

我们投资信用风险分担交易的方法

我们承担损失，同时也得到回报

简介

Pensoenfonds Zorg en Welzijn (‘PFZW’) 投资于银行向其客户提供的贷款。其侧重点和方法是相对独特的。贷款仍保留在银行的资产负债表上，PFZW 承担选定贷款组合的部分损失，而不是全部损失。通过这些称为信用风险分担 (CRS) 的交易，PFZW 分担了银行承担的作为其核心和成功贷款业务的一部分信用风险。PFZW 已授予 PGGM 将其 2.5% 的资产投资于 CRS 交易的独家授权，并提供了一套详细的指南，以确保良好的风险分散、精心的尽职调查以及稳健的结构化投资。本文更详细地阐述了 CRS 交易中信用风险的性质、PGGM 战略的重点和理念，以及 PGGM 认为对构建稳健交易至关重要的特征。

信用风险的性质

信用风险是贷款无法完全偿还的风险。这是信贷世界中的‘自然’现象。不是所有的信贷损失都能及时避免，即便那些密切监控客户的银行也无法及时避免。CRS 交易通常承担多样化贷款组合损失的前 5% 至 10%，这通常称为‘信用保护’。在大多数情况下，这些为企业贷款，包括大企业和中小企业贷款，这样的资产池中有数百笔贷款，有时是数千笔，分布在不同的行业和国家。由于预计会发生信贷损失，因此对各种经济环境下可能发生的损失额度进行恰当评估至关重要。信贷损失发生时，不仅 PFZW 会受到冲击，银行也总是会同时遭受损失。至少 20% 的利益一致是我们所有交易的组成部分。任何超过 CRS 交易金额

的损失也都将由银行承担。由此，CRS 交易的损失永远不会超过投资额。

用来风险分担的资产池中的贷款不会转移，而是保留在银行的资产负债表上，并继续由银行提供服务。信贷风险通过一份双边合同分担，在这种合同中，银行同意支付息票，以换取 PFZW 承担用于风险分担的资产池中的损失，其最高金额等于投资金额。这张息票需要足以应对信贷损失，并为 PFZW 带来有吸引力的回报。PFZW 收到的息票与贷款利率无关。PGGM 根据在不同经济环境下所承担的风险和预期面临的损失来决定票息。

1. 这些交易也被称为‘资产负债表证券化’或‘资本减免交易’

PGGM 的风险分担交易(CRS)的战略重点

PGGM 信贷风险分担战略的重点很明确。我们只分担健康的信贷风险，这是银行核心贷款业务的一部分。我们的合作银行在贷款市场上有着非常重要的地位。这样的银行通常是国内市场的领头羊，在相关贷款市场拥有丰富的经验。更多关于我们的侧重点请参阅以下‘我们的理念’。我们的主要信念是坚持真正风险分担的重要性和价值：PFZW 作为 CRS 交易的投资者所经历的任何损失都应与其银行在其贷款账簿中所遭受的损失同时发生。第一笔 CRS 投资可以追溯到 2006 年，此后每年都有增加新的投资。目前 CRS 交易的投资金额超过 50 亿欧元，标的贷款组合约 700 亿欧元。这些年来，我们一直在向银行支付信贷损失，因为这是有意识承担风险的重要部分。值得注意的是，我们所支付的损失完全在预期范围内，这为 PFZW 带来了诱人的回报。我们已经成为全球范围内证券化市场领域经验最为丰富的资产管理公司之一，与众不同，我们专门服务于一位客户：PFZW。

信贷风险分担投资是 PGGM 私募市场平台的一部分。该战略在 PFZW 的资产组合中有自己的战略配置，这使 PFZW 成为少数将信用风险分担交易作为独立战略的投资者之一。我们的策略是买入并持有；我们不在市场上出售我们的交易。

我们的理念

对于 PFZW 而言，此资产类别是一种有吸引力的方式，可以增加在公共市场上无法获取的独特信贷风险，这种投资形式可以在各种经济情景下提供强劲的回报。此外，通过参与 CRS 交易，PGGM 和 PFZW 有助于银行部门以合理的方式管理和分散其信用风险敞口，从而降低系统风险，建立更加可持续的金融体系——这是 PFZW 和 PGGM 负责任投资理念的支柱之一。

对于作为资产管理公司的 PGGM 而言，关注以下几点非常重要：

- **仅与顶级市场参与者分担其核心业务中的信用风险：**核心业务为银行提供了存在的理由，最有可能得到充分关注，以确保持续的高质量和成功的风险管理。

- **成为重视利益一致的可靠风险分担合作伙伴：**利益一致可以确保标的贷款组合持续更新，并以审慎的方式进行管理风险。
- **在不同的银行、国家和贷款类型之间实现多样化：**与世界各地不同的主要银行合作，共同分担不同类型贷款(如循环信贷和贸易融资产品)和银行不同客户群体(如当地小企业和大型国际企业)的信用风险。

此外，在我们的投资过程中，了解交易的所有风险内容非常重要。其中包括贷款类型、合同条款、银行处理贷款展期的方式及如何管理信用风险、贷款业务对银行的重要性和战略，以及银行在整个经济周期中的信贷损失表现。

