

# 信用風險分擔

2019 年 9 月



## 免責聲明

本文包含的所有材料僅作參考與討論等內部用途，不得複製。本文件僅出於討論目的而編製，並不構成購買或出售任何證券或金融工具的要約或要約招攬，亦不作為任何投資建議。本政策不向任何第三方授予任何權利。PGGM Investments 已採取一切合理而謹慎的措施，以確保本文件中包含的資訊正確無誤，但對任何印刷錯誤概不負責。此處包含的資訊如有修改，恕不另行通知。

# 目錄

## 第 1 節

### PGGM 概述

## 第 3 節

### 時間表和結構

## 第 2 節

### 風險分擔交易

## 第 4 節

### 業績紀錄及團隊

除非另有註明，簡報中的所有數字均為截至 2018 年 12 月 31 日的數據。  
除非另有說明，否則簡報中所有數字均源自 PGGM NV (PGGM)。

第 1 節

# PGGM 概述

## 為了有價值的未來

*我們相信永續發展的重要性以及團結的力量*

## 簡介

PGGM 是荷蘭獨立的養老基金服務提供商，其管理的資產達 2,110 億歐羅

- 最大的客戶是荷蘭護理保健退休基金部門養老基金 Pensioenfonds Zorg en Welzijn（「PFZW」），總資產值達 1,990 億歐羅，分別屬於 270 萬參與者
- 其他客戶包括建築師、私人保安、畫家、普通科醫生及 Smurfit Kappa 的養老基金，總資產為 120 億歐羅

PGGM 透過重點關注兩個明確的目標來提升價值

- 透過長期投資並考慮所有資產類別的永續性以令未來更具價值
- 為我們客戶提供高水平且穩定的收益：自 1971 年以來 PFZW 每年的已實現平均收益為 **8.0%**

第 2 節

# 風險分擔交易

分擔銀行資產負債表的核心信用風險

互惠互利

PGGM

- ✓ 具吸引力的風險收益率
- ✓ 增加流動性風險和獨特的信用風險
- ✓ 與優質信貸發起人緊密合作

合作夥伴銀行

- ✓ 高效的資本管理
- ✓ 完善地對沖信用風險
- ✓ 適用於多個貸款賬目

隨著時間推移多次進行風險分擔交易

隨著關係的發展，定價和結構設計將從經驗中獲益



## 我們的理念





## 我們的目標



## 合作夥伴銀行的主要好處

### 銀行與 PGGM 進行風險分擔交易的好處：

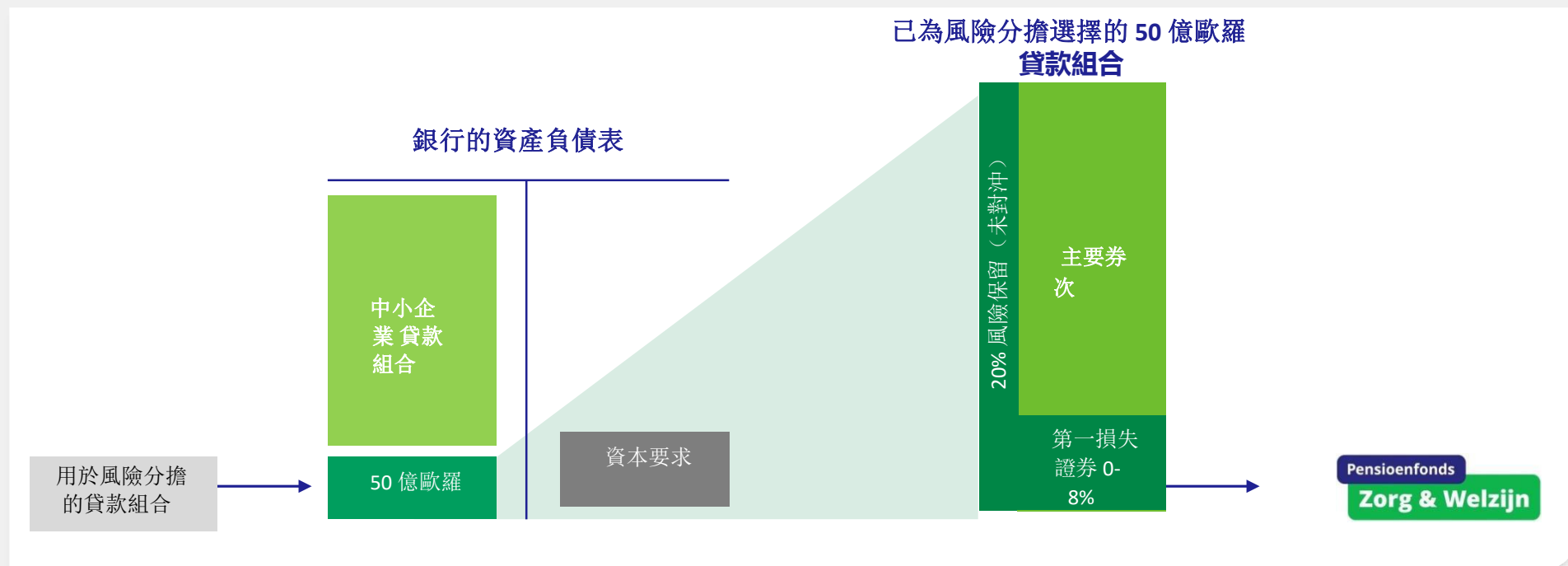
- 一直可靠且經驗豐富的合作夥伴，他們均熟悉不同的法律結構
- 為核心與成功的貸款活動提供風險資本
- 提供有效管理資本的手段並完美對沖非流動性信用風險
- 度身打造的交易：共同界定有效的投資組合標準和交易結構
  - 靈活：願意修改現有交易合約或研究更加契合的解決方案來適應新情況
  - 專用於風險分擔交易的可持續監管環境和市場

