

簡單的合成型資產證券化

我們為何以及如何投資於合成型（表內）資產證券化

簡介

2015 年 9 月 30 日，歐盟委員會（「歐委會」）提出了其《資本市場聯盟的行動計畫》。歐委會在其中納入刺激高品質證券化的規則。該刺激方案的實現方式是，對符合標準的證券化產品給予優惠的資本待遇。該標準着重於使證券化變得簡單、透明和標準化（「STS」標準）。經過徹底研究並與行業協商，已針對真實出售資產證券化及資產支持商業票據（ABCP）證券化草擬 STS 標準相關的條例。同時，歐委會已要求歐洲銀行業管理局（「EBA」）對合成型資產證券化進行類似的研究。

我們強烈支持針對合成型資產證券化草擬 STS 標準的提案，因為我們相信此等合成型資產證券化可以促進永續性的金融體系，為實體經濟增值，在概念上簡單且適合標準化。在本意見書中，我們將透過強調投資合成型資產證券化的理由、核心投資理念以及適應所涉及特定風險的方式來解釋這種信念。

PGGM 和 PFZW

PGGM 是荷蘭領先的養老基金服務提供商，目前為許多荷蘭養老基金管理 1,810 億歐元（2015 年 9 月 30 日）的養老金資產，其中包括管理護理保健退休基金部門（「PFZW」）1,610 億歐元資產（2015 年 9 月 30 日）。PGGM 和 PFZW 都是非營利組織，並且深信財務收益與社會責任相輔相成。因此，我們制訂社會議程與一套負責任投資理念，投資於符合環境、社會和治理標準的公司、專案及資產。透過這些措施，我們試圖承擔身為金融機構的責任，並為建立更具永續性的金融體系作出積極的貢獻。

PFZW 已給予 PGGM 獨家授權，將其資產的 2.5% 投資於表內資產證券化，重點是合成型資產證券化。我們通常投資於第一損失證券，並將其稱為「風險分擔交易」。我們於 2006 年成立後開始投資，每年都進行新交易。迄今為止，此類風險分擔交易的投資額累計超過 50 億歐元，涉及超過 800 億歐元的貸款組合。我們因此已成為全球在此證券化市場領域其中經驗最豐富且規模最大的活躍投資者之一。我們目前的投資組合標的約 370 億歐元的貸款組合，其貸款涉及全球各地。透過參與風險分擔交易，PGGM 與 PFZW 協助銀行業以合理方式管理其信用風險敞口，在減少系統性風險的同時建立更具永續性的金融體系，這是 PFZW 與 PGGM 負責任投資理念的支柱之一。

什麼是合成型資產證券化？

在合成型資產證券化中，銀行向投資者為資產池購買信貸保障。這意味著，當資產池中的貸款違約時，投資者需要向銀行支付該貸款所遭受的損失，而最高金額則為投資額。因此，該金額為資產池的一部分提供了通常被稱為「第一損失證券」的信用保障。一般情況下此券次的大小至少能覆蓋資產池的預期損失以及部分意外損失。銀行通常保留其餘風險，稱為「主要券次」。

交易達成前，銀行和投資者應就交易條款達成協議，例如投資者面對的風險金額、合約期限和可納入資產池的貸款。在選擇哪些貸款符合條件時，可以基於公開的名單，在這種情況下投資者知道這些貸款的借款人確切名稱。貸款選擇也可以基於盲池，即投資者不知道借款人的身份。若為後者，則貸款是根據貸款類型、行業、地域、信用風險等標準選擇。

「合成」一詞意指與真實出售的交易不同，合成型證券化的貸款不是由銀行出售而是作為標的，這意味著它們仍保留在銀行的資產負債表。銀行因此降低了證券化貸款的信用風險，並且仍然負責管理客戶貸款和與客戶的借貸關

係。合成型資產證券化通常用於對沖不易出售貸款的信用風險¹，範例包括循環信貸、中小企業貸款和貿易融資，因為這些通常需要大量操作，而銀行正是專門為這些操作設立的，因此不易被非銀行機構接管。

合成型資產證券化對比真實出售證券化

合成型資產證券化與真實出售證券化的目的不同。在真實出售證券化中，銀行將貸款出售給特殊目的實體（SPE），因此在交易結束時收到**資金**。銀行通常保留第一損失證券，而投資者通常只承擔風險較小的主要券次。

