

# 本公司投資於信用風險分擔交易的方法

## 我們獲得報酬以承受損失

### 介紹

Pensioenfonds Zorg en Welzijn (「PFZW」) 投資於銀行為客戶提供的貸款。其重點及方法是相對獨特的。貸款仍保留在銀行的資產負債表上，PFZW 承擔所選貸款組合中的部分而非全數損失。透過這些稱為信用風險分擔 (「CRS」) 的交易，PFZW 分擔銀行作為其核心和成功貸款業務一部分所承受的信用風險。PFZW 給予 PGGM 獨家授權，將其 2.5% 的資產投資於 CRS 交易，同時還訂立了一套詳細指南，以確保良好的風險分散、詳盡的盡職調查及穩健的結構化投資。本文詳盡闡述在 CRS 交易中信用風險的性質、PGGM 策略的重點及理念，以及 PGGM 認為對建立穩健交易最為重要的特質。

### 信用風險的性質

信用風險是指無法還清貸款的風險。這是信用世界中的「自然」事件。並非所有信貸損失都能夠及時避免，即便那些密切監控其客戶的銀行也無法避免。CRS 交易通常會為分散狀況良好的貸款組合彌補前 5% 至 10% 的損失 (通常稱為「信用保護」)。這些貸款通常為借予公司 (由大型至小型) 的貸款，在這樣的投資組合中有成百上千，有時甚至成千上萬的貸款，同時分佈在不同行業及國家。由於預期會發生信用損失，因此仔細評估各種經濟情況下可能發生的損失至關重要。當出現信用損失時，不僅 PFZW 會遭受打擊，銀行亦會同時蒙受損失。

至少 20% 的利益一致性是我們所有交易的一部分。超出

CRS 交易承擔範圍的任何損失將由銀行承擔。因此，CRS 交易的損失永遠不會超過投資額。

風險分擔組合中的貸款會繼續保留在銀行的資產負債表而不會轉移，並繼續由該銀行提供服務。銀行及 PFZW 將按雙方合約承擔信用風險，當中銀行同意支付 PFZW 息票，以換取 PFZW 承擔風險分擔投資組合中的損失，其最高金額等於投資金額。該息票須足以應付信用損失並為 PFZW 帶來有吸引力的回報。PFZW 收到的息票與貸款利率無關。PGGM 根據不同經濟情況下所承擔的風險以及預期面臨的損失確定票息。

1. 這些交易也稱為「資產負債表證券化」或「資本寬減交易」

## PGGM 的 CRS 策略重點

PGGM 的信用風險分擔策略具有明確重點。我們只分擔作為銀行核心貸款活動一部分的健康信用風險。我們與之合作的銀行在該貸款市場中佔有極為主導的地位。通常，該銀行在相關貸款市場均擁有豐富經驗，在全國首屈一指。如要了解有關我們關注重點的詳細資訊，請瀏覽「我們的理念」。我們的主要信念是真正分擔風險的重要性及價值：PFZW 作為 CRS 交易的投資者所遭受的任何損失都應與銀行在其貸方賬目中所經歷的損失保持密切關係。首項投資可追溯至 2006 年，往後每年都增設新的投資。目前在 CRS 交易中的投資額超過 50 億歐羅，而標的貸款組合則約為 700 億歐羅。這些年來，我們一直在向銀行支付信貸損失，並認為這是有意識風險承擔的一部分。需要注意的是，PFZW 所支付的損失完全在預期範圍以內，從而為其帶來可觀的回報。在證券化市場領域中，我們已經成為全球經驗最豐富的資產管理公司之一，而且專門為客戶 PFZW 而設。

信用風險分擔授權是 PGGM 私人市場平台的一部分。在 PFZW 的資產組合中，該策略擁有自身的策略分配，這使 PFZW 成為把接受信用風險分擔交易視為獨立策略的少數投資者之一。我們的投資策略為買入並持有；我們不會在市場上出售交易項。

### 我們的理念

對於 PFZW 而言，此資產類別增設在公開市場上無法發現的獨特信用風險，是一種可在各種經濟情況下提供可觀收益的投資方式，因此非常具吸引力。此外，PGGM 與 PFZW 透過參與 CRS 交易，協助銀行業以合理方式管理及分散其信用風險暴露，在減少系統性風險的同時建立更具可持續性的金融體系。這是 PFZW 與 PGGM 負責任投資理念的其中一條支柱。

對於 PGGM 作為資產管理者，注意以下幾點至關重要：

- **僅在頂尖市場參與者的核心活動中進行風險分擔：**核心活動使銀行有生存的理由並最有可能受到充分關注，從而確保持續高質及成功的風險管理。

- **作為重視利益一致性的可靠風險分擔合作夥伴：**利益一致可確保標的貸款組合不斷更新，並以審慎的方式進行風險管理。
- **在不同銀行、國家和貸款類型之間分散投資：**與來自世界各地的龍頭銀行合作，分擔循環信用額和貿易融資產品等不同類型的貸款以及本地小公司與大型國際企業等不同銀行客戶群體的信用風險。

