

# 中企跨国并购法律问题再凸显

专家详解美英德上市公司收购相关法律规定



**王一楠** 美国明尼苏达大学法学院,法学博士(J.D.),东北财经大学,法学学士。同时持有美国纽约州和中国的律师资格。

在加入德恒律师事务所前曾就职于美国贝克·麦坚时国际律师事务所(Baker & McKenzie, LLP)、金杜律师事务所和一家纽约律师事务所,拥有十多年在美国和中国的执业经验。主要执业领域为跨境并购,他曾经为多家中国企业的境外投资提供过法律服务。

王一楠

近年来中国企业“走出去”的步伐明显加快,2014年中国境外投资规模(ODI)首次超过外商直接投资(FDI)。国家主席习近平在2014年亚太经合组织(APEC)工商领导人峰会上表示,未来10年中国对外投资将达到1.25万亿美元。

回顾中国企业“走出去”的历程,经历了从初期以绿地投资(在东道国新设企业)为主到现在转向以并购投资(收购东道国已经存续企业)为主的一个过程。为了给考虑收购国外上市的中国企业提供一些借鉴,本文将简要介绍世界三个主要国家,即美国、英国和德国,关于收购上市公司的法律规定,并对其中实务操作中应注意的问题进行概述。

## 世界主要国家关于收购上市公司的规定

各国证券市场最主要的收购方式是要约收购,即收购方通过公开方式向目标公司股东发出要约,达到控制目标公司的目的。下文将从信息披露、要约收购、反敌意收购、强制排除权等几个方面介绍美国、英国和德国在这方面的规定。

### 规定 1:

#### 信息披露

收购交易信息如果提前透露到市场上一般会引目标公司股价的波动,所以各国要约规则都要求收购方在持有目标公司股票达到一定比例后进行公告,以确保公众获取信息的公平性。

**美国:**收购方在取得上市公司股份超过5%时,需要在10日内向目标公司、美国证券交易委员会(SEC)和证券交易所备案。收购方在此之后持股比例变动每达到1%,必须向上述机构进行补充备案。如果收购方最终发出了收购要约,就必须向目标公司股东和美国证券交易委员会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。

**英国:**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3%

时,需要在2个交易日内向目标公司和英国金融管理局(FSA)申报,此后持股比例变动每达到1%时也应补充申报。

**德国:**收购方持有德国上市公司超过或低于3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或75%以上表决权的,应在4个交易日内通知该目标公司和联邦财政监督管理局(BaFin)。此外,如果收购方收购了目标公司表决权10%或以上股份,它必须在20个交易日内告知目标公司其是否有收购计划所需的资金来源。

### 规定 2:

#### 要约收购

要约收购是指收购方以取得目标公司的控制权为目的,通过公开方式直接向目标公司股东作出购买股份的意思表示。该制度的设立目的是确保收购方在取得上市公司控制权的过程中,广大中小股东的利益得到一定保护。

**美国:**美国的要约收购制度属于自愿性要约,即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。收购方可自主发出要约,自行确定要约比例,但是收购方在收购过程中要不断地就收购人的背景、收购意图、收购计划等信息予以充分详细的披露。该制度是在保护大股东能自由转让其控制权的同时,通过施加信息公开义务和控股股东对其他小股东的信托义务来实现中小股东利益保护。

**英国:**英国的要约收购制度则属于强制性要约收购,即法律规定收购方在持有目标公司的股份超过30%时,其必须以特定的价格,在规定的时间内向目标公司的剩余所有股东发出要约。在要约价格方面,法律规定收购方的出价必

须至少是该收购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。

**德国:**与英国类似,德国采用强制性要约收购制度,即收购方在购买目标公司表决权达到30%时有义务向所有的剩余股东发出收购要约。收购方提出的价格必须最少是该收购方在要约期间前6个月目标公司股票在公开市场交易价的加权平均值。同时持有同一等级股票的股东必须收到同等的支付对价。此外,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,收购方会被要求向已经接受收购要约的股东支付收购对价的差额。

#### 反敌意收购措施

敌意收购是指收购方提出的收购计划并没有得到目标公司管理层(主要是董事会)支持的收购交易。常见的反敌意收购措施主要分为两类:一类是要约出现前的一般防范性措施;二类是要约出现后的针对性防守措施。

