

上市公司以“未公开承诺” 对抗限售股解禁中的责任认定

——东方证券诉皇氏集团损害股东利益
责任纠纷案*

符 望** 朱婧婧***

摘要:上市公司股票限制出售存在种种原因,其中之一是防止相关持股主体利用信息不对称等获取短期利益,损害上市公司及其他股东利益,冲击股票市场稳定。本案中,在限售股相关承诺已完成的情况下,受让人针对其在司法执行程序中取得的股票,要求上市公司配合办理解除限售手续,但上市公司不愿配合,并提交了一份此前未曾公开的承诺进行对抗。该案反映出目前限售股的受让方解禁面临的程序难题,最终法院判决上市公司配合办理解禁并赔偿损失。

关键词:承诺履行 解除限售 损害赔偿

* 本文所引法律法规均为案件发生及审理时有效,文中不再逐一指出。

** 上海金融法院综合审判二庭庭长。

*** 上海市黄浦区人民法院金融审判庭法官助理。

一、案情简介〔1〕

原告:东方证券股份有限公司(以下简称东方证券)。

被告:皇氏集团股份有限公司(以下简称皇氏集团)。

2014年11月25日,皇氏集团发布《广西皇氏甲天下乳业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况及新增股份上市报告书》(“广西皇氏甲天下乳业股份有限公司”为皇氏集团原名),载明:(1)皇氏集团以发行皇氏集团股份35520446股和支付现金人民币204750000元(以下币种相同)相结合的方式,购买李某某持有的御嘉影视100%股权;(2)李某某以资产认购的皇氏集团股份在业绩承诺期内(2014~2017年)不得转让,即在2017年审计报告出具后及《发行股份及支付现金购买资产协议》约定的盈利承诺与补偿责任履行完毕后,方可转让其在本次发行中取得的股份。在上述锁定期限届满后,其转让和交易依照届时有效的法律和深圳证券交易所的规则办理。

东方证券与案外人李某某之间的质押回购交易,引发公证债权文书强制执行案,由北京市第二中级人民法院执行。2017年10月12日,北京市第二中级人民法院出具执行裁定书,明确东方证券有权将李某某出质的58410000股皇氏集团股票以折价或拍卖、变卖所得价款优先受偿。2018年1月,该院向皇氏集团出具《协助执行通知书》,要求其协助法院查明上述质押股份是否达到解除限售条件。皇氏集团答复北京市第二中级人民法院称:上述股票尚属限售状态,并提出皇氏集团2017年度审计报告尚未出具,御嘉影视2017年度业绩完成情况仍有待审计机构的审定,尚未具备办理股票解除限售手续的相关条件。

针对御嘉影视盈利与业绩承诺情况,皇氏集团2015~2018年发布

〔1〕上海市高级人民法院:皇氏集团股份有限公司与东方证券股份有限公司损害股东利益责任纠纷二审民事判决书,案号:(2021)沪民终514号,2022年7月25日。上海金融法院:东方证券股份有限公司与皇氏集团股份有限公司损害股东利益责任纠纷一案民事判决书,案号:(2020)沪74民初3479号,2021年7月29日。

多份关于御嘉影视集团有限公司盈利情况报告、承诺完成情况说明。上述报告确认御嘉影视2014~2017年业绩承诺完成率均超100%。除此之外,2018年4月28日,皇氏集团发布的《皇氏集团股份有限公司2018年第一季度报告》中,载明多名股东持有的限售股情况,包括李某某、徐某。同时,在“三、公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及公司等承诺相关方在报告期内超期未履行完毕的承诺事项”中,专门载明盛世骄阳原股东徐某未完成2016年与2017年的业绩承诺。但该报告未载明李某某超期未履行完毕的承诺事项。

后法院对上述股票进行拍卖。2018年7月31日,皇氏集团发布《关于公司持股5%以上股东股权将被司法拍卖的提示性公告》,告知了上述法院准备拍卖股票的情况,并载明“本次司法拍卖对公司的正常生产经营不产生影响,公司将持续关注此次拍卖的进展,并根据相关法律法规的规定及时履行信息披露义务”。后因拍卖无法成交,2018年9月,北京市第二中级人民法院出具裁定书将李某某的限售流通股作价人民币300694680元交付东方证券抵债,办理了过户手续,并随后向皇氏集团出具《协助执行通知书》,要求皇氏集团协助办理解除限售手续。2018年9月7日,东方证券作为信息披露义务人,发布了《皇氏集团股份有限公司简式权益变动报告书》,披露了上述股票抵债情况,并提到李某某所持股份对应的所有业绩承诺已完成。

