

智慧財產證券化之創新意義與發展趨勢

謝福源*

第一章 資產證券化的意義

證券化 (securitization) 是一種運用特定等級之資產，所產生可得確認及可預測的現金流量作為擔保，進行籌措資金的方法¹。資產證券化 (Asset Backed Securities, ABS) 是一種架構式融資 (structured finance; structured financing) 方式²，由企業或金融機構將能產生收益的資產，經由重新包裝 (packaging)、信用評等 (rating) 及信用增強 (credit enhancement) 之後，發行在市場上可流通的證券 (securities)，出售予有興趣的投資人，藉以籌措資金，而無須俟債權資產清償期屆至，即可先行回收資金，增加資產流動性，亦可降低持有資產之風險。資產證券化的共同的特點是將資產的未來收益，以證券的形式加以預售。證券化是一種以預期收益為導向的融資方法。³

資產證券化的本質是被證券化資產未來現金流

量的分割與重組過程。被證券化的基礎資產固然可以採取多種形式，但有一先決條件，即該資產必須能產生可預見的現金流量。因此，資產證券化表面上似以某種資產為擔保，但實際上是該資產所產生的現金流量為擔保。如果被證券化的資產不能夠產生現金流，則該資產就不可能被證券化，而現金流量實際上就是資產的可預見收益⁴。資產證券化所“證券化”的不是資產本身，而是資產所產生的現金流量。任何一項成功的資產證券化，必須要對基礎資產進行成功的重組以形成資產池 (Asset Pool)，並實現資產池與其他資產的風險隔離，同時，還必須對資產池進行信用增強⁵。

資產證券化與傳統融資方式不同，資產證券化是根據資產的未來收入能力進行融資，且該資產擁有者的債信能力與資產本身的償付能力是被分離；而傳統融資方式，則是依據資金需求者本身的債信能力進行融資。所以，當投資者在決定是否購買資產證券時，主要評估的因素為是資產的品質、未來資金收入的可靠性和穩定性，以及交易架構的設計與風險，而非該資產擁有者的債信能力。

第二章 智慧財產證券化在金融上之創新意義

依傳統意義而言，智慧財產權對公司可發揮下列三種功能：

- (一)、作為保護公司產品之價格與市場佔有率之利器，例如，專利權可排除競爭者進入特定市場；商標可保障公司的商譽，及經由消費者對品牌之認同，而確保公司的產品或服務進入市場的管道通暢；
- (二)、對抗其他專利權人採取法律攻擊行動之防衛武器，可降低被主張侵害專利之風險；
- (三)、於建立高風險策略之聯盟關係時，以智慧財產權作為財務資產，而進行技術授權、技術交換、技術轉讓、以技術抵押貸款，或以之作為防堵策略⁶。

* 台積電上海有限公司公共事務暨法務總監、法學博士、美國紐約州律師、司法官23期結業、曾任地檢署、法務部、陸委會調辦事檢察官、海基會法律服務處處長、勤業法律事務所主持律師。

1 Lovells, Intellectual property securitization: a new asset class for Japan? , April 17, 2005, <http://www.lovells.com/germany/ControlServlet/de/publication/pubId/783/>

2學者王文宇教授認為，對於金融資產證券化一般金融學者所關注的是如何將不易流通的資產，以證券化的方式變現，重視證券化的過程，所以，多半採用「金融資產證券化」之用語來說明描述。然而法律學者所關注之重點在於：資產分割之組織架構調整所涉及之法律爭議，及就此法律爭議之管制策略，因此，多半採用「架構式融資」之用語來說明描述。請參王文宇，資產證券化之組織功能、法律爭議與管制策略，資產證券化法制」學術研討會，韓忠諛教授法學基金會、中華開發工業銀行、法治建設基金會、臺灣證券交易所主辦，2001年5月18日，第1頁

3 陳雷，新業務、新品種、新趨勢—資產證券化發展前景及操作過程中的問題，線上檢索日期：2005年6月14日，網址：
<http://www.chinasecuritization.com/Soft/UploadSoft/200505/20050525114007477.doc>

4資產證券化如何在中國試行，線上檢索日期：2005年6月5日。網址：
<http://www.chinasecuritization.com/Soft/UploadSoft/200505/20050527123043729.doc>

5同前註

6 Ron Simmer, Using Intellectual Property Data for

在知識經濟（Knowledge Based Economy）時代，凡捷足先登擁有知識，並付諸商業應用，轉為利潤者，才是市場贏家⁷。因此，智慧財產權對公司的重要性有逐漸向上提昇的戲劇化發展。此乃指：智慧財產往往成為公司最有價值的資產。在1982年，有形資產

（“hard assets”）占工業公司（industrial companies）市場價值的62%。但到了1992年以前，有形資產則降為只占公司市場價值的38%；但無形資產則提高占62%。到2000年後，無形資產與智慧財產的價值，則很明顯地成為大部分工業公司最重要的資產。揆其原因包括：競爭程度增加；技術成長及創新快速；倚重法律保護智慧財產權，及主張前開智慧財產權之情形日益增加；對於侵害智慧財產權責任的標準日益加重⁸。

