

關於持牌投資顧問的售賣手法的報告

撮要

作為我們的法定職責的一部分，證監會一直注視涉及香港及海外的投資顧問以不當手法向投資者售賣金融產品的個案。香港最近發生的兩宗涉及獲證監會發牌的投資顧問以不當手法進行售賣的個案，凸顯了有需要提高投資顧問對其應有的操守標準的意識水平。在本報告內，除非另有說明，否則對“投資顧問”的提述均只限於獲證監會發牌的投資顧問。

為求制訂適當的監管回應，證監會對 15 家富有代表性的投資顧問進行了主題視察，並著眼於該等投資顧問的售賣手法及評估其遵守有關法例及規則的情況。

雖然主要的監管規定的大原則長期以來已載於《操守準則》¹內，但我們注意到經過近年來，有某些投資顧問對上述原則的解讀越來越寬鬆且不再遵守這些準則，我們對此感到關注。因此，證監會希望提醒各投資顧問嚴格遵守上述準則。

視察結果及進一步行動

(a) 明顯違反監管或法定要求：

我們的視察連同其他調查個案顯示，假如投資顧問有嚴格遵守現行的《操守準則》及《內部監控指引》²內列明的標準，那麼我們所發現的大部分監管問題都可避免。我們發現的不足之處包括：(a) 作出沒有合適的基礎的投資建議；及(b) 沒有向客戶提供充分的解釋或信息讓其作出有根據的決定。本報告的其中一個主要目的是要提醒投資顧問嚴格遵守該等監管規定。本報告亦就若干這些大原則性的規定提供具體指引。

我們亦注意到有將未經證監會認可的投資產品發售予公眾的情況，我們現正就其中部分個案進行調查。證監會將會嚴厲看待該等失當行為，並會對任何重大的違規事宜採取執法行動。

作為證監會持續致力提升投資顧問業界標準工作的一環，我們擬在 2006 年進行另一輪的主題視察，以評估有關的合規水平有否獲得改善。

¹ 《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》

² 《適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引》

- (b) 有待進一步研究的事宜：

我們計劃進一步研究及在適合的情況下動員投資顧問去探討本報告所帶出的若干事宜。當中包括：(i) 規定投資顧問向客戶披露從產品提供者所收取的佣金及回佣的可行性及好處，(ii) 加強對投資者保障的可行措施，例如規定投資顧問須投購專業彌償保險；及(iii)在客戶協議中披露提供予客戶的服務的準確性質。

目的

1. 本報告透過以下方式列出對香港投資顧問在監管方面的關注：
 - (a) 載述我們最近就投資顧問所採用的售賣手法進行的主題視察的結果；
 - (b) 討論源自我們調查個案及我們認為會在監管方面引起嚴重關注的若干事宜；及
 - (c) 釐清部分現行規定。

本報告亦列出證監會計劃深入研究的相關事宜。

本報告的範疇

2. 在香港，投資顧問商號可以是投資顧問、銀行或保險中介人。到目前為止，證監會的視察及調查舉措只限於檢討投資顧問的售賣手法，而這些投資顧問都直接受到證監會監管。

A 部 – 引言

3. 一如英國、美國及澳洲的投資者，越來越多香港的投資者投資於非傳統的投資產品。過往，香港的投資者主要投資於物業、股票及外匯。然而，過去數年間的低息環境及股票市場的波動促使許多投資者投資於各式各樣的金融產品，以尋求較佳的回報或為退休作好準備。該等金融產品包括傳統的單位信託及互惠基金、對沖基金及其他集體投資計劃、結構性產品以及涉及投資成分的人壽保險計劃(與投資有關的人壽保險計劃)。隨著時間的遷移，該等金融產品已漸趨複雜，而且跨越了證券投資、銀行及保險業務之間的傳統界線。這趨勢凸顯了持牌或非持牌投資顧問在售賣金融產品時向客戶提供合適的建議方面扮演著重要角色。

4. 證監會對在英國、澳洲及美國的投資顧問以不當手法進行售賣的問題及海外監管機構就打擊類似問題而採取的其他措施已注視了一段時間。香港最近發生的兩宗個案揭露了個別尤其值得關注的問題。第一宗是百達環球資產管理有限公司訴 Susan Field (“百達環球”) 的法庭案件。第二宗是證監會對羅德利(亞洲)有限公司(“羅德利”)採取紀律處分行動的個案。類似百達環球的個案在協助投資顧問了解他們對客戶的責任方面提供了有用的指引。有關上述兩宗個案的撮要內容，請參閱附錄 1。關於百達環球一案的詳細說明及從中可汲取的重要經驗的分析，請參閱附錄 2。
5. 這些近期發生的個案令我們關注到投資顧問的操守準則是否令人滿意。作為我們的法定職責的一部分，證監會的工作是要把潛在的問題在仍未普及之前識別出來。在這背景下，證監會在 2004 年對被選的投資顧問進行了主題視察。該主題視察旨在為證監會提供顯示出有關業界情況的資料，從而協助證監會在必要時制訂適當的監管回應。

