

《欧盟收购指令》规则审视^{*}

唐林垚^{**} 肖权东^{***}

摘要:看似完善的《欧盟收购指令》在自上而下的推行过程中,被欧盟成员国巧妙架空,未能起到预想的规制效果。硬性规则的相互掣肘,让董事会严守中立的规定得以合理规避;而柔性规则的刻意套用,为投机取巧的收购人杀予夺治理环境优良的目标公司提供了便利。中国敌意收购规制实践,同样面临股东会中心主义虚化的问题,应当吸取欧盟立法的经验和教训,填补《上市公司收购管理办法》第33条董事会中立规则的缺陷,完善强制要约收购及豁免规则,并制定符合我国上市公司股权分布现状的挤出卖空规则,以兼顾收购人控股效率与中小股东保护的双重追求。

关键词:欧盟收购指令 敌意收购 股东会中心主义 规则掣肘 法律移植

随着新《证券法》自2020年3月1日开始施行,《上市公司收购管理办法》也迎来了再次修订。此次修订细化了要约收购豁免行政许可取消后的监管安排、增加了持股5%以上股东的持股变动达到1%时的信息披露要求、明确了超比例增持的股份在一定期限内不得行使表决权并延长了上市公司收购中收购人所持股份的锁定期。

经历了近20年的立法征程,《欧盟收购指令》(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids,以下简称《指令》)在2003年得以通过,并在2006年相继转换为欧盟各成员国的收购法律。从转换和执行效果来看,《指令》并没有实现其最初的立法目标,在“统一的欧洲收购法

^{*} 本文系中国社会科学院重大国情调研项目“互联网金融风险的法律规制”(项目编号:GQZD2020007)的阶段性成果。

^{**} 中国社会科学院法学研究所助理研究员,法学博士、博士后。

^{***} 广州商学院法学院教师,广东泽康律师事务所兼职律师。

律”表象下,是各自割裂、表里不一、各取所需的欧盟成员国立法实践——巧借股东会中心主义之名,行董事会中心主义之实。我国目前亦存在敌意收购规制所面临的类似问题:由《上市公司收购管理办法》《公司法》《证券法》和合而成的预防性立法,无法为中国敌意收购争端提供有效制度供给和清晰问题解释,造成字面上股东会中心主义法律法规在实践中的适用倒错,在无形中推高了上市公司的合规成本。

本文从欧盟收购法律的立法初衷、成员国角力和演进历史等多个维度出发,深度解构饱含妥协和迁就意味的《指令》存在的规则掣肘及法律缺陷,反思我国敌意收购法律法规中特定规则以避免类似问题,并针对我国不完善的董事会中立规则、宽松无度的强制要约收购规则及豁免、特立独行的卖空规则提出可行的改善建议。

一、《指令》立法初衷及核心规则

《指令》的制定,建立在这样一个假设上,即收购活动,无论是善意的还是敌意的,都能给公司和投资人带来一系列好处;活跃收购活动就是促进欧盟经济。在立法者看来,收购活动能有力驱动价值创造,促进企业联合及重组,为实现规模经济提供可能;收购有助于改善公司治理环境,提升公司管理水平和经营业绩;收购还能约束管理层,刺激竞争,最终为投资人带来更丰硕的回报。因此,欧盟委员会希望通过一个“统一的欧洲收购法律”,培育利于敌意收购产生和进行的公平竞争环境,贯彻落实中小股东平等保护,最终在欧盟内部建立起繁荣的公司控制权交易市场。^①

《指令》中的多数条款,是各国《证券法》上常见的标准条款,对要约收购的程序规范和信息披露义务进行细致的规定。除此之外,《指令》由六项核心规则构成。

(一) 董事会中立规则

为了促进收购产生,《指令》必须移除欧盟各成员国在公司法框架下允许目标公司董事会为敌意收购设置的各种障碍,尤其是各类事后防御手段。为此,《指令》借鉴《英国城市收购及合并守则》,引入了董事会中立规则:“董事会一旦得知要约收购的存在,除非获得股东大会的明确授权,董事会除了寻找潜在的另外要约收购方以外,不得采取任何有可能挫败收购的行动或发行任何可能为收购人的收购行为制造障碍

^① 参见汤欣、朱芸阳:《欧盟新公司法指令规范下的反收购措施——以“建立公平竞争市场”原则为中心》,载《清华法律评论》2006年第0期。

的股份。”^①因此,在获得股东大会的批准前,几乎所有事后防御手段,无论是“毒丸”、股份回购,还是发行新股等,都被视为对董事会中立规则的违反。从字面上来看,《指令》唯一允许董事会在面对收购时不征求股东大会意见就采取的防御措施是寻求白衣骑士参与竞标,但董事会不能通过发行新股或可转换债券的方式助其一臂之力。

