

# 上交所：沪伦通“产品”跨境 投资者仍在本地市场

本报记者 朱宝琛

日前,中国证监会就《上海证券交易所和伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定》公开征求意见。这标志着沪伦通项目的落地指日可待,相关对外准备工作正式进入全面启动阶段。

8月31日,上交所相关负责人就沪伦通的一系列问题回答了记者的提问。

## 扩大资本市场双向开放重要举措

《证券日报》记者:什么是沪伦通?

负责人:沪伦通,即上海证券交易所以(下称“上交所”)与伦敦证券交易所(下称“伦交所”)互联互通机制,是指符合条件的两地上市公司,依照对市场的法律法规,发行存托凭证(Depository Receipt,下称DR)并在对方市场上市交易。同时,通过存托凭证与基础证券之间的跨境转换机制安排,实现两地市场的互联互通。

沪伦通包括东、西两个业务方向。东向业务是指伦交所上市公司在上交所挂牌中国存托凭证(Chinese Depositary Receipt,下称CDR)。西向业务是指上交所A股上市公司在伦交所挂牌全球存托凭证(Global Depository Receipt,下称GDR)。

为稳妥起步,DR的基础证券限于股票,东向业务暂不允许伦交所上市公司在我国境内市场通过新增股份发行CDR的方式直接融资。CDR的上市交易通过境内跨境转换机构建立初始流动性的方式加以实现,即境内跨境转换机构将其在境外市场买入或者以其他合法方式获得的基础股票按照相关规定和存托协议约定转换成CDR后上市交易。上交所A股上市公司则可通过发行GDR直接在英国市场融资。符合条件的两地证券经营机构可以直接到对方市场开立证券和资金账户,并按照相关规定要求,从事存托凭证跨境转换业务。

《证券日报》记者:推出沪伦通的背景、意义和愿景?

负责人:(1)沪伦通的背景。根据2015年10月习近平主席访问英国及第七次中英经济财金对话成果,中英双方欢迎上交所与伦交所就沪伦两地市场互联互通问题开展可行性研究。2016年11月,第八次中英经济财金对话成果中,中英双方肯定了沪伦通可行性研究取得的重要阶段性进展,并同意下一步开展操作性制度和安排的研究与准备。2017年12月,第九次中英经济财金对话

政策成果中,中英双方欢迎沪伦通可操作性制度与安排的研究与准备工作取得的进展,同意进一步深入研究两地符合条件的上市公司以存托凭证的方式到对方市场挂牌上市,以实现两地市场的互联互通。2018年4月在博鳌亚洲论坛2018年年会上,中国人民银行行长易纲宣布,争取年内开通沪伦通。2018年7月30日李克强总理会见英国外交大臣亨特时表示,中英双方应发挥互补优势,拓展各领域合作,以年内开通沪伦通项目为契机,积极培育新的合作增长点,更好实现互利共赢。

(2)沪伦通的意义。沪伦通是深化中英金融合作,扩大我国资本市场双向开放的一项重要举措,符合十九大关于推动形成全面开放新格局的精神,具有多方面积极意义:一是有利于扩大我国资本市场双向开放,提高境内市场的深度和国际化水平,推动境内证券机构开展跨境证券业务,提升证券行业的国际竞争力;二是为两地发行人和投资者提供进入对方市场融资的便利机会,使境内居民在本地市场实现投资境外品种,支持A股上市公司从境外市场融入资金,支持实体经济开展跨国融资和并购;三是有利于促进上海国际金融中心建设;四是有助于深化中英金融合作,共同打造中英“黄金时代”增强版。

(3)沪伦通的愿景。对外开放是国家繁荣富强的必由之路,也是我国资本市场未来发展的必然趋势。沪伦通以实现境外基础证券发行人挂牌CDR和境内上市公司发行GDR为起步,后续将视市场发展深入优化配套制度,为境内投资者提供更为便捷的投资境外优质上市公司的机会,为境内上市公司拓展国际业务、提升国际知名度提供更多支持,并在这一过程中推动上交所国际化进程,提升中国资本市场的国际影响力,打造具有国际竞争力的一流交易所,更好服务我国资本市场双向开放。

## 存托人主要发挥“转换器”的作用

《证券日报》记者:什么是中国存托凭证(CDR)和全球存托凭证(GDR)?

负责人:国务院办公厅转发《关于开展优质创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(国办发〔2018〕21号),对CDR进行了界定,明确CDR是指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的证券。相应地,沪伦通下的GDR是由存托人签发、以沪市A股为基础在英国发行、代表中国境内基础证券权益的证券。

《证券日报》记者:什么是CDR存托人?存托人承担哪些职责?