### 规定 3:

**美国:**美国采取董事会决策模式,即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,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。其基本的理由在于:(1)董事对公司的受信义务是董事会采取反收购措施的基础。董事是公司财产的受托者,因此当目标公司董事会认为一项收购出价不符合公司最大利益时,法律会赋予其权利采取反收购措施。(2)目标公司股东与收购方之间交易地位的悬殊,客观上需要董事会来承担起反收购的义务。(3)董事的社会责任也是董事会采取反收购措施的一个重要因素,即董事会还考虑收购是否会损害除股东以外其他利益相关人的利益。

**英国:**英国采取股东大会决策模式,即由目标公司的股东大会来主导反

收购的决策权。这种立法模式突出了对公司股东利益的绝对保护。为了防止目标公司的经营管理层在反收购过程中为了自身利益而滥用公司的权利,从而造成公司及公司股东、特别是中小股东的利益受损的情况发生,英国对任何未经目标公司股东大会批准的反收购行为都加以制约。

**德国:**德国采用监事会与股东会共同决定模式。德国传统上采用协议收购的方式转移上市公司控制权,要约收购的情况较少,所以相关的法律制度建设起步较晚,而且德国公司法关于德国公司治理结构设计有自己的特点,涉及公司重大事项时董事会须向监事会进行报告并由监事会予以批准。因此,德国关于反收购的决策权体现出了由监事会以及股东会共同决策的特点。在实际中,监事会以及股东会授权董事会采取阻碍敌意收购的防御措施并不多见。

#### 强制排除权(Squeeze Out)制度

收购方在取得目标公司股权一定比例(一般90%到95%之间)之后,很多国家法律会赋予收购方一个强制排除权,即有权要求剩余小股东必须将其持有的股票出售给收购方。

### 规定 4:

**美国:**美国联邦法没有明文规定强制排除权,但是,美国有些州法允许收购方采用二次并购的方式来达到同样目的。如果收购方在第一次要约收购中取得了目标公司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交易,将目标公司和自己的一

个子公司进行合并。在二次收购中,收购方可以仅让目标公司寄给股东一个简短的信息通告而无需再次投票。如果异议股东对要约价格不满意,该股东可以向法院申请重新估价。

**英国:**英国规定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。

**德国:**如果收购方已收购到或达成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地区法院提交申请来购买剩余股东所持的股票。德国也允许持股95%以上的股东通过召开股东大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,如果异议股东认为要约价格不满意,也可以要求法院审查股东会通过强制出售的决议。

## 中国企业收购上市公司应注意的问题

在了解目标公司东道国关于收购上市公司的一些基本规定基础上,中国企业在确定收购上市公司的战略目标后,需要根据自身及项目特点设计具体的收购方案。而方案的设计在实践中要注意如下几个问题:

### 问题 1:

#### 如何与目标公司进行初步接触

确定拟收购的目标公司之后,收购方往往需要在两种与目标公司接触的方式中做出选择:即与目标公司主动接触以争取管理层对收购方案的支持,还是直接启动全面要约收购。前者有可能最终失败,最后不得不发起敌意收购,而且事先接触反而会给目标

公司提供了准备防范的时间,同时也可能发生消息泄露影响股价,增加收购成本。后者可能面临目标公司采取前文所述的反敌意收购措施,此外,因为没有目标公司的配合,后者也很难给收购方提供充分的尽职调查的机会。

### 问题 2:

#### 收购前是否进行小额增持(Stake-Building)

有些收购方在与目标公司接触或公布收购意向前,会在二级市场收购一些目标公司股票。这样做法的优势是收购方可以在市场不知晓其收购计划的情况下以较低成本取得一些股票,而且增加其他竞争者收购目标公司的难度,即利用手中股票赋予的投票权反对竞争者的收购计划。

但是如前文所述,各国法律都会要求收购方在取得目标公司股权一定比例时满足相应的信息披露义务(比如,英国的披露义务起点是3%),所以,依靠这种方式取得的股票有限,而且会使目标公司管理层对收购方产生不信任感。所以,在选择这种策略时要谨慎。

(下转第十六版)