第 3 節

# 時間表和結構

共同尋找最佳結構

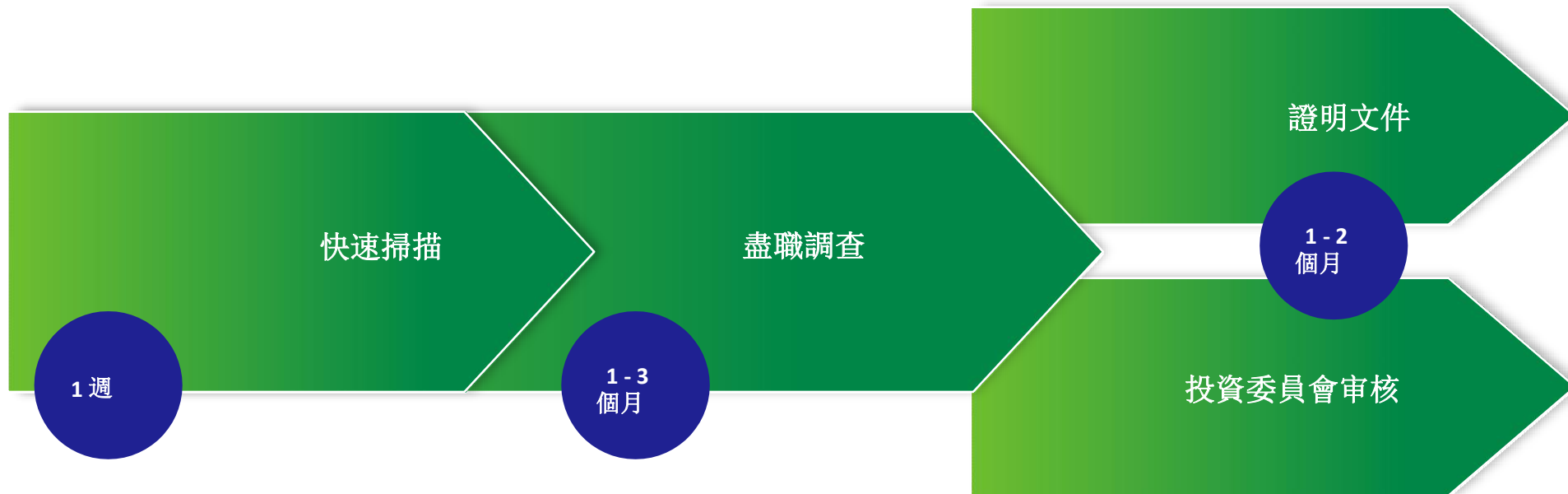
## 第一損失證券範例



### 銀行將第一損失的頭寸轉移給 PGGM 的客戶 PFZW:

- ✓ 完美對沖信用事件，如破產、支付違約和重組
- ✓ 厚度可達 20% 的第一損失證券：對於每個導致損失的信用事件，PFZW 最多承擔 80% 的損失，而至少 20% 的損失會影響銀行的損益帳戶

# 時間表



總時間表: 2 至 5 個月



## 時間表：快速掃描

快速掃描

盡職調查

證明文件

投資委員會審核

### 要求

必須遵守 PGGM 的要求：

- 投資組合代表合作夥伴銀行的核心活動
- 至少保留 20% 的風險
- 以短期高質素證券（由 PFZW 定義為 AAA/AA 評級）或回購作為擔保品，而不是現金存款

### 初步分析

PGGM 就以下各項作出初步分析：

- 合作夥伴銀行
- 信用風險類型
- 交易規模
- 擬議的交易結構
- 擬議交易適合整體投資組合

1 週

得到 PGGM 團隊批准分配人員，以繼續進行潛在風險分擔交易的盡職調查

## 時間表：盡職調查



PGGM 透過以下方式執行徹底獨立評估：

### 質性分析

- 有關管理發起信貸、監控及壞賬收回的流程
- 信用風險產生活動的業務策略
- 跨組織不同部門的角色和職責劃分
- 信貸組合管理團隊的作用
- ESG/永續發展政策

### 量性分析

- 信用風險管理的長期紀錄
- 內部信用評級模型和程序
- 風險分擔組合的選擇過程和組成

1 至 3  
個月

## 時間表：證明文件



### 初步協議並完成法律證明文件

- 銀行與 PGGM 之間達成的初步結構和經濟協議需要得到最多三個投資委員會的批准。同時，將開始準備法律證明文件的工作
- 在盡職調查中，銀行和 PGGM 已就以下方面達成初步協議：
  - 合約形式（直接 CDS、信用聯結票據或財務擔保票據）
  - 批次大小、利益一致、價格和現金抵押（3 個月到期的高品質證券或回購協議）
  - 初始資產池的構成，包括補充規則和 PFZW 的排除清單

