

【文章编号】1002—6274(2018)03—082—14

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

唐林垚

(清华大学法学院,北京 100084)

【内容摘要】我国与欧美各国一样,在公司收购的多种方式共存中,更推崇要约收购方式。美国采用自愿要约模式,无要约收购触发点与豁免的规定。英国及欧盟多数成员国规定的全面强制要约触发点为公司股份30%;符合法定情形豁免的是全面强制要约,且有时间和持股比例的限制。我国要约收购触发点以收购方式和持股比例为双重标准,全面要约有两个触发点;豁免的是要约收购方式和发出收购要约;其触发点和豁免规定宽严无度。我国应当根据国情保留部分要约,部分要约触发点为公司已发行股份30%,全面要约触发点为公司股份30%;借鉴英国全面强制要约豁免内容,只豁免全面要约,不能豁免全部的要约收购方式,以平衡收购人与目标公司股东之间的利益,达到治理公司的目的。

【关键词】要约收购 部分要约 全面要约 要约豁免 全面强制要约豁免

【中图分类号】DF438 【文献标识码】A

欧美公司法和证券法就公司之收购,在认可各种收购方式共存时,更推崇要约收购,就要约收购的要约方式、触发全面强制要约的持股比例、豁免情形等,都有较为明确的规定。我国《公司法》、《证券法》以及《上市公司收购管理办法》,借鉴欧美公司收购规则,结合我国国情,制定了我国公司收购规则。就我国公司收购规则看,是自愿要约与强制要约、全面要约与部分要约并行,公司股份与公司已发行股份共存,触发不同要约方式的,是以收购方式确定,具有中国特色。我国公司收购规则与欧美国家相比,有何区别?孰优孰劣?为什么不同模式下美国与欧洲各国都同样地更推崇要约收购而非其他收购方式?为什么欧洲各国触发全面要约收购是强制性的?我国要约收购豁免与欧盟及英国的全面强制要约豁免有何不同?我国应当借鉴的规则有哪些?我国应当坚持保留的现有规则有哪些?中国证监会根据《证券法》的授权^①制定的《上市公司收购管理办法》,与《证券法》的规定是否保持一致?有何区别?有无瑕疵?本文围绕我国公司收购规则的相关规定,对比英美国家公司收购的规定与实际做法,就《上市公司收购管理办法》的相关内容、存在的瑕疵进行分析,提出改

进建议,以期治理我国上市公司、为平衡收购人与目标公司股东之间的利益、为我国上市公司收购法律法规之完善,略尽薄力。

一、要约收购 “一种新的有效策略”

(一) 从协议收购、间接收购到要约收购

欧美国家治理公司的目的之一,就是维持健全、健康的公司控制权市场的存在。公司控制权取决于持有公司股份的多少。各国公司法都认可为争夺公司控制权而取得公司股份的各种各样的方式。不同的收购方式对实施收购行为的公司(称收购人)和被收购公司(称目标公司)股东的利益倾斜不同;对目标公司的大股东、董事会及管理层、中小股东的利益倾斜亦不相同。

协议收购是收购人与相关股东,通过非公开地私下协议对公司的收购。间接收购是收购人通过控制公司股东,以投资、协议、私下安排等方式合并重组公司。这两种收购,不直接涉及上市公司股权转让,可以简化审批程序和收购程序,从而减少收购障碍,加快收购速度。就收购人与目标公司管理层而言,采用资产重组、协商收购、间接控股等方式收购公司,都是

作者简介:唐林垚(1990—),男,四川成都人,日本东北大学特聘研究员,清华大学法学院博士研究生,研究方向为公司法与证券法。

收购人与目标公司的大股东或董事会或管理层达成股份流转的合意,这些收购方式,要么是避开监管程序,要么“常会涉及内幕交易等问题而为市场所诟病”^{[1]P859}的交易信息不公开不透明的、公司上层之间合意的内幕交易,有益于收购人与目标公司管理层的利益,却极易造成并掩盖损害目标公司中小股东在内的其他利害关系人的合法利益。这会导致有权利意识而又无可奈何的中小股东,用“脚”投票,亏本抛售公司股票,甚至会导致公司股票在股市上“崩盘”。1929年10月著名的美国股市崩盘,公司股份流转收购的内幕交易是其重要原因之一。^②美国股市的大崩盘,导致了1929年-1933年的美国经济大衰退,共10500家银行破产,占银行总数49%,破产的企业更是超过了10万家。^{[2]P46-79}

为了让投资者重拾信心,美国国会通过听证会,通过了《1933年证券法》(Securities Act of 1933, 15 U. S. C. 77a),要求上市公司必须公允地公开企业的状况,以保护公司中小股东及利害关系人的利益。1954年,美国股市恢复到1929年的水平,一系列公司控制权争夺事件也在美国开始上演。1956年,华尔街的公司收购人们(也被称为公司的掠夺者)设计出要约收购,被称之为是“一种新的有效策略”。

要约收购也称公开收购,与协议收购、间接收购不同,是收购人越过目标公司管理层,直接向所有股东公开发出收购其股份的要约,收购股份。因要约收购人不与目标公司管理层协商,被视为对管理层怀有敌意,大都不受管理层欢迎,称为敌意收购。敌意,是相对收购人与管理层的关系而言,对公司所有股东则公平对待,相对友好。^{[3]P242}

20世纪60年代,要约收购在美国普遍出现。当时,要约收购颇具争议。老牌的投资银行和律师事务所认为,敌意收购令人厌恶,从而拒绝为敌意收购方服务;这最终导致愿意为敌意收购人服务的新兴投资银行和律师事务所的迅速崛起甚至全面超越,例如,今天享誉全球的世达国际律师事务所(Skadden Law Firm)。^{[4]P1753}要约收购在美国的公司控制权争夺战中,在理论与实践的争议中,最终确立下来。

英国争夺公司控制权的第一场敌意收购在1953年发生。^③至此,英国的公司收购活动日益频繁,这让商业银行、机构投资者、大型商业机构和伦敦证券交易所的商业投资机构专业的代表们,或多或少地有一

种紧迫感,在争夺公司控制权、争夺公司监管话语权的斗争中,最终形成了著名的《英国城市收购及合并守则》(称《城市法案》City Code),成立了英国收购和合并委员会(称“英国并购委员会”Panel on Takeovers and Mergers)。^{[5]P10}

两次世界大战后,欧洲大陆成为世界顶尖金融机构和跨国公司的聚集地。从20世纪70年代中期,欧盟委员会就统一欧盟内部市场展开了激烈的讨论,构想建立统一的“欧洲公司收购法”、统一管理欧盟各成员国公司收购;到2003年《欧盟收购指令》面世,在长达数十年磨合过程中,各成员国利益团体你争我斗、官僚机构相互推诿,在经历各成员国上百次争吵、协商、谈判后,在欧盟委员会的奔波、努力、妥协、修改和千方百计地促成下,最终在2004年5月通过。《欧盟收购指令》大段大段地照搬英国《城市法案》,是一部“将各成员国紧密联系在一起,求同存异的立法参考指南”。^{[6]P2-5}

尽管《欧盟收购指令》的六项核心规则^④，“在一定程度上允许各成员国选择适用规则”，^{[7]P22}但是,要约收购及至全面要约却是强制适用的规则。

总之,要约收购相对协议收购、间接收购或其他收购,是对目标公司所有股东尤其是中小股东最公平的收购方式,因此,在公司控制权争夺中,在公司收购多种方式中,备受关注,为欧美各国极为重视和推崇,是公司收购中最常用的方式。

(二) 基于不同利益面向的收购方式:全面要约与部分要约

欧美各国就上市公司的要约收购,大致有自愿要约和全面强制要约两种模式。不同模式就部分要约、全面要约的规定不尽相同。

就公司收购,从公司法、证券法审判实践和形成的惯例看,美国是一个自由主义国家,采用的是典型的自愿要约模式。收购人可以采用多种方式收购目标公司,各种收购方式可以单独使用、合并使用。要约收购尽管是最有利于目标公司中小股东利益,也是各国公司收购中最常用的,但在美国,收购人仍然是可以采用或不采用要约收购方式;采用要约方式收购,则可以任意发出部分要约或者全面要约;发出部分要约,收购股份的比例不受任何限制,是由收购人自行决定的。

