

台灣不動產證券化相關法規探討

政治大學地政系博士班

游適銘 薛志文



不動產證券化之效益

- 對不動產所有者
 - 提高不動產之流動性
 - 降低持有風險及財務負擔
 - 增加籌措資金管道
 - 有效開發利用不動產
- 對不動產與金融環境
 - 提高整體不動產市場效率
 - 提升環境品質
 - 擴大資本市場規模
 - 促進金融商品多元化
- 對投資人
 - 增加新種金融商品，以小額資金參與大面積且金額龐大之不動產投資
 - 流動性高
 - 風險性低且收益良好





不動產證券化之影響

- 對不動產市場而言
 - 活絡商業不動產市場
 - 減少住宅市場之假性需求
 - 抑制不動產價格大幅波動
 - 直接由資本市場募集資金
 - 健全交易市場
- 對金融市場而言
 - 增加金融市場深度及廣度
 - 增加投資人投資工具



不動產證券化條例章節架構

- 以達「地利共享，錢暢其流」之目標，達成「資金大眾化、產權證券化、經營專業化」之目標。
- 「不動產證券化條例」之章節架構，共分為「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、信託監察人」、「稅捐及相關事項」、「行政監督」、「罰則」及「附則」八章，共計六十八條。



不動產證券化模式

- 台灣於2003年7月通過不動產證券化條例，乃參考美日之法律架構與實務制度，引入「不動產投資信託」與「不動產資產信託」兩大制度：
- 不動產資產信託(Real Estate Asset Trust, REATs)-----即先有不動產，將不動產信託再據以發行證券募集資金。
- 不動產投資信託 (Real Estate Investment Trust, REITs)-----即先發行證券募集資金再投資不動產。



用詞定義

- 主管機關：本條例規定事項，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
- 一、不動產：指土地、建築改良物、道路、橋樑、隧道、軌道、碼頭、停車場及其他具經濟價值之土地定著物。
- 二、證券化：指受託機構依本條例之規定成立不動產投資信託或不動產資產信託，向不特定人募集發行或向特定人私募交付受益證券，以獲取資金之行為。
- 三、不動產投資信託：依本條例之規定，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而成立之信託。
- 四、不動產資產信託：依本條例之規定，委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託。



不動產投資信託申請書件

- 第六條 受託機構募集或私募不動產投資信託受益證券，應檢具下列書件，向主管機關申請核准或申報生效；其審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項之處理辦法，由主管機關定之：
1. 不動產投資信託計畫。
 2. 不動產投資信託契約。
 3. 不動產投資信託契約與定型化契約範本異同之對照表。
 4. 公開說明書或投資說明書。
 5. 不動產投資信託基金經營與管理人員符合主管機關規定之證明文件。
 6. 設有信託監察人者，其信託監察人之名單、資格證明文件及願任同意書。
 7. 受託機構董事會決議募集或私募不動產投資信託受益證券之議事錄。
 8. 信託財產之管理及處分方法說明書。委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件。
 9. 受託機構填報及會計師或律師複核之案件檢查表。
 10. 律師之法律意見書。
 11. 其他經主管機關規定之文件。
- 主管機關於審核前項書件時，應洽商中央目的事業主管機關出具意見書。其屬於募集受益證券者，並應洽經證券主管機關核准。



不動產投資信託計畫

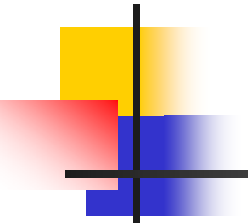
第八條 不動產投資信託計畫，應記載下列事項：

- 一、受託機構之名稱、地址；委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，其受委任機構之名稱、地址。
 - 二、不動產投資信託基金之名稱及其存續期間。
 - 三、與不動產投資信託受益證券有關之下列事項：
 - (一) 不動產投資信託基金募集或私募總額、受益權單位總數。
 - (二) 不動產投資信託受益證券之發行或交付方式、發行或交付日期、購買每一受益權單位之金額、費用及其轉讓限制。
 - 四、不動產投資信託基金募集或私募成立與不成立之條件及不成立時之處理方式。
 - 五、信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見。
 - 六、投資計畫：包含計劃購買、管理或處分之物業或其他投資標的之種類、地點、預定持有期間、資金來源、運用及控管程式、成本回收、財務預測及預估收益率等事項。
 - 七、其他主管機關規定之事項。
- 前項第五款規定出具意見之專家，應與受託機構及不動產所有人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。



不動產投資信託基金之運用

- 第十七條 不動產投資信託基金，以投資或運用於下列標的為限：
 - 一、已有穩定收入之不動產。
 - 二、已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。
 - 三、其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券或資產基礎證券。
 - 四、第十八條規定之運用範圍。
 - 五、其他經主管機關核准投資或運用之標的。
- 不動產投資信託基金投資或運用於現金、政府債券及前項第一款至第三款投資標的之最低比率，由主管機關定之。
- 不動產投資信託基金投資於證券交易法第六條之有價證券，不得超過其募集發行額度之一定比率及金額；其一定比率及金額，由主管機關定之。

- 
- 不動產投資信託基金投資或運用於現金、政府債券及不動產、不動產相關權利、受益證券、資產基礎證券之最低比率—**基金淨資產價值**
75%
 - 不動產投資信託基金投資於證券交易法第六條之有價證券，不得超過其募集發行額度**40%或**
新臺幣6億元



估價報告書範本

第二十二條 受託機構運用不動產投資信託基金進行達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易前，應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書。

