

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

智慧財產融資與證券化研究 研究成果報告(精簡版)

計畫類別：個別型
計畫編號：NSC 98-2410-H-004-178-
執行期間：98年08月01日至99年07月31日
執行單位：國立政治大學智慧財產研究所

計畫主持人：王偉霖

計畫參與人員：碩士班研究生-兼任助理人員：黃柏維
碩士班研究生-兼任助理人員：蔡佳臻
碩士班研究生-兼任助理人員：吳允超
碩士班研究生-兼任助理人員：王偉仲
碩士班研究生-兼任助理人員：林鉅勝
大專生-兼任助理人員：戴劭芬

處理方式：本計畫可公開查詢

中華民國 99 年 10 月 29 日

大專校院研究人才延攬方案

結案報告

計畫名稱：智慧財產融資與證券化研究

計畫主持人：王偉霖 助理教授〈國立政治大學智慧財產研究所〉

執行單位：國立政治大學

執行期程：98.08.01-99.07.31

中 華 民 國 九 十 九 年 十 月 二 十 日

智慧財產融資與證券化研究*

- 壹、前言
- 貳、資產證券化（asset securitization）基本架構
 - 一、證券化之內涵
 - 二、資產證券化之參與者與流程
 - 三、資產證券化之重要原理
- 參、智財權證券化之特色與發展
 - 一、智財權證券化之特色
 - 二、智財權證券化發展之正負面因素
 - 三、強化現金流穩定性的具體做法
 - （一）智慧財產組合之選擇
 - （二）基礎資產之多元化
 - （三）保險與保證機制之輔助
- 肆、台美智財權證券化法規問題分析
 - 一、金融證券相關法律規章
 - 二、智慧財產權擔保之法律制度
 - 三、破產法規
 - （一）尚待履行之雙務契約（executory contract）對證券化之影響
 - （二）我國破產法之規範
 - （三）對於證券化可能之影響
- 伍、結論

* 本文受國科會計畫補助，國科會計畫編號：NSC 98-2410-H-004 -178，在此併致謝忱。

中文摘要

智慧財產權證券化係承襲資產證券化之基本架構，肇始於 1960 年代美國房地產市場，一直到 1997 年始首度運用至智慧財產權領域。若從資產證券化市場過去榮景觀之，吾人有理由相信智慧財產權證券化亦將成為重要的金融商品及成為中小企業有力融資之管道。然因兩者基礎資產特性所致（智慧財產價值不易確定、不易管理等因素），智慧財產權證券化至今仍有某些困難尚待克服。主要原因之一乃在於智慧財產權證券化現金流量之可預測性及穩定性較不易掌控，導致投資人寧可選擇其他商品。因此強化現金流量之穩定性與增加其可預測性為推動智慧財產權證券化之重要條件。

本文以此觀點探討智慧財產權證券化的幾個法律問題，包括是否制定專法、目前智慧財產權設定擔保及登記制度有無改進空間，以及權利人破產時破產管理人之處置對於證券化之影響等，以比較法的方式探討智慧財產權證券化較成熟的美國市場之相關規定，以為台灣的相關法規提出建議，希冀對於台灣智慧財產權證券化的推動有所助益。

關鍵字：資產證券化、真實買賣原則、智慧財產權證券化、破產隔離、尚待履行之雙務契約

Abstract

Intellectual property (IP) securitization was originated from asset securitization, which covers from the U.S. real estate market in 1960s, and introduced to the IP field initially first in 1997. In aspect of the prosperous market of asset securitization in the past, it is reasonably convincing that IP securitization will also play an important role as a financial instrument as well as a powerful financing tool for small and medium enterprises. However, based on different characteristics of tangible and intangible assets, IP is of relatively unstable value and more difficult management, creating obstacles in IP securitization. Current obstacle may come from lesser stability and predictability of cash flow in IP securitization, which result in investors' preference in other financial instruments. Therefore, the increase in stability and predictability of cash flow shall be critical to the motivation of IP securitization.

This study is to investigate several legal issues in IP securitization, such as specialized legislation, improvement for creation of security and registry system in IP rights, and influences on securitization by bankruptcy trustee's decision at originator's bankruptcy, etc. The discussion will explore relevant regulations in the mature market of U.S. IP securitization, and make comparison and advices to relevant domestic regulations for greater motivation of IP securitization in Taiwan.

Key word : asset securitization, true sale, securitization of intellectual property, bankruptcy remote, executory contract

壹、前言

在知識經濟時代資金與創新技術為企業發展之命脈，對高科技產業尤其重要¹。我國晶圓代工龍頭台積電（TSMC）初創時即接受行政院開發基金之資金挹注²，為創業初期奠定穩固根基，成就台灣晶圓代工在國際上技術領先地位。

然實務上中小企業或新創企業籌資仍有某種程度之困難，主因有二：1.在整體資源有限的情況下，政府補助中小企業之產業層面難以面面俱到，台灣開發基金過去之重點補助³，通常將資源投入於科技發展新趨勢並具國際競爭力之產業⁴；2.金融機構對放款後所生之呆帳風險須經過詳實評估並要求企業提供擔保品，惟中小企業或新創企業有形資產較為貧乏，不易提供足額擔保。反之大型企業較無此問題，經常得以其信用評等抑或過去借貸款紀錄來取得銀行融資⁵，若是公開發行公司，則可發行股票及公司債等有價證券，向公眾募資。因此，中小型企業或新創企業須另謀籌資管道，以求永續經營。近年來以無形資產（Intangible asset）⁶的價值從事融資及進行證券化已成為企業，特別是中小企業希望能夠使用的融資手段，此由無形資產所占企業價值比重逐年增加得以見之（參見圖一）。

¹ 高科技產業強調研發、製造技術快速發展、創新、高附加價值與低污染，有三個主要特色：投資大、風險大、附加價值高。參見楊朝祥，高科技產業與人才創新—台灣模式與經驗，國政研究報告，財團法人國家政策研究基金會，2005年12月，available at <http://www.npf.org.tw/post/2/1732>，最後瀏覽日：2010/09/29。

² 1986年12月，開發基金與荷蘭飛利浦公司及台塑公司、中美和石化公司、中央投資公司等合資設立台灣積體電路製造股份有限公司（TSMC）。參見行政院國家發展基金管理會，2005年年報，頁50以下。

³ 行政院早在1973年即設有開發基金，其投資類型包括：直接投資、創投投資兩種。30多年來，至少通過投資新興重要事業78家，創業投資事業共55家，目前仍繼續參與投資之新興重要事業則為43家，創業投資事業共有54家，截至2007年12月底止，新興重要創投事業投資金額計302.86億元，核准投資創業投資事業金額118.85億元。參見王培君（2008），〈開發基金之功能與效益〉，《台灣經濟論衡》，6卷2期，頁13以下。

⁴ 基於上述中小企業所面臨之種種困難，我國經濟部設有中小企業處，目的在於積極落實照顧，扶助中小企業的目標，且為滿足了中小企業融資需求以及降低借貸雙方之資訊不對稱，經濟部中小企業處還特設「中小企業融資服務平台」，作為媒介金融機構的橋樑。

⁵ 依統計數字顯示，全球之智慧財產價值不斐，但須注意，許多智慧財產權都是集中在「大公司」手上。這些公司對以智財權融資、證券化方式來籌措資金的需求或誘因較低。See Ronald S. Borod, *IP Securitization and the New Corporate Paradigm, Global Intellectual Property Asset Management Report*, September 2006, Volume 8, Number 9., available at http://www.brblaw.com/nr/pdf/articles/REPRINT_Structures_Finance_IP_Securitization_Borod_Global_IP_and_Asset_Management_Report_906.pdf (last visited on 2010/07/29).

⁶ 無形資產係指企業整體的價值，扣除有形資產（Tangibles）的部分，有形資產包括土地、設備、原料、辦公室等一般在會計上認為資產之項目，無形資產的範圍包括很廣，包括專利、商標、著作權、特許權、與顧客與供應商之特殊關係以及商譽等等。參見宿文堂（2009），〈什麼是專利策略〉，《智慧財產的機會與挑戰》，收錄於《劉江彬教授榮退論文集》，頁520-521，台北：元照。又依據商業會計法第50條與商業會計處理準則第19條之規定，所謂之無形資產包括：商譽、商標權、專利權、著作權、特許權、電腦軟體等。

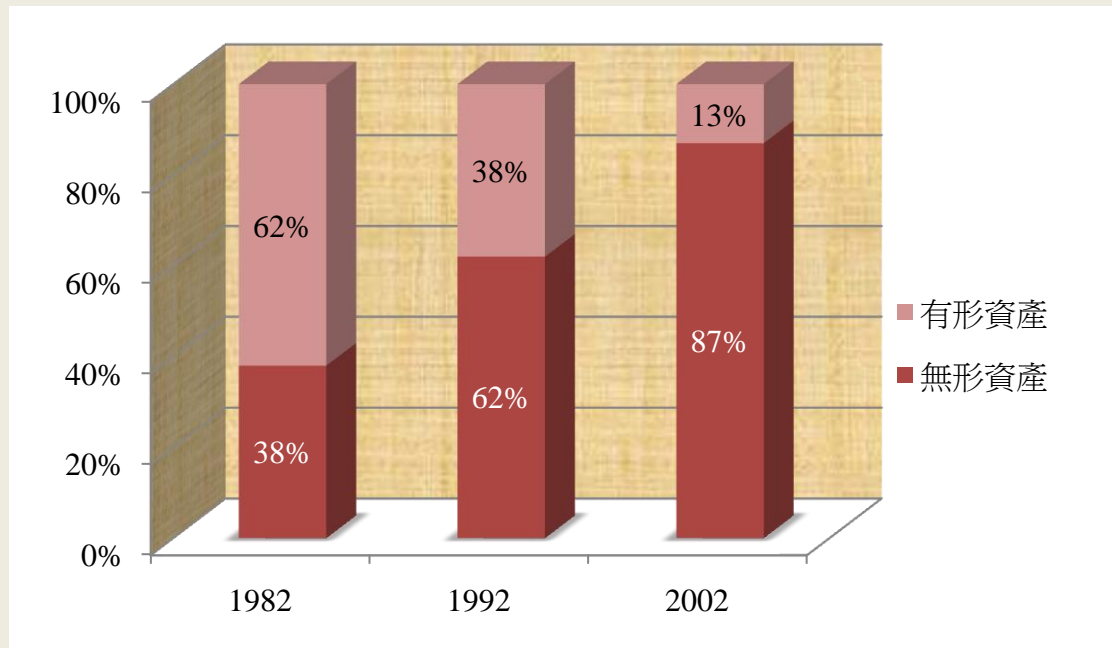


圖 1：S&P 指數中 500 大企業市場資本 (Market Capitalization) 之構成比例
 資料來源：Elliot A. Fishman, *Securitization of IP Royalty Streams: Assessing the Landscape*, Technology Access Report, September 2003, at 6.

智慧財產權證券化(以下簡稱智財權證券化)係承襲資產證券化 (asset-backed securitization, ABS) 而來⁷。資產證券化肇始於 1960 年代美國房地產市場⁸，直至 1997 年首度運用至智慧財產領域。自其他證券化市場的榮景觀之，吾人有理由相信智財權證券化亦將成為重要的金融商品，惟因基礎資產(underlying assets)特性之差異 (無形資產的價值不易確定及不易管理等因素)，是否得以充分利用智財權的潛力來創造出如有形資產證券化市場之規模，似乎證券化市場的信心依然不足。主要原因之一乃在於智慧財產權證券化現金流量之可預測性及穩定性較不易掌控，導致投資人寧可選擇其他商品。因此強化現金流量之穩定性與增加其可預測性為推動智慧財產權證券化之重要條件。

本文以下試圖從商業面與法律面兩個視角探討智財權證券化：商業面討論證券化之市場及發行證券的誘因與阻礙；法律面則以比較法的方法討論我國證券化相關法規應有之修正，希冀對台灣推動智財權證券化的工作有所助益。

貳、資產證券化 (asset securitization) 基本架構

一、證券化之內涵

智財權證券化因與一般資產證券化於架構上並無重大差異，故以下先介紹資

⁷ Asset-Backed Securitization 有多種譯名，例如：資產證券化、資產支持證券化、資產基礎證券化等等，本文為討論之便，採用「資產證券化」一詞。

⁸ See Calderini Mario & Odasso Maria Cristina, *Intellectual Property Portfolio Securitization: An Evidence Based Analysis* 7. (Innovation Studies Working Paper No. 01/2008, 2008).

產證券化的基本結構。所謂資產證券化係指金融機構將其缺乏流動性但能產生穩定現金流收入的資產及其債權加以組合後（pooling，即規格化、單位化以及細分化之意），發行有價證券供投資人在交易市場買賣的過程，使得擁有資產之金融機構無待資產清償期到來，即可先回收資金，降低其所擁有資產之風險，並使金融機構籌資管道多元化⁹，某些文獻將證券化稱為架構性融資（structured financing）¹⁰。一般認為其具有以下之優點¹¹：

1. 增加新創企業、信用不足之企業另一種融資管道¹²。
2. 降低融資成本。
3. 向特定金融機構借款可能會有借款限制，但在資本市場進行融資並不會遇到此一問題。
4. 具有去表化（off-balance sheet）的好處¹³。

美國最早證券化的案例係由政府主導並由政府提供擔保¹⁴。其背景為美國政府全國抵押貸款協會（Government National Mortgage Association，GNMA）鑒於一般抵押貸款期間長達二、三十年，以致於提供抵押貸款之金融機構資金回收緩慢，資金調度更形困難，於是便以聯邦住宅管理局（Federal Home Administration，FHA）及退伍軍人管理局（Veterans Administration，VA）之抵押貸款為擔保，發

⁹ See Philip R. Wood, *Title Finance, Derivates, Securitizations, Set-off and Netting*, Sweet & Maxwell, at 45 (1995). 轉引自：王文宇 (2004)年,《新金融法》，2版，頁13，台北：元照。

¹⁰ 將證券化（securitization）、資產證券化（asset securitization）與架構性融資（structured finance）三者當作可以相互替換的概念詞組之說法不在少數。See Jennifer Burke Sylva, *Bowie Bonds Sold for Far More Than a Song: The Securitization of Intellectual Property As a Super-charged Vehicle for High Technology*, 15 Santa Clara Computer & High Tech. L.J. 195, 197 (1999). Also See Michael J. Cohn, *Asset Securitization: How Remote is Bankruptcy Remote*, 26 Hofstra L. Rev. 929, at note 1.

¹¹ See The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the city of the New York, *Structured Financing Techniques*, 50 BUS. LAW. 527, 529 (1995).

