

## 報告摘要

### 前言

2008年9月15日，美國第四大投資銀行雷曼兄弟控股公司(Lehman Brothers Holdings Inc.)(下稱"雷曼控股")根據美國《破產法》第11章向美國破產法庭提出破產呈請。在香港，隨着雷曼控股及其公司集團倒閉，很多持有未到期雷曼兄弟(下稱"雷曼")相關結構性金融產品(下稱"雷曼結構性產品")的投資者均蒙受損失。根據香港金融管理局(下稱"金管局")的資料，總值逾202.3億港元的雷曼結構性產品透過銀行售予超過43 700名投資者。當中有很多投資者投訴，向他們銷售這些產品的銀行職員並無告訴他們該等產品的性質及風險。他們亦質疑，作為監管機構的金管局及證券及期貨事務監察委員會(下稱"證監會")以至政府當局有否就銀行銷售複雜的金融產品作出有效監管。雷曼倒閉後不久，單是金管局已接獲逾9 000宗投訴。截至2008年12月，個案數目已增至19 699宗。

2. 鑒於問題嚴重，加上公眾廣泛關注此事，立法會內務委員會於2008年10月10日及13日舉行會議跟進此事。在2008年10月13日會議上，議員同意在內務委員會轄下成立小組委員會，研究雷曼相關迷你債券及結構性金融產品所引起的事宜(下稱"小組委員會")。在2008年10月17日的內務委員會會議席上，議員進一步決定尋求立法會批准授權小組委員會行使《立

法會(權力及特權)條例》(第382章)第9(1)條的權力，以執行其職能。立法會於2008年11月12日通過具如此效力的議案。

3. 小組委員會的職權範圍、成員、研究範圍、工作計劃及工作方式及程序載於第1章。小組委員會決定聚焦研究規管事宜及零售銀行分銷雷曼結構性產品的做法。小組委員會進行工作時，一直奉行的首要原則是不調查具體個案、公司或個人，亦不會協助個別投資者跟進投訴。在2009年2月至2011年5月期間，小組委員會共舉行了106次研訊(70次公開研訊及36次閉門研訊)，向62名分別來自政府當局、監管機構、6家雷曼結構性產品的分銷銀行及該等產品的投資者取證。此外，小組委員會亦舉行了42次會議，考慮程序上及其他與調查有關的事宜。小組委員會另外舉行了15次會議，討論所得證據及就其研究報告進行商議。

### **小組委員會的結論**

4. 小組委員會曾研究下述事宜：規範零售銀行所進行的雷曼結構性金融產品公開要約及分銷的法律框架及規管安排；政府當局、金管局及證監會在政策及監管方面的角色；銀行在分銷這些產品方面所採用的制度和做法；以及各項相關事宜，包括處理投資者的投訴及投資者保障。小組委員會根據第2至7章所載的相關研究結果及觀察所得，達致第8章所載的各項結論，現扼述如下：

## 規管安排

- (a) 在現行安排下，金管局是銀行的前線監管機構，負責按照證監會對轄下持牌中介人訂立及施行的標準及規定，監管銀行從事的受規管活動(包括雷曼結構性產品等投資產品的銷售)。有別於證監會對中介人實施發牌制度的做法，金管局並不直接監管銀行(即註冊機構)所聘用以從事受規管活動的有關人士，而是依賴銀行管理層確保其屬下有關人士遵守監管規定。在2008年前，金管局的恆常監管程序未有及早發現並糾正任何嚴重的不當銷售問題，這與雷曼倒閉後出現大量投訴的情況大相逕庭。此外，對有關人士採取的執法行動亦相對較少。小組委員會認為，現行的規管安排不利於及早偵察到有關人士不當銷售結構性金融產品的情況。
- (b) 證監會是香港證券期貨業的監管機構，但無權對銀行的受規管活動進行日常監管。金管局負責監督銀行、偵察違規情況及進行初步調查。金融管理專員並無權力對註冊機構及其屬下有關人士從事的受規管活動施加紀律制裁。這項在《證券及期貨條例》(第571章)下的權力屬證監會所有。兩個監管機構亦須就特定的規管事宜互相徵詢對方的意見。小組委員會認為，兩個監管機構的監管

權力分工引起了運作上的複雜性，不利於有效監管註冊機構及其屬下有關人士。

### 政府在政策方面的角色

- (c) 現行的規管安排自《證券及期貨條例》及《銀行業(修訂)條例》於2003年4月生效後開始實施。其間一直不乏在監管方面值得關注的發展(例如銀行的證券業務出現顯著增長，以及銀行與證券經紀行在進行相同的受規管活動時是否受到一致監管這問題所引起的關注)。小組委員會察悉並深切關注到，政府當局一直沒有主動對現行的規管安排進行全面檢討。因此，現存的許多弊端已存在多年而未有得到處理。

