

上市公司收购之四：取得上市公司控制权的辅助手段

作者：徐启飞 迟卫丽 张玉立

Haiwen & Partners

序言

根据《上市公司收购管理办法》第84条规定，有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；（五）中国证监会认定的其他情形。可见，除了获得股份的所有权外，取得一定比例的表决权、取得对董事会的支配权等，也可以实现取得上市公司控制权的效果。

我们在[《上市公司收购之二：取得上市公司控制权的方法——要约收购》](#)以及[《上市公司收购之三：取得上市公司控制权的其他方法》](#)中就取得上市公司的常见方法进行了介绍，如要约收购、协议收购、间接收购和认购上市公司非公开发行的股票等。在实践中，有些上市公司控股股东的持股比例较高，如果单独通过协议收购方式取得控制权不仅资金成本较高，还有可能触发强制要约收购；还有一些上市公司，转让方所持上市公司的股票属于限售股票（如董监高持股限售、股票处于质押、司法冻结状态等），这种股份暂时无法过户交割的状态与控制权需要即刻发生转移的商业诉求之间存在矛盾；也有一些上市公司，原控股股东和实际控制人因看好新进投资人可能给上市公司带来的增长空间，希望保留部分股份以期享受未来收益。前述种种因素之下，为确保有效锁定交易，保证收购方控制权的取得及稳定，可以围绕上市公司的股份表决权做一系列安排。常见的方式主要包括表决权委托、表决权放弃等。

一、表决权委托

《公司法》第4条规定，公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。根据上述规定，理论界普遍认为，股权是股东对公司享有的兼具人身权和财产权的一种综合性权利，股东不仅有从公司获得经济利益的财产性权益（如分红权、剩余财产分配权、处分权），亦有参与公司经营管理以及监督公司决策的权利（如表决权、提案权、知情权等）。其中，股东表决权系公司股东按其持股比例参与公司决策，在股东会中行使赞成与否的权利，属于股权的一项权能。

表决权委托，顾名思义，是指上市公司股东将其持有的上市公司股份对应的表决权委托给他方行使的法律行为。

1. 表决权委托的合规性

作为股权的一项权能，将表决权进行委托，并不意味着股权随之转让。但表决权委托的出现和运用最终目的是保证收购方控制权的实现与稳定，为实现这一目的，在表决权委托的安排下，委托人通常需要将其所持委托股份对应的表决权及提名和提案权在委托期限内不可撤销地全权委托予受托人行使，在委托期限内，受托人有权根据自己的意志行使表决权。

通常来说，表决权委托具有委托期限长、不可撤销以及按照受托人意志进行表决等特点，在一定程度上导致原本存在限售义务、限售承诺的控股股东、实际控制人能够转移控制权，与监管意图存在一定冲突[1]，监管机构经常会质疑“委托表决权行为是否实质构成股份转让；相关主体是否违反股份限售承诺”。在应对监管机构的问询时，上市公司和中介机构通常会根据《公司法》《上市公司章程指引》《上市公司股东大会规则》说明公司股东除可以亲自出席股东大会外，还可以委托他人代为出席并在授权范围内行使表决权；除了表决权外，股东就股份还享有收益权、处分权等权益，股东仅将表决权委托予受托人行使，收益及处分的权利均由其本人行使，并应当承担不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益等股东义务，从而论证表决权委托并不会构成股份转让。

2. 表决权委托对控制权稳定性的影响

表决权委托因其灵活性在上市公司控制权交易中被广泛运用。但与股份的所有权转让相比，表决权委托并不发生所有权的转移，如果持有股票的委托方撤销对表决权的委托、对外处分委托股份，或者在委托安排到期后不再续约，都会影响受托方对上市公司的控制力，最终导致上市公司的控制权不稳定。

实践中，监管机构也非常关注表决权委托可能带来的控制权不稳定风险，为降低这一风险，可以采取的措施通常包括：1）由委托方出具不谋求上市公司控制权的承诺并公开披露；2）在表决权委托承诺或者委托协议中明确相关委托系不可撤销地全权委托、委托方不享有单方终止委托的权利、未经受托方同意委托方不得减持委托股份等，从而保证上市公司经营的稳定性。

3. 表决权委托是否可以撤销

在上市公司控制权交易的项目中，为保证表决权委托的稳定性，绝大多数的表决权委托协议中除了约定表决权委托的期限外，一般会在表决权委托的前面加上“不可撤销”或类似表述，以防止委托方单独撤销委托。

虽然在表决权委托达成阶段，委托方和受托方就“不可撤销”容易达成一致，但随着交易的完成和市场情况的变化，实践中不乏委托方希望解除或撤销表决权委托。就此，委托方是否能够根据《民法典》第933条的规定行使任意解除权终止委托关系，司法实践中尚未有统一的裁判原则。部分法院认为委托方可以单方解除委托关系，其认为表决权委托约定性质上属委托合同关系，在委托方与受托方信任基础动摇或丧失信任的情形下，双方所作出的不可撤销委托的约定显然不具有强制力；部分法院认为委托方不可以随时解除委托关系，其认为表决权委托有别于一般的民事委托关系，表决权委托具有较强的商业属性，双方有关“不可撤销”的合意已排除任意解除权规则的适用。