(二)突破规则

除了事后防御手段,针对敌意收购的事前防御措施在欧盟各成员国也层出不穷。最极端的事前防御措施,莫过于让收购人闻风丧胆的少数股权控股结构和股权转让限制。^②通过形形色色的投票杠杆机制,^③公司实际控制人在占有公司少数股份的情况下却享有多数股份的投票权;利用各式各样的股权转让限制,上市公司的多数股权被牢牢控制在同董事会关系密切的利益相关者手中。面对少数股权控股结构和股权转让限制的壁垒,《指令》第11条规定了突破规则:“在要约收购的有效期间内,收购人及目标公司所有公司章程或合同、协议中规定的证券转移限制均取消;在决定是否采取防御手段的股东大会上,目标公司所有公司章程或合同、协议中规定的投票权限制均无效,所有具有多数表决权的证券均只算一表决权。”简言之,突破规则意味着在敌意收购中少数股权控股结构和股权转让限制的双重失效。为了兼顾公平,《指令》要求收购方对因为突破规则而丧失对公司不成比例控制权的大股东给予“现金公平补偿”,但并没有对损失衡量的方式和补偿计算的标准予以明确规定;由于欧盟各成员国也没有制定出较合理的补偿方案,在实践中,收购人对大股东的补偿经常不了了之。^④

(三)选择适用规则

董事会中立规则和突破规则都是非常极端的规则,前者意味着事后防御手段的一概禁止,后者意味着事前协议壁垒的完全失效;这两条规则在欧盟成员国内部争议巨大,并造成了《指令》各草案长期难以获得通过的结果。最终,欧盟委员会不得不采取巨大让步,制定了选择适用规则,让成员国拥有是否适用董事会中立规则以及是否适用突破规则的自由裁量权;无论欧盟各成员国是否选择适用上述规则,成员国的各上市公司也拥有通过决议的方式选择适用特定规则的自由裁量权。《指令》的立法初

^① Council Directive 2004/25, Art. 9, 2004 O. J. (L142) 8 (EC).

^② 少数股权控股结构和股权转让限制在瑞典、德国和芬兰的上市公司中尤为突出。

^③ 例如,多重股权结构(通过分离现金流和控制权而对公司实行有效控制)、金字塔层层控股(通过间接持股形成一个金字塔式的控制链)或交叉持股实现(与其他多家关联公司之间通过交叉投资形成的交互控制网络)。

^④ 参见唐林垚、孙小雨:《对敌意收购“五宗罪”的法经济学分析》,载《商法界论集》2020年第1期。

衷,本是希望收购活动可以在欧盟各成员国都能同等发生,所以才推行让事前和事后防御措施都归于无效的董事会中立规则和突破规则。选择适用规则对《指令》的最终通过,起到了推波助澜的作用,但不可避免地损害了《指令》对公平竞争环境的原始追求,放任公司内部人继续拥有相对于中小股东的绝对控制权优势。^①

(四)互惠豁免规则

在《指令》推行之前,欧盟不同成员国的公司法对敌意收购防御手段的容忍度不同,因此,在成员国各自的资本市场上,敌意收购不能同等程度地发生——这就是所谓公平竞争环境的缺失。突破规则和董事会中立规则,本是对这种市场不均衡的刻意矫正,而选择适用规则的引入,无疑将带来新的失衡:适用董事会中立规则或突破规则的上市公司,由于防御措施的阙如,一定比不适用这两项规则的上市公司更容易被敌意收购——这是一种典型的逆向歧视,因为更尊重股东选择、治理环境更好的公司在选择适用规则的大背景下反而更容易沦为敌意收购中的牺牲品。为了解决这个问题,欧盟委员会制定了互惠豁免规则,作为选择适用规则的补充:“适用董事会中立规则或突破规则的上市公司,在面对不适用相同规则的收购人的情形下,可暂时取消该规则的适用。”对收购双方力量的衡平,互惠豁免规则至关重要。不过,该规则的适用必须同时经过成员国法律授权以及上市公司股东大会的批准,在本质上属于欧盟各成员国及其上市公司“选择适用”的规则之一。

(五)全面强制要约收购规则

公平竞争环境和股东权益保护,是《指令》的一体两面。全面强制要约收购规则,是各国证券法中的通行规则之一,旨在确保上市公司股东尤其是中小股东能公平无遗漏地享受由于收购带来的股份溢价。^②全面强制要约收购规则是欧盟各成员国必须适用的强制性规则:“任何人,收购到一定数量让其获得公司控制权的股份后,必须对公司剩余全部股份以公平价格发出全面收购要约。全面强制要约收购规则的触发比例由各成员国自行规定。”该款所称公平价格,是指收购人在一段时间内收购相同股票所支付的最高价格,公平价格所对标的时间段,也由欧盟各成员国自行规定。除此之外,《指令》还赋予欧盟各成员国立法者结合自身国情规定全面强制要约收购豁免规则的权利。

^① 参见唐林焱:《敌意收购中的自律监管:英国经验与中国实践》,载《福州大学学报(哲学社会科学版)》2021年第1期。

^② 参见唐林焱:《论我国上市公司收购之举牌预警及全面要约》,载《西南民族大学学报(人文社会科学版)》2017年第12期。

(六) 挤出卖空规则

《指令》中的另一项股东权益保护规则,是挤出卖空规则,这一规则实际上包含挤出与卖空两个规则。当收购人获得目标公司 90% 以上的股份时,挤出卖空规则开始发挥效用。一方面,敌意收购人可以行使挤出权,以要约方式和公平价格将中小股东清退出目标公司,从此不必再担心中小股东继续存在可能带来的风险和成本,彻底完成公司的私有化进程;另一方面,剩余股东可以主动行使卖空权,请求敌意收购人以要约方式和公平价格购买自己手中全部股份,避免公司从公开转为封闭后受到大股东的欺压和排挤,彻底体面退出目标公司。^① 同全面强制要约收购规则一样,挤出卖空规则是欧盟各成员国必须适用的强制性规则,但《指令》允许欧盟各成员国根据自身国情在 90% 和 95% 之间分别自行设定挤出规则和卖空规则的触发门槛。

