

不動產證券化專題研究-第三次上課記錄

時間：2003/10/17 16:00~19:00

授課:張金鶚教授

紀錄:彭芳琪

出席人員：張金鶚、林秋瑾、廖仲仁、曾偉豪、江穎慧、周美伶、林育聖、詹任偉、陳祥銘、
陳憶茹、李泓見、曾建穎、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮、彭芳琪、章定煊

【課程主題】不動產證券化法制面探討—

報告者：

曾偉豪、江穎慧(指導)

李泓見、彭芳琪 (不動產證券化條例與相關子法整理摘要)

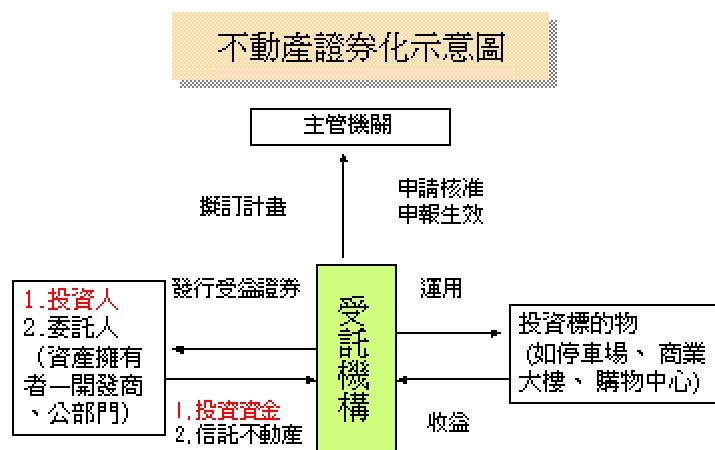
黃佳鈴、朱芳妮 (不動產證券化條例與信託業法之比較)

曾建穎、洪式韻 (實際案例模擬分析)

【課程內容摘要】

一、不動產證券化條例 與相關子法

不動產證券化條例共分八章，包括總則、不動產投資信託、不動產資產信託、受益證券之發行交付及轉讓、受益人會議及信託監察人、稅捐、行政監督、罰則及附則，共計六十八條：



資料來源:經建會財務處

一般規範

1. 主管機關：為財政部，涉及目的事業主管機關職掌者，由主管機關會同目的事業主管機關辦理。(第3條)

2. 受託機構：發行受益證券之受託機構以信託業法所稱之信託業為限，設立滿三年以上者，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，主管機關得就其最低實收資本額、股東結構、負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗、業務限制另定之。（第 4 條）

► 相關子法--信託業設立標準—由於「金融資產證券化條例」規定，只有信託業可從事金融資產證券化業務，為配合推動金融資產證券化政策，財政部修改信託業設立標準，將信託公司的最低實收資本額門檻，由原本的 50 億元大幅調降為 20 億元。

主要重點包括，

(1)、一般信託業設立資本額 20 億元，但只辦理不動產投資信託業務的信託業，最低實收資本額為 10 億元；只辦理不動產資產信託業務者，最低實收資本額則只要 3 億元；只辦理不動產投資信託及不動產資產信託業務者，最低實收資本額為 10 億元。

這類只做不動產證券化業務的信託業，業務經營範圍，以不動產證券化條例可得辦理的業務為限，實收資本額未達 10 億元者，受託管理及處分的信託財產總餘額，不得超過淨值 20 倍。

設立標準並規定，只辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務的信託業，得由具有不動產管理經驗，且成立滿五年以上，實收資本額達 10 億元以上，並經公開發行的不動產管理機構，擔任專業發起人及股東。

(2)、金融控股公司以投資設立信託子公司

財政部另增列規定，金融控股公司可以擔任信託業發起人及股東，且持股比例不受同一人或同一關係人持有同一信託業股權 25% 的限制。

未來金控公司可以投資設立信託子公司，但以一家為限。財政部官員表示，信託業設立標準規定的信託公司，是指專營信託業務的信託公司，不包括兼營信託業務的銀行。

因此，目前旗下已有銀行的金控公司，銀行雖有兼營信託業務，因非屬專營的信託業，金控母公司仍可投資設立一家專營的信託公司。

3. 買賣處所：依本條例募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定，經財政部核定之其他有價證券。並依證券相關法令規定申請於證交所上市或證券化營業處所買賣（第 5 條、45 條）
4. 申請核准：採「單一窗口、合併審查」，由受託機構向主管機關申請核准或申報生效募集或私募受益證券；若為公開招募者，主管機關應洽經證券主管機關(證期會)核准。（第 6、8、10、29、31、33 條）

► 相關子法— 受託機構募集或私募不動產投資信託及資產信託受益證券處理辦法。

規範申請發行受益證券應檢具之書件、審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項。

1. 受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券與不動產資產信託受益證券，除填具申請書或申報書外，並應檢具下列書件三份，向主管機關申請核准或申報生效後，始得為之
2. 信託監察人為自然人者應具備的資格
3. 規範信託業者變更不動產投資信託或不動產資產信託計畫

