

PDF-CASE2016020

## 雷曼迷你债“迷倒”中小投资者——金融机构适当性义务之释义<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：** 2008 年雷曼申请破产，与其相关的“迷你债券”价值缩水，大量投资者损失惨重，在中国香港引起轩然大波。“迷你债券”本质上是一种结合 CDO 和 CDS 的复杂场外金融衍生品，但众多投资者为非专业的中老年人，对金融产品了解甚少，将“迷你债券”误认为低风险的普通债券，投入毕生积蓄、损失巨大。在香港金管局和证监会协调下，16 家分销银行与投资者达成和解协议，以六至七成价格回购“迷你债券”，并对多家分销银行在销售过程中存在欺诈和误导行为进行查处。此后证监会制定新规，在告知义务、宣传行为、冷静期规定等方面规范金融机构销售的适当性义务。

**关键词：** 迷你债券；雷曼破产；金融消费者；适当性规则；欺诈

### 0 引言

2008 年 9 月，雷曼兄弟控股公司（Lehman Brothers Holdings Inc，以下简称“雷曼控股”）申请破产之后，在全球引发金融市场剧烈震荡，波及许多国家和地区。在亚洲，大量购买雷曼“迷你债券系列”（Minibond Series）的投资

- 
1. 本案例由上海师范大学商学院的鲍晓晔撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

者损失惨重，在中国香港特区引起巨大风波。香港证监会（Securities and Futures Commission, SFC）公布的信息显示，截止 2008 年 9 月 30 日，香港市场发售的雷曼相关未到期非上市零售结构性票据金额约为 156.43 亿港元，占香港市场所有未到期非上市零售结构性产品总金额（约为 831.7 亿港元）的 18.8%，涉及投资者超过 4 万人，也就是说差不多每 200 个香港市民中就有一位中招。“迷你债券”投资者中 47% 涉及金额介乎 11 万至 50 万港元，更多的是百万元以上，平均每个投资者投资金额约为 400 万港元，不少人将全副家当用于购买雷曼“迷你债券”，损失惨痛。根据香港金管局（Hong Kong Monetary Authority, HKMA）2012 年 1 月 13 日报道，总共 21838 起与雷曼相关的投诉案件已有超过 99% 处理完毕，还剩余 71 起正在调查处理中（见表 1）。

表 1：雷曼相关投诉案件处理情况表（截止 2012 年 1 月 12 日）

产品类型	投诉案件数量	调查处理中	调查完毕	行政处罚程序中	已行政处罚	依《证券及期货条例》第 201 条处理	依《证券及期货条例》第 201 条程序规则处理
迷你债券	13837	4	804	20	-	13051	380
以雷曼控股为参考机构的信用联结票据	4775	18	3058	349	2	1305	1923
雷曼相关公司发行的资产挂钩票据	2912	39	1556	58	-	1408	687
其他	314	10	244	2	-	-	182
总计	21838	71	5662	429	2	15764	3172

资料来源：香港金管局官方网站 [www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)

## 1 挂羊头卖狗肉：迷你债券交易的真面目

### 1.1 “迷你债券”是不是债券？

#### 1.1.1 此“债券”非比债券

从表面上看，这种“迷你债券”与普通债券似乎没有什么区别，都具有固定期限，定期支付固定利息，到期由发行人还本付息。不但如此，按照销售人员的说法，它还具有普通债券所没有的“优点”：一是进入门槛比较低，不需要投入大量资金，任何个人都可以购买；二是与国际知名银行、企业甚至国家信用相关，似乎风险更低。