二、《指令》立法征程及效果评述

《指令》的形成,有其独特的历史背景,并经历了旷日持久的政治博弈与制度演化。在欧盟内部,几乎所有的制度推行都必须经历成员国磋商和调整的漫长过程,收购法律也不例外。

(一)《完善收购和要约程序的第 13 号公司立法提案》

“统一的欧洲收购法律”的立法征程,始于 20 世纪 70 年代欧盟市场一体化构想的提出。1985 年,欧盟委员会在推进内部市场形成的报告中明确指出:“应当改善公开要约收购的程序,减少不同成员国之间的巨大差异。”^②1989 年,欧盟委员会向欧盟理事会提交了《完善收购和要约程序的第 13 号公司立法提案》(以下简称《13 号提案》),其是《欧盟收购指令》的最初雏形。以董事会中立规则为核心,《13 号提案》几乎照搬了明显股东会中心主义的《英国城市收购及合并守则》,却招来了英国贸易与工业部的猛烈批评:对自律监管规则不加区辨地拿来就用,是对英国收购领域行业自治模式的东施效颦。德国担心,收购法律的颁布将引发频繁而琐碎的诉讼;芬兰与瑞典则共同抵制全面强制要约收购规则的强迫适用。^③

^① 参见唐林垚:《公开要约收购制度的再审视》,载《商法界论集》2019 年第 2 期。

^② Commission of the European Communities, *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council*(Milan, 28th - 29th June 1985), COM (85) 310 final(1985).

^③ See Klaus J. Hopt, *Takeover Regulation in Europe—The Battle for the 13th Directive on Takeovers*, Australian Journal of Corporate Law, Vol. 15, p. 1 - 15 (2002).

(二)提案修正过程中的大国博弈

经过与欧盟各成员国的持续协商,欧盟委员会于1996年向欧盟理事会提交了《13号提案》的修正案,允许欧盟各成员国通过法院审判以外的渠道,解决收购纠纷,只要“受到损失的一方被给予足够的补偿”;该修正案还允许欧盟各成员国在小股东权益保护机制健全的情况下,豁免全面强制要约收购规则的适用。^①然而,这些有针对性的调整,并没有打动欧盟各成员国,英国并购委员会甚至发起了反对统一收购立法的公共运动;长期奉行董事会中心主义的荷兰担心修正案的通过会打破资本市场上收购双方原本的均衡状态,法国则不顾其他成员国的反对,坚持游说欧盟委员会将雇员保护条款增加到新的提案里。^②

1999年,德国发生了有史以来的第一场敌意收购,英国沃达丰公司通过要约收购,以迅雷不及掩耳之势获得了曼内斯曼公司的控制权。出于对自身处境的担忧,德国的其他老牌公众公司,以大众汽车公司和巴斯夫股份公司为首,组织了抵制欧盟收购立法的游行示威。欧洲法律事务委员会大会报告起草人克劳斯海纳莱内在向欧盟理事会提交的报告中明确反对董事会中立规则,坚持维护董事会在敌意收购中不经股东会同意直接采取防御措施的权利。西班牙的欧洲议会成员一边倒地支持德国的提案,主要是为了乘机换取德国在欧盟共同农业政策中对更大渔业补贴的支持。

(三)加普·温特主导的公司法改革

面对欧盟各成员国的责难和非议,欧盟委员会并未就此放弃对“统一的欧洲收购法律”的追求。在充分听取欧盟各成员国意见后,欧盟委员会任命阿姆斯特丹大学教授、欧洲顶级公司法学者加普·温特领导欧洲公司法专家们起草一份新的收购指令草案。为了在欧盟范围内营造公平竞争环境,温特小组创设了突破规则和挤出卖空规则,试图以实质公平为切入点,打消欧盟各成员国的顾虑。然而,温特小组的“无私构想”没有充分顾及欧盟各成员国的实际情况:首先,少数股权控股结构和股权转让限制在瑞典、芬兰、荷兰和德国的上市公司中屡见不鲜;其次,欧盟各成员国对自己的民族企业或多或少都有偏护之心。因此,温特小组2002年提交欧盟理事会的新提案激起了比之前提案更为猛烈的抨击和反对。

^① 参见唐林垚:《国情与惯例的结合:我国上市公司之收购、要约及豁免》,载岳彩申、盛学军主编:《经济法论坛》第19卷,法律出版社2017年版。

^② See Klaus J. Hopt, *Takeover Regulation in Europe—The Battle for the 13th Directive on Takeovers*, Australian Journal of Corporate Law, Vol. 15, p. 1–15 (2002).