不動產投資信託及資產信託受益證券對象標準。

自然人—

- (1). 本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元。
- (2). 最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元。

法人或基金—

- (1). 最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金、信託業簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元，或證券投資顧問事業或證券投資信託事業簽訂全權委託投資契約之資金超過新臺幣五千萬元者。
- (2.) 證券投資信託事業募集之證券投資信託基金、信託業募集之共同信託基金、公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金及勞工保險基金。

5. 海外募集：於國外募集或私募受益證券投資於國內不動產者，應先取得中央銀行同意。（第 7 條）

投資人保護機制

1. 監督機制：投資人及委託人之權利行使，原則上應經由受益人會議或信託監察人為之，並明訂受益人會議及信託監察人行使權利之機制。（第 47、48 條）
2. 資訊透明化：受託機構應提供投資說明書或公開說明書予投資人。（第 15 條）

—► 相關子法—受託機構私募不動產投資信託及資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則。

受託機構募集不動產投資信託及資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則。

3. 受託機構不得隨意變更計畫：計畫變更應經受益人會議決議，及經主管機關核准或申報生效。（第 9 條、32 條）
4. 訂定定型化契約範本：信託業商業同業公會應訂定定型化契約範本，受託機構募集不動產投資信託基金或不動產資產信託，其契約之訂定或修改，就受益人權益保障之程度，不得低於定型化契約範本。（第 12 條）
5. 限制閒置資金之運用：閒置資金運用之範圍以固定收益、風險相對較低之金融商品為限。（第 18 條）

—► 相關子法：訂定發布不動產投資信託基金運用於現金等之最低比率

6. 不動產交易或信託前應經專業估價者出具估價報告書，3 億元以上由二位進行；差異 20% 由估價師公會協調決定。（第 22 條）
- 相關子法—明定不動產證券化受託機構對於交易金額達一億元者應先出具估價報告書。
7. 規範受託機構利害關係人之迴避，但未達信託財產所有權或擔保物權持分 20% 者不受限制。（第 35 條）
8. 受託機構應定期公告淨資產價值。（第 26 條）
9. 不動產資產信託之委託人應與受託機構負連帶賠償責任，且明訂委託人提供債務明細之義務及公告異議之機制。（第 29 條、30 條）

突破現行法令障礙

1. 受益證券之有價證券化及流動化。（第 5 條、37-42 條、45 條）
2. 信託財產支出租，排除土地法第 97 條第 1 項規定，以及民法第 449 條第 1 項租期上限 20 年之限制，但最長不得超過信託契約之存續期間。（第 24 條）
3. 排除信託業法第 26 條之限制，得以信託財產借入款項，惟應以不動產營運或以配發利益、孳息或其他收益所必需者為限。（第 19 條）

稅賦減免

1. 受益證券免徵證券交易稅。（第 49 條）
2. 信託利益於實際分配時，由受益人併入分配年度所得額，依所得稅法課稅。（第 50 條）
3. 信託財產為土地者，按土地稅法課徵地價稅。（第 51 條）
4. 信託行為成立移轉土地所有權時，若於信託關係消滅後，受託人不拿回信託財產，則將以委託人為納稅義務人，課徵土增稅，不適用土地稅法第二十八條之三規定。（第 52 條）
5. 開發完成之建物折舊年限得依法定耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。（第 53 條）

信用評等及信用加強

1. 受託機構應經信用評等達一定等級以上。（第 4 條）
► 目前有六家中外信評公司，台灣有中華信評公司。
2. 得由國內外金融機構或法人以保證、承諾、更換部分資產或其他方式（如次順位架構），以增強受益證券信用。（第 43 條）
3. 受託機構依本條例募集或私募之受益證券，得依資產品質及市場需求決定是否進行信用評等，而信用評等之結果及信用增強之方式，應於公開說明書或投資說明書充分說明。（第 44 條）

主管機關之監督

1. 主管機關得會同目的事業主管機關，檢查受託機構，不動產開發或管理機構、不動產資產信託之委託人或其他關係人之業務、財務或其他有關事項，或令其提報財務報告、財產目錄或其他有關資料及報告。於必要時，得委託專門職業及技術人員，就規定之檢查事項、報表或資料予以查核。（第 54 條）

—► 相關子法—財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法。

2. 主管機關對受託機構違反本條例或不依計畫經營信託業務者之處分權。命令該受託機構將該業務及信託財產移轉予其他受託機構。（第 55 條）

3. 受託機構委任之不動產管理機構有違反委任契約之約定，或業務、財務有嚴重缺失時，受託機構得於通知限期改善而未改善，並報經主管機關洽商中央目的事業主管機關同意後，終止委任契約，並應於終止日起二日內公告，揭露資訊。（第 56 條）

