

“非售”法律问题探析

颜 湘 蓉

(武汉大学 国际法研究所, 湖北, 武汉 430072)

[作者简介] 颜湘蓉(1967-), 女, 湖南湘潭人, 武汉大学国际法研究所博士生, 主要从事国际投资法研究。

[摘 要] 友善协议并购渐成为国际并购中的主要方式, 为了保护交易, 防止自己被第三方取代, 收购方要求在并购协议中拟订非因特殊情况目标方不得主动招揽第三方竞价并购的“非售”(no-shop)条款。“非售”有助于保护收购方的利益, 但与目标公司股东希望获取更高并购价格的目标冲突, 引发其董事如何履行对公司负有的忠实与注意的受信义务问题。

[关键词] 协议并购; 并购协议; 非售条款; 法律问题

[中图分类号] DF97 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2006)01-0235-05

协议并购系友善并购, 是在两个具有共同意愿的公司经共同协商、谈判确定了交易条件及就各方面的主要问题达成共识后所进行的交易。这种方式有助于减少收购方与目标方的敌意对抗, 有效配置资源, 同时, 对于合并后双方的融合、长期的稳定发展均是极有裨益的。目前, 友善协议并购在国际并购市场渐成主流^[1] (第 276 页)。

典型的友善协议并购需历经签订并购协议和股东随后就交易表决两个阶段完成。从第一阶段董事会签订并购协议到股东最终完成就交易的表决通常要经历 2 至 4 个月的时间。第一阶段的并购协议签订后, 并购交易势必进入了市场的公开视野, 如果第三方向目标公司提出新的并购竞价试图取代原先的交易。收购方有可能成为“为他们作嫁衣裳”的“掩护马”(stalking horse)被抛弃出局。

由于收购方常常要花费巨大的时间与金钱成本去发现一个有协同增效潜力的、合适的目标公司, 然后启动“专家分析、律师的尽职调查还有投资银行的合理意见”环节, 这一环节的花费往往数以百万美元计。根据反垄断法、环境法、证券法的要求向相关政府部门取得必需的、法定的审核则是英、美公司间合并前的必经且费时费力的程序^[1] (第 276 页)。如果不幸成为被取而代之的“掩护马”, 则意味着既付出了成本代价又失去了良好的商机, 如果再去寻找新的目标公司则所费更甚。因此, 为了减少并购过程中的实际与机会成本, 收购方往往要求在并购协议中设置禁止目标公司向第三方“兜售”(shopping)以招揽第三方竞价的条款, 即“非售”(no-shop)条款。对于目标公司股东来说, 并购价越高获利越大, 董事会同意在并购协议中拟订“非售”条款意味着让第三方失去竞价的机会, 这与股东想获取更多利益的目标是冲突的, 也会产生董事究竟有无妥善履行其对公司负有的忠实与注意的受信义务之疑问。由此引发了“非售”条款的法律性质与效力以及司法实践中应如何审查其效力的问题。

—

并购协议中的“非售”(no-shop)条款通常规定: 目标公司董事会不得招揽、激发、磋商、促成或赞助

任何竞争性的交易,除非(1)第三方主动提出了书面的、真正的并购提议,而该提议的提出没有得到目标公司任何经济支持;(2)目标公司董事会一致认为:出于履行其对公司义务的需要,必须与第三方讨论和磋商^[2](第 3 页)。

“非售”条款没有格式化的表述。一个普通的“非售”条款主要是限制目标公司董事会在特定时期内不得主动招揽第三方竞价,即在签约收购方提出初始报价的劳动成果基础上以图获取更高报价。但是,对于由第三方主动提供的竞价则允许目标公司董事会与该第三方磋商谈判和提供信息。由此可见,“非售”条款可以给收购方公平,避免其为了研究、搜索、发现目标公司到磋商提出初步报价过程中所付出的成本代价成为后来者的利用工具;同时,它比“勿语”条款(即禁止任何情形下的与第三方接触)而言,对目标公司似乎更宽松些,它区分后来者的报价是“主动招揽的”还是“由第三方主动提供的”^[3](第 514 页)。关于“非售”条款的本质是反并购策略的防御性措施还是保护交易完成的保护性措施,美国司法实践与学界观点歧异。

