



## 유동화익스포저(개정안)

2023 NICE Structured Finance

BBB- A1 A2+ BBB+ A2

### Analyst Contacts

책임연구원 이해민  
02-2014-6284  
hysmlee@nicerating.com

선임연구원 이명준  
02-2014-6362  
mjlee@nicerating.com

SF평가1실장 홍성기  
02-2014-6277  
sungki.hong@nicerating.com

### Date

2023.11.29

### [의견 요청 사항]

NICE 신용평가는 Credit Facility 의 주요 유형 등에 대한 이해를 위해 기존 내용 중 일부를 수정/보완/개선할 예정입니다. 본 개정안의 주요 변경 내용에 해당하는 아래의 사항에 대해 다른 의견이 있거나 더 나은 개선안이 있으면 기탄없이 제시해 주시기 바랍니다.

(1) Credit Facility 의 주요 유형

### 방법론의 대상 및 한계 등

본 평가방법론은 당사가 유동화익스포저를 평가할 때 적용하는 주된 방법론으로, 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 다만, 평가대상의 특성에 따라 본 평가방법론이 제한적으로 적용될 수 있으며, 본 평가방법론 외에 기초자산별 SF 평가방법론 및 평가방법론 일반론에 기본적인 적용을 받는다.

### [평가방법론의 한계]

본 평가방법론은 당사가 신용등급을 결정하는 주요 평가요소 및 이들 요소에 대한 일반적 접근방식을 서술하고 있다. 이는 평가과정 및 평가결과에 대한 투자자와 발행자의 이해가능성 제고를 위해 제공하는 것이다. 다만, 본 평가방법론이 개별 평가과정에서 고려되는 모든 요소들을 포함하고 있는 것은 아니다. 따라서, 실제 신용등급 도출과정에는 주요 평가요소 이외에 개별 특수성에 따른 추가적 평가요소 및 정성적 판단이 반영되므로, 본 평가방법론에서 언급된 주요 평가요소에 의해 도출되는 등급과 실제 부여된 신용등급과는 차이가 발생할 수 있다.

### [평가방법론의 주요 고려요인]

유동화자산의 신용도, 해당 Credit Facility 이외의 신용보강, 유동화자산의 성격(차주의 ICR 유무), 담보유무

### [본 방법론으로 공시된 등급이 받는 영향]

본 방법론의 적용으로 기존에 공시되어 있는 등급이 받는 영향은 없다.

### [주요 변경 내용]

Credit Facility 의 주요 유형에 대한 설명 등을 포함하였다.

### 〈유의사항〉

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주)가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 “발간물”)는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자 의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원 으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

## I . Credit Facility의 신용평가

### (1) Credit Facility의 개념

유동화익스포저는 은행 및 증권회사 등의 금융기관이 유동화 거래로 인하여 보유하는 익스포저로서, 유동화거래는 자산유동화증권(ABS), 주택저당채권유동화증권(MBS), 신용보강(Credit Enhancement), 유동성지원약정(Liquidity facilities), 이자율스왑, 통화스왑, 신용파생상품, 트렌치화된 신용보강(Tranched cover) 등을 포함하고 이에 국한되지 않는다.

본 방법론에서 Credit Facility는 유동화익스포저 중에서 금융기관이 유동화거래와 관련하여 유동화회사(이하 'SPC')에게 제공하는 신용공여 및 유동성공여 등의 약정을 포괄적으로 지칭하며, Credit Facility 신용평가란 Credit Facility 제공으로 인하여 금융기관이 부담하는 유동화익스포저의 신용위험에 대한 신용평가를 의미한다.

국내 유동화거래에서 Credit Facility는 주로 신용공여 약정, 유동화증권 매입약정, 사모사채 인수확약, 기초자산 매입확약, 자금보충약정 등의 형태로 체결된다. 아래 [표1]은 국내 유동화거래에서 체결되는 Credit Facility의 일반적인 주요 형태 및 내용을 정리한 것으로, 각 약정별 실행사유 및 실행방법은 일반적으로 아래와 같다. 각 약정은 명칭 등에도 불구하고 실제 실행사유 및 실행방법에 근거하여 성격을 구분하며, 유동화거래에서 개별 Credit Facility의 내용은 [표1]과 달라질 수 있다.

