

簡單的合成型資產證券化

我們為何以及如何投資於合成型資產負債表證券化

簡介

2015年9月30日，歐盟委員會（「歐委會」）提出了其《資本市場聯盟的行動計畫》。歐委會在其中納入刺激高品質證券化的規則。該刺激方案的實現方式是，對符合標準的證券化產品給予優惠的資本待遇。該標準着重於使證券化變得簡單、透明和標準化（「STS」標準）。經過徹底研究並與行業協商，已針對真實銷售證券化及資產支持商業票據（ABCP）證券化草擬 STS 標準相關的法規。同時，歐委會已要求歐洲銀行業管理局（「EBA」）對合成型資產證券化進行類似的研究。

我們強烈支持針對合成型資產證券化草擬 STS 標準的提議，因為我們相信此等合成型資產證券化可以促進永續性的金融體系，為實體經濟增值，在概念上簡單且適合標準化。在本意見書中，我們將透過強調投資於綜合資產證券化的原因、核心理念以及適應所涉及特定風險的方式來解釋這種信念。

PGGM 和 PFZW

PGGM 是荷蘭領先的養老基金服務提供商，目前為許多荷蘭養老基金管理 1,810 億歐元（2015年9月30日）的養老金資產，其中包括管理護理保健退休基金部門（「PFZW」）1,610 億歐元（2015年9月30日）資產。PGGM 和 PFZW 都是非營利組織，並且深信財務收益與社會責任是相輔相成。因此，我們制訂社會議程與一套負責任投資理念，投資於符合環境、社會和治理標準的公司、專案及資產。透過這些措施，我們試圖承擔身為金融機構的責任，並為建立更永續性的金融體系作出積極的貢獻。

PFZW 已給予 PGGM 獨家授權，將其資產的 2.5% 投資於資產負債表證券化，重點是綜合資產證券化。我們通常投資於第一虧損額度，並將其稱為「風險分擔交易」。我們於 2006 年成立後開始投資，每年都進行新交易。迄今為止，此類風險分擔交易的投資額累計超過 50 億歐元，涉及超過 800 億歐元的貸款組合。我們因此已成為全球在此證券化市場領域經驗最豐富且規模最大的活躍投資者之一。我們目前的投資組合標的約 370 億歐元的貸款組合，其貸款涉及全球各地。透過參與風險分擔交易，PGGM 與 PFZW 協助銀行業以合理方式管理其信用風險敞口，在減少系統性風險的同時建立更具永續性的金融體系，這是 PFZW 與 PGGM 負責任投資理念的支柱之一。

什麼是綜合證券化？

在綜合資產證券化中，銀行從投資者那裡購買貸款組合的信貸保障。這意味著，當投資組合中的貸款違約時，投資者可以向銀行償還該投資組合中的貸款所遭受的損失，而最高金額則為投資額。因此，該金額為一部分投資組合提供了信用保障，通常被稱為「第一虧損額度」。在選擇此部分的時候，通常額度大小至少能覆蓋投資組合的預期損失以及部分意外損失。銀行通常保留其餘的風險，稱為「主要券次」。

交易結束前，銀行和投資者應就交易條款達成協議，例如投資者面對的風險金額、合約期限和可納入投資組合的貸款。如果投資者知道這些貸款的借款人的確切姓名，可以選擇公開披露，

如果投資者不知道借款人的身份，則可以盲目選擇。在後一種情況下，貸款是根據貸款類型、行業、地域、信用風險等標準選擇的。

「綜合」一詞來自這樣一個事實，即與真正的出售交易不同，證券化的貸款不是由銀行出售而是由銀行參照的，這意味著它們仍保留在銀行的資產負債表上。這樣，銀行降低了證券化貸款的信用風險，並且

仍然負責管理與客戶本身的貸款和借貸關係。綜合型資產證券化通常用於對沖不易出售貸款的信用風險¹，範例包括循環信貸、中小企業貸款和貿易融資，因為這些通常需要大量的操作處理，而這些操作是銀行專門設立而非銀行無法輕易接管的。

綜合證券化對比真實出售證券化

綜合資產證券化與真實銷售證券化的目的不同。在真實銷售證券化中，銀行將貸款出售給特殊目的實體 (SPE)，因此在交易結束時收到**資金**。銀行通常保留第一虧損額度。投資者通常只承擔風險較小的主要券次。

