

專利證券化之展望

陳豐年*、陳志遠**

摘要

專利證券化近來已成為新興的高科技公司籌資重要管道，本文乃綜整分析目前該制度之優劣得失，並嘗試勾勒出該機制未來之遠景。不可否認的，此制度固然具有增加流動性、改善資產負債比率及取得較低成本資金等優點，但專利鑑價方式尚無共識、法律風險過高、技術落後風險難測、現金流量不穩等等，皆對此制度未來發展產生陰霾。展望未來，本文對該制度之發展於短期內持相對消極看法，但臺灣主管機關與業者仍有可努力空間。

關鍵字：專利權、證券化、特殊目的機構、專利鑑價、信用增強、專利權組合、Zerit

收稿日：100年12月30日

* 國立政治大學法律研究所博士、臺灣板橋地方法院檢察署檢察官，曾任萬國法律事務所執業律師。

** 國立臺灣大學材料科學暨工程學研究所博士，現為經濟部智慧財產局專利助理審查官。

壹、前言

專利證券化乃近年來新興之金融創新現象¹，更是各高科技公司藉以取得較廉價資本之新興管道。蓋將原本資產負債表上流動性甚低之專利權透過新興財務工程技術加以群組化（pooling），使之成為流動性極強之金融市場證券，不但可迅速享有回收研發投資成本之益處，更具有美化帳面之好處。然而，專利權鑑價方式目前尚未形成共識、專利侵權現象越趨激烈、法律風險過高等負面因素也在證券化專利權道路上形成一道看似難以跨越之鴻溝。究竟目前為止專利證券化之發展現狀如何？此制度發展迄今之優缺點為何？此制度未來又將何去何從？均為本文試圖回答之問題。以下，本文將先簡述專利證券化機制，並依此分析該制度之利弊得失，接著指出截至目前為止各界對此制度之正反兩面看法。最後，再提出本文對專利證券化未來發展願景之意見，供讀者參酌。

貳、專利證券化概觀

所謂證券化（securitization），係指將資產或債權轉換為證券型態加以銷售，使之具有流動性、市場性之金融創新現象²。從技術層面而言，就是創始機構（originators）將資產或債權所產生現金流量（cash flow）

¹ 專利證券化源於智慧財產權證券化，最早之案例為 1997 年英國搖滾樂歌手大衛鮑伊（David Bowie）將音樂著作之授權契約在美國發行「Bowie 證券」，藉此獲得美金 5,500 萬元。而專利證券化初期多發生於電影工業、音樂領域，近來醫藥領域則逐漸有日漸蓬勃之趨勢。而電影工業中眾人看好的強檔電影，則往往因為擁有預期穩定之現金流入量而顯得極易證券化；反之，不被看好的電影則因較為悲觀之現金流量而乏人問津。質言之，此種全有全無（all or nothing）之現象呈現對數正態分配狀態（log normal distribution），值得注意。David Edwards, *Patents Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class* 3 (2000) available at www.securitization.net/pdf/gerling_new_0302.pdf(last visited: 2011.09.19).

² 陳豐年，「巨災債券之法規架構及其相關監理問題之研究」，國立政治大學風險管理暨保險學研究所碩士論文，頁 23，2003 年。

利用信用增強 (credit enhancement) 方式加以群組化，藉以發行證券出售給有興趣之投資人³。其要件有下列五項：第一，破產風險分離 (bankruptcy remote)：使投資者預計收益之現金流量不會受到企業信用風險干預⁴；第二，成立特殊目的機構 (Special Purpose Vehicle, SPV)：移轉欲證券化之金融資產給 SPV，形成真正買賣；第三，設置回收管理體系 (Servicer)；第四，選擇最適當的資金調度方式；第五，分析證券化下各種可能風險，例如信用風險、匯率風險、流動性風險、法律風險、稅務風險等等，並對之進行避險。同時對證券化商品送請合格信用評等機構進行信用評等 (rating)⁵。將此證券化架構套用於專利權領域時⁶，進而對渠等未來所產生現金流量加以證券化，就是專利證券化。以下本文先對此概念詳加解析，俾作為嗣後論述之基礎。

一、專利證券化基礎架構

簡言之，專利證券化屬於專利權產生資金方式之一⁷，亦即將專利權

³ 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，「金融資產證券化之理論與實務」，頁 1-3，2006 年修訂版。

⁴ 理由是傳統募資方式未將公司所面臨風險與公司負債 (debt)、權益 (equity) 區隔，一旦公司遭遇財務困難或破產時，公司債權人介入求償將影響投資人權益。James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, *Analyzing the Economic Benefits of Securitized Credit*, 1 J. Applied Corp. Fin. 32, 32 (1992).

