



# 企业并购中的资管计划

## ——以 SPV 为中心的法律分析框架

刘 燕 楼建波\*

### 目 次

- 一、问题、背景与研究进路
- 二、资管计划用于并购的方式与特点——以宝能资管计划为例
- 三、资管计划的法律属性与传统定性思路的局限
- 四、以特殊目的载体（SPV）定性资管计划
- 五、穿透 SPV：不同监管目的的呈现与实际控制人的确定
- 六、一致行动人——资管计划用于上市公司收购遭遇的特殊风险
- 七、结论与建议

**摘 要** 资管计划作为杠杆收购工具在宝万之争中引发诸多争议。这是我国实践中第一次将资管计划置于金融监管与民商法的交叉视角之下，相应的立法或监管政策选择也超越了具体的并购交易而具有普遍的适用意义。本文运用 SPV 分析框架，对资管计划的股东身份及其引发的表决权委托、实际控制人、一致行动人等问题进行了解析。在摆脱“信托 vs 委托”之争的教条束缚、以功能主义的立场来观察资管实践后，可以比较清晰地发现资管计划应用于并购交易在操作层面的具体特征，从而明确这一金融创新对于立法及监管政策的具体诉求。

**关键词** 资管计划 并购 宝万之争 SPV 分析框架 信托

\* 刘燕，北京大学法学院教授，法学博士；楼建波，北京大学法学院副教授，法学博士。

第一作者对文章涉及的原始素材进行初步整理，并负责金融监管法方面的分析与写作；第二作者负责民商法基础的分析与写作。

中信证券合规部王雨辰、华泰基金研究所为本文的写作提供了部分资料；北京大学法学院研究生陈陌阡整理了宝万之争的部分数据，特此致谢。文章如有错误概由作者负责。



## 一、问题、背景与研究进路

宝万之争中，宝能通过资管计划加杠杆是一个备受关注的环节。由于资管计划的资金多来自银行理财，这种做法也被万科举报属于“通道业务”，因而不具有“表决权”。<sup>〔1〕</sup>这是我国实践中第一次将资管计划这种投融资工具置于金融监管与民商法的交叉视角之下，且由于收购标的为上市公司，资管计划的应用牵涉合同法、信托法、公司法、证券法、基金法、银行法等众多法律门类。由此引发的争议以及立法或监管政策选择，也超越了具体的并购交易而具有普遍的适用意义。

具体来说，资管计划用于并购至少涉及以下四方面的问题：第一，资管计划背后的资金来源是银行理财资金，它是否可以投资二级市场股票？这是比较纯粹的金融监管、特别是银行监管问题。第二，资管计划购入的股票是否拥有投票权？或者，其中的哪类主体（管理人、委托人或劣后级委托人）拥有投票权？这个问题涉及资管计划的法律属性，本质上是民商法问题，同时又受到金融监管、特别是各类穿透规则的影响。第三，资管计划是否与实际控制人构成一致行动人？或者，计划管理人是否可以代行权利并进而将投票权归于实际控制人，以及进行相关的信息披露。在此存在着公司法与证券监管的交叉适用问题。第四，当资管计划作为并购手段使用时，它给资管计划本身带来哪些风险，是否值得资产管理行业甚至金融监管者给予重视？这个问题又回到纯粹的金融监管领域。

上述诸问题的核心，则是如何认识资管计划的法律地位。一种代表性的观点认为，资管计划的“信托 vs 委托”定性是宝能收购能否顺利进行的命门：资管计划若是“信托”，则意味着宝能的信息披露不达标；若是“委托”，则可推导出宝能与各家银行是信贷关系从而不得拥有各家银行的表决权。<sup>〔2〕</sup>言下之意，宝能总得有一头踏空，从而导致资管计划所持股份形同虚设，毫无意义。然而，“信托 vs 委托”之争是我国资管行业的一个老大难问题，从证券投资基金到银行理财产品，一直争议不断。<sup>〔3〕</sup>若资管计划真的陷此泥潭，则不仅可能影响资管行业的自身运作，还会进一步干扰到企业并购、公司治理、证券监管等层面的判断。换言之，“资管计划用于并购”将不再是一项单纯的融资交易，而变成一系列棘手的法律争执。

从某种意义上说，任何金融业务都体现着市场操作与法律逻辑的融合，而法律逻辑又可分为民商法基础与金融监管两个不同层次，前者主要影响单个金融产品的合同架构，反映市场主

---

〔1〕 万科企业股份有限公司：《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》，2016年7月19日。“钜盛华”全称为深圳市钜盛华股份有限公司，是宝能旗下的一家公司，在宝万之争中充当了万科收购人之角色。

〔2〕 参见官巨：“资管计划的自相矛盾”，财新网·金融混业观察，2016年8月17日。

〔3〕 参见吴弘、徐振：“投资基金的法理基础辨析”，《政治与法律》2009年第7期，第21~27页；潘修平、王卫国：“商业银行理财产品若干法律问题探讨”，《现代法学》2009年第4期，第60~68页；胡云祥：“商业银行理财产品性质与理财行为矛盾分析”，《上海金融》2006年第9期，第72~74页；陈学文：“理财产品的法律关系分析及监管建议”，《长沙铁道学院学报（社会科学版）》2011年第3期，第33~35页；等。综述性的研究，参见郭强主编：《中国资产管理：法律和监管的路径》，中国政法大学出版社2015年版，第1~35页。

体的交易意愿；后者则针对金融交易可能引发的系统性风险，更关注金融秩序稳定与投资者保护。<sup>〔4〕</sup> 并购交易中的资管计划也不例外。资管计划是我国近年来发展势头最猛的新金融工具，企业并购也是当前供给侧改革的重要环节，二者的结合本应体现金融促进实体经济发展的一种特定方式。它是否会受挫于现行法律监管框架，抑或相关法律或监管本身需要转型以适应市场发展的需要，是宝万之争提出的一个尖锐且无法回避的问题。

本文旨在对资管计划的法律定位进行分析，理顺这一领域中市场与监管、民商法与监管规则之间的关系，并进一步探讨资管计划应用于企业并购所引发的特殊问题。下文首先以宝万之争为样本，描述资管计划在并购中的应用。在总结既往“信托 vs 委托”之争的局限性后，本文提出以特殊目的载体（SPV）的思路，对资管计划下的一整套合同关系进行定位，由此可以厘清资管计划的内部关系与外部关系。运用 SPV 分析进路，本文分别处理了资管计划涉入企业并购产生的实际控制人、一致行动人等问题，揭示并购交易中的资管计划自身所遭遇的跨市场风险以及特殊的法律风险，最后探讨监管层面对于以资管计划为代表的投融资工具应采取的立场和对策。

需要说明的是，这样一种以 SPV 为核心的分析框架完全可以容纳资产管理行业“受人之托、代人理财”的本质特征，信托制度下最核心的内容——受托人的信义义务（fiduciary duty），依然贯穿于 SPV 下的委托人群体与受托人群体之间的关系中，尽管在不同的交易模式下，当事人的权利义务需要具体判断。

## 二、资管计划用于并购的方式与特点——以宝能资管计划为例

宝能系收购万科股票的杠杆局中运用了三类资管计划：券商定向资管计划、券商集合资管计划以及基金管理公司或基金子公司一对多专户。其中，部分资管计划向宝能系收购万科的台前主角——深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称钜盛华）提供股权资金或其他财务资源；大部分资管计划是钜盛华与银行、信托等资金提供者共同搭建结构化资管计划账户来直接购买万科股票，最终持有近 10% 的万科股票，成为宝能系各种杠杆资金来源中最大的一项。宝能运用各类资管计划加杠杆的过程设计精巧，层层嵌套，将银行、信托、券商、基金、合伙等金融工具资源都网罗进来为其收购万科服务。

### （一）资管计划向钜盛华出资及贷款

钜盛华实收资本 163 亿元，共有四家股东，<sup>〔5〕</sup> 其中两家有限合伙——深圳市浙商宝能产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“宝能产业投资合伙”）、深圳市宝能创赢投资企业（有限合伙）（简称“宝能创赢投资企业”）——提供了约三分之一的股本。两家合伙的主要资金来源是

