

年利達律師事務所代表一批金融機構就 《證券及期貨條例草案》提出的意見

前言

一批金融機構（“十行”）過去曾就 2000 年 4 月發表的《證券及期貨條例草案》徵求意見稿（“白紙草案”）向財經事務局、證監會及立法會《證券及期貨條例草案》小組委員會提交了詳盡的書面意見。本文為十行在藍紙草案 11 月提交立法會後提出的進一步意見。

十行對草案內建議設立的新監管體制的目標表示支持，這些目標（如財經事務局發表的立法會簡報所載）旨在設立一套便於操作的監管體制，以建立公平有序而且透明的市場，令市場更具國際競爭力，從而吸引投資者、發行人和中介人。不過，我們擔心白紙草案某些範疇存在的一些問題會妨礙上述目標的實現。

本文稍後將會談到，我們對白紙草案參照我們（和其他人）較早時提出的意見作了一些修改表示十分歡迎。此外，在藍紙草案發表後，我們有機會與證監會和財經事務局的代表進行了幾次有建設性和助益的會面。我們希望，我們在會面中向上述機構提出並在本文列明的一些問題中至少有一部份會在委員會審議階段中獲得提出，從而對草案作出修訂。不過，我們較早時提出的意見有相當部分並未在藍紙草案內獲得反映，而十行和證監會/財經事務局在一些問題上顯然還存在一些分歧。

內容撮要

以下是我們對藍紙草案關注的要點，下文會對這些要點作更詳細的論述：

1 市場失當行為與失實陳述

我們關注的要點如下：

- 因疏忽（即被告並非明知故犯或罔顧後果）而作出失實陳述可能構成刑事罪
- 針對失實陳述享有的法定索償權利範圍非常廣泛，可適用於各種陳述（不僅是公司公告、招股文件及其他正式通訊），而且沒有加入諸如“謹慎責任”和倚賴有關陳述的合理性等普通法概念
- 沒有為一些僅技術上可能構成內幕交易的合法交易提供安全港
- “市場失當行為”的類別有頗多重疊之處，尤其是設定“非真實的”買賣價格和“價格操控”的罪行所包括範圍便寬得不合理，而且也沒有必要，因為草案已有其他規管市場失當行為的規定。

2 股份權益披露

草案將需要披露的內容擴大到包括要求披露未發行股份的權益和對現金結算衍生工具的權益，又要求披露權益性質的改變和持淡倉數量，此舉令監管體制變得極為複雜，守法的難度既大，成本也高，而因無心之失而負上刑事責任的風險也大增。

我們質疑所需披露的資料對上市法團和投資者來說究竟是否有價值。草案內也有一些豁免規定，如新增對交易所參與者從事股份借貸的豁免，但按照草案現稿的寫法，這項豁免對為數眾多的其他香港股份借貸人並無幫助。

我們也擔心賦予上市法團對涉及其股份的現金結算衍生工具交易和淡倉交易進行調查的廣泛權力，會妨礙香港衍生工具市場的發展。

3 發牌

3.1 “受規管活動”的範圍

關於將會納入規管範圍的各種活動的定義，我們有一些關於起草方面相當技術性的意見，以及一些需要澄清的疑問，我們尤其擔心“證券交易”和“提供自動化交易服務”的定義過於廣泛，如照字面意思理解，會包括科技出售者及其他服務提供者。

3.2 發牌予個人的要求

我們認為在僱員從事哪些活動會構成“受規管職能”，因而需要辦理個人註冊的這個問題上需要有更多的指引。

3.3 過渡安排

有一點很重要，那就是保障現有已註冊人士，使他們能夠在草案規定的兩年過渡期內根據新法例重新註冊，而不需要滿足諸如（就個人而言）考試等新要求。

還有一點對目前不受條例規管的豁免交易商來說尤其重要，那就是如果要引入大量關於業務經營的新規定，便應在草案頒佈後給以過渡性寬免或押後一段時間才實施新規定。

4 投資要約

現行法律中關於“向公眾”推銷的定義中許多不明確之處在草案中然存在，而草案也收窄了投資推銷活動豁免規定中所指的“專業投資者”的定義。草案中也包含了與《證券條例》令人不滿的第 72 條相等的規定，要求交易商在發出與證券有關的要約時要向投資者提供非常詳細的書面資料。本規定的適用範圍並不清晰，有可能妨礙交易商與其客戶之間的合法通訊。

5 證監會制定規則的權力

證監會有廣泛權力去制定規則，如一旦違反了這些規則而又無法作出合理解釋的話，便構成刑事罪行，可判處監禁和大額罰款，我們對這一點仍然感到不安。此外，我們對於沒有條文要求證監會的這些規則在頒布前須以草稿形式發表，徵求公眾意見這一點也感到擔憂。

6 未獲邀的造訪

我們同意應對運用電話或專人上門進行的高壓推銷手法加以限制，但是第 169 條似乎將現有法律的限制範圍擴大至包括諸如郵寄廣告資料和在網址上刊載廣告等接觸投資者的方式在內。這些限制似乎既不切實際，也不符合國際慣例。

7 投資者賠償

為賠償計劃提供資金的方法以及誰人有權向賠償計劃索償的問題對香港的中介人和投資者來說至關重要，但草案內卻未作出規定。我們尤其關注出現道德危機以及行業內交叉補貼的風險。

1 市場失當行爲及失實陳述

1.1 綜述

我們承認草案在這些方面已作出了很多有用的變更，包括減少嚴格責任（Strict Liability）罪行的數量，第 XIII 和 XIV 部的起草已作了一些刪減，一家法團對其僱員或代理人的行爲應承擔的刑事責任及高級管理層對法團的“市場失當行爲”應承擔的法律責任等已作了修改。

然而，草案就市場失當行爲和失實陳述的建議監管體制的整體方針仍維持不變。我們對於若干方面所採取的方針仍有一些意見，特別是：

- 對疏忽所造成的失實陳述適用的嚴重刑事處罰；及
- 建議的民事訴訟權利的範圍，特別是疏忽所造成的失實陳述的有關範圍。

爲了不再重複我們之前提出的全部意見（或我們就重新草擬這些規定而於 2000 年 8 月提交予財經事務局/證監會的建議），我們以下列述一些重點以及進一步說明技術性質或草擬性質的事項。

同時，我們認爲，除非草案第 XIII 和 XV 部作出修改，否則證監會將有需要對其中一些規定作出清晰指引，以確認其不會禁止如套戩等合法活動，即使此等交易會影響市場價格。

1.2 舉證責任

我們注意到報章對藍紙草案就市場失當行爲的修改作出了廣泛的報導，指出藍紙草案中的舉證責任已由辯方轉移到控方身上。有關意見認爲這會導致草案與美國法律不相符合，並不能爲投資者提供足夠保障。我們不同意這種觀點，並想特別指明以下幾點：

- 市場失當行爲規定的草擬是相當複雜的，而要在保障投資者免受失當行爲的損害以及避免對市場參與者的合法活動造成不適當的風險之間取得合適的平衡，並不單靠由控方抑或辯方承擔舉證責任，還要視乎罪行的要素怎樣定義。無論如何，白紙草案中所述及關於舉證責任的規定，只在少數情況下作了修改。
- 就“虛假交易”和“操控價格”而言，我們瞭解到政府的意向一直要禁止的，祇是那些控方可證明是故意干犯操控市場的行爲或罔顧其是否會操控市場而干犯的操控市場行爲。藍紙草案中稍稍作了一項草擬上的改動，以澄清這點，但我們認爲有關改動仍沒有達到澄清的目的。