然而很不幸，智慧財產一向被低估價值，且未被充分運用，此現象不僅對擁有智慧財產的公司不利，也將妨礙整體經濟發展。再者，雖然，新經濟是以知識為基礎，弔詭的是，知識的快速改變導致，其對知識所有者的價值可能很短命。在某些產業，其產品的生命週期可能由年縮短為月。因此，智慧財產權人若希望得到該財產之商業獲利，則必須快速地加強運用智慧財產。因此，要充分發揮智慧財產的價值，在具體作法上，包括在很短的時間運用該智慧財產內籌措充足的外在資金。遲延前述交易將會有惡化的結果⁹。智慧財產證券化便是前述追求發揮其流動性經濟效益的理念下，巧妙運用資產證券化的架構，進行籌資的金融創新。資產證券化之主要目標包括下列三項：

（一）、發揮未來現金流量的資本價值（to release the capital value of projected future income streams）；

（二）、建立交易次級市場，以改善資產的流動性（to develop secondary markets to improve liquidity）；

（三）、運用資產組合的多樣性，以降低個別公司發行證券無法付款的風險（to use portfolio diversification to reduce the impact of the default risk present in securities issued by individual companies）¹⁰。

金融創新可分為下列二種：

（一）、產品創新（product innovation）：創造新型之商品或將商品的要素予以重新整合；

（二）、程序創新（process innovation）：指交易程序之變更¹¹。

智慧財產證券化不僅創造出新的籌資工具，在籌資程序上也有別以智慧財產權設質擔保的貸款。世界智慧財產權組織（The World Intellectual Property Organization）曾將智慧財產證券化形容為是一種新趨勢（a new trend）¹²。在一本專門討論專利策略的暢銷書【閣樓上的林布蘭Rembrandts in the attic: unlocking the hidden value of patents】作者強調，智慧財產早已成為投資工具，在一九九七搖滾巨星David Bowie以其唱片授權的權利金作擔保，成功發行五千五百萬美元債券，可稱為第一件最著名的智慧財產證券化案例，作者並表示，在一九九九年美國智慧財產律師協會（AIPLA）的年會上討論的主要議題是：「如何從智慧財產謀取最大利益」、「如何將專利組群變成賺錢利器」。財務專家Ethan Penner也曾說：「任何可預期的收入，不論是來自有形資產例如房屋抵押貸款，或是無形資產例如智慧財產的授權收益，都可以證券化」。¹³

Competitive Intelligence, April 17, 2005, <http://www.patex.ca/pdf/CH4-CompIntelRevB.pdf>

7黃嫻菁，專利權濫用之比較研究—從「與貿易有關之智慧財產權協定」第四十條出發，私立東吳大學法學院法律學系碩士班碩士論文，民國九十三年七月出版，頁35，前揭論文引自：許志義暨公平交易委員會知識經濟小組同仁，〈知識經濟對競爭政策的挑戰及其因應之道〉，公平交易季刊，第10卷第4期，2002年10月，第66頁

8 Murphy, A Proposal for a Centralized and Integrated Registry for Security Interests in Intellectual Property, 41IDEA 301(2002)

9 Id., at 297:302

10 Bissonette and Andersen, The Secondary Market Function-Debt Transaction, 41IDEA, 430-431(2002)

11 陳春山著、資產管理—廿一世紀的明星產業，台北市，財團法人台灣金融研訓院，2000年11月，第145頁

12 Keith W Medansky & Alan S Dalinka, Considering intellectual property securitisation, April 17, 2005, <http://www.buildingipvalue.com/>由North America欄位點入

13林柳君翻譯，閣樓上的林布蘭，原著者Kevin G. Rivette & David Kline, Rembrandts in the attic: unlocking the hidden value of patents, 台北市，經典傳訊文化股份有限公司，2000年5月，第13-14, 193-195頁

第三章、資產變現型態智慧財產證券化

智慧財產證券化依據資金提供方式或架構的不同，可區分為下列二大類¹⁴：

(一)、資產變現型態 (Asset liquidation-style)：以特定等級之智慧財產所產生，可得確定及可預測的現金流量作為擔保，進行籌措資金的方法 (Securitisation is a means of raising finance secured on identifiable and predictable cash flows derived from a particular class of assets)；

(二)、資金管理型態 (Fund management-style)：以發行證券的方法向投資人募集資金，再以該資金投資於可產生收益的智慧財產標的，並將收益分配給投資人。¹⁵

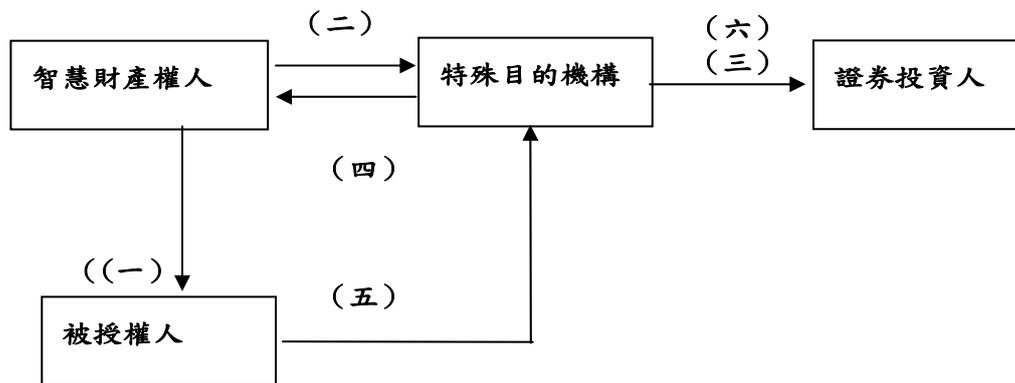
在資產變現型態之智慧財產證券化架構下，就理論而言，作為證券化之擔保，可產生現金流量的基礎