¹² 發行之證券若為股票，投資人（資金提供者）將面臨公司營運或獲利的風險；若發行之證券為公司債，係指資金需求者（發行公司）發行債務憑證給予投資人，約定其利息支付及本金償還方式，公司債為發行公司之負債，於該公司債存續期間內不論公司獲利情況如何均須依發行條件按時支付一定金額或比例之利息並償還本金給投資人，故投資人須承擔資金需求者之信用風險。若就發行公司債與資產證券化觀之，發行公司債對籌措資金者而言係以增加負債方式取得資金，資產證券化則係以資金需求者所切割、移轉資產之信用為基礎，其償還來源僅限於該切割或移轉之部分資產，對資金需求者而言係以減少資產之方式取得資金。參見林志吉 (2002)，〈金融資產證券化及其法律機制之探討〉，《台灣金融財務季刊》，第三輯第三期，頁4。

¹³ 在基礎資產證券化的會計處理上，不僅其融資基礎是來自於資產負債表左欄的資產類，其會計作業方式係將基礎資產自企業原有之資產負債表中拿掉，一般稱之為去表化（off-balance），此去除之資產則轉移至特殊目的機構。參見黃銘傑，證券化基本原理，收錄於王文宇等(2007)，《金融法》，2版，頁304-306，台北：元照。

¹⁴ 台灣在92年核准第一檔金融融資證券化商品（CLO）至今，已共核准57檔，實際發行49件，已經結案者有21件，商品類型包括：RMBS、汽車貸款債權、信用卡/現金卡、CLO、CBO、租賃債權、租賃債權債權以及ABCP等。參見金萊萊，經濟日報(2009年11月11日)，金融資產證券化擴大市場規模，A22版。關於台灣首例資產證券化商品為：前財政部92年1月21日核准台灣土地銀行申請發行「台灣工業銀行企業貸款債權證券化受益證券」案，該筆商品係由台灣土地銀行接受台灣工業銀行企業貸款債權及其擔保物權之信託，並以該信託財產為基礎，發行表彰享有信託財產本金或其所生利益之受益證券。參見黃淑華 (2004)，〈我國金融資產證券化之發展及其監理〉，《中央銀行金融監理與風險管理選輯》，頁76以下。

行「房貸轉付證券」(Mortgage-Backed Pass-Through Securities)，協助龐大購屋者向資本市場籌措資金¹⁵。

1985 年美國首度出現非以住宅貸款證券化之案例—汽車貸款證券化¹⁶，時至今日證券化已擴及至市政建設、活動住房貸款、輪船貸款、不良債權、住宅權益貸款、健康照顧應收帳款、學生貸款、商業、娛樂設施貸款乃至於無形資產上。從美國資產證券化統計數字來看，美國至 2008 年，資產證券化之市場即超過 2.5 兆美金（參圖 3）。

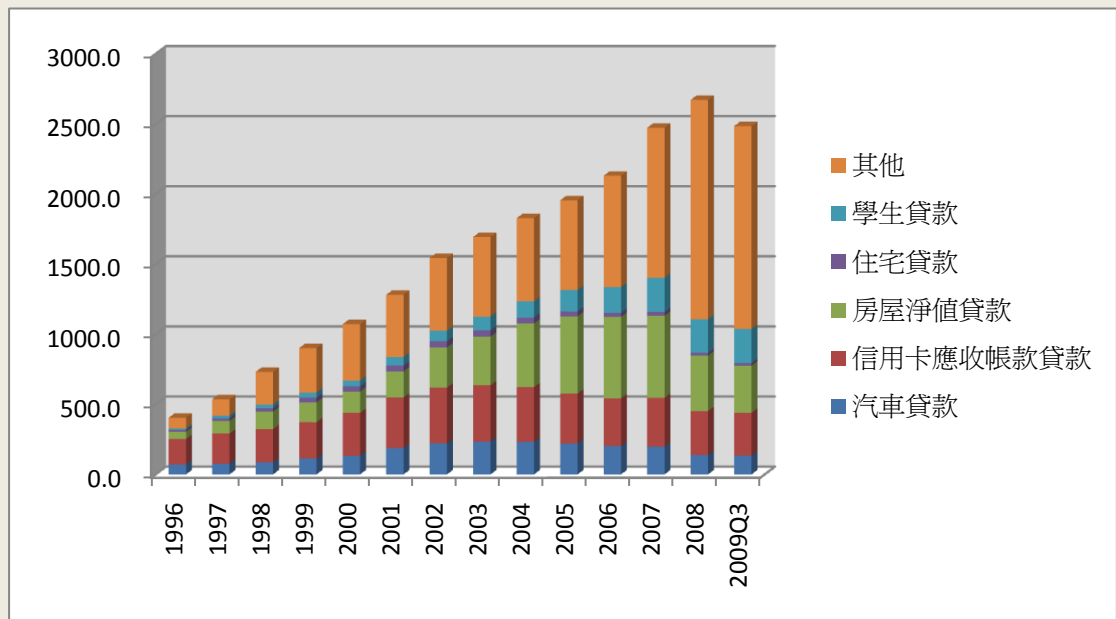


圖 2. 美國資產證券化發行量（單位：10 億美元）¹⁷

資料來源：本文整理自美國證券業暨金融市場協會網站（SIFMA）¹⁸

須注意者，證券化的主角通常非「資產」本身，而係透過資產運用所產生之現金流。以不動產抵押貸款債權證券化為例：不動產抵押貸款債權，係指以土地或建築物等財產為擔保的「貸款債權」，而發行機構將貸款數額、清償期、利率

¹⁵ 參見郭宗霖、薛明玲 (2003)，〈由企業角度探討金融資產證券化實務運作--以臺灣工業銀行首宗發行商品為例〉，《會計研究月刊》，211 期，頁 83-92。

¹⁶ 汽車貸款證券化是第二種證券化發展之類型，相較於不動產抵押債權來說，汽車貸款無疑是更適宜從事架構性融資：如貸款到期日明顯較不動產抵押貸款來的短、定期定額之現金流的可預測性更高以及具備歷史統計數字的完整性，以上都讓投資人更具備信心。

¹⁷ 資產證券化可依據數個標準分成不同類型，若依據產生現金流的資產類型來區分，可分為住宅抵押貸款證券化 (mortgage-backed securitization, 簡稱 MBS) 與資產證券化 (asset-backed securitization, 簡稱 ABS) 兩大類。前者之基礎資產是房屋抵押貸款，後者之基礎資產則是房屋抵押貸款以外之其他資產。例如：學生貸款、廠房貸款、汽車貸款、信用卡應收帳款等等。

¹⁸ 本文整理自美國證券業暨金融市場協會 (The Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 網站：

http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_USABSOOutstanding.pdf，最後瀏覽日：2010/09/29。

等相近者匯總以後，將該等「債權」轉變為投資性證券型態，透過證券承銷方式將之出售給投資人，使債權人（通常是放款銀行等金融機構）之貸款債權可不待清償期之屆至，即移轉出去而先行取得資金¹⁹。故而證券化之基礎資產多數均為「貸款債權」而非該土地或建築物等不動產，而貸款債權即為本交易之現金流（cash flow）。

因此，確保現金流的穩定性與可預測性為證券化能否成功的重要關鍵之一。據學者整理，得以產生穩定且可預測之現金流之資產，通常具備以下條件：

1. 均質化。達成均質化的方法包括：標準之放款契約、固定利率利息、一致之本利支付方式、貸款者對放款有相同且高品質之授信政策等；
2. 資產呆帳風險低、呆帳損失等得合理估算；
3. 資產規模大，且具有區域分散特性；
4. 安定之本利支付²⁰；
5. 風險分散：單一資產在整個資產群組中所占比例甚小，若個別資產所占比重過大，則需要對於個別資產進行信用分析²¹。

二、資產證券化之參與者與流程

證券化之流程約可敘述如下：首先，擁有基礎資產的創始機構須設立一個法律上與其完全分離之特殊目的機構，再以買賣之方式將資產移轉至特殊目的機構，特殊目的機構以此等資產為基礎發行證券，而發行證券之收益用來償付自創始機構購買資產之價格。

為了增加投資人購買證券之誘因，特殊目的機構須得到一些正面的信用評等並採用一些信用增強的手段。信用評等的主要功能在於告知此證券之風險，取得高信用評等的證券得以利率較低的條件發行。而信用增強機制係採行某些方法以增強此證券之信用（詳下述），其亦具有促使利率下降並提高投資人接受度之功能。此外，在證券發行的過程中，亦需有其它服務機構與證券承銷商之輔助，始能順利完成證券發行相關作業。本文介紹證券化中各個參與者之角色與相互間法律關係可表示如下：

¹⁹ 參見王文宇等（2003），《金融資產證券化之理論與實務》，頁 3-12 至 3-13，台北：元照。

²⁰ 同前註，頁 2-25。

²¹ 參見林志吉，前揭註 12，頁 4。

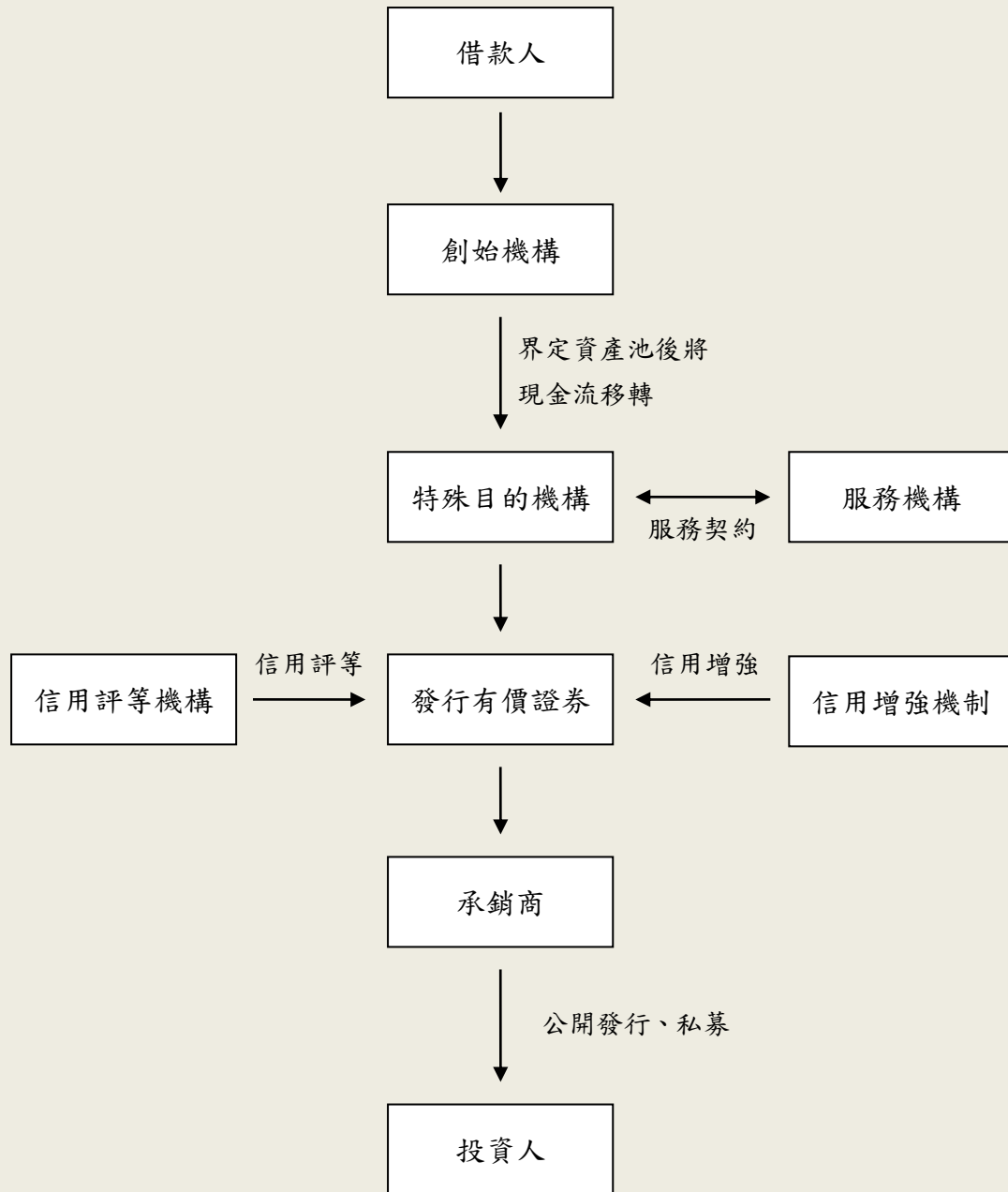


圖 3：資產證券化之參與者

資料來源：Asset Securitization: Comptroller's Handbook, Office of the Comptroller of the Currency, available at <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>，本文加以補充。

茲就表中各參與者說明如下：

1. 創始機構²²

²² 創始機構在實務上又可稱為 sponsor, originator, seller, 或 administrator，在金融資產證券化之場合，主要以大型銀行 (major bank)、金融公司 (finance company)、投資銀行 (investment bank) 或保險公司 (insurance company) 為主。

創始機構係指具有資金需求之原始權利人，若在金融資產證券化的場合係指金融機構，但創始機構非一定為金融機構，也有可能是個人，(例如：David Bowie 以其音樂著作權為基礎資產發行證券²³)或企業(例如：2004年我國世平興業股份有限公司利用應收帳款從事證券化²⁴)。

2. 特殊目的機構

特殊目的機構為一隔離破產風險(詳後述)、募集資金之導管或中介體(finance intermediary)，其設立目的在作為一種轉付機構(pass-through entity)，即成為創始機構與投資者間之中間機構，讓創始機構各自獨特與不具流動性之資產轉變成標準化且具備流動性之證券以銷售給投資人²⁵。亦即，特殊目的機構係從事同步交易，一方面以發行資產擔保證券向資本市場籌措資金，同時以募得資金用作支付購買標的資產所需之款項。其組織型態無嚴格限制，美國實務上，其組織有股份有限公司、有限公司(limited liability company)、合夥、有限合夥或信託，並以有限責任公司居多；我國金融資產證券化條例採用特殊目的公司與特定目的信託兩種，而不動產證券化條例則僅限於信託。

3. 信用增強機構

信用增強指在證券商品發行前採行某些方法以提高證券之信用等級，其具有促使發行利率下降、提高證券的流動性以提高市場接受度之功能。常見的信用增強方式包括：超額擔保(overcollateralization)²⁶、第三方保證(third-party guarantees)、經由保險公司保險、或由第三人發行擔保信用狀(third-party letters of credit)，以擔保債務不履行之責任等。信用增強是證券化交易中能製造高評等證券的主要原因，由於信用增強之運作，因此得以產生優良證券，為發行機構籌得低成本的資金²⁷。

4. 信用評等機構

²³ 音樂創作者及歌手 David Bowie 以其所有之 250 首歌曲的權利金收益作為基礎資產，發行世界首例之智慧財產權證券，本文以下稱本案為 Bowie 證券。關於 Bowie 證券之詳細介紹，請參見 Sylva, *supra* note 10. 中文著作請參見謝祖松 (2006)，〈智財權證券化-從「Bowie 證券」之發行談起〉，《台北大學法學論叢》，58 期，頁 96 以下。

²⁴ 世平興業應收帳款證券化是我國首宗以企業(非金融機構)擔任創始機構，以企業應收帳款為證券化標的，發行資產擔保商業本票(asset-backed commercial paper, ABCP)的案例。關於此案之介紹可參見郭宗霖、薛明玲，前揭註 15，頁 83 以下。

²⁵ See Thomas J. Gordon, *Securitization of Executor Future Flows as Bankruptcy-Remote True Sale*, 67 U. Chi. L. Rev. 1317, 1322 (2000).

²⁶ 特殊目的機構以其所有之證券化資產為基礎發行資產證券後，因為市場變化，證券化資產可能遭致損失，對此，發起人會提供所謂的超額擔保(約 110%~120%)。發起人提供超額擔保一般係以資產折價移轉方式為之；超額的部份實際上是證券化資產在期限內的收益。此種信用增強的結果，類似於發起人對於投資人提供了證券化資產一定比例下有限資產損失之擔保。參見謝俊等，〈資產證券化風險管理之研究〉，《台北外匯市場發展基金會委託計畫》，2006 年 8 月，頁 17。

²⁷ 參見陳文達、李阿乙、廖咸興等 (2004)，《資產證券化理論與實務》，2 版，頁 25，台北：智勝文化。

信用評等是由中立且專業的第三方，針對國家或公司或其所發行證券之償債或履行義務能力所進行的客觀性預測。信用評等概念之起源一般將之歸於美國穆迪公司的創始人約翰穆迪 (Mr. John Moody)。其早在 1900 年就開始提供證券投資訊息給投資人。1909 年正式出版的「鐵路投資分析年刊」，首度將鐵路公司所發行的證券給予 AAA 至 C 的評等。不過，此制度一直到 1930 年代經濟大恐慌時，才逐漸受到重視。穆迪公司與標準普爾公司目前是全球兩大信用評等公司²⁸。

信用評等主要工作為審核證券化之標的資產與證券化架構所能夠承受的風險，並給予公平的信用等級。由於證券化之證券清償係以證券化標的資產為主，其信用評等等級決定之考量因素有：(1)信用增強程度；(2)證券化標的資產之品質；(3)現金流之型態；(4)證券化計畫之財務結構等，而與創始機構及特殊目的機構之財務健全性及經營績效無關，並不同於一般公司債評等係以發行公司財務健全性及經營績效為主²⁹。

5. 服務機構

在創始機構將資產移轉給特殊目的機構後，因特殊目的機構僅屬於一個法律實體 (legal entity)，通常均不具備管理資產的專業能力，故此時須透過專業之服務機構 (servicer) 負責收取並管理由資產所生之權利金收益³⁰。通常服務機構由創始機構擔任，惟為保留服務機構的獨立性，服務機構亦得由公正專業第三方擔任³¹。

6. 承銷機構

在證券發行時，應由證券公司擔任承銷商 (placement agent) 之角色，以協助雙方對於權利金流作鑑價、條款磋商、稽核或定價 (pricing)³²。故承銷機構扮演重要輔助者的角色。從架構證券化及對證券商品予以定價，乃至於證券化商品應以公開發行或私募之方式銷售給個人或機構投資人，承銷機構的意見對於發行者而言至為重要。

三、資產證券化之重要原理

欲進行資產證券化須遵循「真實買賣」以及「破產隔離」兩個原則。首先，作為證券化基礎的基礎資產需與創始機構的財產相區隔，如此，當創始機構破產時，基礎資產方不會被歸為創始機構破產財團之一部分，方能確保基礎資產所生

²⁸ 參見陳修詩 (2007)，〈信用評等制度介紹〉，《文笙國際金融通訊》，29 期，頁 1 以下。

²⁹ 參見黃淑華，前揭註 14，頁 70。

³⁰ See Sheilah D. Gibson, *The Case For the Expanded Role of Trustees in Securitizations*, 121 *Banking L.J.* 387, 388 (2004)。

³¹ 當創始機構同時身兼服務機構時 (或由其子公司、分公司來擔任時)，尤其是創始機構對於移轉給特殊目的機構之資產尚有實質控制力時，須特別注意真實買賣原則適用的問題，此部分見本文真實買賣一節之說明。

³² See Sheilah D. Gibson, *supra* note 30, at 388.