4. 對於違反本條例規定者，依其情節輕重，分別採刑罰或行政罰。（第 58-65 條）最高罰責可處負責人一年以上、七年以下徒刑，得併科罰金。

經建會財務處與財政部金融局, 2002

二、不動產證券化相關法規訂定一覽表

訂定機關	法規名稱	法規類型	訂定日期	依據不動產證券化條例	法令重點說明
財政部	A.受託機構募集或私募不動產投資信託及資產信託受益證券處理辦法	命令	92.10.2	第 6 條第 1 項、第 29 條第 1 項	規範申請發行受益證券應檢具之書件、審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項。
	B.信託業設立標準	命令	92.9.29 修正	第 4 條第 3 項	規範僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託公司，其最低實收資本額、股東結構及業務限制。
	C.受託機構私募不動產投資信託及資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則	命令	92.9.26	第 15 條第 3 項以及第 36 條準用 15 條第 3 項	受託機構對特定人進行不動產投資信託受益證券/不動產資產信託受益證券私募，其提供之投資說明書應記載之事項。
	D.財政部委託專門職業及技術人員查核不動產證券化關係人辦法	命令	92.10.1	第 54 條第 3 項	規範主管機關於必要時委託關係人之查核範圍、主要查核程序、查核報告、查核費用等規定。
	E.訂定發布不動產投資信託基金投資於有價證券之比率及金額上限	行政規則	92.9.24	第 17 條第 3 項	不動產投資信託基金投資於有價證券之比率（40%）及金額上限（新台幣六億元）
	F.明定不動產證券化受託機構對於交易金額達一億元者應先出具估價報告書	行政規則	92.9.9	第 22 條第 1 項	一億元
	G.釋示不動產證券化條例第四條第二項及第四十四條有關受託機構須符合之信用評等等級規定	行政規則	92.9.9	第 4 條第 2 項、第 44 條	信用評等等級規定與信評公司

訂定機關	法規名稱	法規類型	訂定日期	依據不動產證券化條例	法令重點說明
	H.不動產投資信託及資產信託受益證券私募對象之標準	行政規則	92.9.9	第 13 條第 1 項第 2 款	私募對象之標準
	I.訂定發布不動產投資信託基金運用於現金等之最低比率	行政規則	92.9.4	第 17 條第 2 項	75%
	J.不動產證券化條例施行細則	法律		第 67 條	規範母法未臻明確或適用範圍尚待釐清之處。
證期會	K.受託機構募集不動產投資信託及資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則	命令	92.9.30	第 15 條第 1 項及第 30 條第 6 項準用第 15 條第 1 項	規範信託業公開招募受益證券，提供予投資人之公開說明書所應記載事項。
	L.責成證交所及櫃買中心修正及「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」	行政規則			上市審查標準
	M.財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則	行政規則			上櫃審查標準
信託業商業同業公會	N.不動產投資信託基金定型化契約範本	行政規則		第 12 條	受益證券事務處理、契約訂定內容、保障投資人(受益人會議及信託監察人)
	O.不動產資產信託定型化契約範本	行政規則		第 12 條	受益證券事務處理、契約訂定內容

訂定機關	法規名稱	法規類型	訂定日期	依據不動產證券化條例	法令重點說明
	P.信託業受託辦理不動產投資信託暨不動產資產信託之內部控制與稽核制度應行注意事項	行政規則		第 21 條第一項及第三十六條	為保護投資大眾與提升受託機構之經營效率以及資訊揭露
	Q.不動產投資信託基金暨不動產資產信託之信託產評審原則及淨資產價值計算標準	行政規則		第 26 條第 4 項及第 36 條	評審內容、管理之標準、淨資產價值計算標準
	R 信託業辦理不動產投資信託暨不動產資產信託受益證券之行銷、訂約、資訊揭露及風險管理應行注意事項	行政規則		第 21 條第一項及第 36 條	不動產投資信託與不動產資產信託受益證券之行銷、不動產投資信託受益證券之訂約、資訊揭露、風險管理

資料來源：財政部金融局 編表日期：2003.10.13

<課堂討論>

定煊：前提—發行方式：開放型基金

封閉型基金(目前)—市場將產生折、議價問題。市場目前較不愛封閉型基金。

證券法規之三大部分—

(1) 發行：主管機關審查重點及審查過程。

發行通過流程：輔導機構 ► 檢查機構 ► 核准機構。

發行監督：a.核准制(許可制)—台灣

b.報備制—美國(較簡單)

