

上市公司收购和权益变动中的“一致行动人”认定

作者：张金恩 林熙翔

“一致行动人”的认定是上市公司收购和权益变动监管中的重点问题。近年来，随着上市公司并购重组市场的活跃，“一致行动人”的认定成为中国证监会审查上市公司并购重组、再融资项目，以及沪、深证券交易所关于权益变动的信息披露监管中经常出现的问题。中国证监会和沪、深证券交易所通过问询、要求补充披露以及要求中介机构出具专业意见等方式，审查投资者之间是否存在利用一致行动关系隐蔽举牌、争夺上市公司控制权、规避重组上市监管要求或者规避其他信息披露义务和监管要求的情形。

尽管“一致行动人”的认定对于上市公司收购、权益变动项目的执行而言非常重要，但是在向客户提供咨询意见时，许多时候我们难以提供一个明确的结论，这一方面是由于适用规则中存在诸多不甚清晰之处，另一方面是由于“一致行动人”的认定在很多情形下亦受限于监管机构的自由裁量。

本文拟从实务角度，就“一致行动人”的适用规则、实践中面临的困惑以及常见问题作简要分析。

一、适用规则及构成一致行动人的具体影响

1、关于一致行动人概念的适用规则

现行《证券法》（2019年修订）自2005年修订以来，相关条文均有涉及“一致行动人”的概念。具体而言，《证券法》以“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有”的措辞描述一致行动关系，但是未就“一致行动/一致行动人”进行定义，亦未提供具体的判断标准。

现行《上市公司收购管理办法》（2020年修订）（以下简称“《收购管理办法》”）自2006年修订以来，第八十三条即明确规定了“一致行动/一致行动人”的概念、认定方式以及权益变动的相关监管原则，具体而言：（1）第1款明确了一致行动的定义，即“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支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”；（2）第2款具体列举了12项“如无相反证据，投资者应构成一致行动人的具体情形”（以下简称“推定一致行动人情形”）；以及（3）第4款进一步明确了“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”。

2、构成一致行动人的具体影响

如相关投资者被认定为“一致行动人”的，其具体影响主要如下：

- 权益变动/上市公司收购中权益合并计算：如《收购管理办法》第八十三条第3款所规定，“一致行动人持有的上市公司股份应当合并计算”。这是被认定为“一致行动人”后最为直接和核心的影响，即涉及上市公司收购或权益变动方面的信息披露及其他相关义务时，投资者及其一致行动人的权益应当合并计算。由于上市公司收购或权益变动涉及的信息披露及其他相关义务均是以具体的持股比例作为门槛而设定的，投资者之间是否构成一致行动关系直接影响项目执行中投资者信息披露和其他相关义务的评估和处理。
- 短线交易：根据《证券法》的规定，上市公司持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员，将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券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。尽管《证券法》、中国证监会和沪、深

证券交易所关于“短线交易”的相关规定中，未明确提及规制对象是否涵盖一致行动人，但是我们注意到，近年来地方证券监督管理局和沪、深证券交易所在监管实践中，均将涉及上市公司持股5%以上股东、董监高的一致行动人的相关交易纳入短线交易的监管范畴。

- 大股东/特定股东减持限制：中国证监会发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及沪、深证券交易所据此进一步发布的实施细则就上市公司控股股东、持股5%以上的股东以及特定股东（持有IPO之前股份的股东）的减持股票行为进行了一系列限制，相关限制亦适用于前述受限制主体的一致行动人。

二、实践中关于一致行动人认定的困惑

尽管《收购管理办法》第八十三条就“一致行动人”作出相对详尽的定义，但是在上市公司收购或权益变动的监管实践中，上述定义应当如何适用，仍然存在着不少困惑。整体而言，实践中的困惑可以分为实质和程序两个方面。

1、实质方面

从实质方面，实践中的困惑是何种情形下构成“一致行动人”？在具有第八十三条第2款规定的“推定一致行动人情形”时，何种证据方能构成第八十三条第4款所述的“相反证据”？