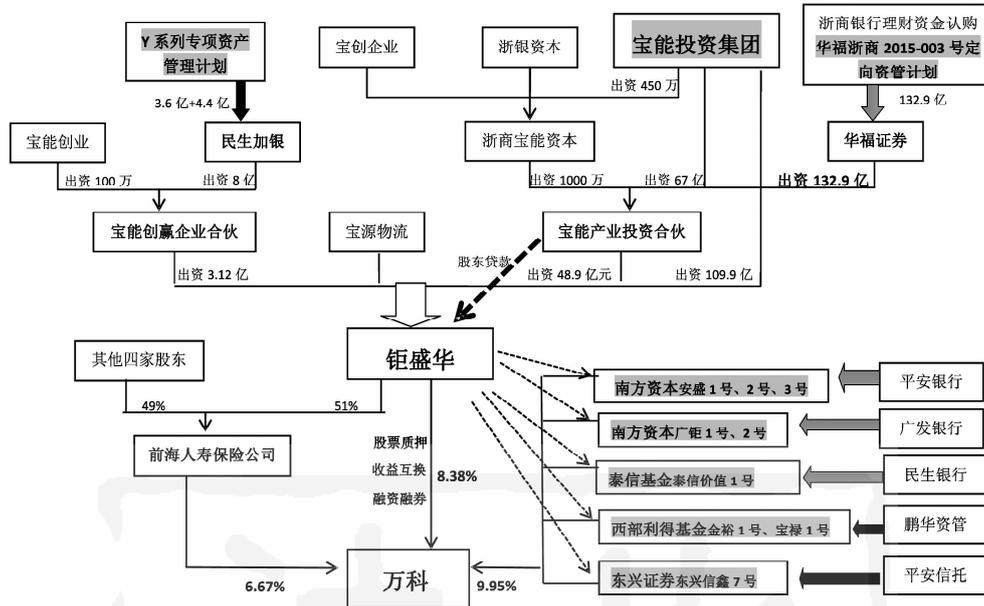
---

〔4〕 称之为“民商法基础”，是因为通常情形下，先有以合同体现的市场交易，然后才有金融监管。不过，我国金融体系一直处于从原来的大一统、强管控到逐步市场化的转型过程中，金融业务创新与新产品创设大多是源于金融监管的授权，某种意义上相当于先有监管框架，然后才有市场交易，因此民商法作为基础的意义不像域外那样显著。

〔5〕 深圳市宝能投资集团有限公司（实缴出资 1098900 万元）、深圳宝源物流有限公司（实缴出资 11100 万元）、深圳市浙商宝能产业投资合伙企业（有限合伙）（实缴出资 489106.29 万元）、深圳市宝能创赢投资企业（有限合伙）（实缴出资 31248 万元）。



宝能杠杆局之资管计划图示〔6〕



通过券商资管计划和基金子公司资管计划引入的银行理财资金。此外，宝能产业投资合伙还对钜盛华提供股东贷款的方式增强钜盛华的资金实力。

### 1. 华福证券定向资管计划对接宝能产业投资合伙

2015年11月，宝能投资集团出资67亿，同时以钜盛华股权作为质押向华福证券融资132.9亿，另加浙江宝能资本出资1000万，合计出资200亿成立深圳市浙商宝能产业投资合伙。宝能投资集团和资管计划资金为有限合伙人（LP），其中前者为劣后级LP，后者为优先级LP；浙江宝能资本为一般合伙人（GP）。

华福证券的132.9亿资金来自于浙商银行，通过发行定向资管计划引入银行理财资金，华福证券只为通道。此外，浙商银行的另一笔理财资金通过信托计划的受益权注资浙银资本，后者则进一步入股作为GP的浙江宝能资本。因此，在宝能产业投资合伙中，GP和LP的资金来源都有银行理财的身影。

随后，宝能产业投资合伙将200亿资金通过增资、股东借款等形式进入钜盛华，成为钜盛华收购前海人寿股权以及参与九个资管计划的主要资金来源。〔7〕

### 2. 民生加银资管计划对接宝能创赢投资企业

民生加银Y系列专项资管计划由民生加银资产管理有限公司与民生银行私人银行部合作开发，成立于2013年6月4日。其中，专项计划第7号出资3.6亿元、专项计划第20号出资4.4亿元（合计8亿元）共同认购宝能创赢投资企业有限合伙人份额，用于向钜盛华增资，约定收益率9%，期限三年。〔8〕

〔6〕 根据钜盛华2015年8月至2016年7月7日之间的权益变动报告书及媒体公开信息编制。

〔7〕 其中，钜盛华收购前海人寿其他股东的股权支付了57亿，另向前海人寿增资60亿。2015年12月24日，浙商银行发布声明，称理财资金认购华福资管计划“仅用于钜盛华整合收购非上市金融股权，不可用于股票二级市场投资，也不作为其他资管计划的劣后资金”。

〔8〕 该资管计划因存在资金池问题而于2016年7月25日受到中国证券投资基金业协会的纪律处分。

## （二）资管计划作为收购万科股票的主体

在2015年11月至2016年7月间，钜盛华通过九家资管计划（见下表）在二级市场购买万科股票1,097,840,107股，合计占万科总股本的9.94%。

钜盛华九家资管计划一览〔9〕

资管计划名称	管理人	优先级委托人	托管人	备案初始规模(亿)	购买股票使用金额(亿元)	持股股价(元)	平仓价(元)
安盛1号	南方资本	平安银行	平安银行	15	14.95	15.31	12.25
安盛2号	南方资本	平安银行	平安银行	15	14.95	16.66	13.33
安盛3号	南方资本	平安银行	平安银行	15	14.95	17.68	14.14
广钜1号	南方资本	广发银行	广发银行	30	30	18.35	14.68
广钜2号	南方资本	广发银行	广发银行	30	14	22.06	17.65
泰信价值1号	泰信基金	民生银行	民生银行	37.5	33.74	20.24	16.19
金裕1号	西部利得基金	鹏华资管	建设银行	45	45	19.95	15.96
宝禄1号	西部利得基金	同上	建设银行	30	29.98	19.18	15.34
东兴信鑫7号	东兴证券	平安信托	民生银行	18.75	18.15	19.19	15.35
合计				236.25	215.72	19.03	15.23

归纳起来，宝能在这个环节对资管计划的使用有以下几个特点：

1. 除一家券商资管外，其余八家均为基金公司和基金子公司的专户资管业务。以往基金和基金子公司专户资管以主动管理类产品为主，通道业务也以银行委外为主，主要配置债券和非标债权，<sup>〔10〕</sup>像宝能这样大规模地使用其作二级市场收购工具的尚不多见。

2. 九家资管计划均为分级资管计划或结构化资管计划，由宝能系收购万科的主角——钜盛华作为劣后级委托人，引入银行理财资金做优先级委托人。银行优先级资金与钜盛华劣后级资金的比例约为2:1。

3. 银行理财资金对接资管计划的方式有多种，既有直接购买资管计划优先级份额，也有借道信托计划、其他基金子公司资管计划等来对接钜盛华资管计划，出现层层套嵌。

## （三）潜在的风险与争议

宝能资管计划首先引发人们质疑的，是银行理财资金通过券商资管计划或者基金子公司资管计划对接有限合伙，经过层层投资关系，最后可能充当了买入万科股票的另外九家资管计划的劣后级资金。

一般来说，银行理财资金风险厌恶程度较高，只愿意投资优先级、获取相对固定的收益。在宝万之争僵持不下、万科股票价格波动较大的情况下，若银行理财资金真的成为了钜盛华资管计划的劣后级，则会有较大的风险敞口，同时也会给华福证券资管计划带来难以估量的风险

〔9〕 根据媒体公开报道信息整理。资料来源：华泰证券研究所。

〔10〕 非标债权又称“非标准化债权资产”，是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。参见《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发〔2013〕8号）。



及不确定性。2016年7月27日，银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，要求银行基础类理财业务不能投资非标和权益类资产，综合类银行理财投资非标资产只能对接信托计划而不能对接资管计划。2016年6月17日，证监会公布了关于修改《证券公司风险控制指标管理办法》的决定，券商定向理财通道业务所需计提的风险资本准备比例将全面提高。市场普遍认为，这些举措反映了监管层对于银行理财对接资管计划施以严格监管的立场。<sup>[11]</sup>

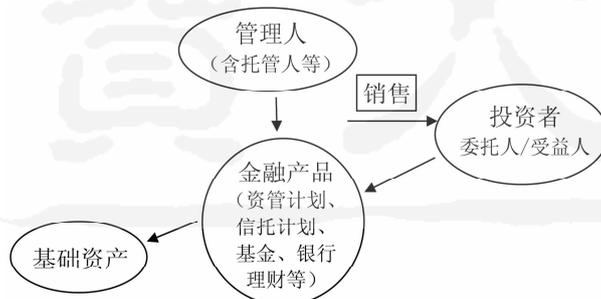
不过，对宝能资管计划的挑战主要不是从上述银行理财风险的角度，而是从结构化资管计划的角度进行的。结构化资管计划本身复杂的法律关系导致人们在资管计划的法律属性、通道业务、投票权、实际控制人、一致行动人等问题上发生分歧。

### 三、资管计划的法律属性与传统定性思路的局限

作为一种投融资工具，资管计划被认为与银行理财或信托计划处于同等地位，都是资产管理行业运用的工具或者设计产品的载体，体现着“受人之托、代人理财”的共同内涵。然而，基于银行理财定性上“信托 vs 委托”之争的前车之鉴，这种将资管计划类比于银行理财或信托计划的思路并无助于确定资管计划的法律属性。从本质上说，法律定性是对交易流程或产品结构从民商法角度进行的一种抽象。因此，我们需要回到资管计划的交易流程本身，才能发现目前的定性方式可能存在的问题。

#### （一）资管计划的基本模型

巴曙松博士在近期的一个讲演中，将资管产业链的流程分解为五个维度：基础资产、资产管理机构、金融产品、销售渠道、投资者。<sup>[12]</sup>这个五要素法也可以用来在微观层面观察一个资管计划（及其他理财产品）构成要素，用图示如下：



