

论上市公司收购中结构性 资管计划的表决权行使*

范黎红**

摘要:结构性资管计划的投票权归谁所有及如何行使,是“宝万之争”中的争议焦点之一。围绕上市公司收购中资管计划的表决权行使,本文从以下三个层次进行阐述:其一,资管计划的基本性质究竟为何,以及分析资管计划表决权的归属;其二,从资管计划内部,委托人、受托人、优先级受益人以及劣后级受益人三者之间的利益衡平,分析如何对资管计划表决权的行使加以规范;其三,从资管计划外部,即从完善上市公司治理以及金融监管的角度入手,分析如何加强对资管计划表决权行使的规范。在此基础上,提出法律规制的总体框架及具体制度之相关建议。

关键词:上市公司 收购 结构性资管计划
表决权

* 本文系同济大学文科青年课题《资本市场创新背景下内幕交易民事责任的认定》阶段性研究成果。

** 同济大学法学院副教授。

结构性资管计划的出现,及其在公司并购活动中的积极运用,丰富了并购支付的方式和工具,拓展了并购资金的来源,极大地提高了企业兼并重组市场的活跃度。例如,在宝能和万科管理层之间就万科公司控制权的收购与反收购博弈中,结构性资管计划扮演了重要角色。然而,作为一种金融创新工具,结构性资管计划亦受到一定质疑。尤其是,宝能方的一致行动人钜盛华通过九个结构性资管计划增持万科股票,并行使资管计划的投票权,引起了很大的争议,具体如下:

在钜盛华的九个资管计划中,银行理财资金作为优先级委托人,钜盛华作为劣后级委托人,将资金交给券商下属资管公司作为受托管理人,代为买入万科股权。根据补充协议,资管公司根据劣后级委托人钜盛华公司的指示行使投票权。例如,在某一资管计划下,存在下述约定:“在资产管理计划存续期内,如召开股东大会,西部利得有权参照劣后委托人(即本公司,下同)对表决事项的建议出具指令,并代表资管计划在不违反法律法规、部门规章及其他规范性文件的前提下参照劣后委托人的建议行使表决权;如劣后委托人需要资管计划行使提案权、提名权、股东大会召集权等其他股东权利事项,西部利得有权参照劣后委托人出具的建议所列内容出具指令,并代表资管计划在不违反法律法规、部门规章及其他规范性文件的前提下参照劣后委托人的建议行使相关股东权利。除此之外,优先委托人不得向管理人提出任何异议。”^[1]万科针对宝能系资管计划的投票权提出了质疑:认为资管计划本身是否享有投票权,同时,即使资管计划享有表决权,其能否委托劣后方或者依据劣后方的指示行使表决权。

对于结构性资管计划在上市公司收购中如何行使表决权,法律未做出明确规定。^[2]如何认定,不仅关系宝万之争等具体事例中双方的

[1] 深圳市钜盛华股份有限公司:《关于深圳证券交易所公司部关注函[2015]第538号的回复》。

[2] 2016年7月18日证监会实施的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》等部门规章对资产管理计划的结构性和杠杆率等问题进行了规范,但尚未涉及表决权问题。“统一资本管理产品标准规制”工作小组起草的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(内审稿)也未涉及资产管理计划的表决权问题。

力量对比,还关系到结构性资管计划相关法律规范以及上市公司治理的完善。上市公司收购中资管计划的表决权行使,基于结构性资管计划的复杂性,涉及三个层次问题:其一,资管计划的性质究竟为何,以及分析资管计划表决权权的归属;其二,从资管计划内部,委托人、受托人、优先级受益人以及劣后级受益人三者之间的利益衡平,分析如何对资管计划表决权的行使加以规范;其三,从资管计划外部,即从完善上市公司治理以及金融监管的角度入手,分析如何加强对资管计划表决权行使的规范。

