

Rating Research Services

預定評等報告： 臺灣土地銀行受託經管中租迪和 2014證券化特殊目的信託

主辦分析師：

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

第二聯絡人：

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

目錄

背景資料

評等理由

優勢、注意事項與風險減緩要素

交易概要

創始機構

風險分析

Standard & Poor's 17g-7 Disclosure Report

相關準則與研究

臺灣土地銀行受託經管中租迪和2014證券化特殊目的信託

背景資料

總額新台幣6,000,000,000元受益證券

本預定評等報告之內容係以截至2014年6月20日之資料為依據。本文所述之受益證券評等為預定評等。此報告並非購買、持有或出售任何有價證券的推薦意見。後續之資料或有可能造成最後實際授予之評等不同於此預定評等。

表 1

預定評等 (2014年6月20日)

	預定評等*	金額 (新台幣)	年息 (%)	信用增強	法定到期日
優先順位受益證券A券	twAAA (sf) (prelim)	4,688,000,000	尚待決定	21.87%	2021/7/24
優先順位受益證券B券	twA (sf) (prelim)	357,700,000	尚待決定	15.91%	2021/7/24
次順位受益證券	未受評	954,300,000			

*每一券別之評等均為預定評等，且可能隨時視情況而有所調整。

表2

背景資料

發行機構：	臺灣土地銀行（以中租迪和2014證券化特殊目的信託(本特殊目的信託)受託機構之身份擔任發行機構）	
信託基準日：		2014/6/30
預定發行日：		2014/7/24
預定到期日：		2017/7/24~2019/7/24
法定到期日：		2021/7/24
賣方／創始機構／服務機構：	中租迪和股份有限公司	
受託機構／託管銀行／備位服務機構／現金收付銀行：	臺灣土地銀行股份有限公司	
主辦機構：	中國信託商業銀行股份有限公司	
發行標的：	總額新台幣60億元受益證券	

評等理由

由臺灣土地銀行受託經管中租迪和2014證券化特殊目的信託發行之優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券（合稱受益證券），係由一組中租迪和股份有限公司（中租迪和）創始、並以新台幣計之設備租賃及分期應收帳款（應收帳款）資產池為擔保。中華信用評等公司（中華信評）授予前述受益證券的預定評等等級係反映：前述受益證券根據其發行條款與條件之按時全額支付利息，並於法定到期日或之前全數償還本金的可能性。此預定評等結果係反映中華信評以下之看法：

- 依據創始機構之授信政策、營運策略以及本特殊目的信託交易文件中所規定應收帳款之標的債權篩選標準（Eligibility Criteria of Receivables），而對本交易標的應收帳款信用品質與歷來表現之觀察。
- 在本交易發行日所設立之準備金，其可因應可能發生的服務機構與受託機構轉換風險，以支應優先費用、支出與受評利息的資金缺口（如發生）。
- 如果標的資產的信用品質惡化超過某些程度時，此將觸發本交易所設定之循環轉讓提前終止事由，以加速依序清償受評受益證券本金。
- 用來補足支付應收帳款借款人在其帳款創始之初存入保證金之利息缺口，而設立的

保證金利息準備金的規模。

- 針對本交易每月按期支付受評受益證券利息，以及在法定到期日之前償付本金予受評受益證券持有人而規劃的支付架構。
- 本交易文件中對於現金收付銀行與適格投資的評等及替換要求；以及
- 在相關台灣法規規範下，本交易的法律架構與條款內容。

優勢、注意事項、與風險減緩要素

優勢

- 本交易資產池係由付款紀錄良好、且根據中租迪和內部評分系統評估信用品質達到一定水準的應收帳款所組成。
- 中華信評認為，中租迪和是一家具有經驗的服務機構，該公司從事設備租賃／分期付款業務的時間已逾30年。

注意事項

- 在循環轉讓期間，標的應收帳款池的整體信用品質可能因創始機構所新移轉的應收帳款而受到不利的影響。
- 擔保品與融資標的物之非標準化特性，長期可能會造成違約應收帳款之回收期間與可回收程度的不確定。
- 標的資產池中的應收帳款可能會集中於某些特定產業或集團，進而導致交易案較容易受到事件風險或單一產業景氣風險的影響。
- 本特殊目的信託可能會有資產面與負債面收付頻率不相稱的問題，因為本特殊目的信託的標的應收帳款資產池至多允許20%的應收帳款不需每月付款，但受評受益證券方面的支付則是每月進行。
- 若應收帳款借款人所償付的應收帳款款項匯入服務機構之帳戶，且服務機構未將該些款項匯入本特殊目的信託，其將導致混合風險的發生。