2020年3月起,东方证券工作人员王某通过微信向皇氏集团工作人员王某某了解解禁流程及所需材料。在微信沟通记录中,王某表示准备申请解禁,但应该不会减持,并多次向王某某了解解禁时需要准备的材料清单。王某某回复称:看了一下相关的材料,基本都是上市公司填,因为规则上都是对于非公开、定增对象的解除限售,对于司法划转的情况没有提及,故要求王某把东方证券相关案件的判决书、中登公司的股份划转文件扫描发给她。但皇氏集团后续并未办理。2020年7月24日,东方证券正式向皇氏集团发送一封《要求办理股票解禁手续的公函》,要求皇氏集团收函后3日内办理解禁手续,随后又于8月5日发出《律师函》。但皇氏集团仍未配合解禁,故东方证券遂于2020年12月2日向上海金融法院起诉,请求法院判令:(1)皇氏集团停止对东方证券股东权利的侵害,并立即为上述限售股办理解除限售手续;

(2)皇氏集团赔偿因延迟解除限售而给东方证券造成的损失 50000000 元。

在案件诉讼过程中,皇氏集团提出还存在一份由李某某向皇氏集团出具的载明日期为 2018 年 3 月 20 日的《解除股份限售之自律承诺函》(以下简称《承诺函》),《承诺函》载明李某某自愿增加以下解除股份限售之自律条件:(1)2018 年 3 月 20 日,御嘉影视及其子公司产生的应收账款、预付账款、存货及其他应收款,李某某已完成全部保值收回。(2)李某某因本次交易所取得的现金已完税(包括因后期国家税务政策变化和调整新增的应缴所得税)。(3)就拟申请解除限售部分的股份在未来转让时涉及的个人所得税税金(以申请解除限售时国家相关税务法律政策为准)已足额缴纳至皇氏集团。2020 年 8 月 13 日,皇氏集团将上述增加限售条件事宜向深圳证券交易所进行报告。此后,皇氏集团先后召开董事会、股东会,通过决议认定李某某的新增条件未完成,并同时提出,对于东方证券因抵债取得股票,应先由东方证券缴纳李某某应承担的账款清收和税费责任 11110.70 万元,然后才可以解除限售。

二、审判结论

本案争议焦点为:(1)李某某向皇氏集团出具的《承诺函》的真实性以及该函对东方证券要求皇氏集团解除限售是否具有约束力;(2)皇氏集团通过的股东大会决议是否可以限制东方证券请求解除限售条件;(3)若皇氏集团应配合而不配合东方证券解除限售,皇氏集团应赔偿的东方证券损失如何确定。

上海金融法院一审认为:

1. 直至 2020 年 8 月,皇氏集团才向东方证券以及深圳证券交易所提及该《承诺函》。此前皇氏集团发布的多个公告中,不仅未曾提及该《承诺函》,而且明确披露解禁条件已成就。作为上市公司,如存在这样一份《承诺函》并新增了许多解禁条件,会影响原来已经符合条件的股票解禁。若不对投资者提及,不符合企业经营常理。在法院司法拍

卖系争股票、东方证券联系解除限售过程中,法院、东方证券多次与皇氏集团联系,但皇氏集团从未提及存在《承诺函》,故该《承诺函》真实性存疑。

2. 即便《承诺函》签署日期确系 2018 年 3 月 20 日,但其内容有别于原先的限售承诺,对市场、投资者、东方证券均有重大影响,故应按中国证券监督管理委员会制定的《上市公司信息披露管理办法》以及《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引(2015 年修订)》进行披露。皇氏集团直至 2020 年 10 月 28 日才披露,现有的或者潜在的投资者此前无从知晓系争股票又增加了限制条件。

3. 东方证券作为司法执行程序的当事人,对执行过程中的公告信息有充分的信赖,根据当时公开信息及拍卖公告,案涉股票上并不存在《承诺函》,不存在除业绩承诺之外的承诺,原有业绩承诺已经完成,在此基础上,才形成了以司法拍卖的保留价作为抵债价格。如果存在《承诺函》,自然会对抵债价格产生重大影响。基于对东方证券信赖利益的保护,股票抵债过户之后方才披露的《承诺函》对东方证券并无约束力。

