

## 上市公司收购中的报告义务 及一致行动人法律问题研究

——从新梅诉讼到万科事件

符 望\*

**摘要:**本文从 ST 新梅控股股东对收购人违反 5% 报告义务引发的除权诉讼以及万科宝能收购战中的一致行动人争议出发,介绍了上市公司收购中的报告义务与一致行动人制度的重要性。本文结合不同国家和地区对于违反报告义务的立法、司法情况以及新梅诉讼案,提出了相关的建议。针对与报告义务紧密相关的一致行动人认定问题,本文列举了多个国家的立法,分析了美国的相关司法实践,针对万科事件中的一致行动人争议进行了思考,提出了制度改进的建议。

**关键词:**上市公司收购 持股 5% 报告义务  
一致行动人

### 索引

**案例一:**原告上海兴盛实业发展(集团)有限公

---

\* 上海市第二中级人民法院民六庭法官。

司原系上市公司新梅公司的控股股东,持股比例为11.9%。2013年7月至11月,王斌忠通过其实际控制的上海开南投资控股集团有限公司等7个公司及8个自然人证券账户(下称“上海开南账户组”)持续不断地在二级市场购买新梅公司的股票。该账户组在2013年10月23日合计持有新梅公司股票首次超过5%以及2013年11月1日合计持有新梅公司股票达10.02%时,均未按《证券法》第86条的相关规定履行信息披露义务。截至本案诉讼前,上海开南账户组合计持股比例已达16.53%。2015年1月20日,宁波证监局出具行政处罚决定书,认定王斌忠作为上海开南账户组的实际控制人和信息披露义务人,存在以上违法事实,违反了《证券法》第86条的规定,构成了《证券法》第193条所规定之信息披露违法行为,据此对王斌忠处以警告、责令改正违法行为及罚款50万元的行政处罚。后王斌忠缴纳了罚款并履行了补充信披义务。

原告以各被告违反证券法律法规恶意收购、损害各方利益为由,将被告(王斌忠及各一致行动人)诉至法院。据此,原告请求判令:“一、自2013年10月23日账户组持有新梅公司股票首次达到5%之日起,各被告购买新梅公司股票的交易行为无效;二、依法强制各被告抛售2013年10月23日当日及后续购买并持有的新梅公司已发行股票(即超出5%部分),所得收益约人民币1.75亿元应赔偿给新梅公司;三、各被告对上述第二项赔偿责任互负连带责任;四、各被告在持有新梅公司股票期间,均不得享有股东权利,包括但不限于表决权(提案权和投票权)等各项权利或权能;五、自行政处罚决定书生效之日起,各被告不得以集合竞价和连续竞价以外的任何方式处分其持有的新梅公司的股票。”

上海市第一中级人民法院经审理后,一审判决驳回原告全部诉讼请求,理由是限制持股被告行使股东权利及处分股票权利的诉讼请求缺乏事实及法律依据,因此不予支持。<sup>[1]</sup>后双方当事人在二审中和解撤诉。

---

[1] 赵一蕙:《\*ST新梅诉讼案一审“落槌”违规举牌成本几何引关注》,载中国证券网,[http://finance.ifeng.com/a/20160703/14554890\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20160703/14554890_0.shtml),2017年7月3日访问。

**案例二:**在近期为财经界所关注的万科与宝能收购战中,2016年7月,万科举报宝能系资管计划违法违规,提交了《关于提请查处钜盛华及其控制的相关资管计划违法违规行为的报告》。万科称,自2015年下半年以来,钜盛华、前海人寿、钜盛华作为劣后委托人的九个资产管理计划(以下简称“九个资管计划”)于二级市场持续增持万科A股,目前合计持股占万科总股本之25.40%,占万科A股之28.83%。

万科认为,宝能旗下九个资产管理计划违反上市公司信息披露规定,该报告提出,九个资管计划未按照信息披露义务人的格式要求完整披露有关信息,而是被钜盛华作为买入万科A股的融资工具和账户通道,披露为“信息披露义务人管理的资产管理计划”,详式权益变动报告书违反信息披露规定。截至目前,钜盛华及其一致行动人尚未将《详式权益变动报告书》中提及的九个资产管理计划的资产管理合同、补充协议及其他相关文件作为备查文件提交万科备查,违反了信息披露义务。九个资管计划与钜盛华的关系全部依据钜盛华的单方面披露,无从核实。

万科表示,钜盛华单方面披露存在的重大遗漏误导了投资者和社会公众,使投资者无法判断九个资管计划买入万科A股的目的,无法判断九个资管计划是否可以配合钜盛华举牌万科,无法判断其是否与钜盛华构成所谓一致行动人关系。鉴于此,万科请求监管部门对钜盛华和九个资管计划之资产管理人上述行为进行核查,查实问题责令改正。在改正之前,不得行使表决权。<sup>[2]</sup>

上述两个案件,都涉及上市公司控制权之争。上市公司的收购,新旧控制股东达成协议、默契配合的居多,属于常态。而现有控制人不认可不配合的,就被称为敌意收购(hostile takeover)。笔者认为,收购只是一种形式,本身是中立的,对于公司未来是否有益,收购当时是无法判断的。“应当由市场主体结合收购人的身份、资金来源、后续公司管

