

Investeren in Credit Risk Sharing Transacties

Verliezen worden verwacht en ingeprijsd

Introductie

Pensioenfonds Zorg en Welzijn ('PFZW') belegt in leningen die banken aan hun klanten verstrekken. PFZW's beleggingsaanpak is relatief uniek in de beleggingswereld: de leningen blijven namelijk op de balans van de bank en PFZW dekt een deel van de kredietverliezen, nooit alle verliezen, die mogelijk optreden in een vooraf geselecteerde portefeuille. Via zogenaamde Credit Risk Sharing ('CRS') transacties¹ deelt PFZW in het kredietrisico dat banken lopen als onderdeel van hun kernactiviteiten. PFZW heeft PGGM een exclusief mandaat gegeven om 2,5% van zijn vermogen te beleggen in CRS transacties. Bij de invulling hiervan heeft PGGM duidelijke richtlijnen meegekregen die zorgen voor een goede diversificatie van risico, aandacht voor uitgebreide due diligence op de kredietafdeling en het leningenboek van de bank en robuuste opzet van de transacties. In deze publicatie gaan wij dieper in op de aard van het kredietrisico in CRS transacties, op de beleggingsfocus en filosofie van PGGM met betrekking tot deze beleggingscategorie en op de karakteristieken die PGGM essentieel vindt voor een robuuste CRS transactie.

De aard van het kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat een lening niet volledig wordt terugbetaald. Dit is een normaal verschijnsel in de wereld van kredieten. Niet alle kredietverliezen kunnen worden voorkomen, ook niet door banken die veel zorg besteden aan het monitoren van de financiële gezondheid van hun klanten. Een CRS transactie dekt veelal de eerste vijf tot tien procent van de verliezen in een breed gespreide leningenportefeuille. Meestal gaat het om leningen aan bedrijven, vaak honderden en soms duizenden, variërend van grote corporaties tot het midden- en kleinbedrijf (MKB), gespreid over verschillende landen en sectoren. Omdat kredietverliezen te verwachten zijn is het van groot belang om een goede inschatting te maken hoeveel verliezen kunnen optreden in verschillende economische scenario's. Als een kredietverlies in een CRS transactie optreedt, raakt dit niet alleen PFZW, maar ook altijd de bank. In onze transacties vragen wij namelijk altijd dat de bank minimaal 20% van een lening op de

boeken houdt zonder het kredietrisico daarvan verder af te dekken. Daarnaast komen kredietverliezen die boven het geïnvesteerde bedrag van de transactie liggen voor rekening van de bank. In een CRS transactie kan men daarom nooit meer verliezen dan de initiële inleg. Leningen in de portefeuille van een CRS transactie blijven op de balans van de bank. Het risico wordt namelijk gedeeld via een bilateraal contract waarbij is overeengekomen dat PFZW de bank vergoedt voor kredietverliezen in de portefeuille (tot maximaal het geïnvesteerde bedrag), in ruil voor het ontvangen van een coupon. Deze coupon wordt dusdanig onderhandeld dat er voldoende buffer in de belegging zit om de verwachte kredietverliezen op te kunnen vangen en tegelijkertijd PFZW een aantrekkelijk rendement biedt. De coupon die PFZW ontvangt is overigens niet gekoppeld aan de rente op de leningen zelf; PGGM bepaalt de coupon op basis van de genomen risico's en de kredietverliezen die wij verwachten onder verschillende economische scenario's.

¹ Deze transacties worden ook wel balans-securitisaties of 'capital relief' transacties genoemd.

De focus van de CRS beleggingsstrategie van PGGM

PGGM hanteert een duidelijke strategie voor de uitvoering van het CRS mandaat. Wij delen enkel in de gezonde kredietrisico's van de bank die voortkomen uit haar kernactiviteiten. Onze partner banken hebben allemaal een sterke positie in de markt waarin zij met de betreffende leningen actief zijn. Vaak is de bank een marktleider en met uitgebreide ervaring in de relevante markt. Hierover vertellen wij meer verderop in de paragraaf 'Onze filosofie'.