英国、欧盟各国以及我国,与美国的自愿要约模式

完全不同,采用要约收购甚至全面强制要约收购模式。我国的要约收购,分全面要约与部分要约。所谓部分要约,相当于美国的自愿要约,即指收购人向目标公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约。当然,我国的部分要约并非如同美国的自愿要约,发出部分要约的比例要受一定限制,如部分要约人要受持股比例的限制,即持股达一定比例时,必须发出要约。所谓全面要约,相当于欧洲各国的全面强制要约,即指收购人持有目标公司股份达一定比例,必须向所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。

收购上市公司,是适用部分要约还是全面要约,对收购人与目标公司股东的利益,恰恰相反。收购人发出部分要约,目标公司股东预受^⑤股份数量超过预定收购数量的,收购人无须收购超过预定数额的股份,只需按照收购要约约定条件、以同等比例收购预受股份。部分要约保证不分预受股份的多少和股东大小,都平等地对待所有预受股东,却不保证股东预受的股票都能卖出。收购人按预受比例购买股票时,股东们总有股票不情愿地留在手上。由于要约人此前已经为收购支付了法定“虚高”溢价,在收购活动结束后,股票价格往往低于要约价格,这些没有售出的股票,其价格再没有人有义务给予保障,即使收购人取得公司控制权,也没有义务保证公司所有股东的股票都能公平地卖出。收购人发出全面要约,则必须购买目标公司所有股东预受的全部股票。即只要股东愿意卖出的股票,收购人必须全部收购。这就能够确保目标公司全体股东,不分大小,都能一视同仁地有机会以公平溢价售出持有的全部股票,获得股权溢价收益,确保愿意预受股票的中小股东们适时退出、华丽转身。

全面要约与部分要约相比,对收购人利益相对不利。优质的上市公司,垂涎者多有之,许多潜在的竞争要约人^⑥藏于暗处,等待条件成熟。当收购人持股达法定比例、不得不发出要约收购时,发出全面要约,需要的资金大,获得公司控制权的难度增加,全面强制要约收购成功的比率远比部分要约收购小得多。如果仅发出部分要约,预收5%股份,^⑦需要的资金额度不大,以一石试水深浅,可以探明意欲收购者、可能发出竞争要约的收购者有多少,对收购进退决策大有好处。收购人发出全面要约,有意要挫败收购目的者大有人在。全面要约收购不成功,远比部分要约受挫给收购人造

成的损失大得多。部分要约从策略、损益、资金等方面对收购人都更有利。因此,公司收购人往往不愿意实施全面要约,至少在没有探明其他潜在的竞争要约人之前,不愿意实施全面要约。在公司收购的利益博弈中,法律更侧重保护中小股东的利益,对持股达一定条件的收购人,强制其适用全面要约,为此,在欧盟各国,全面要约又称为全面强制要约。

(三)我国要约收购的设计:强化对中小股东利益的保护

要约收购是一把双刃剑,有利有弊。要约收购既可能提升目标公司的治理水平,也可能是收购人实施绿邮诈骗^⑧、挫败竞争对手^⑨、拆卸出售获利^⑩等掠夺目标公司财富的手段。要约,不管是部分要约还是全面强制要约,比其他收购方式的成本更高,增加了收购的费用和代价,在保证目标公司中小股东不同程度享受公司股份溢价的同时,也会一定程度上抑制公司收购的产生,不利于公司的治理和一国经济的发展。不管要约收购有何弊端,相对其他收购方式,要约收购要求目标公司管理信息公开、透明,都更有利于目标公司的管理与治理,能够公平地保护目标公司所有股东尤其是中小股东的利益;全面要约又是保护目标公司中小股东利益的最佳收购方式,能够制约相对强势的收购人,均衡目标公司股东与收购人利益。因此,欧美公司法和证券法,就公司收购,都规定有多种方式,在承认各种收购方式共存时更推崇要约收购。

我国法律在学习和移植国外公司收购先进经验之时,根据我国国情,对要约收购做有相应的规定。《上市公司收购管理办法》将《证券法》第88条第1款规定的“通过证券交易”、“通过协议、其他安排”持有上市公司股份的方式,具体用专章规定为要约收购、协议收购和间接收购。^⑪我国法学理论上探讨的收购方式主要有举牌收购、要约收购、协议收购等。就公司收购方式的称谓,尽管我国与欧美各国不同,但多种不同收购方式共存的立法与实践,则是完全一致的。

我国公司法、证券法与欧美各国的法律一致,在规定的多种收购方式中,亦同样规定并更推崇要约收购方式。《上市公司收购管理办法》规定,要约收购,收购人购买股份支付的最低限价,不得低于收购人在发出要约前6个月内取得该种股票支付的最高价格,这必然会推高目标公司的股票价格,收购溢价更符合

中小股东的利益;^{[8]P94}要约收购的期限为发出要约后30日-60日,要约收购期限较长,可以保护股东不受“胁迫式要约”的侵害;持有同一种类股份的股东,只要在要约期限内作出同意接受要约预受的股票,不管股东持有股票数量的多少,预售股份的多少,售出股票的价格都相同,这让收购人对目标公司所有股东不分大小、持股多寡,都必须与大股东一样一视同仁、公平对待。由此可以说,要约收购相对协议收购和间接收购,是对目标公司所有股东尤其是中小股东最公平的收购方式。^⑫由此,我国同欧洲国家一样,规定要约收购的同时更推崇对目标公司中小股东最有利的全面要约收购,以增强对目标公司全体股东尤其是中小股东利益的保护。

二、要约收购触发点的路径遵循《威廉姆斯法案》《城市法案》与我国《证券法》

(一) 美国公司治理的自愿要约模式

要约收购有自愿要约和全面强制要约两种模式。

美国是典型的自愿要约模式,《威廉姆斯法案》(Williams Act)和其他法律都没有要求收购人对目标公司股东流通股份要约收购的强制性规定。收购人可以直接发出要约,可以直接与目标公司管理层协商、谈判,也可以通过其他股东间接控股;是否增持股份、增持股份的比例、增持的方式等等,都由收购人自行决定;收购人可以发出任意比例的要约,没有持股多少必须发出要约、必须收购股份比例的限制等等,没有全面强制要约与部分要约之分,没有触发全面要约之说。美国的要约收购主要是部分要约。

美国采用自愿要约模式,表面看是明显地偏向收购人,不利于制约收购人,不利于均衡收购人与目标公司股东的利益,不利于目标公司的治理。然而,在美国,管理或治理上市公司,是通过市场竞争方式进行而不是通过要约收购、强制全面要约方式进行。不管是通过相对友好的资产重组、公司之间的协同,还是通过其他任何方式取得目标公司股份的收购人,只要能够在收购后提升公司的运营效率,持股比例不管达公司股份的多少,都没有被要求必须采取要约方式收购公司。各公司的董事会及管理层明白,如果不能尽职尽责管理好公司事务、不能将公司业绩通过股票价格良好呈现,潜在的敌意收购方就有可能猛扑过来并且取而代之。这种潜在的威胁,让各公司董事会

及管理层不得不兢兢业业地做好自己的本职工作,从而使公司在正常情况下都能够得以发展和运转。公司利润的正常提升以及股东们能够从公司经营中获得利益,当有人有收购意图之时,股东们就不会轻易出售持有的股票,从而使收购人的意图难以得逞。这就同样达到了欧洲各国以要约或者全面强制要约方式治理公司、维护公司大小股东利益的目的。

(二) 英国与欧盟公司治理的强制要约模式

在英国及欧盟国家,要约收购及全面要约是强制适用的规则。

按照英国《城市法案》规定,在触发全面强制要约收购门槛^⑬之前,收购人获取目标公司股份的方式不限,可以采用多种方式获取目标公司股份。协议收购、在证券二级市场上不动声色地购买股票、直接发起要约收购等等均可。不管采用何种方式收购,一旦持有公司股份达30%,收购人必须向目标公司在外流通所有剩余股份发出全面强制要约。^⑭在触发全面强制要约之前,并非一定发出部分要约。但是,收购人持某公司股份达触发全面要约之前,遭遇目标公司(此处假设为B)怀疑时,B公司可以直接询问收购人(此处假设为A)是否有收购企图;被B询问的收购人A公司,必须真实回答。如果A的回答模棱两可,B可以请求英国并购委员会要求A立刻明确立场:公开宣布正式收购意向或公开否认收购意向。如果A宣布收购意向,则必须在28天内,正式发出要约收购。^⑮A收购B公司股份达30%之前,A的要约收购是被迫的也就是强制的,但不是全面要约,是相当于我国法规中确定的部分要约。英国部分要约触发点及持股比例非常明确:即A公司公开宣布收购B公司意图即触发部分要约,比例为A发出部分要约时持有B公司股份至达B公司股份30%之间的差额。A公司发出收购要约,B公司股价会上涨。A公司持股一直在B公司股份30%以下,就不需要发出全面要约;A公司持股一旦达到B公司股份30%,即触发全面要约门槛,就必须向B公司在外流通所有剩余股份发起全面强制要约收购。显而易见,英国部分要约不以收购方式为依据,且部分要约收购股份有上限限制。

