

第 4 章 對銀行分銷雷曼兄弟相關迷你債券及結構性金融產品的規管

4.1 在香港零售銀行發售及分銷雷曼相關迷你債券及結構性金融產品期間，當時是施行披露及操守監管的規管制度。本章檢視有關規管制度¹，並討論此制度所引起的相關事宜。

披露及操守監管

4.2 分銷雷曼相關迷你債券及結構性金融產品須受到披露為本的制度所規管，輔以對中介人在銷售點的操守的監管。該制度建基於兩大重要支柱²：

- (a) 證監會對產品文件的認可，目的是確保文件充分披露產品的資料；及
- (b) 要求中介人確保產品適合個別的投資者。

監管機構透過對違規個案採取執法行動，令這兩大支柱得到支持。

¹ 《2011年證券及期貨和公司條例(結構性產品修訂)條例》(2011年第8號)於2011年5月13日生效後，結構性產品的公開要約受《證券及期貨條例》(第571章)的條文規管，而不再受《公司條例》(第32章)規管。除非另有說明，本章討論的規管制度是指2011年5月13日之前實施的制度。

² 《證監會檢討報告》第7.1.1至7.1.2段。

4.3 披露為本制度的必然結果，是產品發行人只要充分披露資料，讓準投資者能夠作出有根據的投資決定，便可自由推出投資產品。如產品是透過中介人(例如銀行及經紀行)銷售，有關中介人必須以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，以維護客戶的最佳利益³。若中介人就某項產品作出建議或招攬行為，它們必須評估有關產品是否適合個別投資者⁴。在當時的規管制度下，個別投資產品不論其複雜程度或相關風險如何，均可向投資者作出要約而無須事先經監管機構認可⁵。

第一支柱 —— 證監會對產品文件的認可

4.4 由於證監會企業融資部招股章程組⁶是專門負責認可銷售文件及推廣材料，故此，除了時任證監會行政總裁韋奕禮先生之外，小組委員會還傳召掌管企業融資部的證監會執行董事(即企業融資部執行董事)何賢通先生向小組委員會作證。何先生於2006年8月28日出任企業融資部主管前，曾在2000年10月至2006年8月期間擔任企業融資部高級總監一職。小組委

³ 《操守準則》第2項一般原則。

⁴ 《操守準則》第5.2段。

⁵ 集體投資計劃是個例外情況，它們必須獲證監會根據《證券及期貨條例》認可。

⁶ 企業融資部由4個獨立的小組組成：收購及合併組、上市政策組、雙重存檔組及招股章程組。招股章程組的其中一項職責是認可非上市股份、債權證及股票掛鉤投資工具的銷售文件及推廣材料。

員會亦向證監會前僱員高秉忠先生取證。高先生曾在證監會中介團體及投資產品部的投資產品科⁷任職超過18年。

投資產品的公開要約

4.5 向香港公眾發售的投資產品，其銷售文件均須獲證監會認可，除非某項豁免適用於有關的銷售文件。《2011年證券及期貨和公司法例(結構性產品修訂)條例》(2011年第8號)在2011年5月13日生效前，產品文件的認可規定載於《公司條例》(第32章)(即《公司條例》的招股章程制度)及《證券及期貨條例》(即投資要約制度)。哪一個制度適用則取決於投資產品的法律形式。大部分雷曼結構性產品，包括迷你債券、雷曼信貸相聯債券及袖珍票據，在結構上均屬於《公司條例》之前第2條所界定的"債權證"⁸。這些產品的發行人必須提交有關章程予證監會認可，以便根據《公司條例》的規定進行登記，然後才可向公眾發售。有關章程必須載有《公司條例》附表3指明的資料。結構性票據發行人向證監會申請認可時一般須填寫的合規查檢表樣本載於**附錄4(a)**。

⁷ 投資產品科是中介團體及投資產品部轄下的部門，負責根據《證券及期貨條例》的條文認可非上市投資產品，這些產品的形式主要是保險計劃及集體投資計劃。

⁸ 《2011年證券及期貨和公司法例(結構性產品修訂)條例》在2011年5月13日生效前，根據《公司條例》第2條，"債權證"的定義為包括不論是否構成公司資產押記的公司債權股證、債權證明書及任何其他證券。該條例生效後，"債權證"定義中的"證券"由"債務證券"取代，而《證券及期貨條例》和《公司條例》亦加入"結構性產品"的定義。之前屬於"債權證"範圍內的大部分雷曼結構性產品因而會被納入"結構性產品"的新定義範圍。

4.6 正如何賢通先生在2009年7月17日研訊上所解釋，企業融資部招股章程組的人員首先查閱先例，然後根據發行人提供的資料，對照《公司條例》附表3的內容規定審閱章程草擬本，並參考證監會的相關內部常規或指引。發行人公司的董事須對章程所載資料的準確性及完整性負責，章程內載有一項聲明，其大意是證監會及公司註冊處處長對該章程的內容概不負責。《公司條例》亦規定章程內除其他內容外，必須包括充分詳情及資料，使一個合理的人能對股份或債權證達致一個確切而正當的結論⁹。

