Singapore Management University
Institutional Knowledge at Singapore Management University

Research Collection School of Law (Open Access) School of Law

3-2012

Structured Notes Fiasco in the Courts: A Study of Relevant Judgments in Taiwan between 2009 and 2010

Chao-hung Christopher CHEN
Singapore Management University, chchen@smu.edu.sg

Follow this and additional works at: http://ink.library.smu.edu.sg/sol_research

Part of the Courts Commons

Citation
CHEN, Chao-hung Christopher, "Structured Notes Fiasco in the Courts: A Study of Relevant Judgments in Taiwan between 2009 and 2010" (2012). *Research Collection School of Law (Open Access)*. Paper 1067.
http://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/1067

This Journal Article is brought to you for free and open access by the School of Law at Institutional Knowledge at Singapore Management University. It has been accepted for inclusion in Research Collection School of Law (Open Access) by an authorized administrator of Institutional Knowledge at Singapore Management University. For more information, please email libIR@smu.edu.sg.

連動債糾紛之司法實踐*

— 2009至2010年間相關判決之研究

陳肇鴻**

目　次

壹、前言
貳、連動債之意義
　一、基本意義
　二、利率連動債
　三、股權連動債
　四、契約架構
　五、小結
參、法律爭議及回應
　一、產品銷售前之爭議
　　(一)說明義務及風險告知
　　(二)適當性義務
　二、產品銷售後之爭議
　　(一)淨值報告之義務
　　(二)風險變更之報告義務
　　(三)提供回贖意見之義務？
　三、銷售限制及連動債投資之性質
　四、消費者保護法適用與否
　五、損害賠償數額之認定
　六、其他紛爭解決方式
肆、結論
附錄：相關裁判清單（台灣）

* 投稿日：2011年4月26日；接受刊登日：2011年6月14日。〔責任校對：蔡秉錡、楊大維。〕
作者感謝兩位審稿人的寶貴意見。

** 英國倫敦大學（大學學院）法學博士、美國密西根大學法學碩士、臺灣大學法學碩士及法學士；新加坡管理大學助理教授。

摘　要

本文之目的在於分析自2008年以來連動債糾紛所衍生之相關司法判決中之爭議核心以及司法論述。就產品銷售前的爭議，相關判決凸顯出投資人實際未閱讀合約即為簽名，就此法院出現簽名免責說與實質審查說兩種見解，本文認為維持簽名免責說應較可採，但如何提醒投資人注意其簽名的意義係將來應注意之事項。相關判決亦顯示出，銀行實務依賴僵化的客戶屬性分析，反而可能有害於投資人保護。就產品銷售後的糾紛，值得就重大風險變更的報告義務及提供回贖意見之義務予以澄清。更進一步，值得由宏觀的觀點，重新檢視藉由信託投資海外債券的本質、其規範方式以及紛爭解決機制的有效性，以完整化投資人保護之法制。

關鍵詞：結構債、連動債、結構型商品、說明義務、適當性、報告義務、銷售限制、金融消費者保護法、投資人保護、信託。

Structured Notes Fiasco in the Courts:

A Study of Relevant Judgments Between 2009 and 2010

*Christopher Chao-Hung Chen**

Abstract

The purpose of this article is to analyse relevant judicial decisions in Taiwan regarding structured notes sold to retail investors. Regarding pre-sale disputes, one issue was that investors failed to read contractual documents properly before signing contracts, so there was a question whether they could later claim a bank's violation of its duty to explain. This article favours the view that an investor's signature may exempt a bank's duty, provided that investors are made aware of relevant warnings. In addition, for suitability assessment, relevant judgments show that customers were too easily classified as active investors based on a simple questionnaire. This may violate the spirit of the suitability rule. Moreover, courts or regulators must clarify the nature of post-sale duty to report and whether a bank has a duty to advise a client under a trust relationship. Furthermore, to look at the big picture, regulators should review the nature of investment in overseas structured notes via non-discretionary trust with a domestic bank in order to construct an efficient way to regulate such forms of investment and to justify the effectiveness of alternative dispute resolution mechanisms so as to offer complete protection to retail investors.

---

* Ph.D. (University of London, University College London); LL.M. (University of Michigan); LL.M. & LL.B. (National Taiwan University); Assistant Professor, School of Law, Singapore Management University.

KEYWORDS: structured note, structured financial product, derivative, duty to explain, suitability, duty to report, sale restriction, dispute resolution, investor protection, trust.

壹、前言

本文的主要目的，在分析及檢討自2009年起至2010年底為止已於各地地方法院有起訴且經判決之有關連動債（structured notes，或稱「結構債」）糾紛共計103件，經起訴或上訴後，所出現之126件判決（見附錄一），包括各地地方法院判決共103件[1]及臺灣高等法院（含各地分院）之判決共計23件[2]，相關判決提供連動債之相關資訊以及多元化之法律論證，不同法院所顯示出的一些歧見，此亦反應出金融實務上的爭議點，在金融消費者保護法（下稱「金融消保法」）已於2011年6月已通過的當下，不僅可作為將來解釋金融消保法的參考，亦可作為進一步精緻化非傳統金融投資工具之投資人保護機制的基礎。

在國民高儲蓄率[3]以及長期低利率的環境之下[4]，一般零售投資人(retail investor)必須尋找較高收益的投資方式以更有效地從現金儲蓄中取得報酬，除投資於證券市場或共同基金之外，以財富管理為名，於過去10年來透過銀行之信託部門而出現之一種投資方式為投資於海外發行之結構型債券，即俗稱之「連動債」。

依中華民國信託業商業同業公會（下稱「信託公會」）之統計，於2008年（即雷曼風暴發生之年度），台灣地區經由銀行之特定金錢信託投資外國結構型商品總額，超過新台幣7,936億餘元，於2007年度更曾超過新台幣9,089億元，即便於雷曼風暴之後，至

---

1 包含自各地地方法院簡易庭上訴者，但不含簡易庭的判決。

2 作者係以「連動債」作為關鍵字搜尋司法院法學資料檢索系統之「裁判書查詢」，見http://jirs.judicial.gov.tw/Index.htm（最後瀏覽日：2011年4月1日）。

3 依中央銀行2011年1月14日之新聞稿，台灣地區平均儲蓄率高達28.3%，見中央銀行網站，http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=38065&ctNode=302&mp=1（最後瀏覽日：2011年3月29日）。

4 依中央銀行之資訊，以台灣銀行為例，1年期定存之固定利率，自2001年10月之後，即未曾超過每年3%，見中央銀行網站，http://www.cbc.gov.tw/np.asp?ctNode=369&mp=1（最後瀏覽日：2011年3月29日）。

2010年底仍有新台幣4,261億餘元[5]；投資結構型商品之金額固然遠少於境外基金的投資[6]，但其總額仍非常顯著。無意外地，雷曼風暴引起許多銀行與投資人間之糾紛，其中亦有不少人選擇以司法途徑解決[7]。

於相關判決之中，大部分係以銀行為被告，少數係單獨以理財專員[8]或證券商[9]為相對人，有些原告亦同時提起刑事訴訟[10]；大部分原告係自然人，但亦有個案係財團法人[11]。一般而言，原告之主要策略，或為主張契約係無效或可得撤銷，從而可請求銀行返還全部之投資金額，或主張銀行有違反注意義務或違反相關法令，從而應負損害賠償責任。然而，除有少數案件明顯係詐欺或有違反投資指示之情事之外[12]，大部分案件皆無明顯有詐欺的問題。

除以民法或信託法令作為主張的基礎之外，亦有原告發揮相當大的創意來尋求救濟。例如，有原告主張主管機關（即行政院金融監督管理委員會，下稱「金管會」）未盡督導之責而應負國家賠償責任[13]、依公平交易法來主張[14]、或主張銀行販售連動債係經營非法銀行業務[15]；除此之外，有原告原已和銀行和解，但仍起訴請求

---

5 見信託公會九十九年度第四季業務統計，信託公會網站，http://www.trust.org.tw/statistics/WebStatistics1.asp?Action=Search&pno=40（最後瀏覽日：2011年4月25日）。

6 以2008年而論，透過信託投資境外基金的總額約為結構型商品1.945倍，但至2010年底則為5倍。相關數據請參考註5。

7 有關法院及法院外紛爭解決機制之選擇，另見下述「參、六」之討論。

8 臺灣臺北地方法院98年訴字第909號判決。

9 臺灣臺北地方法院98年金簡上字第4號判決。

10 臺灣高等法院99年上易字第540號判決、臺灣高等法院臺中分院99年上字第283號判決。

11 臺灣臺南地方法院98年重訴字第149號判決。

12 例如，臺灣臺中地方法院98訴字第1991號判決、臺灣板橋地方法院98年訴字第989號判決、臺灣臺中地方法院97年訴字第2539號判決。

13 臺灣板橋地方法院99年國字第21號裁定，原告之訴被駁回。

14 臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決。

15 臺灣臺北地方法院98年訴字第1272號判決。

更高額的賠償[16]，甚至有請求銀行應給付懲罰性賠償金[17]，或要求雷曼應與國內銀行一同負連帶賠償責任者[18]。

整體而言，103件糾紛中，至2011年3月底為止有上訴第二審並經判決的案例中，其中僅17件糾紛由投資人勝訴（含部分勝訴；若不分一審及二審，共35件判決），其他86件糾紛則由銀行勝訴；但至2011年3月底為止尚無最高法院判決的案例[19]。在103件地方法院的裁決中，投資人勝訴者僅11件；但在23件二審判決之中，共7件投資人勝訴，其中有5件係投資人在第一審敗訴後上訴成功，1件維持一審投資人勝訴之判決[20]，另1件在第二審作出較一審對投資人更有利的判決[21]，顯示有較多的二審法官採取對投資人較有利的見解；其餘16件二審判決中，有1件係投資人在第一審敗訴，但銀行在第二審上訴成功[22]，其餘皆駁回投資人之上訴。

由投資人的角度來分析，於這些案件中投資時間，從2005年至2008年皆有，甚至有在雷曼破產前2個月方始投資者。這些案件中，總投資金額超過新台幣3億8,700萬元(387,546,598)[23]，其中投資

16 例如，臺灣高等法院99年上易字第34號判決、臺灣臺北地方法院99年金字第16號判決、臺灣臺北地方法院99年消字第15號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第358號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2723號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第1967號判決。

17 臺灣臺北地方法院98年訴字第696號判決。

18 臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

19 目前23件第二審判決之中，僅有12件得以上訴至最高法院。至2011年6月底，已有2件最高法院判決，分為最高法院100年台上字第1029號判決及最高法院100年台上字第933號判決，兩案的結果皆為駁回投資人之上訴（即銀行勝訴確定）。

20 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決。

21 臺灣高等法院臺中分院99年上字第283號判決。

22 臺灣高等法院高雄分院99年上字第131號判決。

23 有些案件之投資或請求係以外幣計算，為求簡便，如判決中未將金額直接轉換為新台幣，本文係以以下之匯率計算：美金1元等於新台幣30元；歐元1元等於新台幣40元；澳幣1元等於新台幣28元；紐幣1元等於新台幣22元；港幣1元等於新台幣4元。

總金額在新台幣1,000萬元以上者[24]達9件，除3個案件之外[25]，其餘案件的總投資金額皆至少在新台幣30萬元以上；103件糾紛中，總求償金額超過新台幣2億9,850萬元(298,573,003)，佔總投資金額之77.04%，顯示其中大部分案件若非請求返還全部投資本金，即為請求連動債贖回後本金之損失；然而，這些案件中至二審階段，有勝訴判決中之賠償總金額，僅略超過新台幣5,000萬元(50,419,961)，佔所有案件之總求償金額之16.89%及總投資金額之13.01%。此外，有62件糾紛的投資人在不同的階段有具名請律師作為訴訟代理人，其中僅有11件係投資人勝訴，顯示聘請律師代理並未明顯增加勝訴的機會[26]；相對地，除一家銀行之外[27]，銀行於絕大多數案例皆有聘請律師，甚至許多銀行的訴訟代理人是同一位律師[28]。

由被告金融機構的角度來分析，在這103件案件之中，總計有23家金融機構成為被告，其中22家為商業銀行，1家為證券商[29]；就商業銀行之中，中國信託被告的次數最多（共26件），其次為台新銀行（共14件），再其次為第一銀行（共8件）、京城銀行（共6件）及大眾銀行（共5件），此與連動債糾紛有經申訴或評議之案件的統計數據大致相符[30]；無論公股、民營、本土或外資銀行皆有涉訟者。

---

24 有些案件有2位以上投資人共同作為原告，為求簡便，本文僅以總金額計算。

25 臺灣苗栗地方法院98年苗小字第37號判決、臺灣桃園地方法院98年訴字第749號判決及臺灣嘉義地方法院98年訴字第315號判決。

26 反而有投資人於一審請律師代理敗訴，上訴審未請律師代理反而勝訴的案例，見臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣桃園地方法院97年訴字第2093號判決。

27 即渣打銀行，見臺灣臺北地方法院99年訴字第2352號判決、臺灣高等法院99年上易字第462號判決（但銀行在第一審有聘請律師）。

28 即賴盛星律師，在至少50件判決中係擔任被告銀行之訴訟代理人。

29 為群益證券，見臺灣臺北地方法院98年金簡上字第4號判決。

30 依銀行公會2011年4月1日之統計資料，有經收件審查之評議案件中，涉案最多的銀行前4名分為中國信託、大眾銀行、台新銀行、及第一銀行，其中又以中國信託佔最多。見銀行公會，國內連動債爭議案件統計表（2011年4月1日），銀行公會網站，http://www.ba.org.tw/all.aspx?sn=493（最後瀏覽日：2011年4月7日）。

這些司法判決，提供大量研究連動債糾紛之基本素材，亦提供我們可以實際檢討不同法律上主張或論證的依據，並可作為進一步思考投資人保護機制有效性的基礎。本文以下，首先將以實例為依據，介紹連動債之基本意義及若干型態。於第參部分，本文將進一步檢討連動債糾紛中顯示的主要爭點，包括說明義務、適當性原則、銷售後的報告義務、銷售限制及連動債性質、消費者保護法之適用、損害賠償以及法院外紛爭解決機制等議題，並檢討法院判決所突顯出的一些問題。第肆部分則為結論。

本文希冀藉由對連動債相關判決的分析，可以呈現連動債糾紛的一些不同面向，本文以下將以當事人的主張及法院的論理為主要討論對象，而將不由法釋義學的立場來建構相關的義務。為求用語簡便，本文以下將以銀行作為主要探討的對象，但若干相關的法律原則及討論或亦可及於證券商、保險公司或其他金融機構。