發行時的訊息揭露

(2) 持續監督：監督機構可分為信託機構或管理機構。

台灣目前最令人詬病者為發行時過嚴，而監督卻又流於形式化。

持續的訊息揭露

(3) 退場機制：當投資標的滅失時之處理。

以上值得探討的是，訊息揭露具有即時性，應揭露哪些訊息？如何界定何謂重大訊息應揭露？估價又是估以何時價格(現在或是未來?)。

張金鶚老師：應掌握關鍵法條，提出重點，供大家討論。

仲仁：所有不動產證券化相關條例及相關子法的母法應為「民法」的物權、債權，因為此信託是被認為是一種物權化的債權，故多屬於契約規範。再下一階為信託法，最後才為不動產證券化條例。而由信託關係衍生出證券交易法。

不動產證券化條例的立法精神

1.許多規範是為了保護於訊息不對稱下的投資人權益。

2.鼓勵投資人購買：法規於稅賦上有許多減免優惠

(1)目前最大的誘因—當購買受益證券時可享有 6% 不併入綜所稅的分離課稅。

(2)第二個誘因—不動產證券化條例第 53 條：開發完成之建物折舊年限得依法定耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。

3.防止脫產：依不動產證券化條例第 52 條：依不動產資產信託契約約定，信託土地於信託終止後毋須返還委託人者，於信託行為成立移轉土地所有權時，以委託人為納稅義務人，課徵土地增值稅，不適用土地稅法第二十八條之三規定。目的是不希望委託人以信託方式間接拋棄資產，立法意旨為希望委託人能妥善經營資產。

核准生效與申請生效：第一次發行証券時，必為核准生效，須由主管機關審核發行條件，始予發行。之後若無發生問題則為申請生效(申請過後經一定時間即自動生效)。此可提供信託公司信評的標準。

定煊：申請生效制，申請過後經一段時間才可生效的原因為，提供此段公告時間讓人檢舉。避免產生糾紛。

穎慧：對不動產證券化條例第 17 條中穩定收入不動產之定義為何？預售屋是否屬於穩定收益？

定煊：預售屋在會計上屬負債面，是未實現之款項，故應不屬穩定收入。

仲仁：辦公室租金亦屬預先收入之款項，仍可發行證券。故預售屋屬於負債型的證券化，應該也可發行證券。但由於台灣較為保守，預期主管機關應不會認可發行，但新加坡已有許多類似案例。

張金鶚老師：辦公室為已有實體建物與預售屋並無實體建物是否有所區別？

定煊：市場上可見某些公司盈收為負，此即是客戶大量退定的結果。

張金鶚老師：預售屋有簽訂契約，但預售工程屬開發行為，為避免開發所造成的風險，是否會造成爭議，尚未有定論。

定煊：分離課稅部份將不計入累計稅率而另以較低之 6% 稅率來訂，對於越高所得者月具有誘因。

定煊：不動產證券化條例第 22 條不動產交易或信託前應經專業估價者出具估價報告書，3 億元以上由二位進行；差異 20% 由估價師公會協調決定。估價師公會不應該是對估價結果具有判決力的機構。

張金鶚老師：私募若是享有稅賦減免優惠，則公募是否應享有更高的稅賦減免？

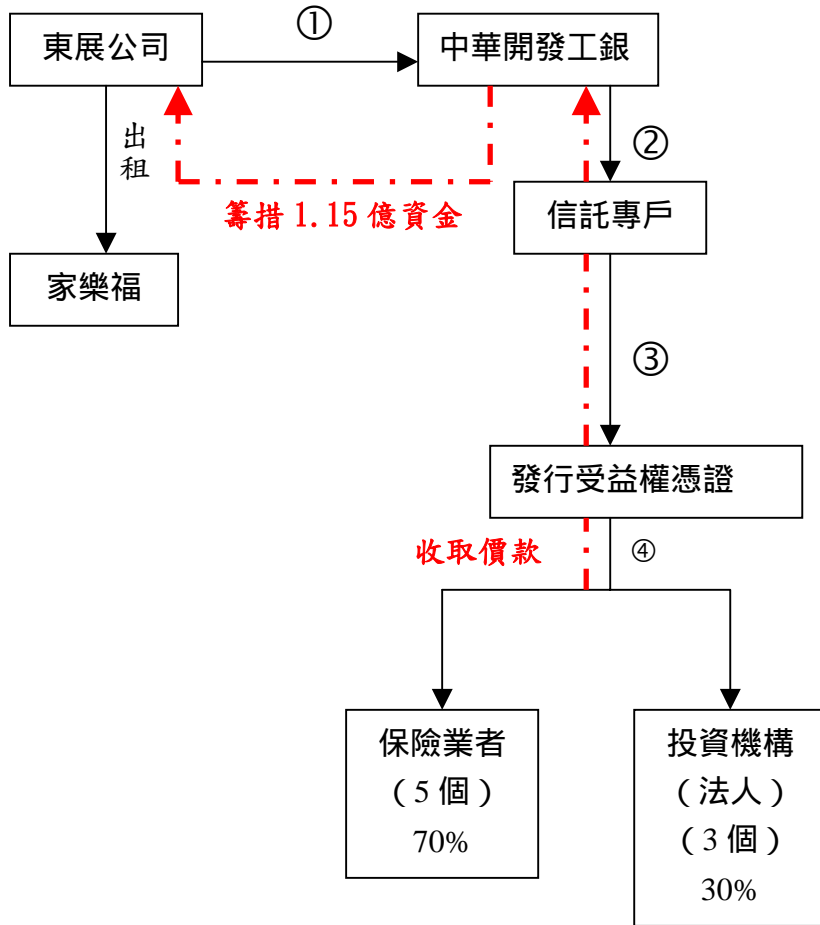
仲仁：私募雖交易成本較低，但要求的利率需要更高，為買方市場，因此私募應需付出高於公募的成本。

