

보험연계증권(ILS) 현황과 주요 이슈

2023.5.19.



목 차

- I. ILS 개요와 현황
- II. 관련 제도 이슈



I

ILS 개요와 현황

1. 정의 및 종류

- 보험연계증권(Insurance-Linked Securities)은 보험사건에 따라 가치가 변동하는 금융상품임
 - 좁은 의미: 보험사건의 발생 빈도 및 심도에 의해 원금 및 이자가 변동하는 금융상품
 - 가장 대표적인 보험연계증권은 대재해 채권(Cat Bond)임
 - 넓은 의미: 보험과 관계된 위험을 자본시장에 전가하는 모든 수단
 - 그 형태는 채권, 파생상품, 재보험 계약 등이 될 수 있음
- 손해보험 보험연계증권은 대재해채권(Cat bond), 산업손실보증(ILW:Industry Loss Warranties), 담보부재보험(Collateralized Reinsurance) 등이 대표적
 - 이 외에도 사이드카(Sidecars), 대재해스왑(Cat swap), 날씨파생상품(Weather derivatives) 등이 있음
- 생명보험 보험연계증권은 장수채권(Longevity bond), 극사망채권(Extreme mortality bond), 내재가치 유동화증권(Embedded value securitization) 등이 대표적
 - 이 외에도 장수스왑, life settlement 등이 있음

2. 종류: ① 대재해채권 1

□대재해채권은 보험회사가 인수한 거대재해위험을 자본시장에 전가시키기 위해 발행하는 채권으로 1994년 최초로 발행됨

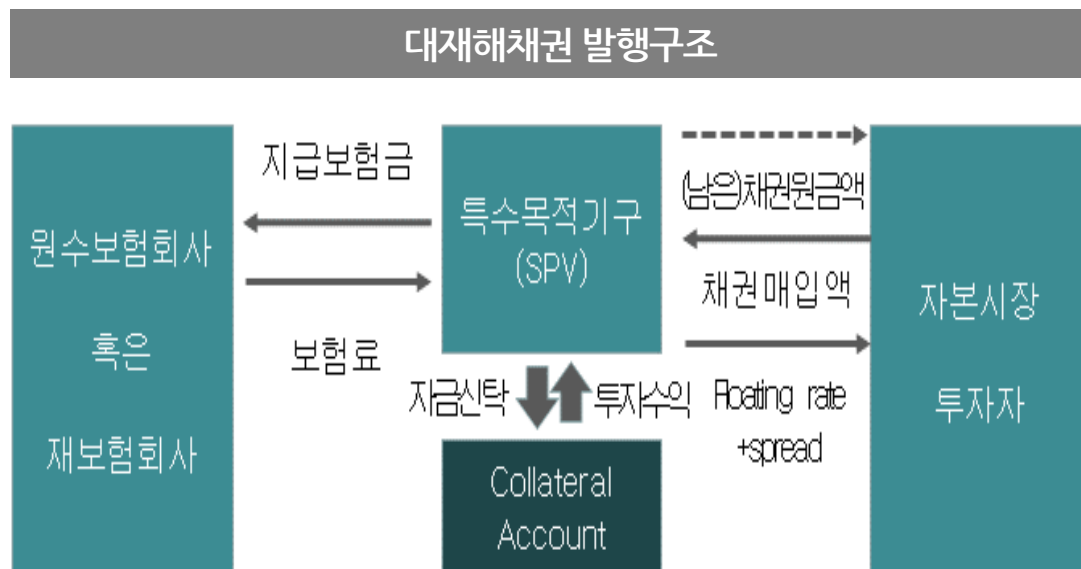
○ 특정 대재해(Catastrophe)가 발생할 경우(trigger) 원금 전액 혹은 일부의 손실이 발생

○ 재보험료가 기대손실에 비해 너무 높거나, 피해 심도가 높아 재보험사의 지급불능 위험이 높을 것으로 예상되는 대재해 사건에 대해서는 재보험계약이 성사되기 어려우며, 이 경우 대재해채권 발행이 하나의 대안이 될 수 있음