風險減緩要素

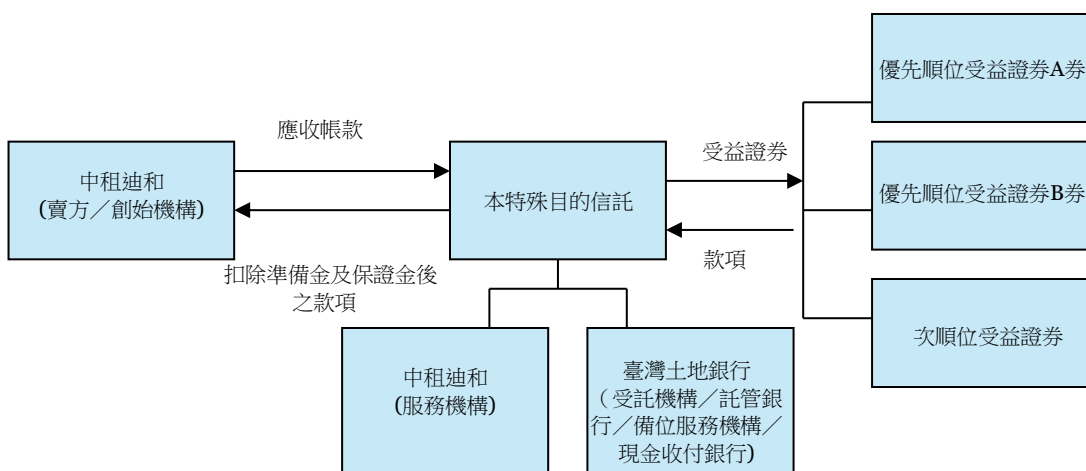
- 本交易案已在其交易文件中事先訂定了一套標的債權篩選標準，以防止標的資產池之信用品質在新標的資產移轉進入本特殊目的信託時發生立即惡化的情況。另外，當標的應收帳款的信用品質惡化超過某些程度時，也可能導致本交易案的循環轉讓期間提前終止。在此情況下，本特殊目的信託將停止自創始機構買入新應收帳款，並且將所有來自應收帳款的本金收款用於依序償還受評受益證券之用。
- 在對本交易之標的應收帳款進行回收率分析時，中華信評僅考量來自保證金的回收，但不包括來自其它非標準化擔保品與融資標的物的潛在回收，雖然這些擔保品及融資標的物亦會全數被移轉至本特殊目的信託。
- 中華信評已將標的資產池的集中性風險反映在其資產池之信用損失與在不同評等假設情境下之壓力乘數之中。此外，本交易案的債權篩選標準亦對標的應收帳款借款人設有一些集中性限制。
- 本交易案的潛在收付頻率不相稱的風險，應可因本交易標的應收帳款相對較高的收益率、動用本金收款支應優先費用、支出與受評受益證券利息付款之機制、以及準備金信託專戶的規模設置而獲得減緩。中華信評已對本交易案進行現金流量分析，藉以評估其在不同評等假設情境下的現金流量適足率。
- 中華信評認為，本交易的設計應可大幅降低混合風險發生的機會，因為應收帳款借款人會在其帳款承作當下，簽發一組還款票據，用以支付整個借款期間的所有應付

之款項。而當這些應收帳款移轉成為本特殊目的信託財產時，這些借款人所簽發的還款票據，也將同時背書轉讓予本特殊目的信託。若服務機構仍然收到來自借戶人償付之款項或違約應收帳款的回收款項，但卻未將該些款項匯入本特殊目的信託，且其金額達到一定程度時，其將觸發循環轉讓期間讓提前終止事由。

交易概要

本特殊目的信託為中租迪和作為創始機構所發行之第四檔以租賃與分期應收帳款作為標的資產之資產擔保證券化交易案。在本交易發行日當天，創始機構會將由租賃與分期應收帳款（包括其附屬及相關之法律權利及利益）組成總價值約新台幣60億元的資產，移轉予本特殊目的信託。同時，本特殊目的信託將發行三種券別之受益證券，以籌措支付前述移轉所需之資金。其中優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券將公開發行，次順位受益證券則由創始機構持有。

