

填表人：曾寶磁

填表日期：2019年12月27日

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 108 年度專題研究報告提要表

研究題目 建立專案債券(project bond)發行制度之可行性

研究單位
及人員 債券部

研究時間 自 108 年 5 月 1 日至 108 年 11 月 30 日

報 告 內 容 提 要

壹、研究背景

為配合我國非核家園、能源轉型、環境減排、永續經營等重大政策之需求與推動離岸風電之執行，有鑑於離岸風電發電業者興建離岸風力發電系統，於風場開發階段所需之投資金額甚鉅、回收年期較長，有資本密集、投資風險較高等特性，如循國內現行籌融資管道，恐無法滿足龐大資金需求。為進一步落實行政院所核定「綠色金融行動方案」之推動與執行，自有必要參酌國際市場之經驗，以「專案債券」作為克服專案投資計畫所面臨資金籌措困難、投資風險過鉅等問題之解決方案。

貳、研究重點

本研究計畫擬以基礎設施之重要融資工具即專案融資為起點，首先探究專案融資之交易架構與特徵，復觀察「專案債券」於美國、歐洲與日本各國之法制現況與發展經驗，末就我國發行債券之法制現況進行回顧，針對專案債券未來於我國發行時可能面臨之障礙與困難，提出解決與因應之道。

參、結論及建議事項

(一) 結論

一、所謂專案融資，係針對資本密集產業之特定設施，以興建與營運、

或再融資為目的，結合債務、股權與信用加強等方式，採取無追索權或有限追索權之融資架構。於此架構中，貸與人並非以該設施專案發起人之資產或信用作為信用評估之基礎，而係以該設施於營運過程中所得之收益作為評估對象，並以任何可產生收益之契約與其他由該設施所產生之現金流量等設施資產作為債務清償之擔保。專案融資可否採取無追索權之形式，係完全取決於專案之價值、而非專案發起人之信用。所謂無追索權之專案融資，意指貸與人針對專案進行信用評估之基礎，係基於專案契約產生收益之現金流量，而非基於專案發起人之個人資產；縱然專案之現金流量不足清償債務，專案發起人仍不直接負有清償專案債務或支付利息之義務。惟事實上，無追索權之專案融資相當罕見。於大多數之專案融資中，專案發起人均負有限之債務與責任，即有限追索權（實務上，均會於公開說明書中強調該債券係有限追索權，並同時說明債券發行人還款之資金來源）。

二、所謂專案債券，係指針對專案進行資金募集所發行之債券，並藉由專案完成後之現金流量，用以清償對債券投資人之本金與利息債務。專案債券主要有以下特色：(1) 專案債券之發行人，實務上大多透過專案公司以外之特殊目的公司作為債券發行人，藉此與專案發起人之資產進行破產隔離，從而債券持有人對專案發起人通常均無追索權（或僅為有限追索權）；(2) 債券發行人清償債券本息之資金來源為專案收益，是其清償本金之方式多採取分期還本（且無債券持有人賣回權之約定），而不採取到期一次還本；(3) 國際上所發行之專案債券，大多以私募方式發行，以符合機構投資人長期持有之需求，並降低債券發行成本。

三、從國際間發展專案債券之實例中（尤其參諸 Stoneway 公司、Lima 捷運融資公司與 Awilco 公司等發行專案債券之案例）可知：發行專案

債券之主體，通常並非專案發起人或專案公司，而係由專案發起人所另行設立之特殊目的公司擔任。從而，藉由專案發起人（直接或間接）持有債券發行人之股份，再由債券發行人（直接或間接）持有專案公司之股份，以此架構將專案之風險隔絕於專案發起人之外。債券發行人多為外國公司（例如：於阿根廷興建火力發電廠之專案中，Stoneway 公司為加拿大公司；於祕魯興建捷運系統之專案中，Lima 捷運融資公司為開曼群島公司）。尤其，Awilco 公司於 2009 年 12 月 30 日設立之初，原非公開發行公司（private limited company）；嗣於 2011 年 4 月 13 日，則成為公開發行公司（public limited liability company）。債券均以美金計價。發行債券之主體即債券發行人，須自行完全承擔發行債券之法律責任，以債券發行人之總資產作為擔保；實務上亦多以專案公司為連帶保證人，共同擔保債券之清償。惟債券持有人對於債券之追索權，並不及於專案發起人。