4.7 據韋奕禮先生表示，證監會已參照香港聯合交易所有限公司上市規則內適用於上市結構性產品發行人的資格規定採取行政措施，對非上市結構性票據的發行人或掉期對手／掉期擔保人施加資產淨值及信貸評級方面的若干資格規定¹⁰。

4.8 小組委員會察悉，證監會於2003年2月發出《有關採用"雙重招股章程"機制以進行根據〈公司條例〉(第32章)規定需發出招股章程的股份或債權證的同一計劃性要約的指引》¹¹，把就股份或債權證的同一計劃性要約(即重複地、持續地或透過分批形式進行的要約)刊發的計劃章程及發行章程分開註冊。這個"雙重招股章程"機制其後在2004年12月3日生效的《2004年公司(修訂)條例》(2004年第30號)中予以確立¹²。在這

⁹ 《公司條例》附表3第3段。

¹⁰ 例如發行人／擔保人的資產淨值不得少於20億港元。

¹¹ 該套指引可於證監會網站查閱，網址為：<http://www.sfc.hk>。

¹² 《公司條例》第39B條及《公司條例》附表21第2條。

機制下，根據一個發行計劃(例如迷你債券及雷曼信貸相聯債券)以系列形式發行的結構性票據會備有計劃章程，當中載有發行人的資料、主要條款及條件，以及適用於同一計劃下的所有系列票據的其他共同資料。有關每個系列的獨有資料，例如票據的年期、利率、相關抵押品及投資風險，則會載於就每個系列另行刊發的發行章程內。計劃章程及發行章程均須獲證監會認可。小組委員會察悉，以迷你債券系列35為例，為符合《公司條例》的法定披露要求，其發行章程(日期為2008年1月16日)的篇幅長達56頁，當中提到的計劃章程(日期為2007年3月12日)亦有52頁。就此，小組委員會從何賢通先生得悉，在招股章程組的努力下，以淺白語言撰寫的章程的比例已由2005年的44%逐漸增加至2008年的100%。

4.9 韋奕禮先生及何賢通先生回應委員關於《公司條例》的招股章程制度的提問時表示，認可文件程序的規管重點是"披露"，而並非產品的商業利弊。證監會認可產品文件並不代表或意味證監會推介該產品乃適合個別的投資者。證監會認為，確保產品適合投資者是中介人的責任。

4.10 至於推廣材料方面，發行人必須遵從證監會根據《證券及期貨條例》第399條發出的《根據〈公司條例〉作出股份及債權證要約時使用要約認知材料及簡明披露材料的指引》(下稱"《公司條例推廣指引》")。《公司條例推廣指引》要求推廣材料不得載有任何與章程所載的資料不一致的內容，以及有關內容不得是虛假、偏頗、具誤導或欺騙成分，而當中亦應

載有適當的警告字眼。小組委員會得悉，證監會於2005年曾發出一份內部指引，載列審閱章程及推廣材料時應注意的事項。推廣材料須符合的一般要求是必須就產品的特點及風險提供持平的資料。證監會亦指出，推廣材料的原意是引起投資者對產品的興趣，而絕非取代章程。

4.11 企業融資部執行董事何賢通先生回應小組委員會時表示，招股章程組對提交予證監會認可的所有迷你債券及雷曼信貸相聯債券的章程及推廣材料均曾提出查詢及意見。何先生亦在2009年7月17日及21日的研訊上告知小組委員會，審閱章程及推廣材料草擬本的工作由企業融資部招股章程組的經理或以上職級人員負責，並由一名高級總監作出監督及監察。高級總監、總監或副總監根據由企業融資部執行董事再轉授的權力，負責認可章程及推廣材料。招股章程組的人員擁有法律、會計或其他學科的大學學位，並具備5至18年工作經驗。他們亦曾接受關於各種金融產品及專題(例如次按所帶來的影響)的在職培訓。

4.12 為研究《公司條例》的招股章程制度，小組委員會亦曾向證監會前僱員高秉忠先生取證。高先生在2010年1月29日研訊上表示，證監會本應可根據《公司條例》第342A(1)條在認可過程中施加條件或規定，亦即類似投資產品科(他曾任職此科)按適當情況就產品結構施加規定的做法。就此，小組委員會要求時任證監會行政總裁韋奕禮先生進一步解釋證監會在認可產品文件的過程中施加條件的權力。韋奕禮先生回應時

