

تجارت مخاطره آمیز

مترجم: الهام نوری کلانیا^۱

با کمرنگ شدن تفاوت های بین بازارهای سرمایه و اتکایی، چه راهکارهای جدیدی برای انتقال ریسک جایگزین^۲ پیش بینی می شود؟
 پس از پشت سرگذراندن دو دهه آزمایشی فعالیت در بازارهای سرمایه، طوفان های موسمی در سال ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ باعث شد تا صنعت بیمه اتکایی به طور جدی تر به فکر انتقال ریسک به بازارهای سرمایه بیفتد.

با وقوع این طوفان ها بیمه گران اموال و حوادث غیرمترقبه آمریکا خسارتی معادل ۵۶/۸ میلیارد دلار را در سال ۲۰۰۵ گزارش کردند (بر اساس گزارش مشاوران خطر ISO) و برخی از بیمه گران متعاقباً ناچار به کناره گیری شدند. پس از تخریب سواحل آمریکا، کاراییب و آمریکای مرکزی به وسیله طوفان های سهمگین، خسارت های بیمه ای در سراسر دنیا گزارش شدند.

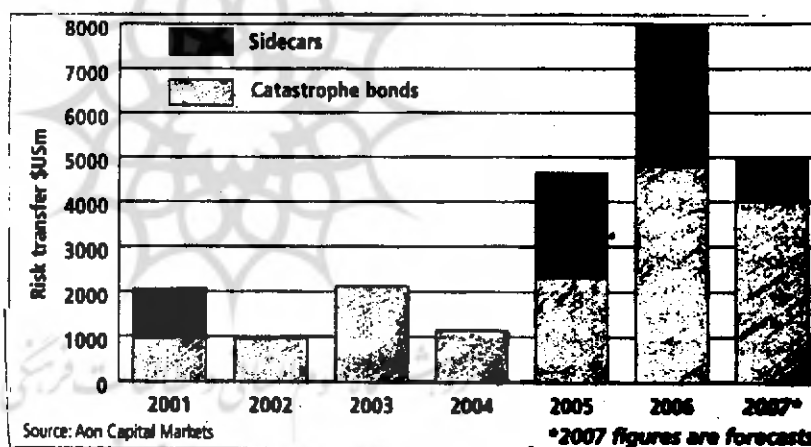
بر طبق نتایج منتشر شده سال گذشته، یکی از پیامدهای این رویداد بی سابقه سوددهی در سال ۲۰۰۶ بوده است. تاثیر دیگر این رویداد روی آوردن بیمه گران اتکایی به بازارهای سرمایه به منظور یافتن راهکارهایی برای انتقال ریسک و همچنین شیوه های جدید برای جبران زیان های به بار آمده بود.

۱. کارشناس مدیریت بیمه و کارشناس اتکایی - بیمه مرکزی ایران.

بر طبق بیانات پل شولتز^۱، مدیر بازارهای سرمایه آتون^۲، طوفان‌های سال ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ بیانگر افزایش نرخ وقوع طوفان در آمریکا بوده و باعث ایجاد رقابت بیشتر بین بازارهای سرمایه و بازار سنتی از طریق ارائه راه‌های متنوع برای سرمایه‌گذاری سرمایه‌بیمه‌اتکایی در حین توزیع ریسک بوده است. در ضمن سرمایه‌گذاران بسیار علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در بازار اتکایی و تقبل مقداری از ریسک ناشی از خطرات فاجعه آمیز بوده‌اند.

صادرکنندگان اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز^۳ و همچنین دلان، بیشترین سود را از این شرایط بد آب و هوایی بردند هرچند که اشکال دیگر انتقال ریسک نیز پیشرفت خوبی داشتند. برای مثال، آتون افزایش صدور تا سقف ۴/۵ میلیارد دلار را در بین سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ گزارش کرده است.