就此，我们建议，在选择将表决权委托作为取得上市公司控制权的手段时，需结合上市公司股权结构的实际情况再予采用，并妥善设置表决权委托的具体机制。

4. 表决权委托是否构成一致行动协议

《上市公司收购管理办法》第83条第一款规定，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。该条第二款通过逐条列举的方式指出了构成一致行动人的各类情况，而列举的情况当中并未明确包含表决权委托方式。

实践中，表决权委托安排是否导致交易双方构成一致行动关系存在不同的认识。就此，上交所、深交所于2018年分别发布《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》（以下合称“《征求意见稿》”），规定表决权委托后委托方、受托方构成一致行动人。

但截至目前，《征求意见稿》目前仍未正式出台，因此表决权委托是否当然导致交易双方构成一致行动关系，目前并无明确的法律规定。在不同的案例中，委托方和受托方通常会根据自己的商业诉求，如排除表决权委托是否能够单独取得控制权、合并计算是否会触发要约收购等，各自从自己的立场和角度进行阐述及叙事，来说明是否构成一致行动关系。

从近期案例来看，在合并计算股份比例不超过上市公司总股本30%的情况下，交易双方更多倾向于参照《征求意见稿》的要求，认定一致行动关系并履行信息披露义务。为此，往往还会再额外签署一致行动协议，当然，也有委托方和受托方未签订一致行动协议，但直接依据《征求意见稿》来论述构成一致行动人的案例。

如果合并计算股份比例超过上市公司总股本30%，交易双方不希望认定存在一致行动关系，因为这将触发要约收购义务。就此，通常会从如下几个角度来进行论证和说理：1）委托方及受托方未签署一致行动协议或不存在一致行动的相关安排，委托方及受托方均依据自身意思行使其拥有的表决权；2）表决权安排是委托方的表决权单方面减少，受托方的表决权单独增加，“一增一减”不构成“共同扩大表决权”的情形；3）委托方与受托方出具不存在一致行动关系的承诺或类似声明。

二、表决权放弃

如前所述，上交所、深交所于2018年发布的《征求意见稿》规定表决权委托后委托方、受托方构成一致行动人。但由于该等规则尚未正式生效，实践中部分案例将表决权委托的委托人与受托人认定为一致行动人，部分案例并未将此认定为一致行动人。一旦被认定为一致行动人，委托人与受托人的股份权益将被合并计算，这有可能会触发要约收购。

表决权委托需要双方达成一致，而表决权放弃可以由股份持有方单方作出意思表示，实践中被认定为一致行动人的风险相对较小。但由于表决权放弃在客观上能够避免被认定为一致行动人后而触发的要约收购义务，因此，证券监管机关也会予以关注。证券监管机关的主要问题包括放弃表决权的原因、是否具备法律效力、是否设置恢复条件、是否有后续交易安排、是否借此规避要约收购义务等。甚至出现了部分案例在被监管机构问询后，主动终止了表决权放弃安排，并明确说明“终止表决权放弃安排的原因系为本次交易能够更好地符合《证券法》《收购办法》等法律、法规和规范性文件的规定”。

三、其他辅助手段

有些时候，收购方和转让方在完成交易后，双方之间股比差距不大，为了保证收购方取得上市公司的控制权或者维护控制权稳定性，需要进一步扩大双方之间的表决权比例差距。可以考虑采取的措施主要包括：出售方出具减持承诺、不谋取控制权承诺或受让方二级市场增持等。如亚特集团及一致行动人从原控股股东豫园股份及一致行动人海南豫珠处受让金徽酒（603919.SH）共13%股份的案例中，交易完成后，亚特集团及一致行动人合计持有上市公司26.57%的股份及对应表决权，成为控股股东；豫园股份及一致行动人完成转让后合计持有上市公司25.00%的股份，为第二大股东，为保证亚特集团及一致行动人的控制权，豫园股份及一致行动人承诺在6个月内减持所持上市公司5%以上股份。

前述措施虽然无法直接实现控制权转移，但通过有关承诺或后续股份变动，可以起到巩固收购方对上市公司控制权的作用，也可以在一定程度上有效缓解市场及监管的疑虑。

* [1] 深交所就《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》的起草说明中明确提到：近年来，市场上出现的多单表决权委托事项具有期限长、不可撤销、以受托人意志为主等特征，实际目的为规避限售、改变上市公司控制人地位等，导致上市公司股权不稳定。网址见：

http://www.szse.cn/disclosure/notice/general/t20180413_534949.html

2024-06-03