

SECURITIES AND FUTURES COMMISSION
證券及期貨事務監察委員會

SFC

證監會

證券及期貨事務監察委員會
行政總裁韋奕禮先生 (MR MARTIN WHEATLEY)
為回應高秉忠先生的證人陳述書所提出的事宜
而作出的陳述書

2010年3月8日



目錄

概論	1
摘要	1
引言	1
2003 年的監管環境——《公司條例》及《證券及期貨條例》的制度	9
對高秉忠先生陳述書每一段的評論	
第 1 段	13
第 2 段	13
第 3 段	14
第 4 段及第 5 段	15
第 6 段	16
第 7 段	18
第 8 段及第 9 段	21
第 10 段	22
第 11 段	27
第 12 段	28
第 13 段	29
第 14 段	31
第 15 段及第 16 段	32
第 17 段	35
第 18 段	37
第 19 段	37
第 20 段	38
第 21 段	38
第 22 段及第 23 段	39



(中文譯本)

證券及期貨事務監察委員會行政總裁
韋奕禮先生 (Mr Martin Wheatley) 第二份陳述書

概論

- 本人應邀就高秉忠先生（“證人”）日期為 2010 年 1 月 19 日的陳述書（“該陳述書”）作出評論。由於高先生所評論的事情不少是在本人到證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）上任之前發生，因此以下的陳述並不純粹是基於本人的直接經驗而作出的個人陳述。本人的陳述乃基於本人以證監會行政總裁的身份，對證人評論的每個範疇而指示進行的查訊所得的事實、數據及資料而作出。本人已在該陳述書每個經編號的段落後，就證人提出的詳細論點作出回應，現將重點概述如下。

摘要

- 證人就一系列廣泛課題發了不少意見，但這些課題表面上看來均不在其既有的專業知識範圍以內，不禁令人對該等意見的相關基礎產生合理疑問。在此情況下，本人認為在考慮證人向小組委員會委員提供的資料時，務須謹慎，小心地將事實與主觀意見加以區分。特別是：
 - 證人對企業融資部的工作並不熟悉，亦從未參與迷你債券的審批過程。
 - 他鋪陳論據以至將條例、日期及產品類別並列的方式均令人對事實產生混淆。
 - 他顯然對《公司條例》的條文缺乏認識。
 - 他的陳述書指，假如被要求認可迷你債券銷售文件的是投資產品科而非企業融資部，迷你債券問題便不會出現，這說法具誤導成分。事實上，有關問題看來是因(i)不當銷售；及(ii)雷曼倒閉所致。
 - 他看來並不察悉結構性產品在很多海外司法管轄區均有售予散戶投資者。
 - 他看來不明白，證監會在尋求達致其規管目標和執行其職能時，須顧及維持香港作為具競爭力的國際金融中心的地位的適切性，及對與金融產品有關連的創新提供利便的適切性。
 - 指證監會對中介人監察不嚴是導致迷你債券投資者蒙受損失的原因之一¹，是沒有事實根據的。在本會收到涉及雷曼倒閉的投訴中，少於 1%與持牌法團的不當銷售有關，而其餘的 99%都與銀行的不當銷售有關。

鑑於以上所述及其他矛盾之處，小組委員會務須謹慎，以免過分依賴證人的供詞。本人將於下文詳細闡述這些觀點。

引言

證人對企業融資部的工作並不熟悉

- 證人於 1990 年 2 月加入證監會，出任經理一職。他在 2009 年 8 月辭去高級經

¹ 見該陳述書第 3 段。



理職位，離開本會。證人在本會的具體職能只局限於少數產品——主要包括與保險有關的產品及股票掛鈎存款。他從沒有加入企業融資部的招股章程組，亦沒有參與認可與迷你債券或其他類似產品有關的文件的過程。這一點非常重要，因為證人似乎並不熟悉企業融資部的工作（例如下文第 12 段提及的發行人資格規定等）。

該陳述書令人產生混淆

4. 證人在陳述時反覆轉換條例²、日期及產品類別³，令讀者對他多項批評的依據和性質產生混淆。他把有關元素、事件時序及產品特點混在一起，藉此將互不相干的因素扯上關係，並指該等因素是證監會的缺失。例如，在該陳述書第 8 段，證人將 2003 年 6 月 16 日（迷你債券系列五的章程的發出日期）指明為有關日期，但稍後在第 10(2)段，他則指槓桿借貸比率達“30 至 50 倍”的投資銀行“不適合出任擔保人”（意指證監會根本不應核准槓桿借貸比率達此水平的擔保人）。不過，儘管部分投資銀行的槓桿借貸比率於 2008 年是 30 至 50 倍，但於 2003 年並無任何投資銀行的槓桿借貸比率達此水平⁴。顯然，無論是在 2003 年或隨後數年，上述的槓桿借貸比率均不構成拒絕讓 Lehman Brothers Holdings Inc.（“雷曼控股”）出任掉期對手擔保人的有效理由。
5. 同樣，證人在其陳述書第 11 段陳述，“當證監會在我想大約是 2001 年，面對著第一浪的結構性票據時，其企業融資部的總監是龐雅成（William Pearson），龐雅成在加入證監會前並無監管經驗”，暗示龐雅成沒資格認可迷你債券的章程。然而，事實是，獲認可的最早一個系列的迷你債券的章程要到 2002 年 5 月才發出，而出現問題的第一個迷你債券系列的章程在 2003 年 6 月才發出（之前的所有迷你債券都獲得贖回，投資者沒有招致損失）。龐雅成在 1998 年 8 月加入證監會。因此，他在認可小組委員會所關注的迷你債券的章程時，已有近五年的直接監管經驗。此外，他之前曾在與著名的律師事務所孖士打律師行（Johnson Stokes & Master，現改稱為 Mayer Brown JSM）有業務聯繫的諾頓羅氏律師行（Norton Rose）的企業融資部門內任職律師九年。本會謹此指出，龐雅成有足夠有餘的經驗履行其在證監會職位所涉的監管職能。

證人的具體批評

產品認可

6. 證人似乎明白《公司條例》制度與《證券及期貨條例》制度有所不同，但卻多次以一套不適用於《公司條例》制度的準則來批評證監會對迷你債券文件作出的認可。與迷你債券有關的文件已根據《公司條例》的規定載有關於產品特點及風險的詳情，足以讓投資者在章程發出時能夠持平地評估產品。
7. 證人陳述，證監會的內部分工導致企業融資部及投資產品科在產品認可方面出現監管套戥問題⁵。證人的陳述予人一種印象，以為企業融資部及投資產品科是不同的機構，故採納了不同的監管方式。但這說法是不正確的。不同的監管方式是

² 見該陳述書第 6 段。

³ 見下文我們就該陳述書第 10(1)段所作的評論。

⁴ 見下文第 121 段的圖表及解釋。

⁵ 見該陳述書第 3 段。



因應《公司條例》及《證券及期貨條例》的不同規定而制定，而證監會在監管工作方面須同時實施上述兩項條例。

8. 證人陳述，在產品認可方面出現的監管套戥問題，是導致“迷你債券風波”的原因之一⁶。這說法並不正確。引致投資者蒙受損失的最直接原因，是雷曼的倒閉，及看來是對部分投資者不當銷售不適合他們的產品，而不是監管套戥。不論迷你債券文件是由企業融資部根據《公司條例》制度認可，還是由投資產品科根據《證券及期貨條例》制度認可，所招致的損失也不會有任何不同。迷你債券發行時，雷曼是全球第四大投資銀行。
9. 證人給人一個印象，以為投資產品科所認可的產品通常都是有擔保的產品⁷。他問：“如投資產品科認為適宜對其認可的產品的擔保人施加嚴格的規定，為何企業融資部不採取相同的做法？”⁸ 雷曼並非產品擔保人，而是掉期對手擔保人，它符合企業融資部所應用的資格規定，而假如它是產品擔保人的話，亦該能符合投資產品科所應用的資格規定。
10. 證人沒有告訴小組委員會的是，他所指的向擔保人施加的嚴格規定只適用於保證基金，即“基於其結構，產品將於未來一個指定日期向持有計劃單位／股份的投資者支付保證金額”的基金。在投資產品科所監管的產品當中，有擔保的產品只佔一個很小的百分比。截至 2010 年 2 月 23 日止，在投資產品科認可的 2,395 項產品之中，只有少於 2.76%（即 66 項）為零售保證基金。換言之，證人的評論對投資產品科所認可的其中 97.24% 產品都不適用。證人嘗試將本會根據《證券及期貨條例》實行的處理方式轉用於迷你債券，但有關問題根本不適用於迷你債券。即使由投資產品科審批迷你債券，亦不會施加上述擔保人規定。
11. 證人接納⁹，結構上屬債權證的產品受《公司條例》制度管轄，而《公司條例》制度主要是一個“以披露及操守為本”的制度。不過，他指企業融資部理應確保產品所涉各方須具備適當資格以執行指定職能。證人辯稱¹⁰，證監會理應施加有關擔保人的規定，以加強結構方面的安全性。他說證監會大可根據《公司條例》第 342A(1) 條這樣做。
12. 首先，證人似乎不知道企業融資部確已作出保障措施，要求發行人／擔保人符合《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（“《主板上市規則》”）第十五 A 章內適用於上市結構性產品的資格規定，當中包括發行人／擔保人須有至少 20 億港元的資產淨值的財務規定，及發行人／擔保人／抵押品須受監管，或其信貸評級屬於首三個最佳的投資評級¹¹。企業融資部要求非上市結構性產品的發行人／擔保人／掉期對手／掉期對手擔保人遵從上述規定（如適用）。市場接受此安排，是因為他們熟悉《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人及擔保人的規定，並能夠遵從。
13. 第二，證監會不能憑藉《公司條例》第 342A(1) 條行使絕對酌情權以施加條件規

⁶ 見該陳述書第 3 段。

⁷ 見該陳述書第 5 段。

⁸ 見該陳述書第 10(1) 段。

⁹ 見該陳述書第 6 段。

¹⁰ 見該陳述書第 9 段。

¹¹ 見本會於 2008 年 12 月就雷曼迷你債券危機引起的事項向財政司司長呈交的報告附錄 2 第 6.2.2 段。



限。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》符表 3 述明的披露規定。證監會可同意豁免遵從某項規定，並施加與該項獲豁免遵從的規定有關的條件。然而，證監會不能同意豁免遵從與招股章程內容及所作披露有關的規定，亦不能施加涉及完全不同事項（例如產品結構）的條件，否則便屬越權。證人在其陳述書內提出，證監會可隨意施加任何條件，甚至可施加與所尋求的豁免無關的條件，這說法與事實不符。

14. 證人指，證監會根據《公司條例》第 342C(5)(b)條有權拒絕認可迷你債券¹²。這說法並不正確。首先，根據《公司條例》制度，證監會並非認可投資產品，而是認可關於投資產品的文件的發出。第二，倘若與產品有關的文件符合《公司條例》的規定，則證監會必須認可有關文件，否則便屬濫權。當時並沒有充分理由要拒絕認可迷你債券的文件。
15. 證人指證監會理應拒絕認可由雷曼發行的產品，或理應對作為掉期對手擔保人的雷曼施加特殊條件，這說法罔顧了雷曼在迷你債券發行期間（2002 年 6 月至 2008 年 5 月）的狀況。雷曼當時是一家備受尊崇，及獲英、美、歐盟大部分市場、澳洲、新加坡及台灣等其他主要金融市場的監管機構批准發行產品的全球第四大投資銀行。安排人是雷曼在香港獲發牌照的一家附屬公司。指證監會理應拒絕認可有關章程或理應按所述方式施加特殊條件的說法，完全不可信。
16. 證人指，“好的擔保人不但須是具規模的財務機構，還須受到妥善的審慎監管，以確保其財政穩健”¹³。雷曼控股當時是美國第四大投資銀行控股公司，受美國證券交易委員會（“美國證交會”）監管。據 Annette L. Nazareth 專員表示，美國證交會已推出綜合受監管實體計劃（Consolidated Supervised Entity Program），藉以進行審慎監管。美國證交會根據這個審慎制度監管當地“五家最大型的投資銀行控股公司”。雷曼控股應已在綜合受監管實體計劃下，受美國證交會審慎監管¹⁴。
17. 證人陳述，迷你債券（甚至可能是所有結構性票據）在任何主要海外司法管轄區均不獲認可向散戶投資者銷售¹⁵。同樣，他的資料並不正確。正如本會於 2008 年 12 月就雷曼迷你債券危機引起的事項向財政司司長呈交的報告（“呈交予財政司司長的報告”）（S36）所解釋，類似的雷曼相關結構性產品在新加坡、台灣及印尼都有銷售，而其他司法管轄區亦有銷售零售信貸掛鉤票據，其中包括澳洲（Mahogany Notes）、愛爾蘭（Security Note）、日本（Secured Fixed Rate Credit Linked Notes）、德國（DZ Bank Cobold 74）、丹麥（Kreditinderekserede obligationer 2003/2008）、挪威、瑞士（DREEM FTD Note）及荷蘭（Managed Rente Plus Note）等。
18. 英國財政部國庫大臣 Sarah McCarthy-Fry 在 2009 年 7 月向國會表示，根據金融服務管理局的統計數字，英國約有 5,620 名投資者買入雷曼支持的結構性產品，當中約 95% 由 800 名中介人銷售，大部分均在 2008 年第二及第三季售出，並將於 2013 或 2014 年到期。

