

公司控制权交易

保罗·戴维斯* 克劳斯·霍普特** 著
罗培新***译

摘要:控制权交易中存在一系列的代理和协调问题,管理层、控股股东、少数股东和非股东群体对控制权交易都有自身的利益,因此可能持有不同的赞成或反对的意见。法律在运用两个主要维度——要约的决策权的地点和保护目标公司股东(特别是非控股股东)免受收购人或者目标公司管理层的机会主义行为之侵害以及一个次要维度——法律对非股东群体利益的回应考虑特定的制度时,会发生重要的此消彼长的情形。如何平衡目标公司股东的平等待遇和不打击收购行为之间的关系,是法律应该关注的议题。本文通过分析欧盟、美国和日本等发达国家和地区的公司法律制度对控制权交易的规定以及法律的实施,探讨运用公司法和证券法原则解决控制权交易中代理和协调问题的思路与方法。

关键词:控制权 代理问题 敌意收购 机会

* 保罗·戴维斯(Paul Davies),伦敦政治经济学院教授,《工业法律期刊》(*Industrial Law Journal*)主编。

** 克劳斯·霍普特(Klaus Hopt),德国汉堡马普研究所所长。

*** 罗培新,华东政法大学国际金融法律学院教授,博士生导师。

一、控制权交易中的代理问题

(一)控制权交易

在本文中,我们来探讨解决本人/代理人之间问题的法律策略。当有人(收购人)试图通过向公司股东发出要约来收购公司足够多的投票权股份从而掌控公司时,就会产生这一问题。^① 本文中的核心交易存在于第三方(收购人)^②和公司股东^③之间,在该交易中,第三方试图买入目标公司的股份,直到它能够提名候选人进入该公司的董事会。我们在本文中所称的“控制权交易”,就是这个意思。当然,当公司与其股东或投资大众(当公司发行股份或者回购股份之时)发生交易时,也可能使公司的控制权落入新的股东手中。然而,此类涉及公司决策的控制权,可以运用与研究公司其他决策同样的方法来进行分析,而这是我们在本文其他地方所要完成的任务。(本文界定的)控制权交易不存在公司决策,而且形成了收购人这一新的主体,这使得该交易的代理问题具有特殊性,有必要在本文专门探讨。^④

我们在分析中面临的更大挑战在于,通过法定兼并发生的控制权转移和通过控制权交易发生的控制权转移究竟有何差别。就最终结果而言,法定兼并和友好型要约收购并没有太大的差别,至少在成功的收购人拥有强制性购买不接受要约的少数股东的股份这一机制方面,两者无

① 请注意,我们将交错使用“company”和“corporation”这两个术语。

② 当然,收购人可能、而且通常已经是目标公司的股东,但它并非必须是股东,而且相关规则(除了股东披露规则)并不考虑它是否股东。收购人可以是目标公司的管理层,或者收购人包含目标公司的管理层[管理层收购(MBO)即属此种]。这种情形为目标公司的股东带来了明显的代理问题,我们在下文将讨论这一问题。

③ 更为准确地说,是投票权人。正如我们接下来将看到的,当公司中的投票权和现金流权利的分配不成比例时,要有效地解决这一领域的这两类代理问题,将面临更大的困难。

④ 控制权交易的独特性质,也反映为越来越多的国家采纳了一套独立于其普通公司法的规则,来规范该类交易。

甚差别。然而,在用于达成控制权移转的法律技术方面,两种机制却存在差异。兼并涉及公司决策,该决策当然应由股东做出,而且通常还应经董事会做出决议。与此相反,控制权交易却由收购人和股东自身通过合同而达成。然而,至少在友好型收购中,收购人经常可以自由选择将其要约构造成合同型要约,或是构造成兼并方案。这带来了监管的困境。在一些国家,正如前面所界定的,对于收购的监管仅限于控制权的移转。^⑤ 其他的一些少数国家制定了适用于控制权移转的规则,并且至少部分地将该规则适用于通过法定兼并而完成的收购,其理由是适用于合同型要约的诸多原则(例如,调整对价层级的平等规则,某些时点规则,甚至是“不挫败”原则)可以通过法定兼并而适用于控制权移转。另外,如果不这样做,可能会激励着收购人按该方式构造其要约。在采用后一种方法的国家,关于控制权交易的规则构成了法定兼并的另一层监管,其重要性取决于法定兼并的规则在多大范围内没有覆盖监管的领地。^⑥

法定兼并之外的控制权交易,可以通过单独或者(更可能)通过合并使用以下方式而达成:通过与少数重要的股东私下协商;通过在市场上购买股份;或者通过向目标公司的所有股东发出全面公开要约。在发出公开要约的情况下,该要约可以是“友好”型(也就是说,目标公司的管理层支持该要约)或是“敌意”型(也就是说,未与目标公司管理层协

⑤ 因而,欧洲议会及其理事会关于收购要约的指令(2004/25/EC, O. J. L 142, 30. 4. 2004—下称《收购指令》) 2.1(a)排除了法定兼并。

⑥ 因而,在英国,《城市守则》以下述原则为起点:《守则》平等地适用于特殊的英国版本的法定兼并,除非法定兼并程序规范的是特殊问题,或者法定兼并程序的性质使得特定的《守则》规则无法适用。[收购和兼并专家小组,《收购守则》(2009年第9版)第A3(b)条及附录7—下称《城市守则》]。这一近期引入的附录,源于专家小组根据“近年来运用‘安排方案’以实施受《守则》规制的交易的情形显著增多”的事实,而决定进一步明确规定《守则》如何适用于兼并;参见 Panel Consultation Paper 2007/1。相反,奥地利银行(Bank Austria AG)被德国裕宝联合银行(Bayerische Hypo Vereinsbank)收购,却是通过兼并未达成,以规避奥地利的新的收购法律。参见 4 NEUE ZEITSCHRIFT FÜR GESELLSCHAFTSRECHT 282 (2001)。

商而径直向其股东发出要约)。^⑦

在这三种收购人式中,如果目标公司的股份在公开市场上进行交易,则第二种和第三种方式显然更为简便易行。为此,股份公开交易的公司是本文关注的重点。事实上,关于控制权交易的专门立法通常(虽然并非总是)局限于证券在公开市场(或者这些市场的一些分支,例如第一层级市场)上交易的公司。^⑧与公众公司不同的是,在封闭公司中,不仅敌意收购难以组织,而且股东的代理和协调问题(下文将作探讨)也更不突出。然而,在逻辑上说,控制权交易并不局限于此类公司,而且我们也会在若干方面提及股份不可自由交易^⑨的公司。一些国家依据诸如信义义务等一般的公司法标准,而不是有关控制权交易的特定规则来规制目标公司管理层或其控股股东的行为,在这些国家中,将这些标准运用于股份不能自由交易的公司的管理层和股东,并不存在界限方面的困难。^⑩

(二)代理和协调的问题

1. 当目标公司不存在控股股东时

当目标公司不存在控股股东时,关注焦点集中于第一层代理关系,也就是董事会和股东整体之间的代理关系。在这里,收购人的基本策略可以是向所有股东发出公开要约。收购人的收购活动还可以辅之以在要约之前通过市场买入足以在目标公司“立足”而又不会泄露其收购意图的股份。与公司存在控股股东的情形不同,在这种情况下通过成功的

^⑦ 当然,董事会是否推荐要约,无论是在最初的敌意收购之始或是在这过程中,通常会受到董事会判断收购人的敌意要约获胜可能性有多大的影响。另外,无论现任管理层是否能够有效地阻遏收购,保持敌意且最终达成的交易的数量往往很少;如果现任管理层能够有效地阻遏收购,收购人将与其协商以使其推荐要约;如果现任管理层不能够有效地阻遏收购,则目标公司管理层的反对也没有什么意义。因而,要界定特定的收购是“友好型”或是“敌意型”,这或许是困难的,但特定的法律规则是否促进了敌意收购这一问题,则具有重要的意义。参见下文“第二(一)部分”。

^⑧ 因而,《收购指令》仅仅适用于证券在“受管制市场”——通常是第一层级市场——交易的公司(第1.1条)。《城市守则》的适用范围更宽一些(适用于所有可以向公众发行股份的公司,甚至可以适用于某些封闭公司,只要这些私人公司的股份交易市场类似于公开市场)[《城市守则》第A3(a)条]。

^⑨ 通观全文,股份不能在非个性化的市场自由交易的公司也称为“封闭”公司。

^⑩ 参见下文“第三(一)部分”关于控股股东向掠夺者出售股份的美国规则的探讨。

全面要约而实现的控制权移转,并不是从公司的控制权人(大股东)转移至希望获得该控制权的收购人。相反,公司事实上的控制权可能掌握在目标公司董事会中,因而控制权的移转是从目标公司的董事会移转至收购人(的董事会)。因此,在带来控制权移转的交易主体(收购人和目标公司的股东)与控制权移转本身所涉及的主体(收购人和目标公司的董事会)之间,存在一定的脱节。

正是这种脱节,产生了需要解决的代理问题。从目标公司的角度来看,控制权交易可能会增进财富,但同时它会对现有高管的职位和福利构成威胁。因而,目标公司的现任管理层可能会运用集中管理的权力,来阻遏此类交易。他们可能会努力运用那些权力来降低目标公司对潜在收购人的吸引力,或者防止第三人向股东发出要约。这些手法形式多样,但主要包括以下类别:将目标公司的大量证券掌握在不会接受敌意要约的人手中;通过诸如“毒丸计划”等方法构造股东和债权人的权利;以及将公司的战略性资产置于哪怕是成功的收购人的控制范围之外。

另外,从投资者的角度来看,一场交易或许并非能够增进公司财富,但现任管理层却拥有动机来促成股东缔结该交易,因为管理层可以通过获取大额解职赔偿费用或者站在收购人一边,而从拟议的控制权移转中获取收益。在控制权交易中,股东所持证券的转让,是达成控制权移转的关键机制。因而,没有股东的同意,就无法达成控制权的移转。然而,现任管理层可以运用其对股东的影响以及其掌握的公司信息,向其指定的人“卖出”要约,或者在多方竞标的情况下,他们可以利用哪些条件来对某一收购人提供更有利的待遇。

然而,当目标公司的股权分散时,规制控制权移转的规则还必须解决第二个问题,也就是分散的股东在对抗收购人时的协调问题。特别是,收购人或许会试图引诱目标公司的股东接受并不是最理想的要约。实现这一目的的方法多种多样,^⑩但在本质上,它们都依赖信息不对称或者对目标公司股东实行不平等待遇。另外,股东整体与现任管理层之间的代理问题可能依然存在,即便后者没有(或许无法)防止要约的发出。当促成收购人与目标公司股东之间的交易对现任管理层有利时,这

⑩ 参见下文“第二(五)部分”。

种情形最有可能发生。

2. 当目标公司存在控股股东时^⑫

当一位或者少数几位股东持有公司的控制性股份时,收购人很可能与大股东首先达成协议。一旦此种协议达成,收购人会再决定是否以及以什么样的条款,向非控股股东发出全面要约。就收购人与大股东之间的关系而言,或许商业销售合同的标准条款可以很好地解决可能产生的任何问题。

然而,民法的一般规则却不可能有效地解决收购人与非控股股东(至少如果他们是分散的股东的话)之间的协调问题,也不可能有效地解决控股股东与非控股股东之间的代理问题。前面一个问题与我们讨论过的不存在控股股东公司的情形大体相同。^⑬而就后面一个问题而言,控股股东可能会将公司的控制权卖给收购人,而后者将会“掠夺性”地利用该控制权;或者控股股东只是将控制权卖给收购人,而后者或许出于商业利益的考虑,不像卖方以往那样尊重非控股股东的利益。当目标公司被收购而成为某家集团公司的成员之后,这种情形特别明显,因为目标公司过去原本能够利用的商业机会,可能会被分配给集团内的其他成员公司。为解决这一问题,法律会重点关注以下三个方面:其一,现有控股股东出售股份的决定;其二,收购人以什么条款获得控制性股份;其三,新的控制人入主之后目标公司的后续行为。在最后一方面,人们依赖包括集团公司法律在内的规制集中管理的法律策略;而在第一方面和第二方面,法律会发展出有关控制权交易的特殊规则,虽然这些规则形式多样,但它们均包括以下内容:在公司控制权变更时,少数股东可以通过强制性收购而行使退出权。^⑭

3. 非股东的代理问题

最后,无论目标公司的股权结构如何,收购人和非股东群体(特别是雇员)之间一定会产生代理问题。一些国家运用公司法来解决公司雇员的代理问题,在这些国家中,通常的做法是让雇员或者工会代表进入董

^⑫ 所有的国家均面临此类情形,即便该国的公司的典型持股范式是分散持股。

^⑬ 参见上文“第一(二)1部分”。

^⑭ 参见下文“第三部分”。

事会,在这种情况下,仅仅通过收购人与目标公司的股东协商而达成的控制权移转,因避开了体现雇员参与原则的公司机关,可能被定为是存疑交易。

因此,运用董事会构成规则来解决一般的雇员代理成本问题,这一策略偏向于将董事会嵌入控制权移转交易之中,而这往往通过相对放松对目标公司董事会防御措施的监管来达成。即使在通常并不运用公司法来解决雇员代理问题的地方,公司管理层采取防御措施的自由,仍可被视为保护雇员(而且可能还包括其他利益相关者)利益的措施。正如我们将会看到的,^⑮公司管理层保护其自身利益与保护非股东利益相关者利益之间的契合度,备受争议。此外,除非收购引发了政治或社会压力,并进而触发了在总体上有益于利益相关者的信息披露,^⑯或者强制要求就收购后果与雇员协商,否则,因为有关控制权交易的监管重点在于收购人/目标公司股东之间的关系,它不适合用于处理雇员的代理成本问题。

与雇员一样,债权人也可能会因收购人变更了公司战略而遭受损失,特别是因要约的杠杆性质而使公司的风险系数发生变更之时。那些承受最大风险的长期贷款方,当然可以通过贷款合同中的“风险事件”约定来保护自身利益。^⑰虽然此种保护措施不能完全保护债权人,但在合同中写入次优的合同保护约定,通常是商业谈判的一部分。因而,公司控制权移转规则中,通常并不涉及债权人的代理成本问题。^⑱

4. 控制权移转规则的性质和范围

在本文中,控制权交易的诸多代理问题产生背景的一个重要特征是,一方面是股份自由转让的承诺,另一方面是足以带来控制权移转的股份出售会触发公司政策,而后者通常要求董事会或者股东大会(或者

^⑮ 参见下文“第五部分”。

^⑯ 在某些国家,工会和管理层可以形成有效的(可能是暗中的)结盟,以反对拟议的收购人案。

^⑰ William W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION REVIEW 39 especially at 58ff (2006).

^⑱ 有时难以区分旨在保护贷款人的约定和旨在保护目标公司管理层的约定(“毒债”);事实上,加入约定控制权变更时债务即到期的条款,对这两类群体均有好处。然而,这一问题事关股东(而不是债权人)的代理成本。

两者兼而有之)批准这一决定,这两方面存在紧张关系。无论是从目标公司现有控股股东中转出控制权,还是从其董事会中转出控制权,这一点都同样适用。另外,控制权交易还产生了新的一方主体,也就是收购人,他们的行为既带来了新的问题(例如,由于其向目标公司的股东发出要约的方式产生的问题),而且又在全新且更为复杂的背景下揭示了传统的代理问题(例如,目标公司的股东与管理层之间的问题)。

于是,这里产生的一个主要问题是,控制权交易中的新情况将会催生有关控制权转移的特殊规则,或是控制权交易所固有的代理和协调问题,虽然其产生背景不同,但仍可以通过适用既有公司法和证券法原则来加以解决?在我们研究的所有国家中,这两种方法都得到了一定程度的运用,但如何平衡运用这两种方法,各国差异相当大。在该谱系的一端,是适用于在美国特拉华州成立的公司法律。虽然联邦法律(体现为《威廉姆森法》)^①和特拉华州法律(体现为规范排挤型短表兼并的规则)^②包含了某些有关控制权交易的特殊规则,关于控制权转移的规则(例如,涉及针对要约的决策权分配规则)的主要分量,^③仍然在于把规制董事会决策的一般信义义务标准适用于目标公司的董事会。

相反,在欧共同体成员国中,关于控制权转移的特殊规则却显得更为重要(虽然这些国家并没有完全排除公司法和证券法一般规则的适用)。因而,《收购指令》规定了大量仅适用于控制权转移的规则。另外,该指令反映了一种经年累月而形成的导向,即某些成员国依靠有关控制权转移的特殊规则,特别是法国、意大利和英国。日本则处于这两种模式之中,当然,由于日本的规则仍处于发展演变之中,要清晰地厘定日本的规则并不容易。日本的确拥有关于控制权转移的特殊法律规则,^④但就针对要约的决策权分配这一重要事项而言,法院发展出来的适用于董事决策的一般标准仍然至关重要。^⑤

^① 1968, 82 Stat. 454, 在《1934年证券交易法》加入了13(d)条、第13(e)条和第14(d)一(f)条,编入15 U. S. C. § 78m(d)一(e)和78n(d)一(f)。

^② 参见下文“第四部分”。

^③ 参见下文“第二(三)部分”。

^④ 参见《2006年金融工具和交易法》第27—2(1)、(5)条。

^⑤ 参见下文“第二(二)部分”——在本案中还有政府发布的不具有拘束力的指引。

有关控制权交易的特殊规则与有关控制权移转的一般公司法原则之间的差别,可能是非常细微的,特别是当一般原则被频繁用于特定情境之下,并且开始形成自身的一套法理时,情形更是如此。然而,两者之间的差别仍然是非常明显的。第一,负责执行规则的机构可能有所不同。执行特殊规则的任务,可能会被委任给一个专业化的机构。《收购指令》要求成员国“设立一家或几家胜任监督收购行为的机构,以实现成员国制定的规则或者根据指令而引入的规则之目的”。这一机构通常是金融市场监管者,但也可能是有关公司并购的特定监管机构。^⑭相反,运用一般公司法原则,这一任务却可能落到法院的头上,因此在美国特拉华州,有关控制权移转的规范是“法官造法”。第二,正如前文所述,^⑮有关控制权移转的特殊规则往往只适用于股份公开交易的目标公司,而一般原则却可被法院用于所有类型的控制权移转。第三,有观点认为,“美国并购规则的司法化,更容易导致出现偏向公司管理层的态势”,这是因为,一方面,先例具有拘束力的判例法相对超脱于利益集团的影响;另一方面,法庭只能裁判诉至法院的案件,而公司管理层(及其律师)处于控制诉讼进程的更有利地位,而且他们经常行走于法庭之中。^⑯当然,这并不意味着特定的规则必定会偏向股东;这取决于具体情况下利益集团施加的压力发挥着什么作用。正如我们将会看到的,在世界各国,特殊规则的各种范式层出不穷。

然而,在收购方公司的股东与董事会就有关收购目标公司的决策产生代理问题时,有关收购的特殊规则经常并不能解决它们;我们应当在本文中记住此点。此一问题只是股东(和债权人)与董事会在设定公司策略时存在一般代理问题的一个例子(显然是个重要的例子)。在本文中,重要的是要探讨旨在解决目标公司股东(既包括股东整体,也包括非

^⑭ 迄今为止,前者是更为普遍的选择。但在英国,大体上出于历史原因,将关于公司收购的监管权交给了不同于一般的金融市场监管机构(金融服务局)的主体(收购与兼并城市专家小组)。

^⑮ 参见上文“第一(一)部分”。

^⑯ J. Armour and D. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergences of US. and U. K. Takeover Regulation*, 95 GEORGETOWN LAW JOURNAL 1727, 1793 (2007).