---

[2] 潘秀林:《万科举报宝能资管计划违法违规 要求监管部门核查》,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/house/bj/2016-07-20/c\\_1119245762.htm](http://news.xinhuanet.com/house/bj/2016-07-20/c_1119245762.htm),2017年7月3日访问;佚名:《万科:宝能九个资产管理计划违反上市公司信息披露规定》,载新浪财经,<http://finance.sina.com.cn/stock/t/2016-07-19/doc-ifxuaiwa7268919.shtml>,2017年7月8日访问。

理或者处理计划、协同效应以及是否有助于维护股东权益等信息做出综合判断,而不应将敌意收购简单等同于恶意收购,通过高昂的收购成本抹杀其存在的必要性与可能性”。〔3〕因此,“敌意”是指与现有管理层、实际控制人为敌,而不是与中小股民为敌。比如,在万科事件中,有的报道或者评论,把“敌意收购”译成“恶意收购”,是严重误导。“恶意”在法律上是一个负面评价,会受到法律的制裁。在政治上也是如此。比如“恶意作空”,会被理解为与国家、与人民为敌。因此,用到上市公司收购之中,并不合适。因此,应当避免使用政治话语,而应使用法律话语去界定上市公司控制权之争。在法律框架下,收购的合法合规性才是争议的焦点。对此,首先应参照我国《证券法》第四章上市公司的收购规定(第85~86条)。〔4〕这些条文使上市公司要约收购中出现了两个法律争议:一是报告和披露义务;二是一致行动人认定。这两个争议紧密相关,紧接其后的是违反义务之后的惩罚与救济。但由于规则的不明确,近年来触发类似条款的控制权之争有增多的趋势,而且开始进入了司法领域,给司法提出了难题。对此,笔者具体分析如下:

### 一、报告和披露义务

法律对于上市公司收购之所以规定报告义务:一是为了监管部门与交易所、上市公司及时了解上市公司股权变动情况;二是为了确保市

---

〔3〕 项剑、丛怀挺、陈希:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载《证券法苑》(2017年总第20卷),法律出版社2017年版。

〔4〕 《证券法》第85条【收购方式】投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。第86条【书面报告和公告】通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票。

场信息公开,防止操纵市场,保护中小股东利益。<sup>[5]</sup> 比如,对于中小投资者而言,如果信息披露越充分,他们作出选择越容易。比如,收购方在 5% 持股时应报告,而收购方直到 25% 才报告,中小投资者本来可能会持有股票到 5 个涨停板,而现在可能在不该抛的时候已经抛售了。从理论上,这种违法也会造成中小股民的损失(交易损失、机会损失等),从而获得赔偿,虽然主张这种损失赔偿在司法实践中并不多见。

从立法部门的释义来看,我们证券法立法时并未提到这种报告义务对于原控制股东的关系。但笔者认为,收购方对于原控制股东而言,无异于是攻城之战的对手,如果不设这种义务,收购方不仅仅是“门口”的野蛮人,而是已经通过特洛伊木马入城了,守城一方难免措手不及,不甚公平。<sup>[6]</sup> 其实,在美国证券法上,针对报告义务的立法《威廉姆斯法》(Williams Act)则明确指出了这一点,该法后来并入美国证券交易法(Securities Exchange Act of 1934,以下简称《美国 1934 证券交易法》)第 13(d) - (e) 条与第 14(d) - (f) 条。《威廉姆斯法》立法史中的各种表达都是“极度小心”的结果,“以避免监管规则的天平向有利于管理层或从事收购出价的人倾斜”。原则上,“现任管理层在保持掌权方面不存在被保护的利益”。但是,正像不是所有收购要约人都是“袭击者”或“海盗”一样,不是所有管理层都是“平庸的老笨蛋”。<sup>[7]</sup>

但是,如果不遵守这一报告义务,有什么法律后果,我国《证券法》

---

[5] 全国人大法工委编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社 2005 年版,第 127 页。

[6] 在上市公司的收购战中,时间与金钱成本巨大,即便把管理层更换了带来利益,如果出钱出力者不能成为实际控制人,其所获得收益相当于被分散,因为最终会按照股权分摊利益,会有许多搭便车的人。为了实现挑战者自己利益最大化,更换管理层,如果要进行收购,必须到达最终目标,比如不仅要把原控制人挤走,还要把自己变为实际控制人。在这种情况下,收购战往往会形成激烈对抗的局面,法律偏向任何一方,都不合适,因此应当设定较为公平的规则。

[7] [美]罗思、赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路译,法律出版社 2008 年版,第 445 页。

只规定了相关的行政处罚,<sup>[8]</sup>没有提及相应的民事责任,这就留下了隐患和司法实践中的争议。以新梅案为例,能否限制相应股票的表决权、能否经由司法强制出售违规取得的股票,在法律条文中无法得出直接的答案。

