

跨境上市公司收购法律的 国际比较研究*

郑 辉**

摘要:公司收购一般指一家公司通过使用现金或者换股等方式购买另一家公司的股票或者资产,从而获得对该目标企业的控制权或相关资产的所有权。为了更好地保护持有上市公司股票的中小股东的权益,许多国家都制定了专门的法律规则适用于上市公司的收购。本文将通过介绍和比较分析上述各国(地区)关于规范针对在该国上市的外国发行人的收购交易的法律制度,并结合中国的实际对我国相关制度的建立提出一些建议。

关键词:跨国上市 上市公司收购 冲突法规则

上市公司收购(Acquisition)的上位概念是上市

* 本文的写作得到了安理国际律师事务所欧洲、美洲、亚洲多地办公室的支持。同时印度 Trilegal 律师事务所和巴西的 TozziniFreire 律师事务所提供了大量关于印度和巴西的法律信息。本文中对多国相关法律规定的介绍和比较仅供参考,并非法律意见。文中观点和建议仅属于笔者对相关课题研究的个人观点。

** 英国安理国际律师事务所伦敦总部律师,英国杜伦大学国际金融法律博士研究生。

公司并购(Merger & Acquisition)。公司并购同时包括合并(Merger)和收购两种交易。合并(Merger)一般指两个或者更多的公司合并组成一家公司。^① 收购一般指一家公司通过使用现金或者换股等方式购买另一家公司的股票或者资产,从而获得对该目标企业的控制权或相关资产的所有权。

本文所做的多国法律比较研究关注于针对为获取上市公司控制权而购买或收购该公司股份的相关交易的法律规定。从广义上解释,上市公司收购也包括上市公司作为收购主体购买或兼并另一家非上市公司股份的交易。但大多数国家上市公司并购法律的焦点都是侧重于规范上市公司成为被收购目标的相关交易规则。^② 本文主要比较分析英美法系的美国、英国、我国香港特别行政区;大陆法系的德国和法国;以及新兴市场和转型经济国家俄罗斯、印度和巴西关于规范针对在该国上市的外国发行人的相关收购交易的法律制度。

一、上市公司收购实体法比较研究

(一) 概述

基于文章篇幅的限制,本文对上市公司收购制度相关实体法的分析关注于以下主要内容:

1. 信息披露

在证券市场上,严格的信息披露义务会降低信息获取成本,从而确保市场的公平和透明。在通常情况下,收购交易信息的公布会引发目标公司股票价格的上涨。因此获知收购信息的时间差异就有可能严重影响到不同股东对股票交易所做的投资判断。如果某一投资方可以先于社会大众获知交易计划,产生潜在的内幕交易来牟取不正当的收益的可能也会增加。

^① 我国《公司法》第173条规定:“公司合并可以采取吸收合并或者新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并,合并各方解散。”在公司规模相似的情况下通常会选择成立一家新的公司。

^② 因为在这种情况下如何有效地保护中小股东的利益显得尤为重要。

为了确保股东的知情权和获取信息的公平性同时也帮助其他股东判断是否有潜在的投资者计划对上市公司进行收购,在并购或上市规则中一般会要求收购方在购买了一定比例的上市公司股票后立刻进行公告。在首次公告后如果收购方继续增持目标公司股票达到规定比例后,收购方还需要继续公告。

2. 强制要约

基于上市公司股票的持有状况相对分散,中小股东数量众多,为了尽可能保证目标上市公司每个股东无论持股比例都享有同等的收购条件,收购法规通常要求收购方在购买股份到达一定比例后向目标上市公司的所有剩余股东发出同样的购买要约。

3. 收购价格和支付方式

对上市公司进行收购支付对价的方式大致有三种:(1)现金支付;(2)换股支付;(3)现金支付和换股支付两者的结合。在收购方被要求向剩余股东发出强制要约的情况下,收购法规一般会规定收购方在强制要约中提出的每股收购价格应不低于在强制要约发出前一段期限内所为购买目标公司的股票付出的最高价格。

4. 收购要约文件

为帮助目标上市公司的股东充分和准确地了解收购方提出的收购条件。许多国家的收购法规都详细列举了收购要约文件所必须包含的相关信息,比如收购方的背景情况,收购资金来源,收购目的和已有的与目标公司之间的交易关系。

5. 反敌意收购策略的合法性

敌意收购指的是收购方提出的收购计划并没有得到目标上市公司管理层(主要是董事会)支持的收购交易。尽管多数国家公司法都会要求管理层要确保股东利益得到有效的保护,在现实中公司管理层的利益并不一定等同于投资者(现有股东)的利益。基于反敌意收购策略的使用往往是基于公司管理层的利益考虑,一国的并购法律是否允许目标上市公司使用反敌意收购策略也会表明该国的收购法是侧重于保护目标公司管理层的权利还是保护目标公司股东的权益。

6. 强制排除权

为促进全面收购的完成和降低收购所需的成本,不少国家的上市

公司收购规则会明文规定在收购方已收购获得目标公司绝大多数股份的情况下,收购方有权要求剩余股东必须将其持有的股票出售给收购方。强制排除权的使用无疑会限制目标公司剩余少数股东的议价能力。通过对多国法律的比较研究,行使强制排除权所需的持股比例一般是在 90% 到 95% 之间。

(二) 英美法系

1. 美国

(1) 主要相关实体法律和监管机构简介

美国对收购规则的定义有很多种。首先,美国的每一个州都有针对在该州注册公司的公司法。虽然美国 50 个州的公司法都有不同,比较而言特拉华州(State of Delaware)的法律在收购交易中是被适用得最多的。^③ 州立法律会规范公司内部制度比如收购方能否以其已持有的目标公司股份参与目标公司管理决策的表决,董事对公司的尽责义务,收购成功需要的股票比例和是否允许使用反收购措施等实体法律问题。

第二类收购实体法规则是美国联邦证券法和反垄断法,特别是 1933 年证券法(the Securities Act of 1933)和 1934 年证券交易法及规则(the Securities Exchange Act of 1934)^④以及之后美国 SEC 颁布的一系列相关规则。但是总体来说,这些联邦法规通常是程序性法则,主要内容集中在信息披露,代理投票制度(Proxy)而不是实体性收购法则。

其他主要相关的法律规则是目标公司上市所在的交易所的规则比如说纽约证券交易所(the New York Stock Exchange)规则或者纳斯达克股票市场(the NASDAQ Stock Market)规则。除了有关的公司治理规则(如董事会及专门委员会的组成)和要求一家公司发行超过 20% 股权需股东表决^⑤以外,在涉及上市公司收购交易方面,交易所规则和

^③ 因为特拉华州在美国是最受欢迎的公司注册地之一,特别是大型公司。

^④ 1968 年威廉姆斯法(The Williams Act of 1968)对 1934 年证券交易法及规则作了关于要约收购的一系列修正。

^⑤ 参见纽约证券交易所上市公司规则(the New York Stock Exchange Listed Company Manual)第 312.03 条或者纳斯达克股票市场监管规则(the NASDAQ Stock Market Manual)第 5635 条。

美国联邦证券法很相似大多是规定披露等程序性制度安排。

关于上市公司收购交易的核心监管机构是美国证券交易委员会 (U. S. Securities and Exchange Commission) (SEC) 和各证券交易所本身。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

美国法律没有明确要求收购方必须确保关于公司收购的非公开信息保密。但在实践中,过早地披露收购计划无疑会提高目标公司的股价和增加收购成功的难度。如果在市场上已有关于收购的谣言和不寻常的交易行为时,交易所也可能要求目标公司公告自己是否在进行收购谈判。^⑥

按 1934 年证券交易法第 13(d) 条的规定,如果收购方(包括其一致行动人)在收购超过目标公司在美国 SEC 登记的所有证券 5% 的股份,收购方在 10 日内必须向美国 SEC 作出披露。如果收购方最终发出了收购要约,就必须向美国 SEC 和目标公司股东披露在收购要约正式开始之前 60 日内为收购目标公司股份进行的所有交易。

(b) 强制要约

美国法律一般不要求收购方在收购目标公司股份达到一定比例后必须向剩余股东发出收购要约。但某些州的法律会授权目标公司的股东要求收购方在收购了一定比例公司股份后继续购买其他剩余股份。例如,在宾夕法尼亚州(the Commonwealth of Pennsylvania)触发该权利的持股最低比例是 20%,而在南达科他州(the State of South Dakota)则是 50% 以上。

(c) 收购价格和支付方式

美国收购法一般不要求收购方在收购要约中提出的价格必须不低于在收购要约发出前其购买目标公司股份所付出的对价。但是 1934 年证券交易法第 14d-10 条(对股东平等对待规则)要求在收购方向目标公司股东发出整体收购要约时,收购方对目标公司同一等级的股