貳、連動債之意義

一、基本意義

簡言之，連動債係結合衍生性金融商品(derivatives)與傳統固定收益債券(debt securities)之複合式金融商品(hybrid product)，其特色在於透過附加之衍生性商品，將債券之利息給付或本金償還之金額連結至其他之投資工具或市場變因，是以一般廣泛通稱為「結構型產品」[31]。在發行架構上，就債券的部分，連動債之投資人(noteholder)必須先支付一定本金予發行人(issuer)，就發行人將到期返還一定金額本金。理論上，結構型產品亦有可能以結構型保單或結構型存款的形式出現。

31 吳柏成、何文榮、張賀凱，〈界限型高收益連動債連動案例分析〉，《臺灣期貨與衍生性商品學刊》，6期，頁29（2008年6月）。

一般而言，所謂衍生性商品（或衍生性金融商品），係指其價值係衍生自其他金融商品、指數或貨品價格等的金融工具；衍生性商品可概分為遠期契約、期貨、選擇權（可於交易所或店頭市場交易）及交換契約等四種型態，而以選擇權及遠期契約為最基本之元素[32]。所謂之選擇權，係指預先給付一定價金，取得於將來指定期日或期間內，以一定價格購買（即買權）或出售（即賣權）指定之標的或以一定價格及方式以現金結算差價之衍生性商品；所謂之遠期契約，係將價格於合約成立當時確定，但於將來給付及履行之契約，於交易所交易之遠期契約即為俗稱之期貨。

交換契約(swap)則較為複雜。一般而言，交換契約係指由雙方當事人於契約存續期間內，於約定之結算期日，依約定之方式交換相互間現金給付之契約；通常於結算期，當事人係以抵銷(netting)之方式結算差額後由給付義務為淨正值之一方為給付。視雙方相互給付金額計算的方式，交換契約或可基於約定之固定價格與市場浮動價格間的關係（例如，利率交換(interest rate swap)[33]），可基於一金融產品的總報酬(total return)（例如，權益交換(equity swap)[34]），或可基於一觸發事件（例如，信用違約交換(credit default swap)[35]）。

視交易當事人的需求，連動債可以發揮不同的功能。首先，連動債可能可以發揮避險(hedging)的功能，此反應出衍生性商品可以轉移曝險的特性[36]；例如，一保險公司持有若干發展中國家所發行

---

32 SATAJIT DAS, DERIVATIVE PRODUCTS & PRICING 8 (2006); ALASTAIR HUDSON, THE LAW ON FINANCIAL DERIVATIVES 15 (2006).

33 利率交換之定義可參見財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則，第二十條第一項第二款（2007年12月31日修正前條文）。

34 權益交換的意義，見陳肇鴻，〈論權益交換與大股東持股揭露之法律問題〉，《法學新論》，7期，頁109（2009年2月）。

35 信託違約交換的意義，見陳肇鴻，〈論信用違約交換之類型化風險及契約性質〉，《月旦財經法雜誌》，9期，頁178（2007年6月）。

36 1 SATAJIT DAS, STRUCTURED PRODUCTS: EXOTIC OPTIONS; INTEREST RATES & CURRENCY 117 (2006).

的長期政府公債，但為控制這些政府公債的信用風險，可以利用前揭信用連結債券的方式，將風險移轉至連動債投資人，而達到避險的目的，對發行人而言亦有達到融資的效果。然而，較難想像一般零售投資人（散戶）如何透過購買連動債來避險。

其次，對連動債投資人而言，可以提供本地市場所欠缺之投資方式，此反應出衍生性商品可以不必實際持有，即可享受投資於其他資產的利益及風險的特色[37]；例如，台灣的投資人若欲投資在美國紐約證券交易所上市的股票，但又無美國的證券帳戶，透過連動債之投資，不必實際至美國開戶及交易股票，即可享受投資於被連結之股票之利益，此有助於降低交易成本（例如稅賦、匯差等），因此，有認為衍生性商品可完整化資產市場以協助對風險作最有效率的分配[38]。

論其實際，連動債投資人係藉由承擔所連結之資產之風險，來投資於所連結之資產，以獲取較高之殖利率(yield)，因此，連動債雖名為「投資」，但在某程度具有很強的射倖性格[39]。台灣地區之連動債，主要之連結標的係以股權或利率為主[40]，但理論上，連動債可更廣泛連結至貨幣、債券（即信用連結式債券[41]）、商品價格、乃至任何可指數化的因素，例如所謂之巨災債券（以各類天災所生之保險損失為連動標的）、氣候債券（以特定地點在特定期間內之平均日均溫為連動標的）、乃至以碳排放權交易為標的之債

37 DAS, *supra* note 32, at 4.

38 *See generally* Peter H. Huang, *A Normative Analysis of New Financially Engineered Derivatives*, 73 S. CAL. L. REV. 471, 471 (2000).

39 有關衍生性商品是否構成法律上之賭博契約，參見陳肇鴻，前揭（註35）文，頁185-187。

40 目前於境外結構型商品觀測站中所列出連動債，亦係以股權及利率為主要連結標的，連結至信用或其他利益之連動債僅有一件，遠少於股權及利率連動債。見境外結構型商品觀測站網站，http://structurednotes-announce.tdcc.com.tw（最後瀏覽日：2011年4月6日）。

41 參見陳肇鴻，前揭（註35）文，頁179。

券[42]等。以下將簡要介紹一些利率型及股權型連動債之態樣。

二、利率連動債

以利率衍生性商品為基礎，即可成為利率型連動債。利率型連動債的種類繁多，本文無法一一說明[43]。以下以「反向浮動利率債券」(inverse floating rate note)及「雙區間計息連動債」(dual range)為例。

於反向浮動利率債券之下，其債券之票面利率(coupon rate)之計算依係一定固定利率（例如每年15%）扣除約定之市場浮動利率（例3月期倫敦銀行間同業拆款利率）[44]。亦即，債券之投資人係給付利率交換下之浮動利率，而相對人係給付固定利息，在此架構之下，市場利率越低，則投資人的收益越高，反之，則投資人之收益即可能減少[45]。在金融海嘯後的低利環境之下，反向浮動利率連動債型債券，相較於股權型或信用型的連動債，明顯獲利能力較高（但前提為相對人仍有償債能力）；但在高利率的環境之下，若產品設計槓桿的程度過大，此類連動債之投資人即可能會承受鉅額的損失，1990年代美國加州之橘郡破產即為範例[46]。

又以雷曼兄弟15年雙區間計息連動債為例，此檔連動債的特色為配息必須將一固定數字(9%)乘上一係數而定，該係數為將30年期美金交換利率(30-year USD swap rate)減去10年期美金交換利率(10-year USD swap rate)，且計算結果必須大於0%並小於6.5%，若計算結果落於此區間之內，則配息將依一固定數字(9%)乘上一係數後來

---

42 例如，「2年期美元計價碳權連結投資型海外債券」（見臺灣高等法院98年重上字第463號判決）。

43 DAS, *supra* note 36, at 791-863.

44 *Id*. at 793-94.

45 在債券本金有保本的前提之下，則投資人至多只會損失所有的利息收入。

46 DAS, *supra* note 36, at 807-09.

計算[47]。不過，由於未有產品相關的文件，且涉及此檔連動債的相關判決中並未特別說明，因此無從得知指標利率若未落於指定區限內時利息之計算方式。

三、股權連動債

連結至海外之股票價格變化之連動債[48]係佔台灣地區之連動債之大宗，通常係結合一零息債券和與股票有關之遠期契約或選擇權[49]，所連結的股票，可以係單一股票[50]、一籃子股票(a basket of shares)[51]或一股價指數(stock index)[52]。

以台灣地區的實例而論，例如雷曼所發行之「三年期美元真利 High VIII 連動債」，除大約每年3.6%之票面利率外，其本金之返還係連結香港恆生指數與標準普爾500指數，於期末時依照期間二指數之最高表現與期初相比較後計算，若計算結果大於等於100%時，則到期贖回金額為投資本金之100.1%，但若計算結果小於100%時，到期贖回金額等於投資本金之100%[53]；此種架構之設計基礎為一種保本型股權連動債(principal protected equity linked notes)。

---

47 見臺灣高等法院臺中分院99年上字第26號判決之說明。

48 然而，依境外結構型商品管理規則第十七條之規定，連動債並不得以台股指數為連結標的。

49 2 SATAJIT DAS, STRUCTURED PRODUCTS: EQUITY; COMMODITY; CREDIT & NEW MARKETS 256 (2006).

50 例如，「香港商香港上海匯豐銀行股份有限公司零息反向轉換為股份股票連結（無保證機構無擔保）連動型商品」，係美國蘋果電腦作為單一連結標的。 見境外結構型商品觀測站，請參考註40。

51 例如，「登峰造極Ⅱ一年期台幣股價連動債券」（見臺灣高等法院98年上易字第672號判決）之連動標的為：安聯金融集團股票、瑞士銀行股票、全球保險集團股票、德國商業銀行股票、曼氏集團股票及渣打銀行之股票。

52 例如，雷曼所發行之「LB五年澳幣KOSPI 200指數到期最低保障總報酬連動債券」（見臺灣臺北地方法院98年訴字第1652號判決），係以韓國之KOSPI 200指數為連結標的。

53 見臺灣臺北地方法院99年金字第16號判決之說明。

然而，於台灣，許多的連動債係設計成非保本之架構，從而在若干條件下，投資人有可能損失全部或大部分的投資。例如，一連動債之給付，可取決於期中或到期時，所連結之股價（或指數之水平）與一約定之界限水平（例如，期初價格之40%）間之關係，若約定股價（或指數的水平）一直維持在界限水平之上，則投資人於期末可取回100%的本金；然而，若約定之股價或指數跌破界限水平之下時（即所謂「下限價格」或「下檔保護」），則投資人可取回的本金金額，即會視回贖時股價下跌的幅度而減損[54]。亦即，若股價維持在一定水平以上，投資人有一定程度的保障，但當股價大幅下跌時，投資人可能會突然承受鉅額的損失[55]。在連結者係一籃子(basket)的股票時，則可有許多不同的架構方式，有些為設計為以表現最差的股價作為計算基準[56]，有些則可以一籃子股票之總價作為計算基準[57]。

四、契約架構

有鑑於連動債之性質，其契約架構上自必須同時規範債券及衍生性商品二大部分，同時，於台灣的一大特色為投資人多係透過商業銀行的信託部分而以指定用途信託的方式來投資於連動債，因此，有額外之信託契約之法律關係。

連動債發行之方式固然相當多元，但以零售市場之連動債為例，其發行方式多半係透過一特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)作為發行人(issuer)[58]；就債券發行的部分，債券本身的權利義

---

54 例如，見摩根大通1.5年期保息條件式保本連動債（見臺灣板橋地方法院98年訴字第355號判決及臺灣臺北地方法院99年訴字第653號判決）、登峰造極Ⅱ一年期台幣股價連動債券（見臺灣高等法院98年上易字第672號判決）等。

55 DAS, *supra* note 49, at 292-94.

56 例如，二年期鈕轉乾坤鈕幣計價連動債券（見臺灣臺北地方法院99年重訴字第133號判決）。

57 DAS, *supra* note 49, at 295-98.

58 該特殊目的機構，通常架構上會試圖確保其具償債能力而免於破產風險，然

務關係，通常係依債券之條款(terms and conditions)所記載，而應包含於債券發行的公開說明書(prospectus)之中；同時，連動債若係依一中長期債券發行計畫(medium term notes programme)[59]來發行時，除基礎公開說明書(base prospectus)外[60]，因應不同的發行(issue)，另會準備額外的發行條款(offering circular)（或稱定價條款(pricing statement)或最終條款(final term)）以載明實際的交易的條件。

就衍生性商品的部分，則會存在於發行人及一「交換相對人」(swap counterparty)之間，依一般市場實務，係由發行人及交換相對人簽訂國際衍生性商品及掉期協會(International Swaps and Derivatives Association, ISDA)所公布之總契約系統(master agreement)[61]作為合約內容。為確保交易相對人之信用，有時會由整件交易之安排者(arranger)或交換相對人之母公司作為該交換相對人之保證人(guarantor)。

此外，依一般國際市場的慣例，債券發行會有所謂受託人(trustee)，而以信託之方式來達成保護投資人之目的，因此，會有一信託契約(trust deed)來拘束相關當事人及受託人間之法律關係。除此之外，連動債亦可能會涉及許多其他的代理人(agent)，例如計算代理人(calculation agent)、給付代理人(paying agent)以及債券之保管機構(custodian)等，則發行人與這些代理人，又會分別簽訂合

而，實務上仍有可能會發生發行人破產之情形，例如參見英國之Re Sigma Finance Corp. [2009] UKSC 2 乙案。

59 例如，雷曼兄弟即曾於愛爾蘭登記發行一「但丁系列」(Dante medium-term notes programme)的發行計畫。*See* Perpetual Trustee Co. Ltd. v. BNY Corporate Trustee Services Ltd. [2009] EWCA Civ 1160.

60 然而，須注意有些國家的證券法令會在某些條件下豁免發行人製作公開說明書之義務。例如，新加坡證券及期貨法(Securities and Futures Act)第二七四條及第二七五條。

61 有關ISDA總契約之介紹，參見陳肇鴻，〈ISDA總契約、利率交換與消費者保護法：評高等法院96年金上字第3號判決〉，《律師雜誌》，347期，頁4-8（2008年8月）。

約以規範雙方的法律關係。若債券係有擔保品(collateral)，則又會涉及擔保品之發行人或提供者，以及其保管機關。

上述這些相關當事人以及其間之合約文件，共同構成連動債發行的一部分，然而，投資人通常只會看到公開說明書及發行條款或定價條款，於台灣地區，由於多係透過銀行以指定用途金錢信託的方式投資於海外之連動債[62]，因此，實際上投資人是否會取得全部之公開說明書及定價條款，尚屬未知；然而，在客戶端部分，通常客戶至少會取得一分產品說明書，其中應包含定價條款中所記載之產品條件及事項。

同時，在信託的架構之下，通常客戶會先與銀行簽訂一信託總約定書以開立信託帳戶，其後銀行再依指示將客戶的金錢投資於指定之連動債、基金或其他投資工具，因此，客戶與銀行間必然存在一信託契約關係，然而，投資人之個別指示與信託總約定書間之關係並不明確，台灣相關判決中顯示法院似認為除總約定書之外，個別的投資可構成不同的信託契約[63]。

五、小結

綜上，相較於存款、保險或買賣股票或基金等投資方式，透過結合傳統債券以及衍生性商品，可容許投資人間接投資於一些原本可望而不可及的資產，並可提供投資人在低利的環境之下，取得高於市場的固定收益。誠然並非所有的連動債都一定具有高風險，然而，無論如何包裝，連動債必具有相當程度的複雜度，且高報酬必定伴隨高風險，雷曼破產就如打開了一個潘朵拉的盒子，揭穿了外國金融機構透過結構型商品吸取亞洲資金、國內銀行衝刺財富管理

62 就其他可行的發行模式，見陳肇鴻，〈論結構債之契約關係及指定用途金錢信託之法律性質〉，《軍法專刊》，55卷3期，頁121-124（2009年6月）。

63 例如，臺灣臺北地方法院99年重訴字第574號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第692號判決。

業務、以及投資人的投資需求等三個元素所共同營造出的一個泡沫，但在連動債風暴之前，包括銀行、理財專員乃至主管機關及許多投資人，對許多明顯可能產生問題的徵兆（例如複雜的契約架構等），卻未能事先質疑及提出防範，此亦無怪乎產品說明、風險揭露以及產品適當性的問題，係連動債糾紛中的主要爭執點，也係金融海嘯之後零售投資人保護之主要議題。

參、法律爭議及回應

本文以下，將區分產品銷售前的爭議以及產品銷售後的爭議分別針對法院判決的論述予以檢討，隨後並分別分析與銷售限制有關的爭點、消費者保護法適用與否的問題以及損害賠償的認定等法律問題。

一、產品銷售前之爭議

有關產品銷售前的爭議，大部分皆與銀行之說明義務以及風險揭露或產品是否保本有關，此外，亦有一些爭點涉及所謂適當性義務的問題，除民法上的主張之外，因為投資人與銀行係信託之法律關係，因此，產品銷售前的爭議亦會涉及是否有違反民法、信託法、信託業法或相關法令中注意義務的問題。

（一）說明義務及風險告知

由實務判決中可以發現，與連動債有關最常見的糾紛為，銀行在產品銷售前未告知產品是否保本、下檔保護機制以及連動債相關之風險，此即涉及銀行在行銷金融產品前的說明義務，亦係依金管會所統計之連動債主要紛爭型態之一[64]。

64 見銀行公會雷曼兄弟連動債爭議處理態樣，第5點，見金管會網站，http://www.