¹² 見該陳述書第 10(4)段。

¹³ 見該陳述書第 10(2)段。

¹⁴ <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch032607ain.htm>

¹⁵ 見該陳述書第 10(4)段。



19. 美國監管機構全國證券交易商協會（現已併入美國金融業監管局內）知道有散戶投資者獲銷售結構性產品，並對可能出現的不當銷售表示關注——但不是指這些產品正不合法地銷售。該會於 2005 年發出題為“關於售賣結構性產品的指引”（*Guidance Concerning the Sale of Structured Products*）的通告，說明該會“對會員在尤其是向零售客戶售賣這些票據時，可能沒有履行他們的售賣手法責任，表示關注。”¹⁶
20. 美國的結構性產品協會（Structured Products Association）估計，投資在結構性產品的金額由 2006 年的 700 億美元上升至 2007 年的 1,200 億美元，當中幾乎一半出售予個人投資者。根據金融業監管局的仲裁統計數字，截至 2009 年 6 月為止，就被分類為“衍生證券”的投資產品而向該局提交的仲裁申索有接近 400 宗；在 2009 年上半年提交的合適性申索超過 2006 年全年申索數目一倍以上，而有關失實陳述的申索則較 2006 年提交的數目多出兩倍以上。
21. 證人接著提出，證監會理應要求財政司司長將“結構性票據”簡單地列為集體投資計劃¹⁷。證人的這項建議並不可行，而且顯示他對法例存在誤解。即使財政司司長根據《證券及期貨條例》第 393 條將結構性票據訂明為“集體投資計劃”，有關文件仍然是須根據《公司條例》制度獲認可的招股章程。《證券及期貨條例》第 103(3)(a)(ii) 條規定，《證券及期貨條例》第 103(1) 條不適用於符合《公司條例》第 XII 部的招股章程。因此，發行人無須根據《證券及期貨條例》第 104 條尋求認可。《證券及期貨條例》第 393 條沒有賦予財政司司長使《公司條例》內與結構上屬債權證的產品有關的條文不適用的權力。任何將結構性票據納入《證券及期貨條例》範圍內的建議，均涉及對《證券及期貨條例》及《公司條例》作出修訂。
22. 證人提出，證監會理應建議對《公司條例》作出立法修訂，藉以施加“結構性規定”¹⁸，他似乎是指一個容許證監會認可產品而非文件的制度。證人所沒有解釋的是，企業融資部已推出一項全面計劃以分階段加強《公司條例》制度，此計劃現已發展至第三階段。
23. 證監會及政府長久以來的政策，與所有發展成熟的金融市場做法一致，就是在香港採納所謂“以披露及操守為本”的制度，而非“以監管機構評審為本”的制度。這項政策建基於兩大支柱，分別是“披露”及銷售時的適當“操守”。財政司司長在最新一份財政預算案演詞中表示，政府的意向是繼續採取這個方針。對迷你債券投訴的調查已清楚顯示我們對出現不當銷售情況的關注，有關情況反映著第二大支柱（即操守）存在缺失。然而，證監會歡迎小組委員會委員就香港應否改變產品監管方針以使證監會可審批產品質素而非產品文件一事發表意見，因為此事最終也需由政府（經諮詢公眾後）提出，並由立法會審議是否批准。
24. 證人提到“速贏”（quick wins）一詞，似乎覺得此用語不宜使用¹⁹。“速贏”或“速贏建議”（quick-win proposals）一詞最早出現於由當時的財政司司長梁錦松先生在 2002 年 6 月發出的，公布財經市場發展專責小組提出的建議的新聞稿內。該詞一般指可經由證監會行使現有權力便能得以落實，而無須透過立法

¹⁶ 全國證券交易商協會第 05-59 號通告

¹⁷ 見該陳述書第 10(3)段。

¹⁸ 見該陳述書第 10(3)段。

¹⁹ 見該陳述書第 12 段。



修訂作出改善的建議措施。

25. 證人提及沈聯濤在 2001 年 8 月 3 日發給當時的財政司司長梁錦松的一封電郵²⁰。沈聯濤在電郵中報告，證監會正在採取多項措施，鼓勵在香港發展新的金融產品。證人跟著質疑證監會在 2001 年時，有否按照其“法定規管目標”行事，原因是任何人都很容易“誤以為證監會是一個產品開發商而非監管者”。他列出他所謂的證監會六項“法定規管目標”，但其說法有三個問題。
- (1) 首先，證人所提到的法定規管目標，在《證券及期貨條例》於 2003 年 4 月生效之前並不存在。
 - (2) 第二，我們必須在正確的語境內解讀這些目標（當其獲制定為法例時），原因是這些目標須輔以《證券及期貨條例》第 6 條一併閱讀。第 6 條訂明，證監會在尋求達致其規管目標和執行其職能時，須顧及維持香港作為具競爭力的國際金融中心的地位的適切性，及對與金融產品有關連的創新提供利便的適切性。
 - (3) 第三，根據已廢除的《證券及期貨事務監察委員會條例》(第 24 章)，證監會在 2001 年的職能包括以下各項：
 - “(a) 就所有關於證券、期貨合約及財產投資安排的事宜，向財政司司長提供意見；〔及〕
 - (i) 鼓勵香港證券及期貨市場的發展，及鼓勵更多香港和外地投資者參與這些市場；”
26. 明顯地，2003 年前，證監會是按照其“職能”行事，而在 2003 年後，則按照其“法定規管目標”行事。故此，證人在其陳述書中對證監會權力及職責的描述，可能具誤導性。
27. 證人給人一個印象，以為證監會太注重市場發展，以致損害了對投資者的保障。然而，本會一直以來都把投資者保障視為首要工作，並將繼續如是。在本陳述書的下一節，本人會進一步闡釋監察、法規執行及投資者保障依然是本會監管方針的重要元素。證監會在本會的視察行動中發現有不當銷售的證據，因此已提高警覺，慎防出現不當銷售的風險。本會沒有如證人所指一般，容忍不當銷售，及對有關處理不當銷售的情況感到自滿。本會已將針對持牌法團不當銷售的預防措施，納入我們的整體策略（包括本會的法規執行及監察工作）內。然而，本會沒有證據顯示不當銷售在銀行業內廣泛存在，亦無法取得這方面的證據，因為證監會對銀行沒有監管權力。

對中介人的監察

28. 證人接著就不當銷售的問題發表意見，並指證監會的監管制度不合時宜²¹。他指，若刊發了“詳細的合適性指引”的話，投資者便不會因為迷你債券而招致損失。這觀點亦是一項誤解。本會的《操守準則》是以國際證券事務監察委員會組

S1-附錄 11

²⁰ 見該陳述書第 13 段。

²¹ 見該陳述書第 14 段。



S1-附錄 12

M4

織所制訂及承認的原則作爲藍本，而所列明的標準與其他主要金融市場的標準相若。《操守準則》已存在多時，是一套清晰、簡明的操守準則聲明。《常見問題》的刊發旨在爲業界提供實用的考慮點，以及協助業界遵守有關提供合適意見的操守規定。

29. 具體而言，不當銷售的課題已在《操守準則》及《內部監控指引》（輔以在 2007 年發出的《常見問題》）的相關規定中清楚地獲得處理，該等規定並非不合時宜。即使再有多一套的指引，也停止不了不當銷售行爲，對協助執法行動亦起不了任何作用。

30. 證人認爲，對中介人監察不嚴是導致迷你債券投資者蒙受損失的原因之一²²。“中介人”一詞涵蓋持牌法團（經紀行）和註冊機構（銀行）。

31. 持牌法團及其代表受證監會監管。在本人第一份陳述書第 50 至 67 段，本人稍爲詳細地解釋了證監會在監管持牌法團時所做的工作。尤其是，本會已定期進行主題視察及其他視察，檢討持牌法團的售賣手法；如我們發現個案有操守合規問題，我們亦已展開進一步調查及採取執法行動。此外，本會已聘請顧問進行投資者調查，及將打擊不當銷售風險作爲我們的重大工作之一。指證監會沒有積極對付持牌法團的不當銷售行爲的這個說法，並不正確。

W13(C)

32. 至於第二類別的中介人，正如本人先前的供詞所解釋，證監會無權監管銀行交易。只有香港金融管理局（“金管局”）才有權對銀行進行持續監管，繼而對付銀行的不當銷售行爲。儘管如此，我們也明白到與金管局合作，以協助金管局對銀行進行監管的重要性。因此，我們之前已主動與金管局會晤，商討有關售賣手法的事宜，並舉行會議與金管局分享我們的視察結果。我們亦爲金管局人員提供培訓，以及邀請金管局與證監會同步對銀行進行類似的視察。

33. 指證監會對中介人監察不嚴是導致迷你債券投資者蒙受損失的原因之一²³，是沒有事實根據的。在本會收到涉及雷曼倒閉的投訴中，少於 1%與持牌法團的不當銷售有關，而其餘的 99%都與銀行的不當銷售有關。

34. 證人隱晦地評批證監會沒有監管銀行，可見他顯然對監管制度存在誤解。證監會沒有法定權力對銀行或其職員進行持續監管。根據立法會於 2002 年通過的監管制度，金管局很明顯是銀行的前線監管機構，此乃當時刻意決定的政策。假如日後需要改變有關的政策意向，便須進行立法修訂。

35. 證人提述一封電郵，在該電郵中，夏禮信先生就一份關於新“監管挑戰”的草擬文件作出評論，指“證監會不應利便市場發展，因爲這不屬於證監會的法定規管目標範圍”。夏禮信先生過去任職證監會法規執行部，是證監會內一位極受尊敬的前僱員。然而，該陳述書看來只反映了一項個人意見，並沒有反映出證監會在《證券及期貨條例》之下的職能。《證券及期貨條例》第 6 條明確地指示證監會對與金融產品有關連的創新提供利便（見上文第 25 段）。

36. 證人聲稱，如果迷你債券的認可程序不同，以及他與其助手擬備的合適性指引得

²² 見該陳述書第 3 段，但該陳述書第 14 至 18 段並沒有明確地重複這項指稱。

²³ 見該陳述書第 3 段。



以落實的話，迷你債券事件“極有可能”不會發生²⁴。這說法並不正確。無論對認可程序作出任何改變，均不可能阻止雷曼兄弟倒閉，而這才是導致投資者蒙受損失的肇因。證監會的調查揭露，有關機構看來沒有設立適當的系統及程序以妥善履行《操守準則》施加的責任。

隨該陳述書提供的證監會文件

37. 據本人了解，證人向小組委員會提交了一些屬於證監會的電郵及文件，本人謹此就該等電郵及文件作出評論。本會曾正式要求小組委員會提供上述文件的副本，但遭到拒絕，因此本人並不知道證人到底提交了甚麼資料。不過，小組委員會曾於 2010 年 2 月 5 日來函要求提供若干文件，而該等文件均顯示證監會以保障投資者為絕對優先的考慮。
38. 該等文件顯示，證監會內部曾就保障投資者的最佳方式進行有益的辯論，期間並無遏制不同的聲音和觀點，更鼓勵職員提出具批判性及建設性的意見。然而，解讀個別的看法及評論時不應斷章取義，這些看法及評論往往只代表筆者在制訂政策的過程中表達的個人意見，除非載述於獲證監會董事局或高級管理層通過的文件，否則並不代表證監會的最終看法。
39. 最後，本人必須補充，證人即使並無任何私心，也無權帶走屬於證監會的文件，他這樣做已構成不當行為，並可能違法。

²⁴ 見該陳述書第 19 段。



2003年的監管環境——《公司條例》及《證券及期貨條例》的制度

40. 在詳細回應證人提出的論點前，本人必須首先闡釋《公司條例》的招股章程制度和《證券及期貨條例》第 IV 部的制度，而最佳方法就是從呈交予財政司司長的報告第 8 節及附錄 2 入手，當中已就證監會根據《公司條例》及《證券及期貨條例》認可產品文件的情況作出解釋，本人在此不再重複，但會進一步闡述若干觀點，以便回應證人提出的事宜。

S36

產品分類

41. 哪個監管制度適用，視乎有關產品的性質而定。由於證人曾提述多種不同產品，本人應首先就產品分類略作解釋。

表2

《公司條例》的制度	例子	例外情況（《公司條例》附表17）
股份	在香港交易所上市的股票	常見的例外情況包括： 向專業投資者作出的要約 向不超過50名人士作出的要約 最低本金款額不少於500,000港元的要約
債權證	企業債券及票據 結構性票據（例如 信貸掛鈎票據 股票掛鈎票據 及基金掛鈎票據）	就銷售文件已根據《證券及期貨條例》第 105條獲認可的集體投資計劃的權益作出 的要約 ²⁵

42. 信貸掛鈎票據、股票掛鈎票據及基金掛鈎票據均屬於“債權證”的定義範圍，因此受《公司條例》的招股章程制度規管。這些產品由負責執行《公司條例》制度的企業融資部認可。

²⁵ 見《公司條例》附表 17 第 1、2 及 4 條。



表3

《證券及期貨條例》第IV部的制度	例子	例外情況（第103(2)至(10)條）
證券		常見的例外情況包括： 由就第1、4或6類受規管活動獲發牌或註冊的中介人發出的文件 ²⁶
受規管投資協議	股票掛鈎存款	符合或獲豁免而無需符合 ²⁷ 《公司條例》第II或XII部的招股章程 屬《公司條例》第38B(2)條範圍內的推廣材料 ²⁸ 上市證券及政府證券
集體投資計劃	單位信託 互惠基金 房地產基金 與投資有關的人壽保險計劃（投資相連壽險計劃）	符合或獲豁免而無需符合《公司條例》第II或XII部的招股章程（只適用於互惠基金） 屬《公司條例》第38B(2)條範圍內的推廣材料 ²⁹

43. 表 3 所列產品由主要負責執行《證券及期貨條例》制度的投資產品科管理。證人會領導負責認可投資相連壽險計劃（屬集體投資計劃）及股票掛鈎存款（屬受規管投資協議）的小組。如前所述，如某產品的銷售文件受《公司條例》制度規管，該產品即獲豁免而不在《證券及期貨條例》制度的適用範圍之內。

《操守準則》

44. 在此必須指出，不論適用的是《公司條例》還是《證券及期貨條例》的制度，中介人也必須履行《操守準則》所施加的責任，確保產品適合客戶。

《公司條例》制度或“招股章程制度”

45. 《公司條例》第 II 及 XII 部禁止就股份及債權證發出銷售文件，但如該文件（“招股章程”）載有《公司條例》附表 3 所列資料而該項發出已獲認可，則屬例外。凡結構性產品以債權證形式發行，招股章程制度即告適用。

46. 證監會根據《公司條例》第 38A(1)及 342A(1)條有權批出豁免，使有關方面無須

²⁶ “文件”一詞包括任何廣告、邀請或文件。

²⁷ 與根據《公司條例》附表 17 獲豁免的要約有關的廣告屬此類別。

²⁸ 此類別主要關乎招股章程的摘錄或節本。

²⁹ 此類別關乎已根據《證券及期貨條例》第 105 條獲認可的廣告。



遵從招股章程須載有《公司條例》附表 3 所列資料的規定。不過，申請豁免的申請人必須令證監會信納有關豁免不會損害投資大眾的利益，並須參照該條文所訂的兩項理據而為該項豁免提供支持，即證明要求有關招股章程符合任何或所有該等規定——

- (a) 會是不相干的或會構成不適當的負擔；或
 - (b) 在其他情況下是無需要或不適當的。
47. 根據《公司條例》第 342A(1)條，證監會可同意豁免遵從某項規定，並施加與該項獲豁免遵從的附表 3 規定有關的條件。然而，證監會不能同意豁免遵從與招股章程內容及所作披露有關的規定，亦不能施加涉及完全不同事項（例如產品結構）的條件，否則便屬越權。
48. 企業融資部確已要求發行人符合《主板上市規則》第十五 A 章內適用於上市結構性產品的資格規定，當中包括發行人／擔保人須有至少 20 億港元的資產淨值的財務規定，及發行人／擔保人／抵押品須受監管，或其信貸評級屬於首三個最佳的投資評級³⁰。企業融資部要求非上市結構性產品的發行人／擔保人／掉期對手／掉期對手擔保人遵從上述規定（如適用）。市場接受此安排，是因為他們熟悉《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人及擔保人的規定，並能夠遵從。
49. 《公司條例》附表 17 列明招股章程制度的 12 種例外情況（見上文表 2），當中包括對以下要約的豁免：向專業投資者作出的要約、向不超過 50 名人士作出的要約、最低本金款額不少於 500,000 港元的要約，以及就銷售文件已根據《證券及期貨條例》第 105 條獲認可的集體投資計劃的權益作出的要約。這些豁免是立法會在 2004 年處理《公司條例》第二階段修訂時批准的，旨在將行之已久的市場作業方式編纂為成文法則。