不動產估價主管機關或不動產估價師公會應就前項之估價報告書，訂定估價報告書範本。

受託機構委請專業估價者出具估價報告書時，應符合下列規定：

- 一、同一宗交易金額達新臺幣三億元以上者，應由二位以上之專業估價者進行估價。若專業估價者間在同一期日價格之估計達百分之二十以上之差異，受託機構應依不動產估價師法第四十一條規定辦理。
- 二、交易契約成立日前估價者，其價格日期與契約成立日期不得逾六個月。
- 三、專業估價者及其估價人員應與交易當事人無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。
- 四、其他不動產估價主管機關規定之事項。

第一項之交易行為，應於契約生效日起二日內，於受託機構本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式辦理公告。



估價一定金額

- 達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易
- 一、不動產證券化條例第二十二條第一項所稱「達主管機關規定之一定金額以上之不動產或不動產相關權利交易」，指受託機構運用不動產投資信託基金進行同一宗交易之不動產或不動產相關權利總金額達新臺幣一億元以上者，受託機構於交易前應先洽請專業估價者依不動產估價師法規定出具估價報告書。
- 二、前項所稱「同一宗交易之不動產或不動產相關權利總金額」及不動產證券化條例第二十二條第三項第一款所稱「同一宗交易金額」，係指同一交易契約內所有標的交易金額之合計數。
- 三、交易日期在六個月內與交易標的坐落同一基地或毗鄰土地之其他不動產交易金額應與前項合併計算。



運用不動產投資信託基金規定

第二十五條 受託機構應依本條例之規定、不動產投資信託計畫及不動產投資信託契約之約定，募集發行或私募交付及投資運用不動產投資信託基金，並遵守下列規定：

- 四、投資於任一公司短期票券之總金額，不得超過投資當日該不動產投資信託**基金**淨資產價值**百分之十**。
 - 五、存放於同一金融機構之存款，以及投資於其發行、保證或承兌之債券或短期票券金額，合計不得超過投資當日該不動產投資信託**基金**淨資產價值**百分之二十**及該**金融機構**淨值**百分之十**。
 - 六、投資於其他受託機構或特殊目的公司依本條例或金融資產證券化條例發行或交付之受益證券及資產基礎證券總額，不得超過投資當日該不動產投資信託**基金**淨資產價值**百分之二十**。
- 主管機關於必要時，得規定不動產投資信託基金投資於不動產及不動產相關權利之**風險分散原則**。受託機構違反該原則者，應於主管機關所定期限內調整之。

不動產投資信託基金之會計

- 第二十六條 受託機構依信託業法第二十一條規定設置之信託財產評審委員會，應至少每三個月評審不動產投資信託基金之信託財產一次，並於報告董事會後，於本機構所在地之日報或依主管機關規定方式公告之。
- 信託財產評審委員會於必要時或依不動產投資信託契約之約定，得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考。
- 前項專業估價者或專家，應與受託機構無財務會計準則公報第六號所定之關係人或實質關係人之情事。
- 信託業商業同業公會應對不動產投資信託基金之信託財產評審及淨資產價值之計算，擬訂評審原則及計算標準，報經主管機關核定。
- 受託機構對不動產投資信託基金之淨資產價值，應按主管機關依前項核定之淨資產價值計算標準、有關法令及一般公認會計原則計算之。
- 受託機構應於每一營業日計算，並於本機構所在地之日報或依主管機關規定之方式公告前一營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，且對基金之淨資產價值無重大影響者，得依不動產投資信託契約之約定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。



不動產證券化條例相關子法 及規定訂定重點(一)

- 不動產證券化條例施行細則
 - 規範母法未臻明確或適用範圍尚待釐清之處
- 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
- 信託業設立標準部分條文修正
 - 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



不動產證券化條例相關子法 及規定訂定重點(二)

- 信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則修正
 - 因應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設立，修正或新增有關負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗等規定
- 受託機構募集發行不動產投資信託或不動產資產信託受益證券公開說明書應行記載事項準則
 - 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
- 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
 - 規範信託業私募受益證券，提供予投資人之投資說明書所應記載事項



不動產證券化條例相關子法 及規定草案訂定重點(三)

- 財政部委託專門職業及技術人員查核不動產投資信託及不動產資產信託關係人辦法
 - 規範主管機關於必要時委託專門職業及技術人員，查核不動產投資信託及不動產資產信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
- 受託機構之信用評等等級—比照金融資產證券化
- 受益證券私募對象—參照證券交易法私募規定



