

## 證券及期貨事務監察委員會所觀察到的主要事項

1. 本附件載述證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）在主題檢視中就持牌法團分銷非交易所買賣投資產品的情況而觀察到的主要事項。是次主題檢視涵蓋選定的持牌法團在分銷結構性產品（包括累計認購期權及累計認沽期權）、公司債券及基金方面的政策、程序、系統與監控措施及管理層監督。

### A. 產品盡職審查

2. 產品盡職審查涉及中介人根據適當且可合理地獲得的產品資料進行檢視，透徹了解投資產品和識別出釐定其特性、風險性質及程度的主要條款及特點。在適用的情況下，中介人亦應考慮市場及行業的風險、經濟及政治環境、監管限制以及任何會直接或間接影響相關投資產品的風險回報狀況及增長前景的其他因素。

#### (a) 缺乏妥善的核實工作及管理層監督

3. 持牌法團一般會在其政策及程序中訂明為客戶挑選投資產品時，盡職審查工作將予考慮的因素。我們從是次檢視注意到部分持牌法團的高級管理層未有就投資產品作出適當的查詢或核實，即使其產品盡職審查工作存在錯漏，仍批准向客戶發售該等產品。

#### 證監會觀察到的事項

- (i) 一些持牌法團的高級管理層在沒有進行相關核實的情況下，核准了未達標準且有明顯遺漏或載有不準確分析的產品盡職審查文件。舉例而言，它們錯誤地描述累計認購期權為付息票據，錯誤地描述第三十七章債券<sup>1</sup>的買盤／沽盤價由交易所買賣產生，將與發行人的其他無抵押非後償債務享有同等權益的債券錯誤地陳述為“高級有抵押”，或將抵押債券的抵押品錯誤地識別為發行人的房地產物業而非其並無任何重大業務的附屬公司擔保人的股本。

4. 持牌法團如沒有對其向客戶銷售的投資產品進行充分檢視，以識別出主要條款及特點（包括專有特點），便無法妥善地評估個別投資產品的特性、風險性質及程度。

#### 證監會觀察到的事項

- (i) 一些持牌法團沒有向客戶識別出債券的專有特點，例如可變票面息率，債券持有人可在指定日期要求發行人回購債券的認沽期權，彌補虧損特點或非單一信貸支持結構。如持牌法團未有識別出並充分地評估該等可從根本上改變債券的風險及

<sup>1</sup> 即根據《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》第三十七章要約認購及上市，但非在交易所買賣的債券（“第三十七章債券”）。

派付形式的專有特點，便會對其在協助客戶作出有根據的投資決定時產生負面影響。

5. 持牌法團有時候忽略了一些可能會對投資產品的風險回報狀況及增長前景造成影響的質化因素，例如加劇的市場及行業風險，以及不利的經濟及政治環境。

*證監會觀察到的事項*

- (i) 某持牌法團要求員工在進行產品盡職審查時須參考產品發行人的信貸評級及信用違責掉期價格來衡量其信貸風險，但沒有就相關批核準則提供指引。
- (ii) 在違責風險上升時，相對於投資級別債券，高息債券可能較易因為經濟下行而受到影響。但一些持牌法團卻為客戶挑選高息債券，理由僅僅是因為其價格有折讓和與較優質債券相比有息率優勢，或某發行人相比其同業表現出較理想的復甦前景。然而，在信貸事件及不利消息嚴重影響相關市場或行業時，該等持牌法團並沒有評估同業信貸質素普遍轉差會為有關債券帶來哪些風險。它們亦沒有充分的分析，以支持其認為該等高息債券會適合尋求投資債券的客戶的原因。

(b) 不一致的產品風險評估結果

6. 很多持牌法團會根據內部風險評分機制或相關投資性質為投資產品編配風險評級，以配對客戶的風險承受能力。如員工可就計算所得的風險評分酌情作出調整或偏離持牌法團的風險評估方法，而持牌法團未有就此提供充足指引，便會出現評估結果不一致的情況。