資產包括二大類：

- (一)、智慧財產權；
- (二)、依據智慧財產權所產生現金流量的債權，例如，授權之權利金。

就前述(二)運用智慧財產授權之權利金作擔保，進行證券化的基本架構如下¹⁶：

- (一)、智慧財產權人授權給被授權人；
- (二)、智慧財產權人將權利金資產出售給特殊目的公司或信託給特殊目的信託；
- (三)、特殊目的機構以權利金資產為擔保，發行證券向投資人籌資；
- (四)、特殊目的機構將此資金給付智慧財產權人，作為前述(二)取得權利金資產出售之對價；
- (五)、被授權人將權利金給付特殊目的機構；
- (六)、特殊目的機構依發行證券之約定條件支付本金及利息給投資人。



分析：

(一)、在此架構下，特殊目的機構的型式，若參照我國金融資產證券化條例之立法例，包括特殊目的公司的型式及特殊目的信託型式二種；

(二)、在採用特殊目的公司的型式時，為達到證券化所要求之破產隔離目的及要件，智慧財產權人將權

利金資產出售給特殊目的公司應符合真實買賣 (true sale) 的要件。此種架構下的證券化是指：特殊目的公司是該權利金資產的所有人，並以權利金資產為擔保，而發行債券¹⁷。

(三)、採特殊目的的信託型式者，當資產移轉給特殊

¹⁴ PricewaterhouseCoopers., Securitization and Valuation of Intellectual Property, April 17, 2005, <http://66.102.7.104/search?q=cache:reNrUxxsADoJ:www.pwcjp-tax.com/eg/library/gets/21/2107e.pdf+liquidation-style+securitization&hl=zh-TW>

¹⁵ Lovells, supra note 1

¹⁶ Id.

¹⁷ 林文琇，邱淑貞合譯，資產證券化手冊—流動性與資金管理，原著者Office of the Comptroller of the Currency Administrator of National Banks，Asset Securitization-Liquidity and Funds Management Comptroller's Handbook，台北市，財團法人台灣金融研訓院，1990年12月，第25頁

目的信託時，該資產已成為信託財產，則依信託法的規定，信託財產有獨立性，受託人及委託人之債權人原則上不得對信託財產聲請強制執行（信託法第十二條第一項），受託人破產時，信託財產不屬於其破產財團（信託法第十一條）而可發揮信託財產「區隔信用風險」之功能，從而達到特殊目的機構的設置目的，以保障投資人。

有關智慧財產證券化之作業時程規劃，典型之證券化時間表，通常約為四個月，具體個案則仍須視證券化的資產種類、相關資料蒐集的速度、應備之法律文件，及若應經政府許可者，將涉及政府相關部門審核之速度等因素而調整。在流程上主要的工作項目依序為：

（一）、對創始機構及證券化的資產組合進行實質查核（Due Diligence），內容包括：

- 1.創始機構的公司組織架構及風險控管機制；
- 2.資產歷史紀錄及現金回收之方式；
- 3.資料系統及製作相關報表之功能與正確度。

（二）、依據證券化的資產種類，及前述（一）之調查結果，再加入所需融資型態的考量因素，進而擬定證券化之初步架構；

（三）、將前述（一）、（二）的結果交給信用評等公司分析，並決定最終架構；

（四）、取得相關的稅務及法律專業評估意見（tax and legal opinion）；

（五）、完成全部所需文件、契約及法律程式，並交付證券給投資人。¹⁸

根據辦理David Bowie音樂著作權證券化的The Pullman Group規劃的證券化作業時間流程(the Pullman Process)如下：

（一）、0-30天：公司/資產分析（Company/Assets Analysis）

- 1.資產評估valuation
- 2.美國統一商法典研析UCC search
- 3.調查資產之權利歸屬Title search
- 4.稽核現金流量Audit of Cash Flows
- 5.調查資產有無質押負擔Lien Search

¹⁸ 張華平，資產證券化－日本經驗之啓示，資產證券化法制學術研討會，韓忠謨教授法學基金會，九十年五月十八日，第14-15頁

（二）、30-60天：實質查核（Due Diligence）

- 1.實質查核Due Diligence
- 2.設定交易規模 Sizing of the Transaction

（三）、60-90天：法律文件（Legal Documentation）

- 1.設立特殊目的機構Setting up Special Purpose Entry
- 2.設置公司或資產所有權人取得資金之必要法律架構（Developing Legal Structure necessary for Capital Load to Company/Asset Owner）
- 3.擬定私募證券之備忘錄（Private Placement Memorandum created）

（四）、90-120天：籌措資金（Funding）

- 1.完成交易架構及證券認購Complete Structure and Purchase Securities as Principal
- 2.公司或資產所有權人在120日內取得資金 Company/Asset Owner is funded within 120 days¹⁹