1. 說明義務的基礎及立法回應

由連動債相關判決中可以發現，基於投資人與銀行間有信託的法律關係，台灣法院多數傾向認為銀行有說明連動債的義務[65]，但就說明義務的範疇則容有不同的意見。

依臺灣高等法院的分析，說明義務的基礎在於平衡銀行與客戶間資訊不對稱的問題，以作為私法自治及自我責任原則的基礎，因此，所謂之說明義務：

「一般意指就事務或狀況為使他方瞭解所為之行為；而在金融商品交易，則指具有專門知識者就專門領域上對他方所為之闡示，或具有資訊優勢者對於他方之狀況或情勢的報告或傳達，以供其參考。至其理論基礎乃在確保資訊弱勢者之『自我決定權』；亦即說明義務之基礎係基於契約當事人間資訊能力之不對稱，為確保資訊能力弱勢之一方當事人其自我決定權，而賦予資訊優勢之一方具有說明義務，以建立雙方當事人之自我責任原則。從而，投資人在被告知充分資訊之前提下，對於健全之自我意識所為之意思表示結果應負起結果責任，如此始符合資訊化社會之特性及金額（按：融）商品交易之特性。因之，若投資人本身即具有專門知識，而非屬資訊能力弱勢之一方，若投資人已就金額商品交易之內容有所理解，而金融商品之銷售業者（代銷業者）已將投資金融商品之性質、基本風險高低、配息率、獲利率及保本與否等一般投資人最關注事項，告知投資人，當認投資人已被告知充分之資訊。」[66]

---

banking.gov.tw/Layout/main_ch/News_NewsContent.aspx?NewsID=21585&path=2995&LanguageType=1&gt（最後瀏覽日：2011年4月18日）。

65 臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年重上字第45號判決、臺灣臺南地方法院98年訴字第108號判決等。

66 臺灣高等法院臺南分院99年金上易字第1號判決。另見臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年重上字第45號、臺灣高等法院99年上字第688號判決。

從而，高等法院有認為銀行應「提供上訴人適當之投資服務，包括完整逐條說明系爭連動債契約條款內容，並明確告知系爭連動債之風險屬性，即其保本可能性，及不保本之風險極限，以謀求上訴人之最大利益，不令上訴人有任何疑問或誤導之情形。」[67]同時，「鑑於此種投資方式之特殊性，投資人除須就該商品發行、保證公司或機構之信用、財力等有所認知外，亦就該商品係投資於何項標的、該標的可能之漲跌幅度、因投資標的漲跌可能發生之風險及幅度、計算盈虧之公式，特別是投資人可能因此受到損失等有關投資之重要內容，有所了解，方能為正確評估其獲利與風險，進而決定是否投資。」[68]從而，「此等與決定是否投資有關之重要內容，於機構投資人以外之一般投資大眾，因未必具備投資該商品之專業知識及資訊，更有賴於收受報酬而受委託人委託從事此投資之受託人，向委託人詳細告知及說明，俾委託人得充分知悉投資之利潤或風險，若該受託人未盡此告知及說明義務，即難認其已盡善良管理人之注意義務。」[69]

在此基礎上，銀行有必要說明其所收取的手續費、通路費或佣金等費用，否則即可能構成撤銷契約的理由[70]；同時，交付合約文件亦係必要的手段[71]；但亦有法院認為，若已交付中文的文件，則雖未交付英文的合約，並不妨礙契約的成立[72]。

需注意，由前揭判決文字可知，與銀行之說明義務相對者，則係投資人之自我責任，因此，投資人若宣稱因工作繁忙導致無時間

---

67 臺灣高等法院99年重上字第45號判決；另見臺灣高等法院98年上易字第299號判決。
68 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。
69 臺灣高等法院99年上字第688號判決。
70 臺灣臺北地方法院97年訴字第5116號判決。另見境外結構性商品管理規則第二十三條第三項。
71 臺灣臺北地方法院98年重訴字第195號判決。
72 臺灣高等法院98年上易字第672號判決。此見解的基礎在於銀行與投資人間係成立信託關係，而非債券發行的法律關係。

閱讀合約，並不足以作為正當化的理由[73]，同時，若產品名稱已正確說明係連動債，則在沒有其他證據的情況下，投資人不能推說誤認為係外幣定存的產品[74]。

說明義務亦係雷曼風暴後台灣立法回應的重要項目，依金管會於2010年所公布的境外結構型商品管理規則（下稱「境外管理規則」）規定結構型商品的發行人應編製投資人須知、中文產品說明書或指定代收人等[75]，同時，銀行亦不得以詐欺或其他不當方式為結構型商品之交易，或為虛偽、欺罔或使他人誤信的行為[76]，同時，信託公會亦同時頒布有「境外結構型商品中文產品說明書應行記載事項」及「境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項」等明訂應產品說明書及投資人須知中應記載的事項及格式。

除此之外，銀行受託買賣境外結構型商品時，亦必須說明產品是否有可能因任何指標因素變動而導致有本金損失之虞，或因發行機構或他人之業務變化而可能直接導致本金之損失，以及其他可能導致本金損失之重要事項[77]，由此可知，產品是否保本及是否有減損之虞係說明義務之重要事項。

金融消費者保護法（以下簡稱金融消保法）中亦已納入說明義務，一方面，依金融消保法第七條第三項規定：「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。」另一方面，同法第十條第一項亦規定，「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，應向金融消費者充分說明該金融商品、服務及契約之重要內容，並充分揭露其風險。」不過，本義務之遵循細節，仍有待主管機關定之[78]。

---

73 臺灣高等法院99年消上字第5號判決。
74 臺灣臺南地方法院98年重訴字第149號判決。
75 境外管理規則第九條。
76 境外管理規則第十五條。
77 境外管理規則第二十三條第一項。
78 見金融消保法第十條第二項。

然而，由相關判決中可知，實務上所生最大的問題，並非銀行是否有正確以書面告知產品之特性及風險，事實上，銀行所準備的文件，多皆有正確記載相關風險及保本（或不保本）的字樣；相反地，真正的問題在於投資人往往並未詳實閱讀相關文件即逕在合約上簽名。因此，在肯認銀行有說明義務以及投資人具有自我責任的基礎上，實務上產生幾個主要爭點：其一，若投資人已於產品說明書或合約文件上簽名或蓋章，是否可推斷銀行已盡其說明義務；其次，說明義務實務上的具體應用及其範圍為何，特別係有關保本與否、合約內容說明、產品描述、文件格式以及產品名稱等事項。以下分述之。

2. 簽章之效力及說明義務：簽名免責說及實質審查說

若合約已經投資人簽章，則是否即可推斷銀行已盡其說明義務，目前在高等法院的階段，存在有兩種不同的見解。

一方面，一個見解為若產品說明書、風險揭露書及連動債的相關文件中，已正確記載產品的相關風險及是否為保本的文字，並經投資人簽名確認，則可認為銀行已盡其說明義務，投資人不能推說不知產品的風險[79]；為求簡便，以下簡稱「簽名免責說」。

此項見解的基礎在於投資人的自我責任，投資人至少應閱讀合約後再簽名，因此，有法院認為，投資連動債係重大決定，依一般社會通念，不會在不知悉產品特性的情況下即逕為投資並在合約上簽章，因此，可認銀行已充分說明產品風險[80]；同時，亦有法院認為合約文件既已經投資人簽名，代表投資人已確認瞭解其風險[81]，

79 臺灣高等法院98年重上字第288號判決、臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣高等法院99年上字790號判決、臺灣高等法院99年上易字第462號判決。

80 例如，臺灣高等法院98年重上字第731號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決。

81 臺灣臺北地方法院99年訴字第2504號判決。

因此，若於風險問卷中勾選「是」的選項，可認為投資人已自願接受風險[82]，若投資人同時有其他投資連動債的經驗，則舉證上對原告更加不利[83]。由比較法的觀點而言，簽名免責說與目前英國法下近年來所發展之「契約禁反言」(contractual estoppel)[84]概念相仿。

相對地，另一種見解為，光憑投資人的簽章的事實，僅能證明用印的真正，而無法證明銀行是否有盡「說明」的事實，通常此項見解會將滿足說明義務的舉證責任轉換至銀行，而非由投資人負責[85]；此見解以下簡稱「實質審查說」。

實質審查說係由實質面考量說明義務的目的，因此，光憑對帳單或訊息說明書的文字並不足以證明有盡說明義務[86]，若廣告單中未說明係不保本，則光憑風險預告亦不足以證明已滿足說明義務[87]，其理由為銀行必須實際說明不保本的內容及意義方能滿足其說明義務。採此見解的判決，通常結果為投資人勝訴[88]。有趣者係，採此見解的高等法院判決的法官常有重複[89]。

上述兩種見解何者為優？採簽名免責說者，係著重在投資人簽

---

82 臺灣臺北地方法院98年訴字第1052號判決。

83 臺灣高等法院99年消上字第5號判決。

84 *E.g.*, Peekay Intermark Ltd. v. Australia and New Zealand Banking Group Ltd. [2006] 2 Lloyd's Rep. 511 (C.A.); JP Morgan Chase Bank v. Springwell Navigation Corp. [2010] EWCA Civ 1221; Cassa Di Risparmio Della Republica Di San Marino Spa v. Barclays Bank Ltd. [2011] EWHC 484 (Comm); Raiffeisen Zentralbank v. RBS plc [2011] 1 Lloyd's Rep. 123 (Comm. Ct.).

85 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決、臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決、臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年重上字第45號判決、臺灣高等法院99年上易字第181號判決。

86 臺灣高等法院99年上易字第181號判決。

87 臺灣高等法院99年上字第688號判決。

88 請參考註85。

89 例如，於臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決及臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決兩案之中，三人的合議庭中有黃崑宗與王浦傑兩位法官重疊；於臺灣高等法院99年重上字第45號判決與臺灣高等法院99年上易字第181號判決兩案之中，有鄭三源與邱琦兩位法官重疊。

名的事實及其效力，其前提為假設投資人不可能隨意亂簽名，因此，若簽名為真正，則其簽名應即代表其真意，從而投資人應負其自我之責任，此與傳統之買方注意原則(*caveat emptor*)相符。相對地，採實質審查說者，係由實質面來審查，一方面承認投資人常是在資訊不對稱的情況下作出投資決定，二方面亦顯示投資人在合約訂立上具較弱勢的地位。

此兩種見解何者為優？一關鍵在於，採簽名免責說者，常會強調合約中的警語。例如，產品文件之簽名欄上可能有以下文字：

> 「注意事項：(1)請務必詳細閱讀 I 風險揭露聲明表……」，於第2頁「風險揭露聲明書」欄勾選「僅適用於非保本型連動式債券／非保本型組合式商品：我／我們了解不保本產品的特性，即若連結標的之表現不如預期，則投資此產品將面臨投資本金損失的風險。」[90]

甚至信託公會在投資人須知範本中亦納入相仿的警語[91]。假定產品說明書或相關文件中有前揭的警語存在，則法律上的問題為，投資人是否透過在合約上簽名，即在事實上或在證據方法上，已承認銀行已盡說明義務或已知產品的風險。若採簽名免責說的見解，若投資人已於合約中簽名，即應足堪認定投資人已自行確認瞭解產品特性及風險；相對地，在採實質審查說者的判決中，若非未考慮類似警語之效力[92]，就是並未著重相關警語及簽名間之關係[93]。

由經濟分析的立場而言，簽名免責說與實質審查說的抉擇，可

---

90 取自臺灣高等法院99年上易字第462號判決。另見臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年重上字第45號判決、臺灣高等法院99年上易字第181號判決。

91 見境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項第三條第七款及第八款。

92 例如，臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決。

93 相關警語的存在及投資人的簽名，可能作為投資人與有過失的基礎。臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決。

視何方當事人有較低的成本以承擔損害。簽名免責說的優點在於責任時點區分明確，在產品文件有前揭條款的情況下，銀行僅須提供正確的文件及資訊，並經投資人確實簽名，即可謂完成其說明的義務，對銀行及投資人而言，較具有明確性。

有鑑於銀行在文件準備有絕對的資訊優勢，且口頭說明有其極限，恐無法取代書面文件的完整性，因此，由銀行負責準備文件，並由銀行警告投資人其簽名的法律效果及自我責任，應係經濟上較有效率的作法，前揭境外結構型商品管理規則規定應編製投資人須知、中文產品說明書等文件之義務與此項論點相符。

然而，簽名免責說的前提為投資人在簽名時係有意識地注意到相關條款的內容，不過，由連動債糾紛可知，投資人往往是在損失發生之後方始認真查閱產品的實際內容，此或因投資人無時間或無意願在投資前仔細閱讀，或實際上有閱讀但事後忘記，或甚至係投機性地在事後主張不知相關風險，無論如何，由相關爭議的數量來觀察，顯然投資人在投資前未仔細閱讀相關文件係一普遍的常態。

