

이호철

파생상품시장본부장/부이사장 귀하

청산기관의 위험관리 절차에 관하여

2014 년 3 월 17 일

이호철 본부장님께,

저희 국제스왑파생협회(이하 “ISDA” 또는 “본 협회”)¹는 G20 합의사항의 일환으로 추진된 한국거래소(이하 “KRX”)의 장외파생상품을 위한 청산서비스 도입을 지지하는 바입니다. 최근 한맥투자증권의 결제불이행 사태(이하 “한맥사태”)와 관련하여 ISDA회원들의 요청에 따라, 본 협회는 KRX의 성공적 청산업무를 위해 반드시 고려되어야 할 몇 가지 위험관리 유의사항들을 말씀드리고자 본 서한을 작성하게 되었습니다.

KRX의 청산업무 규정(유가증권시장 업무규정, 파생상품시장 업무규정, 장외파생상품 청산업무규정 등)과 이를 바탕으로 최근의 한맥사태를 살펴보는 가운데, 이렇게 KRX와 함께 아래의 각 주제들에 대하여 논의하게 되어 기쁘게 생각합니다. 서비스의 체계나 결제불이행 처리 과정과 같은 위험관리 실무에 있어서 장내파생상품과 장외파생상품의 청산제도 간에 당연히 차이가 있을 수 있겠습니다만, 그럼에도 불구하고 이들 청산제도에는 공통적으로 준수되어야 하는 원칙이 있습니다. 이 점에서, 본 협회는 국제결제은행의 지급결제제도위원회(CPSS)와 국제증권감독기구(IOSCO)가 공동으로 제정한 금융시장인프라에 관한 원칙(PFMIs)이 (KRX의 청산서비스에) 모범적인

¹ 1985 년 이래로 ISDA 는 국제 장외파생시장을 보다 안전하고 효율적으로 만들기 위해 노력해왔으며, 오늘날 회원사는 62 개국 800 여개에 이릅니다. 저희 회원사들은 다양하고 폭넓은 장외파생시장 참여자들로 구성되어 있으며, 여기에는 기업, 투자 기관, 정부, 초국가 기구, 보험사, 에너지 및 원자재 회사, 국제 규모 또는 지역 규모의 은행들이 포함되어 있습니다. 이러한 시장 참여자들뿐만 아니라, 파생상품시장 인프라의 핵심을 이루는 거래소, 청산소, 거래정보 저장소, 그리고 법무법인, 회계법인 및 기타 서비스 제공자들 또한 여기에 포함됩니다. 저희 ISDA 에 대한 정보 및 활동에 대한 제반사항들은 협회의 웹사이트인 www.isda.org 를 통해 확인하실 수 있습니다.

위험관리절차를 제시해 줄 수있는 유용한 가이드라인이라 생각하는 바이며, 이에 본 협회는 KRX의 모든 청산 서비스를 포함하게 될 ‘종합적 위험관리시스템’의 개발에 대한 2012년 7월 3일자 보고서인 KRX의 CPSS-IOSCO PFMI 자체평가보고서²를 검토하였습니다.

본 서한은 본 협회가 강조하여 말씀드리고자 하는 위험관리관련 주제들로 이루어져 있습니다. 해당 주제가 이미 청산서비스(즉, 장외파생상품의 청산제도)에서 다루어졌다면, 이어서 KRX의 장내파생상품 청산제도에 관하여 권고드리도록 하겠습니다.

1. CCP는 종합적 거래이전단계 위험관리시스템(comprehensive pre-trade risk controls)을 유지해야 할 것입니다

종합적이고 동적인 거래이전단계의 위험관리시스템(예를 들어, 위험, 거래량, 포지션 등에 따라 거래에 제한을 두는)을 시행하게 되면, 발생 가능 손실들을 비롯하여 관련 위험들을 관리하기 위해 필요한 재원을 청산회원들이 충분히 보유 않은 상태에서 오류가 있는/있거나 대규모인 거래들(이로 인해 CCP 익스포저 규모가 커지는)을 청산할 가능성을 상당히 줄일 수 있을 것입니다.