在綜合資產證券化中，通常將第一虧損額度部分轉移給投資者，而銀行保留其餘風險。投資的金額通常大於銀行需要為該投資組合持有的資本金額。由於證券化提供了完美的對沖，且多虧有了合成型資產證券化交易，銀行可以從中受益於**資本減免**。

然而，由於不出售貸款，因此銀行只會於投資組合出現損失時獲得付款。因此，綜合資產證券化主要並非為了融資目的而是為了信用風險對沖和資本管理。

真實出售對比綜合證券化

	真實銷售證券化	綜合資產證券化
資產出售所要求的銀行 SPE 目的？	是資助 是 SPE 消費貸款、信用卡應收款項、按揭	沒有 信用風險對沖/資本管理可能，不需要發起銀行
資產所有權 典型資產類型	根據標的貸款的現金流量 分別對沖 分別對沖	企業風險暴露、SME 貸款、貿易融資 基於預先約定的信用風險溢價
投資者收益		不適用
標的貸款的利率風險 標的貸款的貨幣風險		不適用

¹ 由於證券化貸款仍保留在銀行的資產負債表上，這被稱為「資產負債表證券化」。綜合資產證券化技術還可以用於購買買方實際上不擁有的資產的信貸保障；這些被稱為**套利證券化**。由於銀行保留了證券化貸款的所有權，因而對由此產生的綜合資產證券化產生好處，此於**套利證券化**並不適用。我們不投資**套利證券化**，而只投資**資產負債表證券化**。因此，本文中的所有解釋僅適用於**資產負債表證券化**。

複雜性

有關綜合資產證券化的主要顧慮是它們很複雜。這並非全無道理；對於綜合資產證券化的信用風險轉移，其法律機制在結構上可能會令人生畏，一眼難以完全掌握。因此，我們會仔細考慮交易的適當結構（請參閱下面的詳細資訊）。

也就是說，我們認為綜合合成型資產負債表證券化或「風險分擔交易」**從概念上非常簡單**：投資者對指定銀行貸款組合承擔信用風險，貸款額度不超過預先協定的金額。對於這種信用風險，投資者以定期息票的付款形式獲得相應的收益。從本質上講，這就是全部。

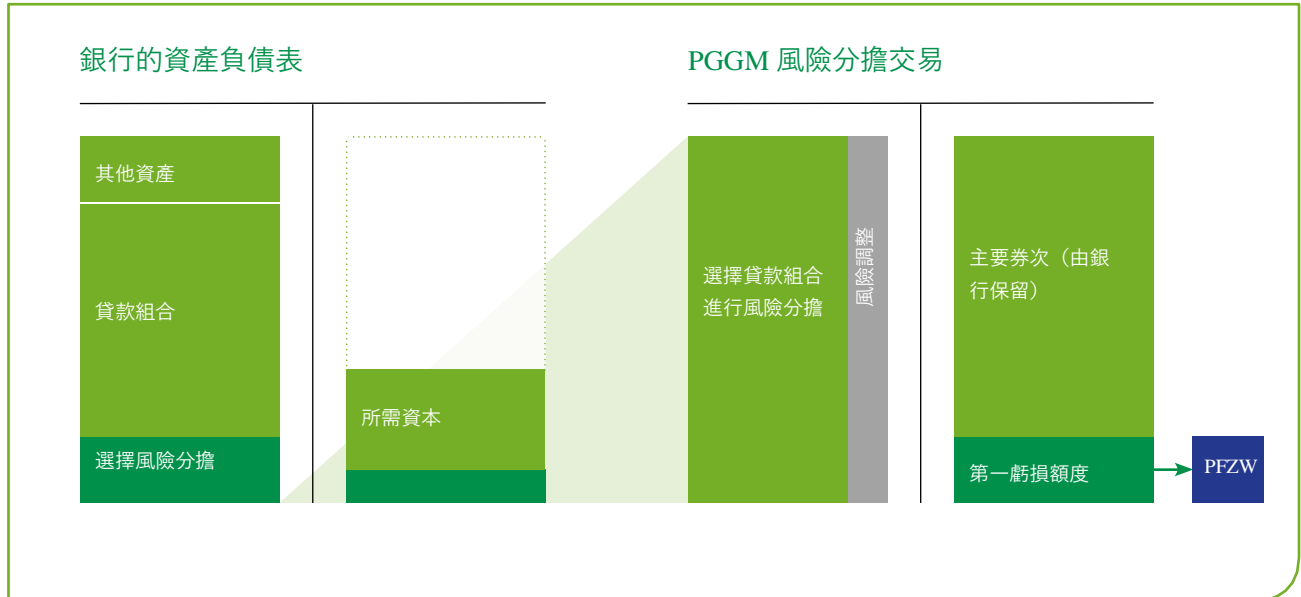
下圖顯示了我們風險分擔交易的典型大要。與銀行一起，我們同意從銀行資產負債表上特定貸款紀錄中選擇符合風險分擔組合條件的貸款（圖的左側）。在這筆貸款中，我們通常投資於第一虧損額度，而銀行保留主要券次。另外，我們確保利益緊密結合。我們透過要求銀行繼續持有至少20%與我們相同的信用風險敞口來組成此結構。這樣，當信用損失時，雙方都「感受痛楚」。我們的信念是，這提供了相對簡單且易於理解的風險收益概況。