Ons belangrijkste principe is het belang dat wij hechten aan een oprechte deling van risico's: elk verlies dat PFZW neemt als belegger in een CRS transactie moet samengaan met een verlies voor de bank in haar leningenboek. De eerste belegging van PFZW is in 2006 gedaan en ieder jaar daarna zijn nieuwe beleggingen aan de portefeuille toegevoegd. Het huidig belegd vermogen van de CRS portefeuille bedraagt meer dan € 5 miljard en refereert naar portefeuilles van ongeveer € 70 miljard. Gedurende de hele periode dat het mandaat actief is, zijn kredietverliezen uitbetaald aan onze risk sharing partners, omdat dit nu eenmaal inherent is aan deze beleggingen.

Belangrijk is dat de genomen verliezen ruim binnen de verwachtingen liggen, waardoor PFZW een aantrekkelijk rendement heeft behaald.

Door de jaren heen is PGGM een van meest ervaren beleggers geworden in dit deelgebied van de markt voor securitisaties, met, best bijzonder, een toegewijde klant, PFZW, voor wie het mandaat exclusief uitgevoerd wordt.

Het Credit Risk Sharing mandaat is onderdeel van het 'Private Markets' platform van PGGM. De strategie heeft een eigen allocatie in de beleggingsmix van PFZW. Hiermee is PFZW een van de weinige beleggers die Credit Risk Sharing transacties heeft omarmd als een op zichzelf staande beleggingscategorie. De strategie is 'buy-and-hold', ofwel transacties worden niet voortijdig in de markt verkocht.

Onze filosofie

Voor PFZW is de beleggingscategorie een aantrekkelijke manier om unieke, niet in publieke markten beschikbare kredietrisico's toe te voegen aan de portefeuille, in een vorm die een robuust rendementsprofiel oplevert in verschillende economische scenario's. Daarnaast stellen CRS transacties banken in staat om kredietrisico's beter te beheersen en te spreiden. Dit leidt tot minder systeemrisico en een meer duurzaam financieel stelsel, een van de belangrijke aspecten van het duurzaam beleggingsbeleid van zowel PFZW als PGGM.

Voor PGGM, als uitvoerder van het mandaat, zijn de volgende aspecten essentieel in het beleggingsproces:

- **Risicodeling alleen in kernactiviteiten van marktleiders:** kernactiviteiten geven de bank bestaansrecht. Daarnaast zijn dit de activiteiten die doorgaans de meeste toewijding krijgen en waar zorg gedragen wordt voor risicobeheersing van blijvend hoge kwaliteit.
- **Het zijn van een betrouwbare risk sharing partner die waarde hecht aan risicodeling:** risicodeling zorgt ervoor dat de bank op een prudente manier nieuwe leningen aangaat en de risico's ervan verstandig beheerst.
- **Diversifiëren over banken, type leningen, landen en sectoren:** spreiding in de portefeuille is zeer belangrijk. Dit doen wij door te werken met meerdere marktleiders wereldwijd, door transacties aan te gaan met verschillende type leningen (zoals kredietfaciliteiten en handelsfinancieringen) en met verschillende soorten klanten van een bank (zoals grote bedrijven en het MKB).

Daarnaast is het belangrijk om alle risico-aspecten van een transactie goed te doorgronden. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om een goed begrip van het type leningen, de leningsvoorwaarden, de manier waarop de bank leningen aangaat en hoe de bank het kredietrisico beheerst, het belang van het leningenboek binnen de strategie van de bank en de kredietverliezen die de bank in het leningenboek heeft laten zien door een economische cyclus heen.

Belangrijke karakteristieken van de transacties in de CRS portefeuille

Wij streven ernaar om onze beleggingen te spreiden over een selecte groep banken en over meerdere landen, continenten, sectoren en type leningen. Daarbij richten wij ons op kredietrisico's die niet voorhanden zijn in publieke markten. Momenteel telt onze portefeuille meer dan 20 transacties afgesloten met meer dan tien banken, verdeeld over meer dan 80 verschillende landen, meer dan 20 verschillende sectoren en verschillende type leningen.

Bij het structureren van een CRS investering volgen wij strikt de volgende principes:

- **Rendementseis en risicobudget:** iedere mogelijke transactie wordt beoordeeld tegen een minimale lange termijn rendementseis en een maximaal toegestaan risicobudget dat PFZW bepaald heeft voor het CRS mandaat.