然而，事实上雷曼“迷你债券”与低风险的政府债券、金融债券大相径庭。

雷曼“迷你债券”本质上是一种结构化的场外金融衍生品，它将债务抵押凭证（Collateralized Debt Obligation，以下简称“CDO”）和信用违约互换（Credit Default Swap，以下简称“CDS”）两种这次金融危机让大家开始了解的产品结合起来。CDO 是一种固定收益证券，运作机制与传统的资产支持证券（Asset Backed Securities, ABS）相似，传统的 ABS 其资产池可能为信用卡应收账款、现金卡应收账款、租赁租金、（汽车贷款债权等，而 CDO 背后的支撑则是一些债务工具，如高收益的债券（high-yield bond）、新兴市场公司债或国家债券，亦可包含传统的 ABS、住宅抵押贷款证券（Residential Mortgage-Backed Securities）、商用不动产抵押贷款证券（Commercial Mortgage-Backed Securities）等资产证券化商品。CDS 是一种由两方签订的信用衍生合约，买卖双方以某一种金融工具（包括各国国债、企业债券、资产抵押证券等）作为参照物，交易双方均并不一定拥有或持有此金融工具。CDS 的出售方（即“迷你债券”的发行人）承担参考机构债券（即 CDS 产品中的参照物）的价值毁损，因此，一旦参考机构出现违约事件，购买相关金融衍生品的投资者将承担经济损失。同一种类的投资产品有许多种，一些大型金融机构包括摩根斯坦利、瑞银集团、甚至亚洲的一些银行例，如新加坡的星展银行都发了大量的类似债券。

### 1.1.2 涉诉的五种“迷你债券”

根据香港金管局《关于雷曼控股相关结构化产销售过程中问题的调查报告》（“Report of the HKMA on Issues concerning the Distribution of Structured Products connected to the Lehman Group Companies”），此次“迷你债券”风波中涉及的投资产品主要可以分为五种：（见表 2）

（1）第一种：太平洋投资金融公司（Pacific Investment Finance Ltd.）发行、雷曼兄弟亚洲投资有限公司（Lehman Brothers Asia Ltd，以下简称“雷曼亚洲”）作为组织方的信用联结票据（Credit-linked Notes），即“迷你债券”（Minibonds）；

（2）第二种：Pyxis Finance 发行、雷曼亚洲作为组织方的资产挂钩票据（Equity-linked Notes），即“Pyxis 票据”（Pyxis Notes）；

（3）第三种：大西洋国际金融（Atlantic International Finance Ltd）发行、雷曼亚洲作为组织方的基金挂钩票据（Fund-linked Notes），即“基本票

据” (ProFund Notes);

(4) 第四种：以雷曼控股作为参考机构的信用联结票据；

(5) 第五种：其他以私人认购 (private placement) 方式出售的与雷曼有关的结构性票据。

表 2：涉诉的 5 种雷曼“迷你债券”系列

Category	Issuer and Arranger	Issue dates (Note 1)	Amount involved (\$mn)
Credit-linked notes where LBHI is not a reference entity <b>(Minibonds)</b>	Issuer : Pacific International Finance Ltd Arranger : LBAL	Between Jul 03 and May 08	11,205
Equity-linked notes <b>(Pyxis Notes)</b>	Issuer : Pyxis Finance Ltd Arranger : LBAL	Between Aug 04 and May 07	72
Fund-linked notes <b>(ProFund Notes)</b>	Issuer : Atlantic International Finance Ltd Arranger : LBAL	Aug 06 and Apr 07	80
Credit-linked notes where LBHI is a reference entity <b>(Constellation Structured Retail Notes) (Retail-Aimed Callable Investment Notes) (Octave Notes)</b>	Issuer : Constellation Investment Ltd Arranger : DBS Bank Limited	Between Mar 06 and Jul 07	2,188
	Issuer : SPARC Ltd Arranger : UBS Securities Asia Limited	May 07	64
	Issuer : Victoria Peak International Finance Ltd Arranger : Morgan Stanley & Co International Limited	Between Sep 06 and Nov 06	374
Private placements	Various		6,248

资料来源：香港金管局官方网站 [www.hkma.gov.hk](http://www.hkma.gov.hk)

上述投资产品主要由 21 家银行和 3 家证券公司分销，发行时间大多在 2006 年、2007 年间，期限则包括 3 年、5 年或 7 年不等，这类债券给出的回报相对较高，且在不少香港市民看来风险较低。雷曼兄弟申请破产之后，在香港发行的以雷曼作为参考机构的信用联结结构性票据被提前赎回，赎回金仅为本金的一部分甚至可能是零，而雷曼自己及相关公司发行的投资产品由于其组织方和最终交易对手都是雷曼旗下的子公司，使得赎回价值的计算人不复存在。

