

台灣投資型保險商品 分離帳戶法律規範之檢驗^{*} ——理論與比較法之觀察

張冠群^{**}

要目

壹、導論	四、比較分析——分離帳戶應定位為「類似共同基金之投資基金」
貳、分離帳戶之定性(一)——理論層次之探討	參、分離帳戶之定性(二)——美國法之觀察
一、分離帳戶之運作	一、證券法規
二、保險商品之特性	
三、共同基金之主要特徵	

^{*} 本文乃行政院國家科學委員會委託執行計畫——「投資型保險之法律規範及其監理之研究」(97-2410-H-004-065)之部分成果。另本文初稿曾發表於「國立政治大學法學院2008年財經法新趨勢研討會」，承會中評論人汪信君教授與陳俊仁教授二位學養淵博之學長指正，使本文內容益發充實，筆者銘感五內。又，本文對二位匿名審稿委員提供之真知灼見深表拜服，修正指導使本文論證嚴謹性提升卓有助益，亦於此一併申謝。惟作者學養有限，文中論述倘有不足或脫誤，當由作者自負文責。

^{**} 政治大學法律學系助理教授，美國喬治城大學法學博士。

投稿日期：九十七年六月二十四日；接受刊登日期：九十八年三月十八日

責任校對：吳美慧

- | | |
|---------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| (一)一九三三年證券法 (Securities Act of 1933) 及相關規則 | (一)變額保險模範法 |
| (二)一九四〇年投資公司法及相關規則 | (二)變額年金模範法 |
| (三)其他關於揭露之重要規定 | 四、小 結 |
| 二、商品定性之發展——依證券相關法規形成之案例法 (Case Law) | 肆、台灣法制之規範內容與檢討 |
| (一) <i>SEC v. Variable Annuity Insurance Company</i> | 一、相關法規 |
| (二) <i>SEC v. United Benefit Life Insurance Company</i> | (一)保險法及施行細則 |
| (三) <i>Prudential Insurance Company v. SEC</i> | (二)舊「投資型保險商品管理規則」 |
| 三、國家保險監理官協會之模範法 | (三)現行「投資型保險投資管理辦法」及「投資型保險資訊揭露應遵循事項」 |
| | 二、評 析 |
| | (一)值肯定之立法 |
| | (二)值商權之立法 |
| | 伍、結論與建議 |

摘 要

二〇〇一年七月保險法第一二三條第二項及第一四六條修訂增列之第五項至第七項被視為賦予人壽保險公司銷售投資型保險商品之法源。同年十二月，當時之主管機關財政部，並訂定「投資型保險商品管理規則」，以為投資型保險商品規範與管理之具體規則，其後經修正更名為「投資型保險投資管理辦法」，並於二〇〇八年四月完成最新修訂。保險法第一四六條第五項規定：「保險業經營投資型保險之業務應專設帳簿」，而「投資型保險投資管理辦法」第四條至第十八條均係針對專設帳簿之規定，由此得見「專設帳簿」（即分離帳戶）之設置係投資型保險商品之特與運作之關鍵。然此分離帳戶之性質若何？應如何定位？與其所附麗之人壽保險契約應否區隔？其安以運作？其中之投資風險由何人承擔？其監督管理權限應歸何機關？最適化之監理法規焉以安排與訂立？凡此，均係核准投資型保險與訂立相關監理法規中首需覓解之疑難。本文試跳脫現行保險法及投資型保險相關法規之框架，自「分離帳戶之定性」入手，蓋唯有將分離帳戶之性質倘不釐清，最適化監理法規自無從產生也！準此，本文第二部分將自理論面起始，觀察分離帳戶之特徵，並與「保險商品」及「共同基金」對照，以定位分離帳戶之商品性格。第三部分，則試將理論面獲致之結論，與美國相關法規，如一九四〇年投資公司法對照，俾驗證理論面之推論於他國法之實踐確屬可能。其次，於完成理論之研析及比較法之驗證後，本文第四部分則研習台灣現行投資型保險商品之監理法規，並對其優劣為公允之檢討。最末，則依第四部分論述之結果，試對台灣之現行法，略抒關於修正之己見，冀得收拋磚引玉之效。

關鍵詞：投資型保險、分離帳戶、專設帳簿、變額人壽保險、變額年金

壹、導 論

台灣投資型保險商品自二〇〇一年上路以來，對保單持有人言，因具保費低廉（較諸國外保單）、投資報酬率高於一般定期存款、具結稅規劃之工具性及風險分散等優勢¹，對保險公司言，亦因可免業務經營情況隨利率大幅波動，較無庸承擔利率風險²，於推出後市場即迅速成長。以二〇〇八年一至三月為例，各種投資型保險之新契約總數即逾三十二萬件³，顯見投資型保險商品蓬勃之程度。本行型保險商品之特色乃結合傳統之人壽保險與一至數種投資工具，而將一部分保費投資於附著於保險商品之一至數個「分離帳戶」（*separate account*）中。此些分離帳戶之投資標的其風險程度各有不同，舉凡風險程度低之政府債券（*government bond*）或風險程度較高之國內乃至國際之股票或基金均於其列，投資人則得依自身之自由意思，決定其保費於各不同分離帳戶配置之額度，並得變更之⁴。相較於傳統型人壽保險之固定利率與現金價值，投資型保險最終給付之金額隨分離帳戶之投資績效變動，亦即保單之現金價值並非如傳統壽險於訂約時即已一預定利率及死亡率公式套入計算而確定⁵。

投資型保險之合法推出，乃二〇〇一年七月保險法修正中，保險法第一四六條修訂增列之第五項：「保險業經營投資型保險之業

¹ 詳見彭秀玉，聰明購買投資型保險，頁42-44，2004年。

² 財團法人保險事業發展中心，投資型保險商品業務員訓練教材，頁37，2007年6月修訂3版。

³ 財團法人保險事業發展中心，網址：<http://pivot.tii.org.tw/lifesta/pivomoninvnew1.Htm>，最後瀏覽日：2008年5月30日。

⁴ James H. Hunt, *Variable Universal Life Insurance: Is it Worth it?* 1 (2003), available at www.consumerfed.org/pdfs/VULReport0203.pdf (last visited: 2008.06.20).

⁵ 財團法人保險事業發展中心，同前註2，頁4-5。

務應專設帳簿，記載其投資資產之價值；其投資由主管機關另訂管理辦法，不受保險法第一百四十六條至第一百四十六條之二、第一百四十六條之四及第一百四十六條之五規定之限制。」及增列第一二三條第二項：「投資型保險契約之投資資產，非各該投資型保險之受益人不得主張，亦不得請求扣押或行使其他權利。」均被視為賦予人壽保險公司銷售投資型保險商品之法源。保險法施行細則第十四條，並將投資型保險定義為：「保險人將要保人所繳保險費，依約定方式扣除保險人各項費用，並依其同意或指定之投資分配方式，置於專設帳簿中，而由要保人承擔全部或部分投資風險之人身保險」。同年十二月，當時之主管機關財政部，並訂定「投資型保險商品管理規則」⁶（後經修正更名為「投資型保險投資管理辦法」，且於二〇〇八年四月完成最新修訂），該辦法第三條第三款亦明訂，「專設帳簿與保險人之其他資產分開設置，單獨管理之」，而最新修訂之「投資型保險投資管理辦法」第四條至第十八條，均係針對專設帳簿之規定。由此得見「專設帳簿」（即分離帳戶）⁷之設置係投資型保險商品之重要特徵與運作之關鍵。然此分

⁶ 中華民國90年12月21日台財保字第0900712668號令。

⁷ 依中華民國92年2月14日台財保字第0910050784號函：「專設帳簿存在之目的，係為單獨記載要保人投資資產之增減、費用開支及投資損益狀況，並分開設置單獨管理，俾核實反映其保單價值，彰顯投資型保險商品盈虧自負、費用透明化之特性。所謂『投資資產』應係指保險人『依要保人同意或指定之投資分配方式置於專設帳簿中』者稱之。」此與英文分離帳戶（separate account）之定義相同。Separate Account一般定義為：An insurance company's separate account is established to hold the premiums you use to purchase funds included in variable annuity contracts the company offers. The separate account is distinct from the company's general account, which holds the company's assets as well as premiums for fixed annuities and fixed-income separate account funds. Assets in a company's separate account are not vulnerable to the claims of creditors, as assets in the general account are. But they can be affected by the ups and downs of the market-

離帳戶之性質若何？應如何定位？與其所附麗之人壽保險契約應否區隔？其安以運作？其中之投資風險由何人承擔？其監督管理權限應歸何機關？最適化之監理法規焉以安排與訂立？凡此，均係核准投資型保險與訂立相關監理法規中首需覓解之疑難。

有鑑於此，本文試跳脫現行保險法及投資型保險相關法規之框架，自「分離帳戶之定性」入手，蓋唯有將分離帳戶之性質尚不釐清，最適化監理法規自無從產生也！準此，本文第二部分將自理論面起始，觀察分離帳戶之特徵，並與「保險商品」及「共同基金」對照，以定位分離帳戶之商品性格。第三部分，則試將理論面獲致之結論，與美國相關法規，如一九四〇年投資公司法（*Investment Company Act of 1940*）對照，俾驗證理論面之推論於他國法之實踐確屬可能。其次，於完成理論之研析及比較法之驗證後，本文第四部分則研習台灣現行投資型保險商品之監理法規，並對其優劣為公允之檢討。最末，則依第四部分論述之結果，試對台灣之現行法，略抒關於修正之己見，冀得收拋磚引玉之效。

place. Any gain or loss in the annuity's value results from the investment performance of the investments in the separate account funds you select. Available at <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Separate+account> (last visited: 2009.03.11). 另參LEWIS E. DONALD, *DICTIONARY OF INSURANCE* 231 (7th ed. 1989). "A separate fund, held by a life insurance company, that is used to record investment of pension assets." 足見「分離帳戶」與「專設帳簿」為同一概念。另，行政院金融監督管理委員會於其網頁上提供與消費者關於「投資型保單之基本概念」即明示：專設帳簿又稱分離帳戶，網址：<http://services.ib.gov.tw/ib/b7.htm>，最後瀏覽日：2009年3月11日。保險實務上亦將專設帳簿與分離帳戶視為同一概念。如中泰人壽，網址：<http://www.acelife-vul.com.tw/acelifevul/contractUs/service.do?url=vulqa.jsp>，最後瀏覽日：2009年3月11日；國泰人壽，網址：https://www.cathaybk.com.tw/cathaybk/trust_custos06.asp，最後瀏覽日：2009年3月11日及宏利人壽，網址：<http://www.manulife.com.tw/product/product.asp?id=34>，最後瀏覽日：2009年3月11日。上述之投資型保險商品說明即將此二概念視為同一。

貳、分離帳戶之定性(一)——理論層次之探討

一、分離帳戶之運作

分離帳戶為投資型保險之保單持有人將其保險費扣除行政費用及危險保費後之餘額所挹注之投資帳戶⁸，其得視為人壽保險之保險人為投資型保單持有人建立之「信託帳戶」(trust)⁹。此些分離帳戶與其中之資金，均與保險公司之一般帳戶(general account)與財務完全分離¹⁰。申言之，分離帳戶中之資產，乃專為投資型保單之價值保留之準備金，不得作為其他用途¹¹。另，其於會計上獨立，不屬保險人因經營其他業務之生之債權人之請求及追償範圍¹²。

質言之，分離帳戶設立與管理之目的，乃在使保單持有人直接參與各帳戶之投資表現¹³，故如前述，投資型保險所提供之死亡保險金與現金價值之總和，基本上隨保單持有人所選擇之分離帳戶之投資標的表現而變動¹⁴。亦即，該些分離帳戶之運作方式為：依投資型保險契約之約定，將一個或多個分離帳戶之投資標的產生之收入(income)、獲利(gains)及損失(losses)直接歸入(credited

⁸ Dearborn Financial Services, Variable Universal Life 6 (1999).

⁹ For details, CLIFFORD E. KIRSCH, VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION 1-7 (2006).

¹⁰ 汪信君、廖世昌，保險法理論與實務，頁355，2006年。

¹¹ JOAN E. BOROS & RANDOLPH THOMPSON, A VOCABULARY OF VARIABLE INSURANCE PRODUCTS IN UNDERSTANDING SECURITIES PRODUCTS OF INSURANCE COMPANIES 11, 14 (2001).

¹² *Id.*

¹³ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 6.

¹⁴ Hunt, *supra* note 4, at 1.

to or charge against) 各該帳戶中，無庸理會保險公司之收入、獲利或虧損¹⁵。準此，該些分離帳戶之投資損益，並非於保險保障之列，保險人對其投資報酬率，自亦不負保證之責。易言之，保單持有人縱有機會無上限享分離帳戶投資標的增值利益，其亦承擔任何跌價損失之風險¹⁶。另，投資型保險商品輒提供多樣具不同投資標的之分離帳戶任保單持有人選擇並轉換其保費之流向與配置，保單持有人有權依其財務目標 (financial objectives) 及對風險之態度 (attitude toward risk)，隨時增加或減少個別分帳戶中投入之金額¹⁷。舉例言之，風險追求型 (risk preferring) 之保單持有人，勢將其保險費之大部，投入具較高風險投資標的之帳戶中，如成長型一般股票基金 (growth common stock fund)¹⁸。反之，風險規避型 (risk aversion) 之保單持有人較可能將保費平均分散於投資標的與目標各異之數帳戶中¹⁹。

此外，多數之投資型保單均具保險費繳付之彈性²⁰。此些保單之保費係依原始之死亡保險金 (initial death benefit) 並按被保險人之年齡、性別等影響風險之因素計算而得²¹。易言之，其保費乃經

¹⁵ CLIFFORD E. KIRSCH, VARIABLE INSURANCE PRODUCTS IN INVESTMENT COMPANY REGULATION AND COMPLIANCE: ALI-ABA COURSE OF STUDY 287-88 (2000).

¹⁶ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 7.

¹⁷ Brenda D. Sneed & Terry R. Young, *Distribution of Variable Insurance Products: Responding to Changing Regulation*, in UNDERSTANDING VARIABLE INSURANCE PRODUCTS 121,123 (1998). Also see KIRSCH, *supra* note 9, at 1-8.

¹⁸ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 8.

¹⁹ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 7.

²⁰ Universal life insurance products and universal variable life insurance products are considered “flexible premium whole life policies.” Variable life insurance, though known as the fixed premium policy, its premiums have had much more flexibility in today’s market than historically. For details, see Hunt, *supra* note 4, at 1.

²¹ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 13.