这种基本模型通常也被理解为是一种信托，因为信托常被通俗地表述为“受人之托、代人理财”，是财富管理或者资产管理的基本法律工具。从银行理财、信托计划、资管计划到证券投资基金、私募基金等，就“代客理财”这个最抽象的含义而言，各种金融业务的本质都可以说是一种信托关系。

[11] 以华福证券为例，按原规定计算风险准备金约为9.4亿元，新规下风险准备金则高达29.6亿元，这意味着单通道业务一项所需计提的风险准备金就多了20.2亿元。资料来源：华泰证券研究所。

[12] 巴曙松：“中国资产管理行业的新趋势”，2016年8月26日在前海金融资产交易所讨论会的讲演。

信托有民事信托、商事信托等不同类型。从法律角度解读上面的信托安排，有三点需要特别注意，因为它们充分体现了资管产品作为商事信托（commercial trust）的特征：<sup>[13]</sup>

第一，委托人与受益人的同一，是自益信托区别于他益信托的重要特点。包括资管计划、理财产品、基金等内在的商事信托都属于自益信托，即为自己的利益而进行的财产管理。而民事信托（以家庭财富管理或遗产转移为代表）、慈善信托主要是他益信托，委托人与受益人非同一。

第二，委托人委托资管机构进行理财，第一步的财产转移在形式上表现为“销售”过程，即资管机构将设计的金融产品销售给委托人，不存在从委托人到受托人的无偿转移财产，委托人转化为受益人是支付了对价的。正是基于这种“委托≈销售”的特点，美国信托法专家Langbein教授以“无偿转让与有偿交易之间的区别”作为商事信托与传统民事信托的区别标准，称商事信托为“关于讨价还价的买卖交易的信托，与捐赠转移财产相反”。<sup>[14]</sup>

第三，实践中，为了保护委托人/受益人的利益，资产管理机构通常又被金融监管者要求区分为投资决策者（即管理人）和财产的实际保管人（托管人）。更进一步，根据金融产品设计上的特点，还可能出现其他资管专业服务机构，如增信提供者、流动性提供者、评级机构、登记机构等。

#### （二）信托的基本特征与我国资产管理实践的背离

信托作为财产转移与管理制度，通常具有三个核心法律要素：一是信托财产的独立性，与委托人、受托人、受益人的自有财产相区隔，处于任何一方当事人之债权人的追及范围之外；二是受托人对信托财产的全权管理、运用、处分的权利，委托人和受益人通常都不得介入或干预；三是信托财产的管理运用的后果（无论盈亏）由受益人承担，受托人仅为自己的管理服务收取固定报酬，或者基于激励受托人的考虑而设有部分风险报酬（contingent compensation）。

实践中，我国证券投资基金以及部分私募基金比较符合上述特点，其他资产管理形式都或多或少地在第二个或第三个特征上发生了偏移或扭曲。例如，在一度流行的银行理财业务模式中，银行作为受托人获得剩余权益——以管理费的名义取得“超额留成”，而理财产品投资者作为委托人/受益人则获得固定收益，这就完全背离了信托下的受益人承受全部盈亏、受托人固定取费的收益—风险分配模式，实质上变成一种类存贷关系。<sup>[15]</sup>即使是号称依据《信托法》操作的信托计划，也由于通道化业务的盛行而导致受托人丧失了自主管理的决策权。<sup>[16]</sup>券商、基金（子）公司的资管计划也没有逃出这个怪圈。

---

[13] 对商事信托的研究，参见 Steven L. Schwarcz, “Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery”, 58 Bus. Law 559 (2002~2003); 刘正峰：《美国商业信托法研究》，中国政法大学出版社2009年版；施天涛、周勤：《商事信托：制度特性、功能实现与立法调整》，《清华法学》2008年第2期，第114~129页。

[14] John H. Lanbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 *Yale L. J.* 165, 167 (1997~1998).

[15] 参见邱冠华、王剑、赵欣茹、张宇：“监管的逻辑是什么？深度解析银行理财的是非功过”，国泰君安研究所银行组研究报告，2016年7月27日，来源于微信公众号“大话金融”。

[16] 盛行于2005年后的私募基金阳光化以及2009年后的银信合作业务中。在阳光私募，私募基金管理人作为投资顾问来进行资产管理与投资的决策；在银信合作，则是由银行作为强势的委托人，一手决定信托计划资金的投向，另一手决定信托受益权凭证的销售渠道和潜在客户。参见前注[3]，郭强主编书，第24~27、215~218页。



### 1. 资管计划的通道化

资管计划包括券商、期货公司、保险公司的资产管理计划以及基金公司或基金子公司的特定客户资产管理计划。根据委托人是单一还是多个，资管计划有“定向资管计划 vs 集合资管计划”之分，用基金（子）公司的行话则为“一对一”专户与“一对多”专户。

按照监管者的理解，定向资管或一对一专户就是一种通道，管理人须按照委托人的要求进行投资，资管计划买入的证券由客户自行行使相关证券的权利，履行相应的义务。<sup>[17]</sup> 集合资管或一对多专户通常被认为类似于基金，计划管理人应进行自主管理，不得沦为通道。然而，由于结构化因素的加入——即集合资产管理计划的份额根据风险收益特征划分为不同种类，出现优先级与劣后级之分——，劣后级委托人要求获得决策权，最终，不少集合资管计划仍然陷入通道状态，管理人成为消极的财产托管、清算与记账等信托事务管理服务的提供者。

### 2. 分级/结构化因素对资管领域中信托关系的颠覆

宝万之争中钜盛华九家资管计划都有分级或结构化安排。这种安排在信托计划甚至银行理财中也非罕见。<sup>[18]</sup> 分级或结构化不仅是一种金融产品设计上的特征，在法律层面也给资管领域的信托关系带来极大的冲击，具体表现在：

第一，分级或结构化意味着委托人/受益人群体发生了结构分化，出现至少两类不同类型的委托人/受益人，优先级通常获得固定回报，与理财/信托/资管产品的盈亏无直接关系；而劣后级则享有理财/信托/资管产品的收益或净资产扣除支付给优先级委托人的回报后的全部剩余，同时也首先承受资管产品因对外投资而遭受的损失。这种收益风险结构颇类似于公司中债权人与股东的关系。也有一些优先级在享受固定回报后，还可以按合同约定的公式参与计划资产剩余收益的分配，此时，优先级与劣后级之间的关系类似于公司中的优先股股东与普通股股东之间的关系。

第二，委托人之间收益风险结构的分化也影响到委托人与受托人之间的关系。劣后级委托人因需要首先承担信托/资管计划对外投资的损失，甚至有时还需要额外对优先级的固定回报提供担保，故对于计划资产如何运作高度关注，往往深度介入甚至取代管理人进行投资决策。由此也导致受托人对资管计划主动管理的决策权基本上被消解了，沦为消极的财产保管、记录、清算者，以及负责执行资管合同设定的旨在保护优先级份额持有人利益的担保机制。

第三，委托人/受益人的分级结构，某种意义上也颠覆了监管对资管计划“定向 vs 集合”的分类标准以及相应的监管逻辑。“定向 vs 集合”是按照委托人的数量来区分的，定向资管只有1个委托人，而两个或两个以上委托人就构成了集合资管，后者被禁止开展通道业务。然而，在由“一个优先级委托人 + 一个劣后级委托人”组成的结构化资管计划中，虽然有两个委托人，但二者地位不同，优先级实际上是对劣后级出借资金的贷款人，而资管计划则构

[17] 《证券公司客户资产管理业务管理办法》第31条规定：“证券公司办理定向资产管理业务，由客户自行行使其所持有证券的权利，履行相应的义务。证券公司将定向资产管理业务的客户资产投资于上市公司的股票，发生客户应当履行公告、报告、要约收购等法律、行政法规和中国证监会规定义务的情形时，证券公司应当立即通知有关客户，并督促其履行相应义务；客户拒不履行的，证券公司应当向证券交易所报告。”

[18] 由于银行业通常用“结构化”一词指产品内嵌衍生工具（如结构化票据 structure note），因此对于现金流支付顺序差异形成的优先—劣后安排，银行理财业务中仅称为“分级”而非“结构化”，实践中主要出现在少数城商行的债市投资中。参见金彧：“银监会叫停部分银行新发分级型理财产品”，载《新京报》2016年5月12日。

成了一种理想的担保机制，与场内两融业务的信用担保账户的功能并无本质差异。<sup>[19]</sup>这与通常的集合资管计划下有“两个以上委托人”的情形完全不同，后者数量虽多，但性质同一，类似于公募基金份额持有人。从这个角度看，“一个优先级+一个劣后级”结构化资管计划更像是一个自带杠杆融资的定向资管计划，而非集合资管计划。<sup>[20]</sup>此时，计划管理人自然要听从委托人的指令，如同任何定向资产管理计划一样，并不存在所谓“计划管理人放弃主动管理职责、听任第三方投资顾问决策”的违法情形。换言之，在这种结构化资管计划中存在通道化，属于正常的商业逻辑。

