

## 《證券及期貨條例》第 XV 部 –

### 披露權益修訂建議



2019 年 11 月



## 目錄

摘要 .....	1
1. 簡介 .....	4
2. 預托證券 .....	5
3. 集體投資計劃，退休金和公積金計劃，合資格海外計劃 .....	10
4. 擔保受託人業務 .....	12
5. 核准借出代理人豁免 .....	15
6. 全球託管 .....	16
7. 有限責任合夥企業 .....	18
8. 投資經理 .....	19
9. 彙總豁免 .....	19
10. 衍生工具 .....	21
11. 權益性質變化 .....	23
12. 證券交易商的過渡權益 .....	24
13. 權益計算的截止時間 .....	25
14. H股和A股 .....	25
15. 包銷 .....	26
16. 就微不足道的改變而批出的豁免 .....	26
17. 全資擁有公司的豁免 .....	27
18. 交易日期/交收日期 .....	28
19. 無紙化證券市場 .....	28
20. 結論 .....	29

## 摘要

金融發展局持續檢討《證券及期貨條例》（第 571 章）（「SFO」）第 XV 部有關香港的披露權益制度的發展。本報告乃金融發展局 2014 年 12 月第 12 份題為《香港的權益披露制度》的報告的延伸，該報告當時探討了第 XV 部有關權益披露要求的挑戰及複雜性。

金融服務業普遍認為難以遵從香港現有的披露權益制度，並且動輒面對因技術性犯規而誤墮法網的高風險。為着長期更有效的監管，本報告提出共 18 項建議，望改善披露權益制度的同時，亦不削弱市場透明度：

- i. 預託證券 - 釐清與託管銀行及可能享有的豁免條件（被動受託人和獲豁免保管人）可能有關的一般披露要求；
- ii. 集體投資計劃 - 退休金及公積金計劃、合資格海外計劃 - 擴闊此等計劃的豁免條件；
- iii. 擔保受託人業務 - 允許擔保受託人在指定情況下合併享有被動受託人豁免及獲豁免的保證權益；
- iv. 核准借出代理人的豁免 - 釐清並簡化（如合適）核准借出代理人豁免；
- v. 全球託管 - 擴大以信託或合約形式持有證券的託管人權益豁免的範圍；
- vi. 有限責任合夥企業 - 使所有集體投資計劃（包括有限法律責任合夥、單位信託及投資公司）的權益披露要求一致；

- vii. 投資經理 - 簡化對投資經理及其代表的披露要求，以避免雙重計算；
- viii. 彙總豁免 - 將適用於控股公司的彙總豁免範圍擴大至涵蓋合資格投資經理、託管人或受託人的某些業務，以及擴大核准司法管轄區名單；
- ix. 衍生工具 - 就衍生工具(尤其是結構複雜的衍生工具)提供更多的披露權益指引；
- x. 權益性質改變 - 提供構成「權益性質改變」的示例；
- xi. 證券交易商的過渡權益 - 擴大豁免至適用於集團公司，以避免雙重計算；
- xii. 權益計算的截止時間 - 計算權益時允許使用全球截止時間，而不是香港交易日的收市時間；
- xiii. H股和A股 - 為諸如滬港通、深港通和合格境外機構投資計劃下的A股和H股等新產品提供更多指引和釋義；
- xiv. 包銷 - 為首次公開發售下行使超額配發權（「增售選擇權」）提供指引；
- xv. 就微不足道的改變批給豁免 - 減低該豁免的複雜性，以使其符合此豁免減少合規負擔的政策原意；
- xvi. 全資擁有公司的豁免 - 使豁免的適用情況更為靈活，將豁免範圍擴展至適用於首次公開發售時所要求的「首次」申報；
- xvii. 交易日/交收日 - 加強股票借貸制度下的匯報機制；以及

xviii. 無紙化證券市場 - 在擬議的無紙證券市場模式下就相關的披露權益處理予以考量。

## 1. 簡介

- 1.1 金融服務業界普遍認為，與世界各地的披露權益制度，香港《證券及期貨條例》（第 571 章）（「SFO」）第 XV 部的披露權益制度中的大股東匯報規則，可算是最詳盡、複雜且難以執行，並且動輒面對因技術性犯規而誤墮法網的高風險。誠然，證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）自 SFO 第 XV 部落實以來一直致力改善披露權益制度，就《〈證券及期貨條例〉第 XV 部的概要 – 披露權益》（《概要》）進行了一系列的諮詢及修訂。然而，某些之前商定的重要修訂（如，見 2005 年的諮詢文件和諮詢總結報告<sup>1</sup>）卻遲遲未見實施。儘管《概要》能消除某些不必要和繁重的要求，然而，其他強化措施則需要對 SFO 第 XV 部本身進行修訂，而立法過程需時，這意味著某些重要的強化措施不可能在中短期內實施。
- 1.2 2014 年 12 月，金融發展局刊發題為《香港的權益披露制度》的報告，探討第 XV 部有關披露權益制度的複雜性及其所帶來的挑戰。在對市場透明度不造成負面影響下，該報告提出了 15 項披露權益制度的方向。
- 1.3 鑑於修訂第 XV 部涉及頗長的立法程序，因此，本報告聚焦於詮釋《概要》而產生的問題，而非建議就 SFO 本身作修訂。然而，長遠而言，我們深信第 XV 部的修訂可對披露權益制度的有效實施帶來裨益。本報告第 14 至第 18 段所探討的內容需要就第 XV 部進行修訂，過程需時。
- 1.4 因此，我們建議證監會將《概要》根據 SFO 第 399 條以指引形式重新發布，以此為《概要》賦予法定地位。

---

<sup>1</sup> [有關檢討《證券及期貨條例》第 XV 部的披露權益制度的諮詢文件](#)（「2005 年諮詢文件」）及 [有關檢討《證券及期貨條例》第 XV 部的披露權益制度的諮詢總結](#)（「2005 年諮詢總結」）。