《證券及期貨條例》制度（“第 IV 部制度”）

50. 第 IV 部制度適用於“證券”、“受規管投資協議”及“集體投資計劃”（見表 3）。“集體投資計劃”一詞涵蓋所有單位信託、互惠基金、房地產基金及投資相連壽險計劃，而“受規管投資協議”一詞則主要涵蓋股票掛鈎存款³¹。
51. 《證券及期貨條例》第 IV 部載有三項主要條文：第 103、104 及 105 條。
52. 《證券及期貨條例》第 103 條一般禁止向公眾發出關於證券、受規管投資協議及集體投資計劃的廣告、邀請及文件。不過，該條文同時就這項禁制訂定很多例外情況，其中三種情況與目前的討論尤為相關——
- (1) 中介人可發出關於證券的廣告、邀請或文件。這項豁免不適用於屬未經認可的集體投資計劃的證券。
 - (2) 符合或獲豁免而無需符合《公司條例》第 II 或 XII 部的招股章程。換言之，

³⁰ 見本會於 2008 年 12 月就雷曼迷你債券危機引起的事項向財政司司長呈交的報告附錄 2 第 6.2.2 段。

³¹ 該詞亦應涵蓋信貸掛鈎票據、股票掛鈎票據及基金掛鈎票據，但與該等結構性產品有關的文件因屬《公司條例》的招股章程制度的範圍內而獲豁免。



屬債權證（一種“證券”）的結構性產品並不受《證券及期貨條例》第 103 條的一般禁制所規限。

- (3) 屬《公司條例》第 38B(2)條（主要關乎招股章程的摘錄或節本）範圍內的推廣材料。換言之，債權證形式的結構性產品的大部分推廣材料均不受第 103 條的一般禁制所規限。
53. 根據《證券及期貨條例》第 104 條，證監會可認可擬向公眾發售的集體投資計劃。證監會已發表《單位信託及互惠基金守則》等關於各個主要產品類別的產品守則。不過，證監會不能認可股票掛鈎存款、信貸掛鈎票據、股票掛鈎票據或基金掛鈎票據等非集體投資計劃產品，只能認可關於這些產品的文件，故此從未發表關於這些產品的守則。
54. 根據《證券及期貨條例》第 105 條，證監會可認可屬或載有請受眾作出《證券及期貨條例》第 103(1)(a)或(b)條所述作為的任何廣告、邀請或文件的發出。由於《證券及期貨條例》第 103(2)至(11)條規定第 103(1)條不適用於多種文件，因此，根據第 105 條認可文件的權力比驟眼看來要有限得多。舉例說，第 103(1)條不適用於——
- (1) 符合或獲豁免而無需符合《公司條例》第 II 或 XII 部的招股章程（見《證券及期貨條例》第 103(3)條）。換言之，屬債權證的結構性產品（信貸掛鈎票據、股票掛鈎票據或基金掛鈎票據）的招股章程不會根據《證券及期貨條例》第 105 條獲認可。
- (2) 屬《公司條例》第 38B(2)條（主要關乎招股章程的摘錄或節本）範圍內的推廣材料（見第 103(3)條）。換言之，屬債權證的結構性產品（信貸掛鈎票據、股票掛鈎票據或基金掛鈎票據）的大部分推廣材料均無須根據《證券及期貨條例》第 105 條獲認可³²。
55. 根據《證券及期貨條例》第 105(1)條，證監會有權“就該廣告、邀請或文件所涉事宜”施加條件，而根據第 105(5)條，證監會如不信納“某廣告、邀請或文件所涉事宜”是符合投資大眾的利益的，則可拒絕認可該廣告的發出。
56. 如所作披露是充分的，則證監會透過（根據《公司條例》及《證券及期貨條例》第 105 條）認可已全面披露有關風險的文件，即已履行其在現行監管制度的第一大支柱（即披露）方面的職責。為達致保障投資者的目標，我們不但需實施披露規定，還需推行一系列其他措施，包括對操守作出監管以確保產品適合投資者、對違規者採取有效的執法行動，以及舉辦適當的投資者教育活動³³。依賴招股章程或銷售文件所作出的披露之餘，亦輔以法定的法律責任——《公司條例》制度規定須就不真實陳述負上法律責任，而《證券及期貨條例》制度則規定須就欺詐或罔顧實情的失實陳述負上法律責任³⁴。

³² 就結構性票據之類的債權證而言，有關廣告可同時根據《公司條例》第 38B(2A)(b)條及《證券及期貨條例》第 105(1)條，或只根據《證券及期貨條例》第 105 條提交認可。見呈交予財政司司長的報告附錄 2 第 5.5.1 及 5.5.2 段。

³³ 本人第一份陳述書第 27 段及其後各段對此有更詳盡的論述。

³⁴ 見《公司條例》第 40、40A、342E 及 342F 條和《證券及期貨條例》第 107 及 108 條。



對該陳述書每一段的評論

本人現在逐一評論該陳述書的每一段。

高秉忠的陳述書

1. 本人，高秉忠，就研究雷曼兄弟相關迷你債券及結構性金融產品所引起的事宜小組委員會（“小組委員會”）於 2009 年 12 月 30 日向本人發出的傳票，向小組委員會作出本陳述。
57. 證監會：本會曾要求查閱該傳票的副本，以了解證人作出評論的背景資料，但被拒絕。在這情況下，我們難以確保本會能正確地回應證人就有關文件提出的論點，特別是當證人在其陳述書提述（據他表示）該陳述書夾附的文件。此外，雖然我們不希望妨礙研訊進行，但作為審慎的監管機構，我們注意到本會必須考慮另一問題，就是與本會監管工作有關的機密文件是否會被人不合法地從本會辦公室帶走。

證人陳述：

“本人的背景

2. 本人於 1978 年在加拿大麥基爾大學（McGill University）畢業，其後於同年加入金融行業工作。我在 1990 年 2 月加入證監及期貨事務監察委員會（“證監會”），出任投資產品科經理。在投資產品科工作期間，我在 1994 年 7 月升任為高級經理，後於 2005 年 1 月出任保險相關政策及產品組主管，直至 2008 年 10 月。其後，我提出要求並獲調派至對外事務科，然後留在該部門工作，直至 2009 年 8 月。我提早六年退休並離開證監會，因為我相信，我協助小組委員會查明雷曼兄弟事件的錯處，並研究如何避免同類事件再次發生，更能保障投資大眾的利益。”
58. 證監會：證人於 1990 年 2 月加入證監會，出任經理一職。他在 2009 年 8 月辭去高級經理職位，離開本會。證人在本會的具體職能只局限於少數產品——主要包括與保險有關的產品及股票掛鉤存款。然而，他從沒有加入企業融資部的招股章程組，亦沒有參與審批與迷你債券或其他類似產品有關的文件的過程。這一點非常重要，因為證人似乎並不熟悉企業融資部的工作（例如上文第 12 段提及的發行人資格規定等）。
59. 證人擔任高級經理，是一個小組的“主管”，組內大約有四名成員。在 2008 年 9 月以前，他向投資產品科總監匯報工作，而投資產品科總監則向執行董事匯報。
60. 證人於 2008 年 9 月 26 日辭退證監會職位，並表明請辭是因為曾與上司發生衝突。然而，證監會另一部門（對外事務科）邀請他出任該部門一個職位，他接受了邀請。證人在翌年（即 2009 年 2 月 19 日）再次辭職，但最終留待至 2009 年 8 月 31 日才離開證監會。小組委員會是在 2008 年 10 月 17 日舉行的立法會內務委員會會議上成立，而證人的陳述書的日期為 2010 年 1 月 19 日。證人在小組



委員會成立以前已首次提出辭職，但他待小組委員會成立四個月後，才第二次請辭。他不尋常地或沒必要地延長其辭職期，並在辭退證監會職位的 11 個月後才提交陳述書。本會認為，雖然證人在 2010 年 1 月的陳述書內表示離開證監會是為了協助小組委員會，但這說法與上述事實並不完全相符。

61. 至於證人為何表示他需要辭職才可協助小組委員會，亦沒有明確的理由。如證人繼續留任證監會，仍可向小組委員會作證，並可合法地取覽有關文件。在目前的情況下，該等文件可能曾經被人不合法地保存。

證人陳述：

- “3. 本人曾短暫地在對外事務科工作大約 10 個月，負責處理投資者投訴，當中無疑包括與雷曼有關的投訴，但除此以外，我在證監會一直負責審批與眾多非上市投資產品的公開要約有關的認可申請，當中包括各類由投資產品科處理、以存款及保險計劃形式推出的結構性產品。基於證監會的內部分工，其他採用債權證或類似債權證形式的非上市結構性產品（例如股票掛鉤或信貸掛鉤票據等）的公開要約，均由企業融資部的招股章程組處理。本人認為，這安排造成與產品認可有關的監管套戥問題，並至少在某程度上導致了迷你債券風波，令人遺憾。雷曼迷你債券風波的另一個成因，是對中介人監察不嚴。本人將於下文詳細解釋。”
62. 證監會：證人陳述，證監會的內部分工導致企業融資部及投資產品科在產品認可方面出現監管套戥問題³⁵。證人的陳述予人一種印象，以為企業融資部及投資產品科是不同的機構，故採納了不同的監管方式。但這說法是不正確的。不同的監管方式是因應《公司條例》及《證券及期貨條例》的不同規定而制定，而證監會在監管工作方面須同時實施上述兩項條例。
63. 證人表示，如證監會會改變其監管制度，迷你債券“風波”（證人的用語）便不會發生。本會曾於 2001 年就如何監管結構性產品（包括上市產品）這議題進行內部辯論，辯論的焦點是，債權證形式的結構性產品應否繼續按照《公司條例》監管，還是應該作出若干轉變，以按照《保障投資者條例》監管，因為後者的監管制度有較大的靈活性。然而，證監會經過討論後確認，若要實施這建議，則必須同時對相關法例作出全面的檢討。
64. 最後，本會透過以下方案達致所需的靈活性：證監會 (1) 授權企業融資部的員工，根據《保障投資者條例》批核文件（之前只有投資產品科的員工有此等權力）；(2) 發出本人第一份陳述書第5段所提述的三套指引；(3) 發出本人第一份陳述書第6段所闡釋的《2003年公司條例（豁免公司及招股章程遵從條文）（修訂）公告》；及 (4) 提交《2003年公司（修訂）條例草案》，為計劃性要約採用“雙重招股章程”訂定條文，並加入本人第一份陳述書第7段所描述的各項豁免。加強投資者保障的其中一項最重要的措施，是擴大招股章程的法律責任範圍，以涵蓋根據《公司條例》作出股份及債權證的公開要約而發出的廣告，這措施實際上已消除在《保障投資者條例》下出現的所謂“監管空隙”³⁶。
65. 即使被要求認可迷你債券銷售文件的是投資產品科而非企業融資部（證人似乎作出這提議），迷你債券仍然會獲得認可。這產品及其發行人與安排人均符合所有

³⁵ 見該陳述書第 3 段。

³⁶ 見下文本會就該陳述書第 7 段作出的回應。



監管標準。無論採用哪一套監管制度，本會均沒有理由要拒絕認可迷你債券的章程。迷你債券獲認可之時，雷曼集團擁有雄厚的財政實力，且信譽良好。迷你債券的安排人是雷曼一家在香港獲發牌照的附屬公司，而迷你債券是知名的產品，在全球各地發售。迷你債券持有人後來蒙受虧損，是因為雷曼倒閉。

證人陳述：

“產品認可

4. 本人之前提到，證監會分別由兩個部門（即投資產品科及企業融資部）負責認可非上市產品的公開要約。
5. 就投資產品科而言，產品的公開要約一般須符合兩類規定方獲得認可，一是產品披露規定，例如須提供載述產品所有重要資料的文件；而另一類規定是產品結構規定，例如產品所涉各方須具備適當資格以執行指定職能。以擔保人為例，為加強結構方面的安全性及給予投資者更佳保障，擔保人必須是香港認可財務機構或獲證監會接納的具規模的財務機構。”
66. 證監會：投資產品科主要負責認可集體投資計劃（例如單位信託及互惠基金）。雖然證人的陳述予人的印象是很多產品都有擔保人，但其實相對上只有少數產品是有擔保產品。截至 2010 年 2 月 23 日止，在投資產品科認可的 2,395 項產品之中，只有 66 項（即少於 2.76%）為零售保證基金。如產品有擔保人，該擔保人通常會向產品投資者保證，在產品到期日將悉數或按指定比率付還其投資本金。
67. 迷你債券的擔保人卻扮演非常不同的角色。以迷你債券系列五、六、七及九為例，其發行收益均投資於由 Lehman Brothers Treasury Co. B.V. (“Treasury”) 發行的票據，而雷曼控股則作出擔保，如 Treasury 發生違約事件，雷曼控股會根據此等票據支付款項，即其擔保是向發行人作出。雷曼控股並未給予票據持有人任何擔保，而章程亦註明 “債券並非保本投資” (“The notes are not capital guaranteed investments”)。由此可見，此擔保在本質上是截然不同的。
68. 至於系列十至三十六，雷曼控股只就掉期對手 (Lehman Brothers Special Financing Inc) 於到期會準時支付應付款項作出擔保。有關款項是掉期對手向進行掉期交易的發行人支付的溢價，一旦掉期對手違約，發行人可要求雷曼控股償付拖欠溢價。由此可見，上述擔保也是向發行人（而非票據持有人）作出的。
69. 發行人利用投資本金（即銷售迷你債券的收益）買入抵押品，並由受託人持有。如發生違約事件，票據持有人最關注的是如何收回其投資本金，即以其本金投資的抵押品。因此，如發生違約事件，投資者收回投資本金的權利，主要取決於抵押品的情況。
70. 證人的工作經驗只局限於由銀行直接發行的股票掛鈎存款，他沒有處理信貸掛鈎產品或破產隔離架構的經驗。證人根據本身處理股票掛鈎存款的經驗，可能對何謂適當標準存有錯誤的印象。根據定義，只有銀行能收取 “存款”，因此股票掛鈎存款一律由銀行直接發行，故並無擔保人，亦無需擔保人。由於銀行須取得金管局的不反對函件方可提供股票掛鈎存款，因此由證人認可的所有文件的發行人，均受到金管局的審慎監管。證人似乎將這情況視為一般規定，即所有發行人