صدور اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز



گوناگون سازی^۴

اگرچه با کم‌رنگ شدن تفاوت‌های بین بازارهای سرمایه و اتکایی (گوناگون سازی)؛ این بازارها به علت بالا بودن حق بیمه‌ها و عدم وقوع خطرات فاجعه آمیز طبیعی در سال ۲۰۰۶ در معرض تهدید قرار

1. Paul Schultz

2. A.O.N

3. Catastrophe bonds

4. Diversification

گرفتند و به دنبال آن اکتی در بازارهای اتکایی به وجود آمد، ولی در حال حاضر میزان اعتماد بیمه‌گران اتکایی به بازارهای سرمایه همچنان رو به افزایش است.

بر طبق گفته فرانتس لتویلری^۱ نقش، مدیر گروه نرخ گذاری بیمه فیچ^۲، از دیدگاه بانکهای سرمایه‌گذاری افزایش نقدینگی باعث افزایش سرمایه گذاری در بازارهای اتکایی می‌شود. سرمایه‌گذاران معتقدند که از طریق "گوناگون سازی" در ساختاری متفاوت فعالیت می‌کنند که هدف آن بیشینه کردن بازده در پرتفوی است.

رشد انتقال ریسک جایگزین

رشد انتقال ریسک جایگزین با ایالت متحده آمریکا به دلیل وقوع طوفان‌هایی که در دو سال پیاپی بیمه‌گران اتکایی را به دنبال یافتن راه‌های جبران زیان‌های وارده واداشت، ارتباط نزدیکی داشت، اما امسال برای اولین بار در ایالت فلوریدای آمریکا علت ایجاد نوسانات در بیمه اتکایی آن شرایط بد آب و هوایی نبود.

ریچارد گادفری^۳، مدیر اجرایی بازارهای سرمایه ویلیس^۴ متذکر شد که مضاعف کردن سرمایه برای طوفان فاجعه بار فلوریدا^۵ باعث ملی شدن صنعت بیمه اتکایی در منطقه، آزاد سازی بیشتر ظرفیت و در نتیجه کاهش تمایل بیمه‌گران اتکایی به اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز به منظور پوشش مازاد خطر شده است. گادفری همچنین اظهار کرد: "اگر صدور اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز همانند گذشته پر رونق بود و یا در سال ۲۰۰۷ به دو برابر میزان سال ۲۰۰۶ می‌رسید، این مسئله باعث شگفتی بسیار بود. هنوز زمان مناسبی برای پیش بینی تأثیر وضعیت فلوریدا بر روی راهکارهای جدید انتقال ریسک در بازارهای اتکایی نیست و فرصت‌های موجود در بیمه اتکایی در منطقه به حالت تعلیق درآمده است."

1 . Franz Lathuillerie

2 . Fitch

3 . Richard Godfrey

4 . Willis

5 . Florida Hurricane Catastrophe Fund

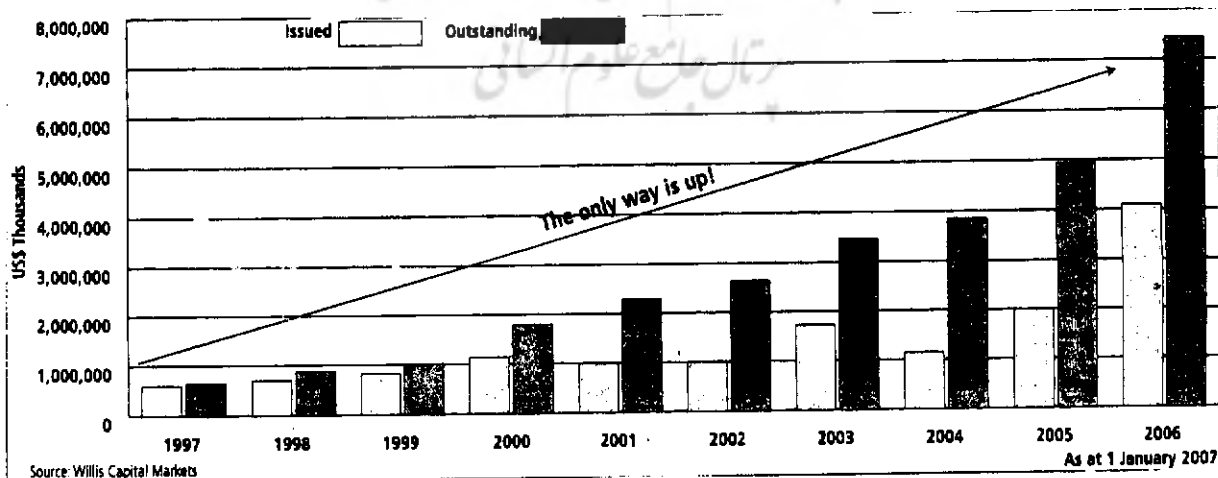
در حالی که اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز بر خلاف پیش بینی برخی از سرمایه گذاران در ۱۰ سال گذشته باعث رکود بازار سنتی اتکایی نشد. اوراق بهادار مرتبط با بیمه به صورت قسمتی از بیمه اتکایی در آمده است.

