

Vil katastrofeobligasjoner føre til verdipapirisering i forsikring?

av direktør **Olav Vannebo**, Norges Forsikringsforbund



Olav Vannebo

Det er dukket opp en ny type verdipapirer, de såkalte katastrofeobligasjoner, som knytter forsikringsdekningen nærmere til kapitalmarkedet. Vil denne nye verdipapirtypen kunne få et omfang av betydning, og vil den kunne endre strukturen i finans- og forsikringsmarkedene, er noen av spørsmålene som tas opp i artikkelen.

Innledning

Den som blar litt i internasjonale tidsskrifter har kanskje sett notiser om en ny type verdipapirer som knytter forsikringsdekning an mot det alminnelige kapitalmarkedet. Nyskapingen er interessant av flere grunner. Vi øyner et nytt innhold i integrasjonsprosessen mellom forsikring og finans, og det er naturlig å reise spørsmålet om den nye verdipapirtypen vil kunne få et omfang av betydning og faktisk endre strukturen i finans- og forsikringsmarkedene. Nedenfor gis en kort redegjørelse om hva katastrofeobligasjoner er, og noen betraktninger om mulig betydning. Redegjørelsen er basert på inntrykk fra flere hold, men mest på et arbeid av en gruppe forskere ved universitetet i Geneve, som ble presentert av professor Henri Loubergé på et seminar i Wien nylig i regi av the Geneva Association.

Hva er katastrofeobligasjoner?

Forløperne for katastrofeobligasjonene var derivater (terminkontrakter og opsjoner) knyttet til forsikringsutbetalinger i tilknytning til ulike former for naturkatastrofer (jordskjelv, storm, oversvømmelse, vulkanutbrudd). Kriteriene for handelen var gjerne aggregerte tall for forsikringsutbetalinger i form av en eller flere såkalte katastrofeindekser.

En terminkontrakt vil innebære at det betales et beløp i dag for levering av en motytelse på et nærmere angitt fremtidig tidspunkt, hvor størrelsen på motytelsen er direkte knyttet opp mot hva en nærmere definert indeks viser på dette tidspunktet. En kjøpsopsjon (som er mest interessant i forsikringssammenheng) er en avtale hvor kjøperen av opsjonen ved å betale et beløp i dag får en rett (men ikke plikt) til på et fremtidig tidspunkt å kjøpe en termin-

kontrakt (av utstederen) hvor betingelsene er fastsatt i dag. Det innebærer en rett for kjøperen til en ytelse som er knyttet opp mot hva indeksen viser på et fremtidig tidspunkt, men som bare vil bli benyttet dersom indeksen overstiger en på forhånd satt grenseverdi, utløsningsverdien.

En katastrofeobligasjon, også kalt en "Act of God"-obligasjon, har store likhetstrekk med en vanlig obligasjon (et omsettelig mengdegjeldsbrev). Den atskiller seg imidlertid fra en slik ved at størrelsen på avkastningen er betinget av omfanget av naturkatastrofer som inntreffer innenfor et geografisk område og innenfor et nærmere bestemt tidsrom.

Tilbakebetaling av deler av hovedstolen kan eventuelt også gjøres betinget av omfanget av naturkatastrofer, og i den senere tiden er det lansert papirer med en slik egenskap. Det vanlige så langt har imidlertid vært at bare kupongene påvirkes, slik at dersom det ikke skjer noen katastrofer som gir store forsikringsutbetalinger, blir renten høy. Tilsvarende blir renten lav, eventuelt lik null, dersom katastrofer inntreffer.

Utstederen av katastrofeobligasjonene holder rede på alle inn- og utbetalinger. Utsteder kan være en investeringsbank (eks. Goldman Sachs), et forsikringsselskap (eks. AIG), en offentlig institusjon (eks. California Earthquake Authority) eller et eget selskap opprettet for formålet (special purpose vehicle). Obligasjonene selges til investorer. De lånemidlene som kjøperne gjennom dette stiller til rådighet, er imidlertid bare et biprodukt, som plasseres i "gullkantede" papirer i det ordinære obligasjonsmarkedet. Forsikringsselskapet som ønsker reassurans for en katastrofedekning som det har påtatt seg, betaler en premie til utstederen av låneprogrammet. Denne premien brukes til å gi ekstra avkastning til obligasjonskjøperne dersom det ikke skjer noen katastrofer. Premiemidlene kommer da i tillegg til avkastningen fra plasseringen i det ordinære obligasjonsmarkedet. Dersom en

katastrofe inntreffer, brukes imidlertid premiemidlene sammen med et fradrag i avkastningen fra de gullkantede plasseringene, som erstatningsutbetaling til forsikringsselskapet.