负责人:存托人是指按照存托协议的约定持有境外基础证券,并相应签发代表境外基础证券权益的存托凭证的境内法人。存托人主要发挥了境外基础股票和境内存托凭证之间“转换器”的作用。存托人根据投资者的意愿,可将基础股票转换为CDR,或将CDR转换为股票,从而实现CDR和基础股票的跨境转换。《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》第二十七条规定了存托人应当履行的职责。

《证券日报》记者:什么是存托协议?

负责人:存托协议是明确存托凭证所代表的权益,以及基础证券发行人、

存托人、存托凭证持有人相互间权利义务的协议。投资者持有存托凭证即成为存托协议的当事人,视其同意并遵守存托协议的约定。《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》第二十八条规定了存托协议应当包含的条款。

《证券日报》记者:什么是CDR托管人?托管人承担哪些职责?

负责人:托管人是指受存托人委托,按照托管协议托管存托凭证所代表的基础财产的金融机构。

《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》第二十九条规定了托管人应当履行的职责。

《证券日报》记者:CDR持有人享有哪些权利,如何行使其权利?

负责人:CDR持有人享有的权利包括但不限于:一是依法享有存托凭证代表的境外基础证券权益;二是通过存托人行使对基础证券的股东权利,包括但不限于:投票、获取现金分红、股份分红及其他财产分配,行使配股权,行使表决权等;三是法律法规及中国证监会规定的和存托协议约定的其他权利。CDR持有人主要通过存托人行使其权利,存托人应依照法律法规及中国证监会规定和存托协议的约定,为CDR持有人行使权利提供相应服务。

## “产品”跨境 投资者在本地市场

《证券日报》记者:沪伦通的基本业务模式是如何运作的,与沪深港通有什么区别?

负责人:沪深港通是由交易所设立的证券交易服务公司将境内投资者的交易申报订单路由至境外交易所执行,并由两地证券登记结算机构分别为本地投资者提供名义持有人服务、代持有境外证券并参与清算交收的互联互通模式。

沪伦通是沪伦两地满足一定条件的上市公司到对方市场上市交易存托凭证的模式。投资者参与存托凭证交易结算的模式与股票类似,同时参照国际通行做法,沪伦通存托凭证与基础股票间可以相互转换,利用基础股票和存托凭证之间的相互转换机制,打通两地市场的交易。

形象地说,沪深港通是两地的投资者互相到对方市场直接买卖股票,“投

资者”跨境,但产品仍在对方市场。而沪伦通是将对方市场的股票转换成DR到本地市场挂牌交易,“产品”跨境,但投资者仍在本地市场。

《证券日报》记者:沪伦通下发行上市适用哪些法律?

负责人:沪伦通东向业务遵循中国证监会法律法规,适用中国证监会和上交所关于沪伦通下CDR发行上市、持续监管、本地交易和跨境转换的相关规定。境外基础证券发行人应当符合《证券法》《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(下称《管理办法》)《上海证券交易所和伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定(试行)》(下称《监管规定》)关于公开发行存托凭证的相关要

求,并符合上交所规定的沪伦通下CDR的上市条件。

西向业务GDR发行上市、持续监管、本地交易适用英国市场相关规则。境内上市公司发行GDR还应当符合

《证券法》《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》《监管规定》等法律法规以及中国证监会关于境内企业境外发行或上市证券、沪伦通存托凭证业务的相关监管规定。

## 投资者权益保护引入五大措施

《证券日报》记者:哪些投资者可以参与沪伦通下CDR投资?

负责人:沪伦通下CDR投资者适当性管理的相关事项由上交所业务规则中进行明确。试点初期,机构投资者以及符合条件的个人投资者,可以根据中国证监会和上交所的相关规定,向其指定交易的证券公司,申请参与沪伦通下CDR投资。

《证券日报》记者:沪伦通下有哪些投资者保护制度安排,投资者权利受侵害时有什么救济手段?

