

潜规则作祟 人脉网隐现

并购重组内幕交易大起底

□本报记者 张莉

■ 记者观察

斩断“幕后黑手”

□本报记者 张莉

内幕交易丑闻的频发,不仅让投资者对资本市场望而生畏,也让市场并购功能受到抑制,而最终肥了“内幕交易者”,可谓市场的毒瘤。监管层近年来加紧了对并购重组内幕交易的防控,强化股价异动的监管,并加快对内幕交易案件的处理。不过,内幕交易手法翻新程度远远超过人们的想象。

由于内幕信息的扩散途径日益多元化,知情者关系网盘根错节,加上一批资本掮客的介入,一些原本无关上市公司资产重组活动的角色游走其中,使内幕交易衍生出越来越多的形式,从而增加了监管的难度。若要从根本上斩断并购重组热潮中的内幕交易黑手,还需从多方面入手。

首先,需要扩大内幕交易的界定范围,完善并购重组中内幕交易的法制设计。目前法律规定的内幕交易主体界定过于狭窄,而在现实频发的内幕交易案件中,参与上市并购方案的各个利益方甚至只做二级市场的“操盘手”都可能是内幕信息的知情者。清晰界定知情者的范围,才能适应目前更为多元和复杂的内幕交易主体体系。这也意味着需要多个部门同时监管的协调机制。监管部门能否平衡各方利益,做到“铁面无私”,也是建立综合防控机制的关键。

其次,提高并购重组审核的效率 and 透明度,抑制炒作上市公司壳资源,构建内幕交易的事前预防机制。内幕交易频发的首要条件在于许多知情者利用自己所在位置的信息优势而进行买卖证券,但倘若并购重组整体推进过程更加市场化,减少内幕交易行为的运作空间,压缩内幕信息流动的空间,股价异动表现也会相应减少。在审核环节,发挥优胜劣汰的市场机制,对于明显利用“壳资源”进行炒作的重组概念亮红灯,使缺乏竞争力的公司退出市场,让壳资源充分“贬值”,在一定程度上也会减少内幕交易的发生。

第三,完善上市公司并购重组的信息披露制度,强化在并购重组环节的信息透明度。在不少内幕交易案件中,一些知情者并非通过外泄内幕信息,而是没有及时做信息披露,形成信息优势来进行内幕交易,这也造成了内幕交易屡禁不止的现象。只有规范上市公司的信息披露,让市场各方及时了解并购重组进程,使市场价格能够反映资本运作导致的盈利变化,才会让并购重组活动有序健康开展。否则,上市公司资产重组无疑会沦为“幕后黑手”们非法获利的工具。

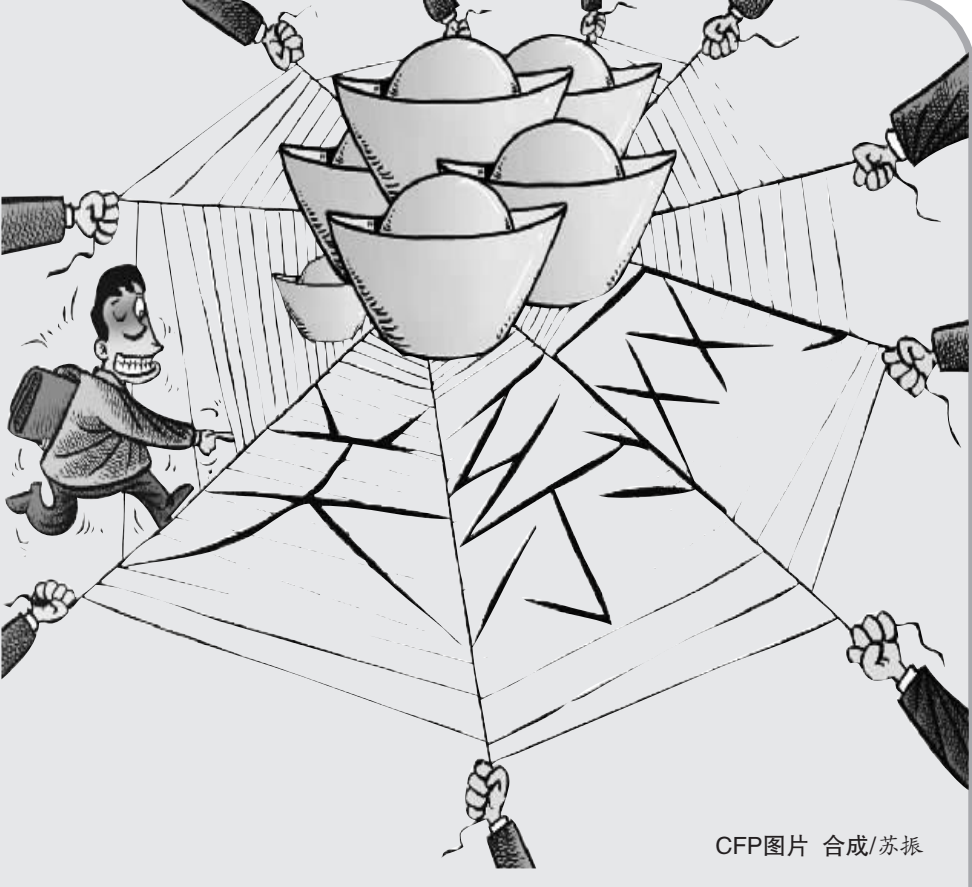
第四,强化追查及惩处力度,真正做到对内幕交易的“零容忍”。目前监管层面对内幕交易行为当事人采取了市场禁入、罚款等行政处罚措施,情节严重也考虑刑事责任处罚,但相比国外成熟的证券市场,国内对内幕交易的惩处力度仍有待加强。只有加强惩处力度,才能对潜在违法者构成威慑力,让他们自然而然地望而却步。据了解,现在监管层对内幕交易的查处已经在逐步引入“辩方举证”制度,即在发生市场异常可能为内幕交易行为时,要求当事人自己证明清白,这样既可以提高办案效率,也能更为有效预防内幕交易行为发生。