三、不動產信託與不動產資產信託流程於法令上之比較

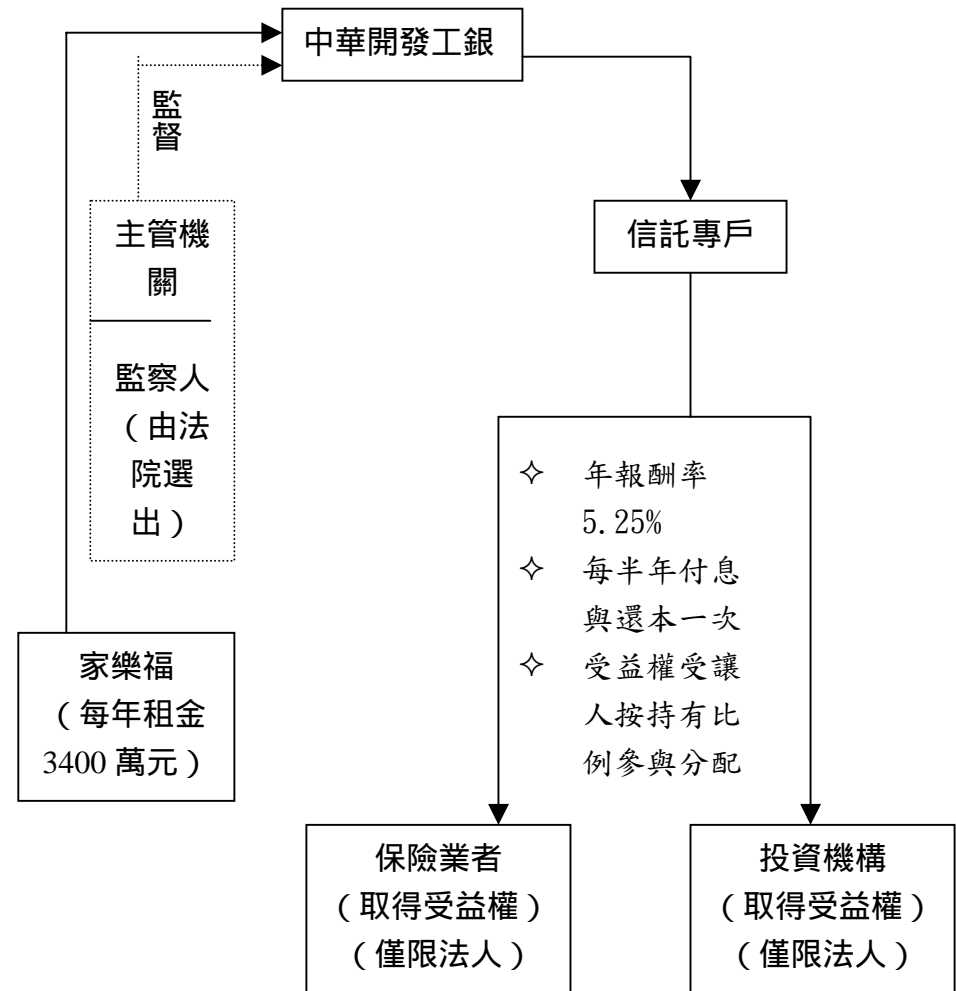
	受託機構 (信託業)	①信託契約成立	②委任管理	②信託專戶	③受益憑證	監督
信託法與信託業法	<ul style="list-style-type: none"> *主管機關許可 (§業 2) *組織: 股份有限公司 (§業 10) *領有營業執照 (§業 12) *加入商業同業公會 (§業 45) 	<ul style="list-style-type: none"> *信託契約 (§業 19) 	<ul style="list-style-type: none"> *委由第三人管理 (§25) 	<ul style="list-style-type: none"> *分別管理信託財產與自有財產---成立信託專戶 (§24) 	<ul style="list-style-type: none"> *公開說明書 (§證交 13) *向主管機關聲請核准 (§證交 17) *共同基金之募集: <ol style="list-style-type: none"> 1. 主管機關核准、發行計畫 (§業 28) 2. 受益證券為記名式 (§業 30) 3. 受益人可背書轉讓 (§業 30) 	<ul style="list-style-type: none"> *信託監察人(法院)(§業 52) *主管機關檢查 (§業 42) *信託財產評審委員會 (§業 21)
不動產證券化條例	<ul style="list-style-type: none"> *同上述信託業相關規定 *設立滿三年、信用評等達一定等級 (§4) 	<ul style="list-style-type: none"> *資產信託契約 (§33): 信託財產估價、委託人義務、委任事項、信託監察人、借入款項及閒置資金運用、受益人會議等 	<ul style="list-style-type: none"> *限制委任不動產管理機構之種類 (§4): 建築開發業、營造業、建築經理業、不動產租賃業、經主管機關核定事業 	<ul style="list-style-type: none"> *管理信託財產與自有財產不得相互流用---成立信託專戶 (§27) 	<ul style="list-style-type: none"> *受益證券為記名式、可背書轉讓 (§39) *受益證券得經信用評等機構或國內外金融機構或法人增強信用 (§44) *受益證券之上市或買賣依據證券相關法令及金融資產證券化條例規定 (§45、47) 	<ul style="list-style-type: none"> *信託監察人(受託機構或受益人會議)(§4、48) *主管機關檢查 (§54) *信託財產評審委員會 (§21) *受益人會議具變更計畫同意權 (§32) *信託業商業同業公會 (§26)
比較說明	不動產證券化條例對受託機構資格條件之規定較嚴格, 較能保障投資者。	不動產證券化條例對於契約應載明內容有較嚴謹而周全之規定	不動產證券化條例對於委任對象有限制規定, 較能專業化管理。	二者規範相似。	不動產證券化條例對於受益證券信用增強有特別規定, 較能保障投資者權益。	不動產證券化條例對於受託機構之監督更為嚴格。

