향을 줄 수 있다. 예를 들어, 평균 Seasoning이 긴 유동화자산 Pool은 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률 대비 향후의 실제 Performance가 더 좋게 관측될 가능성이 높다. Historical Data를 통해 파악된 손실 추정치는 대출채권의 실행시점부터 시작하여 Life Time Cycle이 종료될 때까지 발생할 것으로 예상되는 손실값이므로 Seasoning이 상당기간 경과한 자산에 이를 그대로 적용할 경우 손실이 과대 평가될 수 있기 때문이다.

유동화 Pool에 포함되는 채무자의 신용도가 채무자 개인신용등급 등에 따라 선별되는 경우에도 실제 Performance와 Historical Data 분석을 통해 도출된 기대손실률간 차이가 크게 발생할 수 있다. 따라서 Historical Data 작성시 사용된 자산보유자 Pool의 채무자 신용도 분포 등을 고려할 때 유동화자산 Pool의 Performance가 Historical Data Performance와 차별적이라고 판단된다면 이를 Base Loss Rate 산정과정에 반영한다.

<sup>12</sup> 자산보유자가 3개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우에는 6개월 연체진입 채권을 대손채권으로 반영하는 경우보다 Historical Data 상 대손인정금액이 커질 수 있다. 이런 경우 유사한 자산특성을 지닌 다른 자산보유자의 Historical Data Performance를 참고하여 Base Loss Rate에 반영할 수 있다.

국내 오토론 상품은 원리금균등분할 상환방식의 비중이 높지만, 만기일시 상환방식, 일정기간 거치 후 원리금을 상환하는 방식, 인도금 유예 후 원리금을 상환하는 방식 등 다양한 상품이 존재한다. 그리고, 원리금균등분할 상환방식 이외 채권의 비중이 높다면 Base Loss Rate 산정 과정에서 추가 검토가 필요할 수 있다. 예를 들어, 차주가 만기일시 상환방식을 선택하거나, 분할상환방식을 선택하더라도 만기지급하는 금액이 상당히 크다면, 해당 차주는 원금 및 원리금을 균등분할상환하는 차주에 비해 만기상환 부담이 크다고 할 수 있다. 이처럼 상환방식에 따라 차주의 상환부담이 달라질 수 있으므로, 관련 기초자산 비중이 유의하게 클 경우 Base Loss Rate 산정 시 이를 반영하여 분석한다.

### 3) 자산보유자의 영업 및 자산관리 능력

자산보유자는 일반적으로 유동화과정에서 자산관리자로서 유동화자산의 회수 및 추심과 관련하여 일정 역할을 담당한다. 또한, 유동화자산에 연체가 발생하는 경우나 유동화자산이 사전에 정해진 적격 요건을 충족하지 못하는 경우에는 자력 및 하자담보책임을 부담하기도 한다.

따라서 유동화자산 Pool의 Historical Data Performance 및 특성이 유사하더라도 자산보유자가 다르다면, 자산보유자의 Credit Event 발생가능성, 채권회수와 추심능력 등에 따라 실제 Performance에 차이가 발생할 수 있다. 이에 신용평가 과정에서는 자산보유자의 신용등급, Underwriting Practice 및 채권관리시스템, 기존 유동화 사례에서의 자산보유자 역할 등을 기초로 자산보유자의 영업 및 자산관리 능력에 대해 분석하고 이를 Base Loss Rate에 반영한다.

### 4) Performance Trend의 변동 및 거시경제 환경 변화

Historical Data상 최근 Trend가 과거와 차별화되고 이러한 추세가 향후에도 일정기간 지속될 것으로 예상되는 경우에는 최근 Trend를 상대적으로 많이 반영하여 평가가 이루어질 수 있다.

Historical Performance는 과거 Data에 기초한 손실값이므로, 만약 오토론 유동화자산의 손실률에 영향을 미칠 수 있는 거시경제 환경이 변하고 있다면 Historical Data를 통해 그 영향력을 파악하기에는 어려움이 따른다. 따라서 Performance Trend에 큰 변동추세가 나타나지 않았다 하더라도, 향후 거시경제 환경이 과거와 상이할 것으로 예측되는 경우에는 이러한 환경요인 또한 Base Loss Rate 산정에 반영될 수 있다.

### 5) 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 Loss Rate에 반영될 수 있다.

## 2. 스트레스 시나리오

Base Loss Rate는 유동화자산의 평균적인 손실률에 대한 예측치이므로, 실제 유동화자산의 Performance는 Base Loss Rate를 통해 산출한 수치와는 차이가 발생할 수 있다. 예를 들어 경제호황기에는 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate보다 낮을 수 있는 반면, 실업률이 증가하고 신용경색이 확대되는 불황기에는 반대로 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate에 비해 높게 나타날 가능성이 높다. 이에 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate를 통해 산출한 수치에 비해 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하고 이를 반영하여 시나리오 분석을 실시한다.

