

Rating Research Services

台灣不動產資產信託（REIT）評等準則

主辦分析師：

雷明峰；(886) 2 8722-5852；aaron.lei@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人：

林顯勅；(886) 2 8722-5856；joe.lin@taiwanratings.com.tw

林玟君；(886) 2 8722-5853；andrea.lin@taiwanratings.com.tw

目錄

準則範圍

方法論

相關準則與研究

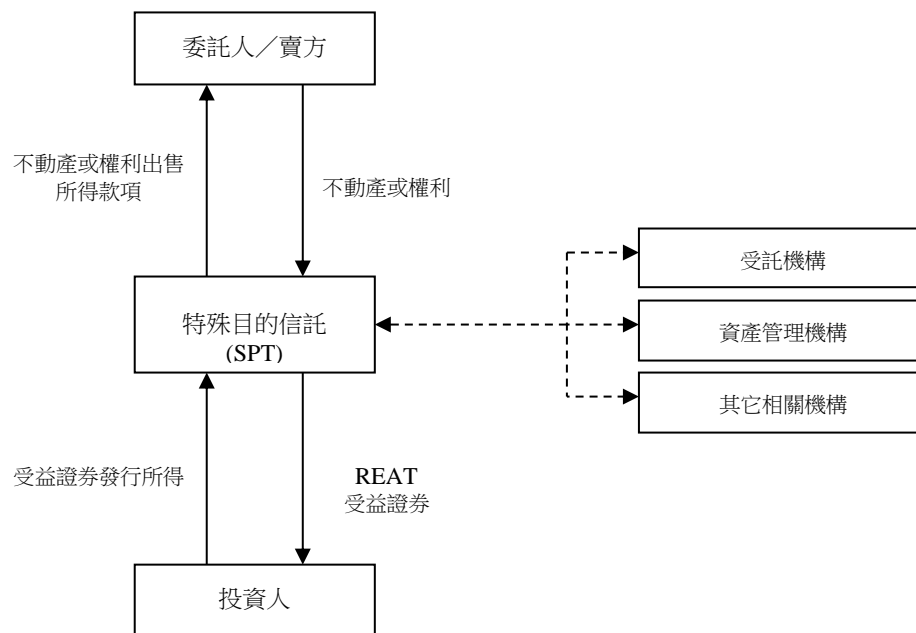
台灣不動產資產信託（REIT）評等準則

（編按：本準則報告首次公布時間為2012年12月25日。中華信評已於2014年12月22日完成對本報告之定期檢視，並再版重登。本準則文章參考的相關準則與研究已有更新。）

1. 本準則說明中華信評用於分析台灣不動產資產信託（REIT）的評等準則與方法論。本準則與2011年2月16日公布之"Principles Of Credit Ratings"一文中所討論的基本原則相關。

準則範圍

2. 本準則適用於所有既存與新發行之台灣不動產資產信託評等。不動產資產信託（REIT）係於資本市場發行受益證券，並利用其標的不動產相關之資本價值與收入產生能力來支應受益證券義務之交易行為。台灣的「不動產證券化條例」於2003年頒佈實施，用於規範國內REIT案件之發行。
3. 根據台灣「不動產證券化條例」，REIT交易係指委託人／賣方將不動產或其相關權利出售予一特殊目的的信託，而該特殊目的的信託同時以發行REIT受益證券的方式取得支付其購買該不動產所需之資金（見下圖）。嗣後，自該不動產或其權利收取之款項，包括定期性的收入與信託交易到期時的再融資收款，將被用於滿足包括該交易之費用與受益證券利息與本金在內的支付義務。



方法論

4. 我國REIT交易的信用評等分析與商用不動產貸款抵押證券（CMBS）的評等分析有許多相似之處。但CMBS架構下之標的資產係以不動產為抵押品之放款，因此並不直接牽涉該些不動產法定權利的實際移轉；而REIT交易則通常包括委託人出售及移轉不動產至特殊目的的信託。不過，中華信評認為，CMBS與REIT這兩類交易類別的信用風險主要仍是與標的不動產以及其持續產生收入的能力相關，而不是與委託人或借款人相關。
5. 在分析受益證券持有人及時得到利息支付以及最終本金償還的可能性時，中華信評的考量重點在於該不動產在交易案存續期間內支付受益證券款項，以及在該交易案件法定到期日前償還受益證券本金的能力。針對委託評等之REIT交易案件，中華信評在決定對其之評等意見時，將會就做

