

信用リスクの共有

2019年9月

極秘



免責条項

本書の内容はすべて指針および議論のためのものであり、極秘で、複製すべきものではなく、また社内での使用のみを目的としています。本書は議論目的でのみ作成されており、いかなる証券または金融商品、あるいは投資アドバイスの売買の提供でも、提供の勧誘でもありません。本ポリシーは、第三者にいかなる権利も付与するものではありません。PGGM Investments は本書に含まれる情報が正確であるように万全を期していますが、誤植の責任は負いません。
本書に含まれる情報は通知なしに変更される場合があります。

目次

セクシ

PGGM の概要

セクシ

タイムラインと構造

セクシ

リスクシェアリング取

セクシ

実績およびチーム

セクション1

PGGM の概要

価値ある未来のために

PGGM は持続可能性の重要性と、集団や団結
の力を信じている

はじめに

PGGM はオランダの独立年金基金サービスプロバイダーで、運用資産残高は **2110 億** ユーロである

- 最大の顧客は Pensioenfonds Zorg en Welzijn (「PFZW」)です。これはヘルスケアおよびウェルフェアセクターのオランダの年金基金で、加入者 **270 万人**の総額 **1990 億**ユーロを保有して
- その他の顧客は、建築家、警備保障、画家、医師、スマーフット・カップ・グループなどで、合計資産金額は **120 億**ユーロである

PGGM は **2 つ**の明確な目的に特化することで付加価値を加える

- 長期的な視点と、すべてのアセットカテゴリーに持続可能性を考慮して投資することで、**価値ある未来**を実現する
- 顧客のために**高く安定したリターン**を生み出し、PFZW 向けには **1971 年以降平均年率 8.0%**を実現している