⁵ 王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同註 3，頁 1-3、1-4。

⁶ 此牽涉到究竟專利證券化標的為何之爭議。從定義上而言，能產生現金流量的資產均足以作為證券化標的。循此而論，適合作為證券化標的者應包含專利權及因授權契約所產生之權利金權益。至於具體個案上究竟何者被「證券化」，尚須視具體個案而定，無法一概而論。可能有專利權本身、權利金收取權，甚至包含授權契約（須被授權人同意）者不一而足，附此說明。馮浩庭，「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，頁 138、139，2004 年。

⁷ 實務上有三種專利權產生資金方式：第一，專利權之商品化：亦即將透過製造、販賣、讓與或授權方式利用專利權；第二，專利權一般融資：簡言之，即以專利權當作擔保品透過金融機構授信貸款管道取得資金。方式可以包含設質與抵押；第三，即此處專利證券化。謝祖松，「智慧財產權證券化——從『Bowie 證券』之發行談起」，臺北大學法學論叢，第 58 期，頁 10-17，2006 年 6 月。

現在或未來所產生之權利金 (royalty) 現金流量，透過財務金融技術轉化為可交易之證券。如同其他金融資產證券⁸一般，在專利證券化場合亦設有 SPV 用以匯集、管理專利權產生之現金流量並隔離破產風險。

從證券化過程觀察，整個流程大致如下⁹：第一，創設機關內部先行分析證券化目的與可行性；第二，聘請相關專家參與研討分析資料並提供意見；第三，進行正當查核程序，確保證券化標的之妥適性；第四，設立 SPV 並進行真實銷售以移轉專利權等標的¹⁰；第五，對證券進行信用增強程序與流動性支持 (liquidity facility)¹¹；第六，進行證券信用評等 (credit rating)、增強 (credit enhancement)、證券發行與銷售；第七，SPV 將約定之證券發行收入部分交付予創始機關；第八，給付予投資人到期本息。

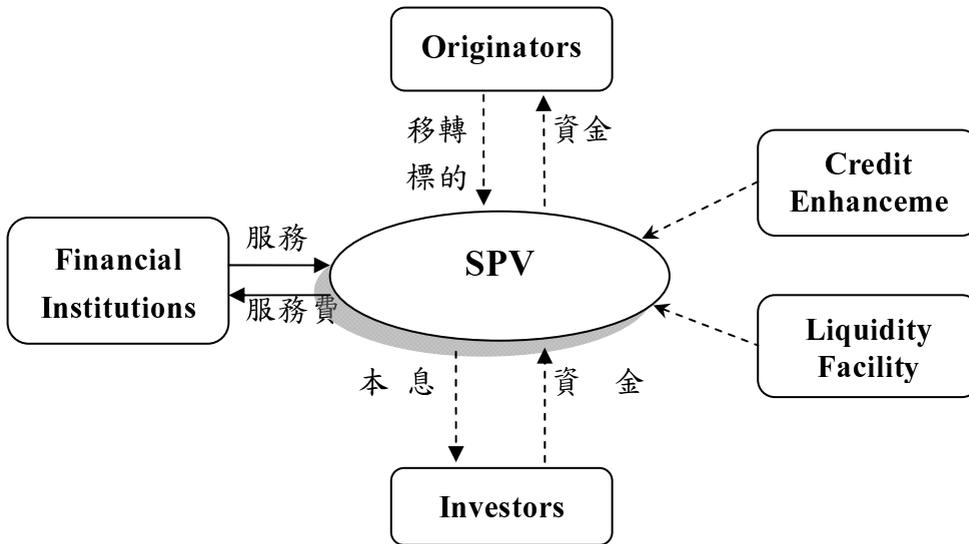
⁸ 亦有稱之為架構式融資 (structured financing) 者。王文宇、黃金澤、邱榮輝合著，同註 3，頁 2-4。

⁹ 馮浩庭，同註 6，頁 87。

¹⁰ 此處真實買賣在美國破產法上誠為一大爭點，蓋依據該法第 541 條規定，經真實買賣之資產將可對抗創始機構之債權人或破產管理人。此要件可用以檢視資產是否有效地自創始機構移轉至 SPV。謝祖松，同註 7，頁 113。

¹¹ 所謂流動性支撐係指為免權利金流入資產池時點不能配合證券支付本息時點，導致資產池暫時流動性不足現象，需安排信用優良之銀行提供信用以補強此等流動性暫時短缺現象。

上述看似複雜流程可簡化為下列架構圖：



圖一 專利證券化架構簡圖

二、專利證券化之優缺點解析

從成本效益分析觀點，專利權人或被授權人是否選擇進行專利證券化並無絕對標準答案，毋寧須考量因此所產生之利弊並加以權衡輕重後，方能獲致結論。職是，釐清何者為專利證券化之益處、何者又為弊端，即為重要之事項。因之，本文以下即提出截至目前為止學理上所論及之優缺點，以資參考¹²：

(一) 提昇專利權流動性

可將流動性低的專利權資產轉換成為流動性高的金融證券商品。

¹² 武仁，「專案組合證券化模式在智慧財產證券化之應用——以流行音樂證券化為例」，國立政治大學智慧財產研究所碩士論文，頁 23-24，2005 年 6 月。

(二) 改善創始機構 (originator) 資產負債比率

一旦創始機構就專利權加以證券化即可獲取可觀之現金，從而美化創始機構財務報表之資產負債比率。

(三) 取得較低成本之資金

由於專利權證券均經前述信用增強程序，從而理論上該證券之信用評等應高過創始機構本身。職是，創始機構可藉此取得較廉價之資金。

(四) 提昇創始機構資本報酬率

因為創始機構將專利權等證券化標的移轉予 SPV 藉此獲取現金，從而若渠為金融機構而有資本適足率 (capital adequacy) 要求時，前述因證券化所挹注之現金當對滿足該要求有莫大幫助；縱使創始機構非為金融機構，利用未來現金流量作為擔保提前變現收取現金，亦可抒解創始機構資金周轉壓力。