此外，於台灣地區，著重於投資人之印鑑係普遍的實務，事實上，投資人的章不見得就是投資人親蓋，有時是由銀行的理財專員代為蓋章，甚至有先電話下單然後再補簽名者[94]，此亦為金管會所歸納之連動債主要紛爭型態之一[95]；因此，法院通常會由實質面審查合約是否成立[96]，若由此角度而言，則採實質審查說可避免濫用印鑑的結果。

然而，實質審查說亦非毫無問題。其一，實質審查說無可避免地會有舉證的問題，所以採實質審查說的法院常會以舉證責任轉換

---

94 例如，臺灣臺北地方法院99年重訴字第168號判決。

95 見銀行公會雷曼兄弟連動債爭議處理態樣，第5點第3項，請參考註64。

96 例如，臺灣嘉義地方法院97年訴字第585號判決、臺灣板橋地方法院99年訴字第912號判決、臺灣臺南地方法院98年金簡上字第4號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1682號判決、臺灣臺北地方法院99年重訴字第574號判決。

為手段來減輕投資人的舉證責任，新修訂之境外管理規則並規定銀行必須向投資人宣讀投資人須知的內容並予以錄音[97]，此在某程度內減輕了舉證的問題。

其次，實質審查說易造成適用的不確定性。一方面，境外管理規則僅要求銀行向投資人宣讀投資人須知[98]，不過，該投資人須知的內容共9點，相關警語列於第7點及第8點，為遵行境外管理規則的規範，銀行似僅須要求理財專員將這9點唸一遍，似已可認為符合法令的要求，而實際上投資人有無認真聆聽恐非所問，若實質審查的結果僅以是否有宣讀來判斷，則本質上與簽名免責說無異，僅係以宣讀而非完全以簽名作為判斷的標準。

另一方面，若採實質審查說，則究竟銀行必須說明到何種程度，實際上並無具體標準可言，除產品內容之外，是否應具體逐條解釋合約條款等內容（見下述）亦不無疑問；此外，就算銀行有詳盡說明，投資人能不能確實理解亦是一大問題，若僅為滿足法律規定而按表操課，不僅增加營運成本，亦未必有保障投資人的實益。

其三，採實質審查說可能造成投資人事後在發生損失時方始主張違反義務，此即所謂之道德風險(moral hazard)，反而有可能造成投資人更投機性地進行投資，而試圖在損害發生時再嚴格挑剔銀行的行銷過程，以期能撤銷合約或請求損害賠償；相對地，採簽名免責說的優點為，可警告投資人其簽名的重要性，從而可促使其更謹慎地投資，此與前述投資人之自我責任相符。

綜上，簽名免責說與實質審查說現實上各有優缺點，簽名免責說雖然表面上對投資人較不利，但較具明確性及可遵行性，並可在某程度內兼顧投資人自我責任及銀行之說明義務；相對地，採實質

97 見境外管理規則第二十二條第三項第三款。
98 見境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項第三條。

審查說係由實質面保護投資人。目前看來，大部分的地方法院判決傾向以簽名免責說作為依據，高等法院則分有採兩說者，其結果為，投資人是否能在高等法院上訴成功，除案件證據及法律主張之外，可謂係取決於該案件被分配到的法官而定。

有關簽名免責說及實質審查說的選擇，恐將來仍需經由最高法院予以裁決，或由主管機關予以更進一步澄清。本文以為，為求法律的明確性以及平衡銀行及投資人間的責任，簽名免責說應較可採，然而，由於信託公會亦在投資人須知範本中採用類似的警語，因此，為免銀行可能僅需宣讀此投資人須知，而可透過投資人的簽名來阻卻銀行的責任，因此，值得將來在金融消保法的相關子法中，更進一步著重銀行的說明義務應包括特別向投資人強調其簽名的效力以及其自我之責任，而非僅強調產品說明書以及投資人說明書的記載內容而已，如此方能由實質面強化資訊揭露及說明的效果，此係由連動債相關判決中可習得的教訓。

3. 保本與否

一產品是否保本、或銀行是否有宣稱產品係保本，係連動債糾紛出常常出現的爭點。於理論上，連動債依其屆期本金是否有保障返還完整之投資金額，可大略分為保本、不保本與不完全保本等三類[99]。

若係保本型結構債，於債券期滿時，投資人原則上可取回全部之投資金額；相對地，若係不保本結構債，投資人能取回之本金金額即會視連結標的之價格變化或風險實現與否而受影響；而所謂不完全保本，即為結構債之條款有載明最低之保本率，代表於最差情況仍可取回之本金金額[100]。於台灣地區所銷售的連動債，係以保本

99 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》，158期，頁75（2008年4月）。
100 黃帥升、謝富凱、廖倪凰，前揭（註99）文，頁75。

型者為大宗，以2008年的統計為論，保本型者約佔83.3%[101]，因此，與保本有關的爭議亦出現在大部分的連動債糾紛中。

無論係保本或有條件保本的連動債，其保本的前提皆為債券發行人以及衍生性商品的相對人具償債能力（此即相對人之信用風險）；若一連動債係有擔保品，則擔保品本身的價值及擔保品發行人（若擔保品為有價證券）的信用風險亦相當重要。

如前所述，銀行之說明義務應包括說明產品是否會造成本金的損失[102]。在此基礎之上，若應用於前述具下檔保護之股權連動債，有法院認為該下檔保護並不具有保證的效力[103]；同時，亦有法院認為有下檔保護設計之連動債係有條件保本[104]，且若銀行就保本型的連動債到期時會返還100%之本金，並無誤導之嫌[105]。

然而，實務上產生一有趣的問題為，若一產品係標示為保本，則產品發行人之信用風險存在之事實，是否即會使該產品成為「不保本」？就此，有法院認為「被上訴人（按：銀行之理財專員）……既未否認有向上訴人（按：投資人）表示系爭連動債為保本商品，且系爭連動債發行銀行即雷曼兄弟公司非無倒閉之風險，竟未善盡就系爭連動債是否保本及風險如何詳為說明，故難認被上訴人……已盡說明及告知之善良管理人注意義務。」[106]易言之，此見解似傾向認為在保本型商品之中，不應出現發行人破產的信用風險[107]。

---

101 須注意於2008年第2季（含）前，保本率為80%以上者係列入保本型，保本率低於80%列入非保本型，但自2008年第3季起即以100%保本率作為區分標準。相關統計見信託公會統計資訊，請參考註5。
102 見境外管理規則第二十三條。
103 臺灣桃園地方法院98年訴字第749號判決。
104 臺灣高等法院高雄分院99年上易字第52號判決。
105 臺灣高等法院99年消上字第5號判決。
106 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決。
107 另見臺灣臺北地方法院99年重訴字第133號判決。

然而，此項見解忽略信用風險係存在於所有契約交易之中，是否會發生信用事件係機率大小的問題，此外，於風險預告文件中，通常亦會包含相對人風險乙欄[108]，在境外管理規則中，此項信用風險亦屬應特別說明的事項[109]，因此，將信用風險的存在誤為「不保本」，實係誤解「保本」所代表之意義，並無可採之處。

4. 合約內容逐條說明？

有鑑於連動債的權利義務係取決於相關合約的記載，因此，一法律問題即為銀行是否有義務詳細說明合約的內容。就此點，前揭採實質審查說的法院，通常採取對投資人較有利的方向解釋，而有認為說明義務應包括逐條說明契約條款[110]。

然而，連動債條款通常冗長且複雜，且合約的法律效力常係繫諸於英文之合約文字並準據外國法規定，就算第一線的理財專員能懂，是否能正確說明至投資人能理解的程度亦是一大疑問，若僅為滿足法律規定而照本宣科，並無保障投資人的實益。因此，本文認為，銀行固應至少提供完整的合約文件給投資人，使其有機會在審閱期間內閱讀[111]，然而，就逐條說明乙節，恐無實際上執行的可行性。

5. 產品收益的陳述

再者，就產品內容的描述乙節，就保本的問題已如前述，另一可能有爭議之外在於對產品收益的陳述部分。事實上，投資人常係因為銀行宣傳產品的投資效益而投資，因此如何有效地將產品的預期收益適當地呈現給投資人，而不會發生過度誤導之嫌，值得由行

108 另見境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項第六條。
109 境外管理規則第二十三條第一項第二款。
110 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決、臺灣高等法院99年上易字第181號判決。
111 參見境外管理規則第二十二條第三項第二款。

為經濟學及心理學的角度更深入探討[112]。

於台灣法院之中，有案件中原告主張銀行陳稱該產品係「穩健保本，收益高於定存」，但法院認為，就算有此陳述，亦未失真[113]；同時，亦有法院認為，銀行陳述某連結至一避險基金表現之連動債係具有絕對報酬，符合避險基金（即連結標的）之本質，並未有不實陳述之處[114]。依現行法令，若產品有保證配息收益或保本率，則銀行應說明該保證係由發行人或保證機構，而非由受託銷售機構為之[115]。

依現行規定，銀行必須在產品說明書中闡明收益分配事項，並得舉例說明[116]，然而，相關規定中似未規範銀行如何在相關文件（特別係於廣告文件中）中陳述產品報酬及預期收益，此恐值主管機關於日後修訂法律時更進一步檢討。

6. 文件格式

就文件的格式方面，有主張產品說明書字體狹小難以理解，就此台灣法院亦出現兩種見解。採前揭實質審查說者，通常會強調合約文件難以理解而作出對投資人較有利的判決，例如，有法院即認為，「惟該等文件屬於定型化契約記載格式，文字均屬明顯細小且排列緊密，並夾雜英文資料，非有充分時間予以逐條多次仔細閱讀，實難立即得以知悉重要內容，極易使投資人誤認投資系爭連動債券，只會獲利，毫無風險，輕率作成投資決定。」[117]

---

112 *See generally* Ann Morales Olazábal & Howard Marmorstein, *Structured Products for the Retail Market: The Regulatory Implications of Investors Innumeracy and Consumer Information Processing*, 52 ARIZ. L. REV. 623, 623 (2010).

113 臺灣臺北地方法院98年訴字第89號判決。

114 臺灣臺中地方法院98訴字第2609號判決。不過，追求絕對報酬和連動債本身有絕對報酬係兩回事，法院恐對連動債的性質有所誤解。

115 境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項第三條第五款。

116 同前註，第五條第二款。

117 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

然而，其他高等法院及大部分地方法院的判決中，對文件格式的要求相當低，例如，有法院認為，若投資人已於相關文件上簽名，投資人即尚難主張不知相關風險，且既已明瞭風險，再主張相關文句偏小且係定型化契約，即無理由[118]。亦有法院認為產品說明書字體大小適當可資閱讀者[119]。

此外，就算文件中有小錯誤，亦未必當然構成注意義務的違反，例如，有法院認為產品說明書中記載發行機構的中文名稱也許有不實之處，但中文名稱後附有英文，仍可資辨別[120]；就算未交付英文版合約，但因中文版的內容相同，因此亦無違法[121]；此外，「產品號碼欄」(ISIN Code)和「債券總面額欄」(Face Amount)雖均空白，但因債券確實有發行，且無影響交易條件，空白並不足以作為主張的理由[122]；就算因語言能力無法理解中文，若產品說明書就風險揭露的部分係中英文並列，投資人應仍有辦法理解[123]。

於雷曼風暴之後，金管會規定「投資人須知應載明境外結構型商品之名稱（中文及原文名稱）、種類以及下列警語，置於「投資人須知」手冊封面，並以粗黑或紅色字體刊印」[124]，其條文說明中雖有記載字體大小，並參酌新加坡之規定，規定至少應為12號字體，但此並未出現在條文本文之中。無論如何，金管會已試圖就產品說明書的格式作進一步規定，並且，若依前揭判決的結果，無妨於產品內容的小錯誤，並不構成主張違反說明義務的基礎，此亦可降低投資人的道德風險，應可資贊同。

---

118 臺灣高等法院臺中分院99年上字第26號判決；另見臺灣臺北地方法院99年重訴字第133號判決。
119 臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決、臺灣雲林地方法院98年訴字第222號判決。
120 臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決。
121 臺灣臺北地方法院99年金簡上字第5號判決。
122 臺灣臺中地方法院98年訴字第1060號判決。
123 臺灣臺北地方法院99年訴字第2352號判決。
124 境外結構型商品中文投資人須知應行記載事項第三條。

7. 產品名稱

由於海外連動債之原名必為英文，因此，於台灣銷售之連動債之中文名稱亦提供一個有趣的觀察面向。台灣法院的判決中，少有明確提供連動債之原文名稱作對照，但於中文名稱中，則相當多樣化。

例如，有些名稱會反應一些產品的特性，例如「2年澳幣定息保本連動債」[125]；有些則直接反應出產品連結的標的，例如「LB5年澳幣 KOSPI 200指數到期最低保障總報酬連動債券」[126]；有些則反應連結標的之產業別，例如「2年臺幣連結全球銀行及保險公司連動債」[127]或「綠能趨勢連動債」[128]；有些則似為由英文名稱直接翻譯而來，例如「12年期美金計價雙率區間利率連動債券」[129]。

最有趣者係銀行自行命名之中文名稱，例如，有所謂「綠色奇蹟」[130]、「金蟬脫殼」[131]、「賭王之王」[132]、「機不可失」[133]、「星地輝煌一年期新台幣連動式債券」[134]、「酒店大亨一年期新臺幣連動式債券」[135]等；有時甚至會出現名稱相同的情形，例如雷曼及美林之「點十成金」連動債[136]。

在此情形下，一法律問題為，是否在規範上應允許銀行自己附加與產品內容不見得相關的產品名稱，例如，於前揭例子之中，究竟何謂綠色奇蹟、如何金蟬脫殼、及何謂機不可失，實難以回答。

---

125 臺灣嘉義地方法院98年訴字第315號判決。
126 臺灣臺中地方法院98年訴字第1392號判決。
127 臺灣臺中地方法院98年訴字第2195號判決。
128 臺灣嘉義地方法院98年簡上字第67號判決。
129 臺灣臺北地方法院99年重訴字第574號判決。
130 臺灣臺北地方法院98年訴字第124號判決。
131 臺灣板橋地方法院98年訴字第989號判決。
132 臺灣臺北地方法院98年重訴字第198號判決。
133 臺灣臺北地方法院98年訴字第692號判決。
134 臺灣臺北地方法院98年訴字第961號判決。
135 臺灣臺中地方法院99年訴字第1039號判決。
136 臺灣臺中地方法院98訴字第1991號判決。

實務上目前尚無判決涉及連動債名稱誤導的問題，境外管理規則亦未就產品名稱有特別的規定，目前主要的規範方式為應視該產品名稱是否有誤導投資人之情事[137]。

本文以為，一方面而言，連動債的英文名稱並不見得具任何具體意義，例如，由「香港商香港上海匯豐銀行股份有限公司零息反向轉換為股份股票連結（無保證機構無擔保）連動型商品」[138]的名稱中，除了係連結至股票以及無保證機構擔保之外，實無法得知產品實際的連結標的及連結方式為何，因此，強制要求直接由英文翻譯，並不見得有任何保護投資人的效果。

然而，另一方面，放任銀行隨意命名具在潛在誤導性的中文名稱（例如，前述之「機不可失」），由投資人保護的觀點來觀察，亦未必允當，此值由行為經濟學及心理學的角度，更進一步分析在本土環境之下產品名稱對投資行為的影響予以評估，再更進一步檢討在產品審查程序中對連動債名稱的具體審查標準為宜。

8. 銷售前告知雷曼的狀況

此外，另一問題為銀行在銷售時，是否有告知客戶雷曼之狀況之資訊之注意義務，此特別涉及於2008年方始銷售由雷曼所安排發行之連動債。更深層的法律問題為：銀行是否有產品銷售前之資訊揭露義務[139]？在假設銀行與投資人有先成立信託關係的前提下，似隱含銀行（作為受託人）若已知雷曼已經有問題，即應告知客戶，方始符合信託的本質及受託人之注意及忠實義務。

---

137 境外管理規則第十五條第三款；境外結構型商品審查及管理規範第十七條第三款。

138 見境外結構型商品觀測站，請參考註40。

139 有關衍生性商品交易的事前資訊揭露義務，*see* Christophe Chao-Hung Chen, *Information Disclosure, Risk Trading and the Nature of Derivative Instruments: From Common Law Perspective*, 4 NTU L. REV. 1, 1 (2009).