- 就股市操控活動而言，正如根據此項規定所依據的澳洲公司法（**Australian Corporation Law**），控方必需證明行為是出於故意的，但這方面藍紙草案沒有作出任何修改。
- 就“披露關於受禁交易的資料”和“進行期貨合約交易的虛假陳述”而言，有關罪行仍屬嚴格責任罪行，控方毋須證明行為是出於特定意圖的。就這些情況而言，我們不會反對嚴格責任（雖然對後一種情況，我們建議對可證明其曾經犯上錯誤的被告允許其以此作為抗辯）。
- 就“關於證券或期貨合約的失實陳述”而言，控方現在需要證明疏忽（而非作為被告可提出的抗辯）。舉證責任的轉移是受到歡迎的，但我們仍憂慮基於疏忽而引致的嚴重刑事責任，所以有關改動本身仍沒有紓解我們的疑慮。

報章報導指出，在美國有關市場失當行為的舉證責任由辯方承擔。這作為一個概括的論題，顯然不正確。美國執業律師已確定，就“市場操控行為”而言，按這個詞在美國的理解，舉證責任明顯由控方承擔，不論是美國司法部提起的刑事檢控或是由美國證券交易委員會（**Securities and Exchange Commission**）提出的行政法律程序。無論是哪一種情況，都必須由控方證明被告是為了實現某特定結果而實施有關行為的。請特別參閱美國 1934 年證券交易法（**Securities Exchange Act 1934**）第 9(a)(2) 條（15 U.S.C.）— “為了誘使他人買賣某種證券而執行……一連串有關該種證券的交易……以造成該種證券的實際或明顯活躍交投或提高或降低該種證券的價格”，均屬違法。這些情況的舉證責任均由控方承擔。

美國法院已對此作出了解釋，條文的意思是控方必須確立被告是在“蓄意”（**Scienter**）（意圖或罔顧實情/罔顧後果）下實施有關行為，才能證明被告觸犯了 1934 年美國證券交易法項下的市場操控罪行。

儘管在某些情況下，在美國有關證券發售的失實陳述會導致投資者（除非抗辯成立）可提起私人民事訴訟，但香港的情況已屬如此（香港公司法第 40 條對招股章程的失實陳述的民事責任已有規定），由於草案中的市場失當行為規定是根據一般情況草擬的，所以用前述的民事責任推論關於市場失當行為的規定，作用不大；如果要由被告承擔舉證責任，即表示金融市場中大部分合法的日常活動將會干犯刑罪，除非實施有關行為的人士能證明事實並非如此。

1.3 失實陳述的法律責任

1.3.1 刑事責任

根據下列條文而導致刑事責任：

- 第 106 條（誘使他人投資於證券、基金或“受規管投資協議”的欺詐的或罔顧實情的失實陳述）
- 第 290 條（明知或罔顧或忽視資料是否虛假或誤導而散發有關證券或期貨合約的失實陳述）
- 第 293 條（與第 290 條相同，但適用於槓桿式外匯交易合約）。

根據第 292 條（欺詐或欺騙）或第 294 條（進行期貨合約交易的虛假陳述）亦可導致刑事責任。

儘管我們歡迎第 290 條和 293 條已作修改，使到關於疏忽方面的舉證責任已轉移給控方，但我們仍擔憂疏忽（即不小心地提供有關資料等）仍可導致觸犯罪行，而不論提供資料者是否用意在於他人可倚賴該等資料進行投資。即使如此，最高刑罰為罰款港幣 1,000 萬元和監禁 10 年。

我們對於一個人在無意但不小心犯錯，而此一錯誤最壞祇導致經濟損失（並非人身傷害）的情況下所觸犯的嚴重刑事罪行有所保留。在大多數其他情況下，祇有在明知或罔顧實情而作出失實陳述及有關人士明知或罔顧有關陳述會否被接收方倚賴作某特定用途而仍作出失實陳述時才會因失實陳述而導致刑事責任。

比方說，在英國，根據 2000 年金融服務及市場法（**Financial Services & Markets Act 2000**）第 397 條（誤導性陳述和行爲）的規定，祇有在明知或罔顧實情而作出虛假或誤導性陳述，而有關人士是爲了誘使另一人進行或不進行某項投資或是罔顧有關陳述會否誘使另一人進行或不進行某項投資時才會導致刑事責任。在美國也一樣，僅僅由於疏忽是不會導致刑事責任的，即是說祇在蓄意違法下才可被處罰款或監禁等刑罰（**1933 年美國證券法（Securities Act 1933）**第 24 條及 **1934 年美國證券交易法**第 32 條）。

在有些非常具體的情節下很明顯可能要求最高的謹慎行事準則，而且可能有人提出要對未符此一準則的行爲人規定刑事責任（如香港公司條例第 40A 條對招股章程所作的規定）。然而，在其他情況下，就不小心的錯誤陳述而言列明關於賠償投資者（如適當）的民事責任及/或證監會、聯交所或收購合併委員會所採取的紀律行動是較規定刑事責任更爲合適的處罰。

我們注意到證券條例第 138 條和商品交易條例第 64 條在某些情況下已對疏忽的失實陳述的刑事責任作出了規定（而保障投資者條例

第 3 條則規定了有關欺詐的或罔顧實情的失實陳述的刑事責任)。然而：

- 草案應以完善現有法律（其有很多不規則的地方），制定一個既保障投資者但又不會過份嚴酷的適當體制為目標；及
- 現有罪行定義較第 290 及 293 條的狹窄，因為它們祇適用於爲了沽售證券或買賣期貨合約而作出的陳述。

我們認爲，第 106、290 和 293 條應該合併成爲一個罪行（在草案的第 IV 部），涵蓋：

- 欺詐的或罔顧實情的失實陳述；
- 可能會誘使（任何一類）的投資交易；及
- 有關人士是出於故意誘使或明知有關陳述會誘使或罔顧有關陳述會否有可能誘使進行投資交易的。

另外作爲一個可選方案，我們建議修改第 290 條和 293 條，以設定關於知情或罔顧實情的驗證標準，並將此兩條規定的適用範圍限於有可能增加、降低或穩定證券或期貨合約或槓桿式外匯交易合約（視情況而定）的市場價格的陳述。此舉將與其他“市場失當行爲”規定更加一致，而且會減少與第 106 條的重大重疊。

1.3.2 民事責任（對投資者賠償）

民事責任產生的依據爲：

- 第 107 條（誘使其他人投資於證券、基金或“受規管投資協議”的欺詐的、罔顧實情的或疏忽的失實陳述）
- 第 208 條（之前爲第 200 條），關於向公眾發出虛假或誤導的通訊
- 第 272 條和 296 條，據此，符合第 268 條和 290 條界定的虛假或誤導的陳述亦爲投資者可據以提起民事訴訟的訴因。

第 107 條

第 107 條之前一個版本清楚表明，有關人士祇在失實陳述作出時雙方合理預期會發生金錢損失的情況下才須負責對有關金錢損失予以賠償。我們亦曾建議將賠償範圍限於失實陳述的接收者曾倚賴有關陳述這一事實屬於合理範圍，而且賠償是公平、公正和合理的有關情況。我們的建議沒有被接納，而有關損失必須在雙方合理預期範圍內的條文已被刪除。

我們認為，第 107 條較普通法有關失實陳述的法律責任更為廣泛。雖然我們原則上不反對將疏忽的失實陳述確立為一個法定訴因，但我們認為有必要對此項起訴權的範圍設定規限（如上文所述），以防止不當的申索及可能產生的過份廣泛的責任的風險。

第 208 條

我們強烈促請將第 208 條刪除（之前為第 200 條），並對第 107 條稍作修改作為替代。但我們的意見藍紙草案中沒有採納。除有關疏忽的舉證責任轉移到控方及列明涉及再傳遞資料者可作出抗辯之外，與之前版本相比較，現在的版本並沒有任何重大的修改。