四、承上，有鑑於專案融資中，專案發起人係透過特殊目的公司之設立，藉由其與專案發起人破產隔離之功能，由專案公司（特殊目的公司）作為專案主體進行交易，獨自承擔交易風險，將專案發起人之資產與專案公司之債務完全加以隔離。同理，於專案融資中，擬發行專案債券之專案發起人，亦透過另一特殊目的公司之設立，由該公司作為債券發行人，自行發行專案債券，而由債券發行人獨自承擔發行債券之交易風險，而將專案發起人之資產與債券發行人之債務完全加以隔離。由是可知，債券發行人於發行債券時，仍應遵守發行當地國家之相關法令，且對債券之發行負完全之法律責任，顯見債券發行人對於專案債券之發行，殊無免責之可能性。至於專案發起人，如其未對債券之發行提供任何擔保，基於特殊目的公司破產隔離之功能，自無庸負任何法律責任。是以，債券發行人須對債券負

完全之清償責任，且以債券發行人總資產作為擔保。又個案上為強化該債券之信用，可能另行由專案公司針對債券之發行負保證責任，使專案公司之總資產亦作為債券發行之總擔保。從而，對專案債券所得免責之主體，係專案發起人、而非債券發行人，此交易架構依我國法律應屬允許。

五、專案發起人所發起之專案，其交易風險原則上由專案公司自行承擔。倘若專案發起人同時發起執行數個專案時，實務上，專案發起人均係以設立數個不同之特殊目的公司以進行破產隔離，由各別專案公司執行其專案。參酌國際間實務運作之經驗（以阿根廷 Stoneway Capital Corp. 為例）：於全球投資有許多能源專案之 SoEnergy International，出資設立專案發起人（即 Stoneway Group LP），由專案發起人持有債券發行人（即 Stoneway 公司）之全數股份；債券發行人再透過 Stoneway Energy International LP、Stoneway Energy LP 等間接持有專案公司即 Araucaria 發電公司（Araucaria Power Generation S.A.）、Araucaria 能源公司（Araucaria Energy S.A.）、SPI 能源公司（SPI Energy S.A.）。此三專案公司之分工為：所有發電廠之興建，均由 Araucaria 發電公司施作；Matheu、Luján、Las Palmas 發電廠由 Araucaria 能源公司負責營運，San Pedro 發電廠則由 SPI 能源公司負責營運。債券由債券發行人發行，原則上，債券持有人對於專案發起人並無任何之追索權；惟該債券之清償，係由 Stoneway Energy International LP、Stoneway Energy LP、Araucaria 發電公司、Araucaria 能源公司以及 SPI 能源公司等共負連帶保證責任，其擔保品包含債券發行人、保證人之所有資產。同理，倘一專案擬發行數檔專案債券，且有意將數檔專案債券間進行破產隔離者，亦得由專案發起人設立數個特殊目的公司，個別各自發行不同之債券。至於專案發起人如何將其資產轉移至特殊目的公

司乙節，則依循公司法相關規定處理（如以現物方式出資設立特殊目的公司、或由專案發起人與特殊目的公司間進行交易等），併予敘明。

六、國際間所發行之專案債券，不論係於盧森堡證券交易所（Luxembourg Stock Exchange）或奧斯陸證券交易所（Oslo Børs）等申請掛牌，專案債券之發行與轉讓，國際間多以美國法令作為準據法，即依規則 144A（Rule 144A）、規範 S（Regulation S）等規定：該債券無庸依美國證券法註冊登記，惟僅得發行與銷售予美國境內之「合格機構投資人（QIB）」，以及美國境外之外國人，且該債券之轉讓受有相關法令上之限制。又專案債券多於盧森堡證券交易所（Luxembourg Stock Exchange）申請掛牌為主流。又鑑於歐盟對於公司債之發行，目前並無統一性之規範，尚容許由會員國各自保有立法之權限。於歐洲所設立之公司，其所發行之公司債，自應遵循其公司設立之準據法，以及債券發行所在地、交易所在地之法令。是以，我國於研擬專案債券制度時，僅以美國法之制度作為參考對象，即為已足。

