



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西 · 务实创新

2018年10月29日

## 从沪深港通到沪伦通—互联互通机制新发展

杨铁成 | 葛音 | 郑婷 | 司瑶瑶

2014年4月10日,中国证监会和香港证监会发布联合公告批准沪港通试点;同年11月17日,沪港通机制下的股票交易正式开始。截至2018年8月31日,沪港通累计交易金额接近10万亿元人民币。其中,沪股通累计有交易的股票为830只,交易金额累计约5.5万亿元人民币;港股通累计有交易的股票为411只,交易金额累计约4.1万亿元人民币<sup>1</sup>。沪港通开通后,在两地证监会的支持下,两地交易所进一步加强合作。2016年12月5日,深港通机制正式启动。深港通在开通一周年后交易额即破万亿<sup>2</sup>。

沪伦通机制的建立也并非一蹴而就。早在2015年10月的中英第七次经济财金对话上两国便开始对沪伦通机制的开通展开了可行性研究;2016年11月的第八次中英经济财金对话及2017年12月的第九次中英经济财金对话肯定并进一步推动了沪伦通机制的工作进展;2018年8月31日,中国证监会发布了《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)(征求意见稿)》,并于10月12日正式公布了《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定(试行)》(“《沪伦通监管规定》”),自此沪伦通机制正式建立。

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、代为持有境外证券并参与清算交收的互联互通模式<sup>3</sup>。与沪深港通机制不同,沪伦通并非由两地投资者互相到对方市场直接买卖股票,而是将对方市场的股票转换成存托凭证到本地市场挂牌交易,存托凭证和基础股票之间可以互相转换,从而打通两地市场的交易。简单地说,沪深港通是投资者跨境,而沪伦通是产品跨境。

本文主要介绍《沪伦通监管规定》的基本规定并解析沪伦通的基本架构。

<sup>1</sup> 新浪财经:“上交所:沪港通累计交易金额接近10万亿元人民币”; <https://finance.sina.com.cn/stock/y/2018-09-07/doc-ihixyeu4749506.shtml>。

<sup>2</sup> 网易:“财经深港通一年累计交易金额近1.3万亿”; <http://news.163.com/17/1206/02/D4UI6RD800018AOP.html>

<sup>3</sup> 上交所:“上交所就沪伦通机制答记者问”; [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20180831\\_4631629.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20180831_4631629.shtml)

## 一、 沪伦通存托凭证业务的基本介绍

沪伦通存托凭证业务包括东、西两个方向。东向业务是指符合条件的在伦敦证券交易所(“伦交所”)上市的境外基础证券发行人在中国<sup>4</sup>境内公开发行的存托凭证(“中国存托凭证”)并在上海交易所(“上交所”)上市,西向业务是指符合条件的在上交所上市的中国境内上市公司在境外发行存托凭证(“全球存托凭证”)并在伦交所上市。

## 二、 沪伦通东向业务—中国存托凭证

### (一) 基础证券

东向业务下中国存托凭证(Chinese Depositary Receipt, 下称“CDR”)所对应的基础证券应是符合条件的境外基础证券发行人在伦交所发行的非新增股票。目前暂不允许境外基础证券发行人通过新增股份在中国境内市场发行 CDR。

