STANDARD
&POOR'S

評等準則 | 資產證券化 | ABS：

標準普爾對以歐洲中小企業貸款債權為擔保品之CLO交易案的評等方法

評等準則 2003/01/30

- 此處提供之中文版內容僅爲參考之用。若中文內容與英文版原文有任何歧異，一切以英文版爲準。

Primary Credit Analysts:
Stroma Finston, London (44) 20-7176-3638
Anjali Bastianpillai, London (44) 20-7826-3728
Herve-Pierre Flammier, Paris (33) 1-4420-6734
Mark Mettrick, CFA, London (44) 20-7826-3673
Moira Taylor, London (44) 20-7847-7221

準則｜資產證券化｜ABS：

標準普爾對以歐洲中小企業貸款債權爲擔保品之CLO交易案的評等方法

（編按：這些準則已在2009年1月6日公布之「Methodology And Assumptions: Update To The Criteria For Rating European SME Securitizations」一文中有所更新與釐清。）

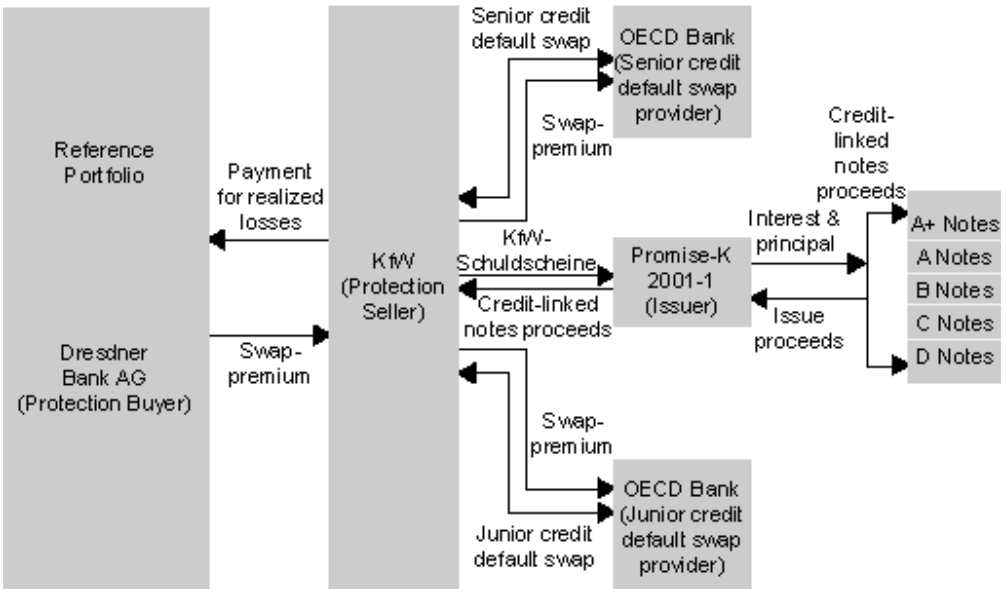
本文爲標準普爾專門針對以歐洲中小企業（以下簡稱SME）貸款債權爲擔保品之企業貸款債權證券化（以下簡稱CLO）交易案發表之評等方法與涵蓋範圍說明系列文章中的第二篇。本文摘要說明了以SME貸款債權爲擔保之CLO的評等方法，並簡要描述了歐洲市場中各種以SME貸款債權爲擔保之CLO類型。

典型的CLO中，創始機構可以運用特殊目的機構（SPE）發行證券化證券（適用於部分融資或全數融資之交易），或是不透過SPE而直接與市場對手進行避險交易（適用於無融資交易）。全數融資現金流量交易包括所有證券化資產均已被移轉，且可視這些資產爲「真實出售（true sale）」。至於無融資之交易，則被視爲是「合成型（synthetic）」之交易，且其牽涉的是風險的移轉（運用信用違約交換或信用連結債券）而非資產的移轉。部分融資之交易係屬合成型交易，其將包含部分實體債務的發行。

創始機構可運用以SME貸款債權爲擔保的CLO，達到管理資產負債表或進行套利之目的。前一目的大致可透過合成技術的運用來達成，且會使創始機構的資產仍留在其資產負債表上；不過後一目的則可能需要將資產真實出售予SPE才能達成。在運用任何一種上述說明之方法時，其應考量的因素及條件將於本文中說明。