## 时评

### 善用“软实力”化解并购“硬骨头”

江金骥

提着钱袋子“走出去”的中国企业,如果到了异国他乡也任性,那么“打土豪”、“斗财主”等国内发生的事,照样会上门。

据商务部最新统计,2014年我国共实现全行业对外直接投资1160亿美元,与同期吸引外资规模仅差35.6亿美元。专家由此认为,中国正在成为资本净输出国。但是,对刚刚加入“全球化企业家俱乐部”的中国企业家来说,中国企业在海外并购过程中,有的还处于兴奋的全球狩猎阶段,有的已经品尝投资回报低于预期的苦闷,有的则直接遭遇了兵败如山倒。商务部不久前有过统计,中国企业跨国并购的总成功率是40%。反过来说,中国企业在国际化进程中的失败率为60%。

国家大力支持企业“走出去”,为什么我们的并购屡遭不测?对此,有很多权威人士做过很深刻的分析,总体看,这些风险包括法律的、政治的、财务的、市场的、信息不对称等方面。针对这些风险,不同的专家们从不同角度,做了很多学术或实操层面的剖析,在此,笔者不再班门弄斧,但想说的是,在海外的中国企业家们,如果能“搭乘一艘亲善的、亲和的文化之舟”,或许能让“走出去”的路更顺畅一些。

不久前出版的《2014中国企业国际化蓝皮书》认为,文化力就是一个国家、一个企业的软实力,它虽然经常被拿来和经济、军事等“硬实力”相提并论,但在企业并购中,文化软实力能发挥足够大的力量。善用文化差异,企业就拥有软实力,处理不好文化差异,就会变成破坏力和杀伤力。

在东西方之间,文化差异客观存在,这就导致东西方商业文化也存在着差异。总的来说,西方文化推崇契约精神,尊重程序正义,而我国企业家,讲江湖义气,重个人感觉,是非面前,尤其面对比自己弱小的公司,难免流露出任性的一面。

在西方社会,契约精神是商业的主要方面,因此,他们在做出一项重大决定前,重视尽职调查、合同草拟以及法律文件的收集等,而中国传统的商业文化,讲究“一诺千金”,讲“君子一言,驷马难追”,讲“用人不疑,疑人不用”,重视口头承诺,强调信任和人品,但对制度和法律的约束力,没有西方人那样的入心入髓。

“尊重程序”也是西方商业文化中的重要体现。西方企业家普遍认为,只有公正合理的程序,才能取得必然的、合理的结果,因此他们认为相关的程序和步骤是不能省略的。而中国的企业家,强调“奇迹”、强调“结果”,并且积极寻找“捷径”。我们的这种做法,往往不被西方人理解,造成沟通和决策障碍。

在笔者接触到的企业家中,常听说“并购容易,整合很难”。这从一个方面说,随着自身实力的增强,很多企业具备海外并购的能力,但是,也仅仅是技术上具备,要想形成“1+1>2”的并购效果,必须做足“软实力”的功课。中资在海外并购中,因文化差异带来的并购变异屡见不鲜,例如TCL对汤姆逊的整合难题,海尔管理全球海外员工的文化挑战,华为海外人员实现本土化的努力等等。

文化的本身就是一个很复杂的概念,用在企业并购上,就变得更加复杂和富有挑战性。但文化再复杂,人类的情感是相通的,问题是在跨文化沟通中,能否做到相互了解、建立信任。毕竟,信任是一切商业合作的基础,而尊重对方文化则是信任的基础。

有多年海外之旅的福耀集团,发展至今,在欧美等国际市场上可谓“畅通无阻”,这与福耀集团潜心打造文化软实力不无关系。福耀董事长曹德旺就说过:“走出去”就要入乡随俗,要学会尊重对方文化。这样,别人对你才会敞开心扉,最终才能从合作走向“合体”。

中国政府在最近推出的境外投资管理办法中,正式确立了“备案为主,核准为辅”的管理模式,这将极大鼓励中国企业拓展全球商业版图。在这个过程中,中国企业所蕴含的“东方智慧”、“创造力”、“市场机会”、“勤劳踏实”等元素,都能成为代表中国商业文化的关键词,用好这些关键词,处理好文化差异、善用文化差异,中资“走出去”的道路才会越走越宽阔。

执行主编:高巧艳 张玉洁