顧慮

然而，仍有一些顧慮是合理的。從銀行的角度來看，主要顧慮的是信用風險有否透過結構充分轉移²。若從投資者的角度來看，特別擔憂的是：

- **信用風險**：投資者面對怎樣的信用風險？
- **道德風險**：對沖後，銀行會否償還貸款？
- **逆向選擇**：證券化只包括不良貸款嗎？
- **操作風險**：證券化結構會運作嗎？
- **交易對手風險**：投資者會否面對銀行違約的風險？
- **結構風險**：該結構還會帶來哪些其他風險？

我們了解這些顧慮，而作為投資者，我們也共同分擔這些顧慮。在以下部分，我們將首先概述我們的核心信念，然後討論我們如何解決當中涉及的不同要素，還有我們—及我們的客戶—如何適應這些風險。



2 在關於重大風險轉移的指南中已解決了此問題，因此不再在此單獨討論。

我們的核心信念

如前所述，我們在內部把對綜合資產負債表證券化的投資稱為「風險分擔交易」。使用該術語強調我們的主要信念，即交易應真正地承擔信用風險：我們作為交易方的投資者所遭受的任何損失應盡可能類似於發起銀行在證券化資產集合體中所遭受的損失。

在此基礎上遵循我們的一些核心信念：與銀行建立

- 長期合作夥伴關係；
- 我們只分擔與其核心業務有關的信用風險；
- 銀行擁有公認市場地位的活動；
- 投資風險分擔投資組合，該投資組合是基礎貸款帳簿的合理反映；
- 具有真正的利益一致性，確保分擔損失；及
- 雙方均無重大交易對手風險。

解決問題

作為經驗豐富的合成資產證券化領域投資者，我們已經為解決上述的問題而深思熟慮，以使我們能夠為客戶建立具吸引力和簡單風險收益的穩健交易。

首先，我們追求的是**長期夥伴關係**，在這種情況下，我們以與銀行經歷相同的方式在其核心信貸資產組合中分擔銀行的損失。因此，我們始終致力於將風險分擔組合中的最終損失與銀行在損益表中報告最終損失的水平保持一致，這與股東面對此類損失的方式一致。此外，作為長期合作夥伴，我們非常熟悉風險分擔銀行。因此，當交易到期時，我們總是可以為新交易進行協商，並確保銀行可以在相關貸款帳簿上享受持續的信貸保障。在我們將近 10 年的經驗中，我們已經建立了幾種此類關係，我們在這些關係中累積將到期交易，並且將繼續努力建立更多關係。

作為個人交易的起點，我們相信**完全分擔信用風險**貸款組合。我們將信用風險定價為應定期支付的簡單費用。我們極為希望

透過避免過度價差或其他複雜機制來進行**簡單定價**。因此，我們要求的價格與標的貸款的利率完全分開³，而純粹是與貸款的感知信用風險有關的風險溢價。因此，從本質上講，投資者的最終結果是，未償債務池的風險溢價減去預期損失。透過該結構可以減輕貨幣風險、利率風險和交易對手風險其他風險。下面將說明我們如何應對這些風險。

要了解**交易的信用風險**，我們會對貸款組合和銀行進行深入的盡職調查，並在建立交易時認真考慮。首先，了解信用風險的潛在類型是關鍵。如果我們不了解潛在風險，就不會進行投資。