### （三）“信托 vs 委托”之争的局限性

长期以来，我国资管行业对于资管产品的法律属性争议不休，信托说与委托说各执一词，久辩不绝。然而，实践中的资管产品，其交易结构灵活多样，虽都秉持“受人之托、代人理财”的核心要旨，但产品层面的法律特征则比较混杂：既有公募基金式的典型信托，也有早期银行理财下的类存贷关系，更有结构化信托或结构化资管下优先—劣后委托人之间呈现的“债权人 vs 股东”特征；至于不同委托人与受托人之间的法律关系之属性更是一言难尽。究其原因，可以说，各种理财实践对信托原理的背离，反映的是我国资产管理行业特有的市场环境和发展路径，更多地表现为一种客观必然；而分级/结构化对信托关系的颠覆则源于产品结构的特殊设计，是资管合同各方当事人主动选择的结果。

从法律角度看，“信托 vs 委托”之争难有定论，还有以下两个原因：

1. 我国法下“信托”与“委托”之间的界限比较模糊，作为辨析资管计划属性的工具本身就不好用

就信托法而言，大陆法系国家在引入信托制度时均不同程度地偏离了英美传统信托的典型特征，我国尤其如此。例如，《信托法》仅仅规定了委托人将财产“委托给”受托人，并未明确受托人对信托财产有所有权；同时信托登记的缺失也导致信托的法律地位混沌不清，遑论如何表彰信托财产的独立性。<sup>[21]</sup>又如，《信托法》明确赋予了委托人要求变更信托财产管理方式、申请法院撤销特定信托行为甚至解任受托人的权利（第21~23条）。《信托法》给委托人保留的权利（相应地也就给受托人施加了限制）如此之多，以至于我国法下的信托很像一种委托。

[19] 参见楼建波：“化解我国融资融券交易担保困境的路径选择”，《法学》2008年第11期，第84~97页；刘燕：“场外配资交易纠纷司法解决的进路与突破——简评深圳中院的《裁判指引》”，《法学》2016年第4期，第132~142页。

[20] 其法律依据可参见《证券公司定向资产管理业务实施细则》第15条：“客户应当以真实身份参与定向资产管理业务，委托资产的来源、用途应当符合法律法规的规定，客户应当在定向资产管理合同中对此作出明确承诺。客户未作承诺，或者证券公司明知客户身份不真实、委托资产来源或者用途不合法，证券公司不得为其办理定向资产管理业务。自然人不得用筹集的他人资金参与定向资产管理业务。法人或者依法成立的其他组织用筹集的资金参与定向资产管理业务的，应当向证券公司提供合法筹集资金证明文件；未提供证明文件的，证券公司不得为其办理定向资产管理业务。证券公司发现客户委托资产涉嫌洗钱的，应当按照《中华人民共和国反洗钱法》和相关规定履行报告义务。”

[21] 参见楼建波：“信托财产分别管理与信托财产独立性的关系——兼论《信托法》第29条的理解和适用”，《广东社会科学》2016年第4期，第220~229页。



另一方面,委托属于《合同法》下法律行为,当事人(即委托人和受托人两方)依据《合同法》自行协商确定彼此之间的权利义务,完全可以在内部模拟信托关系。例如,就委托财产的地位而言,委托人通常保持对委托财产的控制权,即委托财产并不独立于委托人;但委托合同也可以约定,或者通过交易模式的设计,将委托财产交由第三方托管,从而对外彰显委托财产的相对独立性。这正是我国资管领域公认的委托关系——券商定向资管计划——的做法。<sup>[22]</sup>同时,这也体现了我国证券市场2005年后推行的第三人存管制度的本质特点。更为关键的是,我国《合同法》第402、403条规定了间接代理制度,即受托人以自己而非委托人的名义对外订立合同,这种状态很像信托下受托人的角色。<sup>[23]</sup>从这个角度看,用“委托说”或“委托代理说”解释银行理财合同或集合信托/资管计划,也不会陷入必须以众多理财投资者名义对外签合同的困境。

综上,我国《信托法》下信托经典要素的消解与《合同法》下委托合同之灵活性两方面结合,导致“信托”与“委托”之间的边界并非像人们想象的那样泾渭分明。特别是,监管层2005年后在资本市场推行的第三方独立存管制度,客观上给各类资管产品(不论是否有信托之名)的财产独立提供了制度保障。由此导致的结果是,委托与信托区别不大,并不存在哪个标签更有利于或更不利于保护投资者的问题。

## 2. 信托立法与金融分业监管模式的干扰

我国《信托法》采取了信托法和信托业法两分方式。《信托法》第4条规定:“受托人采取信托机构形式从事信托活动,其组织和管理由国务院制定具体办法”。然而,迄今为止,国务院并未就信托机构的组织和管理出台行政法规。实践中,由银监会颁布的《信托公司管理办法》替代了国务院的立法职能。在现行金融分业监管的格局下,这俨然造成了银监会取得了信托机构的专管权的既成事实。结果,本应作为一种通用的资产管理工具的信托及信托关系,在我国却成为银监会管辖下信托公司的专属业务和工具。

这种非正常的“立法 vs 监管”的格局,既导致受证监会或保监会监管的金融机构无法申请从事信托业务的牌照,也使得证监会或保监会在出台管辖本部门金融机构的资产管理业务时,

---

[22] 参见《证券公司定向资产管理业务实施细则》第18条(“证券公司、资产托管机构应当保证客户委托资产与证券公司、资产托管机构自有资产相互独立,不同客户的委托资产相互独立,对不同客户的委托资产独立建账、独立核算、分账管理。证券公司、资产托管机构破产或者清算时,客户委托资产不属于其破产财产或者清算财产。”)以及《基金管理公司单一客户资产管理合同内容与格式准则(2012年修订)》第18条(“根据《试点办法》及其他有关规定列明资产托管人的义务,包括但不限于:……(三)对所托管的不同财产分别设置账户,确保委托财产的完整与独立;……”)以及第19条(“列明与委托财产有关的事项,包括:(一)委托财产的保管与处分1.说明委托财产应独立于资产管理人、资产托管人的固有财产,并由资产托管人保管。资产管理人、资产托管人不得将委托财产归入其固有财产。”)。

[23] 《合同法》第402条规定:“受托人以自己的名义,在委托人的授权范围内与第三人订立的合同,第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的,该合同直接约束委托人和第三人,但有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外”。第403条规定:“受托人以自己的名义与第三人订立合同时,第三人不知道受托人与委托人之间的代理关系的,受托人因第三人的原因对委托人不履行义务,受托人应当向委托人披露第三人,委托人因此可以行使受托人对第三人的权利,但第三人与受托人订立合同时如果知道该委托人就不会订立合同的除外。受托人因委托人的原因对第三人不履行义务,受托人应当向第三人披露委托人,第三人因此可以选择受托人或者委托人作为相对人主张其权利,但第三人不得变更选定的相对人。”

即使相关资产管理业务或产品完全符合信托的基本特征，也极力避免“信托”字眼。<sup>[24]</sup>

令局面更加复杂的是，实践中不同监管者基于特定监管目的考虑，有时会一厢情愿地给相关金融产品贴上某个标签，如银监会关于银行理财产品属于委托代理关系的立场，证监会关于定向资管是委托代理关系、集合资管是信托关系的倾向。<sup>[25]</sup>然而，如前所述，不论是银行理财产品还是信托计划、资管计划，当事人自身或者市场主流倾向对特定产品交易结构的设计，可能呈现出与监管的预期完全不同的法律特征。在此，监管关于特定投融资工具法律属性的整齐划一的界定，无疑进一步强化了对特定投融资工具做法律定性的困难。宝万之争中，针对宝能资管计划的委托 vs 信托、通道化等角度的挑战，均与此相关。

#### （四）小结：资管计划的法律定位应从概念回归功能

金融业务体现着市场主体通过缔结合同的方式，对资金运动以及财产管理做出的一整套安排，以实现特定的商业目的或市场功能；同时，金融又是一个受到高度管制的领域。因此，这里始终存在着民商法基础与金融监管两个不同层面的判断。

目前，我国金融法律制度以移植域外法为特色，且金融业务创新与产品创设多源于金融监管规章的授权或认可，某种程度上相当于监管层来设计民商法基础关系。这就特别需要警惕对各种舶来品的法律概念——无论是“信托”、“委托”抑或“委托代理”——的抽象解读，甚至将其作为标签信手贴到现实中的各类不同形态的资管计划上。对于当下快速发展的金融市场实践，法律分析最好以一种功能主义的立场来进行，在恪守“受人之托、代人理财”这一资管行业的核心要旨的前提下，对资管计划的法律属性以及由此产生的内部管理、外部投资等一系列关系作出实事求是、合乎常识的判断。<sup>[26]</sup>

## 四、以特殊目的载体（SPV）定性资管计划

### （一）SPV 框架的必要性——从合同到组织<sup>[27]</sup>

由于交易结构的复杂性以及参与主体的多元化，我国的理财/资管计划在民商法层面并非单一的有名合同所能覆盖，而是体现为一整套复杂的合同关系。有些投融资工具的存在期限较长，内部管理以及外部投资活动都比较复杂，甚至可能上升到组织法的层面，即特殊目的载体（SPV）。合同关系通常指两个合同当事人之间的内部关系，而一个组织体既有内部关系，又有外部关系。这也意味着，无论是委托代理还是信托的法律条文，都不足以解释理财/资管计划，而是需要类比合伙、公司等实体来分析。