(四) 选择适用规则的不得已创设与《指令》面世

在持续的谈判和争论无果后,为了最终解决欧盟各成员国之间几乎不可调和的利益诉求,意大利代表提出了选择适用规则:在“统一的欧洲收购法律”的框架下,由成员国自行决定是否采用最具争议的董事会中立规则和突破规则。^① 这个折中而大胆的建议获得了欧盟各成员国代表的压倒性支持,并最终促进了《指令》的面世。2003年4月,欧洲议会和欧盟理事会通过了《关于收购要约的第2004/25/EC号指令》,要求欧盟各成员国在2006年5月20日之前,依照《指令》颁布各自的收购法律法规。只有奥地利、丹麦、法国、匈牙利、爱尔兰、卢森堡和英国按时完成任务。截至2007年2月,共有17个欧盟成员国颁布了各自的收购管理规则。剩余的8个成员国直到2007年年底,才相继满足欧盟委员会的要求。2007年年初,罗马尼亚和保加利亚加入欧盟后,也立刻相继按照《欧盟收购指令》颁布了各自的收购监管规则。

虽然,在欧盟内部,《指令》已经得到较为全面的“上行下效”,不过,欧盟各成员国在法律适用上都不约而同从本国利益的角度出发,尽可能通过细微的语言差别,实施既符合《指令》底线要求,又不至于让本国公司过于不适的法律。就每个独立的成员国而言,显然是无力左右欧盟委员会的立法偏好的,更无力阻挡欧盟法律趋同之大势。在从成员国到欧盟法律制定过程中,欧盟各成员国或出于各种各样的原因、利益交换而妥协,但在从欧盟到成员国法律推广和适用的过程中,各利益相关主体曾经的异议与偏执却再次死灰复燃,侵蚀了新法律的影响力和执行效果。

三、《指令》规则掣肘及法律缺陷

为了在欧盟内部促进收购产生、营造公平竞争环境,《指令》引入了董事会中立规则、突破规则和互惠豁免规则;为了对公司股东尤其是中小股东权益提供充分保护,《指令》规定了强制要约收购规则和挤出卖空规则。但是,为了最终实现“统一的欧洲收购法律”,《指令》不得不引入选择适用规则以安抚各异议成员国,并在最初的各项立法目标上充分妥协。

回顾《指令》的“马拉松式”立法征程,欧盟各成员国在收购规则制定过程中的博弈,本质上是股东会中心主义同董事会中心主义的理论纷争,亦即在敌意收购中,究

^① William J. Magnuson, *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, Pace Int'l L. Rev., Vol. 21, p. 230-232 (2009).

竟应当尊重董事会的商业判断、施行严厉监管以维护公司内部稳定、防止利用金融杠杆的金融巨鳄肆意妄为,还是应当强调股东合法权益不可侵犯、听任收购人撤换不效率的管理层、尊重市场和资本的力量?从《指令》的立法初衷来看,欧盟委员会显然是股东会中心主义理论的拥护者,坚信敌意收购是提升公司治理环境的良方妙药。然而,就最终通过的《指令》而言,虽然涉及股东权益保护的规则,如全面强制要约收购规则与挤出卖空规则,均是强制适用规则,但涉及敌意收购中董事会防御手段限制的规则,如董事会中立规则、突破规则和互惠豁免规则,均是选择性适用规则;这就为部分成员国在转化《指令》过程中继续维持董事会中心主义的立法实践,留有充分余地。

(一) 董事会限制性规则的失败

以董事会中立规则为例。在《指令》推广之前,欧盟共有18个成员国在收购法律中规定了董事会中立规则。^①在《指令》推广后,只有1个成员国——马耳他加入了这些本来就适用董事会中立规则成员国的行列。由此可见,《指令》的推广,并没有令原本采取董事会中心主义立法的成员国改弦更张。更糟糕的是,在《指令》推广后,塞浦路斯、法国、希腊、匈牙利、葡萄牙、斯洛文尼亚和西班牙等成员国相继选择适用了互惠豁免规则。本来,这些成员国上市公司的董事会会在敌意收购中未获得股东会明确授权不得采取任何防御措施;在引入互惠豁免规则后,董事会反而能够在互惠豁免情形中不经股东会批准直接采取防御措施,大幅度削弱了董事会中立规则中股东会中心主义的精神内涵。^②

选择适用规则的存在,更是让本来被视为消弭事前防御措施最有力武器的突破规则形同虚设。在《指令》推广后,只有波罗的海三国选择适用突破规则,^③这3个成员国共有99个上市公司,仅占欧盟上市公司总数的1.4%,其市值不到欧盟上市公司总市值的1%。^④另有极少数公司适用了突破规则,这些公司很快成为敌意收购的目标;部分通晓《指令》规则的收购人甚至还刻意选择适用突破规则,目的在于排除互惠

① 这18个成员国是奥地利、塞浦路斯、捷克、爱沙尼亚、芬兰、法国、希腊、匈牙利、爱尔兰、拉脱维亚、立陶宛、葡萄牙、捷克共和国、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、罗马尼亚、脱欧前的英国。

② 互惠豁免规则规定,股东会要每隔18个月对管理层在互惠免除情形(面对不采取董事会中立规则或突破规则的敌意收购人的情形)采取防御手段进行事先授权。在获得授权后的18个月内,董事会在互惠豁免情形采取防御手段不再需要经过股东会批准。

③ 波罗的海三国指爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛。

④ Commission of the European Communities, *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids* (Brussels, 21st February 2007), Annex 1, SEC 268(2007).