KRX는 전체 최대 익스포저(overall maximum exposure)를 포함하는 위험 기준치(risk thresholds)를 설정해야 하며, 이는 개별 상품 및 전체 포트폴리오 수준이 모두 모니터링되는 청산회원들로부터 취합될 것입니다. 이러한 위험 기준치는 객관적인 기준에 근거해야 하고, 이를테면 청산회원의 위험 특징(credit quality), 자본의 재원(capital wherewithal), 위험 관리 전문성(risk management expertise) 등이 반영되어야 할 것입니다.

특히, 청산회원이 필요 재원을 보유하지 못하거나 설정된 위험 기준치가 초과될 우려가 있는 거래의 경우, KRX는 이러한 거래들을 자동적으로 거부할 수 있어야 할 것입니다. 이를 위해 거래이전단계에서 자동 위험관리시스템이 작동되어야 하며(수동 확인은 적시에 이루어지지 않으므로), 이로써 CCP와 청산회원 양측 모두가 해당 거래들이 유효할 뿐 아니라 개시증거금이 해당 거래의 리스크에 대해 충분하다고 인정할 경우에만 거래를 수용하고 청산하게 될 것입니다. 본 협회는 거래의 청산 수용 여부를 결정하고, 청산 참여자들이 청산 여부를 확인할 수 있도록 하는 거래이전단계의 위험관리시스템으로, 동적이고 자동적이며 거의 실시간으로 실행되는 이러한 시스템을 갖추고 있는 다른 CCP들(예, CME, ICE, LCH.Clearnet)에 대해서도 주의를 기울이고 있습니다. KRX가 불필요한 지연 프로세스(예, T+5 영업일에 확인 가능)를 제거하기 위하여 동적 자동적 거래 수용 프로세스를 시행함으로써, 청산 참여자들에게 청산여부를 보다 확실히 알려 줄 수 있기를 본 협회는 권고드리는 바입니다.

² http://eng.krx.co.kr/por_eng/m7/m7_5/m7_5_8/JHPENG07005_08_01.jsp

개시증거금의 선지급에 대하여 다양한 견해들이 있으나, 본 협회는 설정된 위험 기준치(예를 들어 리스크, 거래규모, 포지션에 비례하는)가 초과될 수 있거나 초과될 가능성이 높을 때, KRX 가 개시증거금의 즉각적인 지급을 요구할 수 있다고 보고 있습니다.

2. 결제불이행 시 보전순서에 대한 CCP 의 재원과 출연자본은 청산기관의 리스크에 비례하여 책정되어야 할 것입니다

CCP는 CCP의 전체 익스포저에 상응하는 충분한 재원을 유지하는 것이 중요합니다. 나아가 CCP는 결제불이행 시 보전을 위해 정상회원들의 공동기금 분담금 이전에 사용될 출연자본³(보통 skin-in-the-game 이나 SIG로 표현)을 충분히 보유하는 것이 바람직하다고 볼 수 있습니다.

본 협회는 CCP 의 출연자본금이 고정되어서는 안되며, CCP 의 전체 리스크 익스포저가 증가하는 것에 맞춰 증액되어야 한다고 보고 있습니다(청산회원들이 부담하는 공동기금이 리스크 익스포저에 따라 조정되는 방식과 유사). 예를 들어, 청산기관의 리스크 중 1000 만원을 커버하기 위해 초기 자본 분담금이 고정액으로 책정될 경우, 리스크가 100 억원으로 증가 시 이를 커버하기에는 충분하지 않을 것입니다. 따라서 CCP 는 SIG 를 포함하여 충분한 양의 출연자본이 반드시 유지될 수 있도록 체계를 갖추어야 할 것입니다. 이에 본 협회는 (자율청산 또는 구속력이 있는 의무 청산을 통하여) 이러한 체계를 도입한 CCP 의 관할 국가 또는 지역에 주목하고 있습니다. 유럽의 경우, EMIR 는 CCP 들이 SIG 를 해당 CCP 의 최저자본요구액(minimum capital requirement)의 25%에 맞출 것을 요구하고 있으며, 싱가포르의 경우, 싱가포르통화감독국(MAS)은 CCP 가 SIG 를 공동기금 총액의 25%에 준하여 적립할 것을 요구하고 있습니다.