### 核查代理程序

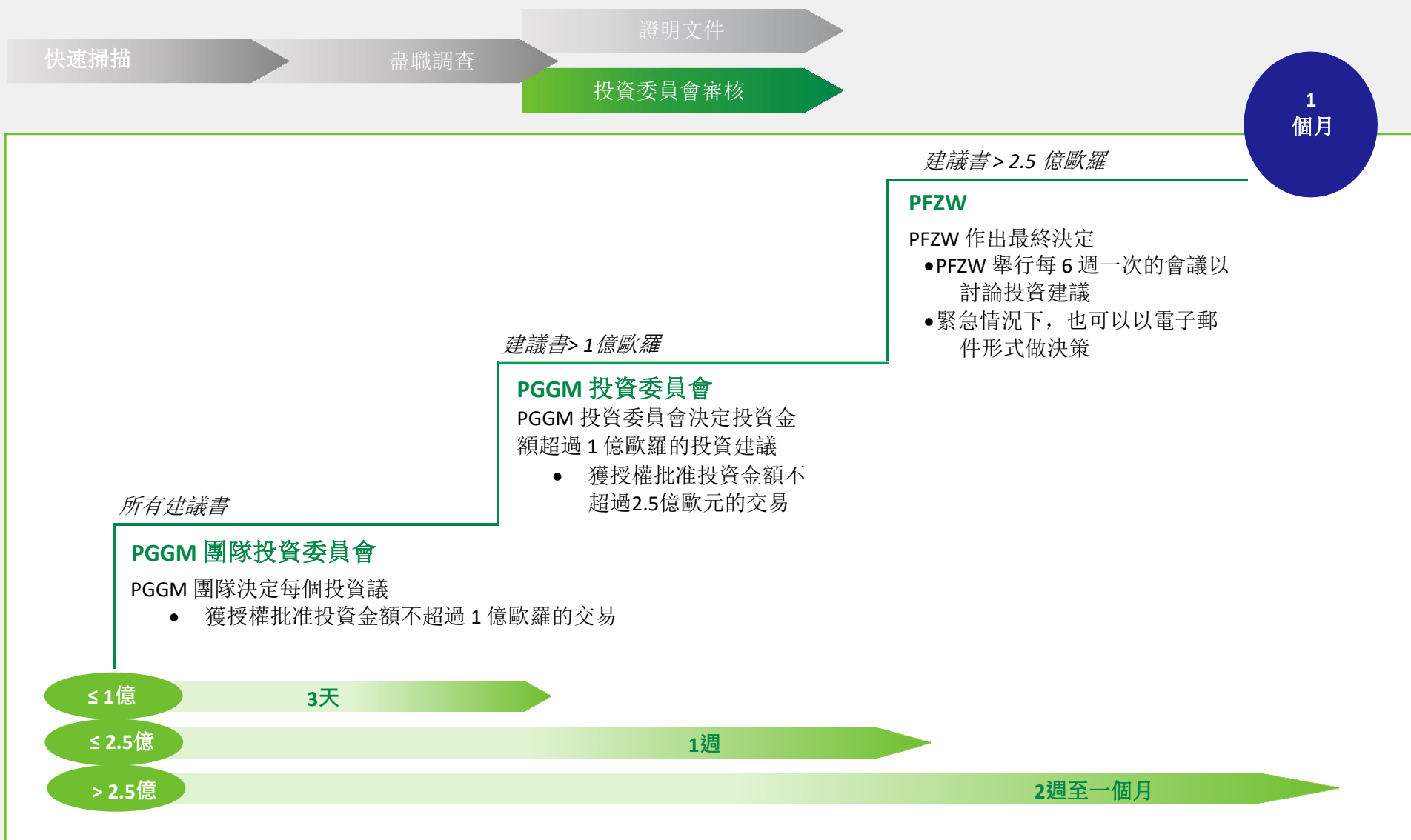
核查代理程序包括以下步驟：

- 檢查信用事件的資格
- 檢查基礎貸款的資格：
  - 如來自初始資產池，是否遵循初始資產池準則
  - 如來自後期補充的基礎貸款，是否遵守協定的資產池補充指南
- 檢查利益一致性是否至少為 20%
- 檢查初始損失是否等於合約協定的初始損失釐定
- 檢查結算完成時的損失率是否對應於銀行損益表中記錄的損失

1 至 2  
個月



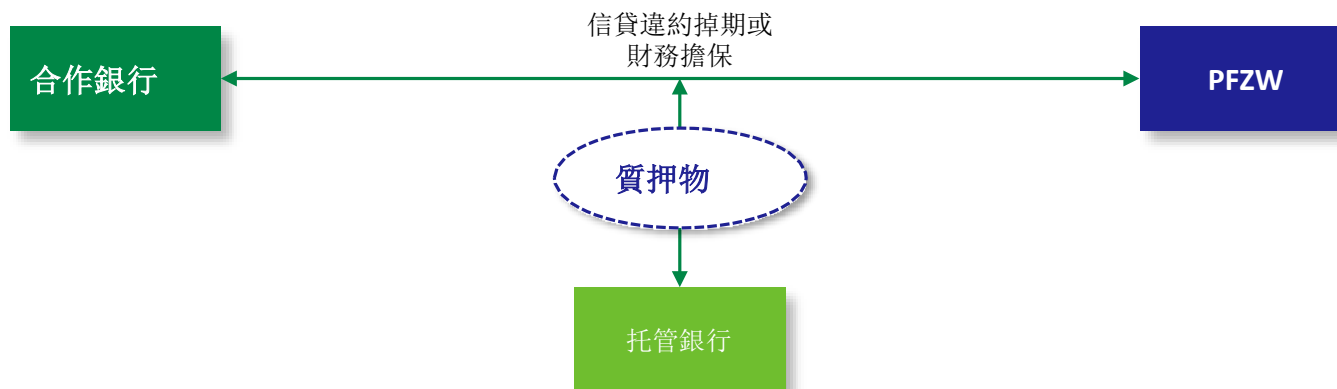
# 時間表：投資委員會



## 不同交易結構可供選擇

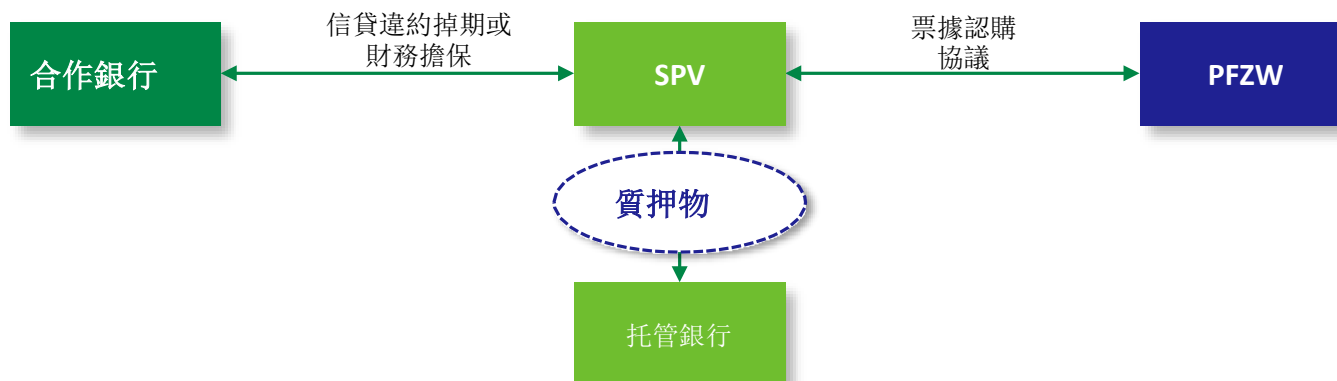
### 直接信貸違約掉期 (CDS)