负责人:为了有效保护境内投资者合法权益,在借鉴国际经验的基础上,结合业务特征,沪伦通制度规则要求境外基础证券发行人应当公平对待境内投资者,并引入了多方位的投资者权益保护措施:

一是设置投资者准入门槛。要求证券公司为投资者,特别是个人投资者开通沪伦通下CDR交易权限时,应当按照投资者适当性管理的要求对投资者的开通申请进行评估,并充分告知沪伦通CDR投资风险。

二是明确发行人法律责任。要求境外基础证券发行人应当参与CDR发行,依法履行发行人、上市公司的义务,承担相应的法律责任。

三是确保存托凭证基础财产安全。要求存托人为存托凭证基础财产单独立户,将存托凭证基础财产与其自有财产有效隔离,分别管理、分别记账,不得将存托凭证基础财产归入其自有财产,不得侵占、挪用存托凭证基础财产。

四是保护境内投资者的知情权。要求境外基础证券发行人应当在中国境内设立证券服务机构,聘任熟悉境内信息披露规定和要求的信息披露境内代表,负责办理沪伦通下CDR上市期间的信息披露和监管联络事宜,建立与境内投资者、监管机构及交易所的有效沟通渠道,按照规定保护境内投资者的合法权益。

五是建立纠纷调解机制。要求存托协议明确约定因存托凭证发生的纠纷适用中国法律,由境内法院管辖。当沪

伦通下CDR投资者权利受到侵害时,境内投资者可以依据相关法律法规的规定和存托协议的约定,在境内法院向基础证券发行人提起证券诉讼;或可以根据仲裁协议约定,向具有管辖权的仲裁机构申请仲裁。

《证券日报》记者:沪伦通标的企业选取时考虑哪些因素?

负责人:沪伦通采用存托凭证两地市场互相挂牌模式。欢迎符合条件的沪伦通两地上市公司向对方的证券监管机构提出相应的发行上市申请,积极参与东、西向业务。

CDR方向上,境外基础证券发行人应为伦交所主板高级上市公司,上市年限和市值规模应符合一定标准,其目的是选取在英国市场流动性较好,有较为广泛投资者基础的发行人参与东向业务,实现项目平稳起步。

GDR方向上,伦交所欢迎上交所主板市值规模达一定标准的公司发行GDR。

《证券日报》记者:DR与基础股票的跨境转换安排如何操作?

负责人:沪伦通东西双向业务都允许DR与基础股票按既定比例互相转换,这是沪伦通实现两地市场互联互通的主要方式,有利于市场自主调节DR供需,保持DR与基础股票的价格联动。

具体而言,跨境转换分为基础股票转换成DR的“生成”过程和DR转回基础股票的“兑回”过程。整个跨境转换由投资者、存托人、托管人以及跨境转换机构等市场主体协同完成,生成过程是指基础股票的持有人将基础股票交付存托人,由存托人根据存托协议的安排,办理存托凭证签发手续,在存托凭证上市交易地使基础股票持有人转为持有存托凭证的过程;兑回过程是指存托凭证的持有人将存托凭证交付存托人后,由存托人根据存托协议的安排,办理存托凭证注销手续,并在基础股票的上市交易地将基础股票转为由存托凭证持有人持有的过程。

# 《证券法苑》专题征稿启事

今年是我国改革开放40周年,也是我国《证券法》颁布20周年。回顾过去,资本市场法治建设稳步推进,20年的法治实践需要总结、评估;展望未来,资本市场改革发展进入新时代,法治建设面临新形势、新问题,需要及时回应。

为进一步加强交流、凝聚共识、完善法治、促进发展,《证券法苑》(CSSCI来源集刊)现面向海内外理论界、实务界的专家、学者征集佳作,并择优刊出。征稿相关事项说明如下:

一、征稿范围

来稿应围绕主题,坚持问题导向,进行实证分析和比较研究,提出建设性意见和建议,欢迎“小题大做”,鼓励理论创新。就参考选题方向说明如下(具体论题目可不受此限):

(一)资本市场法治建设20年回顾

1. 证券监管制度改革发展的评估与展望

研究背景与建议:1998年《证券法》颁布20年来,证券监管制度与市场改革发展相互促进,但也存在着不适应。在正确总结20年来我国资本市场演进脉络、市场主体结构变化、市场交易行为特征、发行人融资偏好与需求、上市公司控股股东行为特征基础上,总结、评估证券监管制度经验和不足,是面向未来进行更好监管的有益路径。

2. 中国证券市场法律制度建设的本土化创新

研究背景与建议:20年来,资本市场法治建设移植、借鉴了大量境外市场做法,也基于国情、市情,进行了本土化制度创新,如账户直接持有和“看穿式监管”已成为具有一定国际共识的“中国经验”。新时代,有必要全面梳理证券法律制度本土创新的样态、背景和经验,为证券法修改、资本市场国际化提供参考和借鉴。

