



SECURITIES AND FUTURES COMMISSION

證券及期貨事務監察委員會

證券及期貨事務監察委員會企業融資部
執行董事何賢通先生的陳述書

2009年7月7日



目錄

概論	3
具體問題	3
Q1	3
Q2	4
Q3	6
Q4	8
Q5	10
Q6	11
Q7	14
Q8	15
Q9	16
Q10	17
Q11	18
Q12	20
Q13	21
Q14	22
Q15	23
Q16	24
Q17	25
附錄 A 《公司條例》合規查檢表	26
附錄 B 《公司條例》推廣指引	43
附錄 C 審閱章程及推廣材料的注意事項摘要	50
附錄 D 在仍未贖回的迷你債券系列的發行章程內的主要披露事項	65
附錄 E 證監會就迷你債券及 Constellation 債券若干系列的章程及推廣單張草擬本所提出的意見的例子	70



附錄 F

迷你債券系列 1、27、34 及 35 的章程內容的簡略比較 77

附錄 G

迷你債券系列 16、27、34 及 35 的推廣單張內容的簡略比較 87

附錄 H

Constellation 債券系列 1、44、56 及 58 的章程內容的簡略比較 91

附錄 I

Constellation 債券系列 10、11、44、56 及 58 的推廣單張內容的簡略比較 99

附錄 J

迷你債券系列 27、34、35 及 Constellation 債券系列 44、56、58 的章程及推廣單張的風險披露 102



(中文譯本)

證券及期貨事務監察委員會企業融資部 執行董事何賢通先生的陳述書

概論

小組委員會秘書在 2009 年 6 月 23 日的函件內提出若干問題，要求本人回應，現於下文逐一答覆。本人謹此確認已盡本人所知所信，回覆小組委員會的問題。

具體問題

企業融資部執行董事的主要職責

Q1. 請提供資料說明企業融資部執行董事的角色及職責（包括履行任何法定職能），以及企業融資部的職能及工作範圍。

1.1 證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）企業融資部執行董事的角色及職責是指導、管理及監督企業融資部。企業融資部由以下四組組成：

- (a) **收購及合併組** – 負責執行《公司收購、合併及股份購回守則》；
- (b) **上市政策組** – 監察香港聯合交易所有限公司（“聯交所”）執行上市相關職能的政策事宜，包括每年對聯交所的上市職能進行稽核；
- (c) **雙重存檔組** – 根據《證券及期貨（在證券市場上市）規則》第 6 條執行上市股份首次公開發售的“雙重存檔制度”；及
- (d) **招股章程組** – 根據《公司條例》及《證券及期貨條例》認可非上市股份、債權證及股票掛鈎投資工具的銷售文件及推廣材料。該組亦負責就《公司條例》之下的招股章程制度提出法例改革建議，及因個別上市公司的情況而導致聯交所未能作出監管時，根據《上市規則》監管這些上市公司；後一項職能已在 2008 年 10 月交由上市政策組負責。

1.2 本人由 2006 年 8 月 28 日起出任企業融資部執行董事。在 2000 年 10 月至 2006 年 8 月期間，本人是企業融資部高級總監兼收購及合併組主管。



人手支援

Q2. 關於企業融資部負責審閱結構性金融產品的章程及推廣材料的人手編制，請提供以下資料：

(a) 企業融資部的組織架構及人手編制，在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間每年負責審閱結構性金融產品的章程及推廣材料草擬本的職員數目及職級；

2.1 負責審閱有關非上市債權證的建議公開要約的章程及推廣材料的一組人員（“招股章程組”）一般由一名高級總監、一名總監及一名副總監、若干名高級經理及經理組成，當中高級總監負責監督組內工作、評估優次、監察及監督正進行的工作，而其他下屬則負責管理日常往來事務。組內亦有其他文職人員提供秘書及一般支援服務。

2.2 2003 至 2008 年期間，招股章程組內負責管理往來事務的行政人員總數載列如下：

年份	招股章程組內行政人員人數
2003	5 人（註 1）
2004	6 人（註 2）
2005	7 人（註 3）
2006	9 人
2007	10 人
2008	10 人

註 1：另有 4 名行政人員不時協助招股章程組

註 2：另有 2 名行政人員不時協助招股章程組

註 3：另有 2 名行政人員不時協助招股章程組

(b) 在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間認可金融產品的(i)章程及(ii)推廣材料的數目，並提供各類產品（例如信貸掛鈎票據及股票掛鈎票據）的明細分項；

2.3 在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月期間，招股章程組認可共 479 份結構性票據章程（包括計劃章程及發行章程）及 1,184 份結構性票據推廣材料的發出，詳情如下：

年份	商品掛鈎		信貸掛鈎		股票掛鈎	
	發行章程	推廣材料	發行章程	推廣材料	發行章程	推廣材料
2003	0	0	4	0	6	0
2004	0	0	15	4	38	30
2005	0	0	21	104	64	312
2006	2	11	18	93	33	207
2007	0	0	16	85	30	125
2008	0	0	3	21	16	58



年份	基金掛鈎 發行章程		指數掛鈎 發行章程		混合產品（註 4）	
	推廣材料	推廣材料	推廣材料	推廣材料	發行章程	推廣材料
2003	0	0	0	0	0	0
2004	0	0	2	0	3	0
2005	1	3	1	8	5	19
2006	2	12	5	36	0	0
2007	3	18	2	9	2	9
2008	2	14	0	0	2	6

