

# 從歐美金融商品監理方向論我國 結構型商品之監管法制

林黎華

## 摘要

結構型商品是債券連結股權、利率、匯率、指數、商品等衍生性商品的混合性商品，主管機關並未認定其為我國證券交易法列舉或核定之有價證券；結構型商品目前公開募集銷售並未受到證券交易法之規範；結構型商品雖為期貨交易法之組合契約，但銀行等金融機構銷售結構型商品已豁免適用期貨交易法之規範；結構型商品在現行法上主要以法規命令與自律規範作為監管，實務上主管機關亦著眼於銷售面部分項目的管理，未有完整的法制架構保護投資人。是故此類具證券與衍生性商品特質之混合性金融商品應如何管理，是一個值得探討的問題。

本文擬以比較法觀點探討結構型商品之監管法制，並以銀行信託關係受託投資境外結構型商品為例，討論本國法結構型商品之法律性質與法規適用相關問題，再研析歐盟與美國法管理趨勢與實務議題，擬重新審視國內現行銀行指定用途信託投資境外結構型商品之監理法制，參酌外國法制度探討國內結構型商品發行面與銷售面監理規範調整強化之可行性，並提出相關具體建議作為商品監理之改善以及未來新混合性金融商品開放監理制度之參考。

**關鍵字：**有價證券、公開募集銷售、期貨交易、衍生性商品、結構型商品、商品治理、適當性、最佳利益、受託人責任、金融消費者保護法

## 壹、前言

結構型商品 (structured notes or structured products) 係屬一種兼具證券與衍生性商品 (derivatives)<sup>1</sup> 特質複雜的混合性金融商品，其對散戶之不當零售行為一直是各國主管機關關切的議題。2008 年全球金融海嘯，結構型商品在國內引爆「雷曼連動債」事件後<sup>2</sup>，國內交易人買賣結構型商品主要受到境外結構型商品管理規則之規範，且實務上以銀行受託投資為主，但近年國人交易結構型商品送請金融消費評議中心評議或法院爭議糾紛案件仍多。由於實務上銀行業者係以特定金錢信託受託投資境外結構型商品，故現行適用信託相關法規之規定，而未將公開募集、公開銷售納入法律面管理。對於這類具證券與衍生性商品特質複雜的混合性商品，現行規範是否足以保護投資人是一個值得討論的議題。

本文擬以比較法觀點審視結構型商品

之監管法制，並以銀行特定金錢信託受託投資境外結構型商品為例進行分析，首先探討結構型商品的性質以及在我國規範適用之情形與問題，再以比較法觀點分析歐盟與美國結構型商品管理的重點與最新發展趨勢，期借鏡歐美法制之經驗重新再檢視銀行特定金錢信託受託投資境外結構型商品之監理法制，分析探討結構型商品監理法制調整強化之可行性，以及提出相關具體建議與配套作為本文之結論，企盼借此案例的反思，對於混合性新金融商品未來開放與監理模式梳理有所助益。

## 貳、結構型商品之性質

### 一、結構型商品概念

結構型商品又稱為連動式債券，或簡稱結構債，是一種以固定收益「債券」連結股權、利率、匯率、指數、商品等「衍生性商品」的混合性、組合式商品，並以

《註 1》「衍生性商品」或稱「衍生工具」、「衍生性金融商品」，指一個價值建立在一個或多個標的資產（如股票、債券或商品）或指數的金融契約，其包含遠期、期貨、交換及選擇權等契約。從經濟面來看，衍生性金融商品是一種財務工具，從法律面來看，衍生性金融商品是一種契約。王文宇，〈衍生性金融商品法律問題之探討——兼論信用衍生性金融商品〉，《金融研訓季刊》，第 93 期，1999 年 4 月，頁 43；簡堅訓，〈衍生性金融商品法律定義與法源淺析與建議〉，《證交資料》，第 609 期，2013 年 1 月，頁 54；See Timothy E. Lynch, “Derivatives: A Twenty-First Century Understanding”, 43 *Loy. U. Chi. L. J.* 1, p.1 (2011) .

《註 2》張瑋心，〈論「雷曼連動債事件」與國家賠償〉，《中央警察大學學報》，第 48 期，2011 年 6 月，頁 337-361；See Erik Bomans, “Lessons from the 2008 Financial Crisis from a new angle”, January 9, 2019, <https://www.deminor.com/en/blog/lessons-from-the-2008-financial-crisis-from-a-new-angle-observing-the-complexity-of-investment-structures>, last visited: 2024.02.28.

債券的方式發行<sup>3</sup>，其契約架構上同時包含債券及衍生性商品兩大部分<sup>4</sup>。連結標的部分從前述股權等標的，最近擴及至持有大量虛擬資產（crypto asset）的公司和特殊目的收購公司<sup>5</sup>；連結衍生性商品的部分，主要係以可以創造高報酬之選擇權、期貨或交換契約之衍生性商品，並由單一選擇權、期貨契約或交換契約，逐漸轉變成爲連結多個選擇權複雜的金融操作<sup>6</sup>。

結構型商品是爲滿足特定投資目標（例如成長、收入或風險管理等）而設計或「結構化」的零售產品，透過將債券等傳統證券與衍生性商品結合來實現這一目標。但結構型商品並不像共同基金（mutual fund）或指數股票型基金（exchange traded fund, ETF）持有實際基礎投資組合。相反地，結構型商品發行人承諾根據包含一項或多項參考資產表現的公式計算報酬支付投資人<sup>7</sup>，係屬一種兼具有價證券與衍生

性商品特質複雜的混合性金融商品。

## 二、結構型商品類別

### （一）廣義與狹義概念

結構型商品有廣狹不同的概念，狹義的結構型商品是指債券連結衍生性商品，廣義的結構型商品另包括結構型存款（structured deposit）、結構型基金（structured fund）等<sup>8</sup>。結構型存款係指銀行存款嵌入利率、外匯、指數等金融衍生性商品；結構型基金是指以直接投資及從事衍生性商品之集合投資基金。本文所探討範圍係狹義的結構型商品，合先陳明。

### （二）保本型與非保本型

基本上，結構型商品可以區分爲兩種，一爲保本型連動債，另一爲高收益型連動債（非保本型），兩者最大的區別在於，保本型連動債之投資人是站在選擇權

《註3》劉連煜，〈連動債與證券交易法的有價證券〉，《月旦民商法雜誌》，第74期，2021年12月，頁71-72。

《註4》陳肇鴻，〈連動債糾紛之司法實踐——2009至2010年間相關判決之研究〉，《中研院法學期刊》，第10期，2012年3月，頁174-175。

《註5》See Jacob Freund, “Investors Take Note: Complexity and Disclosure Efficacy Concerns amid A Structured Notes Renaissance”, 123 *Colum. L. Rev.* 139, p.146 (January 2023).

《註6》黃帥升、謝富凱、廖倪凰，〈從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係〉，《萬國法律》，第158期，2008年4月，頁74-75。

《註7》See FINRA, “Understanding Structured Notes With Principal Protection”, April 12, 2023, <https://www.finra.org/investors/insights/structured-notes-principal-protection>, last visited: 2024.02.28.

《註8》See Eduardo Bagaria, Guillermo Rey and Violeta Pina, “Spotlight: offering process and post-sale requirements for structured products in Spain”, September 19, 2023, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a307ac59-720b-471a-860f-34bf609445f7>, last visited: 2024.02.28.

的買方，故最大損失有限。反之，高收益型連動債之投資人是站在選擇權的賣方，故最大損失理論上可能為無窮大<sup>9</sup>。通常具有保護本金的產品名義上保證按本金預定之百分比償還，並同時允許投資人參與基礎工具的成長<sup>10</sup>，雖然該商品發行之說明書記載無論到期標的資產之表現如何，到期提供全部或部分本金的返還，但仍然不是無風險的，因為這些商品即使有本金保護，仍可能有發行人信用風險等因素，例如發行人無法償還，故亦有支付不能之情形<sup>11</sup>。

### 三、商品特性

結構型商品具有多種優勢，例如客製化、多樣化和較高的報酬。然而，其亦存

在固有的風險，包括複雜性、信用風險、流動性風險、市場風險、連結標的物風險、作業風險與法律風險等<sup>12</sup>。因結構型商品非常複雜，對散戶投資人而言難以理解，且其發行設計和銷售成本都很昂貴，但這些成本是隱藏的，有時連金融銷售人員自己也無法解釋其如何運作<sup>13</sup>。

結構型商品除了投資人預期的正常市場風險之外，亦有投資人難以了解的額外風險，其中包括如何定義基礎資產池之績效表現、缺乏指定贖回或到期日之債務工具、具有槓桿的特徵、複雜的報酬計算機制、複雜的保證機制、不提供全額本金的保護等<sup>14</sup>，所以並不適合一般散戶投資人交易，專業投資人若因商品不符合其需求亦可能造成嚴重損失。

---

《註 9》張傳章，〈業界重啓銷售結構型商品之鑰——「境外結構型商品管理規則」草案〉，《證交資料》，第 568 期，2009 年 8 月，頁 5。

《註 10》See Dan Frohm, “The Pricing of Structured Products in Sweden -Empirical findings for Index-linked Notes issued by Swedbank in 2005”, Master’s Thesis Department of Management and Engineering, Linköping Institute of Technology, 2007, p.6, <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:23763/FULLTEXT01.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 11》See David Rodeck, “How To Invest In Structured Notes”, February 28, 2023, 12:26pm, <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-are-structured-notes/>, last visited: 2024.02.28.

《註 12》See True Tamplin, “Structured Notes”, August 31, 2023, <https://www.financestrategists.com/wealth-management/alternative-investment/structured-notes/>, last visited: 2024.02.28；邱冠文，〈結構型商品交易之法律問題——以銷售義務為中心〉，國立政治大學法律學研究所碩士論文，2014 年 1 月，未出版，頁 25-26。

《註 13》See Roy Walker, “Structured Notes – Too Often A Deceitful Con, Sold By The Greedy To The Unsuspecting”, October 19, 2019, <https://www.linkedin.com/pulse/structured-notes-too-often-deceitful-con-sold-greedy-roy>, last visited: 2024.02.28.

《註 14》See ESMA, “Guidelines on complex debt instruments and structured deposits”, February 4, 2016, pp.5-6, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787\\_-\\_guidelines\\_on\\_complex\\_debt\\_instruments\\_and\\_structured\\_deposits.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_-_guidelines_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf), last visited: 2024.02.28.

## 參、我國規範檢視與問題之提出

2008年雷曼事件造成國內結構債投資人損失慘重，當時銀行將複雜的結構債產品包裝成保本商品銷售給一般投資人甚至銀髮族，雷曼兄弟倒閉事件引爆國內金融業結構債嚴重損失，從一般投資人到企業法人、投信、券商，不少交易人在這場風暴中投資血本無歸<sup>15</sup>。雷曼事件後主管機關進行改革，訂定境外結構型商品管理規則，但近年國人交易結構型商品送請金融消費評議中心評議或法院爭議糾紛案件仍多，而專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人並無金融消費者保護法之適用，結構型商品係複雜難懂的金融商品，我國現行規範是否足以保護投資人，值得再深入研究。

本節將先檢討結構型商品之法律性質，以及相關法令與自律規範之適用情形，以及國內實務爭議案件處理情形，檢視我國現行規範並提出相關待解決之問題如下：

### 一、商品法律性質

#### (一) 學界

國內學者對於結構型商品之法律性質採有價證券說以及期貨交易契約說兩種不

同看法。採有價證券說之學者以結構型商品依美國法應可構成「證券」，於我國法下結構型商品縱然係在外國發行，若具有債券發行之形式，且明顯係以投資及累積資金為目的所發行，不僅依英國與美國之法律可能構成所謂「證券」（特別是債券）時，於我國法下就相同之產品，亦應可解釋為證券交易法第6條所稱之「有價證券」（特別是公司債）<sup>16</sup>。

採期貨交易契約說之學者以結構型商品、結構式定存單、投資型保單及移民基金等金融商品，國外之立法例及實務運作通常將其認定為有價證券，但我國證券主管機關並未「核定」其為證券交易法之有價證券，因此並無我國證券交易法相關規定之適用。並認為連動債、結構式定存單、投資型保單等結構型金融商品之法律定位，從其所連結之選擇權或其他相對之衍生性商品觀之，則可能是屬於期貨交易法第3條所規定之期貨交易契約<sup>17</sup>。

#### (二) 司法實務

經以連動債、有價證券、證券交易法第6條作為關鍵字查詢，司法院判決書系統民事與刑事判決截至2025年3月30日止計有31件，其中刑事案件的部分14

《註15》陳文蔚，〈結構債學不乖 TRF 又來 金管會再罰9銀行祭第三波管制〉，2016年1月27日，<https://tw.news.yahoo.com/trf-9-183010313.html>，最後瀏覽日期：2025年3月22日。

《註16》陳肇鴻，〈論結構債之法律關係及指定用途金錢信託之法律性質〉，《軍法專刊》，第55卷，第3期，2009年6月，頁125。

《註17》郭土木，〈證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議——兼評最高法院105年台抗字第925號刑事確定裁定〉，《軍法專刊》，第64卷，第3期，2018年6月，頁57。

件，主要為紅火案、PEM 集團（PSB1 外國公司發行之特別股、壽險保單貼現投資證券之發行）、SG 基金、投信公司出清結構債等，惟實體爭點未討論到本文所指結構債是否為證券交易法之有價證券。另民事判決計有 17 件，其中臺灣桃園地方法院 99 年度重訴字第 236 號民事判決、臺灣新北地方法院 101 年度金簡上字第 1 號民事判決略以「本件系爭連動債係由雷曼財務公司所發行、雷曼控股公司所保證之國外結構型商品，自非證券交易法所稱之有價證券」。

臺灣臺北地方法院 99 年度重訴字第 364 號民事判決除認「本件系爭連動債係由雷曼財務公司所發行、雷曼控股公司所保證之國外結構型商品，自非證券交易法所稱之有價證券」，且進一步指明「……被告○○銀行僅屬代銷機構，並無任何於國內募集、發行或買賣有價證券之行爲，與前揭證券交易法之規定尚有未合，自無證券交易法之適用」；臺灣高等法院 100 年度上字第 47 號民事判決「系爭連動債券並未於國內募集及發行，上訴人僅受被上訴人委託於境外購買系爭連動債券，並非販售」，係認定境外代購行爲，亦未認定結構債係證券交易法之有價證券。

臺灣臺北地方法院 99 年度金字第 15 號民事判決<sup>18</sup>，原告主張被告各銀行證券商違法募集連動債，惟法院認為本件國外連動債未經被告金管會等核定為證券交易

法第 6 條之有價證券，自無證券交易法第 22 條第 1 項之適用。且銀行為居間人並非發行人，被告各銀行與投資人間依照特定金錢信託而為受託投資連動債之關係，被告各銀行係依客戶指示投資於特定商品，受託人對信託投資不具決定權之信託。

該判決並進一步指出被告就客戶指示投資之特定商品推介說明，其性質與有價證券募集及證券投資信託之性質並不相同，並非可認定被告各銀行係屬募集發行買賣有價證券之行爲，亦非募集證券投資信託基金之行爲。該案認定結構型商品並非證券交易法之有價證券，銀行有就投資特定商品推介說明之事實，並依特定金錢信託指定投資，但並非屬募集發行買賣有價證券之行爲。

另臺灣臺北地方法院 102 年度金簡上字第 1 號民事判決、臺灣臺北地方法院 101 年度金字第 41 號民事判決、臺灣臺北地方法院 101 年度金字第 43 號民事判決、臺灣臺北地方法院 99 年度重訴字第 133 號民事判決、臺灣高等法院 103 年度金上易字第 3 號民事判決，認定連動債係「國外有價證券」，但未認定連動債係證券交易法第 6 條之有價證券，其餘 7 件民事判決均未實質討論連動債是否為證券交易法之有價證券，併此說明。由此可見，司法實務上有實質討論者，否認結構債係證券交易法之有價證券。

《註 18》該判決臺灣高等法院 103 年度金上字第 14 號 106 年 7 月 24 日調解成立。

### （三）主管機關

主管機關依證券交易法第 36-1 條規定授權訂定公開發行公司取得或處分資產處理準則，該準則第 4 條定義之衍生性商品，指其價值由特定利率、金融工具價格、商品價格、匯率、價格或費率指數、信用評等或信用指數，或其他變數所衍生之遠期契約、選擇權契約、期貨契約、槓桿保證金契約、交換契約，或嵌入衍生性商品之組合式契約或結構型商品等，該準則將結構型商品係與嵌入衍生性商品之組合式契約同列為衍生性商品而非有價證券。

金管會 99 年 8 月 23 日函略以：「各該金融商品，係透過辦理特定金錢信託業務受託投資國外連動債，而國外連動債尚非屬證券交易法所規定之有價證券。」立法院第 7 屆第 4 會期財政委員會於 98 年 12 月 2 日召開第 18 次全體委員會議，審查行政院函請審議證券交易法及證券投資信託法相關條文修正草案，時任金管會主任委員陳冲列席報告並應答詢時陳稱略以：「在臺灣發行之連動債或結構債，其屬性於學理上係有價證券，但並非證券交易法上之有價證券」等語（以上引自最高法院 111 年度台上字第 5037 號刑事判決）。所以由前述主管機關回覆法院函文以及時任主委之答詢，金管會之立場不認為連動債係屬證券交易法之有價證券。

## 二、現行法適用情形

### （一）信託法與信託業法

按現行銀行業者以特定金錢信託法律有關受託投資境外結構型商品，除契約之規範外，應適用信託法與信託業法之規定。信託法第 22 條應盡善良管理人之注意義務，以及信託業法第 22 條第 1 項信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。前揭規定為信託事務處理之最高指導原則。