至於商標證券化的作業時程，有專家評估需三月到九個月。

由於智慧財產證券化之目的在於充分發揮智慧財產之擔保價值，證券化之基本精神在於，證券存續期間應有常態性收入，用以支付證券投資人本金及利息。因此，就證券化的標的而言，即便是以智慧財產權本身作為標的資產，實質上仍然必須依賴其所產生的現金流量，作為實際的擔保。再者，有鑒於未來收益證券化的發展趨勢，除依據智慧財產權之現存授權契約所可收取之權利金外，對於未來可進行授權，而收取之權利金，亦可作為證券化之擔保。甚至，亦有可能本於目前尚未存在，而未來可能存在之智慧財產權，其未來所可能產生之收益者，例如，以製作中的電影或音樂著作權、申請中的專利權或商標權等，俟智慧財產權存在後，再進一步加以授權而收取權利金，對此型態者，有稱之為「開發型」智慧財產證券化²⁰。

對於金錢給付之將來債權證券化，我國金融資產證券化條例施行細則第二條規定：本條例第四條第一項第二款所規定資產，包括創始機構與債務人簽訂契約約定，於該契約所定條件成就時，得向債務人請求

¹⁹ Entertainment Asset Securitization-The Pullman Process, April 17, 2005, <http://www.pullmanco.com/sas.htm>

²⁰ 陳月秀，智慧財產權證券化－從美日經驗看我國實施可行性與立法之芻議，國立政治大學法律學研究所碩士論文，2004年7月，第130-137頁

金錢給付之將來債權。因此，金錢給付之將來債權可成爲證券化資產。但本項規定與目前尚未簽訂契約，而是未來才可能簽訂契約者，仍有不同。且與前述開發型尚未取得智慧財產權利者，例如還在申請專利中，二者在要件上差距更大。對於此類目前尚無基礎法律關係之將來債權，可否進行證券化？有肯定說與否定說。贊成者認爲，將發生的債權之讓與是屬於預先讓與，且此種讓與於債權發生時生其效力。美國法院判斷將來債權讓與的有效性，是取決於權利讓與時是否“潛在存在”。

筆者認爲，前述金融資產證券化條例施行細則所規定，附條件之金錢給付將來債權可作爲證券化基礎資產之立法精神，乃肯定具有不確定風險的資產仍可進行證券化。再者，目前證券化之發展已經到達未來收益及風險亦可證券化之境界，實不宜遽以前述將來債權不確定性較高，便基於風險考量將之排除在可證券化之外。因爲，證券化的主要功能之一，便是經由不同專業人士的參與，達到風險重組與分散，及增強資產信用之目的²¹。Royalty Pharma Finance Trust 在2003年夏天以13項醫藥專利權利金的資產組合，進行證券化，在資產組合中，有9項醫藥專利已有五年專利金收入的紀錄，而其他4項醫藥，則必需經醫藥主管機關核可，才能產生權利金收入，但此四項未來收入加入資產組合的條件是必需通過評估測試，包括MBIA的書面同意²²。由此實例可見，以未來開發型的智慧財產權進行證券化仍具可行性。

美國及日本實務，已有以智慧財產權授權之權利金，作爲擔保之基礎資產，而進行證券化的專利權證券化、商標權證券化，及著作權證券化之案例。針對此種類型之證券化案例，參照前述資產證券化的定義，可將智慧財產證券化（Intellectual Property Securitization）定義爲：將智慧財產權所產生可以收取未來現金流量之權利（主要是指：經由授權可收取權利金royalties），移轉至特殊目的機構（Special Purpose Vehicle-SPV），再由該特殊目的機構以此未來的現金

流量作擔保，經過重新包裝（packaging）、信用評等（rating）及信用增強（credit enhancement）之後，發行在市場上可流通的證券（securities），售來才予投資人，藉以籌措資。

再者，有關智慧財產權（intellectual property right）的定義，在世界智慧財產權組織公約（Convention Establishing the World Intellectual Property Organization）中係包括：1.文學、藝術及科學之著作；2.演藝人員之演出、錄音物以及廣播；3.人類之任何發明；4.科學上之發現；5.產業上之新型及新式；6.製造標章、商業標章及服務標章，以及商業名稱與營業標記；7.不正競爭之防止；以及8.其他在產業、科學、文學及藝術領域中，由精神活動所產生之權利。此外，在關稅暨貿易總協定（GATT,WTO的前身）所召開之「烏拉圭回合」（Uruguay Round）談判中列入議題，並於一九九三年底達成最終協議之「與貿易有關之智慧財產權協議」（Agreement on Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights, Including Trade in Counterfeit Goods，簡稱Agreement on TRIPS）中，被列入規範者有：1.著作權及相關權利；2.商標；3.產地標示；4.工業設計；5.專利；6.積體電路之電路布局；7.未公開資訊之保護；8.對授權契約中違反競爭行爲之管理²³。