**[표1] Credit Facility의 주요 형태 및 내용<sup>123</sup>**

형태	구분	내용
신용공여 (대출)약정	실행사유	기초자산의 신용사건 발생으로 인한 유동화증권 상환재원 부족
	실행방법	SPC에게 대출 실행
	주요문구	신용공여기관은 신용공여기간 중 SPC의 인출 요청이 있는 경우 신용공여한도 잔액 범위 내에서 SPC에게 대출을 실행할 의무를 부담하며, 어떠한 경우에도 본조에 의한 대출실행의무를 취소, 철회하거나 변경할 수 없다.
사모사채 인수확약	실행사유	유동화증권 상환재원 부족
	실행방법	SPC가 발행하는 무등급 사모사채를 인수
	주요문구	확약기관은 사채발행사유가 발생한 경우, SPC가 발행하는 사모사채(무등급)를 총액 인수하고 해당 사모사채의 발행일에 그 발행대금을 어떠한 상계나 공제 없이 SPC에 납입하기로 한다.
기초자산 매입확약	실행사유	유동화증권 상환재원 부족
	실행방법	SPC로부터 기초자산(매입대상자산)을 매입
	주요문구	확약이행사유가 발생하는 경우, SPC는 확약기관에게 매입대상자산을 양도하고, 확약기관은 매입대금 <sup>4</sup> 전액을 별도의 공제 없이 SPC에게 지급한다. 확약기관은 매입대상자산의 양도에 필요한 서류의 미수령, 기초자산 채무자 또는 SPC의 채무불이행, 대출채무자 또는 SPC의 자력, 기초자산 채무자 또는 SPC에 대한 반대채권의 존재, 상계 기타 여하한 사유로도 본항에 따른 매입대금의 지급을 거절할 수 없으며, 확약기관은 매입대상자산의 양도 여부와 상관없이 확약이행일에 매입대금 전액을 별도의 공제, 감액 없이 지급하여야 한다.
신용공여어음	실행사유	유동화증권 상환재원 부족
매입약정	실행방법	SPC가 발행하는 무등급 신용공여어음의 인수

<sup>1</sup> Credit Facility 약정 상 금융기관의 의무의 효력과 관련하여 [금융기관의 의무는 무조건적인 의무로서, 기초자산 관련 약정이 해제(해지)되었는지 여부와 관계없이 이행되어야 하며, SPC의 채무불이행, SPC의 자력(SPC에 대하여 부도사유 등 SPC의 채무이행에 중대한 부정적 영향을 미치는 사유가 발생한 경우 포함), SPC에 대한 반대채권의 존재, 상계 기타 여하한 사유로도 그 이행을 거부하거나 이에 항변할 수 없으며, 금융기관의 실행 의무와 관련하여 민법 제599조에 따른 권리를 주장할 수 없다.]와 같은 조항이 일반적으로 포함된다.

<sup>2</sup> Credit Facility의 실행으로 인하여 금융기관이 SPC에 대하여 채권자 등으로서의 권리를 보유하게 되는 경우, 금융기관이 유동화증권이 전액 상환되기 전 SPC에 대하여 보유하는 권리를 행사하여 유동화증권의 상환가능성이 훼손될 가능성이 있으므로, 아래와 같은 “담보, 상계 등 권리행사의 제한” 조항이 일반적으로 포함된다.

[SPC가 발행하는 유동화증권이 전액 상환 완료되기 전까지는 다음과 같이 금융기관의 권리행사가 제한된다.

가. 금융기관은 SPC에 대하여 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 의한 회생절차 또는 파산절차, 기업구조조정촉진법에 의한 절차, 기타 유사한 절차의 개시를 신청하거나, 기한의 이익을 상실시키거나, 기타 유동화증권의 권리자 및 업무위탁계약에 따라 금융기관보다 우선하여 변제를 받을 권리를 가진 자의 권리나 이익을 침해하는 행위를 하여서는 아니된다.

나. 금융기관은 SPC의 금융기관에 대한 채무와 관련하여 SPC의 일반재산에 대하여 압류, 가압류 기타의 방법에 의한 일체의 강제집행을 할 수 없다.

다. 금융기관은 SPC가 발행하는 유동화증권이 전액 상환 완료되기 전까지 채권의 상환을 위한 일체의 추심행위를 할 수 없다]

<sup>3</sup> Credit Facility의 조건은 다양하게 설정될 수 있으나, Credit Facility의 한도가 유동화증권 발행한도와 동일하게 설정되는 경우 유동화증권의 우선 상환을 위하여 Credit Facility의 이자는 후급조건으로 설정되거나 선급조건이되 금액을 조정할 수 있는 등으로 설정되는 것이 일반적이다.

<sup>4</sup> 기초자산의 금액이 유동화증권 금액보다 감액되는 경우를 고려하여 [기초자산 채무자에게 기업구조조정촉진법, 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 기타 이와 유사한 법령에 따라 채무재조정이 이루어지는 경우에도, 금융기관은 채무재조정이 이루어지기 전의 잔존 미상환 대출원금 상당액을 어떠한 공제, 감액없이 매입대금으로 지급하여야 한다.]와 같은 조항이 일반적으로 포함된다.

	주요문구	SPC는 다음 각 호 조건에 따른 신용공여어음(무등급)등을 발행하고, 신용공여기관은 이를 인수하여 해당 인수대금을 어떠한 상계나 공제 없이 수납관리계좌에 입금한다.
유동화증권 매입약정	실행사유	발행하는 유동화증권 중 판매되지 않은 유동화증권 존재
	실행방법	SPC가 발행한 잔여 유동화증권을 인수
	주요문구	SPC가 발행한 유동화증권 중 발행 당일 판매되지 아니한 유동화증권을 매입보장기관은 매입한다.
유동성공여 (대출)약정	실행사유	비용 및 원천징수 등으로 인한 일시적인 자금 부족
	실행방법	SPC에게 대출 실행
	주요문구	유동성공여기관은 약정기간의 최종만기일까지 SPC 명의의 수납관리계좌의 잔액이 변제기가 도래한 SPC의 채무 총액을 변제하기에 일시적으로 부족한 경우 운전자금을 SPC에게 대출하기로 한다.
이자율	실행사유	교환일 도래
스왑계약	실행방법	SPC와 사전에 정해진 금리에 의해 상호 교환
	실행사유	교환일 도래
통화 스왑계약	실행사유	교환일 도래
	실행방법	SPC와 사전에 정해진 환율에 의해 상호 교환

## (2) Credit Facility 신용등급의 정의

신용공여 약정 및 유동화기업어음(이하 “ABCP”) 매입약정으로 대표되는 Credit Facility는 금융기관이 SPC에 실행하기로 약정한 자산담보부 대출이라 할 수 있으므로, Credit Facility의 신용평가는 자산담보부 대출채권에 대한 SPC의 원리금 상환능력 평가와 유사하다.