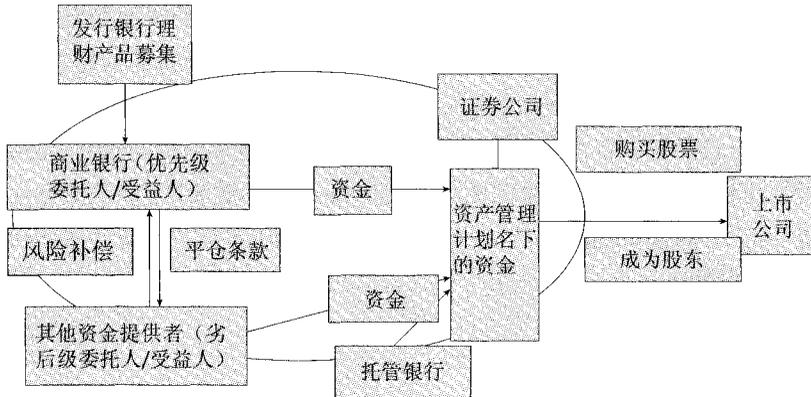
一、结构性资管计划及其表决权归属

(一) 结构性资管计划的概念

在金融产品领域,结构性产品是指产品的投资收益与所挂钩的衍生金融市场工具或资产的市场表现或特定条件的满足相关联,产品收益可与全球证券、利率、汇率、指数、基金、大宗商品等金融资产表现相挂钩的产品。在我国证监会等监管机构发布的文件中,结构性结构化资产管理计划,是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿,^[3]笔者认为,本金和收益受偿顺序的不同,应作为结构性资管计划的基本特征,其本质在于劣后份额对优先份额存在一定的风险补偿。例如,在宝万之争所涉的多数资管计划中,则体现为由券商资管公司发行的,由银行理财产品募集的资金和其他投资机构募集的资金组成的,投资于股票、债券等资产的理财计划,通常银行理财产品作为优先级受益人,其他投资机构作为劣后级受益人,优先级受益人与劣

[3] 参见《证券期货经营机构私募资管运作管理暂行规定》第14条规定。此外,在新近网络上披露的金融监管部门拟订的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(内审稿)中,结构化资产管理产品是指金融机构按照本金和收益受偿顺序的不同,将资产管理产品划分为不同等级的份额,不同等级份额的收益分配不按份额比例计算,由合同另行约定,按照优先和劣后份额安排进行收益分配的产品。参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(内审稿),载 http://www.360doc.com/content/17/0224/20/943329_631751954.shtml,2017年2月23日访问。

后级受益人之间存在风险补偿约定。具体见下图:



涉银行理财资金的结构性资管计划示例

在结构性资管计划中,优先受益人对收益享有优先权。从法律角度来看,这种优先权是一种债权优先权,类似于对剩余财产分配上的收益,其具有优先取得的权利。而劣后受益人负有让优先受益人先行取得收益的义务。优先与劣后的结构性安排,有助于在同一产品中协调不同投资主体的风险偏好,优化资金组合。劣后级份额对优先级份额的风险补偿,方式多样。而作为结构性资管计划的基本特征——优先级份额在收益分配上享有优先权,本身就是对优先级份额的一种最为基本的风险补偿。在此基础上,可能产生各种升级版的风险补偿方式,具体如下:(1)劣后级份额对优先级份额承诺保底,或者承诺保底保收益;(2)劣后级份额对优先级份额的本金及(或)收益提供担保;(3)在结构性资管计划之外,优先级份额和劣后级份额之间通过金融衍生工具对冲风险,等等。劣后级份额对优先级份额承诺保底。是否影响某一结构性资管计划的法律性质,从而影响结构性资管计划投票权归属的认定,需根据结构性资管计划中具体的风险承担、收益分配加以约定。

(二) 结构性资管计划的性质

资管计划的性质,围绕资金的管理和运用,存在代理说、信托说、具体分析说三种观点。代理说认为,结构性资管计划的性质是代理性质,资管计划的受托人仅仅是劣后级受益人的代理人,根据委托人的指示

执行相关事务。信托说认为,资管计划是信托性质,优先级受益人和劣后级受益人均是该信托计划的委托人,资管计划的管理人是受托人,资管计划的资金独立于受托人的自有资产。具体分析说认为,需要根据资管计划中权利义务的具体状况,加以认定。以万科案为例,该案结构性资管计划属于嵌入融资架构的单一性资管计划,受托管理人仅仅属于通道性质,根据证监会相关规定,应当认定属于委托性质。在此情况下,应揭开资管计划的面纱,确定实际控制人,认定投票权属于实际控制人所有,并以穿透式监管的方式确定一致行动人。^{〔4〕}

