

[要论]

意见陈述何以不虚假不误导/张子学

融资过程中创始人不对称控制权问题分析

——以阿里巴巴合伙制为例/陈璐

股东会决议可否强制限缩表决权/王湘淳

[专论]

我国破产受理阻却制度的体系化构建/曹爱民

2017年第1辑 (总第26辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭

主办

人民法院出版社

破产债权人的权利架构及运行机制/李洪波 曹爱民

[重大公司事件]

聚焦万科—宝能之争宝能是否万科的第一大股东?/王安然

万科董事会决议效力的两个前提性问题之法律分析/吴炜钰

万科股权之争/陈国龙

[法官律师论坛]

以权利的作用为视角看股权转让中的优先购买权/项斌

再论股东除名制度中的表决权限制

——填补法律漏洞视角下的展开/陈克

[书评]

律师与资产阶级法统的过去和未来

——读《法律与资本主义的兴起》随想/高一览

11至19世纪现代商法的形成

——评《法律与资本主义的兴起》/于逸冰

本刊受中国政法大学青年科研创新团队项目出版资助

2017年第1辑 (总第26辑)

公司法评论

赵旭东 宋晓明 主编

中国政法大学民商经济法学院商法研究所
最高人民法院民事审判第二庭 主办

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司法评论. 2017 年. 第 1 辑: 总第 26 辑/赵旭东, 宋晓明主编.
—北京: 人民法院出版社, 2017. 6
ISBN 978 - 7 - 5109 - 1831 - 5

I. ①公… II. ①赵…②宋… III. ①公司法 - 研究 - 中国 IV.
①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 142113 号

公司法评论. 2017 年. 第 1 辑: 总第 26 辑
赵旭东 宋晓明 主编

责任编辑 张钧艳
出版发行 人民法院出版社
地 址 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)
电 话 (010) 67550572 (责任编辑) 67550558 (发行部查询)
65223677 (读者服务部)
客 服 QQ 2092078039
网 址 www.courtbook.com.cn
微 博 <http://weibo.com/courtpress>
E - mail courtpress@sohu.com
印 刷 汉印印刷有限责任公司
经 销 新华书店

开 本 787 × 1092 毫米 1/16
字 数 239 千字
印 张 10.5
版 次 2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5109 - 1831 - 5
定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究

编 辑 委 员 会

编委会主任 江 平

编委会成员 (以姓氏笔画为序)

王卫国 王利明 王保树

王家福 邓荣霖 石少侠

江 平 吴志攀 宋晓明

赵旭东

主 编 赵旭东 宋晓明

副 主 编 李建伟

编辑办公室 吴伟央 许 敏 夏 敏 张莉力

吴永刚 庄 昊 孟 晋 张钧艳

李安尼 朱鹏伟

目 录

[要 论]

- 1 意见陈述何以不虚假不误导
/张子学
- 10 融资过程中创始人不对称控制权问题分析
——以阿里巴巴合伙制为例
/陈 璐
- 26 股东会决议可否强制限缩表决权
/王湘淳

[专 论]

- 41 我国破产受理阻却制度的体系化构建
/曹爱民
- 53 破产债权人的权利架构及运行机制
/李洪波 曹爱民

[重大公司事件]

- 65 聚焦万科—宝能之争宝能是否万科的第一大股东?
/王安然

- 72 万科董事会决议效力的两个前提性问题
之法律分析

/ 吴炜钰

- 78 万科股权之争

/ 陈国龙

- 84 追本溯源

——也谈独董张利平的回避

/ 高一览

- 91 上市公司章程反收购条款之意思自治范
畴及其界限

/ 罗锦荣

[法官律师论坛]

- 98 以权利的作用为视角看股权转让中的优
先购买权

/ 项斌

- 103 再论股东除名制度中的表决权限制

——填补法律漏洞视角下的展开

/ 陈克

- 122 《企业信息公示暂行条例》背景下的有
限公司治理改革

——信息披露义务在闭锁公司法上的制
度构建

/ 张凌云

- 139 清算中公司法定代表人行为的效力认定

/ 何建

[书评]