精算後，足以支應投資計畫、危險保費及其他相關之成本之最低必要金額²²。而一、二年過後，倘分離帳戶之投資績效良好，保單之現金價值已足以墊付月繳保費之金額，保費交付之彈性隨即啟動，保單持有人得決定繼續繳交相同保費、較多之保費、較少之保費甚或不繳保費而全由現金價值墊付²³。其選擇多繳保費者，如前述保費扣除必要之風險保費及其他成本後之餘額，即形成淨保費（net premium），而得依保單持有人自由之意思表示決定將其投資於一個或多個帳戶中，且各帳戶之餘額亦得隨時轉移至其他帳戶²⁴。其各筆保費所購買者，即分離帳戶中之單位（Units），此單位數表徵者，乃每一保單對分離帳戶整體資產所佔之比例，而每一投資型保單之現金價值，即係評價日之單位價值乘以所購買單位數所得之結果²⁵。

值提出者，保單持有人繳付之總保險費（gross premium）僅含維持投資型保單中人壽保險部分之一切行政成本之金額，至若對分離帳戶之帳戶管理費用及行政成本，因保險公司自己未從事證券投資管理，而委由獨立投資顧問公司（Investment Advisor）為之，故其相關費用未含於總保費中²⁶。易言之，分離帳戶中投資獲利之部分，須先減除帳戶管理費用及相關成本後，使歸入現金價值，而若投資虧損，責管理費及相關成本，須由保單持有人另行支付或至原

²² Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 13.

²³ Dearborn Financial Services, *supra*, note 8, at 13. *See also* Hunt, *supra* note 4, at 1.

²⁴ Charles L. Ratner, *Practical and Creative Uses of Life Insurance in The Closely Held Business*, in ESTATE PLANNING FOR THE FAMILY BUSINESS OWNER: ALI-ABA COURSE OF STUDY 693, 701-02 (2000).

²⁵ Dan Tromblay原著，陳家明譯，變額保險，頁43，2000年。

²⁶ 同前註，頁42。

累積之現金價值中扣除²⁷。

簡言之，保單持有人自承投資風險、分離帳戶價值之變動、淨保費繳納與安排之彈性，乃投資型保險商品中分離帳戶之三大特徵。

二、保險商品之特性

關於保險之定義雖眾說紛紜，欠缺一放諸四海皆準之意涵，然自一般法律角度思考，保險可理解為：多數承擔同類風險之被保險人與保險人間約定，保險人接受各被保險人移轉之風險，並承諾於損失發生時填補被保險人之損害，並收取一定之保險費（premium）以為對價之法律行為²⁸。此一描述揭露保險之兩大特徵：「風險移轉」（risk transferring）及「風險組合」（risk pooling）。

關於風險移轉，個人對風險之態度因損失發生率、潛在之損失幅度（potential magnitude of loss）及個人吸收損失之能力與意願而變易²⁹。此些因素，將個人面對風險之態度，大別為風險愛好者（risk preferring）、風險中立者（risk neutral）及風險規避者（risk aversion）三種³⁰。而具風險規避傾向之個人所擔憂者，除預期可能之損失外，尚包括無法預測之巨災所致之大額損失（損失幅

²⁷ Ranter, *supra* note 24, at 702.

²⁸ CONSTANCE M. LUTHARDT & ERIC A. WIENING, PROPERTY AND LIABILITY INSURANCE PRINCIPLES 1.3 (2005); ROBERT E. KEETON & ALAN I. WIDISS, INSURANCE LAW: A GUIDE TO FUNDAMENTAL PRINCIPLES, LEGAL DOCTRINES AND COMMERCIAL PRACTICES 3 (1988); MALCOLM A. CALRKE, THE LAW OF INSURANCE CONTRACTS 1 (1994). *See also* California Insurance Code, Sec. 22 (1935).

²⁹ ROBERT H. JERRY, UNDERSTANDING INSURANCE LAW 15 (2002).

³⁰ SCOTT E. HARRINGTON & GREGORY R. NIEHAUS, RISK MANAGEMENT AND INSURANCE 147-48 (1999).

度)，此一傾向亦使其極願以適當之對價，使他人為其承擔損失風險³¹。而購買保險即係風險規避型之自然人或法人，達成風險規避目的之最重要工具。藉保險契約之訂立，被保險人得以可預期之成本支出（保險費），取代不可預期之風險與風險發生後損失之承擔³²。亦即，以保險費之給付，換取保險人同意承擔所轉嫁之風險與顯於損失發生之時為填補或特定事故發生時給付保險金之承諾³³。另，於保險制度中，通過「大數法則」（the law of large numbers）³⁴之運作，即保險人匯集多數個人所移轉之同類風險（homogeneous risk）於保險團體（insurance pool）中，而達實質顯著之大數（sufficiently large number）時，保險人即得透過精算程序，使風險與損失達於不超於合理預期之範圍³⁵。由此，「風險移轉」此一要件於保險制度之重要性，可見一斑。

至於「風險組合」，乃保險人透過接受多數個人移轉之風險，加以彙整，某部分自留，某部分透過再保險（reinsurance）再行移轉，使風險得於整體社會中分攤消化之過程³⁶。此一過程，如前

³¹ AVERY W. KATZ, FOUNDATIONS OF THE ECONOMIC APPROACH TO LAW 210 (1998); JERRY, *supra* note 29, at 16.

³² JERRY, *supra* note 29, at 17.

³³ JERRY, *supra* note 29, at 611. *See also* KEETON & WIDISS, *supra* note 28, at 11-12.

³⁴ The law of large numbers refers to “a theorem in probability that describes the long-term stability of a random variable. Given a sample of independent and identically distributed random variables with a finite expected value, the average of these observations will eventually approach and stay close to the expected value.” *See* Law of Large Numbers, available at http://en.wikipedia.org/wiki/Law_of_large_numbers (last visited: 2008.03.22). *See also* JOHN DOWNES, DICTIONARY OF FINANCE AND INVESTMENT TERMS 316 (John Downes et al. eds., 5th ed. 1998).

³⁵ EMMETT J. VAUGHAN & THERESE VAUGHAN, FUNDAMENTALS OF RISK AND INSURANCE 33,41 (2003).

³⁶ *Id.* at 34.

述，賴大數法則之運作。保險人將數量足夠之同類風險，均聚集於同一保險庫中，而隨各保險庫中同類風險數量之累積，風險及損失或然率（**probability**）估計之精確度，將愈益提升³⁷。申言之，於加入保險庫之承擔同類風險之被保險人數量已實質充足且過去同類風險之損失經驗亦足夠且正確之前提下，精算之程序即得對可能發生理賠之件數及平均之損失填補及相關成本提供預測，使保險人得據此結果計算其欲接受風險移轉所應收取之保費³⁸。又，於此風險組合之過程中，保險人偏好累積於保險庫中之風險係不具關聯性者（**uncorrelated**），而非具關聯性（**correlated**）者³⁹。舉例言之，一財產保險公司於銷售一萬張房屋所有權人保險（**homeowner insurance**）時，必盡力挑選，使此一萬棟被保險房屋，隨機分散於全國各地區，而非選擇使一萬棟被保險房屋均集中於可能受同一天災威脅之地區。蓋前者情形，保險人於收取是當保費下經營猶得獲利，然後者則對保險人之經營，有其妨害⁴⁰。是故，風險組合此一匯集數量充分而低度相關之承擔同類風險之輩保險人之機制，亦係保險無可或缺之一環。

三、共同基金之主要特徵

所謂信託投資公司（**investment company**），乃一以投資有價證券為目的，匯聚投資人之資金之機制。信託投資公司最常見之類型，乃開放型管理公司（**open-end management company**）或「開放型基金」（**open-end funds**）即一般所謂之「共同基金」（**mutual**

³⁷ KEETON & WIDISS, *supra* note 28, at 12-13.

³⁸ *Id.* See also JERRY, *supra* note 29, at 18; VAUGHAN, *supra* note 35, at 34-39.

³⁹ EMERIC FISHER ET AL., *PRINCIPLES OF INSURANCE LAW* 15 (3rd ed. 2006).

⁴⁰ *Id.*

fund)⁴¹。共同基金之特點為：永遠對有意將資本投資於共同基金之投資人銷售共同基金之持份（share），並永遠自欲回贖其投資之投資人處，依當時之基金淨值（net asset value）買回其持份⁴²。而每一持份所代表者，乃投資人對共同基金所有持有財產及其所產生之投資收益之部分所有權（proportionate ownership）⁴³。然共同基金之投資人，縱係基金之所有人，卻鮮少行使其基於所有人所得行使之權力，尤其選任董事在內之表決權⁴⁴。究其原因，其一，共同基金之股東倘對共同基金之投資表現未盡滿意，即得選擇行使回贖權而取回其資金另為運用，無使用表決權主張權利之必要性；其二，共同基金董事職務之執行，與共同基金股東直接有涉者甚少，縱董事會有決定基金管理費用（fund fee）之權，該些費用總額縱或偏高，分攤於各投資人時，數目實已不鉅，一般共同基金之投資人，不易察知；其三，縱投資人知悉其所負擔之管理費偏高，投資人首重者，仍係共同基金之淨投資報酬（投資收益減除費用），倘投資報酬率高，則略為偏高之費用，即非基金股東所關切者⁴⁵。至於投資人獲利之來源有二，一為共同基金因投資標的之有價證券分派利息或股利之所得，另一則為因投資標的有價證券價格之上漲之

⁴¹ CLIFFORD E. KIRSCH, AN INTRODUCTION TO MUTUAL FUNDS IN NUTS AND BOLTS OF FINANCIAL PRODUCTS 2005: UNDERSTANDING THE EVOLVING WORLD OF CAPITAL MARKET & INVESTMENT MANAGEMENT PRODUCTS 367, 369 (2006).

⁴² LEE GREMILLION, MUTUAL FUND INDUSTRY HANDBOOK: A COMPARATIVE GUIDE FOR INVESTMENT PROFESSIONALS 3 (2005).

⁴³ Invest Wisely: An Introduction to Mutual Funds (hereinafter the SEC Guide), available at <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm> (last visited: 2008.03.23).

⁴⁴ Barbara Remmers, Strengthening Mutual Fund Corporate Governance: A Security Design Approach 2 (2004), available at <http://ssrn.com/abstract=516102> (last visited: 2008.01.30).

⁴⁵ *Id.* at 2-3.

獲利⁴⁶。

共同基金之投資人，亦享有風險分散（risk diversification）之利益，蓋基金之投資組合（portfolio）乃廣泛分散於各類有價證券中，而藉匯聚多數投資人之資金，共同基金即得提供一機制，達成個別投資人於有限資金成本下，無法達成之投資組合分散，亦即風險之分散效果⁴⁷。然此一因投資組合分散所伴隨之風險分散及對個人投資單一有價證券時，因發行公司破產致受之損失風險之降低，實非謂共同基金人無庸承擔任何風險或其所承擔之風險以全數移轉予基金本身。反而，共同基金投資人雖係基金獲利時之受益人，亦係風險之最終承擔者。因投資標的價格漲跌難免，於標的跌價時，基金之淨值亦將免貶值，而導致投資之虧損⁴⁸。實則，不同類型之基金，其影響基金淨值之風險均未盡相同⁴⁹。以債券型基金為例，主要之風險即為利率風險（interest rate risk）與信用風險（credit risk）。於市場利率上升時，債券之價值即下降，且債券之到期日愈長，其價格受市場利率變化之影響即愈明顯⁵⁰。同時，倘債券之發行人未依約定期限清償本金或利息（default），發行人之信用評等（credit rating）將形下降，債券之價值亦將隨之減少，而投資於該債券之基金淨值，自亦貶損而致投資人受有投資損失⁵¹。又如前

⁴⁶ Investment Company Institute, A Guide to Understanding Mutual Funds (hereinafter the ICI Guide) 3 (2006), available at http://www.ici.org/pdf/bro_understanding_mfs_p.pdf (last visited: 2009.06.30).

⁴⁷ *Id.* at 4.

⁴⁸ 沈中華，金融市場：全球的觀點，頁454-455，2006年9月修訂版。

⁴⁹ 基金主要之風險為通貨膨脹風險（inflation risk）、匯兌風險（currency risk）、信用風險（credit risk）、利率風險（interest rate risk）及政治風險（political risk）等。詳見ICI Guide, *supra* note 46, at 7.

⁵⁰ ICI Guide, *supra* note 46, at 7.

⁵¹ ICI Guide, *supra* note 46, at 7.

述，投資人欲回贖其購買之單位者，乃依共同基金之淨值計算其單位價格。然與一般股票不同者⁵²，共同基金之淨值計算，並非即時，而係投資人提出請求後數小時始進行之，且往往為主要證券交易市場收盤後數小時，故投資人縱於提出回贖請求後，仍有承擔基金跌價損失之可能⁵³。再者，各類共同基金之投資人均承擔作業風險（*operation risk*）與法律風險（*legal risk*）。若共同基金經理人，為自己利益計算，而從事與基金投資人利益相反之交易如位自己利益而使基金對特定有價證券延遲交易（*late trading*）⁵⁴，甚或將基金「公器私用」，則基金之績效必然不彰，投資人亦將蒙受損失⁵⁵。而若基金經理人因而受監理官調查甚或起訴，公眾對該基金之信心將形喪失，迫使投資人不得不承受虧損而將其投資回贖。

總之，共同基金之資人其持份之價值，隨機金之資產淨值升降而變動，亦即，投資人對共同基金之投資風險，需自行承擔。

⁵² 於直接買賣有價證券之場合，投資人極易透過網路、通訊或直接電詢證券經紀商等方式取得關於其投資標的證券價格變動之即時資訊。詳見ICI Guide, *supra* note 46, at 7.

⁵³ In the case of the purchase or sale of a single stock or bond, investors may acquire real-time (or close to real-time) pricing information with relative ease by checking financial websites or by calling your broker. You can also monitor how a stock's price changes from hour to hour, or even second to second. Investment Company Institute, Questions You Should Ask Before You Invest in a Mutual Fund (hereinafter ICI Q & A) 3 (2000), available at http://www.ici.org/pdf/bro_questions_p.pdf (last visited: 2009.06.30). Also see Laurin B. Kleiman et. al., *Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund: Legal and Practical Considerations in THE ABCS OF MUTUAL FUNDS* 169, 198 (2007).

⁵⁴ CHRISTOPHER E. PALMER, MUTUAL FUND GOVERNANCE: LEGAL REQUIREMENTS AND INDUSTRY GUIDANCE, SN049 ALI-ABA 91, 93 (2008).

⁵⁵ 沈中華，同註48，頁456。

四、比較分析——分離帳戶應定位為「類似共同基金之投資基金」

以共同基金與保險公司相較，前者乃匯聚共同基金投資人之資本，以投資於投資組合分散之有價證券之公司組織或信託⁵⁶，而後者則係與被保險人約定於損失實現或特定事故發生實填補被保險人損害或給付保險金以換取被保險人繳納之對價⁵⁷，申言之，如前述，亦即前者資金聚集之目的乃為投資，投資人購買共同基金之單位取得其部分所有權之目的，即在分享共同基金因投資之標的有價證券增值獲分配股利而使資產淨值增加之成果⁵⁸。至若後者，被保險人依保險契約繳納保險費之目的，則為換取保險人承擔所移轉之風險及於損失或特定事故發生時之補償或定額給付⁵⁹。二者資金聚集之目的實南轅北轍。另，投資人就共同基金之單位享回贖權，得隨時藉回贖取回其投資，但保險費則因係危險承擔與提供保障之對價，除契約解除之場合外，不可退還⁶⁰。又，保險與共同基金縱或同具風險組合與風險分散之特徵，購買共同基金單位與簽訂保險契約（即購買保險）二者關於孰為風險承擔者一事，仍存在莫大差異。如前所揭，被保險人購買保險乃將自身風險移轉於保險團體，然共同基金之投資人，卻未移轉任何風險，反而自承投資損失之風險。亦即，保險乃一風險理財工具，功能在於移轉並減輕被保險人之「純風險」（pure risk），而共同基金投資人所承擔者，卻屬

⁵⁶ ICI Guide, *supra* note 46, at 3.

