

# 简单的合成型资产证券化

## 我们为什么以及如何投资合成型资产负债表证券化

### 简介

2015年9月30日，欧盟委员会（“欧委会”）通过了《建立资本市场联盟的行动计划》。其中，欧委会加入了刺激高质量证券化的法规。该刺激方案的实现方式是，对符合一套标准的证券化产品给予优惠的资本待遇。这些标准侧重于使证券化变得简单、透明和标准化（“STS”标准）。经过与业界认真研究和协商，欧洲银行业管理局（EBA）已为真实出售和资产支持商业票据（ABCP）证券化起草了关于STS标准的条例。与此同时，欧委会要求EBA对合成型资产证券化进行类似的研究。

我们强烈支持为合成型资产证券化起草STS标准的倡议，因为我们认为这些合成型资产证券化有助于建立一个更可持续的金融体系，为实体经济增值，并且概念简单，适合标准化。在这份意见书中，我们将通过阐释我们为什么投资综合证券化、我们的核心理念是什么以及我们如何适应所涉及的特定风险这三个方面来解释这一信念。

#### PGGM 和 PFZW

PGGM 是荷兰领先的养老基金服务提供商，目前管理着荷兰多个养老基金的 1810 亿欧元（2015 年 9 月 30 日）资产，其中包括护理和医疗部门养老基金（“PFZW”）的 1610 亿欧元（2015 年 9 月 30 日）。PGGM 和 PFZW 都是非营利组织，坚信财务回报和社会责任是相辅相成的。因此，我们制定了一个社会议程和一套负责任的投资理念，在其中我们投资于符合环境、社会和治理标准的公司、项目和资产。通过这些举措，我们努力承担起作为金融机构的责任，并积极为打造更可持续的金融体系做出贡献。

PFZW 已经独家授权 PGGM 将高达其 2.5% 的资产投资于资产证券化，重点投资于合成型资产证券化。我们通常投资于第一损失证券，称之为“风险分担交易”。我们从 2006 年开始投资，自成立以来每年都会进行新的交易。所有交易累计，迄今为止投资于此类风险分担交易的金额超过 50 亿欧元，标的贷款组合超过 800 亿欧元。因此，在资产证券化市场这一领域，我们已成为全球最有经验、最活跃的投资客之一。目前，我们的投资组合标的约 370 亿欧元的贷款组合，这些贷款组合遍布世界各地。通过参与风险分担交易，PGGM 和 PFZW 帮助银行部门管理其信用风险敞口，从而降低系统性风险，建立更加可持续的金融体系，这也是 PGGM 负责任投资理念的支柱之一。

## 什么是合成型资产证券化？

在综合证券化中，银行从投资者那里购买贷款组合的信用保护。这意味着，当投资组合中的贷款违约时，投资者向银行偿还该投资组合中贷款的损失，最高限额为投资额。因此，这个数额为投资组合的一部分提供信用保护，这通常被称为“第一亏损额度”。这一部分的规模通常选择为至少涵盖投资组合的预期损失以及意外损失的份额。银行通常保留其余的风险，这被称为“主要券次”。

在交易结束前，银行和投资者就交易条款达成一致，比如投资者面临的风险金额、合同期限以及有资格纳入投资组合的贷款。选择哪些贷款为合格，可以基于披露，投资者知道这些贷款的借款人的确切姓名，或基于盲池，投资者不知道借款人的身份。在后一种情况下，贷款根据标准进行选择，比如贷款类型、部门、地理位置、信用风险等。

“综合”来源于这样一个事实，即与真实出售交易不同，被证券化的贷款不是由银行出售，而是被参考，这意味着它们仍在银行的资产负债表上。这样，银行降低了证券化贷款的信用风险，

仍然负责管理贷款以及与客户本身的贷款关系。综合证券化通常用于对冲不容易出售的贷款的信用风险<sup>1</sup>。例如，循环信贷、中小企业贷款和贸易融资，因为这些往往需要大量的业务处理，而银行是专门为其设立的，不容易被非银行接管。

## 综合证券化对比真实出售证券化

综合证券化的目的不同于真实出售证券化。在真实出售证券化中，银行将贷款出售给特殊目的实体（“SPE”），因此在交易结束时获得**资金**。银行通常会保留第一亏损额度。投资者通常只承担风险较低的主要券次的风险。