4. 皇氏集团无权通过股东大会决议的形式限制某个股东出售股票的权利。综上,法院认定皇氏集团拒绝配合解禁的行为存在过错,限制了东方证券的交易自由与交易机会,故判决皇氏集团配合办理手续解除限售。

5. 关于损失的认定,2020 年 4 月至本案起诉之时即 2020 年 12 月,皇氏集团股价经历了先涨后跌的过程。起诉后,股价先跌后涨。根据一审中这一股价波动情况,故酌定皇氏集团先行赔偿损失 500 万元,其余损失待配合解禁后东方证券卖出后可视情主张。

综上,上海金融法院于 2021 年 7 月 29 日作出一审判决:皇氏集团在判决生效之日内 10 日内配合办理解除限售手续,赔偿东方证券损失 500 万元,支付东方证券律师费等。

判决后,皇氏集团不服,向上海市高级人民法院提起上诉。上海市高级人民法院于 2022 年 7 月 25 日作出二审判决,认可了一审裁判中的主要认定,但根据二审期间股价继续上涨情况将赔偿损失固定为 500 万元,不再允许东方证券根据出售的情况另行求偿。最终驳回上

诉,维持原判。

三、案例评析

(一)上市公司限售承诺制度与司法难题

上市公司限售股是与上市公司无限售流通股相对应的概念,屡屡见于上市公司公告中。限售股,指的是因为法律限制或者持股人自我承诺,而在特定期限届满或特定条件成就前不能在公开市场自由买卖的上市公司股票。我国资本市场上的限售股制度基于法律强制与私人契约二者共同发挥作用从而产生限售效果,通常情况下是通过公开限售承诺形式来实现,即行为人公开承诺在特定期限届满或特定条件成就前不能在公开市场自由买卖上市公司股票。

限售承诺属于涉及上市公司公开承诺的类别之一。近年来,上市公司及其大股东、董事、监事、高级管理人员公开承诺的情形并不少见,在首次公开募股、上市公司再融资、并购重组等情形中,承诺人通过承诺释放信息,增强中小投资者信心。大多数承诺内容为承诺人表示自愿承担不利益,限制自己权利(如限售承诺)或增设自己义务(如资产注入承诺),具有自我限制的特征。限售承诺虽以自我限制的方式出现,但仍可进一步细分为基于监管的限售承诺与基于约定的限售承诺。

1. 基于监管的限售承诺主要规定于《公司法》《证券法》等法律、《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》〔2〕等部门规章以及《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》等行业规范中。比如,《深圳证券交易所股票上市规则(2022年修订)》第3.1.4条规定:“发行人首次公开发行股票前已发行的股份,自发行人股票上市之日起1年内不得转让。”第3.1.5条第1款规定:“发行人向本所申请其首次公开发行股票上市时,其控股股东和实际控制人应当承诺:自发行人股票上市之日起三十六个月内,不转

〔2〕 第3条第2款规定:“上述新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起36个月内不得转让。”

让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行的股份,也不由发行人回购其直接或者间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行的股份。发行人应当在上市公告书中公告上述承诺。”

2. 基于约定的限售承诺则不同于前者,是以私人契约的形式存在的,系基于自身意愿作出的限售承诺。上市公司的股东、董事、高级管理人员可以在通常的监管要求之外,基于一些特定事项作出更高承诺。这些承诺作出之后,在一定程度上成为广义行政监管手段。目前上市公司股东做出限售承诺的现象较为常见,深圳证券交易所“承诺事项及履行情况”中“股份限售承诺”栏目载明的限售承诺共有 1400 多页。^[3]

限售承诺作出之后,便具有了相应的法律约束力。中国证券监督管理委员会于 2013 年 11 月发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中提到“(三)强化对相关责任主体承诺事项的约束。发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员等责任主体作出公开承诺事项的,应同时提出未能履行承诺时的约束措施,并在公开募集及上市文件中披露,接受社会监督。证券交易所应加强对相关当事人履行公开承诺行为的监督和约束,对不履行承诺的行为及时采取监管措施”。《证券法》第 84 条第 2 款也规定:“发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的,应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”

限售承诺明确行为人在一定期限内不得转让股份,或约定满足一定条件前不得转让股份。违反这些承诺,会产生一定的民事责任,^[4]但如果承诺人成为债务人以及司法程序中的被执行人,则会产生限售股能否在强制执行后流通的争议。实践中,人民法院一般通过司法拍

