

ABCP 프로그램 평가방법론(2019)

2019.10.29

조병준 연구위원 +02.787.2227
bjcho@kisrating.com

김형석 실장 +02.787.2257
hskim72@kisrating.com

Summary

본 평가방법론은 ABCP 프로그램에 대한 개요 및 특징에 대한 소개와 ABCP 프로그램 하에서 발행되는 유동화증권을 평가함에 있어 당사가 일반적으로 중요하다고 판단하는 위험요소(Risk Factor) 및 신용등급 산정 시 고려되는 요인들을 설명한 것이다. 본 평가방법론의 주된 목적은 발행 관계 기관, 투자자 및 기타 이해관계자들에게 ABCP 프로그램 하에서 발행되는 유동화증권에 대한 각종 위험요소 및 이들을 고려한 당사의 신용등급 결정 방식을 설명하고 그들의 이해를 돕기 위한 것이다.

ABCP 프로그램 평가방법론의 핵심은 유동화증권의 상환에 영향을 주는 기초자산의 신용위험, 유동화증권의 차환발행에 따른 유동성위험 등의 위험요소를 분석하고, 현금흐름을 검토한 후, 신용보강 등의 위험 통제장치가 개별 시리즈 수준 및/또는 전체 프로그램 수준에서 적절하게 구조화되었는지를 확인하는 데에 있다.

평가방법론의 한계

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

- 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 신용등급과 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 지속적인 자산의 편입을 통해 수개의 자산 Portfolio를 보유하고 각 자산 Portfolio를 기초로 별개의 시리즈 유동화증권(기업어음, 단기사채, 사채 등을 포함하며, 이하 동일함)을 발행하기 위해 설립된 유동화회사가 발행하는 유동화증권의 신용평가에 적용되나, 평가대상의 특성 및 구조에 따라 적용이 제한되거나, 개별 적용방법이 상이할 수 있으며, 발행주체가 동일하더라도 시리즈별로 다른 평가방법론이 적용될 수 있다. 또한, 본 평가방법론은 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론(구조화금융), 기타 평가방법론 등과 병행하여 적용될 수 있다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 2013년 8월에 발표된 기존 ABCP 프로그램 평가방법론을 대체하며, 주요 변경사항은 다음과 같다.

- 본 평가방법론이 ABSTB 등 ABCP가 아닌 다른 유형의 유동화증권을 발행하는 유동화증권 프로그램에도 적용될 수 있다는 점을 분명히 하였다.
- 담보신탁 방식의 방화벽 설정이 시리즈간 위험전이 통제를 위한 유일한 수단은 아니라는 점을 명시하고, 방화벽 설정 없이도 개별 시리즈 유동화자산의 위험이 다른 시리즈 유동화증권의 신용도에 미치는 영향을 통제할 수 있음을 추가 설명하였다.

평가방법론의 적용시점 및 기타

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

I. ABCP 프로그램의 개요 및 특징

ABCP 프로그램은 특수목적법인(유동화증권 Conduit)이 기업매출채권, 신용카드매출채권, 리스채권, 대출채권, 회사채, ABS, MBS, 수익증권 등 다양한 자산들을 매입하는데 소요되는 자금을 조달할 목적으로 매입대상 자산의 만기까지 기업어음, 단기사채 등의 증권을 반복적으로 발행하는 일련의 과정 또는 구조를 말한다.

ABCP 프로그램은 1980년대에 미국 내 금융기관 간의 경쟁이 치열해지는 과정에서 주요 상업은행(Commercial Bank)이 고객기업에게 저리의 자금을 제공하기 위하여 개발된 것으로, 주로 미국 시장을 중심으로 발달된 금융기법이다. 따라서 초창기에는 기업매출채권이 주된 자산이었고 이후 차익거래를 목적으로 한 ABCP 프로그램이 고안되면서 유동화자산의 범위가 증권 등으로 확대되었다.

1990년대에 들어 ABCP는 미국 내의 자금시장에서 주요 조달원으로 비약적인 성장을 하였고, 2000년대에 들어서는 미국뿐만 아니라 유럽, 호주 및 일본의 ABCP 시장도 크게 활성화되었다. 그러나, 2008년 글로벌 금융위기의 여파로 ABCP 프로그램을 통해 발행된 ABCP의 전체규모는 전세계적으로 2007년 하반기를 정점으로 감소하였으며, 설립된 ABCP 프로그램의 종류도 그 설립목적에 따라 금융위기 이전과 이후가 서로 대비되는 모습을 나타내고 있다.

설립 주체 역시 초창기에는 상업은행이 주를 이루었으나 이후 설립 목적의 다양화로 인하여 상업은행뿐만 아니라 투자은행, 보험사 등 다양한 금융기관이 동 시장에 참여하였다. 나아가 기업들도 자체적으로 ABCP 프로그램을 마련, 자금조달 창구로 활용하면서 기업들에 의하여 설립된 ABCP 프로그램도 상당수에 이르고 있다.

한편, 국내 ABCP 프로그램이 발행하는 증권의 유형은 과거 ABCP에 국한되는 것이 일반적이었으나, 상법 개정, 전자단기사채 등의 발행 및 유통에 관한 법률 제정 등으로 유동화회사가 발행하는 유동화증권의 유형이 다양해지고 있으며, 새로운 유형의 유동화증권 또한 ABCP와 거의 동일한 경제적 실질로 유동화거래에서 사용되고 있다. 이에 본 평가방법론은 단기사채, 사채 등 ABCP 이외의 유동화증권 유형에도 동일하게 적용될 수 있으며, 본 평가방법론에 사용된 용어 중 “ABCP 프로그램”은 문맥 및 상황에 따라서 “ABSTB 프로그램” 또는 “유동화증권 프로그램”으로도 해석될 수 있다는 점을 밝혀 둔다.

1. ABCP 프로그램의 유형

ABCP 프로그램은 신용보강방식에 따라서는 Fully-Supported와 Partially-Supported 구조로 나눌 수 있고, 설립목적에 따라서는 Multi-Seller / Single-Seller, Securities Arbitrage, Loan-Backed, Hybrid 등으로, 시리즈 유무에 따라서는 Serialized / Stand-Alone으로 구분될 수 있다.