銀行直接與PFZW 簽訂信用保護協議。PFZW 為交易提供全額保證金。

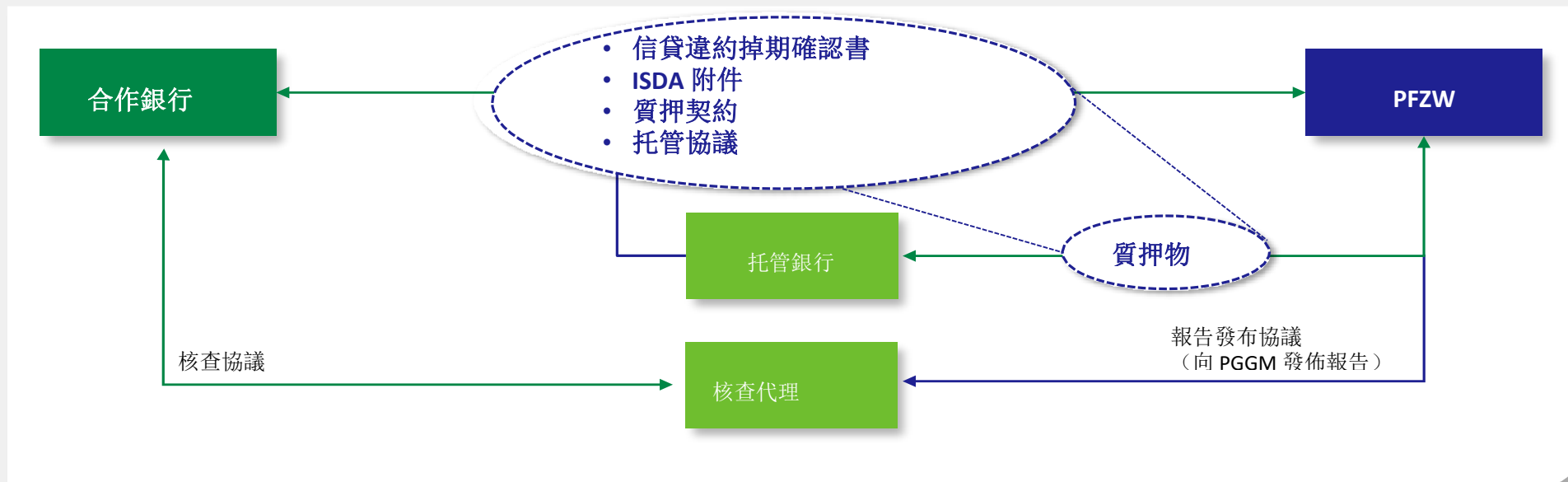


### 含財務擔保/信用違約掉期的信用聯結票據

銀行直接與SPV 簽訂信用保護協議 (CDS 或財務擔保)。SPV 透過出售信用聯結票據 (由PFZW 購買) 獲得資金。PFZW 全額提供保證金。



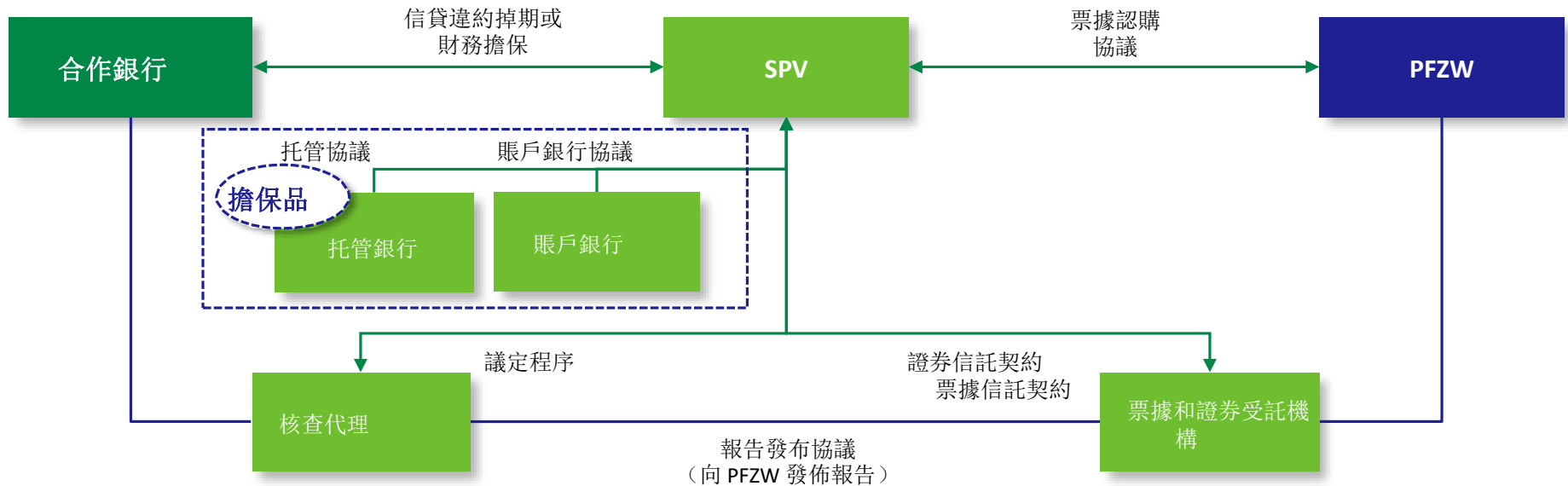
# 直接 CDS



## 基本流程

- 銀行透過直接 CDS 合約向 PFZW 購買信用保護
- 為交易以 PFZW 名義開設托管賬戶和現金賬戶，並質押給風險分擔銀行
- PGGM（代表 PFZW）將投資金額轉入現金帳戶，為交易全額提供保證金
- 現金被用於每季度購買 3 個月到期的高質量資產，並存在托管帳戶中
- 核查代理核實基礎貸款、信用事件和損失金額的資格
- 托管銀行在信用事件被核查後支付索償。無須 PFZW 單獨批准。

# 含財務擔保/CDS 的信用聯結票據



## 基本流程

- 銀行向SPV購買CDS或擔保
- SPV 發行票據（可上市）、PFZW 認購票據、SPV 獲得現金
- SPV 將現金存入托管銀行，用於每季度購買 3 個月到期的高質量資產
- 托管銀行持有高質量資產在托管賬戶，並質押給合作銀行（用於覆蓋索償）及 PFZW（用於覆蓋票據本金）
- 核查代理核實基礎貸款、信用事件和損失金額的資格
- 受託機構收到風險分擔銀行發出的信用事件通知，在檢查後指令托管銀行和托管銀行向合作銀行支付相應金額。無須 PFZW 單獨批准。