“防御性”说认为,“非售”条款通过为第三方收购目标公司制造困难和障碍来保护一项似议的交易,反并购策略亦旨在保护目标公司不为敌意收购者收购,因此,“非售”条款究其实质就是防御的。

曾任特拉华州衡平法院书记官的马克·勒波奇(Mark Lebovith)和彼特·莫里森(Peter B Morrison)撰文认为:在平等合并交易中,包括“非售”条款在内的交易保护措施,旨在提高拟议交易完成的可能性而降低后来竞价接纳的可能性,其功能等同于反并购的防御性措施^[4](第 11 页)。

在麦克米林案(McMillan V Inter Cargo)中,法官史纯勒(Strine)评述道:在法律上用还其本来面目的方法来看,“交易保护”一词本身就证明它意在防止新的交易方案和使新交易代价更高,因此,它是防御性的,应适用尤纳科尔(Unocal)判例中确立的规则审查(其效力)。“保护”与“防止”两个词语十分近似。这类条款很明显是防御性的。包括“非售”、“勿语”、“终止费”、“股票特权”等条款在内的交易保护条款,主要目的是保护拟议的交易和双方当事人不被第三方新报交易所取代^[4](第 12 页)。

特拉华州衡平法院在该案中还指出,“非售”这类条款的“设置用意就在于防止另一竞价者提出要约收购或竞争性的以股换股交易报价,防止这种情形破坏拟议交易的完成”,其主要目的是“充当其他非董事会寻访接纳而来的新交易方案的防御性障碍”^[4](第 12 页)。由此,可见“非售”条款的防御本性。

此外,在时代-华纳(Time-Warner)合并案中,特拉华州衡平法院也将交易保护条款定性为防御性的。首席大法官艾伦(Allen)在其撰写法院意见书里于题为“保护合并的步骤”一节中写道:以股换股合并协议(含有“非售”等条款)的“主要目的”就是“阻拦任何搅乱拟议交易的企图”。他将“非售”条款则看成是“保护交易完成的额外尝试”,它“严格限制时代公司在完成拟议交易前和(任何其他第三方)开展收购谈判的能力。”艾伦大法官的表述可以清晰地表明:该法院将“非售”条款定位为“防御性”的^[4](第 12-13 页)。

“保护性”说认为,仅仅因为反并购防御措施旨在保护目标公司和“非售”条款保护拟议交易一两者共有的保护色彩,就将“非售”条款定性归为“防御性”,未免太过简单化了。其实从两者的基本特性的比较中就可看出两者是截然不同的。反并购防御措施诸如毒丸政策(Poison pills)、资产回购(self-tender)和重新资本化(defensiverecapitalizations)等的特点是:(1)保护目标公司;(2)由目标公司单方自行采用;(3)帮助目标公司以防被收购。而在非敌意并购协议中的“非售”条款则有另外的特点:(1)主要保护收购方;通过促进拟议交易的完成降低其被其他竞价者破坏的风险,使收购方避免成为其他竞价者的“掩护马”,以致其为收购目标方所支出的直接费用成本和机会成本付诸东流,故收购方常主动要求将“非售”条款纳入并购协议中;(2)目标公司不能单方采用“非售”条款,须与收购方磋商达成。应对收购方的需求,目标方往往趁势将“非售”条款作为争取更好的价格条件或取得收购方在合同其他条款上让步的一个“筹码”,因此,它不是目标方的保护工具而是谈判工具。特拉华州最高法院在派拉蒙公司诉时代公司(Paramount V. Time)案中认定“非售”条款有效时亦采用了类似观点,认为时代公司应华纳公司的要求采用了“非售”条款,该条款用以保护华纳公司的收购交易完成。(3)“非售”条款不能防止目标