*證監會觀察到的事項*

- (i) 某持牌法團主要按照基金的相關資產性質（例如股票基金，高息債券基金或投資級別債券基金）、其贖回頻率、禁售期及認可狀況，來為該基金編配產品風險評級。它亦有要求員工在編配產品風險評級時，綜合考慮相關投資的風險水平、集中風險、產品使用衍生工具和槓桿的情況。然而，該持牌法團並沒有就應如何因應上述因素調整風險評級為員工提供指引。
- (ii) 某持牌法團將基金歸類為高，中或低風險，但沒有就釐訂風險評級的相關準則為員工提供指引。它未能解釋員工將未獲證監會認可的高息債券基金歸類為低風險，而將投資級別債券基金歸類為中風險的做法。

(c) 沒有充分考慮結構性產品的風險性質及程度

7. 當結構性產品，特別是累計認購期權及累計認沽期權，依然是持牌法團最常銷售的產品種類<sup>2</sup>，一些持牌法團卻未能充分掌握向客戶銷售的每一項結構性產品的特性、條款及特點。部分持牌法團更可能低估了產品潛在的虧損。持牌法團如沒有透徹理解結構性產品的風險性質及程度，便可能嚴重限制其協助持有不同投資目標及投資期的客戶作出有根據的投資決定的能力。
8. 舉例而言，累計認購期權包含一系列期權合約，讓投資者可以按通常比當前市價低的指定行使價買入相關資產。如投資者沽售認沽期權，於整個合約期內便可能會蒙受高達合約名義金額的虧損，但其正回報卻只有當相關資產價格在行使價與為限制投資者的最大利潤而設定的敲出價之間窄幅上落時才可全面實現。因此，累計認購期權可能不會在市況波動時為投資者帶來相稱價值，亦不會為希望從價格大幅上落中獲取最大利潤的投資者帶來相稱價值。

**證監會觀察到的事項**

- (i) 某持牌法團的員工會向客戶銷售累計認購期權，但卻未能明白到其“折扣”實際上是來自客戶透過沽售（一系列）認沽期權而收取的期權金，亦未能解釋為何“折扣”愈大，風險愈高。這令人關注到若該名員工單單向客戶讀出相關條款細則中所載的潛在回報金額、觸發失效條款及投資的虧損上限，或未必能充分地向其客戶解釋累計認購期權的特性、風險性質及程度。
- (ii) 某持牌法團按照結構性產品的相關資產性質，為產品編配產品風險評級，並將某一股票掛鈎固定票息票據歸類為高風險，及將另一外匯掛鈎目標可贖回遠期合約<sup>3</sup>歸類為中風險。然而，該外匯掛鈎目標可贖回遠期合約的條款及特點、派付形式和特徵與累計認購期權及／或累計認沽期權相似，且投資者在有關合約下可招致無上限的潛在虧損。於具有槓桿特點的情況下，其任何虧損亦會以倍數大幅增加。儘管相關貨幣組合表現大幅波動，但持牌法團仍將該外匯掛鈎目標可贖回遠期合約評定為普遍適合願意接受中等投資風險的客戶，及將該合約的潛在虧損上限描述為非保本，此等做法顯然不當，亦未能充分反映該結構性產品的風險性質及程度。

<sup>2</sup> 請參閱《證監會與金管局關於銷售非交易所買賣投資產品的聯合調查 2022》。

<sup>3</sup> 外匯掛鈎目標可贖回遠期合約是涉及一系列遠期交易的結構性遠期合約。投資者的潛在收益受目標利潤所限，但潛在虧損則無上限，原因是投資者在不利的情況下仍有責任在合約期內根據固定的時間表按指定匯率兌換貨幣。由於外匯掛鈎目標可贖回遠期合約亦具有槓桿的特點，涉及的名義金額可能會因此改變，使投資者與該合約有關的風險增加。

(d) 缺乏足夠的持續產品盡職審查

9. 有些持牌法團會以清單記錄獲核准可向其客戶分銷的投資產品，但卻未有設立程序以確保會進行持續的產品盡職審查或因應投資產品的性質、特點及風險，每隔一段時間重新進行產品盡職審查，從而確定產品是否仍然適合其客戶。