B部 – 主題視察

6. 證監會於 2004 年就 15 家向公眾售賣金融產品的獲證監會發牌的投資顧問進行視察，以及就該等投資顧問遵守《證券及期貨條例》、《操守準則》及《內部監控指引》的情況作出評估。上述投資顧問約佔目前從事該行業的投資顧問數目的 10%。本報告純粹撮述該主題視察及其他調查的結果。雖然證監會無意推論這些結果會在餘下 90%的投資顧問當中出現，但證監會認為其有責任警惕業界留意這些結果，並提醒他們應嚴格遵守《操守準則》的規定。

被選投資顧問的概況

7. 證監會選出多家富有代表性的投資顧問商號，藉以更有效地評估一系列現行的市場慣例。被選進行主題視察的15家投資顧問包括：
 - (a) 只提供投資顧問業務的投資顧問以及提供投資顧問、全權代客管理及其他類別的顧問業務的投資顧問；
 - (b) 並無與任何公司有聯繫的投資顧問及屬於本地或海外金融服務集團成員的投資顧問；

- (c) 為不同類別的客戶 (例如本地華人客戶、外籍客戶或上述兩種客戶) 提供服務的投資顧問；
- (d) 聘用不同數目的銷售人員 (例如由數名銷售人員以至超逾50名銷售人員) 的投資顧問；
- (e) 為不同數目的客戶 (例如由擁有少於50名客戶以至擁有超逾1,000名顧問客戶的投資顧問) 提供服務的投資顧問；及
- (f) 擁有不同數額的股東資金 (例如由少於100萬港元以至超逾1,000萬港元) 的投資顧問。

釐清現行規定

8. 我們在視察及調查個案中，識別出一些有關投資顧問的售賣手法需要改善的地方。證監會擬由本報告開始，就所注意到的操守事宜及問題喚起關注，以及釐清適用於投資顧問的現行規定。在我們曾經遇過投資顧問作出不能接受或不理想的行為中，我們會舉例說明我們認為有需要作出改善的地方。
9. 投資顧問應根據本報告認真地檢討其現行的制度及作業方式，並在必要時作出改進。雖然我們明白到市場上充滿競爭，因為銀行及保險中介人均在這個會帶來豐厚利潤的投資顧問行業中尋求更大的佔有率，但我們認為更加重要的是，投資顧問應嚴格地遵守高水平的操守準則，藉以加強客戶的信任。事實上，客戶的信任是支撐整個投資顧問／財務策劃行業的最重要元素。
10. 我們在評估被選投資顧問時所依據的操守標準是以載於《操守準則》內的高水平原則作為基礎。以下規定尤其適用於投資顧問：
 - (a) 以其客戶的最佳利益行事；
 - (b) 提供合適的建議；
 - (c) 避免利益衝突；及
 - (d) 聘用能夠勝任的職員及運用其他資源及程序，以確保有關法例獲得遵守等。

我們建議投資顧問在為達到我們的期望而訂立本身的制度及監控措施時，應考慮其本身的情況。

主要的操守事宜及釐清現行規定

11. 我們在主題視察的過程中發現一系列的問題。該等問題可歸納為三大類別：(a)誠信及專業水平，(b)建議的合理適當性及(c)合規事宜。有關事宜概列於以下表1，以供便覽：

表 1 – 主要操守事宜及釐清現行規定的概要

事宜		釐清現行規定	段落
I. 誠信及專業水平			
I.1	以客戶的最佳利益行事	投資顧問應時常以誠信的態度行事及以客戶的最佳利益行事。在任何情況下，投資顧問均不應將本身的利益放在客戶的利益之前。	12-13
I.2	避免利益衝突	當真正或潛在的利益衝突出現，投資顧問應在提供任何建議之前，就該利益衝突向客戶作出披露，及採取所有合理的步驟以確保其客戶獲得公平對待。	14-16
II. 合理的建議			
II.1	“認識你的客戶”	投資顧問在提供建議之前，必須認識其客戶。	21-24
II.2	對產品進行盡職審查	投資顧問在挑選適合售賣予客戶的產品時，應以審慎的態度行事。	25-29
II.3	作出合理的建議	投資顧問應就其客戶的具體情況作出合理適當的建議，以及編製財務計劃書，列明作出有關建議的理由及基準。	30-33
II.4	協助客戶作出有根據的決定	投資顧問應向客戶講解建議的基準，以協助他們作出有根據的決定。投資顧問亦應就其所推介的產品所涉及的風險作出充分的披露。	34-35
II.5	勝任能力	投資顧問的職員應具備足夠的知識及技能，以提供良好的建議。	36-38

III. 合規事宜			
III.1	客戶協議	投資顧問應與其所有客戶簽立客戶協議，清楚列明有關的條款、責任及服務的範疇。	42-46
III.2	寬免及免責聲明	投資顧問不應加入任何不合理的寬免及免責聲明，或過份依賴該等寬免及免責聲明以保障本身的利益。	47
III.3	管理層的監督	高級管理層應負責確保符合適當的操守標準及遵守所有適用的法規，例如《證券及期貨條例》、《操守準則》及《內部監控指引》。	48-50
III.4	售賣未經認可的產品	如向公眾售賣未經認可的金融產品，即屬犯罪。	51-53