Fully-Supported / Partially-Supported

Fully-Supported 구조는 초창기부터 많이 활용된 ABCP 프로그램으로서 신용보강기관이 유동성 위험과 신용위험을 모두 부담하여 ABCP 프로그램에 편입된 자산 Portfolio의 위험과는 무관하게 유동화증권의 신용도가 확보될 수 있도록 고안된 구조이다. 이에 반해 Partially-Supported 구조에서는 유동성위험은 유동성보강장치를 통하여 통제되나 기초자산 Portfolio의 신용위험은 투자자에게 노출시키는 형태이다.

Multi-Seller / Single-Seller

Multi-Seller ABCP 프로그램은 초창기에 개발된 ABCP 프로그램의 원형으로서 대형은행이 다수의 고객들에게 운전자금을 지원하기 위하여 설립한 ABCP 프로그램이다. 이런 형태의 프로그램은 다수의 Seller를 고객으로 둔 대형은행이 고객기업에 대한 운전자금 지원을 주목적으로 설립하게 된다. 일반적인 Multi-Seller ABCP 프로그램은 다양한 종류의 산업과 기초자산, 그리고 다수의 기업체로써 Pool이 구성되기 때문에 분산도가 극대화되는 이점이 있다.

Multi-Seller ABCP 프로그램과는 달리 Single-Seller ABCP 프로그램은 단일 회사에 의해 생성된 자산을 매입하기 위하여 유동화증권을 발행한다. 신용보강 및 유동성보강 수준의 결정은 Multi-Seller ABCP 프로그램의 Seller 수준에서 결정하는 바와 동일하게 이루어진다. 기업들이 ABCP 프로그램을 직접 통제하고자 하거나, 비용 측면에서 Multi-Seller 프로그램에 참여하는 것에 비해 유리하다고 판단할 때 동 프로그램이 주로 이용된다.

Securities Arbitrage

Securities Arbitrage ABCP 프로그램은 만기가 장기인 시장성 있는 증권의 수익률과 유동화증권의 할인율 간에 발생하는 Spread 차를 수익화하기 위하여 설립되는 프로그램이다. 따라서 동 프로그램이 투자하는 유동화자산으로는 국공채, ABS, MBS, 회사채 등의 증권이 주로 그 대상이 된다.

Securities Arbitrage ABCP 프로그램은 증권 Portfolio가 기초자산이기 때문에 투자할 증권의 종류, 신용등급, 집중도, 이자율위험 등의 신용 및 투자 정책과 관련한 가이드라인을 설정해 두는 것이 일반적이며, 신용등급 유지를 위해 필요한 다양한 신용보강장치에 대한 사항을 규정해 놓기도 한다.

Partially-Supported 구조의 Securities Arbitrage ABCP 프로그램은 신용위험의 유형에 따라 Credit Arbitrage 프로그램과 Market Value 프로그램으로 다시 나누어지는데, 기초자산의 Cash Flow 위험에 노출된 구조를 Credit Arbitrage ABCP 프로그램, 기초자산의 Market Value 위험에 노출된 구조를 Market Value ABCP 프로그램이라고 한다. Securities Arbitrage 프로그램의 대부분을 점하고 있는 Credit Arbitrage ABCP 프로그램은 Cash Flow CDO와 유사하고, Market

Value ABCP 프로그램은 Market Value CDO와 유사한 형태이다.

Credit Arbitrage : 신용등급이 우량한 증권이 기초자산으로 구성되는데, 이러한 자산들은 은행의 Exposure 관리를 위한 Book-off 목적으로 주로 이용된다¹.

Market Value : Credit Arbitrage ABCP 프로그램과 동일하게 신용도가 우량한 증권에 투자하는 점에서는 유사하지만, 기본적인 목적이 증권 매입가격과 조달비용 간의 Spread 차에 기인한 수익률을 극대화하는 것이라는 점에서 차이가 있다.

Loan-Backed

은행이 기업고객에 대한 대출자금을 조달할 목적으로 설립되며, 전반적인 구조는 CLO와 유사하고, 대체로 유동화증권과 기초자산인 Loan의 만기를 일치시키는 구조를 사용한다.

Hybrid

앞서 언급한 프로그램 유형 중 몇 가지가 혼합된 형태로서, Partially-Supported Multi-Seller 프로그램과 Securities Arbitrage 프로그램을 혼합한 구조가 다수를 차지하고 있다. 규모가 크지 않은 금융기관이 신규로 단기간 내에 적정 규모 이상의 Portfolio를 구성하는 것이 목적이다.

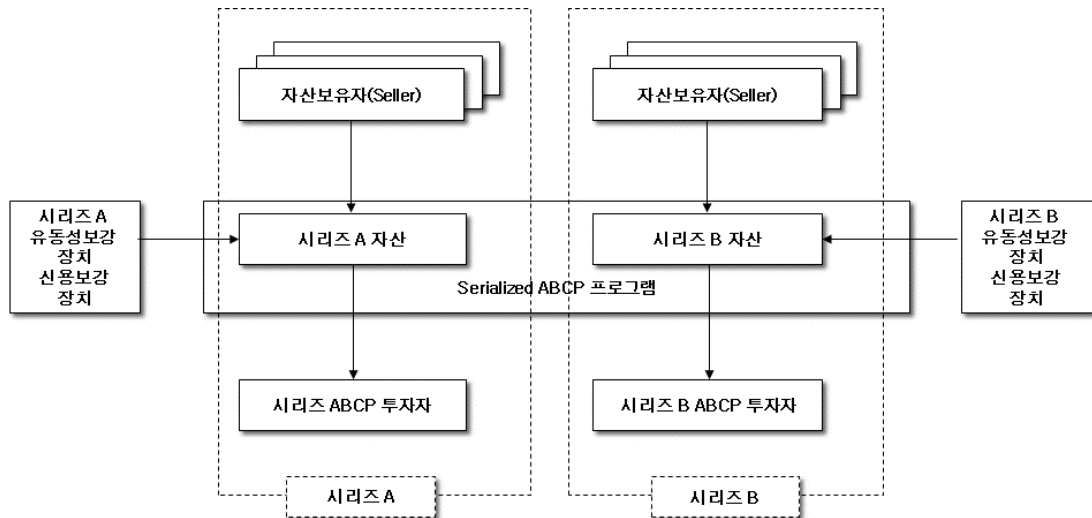
Serialized

하나의 ABCP 프로그램이 수개의 자산 Portfolio를 보유하고 각 자산 Portfolio를 기초로 별개의 시리즈 유동화증권을 발행하는 구조로서, 시리즈 유동화증권은 각 시리즈 자산 Portfolio에서 발생하는 현금흐름만을 기초로 상환되고, 이에 부합하는 신용 및 유동성 보강장치도 시리즈별로 설정된다. 따라서 각 시리즈별로 별개 ABCP 프로그램이라고 볼 수 있으며, 신용등급 역시 독립적으로 부여된다.

