

致所有參與結構性票據買賣的中介人

就結構性票據給投資者的建議

證監會今天刊發了新聞稿，就結構性票據給投資者提供建議。本會藉本通函提醒中介人，根據證監會的《持牌人或註冊人操守準則》，在替客戶買賣結構性票據時，應確保他們明白這種產品的特性和風險，以及他們有足夠的資金面對有關風險和承受投資這類產品有可能的潛在損失。中介人亦須確保在任何情況下，就這類產品向客戶提供合理的投資建議和推介。要參閱有關規定，可瀏覽上載於證監會網站的操守準則，網址為www.hksfc.org.hk。

證監會注意到現時零售市場出現不同種類的結構性票據，包括股票掛鉤票據及信貸掛鉤票據，供散戶投資者選擇。一般而言，股票掛鉤票據是一種債務投資工具，根據單一或一籃子股票的表現來釐定票據息率或本金在到期日應以現金方式發還，還是以交付所參考股票的實物代替。信貸掛鉤票據則指另一類的債務投資工具，當中所支付的利息、本金或利息和本金會受到一間或一組公司所發生的“信貸事件”所影響。“信貸事件”指與所參考公司的信貸情況有關的特定事件，例如所參考公司破產或無法償還合計達某一總額的貸款。

證監會刊發上述新聞稿的其中一個原因，旨在提醒有意投資股票掛鉤票據及信貸掛鉤票據的人士，必須留意在香港市場上有很多不同種類的零售債券和票據，當中不少都具備獨有的特性。並非所有零售債券或票據會提供本金保證。

由於結構性票據的設計較為複雜，證監會提醒投資者，在買入這些票據前，一定要仔細詳閱發售文件或條款摘要，瞭解個別結構性票據的回報機制和其他條款，以確保清楚有關票據的獨有特性，明白它如何運作，才作出投資決定。他們亦需查核發行商的財務穩健狀況，有關票據有否設立二手市場等因



素，從而考慮這類投資產品是否適合自己投資。如有疑問，他們應諮詢財務顧問的意見。

為幫助投資者進一步瞭解結構性票據，證監會已在網上投資者資源中心(www.hkeirc.org)登載了兩篇分別名為《闡釋結構性票據》及《評估結構性票據》教育性文章。為利便貴公司向客戶講解結構性票據的特點，現隨函附上該兩篇文章以供參閱。此外，本會亦在網上投資者資源中心的「專題探討」環節登載了其他有關債券的教育性資料。

投資者教育及傳訊科

2003年12月29日



證監會網址: <http://www.hksfc.org.hk>



網上投資者資源中心: <http://www.hkeirc.org>

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

隨著市場在目前的低息環境下不斷開拓新產品，你現在已可以透過銀行及經紀行，購買回報與單一或一籃子股票的價格掛鉤的票據，又或是另一類票據，它的回報與一間或一組公司的信貸質素或表現掛鉤，而有關公司的信貸質素或表現則取決於一些對有關公司的財務穩健狀況產生負面影響的特定事件。這些票據究竟與傳統的普通債券有甚麼分別？

首先，甚麼是股票掛鉤票據？

股票掛鉤票據是一種債務投資工具。這些票據的投資回報與單一或一籃子股票的表現掛鉤。相關股票或一籃子股票的價格波動，都可能會對你的投資回報，以及該票據在到期日或之前的市值產生負面影響。股票掛鉤票據可以在有效期內的部分時間設定固定息率，而隨後的息率則參考預設算式，與單一股票或一籃子股票(或該籃子內某特定股票，如表現最差的股票)在某一特定日期或特定期間的收市價掛鉤。

通常，與單一股票掛鉤的「看漲」票據，會以有關股票在票據到期日前的某個特定估價日的收市價，與票據發行前已釐定的行使價比較，從而決定投資者在到期時會收取股票還是獲歸還本金。你必須注意：如果有關票據在到期時是以實物交收模式贖回，則你的投資的價值將相等於你所收取的股票的市值，而這可能會遠少於你原來的投資金額。如果是「看跌」股票掛鉤票據的話，視乎有關票據的條款，你要以行使價沽出所掛鉤之股票，或會獲發現金。金額會按照發行商一早釐定的算式計算出來，多寡會視乎收市價與行使價的差別。你取回的現金有可能遠少於你原來的投資金額。