控股股东)的代理和协调成本问题的法律规则,能够在多大程度上影响潜在的收购人真正发出要约的激励。^{②⑦}

二、不存在控股股东时的代理问题

(一)决策权选择:只是股东享有决策权还是股东和董事会共享决策权

这里的核心命题在于,收购人可以在什么范围内无须经现任管理层同意而接近目标公司的股东,同时向他们发出购买股份的要约,并保持这种要约关系。在理论上,可行的解决方案包括,不让管理层参与收购人与目标公司股东的互动,从而将关于控制权移转事项的决策权全部交给股东,也可以像在法定兼并中那样,规定控制权移转决策由现任管理层和股东共同行使。在前一种情况下,由于终止了股东与管理层之间关于此类决策的代理关系,从而解决了两者之间的代理问题:被代理人成为决策者,从而获得了保护,^{②⑧}与此同时,股份自由转让的原则也得以尊崇。在后一种情形下,目标公司的管理层和股东都必须同意,才能发生控制权的移转,这样,收购人被迫与两类群体谈判。而此刻,控制权移转的潜在收益必须一分为三(收购人、目标公司的股东、目标公司的管理层),而且如果管理层从继续控制目标公司所能获得的收益,超过了收购人能够或者愿意从控制权移转所获收益中分配给他们的份额,则控制权

^{②⑦} 关于这一问题,一般可参见 Athanasios Koulouridas, THE LAW AND ECONOMICS OF TAKEOVERS: AN ACQUIRER'S PERSPECTIVE (2008)。经验研究文献实际上一致得出了以下结论:目标公司的股东获得了几乎所有的收购的利益,收购人股东获得的收益很少或者几乎不存在(在敌意收购中,甚至是负面利益)。参见 M. Martynova and L. Renneboog, MERGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPE (2006) 5.1 and 5.2。(available on http://www.ssrn.com/abstract_id=880379)—确认了关于欧洲1993年至2001年收购浪潮的美国的经验研究。因而,收购人的股东看起来拥有强烈的激励来控制其管理层在这方面的误判。

^{②⑧} 通常而言,股东个人决定是否接受要约,从而决定了要约的命运;但在某些情形下,股东以集体决议的方式做出决定,例如,股东通过会议表决是否批准现任管理层提出的防御措施,或者股东通过表决来免除不赎回毒丸的董事会时,即属此种情形。下文“第二(二)部分”和“第二(三)部分”。

移转发生的情形将更为少见。

(二)“不挫败”规则

《英国并购守则》最为真切地体现了把针对要约的决策权单独赋予股东的情形。自1968年诞生伊始,该守则即包含了一条针对目标公司董事会的“不挫败”禁令。该禁令规定,“在要约期间,甚至在要约发出之前,如果受要约公司的董事会有理由相信,一项真诚的要约可能正在迫近,则未经股东大会批准,董事会不得采取任何可能挫败要约或者可能挫败真诚的潜在要约的行动,也不得采取任何可能会使股东丧失自行决定的机会的行动”。^⑳这是一项以结果为基础的规则,而不是一项基于董事会的意图或动机的规则。根据这一规则,现任管理层采取行动,有可能“挫败”收购人希望向目标公司股东提出的要约时,只有在股东本身通过集体决议已经批准了管理层的这一行动,也就是说,股东事实上拒绝了收购人的要约时,管理层的这项行动才是合法的。“不挫败”规则认为,为了有效推行股东在公开要约方面的排他性决策权策略,就必须要求规则不仅确保股东可自由接受对他们发出的要约,而且还要确保要约人可以自由地向股东发出要约。换言之,法律必须既为收购人提供进入规则,也要为股东提供退出规则。

欧洲委员会建议将“不挫败”(或者“董事会中立”)^㉑规则,作为《收购指令》的一项核心要素,但事实证明,它充满争议(特别是在德国),而且成员国最后达成的协议是,成员国可以在国内法中不强制性地适用这条规则,以此为基础,它才成为《收购指令》中的一条规则。^㉒然而,在针对指令而进行的冗长的谈判进程中,欧盟区广泛地接受了“不挫败”规则(虽然德国并未接受)。^㉓

^⑳ 参见规则21.1。

^㉑ 欧共体层面的讨论通常运用“董事会中立”这一术语,但我们偏好“不挫败”这一术语,因为后者更为准确地描述了规则的范围。参见下文“第二(二)1部分”。

^㉒ Directive 2004/25/EC, 第9.2条和第12.1条。即便成员国并没有引入这一规则,公司也应被赋予选入“不挫败”规则的权利:第12.2条。在有关“突破规则”方面,也引入了相同的解决方案:参见下文“第三(二)部分”。

^㉓ Commission of the European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, 2007年2月,第6页,它表明,在25个成员国中有17个国家早在采纳该指令之前就已经有了“不挫败”规则。

显然,无论是按照《城市守则》还是按照指令的规定,股东的批准均意味着是对要约期间提出的特定措施的批准,而不是发出特定要约之前的一般授权。一种更为弱式的股东批准规则是,允许股东在具体的要约发出之前对防御措施进行授权。这是一种更为弱式的规则,因为彼时股东面临的选择情境与股东在要约后批准规则之下所面临的选择情境相比,其尖锐程度更低。^③ 另外,如果要约发出之前已经批准了要约发出之后的防御措施,则如果认定批准无效,会使股东更难通过董事会与收购人协商从而应对未来的要约行为。^④ 在德国,要约发出之前的股东批准是使防御行为合法化的一种手段,^⑤日本同样如此。在日本,政府的指引更倾向于支持要约发出之前对于防御行为的批准,“以使股东能够做出适当的投资决定”。^⑥ 然而,对于要约发出之前的批准是否总是能够使防御措施合法化,法院的裁决却并不明确。^⑦ 与德国相似,日本也关注某些情况下董事会一致同意的防御措施的合法性,而就该层面而

^③ 这一点在法国的术语中分得很清楚,后者将事先的批准授权称为‘*afroid*’,要约之后的授权称为‘*d chaud*’: Cf David Kershaw, *The Illusion of Importance: Reconsidering the UK’s Takeover Defence Prohibition*, 56 INTERNATIONAL AND COMPARATIVE LAW QUARTERLY 267 (2007), 称《守则》的“不挫败”规则对于英国的公司法几乎没有增加、或者没有增加任何东西,但这一结论建立在要约前批准和要约后批准在功能上相当的基础之上。

^④ 关于可能运用要约前防御措施来达成此目标,参见下文“第二(三)部分”。

^⑤ 《公司收购法》第33(2)条:股东以四分之三同意的决议,可以做出最高期限为18个月的许可,当然,特定公司的章程可以设定更为严格的规则。然而,监事会也可以在未经股东批准的情况下做出要约后的批准[《公司收购法》第33(1)条最后一段],因而在实践中,要约前的股东批准看起来并不重要。参见 K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH*, pp. 373 - 395 (2009)。

^⑥ METI and Ministry of Justice, *Guidelines Regarding Takeover Defense*, 2005年5月27日,第2页。这些指引本身并不具有法律拘束力,但它们致力于成为法院裁决和最佳做法的考虑因素。

^⑦ 在近期的 *Bulldog Sauce* 案件中,以作为防御措施而发行的权证获得了地区法院和最高法院的支持,理由是,该权证的发行在要约发出之后获得了股东的批准,而且收购人在要约后的持股方面也获得了公平的待遇(如果说其获得待遇的方式不同于目标公司其他股东的話): S. Osaki, *the Bulldog Sauce Takeover Defense*, 10 NAMURA CAPITAL MARKETS REVIEW No. 3, 1 (2007)。

言,这两个国家采取了共决模式。^③

1. 不挫败、消极和竞争性收购

“不挫败”规则虽然将接受要约的决定权分配给了目标公司的股东,但它并没有对现任管理层施加“消极规则”。在许多情况下,目标公司的董事会可以在符合“不挫败”规则的基础上,采取一些可能会对要约结果构成重大影响的行为。在此范围内,董事会不必对要约保持中立。第一,现任管理层可以自由地说服股东以一种特定方式行使其选择权,而且,确实,在绝大多数国家,目标公司的董事会被要求向股东提供关于要约的意见。它认可了现任管理层在解决目标公司股东的信息不对称问题上的作用。而这里的问题在于,在更为根本的意义上,“不挫败”规则是否应让位于解决目标公司的股东的协调问题的需要?对此,下文将予以探讨。^④

第二,目标公司的管理层可以求助于竞争监管当局以阻遏收购行为,大体说来,其理论基础在于,当竞争性市场中的公共利益考量超过了股东因接受向其发出的要约而获得的私人利益时,管理层求诸竞争监管当局,是一种使公权机关知悉潜在的竞争态势的富有效率的方法。

第三,该规则通常被理解为是一项消极规则,而并不是要求现任管理层采取措施来促进面向股东的要约(除非在已经向收购竞争对手提供便利的某些情况下)。因而,并不能将“不挫败”规则解读为,要求目标公司的管理层向潜在的收购人提供目标公司的账簿以利于其制定要约条款。在私募情况下,甚至在某些交易中,“不挫败”规则可能会赋予目标公司管理层对于控制权交易拥有类似于否决权的权力,或者至少会赋予管理层就要约条款与收购人进行谈判的重要权利。^⑤

^③ 《指引》第3页,即便股东可以根据自己意愿将其去除。关于德国的情况,参见 K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH*.

^④ 参见下文“第二(五)部分”。

^⑤ 考虑到私募股权要约的杠杆性质,收购人必须对目标公司的盈利能力非常有把握。当然,即便管理层不愿意,股东仍可以向董事会施压,以使其向潜在的收购人公开公司的账簿。但管理层按兵不动则不需要股东批准。

另外,公司法和证券法在其他地方的发展演变。关于表决权股份的受益所有权的披露要求的最新发展,虽然其首要目的在于防范市场不当行为,但事实上它帮助了现任管理层,因为它使得后者有更多的时间来准备法律所允许的防御措施。现在,绝大多数国家都颁布了规则,要求上市公司股份的受益所有权人(无论是单独的受益所有权人,还是共同的受益所有权人),在拥有超过一定的最低水平的权益时,向公司和市场披露这一事实。^① 受益所有权人除了被要求披露其所有权之外,可能还会被要求披露其控制公司的意图。^② 一些国家还采取了进一步的技术性手段,允许公司触发披露义务。^③

2. 白衣骑士和竞争性收购

最后,“不挫败”规则通常并不禁止现任管理层试图扩大股东选择面的行为,例如,管理层努力寻找“白衣骑士”。而无论现任管理层是否努力去寻找,都有可能会出现竞争性收购人。或许,看起来这种情况不会成为问题,因为它看起来非但没有限制股东的选择权,而是增大了股东的选择面。实证研究文献已经证实,竞争性收购对于目标公司股东具有财富增强效应。然而,虽然就特定的要约而言,这或许是对的,但对于

① 绝大多数国内法要求持股达到5%时披露。现在还出现一种强制性披露股权中经济利益的趋势,无论是否有所有权利益。例如,参见 *CSX Corp v. The Children's Investment Fund (UK) LLP* 562 F. Supp 511 (2008), 将股权互换置于《1934年证券交易法》第13(d)条的调整范围之内;FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (UK), *Disclosure of Contracts for Difference*, CP 08/17, 2008年10月,建议从2009年9月始拓展披露规则的适用范围。舍夫勒在2008年5月宣布收购之前,通过金融衍生品合约(CfDs)未经披露地购买了德国大陆轮胎公司28%的股份;2008年10月,保时捷以同样的方式将其在大众公司中的持股份额从43%提高至74%,考虑到大众公司20%的股份由德国萨克森州持股,而不是由公众持有,保时捷的行为导致大众公司的股份被严重逼空。参见 <http://www.thehedgefundjournal.com/research/sj-berwin/fm-alert-the-volkswagen-case.pdf>。

② 《1934年证券交易法》第13(d)条(美国);《法国商法典》第L. 233—7. VII条(法国)—但只有达到10%和20%的水平,才要求发布额外的信息;《2008年风险限制法》(*Risikobegrenzungsgesetz*)也设定于10%的水平(德国);《2006年金融工具及交易法》第27—23条及以下(日本)。

③ 《2006年公司法》(英国)第22部分——这并不指任何特定水平的持股,而且又有义务回应公司的要求,若有违反,公司可以寻求法院的法令,暂停股份转让或暂停就股份进行投票的权利。

要约整体而言,却未必属实。促进竞争性收购的规则所产生的相关成本是,它们降低了先期发出要约的激励。如果出现竞争者,先期发出要约的人往往落败,在这种情形下,先期要约人付出的信息搜寻和其他成本将如同泥牛入海。这会在总体上打击先期要约人,并因此减少要约的数量。⁴⁴因而,“不挫败”规则是否允许寻求“白衣骑士”,以及在更为宽泛的意义上说,关于收购行为的其他规则在事实上是帮助还是阻碍竞争性收购人,就不无重要意义。

正如 Romano 教授的评论指出,⁴⁵任何阻遏敌意(或者甚至是友好)收购达成的规定……都为其他收购人在目标公司的劝诱或者其他因素影响下加入争夺战争争取了时间,从而增大了产生竞价的可能性。因而,从表面上是为了解决其他问题的规则,可能会对产生其他要约行为的机率产生重大影响。例子之一是要求要约期间保持在某一最低时日的规定(为了使股东不会在压力之下还没有机会来评估一项要约就匆忙接受)。另一个例子是刚才讨论过的规则,它要求持有受益所有权超过一定比例时,必须向市场进行披露。⁴⁶这条规则可以提前警示潜在的竞争者,即针对特定目标公司的要约可能近在眼前。⁴⁷无论是否因为目标公司管理层的拍卖行为而引发竞争者,如果竞争者的确出现了,则在以下法律制度中,竞争者更容易得偿所愿:法律允许接受者以任何理由或者以出现竞争性要约为理由,撤回其接受第一份要约的承诺,除非该承诺

⁴⁴ Frank H. Eascerbrook and Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161 (1981)。以下文献对该论争进行了梳理:Romano, Roberta Romano, *A Guide to Take-overs: Theory, Evidence and Regulation*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE 3 (1992) 27-38。

⁴⁵ Frank H. Eascerbrook and Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARVARD LAW REVIEW 1161, (1981), 28。

⁴⁶ 参见 *CSX Corp v. The Children's Investment Fund (UK) LLP* 562 F. Supp 511 (2008)。