基于资管计划品种繁多,种类多种多样,笔者认为,具体分析说有其合理性,但认为随着资管合同法律规范不断完善,应当将资管合同的性质统一回归到信托性质上。原因在于:其一,信托在法律架构上更适合资管业务的发展。以信托模式,能充分保障财产的独立性,保障该部分财产免受委托人、受托人的债权人的追究,便利受托人发挥专长进行相关资产的管理。其二,资管计划下受益人的利益、包括结构性资管计划下优先级受益人的利益,在监管趋严的背景下,越来越依赖于受托人履行其职责。2016年7月18日证监会发布实施的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(以下简称《私募资产暂行规定》)下的结构性资管计划,优先级受益人与劣后级受益人之间不允许存在保底等借贷关系。优先级、劣后级受益人必须共担风险,即实现收益、损失的共享共担。优先级受益人利益的实现依赖于受托人的尽责。况且,即使优先级受益人存在劣后级受益人的风险保障,尽管该承诺并非受托人做出的,但承诺的履行,也需要受托人一定程度的配合,依赖于受托管理人的尽职尽责。换言之,在整个资管计划中,优先级委托人并非置身该计划外部,将资金借贷给劣后级委托人。相反,结构性资管计划中,优先级委托人与劣后级委托人同置身于资管计划内部,资管计划受托管理人尽职情况、资管计划投资股票情况均与其存在直接关联。优先级受益人,一般情况下对专业领域的熟悉程度,弱于劣后级受益人,其利益更有赖于受托管理人的尽职尽责。其三,资管产品在功

〔4〕 刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

能上存在统一化的趋势,按财富管理的本质界定为信托,有利于统一、协同监管。目前,银行、证券、保险、信托等资产管理活动适用不同的法律规范进行调整,法律性质的界定、是否允许保底、杠杆率、穿透的标准等,标准不一,体系庞杂。分头监管,容易导致不同市场主体资管活动的不平等竞争,也容易导致市场主体利用分业监管中存在的漏洞进行套利。而统一以信托性质界定,有利于整平游戏场地,促进公平竞争,引导财富管理行业回到其信托的本质。

当前,众多资管计划或资管产品投资对象不一、风险不一、形式不一,在监管规则的设计上,既要主张统一、整平游戏场地,又应允许特定例外的存在,保持市场主体的活力,把握好适当的度。^[5]在认定资管计划的法律性质为信托的基础上,基于实践中各种资管计划的形式多样,应当仔细甄别真伪,将披着“资管计划”、“外衣”的其他性质合同,按其双方权利义务履行的主要特征判断其性质。例如,在前述万宝之争中,虽然存在优先级、劣后级委托人,但基于优先级委托人仅仅提供融资,实际为单一性资管计划。在单一性资管计划下,受托人按照劣后级委托人的指示行事,仅仅提供通道,收取少量的通道费。该计划的实质是通过资管计划为优先级委托人提供融资通道,相关资金借道入市。^[6]在通道性质的资管计划中,往往存在对相关金融监管规定的规避,受托人消极不作为,劣后级委托人容易滥用权利。对于这种消极脱法行为,认定时应具体加以甄别:对以规避法律、行政法规效力性禁止性规定为目的通道性质信托,应当根据双方权利义务的主要特征,劣后方对优先方存在保底条款,则应认定为无效的借款合同。对非以规避法律、行政法规禁止性规定的通道性质信托,若存在违法法律、法规管理性禁止性规定,或行政法规禁止性规定之情形,经审查达到违反社会公共利益的,可以认定优先级受益人与劣后级受益人之间为无效的借款合同。此外,未违反《合同法》第52条之规定,虽以资管计划为外衣,但实质为借款性质的其他合同,应认定为合法的借款合同,当事人

[5] Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, p. 195.

