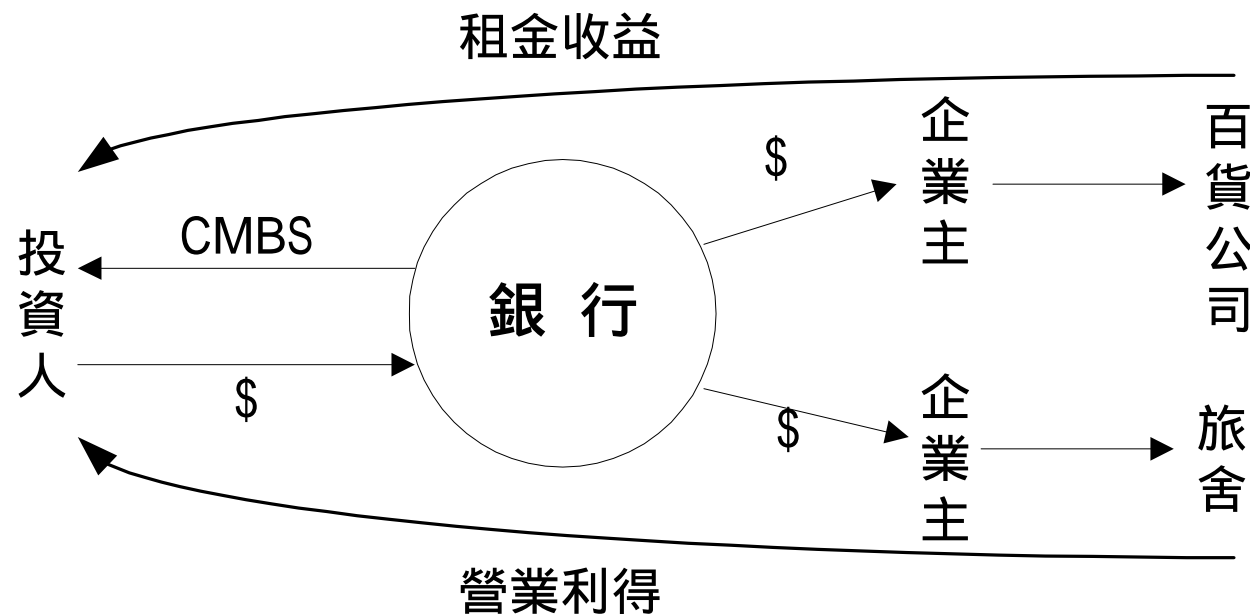

Chapter 13

商業性不動產抵押 貸款證券

13.1 CMBS的簡史與特色

- 商業性不動產抵押貸款証券 (Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS) 是指將融通這些收益性不動產的抵押貸款包裝起來，並發行表彰其價值之債券。



13.1 CMBS的簡史與特色

- 1990年代前，CMBS佔MBS中很小一部分，可能原因是合約性質差異大，不易証券化，再加上商業性不動產的融資管道多，不需証券化。
- 1980年代末，不動產市場衰退，商業性不動產貸款（CM Loan）倒帳連連，拖累從事此業務之儲貸機構。
- 為了處理倒閉銀行與它們手上的不良資產，美國國會立法成立清算信託公司（Resolution Trust Corporation, RTC）- N-series（“N” means Non-Performing Loans）

13.1 CMBS的簡史與特色

- 1992年，RTC為了處理呆帳，發行第一個“商業性不動產不良債權証化”，以証券化技巧大規模處理CM Loan之不良債權（Non-Performing Loans）
- 1990年代中期，不良債權處理完了，RTC漸漸退出，但金融機構應用RTC之技巧到CM Loan。此外，立法規定，若保險公司持有個別的貸款，需要較高的資本準備，若持有證券化的貸款，則要求較低的資本準備，也提供了發行CMBS之動機

13.1 CMBS的簡史與特色

- CM受景氣循環影響的特性
 - 例：出租集合住宅為必需品，比購物中心，受景氣影響小
 - 購物中心或商業大樓受租戶業績表現影響，此外，好的購物中心將租戶做適當之安排，避免重複，避免過度競爭，也避免共同受景氣波動影響。

13.1.1 商業性不動產類型簡介

1. 出租集合住宅 (Multifamily Housing)