⁴⁷ 《1934年证券交易法》第13(d)(1)(C)条(美国);《法国商法典》第L. 233—7V11条(法国)。

已经以无条件的方式做出。^{④⑧} 与此效果相同的规则是,赋予竞争性收购人与第一个收购人享有信息方面的同等待遇。^{④⑨}

为了降低促进竞争性收购的规则对于第一个收购人的不利影响,可以运用诸多技术。^{⑤①} 当潜在的目标公司的董事判断,针对公司的一项收购有利于股东利益,而且如果不采取一些保护措施以对抗竞争者的出现,则该收购要约将不会做出,在这种情况下,会允许目标公司的董事会签订合同,约定不寻求白衣骑士。^{⑤②} 从第一位要约人的角度分析,更为有效的措施是,目标公司以支付“诱因费”或“中止费”的形式做出金钱承诺,以补偿被竞争对手击败的第一位要约人所付出的成本损失。这种费用安排在美国司空见惯,但英国对此却持审慎态度,因为它们会对股东的决策原则带来潜在的影响。^{⑤③} 它们会被用作向现任管理层偏爱的收购人输送大量的利益。最后,第一位要约人可以自由运用以下手段来保护其在市场中的利益:在要约发布之前以便宜的价格买入股份,然后在其自己的要约未被接受之时,将这些股份卖给胜出的竞争者的要约,从而赢取利润。虽然要约人在发出要约之前买入目标公司股份通常并

^{④⑧} 这是收购法规的主导性规则,即便在美国,也是这样(《1934年证券交易法》第14(d)5条和规则14d-7)——但英国不是这样(《收购和兼并守则》,规则34,允许撤回的情形更为狭窄)。收购人可以在要约之外通过获得不可撤回的承诺来规避此一规则(而且通常是在要约做出之前),尽管接受人也可以选择以没有竞争性收购人出现为条件来做出承诺。

^{④⑨} 参见下文“第二(五)1部分”。

^{⑤①} 关于进一步的分析,参见 Athanasios Koulouridas, *THE LAW AND ECONOMICS OF TAKEOVERS: AN ACQUIRER'S PERSPECTIVE* (2008)。

^{⑤②} 英国即属此种情形:参见 *Dawson International plc v. Coats Patons plc* [1990] *BUTTERWORTHS COMPANY LAW CASES* 560。为自身利益而运用权力的行为,会受到法院援引董事会信义义务的审查的制约。即便如此,尽管有此合约义务,如果的确出现了竞争性的收购人,目标公司的董事会可能并不会出于信义义务就哪个收购有利于股东而与其协商。

^{⑤③} 美国的幅度通常是2%~5%,而《城市守则》规则21.2则将诱因费的上限设定为要约价值的1%。它还要求在要约文件中披露该安排,而且受要约人的董事会及其财务顾问必须专家小组确认,诱因费是出于目标公司股东的最佳利益。

不属于禁止内部人交易的法律调整范围,^⑤但是,要求公开披露持股份额的规则,仍然对要约人在发出要约之前以便宜价格买入目标公司股份的机会予以限制。^⑥

总体而言,在那些不允许发放大量诱因费的国家中,第一位要约人保护自身免受竞争对手胜出所带来的不利财务后果的能力是有限的。

(三) 共同决策

当公司管理层获许针对要约单方面采取有效的防御措施时,在目标公司方面,决策的进程事实上变成了包括股东和管理层在内的共决过程。在实践中,除非目标公司董事会决定不采取防御措施,或者决定去除那些已经采取的防御措施,股东通常没有能力接受该项要约。或许此类措施中最为著名的,应属在美国发展出来的“毒丸计划”或者股东权利计划。据此,如果收购人跨越了一个相对较低的所有权门槛,则会触发目标公司的股东针对目标公司或者收购人的股份的权利计划,而收购人自身被排除在外,而且将导致进一步收购目标公司的股份徒劳无益,或者价格离谱而无法接受。^⑦虽然“毒丸计划”并非强制性安排,潜在的目标公司的管理层可以轻易地采用该计划,这使得它在实践中为美国公司所广泛运用。它还是一种强大的法律技术,很显然地将现任管理层推

^⑤ 例如,参见欧洲议会和欧盟理事会关于内部人交易及市场操纵行为的指令(2003/6/EC, [20031 OJ L 096/16] 重述 29。其细节充满争议, cf. Klaus J. Hopt, *Takeovers, Secrecy and Conflicts of Interests*, in Jennifer Payne (ed.), TAKEOVERS IN ENGLISH AND GERMAN LAW 9 (2002) 33, 38-50。

^⑥ 参见 *CSX Corp v. The Children's Investment Fund (UK) LLP* 562 F. Supp 511 (2008)。

^⑦ “毒丸”的定义源于 Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, 99 COLUMBIA LAW REVIEW 1168 (1999) (在其注释 35 中,引用于证券交易委员会首席经济学家的见解)。还可参见同样作者的 *On Takeover Law and Regulatory Competition*, 57 THE BUSINESS LAWYER 1047 (2002)。

向⁵⁶能够直接对潜在收购人“说不”的地位。⁵⁷

应予提及的是,“毒丸计划”能否成功,并不仅仅取决于其对收购人的影响,同时还取决于以下两方面因素:其一,“毒丸计划”对于目标公司管理层的影响,后者根据普通公司法和公司章程,有权未经股东批准而采纳包含这些或然权利的计划;其二,“毒丸计划”对于法院做出以下裁判的影响:在面临收购时采纳或者拒绝废除这一计划并不违背董事义务。在缺乏这些特征的情况下,股东权利计划并不必定会带来股东和目标公司管理层的共决安排。因而,尽管声称已经打造了“毒丸计划”,近期法国改革中目标公司被赋予了发行认股权证的权利,但它却丝毫没有给管理层带来同样的自我防御的可能。根据法国的规则,无论是股东大会决定自身去发行权证,还是授权管理层发行权证,都需要股东大会做出决议;而且这一决议必须在要约期间做出。只有收购人的管理层无须遵守中立规则,在收购目标公司时(也就是说,不存在“互惠”的安排),目标公司的股东才可以授权管理层在要约之前发行权证。⁵⁸因而,根据法国的规则,虽然其法律机制与美国类似,但至少在存在互惠安排的情况下,目标公司牢牢地掌握在股东的控制之下。⁵⁹而在不存在互惠安排的情况下,该规则构成了弱式的“不挫败”规则。⁶⁰

更为笼统地说,如果不存在“不挫败”规则,现任董事会介入收购决策进程(无论是通过股东权利计划或者其他方法)的可能性,取决于根

⁵⁶ 原文此处“apparently putting the incumbent management in a position where they can ‘just say no’ to a potential acquirer”中的“is”似乎是“in”的笔误。——译者注

⁵⁷ “随着时间的流逝,所谓功效强大且新奇的毒丸策略,在许多眼中渐渐褪去了往日的光环。该策略的唯一目的是,赋予发行该毒丸的董事会通过稀释赞成购买方的利益,从而防止交易的达成”(甚至在其自身的公司中,如果权利“反转”) *Strine V - C in Hollinger Int'l v. Black*, 844 A.2d 1022 (2004, Del. Ch.) at para. 111.

⁵⁸ 《法国商法典》第 L. 233—32.11 条和第 33 条,插入了 2006 年 3 月 31 日关于公开要约的第 2006—387 号法律,第 12 条和第 13 条。另外,权证(*bons d'offre*)必须向所有的股东发行,包括向收购人按照其收购前的持股情况发行权证(尽管收购人答应通过要约购买的股份并不计入购买权证的权利份额)。除了这部分例外之外,法国公司的董事会现在必须遵守明确的中立规则(第 L. 233—32.1 条),尽管此前清晰度低得多的法律规则也按这种方式进行解读。

⁵⁹ 关于互惠规则的进一步探讨,参见下文“第三(二)部分”。

⁶⁰ 参见上文“第二(二)部分”。

据普通公司法或者公司章程,特定的决策需要在什么范围内获得股东的批准。通常而言,在处理公司资产方面,董事会享有广泛的集中管理的权力。然而,在许多国家,当涉及股份或者可转换为股份的证券的发行时,由于它们会稀释现有股东的持股比例,董事会的权力受到更多的制约。然而,一般而言,以公司资本而不是其营业性资产为核心的防御措施,对于现任管理层更富有吸引力,因为后者对公司主营业务的破坏力更低,或者能够更为强有力地阻遏收购人。因而,在欧共体国家中,要求增资必须获得股东批准的一般规则遏制着(虽然并没有完全排除)现任管理层单方面通过股东权利计划的可能性。^① 同样地,在日本,作为一种防御措施的股份认购权证的近期发展演变,也以普通公司法的变革为前提(该变革并非专门针对控制权移转,而是为了实施更为宽泛意义上的放松监管计划),后者强化了董事会在发行股份方面的权力。特别是,董事会被赋予权力,可以无须征得股东同意而发行股票期权。当然,“不公平的发行”会被法院禁止。^② 而董事运用其权力挫败收购行为是否合法,则是另外一个问题,但如果没有这种权力,这个问题甚至都无法产生。

1. 对董事会采取防御措施的权力予以控制的策略

虽然“不挫败”规则并非彻头彻尾的消极规则,然而,就针对要约的决策而言,该规则仍然将股东置于掌舵人的地位。于是,适用于控制权移转的、以“不挫败”原则为基础的一个重要关注点在于,如何使股东内部更好地处理针对收购人的协调问题。相反,共决策略允许现任管理层代表股东进行协商,并采取其他有利于股东的措施,如拒绝削弱公司价值的要约等。在共决机制之下,如果能够确保公司现任管理层的决策权用于维护股东利益,而不是保全其职位等一己之私,则可以认为,这种结果优于将决策权完全交给股东所产生的结果,因为由现任管理层代表股

^① 《公司法第二指令》([1977] O. J. L 26/1)要求公司增资获得股东的批准(第25条)。一般可参见 Guido Ferrarini, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control* (2002), available on <http://ssrn.com/abstract=265429>。

^② 《日本公司法》第210条和第247条。

东进行协商,避免了股东之间产生协调问题。^⑤然而,为了达到这一效果,同时避免产生管理层为其自身利益而运用否决权的风险,共决策略必须同时伴以一种或者多种其他策略。可以用作实现这一目的的策略多种多样,包括标准策略、信托策略、免除权策略和奖励策略。

2. 标准策略

法院对于管理层运用否决权的行为予以事后审查,是最为明显的额外的法律策略,因为在绝大多数国家,承担着集中管理的公司管理层的决定,无论是否涉及控制权交易,通常都要接受此种审查。有观点称,^⑥在20世纪80年代,特拉华州的法院在对董事适用信义义务时,只有要约被滥用以至于侵害目标公司股东利益时,法院才会支持拒绝回赎“毒丸计划”的决定。因而,此时,人们会说,“毒丸计划”针对目标公司股东的代理和协调问题做出了一种富有效率地回应:董事可以运用其自由裁量权来阻遏收购人的机会主义行为,而不是为了保全职位的自身利益。然而,随着特拉华州法院对于“直接说不”规则的发展演变,“毒丸计划”的影响发生了很大的变化。这种新做法源于人们接受了以下观点:在原则上,关于要约的命运的决定,大体上属于公司经营管理的一部分,因而与董事会的其他权限一样,它也属于董事的权力范围。^⑦作为策略的一部分,只有现任管理层已经决定卖出公司的控制权或者处分其资产时,才可以赋予股东单独的决策权(而且它的确是竞争性收购人采取的一项中立政策)。^⑧然而,无论股东认为要约是否能够最大化其财富价值,在原

^⑤ 当然,这种观点的吸引力取决于(a)如果管理层已经边缘化了,股东的协调问题能够在多大程度上轻易解决(参见下文“第二(五)部分”);以及(b)现任董事会在“不挫败”规则之下,有多大空间进行谈判(参见下文“第二(二)1部分”)。

^⑥ Lucian Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers* 69 UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW 973 at 1184—8 (2002). 还可参见 R. Gilson, *UNOCAL Fifteen Years Later (and What We Can Do About it)*, 26 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 491 (2001)。

^⑦ *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 ATLANTIC REPORTER SECOND SERIES (hereafter A. 2d) 1140 (1989); *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (1985); *Unitrin Inc. v. American General Corporation*, 651 A. 2d 1361 (1995)。

^⑧ *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*, 506 A. 2d 173 (1986); *Paramount Communications v. QVC Network*, 637 A. 2d 34 (1994)。

则上,董事会都可以自由做出决策,以把公司持续运营的权力交给现任管理层。因而,从股东的角度来看,如果法院审查董事会决定时基本上本着偏向管理层的立场,针对控制权移转而采取共决制,将会有重大的不利影响。^⑦

类似地,在日本,在股东没有批准的情况下,政府的指引和法院的裁判认为,目标公司管理层采取的防御措施,只有在其增强了“公司价值”和提升股东利益的情况下,才是有效的。因而,未经股东批准的防御措施,如果是基于绿邮或者基于收购人与目标公司股东之间信息不对称而使收购带有强迫性,则其更有可能满足这一标准。^⑧然而,这一标准的灵活性,或者说这一标准的不可靠性,在东京高等法院在 *Bulldog Sauce* 一案关于收购人的界定中,得到了体现。在该案中,法院认为,收购人只是在目标公司中拥有纯粹金钱利益的股东,因而它是“滥权型”股东。^⑨

一般而言,在所有国家中,都存在适用于董事会决策的宽泛的义务,例如为了股东的最大利益服务,或者为了适当目的而行使权力,在此基础上,即便是立法明确授权管理层采取防御措施,也通常无法豁免管理层这方面的责任。然而,几乎没有证据表明,长期以来,法院愿意对双重

^⑦ 在美国的许多州,偏向管理层的做法是通过“选区成文法”这一立法的方式来实现的。后者看起来是增进了利益相关者的利益,特别是雇员和地区的利益,但实践中运作的结果是保护管理层免受股东的质疑,而且或许它本身也想达到这样的效果。Romano, Roberta Romano, *A Guide to Take-overs: Theory, Evidence and Regulation*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE* 3, (1992), 40., 及下文“第五部分”。

^⑧ *METI and Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense*, 2005年5月27日,第1~2页,以及参见 Kozuka 关于活力门和其他案件的讨论, *ZEITSCHRIFT FÜR JAP ANISCHES RECHT* No. 21, (2006), 12-16。

^⑨ S. Osaki, *The Bulldog Sauce Takeover Defense*, 10 *NAMURA CAPITAL MARKETS REVIEW* No. 3, (2007), 7ff.

决策模式下授予管理层的自由裁量事项,进行严格的审查。^①

3. 信托策略

在公司之外对于管理层提出的防御措施进行审查的一个办法是,在公司内部寻求独立董事的批准。因而,在德国,经营董事会可以选择两种防御措施,但两者均须获得监事会批准。^②(从股东的视角看)这种策略的有效性,在很大程度上取决于监事会能否真正独立地发挥作用。当董事会采取共决制时,这可能会带来问题,因为监事会的雇员代表通常支持的是管理层而不是股东的立场。^③同样地,在美国,关于是否回购毒丸的决定由董事会中的独立成员做出,运用的也是信托策略。这里虽然不存在因共决而产生的问题,但非执行董事的独立性仍然面临争议。

4. 免除权策略

当公司管理层拒绝潜在要约的决定获得了美国法院的支持时,股东的反应是撤掉一批董事会成员,而更换一批更支持收购的董事。这一发展变化的后果是,将收购之争转化为收购人通过股东大会提名候选人替换现任董事会的一场战斗,这些被提名人会消除“毒丸计划”。事实上,这一策略更加强调股东集体决策的作用,当要约发出之后的防御措施根据“不挫败规则”必须获得股东批准时,情形同样如此。然而,在后一种

^① 因而,在德国,经营董事会在股东及/或监事会的批准下采取防御行动的权利,并没有免除其为公司最大利益行事的义务。这一限制意味着什么,对此的学术探讨纷呈多样,但并不确定的是,它能否在极端情形之外避免管理层的自我防护行为。看起来意大利面临着同样的情形,后者于2008年度除了其“不挫败”规则,但董事会必须遵守法律关于董事义务的制约。然而,有证据表明,特拉华州的法院运用标准策略做得更好,标准策略被运用来约束管理层促进(而不是抵制)控制权转移的行为。参见 Robert B Thompson and Randall S. Thomas, *The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition - Oriented Class Actions*, 57 VANDERBILT LAW REVIEW 113 (2004)。

^② 经营董事会可以事先寻求股东批准防御措施,但此后行使权力的任何行为,均须获得监事会的批准(《公司收购法》第33(2)条)或者它可以仅在监事会的批准下即采取防御措施(《公司收购法》第33(1)条最后一句)。在立法过程中,只有对第33条的最后一分钟的修订解释了这一奇怪之处。在实践中,管理层事先获得股东的批准看起来几乎没有价值。

^③ K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH*, (2009), III, A, b.