或擔保人均須接受審慎監管，但事實並非如此。

證人陳述：

- “6. 就企業融資部而言，產品的公開要約一般只須符合披露規定，便會獲得認可。他們常用的論點是《公司條例》是“披露為本”的制度，雖然據本人的理解，企業融資部亦有根據《保障投資者條例》第 4(2)(g)條及（於較後期）根據《證券及期貨條例》第 105 條，只根據披露規定來認可其他結構性產品（例如非債權證類別的股票掛鈎投資項目）的公開要約。由於這些結構性產品並非一般機構所發行的傳統、“普通”的集資債務工具，因此採用這種以披露為本的認可方式存在重大的不足之處。這些結構性產品是由新成立的特別目的投資公司或沒有業績表現紀錄的空殼公司發行，這說明了為何以往須因應《公司條例》附表 3 第 27 及 31 段的規定（發行人須提供三個財政年度的財務報表及核數師報告），向大部分（如非全部）結構性票據批出豁免。”
71. 證監會：證人陳述，“就企業融資部而言，產品的公開要約一般只須符合披露規定，便會獲得認可。”這說法並不正確。企業融資部在審閱披露資料時，會參考風險及回報大致相若的產品所須遵從的規定。例如，股票掛鈎票據發行人須符合《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人的資格規定，當中包括發行人／擔保人須有至少 20 億港元的資產淨值的財務規定，及發行人／擔保人／抵押品須受監管，或其信貸評級屬於首三個最佳的投資評級³⁷。企業融資部要求非上市結構性產品的發行人／擔保人／掉期對手／掉期對手擔保人遵從上述規定（如適用）。市場接受此安排，是因為他們熟悉《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人及擔保人的規定，並能夠遵從。
72. 由於證人從沒有在企業融資部工作，並不知道其運作方式，故出現上述錯誤亦可理解，但這亦意味著除了保險相關產品及股票掛鈎存款的審批工作，證人對其他事務的認識可能並不全面。
73. 證人表示“這種以披露為本的認可方式存在重大的不足之處……”，這說法亦不正確。證人認為，有關的結構性產品並非一般機構所發行的傳統、“普通”的集資債務工具，因此以披露及操守為本的認可方式存在不足之處，但事實並非如此。有關的披露要求業已足夠，因為《公司條例》附表 3 第 3 條已訂定全面的要求，該條要求招股章程載述——
- “3. 充分詳情及資料，使一個合理的人能在顧及所要約的股份或債權證的性質、公司的性質以及相當可能考慮收購該等股份或債權證的人士的性質後，對於在招股章程發出的時候公司的股份或債權證，及公司的財務狀況與盈利能力，達成一個確切而正當的結論。”
74. 迷你債券的設計者是其發行人，而非證監會。迷你債券是結構性的信貸掛鈎票據，由特別目的投資公司以債權證的形式發行，附帶有限的追索權，但不設擔保。這意味著 (i) 其發行人是欠缺財務業績紀錄或龐大資產的特別目的投資公司；(ii) 迷你債券發行人的財務責任並沒有“擔保人”；(iii) 雷曼控股是掉期安排的“擔保人”，而此掉期安排為各迷你債券系列與該系列所指定的參考實體公司建立了“信貸相連關係”；及 (iv) 追索權只限於抵押品價值。

³⁷ 見本會於 2008 年 12 月就雷曼迷你債券危機引起的事項向財政司司長呈交的報告附錄 2 第 6.2.2 段。



75. 基於迷你債券的設計特點，投資者可收回的金額應以抵押品的價值為準。因此，發行人是特別目的投資公司，而且發行人的責任並沒有財務擔保人都是迷你債券的整體商業架構的主要部分，投資者在作出投資決定前應考慮到這些要點。
76. 企業融資部以《上市規則》第十五A章的資格規定評核雷曼控股，而該公司在章程發出時是符合有關準則的。
77. 具體而言，在章程發出時，雷曼控股 (i) 擁有資產淨值超過20億港元；(ii) 其信貸評級屬首三個最佳投資級別；及 (iii) 由美國證交會監管。事實上，聯交所一直接受雷曼控股在香港發行上市衍生權證，直至雷曼控股破產之日。此外，各雷曼迷你債券系列的抵押品在章程發出時均屬AAA評級，而迷你債券的安排人為香港持牌法團美國雷曼兄弟亞洲投資有限公司。
78. 證人表示：“這些結構性產品是由新成立的特別目的投資公司或沒有業績表現紀錄的空殼公司發行。”
79. 證人似乎不知道為何結構性產品是由新成立的特別目的投資公司發行。由沒有業績紀錄的特別目的投資公司擔任發行人，正是因為這些公司並沒其他業務。這一點很重要，因為這意味著這些公司除票據持有人以外，並沒有其他債權人。因此，特別目的投資公司因其他業務而違約的風險極低，亦很少會出現不同債權人爭相索償的情況。從技術角度而言，特別目的投資公司採用英國法律的“破產隔離”架構，故不會因為雷曼資不抵債而倒閉。由於特別目的投資公司並無其他業務，因此沒有任何業績紀錄或業務表現屬理所當然（而且有利）。
80. 沒有業績紀錄或業務表現不會造成問題，因為投資者並不是投資於特別目的投資公司。特別目的投資公司只是持有投資項目的工具，迷你債券及類似的投資工具的投資者所依賴的是特別目的投資公司同意作出的投資的回報；如發生違約事件，投資者可收回的金額乃取決於抵押品，而非特別目的投資公司的其他資產。
81. 抵押品由受託人持有，而非特別目的投資公司。與迷你債券有關的合約文件訂明，該等文件受英國法律管轄。英國法院最近就一批在澳洲出售、亦以 Lehman Brothers Special Financing Inc (“LBSF”) 為掉期對手的類似票據作出裁定，該等票據的合約文件訂明的所謂“轉換條款”，即假如發生違約事件，優先權安排須由掉期對手優先（將抵押品給予 LBSF）轉為票據持有人優先（將抵押品給予票據持有人）的條款，是有法律效力的。理由是（簡單來說）LBSF 從一開始只獲賦予有限度的抵押品權益，此權益在發生違約事件時即告終止。LBSF 從沒有任何據稱已於該公司資不抵債時被削減的更大權益。
82. 然而，在 Lehman Brothers Special Financing Inc. v BNY Corporate Trustee Services Limited³⁸一案中，美國破產法庭作出了相反的裁決。該法庭在 2010 年 1 月裁定，“轉換條款”（在雷曼控股申請第 11 章破產保護時將優先權轉變為票據持有人優先的條款）是不能強制執行的，因為該條款違反美國破產法第 365(e)(1) 及 541(c)(1)(B) 條，如因為 LBSF 申請破產而採取任何行動以強制執行“轉換條款”，即違反美國破產法第 362(a) 條的自動暫緩規定。因此，即使 LBSF 已違約，而票據持有人可收回的金額取決於抵押品，美國法庭決定，票據持有人的受託人在 LBSF 清盤的過程中不會享有抵押品方面的優先權。這裁決推

³⁸ 案件編號 90-01242 (Bankr. S.D.N.Y.) (JMP)



翻了過去至少 10 年來眾多結構性產品所採用的法律依據，而且是無法預知的。

83. 這亦意味著簽訂了和解協議的 16 家銀行，可能無法收回他們向投資者回購迷你債券所付出的款項。
84. 證人陳述：“這說明了為何以往須就《公司條例》附表 3 第 27 及 31 段的規定（即發行人須提供三個財政年度的財務報表及核數師報告），向大部分（如非全部）結構性票據批出豁免。”附表 3 明確訂明，對於部分成立年期較短的公司而言，三年的業績紀錄規定並不適用。證人如此引述附表 3 第 27 及 31 段，或會令人產生一種印象，以為《公司條例》並不預期業績紀錄少於三年的公司發出招股章程。這是不正確的，因為附表 3 第 40 段已明顯顯示可能會出現這情況，即一些業績紀錄不足三年的公司也會發出招股章程。就結構性產品而言，有關資料是指產品結構，而非業績紀錄。

證人陳述：

- “7. 令人遺憾的是，對於投資產品科及企業融資部採用兩種不同的方式來處理結構性產品，證監會沒有進行任何協調或“使之趨向一致”的工作，這情況一直維持至 2005 年初，待企業融資部執行總監歐達禮（Ashley Alder）離開證監會以後，證監會才在工作層面上非正式地推出所謂“協調項目”（Harmonization Project）。經投資產品科多番敦促，企業融資部終於同意在 2006/07 年間正式推行“協調項目”，並將之訂立為證監會機構計劃（Corporate Plan）其中一個項目，預期在 2007/08 年度“實現目標”。很可惜，證監會在雷曼倒閉前完全未能“實現目標”（註腳 1）。”
85. 證監會：證人的撮要歪曲事實。首先，證監會沒有讓不同部門（投資產品科及企業融資部）採用不同的處理方式。《公司條例》及《證券及期貨條例》所訂立的是兩個不同的制度，而證監會的責任是同時實施兩個制度。若要協調這些系統使之趨向一致，並非單靠內部組織或酌情處理便能成事，因為當中涉及重大的法例修訂，而早已確立的市場作業方式亦要作出重大轉變，受影響的不限於迷你債券等結構性產品。“協調項目”只是另一個規模遠遠較大的項目的其中一部分，其發展進度亦取決於該大型項目。
86. 正如本會回應證人陳述書第 3 段時所述，證監會曾於 2001 年就如何監管結構性產品（包括上市產品）進行內部辯論。辯論的焦點是，債權證形式的結構性產品應否繼續按照《公司條例》監管，還是應該作出若干轉變，以按照《保障投資者條例》監管，因為後者的監管制度有較大的靈活性。然而，證監會經過討論後確認，若要實施這建議，則必須同時對相關法例作出全面的檢討。證人當時亦收到這建議的副本，但其陳述書並沒有提及這建議，令人感到意外。
87. 正如我在本人第一份陳述書第 4 段指出，當時的財政司司長在 2002 年財政預算案演辭強調，香港必須吸引更多金融產品發行人、內地及海外的資金及投資者來港，從而增加流通性。財政司司長並發出指示成立財經市場發展專責小組，以建立高層次的討論平台，藉此協調各項促進香港金融市場發展的新措施。財經市場發展專責小組認可了一個分三個階段實施的方案，目的是檢討及改革《公司條例》，令自 1980 年代開始實行的股份及債權證公開要約制度變得更現代化。

W13(C)



第一及第二階段

88. 第一階段——證監會於2003年2月發出多項指引（包括“根據《公司條例》使用要約認知材料的指引”³⁹ 及“有關採用“雙重招股章程”機制的指引”⁴⁰），以簡化招股章程的註冊及發出程序。
89. 第二階段——已於2004年12月完成。此階段涉及《公司條例》的法例修訂，即引入安全港條文，以及有關《公司條例》招股章程廣告制度的條文。加強投資者保障的其中一項最重要的措施，是擴大招股章程的法律責任範圍，以涵蓋根據《公司條例》作出股份及債權證的公開要約而發出的廣告，這措施實際上已消除在《保障投資者條例》下出現的所謂“監管空隙”。擴大招股章程責任範圍後，持牌法團（第1、4及6類）實際上已不能再依賴《證券及期貨條例》第103(2)(a)(i)條（當時是《保障投資者條例》第4(3)(a)(i)條），在未經證監會事先認可的情況下，為非上市結構性票據／債權證發出廣告。這意味著由當時開始，就非上市零售結構性產品發出的廣告均送交證監會以申請認可。

第三階段

90. 第三階段——對《公司條例》招股章程制度作出全面的檢討。此項目相當複雜，當中涉及全面的改革，並提出了21項概念形式的建議，當中多項建議並非專為結構性產品而設。有關改革的目標是要建立一個能夠配合21世紀的金融市場需要、同時顧及發行人及投資者所需以及支持香港持續作為國際金融中心的法律架構。
91. 2005年推出的第三階段諮詢文件提出了多項建議，對各類證券要約發售及相關事宜均造成影響。以首次公開招股為例，有關建議包括將《公司條例》招股章程制度的重點由“以文件為本”轉為“以交易為本”；將適用於招股章程的“整體披露準則”載入與法律責任條文相連的有關法例的主體內，並以附屬法例中分別適用於股份及債務證券要約的訂明內容規定作為該準則的補充；招股章程的發行人如得悉發生了某項會影響招股章程披露事項的重大變動，便須發出補充招股章程，以及給予投資者權利撤回其申請；調整防止規避機制；禁止在首次公開招股前發出研究報告；准許以提述方式收納資料；及修訂《公司條例》招股章程責任範圍以納入首次公開招股保薦人。
92. 證監會並藉此機會探討有關協調項目的建議，並在2005年8月公布的諮詢文件指出：(i) 由於判例法對“債權證”的定義尚未有明確結論，因此有些投資工具可能會受《公司條例》或《證券及期貨條例》所監管；(ii) 雖然《公司條例》原本是適用於集資活動，但近年的趨勢是其他類型的非集資投資工具亦根據《公司條例》作出相關安排；(iii) 雖然證監會有權就《公司條例》部分嚴格的規定批出豁免，但行使此權力須受法規限制；(iv) 相比之下，《證券及期貨條例》的制度較為靈活，並准予發出考慮到產品性質而度身制定的守則及指引。
93. 正如2005年8月發表的諮詢文件指出，證監會認為以一致的法例及監管措施處理特色相似的投資安排及工具是可取的。證監會並於2006年3月一份題為《監管挑戰及回應》的文件內表示，會確保以類似的方式監管功能類似的投資產品。

S1-附錄 7

S23

³⁹ 《有關申請放寬在根據〈公司條例〉辦理招股章程註冊時需遵從的程序事宜的指引》

⁴⁰ 《有關採用“雙重招股章程”機制以進行根據〈公司條例〉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》



94. 至於在第三階段的協調項目建議，初步的提議是將《公司條例》招股章程制度併入《證券及期貨條例》投資廣告制度，從而建立一個統一的要約制度。
95. 證監會認為，由於當時尚未確立經修訂的法例架構，因此不應過早根據《證券及期貨條例》第399條發出任何指引或守則，但為了最終達成協調一致的目標，本會已在工作層面展開討論，而草擬投資相連產品守則的項目亦已展開。與此同時，《公司條例》改革正進行第三階段諮詢。
96. 本會在2006年9月公布的第一階段諮詢總結文件內指出，基於公眾提交的意見，最初提出的統一《公司條例》及《證券及期貨條例》兩個制度的建議須予以修訂。為了達致原定的協調一致目標，證監會建議以另一方法取代原來的方案，就是保留《公司條例》及《證券及期貨條例》現有的兩個獨立的公開要約制度，但將“結構性產品”從《公司條例》的“債券證”定義中剔除。
97. 自公布第一階段諮詢總結後，證監會已致力推行各項相關措施，而大部分措施僅限於概念範疇，當中包括制訂詳盡的建議以實行各項措施、就各項詳細建議向不同的相關人士進行非正式諮詢、考慮非正式諮詢所搜集的意見，以及修訂詳細建議以回應有關人士的意見。為了減低落實這些建議所涉及的程序風險，證監會需要在詳細的後勤安排及技術問題方面進行大量非正式諮詢。以一項有關在首次公開招股期間實施撤銷機制的建議為例，這項建議在第一階段諮詢得到廣泛的支持，本會遂致函37名主要的市場從業員，邀請他們就詳細建議發表意見。部分從業員花了數個月來擬備其回應。證監會並向公司法改革常務委員會簡報這項措施的詳細建議。
98. 雖然有關措施在第一階段諮詢獲得廣泛支持，但針對建議詳情而進行的非正式諮詢顯示，受訪者認為有關措施需予以修訂。因此證監會須研究不同的建議，作為其他可選擇的方案。以上例子只是15項建議的其中一項，但亦需要大量時間方可完成有關工作。此外，證監會自2007年6月起委聘外界顧問協助製備草擬指示的草擬本（“DDI”），以釐定各項細節以推行概念措施。草擬過程甚為複雜，因為本會需根據各非正式諮詢活動所搜集的意見，以及證監會的內部建議，對初步的詳細建議作出持續的修訂。2008年9月雷曼破產前夕，超過200頁的DDI初稿已差不多定稿。