I. 誠信及專業水平

I.1 以客戶的最佳利益行事

12. 投資顧問的誠信及專業水平是建立客戶的信任及信心的最佳方法。獲證監會發牌的人士的操守的首要原則是須以誠實及公平的態度對待客戶，確保所建議的產品是合適的，透過適當的披露協助客戶作出有根據的決定，及最重要的是，以客戶的最佳利益行事。
13. 客戶將財富(有時是他們的畢生積蓄)的策劃、保值及增長委託予投資顧問，及依賴投資顧問的誠信及專業的投資意見以達致其本身的財務目標。其中一項針對投資顧問的投訴指有部分投資顧問濫用客戶對他們的信任。投資顧問如在理應察覺其所售賣的產品存在重大問題時而未有將此事通知客戶，即屬嚴重的失當行為。

I.2 避免利益衝突

14. 香港的投資顧問目前收取報酬的方式存在潛在的利益衝突。我們的視察行動確認投資顧問一般是以三種方式收取服務報酬：
- (a) 就以佣金為基礎的服務而言(最常用的方法)，投資顧問就每項投資產品通過其售賣或客戶投資，收取來自產品提供者的佣金。

佣金回佣通常源自客戶向產品提供者支付的投資金額。假如客戶保留其投資，則投資顧問便可以從產品提供者收取額外的款項(稱為追隨佣金)。除了該等“金錢上的”佣金外，我們獲悉部分投資顧問或其銷售人員亦會從產品提供者收取非金錢利益(例如免費機票及餐券)。

- (b) 就以投資組合為基礎的服務而言，投資顧問按其管理投資的總額收取管理費用。
 - (c) 在根據服務徵費的分類下，無論客戶是否接納有關意見或建議，他們亦須向投資顧問支付費用。
15. 雖然部分投資顧問會向客戶披露其從產品提供者收取的佣金回佣，然而目前的市場慣例是投資顧問通常不會向客戶披露其從產品提供者收取報酬或非金錢利益的價值。
16. 在視察的過程中，我們注意到若干投資顧問商號及 / 或其職員傾向售賣較多能夠使投資顧問賺取更高佣金回佣的金融產品。雖然此舉本身不能總結出商號或其職員已將本身的利益放在客戶的利益之前，但卻會產生如第39段所述的利益衝突(不論是潛在與否)的問題。
17. 就非金錢利益而言，《操守準則》目前並無規定投資顧問商號及 / 或其職員(而又不會代表客戶行使投資酌情權)在收取非金錢利益時須尋求客戶的書面同意，或定期披露收取該等非金錢利益的情況。
18. 證監會擬先進一步研究所涉及的事宜，然後才就披露投資顧問在售賣金融產品時從產品提供者所收取的佣金回佣(包括非金錢回佣)一事諮詢投資顧問，理由如下：
- (a) 有關披露可解決利益衝突的問題及加強客戶的信心。
 - (b) 一般而言，除非客戶同意，否則投資顧問不應向客戶隱瞞因向該等客戶售賣金融產品而收取的金錢利益或其他方面的利益(即利潤)。
 - (c) 香港在這方面可能落後於國際標準(在一些國家例如澳洲及英國，該等披露屬強制規定)。

II. 合理的建議

19. 為確保向客戶提供的投資建議及意見是合理適當的，投資顧問應該：

- (a) 認識客戶的財政狀況、投資經驗及投資目標 (II.1)；
 - (b) 對產品及其提供者進行充分的盡職審查，以評估有關風險 (II.2)；
 - (c) 因應客戶的具體情況作出合理適當的建議 (II.3)；
 - (d) 向客戶適當地講解有關投資建議的基準以及所涉及的風險的性質及範圍，協助其作出有根據的決定 (II.4)；及
 - (e) 聘用能夠勝任的職員及提供適當的培訓 (II.5)。
20. 我們已就客戶指其未有就金融產品的性質及所涉及的風險獲得充分解釋的若干投訴個案進行調查。我們已確定上述部分投訴有確實根據，並反映出若干投資顧問的表現具有嚴重的不足。我們尤其發現在某些情況中，產品所涉及的風險有失實陳述，因而導致客戶以為自己所投資的是低風險的產品，但假如描述正確的話，其實該產品的風險較高，因此不適合保守的投資者。我們(在第 39 段)提供了三宗個案以供參考。在有關個案中，基於客戶的具體情況，有關投資顧問所提供的建議的基礎看來值得質疑。

II.1 “認識你的客戶”

21. 根據《操守準則》第 5.1 段，投資顧問有責任積極地向客戶取得有關其財政狀況、投資經驗及投資目標以及承受風險能力的充分資料。
22. 此外，假如投資顧問與客戶之間日後有任何爭議，而投資顧問又能就客戶的情況及目標備存完整及準確的紀錄，對雙方均有好處。然而，我們注意到部分經視察的投資顧問並無收集及記錄有關其客戶的足夠資料，以符合《操守準則》或《內部監控指引》內列明的標準。部分投資顧問聲稱他們沒有提供任何投資意見予“只限執行”的客戶，即這些客戶只希望投資顧問為其執行買賣指示，而無須投資顧問提供任何專業意見。
23. 百達環球一案顯示投資顧問與客戶之間可能會出現以下爭議：到底投資顧問是否只純粹協助客戶投資於客戶所選擇的產品，還是曾向客戶提供該客戶賴以決定購買產品的意見。因此，在釐定投資意見是否真正由投資顧問提供及 / 或其客戶有否依賴該等意見時，應就每宗具體個案的實際情況作出考慮。