セクション2

リスクシェアリング取引

銀行のバランスシートにある中核的
信用リスクの共有

長期的なパートナーシップに焦点を当てる

相互利益

PGGM

- ✓ 魅力的なリスク-リターンプロファイル
- ✓ 低流動性で固有の信用リスクへのエクスポージャー
- ✓ 高品質な信用組成者との密接な協力

パートナー銀行

- ✓ 効率の良い資本管理
- ✓ 信用リスクの完全ヘッジ
- ✓ 複数のローンブックに適用可能

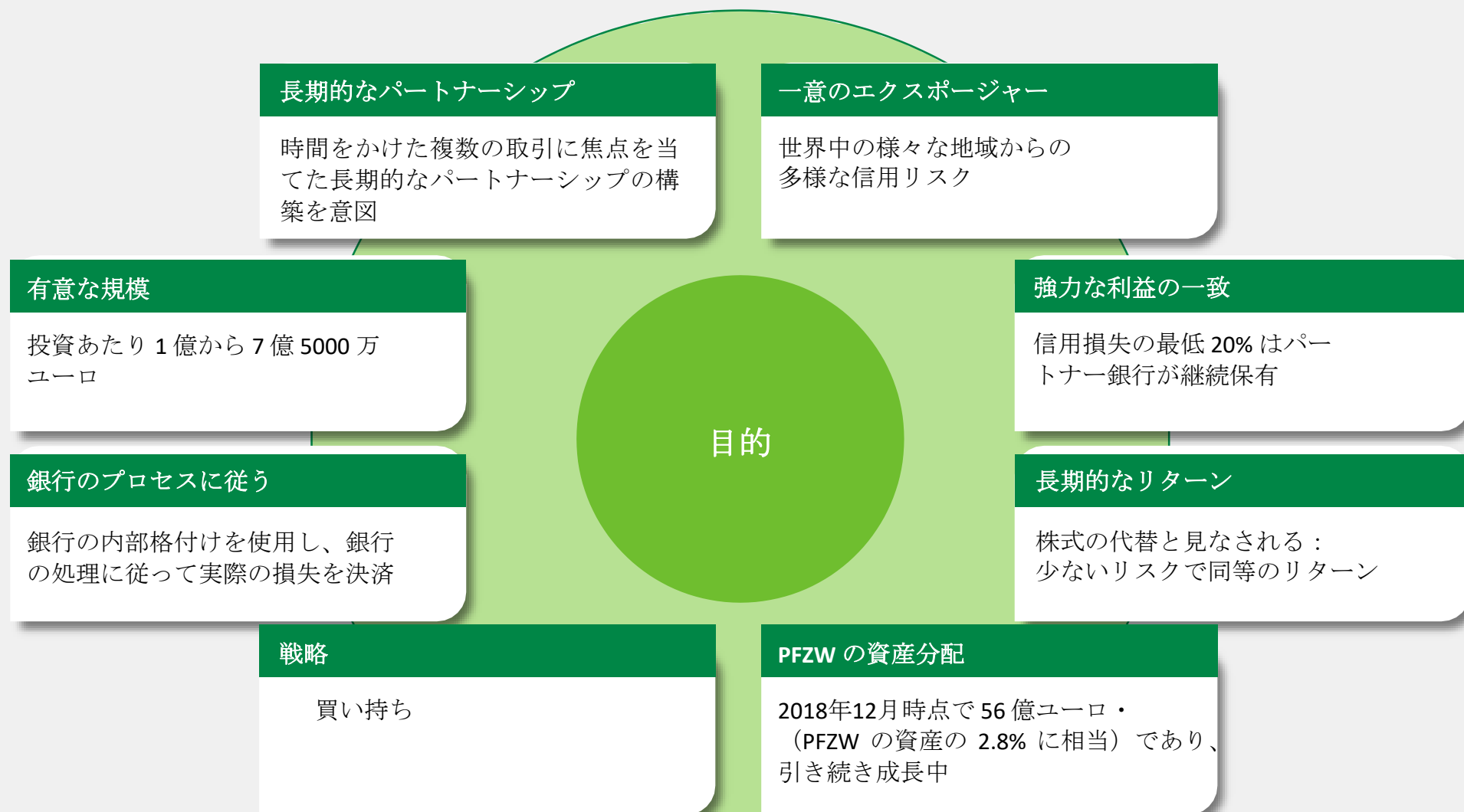
長期にわたる複数のリスクシェアリング取引

関係が成熟するに伴い、価格付けと構造化
が経験から益を受ける

PGGM の理念



PGGM の目的



パートナー銀行に対する主な利点

PGGM とのリスクシェアリング取引を締結する際の銀行の利点

- 信頼できる経験豊富な長期的パートナーで、異なる法律体系に詳しい
- 成功している中核的活動へのリスクキャピタル提供者
- 効果的に資本を管理し、低流動性のクレジットエクスポージャーを完璧にヘッジする手段を提供
- テーラーメイドの取引：共同作業により効果的な一連のポートフォリオ基準と取引構造を定義
- 柔軟性：既存の取引契約を修正するか、より適したソリューションを調査することで新しい状況に適応
- リスクシェアリング取引の持続可能な規制環境および市場に貢献