스트레스 시나리오는 신용등급별 Multiple 값(예: AAA는 Base Loss Rate의 5배수)을 이용하는 방법과 손실의 분포(Distribution)에 따른 Idealized Default Rate 또는 Expected Loss Rate를 이용하는 방법이 있다. 이중 손실 분포모형을 활용하는 방법은 기존의 손실 통계량(평균 및 표준편차)을 분석하여 정규분포, Lognormal Distribution 등으로 분포를 정의하고, 해당 분포에 Pool 손실의 예상 통계량을 입력하여 유동화증권 신용등급에 상응하는 기대손실률을 산출하는 형태이다.

당사 오토론 유동화 평가과정에서는 Multiple 방식을 주로 적용하고 있으며, 아래 [표2]는 Multiple을 통한 스트레스 시나리오 분석시 사용하고 있는 Multiple에 대한 예시이다. 신용등급이 높을수록 보수적인 스트레스 상황을 가정하므로, Multiple은 유동화증권 신용등급이 높을수록 크게 설정되어 있다.

[표2] 스트레스 적용 Multiple

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Multiple	5	4	3	2	1.5	1

주) 본표는 Multiple에 대한 예시로서 실제 분석시에는 유동화구조의 특징과 Loss 분포 검토 결과에 따라 Multiple을 조정하여 적용함.

Multiple은 유동화자산 손실률이 Base Loss Rate보다 높아질 수 있는 스트레스 상황을 가정하여 설정된 만큼, 만약 유동화자산 손실분포가 차별적이라고 예상되는 경우에는 Multiple 수준을 조정하여 적용하고 있다. 당사가 유동화자산 손실분포를 추정하고 Multiple을 최종적으로 산정하는 과정에서 주로 고려하는 요소로는 Historical Performance 추이, Base Loss Rate 수준, 기초자산 Pool의 구성 및 개별 채권의 특성, 자산보유자 등이 있다.

예를 들어, 자산의 손실분포가 비교적 균일하게 관측되어 왔다면 스트레스 상황에서도 유동화자산 Performance의 변동가능성이 상대적으로 크지 않을 것으로 추정할 수 있으므로 이러한 요인을 Multiple 적용시 반영할 수 있다. 자산의 집중도 수준 역시 손실분포 추정에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 집중도가 높을수록 일부 채권의 대손발생이 전체 Performance에 미치는 영향이 커질 수밖에 없기 때문에, 자산의 집중도가 손실분포에 영향을 미칠 정도로 충분히 크다고 판단되는 경우에는 이를 고려하여 Multiple을 산정할 수 있다. Base Loss Rate의 절대적인 수준 또한 Stress Multiple 산정에 주요한 고려요소로 작용한다. Base Loss Rate가 높은 자산과 낮은 자산군에 동일한 Multiple 스트레스를 적용하게 되면, Base Loss Rate가 높은 자산군의 경우 절대적인 기대손실치가 비정상적으로 크게 산출되어 비현실적인 값이 도출될 수 있다. 따라서 이러한 경우에는 실질적인 위험수준을 고려하여 Base Loss Rate가 높은 자산군에 대한 Stress Multiple은 낮게 조정하여 적용하는 것도 가능하다.

이외에도 LTV, 유동화자산 경과기간 등의 자산특성<sup>13</sup>, 자산관리자의 업무능력<sup>14</sup> 등에 따라 스트레스 상황에서 유동화자산 Performance 변동성에 차이가 크게 나타날 수 있으므로, 이에 대한 고려가 필요할 수도 있다. 그리고 Revolving 구조라면 기초자산 Quality를 사전적으로 통제하기 위한 조기상환 Trigger 등의 보강장치에 대한 검토결과가 Multiple 산정시 감안된다.

