



대체투자수단으로서 대재해채권(Cat Bond)

전성주 연구위원

요약

■ 최근 해외자본시장에서는 대재해채권(Cat Bond)에 대한 투자수요가 늘면서 채권발행액이 크게 증가하고 관련 투자펀드들이 증가하고 있음. 글로벌한 저금리 시대에 유사한 신용등급의 자산이나 회사채에 비해 높은 수익률과 낮은 변동성을 제공하는 대재해채권은 금융시장 위험과 상관관계가 낮기 때문에 금융위기 이후 대체투자수단을 원하는 투자자들의 관심이 증가하고 있음. 이러한 자본시장의 수요변화에 대응하고 글로벌 재보험 가격이 높아지는 상황에 대비하여, 자본시장을 통한 효과적인 위험전가수단인 대재해채권 활성화가 필요한 것으로 판단됨.

■ 최근 해외자본시장에서는 대재해채권에 대한 투자수요가 늘면서 채권발행액이 크게 증가하고 있으며 많은 재보험사들이 보험연계 투자펀드를 설립, 운용하고 있음.

- 2012년 대재해채권의 시장평균 수익률은 9%를 기록하며 다른 고수익 채권들보다 높은 수익률을 기록하였으며 전 세계 대재해채권의 시장가치는 2011년의 28억 파운드(44억 달러)에서 세 배 이상 증가한 100억 파운드(157억 달러)를 기록¹⁾
- 재보험 브로커회사인 Aon Benfield와 Guy Carpenter는 지난 5년간 세계적인 재보험사들의 50% 이상이 보험연계 투자펀드(insurance-linked funds)를 운용하는 것으로 추정
 - 이러한 펀드에 대한 투자자들은 생명보험사와 연기금, 사모펀드 투자자, 국부펀드 투자자들이며, 대부분 제3의 투자 스페셜리스트들을 통해 투자함.
- 재보험사인 CatCo는 2010년과 2011년 런던주식시장에 대재해 투자펀드를 설립하여 두 종류의 주식을 발행하였으며 2012년 6월 헤지펀드 전문회사인 Dexion Capital과 투자은행인 Credit Suisse는 보험연계증권 전문 투자펀드인 DCG Iris를 설립함.²⁾

1) Datamonitor(2013. 1. 21), "Catastrophe bonds to take off in 2013".

2) Financial Times(2012. 6. 11), "Take a risk on 'catastrophe bonds'".

■ 금융위기 이후 자본시장과 상관관계가 낮은 대체투자 자산에 대한 수요가 증가함에 따라 대재해채권이 각광받고 있으며 2002년 이후 역사적 연평균수익률을 살펴보면, 여타 금융투자지수들에 비해 대재해채권 지수가 상대적으로 높은 수익률과 동시에 낮은 변동성을 제공하였음.

- 자연재해로부터 발생하는 보험리스크를 자본시장에 전가하는 대재해채권은 내재된 위험이 금융시장과 전혀 상관없기 때문에 분산투자과 지속적인 수입을 원하는 투자자들에게 매력적인 투자대상임.
- 또한 전체적인 대재해채권들의 성과를 요약한 지수인 Swiss Re Cat Bond Total Return Index는 2002년 이후 연평균 7.98%의 수익률과 2.97%의 변동성을 기록한 반면 미국의 S&P 500 지수는 연평균 1.06%의 수익률과 16.24%의 변동성을 기록함.

〈표 1〉 2002년 이후 역사적 평균수익률 및 변동성 비교

지수 (Index)	연평균 수익률	연평균 변동성
Swiss Re Cat Bond Total Return Index	7.98%	2.97%
Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index	6.38%	5.91%
S&P 500 Index	1.06%	16.24%
Dow Jones Corporate Bond Index	1.19%	6.70%
Private Equity Total Return Index	-2.26%	30.23%

자료: RMS(2012), "Cat Bonds Demystified".

■ 대재해채권의 발행과 운용은 채권을 스폰서하는 보험사나 재보험사가 특수목적회사(SPV)를 설립하여 이를 통해 재보험계약을 맺고, SPV는 다시 채권을 발행하여 투자자에게 판매한 후 채권판매액을 별도의 담보계좌를 통해 머니마켓에 투자하여 이자를 지급하는 형태임.

- 채권은 보통 3년 만기로 분기별 이자를 지급하며 보험사고가 발생하지 않으면 투자자들은 원금(principal)을 회수하게 됨.
- 보험사고로 인한 원금의 손실여부를 유발시키는 요인은 트리거(Trigger)로 불리며 보험보상성(Indemnity), 산업 손실성(Industry Loss), 모수성(Parametric)이 있음.
 - 보험 보상성 트리거는 보험에 관련된 특정 기간, 특정 사업, 특정 지역, 특정 재해 사고에 따라 발생하는 실제 손실액에 따라 유발됨.
 - 산업 손실성 트리거는 주요 대재해 이후에 보험산업에 발생한 총손실액에 대한 추정치를 바탕으로 유발되며 개별 보장성 트리거를 결합한 형태임(pooled indemnity).
 - 모수성 트리거는 대재해의 물리적 특징들, 예를 들어 지진의 강도와 반경 등의 가중치를 바탕으로 구성된 지수에 따라 유발됨.