⁵⁷ *Griffin Systems, Inc. v. Washburn*, 505 N.E 2d. 1121, 1123 (1987).

⁵⁸ ICI Guide, *supra* note 46, at 3.

⁵⁹ 505 N.E 2d. 1123 (1987).

⁶⁰ Invest Wisely: An Introduction to Mutual Funds (hereinafter the SEC Guide), <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm> (last visited: 2008.03.23); KEETON & WIDISS, *supra* note 28, at 617; JERRY, *supra* note 29, at 611-12.

「投機性風險」(speculative risk)⁶¹。

另一方面，投資型保險之分離帳戶，縱附麗於人壽保險契約下，與保險商品間仍存在諸多異點，反與共同基金具多處相似。其一，投資型保險之保單持有人自承分離帳戶之資產淨值跌價風險，與保險契約風險移轉之特徵不同，然與共同基金投資人承擔投資風險則無二致；其二，縱分離帳戶不似共同基金具法律上獨立之人格，其淨保費存入分離帳戶之目的及保單持有人得任意就淨保費之配置與流向自由決定之性格，與共同基金投資人購買共同基金之單位及回贖十分類似⁶²；其三，與人壽保險契約風險管理之目的不同者，分離帳戶之目的在使保單持有人直接參與因帳戶投資標的價值增減而生之損益，此與共同基金投資人之投資目的相同⁶³；其四，每一保單之現金價值，乃保單持有人所有分離帳戶「投資單位」價值之總和，兌現時，乃依其所持有之全部單位數與分離帳戶資產總值之比例(pro-rata share)，計算其現金價值，而其最終現金價值屬不確定，可能為多或少甚或為零⁶⁴。該計價方法，與共同基金計算投資人回贖可取回之現金價值如出一轍。最末，分離帳戶之管理費用及其他行政成本，縱於分離帳戶有投資損失之場合，並未含於所繳交之保險費中，而應由保單持有人另行負擔。此一特徵與共同基金之帳戶管理費用亦甚雷同⁶⁵。

⁶¹ Speculative risk describes a situation in which there is a possibility of loss, but also a possibility of gain; whereas the risk that the insurer takes from the insured is the pure risk referring to the occasion that involves only the probability of loss or no loss. For details, see VAUGHAN, *supra* note 35, at 7, 17.

⁶² BOROS & THOMPSON, *supra* note 11, at 14; Ratner, *supra* note 24, at 701.

⁶³ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 6; Remmers, *supra* note 44, at 2.

⁶⁴ *SEC v. Variable Annuity Life Ins. Co.*, 359 U.S. 65, 71 (1959). 財團法人保險事業發展中心，同註2，頁4。

⁶⁵ Ratner, *supra* note 24, at 702; The SEC Guide, *supra* note 60; JERRY, *supra* note 29,

由上開比較分析可知，投資型保險分離帳戶之特徵，與其所附麗之人壽保險窘殊，反與共同基金之諸多特徵甚為近似或相同，故自理論面言，法律上倘將分離帳戶訂位為「類似共同基金」之投資基金，絕非無的放矢之議。

參、分離帳戶之定性(二)——美國法之觀察

本部分乃係藉對美國法之觀察，驗證前一部分於理論上所得關於分離帳戶係「類似共同基金之證券商品」之結論。依一九四八年麥卡倫佛格生法案（the McCarran-Ferguson Act），美國關於保險公司之監理權乃至課稅權傳統上均歸屬各州之保險監理官，蓋當其時國會已為此較符聯邦制及保險業具因地制宜性之公共利益⁶⁶。另，一九三三年證券法（the Securities Act of 1933）第三(a)項第八款亦明文將保險（insurance）或年金（annuity）契約排除於該法適用範圍之列⁶⁷。然隨投資型保險之相繼推出，法院與美國聯邦證券

at 611; Hunt, *supra* note 4, at 3.

⁶⁶ The McCarran-Ferguson Act reads “(a) The business of insurance, and every person engaged therein, shall be subject to the laws of the several States which relate to the regulation or taxation of such business. (b) No Act of Congress shall be construed to invalidate, impair, or supersede any law enacted by any State for the purpose of regulating the business of insurance, or which imposes a fee or tax upon such business, unless such Act specifically relates to the business of insurance” 15 U.S.C. §1012 (1948). See also *Prudential Ins. Co. v. Benjamin*, 328 U.S. 408, 429 (1986); *U.S. Dept. of Treasury v. Fabe*, 508 U.S. 491, 499 (1993).

⁶⁷ Section 3(a)(8) of the Securities Act of 1933 provides that the provisions of the Act shall not apply to “Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia”. 15 U.S.C. § 77c(a)(8).

交易委員會（the Securities Exchange Commission）對一新種投資型保險商品之態度，已傾向區辨何者屬前開一九三三年證券法第三(a)項第八款所列保險或年金契約，而無須適用證券法，或何者縱以保險或年金為名，卻與保險或年金之性質有殊而不宜排除於證券相關法規之適用範圍之外者。茲就成文法與案例法分述於后：

一、證券法規

(一)一九三三年證券法（Securities Act of 1933）及相關規則

1. 證券法本文相關規定

依一九三三年證券法第三(a)項第八款規定可知，保險契約或其他類似契約，並非商業界所稱以投資為目的之「證券」（security），故應排除於證券法適用之列⁶⁸。第三(a)項第八款定，任何保險契約（insurance policy）、人壽定期險保單（endowment policy）、年金契約（annuity）或附選擇權年金契約（optional annuity），而屬各州之保險監理官、銀行監理官或州內具類似職權之機關監管之對象發行者，除另有規定外，不得認係證券法規範之「證券」⁶⁹。然此一「過分」寬廣之規定，反肇生錯誤解釋（misinterpretation）之可能，致可能含於法定之「證券」範圍者，

⁶⁸ Jeffrey S. Poretz, *Insurance Products as Securities in UNDERSTANDING SECURITIES PRODUCTS OF INSURANCE COMPANIES* (PLI Commercial Law and Practice Course Handbook Series) 71, 75 (2001).

⁶⁹ “Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities ... (8) Any insurance or endowment policy or annuity contract or optional annuity contract, issued by a corporation subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia ...” See 15 U.S.C. § 77a-3 (a)(8) (2004).

無端被排除⁷⁰。其實，於證券法立法之初，國會並無明文排除一切保險契約之意欲，然因保險契約於當時實與證券無涉，乃將第三(a)項第八款納入，而立法初始時，僅明文對特定種類之契約，如依所得稅法（Internal Revenue Code）第四〇一項所列舉之「養老金計畫」（pension）或「利益共享計畫」（profit-sharing plan），始被列舉排除，亦即現行證券法第三(a)項第二款之規定⁷¹。

2. 第一五一號規則（Rule 151）

美國聯邦證券交易委員會於一九八六年頒訂第一五一號規則，對以「年金」或「附選擇權年金」為名之契約，是否於證券法第三(a)項第八款排除適用之列，提供明文之判斷基準⁷²。依第一五一號規則，證券法第三(a)項第八款之排除規定，僅於下列要件該當時，始適用於年金或附選擇權年金：(1)年金或附選擇權年金保險單之發行人（保險人）需為屬各州之保險監理官、銀行監理官或州內具類似職權之機關監管之對象；(2)保險人承擔契約之投資風險；(3)該契約之發行非以投資為主要目的⁷³。另，第一五一號規則進一步

⁷⁰ Puretz, *supra* note 68, at 76.

⁷¹ *Id.* Section 3(a)(2) of Securities Act of 1933 provides that “Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities ... The Commission, by rules and regulations or order, shall exempt from the provisions of section 5 of this title any interest or participation issued in connection with a stock bonus, pension, profit-sharing, or annuity plan which covers employees some or all of whom are employees within the meaning of section 401(c)(1) of the Internal Revenue Code of 1954 [26 USCS § 401(c)(1)].” See 15 U.S.C. § 77a-3 (a)(2) (2004).

⁷² Christopher S. Petito, *Status of Variable Products Under the Securities Act of 1933 in VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION 2-4* (Clifford E. Kirsch ed., 2006).

⁷³ “Any annuity contract or optional annuity contract (a ‘contract’) shall be deemed to be within the provisions of section 3(a)(8) of the Securities Act of 1933, Provided,

對保險人是否承擔投資風險之判斷基準予明文，亦即保險人符合下列要件即得任其有風險承擔之情形：(1)保單之價值不因分離帳戶投資損益而變動；(2)人壽保險之保險人於保險契約存續其間：①保證契約之主要給付金額及報酬率，但扣除銷售、行政或其他成本，且②若於收取之保費有特殊獲利應分享予保單持有人；(3)前開幾報酬率之擔保修正之頻率，每次相隔不得低於一年⁷⁴。

前開第一五一號規則明訂之區辨離帳戶是否適用證券法之要件，於一九八六年之 *Otto v. Variable Annuity Life Ins. Co.* 乙案中，為美國第七上訴巡迴法院首度實際引用，並判定本案被告 *Variable Annuity Life Ins. Co.* 所發行之定額年金 (fixed annuity) 為證券商品，因該契約使投資人承擔顯著之投資風險，而與第一五一號規則所揭露之要件不符⁷⁵。

That (1) The annuity or optional annuity contract is issued by a corporation (the ‘insurer’) subject to the supervision of the insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions, of any State or Territory of the United States or the District of Columbia; (2) The insurer assumes the investment risk under the contract as prescribed in paragraph (b) of this rule; and (3) The contract is not marketed primarily as an investment.” See 27 C.F.R. § 230.151(a) (1986).

⁷⁴ “The insurer shall be deemed to assume the investment risk under the contract if (1) The value of the contract does not vary according to the investment experience of a separate account; (2) The insurer for the life of the contract (i) Guarantees the principal amount of purchase payments and interest credited thereto, less any deduction (without regard to its timing) for sales, administrative or other expenses or charges; and (ii) Credits a specified rate of interest (as defined in paragraph (c) of this rule) to net purchase payments and interest credited thereto; and (3) The insurer guarantees that the rate of any interest to be credited in excess of that described in paragraph (b)(2)(ii) will not be modified more frequently than once per year.” See 17 C.F.R. § 230.151(b) (1986).

⁷⁵ For details, see *Otto v. Variable Annuity Life Ins. Co.*, 814 F.2d 1127-1142 (7th Cir.

(二)一九四〇年投資公司法及相關規則

1. 投資公司法本文相關規定

按一九四〇年投資公司法第三(a)項第一款，投資公司應定義為「有價證券之發行人且其主要營業為發行有定期給付之憑證（certificate）或其持有相當數量之該類憑證」⁷⁶。倘依此定義，人壽保險公司極有可能被歸於投資公司之列。然鑑於保險公司之性質與投資公司不同，且投資公司關於公司治理（corporate governance）之原則與保險公司差異甚大⁷⁷，故投資公司法第三(c)項第三款乃明文排除投資公司法對保險公司之適用⁷⁸。至於何謂「保險公司」，則定義於投資公司法第二(a)項第十七款。依該款規定，保險公司乃以承保風險或提供再保險以承保他保險公司之風險為主要業務，而受州保險監理官監管之公司⁷⁹。然此一排除規

1986).

⁷⁶ “... [I]nvestment company means any issuer which is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding.” 15 U.S.C. § 80a-3 (a)(1)(B) (2004).

⁷⁷ STEPHEN E. ROTH, FITTING VARIABLE ANNUITY AND VARIABLE LIFE INSURANCE PRODUCTS INTO THE REGULATORY FRAMEWORK OF THE INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940, 893 PLI/Comm 143,152 (2007).

⁷⁸ “... [N]one of the following persons is an investment company within the meaning of this title...(c) Any bank or insurance company; any savings and loan association, building and loan association, cooperative bank, homestead association, or similar institution, or any receiver, conservator, liquidator, liquidating agent, or similar official or person thereof or therefore” 15 U.S.C. § 80a-3 (c)(3) (2004).

⁷⁹ “‘Insurance company’ means a company which is organized as an insurance company, whose primary and predominant business activity is the writing of insurance or the reinsuring of risks underwritten by insurance companies, and which is subject to supervision by the insurance commissioner or a similar official or agency of a State; or any receiver or similar official or any liquidating agent for such a com-

定，於一九六四年之*Prudential Insurance Company v. SEC*一案（後述）後，漸行動搖，因該案中聯邦第三上訴巡迴法院雖維繫發行年金保險單之保險公司仍屬投資公司法中定義之「保險公司」範疇，但亦認該案年金保險之分離帳戶，於投資公司法之規範目的下，應與「投資公司」於投資公司法上受相同對待⁸⁰。

2. 規則第6e-2及6e-3(T)號

為促進「功能性監理」（functional regulation），一九四〇年投資公司法中若干條文及相關規則均被聯邦證券交易委員會調整或訂立，使其適於投資型保險及其分離帳戶監理之需⁸¹。其中最具體者，即分別為規範固定保費變額保險（scheduled premium variable life insurance）及彈性保費變額保險（flexible premium life insurance）所訂立之規則第6e-2及6e-3(T)號⁸²。

(1) 規則第6e-2號

本規則(a)項規定分離帳戶除有例外情形外，應視為發行有定期給付受益權證之投資公司而受一九四〇年投資公司法及相關規則之拘束⁸³。是項並訂有七大要件，於分離帳戶符合該些要件之場合，該分離帳戶極受投資公司法及相關規則之規範。此七要件為：(1)分離帳戶乃由保險公司依各州或加拿大保險法所建立；(2)分離帳戶資產之來源僅得為銷售變額保險所獲之保費或設立並維持該些分離帳戶之保險人與帳戶運作相關之預墊款項；(3)分離帳戶之資產禁

pany, in his capacity as such.” See 15 U.S.C. § 80a-2(a)(17) (2006).

⁸⁰ ROTH, *supra* note 77, at 152.

⁸¹ Windell M. Faria, *Status of Insurance Companies and Insurance Company Separate Accounts Under the Investment Company Act in VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION 3-31* (Clifford E. Kirsch ed., 2006).

⁸² *Id.*

⁸³ See 17 C.F.R. § 270.6e-2(a) (2002).