### （二）證券交易法

依證券交易法第 6 條有價證券之定義，基本上採取有限列舉，概括授權之立法方式<sup>19</sup>，其列舉者包括股票、公司債券、政府債券。概括授權主管機關核定有價證券之部分，主管機關 2019 年 7 月 3 日彙整重新公告核定之有價證券包括受益憑證等共計 7 大項有價證券，其中包括財政部（76）臺財證（二）字第 00900 號函釋，外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他具有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事上開有價證券之投資服務，均應受我國證券管理法令之規範<sup>20</sup>。

若公司債採表彰對公司債權的廣義概念，則學者認結構型商品係屬公司債，亦

《註 19》賴英照，《證券交易法逐條釋義第一冊》，再版，自版，1987 年 3 月，頁 66。

《註 20》金融監督管理委員會 108 年 7 月 3 日金管證發字第 10803211643 號函。

有所本；然若認證券交易法所列舉之公司債，係股份有限公司以籌措長期資金為目的，所發行長期借貸契約的一種金錢債務之性質，則結構型商品包含衍生性商品，且係以標的參考資產的變動計算報酬，本文認與一般公司債籌措長期資金之性質不同。

境外結構型商品是具有投資性質之外國有價證券，美國法亦認定係有價證券（詳後述），解釋上是前述財政部第 00900 號函釋所指外國具有投資性質之有價證券，故本文依前揭函釋認為結構型商品應係證券交易法之有價證券。但主管機關並未認定結構型商品係證券交易法之有價證券，亦未將結構型商品核定為有價證券，故實務上其公開募集銷售毋庸向主管機關申報，亦不適用證券交易法民刑事責任等相關規定。

### （三）期貨交易法

結構型商品雖非期貨交易法第 3 條明文列舉 5 項期貨交易契約，惟 2019 年修法後之期貨交易法第 3 條第 1 項對於期貨交易契約新增「組合」之交易，亦即修法後之期貨交易法將複合金融工具或混合性商品納入期貨交易法規範，是故結構型商品固非係屬期貨交易法第 3 條規定列舉之契約，但因結構型商品係連結衍生性商品，

包括期貨契約、選擇權契約、交換契約，目前主要連結選擇權契約，係結合選擇權買方或賣方之衍生性商品，解釋上應係期貨交易法之組合契約。

我國期貨交易法規範之店頭衍生性商品，目前實務上主要包括銀行於營業處所辦理之衍生性商品、外匯經紀商所經營之外匯保證金交易、證券商於其營業處所經營衍生性商品交易等，除現行店頭衍生性商品採行集中結算適用期貨交易法之規範外，一般未採行集中結算之店頭衍生性商品係屬雙方當事人間之契約關係，且主管機關函釋業已豁免銀行等機構於營業處所辦理之衍生性商品適用期貨交易法<sup>21</sup>。因此即便結構型商品認定係期貨交易法之組合契約，本文所探討銀行於營業處所辦理之結構型商品亦豁免期貨交易法之適用。

又期貨交易法之規範主要以集中交易、集中結算為核心，期貨交易法第 5 條期貨商受託從事之期貨交易，其種類及交易所以主管機關公告者為限。期貨交易法第 10 條第 1 項規定，期貨交易契約非經主管機關核准，不得在期貨交易所交易。集中交易市場的商品，期貨交易法已有相關的體制。然而於店頭市場公開募集或公開銷售之衍生性商品，現行期貨交易法並未要求應辦理核准、登記或提供相關資訊之規定。

《註 21》郭土木，《期貨交易管理法規》，增訂再版，自版，2017 年 3 月，頁 38-39。另財政部證券暨期貨管理委員會（舊）臺財證七字第 0910005255 號、財政部（86）臺財證（五）字第 03240 號、中央銀行發文字號（86）臺央外柒字第 0401216 號函釋參照。

因此，具證券與衍生性性質之混合性商品，固然可以將之解釋為期貨交易契約，但因目前主管機關函釋豁免銀行等金融機構於店頭市場之交易適用期貨交易法，且該法並無公開募集銷售之管理規範，若開放銀行等金融機構承作混合性商品，囿於現行法制如解釋適用期貨交易法，法制上並不完整，除非大幅修改期貨交易法，但此恐曠日廢時，故於混合性商品開放之際應考量此適用之實務問題。是故若將結構型商品解釋為期貨交易，除前述豁免問題外，因現行法並無公開募集、公開銷售之相關規範，亦同樣有管理漏洞的問題。

#### (四) 金融消費者保護法

金融消費者保護法所定金融服務業，包括銀行業、證券業、期貨業、保險業、電子支付業及其他經主管機關公告之金融服務業。銀行業提供結構型商品服務係屬金融消費者保護法規範之對象。然金融消費者保護法第4條第1項規定金融消費者，指接受金融服務業提供金融商品或服務者，但不包括專業投資機構以及符合一

定財力或專業能力之自然人或法人。而以專業投資人身分接受金融服務業提供金融商品或服務，並非金融消費者保護法所稱之金融消費者。

境外結構型商品管理規則第3條第3項訂有專業投資人，包括專業機構投資人、高淨值投資法人、專業投資人之法人或基金、專業投資人之自然人，除專業投資機構外，主要即係具有一定資力以及金融商品專業知識經驗兩項作為認定專業投資人之依據；而符合前述規定之專業投資人即非金融消費者保護法適用之對象，故無金融消費者保護法之適用，且相關爭議亦無法依保護法之規定處理。

銀行以特定金錢信託受託投資境外結構型商品，除應適用金融消費者保護法第二章金融消費者之保護有關公平、誠信、忠實義務等基本原則外，亦應適用第9條「銷售適合度」規定<sup>22</sup>以及第10條第1項說明與揭露義務。第11條規定業者違反前二條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。惟本國法銷售適合度之規定適用範圍較狹於歐美所規定之適當性 (suitability)，兩者並不相當 (詳後述)。

---

《註22》金融消費者保護法第9條第1項：金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者之相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。學者指出，金融消費者保護法並未就所謂之金融商品或服務之範圍加以定義，立法理由中亦未加以說明，因此可能會產生規範對象（標的）不明確之疑義。王文字主編，王文字、林仁光、林繼恆、林國全、詹庭禎、王志誠、汪信君、黃銘傑、李禮仲、游啓璋、廖大穎、康文彥合著，《金融法》，修訂10版，元照，2019年3月，頁549。惟實務上主管機關與司法實務（例如：臺灣臺北地方法院99年度重訴字第133號民事判決）對於銀行特定金錢信託受託投資結構型商品適用適合度規範向未有爭議，本文亦持肯認見解，併此敘明。

### 三、法規命令

#### (一) 指定用途金錢信託法制問題

2008 年「雷曼連動債」事件，當時國人透過銀行指定用途金錢信託進行海外投資，而有關特定金錢信託業務之相關立法，係配合先前中央銀行在特殊時空環境下，以指定用途信託資金方式為提供國人海外投資管道；是故，儘管我國相關立法皆規定於信託業法及其子法、金管會函令及信託公會自律規範下，然究其本質，指定用途金錢信託僅為「達成投資目的之手段與工具」而已。

因此，就金融機構銷售商品時與投資人間所締造之法律關係，我國係以特定金錢信託投資有價證券之方式創設信託關係於營業信託受託人與委託人之間；但其做法與英國及美國金融機構所聘用之投資顧問與投資人之間就金融商品之銷售多半非信託關係有所不同。而國內法院在相關爭議的判斷上，多做出有利於信託業者之判決；其中又以委託人已於相關金融商品文件上簽名蓋章一事，作為信託業者未違反善良管理人注意義務之主要判斷依據<sup>23</sup>。

是故實務上指定用途金錢信託並非投資人單純自行指定投資，在投資人最終決定投資標的之前，金融機構涉及實質的推介，前述臺灣臺北地方法院 99 年度金字第

15 號民事判決亦認銀行有就投資特定商品推介說明之事實，又銀行公會訂定之銀行辦理衍生性金融商品自律規範明文允許會員辦理推介結構型商品業務，然推介規定已逾越指定用途信託資金的範疇，所以指定用途金錢信託只是一個契約白手套，其實質係銷售行為，然而由於「指定用途金錢信託」之性質金融機構形式上無運用決定權，故在發生銷售糾紛時往往將重點放在係投資人自己決定投資標的，而忽略了金融機構實質擔任銷售機構應盡的責任。

#### (二) 管理規則適用疑義

而於「雷曼連動債」事件發生後主管機關 2009 年訂定境外結構型商品管理規則，該規則第 2 條境外結構型商品之範圍，限於中華民國境外發行，結合固定收益商品（如債券）及衍生性金融商品（如選擇權）之複合式商品，且依結構型商品之本質，限以債券方式發行者，謹將境外結構型商品管理規則問題分析如下：

##### 1. 發行面

###### (1) 規範發行人逾越法律授權

境外結構型商品管理規則係依信託業法第 18-1 條第 2 項、證券交易法第 44 條第 4 項、第 62 條第 2 項、保險法第 144 條第 1 項及第 146 條第 6 項規定授權訂定，規範銀行辦理指定用途信託資金之金錢信

《註 23》中華民國信託業商業同業公會委託研究，受委託單位：國際通商法律事務所，研究主持人：許兆慶律師，「營業信託受託人責任之研究及建議」，2004 年 1 月 24 日，頁 164。

託受託投資，或證券商受託買賣結構型商品及保險公司銷售以境外結構型商品為標的之投資型保險，以下將針對銀行之部分進行分析。

信託業法第 18-1 條第 1 項係規定信託業辦理信託業務之營運範圍、受益權轉讓限制及風險揭露應載明於「信託契約」，並告知委託人。第 2 項對於前項之營運範圍、受益權轉讓限制、風險揭露與行銷、訂約之管理及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。亦即該條主要規範信託契約之必要記載事項，並授權主管機關訂定相關遵行事項。

然境外結構型商品管理規則針對境外結構型商品之「發行人」或總代理人應就其所發行或代理之境外結構型商品進行管理，其中包括編製中文投資人須知，並編製中文產品說明書交付予受託或銷售機構轉交投資人（第 9 條），並應辦理公告事項（第 13 條），境外結構型商品之發行人並非信託業者，且該內容並非授權應訂定之信託契約之必要記載事項，該規定似已逾越法規授權之範圍。

(2) 無法直接課以發行人特別法上之責任

信託業法對於境外發行人之部分，除第 33 條非信託業不得辦理不特定多數人委託經理第 16 條之信託業務外，並未訂有特別之民刑事責任；惟本文所討論之情節，境外發行人係結構債之發行人並非受託經理信託業務，尚無法適用。又信託業法第 57 條規定，違反本法或本法授權所定命令中有關強制或禁止規定，或應為一定行為

而不為者，除本法另有處罰規定應從其規定者外，處新臺幣六十萬元以上三百萬元以下罰鍰。

境外結構型商品管理規則第二章對於發行人或總代理人訂有實質規範，並要求境外結構型商品發行人或總代理人應定期揭露規定等事項，信託業法第 57 條之規定似得對違反管理規則之發行人進行行政處分；惟管理規則規範發行人逾越法律授權，已如前述，有關管理規則所訂強制或禁止規定，其效力存有疑義，故尚難以對境外發行人為行政處分。

境外結構型商品管理規則第 20 條第 1 項規定：「境外結構型商品之審查程序、方式、審查基準、審查期限、審查費用、異議、資訊揭露與其他規範，由金融總會洽商受託或銷售機構所屬同業公會擬訂，報請本會核定；修正時，亦同。」金融總會依該條授權訂定「境外結構型商品審查及管理規範」，並由受託或銷售機構所屬同業公會負責境外結構型商品審查並組成審查小組進行實質審查，如不論主管機關現行處分發行人容有適法性上疑慮，且總會或公會亦未被授權，故無法處分發行人。

境外結構型商品管理規則第 23 條第 1 至 3 項規定受託或銷售機構應向投資人說明並揭露規定事項；同條第 4 項規定：「前項應揭露之資訊及應遵循事項，除法令另有規定外，應依各商業同業公會之自律規範辦理。」管理規則將境外結構型商品之發行人或總代理人列為申請人，可見結構型商品之公開銷售主要應管理對象為「發

行人」，然總會或公會僅被授權訂定規範與辦理審查事項，受託或銷售機構之公會除法令外亦仰賴自律規範，而公會為自律組織至多對於會員具有約束力，事實上無法真正規制非會員之境外發行人，由於法制上無一個架構基礎，對發行人法律效果亦有所欠缺。

## 2. 銷售面

境外結構型商品管理規則有關銷售之部分，第 22 條規定非專業投資人風險承受程度等級評估、中文投資人須知及中文產品說明書上以顯著之字體標示該境外結構型商品之商品風險程度、投資標的前應盡告知義務；第 23 條對於境外結構型商品因利率等因素有直接導致本金損失或超過當初本金損失之虞者應予說明，以及應向投資人充分揭露並明確告知各項費用與其收取方式、投資之境外結構型商品交易架構，及可能涉及之風險等相關資訊，其中風險應包含最大損失金額；第 24 條禁止行為包括不得保證或詐欺等一般性規範。

銷售規範僅前述三條規定，第 22 條應盡告知義務之規定，但對於具體應告知之事項並未明確訂定，第 23 條亦僅強調對於少數特定的風險予以說明。又管理規則第 4 條第 3 項境外結構型商品以專業機構投資人或高淨值投資法人為受託或銷售對象者，不適用第二章有關發行人或總代理人規定、第 20 條公會商品審查與受託或銷

售機構商品審查小組，以及第 22 條告知義務規定，以複雜的商品而言，整體銷售面管理的規範不足。

## 四、自律規範

現行自律規範除公會訂定之審查規定外，銀行推介結構型商品之主要依據為銀行公會訂定之銀行辦理衍生性金融商品自律規範，其第五章訂有推介業務規範，但主要規定僅有兩條，第 27 條規定推介結構型商品業務包含「推廣介紹」及「銷售」對客戶提供衍生性金融商品，第 28 條規範訂定推介原則，應瞭解客戶屬性及其商品屬性即可推介，餘未訂定實質管理規範。實務上依境外結構型商品管理規則第 22 條第 1 項之規定多以客戶及商品投資風險承受度屬同一等級之形式認定即進行推介或接受委託，有未實質確認商品是否適合客戶之虞，專業投資人亦不受該規範。

## 五、實務案件

2008 年雷曼事件結構型商品之司法實務判決，就金融機構是否有所責任，對於投資人簽章之效力及金融機構說明義務有簽名免責說及實質審查說<sup>24</sup>。但由於臺灣當時的法律對於金融業者之說明義務尚未有明文規範，因此投資人在訴訟時幾乎均為敗訴<sup>25</sup>。主管機關於雷曼事件後亦增訂金融消費者保護法、境外結構型商品管理

《註 24》陳肇鴻，同《註 4》，頁 80。

《註 25》杜怡靜，〈金融商品交易上關於說明義務之理論與實務上之運用——對連動債紛爭之省思〉，《月旦民商法》，第 26 期，2009 年 12 月，頁 50。

規則等以補不足，然近期仍有諸多爭議實務案件，茲說明如次：

### （一）金融消費爭議

金融消費者保護委員會評議決定書查詢系統經以關鍵字連動債或結構型商品查詢金融業案件，2021年至2023年第三季計有87件，其中最多之案件為違反金融產品條件或風險說明爭議共計58件，次之違反客戶辦理金融商品適合度爭議為16件。不受理案件共計40件，主要理由為當事人不適格，因金融消費者保護法規定，金融消費者指接受金融服務業提供金融商品或服務者，但不包括由主管機關所訂之符合一定財力或專業能力之自然人，故逕以當事人不適格駁回。

在有評議決定之案件中，尚無認定原告之主張有理由之案件，無理由23件，而部分有理由計有16件；而在違反金融商品適合度部分，亦有尚難認定業者提供

之服務已盡善良管理人注意義務、已盡其適合度或風險說明義務應補償投資人（112年評字第34號參照），但亦有認定業者未充分揭露最大可能損失有疏失但無相當因果關係，基於公平合理原則要求業者補償（109年評字第2359號參照）。在金融消費者保護法明定說明義務、充分揭露風險等規定之後，由於實務的爭議案件難以證明業者違規行為與投資人損害間之因果關係，投資人求償的範圍仍有限。

### （二）民事爭議

另以關鍵字連動債與損害賠償案件查詢司法院判決系統，2021年至2023年最近三年之民事判決，地方法院判決計有11件，有關投資人對銀行或相關人員之請求均經駁回，其中臺灣臺北地方法院民事判決111年度訴字第1001號<sup>26</sup>、臺灣臺北地方法院民事判決110年度金字第23號<sup>27</sup>、臺灣臺南地方法院民事判決109年度金字

---

《註26》臺灣臺北地方法院民事判決111年度訴字第1001號，原告購買該連動債前取得產品條件內容說明、產品特約事項、連動債之產品說明書、產品特約事項，均已說明產品條件與可能風險，經原告蓋章確認，故原告對於石來運轉連動債屬不保本型連動債均已清楚知悉，原告既本於對各該連動債之盈虧認知仍為申購行為，自應自負盈虧之風險。

《註27》臺灣臺北地方法院民事判決110年度金字第23號，理專協助先位原告以設立境外公司及開設OBU帳戶之方式簽訂投資契約，先位原告並非投資契約之當事人駁回，備位原告為境外法人，其與銀行簽立系爭投資契約購買保險及外幣連結組合式商品，依主管機關金管會101年9月27日金管法字第1010070279號函，並不適用金保法之規定，且銀行就系爭商品之商品性質及風險既已據實告知等，予以駁回

第 20 號<sup>28</sup>，除前述法人不適用金融消費者保護法之規定外，法院以銀行所交付產品說明書或風險預告書，投資人簽名已瞭解風險等為由予以駁回。

又前述判決有認以投資人具醫護理工作經驗，認應具有相當之生活知識及社會經驗，實難認其不了解「不保本商品」及「最大可能損失為全部投資本金」之含意，以適當性角度觀之，應以特定金融商品之知識及交易經驗作為認定，故其妥適性亦有待商榷。另實務案例發現，金融機構或業務員有協助設立法人機構，規避金融消費者保護法適用之情形。

