

Nuestra estrategia de inversión en transacciones de Riesgo Crediticio Compartido

Nos pagan por aceptar pérdidas

Introducción

Pensioenfonds Zorg en Welzijn ('PFZW') invierte en los préstamos que los bancos conceden a sus clientes. El enfoque y la estrategia son relativamente singulares. Los préstamos permanecen en el balance del banco y PFZW cubre una parte de las pérdidas en una cartera seleccionada de préstamos, no cubriendo en ningún caso la totalidad de las mismas. A través de estas transacciones, denominadas transacciones de Riesgo Crediticio Compartido ('RCC')¹, PFZW comparte los riesgos crediticios soportados por el banco como parte de las actividades crediticias principales que normalmente lleva a cabo con resultados satisfactorios. PFZW ha otorgado a PGGM un mandato exclusivo para invertir el 2,5 % de sus activos en transacciones de RCC, junto con un detallado conjunto de directrices con el fin de garantizar una buena diversificación del riesgo, una diligencia debida detallada y unas inversiones sólidamente estructuradas. Este documento desarrolla de manera más pormenorizada la naturaleza del riesgo crediticio asumido en las transacciones de RCC, el enfoque y la filosofía de la estrategia de PGGM, así como las características que PGGM considera indispensables para estructurar una transacción sólida.

La naturaleza del riesgo crediticio

El riesgo crediticio es el riesgo de que un préstamo no sea íntegramente reembolsado. Se trata de un hecho 'normal' dentro del ámbito del crédito. No siempre es posible evitar a tiempo todas las pérdidas crediticias, ni siquiera por parte de los bancos que controlan estrechamente a sus clientes. Las transacciones de RCC suelen cubrir pérdidas hasta un 5% o 10% de una cartera de préstamos bien diversificada, lo que a menudo se denomina 'protección crediticia'. La mayoría de estos préstamos se conceden a empresas tanto grandes como pequeñas, y dichas carteras suelen incluir cientos o, en ocasiones, miles de préstamos repartidos en diferentes sectores y países. Dado que es de esperar que se produzcan pérdidas crediticias, es sumamente importante realizar una buena evaluación de cuántas pérdidas podrían producirse en diferentes circunstancias económicas. Cuando se produce una pérdida crediticia, ésta no solo afecta a PFZW, sino que al mismo tiempo la entidad bancaria también se ve perjudicada.

En todas nuestras transacciones existe un alineamiento de intereses de al menos el 20 %. Todas las pérdidas que superen la cantidad cubierta por la transacción de RCC siguen correspondiendo a la entidad bancaria. Por ello, una transacción de RCC nunca puede dar lugar a una pérdida superior a la cantidad invertida.

Los préstamos incluidos en la cartera de riesgo compartido no se transfieren, sino que siguen constando en el balance de la entidad bancaria y continúan siendo administrados por la misma. En lugar de ello, el riesgo crediticio es compartido a través de un contrato bilateral en el que la entidad bancaria acuerda pagar un cupón a cambio de que PFZW cubra las pérdidas en la cartera de riesgo compartido, hasta un importe máximo equivalente a la cantidad invertida. El cupón debe ser suficiente como para hacer frente a las pérdidas crediticias y proporcionar a PFZW una rentabilidad atractiva. El cupón que recibe PFZW no tiene ninguna relación con el tipo de interés de los préstamos. PGGM determina el cupón en función de los riesgos que asume y las pérdidas a las que espera hacer frente en diferentes circunstancias económicas.