국내 유동화거래에서 금융기관의 Credit Facility의 만기는 일반적으로 유동화증권의 만기와 일치하게 설정된다. Credit Facility의 약정 만기일 기준으로 Credit Facility의 원리금 상환가능성을 평가하는 경우, 약정 만기일 이후 유동화자산에서 발생하는 현금흐름이 반영되지 못하게 된다. 따라서, 이러한 실질을 반영하여 Credit Facility의 신용평가시에는 기대손실을 반영하는 Bank Loan Rating(이하 ‘BLR’) 방법론을 준용하여 만기 이후의 유동화자산 회수액을 반영한다.

BLR 방법론에서 신용등급은 적기상환의 가능성 혹은 부도확률(Probability of Default, PD) 외에 부도 발생시 손실률(Loss Given Default, LGD)까지 고려한 기대손실(Expected Loss, EL)을 반영한 것으로서, 가장 핵심적인 사항은 default 시점 이후 담보 등에 따른 Recovery를 고려하는 것이다. 이상의 개념을 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{예상손실률(EL)} = \text{부도발생가능성(PD)} \times \text{부도발생시 손실률(LGD)}$$

따라서, BLR 방법론에 따라 예상손실률을 반영하여 산출된 신용등급은 예상손실률 개념이 반영되지 않은 Issuer 등급 혹은 무담보채무의 등급과 일반적으로 동

일하거나 담보의 가치에 따라 Notch up이 발생한다. 예를 들면, i) 기업신용등급이 BB+인 차주에 대한 무담보 대출채권 500억원을 유동화자산으로 보유하고 있는 SPC1에 금융기관이 500억원의 신용공여를 통해 AAA 신용등급의 유동화증권(500억원)을 발행하는 경우와 ii) 기업신용등급이 BB인 차주에 대한 부동산담보 대출채권 500억원을 유동화자산으로 보유하고 있는 SPC2에 금융기관이 500억원의 신용공여를 통해 AAA 신용등급의 유동화증권(500억원)을 발행하는 경우를 비교해 보자. 부도발생가능성만을 비교하면 SPC1이 SPC2보다 낮지만, SPC2가 보유한 담보의 가치가 600억원이라면 예상손실률을 반영한 BLR 평가방법론에 의해 SPC2의 유동화익스포저는 차주의 신용도인 BB보다 높은 수준으로 Notch up할 수 있다.

한편, 유동화회사는 유동화증권의 발행주체로서 기업신용등급(ICR)의 평가대상이 될 수 있다. 구조화금융에서 유동화회사의 기업신용등급은 유동화회사의 금전채무(유동화증권 포함)에 대한 상환능력을 의미한다. 다만, 유동화회사의 기업신용등급 평가를 위해서는 유동화회사가 유동화자산만을 보유하고 다른 자산을 보유하지 않으며, 유동화증권 등 구조화금융 관련 채무 외 다른 채무부담이 업무수탁자 및 자산관리자 등을 통해 철저히 통제됨을 확인하여야 한다. 구체적인 내용은 “신용평가일반론-신용평가 개요”에서 참고할 수 있다.

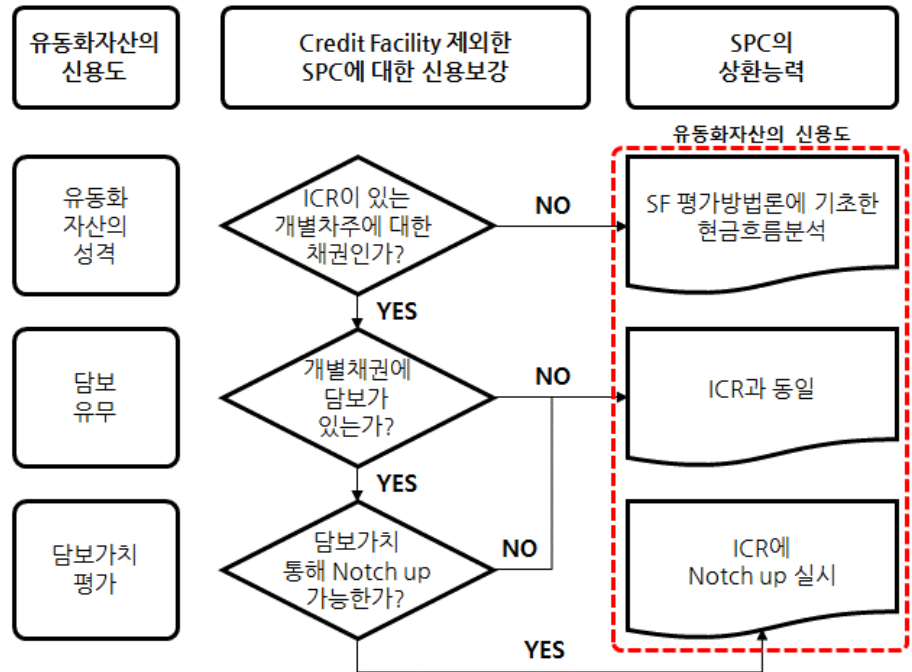
### (3) Credit Facility 신용평가

Credit Facility의 신용평가를 자산담보부 대출채권에 대한 SPC의 원리금 상환능력 평가라고 할 때, SPC의 원리금 상환능력은 유동화자산의 신용도와 Credit Facility를 제외한 SPC에 대한 별도의 신용보강<sup>5</sup>에 의해 결정된다.