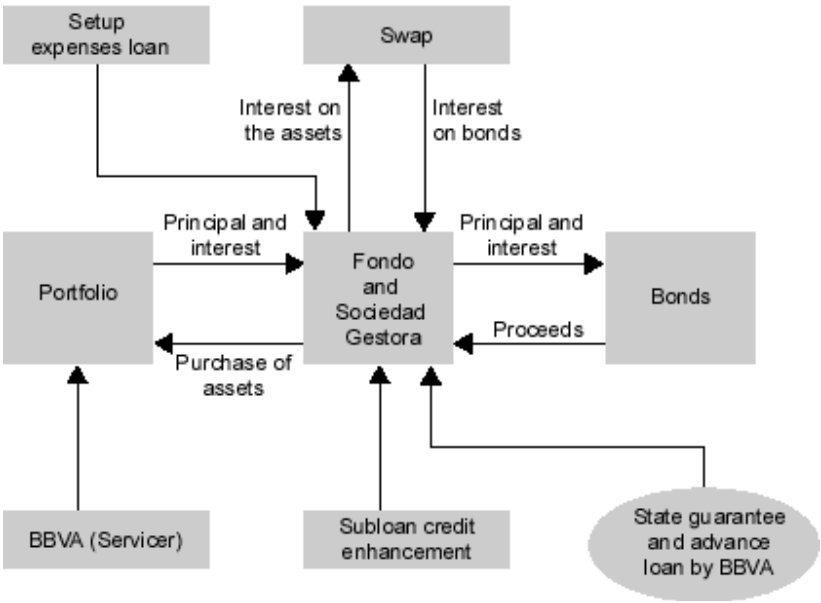
在德國，最初推出的幾件交易案均屬於全數融資的真實出售結構，主要原因在於當時並不像今日可使用合成型的技術來進行交易。直到1999年年底後，交易案的交易結構才開始出現有部分融資的合成型交易型態。這些交易案的資產可能涉及成本、法律及監管方面的理由，而無法進行資產的真實出售。 許多德國的交易案件目前是根據例如由Kreditantstalt für Wiederaufbau（KfW）所發起之證券化計劃來進行。由此產生之交易案均被稱爲「Promise」交易。該計劃是一個可透過既有平台降低融資成本的方法，而該既有之平台則是一個已經過驗證且爲主管機關所熟悉的法律架構。運用該計劃通常可使創始機構所必須準備的法定資本壓力獲得減輕。下圖爲部分融資之合成型CLO交易的範例說明。

Promise-K Structure



在其它案例方面，標準普爾在西班牙、荷蘭及英國等地評等的交易案件則向來是屬於全數融資的真實出售交易案。在英國與荷蘭，這些交易的產生主要係著眼於CLO之標的SME貸款債權與融資債券間之利差幅度所造成的套利機會；而在目前仍無合成型證券化交易之監管架構的西班牙地區，現金流量架構的交易主要是依據西班牙政府於1999年建立的方案而來，透過該方案，西班牙政府希望藉由對SME交易提供部分保證的方式，促進SME的發展。下圖爲全數融資之真實出售CLO交易的範例說明。

Fondo de Titulización de Activos
BBVA-2 FTPYME ICO Structure



本系列第一篇標題爲「European CLOs of Loans to SMEs Show Strong Performance Despite

Threat of Potential Negative Credit Migration」的文章，已於2002年10月3日公布於標準普爾的網站RatingsDirect上。

評等程序

以SME貸款債權爲擔保之CLO評等程序，與其它CLO的評等程序相似，包括：

- 交易與法律架構檢視；
- 資產池違約率估算；
- 創始機構檢視；
- 損失程度之估算
- 各債務券別所需信用增強程度之檢視；與
- 最終法律文件與法律意見檢視。

檢視交易與法律架構：資產負債表管理與套利架構比較

標準普爾評等的以SME貸款債權爲擔保之CLO，絕大多數係爲資產負債表型交易案件。與著眼於賺取資產面較高利息與負債面較低利息間之超額利差爲架構的套利型交易不同的是，資產負債表型CLO是以獲取不同的效益爲目標。