在综合证券化中，通常第一亏损额度转移给投资者，而银行保留剩余的风险。投资金额通常大于银行持有该投资组合所需的资本金额。因为证券化提供了一个完美的对冲，银行可以得益于综合证券化交易的**资本宽减**。然而，由于贷款没有出售，银行只能在投资组合出现亏损时获得付款。因此，综合证券化主要用于信用风险对冲和资本管理目的，而不是融资目的。

### 真实出售对比综合证券化

	真正的销售证券化	综合证券化
出售资产 银行目的 SPE 所需？	是 融资	否
资产所有权 典型的资产类型	是 SPE 消费贷款、信用卡应收账款、抵押贷款 基于单独对冲的基础贷款的现金流 单独对冲	信用风险对冲/资本管理 可能，不需要 始发银行 公司风险、中小企业贷款、贸易融资
投资者的回报 基础贷款的利率风险 基础贷款的货币风险		基于预先约定的信用风险溢价 不适用 不适用

<sup>1</sup> 这被称为“资产负债表证券化”，因为证券化贷款仍然留在银行的资产负债表上。综合证券化技术也可以用来为买方实际上并不拥有的资产购买信用保护；这些被称为套利证券化。因此，综合证券化的好处在于银行保留证券化贷款所有权，但是这不适用于套利证券化。我们不投资套利证券化，而只投资资产负债表证券化。因此，本文的所有解释仅适用于资产负债表证券化。

## 复杂性

关于综合证券化的一个主要担忧是它们很复杂。这并非完全没有道理；综合证券化信用风险转移的法律机制可能在结构上令人生畏，很难一目了然。因此，我们会仔细考虑交易的适当结构（详见下文）。

也就是说，我们认为综合资产负债表证券化或风险分担交易**在概念上非常简单**：投资者对银行选定的贷款组合承担信用风险，最高可达预先商定的金额。对于投资者面临的信用风险，定期息票的付款形式获得相应的收益。本质上，这就是它的全部。

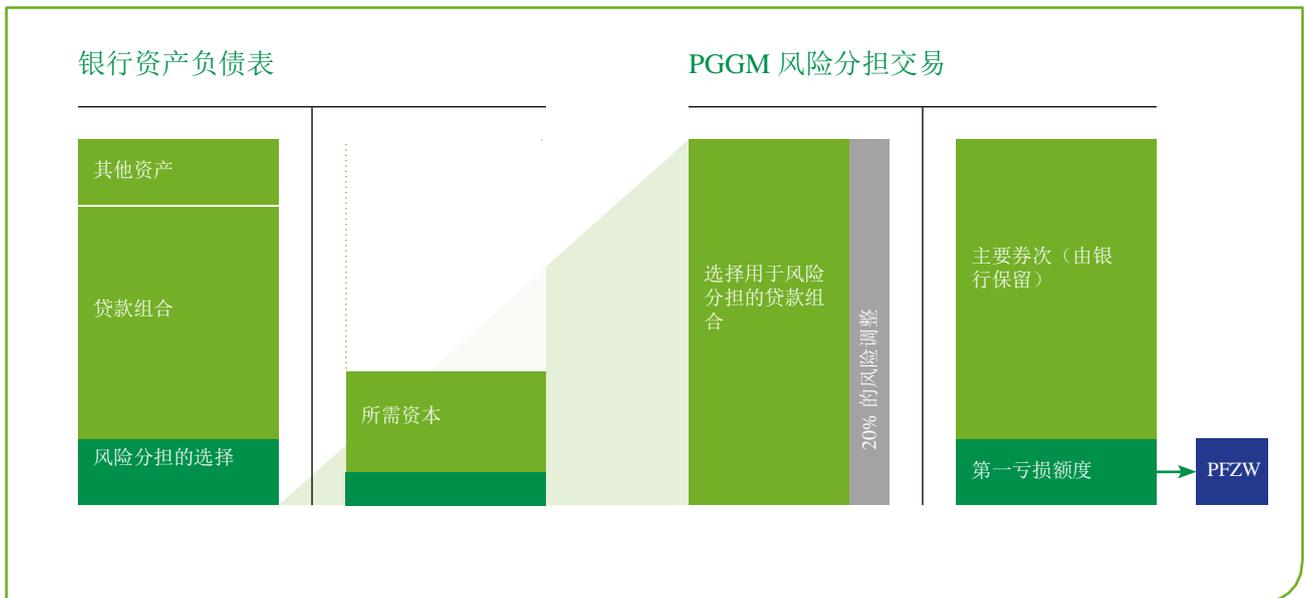
下图显示了我们风险分担交易的典型概要。我们同意与银行一起，从银行资产负债表上的特定贷款账簿中选择符合风险分担投资组合条件的贷款（图左侧）。在这个贷款组合中，我们通常投资第一亏损额度，银行保留主要券次。此外，我们确保紧密的利益联盟关系。我们通过要求银行继续持有至少 20% 的、与我们相同的信用风险敞口来构建这一体系。这样，信用损失时，双方都会“感到痛苦”。我们认为，这提供了一个相对简单和易于理解的风险回报概况。