[3] 《承诺事项及履行情况》,载深圳证券交易所官网,<http://www.szse.cn/disclosure/supervision/promise/index.html>,2024 年 3 月 1 日访问。

[4] 有学者以侵权和违约两类责任为基础,提出责任承担方式应包括“停止侵害、返还财产、实际履行、赔偿损害”等。参见陈亦聪、武俊桥:《上市公司承诺履行与上市公司诚信塑造》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 7 卷),法律出版社 2012 年版。

卖或者拍卖无法变现后以股抵债的方式清偿债务,此时限售期可能届满,也可能尚未届满,但无论如何,实务中拍卖、抵债的受让方要真正出售股票,仍要面对程序与实体阻碍。根据相关规则,股票受让方无法自行向交易所提交解禁申请,若上市公司不予配合,解禁程序便不能启动。而控股股东实际掌控上市公司,在控股股东与限售股受让方利益不一致的情况下,受让方交易该等股份的权利实现将面临困难。这种情况下,受让方只得通过投诉或诉讼的方式寻求救济,本案即为典型。

(二) 限售承诺的约束力与司法应对

1. 限售股的转让、执行与司法的态度

由于限售涉及上市公司中小股东的利益,受到市场关注。实践中,对于约定限售股的执行,司法持相对审慎态度,具体做法也略有不同。比如,《北京市法院执行工作规范》第390条规定:“被执行人作为发起人持有本公司股份的,人民法院对该股份可以强制进行转让,不受《中华人民共和国公司法》第一百四十二条‘发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让’的限制,有关单位应当按照人民法院的裁定书和协助执行通知书办理转让股份的变更登记手续。”《江苏省高级人民法院关于执行疑难问题的解答》第6条第2款规定:“执行被执行人所持上市公司限售流通股(股票),可以先将限售流通股强制扣划至申请执行人账户,待限售股办理解禁手续转为流通股后再行处置。在此过程中,执行法院视情可以冻结申请执行人该账户,防止变价款高于执行标的额时申请执行人转移变价款损害被执行人利益。”《上海金融法院关于执行程序中处置上市公司股票的规定》第18条第2款规定:“处置上市公司限售流通股、存托凭证,根据限售条件、解禁条件、案件情况可选择适用大宗股票司法协助执行方式或网络司法拍卖方式。”上海金融法院未就限售股的强制执行可行性问题予以规定。

在司法执行过程中,司法会尊重法律规定以及监管部门的要求。比如,《公司法》限制了发起人股份在1年内转让,而发起人为了规避司法执行,签订转让协议并让受让人提出异议。法院认定这种情形系

违反法律规定的限售条件,并非善意,不予保护。〔5〕对于约定的限售承诺,司法也会考虑监管部门的规定。比如,《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引(2015年修订)》第4.5.14条以及《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引(2015年修订)》第4.5.14条明确规定:“承诺人作出股份限售等承诺的,其所持股份因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等原因发生非交易过户的,受让方应当遵守原股东作出的相关承诺。”在浙江省嘉兴市中级人民法院审理的张某与巴士在线股份有限公司(以下简称巴士公司)股票权利确认纠纷一案〔6〕中,2018年5月,巴士公司公告称标的公司未完成业绩承诺,中麦公司等11名股东需履行业绩补偿承诺,其持有的巴士公司股份由公司1元总价回购并注销。同年5月23日,张某与中麦公司达成调解协议,由中麦公司于5月31日前偿还借款,并最终通过司法拍卖方式获得中麦公司持有的巴士公司股票。法院认为,中麦公司作出的业绩补偿承诺早已在2015年以公告形式发布。张某作为投资者可以随时查阅相关承诺的具体信息以及动态情况,故其对案涉股票存在的限售风险理应明知。中麦公司明知其所持有的巴士公司股票首先应作为业绩补偿,且其并无能力向张某履行还款义务,仍签订一份履行期限仅为8天的调解协议,显然主观上具有将案涉股票转让给张某以变现的意图,系对其公开承诺的违反。在此情况下,如果以司法拍卖形式即可完全涤除股票上承载的公开承诺业绩补偿义务,则会导致原设定的业绩补偿机制以及股票限售制度目标落空,司法拍卖形式将成为原限售股东恶意以合法形式逃废相关债务,并损害上市公司及中小投资者的