雖然我們原則上並不反對就疏忽的失實陳述列明民事起訴權，但現時草擬的第 208 條範圍的確過於廣泛。發給一定數量人士的任何通訊（如發給客戶的簡訊或在公司接待處放置供索閱的小冊子等）看來有可能被視作發給公眾的通訊。如果第 208 條仍被保留於草案中，我們認為應該限於向公眾整體發出的公告（例如透過大眾媒介如報章、電視、財經網站等發出的公告），以及限於發給上市公司證券持有人的通訊。

如果發出一項通訊，則根據第 208 條可能要對該通訊中的任何不準確的陳述承擔責任的人士的範圍仍屬十分廣泛。任何人發出、促致或授權發出任何通訊或在任何要項方面參與或批准作出或發出該材料者，即被視作要對該材料“負責”。這會導致多重責任的風險，並且導致“殷實”的人士可能因其只作出有限參與的通訊內所載述的錯誤陳述而被起訴。

如要追究第 208 條項下有關疏忽的失實陳述的法律責任，只需要有關陳述“涉及”證券或期貨合約，或“可能影響”證券或期貨合約的價格即可。這是相當廣泛的，而且如果第 208 條仍保留在草案中，最好將此條限定適用於作出通訊者是察覺到有關通訊可能會對具體證券的價格有實質影響的情況，而不應適用於可能會對證券市場有影響的對政治或經濟事件的一般陳述。我們看不出有任何原因因此條規定應適用於期貨市場。

現時的第 208 條項下的責任，只要是“公平、公正和合理”或者只要有關人士已就有關通訊對申索人“承擔責任”，即告產生。但此項責任的承擔什麼時候產生則完全沒有清楚說明，而且即使有責任承擔，亦應當沒有義務作出賠償，除非這是“公平、公正和合理”的。所以較適宜的做法，是申索人有必要證明責任的承擔，而且同時有關賠償是公平、公正和合理的。

我們質疑第 208 條是否有必要存在，我們強烈認為這條應予以刪除。第 107 條可以容易地作出修改，以涵蓋其現有範圍以外但可能屬於第 208 條範圍以內的多種情況，即如有關期貨合約的失實陳述以及誘使任何人不處置證券的失實陳述。如果這些修改都能予以作出，我們認為沒有必要保留第 208 條及第 107 條之間重疊的地方。

1.4 市場失當行爲

我們以下探討一些重要事項以供討論：

1.4.1 內幕交易

新草案在草擬上已對白紙草案的立場作出了少許改動。

就抗辯而言：

- 由於內幕交易已伸延至進行或慫使或促致未發行及未上市的股份的交易，這對於首次公開發行股份前的市場推廣及包銷應該有更廣泛的抗辯；
- 我們認為第 262(7)條和第 284(7)條所述的新抗辯的含意並不清楚。可以假定其用意是作為慫使或促致交易的人士而非“進行交易...而又曾慫使或促致進行交易”的人士可利用的抗辯？後者看來不合邏輯。

更概括地說，我們認為應設定相當於 1993 年英國刑事公正法（**Criminal Justice Act 1993**）（有關內幕交易的英國法律）有關莊家活動、基於市場資料的交易以及目的在於方便交易及/或穩定價格等活動的其他抗辯。在沒有此等抗辯的情況下，許多合法的市場活動將有構成“內幕交易”之虞。

例如：

- (i) 某證券交易商正計劃與一家上市公司的大股東進行一項大宗的衍生工具交易，並欲通過買入該上市公司的股份而預先將其投資對沖。該項衍生工具交易本身可能屬於“有關資料”，而該證券交易商可能會因其與該大股東的關係而被視作與該上市公司有關連。此項對沖交易因此會被禁止，而現有的抗辯看來全不適用。
- (ii) 某人現已持有一家上市公司 5%的股份（因此是大股東），並且欲增持有關股份（假定符合收購守則有關權益披露的規則），其經紀接獲指示在市場購入股份。有關增持其持股量的消息可能屬於“有關資料”。如是者，該經紀在市場購買

該股份的行爲看來會令該大股東和該經紀兩者都有進行“內幕交易”。

- (iii) 如該證券交易商是香港聯交所的參與者，情況甚至更爲不妙，因爲假如其以交易所參與者身份收到“有關資料”（不管是否來自內幕人士），利用該資料進行買賣亦構成內幕交易（第 240(2)(e)和(f)條）。因此，一名收到大宗交易指令的交易所參與者（不論該指令是否由“大股東”發出），如果該參與者接受執行指令，可能會犯內幕交易罪。

建議增設這些抗辯，用意並非削弱針對香港市場的內幕交易而實施的保障。草案反而提供了機會讓我們就香港市場（其他國際市場亦如是）經常發生作爲其正常運作的一部份的交易設定更大的確定性，但現時內幕交易立法的可能適用範圍會產生不確定性。刻下這點尤爲重要，因爲內幕交易將會被規定爲刑事罪行。

1.4.2 虛假交易

虛假交易是第 265 條項下的“市場失當行爲”和第 287 條項下的刑事罪行。

此兩條規定涵蓋多種不同類別的活動：

- (i) 造成虛假或具誤導性的表象

草擬文本沒有重大的改動。正如白紙草案所述，必須證明進行有關行爲的人是出於“故意或罔顧後果”的。然而，藍紙草案中雖然稍稍作出了改動，我們仍憂慮，比方說某人故意實施某行爲，審裁處或法院認爲會導致誤導市場，該人會被判“處假交易”罪，即使其交易是基於合法理由而並非爲了在市場中造成虛假或具誤導性的表象而進行的。換句話說，“故意或罔顧後果”是否必須因應罪行的各項要素來確定，草案中沒有清楚表述。

我們瞭解到政府在草案的兩個版本的有關規定，其用意一直是“故意/罔顧後果”這項要素應與“造成虛假或具誤導性的表象”有關（因此政府並沒有如報章報導改變其政策，根據所收到的意見將舉證責任轉移到控方身上）。我們促請政府進一步對草擬文本稍予修改，以澄清有關立場，此修改即爲：

“任何人在香港或其他地方蓄意作出或罔顧其行爲會有或可能有造成虛假或誤導性的表象的效果而作出任何事情以造成虛假或誤導性的表象，則虛假交易即告發生。”

("False trading takes place when, in Hong Kong or elsewhere, a person does anything with the intention of, or being reckless as to whether it has, or is likely to have, the effect of, creating a false or misleading appearance.")

另外作為一個可選方案，我們建議第 265(6)條的抗辯（適用於行爲的目的不是爲了造成虛假或誤導性的表象）延伸至涵蓋各類“虛假交易”。

(ii) 非真實的買賣價格

第 265(3)和(4)條適用於一宗或多於一宗交易造成或可能造成“非真實的買賣價格”或維持市場處於一個“非真實”的買賣價格水平的情況。我們認爲“非真實的買賣價格”這個概念作爲刑事和民事責任的釐定準則是太不確定了。我們認爲，由於草案中有其他關於“市場不當行爲”的條文，第 265(3)和(4)條是不必要的，應當予以刪除。

(iii) “對單”

根據第 265(5)條，任何場內交易若不涉及轉變實益擁有權的，即視作構成“虛假交易”。按第 242(7)條，若某人在沽出或買入之前已對有關證券擁有權益，而在沽出或買入之後該人的有聯繫者擁有權益，則該沽出或買入交易被視作不涉及實益擁有權的轉變。再者，第 265(5)(b)條亦禁止任何公司及其有聯繫者按大致相同時間以大致相同的價格發出沽出及買入的指示。若該有關人士可證明其目的並非爲了造成虛假或誤導性的表象，即可作爲抗辯（按第 265(6)條）。

由於第 265(5)條範圍很廣，很多完全合法的交易看來可能會觸犯此條的規定，而且有關人士將要負責確定可否利用第 265(6)條的抗辯。如果第 265(5)條的草擬文本不作修改，我們促請財經事務局/證監會最低限度要就這方面的檢控政策發出指引，並且清楚列明除非有關交易看來是爲了造成虛假或誤導性表象而進行的，否則不會予以檢控。

