

信用リスクシェアリング取引への投資に対する PGGM のアプローチ

損失を引き受けて対価を得る

はじめに

Pensioenfonds Zorg en Welzijn (「PFZW」)は銀行が顧客に提供する融資に投資しています。着目点とアプローチは比較的ユニークなものです。融資は銀行のバランスシートに残されたままで、PFZW は融資における選ばれたポートフォリオの損失の一部をカバーします。決してすべての損失をカバーするわけではありません。PFZW はこの信用リスクシェアリング(「CRS」)と呼ばれる取引を通じて、銀行がその成功しているコア事業である融資活動の一環として抱える、信用リスクを共有しています。PFZW は PGGM に対して、資産の 2.5% を CRS 取引に投資するという一任契約をしています。これには、リスク分散、入念なデューデリジェンス、さらにしっかりと構築された投資を確実にするための一連の詳細なガイドラインが伴っています。この文書は、CRS 取引に取り込まれている信用リスクの性質、PGGM の戦略の焦点と理念、さらには PGGM が安定した取引の構築に不可欠であるとみなしている特徴について、詳述します。

信用リスクの性質

信用リスクとは、融資が全額返済されないリスクです。これは、信用の世界では「自然」発生します。すべての貸倒損失を適時に防ぐことはできませんし、顧客を非常に密接にモニターしている銀行でも防ぐことはできません。CRS 取引は一般に、十分に分散化された融資ポートフォリオにおける、5% から10% のファーストロスカバーします。これはしばしば「クレジットプロテクション」と呼ばれます。ほとんどの場合、これらの融資は大小各企業への貸付であり、ポートフォリオの内訳には様々な業界や国々にわたる、数百、時には数千にも上る融資があります。貸倒損失は発生するものなので、様々な経済状況下で何件の損失が発生する可能性があるかを精査することが最も重要です。貸倒損失が発生したら、PFZW だけが打撃を受けるのではなく、銀行も必ず同時に被害を受けます。

少なくとも 20% の利益の一致が、PGGM 取引全体における不可欠な要素

です。CRS 取引がカバーする金額を超えた損失は、銀行に残ります。このように、CRS 取引では投資金額を超えて損失を被ることはありません。

リスク共有ポートフォリオ内の融資は譲渡されずに銀行のバランスシートに残り、引き続きその銀行が対処します。一方、信用リスクは二者間契約の締結により共有され、PFZW がリスク共有ポートフォリオ内の損失をその投資金額を上限として負担する対価として、銀行はクーポンを支払います。このクーポンは、貸倒損失を処理するに十分な金額であり、かつ PFZW に魅力的なリターンをもたらす必要があります。PFZW が受け取るクーポンは融資の利率とは関係がありません。PGGM は様々な経済的状況下で負うリスクと想定される損失に基づいてクーポンを決定します。

1. このような取引は「バランスシート型証券化」または「所有自己資本軽減取引」とも呼ばれています。

PGGM の CRS 戦略の焦点

PGGM 信用リスクシェアリング戦略には明確な焦点があります。PGGM は銀行のコア事業である融資活動の一環である正常な信用リスクだけを共有します。PGGM が提携している各銀行は融資市場で非常に強力な地位を占めています。多くの場合、銀行は関連する融資市場での経験豊富な国内の成功者に数えられます。後述の「PGGM の理念」で、PGGM の焦点について詳述します。PGGM の原則的な信条は、純粋なリスク共有の重要性と価値です。PFZW が CRS 取引への投資家として被る損失は、銀行のローンブックの損失と同調する必要があります。最初の投資は 2006 年に遡り、それ以降毎年新規投資を追加しています。CRS 取引への現在の投資金額は 50 億ユーロを超え、参照債権ポートフォリオは 700 億ユーロに及びます。PGGM はここ数年銀行に貸倒損失を支払ってきました。それが、意識的にとっているリスクの要素であるからです。支払った損失分は予測の範囲内であり、PFZW に魅力的なリターンをもたらしているということにご留意ください。PGGM はこの証券化市場における世界で最も経験豊富なアセットマネージャーの一つであり、PFZW という独占的クライアント専属という点でむしろ他に類を見ません。

信用リスクシェアリングのマンダートは PGGM のプライベートマーケットプラットフォームの一部です。PFZW のアセット構成において独自の戦略的資産配分を持つこの戦略により、PFZW は信用リスクシェアリング取引を単独戦略として活用している数少ない投資家の一つとなっています。PGGM の戦略はバイ・アンド・ホールドであり、市場で取引を売却しません。