관련하여 유동화자산의 성격과 특징에 따라 유동화자산의 신용도를 평가하는 구체적인 방법은 다소 차이가 발생한다.

5 대표적인 경우가 자산보유자의 하자담보책임, 시공사의 자금대여약정 및 후순위 대출약정 등이다.

[그림1] Credit Facility의 신용평가



일반적으로 BLR은 기업신용등급(Issuer Credit Rating)이 있는 차주에 대한 대출채권이 주된 평가대상이다. 따라서, 유동화자산이 기업신용등급이 있는 개별 차주에 대한 채권일 경우에는 기존의 BLR 평가방법론에 따라 담보유무를 확인하고, 담보가 있을 경우는 담보가치의 평가를 통해 notch up의 수준을 결정하여 최종적인 Credit Facility의 신용등급을 결정하게 된다.

반면, 유동화자산이 다수의 채권으로 집합체(pool)를 구성할 경우에는 SF 평가방법론을 통해 유동화자산으로부터의 현금흐름을 스트레스 테스트를 통해 평가하여 Credit Facility의 신용등급을 결정하게 된다.

물론 Credit Facility 신용평가에 있어 SPC의 원리금 상환능력을 평가하는 구체적인 방법은 자산의 특성에 따라 차이가 있지만, 궁극적으로는 예상손실률을 반영하여 Credit Facility의 신용등급을 결정한다. 또한 신용등급 결정 과정에서 SPC에 대한 별도의 신용보강 등을 포함한 SPC의 타 지급채무와 Credit Facility 상환채무의 지급순위 또한 중요한 고려 요소이다. 예를 들어 SPC에 건설사의 신용보강과 금융기관의 신용보강이 동시에 존재하는 경우, Credit Facility의 신용등급을 건설사의 신용도에 연계하기 위해서는 금융기관의 신용보강 원리금 지급순위가 건설사의 신용보강 원리금보다 선순위여야 한다.

Credit Facility 신용평가의 기초가 되는 Bank Loan Rating 및 SF 평가방법론은 당사가 발행한 평가방법론에서 자세히 설명하고 있으므로, 본 고에서는 사례를 통해 Credit Facility를 유형별로 정리하고 Credit Facility 유형별 신용등급 결정 논리를 구체적인 사례를 통해 설명하고자 한다.

## (4) Credit Facility 신용평가 사례

금융기관이 SPC에 신용공여약정<sup>6</sup> 및 ABCP 매입약정의 형태로 제공하는 Credit Facility의 성격을 구분하면 다음과 같이 크게 5가지 경우로 나눌 수 있다<sup>7</sup>.

- ① 신용공여만으로 100% 신용보강을 하는 경우
- ② 신용공여가 부분적으로 사용되는 경우
- ③ 유동화자산의 만기와 유동화증권의 만기의 Mismatch로 인해 신용공여를 사용하는 경우
- ④ 유동화증권 매입보장약정 목적이 기업어음의 차환발행 위험을 통제하기 위한 유동성공여인 경우
- ⑤ 유동화증권 매입보장약정만으로 100% 신용보강을 하는 경우

본 고에서는 5가지 경우의 Credit Facility 신용등급이 각각 어떻게 결정되는지 사례를 통해 설명하고자 한다.

## 1) 신용공여만으로 100% 신용보강을 하는 경우

유동화와 관련된 구조적인 위험과 자산의 신용위험, 유동화거래의 법률적 위험으로 인하여 내부 신용보강 만으로는 원하는 수준의 신용보강을 할 수 없는 경우가 있다. 대표적으로 장래 매출채권의 유동화, PF 또는 대출채권의 유동화, 혼장위험이 해결되지 않은 신용카드매출채권의 유동화 등을 들 수 있다. 장래 매출채권의 유동화에서는 매출채권의 발생 가능성 및 회수 가능성이 자산보유자 및 채무자의 운영위험 및 신용위험에 직결되므로, 유동화증권의 신용등급은 자산보유자 및 채무자의 신용등급보다 높을 수 없게 된다. PF 유동화에서도 시공사의 연대보증 및 채무인수를 통해 구조화될 경우, 유동화증권의 신용등급은 시공사의 신용등급보다 높을 수 없다. 신용카드 매출채권의 유동화에서도 혼장위험이 해결되지 않을 경우, 혼장위험에 노출되는 현금흐름이 매우 많아져 유동화증권의 신용등급은 자산관리자의 신용등급보다 높을 수 없게 된다.