### 1.1.3 “迷你债券系列 36”的内部运作

由于“迷你债券”涉及的金融产品种类较多，下面以“迷你债系列 36”为

例，分析介绍其内部运作流程。（见图1）“迷你债券系列36”是上文所述的第一种“迷你债券”，即由太平洋投资金融公司作为发行人、雷曼亚洲作为组织方的信用联结票据。

第一步，太平洋国际金融公司面向公众投资者发行“迷你债券”，用募得的资金购买 CDO 作为“迷你债券”的抵押品（该抵押品由雷曼亚洲根据“一定准则”在 AAA 级的 CDO 中挑选），CDO 利息用来充当“迷你债券”的利息，在“迷你债券”到期时则通过出售 CDO 来偿付本金。

第二步，由于 CDO 付息频率和付息方式等与“迷你债券”并不完全一致，太平洋国际金融公司进而与雷曼特殊融资公司（Lehman Brothers Special Financing Inc.）签订相应的利率互换合约，将 CDO 的利息收益转换为与“迷你债券”付息频率一致的利息收益，该笔利率互换交易由雷曼控股提供担保。

第三步，太平洋国际金融公司与雷曼特殊融资公司签订一笔基于汇丰银行、渣打银行、和记黄埔有限公司等 7 家信用主体的 CDS，约定由雷曼特殊融资公司向太平洋国际金融公司按期支付“保费”，太平洋国际金融公司提供信用担保，保费则作为额外的收益支付给“迷你债券”投资者以提高迷你债券的收益率。

通过以上分析，不难发现“迷你债券”实际上是包含了 CDO、CDS 及利率互换的一种结构化债权产品。由于“迷你债券”的还本付息主要取决于太平洋国际金融公司所购买的 CDO。因此可以说，利率互换和 CDS 等衍生产品都围绕着 CDO 的包装而进行，并依此使“迷你债券”与国际知名公司的信用挂上了钩。



图 1：“迷你债券系列 36”的运作流程

## 1.2 雷曼破产如何引发迷你债券风险？

### 1.2.1 高回报下的高风险

雷曼“迷你债券”的回报率远高于市场平均收益。从香港情况看，雷曼“迷你债券”年收益率基本都在 5.6%以上，高于同期香港三年期港币定期存款利率，这也正是“迷你债券”销售量大、购买人数众多的原因所在。然而，收益总是和风险相伴而生，雷曼“迷你债券”高回报的代价是其背后隐藏的高风险。

由于雷曼“迷你债券”涉及发行人太平洋国际金融公司、雷曼特殊融资公司、汇丰银行等国际知名公司的信用以及 CDO、CDS 和利率互换交易等一系列复杂操作，其中任何环节出现问题，都会使太平洋国际金融公司无法按期还本付息，造成对投资者的违约。为了避免这种情况的发生，太平洋国际金融公司设计了提前赎回条款，约定当汇丰银行等其他主体发生信用事件、发行人本身出现问题，或出现 CDO 无法按期支付利息、利率互换安排提前终止等情况时，太平洋国际金融公司都可以提前赎回“迷你债券”，在“迷你债券”被提前赎回时，太平洋国际金融公司将根据引发赎回事件的不同，向投资者支付不同的赎回金额。2008 年 9 月雷曼兄弟提交破产申请之后，全世界金融体系出现大幅震荡，在亚洲也随之掀起了轩然大波。雷曼兄弟申请破产之后，在香港发行的以雷曼作为参考机构的信用联结结构性票据被提前赎回，赎回金仅为本金的一部分甚至可能是零。2008 年 10 月 28 日，新加坡星展银行宣布在香港发行的以雷曼作为参考机构的 32 只信贷挂钩票据于 10 月 31 日起可以赎回。不过经评估，除其中两只可以取回约 8.7%的本金外，其余 30 个系列的赎回价都为零。而另一些雷曼自己及相关公司发行的投资产品由于其组织方和最终交易对手都是雷曼旗下的子公司，使得赎回价值的计算人不复存在。