表示，企業融資部根據《公司條例》實施的制度與投資產品科根據《證券及期貨條例》實施的制度，需視乎投資產品的法律形式而適用於不同種類的產品。他表示，《公司條例》第342A條賦權證監會批出豁免，使有關方面無須遵從《公司條例》附表3載明的披露規定。證監會可豁免遵從某項規定，並施加與該項獲豁免遵從的規定有關的條件，但不能施加涉及完全不同事項(例如產品結構)的條件。至於證監會是否有權根據《公司條例》第342C(5)(b)條拒絕認可迷你債券註冊，韋奕禮先生表示，倘若產品文件符合《公司條例》的規定，證監會不給予認可便屬濫權。當時並沒有充分理由拒絕認可迷你債券的文件。

4.13 高秉忠先生亦曾就證監會於2005年推行的"協調項目"(Harmonization Project)作證，該項目旨在使企業融資部與投資產品科採用的認可程序趨向一致。關於該項目後來如何推行，韋奕禮先生解釋，在法例上必須作出重大修訂。證監會於2005年8月曾就《公司條例》第三階段改革工作發表《有關對〈公司條例〉的招股章程制度的可行性改革諮詢文件》¹³。一如2006年9月發表的《有關對〈公司條例〉的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結》所載，基於所接獲的公眾意見，證監會把最初提出建立統一要約制度的原建議修訂為保留《公司條例》及《證券及期貨條例》的兩個獨立的公開要約制

¹³ 分三階段進行的檢討及改革工作於2002年展開，其目的是使股份及債權證公開要約的規管架構趨向現代化。第一階段的檢討及改革工作不涉及《公司條例》的修訂，並已於2003年3月隨着證監會發出多項指引及類別豁免而完成。第二階段的檢討及改革工作在2004年12月隨着載有關於招股章程的修訂的《2004年公司(修訂)條例》(2004年第30號)生效而完成。全面檢討《公司條例》的招股章程制度的第三階段工作隨着證監會為此發表諮詢文件而於2005年8月展開。

度，但將"結構性產品"從《公司條例》的"債權證"定義中剔除¹⁴。其後，證監會向持份者展開非正式諮詢。據證監會表示，上述措施及《公司條例》第三階段改革涉及的其他改革措施預定與2006年年中展開的《公司條例》重寫工作一併推展。

4.14 按照證監會所述，由於法律草擬過程複雜，相關草擬指示初稿在2008年9月才接近定稿。然而，雷曼事件發生後，證監會在推行其他第三階段改革措施前，先推出將結構性產品公開要約的規管由《公司條例》轉移至《證券及期貨條例》第IV部的法例修訂，並於2009年10月展開所需的諮詢工作。《2010年證券及期貨和公司法例(結構性產品修訂)條例草案》於2010年7月2日提交立法會，並於2011年5月4日獲得通過。有關法例修訂的摘要載於**附錄4(b)**。

4.15 在2010年1月8日及2月9日的研訊上，小組委員會質疑，倘若及早實施擬議的法例修訂，是否便可避免出現一些與雷曼結構性產品銷售有關的問題。韋奕禮先生回應時表示，法例修訂會對由證監會執行的認可制度帶來若干轉變。然而，投資者是因為雷曼倒閉而蒙受損失。若有大型投資銀行倒閉，該等法例修訂也不能解決問題。

¹⁴ 請參閱證監會於2006年9月發出的《有關對〈公司條例〉的招股章程制度的可行性改革諮詢文件的諮詢總結》。

以私人配售方式發售的投資產品

4.16 經銀行以私人配售方式分銷的金融產品無須刊發章程。該等產品的推廣材料亦無須證監會認可。法律上並無為"私人配售"一詞下定義。倘若銀行利用《公司條例》附表17所列的任何一項"安全港"條文發售金融產品，該等產品的要約一般會被視為私人配售。有關條文涵蓋以下情況：

- (a) 只向專業投資者¹⁵作出的要約；
- (b) 向不超過50人作出的要約；或
- (c) 最低面額或須支付的最低代價或須認購或購買的最低本金款額不少於500,000港元的要約。

4.17 至於就上文第(b)及(c)段所指的要約刊發的文件(例如訂明有關要約的條款及條件的條款表)，該等文件內必須載有《公司條例》附表18所指明的警告聲明，其大意是文件的內容未經在香港的規管當局審核，買家應謹慎行事，如有疑問應尋求獨立專業意見。小組委員會檢視了部分銀行以私人配售方式發售的股票掛鈎票據條款表，從中注意到條款表首頁印有包含上述警告聲明的說明，但字體大小卻遠小於條款表其他部分所用的字體。

¹⁵ "專業投資者"的定義載於《證券及期貨條例》附表1第1部。

有關《公司條例》的招股章程制度的觀察所得

4.18 小組委員會在檢視《公司條例》的招股章程制度能否達到其目標(即確保準投資者能就有關產品得出有根據的結論)時有以下觀察所得：

產品名稱

4.19 小組委員會發現，證監會於2005年發出的內部指引所載的其中一點是：企業融資部的審閱人員在審閱章程及推廣材料時，亦應考慮某票據系列所使用的名稱會否誤導準投資者。內含衍生工具的信貸掛鈎票據系列被冠以"迷你債券"的名稱，是小組委員會關注的其中一個課題，因為這個名稱使人聯想到由企業或主權政府為集資而發行的傳統債券，只是其面額較小，一如"迷你"一詞所指。普羅大眾普遍把債券理解為相對安全的一種投資，並可在產品年期內收取定期派發的固定利息。