### 3. Cash Flow

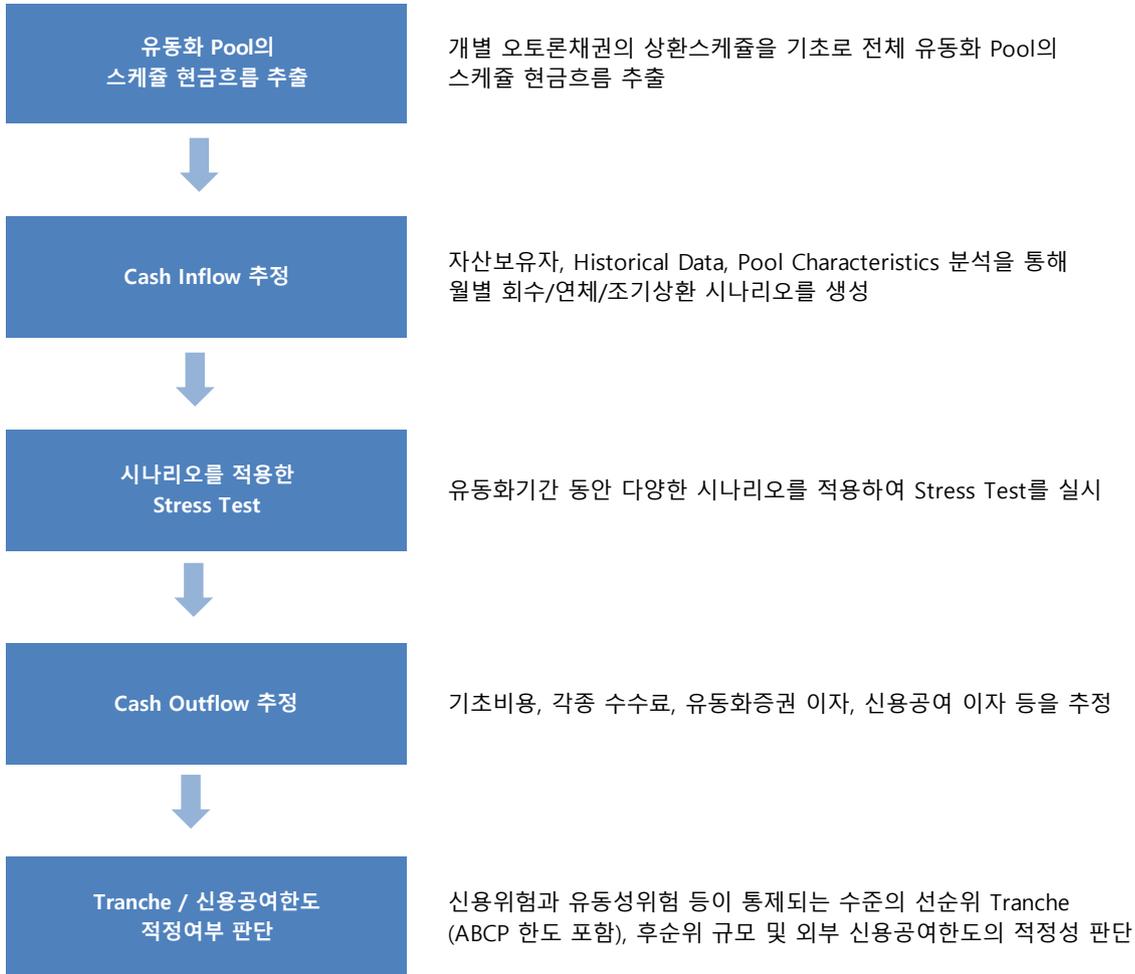
Cash Flow 분석과정에서는 스트레스 시나리오가 적용된 기초자산 현금흐름을 기초로 유동화증권 상환이 가능한 지 그리고 외부 신용보강 규모는 적절한 지를 검토한다. 유동화자산에서 발생하는 Cash Inflow와 유동화증권 원리금 및 제반 비용 등 Cash Outflow를 다각적으로 분석하며, 만약 외부신용보강이 제공되는 경우라면 동 요인까지 고려한다.

<sup>13</sup> 기초채권의 상환방식도 기초자산의 Performance 변동성에 영향을 주는 요소이다. 원리금분할상환에 비해 원금일시지급 상환방식의 경우 채무자가 만기에 차환 또는 상환부담을 크게 가지다 보니, 만기시점의 거시경제환경에 따라 Performance 변동성이 클 수밖에 없다.

<sup>14</sup> 우량한 신용도의 확고한 사업지위를 지닌 자산보유자라면 그렇지 않은 경우에 비해 기초자산 Performance가 안정적일 수 있는 반면, 자산보유자의 사업영위기간이 짧거나 잦은 영업정책 변화로 기초자산 Performance 변동성이 커질 수 있는 경우에는 상대적으로 높은 Multiple이 적용될 수 있다.

다만, Cash Inflow는 신용위험과 직접적으로 연계되지 않는 요인들에 의해서도 영향을 받을 수 있는데, 대표적으로 유동화자산의 조기상환율, 손실추세를 나타내는 Loss Curve 및 유동화자산의 회수속도<sup>15</sup> 등이 있다. 한편, Cash Outflow는 유동화증권 발행 및 상환구조, SPC의 비용구조 등에 영향을 받는다.