註 4：“混合產品”指（其中一項特點包括）利息及贖回額與不同資產類別的表現掛鈎的結構性票據。

- (c) 證監會在 2009-10 財政年度的收支預算中建議新增五個職位，加強審核就零售產品的銷售文件提出以根據《證券及期貨條例》（第 571 章）獲認可的新申請，監察投資產品的廣告，並檢討投資產品及產品披露文件的監管架構（S19 第 3.11 段）。在增加人手後，這方面的工作將如何“加強”？
- 2.4 建議新增的五個職位為非行政人員的初級專業職級，屬於政策、中國事務及投資產品部，並非企業融資部。
- 2.5 一如行政長官在 2008-09 年度的施政報告內指出，證監會（政策、中國事務及投資產品部）將會進行的其中一項重要工作是檢討《單位信託及互惠基金守則》。
- (d) 負責審閱結構性金融產品的銷售文件及推廣材料的職員需要具備甚麼資歷及經驗？這些職員獲得甚麼培訓？
- 2.6 招股章程組的成員持有 (a) 法律、會計或其他學科的大學學位；(b) 相關法律或會計專業團體的資格；及 (c) 5 至 18 年工作經驗。
- 2.7 招股章程組的成員一般會出席本會內部／外界舉辦的講座、研討會、工作坊及培訓班，以掌握市場發展及產品趨勢的最新資訊。所探討的課題包括信貸掛鈎投資產品、資產抵押證券、抵押債務證券（“CDO”）、次按的影響，以及累計股票期權（Accumulator）。這些職員亦獲提供管理培訓課程及溝通培訓班。



與債權證（包括雷曼兄弟相關結構性票據）有關的章程及推廣材料的認可

- Q3. 企業融資部根據《公司條例》（第 32 章）附表 3 的訂明內容規定，審閱債權證（包括信貸掛鈎票據及股票掛鈎票據）的章程及推廣材料草擬本。請提供以下資料：
- (a) 完成審閱信貸掛鈎票據及股票掛鈎票據的(i)章程草擬本及(ii)推廣材料一般所需的時間；
- 3.1 視乎 (a) 向企業融資部提交的文件草擬本的質素；及 (b) 發行人及其顧問回應在審閱過程中提出的查詢或意見所需的時間，審閱過程一般需時三至八星期。
- (b) 自 2003 年 4 月以來，在審閱雷曼相關結構性金融產品的章程及推廣材料草擬本時，有否遵照任何手冊或查檢表；如有，請提供一份手冊／查檢表的副本；及
- 3.2 在審閱章程時，審閱人員首先查閱先例，確定文件內載有《公司條例》附表 3（“附表 3”）所指明的資料，並參考任何相關的內部常規或政策（參見下文第 3.4 段）。為協助本會的審閱工作，結構性票據發行人或其法律顧問一般會提交填妥的《公司條例》合規查檢表，顯示他們已如何遵從附表 3 的規定。該查檢表基本上列出《公司條例》訂明披露要求的相關條文。**附錄 A** 載有一份空白的合規查檢表，以供參閱。
- 3.3 在審閱推廣材料時，審閱人員首先查閱先例，參考已發表及刊登憲報的《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》（“《公司條例推廣指引》”）。該份發行人須遵從的指引可於證監會網站上閱覽，並夾附於**附錄 B**，以供參閱。除其他事項外，《公司條例推廣指引》要求推廣材料不得載有任何與載於章程內的資料不一致的內容，及有關內容不得是虛假、偏頗，具誤導或欺騙成分¹。審閱人員亦會檢查推廣材料是否載有適當的警告。
- 3.4 本會自 2005 年以來亦採用一份內部指引，載列審閱章程及推廣材料時應注意的事項。為協助小組委員會成員了解該指引，**附錄 C** 載有根據該內部指引編製的摘要，以供參閱。
- (c) 企業融資部職員在審閱雷曼相關結構性金融產品的章程及推廣材料草擬本時，會考慮哪些主要事項？在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間，考慮因素有沒有任何改變？
- 3.5 除了本人在上文第 3.2 至 3.4 段所述的事項外，審閱人員根據發行人或其顧問提供的資料，致力確保章程已披露在發出的時候關於產品特點及風險的充分詳情及資料，使一個合理的人能透過閱讀該等詳情及資料，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。迷你債券各份章程均有作出主要披露，包括假如 LBHI 破產，票據將會被提早終止。**附錄 D** 列出未到期迷你債券各系列的章程內哪些部分作出相關披露。
- 3.6 若干結構性票據發行人在 2005 年起開始以淺白語言編製章程。企業融資部支持這項舉措，在審閱過程中，旨在使這些章程更方便讀者閱覽及清楚易明。

¹ 見《公司條例推廣指引》第 3.03 段。



- 3.7 審閱人員過去曾要求結構性票據發行人在章程內分析引起市場關注的重大事件，旨在協助準投資者更清楚了解可能引起的風險與產品之間的關係。
- 3.8 以 2007 年年中爆發的次按危機為例，審閱人員其後曾向以 CDO 作為抵押的信貸掛鈎票據的發行人提出要求，須在章程內表明有關 CDO 是否包含與次按或按揭抵押證券掛鈎的資產抵押證券，或由這類證券組成。
- 3.9 另外，自 2008 年年初以來，信貸評級機構在結構性金融市場上擔當的角色備受關注，加上國際證券事務監察委員會組織亦作出有關建議，故此審閱人員向信貸掛鈎票據發行人提出要求，如票據的抵押品包含獲得信貸評級的 CDO，應作出額外披露，說明獲得高信貸評級的證券未必是流通量高及價格波幅低的穩健投資，以澄清常見的誤解。
- 3.10 其後，這些信貸掛鈎債券的章程均載有額外披露，以述明以下事項：(1) 信貸評級並非推介；(2) 高信貸評級並不代表流通量高及／或市場波幅低；及 (3) 發行人與信貸評級機構之間可能存在利益衝突，因而可能影響投資者於這些產品可得的回報。

(d) **誰擁有認可雷曼相關結構性金融產品的章程及推廣材料草擬本的批准權？**

- 3.11 (1)《公司條例》第 38D(5) 及 342C(5)條；及 (2)《公司條例》第 38B(2A)(b)條及《證券及期貨條例》第 105(1)條分別賦權證監會認可章程的註冊，以及有關章程的推廣材料發布或發出。在或大約在《證券及期貨條例》及《2004 年公司（修訂）條例》生效時，證監會有關認可章程及推廣材料的職能，已依據《證券及期貨條例》第 10(1)條及證監會董事局的決議，轉授予證監會每一名執行董事。此外，依據《證券及期貨條例》第 10(3)條及證監會董事局的決議，證監會授權每名執行董事，可視乎需要將由其部門執行的職能再轉授予任何職員，以有效地履行職責。獲再轉授職能的職員須隸屬該部門，並持有高級經理或以上職位。因此，有關認可章程的職能（由企業融資部執行）已再轉授予證監會企業融資部高級總監、總監及副總監。