我们将在下文第三部分就适用“一致行动人”认定规则时的常见问题进行简要分析。但是，这些常见问题及其适用困惑从根本上讲，可以归结为对第八十三条第1款规定的“共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”中“支配”一词的理解问题。具体而言，究竟何种程度的权力才能够或应当被认定为一名投资者可以“支配”另一名投资者所持有的上市公司股份的表决权？一种可能的理解是，“支配”是指具有能够积极地决定相应表决权具体行使方式的权力。但是，从《收购管理办法》所列举的“推定一致行动人情形”来看，这种理解显然并不合理。另一种可能的理解是，只要一名投资者具有能够就相应表决权的行使方式参与决策的权力即应当被认定为具有“支配”能力。但是，这种理解似乎又扩大了“一致行动人”的范畴，而且监管实践中也并非照此标准执行。那么，是否有一种相对合理的“中间理解”，即一名投资者对于另一名投资者所持有的相应股份表决权的行使具有否决权即构成所谓的“支配”？从适用规则和监管实践中关于一致行动情形的认定来看，就“支配”一词如何理解并没有一个明确和统一的答案，往往是基于个案进行具体分析的结果。

2、程序方面

从程序方面，就《收购管理办法》第八十三条第4款规定的“投资者认为其与他人不应视为一致行动人的，可以向中国证监会提供相反证据”，应当如何理解前款所谓的“相反证据”以及在何种情况下提供“相反证据”？

适用规则并没有规定提供“相反证据”的程序或者途径。从监管实践来看，投资者一般不会于“事前”提供相反证据以排除相关“推定一致行动人情形”的适用，而是视具体交易是否需要取得中国证监会的批准存在两种做法：（1）就不需要中国证监会批准的交易，如果证券交易所认为存在“推定一致行动人情形”的，会向相关方提出问询，相关方针对问询再作具体回答。在证券交易所不是很确定的个别情况下，证券交易所可能会咨询中国证监会的意见；（2）就需要中国证监会批准的项目，中国证监会在具体审核过程中对于其认为存在“推定一致行动人情形”而相关方未作出一致行动人认定的，也会提出问询，相关方再针对问询作具体回答。

三、关于一致行动人认定的常见问题

《收购管理办法》在第八十三条第1款和第2款就一致行动人进行界定，其中第1款对“一致行动人”进行了概念性界定，第2款列举了12项“推定一致行动人情形”。由于第2款对于“推定一致行动情形”做了非常宽泛的规定，所以除个别情形（比如签署一致行动协议）以外，实践中关于“一致行动人”的认定主要围绕第2款展开。

在第2款的具体适用上，比较典型的情形是监管机构认为相关投资者存在“推定一致行动人情形”，要求相关投资者就是否构成“一致行动人”进行答复。根据我们的观察，大多数情况下相关方所做出的不构成“一致行动人”的论证都能够为监管机构所接受（即使个别项目中相关论证从实质上看似乎并不能够完全经得起推敲），当然也存在个别先例，相关方的论证不为监管机构所接受进而按照监管机构要求作出构成“一致行动人”的认定并履行相关信息披露义务。

如下是结合市场先例以及我们在项目执行中的经验，就“一致行动人”认定中的常见问题所作的简要分析，不追求为相关情形下的“一致行动人”认定提供确切的结论，希望能够为具体问题提供一个思考方向。

1、部分表决权委托安排下委托方和受托方是否应认定为一致行动人

市场中存在很多表决权委托的案例。在一方将其所持股份的表决权全部委托给另一方的情况下，双方构成一致行动关系基本上没有疑问。但是实务中存在的一个疑问是，如果委托人仅就其所持部分股份的表决权委托给受托人，则就委托人所持剩余部分的股份，委托方与受托方之间是否也构成一致行动关系？

我们理解，在此情形下将委托方和受托方就其全部持有的股份认定为“一致行动人”似乎缺乏充分的合理性。通常而言，委托方仅就其持有的部分股份进行委托，恰恰说明双方并不希望就其所持全部股份达成一致行动关系，就部分股份作出表决权委托安排往往有其特别的商业考量。