在合成型資產證券化中，通常將第一損失證券部分轉移給投資者，而銀行保留其餘風險。投資的金額通常大於銀行需要為該資產池持有的資本金額。由於證券化提供了完美的對沖，銀行可以得益於合成型資產證券化交易的**資本減免獲益**。然而，由於不出售貸款，銀行只會於資產池出現損失時獲得付款。因此，合成型資產證券化主要目的並非融資而是信用風險對沖和資本管理。

真實出售對比合成型資產證券化

	真實出售資產證券化	合成型資產證券化
資產出售	是	否
銀行的目的	融資	信用風險對沖/資本管理
SPE的要求？	是	可以，但不是必要
資產所有權	SPE	貸款發起銀行
典型資產類型	消費貸款、信用卡應收款項、按揭	企業信貸、中小企業貸款、貿易融資
投資者收益	根據標的貸款的現金流量	基於預先約定的信用風險溢價
標的貸款的利率風險	分別對沖	不適用
標的貸款的貨幣風險	分別對沖	不適用

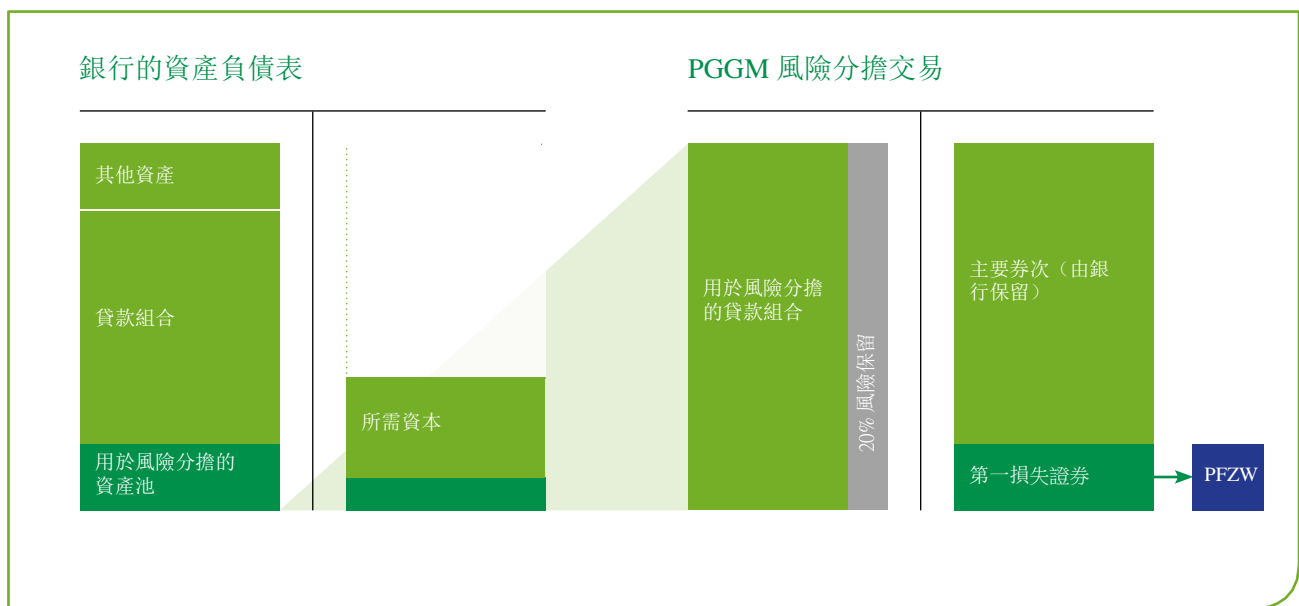
¹ 由於證券化貸款仍保留在銀行的資產負債表上，這被稱為「資產負債表證券化」。合成型資產證券化技術還可以用於為買方實際上不擁有的資產購買信貸保障；這些被稱為套利證券化。因此，由銀行保留證券化貸款所有權的合成型資產證券化不適用於套利證券化。我們不投資套利證券化，而只投資表內資產證券化。因此，本文中的所有解釋僅適用於表內資產證券化。