其次，我們專注的信用風險乃來自銀行的成功**核心活動**，而該銀行必須擁有**公認市場地位**。對我們而言，相關活動必須牢固地嵌入銀行的 DNA，並得到高級管理層的廣泛關注，並且銀行具有確保對其進行適當（風險）管理的手段。

此外，我們非常重視與我們打算分擔信用風險的（貸款）活動有關的銀行**流程**。我們投入大量時間全面了解銀行內部的所有相關流程，所涉及的關鍵人員以及銀行在這些流程中的歷史紀錄。特別關注的領域是發起、監控、結算、風險管理、適合整體策略等。實際上，我們透過與各銀行進行風險分擔交易來「瞭解」這些流程

知道風險分擔投資組合中基礎實體的實際個人名稱對我們而言並不重要。我們需要知道的是內部信用評級、行業、國家、期限等每個訂單項目的風險特徵。從這個角度來看，我們更喜歡從一個參考投資組合開始，它能**公平反映**銀行總投資組合，然後我們對其進行調整以降低某些集中風險⁴。由此產生的風險分擔投資組合是多樣化的，並且大多數倉位都屬流動性較差的名稱。

我們堅持各方之間有強大的**利益一致性**，導致銀行在未對沖帳簿時至少持有其同等信用風險的 20%。這種利息調整的規模很大，以至於不容易由前期保險費與利息承擔潛在的損失。堅持要求承銷商對足夠的公司提供財務支援或

3 我們想將交易價格與標的貸款利率分開。銀行可以根據銀行提供給客戶的整套服務為貸款定價。因此，可能存在透過銀行的其他業務補償的折扣。

4 單一債務人組別限制、部門限制、評級時段限制和地理限制是參考組合必須遵守的標準範例。

進行足夠的重大投資，可以大大減少「貸款後證券化」模型的不良影響。此外，確保參考組合貸款反映了銀行的核心活動，此保證銀行將繼續為所參考的整本帳簿提供服務。同時，利率要求的一致性保護銀行對參考組合貸款水平的承諾。這些共同緩解了**道德風險**。

確保**逆向選擇**盡可能降低信用風險，我們要求進入參考投資組合的每筆貸款的內部信用評級均為最新。此外，我們堅持預先協定的選擇標準，以將新的風險暴露新增到風險分擔投資組合中，此通常由自動化軟件程序或演算法執行。應始終避免個人過度挑選。

為解決**操作風險**，此自動化程序的算法將由我們專門的運營盡職調查團隊進行進一步的盡職調查。

此外，如果投資組合中的任何信用事件導致銀行提出損失索償，則將由獨立的核查代理人進行核實，以確保在進行任何損失清算之前已經有效地提出了索償。

我們以避免對於任何一方的**交易對手風險**的方式進行交易。首先，我們總是透過將等於交易開始時的全部投資名義金額轉入一個單獨的帳戶來為交易提供全部資金。因此，在發生信貸事件時，無論投資者是否有償債能力，都可以確保銀行有足夠現金來處理索償。為了進一步確保我們（作為投資者）不會對銀行產生交易對手風險，這種預籌資金通常由第三方託管人持有，並投資於評級高且幾乎無風險的短期抵押證券：通常為 3 個月的 AAA 或 AA+ 級發行人以適當貨幣發行的商業票據。

範例有德國復興信貸銀行（EIB）或歐洲投資銀行（KfW）發行的德國或美國國庫券或 CP。如果銀行拖欠信貸保障付款，則信貸保障終止，並且在扣除信用事件的索償損失後，投資者將從擔保品的收益中獲得剩餘的投資額。由於抵押證券每 3 個月到期一次，因此也沒有與此結構相關的流動性風險。

最後，在**結構性風險**方面，我們發現綜合資產證券化實際上比**真實銷售證券化**更容易評估。由於貸款本身不轉移，僅在交易中引用，

對沖只涉及信用風險，投資者不承擔標的貸款的利率風險或貨幣風險。若無信用事件出現，基礎貸款的現金流量的實際大小和時機對合成型資產證券化的投資者而言均無影響。而且，這樣也避免了與貸款所有權轉移相關的操作和法律風險。透過這種方法，我們對合成資產負債表證券化的結構複雜性感到滿意。我們內部開發的標準已經證明可以在各種經濟情況下為客戶提供強大而具吸引力的投資。