相對的，專利證券化同時具有下列缺點，不容忽視¹³：

(一) 市場接受度風險

質言之，即對於證券化標的之專利權市場接受度為何，於鑑價人員多僅能依靠臆測或經驗加以推斷，從而不確定性甚高而為人詬病。此等情形在沒有任何交易或使用實施歷史紀錄的嶄新專利時尤為嚴重¹⁴。

¹³ 馮浩庭，同註 6，頁 160、161。

¹⁴ 惟此種狀況可藉由債信優良之第三人提供保證以降低違約風險。

(二) 技術落後風險

技術落後風險指專利權保護之技術可能被未來嶄新科技超越或取代之風險。如此一來，原本專利權價值及未來可能產生收益無疑將大打折扣。舉例而言，傳統映像管螢幕有體積大、解析度不佳、耗電量高等缺點，早已被現代 LCD 液晶螢幕所取代，即為適例。當然，如果能縮短交易期間、建立品牌忠誠度及拉高進入產業門檻，則可降低此種風險¹⁵。

(三) 債務不履行風險

亦即專利被授權人未依約給付授權金之風險。此時將影響到發行之專利證券本息是否能即時清償。職是之故，若專利權人能授權給債信優良之被授權人，則應可大幅降低債務不履行風險。

(四) 授權人或服務機構違約風險

在授權人負有提供繼續給付義務之授權契約情形，例如授權人須提供嗣後技術支援與協助產品開發者，苟授權人日後未履行此等義務時，被授權人可能拒絕繼續支付權利金甚或選擇行使契約解除權，進而導致權利金現金流量枯竭之風險；再者，假若服務機構未按時收取權利金，亦將阻礙現金流量之穩定流入。凡此種種，即為授權人或服務機構違約風險。

¹⁵ 馮浩庭，同註 6，頁 166。

(五) 法律風險¹⁶

此毋寧為重要之專利權證券風險類型，而此等風險又有諸多不同態樣，例如專利權遭受舉發撤銷、侵權或專利權人破產、專利技術所製造之產品對消費者造成損害之法律責任等等，均為適例。尤其，因產品責任訴訟所滋生之龐大法律費用，恐將對專利權之價值造成巨大負面影響，不可不慎。

三、專利證券化之成敗關鍵因素

義大利學者 Cristina Odasso 與 Elisa Ughetto 研究數個證券化案例後指出：證券之市場潛力、競爭激烈程度、系爭專利之預期市場生命週期，均可左右證券化後權利金現金流量是否足以支付發行成本與債券本息。此外，較高的專利權涵蓋範圍、品質、創新度、技術重要性皆是有效降低技術落後風險之關鍵所在。凡此種種，均足以影響專利證券化之成敗¹⁷，應予注意。

¹⁶ 茲附言者，此等法律風險雖可藉由專利保險 (patent insurance) 加以分散，但實務上專利保險卻因下列因素而無法發揮應有效用：1. 對企業而言使用專利保險之成本過於昂貴：根據統計資料顯示，美國專利保險市場平均保險費約為美金 13,000 元，對企業而言不可謂非為沈重負擔；2. 保險人難對等風險進行精算定價：理由是，保險制度基本原理乃利用大數法則 (principle of large numbers) 分散具體個別被保險人所面臨之風險。而如何釐定保險費率則須仰賴對以往損失之歷史統計資料。然而，專利侵權訴訟成本不但難以事前預估，且由於專利權內容絕大多數涉及嶄新的技術，並無任何歷史資料可供歸納、分析，導致保險人往往無法精確釐定保險費率，從而傾向於拒絕承保抑或提高保險費率。J. Rodrigo Fuentes, *Patent Insurance: Toward A More Affordable, Mandatory Scheme?*, 10 Colum. Sci & Tech. L. Rev. 267, 283-289 (2009).

¹⁷ Cristina Odasso & Elisa Ughetto, *Patent Backed Securities in Pharmaceuticals: What determines Success or Failure?* 28 (2008) available at http://www.epip.eu/conferences/epip04/files/UGHETTO_Elisa.pdf (last visited: 2011.12.10).

四、重要案例舉隅：美國耶魯大學（Yale University）Zerit®證券化

Royalty Pharma 於 2000 年與美國耶魯大學締結購買並證券化 AIDS 治療專利 Zerit 之權利金現金流量，即為專利證券化之著名案例，值得一提¹⁸。起先，耶魯大學於 1985 年因發現對抗 HIV 病毒新藥 d4T 而獲得相關專利權。數年後，耶魯大學將該專利專屬授權予 Bristol Myers Squibb 進行研發。嗣後，Bristol Myers Squibb（BMS）研發出 Zerit®，並於 1994 年獲得美國食品藥物管理局（U.S. Food and Drug Administration, FDA）核准上市。耶魯大學擁有該專利權且可獲得七成權利金，而剩餘之三成權利金則歸屬於另兩位投資者。接著，屬於耶魯大學之權利金現金流量被出售予 Royalty Pharma，後者為籌措價金而設立 SPV 信託機構——BioPharma Royalty Trust（BRT）。BRT 總計發行美金 115,000,000 元債券與股份，同時藉由銷售藥物權利金之槓桿獲得 6 年期貸款，作為購買該專利權之部分財源，其餘高達美金 1,469 萬元之資金缺口則由三位信託股東——Royalty Pharma、BancBoston Capital、Yale University——加以填補。除信託股份外，耶魯大學額外獲得 100 萬美金收入，並以之作為建造醫學研究大樓之資金¹⁹。