PGGM の理念

PFZW にとってアセットクラスは、様々な経済シナリオ下で確実なリターンを提供する投資様式により、公開市場では見い出せない独特の信用リスクを追加する魅力的な方法です。さらに、CRS 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適切に管理分散するよう支援し、それによりシステム・リスクを抑制し、PFZW ならびに PGGM 双方の信頼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。

アセットマネージャーである PGGM にとっては、以下に焦点を当てることが重要です。

- **最高ランクの市場参加者のコアアクティビティのみにおけるリスクシェアリング**：コアアクティビティこそが銀行の存在理由であり、継続的な質の高い堅実なリスク管理を確実にするための包括的な注意が向けられる可能性が高いものです。

- **利益の一致に値する、信頼されるリスクシェアリングパートナーであること**：利益の一致により、ローンが継続的に延長され、リスクが賢明な方法で管理されることが確実になります。
- **銀行、国、融資タイプの多様性**：世界中の各有力銀行と協働し、様々な融資タイプ（例として、リボルビング信用枠や貿易金融商品）、ならびに銀行の様々なクライアントグループ（小規模の現地企業や、大規模の国際企業など）のリスクを共有します。

さらに、PGGM の投資プロセスでは、取引のあらゆるリスク側面を理解することが非常に重要です。これには他に、融資タイプ、契約期間、銀行が融資を拡大する方法および信用リスクを管理する方法、その融資事業の銀行にとっての重要性と戦略、さらに、銀行が景気循環を通じて達成した貸倒損失のパフォーマンスなどが含まれます。

CRS ポートフォリオにおける取引の本質的な特徴

PGGM は、公開市場では利用できないエクスポージャーに焦点を当てることで、えり抜きの銀行群にわたり、かつ多様な信用リスク、地域、業界にわたる分散投資を目指しています。PGGM は現在、10 社を超えるリスクシェアリングパートナーと実行した、80 ヶ国以上、20 以上もの異なるセクター、さらには様々なタイプの信用リスクにおよぶ、20 件以上の既発債を保有しています。

CRS 投資を構築する際、PGGM は以下の原則に忠実に従っています。

- **最低収益率と最大リスク予算**：それぞれの潜在的な投資対象は、PFZW が CRS ポートフォリオ向けに設定した、長期的な最低収益率および最大リスク予算と照らし合わせて精査します。
- **異なる経済シナリオ下での弾力性のあるリターン**：各取引を、通常の経済状況下、若干のストレス、および非常にストレスのかかった経済状況下でのパフォーマンスを基に評価します。PGGM は上記をそれぞれ「ベースケース」、「逆風」および「ストレス」シナリオと呼んでいます。ベースケースシナリオでの取引は、通常の信用サイクルを通じて予測可能な貸倒損失に耐え得る十分なリターンを生み出す必要があります。逆風およびストレスシナリオでは、経済状況の悪化や経済危機を反映した、貸倒損失がベースケースの数倍であるシナリオにおける、取引のパフォーマンスを評価します。

- **集中リスクを軽減するための分散化：**それぞれの取引は通常、非常に細かく分散化された債権ポートフォリオを参照し、それによりポートフォリオにおける集中リスクを緩和し、大規模なローンポジションの債務不履行によるリターンへの大規模な悪影響のリスク低減を目指しています。
- **利益の一致を確実にするための留保：**PGGM はリスクを共有する銀行に対して、取引で参照する各貸付の少なくとも 20% を継続保有すること（および個別にヘッジしないこと）を求めています。PGGM は、20% という水準は銀行によるすべてのローンポジションの継続的注視を確実にすることに役立つと考えます。PGGM は「痛みを共に感じる」ことに価値を置いています。この割合を低くすると、（取引実行時の）前払引受手数料や、融資の早い段階で受け取る利息などにより銀行が簡単に相殺できることから、貸倒損失の可能性があると考えます。
- **いいとこ取りなし：**CRS 取引に含まれる融資の選択は、銀行の裁量に一任するのではなく、その銀行の全体的なローンブックを良好に反映するものとします。
- **最新の信用格付け：**PGGM は、借り手がリスク共有ポートフォリオに参加する前に、銀行が最新の信用格付を確保するように求めます。さらに、借り手はポートフォリオに加わる前に、評価の引き下げや信用「ウォッチリスト」の対象となることはできません。

独立した検証：独立した第三者検証機関が、銀行による合意した取引条件のコンプライアンスを確認します。これには、損失請求の正当性および利益の一致の実在性が含まれます。

本書の 4 ページと 5 ページでは、CRS 取引の例を説明しています。そこでは、取引を構築する際に、上記原則のいくつかがどのように適用されるかについて理解を深めることができます。