یکی از دلایلی که اوراق بهادار مرتبط با بیمه (اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و تعهدات زیان صنعت^۱) به صورت بخشی از چارچوب بیمه اتکایی درآمده است اعتراض برخی از افراد به عبارت "راهکار جدید انتقال ریسک جایگزین" یا همان ART است که سالها استفاده شده است و در ابتدا در شرکت های بیمه وابسته کاربرد داشته است.

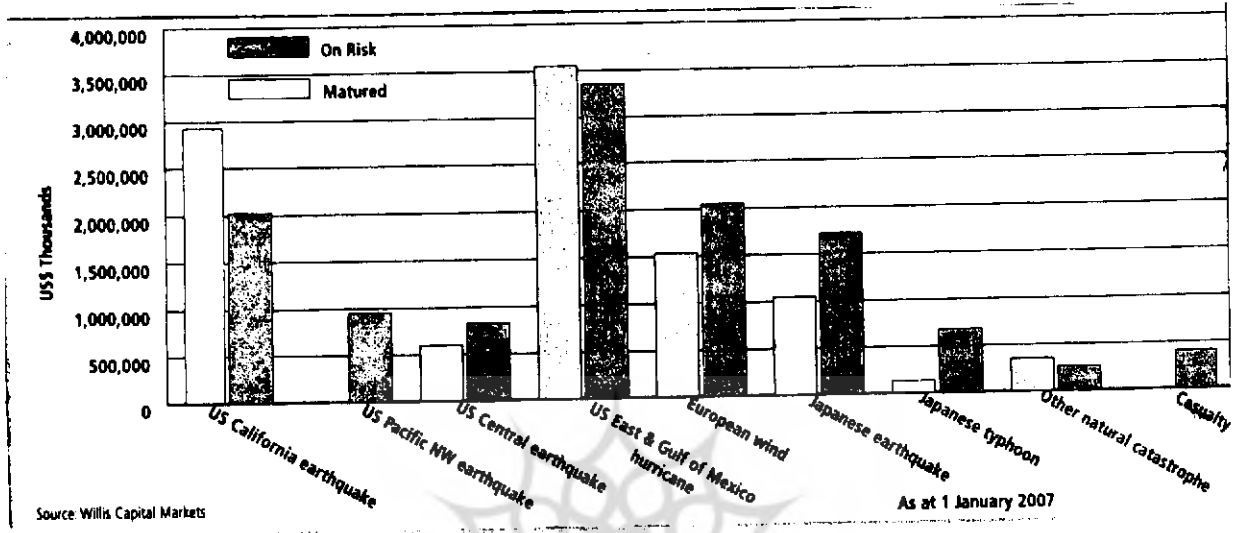
گادفری می افزاید: "انتقال ریسک جایگزین عبارتی مربوط به گذشته است یعنی زمانی که مردم درباره پوشش های پراکندگی خسارت و پوشش معین که راه هایی برای انتقال خطر به بیمه گر اتکایی بود، صحبت می کردند:

مفهوم می که امروز به بازارهای سرمایه، اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و مشابه آنها اطلاق می شود ۱۰ سال پیش به وجود آمده اند. در گذشته انتقال ریسک جایگزین، بازارهای سرمایه را به این علت که راهکار جدیدی برای انتقال ریسک بیمه گر اتکایی بود شامل می شد اما تمایل مردم به جدا کردن بازارهای سرمایه از انتقال ریسک جایگزین بود.

