

中国跨境 ETF 的法律框架及其参与机构

作者: 吕红 / 黎明

对于中国的基金业来说,“创新”是 2009 年的关键词之一。可分离交易基金、联接基金等新类型基金的先后发行体现了基金公司在创新产品方面的研发力度和监管部门对于创新基金产品的开放态度。随着上海建设国际金融中心的国家基本政策的出台以及《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议六》的签署,跨境 ETF(即交易型开放式指数基金)被正式列入议题,为 2009 年基金产品的“创新”添加了更新的注解。在过去的三个月中,华夏、南方、博时、嘉实、国泰和工银瑞信等国内领先的基金公司纷纷与上海、深圳证券交易所积极推动跨境 ETF 的设计和研发,各家的跨境 ETF 方案也已基本成形。同时,作为跨境 ETF 指数供应商的国际知名机构,如标普公司、FTSE 等,也积极参与中国跨境 ETF 市场的开发。我们非常有幸为上述若干只跨境 ETF 产品提供了法律服务并为跨境 ETF 在短的时间内所取得的成果感到骄傲。

所谓跨境 ETF,是指相对于主要交易所在市场是以境内交易市场之法律环境、交易交割系统为基础的境内 ETF 而言,ETF 的份额交易和基金投资涉及两个或两个以上交易市场的法律环境和交易交割系统的 ETF 基金。按照设立方式跨境 ETF 可以分为直接开发、交叉挂牌和联接基金三类。直接开发是指境内基金公司开发挂钩境外特定指数的 ETF,在境内募集和挂牌交易。交叉挂牌是指境外已上市的 ETF 直接在境内交易所挂牌交易。而联接基金则是在境内发行的、几乎 100%投资于境外交易所挂牌交易的 ETF 的基金。在这三类跨境 ETF 中,交叉挂牌涉及两个以上不同地区的交易所,需要整合多个交易所信息披露的内容和时间要求,建立跨市场管理机制和共同的结算机制,还需要各方市场的监管者在市场监管方面加以合作,要求不同上市地点法律法规相似,而且无外汇管制。因此就目前中国的资本市场环境和法律环境而言,交叉挂牌难度较大。而联接基金尽管法律框架和投资管理比较简单,但对主基金效率的依赖较高,境内基金公司缺乏投资组合管理的主动性,与监管部门对通过 QDII

If you would like an English version
of this publication, please contact:

Lily Han: (86 21) 3135 8709
Publication@llinkslaw.com

如您需要了解我们的出版物,请与
下列人员联系:

韩东红: (86 21) 3135 8709
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

中国跨境 ETF 的法律框架及其参与机构

基金发展境内资产管理机构的国际投资组合管理能力的政策不符，同时投资者承担的费用较高。而相对交叉挂牌和联接基金来说，直接开发模式是由境内基金公司直接开发和管理，可以全面发挥境内交易所、登记结算公司和银行等机构的作用，适用同一法律体系和监管要求，并且从长远发展角度看，有利于培养境内基金公司的国际投资能力，因此由境内基金公司直接开发的跨境 ETF 更能获得监管部门和交易所的支持。现阶段各家基金公司提交交易所的方案基本上都是直接开发的跨境 ETF。但另一方面，与交叉挂牌和联接基金相比，直接开发的跨境 ETF 涉及境内基金公司、境内托管银行、境内券商、境外托管银行、境外券商等诸多主体，申购赎回的结算流程非常复杂，同时无论前台投资还是后台交易结算，都是由境内基金公司完成，对基金公司的人才、资金、技术和国际合作方面都有更大的挑战。

在直接开发模式下，跨境 ETF 将涉及基金管理人、境内托管人、境内券商、交易所、登记结算公司、境外托管人、境外券商等基本参与主体。尽管在普通的 QDII 基金和境内 ETF 基金下前述机构都有不同程度的参与，但在跨境 ETF 中由于境内外市场时区差异以及外汇管制，部分参与方的角色较之有非常明显的差异。

跨境 ETF 所挂钩的指数均为境外市场指数，目前的跨境 ETF 方案主要针对美国指数、欧洲指数以及香港和日本指数。大部分指数所针对的交易市场(如美国、英国)与中国证券市场的交易时间没有任何重叠，少数交易市场(如香港)也仅有部分重叠。此外，由于外汇管制原因，中国的投资者不能直接投资境外证券市场，境内券商也不能直接接受投资者委托办理境外投资的经纪业务。基于上述交易时间和外汇管制的客观原因，跨境 ETF 无法同境内 ETF 一样由投资者以篮子证券(或通过券商买入的一篮子证券)换购 ETF 的份额，申请赎回时也不能直接取得基金卖出的篮子证券，而只能使用现金方式进行 ETF 的申购与赎回。但与同样也采用现金方式申购赎回的普通开放式基金或者普通 QDII 基金不同的是，ETF 的投资交易成本是由投资者承担的，即投资者需按基金对应申购、赎回申请所买入或卖出篮子证券的交易价格和交易费用支付或取得申购、赎回对价。由于跨境 ETF 采用这样一种基本的申购赎回机制，境内券商在境内 ETF 中扮演的基金代销机构、接受投资者委托买入或卖出篮子证券的委托代理人、ETF 份额交易的经纪商的多重角色在跨境 ETF 中简化为仅仅是基金的代销机构和基金份额交易经纪商的角色。而相应地，基金管理人的投资管理行为除了通常意义上的投资组合管理职责外还多了一层代投资者买入或卖出篮子证券的实际含义。

需要注意的是，也正是因为目标指数所针对的交易市场与中国证券市场的交易时间不完全重叠甚至完全无交叉，境内 ETF 所特有的 T+0 套利机制对于跨境 ETF 来说套利效果会受到很大程度的削弱。另一方面，境外投资的风险，特别是交收风险，会在一定程度上增加境内登记结算机构的结算风险，而境内登记结算机构能否延续境内 ETF 的 T+0 套利机制的基础——为申购赎回提供担保交收将存在一定的不确定性。换句话说，跨境 ETF 的套利效率和境内登记结算结构对于结算风险的评估将会最终决定跨境 ETF 是否还能继续采用 T+0 的交易制度。

中国跨境 ETF 的法律框架及其参与机构

如需进一步信息, 请联系:

韩 炯 律师

电话: (86 21) 3135 8778 (86 10) 6655 5050

Christophe.Han@llinkslaw.com

秦悦民 律师

电话: (86 21) 3135 8668 (86 10) 6655 5020

Charles.Qin@llinkslaw.com

吕 红 律师

电话: (86 21) 3135 8776 (86 10) 6655 5050

Sandra.Lu@llinkslaw.com

本篇文章译自出版于 *China Law & Practice, December 2009/January 2010* (《中国法律与实务》2009 年 12 月/2010 年 1 月合刊)上的同名出版物。