동 프로그램은 새로운 자산을 기초로 유동화증권을 발행할 때 프로그램을 신규로 설립하는데 소요되는 시간과 경제적 비용을 줄이면서, 각기 다른 자산 및 위험 선호도를 가진 여러 유동화증권 투자자 그룹으로부터 자금을 조달하고자 하는 목적으로 설립된다. 그러나 이러한 이점은 동시에 Serialized ABCP 프로그램 고유의 위험으로 작용하기도 한다.

¹ '동일차주 등에 대한 신용공여의 한도' 등에 의해 증권 Portfolio에 대한 Exposure 관리가 필요할 경우 Book-off 목적으로 이용되기도 하였으나, 국제회계기준(IFRS)의 도입으로 인한 유동화회사의 연결 및 제도 변화에 따른 규제자본부담 완화 효과 축소로 은행의 유동화 유인은 과거 대비 감소한 것으로 파악된다.

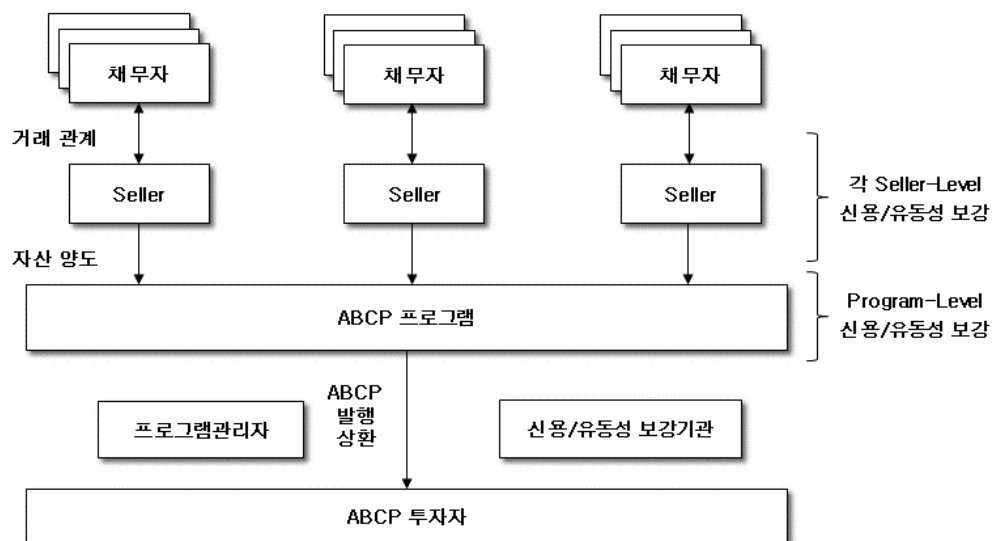
[그림1] Serialized ABCP 프로그램의 구조



2. ABCP 프로그램의 구조적인 특징

ABCP 프로그램은 기초자산을 매입하기 위하여 유동화증권을 발행하고 동 기초자산으로부터의 현금흐름을 기본적인 재원으로 유동화증권을 상환하나, 대체로 기초자산의 만기와 유동화증권의 만기가 일치하지 않기 때문에 유동화증권 차환발행대금이 주된 상환재원이 된다.

[그림2] 일반적인 ABCP 프로그램의 구조



차환발행구조

기초자산이 기업매출채권 등인 경우에는 기초자산의 리볼빙(Revolving)² 목적으로, 증권, 대출채권 등 Term Loan 유형의 자산인 경우 장·단기 만기의 불일치(Mismatch)를 해소할 목적으로 유동화증권을 차환 발행한다.

자유로운 자산의 추가

상법에 근거하고 있기 때문에 프로그램 설립 당시 정한 발행한도 범위 내에서 자유롭게 자산을 매입할 수 있다. 따라서 자산을 추가 매입할 때마다 유동화증권이 추가로 발행되어 발행잔액이 증가할 수도 있다.

방화벽의 설정

Serialized ABCP 프로그램은 구조화 과정에서 방화벽(Firewall)을 설치하여 시리즈간의 신용위험이 전이되는 것을 차단할 수 있다. 과거 국내 ABCP 프로그램의 방화벽은 일반적으로 담보신탁구조를 활용하여 설정하였으나, 최근에는 유동화목적에 따라 방화벽 설정 없이 ABCP 프로그램을 운영하는 경우도 등장하였으며, 기타 방식을 활용하여 시리즈간의 신용위험 전이를 차단하는 것도 가능할 것으로 생각된다. 방화벽과 관련한 구체적인 내용은 뒤에 나오는 III. 2. Serialized ABCP 프로그램에서의 방화벽(Firewall)을 참고하기 바란다.

2중 신용보강장치

Multi-Seller 구조에서는 Seller별 자산의 신용위험을 조정하기 위하여 Seller-Level의 신용보강장치를, Serialized 구조에서는 Series-Level의 신용보강장치를 두는 것이 일반적이다. 그리고 전체적인 프로그램의 구조적인 안정성을 제고하기 위하여 Program-Level의 신용보강장치도 설정할 수 있다.

ABCP 프로그램은 Paper Company로 설립되기 때문에 프로그램의 업무는 제3의 기관들이 담당하게 된다. 통상 ABCP 프로그램에는 스폰서라는 설립 주체가 존재하는데, 스폰서는 ABCP 프로그램의 전체적인 위험을 부담하고 ABCP 프로그램으로부터 발생하는 효익을 향유한다.