(二)更好发挥资本市场服务实体经济功能的制度设计

3. 面向创新企业、中小企业发展的发行上市制度包容性改革

研究背景与建议:近年来,境内外市场持续深化改革,支持新经济企业、中小企业融资发展,增强市场的包容性与竞争力。市场的改革创新,也对发行上市制度提出了挑战。如何在发行上市标准、持续信息披露、公司治理、投资者保护等方面进行差异制度设计,适应不同成长阶

段企业发行上市需求,值得深入研究。

4. 促进产业并购重组发展的价值取向与制度完善

研究背景与建议:近年来,监管机构重拳整治并购重组乱象,市场环境不断优化、市场估值趋于理性。在新的经济发展阶段下,要发挥并购重组积极功能,支持企业特别是高科技行业企业的整合、转型与升级,提高上市公司质量,需要评估并购重组制度功能,完善法律规则,提高制度的适应性。

5. 介绍上市等企业跨境发行上市的模式比较、监管逻辑与制度完善

研究背景与建议:创新企业境内发行上市试点、沪伦通项目中,境外企业境内发行上市模式是制度设计的重点问题。境外市场有哪些较为成熟的企业跨境发行上市模式,公开发布、介绍上市、第二上市等不同模式背后有何监管逻辑,发行上市条件、核准程序有哪些特点,有何差异化监管要求,如何改革完善境内现有制度,值得深入研究。

(三)防范系统性风险相关基础法律制度完善

6. 资管产品的基本法律关系与基础制度完善

研究背景与建议:为治理“影子银行”,防范系统风险,金融监管机构近期颁布资管新规,以防范多层嵌套、严控杠杆、打破刚兑为规则主要内容。但资管业务或者资管产品规范和监管,涉及多个金融市场、多重法律关系、多个监管领域。资管产品背后到底是何种法律关系,如何在《证券法》或者《信托法》等基础法律上进行规范,如何实施功能监管等问题,都有待进一步研究。

7. 私募基金制度的价值取向与制度完善——以私募基金托管人职责边界为讨论中心

研究背景与建议:近期,“阜兴系”私募基金管理人跑路,托管人是否履职尽责成为各方关注焦点。近年来,私募基金行业也出现了变相公募,设立“资金池”、“明股实债”“明基实债”、为他人投资非标准产品提供通道等不规范行为。如何基于法理和托管业务实践,合理界定私募基金托管人职责,如何平衡好私募基金管理人和托管人职责边界;在“新兴加转轨”背景下,如何重新评估私募基金监管理念和制度;这些问题需要深入研究。

8. 网络借贷、虚拟货币等互联网金融的法律本质、监管边界与风险防范

研究背景与建议:互联网金融既是一项金融创新,也蕴藏着新的金融风险,1-10、P2P平台近期“爆雷”事件频发,国务院金融委也开会专题研究。如何理顺互联网金融的法律本质和监管逻辑,将P2P等新兴互联网金融模式纳入监管范围,区分合理市场需求与非法集资,划定合法边界,保护借款人和投资者合法权益等问题,需要进一步探讨。

9. 区块链、人工智能等金融科技的法律本质、监管边界与风险防范

研究背景与建议:人工智能、区块链、人机交互等金融科技对资本市场投资者身份验证、市场准入、交易机制、清算交收等业务和监管规则提出了新课题。在拥抱新技术需求与非法集资、划定合法边界,保护借款人和投资者合法权益等问题,需要进一步探讨。

10. 境内外资本市场互联互通中的制度冲突与协调

研究背景与建议:2003年颁布的虚假陈述民事赔偿司法解释对各级人民法院高效审理虚假陈述民事赔偿案件起到了重要作用。但基于市场发展和审判实践,虚假陈述民事赔偿案件也出现了新情况、新问题,值得进一步研究。比如,如何准确认定虚假陈述实施日、揭露日以及基准日等几个重要的时间节点,如何合理选择投资者损失的计算方法,如何准确认定和扣除系统风险,等等。

11. 存托凭证的基础法律关系与基础制度完善

研究背景与建议:创新企业境内发行上市的主要途径之一,“沪伦通”项目初期也拟互挂存托凭证实现互联互通。有关制度规则仅搭建了存托凭证的制度框架,有关基础性法律问题值得深入研究,如存托凭证的法律属性与基础制度构建、跨境转换的法律定性、存托机构的存托义务与责任,等等。