^⑥ 参见纽约证券交易所上市公司规则第 202.03 条或者纳斯达克股票市场规则第 4120-1 条。

票要设立同样的收购条件。实际的支付也应是对同一等级的任何股票所付的最高价。这意味着如果在收购要约期间,收购方提高了收购价格,该价格会适用于所有同一级别的股东即使某些股东在抬价前就已经同意出售其所持的股票。同时在收购要约期间,收购方被禁止在整体要约外用其他方式单独购买目标公司的股票。^⑦

对于对价的支付方式,美国的收购法也没有特定的限制。只是如果使用换股的支付方式,收购方^⑧一般要在美国证券交易委员会登记并提供收购方、收购要约和用来支付对价的股票的信息。^⑨同时只有当换股股票已经在美国证券交易委员会登记后,收购方才可以完成相关的换股交易。而如果用现金收购,因为收购要约文件无须在要约开始之前就提前得到美国证券交易委员会的审阅,相比之下往往收购完成需要的时间会缩短很多。

美国相关法律也没有规定收购方只有在已准备好自有资金或已获得第三方明确有约束力的资金支持的情况下才可以做出收购要约。当然,收购方必须披露相关的收购资金准备情况。^⑩

(d) 收购要约文件

在善意收购中当收购方和目标公司管理层达成了并购协议后,双方通常会共同发布一个收购声明列举出主要的收购条款。按照1934年证券交易法规则第14d条和第14e条,收购方必须给提出要求的股东提供收购要约文件,这也是目标公司股东主要依赖的信息披露文件,会列出主要的收购交易条款,收购资金来源和收购方的背景情况(包括财务报表)。因为是董事会赞成的收购,目标公司董事会支持收购的文件一般会 and 收购要约一起寄给股东。收购方还需给美国SEC,交易所和目标公司提交披露相关收购信息的声明(Schedule TO)。股东同时会收到关于如何接受要约、出售所持股票的说明文件。

在敌意收购的开始阶段,收购方可以用媒体公告、给目标公司股东

^⑦ 证券交易法规则第14e-5条作出了相关的限制性规定。

^⑧ 除了一些符合例外规定的只有少数美国股东的外国目标公司。

^⑨ 参见1933年证券法第4条和第5条的规定以及依据1933年证券法制定的特殊规则第801条(Rule 801)和第802条(Rule 802)。

^⑩ 参见依据证券交易法制定的规则(Schedule to)中第7项的内容。

单独写信或其他直接联系的方式告知股东并提供收购要约文件。为了防止在防御收购中出现误导信息,1934年证券交易法第14e-2条规则要求在收购要约发出十日内,目标公司的董事会必须告知股东对该收购是支持、反对、中立还是无法提出意见。

(e)反敌意收购策略的合法性

只要目标公司董事会是在按照对目标公司的尽责和忠诚义务来采取行动,美国大多数的州立法律都允许董事会无须股东特别授权就可以在收购要约发出前或发出后实行相应的反收购防御策略。在敌意收购的情况下,目标公司董事会需要遵守的尽责和忠诚义务通常会更严格,比如在特拉华州1986年的案例 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)中,特拉华州最高法院明确要求在公司出售的情况下目标公司董事会最主要的责任就是最大化在短期内股东可能从中获得的对价。

(f)强制排除权

虽然美国法没有明确规定强制排除权,但按照部分州规定(比如说特拉华州公司法第253条)收购方可以使用二次并购的程序来要求小股东出售股票。如果收购方在第一次整体要约收购中完成了收购目标公司90%或以上投票权,收购方就可以再发起一次不需要股东投票决议的将目标公司和自己的一个子公司进行并购的交易。在二次收购中,因为收购方已经拥有了绝大多数的投票权,他可以选择让目标公司只寄给股东一个简短的信息通告而不需再次要求投票。如果异议股东对股票的现金并购价不满意,某些州的法律允许该股东向法院申请重新估价,法院评估的结果可能高于也可能低于收购方的要约价。

2. 英国

(1)主要相关实体法律和监管机构简介

在英国规范上市公司收购程序的主要实体法规则是金融城并购法则(the City Code on Takeovers and Mergers)。其他相关的法规还包括公司法(the Companies Act 2006)、上市规则(the Listing Rules)、披露和信息透明规则(the Disclosure Rules and Transparency Rules)、招股说明书规则(the Prospectus Rules)和金融服务和市场法(the Financial Services and Markets Act 2000)。

监督并购法则执行的是并购委员会(the Panel on Takeovers and Mergers)。金融监管局(the Financial Services Authority)作为金融市场的统一监管者和上市审批机构也会介入某些上市公司收购的审查监督程序中。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

英国金融城并购法则第 2.1 条明确要求收购计划在尚未正式公布之前必须严格保密。如果交易的消息泄露或者市场上已经有了谣传和针对目标公司的投机交易行为,收购方或目标公司^①会被要求公告收购方是否有意收购目标公司。^② 收购方可以选择此时就正式公布收购计划包括收购的目标公司、收购条件和资金确认函。^③ 如果收购方尚未完成提出正式收购的准备也可以选择只发布简短的意向信息,但在这种情况下并购委员会可能设定一个 6 周到 8 周的决策期限(Put up or shut up deadline)。^④ 在决策期限期满时,收购方必须或者提出正式的收购要约或者申明对目标公司没有收购计划。^⑤

上市公司披露和信息透明规则第 5 条要求如果收购方收购目标公司的股份(包括通过金融权证或衍生工具所产生的利益)达到或超过了目标公司表决权的 3%(和以后每增加 1%),^⑥收购方必须及时披露其已收购到的股份。同时金融城并购法则第 8 条规定如果计划收购的信息已经公开,计划收购方必须在新的股份收购交易发生后下一个工作日中午 12 点前公告该交易(包括通过金融权证或衍生工具所产生的利益)的数量。其他持股 1% 或以上的股东也必须每天公布其关于目

^① 按金融城并购法则第 2.3 条规定,在收购方告知目标公司收购意图之前,收购方主要承担信息披露义务;在收购方已经告知目标公司其收购意图后则目标公司主要承担信息披露义务。

^② 参见金融城并购法则第 2.2 条(c)和(d)的规定。

^③ 如果收购对价包含现金支付的方式。

^④ 参见金融城并购法则第 2.4(b)条。

^⑤ 按照金融城并购法则第 2.8 条的规定通常如果潜在收购方申明没有收购计划,在之后的 6 个月中都不可以就同一目标公司提出收购要约。

^⑥ 该信息披露的义务同样适用于减少持股量达到或低于目标公司表决权的 3% 的情况。

标公司发生的新的股权交易。^⑰

(b) 强制要约

按照金融城并购法则第 9.1 条的规定,如果收购方(包括其一致行动人)已经获得(包括通过金融权证或衍生工具所产生的利益)目标公司 30% 或更多的投票权,或者在已经拥有目标公司 30% 到 50% 表决权的情况下继续增加对目标公司股份的收购,目标公司就必须对所有的剩余股东同时作出要约出价。

(c) 收购价格和支付方式

按照金融城并购法则第 6.1 条和第 6.2 条的规定,收购方提出的价格必须至少是该收购方或其一致行动人中任何一方在要约期间前三个月或从要约期间开始到收购方正式提出要约之间为收购目标公司股份支付的最高价格。

而在以下情况下收购方提出的收购价格必须是要约期间前 12 个月或在要约期间为收购目标公司股份支付的最高价格:(A) 收购方被强制要求提出收购要约;(B) 收购方(连同一致行动人)使用现金支付已经购得代表目标公司 10% 以上表决权的股份;(C) 在要约期间又单独收购了目标公司的股份。^⑱

对于在主动发出收购要约的情况下,收购对价的支付方式是现金还是换股一般没有限制。但在:(A) 被要求提出强制要约^⑲;或者(B) 如果在要约期间用现金购买了目标公司的股份;或者(C) 从要约期间开始前 12 个月到要约期间结束已经获得了目标公司 10% 或以上股份的,用现金支付收购对价的方式就必须是提供给目标公司股东的选择或选择之一。^⑳ 如果收购要约中包括了现金支付对价方式,在要约公告中就必须提供第三方出具的资金证明来证实收购方有能力兑现其现金收购对价。^㉑ 基于税收原因,在英国其他被允许的对价支付方式还包括对收购方的贷款凭证和可转换公司债。

^⑰ 参见金融城并购法则第 8 条。

^⑱ 参见金融城并购法则第 11.1 条。

^⑲ 参见金融城并购法则第 9.5(a) 条。

^⑳ 参见金融城并购法则第 11.1 条。

^㉑ 参见金融城并购法则第 2.5(c) 条。

(d) 收购要约文件

如果是目标公司董事会支持的善意收购,目标公司股东会提供下述文件:(A)一份关于收购计划的公告书;^②(B)收购要约文件,^③包括对目标公司,计划收购,计划收购方的详细介绍和具体的收购条款和条件;(C)目标公司董事会对收购计划的意见;^④(D)接受收购条件的确认书;^⑤(E)如果全部或部分收购对价是股票互换的话,相关股票的招股说明书或类似文件。^⑥

