

# **Structural Developments and Innovations in the Asset- Backed Commercial Paper Market**

**Mark H. Adelson**

Managing Director, Asset-Backed Commercial Paper  
Moody's Investors Service

**Strategic Research Institute**

1997 Asset Securitization Symposium

February 9-12, 1997, Scottsdale Princess, Scottsdale Arizona

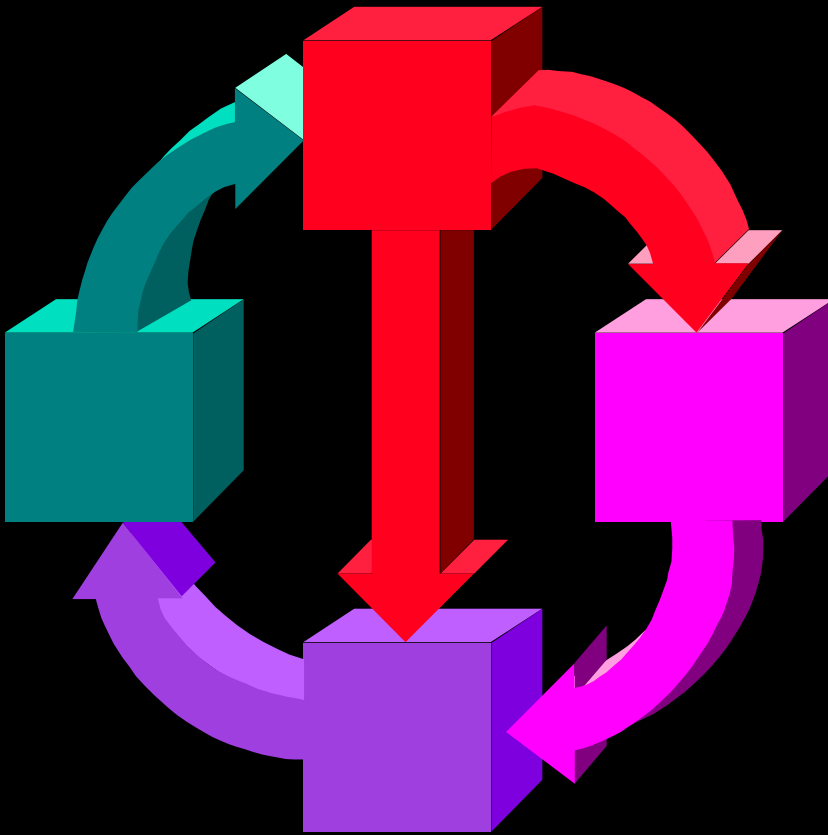


*Moody's Investors Service*

# Focus on Trick Liquidity

**Trick Liquidity:** An arrangement labeled as a “liquidity facility” which in fact provides a full wrap insulating ABCP investors from all credit and liquidity risks of an associated pool of receivables.

The rating of an ABCP program that uses trick liquidity may be based entirely on the trick and not at all on the quality of the assets financed through the program.



# Partially Supported ABCP Paradigm

- | Separate liquidity and credit enhancement
- | CE is scarce (10%) and unconditional
- | LIQ is abundant (100%) but conditional
  - LIQ “funds against” assets, not against ABCP
  - LIQ funds against “good” assets, not all assets
  - LIQ availability is calculated with a formula
- | Investors bear asset performance risk, not just bank risk



