

MBO的信托解决方式及其法律问题 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/484/2021_2022_MBO_E7_9A_84_E4_BF_A1_E6_c122_484204.htm 编者按：MBO

（Management Buy-out）即“管理层收购”，指目标公司的管理者或经理层购买本公司的股份，从而改变本公司所有权结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。现阶段，在以《公司法》和《证券法》为主干所设定的实际操作中公司股份收购的制度框架下，MBO是实现产权结构变动、完善资源配置颇为有效的方式。但也存在一些法律障碍，作为现代市场经济重要的金融工具之一，信托引入MBO领域具有举足轻重的意义。由于MBO信托当事人的法律地位和权利义务有别于传统的MBO方式，它可以克服传统的MBO方式所不能克服的法律障碍，有鉴于此，本文作者对MBO信托做了一系统的探讨，对相关的制度完善提出了若干建议。传统的MBO收购中存在的法律障碍 我国现有的MBO 案例都是利用主要管理者作为自然人出资设立有限责任公司，然后受让原公司股东的股权，进而成为公司的控股股东。这一运作模式在我国现有的法律制度下有着致命的缺陷，面临着诸多的法律障碍，具体如下：

（一）收购主体方面法律障碍：我国目前最流行的MBO方式是由上市公司的管理层或内部员工成立具有收购平台性质的新公司，协议收购原上市公司大股东的非流通股，以达到通过对新设公司的直接控股来实现对目标公司的间接控股的目的。而我国公司法第12条第2款规定，除国务院规定的投资公司和控股公司外，公司累计的投资额不得超过公司净资产

的50%。而在我国已发生的MBO案例中，为实施MBO而成立的壳公司由于收购目标公司的股权，所形成的对外投资大多超过自身净资产的50%。壳公司还将面临股权收益被双重征税的问题，如果股权变现，则壳公司应缴纳企业所得税，而分配给个人股东时，个人还得缴纳个人所得税，最高可以达到45%。

（二）收购融资方面法律障碍：在MBO运作中，收购标的的价值一般都远远超过收购主体的支付能力，管理层所提供的资金数量是相当有限的，通常超过80%的收购资金需要向外融资取得，因此，成功解决融资渠道则成为了MBO是否可以顺利实现的关键。在我国，现有的金融法律环境严重制约了银行资金的投资活动。《商业银行法》第43条、《贷款通则》第71条第2款和第3款以及《证券法》第133条都规定不得用银行资金从事股本权益性投资，商业银行向上市公司管理层提供资金用于MBO运作尚存在法律上的障碍。此外，根据《公司法》第60条第3款、《关于实施〈担保法〉若干问题的解释》第4条以及《上市公司收购管理办法》第7条的规定，管理层用上市公司的资产或股权为MBO收购主体提供担保的行为也是被法律禁止的。

（三）收购价确定：规范意义上的管理层收购是一种市场行为，收购价格由双方谈判确定。但在中国，一方面是股票市场不能正确反映企业价值；另一方面国有公司所有者缺位形成的内部人控制很难保证转让价格的公正、合理性。实践过程中，实际上的转让价格通常是由少数领导或者内部高层与地方领导单边谈判的结果。这种情况下难以形成竞争性的公开转让机制和价格实现机制，导致国有资产转让价格过低，不利于国有资产的有力保护。

MBO信托收购的优势 在MBO领域中，作为金融四大支柱

之一的信托，随着最近一次的信托公司整顿及《信托法》、《信托投资公司管理办法》以及《信托投资公司资金信托管理暂行办法》的颁布，将具有银行、证券、保险所不能比拟的巨大优势。管理层收购信托（MBO信托）是指信托公司为拟实施管理层收购的企业提供的集融资安排、股权持有、企业重整和套现退出于一身的信托计划。与传统的管理层收购相比较，MBO信托满足了收购主体合法性和隐秘性的要求，实现了收购资金合法性的目的，更由于信托公司作为专业中介有利于维护参与各方的合法利益，所以在管理层收购中被广泛关注和利用。具体来说，MBO信托的优势体现在以下几方面：