基於 BMS 先前優良信用評等及 Zerit®銷售前景，標準普爾信用評等

¹⁸ 其實，世界藥品市場銷售潛力相當驚人：據估計藥品權利金每年大約有 3 兆美金，而握有此等權利金收取權之實體包括個人、大藥廠、公共機構、小型生技公司及個人投資者。基於此等潛力暨權利金收取權者對大量資金需求孔急，藥品權利金證券化因此被認為是一種重要融資工具。Malcolm S. Dorris, *The Securitization of drug royalties: a new elixir?* 79, 80 (2003) available at http://www.dechert.com/library/Securitization%20of%20Drug%20Royalties_Dorris-2003.pdf (last visited: 2011.09.27).

¹⁹ Cristina Odasso & Elisa Ughetto, *Patent backed securities in pharmaceuticals: what determines success or failure?* 7-9 (2008) available at www.epip.eu/conferences/epip04/files/UGHETTO_Elisa.pdf (last visited: 2011.09.21).

公司 (Standard & Poor's) 給予該交易 A 等級評價。至 1999 年時，Zerit®銷售金額已經達到六億零五百萬美元。自 1997 年起迄於 1999 年止，每年平均有 26%成長率。而專利授權契約則產生美金 4,160 萬元權利金收入。職是，標準普爾信用評等公司甚至認為 BRT 係「未來交易之楷模」(model for future deals going forward)。不幸地，在嗣後年度 Zerit®被忽略而導致收入現金流量遠遠不如預期²⁰。在 2001 年下半年度，BMS 開始折讓出售所有 Zerit®專利組合，藉以達成公司財務績效。至 2002 年，Zerit®銷售額驟然降至美金 443 萬元。因此，雖然現金流量在之前期間維持相當高額，但扣除債券管理成本所剩餘現金流量於給付市場行銷成本後即所剩無幾，不足以支付後端債券投資者。也因此，於 2002 年 BMS 被迫從 AAA 等級降為 AA 等級。時至 2002 年 11 月，當 BRT 被迫提早攤銷時此交易確定失敗。

²⁰ Malcolm S. Dorris, *supra* note 18, pp. 80-83.此乃因藥品專利證券化相較於其餘資產基礎證券，另面臨特有之監理機關與法令對藥品評價不確定性風險、複雜且昂貴的 Due Diligence 程序、技術過時風險，以及特有之破產風險。詳言之，由於權利金收入係奠基於系爭專利藥品，任何對於系爭藥品相關監理法令之變更—諸如製造、行銷、販售系爭藥品，均將對該權利金收入產生巨大衝擊。舉例而言，美國藥物食品管理局 (Food and Drug Administration, FDA) 於藥品發生上市後發現先前未發現問題時，可要求藥廠將全部流通市面問題藥品回收下架；藥商更有可能因此面臨求償金額龐大之產品責任訴訟。美國惠氏大藥廠 (Wyeth) 之減肥藥物 Redux、Pondimin 引發使用者心臟瓣膜問題，被迫下架回收，最終並與消費者以 37 億美金達成和解，即為適例。另外，面對日新月異之醫學與製藥技術，縱使系爭專利化藥品銷售績效持續成長，卻也非未來繼續獲利之保證。而若藥品係由聲譽卓著之藥商所製造，抑或藥品具有多功能用途時，此等過時風險即可大幅減少。其次，Due Diligence 程序須審查專利授權契約實質內容—如誰負責維護專利權、誰負責執行專利權、專利範圍等等。而審查範圍可能包含：專利審查機關曾作出可能對專利範圍有負面影響之決定、研究相關專利侵權之公開資料等等，足見其複雜、專業性。再者，由於專利藥品證券化之 SPV 並非一定擁有專利權，而可能僅有或有收取權 (contingent payment rights) 或其他利益，此將對授權契約各造破產風險產生深遠影響。

參、專利證券化之展望

承前所述，目前各界對專利證券化未來前景看法兩極，有持樂觀正面看法者，亦有懷悲觀消極看法者，渠等理由可分析如下：

一、對專利證券化發展悲觀看法

目前為止，專利證券化前景仍有諸多不利因素存在，致使其蒙上發展之陰影，諸如專利權鑑價困難、侵權現象猖獗、智慧財產權保護法制尚未成熟、創始機構內部組織問題及投資人對專利權不熟悉等等障礙。析言之：

（一）專利權鑑價之困難度

詳言之，截至目前為止，國際間尚未發展出一套公認而完整之鑑價制度，主要原因在於決定專利權價值須考量之因素極多，復亦存在許多無法量化變數所致。舉凡創新程度、專利權範圍、授權範圍、生產成本、技術更新速度、授權條件等，再再影響系爭專利權是否及如何被鑑價。

雖專利權鑑價存在前開種種困難，然一般認為研發投資、市場接受度及技術應用範圍此三要項卻是專利權鑑價主要核心評估事項²¹。換言之，專利權市場價值除考量當初研發時所投入之成本外，系爭專利權實施後商品化結果究竟市場接受度如何，往往才是該權利市場價值決定之關鍵所在。蓋被授權者能從該專利商品獲取多少銷售利潤，往往才是渠等考量決定是否接受該鑑價之決