自發行日起算，本交易所訂的循環轉讓期間最長為3年，其後還有約2年的分期攤還期間。在循環轉讓期間，來自標的應收帳款的本金收款，每月將會被用來購買新的適格租賃與分期應收帳款。但若發生循環轉讓提前終止事由或是循環轉讓期間按原先規劃結束（以較早發生者為準）時，則來自標的應收帳款的本金收款將被作為依序償還本交易發行之受益證券之用。根據本交易文件規定，會觸動本交易提前進入分期攤還期間的機制包括一些以應收帳款總體表現指標所設定的觸動機制，例如累計違約率、逾期率、超額利差率、以及服務機構與受託機構的表現等。



本交易案之應收帳款係由借款人在中租迪和提供融資下所簽定與租賃及分期付款合約有關的支付承諾所組成，這些租賃與分期應收帳款的融資標的物主要為設備、機器、以及原物料等。更明確地區分，租賃應收帳款的融資標的物通常是設備或機器，而分期應收帳款的融資標的物則通常為原物料或存貨。租賃與分期付款合約將決定這些款項係按月支付，或是依中租迪和及借戶人間另行約定之還款條件進行支付。

所有借戶人必須以簽發還款票據的方式來按時支付其債務，且在契約簽約之初，必需開立一組可以支付整個契約期間各期應付款項的還款票據予中租迪和。而上述還款票據將在信託移轉日時被背書轉讓予本特殊目的信託，並在還款票據到期時被交付託收。對某些應收帳款而言，其借戶人可能會被要求提供額外的擔保品，以便使債權人能得到更多的保障。這些擔保品的種類可能包括（但不限於）：保證金、不動產抵押權及動產抵押權等。這些應收帳

款、其相對應的融資標的物的所有權以及擔保品等都將在應收帳款證券化時，同時所有移轉至本特殊目的信託的名下。

除了應收帳款合約所約定的還款來源之外，本特殊目的信託下尚有其它收款來源，例如來自借款人提前還款或是應收帳款融資標的物與擔保品的處分款項。

轉入本特殊目的信託的應收帳款必須要符合本交易文件中所規定的標的債權篩選標準，其包括但不限於：一定的信用品質、特定的付款頻率、最低收益率門檻、加權平均剩餘期間、及借款人的最高集中度等。若有任何一筆應收帳款不符合本交易任一項標的債權篩選標準，但卻被移轉至本特殊目的信託時，則依交易文件約定，創始機構有義務將其自本特殊目的信託中買回。

創始機構

中租迪和成立於1977年，在過去30多年來一直是台灣資產規模最大的租賃公司，其主要從事中小型企業之租賃、分期應收帳款以及應收帳款承購業務等。中租迪和在2013年12月31日止時的總資產約為新台幣759億元，且就簽約金額來看，中租迪和在2013年台灣租賃及分期應收帳款市場的市占率約為45%。

風險分析

信用風險

中華信評使用相關評等準則所述之精算法，對本交易的信用風險進行分析。為此，中華信評針對中租迪和過去之租賃與分期應收帳款的信用表現進行分析。同時，中華信評也與創始機構對於其授信政策、核貸與承受擔保品之程序、以及回收做法進行訪談。之後，中華信評對本交易的相關結構風險進行評估考量，最後形成中華信評對本交易信用風險的看法。

中華信評對本交易的標的應收帳款的基本情境損失率假設為3.96%。此一假設係中華信評根據其對中租迪和所承做應收帳款之歷史表現，並考量總體經濟情勢之變動與授信政策可能出現的調整，所推估出的整體違約與延遲率的假設趨勢。雖然融資標的物與其它擔保品可能可以提供其它的回收來源，以降低最終的損失金額，但是在決定標的應收帳款池之基本情境損失率假設時，中華信評只將來自違約應收帳款的保證金回收納入考量。這是因為大多數的融資標的物與擔保品並非標準化的資產，且其清算價值與回收期間在市場情況不佳時可能會較大波動起伏。

在決定出基本情境的損失假設後，中華信評會針對不同的受益證券券別，套用其相對應之評等情境下所要求的壓力乘數。之後，中華信評會進一步考量將導致本交易提早進入分期攤還期間的觸發機制，並反映至受評受益證券能夠承受之最終總合信用損失程度。

現金流量機制

現金流量分析評估的是本交易之優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券之利息是否能按月及時獲得支付、以及其本金是否能在法定到期日之前獲得清償的可能性。

利息支付

優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券將在本交易發行日以面額發行，票面利率為固定，每月期末付息乙次。

受評受益證券的利息支付，將由滿足相關稅賦、優先費用與支出後所剩的收益收取信託帳戶之金額予以支應；本交易案之收益收取信託帳戶之收款包括來自其標的應收帳款的利息收入，以及以本特殊目的信託從事閒置現金之適格投資所產生的利息收入。另外，本交易之本金收款與準備金信託專戶設置的金額亦可做為支應受評受益證券利息缺口之用（如有）。