然而，前揭論述的前提為銀行與投資人間在投資人已有信託關係。然而，如前所述，由於簽訂信託帳戶總約定書及實際成立個別信託契約的時點不見得相同，且總約定書及個別信託契約間的關係並不清楚，因此，若依法院見解認為個別的投資係不同的信託契約[140]，則除非將信託帳戶的開立及總約定書的簽訂視為係信託關係的始點，否則即未必可在信託之注意義務之下包含在銷售前告知雷曼事件的義務，但此點尚有待於民法及信託法學者澄清。在金融消保法通過後，此問題或可納入金融消保法第七條之誠信原則及注意義務之下來處理，而不必拘泥於信託及契約關係的限制。

另一問題為，就算雷曼在2008年上半年已有若干新聞顯示其公司狀況有問題，但同時間，亦有許多報導顯示雷曼的狀況並不見得不佳，就此，於有些判決中之，法院有引用對雷曼有利的報導或分析報告，而認為銀行未在銷售前告知雷曼的狀況並未違反其注意義務[141]。

法院此見解應可資贊同，一方面，如果銀行已確實明知雷曼有問題，則自應告知投資人相關訊息；然而，另一方面，雷曼的狀況係在破產前的週末急轉直下（雷曼控股公司宣布破產之日為美國時間週一），除非有明確證據，逕以少數媒體的報導或推斷即逕論台灣的銀行明知雷曼有問題，即有未洽。不過，在理論上，如何更進一步建構銀行在銷售前的揭露義務（而不僅止於風險揭露及產品說明），仍係值得探討的問題。

9. 小結

綜上，本文以為，就說明義務的部分，連動債糾紛凸顯出幾個問題值得主管機關進一步思考及解決。首先，應強化金融機構對簽

140 請參考註63。

141 臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣高等法院99年上字790號判決、臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

名之法律效果的揭露及警告，以因應投資人時常並未閱讀相關文件即逕行簽名進行投資的事實；其次，主管機關宜針對保本或不保本等用語有明確定義，以免法院及投資人混淆；其三，亦宜澄清金融機構說明契約條款的範圍，但不包括逐條說明；其四，應加強對產品收益或期待報酬的描述以及說明，而非完全著重在產品風險的揭露之上；其五，主管機關應規範產品命名的方式及原則，以增進說明義務及產品資訊揭露的完整性。

（二）適當性義務

除了銀行之說明義務之外，連動債之適當性(suitability)[142]亦為重要議題，金融消保法中亦已明文規定，「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。」[143]然而，相關細節及應遵循事項，金融消保法係交由主管機關定之[144]。

簡言之，銀行在銷售金融商品時，應確保該產品相對於特定客戶之知識、經驗及能力而言係屬適當，於實務上，此大略可分為幾個面向：其一，產品之分析以及風險屬性分級；其次，瞭解客戶(know your customer)及客戶之屬性分析與分類；其三，將產品與客戶予以配對，目前台灣之銀行實務通常係將產品風險等級與客戶之風險屬性予以比較[145]，此反應出一般所謂風險適當性(risk suitability)

142 英文之「Suitability」，亦有翻譯為「適合性」，見投資型保險商品銷售應注意事項第5點，及杜怡靜，〈論金融業者行銷行為之法律規範——以日本金融商品販賣法中關於「說明義務」及「適合性原則」為參考素材〉，《臺北大學法學論叢》，57期，頁269（2005年12月）。於法令上，銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第二十二條中同時有使用「適合度」以及「適當性」兩種用法，金融消保法第九條則使用「適合度」一詞。為求統一，本文將使用「適當性」一詞。

143 金融消保法第九條第一項。

144 金融消保法第九條第二項。

145 參見境外管理規則第二十二條第三項第一款。

的概念[146]。反應在連動債糾紛之上，銀行是否有充分進行瞭解投資人之程序，或投資人的個人年齡或學識相較於產品之屬性是否適當，即係常見之紛爭型態[147]。僅管在現行法令之下（包括金融消保法），違反適當性義務不會對契約的效力有直接影響，但投資人或可試圖以銷售不適當產品為由主張詐欺而撤銷契約，或請求損害賠償[148]。

1. 連動債糾紛與適當性義務之應用

連動債糾紛有關之判決提供我們一些分析的方向。首先，若當事人有明確提出產品需保本的需求，但銀行未注意而仍推銷非保本的產品，則易導致銀行敗訴的判決[149]，由適當性義務的立場觀察，此即反應銀行未依投資人的指示及需求推薦符合需求的產品。此外，若銀行未踐行風險屬性判斷的程序，亦可構成原告勝訴的理由[150]。

就投資人的投資經驗方面，若已有投資其他連動債之經驗[151]（甚至有多達十多檔連動債者[152]），即難以主張說因經驗不足而不知產品的特性及風險；亦有判決認為有其他投資基金或股票的經驗，亦足以作為投資經驗判斷的基礎[153]。此外，若具金融相關的背

146 Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 YALE L.J. 1604, 1605 n. 7-9 (1971).

147 見銀行公會雷曼兄弟連動債爭議處理態樣，第1點、第6點及第7點，請參考註64。

148 於現行法下，尚可參照金融消保法第十一條。

149 臺灣高等法院98年上易字第299號判決及臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

150 臺灣臺北地方法院97年訴字第5116號判決。

151 臺灣雲林地方法院98年訴字第222號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第550號判決、臺灣高等法院臺中分院99年上字第26號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第1957號判決。

152 見臺灣高等法院99年消上字第5號判決（共16檔）、臺灣臺北地方法院98年訴字第887號判決（共18檔）。

153 臺灣臺中地方法院98年訴字第1060號判決。本案中，法院認為原告已有相當

景[154]，即難推說不知相關風險。

就投資人的知識的部分，由於並非所有判決皆有明確提及投資人的學歷，因此尚難在統計上作完整的分析，不過，就有提及學歷的判決中，投資人的學歷從小學[155]、國中[156]、高中職[157]、大學[158]到碩士[159]以上學歷皆有，由判決結果觀之，這些判決中投資人皆敗訴，顯然低學歷並未特別構成法院認可的理由。

於其他狀況中，單獨以年事已高亦不足以作為理由[160]；相對地，曾有一件糾紛的投資人係未成年人，從而衍生出是否適合向未成年人推銷連動債產品的問題，但可惜法律爭議僅止於是否有合法代理的問題，而未及於適當性的討論[161]。此外，雷曼破產前的法院判決亦顯示，即便投資人持有身心障礙手冊，但因無禁治產宣告，亦無證據證明其無辨別事理之能力，因此並不構成不當銷售的理由[162]。

就資金來源方面，在至少12件案例中，投資人原本係到銀行辦理新台幣或外幣定存，但最後被說服投資連動債[163]，此顯示對若干

投資於基金與股票的經驗，且此連動債係保本型債券，風險應較基金股票為小，是故，原告其實具有足夠的投資經驗。

154 臺灣臺南地方法院98年金字第10號判決。

155 臺灣桃園地方法院99年訴字第1348號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第773號判決。

156 臺灣臺北地方法院99年訴字第689號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決。

157 臺灣臺北地方法院99年訴字第2982號判決。

158 臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第1957號判決。

159 臺灣臺中地方法院98訴字第2609號判決。

160 臺灣桃園地方法院99年訴字第1348號判決。本案中原告主張問卷的填寫係由理財專員引導回答，但無證據可證明。

161 臺灣高等法院高雄分院99年上字第131號判決。

162 臺灣臺北地方法院95年訴字第11981號判決。

163 臺灣臺南地方法院98年訴字第108號判決、臺灣嘉義地方法院98年訴字第315號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第507號判決、臺灣臺北地方法院99年金字第16號判決、臺灣臺北地方法院99年金簡上字第5號判決、臺灣臺中地方

投資人而言，投資連動債係現金存款的替代方案，此符合連動債糾紛所興起之低利背景。不過，亦有案例中投資人係以房屋抵押貸款來投資連動債[164]，亦顯示有些投資人具相當之投機性格。

就風險配對方面，若產品風險等級與客戶的風險等級不相當，則一般應有違反適當性義務的問題，然而，有法院認為雖然產品的風險等級（不保本產品）與投資人之穩健型不符，但原告在投資前已明知該產品之風險等級高於其所願承受之等級，因此銀行仍無違反義務之情事[165]，此係延伸前揭簽名免責說的結果，若依此論點，若投資人明知係不適當的產品但仍繼續投資，則投資人應自負其責。然而，於許多案例之中，投資人的風險屬性被歸類為積極型或成長型，則在此情形，即便銀行推銷高風險的產品，仍無違反適當性義務的情事[166]。

2. 相關判決對適當性義務之啟示

我們可以更進一步檢討適當性義務相關的問題。首先，就投資人經驗的判斷上，若投資人明顯有其他連動債的投資經驗時固無疑問，但是否能將股票、基金或其他有價證券的投資經驗轉化為連動債的投資經驗，則有待商榷。例如，有鑑於連動債在本質上係投資

法院98年訴字第2195號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2723號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第909號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1652號判決、臺灣嘉義地方法院98年訴字第518號判決、臺灣臺南地方法院98年重訴字第149號判決、臺灣臺南地方法院98年訴字第1275號判決。

164 臺灣臺北地方法院99年重訴字第574號判決。

165 臺灣高等法院98年上易字第1021號判決、臺灣臺北地方法院99年金簡上字第5號判決。

166 例如，臺灣臺北地方法院99年訴字第550號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第653號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第689號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2609號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第3487號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1272號判決、臺灣花蓮地方法院99年訴字第34號判決、臺灣臺中地方法院98訴字第2609號判決、臺灣臺北地方法院99年重訴字第101號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第438號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第480號判決、臺灣板橋地方法院99年訴字第1061號判決、臺灣板橋地方法院99年訴字第1132號判決、臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

於所連結之標的，美國股票的投資經驗或可在某程度內轉移到連結至美國股市的連動債，然而，投資股票之經驗就未必代表投資人對信用市場、貨幣市場、商品市場乃至美國以外之股票市場有任何經驗或瞭解，因此，過度衍伸恐有違投資人保護的目的。

其次，台灣的銀行實務雖然表面上係建立在產品分類、瞭解客戶以及風險配對的基礎上，但實際運作的結果相當僵化，現實上投資人的問卷僅有少數幾個問題，而且其答案可以具有很高的主觀性及彈性，銀行是否確實有驗證投資人回答之有效性亦值得懷疑，再加上適當性的考量過度集中在風險高低之上，造成投資人容易被歸類為積極型的客戶，而易使適當性義務的保護形同具文。

就比較法的立場而言，現行英國法院的判決就風險適當性，除參酌絕對的分類之外，實際上是採較「相對性」的標準，只要發現一產品之風險層級係高於該客戶之風險偏好，則該產品或推薦即屬不適當[167]，同時，對客戶分類的程序應著重於審查銀行在分類過程中是否有盡適當注意，而非審查最終的分類的結果是否正確[168]，因此英國法院並不絕對依賴對客戶或產品所賦予的標籤作為判斷的基礎，此可避免過度仰賴空洞的瞭解客戶程序及風險屬性問卷所可能造成的問題，此值台灣之法院及主管機關將來更進一步思考。

二、產品銷售後之爭議

除了銷售前的爭點之外，產品銷售後（特別是雷曼破產之後）亦產生不少爭議，主要集中於銀行（作為受託人）之報告義務，此又可分為淨值報告、風險變更的報告以及回贖意見提供等三項，以下分述之。

---

167 *See* R (Williams) v. Financial Ombudsman Service [2008] EWHC 2142 (Admin); Seymour v. Caroline Ockwell & Co. [2005] EWHC 1137 (QB); Morgan Stanley UK Group v. Puglisi Cosentino [1998] C.L.C. 481 (Comm. Ct.).

168 *See* Wilson v. MF Global UK Ltd. [2011] EWHC 138 (QB); Titan Steel Wheels Ltd. v. Royal Bank of Scotland plc. [2010] EWHC 211 (Comm.).