資產負債表型CLO的效益主要包括：其具有降低創始機構或發起機構之法定資本需求的效果；且在某些情況下，特別是在運用如德國的Promise標準架構時的情況，還可同時增加銀行的放款能力並降低資金取得成本。前述效益可以藉由運用真實出售架構將資產售予一SPE的方式，或是運用合成型架構僅將資產的風險予以移轉的方式來達成。

合成型架構包括一個風險接受者去賣出一個連結一些參考標的組合（亦即SME貸款債權）之信用保障（credit protection）。相對地，擁有這些參考標的組合部位的創始機構或發起機構，就可透過向交換相對人（swap counterparty）支付保險費的方式來購買信用保護。

這項交換可以與SPE進行簽約，或者創始機構或發起機構可以與投入該交易之最終風險接受者直接簽約。雖然這並不涉及資產的真實出售，但在發行日當天標的資產池的風險仍視爲移轉。更進一步的風險，例如匯率或利率風險等也可以被移轉。這些經常被使用的風險移轉工具若不是信用違約交換（credit default swap）協議，就是信用連結債券（credit-linked note），並且通常會在1999 ISDA之架構下完成合約之簽署。

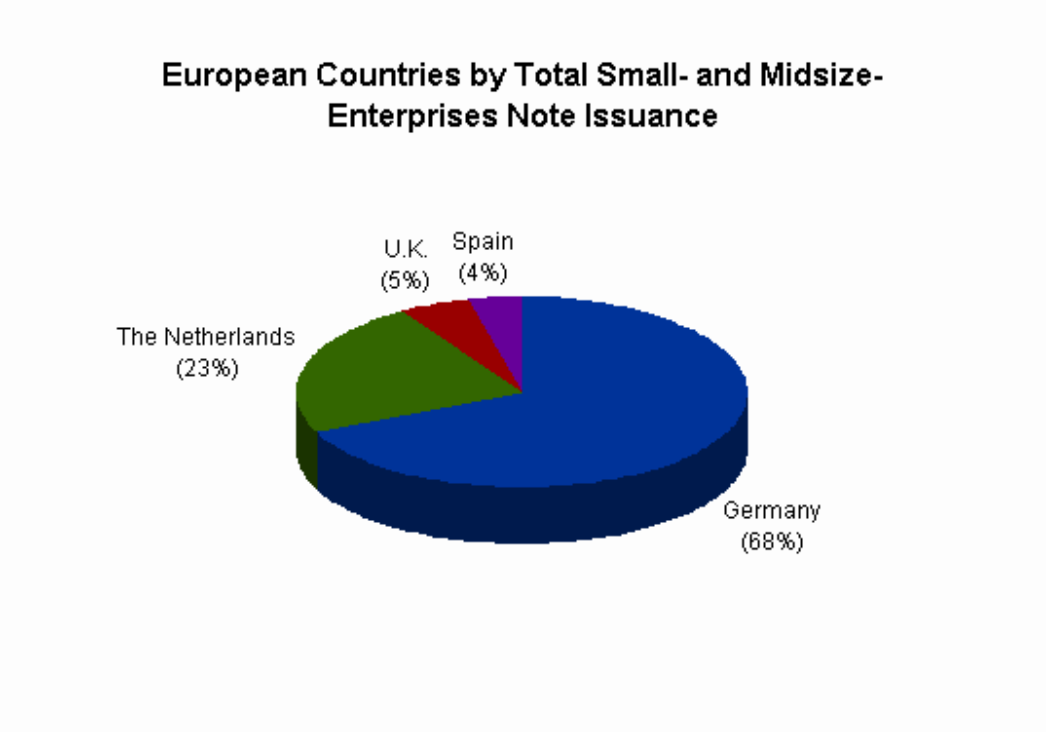
在採取全數融資現金流量架構之交易中，SME貸款債權會透過一個SME貸款債權組合的真實出售機制，移轉至一個SPE，這點與傳統證券化交易架構類似。例如西班牙的受評交易案件都是屬於全數融資現金流量資產負債型的架構。該國政府會對這類交易提供部分的保證；相對地，銀行方面也必須將其實收款項中的一部分再投資於西班牙的SME產業中。