S17

進一步的協調措施——證監會於2009年9月及10月發表的諮詢文件

99. 2009年9月，證監會發表《建議加強投資者保障措施的諮詢文件》。該諮詢文件為加強對零售產品銷售的監管提出多項改善措施，以回應雷曼產品提早終止所引起的關注。其中一項主要建議是編制證監會產品手冊。產品手冊綜合編列證監會在認可銷售文件及廣告時一般會考慮的準則，涵蓋的產品包括單位信託及互惠基金，以及與投資有關的人壽保險計劃，並載有非上市結構性產品的新守則。
100. 非上市結構性產品守則的主要建議包括發行人及擔保人的資格規定、委任香港產品安排人、抵押品的資格規定（如適用）、銷售文件的內容規定及廣告指引。證監會以往已通過行政措施來實施其中多項措施，但預料結構性產品市場將於金融危機過後重新確立，證監會認為，將若干現行常規編纂為守則條文，並增大現行規定的範圍，有助配合市場發展。



101. 證監會在2009年9月發表的諮詢文件指出，本會將會就若干與《公司條例》招股章程條文有關的法例改革（包括對《公司條例》及《證券及期貨條例》的建議法例修訂）另外進行諮詢。
102. 2009年10月的諮詢文件參考了第三階段的諮詢及回應，提出有關《公司條例》招股章程制度及《證券及期貨條例》投資要約制度的可行性改革，進一步推動《公司條例》的改革進程。2009年10月發表的諮詢文件旨在將債權證形式的結構性產品的公開要約的監管，由《公司條例》的招股章程制度轉移至《證券及期貨條例》的投資要約制度，而根據《證券及期貨條例》，擬定的非上市結構性產品守則將適用於這類產品。第三階段諮詢文件提及的其他尚未推行的措施，將成為進一步改革《公司條例》的議題。

證人陳述：

- “8. 《公司條例》的制度是不是披露為本制度？我們可參考 2003 年 6 月 16 日時的《公司條例》，作為示例。迷你債券系列五的章程（最早在證監會網站刊載的迷你債券章程）便是在該日發出的。背景資料方面，較淺白的說法是結構性票據的首次公開發售須由證監會根據《公司條例》認可。但《公司條例》第 342A(1)條說明：

“凡擬藉公開發出招股章程而將某間在香港以外成立為法團的公司的股份或債權證向公眾作出要約……監察委員會可應申請人的請求及在其認為適當的條件（如有的話）規限下，發出豁免證明書，豁免有關方面遵從第 44A(2)及 342(1)及(3)條的任何或所有規定，亦即發出一份證明書，說明在顧及有關個案的情況後，遵從任何或所有該等條文，乃不符實際需要或會構成不適當的負擔……”（底線為本文所加）

9. 據本人了解，所有迷你債券均根據第 342A(1)條獲發豁免證明書，但企業融資部並不認為適宜施加任何條件規限，例如有關擔保人的規定等，以加強結構方面的安全性及給予投資者更佳保障。如細心察查迷你債券的結構，以至所有結構性票據的結構，則更令人吃驚。這些票據通常由資本薄弱的空殼公司發行，該等公司運用向投資者集資所得的款項（但當然會扣除費用和支出）買入相信可為投資者帶來穩定收入（及最終可收回投資本金）的金融資產。然而，有關款項會首先流向掉期對手的手中，然後才流向投資者。與掉期對手隸屬同一集團的規模較大的機構，通常會就掉期對手的責任作出擔保，因為掉期對手通常是高度專門化，但規模相對較小的機構。”
103. 證監會：證人陳述：“企業融資部並不認為適宜施加任何條件規限，例如有關擔保人的規定等，以加強結構方面的安全性及給予投資者更佳保障。”
104. 這說法並不正確。證人似乎不知道企業融資部確已要求發行人符合《主板上市規則》第十五A章內適用於上市結構性產品的資格規定，從而就非上市結構性產品提供適當程度的投資者保障。
105. 由於上市及非上市結構性產品的風險及回報模式往往非常相似，而《主板上市規則》下有關上市結構性產品的規定已廣泛被接受，企業融資部要求非上市結構性票據的發行人／擔保人／掉期對手／掉期擔保人遵守以下規定：(i) 其最新一期已公布經審計財務報表及中期財務報告所載的資產淨值不少於20億港元；及 (ii) 於



發出招股章程時獲得穆迪、標準普爾或惠譽給予首三個最佳投資評級級別的其中一個級別。如非上市結構性票據是以抵押品擔保，企業融資部進一步要求該抵押品屬首三個最佳投資評級級別。

106. 市場接受此安排，是因為他們熟悉《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人及擔保人的規定，並能夠遵從。迷你債券發出時，其掉期對手擔保人（雷曼控股）能輕易符合規定，因為該公司是由美國證券交易委員會監管，而且其信貸評級為投資級別。
107. 從法律角度而言，《公司條例》第 342A(1)條並未賦權證監會行使絕對酌情權以施加條件規限。第 342A 條賦權證監會批出豁免（證人稱之為“豁免證明書”），使有關方面無須遵從《公司條例》符表 3 述明的披露規定。證監會可同意豁免遵從某項規定，並施加與該項獲豁免遵從的規定有關的條件。然而，證監會不能同意豁免遵從與招股章程內容及所作披露有關的規定，亦不能施加涉及完全不同事項（例如產品結構）的條件，否則便屬越權。證人在其陳述書內提出，證監會可隨意施加任何條件，甚至可施加與所尋求的豁免無關的條件，這說法與事實不符，亦顯然違反立法原意——即旨在明確地訂明發行人須遵從的規定。
108. 必須注意的是，雖然《公司條例》附表3述明股份及債權證發行人所須遵從的規範性的披露規定，但假如要求符合該等規定會構成不適當的負擔、無需要、不適當或不相干，《公司條例》亦准予批出豁免。除卻上述豁免範圍，證監會不能行使權力批出豁免。
109. 就迷你債券而言，證監會根據發行人在申請時提出的理由充分的論據批出若干豁免，讓其無須遵從附表3若干規定。豁免詳情及理據均屬公開文件，已載於證監會網站。
110. 何賢通在2009年7月7日的陳述書附錄C內提到企業融資部人員在審閱招股章程及推廣材料時須注意的其他事項，這些注意事項是由行政措施演變出來，自2005年起已編入本會的內部指引內。
111. 證人陳述：“然而，有關款項會首先流往掉期對手的手中，然後才流向投資者。”這說法並不正確。產品事實上並非如此運作。正如上文所述，掉期對手支付的款項是給予發行人作出信貸違約掉期的溢價。有關款項有助發行人向投資者支付迷你債券的利息。然而，投資本金是用來購買抵押品，從沒有付予掉期對手，而抵押品是由受託人持有。

證人陳述：

- “10. 鑑於結構性票據的典型架構，我們可輕易看到，擔保人對投資者非常重要，因為投資者實際上承擔了擔保人的信貸風險。就迷你債券而言，擔保人是雷曼控股。”
112. 證監會：證人表示，結構性票據的典型架構涉及由擔保人（雷曼控股）就擔保人（雷曼控股）的信貸風險作出擔保。這說法並不正確。由雷曼控股去擔保本身的信貸風險，顯然沒有意義。掉期擔保人只是就支付根據掉期協議應付的溢價作出擔保，但沒有就本身的信貸風險作出擔保。迷你債券並非由掉期擔保人作出擔保，掉期擔保人只擔保掉期對手會根據掉期協議向發行人付款。如上文所述，投

W17(C)



資者取回的投資金額，乃取決於抵押品價值。

113. 雖然證人可能以真誠的態度提述他個人確信的意見，但證監會謹此提出，證人並無所需的專業知識去評論迷你債券的架構，小組委員會在考慮證人的個人觀察所得時應小心審慎。

證人陳述：

“問題：

- (1) 如投資產品科認為適宜對其認可的產品的擔保人施加嚴格的規定，為何企業融資部不採取相同的做法？”

114. 證監會：證人所指的向擔保人施加的嚴格規定只適用於保證基金，即“基於其結構，產品將於未來一個指定日期向持有計劃單位／股份的投資者支付保證金額”的基金。這些產品僅佔投資產品科認可產品的少數（2.76%）。迷你債券並非保證基金，亦不等於保證基金。證人嘗試將本會根據《證券及期貨條例》實行的處理方式轉用於迷你債券，但有關問題根本不適用於迷你債券。即使由投資產品科審批迷你債券，亦不會施加上述擔保人規定。

115. 迷你債券的掉期擔保人扮演非常不同的角色。以迷你債券系列五、六、七及九為例，其發行收益均投資於由 Lehman Brothers Treasury Co. B.V (“Treasury”) 發行的票據，而雷曼控股則作出擔保，如 Treasury 發生違約事件，雷曼控股會根據此等票據支付款項，即其擔保是向發行人作出。雷曼控股並未給予票據持有人任何擔保，而章程亦註明“債券並非保本投資” (“The notes are not capital guaranteed investments”)。

116. 至於系列十至三十六，雷曼控股只就掉期對手 (Lehman Brothers Special Financing Inc) 於到期會準時支付應付款項作出擔保。有關款項是掉期對手向進行掉期交易的發行人支付的溢價，一旦掉期對手違約，發行人可要求雷曼控股償付拖欠溢價。由此可見，上述保證也是向發行人（而非票據持有人）作出的。

117. 發行人利用投資本金（即銷售迷你債券的收益）買入抵押品，並由受託人持有。如發生違約事件，票據持有人所關注的是如何取回其投資本金，即以其本金投資的抵押品。因此，如發生違約事件，投資者收回投資本金的權利，主要取決於抵押品及持有抵押品的受託人。

證人陳述：

- (2) 企業融資部是否認為資本雄厚的知名公司便一定是好的擔保人？如是，他們肯定不對。好的擔保人不但須是具規模的財務機構，還須受到妥善的審慎監管，以確保其財政穩健。沒有受到審慎監管而槓桿借貸比率高達 30 至 50 倍的投資銀行，不適合出任擔保人。”

118. 證監會：證人指，“好的擔保人不但須是具規模的財務機構，還須受到妥善的審慎監管，以確保其財政穩健”。雷曼控股當時是美國第四大投資銀行控股公司，受美國證券交易委員會（“美國證交會”）監管。據 Annette L. Nazareth 專員表示，美國證交會已推出綜合受監管實體計劃 (Consolidated Supervised Entity Program)，藉以進行審慎監管。美國證交會根據這個審慎制度監管當地“五家



最大型的投資銀行控股公司”。雷曼控股應已在綜合受監管實體計劃下，受美國證交會審慎監管。Annette L. Nazareth 專員曾於 2007 年 3 月表示⁴¹——

“迄今，綜合受監管實體計劃是我們採取審慎監管方式的最佳例子。我們根據這個審慎制度監管本地五家最大型的投資銀行控股公司。透過該計劃，本會可監察受監管實體的控股公司或不受監管的聯屬公司在財政或營運上是否存在缺失，並迅速作出回應；否則，該等缺失可能會危及銀行及聯屬經紀行，甚或整個金融體系。我相信，本會至今在監察受監管實體方面取得的成果，可對本會日後所須採取的監管方向帶來啓示。

綜合受監管實體計劃旨在按照大致上與聯邦儲備局對銀行控股公司的監管一致的方式，監管資本充足的經紀交易商的控股公司。該計劃與本會為經紀交易商而設的合規計劃並行實施，而非予以取代，目標是有效監察控股公司及集團旗下不受監管的實體在財政及營運上是否存在缺失，以免危及受監管實體甚或整個金融體系。如發現任何缺失或潛在缺失，本會有權根據綜合受監管實體規則採取行動。”

119. 審慎監管旨在透過應用《巴塞爾資本協定 II》所訂的資本充足比率等規定來減低財務風險，但並不一定湊效。美國的銀行雖然受到審慎監管，但一如下表所示，審慎監管並未能防止銀行倒閉。

年份	倒閉銀行數目
2010 年（截至 2010 年 2 月 19 日止）	20
2009 年	140
2008 年	25
2007 年	3

資料來源：聯邦存款保險公司⁴²

120. 在該陳述書第 8 段，證人將 2003 年 6 月 16 日（迷你債券系列五的章程的發出日期）指明為有關日期，但在第 10(2)段，他則提及投資銀行的槓桿借貸比率達 30 至 50 倍（意指證監會根本不應核准槓桿借貸比率偏高的擔保人）。儘管部分投資銀行的槓桿借貸比率於 2008 年是 30 至 50 倍，但於 2003 年並未達此水平。顯然，無論是在 2003 年或隨後數年，上述的槓桿借貸比率均不構成拒絕讓雷曼控股出任掉期對手擔保人的有效理由。

121. 證監會不會追查發行人的槓桿借貸比率。不過，為了回應證人的指稱，我們特此轉載以下圖表，當中顯示了各主要投資銀行在 2003 至 2007 年期間的槓桿借貸比率。雷曼的槓桿借貸比率（第一行）在整段期間均低於 30:1 水平，而且每年都較貝爾斯登（第二行）及摩根士丹利（第五行）為低。2008 年第一季結束

⁴¹ <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch032607aln.htm>

⁴² <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

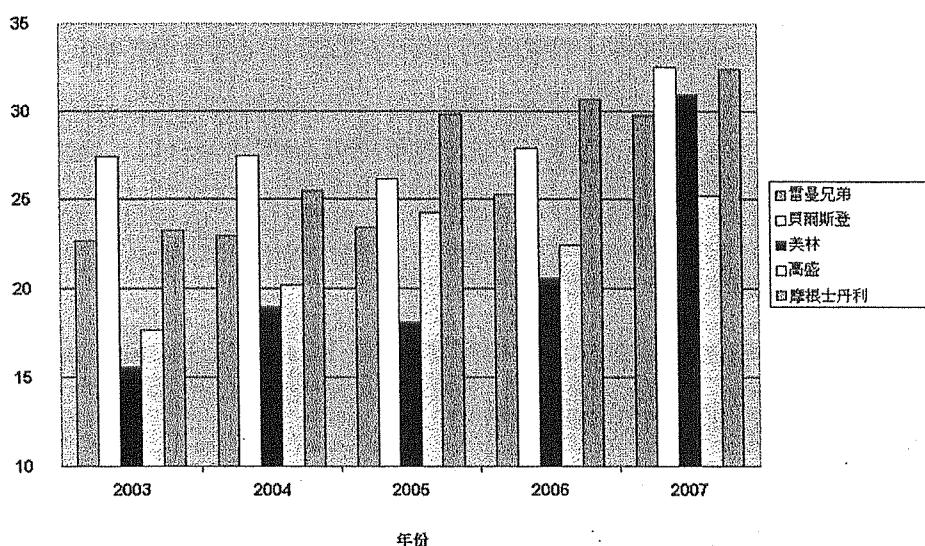


時，雷曼的槓桿借貸比率首度升至 32:1 水平，但在同年第二季結束時便回落至 25:1 水平（最後一個系列的迷你債券就是在 2008 年第二季發行的）。

主要投資銀行的槓桿借貸比率

槓桿借貸比率用以量度公司所承受的風險；比率越高，代表風險越高。

計算方法是將負債總額除以股票持有人的股本。每家公司的槓桿借貸比率在2003至2007年期間均告上升。



資料來源：公司年報（美國證交會表格10K）

122. 迷你債券是在 2002 年 5 月至 2008 年 5 月期間發行的。在整段期間，雷曼控股的信貸評級屬於投資級別，公司本身則受美國證交會審慎監管。證人現在對雷曼的財政狀況提出質疑，只是“事後孔明”。