### (三) 行政處分

雷曼兄弟 2008 年 8 月中旬宣布破產，引爆國內連動債風暴，銀行違規銷售結構型商品造成投資人權益受損，業經主管機關處分外，近來主管機關亦有對銀行違規推介結構型商品等處分之案例<sup>29</sup>，顯見業者在銷售結構型商品之法令遵循亦有待落實。

## 六、小結

由於銀行等金融機構受託買賣店頭衍生性商品，主管機關現行已函釋豁免適用期貨交易法，且因期貨交易法主要係針對集中交易與集中結算進行管理，並無公開募集銷售店頭衍生性商品之規範，若廢止豁免函釋法律面亦無相關規範，是故具證券與衍生性特質之混合性商品，若適用期貨交易法法制上較不完整。因此，混合性金融商品在國外若係以有價證券規範，或該商品公開募集銷售應適用公開說明書之相關規範，國內商品開放之際就應該思考是否為有價證券，納入證券交易法之規範再為後續配套。

結構型商品雖係具有證券與衍生性特質之混合性商品，但實務上未被認定是我國證券交易法之有價證券。由於結構型商品目前不適用證券交易法以及期貨交易法，結構型商品法律位階之規範除信託法及信託業法外，金融機構對散戶銷售結構型商品得適用金融消費者保護法之規定。但專業投資機構以及符合一定財力或

《註 28》臺灣臺南地方法院民事判決 109 年度金字第 20 號，原告主張被告及 A 銀行以設立境外法人投資系爭組合式商品係保本等不實說法或未善盡告知之責，法院以原告為退休之奇美醫院護理師，已有數十年工作經驗，自應具有相當之生活知識及社會經驗，實難認其不了解「不保本商品」及「最大可能損失為全部投資本金」之含意及簽名用印金融商品交易文件之法律效果等理由，認其以其主張為無理由駁回。

《註 29》金管會金管銀控字第 10801032311 號函，銀行結構型商品之客戶錄音檔未完整保留。金管銀外字第 10550006181 號函：辦理客戶財務及經驗度分析後，客戶財務及投資經驗尚無明顯變化，短期間即以例外核准方式提高客戶風險屬性等級，並銷售其風險等級較高之結構型商品；辦理結構型商品銷售之客戶關係經理於推介過程提供客戶之資訊，有為結構型商品績效之臆測者。金管銀控字第 10560005751 號：以不當話術推介衍生性金融商品。

專業能力之自然人或法人，並無金融消費者保護法之適用，餘主要適用民刑法之規定，故法律面欠缺發行、銷售實質的管理規範。

法規之部分，金融危機後所訂境外結構型商品管理規則，法制位階不足，授權依據薄弱，且無法直接規範發行人，對發行人產生一定的法律效果，且實務銷售除適合度外，主要係透過交付產品說明書或風險預告書，以告知方式作為保護投資人之手段，而無論該複雜的金融商品對於投資人是否符合適當性或最佳利益，對投資人之保護似有不足，故爭議頻仍，有檢討之必要。

## 肆、歐盟

2007年歐盟訂定歐盟金融市場工具指令(Markets in Financial Instruments Directive，以下簡稱 MiFID)，規範歐盟成員國金融業之行為，但由於市場不當銷售所導致之金融海嘯，為擴大歐盟對金融市場之監管與強化投資者之保護以及金融市場的透明度，2014年5月13日依 MiFID 修正發布 2014/65/EU 新金融市場工具指令(Markets in Financial Instruments

Directive，以下簡稱 MiFID II)，同時公布金融工具市場規則(Markets in Financial Instruments Regulation，以下簡稱 MiFIR)作為闡明 MiFID II 法規制度下之具體法律規範，並於 2018 年 1 月 3 日正式生效，MiFID II 影響非僅限於歐盟地區，更擴及歐盟以外的其他地區，如亞太地區公司與歐盟往來密切，因此也受到 MiFID II 影響<sup>30</sup>，合先陳明。

在歐盟結構型商品係屬複雜的金融商品，其募集銷售受到嚴格之規範，主要包括公開說明書以及 MiFID II 與 MiFIR，MiFID II 並訂定交易前後揭露、適當性以及商品治理(product governance)等保護投資人的重要規定，茲將相關重點分述如下：

### 一、商品屬性

歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority，以下簡稱 ESMA)認為結構型商品經評估產生系統性風險尚低，但其複雜性與散戶投資人的巨大成本和費用，是市場監理的一項重要問題。MiFID II 將金融工具之管理區分為複雜(complex products)與非複雜商品，

《註 30》楊筑羽編譯，〈簡述歐盟新金融市場工具指令對亞太地區之潛在衝擊〉，《經貿法訊》，第 226 期，2018 年 1 月 25 日，頁 1-6；Dechert LLP，“MiFID II Resource Centre”，October 30, 2017, <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/hot-topics/mifid-ii/MiFID%20II%20-%20Product%20governance.pdf>, last visited: 2025.03.22; Danny Busch, “MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets”, 11(2-3) *Law Fin. Mark. Rev.* 126, pp.126-127(2017), <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/17521440.2017.1412060#d1e122>, last visited: 2025.03.22.

結構型商品因具衍生性商品工具的特徵，歸類為複雜的金融商品<sup>31</sup>，其發行銷售受到歐盟指令以及規則之嚴格規範。

## 二、公開說明書

### (一) 一般公開說明書

在歐盟會員國上市或「公開銷售」商品應備具公開說明書向各會員國之主管機關 (National Competent Authority, NCA) 取得核准，適用歐盟單一護照之規定。公開說明書以及登記文件基本上對專業投資人和散戶訂有不同格式之公開說明書。公開說明書管理架構有三個層次，公開說明書規則 (Prospectus Regulation)、該規則

授權訂定之命令，以及 ESMA 所訂定之指導原則及問答集 (Q&A)<sup>32</sup>。

公開說明書的內容包括對發行人以及有價證券之公開說明書，並應說明風險因子 (risk factor)、成本與費用，以及發行人或有價證券之說明等，其中風險因子部分限於投資人做出明智的投資決策有關發行人或有價證券特有重要的風險性評估<sup>33</sup>。複雜的結構型商品必須對於風險因子評等排序並決定最重要的風險因子，且為了符合歐盟指標規則 (Benchmark Regulation) 規定，證券衍生性商品的部分，必須對標的證券和參考義務等做更詳細的揭露<sup>34</sup>；成本與費用的部分，則應包括事前 (ex-ante disclosure) 與事後 (ex-post disclosure) 的全面性揭露<sup>35</sup>。

---

《註 31》See ESMA, “ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities-Investor protection Structured Retail Products – the EU market”, No.2, 2018, p.52, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv\\_2018\\_2-structured\\_retail\\_products\\_the\\_eu\\_market.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2018_2-structured_retail_products_the_eu_market.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 32》Level I Prospectus Regulation (EU) 2017/1129 dated 14 June 2017 (with most provisions applicable as from 21 July 2019), Level II Delegated Regulation (EU) 2019/980 (regarding the format, content, review and approval of a prospectus) (DelReg), Level III ESMA Q&A on the Prospectus Regulation (ESMA 31-62-1258).

《註 33》See Mayer Brown, “Issuing structured products in the EU”, June 2020, pp.11, 17, 19, 20, 22, 26, 34, <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/events/2020/06/issuing-structured-products-into-the-eu.pdf>, last visited: 2024.02.28..

《註 34》See Morrison & Foerster LLP, “New EU Prospectus Regulations: Impact on Structured Notes Offered in the EEA”, *Morrison & Foerster News Bulletin*, Volume 8, Issue 7, September 26, 2017, pp.4-6, <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt5775cc69c999c255/blt9144c6f3a132ca9e/170926-structured-thoughts.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 35》See Karen Jennings, “EU Retail Strategy – Proposed Revisions to Costs and Charges Rules for MiFID II Firms”, August 29, 2023, <https://www.dilloneustace.com/legal-updates/eu-retail-strategy-proposed-revisions-to-costs-and-charges-rules-for-mifid-ii-firms>, last visited: 2024.02.28.

## (二) 關鍵訊息文件

由於公開說明書之複雜難懂，歐盟要求發行人及銷售機構提供簡式且對消費者較友善的關鍵訊息文件（Key Information Document，以下簡稱 KID），透過 KID 幫助散戶投資人能更容易瞭解投資商品之主要特徵、風險以及報酬<sup>36</sup>。關鍵訊息文件規則（Key information documents for packaged retail and insurance-based investment products，以下簡稱 PRIIPs）以及相關技術標準（PRIIPs RTS）規範發行人與潛在承銷商之發行設計商（manufacturers），以及承銷商與資本市場工具之其他下游銷售機構（distributors），發行設計商有製作 PRIIPs 規定文件的義務，銷售機構有提供散戶文件的義務<sup>37</sup>。

PRIIPs 係適用於對散戶銷售包裝好的投資商品（packaged retail investment

products），如被定義係屬「投資」（investment）之範圍，即應適用 PRIIPs，而不論其法律形式（legal form）<sup>38</sup>，故 PRIIPs 投資商品之規範範圍除權益證券、債券、結構型商品，亦包括衍生性商品等<sup>39</sup>。依 PRIIPs 之規定對散戶銷售商品應準備 KID，目的在提高零售商品之可理解性與比較性，以確保向散戶投資人提供充分的揭露，所以必須在出售商品之前提供 KID 予散戶投資人<sup>40</sup>。KID 設計主要是以相同的架構讓投資人比較投資商品，提供散戶投資人做好投資的決策<sup>41</sup>。

歐盟監理機構（European Supervisory Authorities）針對結構型商品之 KID 建議應表達的主要內容如下：1. 類型的部分應說明其法律的類型、標的資產績效的報酬以及本金是否受到保護；2. 目標和達成目標手段的部分，應精確不得籠統的表達，

《註 36》See FCA, “PRIIPs disclosure: Key Information Documents”, February 13, 2023, <https://www.fca.org.uk/firms/priips-disclosure-key-information-documents>, last visited: 2024.02.28.

《註 37》See Barnabas Reynolds and Thomas Donegan, “PRIIPs and Capital Markets Transactions”, April 26, 2018, <https://www.shearman.com/Perspectives/2018/04/PRIIPs-and-Capital-Markets-Transactions>, last visited: 2024.02.28.

《註 38》*Id.*

《註 39》See EBA, “Call for advice on PRIIPs: ESA advice on the review of the PRIIPs Regulation”, April 29, 2022, pp.64, 82, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2022\\_20\\_esa\\_advice\\_on\\_priips\\_regulation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_20_esa_advice_on_priips_regulation.pdf), last visited: 2024.02.28; HSBC, “PRIIPs - Overview and FAQs”, <https://www.privatebanking.hsbc.com/about-us/financial-regulations/priips-overview/>, last visited: 2024.02.28.

《註 40》See LUXSIPA, “Regulation (MIFID, MIFIR)”, <https://luxsipa.lu/web/en/main-information/regulation-of-structured-products>, last visited: 2024.02.28.

《註 41》See European Commission, “Key Information Documents (KIDs) for packaged retail investment and insurance products—Frequently asked question”, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO\\_14\\_299](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_14_299), last visited: 2024.02.28.

有效地描述這些問題，並應考量運作方式及其目標、風險報酬狀況（例如資本保護；收益率提高）、提前贖回的可能性、流動性條件、任何本金保護或擔保計畫的範圍；3. 條款與期限；4. 對目標散戶的說明。

對目標散戶之說明應是特定產品的說明，不是抽象或於高層次，預期投資期間應具體，例如「非常短」、「短期」、「中期」等，或應指定被認為與產品相合的具體特定之投資年限；如果引用摘要風險指標（Summary Risk Indicator），則不應是籠統交叉引用，而應提及實際的社會責任投資（Socially Responsible Investment，SRI）分數；如適用發行人信用風險以及市場風險應具體說明發行人信用風險以及市場風險的承擔能力<sup>42</sup>。

### （三）監理發現問題

2022 年 5 月 9 日歐盟監理機構監理報告指出，結構型商品以及衍生性商品並未遵循 PRIIPs 規範，主要是因為它們沒有包含足夠或詳細的資訊讓潛在投資者充分了

解該產品。大多數 KID 的內容過於技術性而不能符合「清晰、簡潔、易懂」的要求，同時過於籠統，並且沒有充分描述 PRIIPs 規定的類型、目標以及推銷的投資者類型<sup>43</sup>。

### （四）小結

歐盟結構型商品與衍生性商品均列為非權益證券（Non-equity）類別之商品，並同樣適用 MiFID II 以及 MiFIR 有關交易前（MiFIR § 8）與交易後透明度（MiFIR § 10）規定<sup>44</sup>，以及對於投資公司交易前揭露事項之規定（MiFIR § 21）<sup>45</sup>，在資訊揭露上對於投資人的保護較為周延。

## 三、金融工具市場指令與規則

歐盟管理結構型商品的核心立法是 MiFID II 和 MiFIR，除前述資訊揭露外，MiFID II 和 MiFIR 之管理重點有三：第一是客戶分類，確定交易是否合適以及所需要揭露之資訊；第二是適當性原則的部

《註 42》See Mike Logie and Kirsty McAllister-Jones, “ESAs find structured product and derivative KIDs non-compliant and mandate changes”, May 18, 2022, <https://www.ashurst.com/en/insights/esas-find-structured-product-and-derivative-kids-non-compliant-and-mandate-changes/>, last visited: 2024.02.28.

《註 43》*Id.*

《註 44》See KPMG, “MiFID II / MiFIR post-trade reporting requirements”, September 2007, p.8, <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-mifidii-mifir-post-trade-reporting-requirements.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 45》See ESMA, “Article 21—Post-trade disclosure by investment firms, including systematic internalisers, in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives”, <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifir/article-21-post-trade-disclosure-investment>, last visited: 2024.02.28.

分，業者應從客戶處獲取資訊以確定所提供的服務或產品是否適合客戶；第三是要求結構型商品之市場參與者，即發行設計商或銷售商應建立商品治理<sup>46</sup>。

### (一) 客戶分類

為加強對投資者的保護，MiFID II 定義不同客戶類別之規則，目的在確保適合客戶特定具體情況以及金融知識的保護水平。主要將客戶分為三類，即合格交易對手、專業客戶和散戶。合格交易對手主要係指投資公司、保險公司、信貸機構、基金公司以及其他金融機構；專業客戶係指具有專業知識及經驗的投資人，該類投資人得自行分析判斷進行決策，其較散戶受到較低度的保護<sup>47</sup>。依 MiFID II 之規定，投資公司必須通知客戶其所適用的類別以及法規保護的限制，最佳執行、適當性原則以及揭露的義務亦適用於專業投資人，利益衝突之原則亦適用於合格交易對手<sup>48</sup>。

### (二) 適當性

MiFID II 第 25 條 (2) 以及 MiFIR 第 54 條、第 55 條規定投資公司提供投資顧問與投資管理應符合適當性規範<sup>49</sup>，但 MiFID II 第 25 條第 4 項規定在符合一定條件之下提供前述適當性規範之豁免<sup>50</sup>。散戶與專業投資人可以投資非複雜的金融工具，並適用直接下單執行交易 (“execution-only” regime)<sup>51</sup>，投資公司對於非複雜而可以直接下單的商品提供金融服務（例如受託買賣）而未提供顧問之業者，只需要求散戶提供知識與經驗之相關資料，評估相關投資或服務是否適合該客戶，亦即所謂適合度核對 (appropriateness check)，如未符合應發出警示通知，但適合度核對規定不適用專業投資人<sup>52</sup>。

依適合度核對投資公司應清楚、簡單地告知客戶適合度評估及其目的，以公司能夠為客戶的最佳利益執行業務，包括向

《註 46》LUXSIPA, *Supra* note 40.

《註 47》See FSA, “Implementing MiFID’s Client Categorisation requirements”, August 2006, pp.5-6, [https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid\\_classification.pdf](https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid_classification.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 48》*Id.* at 3.

《註 49》See ESMA, “Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements”, April 3, 2023, p.4, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172\\_Guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_MiFID\\_II\\_suitability\\_requirements.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 50》See ESMA, “Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements”, January 3, 2022, p.7, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938\\_gls\\_appropriateness\\_ex-only.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938_gls_appropriateness_ex-only.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 51》ESMA, *Supra* note 31, at 52.

《註 52》ESMA, *Supra* note 50, at 7.

客戶明確解釋公司有評估之義務，以便客戶了解要求他們提供資訊之原因以及該最新資訊之準確和完整的重要性<sup>53</sup>。適合度核對原則是為避免複雜商品直接銷售給沒有經驗以及不知道商品風險之交易人<sup>54</sup>。由於結構型商品的債券嵌入衍生性商品，投資人難以瞭解該商品的風險，以適合度的觀點而言，該商品被認係屬複雜的商品<sup>55</sup>，故非屬客戶可直接下單的商品，且無法豁免適當性規範而僅適用適合度核對。且由於結構型商品係屬複雜的商品，必須在顧問的基礎上投資公司始得進行銷售<sup>56</sup>。

有關適當性檢測 (suitability testing) 之部分 MiFID II 第 25 條第 3 項規定，投資公司對於客戶或潛在客戶提供投資顧問或資產管理應取得客戶有關特定商品及服務的知識及經驗，客戶的財務狀況包括承擔損失的能力，投資目標包括損失的容忍程度，以確認投資公司對客戶或潛在客

戶所提供的服務是否適合該客戶。而投資公司對於客戶所提供的資訊進行評估，如發現該商品或服務並不適合投資人，則應對該客戶發出警示的通知。而所謂的客戶依第 4 條定義之規定包括自然人與法人，所以適當性檢測係適用於專業客戶與散戶<sup>57</sup>，與前述適合度核對係適用散戶，且檢視項目內容亦有不同。

投資公司對客戶提供投資顧問、投資管理服務，均應踐行適當性檢測，除前述適合度核對瞭解投資知識與經驗外，亦應瞭解客戶投資目標、財務狀況。適當性規定適用於複雜的商品，目的在保護那些可能不知道或瞭解交易風險程度的投資人，但對於非複雜商品投資人主動詢問業者，請其執行或安排交易時亦有適用<sup>58</sup>，且投資知識不得使用客戶自我評估，須確認客戶了解該商品的本質，故於執行前應確實詢問客戶對於該特定商品相關機制以及風險損失之了解<sup>59</sup>，所以業者負有一定的義

《註 53》ESMA, *Supra* note 49, at 5.