情形中,股东的集体决策是现任管理层采取防御措施的前提条件;而在前一种情形中,在董事会不与收购人发生关系的情况下,股东的集体决策是要约发送给目标公司的股东的前提条件。根据前一种规则,获得股东的同意落到了目标公司董事会头上;而根据后一种规则,这一义务则落到收购人头上。这是一个关键的区别。在要约发送给股东之前获得股东同意这一要求,制约着收购人。⁷³ 在发出要约的条件得到满足之前,发出要约的动力可能已经消耗殆尽。如果只有在董事任职末期才能进行投票,或者因为公司设立了交错董事会而还需多一票,这种情形尤其严重。⁷⁴ 有观点认为,在美国,目标公司管理层之所以拥有强大的防御权,是因为“毒丸计划”和交错董事会的合并运用,而不是因为“毒丸计划”本身,也就是说,如果能够运用的话,免除策略对于董事会运用“毒丸计划”,将起到有效的约束作用。⁷⁵

5. 奖励策略

在这种策略之下,现任管理层保留其职位的自利动机,被代之以通过将公司控制权转让给收购人以获得金钱回报的自利动机。⁷⁶ 发生此

⁷³ 关于通过委托书征集战而展开收购的优点,参见 Louis Loss and Joel Seligman, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* 562 (4th ed., 2001). Lucian Bebchuk and Oliver Hart, *Takeover bids versus proxy fights in contests for corporate control* (Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 336; 及 ECGI—Finance Working Paper No. 04/2002, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=290584>) 认为,在原则上,约束所有股东的股东加速投票,作为针对收购的议决方式,更有利于针对全面要约的个别承诺行为,尽管他们认识到美国的规则不存在这一安排。实际上,这种观点赞成运用法定兼并程序来达到控制权交易。参见上文“第一(一)部分”。

⁷⁴ 在每次股东年度大会上,只有一部分董事会成员(通常只有三分之一)可以被免除职务。

⁷⁵ Bebchuk, Coates, and Subramanian, *The Powerful Anti takeover Force of Staggered Boards*, 54 *STANFORD LAW REVIEW* 887 (2002). 近期更多的证据表明,现任管理层在股东压力和财务激励之下,采取措施降低交错董事会的构成: M. Ganor, *Why do Managers Dismantle Staggered Boards?*, 33 *DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW* 149 (2008)。

⁷⁶ M. Kahan and E. B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law* 69 *UNIVERSITY OF CHICAGO LAW REVIEW* 871 (2002); J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives* in G. Ferrarini et al. (eds), *REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE* (2004)。

种情形的原因如下:控制权的转移会触发通常意义上的高管薪酬激励计划;^⑦或者根据服务合同,管理层可以据此行使支付请求权;^⑧或者更不常见的是,收购人或者目标公司事实上向现任管理层支付与公司控制权的成功移转息息相关的款项。此类支付行为在美国非常普遍,而且有观点认为,在促使不启用“毒丸计划”的动机方面,奖励策略成功地达到了免除策略所未能达到的效果。^⑨然而,在美国之外,至少在缺乏股东同意的情况下,向管理人员支付大笔金钱,以至于对管理层形成了明显的反向激励,这种情况通常并不为人们所接受甚至被认定为是非法行为。在我们讨论的语境下,它削弱了奖励策略的功效。

因而,在德国曼内斯曼案件中,在(外国)收购人成功地收购了公司之后,被收购的德国目标公司向其 CEO 进行了偿付,此举引发了针对 CEO 的浪费公司资财的刑事指控。虽然该案最终以和解收场而未引发责任问题,但高等民事法院对于浪费资财而设定的检验标准,却严格且客观。^⑩确实,有可能事先通过合同约定,高管失去工作岗位可获得赔偿,从而避免刑事责任,但可以想见的是,法院的这一裁决将使原来被认为是妥当的收购之前的约定赔偿以及收购之后慷慨的大额支付的可能性,都将为之降低。甚至在英国,与收购发生之后失去工作岗位有关的慷慨支付,都要求获得股东的批准,在缺乏股东批准的情况下,该项支付被认为是以获得了接受要约的股东的信托为基础。^⑪这项救济措施很好地说明了以下事实:强化现任管理层在控制权移转过程中的地位,可

^⑦ 例如,由于加速股票期权。

^⑧ 例如,合同型金色降落伞。

^⑨ L. Bebchuk and J. Fried, PAY WITHOUT PERFORMANCE (2004) 89 - 91; Alessio M. Paccos, FEATURING CONTROL POWER (2007) Ch. 6.3 (基于以下理论基础,欢迎出现这种后果:管理者/创业者能够通过控制权移转而获得独特的控制权私人收益的补偿,使其可以降低如不存在此种额外支付时本会追求的公司所有权水平); B. Holmstrom and S. Kaplan, Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s, MIT, Department of Economics, Working Paper No. 01 - 11 (available at <http://www.ssrn.com>)。

^⑩ BGH 21 December 2005, NJW 2006, 522.

^⑪ 《2006 年公司法》第 219 条和第 222(3)条。如果合同型的支付与收购有关,则其也受该规则(《2006 年公司法》第 220 条)的调整。

能会导致控制权的部分溢价收入被管理层所攫取。^⑳ 在更为宽泛的意义上说,在英国,强化股东对于执行董事薪酬的审查的趋势正在加强,它已经对以收购成功为基础的约定回报,构成了制约。^㉑ 由于用于补偿管理层因失去工作岗位而遭受的金钱、声誉和心理损失所必须的金钱激励可能非常大,对于这些支付心存疑虑的国家,不可能就控制权交易采取共决制而产生的激励重新达成平衡。

总体说来,人们会说,最初的决策权选择机制可能是非常重要的。而在一些国家,特别是在美国,其他策略的运用(特别是奖励策略)也会导致共决程序的后果与“不挫败”规则并无明显区别,而这一结论在很大程度上取决于存在那些附加策略,而且它们行之有效。如果不存在拥有有效审查权力且偏向股东的法院、也不可能方便地解除现任管理层职务,或者没有能力向管理层提供重大的金钱激励以使其能够客观中立地看待收购要约,则不采用“不挫败”规则可能会降低控制权移转的数量。^㉒

(四) 要约实施之前的防御措施

人们经常指出,对于“不挫败”规则的一个重大制约是,股东的批准要求仅仅适用于要约已经处于酝酿之中的场合,^㉓即便在任何特定的要约成型之前,管理层或许有能力对潜在的要约进行有效的防御。欧洲委

^⑳ 在论及金色降落伞及加速股票期权时,Gordon说:理解这些手段的一种方法是,作为股东在收购时的一种买回措施,20世纪80年代,它成为公司管理者能够从立法者和法院获得的一种抵制的权利。J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives in G. Ferrarini et al. (eds), REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE, (2004), 555.*

^㉑ 因而,据报道称,自从引入股东对于董事薪酬的劝告性投票之后,控制权移转时自动赋予董事股票期权的条款实际上就不再成为董事薪酬方案的一部分了:Deloitte, *Report on the Impact of the Directors' Remuneration Report Regulations* (November 2004) p. 19.

^㉒ J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives in G. Ferrarini et al. (eds), REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE, (2004), 555*,提到关于德国的这些方面。在德国,既不可能轻易撤换董事会,也不存在接受要约的高强度激励。

^㉓ 参见 Paul Davies, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States*, Klaus in Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE 3*, (1992), 195.。如果收购之前确立的防御措施,要求收购之后董事会方面的行为发生效力,则该行为受到不挫败规则的调整。例如,此前被授权发行股份的董事会发行股份的行为。

员会的高级专家小组认为存在五类要约实施之前的防御措施,^⑥阻碍着以下行为:(1)收购公司的股份(例如,持股最高限额或者毒丸^⑦);(2)控制股东大会(投票权最高限额;多重投票权);(3)控制董事会(共决制,交错董事会,某些股东的特别委任权);(4)控制公司资产(锁定);以及(5)在收购人收购之后为收购人带来财务问题(有毒债权);或者(6)监管问题(在进一步合并时会带来反拖拉斯问题的防御性收购)。

可以在要约实施之前采取防御措施,这不仅使得监管管理层遏制提升公司价值的控制权移转面临漏洞,它还可能全面削弱“不挫败”规则的功效。当董事会的强烈动机仅仅是将其防御行为移至要约实施之前的期间时,就会出现此种情形。然而,由于“不挫败”规则致力于改变股东和董事会之间在要约逼近之时的正常的决策权配置,任何时候均运用“不挫败”规则,至少在以“效果”标准为基础来看,对于公司的集中管理可能干预过深。^⑧那些可能会阻遏公司未来的要约的商业决策,必须交给股东们来批准。在共决模式下,这一问题同样存在,但其表现形式更弱。由于在这种模式下,董事会对于要约成功与否,拥有更强的影响力。一旦确定了共决制,董事会采取前要约防御措施的激励更弱。进而言之,如果有效的激励策略适得其位,足以诱使管理层接受增进股东福利的要约,则该激励结构事实上会使管理层不愿设置不可撤销的前要约障碍。因而,在采纳“不挫败”规则的背景下,如何规制要约前防御措施,这一问题显得最为尖锐。

控制前要约防御措施的策略。然而,正如共决模式下现任管理层采取的要约后防御措施一样,要约前防御策略也要受制于其他的法律策略。其中最为常见的是适用于所有董事会决策的公司法标准(注意义务

^⑥ *Report of the High Level Group of Company Law Experts Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 2002年1月,附录4。这些防御措施中的一部分也可以在收购之后采取。

^⑦ 毒丸可以在收购之前,也可以收购之后采用,通常是在收购之前采用。然而,也存在收购之后的问题,也就是说,无论董事是否回赎毒丸(也就是说,消除股东的权利计划),董事做这件事情的单边权力,是这一方案的核心部分。

^⑧ 当然,要约前期间与要约后期间的准确界限的划分,也面临着一些争议。《城市守则》认为,一旦董事会“有理由相信善意的要约可能迫在眉睫”时,即可划定这一界限(参见上文“第二(二)部分”),而《收购指令》(默认的)“不挫败”规则只在董事会获悉收购人决定发出要约后才予适用(第9.2条和第6.1条)。

和忠实义务)。鉴于前述提及的理由,也就是说,为了保全集中管理的优势,这些标准的约束力必定低于“不挫败”规则。具有代表性的是,运用某些形式的“首要目的”规则,将要约实施之前采取的具有防御性质和商业合理性的决策,进行合法与否的区分。此类规则必定会赋予管理层相当大的自由来实施看似具有商业合理性的行为,即便该行为具有防御的属性,而且董事意识到这一点且表示欢迎,例如,购入将使未来的要约人面临竞争问题的资产,或者将大宗股份置于友好人士之手等。^⑧

调整具体决定的规则或许拘束力更强,但其普遍的影响力必定更弱。关于重大交易的规则或许要求某些具有防御性质的前要约公司行为,必须获得股东的批准。因而,我们已经注意到,在欧洲,有关公司资本事宜必须获得股东同意的欧共体规则,已经对直接接受“毒丸”构成了障碍。^⑨ 在这里,前要约共决程序对于股东的选择更为有利,因为替代性选择并不是股东的一致同意,而是董事会的一致同意。然而,通常而言,触发股东行使这些否决权的,往往是更为宽泛意义上的公司法事宜,而不是专门针对要约前的防御措施,因而它对于控制权移转的影响在某种程度上是偶然的。

总体而言,公司管理层在要约前比要约后拥有更大的自由来自我防御,而且要约前用于规制管理层机会主义行为的法律策略,仅仅是用作保护作为被代理人的股东和规制作为代理人的管理层的一般策略。^⑩

(五) 当不存在控股股东时目标公司股东的代理和协调问题

当向目标公司的股东发出一项要约时,股东可能面临两类问题。就针对收购人而言,股东面临着重大的协调问题。其原因在于,无论是接受还是拒绝要约,其决定通常都由股东本人做出,而不是通过对所有人

^⑧ 即便在要约之后,法院运用正当目的规则以有效制约自利性防御行为也会面临困难。参见 S. Kozuka 在以下文献中对于 *Miyairi Valve* 诉讼的探讨: ZEITSCHRIFT FÜR JAPANISCHES RECHT No. 21, 10 - 11 (2006) and *Harlowe's Nominees Pty Ltd v. Woodside (Lake Entrance) Oil Co.* 42 AUSTRALIAN LAW JOURNAL REPORTS 123 (澳大利亚高等法院)(1968)。

^⑨ 参见上文“第二(三)部分”。

^⑩ “突破规则”是这一表述的例外,因为该规则是为某些类别的后要约防御行为(主要是高级别小组清单中的(b)类别)量身定做的。然而,我们在下文“第三(二)部分”中探讨这一规则,因为它主要解决的是存在控股股东的情形。

均有拘束力的集体决议做出,因而投标人拥有相当大的余地来瓦解股东阵营。就针对目标公司管理层而言,股东也面临着代理问题,因为董事会向他们提出的建议(接受或者拒绝要约)可能并非没有自利动机。即便在共决模式下,董事会向股东推荐要约,也会产生这一问题。的确,(无论在何种模式下)赞同要约也会表明存在代理问题:要约或许并非不是最佳选择,或者它并不能增进股东福利,但从管理层角度看,它是最佳要约,因此他们仍会加以推荐。在现任管理层本身属于要约阵营时,这种情形更是极可能发生。例如,私募基金支持之下的管理层收购(MBO),即属此种情形。关于控制权交易的专门的法律规则,关注的往往是目标公司股东针对收购人的协调问题,而将股东如何解决针对目标公司管理层的协调问题视为次要任务。

董事会与潜在的收购人谈判,可以在一定程度上缓解股东之间的协调问题。在共决模式下,董事会处于以共决方式进行谈判的强势地位(虽然它可能更希望本着其自身利益来谈判)^②,甚至即便在“不挫败”规则之下,正如我们已经看到的,董事会仍然保持着并非是无足轻重的谈判能力。^③然而,如果存在能够有效解决股东协调问题的专门规则,则委托目标公司董事会保护股东免受强迫式要约伤害的收益会递减,或许会彻底消除,而且也更无必要在避免董事会自我防御方面花费成本。

现在,我们来分析可以用于降低股东协调和代理成本的法律技术。必须提及的是,所有的这些技术均存在成本,特别是因为降低了潜在的要约人发出要约的激励,从而带来了成本。这些策略包括:强制性信息披露;受托人策略;以及首要的是,要求股东在实质上以及在退出权方面享有平等的待遇。

1. 信息不对称

及时、准确地提供相关信息,可以帮助解决目标公司股东的协调和代理问题。特别是,目标公司管理层披露信息,降低了对共决模式予以支持的一种观点的说服力,该种观点认为,对于目标公司的价值,管理层

^② 参见上文“第二(三)1部分”。

^③ 参见上文“第二(二)1部分”。

拥有市场所缺乏的信息。^④然而,法律是否有必要规定股东应获得何种信息?即使不存在规定,目标公司管理层和收购人也有可能发布关于双方公司的大量信息,而且在敌意收购中,双方还会互相指摘彼此披露文件中的漏洞。然而,双方拥有强烈的动机来隐匿不利的信息,并且夸大有利的信息。此类规定通过对信息发布的类型和渠道予以规范,可以阻遏未经证实和验证的信息。

当然,公司法包含着一些信息披露规定,这些规定的运作独立于控制权交易。然而,尽管绝大多数国家都要求上市公司履行持续性报告义务,而公司的年度财务报表反映的经常是过时的信息。这样,目标公司董事会及其收购人对于各自公司的了解,均强于目标公司的股东。因而,毫不奇怪的是,我们可以发现,所有专门针对控制权移转的法规,无论其是否着眼于解决目标公司的协调或者代理问题,均出于保护目标公司股东的利益而设定了一套强制性要求目标公司董事会和收购人披露信息的精巧规则。通常的做法是,该规则要求披露要约的性质、要约人和目标公司的财务状况以及要约成功之后对于收购人和目标公司高级管理人员收入的影响。即使该规则别无它用,但仍着眼于解决信息披露事宜。

在议定收购中,缺乏互相揭短的动机,特别是在管理层收购中,收购人和目标公司的管理层人员相同,或者至少高度重叠。在这里,现任管理层扮演着双重角色:股东的受信人及其股份的购买者。在这种情况下,规则要求目标公司的董事会就要约的优点发表独立的意见,并且向目标公司的股东披露,就显得特别重要。^⑤同样地,当管理层收购进行之中出现了竞争性收购时,规则要求把目标公司向管理层收购团队的外部资金(潜在的)供给方提供的信息,也提供给相竞争的投标者,这一规则也降低了目标公司管理层偏向其自身要约的可能。^⑥在未针对收购进行专门立法的国家中,可能将此事项交给公司法一般规则来处理,也

^④ Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias in John Armour and Joseph A. McCahery (eds.), AFTER ENRON (2006)* 57, 然而,要注意的是,目标公司的管理层在使披露的信息值得信赖方面面临困难。

^⑤ 《城市守则》规则 3.1(注 1)。

^⑥ 《城市守则》规则 20.2(注 3)。

就是自我交易规则。^⑧即使不存在管理层收购,在诸多要约中,目标公司的董事也可能偏向其中一项要约,并因此对其偏向的要约大加溢美之词。另外,强制性披露要求可以为投资银行等看门人提供其赖以评估要约的信息,从而推进了要约的进程。

另外,控制权交易中的信息披露规则通常基于以下观点而予以设计:除非股东在必须依赖信息而行动之前,被赋予了足够的时间来消化信息(或者他人对信息的分析),否则,信息披露是达不到效果的。所有的收购规则均要求要约保持某一最低的期间(实践中看起来大约是20天),修订后的要约期间则更短一些。^⑨针对这种非常慷慨的消化期间,一个主要的反对观点认为,必须将目标公司的前途面临不确定的期间、特别是目标公司的集中管理的正常运作受到干扰的期间最小化。另外,强制性的最低要约期限增加了出现白衣骑士的概率,推高了收购人的成本,进而打击了潜在的收购人,给潜在的目标公司股东带来了成本。^⑩考虑到套利者在收购竞争中扮演的作用,以及其迅速消化信息的能力,最低期间要求的最主要实际效果可能是促进了竞争性要约,而不是促进了对披露信息的理解。

2. 信托策略

目标公司的股东面临的一个风险是,现任管理层会夸大其反对的要约的缺点,而对其支持的要约则不吝溢美之词。正如我们在上文中所看到的,对此,一种通常的反应是要求现任管理层(通常从投资银行中)获