铲除内幕交易不仅需要监管智慧,同样需要立法等相关制度的顶层设计、上市公司的规范运作、内幕知情者的自觉遵守以及各方投资者的共同参与。如果上市公司的资产重组更加“阳光化”,内幕信息流动的空间更加狭窄,市场炒作的氛围得到转变,在资本市场中穿行的“幕后黑手”才会真正消失匿迹。

市场迎来资产并购重组井喷时代,与此同时,并购重组已经成为滋生内幕交易的温床。据中国证券报记者梳理,今年证监会发布的行政处罚书共27件,其中9件涉及当事人在上市公司内幕重组交易阶段出现违规行为。

伴随并购交易的频繁出现,不少投机性重组、关联交易以及信披违规等内幕现象频发,一条集结多方参与者、以市值操纵与资金套现目标的产业链悄然形成。一方面,从并购合谋到做高增发价、从信息外泄到资金操纵,并购重组的内幕交易手法日益新颖与隐蔽;另一方面,由于内幕交易涉及的审批程序复杂,牵涉的信息知情者网络也盘根错节,包括公司高管、投行人士、会计师、律师、资本掮客等多方角色都成为了内幕交易信息流通市场的重要环节。

10月8日,上市公司并购重组分道制审核正式启动,监管部门在这一时点前后多次召集上市公司举办培训会,以防控内幕交易风险。而伴随并购重组分道审核的开启,内幕交易也将可能裹挟新的外衣再次卷土重来。



CFP图片 合成/苏振

资本“掮客”游走灰色地带

财务顾问,只是做斡旋在各个参与方的中间人,通过资本运作或二级市场炒作等方式形成可以顺利施行的方案,在这个过程中,需要上市公司、资金方、操盘手等多方面的配合。”

以ST股重组为例,由于每年都有一批企业为了保住上市的壳资源而谋求重组,此时拥有内幕信息的“中间人”便可以借用资金或资产,打包重组上市公司,赚得高额回报。比如深圳一家私募基金公司为获得某ST企业干净壳资源的重组权,说服了东莞和深圳两家非上市公司将旗下股权及部分现金以捐赠方式给予上市公司,而上市公司通过股改对价安排形成新的经营性资产,上

述两家公司则通过转增股本而获得其控制权完成借壳上市的目标。重组完成后,上市公司股价上涨,当初私募基金作为纯资本运作平台则获得高于成本3倍

除了一级市场的操作之外,中间人在二级市场的活跃也造就了一些并购重组方案的提前出炉。现在流行定增并购,为了不稀释股价,可以先做高股价,这些都会先跟资金方谈判,或者同时释放一些消息和业绩利好,让资金方形成购买的理由。等股价做高之后再做并购,股价就不会被大幅稀释。”据前述私募基金人士分析,为了不让上市公司在并购交易中受损,往往会采取二级

市场炒作的方式,操盘手可以和其他渠道的各个私募基金配合,将定增加价“做到”符合并购方案的预期目标,同时要防止在停牌前夕涨幅过度而引起监管层注意。在不少私募基金看来,通过做高增发价而形成的并购交易,实际上是需要非常精准和高超的操盘技巧的。