《註 54》See CESR, “MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive’s appropriateness requirements”, May 14, 2009, p.4, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_295.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 55》*Id.* at 13.

《註 56》See John Ferry, “Structured note sellers struggle with Mifid”, November 30, 2007, <https://www.euromoney.com/article/b13223xg9dpcj4/structured-note-sellers-struggle-with-mifid>, last visited: 2024.02.28.

《註 57》See Muinmos, “Client Suitability and Appropriateness Checks”, <https://muinmos.com/suitability-appropriateness-checks/>, last visited: 2024.02.28.

《註 58》See CESR, “A consumer’s guide to MiFID Investing in financial products”, March 2008, pp.6-8, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08-003.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 59》See Neuroprofiler, “Client suitability assessment under FinSA and MiFIDII”, January 26, 2022, <https://neuroprofiler.com/en/client-suitability-assessment-under-finsa-and-mifidii/>, last visited: 2024.02.28.

務而非由客戶自行評估勾選業者所提供之資料。

2023年10月ESMA修正適當性指導原則正式生效，主管機關與業者均有遵守指導原則之義務，指導原則揭櫫適當性評估之目的係為客戶之最佳利益，並應取得客戶即時充分正確的知識經驗、財務狀況以及投資目標的相關資訊，包括承擔損失以及容忍損失的能力等，執行了解客戶原則踐行適當性評估，了解投資風險與投資報酬風險間之關係，特別是在複雜與風險性投資金融工具的部分，亦應瞭解客戶是否了解複雜商品之機制，包括客戶是否交易衍生性或槓桿的商品，以及其所交易的時間長短等<sup>60</sup>。

### (三) 商品治理

商品治理是一種以信託為中心（trust-centred）重新定義的監管模式，使業者能夠改善其設計、銷售、監控和審查改善其產品策略的方式，並在跨組織間進行積極的監督與合作<sup>61</sup>。茲將歐盟商品治理規定說明如次：

#### 1. 基本原則

商品治理是MiFID II與MiFIR就金融工具包括結構型商品保護客戶最重要方法之一，發行設計商與銷售商必須在提供商品服務或銷售生命週期的各個階段均以客戶最佳利益為之。依MiFID II第16條(3)、第24條(2)之規定，發行設計商或銷售商向客戶銷售的產品應維護、營運和審查適當的商品治理安排，應確定並定期審查每種產品的最終客戶目標市場與銷售策略保持一致；亦即MiFID II商品治理要求應確保業者採取行動在商品生命週期的各個階段都符合客戶的最大利益<sup>62</sup>。

#### 2. 商品治理指導原則

ESMA依MiFID II第10條(1)及第9條(1)訂有商品治理指導原則，發行設計商或銷售商考慮商品的性質、投資服務及商品的目標市場，並應確認與記錄其商品治理安排中所做的選擇，包括目標市場識別和相關銷售策略<sup>63</sup>。而其中最重要的是目標市場，發行設計商對於潛在目標市場確認的部分包括以適當和相稱的方式確認商品本質之差異化，應考量產品的特徵、

《註 60》ESMA, *Supra* note 49, at 4-5.

《註 61》See Leica Ison, “Why product governance is a hot topic right now”, February 23, 2021, <https://www.linkedin.com/pulse/why-product-governance-hot-topic-right-now-leica-ison>, last visited: 2024.02.28.

《註 62》See ESMA, “Guidelines on MiFID II product governance requirements”, March 27, 2023, pp.3-6, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448\\_Final\\_report\\_on\\_MiFID\\_II\\_guidelines\\_on\\_product\\_governance.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 63》*Id.* at 55.

複雜性（包括成本和收費結構）、風險報酬概況或流動性或其創新特徵，且應定義其複雜程度與等級，特別是結構型商品有特殊的報酬面向（return profiles），應詳細敘明標的市場<sup>64</sup>。

另指導原則針對發行設計商或銷售商訂有最佳實務，其中有關結構型商品的部分適用對於複雜商品的要求，包括發行設計商銷售策略應採行方法防止將複雜的商品銷售至目標市場以外之投資人；銷售商在評估複雜商品的目標市場時，直接與相關發行設計商接觸，以便更清楚了解發行設計商的目標市場評估重要決策背後的基本原理；銷售商銷售策略方面若商品未提供顧問服務會被認定該商品太複雜則應限制銷售等<sup>65</sup>。

#### （四）其他

結構型商品亦須受到市場濫用規則（Market Abuse Regulation）以及透明度指令（Transparency Directive）、資本條件指令（Capital Requirements Directive, CRD）等規範<sup>66</sup>。歐洲 2008 年金融危機後結構型

商品發行大量減少且近年法規趨嚴<sup>67</sup>，在實務爭議部分，經搜尋 ESMA 網站執法行動（enforcement actions）並未查詢到近年相關重大處分案件。

#### 四、小結

歐盟 MiFID II 對於結構型商品認定係屬複雜的金融商品，且受到較嚴格的管理規範，包括發行面主管機關的審核與公開說明書、KID 文件等，以及銷售面的適當性與最佳利益原則，對投資人的保護較為周延，近年歐盟增訂商品治理，強調發行人及銷售機構在商品生命週期為客戶最佳利益進行交易作為保護投資人的重要工具，值得本國開放混合性商品監理之參考。

#### 伍、美國法

結構型商品於近年在美國大量發展<sup>68</sup>，茲因我國證券期貨相關法規主要參考美國立法例，美國的法制規範與實務問題深具參考價值，謹分析美國結構型商品之管理規範與爭議如次：

---

《註 64》*Id.* at 29.

《註 65》*Id.* at 76-78.

《註 66》LUXSIPA, *Supra* note 40.

《註 67》全球金融危機後，大多數歐洲市場結構型商品的銷售額大幅下降，但大多數已穩定在較低水準。為了因應自 2009 年以來的嚴格監管審查，複雜收益和新奇標的物的使用明顯減少，大多數國家發行的產品數量也較危機前水準有所下降。See SRP, “The first structured products were transacted in the UK in the early 1990s with the technology used to create them soon spreading throughout Europe”, <https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/structured-products-history>, last visited :2024.02.28.

《註 68》David Rodeck, *Supra* note 11.

## 一、商品屬性

美國 1933 年證券法 (Securities Act of 1933) 有價證券之定義主要規定在第 2 條 (a)(1)，其立法體例採明文廣泛式列舉方式，除豁免證券 (exempt securities) 外，應適用證券法。依美國學者之見解主要有三大類之有價證券適用證券交易法：(一) 股票與債券 (notes)；(二) 金融工具 (financial instruments)，包括金融機構發行之金融工具以及衍生性商品兩類，其中衍生性商品包括選擇權；(三) 投資契約 (investment contracts)<sup>69</sup>，該範圍與 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 有價證券之定義基本架構上內容相類<sup>70</sup>。

債券、選擇權是美國證券法、證券交易法明定之有價證券範圍，美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission，以下簡稱證管會) 亦認定結構型商品是有價證券<sup>71</sup>。結構型商品係屬一種複合式或混合性有價證券 (hybrid

securities) 之金融工具或商品，主要包含債券以及衍生性商品兩個部分，衍生性商品多為選擇權<sup>72</sup>。2000 年商品期貨現代法明文規定，若一複合金融工具本質上強烈具有證券之性格 (predominantly a security)，則排除於商品交易法 (Commodity Exchange Act) 之適用，故將結構型商品列為證券規範<sup>73</sup>，適用證券法及證券交易法之規範。是故本國法得參酌美國法對於具有強烈證券性格之混合性商品，依證券交易法第 6 條之規定核定為有價證券。

## 二、問題檢討

### (一) 2008 年金融危機後發現的問題

證券商發行結構型商品源自 1980 年代，一開始是對法人機構進行銷售，而自 2006 年開始發現大量對一般散戶銷售，投資人透過初次發行購買結構型商品。由於結構型商品之報酬表現，衍生自各種標的

《註 69》See DAVID L. RATNER and Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation In A Nutshell*, 12<sup>th</sup>, Minnesota, U.S.A., West Academic Publishing, 2020, pp.30-42.

《註 70》1934 年證券交易法第 3 條 (a)(10) 亦對有價證券作有定義。15 U.S. Code § 78c-Definitions and application (a)Definitions(10)。

《註 71》See SEC, “Investor Bulletin: Structured Notes”, January 12, 2015, <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-76>, last visited: 2025.05.28.

《註 72》See Wachovia Securities, “An Investor’s Guide to Investing in Structured Product”, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/36995/000121465907002234/c101872fwp.htm>, last visited :2024.02.28.

《註 73》陳肇鴻，同《註 16》，頁 127。

資產，例如股票、指數、商品、利率、外匯或其組合，結構型商品因複雜的特徵，具有各種不同的風險，雷曼事件後發現業者以低成本融資發行結構型商品銷售給散戶投資人被認定係不適當的行為<sup>74</sup>。

茲因美國證券法對於結構型商品係採行揭露的方式進行管理，交易人最關心的重點在於風險與報酬<sup>75</sup>。而結構型商品使用複雜或自行設計的指數評價，包括費用以及成本等，這些指數欠缺透明度，投資人難以透過公開說明書了解所購買的商品以及具有的風險，引發散戶投資人保護的問題<sup>76</sup>。

研究指出，結構型商品對散戶而言是一種不好的商品，因為在公開募集時訂價過高，之後交易市場成交量很少，訂價過高的部分原因是交易人暴露在發行人的信用風險而無適當的賠償機制；另外在交易

市場價格過高是承銷商和業務員將高成本與手續費之真正風險模糊化，而高額手續費又誘發業者設計與銷售更複雜且低層次的投資商品<sup>77</sup>。

美國證管會 2011 年報告亦指出，結構型商品相當複雜，具廣泛的風險以及管理的爭議，其中包括適當性、揭露爭議、流動性不足、昂貴的收費結構且相當不透明、次級市場活動相當缺乏，以及難以定價<sup>78</sup>。證券法採行揭露方式，但投資人是否了解複雜金融工具及其風險與費用計算，恐有疑義，而且不當銷售與投資人適當性是管理制度上的大問題<sup>79</sup>。

## (二) 新冠疫情後發現的問題

2020 年至 2022 年之間結構性產品雖因新冠疫情面對面互動交易受到限制，但受科技發展之賜交易量仍大幅增加。2021

---

《註 74》See SLCG, “Structured Products In the Aftermath of Lehman Brothers”, October 2009, pp.1, 12, <https://www.slcg.com/files/research-papers/Structured%20Products%20in%20the%20Aftermath%20of%20Lehman%20Brothers.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 75》See Ann Morales Olazábal and Howard Marmorstein, “Structured Products for the Retail Market: The Regulatory Implications of Investor Innumeracy and Consumer Information Processing”, 52 *Ariz. L. Rev.* 623, p.625(2010).

《註 76》See Amy M. Starr, “Structured Products – Complexity and Disclosure – Do Retail Investors Really Understand What They Are Buying and What the Risks Are?”, May 14, 2015, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-amy-starr-structured-products>, last visited: 2024.02.28.

《註 77》SLCG, *Supra* note 74, at 1-2.

《註 78》See Page Perry LLC, “What Every Investor Should Know About Structured Products”, <https://pageperry.com/what-every-investor-should-know-about-structured-products>, last visited: 2024.02.28.

《註 79》See Jennifer Bethel and Allen Ferrel, “Policy Issues Raised by Structured Products”, Discussion Paper No.560, 2007, p.20, [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=941720](http://papers.ssrn.com/abstract_id=941720), last visited: 2024.02.28.

年銷售 1,010 億美元，2022 年 3 萬 1,416 種結構型商品銷售 940 億美元<sup>80</sup>，2023 年第三季向美國證管會登記之結構型商品共計 9,664 檔，銷售金額達 332 億美元創新高<sup>81</sup>。全球結構型商品近年成長快速，其發行之擴增、創新以及銷售管道之拓展主要均受到使用科技的影響，其中包括日趨流行的線上銷售平台，提供結構性商品發行人和銷售商開放的市場<sup>82</sup>。

因為財富管理公司原先只在自己平台銷售集團的商品，但現在也會銷售非集團發行之商品。結構型商品的交易平台亦可以取得經紀商之商品資訊、教育資料，並可透過平台的入口網站直接下單進行交易，電子平台在銷售方面發揮關鍵作用。所以近年在銷售方面美國證管會最關切的是對散戶不當銷售（inappropriate “retailisation”）的問題<sup>83</sup>。

### 三、監管模式

#### （一）發行面

##### 1. 登記責任與程序

美國證券法有兩項主要的規範目的，第一是投資人可以在有價證券公開募集銷售時收到財務以及其他重要的資訊；第二是在有價證券募集銷售中禁止欺騙（deceit）、不實陳述（misrepresentations）或其他詐欺（fraud）之行爲<sup>84</sup>。美國證券法第 5 條是證券法規範核心，該條規定公司或其他的發行人對公眾募集或銷售有價證券應向美國證管會辦理登記，第 6 條以及第 8 條訂定登記的程序，第 7 條以及第 10 條訂定應揭露的資訊，要求發行人將所有重要的事實揭露<sup>85</sup>。

至於相關責任之部分，證券法第 11 條規定登記文件不實陳述或遺漏（misstatements

《註 80》See David Swensen, “Structured Notes Are Financial Fairy Tales”, August 25, 2023, <https://alphaarchitect.com/2023/08/structured-notes/>, last visited: 2024.02.28.

《註 81》See SRP, “The US market has seen a peak in issuance following a booming August”, <https://www.structuredretailproducts.com/news/79643/us-q3-2023-sales-volume-hits-new-record-high-12-3-2024>, last visited: 2024.10.28.

《註 82》See Christopher S. Schell, Yan Zhang and Derek Walters, “The Structured Products Law Review(Third Edition)”, Law Business Research Ltd., 2021, pp.84-85, <https://www.davispolk.com/sites/default/files/2021-11/The%20Structured%20Products%20Law%20Review%20USA.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 83》*Id.* at 84, 85.

《註 84》See SEC, “The Laws That Govern the Securities Industry”, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>, last visited: 2023.03.15.

《註 85》David L. Ratner et al., *Supra* note 69, at 30-42.

or omissions) 的責任，第 12 條 (a)(1) 規定未依第 5 條辦理登記的民事責任，第 12 條 (a)(2) 規定任何有價證券募集與銷售之不實陳述或遺漏的責任，第 17 條規定無論該有價證券是否辦理登記，任何募集或銷售涉及詐欺或欺瞞 (fraudulent or deceitful) 行為均構成不法 (unlawful) <sup>86</sup>。

依美國證券法第 5 條之規定，除經豁免者外，未辦理登記者不得公開募集與銷售，且登記須經等待期間 (waiting period) 過後至生效日始得進行募集銷售，若未經主管機關駁回或停止申報生效者於登記後二十日生效，其目的在禁止或限制許可之募集銷售有價證券，以確保投資人得有適當的資訊可以進行投資的決定 <sup>87</sup>。

## 2. 資訊揭露義務

發行人向證管會登記應提出公開說明書，包含有關發行人與證券的一般資訊。有關發行人訊息通常會納入其年度、季和其他定期報告中。證管會註冊登記發行結構型商品，提供投資人的揭露可分為三大類：(1) 發行人的揭露；(2) 結構和相關調整機制的揭露；(3) 有關標的資產與參考資

產的揭露 <sup>88</sup>。

為解釋結構型商品債務的複雜結構，其公開說明書採用了數值範例來說明投資的回報公式，而這些範例利用一組非典型前提描述假設的獎勵場景。因此，這些範例描述了極不可能的投資結果，特別是消費者資訊處理和計算的一般原理，表明這些「說明性」範例可以並且確實創建了投資潛在回報的高度扭曲的景象，反易誤導投資人 <sup>89</sup>。

## 3. 小結

雖然美國學者有提出對於複雜的金融商品，包括結構型商品及其他衍生性商品，應比照現行美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission) 審核集中市場期貨契約之做法採行核准制，以減少複雜金融商品所產生之系統性風險 (systemic risk)，並確保對金融創新適當的控制，以產生真正的經濟效益 <sup>90</sup>。但證管會認為結構型商品的創建者和發行人非常了解其產品的收益和風險，因此應該充當守門員之一，以確保設計結構型商品出售給合適的投資者 <sup>91</sup>。

---

《註 86》*Id.* at 54.

《註 87》*Id.* at 54, 62-63.

《註 88》Christopher S. Schell et al., *Supra* note 82, at 87.

《註 89》Ann Morales Olazábal et al., *Supra* note 75, at 623, 624, 628, 641.

《註 90》*See* Saule T. Omarova, "License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products", 90 *Wash. U. L. Rev.* 63, pp.113-114(2012).

《註 91》Christopher S Schell et al., *Supra* note 82, at 85.

