

評等準則 | 資產證券化 | CDOs :

CLO與企業CDO全球方法論與假設

June 21, 2019

(編按：我們在2023年7月21日對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。細節詳見文末的「修訂與更新」章節。)

摘要與適用範圍

1. 本準則文章是標普全球評級 (S&P Global Ratings) 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評等方法論與假設。
2. 讀者在閱讀本準則時，應一併閱讀2020年12月22日公布標題為「Global Framework For Payment Structure And Cash Flow Analysis Of Structured Finance Securities (資產證券化證券支付架構與現金流量分析之全球架構)」一文 (簡稱全球現金流量準則)，以及2019年6月21日公布標題為「Guidance: Global Methodology And Assumptions For CLOs And Corporate CDOs (指導文件：CLO與企業CDO全球方法論與假設)」之相關指導文章。
3. 本準則適用於新發行以及既有的現金流量型CDO，其標的資產池為分散的企業債務 (貸款與債券)，以及連結至分散的企業債務資產池的合成型CDO (synthetic CDOs)。本準則亦適用於標的企業債務資產池摻雜現金流量型與合成型的CDO。此外，本準則也適用於以企業CDO為標的資產的合成型CDO、以及以主權證券為標的資產的CDO。為方便引用，本準則將上述各類CDO交易統稱為「企業CDO」。本準則也可能用在其它債務工具的分析中，如果這類債務工具的信用風險主要是來自於分散的企業債務資產池。至於由少數債務人組成之資產池，我們可能會採用諸如弱聯結 (weal-link) 的替代評等方法。

重要發佈日期

- 首次發佈日期：2019年6月21日。
- 生效日期：自發布日起立即生效。但不包括要求必須提前通知當地監管機構，並/或在當地監管機構登記的市場。在這些市場，本準則將在標普全球評級通知監管機構並/或在監管機構登記之時生效。
- 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。

分析聯絡人

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

Stephen A Anderberg
紐約
(1) 212-438-8991
stephen.anderberg
@spglobal.com

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

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。

4. 在資產池組合具有新穎或異常特徵之特殊型交易中〔例如具有集中性或barbelled（有兩處明顯的集中）〕等，我們可能會使用本準則做為分析的起始點。我們可能會依據我們對交易架構與相關信用風險的評估結果進行特定的調整或是施以額外的壓力測試。
5. 在分析屬於「CCC」級別中的交易案時，我們的假設與最終評等結果會考量2012年10月1日公布標題為「Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings（授予「CCC+」、「CCC」、「CCC-」、與「CC」評等的評等準則）」一文。
6. 本準則並不涵括以資產證券化證券為標的資產的CDO；以企業CDO為標的資產的現金流量型CDO；標的資產中摻雜企業債務與資產證券化證券且其中企業債務占比很低的CDO；以市政債券或是公共部門債券為標的資產之CDO；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。本準則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會使用商用不動產貸款擔保證券的評等準則進行分析。
7. 我們的首要重點並非在於進行任何個別的輸入假設或壓力測試，而是如何在結合所有的假設與壓力測試後，產生一個我們認為適當的信用保護目標水準，這個信用保護水準可以支應將來所發生與我們評等定義相稱的違約情況。
8. 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：在與我們評等定義相符的不同評等情境下，我們認為一既定企業債務組合可能會經歷的違約水準。這些目標違約率是從歷史資料中得出。情境違約率（scenario default rates；簡稱SDR）的關鍵驅動因素包含：考量信用品質與天期的資產違約率、資產相關性（asset correlation），以及產業與地理集中度。

修訂與更新

本準則文章原始公布於2019年6月21日。本準則自發布日起立即生效，但不包括要求必須提前通知當地監管機構，或在當地監管機構登記的市場。在這些市場，本準則將在標普全球評級通知監管機構並／或在監管機構登記之時生效。

本準則文章原始公布後進行的修訂如下：

- 2019年6月27日，我們對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。具體而言，我們更新了「Related Research（相關研究）」章節，將一篇最新刊出的文章列為參考來源（見2019年6月26日公布標題為「Credit FAQ: Understanding S&P Global Ratings' Updated CLO And Corporate CDO Criteria」一文）。
- 2019年12月5日，我們對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。具體而言，我們刪除了「Related Research（相關研究）」章節中已經過時的參考來源。
- 2020年8月7日，我們在更正了一處出版錯誤並進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們將用來說明的圖表1當中的「小於」符號改為「小於或等於」符號，使之與段落編號12以及段落編號52中的準則文字一致。段落編號12與段落編號52指出，為了將特定級別的評等授予某一分券，我們的評判標準是與該評等級別相對應的SDR是否等於或低於（而非一定要低於）該分券的BDR。此項修正不

會對評等造成影響。此外，我們還更新了相關準則參考來源與聯絡人名單，並刪除了與本準則初始公布時相關但已過時的語句，包括「對既有評等的影響」一節。

- 2021年8月2日，我們對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。我們更新了聯絡人資訊以及相關準則與研究的文章參考來源。
- 2021年12月20日，我們對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。具體而言，我們更新了我們在段落編號56中用於分析預期利率時採用的方法，以反映LIBOR及其相關指數的全球性過渡。此外，我們更新了聯絡人資訊以及相關研究的文章參考來源。
- 2023年7月21日，我們在我們用來表彰企業資產類別分組的全球產業分類標準（GICS）代碼做出更新（刪除兩組代碼，創建七組代碼）後，對本準則進行了一些不具實質影響性的變動調整後再版重登本文。依據前述更新，我們刪除了21種資產類別配對的關聯性假設，因該些配對將不復存在，並添加了因創建新GICS代碼而產生的168種資產類別配對的關聯性假設（參閱附錄C、表10，關聯性替代表2）。新的關聯性假設係反映既有假設的相同邏輯，因此不會對校準或CLO評等產生任何影響。我們還更新了相關研究的文章參考來源。

英文版準則「Criteria | Structured Finance | CDOs: Global Methodology And Assumptions For CLOs And Corporate CDOs」已公布於英文版網站。

Copyright © 2023 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 acknowledgement 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.