止用於一般年金保險或一般壽險現金價值之累積或滿足其他非人身保險之保責任；(4)由分離帳戶資產而生之收入、獲利或損失，應依變額保險契約之約定，直接反應於各該分離帳戶中，與他帳戶無關；(5)分離帳戶之財產需於法律上與保險公司之一般財產隔離，且其財產不得為發行壽險公司其他業務或清償因之而生之責任使用；(6)分離帳戶之財產總值，於每年調整後，至少需等於或大於分離帳戶所附屬險種之保單價值準備金及責任準備金金額；且(7)擔任分離帳戶投資顧問者，需為依一九四〇年投資顧問法註冊者⁸⁴。

-
- ⁸⁴ “1. Such separate account is established and maintained by a life insurance company pursuant to the insurance laws or code of
- i. any state or territory of the United States or the District of Columbia, or;
 - ii. Canada or any province thereof, if it complies to the extent necessary with Rule 7d-1 under the Act;
2. The assets of the separate account are derived solely from the sale of variable life insurance contracts as defined in paragraph (c)(1) of this Rule 6e-2, and advances made by the life insurance company which established and maintains the separate account (“life insurer”) in connection with the operation of such separate account;
3. The separate account is not used for variable annuity contracts or for funds corresponding to dividend accumulations or other contract liabilities not involving life contingencies;
4. The income, gains and losses, whether or not realized, from assets allocated to such separate account, are, in accordance with the applicable variable life insurance contract, credited to or charged against such account without regard to other income, gains or losses of the life insurer;
5. The separate account is legally segregated, and that portion of its assets having a value equal to, or approximately equal to, the reserves and other contract liabilities with respect to such separate account are not chargeable with liabilities arising out of any other business that the life insurer may conduct;
6. The assets of the separate account have, at each time during the year that adjustments in the reserves are made, a value at least equal to the reserves and

另，本規則(b)項復列舉一九四〇年投資公司法於固定保費變額保險適用之一系列例外。此些例外之規範目的各異，有為確保保單持有人不致對保險人引致多風險，而影響保單中對低死亡保險金額保證之履行者⁸⁵。如該項第五款即規定，由保單持有人或分離帳戶之理事會（board of directors）發動之關於分離帳戶投資政策之變更，得由保險人於合理且符最大善意原則下否決，而所謂合理乃指該投資政策之變更違反法律或將使分離帳戶之資產本質及品質產生根本變動之場合⁸⁶。另亦有例外規範純粹為便宜處理之目的者⁸⁷。如(b)項第十五款對投資公司法第九項關於曾犯重罪或關係人於投資公司任職之限制限縮於「不得擔任管理或行政職務」即為一例⁸⁸。

other contract liabilities with respect to such separate account, and at all other times, except pursuant to an order of the Commission, have a value approximately equal to or in excess of such reserves and liabilities; and

7. The investment adviser of the separate account is registered under the Investment Advisers Act of 1940.” See 17 C.F.R. § 270.6e-2(a) (2002).

⁸⁵ See Faria, *supra* note 81, at 3-32.

⁸⁶ “Changes in the investment policy of the separate account initiated by contract holders or the board of directors of the separate account may be disapproved by the life insurer, provided that such disapproval is reasonable and is based upon a determination by the life insurer in good faith that: A. Such change would be contrary to state law; or B. Such change would be inconsistent with the investment objectives of the separate account or would result in the purchase of securities for the separate account which vary from the general quality and nature of investments and investment techniques utilized by other separate accounts of the life insurer or of an affiliated life insurance company, which separate accounts have investment objectives similar to the separate account.” See 17 C.F.R. § 270.6e-2(b)(5)(ii) (2002).

⁸⁷ See Faria, *supra* note 81, at 3-33.

⁸⁸ For details, see 17 C.F.R. § 270.6e-2(b)(15)(i) (2002).

(2)規則第6e-3(T)號

與第6e-2號規則同，第6e-3(T)號規則(a)項亦對彈性保費變額保險分離帳戶之建構與維持，明訂其要件。此些要件與第6e-2號規則列舉者類似。最顯著之不同處，乃此處分離帳戶之財產來源。依本規則(a)項第二款，分離帳戶之財產來源有四：①消彈性保費變額保險之保費；②銷售固定保費變額保險之保費收入；③因分離帳戶投資標的而分派之股利或紅利之累積；及④保險人為分離帳戶運作之預墊款項⁸⁹。與第6e-2號規則之(a)項第二款相較，此處分離帳戶之財產來源顯然較廣。除財產來源之差異外，第6e-2號規則與第6e-3(T)號規則實無重大不同。

(三)其他關於揭露之重要規定

以消弭或緩解市場上資訊不對稱 (asymmetry of information) 為目標之資訊揭露要求，向屬證券監理法規之投資人保障機制無可或缺之一環⁹⁰。聯邦證券法規中揭露制度之目標即係促進對於市場上發行之有價證券之準確分析，亦即發揮情報功能 (informative function)，並保護專業知識普通之投資大眾免於詐欺或不公平對

⁸⁹ “The assets of the separate account are derived solely from: (i) the sale of flexible premium variable life insurance contracts (‘flexible contracts’) as defined in paragraph (c)(1) of this Rule, (ii) the sale of scheduled premium variable life insurance contracts (‘scheduled contracts’) as defined in paragraph (c)(1) of Rule 6e-2 under the Act, (iii) funds corresponding to dividend accumulations with respect to such contracts, and (iv) advances made by the life insurer in connection with the operation of such separate account.” See 17 C.F.R. § 270.6e-3(T)(a) (2002).

⁹⁰ International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principle of Securities Regulation 24 (1998), available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf> (last visited: 2009.07.02).

待，亦即落實保護功能（protective function）⁹¹。申言之，就情報功能言，藉資訊揭露之要求，足對投資進行精確分析之資訊即得流通，亦間接促進證券市場之效率，亦即使市場中之資本，得獲較具效率之配置⁹²。至若保護功能，資訊揭露得防止各類詐欺或對無經驗之投資人巧取利益（exploitation）之行為，因此些行為成功之要素係於證券商或公司內部人員之隱匿（non-disclosure）或不當或誤導性之揭露（inappropriate or misleading disclosure）故也⁹³。而欲使證券監理法規中關於揭露之相關規定適用於投資型保險之發行及分離帳戶之維持，實有其獨特之複雜性⁹⁴。一般言，公開說明書（prospectus）之製作及其中之資訊揭露與說明書之交付，乃達成揭露目標之最主要方式之一⁹⁵。聯邦證券法非惟要求證券之發行人備置公開說明書，內涵足使投資人達成理性投資決定之充足資訊，並要求發行人為具法律拘束力之資訊揭露，此含註冊時之揭露事項及年報與半年報應揭露之事項，俾阻止一切之欺罔行為⁹⁶。

準此，依現行聯邦證券監理法規及證券交易委員會之相關解釋，資訊揭露得大別為二不同時期，即「銷售當時之揭露」

⁹¹ Stephen E. Roth & Mary Jane Wilson-Bilik, *Simplified Disclosure for Mutual Funds and Variable Insurance Products: Variable Insurance Products in CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: CURRENT SECURITIES, TAX, ERISA, AND SSTATE REGULATORY ISSUES* 307, 310 (1998).

⁹² Alison G. Anderson, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review*, 25 HASTINGS L.J. 311, 314 (1974).

⁹³ *Id.*

⁹⁴ Stewart D. Gregg, *Current and Evolving Disclosure Delivery Practices of Issuers of Variable Insurance Products in CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: ABA-ALI COURSE OF STUDY* 45, 47 (1999).

⁹⁵ Roth & Wilson-Bilik, *supra* note 91, at 310.

⁹⁶ *Id.* at 310-11. Also see 15 U.S.C. § 80a-45 (1990); 15 U.S.C. § 77a-7 (1990); 15 U.S.C. § 77a-10 (1954).

(point-of-sale disclosure) 與「平時繼續之揭露」(regular ongoing disclosure)⁹⁷。變額保險之發行人於此二時期均應履行各種之資訊揭露義務。於銷售時期，購買變額保險單之消費者，有權要取得二種公開說明書，一為關於變額保險單本身之公開說明書⁹⁸，另一則於分離帳戶分為若干基金之場合，取得該些基金之公開說明書⁹⁹。此一揭露之要求，稱為「二階系統」(the two-tier system)，即分離帳戶之階段及各投資基金之階段，以配合證券監理法規中，依一九三三年證券法及按一九四〇年投資公司法分別註冊之二階段註冊制度¹⁰⁰。一般言，此二份或以上之公開說明書，應於銷售前或銷售時交付予投資人，然有時亦有於契約成立時或交付保單時始一併交付者¹⁰¹。至於繼續性之揭露，保單持有人於購買變額保險後，均有權於每一年度取得數種不同之資訊揭露文件。此些文件含：1. 於每年度終了時關於保單持有人保費投入之各子帳

⁹⁷ Gregg, *supra* note 94, at 49.

⁹⁸ 15 U.S.C. §77e(b)(2) (2006).

⁹⁹ SEC Release No. IC-14575 text at n. 49 (June 25, 1985) (Form N-4 adopting release) quoting Gregg, *supra* note 94, at 49.

¹⁰⁰ A life insurance company separate account, holding purchase payments made under a variable annuity contract (“VA”) or variable life insurance policy (“VLI”) (collectively, “variable insurance contracts”), is deemed to be a registerable investment company under the 1940 Act. Units of interest, or other participations in the separate account, (collectively, units of interest) under the variable insurance contracts are deemed to be registerable securities under the 1933 Act. See Gary O. Cohen, *Prospectus Delivery Issues Under the Securities Act of 1933 for Life Insurance Company Issuers of Variable Insurance Products and for Underlying Mutual Funds in* CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: ABA-ALI COURSE OF STUDY 1,4 (1999). See also Gary O. Cohen, *Discoure Delivery by Life Insurance Company Issuers of Variable Insurance Contracts and Underlying Mutual Funds in* THE '40 ACT INSTITUTE 2000: PLI ORDER NO. B0-00KD 87,91 (2000).

¹⁰¹ Gregg, *supra* note 94, at 49.

戶之年報¹⁰²；2. 變額保險單之最新公開說明書¹⁰³；3. 各子帳戶（基金）之最新公開說明書¹⁰⁴；4. 每年六月三十日時關於保單持有人保費投入之各子帳戶之年報¹⁰⁵；5. 其他關於各類公開說明書之補充資料¹⁰⁶。另，縱法未要求，部分保險公司議題公分離帳戶其中子帳戶之年報或財務報告¹⁰⁷。

二、商品定性之發展——依證券相關法規形成之案例法（Case Law）

美國聯邦最高法院於一九五〇年代末期至一九六〇年代曾有數指標性之判決，具體充實前開「依商品特性決定有否證券監理法規適用」之處理標準及原則。茲詳論如下：

（一）*SEC v. Variable Annuity Insurance Company*¹⁰⁸

道格拉斯大法官（Justice William O. Douglas）於判決書中，明確指出 Variable Annuity 保險公司所推出之變額年金保險（Variable Annuity）商品，因欠缺保險公司風險承擔（risk-bearing）一特性，系爭年金保險契約，不應被認為保險商品。其詳細論述如下：「於此保險公司欠缺對固定收益提供某程度保證之場合，系爭變額年金保險契約乃使全數之投資風險由保單持有人承擔，保險公司本身則未承擔任何風險。保單持有人係依比例自總投資帳戶中享投資報酬，但報酬可能多、可能少甚或無報酬……吾人

¹⁰² 17 C.F.R. § 270.30a-1 (2003).

¹⁰³ Gregg, *supra* note 94, at 49.

¹⁰⁴ Gregg, *supra* note 94, at 49.

¹⁰⁵ 17 C.F.R. § 270.30e-1 (2001).

¹⁰⁶ Gregg, *supra* note 94, at 49.

¹⁰⁷ Gregg, *supra* note 94, at 49.

¹⁰⁸ 359 U.S. 65 (1959).

不宜將『保險』或『年金』之概念凍結，而使商品因其名稱即得不受聯邦證券法之規範。實則，保險所涉者，乃保險公司之部分或全部之風險承擔。此處係爭契約中被保險人必死之風險（**risk of mortality**）看似由保險人承擔，然此僅係表象，而非該契約之實質。本契約中，保險人對被保險人之固定收益之擔保未於契約中約定，此意謂保險人無承擔任何風險之實質……蓋於傳統之『保險』概念下，保險人之風險承擔，為無得或缺之要件，亦即於年金保險契約中，保險人至少需擔保部分保險金乃以固定金額方式給付。惟系爭契約中，保險公司未提供類似之擔保，反令保單持有人之利益，完全繫於投資組合中有價證券之漲跌，且其報酬率又設有上限，卻對投資損失未設任何下限，故保險公司於此未有任何風險承保（**risk underwriting**）行為，自不得認系爭契約為保險契約。¹⁰⁹」

109 “... absent some guarantee of fixed income, the variable annuity places all the investment risks on the annuitant, none on the company. The holder gets only a pro rata share of what the portfolio of equity interests reflects—which may be a lot, a little, or nothing... Common knowledge tells us that the forms have greatly changed even in a generation. And we would not undertake to freeze the concepts of ‘insurance’ or ‘annuity’ into the mold they fitted when these Federal Acts were passed. But we conclude that the concept of ‘insurance’ involves some investment risk-taking on the part of the company. The risk of mortality, assumed here, gives these variable annuities an aspect of insurance. Yet it is apparent, not real; superficial, not substantial. In hard reality the issuer of a variable annuity that has no element of a fixed return assumes no true risk in the insurance sense ... We deal with a more conventional concept of risk-bearing when we speak of ‘insurance.’ For in common understanding ‘insurance’ involves a guarantee that at least some fraction of the benefits will be payable in fixed amounts. The companies ... guarantee nothing to the annuitant except an interest in a portfolio of common stocks or other equities—an interest that has a ceiling but no floor. There is no true underwriting of risks, the one earmark of insurance as it has commonly been conceived of in popular understanding and usage.” *Id.* at 71-73 (citations omitted).

另，布雷南大法官（Justice William J. Brennan）於其協同意見書中，自一九三三年證券法之立法目的入手，認系爭契約中保單持有人承擔之投資風險，屬證券法欲保護之範疇。其理由之主要內容如下：

「證券法第三(a)項第八款及投資公司法第二(a)項第十七款¹¹⁰之目的乃在使證券法於特定契約其簽發人係歸各州保險監理官（insurance commissioner）、銀行監理官（bank commissioner）或其他具相同職能之政府機關監督管轄或使投資公司法於契約簽發人依該法定義為保險公司而受各州合格監理官管轄之法人等場合，排除其適用。簡言之，該些除外規定（exclusions）係將所列舉之契約及其簽發人之管轄權，劃歸各州合格監理機構單獨監管。傳統上，關於此些契約及簽發人是否有聯邦證券相關法規之適用此一問題，鮮有疑義或研討……然倘一新型態之投資安排出現，縱其貼以『保險』或『年金』之標籤，仍應就該商品實質之功能，檢驗其是否屬國會於一九三三年證券法立法時，願保留與州保險監理官排行使他管轄之範疇。於進行此一詢問時，對證券法及州保險法之立法目的及證券法強調之『保護投資人目的』（protective purpose）進行分析，均屬相關必為之事項……於傳統之年金保險中，保單持有人所承擔者，乃保險人失卻清償能力（insolvency）之風險，是故州保險監理法規之目的，乃在失卻清償能力之防止及保險人穩健財務狀況之維繫，俾使保險人之固定年金給付義務得完全履行。至若對價格浮動且具管理人之基金其單位持有人所承擔之投資風險提供保護，則係聯邦證券法之關注事項，與州保險監理法規誠大異其趣。¹¹¹」

¹¹⁰ See 15 U.S.C. § 80a-2(a)(17) (2006).

