

## 和董事责任保险的亲密接触

宋一欣

对于证券维权律师来说,2015年确实是忙碌与收获的一年。

今年,我参与不少证券民事赔偿案件的代理工作,如佛山照明案、光大证券内幕交易案等;股灾后,接受了不少有关强平案、配资案的法律咨询;面对资本市场的种种乱象,如昆明泛亚案,我也接到过不少咨询电话。不过,若论今年让我感触最深之事,莫过于对董事责任保险一书的写作了。

### 亲密接触 始于证券时报

最早与董事责任保险话题的亲密接触始于2012年年初。当时,证券时报、证券时报网举办的《投资者法律保护论坛》视频节目中,有个主题是上市公司董监事高管责任保险制度与投资者权益维护。参加者有华东政法大学经济法学院孙宏涛老师、中国人民财产保险股份有限公司上海分公司法律部的彭乾芳先生。在一个半小时的节目里,我和上述两人探讨了董监事高管责任保险制度在中国应用的前景。

实际上,2001年8月16日,中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》;2002年1月7日,国家经贸委、中国证监会联合颁布《上市公司治理准则》中规定,上市公司可以为董事购买责任保险。2002年1月24日,中国平安保险股份有限公司与美国丘博保险集团合作推出国内第一个“公司董事及高级职员责任保险”。在平安保险的董事责任险发布会上,万科企业股份有限公司与平安保险签订首份保单,万科创始人王石成为“董事及高级职员责任保险”的首位被保险人,双方签订的保单累计赔偿限额500万元。2005年4月,美亚保险深圳分公司推出针对上市公司的《招股说明书责任保险》。2006年10月17日,美亚保险公司上海分公司宣布在中国市场推出“中国董监事和高级管理人员责任保险”。

另外,2006年6月15日,国务院发布《关于保险业改革发展的若干意见》(简称“国十条”)中;2014年8月10日,国务院发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》中,均提及发展董事责任保险。

### 集团诉讼与董事责任保险 互为两翼

2014年初,我们与美亚保险公司合作,以上海市法学会金融法研究会名义举办“国九条下的投资者保护和上市责任风险”研讨会。在会上,与会者深入探讨了董事责任保险制度。

通过研讨发现,进入21世纪以来,集团诉讼制度成为世界各国法制建设仿效的潮流,不仅被英美法系及判例法国家采用,而且被大陆法系及成文法国家仿效,这一制度使得美国资本市场反欺诈行为等方面获效颇丰。在集团诉讼制度背后,有董事责任保险支撑;反之,集团诉讼在前台促进董事责任保险,两者合力改善公司治理,用民间、民事的方式打击违法违规行为。由此可见,投资者权益维护最重要的两翼是集团诉讼制度与董事责任保险制度,两者不可缺一。

去年,我和孙宏涛老师中标中国人民财产保险股份有限公司的灾害研究基金项目——《董监事高管人员责任及公司补偿风险研究》。去年年底,中国人民财产保险股份有限公司还专门举办“证券市场责任保险制度座谈会”,中国证监会、中国保监会、中保财险的领导与会。我在会上作了《中国资本市场投资者需要责任保险》的发言。今年年初,我向人保财险、中国证监会、中国保监会提交《关于在中国推广投资者保障责任保险的看法》的报告。

### 已有相关理赔案例

在此期间,我去了上海证券交易所、深圳证券期货业纠纷调解中心等处调研,发现国内中国董事责任保险已有相关理赔案例。

其一,广汽长丰虚假陈述民事赔偿

案。2009年1月7日,公司公告称,财政部驻湖南省财政监察专员办事处于2008年5月28日至8月22日,对公司2007年度会计信息质量进行了检查,对有关子、分公司进行了例行的检查并延伸检查了以前相关年度及有关单位。其后,向公司送达了《行政处罚决定书》。财政部驻湖南省财政监察专员办事处《行政处罚决定书》认定,公司在会计基础工作方面、会计核算方面和执行国家财税政策方面存在违法行为,并根据有关法律法规,对公司进行了行政处罚并要求公司补交各种税款。