本金支付

在循環轉讓期間，受託機構將運用來自應收帳款的本金收款，向中租迪和購買新的適格應收帳款；這些應收帳款的本金收款包括（但不限於）：來自一般標的借款人的本金還款、來自違約應收帳款的本金回收款項、創始機構的買回款項、以及融資標的物的保險金款項（若有）。這些本金收款在此期間將不會被做為償還受益證券持有人之用。

待交易案進入分期攤還期間後，本交易會依轉付機制將來自標的應收帳款的本金收款，做為每月依序清償優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券持有人的本金之用。

若在循環轉讓期間或分期攤提期間有任何本金收款被用於補足優先費用、支出與受評受益證券利息付款的缺口（若有）時，則該本金動撥款項將由後續期間的利息收款在滿足部份付款義務（從最優先費用與支出到優先順位受益證券B券的利息付款）後進行回補。

現金流量分析

中華信評會依據本交易在不同評等假設情境之資產池違約與損失的假設、優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券的年息、可取得之流動性來源、以及本交易案之資本結構，來進行其現金流量分析。同時，中華信評亦假設所有標的應收帳款的年收益率均為4%（該收益率為本交易依債權篩選標準所要求的最低年收益率）。再者，中華信評會依照本交易之稅務意見、交易文件之規範以及一般實務慣例，來假設相關交易稅、費用與支出之金額大小。

中華信評認為，優先順位受益證券A券與優先順位受益證券B券均能通過在其對應中的評等情境下的信用風險與現金流量假設之測試。並在考量下列因素後，中華信評亦認為本交易的流動性風險仍在可管理的範圍內。

- 標的應收帳款相對較高的收益率，應能支應付款日當天可能發生之費用需要。此外，依據本交易之安排，在年費項目方面，其每次支付時所需之金額將每月按比例事先保留在收益收取信託專戶下之預付預留帳戶中。
- 來自標的應收帳款的本金付款（多為月付基礎），亦可在發生利息流入不足時，做為支應優先費用與支出，以及受評受益證券之利息缺口之用（如有）。
- 在發行日當天，本交易將設立一筆存放於準備金信託專戶的準備金，以便在必要時協助交易案支付優先費用、支出與受評利息之用。
- 分期攤還期間開始時，本交易即會依據事先決定好之公式，進行額外準備金款項的提列，以協助因標的應收帳款逐步攤還所造成的較低之利息現金流入，不足以支付固定金額之優先費用與支出之用。這筆額外準備金的計算，將取決於標的應收帳款最後一筆到期之應收帳款到期日距本交易進入分期攤還期間的起始日的長短。

利率風險

本交易無利率風險，因為本特殊目的信託之資產面與負債面的利率均採固定利率方式計

算。

匯率風險

本交易無匯率風險，因為本特殊目的信託之資產面與負債面的利息與本金支付均係以新台幣計價。

混合風險

本交易案的混合風險在可控管的範圍內。這是因為中租迪和在以應收帳款形式融資予借款人之初，借款人將會簽發一組還款票據，用以支付整個借款期間的所有應付款項。而當該應收帳款移轉予本特殊目的信託時，借款人所簽發之還款票據將背書轉讓予本特目的信託，且該些還款票據將存入本特殊目的信託帳戶中，並於票據到期時提出託收。在此安排下，發生標的資產的收款與服務機構本身資金混在一起的可能性極低。不過若因任何原因，服務機構仍收到來自借款人的還款或回收款項，且服務機構未移轉至本特殊目的信託的此類款項超過一定水準之上時，則將觸動本交易提早進入分期攤還期間。

抵銷風險

本交易的抵銷風險非常低，因為本交易創始機構係屬無法收受任何存款的租賃公司。

提前清償風險

本交易的提前清償風險在可管理之範圍內，因為標的應收帳款的提前清償率相當低，主要原因在於若欲提前清償應收帳款合約時，借款人必須承擔的罰金相對較高之故。

在循環轉讓期間，來自標的應收帳款的本金付款，不論是正常按期支付或提前清償之款項，都將用於購買可產生利息收款的新應收帳款部位。為了避免本特殊目的信託中留有過多的閒置資金（當適格應收帳款不足時）而導致負利差之疑慮，若本交易標的資產池之三個月之移動平均超額利差低於本交易文件所規定之特定數值時，本交易將會提早進入分期攤還期間。而在分期攤還期間，來自標的應收帳款的本金付款，每個月會用於依序支付受評受益證券的本金。這種高支付頻率亦會降低本交易在此期間內發生負利差的風險。