덧붙여, 바젤은행감독위원회(BCBS)의 Capital Requirements for Bank Exposures to Central Counterparties (BCBS227)⁴를 위한 임시 체계 하의 적격 CCP(QCCP)로 인정받기 위해서는, 해당 CCP가 “관련 규제감독기관이 설정하고, PFMI와 일관성이 있는 기준, 국내 규정 및 규제들을 지속적으로 CCP에 적용하고 있음을 공시한 관할 국가 또는 지역에 소재하여, 철저하게 관리감독을 받아야 합니다”. 이에 따라, PFMI의

³ CCP 불입자본은 정상회원의 공동기금 사용에 앞서 투입하는 자본(흔히 skin-in-the-game 또는 SIG 로 표현)뿐만 아니라 공동기금 사용 후에 투입하는 자본도 의미합니다.

⁴ <http://www.bis.org/publ/bcbs227.pdf>, Basel Committee on Banking Supervision, Capital Requirements for Bank Exposures to Central Counterparties, Annex 4, Section I.A. General Terms, page 1.

원칙 6 은 CCP의 재원이 청산기관 안에서 리스크의 규모와, 각 상품, 포트폴리오, 시장의 특징에 상응할 필요가 있음을 강조하고 있습니다.⁵

3. KRX 의 (고유) 자산, 출연자본, 누적 결제적립금은 구체적으로 규정되어야 할 것입니다

ISDA 는 장외파생 청산서비스를 위하여 KRX 가 결제불이행 시 보전에 대비한 고유 자본의 일부를 정상회원의 공동기금 사용 전에 실행하는 점을 높이 평가하며, 장내 파생상품 청산서비스를 위해서도 이와 유사하게 실행하는 것이 적합한 것으로 보고 있습니다. KRX 가 장내 및 장외파생상품 청산서비스에 적용하기 위한 총 결제적립금을 어떻게 책정하고 있는지 보시게 되면, 이러한 권고를 이해하시는데 보다 도움이 될 것입니다.

본 협회는 KRX가 장내파생상품 청산서비스의 보증기금(즉, 공동기금)에 대한 청산회원 분담금의 초과 손실을 보전하기 위해 사용할 수 있는 고유 자본과 누적 결제적립금으로 약 4 천 5 십억원을 확보하고 있는 것으로 알고 있습니다.⁶ 그러나 장내외 파생상품 청산서비스 중 어느 한쪽이든, 아니면 장내 파생상품 청산서비스(즉, 유가증권시장 또는 파생상품시장을 위한) 내에서든, 여기에 적용될 수 있는 결제적립금의 금액과 비율은 KRX의 재량에 달린 것으로 보여집니다. 이러한 KRX의 재량은 각 청산 서비스에 내재하는 리스크와 잠재적인 익스포저를 평가하고 관리할 것을 요구 받는 청산회원들에게 불확실성을 제공하게 될 우려가 있습니다.

이에, 본 협회는 KRX 가 해당 규정 변경 등을 통해 정상회원 공동기금 분담금의 전후에 사용될 출연자본과 결제적립금의 전체 금액 산정, 청산서비스별 분배 및 할당에 대하여, 더욱 구체적이고 명쾌하게 규정해 주시기를 권고드리는 바입니다.

