

簡素なシンセティック証券化

バランスシート型シンセティック証券化案件に投資する理由と方法

はじめに

2015年9月30日に欧州委員会（「EC」）は資本市場同盟についてのアクションプランを公開しました。その中に、ECは高品質な証券化を促進するための規制を含めています。これは、一連の基準を満たす証券化を優先的に資本処理することで促進されます。その基準は、証券化をシンプルかつ透明にし、さらに標準化することに焦点を当てています（「STS」基準）。綿密な調査と業界への聞き取り後、真正売買証券化と ABCP 証券化についての STS 基準の規制が起草されました。一方、ECは欧州銀行監督機構（「EBA」）にシンセティック証券化について同様の調査をするように依頼しました。

PGGM は、バランスシート型シンセティック証券化についての **STS** 基準を起草するイニシアティブを強力に支援しました。シンセティック証券化は、より持続可能な金融システムに貢献し、実体経済に付加価値を加え、さらにシンプルなコンセプトで標準化に適していると確信しているためです。このポジションペーパーで、**PGGM** がシンセティック証券化に投資する理由、**PGGM** の基本投資理念、さらに特定リスク要因がある場合、どのようにそのリスクを受け入れ（リスクテイク）できるようになるかについて強調し、上記の確信の根拠を示します。

PGGM および PFZW

PGGM はオランダの主要な年金基金サービス提供者で、現在はオランダの複数の年金基金 1810億ユーロ（2015年9月30日現在）を管理しています。その中には、医療系（医者、看護師）及び社会・介護福祉事業に従事する事業主、従業員（「PFZW」）の年金基金1610億ユーロ（2015年9月30日現在）も含まれます。**PGGM** および **PFZW** はともに非営利組織で、財務リターンと社会的責任は密接に関連していると固く信じています。このため、**PGGM** が発展させている社会的課題および責任ある投資の理念の中で、環境、社会およびガバナンスの基準を満たす企業、プロジェクトや資産に投資することをうたっています。こうしたイニシアティブを通じ、**PGGM** は金融機関としての責任を担い、より持続可能な経済システムに積極的に貢献しています。

PFZW は **PGGM** に対し、シンセティック証券化を中心に資産の最大 2.5% までをバランスシート型証券化に投資するという一任契約を行っています。通常、**PGGM** はファーストロストランジェに投資し、それを「リスクシェアリング取引」と呼んでいます。**PGGM** は 2006 年に投資を開始し、その時以降、毎年新しい取引を実行しています。すべての取引を合わせると、この種のリスクシェアリング取引への投資総額は現在までに 50 億ユーロを超えるまでになり、800 億ユーロ超の裏付となる貸付ポートフォリオを参照しています。このように、**PGGM** は証券化市場のこのセグメントにおける世界でも特に経験豊かで活発な投資家の一つになっています。**PGGM** の現行投資ポートフォリオは、想定元本約370億ユーロに亘る世界各地の裏付資産ポートフォリオのエクスポージャーから構成されます。リスク分担型取引に関わることで **PGGM** および **PFZW** は、銀行セクターが信用リスクを管理するよう支援し、それによりシステミック・リスクを抑制し、**PGGM** の責任ある投資理念の柱の一つである、持続可能な財務システムを達成します。

シンセティック証券化とは？

シンセティック証券化では、銀行はローンポートフォリオに対するクレジットプロテクションを投資家から購入します。これは、そのポートフォリオに含まれるローンがデフォルトになると、投資家はポートフォリオ内のローンで生じた損失を最高金額まで、つまり投資金額まで銀行に返金することを意味します。つまり、この金額はポートフォリオの一部に対するクレジットプロテクションを提供します。これはしばしば「ファーストロストランシェ」と呼ばれます。このランシェのサイズは、少なくともポートフォリオの期待損失（EL）と、非期待損失（UL）の一部をカバーするように選ばれます。通常、銀行は残りのリスクを継続保有しますが、これは「上位（シニア）ランシェ」と呼ばれます。

取引を締結する前に、銀行と投資家は、投資家がリスクにさらす金額、契約期間、およびポートフォリオに含めることができる（適格要件を満たす）ローンなどの取引条件に合意します。適格なローンの選択は、投資家がローンの借り手の実名を知り得る開示ベースか、あるいは投資家が借り手の身元を知らないブラインドプールベースのいずれかが可能です。後者の場合、ローンはローンの種類、セクター、地理、信用リスクなどの基準で選ばれます。