대부분의 ABCP 프로그램에서 스폰서는 프로그램관리자로 참여하여 ABCP 프로그램의 자산 매입과 유동화증권 발행에 대한 전반적인 업무를 담당하고, 신용공여 및 유동성공여를 직접 실행하여 ABCP 프로그램을 자신의 책임하에 운영되도록 한다.

스폰서가 은행이라면 유동화증권의 시장매출을 위하여 증권사를 중개기관으로 두고 유동화증권의 수탁업무 역시 프로그램관리자가 수행하는 것이 일반적이다.

² 회전기간이 짧은 매출채권을 기초로 장기간 자금조달 효과를 구현하기 위해서 기초자산의 리볼빙 즉, 기초자산의 만기시에 다시 기초자산을 매입하는 방식이 필요하다.

II. 주요 Risk Factors와 통제장치

ABCP 프로그램이 발행하는 유동화증권의 상환능력을 평가하기 위하여 가장 먼저 해당 자산 Portfolio에 내재된 위험요인들을 추출한다. 위험요인들은 기본적으로 기초자산에서 발생하는 현금흐름의 규모 및 시기에 영향을 주게 된다. 따라서, ABCP 프로그램이 발행하는 유동화증권의 신용평가 시에도 여타 유동화거래와 마찬가지로 기초자산에 대한 분석을 통해 현금흐름을 추정한다. 다만, ABCP 프로그램에서는 기초자산이 제한되지 않으므로, 기초자산으로부터의 현금흐름추정은 Portfolio Profile에 따라 상이한 접근방식을 적용해야 한다.³

유동화증권(또는 유동화익스포저)의 신용등급에 영향을 미치게 되는 기초자산에 대한 평가는 기초자산에 따라 달리 적용되므로, 본 평가방법론에서는 ABCP 프로그램이라는 일련의 프로그램에 내재되어 있는 고유한 구조적인 특징⁴과 ABCP 프로그램을 실현하기 위해 사용되는 통제장치 및 신용보강장치에 초점을 둔다.

1. 위험요소(Risk Factor)의 추출

ABCP 프로그램에서 검토하는 주요 위험요인은 크게 신용위험, 유동성위험, 이자율위험, 환위험 등 4가지로 구분될 수 있다.

1) 신용위험(Credit Risk)

기초자산의 부도나 회수실적 악화, 신용보강기관의 해당 의무 불이행 등으로 인해 유동화증권을 적기에 상환하지 못할 위험을 신용위험이라 한다.

신용보강기관의 신용위험은 구조로 통제할 수 없는 영역이지만 기초자산의 신용위험은 여러 가지 방식의 신용보강으로 감소시킬 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 ABCP 프로그램의 신용보강은 2중으로 이루어지는데, 1단계인 Seller-Level이나 Series-Level의 신용보강장치는 초과담보, 하자담보 등의 방식으로 이루어지고, 2단계인 Program-Level의 신용보강은 Credit Line을 활용하는 것이 일반적이다.

1단계 : 자산으로부터의 손실을 가장 먼저 흡수하는 역할을 하는데 기초자산이 기업매출채권일 경우 주로 초과담보(Over-Collateralization)⁵나 Seller의 하자담보(Recourse)가 사용된다. 신용보강방식은 현금유보 계정(Cash Reserve Account), 초과 스프레드(Excess Spread), 신

³ 기초자산 Portfolio Profile에 따라 유동화증권 프로그램(시리즈)이 발행한 유동화증권의 신용평가에 적용되는 가정이 상이하므로, 각 자산별 가정은 당사 홈페이지 www.kisrating.com에 게시된 해당 자산별 평가방법론을 참조하기 바란다.

⁴ 차환발행, 자유로운 자산의 추가, 방화벽의 설정과 같은 특징 등이 있다.

⁵ 기초자산 거래방식이 신탁비할당방식일 경우에는 제2종 수익권을 설정하여 초과담보효과를 거둘 수 있고, 자산양도방식에서는 자산매매가격에 일정한 매입할인율을 적용하여 초과담보를 설정한다.

용공여(Letter of Credit), Total Return Swap, 후순위 구조(Subordination), 신용공여성 유동화증권 매입약정⁶ 등이 있다.

2단계 : 프로그램 수준에서의 신용보강은 기초자산의 신용위험 뿐만 아니라 유동성위험, 프로그램의 운영비용 부족 위험 등을 보강하여 ABCP 프로그램 전체의 구조적인 안전성을 도모하기 위한 것으로, 신용보강규모는 Seller별 또는 Series별 기초자산의 신용도를 고려하여 다르게 산정된다. 프로그램 수준의 신용보강은 프로그램 자체의 안정성을 위하여 설정한 것이기 때문에 모든 Seller의 자산 Portfolio에서 발생한 손실을 보전하는 목적으로도 사용될 수 있도록 구조화한다⁷. 그러나 국내 ABCP 프로그램은 1단계의 신용보강으로 신용위험을 전적으로 통제하고 2단계의 신용보강은 프로그램의 운영비용 부족 위험 정도를 보강하는 수준으로만 설정되는 것이 일반적이다.

2단계에 걸쳐 신용보강이 이루어졌다고 하더라도 프로그램 전체의 위험이 증가 하는 특정 사유가 발생하였을 경우에 새로운 기초자산을 추가하지 않고, 약정된 유동성으로써 유동화증권을 전액 상환하도록 하여 프로그램을 중단시킬 수 있는 통제장치가 필요한데 이를 위하여 프로그램 조기종료사유(Early Termination Event)를 설정한다. 프로그램 조기종료사유는 Trigger 장치로서 앞으로 발생할 수도 있는 위험이 유동화증권 투자자에게 전이되는 것을 사전에 방지하는 역할을 한다.

대표적인 프로그램 조기종료사유는 Program-Level 신용보강장치의 일정 수준이 소진되었을 경우이다. 예를 들어 5영업일 동안 Program-Level 신용보강장치가 일정 수준 이상 지속적으로 사용되었을 때 프로그램이 종료되도록 규정화하는 것이다. 이외에 프로그램 자체의 신용등급 하락, 프로그램의 부도, 유동성공여약정의 불이행 등의 사유로도 프로그램이 종료되게 구조화할 수 있다.

