

MORRISON | FOERSTER

美富律师事务所



美富
美国上市公司私有化指南

美富能让复杂的问题变得简单。美富拥有丰富的经验、创新的理念以及实用的解决方案。

这就是美富。

欲了解更多信息请访问：

WWW.MOFO.COM

前言

最近，很多业务在中国大陆和香港的美国上市公司都进行了“私有化”，使他们退出美国证券交易所和美国的公众证券市场。这些公司一部分选择保持为私人公司，而其他一部分则有考虑在其他的证券交易所上市，例如香港证券交易所。其他公司也在考虑是否进行私有化，或他们可以通过私有化受益，因为私有化可以减少公众对公司运行的审查，并且帮助公司节省法律合规上的成本，虽然要以股票流动性减少作为代价。私有化交易项目本身是受监管机构和其他股东高度严密审查的，并且常常会导致诉讼。所以这类项目需要谨慎的计划。

《美富美国上市公司私有化指南》(“本指南”)为私有化交易项目提供概览，并且：

- 探讨一个上市公司退市的各种渠道；
- 概括性描述私有化的各种潜在的利与弊；
- 透析私有化交易项目涉及的一些重要的法律责任，包括董事和在某种程度上控股股东或其他大股东的诚信义务 (fiduciary duty)，和必须作出的公开披露等；和
- 概括性描述一些可采用的程序上的保障措施和其他一些可能会降低交易成本的管理交易流程的方法。

本指南主要关注在中国大陆和香港开展业务的公司，并针对这类型公司在私有化交易中会遇到的一些典型的问题进行讨论。因此，本指南会讨论许多这类型公司涉及的多个注册地的司法辖区的法规，包括开曼群岛，英属维尔京群岛，和美国特拉华州的法规。本指南也会讨论美国联邦证券法的法规和公司大部分股东住在美国境外而带来的一些特别考虑。

虽然我们尝试通过本指南提供尽可能详尽的信息，请注意本指南只提供一个截至2012年11月5日美国私有化过程面对的主要法律、监管和实际操作上的问题的概览，因此并不能被依赖为在任何司法管辖区的法律建议。由于本指南的概括性，里面的信息不可能在所有情况下都适用，在特定情况下，如果没有具体法律建议，请不要仅依赖本指南而擅自行事。

我们希望您喜欢本指南并觉得它的可读性强、对您有帮助和有参考价值。如果您有任何的问题和意见，请联络在下一页列出的我所公司部团队的任何成员。

联系人

亚洲



周至恒
TChou@mofocom
+852 2585 0848



何俊华
MHeChen@mofocom
+852 2585 0887



莫德华
JohnMoore@mofocom
+852 2585 0869



王飞鸿
GWang@mofocom
+852 2585 0856

美国



HILLEN COHN
HCohn@mofocom
+1 213 892 5251



刘嘉琦
JLiu@mofocom
+1 415 268 6722



JONATHAN MELMED
JMelled@mofocom
+1 212 468 8005



欧博恩
MOBryan@mofocom
+1 415 268 6352

内容

第一章：	什么是“私有化”交易？	1
第二章：	法律机制概览	2
	美国国内发行人	2
	非美国发行人	2
第三章：	公司为什么要私有化？	4
	私有化潜在的优点和缺点	4
	为什么在美国上市的中国公司进行私有化？	5
	适合私有化的公司	6
	交易成本	6
第四章：	美国国内发行人进行私有化交易的各种方式	7
	要约收购	7
	合并	8
	反向股票分拆	8
	时间表的考虑	9
第五章：	外国私人发行人进行私有化交易的各种方式	10
	计划安排	10
	挤出式合并	10
	法定合并	11
	时间表的考虑	12
第六章：	控制股东其他的考虑	13

内容

第七章：	美国证券法的要求	14
	一般性要求	14
	规则13E-3项下的额外要求	15
	收购方和公司的其他潜在披露事项	17
第八章：	美国州法：诚信义务	18
	一般义务	18
	REVLON义务	19
	审查标准	19
第九章：	外国私人发行人的诚信义务	22
第十章：	程序保障措施	24
	特别委员会	24
	“过半少数股东”的批准	25
	充分记录决策过程	25
	公平意见	25
第十一章：	进入休眠—退市和取消登记	26
	“私有化”与“进入休眠”的区别	26
	成为需要申报的公司	26
	取消登记程序	27
第十二章：	对外国私人发行人的特殊考量因素—要点概述	30
附件：	示例性私有化交易时间表	31
	一步式合并与要约收购并随后进行简易合并的示例性时间表的比较	31
	开曼或英属维尔京群岛法律项下计划安排的示例性时间表	33

什么是“私有化”交易？

“私有化”有时从一个一般商业的角度是指把一个公开交易的公司停止公开交易的任何商业交易，例如当公司被一个第三方收购并变成该第三方全资拥有的子公司，并因此而退出公开证券市场。然而，从一个法律的角度，尤其是从美国联邦证券法的角度，“私有化”的定义更为狭隘，专指上述商业交易中的某一类型交易。在这类型的交易中，上市公司的控股股东或其关联方收购该公司被其他人拥有的剩余股份。

什么是“控制”？

就私有化的目的而言，“控制”并不要求实际多数的控股或绝对控制，只要求拥有主导公司管理层的权力，或对公司管理层造成主导的权力。控制可以通过控股，合同或其他方式拥有或行使，并且需要参照公司的具体情况来判断。

谁是“关联方”？

“关联方”意指直接或间接地控制公司，受公司控制，或受公司和他人共同控制的个人或实体。因此关联方通常包括公司所有的董事，执行高管和较大的股东。

私有化交易通常通过私募基金的增资和银行或其他渠道提供的借贷进行。这种交易通常被称为杠杆或管理层收购，私有化交易可以通过很多不同形式进行；但是，他们大部分都是通过下列方式的其中一种进行：