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

如果票據是與一籃子股票掛鉤，你則可能會收取現金或獲發在特定估價日從該籃子中選取的其中一隻公司的實物股票。

下列例子只作說明用途。由於股票掛鉤票據的特點繁多，以下的例子未必能將之完全盡錄。緊記仔細閱讀銷售文件及/或條款摘要內列明的票據特點，尤其用作釐定投資回報的算式。

例 1：與單一股票掛鉤的票據

假設你買入與股票 A 掛鉤的 5 年期票據，行使價為 80 元。利息每年支付一次，並在首兩年固定息率為 7%。其後各年的息率將根據下列算式計算：

0% 或 7% x 比率，二者中取其較高者

當中，比率=[在觀察期內股票 A 的收市價≥80 元的交易日數]/觀察期的總交易日期。

觀察期 = 計息期推前 12 個交易日的整個時期。

計息期 = 第三、四及五年內應支付利息的期間。

情況 1:

第三年內，在觀察期的 248 個交易日中，股票 A 的價格在 150 個交易日都維持在 80 元或以上。因此，第三年的息率為 4.2% (=7% x 150/248)。

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

情況 2:

由於市況轉弱，股票 A 在第四年的整個觀察期皆維持低於 80 元。因此，有關的比率變成零，息率將為 0%。

例 2：與一籃子股票掛鈎的票據

假設你買入與一籃子美國股票掛鈎的 4 年期票據。利息每年支付一次，首年息率固定為 4%。

其後各年的息率將根據下列算式計算：

$$0\% \text{ 或 } 4\% + (20\% \times \text{參考率}), \text{ 二者中取其較高者}$$

當中，參考率 = 觀察期內表現最差的成分股的回報率。

$$\text{成分股的回報率} = [(\text{息率釐定日的收市價} / \text{基準日的收市價}) - 1] \times 100\%$$

情況 1:

假設在第二個息率釐定日，表現最差的成分股的回報率為 2%。因此，第二年的息率便為 4.4% (=4%+(20% x 2%))。

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

情況 2:

假設在第三個息率釐定日，表現最差的成分股的價格比它在基準日的股價錄得 30% 的跌幅。在這情況下，第三年的息率便會變成 0%。[由於 $4\% + (20\% \times (-30\%))$ 等於 -2% ，因此 0% 被選用作息率。]

部分票據或會提供「鎖定」回報，從而使某一年的息率最低限度會相等於上一年的息率。

信貸掛鉤票據又是甚麼？這種票據如何運作？

信貸掛鉤票據在支付利息及/或本金時，都會受到一間或一組公司所發生的「信貸事件」影響。至於甚麼事件屬於「信貸事件」，則視乎個別票據本身所釐定的技術性定義而定。一般來說，「信貸事件」包括參考公司(或參考組合內的公司)破產、或無法償還合計達如最少 100 萬美元的貸款，又或需要提前償還個別債項等情況。

視乎個別信貸掛鉤票據的結構而定，提供本金保證的信貸掛鉤票據的息率有可能是浮動的。有關息率將取決於自發行日起計，發生於參考公司(或參考組合內的公司)累計的信貸事件宗數。例如，某隻與一個公司組合掛鉤的信貸掛鉤票據在首年的固定息率為 4%，其後的息率將視乎發生的信貸事件的累積宗數而定 - 信貸事件越多，息率便越低。因此，如果發生一宗信貸事件，該票據的息率便可能會跌至 3%，如發生兩宗信貸事件，