²¹ 崔宛如，「專利證券化之可行性分析」，國立臺灣大學財務金融研究所碩士論文，頁8，2004年7月。

定性標準。再者，苟該專利權不僅僅可應用於單一面向，甚至可擴充或轉移為其他層面之應用時，其等經濟價值自然較應用範圍較窄者為高²²。倘若以簡單數學式表示前揭重要鑑價因素間關係，可寫為：

專利價值 (value) = 研發投資成本 (R) + 市場接受度 (M) + 技術應用範圍 (I)

迄今，專利權鑑價方式莫約有歷史研發成本法 (Historical Cost Method)、經驗法則 (Rules of Thumb)、利潤法 (Profit Method)、市場比較法、淨現值法 (Discounted Cash Flow Method)、實質選擇權法 (Real Option Approach) 及未來權利金法 (Updated Future Royalty Method) 等方法²³。而實務上為避免單一鑑價法考量面向過窄而不精確，通常綜合前揭數種方式加以鑑價。話雖如此，但迄今仍未形成各界均能接受而無爭議之鑑價準則可供參酌，肇致鑑價結果往往備受質疑，進而減少投資人購買專利權證券之意願。

²² 范博政，「技術知識商品交易模式之研究：以專利授權為例」，國立清華大學科技管理研究所，頁 35，2002 年 6 月。

²³ 崔宛如，同註 21，頁 9-18。簡言之，歷史研發成本法以所有研發系爭專利之成本、申請及維護費用總和作為專利價值。優點在於簡單易懂，然而顯然忽略價值與成本並無必然關係此點；經驗法則以過往技術占產品銷售利潤比例（技術貢獻度）反推專利售價。缺陷在於：過往經驗不一定可用以預測將來；利潤法以產品上市後專利有效期間依不同比例計算分配利潤總和決定專利價值。惟該法忽略產業間差異與風險性；市場比較法乃以市場中類似專利為比較對象，再考量兩者權利內涵不同處而加以調整後算得本件專利價值。然而倘該技術為嶄新技術時，即陷於無對象可比較之窘境；淨現值法即將系爭專利權未來可能獲得之經濟利益折現後加總，即可得出專利權價值。然而折現利率經常變動不一，且此法忽略計畫決策彈性；實質選擇權法即將專利權視為被授權者所取得之一種「實質上選擇權」，進而套用選擇權定價模式計算專利權現值。缺點是：此法過於複雜且需龐大資料庫；未來權利金法則將潛在經濟效益、不確定性風險、技術變化風險等因素，以動態方式計算而得專利權價值。

(二) 專利證券化下現金流量不足

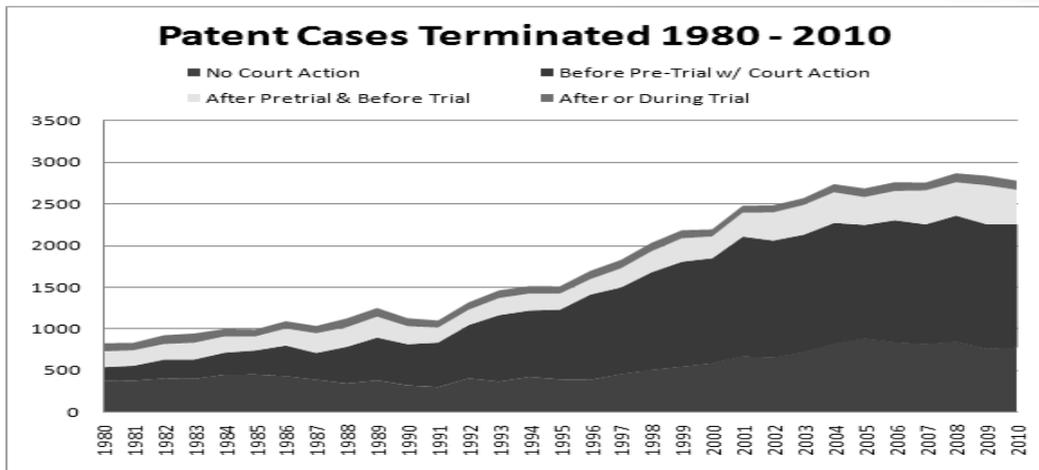
由於權利金給付方式迥異於其他證券化產品，專利證券化之現金流量往往產生不足之現象，為此新興衍生性金融商品前途帶來陰霾。理由是，專利授權權利金極可能是依照被授權人銷售量特定比例加以計算，而非如汽車貸款、信用卡貸款或房屋貸款等具有穩定現金流量者²⁴。抑有進者，專利權遭舉發撤銷等等法律風險將對現金流量帶來毀滅性威脅，更令證券化所依賴之現金流量處於危殆不安狀態。舉例而言，前述耶魯大學 Zerit 乙案原本權利金收入之現金流量應頗為樂觀，詎於 2001 年第 3 季銷售量急速下滑，至同年第 4 季因權利金不足以支付本息而使債券遭降等為 AA，即為適例²⁵。

(三) 專利侵權現象日益猖獗

隨著知識經濟時代來臨，專利權之實施與權利金已蔚然成為世界主要企業之獲利來源，同時伴隨而來的是專利權侵權現象之日益嚴重。以專利權最為發達之美國為例，下圖顯示該國於 1980 年至 2010 年 30 年間終結之專利案件數量與終結方式。該圖顯示美國於 1980 年終結之專利案件約 800 件之譜，於 2010 年則激增至 2,700 件，其增幅高達 237.5%。抑有進者，此圖僅顯示經通報予統計機關者，遑論尚有眾多未經通報之專利侵權「黑數」，可見此等問題嚴重性之一斑。也因此，原本應由投資人享有而未收取之潛在權利金即因此喪失，阻礙投資人投資意願。

²⁴ 謝祖松，同註 7，頁 45、46。

²⁵ John S. Hillery, *Securitization of Intellectual Property: Recent Trends From the United States* 30 (2004) <http://www.pdfio.com/k-49531.html> (last visited: 2011.12.28).