如果是董事会不支持的敌意收购,股东还会收到目标公司准备的反对收购的解释文件^⑦和收购方修改后的收购要约文件。

(e) 反敌意收购策略的合法性

在收购发生之前采用的反收购措施(即在目标公司有理由相信可能有潜在收购方提出收购要约之前)通常是被允许的。目标公司的董事会也可以(A)要求持股量达到一定比例的新股东公布其最终控制人的有关身份信息;(B)联系并购委员会,要求收购委员会向传闻中的计划收购方发出质疑函;(C)准备简要的声明材料和公司的财务信息来显示收购方提出的报价低估了目标公司的价值。

按照金融城并购法则第 21 条,在收购计划公告后作出的防御措施(包括增发股票或买卖重要资产)一般都是被禁止的,除非相关的行动是(A)基于之前就存在的合同而执行的;或(B)得到了目标公司股东的批准。为了维护目标公司股东的利益,即使目标公司的董事会会在收

^② 按金融城并购法则第 2.5(b)条规定,公告书需要包括收购要约的基本条款、收购方的身份、收购要约或作出收购要约需要满足的先决条件、收购方已经达成的与收购有关的协议、收购一致行动人等多方面的情况介绍。

^③ 如果使用法院批准的公司重组计划来收购,股东通告和召开股东会议通知书会取代要约文件,但在文件内容上没有本质区别。金融城并购法则第 24 条列举了要约文件需要包含的内容。

^④ 善意收购中,目标公司董事会的支持意见一般会包括在要约文件中。如果分别发送的话,金融城并购法则第 30.2 条要求目标公司董事会在要约文件公布后 14 天内必须发出其对收购的意见。

^⑤ 如果使用法院批准的公司重组计划来收购,股东会收到股东代理授权书而不是起草的同意收购确认书。

^⑥ 参见金融城并购法则第 24.2(d)条。

^⑦ 参见金融城并购法则第 25.1 条和第 30.2 条。

购提出之前已获得发股增资的股东许可但如果新股的发行计划并没有实施,董事会就必须再针对新股的发行重新申请股东的许可。

(f) 强制排除权和强制出售权

根据公司法第 979 条,如果收购方用同样的收购条件已收购到或达成了协议将会收购到代表目标公司股票价值和表决权 90% 以上的股票时,该收购方就有权在一定期限内要求剩余股东必须向其出售股票。

3. 香港地区

(1) 主要相关实体法律和监管机构简介

在香港规范上市公司收购程序的主要实体法规则是香港公司收购及合并规则(the Hong Kong Code on Takeovers and Mergers)。其他相关的规范还包括证券及期货条例(the Securities and Futures Ordinance)及在香港联合交易所有限公司(the Stock Exchange of Hong Kong Limited)证券上市的规则(the Rules Governing the Listing of Securities on the Stock Exchange of Hong Kong Limited)。如果目标公司是在香港注册成立的,公司条例(the Companies Ordinance)也会适用。

监督并购规则执行的是证券及期货事务监察委员会企业融资部(Corporate Finance Division of the Securities and Futures Commission)的执行董事(Executive Director)。香港联合交易所有限公司主要负责监管关于上市公司收购的相关信息披露的问题。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

与英国规定相似,收购计划在尚未正式公布之前必须严格保密。^②如果市场上已经有了谣传或针对目标公司的投机交易,或者因为收购方的行为目标公司股票的价格和交易量出现了不寻常的变化,或者收购谈判的参与方扩大到主要管理层及其顾问之外,或者收购方因持有的目标公司股份数必须发起强制收购,则目标公司和目标公司的董事

^② 参见香港公司收购及合并规则第 1.4 条。

会^⑳都必须公告相关的收购计划。^㉑

此外,目标公司的董事会如果得知潜在收购方已经在和持目标公司股份 30% 以上的表决权股份的股东开始谈判,董事会必须公开披露这一收购或潜在的收购交易。^㉒

同时如果计划收购方收购目标公司的股份达到或超过了目标公司表决权的 5% (和以后每增加或减少 1%),收购方必须及时披露其已收购的股份。^㉓ 如果在要约期间收购方单独又收购了目标公司的股份,收购方必须在第二个工作日十点前作出公告披露。

(b) 强制要约

收购方必须发出强制收购要约的情形包括:(A)收购方及其一致行动人已收购了占目标公司 30% 或更多的投票权的股份;或者(B)收购方及其一致行动人在已持有目标公司 30% 至 50% 目标的投票权之后的 12 个月内又增持了 2% 以上投票权的股份。^㉔

(c) 收购价格和支付方式

如收购方及其一致行动人在公告收购要约前三个月内购买了目标公司的股票,该收购要约的条款就不得低于先前支付的股票收购价格。^㉕ 在强制性要约收购中,要约价格必须不低于收购方及其一致行动人在之前六个月内为收购目标公司股份所支付的最高价格。^㉖ 如果收购方在公布收购要约后又单独以更高的价格收购了目标公司的股票就必须同时增加在收购要约中的购股价确保其不低于单独交易所付的最高对价。^㉗

收购对价通常是现金,股份或其他证券,或两者兼而有之。但如果包含了现金支付,在要约文件中就必须包括资金来源证明材料来保证收购方有能力履行承诺的对价支付。如果要约中包括了换股的支付方

^㉑ 参见香港公司收购及合并规则第 3.2 条。

^㉒ 参见香港公司收购及合并规则第 3.1 条。

^㉓ 参见香港公司收购及合并规则第 3.2 条。

^㉔ 参见证券及期货条例第 15 章(Part XV)。

^㉕ 参见香港公司收购及合并规则第 26 条。

^㉖ 参见香港公司收购及合并规则第 24.1(a)条。

^㉗ 参见香港公司收购及合并规则第 26.3 条。

^㉘ 参见香港公司收购及合并规则第 24.1(b)条。

式,则在要约材料中应包括收购方自身的财务状况。

(d) 收购要约文件

目标公司股东会收到下述文件:(A)一份收购方发出的关于收购计划的公告书;^⑳(B)收购要约文件,包括对目标公司,计划收购,计划收购方的详细介绍和具体的收购条款和条件,收购方资金来源报告和接受收购条件的相关程序说明书。^㉑目标公司董事会也会提供给股东自己对收购计划的意见。^㉒

(e) 反敌意收购策略的合法性

虽然法律没有明确限制在收购前所采取的反收购策略,维护公司利益和正当行使授权的普通法(Common Law)下的义务会限制董事会采取相应的防御措施。

至于在收购计划公告后(包括在董事会有理由认为潜在收购要约会被提出的情况下),目标公司董事会一般都是被禁止作出各种可能阻碍收购要约的实施或剥夺股东选择是否接受该要约权利的防御措施,除非相关的行动已得到了目标公司股东的批准。^㉓

(f) 强制排除权和强制出售权

如果收购方在发出收购要约的4个月内收购到或达成了协议将会收购到目标公司90%以上的股票时,该收购方就有权要求剩余股东必须向其出售股票。^㉔

(三) 大陆法系

1. 德国

(1) 主要相关实体法律和监管机构简介

在德国规范上市公司收购交易的主要实体法则是德国证券收购法案(Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz)和德国收购要约规则(WpÜG - Angebotsverordnung)。其他相关的法规还包括德国证券交易法(Wertpapierhandelsgesetz),德国股票企业法(Aktiengesetz)和德国证

^⑳ 参见香港公司收购及合并规则第3.5条。

^㉑ 参见香港公司收购及合并规则第8.2条和第8.3条。

^㉒ 参见香港公司收购及合并规则第8.4条。

^㉓ 参见香港公司收购及合并规则第4条。

^㉔ 参见公司条例第168条和附件9(the 9th Schedule)的规定。

券募集说明书法案(Wertpapier – Verkaufsprospektgesetz)。

主要的监管机构是联邦财政监督管理局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)和相关的证券交易所。

(2)相关实体法规则

(a)信息披露

收购方一旦决定提出收购要约,它必须毫不拖延地宣布这一计划。^{④②} 根据德国证券交易法第21条,收购方在购得了(包括通过衍生品交易)占目标公司投票权3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或75%的股票后四个工作日内必须通知目标公司和联邦财政监督管理局。此外,如果收购方(连同其一致行动人)^{④③}收购了目标公司表决权10%或以上股份的,它必须在20个交易日内告知目标公司它是否有收购计划所需的资金来源。^{④④}

如果目标公司和收购方有了前期的接触,目标公司有义务公告这一信息,除非其有理由认为为了保护公司的合法利益该信息应该保密,公司采取措施可以确保该信息保密的同时市场并没有被误导。

(b)强制要约

收购方必须在其(连同一致行动人)购买到占目标公司表决权30%或以上股份的情况下向所有的剩余流通股股东发出收购要约。^{④⑤}

(c)收购价格和支付方式

通常情况下,收购方提出的价格必须至少是该收购方或其一致行动中任何一方在要约期间前六个月或要约期间前三个月目标公司股票在公开市场交易价的加权平均值。^{④⑥} 同时持有同一等级股票的股东必须收到同等的支付对价。