（一）淨值報告之義務

銀行（作為受託人）有報告信託財產狀況的義務，係明訂於信託法第31條，但意外地卻為連動債糾紛的主要態樣之一[169]，其關鍵在於銀行是否有採適當方式使投資人知悉連動債產品最新的淨值或參考報價。於連動債糾紛的相關判決中，有認為銀行若已定期寄對帳單並在網站上公布淨值，則可謂已盡其報告之義務[170]；同時，若對帳單或網站上僅包括投資本金及配息，而未包括參考淨值等資訊則並不足夠[171]。於新的境外管理規則之中，主管機關規定「發行人或總代理人應於每一營業日公告所發行或代理之境外結構型商品參考價格資料」，對帳單中並應揭露最近之參考價格供投資之人參考[172]。此可謂係與前揭判決的結果相符，值得贊同。

（二）風險變更之報告義務

較具爭議者，係銀行除定期報告信託財產狀況及淨值之外，是否包括應主動報告重大的風險變更事件（例如雷曼破產）的義務。若銀行已即時為通知者固無疑義[173]，但若未為通知，則銀行是否即違反其之注意義務，法院有出現不同的見解。

一方面，有認為銀行並無主動通知風險變動之義務者（下稱

169 見銀行公會雷曼兄弟連動債爭議處理態樣，第4點，請參考註64。

170 例如，臺灣臺北地方法院98年重訴字第198號判決、臺灣臺北地方法院99年重訴字第168號判決、臺灣臺北地方法院99年金簡上字第5號判決、臺灣臺北地方法院98年金簡上字第2號判決、臺灣臺中地方法院98年訴字第1392號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第358號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2504號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第55號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1068號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1272號判決、臺灣花蓮地方法院99年訴字第34號判決、臺灣板橋地方法院99年訴字第1061號判決、臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

171 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

172 見境外管理規則第十四條。

173 例如，臺灣臺北地方法院99年重訴字第574號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2609號判決、臺灣板橋地方法院99年訴字第1132號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第480號判決。

「否定說」），例如，高等法院有認為「惟被上訴人（按：即銀行）並無權為上訴人（按：即投資人）作任何決定或行為，亦不負監督及通知標的交易內容變動資訊之義務。準此，除上訴人另有指示外，被上訴人依約並無隨時主動為風險變動通知、即時報告與系爭商品相關之重大市場訊息予上訴人之義務。……且影響債券風險及價值之因素眾多，如產業前景、市場資金流向、利率、匯率等不一而足，全球金融市場日有變化，如要求受託人須於各項影響債券之風險及價值之因素一有變化，即須即時主動通知信託人，無疑要求受託人每日甚或一日數次製發通知，不免太苛。」[174]

另一方面，亦有法院認為銀行有主動報告風險變動之義務（下稱「肯定說」），例如，有法院認為「被上訴人（按：即銀行）應於投資期間，隨時注意主動提供系爭連動債連結標的之淨值變動等必要資訊，並確認該等資訊已到達委託人且確實知悉，以供委託人自行判斷是否連結標的已接近下限價格，是否提前贖回債券以減少損失，始為盡受託人之善良管理人注意義務。若待連結標的已跌破『下限價格』方通知委託人時，彼時蒙受之損失顯大於未跌破下限價格之損失，此時之通知自不得謂已盡善良管理人之注意義務。」[175]此類見解係延續前揭實質審查說的看法。不過，亦有採折衷的見解，認為有在月結單中通知雷曼破產之事實即已足夠，而不必立即通知[176]。

綜合言之，在銀行與投資人具信託關係的前提下，銀行應就主要風險變動的事件負報告之義務，係符合信託受託人之注意義務或

174 臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

175 臺灣高等法院99年重上字第45號判決；另見臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年上易字第181號判決、臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決（維持臺灣嘉義地方法院98年訴字第518號判決）、臺灣臺南地方法院98年訴字第108號判決（適用臺灣高等法院98年上易字第299號判決的見解）。

176 臺灣高等法院98年重上字第463號判決。

忠實義務的結果，就此，本文認為肯定說較為可採。一方面而言，就雷曼所發行的連動債，雷曼進入破產保護程序係嚴重影響債信的事件，視連動債合約的記載，亦可能構成連動債之違約事由(event of default)，銀行自應主動即時告知投資人；另一方面，就非雷曼所發行之連動債，若涉及連動標的價格之大幅波動或下檔保護的觸及，要求銀行除連動債淨值之外尚應告知重大事件的發生，亦係達成投資人保護目的以及增加產品透明度之必要手段，且若僅著重於重大事件的通知，亦應不會發生過度增加銀行成本的問題。

若由經濟分析的立場來分析，則肯定說及否定說的選擇，可視取得資訊成本的高低來觀察。誠然，在網路時代，任何人皆可能以低廉的成本得知海外金融資產的價格變化，然而，一方面，投資人可能能力高低不一，對金融市場的瞭解程度亦不同，因此，整體而言，不宜假設台灣的投資人皆有能力追蹤連動債連結標的的價格；另一方面，連動債連結的標的亦未必皆有公開透明的市場價格，以信用連結式債券為例，連結標的是否確有發生信用事件，不見得係一般投資人光由新聞報導即可以判斷；再者，銀行既為連動債的名目上投資人（見下述），則銀行即應追蹤連動債的動態以維護自身的權益；因此，銀行取得相關資訊的成本仍應較投資人來低廉，從而，賦予銀行一通知的義務，應係在經濟上較具效率的結果，從而前揭的肯定說應較可採。

然而，若採肯定說，實務上一難題為，無論是否有通知，雷曼破產或是否有跌破下檔保護係既成事實，因此可能發生無論是否有通知，皆與損害無因果關係[177]；同時，即便採肯定說，則報告義務的前提亦為銀行已知相關事件[178]；此外，若投資人有自行主動詢問，但仍決定繼續持有，其嗣後的損失與違反義務間即無因果關

177 臺灣高等法院高雄分院99年上易字第52號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第155號判決。

178 臺灣臺北地方法院98年重訴字第155號。

係[179]。因此，即便採肯定說，則投資人是否能請求損害賠償，恐仍須視投資人是否因未即時告知而錯過回贖期間或有其他直接損害，此會變成因果關係的問題。

此外，前揭肯定說新穎之處，在於將報告義務係延伸至產品已接近（但尚未觸及）下檔保護時的情況，法院並有認為風險變動的通知應包括解釋跌破下檔保護的意義，而不僅只於通知該事件之發生而已[180]。如何定義「接近」下檔保護，仍可更進一步檢討，但此見解的目的值得肯定，畢竟對投資人而言，發生下檔保護後再通知常已為時過晚，在技術上，利用電腦程序設計一門檻而提前通知投資人連動債已接近下檔保護之可能狀況，對銀行而言，應係可執行的方案。

有關因果關係的問題將容後與損害賠償部分再行討論，然而，本文以為，在信託的架構之下，應可採前揭肯定說的見解；然而，若金融機構與投資人間非基於一信託的法律關係，在金融消保法通過後，則風險變動通知的義務，則或可納入金融消保法第七條之注意義務之下來處理，然最終此仍有待主管機關或法院來澄清。

（三）提供回贖意見之義務？

雷曼破產所引起的另一個法律問題為銀行是否有義務主動提供是否回贖的意見。一般而言，法院多數的見解認為銀行並不需要提供顧問的服務，其理由主要在於，銀行係依信託法相關規定辦理業務，雙方未簽訂顧問合約，故不適用有關證券投資信託及顧問法相關之規定，同時投資人應自行決定是否回贖，由此導出銀行無顧問義務的結論[181]。

---

179 臺灣臺北地方法院99年訴字第2352號判決。

180 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

181 臺灣臺南地方法院99年度金字第6號判決、臺灣臺南地方法院99年度金字第14號判決、臺灣高等法院99年上字790號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第

然而，法院所未探討者，係在信託法的架構之下，銀行作為受託人是否與投資人即處於一顧問關係(advisory relationship)，從而可將提供回贖意見的服務架構在受託人之注意義務之下。於現有的判決之中，有法院認為銀行應至少通知有回贖的機會[182]，否則即可能有違其注意義務；然而，是否應更進一步擴大至銀行應主動提供回贖意見的服務，則有待主管機關及法院來更進一步思考澄清信託法制下受託人義務的範疇。不過，無論有無提供回贖意見的服務，回贖的決定係投資人自行的決定，若係因自行決定提前贖回而造成的損失，通常法院會認為應由投資人自行承擔[183]。

三、銷售限制及連動債投資之性質

另一個常見的爭點，為連動債的公開說明書中有明確的銷售限制該檔連動債不得在台灣銷售，此即所謂「台灣銷售限制」，至少在24件判決中有出現此一爭點。例如，連動債的公開說明書或產品條件中可記載「本債券不得在中華民國境內銷售或募集，並僅得依適用跨國交易之臺灣證券法令之規定，在臺灣地區外向在中華民國居住之投資人銷售及募集」(Taiwan Selling Restrictions: The Notes may not be sold or offered in the Republic of China (“R.O.C.”) and may only be offered and sold to R.O.C. resident investors from outside Taiwan in such manner as complies with Taiwan securities laws and regulations applicable to such cross border activities.) [184] 據此，台灣之投資人常主張該連動債係違反此銷售限制，從而銀行應負損害賠償之責任或主張契約可得撤銷。

3487號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第3820號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第453號判決、臺灣雲林地方法院98年訴字第222號判決。

182 見臺灣高等法院臺中分院99年上字第283號判決。但在本案中，投資人本已表示有回贖的意思，只因當時係在閉鎖期間之內，因此，法院認為嗣後開放回贖時，銀行即應主動通知。

183 例如，臺灣高雄地方法院97年訴字第1859號判決、臺灣高等法院臺中分院99年上字第26號判決。

184 條款內容及翻譯取自臺灣臺北地方法院99年訴字第438號判決。

就此，台灣的法院普遍認為，該銷售限制僅係限制該連動債不得在台灣公開發行，並不禁止台灣地區的銀行在台灣以信託的方式提供投資人投資於該海外債券；亦即，在台灣法院的認定之下，銀行方為該債券名義上的投資人，因此在台灣地區之內，其法律關係係為「信託」，而非證券的募集與發行，因此，並無違反該銷售限制的情事[185]，只有一件案例法院認為有違反銷售限制[186]。此外，即便中文產品說明書的翻譯有省略「不得在中華民國境內銷售或募集」乙段，但若有正確翻譯及說明「本債券在對中華民國境內居民的銷售行為，需遵從臺灣證券法規及相關法律限制」，亦不構成詐欺[187]。

由形式上來看，台灣法院的見解尚屬合理，一方面而言，若銀行為債券名義上的投資人，則表面上該債券確實未有在台灣募集之情事，因此自無違反銷售限制的問題；另一方面，該條款後段的用語已給予在台灣銷售合法的空間，如法院所分析，「其所謂適用於跨國交易之我國證券法令，係指信託業法、行政院金融監督管理委員會及中央銀行對特定金錢信託投資海外有價證券之相關規定，因此銷售限制條款係限制發行機構不得在我國境內有發行或募集行為，惟並未限制我國居民不得以特定金錢信託之方式投資國外連動債」[188]。

然而，更深層的法律問題則為：究竟指定用途信託投資於連動債的性質為何？實際上，此銷售限制的功用在於使發行人可以避免

185 臺灣高等法院98年重上字第731號判決、臺灣高等法院99年重上字第45號判決、臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣高等法院98年重上字第731號判決。其他地方法院判決不另列出。

186 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

187 臺灣臺北地方法院99年消字第5號判決、臺灣臺北地方法院98年重訴字第55號判決。

188 參見，臺灣高等法院臺中分院99年上字第26號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第438號判決。

在台灣非法募集資金的法律責任，藉由此銷售限制條款，名義上的投資人為台灣的銀行，至於後端台灣的銀行要如何銷售，則已非發行人所問。台灣相關判決的結果則強化此一立場，法院一方面似未否認連動債係海外發行之有價證券，而另一方面又認為連動債係在海外發行，在國內端僅係信託關係，而未有募集行為[189]，因此證券相關的法令並不適用[190]。

然而，此項論點有幾項瑕疵。一方面，實質上銀行有在台灣募集資金以投資海外有價證券的效果，本文並無意更深入檢討證券交易法下有價證券及募集或發行的意義，然而，若銀行係先購買連動債再以信託方式分銷予一般零售投資人，其形式上即與投資契約(investment contract)[191]以及債權之次級化(subordination)相仿；若銀行係先集資再認購海外連動債，則本質上就是公開募集資金的行為；因此，有法院認為「惟被上訴人以信託方式為上訴人在我國境外購入系爭連動債而為投資行為，衡情於實質上形同為發行機構在我國境內公開發行銷售系爭連動債」[192]，雖僅有一判決採此見解者，但理論上較可採。

二方面，目前多數見解係假設台灣的銀行對連動債的發行毫無控制的能力[193]，然而，實際上，銀行並不見得全無參與的機會[194]，

---

189 參照證券交易法第七條第一項及第八條。

190 臺灣臺北地方法院98年訴字第696號判決、臺灣臺北地方法院99年金簡上字第5號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第550號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第689號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第1957號判決、臺灣高等法院98年上易字第672號判決、臺灣苗栗地方法院98年苗簡字第451號判決。

191 台灣法下有價證券的定義見證券交易法第六條；另參見賴英照，《最新證券交易法解析》，頁12-15（2006年初版）；曾宛如，《證券交易法原理》，頁21-25（2008年5版）。

192 臺灣高等法院99年重上字第45號判決。

193 例如，見臺灣臺北地方法院99年重訴字第168號判決、臺灣臺北地方法院99年金簡上字第3號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第689號判決。

194 有法院也注意到此點，不過未有實證證實。例如，參見臺灣臺南地方法院99年度金字第3號判決。

此反應出連動債與基金的不同，同一檔開放型基金可以分別在不同的銀行銷售，但不同銀行的連動債未見有相同者，且債券發行人通常會預期一次能收到所有的本金以利後續運用，而非視投資人認購的狀況再隨時發行，因此，實際上銀行與連動債發行機構間，有時會具有某種程度的合作關係，有時連動債雖係外國金融機構所設計，但國內的銀行可能有參與選擇連結標的的過程以利將來行銷，雖然目前無實際案例證實此點，但若屬實，則顯有利益衝突的問題[195]。

再者，多數見解的結果反而可能對投資人保護造成負面的效果。在多數見解之下，銀行才是連動債真正的持有者，由於在我國的信託法制之下，受益人（即投資人）未如在普通法國家對信託財產具有衡平法上的財產利益(equitable proprietary interest)[196]，從而受益人無法直接對信託財產行使物權上的權利，然而，在雷曼事件發生之後，無論係經由和解、評議或訴訟，平均而言銀行對投資人的責任相當低（見下述），既然銀行所承擔的損失有限，自然並無誘因向海外發行機構爭取更高的和解條件或賠償，伴諸銀行無事後顧問的義務，而易形成投資人在投資海外連動債之後，即形同孤兒自生自滅的狀況。在香港及新加坡的雷曼迷你債券已達成和解，且投資人可從銷售擔保品的收益中取回相當高成數的投資本金的情況下（見下述），益加凸顯台灣法制的問題。

此外，再由發行端的角度來觀察，則因銀行通常被認為係專業投資人[197]，因此，視發行地國家法律的規定，則銀行（作為名義上之債券持有人）即可能受到較低程度的保障[198]，國內的投資人所繼

195 臺灣臺中地方法院98年訴字第531號判決有點出此問題。
196 依信託法第18條的規定，受益人有一撤銷權，但此尚非一物權上之權利。
197 有關主要國家投資人分類的規定，見陳肇鴻，〈由比較法觀點論金融機構客戶之分類〉，《軍法專刊》，56卷4期，頁83-92（2010年8月）。
198 見陳肇鴻，前揭（註197）文，頁82-83。

受的外國法保護可能本來就比較低，由保障台灣地區投資人角度的立場而言，亦有未洽之處。

面對大量的連動債糾紛，最實際的問題應非在形式上透過信託的方式投資連動債是否屬證券交易法管制的範疇，而係在回溯適用證券法制所可能衍生的法律成本，此或可正當化前揭多數法院的見解；然而，若面對未來，一方面，本文認為有必要從實質面檢討利用信託投資海外連動債之法律性質以及整體的規範機制，包括證券、銀行、保險及信託等法制，而非僅在信託法制下作修補[199]；另一方面，由證券法制的立場，亦宜檢討證券主管機關的地域管轄權問題，亦即，即便係在海外發行的有價證券，是否在若干條件之下仍可視為係在台灣發行而應受台灣法的拘束？例如，在美國法下，若係在海外向美國人(U.S. person)發行有價證券，該發行仍有可能受美國法的規範[200]，受限於篇幅，本文無法深入繼續討論此一問題，然而，有關證券發行之管轄權問題的澄清，當有助完整化投資人保護的機制。

四、消費者保護法適用與否

除了依信託法或民法主張之注意義務之外，另有不少投資人選擇依消費者保護法（下稱「消保法」）來主張，其主要依據為消保法第七條之義務[201]、消保法第十二條之不公平條款[202]、定型化契約[203]、或主張消保法第十一條之一之合約審閱期間[204]，甚至有依

---

199 另見陳肇鴻，前揭（註62）文，頁124-131。

200 *See* Securities Act of 1933, Regulation S, 17 C.F.R. § 230.901.