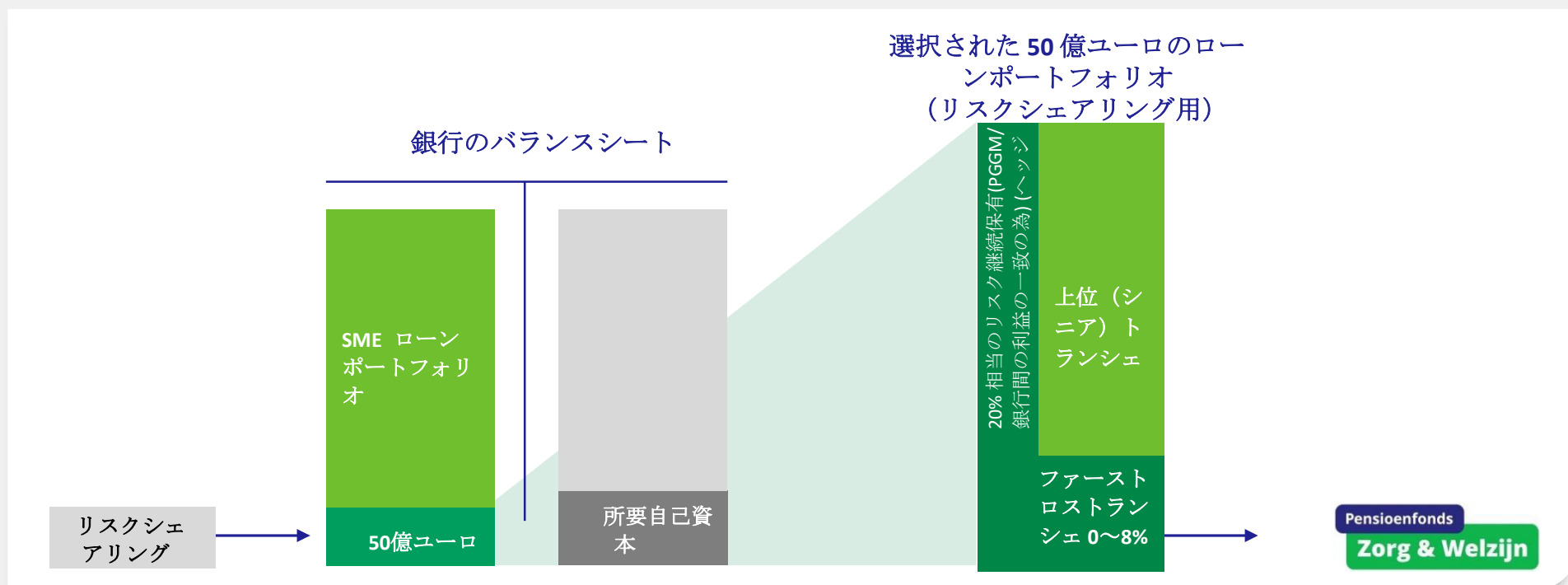
セクション3

タイムラインと構造

協力して最適な構造を見つける

一般的な構造

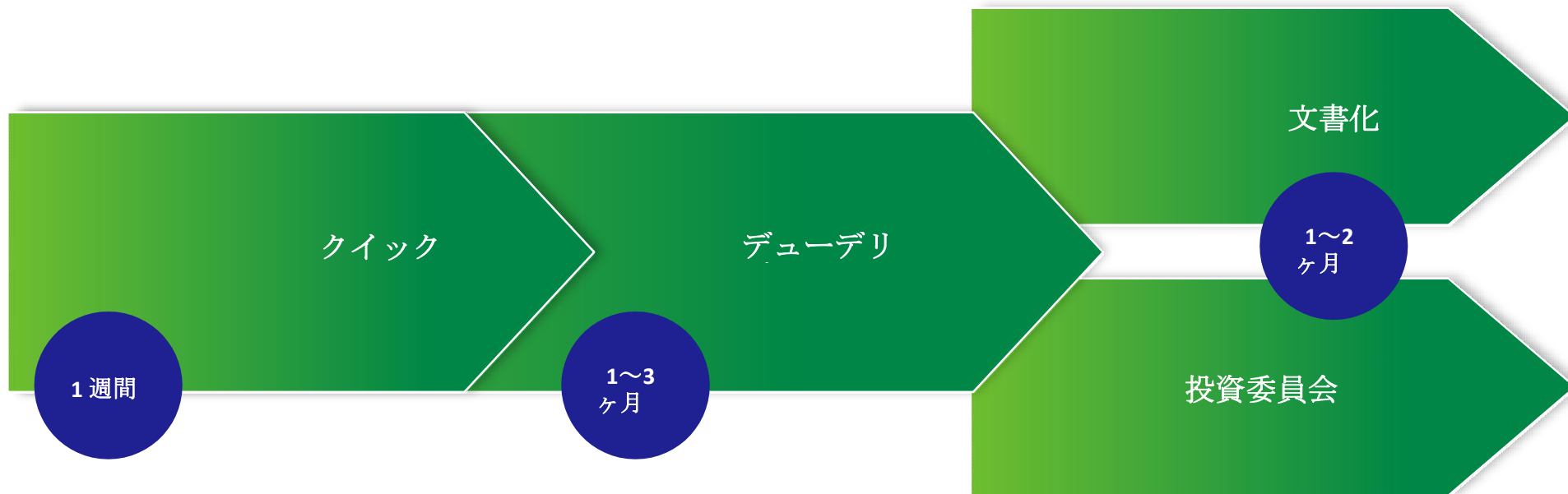
ファーストロスランシェの例



銀行はファーストロスポジションを PGGM の顧客である PFZW に移転：

- ✓ 倒産、滞納、リストラクチャリングなどのクレジットイベントに対する完全ヘッジ
- ✓ ファーストロスポジションの最高 20% まで：損失が生じるクレジットイベントの都度、最大 80% が PFZW によりカバーされ、実際の損失の少なくとも 20% が銀行の P&L 勘定に影響する

タイムライン



合計タイムライン2~5ヶ月

タイムライン：クイックスキャン



要件

固守すべき PGGM の要件：

- ポートフォリオがパートナー銀行の中核的活動を表している
- 利益の一致が 20% 以上
- 現金預金に代わる担保として短期高品質証券（PFZW により AAA/AA と格付けされたもの）

初期解析

PGGM は以下について初期解析を行う：

- パートナー銀行
- 信用リスクの種類
- 取引規模
- 提案された取引構造
- 提案された取引のポートフォリオ全体への適合性

1 週間

見込みあるリスクシェアリング取引のデューデリジェンスを継続する能力を割り当てるという PGGM チームの承認

タイムライン：デューデリジェンス



PGGM は以下について銀行の徹底的な**独立精査**を行う：

定性解析

- 信用組成、モニタリング、および回収管理のプロセス
- 信用リスク組成活動の事業戦略
- 組織の様々な部署にわたる役割と責任の分担
- 信用ポートフォリオ管理チームの役割
- ESG/持続可能性ポリシー

定量解析

- 信用リスク管理における長期的な業績
- 内部信用格付けモデルおよび手順
- リスクシェアリングポートフォリオの選択プロセスと構成

1~3
ヶ月

タイムライン：文書化



初期合意と法定文書の最終化

- 銀行と PGGM の間で合意した初期構造と経済状態は、最大 3 つの投資委員会の承認を得る必要がある。同時に、法定文書の作業も開始する。
- デューデリジェンス時に、銀行と PGGM は以下の点について初期合意に達している。
 - 契約形態（直接 CDS、クレジットリンク債または財務保証債）
 - トランシェ規模、利益の一致、価格と現金の担保化（3 ヶ月の高品質債券またはレポ債券）
 - PFZW の補填規則および除外規則を含む初期ポートフォリオの構成

検証機関の手順

検証機関の手順には以下のステップがある：

- クレジットイベントの適格性の確認
- 以下に含まれている場合、参照ローンの適格性を確認する：
 - 開始時に合意したポートフォリオガイドラインを厳守している初期ポートフォリオ
 - 補充時に合意したポートフォリオガイドラインを厳守している補充ポートフォリオ
- 利益の一致が少なくとも 20% であることを確認する
- 初期損失が契約上合意した初期損失に等しいかどうかを確認する
- 処理完了時の損失率が銀行の P&L 勘定の記帳に対応しているかどうかを確認する