為該交易之擔保品的不動產以及其主要的現金流量來源進行評估，並分析該 REIT 發行之受益證券的信用品質與現金流量、同時還將對隱含在該交易案件內之相關法律及結構風險進行檢視。

不動產評估

6. REIT 交易案件的不動產或其相關權利可能包括各種不同的不動產類型。為了進行分析，中華信評將證券化之不動產資產分為四大類，分別為：辦公大樓、內含多戶住宅之不動產、與零售業相關之不動產、與產業相關之不動產。在評估不動產之特性、市場情況、競爭、承租率、淨現金流量、資本化比率與不動產價值時，中華信評將會考量各類不動產所具有的不同特性。另外，針對發行之債務規模以及現金流量保障等因素對交易案評等之影響，中華信評的意見也可能因不動產類型之不同而有差異。

不動產檢視

7. 不動產的分析包括對各種不動產特質以及市場情況之檢視。為了幫助檢視程序的進行，委託人／主辦機構通常會為資產池中的每一筆不動產各準備一份背景資料介紹，其內容大致包括以下幾個項目：
 - **資產摘要**
資產摘要包括該不動產的描述、詳細的座落位置、營運歷史、登記使用方式、可用空間、目前所有權人的說明，以及所有權的法律證明文件等。
 - **歷史營運績效表現**
歷史營運績效數據一般為至少過去 3 年的財務報表或是財務表現摘要。歷史現金流量資料，特別是過去的支出數據，對其未來支出的預估最為有用。此外，中華信評也將檢視承租戶的流動率以及重新找到新承租戶所需之期間長短。
 - **針對該不動產的任何抵押與法律權利設定（若有）之細節**
 - **主要租戶租賃契約摘要**
 - **現有承租情況**
包括租戶名稱、承租面積、支付租金、承租起迄時間，以及其它相關的租賃資料。
 - **保險證明**
 - **管理協議、租賃、其它相關之不動產營運協議（若有）**
8. 中華信評通常會針對標的不動產、鄰近地區、以及相互競爭之不動產（若屬可行）進行實地檢視。一般情形下，中華信評將會與標的不動產的管理機構以及相關單位進行訪談，以進一步瞭解其營運能力。這是因為不動產管理對不動產的狀況維持、租賃、現金流量以及不動產的價值等方面影響甚鉅。此外，中華信評通常也將就營運與財務政策、投資策略、租賃管理、營運與財務歷史、組織架構、管理經驗以及過去的績效表現等，對管理團隊進行訪談。

相關專業機構之報告

9. 在分析資產證券化交易案標的不動產的過程中，中華信評除了檢視委託評等方所提供的標的不動產背景資料、對該標的不動產進行實地檢視、並與其管理機構面談外，也可能對以下的各種報告進行檢視。在某些情況下，中華信評可能還會需要檢視下列報告以外的其它資訊。
 - **不動產估價報告**
針對每一個證券化標的，中華信評通常會逐一檢視由獨立之估價機構所提出的不動產估價報告。中華信評關注的不僅是估價結果，對於導致該估價結果的相關資料以及鑑價程序等，中華信評亦同樣重視，因為這些說明有可能對不動產的評估分析提供重要的資訊。

- **工程與結構報告**
由公認之專業機構提出的工程與結構報告有助於瞭解標的不動產的狀況，且對未來資本支出需求預估提供指引。同時，中華信評還會考量該報告中的其它資訊，諸如：遞延之維修成本、是否符合營建法規、環境風險、地震風險以及重置成本與所需期間的預估等。
- **市場報告**
當主辦機構／委託人無法就標的不動產提供適當之資料與資訊時，中華信評可能會要求其提供市場報告。

穩定淨現金流量

10. 為了估計穩定淨現金流量，中華信評將會先從調整標的不動產目前之營收與支出開始，計算出淨營業利益。來自證券化不動產之現金流量，將考慮現有已簽約租戶之租約以及未來可能簽約承租空置區域之租戶租約。此一現金流量接下來將減去因管理該標的不動產所生之費用、預期之空置，以及該不動產之一般營運費用。與每一租約有關的面向---包括租期的長短、給予租戶的優惠、遷入準備的時間與金額、以及相關費用支出的安排等，均將被檢視分析，以判定各租約對整體現金流量的影響程度。此外，中華信評也將就租金價格與費用進行分析，以瞭解其是否在可支持的市場水準。
11. 然後再將預期的年度化平均資本支出以及租賃佣金／重新出租成本（這些可能不是每年例行性會產生的）自淨營業利益中扣除，即可得到該不動產之穩定淨現金流量。
12. 在估算穩定淨現金流量中，中華信評並不會完全依賴在最壞情境下對營收與支出，或是標的不動產績效表現之預估。中華信評會就各種不同資訊與分析進行全面性的檢視，以考量穩定淨現金流量的決定因素。這些因素包括歷史營運績效、對實際租金價格的調整、預估的空置狀況、無法收回的支出、租賃佣金、未來營收與支出的計畫、以及硬體之改善等。另外，可能還包括資本支出帳戶、標的不動產的競爭地位、不動產市場的供需情況、當前經濟情勢以及未來展望，以及在不動產估價報告和工程及結構報告中所陳述的意見。