〔5〕 最高人民法院:甘肃创新商贸集团有限公司、亚联盟资产管理有限公司等案外人执行异议之诉其他民事裁定书,案号:(2021)最高法民申3062号,2021年6月29日。最高人民法院认为:“致远公司作为发起人在一年期内向创新公司转让股权的行为违反了《中华人民共和国公司法》第一百四十一条第一款关于‘发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让’的规定,创新公司明知违反上述法律规定而受让股权,应自行承担不利后果。……案涉兰州农商行1000万元股权仍然登记在致远公司名下,原判判决据此认定创新公司不作为案涉股权的权利人,不足以排除对案涉股权的强制执行,并无不当。”

〔6〕 浙江省嘉兴市中级人民法院:张某、巴士在线股份有限公司股票权利确认纠纷二审民事判决书,案号:(2021)浙04民终162号,2021年3月16日。

合法权益的方式,不利于建立健康的证券市场秩序环境,故对张某解除限售的请求不予支持。

2. 公开承诺与未公开承诺:本案限售的特殊性

上文总结了司法尊重限售承诺、审慎处理的态度,但实务总是丰富多彩。本案中,在解除限售的条件满足之后,限售承诺股票的受让方要求上市公司配合解禁,又不得不面临新增的未公开承诺,由此产生了法律难题。本案中,根据皇氏集团公布的多份文件,股权转让人李某某分别作出了两份约定限售的承诺。第一份系李某某以资产认购的皇氏集团股份在业绩承诺期内(2014~2017年)不得转让,即在2017年审计报告出具后及《发行股份及支付现金购买资产协议》约定的盈利承诺与补偿责任履行完毕后,方可转让其在本次发行中取得的上市公司股份。第二份系于2018年3月20日由李某某向皇氏集团出具的《承诺函》,该《承诺函》载明李某某对皇氏集团购买其持有的御嘉影视100%股权时向其发行的全部皇氏集团股份,除国家规定的解除限售股份法定条件外,自愿对上述股份(包括上述股份实施的送红股,资本公积金转增股份等原因新增的股份)增加解除股份限售之自律条件……但该《承诺函》于2020年8月13日才对外公布披露。基于公告披露情况与时间点的不同,笔者将第一份承诺称为公开限售承诺,第二份承诺称为未公开限售承诺(面临诉讼才披露)。对于它们的效力,具体分析如下:

(1) 公开限售承诺之效力。对于第一份公开承诺,其本质与合同法上的承诺并无不同,行为人可以单方作出承诺,一旦公开作出,其他人便可以对承诺产生信赖。如果随意违反承诺,行为人应承担相应的法律责任〔7〕。对于上市公司而言,这种公开承诺会在相关公告中公布,并且附着于相应股票之上。交易相对方在交易时知晓这一承诺,

〔7〕 对于公开承诺行为的学理分析,尚存在不同路径。比如,有观点认为公开承诺属于民法上的单方允诺,行为人对此产生信赖。但也有观点认为,民法分析框架存在不足,公开承诺应以证券法框架加以分析,公开承诺属于信息披露行为,违反则可能构成虚假陈述或者操纵市场。参见龚澄渝:《公开承诺的法律定位与责任框架——论〈证券法〉第八十四条第二款的适用》,载彭冰主编:《金融法苑》(2021)(总第一百零五辑),中国金融出版社2021年版。

故应受其约束。故第一份限售承诺函的效力及于东方证券。东方证券只能等待限售条件成就之后,才能处分该股票。

(2) 未公开限售承诺之效力。在东方证券要求皇氏集团配合解除限售的过程中,皇氏集团突然提出还有一份李某某出具的日期为2018年3月20日的《承诺函》,这种未公开的承诺,其内容会对东方证券权利产生重大影响,也会对投资者判断皇氏集团财务状况、进行投资决策产生影响。但在东方证券取得涉案股票的司法执行过程中,皇氏集团从未告知过执行法院或者东方证券存在这样一份承诺函。因此,该函的真实性以及约束力成为本案争议的焦点。

