

中文翻譯

(傳真: + 886-2-8969-1357)

行政院金融監督管理委員會銀行局
中華民國台灣
22041 臺北縣板橋市縣民大道 2 段 7 號 7 樓,
致:第五組王立群副組長

王組長台鑒,

行政院金融監督管理委員會二零零八年六月十七日發佈的規定

非常感謝您在六月撥冗與我們見面, 和我們就臺灣市場監管問題交換意見, 我們從會議中受益良多, 並非常高興得知銀行局在臺灣發展穩健和活躍的衍生市場的決心。

在此我們謹代表國際掉期與衍生產品協會(“ISDA”)向銀行局提呈關於行政院金融監督管理委員會於二零零八年六月十七日發佈的「信託業辦理特定金錢信託投資國外有價證券業務應遵守之事項」(“FSC 法令”)的信件。本函主要討論 FSC 法令第一條第(三)項的若干問題。我們從我會的成員瞭解到, 該條在市場裏引起了一些憂慮。

FSC 法令第一條第(三)項規定:

“一、信託業辦理特定金錢信託投資國外有價證券業務, 除其投資標的為境外基金另依「境外基金管理辦法」規定辦理外, 應遵守下列事項:

.....

(三)不得主動推介特定國外有價證券或主動提供、寄發其說明書予客戶或一般大眾。但該國外有價證券之經理(或發行)機構未說明該國外有價證券有銷售對象之限制, 且該國外有價證券到期本金之保本比率達百分之百者, 得對現有之特定金錢信託客戶為之。”

我們理解本條致力於保護臺灣零售投資人的利益, 特別是減少投資人被誤售其並不理解的複雜金融商品的情況。我們完全理解銀行局的憂慮, 並且我們

也相信關於金融商品風險披露、銷售和客戶適格性的法規對保護個人投資者的公平待遇而言是必不可少的。我們只是就 FSC 法令有一些評價和問題，希望能在這裏和您共享。

1. 保本要求

根據 FSC 法令第一條第(三)項，臺灣從事信託業務的銀行不得主動推介國外有價證券，除非該證券滿足特定的條件，包括本金保本的要求。本金保護的要求似乎是建立在非本金保護商品對個人投資者而言風險太高的假定之上。我們在此想提出的是，非本金保障的產品不一定會比臺灣投資者廣泛投資的一些金融商品的風險更高。

有許多非本金保護的商品和普通的投資商品（如股票、基金）具有一樣的收益風險。例如，市場上常見的一種結構性商品是收益增長票據，投資此商品時，證券購買人實際上就特定股票或股指出售價外賣出選擇權。在該票據到期時，票據持有人或者得到票據的票面值及提高的利息收入（即利息加上選擇權權利金），或者在參照資產低於事先決定的執行價格時，收取參照資產的市價。就對參照資產所承受的風險而言，與直接投資參照資產相比，票據購買人並沒有更多的風險。投資於這樣的收益增長票據就如同以較低的目標價在未來投資于作為參照資產的股票；如果股價在未來沒有降至預定的水準，投資者收回本金及提高的利率。這一產品給股市走向持一定觀點的投資者提供了額外的投資策略，而又無須增加對參照資產的風險。¹

保本的金融商品對購買人而言包含了機會成本（放棄一定的利息收入）。在低息環境下，金融商品的投資期限必須很長才能設計出有吸引力的保本商品。無論票據的期限有多長，投資者如想于保本票據到期前贖回票據，則須承受本金的損失- 這往往成為結構性商品的個人投資者不滿的起源之一。許多非保本商品給投資者提供在對某些參照資產持一定合理觀點時增加收益的

¹ 我們注意到投資者在投資于這些收益增長票據時，承擔的一個額外風險是票據發行人或保證人（如有保證人）的信用風險。但是就對參照資產（如與股票連接的票據）所承受的風險而言，投資於這些票據與直接投資參照資產相比，並沒有更多的風險。