< 信託之募集資金與前置作業 >

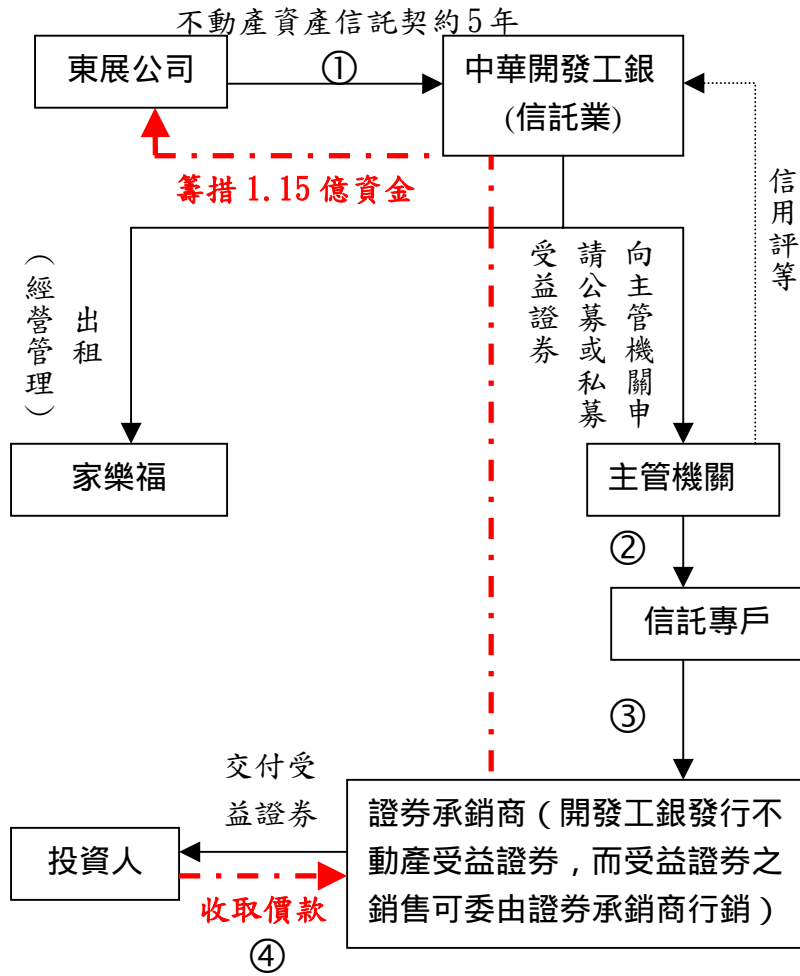
信託契約 5 年，信託”租金收益權”