1. Estas transacciones también se conocen como 'titulizaciones del balance' o 'transacciones de reducción de los requisitos de capital'

Objetivo de la estrategia de RCC de PGGM

La estrategia de Riesgo Crediticio Compartido de PGGM tiene un objetivo claro. Únicamente participamos en riesgos crediticios que formen parte de la actividad de crédito básica de una entidad bancaria. Los bancos con los que nos asociamos ocupan una posición muy destacada dentro del sector crediticio. A menudo, la entidad en cuestión es uno de los líderes a nivel nacional, con una gran experiencia en el mercado de préstamos correspondiente. Puede obtener más información acerca de nuestro objetivo dentro del apartado 'Nuestra filosofía'. Nuestra principal convicción reside en la importancia y el valor de una participación real en el riesgo: todas las pérdidas sufridas por PFZW como inversor en la transacción de RCC deben ir en paralelo con las pérdidas registradas por el banco en su cartera de préstamos. La primera inversión se remonta al año 2006, y desde entonces se han ido añadiendo nuevas inversiones cada año. La cantidad actualmente invertida en transacciones de RCC supera los 5 000 millones de euros, que corresponden a carteras crediticias de alrededor de 70 000 millones de euros. Durante estos años, como parte integral de los riesgos asumidos, hemos abonado pérdidas crediticias a las entidades bancarias. Es importante señalar que las pérdidas abonadas están ampliamente dentro de las expectativas, lo que se ha traducido en unas atractivas rentabilidades para PFZW. Nos hemos convertido en unos de los gestores de activos más experimentados del mundo dentro de este segmento del mercado de titulización y, de forma muy singular, para un cliente en exclusiva, PFZW.

El mandato del Riesgo Crediticio Compartido forma parte de la Plataforma de Mercados Privados de PGGM. La estrategia cuenta con su propia asignación estratégica dentro de la combinación de activos de PFZW, lo que convierte a PFZW en uno de los pocos inversores que han adoptado las transacciones de Riesgo Crediticio Compartido como estrategia independiente. Se trata de una estrategia de largo plazo que no permite la venta de inversiones en el mercado secundario.

Nuestra filosofía

Para PFZW, esta clase de activo representa una forma atractiva de añadir riesgos crediticios particulares que no se pueden encontrar en mercados públicos, en un formato de inversión que proporciona una sólida rentabilidad dentro de diferentes escenarios económicos. Asimismo, mediante la participación en transacciones de RCC, PGGM y PFZW ayudan al sector bancario a gestionar y diversificar de forma segura sus exposiciones al riesgo crediticio, lo que conlleva una reducción del riesgo sistémico y un aumento de la sostenibilidad del sistema financiero, uno de los pilares de la filosofía de inversión responsable tanto de PFZW como de PGGM.

Para PGGM, en su calidad de gestor de activos, es importante centrarse en lo siguiente:

- **Compartir únicamente los riesgos de las actividades principales de destacados agentes del mercado:** las actividades principales son la razón de ser de la entidad bancaria, y es muy probable que reciban la máxima atención con el fin de garantizar una calidad constantemente elevada y una gestión satisfactoria del riesgo.
- **Ser un socio fiable en el riesgo compartido, valorando la concordancia de intereses:** esta concordancia garantiza que la concesión de préstamos y la gestión del riesgo se continúen llevando a cabo de forma prudente.
- **Diversificar en distintos bancos, países y tipos de préstamos:** colaborar con diferentes entidades bancarias líderes en todo el mundo, así como compartir el riesgo crediticio de diferentes tipos de préstamos (por ejemplo líneas de crédito renovables y productos de financiación de transacciones comerciales) y diferentes grupos de clientes de los bancos (tales como pequeñas compañías locales y grandes empresas internacionales).

Asimismo, dentro de nuestro proceso de inversión es sumamente importante comprender todos los aspectos relacionados con el riesgo de la transacción. Esto incluye, entre otros factores, el tipo de préstamo, las condiciones contractuales, el modo en que el banco concede los préstamos y cómo gestiona el riesgo crediticio, la importancia y la estrategia del negocio de préstamos para el banco, así como los resultados de pérdidas crediticias registrados por el banco a lo largo del ciclo económico.