- Q4. 自 2006 以來，證監會已識別的其中一項監管挑戰是零售客戶接觸愈來愈多複雜及結構性的產品（S23 第 6 頁）。根據證監會在 2006 年 11 月發表的結構性產品投資者調查結果（S25 第 13 頁），相當大部分投資者表示銷售文件含有太多術語或產品概念太複雜。企業融資部在審閱結構性金融產品（例如雷曼相關結構性產品）的章程及推廣材料草擬本時，會採取甚麼措施（如有）以解決上述監管事宜？這些措施有帶來任何改善嗎？
- 4.1 正如韋奕禮先生（Mr Martin Wheatley）在 2009 年 6 月 23 日宣誓作出的陳述書內指出，證監會在履行推動投資者教育的法定職責方面一直不遺餘力，首要工作是教育投資者，使他們有能力保護自身權益。證監會致力推廣投資知識，提供投資者教育資訊，使投資者對投資風險保持警覺。這方面的工作包括宣揚正確的投資態度，鼓勵投資者進一步了解市場、產品、投資風險以及在作出投資決定前應考慮的因素。2006 年調查是證監會為履行法定職責而進行的工作的一部分。
- 4.2 企業融資部的常規是促請結構性票據發行人在章程內使用淺白語言，讓準投資者更易掌握產品的主要特點和風險。在企業融資部的協助下，證監會得以加強投資者教育工作，向投資者講解產品特點及風險、釐清誤解，並提醒投資者在考慮可能作出的投資時，應提出適當的問題。這方面的具體工作包括在證監會網站公布調查結果當日發表下列刊物：(i) 摘述調查結果的新聞稿；(ii) 有關零售結構性票據的〈慧博士〉專欄文章及隨附的新聞稿；及 (iii) 致所有非上市結構性產品發行人的通函，促請發行人留意調查結果，並建議發行人將有關結果通知其分銷商，提醒分銷商須確保準投資者了解有關結構性產品，包括相關風險。
- 4.3 在完成上述調查後，鑑於這類產品在市場上日趨普及，證監會繼續加強有關複雜結構性產品的投資者教育工作，而由於我們的研究顯示股票掛鈎產品的發行額特別高，故以股票掛鈎產品為投資者教育工作的重點。我們其後在去年夏天進行散戶投資者調查，並在 2008 年 12 月發表報告，當中發現只有較少數受訪投資者誤以為這類產品是長線投資工具或保本投資工具。
- 4.4 除披露規定及投資者教育外，證監會的監管制度還包括對操守的監管，以確保中介人提供合適的建議。正如韋奕禮先生的陳述書指出，證監會的監管制度建基於六大範疇——(a) 披露；(b) 為確保產品適合投資者而進行的操守監管；(c) 中介人及其代表的發牌／註冊；(d) 對中介人的監察；(e) 投資者教育；及 (f) 對違規人士採取執法行動。有關上述六個範疇的進一步資料，請參閱上述陳述書第11至90段。
- 4.5 “合適性規則是專為金融知識不足的散戶投資者而設，因為不論風險披露的詳盡程度如何，他們也未必能夠充分分析本身的投資需要或制定策略來達到投資目標。”² 因此，在銷售點監管中介人操守特別重要——因為只有在銷售點才可以了解個別投資者的投資目標和風險承受能力，從而判斷特定產品是否適合該投資者。
- 4.6 回顧過去三年，證監會每年對持牌法團進行約 140 次現場視察。視察小組亦負責對持牌法團進行主題視察，就特定專題或值得關注的市場作業方式作出審視。

² 《金融市場及投資產品：促進競爭、金融創新及投資》，公司法經濟改革計劃，改革建議：第六號政策聲明，澳大利亞國庫部，1997 年，第 102 頁。



- 4.7 其中，證監會在 2005 年 2 月發表有關持牌投資顧問的銷售手法的主題視察報告（“《2005 年報告》”），列出當時在監管方面值得關注的事項，並識別出在檢討期間發現的不妥善作業方式。《2005 年報告》第 20 段指出，投資者曾投訴中介人沒有充分解釋金融產品的性質與所涉及的風險，在某些情況下更對產品所涉及的風險作出失實陳述，導致客戶以為所投資的是較低風險產品，但假如描述正確的話，產品的風險其實較高，因此不適合保守的投資者。
- 4.8 證監會在 2006 年對持牌投資顧問的銷售手法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，並檢討他們自《2005 年報告》發表以來，有否作出任何改善。證監會在第二輪主題檢討中發現類似的事宜及不足之處，其後對在第二輪被視察的 10 家投資顧問中的五家採取適當的執法行動。
- 4.9 為了提升業界的水平，證監會於 2007 年 5 月發表指引，進一步說明《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》”）內為客戶提供合理適當建議的規定。除其他事項外，我們提醒投資顧問，他們有責任 (a) 進行產品盡職審查，包括產品的相關投資項目的性質；(b) 將每名客戶的個人情況與向他推介的每項產品的風險回報狀況進行配對，從而提供合理適當的建議；及 (c) 不應以高壓或不公平的手段逼使或誘使任何客戶作出倉卒的投資決定。投資顧問應就投資產品的固有風險，向產品發行人作出查詢，藉以獲得詳盡的解釋。投資顧問不宜單靠章程及推廣材料，並將該等資料視為必定齊全及足以說明一切。第二輪主題檢討報告亦於同月發表。



- Q5. W13(C)附錄 4 及 5 指出，企業融資部可就投資產品的章程及推廣材料草擬本，向發行人提出查詢或提供意見。請告知本小組委員會，企業融資部曾否向發行人就以下產品的章程及推廣材料草擬本提出任何查詢或意見：
- (a) 第一個由證監會認可其章程／推廣材料的迷你債券系列，以及迷你債券系列二十七、三十四及三十五；及
- (b) 第一個由證監會認可其章程／推廣材料的 Constellation 債券系列，以及 Constellation 債券系列 44、56 及 58。
- 5.1 審閱人員對所有迷你債券的章程均會提出查詢及意見。此外，由系列十六起（即首個向證監會提交推廣材料以供認可的迷你債券系列），證監會亦對推廣材料提出查詢及意見。
- 5.2 審閱人員對所有 Constellation 債券系列的章程均會提出查詢及意見。此外，由系列 10 及 11 起（即首個向證監會提交推廣材料以供認可的 Constellation 債券系列），證監會亦對推廣材料提出查詢及意見。
- 5.3 **附錄 E** 載有證監會對章程及推廣單張草擬本提出查詢及意見的一些例子。請亦參見下文對問題 6 的回應，當中提及迷你債券及 Constellation 債券各系列之間的不同特點。