4.20 韋奕禮先生在2009年6月23日及26日的研訊上作供時告知小組委員會，"迷你債券"是產品名稱，並沒有規管上的意義，而這個名稱本身亦非具誤導性。在章程和銷售過程中是否有準確地描述和解釋該產品才是重要。韋奕禮先生表示，解釋產品及確保產品適合準投資者是中介人的責任，投資者不應單憑產品名稱而作出投資決定。他亦告知小組委員會，在雷曼倒閉前，證監會並無接獲任何投訴指以"迷你債券"作為信貸掛鈎

票據的名稱具誤導性。證監會在2008年9月後接獲的投訴中，只有零星個案(約1%)指稱"迷你債券"這個名稱具誤導性。

4.21 小組委員會尋求釐清證監會企業融資部在審閱相關產品文件以進行認可時，"迷你債券"("Minibond")這個產品名稱曾否引起任何監管方面的關注。根據企業融資部執行董事何賢通先生在2009年7月17日研訊上所作的證供，迷你債券發行人曾表示，"迷你"("Mini")這個前綴是指迷你債券以5,000美元或40,000港元的較小面額發售。以迷你債券系列35的發行章程為例，委員質疑以"債券"而非"票據"作為"Notes"的中文譯法是否恰當。根據何賢通先生所提供的證據，在用法上，"notes"一詞並無絕對的中文用語，"bonds"及"notes"同樣可譯作"債券"¹⁶。他並確認，企業融資部確曾就該中文用語進行內部討論，並向發行人提出此事。然而，由於早期系列的迷你債券章程一直使用同一中文用語，除非有令人信服的理由證明這用語不妥當，否則證監會並無法律理據拒絕批准該名稱或要求發行人採用不同的產品名稱。不過，何先生表示，在雷曼倒閉後，"債券"與"票據"的用法所引起的廣泛公眾關注，實非始料所及。他亦強調，確保產品適合個別投資者是中介人的責任。

¹⁶ 據何賢通先生在2009年7月17日研訊上解釋，債券和票據同屬債務工具。債券一般指年期較長的債務工具，而票據的年期則較短。

向投資者披露的資訊

4.22 小組委員會從韋奕禮先生得悉，由於迷你債券發行人沒有指明任何準投資者作為銷售目標，而該產品又主要經由零售銀行分銷，證監會因此假設該產品會按中介人為個別準投資者所作的適合性評估向公眾銷售。由於證監會一開始已知悉迷你債券相當可能會透過零售銀行向普羅大眾分銷，小組委員會認為，證監會在審核發行人提交的产品文件時，應顧及普羅大眾的需要，包括他們對於某些基本事實如產品名稱／描述的觀感或理解。

4.23 據何賢通先生表示，如某份章程載有《公司條例》附表3指明的必需資料，並符合《公司條例》的其他規定¹⁷，證監會無權拒絕認可該份章程註冊。儘管如此，小組委員會所關注的是披露的質素，即有關資料是否以一個能夠令準投資者知悉主要產品特點及風險的有效方式披露。篇幅冗長的文件不一定能幫助準投資者瞭解產品。很少投資者會閱讀整份章程。小組委員會極之懷疑，一名普通投資者在沒有得到投資意見的情況下，能否瞭解迷你債券的風險不但藏於參考機構之中，而且亦藏於相關抵押品(具體細節不詳，因為這些抵押品將由發行人以發行所得款項購買)和交易對手之中。

4.24 小組委員會細閱迷你債券系列35的發行章程第16頁的"投資風險"一節時注意到一項說明，即投資者須承擔參考機構

¹⁷ 《公司條例》第38、38B、38C、342、342B及342C條。

的信貸風險。如把這項說明與隨後關於7家參考機構¹⁸的信貸水平的資料一併閱讀，很容易會令投資者相信其承擔的風險主要是參考機構的信貸風險。相比之下，小組委員會認為，發行章程並未有適當地強調信貸違約掉期的重要性、雷曼控股及其相關公司在產品結構上的角色及其潛在風險。

4.25 小組委員會又觀察到，迷你債券系列35的推廣單張圖片上顯眼地展示7家參考機構的名稱，此舉令人即時把注意力集中在這些機構上，而忽略了在同一頁出現但字體更小的其他產品特點和風險。單張上完全沒有提及該產品並非適合所有人。雖然推廣材料的作用並不是要涵蓋章程所提供的所有資料，但小組委員會認為，這是令人對產品回報及風險一目了然的重要文件，因此，這些材料應把相關資料的內容平衡地呈現出來。