### "披露及操守監管"制度

- (d) 證監會負責實施披露制度，以確保產品文件按照《公司條例》(第32章)附表3所訂明的規定，充分披露資料。然而，小組委員會發現，《公司條例》中原為傳統債務資本集資發行活動而設的披露規定，缺乏適用於結構性金融產品的詳細披露指引。小組委員會亦關注披露的質素，因為雷曼結構性產品的章程一般篇幅冗長，且不易明白，而

該等產品的推廣材料亦未有適當地凸顯產品所附帶的風險。

- (e) 為數頗多的雷曼結構性產品都是利用《公司條例》下的若干豁免條款發行(泛指以私人配售方式發售)，其銷售文件無須經證監會認可。此情況與現行披露為本制度的宗旨背道而馳，同時亦削弱了此制度的效用。
- (f) 就註冊機構而言，銷售點的操守監管是金管局的責任。一如上文第(a)及(b)段所載，同時基於下文第(g)段所述小組委員會對註冊機構如何銷售雷曼結構性產品的觀察所得，小組委員會認為，當時在銷售點的操守監管或許並不足夠。

#### 註冊機構分銷雷曼結構性產品時對監管規定的遵守情況

- (g) 經考慮來自6家分銷銀行的管理層和前線員工及部分投資者的證人所作的證供，小組委員會發現，註冊機構進行涉及雷曼結構性產品銷售的下述主要活動時，在遵守監管規定方面有多項缺失：產品盡職審查；為員工提供培訓及指引；"認識你的客戶"及為客戶進行適合性評估；有關人士如何進行銷售過程；註冊機構制訂的監察及內部監控措施及其投訴處理制度。舉例而言，有事例

證明一些雷曼結構性產品的風險評級並不適當。銀行使用的一些培訓材料被發現載有具誤導成分的資料。曾到小組委員會席前應訊的某些投資者不大可能被評定為適合購買雷曼結構性產品，但卻被銷售該等產品。這情況令人懷疑是否每宗交易均有妥善進行"認識你的客戶"及適合性評估。儘管如此，小組委員會也認為，投資者在作出投資決定時，必須負起保障自身利益的責任，這點同樣重要。

#### 雷曼相關投訴的解決

- (h) 自2009年7月以來，證監會、金融管理專員及分銷銀行先後依據《證券及期貨條例》第201條訂立了5項和解協議。一方面，小組委員會認為，能夠令金管局截至2009年6月所接獲的21 000多宗雷曼相關投訴中的大部分個案得到解決，這些協議發揮了重要作用。另一方面，小組委員會又認為，在現行法例並無指定某類人士為"經驗投資者"的情況下，武斷地將某些投資者列作"經驗投資者"，從而把他們摒除於和解協議下的若干回購建議之外，做法有欠公平。

## 投資者保障

- (i) 雷曼事件揭示了現行的"披露及操守監管"制度沒有為投資者提供足夠的保障。《公司條例》下的披露規定並非專門針對結構性金融產品。小組委員會關注到，產品文件(即章程及推廣材料)所載的資料並非以一個有效令準投資者知悉產品主要特點及風險的方式來披露。一如上文第(a)及(b)段所述，對註冊機構在銷售點的操守監管或許並不足夠。
- (j) 儘管證監會及金管局多年來推行了各項投資者教育措施，但一些重要訊息(例如"投資者不應投資於自己不理解的產品"，以及投資者如何才能最有效地保障自己)，似乎未有傳達至投資大眾。

## **小組委員會的建議**

5. 小組委員會根據其研究提出超過50項建議，詳情載於第8章。當中的主要建議簡述如下：

### 適用於投資產品要約的披露制度

- (a) 自相關的法例經修訂後，結構性金融產品要約的規管在2011年5月起由《公司條例》轉移至《證券

及期貨條例》。這項修訂較之前依賴有關方面遵守《公司條例》的披露規定的制度有所改進。在此以後，證監會可以發出產品守則，因應產品的性質訂明結構性規定。證監會應因應金融產品的創新、市場發展及監管經驗，定期檢討各項新安排(例如新訂的《非上市結構性投資產品守則》，以及投資產品應具備簡明的產品資料概要的規定)，並主動評估該等安排的成效。

- (b) 因雷曼事件而出現的一個問題是披露制度應予保留抑或應由產品審批制度取代。小組委員會預料，以產品審批制度取代披露制度的規管模式或會引起一些問題，例如減少金融創新，以及以監管機構的判斷取代投資者的判斷。海外司法管轄區似乎沒有採用這種規管模式。儘管如此，小組委員會認為應借鑒英國金融服務管理局推行的"公平待客"計劃，規定商號須適當顧及在整個產品生命週期內公平對待客戶，藉此加強現行的披露制度。當局亦應規定產品發行人披露有關產品可能適合哪些客戶類別，以及產品的特點如何適合該目標客戶羣。