交易相對人風險

本交易之交易相對人風險包括：對現金收付銀行－臺灣土地銀行的依賴（現金持有與款項分配），以及受託機構就閒置資金與保證金部分進行之適格投資的表現。依照相關評等準則，並考量如果現金收付銀行之評等轉為不適格時，本交易案之更換安排機制、適格替換者的評等要求、以及對適格投資標的最低評等門檻規範等，臺灣土地銀行截至6月20日時的評等等級（twAA／穩定／twA-1+），應能為受評為「twAAA (sf)」之交易提供支持。

作業風險

擔任本交易案服務機構的中租迪和，將負責標的資產池之應收帳款的日常管理與服務，同時，中租迪和亦將對應收帳款相關的表現提供所有的報表與計算。

中華信評認為，本交易的作業風險在可控管的範圍內。本交易服務機構在租賃與分期應收帳款業務方面已有多年的經驗，中華信評相信，該公司在應收帳款的收款與對逾期帳款的管理方面都有充分的經驗、專業以及資源。此外，若交易案有出現任何短暫的現金流量短缺情況，則在發行日當天提列的準備金，也可部分減緩在本交易案在優先費用、支出以及受評

受益證券利息付款方面的潛在短缺情況。

法律風險

本交易係依據「金融資產證券化條例」而發行；該法條提供了具破產遠離性質之特殊目的信託之設立、在法律架構下將資產由創始機構完全地移轉予特殊目的信託、以及確保該資產移轉得以對抗其它創始機構的債權人及第三人之主張。

獨有特色

當中租迪和融資予借款人時，借款人可能會被要求提供保證金予中租迪和，以做為該應收帳款的另一層支付保障。當借款人履行應收帳款合約，並按期償還所有款項後，中租迪和必須在應收帳款到期時，將保證金以及之前與借款人約定之利息歸還予借款人。

當應收帳款移轉至本特殊目的信託時，相關的保證金也將同時移轉至本特殊目的信託名下。之後，受託機構將遵照本交易文件規定，將保證金存入到期續存之銀行定期存款帳戶中。如此一來，在應收帳款全數償付時，本特目的信託才能有足夠的存款利息可做為支應前述保證金的利息之用。

此外，本交易也會提列部分準備金於保證金利息準備金信託專戶，以便在發生上述存款利息不足以支應約定之保證金利息時，以補足潛在利息缺口之用。但若在用罄這些準備金後仍無法補足約定之保證金利息差額，則可動用利息支付順序中原先要支付予順位較低之項目的款項來補充上述差額。

Standard & Poor's 17g-7 Disclosure Report

美國證券交易委員會 Rule 17g-7 規範每個國家認可統計評等機構（Nationally Recognized Statistical Rating Organization；簡稱NRSRO）必須在該條例所定義之資產證券化交易（asset-backed security）之信用評等報告中說明提供予投資人之交易案相關機構的聲明、保證，以及違反聲明與保證之執行機制，以及該交易案之聲明、保證，以及違反聲明與保證之執行機制，與其它類似之資產證券化發行案件有何不同。由於中華信用等公司係以標準普爾評級服務（Standard & Poor's Ratings Services）聯屬公司之身分納入其NRSRO年度申報程序，因此其所有資產證券化交易評等分析亦將遵守該條例之規範。

本信用評等報告所包含之 Standard & Poor's 17g-7 Disclosure Report，請點選以下網址：<http://standardandpoorsdisclosure-17g7.com/2549.pdf>。

相關準則與研究

相關準則

- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, Oct. 29, 2013
- **Counterparty Risk Framework Methodology And Assumption**, June 25, 2013
- **Asset Isolation And Special-Purpose Entity Criteria-Structured Finance**, May 7, 2013
- **Global Investment Criteria For Temporary Investments In Transaction Accounts**, May 31, 2012
- **Equipment Leasing Criteria: Credit Risk Evaluated In Lease-Backed Securitizations**, Sept. 1, 2004

相關研究

- 信評問答：新版交易相對人風險架構方法論與假設於台灣資產證券化交易案之應用, www.taiwanratings.com, July 30, 2012
- 信評問答：中華信評如何分析資產證券化交易案的資產回收, www.taiwanratings.com, Oct. 13, 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 © 2014 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、顧問與/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況下，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。