Sources: IP Watchdog, Patent Litigation Statistics: 1980-2010 (2011) available at <http://ipwatchdog.com/2011/08/02/patent-litigation-statistics-1980-2010/id=17995> (last visited: 2011.12.08).

圖二 1980 年至 2010 年間美國專利案件終結數量與方式示意圖

(四) 智慧財產權保護法制充滿不確定性

加拿大學者 Howard Knopf 指出，現代西方採行普通法制度國家普遍均面臨法體系在此領域所產生之不確定性，從而造成推行專利證券化之障礙²⁶。易言之，美國聯邦與各州法規對於智慧財產權事務規定彼此間頗有矛盾，甚至對於證券化極為重要之破產法管轄權限歸屬，亦有相互矛盾重疊之處²⁷。即便屬於單一國家之英國，亦面臨相同難題；澳洲與紐西蘭也有相同問題存在²⁸。而在加拿大智慧財產權是歸聯邦政府管轄者，但僅及於最低限度之規範，諸如智慧財產權所有、移轉、授權等，未見有直接、明文處

²⁶ Howard P. Knopf, Security Interests in Intellectual Property: An International Comparative Approach 11-13 (9th annual Fordham Intellectual Property Law and Policy Conference 2001) available at <http://www.ulcc.ca/en/cls/security-interests.pdf> (last visited: 2011.12.08).

²⁷ *Id.* at 12.

²⁸ *Id.*

理智慧財產權證券化相關規範²⁹；然而，加拿大個人財產證券法（Personal Property Security Act, PPSA）雖可用以處理無形的個人財產證券，但是PPSA卻又未有關於智慧財產權之明文規定。

（五）創始機構內部組織問題

創始機構內部組織設計亦可能阻礙機構通往專利證券化之道路。質言之，倘若組織內部架構無法為證券化專利權而進行整合，導致各部門各行其是時，創始機構將難以將所擁有之專利權進行證券化。舉例而言，若創始機構內部法務人員僅負責申請、維持與執行專利權，研發部門則集中研發新技術，而會計部門也只負責製作、保管專利權時，專利證券化將無法迅速有效地實現³⁰。尤其，倘創始機構之高階經理人忽視前揭專利證券化所可能為公司帶來之潛在財務利益時，則專利證券化之經濟效益將無法充分發揮。

（六）投資人對專利權不熟悉

由於專利權證券涉及領域頗為廣泛，包含法律、財務、高科技、企業經營等等層面，導致專利權證券投資人如欲評估投資標的具備何種價值，尚須具備相關專業領域知識，無形中形成投資人之進入門檻，也某程度抑制了專利權證券市場之發展。

二、對專利證券化發展樂觀看法

反面而言，亦不乏有對專利證券化未來抱持樂觀看法者。其等持正面看法之理由如下：

²⁹ *Id.*

³⁰ 馮浩庭，同註6，頁170。

(一) 該制度對專利權人仍具誘因³¹

若專利權人為公司組織時，證券化可使交易從資產負債表中剔除 (off-balance sheet transaction)³²，對公司組織極具誘因。蓋擁有專利權之公司表面上雖將專利權出售予 SPV，從而可將嗣後相關交易摒除於資產負債表之列，惟實質上仍對 SPV 擁有控制權。雖然歷經安隆案後美國財務會計準則委員會 (Financial Accounting Standards Board, FASB) 已經頒布新財務會計準則，強制任何持有 SPV 有表決權股份超過 10% 之投資者，須於資產負債表上揭露投資該信託之情形³³。惟實務運作情形卻不如該委員會之預期。亦即諸多投資者均控制持有有表決權股份比例，使之不超過規定上限，藉以規避強制揭露規定。

再者，經由證券化所創造出之長期穩定利息現金流出量，亦使專利權人便於預測並調度公司資金，有利於公司營運。換言之，透過前揭專利證券化簡介可知，在此過程中由於 SPV 已向投資人發行債券，故原專利權人須於特定期間支付固定金額之利息，藉以透過特約目的機構滿足債券約定利息。如此一來，原專利權人可清楚預見將來所需現金流出量，有利於公司現金調度作業，且亦可成功地將原本流動性較弱之專利權轉化為流動性較強之資產³⁴。尤其，生技製藥產業製造生產流程均需經過嚴密管制過

³¹ Aleksandar Nikolic, *Securitization of Patents and Its Continued Viability in Light of the Current Economic Conditions*, 19 Alb. L. J. Sci. & Tech. 393, pp. 408-11 (2009).

³² See Robert C. Pozen, *How to Revive Securitization Markets*, Wall St. J. A11, A11 (2008).

³³ *Id.*

³⁴ David Edwards, *supra* note 1, at 4.