公司被收购。事实上,它是出售目标公司交易中不可分割的一部分,它用以吸引购买者而不是驱赶购买者。

总之,“保护性”说认为,“非售”条款主要不是作为保护目标公司的反并购防御措施,而是旨在保护收购方完成交易以获得其付出对价取得目标公司的利益,即使它带有防御色彩也极其微弱而且是附属在其主要功能之上而已。“非售”条款与并购防御措施的重大区别在于:前者作为一项交易不可分割的一部分,该交易旨在使目标公司让渡到一个更高价值的使用者手中;而后者则旨在防止目标公司被转移到另一个视其价更高和愿意为其付出溢价的公司手中^[5](第238-246页)。前者,促进一个公司股东重要目标的实现,后者阻碍一个公司股东重要目标的实现。

贝恩布莱吉(Bainbridge)教授就认为,“非售”条款没有什么大不了的,因为它并不能阻止竞价者向目标公司发出收购要约。即使一项“非售”条款禁止或妨碍目标公司董事会与后来的竞价者谈判,目标公司股东仍“有权否决(董事会所钟情)合并方案”,而有意竞价者仍“可以向目标公司股东直接发出收购要约或者针对原拟议方案进行‘代理权争夺战’(Proxy contest)”^[5](第247页)。

司法实践中,特拉华州法院率先采用“背景分析法”(Contextual analysis)来判定“非售”条款在个案中的性质。分析时考虑的因素如下:(1)“非售”等交易保护措施是否系有独立法律意义的交易中之一部分,而不是反并购防御措施;(2).采取交易保护措施的时间;(3)该项交易保护措施的“防御性”是否附属其主要功能之上^[5](第224-235页)。

归根结底,“非售”条款是目标公司与其合并“原配”伙伴之间约定的契约性限制条件,它不约束第三方,也不能约束目标公司的股东,它不能防止或严重阻碍新竞价的出现。但值得注意的是,它确有可能在以下几个方面对新竞价的出现产生影响。首先,由于“非售”条款使得目标公司董事会与第三方谈判协商或同意与该第三方合并成为不可能,那么它实际上会减少本来愿意接触目标公司给出更高报价的公司之数量。因为敌意收购和代理权争夺战成本比协议收购高昂得多。其次,正如里布维奇(Lebovitch)和莫里森(Morrison)指出的那样,“非售”条款禁止目标公司向第三方披露非公开信息使得该第三方处于相对原拟议收购方较不利的地位,也许会阻碍那些如果可以获得充分信息可能愿意竞价的第三方出现。再其次,“非售”条款可能等于向那些意图参与收购者发出信号;一旦敌意收购发生,目标公司管理层坚决反抗。限制性越强的“非售”条款所发出的“抵抗”信号越强,它会使得意欲竞价者裹足不前。

由此可见,基于协议并购的特点,“非售”条款虽不能在法律上阻止其他形式的收购发生,但它对竞价出现有影响;它阻止其他方介入协议并购的可能性发生。限制性条件规定得越多,对该项协议并购的影响越大。因此,这也引发了司法干预以审查“非售”条款效力。

二

在适用何种准则来审查“非售”条款问题上,美国理论界亦有不同观点,而实践中审查准则的选择与对“非售”条款的性质界定密切相关。

(一)尤纳科尔/尤里纯准则(Unocal/Unitrin standard)

对“非售”条款持“防御性说”者认为,就如对待反并购防御措施一样,应当适用严格司法审查准则-尤纳科尔/尤里纯准则来审查“非售”条款及其所处的协议的效力。

尤纳科尔准则系特拉华州最高院在尤纳科尔公司诉美莎石油公司案(Unocal corp. V. Mesa petroleum)中确立的严格司法审查准则。根据该准则,董事会必须证明其已经合理地预见到了针对公司敌意收购的威胁——“合理性”和采取的反并购防御措施是恰如其分的——“适当性”。如果董事会行为不合理或不适当,那么,法院就可能启动严格司法审查并适用该原则禁止该项反并购防御措施。