複雜性

有關合成型資產證券化的主要顧慮是它們很複雜。這並非全無道理：對於合成型資產證券化的信用風險轉移，其法律機制在結構上可能會令人生畏，一眼難以完全掌握。因此，我們會仔細考慮適當的交易結構（請參閱下面的詳細資訊）。

儘管如此，我們認為合成型資產負債表證券化或「風險分擔交易」**在概念上非常簡單**：投資者對指定銀行貸款組合承擔信用風險，風險額度不超過預先協定的金額。對於這種信用風險，投資者以收取定期息票的形式獲得相應收益。本質上，這就是這種交易的全部。

下圖顯示了我們風險分擔交易的典型大要。我們與銀行合作，同意從銀行資產負債表上特定貸款紀錄中選擇符合風險分擔的資產池（圖的左側）。在此貸款組合中，我們通常投資於第一損失證券，而銀行則保留主要券次。另外，我們會確保利益一致，對此我們要求銀行繼續持有至少 20% 與我們相同的信用風險敞口。這樣，當發生信用損失時，雙方都「感受痛楚」。我們認為，這提供了相對簡單且易於理解的風險收益概況。



2 這一問題在關於重大風險轉移的指南中已有闡述，因此不再在此單獨討論。

顧慮

然而，有些顧慮仍是合理的。從銀行的角度來看，主要顧慮是信用風險有否透過結構充分轉移²。若從投資者的角度來看，特別擔憂的是：

- **信用風險：**投資者面對怎樣的信用風險？
- **道德風險：**對沖後，銀行會否繼續為貸款服務？
- **逆向選擇：**資產池將只包括不良貸款嗎？
- **操作風險：**證券化結構會正常運作嗎？
- **交易對手風險：**投資者會否面對銀行違約的風險？
- **結構風險：**該結構還會帶來哪些其他風險？

我們了解這些顧慮，而作為投資者，我們也有同樣的顧慮。在以下部分，我們將首先概述我們的核心信念，然後討論我們如何解決當中涉及的不同要素，還有我們跟客戶如何適應這些風險。

我們的核心信念

如前所述，我們在內部把對合成型表內資產證券化的投資稱爲「風險分擔交易」。使用該術語強調我們的主要信念，即交易應真正地分擔信用風險：我們作為交易方的投資者所遭受的任何損失應盡可能類似於發起銀行在證券化資產池中所遭受的損失。

在此基礎上我們遵循一些核心信念：

- 與銀行建立長期合作夥伴關係；
- 我們只分擔與其核心業務有關的信用風險；
- 在這些業務中，銀行擁有公認市場地位；
- 用於風險分擔的資產池能總體代表銀行礎貸款帳簿；
- 具有真正的利益一致性，確保分擔損失；及
- 雙方均無重大交易對手風險。

解決疑慮

作為經驗豐富的合成資產證券化領域投資者，我們已經考慮如何解決上述問題，以使能夠放心為客戶建立風險收益有吸引力且簡單的穩健交易。

首先，我們追求的是**長期夥伴關係**，在這種情況下，我們透過與銀行經歷相同的方式，在其核心信貸資產組合中分擔銀行的損失。因此，我們始終致力於將風險分擔組合中的最終損失與銀行在損益表中報告的最終損失水平保持一致，這與股東面對此類損失的方式一致。此外，作為長期合作夥伴，我們非常熟悉風險分擔銀行。因此，當交易到期時，我們總是可以協商新交易，並確保銀行可以在相關貸款帳簿上享受持續的信貸保障。在我們將近 10 年的經驗中，我們已經建立了幾種此類合作關係，我們在這些關係中更新將到期的交易，並且將繼續努力建立更多合作關係。

作為單個交易的起點，我們只**純粹分擔貸款組合的信用風險**。我們將信用風險的定價設為應定期支付的簡單費用。我們強切傾向於**簡單定價**，避免過度價差或其他複雜機制。因此，我們要求的價格與標的貸款的利率完全分開³，而純

粹是與貸款組合所表現的信用風險有關的風險溢價。因此，從本質上講，投資者的最終收益是，資產池的風險溢價減去預期損失。透過該結構可以規避貨幣風險、利率風險和交易對手風險等其他風險。以下為我們如何應對這些風險的說明。

要了解交易的**信用風險**，我們會對貸款組合和銀行進行深入的盡職調查，並在建立交易時認真考慮。首先，了解信用風險的潛在類型是關鍵。如果我們不了解潛在風險，就不會進行投資。