¹¹¹ “These exclusions were to take effect where the issuer of the policy or contract was

(二) *SEC v. United Benefit Life Insurance Company*¹¹²

本案系爭契約與前案略有差異，而聯邦最高法院對何為「保險契約」之認定標準，亦較前案嚴格。本案之系爭契約名為「彈性基金年金契約」（Flexible fund annuity），其允保單持有人於到期日時，得選擇依實際之投資報酬或依淨保費所計算之保證所得金額中二者額度較高者，作為其最終可取得之現金價值¹¹³。此一契約亦准許保單持有人選擇將其保單之所得之報酬，於特定條件下，轉換

subject to the supervision of the state ‘insurance commissioner, bank commissioner, or any agency or officer performing like functions’ (Securities Act § 3(a)(8)) or where a company classifiable as an ‘insurance company’ was ‘subject to supervision by the insurance commissioner or a similar official or agency of a State’ (Investment Company Act § 2(a)(17)). The exclusions left these contracts and companies to the sole control of such state officials. Except for these exclusions, there is little doubt that these contracts and the companies issuing them would be subject to the Federal Acts ... But if a brand-new form of investment arrangement emerges which is labeled ‘insurance’ or ‘annuity’ by its promoters, the functional distinction that Congress set up in 1933 ... must be examined to test whether the contract falls within the sort of investment form that Congress was then willing to leave exclusively to the State Insurance Commissioners. In that inquiry, an analysis of the regulatory and protective purposes of the Federal Acts and of state insurance regulation as it then existed becomes relevant ... [I]n a traditional annuity the policyholder bears the investment risk in the sense that he stands the risk of the company’s insolvency. The prevention of insolvency and the maintenance of “sound” financial condition in terms of fixed-dollar obligations is precisely what traditional state regulation is aimed at. The protection of share interests in a fluctuating, managed fund has received the attention of specific federal legislation. Both are ‘investment risks’ in a sense, but they differ vastly in kind and lend themselves to different regulatory schemes.” *See Id.* at 76, 91.

¹¹² 387 U.S. 202 (1967).

¹¹³ *Id.* at 205.

為終身年金之給付 (life annuity)¹¹⁴。該些條件乃與保單持有人於契約到期時所可獲之給付金額有關，而其所可獲之給付金額又與隨投資報酬率而變化之現金價值相關¹¹⁵。同時，所謂之「淨保費保證」 (net premium guarantee)，亦提供於契約到期時一定金額之終身年金給付¹¹⁶。乍觀之，此一契約設計，似已含某程度之「受益擔保」，然本案撰寫法律意見之赫倫大法官 (Justice John Marshall Harlan) 則對保險中保險人「完全之風險承擔」 (complete risk assumption) 及本案系爭契約僅藉少額之保證而進行之「部分風險移轉」 (partial risk transferring) 區辨，有精闢見解。其指出：

「本案係系契約雖移轉部分風險與保險人，然其於所有保單持有人間，並無所謂『風險組合』 (risk pooling) 之機制，亦即，保單持有人對保險團體之基金無直接請求權，但保險人有達成預定報酬率之目標與義務……然系爭契約全然顛倒保險人於現金價值累積期間之角色。有別於傳統之年金保險契約中保險人有義務於現金價值累積期間達成一定報酬率，以應日後定額年金給付之所需，系爭契約中之保險人所扮演者，較似『投資代理人』 (investment agent)，而使保單持有人直接參與保險庫基金投資之損益。而保險人於系爭契約下縱有義務於到期日時保證最低給付金額，人此金額遠小於繳交相同保費之傳統型遞延年金保險 (deferred annuity contract) 之保單持有人於到期時所可獲之給付金額……是故，觀諸系爭契約現金價值累積之過程，本法院認為系爭契約非屬證券法第三(a)項所謂之『保險』而不應排除證券法適用之事實，極其顯

¹¹⁴ 387 U.S. 205 (1967).

¹¹⁵ 387 U.S. 205 (1967).

¹¹⁶ 387 U.S. 205 (1967).

明。系爭契約對保單持有人強調者，非傳統保險中之穩健（*stability*）與安全（*security*）之功能，反予之藉投資管理過程而使現金價值成長之期待。況系爭契約關於滿其給付之保證金額，將因投資風險而顯著減少，此『保單持有人投資風險承擔』之特徵，究難認其與證券法中『保險』之定義相符。總之，一契約之給付僅某程度受有擔保與『保險』仍存在本質之差異。¹¹⁷」

(三) *Prudential Insurance Company v. SEC*¹¹⁸

如前述，美國一九四〇年投資公司法第二(a)項第十七款及第三(c)項第三款，明文排除該法及相關規則於保險公司之適用¹¹⁹。

¹¹⁷ “There is some shifting of risk from policyholder to insurer, but no pooling of risks among policyholders ... The policyholder has no direct interest in the fund, and the insurer has a dollar target to meet. The ‘Flexible Fund’ program completely reverses the role of the insurer during the accumulation period. Instead of promising to the policyholder an accumulation to a fixed amount of savings at interest, the insurer promises to serve as an investment agency and allow the policyholder to share in its investment experience. The insurer is obligated to produce no more than the guaranteed minimum at maturity, and this amount is substantially less than that guaranteed by the same premiums in a conventional deferred annuity contract ... Approaching the accumulation portion of this contract, in this light, we have little difficulty in concluding that it does not fall within the insurance exemption of § 3(a) of the Securities Act. ‘Flexible Fund’ arrangements ... are considered to appeal to the purchaser not on the usual insurance basis of stability and security but on the prospect of ‘growth’ through sound investment management. And while the guarantee of cash value based on net premiums reduces substantially the investment risk of the contract holder, the assumption of an investment risk cannot by itself create an insurance provision under the federal definition. The basic difference between a contract which to some degree is insured and a contract of insurance must be recognized.” *Id.* at 207-08.

¹¹⁸ *Prudential Ins. Co. v. SEC*, 326 F.2d 383 (3rd Cir. 1964).

¹¹⁹ See 15 U.S.C. § 80a-3 (c)(3) (2004); 15 U.S.C. § 80a-2(a)(17) (2006).

然一九六四年，本案之當事人——保德信人壽保險公司（Prudential Insurance Company）創造一令法院開始思考投資公司法於投資型保險分離帳戶之適用可能性。本案中，保德信人壽設計一「變額年金保單」（Variable annuity），約定購買人每月給付固定金額之保費若干年，每期保費扣除行政成本後之金額，則投資於一組合系列證券之投資帳戶（portfolio）中¹²⁰。購買人依其於總投資帳戶佔有之單位數（units），依投資之表現按比例分享獲利或損失¹²¹。法院透過檢視保德信人壽設立之投資基金（Investment Fund）¹²²及審酌投資公司法之立法目的，判定保德信人壽建立之分離投資基金，屬投資公司法適用之範疇，而保德信人壽或該投資基金，應被認定為信託投資基金之「發行人」（issuer），其理如下：

「由立法沿革以觀，本法院獲致保德信人壽之『投資基金』乃投資公司法中所謂之『基金』之結論。因自其實質以觀，該投資基金乃一完全與保德信人壽一般帳戶分離之獨立帳戶，且該帳戶之唯一目的即係從事證券投資。此一投資基金之資金來源，係自變額年金保單持有人每月繳納之保險費中取得，而該基金亦以為年金保單持有人之利益為存在之唯一目的。是故，該基金應不屬保險公司本身，而得自保險公司分離，其特性亦一如聯邦最高法院於Variable Annuity Insurance Company乙案中所指陳：『對年金保單之持有人於投資帳戶中之利益未提供任何擔保，且對有價證券投資之獲利，設有上限，而對跌價損失，則未設下限』……準此，則保德信人壽，甚或該『投資基金』本身，於一九四〇年投資公司法之目的

¹²⁰ 326 F.2d 384 (3rd Cir. 1964).

¹²¹ *Id.*

¹²² 此處之「投資基金」（Investment Fund）應係即分離帳戶於系爭契約中之命名。

下，應被認定為基金之發行人……因投資公司發之立法目的，即係對類似系爭變額年金保險契約購買者之基金投資人，賦予顯著之保障。此些保障，依聯邦證券交易委員會之認定，應含投資政策與基金操作實務之揭露及對管理費用、交易過程與投資策略變更之規範。是故，外觀上縱保德信之『投資基金』附著於保險公司之保護傘下，於無他例外情形之場合，不表其即可免受投資公司法之規範。¹²³」

¹²³ “... the legislative history compels the conclusion that Prudential’s Investment Fund is a ‘fund’ as that term is used in the statute. As we have previously seen, the Investment Fund is a completely segregated account, devoted to investing in securities. The cash for these investments is derived from payments made by the purchaser of the variable annuity contract. Though the proceeds of the fund are held for the sole benefit of the annuitant, it is this fund, and no other entity, in which he has an interest. Thus, the fund is separable from the insurance company which, as the Supreme Court noted in VALIC, ‘guarantee(s) nothing to the annuitant except an interest in a portfolio of common stocks or other equities- an interest that has a ceiling but no floor’. ... It follows from this that the Investment Fund, and not Prudential, is the ‘issuer’ of these securities for the purposes of the Investment Company Act of 1940 ... The Investment Company Act of 1940 contains significant safeguards for the protection of those who, like the purchasers of variable annuities, invest in ‘securities’. These safeguards, characterized by the Commission as insuring ‘corporate democracy’, include disclosure of investment policy and operating practices, and the regulation of fees, trading practices, and changes in investment policy. The mere fact that the investment program in the case at bar is under the aegis of an insurance company ought not to negate compliance with these controls in the absence of compelling circumstances.” 326 F.2d 385-388 (3rd Cir. 1964) (citations omitted).

三、國家保險監理官協會之模範法

如前述，美國之保險監理權限屬州保險監理官，其保險監理法規之立法權亦屬各州。而國家保險監理官協會（National Association of Insurance Commissioners, the NAIC），則係由全美五十州之保險監理官組成之論壇，其任務乃在「保護保險消費者利益」之目的下，於可行範圍內，統一各州監理政策、監理目標乃至關於保銷售行為、財務及其他各種監理法規¹²⁴。因之，NAIC所定各類監理法規之模範法，於各州立法，均有一定程度之影響。以下即就NAIC二相關之模範法——「變額保險模範法」（Variable Life Insurance Model Regulation）與「變額年金模範法」（Model Variable Annuity Regulation）中關於分離帳戶之規定予討論。

（一）變額保險模範法

本法第二條之P項僅將分離帳戶定義為：本州保險人或外州或外國保險人外州依本州或外州相當之保險法規建立之分離帳戶¹²⁵，此定義顯未就分離帳戶之特徵及結構加以任何描述。反而分離帳戶之運作於同條S項關於「變額人壽保險單」（variable life insurance policy）之定義中，可見端倪。依該項，「變額人壽保險單」乃指一保險單提供人壽保險之保障，而其保障金額隨按本州或外州保險法設立之保險人設立及管理之分離帳戶之投資表現而變動者¹²⁶。

¹²⁴ The NAIC's History and Background, available at http://www.naic.org/index_about.htm (last visited: 2008.06.11).

¹²⁵ “‘Separate account’ means a separate account established pursuant to Section [insert section] of this state or pursuant to the corresponding section of the insurance laws of the state domicile of a foreign or alien insurer.” Variable Life Insurance Model Regulation (hereinafter VLI Reg.), Sec. 2(P) (1996).

¹²⁶ “‘Variable life insurance policy’ means an individual policy that provides for life

此定義已揭櫫變額保單之現金價值係於分離帳戶之投資結果此一事實。

本法關於分離帳戶則主要規定於第六條及第七條。第六條明文揭示發行變額保險單之保險人建立一至多個分離帳戶之義務，並規定分離帳戶資產之評價方式，乃依評價日之市價或依市價估計之轉讓成本（amortized cost）評定之¹²⁷。而每一變額保險單應先申請州保險監理官核准，其申請核准時應對其整體運作方式（methods of operation）、銷售保單之方法（methods of distribution）、分離帳戶資產之投資策略（investment policy）及死亡與費用風險（mortality and expense risks）由保險人承擔之事實均應予揭露，而於投資策略有變更之場合，亦應向州保險監理官申報（filing）變更之程序及內容¹²⁸。另，於簽發變額保單時，保險人對分離帳戶之稅賦（taxes）、仲介費（brokerage fee）、行政及投資管理費用（administrative expense and investment management expenses）、死亡保險費、分離帳戶中應維持之最低金額及其他保險契約利益之對價（charges for incidental insurance benefit）等事項負書面揭露之義務¹²⁹。

特值注意者，本法第六條H項要求保險人訂立約束自己及其關係企業、董事、經理人及受雇人為分離帳戶從事買賣行為時之行為

insurance the amount or duration of which varies according to the investment experience of any separate account or accounts established and maintained by the insurer as to the policy, pursuant to Section [insert applicable section] of the insurance laws of this state or pursuant to the corresponding section of the insurance laws of the state of domicile of a foreign or alien insurer.” VLI Reg. Sec. 2 (S) (1996).

¹²⁷ For details, see VLI Reg. Sec. 6 (A) & (D) (1996).

¹²⁸ For details, see VLI Reg. Sec. 3 (B) & 6 (F) (1996).

¹²⁹ VLI Reg. Sec. 6 (G) (1996).

準則（**standard of Conduct**），而若保險人自訂之自律規則（**code of ethics**）符合一九四〇年投資公司法第十七項(j)款及其相關法規之規定者，即可認其已服膺本條之規定¹³⁰。此一規定，恰指陳變額壽險之分離帳戶，性質上與共同基金或其他型態之投資基金相仿之事實，否則，關於分離帳戶內投資標的之買賣規則，又何需依投資公司法之相關規定定之？此外，本法將分離帳戶視為證券商品並為同一之處理者，尚有二處。一為第六條J項規定，保險人不得與依一九四〇年投資顧問法（**Investment Advice Act of 1940**）合法登

¹³⁰ “Every insurer seeking approval to enter into the variable life insurance business ... should adopt by formal action by its board of directors a written statement specifying the standards of conduct of the insurer, its officers, directors, employees and affiliates with respect to the purchase or sales of investments of separate accounts. The standard of conduct should be binding on the insurer and those to who, it refers . A code or codes of ethics meeting the requirements of Section 17 j under the Investment Company Act of 1940 and its applicable rules and regulations shall satisfy the provisions of this section”. VLI Reg. Sec. 6 (H) (1996). Section 17 j of the Investment Company Act of 1940 provides that “Rules and regulations prohibiting fraudulent, deceptive or manipulative courses of conduct. It shall be unlawful for any affiliated person of or principal underwriter for a registered investment company or any affiliated person of an investment adviser of or principal underwriter for a registered investment company, to engage in any act, practice, or course of business in connection with the purchase or sale, directly or indirectly, by such person of any security held or to be acquired by such registered investment company in contravention of such rules and regulations as the Commission may adopt to define, and prescribe means reasonably necessary to prevent, such acts, practices, or courses of business as are fraudulent, deceptive or manipulative. Such rules and regulations may include requirements for the adoption of codes of ethics by registered investment companies and investment advisers of, and principal underwriters for, such investment companies establishing such standards as are reasonably necessary to prevent such acts, practices, or courses of business.” See 15 U.S.C. § 80a-17 (j) (1999). Also see 17 C.F.R. § 270.17j-1 (2004).