一位熟悉企业并购的投行人士指出,尽管目前并购市场火爆,但大部分并购的目的都是为了操纵市值。不少并购公司的控制人或大股东,在过了禁售期之后,都有大幅减持套现行为。近期影视传媒行业的几次大并购案中就不乏重组后大股东套现的例子,市场争议也颇多。”

知情者“关系网”错综复杂

属郭某也通过同学聚会而知悉内幕信息,上述人员均在2012年2月重组正式公告之前利用其他账户买卖该重组股股票并获得高额收益。从披露的案件细节来看,围绕重组资产标的高管形成的复杂关系网,在整个重组过程中若隐若现,最终因股价异动而被监管层察觉。

在另一起披露的内幕交易案件中,会计师等中介角色也成为消息泄密的知情者之一。有案情显示,在某上市公司担任总会计师的包某,因参与上市公司与相关企业商讨有关矿产资产评估可行性方案的会议,进而知悉该上市公司考虑进行资产重组的内幕消息。凭借对业务的熟悉程度,包某认定其资产评估设计内容对股票而言是重大利好,进而向证券投资人员冯某与吴某泄露内幕信息,尽管包某自己并未进行任何股票操作,但由于后者提前知悉内幕而进行股票

交易,上述人员也均被监管层认定发生内幕交易。

除此之外,涉及并购重组交易的外延人脉圈也在不断扩张,造成内幕信息通过其他渠道向外流出。据某银行负责对公业务的职员透露,一些上市公司并购项目很多银行人员都可以间接知悉,包括并购方、并购事件等细节。比如并购标的企业如果曾在银行取得大额贷款资金,在业务员催款时,就会了解到企业将被并购的事实,企业内部人员也会暗示银行向收购方要债,而收购方往往是上市公司。”而另一种方式则可能是,上市公司作为并购方,需要支付相应并购资金,这其中也会进入银行渠道,从事并购资产业务往来的银行职员也将会提前知悉内幕信息。

熟悉并购市场的知情人士分析指出,目前并购重组交易的内幕信息散布非常迅速:首先是

位于内幕消息顶端的交易双方成为第一批知情者;随后在上市公司资产并购重组项目上报环节中,相关地方政府部门、国资委、行业主管部门等人员成为第二批知情者;而在项目审批完成之后方案形成阶段,包括证券公司、律师事务所、会计师事务所、银行等机构也会陆续进入,成为第三批知情者;在最后公告之前,某些上市公司核心人员还会找到“中间人”进行炒作,进而形成第四批知情者。层层叠加,相互渗透,每一个环节都会接近并购重组内幕信息源,有些甚至未被纳入监管之列,这也会让这张知情者“网络”演变得越来越复杂。

从监管的环节来看,目前监管部门重点监管的对象是中介机构。据消息人士透露,参与重大资产重组项目的中介机构人士,重组实施前数个月的通话,都会被调查。深交所总经理宋丽萍今年早些时候也曾提及,现行《证券法》等多部法律及其配套规章还存在一些不适应并购重组发展需要,甚至阻碍并购重组的规定,须尽快进行全面梳理完善。

据了解,为弥补上述法制漏洞,近几年包括交易所、券商机构、学术机构在内的研究人员已经开始共同组织课题研究,就上市公司并购重组法律制度的完善进行一系列的课题研究,为解决并购重组相关法律滞后问题提供建议。

反内幕交易 美国经验:

重罪处罚 全民“目击”

□本报记者 张莉

对于各国证券市场而言,调查、认定和处理内幕交易已经成为普遍的“世界性难题”。面临层出不穷的内幕交易手法和新犯罪方式,各国监管部门也采取了多元化的措施对内幕交易实行严格的防控,其中以制裁手段严厉、执法灵活务实著称的美国经验,被业内视为反内幕交易制度建构的典范。

针对证券市场的内幕交易,美国经历了相关法规的反复论证与修改,将内幕交易列为重罪进行处罚,并不断强化对证券欺诈的惩治,实施奖励举报人的措施,对内幕信息交易时点做技术性规定等。这些有效的措施很值得借鉴。

严厉惩戒内幕交易

美国对证券内幕交易处罚之高、措施之严、执法之执著,在业内可谓有目共睹。1984年,美国通过《内幕交易处罚法》,对那些根据内幕信息买卖股票而获利或减少损失者处以3倍的民事罚款。1988年,美国签署《内幕交易及证券欺诈制裁法》,引入行政处罚款制度,即无需考虑利润所得而一律对内幕交易者处以罚款处罚,自然人的可处罚金额被提高至10万至100万美元,法人则可被处以高达250万美元的行政处罚款。

