

歸檔準則 | 評等準則 | 資產證券化 | 意見徵詢：

意見徵詢：CLO與企業CDO全球方法論與假設

April 10, 2019

(編按：本文原始公布於2019年4月10日，現已由2019年6月21日公布標題為「Global Methodology And Assumptions For CLOs And Corporate CDOs (CLO與企業CDO全球方法論與假設)」的最終版本取代。)

摘要與適用範圍

1. 標普全球評級 (S&P Global Ratings) 在此提出其在對企業債務現金流量與合成型債務抵押證券 (collateralized debt obligations; 簡稱CDO) 進行評等時所使用之方法論與假設的建議修訂版；此版的推出旨在能繼續維持本準則與我們評等定義之一致性的同時，加入最新的績效表現資料，並且將CDO市場過去十年的演進發展一併納入考量。自從我們推出使用數據為截至2008年之資料的現行CLO評等架構至今，已經有約十年的時間；在這段期間中我們也在企業評等表現方面增加有10年的數據資料。另外，由於CLO 1.0交易案件（指在最近這波全球金融危機之前接受評等的CLO交易案）目前幾乎已經全數贖回，這也使我們對過去20多年期間的全球CLO交易案件表現有了更進一步的瞭解—因為這是一段已經橫跨數個經濟衰退期的期間。在本意見徵詢準則中的建議變動已將這些實際情況納入考量，同時也是我們提出的最新且簡化後的評等方法（請見2019年4月10日發布標題為「Credit FAQ: Understanding S&P Global Ratings' Request For Comment On Proposed Changes To Its CLO And Corporate CDO Criteria」一文）。
2. 本建議準則應與2014年10月9日發布標題為「Global Framework For Cash Flow Analysis Of Structured Finance Securities (資產證券化現金流量分析之全球架構)」一文，以及相關的指導文件（見附錄E）相互參考使用。
3. 本修訂準則將適用於以企業債務（貸款與債券）為標的資產的既有現金流量型CDO交易，以及連結至企業債務之合成型CDO (synthetic CDOs) 交易。本修訂準則亦適用於由混合現金債務與合成型債券組成之企業資產為標的資產的CDO交易。此外，本準則也適用於以企業債務為基礎的合成型CDO of CDO交易、以及以主權債務為標的資產的CDO交易。為方便引用，本準則將上述各類現金流量與合成型CDO交易統稱為「企業債務CDO」。本建議準則可能也可以用在分析信用風險主要是來自具分散性之企業債務資產池的其它債務工具。至於具集中性的資產池，我們可能會採用諸如弱聯結 (weal-link) 的替代評等方法。
4. 本建議準並不適用以資產證券化證券為標的資產的CDO交易、以企業CDO為標的資產的現金流量CDO、標的資產中混合企業債務與資產證券化證券且其中企業債務所占比例很低的CDO交易、以市政債券或是公共部門債券為標的資產之CDO交易、以專案融資為標的資產的CDO、market value CDO、以及結構化交易相對人（衍生性商品公司）CDO交易。本準則將亦不適用於主要是以不動產擔保之企業債務為標的資產之交易案件的分析，這類交易案我們基本上將會使用商業房貸擔保證券評等準則進行分析。

分析聯絡人

Belinda Ghetti
紐約
(1) 212-438-1595
belinda.ghetti
@spglobal.com

Jimmy N Kobylinski
紐約
(1) 212-438-6314
jimmy.kobylinski
@spglobal.com

Brian O'Keefe
紐約
+ 1 (212) 438-1513
brian.okeefe
@spglobal.com

Emanuele Tamburrano
倫敦
(44) 20-7176-3825
emanuele.tamburrano
@spglobal.com

Kate J Thomson
墨爾本
(61) 3-9631-2104
kate.thomson
@spglobal.com

方法論聯絡人

Cristina Polizu, PhD
紐約
(1) 212-438-2576
cristina.polizu
@spglobal.com
完整名單請見本文最後聯絡表。

• 此處提供之中文版內容僅為參考之用。若中文內容與英文版原文有任何歧異，一切以英文版為準。

• 此處提供之中文版內容係翻譯自英文版摘要章節。

重要發佈日期

- 首次發佈日期：2019年4月10日。
- 回覆截止日期：2019年5月13日。
- 生效日期：自最終版準則發布日起立即生效。
- 對既有流通在外評等的影響：請見「Impact On Outstanding Ratings section（對流通在外評等之影響）」一節。
- 本準則係遵循2011年2月16日發佈之「Principles of Credit Ratings（信用評等之基本原則）」一文所列的基本原則。