Q6. 請解釋以下同一項產品的不同系列之間，在章程及推廣材料內披露的資料（包括內容及呈列方式）有何分別（如有）：(a) 首個迷你債券系列與其後的迷你債券系列二十七、三十四及三十五；及 (b) 首個 Constellation 債券系列與其後的 Constellation 債券系列 44、56 及 58。

(a) **迷你債券**

迷你債券的不同特點

6.1 迷你債券各系列可根據產品特點大致分為三組：(i) 系列一；(ii) 系列二至九；及 (iii) 系列十至三十六。

6.2 系列一——Pacific International Finance Limited (“發行人”) 發行票據，並(i)將發行票據的所得款項用來購買相關證券（由和記黃埔有限公司作擔保的美元定息票據），並由獨立的受託人持有；及(ii)將相關證券派付的利息及償付的本金，透過與 Lehman Brothers Special Financing Inc. (“LBSF”) 訂立的掉期安排，支付票據的應付利息及本金。掉期安排由 Lehman Brothers Holdings Inc. (“LBHI”) 提供擔保。

6.3 系列二至九——票據派付利息及償還本金的先決條件是在到期日前，章程內指明的相關主體並無發生任何信貸事件，亦無發生其他贖回事件。系列二至九各系列用作抵押品的相關證券，均由 LBHI 作出擔保。該等抵押品亦由獨立受託人持有。系列九設有掉期安排，由 LBSF 擔任掉期對手，及由 LBHI 擔任掉期擔保人。

6.4 系列十至三十六——票據派付利息及償還本金的先決條件是在到期日前，章程內指明的相關主體並無發生任何信貸事件，亦無發生其他贖回事件。然而，發行人不再採用由 LBHI 作出擔保的證券作為抵押品，而是將發行票據的所得款項用來購買 AAA 級（於購買該證券當日）CDO 證券，作為支持票據的抵押品。該等抵押品亦由獨立受託人持有。每個系列抵押品的選擇準則均載於發行章程，抵押品在票據的發行日或之後購買。各系列均設有掉期安排，由 LBSF 擔任掉期對手，及由 LBHI 擔任掉期擔保人。

迷你債券各系列的章程在呈列方式及內容上的差別

6.5 系列一至八均採用一本單獨的章程。就系列一而言，第一組票據刊發了一本單獨的章程（經補充章程補充），第二組票據亦刊發了另一本單獨的章程。由於證監會在 2003 年 2 月發表指引，根據《公司條例》發出章程的股份或債權證計劃性要約可以採用“雙重招股章程”機制，該機制其後於《2004 年公司（修訂）條例》在 2004 年 12 月 3 日生效時確立為成文法規，載於《公司條例》附表 21，故由系列九開始，發行人採納了雙重招股章程機制（即並用計劃章程及發行章程）。計劃章程載有（除其他事項外）關於發行人、其他交易對手、票據計劃的一般資料、票據的主條款及條件、一般風險因素，以及稅務等其他關於票據的資料。發行章程載有（除其他事項外）關於該系列要約的特定資料，例如票據的特點、利率、年期、關於抵押品、掉期安排、投資風險的資料，以及定價補充文件的格式。

6.6 系列一至十七的章程採用比較冗長的行文方式，較近似法律文體。由系列十八開始，發行人採用“淺白語言”方式，意即以較簡潔的方式呈述章程內的資料，較不近似法律文體。



- 6.7 **附錄 F** 的列表簡略地比較迷你債券系列一、二十七、三十四及三十五各份章程的內容。如需其他進一步資料，請查閱有關章程。

迷你債券各系列的推廣材料在呈列方式及內容上的差別

- 6.8 現行的《公司條例》第 38B(1)條在 2004 年 12 月 3 日生效，該條禁止刊登有關章程的任何廣告，除非該廣告：(i) 經證監會根據《證券及期貨條例》第 105 條認可；(ii) 是經證監會根據第 38B(2A)(b)條認可的章程摘錄或節本；或 (iii) 以其他方式獲豁免遵從《公司條例》第 38B(2)條。
- 6.9 在上述法例修訂生效前，有關結構性票據的推廣材料一般由中介人依據《證券及期貨條例》第 103(2)(a)條發出（於《證券及期貨條例》在 2003 年 4 月 1 日生效前，則依據現已廢除的《保障投資者條例》第 4(3)(a)(i)條），無須證監會事先認可。
- 6.10 第一套根據新的廣告制度，向證監會提交以供認可的推廣材料是有關系列十六的推廣材料。系列十六、二十七、三十四及三十五的推廣單張均載有下列資料——(i) 投資涉及風險，票據並不保本；(ii) 在沒有發生信貸或其他贖回事件的情況下，方會於到期日贖回；(iii) 抵押品安排及債券的有限追索權性質；(iv) 準投資者在決定投資前必須細閱章程；(v) 責任聲明及 (vi) 準投資者應聯絡分銷商。
- 6.11 較後系列的單張內，亦有在內文“條款概要”部分提供關於 CDO 抵押品的額外資料，例如 CDO 將會是票據的風險及回報組合的重要組成部分。此外，在次按危機於 2007 年年中爆發後，亦有表明 CDO 並非與資產抵押或按揭抵押證券掛鈎。另外，亦提醒讀者票據的二手市場可能有限，甚或全無市場。
- 6.12 **附錄 G** 刊載了關於系列十六、二十七、三十四及三十五的各份推廣單張在內容方面的主要差別。如需其他進一步資料，請查閱有關章程。