根据《中华人民共和国证券法》与最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》的规定,因虚假陈述受到中国证监会、财政部等行政处罚且权益受损的投资者都可以向有管辖权的法院提起民事赔偿诉讼。

2011年11月中旬,广汽长丰汽车股份有限公司公告,原告李某等17人以证券虚假陈述赔偿纠纷为案由,要求公司赔偿其投资差额损失、投资差额部分的佣金和印花税损失及利息损失,并承担本案的全部诉讼费用。经长沙市中级人民法院主持调解,两人撤诉,广汽长丰公司与李某等15名原告达成协议;公司向15名原告给予一次性补偿,承担本案的诉讼费用。该案中广汽长丰公司合计支付近98万元。

2011年,在广汽长丰民事赔偿诉讼案中,美亚保险迈出了中国董事责任保险个案理赔的第一步,向广汽长丰公司理赔80万元。

其二,海润光伏股票除权参考价误差补案。2014年6月12日,由于技术性失误,除权后开盘价应为7.95元的海润光伏,其除权开盘价显示为7.16元。随后上海证券交易所发现问题,对公司股票临时停牌。当日,海润光伏发布《关于6月12日除权事宜自查情况的公告》。6月15日,上海证券交易所与海润光伏公布《关于就海润光伏股票除权参考价误差事宜补偿相关投资者的预案》,表示将对12日上午卖出海润光伏股票并实际成交的投资者,按正确的除权参考价7.95元与投资者实际卖出成交价格的差额计算金额给予补偿。

6月底,海润光伏发布《海润光伏科技股份有限公司提示性公告》,称经双方协商一致,本次补偿金由上海证券交易所和海润光伏各自承担50%。鉴于公司已投《董监事及高级管理人员责任保险》,目前公司正与保险公司积极协商中,将尽快落实保险理赔资金。

6月25日,补偿金通过中国结算上海分公司向会员和基金公司支付。中国结算上海分公司支付完成后,由券商依据支付明细,向投资者发放补偿金,并及时向其告知。6月27日,500多名投资者涉及的补偿金全部发放到账。单户获得补偿金最多的为50.85万元,最少的为0.75元。

总体上,在内地市场,虽然董事责任保险产品的销售已经取得一定成绩,但是投保率还是比较低的。与海外相比,仍存在很大的差距。在海外,97%的美国公司、约86%的加拿大公司和90%的欧洲公司都购买了董事责任保险。全球范围内,世界五百强企业逾95%投保了董事责任保险。同样,很多亚洲国家和地区的企业投保董事责任险也非常普及。新加坡市场,投保率超过88%;香港市场,投保率在80%-90%左右;台湾市场,投保率在60%左右。内地董事责任险的投保率在7%至8%左右,主要涉及B股与H股。以A+H方式在内地香港两地上市的公司投保率大约为90%。

近年来,境内A股市场上上市公司的风险意识正在迅速提高。A股企业为其本身、董事、独立董事、高管、董秘的投保情况也有明显进步。尽管如此,目前沪深主板市场已有2600多家上市公司及在股交中心上市的3000家新三板公司,粗略估计有不少于20万人的适保对象,但是国内董责任险投保人数却很少。由此可见,在我国,董事责任保险的发展任重而道远。

于是,在课题《董监事高管人员责任及公司补偿风险研究》的基础上,在法律出版社的支持下,我与孙宏涛老师成书《董事责任保险与投资者权益保护》。

值得一提的是,在书稿形成过程中,正逢《证券法》第二次大修。斟酌再三,我决定放弃引用现行2005年版《证券法》的条款,改为引用社会上广为流传的2015年版本、人大一读通过的《证券法(修订草案)》的条款,以使本书的讨论基点更高些、立意更新些。