### 1.2.2 “迷你债券系列 36”的违约清偿

以“迷你债券系列 36”为例分析，投资者实质上承受了汇丰银行、渣打银行、和记黄埔有限公司等 7 个参考机构的信用风险，对交易对手提供一种信用保险，以换取较高的固定利息收益。当出现违约事件或者任何其他需要提前赎回情形时，投资者都可能出现本金损失。当参考机构出现违约事件时，投资者将承受巨大损失。违约参考机构的债券市场价值很低，如果 CDO 也出现价值折损，那么赎回价格就会相当低，甚至为零。（见图 2）例如，前面提到的星展银行由于参

考机构之一雷曼控股出现违约事件而提前赎回它发行的信贷联结票据就属于这类情形。



图 2：“迷你债券系列 36”因参考机构违约而提前赎回的清偿流程

而当出现其他导致需要提前赎回的情形时，例如雷曼控股的倒闭导致雷曼“迷你债券”的最终交易对手无法执行互换协议，这时也需要进行提前赎回。（见图 3）出现违约事件和出现提前赎回情形时的债券清算方法是不同的。这次雷曼兄弟的倒闭引起了第一种“迷你债券”，即以雷曼控股作为参考机构的“迷你债券”的违约事件的发生，同时引起了第二种债券，即雷曼控股发行的“迷你债券”的提前赎回情形的发生。这两种“迷你债券”受到的损失以及清算的速度都有所差别，第一种“迷你债券”损失大但是清算的速度比较快，第二种“迷你债券”的损失相对小一点，但是由于计算清算价值的计算人已不复存在，因此最终的清算价值的计算以及对投资者的偿付都还在进行当中。



图 3：“迷你债券系列 36”因 CDO 提前偿付而提前赎回的清偿流程

## 2 苦尽甘来：迷你债券苦主和解获赔

### 2.1 事件升级

雷曼倒闭后，与其相关的“迷你债券”价值缩水，乐观估计市值也仅有当日销售价值的百分之十以下，即便银行按照特区政府的建议回购，投资人也将损失近 90% 的资产。难以面对损失的雷曼苦主于 9 月 23 日向香港金管局投诉，共涉个案 660 宗，涉金额约 6.8 亿港元，最大一宗达 1500 万港元，其中大部分投诉案件涉及“迷你债券”。

雷曼的破产给香港“迷你债券”的投资者带来巨大的损失，引发投资者不满。2008 年 10 月 4 日，一些购买了雷曼迷你债券的“苦主”到中银（香港）总部申斥，要求退回本金，但遭到大厦保安阻止，双方对峙近三小时。

10 月 8 日上午有近千名雷曼“迷你债券”持有人集聚在香港立法会门外，要求立法会介入调查“银行欺骗”及“政府失职”行为，并要求香港金管局总裁任志刚及财经事务及库务局局长陈家强下台。

这些雷曼“苦主”主要是非专业的中老年人，对金融产品了解甚少，许多人至今都不知道何为“迷你债券”。他们指责银行职员根本没有对产品进行详尽的解释，有的职员自身都对产品不甚了解，以至于将实际为风险度极高的衍生品迷你债券解释为和普通债券性质相同，误导了这些投资者，使得不少人将毕生储蓄投入这种产品中。

### 2.2 应急措施

“迷你债券”纠纷发生之后，香港特区政府迅速采取了一系列应急措施：监管部门与立法会保持紧密信息沟通，果断对雷曼控股及其关联公司在港经营机构采取限制措施；责成分销银行及其他中介接受投资者投诉、查询及对不当销售进行内部调查等。

2008 年 9 月至 10 月，由于雷曼控股破产所引发的香港雷曼“迷你债券”事件在不断升级。香港金管局总裁任志刚于 2008 年 10 月 10 日接受采访就此事表示，称香港金管局正以公正客观为原则，尽快彻查投诉个案。面对与日俱增的投诉，任志刚表示，“香港金管局正竭尽所能全速处理这项重要工作，并已调派超过 100 名职员，包括金管局本身的同事和一些临时增聘的外援人手。”



香港政府财政司司长曾俊华曾于 10 月 6 日公开表示, 建议 21 家分销银行根据目前所掌握的资料对债券进行估值后回购债券。不过, 就目前来看, 大部分银行并未在债券回购问题上有实质性的动作, 尚处于通过因此事件专门成立的银行公会专职负责小组协商之中。