「シンセティック（合成）」という用語は、真正売買取引とは異なり、証券化されたローンが銀行により売却されず、銀行の貸借対照表（バランスシート）に計上され続けるという事実由来します。このようにして、銀行は証券化したローンの信用リスクを低減し、

ローンおよび顧客自体との融資関係を管理する責任を維持し続けます。シンセティック証券化はしばしば、簡単には売却できないローンの信用リスクをヘッジするために利用されます¹。例えば、リボルビング信用枠、SME 融資および貿易金融などです。これらにはしばしば、銀行のみが対応可能で、ノンバンクでは簡単に引き受けられない、大規模な業務処理量が必要になります。

シンセティック 対 真正売買証券化

シンセティック証券化は、真正売買証券化と使用目的が異なります。真正売買証券化では、銀行は特別目的事業体（「SPE」）にローンを売却するため、取引の締結時に**資金**を受け取ります。通常、銀行はファーストロストランシェを継続保有します。投資家は通常、よりリスクの低い上位（シニア）ランシェのみをリスクテイクします。

一般に、シンセティック証券化ではファーストロストランシェは投資家に移転され、残りは銀行が継続保有します。投資家による投資額は一般的に、銀行がそのポートフォリオを保有するために必要とする自己資本金額よりも大きくなります。証券化により完全なヘッジが提供されるため、銀行はシンセティック証券化取引による**自己資本軽減効果**の恩恵を受けることができます。

しかし、ローンは売却されないため、銀行が受け取ることができる唯一の支払はポートフォリオで損失が生じた場合です。このため、シンセティック証券化は、主に信用リスクのヘッジおよび資本管理が目的であり、資金調達を目的としてはいません。

真正売買 対 シンセティック証券化

	真正売買証券化	シンセティック証券化
資産の売却 銀行の目的	はい	いいえ
必須？	はい	必須ではない
資産の所有権 一般的な資産タイプ	SPE 消費者ローン、クレジットカード債権、抵当権付き住宅ローン	信用リスクのヘッジ資本管理 可能、 原資産保有者（オリジネーター）たる銀行 企業債券、SME 融資、貿易金融
投資家のリターン	裏付ローンからのキャッシュフローに基づく	事前に同意した信用リスクプレミアムに基づく 該当しない
裏付ローンの金利リスク	別途ヘッジ	該当しない
裏付ローンの通貨リスク	別途ヘッジ	該当しない

¹ これは、証券化されたローンが銀行のバランスシートに残るため、「バランスシート型証券化」と呼ばれます。シンセティック証券化の技術は、買い手が実際には所有していない資産のクレジットプロテクションを購入するために使用することも可能です。これはアービトラージ型証券化と呼ばれます。このため、銀行が証券化したローンの所有権を継続保有するという事実から生じるシンセティック証券化の利点は、アービトラージ型証券化には該当しません。PGGM はバランスシート型証券化には投資しますが、アービトラージ型証券化には投資しません。従って、本書に記載の説明はすべてバランスシート型証券化にのみ適用されます。

複雑性

シンセティック証券化に関する主な懸念は、それが複雑だということです。これは全部が不公平であるとは言いきれません。シンセティック証券化の信用リスク移転の法的なメカニズムは、仕組み上威圧的であり、一見して完全に把握することは困難です。このため、PGGM は適切な取引構造を注意深く検討しました（詳細は以下参照）。

つまり、PGGM はバランスシート型シンセティック証券化、または「リスクシェアリング取引」は**概念的には極めてシンプル**であると考えています。投資家は銀行からの選択したローンポートフォリオに対する信用リスクを、事前に合意した金額を限度として負担します。この信用リスクに対して、投資家は定期的な利払いという形で釣り合いの取れたリターンを得ます。基本的には、これが全てです。

以下の図は、PGGM のリスクシェアリング取引の一般的な概要を示しています。銀行と共に、PGGM は銀行のバランスシートに計上された特定の貸出勘定からの、リスクシェアリングポートフォリオ（図の左側）に適格なローンの選択肢に同意します。そのローンポートフォリオの中から、

PGGM は一般的にファーストロストランシェに投資し、銀行は上位（シニア）トランシェを継続保有します。さらに、PGGM は強力な利益の一致があることを確認します。銀行に、PGGM と同じ信用リスクの少なくとも 20% を継続保有してもらうことで、PGGM は利益の一致を作り出します。このようにして、信用損失が生じた際に、双方が「痛みを感じ」ます。PGGM は、これにより比較的簡単に理解しやすいリスクとリターンのプロファイルが提供できると考えます。