이러한 경우 SPC는 금융기관과 신용공여 약정을 통하여 충분한 신용공여를 제공받도록 구조화할 수 있다. 이러한 구조에서 금융기관이 Credit Facility를 제공함으로써 보유하는 유동화익스포저의 신용등급은 유동화자산의 신용도와 일치한다. 이상의 내용을 구체적인 사례를 통해 설명하면 다음과 같다.

6 일반적으로 자본시장법상 장외파생인가가 있는 금융투자업자(통상 증권사)는 사모사채 인수확약, 대출채권 매입확약 등을 통해 유동화 회사의 신용위험과 차환발행위험을 동시에 통제하지만, 본 고에서는 설명의 편의를 위해 은행이 신용위험과 차환발행위험을 신용공여약정 및 ABCP매입약정으로 통제하는 경우를 예를 들어 Credit Facility를 제공한 금융기관의 유동화익스포저 신용등급을 설명한다.

7 상법상 유한회사 및 주식회사가 ABCP를 발행하는 구조에서 유동화자산의 이자와 관련한 원천징수세액의 환급으로 인한 현금불일치는 운전자금대출 약정을 통해 유동성 문제를 해결한다. 또한 운전자금대출 약정을 사용하지 않고 신용공여 한도 및 ABCP 매입한도에 이를 반영할 수도 있다. 본 글에서는 설명의 편의를 위해 운전자금대출 약정을 통한 유동성 제공은 제외하고 신용공여 약정과 ABCP 매입약정의 성격 및 이에 따른 각 Credit Facility의 신용등급 결정 논리를 설명하고자 한다.



[표2] 유동화구조의 개요

유동화자산		유동화증권		신용보강	
자산유형	매출채권	선순위 ABS	500억원	방법	신용공여
양도금액	510억원	후순위 ABS	10억원	신용공여한도	500억원
만기	2년	선순위 ABS 등급	AAA	이자율	8%
		이자율	5%		
		만기	2년		

[표2]에서 유동화자산은 신용등급이 BB/Stable인 A기업의 신용카드사에 대한 장래 매출채권이고, 최근 3년간 매출채권의 매월 발생금액(20~30억원) 등을 기초하여 2년간의 장래 매출채권에 대한 양도금액이 510억원이라고 가정하자. 이때 외부 신용보강 없이 유동화자산만으로 ABS를 발행할 경우, 장래 매출채권의 발생가능성 등이 자산보유자인 A기업의 신용도에 영향을 받으므로 선순위 ABS의 신용등급은 자산보유자인 A기업의 신용등급과 동일한 BB (sf)가 된다. 그러나, SPC는 금융기관과 500억원 한도의 신용공여 약정을 맺을 경우, 신용등급이 AAA (sf)인 ABS를 발행할 수 있다. 이 유동화에서 500억원의 신용공여 제공을 통해 금융기관이 보유하게 된 유동화익스포저의 신용등급은 유동화자산의 신용도와 동일한 BB (sf)가 된다.

## 2) 신용공여가 부분적인 신용보강으로 사용되는 경우

후순위 등 내부 신용보강만으로 유동화증권을 발행할 수 있지만, 선순위 유동화증권의 발행금액을 늘리기 위해 전체 신용보강 중 일부분을 금융기관의 신용공여 제공을 통해 구조화하는 경우가 있다. 대표적인 예가 회사채의 Pooling을 통한 유동화(이하 'CDO'), NPL 유동화(이하 'NPL 유동화증권'), 오토할부채권의 유동화(이하 '오토론 유동화증권') 등이다. 이러한 경우 유동화자산에서 발생하는 현금흐름에 목표등급에 해당하는 스트레스 테스트에 의한 현금흐름분석을 통해 일정한 비율의 신용보강이 있으면 일정 수준 신용등급의 유동화증권을 발행할 수 있다. 그러나, 필요한 신용보강 수준이 높을 경우, 내부 신용보강만으로는 발행할 수 있는 선순위 ABS의 금액이 줄어드는 문제점이 있다. 이 경우 SPC는 금융기관의 신용공여에 의한 부분적인 외부 신용보강을 통해 신용공여 한도만큼 선순위 ABS 발행금액을 증가시킬 수 있다<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> 실제로는 유동화자산의 이자와 유동화증권의 이자 및 신용공여 이자 등 유동화비용을 모두 고려하여 현금흐름 분석을 실시하지만 여기서는 논의의 편의를 위해 이자 및 비용은 제외하고 원금만으로 설명하고자 한다.

**[표3] 유동화구조의 개요<sup>9</sup>**

유동화자산		유동화증권		신용보강	
자산유형	오토할부채권	선순위 ABS	450억원	방법	신용공여
대출잔액	500억원	후순위 ABS	50억원	신용공여한도	50억원
만기	3년	선순위 ABS 만기	3년	이자율	8%
이자율	8%	선순위 이자율	5%		
상환조건	원리금균등	이자지급방법	매월		

**[표4] 주요 가정**

자산 Performance 가정		신용등급별 Stress Scenario	
정상 회수율	88%	AAA	기본대손율*5배
1개월 회수율	5%	AA	기본대손율*4배
2개월 회수율	2%	A	기본대손율*3배
3개월 회수율	1%	BBB	기본대손율*2배
기본 대손율	4%	재투자 수익율	3%