- 재보험계약이 성사되더라도 (재)보험회사는 시장 다각화나 효율적 위험관리 차원에서 대재해채권을 발행할 수 있음

2. 종류: ① 대재해채권 2

- (재)보험회사(Sponsor)는 특수목적기구(Special Purpose Vehicle)를 설립하여 대재해채권을 발행하며, 채권발행원금을 별도의 담보신탁계정으로 운용함
- SPV는 (재)보험회사로부터 받은 (재)재보험료와 자본시장의 투자자로부터 받은 채권발행원금을 신탁계정으로 운용함
- 사전에 지정된 대재해가 발생하지 않으면, SPV는 보유한 자산으로 투자자에게 원금 및 이자를 지급



트리거(Trigger) 종류	
구분	보험금 지급 조건
보상액(Indemnity)	실제 손해액
산업지수	전체 산업의 손실을 나타내는 지수
파라미터	진도 등 재난의 정도
모형	컴퓨터 모형에 의해 추정된 손해액에 기초

2. 종류: ① 대재해채권 3

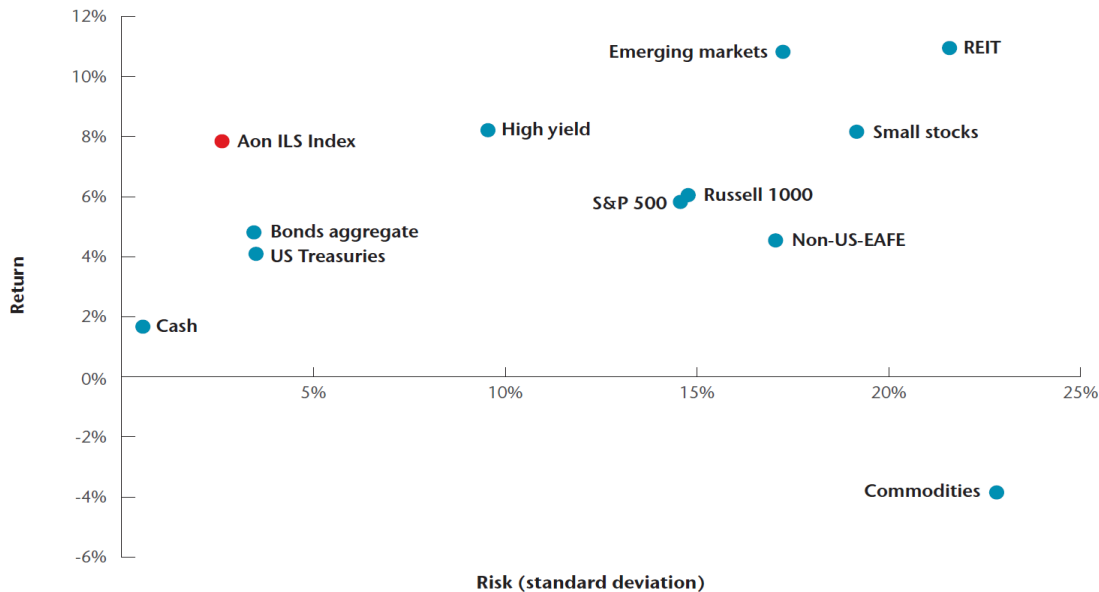
- 대재해채권은 (재)보험회사 입장에서 신용위험이 매우 낮으며 장기계약이 가능하고 많은 위험을 담보하는 장점이 있으나, 발행비용이 높고 발행절차가 복잡함
- 대재해채권은 원수보험사의 재보험 협상력 강화에도 도움이 되나, 실제 손해액과 보험금 지급액의 차이 (Basis risk)가 있다는 점이 단점
 - 특히, 산업지수나 파라미터 트리거 적용 시 basis risk가 높음

재보험과 대재해채권의 차이		
구분	재보험	대재해채권
목적	보험시장에서 위험분산	자본시장에 위험전가
담보력	불안정 (대재해 발생 후 담보력 감소 및 보험요율 인상)	안정 (대재해 발생 후에도 기발행 조건 불변)
보험금 지급의 안정성	신용위험 존재로 불안정	안정적
기간	1년	3~10년 등 중장기
시장참가자	원수보험사 혹은 재보험사	자본시장 투자자
기타	시장상황에 따라 거래조건 변동	발행절차가 복잡하고, 발행에 많은 비용과 시간 소요  보험연구원