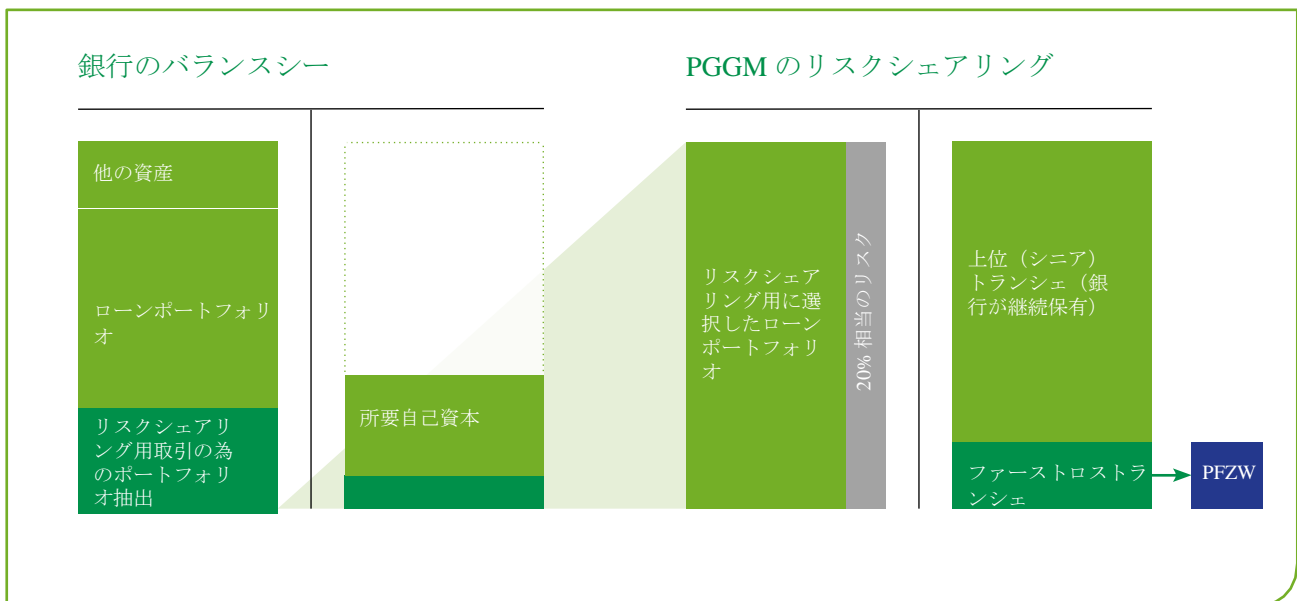
懸念

それでもなお、正当な懸念がいくつか残ります。銀行の観点からの主な懸念は、信用リスクがその構成を通じて適切に移転できるのかという点です²。投資家の観点からは、以下の点について特定の懸念があります。

- **信用リスク**：投資家がさらされる信用リスクのタイプは？
- **モラルハザード**：銀行はヘッジした後もローンを提供するのか？
- **逆淘汰**：証券化に含まれるのは不良債権のみか？
- **運用リスク**：証券化の構造は機能するのか？ **カウン**
- **ターパーティーリスク**：投資家は銀行の債務不履行リスクにさらされるのか？
- **仕組み上のリスク**：この構造により生じる他のリスクは何か？

PGGM はこれらの懸念を理解しています。投資家として、PGGM も上記の懸念を共有しています。以下のセクションでは、まず PGGM の中心的信条を概説し、その後 PGGM が様々な要素に対処している方法、さらには PGGM

（および PGGM の顧客）がかかるリスクを受け入れている理由について検討します。



2 この懸念については、重大なリスク移転についてのガイドラインで説明します。本書では扱いません。

PGGM の中心的信条

上述したように、PGGM 内部ではバランスシート型シンセティック証券化案件への投資を、「リスクシェアリング取引」と呼んでいます。この用語の使用は、この取引は信用リスクの純粋な共有であるべきであるという PGGM の主たる信条を強調しています。この取引によって PGGM が投資家として被る損失は、証券化されたプール内のローンによって原資産保有者（オリジネーター）たる銀行が被る損失と可能な限り等しくあるべきです。