5. 在資產池組合具集中性或「啞鈴式（barbelled）」（有兩個不同的集中區）等新奇或不常見特性之特殊型交易情況下，我們可能會使用本準則做為分析的起始點，而且將可能會依據我們對交易架構與相關信用風險的評估進行特定的調整或是採用其他的壓力測試方法。
6. 我們的首要重點並不是在任何個別的假設或壓力測試，而是如何透過全盤考量所有假設與壓力測試的結果，對交易案未來的違約情況產生一個適當且與我們評等定義相稱的信用保障目標水準。
7. 我們使用一種可以考量各目標組合違約率的隨機方法來分析企業CDO的信用風險；該目標組合違約率反映的是：我們認為一既定企業信用組合可能會在與我們評等定義相符之不同評等情境下經歷的違約水準。這些目標可由歷史資料得知。而這些情境違約率（scenario default rates；簡稱SDR）的關鍵驅動因素則為：本身是信用品質與期間之函數的資產違約率，以及反映產業與地理集中性的成對資產相關性（pairwise asset correlation）。
8. 雖然我們並沒有建議改變本準則的整體架構，但我們建議對特定領域的分析進行更動。我們建議的主要變動摘要如下：
 - 修改與目標組合違約率相關之資產池的組成結構。根據我們2009年公布的CDO準則，我們目前的目標SDR係與在最大數目之產業中具高度分散之債權人的資產池有關。但我們建議將目標SDR換成與原型資產池相關聯，因為這些原型資產池反映的是我們在過去十年期間觀察到之平均資產組合的分散程度，而且這些原型資產池擁有較我們現行使用之資產池更高的集中度。對於這些將與既有組合目標違約率相關聯之新的原型資產池，我們將會小幅調降資產違約率，並對切斷點或評等分位進行調整。降低原型資產池中的債務人與產業數目，會增加資產組合的集中性與SDR，因此需要一個較低的壓力程度才能達到目標水準。這也是要降低資產違約率的原因之一。就所有評等級別而言，此項變動可能會導致既有抵押貸款債務（collateralized loan obligation；簡稱CLO）的資產組合的SDR降低約2%。
 - 更新「BBB」的目標違約率，以反映新增的全球歷史資料。
 - 在管理機構以承諾會維持或提升其資產組合之信用品質使其能與該證券化證券取得之原始評等具一致性做為再投資條件的交易案方面，我們調整了有關標的資產曝險部位存續期間的假設，例如使用標普全球評的CDO蒙地卡羅(Monte Carlo)工具。在此情況下，我們通常會在我們的信用與現金流量分析中，建議以資產的實際到期日做為我們的分析基礎，而不是模擬各種可能更長的期間來反映再投資的預期效果。這是因為此類測試，包涵了透過再投資而對該交易案有所擴大之資產曝險部位之信用風險造成的影響。
 - 更新我們在CLO交易案的現金流量分析中所使用的資產攤還結構（asset amortization profile），以反映我們觀察到的典型CLO資產組合狀況。這是因為資產組合在證券化證券發行日時基本上並不會全數完成投資，而且該組合的到期結構可能會因進行再投資而時有變化。

- 更新我們對違約時機與型態的假設，並將各資產特性納入我們的現金流量分析中，使其與我們的全球現金流量準則一致。例如，對於標的資產池中的槓桿貸款基本上是來自受評等級在「BB」至「CCC」範圍之發行體的情況，我們假設違約發生在該交易案成立之最初幾年的可能性較高；而且就該資產的風險結構來看，在該交易案成立之最初幾年沒有發生違約的情境顯然相關性較低。
 - 根據CDO交易案對外匯風險的潛在敏感性，區分出CDO交易中的外匯曝險部位分析。這是為了反映我們在歷來的交易案中觀察到的各種不同的特性。
 - 由於我們提議專注在幾個最相關的現金流量，並考慮要以最低的DBR值與資產組合之SDR進行比較，因此我們刪除了現金流量分析中對損益平衡違約率（breakeven default rates；簡稱BDR）採取的百分位分析法。
9. 我們並未提議要對評等輸入值、產業分類、補充測試或是回收假設等的決定進行大幅變動。

Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription) and www.spcapitaliq.com (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.