

# 简单的合成型资产证券化

## 我们为什么以及如何投资合成型（表内）资产证券化

### 简介

2015年9月30日，欧盟委员会（“欧委会”）通过了《建立资本市场联盟的行动计划》。其中，欧委会加入了刺激高质量证券化的法规。该刺激方案的实现方式是，对符合一套标准的证券化产品给予优惠的资本待遇。这些标准侧重于使证券化变得简单、透明和规范（“STS”标准）。经过与业界认真研究和协商，欧洲银行业管理局（EBA）已为真实出售和资产支持商业票据（ABCP）证券化起草了关于STS标准的条例。与此同时，欧委会要求EBA对合成型资产证券化进行类似的研究。

我们强烈支持为合成型资产证券化起草STS标准的倡议，因为我们认为这些合成型资产证券化有助于建立一个更可持续的金融体系，为实体经济增值，并且概念简单，适合标准化。在这份意见书中，我们将通过阐释我们为什么投资合成型资产证券化、我们的核心投资理念是什么以及我们如何适应所涉及的特定风险这三个方面来解释这一信念。

### PGGM 和 PFZW

PGGM 是荷兰领先的养老基金服务提供商，目前管理着荷兰多个养老基金的 1810 亿欧元（2015 年 9 月 30 日）资产，其中包括护理和医疗部门养老基金（“PFZW”）的 1610 亿欧元（2015 年 9 月 30 日）。PGGM 和 PFZW 都是非营利组织，坚信财务回报和社会责任是相辅相成的。因此，我们制定了一个社会议程和一套负责任的投资理念，在其中我们投资于符合环境、社会和治理标准的公司、项目和资产。通过这些举措，我们努力承担起作为金融机构的责任，并积极为打造更可持续的金融体系做出贡献。

PFZW 已经独家授权 PGGM 将高达其 2.5% 的资产投资于资产证券化，重点投资于合成型资产证券化。我们通常投资于第一损失证券，称之为“风险分担交易”。我们从 2006 年开始投资，自成立以来每年都会进行新的交易。所有交易累计，迄今为止投资于此类风险分担交易的金额超过 50 亿欧元，标的贷款组合超过 800 亿欧元。因此，在此类资产证券化市场，我们已成为全球最有经验、最活跃的投资之一。目前，我们的投资组合标的约 370 亿欧元的贷款组合，这些贷款组合遍布世界各地。通过参与风险分担交易，PGGM 和 PFZW 帮助银行部门管理其信用风险敞口，从而降低系统性风险，建立更加可持续的金融体系，这也是 PGGM 负责任投资理念的支柱之一。

## 什么是合成型资产证券化？

在合成型资产证券化中，银行从投资者那里为资产池购买信用保护。这意味着，当资产池中的贷款违约时，投资者向银行支付该资产池中贷款的损失，最高限额为投资额。因此，这个数额为资产池的一部分提供信用保护，这通常被称为“第一亏损额度”。此份额通常至少涵盖资产池的预期损失以及部分意外损失。银行通常保留其余的风险，这被称为“主要券次”。

在交易达成前，银行和投资者就交易条款达成一致，比如投资者面临的风险金额、合同期限以及有资格纳入资产池的贷款。选择哪些贷款为合格这一过程可以基于信息公开的资产池，即投资者知道这些贷款的借款人的确切姓名，或基于盲池，即投资者不知道借款人的身份。在后一种情况下，贷款根据一定标准进行选择，比如贷款类型、行业、地区、信用风险等。

“合成型”来源于其与真实出售交易相比，被证券化的贷款不是由银行出售，而是被选入资产池进行表内信用对冲，这意味着它们仍在银行的资产负债表上。这样，银行降低了资产池中贷款的信用风险，且仍然负责管理贷款以及与客户的关系。合成型资产证券化通常用于对冲不

容易出售的贷款的信用风险<sup>1</sup>。例如，循环信贷、中小企业贷款和贸易融资，因为这些往往需要大量的业务处理，而银行是专门为其设立的，不容易被非银行接管。

## 合成型证券化对比真实出售资产证券化

合成型资产证券化的目的不同于真实出售证券化。在真实出售证券化中，银行将贷款出售给特殊目的实体（“SPE”），因此在交易达成时获得**资金**。银行通常会保留第一亏损额度。投资者通常只承担风险较低的主要券次的风险。