迄今，多數德國的交易案件已基於資產負債管理的需要，而從全數融資現金流量交易架構，改爲部分融資合成型交易架構。原因在於在此司法管轄區域中，風險的移轉並不需要透過真實出售亦可達成。

但在其它司法管轄區域的交易案，例如荷蘭與英國，則與西班牙的受評案件類似，都是全數融資現金流量的交易案。

下圖爲1998年8月至2002年12月期間，各司法管轄區域中受評證券發行量之分佈狀況。附錄表格則

爲這些歐洲主要市場中之SME貸款債權CLO交易案件的列表。



信用分析方法：估算資產池違約率

任何CLO信用分析的第一步就是要先估算證券化資產組合的預期淨損失大小。標準普爾在對以SME貸款債權爲擔保之CLO進行評等時運用的兩個一般性分析方法分別爲：CDO Evaluator 法與精算法（actuarial approach），茲將其簡述如下：

- CDO Evaluator 法係以標的資產池中各資產的評等爲基礎，並運用「蒙地卡羅（Monte Carlo）」模擬來計算證券化債務結構中各評等等級的累積違約率。而各資產的評等可能是根據標準普爾公布之評等結果、其針對標的資產池中部分或各資產進行的信用評估（credit estimates）結果，或是依據創始機構內部信用評等系統的評分進行評等對應（mapping）轉換而來。
- 精算法係以創始機構全部 SME 貸款債權的績效表現爲基礎，導出在證券化交易存續期間中的淨受壓損失（net stressed losses）。此法的前提假設是：在證券化交易發行當日之標的資產池的信用品質，以及其在後續循環轉讓期間中的信用品質，將至少與創始機構以往所承作之放款組合的表現一樣好。

上述兩種分析方法可能在對以SME貸款債權爲擔保之CLO交易案進行評等時擇一單獨使用，抑或以「聯合（joint）」法方式同時使用。絕大部分的以歐洲SME貸款債權爲擔保之CLO交易案一開始都是以聯合方法進行評等，因此需要同時考慮各資產以及整體資產組合表現的資訊。融資型現金流量交易案件亦是運用相同的方法來決定標的資產池的損失水準，但通常都會再根據資產適格及替代準則，在現金流量模型做進一步的壓力測試，以將超額利差以及違約後的回收情況納入考量。此現金流量模型是安排機構在大多數情況下爲各交易案所設計出來的模型，以複製交易案的資產與負債結構。

CDO Evaluator 法

標準普爾的CDO Evaluator是其對CLO交易案件進行授予評等與後續評等監視時所使用之分析方法

中，不可或缺的一部分。該模型透過蒙地卡羅法，將資產信用評等、標的資產面額大小、以及各資產的存續期間與各資產間的關聯性等因素納入考量，以進行標的資產池的信用品質評估。然後再以資產池潛在違約率的機率分配來呈現標的資產池的信用品質。從這個機率分配，CDO Evaluator會導出一組情境違約率，該組情境違約率係經CDO Evaluator確認，爲各信用評等等級下，一CLO發行券別應能承受而不致發生違約情況的最大標的資產池違約規模。

然而SME貸款債權組合內含之資產，通常都沒有公開的評等等級。爲判定這些資產的信用評等（以利CDO Evaluator之分析），標準普爾可能必須進行信用評估（credit estimate）分析，或是評等對應分析（mapping analysis）。就這個方面來看，信用評估分析通常必須運用客製化的信用模型來進行。因此較常用的是評等對應分析，這種評等對應分析是一種將創始機構內部信用評分系統的結果，轉換爲相當於標準普爾評等等級的方法。前述兩種分析方法，均可提供做爲CDO Evaluator所需的其中一項核心假設，且經常會輔以下節將進一步介紹的精算法一起運用（即所謂的「聯合」法）。

評等對應程序

評等對應程序主要應用在有較多未受評企業或SME之貸款債權組合，而承貸之創始機構本身有其內部的「信用評分（rating）」系統，可以在一套公正的方式下，有系統且獨立地對各債務人的信用品質進行評分，進而得出預期的違約情況。標準普爾在檢視這類創始機構之授信審核程序以及授信政策之外，將會進行轉換——或「評等對應程序，將創始機構的內部信用評分系統與標準普爾的評等等級相對應，如此該標的資產組合中的各項資產將可得到一個標準普爾的約當評等。這種對應過程納入了對創始機構貸放流程與授信政策的兩項評估考量，同時也包括了統計信賴區間的調整。