此外，在我們的投資過程中，了解交易的所有風險亦至關重要，當中包括貸款種類、合約條款、銀行的貸款延長方式以及其如何管理信貸風險、該貸款業務對銀行的重要性及其策略，還有銀行經濟周期中取得的信貸損失表現。

## CRS 投資組合交易的基本特質

我們致力專注於公共市場上不存在的敞口，將投資分散於精選的銀行集團、各種信貸風險、地區及行業。目前我們有與 10 多個風險分擔合作夥伴一起執行的 20 多個未完成交易，當中涉及 80 多個不同的國家和 20 多個不同的部門，還有各種類型的信用風險。

在建構 CRS 投資時，我們必定會遵循以下原則：

- **最小收益門檻以及最大風險預算：**在對每項潛在投資進行評估時，PFZW 均為 CRS 投資組合設定長期最低收益門檻及最大風險預算。
- **不同經濟情況下的彈性收益：**每筆交易都會根據其在正常、輕微受壓及極其受壓等經濟環境下的執行能力進行評估。我們稱這些為「基本情況」、「逆勢」與「受壓」情景。在基本情況下，交易需要產生足夠收益，以維持正常信用周期內預期的信用損失。在逆勢及受壓的情況下，我們評估交易情況表現的損失是基本情況下的數倍，反映了經濟下滑與危機。

- **分散投資以減輕集中投資的風險：**每筆交易通常都引用非常仔細且分散的貸款組合，從而減輕投資組合的集中風險，並設定大量貸款拖欠狀況以降低對收益產生重大負面影響的風險。
- **風險保留以確保利益一致：**我們要求風險分擔銀行保留交易中引用的每筆貸款的至少 20%（並且不單獨對衝）。我們認為 20% 的水平有助於確保銀行持續關注每個貸款狀況。我們重視「一起承受痛苦」的做法。若百分比比較低，我們認為銀行的潛在信用損失很容易被貸款生命週期開端收取的預付包銷費用及利息所抵消。
- **不可擇優挑選：**CRS 交易中的貸款只能由銀行以非全權方式選擇，並且應該很好反映了銀行的整體貸款賬目。
- **最新信用評級：**在借款人投入風險分擔投資組合前，我們要求銀行確保信用評級是最新的。此外，在將借款人新增至投資組合前，他們沒有被降級或列入信用「監視清單」作審查。

- **獨立核查：**核查代理（獨立的第三方）檢查銀行有否遵守交易的約定條款，包括任何損失索償的有效性以及利益一致性的實際存在與否。

在本文第 4 頁及第 5 頁，我們討論了 CRS 交易的假設範例，進一步說明了在建立此類交易時如何應用當中一些原則。

## 結論

透過信貸風險分擔交易，在銀行向其核心客戶（無論大小）提供貸款的正常業務過程中，PFZW 承擔其經歷的部分信貸損失。對貸款業務而言，在整個經濟周期中總有貸款未能還清，這是件很自然的事。因此，作為投資者，我們預計會出現損失。評估在各種經濟情況下可能承受的損失是我們投資決策的關鍵部分。重要的是，在分析及建立這些交易項時，須跟從過往 11 年作為此資產類別的投資者訂立的策略、理念及原則。這是維護對交易及所涉及風險的透徹了解並爭取持續強勁表現的最佳方法。

### 過往表現

自成立以來及過往五年間，CRS 的授權已實現每年約 10-12% 的平均回報。由此可見，在整個信貸週期中（包括全球金融危機期間），投資組合都表現出韌性。亦正因如此，我們的投資組合所產生的回報遠超基本案例的回報預期。CRS 授權的長期回報已經遠超出回報目標且在 PFZW 設定的風險參數之內。

這適用於基於現金流貼現模型與公平市場價值計算的業績。在採用基於現金流貼現模型的估值時，我們會考慮收到的息票、已實現的信用損失以及我們認為短期內可能發生的信用損失。基於公平市場價值的估值反映了在到期前出售或解除投資可獲得的價值。因為我們的投資策略是買入並持有，按現金流貼現模型計算收益是明智的方法，但出於財務報告目的，PFZW 需要在財務狀況表上以公平市價為基礎報告 CRS 交易。我們交易的獨特性意味著很難在市場中觀察到其價值。為了分配公平的市場價值，PFZW 使用了 PGM 為此目的專門開發並獨立核查的估值模型。直到最近，該模型僅考慮了可觀察的信用利差及相關參數。該模型並未考慮到信用風險分擔交易缺乏流動性，並且需要大量工作及時間組織並釋放銀行資金。隨著過往三年信貸利差進一步收緊，這一點變得更為明顯。信用利差的大幅收緊導致 CRS 投資組合中的許多交易的公平市價也遠遠高於實際交易額和交易之初設立的價格。這種情況持續了三年，因而促使公司對評估方法重新作出審視並決定在評估中考慮這些其他決定因素。在已改善的方法下，CRS 投資組合的公平市價大幅下降，這可以解釋 PFZW 報告的 2017 全年總值為何下降。但是請注意，此更改不會影響已實現的過往平均收益，也不會影響 CRS 投資組合的預期收益。此外，公平市價的下降並非源自投資組合中信貸品質的顯著變化。