“他山之石,可以攻玉。”有的国家或者地区,也注意到该问题,并且在立法中作出了明确规定。比如,《韩国资本市场法》第150条就规定,对于不报告者,不报告而超出表决权发行股份总数5%的违反份额,不得行使表决权,金融委员会可以责令其在6个月内处分该违反份额。<sup>[9]</sup>我国台湾地区“企业并购法”修订时,也专门对这个问题修订立法。2015年7月8日公布并实施的法律,在第27条(公司以概括承受或概括让与方式收购之程序)专门增加了一款,<sup>[10]</sup>规定“为并购目的,依本法规定取得任一公开发行公司已发行股份总额超过百分之十之股份者,应于取得后十日内,向证券主管机关申报其并购目的及证券主管机关所规定应行申报之事项;申报事项如有变动时,应随时补正之。违反前项规定取得公开发行公司已发行有表决权之股份者,其超过部分无表决权”。

而证券市场非常发达的美国,虽然在《美国1934证券交易法》Section13(d)规定了5%的报告义务,但也没有对违反该义务的后果作出详细立法规定,全靠法官在个案中解释,导致不同巡回区的法院分成两种观点。

---

[8] 《中华人民共和国证券法》第193条【违反披露义务的处罚】发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告,或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的,依照前两款的规定处罚。

[9] 董新义:《韩国资本市场法》,知识产权出版社2011年版,第117页。

[10] 该法全文参见 <http://www.6law.idv.tw/6law/law/%E4%BC%81%E6%A5%AD%E4%BD%B5%E8%B3%BC%E6%B3%95.htm>。

第一种观点认为,《美国 1934 证券交易法》Section13(d) 是美国 1968 年《威廉姆斯法》演变而来。在制定《威廉姆斯法》时,国会相关立法是为了保证现任管理层与外来收购者之间的平衡,仅仅给予他们提出反驳意见的机会,而不是给予上市公司或者原来大股东一个有力武器去抗争。<sup>[11]</sup> 因此,如果公司起诉请求法院禁止那些不履行报告义务的收购者行使表决权,则司法过分保护,违反了立法原意,因此仅需要不履行报告义务者进行补充报告。而且,持这一种观点的法官认为,当有外来人故意收购时,上市公司现任的管理层基于自身利益的考虑都会用公司的资源去发起类似的诉讼来骚扰收购者。如果法院支持这样的禁令诉讼,对于并购市场是不利的。至于中小股东因收购方不履行报告义务导致的机会损失,通过事后的金钱赔偿足以弥补(普通法救济),而无须通过禁令(衡平法救济)这种方式来进行(as in most cases, the failure of shareholders to receive a control premium for their stock, that injury is best readdressed by an action for money damages after the fact)。在这种观点的影响下,许多案例中,原告无法获得禁令。<sup>[12]</sup>

第二种观点则认为,如果缺乏惩罚措施,则收购方可能都会违反《美国 1934 证券交易法》Section13(d) 未履行报告义务,因为后果很轻微。这如同刑事犯罪被抓到后,只要承诺以后改邪归正就可以了,不会受到牢狱之灾。因此,如果上市公司能证明收购人不履行报告行为会导致某些不可恢复的后果,法院可以发出禁止令。禁止令可以剥夺收购人超出部分的表决权(sterilization/绝育手术,用语非常贴切形象),也可以强令收购人在一段时间内抛出这些股票(divestiture/放弃财产

---

[11] "Congress intended to do no more than give incumbent management an opportunity to express and explain its position. The Congress expressly disclaimed an intention to provide a weapon for management to discourage takeover bids or prevent large accumulations of stock which would create the potential for such attempts. Indeed, the Act's draftsmen commented upon the extreme care which was taken to avoid tipping the balance of regulation in favor of management or in favor of the person making the takeover bid." See S. Rep. No. 550, 90<sup>th</sup> Cong. 1st Sess. 3 (1967); H. R. Rep. No. 1711, 90<sup>th</sup> Cong., 2d Sess. 4 (1968).

[12] Liberty National Insurance Holding Co. v. Charter Co., 734 F.2d 545 (11<sup>th</sup> Cir., 1984); Cort v. Ash, 422 U.S. 66, 95 S. Ct. 2080, 45 L. Ed.2d 26 (1975).

令)。近年来,伴随着 SEC 行动的增强,作出这种禁止令的案例也有所增多。<sup>[13]</sup>

在这个问题上,对比域外的立法或者司法实践,我们国家的证券立法或者司法,尚缺乏成熟经验。虽然违反报告义务的行政处罚并不少见,但通过民事诉讼的手段去制止收购人违反报告义务的行为,极为罕见,也涉及相关的法律难题。结合新梅案件,笔者有如下几点思考:

首先,谁是适格的原告。新梅案核心之争是公司的控制权。公司控制权,是影响公司经营决策的权力(control, means the power to determine the policies of a corporation's business)。控制权也体现着一种事实状态。一个掌握控制权的原控股股东去起诉试图夺权的新股东,能否得到法律支持?笔者认为没有相应的诉权。因为公司法上从来没有提到过要保护控制权。股东控制权与股东知情权完全不同,股东知情权(right of inspection),这是一种权利,法律予以保护。权利与权力,一字之差,缩写之后便容易造成混淆,形成概念上的误区。上市公司原控股股东的控股权,本来就不是法律要保护的對象。因此,上市公司原控股股东的控股权,本来就不是法律要保护的對象。面对公司控制权之争,法律的介入只是明确争夺时的规则,而不是保护哪一方。如果有人违反了规则,则起诉的原告应该是目标公司,而不能是原控股股东。在美国的诸多案例中,几乎都是由目标公司去起诉而不是原控股股东去起诉。这也是新梅案中原控股股东去行使诉权时,难以得到法律保护的原因之一。