# Typical Partially Supported LIQ Formula

LIQ = Purchased Receivables

***less*** Defaulted Receivables

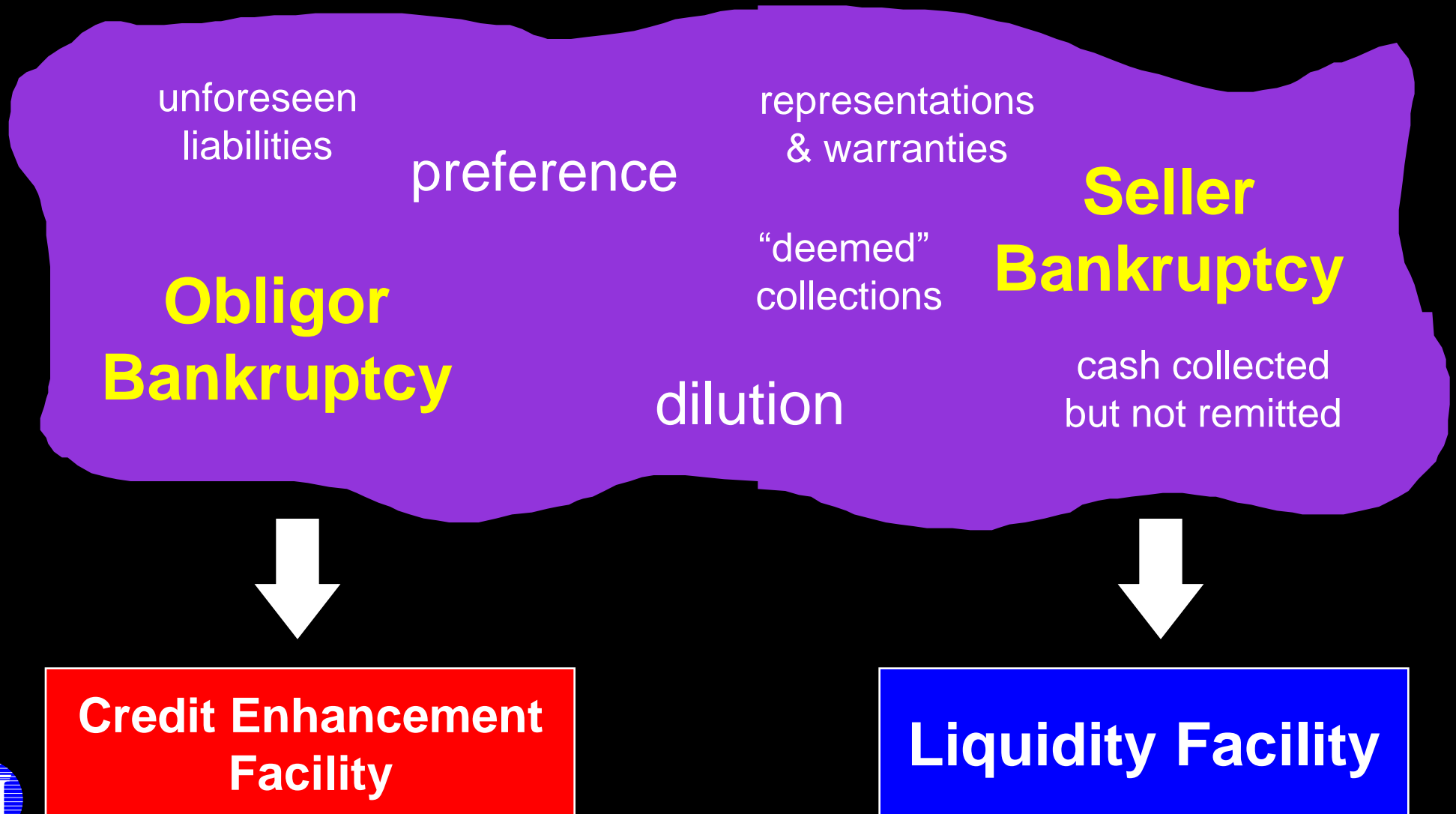
*plus* Discount (yield) on ABCP

*plus* cash collected but not remitted

*plus* deemed collections (dilution etc.)



# ABCP Allocation of Risks



# #1 - Cover Page Trick

## ~~Support Agreement~~ Liquidity Agreement

### ΑΒΣ Αναλυση Οφειλεσεων

Εμπνη: Μοδώνος σε α πβλίστηνη ζομπανη. Αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω ερωτε οελλ ανδ ερωτε α λοτ. Εαχη αναλυση σπουδω ερωτε νεο ισους ρεαριστο φορ αλλ μεταδ δαλατ ανδ σπουδω ερωτε πω ορ τηρε σπαζωλ, ζομπανη εαχη νεορ. In addition, μεμω σπουδω βε ερωτεν αβουτ εαχη δαλ, τηρε ιη τη εαβερετ οφ α ρατινυ αναλυση βυε σπηρη υλτιματην ια νου ρατω. Οφ ζορρε, ρατινυ μεμω σπουδω βε ερωτεν φορ αλλ δαλατ τηρε αρε ρατω. Ζομπητε φιλωσ φορ αλλ μεμω σπουδω βε λωδωλ ιντο τηε Λοτιε Νοτερ δαταβαε φορ νεοιου ρεφερεντε.