[6] 刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》,载《清华法学》2016年第6期。

不得以信托关系对抗委托人债权人、受托人债权人的各种主张。而此类被认定为借款合同性质的资管计划,则不再属于资管计划范畴。基于《私募资管暂行规定》实施之后,证监会不再允许类似万宝之争中的结构性资管计划备案,故下文讨论的资管计划,主要围绕一般意义上即信托性质的结构性资管计划展开。

(三) 资管计划的投票权属于资管计划自身所有

资管计划的股票,登记在资管计划名下,属于资管计划自身所有。这些股票的相应投票权,属于资管计划所有,由资管计划的受托人所有。按照信托的“双重所有权”模式,信托存续期间购入的股票,构成信托财产的一部分,资管计划就信托财产享有名义所有权,主要体现为管理权,而优先级受益人和劣后级受益人享有实质所有权,主要体现为受益权。从管理的效率而言,既然资管计划项下投资决策由受托人做出,投票权行使亦属于投资后管理的一种方式,亦应当由受托人进行。资管计划中投票权的对外行使,受托人必须履职尽责。根据信托法,受托人负有忠实、谨慎管理的义务。

有观点认为,在银基合作中,根据银监会《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(银监会令〔2005〕第2号)之规定,在银行理财计划中,理财客户和银行之间形成的是委托代理关系,在标准的理财合同中,由于银行理财资金的特殊性质,客户授予银行的只是理财资金的财产管理权,而不是理财资金的事务管理权,这是理财计划的基础关系。银行要严格按照客户的委托和授权进行资产管理活动,在银基合作中,因为银行使用客户委托资金而不是用自有负债资金与证券投资基金建立了信托关系,证券投资基金作为管理人也不能超越银行理财资金基础的委托代理关系而行使事务管理权,包括表决权。因此,如果在银行理财计划的基础关系就不存在表决权的授权,基金管理人就不具有表决权,更不能授权某一委托人代行表决权。^{〔7〕} 笔者对此不予认同。理由是,暂不论银行理财计划在其本质上属于信托,即使根据现有规章把它界定为委托代理性质,也不能把客户与银行的委托代理关系和银行与

〔7〕 刘峰、韩良:《机构投资者入市具有何种表决权?》,载《第一财经日报》2016年7月13日版。

证券投资基金的信托关系糅合在一起,必须严格遵循合同相对性原则。银基合作中,银行交付证券投资基金的委托财产是资金,而基金作为受托人在受托管理期间购入的股票具有独立性,属于资管计划本身所有,投票权自其本源而言,同样属于资管计划所有,并不存在基于银行的转委托而产生的无表决权问题。

二、结构性资管计划内部:受托人、优先受益人以及劣后受益人三方的利益衡平

结构性资管计划,一般为自益信托,即委托人同时又是信托的受益人。委托人在信托计划成立之后,一般以信托的受益人身份行使相关权利。同时,只有在结构性资管计划存续期间,才存在资管计划行使投票权的相关问题,而该段期间,自益信托中参与信托计划事项决策的是受益人。据此,基于自益信托中,委托人与受益人二者身份的重叠,从结构性资管计划内部探讨投票权行使问题,在资管计划成立环节,以委托人表述;在资管计划存续期间,以受益人表述,相应的,在资管计划存续期间,其内部主要涉及受托人、优先受益人以及劣后受益人三方的利益衡平。

(一) 受托人与受益人的利益平衡

资管计划的投票权属于资管计划所有,由受托人代表资管计划持有。但受托人行使资管计划的投票权,应当受到一定的限制。我国《信托法》第25条规定,受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。我国《信托法》第26条规定,受托人除依照本法规定取得报酬外,不得利用信托财产为自己谋取利益。受托人违反前款规定,利用信托财产为自己谋取利益的,所得利益归入信托财产。根据《信托法》上述规定,受托人在管理信托事务过程中,应当防止利益冲突。