在合成型资产证券化中，通常第一亏损额度转移给投资者，而银行保留剩余的风险。投资金额通常大于银行持有该资产池所需的资本金额。因为证券化提供了一个完美的对冲，银行可以得益于合成型资产证券化交易的**资本宽减**。然而，由于贷款没有出售，银行只能在资产池出现亏损时获得付款。因此，合成型资产证券化主要用于信用风险对冲和资本管理目的，而不是融资目的。

### 真实出售对比合成型资产证券化

	真正的销售证券化	合成型资产证券化
出售资产	是	否
银行目的	融资	信用风险对冲/资本管理
需要 SPE ?	是	可以，不是必须
资产所有权	SPE	信贷发起银行
典型的资产类型	消费贷款、信用卡应收账款、抵押贷款	公司风险、中小企业贷款、贸易融资
投资者的回报	基于基础贷款的现金流	基于预先约定的信用风险溢价
基础贷款的利率风险	单独对冲	不适用
基础贷款的货币风险	单独对冲	不适用

<sup>1</sup> 这被称为“表内证券化”，因为证券化贷款仍然留在银行的资产负债表上。合成型资产证券化技术也可以用来为买方实际上并不拥有的资产购买信用保护；这些被称为套利证券化。因此，由银行保留证券化贷款所有权的合成型证券化不适用于套利证券化。我们不投资套利证券化，而只投资表内资产证券化。因此，本文的所有解释仅适用于资产负债表表内证券化。

## 复杂性

关于合成型资产证券化的一个主要担忧是它们很复杂。这并非完全没有道理；合成型资产证券化信用风险转移的法律机制可能在结构上令人生畏，很难一目了然。因此，我们会仔细考虑交易的适当结构（详见下文）。

尽管如此，我们认为合成型表内资产证券化或风险分担交易**在概念上非常简单**：投资者对银行选定的贷款组合提供信用保护，最高可达预先商定的金额。对于投资者面临的信用风险，投资者将以定期息票的形式获得相应的收益。本质上，这就是合成型资产证券化的全部。

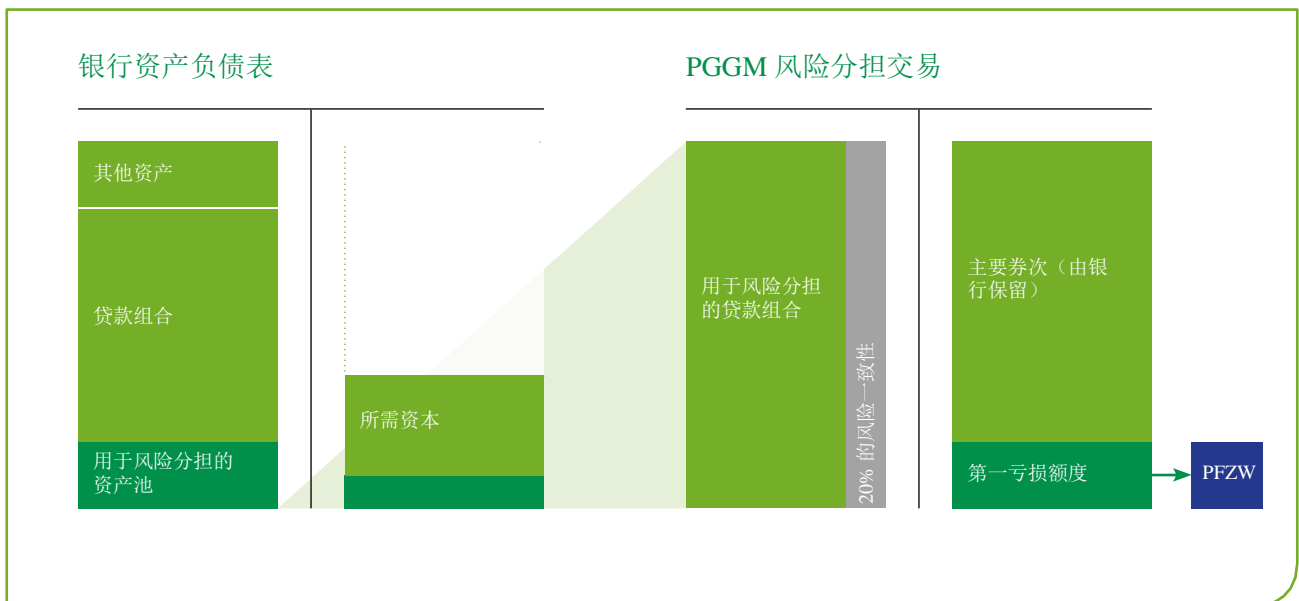
下图显示了我们风险分担交易的典型概要。我们同意与银行一起，从银行资产负债表上的特定贷款账簿中选择符合风险分担的资产池（图左侧）。在这个贷款组合中，我们通常投资第一亏损额度，银行保留主要券次。此外，我们确保紧密的利益一致。为此我们要求银行继续持有至少20%的、与用于风险分担的资产池相同的信用风险敞口。这样，当有信用损失时，双方都有着“切肤之痛”。我们认为，这提供了一个相对简单和易于理解的风险回报概况。