**[표5] 등급별 현금흐름분석<sup>10</sup>**

신용등급	누적현금유입금액	누적현금유출금액	필요신용보강금액
AAA	46,681	51,750	5,069
AA	49,030	51,750	2,720
A	51,379	51,750	371
BBB	53,729	51,750	

[표5]를 보면 원금잔액 500억원의 유동화자산에서 신용등급 AAA인 선순위 ABS를 450억원 발행하기 위해서는 누적 현금유입금액으로 누적 현금유출금액 (3년동안의 선순위 ABS 원리금)을 충당할 수 있어야 하며, 이를 위해서는 약 50억원의 신용보강이 필요함을 알 수 있다. 따라서 SPC는 금융기관과 50억원 한도의 신용공여 약정을 체결하여, 신용공여 50억원을 통한 외부 신용보강과 후순위 50억원 발행을 통한 내부 신용보강을 통해 450억원의 선순위 ABS를 발행하게 된다.

이때 금융기관이 신용공여를 통해 보유하게 된 유동화익스포저의 신용등급은 신용공여를 제외한 후순위 ABS 발행을 통한 신용보강 만으로 획득할 수 있는 선순위 ABS의 신용등급이 된다. [표5]에서와 같이 선순위 ABS의 신용등급이 A 일 때 3.7억원의 신용보강금액 수준에서 누적 현금유입금액으로 누적 현금유출 금액을 충당할 수 있으므로, 외부 신용보강 없이 내부 신용보강을 통하여 450억원의 선순위 ABS를 발행할 경우 선순위 ABS의 신용등급은 A- 수준임을 알 수 있다. 즉, 이 경우의 유동화익스포저 신용등급은 외부 신용보강 없이 내부 신용보강 및 유동화자산에서 발생하는 현금흐름만으로 선순위 ABS의 상환이

9 선순위 ABS의 tranche는 편의상 3년 만기 단일 tranche로 하였다.

10 편의를 위해 혼장위험은 해결되었으며, 유동화비용은 없는 것으로 가정하고 현금흐름분석을 실시하였다.

가능한 수준의 신용등급인 A- 로 결정된다.

3) 유동화자산과 유동화증권간 만기 Mismatch로 인해 신용공여를 사용하는 경우

자산유동화는 유동화자산의 현금흐름에 맞추어 유동화증권을 Tranching하는 것이 일반적이다. 그러나 어떤 이유로 인해 선순위 ABS의 만기를 유동화자산의 만기보다 훨씬 앞당겨 발행하는 경우가 종종 발생한다.<sup>11</sup> 특히 오토할부채권을 기초자산으로 하여 Amortizing 구조로 ABS를 발행하고자 할 때, 잉여현금을 줄이기 위해 선순위 ABS만기를 유동화자산의 만기보다 앞 당겨서 다중 Tranche로 발행하게 된다<sup>12</sup>. 이때 금융기관은 유동화자산의 만기와 선순위 ABS의 만기의 불일치를 해소하기 위한 유동성 공여의 목적으로 신용공여를 제공하게 된다.

이러한 유동화구조에서 신용공여기관이 Credit Facility를 제공함으로써 보유하는 유동화익스포저의 신용등급은 앞의 두 경우와는 조금 다른 접근이 필요하다. 일반적으로 국내 유동화증권 시장에서 금융기관이 제공하는 신용공여 약정을 살펴보면 신용공여 기간은 선순위 ABS의 만기와 동일하게 명시되어 있다. 따라서 신용공여 만기까지의 예상 현금흐름으로 현금흐름 분석을 실시하여 유동화익스포저의 신용등급을 평가할 경우, 선순위 ABS 만기 이후에 도래하는 유동화자산의 현금흐름은 신용공여의 상환재원으로 사용할 수 없게 되므로 유동화익스포저는 낮은 신용등급으로 평가될 수 있다. 따라서 유동성 공여의 목적으로 제공하는 신용공여의 특성을 반영하여 신용공여의 만기가 선순위 ABS만기일이 아닌 선순위 ABS만기 후 6개월 시점이라고 가정할 경우, 해당 익스포저의 신용등급은 이전보다 높아지게 된다. 이상의 내용을 구체적인 사례를 통해 설명하면 다음과 같다.

[표6] 유동화구조의 개요

유동화자산		유동화증권		신용보강	
자산유형	오토할부채권	선순위 ABS	450억원	방법	신용공여
대출잔액	500억원	후순위 ABS	50억원	신용공여한도	120억원
만기	3년	선순위 ABS 만기	2.5년	이자율	8%
이자율	8%	선순위 이자율	5%		
상환조건	원리금균등	이자지급방법	매월		

[표6]를 [표3]과 비교하여 보면, [표3]은 3년 만기 유동화자산으로 3년 만기의 선순위 ABS를 발행하는 구조이고, [표6]는 동일한 3년 만기 유동화자산으로 2

11 이 경우 후순위 ABS의 만기는 유동화자산의 최종 만기가 유사하게 정해진다.

12 선순위 ABS의 신용등급이 AAA일 경우, 일반적인 상황에서 발행하는 대손율(Base Loss Rate)에 Multiple(5)을 곱한 대손율이 발생하는 현금흐름을 가정하고 그러한 상황에서도 선순위 ABS의 원리금 상환이 가능하도록 선순위 ABS의 Tranche를 정하게 된다. 따라서 스트레스 수준의 대손율이 발생하지 않고 일반적인 대손율이 발생할 경우, 선순위 ABS의 원리금을 상환하고도 많은 잉여현금이 발생하게 된다. 이에 따라 일반적인 대손율이 발생하는 현금흐름에 기초하여 유동화사채의 Tranche를 설정하고, 은행의 신용공여를 통해 유동성 공여를 함으로서, 잉여현금을 상당부분 감소시키고있다.