一方面,受托人在行使投票权时应当履行忠实义务。目前,金融机构趋向大型化、集团化经营,同一金融集团内部经营的业务范围日益扩

大。资管计划的受托人,其所在金融集团或同一公司的其他部门,可能同时与资管计划投资标的公司开展有其他业务。如果受托人所在公司因开展其他业务有相冲突的利益需维护时,其有可能做出不利于资管计划受益人的行为。因此,美国证券监督管理委员会(SEC)于2003年就代理表决权问题针对投资公司和投资顾问同时做出了两项规则,即1940年《投资公司法》第30b1-4号以及1940年《投资顾问法》第206(4)-6号。第一项规则要求投资公司制定代理表决权行使的政策以及程序并及时披露,其中包括避免及解决利益冲突的基本步骤。第二项规则将代理表决权的行使规定为投资顾问公司的受信义务。^[8]而欧盟《2011年私募股权投资基金指引(AIFMD II)》要求私募股权投资基金在日常管理中,必须向监管部门披露私募股权投资基金持有的表决权信息,涉及如何防止基金管理人与基金本身、基金受益人间利益冲突的内部规则等。^[9]而在2014年欧盟《金融工具市场指令》(MIFID II)中,欧盟强调经营多种业务的金融公司内部,必须完善内部的防火墙制度,并向客户披露可能存在利益冲突的信息。^[10]

另一方面,受托人在行使投票权时应当履行谨慎管理义务。结构性资管计划投票权委托他人行使,亦受到一定限制。信托关系与委托代理关系不同,委托代理关系中,代理人要严格在委托人的授权范围内从事代理活动,不能超越。而在信托关系中,委托人基于对受托人的信任及管理能力的认可,受托人具有从事管理财产业务较大权力的空间,除了禁止性义务外,信托合同对受托人都授予了较大的财产与事务性处置的权力,包括表决权。但这种表决权是为了投资者的最大利益而使用的,不能滥用。管理人基于委托人对其的信任,一般情况下,要亲自履行受托职责,不经过委托人同意,不能将受托职责再委托他人。在结构性资管计划中,有时劣后受益人重视投票权的行使,主动征集受托

[8] 袁田:《表决权“外包”——美国共同基金行使代理表决权的范式研究》,载《西部法学评论》2014年第1期。

[9] Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, p. 304.

[10] Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, p. 371.

人的委托,由劣后受益人行使投票权,而在此情形下,必须明确取得优先受益人的同意。尤其在《私募基金暂行规定》出台之后,优先级受益人的类债权人地位被明令禁止,其享有相应的实质性投票权,在受托人转委托时,更有必要同时征得优先与劣后受益人的同意。

此外,委托人和受托人在成立信托时可以约定,通过内部的表决程序,对部分重大事项由受益人保留信托财产运用指示权。在受益人内部就相关事项存在分歧,甚至在不能形成共同意志的情形下,可以由受托人按受益人的指示进行表决权的不统一行使。

(二) 优先级受益人与劣后级受益人之间的利益衡平

受益人大会的表决权如何行使呢?资管计划内部,根据剩余收益索取权与控制权相匹配的原则,在资管计划重大事项的决策上,低风险偏好者也享有一定的决策权。例如,有些投资决策委员会中银行系资金主张享有一票否决权,即他作为消极行权者,在投资标的的寻找上,更依赖于高风险偏好者的投资者技能和专业判断,但其为控制自身风险,也享有对投资标的不满意的一票否决权。在投后管理环节,一般情况下,应当由受托人进行管理,但在涉及重大事项上,低风险偏好者应当享有一定的权限。在投后管理中,对投资标的公司的表决权行使,属于一项重要管理内容。高风险偏好的投资一方,则应当由它就一般性事项行使管理权限。否则,影响商务运作的效率。但在涉及一些基本的、重大的事项时,应当由两种不同风险偏好者共同行使表决权。表决权的行使可以由不同风险偏好的投资者经过协商约定。未约定,是参照有限责任公司按照出资比例确定,还是基按照收益和损失承担比例确定?例如,低风险偏好的投资者(如银行理财资金)尽管提供了整个资管计划50%的资金,并主张收益以及损失承担的比例为20%;而高风险偏好的投资者尽管只提供了资管计划50%的资金,他可以主张收益及损失的承担比例为80%。基于表决权作为一种控制权,行使的基础在于其行使关系到剩余盈余分配,故资管计划受益人在重大事项的表决上,可以参照收益和损失承担的比例,由优先受益人和劣后受益人按照8:2的比例行使表决权。