12. 跨境发行上市交易中的法律冲突、管辖权与投资者保护

研究背景与建议:证券跨境发行上市

服务机构勤勉尽责内容和范围,成为司法审判的焦点和各界关注重点,如欣泰电气IPO律师及律所诉证监会行政处罚一案,争议的背后,一方面是,现有法律、规则对证券服务机构勤勉尽责具体内容和范围规定过于原则、边界不清;另一方面,证券监管机构基于制度和规则背后的法理,严格、能动性法,提出并公开判断标准和理由。如何在法律、规则上明确勤勉尽责内容和范围,如何基于现有行政处罚和司法判例抽象出具体的判断标准,如何划定同一业务中律师、会计师不同服务机构职责边界,值得深入研究与。

17. 证券市场行政处罚证明标准——以历年证监会证券行政处罚为中心

研究背景与建议:近期,苏嘉鸿诉证监会内幕交易行政处罚一案,证券行政处罚的证明标准成为案件审理焦点之一。针对操纵市场、内幕交易等较难取证的证券违法行为,行政处罚已经建立的“明显优势证明”标准,环境证据,“推定”证明,如何在制度上确立并得到司法认可,有待进一步探究。

(六)资本市场改革发展与《公司法》修改

18. 上市公司违法违规与控股股东、实际控制人的责任

研究背景与建议:我国上市公司由控股股东、实际控制人实施控制成为“实践常态”,但现行《公司法》对控股股东、实际控制人约束有限。实践中,上市公司违法违规与控股股东、实际控制人不当行使控制权不无关系。如何认定控股股东、实际控制人在公司违法违规中的责任,如何进行进一步明确控股股东、实际控制人义务,将“实际控制”纳入《公司法》公司治理的法定框架,值得深入研究。

19. 高科技企业差异表决权架构与《公司法》“一股一权”类别股制度完善

研究背景与建议:实践中,不少创新企业,采用差异表决权架构,在保持创始人公司控制权前提下,以满足企业在成长阶段的大量融资,但差异表决权架构创新企业发行上市、公开挂牌转让,面临与我国《公司法》“一股一权”制度的衔接问题。我国不少优秀的企业远赴海外上市,也与这一原因有关。如何重新评估《公司法》“一股一权”“类别股”等制度规定;是否要对特殊表决权行使范围和事项作出限定;创始人股东决策失误、丧失创新能力时,

如何平衡保护中小股东权益;这些问题还需要深入分析。

20. 金融危机时代境外公司法、公司治理准则修改趋势及借鉴

研究背景与建议:后金融危机时代,英国、日本、韩国、香港、台湾等地区大规模地修订公司法或公司治理准则,以弥补金融危机暴露的公司治理缺陷,适应各国经济发展需求,具有学术深度和实践应用价值的文章。稿件篇幅以一万字左右为宜,特别优秀稿件不受此限。

二、截稿时间

2018年10月15日

三、投稿须知

1. 论文应当立论科学、论据充足、论证严密、层次清晰、语言流畅,尤其欢迎贴近市场脉搏、具有学术深度和实践应用价值的文章。稿件篇幅以一万字左右为宜,特别优秀稿件不受此限。

2. 投稿请发送至以下电子邮箱:zq-fy@ssec.com.cn(建议投稿后电话确认,请致电021-68808775,68810357)。所有投稿应符合国家著作权法相关规定、公认学术规范和本刊《编辑体例》要求(详见上交所官方网站http://www.sse.com.cn/“研究出版”/“证券法苑”栏目或《证券法苑》图书)。

3. 本刊实行匿名审稿制度,作者投稿时请一律将作者简介(姓名、出生年月、工作单位、学位、职称、研究成果等)、通讯方式(地址、邮编、电话、电子邮箱等)以及本文是否为某种课题成果等内容,另页单独注明,正文中不要出现任何个人信息。

4. 《证券法苑》编辑部保留对来稿进行文字性和技术性修改的权利。《证券法苑》所刊文章,均不代表上海证券交易所观点,文责由作者自负。除作者特别说明外,其文章均为其个人观点,与其所在单位、职务无关。

5. 向《证券法苑》投稿即视为授权本刊将稿件纳入《中国学术期刊网络出版总库》及CNKI系列数据库、“北大法宝”“北大法律信息网”期刊数据库、万方数据库等本刊确定的学术资源数据库以及本所官方网站,本刊支付给作者的稿酬已包含上述数据库著作权使用费。如有异议,请在来稿时注明,本刊将做适当处理。

6. 联系人:

姜沅白 电话:021-68808775;

谢贵春 电话:021-68810357。