上述意見亦適用於第 287 條有關虛假交易的刑事罪行。

1.4.3 操控價格

操控價格是第 266 條項下的市場失當行爲和第 288 條項下的刑事罪行。草案另外制定一項操控價格的罪行，此罪在澳洲公司法中亦沒有。第 265 條（虛假交易）和第 266 條有相當大量重疊之處，我們看不出有任何理由要在草案中保留第 266 和 288 條。

如果第 266/288 條仍保留在草案中，我們的意見如下：

前一版本第 258(1)(a)條的規定已分為兩個獨立的副條，分別包括 (a)不涉及實益擁有權轉變的交易，和(b)虛構或非真實的交易或手段。只有在後一情況下才需要“故意或罔顧後果”這要素，而第 266(1)(a)和(2)(a)設定了嚴格責任罪行。上述有關第 265 條的意見同樣適用於此。

第 266(1)(b)條禁止那些蓄意進行的可能會有促致價格波動效果的或罔顧會否有促致價格波動效果而進行的非真實交易。如果某一交易被監管當局視為“非真實”，有關成立“故意或罔顧後果”這些因素的要求就不可能對被告有幫助。例如，若某一交易是為進行指數套戩活動而執行，而此等交易被視為“非真實”，執行此交易的人完全察覺其對市場價格可能會有影響（即使目的不在於推動市場價格上落），因此“罔顧後果”的要素將告成立。

正如就“虛假交易”所述，一個可行的方法可能是將第 266(4)條的抗辯伸延至適用於任何“操控價格”的控罪。對於不涉及實益擁有權轉變的交易，如果被告可證明其目的不在於造成虛假或誤導性的表象，即可成為抗辯。

上述意見同樣適用於第 288 條有關操控價格的刑事罪行。

1.4.4 欺詐或欺騙手段

我們曾建議刪除屬於“欺騙”的行為的提述，因為這可能會設定一個純屬客觀的準則，而且非涉及任何欺詐或欺騙意圖。“欺詐”行為在第 292 條中已有規定。

1.4.5 進行期貨合約交易的虛假陳述

現時草案第 294 條作了有關規定。

這是一項嚴格責任罪行。我們並不反對如此提述的罪行，但建議對此稍作修改，以確保在某人曾作出真正錯誤，並以為某一客戶的指令已被執行（其實未被執行）的情況下，其可提出抗辯。

1.4.6 有關市場失當行為的其他意見

如果一個法團已從事市場失當行為，審裁處可裁定該法團的高級人員亦已從事失當行為，祇要該人是法團的高級人員，而該市場失當行為可直接或間接歸因於該人，或是在獲得該人同意或縱容的情況下發生的(第 244(4)(b)條)。

此外，根據草案第 250 條，如果某個法團已從事了“市場失當行為”，而該高級人員亦未能採取一切合理措施確保有妥善預防措施

防止失當行爲的發生（見第 270 條），則市場失當行爲審裁處可對該法團任何高級人員作出命令。

我們認爲第 250 條應予以刪除，因爲此規定可能產生一個情況，就是某人即使沒有親身參與任何市場失當行爲，亦可能會被視作已從事了有關失當行爲。

2 股份的權益披露

2.1 綜述

我們前此已向財經事務局、證監會和立法會提交了詳盡的書面意見，表達我們對草案第 XV 部的條文的嚴重關注。除了將披露的觸發點降低至 5%（我們對此沒有異議），草案亦大幅度地擴大了現行的需要作出披露的範圍，規定在下述情況下要作出披露：

- 未發行的股份權益
- 現金結算衍生工具所產生的權益
- 淡倉（沒有補進相同股份的長倉）
- 個人權益性質的變更。

與白紙草案比較，建議中的披露體制的範圍沒有作出重大改變，祇是採納了一些次要的修改：即在需要作披露時應予提供的資料已作了一些修改，以減低向市場透露商業敏感資料的需要。此外，草擬文本在一定程度上已作出了刪減，以刪除前此的附表 9，並將有關權益披露的所有條文納入了草案第 XV 部。對於基金受託人和保管人以及“獲豁免證券權益”獲得的披露豁免已被伸延，使到香港以外人士亦可引用有關豁免規定，而且亦為代理經紀和跨集團間的轉移制定了新的豁免規定。此等變更是受到歡迎的。

然而，建議中的披露體制仍遠比其他國際市場的同類立法更為廣泛。我們的意見仍然是：須披露的資料對於上市公司、監管機構及投資者沒有多大的真正價值，而更廣泛的披露要求所帶來的利益卻遠比不上有關制度所產生的成本負擔。在遵守規定上出錯或延誤可能會經常發生，所以對於此等出錯或延誤（即使屬於無心之失）會構成刑事罪行，最高可被處監禁兩年及罰款港幣 100,000 元，在原則上是應予反對的。

證監會現正製備標準表格供披露資料之用，但就我們目前所見的表格草稿而言仍相當冗長（雖然證監會的目的是製備方便使用者和不說自明的文件），在若干方面甚至出現混亂。這表明了因為擴大披露體制的範圍，而正使這方面的情況變得複雜。

本節餘下篇幅是關於藍紙草案第 XV 部與白紙草案相比較下的一些改動的意見，並且提出一些進一步的草擬意見及疑問。

2.2 股份借貸

依我們的意見，草案第 XV 部將會為香港股份的借用人和借出人帶來重大困難，因而會減少可供借用的股份數量。

從借用人的觀點看，借用人借入的股份中取得了權益，如其在有關股份中的總計權益超出了披露的觸發點，將需要披露其作為大股東的權益。（這意見在證監會就權益披露而發表的諮詢文件中已獲得確認）。這情況在新的立法中看來不會有所改變。然而，新的立法亦推定借用人以其借入的證券數量持有“淡倉”，因為其最終必須歸還同等數量的證券（參看第 299 條有關“淡倉”的定義）。

因此，如果某借用人借入某類別的有關股本的 5%，將有關股份交出在市場中為一宗賣空交易進行結算，而其後在市場中買入 5%，然後將股份歸還，這個情況看來須作出無數具報（而借用人亦須如賣空者一樣須遵守其義務按草案第 VII 部的條文提供“文件保證”）。

如果一個基金或其保管人以借出人身份行事，這亦可能導致該保管人和該基金須作出各項披露。

整體的結果是非常複雜的，而且當最終借出人和保管人了解到申報義務的範圍以及不申報的刑事處罰時，很有可能不願意借出香港股份。

我們認為，如果“權益性質”的轉變被定義為不包括股份借貸，效果就比較滿意。取而代之，草案第 304（11）條中已就“即日”股份借貸（即股份借貸部借入證券後在同一個營業日轉貸有關證券）建議給予豁免。

此項豁免將不適用於最終借出人或其保管人。即使對於“即日”借出人和借用人，亦不可能有作用——因為有關規定祇適用於即日根據一家認可的交易所公司的規則同時借用及借出有關股份的活動。有關豁免祇適用於有關法團是聯交所一個交易所參與者的情況，而不適用於比方說透過香港以外的公司或透過非交易所參與者的香港註冊證券交易商進行的活動。就我們所知，香港市場的“即日”股份借貸的一切重要交投量均經由交易所參與者以外人士進行，祇有一小部份實際上於同一天完成。

有關豁免一般不適用於集團內部的借貸活動的原因並不清晰。在第 304（9）和（10）條就集團內部的移轉另有豁免規定，列明可以豁免借用人，但有關草擬文本的廣泛性不足以涵蓋借出人，假若借出人仍在股份中“擁有權益”，而觸發需要作出披露的轉變是有關權益“性質”的轉變。