[그림1] Cash Flow Test의 절차 예시



기초자산의 신용위험에 대한 추정 이외에 현금흐름 분석과정에서 당사가 주로 고려하고 있는 요소는 아래와 같으며, 개별 평가건에서는 유동화구조 및 자산 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가로 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.

### 1) Loss Curve Profile

스트레스 시나리오 분석에서 유동화자산 손실률에 대한 추정이 이루어졌다면, Cash Flow 분석에서는 여기에 추가로 유동화자산의 손실이 발생하는 경과추이(Loss Curve)에 대한 검토가 수반되어야 한다. 유동화자산 손실률에 대한 추정치가 동일하더라도

<sup>15</sup> 유동화자산이 연체가 시작되었다고 해서 모두 손실로 이어지는 것은 아니며, 연체 이후에도 채무자는 연체수수료 등을 지급하면서 채권원리금을 상환할 수 있다. 예를 들어, 차주의 단순 실수로 인해 연체가 발생하는 경우 일반적으로 해당 원리금은 단기간에 정상 회수된다. 이를 감안하여 당사도 Historical Data 검토시 통상 6개월 이상 연체된 채권을 손실로 간주하여 분석하며, 기초자산 Cash Inflow 추정시에도 보수적으로 정상 채권의 일부 현금흐름이 단기 연체되어 6개월 내에 회수되는 것으로 추정하고 있다.

Loss Curve에 대한 가정에 따라서 실제 유동화 Pool에서 발생할 것으로 예상되는 이자 현금흐름은 상이할 수 있기 때문이다. 예를 들어, 누적 Loss가 Life Time Cycle상 조기에 모두 발생한다고 가정하는 경우에는 누적 Loss가 완만하게 발생하는 경우에 비해 이자 현금흐름이 상대적으로 적어질 수 있다. 일반적으로는 Historical Data 분석 등을 통해 파악한 관측 Loss Curve를 고려하여 Loss 발생추세를 가정하고 Cash Flow 분석을 실시한다.

### 2) 조기상환

유동화자산의 조기상환율에 대한 가정 역시 Cash Inflow에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 일반적으로 조기상환율이 상승하면 해당 채권에 대해서는 스트레스 시나리오 분석 시 미래 발생할 것으로 추정된 대손이 발생하지 않는 긍정적 효과가 있는 반면에, 조기상환으로 이자수입이 감소하여 Excess Spread가 축소되는 부정적인 효과 역시 동시에 작용한다.

이러한 조기상환율과 연계된 상환된 효과는 유동화증권 발행 및 상환구조에 따라 영향력이 차별적이므로, 개별적인 상황을 감안하여 이를 Cash Flow 분석에 반영한다. 예를 들어, 유동화기간 이후에 유입되는 유동화자산의 현금흐름도 조기상환이 이루어지면 유동화증권의 상환재원으로 활용될 수 있기 때문에, 동 현금흐름의 규모가 클수록 기초자산의 중도상환은 SPC 현금흐름에 긍정적인 영향을 미친다. 다른 예로는, 만약 유동화증권의 조기상환이 불가능하다면, 유동화자산의 중도상환은 기초자산의 이자수입만 감소시키는 결과를 가져오므로, SPC 현금흐름에 부정적으로 작용할 수 있다. 일반적으로는 위에서 언급한 구조들이 다각적으로 혼합되어 있기 때문에, 실제 평가시에는 유동화증권의 발행구조 및 만기 등에 따라 조기상환율과 관련한 시나리오를 적용하여 보수적으로 Cash Flow 분석을 실시한다

### 3) 유동화증권 발행 및 상환구조

유동화증권 발행 및 상환 구조에 따라서도 Cash Outflow에 영향이 발생한다. 만약 유동화증권의 상환 순서가 선·후순위 등으로 계층화되어 있다면, 유동화 제반 계약상 지급순위 등을 고려하여 각 유동화증권별로 상환가능성을 검토해야 한다. 또한 기초자산 조기상환과 연계하여 유동화증권 Call Option, 차환발행 구조 등에 대한 분석이 이루어지는데, 예를 들어 금융기관의 매입보장 약정을 기초로 유동화증권이 차환발행되는 구조에서는 유동화자산의 조기상환이 예상보다 많이 이루어지면, 유동화증권의 규모를 감축시킬 수 있다는 장점이 있다. 해당 구조가 아니더라도 유동화증권에 대한 Call Option 행사가 가능한 경우에는 Idle Money로 유동화증권을 상환하여 유동화증권의 이자부담을 낮출 수 있다.