中華信評對於標的不動產資本價值的看法

13. 各種不同的不動產特質與市場情況都會影響不動產價值的評估。中華信評的分析包括非量化的面向，例如座落地點、不動產狀況、承租趨勢、市場競爭、經濟預測、和人口統計學相關的變動、以及其他可能影響不動產績效表現，並損及其價值的因素等。大部分的考量因素將可以一個適當的資本化比率來代表，以反映每一標的不動產的潛在風險或優點。標的不動產的穩定淨現金流量除以上述資本化比率，可決定我們對標的不動產資本價值的看法。

信用風險評估與債務發行規模

14. 中華信評對於在某一評等等級下債務規模的分析，係考量該評等等級相對應之貸放成數（LTV）與債務保障倍數（DSCR）門檻標準，以及交易案本身對現金流量收取與分配之安排。

LTV 與 DSCR 門檻比率

- **LTV**
LTV 是指受益證券發行規模對評估之標的不動產資本價值之比（以百分比表示）。
 - **DSCR**
DSCR 是指標的不動產每年產生的穩定淨現金流量對發行受益證券每年必須支付金額之比率。
15. 發行之受益證券每年必須支付之金額不僅包括利息支出部分，同時還包括本金的分期攤還。受益證券必須支付之金額可能會以更嚴格的利率情境為假設進行試算，以評估該交易案件在不同之利

率環境下履行債務支付的能力。另外，受益證券必須支付之金額也會根據一標的不動產被出售或進行再融資時市場之再融資利率的假設進行計算。此一再融資利率的假設反映的是對市場利率、風險加碼、標的不動產特性等因素的評估。

16. 中華信評會將 REAT 交易案件的 LTV 與 DSCR 與相關的門檻水準做比較。表 1 所列即為在各評等級別下，一般會應用在中華信評對辦公大樓資本價值評估值的 LTV 與 DSCR 區間。這些門檻水準僅為初步標準，交易案最終所適用之 LTV 與 DSCR 門檻，將視案件安排與不動產的特性而定。
17. 運用在各評等級別的 LTV 與 DSCR 門檻水準的選擇（無論是在表 1 區間之內或之外），其考量因素包括（但不限定於）：標的不動產類型、標的不動產是否共同擔保受益證券之發行、不動產之屋齡與狀況、不動產市場的過去表現、租金收入與資本價值變動的市場波動性與歷史壓力情境、座落地點分散性、出租情況、以及管理品質等。另外，中華信評也會將交易結構中所提出的發行條件、分期攤還要求、以及再融資安排等因素，納入考量。
18. 至於以非辦公大樓的不動產為擔保品之 REAT 交易案件，中華信評將會分開考量其適合之 LTV 與 DSCR 門檻水準。

表 1

應用於辦公大樓 REAT 案件的 LTV 與 DSCR 初步門檻水準		
評等級別	LTV 區間 (%)	DSCR 區間
twAAA	40 ~ 55	1.70 ~ 2.10
twAA	45 ~ 60	1.50 ~ 1.70
twA	50 ~ 65	1.40 ~ 1.60
twBBB	55 ~ 70	1.25 ~ 1.45

現金流量分析

19. 預估的穩定淨現金流量是進行 REAT 交易案件現金流量分析的基礎。中華信評將評估來自標的不動產之收款依該交易分配順序中規定的相對順位，順序流向交易案費用項目與受益證券持有人之支付機制。同時，中華信評也將對因發生交易結構設計中的觸發事由，而導致現金流量分配順序變動所造成之影響，進行考量與評估。
20. REAT 交易案件可能會採用以下所列結構設計之一，包括：受益證券本金於交易存續期間分期償還；交易存續期間僅支付利息，本金於受益證券到期時一次償還；以及應計利息持續累積轉成本金之零息受益證券。另外偶爾也可能出現前述三種償還型態的組合。中華信評將會就 REAT 受益證券本金償還安排對其再融資需求之影響程度進行評估。
21. 如有外部的信用支持，諸如受益證券保險或外部保證，以要求第三方／現金支付機制在必要時對受益證券進行支付的方式提供支持，則中華信評也將就該支持的適用範圍與動用此一機制之相關條件進行分析。另外，中華信評亦會對 REAT 交易案件之準備金帳戶及流動性安排所提供的支持進行評估。