根据我们的观察，市场上就部分股份表决权委托情况下是否构成“一致行动人”的认定存在着两种截然相反的处理方式：一种方式是认定委托方和受托方之间并不会因为部分股份表决权委托导致双方就其所持的全部股份均构成一致行动关系；而另一种方式则是将委托方和受托方认定为“一致行动人”。根据我们近期在项目上证券交易所对相关问题的反馈来看，监管机构有更倾向于后一种处理方式的趋势。就此，沪、深证券交易所于2018年4月13日分别发布的《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）》（正式稿直至目前尚未发布）亦作出相关规定，明确规定“投资者委托表决权的，受托人与委托人视为存在一致行动关系”，从条文来看亦并未区分是全部委托还是部分委托。

2、存在投资关系的投资者之间一致行动关系的认定

《收购管理办法》第八十三条第2款第4项规定的“推定一致行动人情形”为“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”。这一推定情形在实践中如何适用一直不是很清晰，特别地，就其中的“重大影响”如何理解，适用规则并没有提供明确的标准，因而市场上存在各种角度的解释，比如一个投资者对于另一个投资者的参股属于“财务投资”、“无单一及决定性影响”、“彼此独立决策”等都是论证投资者对于参股公司不构成“重大影响”时常见的着眼点。

就此，有部分监管人士认为可以参照适用《企业会计准则第2号——长期股权投资》关于“重大影响”的解释和实践标准。具体而言，会计准则中，“重大影响”是指对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力，但并不能够控制或者与其他方一起共同控制这些政策的制定。实践中，会计师一般也将持股20%以上或可以委派一名董事的被投资企业认定为投资者具有“重大影响”的企业。尽管如此，根据我们的观察，目前尚未有中国证监会或证券交易所以会计准则项下的“重大影响”的标准来判断相关投资者是否构成第4项“推定一致行动人情形”的市场先例。

就“重大影响”的理解，其实可以回归至前文中关于第八十三条第1款“一致行动”定义中“支配”一词的理解。正是由于就“支配”一词如何理解并无明确的标准，第2款第4项推定情形中所谓的“重大影响”也就相应地难以有清晰的理解。在适用规则没有明确标准的情形下，在实践中就“支配”、“重大影响”一词结合具体情形进行个案分析是更为合理的做法。我们理解，比较合理的分析方式是将多种因素纳入考虑，例如两个投资者之间形成参股关系的时间和背景、以及两个投资者之间持有上市公司股份的时间、方式和目的等因素纳入考虑，如果双方参股关系形成的时间、背景与双方持有上市公司股份的时间、方式或者目的具有高度契合性，则会增加其被认定为“一致行动人”的可能性。但是，从市场先例来看，前述结合各种因素的综合分析似乎较为少见，绝大多数情形下都是相关投资者自行总结的一个标准（例如“无单一及决定性影响”，但就此标准如何理解其实也不甚清楚），而监管机构就相关投资者的论证也未公开予以反馈（并在其中传递一个明确的标准或者其认可的论证思路），因此，目前市场上存在着为监管机构所接受的各种不同的标准，不一而足，因此从实务角度缺乏较强的指导意义，也难以使市场形成清晰和稳定的预期。

3、关于提供融资安排构成一致行动的理解

“推定一致行动人情形”第5项规定的是“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”。这一规定整体而言较为直接，实践中经常遇到的一个疑问是，如果一个投资人作为另一个投资人的股东或者合伙人进行出资是否构成此项推定情形项下所谓的“提供融资安排”。根据《收购管理办法》对于“推定构成一致行动人情形”的列举以及结合实践中的情况，我们理解，前述情形不应该构成第5项规定的“提供融资安排”，否则前文关于第八十三条第2款第4项推定情形的讨论也就没有意义了。

4、投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系

“推定一致行动人情形”第6项规定的是“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”。根据我们的观察，这可能是实践中最为经常被“反证”的一项推定情形，而且似乎也是相关“反证”最容易为监管机构所接受的推定情形。主要原因可能是这一项推定确实涵盖了大量与一致行动没有关系的情形，因为根据此项规定，如果两个投资者在与收购上市公司股份完全不相关的领域存在着合伙、合作等经济利益关系，即可构成本项“推定一致行动人情形”。