پرتفوی دارایی های اموال و حوادث: میزان صندوق و معوقه ها



ظرفیت صدور پرتفوی دارایی های امرال و حوادث



آژانس های نرخ گذاری بیشتر بر روی ریسک مبنای^۱ موجود بین وصول خسارت از طریق اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و زیان واقعی یک بیمه گر اتکایی در صورت وقوع بلایای فاجعه آمیز تمرکز دارند. اثر تقبل ریسک خطرات فاجعه آمیز در ترازنامه شرکت های بیمه برای بیمه گران و همچنین آژانس های نرخ گذاری به وضوح مشخص است. در نتیجه این شرکت ها راه های متعددی را بررسی کرده اند و به سادگی اختلاف موجود در قیمت های پیش بینی شده را یافته اند.

آژانس های نرخ گذاری (به ویژه ای ام بست^۲) به دنبال ریسک مبنای بین اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و حرفة بیمه گذار هستند. این عاملی است که در اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز مؤثر است. جان لویلین^۳ در گزارش چاپ شده اخیر توسط شرکت مالی برادران لمان^۴ درباره تغییرات شرایط جوی می گوید: "صنعت بیمه باید به منظور افزایش بازده، به بازارهای سرمایه روی آورد."

1 . Basis Risk

2 . AM Best

3 . ohn Llewellyn

4 . Leman Brothers

در الحاقیه مربوط به تجارت تغییرات شرایط جوی^۱ آمده است: "اوراق بهادار مرتبط با بیمه در حال حاضر برای بیمه گران مطلوب تر است زیرا هزینه های نهایی آن از بیمه های اتکایی استاندارد کمتر است و ریسک اعتبارات بازارهای سرمایه به طور کلی از بیمه گران اتکایی کمتر است."^۲

علی رغم این الحاقیه بیمه گران اتکایی معتقدند که وارد شدن به بازارهای سرمایه خالی از خطر نیست؛ همان گونه که اخیراً شرکت پی ایکس ری^۳ به علت عدم پرداخت حق بیمه خطرات فاجعه آمیز برای وسایل نقلیه، ناچار به پرداخت ده ها میلیون دلار غرامت شد.

ریسک مبنا

ریسک مبنا چیست؟

ریسک مبنا عبارتی عام برای بیان تفاوت بین عملکرد و نتیجه یک پوشش خسارت خالص نهایی^۴ و یک پوشش پارامتری هم ارز است. محصولات اتکایی پارامتری مانند تعهدات زیان صنعت^۴ و اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز به صورت عنصر اصلی در استراتژی های خرید بیمه های اتکایی در آمده است. با توجه به ماهیت این محصولات، آنها به صورت متفاوتی از برنامه های اتکایی سنتی خسارات خالص نهایی عمل می کنند.

چرا ریسک مبنا حایز اهمیت است؟

خریداران بیمه های اتکایی هنگامی که تصمیم به خرید این گونه بیمه ها دارند باید از تمام ریسک های موجود به خوبی مطلع شوند. بنابراین هنگامی که یک خریدار تصمیم به افزودن یک ساختار پارامتری در برنامه خود دارد باید به طور کامل از شرایطی که ساختار پارامتری نسبت به یک پوشش خسارت خالص نهایی سنتی متفاوت عمل می کند، آگاهی داشته باشد. علاوه بر آن سنجش میزان ریسک مبنا به مشخص کردن سطح های آغازین پرداخت برای تعهدات زیان صنعت و اوراق قرضه و تشخیص کفایت آنها

1 . The Business of Climate Changes

2 . PXRE

3 . Ultimate-Net-Loss (UNL)

4 . Industry Loss Warranties

برای همخوانی با یک پوشش خسارت خالص نهایی و نهایتاً کاهش ریسک مبنا کمک می‌کند. اغلب خریداران بیمه های اتکایی حاضر به پذیرش میزان اندکی ریسک مبنا هستند.