在真实性方面,东方证券提出该函完全可能是倒签日期形成,因为直至2020年8月,皇氏集团才向东方证券以及深圳证券交易所提及该份《承诺函》。此前皇氏集团发布的多个公告中,不仅未曾提及该《承诺函》,而且明确记载御嘉影视业绩承诺完成率超过100%,即符合了相关的解禁条件。笔者认为,作为上市公司,如存在这样一份《承诺函》并新增了许多解禁条件,却不对投资者提及,会影响原来已经符合条件的股票解禁,且不符合企业经营常理。此外,2018年4月28日发布的《皇氏集团股份有限公司2018年第一季度报告》未载明李某某超期未履行完毕的承诺事项,却载明另一股东徐某某未完成承诺事项。在2018年7月31日皇氏集团关于司法拍卖的公告中,也没有提及存在《承诺函》。2020年3月,东方证券与皇氏集团工作人员沟通过程中,微信记录显示双方已经在协商办理解禁所需手续与清单,皇氏集团也没有提及存在李某某的《承诺函》。本案审理过程中,法庭专门询问了皇氏集团何时收到该《承诺函》,但皇氏集团的律师无法当庭回复并要求庭后书面答复。事后的书面答复写明“在皇氏集团敦促之下,李某某于2018年3月20日向皇氏集团出具《解除股份限售之自律承诺函》”,并未正面回复法庭问题即皇氏集团何时收到《承诺函》。这些不合逻辑与常理的现象,自然会让法庭对《承诺函》的日期真实性产生怀疑。不过,双方当事人亦未申请对《承诺函》签字日期进行技术鉴定。即便申请技术鉴定,现有技术亦未必能鉴定出《承诺函》的真实签署时间。综合考虑上述情况,法庭认为《承诺函》存在倒签日期的可能性较大。

在约束力方面,即便《承诺函》签署日期确系2018年3月20日,亦不能约束东方证券,原因如下:

第一,《承诺函》增加了多项解除股份限售条件。该《承诺函》内容有别于原先的限售承诺,对市场、投资者、东方证券均有重大影响。对此,中国证券监督管理委员会制定的《上市公司信息披露管理办法》存在相关规定:“上市公司应当披露的定期报告包括年度报告、中期报告。凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息,均应当披露”(第12条第1款);“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响”(第22条第1款);“上市公司应当在最先发生的以下任一时点,及时履行重大事件的信息披露义务:……(三)董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时”(第24条第1款第3项)。《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引(2015年修订)》(以下简称《深交所规范运作指引(2015)》)第4.5.10条进一步对相关承诺作出披露规定:“承诺人作出追加承诺后二个交易日内,应当通知上市公司董事会;追加承诺达到披露标准的,公司应当及时公告,并向本所提交下列文件:(一)承诺人追加承诺申请表;(二)承诺人追加承诺的公告;(三)承诺人出具的追加承诺书面文件;(四)本所要求的其他文件”。皇氏集团作为深圳证券交易所中小企业板上市公司,应清楚了解这些制度要求。按照皇氏集团的主张,李某某于2018年3月20日向皇氏集团出具《承诺函》,但皇氏集团于2020年10月28日才将此承诺公告,并不符合上述规定对于重大信息及时披露的要求,现有的或者潜在的投资者此前无从知晓系争股票又增加了限制条件。

第二,东方证券系因司法执行而取得股票所有权,李某某并未在相关质押回购合同中把《承诺函》内容作为合同条款。在司法执行过程中,皇氏集团亦未把《承诺函》内容及时告知东方证券。在这种情况下,东方证券作为系争股票的善意取得者,李某某的单方承诺仅对李某某有约束力,对东方证券并无约束力,否则难言公平。

第三,东方证券作为司法执行程序的当事人,对执行过程中的公告信息有充分信赖,根据当时公开信息及拍卖公告,案涉股票上并不存在

承诺函,不存在除业绩承诺之外的承诺,原有业绩承诺已经完成,在此基础上才以司法拍卖保留价作为抵债价格。如果存在《承诺函》,则流动性折扣的不同会影响股票的保留价,进而会对抵债价格产生重大影响。最高人民法院《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》第24条第1款规定:“被执行人就已经查封、扣押、冻结的财产所作的移转、设定权利负担或者其他有碍执行的行为,不得对抗申请执行人。”突然出现的《承诺函》,即属于对冻结财产设定权利负担,损害了东方证券作为执行申请人的权利。而且,皇氏集团在接受《承诺函》后,既未在合理期限内向公众披露,也没有在股票处置前告知东方证券和执行法院。执行法院和东方证券在不知道新设负担的情况下,将系争股权折价3亿余元抵偿债务,如认可《承诺函》对不知情的东方证券发生约束力,无疑有悖诚信原则。因此,基于对东方证券信赖利益的保护,股票抵债过户之后方才披露的《承诺函》对东方证券并无约束力。