^⑧ 参见 Werner F. Ebke, *The Regulation of Management Buyouts in American Law: A European Perspective*, Klaus in Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE* 3, (1992), 304-306。然而,应当注意的是,在技术上,这里的交易是董事(或关联人)与股东(而不是公司)之间进行的。在封闭公司的管理层收购中,普通法国家将董事向股东披露信息的义务视为其信义义务的一部分,从而来解决更为严重的信息不对称问题(例如,参见 *Coleman v. Myers* [1977] 2 *NEW ZEALAND LAW REPORTS* 225, NZCA)。

^⑨ 美国的《威廉姆森法》[1998, 82 Stat. 454, 在《1934年证券交易法》加入了第13(d)条、第13(e)条和第14(d)-(f)条,编入 15 U. S. C. § 78m(d)-(e)和 78n(d)-(f)。]的特别驱动力在于规制“星期六”夜晚特价品的愿望,也就是说,向股东发出的要约,股东只有不合理的短时间来做出反应。该术语显然最初是指星期六晚上常用的廉价手枪。

^⑩ 参见关于竞争性收购和消极规则的探讨,上文“第二(二)2部分”。

取关于这项要约的价值的“合格的独立意见”，并且周知股东。在某种意义上这属于信息披露策略，而在另一种意义上则属于信托策略：投资银行并不做出决定，但它向收到要约的股东提供了关于该要约的评估，评估是否准确，事关投资银行的声誉。类似地，在发生管理层收购时，收购团队中的董事不能代表目标公司发表关于要约的见解，因而将该义务委诸目标公司不存在利益冲突的董事。^⑩

3. 奖励(分享)策略

旨在于解决目标公司股东的协调问题的法律的一大显著特色是，它们采用了平等对待目标公司股东的规则，尽管在具体执行这一原则时刚性各有不同。这一原则主要着眼于控制收购人的机会主义行为：对于收购人试图通过对一些人（通常是更早接受要约的人）提供优于其他人的条款从而向目标公司股东施加压力的行为，该原则予以制约。^⑪ 总体上看，把针对要约的决定权单独赋予股东的法律制度，比那些采取共决制的法律制度，确立了更为全面的平等原则。

所有的法律制度都在某种程度上认可平等待遇原则。第一，它可以在要约内部予以施行（也就是说，要求要约送达的各方获得同样的要约条款^⑫）；第二，无论正式的要约是否发出，在接受要约的人和要在要约范围之外向要约人卖出股份的人之间，也可以适用该原则；第三，作为获取控制权的收购的一部分，向收购人卖出股份的股东以及那些仍然留在公司中的股东，也应适用平等原则。在第三种情况下，平等原则的实施已经超越了分享策略，而涉及向目标公司的股东提供退出权的问题。

第一个层面的平等，为所有国家所认可。因而，“先期认购”要约被排除在外，而且，如果后来要约价格提高了，先期承诺方会获得更高的价格。然而，与构造区分性要约不同的是，收购人可以在要约之外取得目标公司部分股东的股份，从而向其提供优惠的条款。对此，一种解决方案是禁止在要约之外购买股份，尽管这一规则只能够合理地运用于要约

^⑩ 《城市守则》规则 25.1（注 3 和注 4）。

^⑪ Paul Davies, *The Notion of Equality in European Takeover Regulation*, in Jennifer Payne (ed.), *TAKEOVERS IN ENGLISH AND GERMAN LAW* 9 (2002).

^⑫ 当要约涵盖的股份超过一种类别时，或者要求要约条款内容相当。

期间的购买行为。^⑩ 另一种替代策略是,要求将要约的对价提高至要约之外的购买水平。当允许要约期间发生此类购买行为时,分享规则就可以普遍适用了。更为困难的是,要约之前的购买行为是否要遵守分享规则。《收购指令》并没有明确这一点,但一些国家对于近期要约前的购买行为,施加了严格的分享规则。^⑪

4. 退出权:强制性要约规则和保持要约开放规则

关于分享原则的最强烈且最富于争议的表述是,股份收购人通过私下下的合同(无论是场内还是场外)取得足够多的股份后,如果要获得目标公司的控制权,必须向其他股东发出全面的要约。而其中,控制权通常被界定为持有公司大约三分之一的投票权。^⑫ 这是强制收购规则。^⑬ 如果这条规则规定(而且通常是如此)要约价格为向控制性股份支付的最高价格,^⑭而且股东有权获得现金对价,则其特别苛刻。^⑮ 在这里,法律向收购人施加了发出全面要约的义务,从而向股东提供了他们绝少拥有的权利,也就是说,赋予他们以富于吸引力的价格退出公司的权利。强制收购规则并非仅仅构造了收购人在一般情况下愿意发出的要约,而是在收购人可能选择根本不发出要约的情况下要求其发出要约。

对于此种要求,或许可以用两种理由来加以辩护。首先,虽然不能在压力之下接受全面要约为基础来解释该规则(其假定是,如果没有

^⑩ 例如,参见《法国金融市场管理局一般规则》第232-14条。然而,后者禁止要约期间从市场中购买目标公司股份的行为,但它基于非现金要约的假定而仅仅针对股份互换要约。

^⑪ 《城市守则》规则6与规则11(当过去12个月中,在要约前以现金购买股份达到了该类股份的10%时,只有现金才能满足要求);《公司收购法》第31条(要求达到5%时以现金购买,但只有在该比例是要约前3个月以现金购得时才有此要求)。

^⑫ 《收购指令》将触发门槛由各成员国自行决定。欧盟委员会关于执行的报告(Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007年2月)附录2确认,绝大多数成员国选择了“三分之一”的比例,但该报告也表明,拉脱维亚、马耳他和波兰将该比例设定为50%或者更高。

^⑬ 当收购人从现有控股股东中获得了控制性股份时,必须遵守强制收购规则,由此产生的其他问题在下文“第三(一)部分”中予以探讨。

^⑭ 《收购指令》第5(4)条施加了最高价格规则,监管机构在规定情形下可以做出免于遵循此一要求的决定。

^⑮ 《收购指令》允许强制性要约包含“流动证券”,但一些成员国(如《城市守则》规则9)要求要约以现金为对价,或者以现金作为一种对价方式。

该规则,就不会有一例全面要约),但如果没有强制收购规则,收购人就可以向那些在控制权收购过程中收到要约的人施加压力,迫使其接受要约。在没有强制收购规则的情况下,收购人可以不受拘束地、明示或者默示地发表以下陈述:“现在,我支付富有吸引力的价格来购买你的股份。如果你现在不接受,你将会丧失这份要约的收益,此外,你会发现自己股份的价值已经下跌,因为一旦我获得了公司的控制权,将以更低的价格发出(或者根本不发出要约)要约。”当要约的价值降低或者其对目标公司的影响尚不明朗时,运用强制收购规则来消除面对要约的压力,试图解决的是股东针对收购人的协调问题。^⑩然而,当要约会增进价值时,就目标公司而言,人们会认为,没有接受要约的股东即便留在公司,其所持股份的价值也将在控制权移转之后获得提升,因而,考虑到强制收购规则降低了控制权移转的数量,从而带来了高昂的成本,向没有接受要约的股东提供退出权是没有必要的。然而,事先分辨何种要约存在问题可能困难重重,因而实践中的选择是,要么运用强制性收购规则,要么不运用强制性收购规则。

另外,虽然要约可能在总体上增进了目标公司股东的价值,但非控股股东将来或许并不能按比例获得该价值。这为强制收购规则提供了第二个正当性理由。有人 would 认为,允许购买公司的部分股份进而全面控制公司资产,会鼓励公司的控制权移转给那些可能会攫取公司控制权从而满足私人利益的人。基于此种认识,强制性要约规则对于多数股东压榨少数股东的行为,先期发挥着遏制的作用。而且这一规则的基础在于,普通的公司法规则并不足以约束公司控制人的行为。因而,强制收购规则预料到,在公司控制权被收购之后,很可能产生多数股东与少数

^⑩ Burkhardt and Panuzj, *Mandatory Bids, Squeeze - Outs and Similar Transactions in* Ferrarini et al. (eds.) (J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives in G. Ferrarini et al. (eds.), REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE*, (2004), 748-53, 当收购人“试图购买控制性股份”时,偏好一种以股东投票为基础的机制。但尚不清楚的是,如果收购人在聚集控制性股份,但不涉及控制性股份的购买时,又当如何运作。

股东之间的冲突,而且赋予股东在此类问题浮出水面之前退出公司的权利。^⑩ 基于此种原理,强制收购规则应同时附以禁止部分要约的规则,即便要约设定的是比例接受规则,目标公司的所有股东都应获得平等待遇。进而言之,人们会期待能够设定以下规则:要求向目标公司所有类别的权益股份发布具有可比性的要约,而无论那些类别的股份是否拥有投票权。^⑪

现在,强制性要约规则已经十分普遍。《收购指令》要求成员国建立强制性要约规则(而将这一规则的许多重要方面,包括触发全面要约的比例,留待各国自行设定)。^⑫ 然而,强制性要约规则既非美国联邦法律的一部分,也不是特拉华州法律的一部分,这或许是因为美国试图让目标公司管理层来解决股东之间的协调问题。^⑬

虽然强制性要约规则有效地解决了具体交易中目标公司股东针对收购人的协调问题,但它同时面临着降低控制权交易数量的风险,其理由如下:第一,隐含地禁止部分要约,使得控制权交易对于潜在的收购人而言成本更为高昂:收购人要么以更高的价格来购买全部投票权股份,要么彻底放弃购买控制权。^⑭ 第二,强制性要约规则可能会要求收购人

^⑩ 在德国法的概念中,它构成了 *Konzerneing - angskontrolle*(集团准入的规制)的份子。参见 Alessio M. Paces, *FEATURES CONTROL POWER* (2007), at ch. 10. 4. 5, 主张依赖义务而不是强制收购规则,来规制未来控制权私人收益的盗用行为,然而,试比较以下文献:Caroline Bolle, *A COMPARATIVE OVERVIEW OP THE MANDATORY BID RULE IN BELGIUM, FRANCE, GERMANY AND THE UNITED KINGDOM* (2008), at 279 - 80, 该文献认为,强制性收购是一条更有效的欧洲规则。

^⑪ 《城市守则》包含这两种规则:参见《城市守则》规则 14 (向超过一种权益股份发出要约时)和规则 36(部分要约)。

^⑫ 《收购指令》第 5 条。欧盟委员会的实施报告(附录 2 及附录 3)表明:虽然绝大多数国家将触发比例设定为将近 30%,也有许多国家设定了更高得多的触发点;显然,关于“持有证券”的含义,也就是说,在证券中持有多大的利益才等同于持有证券,也有诸种不同的变种;而减免条款因国家不同而存在相当大的差异;绝大多数国家对于控制权的合并未设规定。

^⑬ 在任何情况下,部分收购事实上在美国极为少见。

^⑭ 例如,参见 Clas Bergstrom, Peter Högfeldt, and Johan Molin, *The Optimality of the Mandatory Bid*, 13 *JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION* 433 (1997); S. Rossi and P. Volpin, *Cross - Country Determinants of Mergers and Acquisitions* 74 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 277 (2004), 表明在拥有强势股东保护的国家和特别是那些拥有强制收购规则的国家,收购的溢价幅度更高。

发出现金要约,否则,收购人本来可以自由地发出全部非现金要约。第三,确定收购人向已发行股份发出要约的价格的规则,可能会使收购人面临着获得事实上的控制权之后和发出全面要约之前的市场不利变动的风险。正如我们在下文将会看到的,^⑩一方面当存在控股股东时,针对少数股东的强制性要约规则的成本特别高昂,但收购人通过向非控股股东购买从而掌握控制性股份时,仍然存在这些成本。另一方面强制性要约规则使收购人面临着以收购全部或者将近全部股份而收场的结局,从而使那些谋求篡夺公司资产和商业机会等控制权私人收益的人望而却步,进而阻遏了此类收购行为。^⑪一些(但不是全部)有关收购的法律制度已经对此做出了反应,颁布了有关全面要约价格确定的规则,或者扩大了适用全面要约规则的例外情形。因而,瑞士的法律只是要求要约价格不低于以下两者之中的最高者:发出强制性要约之时的最高市场价格,以及过去十二个月来股份最高交易价格的75%。《收购指令》^⑫允许监管当局规定在某些具体情形下,可不适用强制性要约规则。^⑬意大利允许购买至少60%股份的部分要约,其条件是,要约人及其关联人之外的股东以多数决批准了该要约,而且在过去十二个月内要约人购买的股份没有超过1%。^⑭

日本运用允许部分要约的强制性规则来部分地解决以上问题。打算获得上市公司三分之一以上股份的人,不得通过私下购买来完成,而只能通过在交易所购买股份或者向所有股东发出按比例要约(被称为要约收购)来实现。只有当要约人试图购买三分之二或者更多的股份时,

^⑩ 参见下文“第三(一)部分”。

^⑪ 因而,强制收购规则会阻遏没有效率的控制权的移转。该后果与阻遏有效率的控制权移转之间的平衡,面临争议。参见 L. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control* 109 *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS* 854 (1994); M. Kahan, *Sales of Corporate Control* 9 *JOURNAL OF LAW ECONOMICS AND ORGANIZATION* 368 (1993)。

^⑫ 第5.4.意大利的法律此前规定了最高价格的折扣规则,但指令使得该条款被废除了。

^⑬ 各成员国运用这种灵活性,在其他政策目标超越了少数股东保护目标时,例如,为促进挽救陷入困境的公司而必须免除强制收购规则时,可以做出豁免的决定。

^⑭ Legislative Decree No. 58, 1998年2月24日(经修订)第107条。

他才必须买入所有的已发行股份。^⑭实际上,三分之二的门槛才会触发强制性要约规则。这一规则促进了控制权移转和股东的平等待遇,但没有对少数股东提供充足的保护。^⑮

瑞典允许潜在的目标公司的股东选择适用完全形态的强制性要约规则,或者修订该规则以鼓励控制权移转。瑞士的法律允许股东将触发比例从三分之一(默认设定的比例)提升至49%,或者完全不适用这一义务。^⑯当然,按照这些规定,反对强制性要约规则的人,依然要承担举证责任。

正如前述,有必要对强制性要约规则原有的严苛属性予以调整,这使得该规则的复杂程度大为增加。同时,有必要采取措施来弥补明显的规避法律的漏洞,这也增加了其复杂程度。“因而,该规则通常适用于那些‘联合一致’以购买股份的人”,^⑰而不仅仅是单个的股东。在诸多国家,这一见解通过种种方式而得以贯彻落实。^⑱如果该规则没有同时将

^⑭ 《金融工具和交易法》第27—2(1)条和第27—2(5)条;《法律实施条例》第8(5)(iii)条。

^⑮ 而且它会阻却控制性份额的出售,因为现有控制人并不一定会处分其所有的持股份额。

^⑯ Loi sur les bourses 第22(2)条和第32(1)条。这些条款必须载于公司章程之中。在完全不适用的情形下,公司上市之后该规则就不可能被引入。

^⑰ 《收购指令》第5条。该规则扩展适用于“联合一致”行为,存在阻却股东积极行动的相当大的危险,而股东积极行动是政策制定者可能欢迎也可能不欢迎的动向。将德国《2008年风险限制法》(Hopt 探讨过, K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH, III. B*)与《城市守则》(注2到规则9.1)相比较。

^⑱ 导致了与欧盟进一步融合的种种建议,参见 European Securities Markets Expert Group, *Preliminary Views on the Definition of Acting in Concert between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, November 2008。

购买股份的经济利益和法律权益囊括在内,则其也会被规避。^⑳

正如前面所述,控制权交易中的退出权首先与强制性要约规则息息相关。然而,在一些国家中,退出权的一种次要形式是,即便根据要约人设定的要约条款,该要约已经到期,要约人仍有义务保持开放以接受承诺。正如 Bebchuk 所述,在构造要约时即便不违背平等原则或者在要约之外支付更高的价格,也会产生面对要约的压力。股东仍然可能会担心大股东持不同见解,自己会成为少数股东而被锁定于目标公司中,从而在压力之下接受他们认为不够理想因而本来打算拒绝的统一的要约。^㉑然而,解决这一问题的方案却相对简单,也就是说,可以延长要约接受期,使得股东在这个延长的短时期内,可以明显地看出多数股东已经接受了要约。^㉒换言之,一旦此前缺乏的关键信息(其他多数股东的决定)已经获得,异议股东则有机会改变其接受要约的决定。^㉓

三、从现有控股股东中购买股份的代理问题

当公司存在控股股东或者控股股东集团时,将关于要约的决定权单独配置给股东,或者由股东和目标公司的董事会进行分享,已经失去了

^⑳ 《城市守则》包括两种拓展的购买股份的概念。参见规则 9.1 及“证券中的利益”的概念。拓展至包括长期的经济利益,这是近期出现的事情,它源于以下认识:处于此种地位的人通常可以控制附着于股份之上的投票权,或者基于协议而获得对手方作为对冲而买入的股份。还可参见 *CSX Corp v. The Children's Investment Fund(UK) LLP* 562 F. Supp 511 (2008)。根据《城市守则》的不同寻常的规定,持有 30% 至 50% 的投票权股份的股东,要继续购买投票权股份时,必须遵守强制收购规则。许多国家要么没有“偷偷摸摸的控制权”规则,要么豁免在一年内买入不高于 2% 的股份的行为。参见《委员会报告》,Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007 年 2 月。

^㉑ Lucian A. Bebchuk, *Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, 12 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 911 (1987)。参见 however Subramanian, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement As an Alternative to the Poison Pill*, in 23 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 375, 387 (1998)。

^㉒ 例如,参见《城市守则》规则 31.4(英国)(但规则 33.2 使其合格);《公司收购法》第 16(2)条(德国)。这两个国家都规定了两周的期间。

^㉓ 这是一个效用更低的选择,因为它有更高的持股要求。参见“卖断权”,下文“第四部分”。

绝大多数意义,因为不管在哪种情况下,控股股东都可以决定是否转移控制权。^⑳然而,此时股东/董事会之间的代理问题却被少数股东/多数股东之间的代理问题所取代。就股东/董事会之间的代理问题而言,由于少数股东/多数股东之间的冲突并不为控制权交易所独有,有可能将这些问题留给公司法标准技术来解决。然而,规范控制权移转的法律却往往给此种情境之下的控股股东施加更重的义务。这里存在两个重要的问题:第一,卖出股份的控股股东和收购人是否可以自由议定卖出控制性股份的条款,而无须分给非控股股东任何控制权溢价,也无须向其提供退出公司的机会?第二,控股股东是否可以拒绝处分其股份,从而防止公司控制权发生移转?