豁免规则对目标公司董事会的松绑。^① 在实践中,突破规则被证明无法消除所有事前防御措施,例如,发行无表决权股、赋予非股东的第三方行使公司重大事项的特别权利等。

综上所述,选择适用规则和互惠豁免规则共同对敌意收购中定分止争、促进公平竞争环境的董事会限制性规则,造成了极大的掣肘和抵消。一方面,规则间的相互作用,让本来可以勒住目标公司董事会缰绳的硬性规定有了被合理规避和绕开的可能性;另一方面,柔性规则的刻意套用,为投机取巧的收购人生杀予夺治理环境优良的目标公司提供了便利。目标公司董事会和收购人都不约而同地从规则滥用中获得了反向加持,唯有股东群体在敌意收购中公司关键事项决策上大权旁落。

(二) 股东权益保护规则

为了切实保护目标公司中小股东的权益、减少股东会同董事会之间的代理成本,《指令》在对董事会行为的限制性规定之外,着重规定了全面强制要约收购规则和挤出卖空规则。与其他规则不同,这两项规则是强制性规则,欧盟各成员国只在触发门槛和豁免事由上享有自由裁量权。在实践中,挤出卖空规则的适用并未产生任何问题和争议,多数成员国对挤出权和卖空权均设立了90%的门槛、部分成员国对挤出权和卖空权均设立了95%的门槛,拉脱维亚和卢森堡对挤出权设立了95%的门槛、对卖空权设立了90%的门槛;没有任何一个成员国规定了挤出卖空规则的豁免事由。^②

与之形成鲜明对比的是,全面强制要约收购规则,却因为成员国天马行空的转化方式,在实践中造成了诸多问题。^③ 一方面,触发门槛的问题。科学的触发门槛,首先应当考察收购人所持有目标公司股份对应多大比例的公司控制权。少数股权控股结构在欧洲上市公司中较常见,收购人所获股份与目标公司实际控制人或许“同股”,但未必“同权”。在希腊、法国、卢森堡、斯洛伐克等国,全面强制要约收购规则的触发门槛是收购人获得目标公司1/3投票权;在捷克共和国和立陶宛,触发门槛是收购人获得40%投票权。上述规定,显然考虑了类别股对公司控制权争夺的影响。然而,在少数股权控股结构最司空见惯的瑞典、芬兰、荷兰和德国,却完全照搬《英国城市收购及

^① See Guido A. Ferrarini et al. (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, p. 1535.

^② Commission of the European Communities, *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids* (Brussels, 21st February 2007), Annex 1, SEC 268 (2007).

^③ 参见唐林垚:《我国要约收购及触发点的保留与改进——兼析与欧美上市公司收购规则的比较》,载《政法论丛》2018年第3期。

合并守则》中 30% 股份的触发门槛,或许是成员国监管层因护犊心切而有意为之——当收购人在获得 30% 股份时,未必享有目标公司 30% 的投票权,但必须对公司在外流通的所有股份发出全面收购要约,此举无疑大幅度加重了公司收购的难度与负担。另一方面,目标公司的股权分布状况,也决定全面强制要约收购规则触发门槛是否合理。总的来说,股权结构越分散,收购人成为大股东所需要的股份越少,全面强制要约收购规则的触发门槛应该越低;反之亦然。匈牙利和斯洛文尼亚的上市公司股权分布较集中,却规定了收购人获得 25% 投票权的较低触发门槛,这明显有悖于全面强制要约收购规则的基本法理;当收购人获得 25% 投票权时,或许尚不是目标公司的大股东,强制收购人在此时发出全面收购要约,徒增其成本却无助于公司控制权取得。在股权分布相对分散的拉脱维亚、马耳他和葡萄牙,立法者竟然规定了高达 50% 投票权的触发门槛;波兰的触发门槛甚至高达 66%,使全面强制要约收购规则完全形同虚设。在这些成员国,收购人完全无须高达 50% 投票权就能成为公司的控股股东,实在没有必要冒着发出全面收购要约的风险在获得公司控制权后继续增持股份。

除触发门槛不科学之外,欧盟各成员国还普遍存在全面强制要约收购规则豁免门槛过低的问题。全面强制要约收购规则的意义,本在于让中小股东能无一例外地享受公司控制权转移带来的股份溢价,而比利时、立陶宛、波兰、斯洛伐克和荷兰均规定,当公司控制权事实转移时,全面强制要约收购规则得以豁免。西班牙、法国、葡萄牙规定,当合并得到股东大会同意时,全面强制要约收购规则得以豁免;在实践中,收购人往往一边积累目标公司投票权,一边借由投票权改变股东大会的决议,最终达到豁免全面强制要约收购规则的效果。股权转让中的股东优先购买权是基于有限公司人合性的制度设计,^①在实践中出现被滥用的情况。马耳他和希腊规定,当收购人由于发行新股时享有优先权越过触发门槛时,全面强制要约收购规则得以豁免;在实践中,收购人完全可以利用投票权,操纵股东大会作出发行新股的决策,并利用优先权豁免全面强制要约收购规则。丹麦甚至规定,股权赠与不受触发门槛限制,这无疑为收购人规避全面强制要约收购规则提供了便利。