201 例如，臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第2982號判決。

202 例如，臺灣臺北地方法院98年訴字第961號判決。

203 例如，臺灣高等法院98年重上字第463號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第813號判決。

204 例如，臺灣高等法院98年上易字第1021號判決、臺灣臺北地方法院99年訴字第1957號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第1665號判決。

消保法第五十一條主張懲罰性賠償金者[205]。然而，有關消保法之主張，為絕大多數法院所駁回[206]，其主要理由為購買連動債係以投資理財為目的，而非消保法所規範之消費關係[207]。因此，除法令解釋之外，一法律上值得檢討的問題即為，金融產品之銷售究竟是否應與一般實體商品或非金融服務之消費者保障相比擬。

於臺灣臺北地方法院99年重訴字第133號判決之中，趙子榮法官似以詹森林教授的論文為依據，由實質面辯證投資與消費行為的異同，而得出消保法應可適用的結論，然而，本判決已明白為另一高等法院判決所拒絕[208]，除該案外無任何法律效果。

論其實際，如何保護「金融消費者」係核心的議題，是否可借用一些消保法中的一些概念來達成保護投資人的目的亦可進一步檢討[209]，甚至我們可討論是否應擴大消保法的保護範圍至金融服務。然而，明顯地在消保法制定之初並未將投資行為納入消保法管制的範圍，因此，若因連動債風暴即回溯地認定投資行為應適用消保法的規定，可能造成銀行龐大的法律風險，甚至可能直接影響金融穩定及金融創新，對消費者而言亦未必是好事。

總而言之，本文以為，如何適用消保法的概念至投資行為，或是否應擴大消保法至投資行為，係現在與將來可思考的問題，但就

---

205 例如，臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣臺北地方法院98年訴字第696號判決、臺灣臺北地方法院99年重訴字第133號判決。

206 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決、臺灣高等法院99年消上字第5號判決、臺灣高等法院98年重上字第288號判決、臺灣高等法院98年重上字第463號判決、臺灣高等法院98年上易字第1021號判決、臺灣高等法院98年上易字第672號判決。其他地方法院判決不另列出。

207 另參見行政院消費者保護委員會84年4月6日台84消保法字第00351號函。本函示為大部分判決所引用之依據。

208 臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決。

209 例如，有關金融產品之適當性與一般消費商品的適當性(fit and proper)的關聯，即可由學理更進一步探討。*See* Gail Pearson, *Reading Suitability Against Fitness for Purpose: The Evolution of a Rule*, 2010 SING. J. LEGAL STUD. 129, 129.

過去已發生的事件，法院拒絕適用消保法的規定，應係正確的結果。

五、損害賠償數額之認定

有關損害賠償數額之認定，涉及因果關係的問題，值得在法律上予以思考，檢討連動債糾紛中消費者勝訴的判決中，在因未正確告知有關通路費的事項而法院認為契約可得撤銷的情形，由於契約已被撤銷，投資人自應得以取回投資本金的全額[210]；若被認定係契約未成立，則邏輯上銀行亦應返還投資本金[211]；若銀行係違反投資人指示進行投資，雖已有返還全額本金，但仍可以利息作為損害賠償[212]。銀行雖有主張投資損失係因國際政經事件所致，有法院認為此不構成阻卻因果關係的理由[213]，但亦有法院持相反看法[214]。

另於臺灣高等法院臺中分院99年上字第283號判決乙案中，第一審法院[215]雖認為銀行有過失未通知已開放回贖，但第一審法院認為投資人先前表示要回家考慮而未持續追蹤回贖的可能性，因此投資人就其損失係有50%之與有過失；然而，與有過失之點為二審法院所駁回，由於實際上已無回贖的可能性，高等法院以75.18%之回贖價值，作為計算損害賠償的基礎；此判決不會過度課予投資人過高之責任，應可值贊許。

較值檢討者為，有些法院則認為若因銀行未盡告知義務，導致投資人購買連動債導致本金的損失，銀行固應負投資本金損失部分

---

210 臺灣臺北地方法院97年訴字第5116號判決。但於本案中精神損害之求償則為法院所駁回。
211 臺灣板橋地方法院99年訴字第912號判決。
212 臺灣臺中地方法院98訴字第1991號判決。
213 例如，見臺灣高等法院99年重上字第45號判決。
214 臺灣臺北地方法院98年訴字第1684號判決、臺灣花蓮地方法院99年訴字第34號判決。
215 臺灣彰化地方法院98年訴字第415號判決。

的賠償責任，但應將期間投資人所取得的配息予以扣除[216]，採此見解的法院大致亦皆採前揭之實質審查說；除此之外，亦有因違反風險變動之報告義務而判決銀行應賠償本金損失者[217]。

將配息扣除之理由似在於配息係投資之獲利，應由投資人之所失利益[218]中扣除；然而，此項見解的邏輯問題在於，配息本係連動債投資的一部分，若連動債之契約關係未經撤銷，則契約關係仍然存在，取得配息即係投資人應得的權利，若因銀行違反說明義務或告知義務而造成損害，法律上銀行即應賠償投資人所受之損害，此損害或可包括投資本金的損失，但此並不妨礙投資人仍得合法取得配息的事實。因此，本文認為扣除配息的見解，值得法院予以檢討。

於金融消保法通過之後，本節有關損害賠償金額的計算問題，仍值將來法院或新成立之金融消費爭議處理機構來思考。依金融消保法第十一條的規定，若金融機構有違反說明義務或適當性義務的規定「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。」然而，如上所述，在例如雷曼破產的狀況下，投資人的損失是否可謂係因違反說明義務或適當性義務所致，即可能有疑義；即便在產品說明或風險揭露上有瑕疵，是否在法律上即可將所有投資人本金的損失歸因於未盡說明義務，仍可能有法律爭議，可惜未於制定法律時即予以澄清，本條規定將來的應用仍值得繼續觀察。

---

216 臺灣臺南地方法院98年訴字第108號判決、臺灣高等法院98年上易字第299號判決、臺灣高等法院99年上字第688號判決、臺灣高等法院99年上易字第181號判決、臺灣高等法院臺南分院99年上易字第157號判決、臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決。

217 臺灣嘉義地方法院98年訴字第518號判決。

218 見民法第二一六條。

六、其他紛爭解決方式

最後，於連動債風暴之後，一修法的重點即為，如何建立有效的法院外紛爭解決機制，以解決金融消費糾紛，因此，金融消保法之主要目的，亦在於「提供金融消費者一具金融專業且能公平合理、迅速有效處理相關爭議之機制」[219]，主要之參考對象，係英國之英國金融公評人(Financial Ombudsman Service Ltd.)與新加坡金融業調解中心(Financial Industry Disputes Resolution Centre Ltd.)，金融消保法中大部分的條文，亦係有關金融消費爭議處理機構的設置[220]。就此，一個值得思考的問題為：台灣是否真的需要設立獨立的法院外金融消費爭議解決機構？就此，連動債相關的法院判決以及銀行公會有關評議的有限資訊，可以提供一個觀察及比較的面向。

在連動債風波之前，銀行公會原即設有「金融消費爭議案件評議委員會」(下稱「評議委員會」)，實際上也有相當多的案例進入評議，依金管會的統計數據，至2011年4月1日為止，該評議委員會已結案之案件共25,214件[221]，然而，銀行公會目前除了第一批100件案件有公會案例的結果之外[222]，其他案件尚無完整的統計數據可供參考比較。

一般對銀行公會評議的印象為銀行公會係銀行的公會，故容易質疑評議機制的公正性，且評議結果對雙方皆不具強制性，若經雙

---

219 見金融消保法草案總說明，見金管會網站，http://www.fsc.gov.tw/Layout/main_ch/News_NewsContent.aspx?NewsID=41675&path=2435&LanguageType=1（最後瀏覽日：2011年3月2日）。

220 金融消保法第十三條至第三十條。

221 請參考註30；另見連動債爭議案件之處理概況，金管會網站，http://www.fsc.gov.tw/Layout/main_ch/MultiMedia_FileDownload.ashx?guid=ddb39e63-bbdf-46df-b187-67bcdfc1632c（最後瀏覽日：2011年3月29日）。

222 中華民國銀行公會，銀行公會處理連動債銷售糾紛案件第一批評議結果，見銀行公會網站，http://www.ba.org.tw/all.aspx?sn=332（最後瀏覽日：2011年4月7日）。

方同意簽名，則會發生和解契約的效果，但評議委員會單純的建議，則不具和解的效力[223]，亦不足以作為請求權基礎[224]。該評議委員會並不需要特別依法審理，而依係將爭點類型化成八大類後[225]，「整理出107項具體爭點，按照銀行未遵行法令銷售缺失的情節輕重，並本於社會公義衡平原則，分成『重大』、『高度』、『中度』、『低度』及『無缺失』五大項。嗣後評議審查時，由評議委員依據申訴人陳述的事實及爭點，參照上述類型化分類鍵入一致性缺失評分程度，即可快速審理。」[226]

若假定前100件評議的結果可以作為其他評議案例的代表，則銀行公會評議制度，對投資人而言，最大的缺點為回報率太低。若依銀行公會的資訊，第一批100件的案件中，有獲得補償比率的案件佔77%，而在這77件有獲補償的案例中，平均補償的比率為20.31%，若加入未補償的案件，則整體平均補償比率為15.64%。在連動債相關判決中有提及評議結果者，最高為的補償比率為33%[227]，最低為15%[228]。

---

223 臺灣彰化地方法院98年訴字第415號判決。

224 臺灣臺北地方法院99年訴字第2352號判決。

225 此八大類為：(一) 申訴人未為相關信託契約之簽名或蓋章；(二) 未對申訴人執行認識客戶(KYC)之程序；(三) 未對申訴人購買之商品風險等級與風險承受度不符者進行確認；(四) 未對申訴人說明產品條件（如連結標的、跌破下限條件等）；(五) 未對申訴人揭露產品風險；(六) 未定期對申訴人寄送對帳單或信託財產目錄；(七) 系爭銷售過程行為抵觸主管機關相關法令、規範、應注意事項及本會相關公約與共通性自律規範之遵守者；(八) 其他類似案件，如主管機關交辦事項（高齡、最高學歷在國中以下、具傷殘證明等）及符合雷曼九大態樣等。請參考註222。

226 請參考註222。

227 臺灣臺南地方法院98年訴字第108號判決、臺灣桃園地方法院99年訴字第328號判決。

228 臺灣臺北地方法院99年訴字第1957號判決。另見臺灣高等法院臺南分院99年上易字第167號判決(30%)、臺灣臺北地方法院99年訴字第2352號判決(25%)、臺灣板橋地方法院99年國字第21號裁定(18%)、臺灣彰化地方法院98年訴字第415號判決(18%)。

若我們與103件連動債糾紛相關判決中所取得數據相比較，至2011年3月底為止有經二審判決的案例中，投資人勝訴之判決中的總賠償金額，佔所有案件之總請求金額之16.89%（即為整體之補償比率）；若我們僅考慮有勝訴的高等法院及地方法院的判決而論，在17件投資人有勝訴的判決之中，其總賠償金額(50,419,961)佔總投資金額(63,454,630)之79.46%，為總請求金額(51,651,051)之97.62%！

若我們將前揭數據交叉對照，可以得出一個結論：整體而言，第一批100件的評議案件的整體平均補償率，與有訴訟之103件糾紛之整體平均補償率相差不大（判決之16.89%相較於評議之15.64%）；然而，若僅著重於有勝訴的判決及有補償的評議案件，其結果即相懸殊（判決之97.62%相較於評議之20.31%）。

簡言之，評議機制所反應的結果為大家有獎，但平均回報率低；相對地，訴訟的結果雖然勝訴率不高，但一旦勝訴，則有如中樂透一般。如何取捨，端視勝訴率、訴訟費用之高低、以及和解的補償的高低而定，在沒有實際數據說明與銀行和解後之補償率的情況下，尚難論何種途逕對投資人較為有利。

由比較法的立場，我們可以觀察香港及新加坡就連動債風波的解決方式，受限於篇幅，本文無法詳細介紹於香港及新加坡的連動債糾紛始末，不過，與台灣相較，香港及新加坡因連動債而遭受損失的投資人及金額亦非常龐大[229]，然而，法院判決的數量卻非常罕

229 於香港，以雷曼迷你債券(minibond)為例，即已有約34,000名投資人，總投資金融在港幣126億元以上，見Hong Kong Securities and Futures Commission, *Issues Raised by the Lehman Minibonds Crisis: Report to the Financial Secretary* 28 (Dec. 2008)，見香港證券及期貨監察委員會（下稱「香港證監會」）網站，http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/whatsnew/review_lehman.html（最後瀏覽日：2011年7月15日）。於新加坡，有超過7,800名投資人，其總投資金額超過新幣5億元，見Monetary Authority of Singapore, *Investigation Report on the Sale and Marketing of Structured Notes linked to Lehman Brothers* 4 (7 Jul. 2009)，見新加

見[230]。

於新加坡，相關糾紛主要係在金融主管機關的監督之下，由金融機構自行與投資人和解[231]，或透過金融業調解中心來予以裁決[232]，因此，於新加坡，係在政府不直接介入的狀況下，利用金融市場中原本就存在的機制來予以解決，然而，因為金融業調解中心的裁決結果係保密，因此我們無從得知其平均的補償比率，但就主要發生糾紛的雷曼迷你債券(minibond)為例，最終的和解結果，每一檔迷你債券皆不相同，其平均補償率(recovery rate)，最低有21.5%，最高者可達70.4%[233]。