## 担忧

尽管如此，仍然存在某些合理的担忧。从银行的角度来看，主要担忧的是信用风险是否通过结构充分转移。从投资者的角度来看，以下为几点特别担忧之处：

- **信用风险**：投资者面临何种类型的信用风险？
- **道德风险**：在贷款的信用风险被对冲后，银行还会为其提供服务吗？
- **逆向选择**：资产池中是否只包括不良贷款吗？
- **操作风险**：证券化结构会起作用吗？
- **交易对手风险**：投资者是否面临银行违约风险？
- **结构风险**：这种结构还会产生哪些其他风险？

我们理解这些担忧，作为投资者，我们也有同样的担忧。在以下章节中，我们将首先概述我们的核心信念，然后讨论我们如何处理涉及的不同元素以及我们 - 以及我们的客户 - 如何对这些风险感到放心。



2 这一问题在重大风险转移指南中有所阐述，这里不再单独讨论。

## 我们的核心信念

如上所述，在内部，我们将我们对合成型资产证券化的投资称为风险分担交易。该术语的使用强调了我们的主要信念，即交易应该是信用风险的真正分担：作为交易的投资者，我们所遭受的任何损失都应该尽可能类似于贷款发起银行就证券化资产池中的贷款所遭受的损失。

在此基础上，我们遵循一些核心信念：

- 与银行建立长期伙伴关系；
- 其中我们只分担其核心业务的信用风险；
- 银行在此类业务拥有公认市场地位；
- 用于风险分担的资产池能总体代表银行基础贷款账簿；
- 真正的利益一致，确保分担损失；并且
- 双方都没有重大的交易对手风险。

## 解决担忧

作为一名有经验的合成型资产证券化投资者，我们已经考虑过如何解决前面列出的问题，以便能够放心地为客户构建风险回报有吸引力且简单的稳健交易。

首先，我们努力争取的是一种**长期伙伴关系**，在这种关系中，我们以与银行相同的方式分担银行核心信贷组合的损失。因此，我们的目标始终是将资产池的最终损失与银行在损益账户上报告的损失水平保持一致，这与股东面临此类损失的情况一致。此外，作为长期合作伙伴，我们非常熟悉风险分担银行。因此，当交易到期时，我们总是可以协商新的交易，并确保银行可以在相关贷款账簿上享有持续的信用保护。在我们近 10 年的经验中，我们已经建立了好几个这样的长期伙伴关系，在这些关系中，我们会更新到期的交易，并继续努力建立更多的合作伙伴关系。

作为单个交易的起点，我们认为要**纯粹地分担贷款组合的信用风险**。我们将信用风险定价为应定期支付的简单费用。我们强烈倾向于通过避免过度价差或其他复杂机制实

现**简单定价**。因此，我们要求的价格完全独立于基础贷款的利率，纯粹是与贷款信用风险相关的风险溢价。对投资者来说，最终的收益实质上是基于资产池的风险溢价减去预期损失。其他风险，如货币风险、利率风险和交易对手风险通过交易结构得到规避。以下将说明我们如何应对这些风险。