劣后级股东可能损害优先级股东的利益。受托人应当意识到二者之间可能存在的利益冲突。尽管合同中约定结构性资管计划的投票权

应当依据劣后级委托人的指示行使,甚至可以约定投票权由劣后级委托人行使,但是,存在劣后级委托人滥用权利损害优先级委托人之可能。应当注意的是,高风险偏好的投资者与投资标的公司存在关联关系、操纵、内幕交易可能时,应当进行披露。

优先方与劣后方的利益冲突,应结合各类资管计划的具体情形加以界定。以公募形式发行的资管计划,无论是信托计划、证券投资基金、股权投资基金,优先级委托人人数众多。同时,此类产品在零售市场向单个投资者出售,优先方与劣后方的谈判力量悬殊。基于优先级委托人的目标即获得投资收益,而受托人多与劣后方存在一定的利益关联,其可能出现的情形是:在公司控制权市场上,受托人与劣后方积极谋求对标的公司的控制,可能导致优先方与受托人、劣后方巨大的利益冲突。为此,对公募的资管计划,在上市公司收购活动中,应当确立“不谋求控制”原则。^[11]而对私募的资管计划,有些即通过参与公司控制权市场而获益。比如并购基金,且双方谈判地位相对较均衡,应允许劣后方在公司控制权市场上,通过资管计划参与控制权争夺,积极行使投票权。

三、结构性资管计划外部:优化上市公司治理、完善金融监管双视角下对资管计划投票权行使的法律规范

股东表决权是公司股东基于出资而参加公司股东大会并就表决事项做出意思表示的权利。对股东而言,表决权是一种参与公司治理的工具性权利,是股东权中的一种共益权。在多数场合下,股东投票权的行使以牟利为目的,通过对公司股东大会上待决事项的表决行使参与管理权,保障收益。根据科斯的“现代契约理论”,股东在受益分配上处于“剩余索取者”地位,其享有剩余控制权,即当企业契约没有约定时,填补契约漏洞的决策权。从经济学上分析,处于剩余索取者地位的股东,具有最大的激励去监督公司进行最佳决策,即“剩余索取权与剩余控制

[11] 对证券投资基金,中国证券投资基金业协会发布的《基金管理公司代表基金对外行使投票表决权工作指引》(中基协发[2012]22号)已经确立“不谋求控制”原则。

权对应”。

表决权行使在公司控制权市场具有重要意义。对公司控制权的争夺,一种方式通过收购,另一种方式通过代理表决权征集,还有的将上述两种方式联合使用。而在宝万之争中,既通过上市公司收购,又通过结构性资管计划下表决权的行使,双管齐下,进行公司控制权的争夺。然而,结构性资管计划采用这一新型方式积极行使投票权,从完善上市公司治理和金融监管角度,亦提出了不少新问题。

(一)以炒作重组题材获利为目的而行使投票权,影响上市公司、上市公司其他股东的利益

结构性资管计划作为上市公司股东,其特点在于一般关注股票的短期价格而非公司的长期发展,即使积极参与公司控制权市场,也往往是通过发起公司重组等事件推动股价上涨,待获利后退出。例如,近两年来,美国的对冲基金,或单一行动,或采取“群狼战术”获取上市公司控制权,等股价上升后,转让所持有的股票获利退出。这改变了传统意义上大股东一般为上市公司的长期股份持有者之局面。这些以短期获益为目的的机构投资者,往往更关注公司的利润分配,而反对研发投入等公司对长期发展的投入。通过积极行使投票权,参与公司收购活动,促进上市公司股价快速上升,获利后退出,而这一短期行为,往往使上市公司其他股东陷入困境,也不利于上市公司的长期发展。^[12]在资管计划内部存在杠杆的情况下,更是加剧了通过获利而退出的利益驱动。

(二)按照劣后级指示投票,一定程度上存在表决权的空洞化

基于投票权本身的复杂性、资管计划下风险与收益的错配,导致资管计划投票权的行使中,出现劣后方的机会主义。表决权是股东权中的一项权利,其产生的基础在于股东的出资。当股东已经将股权转让,但基于股东大会程序性事项的约定,例如已经进行了股权登记,股权仍然登记在该股东名下,尽管其已经出让,则存在表决权背后其没有相应的股权支撑,也不存在其他有权股东的授权,则上述表决权存在“空洞化”。空洞投票意味着投资者所享有的投票权多于其持有的股份,这种

[12] John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *The Journal of Corporation Law*, Spring, 2016.