신용위험과 관련하여 추가적으로 고려할 사항은 Serialized ABCP 프로그램에서는 하나의 ABCP 프로그램이 서로 다른 자산 Portfolio에 기초를 둔 여러 개의 시리즈 유동화증권을 발행하기 때문에 시리즈의 개수가 늘어날수록 ABCP 프로그램 자체의 부도확률은 높아지게 된다는 것이다. 이러한 부도확률 상승을 통제하기 위하여 Serialized ABCP 프로그램 내의 시리즈 개수가 통제되기도 한다.

2) 유동성위험(Liquidity Risk)

ABCP 프로그램에서 기초자산의 만기는 장기이거나, 비록 단기라고 하더라도 유동화증권의 만기와 일반적으로 일치하지 않기 때문에 기초자산의 회수자금으로 적시에 유동화증권을 상환할 수

⁶ 기초자산의 최종 만기 이후에 발행되는 신용등급이 부여되지 않은 유동화증권의 무조건적 매입확약 약정을 말한다.

⁷ 가령 Seller당 유동화증권 발행금액이 동일한 상태에서 각 Seller별로 5%의 프로그램 수준의 신용보강을 하고, 총 20개의 Seller가 동일한 프로그램에 속해 있다면, 프로그램 수준의 신용보강만으로도 1개의 Seller에 대한 모든 위험을 감당할 수 있다. Seller의 수가 많을수록 단일 Seller가 사용할 수 있는 프로그램 전체의 신용공여 자금규모가 커지기 때문에 개별 Seller에 노출되는 위험은 더욱 작아지게 된다. 따라서 Seller의 수가 많을수록 유동화증권 투자자는 보다 낮은 위험에 노출될 것이다.

없는 유동성위험에 노출되어 있다. 이에 구조적으로는 유동화증권 만기일에 부족한 상환재원을 유동화증권의 차환 발행을 통하여 조달하게 되는데, 유동화증권의 차환 발행 역시 시장위험(Market Risk)⁸에 노출될 수 있다. 이러한 유동화증권 차환 발행의 실패라는 위험, 즉 유동성위험을 통제하기 위하여 ABCP 프로그램에서는 유동성보강장치가 마련되어야 한다.

기초자산이 증권, 대출채권 등일 경우에는 이자수익과 관련하여 국세기본법에 따른 원천징수 등이 발생하기 때문에 해당 원천징수금액이 최종적으로 환급⁹되는 시점까지 유동성 부족이 발생하게 되어 이를 보완할 수 있는 장치도 고려하여야 한다.

유동성보강장치

유동성보강장치는 자산매입약정, 회전대출약정, 유동화증권 매입약정 등이 대표적이나, 이외에도 다양한 방식의 장치가 활용될 수 있다.

자산매입약정은 유동성을 공급하여야 할 시점에 ABCP 프로그램이 보유하고 있는 기초자산(기업대출채권, 증권 등)을 액면가 혹은 기타 정한 바에 따라 매입하기로 약정하는 것이고, 회전대출약정은 ABCP 프로그램에 대하여 유동화증권 상환자금을 직접 대출하는 약정이며, 유동화증권 매입약정은 국내 시장에서 주류를 이루고 있는 유동성보강장치로서 차환발행 시점에 신규 발행되는 유동화증권의 판매가 부진할 경우 미판매분을 유동성공여기관이 의무적으로 매입하는 약정이다.

유동화증권 상환자금의 공급이라는 유동성보강 측면에서의 효과는 세가지 방식 간에 차이가 나지 않기 때문에 어떤 형태의 유동성공여약정을 체결할 것인가는 유동성공여기관의 취향에 따라 선택이 가능하다. 다만, 일정한 사유발생으로 프로그램을 조기 종결하고자 할 때 자산매입약정은 자산처분과 유동화증권 상환이 동시에 일어나면서 프로그램이 가장 간단하게 종결되나, 회전대출약정과 유동화증권 매입약정의 경우에는 기초자산의 최종 회수 또는 처분 전까지는 지속적으로 회전대출을 실행하거나 유동화증권을 발행하여야 하기 때문에 프로그램의 조기 종결이 용이하지 않을 수 있다.

유동성보강 방식

ABCP 프로그램에 대하여 Partially-Supported 구조를 사용할 것인가 또는 Fully-Supported 구조를 사용할 것인가에 따라 유동성보강의 방식은 상이하게 된다.

Fully-Supported 구조는 기초자산의 유형, 초과담보의 수준 등을 고려하지 않고, 발행된 유동화증권 전액을 상환하기에 충분한 자금을 공급하는 구조이기 때문에, 어떠한 경우라도 유동성공여가능금액은 유동화증권 발행금액 또는 그 이상이 된다.

⁸ 전반적인 시장붕괴 상황 즉 시장기능 자체가 마비된 상황에서는 거래 자체가 불가능해질 수도 있다.

⁹ SPV의 경우 수익과 비용이 대체로 일치되도록, 즉 이익이 발생하지 않도록 구조를 설계하기 때문에 원천징수된 이자수익은 결산 이후에 환급받게 된다.

Partially-Supported 구조에서 유동성공여기관은 기초자산의 신용위험에 노출되지 않고 오직 유동성위험만을 부담한다. 따라서 Fully-Supported 구조와는 달리 기초자산에 대한 신용보장을 통한 신용위험 제거가 선행되어야 한다. 신용위험을 제거한 후 유동성공여기관은 다음과 같은 산식을 기초로 유동성을 공급하게 된다.

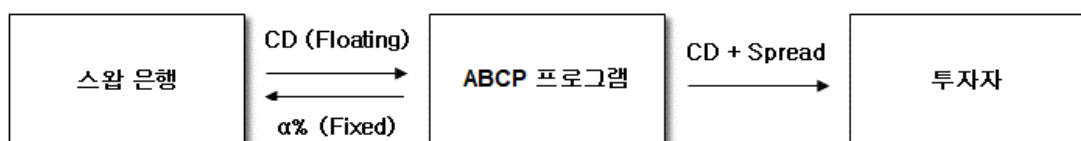
$$\text{유동성공여 가능금액} = \text{Min}\{(\text{기초자산} - \text{부도자산}), \text{유동화증권 발행금액}\}$$

유동성공여 가능금액 산출의 핵심 요소인 부도자산(Defaulted Assets)에 대한 정의(Definition) 부분을 주목할 필요가 있다. 기초자산이 ABS, 회사채 등의 증권, 기업대출채권 등 만기가 확정된 자산이라면 부도 개념이 명확하지만, 기업대출채권과 같이 만기 개념이 없는 자산일 경우에는 부도의 개념이 모호하기 때문에 일정기간 연체된 채권을 부도채권으로 간주한다. 이 때 부도로 간주하는 기간을 너무 짧게 설정하면 유동성위험이 신용위험화되는 결과가 나타날 수 있기 때문에 신용위험을 충분히 반영하여 그 기간을 설정하여야 한다.