但由於目前文獻上所探討智慧財產證券化之相關資料及美日的案例，均以專利權授權的權利金證券化、商標權授權的權利金證券化，及著作權授權的權利金證券化爲探討範圍。因此，本文所討論證券化範圍之智慧財產權是限定於專利權、商標權，及著作權三種權利，並不包含前述其他智慧財產權及營業秘密等範圍，合先敘明。再者，就理論而言，若以營業秘密授權之權利金進行證券化，由於必須揭露授權相關資訊，以供風險評估及投資人參考，則在此揭露過程中是否會影響營業秘密保護之維持秘密性要件，恐將引發疑慮；且授權當事人亦可能不願此種授權合約關係曝光，而缺乏進行證券化之意願。

又爲便於討論起見，以下將智慧財產權所產生可以收取未來現金流量，簡稱爲權利金。

21倪曉武，知識產權證券化證券化的是什麼？，線上檢索日期：2005年4月4日。網址：<http://suma.meibu.com/n2118c35.shtm>，

22 John S. Hillery, Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States, June 30, 2005 <<http://www.iip.or.jp/summary/pdf/WCORE2004s.pdf>>，

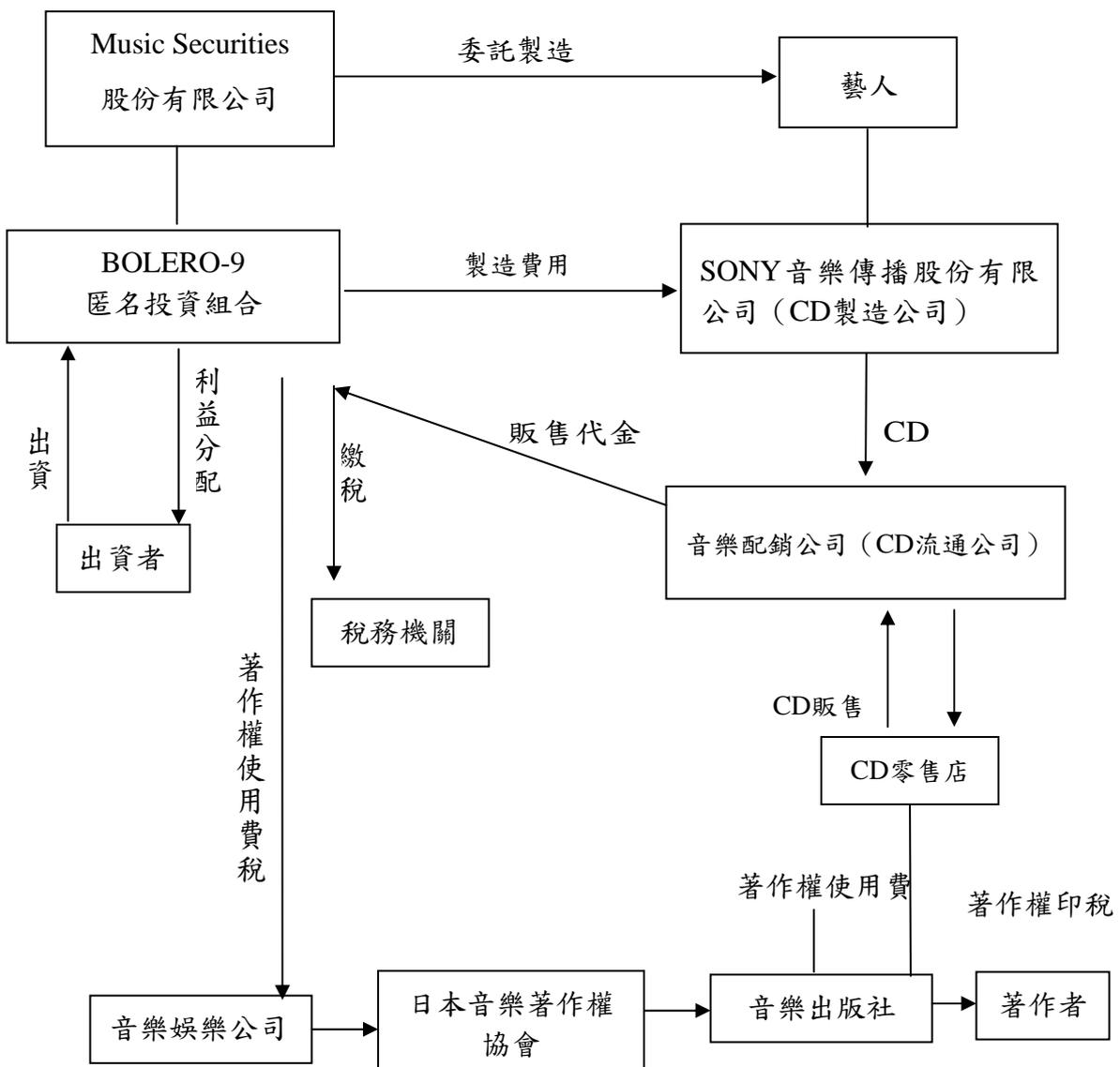
23王碩汶，智慧財產權與智慧資本？，網上檢索日期：2005年4月17日。網址：<http://www.apipa.org.tw/QA/QA-ViewQDA.asp?intQDAQuestionID=335&strSortTarget=qdaCreateDate>。

第四章、資金管理型態智慧財產證券化

資金管理型態（Fund management-style）之證券化，在我國不動產證券化條例中有類模型態，第四條所規定之不動產投資信託證券化為：受託機構依本條例之規定，成立不動產投資信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的。