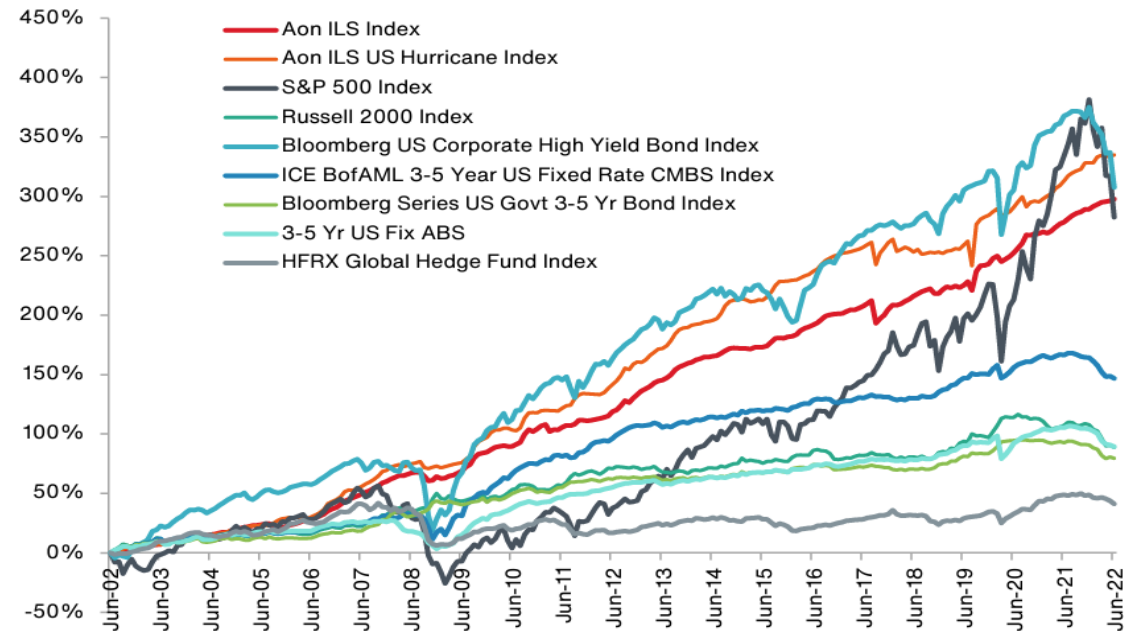
2. 종류: ① 대재해채권 4

□투자자의 입장에서 대재해채권은 주식, 채권의 위험요인과 상관관계가 영에 가까워 포트폴리오 분산효과가 매우 크며, 위험대비 수익률이 높다는 특징을 가짐

대재해채권의 위험과 수익률



대재해채권의 누적 수익률



주: 2000년부터 2017년 6월까지의 데이터를 이용하여 각 자산의 위험과 수익률을 표시한 그림이며, 붉은 색 점(Aon ILS Index)이 대재해채권
자료: AON(2017)