CRS 交易的基本特征

我们的目标是通过关注公共市场上无法获得的风险敞口，在特定的银行群体和各种信用风险、地区和行业中实现投资多元化。我们目前有超过 20 笔正在进行的交易，由十多个风险分担合作伙伴执行，涉及 80 多个不同国家和 20 多个不同行业以及各种类型的信用风险。

在构建 CRS 投资时，我们严格遵循以下原则：

- **最低回报门槛和最大风险预算：**每项潜在投资都是根据 PFZW 为 CRS 投资组合设定的长期最低回报门槛和最大风险预算进行评估的。
- **不同经济情景下的强劲回报：**每笔交易的评估都基于其在正常、轻微紧张和非常紧张经济环境下的表现能力。我们称之为‘基本情景’、‘逆风’和‘压力’情景。在基本情景下，一笔交易需要产生足以承受维持信贷损失的回报，而在正常的信贷周期中，信贷损失是可以预测的。在逆风和压力的情况下，我们会在损失是基本情景几倍的情景中对交易的表现进行评估，以反映经济下行和危机。

- **分散投资以降低集中投资的风险：**每笔交易通常都涉及非常精细和分散的贷款组合，从而降低贷款组合中的集中风险，并降低超大额贷款违约对回报产生巨大负面影响的风险。
- **风险保留，以确保利益一致：**我们要求风险共担银行保留交易中涉及的每笔贷款的至少 20%（并且不进行单独对冲）。我们认为 20% 的风险保留有助于确保银行持续关注每一笔贷款。我们重视‘共患难’。如果风险保留百分比比较低，我们认为银行潜在的信贷损失很容易被贷款前期费用和早期收到的利息抵消。
- **不可挑选：**CRS 交易中的贷款只能由银行以非自由裁量的方式选择，并且应该是银行整体贷款账簿的如实反映。
- **最新信用评级：**我们要求银行确保在借款人进入风险分担资产池之前其信用评级是最新的。此外，在被纳入资产池之前，如果借款人正在接受降级审查或已被列入信用观察名单，则不得被纳入标的贷款组合中。

- **独立验证：**验证代理是独立的第三方，它检查银行是否遵守了交易的商定条款，包括任何损失索赔的有效性和利益一致原则是否被如实遵守。

在本文的第 4 页和第 5 页，我们讨论了一个 CRS 交易的假设性例子，进一步解释在构建此类交易时如何应用这些原则。

结语

通过参与信用风险分担交易，PFZW 分担了银行在向其核心客户(无论是大客户还是小客户)提供贷款的正常业务过程中的部分信贷损失。在整个经济周期中，贷款并不总被按期偿还，这是贷款业务中很自然的事。因此，作为投资者，我们预计会出现亏损。我们为评估各种经济环境下我们可能预期的损失额度而进行分析，这是构成投资决策的关键部分。在分析和构建这些交易时，我们必须遵循过去 11 年我们作为此资产类别投资者所制定的战略、理念和原则，这一点非常重要。这是保证对交易和相关风险的透彻理解并争取持续强劲业绩的最佳方式。

历史表现

无论是自发起之日至今还是在过去五年里，CRS 投资实现了约 10% 至 12% 的平均年化收益率。由此可见，该投资组合在整个信贷周期中，包括在全球金融危机期间，表现出了很好的收益弹性，并且，我们的投资组合产生的回报远远超过了基本情景下的收益预期。CRS 投资的长期回报远远高于回报目标，并在 PFZW 设定的风险参数范围内。

此结论适用于根据现金流贴现模型和公允价值计算的收益率。用现金流贴现模型计算时，我们会考虑收到的息票、已实现的信贷损失和我们认为短期内可能发生的信贷损失。基于公允市场价值的估值反映了投资在到期前出售或解除投资可能获得的收益。因为我们投资策略是买入并持有，按现金流贴现模型计算收益是一种明智的方法，但出于财务报告的目的，PFZW 需要根据公允价值在资产负债表上报告 CRS 交易。我们交易的独特性质意味着很难在公共市场观测价值。为进行公允价值计算，PFZW 使用由 PGGM 专门为此独立开发并验证的估价模型。直到最近，该模型只考虑了可观察到的信用利差和相关参数。该模型没有考虑到信用风险分担交易缺乏流动性，并且需要大量工作和时间来为银行构建交易和释放资本。随着过去三年信贷息差进一步收紧，这一点变得更加明显。信贷利差的大幅收窄导致 CRS 投资组合中的许多交易的公允价值远远高于实际交易额和交易设立之初的价格。鉴于这种情况持续了三年，它促使我们决定重新评估估价方法，将这些其他因素考虑在内。根据改进的估值模型，CRS 组合的公允价值大幅下降，这解释了 PFZW 报告的 2017 年末价值下降的原因。然而，请注意，这一变化并没有影响已实现的平均历史收益，也没有影响 CRS 投资组合的预期回报。此外，公允市场价值的下降并不是因为投资组合中信贷质量的显著变化。