欧盟各国与英国一样,都有实施全面要约收购的触发点、持股比例达触发点时收购人必须对目标公司所有股东^⑯持有的全部股份发出全面要约的规定。

欧盟各国根据《欧盟收购指令》的规定,设定的触发全面强制要约门槛的持股比例,高低不同,从收购人获得25%投票权至30%、1/3、40%、50%、66%不等;也有部分国家没有具体规定触发门槛的持股比例,但也明确规定:当“收购人获得公司多数投票权时”触发全面强制要约。^{[9]P13-14}即是说,欧盟及英国,部分要约的触发有一定的随意性,取决于收购人的意图是否在持股30%前被目标公司发现。触发全面强制要约的法定持股比例,英国为公司股份30%;欧盟各成员国中,最低的比例是公司股份25%,也仅只有两个国家;^⑦多数国家为公司股份30%及其以上。全面强制要约触发点持有目标公司的股份,是公司的总股本,与公司流通股份无关、与达到持股比例的收购方式无关。

欧洲国家就部分要约收购有一定的随意性,在于部分要约既给予收购人持股比例的自由,又使收购行为公开、公正,能够相对公平地对待目标公司大小股东。全面要约的推行和实施具有强制性,又需要有适当的触发门槛。其目的,也在于治理公司,维护目标公司的正常经营与发展,最终达到维护中小股东的利益。全面要约触发门槛高,收购人的成本相对低,收购易于成功,容易激发收购意图和行为,但触发门槛高不易触发,会使全面要约迟迟难以实施以至于无法实施;触发门槛太低,收购成本高、难度大,不易成功,是目标公司抵御收购行为的有效措施,是收购人实施公司收购的障碍,这就可能抑制全面要约收购的产生。一国鼓励或抑制要约收购,是根据本国的国情决定的。因此,《欧盟收购指令》在强制推行全面要约的同时,又赋权各成员国自行确定全面要约的触发点。

(三) 我国标新立异的要约收购触发点

1. 要约收购触发点的内容

我国没有采用美国式的自愿要约,与欧洲各国一样实行要约收购。但是,我国的要约收购,并非完全同于英国与欧盟。我国不仅有全面要约触发点,还有部分要约触发点。

我国《证券法》第88条第1款规定“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司已发行的股份达到30%时,继续进行收购的,应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要

约”。该条款明确的内容是:获得上市公司股份的方式有证券交易、协议、其他安排,我国要约有全面要约、部分要约,收购人收购的股份有“公司已发行股份”和“公司股份”,^⑧目标公司有两种潜在的股东:持有公司公开发行业股票的公众股东和上市公司的所有股东;要约收购的触发点:上市公司已发行股份30%。该条款没有明确的内容是,持有目标公司“已发行股份30%”触发的是全面要约还是部分要约?触发全面要约、部分要约的持股比例有无不同?《上市公司收购管理办法》就《证券法》第88条第1款规定的要约收购触发点,分获得目标公司“已发行股份30%”的三种法定收购方式的不同,是触发全面要约还是触发部分要约,作出如下规定:

(1) 自愿采用要约方式或者采用证券交易举牌^⑨方式收购目标公司股票,都属于要约收购。收购人以要约收购方式持股达目标公司已发行股份30%的,即触发部分要约,此后,要继续增持目标公司股份的,只能以要约方式收购,不能采用协议或者间接方式收购;自愿要约收购人可以自愿选择全面要约或部分要约,我国法律法规没有关于自愿要约的收购人持股达何种比例必须发出全面要约的要求^⑩。这就意味着,自愿以要约收购方式持股达目标公司已发行股份30%的,只触发部分要约,不触发全面要约,不强制收购人实施全面要约。

(2) 收购人以协议方式拥有上市公司权益达已发行股份30%要继续收购的,必须改协议方式为要约方式增持股份,收购人可以选择“依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约”;收购人“通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的,超过30%的部分,……应当发出全面要约”。^⑪即是说,协议收购人持有上市公司已发行股份30%,触发要约收购,可以选择全面要约或部分要约;当增持至公司股份30%后,则必须发出全面要约。换言之,协议收购是根据持股比例,分段触发部分要约和全面要约:持有目标公司已发行股份30%的,触发部分要约,持有目标公司股份30%的,触发全面要约。

(3) 间接“收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的,应当向该公司所有股东发出全面要约”。^⑫即是说,间接收购不触发、不适用部分要约,收购人一旦持有目标公司已发行股份30%的,即触发全面要约。

2. 要约收购触发点的标准

《上市公司收购管理办法》根据《证券法》第88条第1款规定的三种收购方式、两种要约、两种股份,确定了以不同收购方式为依据,明确了部分要约的触发点和全面要约的触发点:要约收购方式持股达目标公司已发行股份30%的,即触发部分要约,不触发全面要约;协议收购方式持股达目标公司已发行股份30%的,触发部分要约,持股达公司股份30%的,触发全面要约;间接收购持股达目标公司已发行股份30%的,触发全面要约。也就是说,我国根据公司收购的方式不同,规定有部分要约触发点和全面要约触发点。

按照《上市公司收购管理办法》的规定,同样是持股达目标公司已发行股份30%的,要约收购、协议收购,触发部分要约;间接收购则触发全面要约;反之,同样是触发全面要约,协议收购是持股达目标公司股份30%,间接收购则是持有目标公司已发行股份30%! 要约收购,只触发部分要约,根本就不触发全面要约。这种根据收购方式不同,同样持有公司已发行股份30%,却有触发部分要约和触发全面要约之分;同样是触发全面要约,却有两个不同持股比例的触发点:公司已发行股份30%和公司股份30%!——这表明,我国部分要约和全面要约触发的标准,既不仅仅是收购方式,也不仅仅是持股比例,而是同时以收购方式和持股比例作为标准。

3. 创世界新低的全面要约触发点

我国上市公司发行股票,以人民币标明面值。^②我国上市公司至今还没有实现股本全流通。公司股本总额(称公司股本)与流通股份(称公司已发行股份)之间的关系,最小的上市公司,股本总额不低于3000万元;公司股本总额以4亿元分界,4亿元以下,公司公开发行股份达股本总额25%即符合上市条件;4亿元以上,公司公开发行股份达股本总额10%即符合上市条件。^③我国有股本总额千万元至数百亿的上市公司。股本总额不同的上市公司股份流通比例,大致有四种情形:(1)3000万至4亿元以下、公开发行股份只达最低要求、仅占公司股本总额25%的公司;(2)4亿元以上,公开发行股份只达最低要求、占公司股本总额10%的公司;(3)发行股份大大超过最低发行要求、占公司股本总额25%—90%以上的公司;(4)股份总额100%全流通的公司。^④

我国的要约收购不触发全面要约,这有点类似于美国的自愿要约;协议收购触发全面要约是持有目标公司股份总额30%,这与英国及欧盟多数国家的触发点相差不大;间接收购全面要约的触发点,是“收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%”而不是公司股份30%!