[24] 参见前注 [3]，郭强主编书，第 19 页。

[25] 银监会有关负责人就发布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》答记者问，其中有如下表述：“为厘清相关业务的法律性质，降低相关法律风险，《办法》和《指引》明确界定了个人理财业务是建立在委托代理关系基础之上的银行服务，是商业银行向客户提供的一种个性化、综合性服务。”

[26] 我国香港地区信托法学者何锦璇教授早在二十年前就针对大陆当时信托实践的有名无实进行过透彻的分析，建议不要盲目照搬英美信托法，而是依托于国内已有的法律工具规范具有信托色彩的业务。参见何锦璇：“信托立法不宜操之过急”，《北大法律评论》1998 年第 2 期，第 618 ~ 640 页。

[27] 关于商业组织在合同、信托、合伙、公司之间演进转换的一个代表性研究，参见李清池：《商事组织的法律结构》，法律出版社 2008 年版，第 209 ~ 246 页。



首先,从理财/资管计划的资金端来看,它涉及委托人与受托人之间的关系。至少有三方面因素导致现实中的委托人—受托人关系大大超越了传统的信托说或委托代理说:

1. 委托人与受托人之间的授权可以有不同范围与方式,导致信托与委托界限不清;

2. 不论是委托人还是受托人都可能出现分层,从而呈现不同的委托人以及不同的受托人。例如,在委托人或者受益人群体中出现优先级、劣后级的分级或结构化安排;在受托人层面则出现管理人、托管人的权限分割,进一步还有流动性提供人、增信提供人、登记机构、其他服务商等等。

3. 第三方专业人士的介入,进一步改变了委托人—受托人之间的二元状态。例如,在不含结构化因素的阳光私募(即深圳模式)中,委托人只是消极的投资者,另有私募管理团队作为投资顾问充当整个信托计划进行证券投资的决策人,由此也消解了受托人在信托计划中的权利。<sup>[28]</sup>

因此,资管计划的资金端并非单一的“委托人 vs 受托人”的二元关系,而是存在不同委托人之间、委托人与受托人之间、委托人—受托人—第三人之间的多维关系。

其次,在理财/资管计划的资产端,体现为资管计划下的资金对外进行投资,多数情形下持有债权,少量的持有股权。在此,内部主体多元化的理财/资管产品必须以某一整体面目出现,以便与外部的交易相对人(无论是债务人、被投资公司还是其他专业服务机构)进行交往。域外信托(特别是商事信托)的法律地位从财产转型为法律主体的过程就反映了这一特点。传统信托下,信托财产不具有独立的法律主体地位,受托人作为信托财产的所有权人,以自己的名义代表信托对外进行活动。以证券投资信托为代表的商事信托兴起后,频繁的对外投资运作以及内部关系的复杂化,导致法律上逐渐接受了信托的独立化甚至实体化。<sup>[29]</sup>在我国,资产管理行业的庞大规模以及复杂的交易结构也倒逼在法律上承认理财/资管计划为某种实体,即SPV。

## (二) SPV 框架的可行性——商业实践对 SPV 主体地位的接纳

特殊目的实体(SPV)不是一个法律概念,而是源于金融实务的术语,用来描述金融市场参与者为投融资目的而构造的一种特殊的实体/主体状态。SPV具有以下特点:通常有确定的存续期;经营目的明确;经营范围限定;众多的服务机构;投资者在收益—风险特征上分层,债与股的界限模糊,等等。早期的SPV如项目融资公司或者不动产投资信托;近年来最为人们熟知的则是资产证券化中的SPV,设立SPV的目的就是打造一个与发起人破产隔离的载体,持有特定现金流资产以满足对资产支持证券投资者的偿付。<sup>[30]</sup>

[28] 对深圳模式、上海模式等证券投资信托的简要说明,参见前注[3],郭强主编书,第215~216页。

[29] 为反映商业信托的法律实体地位,美国特拉华州《1988年商业信托法》于2000年改称“法定信托实体法”,2006年美国统一州法委员会以“统一法定信托实体法”改称正在起草中的“美国统一商业信托法”。参见前注[13],刘正峰书,第56页。我国学者对于信托作为法律主体之地位的讨论,参见于朝印:“论商业信托法律主体地位的确定”,《现代法学》2011年第5期,第37~44页;季奎明:《组织法视角下的商事信托法律问题研究》,法律出版社2014年版,第17~55页。

[30] 参见楼建波:“特定目的营业主体在商法上的地位——兼论商主体的规制原则”,《社会科学》2008年第3期,第142~148页。关于项目公司的SPV特征,参见朱征夫:《房地产项目公司的法律问题》,法律出版社2001年版,第10~11页;关于资产证券化中的SPV,参见成之德主编:《资产证券化理论与实务全书》,中国言实出版社2000年版,第14页。

由于 SPV 服从并服务于特定的交易目的，因此，其内部管理（治理）完全由当事人基于特定需求来设定。在美国，SPV 可以采取合伙、公司或信托等不同组织方式。无论哪种形式，其内部治理上的自由度极大，具体操作方式由 SPV 的一整套合同来约定。<sup>[31]</sup>

在我国，SPV 尚未与具体的公司或合伙等组织形式挂钩，但在金融市场中，其作为一种特殊机构投资者的主体地位已得到不同程度的承认：①在证券市场，中证登对于特殊机构及产品开设独立的证券账户并登记其名下证券，证监会对于上述账户作为上市公司股东的资格也给予了认可；②在银行间市场，银登中心对信托计划或理财计划作为交易主体给予登记确认；③在私募领域，基金业协会对各种私募基金产品（包括资管计划）给予备案；④2016 年央行 8 号文将资管计划、理财计划等均视为非法人合格机构投资者。

尤其值得关注的是，人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇管理局五家金融监管机关在 2014 年共同发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发〔2014〕127 号），明确承认了“特殊目的载体”的交易主体或交易对手方地位。该通知第六条描述的“特定目的载体”包括但不限于商业银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等；并规定特定目的载体之间以及特定目的载体与金融机构之间的同业业务，参照本通知执行。这大概也是我国金融监管规范性文件第一次明确地采用 SPV 的术语。

可以说，SPV 可以基于不同目的而灵活设置委托人—受托人—受益人—第三人结构，符合我国目前理财/资管计划的多样化特征，且已在相当程度上得到金融监管部门以及市场主体的认可。不过，由于 SPV 主要作为获取短期或消极投资收益的工具，鲜少作为所投资企业的积极股东，因此在上述金融监管的语境之外，几乎无人关注 SPV 的主体身份，遑论 SPV 灵活的内部治理。

### （三）以 SPV 的视角看资管计划的股东身份及投票权

确认理财/资管计划的 SPV 地位，有助于解决宝万之争中对资管计划所持有的万科股票的财产归属以及是否拥有投票权的挑战。

SPV 作为法律确认的证券市场交易主体，与其他个人或法人投资者一样，拥有自己名下的财产，包括购入股票的投票权。SPV 对于发行股票的公司可以主张的权利并不受其背后资金来源的影响。在 SPV 的资产负债表上，资金来源属于负债与权益端；买入的股票属于资产端，而行使该资产附带的投票权则是 SPV 自身作为证券持有人的天然权利。

通常来说，代表 SPV 对外做意思表示的是 SPV 的受托人或管理人；但若 SPV 合同约定，由特定委托人或受益人行使特定事项的决策权，亦无不可。SPV 投票的行使也是如此。甚至，在一国公司法不禁止投票权委托时，SPV 合同明确约定或各当事人一致同意将 SPV 拥有的股票的投票权委托第三人行使，也是合法有效的。

当然，由于 SPV 的特殊目的属性，它并非普通商业公司那样的持续经营实体，通常只是为投资或融资目的而在一定时期内存在的法律拟制主体。因此，一般来说，SPV 主要着眼于在二

---

[31] 以共同基金为例，尽管存在投资公司、信托两种组织形式的分类，但二者之间几乎没有差别。采取信托形式的基金若注册为特拉华州法定信托，则一方面具有法人地位，另一方面但不需要建立公司式的一套治理架构；采用投资公司形式的基金若注册为马里兰州公司，则可以忽略公司法对股东大会（基金持有人大会）、代理投票、确定的注册资本等一系列管制规则。参见前注〔14〕，John H. Lanbein，第 187～188 页。



二级市场买卖股票以获利，并不看重投票权，更不会谋求上市公司的控制权。在域外资本市场中，鲜见 SPV 控股上市公司的情形。即使是私募股权基金主导的杠杆收购，并购基金在一段时间内可能拥有被收购公司的控制权（导致公司下市），但一般都会在改善标的企业财务状况后尽快变现退出，将控制权还给真正的经营者。