投票权所附随的经济利益是虚无的甚至是负的。^[13] 在《私募资产暂行规范》实施前的资管计划中,可能出现的情形是,劣后级受益人依据约定指令受托人如何行使上市公司股东大会的表决权。而且,根据劣后方与优先方的约定,劣后方受益人的实质表决权涉及资管计划下全部资金购入的股票所载有的投票权。就优先方部分的资金而言,为保障低风险偏好的优先方之利益,劣后方对优先方进行了风险补偿,同时约定股票跌破平仓线进行平仓。在这种情况下,若相关股票被平仓,该部分股票对应的表决权即面临空洞化的风险。例如,股东大会召开之前,进行投票权登记,在这一时点,资管计划仍然持有相关股票,投票权仍然属于资管计划。但在股东大会召开之际,基于股价下跌触及平仓线,相关股票被平仓。资管计划基于平仓的安排,被平仓的股票实际已经转让他人,相应的表决权存在空洞化。表决权与收益权的分离,可能导致表决权的行使失去了基础,容易导致表决权行使过程中的道德风险,影响上市公司治理的完善。

(三) 结构性资管计划中的影子银行问题

绝大多数的资管计划,股东重在获得相关投资收益,并不看重投票权的行使。但在并购基金、举牌式资管计划中,投票权关系到是否能够获得上市公司的控制权,有其重要意义。在并购基金、举牌式资管计划中,资金来源多样。其中,银行系资金,成为并购基金、举牌式资管计划中杠杆资金的重要来源。

在上市公司并购中,利用非自有资金投资,是允许的。但需要避免的是:其一,银行系资金,通过银信合作、银证合作,进入本行业金融监管部门禁止投资的领域。这是长期以来影子银行风险的重要来源之一,容易导致风险在不同部门之间的传递。若资管计划涉及违反相关行政监管规则,尽管其可能仅仅为部门规章中的效力性规定,效力层级低,但若存在上位授权性立法,司法部门仍然可以违反公共利益为由,认定该资产管理合同无效。相应的,其存续期间购入的股份应禁止其行权。只有

[13] Jonathan Cohen, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and A Proposal to Present It*, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 45, 2008. 转引自李安安:《股份投票权和收益权的分离及其法律控制》,载《比较法研究》2016年第4期。

对违法行为加以规范,才能引导资管计划朝着规范化的方向健康发展。其二,资管计划存在多层嵌套、信息披露不规范。当资管计划存在层层嵌套的出资人时,难以认定该计划的实际出资人,尤其在判断上市公司收购活动中的“一致行动人”时,更为困难。

资管计划的投票权行使,从完善公司治理和金融监管角度,存在上述两项弊端。解决途径主要是加强资管计划的信息披露。具体在于:(1)完善“一致行动人”的认定,严格资管计划“一致行动人”的信息披露。资管计划在每一次持股比例达到上市公司股东大会比例持股义务的触发点时,将承担信息披露义务,而每一次信息披露将可能导致证券市场上股价上升,其继续增持的持股成本将加大,将延缓“短期性大股东”——资管计划通过协同获取上市公司控制权的成本。(2)加强穿透式监管和信息披露。逐层披露出资的自然人、法人、非法人机构的基本状况。如果是合伙人,应披露合伙人的出资形式、目的、资金来源等。以此,“穿透”所有出资人的信息。(3)通过自律性规则,对空洞化的投票权,要求受托人自行戒绝行使投票权。具体是:在上述情形下,应明确已经平仓的该部分股票,其尽管在股东大会召开前已经进行投票权登记,但在股东大会召开日,基于资管计划的平仓行为,上述投票权已经丧失行权的基础。考虑到该情况的偶发性、突发性及处置的紧急性,建议由行业协会制定自律规则,由资管计划受托人根据自律性规则在股东大会上不再行使上述股票的投票权。