- (1) 住戶為小家庭，單身男女，低收入戶
- (2) 現金流量穩定
- (3) 租約以年為基準
- (4) 租金折讓空間小
- (5) 但因公寓結構簡單，進入門檻低，造成超額供給

* 例：天母傑仕堡

13.1.1 商業性不動產類型簡介

2. 社區型購物中心 (community shopping centers)

- (1) 商店家數少
- (2) 商店債信與財務健全度低
- (3) 其關鍵商店(Anchor)通常是平價百貨公司(Discount department stores)或是超級市場(super market)
- (4) 客源來自附近社區

13.1.1 商業性不動產類型簡介

3. 區域型購物中心 (regional shopping malls)
 - (1) 商店規模大，債信較佳
 - (2) 客源為附近幾個郡 (county)
 - (3) 其關鍵商品為全國知名的高級百貨公司
 - (4) 營運成本與建造成本高於其它類型，進入門檻高

13.1.1 商業性不動產類型簡介

4. 辦公大樓

- (1) 長租期，高折讓率
- (2) 受景氣影響大
- (3) 受地區性經濟波動影響大
- (4) 若是摩天大樓，造價高，營運維持費高

* 例：IBM大樓、美孚大樓、遠雄大都市、中山大樓、富邦敦南

13.1.1 商業性不動產類型簡介

5. 旅館 (Hotels)

- (1) 短期住戶多
- (2) 現金流量為最不穩定者
- (3) 營運費用與維護費用最高
- (4) 營運需高度專業知識

13.1.2 商業性不動產抵押貸款簡介

■ CM Loan vs. Mortgage Loan

1. 對提前還本之限制，稱為贖回保護 (call protection)

(1) 禁止提前還本

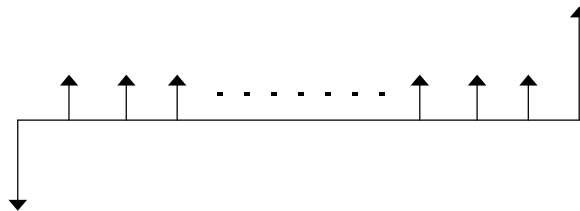
(2) 提前還本處罰

5-4-3-2-1罰則：第一年提前還本施以5%罰款
第二年提前還本施以4%罰款
以此類推

報酬率維持法則：補足報酬率的差額

13.1.2 商業性不動產抵押貸款簡介

2. CM Loan大多是汽球型貸款 (Balloon Payment Loan)，通常到期前安排續借 (extension of a loan) 或向其他金融機構借款，還掉舊貸款 (refinancing)



13.1.2 商業性不動產抵押貸款簡介

3. CMBS也通常發行汽球型的證券化債券，但若採用到期日相符(Time-Matched)的付款方式，風險不小，因若借款人到期日違約，則證券化發起人無法償還本金給投資人
 - (1) 內尾法(Internal Tail)，在到期日相符下，在到期日前借款人需先安排好新融資方案
 - (2) 外尾法(External Tail)，將債券到期日安排在貸款到期日後面
4. CM Loan多樣性，群組方式與發行方式沒法高度規格化，因此大部分CMBS由私人機構發行。而GNMA、FNMA與FHLMC只做出租集合住宅的CMBS。

13.1.3 商業性不動產抵押貸款證券

■ CMBS三種重要方式

1. 清算型信託(Liquidating Trusts)又名不良債權信託(Nonperforming Trusts) (p.335~p.344 , 案例介紹)
2. 單一借款人多筆貸款(Single-Borrower, Multiple loans) 將同一借款人的多筆貸款組合起來，特色為交叉擔保與交叉違約之安排 (cross collateralization and cross default)
3. 多借款人/管道(Multi-Borrower Conduits) 管道承做CM Loan以作為証券化之素材。若資產出於同一個管道，因承做標準類似，有較大的齊質性，但除此外，還是要看貸款人是否有充份之風險分散。

13.2 CMBS的發行架構與參與機構角色

- CMBS之發行架構與參與機構

P.319~322 , P.319 圖13-2

13.2.2 CMBS重要參與機構角色

1. 受託機構功能

- (1) 持有與保管抵押貸款
- (2) 監督服務機構
- (3) 向投資人報告帳目與抵押品狀況
- (4) 違約時，代表投資人取得抵押品，並監督其拍賣

2. 次服務者 (subservicers)