之現金流能繼續穩定地支付給投資人，此即所謂破產隔離原則，而將基礎資產與創始機構之財產相區隔之行為，稱為「資產分割」³³。資產分割係將創始機構的基礎資產移轉給特殊目的機構，該移轉之法律行為，須符合「真實買賣」原則，方不致被創始機構的破產債權人追及。適用此二原則之結果，創始機構之未來的營運、管理以及無法清償債務之風險，均轉移給特殊目的機構，完全與創始機構脫離，以降低證券買受人之風險。

惟在法律設計上欲達到破產隔離的效果，需注意下列兩點：(1) 創始機構、特殊目的機構兩者間是否有被法院認定為實質一體的可能；(2) 移轉資產行為是否足以被認定為真實買賣 (true sale) 以達到去表化 (off-balance sheet) 之結果。

1. 移轉主體：須不具備實質結合關係 (substantive consolidation)

如前所述，特殊目的機構乃為進行資產證券化之目的，所創設之導管。惟特殊目的機構須具有獨立性，而與創始機構間為不同之法律主體，若特殊目的機構不具備獨立性，則可能成為創始機構為避免該資產被劃入破產財團，所創設之工具。關於特殊目的機構是否具有獨立性此點上，美國司法實務發展出「同一實體」原則 (亦稱實質結合原則，substantive consolidation)。簡言之，美國法院得於一定情形之下諭知「實質結合命令」(order of substantive consolidation) 以宣告特殊目的機構與創始機構在法律上視為單一法律主體，以避免創始機構藉由創設特殊目的機構的方式而規避其破產法上之責任³⁴。惟若被歸為同一實體，則對於資產證券之買受人而言，將有偌大之風險，因此創始機構與特殊目的機構二者間不具備實質結合關係，對證券化之成敗而言，至關重要。

實質結合原則源自於美國破產法第 105 條 (a)，該條文賦予法院相當大的自由裁量空間，得採取必要的處置以防止破產法被濫用³⁵。通常而言，若符合以下二個條件，法院即會認為符合實質結合標準，而下達實質結合命令：(1) 兩個主體間具有利益同一性 (identity of interest)；(2) 法院下達實質結合命令之後，得

³³ 所謂的資產分割 (asset partitioning) 是指資產由原所有人移轉至另一法律主體，該法律主體雖由原所有人擁有，但資產在移轉後，即與原所有人之財產相分離，而歸屬於該獨立之法律主體所有，不受原所有人破產風險的影響。換句話說，該資產成為該法律主體之債權人之擔保，而非該法律主體之所有人之債權人之擔保。資產分割有兩項要素，第一：移轉一定之資產至一法律主體，並與該法律主體之所有人的個人資產相分離。故基本上，必須先設立一法人，該法人能以自己名義獨立擁有資產。第二：資產分割得以使法律主體之債權人，就該資產有優先受償之權利。參見游啟璋 (2003)，〈不動產證券化法制架構與適用〉，《證券暨期貨月刊》，頁 25。

³⁴ 參見吳家桐 (2005)，〈淺論特殊目的公司之破產隔離機制 (上)〉，《集保月刊》，140 期，頁 4。

³⁵ 11 U. S. C. §105 (a)：The court may issue any order, process, or judgment that is necessary or appropriate to carry out the provisions of this title. No provision of this title providing for the raising of an issue by a party in interest shall be construed to preclude the court from, sua sponte, taking any action or making any determination necessary or appropriate to enforce or implement court orders or rules, or to prevent an abuse of process.

避免某些傷害或是產生特定利益³⁶。其中兩個法律主體是否具有同一性，美國法院在 *In re Vecco Construction Industries* 一案中提出七項判斷標準³⁷：

- (1) 財報是否合併 (presence or absence of consolidated financial statements)
- (2) 不同企業體間之利益與所有權益之同一性 (Unity of interest and ownership between corporate entities)
- (3) 母公司與子公司間具有貸款之擔保 (Existence of parent and intercorporate guarantees of loans)
- (4) 分離與確認個別實體間的資產與債務之困難程度 (Degree of difficulty in segregating and ascertaining individual assets and liabilities)
- (5) 資產之移轉並未遵守公司資產移轉之程序 (Transfer of assets without observance of corporate formalities)
- (6) 資產或事業功能之混合 (Commingling of assets or business functions)
- (7) 合併後收益情形 (Profitability of consolidation at a single location)

若創始機構與特殊目的機構有越多符合上述七種判斷標準的情形，則被認為係同一實體的機率越高。

實質結合係由美國案例法中的衡平居次原則 (equitable subordination)³⁸與揭開公司面紗 (piercing the corporate veil) 等原則演化而來³⁹。我國金融資產證券化條例規定創始機構與特殊目的機構間不得為關係企業⁴⁰，惟創始機構與特殊目的機構間是否非屬關係企業即必無實質結合關係存在？管見以為似可引進上述美國法院之七項判斷標準作為補充判斷創始機構與特殊目的機構間是否存在實質結合關係。

2. 移轉行為：須符合真實買賣原則 (true sale)

同理，除創始機構與特殊目的機構須非同一主體外，二者間移轉基礎資產的法律行為，亦須符合真實買賣原則，方能達到破產隔離的效果。所謂真實買賣原則係指交易雙方對系爭資產主觀上均認定為銷售關係，客觀上並由賣方將擁有該資產所取得之利益及風險，在符合常規交易 (arm's-length transaction) 的情形下，移轉資產所有權予買方⁴¹。

³⁶ See Peter J. Lahny IV, *Asset Securitization: A Discussion of the Traditional Bankruptcy Attacks and an Analysis of the Next Potential Attack, Substantive Consolidation*, 9 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 815, 822.

³⁷ 4 BR. 407 (Bankr. E.D. Va. 1980).

³⁸ 衡平居次原則係指控制公司對於從屬公司之債權應次於從屬公司之其他債權受清償。

³⁹ See Peter J. Lahny IV, *supra* note 36, at 863.

⁴⁰ 參見金融資產證券化條例第 54 條第 1 項、第 73 條第 4 項。

⁴¹ See Peter V. Pantaleo et al., *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*, 52 BUS. LAW, 159, 159 (1996).

美國法院判斷是否符合真實買賣常考量以下幾項因素⁴²：

(1) 創始機構保留資產所有權利益之程度大小 (Degree of retention of benefits of ownership by the transferor)

若創始機構對資產有買回權 (repurchase) 時，則可推論創始機構尚保有基礎資產之所有權利益。

(2) 創始機構於資產移轉後所保留對於資產控制權之程度 (Degree of post-transfer control over the transferred assets retained by the transferor)

一般而言若將資產移轉於他人後，對該資產不應保有控制權，因此，當該資產屬於應收帳款 (receivables) 且創始機構充當服務機構時，則容易引發創始機構仍保有資產控制權之疑慮。

(3) 移轉人報表上之會計處理 (Accounting treatment of the transfer on the transferor's books)

移轉之資產絕不能反映在創始機構之財報中，該資產應依一般公認會計準則 (GAAP) 為已售出 (sold) 之處理。

(4) 雙方明示之意圖 (Expressed intent of the parties)

最後尚須判斷雙方當事人之真意，如究為買賣或僅作為給予創始機構借款之擔保。

管見以為真實買賣原則對於避免濫用破產制度具有重要之影響，此一原則及上述美國法院之判斷因素應可作為國內法院處理資產證券化和其他破產案件之參考。

參、智財權證券化之特色與發展

從以下圖四可知，在 1997 年時，智財權證券化的金額約為 2 億美金左右，至 2000 年時，已超過 11 億美金，可謂仍有一定的市場規模。自圖五可知，利用智財權證券化的產業，自電影、音樂、製藥，乃至速食業不一而足，故亦有一定的普及率。惟若對照本文前述之整體資產證券化之金額，在 2000 年時，該金額已超過 1 兆美金，至 2008 年更超過 2.5 兆美金，可知即使在美國，智財權證券化在整體資產證券化中所佔的比例，可謂仍微不足道。

此種現象與智財權證券本身的特色有關。本文以下茲分析智財權證券化發展的正負面因素，並嘗試提出可茲努力的方向：

⁴² See The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of the New York, *supra* note at 543.

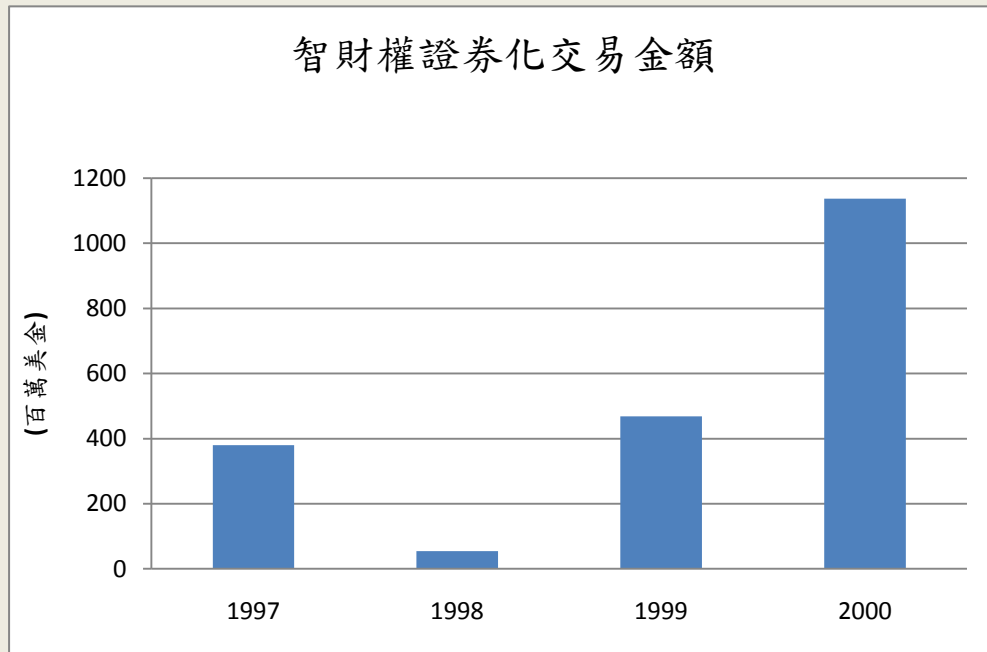


圖 4：智財權證券化交易金額。資料來源：JAY H. EISBRUCK, FROM IDEAS TO ASSET-INVESTING WISELY IN INTELLECTUAL PROPERTY (BRUCE BERMAN ed., John Wiley & Sons, Inc) (2002) at 605.

智財權證券化交易金額

產業別	發行金額(百 萬美金)	發行金額所佔 比例	交易件數	交易件數所佔 比例
電影	865	42%	2	10%
音樂	446	22%	14	70%
運動	315	15%	1	5%
速食	290	14%	1	5%
製藥	100	5%	1	5%
服飾	24	1%	1	5%
Total	2040	100%	20	100%

圖 5：以產業別區分智財權證券化交易量 JAY H. EISBRUCK, FROM IDEAS TO ASSET-INVESTING WISELY IN INTELLECTUAL PROPERTY (BRUCE BERMAN ed., John Wiley & Sons, Inc) (2002) at 605.

一、智財權證券化之特色

1. 智財權證券化與資產證券化之差別處

智財權證券化與一般的資產證券化兩者最大的差異點在於基礎資產 (underlying assets) 的構成，智財權證券化之基礎資產可能為智財權本身、授權第三人所生之授權契約債權 (即得對被授權人收取或主張權利金之權，right to receive and claim the royalties)、甚至尚在主管機關審核，而將來有可能會核准之

智財權，範圍較為廣泛，與資產證券化之基礎資產通常僅為各式之應收帳款不同。其次，應收帳款收取權之移轉屬「已確定」債權之移轉，但智財權著眼於未來，以不確定的授權契約債權作為基礎資產的情形並非少數，近年來亦有發生以未來收益作為證券化之基礎資產之例（如尚未拍成之電影之將來期待收益）。

智財權證券化交易，創始機構可能將智財權與授權契約債權一併移轉給特殊目的機構，亦可能僅單單將該債權移轉，故其現金流排列組合如下：

- a. 尚未產出之智財權，如拍攝中的電影，預期將來有現金流收入。
- b. 已經存在之智財權，但尚未有任何權利金收入。
- c. 已經存在之智財權，已有授權契約、一次付清之權利金(lump-sum payment)收入。
- d. 已經存在之智財權，已有授權契約、分次給付之權利金收入，如加盟權利金、定期給付之授權金(running royalty)等。

承上，智財權證券化之基礎資產雖概念上有諸多可能，惟過去成功的智財權證券化案例多以智財權之授權契約所生之債權作為現金流的來源，故智財權本身雖具有資產的特徵，理論上可作為證券化之基礎資產⁴³，但若只單純移轉權利而在尚未有收益流之情況下較難以權利本身進行證券化，故通常以將授權契約債權或同時以智財權併同授權契約債權移轉給特殊目的機構較為常見⁴⁴。因此，本文所稱之智財權證券化，除特別指出包含以智慧財產權本身作為基礎資產的情形外，均指以智財權之授權契約債權為基礎資產之情形，合先述明。

此外，若與資產證券化比較，智財權證券化還具有以下特殊性⁴⁵：

(1) 其他附屬資產應一併移轉：設若以智財權本身從事證券化，基礎資產不應單純限於該權利本身，附屬之有形資產（如：產品線或其他設備）或無形資產（如：know-how）應一併移轉，否則智財權將無法發揮最大價值；

(2) 資產證券化基礎資產之現金流常是固定的，但智慧資產所生之現金流則可能會因產品銷售的變化，而呈現流動的狀態。亦即若授權金係定期定額給付者則現金流將相對穩定，反之授權金依據銷售量比例定之者，其現金流即呈現流動性⁴⁶。

⁴³ 雖智慧財產權得作為基礎資產，然智慧財產權本身能否直接適用我國金融資產證券化條例，仍有爭議。參見莊永丞 (2006)，〈智慧財產證券化之研究〉，《世新法學》，3 期，頁 76。因此有學者直接指出認為智財權證券化之基礎資產不是智財權本身而是可以產生現金流之智慧財產權債權，通常是授權契約。參見謝祖松，前揭註 23 文，頁 106。

⁴⁴ 此處之智財權併同授權契約債權移轉係指暫時移轉而言，即創始機構為擔保智財權證券之收益，將智慧財產權暫時性地移轉予特殊目的機構，若將來發生債務不履行之情形時，特殊目的機構可將該智慧財產權沒入並拍賣，惟若債務順利履行完畢，則應再移轉予創始機構，故其性質上為一種擔保方式。參見謝祖松，前揭註 23 文，頁 100。

⁴⁵ See Takahiro Kobayashi, *Securitization Intellectual Property in Japan*, IFLR (2004), available at <http://www.iflr.com/Article/2026741/IP-securitization.html>, last visited on 2010/10/7.