년 6개월 만기의 선순위 ABS를 구조임을 알 수 있다. 동일한 유동화자산이지만 발행하는 선순위 ABS의 만기를 단축할 경우, 신용보강 규모가 약 70억원 증가함을 볼 수 있다. 이처럼 신용보강 규모가 증가하는 이유는 [표5]와 동일한 가정의 현금흐름분석 결과인 [표7]을 보면 알 수 있다.

[표7] 등급별 현금흐름분석(2년 6개월 기준)

신용등급	누적현금유입금액	누적현금유출금액	필요신용보강금액
AAA	38,615	50,625	12,010
AA	40,556	50,625	10,069
A	42,497	50,625	8,128
BBB	44,438	50,625	6,187

[표7]을 보면 모든 신용등급에서 누적 현금유입금액이 누적 현금유출금액에 미달하게 되므로 신용공여의 만기를 선순위 ABS와 동일한 2년 6개월로 하여 유동화익스포저의 신용등급을 산출할 경우, BB에 미치지 못하게 된다. 이는 동일한 자산에 대해 신용공여를 제공하였음에도 불구하고 신용공여 만기를 선순위 ABS의 만기인 2년 6개월로 간주함으로써 발생하는 결과라 할 수 있다. 만약 신용공여의 만기를 2년 6개월이 아니라 선순위 ABS만기 6개월 후, 즉 3년으로 간주하게 되면, [표4]를 통해 알 수 있듯이 유동화익스포저의 신용등급은 A- 수준으로 평가할 수 있을 것이다.

신용공여를 제공하는 금융기관이 신용공여 약정의 만기를 유동화증권의 만기인 2년 6개월이 아니라 원래 유동화자산의 만기인 3년 시점으로 한다면 자연스럽게 해결될 수 있을 것이나, 일반적으로 신용공여 만기는 선순위 유동화증권의 만기와 동일하게 설정된다.

#### 4) 매입약정의 목적이 차환발행 위험을 통제하기 위한 유동성공여의 성격인 경우

유동화증권이 장기사채(ABS)가 아닌 단기유동화증권(ABSTB 또는 ABCP) 형태로 발행될 경우, SPC는 차환발행 위험을 통제하기 위해 신용공여기관과 매입약정을 체결하게 된다. 대표적인 예가 Amortizing 구조의 오토할부채권의 유동화이다. 이 구조에서 신용보강은 후순위 ABS를 통해 이루어지며, 기발행 ABCP는 유동화자산으로부터 회수된 금원과 부족분에 해당하는 차환발행 ABCP의 발행금액으로 상환하게 된다. 즉, ABCP 매입약정은 ABS로 발행될 경우 발생할 수 있는 잉여현금을 축소하면서 후순위 ABS의 만기 전까지 ABCP의 차환발행 위험을 해소하는 유동성 공여를 제공하게 된다.

이 경우 금융기관이 Credit Facility를 제공함으로써 보유하는 유동화익스포저의 신용등급은 후순위 ABS를 통한 내부 신용보강만으로 얻을 수 있는 선순위 ABS의 신용등급과 일치한다. 이상의 내용을 구체적인 사례를 통해 설명하면 다음과 같다.

[표8] 유동화구조의 개요<sup>13 14</sup>

유동화자산		ABS		ABCP	
자산유형	오토할부채권	선순위 금액	450억원	발행만기	1개월
대출잔액	500억원	후순위 금액	50억원	이자율	5%
만기	3년	선순위 만기	1개월	매입약정기간	3년
이자율	8%	후순위 만기	3년3개월		
상환조건	원리금균등	선순위 이자율	8%		

앞에서 설명한 것처럼 [표3]과 같이 ABS를 발행할 경우, 유동화회사는 많은 잉여현금이 발생하게 된다. 그러나 [표8]처럼 선순위 ABS를 1개월 후에 자산에서 회수된 금액과 ABCP 발행을 통해 상환한 후, 유동화기간 동안 매월마다 자산에서 회수된 금액과 ABCP의 차환발행을 통해 기발행 ABCP를 상환할 경우 잉여현금을 최소화할 수 있다. 여기서 ABCP의 발행한도는 신용등급에 상응하는 현금흐름 유입을 가정할 때, 필요한 ABCP 발행금액으로 결정된다.

이 경우 유동화익스포저의 신용등급은 50억원의 후순위 ABS 발행을 통한 신용보강만으로 얻을 수 있는 선순위 ABS의 신용등급인 A-가 된다.

#### 5) 매입약정만으로 100% 신용보강을 하는 경우

1)과 동일한 경우로 ABS가 아닌 ABCP로 발행될 때, SPC는 신용공여기관과의 ABCP 매입약정을 통해서도 신용보강을 통해 ABCP를 발행하도록 구조화할 수 있다. 대표적인 예가 ABCP Conduit 프로그램을 위해 제공되는 ABCP 매입약정이다. 이 구조에서는 기초자산으로부터의 회수액만으로는 마지막 회차 ABCP를 상환할 수 없거나, 기업어음 발행 중단사유가 발생하여 ABCP 발행을 중단하고 기발행 ABCP를 상환해야 할 경우에는 신용공여기관은 신용공여를 실행하여 기발행 ABCP를 상환하게 된다.