これを基にした、PGGM の中心的信条は以下の通

- りです。銀行と長期的なパートナーシップを築き、
- その中で、PGGM は銀行の中核事業に関する信用リスクで、
- その中で、銀行が市場で好適に認識されている活動の信用リスクのみを共有し、
- 基となるローンブックを公平に反映しているリスクシェアリングポートフォリオに投資し、
- その際には、損失を共有するために実際の利益の一致を伴い
- いずれの側にも顕著なカウンターパーティーリスクがないものとする。

懸念への対処

シンセティック証券化の経験豊富な投資家として、魅力的で簡単なリスク-リターンプロファイルを伴う堅固な取引を PGGM 顧客向けに構築するため、PGGM は前述の懸念に対処する方法を熟慮しました。

初めに、PGGM が努力したのは、銀行の中核的クレジットポートフォリオにおける銀行の損失を、銀行と同じように共有する**長期的パートナーシップ**です。そのため、PGGM はリスクシェアリングポートフォリオの最終的な損失を、銀行が損益勘定に記帳するのと同じレベルで清算するように常に意図しています。これは、株主が損失に向き合う方法と一致しています。さらに、長期的なパートナーとして、PGGM はリスク共有銀行から非常に歓迎されています。それにより、取引の満期時には、PGGM は常に新規取引の交渉が可能であり、銀行が関連するローンブックの継続的なクレジットプロテクションを確実に利用できるようにしています。PGGM は 10 年近い経験の中で、満期取引をロールオーバーできるこの種の関係を複数構築しています。PGGM はさらなる関係を構築するように引き続き努力しています。

個々の取引の開始点として、PGGM はローンポートフォリオの**信用リスクの純粋な共有**の正当性を信じています。PGGM は、信用リスクを定期的に支払うべき単純費用として値付けています。PGGM は

過度なスプレッドやその他の複雑なメカニズムを避けることによる

3 PGGM は、取引の価格と、裏付ローンの金利を分けることを望みます。銀行は、ローンをその銀行が顧客に提供するサービスパッケージ全体を基にして価格付けします。それにより、銀行のその他の事業を通じて補填される割引がある場合があります。

4 単独債務者制限、セクター制限、格付バケット制限および地理的制限等は、リファレンスポートフォリオが守らなければならない基準の例です。

単純な価格設定を優先しています。そのため、PGGM が求める価格は裏付ローンの利率とは全く別であり³、そのローンに見込まれる信用リスクに関連する純粋なリスクプレミアムです。そのため、投資家が被る最終的な結果は、基本的には、残高プールから期待損失 (EL) を減算した金額に対するリスクプレミアムです。通貨リスク、金利リスクおよびカウンターパーティーリスクなどのこれ以外のリスクは、ストラクチャリングを通じて軽減されます。PGGM がこの種のリスクをどのように処理しているかは後ほど説明します。

取引の**信用リスク**を理解するために、PGGM はローンポートフォリオや銀行について綿密なデューデリジェンスを実施し、取引をストラクチャリングする際に注意深く考慮しています。最初に、信用リスクの潜在的なタイプを理解することが重要です。潜在的なリスクを理解しない場合、PGGM は投資しません。

二番目に、PGGM は銀行の**市場で認められた位置**を占め成功している**中核的活動**に由来する信用リスクに焦点を当てています。PGGM にとって、その活動が銀行の DNA にしっかりと組み込まれており、上級管理者から注目を集めていて、その銀行に内部で適切に (リスク) 管理をする手段があることに意味があるのです。

さらに、PGGM は信用リスクの共有を考えている (融資) 活動に関連する銀行の**プロセス**にもかなりの注意を払います。PGGM は銀行内の関連するすべてのプロセス、主要な関係者、さらにそれらのプロセスにおける銀行の実績を完全に理解するために多大の時間を費やします。特に注意を払う領域には、発生、モニタリング、処理、リスク管理、全体的な戦略への適合性等があります。実際、個別銀行とリスクシェアリング取引の契約を交わす際に、PGGM は上記プロセスに「署名」します。

リスクシェアリングポートフォリオの根本的なエンティティの実際の個々の名前を知ることは、PGGM にとって重要ではありません。PGGM が知りたいことは、内部信用格付や、産業セクター、国、傾向などの各項目のリスク特徴です。この観点から、PGGM は銀行のポートフォリオ全体を**公平に反映している**リファレンスポートフォリオから始め、そこから特定の集中リスク⁴を減らしてカスタマイズすることを好みます。結果として得られるリスクシェアリングポートフォリオは多様であり、ポジションのほとんどは低流動性資産です。

