

[中文翻譯]

致楊照先生

中華民國信託業商業同業公會

地址：臺北市中正區羅斯福路一段七號四樓(100)

日期：2008年8月1日

主旨：信託業商業同業公會草擬之結構性證券交易主合約（“主合約”）

尊敬的楊先生，

首先，國際掉期與衍生產品協會（“ISDA”）在此向信託業商業同業公會（“信託公會”）邀請 ISDA 就主合約發表意見表示最誠摯的謝意。ISDA 非常榮幸有機會就主合約提供建議。

ISDA 瞭解到信託公會在過去幾個月中一直與一些外國銀行討論主合約草稿。ISDA 也瞭解到信託公會和這些外國銀行在若干問題上有不同見解，目前和外國銀行的對話陷入僵局。ISDA 在此希望提出主合約和 JAC 原則¹ 的重大不同之處會起到拋磚引玉的作用。我們希望此函能使得信託公會繼續與外國銀行對話以解決雙方之分歧。

雖然 ISDA 瞭解信託公會的憂慮並同意主合約應當明確劃分職責以防止誤售事件的發生，但是 ISDA 想在此指出主合約 2008 年 7 月 18 日稿分配責任的方式和其他國家所廣泛接受的原則有顯著差距。就此，我們希望提請貴會注意聯合商會委員會（“JAC”²）就銷售零售結構性產品種中常見問題的兩個文件，特別是其中有關劃分產品提供者和銷售者責任的內容，以及尊重合同自治以反映各方所承擔的不同角色的原則。

JAC 原則是 JAC 全球，地區和地方成員以及銷售商協會深思熟慮的成果，該原則明確地表述了市場參與者在發展健康的零售結構性產品時所共同分享的價值。雖然這些原則不是強制性的，但它們是全世界各地產品提供者和銷售者的指導原則，JAC 鼓勵參與向個人投資者發售結構性產品的機構在其政策及程式中反映這些原則。

JAC 原則對我們此處就主合約的討論也頗有啟發。JAC 原則承認通常僅產品銷售機構而非產品提供機構直接面對投資者。因此 JAC 原則集中於討論：在認同所有參與“銷售鏈”的各方均希望投資者投資的產品能符合期望（換而言之，防止誤售事件的發生）的前提下，如何解決由此引發的問題。JAC 原則 無論對產品提供機構或銷售機構均不偏袒。該原則強調按各方在產品銷售和生存週期所承擔的不同角色來合理分配責任。

¹ 這些原則體現在 JAC 發佈的兩個檔中：“Retail Structured Products: Principles for Managing the Provider-Distributor Relationship” (10 July 2007) and “Structured Products: Principles for Managing Distributor - Individual Investor Relationship” dated (9 July 2008)。

² The JAC 由下列貿易協會組成：European Securitisation Forum (ESF), International Capital Market Association (ICMA), ISDA, London Investment Banking Association (LIBA) and Securities Industry Financial Markets Association (SIFMA)。

1. 投資者適格性事宜應完全由產品銷售者負責

如何避免誤售事件的發生在結構產品領域一直是一個難題。雖然各國監管者對這一問題的回應有所不同，但一個在全球獲得廣泛承認的原則是：投資者適格性必須參照特定投資者提供的保密資訊來判定。某一特定投資者是否適合投資某一產品取決於該投資者的投資經驗，淨流動資產，成熟程度，風險承受能力及其他可變因素，並沒有一個對所有零售投資者均適用的答案。鑒於是產品銷售者面對投資人且投資人是銷售者的客戶，進行投資者適格性審查應是銷售者的責任而非產品提供者的責任。

在判定投資者適格性時，銷售者必須瞭解其發售的產品以便適當準確地向投資者解釋產品。為此目的，銷售者應當有產品審核的程式以決定能向哪類客戶銷售產品（“適當性”）。這一程式應考慮產品性質，目標客戶以及審核該產品是否適合特定目標市場。銷售者接受某一產品提供者就結構產品適當性的判斷並不足夠。例如，兩個產品提供者對同樣產品可能會有不同的意見。只有銷售者才能對產品作出一致評判並判定投資者適格性。因此，銷售者對其將銷售的產品作出獨立審核至關重要。我們瞭解臺灣法律在這一問題上與 JAC 原則一致，都要求銷售者在提供產品于投資者之前，審核相關結構性產品的合理性並審查投資者適格性。