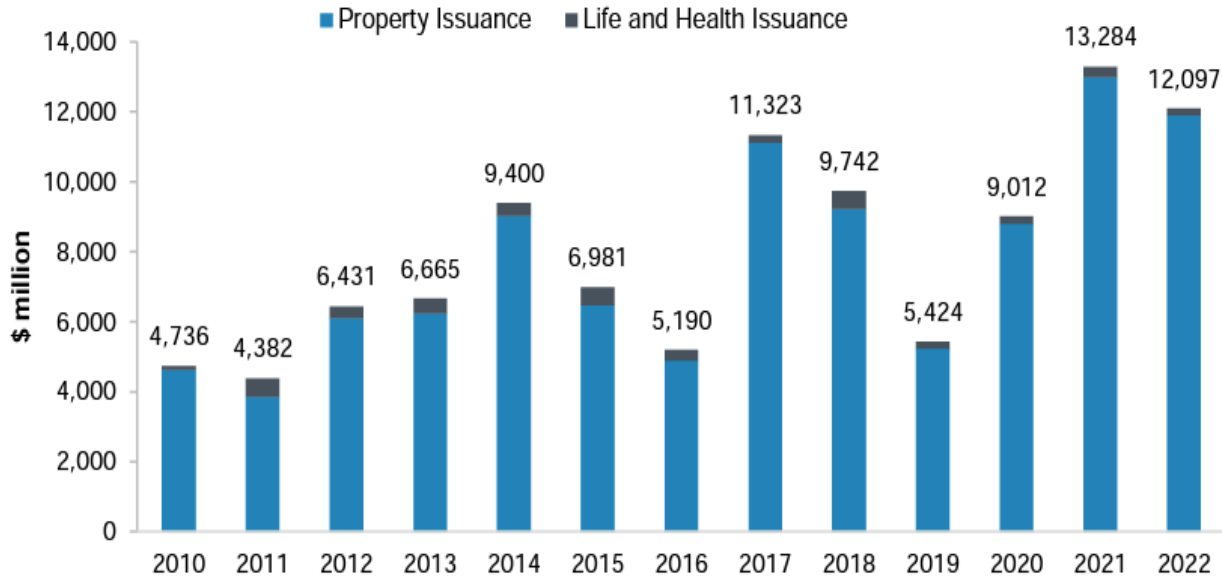
자료: AON(2022)

2. 종류: ① 대재해채권 5

□ 대재해채권은 공모 형태뿐만 아니라 사모 형태로도 발행되고 있으며, 금융위기 이후 발행이 증가세로 2022년 121억 달러에 달함

○ 사모는 공모에 비해 낮은 구조화비용, 신속한 발행, 높은 유연성이 특징

대재해채권 발행규모



자료: AON(2022)

발행지

지역	20.7~21.6	21.7~22.6
버뮤다	38	41
싱가포르	7	5
케이먼	3	3
아일랜드	2	2
UK	1	1
USA	0	1
홍콩	0	1

자료: AON(2022)

[참고] 대재해채권 발행 사례 (Blue Fin Ltd.)

□ 알리안츠 그룹은 2007년 11월 대재해채권을 발행하여 유럽의 폭풍 위험을 자본시장에 전가함

보험회사(sponsor)	Allianz SE
발행자	Blue Fin Ltd.(케이먼군도 SPV)
발행규모	Class A: EUR 155m
	Class B: USD 65m
발행금리	Class A: EURIBOR + 455bps
	Class B: LIBOR + 440bps
상환일	2012.4.10
1차 콜옵션 행사일	2010.4.8
손인(peril)	유럽의 폭풍
보장지역	오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 아일랜드, 네덜란드, 영국
트리거	파라미터 트리거(7개국 기상청에서 관리하는 풍속계에서 측정한 풍속을 기반으로 함)
리스크 수준	손실발생 확률(연율): 1.38%
	기대손실(연율): 1.2%
	전손확률(연율): 1.04%
신용등급	BB+ (S&P)

2. 종류: ② 기타 손해보험 ILS

- 산업손실보증(Industry Loss Warranties)은 트리거 발생 시 투자자가 손실을 부담하는 계약으로 대재해채권과는 몇 가지 상이한 특징이 있음
 - 산업손실보증은 일반적으로 산업지수 트리거와 보상액 트리거를 모두 포함(double-trigger mechanism)하는데 비해 대재해채권은 단일 트리거가 일반적임
 - 계약기간은 1년이며, 발행규모가 대재해채권에 비해 작은 1백만 ~ 2억5천만 달러이며, 유통시장이 없음
- 담보부재보험은 미리 정의된 위험으로 인한 특정 보험계약 포트폴리오의 손실을 보장하는 계약임
 - 담보부재보험은 담보물이 제공된다는 점 외에는 전통적인 재보험과 기술적으로 동일함
 - 계약기간은 1년이며, 거래가 불가능함
 - 헤지펀드나 대재해채권펀드는 모든 잠재적 청구권을 커버하는 담보물을 제공함으로써 투자자로 참여할 수 있음