⁴⁶ See John S. Hillery, *Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States*,

二、智財權證券化發展之正負面因素

(一) 正面因素

1. 對於投資人-增加投資選擇之多樣性

智財權證券化可增加新的投資工具供投資人選擇。亦即，投資人亦可直接投資於特定智慧財產權所生之收益，而毋庸承受投資於擁有該智慧財產權公司之風險⁴⁷。

2. 對於創始機構-

(1) 美化資產負債表並解決智財資產流動性 (liquidity) 的問題

與一般資產證券化相同，智財權證券化因必須將基礎資產從創始機構之資產負債表的資產欄中分離，移轉給特殊目的機構，其結果可帶來資產負債表瘦身的效用。同時，創始機構可以立即得到一筆現金流，而不用坐待權利金的收取時間，因此可以解決智財資產流動性不足之問題⁴⁸。

(2) 信用切割

基礎資產與創始機構本身之債信切割，讓具有豐富智慧資產但整體債信未必優良之企業能透過證券化募得資金⁴⁹。

3. 對於公司股東而言

公司對外融資的手段可分為股權融資與非股權融資，前者常以發行股票募集資金，後者指申請銀行貸款、發行證券、證券化融資等。股權融資的好處是外在成本較低，以股票換取現金，不必負擔利息費用，並降低財務風險。缺點是可能稀釋股權，因為股票發行過多，原股東的股權比率下降，導致公司的獲利由新舊股東均分，甚至使原股東失去對公司的控制權，故站在股東觀點，股權融資有其風險與不利益。銀行借款或發行證券就沒有稀釋股權的疑慮，但常面臨利息、限制條款、融資額度等限制，融資成本較高。若能運用證券化，則既無股權稀釋的問題，又可規避高額的債務成本⁵⁰。

(二) 負面因素

1. 需求問題

大企業通常得以企業本身的債信發行證券即可達到籌資目的，而不必透過證券化的方式，因此對證券化方式有需求者常為擁有智慧財產權之中小企業或個人。

published by Washington CORE (2004).另參見關光威、陳月秀 (2004)，〈智慧財產證券化可能的經營模式與法制面探討〉，《月旦法學雜誌》，111期，頁73-74。

⁴⁷ 參見謝福源 (2003)，〈智慧資產證券化與擔保融資之介紹〉，《法律評論》，69卷，頁8。

⁴⁸ 參見黃銘傑，前揭註13，頁313以下。

⁴⁹ 參見陳郁庭 (2007)，〈科專研發成果運用證券化模式之法制實踐〉，《科技法律透析》，19卷5期，頁36。

⁵⁰ See Elliot A. Fishman, *Securitization of IP royalty Streams : Assessing the Landscape*, Technology Access Report, September 2003, at 6

然證券化交易若不具規模經濟常難以成功⁵¹，故中小企業或個人雖然理論上亦得以其智財權或授權契約進行證券化，然不易建立所需之規模經濟，亦不見得能負擔證券化過程所需的費用。

2. 訴訟風險 (litigation risk)

智財權證券化之訴訟風險高於一般之資產證券化，訴訟風險包含第三人對該智慧財產權之有效性提起訴訟、向特殊目的機構提出智財侵權訴訟等。此外，特殊目的機構還可能會因產品責任而成為被告⁵²。

3. 收益預測風險與過時風險

人類科技不斷進步，故而創新技術時常會被取代，新技術出現將可能取代前一項技術而獨占市場，反之舊技術則失去價值。由於科技不斷創新導致專利過時 (out-of-date) 的風險，尤以高科技產業，如半導體、製藥業為甚。因著作權屬於文學藝術方面之精神創作⁵³，其也受市場的口味以及流行趨勢所影響。

4. 被授權人支付之風險 (licensee payment risk)

即使科技被市場接受，沒有過時的問題，證券化仍面對被授權人違約的風險，以致於沒有足夠的現金流支付予投資人，此有賴信用保證機制作為被授權人未支付權利金時的替代償付工具(詳下述)，否則可能導致交易失敗。

茲以專利權為例，就證券化所需注意的幾個層面，整理如下表：

議題	面向	具體方向
資產議題	專利價值高低的決定性因子	1. 取得外部專家對於專利的可移轉性、利用性以及獨立性的專業意見。 2. 專利組合的多元性以及收益流的多元性。
	產業特徵	專利價值常依據專利所處之產業而定
經濟議題	證券化交易可以達成損益兩平的規模量	1. 從事專利證券化前，經濟上的可行性分析與成本效益分析 2. 現金流的穩定性以及可預測性的分析

⁵¹ 參見謝祖松，前揭註 23 文，頁 93-144。

⁵² See JAY H. EISBRUCK, FROM IDEAS TO ASSET-INVESTING WISELY IN INTELLECTUAL PROPERTY 445 (BRUCE BERMAN ed., John Wiley & Sons, Inc) (2002).

⁵³ 著作權法第 3 條第 1 項第 1 款所稱之著作：「著作：指屬於文學、科學、藝術或其他學術範圍之創作。」

交易結構議題	法律架構	應進行專利稽核 ⁵⁴
	專利管理	應有外部專家的協助
	結構增強	信用增強機制

資料來源：Calderini Mario & Odasso Maria Cristina, *Intellectual Property Portfolio Securitization: An Evidence Based Analysis* 15. (Innovation Studies Working Paper No. 01/2008, 2008)，經本研究補充。

三、強化現金流穩定性的具體做法

現金流來自於創始機構所擁有之債權，債權清償期屆至後實現債權作為支付投資人本息。上述幾種智財權證券化發展的負面因素中，訴訟風險、收益預測風險與過時風險，及被授權人支付之風險等均與現金流的穩定性及可預測性有關。

以下幾種作法可增加現金流之穩定性與可預測性：

(一) 智慧財產組合之選擇

鑑於智慧財產的獨特性不同於傳統資產證券化具有穩定且可預測的應收帳款，故在考慮哪些智慧財產可供證券化時，必須考量該智慧財產能否產生穩定且可預測之現金流，以支撐此證券化交易，主要考量因素有：

1. 現金流歷史紀錄

一般來說，現金流是以過去的歷史紀錄作為參考指標，例如：經典的歌曲、電影或是深植消費者心中的品牌，則是智財權證券化交易的首選標的。相對地無可供參考的歷史數據或資訊極其有限者，即便具有樂觀的評價，仍不適宜成為證券化標的資產⁵⁵。

2. 權利無效的風險

智慧財產權有可能因為經過舉發、異議、廢止等程序，使權利無效(invalidity)或是被廢棄(obsolescence)。另外，諸如著作權之盜版(piracy)、消費者之喜好與流行趨勢，醫藥專利成為學名藥(generics)、權利落入公共領域(public domain)、以及商標之仿冒等等，均為影響所生現金流之風險。前述之 Bowie 證券即因為網際網路上的侵權而導致銷售量的下降，而遭信用評等機構 Moody 降低信用評等⁵⁶。選擇智慧財產之組合時，宜將所選智慧財產將來可能面臨之無效或其他風險納入考量。因此，縱認一基礎資產具有甚高之市場價值，然若該基礎資產的智慧財產權未經完整的權利檢索，因此無法確定是否未侵害第三人之智慧財產權者，可能並不適宜將之納入基礎資產，以免將來面臨權利無效的爭訟時，影響智財權證券的現金流。

⁵⁴ 專利稽核指稽核專利的有效性、是否利用到第三人之專利權、是否辦理登記及登記是否完整等，能降低證券化後的訴訟及法律風險。關於專利稽核之討論，參見王碩汶(2007)，〈專利稽核之研究〉，世新大學法律學系碩士論文。

⁵⁵ See Michael Milani, *Enabling IP Securitization by Improving Cash Flow Predictability*, PAT. STRAT. & MGMT. (Apr. 2005)

⁵⁶ See John M. Gabala Jr., "Intellectual Alchemy": *Securitization of Intellectual Property as an Innovative Form of Alternative Financing*, 3 J. Marshall Rev. Intell Prop. L. 307,315 (2004).

3. 產業特徵

智慧財產權所開發之產品若處於成熟產業、擁有長期的產品生命週期或是具有大量且穩定的消費群等，通常較非成熟產業（less mature industries）、具有較短且不易預測的產品生命週期或是不穩定的消費群（undefined customers）的智慧財產權，更具有證券化的可能性⁵⁷。

4. 專業意見

在證券化架構過程中，應隨時徵詢客觀且有經驗之第三人之意見。專家建議宜取得至少兩份各自獨立之鑑價報告（evaluation），以對於創始機構之智慧財產權之價值有較客觀的認識⁵⁸，並相對提高智財證券現金流量之可預測性。

（二）基礎資產之多元化

智財權證券化與一般資產證券化相同，須擴大基礎資產的範圍以進行風險分散，才可提高現金流的穩定性，否則若僅有單一之基礎資產，當該基礎資產獲利不佳甚或被宣告無效時，將立即影響證券化交易。耶魯大學有關 Zerit 藥物(用以抵抗 HIV 病毒)之專利證券化，可提供一適例。該證券化交易之基礎資產僅有 Zerit 藥物之專利，因此，當 Zerit 藥物之銷售量不如預期時，原本預計可用來支付證券化交易的現金流也隨之無法產生，故該交易最後提早進入會計攤銷程序，而宣告交易失敗。相反地，第二個相關藥物專利的證券化交易在規劃時，鑒於耶魯大學失敗的前車之鑑，此交易就涵蓋了 13 種不同的專利。此項交易成功地募集了 2.25 億美金⁵⁹。

（三）保險與保證機制之輔助

證券化所要考量之風險過於多元難以掌握，因此這些風險最好經由保險或由其他的保證方法來分攤。例如：Bowie 證券一例中，即由 EMI 唱片公司提供證券不能償付（defaults in payment）之擔保⁶⁰。對投資者而言，若有信用卓著之保險公司、銀行或企業實體擔保其一定程度之收益者，智財權證券化現金流不穩定或不可預測之問題將大幅減輕，而成為可考慮之投資工具。

肆、台美智財權證券化法律問題分析

美國資產證券化或智財權證券化等交易並無單一法律規範，主由當事人間以各種契約約款架構交易之內容，惟交易過程中會涉及智慧財產權法、破產法及證券交易法等法規。此等法律規定對於證券化的推動著有影響。本文以下將探討此

⁵⁷ See Michael Milani, *supra* note 55.

⁵⁸ See Stephen Bennett, *The IP Asset Class : Protecting and Unlocking Inherent Value*, 5 J. Marshall Rev. Intell. Prop. L, 402 (2006)

⁵⁹ See Michael Milani, *supra* note 55.

⁶⁰ See Jay C. Klear, *Applicability of Private Equity Fund Structure In The Furtherance of Intellectual Property Securitization*, Colum. Bus. L. Rev. 796, 803 (2002).

些相關的法律規定，並提供我國參考⁶¹。

一、金融證券相關法律規章

(一) 美國發行有價證券所適用之法規

美國關於有價證券之發行及交易事宜，主要規定於規範初級市場 (Primary Market) 的美國 1933 年聯邦證券法 (Securities Act of 1933) 及規制次級市場 (Secondary Market) 的 1934 年聯邦證券交易 (所) 法 (Securities Exchange Act of 1934)⁶²。

依 1933 年聯邦證券法第 5 條規定⁶³：有價證券之公開發行 (public offering)，須向美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 登記 (registration)，同時揭露發行人應揭露之資訊，若揭露有不實或詐欺之情事，尚有刑事責任之制裁。惟若發行人選擇以私募方式發行證券，依同法第 4 條第 2 項「豁免交易」之規定⁶⁴，凡符合該條規定「不涉及公開發行」之「私募」行為，無須依同法第 5 條註冊登記即得為之。

私募得以豁免登記之主要理由在係證券化資產的規模不大；抑或承買人為少數之機構投資人 (institutional investors)，因彼等被假設有足夠的專業做出正確之決策，通常不需要發行人提供其餘之揭露資訊。此外，豁免交易係在豁免有價證券發行人按 1933 年聯邦證券法為註冊登記及公開說明書交付之義務，該有價證券發行人仍有 1933 年聯邦證券法及 1934 年聯邦證券交易 (所) 法中反詐欺條款之適用⁶⁵。

(二) 我國金融資產證券化條例以及證券交易法之相關規定

我國資產證券化相關規定主要係金融資產證券化條例以及不動產證券化條例，證券交易法 (以下簡稱證交法) 及相關行政規則則補充適用。依金融資產證券化條例第 7 條規定：「受益證券及資產基礎證券，除經主管機關核定為短期票券者外，為證券交易法第六條規定經財政部核定之其他有價證券。」因此金融資產證券化條例下之資產基礎證券亦屬證交法定義下之有價證券，其發行仍應遵守證交法之規定⁶⁶。

⁶¹ 智財權證券法制上可茲討論之議題尚有將來債權與強制執行之問題、協議禁止轉讓與禁止擔保之問題，以及無形資產評價法制化之問題等，惟此些問題之前研究已論述詳盡，故於本文不述而集中於下列三問題之討論上。對此些議題之介紹與討論，請參見謝祖松前揭註 23 文、闕光威、陳月秀，前揭註 46 文，及王文宇 (2002)，〈資產證券化法制之基本問題研析〉，《月旦法學雜誌 88 期》，頁 103-132。

⁶² 參見莊永丞 (2009)，〈我國證券交易法私募有價證券之理論基礎與規範缺失〉，刊載於《企業與金融法制-余雪明大法官榮退論文集》，頁 342-345，台北：元照。

⁶³ 15 U.S.C. § 77e

⁶⁴ 15 U.S.C § 77d (2).

⁶⁵ 參見莊永丞，前揭著 62，頁 342-345。

⁶⁶ 參見不動產證券化條例第 5 條規定：「依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經主管機關核定之其他有價證券。」

相較於美國公開發行證券之應行登記程序，我國則是採取「申請核准」與「申報生效」制度⁶⁷，即依證交法之有價證券公開募集係採申報生效；而金融資產證券化則兼採兩者。此外，我國證券交易法依據投資人屬性之差異，對於證券發行人籌措資金的管道亦區分為公開募集（public offering）與私募（private placement）兩者，而採取不同之法律管制及資訊公開制度。私募之主要對象通常限於退休基金、銀行、保險公司或是其他金融機構、公益財團以及富人，因其資力及投資經驗較為豐富，法律對於有價證券之私募交付，規定應編製及交付公開程度較低之投資說明書，且不得為一般性廣告以及公開勸誘行為⁶⁸。反之若是公開募集發行有價證券，則要求應編製及交付公開說明書，而採取較嚴格之法律管制及資訊公開制度⁶⁹。而我國證交法對於私募證券亦免除申報程序，故免去主管機關繁鎖之審核程序，僅需於有價證券價款繳納完成日起十五日內，檢附相關書件，報請主管機關備查即可⁷⁰。

是故我國發行智財權證券的方式及主管機關審核之規定，與美國極為類似，均得以私募之方式省去主管機關之審核。

（三）智財權證券化是否得以適用金融資產證券化條例

我國有關金融資產之定義，按金融資產證券化條例第4條第1項第2款，係指由創始機構收益及處分之下列資產：1.汽車貸款債權或其他動產擔保貸款債權及其擔保物權。2.或其他不動產擔保貸款債權及其擔保物權。3.租賃債權、信用卡債權、應收帳款債權或其他金錢債權。4.創始機構以前三目所定資產與信託業成立信託契約所生之受益權。5.其他經主管機關核定之債權。依條文規定可知，以智財權授權契約為基礎資產之證券，應可該當於第4條第1項第2款第3目所謂之「其他金錢債權」，縱認授權契約債權與租賃債權、信用卡債權等性質不相當，亦可經主管機關核定後(第5目)適用金融資產證券化條例，故其法源應無問題。

惟在以智慧財產權本身作為基礎資產的證券化中，由於著作權、商標權與專利權等智慧財產權，並未明定於該條例「資產」定義之內，故一般以為智慧財產權本身做為基礎資產的證券化，因無可對應之條文得以適用，故智慧財產權無金融資產證券化條例適用之可能，除非國會立法始得為之⁷¹。然亦有學者認為智慧財產權因具備前述金融資產之特徵，即智慧財產所有權人，須花費金錢、時間與