对于此事件的最终会如何处理, 任志刚表示, 将按相关原则和背景来处理有关不当销售的投诉, 并向公众保证, “若有银行或其职员被查明确实有不当销售投资产品, 我们将会非常严肃处理, 并采取适当的纪律处分。”

### 2.3 达成和解

香港金管局以及财经事务和库务局鼓励分销银行按照市场价值回购迷你债券。在雷曼没有倒闭之前, CDO 的市场价值以及互换协议的价值按照雷曼子公司选择的三个交易商当中报价最高者为准; 雷曼倒闭之后, 则选择交易商的权限交给信托人。互换协议的价值在交易对手违约的情况下由发行人根据做市商的报价确定, 最终的计算由计算人或者信托人来行使。

2008 年 10 月 22 日, 香港银行公会专责小组宣布, 可望在 12 月初回购首批雷曼迷你债券。“就有关回购雷曼兄弟迷你债券事宜, 独立财务顾问安永会计师事务所已完成第一阶段的工作, 初步分析了所有债券系列的现有数据资料。在与政府及金融管理局紧密合作下, 可望在 2008 年 12 月初开始进行首批迷你债券的回购工作。”香港监管当局委托了新鸿基金融来估值, 并由安永作为独立财务顾问, 这也是为了更好地保障投资者的权益, 以使得 CDO 和互换协议卖个好价钱。

香港证监会、金管局在 2009 年 7 月与 16 家“迷你债券”分销银行共同达成的协议, “迷你债券”分销银行同意向合资格的迷你债投资者提出回购计划。回购方案主要是: 向 65 岁以下的客户, 以其购买“迷你债券”本金的 60% 回购所持迷债; 65 岁以上的客户, 则以 70% 回购, 并视乎日后出售抵押品的所得, 再按比例赔偿予客户。

8 月 7 日起, 16 间迷你债券分销银行开始向迷债回购计划的约 25000 名资格的客户发出回购文件。截至 12 月 2 日, 24399 名即 98.9% 的客户接受回购建议, 其中接受回购方案约 99.97% 客户已获有关银行付款。此外, 在推出迷债回购计划前已与银行达成和解的约 4800 名客户亦有资格接纳银行提出的自愿回购建议以及同等的补偿。截至 11 月 30 日, 在之前的和解中得到的补偿款额不足投资本

金 60% 的 65 岁以下客户及不足投资本金 70% 的 65 岁或以上客户中，已有 99.5% 获得银行支付的差额。

## 2.4 严罚违纪

在香港雷曼“苦主”赔偿方案逐步落实的同时，金管局近日公布将考虑对 765 宗雷曼相关“非迷你债券”投诉个案考虑采取纪律处分。至今已有一投诉个案受到纪律处分。星展银行的一名销售人员在销售时，未向客户披露产品风险以及填妥风险披露声明，成为首宗涉及雷曼相关“非迷你债券”而被纪律处分者。

到 2009 年 12 月 3 日为止，香港金管局总共收到 21760 宗（截止 2012 年 1 月 12 日又增至 21838 起）涉及雷曼相关产品的投诉，其中 7731 宗涉及“非迷你债券”，目前共有 2605 宗涉及“非迷你债券”的投诉已经结案。而关于“迷你债券”的投诉，13114 宗在雷曼兄弟“迷你债券”回购计划中被称为合格客户或分销银行自愿补足前和解差额的客户。896 宗“迷你债券”的投诉涉及不合格客户、不接受回购建议客户或其他尚待银行澄清的个案。香港金管局和证监会分别就各自主管范围对分销商的不当销售指控展开调查和处罚。

此外，香港相关金融监管当局委任独立顾问检讨分销银行实施回购建议过程中的程序与策略；设立独立财务顾问负责就“迷你债券”的抵押品进行估值；并就相关信息及时向社会公众发布最新进展情况等。截止 2012 年 1 月 12 日，总共 21838 起与雷曼相关的投诉案件已有超过 99% 处理完毕。尽管“迷你债券”的处理进程中曾被少数人刻意政治化而一度受阻，但香港特区政府仍较好地遵循危机应对的基本原则。