辦理不動產證券化流程

- 不動產投資信託申請流程
- 不動產投資信託流程圖
- 不動產資產信託申請流程
- 不動產資產信託流程圖

不動產投資信託申請流程

洽定投資標的

受託機構董事會決議募集或私募受益證券

洽請專業估價者估價、律師、會計師表示意見

若自行管理信託財產者，應設信託監察人
委任不動產管理機構管理信託財產

必要時請信用評等機構評等

於國外募集或私募者，應先報請中央銀行同意

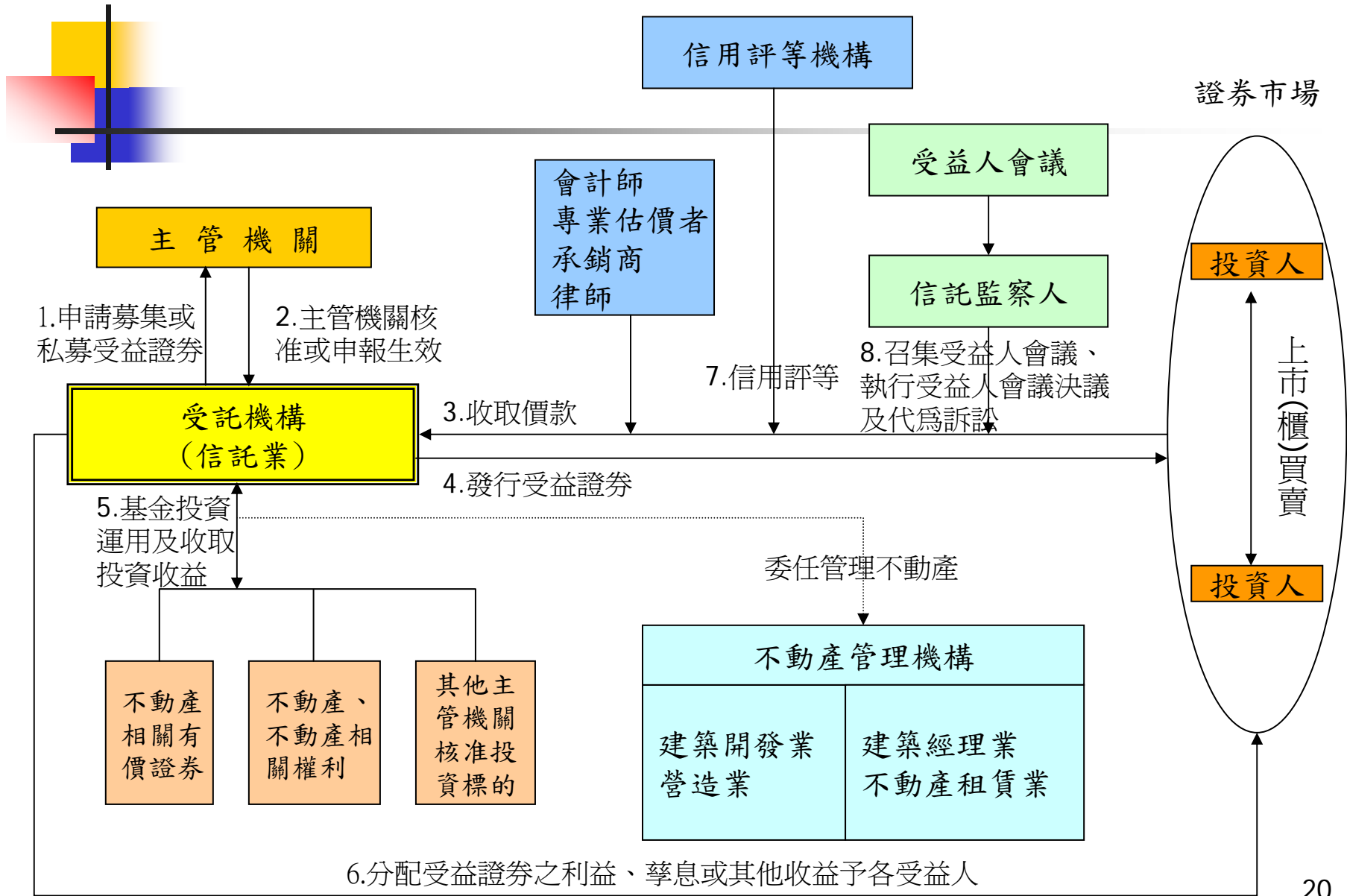
向金管會申請核准或申報生效（公募採核准制）

屬公募者應取得上市櫃同意，並經證期局核准
金管會洽中央目的事業主管機關意見

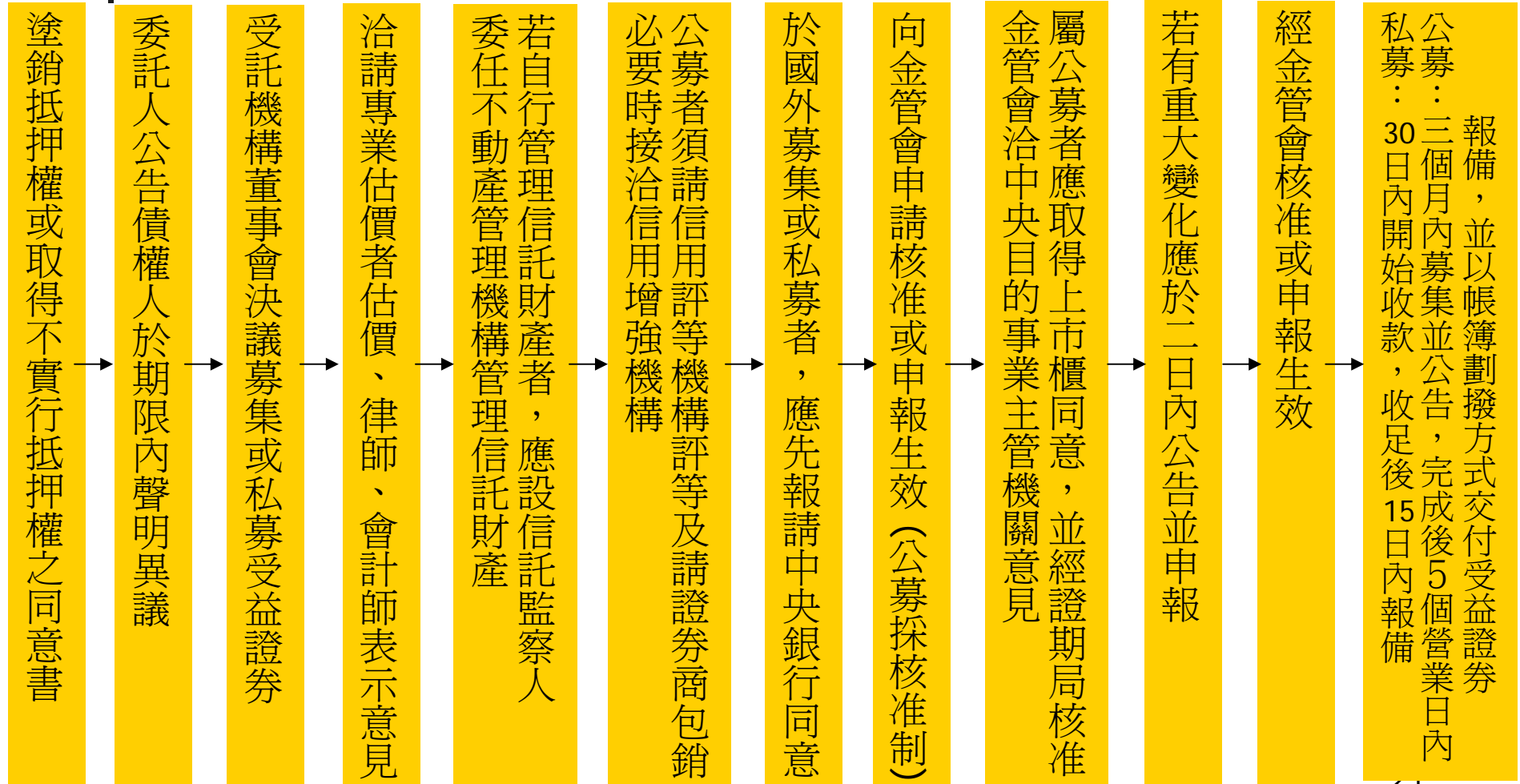
經金管會核准或申報生效

報備，並以帳簿劃撥方式交付受益證券
公募：三個月內募集並公告，完成後5個營業日內
私募：30日內開始收款，收足後15日內報備