（一）主体方面的优势：信托公司介入管理层收购可以解决收购主体的法律障碍。通过信托公司接受管理层与联合收购者的委托，或者自身作为联合收购者中的成员，出面进行目标公司股权或资产收购，成为股权或资产的名义持有人，信托财产的受益人则是管理层和联合收购者。由于信托公司的资产巨大，这样就可以有效地突破了我国《公司法》关于公司累计投资额不得超过公司净资产的50%的规定，同时作为受益人的管理层只需缴纳个人所得税，而不需要双重纳税。

（二）融资方面的优势：信托公司通过发行资金信托计划，为收购方提供资金来源。信托根据信托法和资金信托管理办法的规定以私募形式发行不超过200份一期的资金信托计划，为管理层收购提供必要的融资渠道。

（三）信托财产独立性优势：信托法确立了信托财产的独立性，提供了一种破产隔离的有效机制，信托财产独立于委托人、受托人和受益人，为MBO过程中的各方资金安全提供了坚实的保障，也有利于维持公共证券市场的交易安全。并且由于信托投资公

司在理财方面具有专业技能，通过他们进行管理和投资可以有效防范和降低风险。（四）保密优势：在我国现有法律制度下，对上市公司的MBO信息披露制度做了规定，而公众和媒体充分关注下，对真实收购方的曝光可能会受到非交易各方的影响，或者目标公司的参股股东希望隐蔽持股，或者投资人希望规避各种管制约束等，均可以委托信托公司操作。同时，可以根据《信托法》第33条规定的受托人义务满足委托人隐蔽要求，对委托人、受益人及处理信托事物的情况和资料保密。（五）股权交易灵活：MBO资金提供者为保持资金的高度流动性，只愿意将MBO的融资作为收购的杠杆来使用。显然，管理层收购的巨额资金仅靠管理层的分红和奖金很难还清本息，更可行的方式是公司股权价值的升值。传统的MBO完成后，管理层转让股权受制于《证券法》第70条和147条的规定，上市公司高管层作为“证券交易内幕信息知情人员”，“不得买卖所持有的该公司证券”，“经理人员在任职期间不得转让其持有的股份”等，还款难以通过股权转让实现。在退出方式上，信托公司可以掌握更大的主动权。在以信托公司名义持有下，则可以在法律上规避这一问题，直接以信托公司的名义进行转让从而达到退出的目的。如果投资者资金充裕，亦可选择长期保留信托资金，利用信托投资公司的专业技能对目标公司进行管理，寻求远期的回报。MBO信托的制度设计 所谓信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意思以自己的名义，为收益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。信托业务的受托人是经有关部门批准专门从事信托业务的机构法人，它与委托最大的不同便是信托是以

自己的名义办理受托业务，信托法律关系围绕委托人、受托人、受益人三方的权利义务展开，以此形成对信托财产的管理、运用和处分。信托法律关系赋有所有权与利益相分离、信托财产独立性、有限责任、信托管理连续性等有别于其他法律关系的显著特征。信托虽然是一种民事关系，但通过信托设计可以有效地规范市场经济行为，同时又有益于社会的财产管理制度，保障受益人的合法利益。正因为如此，信托可以解决MBO中的主体资格、主体变更和集中管理等问题。在我国，由于MBO信托还处于摸索阶段，在具体操作过程中，可尝试以下的模式：（1）公司管理层与信托公司制订一个MBO的信托计划，信托公司应是国家批准的可以经营资金信托、财产信托业务的合法金融机构。（2）由信托公司和管理层利用信托计划向商业银行或其他投资者进行贷款融资，原来操作方式中的战略伙伴可以完全转为借贷关系，并通过信托公司的中介作用利用股权做贷款保证。（3）公司管理层与信托公司（有时还包括相关利益人如战略投资者）共同签订正式的信托合同，根据《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，对于资金信托，每笔信托资金不能低于5万元人民币，信托期限不能少于一年，集合资金信托不能超过200份。（4）信托公司利用融到的资金以自己的名义购买目标公司的股权，进而管理层收购基本完成。（5）管理层持有的股份可以根据信托合同所约定的权限由信托公司持有、管理、运用和处分；管理层按照信托计划将股权作为偿还本息的质押物，并通过信托公司将持股分红所得现金逐年偿还贷款。（6）管理层将股权转让变现或贷款归还完毕信托目的实现后，信托公司将现金或股权归还给信

