



# 并购规则迎来全面创新



2021年12月公布的《公司法(修订草案)》(以下简称“草案”或“公司法草案”)虽然坚持了原有的公司法体例,算不上一次颠覆性的大改,但是在一些关键条款上也做了重要突破,比如在第215条首次引入了境外主要法域(如美国、英国、中国香港等)在公司合并中的“挤出安排”(squeeze out)或“卖出安排”(sell out),再比如在同条规定公司合并支付的价款不超过本公司净资产百分之十的,可以不经股东会决议。此外,在第164条引入了境外常见的授权董事会在不超过20%范围内发行新股的机制。同时,扩展了原有公司法第74条“异议股东收购权”的规定,分别在第90条、第172条规定了不同情形的“异议股东收购权”,也包括了类似境外合并交易中的评估权(appraisal right)。从域外规则来看,在存在挤出机制的情况下,最大的担心就是如何保护小股东的利益,除了评估权外,小股东最大的抓手就是对董事发起违反信义义务(fiduciary duties)的诉讼,此次公司法修改也在第180条等条款,加强了对董事的忠实、勤勉义务的规定。在评析此次公司法修订草案对并购产生影响之前,我们首先来看一下境外主要法域的并购规则是如何安排的。

在并购交易最为活跃的美国,并购通常有两种方式,一种是公司合并(merger),所谓一步法(one step)并购,最为常见的交易方式的三角并购(triangular merger),而这其中主流的操作路径是所谓“反向三角并购”(reverse triangular merger),即合并发起方公司先全资设立一个SPV(merger sub),然后将被合并的公司(target company)吸收合并,被合并公司为存续公司(survived company)。这样做有很多好处,介绍

此类技术细节的文章很多，在此不再赘述。这基本上是非敌意收购下最为通用的并购方式。第二种是所谓要约 (tender offer) 加挤出机制的两步法 (two steps) 收购，即先发起要约收购，然后再实施合并。如果收购比例超过 90%，可以直接对被收购对象实施合并，无需再经过被收购方股东会同意，这也称之为短式合并 (short form)。但如果不到一定比例，就还要开股东会，就是所谓的长式合并 (long form)。要约收购当然一般都是针对上市公司或者股东人数众多的公众公司进行的，对于股东人数较少的公司，要约收购也没什么意义。美国特拉华州于 2013 年修改了其公司法 (DGCL, Delaware General Corporation Law)，其中的第 251 (h) 修改为只要接受要约的股份数足以通过并购协议，即可无需股东会同意实施合并。[\*1.DGCL, §251 (h) (3): Immediately following the consummation of the offer referred to in paragraph (h) (2) of this section, the stock irrevocably accepted for purchase or exchange pursuant to such offer and received by the depository prior to expiration of such offer, together with the stock otherwise owned by the consummating corporation or its affiliates and any rollover stock, equals at least such percentage of the shares of stock of such constituent corporation, and of each class or series thereof, that, absent this subsection, would be required to adopt the agreement of merger by this chapter and by the certificate of incorporation of such constituent corporation]这就意味着只要要约收

购的股份数通常达到 50%时，即可直接实施合并。而此前，如果要约收购达不到 90%的比例，还必须重新回到提交股东会表决的路径上来，现在就变得更简单了。与一步法合并不同，两步法并购可以是友好收购，也可以是敌意收购 (hostile takeover)。需要说明的是，要约则是证券法下的规则，而美国公司法是州法，前述描述基本是以美国特拉华州公司法及法院判决为蓝本的，考虑到特拉华州众所周知的特殊性，当然这显然也代表了美国主流的做法。

对于收购，在美国讨论的最多的问题，特别是从保护小股东权益角度讨论最多的问题，主要包括：1、要约如何平等对待所有股东；2、对被挤出小股东如何保护；3、小股东的评估权行使；4、董事在并购中的信义义务及其判断标准；5、收购方的股东大多数情况下没机会参与表决，其权益是否受到影响。对于第一个问题，美国早在 1968 年就通过了威廉姆斯法案 (Williams Act)，后来整合为 1934 年《证券交易法》的 13 (d) 和 14(d)(1) 条款，基本原则就是要平等对待所有股东。[\*2.Sautter, Christina M.. “Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act.” (2015) .]对于第二个问题，小股东的抓手之一是行使评估权，比如 Dell 私有化案例中小股东就成功行使评估权，也是这个领域最为知名的案例之一。[\*3.In re Appraisal of Dell Inc., CA No. 9322-VCL (Del.Ch.May 31, 2016) ]当然也有很多文献质疑评估权行使不易，其实并不能很好地保护到小股东。另外一个抓手是对董事提起诉讼，告其违反信义义务，这种诉讼非常常见，特别是根据著名的露华浓规则，当出售不