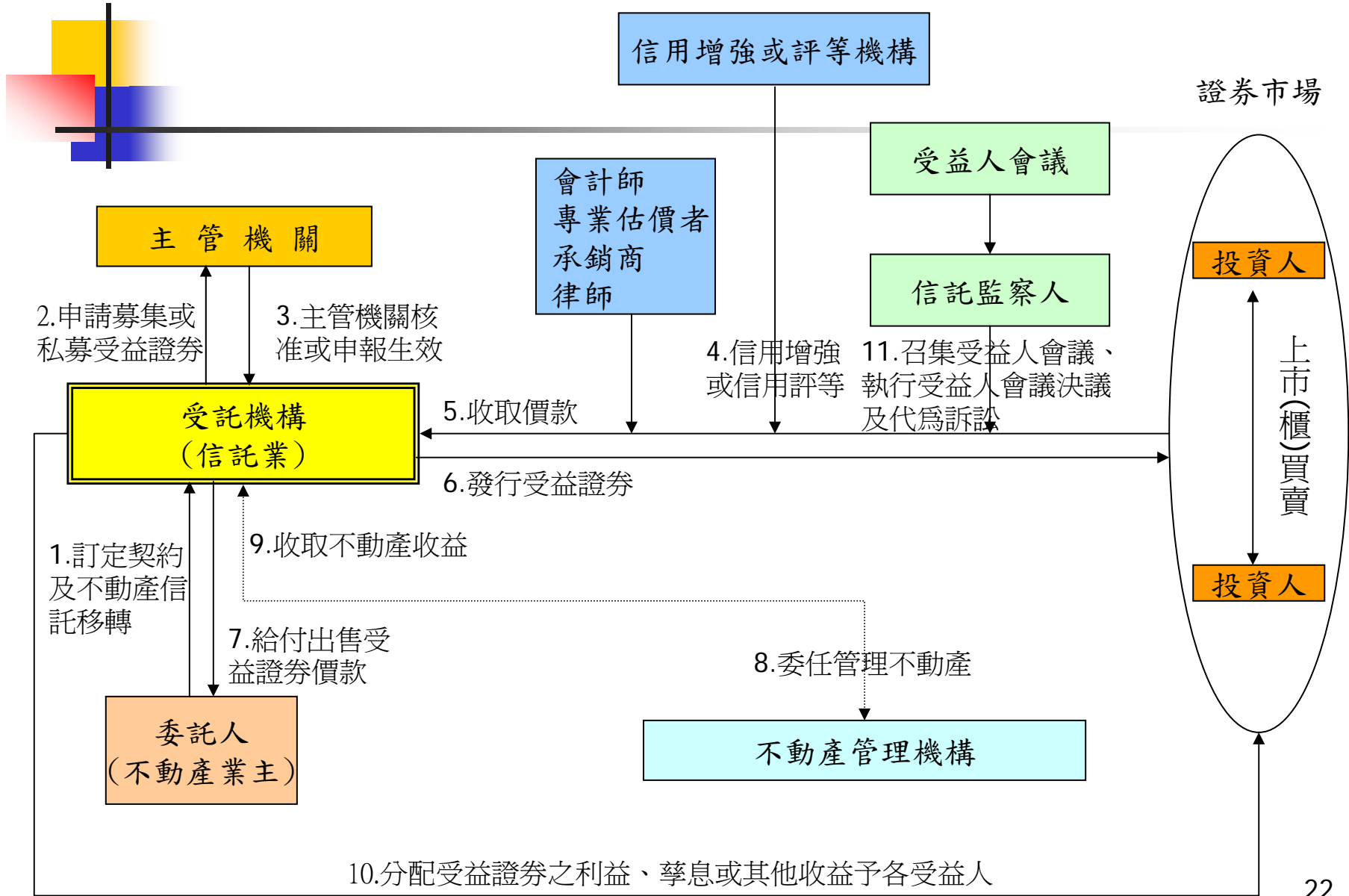
不動產投資信託流程圖



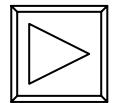
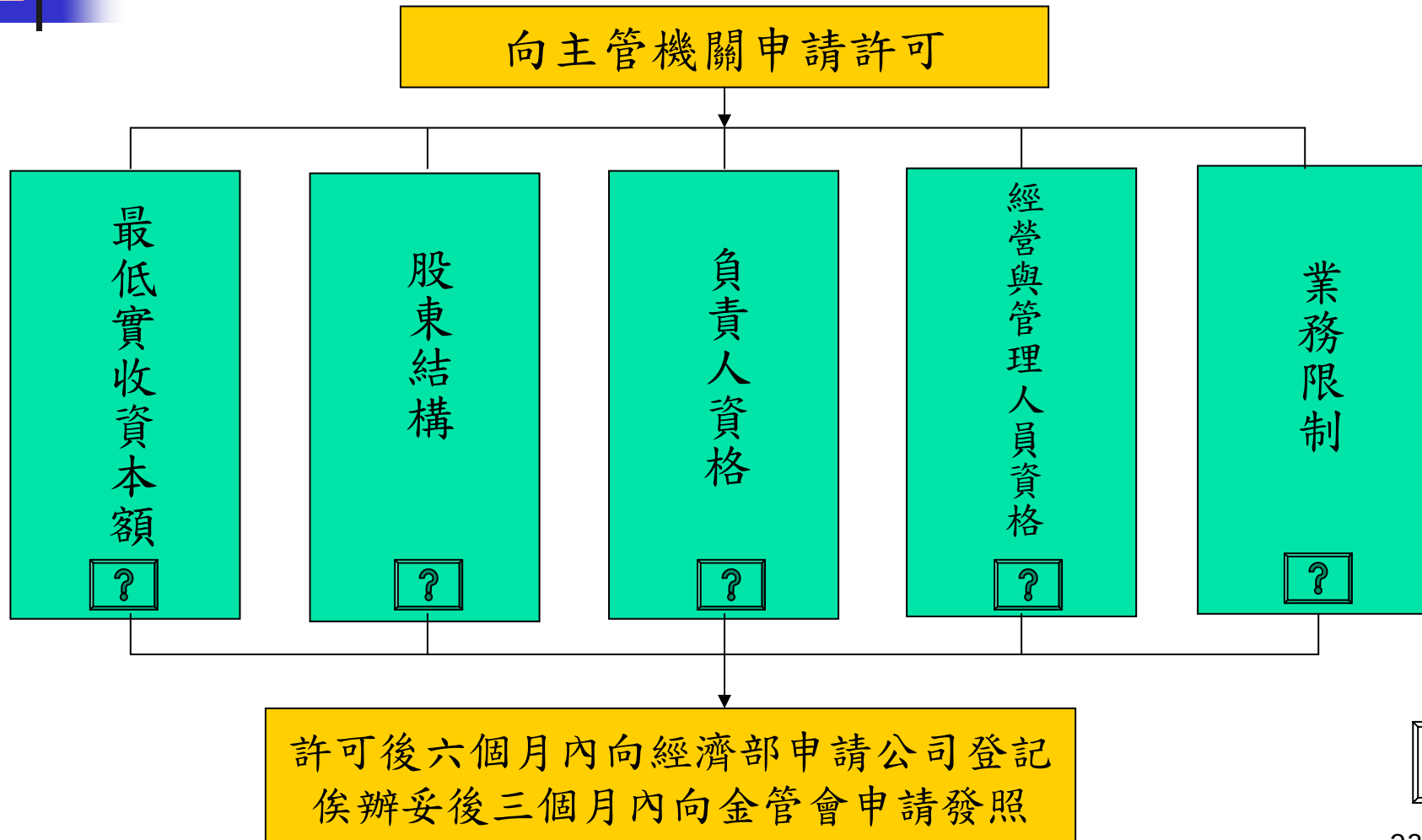
不動產資產信託申請流程



不動產資產信託流程圖



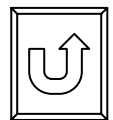
申設信託業流程及規定





最低實收資本額

- 信託公司：新臺幣20億元
- 僅辦理不動產投資信託之信託公司：新臺幣10億元
- 僅辦理不動產資產信託之信託公司：新臺幣3億元
- 僅辦理不動產投資信託及不動產資產信託之信託公司：新臺幣10億元
- 以上各類信託公司之發起人應於發起時一次認足股份總額，並至少繳足20%之股款



相關配套措施（一）



- 除前述相關子法及規定外，主管機關將適時以行政命令規定必要事項。
- 信託業商業同業公會訂定相關規定：「不動產投資信託基金定型化契約範本」、「不動產資產信託定型化契約範本」、「信託業辦理不動產投資信託及資產信託受益證券之行銷訂約資訊揭露風險管理與內部稽核及內部控制應行注意事項」、「不動產投資信託基金信託財產評審原則暨淨資產價值計算標準」，目前已研擬完成。
- 規劃受益證券之初級市場及次級市場：證交所及櫃買中心已草擬完成受益證券上市上櫃規定；另受益證券已為證交法之有價證券，可直接經由資本市場承銷及買賣。

相關配套措施（二）



- 擴大受益證券之機構投資人範圍：促使主要機構投資人包括商業銀行、工業銀行、保險公司、證券商、證券投資信託事業、得辦理全權委託投資業務之機構、華僑及外國人、公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險退休基金、郵政儲金等，得運用其資金於受益證券。
- 訂定估價報告書範本及建立不動產交易資訊：內政部已訂定「不動產證券化估價報告書範本」及「內政部出具不動產證券化申請案意見書作業要點」；另台灣不動產資訊中心已逐步建立相關資訊中。