## (二) 交易面

有關銷售面主管機關主要以適當性原則、最佳利益原則以及受託人責任 (fiduciary duty) 強化客戶之保護，茲說明如下：

### 1. 適當性

#### (1) 法制基礎

美國適當性一詞未於聯邦證券交易相關法規中明文，但屬違反詐欺條款之類型，業經聯邦法院之判決因法官造法而獲確認與補充<sup>92</sup>。有關投資顧問之部分，美國證管會依照 1940 年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 第 206 條對於違反適當性義務業者進行裁罰，案例包括推薦非投機的客戶進行投機工具之交易等；證券商違反適當性義務的部分證管會則適用證券法第 17 條 (a)、證券交易法第 10 條 (b) 以及第 15 條 (c)(1) 等規定進行裁罰。美國證管會針對投資顧問的部分 1994 年發布解釋 (Investment Advisers Act Release No.1406) 表明「投資顧問應考慮客戶的財務狀況、投資經驗和投資目標，確定其向客戶提供的投資建議適合該

客戶」<sup>93</sup>。

適當性具體規範主要規定於美國金融業監管局 (Financial Industry Regulatory Authority, 以下簡稱 FINRA) Rule 2090 及 Rule 2111。FINRA Rule 2090 及 Rule 2111 在要求了解客戶 (know your customer) 以及適當性原則之下，確保健全的投資人保護並促進公平交易以及具道德的銷售<sup>94</sup>。FINRA Rule 2090 了解客戶原則要求公司在開立和維護每個帳戶時採取合理的審慎措施，並了解每個客戶的基本事實。了解客戶義務始於客戶與經紀商的關係，並不取決於經紀商是否擁有顧問關係。

#### (2) 三大義務

適當性原則規範證券商或其業務員對客戶提供有價證券之交易推薦或投資策略建議應符合適當性原則。適當性原則主要包括合理基礎的適當性 (reasonable-basis suitability)、個別客戶適當性原則 (customer-specific suitability)、量化適當性原則 (quantitative suitability) 等三大義務，且應符合客戶的財務能力<sup>95</sup>。

《註 92》張冠群，〈金融商品銷售適合性原則之法制分析——兼評台灣金融服務法草案第三十一條及相關規定〉，《高大法學論叢》，第 5 期，2009 年 9 月，頁 156。

《註 93》See SEC, “17 CFR Part 275, Release No. IA-1406; File No. S7-8-94”, March 22, 1994, <https://www.brightlinesolutions.com/files/Plaze/Release%20IA-1406%20Suitability.pdf>, last visited: 2024.02.28; Redoak, “Investment Advisers and Suitability”, February 20, 2017, <https://www.redoakcompliance.com/investment-advisers-suitability/>, last visited: 2024.02.28.

《註 94》David L. Ratner et al., *Supra* note 69, at 54, 62-63.

《註 95》See FINRA, “Regulatory Notice 12-25 Additional Guidance on FINRA’s New Suitability Rule”, May 18, 2012, <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/12-25>, last visited: 2024.02.28.

第一，有關合理基礎的適當性必須基於合理審慎（reasonable diligence），業者應有合理的基礎相信推薦是適合部分客戶，因此經紀商與業務員必須瞭解所推薦有價證券或策略的風險與報酬，也就是經紀商必須先充分了解計畫推薦證券之好處和風險，如果產品太難或太複雜而難以理解，就不應該提供給客戶；如果一種產品風險太大，不適合任何客戶，即不應推出。一旦業者對安全性有了廣泛的了解，就必須能夠證明結構型商品「至少適合部分客戶」，業者才可以繼續進行下一步驟的推薦<sup>96</sup>。

第二，業者依特定個別客戶之投資概況所為之推薦係屬適當，而投資概況包括但不限於客戶的年齡、其他投資、財務狀況與需求、稅務狀況、投資目標、投資經驗、投資期限、流動性需求、風險承受能力以及可能了解客戶的任何其他資訊等；而且個別客戶適當性原則有一些必須適用的原則，例如，靠少量固定收入生活的老年投資者可能應該遠離股票市場。例如，如果投資人指定投機（風險很大）的投資目標，但只有很少的資金可以損失，且每月需要償還的負債（帳單）很大，在這種情況下，重要的是業者應以忠實義務之身分行事，並避免讓客戶從事交易而面臨高

風險，即使如此將導致業者損失佣金<sup>97</sup>。

第三，量化適當性原則要求對客戶帳戶擁有實際或事實上控制權的經紀商有合理的基礎來相信一系列推薦的交易，即使單獨來看是合適的，但以客戶的投資組合綜合考慮也不會過度且不適合客戶。例如，政府債券可能適合投資人，但將投資人的所有資本投資於一種證券並不是一個好意見，所以業者不僅有責任確定某種證券是否合適，而且有責任確定該證券的合理分配<sup>98</sup>。

### (3) 適用範圍

適當性原則客戶之範圍，依 FINRA Rule 0160 規定客戶係指除自營商以外之任何人。但 FINRA Rule 2111(b) 規定法人客戶若可獨立判斷證券商或業務員提供之建議者，得豁免前述個別客戶適當性原則之適用，亦即不適用業者所為之推薦依客戶之投資概況係屬適當的規定。而投資概況包括但不限於客戶的年齡、其他投資、財務狀況與需求、稅務狀況、投資目標、投資經驗、投資期限、流動性需求、風險承受能力，以及客戶可能了解的任何其他提供給業者之資訊。

FINRA Rule 2111 雖然規定在特定情況下得豁免 Rule 4512(c) 所規定的銀行、存貸、保險、投資公司、投顧公司，以及

《註 96》See FINRA, “FINRA suitability standards”, <https://app.achievable.me/study/finra-series-6/learn/suitability-finra-suitability-standards>, last visited: 2024.02.28.

《註 97》*Id.*

《註 98》*Id.*

總資產 5,000 萬美元以上之機構法人帳戶適用適當性規定，但是並不是絕對排除。因為 FINRA Rule 2111 是以美國證券商公會（National Association of Securities Dealers，以下簡稱 NASD）Rule 2310 及其解釋文件作為藍本，1996 年出版的 NASD 解釋文件列出經紀商在推薦證券時評估其機構客戶之專業程度可以考慮不排除適用的因素，其中包括有價證券的複雜性，所以如果明顯認為機構投資人缺乏了解有價證券完整的風險（例如複雜的衍生性商品），則經紀商仍應適用適當性原則<sup>99</sup>。

#### (4) 判斷基礎

投資人對於業者違反適當性的求償，司法實務案例上以合理相信所推薦商品對客戶是適當的原則作為認定標準，但由於過於模糊，因此自律組織規則的標準，實務上亦被法院作為認定適當性專業判斷的重要依據<sup>100</sup>。由於美國係判例法國家，適當性原則已由法官造法，認定係違反詐欺條款，並由自律組織補充具體執行細項。然我國非判例法國家，法律或法令明確訂

定適當性規範及其適用範圍有其必要性。

## 2. 最佳利益原則

近年 FINRA 與證管會一直高度關注結構型商品，包括銷售實務、投資者溝通和利益衝突。證管會 2019 年 6 月 5 日發布最佳利益規則（Regulation Best Interest），並於 2020 年 7 月生效。最佳利益與適當性原則之差異在於適當性原則只是該商品對客戶是合適的，但並不一定是最佳的決定<sup>101</sup>。最佳利益原則對經紀商實施新的行為標準強化行為準則，經紀商進行結構型商品推薦亦應符合最佳利益之原則。

證管會雖並未定義何謂最佳利益，但應滿足下列四項要素並依個案認定。最佳利益原則四項要素包括：(1) 揭露義務（disclosure obligation）：經紀商進行推薦之前應提供散戶投資人<sup>102</sup>書面，完整公平揭露所有推薦事項有關利益衝突以及與散戶有關條款之重要事實；(2) 注意義務（care obligation）：經紀自營商必須以合理的審慎、注意和專業提出建議。

注意義務是根據合理基礎適當性、

《註 99》See Lynn Bai, “Broker-Dealers, Institutional Investors, and Fiduciary Duty: Much Ado About Nothing?”, 5 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 55, pp.82-84(2014).

《註 100》See Blair H. Wallace, “A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels”, 1 *Brook. J. of Corp. Fin. & Com. L.* 231, pp.239-240, 243(2006).

《註 101》See Peter Lazaroff, “The Difference Between Fiduciary And Suitability Standards”, April 6, 2016, 12:48pm EDT, <https://www.forbes.com/sites/peterlazaroff/2016/04/06/the-difference-between-fiduciary-and-suitability-standards/amp/>, last visited: 2024.02.28.

《註 102》依美國證管會最佳利益之問答集（Frequently Asked Questions on Regulation Best Interest），散戶（Retail customer）是包括自然人以及法人代表之自然人。

特定客戶適當性和量化適當性的概念建立的，但其最佳利益行為標準高於現有 FINRA 法規；(3) 利益衝突 (conflict of interest obligation)：經紀商必須建立、維護和執行合理設計的政策和程序，以識別、監控和消除減少利益衝突；(4) 法令遵循的義務 (compliance obligation)：經紀商必須建立、維護和執行合理設計的政策和程序，以實現遵守最佳利益法規<sup>103</sup>。

證管會 2023 年 4 月 20 日發布的幕僚公告 (Staff Bulletin) 問答集指出，證券商應加強對於複雜或風險性高的商品，特別是審視複雜產品及其成本和合理可用的替代品。法規要求經紀商應建立維護與執行合理設計的書面政策和程序，以實現遵守最佳利益法規，公告則強調應訂定特定的程序評估另類替代方案，認為推薦複雜或有風險產品的證券商應該「強烈考慮建立專門設計的程序來處理複雜或有風險產品的推薦或建議」<sup>104</sup>。

### 3. 受託人責任

受託人責任源自衡平法、普通法之原則 (equitable common law principles)，受

託人責任並未於投資顧問法中定義，美國最高法院在 *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 案認為，投資顧問法第 206 條對投資顧問賦予受託人責任，其目的是消除利益衝突並防止顧問過度擴張或不公平地利用客戶的信任<sup>105</sup>。

受託人責任的最重要核心原則是投資顧問必須始終為客戶的最大利益服務，而不是讓客戶的利益服從於自己的利益，也就是投資顧問不能將自己的利益置於客戶利益之上。受託人責任包括兩大部分，一為注意義務 (duty of care)，一為忠實責任 (duty of loyalty)，作為保護投資人之重要工具。

美國證管會 2019 年亦發布解釋，明白表示注意義務的部分，包括有責任：(1) 提供符合客戶最佳利益的建議；(2) 尋求最佳執行 (best execution)；(3) 提供建議和監督相關過程，亦即在持續的契約關係投資顧問有定期監督的義務。忠實責任的部分則要求投資顧問不得將自身利益置於客戶利益之上<sup>106</sup>。

《註 103》Christopher S. Schell et al., *Supra* note 82, at 93, 96.

《註 104》See Daniel Michael and Heather Cruz, “SEC Staff Raises the Bar for Broker-Dealers Under Regulation Best Interest”, May 1, 2023, <https://www.skadden.com/insights/publications/2023/05/sec-staff-raises-the-bar-for-broker-dealers-under-regulation-best-interest>, last visited: 2024.02.28.

《註 105》See Morgan Lewis, “Consequences of Registration Under the Investment Advisers Act of 1940”, 2015, p. 2, [https://www.morganlewis.com/-/media/files/special-topics/vcpefdeskbook/regulation/vcpefdeskbook\\_consequencesofregistration.pdf](https://www.morganlewis.com/-/media/files/special-topics/vcpefdeskbook/regulation/vcpefdeskbook_consequencesofregistration.pdf), last visited: 2024.02.28.

《註 106》See SEC, “Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers”, 17 CFR Part 276 [Release No. IA-5248; File No. S7-07-18], 2019, pp. 1-3, 5-7, 20-21, <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>, last visited: 2024.02.28.

#### 4. 小結

國內銀行以特定金錢信託受託投資境外結構型商品，係屬信託關係並有信託法第 22 條善良管理人之注意義務以及信託業法第 22 條忠實義務之適用，已如前述，該部分即受託人責任的核心規定。受託人責任源自英美傳統習慣法（Common Law）的信託法（Trust Law），美國法主管機關闡述包含注意義務的適當性、最佳利益、最佳執行等原則。

英美習慣法傳統法律的核心於判例所發展出來的受託人責任法理，與大陸法系法條或法典化（codification）過程中注意義務、忠實義務用語有所不同<sup>107</sup>。本文認為，除文義解釋外仍應參酌比較法與目的性解釋，在信託法及信託業法之受託人責任規範之精神下，國內信託業法忠實義務之規定得解釋適用前述美國法注意義務之內容；但由於受託人責任適用並不限於信託關係，其他有償受託關係亦有其適用，故國內主管機關亦得參酌美國證管會之做法於信託相關管理規則或其他受託規則中訂定適當性、最佳利益等規定，並作為混

合性商品銷售監理措施之一部分。

## 四、實務案件與監理技術

### （一）實務案例

2015 年美國法遵檢查辦公室（Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE）之調查分析報告顯示，所有接受檢查的公司都有未能維護與執行結構型商品銷售適當性相關政策與程序之缺失<sup>108</sup>。美國證管會對結構型商品發行人的第一件處分案係 2015 年對瑞銀集團（UBS AG，以下簡稱 UBS）銷售連結外匯交易策略的結構型債券，因其對美國投資人提供銷售重要文件有誤導以及遺漏的情形，最後 UBS 在不承認或否認調查結果的情況下，同意停止違規行為，和解並支付 1,950 萬美元的罰金，該案件亦顯示對散戶投資人誠實揭示資訊的重要性<sup>109</sup>。

2016 年美國證管會就美林公司（Merrill Lynch）對散戶銷售連結自營波動率指數（volatility index）結構型商品有誤導之情事，最後美林公司在不承認或否認調查結果的情況下，同意停止實施或

《註 107》陳禹成、黃志隆，〈「受託人責任」在英美法上的原意以及其在金融消費保護法的適用〉，《月旦財經法雜誌》，第 31 期，2012 年 12 月，頁 191-193。

《註 108》See OCIE, “Broker-Dealer Controls Regarding Retail Sales of Structured Securities Products”, August 24, 2015, p.4, <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/risk-alert-bd-controls-structured-securities-products.pdf>, last visited: 2024.02.28.

《註 109》See SEC, “UBS to Pay \$19.5 Million Settlement Involving Notes Linked to Currency Index”, October 13, 2015, <https://www.sec.gov/news/press-release/2015-238>, last visited: 2024.02.28.

造成未來任何類似的違規行為，和解並支付 1,000 萬美元的罰金<sup>110</sup>。Wells Fargo & Co. 經紀商與投資顧問鼓勵投資人將所持有投資商品於到期前賣出去買受高手續費且複雜的結構型商品，亦於 2018 年與美國證管會和解支付 510 萬美元罰金<sup>111</sup>，且由於結構型商品缺乏透明度以及過多的手續費引發嚴重的批評，該案件之後美國證管會對於結構型商品採取更審慎的管理態度<sup>112</sup>。

而近年來美國證管會仍有大量的處分案件，包括發行與銷售兩大部分。例如未能適當揭露避險與嵌入基礎指數費用而可能對指數價值產生的負面影響，該案例亦凸顯了明確揭露指數背後交易策略，以及明確揭露列出所有成本和費用的重要性<sup>113</sup>。

## (二) 監管改善

FINRA 對複雜金融商品零售化的問題，提供新的監管措施解決利益衝突、費用和佣金、向退休人員銷售、銷售治理程序，以及監督複雜的產品創設與行銷等問

題。主管機關亦使用數位科技作為監理的工具，例如美國證管會最近在執法行動中使用大數據，首次針對經紀商使用一種編碼技術 (coding technique)，該技術允許監管機構分析整個交易平台的數據，以識別銷售潛在不合適之特定類別投資人<sup>114</sup>。

## 五、小結

美國結構型商品係證券法與證券交易法之有價證券，故應適用證券法與證券交易法之相關規定，其發行面應向主管機關登記，交易面亦受相關不法行為的節制，有關銷售面主管機關主要以適當性原則、最佳利益原則，以及受託人責任強化客戶之保護，基本上在法律面受到高度的監理，相關管理做法值得學習。

## 陸、我國監管法制檢討改善之可行性分析

本節將比較歐、美、臺結構型商品法規範異同，分析得參採研議改善的制度，並再參酌歐盟與美國之監理原則。建議調整修正國內監理法制如下：

---

《註 110》See SEC, “Merrill Lynch Paying \$10 Million Penalty for Misleading Investors in Structured Notes”, June 23, 2016, <https://www.sec.gov/news/press-release/2016-129>, last visited: 2024.02.28.

《註 111》See Bloomberg, “Wells Fargo Fined by SEC Over ‘Flipping’ of Structured Products”, LATimes, June 25, 2018, 3:30pm PT, <https://www.latimes.com/business/la-fi-wells-fargo-flipping-20180625-story.html>, last visited: 2024.02.28.

《註 112》See Cory Mitchell, “Structured Investment Products (SIPs): Definition and Examples”, July 19, 2022, [https://www.investopedia.com/terms/s/structured\\_investment\\_products.asp](https://www.investopedia.com/terms/s/structured_investment_products.asp) 1, last visited: 2024.02.28.

《註 113》Christopher S. Schell et al., *Supra* note 82, at 90.

《註 114》*Id.* at 85.