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

息率更可能會繼而下跌至 2%。該票據的條款可能會訂明如發生的信貸事件達四宗或以上，票據便不會再進一步支付利息。

信貸掛鉤票據亦可以在有效期內提供一個固定息率，但這卻須視乎參考公司或參考組合內的公司有否發生任何信貸事件。只要發生一宗信貸事件，你便不再有權收取利息，包括自上一次派發利息日起計至發生有關信貸事件期間所累計的利息。你的票據或會在到期日或之前被贖回，但所得的金額卻可能會遠低於投資本金。有關的贖回金額將根據銷售文件或條款摘要所列明的條款計算。然而，贖回金額的多寡，通常都會根據在信貸事件發生後，把有關參考公司的特定債務工具出售，經扣除開支後所剩餘的所得款項而定。

「歸予首個違責者」的信貸掛鉤票據是指觸發有關票據贖回的信貸事件是參考組合內任何一間公司所發生的第一宗違責事件。假設組合內任何一間公司出現信貸事件，有關票據的贖回價將因有關參考公司的特定債務工具的價值下跌而減低。你在持有有關票據下所承受的信貸風險並不按任何比例分配予任何指定參考公司。如任何參考公司宣布發生信貸事件，這些票據便會停止派發利息(包括自上一次派發利息日起計至發生有關信貸事件前所累計的利息)，以及會按照票據的條款在到期日或之前被贖回，而這類票據的價值多數會大幅下跌。

股票或信貸掛鉤票據背後是否有任何特別安排?

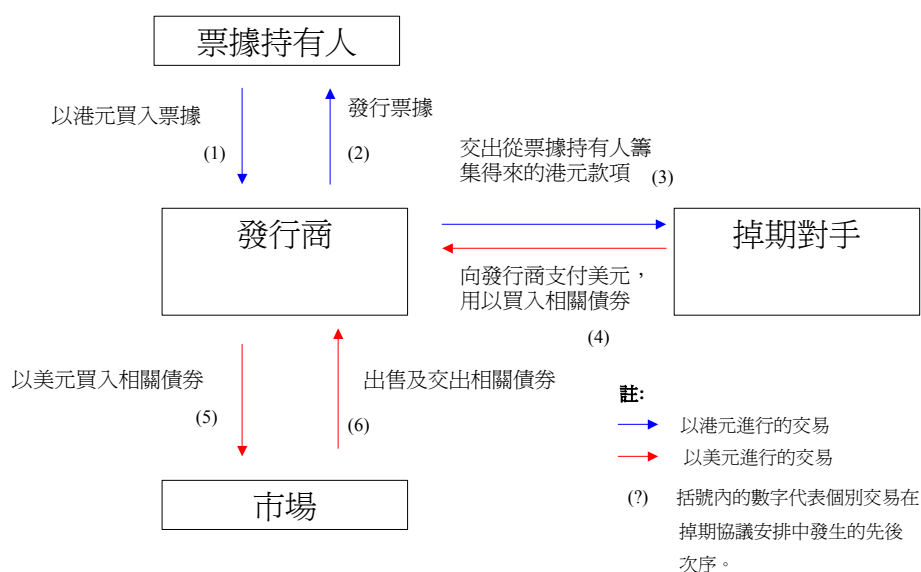
某些股票或信貸掛鉤票據背後可能設有十分複雜的掉期協議安排。在某些情況下，發行商或會將出售票據所籌集的資金，買入與票據的現金流

投資者教育資訊

闡釋結構性票據

量相等、由票據安排人的聯繫公司特別發行的相關債券；而該票據用作支付利息及/或本金的款項將來自相關債券的現金流量。假如票據及相關債券以不同貨幣定價，發行商將需要訂立跨貨幣及利率掉期協議。下圖說明以港元發行、但用作擔保的相關債券卻以美元定價的票據背後的現金流量。這種安排帶來另一個風險因素：掉期協議的對手一旦違責，便可能會導致發行商無法根據票據的規定，向票據持有人歸還利息及/或本金。此外，假如出現違責的情況，可以用作償還票據持有人的款項將因為取消有關掉期協議的費用而有所減少。