## 避免交易對手風險

交易總是以避免對合作銀行和 PFZW 產生交易對手風險的方式構建。有三個原因：

1. 銀行需要確定他們可以及時為資產池中的損失索償
2. 雙方的交易對手風險將使風險收益狀況複雜化，所以應分別計價
3. 在 PFZW 方面，交易對手風險將消耗交易對手的銀行授信額度，PFZW 可以更有效地使用這些額度。

因此，將交易全額保證金用於購買回購協議或高質量資產。

### 範例



#### 開始風險分擔交易

1. 全部投資金額（初始保證金）轉入到以交易名義開立的現金帳戶中。
2. 這筆現金用於購買在下一個支付日期到期的高質量資產。
3. 質押物由評級高的托管銀行持有，並與其他資產分開，從而確保避免對合作銀行和 PFZW 產生交易對手風險。

#### 在（任何）支付日期

1. 贖回質押物。
2. 所得現金用於向銀行支付與風險分擔組合中已核實的（初始或最終）信用損失相關的索賠。這樣可以確保及時結算損失。
3. 質押物的利息收入將支付給 PFZW（如果利率為負，則 CDS 利息將部分用覆蓋投資金額）。
4. 剩餘的現金將被重新投資於 3 個月到期的高質量資產。

## 多幣種風險分擔投資組合

### 許多銀行希望對沖多幣種貸款組合

- 國際化的借款人
- 由於國際貿易和貿易融資，現有（國內）客戶也持有多種貨幣貸款

### 範例

### 風險分擔交易是理想之選

- 基礎貸款不出售，因此在納入時不存在貨幣風險
- CDS 溢價以基礎貨幣支付，而不取決於資產池的現金流
- 協定的限額（例如單個債務人貸款限額、國家/地區限額和行業限額）以基礎貨幣確定
- 單個債務人以基礎貨幣計算的名義貸款額隨匯率變化可能會在協定的貸款組合準則範圍內波動
- 違約貸款的外匯匯率以違約時的匯率為準，並且在結算期間使用該匯率，從而避免複雜而不完善的貨幣對衝

6月



在匯率為 1.38 時，100 英鎊貸款被納入資產池，相應金額為 138 歐羅；且根據協定的貸款組合標準，最高限額為 150 歐羅

7月



外匯匯率升至 1.42，在資產池中，名義貸款額可以增加至 142 歐羅

8月



外匯匯率升至 1.52，由於貸款組合標準，此貸款金額為 150 歐羅（限額上限）

## 第 4 節

# 業績紀錄及團隊

迄今PGGM 已完成超過 48 筆交易，並一直  
與合作夥伴銀行建立長期關係

## 簡介

### 自 2006 年開始交易，已執行超過 48 筆風險分擔交易

- PFZW 已給予 PGGM 獨家授權，目前將其資產的 2.8% 投資於風險分擔交易
- PFZW 將風險分擔交易作為股權的替代選擇，因此長期目標收益與股權收益相等，並且風險更低
- 自 2006 年 12 月以來，每年執行新的風險分擔交易，現在合計超過 48 筆交易

### 績效良好的高品質交易

- 對於每筆風險分擔交易，在開始時就確定了基本情況、逆勢和壓力各情景下的回報
- 由於發生的信用事件損失少於預期，該投資組合的收益率比基本情況下的預期要好
- 實現平均年化收益率超過 10%
- 自成立以來，在新的風險分擔交易中的累計投資額約為 110 億歐羅



155 億歐羅

PRAR  
企業貸款

2006 年 12 月














「由 PGGM 執行的第一筆風險分擔交易」



「獲得 2016 年證券化獎」



## PGGM 執行的風險分擔交易範例

 <p>20 億歐</p> <p>Boadilla III 歐洲項目 金融</p> <p>2017 年 12 月</p>	 <p>23 億歐羅</p> <p>Victoria I 西班牙 SME 貸款</p> <p>2015 年 12 月</p>	 <p>46 億歐羅</p> <p>Nightingale 英國 SME 及 IPRE 貸款</p> <p>2017 年 11 月</p>	 <p>35 億美元</p> <p>Terra VI EM 企業 貸款</p> <p>2015 年 3 月</p>	 <p>35 億歐羅</p> <p>Colonnade UK 企業貸款</p> <p>2016 年 12 月</p>	 <p>50 億美元</p> <p>Metrix I 企業貸款</p> <p>2015 年 12 月</p>
 <p>40 億美元</p> <p>Shangren IV EM 貿易融資</p> <p>2018 年 9 月</p>	 <p>30 億美元</p> <p>Sumeru III EM 企業貸款</p> <p>2018 年 6 月</p>	 <p>30 億歐</p> <p>Pommes II 歐美公司貸款</p> <p>2017 年 7 月</p>	 <p>32 億歐羅</p> <p>Pommes I 歐洲公司貸款</p> <p>2014 年 1 月</p>	 <p>77 億歐羅</p> <p>Resonance III 企業貸款</p> <p>2018 年 12 月</p>	 <p>50 億歐</p> <p>Resonance II 企業貸款</p> <p>2016 年 6 月</p>
 <p>37 億美元</p> <p>Guilden XVI + XVII 歐美公司貸款</p> <p>2018 年 12 月</p>	 <p>24 億美元</p> <p>Orient I 亞洲公司貸款</p> <p>2017 年 9 月</p>	 <p>22 億瑞士法</p> <p>Elvetia IV 瑞士 SME 及 IPRE 貸款</p> <p>2016 年 6 月</p>	 <p>80 億歐</p> <p>Arcean I 企業貸款</p> <p>2016 年 8 月</p>	 <p>20 億美元</p> <p>Aries III 企業貸款</p> <p>2015 年 11 月</p>	 <p>45 億歐羅</p> <p>Darts III 企業貸款</p> <p>2016 年 12 月</p>