如果收购要约期满之前或在收购方公布收购股份数之后的一年内,收购方以更高的价格购买了目标公司的股票,收购方会被要求向接受收购要约的股东支付收购对价的差额。

④② 参见德国证券交易法第15条和德国证券收购法案第13条和第35条的规定。

④③ 参见德国证券交易法第22条。

④④ 参见德国证券交易法第27a条。

④⑤ 参见德国证券收购法案第29条和第35条。

④⑥ 参见德国证券收购法案第31条和德国收购要约规则第3条。

收购对价的支付方式可以是现金也可以是换股或是两者的结合。^{④⑦} 同时依据德国证券收购法案第 31 条的规定,如果收购方在要约期间开始前 6 个月用现金支付的方式获得了目标公司 5% 或以上的股份,其在向剩余股东发出的收购要约中就必须包括现金支付对价的选择。同时用来换股的股票必须已经在欧洲经济区成员国之一的交易所上市。

(d) 收购要约文件

无论是董事会支持的善意收购还是董事会不支持的敌意收购,目标公司股东一般都会收到如下文件:(A)一份收购方发出的关于收购计划的通知书;(B)收购要约文件,包括对目标公司、计划收购、计划收购方的详细介绍和具体的收购条款和条件;(C)目标公司董事会、监事会和工会对收购计划的意见;(D)接受收购条件的确认表格;(E)收购方已购得的股份数。如果收购对价的支付方式包括现金支付,收购方必须提供第三方出具的收购资金来源证明。^{④⑧}

(e) 反敌意收购策略的合法性

目标公司的董事会一般禁止采用阻碍敌意收购的防御措施,除非只是董事为履行对公司的信义义务在其职权内采取的措施或者只是去寻找第三方善意收购者,或者该措施已被监事会或股东会授权。^{④⑨} 在实践中,股东会很少会授权采取反收购措施。公司法也要求目标公司的董事会在作出公司决策时必须是基于维护目标公司的最佳利益,遵守他们对公司的信义义务。

(f) 强制排除权

如果收购方已收购到或达成了协议,将会收购到代表目标公司表决权 95% 以上的股票,同时超过 90% 以上收购要约针对的股东已同意接受收购要约的条件时,该收购方就有权在收购要约期结束后三个月内向法兰克福地区法院提交申请来购买剩余股东所持的股票。^{⑤⑩}

德国的股票企业法也允许持股 95% 以上的股东通过召开股东大会

^{④⑦} 参见德国证券收购法案第 31 条。

^{④⑧} 参见德国证券收购法案第 11 条、第 13 条、第 23 条和第 27 条的规定。

^{④⑨} 参见德国证券收购法案第 33 条。

^{⑤⑩} 参见德国证券收购法案第 39a 条。

会要求少数股东出售其所持的公司股票。这个制度很类似于美国法下的二次收购方案,如果少数股东认为股票的购买价不公平也可以向法院申请审查相关的股东会通过的强制出售决议来争取获得更高的收购价。

2. 法国

(1) 主要相关实体法律和监管机构简介

法国规范上市公司收购交易的主要实体法规则是法国货币和金融法(Code monétaire et financier),法国商法典(Code de commerce)和法国市场监管总则(Règlement général de l'Autorité des marchés financiers)中关于并购的部分(Title III of Book II, Offres Publiques d'Acquisition)。其他相关的实体法规包括法国金融市场管理局(Autorité des marchés financiers)根据法国市场监管总则颁布的关于公司并购的特殊指令。

监督并购法则执行的是法国金融市场管理局。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

收购方应及时地公布它正在考虑对目标公司的潜在收购交易,除非是为了完成与目标公司部分股东的前期交易或者为了与目标公司董事会达成共识来进行善意收购而必要的暂时保密。^⑤ 在实践中,收购方通常会通过与相关方签订保密协议来确保消息不外泄。

如果市场已有传闻或是目标公司的股价有了不寻常的变化,法国金融市场管理局可以要求潜在收购方的相关公司或个人回复其是否有收购目标公司的计划。

按照法国货币和金融法第 L. 433 - 1 V. 条,法国市场监管总则第 223 - 32 条和 223 - 35 条的规定,如果收购方表明有意进行收购,法国金融市场管理局会指定一个要约收购具体条款必须予以公开的日期或开始正式收购程序的最迟日期。如果收购方申明对目标公司没有收购计划或者在金融市场管理局指定的最迟日期前未能公布收购要约的条件,那么除了因为相关公司的股东持股情况发生了重大变化,该潜在收购方在之后 6 个月内都不可以对目标公司发起收购。

^⑤ 参见法国市场监管总则第 223 - 1 条和 223 - 6 条。

收购方在取得了目标公司股票权 5%、10%、15%、20%、25%、30%、33%、50%、66%、90% 和 95% 的股票后的四个交易日内^②必须通知目标公司和金融市场管理局。^③

(b) 强制要约

法国货币和金融法 L. 433 - 3 I. 和 III. 条以及法国市场监管总则第 234 - 2, 234 - 4, 234 - 5 和 234 - 11 条要求在以下三种情况下, 收购方必须发出收购要约: (A) 收购方 (包括其一致行为人) 已经获得目标公司 30% 或更多的股份或投票权; (B) 收购方 (包括其一致行为人) 收购或控制了一家公司而该公司持有目标公司 30% 或更多的股份或投票权同时对目标公司的持股是该公司的主要资产之一; 或者 (C) 在收购方已经拥有目标公司 30% 到 50% 表决权的情况下, 在 12 个月内继续购买了占目标公司 2% 表决权以上的股份。

(c) 收购价格和支付方式

作为一项基本原则, 收购方可以自由决定其愿意支付的收购对价和支付方式。但是在强制要约的情况下, 收购方提出的价格必须不低于该收购方或其一致行动人中任何一方在触发强制要约前 12 个月为收购目标公司股份支付的最高价格同时该价格需要在一个可以得到法国金融市场管理局许可的价位。^④

如果收购方提出的是现金收购要约, 同时收购方 (及其一致行动人) 也持有目标公司半数以上的股权和表决权, 则除非获得了法国金融市场管理局的特殊许可, 要约收购价不能低于要约公告前 60 个交易日内目标公司股票在公开市场上的交易价的加权平均值。^⑤

在以下情况下收购方提出的支付收购对价的方式必须包括现金支付: (A) 提出收购要约时, 收购方就有使用强制排除权的计划 (即在收购完成后要求剩余的少数股东必须向其出售目标公司股票);^⑥ (B) 要

^② 参见法国商法典 L. 233 - 1 条。

^③ 参见法国商法典 L. 233 - 7 条和 L. 233 - 9 条以及法国市场监管总则第 223 - 11 条和第 223 - 17 条的规定。

^④ 参见法国市场监管总则第 234 - 6 条。

^⑤ 参见法国市场监管总则第 233 - 3 条。

^⑥ 法国货币和金融法第 L. 433 - 4 II 条和 III 条。

约属于强制性收购要约而且在收购方在触发强制要约前12个月购买了目标公司的股份;⁵⁷(C)收购方已购买了代表目标公司5%股份和表决权的股票;⁵⁸或者(D)收购要约是一个换股要约和用来换股的股票并没有在一个欧洲的规范股票市场上市或不具有合理的流动性。⁵⁹如果收购方用来换股的股票没有在一个欧洲的规范股票市场上市,法国金融市场管理局也有可能要求收购方将该股票在法国境内上市。

(d)收购要约文件

目标公司股东会主要收到两类文件:(A)关于描述收购要约的要约文件;(B)关于收购方和目标公司法律、财务等事实状况描述的附加文件。

如果是善意收购,收购方和目标公司一般可以一起准备要约文件。但如果有利益冲突,收购方和目标公司董事会就须单独准备有关收购的说明文件。考虑到潜在的意见冲突,金融市场管理局会要求目标公司董事会任命一个独立的专家为目标公司的股东准备一份关于收购要约是否公平合理的报告。

在收购要约的期限开始前,收购方和目标公司都需要发布公告向股东说明获取收购要约的途径和方式。

(e)反敌意收购策略的合法性⁶⁰

法国没有禁止收购要约发出之前采用反收购措施。但目标公司的董事会被要求保持中立(the Neutrality Rule),只有在股东会授权同意后才可以采用阻碍敌意收购的防御措施。如果收购方的董事会基于某些原因不需要遵守中立原则,则目标公司的董事会对于该收购也不受制于中立原则,可以在没有股东会提前许可的情况下直接采取反收购措施。在法国法下,这被称为对等原则(the Reciprocity Rule)。

但在要约期间,即使有股东在收购要约发出前采取防御措施的提前授权,如果相关防御措施可能阻碍收购,该授权也会被自动中止。

⁵⁷ 法国市场监管总则第234-6条。

⁵⁸ 法国市场监管总则第231-8条。

⁵⁹ 法国市场监管总则第231-8条。

⁶⁰ 参见法国商法典L.233-32条和L.232-33条以及法国市场监管总则第231-53条的规定。

(f) 强制排除权^①

如果收购方用已收购到或达成了协议将会收购到代表目标公司股票价值和表决权 95% 以上的股票和表决权时,该收购方就有权在收购要约期满后三个月内要求剩余股东必须向其出售股票。