我們了解到財經事務局和證監會正進一步考慮將有關披露規定的適用範圍伸延至此等借貸活動，包括考慮以其他方法取得其就股份借貸須取得的資料。我們支持這個考慮，但如果其他方案證實不可行，我們促請有關當局作出進一步修改，以紓解我們的憂慮。

2.3 由上市法團進行的調查

我們在對白紙草案的意見中，我們對適用於由上市法團所進行的查訊的有關股份“權益”的概念的延伸表示憂慮。根據藍紙草案，一家上市法團具

有非常廣泛的權力調查之前三年任何時間產生的在其股份中的權益、其股份的淡倉及其股本衍生工具的權益，即使是小額權益。

與現行法例相比較，由於草案有關股份“權益”的含義的範圍擴充以涵蓋淡倉和股本衍生工具，因應一家上市法團所作的查訊而必須提供的資料數量可能會很大。此等資料大部份將屬於商業敏感資料，而且可能是該上市法團沒有合法權益的資料，此等資料通常祇涉及對其已發行股本權益的可能增持活動的確定。此等資料必須在上市法團的具報中指定的合理時間內提供，但如果所要求的資料非常廣泛，提供資料相當費時，那麼何為“合理時間”則很不清晰。

我們認為將一家上市法團的查訊權力伸延至超出對已發行股本權益的查訊是沒有合理理由的。我們亦認為所要求的資料追溯至長達三年的時間也不具合理理由。我們相信此等廣泛的權力可能會被濫用（比方說，一個法團可能會向競爭者發出查訊通知，以抽緊其資源及迫使其產生重大費用）。

2.4 法例的生效時間

當草案第 XV 部生效時，之前不須披露的一切“權益”將須予以披露，之前須具報的權益將須披露其轉變情況，以及須披露淡倉，並且須於 10 個營業日內披露有關資料。對大股東來說，這將是一個非常重大的運作舉措，特別是那些之前在現有披露觸發點 10%以下的大股東。因此，第 XV 部在草案通過後不應即時生效，而且應就其生效日期給予充份的預先通知（最少 6 個月），這是十分重要的。

2.5 草擬意見／疑問

“上市法團”的定義 — 包括祇有權證或債務證券在交易所上市的任何公司。實際運作上，證監會經常就此等公司的股份給予豁免，但豁免是需要申請並支付費用的。我們認為此定義應限定於其股本在交易所上市的公司，並應祇須就上市的股本作出披露。

“相關股本”的定義 — 就已發行股本而言，是指某一類別的股份，包括任何類別的未發行股份，而該等股份一旦發行時會帶有投票權的。如果某人持有 A 類股份，並持有 B 類股份的可換股債券，就需要將此等持倉量匯總計算，以確定其持有的“相關股本”的數量，這似乎不合邏輯。雖然第 299（2）條列明須按每一類別的股份分開計算權益，但也沒有幫助，因為草案所指是該上市法團已發行股本的各個類別。第 305（1）條看來亦規定須將有關股本的各個類別匯總計算，以確定某人的“權益”的百份率水平。有關條文同樣適用於第 305（4）條有關“淡倉”的情況。

就白紙草案而言，至於一籃子股份的衍生工具會否被視為產生每種相關股份的“權益”及/或“淡倉”，已有一些討論。第 299（6）條現述明，如果在超過一家上市集團的股份價值，在確定該衍生工具的價值時佔一個重

大部分，則就相關股份而言，沒有產生任何權益或淡倉。我們渴望，就此而言能夠對何者會被視為“重大”作出一些澄清（例如，如果一家公司的股份佔一籃子中的 95%，而另一家的則佔 5%，後者是否屬於“重大”？）草擬的第 299（6）條似乎有不足之處，因為比方說如果有一個非常大籃子，但籃子沒有一種股份本身屬於“重大”，則豁免將不適用，而有關衍生工具持有人因此將在所有相關股份中擁有權益。

第 305（2）條看來會產生有下述情況：如果某人持有一家公司已發行股本的 10%，而該公司以供股方式發行新股，但該人沒有供股，則不會產生第 304（1）（b）或（c）條項下的披露義務，即使其持有量已被攤薄逾 0.5%；然而，如該人已按其比例供股，第 305（2）條的影響是，其將需要按新的已發行股本計算其之前的持有量。這看來會觸發披露義務，即使事實上其百分率權益沒有增加。

第 307（7）條的目的比較含糊。如 A 公司是 B 公司的母公司，而 B 公司（比方說）持有認購一家香港上市公司股份的權證，那麼為了使第 313 條（須予顧及的權益）的規定適用於 B 公司，第 307（7）條就沒有必要了，因為 B 公司屬條例中定義的“人”，無論如何亦適用第 313 條。我們建議將第 307（7）條刪除。

3 發牌制度

我們對藍紙草案已併入了我們較早前所提交的若干意見表示歡迎，最值得注意的是引入了有關“執行董事”的定義。

3.1 需要發牌的活動範圍

附表 6 第 1 部列載了需要發牌的受規管活動及其定義。下文是十行對某些受規管活動的意見。

3.1.1 “證券交易”（第 1 類受規管活動）

與現行法例相比較，有關定義多了以下新條文：

“……提供設施以供證券的買賣雙方經常聯結，或提供設施以供人洽商或完成證券買賣。”

這新條文是極端廣泛的，看來涵蓋了向持牌中介人提供設施以協助該等中介人與其客戶達成證券交易的交易系統的賣方。甚至為一家投資銀行的交易廳安裝電話系統也可爭論為屬於此定義的範圍。

如果某人收取報酬而接收或傳遞買賣指示，或作出推介，此部份有關“證券交易”的定義將視該人為進行“證券交易”，此部份的條文相當於現行證券條例第 3（1A）條。然而，由於有關條文的廣泛性看來足以適用於電子通訊服務的被動的提供者，所以可能需要進一步加以考慮。

將“證券交易”的定義的範圍這樣延伸，似乎沒有充份的理由。在電子交易設施的提供者應受規管的情況下，以另一項受規管活動“提供自動化交易服務”來處理這個問題就比較適當。

如果此定義仍維持草案中的文本，我們建議證監會應具有權力就某些人或某些設施是否屬於“證券交易”（及/或“提供自動化交易服務”）的範圍作出具約束力的書面確認。

“證券交易”的定義第（b）（xiii）段有關為根據條例第 108 條發出文件的投資顧問或機構融資顧問所給予的豁免是很難依從的。草擬中的第 108 條則完全沒有提述第 6 類的中介人（即機構融資顧問）。

除了為以主事人身份與“其業務涉及取得、處置或持有證券的人作為主事人或代理人”進行的交易給予豁免（現行證券條例第 3 條）外，對於以主事人身份與“專業投資者”所進行的交易還另外增設一項豁免。同時有兩類豁免是頗為混亂的，因此作為對草案的一般意見，如果首一類能併入“專業投資者”的定義中就似乎比較合乎邏輯。

3.1.2 “期貨合約交易”（第 2 類受規管活動）

總體而言，與現行法例相比較，有關定義已作修改，使其與“證券交易”的定義更為一致。

雖然我們對上述定義沒有意見，但對於“期貨市場”和“期貨合約”的定義的廣泛性則有些憂慮。（在附表 1 中）有關“期貨市場”的定義相當廣泛，足以包括提供設施供人洽商價差合約的任何地方。這定義可能不僅適用於期貨交易所，亦同時適用於方便專業投資者進行掉期等交易的系統。雖然掉期相對方因為獲豁免受上文概述的定義所規限，將毋須註冊為期貨交易商，但系統提供者作為“自動化交易服務”（ATS）提供者可能須受規管，而透過該系統洽談的合約將屬於“期貨合約”，這根據草案有關投資的市場推廣、持牌中介人經營業務的規則以及市場失當行為等規定，可能有不同的影響。