ریسک مبنای "خوب" و "بد" چیست؟

ریسک مبنای خوب به این معنی است که یک پوشش پارامتری نتیجه ای بهتر از خسارت خالص نهایی هم ارز دارد و به عبارت دیگر تعهدات زیان صنعت و یا اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز برای یک حادثه مشخص نسبت به خسارت خالص نهایی هم ارز وصول خسارت بیشتری دارند. ریسک مبنای بد به این معنی است که یک پوشش پارامتری نتیجه ای بدتر از خسارت خالص نهایی هم ارز دارد و به عبارت دیگر تعهدات زیان صنعت و یا اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز برای یک حادثه مشخص نسبت به خسارت خالص نهایی هم ارز وصول خسارت کمتری دارند.

ریسک مبنا چگونه ارزیابی می‌شود؟

ریسک مبنا اغلب به عنوان یک کمیت غیر قابل اندازه گیری شناخته می‌شود ولی در حقیقت ریسک مبنای خوب و بد به طور شهودی قابل اندازه گیری هستند. برای مثال، کارویل^۱، تحلیل عملیاتی ریسک مبنای کارویل^۲ را که قادر به دریافت خروجی از مدل های خطرات فاجعه آمیز طبیعی و تحلیل آن و تشخیص شرایط بروز تفاوت بین پوشش های پارامتری نسبت به پوشش های خسارت خالص نهایی می‌باشد را به وجود آورده است.

COBRA همچنین قادر به محاسبه احتمال ریسک مبنای بد و خوب است و می‌تواند نموداری بر اساس شدت میزان ریسک مبنای خوب و بد ترسیم کند. COBRA ارزشی را به ریسک مبنای خوب و بد نسبت می‌دهد که مشتریان می‌توانند با توجه به آن میزان واقعی پولی را که برای افزایش یا کاهش ریسک مبنا باید پرداخت کنند، تشخیص دهند.

1 . Carvill

2 . Carvill Operational Basis Risk Analysis (COBRA)

چگونه بررسی پرتفوی به تحلیل ریسک مبنا کمک می‌کند؟

کارویل به عنوان بخشی از تحلیل ریسک مبنا، به بررسی پرتفوی مدل سازی شده می‌پردازد. با توجه به ارتباط بین زیان های مدل سازی شده مشتریان با زیان های مدل سازی شده صنعت بیمه هرگونه تمرکز ریسکی مشخص می‌شود. این تمرکز ریسک می‌تواند به صورت منطقه ای یا خطرات معین و یا هر دو باشد. با تشخیص هر گونه تمرکز ریسک و اعمال آن در ساختار پارامتری می‌توان باعث کاهش میزان ماکزیم ریسک مبنای بد شد.

اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز

پس از وقوع خسارت سنگین و به دلیل نرخ بالای مطالبه شده خسارت اموال و خطرات فاجعه آمیز آمریکا، تعداد زیادی از بیمه گران متضرر شدند. در سال ۲۰۰۶ بازار اتکایی تأثیر جایگزینی سرمایه را در قالب اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و همچنین طرح های مشابه تجربه کرد.

این نوع از جایگزین های بیمه اتکایی برای مدت زمانی بیش از یک دهه وجود داشته‌اند و به‌کارگیری آنها به بازارهای اتکایی قوی وابسته است. در این زمینه سال ۲۰۰۶ محیط کامل و مناسبی را برای رشد و پیشرفت جایگزین های بیمه اتکایی فراهم کرد.

صدور اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز هم اکنون با ارزشی معادل شش میلیارد دلار انجام می‌شود و ارزش معوقه آنها در پنج سال گذشته سه برابر شده است. اوراق قرضه ای چون SPV^۱ که سابقاً منتشر می‌شد، هم اکنون به‌طور فزاینده ای و مستقیماً توسط شرکتهای بیمه و حتی بیمه‌گذاران اصلی صادر می‌شوند. برای مثال، دولت مکزیک در سال ۲۰۰۶ اوراق قرضه زمین لرزه ای را به ارزش ۱۶۰ میلیون دلار صادر کرد.