이때 신용공여기관이 ABCP 매입약정을 제공함으로써 보유하게 되는 유동화익스포저는 1)의 경우와 마찬가지로 유동화자산의 신용도와 일치하게 된다.

#### (5) 사후관리

사후관리는 본평가 이후의 정기평가 및 수시평가를 의미한다. 신용공여기관은 매년 유효한 신용등급을 사용하여 위험가중치를 반영한 자기자본을 적립하게 되는데, 이때 Credit Facility에 대한 신용등급도 최초 약정 시점의 신용등급뿐만 아니라 해당 시점의 신용등급이 필요하게 된다. Credit Facility 신용등급에 대한

13 시장금리 변동에 따라 변동될 경우, 이자율 변동위험에 노출되므로 신용등급이 AAA인 은행과 이자율 스왑계약을 체결하도록 구조화한다. 편의를 위해 ABS 금리와 동일한 5% 고정금리로 이자율 스왑계약을 체결하는 것으로 가정하였다.

14 법정만기는 6개월로 발행되지만, 1개월 후에 Call/put option을 실행하게 하여 실제로는 1개월 후에 ABCP 발행을 통해 상환되도록 구조화한다.

정기평가 및 수시평가는 유동화자산의 평가방법에 따라 그 절차와 내용도 달라지게 된다.

첫째, BLR를 이용하여 유동화자산의 신용도를 평가하는 경우.

유동화자산이 ICR이 있는 개별 차주에 대한 채권이므로 개별 차주의 신용등급에 변동이 있으면 그에 따라 Credit Facility의 신용등급도 변동하게 된다. 또한, 유동화증권의 상황에 따라 Credit Facility 제공 금액도 변동(일반적으로 하락)하는 경우에는 Credit Facility의 금액과 담보가치를 비교하여 Notch up 여부를 해당 시점에서 다시 분석해야 한다.

둘째, SF 평가방법론을 이용하여 유동화자산의 집합체(Pool)신용도를 평가하는 경우.

유동화자산이 다수의 채권으로 집합체(pool)를 구성할 경우에는 유동화구조가 리볼빙 구조인가 Amortizing 구조인가에 따라 Credit Facility 신용등급의 변동 가능성이 달라진다. 여기서 리볼빙 구조는 유동화자산에서 회수된 금원을 일정 기간<sup>15</sup> 동안에는 유동화증권의 원금 상황에 사용하지 않고, 유동화자산의 추가 신탁에 사용하는 구조를 말하며, Amortizing 구조는 유동화자산에서 회수된 금원을 유동화증권의 원금 상황에 사용하는 구조를 말한다.

리볼빙 구조에서는 예외적인 경우<sup>16</sup>를 제외하고는 Credit Facility의 신용등급이 변하지 않는데, 가장 대표적인 경우가 신용카드매출채권의 리볼빙 유동화증권이다. 이것은 자산의 회수성과가 좋아도 유동화자산에서 회수된 금원이 SPC 내에 상환재원으로 누적되지 않고, 2중 수익권자인<sup>17</sup> 자산보유자에게 수익권의 지급을 통해 지급되므로 SPC의 상환 능력은 시간이 경과해도 동일하다. 반대로 자산의 회수성과가 나빠도 조기상환 구조 등을 통해 더 이상 추가적인 유동화자산의 질이 나빠지지 않도록 통제하기 때문에, SPC 상환 능력에 미치는 영향은 없다.

반면, Amortizing 구조에서는 발행 이후 시간이 경과하면 Credit Facility의 신용등급이 변할 가능성이 높아진다. 이는 유동화자산에서 회수된 금원이 SPC 내에 상환재원으로 누적되기 때문인데, 최초 목표등급에 해당하는 현금흐름 분석에서 가정한 대손율 등의 회수성과보다 실제 발생한 회수성과가 좋을 경우 이는 SPC의 상환 능력 향상으로 이어지게 된다. 예를 들어, 오토할부채권을 유동화자산으로 하여 유동화증권을 발행하는 유동화구조에서 발행 후 1년 시점에서 정기평가를 실시할 경우, 발행 후 1년 동안 유동화자산에서 발생한 실제 대손율과 Credit Facility의 최초 신용등급에 해당하는 목표 대손율을 비교하게 된다. 만약 실제 대손율이 목표 대손율보다 낮다면 목표 대손율과 실제 대손율의 차이만큼의 현금흐름이 SPC 내에 여유자금으로 적립된다. 이러한 여유자금은 SPC의 상환능력에 그대로 반영되어 Credit Facility의 신용등급 상향요인으로 작

15 정상 기간 혹은 리볼빙기간이라 한다.

16 자산의 혼장위험을 해결하지 않은 리볼빙 구조는 유동화자산의 신용도가 자산보유자의 신용도에 연결되어 있으므로 자산보유자의 신용등급이 변하면 Credit Facility의 신용등급도 변하게 된다.

17 신탁구조를 가정한다.

용하게 된다.