



资本市场法律

总收益互换 — 进入中国资本市场的信用衍生工具

杨铁成 | 葛音 | 阚佳 | 吴昊思 | 郑婷

一、 背景介绍

长期以来，很多境外投资者利用总收益互换(即“**Total Return Swap**”，“**TRS**”)的交易结构来获取在中国¹的证券交易所及银行间债券市场上市交易的基础股票、基金、债券及其他债务工具(以下统称“**中国证券**”)的经济利益。境外投资者参与这些 **TRS** 交易一般基于以下原因：

1. 市场准入的限制

中国的证券交易所及银行间债券市场（以下统称“**中国资本市场**”）尚未完全对境外投资者开放。目前，境外投资者仅可通过一些特定的制度来买卖在中国的证券交易所交易的证券（包括 A 股、基金和债券等）及在中国银行间债券市场交易的债务工具（包括政府债、金融债、企业债、商业票据、资产支持证券及熊猫债等）。这些制度包括：

- 1) 合格境外机构投资者制度（“**QFII**”）；
- 2) 人民币合格境外机构投资者制度（“**RQFII**”）；
- 3) 中国内地与香港股票市场 and 债券市场互联互通合作，包括“沪港通/深港通”（“**股票通**”）和“**债券通**”机制；以及
- 4) 允许境外机构投资者备案后投资中国银行间债券市场的直接准入制度（以上统称为“**准入制度**”）。

每个准入制度对合格投资者的资质条件、合格证券的范围、投资额度或规模、货币兑换以及资金汇入和汇出等设置了不同的限制。例如，境外对冲基金就不具备申请 **QFII** / **RQFII** 的资格。因此，在股票通、债券通和银行间债券市场直接准入制度出台之前，境外对冲基金大多利用 **TRS** 来获得中国证券的经济利益。

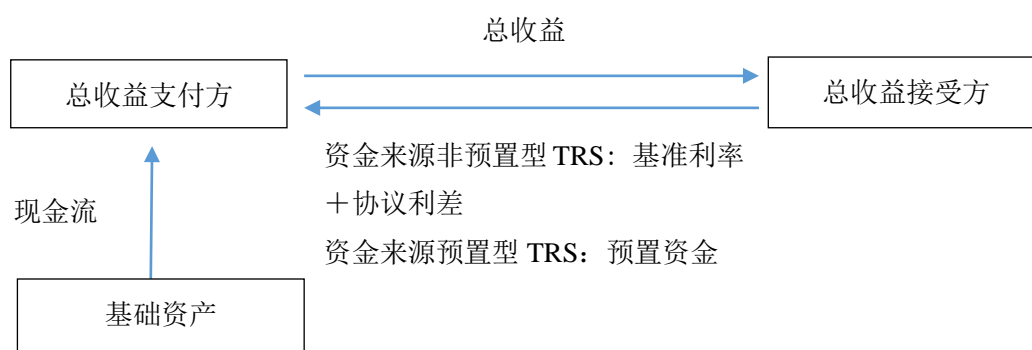
2. 资产管理

¹ 本文中使用的“中国”，并不包括香港、澳门及台湾地区。

与境外市场惯常使用的 TRS 结构相似，从总收益接受方的角度来看，将中国证券作为基础资产的 TRS（“**中国证券 TRS**”）可以优化资产负债表管理、投资组合管理、对冲基金杠杆运作和资产互换期限配置。从总收益支付方的角度来看，此类 TRS 可以对冲价格风险和违约风险。

二、 基础结构和主要特征

一般而言，中国证券 TRS 涉及总收益接受方向总收益支付方支付特定的固定利率或浮动利率以换取特定基础资产或指数的总收益，如下图所示：



- 总收益是指基础资产的收益加上价值增值(例如：基础资产的最终价值和初始价值之间的差额)。
- 基础资产可能是单一中国证券或多个中国证券的组合。

此类 TRS 通常包含以下主要特征：

1. 总收益接受方对基础中国证券采取合成多头策略（无论是否需要为投资预置资金），而总收益支付方则对相同中国证券采取合成空头策略；
2. 总收益支付方可通过一个或多个准入制度购买基础中国证券，达到对冲² TRS 项下产生的风险暴露的目的；
3. 如果总收益支付方购买了基础中国证券，通常会将其计入表内资产持有；及
4. 在 TRS 期限内，总收益接受方通常会对中国证券形成表外风险暴露。

三、 法律和监管问题

中国证券 TRS 在中国法下可能会引发一些法律和监管问题。下文仅就一些关键问题进行讨论，但不能作为完整和穷尽性的法律分析。TRS 结构不断演变，中国法律和法规也在迅速变化，因此未来可能会出现更多的法律和监管问题。

1. 法律文件

境外投资者经常使用 ISDA 主协议和信用支持附件（“**ISDA 文本**”）作为中国证券 TRS 的协议文本。在对 ISDA 文本中的“提前终止条款”进行谈判时，交易双方可能需要考虑总收益支付方

² 总收益支付方还可以使用其已持有的中国证券和资产对冲其在中国证券 TRS 项下产生的风险暴露，而不必为了对冲特定中国证券 TRS 项下产生的风险暴露而购买中国证券。中国证券 TRS 不强制要求总收益支付方进行对冲。