結構風險與法律風險分析

22. 除了前述的債務規模分析外，中華信評還會就交易結構的內在風險與相關法律風險進行評估考量。這是因為就支持 REAT 履行支付義務而言，標的資產池之現金流量與交易結構其實是緊密相關。

結構風險分析

地震損失之保障

23. 地震風險的評估，是中華信評 REAT 評等分析中不可或缺的一環，因為地震對建物造成損害是全台普遍面臨的風險。結構風險分析反映的是中華信評關切重大地震可能對 REAT 交易標的不動產造成損害，進而導致額外的成本負擔，包括建物的整修、在此期間內營運中斷的成本，以及建物價值的潛在損失等。由於這些成本與潛在損失，地震造成的損害可能會影響到受益證券利息之支付及本金之償還。
24. 中華信評將會對工程及結構報告中的地震風險分析進行檢視。中華信評會檢視相關保險單據，評估交易案是否於具一定資格之保險公司投保適當之地震險，以補償因地震造成的損失。中華信評認為，參與受評為「twAAA」REAT 交易案件的保險機構，其最低評等要求應為長期信用評等達「twA」等級。中華信評預期該產險保單的保障金額應與該標的不動產的重置成本相當。
25. 此外，中華信評也會就整修或重置期間可能導致的租金收入損失風險進行評估。REAT 交易案件可能會透過保險理賠、流動性安排、或其它特別的交易安排設計，來處理前述營運損失之風險。

保險

26. REAT 交易案件通常會投保各式保險，以保障標的不動產在遭遇火災或天然災害時得以獲得完整的修復或重置，並為因營運中斷或租金損失對其現金流量造成的影響等，提供理賠保障。
27. 另外，中華信評亦會對來自這類保單或其它安排的保障是否足以支應受評交易案件的或有公共責任，進行評估。這些或有公共責任包括：必要的賠償、罰款，以及諸如人身傷害／死亡、財產損失、以及交易案件標的資產造成的環境污染等其它法律義務的求償。
28. 前述所提之保險，必須是由與交易案件希望得到之評等等級相稱之保險機構承保。中華信評認為，參與受評為「twAAA」REAT 交易案件的保險機構，其最低評等要求應為長期信用評等達「twA」等級。

資本支出

29. 不動產需要持續的管理與維護。在評估一件 REAT 交易案件維護其相關不動產於良好狀態的能力時，中華信評會檢視的項目包括相關的工程與結構報告，以及標的不動產管理機構與受託機構的管理能力。
30. 不動產的管理包括對該資產進行例行性的管理、修繕、以及維護保養等。中華信評在計算穩定淨現金流量時，會將一筆依不動產管理慣例推估的管理與資本支出金額納入考量。再者，由於資本支出的發生可能非屬例行性的項目，因此評等分析將考量交易案件是否有可即時動用的現金，以支應這類成本。

交易流動性

31. REAT 交易案件可能需要現金準備或是其它流動性安排，以確保當發生標的不動產現金流量因各種不同因素而暫時中斷時，相關費用以及受益證券的利息均能獲得即時的支付。中華信評在對交易案件流動性與相對應之緩和措施進行分析時所考量的因素包括：標的不動產現況、交易案件的不動產數目、租期分佈、支付頻率，以及管理機構為其管理之不動產找到新租戶的能力。舉例來說，在不動產管理／服務機關更換期間，各項收款可能會被延後。為了緩和此類延誤狀況所造成的衝擊，REAT 交易案件可能會藉由安排現金準備或流動性提供機構的方式，提供交易案 6 個月或更長期間內所需之費用與受益證券利息，以為準備。
32. 此外，若 REAT 標的不動產的租戶集中在特定機構或產業，則當發生主要租戶遷出或無法支付租金，或是當主要的承租產業景氣面臨壓力時，該 REAT 交易的現金流量可能就會受到嚴重影響。這是因為要在短時間內找到可以承租大坪數空置面積之新租戶，使 REAT 交易案件之租金現金流得以持續維持，通常較為困難。另外，如果大部分的租約將同時到期，亦可能使 REAT 交易案件陷入相同的困境。顯示出一定程度之租戶或租約到期日期集中性的 REAT 交易案，可能利用提供額外現金準備的方式，來緩和這方面的風險。