1.5 我們就《概要》提出以下修訂建議。

## 2. 預託證券

2.1 就香港聯交所上市股票提供預託證券融通的託管銀行（託管人）所需符合的一般披露要求及可行豁免，相關條文有待釐清。根據 SFO 第 XV 部<sup>2</sup>及《概要》，預託證券在技術上可歸類為股本衍生工具，然而，此定義不盡全面。有別於股本衍生工具的發行人（或有關方），預託證券託管人的獨特功用在於為預託證券的行使交付股份，故不應要求其就以信託或以預託證券合約形式持有的證券申報好倉和淡倉。

2.2 除非採用被動受託人豁免或託管人權益豁免，否則，託管人對於預託證券的相關股份具有合法權益，當其以預託證券融通託管人的身份行事時，表面上便擁有那些股份的「權益」。然而，這些豁免通常並不切實可行，原因在於預託證券業務的性質及豁免應用的限制條件。

2.3 為求完整，根據 SFO 第 XV 部，如果持有人的「權益」總額超越有關限額時，要求預託證券的實際持有人披露權益是相當正確的做法，因為他們是相關寄存股份的實益擁有人。這應該在《概要》的 2.1.2(ii) 段中作明確表述 - 「假如股份是由另一名人士（例如你的股票經紀、保管人、受託人、託管銀行或代名人（例如在中央結算及交收系統（「中央結算系統」）內或存放在中央結算系統存管處香港中央結算（代理人）有限公司內））代你持有…」。

---

<sup>2</sup> 在 SFO 第 XV 部的第 308 條「第 XV 部的釋義」中，「股本衍生工具」指：「任何權益證明書、參與證明書、臨時證明書、中期證明書、關於以下項目的收據（包括寄存單據），以及認購或購買以下項目的權證 (i) 相關股份；或 (ii) 該等權利、期權、權益或合約…」等範疇。

## 相關豁免

- 2.4 根據《概要》，就 SFO 第 XV 部而言，被動受託人的權益將不予理會，而被動受託人不需要就此等權益作披露權益存檔。然而，根據《概要》，要成為被動受託人，受託人「必不得就股份權益負有履行的職責，惟轉讓或轉移股份權益予有權持有該權益的人除外」。《概要》中的表述範圍狹窄，而且嚴格限制受託人必須在必要時轉讓或轉移股份權益才可享有豁免（亦可參閱「擔保受託人業務」章節）。此釋義不適用於以代名人或被動受託人身份持有股份者，他們需要（舉例而言）根據其擁有的股份就法團行為行使權利，而代名人或被動受託人則僅為記錄持有人。
- 2.5 「獲豁免保管人」指的是「以信託或合約形式替另一人持有及保管證券作為其業務的法團，而該法團沒有權在進行股份權益交易、或在行使該權益所附權利時行使酌情權」。嚴格來說，此豁免要求保管人僅持有證券並按指示交付證券。《概要》就此等豁免做出進一步闡釋。譬如，若銀行保留酌情權使它可以利用其代客戶託管持有的任何證券來抵銷該客戶的任何其他責任／債務，該豁免則不適用於該銀行（亦可參閱「全球託管」章節）。
- 2.6 實際上，保管人在履行職責時，一般並不會在進行股份權益交易、或行使該權益所附權利（如表決權）時行使酌情權；保管人一般僅根據其所持股份的擁有人或代名人的指示行事。然而，保管人通常可以對保管股份保留一定的酌情權，而不論這種酌情權或權利是否實際上已經行使或將會行使。
- 2.7 就預託證券的託管人而言，我們認為應允許其享有託管權益豁免，儘管託管人可能具有以下權利或酌處權：

- 令託管人不需要交付部分股份或發行部分預託證券的酌情權。此等酌情權是為了避免將不可能完成的職責強加於託管人（例如交付部分股份/預託證券），這符合託管人不能控制就相關股份行使關鍵權利的觀點；
- 分派由相關股份發行人處所得派息的酌情權，譬如，令託管人能將外匯派息在合理的基礎上兌換成美元。行使此等酌情權主要是為了遵循相關法律、稅收政策和外匯兌換政策。一般而言，如果是實物派息，那麼託管人都會嘗試以實物分派。如果不可能做到實物分派，那託管人將售賣實物派息（如市場許可），並於扣除預扣稅後派發現金。如果實物派息需要繳付預扣稅，託管人將售賣部分實物派息以繳付該預扣稅。如有任何貨幣限制規定，託管人將遵循規定（包括持有現金），直至將其退還；
- 拒絕接受交還預託證券的酌情權，例如，在因香港收市而不可能交付相關香港股份的情況下。因兩個司法管轄區之間的公眾假期不同或任何其他託管人未作記錄的原因，而造成相關股票的法團行動的記錄日期與預託證券的記錄日期不同的情況下，一般會行使此等酌情權。此情況下，託管人需要停止該預託證券的過戶以使在兩個日期間同步。某些情況下，發行人不想繼續其預託證券計劃而要求託管人停止預託證券過戶，截止點按託管人同意要求而定（然而，儘管有此要求，託管人也可能因為預託證券發行所在司法管轄區的法律要求而繼續相關計劃，因此託管人需要具備拒絕發行人要求的權利）；
- 要求預託證券持有人在某些狀況下交還其部分或全部預託證券的權利，主要是在強制法團行動時行使此等權利。譬如，如果預託證券計劃終止，預託證券持有人必須