記以外之個人或法人，就分離帳戶之管理，訂立有償之顧問契約¹³¹；另一則為第七條規定，保險人對本法所要求應對消費者應揭露之資訊，倘以符一九三三年證券法所定公開說明書（prospectus）之應具備格式為之，即足認保險人已滿足此一要求¹³²。準此，NAIC將投資型保險分離帳戶定位為證券商品之意思

¹³¹ “An insurer shall not enter into a contract under which any person undertakes, for a fee, to regularly furnish investment advice to such insurer with respect to its separate accounts maintained for variable life insurance policies unless the person providing advice is registered as an investment adviser under the Investment Advice Act of 1940.” See VLI Reg. Sec. 6 (J)(1) (1996). Section 203 of the Investment Advice Act of 1940 provides that “it shall be unlawful for any investment adviser, unless registered under this section, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce in connection with his or its business as an investment adviser.” See 15 U.S.C. § 80b-3 (a) (2006).

¹³² “... The requirement of this section shall be deemed to have been satisfied to the extent that a disclosure containing information required by this section is delivered, ... in the form of a prospectus included un the requirements of the Securities Act of 1933 and which was declared effective by the Securities Exchange Commission ...”. See VLI Reg. Sec. 7 (1996). According to Section 2 (a)(10) of the Securities Act, “The term ‘prospectus’ means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security; except that (a) a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under subsection (b) of section 10) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of subsection (a) of section 10 at the time of such communication was sent or given to the person to whom the communication was made, and (b) a notice, circular, advertisement, letter, or communication in respect of a security shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 10 may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the

已不證自明。

(二)變額年金模範法

本法第四條A項對分離帳戶之運作有詳細規定。依該項，除為所擔保之保險契約利益預留之準備金（reserves for guaranteed benefits）外，其他挹注於分離帳戶或作為現金價值累積之金額，均得隨時投資或再投資（reinvest）於同一或其他分離帳戶而無保險監理法規中關於保險公司資金運用相關要求或限制之適用¹³³。至於分離帳戶資產之評價方式，則與前開「變額保險模範法」第六條D項之規定，並無二致，亦即，依評價日之市價，或於無立即可出售之市場時，則由契約以書面約定之¹³⁴。

至於分離帳戶證券商品之屬性，本法第四條D項則有明文。依該項規定，倘變額年金保險之分離帳戶向聯邦證券交易委員會註冊為「單位投資信託」（unit investment trust）者，保險人得依分離帳戶受易人（保單持有人）之指示，就分離帳戶所持有之股票，依一九四〇年投資公司法相關部分，行使表決權（voting rights）¹³⁵。

Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest and for the protection of investors, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, may permit.” See 15 U.S.C. § 77a-2 (a)(10) (2000). Also see 15 U.S.C. § 77a-10 (1954).

¹³³ “Except as may be provided with respect to reserves for guaranteed benefits ... [a]mounts allocated to separate account and its accumulations may be invested and reinvested without regard to any requirements or limitations prescribed by the laws of this state governing the investments of life insurance companies.” Model Variable Annuity Regulation (hereinafter VA Reg.), Sec.4(A)(1)(a) (1999).

¹³⁴ For details, see VA Reg., Sec. 4(B) (1999).

¹³⁵ “... [a] company may, with respect to a separate account registered with the Securities Exchange Commission as a unit investment trust, exercise voting rights in connection with securities of a regulated investment company registered under the In-

另，倘分離帳戶向聯邦證券交易委員會註冊為「管理投資公司」(management investment company)者，其得組成委員會(committee)、董事會(board)或其他管理機構，其成員得為保險人之關係企業但須由分離帳戶之受益人選舉產生，以單獨或聯合行使對分離帳戶資產之管理並進行投資¹³⁶。此一規定亦揭露分離帳戶應向聯邦證券主管機關—投資公司法註冊之事實，顯見將分離帳戶定位為類似共同基金之投資基金，具正當性。

四、小 結

綜上，美國之證券監理與保險監理及各該法規之制訂與執行之權，雖分屬聯邦證券交易委員會及州保險監理官，然二者對投資型保險分離帳戶屬證券商品性質之認定，並無歧異。此由NAIC模範法之相關條文及證券法、投資公司法之規範與相關判例法之見解即足窺知。此一結論，亦使前開理論層次所得「分離帳戶係證券商品」之推論，獲致驗證，亦證實將分離帳戶視為證券商品而由證券監理法規與監理機關予規範、監督與管理，切實可行。美國證券法之第一五一號規則及投資公司法之第6e-2號及第6e-3(T)號規則及相關案例法揭露之「投資風險承擔」及「與保險人財務隔離」等要

vestment Company Act of 1940 and held in such separate accounts in accordance with instructions from persons having interests in such accounts ratably determined by the company” See Sec.4(D)(1)(a) (1999).

¹³⁶ “[a] company may, with respect to a separate account registered with the Securities Exchange Commission as a management investment company, establish for the account a committee, board or other body, whose members may or may not be otherwise affiliated with the company and may be elected to membership by the vote of persons having interests in the account ... The Committee, board or other body may have the power, exercisable alone or in conjunction with others, to manage the separate account and the investment of its assets.” See Sec.4(D)(1)(b) (1999).

件，進一步為判斷何種分離帳戶應有證券相關法規之適用，訂立明確基準，使對分離帳戶實施功能性監管之系統得運作無礙，殊值參考。

肆、台灣法制之規範內容與檢討

本文下乃就台灣投資型保險商品於保險法及其他相關行政法規關於投資型保險，尤其分離帳戶部分之規定予研討，試發現分離帳戶於台灣現行法制上之定位，並探究現行法規範之妥適性。

一、相關法規

(一)保險法及施行細則

「投資型保險商品」係對人壽保險及年金保險之新種商品所採之通稱，其法源基礎乃二〇〇一年六月二十九日於立法院修正通過之保險法第一二三條及第一四六條，即所謂「財產劃分」及「分離帳戶」之規定，正式提供投資型保險商品上市之法源¹³⁷。關於財產劃分之規定，亦即表彰及分離帳戶財產與保險公司之一般財產隔離之特性者，規定於保險法第一二三條第二項：「投資型保險契約之投資資產，非各該投資型保險之受益人不得主張，亦不得請求扣押或行使其他權利。」至若分離帳戶之設置，及台灣保險法上所稱之「專設帳簿」，則規定於第一四六條第五項，保險業經營投資型保險業務、勞工退休金年金保險業務應專設帳簿，記載其投資資產之價值。」同條第六項並明文排除保險法第一四六條之一以下六條文關於保險業資金運用之規定，於分離帳戶資金運用適用之餘地，其

¹³⁷ 林志岳，台灣投資型保險商品市場與發展，頁1，網址：http://www.til.org.tw/fcontent/research/research03_01.asp?A3b_sn=103，最後瀏覽日：2008年5月26日。

目的即在使分離帳戶之「投資」功能得以發揮¹³⁸。

最值注意者，亦係首度提及分離帳戶具證券商品性質之條文，乃保險法第一四六條第七項。該項規定：「依第五項規定應專設帳簿之資產，如要保人以保險契約委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第六條規定之有價證券者，應依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務」。此之謂「全權委託」，即俗稱之「代客操作」，乃指證券投資信託事業或證券投資顧問事業對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券或其他相關商品之投資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，依雙方約定之條件為客戶執行投資或交易之業務之謂¹³⁹。顯見此一規定，至少於保單持有人以全權委託方式委任保險人對分離帳戶之資產予管理運用之場合，認定分離帳戶與證券投資信託及顧問法中之「證券投資信託」，具同一性質¹⁴⁰。

又，保險法本文僅提及「投資型保險」，卻未對何謂投資型保險予任何描述與定義。而保險法實行細則第十四條，即係就此一缺失之補正。依該條，投資型保險謂：「保險人將要保人所繳保險

¹³⁸ 保險法第146條第6項規定：「投資型保險業務專設帳簿之管理、保存、投資資產之運用及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之，不受第一項、第三項、第一百四十六條之一、第一百四十六條之二、第一百四十六條之四、第一百四十六條之五及第一百四十六條之七規定之限制。」

¹³⁹ 詳見「證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法」第2條第1項。

¹⁴⁰ 依「證券投資信託及顧問法」第3條，證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。而該法所稱證券投資信託事業，則指經主管機關許可，以經營證券投資信託為業之機構。證券投資信託事業經營之業務種類如下：一、證券投資信託業務；二、全權委託投資業務；三、其他經主管機關核准之有關業務。證券投資信託事業經營之業務種類，應報請主管機關核准。

費，依約定方式扣除保險人各項費用，並依其同意或指定之投資分配方式，置於專設帳簿中，而由要保人承擔全部或部分投資風險之人身保險。」

(二)舊「投資型保險商品管理規則」

為投資型保險商品銷售法源之保險法第一二三條第二項及第一四六條第五項縱於二〇〇一年六月修正完成，然關於投資型保險商品之特徵、分離帳戶之設置與運作方式、分離帳戶之投資標的與資產之評價方法等事項，則俟同年十月，始由當時之主管機關財政部，發布「投資型保險商品管理規則」¹⁴¹。此規則縱於二〇〇四年五月大幅增刪，並更名為「投資型保險投資管理辦法」¹⁴²，其部分條文仍頗具參考價值，其中之一乃第三條明訂之投資型保險商品六大要件。依該條，投資型保險商品應符下列要件：1.提供被保險人死亡或生存之保險保障；2.要保人所繳保費依約定方式扣除保險人各項費用，並依要保人同意或指定之投資分配方式置於專設帳簿中；3.專設帳簿與保險人之其他資產分開設置單獨管理之；4.專設帳簿之資產所產生之投資淨收益或損失均應由要保人直接承擔，但依保險單約定，由保險人部分承擔投資損益風險者，不在此限；5.保險人應定期對專設帳簿之資產加以評價，並依保險單所約定之方式，計算及通知要保人其於專設帳簿內受益之資產價值；6.專設帳簿資產之運用，應與要保人同意或指定之投資工具及標的相符，不得挪用或購買非要保人所指定之投資標的。

另，關於分離帳戶資產之運用，本規則第十二條對下列事項設有禁止規定：1.保險人提供專設帳簿之資產作為擔保之用；2.保險

¹⁴¹ 中華民國90年12月21日財政部台財保字第090712668號令發布施行。

¹⁴² 中華民國93年5月3日財政部台財保字第0930750680號令修正發布。

人將專設帳簿之資產借予他人；3.其他經主管機關禁止之事項¹⁴³。此些禁止事項，係對分離帳戶資產風險控管之規定，對保單持有人的保護，甚具實益。

(三)現行「投資型保險投資管理辦法」及「投資型保險資訊揭露應遵循事項」

1.投資型保險投資管理辦法

本辦法最近之修正為二〇〇八年四月二十四日修正發布之全文共分三章計二十九條¹⁴⁴。其主要內容如下：

(1)專設帳簿之重要規定

「投資型保險投資管理辦法」第四條重申經營投資型保險之保險人設立專設帳簿之義務，並明揭專設帳簿之資產，應與保險人之其他資產「分開設置，並單獨管理」之原則。同辦法第八條並進一步規定除有例外情形外，「專設帳簿之資產與保險人之一般帳簿資產間，不得互相出售、交換或移轉」，此係離帳戶資產獨立並與保險人一般財產帳戶隔離原則之落實¹⁴⁵。

至於分離帳戶管理之原則，本辦法第四條規定由要保人意思決

¹⁴³ 本條全文為：「專設帳簿資產之運用，除投資於經主管機關核准之證券投資信託基金、海外共同基金、政府債券、銀行定期存單或其他經核定之投資標的外，不得有下列情事：一、保險人提供專設帳簿之資產做為擔保之用。二、保險人將專設帳簿之資產借予他人。但主管機關另有規定者，不在此限。三、其他經主管機關禁止之事項。」

¹⁴⁴ 中華民國97年4月24日金管保二字第09702522571號令修正發布。

¹⁴⁵ 投資型保險投資管理辦法第8條第1項規定：「置於專設帳簿之資產與保險人之一般帳簿資產間，不得互相出售、交換或移轉。但有下列情事之一者，不在此限：一、將一般帳簿資產轉入非由保險人全權決定運用標的之投資型保險專設帳簿做為其設立之用，或用於支應該轉入專設帳簿保單之正常運作。二、為保險成本或第三條訂定之各項費用必要之轉出。三、為維護要保人或受益人之利益並經主管機關核准。」

定之，亦即帳簿資產之運用，應與要保人同意或指定之投資方式及投資標的相符，且保險人就受益資產價值對要保人負通知義務。另，本辦法第六條亦指出保險人應為要保人或受益人之利益管理專設帳簿之資產，且第九條復就管理專設帳簿資產者之注意義務及忠實義務設有明文。依第九條第一項規定，「保險人之董事、監察人、經理人及負責運用與管理專設帳簿資產之人，應盡善良管理人之注意，忠實執行專設帳簿投資管理業務，不得以職務上所知悉之消息，為專設帳簿保戶以外之人或自己從事投資相關之交易活動，或洩漏消息予他人」。

特值注意者，本辦法第五條關於保險人對專設帳簿資產之管理與運用之方式，區分為「全權委託」與「非全權委託」二種。前者之情形，保險人應指派具有金融、證券或其他投資業務經驗之專業人員運用與管理專設帳簿之資產，而於保險人全權決定運用於證券交易法第六條之有價證券之場合¹⁴⁶，應另依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務¹⁴⁷。至若後者，保險人得委託經主管機關核准經營或兼營全權委託投資業務之事業代為運用與管理專設帳簿之資產。此一分類，亦延伸適用於本辦法第十條及第十一條關於專設帳簿資產運用時，投資標的種類之限制。依該二條規定，弗論全權委託或非全權委託專設帳戶皆得持有之投資之標的為：①

¹⁴⁶ 證券交易法第6條規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」

¹⁴⁷ 其申請程序，詳見「證券投資及信託法」第50條及「證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法」（中華民國97年5月12日行政院金融監督管理委員會金管證四字第0970018976號令）。

銀行存款；②證券投資信託基金受益憑證；③共同信託基金受益證券；④依不動產證券化條例所發行之不動產投資信託受益證券或不動產資產信託受益證券；⑤依金融資產證券化條例所發行之受益證券或資產基礎證券；⑥各國中央政府發行之公債、國庫券；⑦金融債券、公開發行之有擔保公司債，或經評等為相當等級以上之公司所發行之公司債，或外國證券集中交易市場、店頭市場交易之公司債；⑧美國聯邦國民抵押貸款協會、聯邦住宅抵押貸款公司及美國政府國民抵押貸款協會所發行或保證之不動產抵押債權證券及⑨其他經主管機關核准之投資標的。專屬非全權委託之分離帳戶得持有之標的則為境外基金及結構型商品二者。而專屬全權委託之分離帳戶得投資之標的為公開發行公司股票、公開發行之有擔保公司債、外國有價證券¹⁴⁸及證券相關商品。至於此一區分究有否實益及其妥適性，將於后述之。