其次，我們專注的信用風險是來自銀行的成功**核心業務**，對此該銀行必須擁有**公認市場地位**。對我們而言，相關活動必須牢固地嵌入銀行的 DNA，並得到高級管理層的廣泛關注，同時銀行具有確保對其進行適當（風險）管理的手段。

此外，我們非常重視與我們打算分擔信用風險的（貸款）業務有關的銀行**流程**。我們投入大量時間全面了解銀行內部的所有相關流程，所涉及的關鍵人員以及銀行在這些流程中的歷史紀錄。特別關注的領域是貸款發起、監控、結算、風險管理、適合整體策略等。實際上，我們透過與各銀行進行風險分擔交易來「了解」這些流程

是否知道風險分擔資產池中基礎實體的具體名稱對我們而言並不重要。我們需要知道的是每個貸款項目的風險特徵，如銀行內部信用評級、行業、國家、貸款期限等。從這個角度來看，我們更喜歡從一個能**公平反映**銀行總體貸款簿的資產池開始，然後我們對其進行調整以降低某些集中風險⁴。由此產生的風險分擔資產池是多元化的，並且大多數是流動性較差的資產。

我們堅持各方之間有強大的**利益一致性**，這意味著銀行在帳簿中至少持有至少 20% 未對沖的相同信用風險。這種高度利益一致性使得銀行不易透過前期保險費與利息覆蓋潛在的損失。堅持要求承銷商「風險共擔」，由此可以大大減少「發起-分銷」模型的不良影響。此外，確資產池反映銀行的核心業務，這保證銀行將繼續為所標的的整本帳簿提供服務。同時，利益一致的要求也保護

³ 我們想將交易價格與基礎貸款利率分開。銀行可以根據銀行提供給客戶的整套服務為貸款定價。因此，可能存在透過銀行的其他業務補償的折扣。

⁴ 單個債務人貸款限額、行業限額、評級限額和地區限額是標的貸款組合必須遵守的標準範例。

了銀行對資產池的持續投入。這些共同緩解了**道德風險**。

為了確保盡可能降低**逆向選擇**，我們要求進入資產池的每筆貸款的內部信用評級均為最新評級。此外，我們堅持預先協定的選擇標準，以將新的貸款納入到風險分擔投資組合中，此通常由自動化軟件或算法執行，從而避免個人挑選。

為解決**操作風險**，此自動化程式的算法將由我們專門的營運盡職調查團隊作進一步的盡職調查。此外，如果資產池中的任何信用事件導致銀行提出損失索償，則將由獨立的核查代理人進行核實，以確保在進行任何損失清算之前已證實索償的有效性。

我們進行交易的方式將盡可能避免對於任何一方產生**交易對手風險**。首先，我們總是在交易開始時將全部投資名義金額轉入一個單獨的帳戶來為交易提供全部資金。因此，在發生信用事件時，無論投資者是否有償債能力，都可以確保銀行有足夠現金來處理索償。為了進一步確保我們（作為投資者）不會對銀行產生交易對手風險，這種預籌資金通常由第三方託管人持有，並投資於評級高且幾乎無風險的短期抵押證券：通常為以適當貨幣發行的3個月到期的AAA或AA+級商業票據。範例有德國或美國的國庫券或者德國復興信貸銀行（KfW）或歐洲投資銀行（EIB）發行的商業票據。如果銀行拖欠信貸保障付款，則信貸保障終止，並且經扣除信用事件的索償損失後，投資者將從擔保品的收益中獲得剩餘的投資額。由於抵押證券每3個月到期一次，因此並無與此結構相關的流動性風險。

最後，在**結構性風險**方面，我們發現合成型資產證券化實際上比**真實出售證券化**更容易評估。由於貸款本身不轉移，僅在交易中作為標的，對沖只涉及信用風險，投資者不面臨基礎貸款的利率風險或貨幣風險。若無信用事件出現，基礎貸款的現金流量的實際大小和時間對合成型資產證券化的投資者而言均無影響。而且，這樣也避免了與貸款所有權轉移相關的操作和法律風險。透過這種方法，我們得以適應合成型表內資產證券化的結構複雜性。我們內部開