**證監會觀察到的事項**

- (i) 某持牌法團向客戶銷售投資產品時，於有關債券發行人未有償還其他債券款項的情況下，或於有關基金撤換投資經理後，沒有檢視過去的產品盡職審查工作。
- (ii) 某持牌法團僅將新實施的產品風險評分機制應用於評估新產品，而沒有將之應用於現有產品。當現有產品未被下架，而部分產品亦將在新機制下被調整為較高風險時，如該持牌法團未能就現有產品作出評估，並採用從不同評分機制得出的結果來評定銷售予客戶的產品的風險評級的話，則會有礙進行合適性評估。
- (iii) 一些持牌法團在編配產品風險評級時，對投資產品或其相關投資的期初至今回報及／或波幅給予很大的評分比重。然而，當產品的回報轉差時，或當期內波幅加劇時，該等持牌法團沒有再檢視有關產品。它們沒有確保其對產品的了解於隨後的合適性評估中仍然適用，特別是沒有確認產品的風險評級在情況有變時是否繼續反映產品的風險回報狀況。
- (iv) 當某一債券價格下跌至低於其設定觸發持續產品盡職審查的百分率界線時，某持牌法團卻只側重檢視市場前景和行業表現的整體分析，但沒有隨著有關發行人數次被信貸評級機構下調評級而重新評估其信貸質素。此持續產品盡職審查工作並不足以說明該持牌法團從哪些方面認為這債券仍繼續適合於客戶等等。

**B. 合適性評估**

10. 合適性評估是一個以風險為本的程序，涉及中介人就投資產品與客戶的個人情況及風險承受能力進行配對。儘管很多持牌法團均依賴產品風險評級與其從評估得出的客戶風險狀況的配對情況為首要考量，它們在評估產品對客戶的合適程度時，亦應注意考慮所有切合該客戶本身的相關情況，包括該客戶的財務狀況、投資經驗、投資目標、投資期和集中風險。

(a) 對客戶的風險狀況評估不當

11. 為進行合適性評估，持牌法團會採取不同方式評估客戶對風險的態度。儘管有些持牌法團會使用風險狀況評估問卷，為客戶的答案編配風險評分以支持其評估，但它們卻忽略了問卷問題的設計和其相關評分機制可能會導致評估結果錯誤地指向高風險承受能力的情況。

證監會觀察到的事項

- (i) 某持牌法團所使用的風險狀況評估問卷未有向客戶了解他們對資本虧損風險的承受能力，卻反而就客戶的投資經驗給予很大的評分比重。當中，若客戶在多條與投資經驗有關的問題中獲得最高評分，便足以被認定為具有高風險承受能力。因此，該風險狀況評估問卷會就經驗豐富的投資者得出帶偏向性的結果；而該持牌法團亦未能解釋客戶風險承受能力與個別因素形成此不相稱關連的原因。

(b) 對客戶的集中風險考慮不足

12. 有些持牌法團沒有向員工提供清晰的指引，闡釋哪些類型及類別的投資產品會進而提高客戶的集中風險水平，或闡釋作為考慮基礎的資產的性質（例如可投資，流動或其他）。這令人質疑有關客戶集中風險的評估是否已妥為貫徹執行。

證監會觀察到的事項

- (i) 一些持牌法團依賴員工評估客戶在同類型產品的投資是否已超過預設的集中風險限額，以評估客戶的集中風險。然而，員工對何謂同類型產品各有不同的詮釋。有些員工認為當中包括所有屬於同一資產類別（例如基金）的產品，有些卻以認可及非認可基金來區分該等產品，而有些則狹義地以基金經理或產品發行人來區分產品類型。
- (ii) 當在開戶過程中所取得有關客戶淨資產的資料未能提供精確數值以評估集中風險時（例如，開戶表格上代表客戶淨資產的幅度範圍的答案選項設定得過於寬闊），某持牌法團只隨意使用有關幅度範圍內的最大數值作為用於評估的淨資產數值。該持牌法團沒有就此進一步查詢其他適當的參考。如使用有關幅度範圍內的中位數值或最小數值，該交易則會被該持牌法團評定為風險過於集中。

