

資料文件

立法會財經事務委員會

對《證券及期貨(專業投資者)規則》下的資格準則的檢討

目的

在 2018 年，由證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）執行的《證券及期貨(專業投資者)規則》(第 571D 章) (“《專業投資者規則》”) 在進行修訂時，部分立法會議員就《專業投資者規則》下有關投資者合資格作為專業投資者的準則提出意見。有見及此，證監會承諾檢討專業投資者規則下的總值限額。本文件匯報證監會對《專業投資者規則》下的總值限額的檢討結果及相關事宜，以及證監會的建議。

背景

《專業投資者規則》

2. 證監會在 2003 年依據《證券及期貨條例》(“該條例”) 第 397 條下有關訂立規則的權力，首次頒布《專業投資者規則》，當中訂明了某些類別的人士屬專業投資者，包括個人及法團，與零售投資者區分開來¹。投資者的虧損承受能力 (即具有保障其本身的利益所需的資源) 是證監會在訂立有關規則時的一項主要考慮因素。根據現行的《專業投資者規則》，以下人士被訂明為專業投資者：

- (a) 任何擁有不少於 8,000,000 元且符合以下說明的投資組合² 的個人：
 - (i) 在該個人本人的帳戶內持有；
 - (ii) 在該個人聯同其任何有聯繫者³於某聯權共有帳戶內持有；

¹ 並非機構投資者且根據《專業投資者規則》不合資格被訂明為專業投資者的投資者，佔投資大眾的絕大部分，通常被稱為零售投資者。

² 《專業投資者規則》將“投資組合”一詞界定為由現金、銀行存款、證券或由上述資產組成的投資組合。

³ 《專業投資者規則》將“有聯繫者”一詞界定為個人的配偶或任何子女。

- (iii) 屬該個人在聯同其有聯繫者以外的人士於某聯權共有帳戶內的投資組合中所佔部分；及／或
 - (iv) 屬主要業務是持有投資項目並由該個人全資擁有的法團的投資組合；
- (b) 任何擁有不少於 8,000,000 元的投資組合或不少於 40,000,000 元的總資產的法團或合夥；
- (c) 任何總資產不少於 40,000,000 元的信託法團；或
- (d) 任何主要業務是持有投資項目並由上文(a)、(b)、(c)段所述人士及／或屬該條例附表 1“專業投資者”的定義的(a)、(d)、(e)、(f)、(g)或(h)段所指的專業投資者全資擁有的法團。

3. 由於專業投資者一般被認為擁有足夠的資源保障自身利益，當中介人與專業投資者交易時，該條例及《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》（“《操守準則》”）向中介人施加的某些規定可能不適用：

- (a) 該條例第 103 條規定，除非獲證監會認可，否則不得發出或管有關於投資而未獲認可的廣告、邀請或文件。這項限制不適用於發出或管有關於擬只轉讓予專業投資者的產品的廣告等。這項豁免讓專業投資者得以接觸未獲證監會認可且不提供給零售投資者的產品（通常稱為“私人配售產品”）⁴。
- (b) 該條例第 174 條禁止中介人在進行未獲繳約的造訪時或繼進行未獲邀約的造訪後，訂立或要約訂立多項協議，包括售賣或購買證券。這項限制不適用於向專業投資者進行的未獲繳約造訪。
- (c) 該條例第 175 條禁止在沒有隨附載有相關資料的銷售文件的情況下，作出證券要約。這項限制不適用於向專業投資者作出的要約。私人配售產品的銷售及推廣文件無須經證監會審閱。
- (d) 《操守準則》第 15.4 段載列了中介人在與以下投資者交易時可獲豁免遵守的規定：(i)已被評估為具有合適的企業架構和投資程序及監控措施的法團專業投資者（在本文件內稱為“熟練的法團專業投資者”）；及(ii)屬該條例附表 1“專業投資者”的定義的(a)至(i)段所指的機構專業投資者。這些規定包

⁴ 例子包括上市公司的私人配售股份、未經認可的基金（例如對沖基金及私人股權基金）、未經認可的結構性產品（例如累計期權）及未經認可的債權證（例如非零售債券）。

括須確立客戶的財務狀況、投資經驗和投資目標，及須確保所作出的建議或招攬行為是合適的。

- (e) 《操守準則》第 15.5 段載列了中介人在與專業投資者交易時可獲豁免遵守的規定。這些規定屬行政性質，包括須提供有關中介人的一般資料，及在執行交易後確認有關該宗交易的重點。