PGGM は当事者間に強力な**利益の一致**が存在すること、その結果として銀行がヘッジされていない帳簿上の同じ信用リスクを少なくとも 20% を保有するように求めています。この利益一致要件は、

(取引実行時の)前払引受手数料および利息支払により、潜在的な損失を無理なくカバーできる以上の規模です。「資産の組成 (Origination) から販売 (Distribution)」を行う「O to D」型モデルの望ましくない効果は、資産の組成と与信判断を行う(銀行)に、十分な「自己資金投資」の保有を強く要請し実行させることで、劇的に減少します。さらに、リファレンスポートフォリオローンが銀行が提供している中核的活動を確実に反映していることで、銀行が基準となっている帳票全体に引き続きサービスを提供するという保障を提供します。同時に、利益の一致要件が、リファレンスポートフォリオローンの水準に対する銀行のコミットメントを保護します。これらが一緒になって、**モラルハザード**を軽減します。

逆淘汰を可能な限り低減するために、PGGMは参照債権ポートフォリオに組み入れられるそれぞれのローンの内部信用格付を常に最新に維持するように求めます。さらに、新しいエクスポージャーをリスクシェアリングポートフォリオに追加する際、特に自動ソフトウェアプログラムやアルゴリズムによって実行される場合には、事前に設定した選択基準が使用されるように主張します。個人によるいいとこどりは常に避けるべきです。

運用リスクに対処するために、自動化プログラムのアルゴリズムは、PGGMの運用デューデリジェンスチーム専門家によるさらなるデューデリジェンスの対象となります。

さらに、結果として銀行による損失の申し立ての原因となったポートフォリオにおけるクレジットイベントについては独立検証機関が検証し、その申し立てが損失の清算実行前に正当に行われたかどうかを確認します。

PGGMは、いずれの当事者に対する**カウンターパーティーリスク**を避ける方法で取引をストラクチャリングします。まず、PGGMは常に取引の開始時に、投資の想定金額に等しい金額を別の口座に移転することで取引全額の資金を用意します。その結果、クレジットイベントが発生した場合、投資家の問題解決の可能性に関わらず、銀行は申し立てを清算する現金があることが保証されます。さらなる保証のため、PGGMは投資家として、銀行にカウンターパーティーリスクを波及させません。この事前に準備した現金は一般的にはサードパーティーの保管機関が保有し、格付けの高い、実質的にリスクのない短期担保債権に投資されます。通常は、該当する通貨建てのAAAまたはAA+の格付けの3ヶ月もののコマーシャルペーパーです。例えば、ドイツまたは米国債券か、KfWまたはEIB発行のCPです。銀行がクレジットプロテクション支払を怠った場合、クレジットプロテクションは終了します。投資家は担保の利益から、クレジットイベントの申し立て損失を減算後、残りの投資金額を回収します。担保債権は3ヶ月毎に満期になることから、このストラクチャーには流動性リスクはありません。

最後に、**仕組み上のリスク**ですが、シンセティック証券化は**真正売買証券化**よりも実際には簡単であると考えています。ローン自体は移転されず、取引の基準となるだけであり、

ヘッジは信用リスクだけしか考慮しないため、投資家は裏付ローンの金利リスクや通貨リスクに曝されません。裏付ローンのキャッシュフローの実際の規模や時期は、クレジットイベントがないかぎり、シンセティック証券化の投資家には問題になりません。また、ローンの所有権移転に関する業務上および法律上のリスクも避けられます。このアプローチを通じて、バランスシート型シンセティック証券化案件の仕組みの複雑性に関する懸念が緩和されました。PGGMが内部で開発した基準は、様々な経済状況下にいるPGGM顧客に対して堅固かつ魅力的な投資を生み出すことを実証済みです。

シンセティックのSTS基準を開発する理

バランスシート型証券化は一般的に、既存のエクスポージャーをヘッジするために銀行が用いるリスク管理ツールです。シンセティック証券化により、銀行は販売が難しい、または販売が不可能でさえあるため真正売買証券化ではヘッジできないエクスポージャー、例えばリボルビングクレジット商品や、SME貸付および貿易金融などのエクスポージャーをヘッジすることが可能になります。シンセティック証券化はしばしば、真正売買証券化がヘッジする貸出セグメントとは全く異なるセグメントに関連する信用リスクをヘッジします。このようにして、シンセティック証券化は現在提案されている一連のSTS基準を補完しています。