七、我國有關債券發行之法規現況，本國發行人公開募集與發行普通公司債，不論係以新台幣或外幣計價，其於掛牌上櫃前、後所適用之法令，二者並無差異。惟債券發行人欲以公開募集方式發行公司債者，發行人必須為股票公開發行公司（參照證券交易法第 22 條、發行人募集與發行有價證券處理準則第 20 條及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第 6 條規定），否則僅能以私募方式發行普通公司債。又股票公開發行公司在台公開募集發行普通公司債，其可發行額度受有限制。依證券交易法第 28 條之 4 規定，股票公開發行公司募集與發行公司債，其發行總額除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，有擔保公司債（與轉換公司債或附認股權公司債）之發行總額，不得逾全部資產

減全部負債餘額之 200%；而無擔保公司債之發行總額，不得逾全部資產減全部負債餘額之 2 分之 1。

八、外國發行人於我國公開募集與發行專業板普通公司債，如係以外幣計價者，其商品名稱為「國際債券」，須遵照「金融監督管理委員會 107 年 4 月 3 日金管證發字第 1070106121 號令」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則」相關規定，並向櫃買中心申請掛牌交易。如係以新臺幣計價者，商品名稱為「新台幣計價外國債券」，尚須遵照「金融監督管理委員會 107 年 11 月 30 日金管證發字第 1070118946 號令」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則」相關規定，並向櫃買中心申請掛牌交易。經櫃買中心核准上櫃後，債券始得於「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心國際債券交易系統」、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心債券等殖成交系統」或「證券商營業處所」進行次級市場交易。

(二) 建議

一、專案債券具有商品特殊性，其發行係由專案發起人、專案債券發行人及專案公司共同組成，彼此間權利義務關係緊扣，與我國現行固定收益市場發行模式迥異，故仍有待主管機關進一步開放方得於我國發行。例如，依我國現行法令規定，專業板債券(無論係以新台幣計價或外幣計價)之外國發行人資格條件，應僅限於外國政府、超國家機構、外國公司及其子公司、外國金融機構及其分支機構或子公司等，其中，如以外國子公司或分支機構身分發行者，應由外國公司或外國金融機構為債務之償還負保證償還責任，而如以外國發起人設立 SUKUK 發行人，發起人亦應負債務最終償還責任，以避免發行人藉設立子公司、分公司、分支機構或 SPV 為債券發行人方式，與發起人資產進行破產隔離，損及債券投資人權益，皆與專案債券

之特性有異。

二、未來建立專案債券發行架構時，參考我國現行法制，建議朝以外國發行人身分在台發行專案債券之方向規劃，因在發行人身分及可發行額度上較無疑慮，若以本國發行人身分公開募集與發行普通公司債，將受公司法或證券交易法對發行人資格條件及可發行額度之限制，考量修正公司法與證券交易法之困難性較高，在執行上可行性甚低。

三、考量上開債券宜有充沛之市場需求因應，未來建立專案債券發行架構時，建議亦能適度放寬保險業之可投資額度，或在政策上可以採個案開放之方式，鼓勵保險業投注資金以支援國內重大經濟建設之專案者，適度放寬其限制。惟在放寬保險業投資上，同時涉及保險業整體之監管，尚須整體加以評估。另專案債券具有商品特殊性，其在我國法制下係屬證券化商品亦或債券，仍具討論空間，若其歸屬於債券者，為利於投資人認購，將其包裹成證券化商品亦為另一可思考方向，即依現行法制架構下，外國發行人或可將其所發行之專案債券，設計包裹為證券化商品（如債券擔保證券（Collateralized Bond Obligations, CBO）），作為保險業者所得直接投資之標的，而可適用較為寬鬆之投資額度限制，或可滿足保險業者之投資需求。