就資金管理型態而言，日本實務上的藝人養成基金與此類似。一家名為Music Securities的公司採用證券化方式，發行公開募集之藝人養成基金「BOLERO-9」²⁴。此種基金的特徵是以某藝人為對象，就其CD的創作、製作費用，發行及處理因CD銷售而衍生之損益分配所需的資金，向愛好者及投資人募集，並依據CD銷售之損益而分配之基金。

前述智慧財產證券化之基本交易關係圖示如下：



24 相關內容請參網址：
<http://www.musicsecurities.com/fund/bolero-09.html>，
 線上檢索日期：2005年4月17日

其發行條件與風險揭露如下：

(一)、募集方式與證券化的結構募集方式：為一口一萬日元，一口亦可應募，並以1200萬日元（1200口）為上限。視情況可能限制每一人投資之上限口數。申購期間由2004年3月10日至2004年3月30日。按申請順序辦理。契約期間不得轉賣、解約。

(二)、證券化的結構：本基金是以匿名組合方式出資，並經由CD銷售事業所得之收益，分配利益給投資人。投資人因投資Music Securities公司內之匿名組合而成為會員，該公司則成為營運者，將募集之資金運用於CD創作、製造及宣傳費等唱片販賣事業。損益分配將依據CD發售日開始之2004年8月18日至2005年8月17日止12個月期下間內之營運損益而定。

(三)、風險揭露：此證券定流動性之風險為：一旦購買，則契約期下間不得轉變、解約；Music Securities公司之信用風險為：若匿名組合之經營者Music Securities公司破產，則投入之資金及損益有不分配之風險²⁵。

此架構顯然並無隔離破產風險之安全措施。若Music Securities公司依照證券化的架構，將募集之藝人養成基金，信託給特殊目的機構，再由該特殊目的機構委託SONY音樂傳播股份有限公司進行CD之製銷等行為，則當對投資人將較有保障。

另一案例為，日本一家證券公司Monex在2000年12月，成功地將二支新的遊戲軟體（所需製作費用利用證券化手法，公開向大眾募集資金（Game Fund @Tokimeki Memorial），募集的金額達到7.7億日圓，證券化的小口投資最低單位是10萬日圓，投資者的收益是依據遊戲軟體銷售所得，及其出資額來分配。此乃日本首次對大眾公開發行的投資信託基金²⁶。在此架構下，投資人所投資的是基金（fund），並不是債券（debt），而且，前述基金是由公司債券作擔作（backed by corporate bonds），公司債券是依靠軟體的銷

售收入來清償投資人。因此，基礎資產是銷售二套很受歡迎新發行的“Tokimeki Memorial”系列軟體的現金流量收入²⁷。

第五章 智慧財產證券化之發展沿革與案例介紹分析

第一節 智慧財產證券化之發展沿革

智慧財產證券化之發展起源於1990年代中期的美國，且依據目前研究相關議題的文章上所舉之實際案例，都是以智慧財產權利金進行證券化。隨著此種籌資方式的概念日益普及，日本在2002年也開始有首宗著作權證券化的案例，在2003年則有專利證券化案例出現。美國實務出現智慧財產證券化首例的時間表如下（詳後述）²⁸：

智慧財產種類	證券化主要內容	時間
著作權	David Bowie以其唱片權利金進行證券化	1997
商標權	Bill Blass以其商標權利金進行證券化	1999
加盟收入	Athlete's Foot以加盟收入進行證券化	2003
專利權	Yale University以其向Bristol-Myers Squibb收取HIV醫藥Zerit專利權利金的權利，進行證券化	2000

25 同前註

26 邱榮輝，日本智慧財產權之鑑價機構、交易市場與融資機構之研究，線上檢索日期：2005年4月23日，網址：<http://www.japanresearch.org.tw/scholar-37.asp>；Augie Tam，JDEX Update, April 23, 2005, http://www.japaninc.net/mag/comp/2001/03/mar01_investor_jdex2.html；Oki Matsumoto, Monex Consolidated Accounts:As an Everyday Part of Life, April 23, 2005, http://www.monexbeans.net/eng/pdf/annual_report/monex/E_MONEX01.pdf

27 ABS MARKET IN JAPAN - REVIEW OF FY2000- Change in Leading Player from Originators to Investors - Overview, April 23, 2005, <http://www.mizuho-sc.com/english/ebond/bonds/abs/0104.pdf>

28 Hiroyuki Watanabe, Intellectual Property as Securitized Asset, April 17, 2005, <http://www.21coe-win-cls.org/rc/clip/organization/Assets2.pdf>

第二節 商標權證券化之案例介紹與分析

一、Guess Inc.