## 五、穿透 SPV：不同监管目的的呈现与实际控制人的确定

SPV 作为一种灵活多变的组织工具，也存在被滥用的风险，需要监管层面给予应对。滥用方式不同，监管对策会随之而异。例如，在美国，安然公司破产事件充分暴露了 SPV 作为粉饰财务工具的弊端，因此 FASB 在 2004 年通过修改会计准则，对 SPV 合并报表适用可变利益实体（VIE）标准，使得 SPV 难以再游离于表外。<sup>[32]</sup> 在我国，针对银行通过理财产品或银信合作等规避监管带来的影子银行风险，监管层也祭出了“穿透”的法器。穿透监管有不同目的和具体操作途径，它们都体现了金融监管实质重于形式的思路。<sup>[33]</sup> 在宝万之争中，穿透资管计划、确定计划资产的实际控制人是证券市场交易监管、特别是上市公司收购监管的一部分。

### （一）穿透的不同监管目的

#### 1. 银行监管中的穿透

在银行理财、银信合作、同业业务等不同领域，银行监管都强调穿透层层套叠的金融工具。不论是向产品方向穿透至底层资产以识别资产风险，还是往最终客户方向穿透以识别最终风险收益承担者，都是为了防止风险的错配与失控，避免高风险产品向低风险承受能力客户错误销售，同时从宏观审慎角度防止因为监管盲区发生系统性危机。通过穿透，一方面向金融消费者提供了透明信息，另一方面也带来了监管信息透明。从审慎监管的目的出发，这种穿透有助于在微观层面防止错误销售，在宏观层面防止因特定领域过度集中而引发系统性风险。

具体来说，银监会的穿透规则多针对影子银行问题，关注理财资金如何直接或间接投向信贷类资产，以规避贷款规模限制、资本计提、拨备等监管指标等。同时，理财的某些投资方向要求理财产品购买者满足合格投资者的条件，因此需要层层穿透到最终投资者。

#### 2. 证券监管中的穿透

首先，在 IPO 以及其他审核程序中，穿透主要是为了确定拟上市公司的股权结构，增加股权的清晰度、稳定性。同时，穿透也有助于发现是否存在规避法律对不同类型公司的股东人数或者合格投资者的要求，防止出现非法集资等行为。

其次，在日常证券市场监管中，穿透主要是针对买卖股票者的实际控制人，服务于谁在举牌、一致行动人的计算、反洗钱、防范内幕信息或市场操纵等监管目的。去年股灾后的清理整顿过程中，穿透还特别关注账户实名制问题。<sup>[34]</sup>

[32] 参见葛家澍、黄世忠：“安然事件的反思——对安然公司会计审计问题的剖析”，《会计研究》2002 年第 2 期，第 3～11 页；王啸：“特殊目的实体会计——合并原则的争议与变革”，《财务与会计》2002 年第 12 期，第 17～19 页。

[33] 参见孙海波：“9 类资管的‘穿透’与否定及监管难点”，金融监管政策研究院报告，2016 年 1 月 6 日。

[34] 参见刘燕、夏戴乐：“股灾中杠杆机制的法律分析——系统性风险的视角”，载郭锋主编：《证券法律评论》（2016 年卷），中国法制出版社 2016 年版。

现实中，由于穿透式的监管挫败了市场主体达成交易的目的，有时也不乏争议。<sup>[35]</sup>

## （二）穿透与公司收购——SPV 下实际控制人的确定

穿透体现了金融监管的特殊考虑，但也导致对理财/资管计划作为 SPV 主体地位的消解，进而干扰到人们对 SPV 所持有的上市公司股票的投票权的认知。

尽管如此，针对上市公司收购中，若 SPV 被用来举牌，穿透对于确定 SPV 下的实际控制人仍然是必要的。收购方的身份信息及其资金来源的公开披露从来都是收购监管中的关键一环，这些信息对于目标公司的股东、董事会以及其他利益相关者决定是否接受收购具有重大影响。SPV 本身只是一个特殊目的载体，其存续期限通常不会太长，且以特定财务目的而非经营目的为导向，不论是成为上市公司控股股东还是实际控制人都并非合适的人选，因此更可能是用来掩盖真实收购人的一种外衣。在此背景下，穿透 SPV 来确定实际控制人是完全必要的。

## （三）结构化资管计划下的实际控制人

资管计划的实际控制人基于其交易结构的差异而有所不同。定向资管计划中的实际控制人是委托人；集合资管计划中的实际控制人通常是计划管理人。集合资管计划类似于公募基金，管理人负有在资管合同确定的投资范围内自主做出投资决策、主动管理计划资产的职责，计划份额持有人通常只是接受计划管理人投资运作的结果。

比较特殊的是结构化资管计划。如前所述，结构化资管计划虽然被认为属于集合资管计划，但委托人群体出现了分级，优先级与劣后有完全不同的权利义务以及风险偏好。优先级实际上是对劣后级的资金出借人，享受固定回报，并借助资管计划的管理人在计划资产缩水时通过强行平仓或其他手段来保障自身的利益，因此通常并不谋求对计划资产投资决策的话语权。相反，劣后级作为投资风险的主要承担者和剩余收益索取者，往往成为 SPV 的实际控制人。与之对应，管理人的决策权基本上被劣后级委托人架空，沦为消极的财产保管、记录、清算者，并负责执行资管合同设定的平仓机制以保护优先级份额持有人的利益。

宝万之争中，钜盛华掌控的九家资管计划无一例外均在补充协议中明确约定，由劣后级份额持有人钜盛华行使特定资管计划所持有的万科股票的表决权。这种约定正符合结构化 SPV 中劣后级作为实际控制人的商业逻辑。

## 六、一致行动人——资管计划用于上市公司收购遭遇的特殊风险

前面两部分关于投票权、控制权的讨论，主要着眼于在公司层面如何确定资管计划的股东身份或地位。本部分则进一步探讨资管计划用于并购给证券监管以及资管计划本身带来的新问题，它们多与“一致行动人”相关。

### （一）《证券法》下的一致行动人概念

按照《上市公司收购管理办法》（以下简称《收购办法》）第 83 条，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，在证券监管上被界定为“一致行动”。相关的投资者彼此之间构成一致行动人。

一致行动人概念主要应用于收购监管，防止收购人借助不同马甲来分散持股，掩盖收购意

[35] 参见叶勇：“卿本佳人，奈何成贼，股权类资管计划惹了谁？”，万家资本微信公众号，2016 年 8 月 18 日。



图或者规避其他收购监管措施。我国《证券法》对于收购上市公司设置了以持股5%为起点的预警制度以及以持股30%为触发点的要约收购制度。投资者通过证券市场交易持有某一家公司股票达到5%时,就必须向交易所、证监会报告,通知该上市公司并予以公告,俗称“举牌”。此外,持股5%以上的股东还需要受制于《证券法》的其他监管要求,如六个月内买卖本公司股票的收益作为“短线交易”利润归于公司;每增减5%的股份都需要公告,等等。因此,若收购人希望在不惊动证券市场与目标公司的情形下取得足够多的股份,就可能借助其他投资者的账户买入股票并签订一致行动的协议或者安排,从而避免公开举牌。《证券法》下的一致行动人规则,其目的就是要挫败这种规避意图。换言之,收购人无论是自己单独持有还是通过一致行动持有目标公司股票达到5%以上,都会触发收购监管规则以及其他证券监管规则的适用。

## (二) 资管计划如何构成一致行动人: 常规股票买卖 vs 并购

收购监管规则对于收购人或者持股5%以上股东买入或卖出股票的时间施加约束,妨碍了股东根据市场变化处置股份的自由。普通投资者参与二级市场交易只是为了获取投资收益,非以控制或影响上市公司为目的。因此,为免受其约束,普通投资者持有一家上市公司的股票通常低于5%。

一般来说,资管计划在二级市场买卖股票也是为了谋取投资收益,但与普通股民不同,资管计划作为机构投资者是由专门的管理人来进行投资决策的。若管理人是一家专业化的资产管理公司或投资顾问公司,它可能同时管理着多家资管计划。因此,一家资管计划对某只股票的持股并未达到5%,但计划管理人旗下数只资管计划合计持有该只股票的比例超过5%,此时是否需要作为一致行动人受制于举牌规则?