(b) *Constellation 債券*

Constellation 債券的不同特點

- 6.13 發行人是 Constellation Investment Ltd. (“Constellation”)。Constellation 債券各系列可大致分為三組：(i) 系列 1 至 4 及系列 6 至 13（信貸掛鈎債券）；(ii) 系列 14 至 50 及系列 55 至 85（信貸掛鈎債券）；及 (iii) 系列 5 及系列 51 至 54（股票掛鈎票據）。
- 6.14 除系列 5 及系列 51 至 54 是股票掛鈎票據外，其餘全部 Constellation 債券均是信貸掛鈎債券。這些股票掛鈎票據由銀行存款及與星展銀行有限公司（擔任掉期對手）訂立的掉期安排作為抵押。
- 6.15 系列 1 至 4 及系列 6 至 13 以銀行存款或企業／政府債券作為抵押品。其餘與信貸掛鈎的 Constellation 債券系列均以 AAA 級（於購買該證券時）CDO 證券作為抵押品。每個系列抵押品的選擇準則均載於發行章程，抵押品在章程的刊發日期後購買。各系列均設有由星展銀行有限公司擔任掉期對手的掉期安排。



Constellation 債券各系列的章程在呈列方式及內容上的差別

- 6.16 Constellation 由系列 1 開始便採用雙重招股章程機制（即並用計劃章程與發行章程）。計劃章程載有（除其他事項外）關於發行人、其他交易對手、債券計劃的一般資料、債券的主條款及條件、一般風險因素，以及稅務等其他關於債券的資料。發行章程載有（除其他事項外）關於該系列要約的特定資料，例如債券的特點、利率、年期、關於抵押品、掉期安排、投資風險的資料，以及定價補充文件的格式。
- 6.17 系列 1 至 46 的章程採用比較冗長的行文方式，較近似法律文體。由系列 47 開始，Constellation 採用“淺白語言”方式，意即以較簡潔的方式呈述章程內的資料，較不近似法律文體。
- 6.18 **附錄 H** 的列表簡略地比較 Constellation 債券系列 1、44、56 及 58 各份章程的內容。如需其他進一步資料，請查閱有關章程。

Constellation 債券各系列的推廣材料在呈列方式及內容上的差別

- 6.19 第 6.8 及 6.9 段所述的背景適用於 Constellation 債券的推廣材料。
- 6.20 第一套向證監會提交以供認可的推廣材料是有關系列 10 及 11 的推廣材料。系列 44、56 及 58 的推廣單張均載有下列資料——(i) 投資涉及風險，債券並不保本；(ii) 在沒有發生信貸或其他贖回事件的情況下，方會於到期日贖回；(iii) 抵押品安排及債券的有限追索權性質；(iv) 準投資者在決定投資前必須細閱章程；(v) 責任聲明及 (vi) 準投資者應聯絡分銷商。
- 6.21 **附錄 I** 刊載了關於系列 10、11、44、56 及 58 的各份推廣單張在內容方面的主要差別。如需其他進一步資料，請查閱有關章程。



- Q7. 正如《雷曼迷你債券危機引起的事項——向財政司司長呈交的報告》（《檢討報告》）（立法會 CB(1)552/08-09(01)號文件第 48 頁）指出，證監會在認可投資產品的章程及推廣材料時，集中審閱有沒有作出充足的披露，但不會核實產品發行人所提供的資料是否準確無誤。根據證監會發出的《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》（《債權證材料指引》）（S1—附錄 1 第 3.03 段），該等材料的內容不得虛假、偏頗，具誤導或欺騙成分。在這方面，請解釋證監會如何確保章程及推廣材料草擬本的內容符合該指引第 3.03 段所述的規定？
- 7.1 證監會不宜核實產品發行人提供的資料是否準確及完整。《公司條例》第 40 及 40A 條訂明，若章程載有不真實的陳述（包括重大遺漏），發行人的董事須負上民事及刑事法律責任。每份章程均載有聲明，表明發行人的董事對章程所載資料的準確性，共同及個別承擔全部責任，而證監會無須就章程的內容承擔責任。發行人的董事須於作出一切合理查詢後確認，就他們所知所信，發行章程及計劃章程（當一併閱讀時）並無載有任何不真實的陳述（包括由於載列形式及上下文的文意導致陳述帶有誤導成分，及包括重大遺漏）。因此，發行人以及其董事和顧問有責任確保適用的法例及監管規定得到遵守，而章程及推廣材料亦無載有不真實的陳述。發行人亦有責任遵從《公司條例推廣指引》。
- 7.2 1998 年 5 月發表的《證券業檢討委員會報告書》（普遍稱為《戴維森報告書》）內提到，“預先審核的功效亦頗成疑問，因為我們實難預期執行預先審核的機構能有效地稽查對建議文件內容的準確性或全面性。因此，文件的經過預先審核程序或令投資者產生一種不真實的安全感。”
- 7.3 《公司條例推廣指引》並不適用於章程。《公司條例》附表 3 訂明對章程內容的規定。至於推廣材料方面，若推廣材料載有摘錄自相關章程的內容，審閱人員會查核章程的相關部分。審閱人員亦會基於發行人呈交的章程及向發行人和顧問索取的資料而對產品性質及風險的了解，要求發行人提出理據支持其採用的宣傳標語。審閱人員亦可能就推廣材料的以下幾方面作出評論：
- (a) 適當的資料說明，例如載列“投資涉及風險”及“準投資者在決定投資前應先細閱有關章程”等語句；及
 - (b) 推廣材料的鋪陳方式，包括字體大小及清楚可閱程度；及
 - (c) 若產品並不保本，須以顯眼方式載列“票據並不保本”的警告聲明。