在2003年初Guess公司以十二項國內商標權利金及二項國際商標權利金，進行證券化籌得七千五百萬美元資金。本次交易經Standard & Poor 信用評等為BBB級。Guess公司運用此資金清償部分舊債。本次證券化成功的有利條件包括：

- (一)、Guess公司在服裝界享有二十一年悠久歷史；
- (二)、Guess公司總共擁有二十一項授權合約，可在必要時以其他商標權利金替換原先之基礎資產；
- (三)、提供超額擔保；
- (四)、為證券投資人所應收取之利息，設立保留專戶，至少預先保留六個月的利息，以因應付息的義務。當權利金收入有超額的現金流量時，甚至預留十二個月的利息；
- (五)、設立支援經理 (back-up manager) 以確保授權交易得以順利持續進行，以免影響權利金收入，必要時並負責尋覓新的授權對象²⁹。

由前述說明可知，具有充裕之基礎資產以供替換，及提供超額擔保與設立保留專戶等，降低風險是證券發行之成功要件，足見風險評估與因應對發行證券之重要性。

二、Athlete' s Foot

UCC Capital 在2003年8月末，完成首宗franchise收入的證券化案例。Athlete' s Foot公司共籌得三千至五千萬美元。franchise 收入60%來自國內，40%來自國外。Moody' s 評價為Baa³⁰。

三、Candie' s Inc.

UCC Capital 在2002年8月，完成以Candie' s 及Bongo商標權利金之證券化，共籌得二千萬美元資金。證券為期七年且固定利息7.93%。Moody' s 評等為Baa2。Candie' s 公司用此資金清償舊債及擴充營業³¹

29 Hillery, supra note22 , at 17-18

30 Id. at 18

31 Id. at 18-19

四、Bill Blass

Bill Blass 是時尚名設計師，長期以其名號授權服飾業，生產男女服裝。在1999年Bill Blass以其商標權利金進行證券化，成為首件商標證券化之案例³²。

第二節 著作權證券化之案例介紹與分析

電影及電視節目權利金之權利人幾乎是被特定的製作公司所壟斷，然而音樂著作權利金之權利人，則顯得相對零散，音樂的創作人分佈全球各地。大部分的電影及電視節目製作公司並不熱衷於運用證券化方式籌資，但也有以未來收入 (future receivable) 進行證券化者。曾有證券化交易紀錄的影片製作公司包括：Universal Picture，20th Century Fox，及Village Roadshow³³。

一、DreamWorks公司

DreamWorks公司在2002年8月26日以現有影片及未來將開拍的影片的權利金，進行證券化籌得十億美元資金。這是DreamWorks公司的第三件證券化案例。Standard & Poor' s 及 Moody' s 評等為AAA。DreamWorks公司用此資金強化其在卡通及動畫的生產力。

DreamWorks公司在1997年以14項影片未來的權利金收入，進行的第一次證券化，籌得10億美元³⁴。

二、Bowie Bonds

David Bowie 需要資金但又不想將其著作權賣斷，因此，The Pullman Group在1997年以其唱片之權利金進行證券化，向Prudential Insurance私募籌得5千5百萬美元資金。David Bowie的相關唱片均有五年的銷售

32 Jay Eisbruck, Credit analysis of patent and trademark royalty securitization: a rating agency perspective, April 17, 2005, <http://www.buildingipvalue.com/> 由Introduction 欄位點入

33 Hillery, supra note22 , at 19

34 Id. at 20-21

實績紀錄。

本證券為期10年，利息7.9%，由EMI Group Plc提供3千萬美元保證。Moody's評價為A。但在2004年3月，Moody's把此證券的評等由A降為BBB-，原因之一提供信用增強保證的EMI Group Plc在2000年至2003年間流失85%的價值，且盜版猖獗與唱片銷售蕭條都影響其信用評等。但Pullman則認為盜版的問題並非如此負面，事實上，技術的發展除提供可能侵權者新的手段，然而也會創造增加收入的新來源³⁵。

三、Shochiku Co., Ltd.

日本的Shochiku Co., Ltd是一家影片公司，在2002年將其48部暢銷影片中的34部影片播放權授予TV Tokyo Corp.。接著Shochiku公司將其向TV Tokyo Corp.收取播放前述影片的權利金，移轉給證券化的特殊目的公司（Special Purpose Company），再由特殊目的公司以此作擔保，向日本工業銀行籌資³⁶。

第三節 專利權證券化之案例介紹與分析

專利權利金證券化的案例仍然是智慧財產證券化案例最少者，且在美國現有的二件均屬藥品專利。

一、Yale University

Yale University在2000年以其向Bristol-Myers Squibb收取HIV醫藥Zerit專利權利金的權利，進行證券化籌得1億美元，作為專案資金（證券化所發行的證券總額為1億1千5百萬美元，但Yale取得1億美元）。Standard & Poor's的評等為A，主要理由是Yale University及Bristol-Myers都有很好的信用紀錄，且Zerit醫藥的銷售狀況也頗為樂觀。

但在2001年下半年Bristol-Myers為達成財務預測目標，將Zerit的所有資產組合以折價方式出售批發商，Zerit的銷售量在下一季便急遽下降，導致在2001

年第4季起權利金的收入不足以支應證券的本息，並在2002年11月起，因連續違約而應加速提前分期償還。而具承保此證券償付義務的ZC Specialty Insurance Co.為填補資金短缺，在2002年11月前共支出2千2百萬美元。Standard & Poor's也在2002年7月便將Bristol-Myers的信用評等由原來的AAA降為AA。Yale University是最終的贏家，因為1億美元早已落袋為安，且在證券化架構下，並不能以權利金短少為由，向Yale University主張追索權。Yale University亦無義務對Zerit的銷售量下降，負擔任何補償責任。因此，若Yale University未進行此項證券化，則前述權利金短少之風險與損失即由其承受³⁷。