3) 이자율위험(Interest Rate Risk)

이자율위험은 프로그램의 기초자산으로부터 발생하는 수익률이 유동화증권의 발행금리, 즉 ABCP 프로그램의 자금조달금리에 못 미치는 위험을 말한다. 유동화증권의 할인율은 시장 상황에 따라 변동되기 때문에 프로그램의 자금조달금리는 언제든지 상승할 가능성이 있다. 기초자산에서 발생하는 수익률이 고정되어 있거나 시장 금리에 연동되더라도 그 변동폭이 유동화증권 할인율의 변동폭에 못 미친다면 ABCP 프로그램은 이자율위험에 노출되어 있다고 볼 수 있다. 단기의 유동화증권을 발행하여 장기의 고정금리 회사채나 ABS를 기초자산으로 매입하는 Credit Arbitrage ABCP 프로그램은 이자율위험이 가장 분명하게 나타나는 구조이다.

[그림3] 이자율스왑거래의 일반적인 구조



이자율위험을 헤지하기 위하여 가장 보편적으로 사용하는 방식은 이자율스왑계약을 체결하는 것이다. 그러나 때로는 스왑 시장가격이 높거나 향후 시장금리의 변동성이 크지 않을 것으로 예상될 때에는 유동화증권 매입보장약정 시 매입할인율에 상한(Cap)을 설정, 유동화증권 시장 금리가 상한을 초과할 경우 유동화증권 매입보장기관이 의무적으로 매입하는 약정을 체결하기도 한다.

4) 환위험(Foreign Exchange Risk)

환위험은 기초자산으로부터 발생하는 현금흐름의 통화와 유동화증권의 발행으로 조달하는 통화가 서로 다른 경우 발생한다.

해외통화표시 채권을 기초자산으로 자국에서 ABCP 프로그램을 설립하여 자국 통화 유동화증권을 발행할 수도 있는데 이러한 ABCP 프로그램의 평가에서 반드시 검토되는 사항이다. 일반적인 통제 방법은 외환선물시장에서 선물계약을 체결하거나 외환스왑계약을 체결하는 것이다.

2. 신용보강수준의 결정

당사는 해당 자산 Portfolio 내에 존재하는 각종 위험요인을 추출하고, 그 위험요인에 대한 분석을 수행한 후 유동화증권 신용등급에 부합하는 신용보강장치와 신용보강규모가 설정되어 있는지 판단한다. 신용보강규모는 신용위험, 유동성위험, 이자율위험, 환위험 등을 복합적으로 고려하여 결정한다.

1) 신용보강 규모의 충분성

신용위험

Fully-Supported 구조¹⁰ 하에서 신용위험은 신용보강기관이 감당하기 때문에 기초자산의 신용위험에 대한 평가는 수행하지 않고, Partially-Supported 구조에서는 기초자산의 신용위험을 테스트하여 유동화증권의 신용등급에 부합하는 수준의 신용보강 규모를 산정한다.

당사는 신용위험의 크기를 측정하기 위하여 각 Seller별 기초자산 Pool 및 Seller별 유동화구조의 분석을 수행한다. 각 자산 Portfolio의 분석방법은 자산의 특성에 따라 각기 다르다. 예를 들어 기초자산이 기업대출채권일 경우에는 대출채권 유동화 평가방법론을, 카드대출채권 또는 카드로 등의 채권일 경우에는 신용카드 유동화 평가방법론을, 회사채, 대출채권 등일 경우 CDO 평가방법론을 각각 적용하여 신용위험 크기 및 신용보강 규모를 산정한다. 따라서 Seller별 유동화 건에 대한 개별적인 신용위험의 측정에 있어서는 자산별 신용평가방법론에 따른 위험 요소의 구조적인 통제와 신용등급 수준에 부합하는 Stress 분석이 수행된다.

유동성위험

전반적인 시장붕괴 상황을 상정해 볼 때 Stress 분석을 통한 유동화증권 발행금액의 일부에 대한 유동성 보강은 의미가 없기 때문에 유동화증권 매입약정 한도금액은 최소한 각 발행시점의 유동화증권 원금 규모로 설정되어야 한다.

부도자산을 제외한 규모의 유동성보강이 제공된다고 하더라도 이미 신용위험이 고려되어 신용등급에 부합하는 신용보강이 이루어지기 때문에 채무자의 부도로 인하여 유동성보강 규모가 유동화

¹⁰ 일반적으로 Fully-Supported 구조에서는 스폰서은행이 기초자산으로부터 발생하는 유동성위험, 신용위험, 이자율위험 등 모든 위험을 부담하고 유동화증권 상환의 완전성(Fully Payment) 및 적시성(Timely Payment)을 보장한다. 따라서 투자자는 신용보강기관의 신용위험에만 노출되어 있어 동 구조에서의 유동화증권은 신용보강기관의 보증부 CP나 마찬가지라고 할 수 있다. 극단적인 경우에는 기초자산의 내역을 공개하지 않는 경우(Blind Portfolio)도 가능할 수 있다.

증권 적기상환 규모 이하로 감소할 확률 역시 신용등급 수준에 부합하여야 한다.

이자율위험

이자율스왑계약 또는 유동화증권 매입약정(유동화증권매입할인율에 한도를 설정하여 시장금리가 한도금리를 초과하는 경우 해당 유동화증권을 의무적으로 매입하는 약정을 말함)이 체결될 경우에는 이자율 변동에 대한 별도의 신용보강이 필요하지 않으나, 이러한 장치가 없을 경우에는 이자율 변동에 대한 Stress 분석을 통하여 기초자산으로부터의 이자를 초과하는 유동화증권 할인이자를 신용보강규모에 추가한다.