發的標準已經證明可以在各種經濟情況下為客戶提供強勁而具吸引力的投資。

為何要制訂合成型資產證券化的STS標準

資產表內證券化是一種銀行用來對衝現有風險的風險管理工具。合成型資產證券化使銀行能夠對沖很難甚至無法出售的風險敞口，因此無法透過真實出售資產證券化來對沖，例如循環信貸、中小企業貸款和貿易融資。與真實出售證券化相比，合成型資產證券化通常會對沖完全不同的貸款業務相關的信用風險。因此，它們是對當前提議的一套STS標準的補充。

此外，透過STS標準為真實出售證券化提供的優惠待遇可能會破壞真實出售證券化與合成型資產證券化之間的競爭環境。這可能會將重點轉移到真實出售證券化上，這樣不僅損害合成型資產證券化市場，亦會損害不適合透過真實出售進行證券化的核心貸款部分，當中包括上述中小企業貸款和貿易融資的類型。並且，透過這些交易，由於非銀行投資者分擔了很大部分信用風險，因此從銀行業中消除了很大一部分信用風險。這樣可以降低系統性風險，同時為建立永續性的金融體系作出貢獻。為了確保合成型資產證券化確實符合這些目標，最為重要的是要適當地結構化。STS標準有助實現此目標。

最後，STS標準可以進一步幫助合成型資產證券化創造一個更易於獲得、更為標準化和透明的市場。儘管許多合成型資產證券化的基本原理相似，但實施過程中仍然存在差異。部分原因是投資者和銀行的偏好不同，以及銀行各自監管機構的要求也不同。我們認為，更統一的方法將使投資者、銀行和監管機構受益。

結束語

我們的經驗是，現時進行的風險分擔交易為銀行和我們的客戶帶來雙贏局面。銀行可對資產池中的貸款進行完美對沖，通常亦可進行資本減免。這增強了資產負債表，有利銀行將資本循環用於新貸款，並以最佳方式利用其組織網絡和資源。作為投資者，PFZW 透過接觸公開市場上不存在的信用風險而獲得多元化投資，並擁有具有吸引力的風險收益特質。在過去 10 年間，即使經歷金融危機，回報率亦一直較高。最後，社會可受益於核心銀行業務關係的貸款增加以及銀行業系統性風險的降低，從而令經濟更強

勁、金融體系更具永續性。

在本文中，我們發表了對合成型表內資產證券化的看法，以及如何適當地建立該等「風險分擔交易」以減輕主要顧慮。我們希望此文能讓大家深入瞭解如何適應合成型資產證券化，以及標準化如何消除公眾對這些交易的顧慮。我們認為，透過相對有限的準則，可以將合成型資產負債表證券化予以標準化，令其成為簡單透明的投資。

揭開合成型資產證券化的神秘面紗：術語

合成型資產證券化的複雜性很大程度上源於行業使用的術語。本附件旨在解答一些疑惑。

信貸保障	保障信貸風險，這是合成型資產證券化的基礎。
保障買家	希望獲得所持有貸款的信貸保障的一方，通常為銀行。
保障賣家	提供信貸保護的一方，簡而言之就是投資者。
信用事件	借款人無法償還債務的情況。通常，這分為三類：「拖欠還款」，「破產」和「重組」。
信貸違約掉期	通常用以構成合成型資產證券化的金融合約。在該合約中，保護購買者支付固定的利率（「信貸違約掉期溢價」），以換取保護出售者的「浮動」付款。此類「浮動付款」將是保護購買者在資產池中的貸款發生信貸事件後所要求的損失金額。縮寫為 CDS。
資產池	合成型資產證券化中標的的貸款組合。該貸款組合中的任何損失將由投資者賠償，但不得超過預先約定的最高金額。
券次	證券化過程中要撇攤分的風險。 「第一損失」或「股權」承擔初始損失，而「主要券次」檔將承擔最後損失（如存在）。在這兩者之間，可能會有其他份額，可以稱為「第二損失」、「夾層券次」或其他術語。這些券次共同構成了交易的負債結構。右邊是一個分層結構的範例。

主要券次（損失的最後 70%-80%）
夾層券次（損失的 10%-20%）
第一損失證券（損失的前 10%）

PGGM

企業通訊 Noordweg Noord 150
P.O. box 117, 3700 AC Zeist
T +31 (0)30 277 99 11
www.pggm.nl