Características fundamentales de las transacciones incluidas en la cartera de RCC

Nuestro objetivo es diversificar las inversiones a lo largo de un grupo seleccionado de entidades bancarias y diferentes riesgos crediticios, regiones y sectores, con especial énfasis en los factores de riesgo no disponibles en mercados públicos. En la actualidad tenemos vigentes más de 20 transacciones, llevadas a cabo con más de diez socios en condiciones de riesgo compartido, que corresponden a más de 80 países y más de 20 sectores diferentes con diversos tipos de riesgo crediticio.

A la hora de estructurar las inversiones en RCC, nos regimos firmemente por los siguientes principios:

- **Tasa de rentabilidad mínima y presupuesto de riesgo máximo:** cada posible inversión es evaluada en función de la tasa de rentabilidad mínima y el presupuesto de riesgo máximo a largo plazo establecidos por PFZW para la cartera de RCC.

- **Rendimientos testados en diferentes escenarios económicos:** todas las transacciones son evaluadas en función de su capacidad para obtener resultados en circunstancias económicas normales, de ligera tensión o de gran tensión. Hemos dado a estos escenarios las denominaciones de 'caso base', 'viento en contra' y 'tensión'. En el escenario caso base, una transacción debe generar un rendimiento suficiente como para soportar las pérdidas crediticias que se puedan esperar a lo largo del transcurso de un ciclo crediticio normal. En los escenarios viento en contra y tensión, evaluamos los resultados de una transacción en escenarios con unas pérdidas que multiplican varias veces las del escenario caso base, en los que se reflejan recesiones y crisis económicas.
- **Diversificación para reducir el riesgo de concentración:** normalmente, cada transacción se corresponde con una cartera de préstamos muy granular y diversificada, con el fin de reducir los riesgos de concentración de la cartera y rebajar el riesgo de un gran impacto negativo en el rendimiento debido al incumplimiento de una posición de préstamo importante.
- **Retención para garantizar la concordancia de intereses:** exigimos al banco con el que compartimos el riesgo que retenga como mínimo un 20 % de cada préstamo referenciado en la transacción (y que no lo cubra por separado). Creemos que este nivel del 20 % ayuda a garantizar que el banco preste toda su atención a cada una de las posiciones de préstamo. Valoramos el hecho de 'sufrir juntos'. Creemos que, si el porcentaje fuese menor, las posibles pérdidas crediticias incurridas por el banco serían demasiado fáciles de compensar mediante las comisiones por suscripción anticipadas y los pagos de intereses recibidos al comienzo del préstamo.
- **Selección de préstamos no discrecional:** los préstamos incluidos en las transacciones de RCC únicamente pueden ser seleccionados por el banco de forma no discrecional, y deben reflejar adecuadamente la cartera de préstamos global del banco.

- **Calificaciones crediticias actualizadas:** exigimos a la entidad bancaria que garantice que las calificaciones crediticias estén actualizadas antes de incorporar a los prestatarios a la cartera de riesgo compartido. Asimismo, los prestatarios no pueden estar en proceso de revisión a la baja en su calificación ni estar en una 'lista de vigilancia' crediticia antes de su incorporación a la cartera.
- **Verificación independiente:** un agente de verificación, que es una tercera parte independiente, comprueba que la entidad bancaria cumple con los términos acordados para la transacción, incluyendo la validez de todas las demandas por pérdidas y la existencia real de la concordancia de intereses.

En las páginas 4 y 5 del presente documento abordamos un ejemplo hipotético de una transacción de RCC, lo que nos ofrece una visión más completa del modo en que se aplican algunos de estos principios durante la estructuración de dichas transacciones.

Conclusión

A través de la participación en transacciones de riesgo crediticio compartido, PFZW comparte parte de las pérdidas crediticias sufridas por una entidad bancaria durante el curso ordinario de sus operaciones, consistentes en conceder créditos a sus clientes principales, tanto grandes como pequeños. Dentro del negocio de los préstamos, es un hecho habitual que haya préstamos que no sean reembolsados a lo largo del ciclo económico. Por lo tanto, como inversores esperamos que se produzcan pérdidas. El análisis que llevamos a cabo para evaluar cuántas pérdidas podemos esperar en diferentes circunstancias económicas es una parte fundamental de la toma de decisiones de inversión. A la hora de analizar y estructurar estas transacciones, es importante ceñirse a la estrategia, la filosofía y los principios que hemos desarrollado como inversores en esta clase de activos a lo largo de los últimos 11 años. Se trata de la mejor forma de garantizar un conocimiento minucioso de las transacciones y de los riesgos que conllevan, así como de procurar obtener unos resultados positivos de manera constante.