## 担忧

尽管如此，仍然存在某些合理的担忧。从银行的角度来看，主要担忧的是信用风险是否通过结构充分转移。从投资者的角度来看，特别担忧的是：

- **信用风险**：投资者面临何种类型的信用风险？
- **道德风险**：在贷款被对冲后，银行还会为其提供服务吗？
- **逆向选择**：证券化中将只包括不良贷款吗？
- **操作风险**：证券化结构会起作用吗？**交易对手风险**：投资者是否面临银行违约风险？
- **结构风险**：这种结构还会产生哪些其他风险？

我们理解这些担忧，作为投资者，我们也有同样的担忧。在以下章节中，我们将首先概述我们的核心信念，然后讨论我们如何处理涉及的不同元素以及我们 - 以及我们的客户 - 如何对这些风险感到放心。



2 这一问题在重大风险转移指南中有所阐述，这里不再单独讨论。

## 我们的核心信念

如上所述，在内部，我们将我们对综合资产负债表证券化的投资称为风险分担交易。该术语的使用强调了我们的主要信念，即交易应该是信用风险的真正分担：作为交易的投资者，我们所遭受的任何损失都应该尽可能类似于始发银行就证券化资产池中的贷款所遭受的损失。

在此基础上，遵循我们的一些核心信念：与银行建

- 立长期伙伴关系；
- 其中我们只分担其核心业务的信用风险；
- 银行拥有公认市场地位的活动；
- 投资风险分担投资组合，该投资组合是基础贷款账簿的合理反映；
- 真正的利益联盟，确保分担损失；和
- 双方都没有重大的交易对手风险。

## 解决担忧

作为一名有经验的综合证券化投资者，我们已经考虑过如何解决前面列出的问题，以便能够放心地为客户构建具有吸引力和简单风险回报的稳健交易。

首先，我们努力争取的是一种**长期伙伴关系**，在这种关系中，我们采用与银行相同的方式分担银行核心信贷组合的损失。因此，我们的目标始终是将风险共担投资组合的最终损失与银行在损益账户上报告的损失水平保持一致，这与股东面临此类损失的情况一致。此外，作为长期合作伙伴，我们非常熟悉风险分担银行。因此，当交易到期时，我们总是可以协商新的交易，并确保银行可以在相关贷款账簿上享有持续的信用保护。在我们近 10 年的经验中，我们已经建立了几个这样的关系，在这些关系中，我们会延期到期的交易，并继续努力建立更多的关系。

作为个人交易的起点，我们认为要**纯粹地分担贷款组合的信用风险**。我们将信用风险定价为应定期支付的简单费用。我们强烈倾向于

通过避免过度价差或其他复杂机制实现**简单定价**。因此，我们要求的价格完全独立于基础贷款<sup>3</sup>的利率，纯粹是与贷款的感知信用风险相关的风险溢价。对投资者来说，最终的结果实质上是风险溢价超过未偿资产池减去预期损失。其他风险，如货币风险、利率风险和交易对手风险通过该结构得到释放。我们如何应对这些风险将在下面进行说明。