3.1.3 “槓桿式外匯交易”（第 3 類受規管活動）

白紙草案中有關任何個人通過一個持牌的槓桿式外匯交易商或銀行進行的交易所獲得的豁免已延伸至通過任何人進行的此等交易，是應受到歡迎的。然而，我們仍有下列的憂慮：

- 為對沖目的而進行的合約所獲得的豁免現在可能適用於任何“法團”，但祇限於與一家“公司”（即一家香港註冊公司）進行的對沖交易。此豁免應擴大至一家法團與任何其他法團所進行的交易。
- 跨專業實體的業務應有較廣泛的豁免（不論是否為了對沖目的，也不論交易其中一方本身是否一家持牌的槓桿式外匯交易商或銀行）。
- 槓桿式外匯買賣（豁免）規則（“規則”）中現行的豁免予以保留，這是極其重要的，使到根據規則現時有權倚賴豁免行事的實體可以繼續根據豁免行事。

3.1.4 就證券提供意見，及就期貨合約提供意見（第 4 和第 5 類受規管活動）

任何人若非為報酬及作為常規業務的一部份而提供此等意見者所獲得的豁免（參見現行法例和白紙草案第 V 部的規定）已被刪除。祇要有關意見構成一項“業務”活動，則須獲得發牌（雖然對於完全基於其證券交易或期貨交易活動附帶提供意見獲發牌的證券交易商或期貨交易商已分別獲得豁免）。

這對於在其網站上發放研究報告及其他金融資訊的財經網站和網站提供者可能是一個憂慮。雖然報章和電視和電台廣播業者獲得豁免，但對於以電子方式傳送財經資訊的人士則沒有豁免。這與草案第 XIII 部和 XIV 部（市場失當行為）就承印商及廣播業者分發虛假或誤導性資料所規定的免于追究條文已延伸到其業務涉及資料再傳送的其他人成爲一個相反對比。

3.1.5 “就機構融資提供意見”（第 6 類受規管活動）

有關定義包括有關向公眾作出證券要約的意見。財經事務局可否確定其含意是否指向香港的公眾作出的要約？此外，第（c）段的範圍較之白紙草案已收窄，使到祇包含關於機構重組的意見，包括關於發行、撤銷或更改附於任何證券的權利的意見，這仍有一個憂慮（因爲“包括”一詞），有關條文將會伸延至一般策略性意見或債務重組的意見，而不僅限於關於證券的意見。

白紙草案第 V 部中關於非經常性和非爲報酬就機構融資提供意見所獲得的豁免已被刪除。如果提供此等意見（即使非爲報酬及/或非經常性）亦被視爲經營“業務”，那麼就需要第 6 類的牌照。所以，舉例而言，一家證券交易商若偶爾可能要提供附帶的機構融資意見時，將需要同時持有第 1 類和第 6 類活動的牌照。這條文實際上是否值得憂慮，將視乎證監會對機構融資顧問所制定的要求而定。證監會現時傾向於規定“長城”機制的安排，並列明以不同的人員註冊爲有關機構融資活動的投資顧問/投資顧問的代表。如果一個交易商需要就偶爾或附帶提供的機構融資意見持有第 6 類的牌照，就可能是一個憂慮。

3.1.6 “提供自動化交易服務”（第 7 類受規管活動）

有關定義非常廣泛。比方說，它看來包括某些人在網站上顯示證券價格的“電子報告板”，即使有關交易當時是按雙邊基準離線（off-line）併入，而“電子報告板”提供者並沒有任何參與的。

正如上文 1.1.1 所述，我們建議證監會有權對某些人或某些設施是否屬於有關定義的範圍作出具約束力的確認。

另一個需要澄清的事項就是有關提供自動化交易服務的發牌要求的地域適用性。原則上，應該祇有當此項活動在香港進行，才需要受草案的規管。然而，如果香港以外任何人所提供的服務可以被香港的人士在線（on-line）存取，這定義將如何詮釋就沒有清楚說明。草案第 95 條似乎假定（比方說）香港以外的證券交易所或期貨交易所可能需要在香港獲認可爲一個自動化交易服務提供者。證監會至少應對此問題發出指引。我們建議（爲了與證監會發表互聯

網監管指引相一致) 一個離岸自動化交易服務提供者應毋須在香港領牌，除非它的服務的目標用戶是香港的公眾。在香港以外的自動化交易服務經營者，其服務祇會被香港的中介人及專業投資者使用時，應該毋須根據發牌規定，申領自動化交易服務提供者的牌照。

3.1.7 “提供證券保證金融資” (第 8 類受規管活動)

在白紙草案中，若干活動被摒於“提供證券保證金融資”的定義之外。在藍紙草案中，這些除外活動當中有四項已在“提供證券保證金融資”的定義所涉及的豁免中剔除。反而，根據第 114 (5) 條，若某人的唯一的證券保證金融資活動涉及該四項除外活動的一項或一項以上，則不會被視作違反須就證券保證金融資活動領牌的規定。

視這些活動為除外活動的效果似乎是當一個持牌的證券保證金融資人從事此等活動時，根據草案第 VI 部就證券保證金融資制定的有關規則將仍然適用 (參見第 117 (1) (d) (ii) 條)，而非將這些活動摒於“提供證券保證金融資”的定義之外。然而，看來可能發生的情況是，該等規則對這些除外活動而言是不適當的，而且我們看不到有任何理由要在藍紙草案中視這些活動為除外活動。我們寧願見到這些除外活動被視作如在白紙草案中被排除於“提供證券保證金融資”的定義之外。

如果草擬文本不作修改，為免產生疑問，財經事務局/證監會可否澄清第 VI 部就證券保證金融資制定的規則將不適用於獲豁免人士進行的任何除外活動？

當提供財務通融的目的是為了方便證券的取得等時，“提供證券保證金融資”的定義將適用。由於有關定義關乎該提供者，而非接收者，較好的觀點是，祇有在財務通融的提供者察覺通融資金將用於此目的之情況下才會觸發申領牌照的規定。假定財經事務局/證監會同意此觀點，草案第 114 (6) 條中的抗辯就似乎沒有需要了，而且事實上可能會被視作擴大發牌規定的範圍。有關提供者唯一可用的抗辯是，如果該提供者合理地認為通融資金是不會用於方便證券的取得等，其即可提出抗辯。如果某人提供一項貸款，而借款人可自由就任何目的使用貸款，此一抗辯似乎不適用，而且如果借款人碰巧用了貸款來購買上市證券，那麼貸款人將有因此被視作從事證券保證金融資之虞 (即使貸款不是為了對取得證券融資而作出的)。

我們建議貸款人應可提出抗辯，除非其有合理理由相信有關通融資金將會用於取得上市證券。

“財務通融”的定義包括某人直接或透過第三方獲得信貸的安排。正如前此提交的意見所述，使人憂慮的是這定義會伸延至為投資者在香港以外一家聯屬公司開設保證金融資賬戶的任何香港人士。草案應清楚說明該人是否會被視作提供財務通融。

3.1.8 “提供資產管理”（第 9 類受規管活動）

白紙草案第 114（3）條關於任何人士非收取報酬而為另一人管理投資組合可獲得豁免的條文已被刪除。財經事務局/證監會可否確認這修改並沒有任何實質的變動（因為某人非收取報酬而行事即不作為從事資產管理“業務”）？

3.2 新發牌體制

3.2.1 法團

祇有在香港註冊的公司或根據公司條例第 XI 部在香港註冊一家分支機構的海外法團（並非合夥經營或個人）才符合獲發牌的資格。至於具備獨立法人地位的外國有限合夥公司是否有資格則沒有清楚說明。可以爭論的是，此等合夥公司無論如何亦可以視作一個“法團”，而我們希望證監會（及公司註冊處）能確定就有關條文而言外國有限合夥公司可否視作一個法團。