檢討

4. 立法會在 2018 年 6 月就證監會對《專業投資者規則》的建議修訂進行討論。有關修訂旨在擴大(i)被視為專業投資者的個人和法團的類別；及(ii)在確定某人是否專業投資者時可予考慮的紀錄。經立法會先訂立後審議後，有關修訂已於 2018 年 7 月 13 日生效。

5. 在考慮有關修訂時，部分立法會議員就《專業投資者規則》下有關投資者合資格作為專業投資者的準則（特別是關於所採納的總值限額）提出意見。因應立法會議員的意見，證監會承諾在 2019 年檢討《專業投資者規則》下的總值限額，並在 2019 年 8 月委任外部顧問協助有關檢討。證監會亦委託投資者及理財教育委員會（“投委會”）了解投資者對《專業投資者規則》下總值限額的看法。此外，顧問藉此機會研究了一些相關事宜，包括應否引入新的專業投資者資格準則。

檢討結果

6. 顧問在 2020 年 5 月完成檢討後，證監會的結論是，《專業投資者規則》切合其目的，不建議改變該規則下的資格準則及總值限額的計算基礎。證監會亦不建議採納其他資格準則來釐定專業投資者。顧問的檢討結果和建議，以及證監會的意見載列如下。

I. 總值限額

7. 在考慮現行總值限額能否有效地為投資者提供充分保障時，一些立法會議員提議應上調有關水平，以緊貼市場變化，從而維持對投資者的保障。

國際性比較

8. 在香港，是否合資格作為專業投資者主要按照《專業投資者規則》規定的總值準則來釐定（見第 3 段）。根據證監會的顧問進行的國際性比較（見附件 A），可資比較司法管轄區同樣是採取以總值準則為基礎的測試，作為分辨被認為合資格參與私人資本市場的投資者（在本文件內統稱為“專業投資者”）的單一或主要方法。總括而言，

香港個人專業投資者的投資組合總值限額高於英國的金融工具投資組合總值限額，並與新加坡的淨金融資產總值限額相若。關於法團合資格作為專業投資者的投資組合總值限額，英國的規定遠低於香港。而關於法團的總資產總值限額，香港的總資產總值限額大致上與美國及澳洲一致。

9. 就此而言，顧問認為《專業投資者規則》下總值限額的現行水平大致上與可資比較司法管轄區一致。

投資者保障

10. 從投資者保障的角度來看，總值限額為專業投資者制度執行把關功能，而向中介人施加的有關為客戶提供合理適當建議的責任（以下簡稱“合適性責任”）亦在這個制度中擔當重要的角色。中介人在與可買賣私人配售產品的專業投資者交易時，須像與零售投資者交易一樣，履行《操守準則》下的合適性責任⁵。具體規定如下：

- (a) 中介人應確保向客戶作出的建議或招攬行為在所有情況下都是合理的。這項責任在 2016 年擴大至涵蓋與專業投資者交易的中介人。
- (b) 自 2019 年起，當某中介人在沒有作出任何招攬或建議行為的情況下為客戶進行複雜產品交易時，該中介人須確保有關交易在所有情況下都適合該客戶。此外，該中介人須向客戶提供(i)充分資料，讓客戶能夠了解該項複雜產品；及(ii)警告聲明。

11. 值得注意的是，合適性規定在某些可資比較司法管轄區（例如新加坡及澳洲）不適用於專業投資者（見附件 B）。顧問認為，香港的個人及法團專業投資者已獲得全面的投資者保障。

與物業價格的相互關係

12. 部分立法會議員表示，鑑於在香港持有住宅物業的投資者很容易便會成為專業投資者，故《專業投資者規則》下的總值限額應隨著香港的物業價格不斷上升而予以上調。

13. 儘管香港物業價格在過去 20 年上升了五倍，但顧問認為在考慮修改總值限額時，應全面參照多方面的因素，當中包括國際監管

⁵ 在中介人與以下人士進行交易時存在有限的例外情況：

- (a) 機構專業投資者，例如銀行、保險公司和受規管的金融中介人；及
- (b) 熟練的法團專業投資者，即已被評估為具有合適的企業架構和投資程序及監控措施者。

發展情況、經濟及金融趨勢（例如本地生產總值及消費物價指數）和本地市況，而非只著眼於物業價格上升這個單一因素，何況物業價格往往會受眾多因素影響而出現波動。

持份者的看法

14. 在是次檢討的過程中，顧問訪問了市場參與者（包括零售經紀、零售銀行及私人銀行），以聽取他們對《專業投資者規則》的意見。受訪者對於 8,000,000 元的投資組合總值限額並未有特別顧慮，有部分受訪者表示，適用於法團的 40,000,000 元總資產總值限額實際上並未獲廣泛採用。