可避免，董事会有义务寻求最优价。[\*4. Revlon, Inc.v.MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del.1986)]在 Siliconix 案[\*5. In re Siliconix Inc., S'holders Litig.-CONSOLIDATED C.A.No.18700, 2001 Del. Ch. LEXIS 83 (Ch.June 19, 2001)]之前，对于控股股东 (controlling shareholder) 发起的并购交易，比如最典型的是私有化交易，还采用所谓严格的完全公平标准 (stringent entire fairness review) 来审查。在该案之后，又回到了通常的商业判断原则 (business judgement rule)，只要坚持设立了特别委员会 (special committee) 和要求多数少数股东通过 (majority of minority, MOM)。对于第五个问题，一直是争议比较多的问题，虽然根据美国 SEC 及交易所的规则，发行超过一定比例的股份 (通常也是 20%)，收购方也需要开股东会，但在数量众多的交易中还是能规避这一点，所以美国的不少实证研究表明并购对收购方股东可能带来价值损失，也因此很多上市公司一宣布并购交易，股价通常会下跌，而对被收购方则相反。

以上大概就是美国并购的规则安排。让我们目光转回到英国，英美法律虽然可谓同宗同源，或者说美国法是基于英国法而创新的，但是两国在很多关键制度安排上却有很大不同，甚至很多术语的表达都有很大差异。在英国，并购的主要方式是所谓的“安排” (schemes of arrangement)，不仅需要通过股东会表决，还需要通过法院来进行，在提交股东会表决权，还需要向法院申请命令 (order)，然后开会，然后在申请由法院来审核其程序以及是否存在对小股东的损害等并予以批准。而且按照英国公司法第

907 条,安排必须经过数量上半数以上,价值上 75%以上的股东通过才行。  
[\*6.The scheme must be approved by a majority in number, representing 75% in value, of each class of members of each of the merging companies, present and voting either in person or by proxy at a meeting.]一旦安排得到法院通过,是约束所有股东的,小股东也没有什么异议权了,除非告有关方欺诈。

另外,英国当然也是可以发起要约收购(通常叫 takeover offer 或 takeover bid)的。英国的收购主要由一个法定的自律组织 Panel on Takeovers and Mergers 根据其著名的《收购兼并城市法典》(City Code on Takeovers and Mergers)进行监管,其核心原则就是公平对待股东和充分进行信息披露,当然还包括了其独树一帜的所谓“禁止阻碍”规则(“no frustration” rule)。与美国一步法收购类似但又有本质不同,要约被 90%股东接受后,收购方也可以强制收购剩余股份,但同时剩余股东也有权要求收购方收购其股份,这被称为卖出规则(sell out rule),其实类似于一个买入权(call option)绑定一个卖出权(put option)的安排。但英国不存在类似美国的两步法收购,要约不能和安排结合使用。

在英国的制度安排下,是如何解决美国法下面临的问题的呢。首先英国的《收购兼并城市法典》核心就是保证平等对待所有股东。而且英国采取了众所周知的强制要约规则,即收购超过 30%以上股份或持有 30%以上 50%以下股份的股东再收购,均需要强制要约。这是美国所没有的,显然

我国大陆及香港地区都是学英国的规则(当然,事实上是大陆学习了香港)。对挤出小股东,也赋予了其按照要约最优价卖出的权利,但是其实跟美国的评估权不同,因为要约价格并不一定是代表公允价值。对于上市公司收购方的股东参与问题,英国的规则也比较特别,英国负责证券市场监管的金融行为监管局(Financial Action Authority)制定的上市规则(listing rules)在其第10章中规定了两类交易,其中的第一类交易(class 1 transaction)是需要股东会批准的,这指的总资产、利润、净资产或对价比率超过收购方25%及以上的交易。但与美国有很大不同的是,在英国几乎看不到对董事的起诉,这一方面是因为英国公司法是股东会中心主义的,股东本身就享有很大权力,另一方面,在并购安排的场景下,法院已经全面介入;而在要约场景下,并购方股东也有参与机会,被收购方股东要么接受了要约,要么按要约最优价卖出,似乎确实没有起诉的空间。

很显然我国香港的主要规则是源自英国的,可以说几乎都是类似的,包括香港证监会按照《公司合并、收购及股份回购守则》制定的要约规则中的强制收购规则,包括香港《公司条例》第693条规定的要约超过90%的卖出规则等,几乎跟英国规则是一样的。只是香港联交所的上市规则把上市公司交易规则细化了,即下图的安排:

	通知 本交易所	按照 《上市規則》 第2.07C條 的規定 刊登公告	向股東 發通函	股東批准	會計師報告
股份交易	需要	需要	不需要	不需要 <sup>1</sup>	不需要
須予披露的交易	需要	需要	不需要	不需要	不需要
主要交易	需要	需要	需要	需要 <sup>2</sup>	需要 <sup>3</sup>
非常重大的 出售事項	需要	需要	需要	需要 <sup>2</sup>	不需要 <sup>5</sup>
非常重大的 收購事項	需要	需要	需要	需要 <sup>2</sup>	需要 <sup>4</sup>
反收購行動	需要	需要	需要	需要 <sup>2,6</sup>	需要 <sup>4</sup>

转换到我国《公司法》及《上市公司收购管理办法》等规则视角来看，在现行规则下，我国收购制度安排是比较僵化的。在我们这里更常见的是所谓的对多数股权的收购，很少发生合并，当然就上市公司场景而言，大家通常也不舍得把价值几个亿的壳给私有化掉。但是即便对非上市公司而言，因为我们公司法下没有挤出机制的规定，如果个别小股东不肯定卖掉

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_37067](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37067)