## 信用風險分擔交易範例

這是 PFZW 可以進行的風險分擔交易的簡化範例。在此範例中，ABC 銀行向歐洲經濟區的大型企業提供了定期貸款，而投資者則為此多元化投資組合分擔了前 10% 的損失。貸款不轉移，繼續保留在 ABC 銀行的財務狀況表。此外，ABC 銀行在投資組合中至少為每筆貸款保留 20% 的未對沖買賣，以確保利益一致。

在此範例中，我們假設投資組合以 300 筆貸款組成，而總貸款敞口為 24 億歐羅（在 20% 的風險，即 6 億歐羅，由 ABC 銀行保留後）。最大的貸款風險是 1% 或 2,400 萬歐羅，這意味著若假設零收回，PFZW 最多可能因任何個別公司違約損失 2400 萬歐羅。總括而言，PFZW 的所有損失不會超過開始投資的 2.4 億歐羅。假設 ABC 銀行在無法還款後能夠收回平均 50% 的貸款（「收回率」）。這意味著需要 20% 的投資組合違約的情況下才能損失全部投資（鑑於此範例是 4 年的交易，因此每年為 5%）。此相當於 60 家平均規模的公司，此比率非常高。

概覽交易	
交易對手銀行	ABC 銀行
貸款組合規模	30 億歐羅
風險保留	每筆貸款的 20%
保留後投資組合的大 小	24 億歐羅
貨幣	歐羅
批次類型	首次損失
批次大小	0% - 10%
投資規模	2.4 億歐羅
交易期限	4 年

初始標的投資組合	
貸款種類	大額企業定期貸款
地區	歐洲經濟區的 15 個國家
企業數量	300
平均信用評級貸款	BBB-
允許的最小信用等級	B+
恢復率	50%
每個公司的最大貸款規模（風 險保留後）	1%（2400 萬歐羅） 若評級 <BB 則為 0.5%（1,200 萬 歐羅）

5 個最大行業分佈	
商業服務	10.0%
零售業	9.5%
消費者服務	9.2%
電訊服務	8.5%
醫療保健	8.0%

5 個最大國家分佈	
德國	15.0%
法國	12.5%
荷蘭	12.0%
英國	10.0%
瑞士	9.0%

## 原理圖表概述

下圖為風險分擔交易範例的示意圖。PFZW 透過其投資為該銀行提供了信用保護，數值為投資組合中的首 2.4 億歐羅損失。除 6 億歐羅的風險保留外，銀行還將承擔超過信用保護數額之後損失。

作為提供保護的回報，PFZW 會收到一張息票，其數額與交易中分擔之信用風險的性質及金額相稱。票息金額是根據未償還的名義投資額（按已發生的任何信用損失進行調整）計算。

在交易結束時（在此範例中為 4 年後），投資本金減去信貸損失的數額將退回投資者。



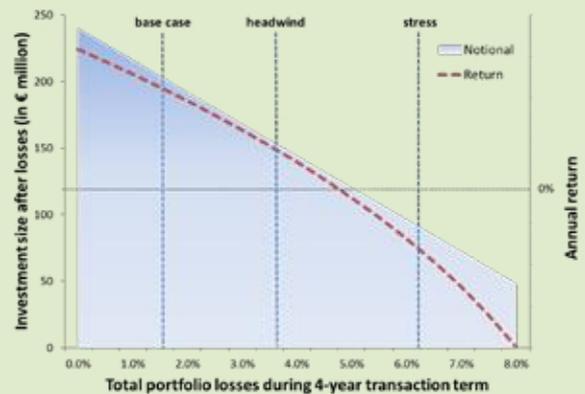
## 損益情況

PGGM 評估不同情況下的預期損失率以評估交易的吸引力，其中「基本情況」反映了正常的信貸週期。「逆勢」代表經濟衰退，「受壓」則代表危機情景。

下圖顯示幾種損失場景的投資額（左軸）與年化收益（右軸）以說明此範例交易的風險及損失狀況。隨著時間推移，損失發生並向銀行支付損失保護，2.4 億歐羅的最初信用保護金額會減少，而銀行同時向投資者支付息票。在 4 年期滿后，向投資者返還的資金低於 2.4 億歐羅，而實際金額將因應發生的情況而定。

在此範例中，若發生基本案例損失，則支付予銀行的總損失金額約為 4000 萬歐羅或投資組合的 1.5%，在這種情況下，將有 2 億歐羅返還予投資者。在受壓情況下，損失總額可能達到 1.4 億歐羅，這意味著有 1 億歐羅留給投資者，導致負收益出現。

請注意，這僅為範例說明之用。



### PGGM

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



Voor een waardevolle toekomst