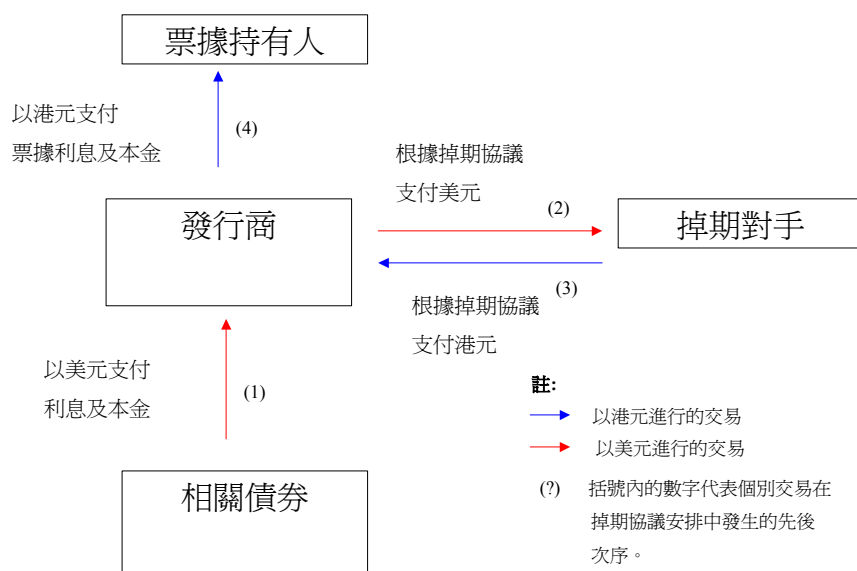
最初資金流程圖



投資者教育資訊

闡釋結構性票據

付款現金流程圖



投資者教育資訊

評估結構性票據

結構性票據是複雜的投資工具，在投資前，你應根據自己的投資經驗、財政狀況、投資目標及其他相關情況，認真考慮這種投資工具是否適合自己。下列問題或許有助你找出答案：

- **發行商是誰？**

信貸掛鉤票據或股票掛鉤票據通常都與知名的公司掛鉤。然而，你不要將這些公司與票據發行商混為一談。這些票據對它所掛鉤的參考公司並不構成任何責任。履行向票據持有人支付利息和歸還本金的責任，屬於從票據持有人借入款項的發行商，而非與票據回報掛鉤的某間或多間公司。

信貸或股票掛鉤票據可以由大型國際財務機構或這些機構的聯繫公司發行，亦可以由不隸屬於這些財務機構而財力薄弱的特殊目的公司發行。財力薄弱的發行商對所發行之票據的履約責任未必一定有另一間公司擔保。

- **發行商的財務穩健狀況如何？**

發行商的財務穩健狀況反映出它向票據持有人歸還本金及利息的能力。如前所述，有些發行商並不隸屬於作為發售有關票據的安排人的大型國際財務機構，而是財力薄弱的特殊目的公司。這些特殊目的公司作為發行商，在發行信貸或股票掛鉤票據後，或會利用由發售票據所得的款項，買入相等現金流量並獲得如安排人的控股公司擔保的相關債券，作為有關票據的抵押品。你必須注意，就相關債券提供的「擔保」並不包括該票據本身。這些擔保只意味著發行商獲保證一定可以就它持有的相關債券取回本金及利息。這些票據一般亦載有「有限追索權」的條文。發行商能否履行在票據上訂明支

投資者教育資訊

評估結構性票據

付利息及/或本金的責任，取決於它是否收取到在相關債券下該付予它的款項。「有限追索權」的條文，會將票據持有人因未獲支付本金或利息而向發行商提出的申索金額，限制在相關債券或任何源自其中的款項之內，也就是說你不能向發行商提出進一步的申索。

- **我在股票或信貸掛鉤票據的相關證券方面須承受甚麼風險？**

投資於股票或信貸掛鉤票據時，投資者並非直接投資於這些票據所掛鉤的證券或資產上，因此不能享有直接持有所掛鉤的證券或資產應有的權利(例如投票權)。然而，如果這些所掛鉤的證券或資產的價值出現變化，或市場對參考公司的信貸素質的看法有所改變(例如信貸評級被調低)，則可能會對你持有的票據的市值產生負面影響。