- 2018 年 12 月底總投資組合標的大約 **750 億歐元名義金額** 的貸款組合

- 與主要合作夥伴開展 **多個** 風險分擔交易

# 風險分擔交易組合遍布全球

## 超過 90 個國家/地區的貸款風險敞口

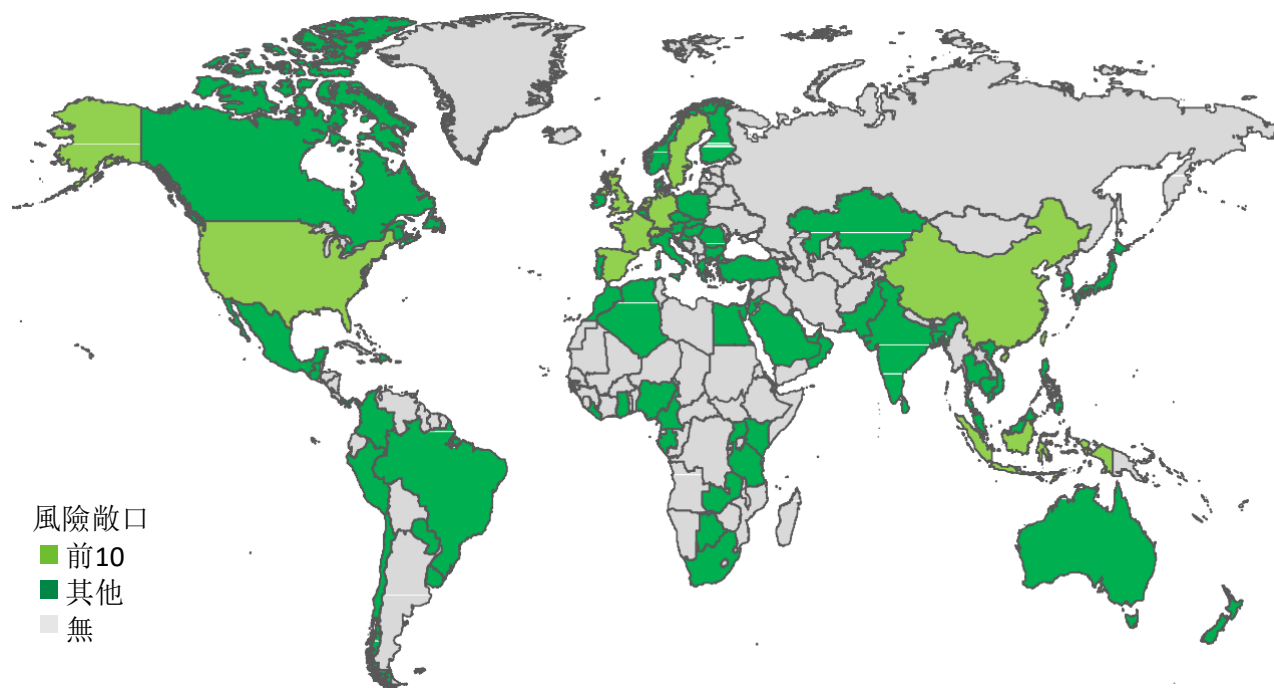
下表顯示了地區和 10 個最大國家風險的細分情況敞口。

### 地區

歐洲	56%
美洲	23%
亞洲	18%
中東和非洲	3%

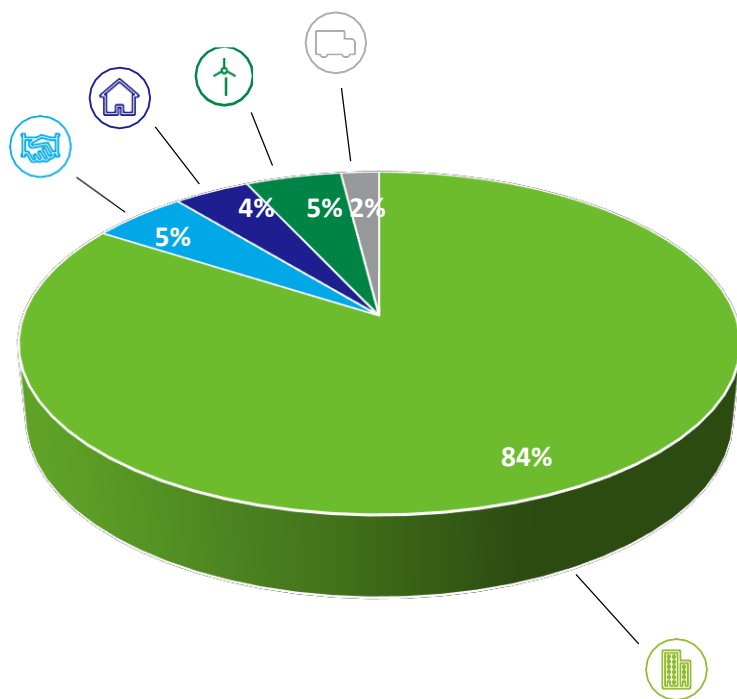
### 國家風險敞口（前 10 名）

美國	21%
英國	19%
德國	7%
西班牙	6%
法國	6%
瑞典	5%
荷蘭	4%
中國	3%
印尼	3%
瑞士	2%



## 信用風險類型

### 為實體經濟融資的不同類型信用風險敞口



- 企業信用
  - 新興及發達市場
  - (非) 投資級別
  - 大、中、小型資本
- 貿易融資
- 基礎設施
- 房地產
- 消費者信貸

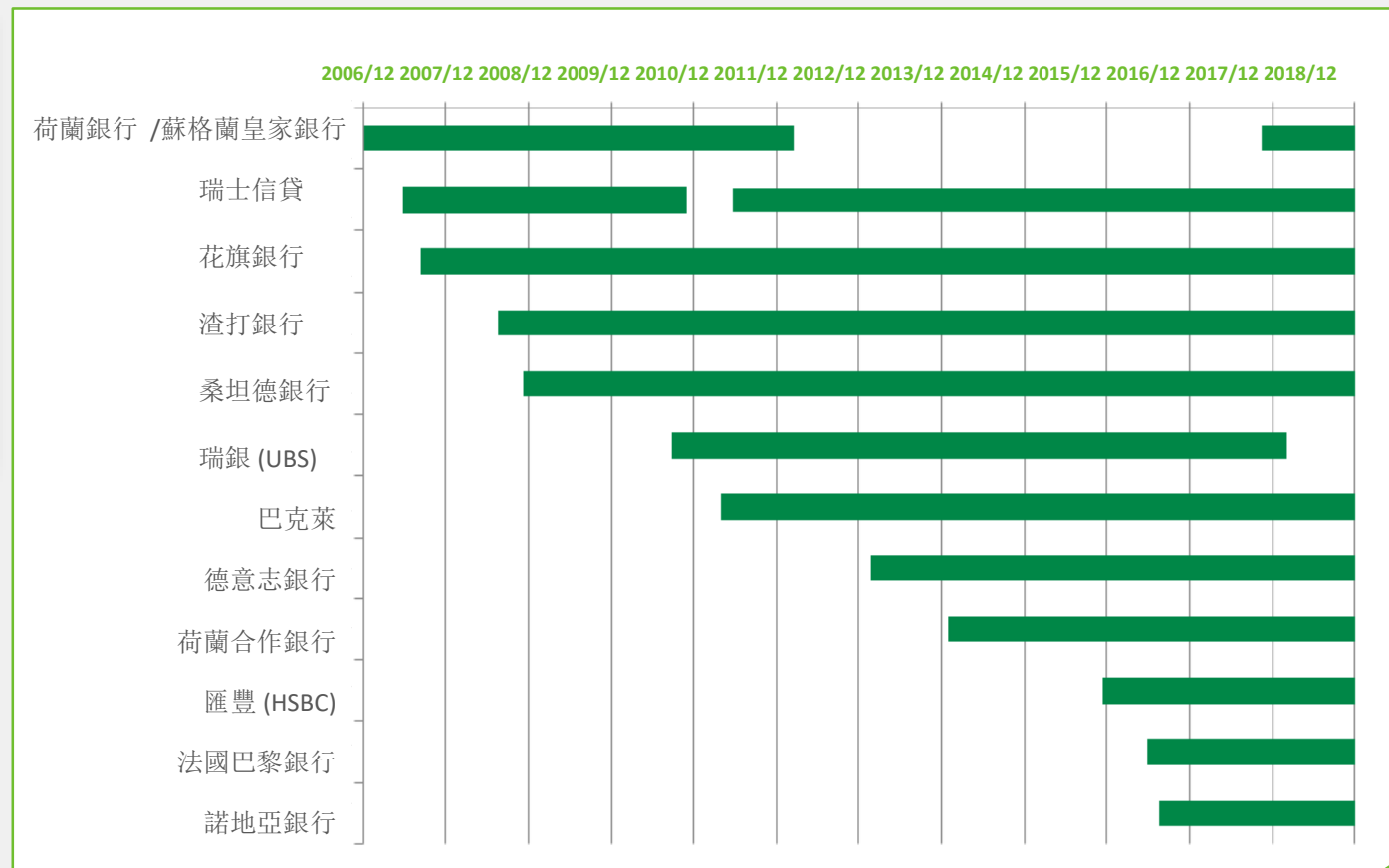
### 跨部門的多元化風險敞口

- 實體經濟風險敞口
- 良好地分散在許多不同經濟部門中
- 三大行業風險敞口，每個 <10%

## 長期關係

### 與每個交易對手進行交易的時期

PGGM 重視與風險分擔合作夥伴的長期關係。到期後，大多數交易將轉為新交易，以確保PGGM 合作夥伴銀行的信用保護得以持續。



# 專職團隊



團隊主管



副主管



高級主任



主任



主任



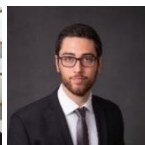
量化分析 - 副主任



Associate



Associates



投資分析師

1位團隊主管  
1位副主管  
2位高級主任  
4位主任

2位副主任  
6位 Associates  
2位投資分析師 (1位在招)

## 資歷

### 平均工作經驗達 9年

從 1 年到 25 年以上

### 國際工作經驗

荷蘭、倫敦、新加坡、意大利、法國、馬來西亞、德國、中國、美國、捷克共和國

### 多元化的專業背景

資產管理、銀行、法律、物理、量化分析、信貸結構、固定收益銷售、前沿市場、(再)保險、風險建模、私募、量化交易員