1~2
ヶ月

タイムライン：投資委員会



1
ヶ月

提案 > 2.5 億ユーロ

PFZW

PFZW が最終決定する

- PFZW は 6 週間ごとの定期会合でその投資提案を討議する
- 緊急の場合、電子メールの手順を利用できる

提案 > 1 億ユーロ

PGGM 投資委員会

PGGM 投資委員会が 1 億ユーロを超える投資提案を決定する

全提案

PGGM チーム投資委員会

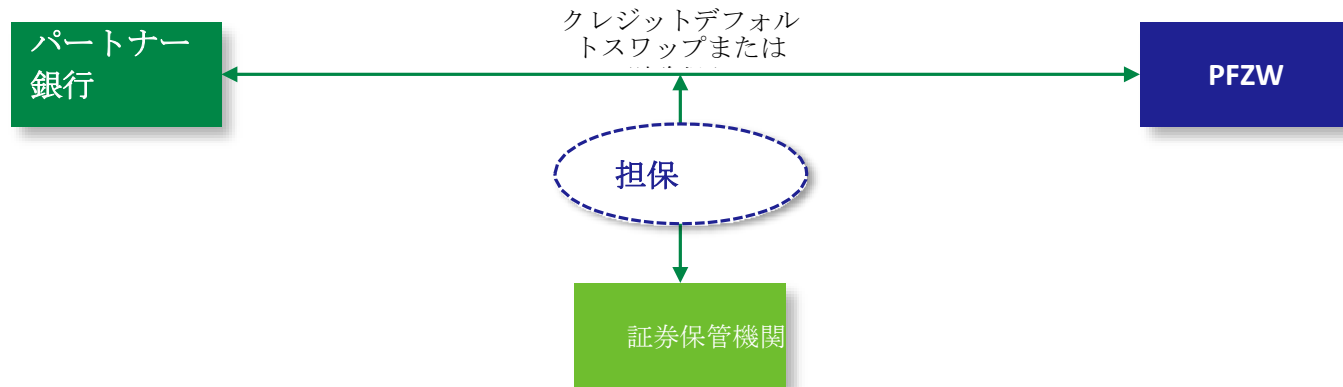
PGGM チームがすべての投資提案を決定する

- 1 億ユーロまでの取引を承認する権限

ストラクチャリング取引には様々なオプションが利用できる

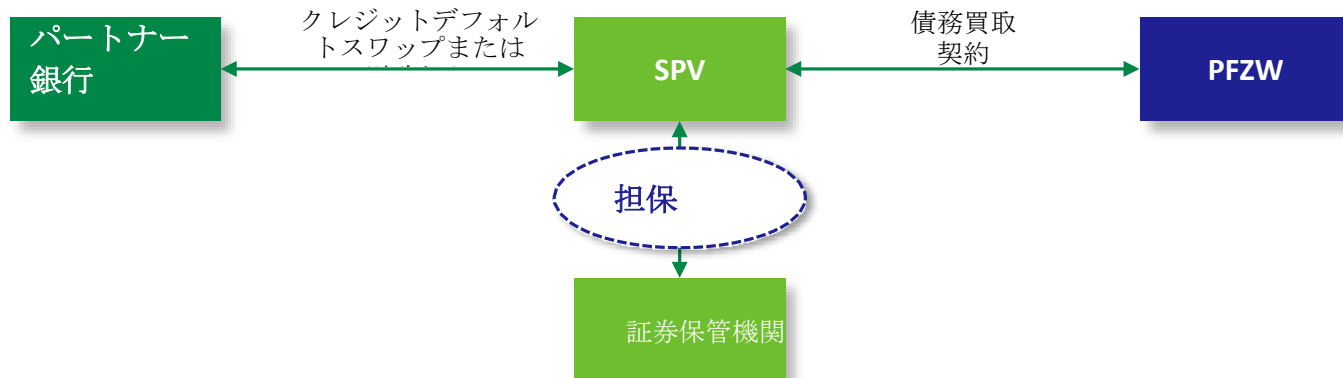
ダイレクトクレジットデフォルトスワップ (CDS)

銀行は PFZW との保証協定を直接締結する。PFZW が取引の全額を出資する。

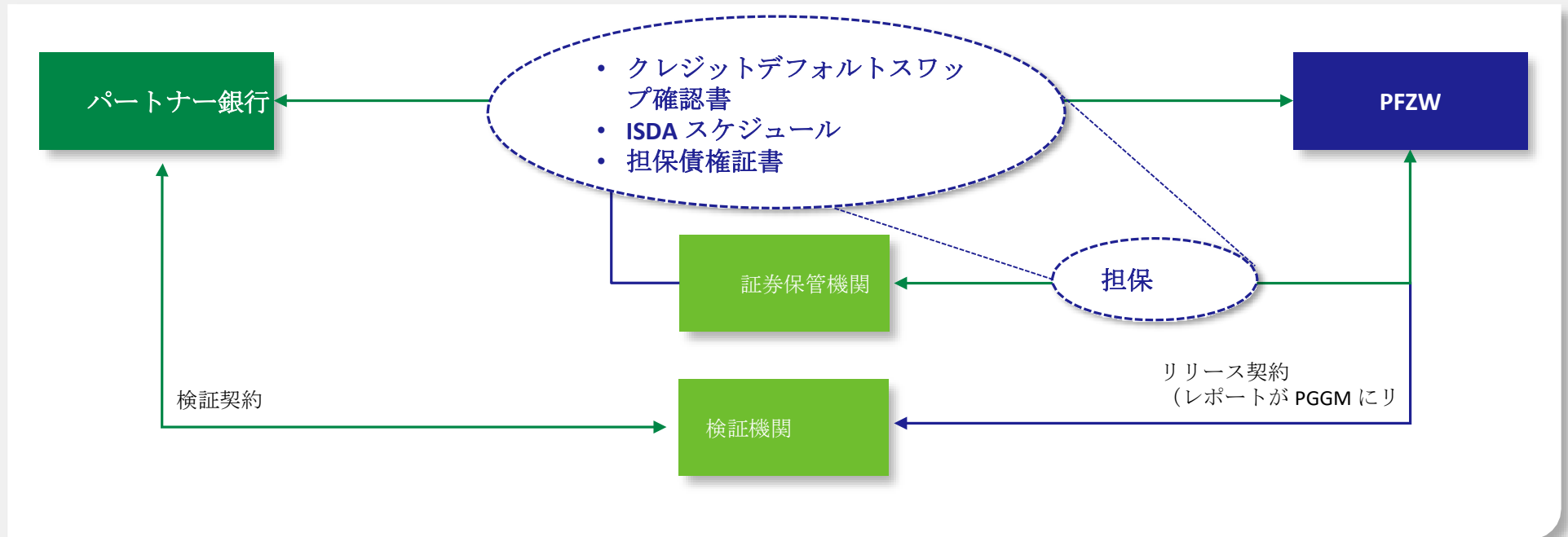


財務保証付きクレジットリンク債 / CDS

銀行は SPV との保証協定 (CDS または財務保証) に入る。SPV は、PFZW が購入したクレジットリンク債の販売を通じて資金を得る。PFZW が取引の全額を出資する。