- **票據有否獲其他機構擔保？**

擔保人為發行商履行票據上訂明的責任提供擔保，為票據持有人提供多一層保障。擔保人是指同意在發行商違責時向你歸還利息及/或本金的第三者(通常是發行商的控股公司)。你不應把票據獲擔保人擔保與「資本保證」或「本金保證」混為一談。後兩者指的是在票據到期時歸還投資在有關票據的金額。當某一票據發行商的履約責任有第三者提供擔保的同時，該票據也有可能根據它的條款在到期時償付或提前贖回之金額會少於或甚至遠少於最初所投資的金額。

- **發行商能否更改票據的到期日？**

票據的條款可能會容許發行商延長票據的年期。這意味著你必須作好準備，發行商有可能選擇在指定日期，如原訂到期日的三年後，

投資者教育資訊

評估結構性票據

才向你歸還本金。假如你急需現金應用，將票據在二手市場出售便是套現的唯一方法。

另一方面，個別票據或會給予發行商提早贖回權，容許發行商在預設到期日前全數或部分贖回票據。這項權利純為發行商的利益而設，而發行商只會在對它有利的情況下行使這項權利。一般來說，當發行商提早贖回票據時，投資者會收到預先訂定的贖回額。然而，贖回額的多寡或會取決於相關資產的表現，有可能會少於最初的投資金額。

- **票據是否有二手市場?**

信貸或股票掛鉤票據除非在聯交所上市，否則在發售完成後將不會有設定的交易市場。儘管票據可能設有莊家，但莊家一般沒有責任為票據營造市場，即是沒責任承接所有投資者的買賣盤。而你未必能取得落實的買入價或賣出價，或你欲購買或出售的價格。

信貸或股票掛鉤票據在二手市場(如有)的價格可能會與你買入該票據的價格不同，當中取決於多個因素，包括當前利率、市場對利率的預期、對發行商的信貸質素的看法、參考公司的股價、距離到期日的剩餘時間及任何類似投資產品的市況。票據的價格及條款會決定你這項投資的最終回報。持有結構性票據，需要承受的風險不只是發行商的信貸風險。

你亦必須留意，投資這類票據可獲得的總回報同時受中介人收取的費用影響，包括就維持投資戶口運作、票據轉讓、託管服務及代收利息和本金而徵收的費用。

投資者教育資訊

評估結構性票據

- *作為票據持有人，我有甚麼權利？*

信貸或股票掛鉤票據大多數會以「總額證書」的形式出現。證書會交由代表有關結算系統，持有及買賣信貸或股票掛鉤票據的代理人代為存放。信貸或股票掛鉤票據只會在極少數情況下才會發出正式證書(例如有關結算系統連續關閉 14 天)。你必須注意，就票據的條款而言(包括規範付款、通告及票據持有人會議等的條文)，如果有關票據是以透過結算系統持有的總額證書形式出現的話，「票據持有人」一詞會指結算系統的代理人或代你買入及持有有關票據的交易商。它同時是相關結算系統紀錄上的票據本金持有人。因此，你將需要倚賴你的經紀行將它透過結算系統收到的款項轉入你的戶口，以及向你派發它由結算系統收到票據發行商發出的通告。假如有關票據附有可以贖回的特點，容許發行商或你提早贖回票據或選擇在到期時以現金或實物交收，則任何你向發行商發出的通知，都必須經由你的經紀行透過結算系統發出。

至於非聯交所上市的信貸或股票掛鉤票據所進行的買賣，則屬於場外交易。一旦經紀行違責，投資者並不會受到就上市證券作出賠償而成立的投資者賠償基金的保障。

詳細了解票據特點

市場上有很多不同種類的零售債券和票據，當中不少都具備獨有的特性。並非所有零售債券或票據(包括股票掛鉤票據及信貸掛鉤票據)會提供本金保證。隨著結構性票據的市場不斷發展，新推出的票據可能會具有前所未見的特性。這篇文章未必能，而實際上沒有一篇文章可能，將投資結構性票據所涉及的風險完全盡錄。故此，你必須小心詳閱發售文件或條

投資者教育資訊

評估結構性票據

款摘要，了解個別票據或債券的特點。如有疑問，應就票據或債券是否適合你作投資諮詢財務顧問的意見。