- Q8. 在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間，證監會有沒有接獲任何投訴，指投資產品的章程或推廣材料提供虛假、偏頗、失實、具誤導或欺騙成分的資料？有沒有任何投訴涉及雷曼相關產品？對於有足夠證據支持的投訴，有沒有採取任何跟進行動？請舉例說明哪些類別的資料會被證監會視為“具誤導成分”及“偏頗”。
- 8.1 根據證監會的投訴紀錄，2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間，共有 15 宗投訴指投資產品的銷售文件或推廣材料涉嫌提供虛假、偏頗，失實、具誤導或欺騙成分的資料，當中三宗與結構性票據有關，而其中一宗與迷你債券有關。
- 8.2 在該宗 2007 年接獲的迷你債券投訴個案中，投訴人指推廣材料並沒有披露相關抵押品的風險，章程的內容又太技術性，令人難以理解。證監會注意到：(i) 推廣單張已載述抵押品的類型、性質以及相關風險；(ii) 推廣單張已警告投資者在作出投資決定前，應先細閱有關章程；(iii) 有關章程已就抵押品的類型、挑選抵押品的準則以及抵押品的相關風險作出披露；及 (iv) 推廣單張旨在提升投資者對要約的興趣，不能及並非用來代替章程，因此不會載有足以讓投資者作出有根據的投資決定的所有相關資料。因此，證監會根據上述觀察回覆投訴人。
- 8.3 不論如何，章程所表述的資料為文件發出當日的資料——《公司條例》附表 3 第 3 段訂明，章程必須提供“充分詳情及資料，使一個合理的人能 …… 在招股章程發出的時候 …… 達成一個確切而正當的結論”。
- 8.4 除非審視每宗個案的具體情況，否則很難廣泛地界定哪一類資料屬“具誤導成分”及“偏頗”。一般而言，證監會規定推廣材料必須就產品的特點及風險提供持平的資料。舉例說，若產品並不保本，但推廣單張卻把產品描述為保本，證監會便會視為“具誤導成分”甚至“虛假”的資料。再舉一個例子，若推廣單張在封面上列明的產品回報（以百分比計）包括本金在內（例如 109% 回報，但其實最高潛在回報只有 9%），證監會亦會認為可能具誤導成分。



- Q9. 從迷你債券及 Constellation 債券各系列的推廣材料中可見，附送贈品的宣傳手法十分普遍。在審閱這些推廣材料時，企業融資部有否就大量附送贈品一事提出任何在監管方面值得關注的事宜？企業融資部對於向投資者附送贈品的做法有否提供任何指引？如有，請提供詳情。如沒有，請說明理由。
- 9.1 針對所有投資產品的推廣材料的首要原則是，推廣材料都不應提供虛假、偏頗，具誤導或欺騙成分的資料，並應該載有適當的風險警告聲明。審閱人員在審閱及認可向公眾銷售的非上市結構性票據的推廣材料時，會參閱《公司條例推廣指引》。《公司條例推廣指引》確認上述首要原則，並規定推廣材料須載有若干聲明。
- 9.2 雖然現行法例並沒有禁止中介人在向公眾銷售結構性票據時附送贈品，但審閱人員會要求發行人確保上述首要原則得到遵從，而有關贈品的介紹亦不應佔去本來描述產品的部分，令該部分變得雜亂無章。
- 9.3 至於中介人附送贈品是否適當及應該遵從的操守，則屬操守監管的範圍。韋奕禮先生在 2009 年 6 月 23 日的證供內提到，若我們接獲投訴，指中介人利用贈品作為高壓銷售策略的一部分，證監會將會作出調查。中介人的高級管理層應確保其前線銷售人員接受足夠培訓。



- Q10. 證監會《債權證材料指引》(S1—附錄 1) 第 3.04 段規定：“有關材料內的所有警告聲明及法律說明的字體大小必須至少相當於有關材料內的主要篇幅所用字體大小的 40%，且鋪陳形式不得削弱其效果。” 參照迷你債券系列十七、十八及三十五宣傳單張上“本債券並不保本”的警告聲明，請回答以下問題：
- (a) 自迷你債券系列十八推出以來，產品宣傳單張上的警告聲明以較大的字體，列印於較顯眼的位置。這項鋪陳形式的改變是發行人主動作出的，還是在證監會要求下作出的？
- 10.1 迷你債券系列十六（發行章程日期為 2004 年 12 月 31 日）是推廣材料獲證監會認可的首個迷你債券系列，因為《2004 年公司（修訂）條例》對《公司條例》第 38B 條作出修訂，訂明由證監會認可推廣材料的條文，並於 2004 年 12 月 3 日生效。在該日前，推廣材料無須取得證監會認可，中介人通常根據《證券及期貨條例》第 103 條的豁免發出。迷你債券系列十六的推廣單張在免責聲明內載有以下陳述（原文照錄）：“迷你債券並不保本債券。投資者並無保證在到期日可收回迷你債券的本金。”
- 10.2 自迷你債券系列十七起，“本債券並不保本”的警告聲明便以較大的字體印在推廣單張圖像下的顯眼位置。該推廣單張的鋪陳方式是因應審閱人員提出要求而改變的。
- (b) 在 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間，證監會有沒有就上述產品（或雷曼相關結構性產品的其他系列）採用的風險警告，向發行人發出任何額外指引？
- 10.3 2003 年 4 月至 2008 年 9 月 14 日期間，證監會除了發出《公司條例推廣指引》外，並沒有就信貸掛鉤票據採用的風險警告向發行人發出其他額外指引。



Q11. 根據載於證監會網站上的《英漢證券期貨及財務用語匯編》，英文“Notes”一詞的中文譯法是“票據”。然而，在多個系列的迷你債券及 Constellation 債券的章程及推廣材料（包括其中載列的免責聲明）內，英文“Notes”一詞的中文譯法是“債券”而非“票據”。發行人在迷你債券及 Constellation 債券方面使用這兩個字眼的方式，曾否引起任何在監管方面值得關注的事宜？如有，請解釋；如沒有，請說明理由。

11.1 必須注意的是，證監會刊發的《英漢證券期貨及財務用語匯編》（“用語匯編”）並無法律效力。用語匯編第三及第四版的序言及編輯說明中亦分別提到，用語匯編旨在收錄常用的財務用語，提供具實用價值的參考素材。縱使如此，用語匯編內除了英文“note”的中文譯法是“票據”，而英文“bond”的中文譯法是“債券、債權證明書”之外，其他相關用語的中文譯法亦有助顯示“票據”及“債券”的普遍用法：