交還並得到相應的相關股份或現金。另一個例子是合併與收購。預託證券被召回，例如在預託證券計劃終止時換作新股份或現金；

- 當預託證券計劃為「投資者支付」模型時，即非香港預託證券持有人支付該預託證券計劃的費用，托管人應該擁有向預託證券持有人的派息扣除費用的權利。行使該權利是為了向預託證券持有人收取分派現金或股票股息的服務費和任何其他的預託證券服務費；
- 向預託證券持有人授權以相關股份持有人的身份指示託管人的權利，因為在沒有指示的情況下託管人不可表決；及
- 在宣布終止預託證券計劃的通知期滿後立即或在其後的切實可行範圍內可立即行使的權利，即處置相關股份、權利或財產的權利，以及中止任何派息的權利。通常在計劃終止前相關股份無法在市場流通或無法向預託證券持有人轉移相關股份的情況下（如「單一上市的美國預託證券」）會行使此等權利。此情況下，託管人將持有相關股份直至可流通或能夠被轉移至預託證券持有人。持股期間，託管人需要能夠代表預託證券持有人行使這些權利。

上述所有「酌情權」都是由託管人不可控的事項或事件引起。就此而言，託管人並沒有絕對的酌情權。

2.8 另外，需注意的是，某些美國預託證券的條款使相關股份由託管人以美國預託證券持有人的合約形式持有（而非以信託形式）；在這方面，我們留意到，第 XV 部期望「按合約」持有的股份享有託管權益豁免。

## 作為「股本衍生工具」的預託證券

- 2.9 以 SFO 第 XV 部為基礎，《概要》將美國預託證券及香港預託證券明確定性為「股本衍生工具」。實際上，《概要》第 2.3.1 (iii) 段內關於「股本衍生工具」的定義並不適用於美國預託證券/香港預託證券，因為美國預託證券/香港預託證券並無價格計算方法，其價格由市場決定。
- 2.10 然而，預託證券似乎與「股本衍生工具」的嚴格技術定義相符，因為它們確實是能使某人獲得「在任何相關股份中的或關乎該等股份的權利、…或權益」的「合約或金融文書」；並且根據 SFO 第 XV 部，「股本衍生工具」的定義特別提及包括預託證券<sup>3</sup>。目前的《概要》似乎並沒有充分釐清託管人的獨特定位。由於相關法律不可能在短期內完成修訂，《概要》應先作修改，以使披露權益要求與託管人業務性質及其特別功用相一致。
- 2.11 將預託證券視作股本衍生工具的結果是，如果託管人持有 1% 或更多的寄存股份淡倉而同時也持有至少 5% 須披露權益的好倉，託管人仍需披露其寄存股份的淡倉。我們認為，將預託證券視作股本衍生工具值得商榷，因為託管人本身並非實際擁有寄存的相關股份。預託證券僅表示託管人以信託（或合約）形式持有寄存股份的權益。正因如此，有別於股本衍生產品，其賣方通常持淡倉，而託管人因為有責任交付相關股份。至於託管人持有好倉，不是因為它是實益擁有人，而是因為它被認為擁有寄存股份的「權益」。若託管人披露預託證券相關股份的好倉，可能會誤導市場。

---

<sup>3</sup> 見附註 2。

2.12 因此，典型的預託證券結構該是如此：

- 一般來說，託管人除非具備「絕對」酌情權以行使寄存股份所附的任何權益或權利，否則應有資格享有被動受託人豁免或託管權益豁免，或兩者的組合；
- 預託證券不應該被視作「股本衍生工具」；及
- 預託證券的持有人應繼續被視作擁有相關股份的權益。

### 3. 集體投資計劃-退休金及公積金計劃、合資格海外計劃

3.1 《概要》第 2.12.15 段中的披露制度讓計劃或基金單位或權益持有人能獲取計劃/基金的相關數據，包括每日未贖回的總單位/權益、計劃/基金中每種相關股份的持有百分比等資料，但由於這些數據不能再公眾領域取得，以致制度操作上存在困難。故此，《概要》有需要放寬這方面的要求，將豁免範圍擴展至適用於所有集體投資計劃-退休金和公積金計劃及合資格海外計劃。

#### 單位信託

3.2 有別於有限責任合夥企業，根據 SFO 第 XV 部，雖然我們留意到很多有限責任合夥企業並無獨立的法律實體，但證監會不認為單位信託為法團（當然技術上是正確的）。《概要》第 2.12.15.3 段指出，持有不符合第 323(1)(c)條<sup>4</sup>的規定的單位信託的單位的人士，將需要披露其對該單位信託持有權益的所有股份的權益，因為單位持有人在該單位信託的整個組合中持有不可分割的股權。這可能意味著由該信託持有的所有股份的

---

<sup>4</sup> 包括根據 SFO 第 104 條認可的集體投資計劃，根據《強基金計劃條例》第 21 或 21A 條註冊的公積金計劃或強基金計劃，或合資格的海外計劃。

同一權益歸屬於一大批人，即使他們可能每個人只持有信託中的一個單位。因此，我們建議單位信託應被視為法團，這樣，單位信託的單位持有人僅需檢視該信託，並且當單位持有人擁有該單位信託至少三分之一的表決權或三分之一的經濟權益時，則根據其自身權益檢視該單位信託所持有的權益。關於將三分之一檢定與經濟權益掛鉤，我們在下文第 7 段關於有限責任合夥企業中亦有探討。

- 3.3 同樣需要注意的是，指派成為該單位信託的經理人（無論證監會是否認可）都將（作為經理人）擁有該單位信託持有或代表的所有股份的權益。
- 3.4 證監會亦將單位信託特別排除在「股本衍生工具」之列。雖然我們同意單位信託並非「股本衍生工具」，因它代表了相關股份的實益擁有，然而，投資大量證券（例如股票、債券、貨幣和其他金融工具）的單位信託實際上與從數家公司的一籃子股票中獲取價值的衍生工具類似。針對此類衍生工具，如果籃子中至少有五家上市公司的股票，並且每個股票戶口都不超過整個籃子價值的 30%，便可享有豁免，而無需檢視衍生工具的相關股票。然而，通過單位信託持有的權益本身卻不享有類似豁免。
- 3.5 目前，《概要》要求任何單位持有人都要計算單位信託所持有的整體資產組合，此舉似乎有點不切實際和嚴苛，尤其與有限責任合夥企業中的權益持有人相比，證監會根據第 XV 部將其視為法團。