## 3 无独有偶：KODA 血洗内地富豪

### 3.1 中国内地 KODA 投资者巨亏

2009 年 8 月，多位中国内地 KODA 投资者向香港金管局投诉，怒斥包括荷兰银行、星展银行、汇丰银行、花旗银行在内的多家银行在销售投资产品时存在欺诈行为。

KODA 又称累计期权，是 Knock Out Discount Accumulator 的缩写，通常与股票、外汇、石油期货等商品挂钩，由投资银行作为卖方与投资者在场外交易，

合约期限通常为一年。KODA 设有取消价（Knock Out Price）和行使价（Strike Price），行使价比签订合约时的挂钩商品价格要低。当挂钩商品的价格在行使价和取消价之间时，投资者有权以行使价购入挂钩商品；当挂钩商品价格高于取消价时，KODA 合约终止；当挂钩商品价格低于行使价时，投资者必须以行使价购入双倍数量的挂钩商品直至合约期限届满。

KODA 具有以下特征：（1）行使价享有现价 10-20% 的折扣；（2）一旦到达取消价即现价的 103-105%，合同自行终止；（3）当挂钩股票股价在高于行使价和低于取消价的区间内，投资者可按行使价购入该股票；（4）若股价低于行使价，投资者则须按行使价以双倍数量吸纳股份；（5）投资者仅需交纳 40% 保证金的杠杆式交易。以股票累计期权（Knock Out Discount Accumulator Equity Linked Investment, KODA ELI）为例，假设以中国银行 H 股作为基础资产，该股股价订约时为 100 港元，行使价折让 20%，取消价为 105%。股价在 80 至 105 港元间，投资者有权以 80 港元购入中行港股；如中行股价超过 105 港元，则合约自动终止；如股价跌破 80 港元，投资者须以 80 港元价格双倍买入中行股票直至合约期满。K. Kern Kwong 等（2009）使用 2007 年 6 月 6 日至 2008 年 6 月 8 日恒汇丰银行港股真实数据分析发现，KODA 产品在牛市或中性市场下，属于风险适中的投资产品，但当股市处于下跌行情时，KODA 风险极大，将可能给投资者带来无限制的损失。

### 3.2 赖建平等追讨无果

北京创天律师事务所合伙人赖建平通过朋友认识了香港荷兰银行的销售人员张宁，后者向其推销有一款年收益 20% 的理财产品可购买“打折股票”。事实上，这款“打折股票”就是高风险的复杂场外衍生品 KODA。至 2008 年 10 月，赖建平投资 KODA 产品的损失已达 2000 万元人民币以上。另一位姓郝的投资者购买了星展银行的 KODA 产品，亏损更是超过 1.75 亿港元。

赖建平认为香港荷兰银行在销售过程中，故意隐瞒风险、误导自己从事高风险场外衍生品交易。他曾向香港金管局、香港证监会投诉，然而一直未果。2009 年又多次向相关法院提起诉讼，但北京第一中级人民法院不予受理，北京市高级人民法院自 2010 年 1 月收到赖建平对不予受理裁定不服的上诉申请后尚未作出终审判决，上海市第一中级人民法院 2010 年 1 日立案后又因“程序问题”将开

庭日期无限期延后。赖建平等投资者追讨 KODA 巨亏的诉求始终无法得到满足。

### 3.3 KODA 纠纷直指银行欺诈

KODA 纠纷案中涉及的主要问题有三个方面的：

一是银行在销售过程中是否存在欺诈行为。赖建平认为香港荷兰银行在销售产品时隐瞒了风险，使其误认为 KODA 是一种低风险、高收益的理财产品，但他也承认并未仔细阅读长达 100 多页的英文产品介绍，原因是自己信任张宁作为朋友且是财富管理专家。根据香港《证券及期货（专业投资者）规则》规定，具备相关投资产品和市场的专业知识和技能且持有投资产品数额超过 800 万港元的个人，可认定为专业投资者。金融机构在与专业投资者签订交易合约时可豁免适用有关适当性原则、风险揭示义务等法律条文。而银行在实践操作中，通常仅将 800 万港元的投资额作为硬性指标，忽略了对金融知识和专业技术、风险承受能力等因素的测评。