第二支柱 —— 監管中介人在銷售點的操守

監管規定及標準

4.26 時任金融管理專員任志剛先生告知小組委員會，金管局對銀行證券業務的規管重點在於操守監管。金管局的《監管政策手冊》¹⁹的有關章節訂明，金管局採取的一般做法是"要求

¹⁸ 7家參考機構包括中華人民共和國及另外6家知名公司。

¹⁹ 《監管政策手冊》根據《銀行業條例》第7(3)條發出，有關章節題為"對獲得證監會註冊的認可機構進行的受規管活動的監管"。

註冊機構遵守證監會就持牌法團的受規管活動所實施的同等標準"²⁰。

4.27 《操守準則》載有多項規定，其中包括一套9項的一般原則，這些原則對中介人經營受規管活動的業務至為重要。《操守準則》訂明的第1至9項一般原則載於**附錄4(c)**。舉例來說，第2項一般原則(勤勉盡責)規定中介人應以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，以維護客戶的最佳利益。根據第4項一般原則(有關客戶的資料)，中介人須遵守多項"認識你的客戶"的規定。中介人在作出建議或招攬行為時，應確保其向該客戶作出的建議或招攬行為，在所有情況下都是合理的。關於衍生產品²¹方面，中介人有責任確保其客戶已明白該等產品的性質和風險，並有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

4.28 為協助中介人遵從《操守準則》的規定，從而維持妥善的內部監控制度，證監會發出《適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引》(下稱"《內部監控指引》")²²。《內部監控指引》具體規定中介人應記錄及保存作出有關建議和意見背後的理據的資料。指引中亦載有各項建議採用的內部監控技術及程序，使相關的法律及監管規定獲得更嚴格遵從。

²⁰ 《監管政策手冊》第SB-1章第2.1.1段。

²¹ 雷曼結構性產品的產品結構中包含衍生工具。

²² 《內部監控指引》於1997年5月首次發出，並於2003年4月更新。

4.29 小組委員會察悉，證監會曾於2006年對10家選定商號進行第二輪主題視察，並因應所得的發現於2007年5月發出《有關合理適當建議的常見問題》。該輪視察旨在評估該等商號的銷售手法及其遵從有關監管標準的情況。金管局於2007年5月7日發出通告，通知所有註冊機構注意《有關合理適當建議的常見問題》，當中提醒註冊機構在必要時應改善其制度及監控措施，以履行提供合理適當建議的責任。中介人在提供合理適當建議方面須履行的主要責任是：

- (a) 認識其客戶；
- (b) 瞭解向客戶推介的投資產品；
- (c) 將每項投資產品的風險回報狀況與每名客戶的個人情況進行配對，從而提供合理適當的建議；
- (d) 向客戶提供所有重要的相關資料；
- (e) 聘用稱職的職員及提供適當的培訓；及
- (f) 以文件載明及保留向客戶推介每項產品的理由。

4.30 關於《操守準則》及《有關合理適當建議的常見問題》的法律效力，韋奕禮先生在2010年2月9日研訊上解釋，雖然該兩份文件並無法律效力，但中介人不遵守有關規定屬嚴重事項，可能會導致監管機構質疑中介人是否符合進行受規管活動

的適當人選資格。證監會在不當銷售個案中對違反證監會《操守準則》內有關提供合理適當建議的責任的中介人採取監管行動時，會考慮中介人遵守《有關合理適當建議的常見問題》所載指引的程度。

金管局對註冊機構進行的監管工作

4.31 小組委員會察悉，金管局是透過進行現場審查(包括專題審查)及非現場審查，以及不時發出指引及通告，對註冊機構的受規管活動執行《銀行業條例》及《證券及期貨條例》所訂的監管職能。

通告

4.32 正如任志剛先生所述，金管局自2003年開始向註冊機構發出通告，就進行受規管活動所需符合的標準及預期業界應採取的做法提供實務指引。這些通告包括下述內容：就未獲邀約的造訪的限制提供指引；分享審查結果；以及提醒註冊機構留意證監會發出並同樣適用於註冊機構的監管規定²³。

現場審查

4.33 根據任志剛先生的證供，金管局定期進行現場審查，以確定註冊機構所進行的受規管活動符合相關的法律及監管

²³ 上述向註冊機構發出的通告可於金管局網站查閱，網址為：<http://www.hkma.gov.hk>。

規定。小組委員會得悉，自《證券及期貨條例》於2003年4月生效至2008年12月期間，金管局對註冊機構進行了170次現場審查，範圍涵蓋該等註冊機構的受規管活動。這些審查包括37次一級審查、37次二級審查²⁴及96次專題審查²⁵。