- (1) 一般由原貸機構擔任
- (2) 蒐集貸款本金、利息
- (3) 催繳
- (4) 看顧証券化資產

13.2.2 CMBS重要參與機構角色

3. 主服務者 (Master servicers)

- (1) 監督次服務者
- (2) 設立收款帳戶 (collection accounts)，收集次服務者轉來之錢
- (3) 編製報表
- (4) 分配款項

利息 -> 前期積欠利息 -> 還本 -> 前期積欠還本

(當不足以支付時，例如違約發生，主服務者須先墊款，待處理完不動產拍賣後再回收其墊款)

13.2.2 CMBS重要參與機構角色

4. 特別服務者 (Special servicers)

違約發生時，與貸款者談判並協助貸款者還款，包括

- (1) 展延貸款
- (2) 降低貸款利率
- (3) 重新架構貸款
- (4) 強制執行(Foreclose)取得擔保品並出售
(提升incentive，認購最次順位證券，或由最次順位證券的投資人來指定特別服務者)

13.3 信用增強

■ 信用評估

1. $DSCR = \frac{\text{淨營運利得 (Net Operating Income, NOI)}}{\text{貸款本息支出 (Debt Service Payment)}}$

(Debt Service Coverage Ratio, 債務保障比)

- DSCR愈高愈好

- $NOI = \text{所有所得 (包括租金+服務費)} - \text{營運費用 (包括水電費+經營管理費+財產稅+預估的修繕費用)}$

(P.323 表13-2)

2. 貸款價值比(Loan to Value Ratio, LTV)

愈低愈好

13.3 信用增強

■ 信用增強的方法

1. 超額擔保，可使DSCR↑，LTV↓

2. 優先/次順位（用DSCR來分）

參考p.324~p.326，p.325表13-3

- 房貸，default risk小，有prepay risk，通常用“到期日分組”（Maturity Tranching）
- CMBS，沒prepay，受經濟波動影響大，通常用“信用分組”（Credit Tranching）。還本時（通常最後一次還本），rating高的先還本，有損失時，rating低的先吸收損失。

13.3 信用增強

3. 準備基金 (Reserve fund)

- 由證券化當局出資，作為證券化現金流量不足第一個墊款者
- 由他們承擔墊款之責，有助於加強其切實履行職責之動機

4. 交叉擔保與交叉違約 (p.327 Table 13-4)

交叉擔保：多個不動產資產共同擔保，可風險分散，即使單一資產之現金收益不足(甚或違約)，證券化商品的現金流量也不會受到影響。

交叉違約：平時多個資產的收益就互相cover，使違約不易發生

13.3 信用增強

5. 鎖盒架構 (Lock Box Structure)

設立保管專戶，確保租金收入不被挪作它用

6. 現金陷阱(類似信用卡的提前清償)

證券化營運出現問題時，啟動現金陷阱，補捉超額現金流量，用以提前清償債券本金，以提早結束證券化

- 引發提前清償的原因：過低的DSCR、債券被降低評等、無法維持充分的房地產維護預備金 (Property Reserve)

13.4.1 信用評等過程

■ CMBS信用評等的困難

1. 商業性不動產，其違約風險高於其餘各項資產
2. CMBS背後單一債權規模大
3. CMBS貸款組合中各個貸款之差異大
4. CMBS的評等機構必須從事現場勘查(Site Visits)

13.4.2 信用評等依據

- 信用評等最主要參考DSCR與LTV，此外還包括

1. 量化分析（保守原則）

現金流量之分析，應以過去多年之報表為依據

- NOI之波動幅度大，以較小值為預估（而非以平均值）
- 收入以較低值
- 支出以較高值
- 稅賦採較高稅賦處理
- 考慮建物維修（Maintenance）或改良費用

13.4.2 信用評等依據

2. 質的分析

- 擔保品的品質（建物品質與租戶品質）
- 貸款與其投資組合特性
 - ◆ 若分散資產組合對降低風險有助益（應考慮分散景氣循環風險）
 - ◆ 若含有現金流量較穩定的出租集合住宅，也可降低景氣循環風險
- 參與機構之素質
 - ◆ 除了金融方面之專業外，尚須有經營各類不動產之能力，好在違約時，可維持租金收入

13.5 美國清算信託公司之經驗

- 証券化處理non-performing asset之簡單例子
P.334 ~ P.345