再融資安排與結清期間

33. 標的不動產的再融資安排對評等的分析至為關鍵，因為 REAT 交易案件在結構設計上可能是採於預定到期日一次償還受益證券本金或是償還大多數本金之方式。中華信評將會就進行再融資的先決條件、及時性、以及應包含之金額等方面，對擬定的再融資安排進行檢視。若受評之 REAT 交易結構係以出售標的不動產做為再融資之安排，則中華信評將會檢視其相關作業程序，並評估該不動產在指定的時間內順利出售的可能性。
34. 預定到期日或資產處分開始日至法定最終到期日之間的期間（tail period，結清期間）長度，主要是以標的不動產能夠順利出售，以讓受益證券持有人得以在法定最終到期日之前得到全數清償所需的時間，進行設計。中華信評認為，對一般的辦公大樓來說，受託機構也許需要幾個月，甚至數年的時間，才能將不動產順利出售。中華信評預期，台灣 REAT 交易案件的結清期間至少為兩年。值得一提的是，兩年僅為最低需要時間，中華信評將個別考量每一交易案件。而對於諸如不動產特性、交易結構、資產池中標的不動產的數目、交易規模、交易槓桿比率、以及資產轉售流動性等因素的分析考量，均可能導致結清期間的拉長。此外，未來的市場與經濟情勢發展，可能也會導致上述預期之結清期間的變動。
35. 在結清期間內，REAT 交易案件必須仍具有按照受益證券發行條件履行其利息（或本金）支付義務的能力。

法律與監理風險

36. 資產證券化的信用評等主要是建立在證券化資產的信用品質及現金流量產生能力之上，與委託人或資產出售方的信用品質並不相關。資產證券化交易案件的結構安排，亦尋求減輕與未受評或是評等較該交易案件期望獲得之評等為低之機構相關的交易對手風險。
37. 納入考量的關鍵性法律問題包括由委託人／資產出售方移轉至發行機構的資產移轉之有效性。另外，中華信評也將針對是否有任何機構或個人對被移轉之不動產具有追索權或任何形式之法律權利，與（若有）其對 REAT 受益證券持有人之衝擊，包括權利順位、以及受益證券之利息與本金能否及時得到償付等問題，進行評估。REAT 發行者將以中華信評的特殊目的機構準則加以檢視，評估其是否具有破產隔離特性。具備破產隔離特性的特殊目的機構應該不太可能發生破產或是面臨債權人求償（債權人對該機構提出破產聲請）等情事。
38. 中華信評在評等分析中將假設一個最壞情境：一個非破產隔離之參與機構在 REAT 發行之後立即發生無力清償或破產情事。中華信評將會針對來自不動產之現金流量能否在此一假設情境下繼續維持及時支付該交易案之債務，進行評估。若該交易案在發行時即已指定了備位機構，以便在發生原交易參與機構無法履行義務的狀況時，使交易案仍能繼續進行，則中華信評也會針對該繼任機構的資格要求與替換程序進行檢視，並同時對這類更換安排所產生的額外成本進行壓力測試與分析。
39. 中華信評將根據國內相關法律與行政規範（特別是民法與不動產證券化條例）、交易文件以及由交易案律師所提出的法律意見，考量交易案件中大部分的法律疑慮。至於稅務相關問題方面，中華信評將根據交易案律師／會計師所出示之稅務處理意見，對交易案支付稅款的能力進行評估。

相關準則與研究

- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, Nov. 18, 2014
- CMBS: Global Rating Methodology for Credit – Tenant Lease Transactions, July. 22, 2013
- CMBS: European CMBS Methodology and Assumptions, Nov. 7, 2012
- CMBS: Global Property Evaluation Methodology, Sept. 5, 2012
- CMBS: Rating Methodology and Assumptions for U.S. and Canadian CMBS, Sept. 5, 2012
- Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於www.standardandpoors.com，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

著作權 © 2015 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。**中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。**對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的信用評等是關於信用風險的意見。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。中華信評不保證評等所根據之資訊或使用這類資訊所得之評等結果的準確性、完整性或及時性。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情况下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔開，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評得就其評等與某些分析收取報酬，且通常是來自發行體或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括www.taiwanratings.com/tw（免費）與rrs.taiwanratings.com.tw（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。