3.2.2 個人註冊

(a) 負責人員

為了成為負責人員，任何人士亦必須向證監會申請作為持牌代表。至於分別申請作為負責人員及持牌代表是否會產生重大重複則沒有清楚說明。

(b) 持牌代表

經修改的草案已引入“受規管職能”的概念，它指“就任何人以業務形式進行某類受規管活動而言，指為該人（或代該人或與該人訂立安排）執行的與該類活動有關的職能（通常由會計師、文員或出納員履行的工作除外）”。任何個人若執行某類受規管職能，將需申請成為持牌代表。就算以“受規管職能”的定義而言，對於哪些活動才需要個人獲發牌則仍有一些不確定的地方。這點是很重要的，因為如果沒有合理理由違反此項發牌規定即屬刑事罪行，可被處兩年監禁、罰款港幣 1,000,000 元及每日違責罰款港幣 20,000 元。

(c) 大股東

雖然第 130 條有關某人察覺其已成為大股東後的具報期限已由 2 個營業日增加至 3 個營業日，這樣短促的時間仍屬不合理，因為證券及期貨事務監察委員會條例第 26A 條項下現有期限是 14 天。建議修改為 5 個營業日會比較適當。

3.2.3 過度性安排

我們注意到附表 10 第 I 部載列了有關現有獲註冊人士（包括法團和個人）的過度性安排，根據此等安排該等獲註冊人士由第 V 部生效日期起 2 年內將被視作已獲發牌進行某些指定類別的受規管活動，但在該 2 年期限內該獲註冊人士必須就其欲從事的每類受規管活動申請發牌。

就“提供自動化交易服務”而言，祇有那些緊接在第 V 部生效之前的獲註冊交易商、商品交易商或獲豁免交易商已在經營“提供自動化交易服務”的業務才會被視作已獲發牌經營第 7 類受規管活動。由於“提供自動化交易服務”的定義不清晰，十行相信所有註冊交易商或獲豁免交易商應該自動被視作已獲發牌提供自動化交易服務。

至於一個發牌申請如涉及現有獲註冊人士及在新體制下不會取得獲豁免人士資格的現有獲豁免交易商需要甚麼程序，則沒有清楚說明。如果需要重新提交申請，對於業界是一項重大的舉動，而且我們懷疑證監會是否有足夠的資源及時處理所有申請。此外，現有的個人持牌人（以及現時為獲豁免交易商工作的個人）應毋須參與額外的考試，才可以新體制下獲得發牌。應該為此等人士訂明“不追溯”的程序。

我們認為也應當為現時沒有註冊但在新體制下可能需要註冊為“負責人員”的持牌人或獲豁免交易商的董事制定“不追溯”的程序。

我們亦認為應當（在草案及/或將由證監會訂立的規則及守則中）就發牌以外其他事項作出過渡性的寬免安排。對於現時是獲豁免交易商而將不再符合“獲豁免人士”資格的人而言，這是他們特別關注的。根據草案，雖然獲豁免交易商被視作在過渡期間獲發牌，但他們將需一開始就遵守草案中適用於持牌人的所有規定，例如有關資本充足程度、審慎作業要求和業務經營的規定。所以，從草案生效日期起可能需要在制度上作出重大變更，並在某些情況下注入額外資本或進行資本重組。基於此項大量增加的關於遵守法規的負擔，我們認為該兩年的過渡期限亦應適用於關於持牌人的所有其他

規定，至少應適用於持牌人及/或獲豁免交易商現時毋須遵守但在新體制下會產生新義務的有關規定。

4 投資要約 — 草案第 IV 部

4.1 第 102 條 — 發出廣告、邀請等

“受規管投資協議”的新定義是極其廣泛的，看來其廣泛程度足以包括訂立協議出售爲了資本增值而購入的資產（例如物業或貴金屬等）。我們質疑爲何就“受規管投資協議”進行市場推廣都必需取得證監會的認可，除非有關安排包括在集體投資計劃的定義內則屬例外。

雖然第 102 條祇適用於載有向公眾作出邀請而發出的廣告、邀請或文件，但此詞彙的涵義則沒有清楚說明。“發出”和“邀請”二詞的定義亦極其廣泛，以至包括親身造訪所作出的口頭邀請。因此，如果某證券交易商與某固有客戶會面，並建議該客戶投資於一個證監會沒有認可的集體投資計劃，這就第 102 條而言是否會被視作向公眾發出邀請？我們假定此條的用意並非如此，但如果能夠就何者才構成向公眾作出市場推廣制定進一步指引，是會受到歡迎的。

第 102 條關於向“專業投資者”的市場推廣所獲得的豁免反映了草案附表 1 就“專業投資者”所作出的新定義。除非根據草案第 384 條制定規則以擴大該定義的範圍，否則有關定義較現有定義（它涵蓋了其業務是作爲主事人或代理人買賣或持有證券的人）更爲狹窄。例如，這將包括公司司庫或私人投資控股公司，但二者都不會包括在新定義內。我們建議，除了“專業投資者”定義中的現有類別之外，還應再增加一個類別，以包括其業務是涉及買賣或持有證券、期貨合約或槓桿式外匯合約的人。

此外，我們在上次提交的意見中建議制定附加的免于追究條文。例如，對向不超過 50 人要約的證券及/或重大數量最低認購額的證券增訂此等條文。但此等免于追究條文沒有併入草案中。

4.2 第 108 — 中介人的要約

我們在上文有關市場失當行爲和失實陳述一節中已就第 106 條和第 107 條提出意見。談到第 108 條，這條是現行證券條例第 72 條的擴充，我們認爲此條所針對的“損害行爲”（*mischief*）沒有清楚說明。看來其用意是在證券交易商/投資顧問代表要約人行事以促致一項買入或沽出證券的一般要約時適用。若是如此，我們認爲它應予以重大地再行草擬。現時的文本看來（視乎第 108（5）條的抗辯而定）適用於證券交易商/投資顧問“邀請”任何客戶購取或處置證券的任何情況，即使有關交易根本祇是一項正常的二級市場交易。

除非第 108 條再行草擬，將適用範圍更加縮窄，否則至少應就有關場內的證券買賣而發出的要約以及就與現有客戶的通訊給予豁免，不論該人是否在之前 3 年曾就最少三宗交易爲該客戶行事。

我們亦注意到白紙草案（及證券條例第 72 條）中關於向其業務涉及取得、處置或持有證券的人發出的要約所獲得的豁免已被向“專業投資者”的要約獲得的豁免所取代。正如上文所述，“專業投資者”的定義在某些情況下較之那類“其業務涉及取得、處置或持有證券的人”似乎更為狹窄，而有關豁免應予以恢復（並且列明向草案中有關“專業投資者”的現有定義內的人發出的要約所獲得的豁免）。

如果違反第 108 條，投資者有權在察覺有關要約在要項方面沒有遵守第 108 條之日起 14 天內撤銷有關交易。這可能意味了投資者可在一項交易發生一段長時間後申請將該交易撤銷（比方說，基於其後市況而申請撤銷等）。如果要列明撤銷權，我們認為（爲了增加確定性）有關撤銷權祇應在接受要約（正如按現行證券條例第 72 條）後 14 天內適用。

4.3 第 109 條 – 進行受規管活動等的廣告

我們上次就第 109 條的意見在藍紙草案中沒有得到回應。我們完全看不到第 109 條存在的任何特定理由（而此條是現有法定條文即保障投資者條例第 5 條的擴充，這點看來並不是將此條納入草案中的有效原因）。如果第 109 條仍在草案中保留，我們建議此條應明文限定適用於下列情況的廣告，即是如果一個不受規管的人在廣告中聲稱自己準備在香港進行其未獲發牌或未獲豁免的受規管活動，此條才告適用。此外，對於未獲發牌從事投資顧問活動及不是獲豁免人士但獲允許從事完全基於證券交易業務附帶的投資顧問活動的第 1 類中介人應獲得豁免。此外，我們亦認為（爲了與 102 條相一致）第 109 條應限定適用於向公眾發出的廣告。