2. 종류: ③ 생명보험 ILS

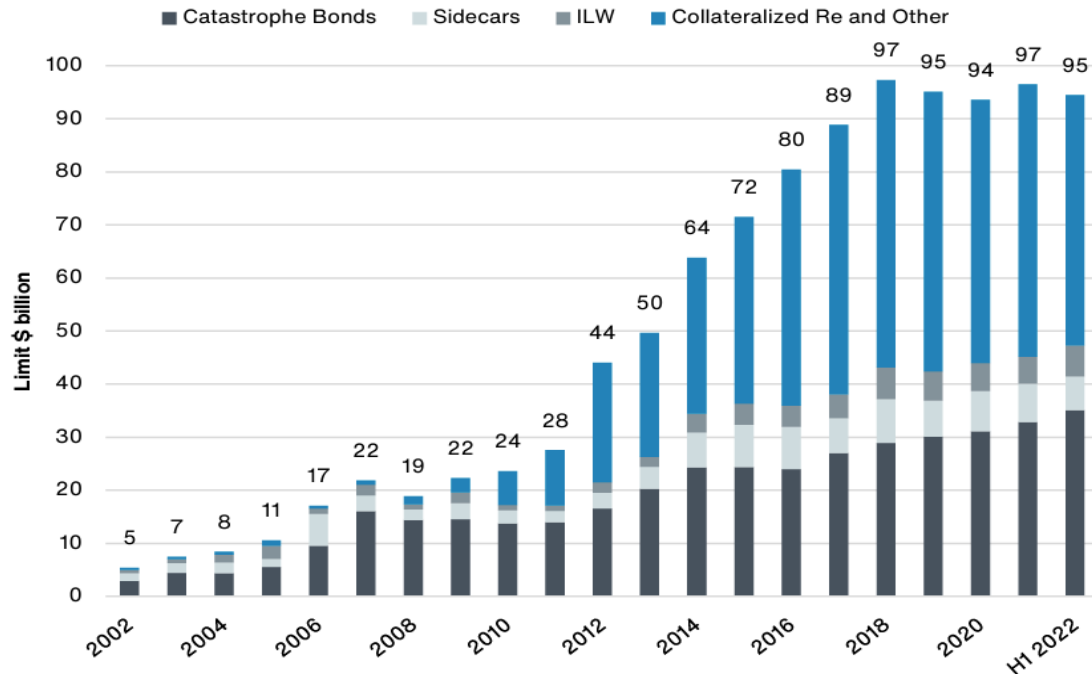
- 장수채권은 연금가입자가 기대 여명 이상으로 생존하는 위험(장수위험)을 자본시장에 전가시키는 유동화채권
 - 특정 집단의 생존률이 지정된 수준보다 높을 때 투자자의 원금이 손실됨
 - 2010년 Swiss Re가 이론적으로 논의되는 장수채권과 유사한 구조의 상품을 발행한 사례가 있으나 장수채권의 실제 발행 사례는 전무함
 - 장수위험에 대한 미흡한 인식과 자본시장의 낮은 인지도, 베이스스위험 존재, 정보의 비대칭성 등으로 장수위험의 전가에 참여할 유인이 높지 않음
 - 장수상황에 대한 충분하고 신뢰할만한 정보가 부족함
- 내재가치 유동화증권은 보험회사의 장래이익을 현금화하는 거래임
 - 즉, 보험회사의 장래이익을 유동화하여 현금을 확보하는 거래를 말함
 - M&A 시 인수자가 인수할 보험회사의 내재가치를 유동화하여 인수자금을 확보하거나, 보험회사가 일부 내재가치를 유동화하여 지급여력을 제고하는 등의 수단으로 활용가능
 - 투자자는 현금흐름추정에 사용하는 사망률, 해지율, 자산운용이익률 등의 가정이 실제와 다를 경우 손실을 입을 수 있음