在强制收购中,现金支付对价必须是收购方提供给剩余股东唯一或是可选择的支付方案。公司通常也会被需要聘用独立的专家提供一个独立公正的意见以证明所提供的购买价格是一个公平合理的价格。

(四) 新兴市场和转型经济国家

1. 俄罗斯

(1) 主要相关实体法律和监管机构简介

俄罗斯规范上市公司收购交易的主要实体法规则是联邦法第 208 - FZ“关于联合股份公司”的规则(the Federal Law No. 208 - FZ “On joint stock companies”),联邦法第 39 - FZ“关于证券市场”的规则(the Federal Law No. 39 - FZ “On securities market”),以及由联邦金融市场服务监管局(the Federal Service for Financial Markets)发出的相关监管法规。

监督并购法则执行的是联邦金融市场服务监管局。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

作为一般原则,上市公司普通股的股东必须在增持了上市公司 5% 以上的普通股或新增减的持股量使其总持股量超过或低于该上市公司已发行普通股总量的 5%、15%、20%、25%、30%、50% 或 75% 后五日内向目标公司和联邦金融市场服务监管局做出及时的披露。^②

按照联邦法“关于证券市场”规则第 84.9 条的规定,在收购方向目标公司发出强制性收购要约之前,收购方需要将要约的副本提供给联邦金融市场服务监管局。联邦金融市场服务监管局会审查要约的报价及其条款,并可能需要对要约加以修正。如果收购方在 15 日内没有收到联邦金融市场服务监管局的回复,收购方可以将收购要约提交目

^① 参见法国货币和金融法第 L.433 - 4 II、III 和 IV 条和法国市场监管总则第 237 - 1 到 237 - 19 条和 231 - I, II 条的规定。

^② 参见联邦法“关于证券市场”规则第 30 条。

标公司并分发各股东。

(b)强制要约^③

如果收购方(包括一致行为人)已经获得目标公司30%或更多的投票权,则在达到这个数额35天内,必须向目标公司剩余的所有持有同一种类股份(或可转换成该等股份的其他可转换证券)的股东发出收购要约。在收购方(包括一致行为人)已经获得目标公司50%以上或70%以上的股份,收购方也必须发出收购要约除非超过50%或70%的持股比例是基于前一次发出的强制收购要约进行的交易。在发出强制要约时,收购方必须提供证明其支付交易对价能力的银行担保。

(c)收购价格和支付方式

一般来说,对于持有目标公司相同类别股票的股东必须被提供相同的收购对价。对于自愿收购要约,收购方可以提供任何价格的收购对价。^④对于强制性收购要约,依据联邦法“关于证券市场”规则第84.2条的规定,收购方提供的收购对价必须不低于:(A)在向联邦金融市场服务监管局提出审查申请前六个月内目标公司股票的加权平均交易价;(B)如果公司股票上市的时间少于六个月,由独立评估师对每股市场价格做出的评估;(C)收购方(和其关联企业)在收购要约期限开始之前六个月内为收购或承诺收购目标公司股份付出的最高对价。

对于收购要约,只有现金或证券互换可作为收购对价。强制性的收购要约必须包括现金支付对价的选择。

(d)收购要约文件

收购要约应遵循联邦金融市场服务监管局制定的统一格式,并应包括以下信息:(A)关于收购方及其附属公司,以及已经持有目标公司股票数量的信息;(B)要约收购证券的种类;(C)购买价格(或者决定最终价格的方法);(D)对于接受要约的期间和寄送接受要约确认书的地址;(E)为收购方提供收购支付对价保证人的信息。^⑤

^③ 参见联邦法“关于联合股份公司”规则第84.2条。

^④ 参见联邦法“关于证券市场”规则第84.1条。

^⑤ 参见联邦法“关于证券市场”规则第84.1条和第84.2条。

联邦法“关于证券市场”规则第 84.3 条要求目标公司的董事会必须告知目标公司的股东对要约的意见和建议。这些建议必须包括董事会会对以下几个方面的评估:(A)对要约价格的看法(无论是否高于或低于市场的平均交易价);(B)在要约提出后目标公司股票价值的任何预期变化;(C)任何已知或可预见的收购方成为股东后会对公司做出的变动。

按照联邦法“关于证券市场”规则第 84.2 条的规定:在独立的评估师对要约价格做出了评估后,收购方必须把这份报告或该报告的相关部分寄发给目标公司各股东。与此同时,报告的全文必须留在目标公司的办公室供相关方查阅。

(e)反敌意收购策略的合法性^⑥

一般来说,目标公司董事会唯一允许做出的阻止目标公司股东接受收购要约的措施就是建议股东不要接受它。然而,这些建议不会对股东有任何约束力,股东可以自由选择是否接受出价。

在理论上另一种可行的收购防御策略是白衣骑士,即通过由另一股东或任何第三方发起竞争性收购计划。一个与现有的收购计划竞争的新的收购计划应当不迟于现有要约期满前 25 天提交给目标公司。但在实践中因为俄罗斯大多上市公司都是由少数股东控股经营的,发生敌意收购的可能性非常小。

(f)强制排除权

如果收购方(包括一致行动人)已收购到代表目标公司表决权 95% 以上的股票同时代表表决权 10% 以上的股票是通过收购要约购得的,该收购方就有权在联邦金融市场服务监管局许可的情况下在收购要约期满后 6 个月内要求剩余股东必须向其出售股票。^⑦

2. 印度

(1)主要相关实体法律和监管机构简介

印度规范上市公司收购程序的主要实体法规则是 1997 年印度证券交易委员会重大股份收购和并购规例(Substantial Acquisition of

^⑥ 参见联邦法“关于证券市场”规则第 84.5 条。

^⑦ 参见联邦法“关于证券市场”规则第 84.8 条和第 84.9 条。

Shares and Takeovers Regulation,)。其他相关的法规还包括 1956 年的印度公司法(Companies Act)。

监督并购法则执行的是印度证券交易委员会(the Securities and Exchange Board of India)。

(2) 相关实体法规则

(a) 信息披露

收购方在下述情况发生后两日内必须向目标公司和相关的股票交易所作出信息披露:①其所购得目标公司的股票或表决权超过了目标公司所有已发行股票或表决权 5%、10%、14%、54% 或 74%;②收购方在已经拥有 15% 的目标公司的股份的基础上又增加收购目标公司 2% 以上的股份。③同时按照印度的禁止内部交易法案,任何持有上市公司股份 5% 以上的股东在所持股票数增减超过目标公司总股份 2% 后必须及时披露该信息。

(b) 强制要约

如果收购方(包括一致行为人):(A)已经购得了目标公司 15% 或更多的投票权④;(B)在持有目标公司 15% 到 55% 的股票或投票权基础上在一个会计年度内又增购了 5% 以上的投票权⑤;或者(C)在已经拥有目标公司 55% 到 75% (或 95% 如果目标公司只对公众公开发行了其 10% 的股份)表决权的情况下继续增加对目标公司股份的收购,目标公司就必须对所有剩余股东同时作出要约收购至少占目标公司 20% 表决权的股票。⑥

(c) 收购价格和支付方式⑦

根据目标公司的股份是否被经常交易,主要有两种定价的方式。对于被经常交易的股票,要约价格应不低于(A)收购方和目标公司股

③ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 7(1)条。

④ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 7(1A)条。

⑤ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 10 条。

⑥ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 11(1)条。

⑦ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 11(2)条和 11(2A)条。

⑧ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 20(2)条、20(4)条和 20(5)条。

东协商确定的价格;(B)在收购计划公告前 26 个星期内收购方为购买目标公司股票付出的最高对价;(C)收购计划公告前 26 个星期目标公司股价的平均交易价格。而对不经常交易的股票,收购价格取决于公司的净资产,股票的账面价格和每股收益等指标。如果印度证券交易委员会认为有必要也可以要求一个独立的银行家或会计师来对不经常交易股票的价值进行评估。如果在发出要约公告后,收购方又以更高的价格单独购买了一些目标公司的股票,则收购方必须提高要约中的收购价。

支付收购对价的方式可以是现金、股票或者两者的结合。但用来换股的股票必须是一个被在印度证券交易委员会注册的公司评级机构授以“A”级信用评级的公司发行的。如果收购方在收购公告前 12 个月内用现金支付对价的方式购买了目标公司的股票,目标公司的股东就应有权选择现金、换股或两者结合的对价支付方式。

(d) 收购要约文件⁷⁴

目标公司股东将获得下述文件:(A)一份收购方发出的关于计划收购的公告书,公告书需要简要列出收购方已持有的目标公司股票数量,要约价格,对价支付方式,收购目的包括收购方未来的经营计划和会寄发给目标公司股东收购要约的日期;(B)收购方的收购要约文件,包括对目标公司计划的收购,收购方的详细介绍,未来的资产处置计划和具体的收购条款和条件;(C)接受收购条件的确认表格和股票转让表格;(D)经审计的收购方财务状况和报表。