4. 공동기금 분담금은 동적으로 변화하고 리스크 익스포저에 비례해야 할 것입니다

장내 파생상품 청산서비스를 위해, KRX 는 오직 유가증권시장 회원들의 일평균 주식매매대금 또는 장내 파생상품시장 회원들의 일평균 (개시)증거금에 근거하여 각 청산회원의 보증기금 분담금을 산정하고 있습니다. 이와 같이 한가지 특성에만 근거한 산정 방법은 청산 서비스내 모든 리스크와 청산회원들의 유형을 담아내기에 충분하지 않으므로, 본 협회는 이 점을 우려하고 있습니다. 예를 들어 high frequency 트레이더나

⁵ <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>, Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for Financial Market Infrastructures, Principle 6: Margin, page 50- 56, April 2012.

⁶ KRX Membership Regulation, Chapter IV. Rights and Obligations of Members, Section 1. Securities and Exchange-trade Derivatives Trading §25 Use of Joint Compensation Fund

market maker 와 같이 거래대금의 비중이 높은 청산회원들은 특성상 보통 당일 거래 변동이 거의 없거나 익스포저가 거의 없어 개시증거금 요구분을 거래규모에 맞추어 유지하지 않으므로, 상당한 규모의 청산 활동에도 불구하고 이들의 보증기금 기여분은 충분하지 않을 수 있습니다. 최근의 한맥사태 경험은 high frequency 트레이더들과 market maker 들이 해당 CCP 에 뿐만 아니라 그에 속한 청산회원들에게도 리스크를 전이시킬 수 있음을 분명하게 시사하고 있습니다. 그러므로, 보증기금 산정방법에 거래 규모 등이 반영될 수 있도록, 관련 항목들이 여기에 포함되어야 할 것입니다.

KRX 의 장외파생상품 청산서비스는 최대 결제 익스포저를 지닌 (두) 청산회원들이 보증기금 총규모의 명시적 최대액을 설정하지 않고 보증기금 총규모의 최소액을 산출할 것을 요구하고 있습니다. 본 협회는 이러한 접근법이 PFMI 를 준수할 뿐 아니라 시장을 선도하고 있는 기타 글로벌 CCP 들의 접근법과도 일치한 것으로 보고 있으며, 이에 KRX 가 장내파생상품 청산서비스를 위해서도 유사한 접근법을 적용하기를 권고드리고 있습니다.

5. 청산회원들은 공동기금 분담금을 충당하기 위해 필요한 재원을 마련할 수 있어야 할 것입니다

KRX 의 각 청산서비스들은 보증기금의 선지급 분담금을 결제불이행 청산회원과 관련된 손실 보전에 우선적으로 모두 사용되어야 하고, 이 것으로도 손실 전부가 보전되지 않을 경우 KRX 가 정상회원들로부터 추가적인 보증기금 분담금을 요구할 수 있도록 규정하고 있습니다. KRX 의 규정을 보면, KRX 는 정상회원들에게 추가 분담금을 요구하는 시기를 정하고, 특정 청산회원이 그들의 보증기금을 충당하기 위해 필요한 추가적인 시간을 확보할 수 있도록 하는 재량을 가지고 있습니다. 그러나 본 협회는 이러한 재량이 몇몇 청산 회원들의 경우 명시된 적정 기간 내에 보증기금 충당에 필요한 재원을 확보하지 못할 수도 있음을 의미한다는 데에 대하여 우려하고 있습니다.

스트레스 발생 시에 CCP 의 안정성은 청산회원의 재원조달능력에 달려있습니다. 이에 본 협회는, 적시에 보증기금 분담금을 충당하는데 어려움이 있을 것으로 예상되는 기관에 대해 KRX 가 회원 자격을 거부하는 것과 같이, KRX 의 회원 기준이 매우 엄격하게 이루어져야 할 것으로 보고 있습니다.