四、相关建议

随着我国资本市场的发展,结构性资管计划管理的财富数量不断上升,持有的上市公司股份数量也不断攀升,如何合理规范其投票权行使,既需要针对资管计划进行总体法律框架的设计,也需要聚焦结构性资管计划投票权的行使进行具体法律制度的完善。

(一)明确规范资管计划的法律框架

资管计划投票权的行使,既涉及资管计划内部受托人、优先级受益人和劣后级受益人之间的利益平衡,又涉及资管计划外部的利益平衡与

金融监管。具体而言,在资管计划外部,一方面,资管计划作为股东,其行使投票权,存在与其他上市公司股东、上市公司自身的利益平衡;另一方面,资管计划通过运用资金杠杆和层层嵌套的结构,除了可能导致一致行动人认定困难,还可能给传统的金融分业监管提出了新的挑战,为此,必须明确规范上市公司收购中资管计划投票权行使的相关法律规范:(1)以《信托法》作为规范资管计划的基本法律,并进一步明确三方当事人的权利义务。在《信托法》层面,应当改变目前《信托法》为信托业法的属性,而修订为调整信托法律关系的法,将各类资管计划以及信托产品均纳入。在《信托法》中明确受托人的义务包括代行信托计划的表决权。(2)制定统一的金融机构资产管理法,改变分部门、分产品的监管割裂局面。在《金融机构资产管理法》中明确资管计划投票权的归属及其行使的基本原则。从监管层面,对混业的资管计划,明确信息披露及穿透规则等。同时,建议在统一的基础上,根据资管计划募集资金的方式、投资的理念、受益人在计划存续期间退出的难度等特点,进行细分。在统一规范的基础上,允许差异性和灵活性,可以避免监管的武断和简单化,在规范资管计划这一金融创新活动的同时给予其一定的生长空间。(3)在《公司法》、《证券法》明确相关资管计划作为股东行使投票权尤其是进行上市公司收购时,所必须遵循的法律规范。其中,资管计划本身能否行使投票权,能否进行投票权的不统一行使,属于《公司法》的规范范围;是否构成上市公司收购、是否需履行信息披露义务,涉及整个证券市场及其他股东,属于《证券法》的规范范围。

(二)关于结构性资管计划投票权行使的制度构建

1. 完善信息披露制度

围绕结构性资管计划投票权的行使,要求披露以下内容:(1)基本信息。遵循穿透原则,向统一的监管机构披露资管计划出资人的所有信息、受托人的基本信息,可能存在的优先级与劣后级受益人之间的风险补偿条款。(2)资管计划持股比例达到《证券法》规定的大股东持股披露义务的比例时,必须履行信息披露义务,包括持股比例、穿透式披露出资人的所有信息以及是否存在一致行动人的说明。(3)受托人在履行受托人义务行使投票权时,面临的利益冲突,与行使表决权相关的程序、对表决结果的披露义务。(4)若存在转委托第三方行使投票权时,必须

征得资管计划内部受益人大会的表决通过。

2. 完善表决权制度

在结构性资管计划内部,委托人和受托人可以约定对部分重大事由受益人保留信托财产运用指示权。优先级受益人和劣后级受益人就表决权比例,可以自主约定。在没有约定的情况下,基于表决权作为一种控制权,行使的基础在于其行使关系到剩余盈余分配,故资管计划受益人在重大事项的表决上,可以参照收益和损失承担的比例确定表决权的行使比例。在结构性资管计划外部,对于公募性质的结构性资管计划,其在涉及上市公司收购事项的表决时,应履行“不谋求控制”原则。对私募性质的结构性资管计划,受托人代表(或劣后方受益人受委托代表)资管计划行使投票权,可以参与公司控制权争夺。

3. 完善相应的司法保障机制

就有关协议的性质和效力,按照双方权利义务的特点认定相关合同的性质,并在相应的法律框架下判断其效力。对以规避法律、行政法规的目的缔结的合同,严格审查其效力。同时,在已经建立信息披露制度的前提下,建立司法介入上市公司治理的非诉程序规范,及时介入上市公司股东会。在违反法律、行政法规的强制性和禁止性规定,认定相关协议无效,禁止其取得相应的投票权。