## 合資格海外計劃豁免

- 3.6 即使集體投資計劃獲得認可司法管轄區的核准，然而，如果該安排(i) 少於 100 人擁有權益；或者(ii) 少於 50 人擁有權益而該權益令擁有人對該安排的不少於 75%的入息或財產有權利，也不能享有豁免。實際上，集體投資計劃中的投資人不可能持續得知計劃中其他投資人的數目，以使其不會有機會享有此豁免，故此上述要求應被廢除。
- 3.7 合資格海外計劃豁免允許「合資格海外計劃」的單位/股份持有人及受託人或託管人，無需理會該計劃所持的股份權益。認可的司法管轄區名單應擴展至包括中華人民共和國、日本、新加坡和開曼群島。

## 4. 擔保受託人業務

- 4.1 一般的擔保受託人業務，由金融機構擔當受託人，就包括證券在內的抵押品取得保證權益，根據 SFO 第 XV 部，鑑於受託人在擔保交易中的受託人角色，從技術上來說一般會產生披露權益。一般情況下，此類業務，不可獲得豁免，但我們認為這個安排值得商榷。

## 被動受託人豁免

- 4.2 如上文所述，要取得被動受託人的資格，受託人必須「不得就股份權益負有履行的職責，惟轉讓或轉移股份權益予有權持有該權益的人除外」。該定義並不適用於有如法團行動等的上市法團股份。以特定投資者/債券持有人的利益而獲得發行人發行的證券作為抵押的受託人為例子之一。在執行之先，受託人的角色跟「被動受託人」相似，因它對於提供為擔保的香港上

市股票的表現並無監管或監察的職責。惟在執行之時及之後，受託人才超越了「被動受託人」的角色，因為它賦有執行擔保相關的職責，當超越相關限額時，就需要披露權益。

4.3 如果引用 SFO 第 322 (2) 條更寬泛的釋義，那上述論點便自相矛盾了。第 322 (2) 條就界定一個人是否擁有股份權益規定：「行使附於該等權益的任何權利所受到或可能受到的約束或限制，無須理會」。亦即是說，界定受託人是否擁有股份權益時，執行時產生的「限制」便無須理會（即根據第 322 (2) 條，受託人將被視為無條件地具備執行相關的權利和義務）。如果存在「獲豁免的保證權益」（見下文），我們相信對應用第 322 (2) 條的廣義將與披露權益要求更為一致。

4.4 「被動受託人」資格條件於 2014 年 5 月更新，替換原文「要成為被動受託人」，受託人「必不得具有權力，以便在進行股份權益交易，或在行使附於有關權益的權利時行使酌情權，及必須只可以按照受益人的指示來處理有關權益」。該項 2014 年修訂值得斟酌，之前的版本似乎更務實，與上述第 322 (2) 條也較相符。我們建議證監會重新審視被動受託人的資格條件，如有必要，可採用舊版本有關的描述。

4.5 此外，儘管並非所有司法管轄區都對被動信託的存在製定規則，但某些司法管轄區已製定與被動信託在本質上相似的安排。採用指定受託人的定義較為適當，以使其可享有豁免。

#### 獲豁免的保證權益

4.6 根據《概要》第 2.12.16.1 段，如任何股份權益是由「合資格借出人」持有，而該人持有該項權益只是作為一宗他在日常業務運作過程中以合資格借出人身分訂立的交易的保證而持有的

，則該項權益即屬獲豁免的保證權益。「只為保證而持有」的意思為涉及在聯交所上市的股份所有權轉移的任何交易都不包括在內。譬如，一般涉及聯交所上市的股份所有權轉移的交易，將不得享有獲豁免的保證權益豁免。而且，在擔保受託人業務中當受託人（作為「合資格的借出人」，如持牌銀行）並非借出人（投資人/債券持有人則是）時，是否可享有獲豁免的保證權益豁免并不清晰指引。SFO 第 323 條並無明文規定合資格的借出人進行擔保時必須提供貸款以申請獲豁免的保證權益豁免，我們建議在《概要》中對此進行澄清。

- 4.7 現行的豁免享有範圍過於狹窄，僅限於合資格借出人（主要為監管機構），且僅限於在日常業務運作過程中以合資格借出人身分訂立的交易。更有意義的做法是，將豁免範圍擴展至所有類型的借出人和借出代理人，或索性豁免一切股份權益，直至執行擔保權益，並且實益所有權已轉讓給借出人為止，此時借出人將以股份的實益擁有人和表決權持有人的身份持有股份權益。
- 4.8 證監會在其 2005 年的諮詢文件中已同意修訂豁免條件，且有意將「只」字從「只為保證而持有」中移除以澄清釋義。然而，在經紀人為所持股份為客戶進行擔保以償還債務情況下，按理說不能算作「一宗」交易，作為在「一宗」交易中的保證而持有的保證權益的資格條件可能出現問題。
- 4.9 因此，我們認為作為一般的擔保受託人安排，擔保受託人應能夠享有被動受託人豁免和獲豁免保證權益的組合，至少直至擔保執行（或將進行執行）時。