6. 청산회원이 부담하게 될 최대 책임은 한도가 있어야 하고, 예측 가능해야 하며, 수치화될 수 있어야 할 것입니다

청산회원들은 CCP 회원들 가운데 내재하고 있는 현재 및 잠재적인 익스포저에 관하여 투명성과 확실성을 요구하고 있습니다. 장내파생상품 청산서비스를 위한 KRX 규정을 살펴보면, 단일 또는 복수의 결제불이행이 발생할 경우 회원들이 부담하게 될 최대 책임 한도에 대하여 모호하게 나타나 있을 뿐 아니라 KRX 의 재량에 따라 달라질 수 있는

것으로 보입니다. 따라서, 장외파생상품 청산서비스 규정과 같이 장내파생상품 청산서비스 역시 단일 또는 복수의 결제 불이행이 발생할 경우 회원의 최대 책임 한도를 구체적으로 명시해 주실 것을 권고드리는 바입니다.

덧붙여, 장내파생상품을 위한 KRX 규정에는 결제 유예 중이거나 결제 불이행된 청산회원의 미결제 거래잔고를 상쇄시키기 위해 사용될 수 있는 방법들이 명시되어 있습니다.⁷ 이 방법들은 결제 유예 중이거나 결제 불이행된 청산회원의 잔여 미결제 거래잔고를 할당(즉, 강제할당)하기 위해 KRX가 청산회원을 지정할 수 있도록 하는 내용을 포함하고 있습니다. 본 협회의 CPSS-IOSCO's Recovery of FMIs 협의에 관한 논평 서한⁸에서 밝혔듯이, 강제할당을 행사하게 되면 불확실하고 수치화할 수 없는 상당한 양의 책임을 청산회원들에게 부과하게 될 것입니다. 뿐만 아니라, 이와 같은 위험이 존재하게 되면 청산회원이 사전에 CCP의 익스포저를 신중하게 측정하거나, 모니터링하거나, 관리하는데에도 어려움을 겪게 될 것입니다. 게다가 수치화 되지 않고 관리하기 어려운 CCP의 책임 한도에 대하여 청산회원들이 두려움을 느끼고 멤버십을 취소하기로 결정할 수 있으므로, 이는 전이 위험(contagion risk)을 증가시킬 수도 있을 것입니다.

청산회원은 그들의 잠재적 미래 책임한도 또는 익스포저가 그들의 리스크 재원을 초과하게 될 때, CCP 멤버십을 취소할 수 있어야 할 것입니다. 이에 본 협회는 KRX의 장내파생상품을 위한 규정상, 청산회원이 KRX 이사회 승인을 받드시 제출한 후에야 멤버십 취소 요청이 효력을 발휘할 수 있다는 조항에 대해 우려하고 있습니다. 이는 KRX에 취소요청에 관한 위와 같은 재량권을 부여함으로써, KRX에 이 같은 재량권이 없었다면 멤버십을 철회했을 청산회원에게 추가 보증기금 한도책임 등을 부과하여 부정적인 재무 부담들을 떠안도록 하게 될 것입니다.

7. CCP는 주로 유동성이 입증된 우량 담보를 수용해야 할 것입니다

PFMI은 CCP가 (적당한 haircuts을 조건으로) 다양한 종류의 담보들을 수용하는 데에 대하여 상당한 재량을 인정하고 있으나, ISDA는 CCP가 주로 유동성이 입증된 우량 담보들을 수용해야 할 것으로 보고 있습니다. 대형 청산회원의 결제불이행 발생 시에는 시장이 불안해 질 것이라 예상할 수 있으며, 역사적으로 이러한 상황에서는 equity와 낮은 등급의 회사채들이 보통 유동성 손실과 급격한 가격변동을 겪는 동안, 높은 신용등급의 국채 선호도가 증가하는 “고등급 선호현상”이 있게 됩니다. 또한, 부채 또는 자기자본 담보물이 청산회원의 결제불이행에 직간접적으로 영향을 받는 금융기관의

⁷ KRX Derivatives Market Business Regulation, Chapter II. Clearing and Settlement Between the Exchange and Clearing Members, Section 4. Settlement by Netting and Settlement Deadline, etc. §109 Canceling Out of Open Interests of Suspended Member

⁸ <http://www2.isda.org/search?headerSearch=1&keyword=Recovery+of+FMIs>. ISDA, the Institute for International Finance and The Clearing House October 11, 2013 response to CPSS-IOSCO Consultative Report.