其次,法院能否作出限制表决权或者强制出售股权的裁判?这种裁判类似于英美法中的行为禁令,现有法律并未限制法院的裁判权力。我国《民事诉讼法》2012年进行了修改,其中第100条规定,人民法院对于可能因当事人一方的行为或者其他原因,使判决难以执行或者造成当事人其他损害的案件,根据对方当事人的申请,可以裁定对其财产进行保全、责令其作出一定行为或者禁止其作出一定行为;当事人没有提出申请的,人民法院在必要时也可以裁定采取保全措施。根据这一

---

[13] Bath Industries, Inc. v. Blot, 427 F. 2d 97, 113 (7<sup>th</sup> Cir., 1970); Champion Parts Rebuilders, Inc. v. Cormier Corp., 650 F. Supp. 87 (N. D. Ill., 1986).

条文,民事诉讼法增加了行为保全的规定,允许法院作出裁定,对当事人的某些行为进行强制。虽然这种裁定属于程序性的保全裁定,但法院亦可以根据相应原理作出实体性判决,比如法院认定保函欺诈作出实体上的终止支付的判决,也是一种针对行为的裁判,并未引起多大争议。

当然,尽管法院有权作上述裁判,但考虑到我国并非判例法的国家,法官造法的权力受到较大的限制。当缺乏立法明确规定的时候,由法官根据自己的理解去做出此类裁判,有可能受到市场好评,但也有可能被指责越权。而且,不同法官对法律的理解可能有所不同,就如同美国法官的两种观点争论不休,当法官根据自己理解做出不同裁判时,在中国的语境下恐有执法尺度不统一之嫌。因此,笔者建议是立法先行,司法在后。笔者注意到,根据《中华人民共和国证券法》(修订草案),立法修改的第126条、第127条已经对此问题有所涉及。

## 二、一致行动人问题

上市公司收购中,一致行动人认定与上文提及的5%报告义务密切相关,因为涉及如何认定5%。这是因为在美国上市公司收购实践中,为了规避5%的报告义务,收购人尤其是许多基金公司作为积极主义投资者(activist investor),开始使用狼群战术(wolf packs),联合起来规避5%的报告门槛。这样一来,如果每个人都收购到4.99%而无须报告,但联合起来完全可以更换现有管理层,立法将变得无意义。因此,《美国1934证券交易法》13(d)(3)设计了这样一个条款规定:若两个或两个以上的人构成合伙、有限合伙、辛迪加或其他团体,以获得、持有或处理发行人的证券,则该等辛迪加或团体应视为本款所称之“人”。<sup>[14]</sup>

---

[14] “When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a ‘person’ for the purposes of this subsection.”

根据这一条款,面对门口的野蛮人,美国的上市公司纷纷发起了强烈的反击,认为多个收购人已经成为一致行动人,进而向法院申请禁止令,禁止他们发起委托书征集行为,或者要求法院禁止他们行使投票权。同时,声称收购者违反法律,在舆论战中占得上风。除此之外,有些上市公司还进一步主张短线交易收益归入权。这种短线交易收益归入权在我国《证券法》第47条亦有明确规定:“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。”这样一来,试图炒作收购概念的收购者可能白忙一场。当这样的诉讼越来越多以后,形成了美国上市公司收购中的一致行动人陷阱(group trap),收购者稍不当心就掉入该条文形成的陷阱之中。

对于什么是一致行动人,则各国规定有所不同。中国证监会制定的《上市公司收购管理办法》对一致行动人是使用了推定的做法,具体条文如下:

第83条 本办法所称一致行动,是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。

在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者,互为一致行动人。如无相反证据,投资者有下列情形之一的,为一致行动人:

(一)投资者之间有股权控制关系;(二)投资者受同一主体控制;(三)投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员,同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员;(四)投资者参股另一投资者,可以对参股公司的重大决策产生重大影响;(五)银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排;(六)投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系;(七)持有投资者30%以上股份的自然人,与投资者持有同一上市公司股份;(八)在投资者任职的董事、监事及高级管理人员,与投资者持有同一上市公司股份;(九)持有投资者30%以上股份的自

然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员,其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属,与投资者持有同一上市公司股份;(十)在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的,或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份;(十一)上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份;(十二)投资者之间具有其他关联关系。一致行动人应当合并计算其所持有的股份。投资者计算其所持有的股份,应当包括登记在其名下的股份,也包括登记在其一致行动人名下的股份。投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的,可以向中国证监会提供相反证据。