24. 我們希望提醒投資顧問，“認識你的客戶”及防止清洗黑錢的責任適用於所有類別的客戶，儘管與“只限執行”的客戶進行交易時，該等責任可能會較輕。

II.2 對產品進行盡職審查

25. 《操守準則》的一般原則 2 列明“持牌人或註冊人在經營其業務時，應以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度行事，以維護客戶的最佳利益及確保市場廉潔穩健”。
26. 就本文而言，這項原則規定投資顧問在向客戶建議產品之前，應就有關產品進行充分的盡職審查。盡職審查涉及投資顧問透徹理解產品的結構、運作方式、附帶風險的性質及水平，以及產品提供者的經驗及聲譽。應加以考慮的因素包括基金的規模、牌照 / 認可狀況、產品提供者的服務水平、基金經理及其他服務提供者的往績紀錄、過往的表現及波動性等。假如投資顧問本身對其建議的產品亦缺乏認識，那麼該投資顧問便不能以適當的技巧及小心謹慎的態度來對待其客戶。
27. 如涉及的產品未經證監會的認可，則就產品進行盡職審查尤其重要。我們建議投資顧問以書面形式，記錄其在將未經認可的產品納入其核準產品清單之前甄選該等產品的準則，以及在這方面的實際工作。當有關的投資顧問與該未經認可的產品本身有密切連繫（如其參與該產品的設計及開發），則對該投資顧問在提供初始建議及其後按持續基準提供建議時所進行的產品盡職審查工作的要求會大為提高。
28. 雖然《操守準則》的一般原則 2 已作出規定，但是不少經視察的投資顧問及受調查的大多數投資顧問不是沒有對未經認可的產品進行足夠的盡職審查，就是沒有就已完成的工作進行書面記錄，甚或以上兩種情況均有。在其中一宗調查個案中，投資顧問並沒有進行任何盡職審查；而在另一個案中，投資顧問顯然未有就產品的性質、產品提供者及有關產品所涉及的風險進行充分的查證工作。在上述兩宗個案中，投資者均蒙受了重大的損失。
29. 未經認可產品的產品提供者大多可隨意發售文件內以其認為適合的任何方式對其產品作出描述。該制度背後的理據是這些產品並非發售予散戶投資者，而這些投資者可能未必有所需資源去理解或承受所涉及的風險。雖然我們所審閱的未經認可產品中有部分的發售文件有提及投資風險，但不論是就所採用的語言或鋪陳方式而言，該等風險的表達方式都是難以閱讀及理解的（尤其是對普通的投資者而言）。假如投資顧問擬向客戶推介該等未經認可的產品，他們

應確保不會向公眾人士發售該等產品，及確保客戶理解投資於該等產品所涉及的風險。有關以不當手法售賣未經認可基金的事宜會在本報告第 51 至 53 段另行探討。

II.3 提供建議的合適基準

30. 根據《操守準則》第 5.2 段，投資顧問應按照客戶的具體情況向客戶作出合理適當的投資建議及意見。此外，《內部監控指引》第 VII(3)段列明投資顧問應記錄向客戶作出有關建議和意見背後的理據資料。
31. 當投資顧問就客戶當前的財政狀況進行評估後，投資顧問便會根據客戶的生活方式及目標開始擬備一份財務計劃書。一般而言，投資顧問是根據客戶提供的資料，例如客戶對風險的承受程度、預期回報率、投資年期及其他因素來制訂該計劃。然而，我們在視察過程中發現部分所處理的個案並沒有詳細交待這些因素怎樣導致選擇有關的投資策略。換言之，我們難以根據客戶所提供的資料，理解(及證明)向客戶建議的策略或投資如何能夠達到其投資目標，或在哪一方面被認為是合適的。
32. 我們發現部分投資顧問似乎只建議“公司本身”的產品或單一產品。其中一名投資顧問甚至建議其客戶將當時所持有的全部投資售賣或變現，從而利用所得資金投資於該等產品之上。該投資顧問並沒有提供任何解釋或理據，以顯示為何該等“公司本身”的產品視為更適合有關客戶。此外，亦無證據顯示投資顧問曾考慮到重組客戶的現有投資組合會無可避免地產生的交易費用。
33. 總而言之，向客戶作出的任何建議必須是合適的，當中需要考慮有關資料及建議(包括多項假設及基準)，而該等資料及建議應作書面記錄及備存於投資顧問的客戶檔案中。

II.4 協助客戶作出有根據的決定

34. 投資顧問有責任向客戶適當地講解作出有關投資建議的基準、所建議產品的性質以及該產品所涉及的風險的性質及程度，以協助客戶作出有根據的決定。我們認為，投資顧問純粹將文件交予客戶，然後說：“閱讀這些文件，當中會講解有關產品及其風險”，是不足夠的。投資顧問應時刻向客戶提供持平的意見，使客戶同時注意到某金融產品的缺點及風險，而並非只是集中講解有關產品的優點。我們的調查顯示，在某些個案中，投資顧問向客戶提供的文件並沒有充分解釋有關產品的內在風險。投資顧問有責任確保向客戶提供全面的解釋。投資顧問如依賴產品的小冊子及發售文件，以為客戶自己看過有關文件後便能明白而無須加以解釋，是不足夠的。很多