것이라면, 잠재적인 “오방향 상관위험”도 보통 존재하게 됩니다. 이러한 위험을 경감시키기 위하여, 본 협회는 그 중에서도 스트레스 시나리오 하에서 상당한 금액 조정이 요구될 가능성이 낮은 최소한의 헤어컷이 담보물에 적용되어서, 경기 부양적인 마진콜을 막을 수 있어야 한다고 보고 있습니다. 덧붙여 신용과 유동성이 낮은 담보는 청산회원들이 제공한 전체 담보 중 낮은 비율로 유지되도록 엄격하게 제한되어야 할 것입니다.

8. CCP 위험관리 지배구조는 국제기준에 부합해야 할 것입니다

CCP는 운영리스크, 시장리스크, 신용리스크 담당자들의 책임 사항들이 상세히 기술된 탄탄한 위험관리 지배구조를 수립하고 유지해야 할 것입니다. 해당 책임자들(예, 운영리스크 담당자, 신용리스크 담당자)은 각각의 리스크들을 효과적으로 관리하기 위하여, 필요한 자원들에 대해 권한을 가져야하며, CCP의 리스크 위원회에 직접 보고해야 할 것입니다. 본 협회는 리스크 위원회의 역할과 소관이 분명할 뿐 아니라 PFMI에 명시된 가이드라인들과도 일관성을 가져야 한다고 보고 있습니다.

리스크 위원회는 결제불이행 발생 시 이어질 절차들을 서술하는 결제불이행 관리 전략(“결제불이행 관리 계획”을 포함하여)을 수립해야 하며, 그러한 결제불이행 관리 계획은 공개적으로 수립되거나, 최소한 모든 청산 회원들에게 제공되어야 할 것입니다.

9. CCP는 청산회원들이 상세하게 리스크를 평가할 수 있도록 충분한 정보들을 공시해야 할 것입니다

KRX의 PFMI 자체 평가는 CCP에 대한 실사 절차를 실시하는 청산 회원들에게 중요하고 유용한 자료가 될 것입니다. 만약, KRX가 청산 회원들이 CCP의 전체 신용 프로파일의 평가를 수행하도록 허가한 각 청산 서비스의 청산 회원들을 공시했다면, 이는 더욱 도움이 될 것으로 보입니다.

KRX의 PFMI 자체 평가에 기술된 정성적 측정기준들에 덧붙여, 본 협회는 최근에 CPSS-IOSCO의 협의에 의해 제안된 *Public quantitative disclosure standards for CCP*에 맞추어, CCP가 정량적 측정기준들을 공시해야 할 것으로 보고 있습니다.⁹

⁹ ISDA's response available at:

[http://www2.isda.org/attachment/NjE5NQ==/ISDA%20Response%20to%20CPSS114%20Quantitative%20Disclosures%20for%20CCPs%20\(18Dec13\)-.pdf](http://www2.isda.org/attachment/NjE5NQ==/ISDA%20Response%20to%20CPSS114%20Quantitative%20Disclosures%20for%20CCPs%20(18Dec13)-.pdf)

+++++

바쁘신 와중에 시간을 내어 주셔서 대단히 감사드립니다. 본 협회의 위와 같은 의견과 관련하여 KRX 에서 의견을 주시면 더욱 감사드리겠으며, 앞으로도 이러한 문제에 대하여 함께 논의하는 자리를 가질 수 있기를 기대하는 바입니다.

감사합니다.

국제스왑과생협회
Regional Director, Asia Pacific
Keith Noyes 배상



Assistant Director, Risk&Capital
Ryan Ingram 배상



Assistant Director, Policy
Claire Kim 배상



cc. 금융위원회 자본시장국 이현철 국장님 귀하
금융위원회 자본시장국 자본시장과 송희경 사무관님 귀하