證人陳述：

“(3) 假如企業融資部認為，由於《公司條例》基本上屬於所謂“以披露為本”的制度，故他們沒有權力根據第 342A(1)條施加結構性規定，但另一方面卻意識到有需要訂立這種權力的話，他們不是應該依據《證券及期貨條例》第 5(1)(p)條，透過政府尋求修訂法例嗎？誠然，當局曾於 2004 年對《公司條例》作出立法修訂，但卻沒有加強監管規定，反而引入更多豁免，變相“放寬監管”！其實，除了修訂《公司條例》外，證監會大可要求財政司司長根據《證券及期貨條例》第 393 條將結構性票據訂明為“集體投資計劃”，如此一來，結構性票據便一律受《證券及期貨條例》規管，不過，也不是非這樣做不可，因為證監會已可根據《證券及期貨條例》第 105 條（以前的《保障投資者條例》第 4(2)(g)條）認可結構性票據的廣告，該條文賦權證監會施加“該會認為適當的任何條件（包括就該廣告……所涉事宜施加的條件）”。”

123. 證監會： 證人提出，證監會理應建議對《公司條例》作出立法修訂，藉以施加“結構性規定”，他所指的是一個容許證監會認可產品而非文件的制度。這番話似乎與他早前堅稱證監會可隨意就金融產品施加結構性規定的說法自相矛盾。



124. 事實上，證監會在 2005 年的確曾就可能對《公司條例》作出的概念修訂諮詢業界意見，最終的結論是，證監會應建議將結構性產品的規管，轉移至《證券及期貨條例》，而不是修訂《公司條例》制度。
125. 證監會在審閱披露資料時，會參考風險及回報大致相若的產品所須遵從的規定。例如，股票掛鈎票據發行人須符合《主板上市規則》第十五 A 章內有關上市結構性產品發行人的資格規定，當中包括發行人／擔保人須有至少 20 億港元的資產淨值的財務規定，及發行人／擔保人／抵押品須受監管，或其信貸評級屬於首三個最佳的投資評級⁴³。企業融資部要求非上市結構性產品的發行人／擔保人／掉期對手／掉期對手擔保人遵從上述規定（如適用）。
126. 證人接著提出，證監會理應要求財政司司長將“結構性票據”列為集體投資計劃。我們沒有建議財政司司長將結構性票據訂明為“集體投資計劃”，是因為這項建議並不可行。即使財政司司長根據《證券及期貨條例》第 393 條將結構性票據訂明為“集體投資計劃”，有關的招股章程仍然是須根據《公司條例》制度獲認可的招股章程。《證券及期貨條例》第 103(3)(a)(ii) 條規定，《證券及期貨條例》第 103(1) 條不適用於符合《公司條例》第 XII 部的招股章程。因此，發行人無須根據《證券及期貨條例》第 104 條尋求認可。發行人可在沒有根據《證券及期貨條例》第 104 條獲認可的情況下，向公眾發出有關的招股章程。《證券及期貨條例》第 393 條沒有賦予財政司司長使《公司條例》內與結構上屬債權證的產品有關的條文不適用的權力。任何將結構性票據納入《證券及期貨條例》範圍內的建議，均涉及對《證券及期貨條例》及《公司條例》作出修訂，有關修訂因而必須由政府（經諮詢公眾後）提出，並由立法會批准。
127. 證人亦提出，證監會大可運用《證券及期貨條例》第 105 條所賦權力施加條件，從而指明發行人應採用的結構。然而，即使第 105 條適用於有關的招股章程（惟事實並非如此，因為第 105 條只適用於屬第 103(1) 條範圍內的文件，並不適用於符合或獲豁免而無需符合《公司條例》第 II 或 XII 部的招股章程（見第 103(3) 條）或屬《公司條例》第 38B(2) 條範圍內的推廣材料），此舉也不是合法行使第 105 條所賦權力的方法，因為這無異於要證監會一方面拒絕認可某產品的廣告，但另一方面卻要求該產品在結構上變為另一產品以作為認可廣告的條件。

證人陳述：

- “(4) 企業融資部如不滿意某產品的結構，但自覺無力改變該結構，是否應行使第 342(5)(b) 條所賦權力拒絕作出認可？值得注意的是，這些迷你債券（甚至可能是所有結構性票據）在任何主要海外司法管轄區（例如美國、英國及澳洲）均不獲認可向散戶投資者銷售。單是此點已是一個警號，有關方面理應格外謹慎。”
128. 證監會：證人指，證監會根據《公司條例》第 342C(5)(b) 條有權拒絕認可迷你債券。這說法並不正確。首先，根據《公司條例》制度，證監會並非認可投資產品，而是認可關於投資產品的文件的發出。第二，倘若與產品有關的文件已載有關於產品特點及風險的詳情，足以讓個別人士在招股章程發出時能夠持平地評估產品，則證監會必須認可有關文件，否則便屬濫權。當時並沒有充分理由要拒絕認可迷你債券的文件。

⁴³ 見呈交予財政司司長的報告附錄 2 第 8.10.3 及 6.2.2 段。



129. 證人陳述，“迷你債券（甚至可能是所有結構性票據）在任何主要海外司法管轄區均不獲認可向散戶投資者銷售”。這說法並不正確。零售信貸掛鈎票據在下列地方均有銷售：澳洲（Mahogany Notes）、愛爾蘭（Security Note）、日本（Secured Fixed Rate Credit Linked Notes）、德國（DZ Bank Cobold 74）、丹麥（Kreditinderekserede obligationer 2003/2008）、挪威、瑞士（DREEM FTD Note）及荷蘭（Managed Rente Plus Note）。
130. 英國財政部國庫大臣 Sarah McCarthy-Fry 在 2009 年 7 月向國會表示，根據金融服務管理局的統計數字，英國約有 5,620 名投資者買入雷曼支持的結構性產品，合共投資 1.07 億英鎊於 23 項產品，平均投資額為 14,000 英鎊。McCarthy-Fry 稱，這些產品中約 95% 由 800 名中介人銷售，大部分均在 2008 年第二及第三季售出，並將於 2013 或 2014 年到期。
131. 英國亦面對不當銷售雷曼結構性產品的問題。舉例說，金融服務管理局於本月便向 RSM Tenon Financial Services Limited 罰款 700,000 英鎊，指該公司就雷曼支持的結構性產品提供意見及進行銷售時犯重大缺失。金融服務管理局裁定 RSM Tenon 違反多項原則，根據該等原則，RSM Tenon 須確保為任何有權依賴其判斷的客戶作出的建議及酌情決定都是合適的。
132. 美國的結構性產品協會（Structured Products Association）估計，投資在結構性產品的金額由 2006 年的 700 億美元上升至 2007 年的 1,200 億美元，當中幾乎一半出售予個人投資者。根據金融業監管局的仲裁統計數字，截至 2009 年 6 月為止，就被分類為“衍生證券”的投資產品而向該局提交的仲裁申索有接近 400 宗；在 2009 年上半年提交的合適性申索超過 2006 年全年申索數目一倍以上，而有關失實陳述的申索則較 2006 年提交的數目多出兩倍以上。

證人陳述：

“(5) 這令人質疑是甚麼原因，使企業融資部漠視以上各點，並作出有關認可？”

133. 證監會：這裡暗示，證監會理應拒絕認可有關產品。證監會以前及現在，都按照監管文件認可的立法架構運作。只要文件符合《公司條例》規定，證監會便無權拒絕或不給予產品的認可。
134. 現時，指證監會理應拒絕認可由雷曼發行的產品或理應對作為掉期對手擔保人的雷曼施加特別條件的說法，罔顧了在迷你債券發行時，雷曼是一家備受尊崇，及獲英、美、歐盟大部分市場、澳洲、新加坡及台灣等其他主要金融市場的監管機構批准發行產品的全球第四大投資銀行的這個事實。安排人是雷曼在香港獲發牌照的一家附屬公司。指證監會理應拒絕認可有關章程或理應按所述方式施加特別條件的說法，完全不可信。

證人陳述：

“11. 職員經驗不足會否是背後的原因之一？當證監會在我想大約是 2001 年，面對著第一浪的結構性票據時，其企業融資部招股章程組的主管是企業融資部總監龐雅成（William Pearson）。據本人所知，龐雅成在加入證監會前並無監管經驗。同樣情況亦發生於其上司歐達禮身上，歐達禮在 2001 年 10 月加入證監會。2001 年對證監會來說尤為關鍵，因為證監會的高級管理層中，經驗豐富的監管人員在



當年出現大量流失。在同一年，四名執行董事：查史美倫、博學德（Andrew Procter）、白禮賢（Paul Bailey）及洗達能（David Stannard），同時離任。查史美倫的離任對證監會的打擊尤為嚴重，這不單是因為她是一名資深的監管者，亦同時因為她經常敢於挑戰政府，迫使後者做出正確的事。接替他們四人的是張灼華、歐達禮及李顯能（Alan Lanning）。據本人所知，他們無一人在加入證監會前有任何監管經驗，不論是在本地或海外。”

135. 證監會：證人陳述，“當證監會在我想大約是 2001 年，面對著第一浪的結構性票據時，其企業融資部的總監是龐雅成，龐雅成在加入證監會前並無監管經驗”，暗示龐雅成沒資格審批迷你債券的章程。然而，事實是，獲認可的最早一個系列的迷你債券的章程要到 2002 年 5 月才發出，而出現問題的第一個迷你債券系列的章程在 2003 年 6 月才發出（之前的所有迷你債券都獲得贖回，投資者沒有招致損失）。龐雅成在 1998 年 8 月加入證監會。因此，他在認可小組委員會所關注的迷你債券的章程時，已有近五年的監管經驗。此外，他之前曾在與著名的律師事務所孖士打律師行（Johnson Stokes & Master，現改稱為 Mayer Brown JSM）有業務聯繫的諾頓羅氏律師行（Norton Rose）的企業融資部門內工作九年。本會謹此指出，龐雅成有足夠有餘的經驗履行其在證監會職位所涉的監管職能。
136. 證人陳述“在同一年，四名執行董事：查史美倫、博學德、白禮賢及洗達能，同時離任。”這四名執行董事在 2001 年同時離任，原因是他們的合約分別在同一屆滿。查史美倫接受了新的委任，到北京出任中國證券監督管理委員會副主席一職，而博學德則獲委任為英國金融服務管理局的法規執行部主管。
137. 然而，指張灼華、歐達禮及李顯能均沒有監管經驗的說法是不正確的。張灼華在加入證監會中介團體及投資產品部前已在本會工作三年：最初在主席辦公室擔任顧問，其後出任首席律師，為時兩年半。在加入證監會前，她曾任職事務律師達 18 年，專職企業、證券、監管合規及中國事務。她同時亦是紐約大律師公會的合資格會員，曾在紐約工作數年。在加入證監會企業融資部之前，歐達禮曾是史密夫律師事務所（Herbert Smith）的合夥人之一，專職企業融資及監管合規工作達 17 年。在加入證監會法規執行部前，李顯能曾是貝克·麥堅時律師事務所（Baker & Mckenzie）的合夥人之一，專職商業訴訟和涉及監管事宜的訴訟工作達 12 年。他們各人都完全符合資格擔當獲委派的職位。

證人陳述：

- “12. 政府政策會否是背後的另一個原因？雷曼倒閉前多年，證監會內最流行的術語要算是“速贏”（quick wins）吧。這兩個字經常都在同事間日常對話及電郵中提到（註腳 2）。本人首次接觸這個術語是大約在 2001 年，當時本會主席沈聯濤走來敲我們（即投資產品科內各組主管，在職級排名方面位處主席一職對下三級）房間的門，要求我們提供“速贏”方案，以便他向政府匯報，因為他在之後一個星期要與政府官員會晤。於是，之前被擋置了的“對沖基金”亦得以重見天日。講一點背景資料吧。當年，“對沖基金”在美國是一個常用語，意指一些完全不受監管及不獲准銷售予散戶投資者的基金——與結構性票據十分相似。幸好當時，投資產品科的職員當中仍有一些非常資深的監管人員，他們認為應該施加嚴格的結構性規定，以保障投資者利益，及可能因而避過了另一場重大災劫。”



138. 證監會：證人提到“速贏”一詞，似乎覺得此用語不宜使用。然而，該詞在商界廣泛應用，意指一些相對容易進行及可即時產生積極作用的小型措施。“速贏”或“速贏建議”（quick-win proposals）一詞最早出現於由當時的財政司司長梁錦松先生在 2002 年 6 月發出的，公布財經市場發展專責小組提出的建議的新聞稿內。該詞一般指可經由證監會行使其現有權力便能得以落實，而無須透過立法修訂作出改善的建議措施。
139. 證人指結構性產品不獲准在美國向散戶投資者發售的說法，是不正確的。美國監管機構全國證券交易商協會（現已併入金融業監管局內）知道有散戶投資者獲銷售結構性產品，並對可能出現的不當銷售表示關注——但不是指這些產品正不合法地銷售。該會於 2005 年發出題為“關於售賣結構性產品的指引”（Guidance Concerning the Sale of Structured Products）的通告，說明該會“對會員在尤其是向零售客戶售賣這些票據時，可能沒有履行他們的售賣手法責任，表示關注。”⁴⁴

證人陳述：

- “13. 關於證監會／政府在 2001 年的多項互動，很多時當人們在閱讀向政府提交的報告時，都會誤以為證監會是一個產品開發商而非監管者，但即使如此都能輕易地得到原諒（註腳 3）。如當時的主席沈聯濤向當時的財政司司長梁錦松所報告的事項屬實，便不禁令人懷疑證監會有否按照《證券及期貨條例》內所述的法定規管目標來行事。這些目標是：
- (1) 維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序；
 - (2) 提高公眾對證券期貨業的運作及功能的了解；
 - (3) 向投資於或持有金融產品的公眾提供保障；
 - (4) 盡量減少在證券期貨業內的犯罪行為及失當行為；
 - (5) 減低在證券期貨業內的系統風險；
 - (6) 採取與證券期貨業有關的適當步驟，以協助財政司司長維持香港在金融方面的穩定性。”

140. 證監會：證人提及沈聯濤在 2001 年 8 月 3 日發給當時的財政司司長梁錦松的一封電郵。沈聯濤在電郵中報告，證監會正在採取多項措施，鼓勵在香港發展新的金融產品。證人跟著質疑證監會在 2001 年時，有否按照其“法定規管目標”行事，原因是任何人都很容易“誤以為證監會是一個產品開發商而非監管者”。他列出他所謂的證監會六項“法定規管目標”。在這裡，我們再一次看到證人欠缺法律培訓。
- (1) 首先，證人所提到的法定規管目標，要到了 2003 年 4 月當《證券及期貨條例》生效時，才加入法例中。
 - (2) 第二，我們必須在正確的語境內解讀這些目標，原因是這些目標須輔以