二、Royalty Pharma 13項專利資產組合

Royalty Pharma在經歷前述教訓後，Royalty Pharma Finance Trust在2003年夏天以13項醫藥專利權利金的資產組合，進行證券化，籌得資金2億2千5百萬美元，Moody's及Standard & Poor都評等為AAA，主要因為是由MBIA Insurance Group提供信用增強的保證。

Standard & Poor並認為下列因素也是強項：

- （一）、已有權利金收入的醫藥其銷售量極佳；
- （二）、資產組合包含13種醫藥，具有多樣性；
- （三）、在證券化架構中包含信用增強；
- （四）、證券化法律架構足以保障交易安全。

在前述資產組合中，有9項醫藥專利已有五年權利金收入的紀錄，而其他4項醫藥，則必需經醫藥主管機關核可，才能產生權利金收入，但此四項未來收入加入資產組合的條件是必需通過評估測試，包括MBIA的書面同意³⁸。

三、Scalar Co.

Scalar是日本一家研發光學鏡片的公司，在2003年將其四項光學專利授權給Matsushita Electric Group旗下的Pin Change Co., Ltd.。Scalar公司再將該專利權移轉給證券化的特殊目的公司，由該特殊目的公司以前述專利權利金作擔保，發行債券籌資。

35 Id. at 22-26

36 Watanabe, supra note 28, at 3

37 Hillery, supra note 22, at 28-30; 36

38 Id. at 30-34

此為日本首宗專利證券化案例，但實際上是屬於政府部門介入操盤的試驗性質，因為真正經由證券化籌得的資金只有2億日元。由於智慧財產證券化的過程，需要支出昂貴的費用給參與的法律、財會、技術等專業人士，因此，在日本從損益相抵的觀點而言，進行證券化所計劃籌措的金額應達20億到100億日元，才符合證券化的規模額度。本案顯然未達前述標準，因此，屬於政策性操盤意味濃厚³⁹。

第六章、結論--先收購資產再證券化的新趨勢

智慧財產證券化目前雖然仍尚屬方興未艾之導入期階段，但在智慧財產證券化的最新實務發展趨勢上，卻已出現一值得注意的現象，負責設計第一件音樂著作權證券化David Bowie Bond的the Pullman group，及負責設計第一件醫藥專利證券化Yale University的Zerit專利之Royalty Pharma AG均開始為證券化而收購資產組合。似有再度引領時尚，開發另一新商業模式的意味。有鑒於以單一資產進行證券化存在之風險，the Pullman group積極向創作家收購收取權利金的權利，目的是為彙集充足的資產組合（portfolio），以便自行證券化。此種策略代表一種新的商業模式，且經由形成資產池可加強資產的多樣化，並降低權利金收入不如預期理想的風險⁴⁰。Royalty Pharma AG公司自1996年起即積極向醫藥的發明人、大學、製藥公司、生化公司收購醫藥專利權利金的權利。截至2004年3月該公司已累積14種不同的資產組合，甚至包含器官移植用藥的專利。該公司的策略是：取得此種資產權利，並加以證券化⁴¹。

Royalty Pharma並認為，由於此種證券化的成本相

當高，因此，交易的額度也必需具備一定的規模⁴²。此也意味著，唯有配備充足的資產組合，才可能成功。Bear Stearns公司的Ira Wagner也認為，不太可能由單一的大製藥公司以其專利來進行證券化，因為如此所耗費的成本，會比直接自行貸款還貴。至於小公司，則不容易在證券化中獲得較佳的信用評等。因此，未來可能的發展趨勢，將不會是製藥公司以其專利來進行證券化，而是將此資產出售給Royalty Pharma此類公司，由其形成資產組合，再進行證券化⁴³。

Royalty Pharma收購此類資產組合的考量因素包括：

- （一）、必需是基礎穩固的製藥公司；
- （二）、生化基礎的醫藥（biologic-based drugs）；
- （三）、該醫藥的使用量必需有廣大市場；
- （四）、該醫藥的市場佔有率必需為前二名，最好是獨占市場⁴⁴。但此項要件是否存在違反競爭法之潛在風險，則必須進一步審慎評估。

Royalty Pharma收購此類資產時，會進行嚴格的實質查核（due diligence），若專利的有效性有質疑或有正在進行中的訴訟糾紛，則將之剔除。

由前述智慧財產證券化之發展可知，權利金之資產品質愈佳，愈適合作為證券化之基礎資產，因此，授權人應在授權時，對被授權人之信用狀況、授權產品在市場之競爭力等與違約風險息息相關因素，嚴加評估審核，如此不僅可有效降低授權違約之風險，確保權利金收入，亦可為進一步證券化奠定良好基礎。尤其，在前述先收購權利金資產，再進行證券化之最新發展趨勢，權利金的品質將受到嚴格之客觀專業檢驗。品質不佳或屬高風險者，將無法被納入適格之證券化基礎資產。

39 Watanabe, supra note 28, at 3;5-6

40 Hillery, supra note 22, at 25

41 Id. at 27

42 Id. at 39

43 Id. at 38

44 Id. at 33