(一) 退出权和分享溢价

与第一个问题相关的是,这里的关键问题又在于,当出售公司的控制权时,法律是否规定了分享规则。^㉑这一问题可以从卖出股份的控股股东中解决(也就是说,要求卖方负有义务与没有卖出股份的少数股东分享控制权溢价)(各方分享对价),也可以从收购人一方解决(也就是说,要求控制性股份的购买者有义务按照控股股东所获得的价格买入非控制性股份)(既分享对价,又提供了退出机会)。

我们先来分析卖出股份的控股股东所负的义务。在美国,一些州已经运用信义标准来施加分享规则。这些规则可以向控制性卖方施加义务,要求其赔偿其余股东因此项股份销售而遭受到的可预见损失,^㉒或者当股份销售被认为剥离了某些属于所有股东的财产时,控制性卖方有

^⑳ 当然,这取决于董事会能够迅速对多数股东的意愿做出回应。如果不是这样,即便是多数股份的持有者或许也无法主张其意愿。一个引人关注的例子,参见 *Hollinger Int'l v. Black*, 844 A.2d 1022 (2004, Del. Ch.), 在该案中,特拉华州大法官法院支持子公司的董事会的以下权力:接受股东的权利计划以阻遏母公司的控制人将其在母公司中的持股转让给第三方。该案包含着特殊的事实。特别是,母公司的控制人(作为子公司的董事)在转让其所持股份时,违背了合同义务和信义义务,而受让方对于违背义务的事实也了然于胸。

^㉑ 参见上文“第二(五)3和4部分”。

^㉒ 正如在有关掠夺的案件中:参见 *Gerdes v. Reynolds* 28 NEW YORK SUPPLEMENT REPORTER 2nd Series 622(1941)。

义务与非控制性股东分享溢价。^⑭然而,这些情形并没有反映法律的一般规则。尽管学界存在一些相反的观点,^⑮美国的法院并没有采纳一种普遍的平等原则,如果采纳的话,法院本可以无条件地赋予非控制股东享有控制权溢价的分享权。该法律规则最好从反面来加以表述:“控股股东与其他任何股东一样,拥有处分投票权权益证券的同等权利,包括……以其他股东并没有按比例获得的价格来卖出股份的权利,但必须遵守公平交易的要求。”^⑯只要自我交易得以有效规制,即允许溢价卖出股份,这使得卖方和买方都因付出了额外监督成本而获得了适当的奖励。^⑰值得一提的是,因为美国的规则是从普通的信义义务规则演化而成,它们往往既适用于封闭公司的控制权买卖,又适用于公众公司的控制权买卖。

就收购人的义务而言,前面讨论过的诸多分享规则,在处理少数股东与购买控制性股份的股东之间关系时,偏惠于少数股东。例如,确定对价水平的规则即为如此。^⑱因而,如果收购人希望获得的目标公司的股权份额,高于买入控制性股份后将会达到的水平,那么如果规则要求后续的公开要约必须反映要约之外或者要约之前支付的价格,则收购人可能会发现难以向控股股东支付足够高的价格以确保获得那些股份。然而,围绕这一问题,最大的争议点在于,强制性要约规则^⑲应否适用于控制权的移转。如果适用的话,收购人即使本来不愿意发出公开要约,也必须以那些为控制性股份的出售方所接受的同样的条款,发出公开

^⑭ *Periman v. Feldman* 219 FEDERAL REPORTER 2d Series 173 (1955); *Brown v. Halbert*, 76 CALIFORNIA REPORTER 781 (1969).

^⑮ William Andrew, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARVARD LAW REVIEW 505 (1965). 关于对于该领域的深刻而全面的探讨,参见 Robert Clark, CORPORATE LAW 478 - 98 (1986).

^⑯ American Law Institute, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, 5. 16.

^⑰ 有观点认为,一般而言,出于主文中提到的原因,控股股东应当有权自由转让其控制权,无论是直接还是间接转让。参见 R. Gilson and J. Gordon, *Controlling Controlling Shareholders* 152 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA. LAW REVIEW (2003—2004) at 811 - 16.

^⑱ 参见上文“第二(五)3部分”。在绝大多数情况下,如果收购人准备在发起全面控制权要约之前准备等待足够长的时间,则可以避免这些规则的适用。

^⑲ 参见上文“第二(五)4”部分。

要约。

有观点认为,卖出控制权和买入控制权之间存在根本区别,现有控股股东卖出控制权,少数股东在控制权移转之后,境况并没有恶化。然而,这种观点忽视了控制权移转给少数股东带来的风险。即便收购人并没有打算掠夺公司,他也可能会实施风格迥异且更不成功的策略;可能会更不尊重少数股东的权利和利益;或者只是为了实施集团战略,以牺牲集团新的成员公司及其少数股东为代价,将购得的控制权系统性地用于这一战略目的。^⑳而事先认定卖出控制性股份是否会对少数股东构成不利,非常困难。因而,监管会在以下两者之间做出选择:依赖一般公司法规则来保护少数股东将来免受不公平情事的侵害,以及在控制权移转之时赋予少数股东退出权。^㉑

然而,从控股股东手中实现控制权的移转,比通过买入非控制性股份进而从目标公司的管理层中转入控制权,其成本可能高昂得多。在后面的情形中,股份(后来聚少成多,成为控制性股份)转让方与其他所有股东一样,只需向收购人卖出股份(如果不是排在第一位的话)。而在从控股股东转入控制权的情况下,一方面,以相同价格的公开要约为基础的强制性退出权规则;另一方面,要求转让方以不反映控制权私人收益的价格卖出股份,从而放弃该收益。因而,如果控制权私人收益价值不菲,强制性分享收购溢价规则的反向激励后果也将十分明显。^㉒由于不仅收购人必须向所有股权资本发出收购要约,而且不可能向转让方提供任何控制权溢价(或许至少收购人不可能在不向股东整体支付高额溢价的情况下这样做),控制权移转的情形将更少发生。在一些国家,控制

^⑳ 当然,这些观点支持强制收购规则,即便当卖方不是控股股东的情况下。参见上文“第二(五)4部分”。在前述最后一个案件中,控股公司的股东将其商业机会分配给公司集团的另一名成员,这是有益的,但在那种情况下,新的子公司的少数股东会遭到损害。

^㉑ 关于这一问题的全面探讨,参见 Jürgen Reul, *DIE PFLICHT ZUR GLEICHBEHANDLUNG DER AKTIONÄRE BEI PRIVATEN KONTROLLTRANSAKTIONEN* 277 et seq. (1991)。

^㉒ John C. Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control*, 84 COLUMBIA LAW REVIEW 1145, 1282-9 (1984) 以及 L. Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control* 9 JOURNAL OF LAW ECONOMICS AND ORGANIZATION 368 (1993)。

股东、特别是控股家族司空见惯,它们强烈反对强制收购规则。^{④①} 在这种情况下,远未确定的是,保护少数股东免受价值减损之收购(最坏的情况是掠夺者收购)所获得的利益,大于以下多种因素带来的成本:错失了增强价值的收购的机会,降低了市场对现任管理层和大股东的约束而增加的代理成本,以及降低了产业体系对环境变革的适应能力。^{④②} 如果强制收购规则适用于控制权的间接收购,则该规则的消极影响将进一步放大。^{④③}

然而,尽管前面所述或许能够成为强烈反对按比例分享溢价规则的理由,但如果设定的价格可以低于支付给控制权股份的价格,则它未必能够成为强烈反对强制性收购要求的理由。正如我们已经看到的,一些国家的法律的确允许支付给少数股东和控制权股份的价格有些区别,或者在某些情况下允许部分收购。^{④④} 然而,其他制度致力于维护平等待遇

^{④①} 参见 Alexander Dyck and Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison* 59 JOURNAL OF FINANCE 537 (2004) (39 个国家的 412 件控制权交易的样本中,控制权溢价幅度位于 -4% 和 65% 之间); Rolf Skog, DOES SWEDEN NEED A MANDATORY BID RULE? A CRITICAL ANALYSIS (1995) [1999 年,瑞典最后采纳了强制收购规则。关于采纳这一规则的原因,参见 Klaus J. Hopt, *Common Principles of Corporate Governance*, in Joseph McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers, and Luc Renneboog (eds.), CORPORATE GOVERNANCE REGIMES, CONVERGENCE AND DIVERSITY 175, 180 (2002)]。另外,强制收购规则会避免所有没有效率的控制权转让:现在的控制人所要求的价格,当适用于所有股份时,将超过公司的当前价值,因为避免了没有效率的转让行为。

^{④②} Luca Enriques, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent - Seeking?* in Ferrarini et al. (eds.), J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives* in G. Ferrarini et al. (eds.), REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE, (2004), 785。进一步参见 Alessio M. Paces, FEATURES CONTROL POWER (2007), 653f, 主张抛弃强制收购规则,而允许控制性股份的购买人以高于收购之前和收购之后的市价的价格,发出收购之后的要约。这一分析的进一步后果是,尽管各成员国在制定规则方面完全一致,但欧盟内部融合后的强制收购规则,将因各国是否存在大股东持股的主流所有权范式,而事实上产生迥然不同的影响。

^{④③} 有时被称为“链条原则”,也就是说,一个人要收购公司的控制权。A 打算收购 B 公司的控制权。收购人必须向 B 公司的外部股东发出全面要约吗?或许《城市守则》反映了英国对全资子公司的偏好,以不要求发出全面要约的假定为出发点(规则 9.1,注 8),而德国的法律为了恪守其对集团法律的责任,以相反的假定为出发点,但在子公司资产低于母公司资产的 20% 时,允许监管机构免除该义务(《有价证券收购法》第 35 条)。

^{④④} 参见上文“第二(五)4 部分”。然而,尚不清楚的是,如何确定最高价格规则的折价基础。

原则——即使在出售控制性股份的情况下也是如此,而且《收购指令》已经做出了这样的选择。^⑭

(二) 促进收购被控制的公司

如果公司控制人不愿意改变其地位,则公众公司中控股股东的存在,显然构成了控制权移转的结构性障碍。然而,对于此类障碍,除了不制定类似于强制性全价收购等使公司控制人更不愿意出售股份的规则之外,公司法就几无用武之地了。公司所有权集中的范式,只是反映了现有的经济环境。^⑮相反,作为公司治理环境正式结构一部分的控制权移转的“技术”障碍,^⑯却受到了公司法规则的影响。欧共体近期采纳的《突破规则》(Break-Through Rule, BTR)就是立法试图解决控制权移转中的技术障碍的一个例子——当然,最终它只取得相当有限的成功。

指令中包含的《突破规则》,历经欧盟的公司法高级专家小组^⑰多次讨论和修订,并且在指令中以多种不同的草案出现,旨在防止董事会和控股股东以阻遏收购的方式来构造股东的前要约权利。在支付赔偿金的前提下,《突破规则》强制性地废除了要约发出之时针对股东转让权和投票权的(一些)限制,而不论这些限制是写入公司章程还是写入股东之间的合同(公司可以是也可以不是该合同的主体)。^⑱对于转让股份的限制(公众公司的股东之间的合同、而不是其章程,更可能出现此类限制)不允许在要约期内实施。更为重要的是,根据“不挫败”规则召集股东大会以审议防御措施,^⑲以及在已获得75%以上投票权资本的收购人召集第一次股东大会时,不允许实施投票权的限制,而且多重投票权被降低为一股一票。在该会议上,公司章程中载明的、有关董事任免的

^⑭ 《收购指令》第5条。

^⑮ Ronald J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers* in Klaus in Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE* 3, (1992), 67, 讨论了收购的“结构性”障碍与“技术性”障碍的区别。

^⑯ 同注135,第65页。

^⑰ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 2002年1月, at 28-36.

^⑱ 参见《突破规则》第11条。

^⑲ 参见上文“第二(二)部分”。

股东的“超级权利”，也不应适用。^⑭ 可以认为，为了使“不挫败”规则行之有效，有必要在要约期内突破对于投票权的种种限制。收购后的突破情形可能更为明显，它使得成功的收购人有机会将其对股权资本的控制权，通过提名候选人进入董事会、并且修订公司章程以使其投票权反映其在公司中的经济利益，从而转化为对公司的控制权。如果《突破规则》得以实施，则带来的总体后果是，通过对“一股一票”概念的（某些）形式的偏离或者股东协议而创建的公司控制权，将面临挑战。

然而，在《收购指令》的最终版本中，《突破规则》被设定为各成员国可以自由选择适用的规则。^⑮ 极少国家全面接受指令中规定的《突破规则》，显然，事实上只有一些波罗的海的国家这样做了，^⑯而且只有少数国家选择部分适用该规则。^⑰ 因而，各成员国的整体反应是，对于将《突破规则》引入为其国内的法律制度，兴趣非常有限。特别是其中有 13 个国家仍然选择针对收购发生后的防御措施采取种种禁止性措施，它们拒绝接受《突破规则》。^⑱

情况为什么会这样？第一，就其本身而言，《突破规则》并没有干预大额持股的意图，而只是在因控制权与现金流权利错配（或者因为限制转让）而形成公司控制权局面时，才予以干预；而且，即便情形如此，也只

^⑭ 因而，共决的权利（参见下文“第五部分”）并不受影响，因为它们通常不属于股东的委任权，而且规定于法律而不是公司章程之中。

^⑮ 《突破规则》第 12 条，正如“不挫败”规则也与任意性规则一样。

^⑯ Commission Implementation Report 2007, p. 7. 有一个国家，匈牙利，此前有强制性的局部《突破规则》，在实施《指令》的过程中将其废除了。关于意大利为实施《指令》而最初采纳《突破规则》的情况，参见下文“第六部分”。

^⑰ 因而，在法国，公司章程（而不是股东协议）中限制股份转让的规定，并不适用于收购要约（《法国商法典》第 L. 233—34 条），在要约发出之后的第一次股东大会上，当要约人成功地获得了三分之二的投票权资本的承诺时，章程中的表决权封顶规定并不适用（《法国商法典》第 L. 225—125 条及《法国金融市场管理局一般规定》第 231—43 条）。在一些成员国中，特别是在德国，作为一般意义上的公司法变革的组成部分，表决权封顶被废除了，而并不仅仅限于收购的场合（《股份公司法》第 134 I 条，1998 年修订，适用于上市公司）。

^⑱ 包括英国，传统上依赖市场（而不是法律）来解决“一股一票”的问题，也就是说，机构投资者不愿购买投票权受到限制的股份，除非他们确信有良好的理由做出这些限制。Davies, *METI and Ministry of Justice, Guidelines Regarding Takeover Defense*, 2005 年 5 月 27 日。

有在错配足以触发《突破规则》的门槛条件时,才可以适用该规则。因而,持有以“一股一票”为基础的已发行股份仅仅高于25%的人,不受要约后《突破规则》的影响;所持有股份的现金流权利仅仅高于25%的人,也不受影响,即便其持有的投票权不成比例地高于其现金流权利。所以,在欧共体国家中,绝少有公众公司的控制权状况受到《突破规则》的潜在影响,而那些受到影响的少数公司纷纷游说不要采纳该规则。^⑤ 第二,不是以控制权与现金流权利的比例配置为基础而赞成或者反对控制地位的观点,被认为不具有结论意义,这一缺陷也削弱了欧共体在公众公司中全面引入强制性的“一股一票”规则的意愿。^⑥ 第三,只有数量有限的欧盟成员国引入《突破规则》,这本身也反映了指令中载明的《突破规则》存在的缺陷和不足:它并未触及诸多具有防御性质的前要约股东结构(无投票权股份、赋予长期股东额外投票权、优先股、金字塔型股权结构、交叉持股、将股份的投票权与经济权利相分离以使投票权掌握在友好人士之手、^⑦超过25%的表决权资本的控制性股份)。另一方面,监管所有的具有防御性质的持股结构,会大大挤压公司采纳其认为合适的

^⑤ 参见 John C. Coates IV, *The Proposed “Break - Through” Rule in Ferrarini et al (eds.)*, J. Gordon, *American Experience and EU Perspectives in G. Ferrarini et al. (eds.)*, *REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE*, (2004), Ch. 10, 对可得到的数据进行了总结。数据表明,欧盟最多仅有4%的公众公司会受到影响,而其中某些公司的控股股东或许能够通过增持现金流权利或者选用不受《突破规则》约束的相当的结构(例如金字塔式结构和/或者交叉持股),来摆脱《突破规则》的影响。

^⑥ Commission of the European Communities, *IMPACT ASSESSMENT ON THE PROPORTIONALITY BETWEEN CAPITAL AND CONTROL IN LISTED COMPANIES (Staff Working Document)*, SEC (2007) 1705.