- 146 律师与资产阶级法统的过去和未来
——读《法律与资本主义的兴起》随想
/高一览
- 155 11 至 19 世纪现代商法的形成
——评《法律与资本主义的兴起》
/于逸冰

[稿约]

[要论]

意见陈述何以不虚假不误导

张子学*

从近年的证券监管与民事赔偿诉讼看,数量最多、也最为投资者关注的当属信息披露类案件,包括发行过程中的信息披露与发行后的持续披露。总体来看,公司披露的信息可分为两类,一类是关于已经确定发生的事实,可称为“事实信息”,另一类是公司对一些尚不能准确把握或者尚未发生的情况进行主观上的判断、推测,陈述意见,可称为“意见信息”。关于“事实信息”的违法主要有两种,一种是“虚假”,通俗讲就是“不该说的说了”;另一种是“遗漏”,通俗讲就是“该说的没说”。关于“意见信息”的违法也主要有两种,一种是“虚假”,即发表意见者在发表意见时,就知道该意见并不真实,说着自己都不相信的话;另一种是“误导”,就是发表的意见虽非虚假,但是因未进行必要的调查探究或者遗漏了重要事实,导致意见的形成缺乏或者丧失了合理基础。

“事实信息”由于可以通过客观验证判断涉案事实是否虚假或者存在遗漏,相对来说比较简单;而“意见信息”由于既涉及客观验证又涉及主观判断,即属于发表意见者对客观事实的主观判断,属于“客观见之于主观”的范畴,通过发言者主观看法影响投资者决策;判断一项意见陈述是否虚假或者误导,遇到的问题会更加复杂。另一方面,“事实”上的“虚假”与“遗漏”,与“意见”上的“虚假”与“误导”重叠交织。如上所述,“意见信息”的“虚假”,传递的就是“事实信息”的“虚假”;而“事实信息”上的“遗漏”,则是导致“意见信息”“误导”的基本原因。因此,虽然表面上可以将发行人、上市公司披露的信息分为“事实信息”与“意见信息”,但实质上,“意见信息”的“虚假”,最终要归结为“事实”上的“虚假”;“意见信息”的“误导”,最终要归结为“事实”上的

* 作者单位:中国政法大学商法研究所。

“遗漏”。可见,发行人、上市公司披露“意见信息”环节,是“客观见之于主观”的过程;在行政执法或者民事诉讼中追究“意见信息”的“虚假”或者“误导”环节,则是“主观归结为客观”的过程。

2015 年 3 月 24 日,美国联邦最高法院通过 Omnicare 一案 (Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, No. 13 - 435) 判决,首次对“意见信息”或者意见陈述的虚假、误导问题进行了全面分析,引起业界与学界的高度关注与热烈讨论。其判决要旨,对我国的证券执法、司法乃至立法工作,有一定的参考价值。

一、法律背景与案件情况

1933 年《美国证券法》要求,公司发行证券必须提交一份包含发行公司本身与拟发行证券具体信息的注册报告 (registration statement)。除了要求披露的内容外,注册报告还可以包含其他关于事实或者意见 (fact or opinion) 的陈述。为了促进发行人遵守这些披露要求,保护投资者权益,在注册报告出现重大不实或者遗漏时,《美国证券法》Section 11 (以下简称 § 11) 赋予证券认购者起诉发行人或者有关个人的权利:如果注册报告的任何部分,在该部分生效时,包含关于一项重大事实的不实陈述,遗漏了一项使其中的陈述不致误导所必需的重要事实,购买该证券者…可以起诉。可见,§ 11 规定了使发行人对注册报告内容承担责任的两种路径,也即符合以下两种情形之一,证券认购者就可起诉发行人:一个是聚焦于注册报告说了什么,即“包含关于一项重大事实的不实陈述”;另一个聚焦于注册报告漏掉了什么,即“遗漏了一项使其中的陈述不致误导所必需的重要事实”。两种路径均不要求认购者证明发行人具有任何蒙骗或者欺诈的意图。