經過評等對應分析之後，原先未受評之標的資產的損失風險即可放在與受評之標的資產相同之基礎上進行分析。爲確保後續CLO評等監視結果——以定期收到的最新標的資產組合報告以及標準普爾的約當評等爲基礎——可適當地反映標的貸款債權本身的信用品質，此處所使用之評等對應程序本身也需要定期進行檢查。

欲進一步瞭解評等對應程序的訊息，請參閱標準普爾於2002年11月11日公布於RatingsDirect上的「Mapping Internal Credit Scores to Standard & Poor's Ratings for CDOs」一文。

信用評估程序

信用評估程序主要使用在創始機構並無內部評分系統，或是有內部評分系統但無法進行違約機率校準的情況。標準普爾會就各債務人資料的可得性進行評估，以判定是否能針對債務人的信用品質，調整出可用之信用模型。同樣地，爲維持後續CLO評等監視結果的正確性與允當性，這項信用評估程序本身也需要定期進行檢查並更新，以確保其仍能適當反映這些資產的信用品質狀況。

精算法

以精算法對CLO進行評等時，其將包括對創始機構歷來放款部位的違約（default）、延遲情況（delinquency）、以及壞帳打銷（write-off）情況的分析。而分析所得之淨損失結果，其後還將依據相關評等等級乘上特定之壓力乘數。精算法主要著重在相關企業貸款債權部位的總體信用表現（也就是組成CLO資產池的來源），而非證券化之資產池中個別債務人的信用評等。基於此，精算法事實上與標準普爾用來評等其它資產型態（如消費者貸款債權證券化）時所使用的方式相似。

使用精算法的條件

精算法通常適用於創始機構本身並無可與標準普爾評等等級相互比較之內部信用評分系統，及／或模型法可能因資產池中未受評之債務人數目過於龐大而無法使用，及／或在取得特定債務人之資訊方面

受到限制（例如受到銀行保密法規的保護）等情況。不過，我們在實務上偏好使用一個以上的方法來對以SME貸款債權擔保之CLO進行評等，因爲可以經由將不同方法所得之結果進行比較與對比，來提升正確性，進而得出更爲準確的信用增強評估結果。

精算法僅適用於由同質性之資產所組成且具相當分散性的證券化資產池，而要具備前述特質之證券化資產池通常要包括至少500家以上的債務人集團，且其中沒有任何一家債務人集團的貸款債權部位占全體資產池的1%以上。基於此，精算法特別適用於由家數眾多且未接受標準普爾評等之SME貸款債權所組成的證券化資產池。另一個應用精算法時的重要條件則是，該證券化資產池必須對我們所分析的創始機構相關或更廣泛之企業貸款債權部位具有代表性。

時至今日，標準普爾使用精算法進行評等的大部分CLO中，其精算分析係植基於動態損失數據之上。這包括了詳細的壞帳準備與打銷呆帳資訊，理想的情況是，能同時回推取得至少一個完整景氣循環週期內的毛損失額與淨損失額資料。然而也有一些CLO案件已經是根據靜態損失數據，以及內部風險評等類別所得之已獲驗證預期違約率進行精算分析的方式來進行評等。同樣地，理想的情況是，這些數據必須能涵蓋至少一個景氣循環期間。若資料分析上無法涵蓋上述的景氣循環期間，則可能必須對其分析結果進行額外的壓力假設。對所有使用精算法的CLO評等分析而言，必須取得的進一步資訊包括：創始機構貸放政策與違約回收政策的詳細情況，以及相關企業貸款債權組合與證券化資產池中依產業別、貸款規模、貸放成數、擔保品、創始機構內部評分結果、以及其它類似措施的比較明細。如此才能使產生損失數據的總體企業貸款債權組合，可以和證券化資產池相比較。

得自創始機構的數據應可經過分析而凸顯出其可能的壞帳準備與打銷呆帳之趨勢。然後再將這些趨勢納入各個不同因素的影響性進行分析，這些因素包括經濟環境、創始機構相關資訊（可能影響數據之一致性）、有關證券化交易架構的特性、以及貸款債權部位規模與組成的變動等。此一分析所得之結果，通常是該資產池的預期年度最壞打銷呆帳情況或是淨損失率。