(2)全權委託之特別規定

新修訂之「投資型保險投資管理辦法」設立專章（第二章）就「由保險人全權決定運用標的之投資型保險」為規範。該章含第十九條至第二十七條共八條文！內容涵蓋銷售全權委託投資型保險保險人之資格、商品說明書應記載事項、要保人之對是否進行全權委託之決定權與轉換權、投資範圍變更時保險人之通知義務、會計原則及簿記原則等技術性規定。較值注意者，乃第二十二條關於說明書應記載事項之規範。依該條全委投資型保險之保險契約及保險商

¹⁴⁸ 依「投資型保險投資管理辦法」第11條第2項，外國有價證券乃指「一、外國中央政府發行之公債、國庫券。二、外國銀行發行之金融債券、可轉讓定期存單、浮動利率中期債券。三、外國證券集中交易市場、店頭市場交易之股票、公司債。四、境外基金。五、美國聯邦國民抵押貸款協會、聯邦住宅抵押貸款公司及美國政府國民抵押貸款協會所發行或保證之不動產抵押債權證券。」

品說明書，除應符合投資型保險資訊揭露應遵循事項及證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法規定之應載事項外，於保險契約及保險商品說明書中均訂有額外之應記載事項，可謂對保險人之揭露義務範圍之擴張¹⁴⁹。

2. 投資型保險資訊揭露應遵循事項

如前述，金融商品市場中，資訊不對稱之情形，賴揭露制度予矯正，以達保護投資人免於受詐欺或誤導性資訊影響之目的，並藉之促進對於市場上發行之有價證券之準確分析，強化市場效率¹⁵⁰。故為「為促進投資型保險之健全發展，強化保險業對攸關係戶權益事項之充分揭露，並落實對消費者權益之保障」¹⁵¹，財政部乃於二〇〇三年依「投資型保險投資管理辦法」訂定「投資型保險資訊揭露應遵循事項」（下稱「遵循事項」）¹⁵²。其後，因市場中部分投資型保險商品招攬文宣對投資報酬率及投資績效等事項之過分強調或風險告知等未充分揭露，致投資人關於投資型商品之認知陷於錯誤，乃於二〇〇五年十一月及二〇〇七年七月十六日，兩度修正其內容¹⁵³。

¹⁴⁹ 此些額外應記載之事項為：「一、保險契約：(一)保險契約轉換條款；(二)越權交易之責任歸屬；(三)其他經主管機關規定應記載事項。二、保險商品說明書：(一)全委投資型保險之性質、範圍、經營原則、收費方式、禁止規定、保戶、保險人及保管機構之法律關係及運作方式等事項；(二)運用委託投資資產之分析方法、資訊來源及投資策略；(三)經營全委投資型保險業務之部門主管及業務人員之學歷與經歷；(四)最近二年度損益表及資產負債表；(五)因業務發生訴訟或非訟事件之說明；(六)投資或交易風險警語、投資或交易標的之特性、可能之風險及法令限制。」

¹⁵⁰ 詳見本文第參部分一、(三)。

¹⁵¹ 詳見「投資型保險資訊揭露應遵循事項」第1條之立法目的。

¹⁵² 中華民國92年10月7日台財保字第0920750997號令公布實施。

¹⁵³ 詳見中華民國94年11月2日金管保三字第09402542473號令；中華民國96年7月

本「遵循事項」中第四條乃對「保險商品說明書」應揭露事項之詳盡列舉。舉凡對投資風險之警與、費用之揭露及投資標的之揭露等事項均在其列。關於投資風險之警語，遵循事項中第四條第五項規定商品說明書應以顯著方式及字體於「無保證收益」之場合刊印關於投資風險非屬保險人承保之範圍，保險人對投資盈虧不負責任，而於「具保證收益」之場合，刊印中途解約、贖回等情形不再保證之列，要保人應自承一切投資風險等字樣¹⁵⁴。另，關於要保人一切應負擔之費用，含「前置費用、保單相關費用、投資相關費用、後置費用及其他費用」等，亦在要求揭露之列¹⁵⁵。同條第七款則為對投資標的揭露之要求，本「遵循事項」針對各類投資標的如證券投資信託基金受益憑證、結構型債券、公司債、公債、不動產投資信託受益憑證或不動產抵押證券……等不同投資標的，皆訂有不同揭露事項之要求¹⁵⁶。

除前開「保險商品說明書外」，「遵循事項」亦就要保書應揭露事項及保單價值定期報告應揭露事項分別規定於第六條及第八

16日金管保三字第09602546051號令；投資型保險資訊揭露應遵循事項第三點、第四點、第五點修正草案總說明，網址：<http://www.ib.gov.tw/public/Attachment/511218311371.doc>，最後瀏覽日：2008年6月20日。

¹⁵⁴ 「投資型保險資訊揭露應遵循事項」第4條第5項第1款全文為：「應於說明書封裡以顯著方式及字體刊印下列文字：(1)本商品所連結之一切投資標的，其發行或管理機構以往之投資績效不保證未來之投資收益，除保險契約另有約定外，本公司（處）不負投資盈虧之責，要保人投保前應詳閱本說明書；(2)連結具投資收益保證之投資標的者，另應刊印「○○○○（投資標的名稱）須持有至到期日時，始可享有該投資標的發行或保證機構所提供之保證，要保人如有中途轉出、贖回或提前解約，均不在其保證範圍，要保人應承擔一切投資風險及相關費用。保人於選定該項投資標的前，應確定已充分瞭解其風險與特性。」

¹⁵⁵ 投資型保險資訊揭露應遵循事項第4條第6項。

¹⁵⁶ 詳見投資型保險資訊揭露應遵循事項第4條第7項。

條。關於前者，「投資風險警語」仍屬重點揭露事項¹⁵⁷，至若後者，則分「每季應揭露事項」¹⁵⁸及「每年應揭露事項」¹⁵⁹而異其處理。至於揭露方式，「遵循事項」第八條第三項規定，應依保險契約約定或要保人所指定之方式，採書面或電子郵遞方式辦理。但每年應揭露事項中之附帶報告與保險計畫有關之各投資標的財務報表、淨投資報酬率、報告日之投資明細、收費明細、投資目標或限制之改變及經理人異動之詳情等項，得採於公司網站揭露及書面備索方式辦理。

二、評析

(一) 值肯定之立法

首欲提出者，現行保險法第一二三條第二項及投資型保險投資管理辦法第四條第一款及第八條規定，均係對分離帳戶係會計上獨

¹⁵⁷ 「投資型保險資訊揭露應遵循事項」第6條規定要保書應揭露事項為：「(一)應顯著標示有關契約撤銷權行使期限之規定及投資風險警語；(二)應加列詢問事項：『保險業招攬人員是否出示合格銷售資格證件，並提供保單條款、說明書供本人參閱』；(三)保險公司(處)須告知保戶之重要事項(例如：保單價值之計算、投資風險、保單借款之條件、契約各項費用等)應依商品特性以表列方式敘明，表末並請要保人親筆簽名。」

¹⁵⁸ 每季應揭露事項含：「1. 投資組合現況；2. 期初單位數及單位價值；3. 本期單位數異動情形(含。異動日期及異動當時之單位價值)；4. 期末單位數及單位價值；5. 本期收受之保險費金額；6. 本期已扣除之各項費用明細(包括銷售費用、管理費用、死亡費用、附約保費)；7. 期末之死亡保險金額、淨現金解約價值；8. 期末之保單借款本息。」詳見投資型保險資訊揭露應遵循事項第8條第1項。

¹⁵⁹ 每年應揭露事項為：「除應按前項所列項目揭露年度彙總資料外，應附帶報告與保險計畫有關之各投資標的財務報表、淨投資報酬率、報告日之投資明細、收費明細、投資目標或限制之改變及經理人異動之詳情。」詳見投資型保險資訊揭露應遵循事項第8條第2項。

立且應分離設置、單獨管理，並與保險公司之一般帳戶隔離，不受保險人其他債權人之請求，其投資損益亦當然與保險人一般帳戶無關等諸特性之精準描述¹⁶⁰，頗值肯定。另，如前述，投資型保險分離帳戶與一般保險商品之最大區別為保單持有人投資風險之承擔¹⁶¹，然實務上對投資型保險之招攬輒有所謂「利息優於銀行存款」或「買基金送保險」等用語¹⁶²，此於消費者對投資型保險商品未具有充分認識之場合，極易陷於錯誤而對投資風險生有不正確之認知。投資型保險投資管理辦法第三條關於「相關警語」說明之要求及投資型保險資訊揭露應遵循事項第四條關於商品說明書及第六條關於要保書記載「風險警語」之要求，甚至對分離帳戶資產「季報」及「年報」揭露事項之規定，均對資訊不對稱之矯正使俾令投資型保險消費者獲取達成投資判斷之充分資訊，卓具助益，亦係投資人保障必要之環節。

另需注意者，弗論由前開商品特性之理論考察或比較法研習之結論，均肯認投資型保險之分離帳戶具證券商品之特性，而分離帳戶本身，即可視為一種投資信託¹⁶³。而保險法第一四六條第七項規定於要保人以保險契約委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第六條規定之有價證券之場合，應依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務，並於「投資型保險投資管理辦法」中針對全權委託之分離帳戶資產管理應申請全權委託業務、投資標的之限制級其他技術性事項如揭露事項為規定，姑不論其將全權委託與非全權委託予區分之妥適性如何，此些立法至少於

¹⁶⁰ BOROS & THOMPSON, *supra* note 11, at 14; ROTH, *supra* note 77, at 151.

¹⁶¹ Dearborn Financial Services, *supra* note 8, at 7.

¹⁶² 保險申訴案件統計新聞稿（2007年4月4日），網址：http://www.fsc.gov.tw/news_detail2.aspx?icuitem=2553181，最後瀏覽日：2008年6月12日。

¹⁶³ 詳見本文第貳部分四及第參部分。

某程度上已對分離帳戶具證券投資信託之特性存有認之，此與理論及國際趨勢一致。

(二) 值商權之立法

1. 舊法部分條文應保留而未保留

如前述，已廢除之「投資型保險商品管理規則」第三條明訂之投資型保險商品含保險保障、要保人指定保費配之帳戶、專設帳簿獨立、保單持有人投資風險承擔、專設帳簿資產定期評價及轉社帳簿資產運用限制等六大要件，乃對投資型保險諸最重要特徵之精確陳述，亦係對判斷某一保險商品是否屬投資型保險所提供之客觀判斷標準，其內容甚至含括新訂「投資型保險投資管理辦法」及「投資型保險揭露應遵循事項」大部指導原則，而與前開美國一九三三年證券法之第一五一號規則及一九四〇年投資公司法之規則第6e-2號及第6e-3(T)號具異曲同工之妙。然現存之「保險法」及其施行細則、「投資型保險投資管理辦法」或「投資型保險揭露應遵循事項」，均已不見本條之蹤跡或其他類似立法。如是，則監理機關判斷一保險商品是否該當於投資型保險之唯一依據，似乎僅餘保險法施行細則第十四條關於投資型保險之簡單定義——「保險人將要保人所繳保險費，依約定方式扣除保險人各項費用，並依其同意或指定之投資分配方式，置於專設帳簿中，而由要保人承擔全部或部分投資風險之人身保險」而已。

兩相比較，施行細則此一定義雖對投資型保險商品之外貌有蜻蜓點水式之描述，其精確度實未及「投資型保險商品管理規則」第三條。其一，施行細則使用「人身保險」之字樣，其範圍過廣。因人身保險含人壽保險（包括生存及死亡保險）、傷害保險及健康保

險¹⁶⁴，而投資型保險分離帳戶最終之投資損益，仍應歸入保單之現金價值中，然傷害保險及健康保險，理論上無所謂保單現金價值可言，自無設立分離帳戶，而形成投資型保險商品之可能。反觀投資型保險商品管理規則」第三條第一款所示「提供被保險人死亡或生存之保險保障」，與投資型保險商品之實際運作，較為相符；其二，施行細則雖提及要保人承擔投資風險之事實，然對投資風險由何而來則未加敘述。而投資型保險商品管理規則」第三條第四款則明訂投資風險乃「要保人對專設帳簿之資產所產生之投資淨收益或損失之直接承擔」，用語上顯較為精準詳實；第三，施行細則對專設帳簿資產之定期評價及揭露隻字未提。或謂：「投資型保險投資管理辦法」第四條第二款已有相同規定，惟此既係投資型保險專設帳簿運作之要件，將之含括於描述投資型保險商品之定義或要件中，反有助投資型保險商品之判定，誠無自要件中刪除之必要。

又，投資型保險商品管理規則第十二條明文禁止保險人提供專設帳簿之資產作為擔保之用或將專設帳簿之資產借予他人，此乃對分離帳戶資產風險控管之規定，對保單持有人之保護，至關重要。實則，無論借貸或擔保，皆應承擔信用風險，此亦為何銀行等金融機構，對信用風險之評價與控管，均設有嚴謹作業程序之原因¹⁶⁵。投資型保險之保險人理應不具如銀行之信用風險管理機制，復以專設帳簿中之資產倘因信用風險發生而減損，直接影響者自係保單持有人之利益，自保障消費者觀點言，實無准許之理由。然新法卻將本條刪除，是否意謂保險人提供專設帳簿之資產作為擔保之用或將

¹⁶⁴ 劉宗榮，保險法，頁18-19，1995年；汪信君、廖世昌，同註10，頁10。

¹⁶⁵ For details, see BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, SOUND CREDIT RISK ASSESSMENT AND VALUATION FOR LOANS 18 (2006), available at <http://www.bis.org/publ/bcbs126.pdf> (last visited: 2009.06.30).