全面强制要约触发点,英国为公司股份30%;欧盟各成员国中,最低的比例是公司股份25%,也仅只有两个国家;^⑤多数国家为公司股份30%,极少数国家的触发点甚至达公司股份50%及其以上。我国间接收购以公司已发行股份30%作为全面要约触发点,某上市公司“已发行股份”比例越小,与“公司股份”的数量相差就越大,则触发全面要约的持股比例就越低,^⑥收购成功的机率就越小。当上市公司已发行股份分别为公司股本总额的10%、25%、50%,对应的公司股份则为3%、7.5%、15%;这是我国独有的创世界新低的全面强制要约触发点。这种触发全面要约的持股比例,需要收购目标公司97%—85%的股份!这比持股30%发出70%的全面要约,需要支付更多收购溢价、需要筹措更多资金。这当然会使有收购企图的人望而却步。这几乎是没有任何成功机率的荒唐荒谬的全面要约触发点!这使以间接收购方式触发全面要约在事实上不可能发生,我国有关间接收购的规定,也就形同虚设,成为一纸空文。

我国虽然与欧洲国家一样,有要约收购触发点的规定,但与欧美国家有着明显的区别,既不同于美国的自愿要约,也不完全同于欧洲的全面强制要约。既有与欧洲国家一样的根据持股比例决定触发全面要约的内容,也有独创的根据收购方式决定是触发部分要约还是触发全面要约的规定,同时,还有创世界新低的要约收购触发门槛。这就是不同收购方式触发不同要约、适用不同触发点的独具中国特色的规则。

三、触发全面要约收购门槛后的豁免

(一) 严谨型要约收购豁免

针对要约收购利弊兼具的特点,各国政府根据市场变化,采取各种措施,对收购公司的要约进行规制和监管。全面要约收购的豁免,就是监管和规制公司收购的方式之一,其目的在于,平衡收购人与目标公司、公司股东的利益,保护公司收购人的合法需求、去除“僵尸企业”、鼓励良性收购、减少要约收购导致的不确定性等等,最大化地发挥要约收购促进公司治理

的益处,遏制不良后果。公司收购实行自由主义模式的美国,要约收购的豁免不是规制或监管公司收购的方式。实行全面强制要约的欧盟及英国,豁免则是规制要约收购的措施之一。

英国法律规定,因拯救公司、因不可避免的错误(inadvertent mistake)获得股份以及持有公司50%投票权股东宣称不接受收购时,全面强制要约收购规则不被触发。²⁸该规定确定了英国豁免全面要约的三种法定情形。(1)为了避免公司被其他人恶意收购、为了拯救可能被收购的目标公司而非是挫败目标公司、而非是为了猎取公司控制权,如,收购人根据经公司股东大会批准的挽救公司的方案增持股份,就是拯救目标公司的增持行为。该种增持股份触发全面强制要约门槛的,豁免发出全面强制要约。(2)因不可避免的错误获得股份,如,证券公司在经营范围内承销证券业务不畅,滞留股份超过上市公司股本30%;又如,银行等金融机构在经营范围内发放贷款,借款人无力还贷,只好用质押的股权抵债,即以股抵债;这种导致证券公司、贷款银行持股达到甚至超过触发全面强制要约门槛的情形,是证券公司、贷款银行不愿意发生的情形,是违背证券公司、贷款银行意愿的,因此将其称之为“错误”。这种不可避免的“错误”,实则是持股人不可抗力的、违背了持股人的本意和利益。这类情形的持股人,并无意收购公司、无意猎取公司控制权的意图,如果强制要求其发出全面要约、收购公司剩余股份,显然,对持股人不公平,也违背公司管理层及股东意愿和利益,不利于公司的正常运行。(3)英国全面强制要约触发点为持有公司股份的30%,在持有公司50%投票权股东宣称不接受收购时,即使收购人持股达触发点后发出全面要约,根据按份共有财产按占财产份额多数人意见处理的原理,最终也不可能获得公司的控制权。收购人明知不能取得公司控制权还增持股份,或许是为了获得优质公司丰厚的分红或利润,也不排除等待时机,择机收购。但是,不管持股人持股比例多少,只要没有公司控制权,就不可能实施对公司不利的行为。豁免其全面要约,可以减轻收购人的负担,从而不挫减其要约收购行为,也就有利于目标公司中小股东的退出。

1971年,英国著名的诺扣斯公司收购维尼斯塔国际公司案,最终确立了全面强制要约豁免的上限为持股40%的规则。²⁹

《欧盟收购指令》强制各成员国适用全面强制要约收购,同时,赋权各成员国根据自身国情制定全面强制要约收购豁免规则。在欧盟内部,除三个成员国³⁰没有规定全面强制要约收购豁免外,每个成员国都规定了全面强制要约收购的各式各样形形色色的豁免情形,主要是因婚姻、继承、赠与获得股份的;因公司增发、或发行新股越过增持股份的;因公司合并或分立、关联公司之间的合并,持股触发门槛的;因执行公司事务持股越过触发门槛的;³¹因暂时获得并持有股份而触发门槛的;³²获得触发门槛的股份却不享有控制权的,³³等等情形。^{[10]P26-34}

与《欧盟收购指令》照抄照搬英国《城市法案》相同,欧盟各成员国就全面强制要约豁免的情形,大致与英国的规定类似;对触发全面强制要约、越过触发门槛的持股比例上限,一般没有明确规定,但是都有“暂时”、“临界值”等限制,如,爱沙尼亚、希腊、芬兰、马耳他等欧盟国家的,就全面强制要约豁免的上限、持股时间,都在原则上做有规定。³⁴虽然,“暂时”、“临界值”对豁免触发全面强制要约门槛的持股比例不如英国的40%那样明确,但是,对豁免触发全面强制要约的时间和持股比例也不能说就没有一点限制。

英国及欧盟各国对敌意收购的要约豁免,使并非所有达全面强制要约触发点的持股人,都一定要发出全面要约,也存在全面强制要约触发门槛过高、豁免门槛过低,使全面强制要约收购不易触发、触发后易于豁免,收购人要约收购容易成功、豁免收购的规定更偏重收购人利益等问题。但是,就持股达触发门槛后对全面强制要约的豁免,其特点大致有:豁免的主要是针对没有收购公司意图的以及不可能获得公司控制权的情形;仅仅是针对临界值的持股比例给予暂时的豁免,即豁免有持股比例和时间的限制,不是无限度的;豁免的仅仅是全面要约而非要约,符合豁免情形、受到豁免的收购人,可以不发出全面要约,但必须以要约方式收购目标公司的股份,绝对没有豁免要约收购的做法。

对无收购目的的持股人或者明显不能获得公司控制权的收购人,强制其发出全面要约,要持股人、收购人溢价收购不愿意持有的股份或不能获得控制权的股份,明显对增持股份的人不公平,反而会抑制要约收购,影响中小股东的利益。因此,英国法律对没有猎取目标公司控制权的持股和不可能猎取公司控

制权的增持股份的行为,予以豁免,不触发全面强制要约收购,但触发门槛后还要继续增持股份的,则必须采用有利于中小股东利益的要约方式。

持股低于30%就要求收购人发出全面强制要约,收购难度太大成本高;达30%至51%获得公司控制权要求收购人发出全面强制要约,收购难度相对下降;有豁免情形的,在持股30%—40%之间豁免全面强制要约,而非豁免要约;针对不同持股比例,实行不同的要约方式,只要持股达公司股份30%,收购方式就必须是要约,而非采取非要约的其他收购方式。这既有利于鼓励收购人收购,要约收购又有利于中小股东利益。由此,我们可以深刻地感受到,英国法律针对公司收购,为发挥收购的有利作用、为均衡各方利益的那种小心翼翼和谨小慎微。

英国《城市法案》是《欧盟收购指令》的蓝本,欧盟多数国家都采用了与英国相同的触发、豁免的持股比例,一是多数国家有着共同的欧洲发达国家背景,二是英国规定的这些比例在长期的实践中,被证明为在收购关系中为各方均能接受、能够妥当均衡各方利益的持股比例。

(二) 宽泛型要约收购豁免

1. 我国三种收购方式的豁免内容

我国与英国、欧盟各国一样,对持股达要约收购触发点的情形,也有豁免的规定。但我国的豁免,既非美国自愿要约模式的全面豁免,也非英国欧盟式的全面强制要约豁免。

我国要约收购方式由收购人自愿选择适用,只要不以终止公司上市地位为目的以及不存在公司股票终止上市资格的情况,收购人可以自由选择全面要约还是部分要约,对自愿采用要约方式收购目标公司股份达触发点的,豁免其发出全面要约,就不存在强制适用全面要约,就不需要申请豁免,这一点与美国一样。但是,在中国,要约收购持股达触发点后就只能采用要约方式收购而不能采用其他方式收购,又与美国的任何持股比例完全自愿采用任何收购方式,也有区别。

只有协议收购、间接收购才适用全面要约,相应地,也就有持股达触发点后有豁免情形的可以申请豁免之规定。我国要约豁免情形,与欧盟或者英国规定的豁免情形大致一致;但是,与欧盟、英国豁免全面强制要约而非豁免要约不同,我国豁免的不是全面强