3. ILS 시장 현황

□ 세계적으로 가장 많이 발행되는 보험연계증권은 손해보험의 대재해채권임

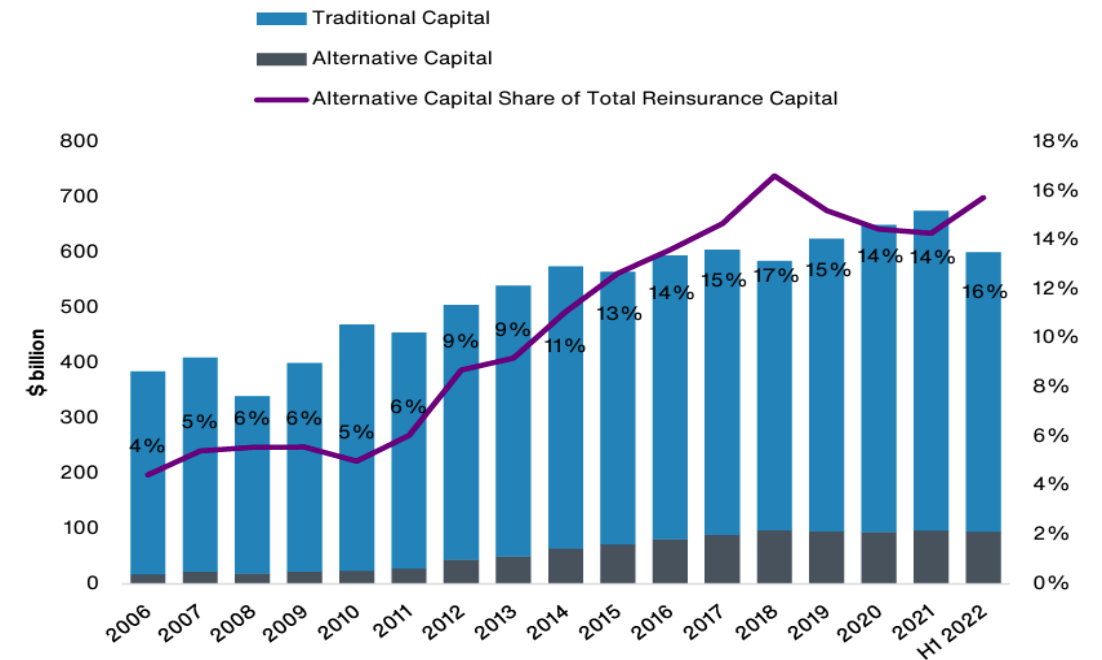
○전세계 보험연계증권은 발행규모는 2022년 상반기에 950억 달러가 발행됨
-이는 2022년 글로벌 재보험 자본 총액의 16%에 해당함

ILS 발행금액



자료: AON(2022)

재보험 자본 중 비중



자료: AON(2022)

4. 국내 현황

- 대표적인 보험연계증권인 대재해채권의 도입에 관해서 논의가 있었으나 아직까지 발행 사례는 없음
 - 금융당국이 2014년 '보험 혁신 및 건전화 방안'을 발표하면서 대재해채권 도입을 검토하겠다는 발표 이후 아직까지 진전된 논의가 없음
 - 원보험사의 위험 인식이 낮고 위험전가 필요성을 크게 느끼지 않으며, 위험전가 비용의 적절성에 대한 불확실성으로 인해 니즈는 크지 않은 상황으로 보임
 - 우리나라의 경우 해외와 달리 대재해가 빈번하지 않고 자본시장의 수요도 부족하여 발행 유인이 크지 않을 수 있음
 - 대재해 채권 발행 시 법률적 미비 사항도 있음



관련 제도 이슈

1. 주요국 제도

- 보험연계증권과 관련된 주요 제도는 크게 ILS의 발행주체인 SPV와 관련된 제도와 SPV에 위험을 전가하는 보험회사(sponsor)와 관련된 제도로 나눌 수 있음
 - SPV와 관련된 주요 제도는 SPV의 법적 성격, 설립·운영 방식 및 세금에 관한 제도와 SPV가 발행하는 ILS에 관한 제도 등이 있음
 - 스폰서와 관련된 제도는 위험전가 인정에 관한 지급여력제도가 있음
- 주요국(미,영,싱가포르, 버뮤다)은 ILS를 발행하는 SPV(이하 SPRV)에 대한 설립 및 운영에 대한 규정을 별도로 마련함
 - SPRV는 재보험사의 성격을 가지면서 증권을 발행하는 SPV 이므로 기존 규정만으로 ILS를 발행하기에는 모호한 부분이 매우 많음
 - 따라서 SPRV의 설립 및 운영, ILS 발행 등에 관한 별도의 규정을 신설하는 것이 효율적임