上诉人 Omnicare 是全美最大的、向私立医院住院医师提供药品服务的公司,为公开发行普通股提交了注册报告。除了强制披露内容外,注册报告还包含两句陈述,分析了联邦与州相关法律对公司商业模式的影响,包括公司从制药企业接受折扣的情况。第一句是“我们认为,我们与其他医疗保健提供商、我们的药品供应商之间的合同安排,以及我们的药事服务,遵守了相关联邦与州的法律。”第二句是“我们认为,我们与药品制造商之间的合同,系法律上与经济上的有效安排,给医疗保健体系与我们服务的患者带来了价值。”这些合法性意见还附带了一些提示,在第一句同页,Omnicare 提到有些州发动了数个针对制药企业的执法行动,这些企业向购买其产品的药房支付了报酬;公司随后警告称,与此种操作相关的法律,将来被诠释时,可能在一定程度上与公

司的理解与适用存在不一致。紧接着第二句陈述, Omnicare 称联邦政府已经对制药企业向药店提供折扣表示出“高度关注”, 并警告称如果不再提供这种价格折让, 该项业务将遭受不利影响。

此后, 联邦政府称 Omnicare 接受了制药企业的折扣, 违反了有关反回扣的法律规定, 对之发动诉讼。被上诉人, 也即购买 Omnicare 股票的数个基金, 依据 § 11 起诉 Omnicare, 称公司关于遵守法律情况的陈述包含对“重大事实的不实陈述”, Omnicare 还“遗漏了使陈述不致误导所必需的重要事实”。这些基金称, 没有任何一个 Omnicare 的高级管理人员或者董事在认为公司提供这些意见真实完整时“拥有合理基础”; 事实上, Omnicare 的一名律师曾警告过有份合同具有较高的反回扣法律责任风险。

联邦地区法院批准了 Omnicare 提出的驳回起诉请求。该院认为, 公司关于其守法情况的意见陈述, 属于“软”信息, 只有在生成这些意见的人当时知道其不真实的情况下, 才可提起诉讼; 基金的指控没有达到这一标准, 因为指控并没有说“公司的高级管理人员知道他们正在违法”。

第六巡回法院推翻了地区法院的判决。该院认为, 注册报告中的这两句话, 表达了 Omnicare 关于守法情况的“意见”, 而非“确凿的事实”(hard facts); 但是, 尽管如此, 基金只需证明涉案意见“客观上不实”(objectively false), 不需举证 Omnicare 的任何人“在该意见表达时不相信该意见”, 也即不要求主观上的不相信(subjective disbelief), 只要原告证明 Omnicare 关于守法情况的意见客观上不实即可。

联邦最高法院判决分开考虑了原告的两项指控。对于意见陈述“虚假”指控, 主要讨论了何种情况下一项意见本身构成事实的虚假陈述; 对于意见陈述的“误导”指控, 主要关注了何种情况下一项意见会由于事实表述的遗漏导致误导。最高法院认为, 上诉法院在这两个方面均适用了错误标准, 因而撤销其判决。

二、意见陈述何以不虚假

第六巡回法院认同基金的主张, 一项最终发现不正确的意见陈述, 即使在表达该意见时信以为真, 也可以当作“一项重大事实的不实陈述”。基金的论点是, 一项意见陈述可以毫无疑问地肯定该意见的内容(subject matter): 说“我们相信 X 是真实的”往往表示“X 实际上是真实的”。正是通过这种路径, 基金认为, 发行人的陈述“我们相信我们在遵守法律”传达的是“我们实际上在遵守法律”; 不论发行人怎么想, 如果它事实上违反了反回扣法规, 这一陈

述就是虚假的。

联邦最高法院认为,上述看法错误地混淆了“事实”与“意见”。一项事实是“一项已经完成或者存在的事情”,或者说是“一个真实的事件”;而意见则是“一种信念,一种看法”,或者说是“大脑中形成的关于人或者事物的感知”。最重要的是,一项事实陈述(咖啡很烫)表达了关于事物的确定性,而一项意见陈述(我认为咖啡很烫)则不同。一项意见,按其通常用法,不意味着确定或者确实。的确,二者的这种区别在我们日常讲话与思考方式上如此根深蒂固,以至求诸于老词典的做法有点儿冒傻气。国会实际上在 § 11 第一部分融入了这种区别,不追究“虚假陈述”(untrue statement)的责任,而仅追究“关于事实的虚假陈述”(untrue statement of fact)。