^⑦ 荷兰经常运用这一技术。

资本结构的自由空间。^⑤

即便成员国选择不适用《突破规则》(这也是绝大多数成员国的选择),各成员国仍有义务允许在其境内设立的公司选择适用《突破规则》。^⑥ 指令要求,无论是选择适用还是选择不适用该规则,其发生效力的方式均应相同于变更公司章程。也就是说,在欧洲,只需要股东的表决即可。在做出是否适用《突破规则》的决定时,公司如果采用了表决权限制和多重投票权,则这些制度仍然有效。控股股东选择适用该规则从而部分解除公司已经到位的防御措施,这种动机看起来并不强烈。特别是,它们在很大程度上取决于指令向成员国提供的进一步选择,也就是说,是否允许选入《突破规则》的公司本着“互惠规则”而行事。“互惠规则”允许选入的公司在对待来自本身并不受制于类似《突破规则》的限制的公司的要约时,不适用《突破规则》。^⑦

已经遵守了《突破规则》的潜在的收购方公司,可能会选入该规则,其原因在于,作为潜在的收购人,在目标公司的章程已经选入了《突破规则》并且依赖互惠例外时,可以针对目标公司予以自我保护。因而,在这种情况下,这方面的激励的大小就取决于有多少(潜在的目标公司所在的)成员国允许互惠例外。^⑧ 即使潜在的收购人并不遵守《突破规则》,为了获得刚才提及的好处,它仍可以看到将自身置于此一地位会有一些

^⑤ 在这方面,英国不采用《突破规则》显得特别有趣。英国政府给出的主要理由是,“在没有立法干预的情况下,市场的力量已经使拥有不同类别的股份结构的公司数量减少了”。Department of Trade and Industry, COMPANY LAW IMPLEMENTATION OF THE EUROPEAN DIRECTIVE ON TAKEOVER BIDS, 2005年1月, para. 3.9。这首先是针对机构投资者的态度的一种表示,后者长期以来强烈反对购买无表决权股份和表决权受到限制的股份。参见 Davies, *The Regulation of Defensive Tactics in the United Kingdom and the United States* in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE 3, (1992), Ch. 7。政府也一直希望不要将上市资源赶出伦敦。那些已经挺过市场压力的公司或许有良好的理由来采纳不同的投票权结构,因而向其施加《突破规则》并不可取。

^⑥ 《突破规则》第12.2条。

^⑦ 《突破规则》第2(3)条。尽管存在一些含糊之处,更好的观点是认为,当公司选择适用《突破规则》时就可以运用互惠的选择,这种情形并不局限于实施该规则的成员国中。

^⑧ The Commission's Implementing Report (Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007年2月),该报告表明,刚刚过半数的成员国允许互惠的安排。

好处。于是,选入《突破规则》是一项可逆的决定,这一事实也在一定程度上增强了选入《突破规则》的激励。

当正在考虑选入《突破规则》的公司所在的成员国已经采用互惠规则时,《突破规则》会产生其他效果。互惠例外或许会使公司控制人更愿意顺从机构股东的压力来选入《突破规则》,因为只有在与其它公司(无论是国内公司还是国外公司)的同层级的博弈场中,公司才被要求这样行事。然而,总体而言,公司选入《突破规则》的激励看起来并不强烈。

四、收购不接受要约的少数股东的股份

在控制权转移中,如果不存在可以拘束所有股东的公司决定,则它意味着在全面要约的情况下,尽管多数股东已经接受了要约,股东做出决定的要求仍然赋予了并不接受要约的少数股东一种阻遏权。无论新的控制人是从分散的股东还是从原有的控股股东中获得控制地位,只要他想获得全面的控制权,这一问题都会产生。少数股东可以选择不接受要约,以在要约结束之后议定更为有利的条款,或者因为它们希望继续反对控制权转移,或者他们只是未能对要约做出反应而已。绝大多数国家为少数股东提供了按照多数股东接受的条款而被排挤出公司的权利,但只有在接受要约的股东的比例非常高时,才能够达成。更为重要的是,排挤权有利于以低于收购完成后的股价来设定最初的要约价格。之所以能够如此,其原因在于,它消除了目标公司股东的“搭便车”的激励,对于这些股东,收购人本来只有使要约价格与收购完成后的股价相等,才能妥为应付,但这样做会彻底降低收购人发出要约的激励。^{⑥3}

在绝大多数国家中,法律赋予收购人针对不接受要约的少数股东的

^{⑥3} Burkhart and Panunzi, in Ferrarini, J. Gordon, American Experience and EU Perspectives in G. Ferrarini et al. (eds.), REPORTING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE, (2004), 753-6.

强制性购买权,来解决少数股东的僵持或者缺乏卖出股份的动力等问题。^④在特拉华州,持有特拉华州公司每一类别股份超过90%的人,可以通过简易的排挤式合并来完成收购。而且,在原则上,无须由法院对合并的合法性予以审查。^⑤在特拉华州,排挤之于收购人的重要性,体现为收购人是如何将简易合并的控制权,当做一种控制权的收购机制来使用。^⑥

排挤机制或许是为控制权移转所独有,在那种情况下,价格问题可以通过赋予那些股份被强制收购的人获得全面要约载明的对价来加以解决。而如果排挤机制是普遍适用的(也就是说,允许一个大股东强制性买入剩余股份,而无论其多数股份是否通过要约而获得),则确定价格的规则或许存在更多的争议。^⑦然而,无论该机制是特殊设计还是一般安排,强制性买断的门槛都很高,通常是90%或者95%。^⑧如果将排挤的门槛设得低一些,将更方便控制权的移转。事实上,运用法定合并程

^④ 《收购指令》(第15条)要求成员国规定此种机制,而且大约半打的成员国(主要是一些小国家,但也包括西班牙)随后引入了这一机制:Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007年2月,第9页。

^⑤ 《特拉华州普通公司法》第253条。

^⑥ 特拉华州的“反收购”成文法规则,正是依赖对收购人和目标公司之间的、控制权受让后三年内业务合并(特别是短表挤出式合并)的限制:《特拉华州普通公司法》第203条。如果以前的目标公司董事会批准或者目标公司股东高比例地(85%)接受要约,则可以避免这些限制。一般可参见Y. Amihud, M. Kahan, and R. Sundaram, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers* 59 JOURNAL OF FINANCE 1325 (2004)。

^⑦ 一些国家拥有两类规则。在德国,引入特定于控制权移转的排挤权力之所以重要,正是因为存在收购价格公允这一假定(《有价证券收购法》第39a(3)条),与其形成对比的是,根据普通的兼并程序,质疑价格的机会没完没了(《股份公司法》第327b条)。而无论是专门的还是普通的排挤机制,如果已经是控股股东的人提出收购,从而满足了(或者将要满足)门槛要求,法院仍然会担忧。参见 *Re Bugle Press* [1961] Ch 279, CA (UK) 以及 *Re Pure Resources Inc* 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002)——事实上,它们均要求收购人表明要约价格公允。

^⑧ 然而,重要的是看这一比例是指要约购买的股份比例,还是指占该类别所有已发行股份的比例。如属前者,则要约人在收购前已持有的股份不得计算在内。

序^⑭来达成控制权移转,而不是在通过全面要约已经满足了很高的所有权门槛时将其作为备用机制,这样做的一大好处是,与触发后要约排挤所需的持股比例相比,它只需获得比例更低的股东承诺即可全面控制目标公司。股东以公司名义做出的决定,只要获得三分之二或者四分之三的与会股东同意,即可使法定合并对所有股东均有拘束力(或许还需获得法院批准或者向法院申请)^⑮。

在许多国家中,持股超过90%以上的要约人强制性购买少数股东股份的权利,为达到该持股水平时少数股东要求被买断的权利所“平衡”,再一次地,少数股东的这一权利可以或不可以与此前的收购要约相联系。^⑯然而,在功能上,这两者迥然相异。在控制权交易中,赋予股东被买断的权利所要达到的效果是,降低目标公司的股东卖出股份的压力,尽管事实上可以通过要求要约在变得无条件之后继续开放一段时间的规则,更好地实现该目标,因为后面的规则并不要求承诺达到特定的比例。^⑰

五、非股东群体的代理问题

有些人认为,收购人从收购所获收益的相当部分,是从非股东群体、特别是从目标公司的雇员转移财富的结果。^⑱对于这一问题,关于控制

^⑭ 参见上文“第一(一)部分”8.1.1。英国法院认为,收购人可以自主地将交易构成收购或是兼并(甚至可以在交易过程中改变方案),其理由是,兼并过程中法院的批准可以替代排挤所需要的高比例的承诺: *Re National Bank* [1966] 1 WEEKLY LAW REPORTS 819。

^⑮ 收购人可以在更低比例的承诺的基础上运用其他排挤技术,例如,将公司股份退市。

^⑯ 以下文献对这两类规则进行了更细致的探讨: *Forum Europaeum Corporate Group Law, Corporate Group Law for Europe*, 1 EUROPEAN BUSINESS ORGANISATION LAW REVIEW 165, 226 及以下各页(2000)。《收购指令》要求创设排挤权和卖断权。

^⑰ 参见上文“第二(五)4部分”。要约人可能满足于拥有不到90%的控制权,因而无须受到卖断权的规制,而一旦收购人宣布无条件收购,则“保持开放”的要求在任何持股比例均为适用。

^⑱ Margaret M. Blair, OWNERSHIP AND CONTROL (1995); Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeover*, in Alan J. Auerbach (ed.), CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 33(1988)。

权移转的法律做出的反应,大致说来,以下三者可居其一。首先,那些赋予目标公司股东享有批准要约的排他性权力的制度,尚难以与保护非股东群体利益的重要机制相契合,当然,通过信息披露来保护非股东群体利益,属于例外情形^{①9}。《收购指令》浓墨重彩地引入了这一策略,^{②0}但披露义务的运作处于真空状态,它是否行之有效,取决于公司法之外的规则和制度。在一些国家中,此种结构(通常表现为某种形式的员工理事会)的确存在,而且可以通过国家立法将其嵌入收购程序。^{②1}

然而,虽然董事会在收购过程中的作用十分明显,我们还是能够看到第二种范式。该范式认为,目标公司管理层的存续,象征着非股东群体的利益得到了保护。因而,在美国,州法中一种普遍的反收购形式(“利益相关人条款”)——广泛拓宽了管理层有权(但没有义务)在针对收购要约做出反应时考虑股东之外的群体利益的范围。^{②2}然而,值得怀疑的是,如果董事本着维护非股东利益行事而可免受股东问责,那么这样做本身是否会鼓励目标公司董事会不仅仅追求自利行为。董事会在自由裁量时,有权考虑的利益范围越宽泛,就越难以认定在具体案件中是否违背了标准。如果这种分析是正确的,则非股东群体只有在其利益

^{①9} 当然,可以运用公司法之外的机制来保护非股东群体的利益,这些机制调整控制权移转可能出现的一些后果;例如,关于集体解雇事宜的欧洲理事会指令(98/59/EC)规定,对于解雇事项要强制进行磋商。

^{②0} 在欧洲委员会关于《收购指令》的建议中,雇员在多大范围内应当被通知或者应当在多大范围内发挥影响力,是论争激烈且僵持不下的问题。欧洲议会试图照顾各方面利益,它提出的一条修订建议即可见一斑。该建议试图达到的效果是“受要约人的董事会本着公司整体利益行事,特别是要维护公司政策及其宪章目的,保护股东和员工利益,保护工作机会,并且不得破坏证券持有人就收购的价值做出决定的机会。”修订后的指令要求目标公司董事会“本着公司整体利益行事,并且不得破坏证券持有人就收购的价值做出决定的机会”。

^{②1} 因而,法国法(Code du Travail, 第L. 432—1条)要求在收购事件公开时立即召开目标公司CEO与员工理事会的会议,而且,如果员工理事会要求,在公布要约文件之日起15日内必须召开第二次会议,而且收购人也应派代表参加。如不遵守,收购人买入的目标公司的股份将丧失表决权。关于此种机制对于雇员参与控制权移转决策的作用的分析,参见Final Report of the Project AgirE (2008), available at <http://www.fse-agire.com/>。

^{②2} 例如,参见《纽约商事公司法》第717(b)条。

恰好与目标公司董事会的利益相吻合时,才会受益于此类规则。^⑳

第三种范式是赋予非股东群体决策权,虽然在实践中,只有在与雇员利益相关的情况下才会存在此种范式。在那些公司法被明显用于规范公司与雇员谈判进程的国家(特别是德国)中,雇员代表进入监事会以及监事会相对不受股东的直接影响,这些情形使雇员代表对于收购决定有着重要的影响(或许会达到雇员代表不同意就很难实现控制权转移的地步)。这种策略取决于法律针对要约采取了监事会/股东共决模式。另外,在这种情况下,有关收购的法律的披露要求,以及界定“公司”从而将非股东群体利益纳入其中的普通公司法的法条,在完全不同的制度背景下运作,这或许是其要义所在。^㉑

在一些决策权完全掌握于股东之手的国家中,也可以看到雇员事实上发挥重大影响的情形,这种情况通常可见于与收购人的要约意愿相关的场合。因而,在英国,在近期大量的拟议但未能发出、或者以对雇员更为有利的条件发出的要约中,以下因素发挥着重要的影响:养老金监管局新近获得但未予清楚界定的权利要求。^㉒ 进而言之,目前仍处于亏损状态的雇员养老金计划的受托人要求,公司的新的所有者向该基金提供大笔资助,特别是当公司打算就其业务的风险属性做出重大调整之时(如果私募股权即将发出要约,可能会发生这种情形)。同样地,在一家特定的公司中,普遍混乱的产业关系气氛会抑制收购人的出现:潜在的收购人可能认为它无力解决目标公司当前所有者自身尚无法解决的所有难题。

^⑳ 还可参见 Mark J. Roe, POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE 45(2002)(雇员的影响是间接的,而且是孱弱的;选区的法律由公司管理层制定,而且为其而制定)。

^㉑ 关于德国在这方面的信息的规定,参见《公司收购法》第11(2)条和 Übernahmegesetz - Angebotsverordnung 第2条(德国)。关于在德国要考虑的利益的全面界定,参见 Michael Kort, N852 - 78 § 76, in Klaus J. Hopt and Herbert Wiedemann (eds.), GROSS - KOMMENTAR ZUM AKTIENGESETZ (4th ed., 2003)。

^㉒ 根据《2004年养老金法》。

六、控制权交易规则之差异的解释

我们已经沿着两个主要维度和一个次要维度,分析了控制权移转的规则。这两个主要维度是关于要约的决策权的地点以及保护目标公司股东(特别是非控股股东)免受收购人或者目标公司管理层的机会主义行为之侵害。而次要的维度则是法律对非股东群体利益的回应程度。

从我们的分析中可以直接得出两个结论。第一点,同时也是负面的结论是,没有一个国家的法律把最大化控制权移转的数量,当成其监管框架的核心目标。要求目标公司管理层针对实际上或者威胁之中的收购保持中立的规则(第一个维度),以及赋予收购人设计要约的最大自由、同时忽视非股东群体利益的规则(第二个维度),将会造就数量最多的收购。但我们没有一个国家采用此种范式:与最大化收购数量相比,规制代理和协调问题能够更好地(如果更为复杂的话)解释国家监管制度的目标和效果。

第二点,运用三个(两个主要的,一个次要的)维度考虑特定的制度时,会发生重要的此消彼长的情形。因而,旨在保护(至少表面上是如此)目标公司股东的规则,可能会间接地保护了目标公司的管理层。^⑩对于目标公司管理层的防御策略予以严苛规制的制度,可能会因恪守收购人对目标公司股东实行平等待遇或者禁止部分要约,而打击了收购行为。的确,或许并非偶然的是,那些在历史上最为偏爱收购背景下的股东决策权的国家(法国、英国),同时也拥有最为发达的、保护目标公司股东免受收购人机会主义行为侵害的规则。缺乏了集中管理的保护,目标公司的股东需要明确的监管干预以对抗收购人,但这种干预措施(最为著名的是强制性要约规则)也会间接地保护现任管理层。因而,在英国所见的关于控制权移转的全面规则,即使现任管理层难以针对已经出现的要约收购进行自我防御,又降低了此类要约的数量。而在实践中哪

^⑩ 还可参见 Sanford J. Grossman and Oliver Hart, *An Analysis of the Principal - Agent Problem*, 51 *ECONOMETRICA* 7 (1983)。

个后果居于主导地位,则是一个经验性的问题。^⑩

显然,有关控制权交易的最为敏感的问题是,如果现任管理层持反对态度,该交易能否达成。敌意收购比其他任何的公司事件,都更为真切地演绎了股东和管理者(以及其他利益相关人)之间的冲突。因而,在公司董事会应当帮衬何方利益的论争中,促进或者阻碍敌意收购就经常成为问题的关键。在股东与管理者关于收购法律制度的争斗中,管理层经常以雇员、当地社区甚至是国民经济的代言人的面目而出现。