اگرچه اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز و طرح های مشابه در سال ۲۰۰۶ به‌طور تقریبی تا هشت میلیارد دلار افزایش یافتند ولی بر اساس مطالعات اخیر استاندارد اند پورز^۲ فقط به‌عنوان سه درصد از سرمایه بازار اتکایی جهانی محسوب می‌شوند. آیا این بدان معناست که علی‌رغم گرایش بیمه اتکایی به سرمایه‌گذاران با درآمد ثابت موافقی وجود دارند که رشد آنها را محدود کنند؟ برای پاسخ به این

1. Special Purpose Vehicles

2. Standard & Poors

پرسش بایستی چگونگی برآورده شدن نیازهای سرمایه گذاران و بیمه گران را توسط اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز بررسی کنیم.

مزایای موجود نسبت به خریداران بیمه اتکایی سنتی چیست؟

چنانچه بلایای فاجعه آمیز رخ ندهد، آنها سرمایه اصلی شان را پس می گیرند. در هنگام وقوع بلایای فاجعه آمیز طبیعی، بیمه گر تمام یا بخشی از سرمایه را نگه می دارد مشروط بر اینکه شرایط از پیش تعیین شده اوراق قرضه مهیا شده باشند.

مزیت اصلی اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز برای واگذارندگان این است که آنها در واقع تضمین وثیقه در مقابل بدهی هستند. در واقع این بدان معناست که واگذارندگان می توانند ریسک اعتباری همتایشان^۱ را محدود کنند. آنها همچنین می توانند تاثیر راهبردهای مدیریت ریسک و سرمایه شان را از طریق تاثیرگذاری مثبت بر ارزیابی سطح کارآیی بهبود بخشند، مانند سود سرمایه که توسط آژانس های نرخ گذاری انجام می شود.

با وجود این معایبی نیز وجود دارد. اولاً هزینه های صدور اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز بالاست که شامل هزینه های سرمایه، کارمزدهای قانونی، حق الزحمه آژانس های نرخ گذاری، حق مشاوره ها و غیره می شود. بنابراین برای اینکه چنین معاملاتی مقرون به صرفه باشند، ارزش آنها بایستی به طور تقریبی صد میلیون دلار یا بیشتر باشد.

دوماً ریسک مبنای مرتبط با اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز بالاست و منحصر به همان اوراق قرضه می شود. ریسک مبنای به این دلیل به وجود می آید که اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز معمولاً غیرقابل جبران اند. به این دلیل که آغاز پرداخت بر اساس زیان پارامتری مشخص می شود و نه بر اساس زیان پرتفوی واگذارنده، اوراق قرضه حتی اگر واگذارنده زیان قابل توجهی دیده باشد قابل پرداخت نمی باشد و بالعکس. این حالت ممکن است مبلغی بیش از زیان واقعی واگذارنده را نیز پرداخت نماید.

سرمایه گذاران

سهم‌ترین مزیت اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز برای سرمایه گذاران کوپن های پرداخت بالای آنهاست که برگشت بدون ریسک سرمایه را با حق بیمه پرداختی توسط بیمه گزار ترکیب می‌کند. برای مثال، فرض کنید که ۱۰۰ میلیون دلار با بهره ۴ درصد در یک سرمایه گذاری، سرمایه گذاری شده است و واگذارنده ۱۰ میلیون دلار برای پوشش اتکایی ۱۰۰ میلیون دلاری پرداخت می‌کند. این مبلغ با یک کوپن ۱۴ درصدی که دارای احتمال بازگشت سرمایه در تاریخ سررسید می باشد، برابراست.