《德国证券收购法》对于一致行动人也进行了明确规定:<sup>[15]</sup>

#### 第30条 表决权的归入

(1)要约人的下述表决权等同于目标公司基于股份而享有的表决权:1. 属于要约人子公司的表决权;2. 属于第三人且为要约人的考虑而持有的表决权;3. 要约人作为担保物而转让给第三人的表决权,除非第三人被授权使用对这些股权的表决权,并且第三人要明示该表决权行使不依赖于要约人的指示;4. 为要约人的利益已设立用益物权的表决权;5. 要约人可以通过意思表示而获得的表决权;6. 已经托付给要约人的表决权,或者要约人能够作为授权代理人的表决权。在股东没有指示时,要约人要能根据自己的判断行使该股份的表决权的前提下。

就本款第1句第2项至第6项关于表决权的归入,要约人的子公司与要约人享有同等权利。子公司的表决权应全额归入要约人。

---

[15] 中国证券监督管理委员会组织编译:《德国证券法律汇编》,法律出版社2016年版,第133页。

(2)将第三人持有的目标公司股份的表决权也全额归入要约人表决权内,且要约人或其子公司可以与第三人共同依据协议或以其他方式协调与目标公司的交易行为,但个别达成协议除外。协商一致的交易行为是要约人或其子公司以及第三人对行使表决权已经达成一致,或者要约人或其子公司以及第三人以其他方式,以长期而显著地改变目标公司的企业方向为目标而通力合作。本条第1款准用于第三人表决权份额的计算。

值得一提的是,成文法再如何完善,往往还是会滞后于市场实践发展。比如,类似于万科事件中的一致行动人争议,很难直接找到相对应的条款去处理。这时候,判例法就体现出某种程度的优越性,通过司法针对个案去分析和解决问题,并逐步划出界限。

在美国证券法上,基本是由法院来处理认定一致行动人的争议。司法实践表明,认定一致行动人,是一个事实问题。成员之间的通讯记录、互相持有股份、共同声明、较短时间内共同行动的行为模式、成员之间互相提供资金及建议等,这些都是法院认定一致行动人的重要依据。在 *Torchmark Corp. v. Bixby*, 708 F. Supp. 1070 (W. D. Mo. 1988) 案件中,法院认为,投资者之间尽管具有亲属关系,也不必定构成一致行动人。在 *Morales v. Quintel Entertainment, Inc.*, 249 F.3d 115, 124 - 25 (2d 23 Cir., 2001) 案件中,第二巡回上诉法院认定,形成一致行动的这种协议可以是正式的,也可以是不正式的,可以由直接或者间接证据证明,而且,认定一致行动人,不需要他们约定在特定条件下去获得、持有或处理发行人的证券,只要他们在上述任何一项行动中有共同目标就可以了。在上述案件中,投资人原来都是一家私人公司的股东,他们把他们持有的上市公司股份同一天作为信托财产成立信托,而且受托人为同一人,这些证据让法院觉得足以认定他们为一致行动人。同时,法院还提出,仅仅是投资者之间存在商业伙伴关系,并不足以认定他们是一致行动人。

一致行动关系的认定中其实还涉及如何认定持有股票。这方面美国证券法不限定直接拥有,还提出了一个“受益所有人”(beneficial owner)的概念。“受益所有人”包括直接或间接通过合同、安排、谅解、

关系或其他方式拥有或享有以下权力的任何人:(1)表决权,包括对这些证券的表决权或指导表决权;及/或(2)投资权力,包括对这些证券的处置权或指导处置权。<sup>[16]</sup> 司法实践表明,需要通过个案中相关的事实和情况分析,才能认定某一方是否是其他人持有证券的“受益所有人”。

回到万科事件中,引发的一致行动人争议的是资管计划。资管计划能否认定为一致行动人,类似于美国证券法中认定“受益所有人”争议。为此,笔者查找到了一个美国的类似案例 *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management* (以下简称“TCI”) (S. D. N. Y., No. 08 Civ. 02764), 这个案例涉及股票收益互换计划中的一致行动人问题,有异曲同工之妙,争议也很大。该案中,上市公司 CSX 声称 TCI 违反了 5% 报告义务,“持有”近 13.6% 股票而不报告,请求法院剥夺其投票权。TCI 则声称,并没有“持有”这些股票,都是别人持有的。为什么呢,因为 TCI 与六七家金融机构签订了 Cash - Settled Total Return Equity Swaps, 即股票收益互换计划,因此名义上的证券持有人确实不是 TCI,而是这些金融机构。

首先用网络上的一个例子介绍股票收益互换计划,便于理解:<sup>[17]</sup>

股票收益互换属于券商柜台产品,是指客户与券商根据协议约定,在未来某一期限内,针对特定股票的收益表现与固定利率进行现金流交换,是一种重要的权益衍生工具交易形式。

某投资者计划以 9 折通过大宗交易承接股票标的中国平安(601318.SH),由证券公司提供 80% 的资金并代为接盘。双方约定:投资者支付的固定利率为 8%/年,互换本金为 2000 万元,互换期限为一周。杠杆比例为 5 倍,也就是投资者需支付互换本金 20% 的保证金。标的期初买入价格为 37.6 元,标的卖出均价为期末价格。互换到期终止时,双方进行资