⁶⁷ 金融資產證券化條例第17條規定：「受託機構依資產信託證券化計畫，對非特定人公開招募受益證券時，受託機構應依證券主管機關規定之方式，向應募人或購買人提供公開說明書。受託機構辦理前項公開招募時，應向證券主管機關申請核准或申報生效，其處理準則及公開說明書之記載事項，由證券主管機關洽商主管機關定之」；另不動產證券化條例第26條亦有類似之規定。

⁶⁸ 參見證券交易法43之7條、證券交易法施行細則第8-1條。

⁶⁹ 參見王志誠(2007)，〈金融資產證券化與特殊目的信託之運用〉，《財稅研究》，39卷第2期，頁45-46。

⁷⁰ 參見證券交易法第46之3條第5項。

⁷¹ 參見闕光威、陳月秀，前揭著46文，頁71；謝祖松，前揭註23文亦同此旨。

勞力成本創造、取得與保護，更重要的是，智慧財產得因智慧財產權授權契約，而賦予該所有權人享有未來現金流收益之權利（即權利金收入）。故專利權、著作權與商標權等，即應該當金融資產之概念，故可適用金融資產證券化條例。

本文以為自文義解釋而言，以智慧財產權本身作為基礎資產之證券實難認符合金融資產證券化條例第4條第1項第2款任一目之規定，故目前應無該條例之適用。然基礎資產係智慧財產權本身抑或其所衍生之授權契約債權，對投資人而言仍有不同，蓋若係後者，則現金流之來源為創始機構移轉予特殊目的機構時之授權契約債權；若為前者，因特殊目的機構所擁有者為完整之智慧財產權，故其後所產生之收益亦歸投資者所有。且對投資者而言，擁有以智慧財產權本身作為基礎資產之證券無異於以持份之方式擁有該智慧財產權，與單純依認購單位分配授權收益，在心理層面上可能有所不同。本文以為未來應修改金融資產證券化條例或制定專法，將發行以智慧財產權本身作為基礎資產之智財權證券納入規範，使籌資管道更為多元，亦使投資者能有更多之投資工具。

二、智慧財產權擔保之法律制度

（一）美國統一商法典第九條

授權契約債權移轉予特殊目的機構時，為免除創始機構破產之風險、確保證券投資者之收益，創始機構常需為特殊目的機構，在為其授權契約基礎之智慧財產權上設定擔保利益，以使證券投資者得有優先受償之權利⁷²。因此在美國，以智財權發行證券同時須遵守美國統一商法典（Uniform Commercial Code，以下簡稱 U.C.C）中關於設定擔保之相關規定⁷³。

U.C.C 第9條主要為動產及不動產擔保設定之規範，包括擔保利益之取得須以契約設定、並須完成擔保利益之設定(attachment)與保全(perfection)等程序，而取得優先受償權。債權人因設定擔保而取得之利益稱為擔保利益或擔保權益（security interest）⁷⁴，係指為擔保付款（payment）或履行（performance），而於個人財產（personal property）或不動產附著物（fixtures）⁷⁵上所享有之利益，該等個人財產或不動產附著物則稱之為擔保品（collateral）⁷⁶。擔保利益的概念

⁷² See Jay C. Klear, *supra* note 60, at 804-805.

⁷³ U.C.C.並非美國之法律，而係美國州法統一委員會（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）及美國法律研究院（American Law Institute）所通過，給予各州制訂其商事法之建議及參考文件。各州得對 U.C.C.之內容酌作修正，因此各州之商事法不盡相同。參見維基百科，網址 http://en.wikipedia.org/wiki/Uniform_Commercial_Code（最後瀏覽日 2010/10/5）。本文為簡化起見，均僅介紹 U.C.C.之內容。

⁷⁴ U.C.C § 1-201 (37): "Security interest" means an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation. 所謂之擔保利益約莫相當於我國法制下之「優先受償權」。

⁷⁵ U.C.C. §9-102(a)、(1)、(42): Fixtures" means goods that have become so related to particular real property that an interest in them arises under real property law.

⁷⁶ U.C.C. §9-102 規定之擔保品分為：a. 貨物（goods）、b. 準有形財產（quasi-tangible property）、c. 無形資產（intangible property）。而上述分類底下又有許多次分類，如：無形資產底下又分為：

類似大陸法系下之擔保物權⁷⁷，若依法定程序設定完成則取得優先受償權之地位⁷⁸。而所謂保全則須滿足下列兩個步驟：分別是設定（attachment）⁷⁹，以及與針對不同財產類型採取不同之保全方式，最常見者係向該管主管機關（州務卿辦公室，Office of the Secretary of State）提出融資聲明（UCC-1 financing statement）⁸⁰。

（二）智財權及其所衍生之債權亦有 U.C.C. §9 之適用

上述得作為擔保之範圍，亦包括智財權以及其所衍生之債權（如各項授權金收入等）。依據 U.C.C. §9-102（42）之規定，個人財產（personal property）之範圍包含無形資產（general intangibles）⁸¹，且在 U.C.C. 所公布之官方評論（Official Comment 5（d））中，認為無形資產（general intangibles）包括智慧財產權及基於智財權授權之債權⁸²。故 U.C.C. 承認智財權及其授權債權得作為融資擔保品，在完成上述程序後，亦得保全其擔保利益。保全擔保利益亦可透過物理上占有（physical possession）以獲得保全，惟在智慧財產權本質上無法占有，故以提出融資擔保聲明書時為完成保全程序之時點⁸³。

（三）U.C.C. 與聯邦法優先適用原則

智財權法規屬於美國聯邦法層次，各州參考 U.C.C. 所通過之各州商事法則屬於州法層次，為避免法規適用之衝突，U.C.C 第 9-109 條（c）（1）規定：「美國成文法、規則或條約特別規定優先於本條之適用者，則優先適用該等規定」⁸⁴ 與 U.C.C 9-311 條（a）（1）規定：「除依照美國成文法、規則或條約所規定之要

accounts、deposit accounts、general intangibles、health-care receivables 與 payment intangibles，此等分類之重要性在於不同擔保品設定擔保利益程序亦不相同。

⁷⁷ 美國法之擔保權之性質可說是一種介於物權與債權兩者間的中間概念，我國法上之擔保權被定義為物權，係以支配物之交換價值為內容，如抵押權、質權、留置權等。而美國擔保權並不當然被視為物權，雖然此種權利經過公示登記之後，仍都具有某種對世效力。參見王文宇（2003），〈建構資訊時代之擔保法制〉，《月旦法學雜誌》，95 期，頁 56。

⁷⁸ 對於債權人而言，保全之意義有下列數端：（1）對擔保品上之利益得對抗其他後順位第三債權人而優先取償；（2）在美國破產事件上取得優先地位，11 U. S. C. §101（2003）。

⁷⁹ 提供擔保品融資必須完成對該擔保品之設定（attaches to collateral），如此始能對債務人之擔保品主張權利，在債務人債務不履行時得對該擔保品加以執行（enforceable）。而所謂設定通常於借款人確認擔保契約並獲得貸款之交付時開始，詳見 U. C. C. §9-203。

⁸⁰ U. C. C. §9-502（a）。融資聲明內容必須包括：債務人姓名、受擔保債權人姓名或其代表人及擔保之財產等。

⁸¹ U. C. C. §9-102（42）：“General intangible” means any personal property, including things in action, other than accounts, chattel paper, commercial tort claims, deposit accounts, documents, goods, instruments, investment property, letter-of-credit rights, letters of credit, money, and oil, gas, or other minerals before extraction. The term includes payment intangibles and software.”

⁸² U. C. C. §9-102（a）（42） and its Official Comment 5（d）（“General intangible” is the residual category of personal property, including things in action, that is not included in the other defined types of collateral. Examples are various categories of intellectual property... As used in the definition of ‘general intangible,’ ‘things in action’ includes rights that arise under a license of intellectual property, including the right to exploit the intellectual property without liability for infringement.”）

⁸³ See Jennifer Sarnelli, *Grasping for air : Revised Article 9 and Intellectual Property in an Electronic World*, 11 UCLA Ent. L. Rev. 103, at note 61.

⁸⁴ U. C. C. §9-109（c）（1）：This article does not apply to the extent that:（1）a statute, regulation, or treaty of the United States preempts this article;

件以取得擔保利益或優先權者外，其它依據州法規定提出融資聲明書並不必然或有效地取得擔保利益。」⁸⁵此兩條文即屬「聯邦法優先州法」之明文規定⁸⁶。

然美國法院對於智財權之設定擔保應依聯邦法抑或州法之規定之見解不一，U.C.C. 9-109 條 (c) (1)、U.C.C.9-311 條 (a) (1) 雖明定聯邦法優先州法適用之原則，惟聯邦智慧財產權法之範圍是否包含設定擔保，各法院之見解並不一致，因此各法院對於擔保利益之登記等應行何種程序之解釋均不相同，常導致債權人優先受償權地位遭到法院否定。

另一方面，擔保利益有無「保全」，涉及破產法上之優先權，易言之，債務人以智慧財產權作為擔保品向債權人籌借資金時，債務人財務體質可能較不健全，相對來說破產風險較高，故一旦債務人破產而進入破產程序並將擔保品拍賣清償時，破產管理人常主張因該權利未依照適當程序完成擔保利益之設定，故不存在擔保利益。在 *In re Roman Cleanser Co.*，一案中⁸⁷，債權人 Roman Cleaner Co. 主張對債務人之商標權存有擔保利益。破產管理人則為相反主張，並主張依聯邦法律規定所為之商標權登記，其擔保債權人亦須向聯邦層級之美國專利商標局 (Patent and Trademark Office，以下簡稱 PTO) 登記始得保全擔保利益。基於上述二理由，證券化不可忽視基礎資產擔保設定之相關規定。

1. 著作權擔保利益之設定

(1) 已登記著作權擔保利益之設定

美國著作權法規定著作權移轉 (transfer) 得於美國著作權辦公室登記⁸⁸。該法第 101 條中定義「著作權之移轉」(transfer of copyright ownership)：包括⁸⁹：轉讓 (assignment)、抵押 (mortgage)、專屬授權 (exclusive license) 或任何著作權之讓與 (conveyance)、讓渡 (alienation)、或將任何著作權之專屬權利設定擔保 (hypothecation)⁹⁰，但不包括非專屬授權 (nonexclusive license)。其中設

⁸⁵ 11 U. S. C. §9-311(a)(1): Except as otherwise provided in subsection (d), the filing of a financing statement is not necessary or effective to perfect a security interest in property subject to:

(1) a statute, regulation, or treaty of the United States whose requirements for a security interest's obtaining priority over the rights of a lien creditor with respect to the property preempt Section 9-310 (a);

⁸⁶ 參見馮浩庭 (2004)，《智慧財產權證券化之研究》，頁 193，國立政治大學智慧財產研究所碩士論文。

⁸⁷ *In re Roman Cleanser Co.*, 43 B.R. 940 (Bankr. E.D. Mich. 1984) .

⁸⁸ 17 U.S.C. §205(a)(2000):(a) Conditions for Recordation— Any transfer of copyright ownership or other document pertaining to a copyright may be recorded in the Copyright Office if the document filed for recordation bears the actual signature of the person who executed it, or if it is accompanied by a sworn or official certification that it is a true copy of the original, signed document.

⁸⁹ 17 U.S.C. 101 : A “transfer of copyright ownership” is an assignment, mortgage, exclusive license, or any other conveyance, alienation, or hypothecation of a copyright or of any of the exclusive rights comprised in a copyright, whether or not it is limited in time or place of effect, but not including a nonexclusive license.

⁹⁰ Hypothecation 一詞意指將財產設定質權 (pledge) 以作為債務之擔保。一般而言，對財產設

定擔保 (hypothecation) 一詞明顯地將擔保利益納入著作權移轉之定義。基此，法院陸續判決認定就著作權設定擔保利益，美國聯邦著作權法之登記體系 (filing system) 應該優先於 UCC 第 9 條之規定，若單純依照 UCC 第 9 條設定擔保利益並不能完成保全，而應向美國聯邦著作權辦公室為之⁹¹。

以 *In re Peregrine Entertainment* 案⁹²為例，該案中美國法院首次針對著作權擔保利益之設定表示見解。債務人 American National Enterprise (以下簡稱 ANE) 取得來自債權銀行 Capitol Federal Savings and Loan Association of Denver 600 萬美金的融資款項。銀行依擔保契約取得 ANE 所有之電影資料庫 (film library) 之擔保利益，該銀行並於加州、科羅拉多州及猶他州提出融資聲明。其後 ANE 與 National Peregrine, Inc. (以下簡稱 NPI) 合併，NPI 聲請破產並主張銀行之擔保利益未經保全 (unperfected)，因其著作權擔保利益未於著作權辦公室進行登記。法院依著作權法規定認為擔保利益設定不得僅依州法提出擔保聲明書，而應在美國著作權辦公室登記，因而判決 NPI 勝訴。

(2) 未經登記著作權之擔保利益

法院認為未經登記之著作權⁹³若須保全擔保利益，則必須先至著作權辦公室辦理登記以作為後續擔保利益設定之前提條件。法院認為著作權法係規定所有著作之財產權登記，因此不論該著作為已登記或未登記之著作，均有聯邦法優於州法原則之適用，均應向著作權辦公室辦理登記。故就未登記著作權而言，若欲在該權利上設定擔保利益時，必須遵守以下兩個步驟：1. 在美國著作權辦公室登記該著作權 2. 於已登記著作權利上「記載」擔保利益 (recordation of the security interest)⁹⁴。

2. 專利權、商標權擔保利益之設定

美國專利商標局 (U.S. Patent and Trademark Office，以下簡稱 PTO) 為專利商標之主管機關，辦理專利及商標登記等相關業務。美國聯邦專利法第 261 條明定專利權之「移轉」若於三個月內向美國專利商標局登記，受移轉人即得以登記對抗後買受人或受抵押人 (subsequent purchaser or mortgagee)⁹⁵，惟該條並無專利

質並不需要對該財產具有物理上之持有，且債務人亦無須移轉財產所有權。See Black's Law dictionary 742.

⁹¹ *Aerocon Eng's, Inc. v. Silicon Valley Bank*, 244 B.R. 149, 152 (Bankr. N.D. Cal. 1999) (noting the *In re Avalon Software*, *AEG Acquisition and Peregrine* courts all held that "a security interest could only be perfected by recordation with the Copyright Office").

⁹² 116 B.R. 194 (C.D. Cal 1990).

⁹³ 美國著作權法與各國相同，均採創作完成即受保護原則，因此著作權非以登記為必要。然權利人亦可選擇於美國著作權辦公室辦理登記，於訴訟上證明該著作係自己之創作時，可作為證據之用。詳見：RICHARD STIM, *PATENT, COPYRIGHT & TRADEMARK* 187 (9th ed. 2007)

⁹⁴ See *Zenith Prods., Ltd.*, 127 B.R. 34.

⁹⁵ 35 U.S.C. § 261 :

An assignment, grant or conveyance shall be void as against any subsequent purchaser or mortgagee for a valuable consideration, without notice, unless it is recorded in the Patent and Trademark Office

權擔保利益設定與保全之明文，而是單純針對專利權之移轉所為之登記。因此，「移轉」一詞是否包含賦予擔保利益（grant of a security interest）而須於 USPTO 辦理登記手續，即有爭議。蓋專利法並無如著作權法中特針對「移轉」作立法定義（亦即聯邦著作權法之「移轉」範圍涵蓋「設定擔保」），故專利權法是否應與著作權法等同處理，要求專利權設定擔保利益也必須在聯邦主管機關為之？

美國第九巡迴法院曾在 *In re Cybernetic Service*⁹⁶ 一案中採否定見解，認專利法第 216 條非聯邦法優於州法之明文。該條僅規範專利權之移轉（assignment of patents, transfer of titles in patent），然 U.C.C. 第 9 條所規範者為擔保交易，故儘管條文中出現受抵押人（mortgagee）之文字，該條仍非規範專利權融資擔保的規定，因此設定專利權之擔保利益仍應依照 U.C.C 之規定。法院另認專利法 216 條係規定專利權移轉須經登記，而擔保利益設定登記雖得向 PTO 為之，惟該登記並非如專利權移轉般之強制規定，而屬任意性規定。其後 *In re Transportation Design & Technology*⁹⁷、*City Bank & Trust Co. v. Otto Fabric, Inc*⁹⁸ 兩案均採相同見解。

商標權作為融資擔保品係近年來之趨勢所在，實因商標權價值日益受到市場肯定，利用商標權作為擔保品之情形漸多。如同專利權擔保權益設定問題，美國法院之見解較為一致，均認為商標權擔保利益之設定依 UCC 之規定即可⁹⁹，主要理由與專利法同，因聯邦商標法（Lanham Act）亦僅規定商標權之「移轉」須經登記¹⁰⁰，商標權擔保利益之登記則不需依聯邦商標法為之。

（四）我國智財權設定擔保之規定

我國民法設有動產質權和權利質權之規定，是以無體財產權為標的設定質權者，自屬權利質權¹⁰¹，其設定依照民法 902 條：「權利質權之設定，除依本節規定外，並應依關於其權利讓與之規定為之。」另專利法第 59 條、商標法第 37 條及著作權法第 39 條均有設定擔保之規定：

within three months from its date or prior to the date of such subsequent purchase or mortgage.