(3)上市公司无权通过股东大会决议强加限售条件。本案中,皇氏集团还通过董事会、股东大会作出决议,限制了东方证券解除限售。《公司法》第137条规定:股东持有的股份可以依法转让。第144条规定:上市公司的股票,依照有关法律、行政法规及证券交易所交易规则上市交易。根据上述规定,股东有权转让自己所持有的股票,这是股东最基本的权利之一。除非事先存在特别约定〔8〕,否则股东大会并不能通过事后决议程序来限制某位股东转让自己所持有的股票。对于上市公司而言,股东之间的人合性更弱,这种自由转让股票的权利应得到更好的保障。在司法执行程序中,如果受让方基于对系争股票满足自由流通条件这一公开信息的信赖取得了股票,则事后通过的股东大会决议不能约束先前的受让行为。另外,上市公司在解除限售过程中并非审批主体,并无权自行施加其他限制。《深交所运作指引(2015)》第4.3.6条规定:股东申请限售股份上市流通的,应当委托公司董事会办理相关手续。这表明上市公司董事会对此类事项系受托办理手续的角色,并非审批者,其无权通过董事会决议或进一步形成股东大会决议来限制股票受让人的权利。如果施加无理限制,则构成侵权。

〔8〕 比如,一些员工持有股票期权如何行使权利的约定。

(三) 不予协助解禁限售股的责任承担

根据沪深交易所相关规则,限售股解禁申请只能通过上市公司提出,若上市公司坚持不向交易所提出申请,解禁程序便无法启动。股票受让人依据其自由意志进行处分的可能性进而受限,上市公司的不作为导致持有人无法及时处置股票,股票价格可能下跌,导致持有人遭受损失。但是,这种侵权行为的因果关系以及损失认定较为困难。本案中,东方证券的损失认定属于本案的难题之一。《民法典》第1184条规定:“侵害他人财产的,财产损失按照损失发生时的市场价格或者其他合理方式计算。”此类损失,不同于上市公司虚假陈述造成的投资者损失,也不同于公开承诺人违反限售承诺导致其他中小投资者的损失,《证券法》《公司法》均无明确规定。除此之外,起诉时由于东方证券尚未出售股份,故实际损失是否发生,亦存在争议。

一审、二审过程中,皇氏集团的股价涨跌不同。2020年4月23日收盘价为6.13元,7月31日收盘价为5.93元。2020年12月1日立案后,股价先跌后涨。一审判决后,股价先涨后跌。截至2022年10月22日,该股日线走势如图1所示(重要时间点已标明):

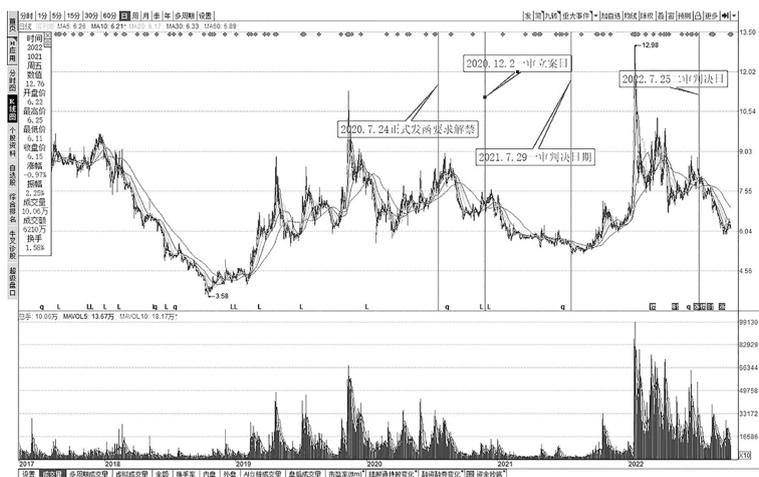


图1 皇氏集团股价走势

资料来源:同花顺股票证券交易软件,2022年10月22日。(截图清晰度欠佳,仅作参考,可溯源查看。——笔者注)