유동화증권과 기초자산의 통화, 금리 조건 등이 상이하게 설정된 경우에도 해당 시장변수의 변동 방향 및 크기에 따라 SPC 현금흐름에 미치는 영향이 클 수 있으므로 추가로 분석이 필요하다. 만약 이러한 시장변수 변동위험이 선물환 또는 이자율스왑 등을 통해 통제되는 구조라면, 파생상품계약에 따른 현금흐름을 포함하여 Cash Flow 분석을 실시한다. 반면, 파생상품계약이 체결되지 않거나, 체결되었더라도 명목금액 차이 등으로 인해 통화, 금리변동위험에 크게 노출되는 등 추가 검토가 필요하다고 판단되는 경우에는 시장변수 변동위험을 반영하여 현금흐름 분석이 이루어질 수 있다.

### 4) 내부신용보강

자산보유자의 자력담보책임, 유동화자산의 이자와 유동화증권 이자 및 제비용 간의 Excess Spread 등 내부신용보강 또한 Cash Flow 테스트시 고려될 수 있다.

유동화자산의 양도시 자산보유자의 연체채권 등에 대한 자력담보책임이 포함될 수 있는데, 자산보유자의 자력담보책임 이행능력이 유동화증권 신용등급에 부합하는 것으로 판단되는 경우에는 이를 Cash Flow 테스트시 현금흐름에 반영할 수 있다.

유동화자산의 예상 이자 현금흐름이 유동화증권 이자 및 SPC 제비용을 상회하는 경우에는 Excess Spread에 기초한 내부신용보

강이 이루어질 수 있다. 단, 유동화자산의 조기상환가능성, 유동화증권의 만기 및 상환구조, 외부신용보강 관련 비용 등에 따라 Excess Spread를 통한 신용보강 효과에 차이가 크게 발생할 수 있으므로 이러한 부분에 대한 검토도 수반된다.

## 5) 혼장 가능성

자동이체, 무통장입금 등 채무자의 상환방식, 유동화 계약서상의 채무자에 대한 통지 Trigger 조건, 대체자산관리자 선정 절차 등을 고려하여 유동화자산 현금흐름의 혼장가능성을 추정하고 해당 요인을 반영한다.

## 6) 외부신용보강

오토론 유동화에서는 Idle Money 축소 등의 목적으로 금융기관의 신용공여가 이루어지는 경우가 있다. 이 경우 기초자산의 현금흐름 외에 신용보강 실행조건 및 한도 등을 고려하여 SPC에 유입가능한 전체 현금흐름을 기초로 유동화증권의 상환가능성을 분석한다.

한편, 외부신용보강만으로 유동화증권 원리금 전체에 대한 상환재원 확보가 가능한 구조로서 외부신용보강제공자의 신용도를 기초로 유동화증권 신용등급이 부여 가능한 경우에는, 기초자산에 대한 분석 및 이에 따른 Cash Flow 검토보다는 외부신용보강에 기초한 현금흐름 분석이 이루어질 수 있다.

## 7) 스왑계약, 참여기관 등

유동화구조상 스왑계약이 포함될 경우 스왑계약조건에 따른 영향이 반영될 수 있으며, 스왑계약 이외의 각 유동화참여기관과 체결하는 계약에 대해서도 계약의 이행 가능성 등에 대한 검토가 이루어진다.

## V. 기타분석

본 방법론은 일반적인 오토론 유동화 구조를 감안하여 당사가 중점적으로 살펴보는 기타분석 요소들을 설명하고 있다. 따라서 개별 평가 건에서는 유동화구조 및 기초자산의 특성 등에 따라 여기에 기술되지 않은 요소들이 추가로 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 외부신용보장을 제공하거나 스왑계약 상대방으로 참여하여 현금흐름에 영향을 미치는 경우에는, 해당 기관의 신용도가 유동화증권 상환가능성에 직접적으로 영향을 주는 것으로 간주하고 있다.<sup>16</sup>

금융시장의 발전과 함께 유동화 구조도 다양하고 복잡해짐에 따라, 외부신용보장 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 검토한다.