总而言之,宽松无度的触发门槛与规则豁免,让全面强制要约收购规则的效果大打折扣,是部分成员国在规则转化时不负责任的体现;原本以股东保护为目标的规

^① 赵旭东、衣小慧:《股东优先购买权中转让股东“反悔权”的证成与构建》,载《国家检察官学院学报》2021 年第 2 期。

则,并没有在收购中给予股东群体周全而平等的保护,反倒为收购人同公司内部人沆瀣一气提供了扭曲的激励。

四、我国敌意收购立法可汲取的《指令》教训

自下而上构建,但是自上而下推广、在字面上高度股东会中心主义的《指令》,在欧盟大国较量、利益角逐和政治分肥中不断妥协,沦为欧盟部分成员国推行董事会中心主义立法的借端,构建了贸易保护壁垒,难以真正保障中小股东权益。分析欧盟敌意收购立法的缺陷,可供我国参考以汲取《指令》的教训。

(一) 董事会中立规则的缺陷与完善

《指令》最大的缺陷,莫过于董事会中立规则没有得到彻底践行。借鉴英国经验,《指令》规定了清晰、严格的董事会中立规则;然而,受制于选择适用规则和互惠豁免规则的掣肘和抵消,欧盟各成员国或明确放弃董事会中立规则的适用,或巧妙利用规则的暗门规避之。选择适用董事会中立规则的成员国,在将《指令》转化为本国法律的过程中,也玩起了文字游戏,制定了漏洞百出的董事会中立规则,削弱了对董事会在敌意收购中严守中立的实质要求。部分成员国通过列举的方式规定了“阻止收购要约的限制”,另一部分则通过晦涩的语言规定了董事会具有“避免采取可能会导致要约收购延迟的竞争行动的义务”。^① 瑞士只禁止董事会实施某些特定的防御手段,例如,“可能在效果上改变公司资产结构或义务的交易”。由于“法无禁止即可为”,这些不严谨的董事会中立规则在实践中反而为董事会采取防御手段提供了法律依据,同立法初衷完全背道而驰。

我国不严格的董事会中立规则也面临类似问题。我国《上市公司收购管理办法》第33条规定:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”乍一看,我国董事会中立规则要求目标公司董事会在敌意收购中必须“消极被动”,除执行股东大会已作出的决议外,不得有大动作。然而,第一,《上市公司收购管理办法》第33条适用的时间段,

^① 例如,比利时《收购法典》第21条。

仅限制于“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前”,不适用于金色降落伞、交错董事会等公司章程中已经事先置入的防御措施手段,对要约收购完成后、公司下一次股东大会召开前董事会可能采取的极端措施也无约束力。另外,董事会如果在收购人作出提示性公告之前,就觉察到了收购人的收购企图,完全可以立即部署相应的反收购措施,将“野蛮人”扼杀在摇篮之中。第二,《上市公司收购管理办法》第33条只禁止董事会采取可能会“对公司的经营成果、权益、负债、资产造成重大影响”的防御手段,并不限制其他防御手段的使用。最好的例证是,在“宝万之争”中,为挫败宝能系的收购企图,万科A股和H股曾同时停牌长达7个月之久。

按照我国《上市公司收购管理办法》中的董事会中立规则,似乎只要董事会采取的防御措施是在要约收购发生之前,或者不对公司经营造成重大影响,就不必寻求股东大会的批准。同部分欧盟成员国的董事会中立规则一样,《上市公司收购管理办法》第33条并非真正的董事会中立规则,虽在字面上禁止董事会在敌意收购中采取过激防御手段,却在实践中为董事会规避股东会批准采取防御手段提供了法律依据。欧盟部分成员国同中国董事会中立规则的完善,都应该回归到《指令》董事会中立规则的立法本意——任何阻挠公司控制权交易的行为,都是违背市场规律的、不效率的,对于在敌意收购中同公司所有权人具有天然利益冲突的目标公司董事会尤其如此——应当要求董事会在敌意收购中严守中立,在未获得股东会授权之前不得采取任何防御措施;立法者可以根据本国国情和资本市场的特殊情况,以列举的方式规定董事会中立规则的例外。归根结底,董事会中立规则的立法路径,应当遵循以概括式的禁止性条款为主,列举式的例外情形为辅,不能反其道而行之,通过列举的方式来规定禁止的情形,让董事会在列举情形之外有机可乘——法律漏洞由此产生。^①总之,董事会在敌意收购中严守中立、保持克制的规定,应该是默认适用、一概适用、全盘适用的;当且仅当法条通过列举的方式进行“另有规定”的条件成就时,才可排除董事会中立规则的适用。

(二) 强制要约收购规则的门槛与豁免

全面强制要约收购规则是《指令》中的强制性规则,只要收购人获得目标公司达到欧盟各成员国自行规定的触发门槛的股份,就必须对向目标公司在外流通的所有剩余股份发起全面强制要约收购。我国同部分欧盟成员国一样,选择30%作为触发