⁹⁶ *In re Cybernetic Servs., Inc.*, 252 F.3d 1039 (9th Cir. 2001)

⁹⁷ 48 B.R. 635 (Bankr. S.D. Cal. 1985).

⁹⁸ 83 B.R. 780 (D. Kan. 1988).

⁹⁹ See *In re Roman Cleanser Co.*, 802 F.2d 207 (6th Cir. 1986); *Joseph v. 1200 Valencia, Inc.*, 137 B.R. 778, 782 (Bankr. C.D. Cal. 1992); *TR-3 Indus.*, 41 B.R. at 131.

¹⁰⁰ 美國商標法 15 U.S.C.1060 亦僅規定商標權之移轉（assignment）登記，同樣未在聯邦商標法中提及擔保利益設定登記問題。15 U.S.C.1060 條規定：商標權移轉若未踐行通知（notice）不得對抗有償之善意後買受人，若在移轉後三個月內向 PTO 辦理登記不在此限。See 15 U.S.C. 1060 (a) (1): An assignment shall be void against any subsequent purchaser for valuable consideration without notice, unless the prescribed information reporting the assignment is recorded in the United States Patent and Trademark Office within 3 months after the date of the assignment or prior to the subsequent purchase.

¹⁰¹ 我國民法第 900 條規定：「可讓與之債權及其他權利，均得為質權之標的物。」智財權授權契約屬「可讓與債權」而智財權本身屬於「其他權利」，依照目前現行法，兩者均得用以設定質權。

1. 專利權設定權利質權

專利法第 6 條規定專利權得設定質權。同法第 59 條：「發明專利權人以其發明專利權讓與、信託、授權他人實施或設定質權，非經向專利專責機關登記，不得對抗第三人。¹⁰²」本規定屬登記對抗而非登記生效要件，當事人之讓與或設質等行為因合意而發生效力。

我國實務上曾出現專利權是否得以重覆設質之爭議，亦即專利權人得否於設定第一次質權之後，再設定第二順位質權並向智財局辦理登記？自學理而言，有學者採肯定見解，認專利權之標的屬於無形體之發明，專利權亦非以占有其標的為內容之權利，故以專利權設定質權，其質權亦不應以占有為要件，故應可為擔保其債權而設定第二順位質權，但不影響第一順位質權人之權利。亦即受償順序以設定質權先後為之，第一順位質權人有優先受償之權¹⁰³。實務亦同此見解，並引用商標法第 37 條作為參考¹⁰⁴。專利權得以重複設質在現行法下應得類推適用商標法第 37 條第 2 項以為依據。

2. 商標權設定權利質權

商標法第 37 條規定：「商標權人設定質權及質權之變更、消滅，應向商標專責機關登記；未經登記者，不得對抗第三人。商標權人為擔保數債權就商標權設定數質權者，其次序依登記之先後定之。」本規定與專利法第 6 條同屬登記對抗要件，且商標權設質之後，同樣得設定後順位質權。惟商標法對後順位質權之設定有明文規定（第 2 項）。

3. 著作權設定權利質權

著作權法第 39 條規定：「以著作財產權為質權之標的物者，除設定時另有約定外，著作財產權人得行使其著作財產權。」明文規定著作財產權得成為質權標的。而著作人格權具有一身專屬性，雖可能仍有一定經濟價值，但因不得讓與或繼承，故不得作為質權之標的。

另 2010 年甫通過之文化創意產業發展法第 23 條規定：「以文化創意產業產

¹⁰² 我國專利法第 126 條：新式樣專利權人得就所指定施予之物品，以其新式樣專利權讓與、信託、授權他人實施或設定質權，非經向專利專責機關登記，不得對抗第三人。但聯合新式樣專利權不得單獨讓與、信託、授權或設定質權。

¹⁰³ 參見鄭中人 (2009)，《專利法規釋義》，頁 17-18，台北：考用。

¹⁰⁴ 經訴字第 09806106030 號，民國 98 年 02 月 04 日：專利權是一種無體財產權，以專利權為標的設定質權，係屬權利質權，同時本質上亦屬擔保物權之一種。所謂擔保物權係以確保債務之清償為目的，於債務人或第三人所有之物或權利上所設定，以取得擔保作用之定限物權。倘債權屆期未獲清償時，擔保物權人得支配擔保物（或權利）之交換價值，優先獲得清償的權利。而相同性質之擔保物權，在本質上並非不能相容，易言之，在同一擔保物（或權利）原則上是可以有複數擔保物權同時併存，此觀諸同為無體財產權之商標權，依商標法第 37 條規定得設定數質權可資佐證。

生之著作財產權為標的之質權，其設定、讓與、變更、消滅或處分之限制，得向著作權專責機關登記；未經登記者，不得對抗善意第三人。但因混同、著作財產權或擔保債權之消滅而質權消滅者，不在此限。」立法目的在於促進因文化創意而生之著作權進行設質融資，故規定得向智慧財產局辦理登記設質登記。

4.我國規定之評釋

我國並非聯邦國家，因此擔保利益之設定與登記並無如美國有聯邦法規與U.C.C.孰應優先適用的問題，可謂相對簡單很多。然我國著作權法雖規定著作權得設定質權，惟於1985年改採創作保護主義後，並不要求讓與或設質登記，並於1998年進而刪除著作權登記制度，在現行著作權法下，著作權設定質權之優先順序，可謂全然依據交易之先後決定，並無一定之公示制度。此種方式將增加交易之不確定性，蓋投資者不能排除將有其他質權人出現並爭執其擔保利益優先順位之風險，對智財權證券現金流之可預測性及穩定性，將有一定程度之不利影響。雖新通過之文化創意產業發展法規定，對於以文化創意產業產生之著作財產權為標的之質權，得向著作權專責機關登記，然尚非全面性之規定，若非文化創意產業，如其他產業或創作者、表演者個人等，似無適用之機會。

參照前述美國法律規定，未登記之著作設定擔保利益時，須向著作權辦公室先辦理著作權登記後，再辦理擔保利益設定之登記。本文以為此種作法較之我國制度應為可採。尤其如本文前述，美國利用智財權證券化的產業中，以電影及音樂為最大宗，合計發行金額逾60%（圖五參照），故以著作權及其授權契約債權為基礎資產之智財權證券，應佔大多數。是完善之著作權擔保權益設定及登記之規定，對以著作權相關權益作為基礎資產之證券，應至關重要，且可謂將影響整體智財權證券化之發展。故本文以為文化創意產業發展法第23條規定，應規定於著作權法中，使所有產業及個人之著作權皆有適用。

三、破產法規

（一）尚待履行之雙務契約（executory contract）對證券化之影響

1.破產法與智慧財產授權契約及證券化之關係

依破產法之規定，破產宣告時屬於破產人之一切財產，均包含於破產財團中，故亦包括智財權及智財權之授權契約¹⁰⁵。惟授權契約性質上屬雙務契約，授權人與被授權人均負有對待給付義務，智財權授權人申請破產時若與被授權人間存有授權契約，此時究竟應保護授權人（破產人）之債權人，使破產財團最大化；抑或保護被授權人，使其繼續依據該授權契約實施智財權？在美國破產法修法之前，係委由破產管理人（以下簡稱管理人）之專業判斷，而管理人自然維護破產財團，因此常終止授權契約而使破產財團取得無負擔之智財權，然被授權人常因自行研

¹⁰⁵ 破產法第82條第1款左列財產為破產財團：：「破產宣告時屬於破產人之一切財產，及將來行使之財產請求權。」故亦包含智財權授權契約。美國法規定之原則與我國相同。See also 11 U.S.C. §541.

發成本較高抑或市場上可能無其他替代性技術等原因，在授權人破產時，仍欲利用該授權契約。若過度保護破產財團，因被授權人將負擔授權人破產之風險，則將造成授權市場之寒蟬效應¹⁰⁶，使被授權人不願簽署授權契約；然若過於保護被授權人，則亦難達成破產法之目的¹⁰⁷。

破產法與智財權證券化之交集在於創始機構移轉其授權契約之權利金債權予特殊目的機構後而聲請破產時，該授權契約係屬所謂之「尚待履行雙務契約」(executory contract)，因美國破產法對尚待履行之雙務契約有特別規定，可因法院准許創始機構的管理人對該授權契約之拒絕履行(rejection)，致授權契約視為終止，被授權人將不再有支付權利金之義務，足以對證券化現金流之穩定性構成嚴重損害，故在智財權證券化研究對上述問題有釐清之必要性。

2. 美國破產法對尚待履行雙務契約 (executory contract) 之規範

美國破產法第 541 條所規定之破產財團範圍 (property of the estate)，係包括任何關於債務人財產之法律上、衡平法上之利益¹⁰⁸，因此亦包括智慧財產權¹⁰⁹及對第三人所為之授權契約。惟授權契約是否落入破產財團，須先決定該契約之屬性，若系爭契約屬尚待履行雙務契約，依美國破產法第 365 條 (a) 款規定：『... 破產管理人得因法院之許可，決定承擔或拒絕債務人的尚待履行雙務契約 executory contract 及未屆期之租約 (unexpired leases) ¹¹⁰。』簡言之，管理人對該授權契約之處理方式可能有三¹¹¹：(1) 承擔 (assume) 契約；(2) 拒絕 (reject) 契約¹¹²；(3) 承擔契約且移轉予第三人¹¹³。管理人依據所謂之商業判斷原則

¹⁰⁶ See PORT, KENNETH L. ET AL., LICENSE INTELLECTUAL PROPERTY IN THE INFORMATION AGE 723 (Port, Kenneth L. ed., Carolina Academic Pr 2005)

¹⁰⁷ 破產程序之設立主要為協助破產財團最大化以及協助債務人重生 (fresh start)。協助債權人合理分配債權，且避免債務人侵害債權人之利益。See Aleta A. Mills, *The impact of bankruptcy on patent and copyright licenses*, 17 Bankr. Dev. J. 575, 575 (2001)

¹⁰⁸ 11 U.S.C. §541 (a) (1) (2000): Except as provided in subsections (b) and (c) (2) of this section, all legal or equitable interests of the debtor in property as of the commencement of the case.

¹⁰⁹ See The Judiciary Committee Notes provide that the scope of the paragraph “includes all kinds of property, including tangible or intangible property...” S. Rep. No. 95-989, at 82 (1995), reprinted in 1978 U.S.C.A.N. 5787, 5868. 轉引自：Aleta A. Mills, *The impact of bankruptcy on patent and copyright licenses*, 17 Bankr. Dev. J. 575 (2001)

¹¹⁰ 11 U.S.C. §365(a): Except as provided in sections 765 and 766 of this title and in subsections (b), (c), and (d) of this section, the trustee, subject to the court’s approval, may assume or reject any executory contract or unexpired lease of the debtor. 另 11 U.S.C. §365 (c)、(f) 規定了轉讓契約之原則與例外。

¹¹¹ 11 U.S.C. §365(a): Except as provided in sections 765 and 766 of this title and in subsections (b), (c), and (d) of this section, the trustee, subject to the court’s approval, may assume or reject any executory contract or unexpired lease of the debtor.

¹¹² 全國破產評議委員會 (the National Bankruptcy Review Commission, NBRC) 曾提出一些關於第 365 條及相關條文的修正建議，其中一個建議是將「拒絕 (reject)」改成「選擇違約 (election to breach)」，並將「承擔 (assume)」改成「選擇履行 (election to perform)」，該委員會認為，這樣修正過後的用語，會比較接近一般人的認知。參見郝月葵 (2005)，《論破產程序中「進行中雙

(business judgment rule) 來決定承擔或拒絕授權契約，法院原則上均會同意管理人之專業判斷¹¹⁴。

惟於該條中，立法者未定義何謂尚待履行雙務契約，而是由普通法加以補充。於 *Gloria Manufacturing Corp. v. International Ladies' Garment Workers' Union* 一案中，法院採取 Vern Countryman 教授針對尚待履行雙務契約所採之標準¹¹⁵：「當契約雙方仍尚未履行該項契約之重要義務，而該義務之未履行將構成實質違約 (material breach)，並使他方得主張同時履行抗辯時，該契約則為尚待履行之雙務契約¹¹⁶」此標準並成為美國法院經常使用之標準。

若按照 Countryman 教授標準，智財權授權契約在美國法院實務上，通常均會被認為是尚待履行雙務契約，而有美國破產法第 365 條之適用。在 *Fenix Cattle Co. v. Silver (In re Select-A-Seat Corp.)* 一案中¹¹⁷，法院以上述標準認定系爭契約屬於尚待履行之雙務契約。被授權人 Fenix 公司則主張系爭契約不屬於 executory contract，因其契約內容係以固定費用之方式 (flat fee)，以 14 萬美元取得使用 Silver 套裝軟體之技術與所列之服務清單 (service manuals)，並且同意支付 Silver 使用該軟體之年淨收入 (net income) 的 5% 作為權利金。法院認為本案對於契約雙方而言尚有諸多繼續性義務 (continuing obligation) 需要履行，如：Fenix 尚有支付使用該軟體之年淨收入 5% 之義務，若不履行支付義務將會構成重大契約之違反 (material breach of contract)。又法院認為 Silver 係以專屬授權的方式讓 Fenix 使用該套裝軟體，故 Silver 具有不再授權給第三人使用該套裝軟體之繼續性義務¹¹⁸。另在 *In re Access Beyond Technologies, Inc* 一案中，破產法院甚至認為在非專屬專利授權契約中至少有一個重大義務需要履行，亦即權利人需持續承諾不對被授權人提起侵權訴訟。因此幾乎所有智財權授權契約都會被認為是尚待履行之雙務契約¹¹⁹。

3. *Lubrizol* 案引發智慧財產權破產保護法案的制定-欲平衡被授權人 (licensees) 之利益

務契約」之處理—以智慧財產權授權契約為中心》，頁 23，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文。

¹¹³ 11 U.S.C. §365 (c)、(f) 規定轉讓契約之原則與例外。

¹¹⁴ See Imran A. Khaliq, *The Effect of Bankruptcy on Intellectual Property License Agreements*, 8 *Intell. Prop. L. Bull.* 12, 13 (2003). 商業判斷法則有學者稱之為「經營判斷法則」，關於此法則之中文介紹請參見劉連煜 (2007)，〈董事責任與經營判斷法則〉，《月旦民商法雜誌》，17 期，頁 178-192。

¹¹⁵ 734, 4th Cir. 1984

¹¹⁶ See Countryman, *Executory Contracts in Bankruptcy: Part I*, 57 *Minn. L. Rev.* 439, 460 (1973): “under which the obligations of both the bankrupt and the other party to the contract are so far unperformed that the failure of either to complete the performance would constitute a material breach excusing the performance of the other.”

¹¹⁷ See *In re Select-A-Seat Corp.*, 625 F.2d at 290.

¹¹⁸ Aleta A. Mills, *supra* note 107. at 586-587.