为了了解交易的**信用风险**，我们对贷款组合和银行进行了深入的尽职调查，并在构建交易时给予仔细考虑。首先，了解信用风险的潜在类型至关重要。如果我们不了解潜在风险，我们就不会投资。

其次，我们关注的是一家银行成功的**核心活动**所带来的信用风险，在该核心活动中，银行拥有**公认的市场地位**。对我们来说，具有重大意义的是，这一活动深深植根于银行的基因之中，得到了高级管理层的高度关注，而且银行有办法确保其在公司得到适当的（风险）管理。

此外，我们非常重视与我们打算分担信用风险的（贷款）活动相关的银行**流程**。我们投入大量时间来全面了解银行内部的所有相关流程、参与的关键人员以及银行在这些流程中的记录。特别关注的领域是发起、监控、制定、风险管理、符合总体战略等。实际上，我们通过与各银行进行风险分担交易来“了解”这些流程。

了解风险分担投资组合中基础实体的实际个人名称对我们来说并不重要。我们需要知道的是每个行项目的风险特征，如内部信用评级、行业部门、国家、期限等。从这个角度来看，我们倾向于从参考投资组合开始，它是银行总投资组合的**公平反映**，然后我们对其进行调整以降低某些集中风险<sup>4</sup>。由此产生的风险分担投资组合是多样化的，大多数头寸是流动性较差的资产。

我们坚持认为，各方之间存在着紧密的**利益联盟关系**，导致银行在其账簿上持有的至少 20% 相同信用风险没有进行对冲。这种利益联盟关系要求如此之高，因此

<sup>3</sup> 我们希望将交易价格与基础贷款利率分开。银行可以根据银行向客户提供的整套服务为贷款定价。因此，可能会涉及折扣，通过银行的其他业务进行补偿。

<sup>4</sup> 单一债务人群组限额、行业限额、评级时段限额和地理限额是参考投资组合必须遵守的标准示例。

前期承销费和利息支付不容易弥补潜在损失。“起源到分布”模型的非期望影响被显著降低，其方式是坚持承销商充分的“风险共担”。此外，确保参考投资组合贷款反映银行的核心活动，可以保证银行继续为被参考的整个账簿提供服务。与此同时，利益联盟要求保障了银行在参考投资组合贷款水平上的承诺。这些共同减轻了**道德风险**。

为了确保尽可能减小**逆向选择**，我们要求进入参考投资组合的每笔贷款的内部信用评级是最新的。此外，我们坚持一套预先商定的选择标准，用于向风险分担投资组合添加新的风险敞口，通常由自动化软件程序或算法执行。任何时候都应该避免个人选择性地描述数据。

为了解决**操作风险**，我们的专业运营尽职调查团队将对该自动化程序的算法进行进一步的尽职调查。此外，投资组合中导致银行提出损失索赔的任何信用事件将由独立的核实代理人进行核实，以确保索赔在任何损失结算发生之前有效提出。

我们以避免双方**交易对手风险**的方式构建交易。首先，我们总是通过在交易开始时将等于全部投资名义金额的金额转入一个单独的账户，来为交易提供全部资金。因此，当信用事件发生时，无论投资者的偿付能力如何，银行都可以确保有现金来解决索赔。为了进一步确保我们作为投资者，不要给银行带来交易对手风险，这种预注资现金通常由第三方托管人持有，并投资于高评级、几乎无风险的短期抵押证券：通常是以适当货币发行的 AAA 或 AA+ 评级的 3 个月商业票据。例如，德国或美国的国库券或由 KfW 或 EIB 发行的商业票据。如果银行拖欠信用保护款，则信用保护终止，投资者从抵押品收益中获得剩余投资金额，扣除信用事件的索赔损失。由于担保证券每 3 个月到期一次，因此也不存在与此结构相关的流动性风险。

最后，就**结构性风险**而言，我们发现综合证券化实际上比**真实出售证券化**更容易评估。因为贷款本身不被转移，而仅在交易中被参考，并且

对冲只涉及信用风险，投资者不面临基础贷款的利率风险或货币风险。只要没有信用事件，基础贷款现金流的实际规模和时机对综合证券化的投资者来说并不重要。此外，避免了与贷款所有权转移有关的操作和法律风险。通过这种方法，我们对综合资产负债表证券化的结构复杂性感到满意。我们内部制定的标准已被证明在各种经济环境下为我们的客户创造了强劲而有吸引力的投资。