기초자산과 유동화증권 간에 통화 또는 이자율 불일치 위험을 통제하기 위해 파생상품계약을 체결하는 경우도 마찬가지인데, 이는 유동화기간 동안 해당 파생상품계약 조건에 따른 거래가 정상적으로 이루어져야 유동화증권 상환대금이 온전하게 확보될 수 있기 때문이다.<sup>17</sup> 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 영향을 주지 않는 것으로 판단한다. 당사는 동 기관들이 위탁받은 업무를 충분히 수행할 수 있을 지에 대해 각 기관들의 신용도<sup>18</sup> 또는 기존 유동화업무 수행이력 등을 감안하여 판단하며, 추가로 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)

오토론 유동화는 기초자산의 특성 및 구조에 따라 진정양도에서부터 채무자 및 제3자 대항요건 등 다양한 법률위험이 내재될 수 있다. 당사는 법률전문가가 제공하는 자료 및 의견을 기초로 유동화 관련 법률위험을 주로 검토하나, 이외에 감독 및 규제당국의 정책, 과거사례 등을 참고하여 판단하기도 한다. 그리고, 특정 법률이슈와 관련하여 법조항 및 규제당국의 공식의견 등이 명시적

<sup>16</sup> 외부신용보장기관의 신용도가 유동화증권 신용등급에 미치지 못할 것으로 판단되거나 외부신용보장기관의 신용도 산정에 필요한 자료가 충분히 제공되지 않는 경우 등에는 해당 외부신용보장구조에 대한 분석이 생략될 수 있다.

<sup>17</sup> 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 금원 전액을 사전에 수령하는 등의 통제 장치가 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.

<sup>18</sup> 당사 유효신용등급 뿐 아니라 국내외 신용평가사의 신용등급 모두를 감안할 수 있다.

으로 규정되어 있는 경우라면 법률전문가의 법률의견은 생략될 수도 있다.<sup>19</sup> 한편, 모든 유동화 평가에서 법률위험을 판단하지는 않으며, 성격이 다른 유동화자산을 기초로 하거나 새로운 유동화구조가 가미된 경우 등 법률이슈를 추가로 검토할 필요가 있다면 수행한다.

### 1) 자산보유자 파산으로부터의 절연

자산유동화는 특정자산을 자산보유자로부터 분리시켜 이를 유동화증권의 상환재원이나 담보로 제공하는데, 자산보유자의 부도시 채권자들이 유동화자산에 대한 권리를 주장하면 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 이전되어 True Sale 이슈에서 자유로울 수 있다.<sup>20</sup> 그러나 매매 또는 교환에 의해 자산의 양도가 이루어지는 경우에는 자산유동화법 제13조에서 규정하고 있는 진정한 양도의 4가지 요건을 갖추어야 한다.

### 2) 채무자 및 제3자 대항요건

자산양도시점에 채무자 및 제3자 대항요건을 갖추면 자산보유자와의 파산절연성(Bankruptcy Remoteness)을 보다 온전하게 확보할 수 있다. 민법 제450조에 따라, 채무자 및 제3자에 대한 대항요건을 구비하기 위해서는 채무자에게 통지 또는 승낙을 구해야 하며, 이 중 제3자에 대한 대항요건을 갖추기 위해서는 이러한 절차가 확정일자 있는 증서에 의해서 이루어져야 한다. 다만, 『자산유동화에 관한 법률』에 따른 유동화에서는 자산유동화법 제6조 제1항의 규정에 따라 자산양도등록이 이루어질 경우 제3자에 대한 대항요건을 갖춘 것으로 간주된다.

국내 오토론 유동화는 자산유동화법에 따른 유동화로 진행되는 게 일반적이므로 자산양도등록을 통해 제3자에 대한 대항요건은 확보할 수 있다. 다만, 채무자에 대한 대항요건은 비용과 시간적인 측면에서 편의상 갖추지 않는 대신 자산보유자 신용등급 하락 등의 Trigger가 발생할 때에만 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.

### 3) 만기연장 상품

민법 제500조에서는 당사자가 채무의 중요한 부분을 변경하는 계약을 한 때에는 구채무는 경개로 인하여 소멸한다고 규정하고 있다. 따라서 유동화자산이 만기연장가능 상품이고 동 자산의 만기가 실제로 연장될 경우 유동화자산이 경개로 인해 소멸될 위험이 통제되어야 한다. 이를 위해 채무자가 만기연장을 신청할 경우 양도인은 양수인의 사전 서면동의를 얻도록 하고 있으며, 여기에는 만기연장시 최초 대출과목과 동일한 대출과목으로 취급하는 것을 포함한다.

<sup>19</sup> 전문가의 의견을 제공받는 것을 기초로 하므로, 세금과 관련한 법률검토의 경우에는 해당 분야의 전문가로서 세무 또는 회계법인으로부터 받은 의견 등으로도 갈음할 수 있다.