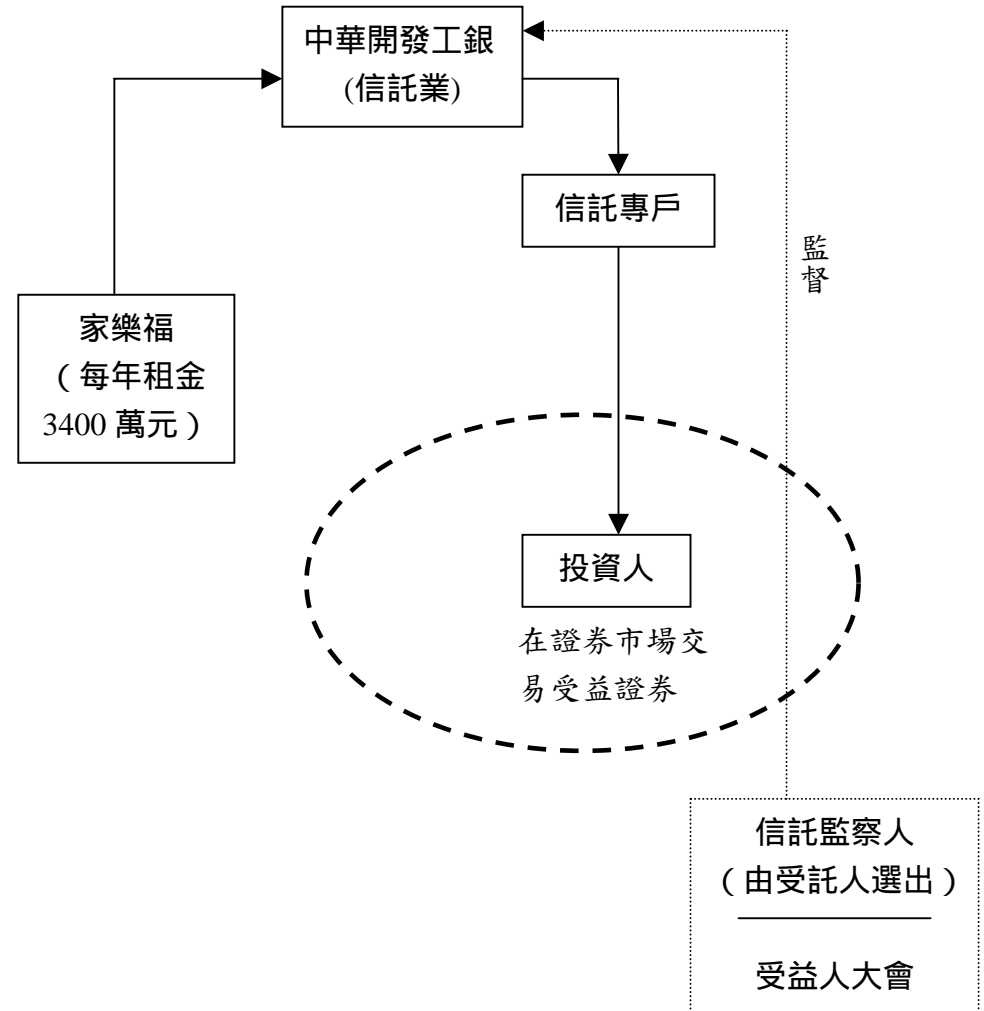
< 信託後之資金流動方向 >



< 證券化之募集資金與前置作業 >



< 證券化後之資金流動方向 >



不動產證券化條例 vs. 信託法對誰最有利？

投資人(受益人)

✧ 稅賦減免方面

--信託法：沒有稅負優惠

--證券化：有(§49、50)，但未來在不動產證券化普及之後，是否由於移轉受益憑證不課稅而易造成提高移轉次數，而土地移轉次數減少，間接影響到土增稅的稅收收入？

✧ 風險(信用評等)(保障)方面

--信託法：沒有特別規定

--證券化：增強信用，加強信評。(針對受託機關及受益憑證上有較嚴格的監督)

委託人(東展公司)

✧ 取得資金難易(時間長短)

--信託法：容易

--證券化：困難

✧ 取得資金難易(募集資金範圍)

--信託法：範圍小

--證券化：範圍大

受託人(信託業者)

✧ 申請難易(發行受益憑證)

--信託法：法令寬鬆，包括”開發型信託”

--證券化：嚴格

✧ 受監督嚴格程度

--信託法：受到監察人、主管機關、信託財產評審委員會的監督。

--證券化：受到監察人、主管機關、信託財產評審委員會、受益人會議、信託業商業同業公會的監督。

✧ 稅賦減免方面

--信託法：沒有特別規定

--證券化：信託所得到利益，不併入綜合所得稅課徵(§50)

<課堂討論>

佳鈴：不動產證券化條例規定信託監察人由受益人會議所決議產生，而信託法則是由法院所認定的，這是否會造成裁判兼球員的情形？

仲仁：有規定不可找利害關係人。

定煊：受益人會議若是被僅少數財團或利益團體所獨大，則選出的監察人是否公正，十分直得爭議。是否應該由外部所指定監察人，以杜絕弊端。

張金鶚老師：不動產證券化條例中有許多道德風險的問題，值得深入探討。

.....(眾人議論紛紛).....