時，有關文件並非無須加以解釋，而客戶絕對有權要求投資顧問向其解釋有關內容。

35. 視乎特定產品的特色及特點而定，風險水平有高低之分。在一些財務計劃中，投資顧問最多只是就所建議的個別產品的獨有特點所附帶的特定風險含糊地解釋概要（而在某些個案中，甚至沒有提供任何解釋）。基於投資顧問只作出該等有限度的資料披露，我們關注到客戶是否能夠就此作出有根據的決定，尤其是當涉及複雜的產品時。

II.5 勝任能力

36. 投資顧問業務實際上是講求技巧及才能的業務。投資顧問的銷售人員必須具備充分的知識及技巧水平，以及能夠將該等知識及技巧有效地應用在向客戶提供優質的意見及服務之上。該等技巧與銷售人員的教育水平、理解能力、經驗以及對最新趨勢及金融產品的認識等息息相關。鑑於經營環境瞬息萬變，投資顧問及其銷售人員必須持續進修、致力改善及密切留意業界的最新發展。
37. 由於勝任能力是投資顧問有效地履行其對投資者的責任的一項先決條件，因此所有投資顧問必須能夠聘用勝任的職員及為他們提供適當的培訓。鑑於某些投資顧問的業務規模細小，它們沒有為其職員提供針對性及度身訂造的培訓課程。該等投資顧問一般會安排產品提供者為其職員提供產品介紹及 / 或透過分享會及個別指導來提供在職培訓。
38. 所有投資顧問都應在為針對個別產品而設的課程以外，輔以關於市場課題(例如最新市場趨勢、相關的宏觀事宜及講演 / 溝通技巧等)的較為全面的培訓。這類範圍較廣的培訓是必需的，以便投資顧問能夠在掌握更多信息的情況下提供意見。就此而言，證監會致力與業界通力合作，以便為業內人士提供更優質的培訓。

II.6 投資建議的適合性看來並不合理的個案範例

39. 我們已識別出數宗個案，當中客戶的具體情況使得有關投資意見的適合性看來值得質疑：

例 1：向缺乏經驗的投資者售賣複雜的投資產品

一隻非傳統的未經認可基金被售賣予一名投資經驗非常有限的投資

者。投資金額幾乎佔去該投資者的總資產淨值的一半，而且沒有明顯的理由能解釋為何這項非傳統基金被認為是適合該投資者的。雖然該客戶曾簽署一份備考聲明，指出是他自己要求投資於該產品並且完全明白發售文件的內容，但考慮到以下事項，當中可能仍存在令人懷疑的地方：

- (a) 發售文件是極為複雜的技術性文件；及
- (b) 銷售人員完成該交易後所賺取的佣金回佣的金額，是建議客戶購買其他產品所能賺取的佣金回佣的兩倍。

例 2：建議缺乏投資經驗的投資者利用槓桿效應擴大投資金額

一名屬於低收入組別而且數年後會到達退休年齡的投資者，被建議將其總資產淨值的一半以上投資於某隻特定的基金，並以銀行貸款支付餘下的投資金額（槓桿借貸比率接近 3 倍）。銀行把該項投資作為抵押品，以保證該投資者會償還對銀行的債務。最明顯的憂慮是，該投資者未必擁有足夠的資源以應付必須履行的財務責任。由於該特定基金剛好亦向銷售人員提供較高的佣金回佣，涉嫌利益衝突的問題又再次出現。

以往，當投資者持有高槓桿比率的投資組合貶值時，銀行會要求投資者償還全部或部分的貸款。當這些投資者無法履行銀行的還款要求時，他們便須將其投資斬倉，因而蒙受重大損失。

例 3：建議年邁的投資者投資於禁售期長的产品

一項禁售期長的投資產品被售賣予一名年邁的投資者。雖然該產品本身並沒有問題，但為何會認為該禁售期長的产品適合已年屆 90 歲的投資者則值得質疑。

40. 不合適的建議可能會令客戶蒙受重大的財政損失。因風險披露不足及 / 或沒有就產品進行盡職審查亦可能招致涉及疏忽的申索。這些申索可能隨時涉及投資顧問難以負擔的金額，因為根據現行的《證券及期貨（財政資源）規則》，投資顧問一般只需維持監管規則訂明的小額資金（即速動資金不少於 10 萬港元）。制定該規管的資金水平是為了確保投資顧問擁有能持續營運業務所需的最低財政資源，而並非為了在財政上提供緩衝，以便就因不合理的建議而可能招致的潛在損失向客戶作出賠償。羅德利及百達環球兩宗案件顯示，投資顧問可能會被要求支付他們無法負擔的巨額賠償款項。

41. 因此，投資顧問投購專業彌償保險有其可取之處。在其他國家（如澳洲），投資顧問必須投購專業彌償保險。證監會將進一步研究有關事宜，並會就應採取的適當措施諮詢市場的意見。