於香港，由於並未有獨立的金融消費糾紛解決機制的存在，與雷曼有關的連動債糾紛主要係透過兩個主要的方式解決：其一，在香港主管機關的調查及監督之下，由銀行主動與客戶和解[234]，其和

坡金融管理局網站，http://www.mas.gov.sg/resource/news_room/press_releases/2009/INVESTIGATION%20REPORT_7%20JUL%2009.pdf（最後瀏覽日：2011年7月15日）。

230 於香港，目前僅有兩個案例，見Shek Lai San v. Securities and Futures Commission [2010] HKEC 640 (Court of First Instance, Hong Kong); HKSAR v. Chu Lai Sze [2010] HKEC 1820 (Court of First Instance, Hong Kong) ；於新加坡，目前僅有一案例，見Soon Kok Tiang v. DBS Bank Ltd. [2011] 2 SLR 716 (High Court, Singapore)。

231 HANS TJIO, PRINCIPLES AND PRACTICE OF SECURITIES REGULATION IN SINGAPORE 75-77 (2011).

232 若依新加坡金融業調解中心的統計，至2010年8月31日為止，該中心已收到至少2,111件與信用連結債券有關的案件，其中，787件係透過調解(mediation)的方式解決，另有960件則係經由裁決(adjudication)的方式結束。見 FIDReC *Annual Report 2009-2010*，頁18，見FIDReC網站，http://www.fidrec.com.sg/website/annualreports/FIDReC%20AR%202009-2010.pdf（最後瀏覽日：2011年7月15日）。

233 見新加坡金融管理局網站：http://www.mas.gov.sg/news_room/press_releases/2010/MAS_Welcomes_Announcement_of_The_Distribution_of_The_Recovery_Values_of_The_Minibond_Notes.html（最後瀏覽日：2011年7月14日）。

234 見香港證監會2009年12月23日之公告及2010年7月14日之公告，見香港證監會網站：http://www.sfc.hk/sfc/html/EN/general/general/lehman/lehman_structure_products.html（最後瀏覽日：2011年7月18日）。

解金額有高達投資金額之80%者[235]；其次，就大部分的雷曼迷你債券，香港主管機關與16家經銷銀行達成協議，由銀行向投資人以投資本金60%的金額[236]買回迷你債券，再授權一會計師事務所作為接管人(receiver)，與雷曼協商有關迷你債券的擔保品的銷售及銷售後收益分配的事宜，視擔保品最後處分的狀況再分配給投資人[237]；亦即，在此機制之下，經銷銀行先以一定成數的金額買回迷你債券，再集中力量試圖由擔保品的收益中取償，無論如何，投資人皆會取回60%的投資本金，以結果論，投資人最終平均可取回70%以上的投資本金，於某幾檔的迷你債券，甚至可取回90%以上的本金[238]。

由於本文分析的樣本數量有限（第一批評議的100件及有判決之103件糾紛，僅佔至2010年1月5日止有評議之案件之1%弱），因此依前揭數據妄下論斷恐不甚妥當；然而，若與香港及新加坡相較，顯然於兩地投資人的回報比率，遠高於台灣的銀行公會評議機制以及法院判決的結果，如前所述，相較香港及新加坡，台灣的銀行才係連動債名目上的投資人，但透過信託將產品風險轉嫁至投資人，再結合偏低的補償比率，其結果會減少銀行向雷曼或其他發行人求償或尋求和解的誘因；在此基礎上，建立獨立的金融消費糾紛解決機制固然立意甚佳，但實際運作結果，如果補償比率仍偏低，恐怕未必一定會達到減少訴訟的效果，成立獨立之金融消費爭議解決機構，亦顯非有效解決大規模的投資糾紛的萬靈丹，此值台灣的主管機關深思。

---

235 見香港證監會2009年12月23日之公告，同前註。

236 若投資人的年紀在70歲以上，則為70%。

237 見香港證監會2009年7月22日之公告，見香港證監會網站：http://www.sfc.hk/sfcPressRelease/EN/sfcOpenDocServlet?docno=09PR100（最後瀏覽日：2011年7月18日）。

238 見PricewaterhouseCooper事務所於2011年6月15日之公告，見其網站，http://www.pwchk.com/home/eng/minibonds_a_announce.html（最後瀏覽日：2011年7月18日）。

肆、結論

綜上，由連動債糾紛的司法判決中，雖然大部分的爭議係投資人敗訴，但我們發現這些判決凸顯出的許多事實及法律爭點，攸關相關義務及機制是否能確實發揮保護投資人的效果，即便金融消保法通過之後，有些仍係未解決的問題，值得主管機關於進一步制定相關義務的細則時予以思考。

首先，就產品說明義務而言，最核心的問題在於投資人時常並未閱讀相關文件即逕行簽名進行投資。大體上連動債相關判決可歸納為兩個主要的脈絡：一方面，採簽名免責說者，會強調投資人簽名的效力，並在說明義務及適當性義務等議題上採較有利於銀行的立場，此見解並較具明確性；相對地，實質審查說的見解則較有利於投資人，並可延伸至投資後風險變更報告義務之發展，但其缺點為可能過度擴張銀行的義務，而忽略投資人自我責任的重要性。本文雖然認為簽名免責說雖較為可採，但如何改善銀行與投資人間的溝通方式，以確保投資人確實意識到簽名的法律效果及自我的責任，方能增強產品及風險揭露實質上的效果。

此外，針對產品內容的說明及揭露部分，相關實務判決反應出，主管機關宜針對保本（或不保本）的用語有明確定義，以免混淆；同時，亦宜澄清金融機構說明契約條款的範圍（但不包括逐條說明），並加強對產品收益或期待報酬的描述以及說明，以及規範產品命名的方式及原則，以增進說明義務及產品資訊揭露的完整性。

其次，就適當性義務而言，相關法院判決凸顯出如何將其他投資經驗轉化為連動債投資經驗的困難，並顯示出適當性的判斷，可能過度僵化，此值主管機關除產品審查相關的規定之外，更進一步針對這些面向強化認識客戶的實質，並配合以相對式的方式來比較

產品風險以及客戶屬性，而非過度著重於賦予客戶及產品的標籤，以避免適當性的判斷流於形式的結果。

其三，就產品銷售後的糾紛方面，一方面，在銀行及信託的架構下，本文肯定銀行（作為受託人）應有報告風險重大變更的義務，但若金融機構與投資人間非基於一信託的法律關係，則目前是否可包含於金融消保法第七條之注意義務之下，仍有待將來法院或主管機關澄清；另一方面，就是否有提供回贖意見服務的部分，連動債相關判決固然多採否定的立場，但仍值將來由信託法的角度切入，來探討受託銀行之注意義務的內涵。

其四，就銷售限制的部分，凸顯出利用指定用途信託投資於連動債的本質的問題。台灣絕大多數的判決的見解認為在國內端係信託，因此連動債非在台灣發行，此見解固然在形式上未必有錯，但論其實質，此見解忽略國外金融機構藉由發行連動債，透過銀行的信託部門在台灣大規模地吸收資金的事實，且易導致國內銀行沒有為國內投資人向海外發行人求償或尋求更高的和解條件的誘因，此值主管機關由宏觀的角度，重新檢視透過指定用途金錢信託投資海外債券的本質及法律關係，以通盤檢討包含證券、銀行及保險等法制，以完整化投資人保護的機制，而非僅在信託法制下作修補。

其五，就損害賠償方面，即便銀行有不當銷售的行為，但若損失係直接因為雷曼破產等重大事件所引起，是否可阻斷不當行為與損失間的因果關係，即便在金融消保法通過後，仍係有待檢討的問題；另就投資人所獲配息由賠償金額扣除一部分，本文以為應值得檢討。

最後，就訴訟外紛爭解決機制的建立方式，係金融消保法的主軸之一，然而，由連動債相關判決所取得的數據，再與銀行公會評議機制所公布的結果相比較，顯示出兩者的差異在於評議機制類似大家有獎，但回報率低，而司法途徑則如中樂透一般，勝訴率低但

回報率高，但平均下來的二者結果則差異不大；借鏡香港及新加坡的經驗，如何有效解決如連動債一般的的大規模投資糾紛，並非單靠一個金融紛爭解決機制就可以解決所有的問題。以上值主管機關及將來的法院深思，以求能由連動債糾紛中積極地習得教訓，以更加健全化國內零售投資市場的運作以及投資人保護的機制。

附錄：相關裁判清單（台灣）

- 臺灣高等法院

  98年上易字第1021號、98年上易字第299號、98年上易字第672號、98年重上字第288號、98年重上字第463號、98年重上字第731號、99年上字790號、99年上字第688號、99年上易字第181號、99年上易字第34號、99年上易字第462號、99年上易字第540號、99年消上字第5號、99年重上字第45號判決

- 臺灣高等法院臺中分院

  99年上字第26號、99年上字第283號、98年上易字第157號判決

- 臺灣高等法院臺南分院

  98年上易字第168號、99年上易字第157號、99年上易字第167號、99年金上易字第1號判決

- 臺灣高等法院高雄分院

  99年上字第131號、99年上易字第52號判決

- 臺灣臺北地方法院

  97年訴字第5116號、97年重訴字第641號、98年訴字第84號、98年訴字第773號、 98年訴字第813號、98年訴字第887號、98年訴字第898號、98年訴字第909號、98年訴字第1052號、98年訴字第1068號、98年訴字第1069號、98年訴字第1272號、98年重訴字第55號、98年重訴字第155號、98年重訴字第195號、98年重訴字第323號、98年重訴字第453號、98年金簡上字第2號、98年金簡上字第4號、98年消字第10號、98年簡上字第85

號、98年訴字第89號、98年訴字第124號、98年訴字第692號、98年訴字第696號、98年訴字第961號、98年訴字第1652號、98年訴字第1665號、98年訴字第1682號、98年訴字第1684號、98年重訴字第198號、98年重訴字第507號、99年消字第5號、99年消字第15號、99年訴字第358號、99年訴字第374號、99年訴字第438號、99年訴字第480號、99年訴字第550號、99年訴字第653號、99年訴字第689號、99年訴字第1957號、99年訴字第1967號、99年訴字第2352號、99年訴字第2504號、99年訴字第2609號、99年訴字第2723號、99年訴字第2982號、99年訴字第3487號、99年訴字第3820號、99年重訴字第101號、99年重訴字第133號、99年重訴字第168號、99年重訴字第574號、99年重訴字第574號、99年金字第16號、99年金簡上字第3號、99年金簡上字第5號判決

- 臺灣士林地方法院

  99年金字第8號判決

- 臺灣板橋地方法院

  98年訴字第355號、98年訴字第989號、99年訴字第912號、99年訴字第1061號、99年訴字第1132號判決

- 臺灣桃園地方法院

  97年訴字第2093號、98年訴字第749號、99年訴字第328號、99年訴字第1348號判決

- 臺灣苗栗地方法院

  98年苗簡字第451號、98年苗小字第37號、98年苗簡字第399號判決

- 臺灣臺中地方法院

  98年訴字第261號、98年訴字第1060號、98年訴字第1392號、98年訴字第2195號、98年訴字第531號、98訴字第1991號、98訴字第2609號、99年訴字第1039號判決

- 臺灣彰化地方法院

  98年訴字第415號判決

- 臺灣雲林地方法院

  98年訴字第222號判決

- 臺灣嘉義地方法院

  97年訴字第585號、98年訴字第315號、98年簡上字第67號、98年訴字第518號、99年訴字第230號判決

- 臺灣臺南地方法院

  98年訴字第218號、98年訴字第433號、98年訴字第466號、98年訴字第889號、98年金簡上字第4號、98年訴字第108號、98年訴字第1275號、98年重訴字第149號、98年金字第10號、99年度金字第3號、99年度金字第6號、99年度金字第14號判決

- 臺灣高雄地方法院

  97年訴字第1859號判決

- 臺灣花蓮地方法院

  99年訴字第34號、99年訴字第151號判決

參考文獻

1. 中文部分

杜怡靜（2005），論金融業者行銷行為之法律規範——以日本金融商品販賣法中關於「說明義務」及「適合性原則」為參考素材，臺北大學法學論叢，57期，頁269-328。

吳柏成、何文榮、張賀凱（2008），界限型高收益連動債連動案例分析，臺灣期貨與衍生性商品學刊，6期，頁28-43。

陳肇鴻（2007），論信用違約交換之類型化風險及契約性質，月旦財經法雜誌，9期，頁175-194。

-（2008），ISDA 總契約、利率交換與消費者保護法：評高等法院96年金上字第3號判決，律師雜誌，347期，頁65-76。

-（2009），論權益交換與大股東持股揭露問題，法學新論，7期，頁105-131。

-（2009），論結構債之契約關係及指定用途金錢信託之法律性質，軍法專刊，55卷3期，頁111-133。

-（2010），由比較法觀點論金融機構客戶之分類，軍法專刊，56卷4期，頁78-100。

曾宛如（2008），證券交易法原理，5版，台北：自版。

黃帥升、謝富凱、廖倪凰（2008），從保障投資人權益觀點論連動債券之法律關係，萬國法律，158期，頁74-83。

賴英照（2006），最新證券交易法解析，初版，台北：自版。

2. 外文部分

Chen, Christophe Chao-Hung (2009), Information Disclosure, Risk Trading and the Nature of Derivative Instruments: From Common Law Perspective, 4(1) NTU L. Rev. 1-53.

Cohen, Stephen B. (1971), The Suitability Rule and Economic Theory,

80 Yale L.J. 1604-1635.

Das, Satyajit (2006), Derivative Products & Pricing, 3d ed., Singapore: John Wiley & Sons.

- (2006), Structured Products Volume 1: Exotic Options; Interest Rates & Currency, 3d ed., Singapore: John Wiley & Sons.

- (2006), Structured products volume 2: Equity; Commodity; Credit & New Markets, 3d ed., Singapore: John Wiley & Sons.

Huang, Peter H. (2000), A Normative Analysis of New Financially Engineered Derivatives, 73 S. Cal. L. Rev. 471-521.

Hudson, Alastair (2006), The Law on Financial Derivatives, 4th ed., London: Sweet & Maxwell.

Olazábal, Ann Morales & Howard Marmorstein (2010), Structured Products for the Retail Market: The Regulatory Implications of Investors Innumeracy and Consumer Information Processing, 52 Ariz. L. Rev. 623-673.

Pearson, Gail (2010), Reading Suitability Against Fitness for Purpose: The Evolution of a Rule, Sing. J. Legal Stud. 129-150.

Tjio, Hans (2011), Principles and Practice of Securities Regulation in Singapore, 2d ed., Singapore: LexisNexis.