مزیت دیگر، ارتباط کم بین خطرات فاجعه آمیز و عدم پرداخت بدهی است که سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا نمایه ریسک یا بازده پرتفویشان را بهبود بخشند. این مورد ناشی از سود ویژه سرمایه‌گذاران با درآمد ثابت است که به دنبال متنوع ساختن پرتفویشان هستند.

از زمان معرفی و به‌کارگیری اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز در یک دهه گذشته، این اوراق به میزان قابل توجهی پیشرفت کرده اند. اوراق قبلی یک ساله و در عین حال شامل محصولات پوشش خطر واحد بودند که یا کل سرمایه را پرداخت می‌کردند یا هیچ نمی‌پرداختند و به طور عمده حوادث با احتمال وقوع پایین و شدت بالا را پوشش می‌دادند.

امروزه با محصولات پیچیده تری روبرو می‌شویم، مانند ترکیب بیمه های پوشش دهنده خطرات متعدد و مناطق مختلف و همچنین ارائه پرداخت در مقیاس متغیر. اوراق قرضه همچنین محدوده وسیع‌تری از رشته‌ها را پوشش می‌دهند که شامل ریسک های اتومبیل و مسئولیت می‌باشند. این اوراق در بخش های مختلفی صادر می‌شوند که به طور اختصاصی بر اساس احتمال وقوع ضمایم آنها نرخ‌گذاری می‌شوند و بنابراین قیمت گذاری و نرخ گذاری هر بخش راتحت تأثیر قرار می‌دهند.

این مطلب نشان دهنده اشتیاق سرمایه گذاران به اوراق بهادار مرتبط با بیمه است. فعالیت کاری بیمه گران با این سرمایه گذاران بر سر مزایا و منافیشان در بازار امروز کار دشواری است.

از نظر یک سرمایه گذار اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز از نقدینگی نسبتاً پایینی که دارند متضرر می‌شوند. به طور کلی سرمایه گذاران در غیاب یک بازار ثانویه قادر به خرید و فروش این

اوراق نیستند که یک دلیل واضح آن فقدان قراردادهای استاندارد شده است. با ایجاد بازار ثانویه فعال تر قطعاً می توان بهره بیشتری را از بازارهای سرمایه برد.

به گفته یکی از واگذارندگان، برخی از مزایایی که این اوراق قرضه ارائه می دهند توسط آژانس های نرخ گذاری و ناظران تشخیص داده نمی شوند. با انتقال ریسک به یک SPV و در حالی که این اوراق کاملاً تضمین شده اند، واگذارندگان باید قادر باشند تا نیازهای سرمایه شان را کاهش دهند. مزیت دیگر این است که بیمه گرانی که اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز را استفاده می کنند از حمایت اتکایی گوناگونی برخوردارند. آژانس های نرخ گذاری تمایل به قرار دادن سقفی برای نرخ گذاری های اوراق قرضه خطرات فاجعه آمیز دارند که عرصه رقابت را برای محصولات رقیب تنگ تر می کند ولی در عین حال این سقف ممکن است تغییر بکند (همان طور که در سپتامبر سال ۲۰۰۶، استاندارد اند پورز سطح خود را برای چنین اوراقی تا "AA" افزایش داد).

عوامل متعددی می توانند در گسترش محصولات جایگزین بیمه اتکایی کمک کنند. همان طور که تجربیات نشان می دهد این محصولات می توانند پاسخگوی نیازهای سرمایه گذاران و بیمه گران باشند. پیشرفت بیشتر آنها به مهارت های خلاقانه بسیاری از سازمان ها مانند شرکت اتکایی JIT که با هر دو گروه سرمایه گذاران و بیمه گران کار می کنند بستگی دارد.

واژگان کلیدی :

انتقال ریسک جایگزین (ART)، اوراق عرضه خطرات فاجعه آمیز، تمهیدات زیان صنعت (ILW)، ریسک مینا، خسارت خالص نهایی (UNL)، محصولات پوشش خطر واحد، ریسک اعتباری همتا.

منبع:

Mairi Mac Donald, "Risky business", *Reinsurance*, March 2007.



پروفیسر شگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی