

第 2 章 在香港發售的雷曼兄弟相關迷你債券及結構性金融產品

2.1 本章說明雷曼控股及其公司集團(統稱為"雷曼")倒閉對持有未到期雷曼結構性產品的香港零售投資者所帶來的影響。

雷曼倒閉

2.2 雷曼在2008年9月倒閉，事件對全球經濟發展及金融穩定造成沉重打擊。隨之而來的金融海嘯常被形容為一場"百年一遇"的危機。在2008年首三季，美國政府及其他華爾街機構曾以某種形式出手拯救或救助若干有問題的金融機構(例如貝爾斯登及美國國際集團)，但對雷曼而言，情況卻並非如此。

2.3 雷曼控股成立於1850年，是美國第四大投資銀行。2008年6月及7月，主要信貸評級機構先後調低雷曼控股的信貸評級。2008年9月15日，雷曼控股根據美國《破產法》第11章申請破產保護，這亦觸發了其他司法管轄區的債權人對雷曼附屬公司展開破產清盤法律程序。在香港，有8間雷曼相關公司被清盤，其中包括雷曼兄弟亞洲有限公司(下稱"雷曼亞洲")，而雷曼亞洲同時是多隻在香港銷售的雷曼結構性產品(包括迷你債券)的安排人。

本地投資者對雷曼結構性產品的風險承擔

2.4 小組委員會從《金管局檢討報告》察悉，本地銀行對雷曼的直接風險承擔不大。事件的影響主要見於個別投資者透過購入銀行及證券經紀行¹所分銷的雷曼結構性產品，因而承擔了雷曼的信貸風險。根據《金管局檢討報告》所載的資料，總值逾202.3億港元的未到期雷曼結構性產品透過零售銀行售予超過43 700名香港投資者²。雷曼結構性產品的分銷銀行載於**附錄2(a)**。在雷曼倒閉時仍未到期的雷曼結構性產品的主要類別及受影響投資者的數目載於**附錄2(b)**。

2.5 據悉，受雷曼倒閉事件影響的雷曼結構性產品當中，由Pacific International Finance Limited(下稱"PIFL")發行的迷你債券、由Constellation Investment Limited發行的信貸掛鈎票據及其他透過私人配售分銷的多種雷曼結構性產品所涉及的受影響投資者及投資金額佔了大多數。舉例而言，銀行曾向超過33 000名投資者售出約值112億港元的迷你債券。而以私人配售方式分銷、約值62億港元的各式雷曼結構性產品，則由6 130個銀行帳戶的客戶持有³。這些產品的主要分銷銀行名單載於**附錄2(c)**。

¹ 根據證監會公布的資料，下述經紀行亦曾向客戶分銷雷曼相關結構性金融產品：京華山一國際(香港)有限公司、大華證券(香港)有限公司、高信投資顧問有限公司、凱基證券亞洲有限公司及新鴻基投資服務有限公司。

² 請參閱第1章註腳1。

³ 請參閱第1章註腳1。

迷你債券

2.6 迷你債券是由PIFL⁴ 根據有抵押連續招售債券計劃發行並由雷曼亞洲安排在香港分銷的30多個系列的信貸掛鈎票據的名稱。PIFL在2002年至2008年期間先後發行了迷你債券系列1至36⁵。新鴻基投資服務有限公司(下稱"新鴻基投資")為迷你債券在香港的協調分銷商。迷你債券由16家零售銀行⁶ 及數家證券經紀行(包括新鴻基投資)分銷。

2.7 迷你債券是無評級的結構性債務工具，與一籃子共6至8家參考機構的信貸狀況掛鈎，這些機構大部分為知名上市公司。銷售迷你債券所得的收益會由發行人用作購買抵押品，受託人會依照有關票據的條款持有該等抵押品，以保障票據持有人的利益。這些抵押品必須符合相關章程訂明的某些準則，例如具有AAA評級。投資者在認購迷你債券時不會知悉抵押品的詳情。不同系列的抵押品由受託人分開持有。早期的系列(直至系列9)以Lehman Brothers Treasury Co. B.V.(下稱"LBTC")的債務責任為抵押品，後期的系列(由系列10起)則以AAA評級的抵

⁴ PIFL是一家純粹為發行一系列名為迷你債券的信貸掛鈎票據而成立的特別目的投資公司。

⁵ 系列4、13、14及24基於種種原因而並無發行。雷曼控股申請破產時，系列1、2及3已到期，而系列8則被發行人提早贖回。

⁶ 除花旗香港、星展香港及渣打香港外，附錄2(a)所列的其餘16家銀行均有分銷迷你債券。

押債務證券⁷為抵押品。在大部分系列中，發行人亦與一家同為雷曼相關機構的掉期對手達成掉期安排，而掉期對手的責任則由雷曼控股擔保。該等掉期安排包括利率及／或貨幣掉期。

2.8 票據持有人會收到發行人定期派發的利息，而若在票據年期內沒有發生信貸事件或提早贖回事件，他們可於票據到期時取回本金。信貸事件一般包括一籃子參考機構內的任何一家機構無力償債或未能履行指定責任等情況。倘若掉期安排被提早終止，便會發生提早贖回事件，在此情況下，抵押品會被出售，用以支付提早贖回金額。不同系列迷你債券的應付利息各有不同，但一般來說都高於有關係列發行時的香港銀行同業拆息／倫敦銀行同業拆息。要達致此安排，方法是透過一項信貸違約掉期⁸。迷你債券的持有人實際上是就參考機構發生信貸事件的可能性為發行人投保，以換取發行人派發票息。

2.9 發行人為了履行對票據持有人的責任，必須依賴從掉期對手收取根據抵押品條款應收的款項或證券。由於掉期對手是一家雷曼相關機構，而掉期擔保人是雷曼控股，雷曼無力償

⁷ 抵押債務證券是一種結構性資產擔保證券，其價值及向買方支付的款項來自一個固定收益的相關資產組合。抵押債務證券劃分為不同的風險級別或組別，屬“優先”組別者被認為是最安全的證券。利息及本金會根據抵押債務證券的級別依次支付，因此，次級組別提供較高票息(及利率)或較低定價，以彌補投資者所額外承擔的違責風險。

⁸ 信貸違約掉期是一種專為轉移合約各方的信貸風險承擔而設的掉期安排。就迷你債券的信貸違約掉期安排而言，發行人會向掉期對手支付相等於發行人就抵押品可收取利息的款額。掉期對手會向發行人支付相等於迷你債券到期利息的款額，發行人便以這筆款項向票據持有人付款。當一家參考機構發生信貸事件，發行人會將抵押品交予掉期對手，然後掉期對手會向發行人支付一筆款項，數額相等於發生信貸事件的該家參考機構的指定債項的市值。

債意味着發行人不會收到根據掉期協議應收的款項或證券，並因而會對票據持有人違責。

2.10 雷曼控股無力償債構成掉期安排下的終止事件，使發行人有權終止掉期安排，並觸發迷你債券被提早贖回。倘若迷你債券被提早贖回，票據持有人可追索的補償將限於有關抵押品變現後所得款項(扣除有關成本及支出)，所得之數可能低於其投資的本金額。

雷曼相關 Constellation 債券

2.11 雷曼信貸相聯債券是由 Constellation Investment Limited 根據有限追索權有抵押票據計劃發行並由星展銀行有限公司安排的一系列信貸掛鈎票據，雷曼控股為該等債券的其中一家參考機構。雷曼控股倒閉構成信貸事件，在此情況下，每一相關系列的雷曼信貸相聯債券均須按其信貸事件贖回款額贖回。有關款額是參考受信貸事件影響的參考機構的指定參照債務的價格及其他因素計算。考慮到2008年10月進行的雷曼信貸掉期拍賣的結果反映每美元的雷曼控股債務約值8至10美仙的情況，任何該等參照債務的價值都可能大幅少於雷曼信貸相聯債券的本金額。

透過私人配售分銷的雷曼結構性產品

2.12 除了透過"向公眾作出要約"的方式分銷的上述產品外，銀行亦透過"私人配售"向超過6 000名客戶分銷總面值為62億港元的其他各類雷曼結構性產品。小組委員會詳細研究了當中一些較廣泛地售予投資者的產品⁹的條款表。這些產品大部分是LBTC根據歐洲中期票據計劃發行並由雷曼控股擔保的非保本股票掛鈎票據。這些票據屬無評級的結構性票據，年期一般不超過兩年。有別於迷你債券，這些雷曼股票掛鈎票據並無任何可分發予投資者的抵押品作抵押。

2.13 小組委員會察悉，這些票據的回報是與一籃子交易所買賣股票的表現掛鈎。所支付的利息一般包括票據年期首個月的"固定"利息，以及餘下月份按參考籃子內的股票價格計算的"可變動"利息。這些票據在首個月支付的固定利息超過年利率30厘，並不罕見。而其後則視乎籃子內的股票價格按月支付息率相對較低的可變動利息。在某些特定情況下，包括發生"生效"事件¹⁰，票據持有人在雷曼股票掛鈎票據到期時除已收取的票息外，最終會收取籃子內表現最遜色股票的實物股票。倘若

⁹ 例子有花旗香港分銷的雷曼兄弟1年期美元每日累計票息自動贖回票據附生效機制——系列10票據與中國石油(0857.HK)及中國人壽(2628.HK)的股票掛鈎、渣打香港分銷的雷曼兄弟1年期港元全天候計息每日可贖回股票掛鈎票據——系列17(390+1800)，以及大新銀行分銷的雷曼兩年期港元指數紅利定息保本票據——私人配售(LMP0017)——迷你保本票據。

¹⁰ 由發行日開始至最後估值日期間，倘若參考籃子內任何一隻股票的收市價於任何預期交易日相等於或低於其低定界價(即生效價)，即被視為已發生生效事件。

表現最遜色股票的市場價格大幅下跌，票據持有人便會蒙受本金的損失。

2.14 必須注意的是，在提早贖回雷曼股票掛鈎票據時付還本金，或於到期日向投資者交付表現最為遜色的股票或償還本金的安排，都是由發行人／擔保人提供，因此同樣會受發行人／擔保人的信貸風險所影響。換句話說，投資者須承受發行人／擔保人或未能履行其於有關雷曼股票掛鈎票據項下的責任的風險。倘若發行人／擔保人資不抵債，有關票據項下的任何欠款將會成為無抵押申索。當發行人／擔保人以美國破產法例所批准的款額清償所有有抵押申索後，如有餘款，才會支付該等無抵押申索。在此情況下，當發行人或擔保人無償債能力時，該等產品的票據持有人所能取回的投資額不會多。在本報告編製期間，LBTC正在荷蘭進行破產清盤法律程序¹¹。於2008年在美國申請破產保護的雷曼控股則在2012年3月6日宣布脫離破產保護，並將於2012年4月17日開始向債權人分發債款¹²。

2.15 小組委員會知悉，一些保本的雷曼相關票據與恒生指數及日經225平均指數等市場指數的表現掛鈎。與非保本的股票掛鈎票據相若，這些產品亦是由LBTC根據歐洲中期票據計劃發行，並由雷曼控股擔保。投資者同樣須承受發行人／擔保

¹¹ 有關破產清盤法律程序進展情況的資料由LBTC的破產受託人以公開報告的形式發布。該等公開報告可於<http://www.lehmanbrotherstreasury.com>網站查閱。

¹² 雷曼控股於2012年3月6日發出的公告可於<http://www.lehman.com>網站查閱。

人可能無法履行其責任的違責風險。小組委員會察悉，有關"保本"的描述主要是指票據持有人需持有票據至到期日，才能全數取回本金。

其他雷曼結構性產品

2.16 小組委員會察悉，除上述的主要產品類別外，雷曼控股倒閉亦導致雷曼無法履行對某些系列的袖珍票據及基本票據的責任。這亦構成信貸事件，導致某些以雷曼控股作為其中一家參考機構而仍未到期的零售可贖回投資票據及精明債券系列被提早終止。

雷曼結構性產品的銷售文件

2.17 迷你債券及其他雷曼結構性產品的相關章程清楚載明，這些產品並非適合所有投資者。例如，迷你債券系列35及雷曼信貸相聯債券系列34的發行章程分別載明，該等產品"並非適合所有人"和"並不適合經驗較淺的投資者"。它們適合尋求定息季度利息收入，而且有信心不會有任何參考機構受信貸事件影響的投資者，同時這些投資者願意接受該等債券並不保本的風險，以及所收回的信貸事件贖回金額或提早贖回金額可能大幅少於債券的本金額。大部分以私人配售方式發售的雷曼股票掛鈎票據的條款及條件亦訂明，投資者應確保本身具備所需

的金融及商業事務知識、經驗及專業知識，以便有能力明白及評估產品附帶的風險。此外，亦要求投資者因應本身的經驗、目標、財務狀況及其他相關情況，審慎考慮該等產品是否適合他們。小組委員會察悉，以蘇皇銀行所分銷的一隻兩年期雷曼股票掛鈎票據¹³的條款及條件為例，當中載明該產品"並不適合投資經驗尚淺的買家"。歐洲中期票據計劃的基本章程載明"準投資者應閱讀整份基本章程"，該份章程的篇幅超過200頁，全以英文撰寫。顯而易見，雷曼結構性產品(包括迷你債券)是適合一些具備結構性金融產品知識及經驗，同時能承受該等產品的各種附帶風險的較資深投資者。

觀察所得

2.18 小組委員會知悉，結構性金融產品一般指除涉及發行人(或擔保人(如適用的話))的信貸或違責風險之外，亦須在相關資產、機會或風險方面承受通常與有關發行人或擔保人無關的風險的金融產品。實際上，結構性金融產品投資者是依照章程內描述的預設算式或事件的發生，以獲派付所承諾的回報。上文各段所述的雷曼結構性產品，僅是由2003年至2008年期間向數以萬計的香港零售投資者發售的結構性金融產品的其中一些例子。

¹³ Lehman Brothers 2-Year USD HK Basket (0857.HK+0883.HK+3328.HK) Daily Accrual Callable Equity Linked Note with Daily Knock-In Put.

2.19 以迷你債券及其不斷演變的產品結構為例，有不少事宜無疑是零售投資者所需瞭解的，特別是為產品提供擔保的抵押品，以及涉及抵押債務證券、合成抵押債務證券、掉期安排及信貸違約掉期的特別財務安排等。對於各家雷曼相關機構擔當產品結構中的安排人、掉期對手及掉期擔保人的角色所帶來的風險影響，以及這些機構一旦無法履行各自的責任所造成的後果，投資者亦可能不易理解。另一些雷曼結構性產品雖然不涉及任何相關抵押品，但它們與各項相關資產的表現掛鉤。舉例來說，由LBTC發行並經由銀行透過私人配售分銷的股票掛鉤票據便是與一籃子上市股票掛鉤。投資者需要明白，向他們派發的款項是參考有關票據所掛鉤的股票的若干價格水平(例如行使價、贖回價及低定界價等)而釐定。小組委員會認為，不熟識金融市場產品的投資者在沒有得到投資意見的情況下，是難以明白迷你債券及其他雷曼結構性產品的結構及相關風險。

2.20 雖然雷曼結構性產品的相關銷售文件已清楚載明該等產品並非適合所有人，而是只適合具備較豐富經驗和知識的投資者，但小組委員會察悉並關注到，超過43 000名本港投資者曾投資逾200億港元於該等產品，並因雷曼倒閉而蒙受重大損失。小組委員會亦關注到，很多透過銀行購入雷曼結構性產品的投資者均聲稱，他們對所購買的產品並不具備所需的經驗或知識，這點與有關章程及其他銷售文件所訂明的要求並不相符。