## 5. 核准借出代理人豁免

- 5.1 在(i)核准借出代理人將證券借出的管理權授予非核准借出代理人的子代理人時，或者(ii)貸款是由核准借出代理人下的附屬機構從核准借出代理人運營的可供借出的股份借出的情況下，通過核准借出代理人提供借出股份的大股東是否享有豁免仍有待釐清。
- 5.2 根據《概要》的第 2.13.9 段，核准借出代理人遵守某些條件才能獲核准成為核准借出代理人。這些條件防止核准借出代理人從可供借出的股份中將股份借出予與該核准借出代理人同屬一個公司集團的成員公司，或將其在可供借出的股份之中代這些公司持有的股份配售出去。這嚴重限制了核准借出代理人享有豁免。再者，關於核准借出代理人向集團成員提供出借股份的披露要求仍欠明確。譬如，當核准出借代理人（作為代理人）向全資擁有的集團成員出借（由第三方實益擁有人持有）股份時，可否享有全資擁有集團豁免；或者當核准出借代理人（作為代理人）向非全資擁有的集團成員出借（由第三方實益擁有人持有）股份時，集團控股公司是否應匯總計算來自核准借出代理人的長倉權益，以及來自集團成員（作為借貸人）的長倉和短倉權益，和/或認可（關於借出股份）權益性質的改變。
- 5.3 我們理解需要比照全資擁有集團豁免來考慮核准借出代理人豁免，而放寬這些條件有可能會導致豁免被濫用。證監會持牌或註冊的公司在經營其業務時，應確保市場廉潔穩健<sup>5</sup>，並且符合適當人選的要求。然而，為了解決部分問題，證監會可考慮建立健全的分隔機制/資訊屏障系統（類似內幕交易防範系統）作為集團各實體之間的先決條件，或者要求各集團實體之間

---

<sup>5</sup> 《證監會持牌人或註冊人操守準則》GP1。

具獨立性（類似於投資管理和託管彙總豁免 - 參閱下文第 9 段）。

- 5.4 該豁免的目的是儘量減少與相同的可供借出的股份中的變化有關的披露數量，而且市場對此變化的興趣非常有限，因此該豁免有澄清和簡化的空間。

## 6. 全球託管

- 6.1 若然一家以替另一人託管持有證券作為其業務的法團持有股份的權益（不論是以信託或合約形式持有），而該法團無權（除非按指令行事）在進行股份權益交易、或在行使該權益所附權利時行使酌情權，則該權益可不予理會。若將此類託管權益豁免延伸至以信託或合約形式持有託管股份，市場將有裨益。
- 6.2 然而，某些類型的酌處權不能獲得託管權益豁免。譬如，銀行「保留酌情權使它可以利用其代客戶託管持有的任何證券來抵銷該客戶的任何其他責任／債務」時，或者「保留酌情權使它可以取得或保留無人申索或零碎的股息（現金及／或股票）」時，根據《概要》託管權益豁免將被視為不適用。我們認為對此豁免的正確詮釋不該如此。就零碎權益而言，如果託管人從其自己的賬戶中為「保留」的零碎權益支付，可能就不應認為該託管人擁有衍生出該零碎權益及託管人為其客戶持有的所有聯交所上市股份權益；相反，託管人實際上是在購買該權利，而不是簡單地「保留」該權利。
- 6.3 再者，《概要》中對於抵銷權利的引用不盡正確 - 抵銷僅可以對現金，而不能對所持股份。

6.4 此外，為確保股票交易安全有效的結算和交收，託管人通常會在客戶現金賬戶資金不足以支付購入價時提供透支。否則，託管人可能同意向客戶提供（即融資）「合約」結算。一般情況下，託管人為了此等透支、融資或借貸，會希望就其託管持有的股份（以匯集證券的形式，包括託管的任何香港股票）取得擔保權益。任何此類擔保權益通常將擴展至客戶欠託管人的任何其他債項或未償付費用。如果託管人是「合資格借出人」，並且「只」為確保交易結算和交收而採用透支方式進行的「一宗」交易而取得擔保，那託管人應至少在執行擔保權限前可享有「擔保權益豁免」。然而，現行的「擔保權益豁免」嚴格來說不會擴展至託管人在日常業務運作中產生的其他負債或未償付費用。

6.5 託管人通常為自己保留的權利或保障比被動受託人為多，有鑑於此，託管人應能夠享有託管權益豁免或擔保權益豁免或兩者的組合，即使託管人擁有託管人協議或法律所包含的以下任何或全部權利：

- 託管人對於託管持有的股份的擔保權益（至少直至擔保可執行或已執行）；
- 利用其代客戶託管持有的任何現金來抵銷該客戶的任何其他責任／債務的權利；
- 領取或保留未領取或碎股股息的權利；及
- 買賣股份的有限權利，該權利僅限於為了避免因法團行為而導致發行零碎配額而進行股份買賣的權利。

在這方面，《概要》最好能體現出 SFO 第 322（2）條的廣義。

6.6 《概要》中未作此等澄清，會對「真實」大股東造成曲解，導致權益披露的資訊價值和透明度降低。

## 7. 有限責任合夥企業

7.1 《概要》的第 2.14.8 段和第 2.14.9 段，證監會根據 SFO 第 XV 部將無獨立法律實體的有限責任合夥企業視為法團，並力求將適用於法團的匯總披露要求一致性擴展至有限責任合夥企業。然而，相對於 SFO 第 316 條要求三分之一法團表決權的匯總計算要求，證監會對此的取態是，向有限責任合夥企業貢獻超過三分一資金而無需參照表決權就達到彙總計算要求，技術上超越 SFO 第 316 條的範圍。

7.2 我們希望監管機構採用與法團實體相同的一般原則以達致規管措施的一致性 - 即審視對相關實體的有效「表決」或「控制」。在這方面，分析就有限責任合夥企業直接擁有的股份權益的披露責任應與有限責任合夥人根據有限責任合夥協議所擁有的表決權的某種形式相關聯。

7.3 我們注意到聯交所《上市規則》通過了關於有限責任合夥企業的現時做法，在實踐中似乎也是基於表決權的 - 例如，擁有上市公司相關權益的有限責任合夥企業的合夥人，如果控制了有關百分比表決權的行使權，不論其出資額多少，該合夥人即被視為該上市公司的主要股東。換而言之，貢獻有關百分比資金的合夥人不必持有有關百分比表決權，根據 SFO 可以成為主要股東，而根據現行的《上市規則》則不可以成為主要股東，以致混淆市場，需加以更正。