<sup>20</sup> 신탁의 목적이 담보를 위한 경우에도 그러하다.(대법원 2001다9267판결)

## VI. Monitoring

Pooling 오토론 유동화에 대한 사후관리 과정에서는 본평가시 당사가 추정한 데로 기초자산에서 현금유입이 발생하였는지를 확인하며, 이를 위해 기초자산 연체추이, 잔여유동화자산 대비 유동화증권 잔액비율 등이 주로 검토된다.<sup>21</sup>

사후관리 과정에서 기초자산에 대한 추가실사가 이루어지지 않아 잔여자산에 대한 상세한 현금흐름 자료가 제공되지 않으면, 신용등급 변경에 대한 검토는 매우 보수적으로 이루어진다. 신용등급 상향은 기초자산 회수를 통해 유동화증권 상환재원이 충분히 확보된 경우에 고려될 수 있으며, 신용등급 하향은 기초자산 회수실적 저하로 신용보강 수준이 본평가시 추정치에 비해 크게 하락한 것으로 판단되는 경우에 검토될 수 있고, 이 때 자산보유자 및 규제환경, 거시경제 변수 등에 대한 분석이 수반될 수 있다.

---

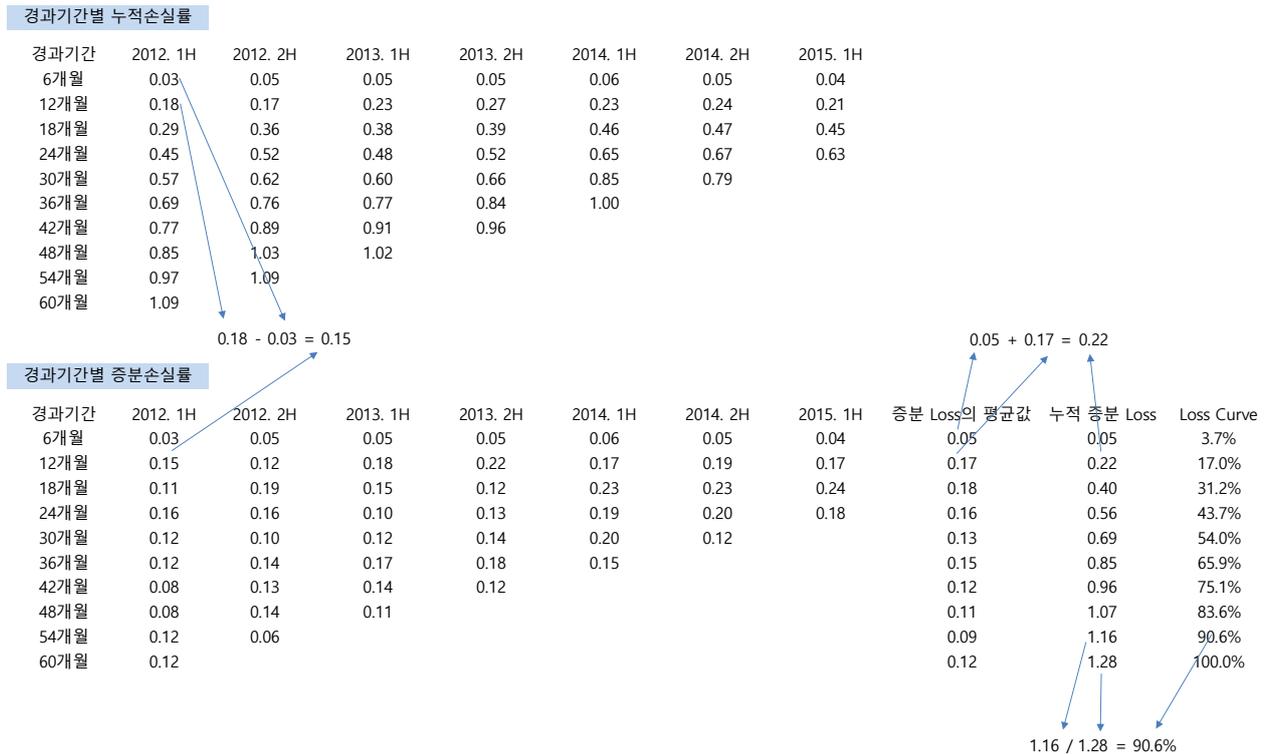
<sup>21</sup> 기초자산 회수실적이 본평가시 추정한 예측치 범위 내에 이루어졌다고 판단되면 자산보유자, Historical Data 등에 대한 추가 검토 및 스트레스 시나리오 분석 등은 이루어지지 않는다. 또한 외부신용보강이 제공되는 신용대체(Credit Substitution) 구조에서는 기초자산 회수실적에 대한 검토 대신 외부신용보강기관의 신용도가 여전히 유동화 신용등급에 부합하는 지를 주로 파악하고 분석하게 된다.