機會。如沒有這些商品，尋找收益的投資者就會在低息環境下喪失其他的投資機會。

許多國家和地區的經驗證明了，保護投資者最有效的方式是要求適當的適格性審查和準確的風險揭露。就此而言，我們注意到大多數國家和地區通過規範銷售環節來管理證券市場，而非限制投資者可投資的商品品種。例如在歐盟，結構性商品按“發行書條例”(Prospectus Directive)的要求需就商品發行人資訊(財務及其他資訊)作出披露，同時 MIFID(Markets in Financial Instruments Directive)側重於銷售環節的資訊揭露，包括利益衝突的揭露，銷售商及其服務的適當資訊揭露，擬運用的投資策略，成本及相關收費，及執行客戶指令的政策。按 MIFID 的規定，銷售商必須就特定商品評價特定投資者的適格性，並以此決定是否可銷售該商品及相關風險揭露。MIFID 本身並未規定某一金融商品能否售于零售投資者。我們相信投資者應有不同的商品選擇，只要他們理解商品的風險(從而有足夠資訊作出決定)，並有財務能力承擔這些風險。

2. 一般大眾

FSC 法令第一條第(三)項限制向“一般大眾”積極推介國外有價證券的行為。該條同時也包含了這一限制的例外情況：(1) 該國外有價證券之經理(或發行)機構未說明該國外有價證券有銷售對象之限制，且(2) 該國外有價證券到期本金之保本比率達百分之百者。FSC 法令第一條第(五)1 項還規定：

“如特定國外有價證券之經理(或發行)機構說明該國外有價證券有銷售對象之限制者，信託業不得接受一般客戶委託投資。” “一般大眾”及“一般客戶”的定義對理解這兩條規定如何適用非常重要。什麼會構成“有價證券銷售對象之限制”必須從“一般大眾”的定義出發加以詮釋。

FSC 法令第一條第(三)項明確了如果一種證券只有機構投資者可以投資，則不能銷售于個人投資者。但該條沒有解釋清楚是否對投資者的任何限制和描述均會構成第一條第(三)項下的“銷售對象之限制”，從而使得信託銀行無法主動推介。例如，許多結構性商品的條款介紹常常包括以下語言：“本商

品僅適宜對於結構型商品及相關之風險因素具有詳盡的知識及瞭解，具備投資複雜之金融商品經驗，且可接受結構型商品之投資風險，並有財務能力承擔投資損失等條件之個人。”這樣的語言是否會構成上述條件(1)下的“銷售對象之限制”。我們希望銀行局能夠向業屆澄清 FSC 法令第一條第(三)項下“一般大眾”及銷售限制的涵義。

此外，FSC 法令並不區分公眾中不同類別的投資者，這些不同的投資者會具有不同投資能力從而可投資於不同產品。FSC 法令第一條第(三)項禁止所有向公眾（包括高淨資產的個人）主動推介國外有價證券的行為，除非滿足上述的特定條件。就此我們注意到許多國家承認普通個人投資者與高淨資產的個人的不同，後者具有更多的投資經驗和承擔財務損失的能力。我們認為臺灣法規也應當區別對待這兩類投資者。

ISDA 非常支持銀行局頒佈法規保護臺灣結構性商品零售投資者的利益。同時，ISDA 也認為監管制度應鼓勵金融創新和靈活性，並避免產生不確定因素。目前的金融環境對許多地方的監管機構和從業人員而言充滿了挑戰。ISDA 正和業屆的各方參與者致力於迅速、平穩地解決金融市場最近發生的若干事件。我們衷心希望能和銀行局及臺灣市場的參與者緊密協作，共同解決目前的難題，並在您認為需要的時候隨時提供協助。

ISDA 期待能與銀行局繼續探討此事宜。如果您或者您的同事對結構性證券交易指導原則或本信函有任何問題的話，請隨時與在香港的駱嵐 (knoyes@isda.org 電話 +852 2200 5909)，古靜 (jgu@isda.org，電話 +852 2200 5908) 或與在新加坡的馬偉宜 (wuybay@isda.org 電話 +65 6538 3879) 聯繫。

順致問候，

For The International Swaps and Derivatives Association, Inc.

二零零八年十月三日