因而,看起来,关键的区别在于,有些制度将控制权交易的决策权完全交给目标公司的股东,而另有些制度则赋予目标公司股东和董事会针对交易拥有否决权。在设计控制权移转规则时,这是要考虑的主要区别。然而,有理由认为,这种区分或许过于简单。首先,尽管这样做并不容易,但仍有可能发生下列情况:将有关控制权移转的决策权交给目标公司股东和董事会共同行使的国家,生长出了适应性机制,这种机制或多或少地使目标公司的股东掌握了全部权力。正如我们已经看到的,^⑪美国就可能生长了这种机制。因而,Armour 和 Skeel 认为,虽然决策权完全归属于股东的敌意收购的比重,美国低于英国,^⑫但就控制权移转的整体水平而言,两国却相差无几。^⑬ 这表明,对于现任管理层控制权移转决策权予以控制的策略,产生了美国趋同于英国的效果。换言之,法律策略和制度事实的结合,使股东得以获取关于控制权移转的共决机制的收益(通过管理层代表股东与收购人协商,从而解决了股东之间的

^⑩ M. Martynova and L. Renneboog, *MEGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPE* (2006), 5.1 和 5.2, 表明在 20 世纪 90 年代的欧洲兼并浪潮中,欧洲之内(29 个国家)的所有敌意收购中,58% 涉及了英国或者爱尔兰的目标公司,在所有的要约收购(敌意型或者友好型)中,这一比例为 68% (表格 4),而支付给英国目标公司的收购溢价“大大高于”支付给欧洲大陆目标公司的价格(图 23)。

^⑪ 参见上文“第二(三)1 部分”。

^⑫ J. Armour and D. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergences of US. and U. K. Takeover Regulation*, 95 *GEORGETOWN LAW JOURNAL* 1727, 1793 (2007), 表格 1。

^⑬ 同上注,第 16 页。这两种制度在功能上是否完全等同,则并不明确(参见 J. Armour and D. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergences of US. and U. K. Takeover Regulation*, 95 *GEORGETOWN LAW JOURNAL* 1727, (2007), 1742-3, 认为美国的制度有着直接采用“不挫败”规则本可避免的成本)。

协调问题),而不会增加这种安排的成本(主要是管理层防御行为)。然而,如果缺乏这些法律策略或者制度事实不存在,决策权的最初分配的确关乎大局。

或许有人会奇怪,为什么采取如此不同的学理路径的英国和美国,却能大致达到相同的结果。学理方面的路径依赖看起来可以提供诸多解释。英国的公司法律制度长期以来以股东为中心,董事会的权力源于公司章程而不是法律,并且公司章程在形式上完全处于股东的控制之下,另外,股东随时可以通过普通决议免除董事职务。而美国的法律则向来更为注重保护集中管理的特权,而将最终控制权留给股东。因而,对于英国而言,把有关控制权移转的决策权完全交给股东,与既有的公司治理范式十分契合,而在美国,股东对于控制权移转的影响却更为多变,或许更不稳定,但这与其偏重管理层的法理一脉相承。^④

进而言之,一种非常迥异但很重要的观感是,决策权的最初分配远不如其看起来那么重要。在公司控制权通常集中于大股东之手的一些国家,敌意收购的概念(现任董事反对但为股东所接受的收购)看起来关乎此点,因为在所有的情况下,董事都由控股股东提名(除非雇员拥有提名的权利)。然而,在国际层面,公司由控股股东主导的情形居于主导地位,公司分散持股或者半分散持股的范式则属例外。^⑤然而,这里也要注意一些限制条件。各国最大股东的平均持股规模各有差异,^⑥因而在大股东平均持股份额比较低的国家中,虽然敌意收购可能更为困难,但它们并非完全没有可能。进而言之,有证据表明,在一些重要的国家

^④ J. Armour and D. Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? — The Peculiar Divergences of US. and U. K. Takeover Regulation*, 95 *GEORGETOWN LAW JOURNAL* 1727, (2007), 1767–8. 该文指出,英国公司法偏向股东的传统法理,被机构投资者兴起所强化了,而就在同一时期,也就是20世纪60年代,英国现代的收购法规正在被制定出来。而这种情形并没有发生在美国。同样地,人们或许会推测,如果管理层股票期权计划在美国公司高管的薪酬方案中更不重要,则美国的机构投资者或许开始鼓动着推出股东友好型控制权移转法规。

^⑤ M. Becht and C. Mayer, Introduction in F. Barca and M. Becht (eds.), *THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE* (2001).

^⑥ M. Becht and C. Mayer, Introduction in F. Barca and M. Becht (eds.), *THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE* (2001), 表格 1.1, 报告称在20世纪90年代晚期,上市公司最大的投票权股份的中值,从德国的57%到法国的20%,大小不等。

中,大股东的控制力正在减弱。^⑨最后,甚至在大股东控制公司居于主导地位的国家中,个别公司的股权也会异乎寻常地分散。因而,绝少有国家以维护股东结构为名而将敌意收购完全排除在外:更为重要的是,过去十年来,在诸多以敌意收购实际上闻所未闻的国家中,敌意收购已经成为一项重大事件。^⑩

立法者再一次希望将有关敌意收购的规则契合进既有的公司法范畴,在很大程度上解释了为什么这些国家会做出这样的反应。在欧共体范围内,立法部门围绕着《收购指令》的创建与实施而展开工作。欧洲委员会力推市场自由化,并致力于推动欧共体内部形成统一的“单一市场”,^⑪而一些成员国(以及欧洲议会)却对当下盛行的全球化及其影响心存疑虑。^⑫在欧共体层面不再将“不挫败”规则和“突破”规则视为强

^⑨ Franks, Meyer, Volpin, and Wagner, *Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK* (<http://ssrn.com/abstract=1102475>) 第13页和表格2,表明从1996年至2006年间,股权分散的上市公司的比重上升(德国从21%增加至48%;法国从16%增加至37%;意大利从19%增加至22%;英国两年的数字均为91%)。“股权分散”被界定为公司最大的投票权持有人拥有的投票权低于25%——这是关于“股权分散”的相对慷慨的定义。关于日本,参见 Tokyo Stock Exchange, *SHARE OWNERSHIP SURVEY (2007)*。还可参见 M. Martynova and L. Renneboog, *MEGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPE (2006)*, 表格4表明,20世纪90年代的欧洲敌意收购中,42%发生英国和爱尔兰之外,主要在法国、瑞典和挪威。

^⑩ Franks *et al.*, M. Becht and C Mayer, *Introduction* in F. Barca and M. Becht (eds.), *THE CONTROL OF CORPORATE EUROPE (2001)*, 附录 A.3 报告称,被动地成为收购目标的上市公司的平均数量占有所有上市公司的比重,从1992~1996年到2002~2006年有所上升:德国从0%上升至0.19%;意大利从0%上升至0.22%;以及法国从0.03%上升至0.15%。英国的这两个数字分别是0.18%和0.93%。然而,必须记住的是,这三个国家的公司在最大的1000家公司(根据销售额)中所占的比例,小于英国(英国占到将近一半,其他国家为15%至30%之间)。在日本也可以发现相同的一般趋势,它引发的诉讼证实了这一点。参见 S. Osaki, *The Bulldog Sauce Takeover Defense*, 10 *NAMURA CAPITAL MARKETS REVIEW* No. 3, (2007)。

^⑪ 大量的经验证据支持着该项政策。例如,参见 M. Martynova and L. Renneboog, *MEGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPE (2006)*, 4, 声称20世纪90年代欧洲如火如荼地兼并,“可以归结为是为了应对欧洲市场所面临的挑战而进行的公司扩张”。

^⑫ 参见 K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), *PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH, III. A* 关于欧共体内部的经济民族主义的探讨。

制性规则后,^⑳可以认为,保护主义的力量在欧共同体层面已经压倒了自由主义的主张。在成员国将指令转换为国内立法的过程中,这种趋势清晰可见,总体而言,各成员国所遵循的路径的开放程度不如从前。^㉑

就具体国家层面的行为而言,可以认为,德国反对敌意收购,这反映了在传统上由银行提供融资的经济体中,股东利益的保护普遍孱弱。^㉒而在该国中,公司结构内外的雇员利益保护(通过多种形式的共决机制)则被认为是保护社会和谐的一种特别重要的手段。但如果允许股东单独决定控制权移转,则会削弱该目标。在英国的沃达丰公司成功地发起了针对德国的曼内斯曼公司(其股权极其分散)的敌意收购之后,由于担心全国的龙头品牌大众公司被收购,德国政府动用其资源,在欧洲议会审议《收购指令》草案的最后一刻,使得此前包括德国在内的所有成员国已经批准、而且按其当时形态属于强制性适用的“不挫败”规则走向流产。^㉓这样,政府就可以推行将防御措施的审批权交给监事会的

^⑳ 参见上文“第二(二)部分”和“第三(二)部分”。

^㉑ Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007年2月,第6页。一些成员国将移入《指令》视为完善其既有的“不挫败”规则的机会,而且通常是通过采用互惠例外来达此目的。只有一个此前没有“不挫败”规则的成员国通过实施指令而采用了该规则。然而,绝大多数成员国拥有“不挫败”规则,而且是在《指令》通过之前即已采用,或许是由于预见到《指令》会将其设定为强制性规则。然而,正如本部分此前指出的,绝大多数成员国都存在控制性大股东,削减了该统计数字的重要意义。

^㉒ 当然,从20世纪90年代开始的、以促进金融中心为旗号的大范围的改革,已经在相当程度上改变了传统的银行导向的模式,但敌意收购已经试探出了这一改革运动的局限性。参见 A Börsch, GLOBAL PRESSURE, NATIONAL SYSTEM (2007) Ch. 3。

^㉓ K. J. Hopt, *Obstacles to corporate restructuring Observations from a European and German perspective*, in M. Tison, H. De Wulf, C. Van der Elst and R. Steennot (eds.), PERSPECTIVES IN COMPANY LAW AND FINANCIAL REGULATION: ESSAYS IN HONOUR OF EDDY WYMEESCH, III. A. b. 还可参见关于荷兰的“股东行动主义”的讨论。彼时,荷兰银行(ABN-Amro)的股东向董事会施压,要求卖出公司,这导致2007年英国银行、巴克莱银行领衔的财团与苏格兰皇家银行之间展开了旷日持久的收购争夺战。还可参见 Robert B. Thompson and Randall S. Thomas, *The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition - Oriented Class Actions*, 57 VANDERBILT LAW REVIEW 113 (2004)。

策略,而在大型的公司中,雇员拥有监事会的半数席位。^⑩

法国所经历的敌意收购及其监管的历史更长,但其强度或许更低,^⑪面对敌意收购要约在数量方面的增长,法国往往更多的是保持沉默。为实施指令,法国引入了“不挫败”规则,但允许对不遵守该规则的行为采取防御措施。^⑫在法国,在公司结构内嵌入雇员参与,但远不如德国那样是一项重要的政策目标。在传统上,法国更为依赖政府而不是管理层的行为来保护公司中非股东的利益。^⑬其结果是,此种保护向来发生于规制控制权移转各方的代理和协调问题的法律规则之外。因而,在法国实施《收购指令》的同时,外商投资的法律规则也得以强化,以拓宽只须法国政府同意非欧盟收购人即可获得控制权的经济领域。^⑭

最后,意大利的情形比较费解。在诸多成员国中,非同寻常的是,意大利最初采纳了“不挫败”规则和“突破”规则,但在2008年年末,却又改变了这两个决定,这显然是出于担忧“国家的龙头品牌”被外国公司

^⑩ 参见上文“第二(三)3部分”。请注意,即使股东已经事先把采取防御措施的权利授予经营董事会,经营董事会在行使该权力之前仍须获得监事会的批准,因而雇员代表对于经营董事会的决定仍有影响力。

^⑪ 在法国,正如英国那样,明确地对收购实施监管始于20世纪60年代晚期。参见Vivian A. Schmidt, *OPA, OPE ET AUTRES OFFRES PUBLIQUES* (3rd ed., 2006), para. 71 ff.

^⑫ 参见上文“第二(三)部分”。

^⑬ Vivien A. Schmidt, *THE FUTURES OF EUROPEAN CAPITALISM* (2002) at 117-18. 还可参见 M. Martynova and L. Renneboog, *MEGERS AND ACQUISITIONS IN EUROPE* (2006), 脚注1:“人们相信,法国和意大利政府在保护其国家的龙头品牌方面相当成功。在这些国家中,20世纪90年代的跨境敌意收购行为几乎没有成功过。法国和意大利政府鼓励国内公司进行(经常是低效率的)合并,以创建更大的国内公司……”

^⑭ 参见根据《货币财政法》第L. 151—3条颁布的法令(No. 2005—1739)。该法令要求“事关公共秩序、公共安全和国防”领域的收购,必须获得政府的审批,但对这一条款做了宽泛解释,包括游戏和私募证券发行。在法国,更为常见的是,政府直接或间接地控制着看起来对于法国经济发展重要的行业,因而在这些领域,对于悬而未决的控制权移转,“法国解决方案”通常能够得以实施。当然,在采取此类措施方面,法国并不是唯一的国家。在美国,特殊的控制权移转已经引发了国会的强烈反对(例如,设立于迪拜的公司获得了经营数个主要港口的权利),而《2007年外国投资与国家安全法》对于某些被认为事关国家安全的行业的控制权移转,在某种程度上赋予国会以控制权。即便在拥有开放传统的英国,政府对于国防行业(在该行业,英国政府是大主顾)的控制权移转,也施加了强大的影响。

收购,以及 2008 年“信用危机”爆发之时的主权财富基金而做出的反应。^{②⑧}

在这一背景下,日本的做法特别引人关注。该国近期才允许发生敌意收购,而且在全面了解其他国家的监管范式之后,致力于创建一套妥当的规则来规制敌意收购。因而,准官方的《公司评价小组报告》(2008)采用了股东价值标准,但这并不完全等同于股东对于防御事项拥有排他性的决策权。^{②⑨}日本关于公司收购的立法最后会成什么样,仍然有待观察。

关于控制权移转的法律规则采取股东中心主义,对此,潜在的反对者不在少数,例如管理层、雇员以及版本各异的国家政策等。在这种情况下,仍有国家将控制权移转的决策权全部交给目标公司的股东,这或许令人啧啧称奇。英国自 20 世纪 60 年代晚期在这一领域引入正式的监管和规则之后,就一直采取这种做法,虽然这在学术界存在争议,但在有关公共政策的辩论中,却几乎没有遭到挑战。^{③⑩}而在其他地方,此种情形却面临着更多的争议。在通过《收购指令》之前的数年里,欧盟层面(除了德国)广泛接受了股东享有决策权的原则,然而,具有讽刺意味

^{②⑧} 关于意大利最初实施的情况,参见 2007 年 9 月 19 日第 229 号法令;关于修订实施的情况,参见 2008 年 9 月 29 日第 185 号法令,第 13 条。实际上,意大利公众公司的董事会可以自由地采取要约前和要约后的防御措施,除非公司在其章程中选入了“不挫败”规则或“突破”规则。鉴于意大利一开始即以互惠为基础实施了这两套规则(参见上文“第三(二)部分”),毫无疑问的是,意大利是否有必要进行这一变更,以在绝大多数外国公司和主权财富基金进行收购时提供保护。

^{②⑨} Corporate Value Study Group, TAKEOVER DEFENSE MEASURES IN THE LIGHT OF RECENT ENVIRONMENTAL CHANGES, 2008 年 6 月。专家小组认可(1)在“明显有害的”收购(专家小组试图对该概念进行限缩)中,董事会可以单方面采取防御措施;而且(2)即便情况不是这样,如果防御措施是合理而且适当的,董事会也可以采取。在这种情况下,股东的批准对于判断防御措施的合法性固然重要,但并非决定性因素。看起来,这一条件的部分目标在于保护少数股东,但它还表明,第二类防御措施可能是合法的,即便股东还没有批准它们,而且甚至有证据表明股东不批准它们。

^{③⑩} Department of Trade and Industry, IMPLEMENTATION OF THE EUROPEAN DIRECTIVE ON TAKEOVER BIDS, January 2005, para. 3.6.

的是,在实际执行指令的过程中,却发生了倒退的情形。^{②6} 在美国,对于规则的整体效果的评估,因法院态度、高管薪酬计划和股东是否愿意积极反对交错董事会而出现变动不居的状况。在该领域,日本则仍然处于决断过程之中。然而,就控制权移转规则而言,更为宽泛地说,看起来已经达成的共识是,有必要通过更严格或更宽松的平等规则、^{②7}强化收购人和目标公司管理层的更为广泛的信息披露(尤其是当控制权移转由现任管理层推动之时)、^{②8}完善收购人拥有超级多数控制权之后的排挤收购设计等,来解决股东之间的协调问题。^{②9}

^{②6} 参见 Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, SEC (2007) 268, 2007年2月,第6页,它表明,在25个成员国中有17个国家早在采纳该指令之前就已经有了“不挫败”规则。

^{②7} 参见上文“第二(五)3部分”。

^{②8} 参见上文“第二(五)1部分”。

^{②9} 参见上文“第三(二)1部分”。