制要约,而是豁免要约收购方式和豁免发出收购要约;^⑤豁免发出收购要约的,又分为经申请的豁免和不经申请的豁免。豁免要约收购方式的,须收购人提出申请,证监会在法定期限内作出是否豁免的决定;取得豁免的,收购人可以不采用要约方式完成本次增持行为。^⑥经申请豁免发出收购要约的,证监会在法定期限内^⑦未提出异议的,相关投资者可以申请办理股份转让和过户登记手续;不经申请发出收购要约的,可以直接申请办理股份转让和过户登记手续。^⑧

2. 我国法定豁免情形的利弊

我国的收购人或投资者增持股份比例至触发点,经申请或不经申请豁免要约收购或发出要约的法定情形,包括了英国及欧盟的全面强制要约豁免的各种情形,大致可以归纳为投资人意志之外原因导致的股份增持、经公司股东大会批准的增持行为以及不导致公司实际控制权变化的增持行为和长期持股、缓慢增持股份的行为四类。^⑨予以豁免的这四类情形,各有利弊。如,投资人意志外的原因导致股份增持达触发点的表明,投资人股份增持不是有控制意图、有损害公司利益的敌意,不会影响公司的生产经营。经公司股东大会批准的表明,增持股份的投资者与公司意图一致,是友善协商的结果,不会影响公司经营、不会导致公司经营波动。不导致公司实际控制权变化的增持,表明,目标公司的主体地位、生产经营、稳定和持续发展,不会因为投资者增持股份而受威胁和影响,实际控制人增持股份还有利于公司上市地位的稳定。长期持股、缓慢增持股份,持股人承诺3年内不转让增持的新股,表明,持股人作为投资者,没有短期盈利之不轨图谋;持股人承诺增持股份1年后、每12个月增持股份限制在2%之内,这使增持股份的速度、额度受到限制,使图谋在短期内获得公司控制权的欲意无法实现,也让高息贷款收购目标公司、低价快进高价快出抛售股份、或者以拆卸及变卖目标公司在短期内兑现获取高收益的收购意图,因难以实现而自然消解。

尽管我国的现行规定似乎有利于我国公司收购的治理,似乎能够受到豁免的人,任其增持股份,都会持股不动,都不会怀有控制或收购公司的敌意,更不会有挫败对手、赢得竞争之图谋。但是,因为我国豁免的是要约而非仅仅是全面要约,这种豁免,未必就不会损害公司股东权益,未必就不发生控制权交易

主的情况。

如,“在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的50%的”绝对控股股东,虽然“继续增加其在该公司拥有的权益,不影响该公司的上市地位”,^⑩但由于对豁免的持股比例没有上限的限制,在该绝对控股股东在需要资金扩大公司经营规模时,每年拿出公司部分收益分红吸纳股东;在公司经营规模扩大并长期盈利、公司效益逐年见长后,逐年增持股份,在不导致公司实际控制权变化的情形下,将其他投资股东逐渐挤出公司,却依法豁免不发出要约收购,中小股东及其他投资者自始至终没有获得要约收购可以得到的溢价,其合法权益当然受到损害。这样的要约豁免,可以成为一时资金不足的公司的融资方式。

再如,持股达触发点的投资者,每12个月增持不超过公司已发行股份的2%,即豁免其发出收购要约,^⑪有权不采用要约方式收购公司股份。在股权分散的上市公司中,持股不足公司已发行股份30%就已经是公司的控股股东的情况确实存在。这类控股股东,一直以非要约方式收购公司股票,持股达30%触发要约收购1年后,每12个月内增持不超过公司已发行的2%的股份,即可获得要约收购豁免。该控股股东,坚持长期、缓慢增持公司股份,收购股票,蓄势待发,每12个月内增持2%股份,只要增持股份没有达5%,依法不需要公告、不需要以要约方式收购,不支付要约收购溢价。这种实质上的公司收购人,持续、缓慢、坚挺地一直以非要约方式收购公司,最后,轻松达到收购目的。最终,原来非经营者的收购人成为公司的所有者,公司创始人反而成为收购人的打工者。这种豁免,必然导致收购人以合法方式侵害公司创始人及中小股东利益。

《上市公司管理办法》第六章关于豁免要约收购方式和经申请豁免发出收购要约的持股比例没有明确规定,仅将不经申请豁免发出收购要约的持股比例明确规定为公司已发行股份的30%;《证券法》第88条规定触发要约收购的持股比例为公司已发行股份的30%;然而,只要未获得豁免的,统一要求将持有的股份减持至“公司股份30%或者30%以下”。^⑫只要是股份非全流通的上市公司,公司已发行股份不足100%的,豁免申请人持有公司已发行股份的任何比例,都不足公司股份的30%,哪有多出公司已发行股

份持有比例的公司股份可以减持?对持股比例不同的豁免申请人统一规定减持股份比例,是显而易见的瑕疵。

四、我国要约收购及触发点的保留与改进

我国移植、学习、借鉴欧美先进国家的公司收购规则,结合我国国情,在实践中逐渐形成了我国自愿要约与强制要约、部分要约与全面要约并行,有多个不同要约触发点及多种豁免内容的要约收购规则。我国的公司,亦实行要约收购、推崇全面要约,注重挫败不正当收购行为、稳定公司控制权、活跃公司收购、保护中小投资者、平衡收购各方合法利益;同时,在我国要约收购规则中,也有不合理甚至荒谬的内容。我国现行的要约收购规则应当如何修改或增减?笔者赞同这样的说法,“正确的选择是不能偏离现实世界也不能偏离法律传统”。^{[11][192]}根据我国股权分置改革、A股市场正在逐渐实现但尚未完全实现上市公司股份全流通的实际情况,就我国公司收购显而易见的漏隙,笔者提出以下改进意见。

(一) 改变以收购方式确定要约及触发比例的规定

按照《上市公司收购管理办法》的规定,同样是持股达目标公司已发行股份30%的,要约收购、协议收购,触发部分要约;间接收购则触发全面要约;反之,同样是触发全面要约,协议收购是持股达目标公司股份30%,间接收购则是持有目标公司已发行股份30%!要约收购,只触发部分要约,根本就不触发全面要约。根据收购方式不同,同样持有公司已发行股份30%,却有触发部分要约和触发全面要约之分;同样是触发全面要约,却有两个不同持股比例的触发点:公司已发行股份30%和公司股份30%!

我国的以收购方式和持股比例同时作为部分要约和全面要约触发点标准的规定,与欧洲各国仅以持股比例作为触发点依据的做法相比,英国及欧盟各国的规定更简明、易懂、易行,也更严谨。我国有关要约收购的规定,则更复杂、难懂,有悖不二法则;更为糟糕的是,还给由收购人自行确定收购方式、从而自行确定触发比例留下空隙。

公司之间的收购,不管是敌意还是合意,收购人与目标公司之间,不管以何种方式、在何时让渡股份,都是公司法人之间的一种意思表示。收购人获取目标公司股份采用何种方式,我国法律并没有限定。法律规定多种不同收购方式、学界理论界区分不同收购

方式之目的,是为了更好理解不同收购方式的特性,更好地运用,以适应公司收购的不同情况,决不是为了限制收购人使用哪一种方式。实践中,收购人有权自行根据不同的情况和自身利益的需要,采用某一种或多种收购方式,也有权多种方式同时施行或交叉适用。收购人以多种不同合法方式收购目标公司股份,持股达法定触发点时,很难认定就是某一种方式获得的股份,很难确定是哪种方式触发了要约收购的持股比例。采取任何法定收购方式获得目标公司股份并非违法之举,都是收购人意思自治的结果,具有任意性。这就使以收购方式确定是触发部分要约还是触发全面要约的标准不统一不客观。因此,收购人获得目标公司股份的方式就不能作为触发不同要约的依据。

在英国、欧盟实行全面强制要约的国家中,没有任何一国是以收购方式来确定全面要约的触发。收购方式是收购人自由选择的结果;但是,持股比例则是客观而不容辩驳的。将持股比例作为全面要约触发点的标准,使全面要约的触发点既统一又客观。这正是英国、欧盟国家坚持采用以持股比例作为全面要约触发点的重要原因。