- **Robuuste rendementen in verschillende economische scenario's:** voor iedere transactie wordt gekeken hoe zij verwacht wordt te renderen in normale, verzwakte en zeer slechte economische omstandigheden. Wij noemen dit het 'basis-', 'tegenwind-' en 'stress-' scenario. In het basisscenario houden wij rekening met kredietverliezen die kunnen optreden gedurende een normale cyclus. De tegenwind- en stress-scenario's corresponderen met een veelvoud van verliezen in het basisscenario, en zijn daarmee een afspiegeling voor scenario's van economische krimp en crisis.
- **Diversificatie om concentratierisico's te beperken:** iedere CRS transactie kent een breed gespreide portefeuille van vele leningen. Zo wordt het concentratierisico beperkt en daarmee het risico dat één omvangrijk faillissement een grote impact heeft op het rendement van de transactie.
- **Bank deelt mee in het kredietrisico en eventueel verlies:** wij eisen dat de bank minimaal 20% van een lening die in de transactie opgenomen wordt, op de balans houdt en deze niet op een andere manier afdekt. Wij zijn van mening dat het niveau van 20% voldoende is om de bank scherp te houden bij het monitoren en beheersen van de leningen in de portefeuille. Wij hechten er waarde aan 'samen de pijn te voelen'. Als dit percentage lager zou zijn, dan zouden kredietverliezen die de bank neemt sneller gecompenseerd kunnen worden door de vergoedingen die de bank ontvangt bij het verstrekken van een lening en de rente-inkomsten in de eerste jaren van die lening.
- **Geen 'cherry picking':** leningen voor de risk sharing portefeuille mogen alleen op een willekeurige, op regels gebaseerde manier worden geselecteerd; de bank heeft dus geen discretie om individuele leningen naar eigen inzicht in de portefeuille op te nemen. De portefeuilles waarin wij delen moeten een goede afspiegeling zijn van het hele leningenboek waarin wij delen.

- **'Verse' kredietbeoordelingen:** de bank dient ervoor te zorgen dat de kredietbeoordeling ('kredietrating') van een bedrijf is bijgewerkt voordat een lening aan dat bedrijf in de portefeuille kan worden opgenomen. Daarnaast mogen bedrijven niet op een lijst staan voor een mogelijke afwaardering van deze beoordeling, noch op een lijst van bijzondere aandacht ('watch' lijst).
- **Onafhankelijke verificatie:** een 'verification agent', een onafhankelijke derde partij, gaat na of de transactie aan de afgesproken voorwaarden voldoet. Daarnaast verifieert zij de verliezen die banken claimen en de 20% retentie-eis.

Op pagina's 5 en 6 van deze publicatie bespreken wij een voorbeeld van een CRS transactie, dat verder inzicht geeft in hoe wij deze principes toepassen bij het structureren van een transactie.

Conclusie

Bij het aangaan van credit risk sharing transacties deelt PFZW in een deel van de kredietverliezen die een bank beleeft in haar leningenportefeuilles ter ondersteuning van haar reguliere kernactiviteiten gericht op het bedienen van haar klanten, groot en klein. Het is normaal dat gedurende een gewone kredietcyclus niet alle leningen volledig worden terugbetaald. Als investeerder verwachten wij dan ook dat kredietverliezen optreden. De analyse die wij doen om de hoeveelheid kredietverliezen in verschillende scenario's te bepalen vormt een essentieel onderdeel van ons proces om tot een succesvolle investering te komen. Het is van groot belang dat wij bij het analyseren en structureren van deze transacties vast blijven houden aan de strategie, filosofie en principes die wij als investeerder de afgelopen 11 jaar gevolgd hebben. Op die manier kunnen wij het beste een goed begrip van de transacties en van de risico's waarborgen en de sterke performance van de afgelopen jaren blijven voortzetten.

Historische performance

Het CRS mandaat heeft zowel sinds de start 11 jaar geleden als over de laatste vijf jaar rendementen laten zien van gemiddeld rond de 10–12% per jaar. Gedurende die periode heeft de portefeuille laten zien goed bestand te zijn tegen veranderingen in het economische klimaat, ook bijvoorbeeld gedurende de financiële crisis. De CRS portefeuille heeft over die periode rendementen gegenereerd die ruim boven de verwachtingen in het basisscenario liggen. Bovendien liggen de lange termijn rendementen ruim boven de lange-termijn rendementseis en binnen de risicoparameters die PFZW heeft opgelegd voor het mandaat.