Appendix. Historical Data 분석을 통한 Loss Curve 및 손실률의 추정

자산보유자의 과거 Performance 분석시, Seasoning(오토론 실행 이후 경과기간)이 충분히 경과하지 않은 Vintage에 대해서 대출기간 종료시점의 궁극적인 Loss Curve와 Pool Loss를 추정하는 과정은 다음과 같다.

Loss Curve는 대출 실행 후 매 경과기간별 누적 손실에 대한 대출기간 종료시점의 궁극적인 누적손실(Cumulative Loss)의 비율을 나타낸 것으로 대출 실행후 경과기간별, Vintage별 손실 증가의 평균값을 기초로 도출된다.

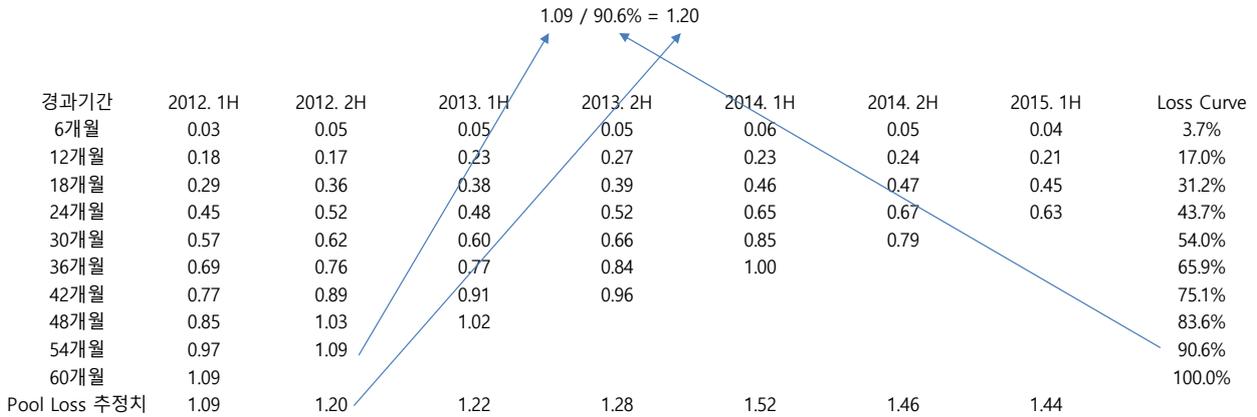
[그림2] Loss Curve 도출\_예시



Loss Curve를 도출하기 위해 먼저 유동화자산과 동일한 유형의 Historical Data Performance를 통해 대출 실행 후 경과기간별 누적 손실률을 구한다. 여기에 각 Vintage의 경과기간별 손실률 증가값을 산정하여, 손실률 증가값의 평균을 구하고 이를 Seasoning 경과에 따라 누적한다. 그리고 최종 누적 증분 손실률에 대한 각 경과기간별 누적 증분 손실률의 비율을 도출하면 최종적인 추정 Loss Curve가 산정된다.

[그림2]는 이러한 제반 과정들을 도식화한 것이며 60개월의 기간 동안 6개월 단위의 누적 손실 발생 추세 3.7%, 17.0%, 31.2%, 43.7%, 54.0%, 65.9%, 75.1%, 83.6%, 90.6%, 100%를 나타내는 Loss Curve가 도출됨을 보여주고 있다. 한편, 상기 [그림2]는 Loss Curve 도출 과정을 설명하기 위해 임의로 생성한 데이터로서 국내 오토론 유동화증권을 발행하는 자산보유자의 실제 Performance와는 무관한 것임에 유의하여야 한다.

[그림3] Loss Curve를 활용한 Pool Loss 추정\_예시



실제 관측 Performance를 이용하여 도출된 Loss Curve를 통해서 Seasoning이 짧은 Vintage들의 대출기간 종료 시점까지 발생할 Pool Loss를 추정할 수 있다. 가령, [그림3]의 2012년 하반기 Vintage는 대출실행후 54개월이 경과할 때까지 1.09%의 손실이 발생하였고 이는 Loss Curve에 따라 전체 발생할 손실의 90.6%이므로 해당 Vintage에서 궁극적으로 발생할 Pool Loss는 1.20%(1.09% / 90.6%)로 추정됨을 나타낸다.

가장 간단한 사례로 유동화 대상 Pool이 상기 [그림2]과 [그림3]의 2015년 상반기 Vintage로 구성된다 가정할 경우, 유동화 자산에 발생할 것으로 예상되는 Loss Rate은 1.44%로 추정된다.

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. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 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 키스자산평가 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 투자자의 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 투자자의결정을 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 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 관련하여 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 고지 받았다고 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 관련하여, 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.