## 为什么要制定综合证券化的标准

资产负债表证券化通常是银行用来对冲现有风险的风险管理工具。综合证券化使银行能够对冲难以或甚至不可能出售的对冲敞口，因此无法通过真实出售证券化进行对冲，如循环信贷工具、中小企业贷款和贸易融资。与真正的销售证券化相比，综合证券化通常对冲与贷款完全不同的部分相关的信用风险。因此，它们是对目前提议的一套标准的补充。

此外，通过 STS 标准向真实出售证券化提供的优惠待遇可能会破坏真实出售证券化和综合证券化之间的公平竞争环境。这可能会将重点转向真实出售证券化，从而不仅损害综合证券化市场，而且损害不适合通过真实出售进行证券化的核心贷款部分，包括上述类型的中小企业贷款和贸易融资。

此外，通过这些交易，很大一部分信用风险从银行业中消除，因为它由非银行投资者分担。因此，它可以降低系统性风险，并有助于建立一个更可持续的金融体系。为了确保综合证券化确实符合这些目标，至关重要是它们要经过充分结构化。STS 标准有助于实现这一目标。

最后，STS 标准可以进一步帮助创造一个更容易获得、标准化和透明的综合证券市场。尽管许多综合证券化的基本原理相似，但在实施过程中仍存在差异。部分原因是投资者和银行的偏好不同，以及银行监管机构的要求不同。我们相信，一个更加协调的方法将惠及投资者、银行和监管者。

## 结束语

我们的经验是，我们达成的风险分担交易对银行和客户都是互利的。银行对参考投资组合中的资产进行了完美的对冲，通常还会获得资本减免。这加强了他们的资产负债表，使银行能够将资本循环用于新贷款，并以最佳方式利用他们的组织网络和资源。PFZW 作为投资者，通过获取公共市场上无法获得的信用风险，取得了多样化的投资，具有诱人的风险回报。即使在金融危机期间，过去 10 年的回报率也很高。最后，社会可以从核心

银行关系的贷款增加和银行部门系统性风险的降低中获益，从而带来更强劲的经济和更可持续的金融体系。

在本文中，我们给出了我们对综合资产负债表证券化的看法，以及如何充分构建这些风险分担交易以减轻主要担忧。我们希望它能让我们深入了解如何适应综合证券化，以及标准化如何解决公众对这些交易的担忧。我们认为，通过相对有限的标准，综合资产负债表证券化可以标准化为简单透明的投资。

### 揭开综合证券化的神秘面纱：术语

人们认为综合证券化的复杂性很大程度上源于该行业使用的行话。这个附件试图揭开一些行话的神秘面纱。

信用保护	对信用风险的保护，这是综合证券化的基础。
保护买方	希望获得他们所持贷款的信用保护的一方，通常是银行。
保护卖方	提供信用保护的一方，简称投资者。
信用事件	当借款人无法偿还债务时。通常分为三类：“无力支付”、“破产”和“重组”。
信用违约掉期	一种金融合同，通常通过它来构建综合证券化。在本合同中，保护买方支付固定利率（“信用违约掉期溢价”），以换取保护卖方的“浮动”支付。这种“浮动付款”将是保护买方在投资组合中的贷款发生信用事件后索赔的损失金额。缩写为 CDS。
参考投资组合	综合证券化中参考的贷款组合。投资者将补偿投资组合中的任何损失，最高可达预先商定的最高金额。
部分	证券化中承担的风险部分。 “第一亏损”或“股权”部分承担初始损失，而“主要券次”档将承担最后亏损（如有）在这两者之间，您可能有额外的份额，这可以被称为“第二亏损”，“中层”或其他条款。这些贷款合在一起构成了交易的负债结构。 右边是一个转移结构的范例。

主要券次（损失的最后 70%-80%）
中层券次（损失的 10%-20%）
第一损失额度（损失的前 10%）

### PGGM

Corporate Communicatie  
Noordweg Noord 150  
邮政信箱：117, 3700 AC  
Zeist 电话 +31 (0)30 277 99 11  
www.pggm.nl