專設帳簿之資產借予他人，均已屬法所准許之行為，不得而知，苟是，則其於保單持有人保障之妨害即不可謂不鉅。

2. 全權委託與非全權委託分別處理之疑義

如前述，保險法第一四六條第七項及「投資型保險投資管理辦法」第五條皆規定保險人於全權委託，且分離帳戶資產運用於證券交易法第六條規定之有價證券之場合，即應依證券投資信託及顧問法申請兼營全權委託投資業務。此乃立法者及主管機關對分離帳戶係證券商品之事實之意認識，本值肯定。然其焉以屬全權委託與否，以為是否適用證券投資及顧問法而受證券主管機關監管之區辨標準，非惟理由不明，且造成投資人保障之雙重標準。

參諸美國立法例，弗論前開一九三三年證券法之第一五一號規則及一九四〇年投資公司法之規則第6e-2號及第6e-3(T)號關於某一保險商品是否屬應受證券法規規範之商品，皆採訂定列舉式客觀審查基準之原則。以第一五一號規則為例，商品屬州保險監理官監理對象、保險人承擔契約之投資風險及該契約之發行非以投資為主要目的乃排除證券法適用之三大要件，且第一五一號規則進一步對保險人是否承擔投資風險之判斷基準予明文¹⁶⁶，未見所謂全權委託與非全權委託之區別，反而前開未為新法採用之「投資型保險商品管理規則」第三條，與美國法之規範方法類似。而如前述，投資型保險之分離帳戶得以證券商品視之，乃因其與共同基金（或廣義言，證券投資信託）之諸多共通點卻與傳統之保險毫無交集之故，如投資人分享共同投資之標的有價證券增值獲分配股利而使資產淨值增加之成果、回贖權、投資人風險承擔及管理費用之負擔等即係相似之所在¹⁶⁷，此與「保險人是否全權決定運用之標的」無涉。

¹⁶⁶ 詳見本文第參部分一、(一)、1。

¹⁶⁷ 詳見本文第貳部分四。

試問，保單持有人豈於非全權委託之場合即無承擔或承擔較小程度之投資風險乎？又豈於非全權委託之場合即無類似證券投資信託之回贖權？又或者，保單持有人於非全權委託之場合即無庸負擔管理費用？答案皆係否定！更遑論「投資型保險商品管理規則」第十條及第十一條對全權委託與非全權委託所准許之投資標的，有七成相同，而不同之標的，又非依各該標的之風險大小為區分標準¹⁶⁸，其以「保險人是否全權決定運用之標的」為分別有否證券相關法規適用之唯一標準之理由安在，誠令人費解。

況依現行「證券投資信託及顧問法」第三條規定，所謂證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。其所經營之業務，亦不以「全權委託」為限。而再參諸同法第四條關於「證券投資顧問事業」之定義，所謂證券投資顧問指「直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。」足見縱於非全權委託之場合，投資型保險之保險人仍不失為「證券投資信託」，而分離帳戶仍不失有「證券投資信託基金」¹⁶⁹之性

¹⁶⁸ 若謂非全權委託之場合，因不受證券法規規範，對投資人保障較顯不足，則其設定之投資標的，當需風險較小者。然投資型保險投資管理辦法第10條第1項第10款，「結構型商品」亦得為非全權委託投資型保險分離帳戶之投資標的。查「結構型商品」包羅萬象，舉凡利率型衍生性金融商品（interest rate derivatives）、信用型衍生性金融商品（credit derivatives）及證券化商品（securitization）皆屬之，而每種商品又可分為數種子商品，其所創造之風險各有不同，甚難判定其風險之巨微。For details, see FRANK J. FABOZZI ET AL., INTRODUCTION TO STRUCTURED FINANCE 23-90 (2006).

¹⁶⁹ 所謂「證券投資信託基金」乃指證券投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產。參

質，而保險人或其委託之專設帳簿資產管理人，至少均具有「證券投資顧問」之角色，而應受證券信託投資及顧問法與相關法規之規範。

觀諸現行投資型保險監管之法制架構，似假定於非全權委託之場合，投資人較無保障之必要，故得排除證券相關法規之適用。然如前述，此以全權委託與非全權委託為分別處理之標準，弗論於理論上、比較法上乃至證券相關法規上均查無堅實之理由，此一規範架構，乃徒然創造「雙重標準」，使投資人之保障，部分不周延而已。

伍、結論與建議

現行保險法及投資型保險監理之相關法規，縱已對投資型保險之特性有相當之描繪，亦已就分離帳戶具「證券投資信託基金」之特性，於某程度上肯認，然關於投資型保險商品之認定標準及證券投資信託及顧問相關法規之適用場合二事，容有修訂空間。

就投資型保險商品之判斷準以言，舊「投資型保險商品管理規則」第三條明訂之六要件甚為可採。因現行保險法本文對「投資型保險商品」既未設專章，甚至對等該商品應具之要件咸未規定，倘得將上述管理規則列舉之六要件增列於保險法本文中，或至少以之取代過於簡化之保險法施行細則第十四條，於投資型保險商品認定標準之明確性，必卓有助益。

至若證券相關法規之適用，既已承認投資型保險商品之分離帳戶具證券商品之性格，則以「功能性監理」(functional regulation)之法規架構取代現行「行業別監理」(sectoral regulation)即有必

「證券投資信託及顧問法」第5條第4款。

要。其實，於異種金融行業整合及金融商品創新之趨勢下，金融商品之界線漸次模糊，傳統依行業別而訂立之監理法規與架構，漸不敷監理所需，此亦令功能性監理之需求，應運而生¹⁷⁰。所謂「功能性監理」即指以金融商品或交易活動之實質內容之認定取代以行業別為標準，決定其適格之監理機構及法規，有時，監理官間對某一商品，亦可能有重疊之現象¹⁷¹。現行「投資型保險商品投資管理辦法」僅使全權委託之部分受證券相關法規之規範，進而肇生之二重標準，或許即係明知分離帳戶具「證券投資信託基金」之性格，卻又不欲脫離行業別監理框架之結果。較諸美國，縱保險監理與證券監理之權限分屬州保險監理官與聯邦證券交易委員會，其權力分布情形，遠較保險與證券監理機關屬同一「金融監督管理委員會」下不同之局監理之台灣複雜。然其州保險監理法規與聯邦之證券交易法規就投資型保險分離帳戶監理權歸屬及其適用之法規，竟無齟齬，究其原因，無非係對何種保險商品應受證券法規規範訂有明確審查標準，並落實功能性監理而已。是故，本文以為現行「投資型保險商品投資管理辦法」中，以「是否屬全權委託」為認定有無證券法規適用之標準應以如美國證券法之第一五一號規則，及投資公司法之規則第6e-2號及第6e-3(T)號取代，而於投資型保險商品一旦符法定之原則，即適用證券相關法規。

誠然，欲使投資型保險之分離帳戶，所涉者除註冊外，舉凡揭露規定、銷售規定乃至相關人員資格等事項皆有相關，誠具一定之

¹⁷⁰ For details, see Eugene M. Katz, *Securities Activities, Merchant Banking and Functional Regulation Under the Gramm-Leach-Bliley Act*, 56 CONSUMER FIN. L.Q. REP. 182,183 (2002).

¹⁷¹ John Shad, *Functional Regulation – The Concept and its Applications 2* (1986), available at <http://www.sec.gov/news/speech/1986/052186shad.pdf> (last visited: 2008.05.25).

複雜度。然本於消費者保障之金融監理法規指導原則¹⁷²並其消弭市場上資訊不對稱之情形，此一艱鉅之變革，仍勢在必行。

¹⁷² For details, see Richard J. Herring & Anthony M. Santomero, *What is optimal Financial Regulation?* in THE NEW FINANCIAL ARCHITECTURE: BANKING REGULATION IN THE 21ST CENTURY 52 (Benton e. Gup ed., 2000).

參考文獻

一、中 文

1. Dan Tromblay 原著，陳家明譯，變額保險，2000。
2. 沈中華，金融市場：全球的觀點，修訂版，2006。
3. 汪信君、廖世昌，保險法理論與實務，2006。
4. 財團法人保險事業發展中心，投資型保險商品業務員訓練教材，修訂3版，2007。
5. 彭秀玉，聰明購買投資型保險，2004。
6. 劉宗榮，保險法，1995。

二、外 文

1. Anderson, Alison G., *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review*, 25 HASTINGS L.J. (1974).
2. BOROS, JOAN E. & THOMPSON, RANDOLPH, A VOCABULARY OF VARIABLE INSURANCE PRODUCTS IN UNDERSTANDING SECURITIES PRODUCTS OF INSURANCE COMPANIES (2001).
3. CALRKE, MALCOLM A., THE LAW OF INSURANCE CONTRACTS (1994).
4. Cohen, Gary O., *Prospectus Delivery Issues Under the Securities Act of 1933 for Life Insurance Company Issuers of Variable Insurance Products and for Underlying Mutual Funds in CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: ABA-ALI COURSE OF STUDY* (1999).
5. Cohen, Gary O., *Discoure Delivery by Life Insurance Company Issuers of Variable Insurance Contracts and Underlying Mutual Funds in THE '40 ACT INSTITUTE 2000: PLI ORDER NO. B0-00KD* (2000).
6. DONALD, LEWIS E., DICTIONARY OF INSURANCE (7th ed. 1989).
7. DOWNES, JOHN, DICTIONARY OF FINANCE AND INVESTMENT TERMS (John Downes et al. eds., 5th ed. 1998).

8. FABOZZI, FRANK J., ET AL., INTRODUCTION TO STRUCTURED FINANCE (2006).
9. Faria, Windell M., *Status of Insurance Companies and Insurance Company Separate Accounts Under the Investment Company Act in VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION* (Clifford E. Kirsch ed., 2006).
10. FISHER, EMERIC, ET AL., PRINCIPLES OF INSURANCE LAW (3rd ed. 2006).
11. Gregg, Stewart D., *Current and Evolving Disclosure Delivery Practices of Issuers of Variable Insurance Products in CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: ABA-ALI COURSE OF STUDY* (1999).
12. GREMILLION, LEE, MUTUAL FUND INDUSTRY HANDBOOK: A COMPARATIVE GUIDE FOR INVESTMENT PROFESSIONALS (2005).
13. HARRINGTON, SCOTT E. & NIEHAUS, GREGORY R., RISK MANAGEMENT AND INSURANCE (1999).
14. Herring, Richard J. & Santomero, Anthony M., *What is optimal Financial Regulation? in THE NEW FINANCIAL ARCHITECTURE: BANKING REGULATION IN THE 21ST CENTURY* (Benton e. Gup ed., 2000).
15. JERRY, ROBERT H., UNDERSTANDING INSURANCE LAW (2002).
16. KATZ, AVERY W., FOUNDATIONS OF THE ECONOMIC APPROACH TO LAW (1998).
17. Katz, Eugene M., *Securities Activities, Merchant Banking and Functional Regulation Under the Gramm-Leach-Bliley Act*, 56 CONSUMER FIN. L.Q. REP. (2002).
18. KEETON, ROBERT E. & WIDISS, ALAN I., INSURANCE LAW: A GUIDE TO FUNDAMENTAL PRINCIPLES, LEGAL DOCTRINES AND COMMERCIAL PRACTICES (1988).
19. KIRSCH, CLIFFORD E., AN INTRODUCTION TO MUTUAL FUNDS IN NUTS AND BOLTS OF FINANCIAL PRODUCTS 2005: UNDERSTANDING THE EVOLVING WORLD OF CAPITAL MARKET & INVESTMENT MANAGEMENT PRODUCTS (2006).

20. KIRSCH, CLIFFORD E., VARIABLE INSURANCE PRODUCTS IN INVESTMENT COMPANY REGULATION AND COMPLIANCE: ALI-ABA COURSE OF STUDY (2000).
21. KIRSCH, CLIFFORD E., VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION (2006).
22. Kleiman, Laurin B., et. al., *Forming, Organizing and Operating a Mutual Fund: Legal and Practical Considerations in THE ABCS OF MUTUAL FUNDS* (2007).
23. LUTHARDT, CONSTANCE M. & WIENING, ERIC A., PROPERTY AND LIABILITY INSURANCE PRINCIPLES (2005).
24. PALMER, CHRISTOPHER E., MUTUAL FUND GOVERNANCE: LEGAL REQUIREMENTS AND INDUSTRY GUIDANCE (2008).
25. Petito, Christopher S., *Status of Variable Products Under the Securities Act of 1933 in VARIABLE ANNUITIES AND VARIABLE LIFE INSURANCE REGULATION* (Clifford E. Kirsch ed., 2006).
26. Puret, Jeffrey S., *Insurance Products as Securities in UNDERSTANDING SECURITIES PRODUCTS OF INSURANCE COMPANIES* (PLI Commercial Law and Practice Course Handbook Series) (2001).
27. Ratner, Charles L., *Practical and Creative Uses of Life Insurance in The Closely Held Business, in ESTATE PLANNING FOR THE FAMILY BUSINESS OWNER: ALI-ABA COURSE OF STUDY* (2000).
28. Roth, Stephen E. & Wilson-Bilik, Mary Jane, *Simplified Disclosure for Mutual Funds and Variable Insurance Products: Variable Insurance Products in CONFERENCE ON LIFE INSURANCE COMPANY PRODUCTS: CURRENT SECURITIES, TAX, ERISA, AND STATE REGULATORY ISSUES* (1998).
29. ROTH, STEPHEN E., FITTING VARIABLE ANNUITY AND VARIABLE LIFE INSURANCE PRODUCTS INTO THE REGULATORY FRAMEWORK OF THE INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940 (2007).
30. Sneed, Brenda D. & Young, Terry R., *Distribution of Variable Insurance Products: Responding to Changing Regulation, in UNDERSTANDING VARIABLE INSURANCE PRODUCTS* (1998).

九十八年六月

台灣投資型保險商品分離帳戶法律規範之檢驗 63

31. VAUGHAN, EMMETT J. & VAUGHAN, THERESE, FUNDAMENTALS OF RISK AND INSURANCE (2003).

A Review on the Laws and Regulations Regarding Separate Account on Investment-Linked Insurance Products in Taiwan: Observations from the Perspectives of Theoretical and Comparative Law

Kuan-Chun Cheng^{*}

Abstract

A brand-new life insurance product, which is known as investment-linked insurance (ILI), was first introduced in Taiwan in 2001. ILI combines traditional life insurance coverage with one or more separate investment accounts. Unlike traditional whole-life insurance policies, which carry fixed death benefits and cash values, the death benefits and cash values of ILI vary in accordance with the performance of a selected investment portfolio. Hence, the distinguishing feature of an ILI is that premiums may be allocated to one or more investment accounts, known as “separate accounts.” The policyholder may allocate premiums (net of premium charges) among investment accounts that offer a wide range of choices associated with different risks and opportunities from

^{*} Assistant Professor of Law, National Chengchi University College of Law; S.J.D. Georgetown University Law Center.

Received: June 24, 2008; accepted: March 18, 2009

money-market and government bond accounts to domestic and international equity accounts. In addition, the investment risks and returns of the separate accounts are borne by the policyholder, who is free to terminate the policy should he or she become dissatisfied with the rate of return on the ILI policy. Although Taiwan has amended its Insurance law and related regulations in response to the development of the ILI market, without distinguishing the nature of the separate account from traditional “insurance”, it is virtually impossible to ascertain the category of the contract formed between each policyholder and insurer with respect to each such account and to determine which laws and regulations, including those related to the supervision of mutual funds, are particularly applicable to the administration of each such account. Based upon these considerations, Part II of this paper aims first to clarify the nature of the separate account in the ILI product from a theoretical perspective. Then, Part III will verify the theoretical inference and its implementation from a comparative law perspective through the discussion of the related laws and rules concerning the supervision of ILI products in the United States. After affirming the character of the ILI’s separate account, Part IV will examine the present laws and regulations in Taiwan and expose the deficiencies of the current Taiwanese ILI supervisory system. Finally, Part V proposes recommendations for the reform of related laws and regulations pursuant to the studies in previous parts of this paper.

Keywords: Separate Account, Investment-linked Insurance, Variable Life Insurance, Variable Annuity.