환위험

선물환거래약정이나 외환스왑계약이 체결되어 있지 않을 경우에는 환율 변동에 대한 Stress를 가해 예상되는 외환차손에 대하여 추가적인 신용보강규모를 설정한다.

당사는 신용위험, 유동성위험, 이자율위험, 환위험 분석을 통해 산정되는 각각의 신용보강규모를 합산하여 전체적인 신용보강규모를 산정한다. 신용보강장치는 신용공여, 유동성공여, 신용 및 유동성 공여가 혼합된 형태 등으로 제공된다.

2) 약정의 적정성 및 신용보강기관의 신용도

유동화증권 매입약정, 신용공여약정, 이자율스왑계약, 외환스왑계약 등의 신용보강계약 내에 계약 당사자의 의무가 취소불가능한지, 계약 당사자의 의무 이행 과정에 운영상의 위험이 존재하는지, 해당 계약의 약정기간이 유동화증권 신용등급의 만기에 부합하고 있는지 등을 검토한다.

또한 유동화증권 매입약정기관, 신용공여기관, 이자율스왑상대방, 외환스왑상대방 등에 대한 신용도를 분석하여 해당 기관의 약정이행능력을 평가한다. 유동화구조 및 거래관계, 현금흐름 분석 등을 통해 해당 거래상대방이 유동화증권 상황에 직접적으로 영향을 미치는지를 파악하며, 만약 유동화증권 신용도와 직접적으로 중요도가 높게 연계되는 상대방이라면 해당 거래상대방의 신용도가 유동화증권 신용등급에 부합하는지 여부를 검토하게 된다.

그러나 유동화증권 상환가능성과 직접적으로 연계되는 거래상대방인지 여부에 대한 판단은 유동화구조에 따라 달라질 수 있다. 예를 들어, 외부신용보강이 거래상대방의 신용도까지 통제하는 수준으로 제공된다면 Structured Finance 신용평가 일반론의 신용대체(Credit Substitution)에 따라 거래상대방에 대한 분석은 평가 과정에서 생략될 수 있다.

3. 현금흐름분석

ABCP 프로그램과 관련한 기본적인 구조나 각종 위험통제방안 형태의 설정, 신용보강 수준의 결정과 더불어 현금흐름분석을 실시한다. 앞서 말한 바와 같이 현금흐름분석을 위해서는 기초자산으

로부터의 현금흐름추정이 선결되어야 하는데, 해당 프로그램, 시리즈별 기초자산 Portfolio의 Profile이 어떻게 구성되어 있느냐에 따라 상이하게 진행된다.¹¹

ABCP 프로그램이 발행하는 유동화증권이 차환발행된다는 특징을 고려할 때, 현금흐름분석은 최초발행을 포함한 각 회차 유동화증권의 발행시점의 현금유출입과 최종만기시점의 현금유출입에 초점을 두고 진행된다.

유동화증권을 차환발행함으로써 발생할 수 있는 위험인 유동성위험이나 이자율위험, 환위험과 관련하여서는 이들 위험에 노출되지 않도록 구조적인 통제장치를 설정하는 것이 일반적이다. 그러나, 구조적인 통제장치를 마련하지 못하여 해당위험들에 노출되는 경우¹²에는 이자율이나 환율 등을 변수로 Stress Test를 실시하고 결과에 따라 적당한 수준의 Buffer를 확보하여 유동화기간 중에 Negative Cashflow가 발생하지 않도록 해야 한다.

¹¹ 기초자산 Portfolio Profile에 따라 현금흐름분석은 상이하다. 이는 www.kisrating.com의 해당 자산별 평가방법론을 참조하기 바란다. 아울러, 손실기대치의 추정에 있어서도, 해당 자산별 평가방법론을 참고하기 바란다.

¹² 기초자산과 유동화증권의 현금흐름 불일치가 존재하는 경우, 스왑계약 해지에 따른 스왑해지비용이 유동화증권 원금보다 지급순위 상 선순위에 위치한 경우, 기초자산과 유동화증권의 기준금리 차이 및 이종통화거래로 인해 기준 이자율 및 환율의 변동에 따라 기초자산 이자에 대한 원천징수 이슈가 있는 경우 등을 들 수 있다.

III. 구조적인 고려사항(Structural Considerations)

1. 파산으로부터의 절연(Bankruptcy Remoteness)

ABCP 프로그램 자체가 기초자산의 신용이나 유동성 위험 이외의 사유로 인하여 부도 상황에 처할 가능성은 ABCP 프로그램의 회사 형태 및 법률적 구조와 관련되어 프로그램 자체가 부도상황에 직면하거나 또는 제3자(스폰서 또는 자산보유자)의 부도 상황에 연루될 위험이다. 이러한 위험은 ABCP 프로그램 설립시의 이슈로서 앞서 살펴본 위험들과는 다른 차원의 문제이다.

유동화증권 투자자 이외의 프로그램 채권자가 프로그램에 대한 파산신청을 위험을 통제하기 위해서 ABCP 프로그램의 정관에 프로그램이 영위할 수 있는 영업행위를 유동화증권의 발행과 유동화 대상이 되는 자산의 매입, 그리고 그와 관련된 활동으로 제한한다.

또한, ABCP 프로그램의 설립 및 운영에 참가하여 프로그램에 대해 채권을 갖게 되는 각 참여기관은 프로그램의 계약서에 규정된 채무지급 순위를 인정하고, 프로그램이 보유한 자금으로 프로그램의 채무를 지급순위에 따라 지급한 후에 자신의 채무가 지급되지 않더라도 프로그램의 파산신청을 하지 않으며 프로그램의 자산을 초과하는 채무에 대해 청구권을 갖지 않는다는 것에 동의한다.

2. Serialized ABCP 프로그램에서의 방화벽(Firewall)

Serialized ABCP 프로그램에는 프로그램 내 모든 시리즈의 유동화증권이 형식상으로는 동일한 법인에 의해 발행되는 구조이기 때문에, 한 시리즈의 위험이 다른 시리즈에도 전이될 수 있는 가능성이 있을 수 있다.