(a) 2004 年出版的用語匯編第三版載有香港、內地及台灣的常用中文譯法，當中可以注意到以下譯法：

- (i) “bill” 譯作“票據”；
- (ii) “treasury bill” 譯作“短期國庫券、國庫券、短期國債”；
- (iii) “treasury bond” 譯作“國庫債券、長期國庫券、長期公債”；及
- (iv) “treasury note” 譯作“中期國庫券、國庫票據、中期國債、國庫中期債券”。

(b) 2006 年出版的用語匯編第四版載有香港及／或內地的常用中文譯法，當中可以注意到以下譯法：

- (i) “bill” 譯作“票據”；
- (ii) “treasury bill” 譯作“短期國庫券、國庫券、短期國債”；
- (iii) “treasury bond” 譯作“國庫債券、長期國庫券”；及
- (iv) “treasury note” 譯作“中期國庫券、國庫票據、中期國債”。

從上述例子可見，英文“bill”、“bond”及“note”都指發債工具，而中文劃有底線的字詞顯示，這些用語都可以譯作“票據”或“債券”，其主要分別在於發債工具的年期，而非採用“票據”還是“債券”的字眼。上述翻譯亦反映了市場的常用譯法。

11.2 根據《公司條例》第 2 條對“債權證”的定義，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”。至於“債券”或“票據”則沒有確切的定義。“迷你債券”或“Constellation 債券”可合法地稱為債權證、債券、結構性債券、票據、信貸掛鉤票據或衍生工具。這類產品的主要特點是它們並不保本，是一種信貸掛鉤產品，而且持有這類產品的投資者的追索權，僅限於相關抵押品變現後的款項加上或減去掉期安排下發行人應收或應付的終止費用，而若因為發生特定事件而須提早終止的話，投資者可能會損失大部分甚至全部投資本金。上述資料已獲充分披露。產品章程及推廣單張均有反映這些重要的特點。



- 11.3 有評論者認為英文名稱“bonds”或中文名稱“債券”代表產品屬低風險，但事實並非如此。必須注意的是，無論是企業債券或主權債券，債券的風險水平主要取決於發行人的信貸質素。舉例說，當通用汽車陷入財困時，通用汽車所發的債券就會有很高的風險。市場上有很多不同種類的債券，例如“高收益債券”，這些債券可能包括“垃圾債券”，屬高風險產品。由此可見，僅“債券”一詞並不帶有任何穩健的含義。



- Q12. 正如《檢討報告》（立法會 CB(1)552/08-09(01)號文件）第 28.2 段指出，《公司條例》僅對“債權證”作出統括的界定，而迷你債券則被設計成屬於該定義所指的範圍。由於自 2003 年起市場上出現大量迷你債券及 Constellation 債券等結構性金融產品，企業融資部有否向證監會提出任何意見／值得關注的事宜，建議應對“債券”及“票據”等字眼的用法作出更清晰的區分？證監會有沒有考慮過建議在《公司條例》下對“債權證”的範圍作出更明確的界定，並與政府討論該項建議？
- 12.1 證監會於 2005 年 8 月發表一份概念諮詢文件，題為《有關對〈公司條例〉的招股章程制度的可行性改革諮詢文件》（“第三階段”），是全面檢討《公司條例》的招股章程制度的其中一環，旨在使香港在這方面的法例能夠與時並進。第三階段諮詢文件第 9.3 及 9.11 段提到，由於《公司條例》第 2 條對“債權證”作出統括的界定，尤其當中提到“任何其他證券”（而非例如“任何其他債務證券”），或對市場人士造成困難。諮詢文件亦指出，判例法對“債權證”的詮釋僅提供有限度的協助，原因是一系列增設或確認債務的工具均會被裁定為債權證。諮詢文件建議（除其他事項外）修訂“債權證”的定義，以“其他債務證券”取代當中提及的“其他證券”。這項為釐清事項而作出的輕微修訂獲得廣泛支持。除了這項修訂外，證監會於 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》中，亦建議將結構性產品從“債權證”的定義範圍內剔除。第三階段諮詢文件及諮詢總結在正式公布前已經過證監會董事局傳閱、討論及批准。有關文件經已發表，並已上載到證監會網站及呈交予政府。
- 12.2 第三階段涉及一套以革新香港的股份及債權證的公開要約制度為目的的法律改革建議，當中不少建議均會對整個市場產生影響，但這些建議並不是為了專門應付 LBHI 倒閉後引起的事項而作出的。將會落實的整套改革措施會廣泛地影響參與公開要約活動（包括首次公開招股）的各階層相關團體的利益、常規及程序——這些措施包括：(i) 由“以文件為本”改為“以交易為本”；(ii) 修改訂明內容規定；及 (iii) 准許以描述方式收納資料。2006 年 9 月發表諮詢總結後，證監會進行了大量工作，包括非正式諮詢各相關團體，請他們對於若干建議的詳細後勤安排及技術問題提出意見，以減低落實這些建議所涉及的程序風險。證監會已完成草擬委託書的初稿。
- 12.3 另一項有待落實的建議，是將有關結構性票據公開要約的規管轉移至《證券及期貨條例》第 IV 部。考慮到金融海嘯及當前的公眾情緒，證監會認為，落實有關改革措施是可取的做法。相信修訂《公司條例》的相關條文後，根據《證券及期貨條例》第 IV 部透過產品守則對結構性產品的公開要約作出規管，將可理順香港現時的公開要約制度。
- 12.4 基於我們在 2008 年 12 月向財政司司長呈交的報告中提到的原因，建議的守則將會建基於投資產品銷售規管架構的兩大範疇——即以披露為本的原則，以及中介人推介產品或招攬投資者認購產品時提供合適建議的責任。雖然證監會建議，在認可結構性產品進行公開要約的產品守則內列明某些結構特點，並將適用於向香港公眾要約的結構性產品的披露規定訂立為守則條文，有關措施並非也不可能保證獲認可的產品萬無一失。



Q13. 根據現行制度，集體投資計劃的推廣材料須遵從《適用於根據產品守則獲認可的集體投資計劃的廣告宣傳指引》（《集體投資計劃宣傳指引》）（S18）的規定，而債權證的推廣材料則須遵從《債權證材料指引》（S1-附錄1）的規定。請比較這兩套指引所載的主要規定，包括一般原則、語言、圖表及向準投資者發出的警告聲明等方面的規定。