4.34 據任志剛先生表示，金管局的現場審查並非集中於任何特定發行人的產品，而是以風險為本的模式審查涉及高銷售額、大量投訴及大額佣金的產品交易。現場審查過程一般包括：檢討及評估註冊機構的內部監控措施的成效；與管理層及不同職級人員討論現行的操作方法；以及抽查證券相關交易，以評估相關內部監控措施的成效和遵從相關監管規定的情況。在進行若干專題審查時，金管局職員亦會選出部分前線員工與他們面談，以評估他們對投資產品的認識和解釋分銷產品性質及風險的能力。小組委員會察悉，金管局與證監會曾就部分審查(例如金管局與證監會於2006年就投資顧問活動同期進行的專題審查)作出互相借調審查人員的安排。金管局並就每個審查所得的結果與有關註冊機構跟進，以確保該等註冊機構已採取適當行動糾正所發現的問題，或實施所需的改進措施。

²⁴ 一級審查涵蓋註冊機構對其受規管活動的高層次管控。二級審查是關於註冊機構內部監控措施及遵守監管規定的情況的詳盡審查。

²⁵ 在96次專題審查中，85次是關於註冊機構銷售投資產品的手法，其餘11次則與此無關。

其他措施

4.35 至於其他措施，小組委員會察悉，鑒於市況越趨波動，金管局由2007年12月至2008年年初曾就註冊機構銷售以次級按揭為相關抵押品或抵押品可能包含抵押債務證券的零售信貸掛鈎票據的情況進行了一項調查²⁶。在16家受調查的註冊機構中，有8家註冊機構對並非百分百保本的零售信貸掛鈎產品採用"中"或"低"風險評級。金管局建議這8家註冊機構對該等產品採用"高"風險評級。2008年2月，金管局開始就註冊機構銷售零售信貸掛鈎票據的情況進行專題審查。這輪專題審查原擬涵蓋11家註冊機構，但截至2008年9月只完成了4個審查²⁷。

金管局及證監會若干專題審查／主題視察的結果

4.36 由於金管局及證監會均曾分別就其監管的中介人的投資顧問活動進行審查，小組委員會因此查詢這些審查的結果、兩個監管機構之間的合作，以及所發現的問題如何處理。就此，小組委員會察悉，證監會在2004年對15家選定投資顧問進行主題視察，以評估當時市場銷售投資產品的作業方式。據證監會表示，在進行主題視察時，通常會抽取部分實際的交易及客戶檔案，集中檢視容易出現不當銷售的地方，例如涉及大額佣金回贈的交易、禁售期長及結構複雜的產品。證監會於

²⁶ 另請參閱第3章第3.29段。

²⁷ 據時任金管局副總裁蔡耀君先生解釋，這是由於部分監管資源被重新調配，用以在2008年4月至8月緊急進行另一輪關於累計股票期權的專題審查，而在2008年9月後，又有大量資源被抽調以處理因雷曼倒閉而引起的工作。

2005年1月24日將這輪視察的報告定稿送交金管局。證監會於2005年2月23日發表該報告，當中識別出投資顧問不妥善的作業方式所涉及的範疇，特別是在進行產品盡職審查、解釋產品風險、認識其客戶及確保有關產品適合客戶方面²⁸。小組委員會察悉，金管局透過在2005年3月1日發出通告，向所有註冊機構傳閱該報告，金管局並在通告中要求註冊機構仔細研讀該報告，並設立制度及監控措施，以確保遵從該報告所列載的建議。

4.37 證監會在2006年進行第二輪主題視察，旨在評估另外10家持牌投資顧問當時採用的銷售手法，並檢視他們自該會於2005年發表上一份報告後有否作出任何改善。這輪視察與金管局對選定註冊機構的銷售手法所作的審查同期進行。證監會於2007年5月21日將報告定稿送交金管局，並於2007年5月31日發表報告²⁹。小組委員會察悉，證監會根據第二輪主題視察所得的結果，對該10家投資顧問中的5家採取了執法行動。在其中一宗個案中，負責人員(相等於《銀行業條例》所指的主管人員)被暫時吊銷牌照12個月，有關公司亦因內部監控差劣及監督不力而被譴責及罰款170,000港元。此外，證監會亦於2007年5月7日發出《有關合理適當建議的常見問題》。

4.38 關於金管局同期於2006年9月至11月對10家選定註冊機構進行的專題審查所得的結果，小組委員會察悉，根據金管

²⁸ 證監會於2005年2月23日發表的《關於持牌投資顧問的售賣手法的報告》可於證監會網站查閱，網址為：<http://www.sfc.hk>。

²⁹ 證監會於2007年5月31日發表的《關於對持牌投資顧問進行第二輪主題視察的結果的報告》可於證監會網站查閱，網址為：<http://www.sfc.hk>。

局於2007年3月1日向所有註冊機構發出的通告所載，所有受審查的註冊機構已落實執行基線監控規定。當中發現的問題是部分註冊機構沒有按產品類別以文件記錄有關客戶投資經驗的資料，而多家註冊機構則沒有具體程序規定前線員工在銷售投資產品時須適當比較客戶的投資回報期與產品年期。金管局亦匯報了註冊機構所採用的一些良好做法，包括：採用特別處理程序處理風險錯配的個案；採取額外保障措施處理涉及被列為"弱勢社羣客戶"的客戶的交易；進行"喬裝客戶"檢查；以及採用正式的查檢表，以提醒前線員工在銷售過程中須向客戶提供所有必需的銷售文件。