## 一、歐美結構型商品規範對我國之啓示

由於結構型商品從傳統陽春型發展成嵌入衍生性商品，歐盟以複雜的金融商品進行管理，美國雖將之列為證券法規的有價證券，但美國認為結構型商品嵌入衍生性商品亦係屬複雜的金融商品，對於投資人就複雜金融商品採取較高保護程度的做法與歐盟一致。但本國法部分未對於結構型商品予以定性，目前銀行以特定金錢信託受託投資境外結構型商品主要適用行政規則與自律規範，混合性商品的部分雖得適用期貨交易法，但銀行等金融機構於營業處所經營之期貨交易已豁免期貨交易法適用，形成法制漏洞。

金融個別商品發行面的部分在歐盟應受到公開說明書、KID 規則之規範，與美國有價證券受證券法之規範發行面應向主管機關申報相同，且應持續性揭露，實質做法相類，且商品類別本身物毋庸核定。但在我國新的混合性商品類別須經主管機關核定為有價證券始得適用證券交易法，但發行結構型商品因非有價證券，對外公開募集銷售並未到證券法發行面之規範，個別案件毋須向主管機關申報或申請核准。

另在銷售面，歐盟與美國除適用適當性原則外，近年採行商品治理與最佳利益原則強化對投資人的保護，兩者以受託人責任作為其規範基礎；而我國銷售面適合度規範範圍適用較狹，亦無在商品服務或

銷售生命週期的各個階段以最佳利益保護投資人之明確規定。且由於結構型商品為歐盟 MiFID 之投資工具，美國證券法規之有價證券，故相關不法行為應分別適用市場濫用指令以及證券法與證券交易法不法行為之規範，由於我國未予結構型商品定性，尚無法適用證券交易法或期貨交易法不法行為之規範，規範有所不足。

## 二、我國監管制未來應有規範方式及內容

### (一) 商品定性

歐盟認定結構型商品為複雜的投資工具，美國認定結構型商品為證券法及證券交易法之有價證券。結構型商品目前未被國內主管機關認定係屬證券交易法列舉或核定之有價證券，尚無法適用我國證券交易法之規定；結構型商品雖有可能解釋係期貨交易法之期貨交易契約，惟主管機關業依期貨交易法授權公告銀行於營業處所辦理之衍生性商品豁免適用期貨交易法，且期貨交易法未針對公開募集銷售店頭衍生性商品進行管理，故現行結構型商品並無如同歐美受到較高度金融法規之規範，管理尚有不足，且混合性金融商品如認定為期貨交易契約，銀行等金融機構承作店頭交易的豁免期貨交易法適用，管理法制並不完整。

主管機關 2016 年曾委外研究結構型商品是否納入證券交易法，對於境外結構型商品在我國境內之代理商行為定性上認

為屬於「代銷行為」，而不涉及有價證券之發行。由於我國證券交易法上規範主要著重於有價證券之發行監理，至於銷售端之監理則由其相關子法、金融消費者保護法進行監理，相較於現行以管理規則、自律規範之監理模式上於「銷售端」似無太大差異，而我國於銷售端之監理與外國相比已屬相當程度詳盡……等理由，故未建議將結構型商品核定為證券交易法之有價證券<sup>115</sup>。

然實際上銀行係執行推介、公開銷售，並不是一個代理行為而已，雖然銀行不是發行人可能不涉及發行，但可能涉及再次發行或公開銷售，此部分亦應適用證券交易法公開說明書之相關規範，而銷售端之監理與外國相比亦有不足，故本文不贊同前述委外研究單位以銷售面進行規範之看法。又國內學者、業界對結構型商品的性質有不同看法，亦有主張定性為有價證券之建議<sup>116</sup>，考量商品定性涉及法律適用與管理，本文建議將混合性金融商品具有有價證券特質者，宜考量認定為有價證券。

因為一個金融商品若未給予一個法律性質定性，就可能產生適用的疑義或漏洞缺口，證券交易法發行或買賣管理並重，對不特定人公開銷售有價證券（包括

不符合證券交易法第 43-6 條私募對象或人數限制等），亦應受到證券交易法發行之規範，美國公開銷售亦應向證管會辦理有價證券之申報，已如前述。現行銀行雖然係以指定用途信託投資有價證券，但實質上是公開銷售之行為，未有法律面監理發行面與銷售面，而僅由管理規則與自律規範，並僅著重在銷售面規範，其監理強度與法律效果有限。

銀行以金錢信託受託投資境外結構型商品，但我國主管機關未核定境外結構型商品為證券交易法有價證券，然國內法院判決雖未認定結構型商品為證券交易法之有價證券，惟認定其為國外有價證券，已如前述。參酌前述國外法制以及考量現行證券交易法對於發行面、不法行為或民事賠償等已訂有相關機制，故本文建議由主管機關核定為證券交易法第 6 條之有價證券，納入證券交易法規範。

在商品的核定上，主管機關對於有價證券核定具有裁量的空間，得參酌國外的體例，而且不完全受到美國投資契約解釋之限制，雖然目前主管機關對於結構型商品未核定為證券交易法之有價證券，然未來仍有新的商品會不斷推陳出新，期盼未來監理做法能在商品推出就分析其屬性，非等出問題再檢討其性質，或將就於現行

《註 115》行政院金融監督管理委員會委託研究，受委託單位：財團法人中華經濟研究院，研究主持人：王麗容，「我國境外結構型商品監理架構與外國監理法制之比較研究」，2016 年 1 月，頁 124-125。

《註 116》熊全迪，〈結構型債券法律規範之探討——以定性及投資人保護為中心〉，《法令月刊》，第 59 卷，第 9 期，2008 年 9 月，頁 59。

同性質或類似商品未被核定為有價證券，對於新商品之核定又裹足不前而形成管理的漏洞。

因此，境外結構型商品或可透過解釋係屬外國有價證券依現行函釋而適用證券交易法，但為免爭議，本文亦仍以核定為宜，對於未來具有證券特質的混合性新金融商品之核定，由於期貨交易法規範的不足，本文建議核定為證券交易法第 6 條之有價證券，並建議主管機關得可聽取業者學界之意見，事先訂定證券交易法第 6 條核定之判斷原則，讓市場具有法的預測性，將使法律的執行更具說服力，亦較能保護投資人權益。

若核定結構型商品為有價證券，依銀行法第 3 條第 15 款之規定，承銷及自營買賣或代客買賣有價證券係屬銀行經營之業務，銀行承作有價證券尚無適法性疑慮，惟依證券交易法第 44 條第 1 項，非證券商不得經營證券業務，縱認為銀行應取得證券商執照始得經營證券業務，實務上各銀行多已取得兼營證券商證照，故未來開放新的混合性商品，將之核定為有價證券，允許銀行受託買賣亦無窒礙難行之處，併此敘明。

## (二) 發行面

考量現行境外結構型商品管理規則只管理國內合法的銷售金融業者，而銀行是一銷售機構的角色，有價證券的發行人才是投資人主張該商品本身權利義務之主要對象，所以監督管理發行人並不是要求銷售機構擔負發行人責任，而是由真正發行人提出申請，由其說明有價證券的權義與實質內容，由其擔負法律責任。然而現行境外結構型商品係由銀行公會加以審查，公會審核固然發行面有人協助把關，但係屬自律規範之性質，對境外發行人尚無法之拘束力，亦無法課以發行人證券交易法上民刑責任。

由於無法課以發行人特別法上責任，主管機關為了保護投資人權益，對於部分之境外結構型商品規定境內之代理人同意就發行機構或保證機構所負境外結構型商品之義務負連帶責任或自為保證機構<sup>117</sup>。然就一般代理的法理，效力及於本人，而由代理人負連帶責任並非常態，故代理人應負連帶責任的法制設計是值得商榷。保證機構之保證責任或境外代理人就保證機構所負義務負連帶責任，仍以發行人即主債務人責任存在為前提，因為發行人始為

---

《註 117》例如：銀行辦理高資產客戶適用之金融商品及服務管理辦法第 5 條第 1 項第 5 款（二）本國銀行或證券商應擔任該境外結構型商品之境內代理人，同意就發行機構或保證機構所負境外結構型商品之義務負連帶責任或自為保證機構。

最終負責的主體。

參酌歐美做法結構型商品公開銷售應向主管機關申報並適用公開說明書之規定，且應依規定負相關民刑事責任。本文建議由主管機關核定境外結構型商品為證券交易法第 6 條之有價證券，是故外國發行人在臺公開募集銷售結構型商品應先向主管機關申報生效後始得為之，並應擬具公開說明書，若公開說明書有虛偽隱匿的情形，亦應依證券交易法之規定負相關民刑事責任。

為因應商品特性，建議主管機關得依證券交易法第 22 條第 4 項規定之授權另訂定處理準則，或於現行境外結構型商品管理規則增訂授權依據與相關規定，以及考量主管機關可能無力進行如此高量、多樣化商品之申報案件，則得結合現行公會審查經驗，基於委託行使公權力於規則中授權公會或其他自律組織代為審查，以及訂定境外結構型商品公開說明書應行記載事項準則，參酌歐美前述規定要求發行人與結構型商品本身特定重要的風險因子揭露，且其揭露應符合精準、具體等原則。

### (三) 銷售面

銷售面部分現行信託做法與英美不同，故擬再釐清其法律關係之適用；另參酌歐美做法在銷售面之相關規範，其適當

性規範範圍較廣並採行商品治理、最佳利益等做法，國內現行銷售面規範仍有不足，縱未核定結構型商品為有價證券，亦得先行修正調整規定以保護投資人，相關建議如下：

#### 1. 受託法律關係

雖然銀行透過特定金錢信託接受客戶委託投資境外結構型商品，開放當時法制設計與英美做法有所不同，以特定金錢信託為之有其不當，已如前述。而使一般人以其契約外觀誤以為係單純投資人自行指定投資標的而已，實際上銀行以特定金錢信託而使投資人實質持有結構型商品係屬「銷售行為」，且銀行以特定金錢信託受託投資，亦有金融消費者保護法第 9 條「銷售適合度考量之義務」規定之適用，故銀行係實質的銷售機構，且實務上是公開銷售且含有推薦有價證券之行為。

由於受託買賣外國有價證券所有權人之登載方式涉及外國規定，故即使是證券商受託買賣外國有價證券，證券商實務上是以證券商名義或複受託金融機構名義寄託於交易當地保管機構保管<sup>118</sup>，與國內集中或櫃檯買賣有價證券直接登錄投資人名下有所不同。由於國外有價證券交易之特定性，本文並不反對銀行以信託方式受託買賣境外結構型商品而由銀行擔任有價證券之受任名義人，但認為受託行為並非是

《註 118》證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 23 條證券商接受委託人委託買進之外國有價證券，除專業機構投資人外，應由證券商以其名義或複受託金融機構名義寄託於交易當地保管機構保管，或委由臺灣集中保管結算所股份有限公司保管，並詳實登載於委託人帳戶及對帳單，以供委託人查對。

一個單純的指定用途信託契約，而係一種混合性受託買賣契約，銀行應受銷售行為之相關規範。

## 2. 適當性

金融消費者保護法第4條第1項規定金融消費者，不包括專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人，本國法只限於適用小散戶。而以專業投資人身分接受金融服務業提供金融商品或服務，該金融商品或服務範圍內，即非金融消費者保護法所稱之金融消費者，故無金融消費者保護法之適用。由於實務上銀行銷售結構型商品亦協助導向符合形式的專業投資人與機構投資人，嗣增訂金融消費者保護法第4條第3項規定：「金融服務業對自然人或法人未符合前項所定之條件，而協助其創造符合形式上之外觀條件者，該自然人或法人仍為本法所稱金融消費者。」合先陳明。

有關適當性規範的部分，金融消費者保護法第9條第1項，金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者之相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。同條第2項規定，前項應充分瞭解之金融消費者之相關資料、適合度應考量事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。主管機關依第2項之授權訂有金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法，是故第9條架構上與前述歐盟之適合度核對較為類似。

然而結構型商品係屬複雜的金融商

品，歐美專業投資機構或者符合一定條件之自然人或法人亦有適當性原則之適用；而我國金融消費者保護法第4條已完全排除專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人之適用，已如前述。故建議參酌歐美之做法建議修正適當性原則之適用範圍而不限於現行適合度之範疇，並將適當性原則適用於專業投資機構以及符合一定條件之自然人或法人。

該部分短期可於第9條第2項有關其他應遵行事項之辦法擴充適當性的範圍，但因金融消費者保護法第4條規定保護對象並不包括專業投資機構以及符合一定條件之自然人或法人，故仍無法解決專業投資機構或者符合一定條件之自然人或法人適用適當性問題。長期建議修正金融消費者保護法第9條、第11條但書、第30-1條第1項第2款適合度規定（建議修正條文如附表）；另建議一併修正金融消費者保護法第4條之規定，將專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人納入金融消費者保護法保護範圍，並配套修正第13條金融消費爭議事件處理之消費者適用範圍（建議修正條文如附表）。

有關適當性規範之內容事涉技術且程序較為繁雜，故建議主管機關於第9條第2項授權訂定之辦法中處理，未來得依授權於管理辦法訂定各類別之金融消費者所應適用適當性原則之範圍與具體執行做法，並區分一般性商品與複雜商品，針對自然人、符合一定條件之自然人或法人或專業投資機構訂定不同的適當性管理規

範，如有必要亦得訂定其他應遵行事項，保留彈性以符合實際需要。

美國適當性原則由法官造法，且包括合理基礎的適當性、個別客戶適當性原則、量化適當性原則等三大義務，歐盟除知識經驗亦包括財務狀況、投資目標等。國內前揭辦法第 4 條訂有「合適」之投資建議範圍等適合度事項，但實質適用範圍與內容與歐美對於複雜商品適用適當性原則，須具體認定以及實質判斷特定商品是否適合投資人，並應考慮合理分配或交易時間長短等情形仍有差異，建議得參酌歐美規範之認定標準列入前述金融消費者辦法中。

### 3. 商品監理與最佳利益

歐美除適當性原則保護投資人之外，美國近年明定最佳利益規則，強化業者行為準則，歐盟認為最佳利益原則一直是金融商品設計與銷售管理的核心，且所採行新的商品監理原則，是在強化商品「生命週期」以投資人最佳利益為之<sup>119</sup>，歐盟適用的主體包括發行設計商以及銷售機構，且實質適用範圍亦較美國大，相關規定均是受託人責任發展下之規範，亦為保護投資人之重要工具，在複雜金融工具之管理益見其重要性。

本國信託法與信託業法訂有受託人責任之忠實義務等相關規範，「信託業應負之

義務及相關行為規範」第 4 條忠實義務、第 8 條善良管理人注意義務之一般規範、第 10 條告知義務等有具體規範的態樣，其中行為規範第 4 條有應盡力為受益人謀求利益之用語；而其規範用語與歐美最佳利益之概念有間，是否是為受益人最佳利益似不明確，且縱有受託人責任之明文，法院實務並無引用最佳利益之概念，反常以文件簽署之形式為不利之認定，故若與歐美比較，現行法上具體的實現適用範圍較歐美狹隘。

而最佳利益、商品治理是商品設計發行銷售管理的重要核心，強調商品生命週期對客戶最佳利益的部分，本國法上似無較為具體的相關規定。結構型商品係屬複雜的金融工具，條款複雜難懂，可能有較大的風險，銀行應瞭解所銷售的商品，業務員應受有相關訓練熟悉商品，確認混合性商品是否適合對特定投資人銷售，且本於專業於生命週期為客戶之最佳利益行之，方足以保護投資人。

本文建議參考歐美之做法，短期於前述行為規範或管理規則，長期於金融消費者保護法第 7 條第 4 項增訂商品治理、最佳利益之相關規定（建議修正條文如附表），業者透過商品治理進行監督審視亦可強化風險管理以及法令遵循；而現行管理重點僅著眼於部分銷售面的管理，無論

《註 119》See KPMG, “MiFID II Product Governance”, July 2017, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2017/09/ie-product-governance-chapter-Jul17.pdf>, last visited: 2024.02.28.

是否核定混合性商品為有價證券，均宜儘速增訂相關規定，以保護投資人。另發行人的部分建議參酌歐盟商品治理之規定一併納入處理準則規範。鑑於結構型商品銷售違規及糾紛甚多，主管機關應定期或持續檢查業者確保是否符合適當性或其他保護客戶要件之規定，未來亦得參酌美國運用數位工具進行勾稽查核，以提早發現業者違規之情形。

#### (四) 不法行為、民事賠償與行政監督之特別規範

境外發行人無法適用信託業法第 33 條非信託業不得辦理不特定多數人委託經理第 16 條之信託業務，已如前述。又信託業法罰則專章主要適用的主體為信託業或其負責人或職員，例如第 23 條反詐欺條款等，無法涵蓋信託業或其負責人或職員以外之相關人員，包括境外結構型商品之發行人，故若結構型商品未被定性，涉及詐欺、文件不實等不法行為，發行人非信託業則適用刑法之規定。再者信託法或信託業法並無有關操縱與內線交易之民刑事特別規範，且由於發行人非信託業，其與投資人間亦非信託關係，故實際上尚無法適用信託業法行政監理之規定。

又結構型商品目前非我國證券交易法上之有價證券，而係我國期貨交易法上之期貨交易契約，應適用期貨交易法有關之規定，但因現行函釋豁免店頭衍生性商品適用期貨交易法，即使公告廢止豁免店頭衍生性商品適用期貨交易法的函釋，雖然

期貨交易法現行針對詐欺、操縱與內線交易訂有規範，但現行期貨交易法欠缺店頭衍生性商品公開募集銷售期貨交易契約之規定，無相關之民刑事責任規範，故適用現行期貨交易法，在不修法之情形下，亦有窒礙難行之處。

但兼具證券與衍生性商品特質混合性商品若經核定為證券交易法之有價證券，則其募集發行買賣應適用證券交易法規範，證券交易法對發行面與交易面訂有較詳細之規範，包括不法行為，例如違法公開募集、私募、詐欺、操縱、內線交易或公開說明書、財務報告不實等規定，故有證券交易法第 20 條、第 20-1 條、第 22 條、第 31 條、第 32 條、第 43-6 條、第 155 條、第 157-1 條、第 171 條、第 174 條等有關民事賠償以及罰則之適用規定。

另發行人除初次募集發行或再次發行結構型商品應向主管機關辦理申報生效外，並應遵循發行人持續性揭露之相關規範，依證券交易法第 38 條、第 38-1 條、第 39 條之規定，主管機關於審查發行人所申報之財務報告、其他參考或報告資料時，或於檢查其財務、業務狀況時，發現發行人有不合法令規定之事項，除得以命令糾正、限期改善外，並得依證券交易法處罰，發揮管理監督之效。