1. 주요국 제도

- 버뮤다를 제외한 미국, 영국, 싱가포르의 보험핵심원칙을 충실히 반영한 SPRV 규정을 운영하여 세부 항목에서 유사한 부분이 많음
 - 완전자금조달, 특수목적재보험회사 등의 정의가 유사하며 운영과 감독에 관한 규정도 유사한 부분이 많음
 - 버뮤다는 유연한 규정으로 감독당국의 재량으로 판단할 수 있는 부분이 많음

- ILS 발행의 활성화를 위해서는 SPRV에 세제혜택을 부여하는 것이 필수적으로 보임
 - 버뮤다는 물론 영국, 싱가포르도 SPRV에 대해 세제혜택을 부여하고 있음
 - 반면, 미국은 별도의 세제혜택을 부여하고 있지 않아 미국 내에서 ILS 발행이 거의 이루어지지 않고 있음
 - 대부분의 미국 (재)보험회사는 조세회피처에 SPRV를 설립하고 ILS를 발행

- 스폰서가 SPRV에 위험을 전가한 효과를 평가하고 이를 지급여력제도에 반영할 때는 기초위험(Basis risk)을 감안해야 하며, 거래의 복잡성을 감안하여 지속적으로 다양한 사항을 감독해야 함
 - 감독당국은 SPRV의 핵심 요건(완전자금조달, 파산절연 등) 준수 여부, 내부통제 및 리스크관리 등을 지속적으로 점검해야 함

2. 이슈: 설립근거 및 세제

- 현행 규정에서는 ILS 발행을 위한 SPV가 보험업법상 재보험업 허가를 받아야 하는 것과 ILS의 법적 성격 등이 문제가 됨
 - 스폰서와 SPV 간 통상 1개 그룹 이상의 위험을 다년 간 이전하는 내용의 계약을 체결하기 때문에 현행 보험업법상 재보험업 허가를 받아야 할 것으로 보임
 - SPV가 보험업법상 보험업 허가를 받아야 하는 보험회사에 해당될 경우 사채발행에 제한을 받음
 - 사채의 경우 자기자본의 100% 이내에서 발행할 수 있음
 - 또한, ILS 발행을 위한 SPV는 특례규정이 없는 한 상법상의 회사와 동일하게 운영될 수 밖에 없음
- 보험회사의 고유업무, 자본시장법과의 중복 가능성, 납입자본금·인적기준·물적기준·지급여력기준 등 검토
- 현행 세법에서 SPRV가 ILS를 발행하는 구조와 관련하여 특별히 불이익 혹은 제재를 가하는 규정은 없는 것으로 보이지만, SPRV 발행 활성화를 위해 세제혜택을 적용 검토 필요
 - 버뮤다, 케이만 아일랜드, 영국 등에서는 SPRV에 대해 법인세를 부과하지 않음

2. 이슈: 위험전가

- ILS 발행을 원하는 보험회사는 현행 법령에서는 SPV와의 보험계약을 통해 이전되는 위험에 대한 책임준비금 적립을 면할 수 있는지 여부가 불확실한 상황임
- 보험위험의 전가가 있고, 해당 재보험계약으로 인하여 재보험을 받은 회사에 손실 발생 가능성이 있는 재보험계약의 경우에만 보험회사는 책임준비금 적립 면제를 받을 수 있음(령 63조 2항)
 - 단, 위의 조건을 충족하는 재보험계약이더라도 재보험을 받은 회사가 재무건전성 기준을 충족하지 못하거나 신용평가 등급이 투자부적격일 경우는 책임준비금 적립 면제 대상에서 제외됨(령 63조 3항)
- SPRV는 보험금 지급을 위한 재원에 대한 담보가 설정되어 스폰서와의 관계에서는 신용리스크가 거의 없음에도 불구하고, SPRV 자체에 대한 신용평가에서는 투자부적격 등급이 부여될 수도 있음
 - SPRV는 보험금 지급을 위한 재원을 통상 신탁재산으로 설정하여 별도 보관하므로 담보가 설정되었다고 할 수 있음
 - 신용평가 등급의 문제로 SPRV와의 재보험계약 체결에 대해서는 별도의 기준이 마련될 필요가 있음

감사합니다.