Hva er vitsen og hva er konsekvensene?

Instrumentet har sin berettigelse ved at det innebærer et alternativ til vanlig reassurans, noe som kan være særlig aktuelt ved skrantende kapasitet i det internasjonale reassuransemarkedet. For investorene kan instrumentet være interessant pga. høy forventet avkastning samtidig som forsikringsrisikoen knyttet til det, er ukorrelet med den risiko som er knyttet til investorens portefølje forøvrig. Det skulle dermed gi en god diversifiseringseffekt for investorene.

Får vi en verdipapirisering i forsikring? Er det noen grunn til å forvente at derivater og obligasjoner med tilknyttet forsikringsrisiko kan få et omfang av noe nær samme dimensjon som verdipapirisering i bank? Det man har sett særlig i USA og i noen grad i Canada og Storbritannia er at banker selger deler av sin utlånsportefølje til et eget selskap, som igjen finansierer dette kjøpet ved å utstede obligasjoner. Eller er det grunn til eventuelt å vente at andre måter hvor forsikring knyttes opp mot kapitalmarkedet, kan medføre omfattende strukturendringer a la de vi har sett når det gjelder næringslivsfinansiering de seneste ti-årene, hvor bedriftene selv har lagt ut obligasjonslån som alternativ til å låne i bank. Så langt trekker nok argumentene i retning av et nei på det spørsmålet.

For å ta de rene derivatene først. De ble introdusert på børsen i Chicago høsten 1992. Terminkontraktene var etter alt å dømme bare på fransk visitt og kan trolig forbigås som en parentes. Kjøpsopsjonene, og spesielt i en kombinert form (såkalte call spreads), hadde bedre forutsetninger til å ta av. Ved å kjøpe en kjøpsopsjon og samtidig utstede en annen

kjøpsopsjon med en høyere utløsningsverdi, kan man få en risikoavdekning som tilsvarer den lagvise dekningen som er vanlig i såkalt excess-of-loss reassurans. Men heller ikke slike varianter synes å slå skikkelig til. Gruppen knyttet til universitetet i Geneve antar at noe av forklaringen ligger i manglende likviditet, og at dette igjen har sammenheng med manglende tilgang på uavhengig informasjon. Utover naturskadeindeksene og rapporter om faktiske skader, finnes det ikke mye informasjon å forholde seg til for å vurdere om en "katastrofeopsjon" kan være god butikk for en investor i annenhåndsmarkedet. I de vanlige verdipapirmarkedene er det på den annen side en flom av informasjon som gir rom for "differences of opinion" og dermed også for spekulanter og arbitrasjejegere. Det er lett å reise pekefingeren overfor denne gruppen aktører, men de spiller faktisk en viktig rolle ved å bidra til likviditet i markedene.

Hva med katastrofeobligasjonene? Høy forventet avkastning kombinert med bedret risikospredning i investorenes porteføljer skulle tilsi at slike papirer blir ettertraktet. Det er også en ikke ubetydelig interesse for dem, men problemstillingen er ikke like enkel som den kan høres ut for. En katastrofeobligasjon kan nemlig dekomponeres i flere elementer; en del som består av en vanlig obligasjon, og en opsjonsdel (som igjen kan bestå av en eller flere enkeltopsjoner). Katastrofeobligasjonen må dermed betraktes som sammensatt av flere ulike verdipapirer, dvs. som en portefølje i seg selv.

Etter som tiden går endres verdien av de innebygde opsjonene, og dermed endres også sammensetningen av porteføljen. Dette har sammenheng med at grunnlaget for å vurdere om indeksen vil komme til å overstige utløsningsverdien, blir bedre etterhvert som tiden begynner å løpe inn i risikoperioden. Det har også sammenheng med at renteendringer påvirker verdien på de innebygde opsjonene. Når det gjelder den siste effekten, innebærer

den at katastrofeobligasjonene generelt vil ha en lengre durasjon¹ enn det underliggende ordinære obligasjonselementet.

Katastrofeobligasjonene har en dobbelt rentefølsomhet, både gjennom obligasjonselementet og gjennom opsjonselementet. På grunn av rentefølsomheten må det forventes en viss positiv korrelasjon mellom katastrofeobligasjonene og verdipapirmarkedet forøvrig. Dermed svekkes diversifiseringsargumentet noe. Bedringen av risikospredningen i porteføljen ved å legge til katastrofeobligasjoner blir med andre ord ikke så opplagt som man rent umiddelbart ville anta.