举联邦最高法院判决的例子说明。一个版本是,公司 CEO 称:“我们制造的电视机具有市场上可达到的最高清晰度”;另一个版本是,CEO 将该项事实陈述转换为一种意见:“我相信(或者认为)我们制造的电视机具有市场上可达到的最高清晰度。”如果有竞争对手一个月前已经研制了更高清晰度的电视机,则第一版本就属“关于事实的虚假陈述”,即便假设该 CEO 尚未听说这种新产品。归根结底,CEO 的断言不仅仅是吹嘘,而是关于其公司产品的确定的、可验证的陈述;不管该 CEO 多么无辜,他的确弄错了。但是,在同样的情况下,第二种版本依然是真实的。正如该 CEO 所说,在发表意见之时,他实实在在地相信,其公司的电视机具有最清晰的画面。即使原告后来证明这一意见是错误的,“我认为”“我相信”的用语本身认可某种可能性,从而不构成“关于事实的虚假陈述”。如果该 CEO 对公司守法情况发表意见,结论是一样的。比如,他说“我相信我们的销售操作是合法的”,而且确实这样认为,即使后来发现一项持续甚久的违法行为,也不是“关于事实的虚假陈述”。由于他表达的只是一种观点而非关于守法情况的确定性。

不过,意见表达也会发生虚假陈述的情况。每个这样的陈述明确地确认一事实:发言者确实抱持他陈述的信念。因此,如果上述 CEO 发言时明知其公司产品质量只是屈居第二,则其关于产品质量的陈述,就属于“关于事实的虚假陈述”。同样,如果发言者明知公司正在违法,“我相信我们的销售操作是合法的”这样的言论就是虚假地描述了发言者自己的思想状态。如果这种虚假陈述达到了重大程度,发行人就要承担 § 11 第一部分下的责任。

此外,一些以诸如“我相信”等意见性词汇开头的句子,包括了被嵌入的事实陈述(embedded statements of fact)。假如 CEO 这样说:“我们相信我们的电视机具有目前最高的清晰度,因为我们使用了竞争对手未获取的专利技术。”

这种表述可以理解为确认的不仅是发言者的上述思想状态(state of mind),也是一个基础事实:公司使用了一项专利技术。因此,如果发言者提供的支持其意见的事实不真实,也会导致 § 11 虚假陈述条款的责任。

本案中,基金不能举证证明上述二者之一。基金作为诉讼标靶的两句话,属于纯粹的意见陈述(pure statements of opinion):简而言之,Omnicare 在每句话中说“我们相信我们遵守了法律”。基金并没有否认 Omnicare 的意见为其真诚抱持,只是指控 Omnicare 的意见结果是错误的,不论公司的认识为何,其确实违反了反回扣法律。但是,只有这种指控尚不足以引致 § 11 第一部分的₁责任,因为,正如我们所阐述的,一项纯粹意见的诚实陈述不是“关于重大事实的虚假陈述”,不论投资者是否最终证明该意见是错误的。该款规定,限定在“事实陈述”,不允许投资者以事后诸葛的方式看待本质上属于主观的、不确定的判断。易言之,该部分规定并没有如上诉法院与基金所做的,允许以放马后炮的方式攻击发行人的意见。

三、意见陈述何以不误导

各方均认同,一项陈述是否“误导”,取决于理性投资者的看法;如同判断“重要性”一样,其判断标准是客观的。因此,我们必须考虑如果有的话,对一项事实的遗漏在何种情况下能够导致如 Omnicare 的意见陈述,即使文字上准确,会误导一个普通投资者。

Omnicare 认为,这种误导情况根本就不会发生。按其观点,任何理性投资者,在任何情况下,均会认为一项纯粹的意见陈述,传达的仅仅是发言者的自身见解;只要该意见系真诚抱持,就不会对任何事项产生误导,无论发言者遗漏了什么样的相关事实;因此,这样的意见陈述也应当免除 § 11 第二部分的₂责任,正如应免除第一部分责任一样。