¹¹⁹ *Id.* at 587-588. 中文著作請參見郝月葵，前揭註 112，頁 120。

根據美國破產法的特殊規定，若創始機構以授權契約債權作為基礎資產後破產，而其破產管理人選擇拒絕承擔授權契約時，非但被授權人可說是無計可施，同時當然也影響智財權證券的現金流，此種情形在以下的 *Lubrizol* 案中表露無遺：

(1) *Lubrizol* 案¹²⁰

本案契約雙方於 1982 年簽署金屬塗佈製程技術 (metal coating process technology) 契約，由 Richmond Metal Finishers, Inc. (以下簡稱 RMF，授權人) 以非專屬授權 (non-exclusive license) 方式授予 Lubrizol Enterprise, Inc. (以下簡稱 LE，被授權人) 該技術之專利權。專利授權契約中約定 RMF 負有以下三種義務：(1) 該項專利若有任何侵權訴訟須通知 LE，且 RMF 有訴訟防禦之義務；(2) RMF 對該專利之後續授權或是任何使用應通知 LE，另 RMF 以更低之權利金授權給其他被授權人時，亦須降低 LE 之權利金；(3) 因 RMF 之不實陳述或違反 RMF 所提供之擔保應負賠償 LE 之相關損失。被授權人 LE 則有支付權利金之義務，且 LE 得選擇延緩使用此項專利。而在本案中 LE 並未曾使用過系爭專利。RMF 其後申請破產，其破產管理人於 1983 年之重整計畫中，欲依第 365 條 (a) 項拒絕該契約之履行，以利於此項專利技術後續拍賣或再次授權。

本文中，原審之破產法院對 365 條 (a) 款提出二階標準 (Two-step tests) 來決定是否准許破產管理人拒絕履行該契約：

a. 系爭是否契約屬『尚待履行之雙務契約』；

b. 若屬『尚待履行之雙務契約』，破產管理人之拒絕是否有利於破產人？破產法院認為本案符合此二階標準而為 RMF 勝訴之判決。被授權人 LE 不服，提起上訴¹²¹。

聯邦第四巡迴上訴法院以若 RMF 拒絕履行此契約，專利技術後續之拍賣過程或者再授權將較為容易為由，認為拒絕該契約有利於破產人，故破產管理人之決定並無不法之處，因此 LE 繼續實施該授權專利技術的權利須被終止¹²²。第四巡迴法院認為：拒絕系爭尚待履行雙務契約是否有利於破產人，應尊重破產管理人之商業判斷 (business judgment)，以作為法院裁決之基礎。因此，破產管理人若非出於惡意 (bad faith) 或濫用商業裁量 (business discretion)，則原則上應尊重破產管理人之商業判斷，法院不得以後見之明輕率地認為破產管理人之決定不當。本案中法院認並無任何事實足認債務人之拒絕履行契約違反其商業判斷，故維持原審許可 RMF 拒絕履行契約的決定。

¹²⁰ *Lubrizol Enterprise, Inc. v. Richmond Metal Finishers, Inc.* 756 F.2d 1043 (4th Cir.1985) .

¹²¹ *In re Richmond Metal Finishers*, 34 B. R. 521 (Bankr. E. D. Va. 1983).

¹²² *Lubrizol Enters., Inc. v. Richmond Metal Finishers, Inc.*, 756 F.2d 1043, 1047 (4th Cir. 1985) .

(2) 1988 年智慧財產權破產保護法案 (Intellectual Property Bankruptcy Protection Act, IPBPA)

Lubrizol 案對美國技術授權市場產生相當大的影響。因為破產管理人可以拒絕履行授權契約，對被授權人而言可謂毫無保障。*Lubrizol* 案後對於財務狀況不良的權利人，被授權人寧可放棄自其取得授權，以免將來權利人破產而遭破產管理人終止授權契約，因此 *Lubrizol* 案反而造成技術授權市場之寒蟬效應。故美國國會於 1988 年，以智慧財產權破產保護法案，增訂破產法第 365 條 (n) 款，賦予被授權人權利人破產時之選擇權藉以提升被授權人之保障。第 365 條 (n) 款規定：當破產管理人依第 365 條 (a) 款拒絕履行授權契約時，被授權人可以選擇：(1) 接受該契約終止並得依第 365 條 (g) 款規定請求損害賠償；(2) 在原契約所定期限內繼續維持該契約所賦予被授權人之權利¹²³。若被授權人依本項選擇繼續維持契約中原有之權利時，破產管理人應允許被授權人繼續行使該權利，被授權人在契約存續期間應繼續支付契約所約定之權利金¹²⁴。但被授權人應視為放棄在破產法或非破產法之適用中，關於該契約所可能發生的抵銷權¹²⁵。

亦即新法賦予被授權人選擇之權利，當破產管理人選擇拒絕履行授權契約時，被授權人可以相對地選擇同意終止授權契約並請求損害賠償；或繼續維持授權關係並繼續支付權利金。若繼續維持授權關係，被授權人得以書面請求繼續提供契約中或契約的補充性協定中，由破產管理人所擁有的任何智慧財產權且不得干涉之¹²⁶，但不能要求管理人繼續履行任何積極性義務 (affirmative obligations)，亦即

¹²³ 11 U.S.C. §365 (n) (1) (A)、(B)：(1) If the trustee rejects an executory contract under which the debtor is a licensor of a right to intellectual property, the licensee under such contract may elect--
(A) to treat such contract as terminated by such rejection if such rejection by the trustee amounts to such a breach as would entitle the licensee to treat such contract as terminated by virtue of its own terms, applicable nonbankruptcy law, or an agreement made by the licensee with another entity; or
(B) to retain its rights (including a right to enforce any exclusivity provision of such contract, but excluding any other right under applicable nonbankruptcy law to specific performance of such contract) under such contract and under any agreement supplementary to such contract, to such intellectual property (including any embodiment of such intellectual property to the extent protected by applicable nonbankruptcy law), as such rights existed immediately before the case commenced, for--
(i) the duration of such contract; and
(ii) any period for which such contract may be extended by the licensee as of right under applicable nonbankruptcy law.

¹²⁴ 11 U.S.C. §365 (n) (2) (A)、(B)：(2) If the licensee elects to retain its rights, as described in paragraph (1)(B) of this subsection, under such contract--
(A) the trustee shall allow the licensee to exercise such rights;
(B) the licensee shall make all royalty payments due under such contract for the duration of such contract and for any period described in paragraph (1)(B) of this subsection for which the licensee extends such contract.

¹²⁵ 11 U.S.C. §365 (n) (2) (C) (i)：

(C) the licensee shall be deemed to waive--

(i) any right of setoff it may have with respect to such contract under this title or applicable nonbankruptcy law.

¹²⁶ 11 U.S.C. §365 (n) (3)、(4)：

(3) If the licensee elects to retain its rights, as described in paragraph (1)(B) of this subsection, then on the written request of the licensee the trustee shall—

在授權契約中，除授予智慧財產權之主義務外，權利人通常負有提供教育訓練、相關零件供應、以及訴訟協力等義務，以使被授權人能掌握授權之技術及維護其合法之權益。惟此些附隨義務若被授權人選擇繼續維持授權關係，則均不能請求¹²⁷。蓋破產管理人並非原權利人，並無相關技術背景，故無法要求其繼續履行原權利人原應負擔之附隨義務。

(二) 我國破產法之規範

我國破產法目前並無類似於美國破產法中關於授權契約之特殊規定。類似規定為破產法第 77 條：「承租人受破產宣告時，雖其租賃契約約定期限，破產管理人得終止契約。」惟其文義顯未包含智財權授權契約。據筆者搜尋，實務上亦無任何司法判解對於授權案件之破產程序，提出與上述美國破產法類似之見解。然而，授權無疑係智慧財產權運用的最重要手段之一，因此，破產法與智財法制間應如何調和，成為推動證券化所不容忽視之問題。以下本文特針對現行破產法與司法院提出之新版破產法草案，說明智財權授權契約在我國破產程序中之處理。

1. 我國破產法現行規定

上述破產法第 77 條租賃權終止之規定，係我國破產法目前唯一與美國法制中智財權授權契約破產程序相類似之規範。究其內容，租賃契約與智財權授權契約之相同點僅在於兩者為雙務契約、租金與權利金、租期與授權期間類似，則此規定是否得以類推適用於智財權授權契約？論者有認為兩者契約客體不同，屬有體物與無體物之別，故不應以破產法第 77 條直接類推適用於智財權授權契約¹²⁸。

誠然，租賃契約在現代民法地位上，已具有債權物權化之性質，而智財權授權契約若經登記亦具有物權之對世效力，由此觀之，兩者間具有類似性，或可類推適用，惟仍有論者認為智財權授權契約是否可依其類似物權性，而直接類推適用破產法第 77 條之規定仍存在不少爭議，故建議增加破產管理人得以實施選擇

(A) to the extent provided in such contract, or any agreement supplementary to such contract, provide to the licensee any intellectual property (including such embodiment) held by the trustee; and
(B) not interfere with the rights of the licensee as provided in such contract, or any agreement supplementary to such contract, to such intellectual property (including such embodiment) including any right to obtain such intellectual property (or such embodiment) from another entity.

(4) Unless and until the trustee rejects such contract, on the written request of the licensee the trustee shall—

(A) to the extent provided in such contract or any agreement supplementary to such contract—

(i) perform such contract; or

(ii) provide to the licensee such intellectual property (including any embodiment of such intellectual property to the extent protected by applicable nonbankruptcy law) held by the trustee; and

(B) not interfere with the rights of the licensee as provided in such contract, or any agreement supplementary to such contract, to such intellectual property (including such embodiment), including any right to obtain such intellectual property (or such embodiment) from another entity.

¹²⁷ WILLIAM M. GOLDMAN ET AL., BANKRUPTCY AND INTELLECTUAL PROPERTY IN THE GLOBAL MARKETPLACE 28.15 (MELVIN SIMENSKY ET AL. ED., JOHN WILEY & SONS, INC 1999).

¹²⁸ 參見張聖怡 (2002)，〈探討技術授權涉及事業進行重整及破產程序之法律問題〉，《科技法律透析》，2002 年 10 月，頁 37。轉引自鄭有為 (2006)，《破產法學的美麗新世界》，頁 171，註 78，台北：元照。

權之詳細規定¹²⁹。本文亦認為智財權授權契約畢竟與租賃契約不同，非但是否得以類推適用易生爭議，且即便類推適用破產法第 77 條亦無類似美國法制中保障被授權人之配套措施，故認我國破產法宜參考美國法，設立類似美國破產法第 365 條智財權授權人破產之規定及相關配套措施，以因應科技時代之破產法與智財法制需求。

2.2009 年破產法草案

2002 年司法院提出完整之破產法草案(債務清理法草案)後¹³⁰，對於債務人破產時雙務契約之處理有較現行法詳盡之規定。另於司法院最新提出之新版破產法草案(2009 年 8 月)中，將上述事項規定於第 29 條與 30 條。草案將現行法對於租賃契約之規定列為第 29 條第 2 項，規範內容並無重大更動，並將雙務契約之原則獨列為第 1 項：「債務人受法院開始債務清理程序之裁定確定時，除本法另有規定外，其所定雙務契約，當事人雙方均未履行或未完全履行，而債務人負給付財產上之債務者，管理人或監督人得終止或解除契約。但顯失公平者，不得為之。」¹³¹ 破產管理人或監督人雖可終止或解除契約，但他方可依草案第 30 條就其損害行使其權利。草案第 30 條第 1 項規定：「依前條規定終止或解除契約時，他方當事人就其所受損害，得依債務清理債權行使權利。」¹³²

(三) 對於證券化可能之影響

智慧財產權證券化交易中若以智慧財產權本身作為基礎資產，因其所有權已移轉予特殊目的機構所有，而與創始機構之破產風險隔離，故應較不受影響；然若係以智慧財產授權契約的權利金債權作為基礎資產，因智慧財產權本身尚保留在創始機構手中，當創始機構破產時，其與被授權人間之智慧財產權授權契約，依修法前美國破產法第 365 條 (a)、(c) 與 (f) 款之規定，其破產管理人得承擔、拒絕履行抑或承擔後轉讓系爭授權契約。在承擔與承擔後轉讓之情形，授權契約中雙方之權利義務不變，亦即雙方之給付義務繼續存在，故不致對現金流之穩定性產生影響。惟當創始機構之破產管理人選擇拒絕履行時，被授權人即無給付權利金之義務，在此情形下，償付證券投資人的權利金流量即可能因此中斷。因此就依賴授權契約作為基礎資產之智慧財產權證券而言，修法前之美國破產法之處理方式，除不符合被授權人之主觀意願外亦不利於證券化環境之推動。但美

¹²⁹ 參見鄭有為，前揭著，頁 172。

¹³⁰ 修法後債務清理法草案規定「和解程序」、「破產程序」以及「重整程序」，其中破產程序屬於清算型之債務清理程序，和解與重整則屬於重建型之債務清理程序，已非「破產法」一詞所能涵括，故草案修正破產法名稱為「債務清理法」。

¹³¹ 債務清理法草案第 29 條立法理由：「如契約雙方均未履行或未完全履行，因雙方均得為同時履行或不安之抗辯，為保護雙方之利益，並使債務清理程序得以迅速終結，明定管理人或監督人得衡量情形終止或解除契約。」

¹³² 草案第 30 條第 1 項之立法理由：「雙務契約或租賃契約依前條規定而終止或解除時，因係破產管理人基於破產財團之利益所為之選擇，如他方當事人因而受有損害，乃基於契約之終止或解除或租約之終止而發生，並非基於既存之契約或租約本身之事由所發生，與因破產宣告後之不履行所生損害賠償請求之劣後債權不同，為維護他方當事人之利益就其所受損害，得依債務清理程序開始裁定前成立之債權行使權利。」

國破產法於 1988 年修法後，創始機構破產時，若破產管理人拒絕繼續履行授權契約，依照新法將賦予被授權人選擇權，當其選擇繼續原授權契約並繼續履行給付價金之義務時，即不減損現金流，故該法之修正有助於證券化中現金流之穩定¹³³。

我國破產法此次修正雖已有意識到此一問題存在，然並未完全將美國 1988 年破產法之修正一同納入規範，草案 27 條關於雙務契約破產程序處理之規定，雖將被授權人之損害賠償請求權納入規範，並規定依其情形顯失公平者，破產管理人不得解除或終止契約。惟何謂顯失公平恐無一定之標準，不同法院間見解可能不一致，對投資者而言，創始機構破產致影響證券之現金流之風險並未完全排除，為免此一無法預見司法解釋之風險影響證券化之推動，筆者仍以為美國 1988 年破產法修正之內容為較佳之模式。若以為授權契約或許較為特殊，不宜與一般雙務契約同視者，宜仿照租賃契約將授權契約單獨列為一項，應更為周延。況且依草案之規定，管理人若非得解除或終止契約，不然即係因顯失公平而不得為之，可謂係採「全有全無」模式，故依草案之設計，並無如美國法制得讓被授權人繼續獲得授權，惟管理人不需履行其無法履行之附隨義務之可能，是草案之設計可謂仍有其缺陷。

伍、結論

智財權證券化近年引起相當的注意，因其具有幫助中小企業乃至擁有智慧財產權的個人籌資的功能，對中小企業而言，除可不用提供有形資產作為借款之擔保品外，尤其具有不須負擔借款利息、同時不虞擔心股權遭受稀釋的優點。雖然其發行的成本並不低，然對擁有具市場價值之智慧財產權的中小企業乃至個人而言，確實提供另一個與現有籌資管道並行之方式，供其評估狀況後自由選擇。

此種金融商品問世已有十餘年的時間，然在我國尚未出現其例，即使在美國市場中其發行金額與發行件數亦屬有限，究其原因與智慧財產權本身的特性有絕對之關係。智慧財產權不易管理、價值不易確定、容易遭受被宣告無效之訴訟風險，以及授權契約之債務人不履約之風險等，均影響證券發行後償付投資人的現金流。為解決此些問題，除採用某些商業手段，如搭配保險或保證機制、自現金流歷史紀錄及產業特徵慎選基礎資產，以及多元化基礎資產的內容以分散風險外，自法律面亦可採取某些設計有助於提高智財權證券現金流的穩定性與可預測性。

本文以比較法的方法，參照美國法規及判決，對國內相關法制提供以下建議：首先，在進行發行證券的架構規劃時，美國判決發展出的實質結合與真實買賣的

¹³³ See Edward A Madden & Siraprapha Rungpry, *Securitization Moves up the Agenda*, World trademark Review, 2007 January/February at 47-50. available at http://www.tillekeandgibbins.com/Publications/pdf/securitization_moves.pdf ((last visited on 2010/09/29))