## 對註冊機構及其員工操守的監管

- (c) 對註冊機構的監管應予加強。恆常的監管程序(包括現場審查及非現場審查)應集中評估註冊機構內部的管理監控措施及系統的效能，以確保該等機構能遵守監管規定。
- (d) 為更有效地協助註冊機構履行責任，證監會及金管局應考慮可否就若干主要規定(例如投資產品的風險評級、就客戶進行的風險評估等)訂立基準，使註冊機構之間有一致的標準，並為投資者提供更佳保障。
- (e) 監管機構應考慮提高有關人士的最低學歷資格，以便更能確保他們瞭解可向客戶銷售的金融產品，並妥善履行對客戶的責任。
- (f) 為了盡量減少客戶在銷售過程中究竟獲提供的是投資資料抑或投資意見這問題上出現爭議，監管機構應考慮訂明(以立法或發出指引／守則的方式)，註冊機構向客戶提供投資資料時，將被視為亦同時提供附帶的投資意見，除非註冊機構有相反的證明。倘若投資者在購買投資產品後仍然是該註冊機構的客戶，註冊機構對該投資者的責任應持續至整個產品年期。

- (g) 為方便訂立一套有系統的銷售程序，監管機構應考慮要求註冊機構採取適當措施，確保其屬下有  
關人士完成交易的所有必要步驟，而且有關客戶  
在交易過程中完全知悉有關步驟是否經已完成。

### 處理投訴及解決糾紛

- (h) 為減少運作上的複雜性，以及提高執法和處理投  
訴的成效，對註冊機構及其職員作出調查及紀律  
處分的權力應賦予單一監管機構，而不應如現行  
安排般由金管局與證監會分工。
- (i) 在相關法例允許的範圍內，監管機構應盡量提高  
有關投訴個案的調查進展的透明度。可行的做法  
包括公布調查／執法行動結果的資料，以及持續  
知會投訴人有關調查的進展情況。
- (j) 小組委員會認為並無需要改變證監會根據《證券  
及期貨條例》第201條與其擬作出紀律處分的受規  
管人士訂立和解協議的權力。然而，小組委員會  
認為，證監會在行使該項權力時，不應同意採納  
任何為摒除某些人士於和解建議之外而武斷地訂  
立的非法定門檻。
- (k) 負責執法的監管機構應獲賦予適當的法定權力，  
如調查所得有充分理由支持，可下令支付賠償。

向受影響投資者支付賠償與該監管機構對採取紀律行動的考量(如有需要)應同時進行。

- (l) 金管局應檢討在2008年11月成立的雷曼兄弟相關產品爭議調解及仲裁計劃的成效，將從中汲取的經驗教訓為金融糾紛調解中心日後的運作提供借鑒。

### 投資者保障

- (m) 有鑒於個別人士可能由於個人情況(例如年齡或沒有接受教育)而無力保護自己免受不當銷售的損害，政府當局及監管機構應考慮訂立一些實在和客觀的準則，用以釐定哪類人士適合購買特定產品(例如結構性金融產品)，使該等產品只限售予指定類別的投資者。
- (n) 在推行上文第(m)段的建議時，應參考相關的海外做法，例如美國全國證券交易商協會就哪類投資者可購買結構性金融產品發出的指引，以及英國金融服務管理局的"公平待客"計劃。
- (o) 鑒於很多投資者可從銀行獲得投資服務，為確保他們得到更佳保障，小組委員會認為應清楚訂明保障投資者是金融管理專員在《銀行業條例》的相關條文下須執行的其中一項法定職能。

## 投資者教育

- (p) 投資者教育局在推行投資者教育工作時，必須主動接觸社會不同界別，此點至為重要。當局應多加利用電台及電視發放資訊，因為電台及電視是教育程度較低的人士及長者獲取資訊的主要渠道。此外，應規定銀行須向客戶提供證監會印製的傳單或單張，提醒準投資者在投資時"甚麼該做"及"甚麼不該做"。
- (q) 投資者教育措施必須清晰明確地傳達一個訊息：投資者應保持警覺及勤勉謹慎，並且不應投資於他們不認識或不理解的產品。

## 未來路向

- (r) 有鑒於雷曼事件，小組委員會認為，由金管局與證監會共同監管銀行證券業務的現行規管架構大致上並不奏效。政府當局及監管機構應研究可否將銀行經營的證券業務納入證監會(作為證券期貨業的監管機構)的監管範圍。此舉將更能確保銀行與證券經紀行所進行的受規管活動受到一致的監管。
- (s) 政府當局有責任擔當更積極主動的角色，確保其政策目標得以落實，以及提供所需的政策導向。

政府當局應定期檢討規管制度，找出並處理引起關注的問題和不足之處。

- (t) 當局應加強金融監管機構議會及金融市場穩定委員會這些現有平台。當局應透過向財經事務委員會匯報這兩個機構在其會議上所作的主要討論及決定，以提高它們的透明度。
- (u) 金管局應繼續就未解決的雷曼相關投訴個案採取行動，如能取得更多資料，應就理據不足的個案重開調查。
- (v) 財經事務委員會應在適當時候跟進小組委員會的建議。