5 謹慎行事及業務操守等規定 — 草案第 VI 和 VII 部

5.1 綜述

我們之前曾對證監會制定規則的權力表示關注。這些意見在藍紙草案中沒有得到回應。我們注意到在第 VI 和 VII 部項下證監會具有非常廣泛的規則制定權力，而且根據草案第 384 條(之前是第 373 條)具有了更為全面的規則制定權力。

我們仍感覺到證監會有權制定規則(在沒有合理辯解下)而違反有關規則構成刑事罪行者最多可被處兩年監禁和罰款港幣 200,000 元，是有違原則的。舉例而言根據第 148(4)條對蓄意欺詐而行事的人適用刑事責任，或對此等案件適用較高罰則我們並沒有異議。然而，看來有關規則亦可能會產生嚴格責任罪行(祇視乎有沒有“合理辯解”作為抗辯而定)。

根據草案，證監會有廣泛權力對中介人採取紀律行動(包括有權力處以最多港幣 1,000 萬元的民事罰款)。故此，對於證監會亦有權力制定可處監禁和罰款的刑事罪行，似乎是不必要和有違憲法原則的。

我們注意到草案中甚至沒有規定(除根據草案第 384(2)條制定的規則外)列明這些規則應以草擬本發佈向公眾諮詢。任何規則或操守守則在發佈之前，應有必要向公眾諮詢。此外，亦應有指引說明證監會將於甚麼時候行使其(在第 163 條項下)制定規則的權力或者取而代之選擇發佈(在第 164 條項下)的業務操守守則。

我們看不出有任何理由需要併入第 168 條(期權買賣)作為獨立的條文。將任何制定規則的權力納入第 163 條中是較為適當的做法。

5.2 未獲邀約的造訪

禁止未獲邀約的造訪，其理由是要防止強行的推銷手法。第 169 條項下的禁止規定應祇適用於親身造訪或電話造訪。第 169(7)條有關“造訪”的定義是過於廣泛的，其廣泛程度似乎足以涵蓋電視廣告、網站等的橫額廣告以及郵寄的廣告。這是不切實際的。

關於造訪其業務涉及證券的取得、處置或持有的人所獲得的豁免已被造訪專業投資者獲得的豁免所取代。正如上文所述，新規定在某些情況下更為狹窄，而之前的豁免應予以恢復(另規定造訪專業投資者所獲得的豁免)。

根據第 169(2)(a)(i)條，造訪“原有客戶”獲得豁免。“原有客戶”是指“已……根據第 384 條訂立的規則訂明的規定……訂立……協議的客戶”。我們認為應對就本定義的目的而可能規定的有關事項作出澄清。

第 169(6)條(撤銷權利)的草擬文本過於廣泛。任何人士若遇到未獲邀約的造訪，將於造訪作出時已察覺有關造訪。如果某人擬避免一項已證明是無

利可圖的合約，將會存在的風險是該人可辯稱其祇是剛剛察覺到其有撤銷的權利，並且在合約簽定一段長時間後尋求將合約撤銷。

十行注意到對第 169 條的違反毋須再被處監禁的刑罰，這是受到歡迎的。

6 關於草案其他方面的意見

本節是我們對草案其他方面的意見。

6.1 證券市場及期貨市場 — 草案第 III 部

雖然第 19 條明文禁止任何認可交易所公司以外任何人營辦證券市場或期貨市場，但我們假定(基於法定詮釋的一般原則)此條文祇適用於從在香港的任何地方營辦的證券市場或期貨市場。然而，正如我們之前的意見所述，假如某人以香港為基地，(比方說)該人收到其客戶的指示，並將有關指示輸入以供海外交易所執行，則可能觸犯第 19(1)(c)或(d)條，因為此舉將屬“協助海外交易所”的營辦。這是我們感到憂慮的。

6.2 對投資者的賠償 — 草案第 III 部和第 XII 部

我們注意到草案中有關投資者賠償計劃的條文在草擬上已作出了輕微改動。然而，正如我們之前的意見指出：

- 草案中沒有就須向該基金付款的人士的範圍和可向該基金申索的類別作出列述。
- 就有關草案條文看來，獲認可為自動化交易服務提供者的海外證券交易所可能需要向該基金付款(並且可以假定在該交易所違責時可對該基金提出申索)。

我們仍憂慮業界不同行業之間所出現的互相補貼(cross-subsidisation)的風險以及關注到有關“道德危機”。基於有關賠償計劃的資金來源及可向該計劃申索的範圍是如此根本的，我們認為應在法例中予以列明。否則，就必需就建議中按照草案由行政長官會同行政會議、證監會及/或投資者賠償公司訂立的規則進行廣泛的諮詢。

6.3 監管及調查 — 草案第 VIII 部

在我們之前就白紙草案的意見中，我們注意到針對自罪(self-incrimination)的保障設施適用於第 VIII 部若干條文(現時是第 172 條和 176 條)。然而，我們認為針對自罪的特權亦應適用於證監會根據第 173 條(對中介人及其有關聯繫實體的監管)所進行的查訊。

6.4 紀律等 — 草案第 IX 部

我們在之前的意見中表達了對第 186(2)條的憂慮。此條文產生的效果是，如果任何人士犯“失當行為”，而該失當行為可歸因於另一人作為某持牌人的負責人員或涉及某持牌人的業務管理的人的“疏忽”的，有關行為亦被視作該另一人的“失當行為”。

我們看不出有任何理由需要在草案中併入第 186(2)條。比方說，如果負責人員嚴重地未能履行其監管職責，則這本身(基於該人的“適當人選”資格已受到損害)可作為對該人採取紀律行動的理由。這遠較於視該負責人員犯有其沒有親身參與的“失當行為”就似乎更加適當。舉例而言，如果某高層管理人員未能採取合理措施防止“老鼠倉交易”，這可能導致因未能遵守適當人選準則和證監會訂立的操守守則而須進行紀律行動，但因此而視該管理人員犯有老鼠倉交易則屬不適當。我們建議將第 186(2)條予以刪除。或者作為一個可選方案，以修改第 378 條有關刑事責任的相同方式修改第 186(2)條，列明該失當行為須歸因於該法團的高級人員的罔顧實情/罔顧後果。

關於證監會撤銷或暫時吊銷持牌人的牌照方面，第 188(1)(d)條已引入一個新理由。有關條文適用於以下情況：如果存在某些情況，以致持牌人若仍未獲發給牌照，則證監會須拒絕或有權拒絕向該持牌人發出牌照。這是令人憂慮的，因為有關條文賦予證監會撤銷牌照的權力，即使有關持牌人沒有犯錯，而祇是證監會在發出牌照後對某些方面的發牌規定改變了其政策而已。就證監會不時更改其對持牌人的資格和持牌人業務的內部運作控制等事項的準則，我們認同可能是合理的。然而，我們相信關於資格等事項，應屬於“不追溯”的範圍，而就運作控制等事項而言，則應有較長的預備時間，以確保現有持牌人能夠推行必要的轉變。如果某人沒有這樣做，基於“合適人選”的概念這可能導致須採取紀律行動，而第 188(1)(d)條看來就沒有必要了。

提交意見十行名單

貝爾斯登亞洲有限公司(Bear Stearns Asia Limited)

瑞士信貸第一波士頓(香港)有限公司(Credit Suisse First Boston (Hong Kong) Limited)

Dresdner Kleinwort Wasserstein

高盛(亞洲)有限責任公司(Goldman Sachs (Asia) L.L.C.)

美林(亞太)有限公司(Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited)

JP Morgan

摩根士丹利添惠亞洲有限公司(Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited)

所羅門美邦香港有限公司(Salomon Smith Barney Hong Kong Limited)

瑞銀華寶(UBS Warburg)