最高法院认为,这种主张已经超越了基本真相。一个理性的人,理解并重视事实陈述与意见陈述的区别,他可以识别诸如“我认为”“我相信”等措辞的重要性,并意识到它们传递了陈述内容在确定性上的某种缺失。尤其当这些词语出现在注册报告中时,一个理性投资者会预见到,为了遵守法律,注册报告的措词经过了字斟句酌;因此,在读到这样的文件时,投资者会区分开“我相信 X 是真实的”与“X 是真实的”。理性投资者不会把这样的意见陈述理解为保证,§ 11 的遗漏条款因而也不会做这样的处理。

但是,Omnicare 有些离题太远了。因为一个理性投资者,依据相关情况,可以认为意见陈述传递了发言者赖以形成其意见的有关事实,换个说法就是,

发言者形成其观点的基础事实。如果事实真相并非如此,却没有提供,意见陈述将会误导听众。看下一份未经修饰的关于合法情况的意见陈述:“我们相信我们的行为是合法的。”如果发行人没有咨询律师就发表这样的声明,该声明恐怕会误导性地不完备。在证券市场的语境下,一名投资者,尽管意识到法律意见最终可能证明是错误的,仍希望这样的声明系建立在严肃的法律调查之上,而非仅凭直觉,不管这种直觉多么地真诚。然而,在某些情况下,依赖监管部门的建议或者行业惯例可能符合理性投资者的期望;同样,如果发行人在其律师持相反建议,或者明知联邦政府持对立观点的情况下作了上述声明,也会给投资者抓住把柄。因为投资者不仅期望发行人相信(即使不合理地相信)其自身发表的意见,也期望该意见与发行人发表意见时掌握的信息应适当吻合。因此,如果注册报告未披露发行人对意见陈述进行探究的重要事实,或者未披露发行人已经掌握的重要事实,而这些事实与理性投资者会从该陈述本身提取的事实相冲突,就产生了 § 11 遗漏条款下的责任。

但是,当发行人知道但未能披露另一方面的实时,意见陈述并非必定产生误导。理性投资者理解,意见有时建立在相矛盾事实的权衡之上,的确,这些事实的存在正是发行人将陈述设计为意见的原因之一,由此传递的是不确定性。例如,设想一下,在陈述关于守法情况的意见时,发行人未披露一名底层律师表示的对业务合法性的担忧,而六名比他职位高的高级同事均认可发行人关于合法性的陈述,这种遗漏不会使意见陈述构成误导,即使少数意见最终证明是正确的,因为一名理性投资者并非希望发行人知道的“每个”事实均支持其意见陈述。

此外,一项遗漏是否导致意见表达产生误导往往视情况而定。从分类看,注册报告属于正式文件,作为向公众发售股票的先决条件申报至证监会。投资者不希望而且有权不希望报告所载意见反映的是胡枝扯叶、随性而作的判断,犹如一个人在凡俗生活中表达的那样。同时,一个投资者阅读报告中的每项陈述,不论事实陈述还是意见陈述,系根据其上下文,包括限制性用语、免责声明与明显冲突的信息。投资者还会考虑到相关行业的惯例与实践。因此,一项遗漏放在真空中观察,可能带来误导性意见陈述,但是如果在更加广阔的框架下观察这一陈述,其实并非如此。一个理性投资者会在完整背景下理解意见陈述,只有不符合这种合理解读的重大事实遗漏,才会引致 § 11 下的责任。

这些原则并非 § 11 独有。它们也存在于许多关于虚假陈述侵权的普通法中。例如,《美国侵权法重述》认为,“一项未披露而且未以其他方式达于接

受人的关于事实的意见陈述可能”,在某些情形下,合理地按其理解为一项默示陈述,也即发言者知道足以支持其形成该结论的事实,或者他至少知道没有与该意见不相容的事实。在此情况下,有悖于受领者可预料推断的事实遗漏,就会导致责任,例如,发言者并未实施任何调查的事实。类似地,这一领域的顶尖学术著作解释称,“按照最通常理解,一项意见的表达,会隐含一种肯定,不仅发言者知道不存在排斥这项意见的事实,而且他的确知道支持该意见的事实。”在诸如注册报告的场合,情况尤为而且历来如此,发言者“自称或者被认为具有该事项的不为原告所掌握的专门知识”。