^① 参见唐林垚:《论美国敌意收购中商业判断规则适用之实践》,载《社会科学》2019年第8期。

门槛,但在我国上市公司收购中,当收购人获得目标公司 30% 股份时,依照不同的收购方式,可能导致不同的触发后果。

我国《上市公司收购管理办法》规定了三种上市公司的法定收购方式——要约收购、协议收购和间接收购。其中,只有间接收购人拥有的股份超过目标公司已发行股份的 30% 时,才必须向目标公司在外流通的所有剩余股份发起全面强制要约收购;通过要约方式或协议收购方式获得目标公司 30% 股份的收购人,可以根据自身需求,向所有剩余股份发起全面强制要约收购,或只向部分股份发起要约收购。易言之,只要不是以间接收购的方式跨越触发门槛,收购人若想继续增持目标公司股份的,只要以要约收购的方式进行即可,对必须收购的股份数量没有硬性要求。相较协议收购和间接收购,要约收购的程序更多、成本更高,无疑会增加收购人的负担,因此,只要可以发出部分要约,收购人绝对不会发出全部要约。总之,与《指令》中全面强制要约收购规则不同的是,我国法律规定的只是强制要约收购规则,既不是单纯的全面要约,也不是单纯的部分要约,而是视收购方式而异,全面要约与部分要约共存并行。^①

全面强制要约收购规则的立法初衷,是确保上市公司中的中小股东在敌意收购中获得同大股东、控股股东等一样的待遇,确保他们在敌意收购中有确定无疑的退出通道。中国上市公司中小股东同大股东之间的代理成本远甚于同管理层之间的代理成本。鉴于此,全面强制要约收购规则比强制要约收购规则更能够保护中小股东的合法权益。如果允许收购人通过要约收购的方式,以任意比例竞逐公司剩余股份,我国《证券法》和《上市公司收购管理办法》虽能确保收购人不分预受股份的多少和股东大小,都一视同仁对待所有预受股东,却不能保证股东预受的全部股票都能卖出。一旦收购人获得公司控制权,对公司剩余股份的需求会猛然降低,必然拉低剩余股份的价格,导致中小股东权益受损。只有全面强制要约收购规则,才能保证所有中小股东,都能一视同仁地有机会以公平溢价出售手中的全部股份,适时退出。因此,按不同收购方式区分触发效果的法律规定对我国资本市场上的中小股东保护有害无益,全面强制要约收购规则的全面推进势在必行。

除此之外,我国未来全面强制要约收购规则的触发门槛,也应当更加灵活。数据表明,早在 2010 年,上海证券交易所、深圳证券交易所以及香港证券交易所的上市公司总市值,已经接近欧洲证券交易所总市值的三倍。在股权分置改革后,我国上市公

^① 唐林垚:《我国上市公司要约收购制度评析》,载《社会科学》2017 年第 10 期。

司股权分布总体较集中,但也不乏公司治理环境优良、股权结构较分散的上市公司。在法理层面,全面强制要约收购规则的触发门槛应当随股权集中程度水涨船高。丹麦和爱沙尼亚的收购法律自始至终没有给出明确的触发门槛的数字,只是要求获得多数投票权后仍想继续增持目标公司股份的收购人,向所有剩余股份发出收购要约。我国可以参考丹麦和爱沙尼亚的实践,由上市公司股东会自查公司股权分布后,以决议方式在公司章程中设定全面强制要约收购规则的触发门槛,并报证券交易所或中国证监会确认即可。

对于强制要约收购规则的豁免,《上市公司收购管理办法》第六章规定了四类法定情形:不导致公司实际控制权发生变化的情形、^①经公司股东大会批准的情形、^②由投资人意志之外原因导致的情形、^③以及长期缓慢增持股份的情形。^④我国存在豁免门槛过低的问题,并且我国法律豁免的对象不是全面要约收购,而是要约收购本身也是较突出的问题。在我国,只要不是以间接收购的方式跨过触发门槛,收购人本来就不必对所有剩余股份发出全面要约,只需以要约收购的方式继续增持目标公司股份;此时,符合豁免情形予以豁免的,是要约收购本身,受到豁免的收购人不再必须以要约方式增持股份,而可以选择成本更低、速度更快的其他收购方式。此外,要约收购一经豁免,就没有恢复适用的规定;这无疑为有实力的收购人规避法律、损害上市公司及其股东利益留有空隙。鉴于此,在现行要约收购有关法律法规之外,应当额外增加要约收购的豁免期限以及获得豁免后增持股份比例限制的条款。

(三)特立独行的卖空规则

《证券法》中并没有直接规定挤出卖空规则。我国《上市公司收购管理办法》规定,以终止被收购公司上市地位为目的的,收购期限届满,收购人应当按照要约收购的条件,吸纳被收购公司股东预受的全部股份。虽不以终止上市地位为目的的收购,但收购行为导致被收购公司股权分布不符合上市条件、该公司股票依法被终止上市交易的,目标公司的剩余股东有权在合理期限内向收购人以收购要约的同等条件出售其股票。公司股权符合上市条件的要求,在《证券法》中有相应规定:公司股本总额