檢視創始機構

對創始機構能力的檢視，是CLO交易案件評等過程中的一項重要元素。創始機構所扮演的角色對這些交易案件能否取得高評等等級具有關鍵重要性。

以SME貸款債權爲擔保之CLO的評等過程中，包括對創始機構貸放流程及授信政策的檢視，其目的則是希望能正確地對任何評等對應分析進行攸關性評估（見上文「CDO Evaluator法」）。同樣地， 精算法則是高度需要創始機構能精確地呈現其放款部位歷來的總體表現，以及其未來提供標的資產相關服務與始終能貸放承做與過去表現具一致性之放款部位的能力（見上文「精算法」）。

基於此，標準普爾會花一些時間對創始機構的貸放政策與違約回收程序進行檢視並進行討論。此處的分析係採混合法（blended methodology）來進行。標準普爾資產證券化評等部會利用其金融服務與企業評等部分析師的專業經驗，進行這項特別的分析，因爲這項檢視同時包括了銀行與企業的分析在內。當然此法亦可進行同業間的比較。

然而這項檢視的程度，可能會因一既定交易案件本身的特性與結構不同而有差異。例如，在動態資產池情況下，創始機構可以在一個一般性的循環轉讓架構下進行分期攤還貸款債權的補充，或將其中之貸款債權予以更換以進行資產組合交易。在這樣的架構下（此架構相對於純粹靜態資產池型有愈來愈受歡迎的趨勢），創始機構所擔任的角色將不再只是於交易存續期間爲資產池提供收款與管理服務而已。因爲未來新承做的貸款債權可能會影響資產池未來的績效表現，因此標準普爾將會對創始機構在替換期間的授信能力進行檢視。

創始機構在證券化交易案發行後對問題貸款債權提供收款與管理服務的能力亦相當重要。因爲回收程序的品質與效率將會影響證券化交易所遭受到的淨損失程度。此一情況與運用資產真實出售的融資現金流量架構尤其相關。至於合成型架構方面，有些會採用信用違約交換協議下的現金結算機制，使貸放機構的實際回收經驗與交易案最終損失的評估無關，主要係因在現金結算機制下，可能使用一估計值來替代真正的貸款債權損失，而該值通常是以自至少二家交易商、經紀商或其他估價機構處所取得之報價中取最高值來決定。不過在其它情況下，當信用違約交換協議使用的是實物結算的方式時，則管理機構處理問題貸款債權的能力，就如其對現金流量交易案的影響一樣，將會對合成型交易案件造成影響。值得注意的是，有些交易架構可能會使用現金結算機制，但實際上卻是參考貸放機構的實際違約經驗（即實際損失）來計算損失，這種情況所導致的損失風險與現金流量交易是一樣的，並且和一個完整的回收處理過程相似。

回收分析：估算損失嚴重性

標準普爾係以逐筆分析的方式，決定其對特定交易之回收率假設。回收率將受創始機構或服務機構的經驗水準，以及特定交易的資產購入與再投資準則等因素影響。進一步的考慮因素則爲：根據特定貸款債權在借款人資本架構中之排序與該債權之市場流動性來進行的債權回收程序及預期回收時間。爲評估這些特性，標準普爾必須進行對創始機構的細部瞭解與資產池的檢視。

回收率也會因違約債務人的所在地不同而有差異。標準普爾會爲每筆交易案件建立各國的回收率的區間範圍假設，以反映各司法管轄區域間的不同。這項工作會以可取得之特定交易績效表現的數據以及來自該區域市場參與者的回饋意見爲基礎。另外，標準普爾也會根據最新的績效表現數據，以及來自市場的持續回饋意見，對各司法管轄區域內的回收率進行檢視。

最後，在一個交易案中有預留足夠時間來進行完整的違約後回收程序的情況下，標準普爾假設違約之貸款債權的回收處理時間爲三年，其中一半的回收金額將在第二年結束時取得，其餘則在第三年結束時收到。