為什麼要制定綜合證券化的標準

資產負債表證券化是一種風險管理工具，作用為讓銀行對沖現有風險。綜合資產證券化使銀行能夠對沖很難甚至無法出售的暴露，因此無法透過真實銷售證券化來對沖，例如循環信貸、SME 貸款和貿易融資。與真實銷售證券化相比，綜合資產證券化通常會對沖與完全不同的貸款部分相關的信用風險。因此，它們是對當前提議的一套 STS 標準的補充。

此外，透過 STS 標準為真實銷售證券化提供的優惠待遇可能會破壞真實銷售證券化與綜合資產證券化之間的競爭環境。這可能會將重點轉移到真實銷售證券化上，這樣不僅損害綜合資產證券化市場，亦會損害不適合透過真實銷售進行證券化的核心貸款部分，當中包括上述中小企業貸款和貿易融資的類型。

此外，透過這些交易，由於非銀行投資者分擔了很大一部分信用風險，因此從銀行業中消除了信用風險。這樣可以降低系統性風險，同時為建立永續性的金融體系作出貢獻。為了確保綜合資產證券化確實符合這些目標，最為重要的是要適當地組織它們。STS 標準有助實現此目標。

最後，STS 標準可以進一步幫助為綜合資產證券化創造一個更易於接觸、更為標準化和透明度更高的市場。儘管許多綜合資產證券化的基本原理相似，但實施過程中仍然存在差異。部分原因是投資者和銀行的偏好不同，以及銀行各自監管機構的要求也不同。我們認為，更統一的方法將使投資者、銀行和監管機構受益。

結束語

我們的經驗是，我們進行的風險分擔交易對銀行和我們的客戶而言是雙贏的。銀行可以對參考投資組合中的名稱進行完美的對沖，並且通常還可以進行資本減免。這增強了他們的資產負債表，使銀行能夠將資本回收為新貸款，並以最佳方式利用其組織網絡和資源。作為投資者，PFZW 透過獲得公開市場上不存在的信用風險而獲得了多元化的投資，並擁有具吸引力的風險收益特質。在包括金融危機的過去 10 年間，回報率也很高。最後，社會可以受益於對核心銀行業務關係的貸款增加

以及銀行業系統性風險的降低，從而帶來更強勁的經濟及永續性的金融體系。

在本文中，我們對綜合資產負債表證券化以及如何適當地建立此等「風險分擔交易」以減輕主要顧慮提出了看法。我們希望它能對如何使公眾樂於接受綜合資產證券化以及標準化如何解決公眾對這些交易的顧慮提供深刻見解。我們認為，透過相對有限的標準，可以將綜合資產負債表證券化標準化，令其成為簡單透明的投資。

揭開綜合型資產證券化的神秘面紗：術語

綜合資產證券化的複雜性在很大程度上被認為是行業使用的術語。本附件旨在揭開一些術語的神秘色彩。

信貸保障	保障信貸風險，這是綜合資產證券化的基礎。
保障買家	希望獲得所持有貸款的信貸保障的一方，通常為銀行。
保護賣家	提供信貸保護的一方，簡而言之就是投資者。
信用事件	借款人無法償還債務的情況。通常，這分為三類：「無力支付」，「破產」和「重組」。
信貸違約掉期	通常用以構成綜合資產證券化的金融合約。在該合約中，保護購買者支付固定的利率（「CDS 溢價」），以換取保護出售者的「浮動」付款。此類「浮動付款」將是保護購買者在投資組合中的貸款發生信貸事件後所要求的損失金額。縮寫為 CDS。
參考投資組合	綜合資產證券化中引用的貸款組合。該投資組合中的任何損失將由投資者賠償，但不得超過預先約定的最高金額。
券次	證券化過程中要攤攤分的風險。 「第一虧損」或「股權」承擔初始虧損，而「主要券次」檔將承擔最後虧損（如有）。在這兩者之間，您可能會有其他付款，可以稱為「主要虧損」、「夾層」或其他術語。貸款共同構成了交易的負債結構。右邊是一個轉移結構的範例。

主要券次（損失的最後 70%-80%）
夾層券次（損失的 10%-20%）
第一虧損額度（損失的前 10%）

PGGM

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



Voor een waardevolle toekomst