起诉时,东方证券提出了两种损失计算方式:一是在股价较高时卖出;二是一经解禁便着手卖出。在第一种方式中,假定股份于2020年4月解禁,则2020年4月1日至2020年11月16日,东方证券可通过二级市场集中开展竞价交易及大宗交易进行股份减持。按照相关的交易规则,东方证券可以在股价较高时的2020年7月13日进行集中交易,按市场收盘价7.50元减持8376400股(占皇氏集团总股本1%),同时进行大宗交易(交易价格约为收盘价的九折),减持16752800股(占皇氏集团总股本2%),合计减持金额为170596467.78元。按中国证券监督管理委员会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,3个月后的10月12日,东方证券可继续从事上述同样操作,合计减持金额为133522407.55元。上述两次可合计减持50258400股,合计金额304118875.33元。东方证券认为,上述金额与2020年11月17日的股票市场价值相比(收盘价4.92元 \times 50258400股),差额已超过5000万元。第二种损失计算方式与第一种类似,只不过是以前2020年4月23日、7月22日、10月20日作为交易日,将股票全部减持完毕,差额亦不低于5000万元。故东方证券主张皇氏集团赔偿5000万元损失。皇氏集团则对东方证券的计算方式不认可,提出股票有涨有跌,而且东方证券未必能够预料到最高点并且在最高点减持。

一审法院认为,根据具体案情,东方证券实际要求皇氏集团配合解禁,应以7月31日作为解禁时间点,当日股票收盘价为5.93元。假定此时开始根据相关规则分批减持股票,按照东方证券的第二种计算方式分批减持,全部减持后所获得的资金为2.8亿元左右。需要注意的是,东方证券计算的差额系以其自行选取的2020年11月17日的股票价格4.92元作为基准,而股价其实不停变动,在本案一审判决之时已超过了上述价格。如果未予按前述计划减持,反而可能对原告有利。当然,股价保持在相对高位,也有可能是原告未能减持的结果,因为原告一旦大量抛售股票,将引发价格猛烈下跌。因此,在未完成实际减持的情况下,难以直接认定差额损失。最终,一审法院以2.8亿元(按前文所述假定东方证券2021年2月全部减持完毕)作为基数,以贷款市场报价利率作为基准,考虑诉讼程序的持续时间,酌定皇氏集团赔偿东方证券500万元。该损失为本案暂定损失,如果本案判决生效后,股票

得以解禁,东方证券可以按合理方式进行减持,如差额损失超过500万元的,东方证券仍可另案主张。

二审法院亦同意在未实际出售的情况下损失难以直接确定。皇氏集团的不作为并未导致股票本身发生减损,而是由于限制处分,东方证券无法在股价较高时抛售股票,进而损害了其经济利益。这种经济利益损害具有特殊性和不确定性。流通股的股价涨跌属于常态,以历史上的最高成交价作为基准价的方式确定损失,是假设受害人处于“上帝视角”,在绝佳的时机发出了交易指令,不具有合理性。损失确定也不能以股票实际解禁日为基准点。因为实际解禁日的股价完全可能高于应当解禁日的股价。单纯从股票价差上看,此时东方证券没有损失,但东方证券长期无法变现、获取资金占有所带来的经济利益因而受损却是显见的。故不应拘泥于损失必须已经固定,也不应过分倚重股价的实际表现,而应依据个案情况酌情确定损失金额,并考虑一次性解决纠纷,降低当事人诉讼成本,故酌定东方证券全部损失金额为5000000元作为终局赔偿金额,不再保留东方证券的诉权。

在司法实务中,以利息计算损失以及酌定损失的判决均有出现,比如,在天津市第一中级人民法院审理的(2017)津01民终8582号案件〔9〕中,以受让人提交解限申请材料之日(2014年8月5日解限)起至开庭2017年9月12日为区间,按银行同期贷款利率计算其资金的利息损失。而在湖北省武汉东湖新技术开发区人民法院审理的(2020)鄂0192民初1477号〔10〕案件中,法院认为因股市行情变化不定,原告要求按最高价与最低价之间的差价作为损失数额的依据不充分。根据案件实际情况,法院酌定按限售期满后6个月内的平均股价(1.88元)和目前股价(0.44元)的差价作为依据。司法实务中的不同做法,表明该问题值得进一步研究。

(编辑:姜沅伯)

〔9〕 天津市第一中级人民法院:振兴生化股份有限公司、西南证券股份有限公司与公司有关的纠纷二审民事判决书,案号:(2017)津01民终8582号,2018年5月2日。

〔10〕 湖北省武汉东湖新技术开发区人民法院:王某楚与湖北华奥安防科技运营股份有限公司、张某损害股东利益责任纠纷一案民事判决书,案号:(2020)鄂0192民初1477号,2020年10月10日。