2002年,美国通过《萨班尼斯-奥克斯雷法案》,对内幕交易者处以最高25年监禁或罚款。金融危机后,美国通过多德弗兰克法,授权证监会强化对证券欺诈的惩治。从对内幕交易的轻罪认定到重罪处罚,重典处罚内幕交易也成为美国打击内幕交易的重要手段,让内幕交易成本大幅提高,进而有效遏制内幕交易的发生。

除了重罪处罚之外,美国的“辩方举证”制度也有帮助内幕交易案件调查的顺利开展。根据美国法律规定,针对要约收购中的内幕交易,一旦控方证实内幕信息知情人员有从事内幕交易的事实,被控方需要提供有力证据证明自己的清白。辩方若不能列举足够的证据来证明自己的清白,就将承担应有的法律责任。这种举证责任倒置的规定在一定程度上也成为防范内幕的有效方式。

而针对当前日益复杂化的知情人网络,美国也开始扩大调查范围,让一些参与内幕

交易的资本掮客也成为被监管对象。例如2012年美国FBI对高盛华人分析师涉嫌向对冲基金泄露内幕信息进行调查,这也是美国政府向内幕交易的掮客集团出击的重大案件。同年,美国法院判决某贷款抵押经纪人在2006年至2011年通过上市公司收购的内幕消息牟利,获刑30个月。上述案例意味着在美国证券市场上为市场内幕信息交易牵线搭桥的中间人也难逃监管层的追查。

鼓励全民介入监督

除了事后惩处法规的严酷性之外,美国对于内幕交易的预防与跟踪也建立了相对完备的事前预防措施,并鼓励“全民监督”,创造共同监督的市场化舆论氛围。美国执法部门充分意识到打击内幕交易不能仅仅依靠政府部门的单独力量,需要通过强有力的揭黑激励措施来形成一张全面的监督网。

比如美国法律规定SEC可以将内幕交易民事罚款的10%奖励给举报者。奖金的激励使很多相关利益者关注内幕交易,如银行家、券商、律师会计师等都可以通过专业研究来判断是否存在违规交易嫌疑从而积极举报,知道内幕交易者内情的人员也可能受到奖金的巨大激励而主动揭发违规行为。毫无疑问,这种有激励措施保障的“全民介入”模式可以为证券市场形成一张完善的监督网络,让潜伏的内幕交易者无所遁形。

除此之外,美国对内幕交易行为的技术性规定也十分翔实,进而堵住任何有可能滋生内幕信息流通的可能。比如在美国证券市场的判例历史中,曾有上市公司高管在内幕信息正式公布在道琼斯行情公告之前发出买入指令,尽管股票在信息发布后才正式成交,但美国法院仍将其行为视为内幕交易,类似内幕交易时点的严格规定,也使得违法者难以钻法律的漏洞。

相比成熟证券市场的法律制度设计,国内监管制度对内幕交易的防控仍有较多完善补充的空间。更为重要的是,中国能否沿袭成熟模式的执法精神,让业已形成的法规能够真正规范证券市场参与者行为,提高监管实效,让每一笔交易“阳光化”,是监管部门亟待审视的命题。

两律师拟代理投资者索赔

上海物贸或面临民事诉讼

□本报记者 朱茵

因涉嫌违规信息披露,上海物贸收到上海证监局《行政处罚措施决定书》。目前已经有两位律师联合征集诉讼委托,上海物贸有可能背负民事诉讼。

10月12日,上海物贸公告称,于10月11日收到上海证监局《行政处罚措施决定书》、证监会《立案通知书》,因涉嫌信息披露违法违规,证监会决定对公司进行立案调查。

为维护广大因虚假陈述受损投资者的合法权益,上海新闻闻达律师事务所一欣律师、浙江裕丰律师事务所卢健律师向曾经购买过上海物贸A股、物贸B股股票并遭受虚假陈述损害的投资

海物贸虚假陈述实施日为2012年4月26日(即2012年报一季报发布之日);虚假陈述揭露日为2013年10月12日(即证监会立案公告之日)。故符合索赔条件的投资者暂定为:2012年4月26日至2013年10月12日间曾买卖过,并在2013年10月12日后卖出或继续持有上海物贸A股或物贸B股股票,且存在亏损或推定亏损者。

卢健律师提醒,投资者应提供身份证复印件、上海证券交易所股东卡复印件、加盖证券公司营业部印章的股票交易对账单原件(从第一次买入上海物贸A股或物贸B股打印到现在)、联系电话(手机)及地址(邮编)。免费审核后,律师将对符合索赔条件、决定委托诉讼的投资者进行登记,一旦证监会作出行政处罚决定,律师将在第一时间代理投资者起诉。

宋一欣律师表示,根据司法解释规定,初步确定上