### (二) 主要参与者

- 1. 境外基础证券发行人。**《沪伦通监管规定》要求 CDR 的基础证券发行人须为中国证监会认可的伦交所上市公司。根据上交所就沪伦通机制答记者问<sup>5</sup>, 沪伦通的境外基础证券发行人应为伦交所高级主板上市公司, 且其上市年限和市值规模应达到中国证监会设定的标准<sup>6</sup>。
- 2. 境内投资者。**持有、交易 CDR 的境内投资者应当符合上交所规定的投资者适当性管理要求。
- 3. 保荐人及保荐代表人。**根据《沪伦通监管规定》, 保荐人及其保荐代表人应按照《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》及《保荐创新企业境内发行股票或存托凭证尽职调查工作实施规定》履行相关保荐职责。此外, 境外基础证券发行人和保荐人应当到该发行人在境内设立的证券事务机构所在地的证监会派出机构就保荐事宜办理备案。
- 4. CDR 存托人。**CDR 存托人应当符合《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(“《存托凭证管理办法》”)中规定的有关条件, 并依法承担相应的职责。商业银行担任存托人的, 应当按照《关于商业银行担任存托凭证试点存托人有关事项规定》取得存托业务资格。《沪伦通监管规定》并未限制外资银行担任 CDR 存托人, 因此我们理解取得存托业务资格的外资银行也可担任 CDR 存托人。
- 5. 跨境转换机构。**“跨境转换”是指基础证券与存托凭证之间的相互转换。从事 CDR 跨境转换业务的机构(“中国跨境转换机构”)应当具有证券自营业务资格和一定国际业务经验, 且内部控制健全有效, 并按照上交所的规定进行备案。中国跨境转换机

<sup>4</sup> 仅为本文之目的, “中国”与“境内”是指中华人民共和国的领土, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾; “境外”是指中国以外的国家和地区。

<sup>5</sup> 上交所: “上交所就沪伦通机制答记者问”; [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20180831\\_4631629.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20180831_4631629.shtml)

<sup>6</sup> 《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》(征求意见稿)第六条列出了对境外基础证券发行人的具体要求, 详见 <http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/a/20181012/b4f1c82bee683f7b82210549190a59b1.pdf>.

构可基于跨境转换及对冲风险的目的按照相关主管部门的规定买卖 CDR 对应的基础股票及其他投资品种(如货币管理工具、对冲基础股票市场风险和汇率风险的金融产品或工具等)。中国跨境转换机构在境外市场的资产余额不得超过中国证监会规定的上限。

6. **CDR 托管人。**中国跨境转换机构应当委托具有证券基金托管资格的银行担任 CDR 托管人。CDR 托管人应当参照《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》的规定提供资产托管服务，并委托境外资产托管人负责境外资产托管业务。

### (三) 发行核准程序

1. **审核机构。**计划发行 CDR 的境外基础证券发行人应向中国证监会提出申请。中国证监会通过上交所受理发行人报送的申请文件，上交所根据其业务规则对发行人是否符合 CDR 上市条件等事宜进行审核。中国证监会依法对境外基础证券发行人的申请进行最终核准，而无需提交发行审核委员会审核。
2. **申请文件。**《沪伦通监管规定》列出了境外基础证券发行人申请在境内发行 CDR 需要提交的申请文件，包括但不限于申请报告、招股说明书及发行人授权董事签署的确认意见，以及发行人的内部决议等。《沪伦通监管规定》要求招股说明书内容与格式应参照适用《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 23 号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》的规定。

### (四) 初始流动性建立

CDR 发行获中国证监会核准后，中国跨境转换机构可以用自有资金或接受符合适当性管理要求的不特定投资者委托买入或者以其他合法方式获得基础股票并交付 CDR 存托人。存托人根据相关规定和存托协议约定向中国跨境转换机构签发相应的存托凭证。

CDR 的数量达到上交所规定的上市条件后，境外基础证券发行人可向上交所申请将其 CDR 上市交易。

### (五) 跨境转换

CDR 上市交易后，中国跨境转换机构可向存托人申请将境外基础股票转换为 CDR 或申请将 CDR 转换为相应的境外基础股票。申请将 CDR 转换为相应的境外基础股票的，由存托人根据相关规定和存托协议的约定注销相应 CDR，并将相应基础股票交付该中国跨境转换机构。中国跨境转换机构可以按照上交所的规定接受符合条件的境内投资者委托进行跨境转换。

### (六) 数量限制

CDR 存续期内的份额数量不得超过中国证监会核准的数量上限。然而《沪伦通监管规定》并未明确如何确定 CDR 发行数量上限，但因境外基础证券发行人送股、股份分拆或者合并、转换比例调整等原因导致存托凭证增加或者减少的，数量上限会相应调整。