7.4 為了統一對所有「集體投資計劃」的取態 - 包括有限責任合夥企業、單位信託和投資公司等 - 方法應為統一，以減少混

淆和分歧。技術上，決定條件應限制於表決權，而集體投資計劃可以嘗試將其擴展至包括三分之一的經濟權益。一致的做法是處理問題的關鍵。

## 8. 投資經理

8.1 當相同集團內有多名投資經理/子經理對相同基金有酌情權時，並且即使只有一個集團實體在日常基礎上實際行使該酌情權，但他們仍有責任將他們擁有投資酌情權的所有相同股份包含在各自的權益內並作披露，這樣，投資經理及其代表所披露的權益便會重疊。

8.2 雙重計算必須避免，以免造成誤導，錯誤表達上市公司實際的股權狀況。— 如金融發展局在第 12 份報告第 II. I 節所建議，我們建議只要有一名經理/子經理匯報/匯總計算所管理的基金的權益，那其他經理/子經理就不需要匯報/匯總計算相同的權益。與投資經理報告其持有或控制的期貨倉位的方式相同 — 即投資經理根據一般授權而無需得到進一步同意或指示<sup>6</sup>便可行使酌情權發出訂單以買賣期貨/期權合約，而集團內實際行使投資酌情權買賣股份的實體或多個實體就成了需要作匯報權益的實體。關鍵是確保集團內至少一名實體經理在匯報（及負責匯報）。

## 9. 彙總豁免

9.1 適用於基金管理和託管業的豁免，有關各方及其關係的定義非常特定，以致控股公司通常無法享有彙總豁免。

---

<sup>6</sup> 參閱證監會《持倉限額及大額未平倉合約的申報規定指引》第 5.2 段。

9.2 彙總豁免適用於以託管人或受託人身份從事投資管理或為客戶持有投資的人員。具體而言，這項豁免免除了控股公司以受託人、託管人或投資經理身份持有權益及獨立地管理其權益的受控法團所持有的聯交所上市公司股份的權益彙總計算的責任。然而，此項豁免並不適用於投資受託人、託管人或資金經理，意他們需要披露其管理或持有的股份權益（即在他們有直接權益的情況下）。這項豁免亦僅適用於由個別法團持有的權益，並不適用於法團內各自進行的業務（即使各部門之間都設有分隔機制）。

9.3 事實上，證監會已在其 2005 年的諮詢文件中，就彙總豁免應否延伸至涵蓋合資格投資經理的某些業務範圍，以及由單一實體進行超逾一種業務但包括投資管理在內且當中設有職能分隔制度的情況徵詢意見。尤其是，證監會同意建議修訂法例，將豁免延伸至以下兩種情況：(i)同一集團內的合資格投資經理僅就投資策略進行互相溝通；及(ii)在單一法律實體不同部門進行不同業務（包括投資管理）的合資格投資經理，但嚴格獨立分隔投資管理業務。此等為積極措施。

9.4 如證監會能夠確認彙總豁免可應用於以下情況將對市場甚有幫助：

- 公司集團內的一家附屬公司將投資酌情權或表決權授權于另一家附屬公司的子經理，獲授權子經理在日常運作中獨立行使獲授權利，而無需考慮授權人，直至該授權終止。
- 投資管理集團內的附屬公司需受集團政策（如集團表決指引或合規政策）或程序（如集團客戶識別計劃，或確保遵守全球監管投資限制的集團計劃）的規管；

- 投資管理集團的附屬公司接收投資指引或意見，前提是各附屬公司行使其投資酌情權並獨立於其附屬公司控制表決權的行使；投資經理集團內的任何附屬公司都可以監督或討論其他附屬公司或整個集團的股份或投資限制以確保符合所有法律或法規（例如，規管投資或披露限制、外國所有權限制或對敏感行業持股的限制）。

9.5 至於在香港以外地區進行資產管理的持牌、註冊或獲豁免的投資經理方面，相關認可的司法管轄區名單應擴展至包括中華人民共和國、日本、新加坡和開曼群島。

## 10. 衍生工具

10.1 如果股本衍生工具的相關權益不是固定的或可計算的數目（例如，採用不封頂的計算公式），根據《概要》第 2.5.2 段和第 2.5.4 段的現行指引，「最合適的數字」需被披露，而該等數字應是「就你所持有權益的股份作出的最佳估計」，此等指引的作用有限。股東可能報出一個離譜的數字，不僅向市場提供錯誤的披露，而且，如果根據第 XV 部將該錯誤數字作為今後相同權益存檔的起始持倉量，會因而產生連鎖效應。再者，如果衍生工具僅指明股份數目的上限，一旦市場將該股份數目的上限視為其實際持有股份，那要求披露股份數目的上限，就可能會引導市場產生錯覺。因此，如果披露是基於明確指明的股份數目的上限，要求在披露表格中註明此項會較為有益，即註明具體的股份數目仍屬未知，披露持倉量是基於某特定交易所指明的股份數目的上限。

10.2 對於結構複雜（即具多種期權策略）的衍生工具，識別相關股份/組成成分，以及確定披露好倉、淡倉抑或兩邊皆須披露可否應用一籃子豁免，都存在相當的困難，此等工序亦需要就每個產品和每個期權進行特定的實際和場景分析。對於大規模投

資或沽出結構性衍生產品的公司而言，此等工序是一種負擔。當然，出於對沖目的而持有的或沽空的任何股份都應包括在任何匯總計算內。

10.3 鑑於以上所述的複雜性，就相關股份數目不固定或不可計算的股本衍生工具而言，衍生工具大多以現金結算，我們建議證監會如果不考慮完全豁免此類持股的權益披露，也應就該類披露提供更多指引。此類以現金結算的衍生工具的持有人沒有相關股票的專屬權益或表決權，而且披露此類股份的權益或淡倉能為投資公眾提供的價值有限；我們認為在有表決權或相關股份認購權的情況下，持倉量是不同的。這同樣符合證監會《公司收購、合併及股份回購守則》所規定的強制性投標的持股限額，該限額僅適用於有表決權的權益，不包括持有的合成工具，因為合成工具僅具經濟風險，卻並不提供相關股票的認購權或表決權。