13.1 為配合政府的財經市場發展專責小組有關發展零售債券市場的舉措，證監會於2003年發表《公司條例推廣指引》，務求在促進市場發展與保障投資者之間取得平衡³。有關指引一般適用於根據《公司條例》作公開要約的股份或債權證（包括結構性票據）的推廣材料。

13.2 《適用於根據產品守則獲認可的集體投資計劃的廣告宣傳指引》（“《集體投資計劃宣傳指引》”）則為根據《證券及期貨條例》獲認可的集體投資計劃（大部分為基金）的廣告內容提供指引。

13.3 基金與結構性票據的性質不同，基金被界定為集體投資計劃，以積極方式管理。投資者購買這些基金，即授予基金經理全權管理權，根據所披露的投資策略，代表投資者管理投資組合，包括買賣股票或債券。

13.4 由於兩類產品的性質不同，兩類產品各自的準投資者所關注的資料亦不一樣。

13.5 結構性票據投資者關注的資料主要包括某項產品的特點、參考資產及情況分析。

13.6 至於基金的投資者，則會關注計劃的往績，以及按行業及國家分類的投資分布等資料。因此，《集體投資計劃宣傳指引》對基金往績資料的呈列訂有頗為詳細的指引，並對推廣材料作出其他更針對性的實用指引。

13.7 雖然兩套指引有著運作上的主要分別，首要原則卻是一致的，即推廣材料不得載有虛假、偏頗、具誤導或欺騙成分的資料，並必須載有適當的風險警告。

13.8 兩套指引所載的主要規定比較如下：

	《公司條例推廣指引》	《集體投資計劃宣傳指引》
必須清楚表達內容，不得載有虛假、偏頗、具誤導或欺騙成分的資料；	✓	✓
與銷售文件的內容一致	✓	✓
載有警告聲明	✓	✓
披露發行人的名稱	✓	✓
發行人須為廣告的內容負責	✓	✓
提醒投資者細閱銷售文件	✓	✓
對電台／電視等媒體上播放的廣告提供指引	✓	✓
對基金往績的呈列方式提供指引	不適用	✓

³ 除市場發展外，招股章程制度的檢討還包括一些保障投資者的舉措，例如那些根據《2004 年公司（修訂）條例》實施的舉措，即修訂《公司條例》內有關民事法律責任的條款，以釐清 (a) 透過代理或中介人在公開要約中購入股份或債權證的人士所獲的投資者保障，將與認購股份或債權證的投資者所獲的保障相同；及 (b) 在章程遺漏重大資料將引致法律責任。



向投資者披露投資產品的風險

- Q14. 就迷你債券系列二十七、三十四及三十五，以及 Constellation 債券系列 44、56 及 58 而言，這些產品的計劃章程、發行章程及推廣材料內應披露哪些類別的風險（包括每項產品每個相關組成部分涉及的風險）？
- 14.1 現於**附錄 J** 載列各相關迷你債券及 Constellation 債券系列的計劃章程、發行章程及推廣單張所分別作出的風險披露，以供參閱。有“✓”的地方代表相關章程或推廣單張載有指明的披露項目。有關該等風險披露的詳情，請參閱相關章程。



- Q15. 關於根據《公司條例》獲認可的債權證（包括結構性票據）章程，證監會在《檢討報告》內指出：“雖然在現行法例下，並無持續披露規定，但在實際操作上，發行人會因應證監會在審閱文件程序期間提出的查詢，在銷售文件內聲明會為避免形成虛假市場作出資料披露，或會對可能嚴重影響發行人按結構性票據付款的能力的變動作出披露”（立法會 CB(1)552/08-09(01)號文件附錄 2 第 4.1.1 段）。請解釋企業融資部在審閱雷曼相關結構性金融產品的章程及推廣材料草擬本的過程中，如何應用上述安排。
- 15.1 目前並無法例規定根據《公司條例》獲認可的章程須持續向投資者披露資料。正如《戴維森報告書》第 11.48 段所述，非上市產品的章程僅提供一次性的資料，旨在成為發行人與個別投資者的合約依據。這個方針與其他可資比較的司法管轄區的做法一致。
- 15.2 非上市投資產品預期會被持有至到期，亦不保證會有高流通量的二手市場，但上市證券則剛好相反，旨在於持續的交易平台上買賣。因此，根據有關證券交易所的上市規則，上市證券的發行人負有持續披露的責任。
- 15.3 基於以上所述及本會與發行人的磋商，發行人會在章程內載列一項陳述，說明將會為避免形成虛假市場作出資料披露，或將會對可能嚴重影響發行人按結構性債券付款的能力的變動作出披露。



- Q16. 在雷曼倒閉前，證監會曾否就結構性金融產品的章程及推廣材料內披露產品資料（特別是風險）的事宜，接獲金管局的任何查詢，或與金管局進行任何討論？如有，請提供詳情。
- 16.1 根據我們的紀錄，證監會從未就結構性金融產品的章程及推廣材料內披露產品資料（特別是風險）的事宜，接獲金管局的任何查詢，或與金管局進行任何討論。



Q17. 由於證監會負責認可投資產品的章程及推廣材料草擬本，證監會自 2003 年 4 月以來，有沒有收到金管局就有關人士在銷售點使用該等文件的方式提出任何回應？證監會與金管局有沒有就該等文件載有的主要內容定期交流資訊？

- 17.1 自 2003 年 4 月以來，證監會從未收到金管局就有關人士在銷售點使用章程及推廣材料的方式提出任何回應。
- 17.2 證監會與金管局並沒有就投資產品的章程及推廣材料載有的主要內容定期交流。
- 17.3 LBHI 倒閉後，證監會曾就“健康警告”聲明⁴ 與金管局交換意見。金管局在 2009 年 3 月 25 日發出的通告中，要求所有結構性投資產品的推廣材料及銷售文件載入“健康警告”聲明。

⁴ 金管局 2009 年 3 月 25 日的通告列明以下“健康警告”聲明：“此乃涉及金融衍生工具的結構性產品。投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資在該[產品名稱／類型]，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。”