我国法律应当修改以收购方式作为触发全面要约或触发部分要约依据的做法,应当将持股比例作为触发要约、触发全面要约的依据。在持股达触发比例前,任由收购各方当事人协商决定,任由收购人采取获取股份的方式;不管是自愿要约、还是协议、间接收购,只要持股达一定比例,即触发部分要约或触发全面要约,收购人都须以相同价格、相同条件收受目标公司所有股东持有的股份,实行要约规制;将持股比例作为触发要约形成惯例或规则,由大大小小的收购人共同遵行。以持股比例作为要约、全面要约的依据,与我国法律对上市公司收购的规制并不矛盾而且是一致的。我国所有的举牌、编制并公告不同权益变动报告书等,都是根据持股比例^⑬的不同而不同。^{[12]P112}反复细读《证券法》第88条第1款规定,笔者认为,该条款透露的本意是,不管通过证券交易、投资、协议或其他安排,只要持有上市公司已发行股份达到30%还要增持股份的,就应当依法发出要约。这是以持股比例确定要约以及要约触发点,并非是以不同收购方式确定要约、确定触发点。《上市公司收购管理办法》根据收购方式确定要约及全面要约触

发点,是误解了《证券法》第88条第1款的本意;对此,应当进行修改,还该条款规定之本意。

(二)保留部分要约以适应我国股权复杂的现实
实现股东利益最大化、保护中小股东利益,在各国公司收购理论中已经达成共识、没有争议。^{[13]P152}全面要约是保护中小股东利益的最佳要约收购方式。英国及欧盟各国都强制适用全面要约收购规则。但是,全面要约对公司收购也有负作用。全面要约的推行和实施,需要有适当的触发门槛。触发门槛高,收购人的成本相对低,收购易于成功,容易激发收购意图和行为,但门槛高不易触发,会使全面要约迟迟难以实施以至于无法实施;触发门槛太低,收购成本高、难度大,不易成功,是目标公司抵御收购行之有效的措施,是收购人实施公司收购的障碍,就可能抑制全面要约收购的产生。有法国学者指出,“全面强制要约收购规则”并没有给股东带来效益,并充分论证了全面要约规则极大提高了收购的成本、因而抑制公司收购的产生原因。^{[14]P11-26}当没有人收购公司,借助收购方式治理公司的立法就难以推行和实现,中小股东们借助公司要约收购获得股份溢价、获得公平对待也就不可能实现。

我国不能完全采取美国的自愿要约模式,也不能完全采用英国欧盟各国的全面强制要约模式。部分要约也是要约。只要是要约收购,就比采用协议收购或间接收购更公开透明,可以避免暗箱操作损害中小股东利益的弊病,对中小股东更有利;通过公开要约,披露收购公司信息和意图,给目标公司管理层敲响警钟,促进公司治理,提高管理效率。因此,在全面要约条件不成熟时,保留部分要约,确有必要。

保留部分要约符合我国国情。我国上市公司股份流通比例高低不一,股权结构相对复杂,各上市公司股权分散与集中的情况大不相同,只实行全面要约,有可能抑制要约收购行为,尤其是对公司股本总额大、股权相对集中、上市流通比例不大、市场化程度相对较小的上市公司,在仅持有该公司已发行股份30%甚至公司股份30%时,就触发全面要约,收购成功的难度太大、机率太小。就收购人而言,对价值数百亿的大型公司,通过部分要约,坚持不懈,日拱一卒,可以逐渐渗透进入目标公司,逐渐达成收购目的。当部分要约比全面要约对收购人更为有利、在收购人实施全面要约条件不成熟时,允许收购人采用部分要

约收购,比采用协议收购或间接收购方式对中小股东、对目标公司的治理都更为有利。

(三) 明确触发部分要约和全面要约的持股比例

《上市公司收购管理办法》对自愿要约、通过证券交易持股达上市公司已发行股份 30% 的要约收购,是否改用全面要约没有明确规定,使部分要约收购比例没有上限限制、没有全面要约的强制要求,即根本就可以不触发全面要约,这为收购人规避全面要约留有漏隙。持股达一定比例后不触发全面要约,显然过于倾斜于收购人的利益,没有考虑公司中小股东如何退出的问题,会损害目标公司中小股东的利益。

与自愿适用要约收购不触发全面要约不同的是,《上市公司收购管理办法》规定的间接收购全面要约的触发点,又过于低,是目标公司已发行股份的 30% 而不是公司股份的 30%! 这极大地降低了我国全面要约的触发门槛,既与各国立法不相吻合,又完全没有考虑收购人能否成功、没有成功机率收购人是否会发出全面要约等问题。

英国部分要约具有强制性,是目标公司发现收购人的收购意图后,收购人就只能采用要约收购方式。英国的部分要约有持股比例上限的规定,即收购人持股达目标公司股份 30% 时,就必须发出全面要约。我国应当参照而非完全借鉴英国的这一作法。不管目标公司是否发现收购人的意图,收购人都可以自愿选择适用部分要约或其他收购方式。但是,不管是自愿适用要约收购、协议收购或间接收购,只要持股达目标公司已发行股份一定比例、还要继续增持目标公司股份的,就触发部分要约。同时,应当改变我国部分要约无持股上限的现行规定,^④对发出部分要约的持股比例加以明确限制,部分要约收购目标公司股份达一定比例后,必须改为全面要约。

就部分要约的持股比例,宜直接采用《上市公司收购管理办法》关于协议收购的相关规定:触发部分要约持股比例为公司已发行股份 30%、触发全面要约持股比例为公司股份 30%,^⑤即部分要约持股比例区间为目标公司已发行股份 30% - 公司股份 30% 之间。这样的触发要约收购持股比例,符合《证券法》将目标公司股份分为已发行股份和公司股份的规定,符合中国国情,也与英国《城市法案》有关要约规则的内容完全一致,与法制健全的多数欧盟国家长期行之有效的全面强制要约触发门槛一致,有利于中国的

公司收购触发点的规定与国际社会接轨。

我国证券市场尚欠规范、法律法规还不健全,需要政府加强监管力度,加之我国上市公司股权复杂、从严监控收购人信息披露,以上市公司已发行股份百分比作为监管的不同分层,实行持有公司已发行股份 5% 的举牌预警,降低监管门槛,是可行的、必要的。但是,发出全面要约,就不能以上市公司“已发行股份”而应当采用“公司股份”作为触发点。不管以何种方式收购,只要持有公司股份 30% 的,一律应当发出全面强制要约收购。以公司股份 30% 为全面要约触发点,符合实行全面要约的各国通行触发标准或者相近标准,也能适应我国公司股权分布大致情况,不会有失偏颇。

(四) 增加限制要约收购豁免适用的条件

与英国及欧盟多数国家相比,我国要约收购触发点仅为上市公司已发行股份 30%,远远低于英国、欧盟的持股达公司股份 30% 的触发点。尽管,触发要约的持股比例低,对收购人不利;尽管,我国要约收购豁免与欧盟或者英国规定的情形大致一致,但是,由于豁免的内容是要约而非仅仅是全面要约,而且,一经豁免,就没有豁免后持股比例上限限制,也没有豁免期限限制,没有恢复适用要约的要求,这就极大的有利于收购人而非目标公司及其中小股东。这种豁免,实在过于宽泛且无度! 过于偏向于公司收购人的利益而有失公平公正。这就为有实力的投资者、收购人规避法律、规避有利于中小股东利益的要约、损害上市目标公司及其股东利益留有空隙。

当我国法律法规取消以收购方式确定要约收购触发点、以持股比例作为触发要约收购的客观标准、将触发部分要约持股比例设置为公司已发行股份 30%、确定公司收购全面要约触发点为公司股份 30% 后,要约收购豁免的规定也应当有相应地修改。

首先,改变《上市公司收购管理办法》不分是持有公司已发行股份 30% 还是公司股份 30%,一律适用将“被收购公司股份减持到 30% 或者 30% 以下”的规定。当收购人持有公司已发行股份 30%,有豁免情形,经申请未取得豁免的,应当采用要约方式收购股份或者将持股减持至公司已发行股份的 30% 以下;收购人持股达公司股份 30%,有豁免情形,经申请未获得豁免的,必须改用全面要约方式收购或者将股份减持至公司股份 30% 以下。

其次,不管以何种方式收购,只要持股比例触发部分要约或全面要约取得豁免的,豁免部分要约的,持股比例上限为公司股份30%;豁免全面要约的,要增加时间限制和持股比例限制;达到全面要约豁免持股上限的,以持股人不再增持股份为限,达全面要约豁免持股上限的收购人只要再增持股份,就应当向目标公司的所有股东持股的所有股份发出全面要约。