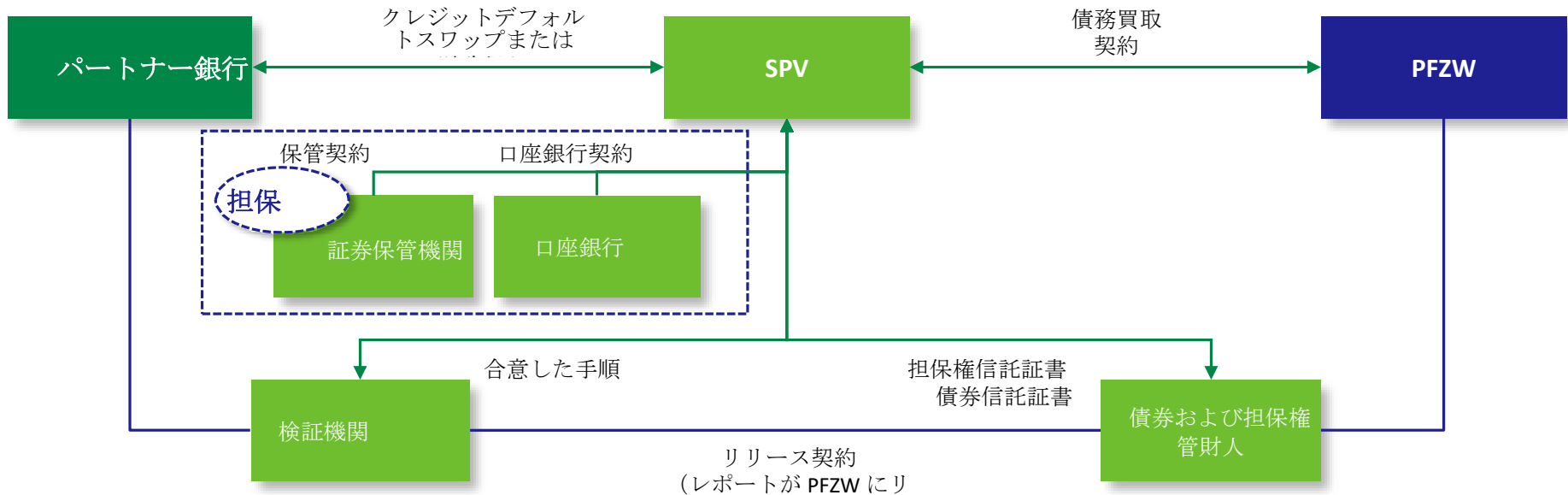
直接 CDS



基本プロセス

- 銀行は直接 CDS 契約を通じて PFZW から保証を購入する
- PFZW 名義の取引用の保管および現金口座は、リスクシェアリング銀行に差し入れられる
- PGGMは (PFZW の代理で) 名目現金を、現金口座の初期マージンとして移転し、100% 出資する
- 受取現金は保護預かり勘定で保有され、3 ヶ月物の高品質担保に投資され、四半期ごとに再投資される
- 検証機関が参照ローン、クレジットイベントおよび損失金額の適格性を検証する
- 証券保管機関は検証後にクレジットイベント請求を支払う PFZW からの別途承認は不要。

財務保証付きクレジットリンク債 / CDS



基本プロセス

- 銀行は SPV と契約した CDS または財務保証から保証を購入する
- SPV は債券（必要な場合は上場する）を発行し、PFZW はその債券を購入して SPV が現金を受領する
- SPV は口座銀行に現金を預入し、その銀行は現金で 3 ヶ月の高品質担保を每期購入する
- 証券保管機関は保護預かり勘定で担保を保有する担保はパートナー銀行と（損失請求を支払うため）PFZW（債券の元本を支払うため）に差し入れる
- 検証機関が参照ローン、クレジットイベントおよび損失金額の適格性を検証する
- 証券の受託者はリスクシェアリング銀行からクレジットイベント通知を受領し、確認後、アカウント銀行および証券保管機関に、リスクシェアリング銀行に対して適切な金額を支払うように指示する。PFZW からの別途承認は不要。

カウンターパーティーリスクを避ける

取引は常にパートナー銀行と PFZW 両者がカウンターパーティーリスクを避ける方法で構成される。これには 3 つの理由がある。

1. 銀行はポートフォリオの損失を適時に問題なく請求できるという確信が必要である
2. 両者にとってのカウンターパーティーリスクは、リスク-リターンのプロファイルを複雑にしかねないので、別途価格付けする必要がある
3. PFZW 側では、カウンターパーティーリスクはその銀行のカウンターパーティーラインを消費し、PFZW はそれをより効率的に使用できる。そのため、想定元本全額は取引のベース通貨でレポ取引または高品質債券に投資される。

例



リスクシェアリング取引の開始

1. 投資想定金額全額（初期マージン）は取引名で開設された現金口座に移転される。
2. この現金は高品質担保の購入に使用され、その担保は次の支払日に満期になる。
3. 担保は高い格付けの証券保管機関により別のアセットとは分けて保有され、パートナー銀行と PFZW に実質的なリスクが生じないようにする。

(任意の) 支払日

1. 担保債権が償還される。
2. この分の現金は、リスクシェアリングポートフォリオにおける検証済（初期または最終）の信用損失に関連する申し立て分の銀行への支払に使用される。これにより、損失の適時清算が保証される。
3. 担保債権の利息は PFZW に支払われる（利率がマイナスの場合は、残存想定金額を補填するために CDS プレミアムの一部を利用する）。
4. 残った現金は新規に 3 ヶ月物の高品質債券に投資される。

多通貨リスクシェアリングポートフォリオ

多くの銀行が多通貨ポートフォリオをヘッジしたいと願っている

- 借り手の国際ポートフォリオへのエクスポージャー
- 国際的な事業や貿易金融目的での、既存（国内）顧客への多通貨のエクスポージャー

例

リスクシェアリング取引が理想

- 裏付ローンは売却されないので、組み入れ次に通貨リスクがない
- CDS プレミアムは基本通貨で支払われ、裏付ローンのキャッシュフローに依存しない
- 単独債務者制限、国別制限およびセクター制限は基本通貨で決定される
- 債務者グループごとの基本通貨での想定元本は、合意したポートフォリオガイドラインの範囲内で FX レートにより変動する可能性がある
- 債務不履行に陥った融資の既定 FX レートが固定された時点で、そのレートが処理時に使用され、複雑で不完全な通貨ヘッジ調整を回避する

6月



FX レート 1.38 での GBP 100 融資は
138 ユーロとして
参照登録に含まれる。合意し

7月



FX レートは 1.42 まで上昇し、
融資の名目金額は登録上 142 ユーロに
上昇することがある

8月



FX レートは 1.52 まで上昇し、
ローンは



セクション4

実績およびチーム

開始以降、PGGM は48 以上の取引を実行し、パートナー銀行と長期的な関係を築いている

はじめに

2006年の開始以降 48 を超える リスクシェアリング取引

- PFZW は PGGM に対して一任契約し、現在はその資産の 2.8% をリスクシェアリング取引に投資している
- PFZW はリスクシェアリング取引を株式の代替として割り当てているため、長期的なターゲットリターンは、少ないリスクで株式と同等である
- 2006年12月から毎年新規のリスクシェアリング取引を実行し、現在では 48 取引以上に上る