对此,我国《证券法》目前尚无明确规定。就法理而言,要看此时是否存在计划管理人意图以此来“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”。这是一个基于个案事实进行具体判断的问题。例如,对于公募基金,目前有有双10%的投资限制,<sup>[36]</sup>特别是“同一基金管理人管理的全部基金持有一家上市公司发行的证券,不得超过该证券的百分之十”的要求,通常被解读为我国法律对公募基金的定位是消极的机构投资者,其不具有控股或收购上市公司的功能。因此,对于公募基金,即使同一基金管理公司旗下的多个基金合并持有某只股票超过5%,通常也不做“一致行动人”推定。但是,对于资管计划以及其他的私募理财工具,目前的监管法规并未设置单只股票投资上限,理论上说,包括资管计划在内的私募型投资工具都具有收购上市公司的权利能力与行为能力。因此,当同一管理人名下的资管计划持有特定股票合计达到举牌标准时,应推定一致行动的存在,除非资管计划方面提出反证。<sup>[37]</sup>

换言之,如果同一家券商或基金公司管理下的数个资管计划合计持有某只上市公司股票达到5%时,就需要进一步判断这些资管计划之间是否存在合意或其他安排,是否有谋求对该只股票甚至该家上市公司联合施加影响力的意图。如果有证据表明,数个的不同资管计划虽然由

[36] 《证券投资基金运作管理办法》第31条规定:“基金管理人运用基金财产进行证券投资,不得有下列情形:(一)一只基金持有一家上市公司的股票,其市值超过基金资产净值的百分之十;(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家上市公司发行的证券,超过该证券的百分之十;……完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的基金品种可以不受前款第1项、第2项规定的比例限制”。

[37] 更详细的分析,参见邱永红:“特殊机构投资者和证券创新产品——持股变动的信息披露和交易限制问题研究”,《证券市场导报》2015年第1期,第71~78页。

同一家券商或基金公司作为管理人，但该公司内部实际上是由不同团队分别独立操盘不同的资管计划，且设置有防火墙，就可以认定这些资管计划之间不构成一致行动。相反，管理人如果不能提供令人满意的证明，则监管层就可能推定一致行动的存在。

实践中，为了避免举牌以及消除一致行动人的潜在风险，许多资管合同都会在“投资限制”条款中明确约定：“本计划投资于一家上市公司所发行的股票，不得超过该公司流通股股本的10%，不得超过该公司总股本的4.99%，且不得导致以资产管理人名义持有上市公司单一股票占该上市公司总股本4.99%以上，否则相关投资指令无效”。

除因计划管理人的同一而触发“一致行动”外，资管计划也可能因其他实际控制人的同一而涉嫌“一致行动”。例如，如果不同的资管计划聘请同一个投资顾问来进行投资决策，或者将某只股票附带的表决权委托给同一个第三人来行使，此时该投资顾问或者作为受托人的第三人就可能聚合不同资管计划拥有的同只股票份额，实施对特定上市公司的控制或影响力。在此情形下，各家资管计划丧失了独立的主体地位，会被认定为《证券法》下的一致行动人。宝万之争之中，钜盛华九家资管计划被认定为钜盛华的一致行动人，就属于此种情形。

### （三）一致行动人监管规则挫败了资管计划自身的风险控制

我国《证券法》对于一致行动人的约束，给涉入并购的资管计划带来了一类新的风险，即制约了资管计划作为独立SPV的自由度，给计划管理人控制资管计划本身的风险设置了障碍。

资管计划作为金融理财产品离不开风险控制，以便保护计划持有人的理财收益。尤其是在结构化资管计划下，优先级份额持有人通常对于风险防范与收益保障有额外的要求。结构化资管合同通常规定，在计划份额净值低于一定金额（如0.8元）的情形下强制平仓，或者由劣后级补交保证金，以保护优先级份额持有人的利益。然而，受制于并购方的一致行动人地位，资管计划卖出股票将受到限制，从而导致资管计划的风险控制措施在一定程度上失效。

例如，由于《证券法》关于短线交易的限制，单独或作为一致行动人合并持股5%以上的资管计划，其所持股份在买入后六个月内不能卖出，即使股票价格下跌导致净值低于合同规定的平仓线。此时，资管计划只能靠劣后级补交保证金来降低风险。但若劣后级无履约能力，则可能导致优先级委托人利益受损。

### （四）法律不确定性进一步放大资管计划的风险

资管计划风险控制的不确定性，因我国证券立法本身规则的粗线条、缺乏明确界定而放大。借用巴塞尔委员会《有效银行监管核心原则》的术语，此种由于法律规则本身的不确定带来的风险又称为“法律风险”。

例如，对于《证券法》第九十八条规定的收购行为完成后12个月转让限制应如何理解，就有不同看法。<sup>[38]</sup>该规则中的两个关键点都存在争议：第一，什么样的情形构成“收购”？法律上的判断标准是什么？第二，如何判断“收购行为完成”？

现行《证券法》没有对“收购”下定义。《收购办法》第5条的表述通常被解读为监管者对“收购”的理解：“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式

[38] 《证券法》第98条规定：“在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股票，在收购行为完成后的十二个月内不得转让。”《收购办法》第74条也有相同要求。



和途径取得上市公司控制权。”以具体指标衡量，它一般出现在要约收购、协议收购等程序完成之后，控股股东持股50%以上或者至少30%以上。<sup>[39]</sup>持股达到30%也是我国《证券法》下强制要约收购程序的触发点。但是，按照证监会关于收购监管的问题问答，<sup>[40]</sup>只要新的投资者获得第一大股东地位，即使持股比例低于30%，也构成了“收购”，需适用收购监管的12个月锁定期规则。

实践中，对于市场追捧的并购标的，收购目标公司的过程可能竞争激烈，第一大股东地位可能多次易手或反复。此时，如何确定“收购”完成并开始计算相关股份的“锁定期”，就很容易成为一个争议问题。这个问题在宝万之争中就凸显出来。<sup>[41]</sup>尽管目前舆论多倾向于认为宝能应适用12个月限制规则，且从最近一次买入万科股票日滚动计算，但无论是律师、学者还是交易所，在事先甚至事中都未必有明确而一致的见解。资管计划的当事人也不可能预见到并有清晰的答案，更不可能针对12个月锁定、且可能不断延续下去的情形做出风险预案。

#### (五) 小结：资管计划下一致行动人问题的焦点：跨市场监管 v. 投资者保护

资管计划的风险控制，其目的是为了保护计划份额的持有人、特别是其中承担风险能力较弱的投资者之利益。风险控制的本意是针对投资标的的市场风险；且作为一个合同法的问题，风险控制措施本可由资管计划的当事人事先约定并实施。这也体现了资管计划作为独立SPV所固有的管理方式。

但是，当资管计划被用于上市公司收购时，其自身的风险控制机制由于收购监管而失效。由此也凸显了资管计划跨市场运作所产生的风险传染，提出了系统性风险与跨市场监管的命题。

进一步，我国现行证券监管规则存在的粗疏，给资管计划在市场风险之外又带来了法律风险，即由于法律规则本身的不确定性，导致特定行为的法律后果不明确所蕴含的风险。

## 七、结论与建议

宝万之争展现了资管计划、特别是结构化资管计划作为一种投融资工具的多种角色。一方

---

[39] 《收购办法》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。”

[40] 中国证监会《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》：“二十、收购人收购上市公司后对上市公司的持股（包括直接和间接持股）比例不足30%的，是否需要锁定12个月？”

答：《证券法》第98条、《上市公司收购管理办法》第74条规定：“在上市公司收购中，收购人持有的被收购上市公司的股票，在收购行为完成后的十二个月内不得转让”。结合实践，对于本条款的适用问题，明确要求如下：对于投资者收购上市公司股份成为第一大股东但持股比例低于30%的，也应当遵守《证券法》第98条、《上市公司收购管理办法》第74条有关股份锁定期的规定。”

[41] 钜盛华在2015年11月17日通过大宗交易从相关券商处回购了收益互换交易下的万科股票，导致其合计持股达到15.04%，超过华润成为第一大股东时，收购行为就已经“完成”，应该开始适用一年期锁定规则了。但华润后来增持少量股票反超宝能；随后宝能又通过资管计划继续增持，且2016年7月4日复牌后还继续买入万科股票。一旦有新的买入，就变成“收购还没有完成”，12个月的起算点就按照最近一次收购的时点来算。这样，宝能的收购是否已完成、何时完成就成为一个未决难题。

面，它是一种理财产品，可以为投资者（主要是优先级投资者）带来理财收益；另一方面，它也可以成为中国式上市公司杠杆收购的一种有效载体。然而，与域外杠杆收购模式——在专门设立的壳公司中配置多层、有序、透明的杠杆资金<sup>[42]</sup>——不同，我国的结构化资管计划并不透明，尤其是以宝能杠杆局为代表的多层 SPV 嵌套，给上市公司收购监管、投资者保护、金融理财市场运作都带来了新挑战，引发众多争议在所难免。

本文从法律角度，运用 SPV 分析框架对并购交易中的资管计划引发的诸问题进行了解析。在摆脱“信托 vs 委托”之争的教条束缚、以一种功能主义的立场来观察资管实践后，我们可以比较清晰地发现资管计划应用于并购交易在操作层面的具体特征，从而明确这一金融创新对于立法及监管政策的诉求。目前，公司并购重组对于“供给侧”改革具有积极意义，而杠杆收购在一定程度上为并购重组所不可或缺。另一方面，资管杠杆也丰富了居民财富的大类资产配置，有助于引导储蓄向投资的转化；同时提升了商业银行服务实体经济能力，为商业银行转型提供了一种可行路径。基于上述考虑，本文提出如下立法与政策建议，核心是完善现行资管计划监管模式，附带实现对杠杆收购的有序管理。

#### （一）确认资管计划在特定范围内的法律主体地位

法律上确认资管计划的 SPV 身份，有助于资管计划在对外投资以及其他交易方面获得明确的主体地位。若需要与现行法律主体形式对接，则资管机构至少可属于非法人组织一类，与合伙或分公司属于同一序列。在具体操作上可以借鉴中证登对理财/资管产品的处理方式，以“计划管理人—托管人—SPV”的联名账户的形式来反映理财/资管计划作为 SPV 的独特主体地位。