15. 證監會在投委會的協助下，進行了多個專題小組討論和一對一訪談，以徵詢投資者對《專業投資者規則》的意見。大部分受訪者對於 8,000,000 元的投資組合總值限額沒有強烈意見，因為他們認為投資者所獲得的保障很大程度上取決於中介人對他們負有的合適性責任。他們亦認為有關限額只屬一項讓投資者可接觸範圍更廣泛的投資產品的先決條件，故調整有關限額並沒有多大意義。根據投委會的年度零售投資者調查，有合共 826 名零售投資者回應了該調查，而大部分知悉專業投資者制度的回應者都認為 8,000,000 元的投資組合總值限額是適當的。

證監會的意見

16. 自 2003 年設立總值限額以來，專業投資者的保障已隨著於 2016 年擴大合適性責任，以及於 2019 年就執行由客戶提出的複雜產品交易而引入的新合適性責任而得到加強。總值限額其實是為了確保投資者在獲准投資私人配售產品前具備相當水平的虧損承受能力而訂立的一項先決條件。如上文所述，向專業投資者提供服務的中介人仍須遵從合適性規定。

17. 鑑於上述理由，以及考慮到《專業投資者規則》所訂的總值限額與可資比較司法管轄區所訂的大致相符並獲持份者普遍接納，證監會贊同顧問的建議所指，無需修改總值限額。

II. 可能適用的新準則

用作釐定個人投資者是否符合資格的總資產準則

18. 有些立法會議員注意到在釐定個人及法團是否符合資格成為專業投資者時，所採用的資產類別有所不同（前者僅為投資組合，而後者則為投資組合及總資產），並詢問有關計算基準是否應予劃一。

19. 顧問並不建議就個人採納總資產準則，理由如下：

- (a) 住宅物業可能佔個人擁有的資產一個重大比例，而且住宅物業的最高按揭貸款成數可超過五成⁶。
- (b) 有關準則可能涵蓋流通性低及非投資類別的資產。部分業界參與者認為難以就投資者擁有的資產取得準確的估值。
- (c) 可資比較司法管轄區普遍沒有對個人採納有關準則——只有澳洲將有關準則引入其制度內（見附件 A所載的表 1）。

證監會的意見

20. 證監會贊同該顧問的建議。經考慮按揭比率及取得準確的資產估值方面的難度後，證監會認為香港不適宜採納總資產準則。

用作釐定個人及法團投資者是否符合資格的淨資產準則

21. 一名立法會議員詢問，有關計算基準是否應計及負債（即採用淨資產而非投資組合或總資產）。儘管相較於投資組合及總資產準則，淨資產準則能更清楚顯示投資者的虧損承受能力，但在香港要取得個人的債務資料卻存在執行上的困難和合規成本的顧慮。

22. 以澳洲為例，客戶須向中介人提供由合資格會計師發出的證明書，說明該客戶擁有的淨資產數額。此項規定會令有關客戶或中介人在將投資者歸類為專業投資者時招致額外成本。另以美國為例，顧問發現香港並沒有訂立類似的監管規定，讓信貸報告可供免費取覽或要求中介人須索取有關客戶資產淨值的資料。如上文所述，就資產準則而言，業界參與者認為難以就投資者擁有的資產取得準確的估值。

證監會的意見

23. 鑑於上述理由，尤其是中介人在操作上可能遇到的困難，證監會並不建議採納淨資產準則。

非財務方面的衡量標準——投資知識及經驗

24. 有些立法會議員提議，對於未能達到8,000,000元投資組合總值限額的個人而言，應加入投資知識及經驗作為替代準則。部分受訪的投資者認為應引入其他措施，讓具備豐富投資經驗的熟練投資者得以成為專業投資者。