程，並且需提出複雜冗長的研發計畫，是以在龐大且長期之資金需求壓力下，專利證券化對此一產業特別具有吸引力。

此外，專利證券化亦可填補原專利權人製造與研發專利產品所需資金缺口。一般而言，專利權人雖擁有專利權，然而倘渠非資金雄厚之公司，於商品化過程時往往面臨資金不足之窘境。而證券化專利權可同時提供投資者穩定而長期現金流，形成對投資者強烈誘因。一旦投資者向 SPV 購買債券，則原專利權人即可提早獲得大批資金進行商品化程序，從而形成原專利權人與投資者雙贏之局面³⁵。抑有進者，證券化專利權亦可作為公司收購工具（acquisition tool）加以運用。亦即收購者可以被收購公司之專利權擔保發行債券，達成槓桿收購（leveraged buyout）之目的³⁶。

另專利證券化之監理機制暨周邊制度日臻成熟，亦是對專利證券化市場未來樂觀之主因³⁷。理由是，在監理制度與配套措施尚未成熟之證券化市場下，資訊並未達透明公開程度且流動性亦相對薄弱，肇致對投資者吸引力大為減少。截至目前為止，市場上已出現數家可提供協助專利權人證券化之輔助機構³⁸。透過此等中介機構，原專利權人與投資者可較輕易地獲得相關交易、融資與專利權組合、風險等資訊，有利於原專利權人包裝、評價手中所

³⁵ Aleksandar Nikolic, *supra* note 31, at 409.

³⁶ David Edwards, *supra* note 1, at 4.

³⁷ Alexander K. Arrow, *Managing IP Financial Assets: Principles From the Securities Market*, in *FROM IDEAS TO ASSETS: INVESTING WISELY IN INTELLECTUAL PROPERTY* 111, 117 (BRUCE BERMAN ed., 2002).

³⁸ NexCen Brands Inc. is a good example. See *NexCen Brands Inc.*, available at www.nexcenbrands.com (last visited: 2011.09.15).

有之專利權，同時投資者評估投資之流動性、法律等風險亦因此轉趨容易。此外，尚有專利授權之代理人（licensing agents）與經紀人（brokers）從中媒介、撮合專利權潛在買賣雙方，藉以促進專利授權市場之效率，此亦便利原專利權人能擁有權利金（royalty）之現金流量。而線上智慧財產權（或技術）交換、公佈欄（bulletin board）、創意入口（innovation portal）更是為專利權買賣交易挹注大量便利資訊³⁹。近來，Ocean Tomo 等公司已建立專利股價指數⁴⁰，企圖藉此反應數家上市公司之專利品質。總之，目前為止發展出之周邊制度已適時供給適當土壤，給予專利證券化發展之適恰環境。另外，在多年發展後，從事專利證券化領域人員規模逐漸有增加且越趨專業化之現象，諸如 Pullman Group 與 Universal Credit Corp.等集團紛紛成立，均有助於專利證券化之發展。

（二）專利權組合（patent portfolios）可降低投資者風險

透過專利權組合將數種專利權組合成為另一全新投資標的，可大幅降低僅投資單一專利權之風險（diversification），此乃專利證券化對投資者另一強烈誘因。易言之，由於市場對技術需求之預測相當困難、新知識技術研發之日新月異、專利權遭舉發撤銷風險等等，僅投資單一專利權於實務上風險過鉅，誠非投資者所喜好者。前揭耶魯大學 HIV 新藥 Zerit 失敗理由之一，即因證券化之專利僅有一個而非一組⁴¹。倘若專利權人同時擁有數項相關專利

³⁹ Raymond Millien & Ron Laurie, *A Survey of Established & Emerging IP Business Models*, 9 Sedona Conf. J. 77, 82 (2008).

⁴⁰ If interested, please visit the company's website: <http://www.oceantomo.com>

⁴¹ John S. Hillery, *supra* note 25, at 31.

權，則可大幅提昇擺脫絕大多數競爭者窮追猛打機會，連帶地鞏固專利權人於市場中攻擊與防禦地位⁴²。基此，投資者亦因投資風險大幅下降而轉趨興趣盎然。

然不可諱言者，高度專業之專利權組合鑑價恐成為阻礙專利證券化發展之主要元兇。首先，正如一般認為 2008 年金融海嘯主因——債權擔保債務（collateralized debt obligations, CDOs）難以計價，專利權遭舉發撤銷之潛在危險、遭侵害及損害賠償額如何計算、專利技術過時風險（obsolescence）及缺乏對系爭專利權需求之可能等等，在在阻礙專利證券化之計價。在價值無法精確認定之下，投資人自然對證券化產品裹足不前。其次，除令投資市場有所瞻顧外，無法精確鑑價同時亦對公司間專利策略聯盟、稅賦、移轉計價、會計作業、擔保融資、政府監理模式等產生重大衝擊，間接抑制專利證券化之進展，不容小覷。

更重要者，透過原專利權人將其專利權出售予 SPV 方式，成功地割裂該專利權與原專利權人間關係，使專利權歸入 SPV，間接令投資者可純粹投資於特定專利權，阻絕其投資面臨原專利權人企業管理不佳風險暨作業風險（operational risk）。蓋投資者出資購買者並非原專利權人發行之股份，毋寧是藉由 SPV 所發行之債券，俾以享有相對穩定之權利金現金流量。

⁴² Sivaramjani Thambisetty, *Patents as Credence Goods*, 27 Oxford J. Legal Stud. 707, 731-732 (2007).