(e) 反敌意收购策略的合法性

印度一般禁止在上市公司内部设立限制股份自由转让的制度。例如在通常情况下,一个上市公司不可以发行具有优先于已发行股份权利的新股票。按照印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 23(1)条的规定,在收到收购要约后,除非得到了股东大会的批准,目标公司董事会不得在日常业务之外买卖公司资产、发行具有投票权的股份或签订重大合同。但董事会仍可以在收购要约期间给股东分红,如果配发股份的申请已经在收购要约公布之前就已提交给有关监

⁷⁴ 参见印度证券交易委员会(重大股份收购和并购)规例第 16 条和第 18 条。

管部门,董事会仍可以按原计划发行股份。

(f)强制排除权

印度目前的法律没有明确地规定强制排除权。但在尚未被议会正式通过的新公司草案中,如果收购方已收购到代表目标公司90%以上的股票时,该收购方就有权在一定期限内要求剩余股东必须向其出售股票。

3. 巴西

(1)主要相关实体法律和监管机构简介

巴西规范上市公司收购交易的主要实体法规则是巴西证券交易委员会(Comissão de Valores Mobiliários)颁发的相关规则。其他相关的法规还包括巴西的公司法(Law No. 6,404/1976)。

主要的监管机构是巴西证券交易委员会(Comissão de Valores Mobiliários)、国家货币委员会(Conselho Monetário Nacional)和相关的证券交易所。

(2)相关实体法规则

(a)信息披露

收购方的收购计划必须严格保密,直到其在报纸上公布或通知巴西证券交易委员会有关的计划。此外,巴西法律禁止使用关于收购的内幕信息来盈利。上市公司的管理人员也有义务确保任何有关的收购交易的信息不被滥用。

如果收购方(连同一致行动人)已购得代表目标公司5%或以上的表决权,收购方就必须及时通知巴西证券交易委员会。之后每增加代表5%或以上表决权的持股,收购方也都必须再次通知巴西证券交易委员会。

(b)强制要约

收购方必须在以下三种情况下向所有的剩余流通股股东发出收购要约:(A)收购方(连同一致行动人)已购买到目标公司33.33%以上的股份;(B)收购方和目标公司控股股东达成了出售对目标公司控制权的协议;或(C)目标公司终止上市。

(c)收购价格和支付方式

巴西法律没有设定一个最低的要约收购价格。收购方可以自由地

决定收购要约价,除非目标公司的章程另有规定。但是,收购要约文件必须包含以下内容:(1)目标公司的股票在相关股票交易所过去12个月内的平均加权报价;(2)根据目标公司向巴西证券交易委员会递交的材料计算出来的每股净资产值。

在巴西收购上市公司的对价支付方式通常是提供现金、有价证券或两者兼而有之。凡证券作为支付对价的方式之一,这些证券都必须事先在巴西证券交易委员会登记。

(d) 收购要约文件

目标公司的股东会收到关于公开收购要约的资料。在巴西,这些资料需要在发行量大的报纸上公开,包括收购原因、计划收购股票的数量、收购价格、收购条件、收购方的相关背景,有关公开竞买股份的日期和股东决定向收购方出售股份的程序说明。

(e) 反敌意收购策略的合法性

虽然巴西法律没有明文禁止目标公司采取反收购措施,目标公司的董事会必须履行巴西公司法规定的受信义务。而董事会基于阻碍公司收购目的采取的在日常业务之外的任何措施都有可能被认为是违反受信义务并导致董事个人的赔偿责任。

根据巴西法律,目标公司的董事会被允许采取以下措施:(A)披露有关收购信息,以说服股东收购要约实际上低估了目标公司的价值;(B)召集股东大会提出对目标公司的内部章程进行修改,以降低公司对收购方的吸引;(C)寻求第三方向公司作出替代性的收购要约。但在实践中,因为大部分巴西上市公司都有一个多数控股股东,敌意收购上市公司的案例非常罕见。

(f) 强制排除权

作为一般规则,收购方没有权利强迫小股东出售其持有的目标公司的股份。通常只有在收购方已成为目标公司的控股股东同时申请公司退市之后只有不到5%的流通股被其他股东持有时,才有可能要求剩余少数股东出售所持的公司股票。

二、上市公司收购冲突法比较研究

(一) 英美法系

1. 美国

美国的各州公司法只约束在该州注册的公司。因此美国的州法律不会适用于针对按照外国法律成立的公司的收购交易。按照美国的冲突法则,对于一个针对在美国上市的外国公司发起的收购,关于其公司内部治理制度和是否允许使用反收购措施应依据该目标公司的注册地法。比如说一个在美国上市的荷兰公司是否可以使用毒丸策略来防范收购是一个荷兰公司法的问题。

但关于美国的联邦法律和交易所规则是否适用外国公司并购交易的分析则比较复杂。美国传统上一直积极地推动美国的证券法应同时适用于收购在美国上市的外国公司。^⑤ 美国法律区分“外国私人发行人”(Foreign private issuers)和其他发行人(即美国国内发行人)。外国私人发行人是指外国非政府机构的发行人,除非美国居民持有该发行人过半数表决权的证券同时(A)其大多数董事或高级执行官员是美国居民或公民;或者(B)其大部分的资产是位于美国;或者(C)其公司的管理运营中心是在美国。由于美国 SEC 和交易所承认外国私人发行人要同时遵守其所在国家或者地区的法律,适用于外国私人发行人并购交易的联邦法律和交易所规则要少于制约美国国内发行人的相关交易。例如委托投票规则(the Proxy Rules)^⑥并不适用于外国私人发行人。对于收购股票在美国上市的非“私人发行人”的外国公司,美国证券交易法关于收购要约的全部程序规定都会适用。即使外国公司没有在美国上市,只要该公司有美国股东,美国证券交易法中规定的一些

^⑤ 按照美国宪法,联邦立法机关有跨州制定商业条款(Commerce Clause)的权限。对于该权限的宽泛解释使联邦立法机构也有权制定一些跨州关于公司内部治理的规则。而在一系列公司丑闻发生后,美国联邦政府更加积极地推动其对这个问题的管辖权包括对非美国公司的适用。

^⑥ 参见 1934 年证券交易法第 14(a) 条。

程序和反欺诈规则^⑦仍然会约束收购方对美国股东发出的收购要约。

总体来说,收购在美国上市的外国公司,按照美国现有法律,该公司的母国法规定具体的收购事项。^⑧但是美国法^⑨规定的各种程序规则,^⑩除了一些因发行人是外国人而不需遵守的例外情形,都仍将适用。

如果收购目标的外国公司在包括美国在内的多个国家上市发行股票,那么各个相关国家的相关收购上市公司的法规都有可能适用。但视在美国境内的持股数,该收购可能不需遵守一些上述的美国收购程序规则。按照“跨境要约收购规则”(Cross Border Tender Offer Rules),^⑪如果低于10%的股份发行人的股份是美国人持有的,美国法律将在很大程度上允许优先适用该外国公司的母国法;如果10%到40%的持股人是美国人,美国的大部分上述收购程序规则通常会有约束力;如果超过40%的持有目标公司股份的投资者是美国人,美国的相关收购程序规定将会完全适用于该交易,如何协调和其他相似法律的冲突则成为发行人或收购方自己要解决的问题。

同时无论收购目标是否美国公司,只要收购方向在美国的股东发出了以换股的方式支付对价的要约,除非满足特定的豁免条件,收购方都需在美国SEC登记相关的股票。在登记之后,相关公司及其董事就必须遵守美国证券交易法规定的一系列公告和披露的义务。其他的有关美国法下的公司治理的规则也同时可能会适用于该公司。

2. 英国

在通常情况下,对于外国公司在英国境内的股票交易所上市或发行股票,英国并购法不适用于针对该公司的收购交易。

《金融城并购法则》前言第三段列出了上市公司收购是否适用英

^⑦ 这些规则禁止在收购要约中有实质性的误导信息或隐瞒重要信息,也不允许在收购要约外单独收购某股东所持的股份。

^⑧ 比如说是否可以有违约金,目标公司可不可以直接说不等。

^⑨ 主要是联邦证券法和交易所规则。

^⑩ 例如收购要约必须开放接受的期限和与收购要约相关的信息披露。

^⑪ 跨境要约收购规则由多个法条共同设立包括1934年证券交易法规则第14d-1(c)和14d-1(d)条和依据1933年证券法制定的特殊规则第801条和第802条。

国并购法的衡量标准:(A)目标公司的注册地必须是在英国、海峡群岛(Channel Islands)或马恩岛(Isle of Man);同时(B)该公司是在上述法域之一的正式规范市场(Regulated Markets)上市或者并购委员会认为该公司的中央管理和控制总部是位于这些法域之一。