Rentefølsomheten kan imidlertid reduseres ved å bruke kortere løpetider. Det synes også som om markedet har en preferanse for korte katastrofeobligasjoner, og at løpetiden gjennomgående er kortere for nyere emisjoner enn for eldre. Bildet er imidlertid ikke helt klart fordi lengre løpetider og mulighet for enkel fornyelse kan være egenskaper som forøvrig vurderes positivt.

Katastrofeobligasjoner blir på en måte et ekstra ledd i kjeden. Hvis man tenker seg at forskjellen mellom intet fradrag i utbetalingene på en katastrofeobligasjon, og fullt fradrag på grunn av erstatning i tilknytning til naturskader f.eks. er ti prosentpoeng, må det strøme obligasjoner for ti kroner gjennom dette systemet for hver krone forsikringsdekning som oppnås. Så lenge ihvertfall endel av hovedstolen skal være uberørt av forsikringsrisikoen, vil det komme inn "overflødige" lånemidler i programmet, som bare må plasseres på en sikrest mulig måte.

Det er endel tekniske problemstillinger omkring organiseringen av tallgrunnlaget som

¹ Durasjon er et mål for et verdipapirs rentefølsomhet. En nullkupongobligasjon hvor all rente betales ut ved forfall sammen med hovedstolen vil f.eks. ha en durasjon som er lik gjenstående tid frem til forfall. Obligasjoner med kuponger vil ha en kortere durasjon og dermed være mindre rentefølsomme, fordi kupongrentene etter hvert som de betales ut kan reinvesteres og gi en avkastning lik den til enhver tid gjeldende rente.

derivatene er knyttet til. Om utløsningskriteriene baseres på forsikringsutbetalinger må det gjerne skilles mellom en risikoperiode og en utviklingsperiode. Et slikt skille har sammenheng med at det nødvendigvis må ta noe tid å finne ut hvor store erstatninger som utløses. På den annen side må det ansvaret som er lagt til obligasjonen være helt presist avgrenset i tid. Når denne tiden er utløpt, kan det heller ikke være noe restansvar igjen. Katastrofeobligasjonene har en styrke i liten kredittrisiko. Midlene til dekning av forsikringsrisikoen som er knyttet til obligasjonen, er svært sikre. Bruk av indekser gir trolig en viss trygghet for investor i forhold til en mer direkte bruk av utbetalingene for det selskapet som ønsker dekning. På den annen side vil bruk av indekser ikke kunne gi en avdekning som helt treffer selskapets behov. Det kan derfor være problematisk å få en perfekt match i dette markedet.

Det kan forøvrig også være enkelte reguleringsmessige problemer knyttet til katastrofeobligasjoner og forsikringsderivater, ved at det ikke er tatt høyde for slike instrumenter i regelverket, og at tilsynsmyndighetene derfor ikke godkjenner denne formen for risikoavdekning.

Et viktig spørsmål er selvsagt også om hvilket behov som foreligger for instrumenter av en slik type. Da de første derivatene dukket opp, var det en ikke ubetydelig bekymring for at det ordinære reassuransemarkedet ville få problemer med å absorbere etterspørselen etter avdekning i tilknytning til naturkatastrofer. Kapasiteten i det internasjonale reassuransemarkedet er litt "trekkspill", og etter perioder med lave priser og dårlig lønnsomhet er det vanlig at noe kapasitet faller ut. Det var omlag slik det så ut tidlig på 90-tallet. Opp mot denne noe skrantende reassuransekapasiteten, hadde man sett stadig

økende skadeerstatninger som følge av naturkatastrofer, og dessuten noen store sprang. (Orkanen "Andrew" i 1992 medførte forsi-

kringserstatninger på 16 mrd dollar, mer enn tre ganger så meget som etter "Hugo" i 1989. Selv om "Andrew" er den tropiske stormen som til nå har medført de største forsikringsutbetalingene, er anslaget for maksimal forsikringsskade knyttet til en enkelt naturskade i dag omlag tredoblet i forhold til utbetalingene etter "Andrew".)