一个可以避免过度扩张适用此项“推定一致行动人情形”的合理限定，可能是将投资者之间的“合伙、合作、联营”限定于为共同持有上市公司股份之目的而存在的该等经济利益关系。当然，即使在这一限定下，投资人依然可以提供“反证”。

5、私募基金管理人和资产管理计划管理的不同基金或产品之间的一致行动关系

近年来，一些私募基金旗下的不同基金或同一管理人管理的不同资产管理计划产品活跃于上市公司收购、再融资和并购重组活动中，相关基金或产品之间是否构成“一致行动人”经常为中国证监会或证券交易所所关注。整体而言，私募基金旗下的不同基金或同一管理人管理的不同资产管理计划产品并不必然构成一致行动人。根据我们的观察，一些市场先例中，相关方会从实质上论证投资者之间不存在共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实，论证着眼于各相关基金/资产管理产品进行独立管理和投资、投资决策委员会不存在重合等。

6、不同投资者之间就涉及股东大会的部分事项达成一致投票的协议

在具体交易实践中，上市公司的股东之间可能会就涉及股东大会决议的部分事项达成一致投票的协议。就这种安排是否会导致不同股东之间被认定为具有一致行动关系，我们理解需要根据涉及的股东大会决议具

体事项进行分析。

一项比较常见的股东间一致投票安排是，上市公司的控股股东同意在上市公司关于董事选举的股东大会中，就上市公司的战略投资者所提名的董事投出赞成票。就此，市场上较为主流和一致的理解是，此项安排并不会导致控股股东和战略投资者之间构成一致行动关系。市场上也存在另外一种理解，其认为由于上市公司的股东主要通过其委派的董事影响上市公司的经营和决策，因此就此董事选举安排达成一致投票的协议会使得特定股东之间构成一致行动关系。我们认为这一理解并不成立，需要就董事选举这一特定事项作出一致投票安排在一定程度上恰恰反映控股股东和战略投资者之间不存在一致行动关系，而且就董事选举事宜达成一致投票安排也不会导致控股股东和战略投资者各自提名的上市公司董事之间作出一致行动。

四、结语

从本文分析可见，由于《收购管理办法》第八十三条第1款规定的“一致行动人”概念并非完全清晰，且第2款关于“推定一致行动人情形”的规定非常宽泛，因而监管实践中涌现出大量关于落入“推定一致行动情形”是否构成一致行动关系的监管问询和回复。

作为一个初步观察，在大多数情况下，投资者关于形式上落入“推定一致行动人情形”但实质上不构成一致行动关系的论证都能够为监管机构所接受。但是，这一现象导致了在合规方面不同风险偏好的市场参与主体在对待“一致行动人”问题上采取了截然不同的应对方式：一些对于合规风险容忍度较高的市场参与主体，即使“事实上”可能存在一致行动关系，也可能抱着至少试一试的态度先不按照构成“一致行动人”的口径作披露和就其他相关义务作处理，待监管机构问询后再参考市场先例进行解释和论证；而一些合规风险容忍度很低的市场参与主体，即便“实质上”并不具有一致行动关系，但由于形式上落入个别“推定一致行动人情形”，为了避免被认定为“一致行动人”所带来的监管不确定性和其他不利影响，可能在交易筹划的初期即通过各种方式调整交易结构（甚至在极端情况下放弃潜在交易），从而导致交易成本和交易不确定性实质性增加。我们理解，前述两种市场参与者的应对方式显然都不是监管机构在制定和运用“一致行动人”认定规则时的初衷。我们认为，如果适用规则或监管实践中能够在一定程度上提高关于“一致行动人”认定的确定性（提高确定性不意味着限制监管机构在个案中的裁量权，而是旨在给市场关于其裁量权行使的一个相对可预测的标准），将更有利于回归和实现关于“一致行动人”规则的监管初衷。

2020-04-07