但是对于满足下述条件的在欧洲经济区(The European Economic Area)^②成员国注册和上市的公司,英国并购委员会也可能会和该外国公司的母国共同分享管辖权:^③(A)该外国公司仅在英国上市;或者(B)在多个欧洲经济区成员国包括英国(但未在其公司注册地国)上市并且其公司股票首次获准交易地只是英国;或者(C)同时在多个欧洲经济区成员国包括英国(但未在其公司注册地国)上市并且该公司公告明确地选择了接受英国并购委员会的监管。在这种分享管辖权的情况下,英国收购法将适用于收购对价(特别是价格)和相关收购程序的事项。^④该目标公司注册所在国的法律法规将适用于雇员信息和公司法相关的法律问题。^⑤

3. 香港地区

香港公司收购及合并规则前言介绍部分第4段明确指出该规则仅适用于收购和兼并在香港的上市公司(Public Company)和在香港联交所完成第一上市(Primary Listing)的公司。

在确定一个企业是否香港的一个“上市公司”时,主要是考虑在香港的股东数量和股份在香港买卖的情况,但下列的其他因素也都会被考虑到,包括:(1)总部及中央管理所在地;(2)主要业务和资产所在地,公司注册地和税收状况;(3)香港法之外其他相关法域的收购及合并守则是否提供给了香港股东类似的平等保护制度。^⑥

^② 由于不同的成立历史,现在欧洲经济区包括27个欧盟(European Union)成员国和三个欧洲经济区欧洲自由贸易协会(European Free Trade Association)的成员(分别是冰岛、列支敦士登和挪威)。

^③ 参见《金融城并购法则》前言第三段(Introduction, paragraph 3)。

^④ 尤其是对关于收购方决定提出要约的信息,收购要约的内容和披露收购要约的规定。

^⑤ 尤其是享有公司控制权的投票比例以及在何种条件下目标公司董事会可以采取反敌意收购策略。

^⑥ 参见香港公司收购及合并规则前言介绍部分第4.2段。

如上所述,在香港联交所第一上市的外国公司的相关并购交易会适用香港公司收购及合并规则。而对于一个在香港第二上市(Secondary Listing)的外国公司,如果它被认为符合了一个香港“上市公司”的条件它也会受到香港公司收购及合并规则的约束。可见香港在这方面的冲突法规则完全不同于英国法,对在香港上市的外国公司发起的收购仍很有可能要适用相关香港并购规则的规定。但在实践中,大多数在香港完成第二上市的外国公司都获得了豁免而不需遵守香港公司收购及合并规则。

如果一个外国公司保持了在香港和其他国家(地区)的双重(或多重)“第一上市”地位,香港公司收购及合并规则仍然会适用于该公司。在理论上具有多地(包括香港)双重(或多重)“第一上市”资格的外国公司也可以基于其母国或其他上市国法律已经给香港股东提供了类似或充分的保护理由来申请豁免遵守香港公司收购及合并规则。但在实践中,此类豁免通常是不会被批准的。

即使香港公司收购及合并规则适用于一个外国目标公司的收购交易,该公司的母国法也仍然会同时被适用,特别是关于实体公司法律的内容如需经过员工咨询的事项或强制少数股东出售股份的规则。如果不同法域的相关规定相互冲突,收购交易的当事人就需要和香港证券及期货事务监察委员会的官员来协商解决如何适用各地不一致的法律规定。^⑥

(二)大陆法系

1. 德国

对于在德国境内的股票交易所上市或发行股票的外国公司,通常只有在该外国公司是在欧洲经济区其他成员国注册的情况下,德国并购法才有可能适用于针对该公司的收购交易。^⑦

与英国相似,对于满足下述条件之一的在欧洲经济区成员国注册和上市的公司,德国联邦金融监督管理局也可能会和该外国公司的母国共同分享管辖权:(A)该外国公司仅在德国上市;或(B)在多个欧洲

^⑥ 参见香港公司收购及合并规则前言介绍部分第4.5段。

^⑦ 参见德国证券收购法案第1条。

经济区成员国包括德国(但未在其公司注册地国)上市并且其公司股票首次获准交易地只是德国;或(C)同时在多个欧洲经济区成员国包括德国(但未在其公司注册地国)上市并且该公司公告明确地选择了接受德国联邦金融监督管理局的监管。⁹⁸ 在这种分享管辖权的情况下,德国收购法将适用于股票交易市场的规定如收购对价(特别是价格),收购要约文件的内容和相关收购程序的事项。该目标公司注册所在国的法律法规将适用于雇员信息和公司法相关的法律问题。⁹⁹

2. 法国

对于在法国境内的股票交易所上市或发行股票的外国公司,通常只有在该外国公司是在欧洲经济区其他成员国注册的情况下,法国并购法才有可能适用于针对该公司的收购交易。

如果该外国公司是在欧洲经济区注册成立的,并同时在其母国和法国公开市场上市,法国的相关收购规则就不会适用于对该公司的收购交易。如果收购要约也需要对法国的投资者发出,已经得到该公司母国主管机关批准的收购要约文件也会在法国得到承认。当然相关文件需要翻译成法语的同时也需要包括在法国的投资者如何接受要约的相关程序的信息。

与英国、德国相似,对于满足下述条件之一的在欧洲经济区成员国注册和上市的公司,法国金融市场管理局也可能会和该外国公司的母国共同分享管辖权:(A)该外国公司仅在法国上市;或(B)在多个欧洲经济区成员国包括法国(但未在其公司注册地国)上市并且其公司股票首次获准交易地只是法国;或(C)同时在多个欧洲经济区成员国包括法国(但未在其公司注册地国)上市并且该公司公告明确地选择了接受法国金融市场管理局的监管。在这种分享管辖权的情况下,法国收购法将适用于股票交易市场的规定如收购对价(特别是价格),收购要约文件的内容和相关收购程序的事项。该目标公司注册所在国的法

⁹⁸ 参见德国证券收购法案第1条。

⁹⁹ 尤其是享有公司控制权的投票比例以及在何种条件下目标公司董事会可以采取反敌意收购策略。

律法规将适用于雇员保护和公司法相关的法律问题。^④

如果在法国上市的外国公司并不是在欧洲经济区注册成立的,那么法国的相关上市公司并购规则就不会适用于针对该公司的收购。如果收购方提出自愿遵守法国的相关收购程序的要求,法国金融市场管理局也可能接受,但有关公司法的规定(如触发强制要约的比例和是否允许反敌意收购策略)仍适用目标公司母国法的规定。^⑤

(三) 新兴市场和转型经济国家

1. 俄罗斯

俄罗斯目前没有单独制定针对在俄罗斯上市(或申请上市)的外国公司的收购规则。俄罗斯本国的收购规则只适用于在俄罗斯设立的开放式(联合)股份制公司。

关于上市公司信息披露方面的规定,在俄罗斯上市^⑥的外国公司可以经许可只适用该外国公司在其他被认可的外国股票交易所^⑦的上市公司披露规则,或在其他情况下适用俄罗斯联邦金融市场服务监管局发布的上市公司信息披露要求。^⑧俄罗斯联邦金融市场服务监管局发布的上市公司信息披露指令要求上市公司需要公布下述关于收购交易的信息:(A)向目标公司提交的自愿或强制性收购要约的信息;(B)向已持有目标公司95%以上股票的股东回购股票的信息;(C)在收购方购得了超过该上市公司已发行普通股总量的5%、15%、20%、25%、30%、50%或75%情况下相关交易的信息。这些俄罗斯上市公司信息披露指令在起草时只考虑了将适用于俄罗斯本国公司,如何适用于在俄罗斯上市的外国公司还需要实例的检验。

虽然现有的俄罗斯法律允许外国公司通过俄罗斯存托凭证或直接上市的方式在俄罗斯的证券交易所交易该公司发行的股票,到目前为

^④ 尤其是享有公司控制权的投票比例,触发强制要约的比例以及在何种条件下目标公司董事会可以采取反敌意收购策略。

^⑤ 参见法国货币和金融法第L.433-1 I, II, III和L.433-4条和法国市场监管总则第231-1条和231-25条的规定。

^⑥ 无论这种上市是通过俄罗斯存托凭证(Russian Depositary Receipt)或直接上市交易。

^⑦ 俄罗斯证券监管机构会保持更新一个通过它认可的外国股票交易所的列表。

^⑧ 联邦金融市场服务监管局第06-117号指令(FSFM Order No. 06-117/pz-n)。

止只有一个外国公司通过发行俄罗斯存托凭证的方式在俄罗斯上市——俄罗斯铝业联合公司(United Company Rusal Plc)。^⑥ 目前尚没有通过直接发行股票在俄罗斯上市的外国公司。

2. 印度

印度目前没有单独适用于收购在印度股票交易所上市的外国公司的收购规则。而印度本国的现有收购法规只适用于在印度注册成立的上市公司,并不适用于在印度股票交易所上市的外国公司。因此,对于收购在印度股票交易所上市的外国公司的交易,适用的法律应是其注册国或其他上市地的相关法律。