さらに、STS基準を通じて真正売買証券化に提供される優遇措置は、真正売買証券化とシンセティック証券化の間にある公平な競争の場を破壊することがあります。このため焦点が真正売買証券化に移ることになり、それによりシンセティック証券化市場だけでなく、真正売買証券化では証券化に適さない、上述のSME貸出や貿易金融などのコア貸出セグメントにも悪影響が及びます。さらに、信用リスクの大部分はノンバンク投資家により共有されていることから、この種の取引を通じてそれらが銀行業界から取り除かれます。このように、システミックリスクを低減し、より持続可能な金融システムに寄与できます。シンセティック証券化が上記目的に確実に合致するには、適切にストラクチャリングされている必要があります。STS基準はこのゴールの達成に役立ちます。

最終的に、STS基準はシンセティック証券化向けの、よりアクセスしやすく標準化された透明な市場の創造に役立ちます。多くのシンセティック証券化のファンダメンタルズは類似していますが、実装には違いがあります。これは部分的には、投資家および銀行の好みの違い、さらには規制当局による各銀行に対する様々な要件のためです。PGGMは、より協調的なアプローチが投資家、銀行さらに規制当局に利点があると考えます。

まとめ

経験によれば、PGGM が締結したリスクシェアリング取引は銀行と顧客双方にメリットがありました。銀行は参照債権ポートフォリオにある名目の完全ヘッジ、さらにはしばしば自己資本軽減効果の恩恵を受けます。これによりバランスシートが強化されるため、銀行は資本を新たなローンに再活用でき、組織的ネットワークとリソースを最適な方法で活用できるのです。投資家として PFZW は、公開市場では利用できない信用リスクへのアクセスを通じて、魅力的なリスク-リターンプロファイルを伴う分散投資が可能です。過去 10 年間のリターンは、経済的危機の間でさえも、力強いものでした。最後に、社会も中核的

銀行業のリレーションシップへの貸出の増加と、銀行セクターのシステミックリスクの低減により、結果として経済が力強くなり持続可能な金融システムが得られることから、メリットを受けます。

このペーパーで PGGM は、バランスシート型シンセティック証券化案件についての PGGM の見解、および主要な懸念を軽減するために「リスクシェアリング取引」を適切にストラクチャリングする方法に関する PGGM の見解を述べています。本書がシンセティック証券化についての理解を助け、標準化がこの取引に関する一般的な懸念にどのように対処しているかに関する理解の一助になれば幸いです。PGGM は比較的限られた数の基準を通じて、バランスシート型シンセティック証券化案件は簡単に透明な投資に標準化できると信じています。

わかりやすいシンセティック証券化：用語

シンセティック証券化の複雑さの殆どは業界で使用されている専門用語から生じています。この付録では専門用語のいくつかをわかりやすく説明します。

クレジットプロテクション 信用リスクの保証で、シンセティック証券化の基本です。

保証の買い手 (プロテクション・バイヤー) 保有しているローンに対するクレジットプロテクションを受けたいと考えている参加者。通常は銀行。

保証の売り手 (プロテクション・セラー) クレジットプロテクションを提供する参加者、つまりは投資家。

クレジットイベント 借り手が負債を返済できなかった場合。通常は、3つのカテゴリーに分類されます。「滞納」、「倒産」、および「リストラクチャリング」

クレジットデフォルトスワップ それを通じてシンセティック証券化が通常ストラクチャリングされる金融契約。この契約では、保証の買い手 (プロテクション・バイヤー) は、保証の売り手 (プロテクション・セラー) からの「流動的な」支払と交換に固定利息 (「CDS プレミアム」) を支払います。この「流動的な支払」は、ポートフォリオに含まれるローンのクレジットイベント後に、保証の買い手 (プロテクション・バイヤー) が請求する損失金額です。CDS と略されます。

参照債権ポートフォリオ シンセティック証券化に参照されるローンのポートフォリオ。このポートフォリオに損失がある場合は、事前に合意した金額を上限として、投資家が補填します。

トランシェ 証券化に含まれるリスクの一部。「ファーストロス」または「株」トランシェが初期損失を引き取り、最後の損失がある場合は「上位」トランシェがそれを受け取ります。その間に追加トランシェがある場合がありますが、それは「セカンドロス」、「劣後」またはそれ以外の用語で呼ぶことができます。合わせて、ローンは取引の負債構造になります。右は、トランシェ構造の一例です。

上位 (シニア) トランシェ (損失の最後の 70% ~ 80%)
劣後トランシェ (損失の 10% ~ 20%)
ファーストロストランシェ (最初の 10% の損失)

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



Voor een waardevolle toekomst