與美國之比較

類型	美國REITs	國內REITs	共同基金
組織型態	公司制與契約制 (但實際上皆為公司制)	契約制	契約制
基金型態	開放型	封閉型	開放型與封閉型皆有
存續期間	不定存續期間	不定存續期間	不定存續期間
投資標的	不動產、現金和政府公債佔資產價值 75%以上	以有穩定收入之不動產及其相關權利 或依不動產證券化條例、金融 資產證券化條例發行之受益證 券，並佔資產價值75%	視其基金類型投資於股票、債券等金 融商品
分配比例	95%	90%	視基金規定



美國相關規定

- **資產要件**
- (一)不動產資產加現金、政府公債，需大於或等於總資產的75%（不動產資產包括不動產、抵押放款、其他REIT的證券），如圖一所示。
- (二)不在前述的75%內的資產，不得有超過5%集中投資在某一家公司。
- (三)不能持有超過一家公司有表決權證券的10%以上。
- **所得來源要件**
- (一)來自不動產租金、抵押貸款利息、出售不動產收入、擁有其他REIT證券的利息、不動產節稅收益的收入至少須佔總收益的75%。（見圖二）
- (二)來自上述75%總收益所規定的項目加上股利與利息收入、出售股票或其他債券的收入，至少佔95%的總收益。（見圖二）
- **公開發行規範**
- 美國不動產投資信託之公開發行必須向證券管理委員會（SEC），以及所在州證券主管機關註冊。對於發行要件、發起人條件有多嚴格的規定。不動產投資信託也可私募不用登記。但需依據證券交易法，私募之投資人上限為35人。



不動產資產信託申請書件

- 第二十九條 不動產資產信託之受託機構募集或私募不動產資產信託受益證券，應檢具下列書件，向主管機關申請核准或申報生效：
 - 一 不動產資產信託計畫。
 - 二 不動產資產信託契約。
 - 三 不動產資產信託契約與定型化契約範本異同之對照表。
 - 四 公開說明書或投資說明書。
 - 五 不動產資產信託經營與管理人員符合主管機關規定之證明文件。
 - 六 設有信託監察人者，其信託監察人之名單、資格證明文件及願任同意書。
 - 七 受託機構董事會決議募集或私募不動產資產信託受益證券之議事錄。
 - 八 信託財產之管理及處分方法說明書。委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，該委任契約書或其他證明文件。
 - 九 信託財產之估價報告書。
- 一〇 第三十條第二項及第三項規定之書件。
 - 一一 受託機構填報及會計師或律師複核之案件檢查表。
 - 一二 律師之法律意見書。 一三 其他經主管機關規定之文件



不動產資產信託計畫

- 第三十一條 **不動產資產信託計畫**，應記載下列事項：
- 一 受託機構之名稱、地址；委任不動產管理機構進行信託財產之管理或處分者，其受委任機構之名稱、地址。
- 二 不動產資產信託之名稱及其存續期間。
- 三 與不動產資產信託受益證券有關之下列事項：（一）不動產資產信託受益證券募集或私募總額、受益權單位總數。（二）若募集或私募不同種類或期間之受益證券，其受益權之約定、受償 順位及期間。（三）不動產資產信託受益證券之發行或交付方式、發行或交付日期、購買每一受益權單位之金額、費用及其轉讓限制。
- 四 不動產資產信託受益證券募集或私募成立與不成立之條件及不成立時之處理方式。
- 五 信託財產之內容及經專業估價者估價之信託財產價值。
- 六 信託財產上之負擔及對該等負擔之處理方式。
- 七 受託機構因募集或私募受益證券自應募人或購買人所收受對價之運用方法。
- 八 信託財產之管理及處分方法。
- 九 信託財產預期收益之評價方法、評估基礎及專家意見。
- 一〇 委託人為受託機構之利害關係人，其交易處理程序及內部控管方式之說明。
- 一一 其他主管機關規定之事項



不動產資產信託契約

- 第三十三條 不動產資產信託契約，應以書面為之，並記載下列事項：
 - 一 信託目的。
 - 二 信託契約之存續期間。
 - 三 信託財產之種類、內容及其依第三十四條所為估價之價額。
 - 四 委託人之義務及應告知受託機構之事項。
 - 五 信託財產之管理及處分方法。委任不動產管理機構管理或處分者，其受委任機構之名稱、義務及責任。
 - 六 信託財產本金或其所生利益、孳息及其他收益分配之方法。
 - 七 各種種類或期間之受益證券，其內容、受償順位及期間。
 - 八 受益證券之發行或交付方式及其轉讓限制。
 - 九 受託機構支出費用之償還及損害賠償之事項。
 - 一○ 受託機構於處理信託事務時，關於借入款項與其上限及閒置資金之運用方法等事項。
 - 一一 受託機構之報酬、種類、計算方法、支付時期及方法。
 - 一二 受託機構應召集受益人會議之事由。
 - 一三 受託機構應選任信託監察人之事由及其專門學識或經驗。
 - 一四 其他依信託業法第十九條第一項及主管機關規定事項。



不動產估價報告書

- 第三十四條 受託機構依第二十九條規定向主管機關申請核准或申報生效前，**應**先洽請專業估價者就不動產資產信託之信託財產，依不動產估價師法之規定出具估價報告書。



不動產資產信託契約移轉財產權限制

- 第三十條 依不動產資產信託契約移轉之財產權以：
 - 一、已有穩定收入之不動產。
 - 二、已有穩定收入之不動產相關權利：指地上權及其他經中央目的事業主管機關核定之權利。
- 前項之財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。
- 因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之法院公證同意書。



受託機構發行受益證券之限制

- 第三十五條 不動產資產信託之委託人為受託機構之利害關係人時，受託機構不得就該不動產資產信託依本條例規定發行受益證券。
- 但委託人有數人，且有利害關係之委託人就信託財產所占持分及持有擔保物權持分之合計比率未達百分之二十時，不在此限。