結論

PFZW は信用リスクシェアリング取引を行うことで、銀行が大小両方のコアなクライアントに対して融資を拡大する、通常の事業経過において被る貸倒損失の一部を共有します。貸出業務においては、景気循環を通じ、融資が自然発生的に返済されないことがあります。そのため、投資家として、PGGM は損失の発生を予想します。様々な経済状況において予測される損失件数を算出するために PGGM が行う分析が、投資意思決定の重要な部分を形成します。PGGM が上記取引を分析し構築する際に、過去 11 年超にわたってアセットクラスの投資家として積み重ねてきた戦略、理念および原則から離れないことが重要なのです。これが、取引と関連するリスクの完全な理解を確保し、継続的な好業績のために努力する最善の方法です。

過去の実績

CRS マンデートは、開始から現在までと過去 5 年間の両方で、年率で平均約 10-12% のリターンを実現しています。結果として、世界的な経済危機などの信用サイクルを通じて、このポートフォリオは回復力を示しました。これにより、PGGM ポートフォリオはベースケースでのリターン予想をかなり上回るリターンを生み出しています。CRS マンデートの長期リターンはリターンターゲットを楽々と上回っており、PFZW が設定したリスクパラメーター以内にあります。

これは、「発生」ベース、ならびに適正な市場価値ベースいずれで計算したパフォーマンスでも同じです。「発生」ベースの評価を適用する際、PGGM は受け取ったクーポン、実際の貸倒損失、さらに短期的に発生するであろうと予測する貸倒損失を考慮にいます。適正な市場価格ベースの評価は、投資が売却された場合あるいは満期までに解約された場合に得られる価値を反映します。発生ベースでのパフォーマンスの測定は、バイ・アンド・ホールドの観点からは道理にかなった方法ですが、財務報告目的としては、PFZW は適正な市場価値ベースでバランスシートの CRS 取引を報告する必要があります。PGGM の取引の性質が独特であるため、市場での価値を観測することは困難です。適正な市場価値を割り当てるため、PFZW は PGGM が特にこの目的で開発し独自に検証した評価モデルを使用しています。最近まで、このモデルは観測可能な信用スプレッドと、関連するパラメーターのみを考慮していました。このモデルは、信用リスクシェアリング取引の流動性を考慮しておらず、銀行のために資本を構築し開放するのに多くの作業と時間を必要としました。この点は、信用スプレッドが過去 3 年間にわたってさらに縮小されたことでより一層明らかになりました。信用スプレッドの顕著な縮小により、CRS ポートフォリオにある多くの取引が、取引の開始時においても購入価格を著しく上回る適正市場価値となりました。この状況が 3 年続いたため、評価方法を再検討し、今後は上述した他の要素を評価に取り入れるという決定が促されました。改善された方法において、CRS ポートフォリオの適正な市場価値は著しく低下し、これが PFZW が報告した 2017 年末の価値低下を説明しています。しかしながら、この変更は CRS ポートフォリオの平均リターン実績にも、予測リターンにも影響を与えないことにご留意ください。さらに、適正な市場価値の低下はポートフォリオの信用度における顕著な変化を反映しているわけではありません。

信用リスクシェアリング取引の例

これは、PFZW が締結可能なリスクシェアリング取引の例を簡略化したものです。この例において投資家は、ABC 銀行が欧州経済地域にある大企業に貸し付けた期限付き融資の、分散化ポートフォリオにおける 10% のファーストロスを持ち分とします。この融資は譲渡されず、ABC 銀行のバランスシートに引き続き記帳されています。さらに、ABC 銀行はポートフォリオ内の各融資の少なくとも 20% をヘッジせずに継続保有し、利益の一致を確実にします。

この例では、300 件の融資から構成され、合計融資エクスポージャーが 24 億ユーロ（ABC 銀行がリスクの 20% すなわち 6 億ユーロを継続保有した後）であるポートフォリオを仮定しています。最大融資エクスポージャーは 1% すなわち 2400 万ユーロです。これはいずれかの企業が債務不履行で全額回収不可能の場合、PFZW は最大 2400 万ユーロの損失を被る可能性があることを意味します。総計で、PFZW は初期投資金額である 2億4000万ユーロ以上の損失を被ることはありません。債務不履行後にABC 銀行は平均で融資額の 50% を回収できると仮定します（「回収率」）。これはつまり、投資額全額を損するには、ポートフォリオの 20% 前後が債務不履行になる必要があることを意味します（これは 4 年取引なので年間 5%）。これは平均的な規模の 60 企業に相当しますが、極端に高い割合です。