⁴⁴ 全國證券交易商協會第 05-59 號通告



《證券及期貨條例》第 6 條一併閱讀。第 6 條訂明，證監會在尋求達致其規管目標和執行其職能時，須顧及維持香港作為具競爭力的國際金融中心的地位的適切性，及對與金融產品有關連的創新提供利便的適切性。

(3) 第三，根據已廢除的《證券及期貨事務監察委員會條例》(第 24 章)，證監會在 2001 年的職能包括以下各項：

- “(a) 就所有關於證券、期貨合約及財產投資安排的事宜，向財政司司長提供意見；〔及〕
- (j) 鼓勵香港證券及期貨市場的發展，及鼓勵更多香港和外地投資者參與這些市場；”

141. 明顯地，2003 年前，證監會是按照其“職能”行事，而在 2003 年後，則按照其“法定規管目標”行事。證人對證監會權力及職責的描述，有可能令小組委員會被誤導。
142. 證人給人一個印象，以為本會太注重市場發展，以致損害了對投資者的保障。在本陳述書的下一節，本人會闡釋針對性監察、法規執行及投資者保障依然是本會監管方針的重要元素。證監會在本會的視察行動中發現有不當銷售的證據，因此已提高警覺，慎防出現不當銷售的風險。本會沒有如證人所指一般，容忍不當銷售，及對有關處理不當銷售的情況感到自滿。本會已將針對持牌法團不當銷售的預防措施，納入我們的整體策略（包括本會的法規執行及監察工作）內。然而，本會沒有證據顯示不當銷售在銀行業內廣泛存在，亦無法取得這方面的證據，因為證監會對銀行沒有監管權力。
143. 在《常見問題》刊發之前，出現了兩項非常重要且與不當銷售有關的監管結果，即 2006 年 5 月的羅德利協議⁴⁵ 及 2006 年 9 月上訴法庭有關 Barber 的決定⁴⁶。該兩項結果所處理的都是不當銷售事宜，它們突顯了《操守準則》的重要性及一般不當銷售事宜，均與迷你債券及相關產品的銷售極為相關。羅德利一案與盡職審查及合適性缺失有關。Barber 一案具有重大意義，因為上訴法庭確認在售賣產品前，單單向客戶提供或讀出小冊子或宣傳文件，不足以確立合適性。
144. 事實上，當證監會首次知悉這兩宗個案時，便已在 2003 年底提出了多項措施，處理銷售手法的問題，包括對持牌投資顧問進行有關銷售手法的主題視察、透過媒體舉辦投資者教育活動，及與金管局配合，以便可以就銀行的證券顧問服務進行類似的檢討工作。當時，進行了兩輪的主題視察。本會鑑於視察的結果，決定詳細說明證監會期望中介人應如何遵守《操守準則》第 5.2 段之下的合適性規定，因為這會有助提高業界水準。因此，刊發了《常見問題》，以便就這方面向業界提供進一步指引。

M4

⁴⁵ 本會透過磋商達成該協議，促使羅德利的客戶獲支付 2.55 億港元的特惠款項（見本人第一份陳述書第 82 段）。

⁴⁶ Barber 訴證監會 (CACV236/2005)



證人陳述：

“對中介人的監察

14. 小組委員會及整體公眾人士，自雷曼倒閉後，都應該已聽了夠多有關中介人“不當銷售”的情況。事實上，由於本會的操守監管規定極之不合時宜，以及證監會沒有積極對付不當銷售行爲（儘管涉及高風險），因此本人及證監會內多位同事對上述情況一點也不感到意外。本人對法規執行部高級總監夏禮信（Geoff Harris）所言絕對認同，他說：不當銷售的情況見於每個層面；我們需要對所有中介人的售賣手法施加更有效的規定……”。他重申一直以來的看法，他認為證監會不應“利便市場發展”，因為這不屬於證監會的法定規管目標範圍，並同時指出，“利便措施導致不當銷售情況出現。我們要收復失地，方法是建議及實施一些業界將會抗拒的售賣手法、披露及程序規定，但這些措施對於保障投資者來說是必須的。”（註腳 4）”
145. 證監會：證人提出不當銷售的問題，並指證監會的監管制度不合時宜。他指，若刊發了“詳細的合適性指引”的話，投資者便不會因爲迷你債券而招致損失。這觀點亦是一項誤解。事實上，本會的《操守準則》是以國際證券事務監察委員會組織所制訂及承認的原則作爲藍本，而所列明的標準與其他主要金融市場的標準相若。
146. 《操守準則》已存在多時，是一套清晰、簡明的操守準則聲明。《常見問題》的刊發旨在爲業界提供實用的考慮點，以及協助業界遵守有關提供合適意見的操守規定。具體而言，不當銷售的課題已在《操守準則》及《內部監控指引》（輔以在 2007 年發出的《常見問題》）的相關規定中清楚地獲得處理。即使再有多一套的指引，也停止不了不當銷售行爲，對協助執法行動亦起不了任何作用。
147. 證人陳述，對中介人監察不嚴是導致迷你債券投資者蒙受損失的原因之一⁴⁷。“中介人”一詞涵蓋持牌法團（經紀行）和註冊機構（銀行）。持牌法團及其代表受證監會監管。在本人第一份陳述書第 50 至 67 段，本人稍爲詳細地解釋了證監會在監管持牌法團時所做的工作。尤其是，本會已定期進行主題視察及其他視察，檢討持牌法團的售賣手法；如我們發現個案有操守合規問題，我們亦已展開進一步調查及採取執法行動。此外，本會已聘請顧問進行投資者調查，及將打擊不當銷售作爲我們的重大工作之一。指證監會沒有積極對付持牌法團的不當銷售行爲的這個說法，並不正確。
148. 至於第二類別的中介人，證監會無權監管銀行交易。只有金管局才有權對銀行進行持續監管，繼而對付銀行的不當銷售行爲。這是立法機關的政策意向，而這點早已透過立法會就政策的制訂而進行的辯論清楚地顯示出來。儘管如此，我們在此之前及現在，都明白到與金管局合作，以協助金管局對銀行進行監管的重要性。因此，我們之前已主動與金管局會晤，商討有關售賣手法的事宜，並舉行會議與金管局分享我們的視察結果。我們亦爲金管局人員提供培訓，以及邀請金管局與證監會同步對銀行進行類似的視察。
149. 指證監會對中介人監察不嚴是導致迷你債券投資者蒙受損失的原因之一⁴⁸，是沒

S1-附錄 11

W13(C)

⁴⁷ 見該陳述書第 3 段，但該陳述書第 14 至 18 段並沒有明確地重複這項指稱。

⁴⁸ 見該陳述書第 3 段。



有事實根據的。在本會收到涉及雷曼倒閉的投訴中，少於 1%與持牌法團的不當銷售有關，而其餘的 99%都與銀行的不當銷售有關。

150. 根據立法會於 2002 年通過的監管制度，金管局明顯地是銀行的前線監管機構。如要賦權證監會監管銀行及其職員，便須進行立法修訂。
151. 證人陳述，夏禮信先生的觀點是“證監會不應利便市場發展，因為這不屬於證監會的法定規管目標範圍”。夏禮信先生是證監會內一位極受尊敬的前僱員。然而，該陳述書看來只反映了一項個人意見，並沒有反映出證監會在《證券及期貨條例》之下的職能。《證券及期貨條例》第 6 條明確地指示證監會對與金融產品有關連的創新提供利便（見上文第 25 段）。
152. 由於該陳述書的以下兩段關乎相同事宜，本人會就它們一同作出評論。

證人陳述：

- “15. 正如我們從迷你債券及其他不當銷售事件發現，大部分中介人的不當銷售均是由於向投資者作出“不合適”建議所致。儘管主要海外司法管轄區早已就如何確保合適性為中介人制訂詳細指引，在雷曼倒閉時，證監會發出的《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（《操守準則》）對該課題只有短短一段的論述（第 5.2 段），輔以 2007 年 5 月 8 日發出的一份常見問題與答案（《常見問題》）。然而，這份《常見問題》甚至沒有根據《證券及期貨條例》第 399 條刊登或發表為守則或指引，因此不具有上述文件的效力。根據中介團體及投資產品部總監鍾慶明的說法，他們“已仔細擬備《常見問題》，使其不會在《操守準則》或《內部監控指引》已載有的廣泛原則以外引入任何新規定。該做法的好處是無須進行正式諮詢……”（註腳 5 日期為 2007 年 1 月 11 日的電子郵件）此舉頗令人氣憤，原因是：
 - (1) 《操守準則》內論述“合適性”的篇幅已非常短。如果《常見問題》的擬備方式是不會引入任何新規定，這份文件在提高標準方面帶來甚麼價值？
 - (2) 這份《常見問題》大致上與《關於對持牌投資顧問進行第二輪主題視察的結果的報告》（“第二輪報告”）同時發出（見證監會網站）。第二輪報告“顯示類似在第一輪主題視察期間在 15 家商號當中注意到的一系列事宜及缺失，亦存在於本第二輪主題視察的另外 10 家商號當中。”這些事宜及缺失包括：對客戶認識不足；對所售賣的產品缺乏適當的盡職審查；缺乏充分理由支持其向客戶提供的意見是合理適當的；缺乏有效的管理層監督；文件檔案不完善；及未有遵守發牌規定。如果相隔兩年進行的主題視察均顯示出同樣的嚴重問題，豈不表示需要立即制訂更嚴厲的新措施，以糾正該情況，而非僅發出一份“仔細擬備…不會…引入任何新規定”的《常見問題》，以避開公眾諮詢？證監會在遏止中介人不當銷售方面採取多認真的態度？從本人的經驗看來：並不特別認真。讓本人解釋。
16. 本人多年來擔任投訴監控委員會（註腳 6）委員，對中介人不當銷售問題的嚴重程度向來所知甚詳。因此，當《關於持牌投資顧問的售賣手法的報告》（“第一輪報告”）在 2005 年 2 月發表時，本人對報告結果並不意外。有感於中介團體監察科的同事如何自滿，本人雖然並非隸屬中介團體監察科，但卻在大約 2005 年中向當時的中介團體及投資產品部執行董事張灼華自動請纓並獲其批准，領導



一項處理不當銷售的專案（“投資顧問專案”）。專案的計劃大綱在 2005 年 9 月制訂（註腳 7）。毫無疑問，為投資顧問制訂關於如何確保投資意見合適性的詳細指引是計劃中的當務之急，但計劃亦同時十分強調在整個過程中（包括發出指引前後）與業界參與者緊密互動，確保他們明白證監會的要求，並清楚知道證監會提高標準及常規的決心。此舉與鍾慶明在上述備忘中描述中介團體監察科同事的退縮態度大相逕庭。”

153. 證監會：證監會中介團體及投資產品部下設三個部門：(1) 中介團體監察科；(2) 發牌科；及 (3) 投資產品科。中介團體監察科一直負責中介團體監察事宜，包括對持牌法團進行視察，亦會不時發表指引及常見問題，協助中介人了解證監會對法例及有關法規的政策意向。儘管證人有份協助制訂《合適性指引》，當中闡明及詮釋《操守準則》的現有規定，但證人本身隸屬投資產品科，主要負責審批投資相連壽險計劃及股票掛鈞存款這兩類投資產品。
154. 證人在該陳述書第 15 及 16 段提及的《合適性指引》草擬本由證人及其助手擬備。證人似乎認為《合適性指引》草擬本在證監會過去發表的守則及指引以外增加了大量新規定。這可能是由於他以往並沒有參與由中介團體監察科及法規執行部負責與中介人操守事宜有關的工作，因此對於有關概念感到較為陌生。然而，《合適性指引》草擬本僅重申已在《操守準則》及《內部監控指引》載列的相同原則，例如“認識你的客戶”、“產品盡職審查及認識你的產品”及“合適性測試”。證人及其助手擬備的《合適性指引》草擬本也在第 2.7 條末尾指出：

“為免生疑問，《合適性指引》對上述適用法例、守則、規則及指引內現行及在《合適性指引》發表前已存在的規定作出說明，本指引並非詳盡無遺。”
(底線及斜體為本文所加)

S1-附錄 11

S1-附錄 12

155. 在《常見問題》刊發之前，出現了兩項非常重要且與不當銷售有關的監管結果，即 2006 年 5 月的羅德利協議⁴⁹ 及 2006 年 9 月上訴法庭有關 Barber 的決定⁵⁰。該兩項結果所處理的都是不當銷售事宜，它們突顯了《操守準則》的重要性及一般不當銷售事宜，均與迷你債券及相關產品的銷售極為相關。羅德利一案與盡職審查及合適性缺失有關。Barber 一案具有重大意義，因為上訴法庭確認在售賣產品前，單單向客戶提供或讀出小冊子或宣傳文件，不足以確立合適性。
156. 實際上，當證監會首次知悉這兩宗個案時，便已在 2003 年底提出了多項措施，處理銷售手法的問題，包括對持牌投資顧問進行有關銷售手法的主題視察、透過媒體舉辦投資者教育活動，及與金管局配合，以便可以就銀行的證券顧問服務進行類似的檢討工作。當時，進行了兩輪的主題視察。本會鑑於視察的結果，決定詳細說明證監會期望中介人應如何遵守《操守準則》第 5.2 段之下的合適性規定，因為這會有助提高業界水準。因此，刊發了《常見問題》，以便就這方面向業界提供進一步指引。
157. 證人在該陳述書第 15 段指“《常見問題》甚至沒有根據《證券及期貨條例》第 399 條刊登或發表為守則或指引，因此不具有上述文件的效力”。上述情況對於中介人須就不遵從指引的行為負責一事，不會有任何影響。首先，《合適性指

M4

S1-附錄 11

M4

⁴⁹ 本會透過磋商達成該協議，促使羅德利的客戶獲支付 2.55 億港元的特惠款項（見本人第一份陳述書第 82 段）。

⁵⁰ Barber 訴證監會 (CACV236/2005)



引》草擬本明確指出，該指引“並無法律效力，亦不應被詮釋為可以任何方式凌駕任何適用法律條文、守則或其他監管規定。”

158. 其次，證人看來並沒有細閱《常見問題》。《常見問題》的執行方式與守則及指引一樣，屬於證監會評核中介人的適當人選資格的紀律行動事宜。《常見問題》清楚指出：

“投資顧問應注意，證監會在考慮投資顧問就其在香港從事財務策劃及財富管理業務是否為適當人選時，會考慮投資顧問有否遵守綜合操守準則內的要求，及有否依循《常見問題》提供的指引。”

159. 《常見問題》闡明證監會如何詮釋《操守準則》內載列的各項原則對投資顧問的適用情況，但沒有在《操守準則》以外加入任何新規定。至於在評核適當人選資格時將《常見問題》考慮在內的法律依據，《證券及期貨條例》第 129(1) 條規定：