肆、本文見解 —— 代結論

對於專利權證券化之未來，本文在可預見的短期內持相對消極看法⁴³。第一、誠如前述，專利權鑑價方式種類繁雜而未定於一尊，而各種鑑價方式又具本質上優缺點，投資人與鑑價機關難有共識。雖然現今財務工程界正努力積極研發更為精準鑑價公式，但諸多鑑價公式變數均或多或少涉及對未來科技發展水準預測，難以精準。第二、法律風險及侵權金額有逐漸拉昇之趨勢，亦足以使投資人裹足不前。再者，雖然經過信用增強過程可取得較間接金融成本為低之資金，但基於查核高度複雜之專利權所進行之正當查核程序所費不貲，相對地抵銷創始機構發行證券誘因。第三、缺乏證券次級市場及標準化作業流程，使專利權證券處於相對幼稚未成熟階段。也因此增加投資人與創設機關之交易成本而使交易產生窒礙。第四、創設機關規模與專利權證券發行誘因亦呈現相互矛盾情形，亦形成此制度障礙。詳言之，雖然將專利證券化可以提高流動性與回填相當研發成本。弔詭的是，擁有技術但缺乏資金的中小型企業雖有證券化專利權之需求，但因為發行證券所需要查核程序與服務機關成本相當高昂，渠等通常難以負擔；然而，大型跨國高科技公司雖資金雄厚而可負擔前開成本，但卻因其等信用程度較佳且融資管道較多而無證券化需求，形成「有需求者負擔不起，可以負擔者卻無需求」之怪異現象⁴⁴。第五、現階段因全球經歷 2008 年金融海嘯，複雜難解之結構性融

⁴³ See Elliot A. Fishman, *Securitization of IP Royalty Streams: Assessing the Landscape 7* (2003) available at http://www.astrinacapital.com/images/e_fishman_securing_IP.pdf (last visited:2011.12.10).

⁴⁴ Cristina Odasso & Mario Calderini, *Intellectual Property Portfolio Securitization: An Evidence Based Analysis 29* (Copenhagen Business School's Summer Conference Paper, 2009) available at <http://www2.druid.dk/conferences/viewpaper.php?id=5618&cf=32> (last visited: 2011.12.10).

資 (structured finance) 幾已成為各界公認元兇之一⁴⁵，從而加強對此種金融商品之監理已成為全球金融監理界共識。在此氛圍下，專利權證券此等本質複雜之結構性金融商品交易成本勢必增加。凡此種種，均對專利證券化之未來蒙上揮之不去的陰影。職是之故，除非在財務工程技術上或周邊配套措施出現革命性重大突破，否則短期內專利權證券化實難成為高科技企業融資之主要管道。

雖然專利權證券前景短期內並非樂觀，然臺灣現階段仍可積極從事下列改善措施，以資因應⁴⁶：第一、建構公正可信之專利鑑價機制與機構。蓋如前所述，目前實務上對於專利權鑑價方式之分歧實為阻撓專利證券化主因。是以，如何建立公正可信之專利鑑價機構與機制，實為催生該制度不可或缺之關鍵環節。第二、建置專利交易平台。按若專利權人不知具有購買該專利權意願之潛在買方，而後者又無管道獲知市場上有何適合之專利權，則過高之搜索交易成本將阻礙潛在交易之締結。從而，如何建構完善之專利交易平台，毋寧乃促進專利證券化之重要前提，應予妥善規劃。第三，修改臺灣破產法規定，增定有關破產管理人得中止雙務契約。有學者建議或可仿照美國破產法第 365 條第 n 項規定⁴⁷，

⁴⁵ DAVID SKEEL, THE NEW FINANCIAL DEAL 2,3 (2011).

⁴⁶ 崔宛如，同註 21，頁 77、78。

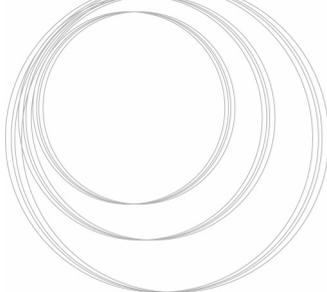
⁴⁷ 11 U.S.C. §365(n) : (n)(1) If the trustee rejects an executory contract under which the debtor is a licensor of a right to intellectual property, the licensee under such contract may elect—

- (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

抑或以定期金債權模式評價債權額方式計算給付金額，藉以降低證券化過程中因破產所造成之影響⁴⁸。另外，我國擔保物權法制並未如美國統一

-
- 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.
- (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; and
 - (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; and
 - (ii) any claim allowable under section 503(b) of this title arising from the performance of such contract.
- (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—
- (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.

⁴⁸ 謝祖松，同註7，頁140。



論述

專利證券化之展望

商法典第九章規範嚴謹，實不利於專利證券化制度之推行。職是，參酌前揭規定以修正臺灣民法有關權利質權占有、公示、受償順位規定之不足，實為可取方向⁴⁹。最末，設立信用保證基金亦為完備專利證券化不可或缺之一環。亦即倘政府能出資設立類如中小企業信用保證基金，進而提供專利證券化低廉之保證機制，則應可適度減輕投資人投資此類證券之疑慮，進而促進該制度之生根。

⁴⁹ 同前註。