使用准入制度可能会产生的相关风险。在某些情况下，总收益支付方可能会依赖其通过交易基础中国证券所产生的现金流来履行 ISDA 文本项下的付款义务。然而，此现金流可能会由于相关准入制度的限制而中断。例如，如果总收益支付方使用 QFII / RQFII 制度来对冲其在 ISDA 文本项下的义务，则需要考虑 QFII / RQFII 投资额度是否可充分获得、锁定期、外资持股比例和资金汇出限制等，上述每一项或多项限制情形均可能引发 ISDA 文本项下的违约事件或终止事件。因此，适用于中国证券 TRS 的 ISDA 文本可能需要根据这些中国法下的特定限制而做出相应调整。

2. 法定所有权人和实益所有权人

根据境外市场 TRS 的条款，总收益支付方通常可被视为基础资产的“法定所有权人”，而总收益接受方通常可被视为基础资产的“实益所有权人”（基于总收益接受方将获得基础资产的总收益的事实）。但是，在中国法下，“法定所有权人”和“实益所有权人”的概念没有明确规定。目前，虽然中国监管机构试图确认股票通和债券通制度中“名义持有人”和“实际权益拥有人”的法律权利，但是总收益接受方是否可以被视为“实际权益拥有人”仍不确定。因此，就中国证券 TRS 而言，总收益接受方在中国主张其拥有基础中国证券的实益所有权会面临重大法律障碍。

3. 外资持股比例限制、权益披露要求及短线交易规则

根据中国法的规定，境外投资者通过准入制度交易中国证券时，须遵守外资持股比例限制³、权益披露要求⁴及短线交易规则⁵。TRS 各方对中国证券的所有权和控制程度将决定其是否会受到这些中国监管要求的约束。

- 1) 在中国证券 TRS 的期限内，如果总收益接受方事实上对基础中国证券的投票权存在控制，则总收益接受方可能需要遵守上述中国监管要求。
- 2) 如果根据中国证券 TRS 的条款，总收益接受方成为基础中国证券的法定所有权人，无论是通过实物交割还是其他所有权转让安排，总收益接受方可能需要遵守上述中国监管要求。
- 3) 如果中国证券 TRS 仅以现金交割，且没有让总收益接受方控制基础中国证券投票权的安排，则总收益接受方可能不受上述中国监管要求的约束。
- 4) 只要总收益支付方仍为基础中国证券登记在册的持有人，则须遵守上述中国监管要求。

无论中国证券 TRS 条款规定的所有权和控制程度如何，总收益接受方和总收益支付方均可能受到中国法下有关内幕交易或市场操纵的规则约束。

4. 场外转让限制

根据中国法的规定，中国资本市场中的证券交易必须通过指定的交易场所达成（仅在非常有限

³ 例如，单个境外投资者通过 QFII / RQFII / 股票通持有一家上市公司股票的，持股比例不得超过该公司股份总数的 10%。所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和，不超过该上市公司股份总数的 30%。

⁴ 例如，如果境外投资者及其一致行动人在上市公司拥有权益的股份合计达到该上市公司已发行股份的 5% 时，应在 3 日内进行权益披露。此后，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或减少 5%，也应进行权益披露。

⁵ 如果持有上市公司股份 5% 以上的境外投资者将其持有的该公司的股票在购买 6 个月内卖出，则出售所得的所有收益将归该公司所有，并由该公司董事会收回所得收益。

的情形下允许非交易过户)。这意味着境外托管人或经纪人不得自行撮合境外投资者通过准入制度买卖中国证券订单,也不得以任何形式在指定的交易场所外提供中国证券转让服务。这些限制可能会影响中国证券 TRS 的实物交割安排在中国法下的合法性和可执行性。例如,如果中国证券 TRS 协议规定 TRS 到期时,总收益接受方可以选择以市场价格或预定价格从总收益支付方处购买基础中国证券,或者以其他形式实现总收益支付方向总收益接受方交割基础中国证券,则各方需要审慎考虑这种实物交割安排是否在中国法下面临障碍。

5. 转让和出借额度的限制

某些准入制度(例如 QFII / RQFII 制度)禁止合格投资者将其投资额度转让或出借给境外市场的不合格投资者。

中国证券 TRS 的结构通常是资金来源非预置型 TRS,即总收益接受方不为投资预置资金,总收益支付方使用自有资金或自行融资购买基础中国证券。但是,如果资金来源非预置型 TRS 的条款允许总收益接受方使用总收益支付方的投资额度自行决定购买和出售基础中国证券,则该交易可能被视为违反中国监管要求的投资额度转让或出借。这主要是因为总收益支付方实际上在利用 TRS 的结构允许不合格投资者(即总收益接受方)交易中国证券。

如果中国证券 TRS 的结构为资金来源预置型 TRS,使得总收益支付方可以使用总收益接受方提供的预置资金来购买基础中国证券,则该交易更容易被视为违反中国监管要求的投资额度转让或出借。这主要是因为总收益支付方实际上在利用 TRS 的结构使用总收益接受方提供的资金为不合格投资者(即总收益接受方)交易中国证券。

6. 通过资金来源非预置型 TRS 加杠杆

资金来源非预置型中国证券 TRS 可能被视为融资融券交易的一种间接形式。实际效果等同于总收益接受方以基准利率加协议利差的利息向总收益支付方借款买入中国证券。自发生 2015 年股灾以来,涉及高杠杆的场外衍生产品引起了中国监管部门的关注。中国的证券经营机构已被要求停止通过 TRS 和其他场外衍生品为其客户在中国资本市场进行的证券交易提供融资。因此,我们建议境外投资者密切关注中国资本市场的业务和监管环境,以确保其在中国证券 TRS 下的杠杆安排不会引起更多的监管审查。

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。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤杨铁成先生(86 10 85164286, tiecheng.yang@hankunlaw.com)或葛音女士(86 21 60800966, yin.ge@hankunlaw.com)联系。