佳鈴：若兩筆毗鄰土地分別託與同一家信託公司必須分別管理，將無法達到規模經濟？

仲仁：依然必須分別管理，也許受託時期限於時間也不同。

張金鶚老師：也許可透過對雙方委託人協調，同意共同管理。

另一個例子，為出租國宅，雖租金已十分便宜，但每年仍約有兩億多的租金收益。目前出租國宅的最大問題為資金被積壓住，是否可以透過證券化的方式，低價標出？再將標出所得款項先償還國宅基金，以降低利息負擔？

仲仁：要償還國宅基金而證券化必須將期限拉長，則可能產生期限過長加上本身租金報酬率低，乏人購買此類型證券的問題。

林秋瑾老師：且國宅租金又無法調高，定在原地……。

.....(眾人議論紛紛).....

仲仁：依不動產證券化條例不能僅將租金契約予以信託，而必須將資產所有權或是地上權全部信託予信託公司，類同於有擔保，若是未來無法執行發放現金時，受託機構可處分此資產。

仲仁：並非主管機關對證券發行人(本案：中華開發工銀)做信評，而是由專業信評公司來做信評。信評分為(1)針對信託業本身之信評(2)針對此資產信託案作信評。證券發行人與證券承銷商不能為利害關係人。

張金鶚老師：對市場較瞭解的人，也許願意將資產託給信評等級較低之信託機構。

偉豪：目前公部門想將新竹後車站社區當作證券化標的，然現在面臨的問題為不動產證券化條例為規範投資人與投資人間權利義務關係，非屬法律行為，因此公部門不敢作，若是未來發生問題時，無人願意承擔責任，怕背上圖利他人的罪名。若以 BOT 型式，則為政府訂立一套遊戲規則，民間部門循此規則進行，故較不會發生問題。

.....(眾人議論紛紛).....

林秋瑾老師：自然人需要年所得 1 千萬以上才可以作為投資人？

張金鶚老師：這是私募之規定。

林秋瑾老師：這似乎非一般人所可以購買的，而都是大戶。

林秋瑾老師：第 19 條借入款項是指信用貸款或是抵押貸款？

仲仁：此為抵押貸款，可將 REITs 想像成一家公司，可再將資產拿去借錢。

穎慧：不動產證券化有「破產隔離」的功能，那對於原本的抵押人來說該如何？
是否會造成躲債信託的行為？

仲仁：法律有規定在信託期間，原抵押人無求償權。但在信託之前必須先經由原債權人同意，若債權人不同意，委託人亦可以去向別家銀行貸款還舊債，然此新債權人必須也要同意信託行為。然而目前未解的問題為，若在信託期間再拿此資產去借入款項，新產生的抵押權與原本的抵押權誰具有優先清償權。

偉豪：在地政事務所的他項權利登記簿上看的到原本產權有抵押。

張金鶚老師：但是新借款時，銀行自然將會知道是二胎，在此種情形下而考慮不借或是僅願意借較少的款項。

定煊：但目前法律上並非規定新債權人順位較原債權人之後。

仲仁：但實務上較不可能發生，因為信託機構目前多由銀行信託部來作，並不需要向別家銀行借入款項。

張金鶚老師：法律上有規定信託後之債權人是第一順位嗎？

仲仁：沒有

芳琪：不動產“投資”信託是否可以投資原本不乾淨的產權上？

張金鶚老師：可以，但剛才討論的資產信託則是需要乾淨的產權託給信託公司，或是原本不乾淨的產權需要原本的債權人同意即可。

佳鈴：不動產證券化條例第 19 條第 2 項(受託機構得於借入款項之範圍，就信託財產為不動產抵押權

或其他擔保物權之設定；該擔保物權之權利人於不動產抵押權或其他擔保物權之設定範圍內，僅得對信託財產聲請法院裁定後強制執行。)有提到可在信託期間聲請法院強制執行。

張金鶚老師：則之前的問題就有解，故信託期間產生之新債權人為第一順位。

佳鈴：信託法中有規定信託財產不可強制執行，但不動產證券化條例為信託法的特別法，故應較信託法優先適用。所以新產生的抵押權人應為第一順位。

偉豪：第 19 條第 2 項中僅得對信託財產聲請法院裁定後強制執行。有疑問？

張金鶚老師：既然有寫可對信託財產進行強制執行應即是。可以。

佳鈴：應該可以，不然第 19 條第 2 項將成為廢條。

芳琪：若是不動產投資信託投資於一塊原本就不乾淨的產權上，之後於信託期間因經營不善再拿產權去抵押。第一順位為何？投資人為第幾順位？

張金鶚老師：二胎為第一順位，投資人為第三順位。

定煊：既然是信託，則投資風險自付。

張金鶚老師：若再有疑問下週問涂律師。下週在此教室請涂律師來演講，請大家將法制面相關疑惑詢問涂律師。