III. 合規事宜

III.1 客戶協議

42. 一如上文所述，我們對一些投資顧問對待他們所謂的“只限執行”的客戶的方式感到關注，尤其是當沒有客戶協議或任何其他類別的紀錄用以確認客戶交易確曾在該基礎上予以執行。
43. 在其他個案中，有客戶曾提供書面聲明以確認投資決定是他們本人所作出的，及只是要求投資顧問代為執行其交易。曾獲得和依賴該等投資顧問的意見的客戶在簽署該等聲明後，即可能等同於同意放棄自己的權利及應得的保障。證監會將會加強投資者教育，從而提高投資者在這方面的意識。
44. 根據《操守準則》第 6.1 段的規定，投資顧問須在向客戶提供服務之前，透過客戶協議的形式與客戶確立及界定彼此的關係。根據《操守準則》第 6.4 段的規定，客戶協議應恰當地反映將提供的服務。在視察過程中，我們發現有些不能接受的情況，當中投資顧問並沒有與若干組別的客戶訂立客戶協議（其中一個例子是“只限執行”的客戶）。即使有訂立客戶協議，協議內亦並沒有明確解釋或以書面形式載述擬向客戶提供的服務，亦沒有明確界定雙方各自應負的責任和義務。關於投資顧問向客戶提供的服務將會只限於一次過的執行交易服務（如：購買金融產品），還是有關投資顧問將會持續提供意見（即該顧問會在首次售賣該產品後持續進行檢討和監督），一般都沒有提供足夠的詳情。我們打算就向投資者傳達有關差異的最佳方法，徵詢業界的意見。
45. 就持續獲投資顧問提供意見的客戶而言：
- (a) 假如客戶曾簽署客戶協議，該投資顧問應檢討客戶協議並確保所提供的服務範疇及客戶發出的指示均已妥善記錄；
 - (b) 假如客戶並無簽署客戶協議，該投資顧問應與客戶簽立書面協議，藉以確認及釐清彼此之間的商業安排。
46. 就“只限執行”的客戶來說，清晰說明投資顧問所提供的服務的有限度範圍及其對客戶所負有的義務，將可減少日後出現誤會及與客

戶發生爭議的情況。百達環球個案作為一個例子正好說明該等問題會如何出現。

III.2 寬免及免責聲明

47. 某些客戶協議及相關的補充聲明內載有廣泛的免責條款，試圖局限或免除投資顧問的若干法律責任。我們關注到其中一些的免責聲明似乎是為了防止客戶向投資顧問追討他們的權益而加入的。根據《管制免責條款條例》（第 71 章）的規定，除非有關條款能通過合理標準驗證，否則就疏忽或任何違約行為而應負上的法律責任不可以在標準條款內受到豁免或限制。因此，視乎每宗個案的情況而定，法律未必容許使用免除法律責任的寬免及免責聲明，及投資顧問不應過度地依賴這些寬免及免責聲明來逃避可能出現的賠償申索。

III.3 管理層的監督

48. 在經視察的投資顧問商號中，我們發現當中只有少部分商號：
- (a) 設有電腦輔助系統，協助高級管理層追蹤、監察和監控其售賣人員的售賣投資產品活動；或
 - (b) 設有程序以審核特定個案中的適合性事宜，例如投資項目在正常退休年齡後才到期，及客戶支付的保費金額超出其每月入息的某個百分比。
49. 投資顧問應實施適當的制度、監控及程序，從而確保他們有能力有效率和公平地為客戶服務。就此而言，投資顧問（尤其是規模較大的商號）可考慮利用科技以協助其高級管理層管理及監控他們的售賣活動。
50. 高級管理層應緊記，根據《操守準則》一般原則 9 的規定，他們的首要責任是維持應有的操守標準及遵守適當的程序。在考慮對投資顧問採取任何紀律行動時，證監會將會特別注意擔任監督及管理職務的個別人士所扮演的角色。

III.4 未經認可基金的售賣

51. 根據《證券及期貨條例》第 103 條的規定，除非投資產品已獲證監會認可，否則任何人如向公眾發出任何有關集體投資的廣告、邀請或文件，即屬犯罪（特別指明的例外情況除外）。例如，只有經證監會認可的基金才可以向公眾發售，但豁免適用的情況除外。雖然有上述規定，但我們在視察和調查中均注意到有些投資顧問將未經

認可的基金出售予剛與他們簽立協議的新客戶。其中大部分個案中，有關的投資顧問曾要求其客戶以書面形式確認 (a) 他們曾要求投資於相關的未經認可基金；或 (b) 他們應視作專業投資者以便可投資於未經認可的基金。但是，在後者的個案中，從投資顧問的紀錄內的資料似乎看不出這些客戶能通過相關法例及《操守準則》所規定的資產測試及對知識及經驗的要求，從而符合成為專業投資者的資格。

52. 鑒於其中一些未經認可的基金是大規模地售賣予投資者，對於投資顧問能否憑著取得客戶擬投資於未經認可的基金的書面確認而改變他們是在向公眾出售未經認可的基金這個事實及因此而違反《證券及期貨條例》第 103 條的規定，證監會抱有懷疑的態度。
53. 證監會正在調查這些事件。倘若證實有任何違規的情況，證監會將會毫不猶疑地對有關的投資顧問採取執法行動。我們促請投資顧問檢討其售賣未經認可基金的推銷手法，並應儘快採取適當的補救措施。