为了了解交易的**信用风险**，我们对贷款组合和银行进行了深入的尽职调查，并在构建交易时给予仔细考虑。首先，了解信用风险的类型至关重要。如果我们不了解潜在风险，我们就不会投资。

其次，我们关注的是一家银行成功的**核心业务**所带来的信用风险，在该核心业务中，银行拥有**公认的市场地位**。对我们来说，这一业务须是深深植根于银行的基因之中，受高级管理层的高度关注，并且银行有办法确保其在公司得到适当的（风险）管理。

此外，我们非常关注银行处理与风险分担交易相关的（贷款）业务的**流程**。我们投入大量时间来全面了解银行内部的所有相关流程、参与的关键人员以及银行在这些流程中的业绩记录。特别关注的领域是贷款发起、监控、违约清收、风险管理、业务是否符合银行总体战略等。实际上，我们通过与各银行进行风险分担交易来“了解”这些流程。

了解风险分担资产池中的基础实体的实际个人名称对我们来说并不重要。我们需要知道的是每个基础贷款的风险特征，如内部信用评级、行业部门、国家、期限等。从这个角度来看，我们倾向于从一个能**合理代表**银行总体贷款簿的资产池开始，然后我们对其进行调整以降低某些集中风险。由此产生的风险分担资产池是多样化的，大多数是流动性较差的资产。

我们坚持认为，各方之间必须存在着紧密的**利益一致关系**，这意味着银行在其账簿上持有的至少 20% 相同信用风险且不进行信用对冲。这种利益一致要求确保银行承受的损失不能轻易被前期承销费和利息支付覆盖。坚持贷款

3 我们希望将交易价格与基础贷款利率分开。银行可以根据银行向客户提供的整套服务为贷款定价。因此，可能会涉及折扣，并通过银行的其他业务对这些折扣进行补偿。

4 单一债务人组限额、行业限额、评级区间限额和地理限额是资产池必须遵守的标准示例。

发起银行保留一定风险未对冲，将会显著降低“发起-分销”模式的不利影响。此外，确保资产池反映银行的核心业务，可以保证银行继续为资产池提供服务。与此同时，利益一致性的要求保障了银行对资产池的持续投入。上述方法共同减轻了**道德风险**。

为了确保尽可能减小**逆向选择**，我们要求进入资产池的每笔贷款的内部信用评级为最新评级。此外，我们坚持一套预先商定的选择标准，用于向风险分担资产池添加新的基础贷款，通常由自动化软件程序或算法执行。任何时候都应该避免个人挑选。

为了解决**操作风险**，我们的专业运营尽职调查团队将对该自动化程序的算法进行进一步的尽职调查。此外，资产池中导致银行提出损失索赔的任何信用事件将由独立的核实代理人进行核实，以确保在任何损失结算前证实索赔的有效性。

我们以避免双方**交易对手风险**的方式构建交易。首先，我们总是在交易开始时将全部投资金额转入一个单独的账户，为交易提供全部资金。因此，当信用事件发生时，无论投资者的偿付能力如何，银行都可以确保有现金来解决索赔。为了进一步确保我们作为投资者，不要给银行带来交易对手风险，这种预注资现金通常由第三方托管人持有，并投资于高评级、几乎无风险的短期抵押证券：通常是以相应货币发行的 AAA 或 AA+ 评级的 3 个月到期的商业票据。例如，德国或美国的国库券或由德国复兴信贷银行（KfW）或欧洲投资银行（EIB）发行的商业票据。如果银行拖欠信用保护款，则信用保护终止，投资者从抵押品收益中获得剩余投资金额，从中扣除信用事件的索赔损失。由于抵押证券每 3 个月到期一次，因此也不存在与此结构相关的流动性风险。

最后，就**结构性风险**而言，我们发现合成型资产证券化实际上比**真实出售资产证券化**更容易评估。因为贷款本身不被转移，而仅在交易中被标的，并且对冲只涉及信用风险，投资者不面临基础贷款的利率风险或货币风险。只要

没有信用事件，基础贷款现金流的实际规模和时机对合成型资产证券化的投资者来说并不重要。此外，避免了与贷款所有权转移有关的操作和法律风险。通过这种方法，我们得以适应合成型资产证券化的结构复杂性。我们内部制定的标准已被证明在各种经济环境下为我们的客户创造了强劲而有吸引力的投资。