① 例如,同一实际控制人控制的不同主体之间股份转让导致的股份增持,或权益股份超过50%的绝对控股股东继续增持股份。

② 例如,收购人提出的挽救公司的重组方案。

③ 例如,国有资产无偿划转、变更、合并,上市公司回购股份减少股本导致投资者持股比例增加,金融机构经营业务、公司股份回购、所持优先股表决权恢复、继承事实发生。

④ 例如,收购人承诺三年内不转让拥有的公司股份权益,或投资者拥有权益股份超过30%一年后增持股份比例限制在每12月2%内。

不少于人民币 3000 万元;公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过人民币 4 亿元的,公开发行股份的比例为 10% 以上。由此可见,在特定情形下,公司收购中的剩余股东可以向收购人行使卖空权,这是我国公司收购的强制适用规则。《指令》规定了挤出与卖空两项强制适用规则,兼顾了收购人控股效率与中小股东保护的双重追求。我国法律只规定了股东享有的卖空权,却没有规定收购人的挤出权与之相对应,反映出我国现行法律对中小股东利益保护的天然倾斜。

以终止目标公司上市地位实施的收购,要求收购人购买股东预受的全部股票,无可厚非、人情入理。^① 然而,仅因为目标公司股权分布不符合上市条件被终止上市,要求收购人购买剩余股东的全部股票,有矫枉过正之嫌,且会导致公司控制权交易市场的不效率。第一,我国卖空权规则的适用,既没有收购人持股比例的要求,也缺乏必须收购股份比例的限制,仅以目标公司股权分布不符合上市条件、公司股票被终止交易为前提条件。当目标公司终止上市时,剩余股东手中的股票,一般是收购人发出部分要约超出既定数量的股票,或者是收购人发出全面要约时股东不愿预受的股票。要求收购人必须收购剩余股票,相当于将部分要约收购强行转换为全面要约收购,这将极大地增加收购人的收购成本,遏制敌意收购的产生。缺乏出于供给侧的收购人,中小股东享受股份溢价的合理退出渠道将是无本之木、无源之水。第二,在实践中,公司股权不符合上市条件的结果,未必完全由收购人的收购行为所导致。当收购人通过要约收购竞逐公司股份时,其他大股东也可能悄然增持公司股份;只要其余大股东的增持比例不超过 5%,就不至于触发强制信息披露义务。^② 在极端情况下,可能是收购人和公司大股东的增持行为共同导致了公司股权分布不符合上市条件,但是,处在明处的要约收购却会被认为是造成该结果的直接近因,明显有失公平。第三,过低的触发门槛,有可能让原本只打算收购目标公司部分股份、以公司分红为最终目标的投资人,为满足法定要求,被迫实现目标公司的私有化,成为控股股东。擅长投资者未必就擅长经营,收购人接手不熟悉业务,可能会完全打破目标公司本来的既定发展方针,对公司长远发展不利,对目标公司的关联企业、债权人和员工等利益相关者也没有好处。

从中小股东利益保护的视角出发,上市公司终止上市应当给予剩余股东体面退

^① 唐烈英、唐林垚:《论我国上市公司要约收购之抑扬——兼评〈证券法〉第 88 条第 1 款》,载《社会科学研究》2018 年第 5 期。

^② 唐林垚:《我国信息披露违规增持股份之惩戒抉择》,载《西南民族大学学报(人文社会科学版)》2020 年第 4 期。

出的机会。然而,不区分公司股权分布变化的根本原因、不考虑收购人预定收购股份与股东滞留股票比例的大小、不斟酌收购前后目标公司经营业态的变化,强制收购人全盘接手公司剩余股东手中的全部股票,难免有失公平,也可能损害股东长期利益。在互联网和平台经济发展如火如荼的今天,相对宽松的卖空规则,还有助于实体经济和虚拟经济的耦合协调度达至最优。^①对此,笔者建议,当公司股权分布不符合上市条件时,在要约收购期间增持股份的其他大股东应同收购人一起,按股份增持比例强制购买公司剩余股份。在我国强制私有化门槛较低、权益披露公开的情形下,按增持比例分摊中小股东滞留股票的做法,相对合理、公平且具有较强可操作性。

五、结 语

从“统一的欧洲收购法律”构想的提出,到选择适用规则的不得已引入,再到各行其是的欧盟成员国立法,《指令》的步步妥协和节节败退反映出欧盟委员会对统一全面规制(Vollregelung)的过分追求与成员国普遍滥用委任规制(Regelungsauftrag)之间不可调和的矛盾,以及欧盟法律受制度拖累长期无法在任意性规定和强制性规定之间寻求最佳均衡的现状,其结果就是,欧盟法律必须在形式的灵活性和制度的稳定性之间“选边站”。

《指令》中的六项核心规则,无一不决定着收购参与方的权力分配,每一项都可能决定公司控制权争夺的胜负输赢,牵一发而动全身。欧盟各成员国虚与委蛇的敷衍式立法,也展现出严谨对待规则各组成要素的重要性,哪怕是轻微的、文字上的修改,也可能导致整个规则性质的变调。欧盟委员会在立法和执行中的教训,可供我们思考。

^① 唐林垚:《让实体经济和虚拟经济的耦合协调度最优》,载《特区经济》2009年第11期。