五、结语

我国公司收购更为推崇要约收购方式,这与欧美国家的公司收购以要约收购为主的立法与实践一致,有利于收购信息的公开、透明和目标公司的治理,有利于平衡各方当事人利益,保护中小股东合法权益。我国要约收购的触发,与欧美不同:美国无触发要约收购之说,也就没有豁免之规定;英国和多数欧盟国家,采用持股30%的全面强制要约触发点;我国采用收购方式和持股比例双重标准,以至于同一持股比例、不同收购方式触发不同要约方式:持有公司已发行股份30%,要约收购、协议收购只触发部分要约,间接收购则触发全面要约;同样是触发全面要约,协议收购持有公司股份30%,间接收购仅持有公司已发行股份30%。这就造成触发部分要约和全面要约的标准不统一不客观。英国和欧盟各国,对符合法定

情形的,豁免的仅仅是全面强制要约,对持股达触发点予以豁免的,仅仅是“暂时的”持股达“临界值”或者是持股达40%,超过40%或临界值或一定时期的,不予豁免。我国的豁免,不仅仅是全面要约,而且是要约收购的豁免,甚至还包括是连要约都不必发出的“免于发出要约”的豁免!我国对持股达触发点的豁免,过于宽泛和无度,有失公平公正。我国应当根据国情,保持部分要约和全面要约两种方式;不以收购方式为依据,仅以持股比例为标准,不管是哪种收购方式,只要持股达公司已发行股份30%的,触发部分要约,持股达公司股份30%触发全面要约。触发部分要约有豁免情形的,豁免部分要约;触发全面要约有豁免情形的,豁免全面要约,豁免后增持股份要有持股比例限制和时间限制;豁免全面要约后再增持股份的或者不增持也不减持股份达一定期间的,必须发出全面要约。如此,符合《证券法》将目标公司股份分为已发行股份和公司股份的规定,也符合中国国情;而且与英国《城市法案》要约规则内容一致,与欧盟国家长期行之有效的全面强制要约触发与豁免规则一致;也有利于中国的公司收购触发点的规定与国际社会接轨,才能不失公正地均衡收购各方的利益,达到治理公司、促进经济发展的目的。

注释:

① 参见《证券法》第101条第2款。

② 1929年10月24日美国股市崩盘,股票一夜之间从顶巅跌入深渊,民众的怒气直指华尔街金融机构,1920-1930年一系列的美国公司丑闻爆发。从1929-1932年7月,道琼斯指数跌至40.56点,宣告见底。

③ 1953年,从俄罗斯移民到英国的商人查尔斯·克洛尔(Charles Clore)以高于市场价格向希尔鞋业零售公司的股东们发出收购要约,最终获得希尔鞋业零售公司的控制权。参见:City Notes: The J. Sears Offer, TIMES (London), Feb. 5, 1953.

④ 《欧盟收购指令》的六项核心规则是:全面强制要约收购规则(Mandatory Bid Rule)、挤出卖空规则(Squeeze-out and Sell-out Rule)、董事会中立规则(Board Neutrality Rule)、突破规则(Breakthrough Rule)、选择适用规则(Optional Arrangements Rule)和互惠豁免规则(Reciprocity Exception Rule)。

⑤ 所谓预受,是指目标公司股东同意接受要约的初步意思表示,在要约收购期限内、不可撤回之前,不构成承诺。参见《上市公司收购管理办法》第42条第2款。

⑥ 所谓竞争要约人,即一个目标公司的两人以上的要约收购人,互为竞争要约人。此文把虎视眈眈、窥测其他收购人、把持股控制在法定比例之下,待时机、尚未发出要约收购的人,称之为潜在的竞争要约人。

⑦ 按照我国公司收购的规定,部分要约预定收购的股份比例不低于目标公司已发行股份的5%。参见《上市公司收购管理办法》第25条。

⑧ 绿邮诈骗,亦称绿色邮件、绿色敲诈等,主要指目标公司董事会在抵挡不了敌意收购时,为保全管理层地位,息事宁人,同意以超高价格购回收购人低价收购的目标公司股票;收购人即在短期内获得高额回报;绿邮诈骗亦就特指收购人以合法收购的形式,勒索股票溢价、掠取短期盈利的欺诈收购行为。

⑨ 挫败竞争对手的收购,一般是同行业或者是具有竞争关系的收购人,在成功收购公司后,故意降低目标公司品牌业务经营水平,收购人自己公司的业务经营远远超过目标公司,使目标公司品牌很快淡出人们的视线,甚至退出某行业,收购人公司很快挫败曾经的竞争对手,在竞争中获得某一行业的垄断地位。

⑩ 拆卸出售获利,指在股市低迷、品质优异的上市公司股市估值低于实际价值时,收购人为获得公司控制权大举收购,收购成功后,将公司有价值的部分,如公司的专利、商标等无形资产,产品的制造技术,不同的业务,公司的产品、厂房、土地等有形资产拆分出售,获取巨额利润的行为。

⑪ 参见《上市公司收购管理办法》第三章要约收购、第四章协议收购、第五章间接收购。

⑫ 此段关于收购目标公司股份的最低价格、要约期限、预受的股份等内容,参见《上市公司收购管理办法》第35条第1款、第37条第1

款、第42条第2款。

⑬ 英国及欧盟的全面强制要约收购“触发门槛”(threshold)亦称之为“触发点”(trigger)。

⑭ The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers (12th ed. 2016), Part F1, Rule 9.

⑮ The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers (12th ed. 2016), Part F1, Rule 9; Part H3, Rule 16.

⑯ 英国、欧盟各国所称的目标公司“所有股东”,即全面强制要约的对象,包含持有公司所有不同类别股份的所有股东以及任何具有投票权的可转换债券及认股权证持有人。参见: The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers (12th ed. 2016), Section F1, Rule 9.1.

⑰ 在欧盟成员国中,全面强制要约收购规则触发门槛为25%的两个国家是匈牙利、斯洛文尼亚。

⑱ “公司已发行股份”,在其他条款中亦称之为“公开发行股份”,在证券交易中称之为流通股《股票交易与发行管理暂行条例》将其称之为“发行在外的普通股”。“公司股份”:本条款中的“公司全部或者部分股份”除去定语“全部或者部分”即为“公司股份”。“公司股份”又称之为“公司股本总额”、“公司总股本”、“公司股份总数”等,包括上市公司流通股与非流通股等各种全部股份。

⑲ 所谓举牌,是指收购人通过证券交易收购上市公司已发行股份达5%时,必须履行向证监会、证券交易所作出书面报告,向目标公司发出通知及向上市公司股东们发出公告的义务,俗称举牌;第一次举牌后,收购人持股每增减5%时,都需要再次举牌。学界及实务界,把通过证券交易收购上市公司股份称为举牌收购。

⑳ 参见《上市公司收购管理办法》第23、24条。

㉑ 参见《上市公司收购管理办法》第47条第2、3款。

㉒ 参见《上市公司收购管理办法》第56条第2款。

㉓ 参见《上市公司章程指引》第16条。

㉔ 参见《证券法》第50条第1款。

㉕ 上市公司的流通股份四种情形,如:赛意信息,总股本0.8亿股,流通股份0.2亿股,占公司总股本25%;花王股份,总股本3.3亿股,流通A股0.83亿股,占公司总股本25%;上海银行,总股本78.06亿元,流通股份7.81亿元,占公司总股本10%;万科A,总股本110.39亿股,流通股份970.83亿股,占公司总股本87.95%;浦发银行,总股本以及上市流通A股均为281.04亿股,占公司总股本100%。参见:网上证券交易系统,各股票的股本结构;作者最后查询日期:2017-08-06。

㉖ 在欧盟成员国中,全面强制要约收购规则触发门槛为25%的两个国家是匈牙利、斯洛文尼亚。

㉗ 某上市公司“已发行股份”比例越小,与“公司股份”的数量相差就越大,触发全面要约的持股比例就越低,以10亿元的上市公司为例,(1)当公开发行股份为10%(1亿元)时,持有该公司已发行股份的5%(500万元),则持有该公司股本总额的0.5%;持有该公司已发行股份的30%(3000万元),则持有该公司股本总额的3%。(2)当公司公开发行股份为25%(2.5亿元)时,持有该公司已发行股份的5%(1250万元),则持有该公司股本总额的1.25%;持有该公司已发行股份的30%(7500万元),则持有公司股本总额的7.5%。(3)当该公开发行股份为50%时,持有该公司已发行股份的5%(2500万元),则持有该公司股本总额的2.5%;持有该公司已发行股份的30%(1.5亿元),则持有公司股本总额的15%。(4)只有当该公司公开发行股份为100%(10亿元)时,持有该公司已发行股份的比例,才与该公司股本总额相等,持有该公司已发行股份的5%(5000万)和30%(3亿元),才是持有该公司股本总额的5%或30%。

㉘ 参见: COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids. Brussels, 21.02.2007. SEC(2007)268. Annex 3.