目前，对于投资非上市公司股权的私募基金或信托计划等 SPV，工商登记仅登记计划管理人或受托人，而非计划本身。建议给予 SPV 本身以工商登记，同时在注册文件上标明计划存续期、计划管理人等关键信息。

#### （二）在 SPV 内部，针对不同主体间关系的客观情况，确认不同的法律关系

##### 1. 针对委托人/受益人群体内部的差异化安排

法律以及金融监管规则应该承认，在资管计划的委托人/受益人彼此之间，可能存在多种的收益与风险的分担安排，如借贷、合伙、有限合伙等，以满足市场主体的特定需求和商业目的。

其中，合伙类似于公司普通股股东间的关系，全体成员共同按比例承担收益和损失，这也是最普通的集合信托/资管计划的安排。借贷是结构化信托/资管计划的安排，优先级向劣后级提供资金并接受由劣后级或者计划资产提供的担保。有限合伙目前是 PE 投资常见的安排，有限合伙人与普通合伙人之间基于特定分配公式来分享利润和亏损。

##### 2. 针对委托人与受托人之间的关系

在委托人与受托人之间，不再区分资管产品所属行业而贴上“信托”或“委托”的法律标签，而是建立统一的受托人信义义务（fiduciary duty）的理念，它适用于各类资管业务。用监管的语言来表达，“受托人尽责，买者风险自负”。这里的“受托人”并非仅指计划管理人，它在不同交易环节可能指向管理人、托管人以及其他提供相关专业服务的机构。同时，这里的“受

[42] 参见 George P. Baker, George David Smith: 《新金融资本家——Kohlberg Kravis Roberts 与公司价值创造》，张爱玲、孙经纬译，上海财经大学出版社 2000 年版，第 80 ~ 89 页。



托人”也不必然是信托法下的受托人概念。事实上，在域外，从代理人、合伙人、公司董事到标准信托下的受托人，只要存在受信关系且双方信息不对称，就有信义义务的存在空间。<sup>[43]</sup>

从这个角度看，捋顺资管行业中扭曲的信托关系，并非是要将所有交易结构硬塞入某种“信托”之中，而是要用“信义义务”（fiduciary duty）的观念来统一确立整个资管行业的行为准则。在我国，金融监管已经通过第三方托管/存管制度基本上实现了资管财产的独立性，而受托人信义义务的确立正是立法与监管的当务之急，只有这样也才能夯实“受人之托、代人理财”目标的法律基础。<sup>[44]</sup>由此，也可以消除长期以来关于理财/资管计划的“信托 vs 委托”之争。

### （三）依据监管目的设计 SPV 登记或披露的信息，消除或降低 SPV 潜在的滥用风险

特定目的载体由于其架构的灵活性，客观上存在被滥用的风险。在 SPV 最发达的美国，不论是 2002 年破产的安然公司对 SPV 的滥用，还是 2008 金融海啸暴露出的影子银行系统对 SPV 的依赖，都是例证。宝万之争则显示出 SPV 架构用于上市公司收购可能带来的跨市场风险。因此，不同监管部门基于各自的监管目的可以采取一些特殊的监管措施，如合并 SPV（表外转表内）或者计提风险资本要求。

此外，本文建议，根据不同的监管目的需要对 SPV 的登记与披露范围做特别规定，以便利投资者、交易对手方以及监管层采取相应的风险控制措施或进一步的监管措施：

1. 针对 SPV 中的优先—劣后安排，增加登记劣后级委托人，以便利第三人确定 SPV 背后的真实对手方。

2. 在 SPV 授予劣后或第三人控制权或表决权的情形下，要求登记或披露投票权委托协议，披露实际控制人，这样可以便利证券监管部门对公司收购、举牌、内幕交易、市场操纵等方面的监管。

3. 针对理财/资管计划层层嵌套来持有上市公司股票，要求披露每一层嵌套计划，最终穿透到自然人或国资委，以便利上市公司、投资者、监管层确定上市公司的股权结构。

4. 针对 SPV 作为投融资工具参与上市公司收购带来的跨市场风险，建议相关行业协会在资管合同范本中增加相应的条款以提示风险。

### （四）厘清资管计划问题上民商法与监管法之间的边界，促进市场与监管之间的良性互动

从去年股灾的场外配资，到今年宝万之争的杠杆收购，资管计划等 SPV 引发的加杠杆效应给监管层造成很大压力。近期各家金融监管机关新政频出，抑制加杠杆，但其中某些监管措施也引发了较大争议，某种意义上反映出监管对民商法基础关系的过度干预。

例如，对于优先—劣后的结构化安排，《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（证监会公告 [2016] 13 号）（俗称“新八条底线”）就明令加以禁止。中国证券投资基金业协会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务备案管理规范第 3 号——结构化资产管理计划》（征求意见稿）也进一步明确：“在结构化资产管理计划产生投资收益或出现投资亏损

[43] 参见甘培忠、周淳：“证券投资顾问受信义务研究”，《法律适用》2012 年第 10 期，第 33~39 页。

[44] 在美国，针对资产管理行业的监管逻辑主要有两方面：一是以信息披露为核心的发行监管；二是以受托责任为核心的行为监管。参见巴曙松、杨倬等：《中国资产管理行业发展报告》，中国人民大学出版社 2016 年版，第 30~31 页。美国学者对 SPV 中分层权益安排（我国的结构化资管计划与之类似）给受托人履行受托责任带来的障碍的一个分析，参见 [美] 史提芬·L. 舒尔茨：“论受信人的冲突义务”，倪受彬译，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第四卷），法律出版社 2011 年版，第 90~136 页。

时，所有投资者均应当享受收益或承担亏损，但优先级投资者与劣后级投资者可以在合同中合理约定享受收益和承担亏损的比例，且该比例同时适用于享受收益和承担亏损两种情况。”业界对此解释为，监管层力推优先—劣后的结构化资管转型为有限合伙。<sup>[45]</sup>

然而，优先—劣后的结构化与有限合伙的收益—风险结构是两种不同的合同安排，分别体现担保融资关系和合伙投资关系。不同的交易架构旨在满足不同的商业需求，其本身是价值中立的，市场主体采用这种交易架构完全可能有其正当的商业目的。特别是，优先—劣后的结构化资管实际上成为具有“中国特色”的杠杆收购工具。一律禁止这种交易结构，将导致真正想做并购重组的产业资本失去一个灵活便捷的收购工具，人为增加了市场交易的成本。

因此，若出于限制过度杠杆的监管目的，监管者不应当封杀优先—劣后的结构化资管计划，而是可以考虑直接约束杠杆率，如同美国对场外配资的监管那样。根据美联储 U 规则，类似我国结构化资管计划的融资安排受制于与场内信用交易相同的保证金比率，最高不超过 1:1。相形之下，我国在 2015 年实施的八条底线确定的资管计划杠杆率达到 10 倍。当然，目前新八条底线已经把股票型资管的杠杆倍数降到 1 倍，较之前大幅度收窄，或许已能满足限制过度杠杆的监管目的。

此外，关于禁止某些通道业务的规则也值得商榷。通道化作为一种业务模式是市场竞争的结果，本身是价值中立。监管层不喜通道化，只是因为无助于资管行业管理人业务能力的提升。但是，当前我国资管行业部分业务的通道化有其客观存在的现实必然性，同时它们也在一定程度上倒逼监管层加快修补某些制度漏洞。从这个角度看，监管层不宜绝对禁止通道化，而是可以通过风险资本管理等监管措施来限缩其规模和发展速度；也可以通过信息披露，要求计划管理人告知投资者潜在的交易成本与风险，通过市场竞争来逐渐降低通道化业务占比。

总而言之，资管计划作为特殊目的载体，本身属于价值中立的工具。对此，相关立法及决策部门应注意区分民商法基础与金融监管两个不同层次的应对措施。在民商法层面，宜允许市场主体在其合同内部自由设计不同的法律关系，以满足其商业交易的需求。其设计出的模式可能是通道，也可能不是通道；可能结构化，也可能平层化；可能套嵌，也可能不套嵌。但无论哪一种具体安排，都要求从事投资管理的金融机构承担起对投资者的“信义义务”，并尽可能通过行业标准或司法案例建立起信义义务的具体操作指南。

在金融监管层面，监管部门可以针对资管合同的不同安排可能引发的风险，施加恰当的监管手段（如登记、披露，或者风险资本约束等），以便实现特定的监管目的，同时尽量避免直接干预市场主体在合同层面的设计。此外，考虑到我国目前金融发展阶段的特点，过度杠杆化可能给单一资管产品、个别法人甚至整个市场带来的风险，法律上宜限制最大杠杆率水平。同时，为避免监管套利，应尽可能统一不同部门监管的资管产品的杠杆率限制，直至最终形成我国统一的大资管监管体制。

[责任编辑：高丝敏]

---

[45] 参见孙海波、徐皎：《重磅！全文解读私募资管备案细则征求意见稿：禁止劣后级本金先行承担亏损、禁止劣后级单方面提供增强资金》，金融监管研究院微信公众号，2016 年 8 月 18 日。