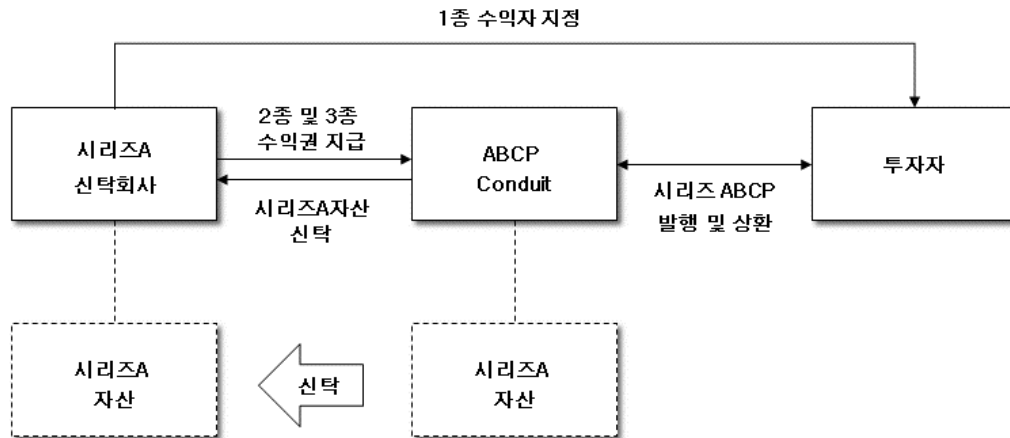
특정 Serialized ABCP 프로그램의 모든 시리즈 유동화증권은 법적으로 동일 법인의 부채이기 때문에 어느 한 시리즈 유동화증권에 대하여 부도가 발생하는 경우 해당 시리즈 유동화증권의 투자자는 프로그램 전체의 자산, 즉 해당 시리즈 기초자산 뿐만 아니라 다른 시리즈 기초자산에 대해서도 채권자로서의 권리를 확보하고자 발행자인 ABCP 프로그램의 파산을 신청할 가능성이 있으며 이 경우 부도가 발생하지 않았던 다른 시리즈 유동화증권의 상환 가능성까지 위협받을 수 있다.

따라서, 한 시리즈 기초자산의 신용위험이 증가하거나 유동성공여, 신용공여 기관의 등급이 하락하는 등의 경우에 특정 시리즈의 위험이 다른 시리즈에 미치는 영향을 차단하는 장치인 방화벽이 없다면 다른 시리즈의 상환 가능성도 저하될 수 있다.

일반적으로 우리나라의 Serialized ABCP 프로그램은 방화벽을 설정하기 위하여 사후적으로 시리즈간 절연효과를 가져올 수 있는 담보신탁제도를 활용하여 왔다. 즉, 각 시리즈 기초자산을 별도

로 담보신탁한 후 해당 시리즈 유동화증권에 한하여 해당 시리즈 담보자산으로부터 우선 변제받을 수 있는 권리를 부여하는 방식이다. 담보신탁을 통한 파산절연효과는 수 차례에 걸친 대법원 판례를 통하여 판례법리로서 인정받고 있다.¹³

[그림4] 담보신탁 구조



[그림4]에서 ABCP 프로그램은 시리즈 자산을 신탁회사에 신탁한 후 제2종 및 제3종 수익권자로서 해당 수익권을 지급받아 이를 기초로 시리즈 유동화증권을 발행한다. 이때 신탁회사는 제1종 수익권자로 해당 시리즈 유동화증권 투자자를 지정한다. 신탁회사는 정상기간(ABCP 프로그램에 대하여 담보실행사유¹⁴가 발생하지 않은 때)에는 제2종 및 제3종 수익권에 기해 ABCP 프로그램에게 시리즈A 자산으로부터 회수된 금원을 전액 지급하고 ABCP 프로그램은 해당 수익으로 유동화증권을 상환하게 된다.

담보실행기간(ABCP 프로그램에 대하여 담보실행사유가 발생한 때)에는 유동화증권 투자자에 대하여 모든 수익이 지급될 때까지 제2종 및 제3종에 대한 수익지급이 중단되고 유동화증권 투자자는 ABCP 프로그램을 거치지 않고 신탁회사로부터 직접 자산으로 발생하는 현금흐름을 우선적으로 지급 받을 수 있다. 그림과 같은 담보신탁은 각 시리즈별로 별개로 구성되며 시리즈의 담보신탁은 해당 시리즈 유동화증권에 대한 담보로만 작용하게 된다. 이러한 법률적인 구성을 통하여 비록 동일한 ABCP 프로그램이 발행한 유동화증권이라고 하더라도 사후적으로 제한적인 청구권을 갖기 때문에 방화벽으로서의 역할을 하게 된다.

¹³ 대법원 2001년 7월 13일 선고 2001다9267판결, 대법원 2002년 12월 26일 선고 2002다49484판결, 대법원 2003년 5월 30일 선고 2003다18685판결이 이에 해당한다.

¹⁴ 유동화증권 프로그램에 대하여 부도 등의 사유가 발생한 경우, 프로그램관리위탁계약이 해지 또는 종료된 경우, 시리즈 담보신탁계약이 해지되거나 종료된 경우, 시리즈 설정과 관련하여 신용평가기관으로부터 시리즈유동화증권에 대하여 특정 신용등급 이상의 시리즈 신용평가를 받지 못한 경우, 신용보완계약이 해지/해제 또는 무효로 된 경우 등을 말한다.

다만, 담보신탁 방식의 방화벽 설정이 시리즈 간 위험전이 통제를 위한 유일한 수단은 아니며, 최근에는 유동화목적에 따라 방화벽 설정 없이 ABCP 프로그램을 운영하는 경우도 등장하고 있다. 예컨대, 전체 프로그램과 관련하여 특정된 기관 이외의 채권자 발생 가능성을 통제하고, 유동화증권의 원리금 지급에 영향을 미치지 않도록 해당 특정된 기관의 권리행사를 제한하며, 개별 시리즈별로 충분한 신용공여 및 유동성공여를 마련한다면, 담보신탁 방식의 방화벽 설정 없이도 개별 시리즈 유동화자산의 신용위험 현실화가 다른 시리즈 유동화증권의 신용도에 미치는 영향은 통제될 수 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 리서치자료(“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 해석되어야 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 확약하지는 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 고지 받았다 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.