第C部 – 未來路向

54. 我們的主題視察及調查已識別出有待投資顧問處理的特定事宜。證監會擬履行其責任，透過落實以下措施，以協助推廣業界的良好作業常規：

具體指引及提示

- (a) 本報告的作用是要提醒投資顧問嚴格遵守《證券及期貨條例》、《操守準則》及《內部監控指引》內的規定，及提供具體指引以闡釋高水平要求的實際應用。遵照該等指引，投資顧問應該能夠在提出優良的意見及作出適當的信息披露的基礎上，更好地為香港的投資者提供優質及適合其負擔能力的金融產品。投資顧問應留意證監會在附錄3的建議售賣手法查檢表的內容。

動員投資顧問著手尋找解決方案

- (b) 證監會將研究在本報告內識別出來而又須進一步考慮的事宜。然後，證監會擬動員投資顧問就加強投資者保障及提高業界作業方式透明度的可行措施提供意見，例如：
 - (i) 向可能成為客戶的人士披露投資顧問怎樣賺取他們的報酬及從有關產品供應商取得佣金 / 佣金回佣（及非金錢利益）的價值；

- (ii) 要求投資顧問投購專業彌償保險；及
- (iii) 知會客戶將會向其提供的服務的準確性質。

作為事後跟進的主題視察

- (c) 我們將會在 2006 年進行另一輪的投資顧問主題視察，藉以評估投資顧問在遵守《證券及期貨條例》、《操守準則》、《內部監控指引》及本報告所載的指引方面的情況有否改善。

紀律處分行動

- (d) 我們將會對涉及嚴重違反相關法例（例如向公眾售賣未經認可的金融產品）的投資顧問採取行動。在已進行調查的個案當中，有多宗個案的詳情或會在適當時候公布。證監會將會向業界指出其需加以注意的任何經證實的特定違規事宜。

投資者教育

- (e) 證監會將會繼續致力協助投資者認識在向投資顧問尋求意見時的權利、責任及風險。

兩宗近期對持牌投資顧問採取的執法行動

(i) 百達環球資產管理有限公司訴 Susan Field

1. 百達環球是重要的案件，因為這是在香港首次有投資者成功控告投資顧問提供疏忽的投資意見。在附錄 2，我們概述了該宗案件的案情及從中得到的經驗。百達環球被判須對菲爾德女士（Ms Susan Field）負上支付損害賠償約 22 萬英鎊連同利息及訟費的法律責任。證監會目前正對百達環球的主事人巴伯先生（Mr Andrew Barber）展開紀律研訊程序，案件已交由證券及期貨事務上訴審裁處（“審裁處”）處理。

(ii) 羅德利（亞洲）有限公司

2. 證監會在 2004 年 8 月對羅德利展開紀律研訊程序。除其他事項外，證監會指稱羅德利：
 - (a) 在向客戶推介兩隻對沖基金之前，並沒有對該等基金進行充分的盡職審查。該等基金其後被清盤；
 - (b) 將該兩隻基金售予客戶，但有關客戶的投資目標及風險承受能力與該兩隻基金的風險狀況並不相符；
 - (c) 未有對該兩隻基金所顯示出其存在問題的情況進行適當的查詢；及
 - (d) 在該兩隻基金已明顯出現問題時，未有通知客戶。
3. 羅德利在不承認任何法律責任的基礎上，同意向受影響的 1,216 名客戶支付約 3,770 萬美元的特惠款項。最後，證監會決定嚴厲譴責羅德利以作為其紀律研訊程序的和解方案，因為這是符合公眾利益的做法。

從“Susan Field 訴百達環球資產管理有限公司”一案得到的經驗

1. 以下是 < *Susan Field 訴百達環球資產管理有限公司* > 一案的概要。我們可以從這宗涉及不當售賣手法的案件中汲取若干經驗。
2. 菲爾德女士 (Ms Susan Field) 是一名缺乏經驗的投資者，她在 1997 年 6 月初次認識百達環球資產管理有限公司的負責人員巴伯先生 (Mr Andrew Barber)。菲爾德女士並沒有與百達環球訂立任何投資顧問協議，亦沒有向巴伯先生支付任何費用。菲爾德女士從一開始已向巴伯先生表明想將多年辛勞工作所得的積蓄，按保守的方向進行投資，而且不希望積蓄會有任何虧損。菲爾德女士依照巴伯先生的意見，在 1998 年 3 月首先將其約 30 萬美元的積蓄中的大部分投資於與投資有關的人壽保險計劃。在毫無質疑的情況下，她信任並似乎倚賴了所得的意見。儘管如此，她並沒有與百達環球訂立任何投資顧問協議，亦沒有向巴伯先生支付任何費用。
3. 數月後，巴伯先生建議菲爾德女士訂立一項涉及槓桿效應的投資計劃。這項計劃利用菲爾德女士最初的投資額作為抵押品，並將取得的貸款用作購買另一項投資的資金，然後亦再將該另一項投資用作貸款的抵押品。作為貸款抵押品的投資以英鎊計值，而貸款本身則以日圓 (低息貨幣) 計值。這項策略的重點是預期以英鎊計值的投資的回報會高於日圓貸款的應付利息。據當時預期，這項重點加上達 2.5 倍的槓桿比率，將會大大地提高菲爾德女士的最初投資的回報。菲爾德女士在聽取該解說後，由於預期投資於該計劃不會涉及任何重大的風險，因此同意這樣做。
4. 不幸的是，由於日圓兌英鎊的匯價在翌年急升，導致菲爾德女士曾兩度被要求提供額外的抵押品。在 1999 年年底當她第二次被要求進一步提供抵押品時，由於她沒有做到，因此放款人將該貸款轉換為英鎊，導致匯價上的實質虧損。其後不久，菲爾德女士結清全部持倉。所有用作抵押品的投資因提前套現而招致罰款，並需要利用套現所得的款項償還該筆貸款。整項投資安排最終令她蒙受重大損失，只取回約 4 萬 4 千英鎊。
5. 在 2003 年 6 月，原訟法院裁定百達環球在自願承擔責任的基礎上，對菲爾德女士負有侵權法上的謹慎責任。巴伯先生建議菲爾德女士訂立的投資計劃並不適合她，而且與她已表明採用保守投資策略的意願不符。由於同時涉及槓桿效應、貨幣錯配、利率風險及提前套現須繳付罰款，代表這是附帶高風險的投資計劃，因此不應推介予菲爾德女士。此外，菲爾德女士亦沒有獲提供介紹該計劃的特