### 廣博的(深造)學術背景

工商管理、金融、經濟學、計量經濟學、風控、物理、法律、航空航天工程、管理、博士、CFA

### 8個不同國籍

荷蘭、意大利、俄羅斯、法國、摩洛哥、中國、德國、捷克

### 10種不同語言

荷蘭文、英文、意大利文、俄文、西班牙文、法文、阿拉伯文、中文、德文、捷克文

# 讚譽及新聞

## IPE AWARDS 2017

優勝者：  
最佳內部經理

優勝者：  
最佳專家經理

提名者：  
最佳另類投資經理

Pensioenfonds Zorg en Welzijn + Add to myFT  
**PGGM to agree €2.3bn synthetic securitisation deal with Santander**  
 Dutch pension fund manager to sell credit insurance against potential losses



Victoria: 2015  
 年西班牙  
 SME, 與  
 桑坦德銀行的交易

Terra I:  
 2007 年與花旗  
 的新興市場交易



EUROPEAN BUSINESS NEWS  
**Pensions Help Smooth Bumpy Credit Market**  
 Funds Provide Hedge Against Risky Loans; 'A Natural Savior'



**H** leading up a team responsible for one of the largest investment portfolios in the sector that has driven market growth while setting a benchmark that others follow would perhaps be enough. But Mascha Canio's personal contribution extends further as one of the most long-standing and visible investors and an advocate for a focus on risk-sharing and transparency to ensure the capital relief trade market's future sustainability.