時至今日，標準普爾評等的以SME貸款債權爲擔保的CLO案件中，其所包含的債務人大多是屬於單一司法管轄區域之內。再者，擔保這些交易中的SME貸款債權通常很大一部分都有提供擔保品，這可能對回收率有明顯的影響力。不過，由於這些CLO交易中，很多是用精算法進行評等，因此可能沒有必要再去取得交易本身的特定回收率，因爲這些交易案之信用增強水準的訂定，係從創始機構在各相關資產類別方面的歷年來淨損情況所得出，而這些淨損失情況已經將其經歷過的回收情況納入考量。假若該交易案仍需要關於回收率之假設以進行分析，這些回收率假設不僅會因資產池中相關債務人所在之司法管轄區域不同而有差異，同時也會因有關貸款債權所包含之擔保品的多少與品質，以及創始機構處理該擔保品之難易度而有所不同。迄今，歐洲大陸受評交易案件中的設定回收率可能高達50%，這主要是與各交易案內含之保證程度或附帶在貸款債權之擔保品有關。例如，當以CDO Evaluator法進行德國銀行業者創始的以SME貸款債權爲擔保之CLO交易評等時，假設的回收率一般係介於35%至50%之間。

確定信用支持程度以授予最終評等

在經過CDO Evaluator法或精算法之分析後，下一個評等程序步驟是要決定信用支持程度。截至目前，分析的結果主要是對證券化資產池違約率，或稱「毛損失（gross loss）」的評估 。但承如先前曾提到的，在某些情況下，精算分析的結果有時會直接得到「淨損失（net loss）」，因爲從標的資產池所得到的損失資料經常是以淨損失的方式表示。

在使用精算法的評等案件中，各資產池之淨損失率將在交易存續期間依各評等等級乘上壓力乘數，

以得出各受評券別所需要的信用增強水準，考量的因素包括：

- 自 SME 貸款債權損失經驗以及年化之淨損失與違約觸動機制所得出之受壓年化損失率；
- 資產組合的加權平均到期時間（依交易文件所定之再投資準則規定）；
- 各評等類別之評等壓力乘數；以及
- 擬議的累積淨損失觸動機制。

不論其是經由精算法或CDO Evaluator法計算而得之淨損失或毛損失後，接下來將運用現金流量模型來決定最終的信用增強水準。標準普爾會把違約與回收假設，以及其它假設，例如利率（已將交易案採取的避險策略納入考量），以及交易案相關的成本與費用等資訊，輸入一個複製交易案負債結構而建立的財務模型中。在以SME貸款債權爲擔保之CLO中使用的現金流量分析方法，與應用於其它CLO中的現金流量分析方法相似。有關標準普爾現金流量模型方法的詳細介紹，請參閱公布於RatingsDirect上的「Global Cash Flow and Synthetic CDO Criteria」一文。

必要的信用支持水準是指能讓交易架構如期支付既定類別之受評證券（在其相對應之評等壓力情境下）應付利息及到期本金的最低信用增強程度。這些壓力情境假設包括資產池中出現不同違約型態下的違約貸款債權組合。詳細說明請參見「Global Cash Flow and Synthetic CDO Criteria」一文。

現金流量模型可在融資現金流量交易架構中使用；而且在某些情況下，亦能在合成型交易案件中使用。在不考量任何超額利差或其它超額現金收款的合成型架構中，可能不需要用到現金流量模型。該類交易各評等等級所需之信用支持水準將等於該評等等級之毛損失減去假設回收部位。

檢視最終法律文件與法律意見

在評估以SME貸款債權爲擔保之CLO中使用的法律分析方法，與在傳統CDO交易中所使用的法律分析方法完全一致。該法律分析的主要特點在於確定交易案件是否具有將資產與創始機構分離（適用於非合成型架構之交易案）、隔離的資產是否免於受到其它方面的求償、以及是否符合法律、會計及稅務法規等方面之要求。檢視的關鍵要素則在於標的資產的可轉讓性、放款人義務、放棄抵銷權、移轉之有效性（perfection）、以及SPE之產生與其是否具有破產遠離性質等。標準普爾評等分析師會同時與內部與外部之法律顧問密切聯繫，以確定交易案件已符合所有法律的規範要求。標準普爾將檢視相應的法律意見，瞭解其對和評等相關之交易架構所牽涉的所有法律議題的看法。