判斷原則，應可供國內司法解釋及立法參考，以免將來創始機構破產時，證券投資者與破產管理人對於基礎資產是否屬於破產財團爭論不休，亦可提高智財權證券現金流之可預測性。

其次，於特殊目的機構設定擔保利益時，本文建議擴大著作權得辦理設質登記之制度不以文化創意產業發展法所規定之範圍為限，使證券投資者不致因欠缺公示制度，而誤買並無第一優先受償順位之智財權證券。再其次，在創始機構破產時，本文建議明定被授權人得繼續維持授權契約之選擇權，以及准許破產管理人免於履行授權契約附隨義務之規定，以免影響證券現金流之穩定並兼顧破產管理人之實際需求。最後，建議修定金融資產證券化條例中資產之範圍或制定專法，使以智慧財產權本身為基礎資產之證券亦得與以智財權授權契約之債權作為基礎資產之證券一般，得有法源依據並得以發行。

希冀透過此些商業面的作法及法律面的設計，能幫助智財權證券於我國早日問世，使適合的中小企業乃至個人能有更多元的籌資管道、投資大眾亦多一種投資商品。

參考文獻

中文書籍(按作者姓名筆畫排列)

王文宇 (2007)。《金融法》。台北：元照。

王文宇、黃金澤、邱榮輝等 (2006)。《金融資產證券化之理論與實務》。台北：元照。

陳文達、李阿乙、廖咸興 (2004)。《資產證券化理論與實務》。台北：智勝文化。

鄭有為 (2008)。《破產法學的美麗新世界》。台北：元照。

鄭中人 (2009)。《專利法規釋義》。台北：考用。

中文期刊(按作者姓名筆畫排列)

王文宇 (2003)。〈建構資訊時代之擔保法制〉，《月旦法學雜誌》，95 期，頁 54-83。

王文宇 (2002)。〈資產證券化法制之基本問題研析〉，《月旦法學雜誌》，88 期，頁 103-132。

王志誠 (2007)。〈金融資產證券化與特殊目的信託之運用〉，《財稅研究》，39 卷第 2 期，頁 38-55。

王培君 (2008)。〈開發基金之功能與效益〉，《台灣經濟論衡》，6 卷 2 期，頁 13-21。

林志吉 (2002)。〈金融資產證券化及其法律機制之探討〉，《台灣金融財務季刊》，第三輯第三期，頁 1-18。

吳家桐 (2005)。〈淺論特殊目的公司之破產隔離機制 (上)〉，《集保月刊》，140 期，頁 3-14。

莊永丞 (2006)。〈智慧財產證券化之研究〉，《世新法學》，3 期，頁 73-97。

莊永丞 (2009)。〈我國證券交易法私募有價證券之理論基礎與規範缺失〉，收錄於《余雪明大法官榮退論文集，企業與金融法制》，頁 333-377，台北：元照。

宿文堂 (2008)，什麼是專利策略，收錄於劉江彬教授榮退論文集，智慧財產的機會與挑戰－國際與兩岸智慧財產發展趨勢，頁 519-535，台北：磐安。

陳郁庭 (2007)。〈科專研發成果運用證券化模式之法制實踐〉，《科技法律透析》，19 卷 5 期，頁 30-61。

陳修詩 (2007)。〈信用評等制度介紹〉，《文笙國際金融通訊》，29 期，頁 6-14。

游啟璋 (2003)。〈不動產證券化法制架構與適用〉，《證券暨期貨月刊》，頁 23-41。

黃銘傑 (2007)。〈證券化基本原理〉，王文宇等合著，《金融法》，頁 303-324，台北：元照。

黃淑華 (2004)。〈我國金融資產證券化之發展及其監理〉，《中央銀行金融監理與風險管理選輯》，頁 65-100。

郭宗霖、薛明玲 (2003)。〈由企業角度探討金融資產證券化實務運作--以臺灣工業銀行首宗發行商品為例〉，《會計研究月刊》，211 期，頁 83-92。

謝祖松 (2006)。〈智財權證券化-從「Bowie 證券」之發行談起〉，《台北大學法學論叢》，58 期，頁 93-144。

謝福源 (2003)。〈智慧資產證券化與擔保融資之介紹〉，《法律評論》，69 卷，頁 6-19。

闕光威、陳月秀 (2004)。〈智慧財產證券化可能的經營模式與法制面探討〉，《月旦法學雜誌》，111 期，頁 61-79。

其他(按作者姓名筆畫排列)

王碩汶 (2007)。《專利稽核之研究》，世新大學法律學系碩士論文。

金萊萊，經濟日報(2009 年 11 月 11 日)，金融資產證券化擴大市場規模，A22 版。

馮浩庭 (2004)。《智慧財產權證券化之研究》，國立政治大學智慧財產研究所碩士論文。

行政院國家發展基金管理會 2005 年年報，
<http://www.df.gov.tw/%28dqnml2vickxbcm34iapdfib%29/attachement/%E5%B9%B4%E5%A0%B1%E5%85%A7%E6%96%87.pdf> (最後瀏覽日：2010/09/20)。

郝月葵 (2005)。《論破產程序中「進行中雙務契約」之處理—以智慧財產權授權契約為中心》，國立中央大學產業經濟研究所碩士論文。

楊朝祥 (2005)。《高科技產業與人才創新—台灣模式與經驗》，載於財團法人國家政策研究基金會網站，<http://www.npf.org.tw/post/2/1732>(最後瀏覽日 2010/09/25)。

謝俊等，資產證券化風險管理之研究，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2006年8月。

外文書籍(按作者姓名筆畫排列)

GOLDMAN, WILLIAM M. ET AL., BANKRUPTCY AND INTELLECTUAL PROPERTY IN THE GLOBAL MARKETPLACE 28.15 (MELVIN SIMENSKY ET AL ED., JOHN WILEY & SONS, INC 1999).

HILLERY, JOHN S., SECURITIZATION OF INTELLECTUAL PROPERTY: RECENT TRENDS FROM THE UNITED STATES, PUBLISHED BY WASHINGTON CORE (2004).

JAY H. EISBRUCK, FROM IDEAS TO ASSET-INVESTING WISELY IN INTELLECTUAL PROPERTY (BRUCE BERMAN ed., John Wiley & Sons, Inc) (2002).

PORT, KENNETH L. ET AL., LICENSE INTELLECTUAL PROPERTY IN THE INFORMATION AGE 723 (Port, Kenneth L. ed., Carolina Academic Pr 2005).

WOOD ,PHILIP R., TITLE FINANCE, DERIVATES, SECURITIZATIONS, SET-OFF AND NETTING, SWEET & MAXWELL, (1995) .

外文期刊(按作者姓名筆畫排列)

Agiato, A. Joseph, *The Basics of Financing Intellectual Property Royalties*, published in Berman, Bruce: *From Ideas to Assets—Investing Wisely in Intellectual Property*, New York, 423-411. (2002)

Bennett, Stephen, *The IP Asset Class: Protecting and Unlocking Inherent Value*, 5 J. Marshall Rev. Intell. Prop. L, 402 (2006)

Brennan, Lorin, *Financing Intellectual Property under Federal Law: A National Imperative*, 23 Hastings Comm/Ent L. J. 195-274 (2001)

Calderini, Mario & Odasso, Maria Cristina, *Intellectual Property Portfolio Securitization: an Evidence Based Analysis*, Innovation Studies Working Paper (ISWoP) No. 01/2008, 7, fn1, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1314805> (last visited on 2010/10/03).

Chase, Adam, *A Primer on Recent Domain Name Disputes*, 3 VA. J.L. & TECH. 3 (1998)

Cohen, R. Brent & Laue, Thomas D., *Acquiring and Enforcing Security Interests in Cyberspace Assets*, 10 J. BANKER. L. & PRAC. 423, 428 (2001)

Cohn, J. Michael, *Asset Securitization: How Remote is Bankruptcy Remote*, 26 Hofstra L. Rev. 929, fn1.

Countryman, Vern, *Executory Contracts in Bankruptcy: Part I*, 57 Minn.L.Rev. 439, 460 (1973)

Fishman, A. Elliot., *Securitization of IP Royalty Streams: Assessing the Landscape*, Technology Access Report 6 (2003)

Gibson, D. Sheilah, *The Case for the Expanded Role of Trustees in Securitizations*, 121 Banking L.J. 387-409 (2004).

Gabala Jr., John M., *"Intellectual Alchemy": Securitization of Intellectual Property as an Innovative Form of Alternative Financing*, 3 J. Marshall Rev. Intell Prop. L. 307,315 (2004).

Gordon, J. Thomas, *Securitization of Executor Future Flows as bankruptcy-remote*

True Sales, 67 U. Chi. L. Rev. 1317, 1322 (2000).

Khaliq, A.Imran, *The Effect of Bankruptcy on Intellectual Property License Agreements*, 8 Intell. Prop. L. Bull. 12, 13 (2003).

Klear, Jay C., *Applicability of Private Equity Fund Structure in the Furtherance of Intellectual Property Securitization*, Colum. Bus. L. Rev. 796-822 (2002).

Kobayashi, Takahiro, *Securitization Intellectual Property in Japan*, IFLR (2004), available at <http://www.iflr.com/Article/2026741/IP-securitization.html> (last visited on 2010/10/03).

Krisko, C.Jonathan, *U.C.C. Revised Article 9: Can Domain Names Provide Security for New Economy Businesses?* 79 N.C. L. REV. 1178, 1183 (2001)

Lahny IV, J.Peter , *Asset Securitization: A Discussion of the Traditional Bankruptcy Attacks and an Analysis of the Next Potential Attack, Substantive Consolidation*, 9 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 815, 822.

Madden, A.Edward & Siraprapha Rungpry, *Securitization Moves Up the Agenda*, World Trademark Review, 2007 January/February, 47-50.

Mills, A.Aleta, *The impact of Bankruptcy on Patent and Copyright Licenses*, 17 Bankr. Dev. J. 575 (2001).

Pantaleo, V. Peter et al., *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*, 52 BUS. LAW, 159, 159 (1996).

Sarnelli, Jennifer, *Grasping for Air: Revised Article 9 and Intellectual Property in an Electronic World*, 11 UCLA Ent. L. Rev. 103,106 (2004)

Sylva, Jennifer Burke, *Bowie Bonds Sold for Far More than a Song: The Securitization of Intellectual Property as a Super-Charged Vehicle for High Technology*, 15 Santa Clara Computer & High Tech. L.J. 195, 197 (1999)

Shubha Ghosh, *The Morphing of Property Rules and Liability Rules: An Intellectual Property Optimist Examines Article 9 and Bankruptcy*, 8 Fordham Intell. Prop. Media & Ent. L.J. 99, 103 (1997) .

Philip R. Wood, *Title Finance, Derivates, Securitizations, Set-off and Netting*, Sweet & Maxwell, at 45 (1995)

The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the city of the New York, *Structured Financing Techniques*, 50 BUS. LAW. 527, 529 (1995)

其他英文參考文獻

Aerocon Eng'g, Inc. v. Silicon Valley Bank (In re World Auxiliary Power Co.), 244 B.R. 149, 152 (Bankr. N.D. Cal. 1999)

Asset Securitization: Comptroller's Handbook, Office of the Comptroller of the Currency, November 1997, available at <http://www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf>

Borod, S.Ronald , *IP Securitization and the New Corporate Paradigm*, Global Intellectual Property Asser Management Report, Volume 8, Number 9 (2006), *available at* http://www.brbilaw.com/nr/pdf/articles/REPRINT_Structures_Finance_IP_Secutitization_Borod_Global_IP_and_Asset_Manangement_Report_906_.pdf (last visited on 2010/09/15).

John S. Hillery, *Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States*, Washington CORE, March 2004

In re Cybernetic Servs., Inc., 252 F.3d 1039 (9th Cir. 2001)

In re Roman Cleanser Co., 43 B.R. 940 (Bankr. E.D. Mich. 1984)

In re Roman Cleanser Co., 802 F.2d 207 (6th Cir. 1986)

In re Select-A-Seat Corp., 625 F.2d 290, 292 (9th Cir.1980)

Joseph v. 1200 Valencia, Inc., 137 B.R. 778, 782 (Bankr. C.D. Cal. 1992)

Lubrizol Enterprise, Inc. v. Richmond Metal Finishers, Inc., 756 F.2d 1043 (4th Cir.1985)

The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA),
http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_USABSOstanding.pdf (last visited on 2010/10/03).

計劃成果自評

本計畫就智慧財產融資與證券化進行研究。在知識經濟的時代，智慧財產權之管理運用為國家競爭力之根本，而以智慧財產權進行融資擔保交易更是我國推動智慧財產權相關應用發展上不可或缺之基礎。

為促進台灣智慧財產權證券化，本計畫以「智慧財產融資與證券化研究」為題，對於相關議題進行深入之探討，期能對於健全台灣智慧財產權運用制度有所貢獻。本文之內容由資產證券化之基本架構談起，進一步介紹其特色與發展之正負面因素，對於整個資產證券化的原理以及運作過程有清楚的闡釋；另一方面，本文透過對於台美智財權證券化法規問題進行分析，探討相關之法律議題，包括是否制定專法、目前智慧財產權設定擔保及登記制度有無改進空間，以及權利人破產時破產管理人之處置對於證券化之影響等，以比較法的方式探討智慧財產權證券化較成熟的美國市場之相關規定，以為台灣的相關法規之修正或增訂提出建議，俾使適合的中小企業乃至個人能有更多元的籌資管道、投資大眾亦多一種投資商品。

本文之撰擬過程，須針對大量之國內外文獻資料進行蒐集與整理，且智慧財產權證券化為智慧財產權融資之新興管道，國內針對智慧財產融資與證券化之文獻資料數量有限，因此研究助理須大量閱讀國外資料，對於研究助理蒐集、整理資料之基本能力有所助益；另一方面針對國內外相關法律議題見解之比較與分析，有助於對智慧財產權信託、智慧財產權融資及智慧財產權證券化之議題能有所瞭解，並培養研究助理比較分析國外與我國法制政策優劣之能力，充實我國研究實力。

為使本文內容發揮實質效用，已將期末研究成果改寫為期刊論文投稿至國立政治大學法學評論，使其能在學術界廣為周知，進而提升公眾對本計畫議題之關注，現階段仍處於審稿之程序，尚未公布結果；而另一方面，目前已針對智慧財產信託之議題進行資料之蒐集，預計將漸次完成各部份之撰寫，期能推動整體智慧財產運作制度之發展。

無衍生研發成果推廣資料

98 年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：王偉霖		計畫編號：98-2410-H-004-178-					
計畫名稱：智慧財產融資與證券化研究							
成果項目		量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）	
		實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比			
國內	論文著作	期刊論文	1	1	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%		章/本
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		

<p>其他成果 (無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體效益事項等，請以文字敘述填列。)</p>	<p>無</p>
--	----------

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科 教 處 計 畫 加 填 項 目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與(閱聽)人數	0	

國科會補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

達成目標

未達成目標（請說明，以 100 字為限）

實驗失敗

因故實驗中斷

其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文： 已發表 未發表之文稿 撰寫中 無

專利： 已獲得 申請中 無

技轉： 已技轉 洽談中 無

其他：（以 100 字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以 500 字為限）

為促進台灣智慧財產權證券化，本計畫以「智慧財產融資與證券化研究」為題，對於相關議題進行深入之探討，期能對於健全台灣智慧財產權運用制度有所貢獻。本文之內容由資產證券化之基本架構談起，進一步介紹其特色與發展之正負面因素，對於整個資產證券化的原理以及運作過程有清楚的闡釋；另一方面，本文透過對於台美智財權證券化法規問題進行分析，探討相關之法律議題，包括是否制定專法、目前智慧財產權設定擔保及登記制度有無改進空間，以及權利人破產時破產管理人之處置對於證券化之影響等，以比較法的方式探討智慧財產權證券化較成熟的美國市場之相關規定，以為台灣的相關法規之修正或增訂提出建議，俾使適合的中小企業乃至個人能有更多元的籌資管道、投資大眾亦多一種投資商品。

為使本文內容發揮實質效用，已將期末研究成果改寫為期刊論文投稿至國立政治大學法學評論，使其能在學術界廣為周知，進而提升公眾對本計畫議題之關注，現階段仍處於審稿之程序，尚未公布結果；而另一方面，目前已針對智慧財產信託之議題進行資料之蒐集，預計將漸次完成各部份之撰寫，期能推動整體智慧財產運作制度之發展。