印度法律目前不允许外国公司的股票直接在印度上市但外国公司可以通过发行印度存托凭证(Indian Depository Receipts)的方式在印度股票市场上市交易。截至目前只有渣打银行一个外国公司在印度发行了印度存托凭证。

3. 巴西

巴西的公司收购规则仅适用于在巴西注册的国内企业,而不会适用于仅是在巴西上市的外国公司。

按照巴西证券交易委员会第480号的指令(CVM's Instruction n° 480)第7条规定,外国公司可以在巴西通过发行巴西存托凭证(Brazilian Depository Receipts)的方式上市交易其股票。该指令定义“外国公司”为那些其总部设在国外同时在巴西的资产低于其财务报表中所列出的所有资产的50%。如果某公司因一些原因或公司变动不再符合上述外国公司的定义,那么巴西关于本国公司收购规则也就适用于该公司。但到目前为止在巴西市场上还没有出现过因失去外国公司身份而适用巴西收购法的案例。

因为巴西的法律关注的是实际的经济控制。如果虽然被收购的目标公司是一个外国公司但该公司实际被一个巴西公司控股的,在这种情况下该收购交易也需要遵守巴西的相关公司收购规则。

与俄罗斯和印度的国际版目前各只有一家外国公司发行了相应的

^⑥ 这是一家在泽西岛(the Island of Jersey)注册在香港上市但由俄罗斯受益者控制的公司。

存托凭证的状况相比,目前已有 20 多个外国公司在巴西发行了巴西存托凭证(包括苹果公司、谷歌公司、美国银行、高盛集团、沃尔玛公司和麦当劳公司等跨国公司)。截至 2011 年年底,预计有超过 50 家国际公司完成在巴西发行巴西存托凭证。

三、对我国建立相关制度的建议

通过对英美法系的美国、英国、我国香港特别行政区;大陆法系的德国和法国;以及新兴市场和转型经济国家俄罗斯、印度和巴西相关制度的比较研究,总体来说,我国现有的上市公司收购规则从法律字面规定上来分析与上述各国(地区)的实体规则差别并不大。^⑨

理论上,从允许外国公司在本国股票交易所上市国家的角度来分析,对于收购该外国公司应适用何国法律的冲突规则大致有以下五种选择:(1)适用外国公司母国规则;(2)适用上市地本国规则;(3)适用该公司其他第三方上市地规则;(4)对相同事项同时适用多个相关国规则;(5)对公司收购交易中的不同实体和程序事项分别适用不同国家的规则。

允许外国公司在本国上市的国家在界定本国收购规则适用外延时需要权衡考虑保护本国投资者的利益和降低国际公司跨境上市和收购成本这两个方面。由于本国投资者更容易了解本国的法律和获得相关的法律意见,从保护本国投资者的角度出发,就应要求收购在该国上市的外国公司的交易必须遵守该国相关的收购规则。但因为被收购的外国公司往往还需要遵守其母国法或其他主要上市地的法律,为了降低相关的交易成本和减少重复地过度制约或不同法律规则之间的冲突,许多国家都在不同程度上豁免了对收购在该国上市的外国公司需要遵守该国公司法和收购实体规则的要求。

^⑨ 主要差异包括关于强制排除权的规定。本文中介绍的国家大多有强制排除权的制度,我国只规定了异议股东回购请求权。虽然这样的制度安排无疑提高了少数股东在收购交易中的谈判筹码从而可以更好地保护少数股东的利益,但从收购方的角度这也会提高其完成全面收购的成本。

上文通过对八个来自英美法系、大陆法系以及新兴市场和转型经济国家、不同法域国家或地区相关法律冲突制度进行比较,我们可以发现其都没有就在该国上市的外国发行人制定特殊的公司并购规则。

上述不同地区和法域的相关法律冲突规则可以概括为以下四类:

(1)作为欧盟成员国的英国、德国和法国,依照欧盟法律《公司要约收购指令》(The EU Takeovers Directive (2004/25/EC))的规定制定了相似的冲突法规则:(A)对于在该国境内上市或发行股票的外国公司,该国并购法一般不适用于针对该公司的收购交易;(B)但对于一个在欧洲经济区成员国之一注册的同时未在其母国上市的外国公司,如果该外国公司只在,或首先在,英国/德国/法国上市的,英国、德国或法国的相关监管机构就有可能会和该外国公司母国共同分享管辖权。但英国、德国或法国的法律仅适用于针对外国公司的收购对价,收购程序和信息披露等事项,其他关于收购的法律问题,如雇员以及与公司法相关问题则适用于外国公司的母国法。

可见,上述欧盟国家虽然在不断追求欧盟内部规则尽可能统一但并不会针对收购在本国上市的非欧盟国家的交易强行适用本国法,同时识别一个公司是否外国公司的主要标准是登记地主义。

(2)美国在传统上希望美国联邦证券法同时适用于收购在美国上市的外国公司。特别是在一系列公司丑闻发生后,美国联邦政府更加积极地推动其对跨州公司内部治理这个问题的管辖权包括相关规则对非美国公司的适用。这些严格规则的制定已导致一些非美国公司更难在美国的资本市场上获得投资。总体来说,收购在美国上市的外国公司,按照美国现有法律,该公司的母国法规定具体的公司内部管理和收购事项,⁹⁹但美国法(主要是联邦证券法和交易所规则)规定的各种收购程序规则(如收购要约必须开放接受的期限和与收购要约相关的信息披露),除了一些因发行人是外国私人发行人或该公司在多国上市同时只有低于10%的股份由美国人持有而不需遵守的例外情形,通常仍将适用于对在美国上市的外国公司的收购行为。

(3)香港特别行政区和巴西的规定介于前两者之间。香港公司收

⁹⁹ 如上文所述,美国的联邦法律也试图规定一些关于公司内部治理的规则。

购及合并规则明确适用于收购和兼并在香港的上市公司和在香港联交所第一上市的公司。一个公司是否会被认定是香港的“上市公司”主要取决于在香港的股东数量和股份在香港买卖的情况,同时考虑其总部及中央管理地、主要业务和资产所在地、公司注册地和税收状况以及香港法之外其他相关法域的收购规则是否提供给了香港股东类似的平等保护制度。巴西目前只允许外国公司在巴西发行巴西存托凭证,巴西的公司收购规则不会适用于仅是在巴西上市的外国公司。但巴西法律判断外国公司的标准是实际的经济控制。即使被收购的目标公司是在外国注册的但如果该公司是被巴西公司控股的,该收购交易仍需要遵守巴西的相关公司收购规则。

(4)印度和俄罗斯本国现有的收购实体法规不会适用于在本国上市的外国公司。当然这些公司需要遵守相应的上市披露规则。由于目前各只有一家外国公司在印度和俄罗斯发行了存托凭证,对于在该国上市的外国公司收购的法律适用问题尚没有得到任何实例的检验。

借鉴上述主要国家地区的立法和实践经验,同时考虑到我国股市的发展现状和境内投资者保护的重要性,笔者建议如果我国决定设立允许外国公司在中国直接上市的国际板,在其运行初期可以运用美国监管的思维来扩大中国法律对针对在中国国际板上市的外国企业收购交易的适用。例如相关的规则可以从以下三个方面对上市公司作出要求:(1)如果上市公司认为上市公司母国或其他相关的境外主要上市地关于公司收购的实体和程序规则与我国的相关法规要求存在冲突或差异,该上市公司应及时向我国监管机构报告并提出自己计划的补救方案来保护中国投资者的权利;(2)对在中国国际板上市的外国企业的收购交易,原则上有关公司内部治理的具体规则适用其母国法,对一些核心的公司内部治理规则,我国也可以借鉴美国联邦法的做法要求同时适用中国法,有关收购程序包括收购要约和信息披露等应适用中国的相关规则。如果该上市公司的收购程序还需遵守其他上市地的规则,上市公司和收购方应执行更有利于保护我国股东权利的制度。上市公司和收购方也可以基于合理的理由向我国监管机构申请豁免适用中国的相关规则;(3)鉴于未来在中国国际板上市的公司中可能也会包括主要经营地在国内的红筹股公司,我们可以借鉴香港或巴西法律

的经验,对是否外国公司的判断要综合考虑多种因素而不是仅仅取决于公司的注册地。对于主要股东、主要资产和主要经营地都在中国的境外公司,我们可以认定在收购该公司的交易中,该公司应被视同于国内公司。

但是,从吸引优秀国际企业到中国上市的角度,我国可能也需要同时考虑避免监管过度。我国的相关监管机构可以通过更广泛的双边合作、多边合作和全球合作,和各国的上市收购监管机构签订关于跨国上市公司收购规则的谅解备忘录和合作协议,同意在跨国收购交易中相互提供信息来协助对方在本国的监管。在合适的阶段,我国也可以考虑建立并保持更新一个被我国监管机构认可的外国股票交易所的列表,对于那些已经在列表中的证券市场完成了“第一上市”的境外发行人,可以考虑采取国际礼让和等效原则豁免,其同时遵守我国相关规则的要求。