1995年特拉华州最高院在尤里纯公司诉美国通用公司(Unitrin, Inc. V. American General corp)

案中修改了尤纳科尔准则,认为凡防御性措施如果排斥(“排斥性”)或强迫(“强迫性”)股东对合并交易表决则不在合理与适当性范围内,得被禁止。该案判决后,严格司法审查准则称为——尤纳科尔/尤里纯准则^[5](第 248-251 页)。

主张适用该准则者认为,董事有义务和责任保护公司利益以及公司及其所有者所可能受到的、预见得到的威胁之损害,但这种义务并不意味着董事可以为所欲为,在采取抵抗威胁的防御措施中存在董事自我利益与公司利益的冲突,因此,必须适用严格审查准则来辨析该行为是否合法有效。由于“非售”条款之类的交易保护措施在本质上就是“防御性”的,因此亦应当适用尤纳科尔/尤里纯准则来审查。这种取向是符合社会公共利益的,有助于保持董事与股东之间关于公司权力分配的平衡和确保董事正确履行在公司交易中“守门人”的本分,以及有助于减少代理成本^[4](第 11 页)。通常来说,“非售”条款通过该准则审查的可能性与其本身的限制性程度相关。如果针对轻度威胁的“非售”条款带有“逃逸”条款(即允许目标公司董事会为履行受信义务之需而终止并购协议)、针对中度威胁的“非售”条款是普通型的、针对重度威胁的“非售”伴有“勿语”条款,可能会被认为是合理与适度的^[4](第 8-22 页)。

(二)业务判断准则(Business Judgement rule)

主张“非售”条款系“保护性”者认为,“非售”条款并不像反并购防御措施那样会引起董事自我利益与公司利益的激烈冲突,它旨在保护交易。诚如贝恩布里奇教授所分析的那样:在“非售”条款的谈判与确立过程中,董事会为了其自身额外的利益而与收购方讨价还价不大可能,因为“非售”是项“脆弱”地将目标公司售与收购方的承诺,它根本阻止不了第三方的敌意收购^[5](第 226-2258 页)。而且,即使“非售”条款在一定程度上妨碍目标公司董事会与后来竞价者谈判,但目标公司股东仍有权否决董事会提交供其表决的合并协议,而竞争者仍可通过敌意收购和代理权争夺战对付原拟议交易^[5](第 243 页)。换言之,鉴于“非售”条款的“保护性”,无需适用严格司法审查准则,仅适用公司法框架内的“业务判断准则”审查即可。该准则的审查重点在董事决策的程序事项。

支持适用“业务判断准则”者认为,股东可以且应该保护自己的观点贯穿在特拉华州的公司法理论中。凯恩(Kahan)教授认为特拉华州的公司法理念体现在两句名言中:“是董事而不是法院应作出业务判断;是股东而不是法院,应当通过挑选董事来表达出对董事已作出的决定之异议。”^[5](第 247 页)故在股东利益与董事自我利益不存在激烈冲突时设计“非售”条款以保护拟议交易的情况下,不需导入司法的强力干预,无需适用尤纳科尔准则。

三

从美国特拉华州法院的判例及美国学界观点来看,虽然关于“非售”条款的性质有“防御性”与“保护性”说之争,但在并购协议中拟订该条款是常见的。对于“非售”条款的法律效力在司法审查中则尚未形成固定的适用准则。比如,特拉华州法院就曾在同一个案件适用了两个不同的准则来判定是非,如费尔普斯案中首席大法官钱德勒用尤纳科尔/尤里纯准则审查协议中的“终止费”条款是否有“强迫性”与“排斥性”,用商业判断规则来审查“勿语”条款有无妨碍董事“充分知情”。应当说,法院趋向于用具体问题具体分析式的“情景分析法”来处理“非售”条款的审查准则问题。对于收购方而言,要注意在拟订“非售”条款时关注目标公司董事会的受信义务履行问题,避免基于该条款再结合并购协议中的其他交易保护条款等造成目标公司董事违反其公司负有的忠实与注意的受信义务,否则,一旦目标公司股东以其董事违反受信义务为由诉诸法院,“非售”等交易保护条款可能就会被判无效,由此导致拟议交易不能完成而遭受无可挽回的经济损失。