Dit geldt zowel voor rendement berekend op een zogenaamde ‘accrual’ basis als op een ‘fair market value’ basis. Bij toepassing van een waardering op ‘accrual’ basis houden wij alleen rekening met de ontvangen coupons, gerealiseerde kredietverliezen en kredietverliezen die op korte termijn waarschijnlijk lijken. Een ‘fair market value’ waardering is een waardering die de waarde weergeeft die verkregen kan worden als de belegging voortijdig wordt verkocht of beëindigd. Alhoewel rendement meten op een accrual basis een passende methode is voor beleggingen die niet tussentijds verkocht worden, dient PFZW in zijn financiële rapportage gebruik te maken van een waardering op een fair market value basis. Vanwege het unieke karakter van de CRS beleggingen is deze fair market value niet te bepalen aan de hand van een marktprijs. Daarom maakt PFZW sinds vele jaren gebruik van een waarderingsmodel dat speciaal hiervoor door PGGM is ontwikkeld en extern is gevalideerd. Tot voor kort werd de waarde van een transactie enkel bepaald op basis van het kredietrisico dat wordt aangegaan en de prijs die daarvoor in de markt zou moeten worden betaald. Dit model nam niet mee dat CRS beleggingen illiquide zijn, veel tijd vergen om te structureren én kapitaal vrijspelen voor de bank. De sterke daling van vergoedingen in de markt voor kredietrisico leidde voor veel transacties tot een marktwaarde die ruim boven de aankoopprijs lag, ook bij het aangaan van nieuwe transacties. Omdat deze situatie zich de afgelopen drie jaar bleef voordoen, is besloten om het waarderingsmodel aan te passen om bovengenoemde overige factoren mee te kunnen nemen in de waardering. Als gevolg van deze verbeterde waarderingmethode daalt de fair market value van de CRS portefeuille aanzienlijk. Dit verklaart de waardedaling per jaareinde 2017 zoals gerapporteerd door PFZW. Deze aanpassing heeft echter geen invloed op de in het verleden gerealiseerde rendementen, noch op de verwachte rendementen van de CRS portefeuille. De aanpassing is dan ook puur een herwaardering op papier. Het is tevens geen reflectie van een materiële verandering in de kredietkwaliteit van de portefeuille.

Voorbeeld van een Credit Risk Sharing transactie

Hier presenteren wij een vereenvoudigd voorbeeld van een Credit Risk Sharing transactie die PFZW zou kunnen afsluiten. In dit voorbeeld deelt PFZW in de eerste tien procent aan verliezen van een breed gespreide portefeuille leningen die door ABC Bank aan grote bedrijven in de Europese Economische Ruimte zijn verstrekt. De leningen blijven op de balans van de bank. Het eigendom van de leningen wordt dus niet aan PFZW overgedragen, alleen een deel van het kredietrisico. ABC Bank behoudt verder minimaal 20% van iedere lening in de portefeuille.

In dit voorbeeld hebben wij een portefeuille van 300 namen aangenomen met een totale exposure van € 2,4 miljard (nadat 20% van het risico door ABC Bank is gehouden). Elk bedrijf mag hooguit 1% van de portefeuille uitmaken ofwel € 24 miljoen, wat betekent dat PFZW maximaal € 24 miljoen per faillissement kan verliezen (waarbij dus wordt aangenomen dat de bank niets van de lening kan terugvorderen). In totaal kan PFZW nooit meer dan de initiële inleg verliezen, zijnde € 240 miljoen. Bij de aanneming dat ABC Bank gemiddeld genomen 50% van iedere failliete lening kan terugvorderen na faillissement ('uitwinningpercentage') zou ongeveer 20% van de portefeuille failliet moeten gaan om de volledige inleg kwijt te raken (5% op jaarbasis bij een looptijd van vier jaar). Dit komt overeen met 60 bedrijven, hetgeen uitzonderlijk hoog is.