優れたパフォーマンスを示す高品質な取引

- すべてのリスクシェアリング取引に対して、開始時に「ベースケース」、「逆風」および「ストレス」のリターンを決定する
- ベースケースでは、予測よりもクレジットイベント損失が少なかったため、ポートフォリオのリターンは予測よりも良好だった
- 10% 超の平均年間リターンを実現した
- 開始以降、新規のリスクシェアリング取引に対する累計投資金額は約 110 億ユーロに上る

ABN-AMRO

155億ユーロ

PRAR
法人ローン



















2006年12月

『PGGMによる最初の
リスクシェアリング取引』



『2016年証券化賞を受賞』

PGGM が実行したリスクシェアリング取引の例

 20億ユー Boadilla III European Project ファイナンス 2017年12月	 23億ユー Victoria I スペイン SME ロ 2015年12月	 46億ポ ナイチンゲ ル 2017年11月	 35億米ドル Terra VI EM 法人 ローン 2015年3月	 35億ポ Colonnade UK 法人ローン 2016年12月	 50億米ドル Metrix I 法人ローン 2015年12月	・ 2018年12月末 合計ポートフォ リオ参照は約 基本ポートフォリ オの 750億ユー 名目
 40億米ドル Shangren IV EM 貿易金融 2018年9月	 30億米ドル Sumeru III EM 法人ロー ン 2018年6	 30億ユー Pommes II 欧州および米国 法人ローン 2017年7	 32億ユー Pommes I 欧州法人ロ ーン 2014年1月	 77億ユー Resonance III 法人ローン 2018年12月	 50億ユー Resonance II 法人ローン 2016年6	
 37億米ドル Guilden XVI + XVII 欧州および米国 法人ローン 2018年12月	 24億米ドル Orient I アジア法人ロ ーン 2017年9月	 22億スイ Elvetia IV スイス SME および IPRE 2016年6	 80億ユー Arcean I 法人ローン 2016年8月	 20億米ドル Aries III 法人ローン 2015年11月	 45億ユー Darts III 法人ローン 2016年12月	