二是银行是否与投资者对赌。银行在向投资者销售 KODA 产品时的身份是买方的理财顾问，但同时银行又作为 KODA 产品的卖方，二者之间存在利益冲突。就发此次生纠纷的股票累计期权为例，在 KODA 合约期限内，银行并未实际购买或出售挂钩股票，而是将某个港股作为这一场外衍生品合约计价的标的物。因此，KODA 合约的本质是一种银行和投资者之间的对赌协议，但银行在销售产品时并未披露自身的对赌地位。

三是内地与香港对此类投资产品交易的法律监管和纠纷解决机制存在漏洞，导致投资者投诉无门。KODA 产品在中国香港特区销售，因此合同签订地和纠纷发生地都在境外，而我国内地尚未出台相关保护投资者权益的法律法规，并且内地金融监管机构无域外管辖权，因此无权干涉。在香港，KODA 产品的购买者皆被认定为是专业投资者，金融机构与专业投资者之间的交易行为无需经过香港证监会审核。在美国，KODA 产品由于高风险，禁止销售给“所有美国公民”，也就是说自然人都不可以投资 KODA。而香港法律规定的专业投资者中包括自然人，因此在实践中银行可能会将 800 万港元投资额作为唯一标准，而不去评估投资者的实际专业能力，扩大专业投资者的主体范围，规避政府监管，从中获取超额利润。由此可见，香港地区的金融衍生品监管制度存在漏洞。

## 4 痛定思痛：金管局联合证监会制定新规

雷曼“迷你债券”风波渐渐平息，但对于场外衍生品交易中的公众投资者保护制度所存在的缺陷值得反省和深思。在 20 多家银行及证券公司分销雷曼迷你债券系列的过程中，存在向部分香港投资者失实甚至虚假宣传，以至于投资者误认为“迷你债券”是一种与普通债券相同的、低风险的投资产品。尽管最终大部分投资者获得了赎回金，但金额不能完全覆盖全部本金，仍将承担一定损失。监管当局反思发现，在关注金融机构、金融市场发展的利益诉求的同时，更应当重视对投资者的切实保护，因为投资者合法权益保障制度是金融业赖以发展的基石，将影响到金融体系的稳定与繁荣，加强公众投资者保护已是当务之急。

香港证监会 2009 年 9 月首次公布《建议加强公众投资者保障措施的咨询文件》（“Consultation Conclusions on Proposals to Enhance Protection for the Investing Public”），要求对投资产品在售前、售中、售后进行全程化监管，强调信息披露和风险揭示义务，还为投资期限较长的非上市结构性产品设定“冷静期”。又于 2010 年 5 月公布了《建议加强公众投资者保障措施的咨询文件》（以下简称《文件》）的修订版，该文件共分为三个部分（引言、产品、中介行为），针对的金融产品包括单位信托基金、共同基金、与投资关联的人寿保险计划和非上市结构性投资产品，主要就中介机构销售投资产品的行为与实践提出了具体改革建议，旨在加强个人投资者合法权益的保护。

### 4.1 强化金融机构告知义务

履行告知义务的时间应贯穿于销售场外衍生产品前、售中和售后，告知内容应简洁、易懂。《文件》建议，香港的金融中介机构采用产品重要事实声明作为产品概要，在叙述时应当使用平实易懂的语言，以有助于个人投资者了解产品的特点与风险。产品重要事实声明的长度要与金融产品的特性和风险相适应，原则上不超过 4 页纸，如确有需要的例外情形下篇幅也可以适当延长。声明中必须同时提供中文和英文两种不同语言版本，中英文两版具有同等法律效力。产品重要事实声明也是金融产品的发行文件之一，在形式上既可以独立于发行文件，也可以作为发行文件的一部分。如果在声明中存在误导投资者的信息，提供者将面临民事甚至是刑事上的法律责任。

## 4.2 规范金融机构销售宣传行为

在产品销售行为方面，针对分销商的选择进行了修改，新规定要求投资产品提供者在选择和指定分销机构时应当履行合理的谨慎和勤勉（reasonable care and diligence）义务。