§ 11 的立法目的,支持此种关于遗漏条款如何适用到意见陈述的见解。国会采用 § 11 来保证发行人向投资者“讲述全部真相”。因此,仅是文字准确还不够,发行人还必须不得通过说一项藏一项误导投资者。Omnicare 可能会在所有语句上以“我们相信”“我们认为”打头,使法定要求成为具文。但是这些神奇的字眼能够作为任何结论的引语,因此发生的陈述,就像我们已经展示的,保持完美无缺地误导投资者。因此,Omnicare 的观点,将为以意见陈述面目出现的半真半假陈词打开方便之门。揭示这些陈述存在文字错误所面临的困难——这要求证明发行人不相信这些陈述——将使那些“开幕词”更加重要:假如 Omnicare 正确,公司们将在注册报告上连篇累牍地发布意见,无需担心 § 11。这种结果,违背了国会通过引入这一严格责任法条以促进“充分与公平披露”重要信息的立法本意。

Omnicare 回应认为,将 § 11 的遗漏条款以上述我们描述的方法适用,将导致“逆向的政策结果”。按其所述,任何对发行人所持意见基础的质询,均是“不可救药地混乱糟糕”,预示着“不可预测”且可能“大规模”的违法责任。因此,Omnicare 主张,许多发行人将选择根本不披露意见,如此一来就“使投资者无从获知可能有用的信息”。

但是,这种主张,正如 Omnicare 所称,“政策”之一,是国会制定政策,而非法院。国会做这种决策的理由,我们已经说过,系将 § 11 下的责任拓展至所有因遗漏致使误导的陈述。国会这样做,无异使 § 11 不像一项仅禁止错误事实陈述的法律规定那样呆板。§ 11 下的遗漏条款,既适用于意见也适用于事实,将一个理性人引入关于一项陈述所传递弦外之音的分析与询问。就意见陈述来讲,这意味着考虑理性人期望发行人在陈述前拥有的基础。然而,所有这些,均是遗漏条款的特色而非缺陷。

再者,Omnicare 的看法,既夸大了国会立法要求探究的范围,也夸大了其可能引发责任的宽度。正如我们已经解释的,投资者不能仅依据意见错误提

起诉讼,其指控还必须包含对发行人发表意见的基础提出质疑。为做到这一点,投资者不能只是说发行人未能展示其基础。§ 11 的遗漏条款,毕竟不是一项泛泛的披露要求,只在发行人未能包含的一项重大事实导致已公布的陈述误导的情况下,才提供诉因。为了发动这样的诉讼,投资者必须举出这种遗漏,而非仅依据结论性的主张。具体而言,投资者必须指出作为发行人意见基础的具体(而且重大)的事实,包括发行人进行或者未进行探究的事实,或者发行人了解或者不了解相关情况的事实;这些事实的遗漏,导致涉案意见陈述对一个结合相关背景适当阅读该陈述的人发生误导。对投资者来说,这不是一个小任务。

这些诉讼涉及的探究问题也不会要求法院破例。众多的法律规则取决于一个理性人的思考与期望。通过要求法院从一个普通投资者的视角观察一项意见陈述,§ 11 遗漏条款的要求既不太复杂也不难以操作。确实,几十年来,法院都在适用普通法上的“不实陈述”(misrepresentation)进行这种审查,没有遇到明显麻烦。

最后,我们未看到任何理由支持“对误导性意见承担责任会消退对投资者有用信息的披露”,也未发现将 § 11 适用于注册报告中的误导性的事实说明会带来问题。同样,众所周知,普通法关于意见责任的法律原则,并未阻止日常商业交易中商人发表关于其产品的有益意见。这种结果不足为奇。卖方,无论出售的是股票还是其它物品,具有强烈的经济动机进行兜售叫卖。这种基于市场的力量会击退任何不愿披露的趋向。为了避免因遗漏暴露于 § 11 之下,发行人只需揭示一项意见的基础,或者讲明其意见的确存在不确定性。这种保证不致误导的传递意见方式,保持了有价值信息的流动。这恰恰是投资者需要的最好信息。我们现在遏制误导性意见的判决,应当受到无条件的欢迎:国会实施 § 11 的目的,意在促进“更好”而不仅是“更多”的信息。