取引の概要	
取引先銀行	ABC 銀行
融資ポートフォリオの規模	30 億ユーロ
リスク留保	各融資の 20%
リスク留保後のポートフォリオの規模	24 億ユーロ
通貨	EUR
トランシェタイプ	ファーストロス
トランシェの規模	0% - 10%
投資規模	2億4000万ユーロ
取引期間	4 年間

開始時の基礎ポートフォリオ	
融資タイプ	大企業への 期限付き融資
地理	欧州経済地域の 15 ヶ国
企業の数	300
融資の平均信用格付け	BBB-
最低許容信用格付け	B+
平均回収率	50%
企業あたりの最大規模（留保後）	1%（2400万ユーロ） BB 未満では 0.5%（1200万ユーロ）
平均融資期間	4 年間

主要セクター上位 5 位	
商業サービス	10.0%
小売り	9.5%
消費者向けサービス	9.2%
電気通信サービス	8.5%
ヘルスケア	8.0%

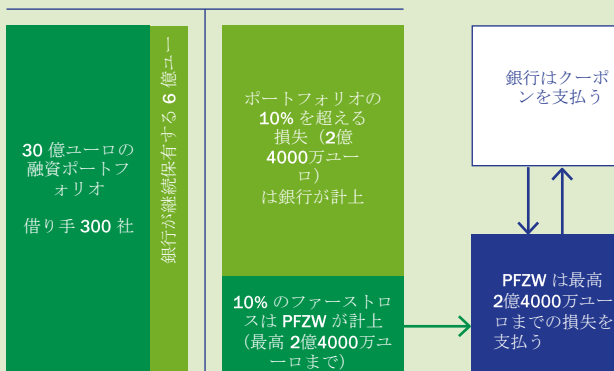
主要国上位 5 位	
ドイツ	15.0%
フランス	12.5%
オランダ	12.0%
英国	10.0%
スイス	9.0%

概略図

下のチャートは、リスクシェアリング取引の一例の概略図です。この投資を通じて、PFZWは銀行に対し、ポートフォリオのファーストロス2億4000万ユーロに対するクレジットプロテクションを提供します。この金額を超える損失は、6億ユーロの留保に加えて銀行が引き受けます。

保証を提供するリターンとして、PFZWは取引において共有している信用リスクの性質と金額に見合ったクーポンを受け取ります。クーポン支払額は、投資名目残高に基づいて計算されます。（すでに発生した貸倒損失により調整します）

取引の終了時（この場合は4年後）には、投資元本から貸倒損失を減算した金額が投資家に支払われます。

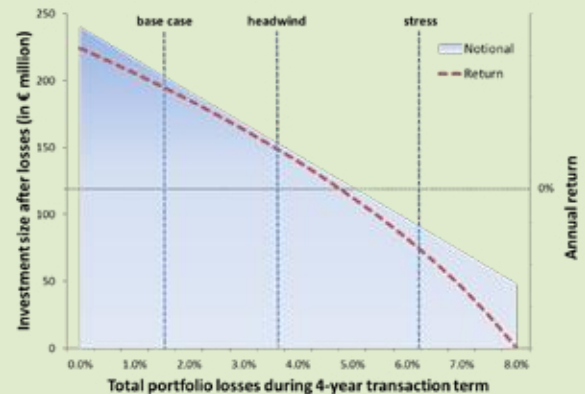


リターンと損失のプロファイル

PGGMは、取引の魅力を、様々なシナリオで期待損失(EL)率を精査することにより評価します。「ベースケース」シナリオは通常の信用サイクルを反映し、「逆風」シナリオは経済の停滞、「ストレス」シナリオは経済危機を表します。

下のチャートは、いくつかの損失シナリオにおける投資金額(左軸)と年間リターン金額(右軸)を示すことで、この取引例でのリスクと損失のプロフィールを図解しています。経時的に損失が発生して銀行に支払うにつれて、初期投資金額である2億4000万ユーロは減額されます。一方で銀行は投資家にクーポンを支払います。4年間の終わりには、どのシナリオが生じたかにより、2億4000万ユーロよりも少ない金額が投資家に返金されます。この例では、ベースケースシナリオの損失が生じた場合、銀行に支払う合計損失金額は約4000万ユーロすなわちポートフォリオの1.5%です。この場合、2億ユーロが投資家に返金されます。ストレスシナリオでは、損失金額は合計で1億4000万ユーロにのぼります。つまり投資家に返金されるのは1億ユーロという意味で、ネガティブリターンとなります。

これは単に説明目的であることにご留意ください。



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