受益證券發行交付、行使及轉讓

- 第三十七條 受益證券應編號、載明相關事項及由受託機構之代表人簽名、蓋章，並經發行簽證機構簽證後發行或交付之。
- 第三十八及三十九條 不動產投資信託或不動產資產信託受益權之行使及轉讓，應以表彰該受益權之受益證券為之。
- 受益證券應為記名式，其轉讓並應以背書方式為之；且非將受讓人之姓名或名稱、住所通知受託機構，不得對抗受託機構。
- 受益證券之轉讓，非將受讓人之姓名或名稱記載於該受益證券，不得對抗第三人。



受益證券受讓人之權利與義務

- 第四十條 受益證券之受讓人，依該受益證券所表彰受益權之種類、內容及順位，承受不動產投資信託或不動產資產信託契約委託人之權利及義務。



信用評等與信用加強

- 第四條 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。
- 第四十三條 受託機構依本條例規定發行或交付之受益證券，得依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之規定，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，增強其信用。
- 第四十四條 受託機構依本條例規定發行或交付之受益證券，有經信用評等機構評定其等級或增強其信用之情形者，應於公開說明書、投資說明書或主管機關規定之其他文件，說明其信用評等之結果及信用增強之方式。



信託監察人之規定

- 第四十八條 受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約或不動產資產信託契約之約定，選任信託監察人。
- 信託監察人不得為受託機構之利害關係人、職員、受雇人或不動產資產信託之委託人。

稅捐規定-證交稅與所得稅

- 第四十九條 依本條例規定發行或交付之受益證券，其買賣或經受託機構依信託契約之約定收回者，免徵證券交易稅。
- 第五十條 受益證券，其信託利益應每年分配。分配之信託利益，為受益人之所得，按利息所得課稅，不計入受託機構之營利事業所得額。依規定之扣繳率，扣繳稅款分離課稅，不併計受益人之綜合所得稅總額或營利事業所得額。
- 目前依「各類所得扣繳率標準」第二條第一項第三款(三)規定，依不動產證券化條例規定發行之受益證券之利息，按分配額扣取百分之六。



稅捐規定-土地增值稅

- 第五十二條 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。
- 按土地稅法第二十八條之三規定，土地為信託財產者，於左列各款信託關係人間移轉所有權，不課徵土地增值稅：一、因信託行為成立，委託人與受託人間。



建築物折舊費用之計算

- 第五十三條 依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫投資之建築物，得依固定資產耐用年數表規定之耐用年數延長二分之一計算每年之折舊費用。



主管機關之行政監督（一）

- 第五十四條（檢查權及命令提出報告）
- 主管機關為保護公益或受益人權益之必要時，就不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫之執行狀況及其他相關事項，檢查受託機構、不動產管理機構、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，或令其於限期內據實提報財務報告、財產目錄或其他有關資料及報告。



主管機關之行政監督（二）

- 第五十五條（變更受託機構）
- 受託機構違反本條例之規定或不依不動產投資信託計畫或不動產資產信託計畫經營信託業務者，主管機關得變更受託機構並命原受託機構將該業務及信託財產移轉與新受託機構



主管機關之行政監督（三）

- 第五十六條（**委任契約之終止**）
- 不動產管理機構有下列情事之一，得終止委任契約，並得移轉其受任事項予其他不動產管理機構，不受原委任契約之限制：一、違反委任契約之約定事項。二、業務或財務有嚴重缺失時。經受託機構終止委任契約者。
- 不動產管理機構應於受託機構所定期限內辦理委任事項相關業務、財務之結算及移交。
- 不動產管理機構未於所定期限內辦理結算及移交者，受託機構得逕行結算，不動產管理機構不得為訴訟上或訴訟外之主張。

不動產證券化法規課題探討

一、基金規模課題

- 國內的不動產證券化條例針對「**封閉型基金**」的定義係指於基金存續期間，投資人不得請求受託機構買回其持有之受益證券，受託機構亦不得追加發行、交付或賣出受益證券之基金。
- 一般國外所謂的「封閉型基金」或「開放型基金」，係以投資人得否請求發行人買回證券加以區分，由於國內採特殊目的信託制，基金於借款比率達到之後，在不處分原有不動產的情形之下，即無法擴大經營規模。
- 修正草案為順應國際不動產投資趨勢，已修正封閉型基金之定義，使其得追加發行。



二、不動產證券化投資標的課題

- 不動產證券化條例第十七條規定不動產投資信託的投資標的為「**收益型之不動產**」，而排除「**開發型之不動產**」，此項規定對於不動產證券化條例立法目的之一為增加不動產籌資管道，以有效開發利用不動產，卻有不利的影響。
- 修正草案第十七條規定，不動產投資信託基金，以投資或運用於下列標的為限：
 - 一、**開發型**或已有穩定收入之不動產。
 - 二、**開發型**或已有穩定收入之不動產相關權利。
- 修正草案業將「**開發型之不動產**」加以納入，立法例採原則禁止，例外許可的方式。

開發型不動產之相關規定(一)

- **定義**：依修正草案第四條第一項第十八款規定，所謂「開發型之不動產或不動產相關權利」：指正進行或規劃進行開發、建築、重建、整建之不動產或不動產相關權利。
- **投資限制**：依修正草案第十七條規定，募集之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，以下列各款標的為限，且不得超過該基金信託財產價值之一定比率：一、依都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。二、促進民間參與公共建設法所稱公共建設。三、經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。
- **動用不動產投資信託基金的時機**：於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用款項。



開發型不動產之相關規定(二)