托合同指定的受益人。MBO信托收购存在的主要法律问题MBO收购的行为从性质上说是关联交易。关联交易是指上市公司或其附属公司与在本公司直接或间接占有权益、存在利害关系的关联人士间所进行的交易。所以，MBO运作中应对收购价格的定价依据、收购资金的来源等重要信息予以披露。以俄罗斯为代表的东欧国家的MBO实践证明，一旦缺乏信息披露的透明度和足够的外部监管体系，MBO往往会引发危险，并导致暗箱操作、向政府寻租等行为的发生。而英美等国家的MBO实践则从另一面证明，要保障管理层收购的健康运作，最主要的一个因素就是保证交易的透明度和竞争性。在我国，已经有相关的法律法规对MBO信息披露制度做了规制，例如《证券法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》、《上市公司收购报告书（2002—11—30，公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号）》第31条、38条和《被收购公司董事会报告书（2002—11—30，公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第18号）》第29条都做了较为详细的规定。然而，在我国现有的法律制度下，信托公司出面收购，可以满足委托人的保密要求。在公众和媒体充分关注下，对真实收购方的曝光可能会受到非交易各方的影响，或者目标公司的参股股东希望隐蔽持股，或者投资人希望规避各种管制约束等，均可以委托信托公司操作，甚至可以委托信托公司进行恶意收购。同时，可以根据《信托法》第33条规定的受托人义务满足委托人隐蔽要求，对委托人、受益人及处理信托事物的情况和资料保密。于是，《信托法》中信托业保密条款与《证券法》中证券业公开性原则产生了尖锐的冲突。MBO信托是否适用证券法上的公开性原

则？如果适用，信息披露人、信息披露内容以及披露程度应如何明确？如何衔接《信托法》与《证券法》的不同规定，保持信托业和证券业的良性发展？这些问题都值得我们认真探讨。公平是市场经济的第一理念，证券市场上，MBO的实施带来激烈的利益冲突，如果允许目标公司管理层保留那些影响交易价格的信息，则MBO交易的风险就从管理层转移到目标公司的中小股东头上，这样收益和风险承担的主体发生了分离，显然有悖于市场经济的公平原则，也不利于保护市场交易的安全。在MBO发展的最初，美国证券交易委员会并不鼓励目标公司管理层披露财产评估、投资计划和其他软信息，因为它担心这些信息可能会对股东们产生误导。但近年来美国证券交易委员会又倾向于认为这些信息应当予以披露。究其原因，盖市场主体均为理性的经济人，能够对形形色色的信息进行甄别和选择，让市场主体进行意思自治远比由政府决定哪些信息是紧密相关的效率高的多。综上所述，笔者认为可以这样设计MBO信托的信息公开制度：1. 委托人即目标公司的管理层，作为关联交易的幕后受益人，无论在信托协议中是否要求受托人进行保密，都需要像其他MBO方式的收购方一样，披露所有与收购相关的信息，包括但不限于收购价格、影响交易价格的各种因素、收购主体与目标公司的关系、收购计划、收购获益的处置方式、收购完成后的股权经营等等。在MBO信托中，管理层的地位与其他MBO方式的管理层地位没有本质的区别，都是目标公司的受信托人，负有披露利益冲突的义务。2. 受托人即信托投资公司，作为形式上的收购人，与通常买家的身份无异，仅需要提供《公司法》、《证券法》所规定的公司股份收购者必须提供

的必要信息即可，通常指的是信托投资公司的自身资产和资信状况。信托投资公司基于受委托所知悉的关联交易信息，可获得法定的豁免，不予以披露。虽然这种制度设计并不影响公众尤其是目标公司中小股东了解MBO的信息，但披露的主体由信托投资公司转向委托人（管理层），巧妙地规避了与《信托法》第33条信托事务保密义务规定的冲突，保障了信托业发展的独立性。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com