優勝者：對行業的個人貢獻  
 - Mascha Canio

優勝者：  
 2016  
 IIR 證券化獎



2014 年  
 Pommes  
 與荷蘭合作銀行的交易

## PROFESSIONAL PENSIONS

Admin/Tech Benefits Buzz DB DC Investment Law & regulation Risk re

Netherlands **PGGM, ABN AMRO enter loan deal worth €15.5bn**

Damian Clarkson  
 15 December 2016



PRAR:  
 2006 年荷蘭銀行  
 第一筆 CRS

### 永續金融體系

風險分擔交易為實體經濟增值，並有助於建立永續金融體系：

- 風險分擔交易為銀行釋放了資本，使銀行能夠向實體經濟提供更多貸款
- 信用風險在銀行系統外分擔，從而使銀行業更加穩定

### 促進持續增長的證券化市場

作為經驗豐富的投資者，PGGM 致力於透過以下方式促進增長和安全的證券化市場：

- 透過我們的立場文件分享知識和信念
- 與同行和監管機構進行對話

### 獨特的方法和重點

投資於信用風險分擔交易，以及：

- 專注於銀行成功的核心貸款活動
- 穩定的利益一致性
- 建立長期關係的共同目標



文件可在 PGGM 網站上找到：

- [https://www.pggm.nl/media/5aek3m10/pggm-position-paper-synthetic-securitisations\\_november\\_2015.pdf](https://www.pggm.nl/media/5aek3m10/pggm-position-paper-synthetic-securitisations_november_2015.pdf)
- <https://www.pggm.nl/media/da1e3kpi/pggm-credit-risk-sharing-uk.pdf>
- <https://www.pggm.nl/media/t5r1aehq/joint-paper-the-benefits-of-securitisation-june-2016.pdf>
- <https://www.pggm.nl/en/blogs/securitisation-and-the-big-short-food-for-thought/>
- <https://www.pggm.nl/media/quifc0jm/pggm-paper-esma-templates-not-fit-for-risk-sharing-transactions-november-2019.pdf>

### 透明清單

在 PFZW 網站上，您可以找到透明度清單，該清單提供有關尚未完成的信用風險分擔交易的資訊：

<https://www.pfzw.nl/over-ons/over-ons/pensioenbeleggen/Paginas/Transparantielijst-Credit-Risk-Sharing-Transactions.aspx>

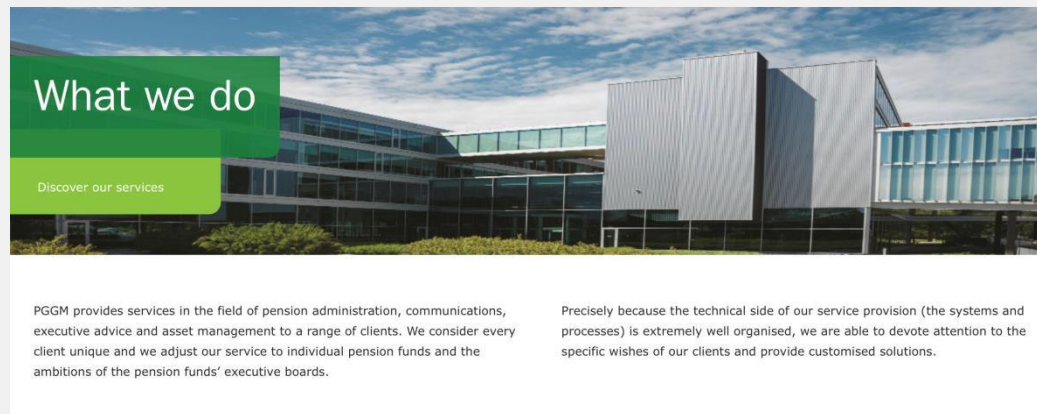
## PGGM Vermogensbeheer B.V.

### 參觀地址

Noordweg Noord 150  
3704 JG Zeist  
The Netherlands

### 郵政地址

P.O.Box 117  
3700 AC Zeist  
The Netherlands



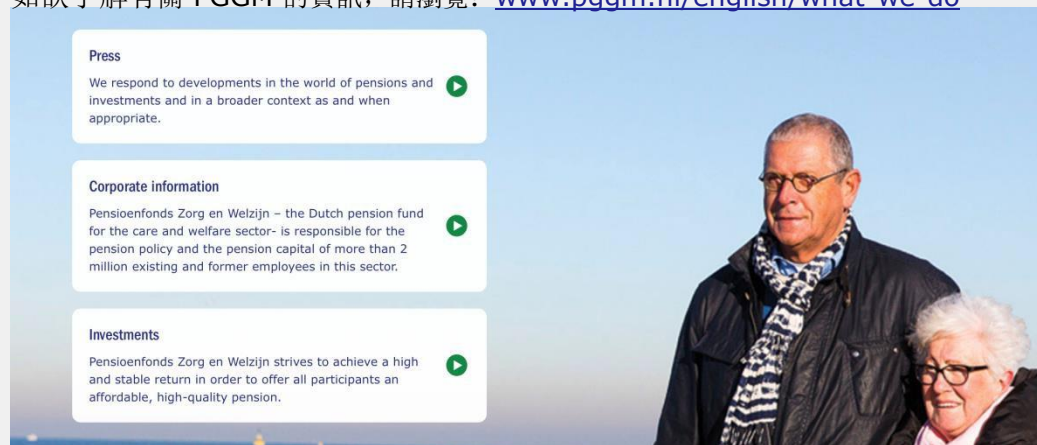
### What we do

Discover our services

PGGM provides services in the field of pension administration, communications, executive advice and asset management to a range of clients. We consider every client unique and we adjust our service to individual pension funds and the ambitions of the pension funds' executive boards.

Precisely because the technical side of our service provision (the systems and processes) is extremely well organised, we are able to devote attention to the specific wishes of our clients and provide customised solutions.


如欲了解有關 PGGM 的資訊，請瀏覽：[www.pggm.nl/english/what-we-do](http://www.pggm.nl/english/what-we-do)



**Press**  
We respond to developments in the world of pensions and investments and in a broader context as and when appropriate.

**Corporate information**  
Pensioenfonds Zorg en Welzijn – the Dutch pension fund for the care and welfare sector- is responsible for the pension policy and the pension capital of more than 2 million existing and former employees in this sector.

**Investments**  
Pensioenfonds Zorg en Welzijn strives to achieve a high and stable return in order to offer all participants an affordable, high-quality pension.



如欲了解有關 PFZW 的資訊，請瀏覽：

[www.pfzw.nl/over-ons/about-us/Paginas/default.aspx](http://www.pfzw.nl/over-ons/about-us/Paginas/default.aspx)