“證監會……在考慮某人是否就本部任何條文而言的適當人選時，除考慮其認為有關的任何事項外，在不抵觸第 134 條的情況下，亦須就該人考慮以下事項——(a)……”。(底線為本文所加)

160. 在紀律行動的情況下，第 194(3)條規定：

“證監會在斷定某受規管人士是否第(1)(b)或(2)(b)款所指的適當人選時，除可考慮其他事宜（包括第 129 條指明的事宜）外，亦可考慮該會認為在有關個案的情況下適宜考慮的該受規管人士現時或過往的行為。”(底線為本文所加)

161. 因此，《常見問題》無須根據《證券及期貨條例》第 399 條制訂，在評核中介人的適當人選資格時將會被考慮在內。如中介人的適當人選資格受到質疑，證監會可對其採取一系列的制裁，包括罰款及撤銷牌照。

162. 證人批評鍾先生“仔細擬備《常見問題》，使其不會在《操守準則》或《內部監控指引》已載有的廣泛原則以外引入任何新規定。但他本人負責的《合適性指引》草擬本卻是基於完全相同的原則擬備的。該草擬本在第 2.7 條末尾指出：

“為免生疑問，《合適性指引》對上述適用法例、守則、規則及指引內現行及在《合適性指引》發表前已存在的規定作出說明，本指引並非詳盡無遺。”

163. 有見及此，本人不明白為何證人在該陳述書第 16(1)段批評《常見問題》：

“《操守準則》內論述“合適性”的篇幅已非常短。如果《常見問題》的擬備方式是不會引入任何新規定，這份文件在提高標準方面帶來甚麼價值？”

164. 發表《常見問題》僅是本會為處理有關事宜而採取的行動方案中的一環。持續的監察及執法行動在協助提升業界標準方面亦發揮重要作用，證監會一直積極主動地檢討持牌法團的銷售手法。正如本人在第一份陳述書提及，證監會在第二輪主

W13(C)



題檢討中發現與第一輪類似的事宜及不足之處，其後對在第二輪主題檢討中被視察的 10 家投資顧問中的五家採取適當的執法行動。在其中一宗個案，負責人員被暫時吊銷牌照 12 個月，有關機構亦因內部監控差劣及監督不力而被譴責及罰款 170,000 港元。⁵¹ 該項執法行動不僅針對已發現的具體問題，同時透過公開本會的行動結果突顯問題所在，並鼓勵業界其他參與者提高合規文化。

165. 本會亦明白必須與金管局緊密合作，協助金管局監管銀行。因此，本會過去一直採取積極主動的步驟與金管局會晤，共同討論與銷售手法有關的事宜，並在會上與金管局分享本會的視察結果。本會向金管局提供培訓，邀請金管局與證監會同步對銀行進行類似的視察。

證人陳述：

- “17. 經過多番催促及施壓後，本人最終在 2006 年 2 月／3 月獲得所有部門同意一系列詳細的合適性指引（註腳 8），原擬待張灼華批准後，交予香港金融管理局（“金管局”）及保險業監督進行非正式諮詢。可惜，該項批准一直石沉大海。本人在 2006 年 5 月兩度致函張灼華（註腳 9），促請她按計劃推行專案，但不果。該專案最終交由中介團體監察科同事接手。此後本人再沒有聽聞有關該專案的任何消息……除非本人將《常見問題》當作專案的最終成果……”

166. 證監會：證人似乎關注到他視作他的投資顧問專案（他有時亦稱之為“顧問專案”）由鍾先生接手。鍾先生該日由中介團體監察科副總監晉升為總監。證人將此舉理解為以自滿的態度看待中介人的不當銷售問題。事實上，該專案其實繼續進行，只不過不再由證人負責，而改由鍾先生領導。
167. 張女士在 2006 年 4 月 13 日發出電子郵件，宣布中介團體監察科將劃分為三部分，並會增設兩個新的總監職位，負責其中兩部分。她解釋將會發出廣告招聘新總監。證人在 2006 年 5 月 9 日回覆，問及此一變動對“顧問專案”會有甚麼影響。張女士在 2006 年 5 月 10 日回應，提議一起喝咖啡。證人同日發出另一封電子郵件，末尾表示：“……我建議重新檢討我們在工作分配方面的原有計劃，我同樣樂意將專案交由中介團體監察科或其他部門的同事接手，尤其是我們現在已新增兩個總監職位。”

168. 這項建議很難如證人般描述為“促請她按計劃推行專案”。他顯然提議將專案交由中介團體監察科接手。

169. 張女士在 2006 年 5 月 10 日的電子郵件中解釋：

“我很遺憾你覺得我不重視投資顧問的問題。我不但重視，事實上，我已有藍圖及行動方案。不僅如此，[xxx] 實際上剛已完成一項對投資顧問的小型視察，為現況把脈，評核一下自我們去年發出報告促請他們提高標準後，他們的進展如何。由於多位工作小組成員過去兩個月均外出，因此你們當中有些人不清楚現時的整體狀況，我並不感到意外。不如我請 [yyy] 盡快召開工作小組會議，向所有人匯報最新進度。我們面前尚有大量工作，如你退出專案，我會非常苦惱。這是一項涉及中介團體及投資產品部全體的專案，你的豐富經驗會對專案貢獻良多。”
[已刪略個人資料]

⁵¹ 見第一份陳述書第 65 段。如有需要，可提供已採取措施的進一步詳情。



170. 工作小組會議在 2006 年 5 月 29 日召開。證人亦有出席該會議，中介團體監察科同日下午以電子郵件形式發出第二輪主題視察的主要結果，供有關同事傳閱。

171. 鍾先生在 2007 年 1 月 11 日向工作小組發出電子郵件，證人亦是收件人之一：

“我們現已檢討有關投資顧問的所有事宜，有關重點以列表形式摘錄。摘要（最後一欄）亦對每項已識別事宜的未來路向提出建議。表內亦載列各項建議的詳細理據。

關於投資顧問向客戶提供合理適當建議的事宜，現已建議以《常見問題》形式向市場提供指引。《常見問題》將會闡明從事財務策劃及財富管理業務的持牌人及註冊人提供合理適當建議的責任。以此方式界定的範圍旨在不包括替客戶買賣上市證券的經紀，但將包括經紀行在財務策劃及財富管理方面的業務（視乎適用者而定）。

我們已仔細擬備《常見問題》，使其不會在《操守準則》或《內部監控指引》已載有的廣泛原則以外引入任何新規定。該做法的好處是無須進行正式諮詢，並在短期內將已向市場普遍傳達及看來並無引起太大抗拒的常規及期望，至少編纂為明文規定。然而，向例如香港財務策劃師學會及個別人士提供《常見問題》以供評論可能會有幫助。在此之前，我亦會諮詢法規執行部、法律服務部及金管局的意見。在這方面，由於推出任何看來對持牌人加強監管的措施必然會引起反對，因此歡迎大家對於如何在引起最少反應下提出該文件提供意見。” [底線為本文所加]

W23(C)
(第 15 段)

172. 這封看來正是證人在第 15 段引述的電子郵件。因此，證人在第 17 段說“此後本人再沒有聽聞有關該專案的任何消息……除非本人將《常見問題》當作專案的最終成果”是有誤導成分的。證人仍然是工作小組的成員之一，有收取向工作小組各成員寄發的電子郵件，並知悉《常見問題》是該專案的最終成果。

173. 發表《常見問題》僅是本會為處理有關事宜而採取的行動方案中的一環。持續的監察及執法行動在協助提升業界標準方面亦發揮重要作用，證監會一直積極主動地檢討持牌法團的銷售手法。正如本人在第一份陳述書提及，證監會在第二輪主題檢討中發現與第一輪類似的事宜及不足之處，其後對在第二輪主題檢討中被視察的 10 家投資顧問中的五家採取適當的執法行動，不僅針對已發現的具體問題，同時透過公開本會的行動結果，鼓勵其他參與者提高合規文化。在其中一宗個案，負責人員被暫時吊銷牌照 12 個月，有關機構亦因內部監控差劣及監督不力而被譴責及罰款 170,000 港元。⁵²

W13(C)

174. 本會亦已明白必須與金管局緊密合作，協助金管局監管銀行。因此，本會已採取積極主動的步驟，與金管局分享本會的視察結果，向金管局提供培訓，並邀請金管局與證監會同步對銀行進行類似的視察。

175. 金管局向受該局監管的人士發出通函以反映本會的關注，及促請銀行注意例如本會的主題視察結果，該局在 2005 年的一份通函中指出：

“註冊機構應注意，該報告內詳述的監管規定及建議，同樣適用於註冊機

⁵² 見第一份陳述書第 65 段。如有需要，可提供已採取措施的進一步詳情。



構的投資顧問活動。註冊機構應仔細研讀該報告，並設立制度及監控措施，以確保遵從該報告列載的建議。該報告指出在監管方面值得關注的事項，部分例子如下：[如上文所列] 金管局將密切監察個別註冊機構遵從有關規則及規定的情況。違反這些規則及規定的人士可遭金管局及／或證監會施加紀律處分。

證人陳述：

- “18. 由於某些奇怪的原因，本人的中介團體監察科同事在處理有關不當銷售的事宜方面，看來受一種自滿的態度嚴重箝制。這會否或多或少由於高級管理層相信，證監會與金管局及保險業監督比較，還算做得不錯？當時的中介團體及投資產品部高級總監浦偉光在 2004 年評論第一輪報告的草擬本時表示，與證監會持牌人的情況相比，“不當銷售的問題在銀行及保險界更加普遍”。他又稱：“關鍵事宜是，以現時方式草擬的文件令證監會處於與投資顧問業界完全對立的地位。這份文件可能帶來的不利影響是會令散戶投資者認為證監會的持牌投資顧問不好，轉而光顧銀行或保險界。這會反過來對證監會帶來不利影響。”（註腳 10）證監會是否關注持牌人的業務，過於投資者保障？抑或首要的關注是證監會本身的利益？”
176. 證監會：證監會沒有以自滿的態度處理有關不當銷售的事宜。有關事實已於上文載述。
177. 證人評論：“這會否或多或少由於高級管理層相信，證監會與金管局及保險業監督比較，還算做得不錯？”猶如暗示證監會忽視銀行及保險業的問題。
178. 本會在處理銷售手法事宜上一直採取積極主動的措施，包括持續進行視察，並將涉及操守及合規事宜的個案轉介予有關方面進一步調查及採取執法行動。本會與金管局及保險業監理處均保持緊密合作，分享本會的主題視察結果，提供培訓予該兩家監管機構，及同步進行視察。本會亦將有關銀行／保險公司的投訴個案轉介予該兩家監管機構跟進。⁵³
179. 然而，市場看來一直對於證監會的監管職能及其進行視察及採取執法行動的能力存有誤解。證監會並不負責持續監管銀行或監管保險公司，如本會發現任何問題，只能向有關方面呈報。本會沒有法定權力對銀行或保險公司展開視察及檢查，這是制訂證監會運作所依據的法例時的政策意向。

證人陳述：

“結論及建議

19. 本人在過去一年常常反躬自問：如果我們有透過施加適當的結構性規定，妥善處理結構性票據，同時積極進行投資顧問專案，以加強及確保投資意見的合適性，能否避免迷你債券風波？本人的答案是：極有可能。如果是這樣的話，我們應怎樣做以避免日後再次發生類似的事件？”
180. 證監會：證人聲稱，如果迷你債券的批核程序不同，以及他與下屬（一名投資產

⁵³ 如有需要，可提供已採取措施的進一步詳情。



品科經理）擬備的合適性指引得以落實的話，迷你債券事件“極有可能”不會發生。這說法並不正確。無論對批核程序作出任何改變，均不可能阻止雷曼兄弟倒閉，而這才是導致投資者蒙受損失的直接肇因。證監會的調查揭露，有關機構看來沒有設立適當的系統及程序以妥善履行《操守準則》施加的責任。

證人陳述：

- “20. 儘管根據 1988 年的《戴維森報告書》，證監會本擬設立為政府內的獨立監管機構，這項“獨立性”在過去多年來已大幅減弱，特別是自從設立政府官員的政治委任制度以來，這些官員與所有獲政治任命的人士一樣，傾向謀求短期成效，亦即“速贏”，不大理會長期後果。上述取向加上所有執行董事均由政府以短期合約方式委任的事實，意味著這些所謂“專業監管者”承受巨大壓力要跟隨政府的政策及按其要求行事，而不理會法定規管目標。”
181. 證監會：這是證人的見解，但與事實不符。儘管《戴維森報告書》建議證監會應保持獨立，報告書亦確認證監會需要向政府負責。事實上，從以下摘錄的段落可見，報告書具體建議應由政府委任執行董事（報告書建議新成立的證監會命名為“證券事務監察委員會”）：

“新證券事務監察委員會與政府的關係

對政府的責任

9.55. 既然我們預期新證券事務監察委員會將發揮重大作用，影響本港的經濟活動，因此，我們確信它應該向政府負責；再者，儘管新證券事務監察委員會不是一個政府辦事處，也應該視為廣義的政府架構的一環。因此，我們建議：

- (a) 新證券事務監察委員會的理事會主席及其他理事，應由總督委任；總督有權將理事會部分或全部成員解除職務；
- (b) 總督應可向新證券事務監察委員會發出指示；
- (c) 新證券事務監察委員會有責任向總督呈交周年報告及帳目結算表，由總督轉交立法局審閱；及……”

證人陳述：

- “21. 為糾正情況，本人建議由立法會負責在證監會執行董事的委任／再度委任方面擔當所有積極角色，提供所需的“制衡措施”，確保只有具備相關經驗的適當人選才獲聘用，並將重點放在保障投資者利益，而非“促進市場發展”。這項積極角色可採取例如美國就委任各監管委員會委員及其他總統任命進行“參議院確認”程序中的“確認聆訊”形式。”
182. 證監會：證人提出的建議所據的前提是現時委任執行董事的制度有缺陷，所委任的人員力不勝任。本人不接納這個說法。《戴維森報告書》建議政府應委任執行董事，以確保證監會向政府負責。美國的經驗顯示，採取“確認聆訊”的形式相當可能令很多適當人選卻步，不願申請有關職位。



證人陳述：

- “22. 如認為適當，本人極之樂意與小組委員會進一步深入分享本人的經驗，以及本人在如何強化現行監管架構以更有效保障投資者方面的見解，包括以下事宜：(i) 比較單一超級監管機構與設立多個監管機構之間的優劣；(ii) 向投資者歸還本金及作出賠償；及 (iii) 執行董事的資格。
23. 本人已盡撰寫本陳述書當時所知所信提供本陳述書內的資料。”
183. 證監會：本會確認小組委員會有權傳召其相信可協助查訊的任何證人，本人亦承諾盡力向小組委員會提供一切協助。然而，本人謹以尊重的態度提出，無論該陳述書如何出於善意，證人就一系列表面上看來不屬其既有專業知識範圍以內的廣泛課題發表了不少意見，不禁令人對該等意見的相關基礎產生合理疑問。在此情況下，本人認為在考慮向小組委員會委員提供的資料時，務須謹慎，小心地將事實與主觀意見加以區分。