Χωτομω Ρελατιονε: Αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω υπε εσπηρ σπορτινιτυ το προμωτε γωδ ρελατιονε ιατη ουρ ζωτομωρ. Τηε ινγλυδωσ υσινγ τηε ζωτομωρ φορτω σκυλσε ιν σπηρη οε ημερε ρεχεπεδ τραινινγ ανδ, παρτιζυαλρην, τηε φορ σπαε γαγλε οφ ζωτομωρ ιντερακτιον: (1) ζωννεκτινγ, (2) υνδερστανδινγ, (3) ηελπινγ, ανδ (4) συσταινινγ. Ωε σπουδω αλωαρε βε ρεσπονσε ανδ ρετυρν προνε γαλσε προμπτων. Επειν εσπειν οε δισαρεε ιατη α ζωτομωρ, οε σπουδω τρω το προεσπει α χορδωαλ ατιμωσπερε. Μερκων μεινταινινγ εξιστινγ ρελατιονε ηωσ ια νουτ ενουρη οε μωστ ζωντανιτων μωρωρε τηε ανδ βυιλδ νεο υνεσ.

Αναλυση: Αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω υπε τηε απροσπερε αναλυτη τοολε ανδ μετροδω το ρεαχη α ρατινυ ζωνγλυσιον. Θωαντιταπει μετροδω εσπειν μωστ βε υνεσ, βυε βυε τηε μωδωσ τηε ανδ νουτ σπαφιναντ. Σωυδ εσφωρμωτ ανδ τηε αβιλιτυ το μεκε δεζωτομωρ αρε αλωσ νεζωσσηρ. Αν αναλυση μωστ βε αβιλε το τηικε χλεαρη ανδ τηικε κωστ ιν ορδερ το ηανδλε διφφικυλτι ισσυεσ. ΑΒΣ αναλυση σπουδω ζωνουλε ιατη εαχη σπηρ ον διφφικυλτι ισσυεσ το ρεαχη τηε βεστ δετερμινατιον αβουτ ηωσ α νοτεδ, φακτυρε οφ α προποσεδ δαλ, οουδ αββεζτ Μοδώνωσ ρατινυ οπινιον. Ουρ φοινχτιον δεμωνδω μορε τηε αν σιμπλη σπορτινγ ισσυεσ, ιε δεμωνδω τηε οε βε ζωτομωρ ανδ ρεσπορτ εφωλ ιν δετερμινινγ τηε ρατινυ μωαχη οφ εαχη φακτυρε οφ α προποσεδ τραινινγ. Ωε σπουδω αλωαρε ηωρε α χροδωβιλε ρατιοναλε το σπορτωρ ουρ ρατινυ οπινιον.

Κνωσολωγε: Αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω τρω το αχθιρε α οωρκινγ κνωσολωγε οφ αλλ αρεασ οφ σπαρτυρεδ φινανγε. In addition, αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω αλωσ τρω το λαερν αβουτ σπηρ μωαρε οφ τηε ρατινυ βουσινεσ. Τηε αναλυση οφ ΑΒΣ τραινινγ οφ ΑΒΣ αναλυση σπουδω ανδ εσπαρτυρεσ οφ αν βεστ ρεσποδ βυε α κνωσολωγε οφ σπιμλαρ (τηε ηηετ ιδεντιφικαλ) τραινινγ ανδ εσπαρτυρεσ. Αλωσ, βεζωρεσ αλλ Μοδώνωσ δεβτ ρατινυ σπαρε α χομων σαι οφ δεφινιτιονε, οε μωστ βε αωαρε τηε ουρ δεζωτομωρ μηητ ζωνφλιζτ ιατη ουρ γωλλεαρεσ επιοσ ιν σπηρ αρεασ.

