

ETF 申购赎回清单差错的法律分析

作者: 吕红 / 黎明

交易所交易型开放式指数证券投资基金(以下简称“ETF”)的申购赎回清单(以下简称“PCF”)是由基金管理人编制的用于每个交易日公告申购对价、赎回对价等信息的文件,通常包括 T 日最小申购赎回单位所对应的组合证券内各成份证券数据、T 日可用现金替代的各成份证券及溢价比例、T 日允许现金替代的最高比例、T 日预估现金部分、T-1 日现金差额、T-1 日基金份额净值及其它相关内容。其中 T-1 日现金差额和 T-1 日基金份额净值信息涉及对 T 日确认的申购赎回的结算,本质上与普通开放式基金申购赎回价格计算错误的处理方式相同,基金管理人构成违约且不具有基金合同约定的免责事由时,将对受差错不利影响的投资者或者基金份额持有人承担损害赔偿等违约责任,此不赘述。本文探讨的重点是,对于 ETF 这样一类与普通开放式基金存在显著不同的基金来说,PCF 所载明的、体现着 ETF 特殊交易机制的 T 日信息,如果发生差错,基金财产或者投资者是否存在损失以及基金管理公司是否可能承担赔偿责任。

PCF 的两类差错

PCF 对于 T 日的一级市场交易和二级市场交易的主要意义在于,一是公布确定申购和赎回的对价依据,二是确定计算基金份额参考净值(以下简称“IOPV”)的基础。

ETF 申购和赎回的本质性特点是采用组合证券进行申购和赎回。尽管申购赎回中可以采用现金替代,但会受到严格的比例限制,并且仍然会按现金替代的部分成份证券的实际交易价格对投资者进行多退少补,投资者承担被替代证券的交易成本,所以投资者仍然是按照组合证券进行申购和赎回,即申购时按照 PCF 列明的组合证券种类、数量交付组合证券以换取 ETF 基金份额,赎回时按照 PCF 列明的组合证券种类、数量获得基金交付的组合证券。因此,若 PCF 所列明的成份证券数据出现差错,例如股票种类差错或者股票数量差错等,会导致 T 日申购的投资者交付或者 T 日赎回的投资者获得的组合证券出现差错,即导致申购赎回对价错误。

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

ETF 申购赎回清单差错的法律分析

IOPV 是在交易时间内按照 PCF 中的最小申购赎回单位所对应的组合证券实时市值与预估现金之和所计算的每份基金份额的实时参考净值，供投资者在二级市场交易时参考。如果 PCF 所列组合证券数据差错或者预估现金差错，则会导致 IOPV 计算错误。

下文以组合证券数量虚增导致的申购赎回对价支付差错和组合证券数据或 PCF 其它信息差错导致 IOPV 高估为例，对 ETF 申购赎回清单差错不同情形分别展开法律分析。

组合证券数量虚增

PCF 中组合证券数量虚增对当日申购和赎回的影响是：当日申购的投资者将多支付组合证券作为申购对价，而赎回投资者将多获得组合证券作为赎回对价。

有观点认为，由于基金管理人的差错导致了上述影响的发生，所以基金管理人需要赔偿申购投资者多支付的组合证券，而赎回投资者获得了不当得利，应当将多获得的组合证券或相应价款退还给基金财产，基金管理人应当先行垫付或者在赎回投资者未退还不当得利时承担赔偿责任。笔者认为，仅以“不当得利”为由让赎回投资者退还多得部分的证券或其相应价款，法律依据不足。“不当得利”的构成要件之一是一方取得的不当利益没有合法依据。而对于 ETF 基金来说，依据基金合同约定，PCF 清单是由基金管理人编制和调整的，投资者按照 PCF 清单支付或取得申购赎回对价。尽管 PCF 清单出现差错，但赎回投资者仍然是按照基金合同约定的交易方式取得赎回对价，对于多得部分的证券不能说没有合法依据，相反，是有基金合同这一合法依据的。

我们认为，上述观点的一个基本认识错误在于忽视了基金合同所约定的申购赎回对价中除组合证券之外的另一个重要部分——现金差额。

所谓现金差额，是指最小申购赎回单位的资产净值与按当日收盘价计算的最小申购赎回单位中的组合证券市值之差。若最小申购赎回单位的资产净值高于当日收盘价计算的最小申购赎回单位中的组合证券市值，则当日申购的投资者除交付组合证券外还需要向基金支付现金差额，当日赎回的投资者除获得基金交付的组合证券外还将获得基金支付的现金差额。而若最小申购赎回单位的资产净值低于当日收盘价计算的最小申购赎回单位中的组合证券市值，则当日申购的投资者在交付组合证券后还将获得基金支付的现金差额，当日赎回的投资者在获得基金交付的组合证券外还将向基金退还现金差额。