㉙ 1971年在英国发生的诺扣斯公司(Norcros Corp.)收购维尼斯塔国际公司(Venesta International)案,股东大卫·罗兰(David Rowland)为防止公司被收购后出售,在二级市场上大量购入公司股票,最终成为维尼斯塔国际公司控股股东。并购委员会意识到,股东在二级市场收购股份成为控股股东的行为,让剩余的股东没有从收购中享受到按比例和公平价格出售股票的权利和获得股票溢价的收益。由此,并购委员会在1972年新版《城市法案》中增加了一条规则“获得上市公司40%以上股份的股东,无论获得股份的速度有多平缓(gradual),必须向公司剩余股份发起全面强制要约收购”。参见: The Panel on Takeovers and Mergers, The City Code on Takeovers and Mergers (1972)。

㉚ 欧盟没有规定全面强制要约收购豁免情形的三个成员国是:塞浦路斯、匈牙利、拉脱维亚。

㉛ 公司事务相对繁杂,因执行公司事务持股越过触发门槛的,主要包括:因特定情形增加资本、公司控制权内部转移、公司股份内部转移、执行债务、破产情形以及破产挽救、公司集团内部重组、特定管理人持有股票并按指示行使投票权(信托)等情形。

㉜ 因暂时获得并持有股份而触发门槛的,主要包括:因不可避免的错误获得股份,因目标公司减少注册资本,因另一个股东的行为导致收购人股份超过临界值,为了卖出的股份而暂时增持股份,短暂时间内越过全面强制要约收购的触发线等情形。

㉝ 获得触发门槛的股份却不享有控制权的,往往是在实行双重股权的公司,或者是持有公司50%投票权股东宣称不接受收购等情形。所谓双重股权、双重股权结构(Dual Share Class),又称二元股权,是将股东的股权分红与公司控制分离的控制公司的有效手段。双重股权与同股同权相对,实行同股不同权,股份被划分为高、低两种投票权。高投票权的股票拥有更多的决策权。如,瑞典的瓦伦堡家族(Wallenberg Family)利用双重股权结构控制了瑞典经济的半壁江山,全球电信巨头爱立信(Ericsson)、白色家电制造商伊莱克斯(Electrolux)、机械设备巨擘ABB公司、世界第三大制药集团阿斯利康(AstraZeneca)、全球最大园林机械设备制造富世华(Husqvarna)、世界领先的飞机及汽车制造商萨博(SAAB)、北欧最大的航空公司北欧航空(SAS)都由掌控北欧最大财团银瑞达(INVESTOR AB)的瓦伦堡家族控制。以爱立信公司为例,爱立信公司发行了两种股票:A股和B股,其中A股的投票权是B股的1000倍,仅持有公司总股份7%的瓦伦堡家族,持有几乎全部的A股,他们由此控制了爱立信公司绝对多数投票权。

㉞ 如,捷克法律规定,“暂时越过全面强制要约收购规则的触发线时以及……时,免于触发全面强制要约收购规则”;爱沙尼亚法律规定,“暂时获得股份是为了卖出的情形,全面强制要约收购规则不被触发”;希腊法律规定,“当公司另一股东拥有更高投票权时、暂时越过全面强制要约收购规则触发线时、关联公司之间合并以及因为发行新股时享有优先权越过临界值时,全面强制要约收购规则不被触发”;芬兰法律规定,“当公司另一股东拥有更高投票权时以及因为目标公司或另一个股东的行为导致收购人股份超过临界值时,全面强制要约收购规则不被触发”;马耳他法律规定,“合并情形以及因为发行新股时享有优先权越过临界值时,全面强制要约收购规则不被触发”。

㉟ 参见《上市公司管理办法》第61条第1款第1项、第2项。

⑳ 参见《上市公司管理办法》第62条第2款。

㉑ 此段的两个法定日期是:豁免要约收购方式的,证监会是否予以豁免的决定,是在受理豁免申请后20个工作日内做出;豁免发出收购要约的申请,是证监会在10个工作日内决定是否提出异议。

㉒ 参见《上市公司管理办法》第63条。

㉓ 这里归纳的四类情形中,主要包括如下法定情形:持股比例的增加是投资人意志之外原因导致的: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、继承事实发生等;经公司股东大会批准的行为:如,为了挽救公司,经过公司股东大会批准增持公司股份的行为;不导致公司实际控制权发生变化的行为:如,增持股份是同一实际控制人控制的不同主体之间股份转让,是权益股份超过50%的绝对控股股东继续增持股份;长期持股、缓慢增持股份的行为:如,收购人承诺3年内不转让拥有的公司股份权益,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。参见《上市公司收购管理办法》第62、63条。

㉔ 参见《上市公司管理办法》第63条第2款第3项。

㉕ 参见《上市公司管理办法》第63条第2款第2项。

㉖ 参见《上市公司收购管理办法》第61条第2款。

㉗ 我国法律以持股比例为依据,根据不同的持股比例,要求收购人举牌、编制、公告不同的权益变动报告书,如:持有公司已发行股份5%,投资者或收购人要编制并公告权益变动报告书;持有公司公开发行股份5%—20%,编制并公告简式权益变动报告书;持有公司公开发行股份20%—30%以下,编制并公告详式权益变动报告书;持有公司公开发行股份30%以上,编制要约收购报告书。

㉘ 就要约收购,《上市公司收购管理办法》仅仅规定,以要约方式收购股份的,可以向目标公司所有股东发出收购全部或部分股份的要约,却没有规定收购部分股份达一定比例后,是否必须为收购全部股份。参见《上市公司收购管理办法》第23、24条。

㉙ 参见《上市公司收购管理办法》第47条。

参考文献:

- [1] 蔡伟. 强制要约收购制度的再审视——效率视角下的实证分析[J]. 中外法学, 2013, 4.
- [2] Rothbard, Murray Newton, *America's great depression*, Ludwig von Mises Institute, 1972.
- [3] 朱锦清. 21世纪法学系列教材·经济法系列: 证券法学[M]. 北京: 北京大学出版社, 2011.
- [4] Armour, John, and David A. Skeel Jr., *Who writes the rules for hostile takeovers, and why – the peculiar divergence of US and UK takeover regulation*, *Geo. LJ* 95, 2006.
- [5] *City Notes: The J. Sears Offer*, *TIMES (London)*, Feb. 5, 1953.
- [6] Commission Of The European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 2007.
- [7] Magnuson, William J., *Takeover regulation in the United States and Europe: an institutional approach*, 2009.
- [8] 曹清清. 公司章程反收购条款以价值判断与效力剖析为视角[J]. 学术交流, 2016, 11.
- [9] Commission Of The European Communities, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels, 2007.
- [10] Lindgren, Hakan, *Succession strategies in a large family business group: The case of the Swedish Wallenberg family*, Conference paper for the 6th European business history association annual congress, Helsinki, Finland, 2002.
- [11] 张路. 公司治理中的权力配置模式再认识[J]. 法学论坛, 2015, 5.
- [12] 唐林垚. 论我国上市公司收购之举牌预警及全面要约[J]. 西南民族大学学报, 2017, 12.
- [13] 朱慈蘊, 沈朝晖. 不完全合同视角下的公司治理规则[J]. 法学, 2017, 4.
- [14] Sepe, Simone M., *Private sale of corporate control: Why the European mandatory bid rule is inefficient*, 2010.

The Reservations and Improvements On Trigger and Tender Offer in China

——A Comparison with Western Countries

Tang Lin-yao

(Law School of Tsinghua University, Beijing 100084)

【Abstract】Just like Anglo – American countries, China prefers tender offer to other takeover methods. The U. S. allows acquirers to bid for whatever proportion of shares they deem appropriate, while the U. K and the E. U both adopted a Mandatory Bid rule. China has a less rigorous Mandatory Bid Rule, too, but it implies double standards on different investors. In light of the complicated ownership structure in Chinese listed companies, the Chinese mandatory bid rule thereby should have two triggers respectively: a trigger of partial tender offer at 30% issued shares as well as a trigger of general tender offer at 30% total shares of the company.

【Key words】tender offer; partial offer; general offer; exemption of tender offer; exemption of mandatory bid rule

(责任编辑:黄春燕)