目前,我国企业跨国并购越来越活跃,2005 年更被媒体称为“中国海外并购年”,著名的案例有联想协议并购美国 IBM 等。笔者认为,我国企业应重视海外并购中的法律风险防范问题。我国企业在作为跨国并购的收购方时,必须充分认识东道国的法律环境尤其是针对外资并购的强制性规范,不然,准备

不足会导致拟议交易不能顺利完成以致遭受经济损失。因此,我国企业应借鉴跨国协议并购国际实践中的经验以充分维护自己的利益,更要重视对“非售”条款等跨国并购协议中常见的交易保护条款的研究与借鉴,以保护自己的交易利益。具体而言:

1. 选择目标公司前应做好市场分析,选定目标公司后应做好尽职调查工作,对目标公司管理机构情况尤其要注意调查,如公司机构的设定、董事及管理机构的产生方式、出售股份、资产的股东和董事是否得到合法、充分的授权等。如果并购前的各项工作准备匆忙可能影响并购的绩效。

2. 在与目标公司磋商谈判中,要注意防范自己成为“掩护马”被踢出拟议交易的风险。如可以与目标公司拟定“非售”(no-shop)条款,要求目标公司董事会不得招揽、激发、磋商促成或赞助任何竞争性的第三方交易,除非该目标公司董事会出于履行对公司的受信义务而必须为之。此外,为了防止拟议交易不能完成而可能给自己造成的损失,还可考虑采用“终止费”(breakupfee)条款等其它交易保护条款。总之,应充分利用保护交易利益的各类条款中对收购方有利的条款来锁定交易及维护自己的利益。

[参 考 文 献]

- [1] Cates VI, John C. Takeover Defense in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence[J] . Texas Law Review, 2000, (79).
- [2] Burgess, Kimberly J. Gaining Respective: Director's Duties in the Context of "No-shop" and "No-talk" Provisions in Merger Agreements[J] . Columbia Business Law Review, 2001, (2).
- [3] Balz, Karl F. "No-shop" Clause [J] . Delaware Journal of Corporation Law, 2003, (28).
- [4] Lebovitch, Mark & Peter B. Morrison, Calling a Duck a Duck: Deterring the Validity of Deal Protection Provisions in Merger of Equal Transactions[J] . Columbia Business Law Review, 2001, (1).
- [5] Hanewicz, Wayne O. When Silence is Golden: Why the Business Judgement Rule should apply to No-shops in Stock-for-Stock Merger Agreements [J] . IOWA Journal of corporation Law, 2003, (28).
- [6] Veasey, E. Norman Law and Fact in Judicial Review of Corporats Transactions [J] . Miami Business Law Review, 2002, (1).

(责任编辑 车 英)

Certain Legal Issues of No-shop Provision of Negotiated M & A

YAN Xiangrong

(Institute of International Law, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: YAN Xiangrong (1967-), female, Doctoral candidate, Institute of Ineernational Law, Wuhan University, majoring in international investment law.

Abstract: Negotiated M & A has become a major trend of international M & A area. To protect transaction, the acquirer target to request the target to conclude deal protection provisions, of which no-shop provision has been familiar and important. This article will start from Delaware's legislation and legal practice, and then evaluate and examine the contents, nature and applicable rules of its validity examination by court of no-shop provision, and finally predict the court exploration of recent trends of judicial examination of no-shop provision.

Key words: negotiated M & A; M & A agreement; no shop provision; legal Issues