10.4 例如，證監會指引應允許在計算現金結算的股本衍生工具中所持權益時，利用增量調整後的數量。紐西蘭是亞太區除了香港以外另一個要求就現金結算的衍生工具進行權益披露的司法管轄區，其相關細則（即金融市場執行法令及金融市場法規（Financial Markets Conducts Act 及 Financial Markets Conduct Regulations）-第 4 章-衍生工具持倉量）規定如果衍生工具為現金結算的期權，在約定日期當日或之前，以約定價格買賣確定數量的表決權上市產品，而該衍生工具為持有人提供這些產品的好倉，此等權益披露數目等於確定的產品數量乘以最近交易日結束時衍生產品的差額。

10.5 我們明白該領域相當複雜，將需要其他政策方面的考慮。

## 11. 權益性質改變

11.1 香港是亞太區內少數要求披露權益性質改變的市場之一（其他具類似要求的地區包括紐西蘭和南韓）。證監會留意到業界在詮釋和履行披露責任時面對的實際複雜性，在其 2005 年的諮詢結論中指出，會詳盡列舉構成權益性質的改變的情況，因為很多事件都可構成「權益性質改變」，故此列表應該會廣受歡迎。然而，證監會應注意詮釋構成「利益性質改變」的事件時不會導致過多的權益披露要求，以免令市場困惑。此類利益性質改變事件可能包括如下：

- 進入或退出大宗經紀業務關係，以使股份將存入主要經紀人的保管或從中取出，而相同股份將計入擔保權益或從擔保權益中移除（通常包括重新抵押的權益）；
- 經理無法披露由主要經紀人提出的抵押要求和重新抵押，直至主要經紀人通知該經理，在此之前，信息既混亂且過時；
- 保管賬戶中每一次股份的出入 - 相關擁有人並無改變，改變的僅是股份持有的方式或持有者；
- 當借出人在股份中的權益由股份的重新分配權變為實際接收權時的股份收益，之後通常會由託管人或主要經紀人持有；及/或
- 股份的合法/實益權益按以下程序（及其他程序）或不同階段而衍生的每一次變動：
  - 股份的買賣（或發行與認購）；

- 買賣（或發行與認購）及轉換或交換可轉換或可交換的票據；
- 預留股份計劃中的單位、股份期權計劃中的股份，及以股份為基礎的常見類型的行政人員獎勵計劃相關的權益的授予、轉歸及權利行使；及
- 期權及優先申請權及優先購買權等權利的授予及行使。

## 12. 證券交易商的過渡權益

12.1 根據《概要》的第 2.12.17.1 段，就證券交易而獲發牌或註冊的中介人的股份權益純粹是以代理人身分為了替其主事人（並非為中介人的有連繫法團）訂立交易而取得的，及該中介人持有該權益不超過 3 個營業日，則有關的股份權益可不予理會。我們認為做法也應適用於集團公司，以避免雙重計算。

12.2 代理經紀人 / 交易商的交易性質，是為了並且代表客戶進行的交易，客戶也獲得 / 保留股份的所有權或表決權。因此，從主事人/中介人的角度來看，這些都超出了「權益」/ 「好倉」概念的範圍，理應不用納入權益計算中。

12.3 《概要》應提供指引以擴展豁免或就至少作釐清：

- 涵蓋 SFO 規管活動享有進行證券交易的附帶交易豁免（例如，第 9 類活動完全附帶於第 1 類活動）；及
- 涵蓋在相關司法管轄區內持牌或註冊進行證券交易的中介人，而非僅涵蓋 SFO 規管的第 1 類持牌或註冊中介人。

## 13. 權益計算的截止時間

- 13.1 國際公司應可以採用全球截止時間，例如採用全球交易日的收市時間而非香港聯交所的交易收市時間，以免在紐約時間中午 12 點之後（即在香港午夜之後）進行的交易匯報順延至第二天，衍生誤導。證監會有需要就此作澄清。
- 13.2 根據現行的要求，如果大股東在任何一天進行多種類型交易，其必須將各種涉及披露責任的交易或交易系列作出隔離以及披露此等交易或交易系列細節。於同一個交易日，不同的交易或交易系列可能會令百分比升高至一個須予公佈的水平。我們認為，披露日終的持倉量（或美國收市時間），相比嘗試隔離令百分比升高至須予公佈水平的特定交易或交易系列，對投資公眾來說更有意義。證監會於其 2005 年的諮詢總結中亦曾確認可以按日終方法來披露。

## 14. H 股和 A 股

- 14.1 在滬港通和深港通（包括倫敦通）以及 QFII（合資格境外機構投資者）計劃等背景下，證監會若能就在香港上市的 A 股和 H 股等新產品提供指引和詮釋，並且統一香港和內地主要股東披露機制，將可加強整體市場透明度，減少因香港和內地就相同的內地香港聯交所上市發行人的不同披露要求而產生的混淆，令業界受益。
- 14.2 既在香港聯交所 H 股上市又在滬交所/深交所 A 股上市的內地公司的投資者若持有超過一定限額的任何級別的表決權股份（按級別計 5%起（A 股/H 股分開計算）），需根據 SFO 第 XV 部須履行披露責任。假設 A 股已經遵循一般內地證券法律規定的相關權益披露要求，仍需分別遵循內地和香港兩套不同的權益披露機制的話會為業界帶來極大挑戰，且未必能為市場提供