从现金差额的计算公式以及退补机制可以看出，ETF 的申购赎回价格最终还是按照基金份额净值结算，只不过与普通开放式基金不同的是采用了两步结算的方式，先以组合证券(或加上部分现金替代)进行结算，然后再根据组合证券的市值与基金净值之差进行退补。所以，尽管 ETF 是采用组合证券进行申购赎回，但由于存在现金差额的调整机制，申购时投资者支付的证券市值高于基金净值的部分仍然会从基金财产退还申购投资者，赎回时投资者获得的证券市值高于基金净值的部分仍然会由赎回投资者退还基金财产。

ETF 申购赎回清单差错的法律分析

在这样一种结算机制下，尽管 PCF 差错导致组合证券虚增了，但在 T 日基金净值仍然能正确计算的情况下，多交付组合证券的申购投资者将获得包括多交付部分证券价值在内的现金差额的支付，而多获得组合证券的赎回投资者应向基金财产退还包括多得部分证券价值在内的现金差额。因此，申购投资者不会因组合证券虚增而遭受损失，不存在由基金管理人赔偿的问题；赎回投资者也没有取得其不应得的利益，基金财产向其多交付的证券价值会通过赎回投资者依据基金合同约定的机制以现金差额的形式退还基金财产，基金财产也不存在损失。因此，赎回投资者向基金财产退还现金差额，不是基于“不当得利”的退还，而是基于基金合同约定的应当履行的支付义务。

也有不少人认为，ETF 对投资者而言的一个重要意义就是套利机制，如果投资者通过赎回套利成功了，就不应该返还套利收益。笔者认为，套利机制对于 ETF 投资者确有不可否认的重要意义，但需要界定清楚何为 ETF 的套利。ETF 的套利是利用 ETF 一级市场和二级市场的差价在 T+0 的基础上进行的套利。投资者进行套利操作时的参考依据之一是实时 IOPV 与 ETF 二级市场交易价格的差价，但这并不等于投资者就一定能够套取该差价。套利成功与否和获利多少还是取决于通过组合证券和现金差额交收后按照基金净值支付的一级市场交易价格与二级市场买入卖出价格的差额，即便是在正常情况下，这个差额也与套利操作时 IOPV 与二级市场交易价格的差额存在偏差。所以，当 PCF 公布的组合证券虚增时，并非意味着赎回的投资者已经“成功”套取所多获支付的证券的收益，其是否最终成功套利仍然取决于 T 日二级市场买入 ETF 的价格是否低于 T 日的基金净值。反之，如果将赎回投资者多获得的证券视为套利收益的话，那么任何一个在该日之前就持有 ETF 的投资者(而无需是一个当日通过二级市场买入 ETF 的投资者)，只要赎回就可以“套利”，因而这种套利显然不是我们通常所说的 ETF 的正常套利。

IOPV 高估

IOPV 是根据组合证券实时价格与预估现金所计算的一个参考价格，一般来说 IOPV 与二级市场交易价格呈正相关关系。所以，无论是因组合证券数量虚增还是预估现金高估导致 IOPV 高于正常值，都可能引起二级市场交易价格虚高。当 IOPV 进行正常调整后，二级市场交易价格又会回落并趋于正常。在交易价格虚高期间买入 ETF 的投资者，就会承担比正常情况下更高的成本。这一部分额外的成本，则明显与基金管理人的 PCF 差错存在因果关系。

对于二级市场交易价格虚高上涨期间买入 ETF 的投资者，若投资者要求赔偿且无证据证明该投资者存在主观上明知 PCF 差错、IOPV 高估的情形，基金管理人将承担部分交易成本的赔偿责任。交易成本的赔偿范围，对于 IOPV 恢复正常当日投资者卖出 ETF 的，可按买入成本和卖出成本的差价计算，对于 IOPV 恢复正常当日投资者未卖出 ETF 的，可参照虚假陈述的证券民事责任赔偿的标准，以买入价与至“基准日”期间平均收盘价之差计算（基准日可按更正日后累计成交量达到 ETF 份额 100%之日或者更正日后第 30 个交易日确定）。具体金额，基金管理人可与投资者进行协商。由于 T 日不同时点交易价格及投资者买入价格可能存在较大差异，不同投资者对于差错信息的主观判断、交易目的和风险预判不同，因此不同投资者对于自身是否存在过错或者是否愿意承担差价风险损失存在不同的认知，所以基金管理人难以制定一个统一的赔偿方案并主动对每一个发生 T 日买入交易的投资者进行赔偿。T 日追涨买入并认为自己存在交易成本损失的投资者可主动向基金管理人提出赔偿主张。基金管理人在与单一投资者协商赔偿方案时，

ETF 申购赎回清单差错的法律分析

既需考虑该投资者的具体交易情况，也需考虑不同投资者所适用的赔偿标准原则上应具有公平性。

综上所述，如果仅仅是申购赎回对价中组合证券数据出现差错，ETF 可以通过现金差额进行调整，不会导致投资者或基金财产获得不当利益或者遭受损失。但是如果 PCF 中的差错信息导致 IOPV 计算错误并影响到二级市场交易价格，则基金管理人将对按照受到错误信息影响的交易价格买卖 ETF 而遭受损失的投资者承担赔偿责任。

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

© 通力律师事务所 2010