For å oppveie det misforhold som syntes å være tilstede mellom tilbud og etterspørsel, var det kanskje nærliggende å se hen til det alminnelige kapitalmarkedet, som er kjempestort i forhold til den kapasitet som er nødvendig for avdekning av naturskaderisiko. Selv om det er lett å bli fascinert av størrelsen på kapitalmarkedet, bør man være varsom med å la seg forlede. Det avgjørende må være hva som samlet sett er mest rasjonelt. Det er vanskelig å se sterke argumenter for at verdipapirisering i seg selv skulle innebære en mer rasjonell løsning enn tradisjonell forsikring. Det synes for eksempel ikke å være noe poeng å forsøke å slippe unna kapitalkrav ved å legge avdekningen utenfor forsikring, slik tilfellet kan være ved verdipapirisering i banksektoren. Så langt ser det ikke ut til å ha vært noen prisforskjeller av betydning mellom tradisjonell dekning og dekning gjennom katastrofeobligasjoner, uten at det i seg selv nødvendigvis sier noe om konkurransesituasjonen mellom de to dekningsformene.

Det synes for tiden ikke å være noe skort av betydning på reassuransekapasitet, snarere tvert om tross et noe soft marked. I tillegg til økt kapasitet, er det de senere årene etablert fora for mer effektiv utveksling av risiko, som innebærer mulighet for større grad av risiko-bæring på et gitt kapitalgrunnlag. Viktig i denne sammenheng er skjermbaserte systemer som håndterer både forsikring og derivater. (Catastrophy Risk Exchange, forkortet CATEX). Kapasitetsargumentet er dermed ikke så aktuelt som det var for noen år siden.

Fordelen med derivatene ligger nok kanskje først og fremst i å kunne hekte på og av en stor

kapasitet i løpet av kort tid. Kapasitetsreguleringen i tradisjonell reassurans skjer med et etterslep i forhold til lønnsomheten, noe som har hatt en tendens til å produsere svingninger, ofte også tilskyndet ved impulser fra rentendringer. Det skjer f.eks. ved at høy rente har fristet selskapene til å stole på at renteinntektene vil gi tilstrekkelig bidrag til at de kan senke prisene. Den viktigste effekten av katastrofeobligasjonene kan derfor ligge i en mulighet for stabilisering, slik at de sykliske svingningene man til nå har hatt i reassuransemarkedene kan bli betydelig dempet. Det betyr at når katastrofeobligasjonene nå vinner noe terreng, er det nok mer ut fra beredskap enn nødvendighet.

Den videre utvikling?

Så langt har det bare vært tale om bruk av de nye instrumentene i tilknytning til reassurans ved naturkatastrofer. Hva med andre dekningsområder? Hovedargumentet mot utvidelse har vært fare for "moral hazard", og at instrumentet ikke egner seg for skader hvor den forsikrede selv kan påvirke skadeomfanget ved uvørenhet eller svindel. Det er imidlertid vanskelig å se at ikke andre områder hvor eventuell moral hazard ikke er et større problem enn at forsikringsselskapene håndterer det, også kan være aktuelle for avdekning gjennom en link til kapitalmarkedet.

Fremveksten av forsikringsderivater er et utslag av en søken etter nye veier. De mulige alternativene til de tradisjonelle forsikringsløsningene omtales nå ofte under generelle merkelapper som "non-traditional" eller "alternative risk transfer" (ART). Det er grunn til å regne med at nye varianter vil dukke opp på markedet i tiden fremover, trolig i økende grad i pakker med både forsikringsrisiko og

finansiell risiko. Det blir uansett spennende å følge utviklingen fremover, men som det vel fremgår av ovenstående synes det kanskje mest realistisk ikke å forvente noen så omfattende verdipapirisering av forsikringsmarkedet i de nærmeste årene at det er grunnlag for å tale om strukturelle endringer i denne forbindelse.

Med hensyn til relevansen for de nordiske markedene, er det vel liten grunn til å regne med noen stor aktivitet fra nordiske aktører som utstedere eller tilretteleggere på dette markedet med det første. En link til kapitalmarkedet ved avdekning av naturskaderisiko, bør likevel ikke avskrives som en mulighet. På kort sikt kan nordiske aktører kanskje være mer aktuelle på investorsiden. Det kan for eksempel være bryet verd for et livselskap å vurdere kjøp av katastrofeobligasjoner som et ledd i den alminnelige kapitalforvaltningen. Jeg kan ikke se tungtveiende faglige argumenter for at regelverkene skulle forhindre dette.

Litteratur:

- H. Loubergé, E. Kellezi og M. Gilli: "Using catastrophe-linked securities to diversify insurance risk: A financial analysis of catbonds." Universitetet i Geneve. Version March 1998.
- "The London Insurance Market." London Insurance Market Strategy Committee. July 1998.
- "Reinsurance" Volume 29, no 7, October 1998.
- F. Wagner: "Risk Securitization – An alternative of Risk Transfer of Insurance Companies". The Geneva Papers on Risk and Insurance No 89, October 1998.