[16] [美] 罗思、赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路译,法律出版社 2008 年版,第 449 页。

[17] 佚名:《如何进行股票收益互换》,载网易新闻,<http://news.163.com/13/0314/17/8PUMGST700014JB5.html>,2017 年 7 月 28 日访问。

金结算。

当券商代投资者通过大宗交易平台以 37.6 元买入标的股票后,在此后一周时间内,在二级市场卖出标的股票的平均价格为 41 元。通过此次股票收益互换,投资需要支付给券商的固定利率为  $2000 \text{ 万元} \times 8\% / 52 = 3.0769 \text{ 万元}$ ;券商应付给投资者的股票收益为  $2000 \text{ 万元} \times (41 - 37.6) / 37.6 = 180.85 \text{ 万元}$ ;投资者净收益为 177.77 万元。客户缴纳保证金 =  $2000 \text{ 万元} \times 20\% = 400 \text{ 万元}$ ,资金收益率 =  $177.77 / 400 = 44.44\%$ 。

乍一看,通过这类计划,TCI 确实不直接持有任何 CSX 股票,股票都是其他金融机构(在中国是券商)持有的,难以直接认定违反报告义务。SEC 官员在这个案件中也出具了法庭之友意见书,认为这种情况不应认定为对报告义务的违反。然而,该案主审法官纽约南区联邦地区法院的 Lewis A. Kaplan 法官却认为,尽管 TCI 不持有股票,但 TCI 能够影响股票收益互换计划的投票权行使(TCI had “a significant ability to affect how voting power or investment power will be exercised”),TCI 属于受益所有人。这些股票收益互换计划,每项单独可能不超过 5%,但总计 13.6%,因此可以认定 TCI 违反了报告义务。至于如何惩罚呢,这位法官很想给这些股票投票权“除权/绝育”,但限于先例,只能作罢,仅仅是要求强制披露。<sup>[18]</sup>

下判之后,TCI 不满意法院对于违反报告义务的认定,CSX 则认为法院采取的措施不够强硬,双方都不服上诉了。这个案件,争议实在大,经过一番争议,二审法院在 2011 年作出判决,推翻了一审判决。美国第二巡回上诉法院的法官们认为,这些股票收益互换计划,虽然涉及 CSX 股票,但还没有证据表明,所有计划的目的是法条中提及的“获得、持有或处理发行人的证券”,因此不能认定为一致行动人而必须披露。法官还提到,《美国 1934 证券交易法》13(d)(3)并不能涵盖所有

---

[18] 审理该案的法官在判决书中写道:如果法院有权作出这样的除权裁判,它会依法裁量后作出(if it were free to grant such relief, it would exercise its discretion to do so)。这也说明了不同上诉法院对于能否作出除权裁判有不同的先例限制。

的一致行动“concerted action”，设立这些计划当时，并不成为证券法上的一致行动人，设立者有权在将来通过这些计划来满足“获得、持有或处理发行人的证券”目的，只有在这时，这些股票收益互换计划才能认定为一致行动人，从而有了报告的义务。<sup>[19]</sup>可见，在美国法上，一致行动人要个案认定，而且对于这种不直接持有而是通过他人持有的股票，要认定一致行动人是受到许多条件限制的，而且在缺乏成文法规则的指导下，不同法院、不同法官划定的规则与界限往往是产生分歧。

反观英国法，对于如何认定一致行动人，则规则相应更加明确，而且一致行动人的标准较美国法更为宽松。英国对上市公司收购的管理机构是收购委员会，这是一个自律的民间组织，根据苏格兰银行总裁的建议而设立，对收购问题提供咨询意见。该委员会制定了《金融城收购和兼并守则》(The City Code on Takeovers and Mergers)，<sup>[20]</sup>虽然该守则仅仅是一个自律守则，但是其具体规则还是得到了较好的遵守，发挥了较为重要的作用。该守则2013年5月20日第11版中对一致行动人详细规定了九种情形，除了公司控制、个人身份关系之外，还对这些人设立的信托全部纳入为一致行动人，另外，还专门规定了以下情形：

(3) 对于一间公司及其任何养老金计划 (a company with any of its pension schemes) ；

(4) 一名基金经理与任何投资公司、单位信托或其他人，如果后者的投资账户是由该基金经理以全权代理方式处理的 [ a fund manager ( including an exempt fund manager ) with any investment company, unit trust or other person whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts ] ；

---

[19] Christopher G. Karras, *U. S. Court Clarifies; Shareholders Acting in Concert May Not Be a “Group”*; *Contrast with English Law “Concert Parties” Approach*, [https://www.dechert.com/files/Publication/90a79473-30a0-46c9-a365-2521df843816/Presentation/PublicationAttachment/eb4d0ba8-fff6-47fb-9da1-4563754ed5db/CS\\_SA\\_09-11\\_US\\_Court\\_Clarifies.pdf](https://www.dechert.com/files/Publication/90a79473-30a0-46c9-a365-2521df843816/Presentation/PublicationAttachment/eb4d0ba8-fff6-47fb-9da1-4563754ed5db/CS_SA_09-11_US_Court_Clarifies.pdf), 2017年7月8日访问。