- 修正草案第第三十條規定，依不動產資產信託契約移轉之財產權，以第十七條第一項第一款及第二款所規定者為限。但募集之不動產資產信託受益證券，其信託財產不得為開發型之不動產或不動產相關權利。
- 鑒於開發型之不動產或不動產相關權利，其投資風險較高，需較專業之投資知識，一般投資大眾尚難進行該類投資，故禁止公開招募之不動產資產信託受益證券，以開發型之不動產或不動產相關權利作為證券化標的。

開發型不動產開放範圍之規定

證券種類	募集方式	是否准許投資開發型不動產	投資標的、比率及對象之限制
投資信託	公募	○	限於 <u>都市更新事業</u> 及 <u>公共建設</u> ；並有投資 <u>比率限制</u> (17)
投資信託	私募	○	但已投資再追加時，限於 <u>原私募對象</u> (9)
資產信託	公募	×	
資產信託	私募	○	



三、投資標的負擔塗銷課題（一）

- 不動產投資信託：
- 目前條例未規定，而修正草案第六條第五項規定，發起人擬讓與之不動產或不動產相關權利上有抵押權者，發起人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。
- 不動產資產信託：
- 第三十條第二項規定，財產權上有抵押權者，委託人應予塗銷，並檢具相關證明文件予受託機構。因故未能塗銷者，委託人應檢具抵押權人於信託契約存續期間不實行抵押權之法院公證同意書。

三、投資標的負擔塗銷課題（二）

- 若受託機構未能於申請或申報時取得塗銷證明或抵押權人不實行抵押權之法院公證同意書者，得以受託機構於受益證券完成募集或私募後，立即取得信託財產抵押權塗銷之相關證明文件之承諾書代之。
（受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法第五條第二項前段規定）
- 課題探討：不實行抵押權之法院公證同意書屬契約行為，如何對抗抵押權人實行抵押權之物權契約？
- 行政院版修正草案對此並未作任何修改。
- 余政道版修正草案則建議將第二項後段「因故未能塗銷者，…」以下均刪除，以保障投資人的權益。

四、發起人與不動產管理機構之 權責課題（一）

- 本條例受益證券之形式上發行人，為受託機構，但實質之發行人，在不動產投資信託應為發起人；在不動產資產信託則應為委託人，亦即該等實際取得所募資金者。
- 實務上，發起人及委託人在不動產證券化中扮演提供不動產相關資訊，並可以選取受託機構及不動產管理機構，且為最後的資金收受者，於不動產證券化過程中，占有極為重要的角色。
- 而若受託機構委任不動產管理機構管理或處分信託財產者，該不動產管理機構的良劣及其權責是否相符，亦是重要的課題。



四、發起人與不動產管理機構之 權責課題（二）

- 但目前條例對發起人並無相關規定，而不動產管理機構之資格條件與受託機構簽訂委任契約書之應記載事項，係於條例施行細則第五條授權由信託公會訂之，係以命令授權，層次較低，如何嚴格規範不動產管理機構的責任，以保障投資人權益，不無疑問。
- 條例修正草案第4、6、46-1及59條，對發起人與不動產管理機構之定義與應盡義務及其行政處罰，均有詳細規定，以進一步保障投資人的權益。



五、信託監察人選任課題

- 條例第48條第1項前段規定，受託機構為保護受益人之權益，得依不動產投資信託契約或不動產資產信託契約之約定，選任信託監察人。
- 按信託監察人之任務乃在於監督受託機構執行信託事務，而條例規定卻是由受託機構選任，實有不合理之處。
- 建議信託監察人應由受益人會議決議選任，或由主管機關派任較為適宜。



六、受託機構終止委託契約課題

- 條例第56條第二項規定，經受託機構依規定終止委任契約者，不動產管理機構應於受託機構所定期限內辦理委任事項相關業務、財務之結算及移交。
- 不動產管理機構未於所定期限內辦理結算及移交者，受託機構得逕行結算，不動產管理機構不得為訴訟上或訴訟外之主張。
- 後段規定明顯違反「權利救濟」之法理，似有違反憲法第16條保障人民訴訟權之疑慮。
- 條例修正草案業將「不動產管理機構不得為訴訟上或訴訟外之主張」加以刪除。



七、「信用評等」課題

信用評等制度在不動產證券化運作時佔有重要的地位，目前條例第4條及44條有相關規定，台灣的不動產證券化係採用信託架構，故受託機構與證券本身責任是分開的，故信用也是分別評等。

- 目前條例僅對受託機構有信用評等的規定，基於目前不動產證券化採「特殊目的信託模式」，不動產證券化商品本身的信用評等，乃是投資者的主要考量重心，但條例對不動產證券化商品本身的信用評等並未明定。
- 未來條例中宜增訂不動產證券化商品本身的信用評等之強制規定，以增強投資人對不動產證券化商品的信心。



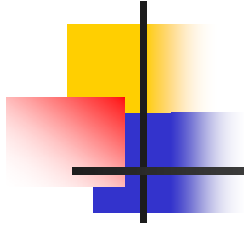
八、收益分配與分配比率課題（一）

- 條例第28條第3項及50條第1項規定，不動產投資信託基金投資所得，依不動產投資信託契約約定應分配之收益，應於會計年度結束後六個月內分配之。其信託利益應每年分配。
- 依95年7月25日發布之「金管會審查受託機構募集不動產投資信託受益證券之程序、標準及發行後管理原則（參）、審查標準，第五點規定：受託機構應於契約中明定每年配息比率至少為可分配收益之「90%」。



八、收益分配與分配比率課題（二）

- 課題探討：收益之分配及收益分配之比率目前條例規定以 「契約約定」，加上罰則過輕彈性過大，這對大多數一般受益人之權益實有待加強。
- 未來修法方向應朝向將 「收益之分配比率」 列入條例明文強制規定，確保投資人應有權益，以提昇投資人投資意願。



謝謝！敬請指教。