2. 任一當事人均不承擔他方依法應負之義務

我們瞭解如何防止誤售事件的發生是臺灣監管機構目前之關注點，因此主合約中的許多條款在於滿足與此相關的監管要求。但是主合約達到這一目的所使用的方式與 JAC 原則非常不同。

主合約對上述監管焦點的回應是將產品審核和投資者適格性的責任分配給產品提供者，這應體現在若干條款中。例如，主合約規定產品提供者須負責促使負責管理相關證券之經理機構提交客戶適格性之書面確認。再如，主合約規定產品提供者應負責審閱銷售者按臺灣法規撰擬之商產品說明，並向銷售者書面確認該商品說明包括相關證券完整、正確及即時之資訊。主合約還要求產品提供者盡最大努力，持續協助銷售者履行相關台灣監理法令下之義務。我們注意到 JAC 原則處理上述問題的方式完全不同：產品提供者應確保其銷售資料的準確性，即使資料包括了產品提供者提供的資料，銷售者必須滿意這些銷售並對這些資料的在臺灣法下的合規性負責。

目前的主合約草稿使得產品銷售者，唯一瞭解和接觸個人投資者的一方，向投資者出售產品而無需理解該產品。上段提及的條文會成為對銷售者理解產品和做出正確披露的反激勵，因而使得誤售事件/錯誤聲明更易發生（銷售過程往往體現為銷售商的投資顧問和個人投資者之間的口頭談話）。這些條款長期而言對臺灣投資者有害無益，並且可能會引發更多的誤售事件。我們相信這並非臺灣法規的意圖，我們理解這些法規目的在於提高銷售者審核產品的能力和程式以防止誤售事件的發生。

而且，將遵守臺灣法規的職責轉移給海外的產品提供者（這些提供者並不受這些法規的制約）會大大增加這些產品提供者的交易成本。這些成本很可能會最終轉嫁給臺灣的投資者。ISDA 在此想指出雖然在商業談判中雙方有自由按各自意願進行協商，但每一談判的出發點都是：各方當事人承擔各自依法應負之義務，任何一方均不承擔對方依法應負之義務，或監督對方遵守其法律的責任。

3. 與市場慣例不一致的合約不會得到市場參與者的廣泛認同

ISDA 起草了許多適用於全球衍生產品市場的通用檔（如 ISDA 主協定，ISDA 產品定義及確認書）。ISDA 從自身經驗中學到，一個行業通用檔一定要符合被市場參與者所廣泛接受的原則才能成功。

因為主合約並沒有得到市場參與者的普遍認同，我們擔心合約發佈後會出現市場參與者很少使用或對合約條文大幅修改的情況。例如，小型的臺灣銷售者如堅持使用這一合約可能會失去很多商機，而且處於弱勢的銷售商會面臨很大壓力重新談判一個新的合約以給與產品提供者更合理的條款。而最大的那些臺灣銷售商可能會想產品提供者要求更優惠的條件。結果可能會是市場上有很多不同版本的主合約，或一些市場參與者選擇將主合約束之高閣。

ISDA 支持 JAC 原則，並且是主合約擬定過程中中立的觀察者。ISDA 同時也是標準化檔，最好實踐和衍生市場健康發展的倡議者。我們希望信託公會和國外的產品提供機構能繼續就主合約進行對話直到雙方達成一致為止，我們相信這符合所有各方（包括監管者，投資者，銷售者和產品提供者）的共同利益。

ISDA 期待能與信託公會討論主合約事宜及該合約與 JAC 原則的相同和不同之處。如果您或者您的同事對結構性證券交易指導原則或本函有任何問題的話，請隨時與在香港的駱嵐先生 (knoyes@isda.org 電話+852 2200 5909) 或古靜女士 (jgu@isda.org 電話+852 2200 5908)，或新加坡的馬偉宜先生 (wbybay@isda.org 電話 +65 6538 3879) 聯繫。

此致

抄送：中華民國行政院金融監督管理委員會銀行局第四組第二科侯立洋科長