[20] 全文可在 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk> 网站下载。

(7)一名顾问及其客户构成一致行动人,如果客户与收购公司或者被收购公司属于一致行动人,则顾问与上述公司分别构成一致行动人。上述一致行动关系针对该顾问与控制该顾问、受该顾问控制或所受控制与该顾问一样的人所持有的股票权益(a connected adviser with its client and, if its client is acting in concert with an offeror or the offeree company, with that offeror or offeree company respectively, in each case in respect of the interests in shares of that adviser and persons controlling, controlled by or under the same control as that adviser);

除此之外,值得一提的还是英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA,是原来 FSA 的继任者)颁布了《披露与透明规则》(Disclosure Rules and Transparency Rules, DTR<sup>[21]</sup>)。DTR5.1.2 条规定了达到某上市公司 3% 股票的直接持有者,具有报告义务,通过直接或者间接持有金融工具(financial instruments,由 DTR 5.3.1 具体规定)而被视为持有者,亦应履行该义务。<sup>[22]</sup> DTR5.2.1 则规定了属于“间接持有”股票亦应履行报告义务的行为,共有 8 种情形,包括但不限于签订一致行动人协议的行为,构成这些情形的,应合并计算股票数量予以报告。该条第 1 种情形明确:即便一方不持有任何股票,而是间接由第三方持有,他们也可以被认定为是一致行动人,只要他们签订协议并针对公司管理具有“一个持续的共同目标/策略”(a lasting common policy)。其他情形诸如:股票质押情况下,如果约定出质人享有投票权,视为出质人间接持有股票。股票受托代管方(deposited)如独立享有表决权的,该方属于间接持有人。第三方以自己名义为他人利益(on behalf of)代为持有投票权,则利益人属于间接持有人。

[21] 全文可在 <https://www.handbook.fca.org.uk> 网站下载。

[22] A person must notify the issuer of the percentage of its voting rights he holds as shareholder or holds or is deemed to hold through his direct or indirect holding of financial instruments falling within n R (1) (or a combination of such holdings) if the percentage of those voting rights: reaches, exceeds or falls below 3%, 4%, 5%, 6%, 7%, 8%, 9%, 10% and each 1% threshold thereafter up to 100%.

DTR5.3.1 针对金融工具申报问题做了相应规定:金融工具的直接或者间接持有人,亦应负有上述提及的申报义务,如果:(1)在金融工具到期日,持有人根据正式协议,有权无条件取得股票或者有权自主决定取得股票,且这些股票有表决权;(2)上述情形之外的金融工具,如果以股票为参照,具备类似经济利益,无论是否需要实物结算。<sup>[23]</sup>

对比不同国家关于一致行动人的相关法律或者规定,就会发现效力层级、宽严尺度、解释机构有所不同。相比之下,中国证监会的规定,落后于市场的发展,存在很大的改进空间。一是法律效力层级较低,仅仅是在证监会部门规章中对一致行动人作了规定。当然,层级较低也有其优点,比如修订起来相应会比较简单便捷。二是相关条文设置了“投资者之间具有其他关联关系”这样一个兜底条款。当一个行政机关自己起草了规则,自己执行规则,而且还有兜底条款的时候,如果在个案中适用兜底条款,难免就在风口浪尖之上,正如学者所说的,“万科的举报尚未让宝能求饶,可能先已把监管层架到火上烤了”。<sup>[24]</sup>

有鉴于此,笔者认为,近几年的金融市场发展非常迅猛,各类产品花样百出,而上市公司的收购开始引人注目,相应的杠杆收购开始大行其道。当收购人用别人的钱去收购之时,如何监管,值得我们深入思考。而一致行动人的认定,对于中小投资者的保护,则是重要一环。2012年《上市公司收购管理办法》中对于一致行动人的界定显然已经跟不上市场的步伐,因此应当及时修订,监管部门才能在应对类似万科事件中游刃有余。对此,笔者提三点建议:

一是一致行动人不应局限于单纯的身份关系。目前证监会对于一

---

[23] A person must make a notification in accordance with the applicable thresholds in n DTR 5.1.2R in respect of any financial instruments which they hold, directly or indirectly, which: (a) on maturity give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to the holder's right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer; or (b) are not included in (a) but which are referred to shares referred to in (a) and with economic effect similar to that of the financial instruments referred to in (a), whether or not they confer a right to a physical settlement.

[24] 刘燕:《万科挑战宝能资管计划:监管层有苦难言》,载腾讯证券, <http://stock.qq.com/a/20160721/012182.htm>, 2017年8月1日访问。

致行动人的规定,偏重于以身份关系(包括亲属关系、股东关系、任职关系等)为基础来进行推定,这种界定取证较为容易,但不足之处在于难以应对无身份关系的第三方持股情况。相关规定虽然提到一项“银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排”,但概念较为模糊。某些金融产品如资管计划、信托计划,虽然带有融资安排的性质,但不是法人、组织或者自然人,亦无法扩大认定某券商、某信托公司与投资者为一致行动人。