#### 柒、結論與建議

若解釋兼具證券與衍生性商品特質之混合性商品為期貨交易契約，因目前主管

機關函釋已豁免銀行等金融機構在營業處所受託買賣衍生性商品適用期貨交易法，且由於期貨交易法主要係針對集中交易與集中結算進行管理，若廢止豁免函釋，因法律面並無公開募集銷售店頭衍生性商品應適用公開說明書之相關規範，是故適用現行期貨交易法之法制並不完整。因此混合性金融商品若在國外係以有價證券規範，或該金融工具公開募集銷售應適用公開說明書等相關法規，開放國內銀行等金融機構受託投資買賣該種新的混合性金融商品之際，主管機關宜思考是否核定其為有價證券，納入證券交易法之規範再為後續配套。

本文以國內銀行受託投資境外結構型商品為例分析混合性商品法規之適用，現行境外結構型商品之銷售主要適用信託相關法規、公會自律規範進行管理，雖然境外結構型商品具有混合性商品的特質，但主管機關業公告豁免適用期貨交易法，且未認定結構型商品為我國證券交易法列舉或核定之有價證券，其公開募集銷售並未受到證券交易法之規範，金融消費者保護法適合度等規定範圍過於狹隘且僅適用於

散戶，又現行境外結構型商品管理規則規範效力不足，經與歐美法制比較，主管機關現行管理之做法主要著眼於銷售機構部分項目的管理，對於發行面以及銷售面適當性、商品治理、最佳利益等保護投資人之相關法制有所欠缺，仍有改善空間。

本文建議主管機關對於混合性金融商品開放，除商品定性外應再考量發行人以及銷售機構兩項管理重點，並建議將結構型商品核定為證券交易法第 6 條之有價證券，以及強化對於發行人以及銷售機構的管理。發行面的部分，外國發行人公開募集銷售結構型商品應適用證券交易法向主管機關申報生效、公開說明書等規定，由發行人對於投資人負有價證券之最終責任。另由於結構型商品是兼具證券與衍生性商品複雜的混合性金融商品，在銷售面的部分銷售時適當性原則除散戶投資人外，亦應適用一般法人機構或其他專業機構，以保護投資人。另本於受託人責任之概念，增訂在商品生命週期考量商品治理、最佳利益之規範，並以此作為未來混合性新金融商品開放監管原則之參考。

(作者林黎華為淡江大學國際企業學系兼任副教授，臺北大學法學博士)

## 參考文獻

### 一、中文

#### (一) 書籍

- 王文字主編，王文字、林仁光、林繼恆、林國全、詹庭禎、王志誠、汪信君、黃銘傑、李禮仲、游啓璋、廖大穎、康文彥合著，《金融法》，修訂10版，元照，2019年3月。
- 郭土木，《期貨交易管理法規》，增訂再版，自版，2017年3月。
- 賴英照，《證券交易法逐條釋義第一冊》，再版，自版，1987年3月。

#### (二) 期刊論文

- 王文字，〈衍生性金融商品法律問題之探討——兼論信用衍生性金融商品〉，《金融研訓季刊》，第93期，1999年4月，頁41-57。
- 杜怡靜，〈金融商品交易上關於說明義務之理論與實務上之運用——對連動債紛爭之省思〉，《月旦民商法》，第26期，2009年12月，頁50-66。
- 張冠群，〈金融商品銷售適合性原則之法制分析——兼評台灣金融服務法草案第三十一條及相關規定〉，《高大法學論叢》，第5期，2009年9月，頁133-178。
- 張傳章，〈業界重啓銷售結構型商品之鑰——「境外結構型商品管理規則」草案〉，《證交資料》，第568期，2009年8月，頁4-5。
- 張瑋心，〈論「雷曼連動債事件」與國家賠償〉，《中央警察大學學報》，第48期，2011年6月，頁337-361。
- 郭土木，〈證券交易法有關經主管機關核定之有價證券其範圍與爭議——兼評最高法院105年台抗字第925號刑事確定裁定〉，《軍法專刊》，第64卷，第3期，2018年6月，頁43-60。
- 陳禹成、黃志隆，〈「受託人責任」在英美法上的原意以及其在金融消費保護法的適用〉，《月旦財經法雜誌》，第31期，2012年12月，頁191-216。
- 陳肇鴻，〈連動債糾紛之司法實踐——2009至2010年間相關判決之研究〉，《中研院法學期刊》，第10期，2012年3月，頁161-223。
- 陳肇鴻，〈論結構債之法律關係及指定用途金錢信託之法律性質〉，《軍法專刊》，第55卷，第3期，2009年6月，頁111-133。

黃帥升、謝富凱、廖倪凰，〈從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係〉，《萬國法律》，第 158 期，2008 年 4 月，頁 74-83。

楊筑羽編譯，〈簡述歐盟新金融市場工具指令對亞太地區之潛在衝擊〉，《經貿法訊》，第 226 期，2018 年 1 月 25 日，頁 1-6。

熊全迪，〈結構型債券法律規範之探討——以定性及投資人保護為中心〉，《法令月刊》，第 59 卷，第 9 期，2008 年 9 月，頁 42-68。

劉連煜，〈連動債與證券交易法的有價證券〉，《月旦民商法雜誌》，第 74 期，2021 年 12 月，頁 68-82。

簡堅訓，〈衍生性金融商品法律定義與法源淺析與建議〉，《證交資料》，第 609 期，2013 年 1 月，頁 53-60。

### (三) 研究報告

行政院金融監督管理委員會委託研究，受委託單位：財團法人中華經濟研究院，研究主持人：王儷容，「我國境外結構型商品監理架構與外國監理法制之比較研究」，2016 年 1 月，頁 1-178。

中華民國信託業商業同業公會委託研究，受委託單位：國際通商法律事務所，研究主持人：許兆慶律師，「營業信託受託人責任之研究及建議」，2004 年 1 月 24 日，頁 1-202。

### (四) 學位論文

邱冠文，《結構型商品交易之法律問題——以銷售義務為中心》，國立政治大學法律學研究所碩士論文，2014 年 1 月，未出版，頁 1-189。

### (五) 網路資料

陳文蔚，〈結構債學不乖 TRF 又來 金管會再罰 9 銀行祭第三波管制〉，2016 年 1 月 27 日，<https://tw.news.yahoo.com/trf-9-183010313.html>，最後瀏覽日期：2025 年 3 月 22 日。

## 二、英文

### (一) 書籍

Ratner, David L. & Hazen, Thomas Lee, *Securities Regulation in a Nutshell*, 12th, Minnesota,

U.S.A., West Academic Publishing, 2020.

## (二) 期刊論文

- Bai, Lynn, “Broker-Dealers, Institutional Investors, and Fiduciary Duty: Much Ado About Nothing?”, 5 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 55, pp.55-104(2014).
- Busch, Danny, “MiFID II and MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets”, 11(2-3) *Law and Financ. Mark. Rev.* 126, pp.126-142(2017), <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/17521440.2017.1412060#d1e122>, last visited: 2025.03.22.
- Freund, Jacob, “Investors Take Note: Complexity and Disclosure Efficacy Concerns amid A Structured Notes Renaissance”, 123 *Colum. L. Rev.* 139, pp.139-182(January 2023).
- Lynch, Timothy E., “Derivatives: A Twenty-First Century Understanding”, 43 *Loy. U. Chi. L. J.* 1, pp.1-50(2011).
- Olazábal, Ann Morales and Marmorstein, Howard, “Structured Products for the Retail Market: The Regulatory Implications of Investor Innumeracy and Consumer Information Processing”, 52 *Ariz. L. Rev.* 623, pp.623-672(2010).
- Omarova, Saule T., “License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products”, 90 *Wash. U. L. Rev.* 63, pp.63-140(2012).
- Wallace, Blair H., “A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels”, 1 *Brook. J. of Corp. Fin. & Com. L.* 231, pp.231-269(2006).

## (三) 網路文獻

- Bagaría, Eduardo, Rey, Guillermo and Pina, Violeta, “Spotlight: offering process and post-sale requirements for structured products in Spain”, September 19, 2023, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a307ac59-720b-471a-860f-34bf609445f7>, last visited: 2024.02.28.
- Bethel, Jennifer and Ferrel, Allen, “Policy Issues Raised by Structured Products”, Discussion Paper No.560, 2007, pp.1-31, [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=941720](http://papers.ssrn.com/abstract_id=941720), last visited: 2024.02.28.
- Bloomberg, “Wells Fargo Fined by SEC Over ‘Flipping’ of Structured Products”, LATimes,

- June 25, 2018, 3:30pm PT, <https://www.latimes.com/business/la-fi-wells-fargo-flipping-20180625-story.html>, last visited: 2024.02.28.
- Bomans, Erik, “Lessons from the 2008 Financial Crisis from a new angle”, January 9, 2019, <https://www.deminor.com/en/blog/lessons-from-the-2008-financial-crisis-from-a-new-angle-observing-the-complexity-of-investment-structures>, last visited: 2024.02.28.
- Brown, Mayer, “Issuing structured products in the EU”, June 2020, pp.1-36, <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/events/2020/06/issuing-structured-products-into-the-eu.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- CESR, “A consumer’s guide to MiFID Investing in financial products”, March 2008, pp.1-13, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/08-003.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- CESR, “MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive’s appropriateness requirements”, May 14, 2009, pp.1-40, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_295.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_295.pdf), last visited: 2024.02.28.
- Dechert LLP, “MiFID II Resource Centre”, October 30, 2017, <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/knowledge/hot-topics/mifid-ii/MiFID%20II%20-%20Product%20governance.pdf>, last visited: 2025.03.22.
- EBA, “Call for advice on PRIIPs: ESA advice on the review of the PRIIPs Regulation”, April 29, 2022, pp.1-150, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2022\\_20\\_esa\\_advice\\_on\\_priips\\_regulation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_20_esa_advice_on_priips_regulation.pdf), last visited: 2024.02.28.
- ESMA, “Article 21 – Post-trade disclosure by investment firms, including systematic internalisers, in respect of bonds, structured finance products, emission allowances and derivatives”, <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifir/article-21-post-trade-disclosure-investment>, last visited: 2024.02.28.
- ESMA, “Guidelines on complex debt instruments and structured deposits”, February 4, 2016, pp.1-11, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787\\_-\\_guidelines\\_on\\_complex\\_debt\\_instruments\\_and\\_structured\\_deposits.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_-_guidelines_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf), last visited: 2024.02.28.
- ESMA, “ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities-Investor protection Structured Retail Products – the EU market”, No.2, 2018, pp.52-65, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv\\_2018\\_2-structured\\_retail\\_products\\_the\\_eu\\_market.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2018_2-structured_retail_products_the_eu_market.pdf), last visited :

2024.02.28

ESMA, “Final Report Guidelines on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements”, January 3, 2022, pp.1-57, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938\\_gls\\_appropriateness\\_ex-only.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2938_gls_appropriateness_ex-only.pdf), last visited: 2024.02.28.

ESMA, “Guidelines on MiFID II product governance requirements”, March 27, 2023, pp.1-87, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448\\_Final\\_report\\_on\\_MiFID\\_II\\_guidelines\\_on\\_product\\_governance.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf), last visited: 2024.02.28.

ESMA, “Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements”, April 3, 2023, pp.1-32, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172\\_Guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_MiFID\\_II\\_suitability\\_requirements.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements.pdf), last visited: 2024.02.28.

European Commission, “Key Information Documents (KIDs) for packaged retail investment and insurance products – Frequently asked question”, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO\\_14\\_299](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_14_299), last visited: 2024.02.28.

FCA, “PRIIPs disclosure: Key Information Documents”, February 13, 2023, <https://www.fca.org.uk/firms/priips-disclosure-key-information-documents>, last visited: 2024.02.28.

Ferry, John, “Structured note sellers struggle with Mifid”, November 30, 2007, <https://www.euromoney.com/article/b13223xg9dpcj4/structured-note-sellers-struggle-with-mifid>, last visited: 2024.02.28.

FINRA, “FINRA suitability standards”, <https://app.achievable.me/study/finra-series-6/learn/suitability-finra-suitability-standards>, last visited: 2024.02.28.

FINRA, “Regulatory Notice 12-25 Additional Guidance on FINRA’s New Suitability Rule”, May 18, 2012, <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/12-25>, last visited: 2024.02.28.

FINRA, “Understanding Structured Notes With Principal Protection”, April 12, 2023, <https://www.finra.org/investors/insights/structured-notes-principal-protection>, last visited: 2024.02.28.

Frohm, Dan, “The Pricing of Structured Products in Sweden -Empirical findings for Index-linked Notes issued by Swedbank in 2005”, Master’s Thesis Department of Management

- and Engineering, Linköping Institute of Technology, 2007, pp.1-57, <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:23763/FULLTEXT01.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- FSA, “Implementing MiFID’s Client Categorisation requirements”, August 2006, pp.1-53, [https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid\\_classification.pdf](https://www.treasurers.org/ACTmedia/mifid_classification.pdf), last visited: 2024.02.28.
- HSBC, “PRIIPs - Overview and FAQs”, <https://www.privatebanking.hsbc.com/about-us/financial-regulations/PRIIPs-overview/>, last visited: 2024.02.28.
- Ison, Leica, “Why product governance is a hot topic right now”, February 23, 2021, <https://www.linkedin.com/pulse/why-product-governance-hot-topic-right-now-leica-ison>, last visited: 2024.02.28.
- Jennings, Karen, “EU Retail Strategy – Proposed Revisions to Costs and Charges Rules for MiFID II Firms”, August 29, 2023, <https://www.dilloneustace.com/legal-updates/eu-retail-strategy-proposed-revisions-to-costs-and-charges-rules-for-mifid-ii-firms>, last visited: 2024.02.28.
- KPMG, “MiFID II / MiFIR post-trade reporting requirements”, September 2007, pp.1-47, <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-mifidii-mifir-post-trade-reporting-requirements.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- KPMG, “MiFID II Product Governance”, July 2017, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2017/09/ie-product-governance-chapter-Jul17.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- Lazaroff, Peter, “The Difference Between Fiduciary And Suitability Standards”, April 6, 2016, 12:48pm EDT, <https://www.forbes.com/sites/peterlazaroff/2016/04/06/the-difference-between-fiduciary-and-suitability-standards/amp/>, last visited: 2024.02.28.
- Lewis, Morgan, “Consequences of Registration Under the Investment Advisers Act of 1940”, 2015, pp.1-7, [https://www.morganlewis.com/-/media/files/special-topics/vcpefdeskbook/regulation/vcpefdeskbook\\_consequencesofregistration.pdf](https://www.morganlewis.com/-/media/files/special-topics/vcpefdeskbook/regulation/vcpefdeskbook_consequencesofregistration.pdf), last visited: 2024.02.28.
- Logie, Mike and McAllister-Jones, Kirsty, “ESAs find structured product and derivative KIDs non-compliant and mandate changes”, May 18, 2022, <https://www.ashurst.com/en/insights/esas-find-structured-product-and-derivative-kids-non-compliant-and-mandate-changes/>, last visited: 2024.02.28.
- LUXSIPA, “Regulation (MiFID, MiFIR)”, <https://luxsipa.lu/web/en/main-information/>

regulation-of-structured-products, last visited: 2024.02.28.

Michael, Daniel and Cruz, Heather, “SEC Staff Raises the Bar for Broker-Dealers Under Regulation Best Interest”, May 1, 2023, <https://www.skadden.com/insights/publications/2023/05/sec-staff-raises-the-bar-for-broker-dealers-under-regulation-best-interest>, last visited: 2024.02.28.

Mitchell, Cory, “Structured Investment Products (SIPs): Definition and Examples”, July 19, 2022, [https://www.investopedia.com/terms/s/structured\\_investment\\_products.asp](https://www.investopedia.com/terms/s/structured_investment_products.asp) 1, last visited: 2024.02.28.

Morrison & Foerster LLP, “New EU Prospectus Regulations: Impact on Structured Notes Offered in the EEA”, *Morrison & Foerster News Bulletin*, Volume 8, Issue 7, September 26, 2017, pp.4-6, <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt5775cc69c999c255/blt9144c6f3a132ca9e/170926-structured-thoughts.pdf>, last visited: 2024.02.28.

Muinmos, “Client Suitability and Appropriateness Checks”, <https://muinmos.com/suitability-appropriateness-checks/>, last visited: 2024.02.28.

Neuroprofiler, “Client suitability assessment under FinSA and MiFIDII”, January 26, 2022, <https://neuroprofiler.com/en/client-suitability-assessment-under-finsa-and-mifidii/>, last visited: 2024.02.28.

OCIE, “Broker-Dealer Controls Regarding Retail Sales of Structured Securities Products”, August 24, 2015, pp.1-7, <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/risk-alert-bd-controls-structured-securities-products.pdf>, last visited: 2024.02.28.

Page Perry LLC, “What Every Investor Should Know About Structured Products”, <https://pageperry.com/what-every-investor-should-know-about-structured-products>, last visited: 2024.02.28.

Redoak, “Investment Advisers and Suitability”, February 20, 2017, <https://www.redoakcompliance.com/investment-advisers-suitability/>, last visited: 2024.02.28.

Reynolds, Barnabas and Donegan, Thomas, “PRIIPs and Capital Markets Transactions”, April 26, 2018, <https://www.shearman.com/Perspectives/2018/04/PRIIPs-and-Capital-Markets-Transactions>, last visited: 2024.02.28.

Rodeck, David, “How To Invest In Structured Notes”, February 28, 2023, 12:26pm, <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-are-structured-notes/>, last visited: 2024.02.28.