點及槓桿效應的概念，以及清楚提述相關風險的計劃說明書。因此，雖然她在簽署該計劃的申請表時，曾確認知悉有關風險的存在，但她在被售賣有關產品時獲詳盡地解釋所涉及的各種風險的可能性甚低。法官在經過仔細研究後認為，百達環球在多個重要方面都未能達到預期應達到的謹慎程度，故裁定菲爾德女士可獲得219,890.25英鎊的賠償連同利息。上訴法院其後在2004年7月駁回百達環球的上訴。

6. 這宗案件的重要性在於立下與投資顧問有關的先例，提醒他們有責任適當地評估產品對客戶的適合性，以及即使客戶已確認知悉風險的存在，投資顧問也不一定能免除有關的責任。
7. 對投資者來說，也可以從這宗案件汲取經驗：
 - (a) 投資者不應過度倚賴投資顧問，他們亦需要自行掌管本身的權益，並因應個人情況，謹慎地考慮某項投資是否適合自己。
 - (b) 在接納投資方案之前，必須提出一些重要的問題（例如，有甚麼下跌的風險？最大的潛在虧損會有多大？該意見怎樣切合我的情況？有哪些費用及收費？）投資者亦應閱讀建議產品的發售文件。
 - (c) 投資者需要理解所建議產品，尤其是所涉及的風險。如果投資者對產品的任何方面存有疑問，便應向他們的投資顧問查詢。將資金投進自己並不理解的產品是危險的做法。
 - (d) 即使產品本身屬於保守的性質，利用槓桿借貸以便投資於某產品的做法的風險尤其高。投資者在任何情況下都需要支付貸款利息，並且可能要在市況逆轉時被催繳保證金。如果用來作為貸款抵押品的投資與該貸款本身是以不同的貨幣計值，投資者亦需要承受貨幣錯配的風險。
 - (e) 應在簽署任何協議、申請表格或免責聲明之前仔細閱讀該文件。投資者應理解為何需要在任何免責聲明上簽署，及他們的投資顧問或產品供應商藉此免除甚麼責任。如有任何疑問，便不應簽署該文件。
 - (f) 視乎實際情況而定，因不當售賣手法而蒙受財政虧損的投資者，即使曾簽署關於風險的免責聲明，仍然有權循民事法院進行追討。然而，向個人或公司提出訴訟牽涉複雜程序和高昂費用。因此，投資者為了本身的最大利益起見，較為可取的做法是在簽署關於風險的免責聲明之前仔細閱讀該文件。

適用於持牌投資顧問的建議售賣手法查檢表

1. 投資顧問在向客戶推介任何投資產品之前，應對該產品有全面的了解，特別是其涉及風險的性質及程度。凡投資顧問計劃推銷未經證監會認可的投資產品，都應在其檔案內記錄有關產品的徹底盡職審查工作的資料，並確保已完全明白有關產品在各重要方面的情況。
2. 投資顧問應在提供服務予客戶之前，與客戶訂立全面的書面協議。
3. 投資顧問應自始便收集完整的客戶資料並將其保存在檔案內，如果客戶與投資顧問保持長期關係，便應定期更新有關的資料。
4. 投資顧問應確保以書面形式向每名客戶提供財務計劃或建議，並應保存有關副本於檔案內。財務計劃或建議應包括以下項目：
 - (a) 有關建議產品的主要特點的概述，當中應包括建議產品是否已獲證監會認可的聲明；
 - (b) 有關提前套現建議產品可導致的後果的清晰解釋；
 - (c) 有關建議產品的風險及這些風險如何與客戶的風險承受能力及投資目標相符的清晰解釋；
 - (d) 投資顧問為何建議該產品及對該產品的認識；及
 - (e) 投資顧問曾經考慮過的其他投資選擇及其他投資選擇並不適合客戶的原因。
5. 投資顧問應監管及監督其售賣人員，確保他們向客戶提供合適的意見。高級管理層或獲委派負責合規事宜的人員應設計適當的制度及程序，藉以覆核及在可行時要求在提供予客戶的所有財務計劃或建議上加以副署。
6. 倘若投資顧問與客戶之間保持長期關係，則投資顧問應確保定期監督客戶的投資及更新有關客戶的資料及詳情。在適當的情況下，若發生與客戶投資有關的任何變動，應即時通知客戶並保存有關副本於檔案內。