更多相關公司股份的信息。故此，SFO 第 XV 部不應該要求披露 A 股權益，但要留意的是，這需要對第 XV 部本身作出修訂。

14.3 順帶一提，根據內地的權益披露規定，在計算投資者的持股量時，按股份級別不但有著不同的處理方法，而且根據內地機制，投資者無投票權的股份經濟權益或合成權益也不會被彙總計入投資者的持股量。

## 15. 包銷

15.1 需要考慮的一個問題是如何處理首次公開發售中的超額配股權（也稱為「增售選擇權」），發行人通常在定價後的首 30 天，在主要包銷銀行可以共同行使期權的基礎上將該超額配股權授予此等主要銀行。如果該配股權為期權且通常由銀行共同行使，就此等期權應如何作權益披露，目前尚無指引。結果，市場慣例是，每家主要銀行都假定該期權的 100% 相關股份將歸屬自己（導致銀行之間的雙重計算），並與該銀行所持任何其他倉量進行匯總。長遠來說，證監會有需要闡明根據 SFO 第 XV 部應如何計算該期權。

## 16. 就微不足道的改變而批出的豁免

16.1 證監會引入就微不足道的改變而批出的豁免，原意是減少大股東權益由於接近整數百分比水平的小額波動而導致的合規負擔。然而，因豁免過於複雜，而且在具體操作時甚為混亂，故業界甚少引用此豁免。建立一套系統來監控相關百分比變化並識別就微不足道的改變而批出的豁免也涉及大規模的資源和時間的投入。

## 16.2 業界提出的某些困難包括：

- 正確識別為就微不足道的改變而批出的豁免的「最後一次具報」，與預期目的正好相反，「最後一次具報」往往未必是最後一次。只有就跨越某個整數百分比水平的變化而申報的權益披露才有資格作為用以申索就微不足道的改變而批出的豁免的「最後一次具報」；
- 緊密關注百分比數據的波動，確保其在所有時候均維持在 0.5% 的幅度內實為困難；及
- 就採用就微不足道的改變而批出的豁免的過程中，將未變更的權益與其他權益相隔離及緊密關注未變更的權益，確保其在所有時候均維持在 0.5% 的幅度內存在困難。

16.3 證監會在其 2005 年的諮詢文件確認知曉業界強烈希望有一套更合理、切實可行的方法處理微不足道的改變，因此建議對現行的相關豁免進行簡化。這需要對第 XV 部本身作出修訂。

## 17. 全資擁有公司的豁免

17.1 全資擁有公司的豁免僅限於由最終母公司 100% 直接或間接擁有的公司。控股集團實體也是由相同的最終母公司控制，因此，該豁免應獲擴展至涵蓋此等集團，並使其適用於所有其它法律形式（如有限責任公司和有限合夥企業）。

17.2 全資擁有公司的豁免也應擴大至包括有經營酌情權的經理、或由普通合夥人或受託人管理的所有形式的集體投資計劃，因為代表經理、普通合夥人或受託人提出的集團申報將包括他們通過任何集體投資計劃所持的所有權益。

17.3 根據首次公開招股的要求，全資擁有公司的豁免不適用於「首次」申報。我們理解這是制定第 XV 部時的刻意決定，然而，此做法卻導致集團公司作出大量一次性申報，此等實體將不會對其作任何進一步的披露，並且會被涵蓋在之後的全資擁有公司的豁免中。此等過時信息會引起市場混亂，因此，全資擁有公司的豁免應該擴大至涵蓋首次公開招股要求的「首次」申報。此舉將需要對第 XV 部本身作出修訂。

## 18. 交易日期/交收日期

18.1 通過借用證券來彌補沽空交易以及隨後的購買來平息此類淡倉的情況下，在兩次交易（即在收到來自借出人的借貸確認以彌補賣空後，以及在購買交易日將借用股份歸還借出人）的初始階段出現好倉，而好倉卻會在交收時消失，正如金發局在第 12 份報告第 II.F 節中指出，買賣匯報的差異會引致錯配。如果在交易日同時考慮借用證券的買賣交易，則可以避免此等混淆視聽的好倉。同樣地，這需要對第 XV 部作出修訂。

## 19. 無紙化證券市場

19.1 《有關在香港實施無紙證券市場的經修改運作模式的聯合諮詢文件》<sup>7</sup>中規定新戶口將引入無紙化持股，有關各方如何處理權益披露應予以考慮。譬如，「USS 戶口」是為滿足機構投資者的需求而設的，這類投資者出於監管或其他原因可能需要以自身名義持有證券，但同時也需要由保薦結算或託管商參與者來管理證券（「保薦 CP」）。針對 USS 戶口持有者（作為相關證券的合法擁有人），尤其是保薦 CP，披露權益的要求以及豁免的適用需要更多指引。

---

<sup>7</sup> [有關在香港實施無紙證券市場的經修改運作模式的聯合諮詢文件](#) 由證監會、香港交易所及證券登記公司總會有限公司於 2019 年 1 月 28 日聯合發表。

## 20. 結論

20.1 遵循 SFO 第 XV 部的應用仍具挑戰性。採納本報告中的建議，通過對《概要》作出修訂，並提供更好的釋義指導，可以為香港證券業提供更大的確定性，從而令市場更易理解、更透明。

## 關於香港金融發展局

香港金融發展局於二零一三年一月由特區政府宣布成立，為高層和跨界別的平台，就如何推動香港金融業的更大發展及金融產業策略性發展路向，徵詢業界並向政府提出建議。金融發展局會集中研究如何進一步發展香港金融業，促進金融業多元化，提升香港國際金融中心在國家和地區中的地位和作用，並背靠國家優勢、把握環球機遇，以鞏固本港的競爭力。

## 聯絡我們

電郵：[enquiry@fsdc.org.hk](mailto:enquiry@fsdc.org.hk)

電話：(852) 2493 1313

網頁：[www.fsdc.org.hk](http://www.fsdc.org.hk)