- Schell, Christopher S., Zhang, Yan and Walters, Derek, “The Structured Products Law Review(Third Edition)”, Law Business Research Ltd., 2021, pp.84-118, <https://www.davispolk.com/sites/default/files/2021-11/The%20Structured%20Products%20Law%20Review%20USA.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- SEC, “The Laws That Govern the Securities Industry”, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>, last visited: 2023.03.15.
- SEC, “17 CFR Part 275, Release No.IA-1406; File No.S7-8-94”, March 22, 1994, <https://www.brightlinesolutions.com/files/Plaze/Release%20IA-1406%20Suitability.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- SEC, “Investor Bulletin: Structured Notes”, January 12, 2015, [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_structurednotes.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html), last visited: 2024.02.28.
- SEC, “UBS to Pay \$19.5 Million Settlement Involving Notes Linked to Currency Index”, October 13, 2015, <https://www.sec.gov/news/press-release/2015-238>, last visited: 2024.02.28.
- SEC, “Merrill Lynch Paying \$10 Million Penalty for Misleading Investors in Structured Notes”, June 23, 2016, <https://www.sec.gov/news/press-release/2016-129>, last visited: 2024.02.28.
- SEC, “Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers”, 17 CFR Part 276 [Release No.IA-5248; File No.S7-07-18], 2019, pp.1-42, <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- SLCG, “Structured Products In the Aftermath of Lehman Brothers”, October 2009, pp.1-18, <https://www.slcg.com/files/research-papers/Structured%20Products%20in%20the%20Aftermath%20of%20Lehman%20Brothers.pdf>, last visited: 2024.02.28.
- SRP, “The first structured products were transacted in the UK in the early 1990s with the technology used to create them soon spreading throughout Europe”, <https://www.structuredretailproducts.com/srp-academy/structured-products-history>, last visited: 2024.02.28.
- SRP, “The US market has seen a peak in issuance following a booming August”, <https://www.structuredretailproducts.com/news/79643/us-q3-2023-sales-volume-hits-new>

record-high-12-3-2024, last visited: 2024.10.28.

Starr, Amy M., “Structured Products – Complexity and Disclosure – Do Retail Investors Really Understand What They Are Buying and What the Risks Are?”, May 14, 2015, <https://www.sec.gov/news/speech/speech-amy-starr-structured-products>, last visited: 2024.02.28.

Swensen, David, “Structured Notes Are Financial Fairy Tales”, August 25, 2023, <https://alphaarchitect.com/2023/08/structured-notes/>, last visited: 2024.02.28.

Tamplin, True, “Structured Notes”, August 31, 2023, <https://www.financestrategists.com/wealth-management/alternative-investment/structured-notes/>, last visited: 2024.02.28.

Wachovia Securities, “An Investor’s Guide to Structured Product”, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/36995/000121465907002234/c101872fwp.htm>, last visited: 2024.02.28.

Walker, Roy, “Structured Notes – Too Often A Deceitful Con, Sold By The Greedy To The Unsuspecting”, October 19, 2019, <https://www.linkedin.com/pulse/structured-notes-too-often-deceitful-con-sold-greedy-roy>, last visited: 2024.02.28.

附表：金融消費者保護法建議修正條文對照表

建議修正條文	現行條文	說明
<p>第四條 本法所稱金融消費者，指下列對象接受金融服務業提供金融商品或服務者：</p> <p>一、專業投資機構。</p> <p>二、符合一定財力或專業能力之自然人或法人。</p> <p>三、未符合前二款規定之自然人或法人。</p> <p>前項專業投資機構之範圍及一定財力或專業能力之條件，由主管機關定之。</p> <p>金融服務業對自然人或法人未符合前項所定之條件，而協助其創造符合形式上之外觀條件者，該自然人或法人仍為第一項第三款所稱金融消費者。</p>	<p>第四條 本法所稱金融消費者，指接受金融服務業提供金融商品或服務者。但不包括下列對象：</p> <p>一、專業投資機構。</p> <p>二、符合一定財力或專業能力之自然人或法人。</p> <p>前項專業投資機構之範圍及一定財力或專業能力之條件，由主管機關定之。</p> <p>金融服務業對自然人或法人未符合前項所定之條件，而協助其創造符合形式上之外觀條件者，該自然人或法人仍為本法所稱金融消費者。</p>	<p>一、金融消費者保護法對於金融消費者保護之規定主要有兩個部分，第一為確立保護金融消費者之原則，第二為金融消費爭議處理機制。有關消費者保護原則的部分主要為第 7 至 11 條之規定，包括：（一）金融服務業與金融消費者訂立契約應本公平合理、平等互惠及誠信原則，於刊登、播放廣告及進行業務招攬或營業促銷活動時，不得有虛偽、詐欺、隱匿或其他足致他人誤信之情事，並應確保其廣告內容之真實，其對金融消費者所負擔之義務不得低於前述廣告行為之內容及所提示之資料或說明。（二）金融服務業應充分瞭解金融消費者，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度，並應以金融消費者能充分瞭解方式說明金融商品、服務、契約之重要內容，且充分揭露風險，如有違反，致金融消費者受有損害，應負損害賠償責任。考量前揭規定對於專業機構等應有其適用，且歐美對於專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人亦有盡善良管理人注意義務、適當性等原則之適用，故建議專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人亦應適用保護原則。</p> <p>二、金融消費爭議處理機制對於發生金融消費爭議之處理，提供法院訴訟外之另一類似「小額仲裁」的爭議處理機制，但在本法立法當時以為免耗費爭議處理機構資源，第四條規定本法之金融消費者排除具充分財力或充分金融商品專業知識或交易經驗者，然提供類似仲裁制度，得有效解決法院案件過多的問題，並得快速解決紛爭，故建議不當然排除適用，有關爭議處理適用對象配合修正第十三條規定（詳附述）。</p> <p>三、又消費者保護法企業經營者有時亦為消費者之身分，消費者為從事消費生活的人，當企業經營者不是在從事生產行為，而是在從事消費行為時，此時的企業經營者即為消費者，例如公司為慶生聚會而購買食品，該公司亦為消費者保護法上所謂之消費者，而受消費者保護法之保護。考量現行消費者保護法並未排除企業經營者之適用，是故建議將專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人納入金融消費者保護法之保護對象。</p>

從歐美金融商品監理方向論我國結構型商品之監管制

建議修正條文	現行條文	說明
<p>第七條 金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約，應本公平合理、平等互惠及誠信原則。</p> <p>金融服務業與金融消費者訂立之契約條款顯失公平者，該部分條款無效；契約條款如有疑義時，應為有利於金融消費者之解釋。</p> <p>金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；其提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務。</p> <p>金融服務業對於金融商品發行設計、提供商品服務或銷售在商品生命週期的各階段應以客戶最佳利益為之。</p>	<p>第七條 金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約，應本公平合理、平等互惠及誠信原則。</p> <p>金融服務業與金融消費者訂立之契約條款顯失公平者，該部分條款無效；契約條款如有疑義時，應為有利於金融消費者之解釋。</p> <p>金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；其提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務。</p>	<p>一、美國證管會 2019 年 6 月 5 日發布最佳利益規則 (Regulation Best Interest)，並於 2020 年 7 月生效，最佳利益規則對經紀商實施新的行為標準強化行為準則。美國證管會 2019 年亦發布解釋，注意義務的部分，包括有責任：(一) 提供符合客戶最佳利益的建議；(二) 尋求最佳執行 (best execution)；(三) 提供建議和監督相關過程，亦即投資顧問在持續的契約關係對客戶具有最佳執行的義務。</p> <p>二、依歐盟金融市場工具指令 (Markets in Financial Instruments Directive，以下簡稱 MiFID II) 第 16 條 (3)、第 24 條 (2) 之規定，發行設計商或銷售商向客戶銷售的產品應維護、營運和審查適當的商品治理安排，應確定並定期審查每種產品的最終客戶目標市場與銷售策略保持一致。亦即 MiFID II 商品治理要求應確保業者採取行動在商品生命週期的各個階段都符合客戶的最大利益。</p> <p>三、建議參酌美國最佳利益與歐盟商品治理規定之精神於本條增訂第 4 項規定。</p>
<p>第九條 金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者投資知識經驗、財務狀況、投資目標等相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適當性。</p> <p>前項應充分瞭解之金融消費者相關資料、適當性應考量之事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。</p>	<p>第九條 金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前，應充分瞭解金融消費者之相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。</p> <p>前項應充分瞭解之金融消費者相關資料、適合度應考量之事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。</p>	<p>一、美國證管會針對投資顧問的部分 1994 年發布解釋 (Investment Advisers Act Release, No.1406) 表明「投資顧問應考慮客戶的財務狀況、投資經驗和投資目標，確定其向客戶提供的投資建議適合該客戶」。適當性具體規範主要規定於美國金融業監管局 (Financial Industry Regulatory Authority，以下簡稱 FINRA) Rule 2090 及 Rule 2111。FINRA Rule 2090 及 Rule 2111 在要求了解客戶 (know your customer) 以及適當性原則之下，確保健全的投資人保護並促進公平交易以及具道德的銷售。</p> <p>二、歐盟 MiFID II 第 25 條 (2) 以及金融工具市場規則 (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR) 第 54 條、第 55 條規定投資公司提供投資顧問與投資管理應符合適當性規範。</p> <p>三、鑑於現行適合度適用範圍較狹隘，建議參考歐美規範精神將適合度修正為適當性。</p>

建議修正條文	現行條文	說明
<p>第十一條 金融服務業違反前二條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。但金融服務業能證明損害之發生非因其未充分瞭解金融消費者之商品或服務適當性或非因其未說明、說明不實、錯誤或未充分揭露風險之事項所致者，不在此限。</p>	<p>第十一條 金融服務業違反前二條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。但金融服務業能證明損害之發生非因其未充分瞭解金融消費者之商品或服務適合度或非因其未說明、說明不實、錯誤或未充分揭露風險之事項所致者，不在此限。</p>	<p>配合第 9 條文字修正適當性用語。</p>
<p>第十三條 為公平合理、迅速有效處理金融消費爭議，以保護金融消費者權益，應依本法設立爭議處理機構。</p> <p>金融消費者就金融消費爭議事件應先向金融服務業提出申訴，金融服務業應於收受申訴之日起三十日內為適當之處理，並將處理結果回覆提出申訴之金融消費者；金融消費者不接受處理結果者或金融服務業逾上述期限不為處理者，金融消費者得於收受處理結果或期限屆滿之日起六十日內，向爭議處理機構申請評議；金融消費者向爭議處理機構提出申訴者，爭議處理機構之金融消費者服務部門應將該申訴移交金融服務業處理。</p> <p>爭議處理機構除處理金融消費爭議外，並應辦理對金融服務</p>	<p>第十三條 為公平合理、迅速有效處理金融消費爭議，以保護金融消費者權益，應依本法設立爭議處理機構。</p> <p>金融消費者就金融消費爭議事件應先向金融服務業提出申訴，金融服務業應於收受申訴之日起三十日內為適當之處理，並將處理結果回覆提出申訴之金融消費者；金融消費者不接受處理結果者或金融服務業逾上述期限不為處理者，金融消費者得於收受處理結果或期限屆滿之日起六十日內，向爭議處理機構申請評議；金融消費者向爭議處理機構提出申訴者，爭議處理機構之金融消費者服務部門應將該申訴移交金融服務業處理。</p> <p>爭議處理機構除處理金融消費爭議外，並應辦理對金融服務</p>	<p>一、本條金融消費爭議處理程序之原立法理由主要係參考英國金融公評人機構（Financial Ombudsman Service Ltd.，以下簡稱 FOS）及新加坡金融業調解中心（Financial Industry Disputes Resolution Centre Ltd.，以下簡稱 FIDReC），雖然英國 FOS 原規定須係自然人、小規模企業、小規模公益團體或低淨值信託，且若本身為專業客戶或合格交易對手（a professional client or an eligible counterparty）即不具適格性。然英國於 2015 年 7 月 9 日已適用新的規定，目前得向 FOS 申訴的合格申訴人包括：（一）消費者：「出於正常貿易、業務或職業之外的目的而行使的自然人」（即個人）。（二）微型企業：員工人數少於 10 人，營業額或年度資產負債表不超過 200 萬歐元。（三）年收入低於 100 萬英鎊的慈善機構。（四）資產淨值低於 100 萬英鎊的信託受託人。因為將專業客戶排除在合格申訴人定義之外的規則（DISP 2.7.9(2)）已被新規則（DISP 2.7.9A）取代。因此，如果個人在其事業、業務或專業之外行事，則將有資格作為「消費者」，並且即使被歸類為「選擇性專業客戶」（elective professional client），也將受到 FOS 的保護。</p> <p>二、新加坡 FIDReC 的管轄範圍：（一）投保人與保險公司的糾紛請求賠償上限：10 萬新加坡元。（二）銀行與用戶、資本市場糾紛，以及其他糾紛賠償上限：5 萬新加坡元。新加坡係採行小額申訴制度，亦未排除專業機構或符合一定資格條件之自然人或法人。</p>

建議修正條文	現行條文	說明
<p>業及金融消費者之教育宣導，使金融服務業與金融消費者均能充分瞭解正確之金融消費觀念及金融消費關係之權利與義務，以有效預防金融消費爭議發生。</p> <p>爭議處理機構辦理金融消費爭議處理及前項業務，得向金融服務業收取年費及爭議處理服務費。</p> <p>前項年費及服務費之收取標準及有關規定由主管機關定之。</p> <p>第二項金融消費者之適用範圍，由主管機關定之。</p>	<p>業及金融消費者之教育宣導，使金融服務業與金融消費者均能充分瞭解正確之金融消費觀念及金融消費關係之權利與義務，以有效預防金融消費爭議發生。</p> <p>爭議處理機構辦理金融消費爭議處理及前項業務，得向金融服務業收取年費及爭議處理服務費。</p> <p>前項年費及服務費之收取標準及有關規定由主管機關定之。</p>	<p>三、現行條文將專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人或法人完全排除在金融消費爭議處理程序之外，與外國立法趨勢尚有不合，鑑於草案建議修正第 4 條已將專業投資機構以及符合一定財力或專業能力之自然人納入保護與爭議處理，故建議增訂第 6 項授權主管機關訂定金融消費者適用金融消費爭議處理之範圍，未來得將自然人（含專業投資人）或法人小額契約等申訴納入範圍，以保留彈性，切合實際需要。</p>
<p>第三十條之一 金融服務業有下列情形之一者，處新臺幣三十萬元以上一千萬元以下罰鍰：</p> <p>一、違反第八條第二項所定辦法中有關廣告、業務招攬、營業促銷活動方式或內容之規定。</p> <p>二、違反第九條第一項規定未充分瞭解金融消費者相關資料及確保金融消費者之適當性，或同條第二項所定辦法中有關適當性應考量事項之規定。</p>	<p>第三十條之一 金融服務業有下列情形之一者，處新臺幣三十萬元以上一千萬元以下罰鍰：</p> <p>一、違反第八條第二項所定辦法中有關廣告、業務招攬、營業促銷活動方式或內容之規定。</p> <p>二、違反第九條第一項規定未充分瞭解金融消費者相關資料及確保金融消費者之適合度，或同條第二項所定辦法中有關適合度應考量事項之規定。</p>	<p>配合第 9 條文字修正適當性用語。</p>

建議修正條文	現行條文	說明
<p>三、違反第十條第一項規定，未向金融消費者充分說明金融商品、服務、契約之重要內容或充分揭露風險，或違反同條第三項所定辦法中有關說明、揭露應以金融消費者能充分瞭解之方式或內容之規定。</p> <p>四、違反第十一條之一規定，未訂定或未依主管機關核定應遵行之原則訂定酬金制度或未確實執行。</p> <p>金融服務業對自然人或法人未符合第四條第二項所定之條件，而協助其創造符合形式上之外觀條件者，處新臺幣一千萬元以上五千萬以下罰鍰。</p> <p>金融服務業有前二項情形之一，且情節重大者，主管機關得於其所得利益之範圍內酌量加重，不受前二項罰鍰最高額之限制。</p>	<p>三、違反第十條第一項規定，未向金融消費者充分說明金融商品、服務、契約之重要內容或充分揭露風險，或違反同條第三項所定辦法中有關說明、揭露應以金融消費者能充分瞭解之方式或內容之規定。</p> <p>四、違反第十一條之一規定，未訂定或未依主管機關核定應遵行之原則訂定酬金制度或未確實執行。</p> <p>金融服務業對自然人或法人未符合第四條第二項所定之條件，而協助其創造符合形式上之外觀條件者，處新臺幣一千萬元以上五千萬以下罰鍰。</p> <p>金融服務業有前二項情形之一，且情節重大者，主管機關得於其所得利益之範圍內酌量加重，不受前二項罰鍰最高額之限制。</p>	



# An Analysis of Structured Notes Legal System in Taiwan from the Perspective of European and American Financial Products Regulation



Li-Hua Lin\*\*

## Abstract

Structured notes are hybrid products that combines a bond and a derivative that derives its value from another asset, such as stock, currency, commodity, market indexes, and interest rates. In practice, they are not securities, and their public offering and sales currently are not regulated by the Securities and Exchange Law. Although structured notes are combination contracts of futures trading contracts under the Futures Trading Act, the sales of structured notes by banks and other financial institutions have been exempted from the provisions of the Futures Trading Act. In current law, structured notes are mainly regulated by administrative rules and self-regulatory regulations, which focus on part of sales regulation and are incomplete. How to regulate such hybrid products to protect investors is a good question for discussion.

---

\* Adjunct Associate Professor, the Department of International Business, Tamkang University.

\* PhD in law, Taipei University.

This article intends to explore EU and US laws from the perspective of comparative law, understand international regulation trends and disputes, discuss the legal nature of structured notes under domestic law, and conduct an analysis using offshore structured notes entrusted and sold by a bank as an example. The article aims to re-examine offshore structured notes regulation, explore the feasibility of adjusting and strengthening the regulation of offshore structured notes for public offering and sales with reference to the analysis of foreign legal systems, make relevant suggestions and conclusion for new hybrid financial products regulation.

**Keywords:** securities, public offering and sales, futures trading, derivatives, structured notes or structured products, product governance, suitability, best interest, fiduciary duty, Financial Consumer Protection Act.