⁶ 根據香港金融管理局公布的數據，住宅物業在過去十年（截至 2020 年 2 月為止）的平均按揭貸款成數為 52.6%。

25. 曾與顧問會面的業界參與者則意見不一。經紀行支持引入投資者知識及經驗準則，藉此擴大它們的專業投資者客戶群。然而，私人銀行卻表示，個人投資者若要與它們維持私人銀行業務關係，便須符合最低資產規定（就受訪的私人銀行而言，介乎3,000,000美元至10,000,000美元不等），故即使引入有關準則，它們亦不會廣泛採納。

證監會的意見

26. 證監會並不建議採納非總值準則，以釐定個人是否符合資格成為專業投資者。《專業投資者規則》下的資格準則旨在確保只有虧損承受能力達到一定水平的投資者，才可接觸私人配售產品，而此目的並不能藉由採納非總值準則而達到。

證監會的建議

27. 經仔細研究顧問的分析及投委會搜集的資料，並從整體角度考慮監管方針及中介人的合規成本後，證監會認為，《專業投資者規則》現時就個人及法團所訂的總值限額無須予以調整。主要考慮因素為：

- (a) 有關總值限額能反映投資者的儲蓄情況及虧損承受能力，而且簡單及易於解讀。
- (b) 香港現行的總值限額與可資比較司法管轄區的同類限額相符。
- (c) 符合《專業投資者規則》下其中一項總值限額並合資格成為專業投資者的投資者，乃受到《操守準則》訂明的合適性規定所保障。
- (d) 受訪的市場參與者對於個人須達到8,000,000元的總值限額才符合資格成為專業投資者的規定，並沒有強烈意見。
- (e) 大部分知悉專業投資者制度的投資者回應人士認為，8,000,000元的總值限額是恰當要求。有些認為合適性規定是強效的投資者保障措施。
- (f) 提議訂立的新總值（總／淨資產）或非總值準則（知識及經驗）未能反映投資者承受虧損的能力，而且中介人在執行時會遇到實際困難。

28. 證監會將密切留意本地和國際的市場及監管發展，並會繼續與投委會合作，圍繞專業投資者這主題加強投資者教育。

徵詢意見

29. 請委員備悉檢討結果及證監會的建議。

**財經事務及庫務局
證券及期貨事務監察委員會
2020年7月**

(只有英文版)

Comparison of Monetary Thresholds of Hong Kong and Overseas Regimes

Table 1 – Comparison of qualifying criteria – Individuals

International comparison of qualifying criteria – Individuals (US\$'000)					
	HK	UK	SG	AU	US
Monetary criteria/ thresholds					
Elective					
Professional investor	~1,020 ▪ Portfolio size at the relevant date	~550 ▪ Financial instrument portfolio	~220 ▪ Income in the preceding 12 months	~170 ▪ Gross income p.a. in the past two financial years	~200/300 ▪ Income (individual or joint with spouse) in two most recent years and has a reasonable expectation of reaching the same income level in the current year
professional client			~720 ▪ Financial assets (net of any related liabilities)	~1,680 ▪ Net assets	
Accredited investor			~1,440 ▪ Net personal assets (value of primary residence not exceeding 50%)	~6,700 ▪ Gross assets (have or control)	~1,000 ▪ Net worth (individual or joint with spouse) (excluding primary residence)
Wholesale client					Bill under review: To adjust the level of income and the amount of net worth for inflation every 5 years
Accredited investor					
Non monetary criteria/ thresholds	N/A	▪ 10 or more transactions of significant size per quarter over the four previous quarters ▪ At least one year working experience in financial sector	N/A	Assessed by a licensee as having previous experience in using financial services and investing in financial products	▪ Bill under review: Individuals (a) registered or licensed with SEC or FINRA or an equivalent self-regulatory organization or (b) with qualifying knowledge and experience ▪ Proposed amendments: To include natural persons who qualify based on (a) knowledge, experience or certifications or (b) "knowledgeable employee" of private funds
Application rule	Single criterion	Meet at least 2 of 3 criteria (monetary and non-monetary) from above	Meet at least 1 from above	Meet at least 1 from above	Meet at least 1 of the monetary criteria from above