Resultados históricos

El mandato de RCC ha obtenido unos rendimientos medios en torno al 10-12 % anual, tanto desde su inicio como a lo largo de los cinco últimos años. Por lo tanto, la cartera ha demostrado una gran flexibilidad a lo largo del ciclo económico, incluso durante la crisis financiera a nivel mundial. Gracias a ello, nuestra cartera ha superado claramente las expectativas de rendimiento del caso base. Los rendimientos a largo plazo del mandato de RCC se han situado holgadamente por encima del objetivo de rendimiento y dentro de los parámetros de riesgo establecidos por PFZW.

Ejemplo de transacción de Riesgo Crediticio Compartido

El siguiente es un ejemplo de transacción de riesgo crediticio compartido en la que podría participar PFZW. En este ejemplo, el inversor comparte hasta un 10 % de las pérdidas de una cartera diversificada de préstamos a plazo concedidos a grandes empresas dentro del Espacio Económico Europeo, establecidos por el Banco ABC. Dichos préstamos no se transfieren y siguen estando incluidos dentro del balance del Banco ABC. Asimismo, el Banco ABC mantiene una posición no cubierta de al menos el 20 % de cada crédito en la cartera, con el fin de garantizar la existencia de un alineamiento de intereses.

En el ejemplo, hemos tomado una cartera formada por 300 préstamos con una exposición de crédito total de 2 400 millones de euros (después de que el 20 % del riesgo, o 600 millones de euros, queden retenidos por el Banco ABC). La mayor exposición de crédito es del 1 % o 24 millones de euros, lo que significa que PFZW puede perder como máximo 24 millones de euros por cada incumplimiento de una empresa, si se toma como hipótesis una recuperación nula. En total, PFZW no puede perder una cantidad superior a la inversión inicial, que asciende a 240 millones de euros. Supongamos que, como promedio, el Banco ABC puede recuperar el 50 % de un préstamo una vez que se ha incurrido en un incumplimiento ('tasa de recuperación'). Esto significa que alrededor del 20 % de la cartera debe incumplir sus pagos para perder el total de la inversión (el 5 % anual dado que se trata de una transacción a 4 años). Este porcentaje corresponde a 60 empresas de tamaño medio, una cifra extremadamente elevada.

Resumen de la transacción	
Banco contraparte	Banco ABC
Tamaño de la cartera de préstamos	3 000 millones de euros
Retención de riesgos	20 % de cada préstamo
Tamaño de la cartera tras la retención	2 400 millones de euros
Divisa	EUR
Tipo de tramo	Pérdida inicial
Amplitud del tramo	0 % – 10 %
Tamaño de la inversión	240 millones de euros
Plazo de la transacción	4 años

Cartera subyacente al inicio	
Tipo de préstamos	Préstamos a plazo a grandes empresas
Ámbito geográfico	15 países del Espacio Económico Europeo
Número de empresas	300
Calificación crediticia media de los préstamos	BBB-
Clasificación crediticia mínima permitida	B+
Tasa de recuperación media	50 %
Tamaño máximo por empresa (tras la retención)	1 % (24 millones de euros) 0,5 % para <BB (12 mill. euros)
Plazo medio de los préstamos	4 años

5 principales sectores	
Servicios comerciales	10,0 %
Comercio minorista	9,5 %
Servicios al consumidor	9,2 %
Servicios de telecomunicaciones	8,5 %
Atención sanitaria	8,0 %