二是相关规定中应及时体现信托概念。信托源自英美法,受托人是基于委托人的委托,在这种情况下,英国的规则就规定投资者设立的信托全部纳入为一致行动人。中国的许多金融产品,由于监管划分以及其他原因,虽然回避了信托的名称,但实为信托。比如资管计划,是按照信托的原理进行产品的设计和开发。许多银行理财产品,反映的其实也是一种信托关系,只不过碍于商业银行法的规定,无法直接称为信托。证监会相关办法对于信托类产品未有涉及,明显滞后于市场。根据信托的理论,受托人依信托文件的规定,为受益人或为特定目的而管理或者处分信托财产,并将管理或者处分财产的收益交给受益人。因此,真正的利益归属应属于受益人。在中国,信托关系有其特殊之处,我国信托法在信托的定义中使用了委托人“将财产权委托给受托人”这样的表述而不是“转移给”,考察立法者的原意,就可以得出一个结论,即“委托给”的表述是立法者有意为之,<sup>[25]</sup>避免设立信托后导致委托人的所有权丧失。别外,在金融市场实践中,信托或者类似信托的其他金融产品,绝大多数委托人自己担任了受益人。结合这些原因,信托类产品的委托人,与信托类产品的持股,关系极为密切。单一信托计划或者单一客户资管计划的情况下,应直接视为委托人的持股。

三是根据个案产品或者金融工具去灵活界定一致行动人。金融市场中的产品或者工具层出不穷,令人眼花缭乱。比如,融资融券、结构化的资管计划、股票收益互换计划(目前在中国受到监管部门限制),

---

[25] 《信托法》立法草案第二稿使用“委托给”取代了原先第一稿中所使用的“转移”,参见扈纪华、张桂龙主编:《中华人民共和国信托法条文释义》,人民法院出版社2001年版,第20页。

这些都有可能涉及股票的表决权。在这种情况下,应设定基本原则,并根据不同个案情况去灵活认定,并考虑以下因素:第一,自己的钱还是别人的钱。比如,在单一资管计划中,仅涉及自己的钱,而结构化的计划,则涉及优先级劣后级多方的资金,还涉及影子银行问题,这就导致结构化的计划利益更加复杂。<sup>[26]</sup> 第二,交易双方是信托关系还是交易对手关系。除了信托类的各种产品之外,有些理财产品名为委托理财,实质上委托人与受托人之间是交易对手,本质是赌博输赢、你亏我赚的关系,两者不能混为一谈。第三,主要的利益归属。许多结构化的产品,优先级与劣后级的关注点、风险偏好有所不同,前者追求低风险稳定收益,而后者相对激进,愿意承担高风险追求高收益。这种安排相当于优先级将金钱借贷给劣后级,考虑到有一定的保障,优先级并不关心所投向的股票或者股票的表决权如何行使。而且,通常情况下,如果缺乏劣后级的安排,有可能该结构化产品无法设立。因此,劣后级资金是主要的利益归属,而且实务中劣后级投资人能够通过受托人行使超出其投资额的投票权。第四,各方有无关于具体明确的关于行使股票表决权的约定。基于以上分析,笔者的个人观点是,如果一项产品、合约或者金融工具,双方是交易对手关系而非信托关系,则不应认定为一致行动人,除非有相反的表决权约定。如果是信托类的结构化产品、计划,则主要利益归属于劣后级,应推定劣后级委托人与该计划受托人、管理人为一致行动人,除非该结构化产品、计划有相反的表决权约定。

当然,规则的修改与明确仅仅是一方面,有助于解决规则层面的争议,但正如上文所说的,认定一致行动人是一个事实问题。“一致行动关系本身具有极高的隐蔽性,其认定并非单纯的法规适用问题。因此,在完善立法的同时,需加强监管,借助其他监管手段,例如,对于嫌疑股东,通过监管协作、现场检查、二级市场账户监控等方式,核查其资金来源和账户关联度,辨别利益相关方,从实质上进行判断。”<sup>[27]</sup> 在规则不断完善的情况下,在证券市场规避规则的隐性行动人会越来越多,监管

---

[26] 范黎红:《论上市公司收购中结构性资管计划的表决权行使》,载《证券法苑》(2017年总第19卷),法律出版社2017年版。

[27] 袁钰菲:《上市公司股东之间一致行动关系认定的法律问题研究》,载《证券法苑》(2017年总第19卷),法律出版社2017年版。

部门必须加大查清事实的力度。比如美国证监会针对积极主义投资者的秘密一致行动进行调查,<sup>[28]</sup>中国证监会通过技术手段查清交易 IP 地址、MAC 地址同一等,通过事实认定处罚隐性一致行动人。<sup>[29]</sup> 这方面,监管部门任重而道远。

---

[28] Liz Hoffman, Aruna Viswanatha, David Benoit, *SEC Probes Activist Funds over whether They Secretly Acted in Concert*, 载 [http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150604\\_WSJ.htm](http://www.shareholderforum.com/access/Library/20150604_WSJ.htm), 2017 年 7 月 10 日访问。

[29] 慕青、桂祺:《A 股举牌围猎潜规则:隐性一致行动人潜行》,载第一财经网,<http://www.yicai.com/news/5146226.html>, 2017 年 8 月 3 日访问。