### (七) 会计和审计标准

境外基础证券发行人应当按照中国企业会计准则或者经财政部认可的其他会计准则编制

财务报告。财务报告应当由具有境内证券期货相关业务资格的会计师事务所或者中国证监会和财政部认可的境外会计师事务所按照中国审计准则或者财政部认可的其他审计准则进行审计。

## （八）配股

境外基础证券发行人在境内公开发行上市 CDR 后实施配股的，发行人应当符合相关法律法规规定的条件，并报中国证监会核准。

## （九）持股监管

1. **适用规定。** CDR 上市后的持续监管适用《沪伦通监管规定》；《沪伦通监管规定》未作规定的，适用《创新企业境内发行股票或存托凭证上市后持续监管实施办法(试行)》（“《持续监管实施办法》”）关于已在境外上市红筹企业的规定、中国证监会的其他有关规定及上交所相关业务规则。
2. **不适用《持续监管实施办法》的例外情形。** 境外基础证券发行人及其控股或者控制的公司日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行重大资产交易的，不适用《持续监管实施办法》第三十六条规定的报告、公告及其相关义务，但发行人在境内市场发行 CDR 购买资产的除外；中国跨境转换机构因履行做市义务而持有境外基础股票或者 CDR 的，不适用《持续监管实施办法》第四章第二节关于 CDR 持有变动的有关规定。
3. **信息披露要求。** 境外基础证券发行人应当披露定期报告，包括年度报告和中期报告。发行人在其境外上市地披露季度报告等文件的，应当在境内同步披露。

## 三、沪伦通西向业务—全球存托凭证

### （一）基础证券

与东向业务不同，沪伦通西向业务下全球存托凭证(Global Depositary Receipt，下称“GDR”)的基础证券可以是境内上市公司已在上交所发行的非新增股票，也可以是境内上市公司的新增股票。但《沪伦通监管规定》列出了不得以新增股票为基础证券在境外发行 GDR 的例外情形，例如发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，或者境内上市公司的权益被控股股东或者实际控制人严重损害等有可能严重损害投资者合法权益和社会公共利益的情形。

### （二）主要参与者

1. **境内上市公司。** 境内上市公司发行 GDR 须符合伦交所的相关要求，此外，上市公司还应当符合《中华人民共和国证券法》《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》以及中国证监会关于境内企业境外发行或上市证券的相关监管规定。
2. **GDR 境外存托人和跨境转换机构。** GDR 境外存托人和开展跨境转换业务的境外证券经营机构（“英国跨境转换机构”）应当委托境内证券公司进行 GDR 对应的基础股票交易，并向上交所备案，此类境内证券公司须对英国跨境转换机构开展跨境转换相关业务的合法合规性予以有效监督和约束。英国跨境转换机构可基于跨境转换及对冲风险的目的按照相关主管部门的规定买卖 GDR 对应的境内基础股票及某些投资品种(如

货币市场基金和国债等)，但其在境内市场的资产余额不得超过中国证监会规定的上限。

- 3. GDR 托管人。**GDR 境外存托人和英国跨境转换机构应当选择合格境外机构投资者的托管人或者具有托管资格的证券投资基金托管人托管资产。托管人应当参照《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》的规定履行托管职责。

### （三）以新增股票发行 GDR 的发行价格

以新增股票为基础证券在境外发行 GDR 的，发行价格按比例换算后原则上不得低于定价基准日前 20 个交易日基础股票收盘价均价的 90%。然而《沪伦通监管规定》并未列出该定价方法的任何例外情形。例如，当现行市场价格未反映境内上市公司的真实价值时，是否可采用其他方法确定发行价格。

### （四）跨境转换

GDR 可以按规定与其对应的境内基础股票进行跨境转换。但境内上市公司在境外首次公开发行的 GDR 自上市之日起 120 日内不得转换为境内基础股票。境内上市公司控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的 GDR 自上市之日起 36 个月内不得转让。