Transactieoverzicht	
Risk Sharing Bank	ABC Bank
Omvang portefeuille	€ 3 miljard
Aangehouden door bank ('retentie')	20% per lening
Omvang portefeuille na retentie	€ 2,4 miljard
Valuta	EUR
Tranche type	First Loss
Tranche omvang	0% – 10%
Omvang investering	€ 240 miljoen
Looptijd transactie	4 jaar

Portefeuille bij aanvang	
Type leningen	Leningen aan grote bedrijven
Regio	15 landen in de Europese Economische Ruimte
Aantal bedrijven	300
Gemiddelde kredietrating	BBB-
Min. toegestane kredietrating	B+
Gem. uitwinningpercentage	50%
Max. omvang per bedrijf (na retentie)	1% (€ 24 mln) 0,5% voor <BB (€ 12 mln)
Gemiddelde looptijd leningen	4 jaar

5 grootste sectoren	
Commerciële diensten	10,0%
Retail	9,5%
Diensten gerelateerd aan consumenten	9,2%
Telecom	8,5%
Zorg	8,0%

5 grootste landen	
Duitsland	15,0%
Frankrijk	12,5%
Nederland	12,0%
Verenigd Koninkrijk	10,0%
Zwitserland	9,0%

Diagram transactie

Onderstaand diagram geeft een schematisch overzicht van de voorbeeldtransactie. Via de investering biedt PFZW de bank bescherming op de eerste € 240 miljoen verliezen in de portefeuille van € 2,4 miljard. Als verliezen groter uitvallen dan dit bedrag dan is het restant voor rekening van de bank, naast de € 600 miljoen die de bank op de boeken aanhoudt vanwege de 20% retentieverplichting.

In ruil voor het verlenen van deze bescherming ontvangt PFZW een coupon die in verhouding moet staan tot de aard en omvang van het kredietrisico waarin gedeeld wordt. Het couponbedrag dat PFZW ontvangt wordt berekend op de uitstaande hoofdsom (aangepast voor kredietverliezen die al hebben plaatsgevonden).

Aan het einde van de transactie (in dit geval 4 jaar) ontvangt PFZW de hoofdsom van de investering terug, minus kredietverliezen die hebben plaatsgevonden gedurende deze periode.

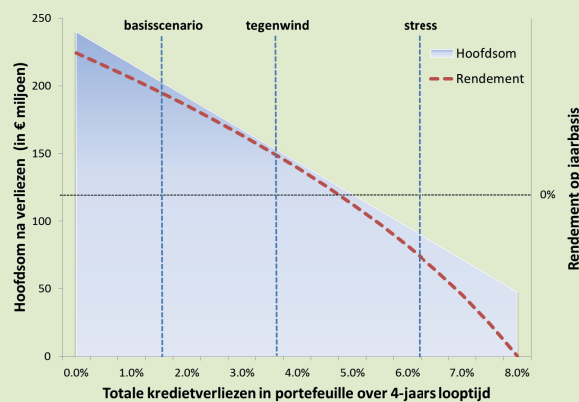


Risico-rendementsprofiel

Om te kijken of de belegging aantrekkelijk is, maakt PGGM een inschatting van de te verwachten kredietverliezen in de portefeuille in verschillende scenario's: het 'basisscenario' is representatief voor een normale kredietcyclus, 'tegenwind' stemt overeen met een scenario van economische krimp en 'stress' correspondeert met economische crisis.

Onderstaande grafiek toont hoe risico en rendement zich zouden verhouden in deze transactie. Voor verschillende verliesscenario's is op de linker-as de uitstaande hoofdsom te zien en op de rechter-as het jaarlijks rendement. Naarmate meer kredietverliezen plaatsvinden en uit worden betaald aan de bank neemt de uitstaande hoofdsom af. De bank blijft gedurende die periode een coupon betalen over de afnemende hoofdsom. Op einde looptijd ontvangt PFZW een bedrag terug tussen de € 0 en € 240 miljoen euro, afhankelijk van het scenario. In dit voorbeeld komt het verlies in het basisscenario overeen met € 40 miljoen (1,5% van de portefeuille). PFZW zou dan € 200 miljoen terug ontvangen. In een stress scenario bedragen verliezen € 140 miljoen, hetgeen betekent dat PFZW slechts € 100 miljoen terug krijgt. Dit correspondeert met een duidelijk negatief rendement.

Dit voorbeeld dient slechts ter illustratie.



PGGM

Corporate Communicatie
Noordweg Noord 150
Postbus 117, 3700 AC Zeist
T +31 (0)30 277 99 11
www.pggm.nl



Voor een waardevolle toekomst