4.39 關於金管局以註冊機構的銷售手法為重點的專題審查，小組委員會察悉，金管局曾於2005年、2006年及2007年就零售財富管理業務進行3輪專題審查。根據小組委員會所得的資料，這些審查的目的是要找出可改進的範疇及良好做法，其間並無公布發現嚴重的不當行為。在2006年與證監會的主題視察(上文第4.37及4.38段)同期進行的一輪專題審查的目的之一，是確定註冊機構的合規水平。另外兩輪專題審查則是金管局於2008年2月至8月及2008年3月至8月分別就信貸掛鈎票據及股票累計期權的銷售而進行的。在這兩段期間，審查小組調配大部分資源用以評核註冊機構遵守相關監管規定的程度，以及找出並處理可能違規的個案。該兩輪審查發現多宗懷疑不當銷售個案，共涉及123名客戶。

4.40 為了更深入瞭解金管局進行現場審查的方式及在雷曼倒閉前發現的不當行為，特別是在涵蓋投資產品銷售手法的專題審查方面，小組委員會命令金管局出示68份專題審查報告。任志剛先生及蔡耀君先生均表示，《銀行業條例》第120條的保密條文禁止他們披露金融管理專員在根據《銀行業條例》第55條行使其職能的過程中所取得的資料，他們受該條文約束而不能向小組委員會出示該等報告。有關此事件的摘要載於**附錄4(d)**。

非現場審查

4.41 除現場審查外，金管局亦對註冊機構進行非現場審查，方法是審閱註冊機構每半年呈交的受規管活動申報表。小組委員會得悉，自2005年起，越來越多大型、複雜或活躍的註冊機構被金管局要求每年委任獨立部門(例如其轄下的合規審查部門)，負責核查該註冊機構在進行受規管活動時有否遵從證監會及金管局的監管規定。在2008年，該等註冊機構為數達50間。

執法

4.42 一如第3章所闡述，規管註冊機構進行受規管活動的現行執法架構涉及金融管理專員及證監會根據相關法例行使監管權力，一個監管機構對註冊機構及其員工採取紀律制裁行動前，往往需要諮詢另一監管機構。金管局是監督銀行所有活動

(包括受規管活動)的前線監管機構。金融管理專員獲賦予法定權力調查涉嫌違反《操守準則》及其他監管規定的個案。然而，金融管理專員並無權力對註冊機構施加《證券及期貨條例》下的制裁。該等權力屬證監會所有，並須在諮詢金融管理專員後行使。任志剛先生在2009年5月15日及22日的研訊上作證時認為，金融管理專員具有足夠權力調查註冊機構的涉嫌違規行為，若金融管理專員亦獲賦權就註冊機構及其員工所進行的受規管活動對他們作出紀律處分，將可強化金管局的監管工作。

4.43 小組委員會在2009年6月23日及26日的研訊上詢問，在現行執法架構下，是否可以由證監會主動調查註冊機構的涉嫌失當行為。韋奕禮先生回應時表示，證監會必須有理由查訊某註冊機構是否有失當行為，並須在諮詢金融管理專員後，才可對該註冊機構進行調查³⁰。然而，由於證監會並無權力對註冊機構進行日常視察，藉以搜集與任何涉嫌違規行為有關的所需資料(此項權力屬金融管理專員所有)，證監會如要證明案件成立以便主動展開調查，實際上會有困難。韋奕禮先生亦告知小組委員會，在2003年4月至2008年9月中期間，證監會並沒有在接獲金管局的轉介前主動展開任何調查。

4.44 一如第3章所述³¹，在2003年4月至2008年9月期間，金管局共處理178宗註冊機構涉嫌不當銷售投資產品的個案，其

³⁰ 《證券及期貨條例》第182(1)及(4)條。

³¹ 請參閱第3章第3.33段。

中72宗個案是在日常監管中發現³²。然而，小組委員會察悉，在該72宗個案中，只有22宗是在2008年之前發現。在上述的5年期間，金管局曾轉介9宗個案予證監會採取適當行動，而證監會亦已就其中3宗個案採取執法行動。在此期間，金融管理專員在2007年6月將一名違反《操守準則》的有關人士的註冊資料暫時中止載在公眾紀錄冊中，為期一個月³³。

有關註冊機構操守監管的觀察所得

4.45 小組委員會認為，任何有效的規管制度必不可少的一個元素，是能夠在問題仍未加劇及變成系統性問題之前將之識別，而監管機構監督受規管人士的恆常工作的成效亦同樣重要。一如前文第3.33段及上文第4.44段所概述，在2008年9月雷曼倒閉前，金管局的恆常監管程序(見前文各段所述)未能偵察到註冊機構有任何不當銷售投資產品的嚴重問題。這與雷曼倒閉後湧現大量投訴，指零售銀行以不當手法向投資者銷售雷曼結構性產品的情況大相逕庭。