■ 대재해채권이 글로벌한 저금리시대에 새로운 투자대상으로 각광받는 이유는 대재해채권들에 적절히 분산투자를 하였을 때 안정적이며 높은 수익률을 확보할 수 있고, 또한 다른 자산들의 위험과 상관관계가 거의 없음에도 불구하고 회사채에 비해 높은 채권스프레드를 제공하기 때문

- 대재해채권들은 손실의 심도가 높은 반면 빈도가 낮은 보험사고에 의해 트리거가 유발되도록 고안되므로 실제 원금을 잃게 되는 빈도는 낮음.
 - 손실이 발생하면 원금의 대부분을 잃게 되는 경우가 많아 Zurich American의 SPV Kamp Re에 의해 발행한 채권은 미국의 허리케인 카트리나에 의해 75%의 손실이 발생하였으며 Munich Re의 Muteki채권의 경우 일본의 동북부 대지진으로 100%의 손실이 발생
 - 그러나 역사적으로 볼 때 이러한 손실들은 그동안 발행된 전체 대재해채권 규모의 2%~2.5%에 지나지 않음.
- 따라서 서로 다른 지역, 트리거, 발행형태별로 발행된 대재해채권들에 분산투자하여 투자 손실을 최소화할 수 있음.
- 일반적으로 시장수익률과 상관관계가 떨어지는 자산의 경우 분산(diversification) 효과로 인해 가격 프리미엄을 누릴 수 있는데 비해 대재해채권은 유사한 등급의 회사채에 비해 채권 스프레드가 더 크기 때문에 가격면에서 매력적임.
 - 대재해채권은 아직도 많은 투자자들에게 생소한 금융상품이며 일부 기관투자자에게만 거래가 제한되고 시장규모가 아직 상대적으로 작으며 보험손실 발생 시 채권가치가 소멸되어 버리는 '절벽위험(cliff risk)'이 존재함.³⁾
- 2007년부터 Swiss Re가 제공하기 시작한 대재해채권지수인 Swiss Re Cat Bond Total Return Index는 대재해채권 수익률의 투명성을 높이고 투자성과의 벤치마크를 제공함으로써 대재해채권 시장의 투명성을 제고하고 활발한 거래를 유도하고 있음.

■ 아직까지 대재해채권 발행 사례가 없는 우리나라에서도 글로벌 재보험시장의 재보험가격이 높아지는 추세에 대비하여 대재해채권 활성화를 통해 우리나라 재보험시장의 담보력 확충을 제고해야 함.

- 보험연계증권은 국제회계기준(IFRS)에서는 보험보상(Indemnity)방식에 의한 보험연계증권에 대해서만 재보험회계를 적용하고 있으며, 미국의 일반회계(GAAP)에서는 보험보상 방식 및 산업 손실(Industry Loss) 방식에 대해서만 재보험계약으로 인정하지만 대부분의 국가에서는 금융파생상품으로 분류, 지불여력의 감소효과가 없음.⁴⁾

3) 대재해채권은 1억 달러 이상의 금융자산을 운용하는 은행, 대출기관, 보험회사, 투자회사, 퇴직연금운용사 등의 기관투자자들에게 매매가 제한됨. (Swiss Re(2011), "The fundamentals of insurance-linked securities".)

- 전 세계적으로 대재해보험으로 인한 손실은 인플레이션보다 빠르게 증가하고 있으며 앞으로 대재해로 발생하는 손실이 글로벌 재보험산업이 감당할 수 있는 담보능력을 초과할 전망이다⁵⁾
 - 전 세계 재보험산업의 자본수준은 4,000억 달러이며 만약 1926년 발생한 가장 큰 허리케인이 오늘날 다시 발생한다면 재보험산업 담보수준의 1/4 이상인 1,250억 달러에 달할 것으로 예상됨.
 - 보험위험 관리서비스를 제공하는 RMS는 이러한 규모의 허리케인이 일어날 가능성이 125년마다 한 번 일어날 확률이 있다고 예측
- 보험산업에 대한 건전성 규제가 심화되는 추세에 따라 추가적 자본에 대한 보험산업의 수요가 증가할 것으로 예상되는 동시에 글로벌 재보험시장의 재보험 가격이 높아질 것으로 예상되는 가운데, 우리나라 보험회사들도 자본시장을 통한 효과적인 위험전가수단인 대재해채권의 발행을 적극 고려하고 준비해야 함. [kiri](#)

4) 이상림(2010), “보험연계증권에 대한 고찰”, KRX Market.

5) Risk Management Solutions(RMS)(2012), “Cat Bonds Demystified”.