在宣传行为方面，香港证监会提高了对投资产品广告的发行要求，规定广告在投放到市场中之前，应当先由发行人选派的、有资质的代表进行审核并确保符合相关的广告管理条例。证监会旨在通过此项规定提高发行人机构内部控制标准，任何产品广告的发行都必须先经过发行人自己的内部检查，并非希望加重广告发行人的负担，香港证监会将随后进一步公布实施细则。对广告的性质明确应当与发行文件相互独立，广告不可能像发行文件一样具体，但二者同样不可有误导性称述，应当包括对产品风险和收益的简要描述。在广播和电视广告中还应穿插有警示说明。

## 4.3 重新定义结构性投资产品

《文件》提议修改《公司条例》中有关结构性投资产品（Structured Investment Product, SIP）的法律规定，使所有的结构性投资产品都在《证券及期货条例》及其附属立法《非上市结构性投资产品守则》（SIP Code）的管辖范围之内，而不再受《公司条例》的规范，从而有效改善《公司条例》与《证券及期货条例》重复管辖的问题，理顺二者之间的关系，防止监管套利行为的发生。在《公司条例》尚未修改完成的过渡期内，债权证仍受《公司条例》管辖，而非债权投资产品受《证券及期货条例》规范，但是根据《非上市结构性投资产品守则》，与股权、指数、商品、信用挂钩的衍生产品的发行人需要遵守本守则。

## 4.4 增加有关“冷静期”的规定

对非上市投资产品（包括场外金融衍生产品）的投资者而言，一旦购买之后将面临很长一段时间被这些投资产品“锁住”，缺乏可以经常性交易、变现的渠道和情形。《文件》建议增加有关“冷静期”的规定，要求发行人在投资者购买金融产品之后，为其提供反悔推出的机会，从而给个人投资者提供更好的法律保护。此次改革将“冷静期”规定的使用范围扩展至期限在1年以上的非上市结构性投资产品，但对于有固定交易时间的基金则不适用。“冷静期”自投资者确

定购买产品之日起算，具体期间长短可以由投资产品发行人自行确定，但是不能少于 5 个工作日。在此期间内，投资者有权行使撤销全部购买的权利，但是撤销部分合同是无效的。投资者一旦在“冷静期”内反悔的，发行人应当立即将全部资金返还，但可以扣除合理数额的手续费。

#### 4.5 向投资者明示担保优先权的顺序

在香港证监会 2009 年 9 月公布的《文件》中曾提议，除了费用、成本和其他现有法律规定可以享有优先权的款项之外，投资者对担保的请求权应当优先于其他任何请求权。这项提议遭到金融机构的强烈反对，它们认为将投资者优先权列于最先将大大增加成本，从而导致金融机构不再愿意从事结构性投资产品交易活动，不利于香港国际金融中心的繁荣发展。因此，考虑到统一规范担保优先权并不适合所有类型的结构性投资产品，证监会决定暂时不修改《非上市结构性投资产品守则》中的相关规定，而是由发行人自己在产品设计时决定如何进行担保安排。在确定担保安排时，发行人须注意以下几点：一是确定具体担保的时间应当早于结构性投资产品的销售时间；二是担保财产必须符合“可流通性”要求（liquid and tradable）；三是发行人应当出于保护投资者权益的考虑来决定是否需要提供多样化的担保安排。同时，证监会将对产品发行人提出更高的信息披露标准，发行人应当谨慎使用“担保”一词以免使投资者产生误导，并且在投资者的担保请求权不是最优先的情况下，发行人有义务进行提醒和说明。而对于投资者而言，证监会将进一步加强投资者教育。

（案例正文字数：10283）

**Abstract:** After Lehman Brothers' bankruptcy in 2008, there is a great fall in value of Mini Bond, which caused heavy losses of public investors in Hong Kong SAR. In fact, Mini Bond is not a kind of bond, but a combination of CDS and CDO. However, the majority of investors are aged people who have almost no financial knowledge and expertise. Under the coordination of HKMA and SFC, 16 retailing banks made agreements with these investors to repurchase their Mini Bond with a 30-40 percent discount. And some of them were faced with disciplinary procedures due to fraud and

misleading behaviors. SFC also issued new regulations relating to risk disclosure, cooling-off period, suitability rule, etc.

**Key Words: Mini Bond, Lehman's Bankruptcy, Financial Consumer, Suitability Rule, Fraud**

中国金融专业学位案例中心