### （五）数量限制

中国证监会对境内发行人发行的 GDR 存续期内的份额数量有所限制。《沪伦通监管规定》并未规定确定 GDR 数量上限的方法或原则，但因境内发行人送股、股份分拆或者合并、转换比例调整等原因导致 GDR 数量增加或者减少的，其数量上限可能会相应调整。

### （六）境外投资者的持股比例限制

根据《沪伦通监管规定》，单个境外投资者持有单一境内上市公司权益的比例不得超过该公司股份总数的 10%；境外投资者持有单一境内上市公司 A 股权益的比例合计不得超过该公司股份总数的 30%。投资者及其一致行动人通过存托凭证和其他方式拥有境内上市公司权益的，应当合并计算其权益。境外投资者对境内上市公司的战略投资不适用于该等持股比例限制；境外存托人因履行存托职责而持有境内上市公司基础股票的也不适用于上述持股比例限制。

《沪伦通监管规定》构建了沪伦通的基本框架，确定了沪伦通的一般原则与制度，并将成为之后制定具体业务指引的指导性法规。在《沪伦通监管规定》公布当日，上交所也发布了沪伦通相关具体业务指引的征求意见稿征求公众意见，包括《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证上市交易暂行办法》、《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通中国存托凭证上市预审核业务指引》、《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证跨境转换业务指引》及《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通中国存托凭证做市业务指引》<sup>7</sup>。

与此同时，市场也在积极配合并推动沪伦通的开展。至本文发布之日，已有 17 家境内券商参

<sup>7</sup> 上交所：“关于就《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法（征求意见稿）》等相关业务规则公开征求意见的通知”；

[http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c\\_20181012\\_4655446.shtml](http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20181012_4655446.shtml)。

与了上交所组织的 CDR 跨境转换测试，据称首批参与沪伦通做市的证券公司有望从这 17 家参与测试的券商中产生<sup>8</sup>。就沪伦通东向业务而言，据报道汇丰控股有限公司(HSBC Holdings plc)将可能成为首个在上交所公开发行的 CDR 的伦交所上市公司<sup>9</sup>。西向业务方面，华泰证券股份有限公司或将成为首个以 A 股为基础证券在伦交所上市发行 GDR 的境内上市公司，根据其在上交所及香港交易所的公开披露信息，其董事会和股东大会均已通过发行 GDR 的议案<sup>10</sup>。我们期待并将继续关注将沪伦通机制付诸实践的 CDR 和 GDR 的发行实例。

沪伦通的实现是中英经济财金多次对话的成果，同时也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。尤其在当前中美贸易战升级的形势下，外汇市场经常项目顺差可能会逐渐下降，资本和金融项目将会在国际收支中发挥重要作用，证券投资或将成为资本流入的重要渠道。沪伦通的实现为中英两地的投资者提供了进入对方证券市场投资的机会，同时也为境内上市公司提供了境外融资的新渠道，促进了境内资本市场的进一步开放和国际化。

以上是关于沪伦通新规的基本介绍及对当前市场动态的解读。若需要了解进一步信息，请联系

杨铁成 先生 (+86 10 8516 4286/+86 139 1089 5267; [tiecheng.yang@hankunlaw.com](mailto:tiecheng.yang@hankunlaw.com));

葛音 女士(+86 21 6080 0966/+86 186 0175 1666; [yin.ge@hankunlaw.com](mailto:yin.ge@hankunlaw.com)).

---

<sup>8</sup> 上海金融新闻：“17 家券商参与 CDR 跨境转换测试，“沪伦通”首批做市商有望从中产生”；  
<http://www.shfinancialnews.com/xww/2009jrb/node5019/node5036/xw/u1ai208359.html>.

<sup>9</sup> 英国金融时报：“HSBC set to become first foreign company to list in China”；  
<https://www.ft.com/content/e9b519b8-d28b-11e8-a9f2-7574db66bcd5>.

<sup>10</sup> 详见 <http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/> 以及  
[http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2018/0925/LTN20180925050\\_C.pdf](http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2018/0925/LTN20180925050_C.pdf).

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。