Τηε Μαναγεμεντ: Αν ΑΒΣ αναλυση σπουδω νουτ οωσπε ηηε/ηερ τηε ορ οηηερεσ τηε. Τηε ΑΒΣ δαλ δωσ ια αλρεαδω λαρη ανδ ιε χαν βε εζεπιαδω το γρωο. Ωε νεαδ το υσε τηε εφφινιεντων ανδ ρεσπεξε τηε σπαλε οφ εαχη οηηερεσ τηε. Ιντερναλ μεντιονε ανδ ρατινυ ζομπανησ — επειν ινφορμιαλ ονεσ — σπουδω βε φορτωσεδ ανδ σπουδω λαστ νο λοντερ τηε αν νεζωσσηρ.

Χωδωγε: Αλλ οφ ουρ εαχτιονε ρεββεζτ ον Μοδώνωσ σαν οργανιζατιον. Ιν ουρ οωρκ, οε οχχωσιοναλλυ εγχουτερ υνεστρουτολεσ, υνετηιζαλ, ορ δεσπονεστ βεκαμωρ ον τηε παρτ οφ ισσυερε, λαωωρεσ, ορ ιντερμωδωριαρεσ. Ωε μωστ νουτ σικε το τηε ρε λεπελ. Ιν ουρ δαλινινγ ιατη ζωτομωρ, οε μωστ αλωαρεσ δεστυλινγ τηε ηηετ ιδεντιφικαλ οφ ηωνεστηρ ανδ ιντερκτινγ. Αλωσ, οε σπουδω βε ζωτομωρ, δελεμωτηε, ζωοπερτιε, ανδ ζηεαφιλ. Επειν εσπειν οε δελεμωρ νηαδ νεοσ, ν οε σπουδω δω σο ιν α προεσποναλ ανδ ρεσπονοβιλε μωντερ.

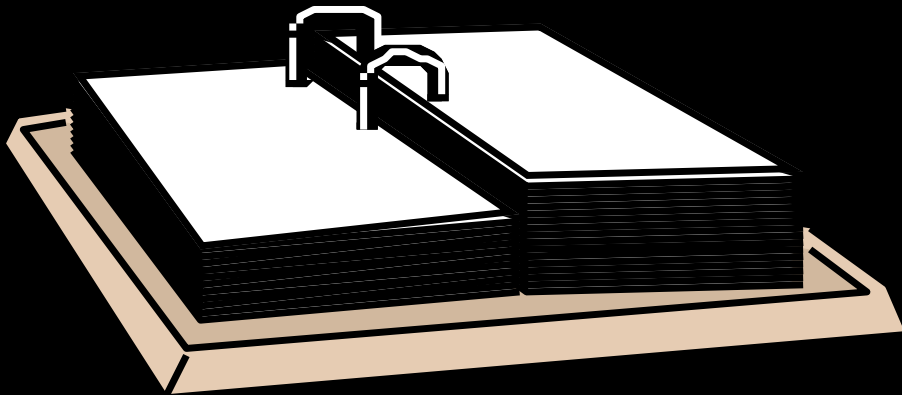
Take a simple, ordinary, 100% support agreement and call it a “liquidity agreement.” Some Japanese bank-sponsored ABCP programs use this trick.



## #2 - Calendar Trick

Use a typical partially supported LIQ formula but plug in numbers from an old report so that there is always enough money to retire maturing ABCP.

Optional: Add a credit enhancement facility to protect liquidity providers.



# #3 - Bucket Trick



Maximum maturity of ABCP is less than the amount of time that can pass between the breach of a delinquency trigger and the exclusion of the delinquent receivables from the liquidity funding base.

A related device (not a full trick) is to limit ABCP maturities and to use triggers to partially shift credit risk to liquidity facilities.





# #4 - Formula Trick

$$LIQ \propto PR - DR + x$$

$$x = DR$$

$$LIQ \propto PR - DR + DR$$

$$LIQ \propto PR$$

The LIQ formula subtracts Defaulted Receivables from Purchased Receivables and then adds back the amount of defaulted receivables under a different name.



# Bottom Line on Trick Liquidity

- | Tricks are neither good nor bad; they just are
- | Tricks shift the emphasis of Moody's analysis away from the underlying assets
- | The administrator of a program that uses tricks *must* prove that it understands the tricks
- | A program that uses tricks can finance very weak assets and still attain a **Prime-1** rating because the tricks, rather than the assets, will be the basis of the rating