四、发回重审的有关指导

我们在这一方面的分析建议支持将案件发回下级法院裁决。两个下级法院均未用正确的标准考虑基金的遗漏理论,甚至没有认识到这一理论引发的不寻常的法律规定问题。因此,我们按照发回重审的常例,以判断基金是否已经提出了可行的遗漏诉讼,(或者,如果它们未做到,它们是否还有机会再次起诉)。为此,我们再次强调几个关键点。

首先,正如我们已经指出的,基金如不能确认 Omnicare 注册报告中遗漏了一项或者更多的事实,就不能继续诉讼。基金仅引述法定语言,即 Omnicare

“未说明使陈述不致误导所必需的事实”，是不够的；基金的结论性主张，即 Omnicare 缺少“支持其关于守法情况意见的合理基础”，也是不够的。口头辩论中，基金强调起诉中另一个更加具体的依据：一名律师已经警告 Omnicare 某项合同“具有反回扣法律显露出的更高风险”。重审中，法院须审查基金的指控以决定其是否足以支持 Omnicare 曾从注册报告中漏掉该项所称事实，或者其他类似事实。如果存在遗漏，法院应决定遗漏的事实是否对理性投资者具有重大性，也即，是否“存在一种实质可能…一名理性投资者会认为其重要。”

假定这些基金清除了上述障碍，法院将决定诉称的事实遗漏是否导致 Omnicare 关于守法情况的意见产生误导，也即，被排除的事实表明，Omnicare 在形成这些陈述时，缺乏理性投资者所期望的基础。鉴于涉案的遗漏事实是律师的警告，则探究需要考虑诸如这名律师的地位与专业能力以及 Omnicare 当时掌握的其它法律信息等事项。

进而，关于 Omnicare 的意见是否误导，必须专注于陈述的背景。这意味着法院必须考虑 Omnicare 就守法情况已经提供的任何事实，以及注册报告中包含的其它任何防范措施、免责声明或者限制。例如，法院应当考虑 Omnicare 已经在注册报告中提供的情况，包括一些州已经对制药企业向药店提供回扣的行为发动执法行动，联邦政府对这种回扣操作已经表示出关注，以及相关法律“可以”“于将来被解释为某种程度上”有损 Omnicare 的业务。

融资过程中创始人不对称控制权问题分析 ——以阿里巴巴合伙制为例

陈璐*

绪 论

2014 年 9 月 19 日,阿里巴巴在纽约证券交易所成功上市,阿里巴巴的上市之路一波三折。自 2013 年 7 月公开宣布上市以来,港交所成为阿里巴巴上市的最佳选择,然而在与港交所的沟通过程中,由于阿里巴巴公司治理结构采用了“极具创新”的“合伙人制度”,违背了港交所“一股一权”的原则,最终香港上市计划失败,不得不转向美国上市。作为全球电子商务市场的领先互联网企业,阿里巴巴上市地选择的曲折过程,一方面引发了全球交易所对上市规则中表决权政策的检讨,另一方面,也推动公司法和证券法理论界和实务界开始关注此类创新企业持续大规模融资导致股权稀释过程中,公司创始人与管理层的控制权问题,这一现象也引起了笔者强烈的研究兴趣。

因此,本文以阿里巴巴案例为切入点,大致分为四个部分分析:本文第一部分是以案例为出发点,详细介绍阿里巴巴的上市过程,分析其在不断融资过程中的股权比例变动,并阐明马云等管理层为掌握控制权而采用的特殊管理模式即“阿里合伙制”,详细介绍“阿里合伙制”的运转模式以及其与阿里集团控制权的关系。

本文第二部分探讨在股权稀释过程中不同公司的应对模式,并详细说明了 Facebook 和京东的公司管理模式,同时从理论上对双重或多重股权结构产生的原因及现象进行分析。

* 作者单位:中国政法大学。