4.46 一如第3章³⁴及上文第4.36及4.37段所述，證監會於2005年及2006年進行的研究、調查及視察的結果均已顯示，零售投資者越來越多機會接觸透過銀行銷售的結構性金融產品，而很多投資者均對該等產品認識不足。這些情況理應令金管局察覺到需要調配更多資源，以確保註冊機構及其銷售人員

³² 其餘106宗個案來自客戶的投訴。

³³ 請參閱第3章第3.33段及註腳34。

³⁴ 請參閱第3章第3.28段。

在銷售結構性產品時已妥善遵從監管規定。然而，一如上文第4.39段所述，金管局直至2008年年初才調整專題審查的重點，調配大部分資源用以評核註冊機構的合規水平。上文第4.35段所闡述的金管局調查結果清楚顯示，受調查的註冊機構並無依照《有關合理適當建議的常見問題》，因應不斷轉變的市場情況，就零售信貸掛鈎票據持續進行產品盡職審查。然而，除建議若干註冊機構修改其對產品的風險評級，以及在2008年2月進行另一輪專題審查外，並無證據顯示金融管理專員曾親自或透過金管局採取其他針對性的即時措施，專為確保註冊機構日後定會按照適用的監管規定，進行產品盡職審查。

4.47 現行的規管安排亦不利於及早偵察及糾正不當情況，其中一些主要問題如下：

- (a) 金管局是銀行業的監管機構，同時負責銀行業的審慎監管及操守監管。然而，金管局並非向有關人士發牌或給予核准，而是要求註冊機構的高級管理層確保這些人士有良好的操守。雷曼危機已令人懷疑銀行在面對業界激烈的業務和利潤競爭下，是否有能力和決心對轄下有關人士的操守作出充分監察。
- (b) 儘管兩個監管機構簽訂《諒解備忘錄》及進行各種溝通，但註冊機構與持牌法團是否受到相同程度的監管仍屬疑問。舉例而言，小組委員會察悉，

金管局在2007年3月1日就投資顧問活動的專題審查發表報告，當中所載述的審查結果相對較為欠缺，但證監會就同一課題得出的審查結果則較為充實。值得注意的是，金管局的審查是在2006年進行，當時正值銀行向零售投資者銷售結構性金融產品(包括雷曼結構性產品)的高峰期。

- (c) 一如上文的論述所分析，針對註冊機構及其主管人員／有關人士作出紀律處分決定及施加制裁前，兩個監管機構往往需要互相轉介及諮詢。例如，金融管理專員並無法定權力就註冊機構根據《證券及期貨條例》進行的受規管活動對其施加紀律制裁，因而須將個案轉介證監會。與此同時，證監會只有在有理由查訊某註冊機構是否有失當行為及在諮詢金融管理專員後，才可對該註冊機構進行調查。這些程序不單在運作上複雜，而且難免費時失事，更遑論或有需要解決兩個監管機構之間可能出現的不同意見。

4.48 正如小組委員會在上文第4.32段表示，金管局不時向註冊機構的行政總裁發出通告，促請他們留意證監會所進行的調查／視察的結果，以及證監會頒布而適用於註冊機構的監管規定。這些通告通常載明，金管局會在恆常的監管過程中監察註冊機構的跟進行動進度。就此，小組委員會認為，如金管局

能夠在進行該等監察工作後公布有關結果，說明註冊機構如何跟進處理監管方面的關注，會是有用的做法。

4.49 與此同時，小組委員會曾研究《銀行業條例》第120條的保密條文。該條文禁止披露金融管理專員根據《銀行業條例》第55條取得的資料，但在指明情況(主要是為進行刑事調查的目的)³⁵下則除外。金融管理專員的意見認為，《銀行業條例》第120(4)條禁止他遵從小組委員會根據《立法會(權力及特權)條例》作出的命令。同時，小組委員會亦察悉，《證券及期貨條例》對證監會屬下人員施加保密責任。然而，《證券及期貨條例》第378條容許在指明情況下披露資料，該等情況包括回應"根據法律作出的要求"³⁶，而當中亦包括小組委員會根據《立法會(權力及特權)條例》作出的命令。有鑒於《銀行業條例》第120條及《證券及期貨條例》第378條的原意同樣是將監管機構在履行各自的法定職能的過程中所取得的資料保密，小組委員會認為，《銀行業條例》第120條下的保密條文應與《證券及期貨條例》第378條下的保密條文一致，使兩條條例下容許披露資料的情況能夠達到一致。

³⁵ 《銀行業條例》第120(4)及(5)條。

³⁶ 見《證券及期貨條例》第378(2)條。