世界中にまたがるリスクシェアリング取引のポートフォリオ

90か国以上でのローンへのエクスポージャー

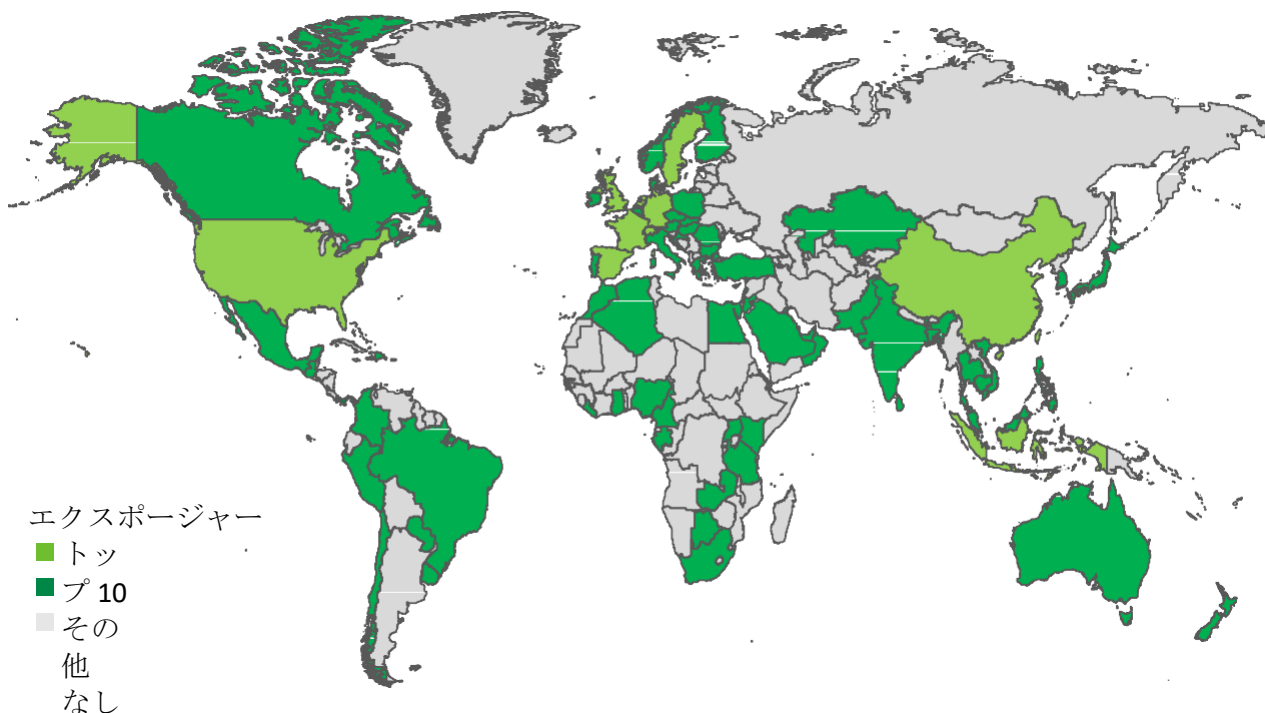
以下の表に、地域の詳細および国別エクスポージャートップ10を示す。

地域

欧州	56%
アメリカ大陸	23%
アジア	18%
中東およびアフリカ	3%

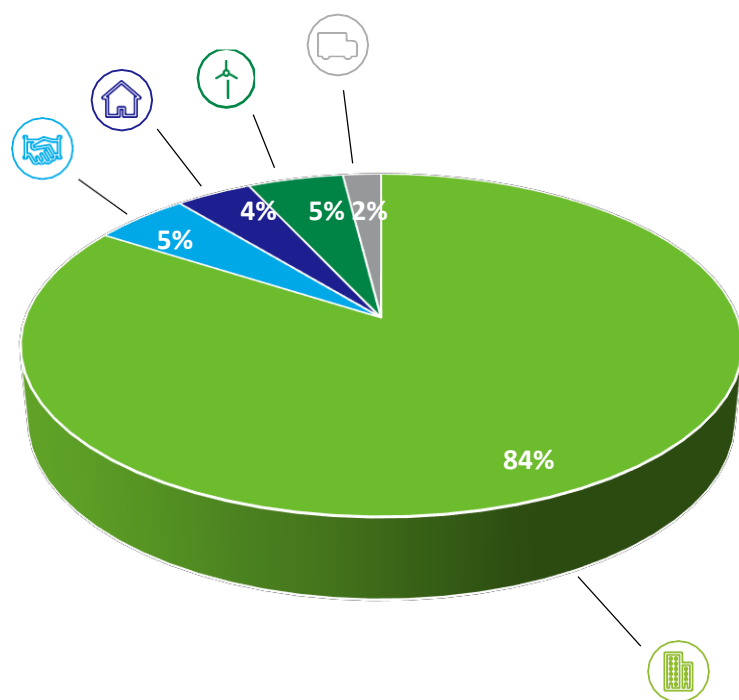
国別エクスポージャー (トップ10)

米国	21%
英国	19%
ドイツ	7%
スペイン	6%
フランス	6%
スウェーデン	5%
オランダ	4%
中国	3%
インドネシア	3%
スイス	2%



信用リスクの種類

実体経済に融資している様々な信用リスクへのエクスポージャー



- 法人向け信用
 - 新興国および先進国市場
 - (非) 投資適格
 - 大型、中型および小
- 型株 貿易金融 インフ
- ラストラクチャー
- 不動産 消費
- 者金融

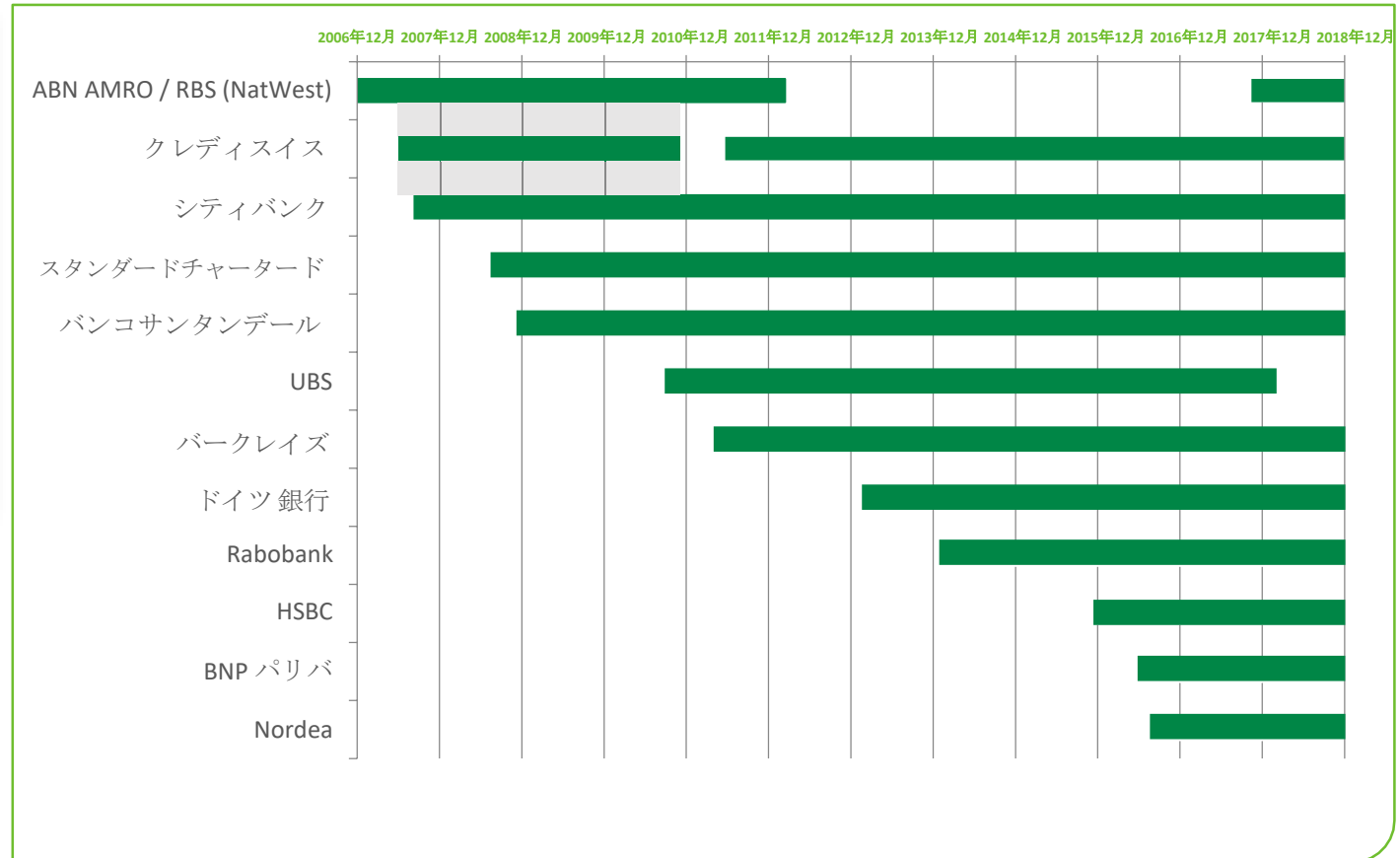
複数のセクターに分散されたエクスポージャー

- 実体経済へのエクスポージャー
- 複数の異なる経済セクターに十分に分散
- 三大セクターエクスポージャー < それぞれ 10%

長期的な関係

それぞれのカウンターパーティーでディール残高があった期間

PGGM はリスク共有パートナーとの長期的な関係に価値を置いている。満期になると、ほとんどの取引は新しい取引へとロールオーバーし PGGM のパートナー銀行に対するクレジットプロテクションを確実にしている。



評価とマスコミ

IPE AWARDS 2017

受賞者：
最高のイン
ハウスマネ

受賞者：
最高のスペ
シャリスト

候補者：
最高のオル
タネイティ
ブマネージ

Terra I: 新
興市場取引
Citi、2007年



受賞者：
2016
IIR 証券化賞



Pommes
2014年の
Rabobank との
取引



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: スペ
インの SME 取
引
Banco
Santander、
2015年

PGGM
MASCHA CANIO
Winner
Personal Contribution to the Industry
SCI Capital Relief Trades Awards 2019
sci

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.