總之，鑑於以SME貸款債權爲擔保之CLO不同架構型態與交易案件間的差異，以及標的擔保品位於單一司法管轄區域內之特性，分析師在對以SME貸款債權爲擔保之CLO進行評等時，將會運用與評等大型企業貸款債權CLO不同之信用分析方法。前者之信用分析方法大部分根據的是由創始機構就證券化資產組合所提供之數據資料，而非標的資產池中債務人的公開評等等級。因此，該方法還會持續運用到一系列的信用分析工具，其中包括以不同方法組合起來的方式（如「聯合」法），來對SME貸款債權組合進行評等。有鑑於此，建議這類交易案件的安排機構或創始機構能在交易架構的建置期間，即早與標準普爾聯繫，以就可取得之資料與適合的評等方法進行討論。

分析師 E-Mail ：
anjali_bastianpillai@standardandpoors.com
herve-pierre_flammier@standardandpoors.com
mark_mettrick@standardandpoors.com
moira_taylor@standardandpoors.com
StructuredFinanceEurope@standardandpoors.com
CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com

FIG_Europe@standardandpoors.com

附錄

歐洲SME貸款債權CLO交易案件

標準普爾評等之交易案件名稱	創始機構	發行日	到期日	發行金額(百萬歐元)	融資方式	擔保資產
德國*						
CORE 1999-1 Ltd.	Deutsche Bank AG	March 1, 1999	March 17, 2009	2,297	全數融資現金流量	SME loans
CORE 1999-2 Ltd.	Deutsche Bank AG	June 30, 1999	April 30, 2004	1,216	全數融資現金流量	SME loans
GELDILUX 1999-2 Ltd.	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	Sept. 16, 1999	Sept. 30, 2003	750	全數融資合成型	Pfandbriefe, MTN program, and cash deposit
CAST 1999-1	Deutsche Bank AG	Dec. 6, 1999	Dec. 31, 2008	392	部分融資合成型	Pfandbriefe and credit-linked notes
CAST 2000-1	Deutsche Bank AG	June 30, 2000	June 20, 2009	340	部分融資合成型	Pfandbriefe and credit-linked notes
CAST 2000-2	Deutsche Bank AG	Dec. 8, 2000	June 20, 2009	220	部分融資合成型	Credit-linked notes
Promise-I 2000-1 PLC	IKB Deutsche Industriebank AG	Dec. 19, 2000	Feb. 5, 2010	213	部分融資合成型	Schuldscheine
Promise-K 2001-1 PLC	Dresdner Bank AG	May 22, 2001	June 22, 2008	58	部分融資合成型	Schuldscheine
Promise-Z 2001-1 PLC	DZ Bank AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank	Aug. 15, 2001	April 27, 2011	137	部分融資合成型	Schuldscheine
Promise-I 2002-1 PLC	IKB Deutsche Industriebank AG	March 26, 2002	Sept. 5, 2009	4,170	部分融資合成型	Schuldscheine
Promise-A-2002-1 PLC	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	March 28, 2002	July 28, 2012	1,620	部分融資合成型	Schuldscheine
GELDILUX 2002-1 Ltd.	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	May 27, 2002	June 17, 2007	3,000	全數融資合成型	Pfandbriefe and cash deposits
Promise-C 2002-1 PLC	Commerzbank AG	Nov. 5, 2002	Oct. 28, 2010	119	部分融資合成型	Schuldscheine
荷蘭						
SMILE Securitisation Company 2001 B.V.	ABN AMRO Bank N.V.	Dec. 13, 2001	Nov. 22, 2027	5,000	全數融資現金流量	SME loans
西班牙						
Fondo de Titulización de Activos BBVA-2	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	Dec. 6, 2000	Jan. 21, 2019	900	全數融資現金流量	SME loans

英國						
Melrose Financing No. 1 PLC	Bank of Scotland	Feb. 27, 2001	Feb. 15, 2011	1,103	全數融資現金流量	SME loans
*CORE 1998-1 Ltd. 已於2002年11月全數清償。						

Copyright © 2010 by Standard & Poors Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, 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 S&P. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P, its affiliates, 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, 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) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. 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's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. 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.

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 non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain credit-related 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 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.