## 为什么要制定合成型证券化的 STS 标准

资产表内证券化通常是银行用来对冲现有风险的风险管理工具。合成型资产证券化使银行能够对冲难以或甚至不可能出售的风险敞口，因此无法通过真实出售证券化进行对冲，如循环信贷工具、中小企业贷款和贸易融资。与真实出售资产证券化相比，合成型资产证券化通常用来给完全不同的贷款业务进行信用对冲。因此，它们是对目前提议的一套 STS 标准的补充。

此外，通过 STS 标准向真实出售证券化提供的优惠待遇可能会破坏真实出售资产证券化和合成型资产证券化之间的公平竞争环境。这可能会将重点转向真实出售证券化，从而不仅损害合成型资产证券化市场，而且损害不适合通过真实出售进行证券化的核心贷款部分，包括上述类型的中小企业贷款和贸易融资。此外，通过这些合成型资产证券化交易，很大一部分信用风险从银行业中消除，因为它由非银行投资者分担。因此，它可以降低系统性风险，并有助于建立一个更可持续的金融体系。为了确保合成型资产证券化确实符合这些目标，至关重要的一点是它们要经过充分结构化。STS 标准有助于实现这一目标。

最后，STS 标准可以进一步帮助创造一个更容易获得、标准化和透明的合成型资产证券市场。尽管许多合成型资产证券化的基本原理相似，但在实施过程中仍存在差异。部分原因是投资者和银行的偏好不同，以及银行监管机构的要求不同。我们相信，一个更加协调的方法将惠及投资者、银行和监管者。



## 结束语

我们的经验是，我们达成的风险分担交易对银行和客户都是互利的。银行对资产池中的资产进行了完美的对冲，通常还会获得资本宽减。这加强了他们的资产负债表，使银行能够将资本循环用于新的贷款，并以最佳方式利用他们的组织网络和资源。PFZW 作为投资者，通过获取公开市场上无法获得的信用风险，实现多样化的投资，获取诱人的风险回报。即使在金融危机期间，过去 10 年的回报率也一直较高。最后，社会可以受益于从核心银行关系的贷款

增加和银行部门系统性风险的降低，从而使经济更强劲、金融体系更具持续性。

在本文中，我们给出了我们对合成型资产证券化的看法，以及如何充分构建这些“风险分担交易”以缓解主要担忧。我们希望这篇文章能让大家深入了解如何适应合成型资产证券化，以及标准化如何能消除公众对这些交易的担忧。我们认为，通过有限数量的准则，即可实现合成型资产证券化的标准化，使其成为简单透明的投资。

### 揭开合成型资产证券化的神秘面纱：术语

人们认为合成型资产证券化的复杂性很大程度上源于该行业使用的术语。这个附件试图解答一些疑惑。

信用保护	对信用风险的保护，这是合成型资产证券化的基础。
保护买方	希望为所持贷款获得信用保护的一方，通常是银行。
保护卖方	提供信用保护的一方，简称投资者。
信用事件	当借款人无法偿还债务时。通常分为三类：“无力支付”、“破产”和“重组”。
信用违约掉期	一种金融合同，通常通过它来构建合成型资产证券化。在此种合同中，保护买方支付固定利率（“信用违约掉期溢价”），以换取保护卖方的“浮动”支付。这种“浮动付款”将是保护买方在资产池中的贷款发生信用事件后索赔的损失金额。缩写为 CDS。
资产池	合成型资产证券化中中标的贷款组合。投资者将补偿贷款组合中的任何损失，最高可达预先商定的最高金额。
券次	证券化中承担的风险片段。 “第一亏损”或“股权”部分承担初始损失，而“主要券次”将承担最后亏损（如有）。在这两者之间，可能有额外的份额，这可以被称作“第二亏损”，“夹层券次”或其他名称。这些券次合在一起构成了交易的负债结构。 右边是一个分层结构的范例。

主要券次（损失的最后 70%-80%）
夹层券次（损失的 10%-20%）
第一损失额度（损失的前 10%）

### PGGM

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