信用风险分担交易示例

这是 PFZW 可以参与的风险分担交易的简化示例。在本例中，投资者分享了由 ABC 银行发起的欧洲经济区大型企业多样化定期贷款组合前 10% 的损失。这些贷款不会转移，并将继续保留在 ABC 银行的资产负债表上。此外，ABC 银行保留资产池中每笔贷款至少 20% 的未对冲头寸，以确保利益一致。

在本例中，我们假设资产池由 300 笔贷款组成，总贷款敞口为 24 亿欧元(20% 的风险，即 6 亿欧元，由 ABC 银行保留)。最大的贷款敞口是 1%，或 2,400 万欧元，这意味着在假设坏账追回率为零的情况下，PFZW 对任何一家公司违约最多只会损失 2,400 万欧元。PFZW 的损失总计不会超过初始投资，即 2.4 亿欧元。假设 ABC 银行平均能够收回拖欠贷款的 50% (‘坏账回收率’)。这意味着资产池中大约 20% 的贷款必须违约才能损失全部投资(因为这是一项 4 年期交易，即每年 5%)。这相当于 60 家平均规模的公司，这个比率是非常高的。

| 交易概述 | |
|--------------|-----------|
| 合作银行 | ABC 银行 |
| 贷款组合的规模 | 30 亿欧元 |
| 风险保留 | 每笔贷款的 20% |
| 风险保留后的贷款组合规模 | 24 亿欧元 |
| 币种 | 欧元 |
| 券次类型 | 第一损失 |
| 券次大小 | 0% - 10% |
| 投资规模 | 2.4 亿欧元 |
| 交易期限 | 4 年 |

| 初始标的基础贷款组合 | |
|--------------------|---|
| 贷款类型 | 大型企业定期贷款 |
| 地区 | 欧洲经济区域的 15 个国家 |
| 公司数量 | 300 |
| 贷款平均信用评级 | BBB- |
| 最低允许的信用评级 | B+ |
| 平均坏账回收率 | 50% |
| 每个公司的最大贷款规模(风险保留后) | 1% (2,400 万欧元) 评级 <BB 的 0.5% (€ 1,200 万) |
| 平均贷款期限 | 4 年 |

| 5 个最大行业分布 | |
|-----------|-------|
| 商业服务 | 10.0% |
| 零售业 | 9.5% |
| 消费者服务业 | 9.2% |
| 电信服务 | 8.5% |
| 卫生保健 | 8.0% |

| 5 个最大的国家分布 | |
|------------|-------|
| 德国 | 15.0% |
| 法国 | 12.5% |
| 荷兰 | 12.0% |
| 英国 | 10.0% |
| 瑞士 | 9.0% |

示意图概述

下图给出了风险分担交易示例的示意图。通过其投资，PFZW 为银行贷款组合中的前 2.4 亿欧元损失提供信用保护。除了 6 亿欧元的风险保留外，超过信用保护数额之后的损失由银行承担。

作为提供信用保护的回报，PFZW 收取与交易中分担的信用风险的性质和金额相称的息票。息票金额根据未偿名义投资额计算(减去已经发生的信贷损失)。

在交易结束时(在此案例中是 4 年后)，投资的本金在减去信贷损失后，将返还给投资者。



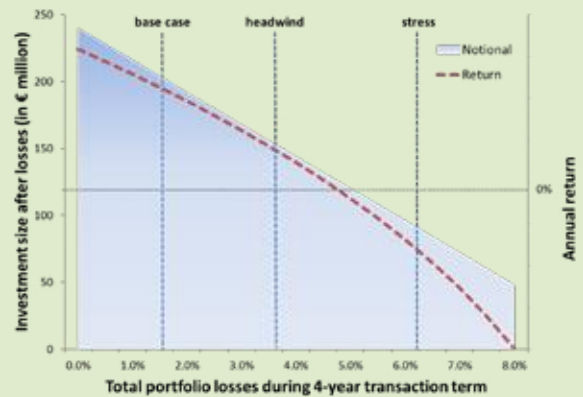
收益和损失概况

PGGM 通过评估不同情景下的预期损失率来评估交易的吸引力，即‘基本情景’反映正常的信贷周期，‘逆风’代表经济下滑，‘压力’代表危机情景。

下图通过显示几种情景下的投资额(左纵坐标轴)和年回报率(右纵坐标轴)，展示了本示例交易的风险和亏损情况。随着时间的推移，信用事件发生并支付给银行相应损失，最初 2.4 亿欧元的信用保护金额减少，银行同时向投资者支付息票。在 4 年期满后，根据实际经历的情景，返还给投资者的金额将少于 2.4 亿欧元。

在本例中，如果发生基本情景下的损失，支付给银行的总损失金额约为 4,000 万欧元或资产池的 1.5%，在此情况下，返还给投资者的金额为 2 亿欧元。在压力情景下，损失总额可能达到 1.4 亿欧元，这意味着剩余 1 亿欧元要返还给投资者，也意味着投资者得到负收益。

请注意，这仅为案例说明之用。



PGGM

Corporate Communicatie
Noordweg Noord 150
邮政信箱 117 号, 3700 AC
Zeist T +31 (0)30 277 99 11
www.pggm.nl



Voor een waardevolle toekomst