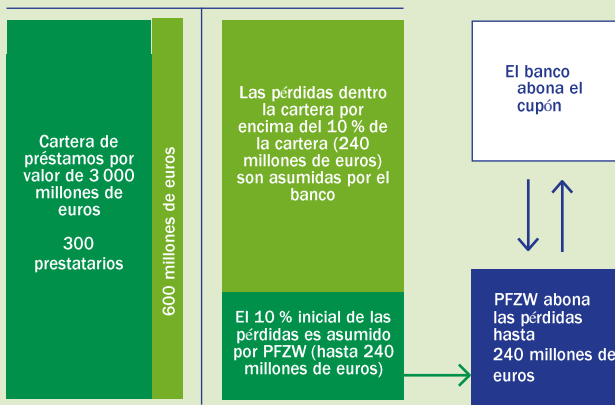
5 principales países	
Alemania	15,0 %
Francia	12,5 %
Países Bajos	12,0 %
Reino Unido	10,0 %
Suiza	9,0 %

Resumen esquemático

El siguiente gráfico ofrece una representación esquemática de la transacción de riesgo crediticio compartido del ejemplo. A través de su inversión, PFZW proporciona al banco protección crediticia para los primeros 240 millones de euros en pérdidas dentro de la cartera. Las pérdidas por encima de esta cantidad son asumidas por la entidad bancaria, además de la retención de 600 millones de euros.

A cambio de ofrecer dicha protección, PFZW recibe un cupón acorde a la naturaleza y el importe del riesgo crediticio compartido en la transacción. El importe del cupón se calcula según la cantidad teórica invertida pendiente (corregida en función de las pérdidas crediticias que ya se hayan producido).

Al final de la transacción (en este caso transcurridos 4 años) se devuelve al inversor el importe principal de la inversión menos las pérdidas crediticias.



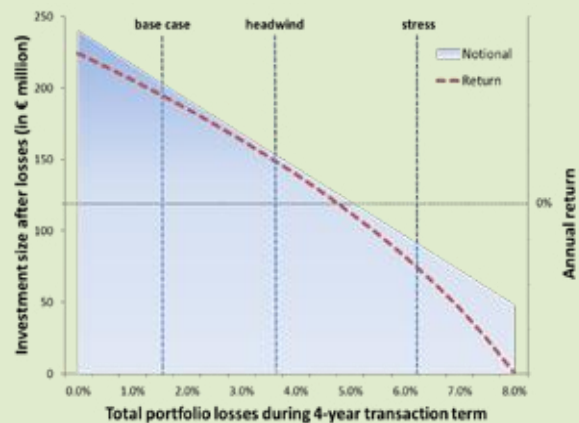
Perfil de rendimientos y pérdidas

PGGM evalúa el atractivo de la transacción mediante una valoración de la tasa de pérdida en diferentes escenarios, en los que el 'caso base' representa un ciclo crediticio normal, 'viento en contra' representa una recesión económica y 'tensión' representa un escenario de crisis.

En el siguiente cuadro se muestra el perfil de riesgos y pérdidas para este ejemplo de transacción, mediante la representación de la cantidad invertida (eje izquierdo) y el rendimiento anual (eje derecho) para distintos escenarios de pérdidas. A medida que se producen pérdidas que son abonadas a la entidad bancaria, la cantidad inicial de 240 millones de euros se va reduciendo, al tiempo que la entidad bancaria abona un cupón al inversor. Al final del periodo de 4 años, en función del escenario que se haya producido, se devuelve al inversor una cantidad inferior a los 240 millones de euros.

En este ejemplo, si se produjeran las pérdidas del caso base, el importe total de las pérdidas abonado a la entidad bancaria se situaría en torno a los 40 millones de euros o el 1,5 % de la cartera, en cuyo caso se devolverían al inversor 200 millones de euros. En una situación de tensión el importe de las pérdidas podría ascender hasta 140 millones de euros, lo que significaría que el inversor recibiría 100 millones de euros y obtendría un rendimiento negativo.

Se debe tener en cuenta que la finalidad de este ejemplo es meramente ilustrativa.



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