受賞者：業界
への個人的な
貢献 - Mascha
Canio

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
19 December 2016

PRAR:
ABN AMRO
Bank との最初
の CRS

持続可能な金融システム

リスクシェアリング取引は実体経済に付加価値を加え、持続可能な金融システムに貢献する：

- リスクシェアリング取引は銀行の資本を開放するため、銀行は資本を実体経済に貸し付けることができる
- 信用リスクは銀行システムの外で共有されるため、銀行セクターがさらに安定する

成長を続ける証券化市場の促進

経験豊富な投資家として、PGGM は成長を続ける安全な証券化市場に以下を通じてコミットしている：

- PGGM のポジションペーパーを通じた知識と信条の共有
- 同業他社および規制当局との対話の実践

一意のアプローチと焦点

リスクシェアリング取引に投資する：

- 銀行の成功しているコア活動に焦点を当てる
- 強力な利益の一致
- 長期的な関係の構築の目的を共有



ペーパーは **PGGM** のウェブサイトで購入可能:

<https://www.pggm.nl/wat-vinden-we/Documents/pggm-position-paper-synthetic-securitisations.pdf>

<https://www.pggm.nl/wat-vinden-we/Documents/pggm-credit-risk-sharing-uk.pdf>

<https://www.pggm.nl/wat-vinden-we/Documents/Joint-Paper-The-Benefits-of-Securitisation-June-2016.pdf>

<https://www.pggm.nl/english/what-we-think/Pages/Securitisation-and-The-Big-Short-Food-for-thought.aspx>

トランスペアレンシーリスト

PFZW のウェブサイト、残高のある信用リスクシェアリング取引についての情報が記載されているトランスペアレンシーリストを閲覧できる。

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

問い合わせ先

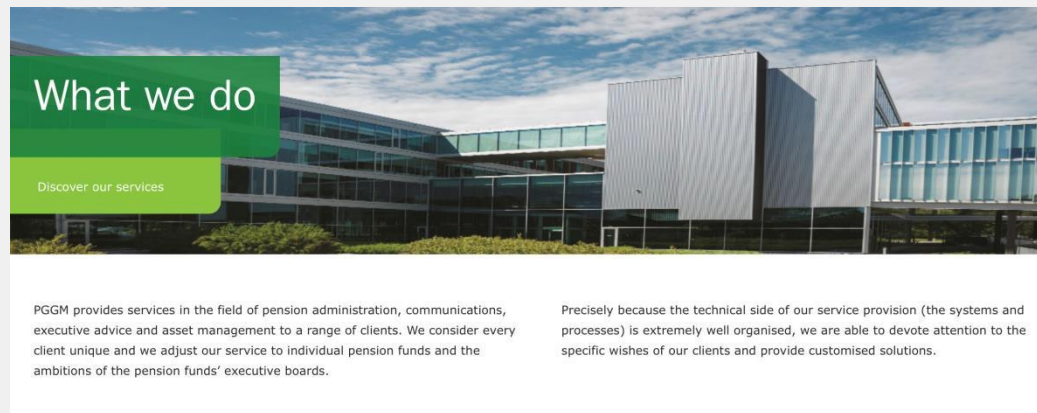
PGGM Vermogensbeheer B.V.

所在地

Noordweg Noord 150
3704 JG Zeist
The Netherlands

郵送先

P.O. Box 117
3700 AC Zeist
The Netherlands

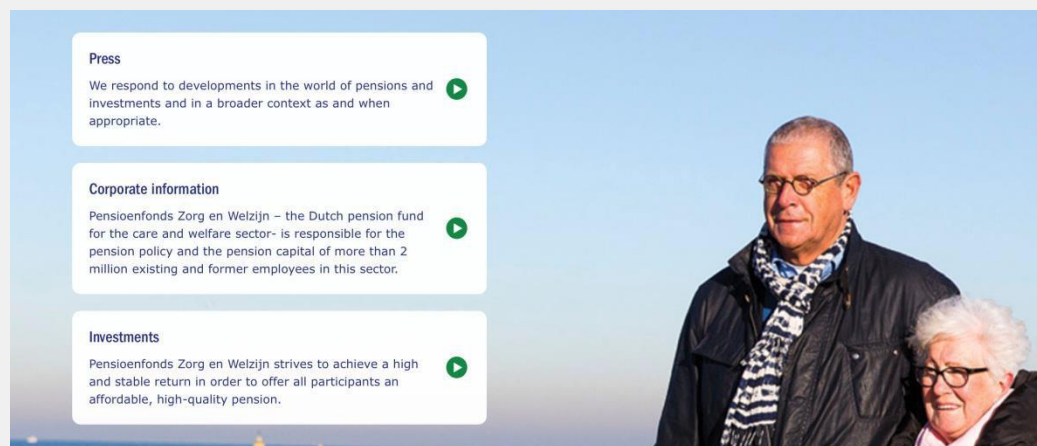


What we do
Discover our services

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.

PGGM についての情報 : 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.

PFZW についての情報 : www.pfzw.nl/over-ons/about-us/Paginas/default.aspx