(作者系上海天铭律师事务所合伙人)

(本系列完)

“

投资者权益保护最重要的两翼是集团诉讼制度与董事责任保险制度,两者不可缺一。

”



周靖宇/制图

## 收购题材难以成为市场主流热点

桂浩明

时下,保险公司举牌上市公司已经成为一种时髦,特别是前海人寿及关联方通过不断举牌当上了万科的第一大股东,对原股东的控制权发起了挑战之后,不但使得万科的股权之争成了市场舆论的焦点,而且也引爆了一个全新的题材——收购题材。

所谓收购题材,是指那些第一大股东持股不到30%,其控股权存在丢失风险,上市公司可能因此而易主的情况。换言之,也就是上市公司的控股权会被其它方收购。应该说,通过股权收购来改变上市公司的大股东,这本身就是资本市场的基础功能,由此引起的股权争夺战,也就是所谓的“敌意收购”现象,是资本市场所特有的一种形态。当然,由于打股权收购战成本极高,在通常情况下一般不会发生,即便出现了,最后大都是以和解结束。真的像当年包玉刚为控制

九龙仓而大打收购战的情形,还是很少见的。自沪深股市建立以来,也有过几次股权收购战,最早爆发的就是宝延事件。不过,如果单纯从股权收购的角度看,最后都不了了之,并没有取得严格意义上的成功。

导致这种现象出现的原因在于,一方面股权收购战一旦打开,主要看各自投入的资金规模,这个时候会有太多的外部股东进入其中,试图在收购与反收购的激烈较量中分得一杯羹,因此往往会导致股价非理性上涨,对参与收购战的各方来说带来极大的财务负担。另外,一旦被收购一方反收购失败,通常会出现高层管理人员的大规模流失,这不能不影响企业的经营与稳定。特别是相对于那些轻资产公司来说,如果收购战结束后拿到上市公司的壳,意义的确不大。当然,对于重资产公司而言,情况会有所不同,但在资产价格走低的背景下,以很高的溢价争夺资产是否明智,也值得探讨。相应的,股权收购战

中最明显的效果就是相关上市公司股价大涨,如果收购方与被收购方都能够从中获得足够的收益,那么多半这场收购战也就是无疾而终。纵观中外股市的历史,尽管股权收购发生过不少,但敌意收购鲜有成功的案例。跟风炒作收购题材的股票,除非很早就介入,否则风险往往大于收益。

回到中国资本市场上,虽然在10年前进行股权分置改革,但就股权结构而言,绝大多数公司还是高度集中的。第一大股东持股低于30%的上市公司数量很少,即便有些公司的第一大股东占比不高,但由于大股东身分特殊,有能力与其它非关联股东结成实际的一致行动人,所以外来股东要想成为真正的第一大股东,并且实际控制公司的控股权难度很大。更何况,对于保险公司这样的财务投资者,实际控制一家或几家制造业企业,似乎也不是很合乎逻辑的事情。所以,尽管现在在保险行业频频举牌上市公司,但这是否就意味着这些公司

一定会爆发股权收购战,还是很值得怀疑的。股权收购需要统筹安排、周密设计,并非罗列几个财务数据就可以轻易进行的。

当然,资本市场永远有浮躁的一面,当围绕万科的股权收购战如火如荼地打响后,人们自然会关注谁将成为万科第二、万科第三,相关股票因此大涨难以避免。只是,作为理性的投资者应该清醒地认识到,现在这个收购题材,本身并不具备蔓延性,也未必具有可持续性,因此必然是以短期投机炒作为基本特征,而不可能演绎为长期题材。投资者更应该通过收购题材的急剧升温,了解当前市场存在资产荒,知道有大量资金在寻找投资机会以及在此背景下股市价值需要重新评估。搞明白了这些,对于接下去的投资策略,也就会感到清晰了。

(作者为申万宏源证券首席分析师)