Table 2 – Comparison of qualifying criteria – Corporations

International comparison of qualifying criteria – Corporations (US\$'000)					
	HK	UK	SG	AU	US
Monetary criteria/ thresholds	Professional investor ~1,020 ▪ Portfolio size at the relevant date ~5,100 ▪ Total assets at the relevant date	Elective professional client ("EPC") ~550 ▪ Financial instrument portfolio Large undertaking ("LU") ~22,000 ▪ Balance sheet total ~44,000 ▪ Net turnover ~2,200 ▪ Own funds	Accredited investor ~7,200 ▪ Net assets	Wholesale client ~170 ▪ Gross income p.a. in the past two financial years ~1,680 ▪ Net assets ~6,700 ▪ Gross assets (have or control)	Accredited investor ~5,000 ▪ Total asset of corporation that is not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered
Non-monetary criteria		Elective professional client ("EPC") ▪ 10 or more transactions of significant size per quarter over the four previous quarters ▪ At least one year working experience in financial sector Large undertaking ("LU") NA		▪ Assessed by a licensee as having previous experience in using financial services and investing in financial products ▪ Financial services licensees ▪ Listed corporation	NA
Application rule	Meet at least 1 from above	▪ EPC: Meet at least 2 of 3 criteria (monetary and non-monetary) from above ▪ LU: Meet at least 2 of 3 monetary criteria from above	Single criterion	Meet at least 1 from above	Single criterion

Table 3 – Comparison of the relevant qualifying criteria

Comparison of the relevant qualifying criteria						
Financial assets – Individuals (US\$'000)			Total assets – Corporations (US\$'000)			
	Calculation basis	Threshold		Calculation basis	Threshold	
HK	Financial portfolio *	1,020	HK	Total assets	5,100	
Comparable jurisdictions	UK	Financial instrument portfolio *	550	US	Total assets	5,000
		As part of the three-part test for elective professional clients		AU	Gross assets (have/control) #	6,700
	SG	Financial assets	720	Comparable jurisdictions	Balance sheet total	22,000
		Net of related liabilities		UK	As part of the three-part test for large undertakings	

* Also applicable to corporations
Also applicable to individuals

Source: Proprietary research of the SFC's Consultant

Exchange rates (as of 1 September 2019):

USD/HKD = 7.84, EUR/USD = 1.10, USD/SGD = 1.39, AUD/USD = 0.67

Note:

In considering various thresholds in the comparable jurisdictions, it is noted that the specific calculation method of each threshold varies. The overseas criteria that are the closest to Hong Kong's criteria have been adopted in drawing the comparison.

(只有英文版)

Comparison of Investor Protection Requirements of Hong Kong and Overseas Regimes

International comparison of investor protection requirements					
	HK	UK	SG	AU	US
Advisory transactions	Reasonable basis to ensure suitability of recommendations or solicitations	Reasonable basis to ensure suitability: (i) Meet the client's investment objectives (ii) The client could financially bear the investment risks (iii) The client has knowledge and experience to understand the risks involved	Reasonable basis to ensure recommendations made are appropriate	Reasonably be regarded as being in the best interests of the client for the advice provided	Reasonable basis to ensure customer-specific suitability Effective from 30 Jun 2020: Reasonable basis to believe that recommendations are in the best interest of a retail customer
Execution-only (non-advisory) transactions in complex products	Ensure suitability of transactions in complex products in all circumstances	The transaction is appropriate with regard to the client's knowledge and experience to understand the risks involved	N/A	N/A	N/A
Exemptions when dealing with relevant class of investors	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No exemption for individual professional investors ▪ Exempt when dealing with a limited no. of sophisticated corporate professional investors that have appropriate corporate structure and investment process and controls 	Lighter investor protection requirements: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Advisory transactions: Exemption on (i) for elective professional clients, and (ii) for per se professional clients ▪ Execution-only (non-advisory) transactions in complex products: Exempt when dealing with elective and per se professional clients 	Exempt when dealing with accredited investors	Exempt when dealing with wholesale clients	Customer-specific suitability: <ul style="list-style-type: none"> ▪ No exemption for accredited investors ▪ Exempt from when dealing with institutional investors with total assets ≥ US\$50M Best interest requirement: No exemption if the accredited investor is a retail customer

Source:

The Code of Conduct – Hong Kong;
The FCA Handbook – the United Kingdom;
The Financial Advisers Act and the Financial Advisers Regulations – Singapore;
The Corporations Act 2001 – Australia; and
The FINRA Rules and the Code of Federal Regulations – the United States