13. 持牌法團如只關注單項交易的集中風險，而忽略其他可用的資料，包括該客戶在帳戶內的投資，將無法適當地評估交易對客戶的投資組合所帶來的整體影響。

證監會觀察到的事項

- (i) 某持牌法團的員工使用了比客戶的淨資產值紀錄高出十倍的數值作為評估該客戶的集中風險的基礎。但該持牌法團未能證明員工已向客戶就此作出澄清，亦未能確定該數值是否真實反映客戶的淨資產值。
- (ii) 即使某持牌法團曾在短時間內數次向客戶售出股票掛鈎結構性產品，但它於評估客戶的集中風險時，卻沒有考慮客戶因買入該等高風險產品而產生的風險承擔總額。

(iii) 即使同一發行人的高息債券及股份在客戶投資組合中合計佔了極大份額，一些持牌法團在評估客戶的集中風險時，卻沒有考慮客戶對此發行人的風險承擔總額。

14. 很多持牌法團會就客戶的淨資產及／或投資組合中可投資高風險產品的最高比例為客戶設定集中風險限額。儘管只要結果與投資組合的整體風險狀況和客戶的其他情況相符，超出預設集中水平也是可以接受的，但有些持牌法團卻無法就所設定的集中風險限額或例外情況提供原因。

#### 證監會觀察到的事項

- (i) 某持牌法團容許風險承受能力水平為中等的客戶，將其投資組合不多於 80% 投資於被該持牌法團歸類為高風險的投資產品，但卻未能提供原因支持有關決定是否與所有該等客戶的投資組合或情況相符。
- (ii) 某持牌法團容許客戶在風險狀況評估中指定 0% 至 50% 之間的任何數值，或“超過 50%”作為客戶可接受的集中水平。如客戶表示接受超過 50% 的集中水平，該持牌法團便沒有以其他方式評估客戶在高風險投資產品的集中程度，亦未能提供原因支持在哪些方面而言，該等客戶可被視為適合無上限的集中水平。此外，如交易超過客戶之前指定的集中水平，該持牌法團則會要求客戶表明接受交易連帶的風險。我們就持牌法團只依賴客戶作出的風險接受聲明以履行其合適性責任的做法表示關注。

### C. 為客戶提供資料

15. 持牌法團在向客戶分銷投資產品時，應在訂立交易前或在訂立交易時向客戶提供所有與交易相關的資料<sup>4</sup>。它們應採取行動確保向客戶作出的陳述和提供的資料，都是準確及沒有誤導成分的。

16. 就此，以下列出幾項普遍不足之處—

#### 證監會觀察到的事項

- (i) 很多持牌法團會透過其執行經紀間接從基金經理獲得後續費用，但卻沒有就每項交易按個別基金逐一披露每年其可取得的有關金錢收益的最高百分率。<sup>5</sup>

<sup>4</sup> 根據《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》”）第 8.3A 段。

<sup>5</sup> 分別根據在 2017 年 11 月 16 日發表的《操守準則》的《常見問題》問題 2 的答案及在 2018 年 6 月 15 日發表的《操守準則》的《常見問題》問題 1 的答案所載的預期標準。

- (ii) 某持牌法團其實有就分銷投資產品收取費用及佣金，但卻不實地表明自己為獨立的。其他持牌法團亦普遍未有披露其與產品發行人的聯繫，其並非為獨立的事實有關的釐定基準。<sup>6</sup>
- (iii) 很多持牌法團會以標準範本通知書形式載列《操守準則》第 15.4 段及／或第 15.5 段的全部條文，來向客戶解釋被視為專業投資者的風險和後果。即使持牌法團在與專業投資者進行交易時或可獲豁免遵守所載的條文，但該等持牌法團實際上與合資格成為專業投資者的客戶進行交易時並不會應用有關豁免。此舉可能會令客戶對它們會否遵守所載的《操守準則》的規定感到混亂。

---

<sup>6</sup> 根據《操守準則》第 10.2 段及附表 9。