现金合并

公司所有发行的股份，除了买方或买方团体持有的股份，在获得股东多数同意或其他方式的同意后转化为现金。

现金要约收购

收购方直接从其他股东购买股份，之后通常对任何没有接受要约收购的股东进行“挤出式”合并（有时被称为“两步”方案）。

反向股票分拆

拥有较少量股份的股东，不再会获得非整数的零星股份，而只获得和持有零星股份相对应的现金，使公司最终的股东数目减少。

离岸公司

在开曼群岛，英属维尔京群岛注册的公司可以通过“计划安排”，挤出式交易或法定合并进行私有化。

公司有时候会通过被称为“进入休眠”交易寻求私有化交易的某些好处。他们会通过采取措施减少股东的数目，从而退出美国证券交易所以及免除其相关的披露要求。然而，这些公司依然需要应付任何剩余的股东，所以他们 and 已经私有化的公司的处境不同。

第二章

法律机制概览

在进行私有化交易时，公司必须遵守一系列法律，主要包括(i)其注册地的法律(可能是美国的或其他国家的法律)；以及(ii)美国联邦证券法，譬如美国1934年证券交易法案(“美国证券交易法”)。对于依据美国某一州法成立的公司和依据美国以外的司法管辖区的法律成立而在美国上市或交易但持股和运营基本上在美国境外的公司，美国联邦证券法有不同的法律规定。当然，其他法律也可能适用，譬如与公司业务有关的监管方面的问题。

A. 美国国内发行人

州法

美国各州对其州内成立的公司的董事要求承担诚信义务(fiduciary duty)。虽然各州要求的该等义务大致相同，在某些特定的情形下可能仍有重大区别。州法也规定了某些程序上的要求，例如，批准合并需要的股东投票以及股东投票的机制、或要约收购和挤出式合并的程序。鉴于相较于美国其他州而言，较多的上市公司都在特拉华州注册成立，以及特拉华州已经发展出一套其他州通常引为指南和参考(若非作为权威)的齐备的案例法，本指南侧重于解释特拉华州的法律。

美国证券法

关于私有化的美国证券法主要集中在披露方面，依据交易结构的不同而有具体的要求。美国证交会(“美国证交会”)一般会仔细审查私有化交易，将之视为偏向一方的交易并可能导致收购方就获得公司信息等方面相较于公众股东或者其他潜在收购方而言处于不公允的优势地位。美国证交会也担心收购方可能会对其他董事和公司的内幕人士施加不正当的影响，这些董事和内幕人士可能由收购方任命、或与收购方有其他的紧密联系。美国证交会因此一般对这类交易所做的备案材料进行仔细的审查。

此外，拥有美国上市公司5%以上股份的股东须满足美国联邦证券法下的披露义务，包括披露其持股的意向，以及在其意向有任何变动时修改披露内容。这一要求有时会要求私有化交易中的潜在收购方在与公司达成协议之前就发布公告。

B. 非美国发行人

本地法

与美国州法相似，美国境外成立的公司所在地的法律经常也要求公司内幕人士承担诚信义务。这些法律对于私有化交易的可行结构及法定程序也加以规定。因为许多在香

港和中国大陆有业务运营或有子公司的美国上市公司都在开曼群岛或英属维尔京群岛成立，本指南侧重于这两个司法管辖区的法律规定。

一般来讲，开曼群岛和英属维尔京群岛与私有化交易相关的法律大致类似。开曼群岛或英属维尔京群岛成立的公司可以通过计划安排的方式进行私有化交易，这一方式为法庭所监督进行，且必须经受影响的股东以绝对多数票通过，也可以通过挤出式合并或法定合并的方式进行。

美国证券法 — 外国私人发行人

美国境外成立但在美国的交易所进行股票交易的公司应遵守美国证券法的要求。然而，美国证券法对于和美国居民有较少接触的公司制定了一些特别的条款。更具体的说，这些条款适用于“外国私人发行人”。

何为“外国私人发行人”？

如果一家公司在美国境外成立并且满足以下任一条件，即为外国私人发行人：

- 50%或少于50%的具有表决权的流通股为美国居民所持有
- 多于50%的具有表决权的流通股为美国居民所持有，但不符合以下任何条件：
 - (1) 大多数的执行高管或董事是美国公民或居民；
 - (2) 超过50%的资产位于美国之内；或
 - (3) 其业务主要在美国管理。

参见美国证券交易法3b-4规则

特别针对外国私人发行人的条款包括：

- 美国联邦代理投票规则不适用于外国私人发行人，外国私人发行人应遵循其成立地的当地法。
- 美国联邦要约收购规则适用于对外国私人发行人股权证券进行的要约收购，但依据美国境外持有的股票所占份额的不同而有所调整：
 - 一级豁免：对于被要约收购的该等级证券而言，如果不超过10%为美国持有人所持有，该豁免对于美国要约收购的披露要求进行了广泛调整而有所放松；和
 - 二级豁免：对于被要约收购的该等级证券而言，如果不超过40%为美国持有人所持有，该豁免对美国法律要求提供了较有限的调整。二级豁免允许跨国交易中的要约人遵循其成立地的某些当地程序规则而非美国法律¹。

1. 参见美国证券交易法3a12-3(b)规则。

公司为什么要私有化？

A. 私有化潜在的优缺点

潜在的优点	潜在的缺点
<p>因为私有化之后公司不再需要满足美国证交会对上市公司做定期申报的要求²，公司在法律和会计上的所花的费用显著降低并消除为遵守美国证交会规定而产生的内部成本（其中包括高级管理人员为遵守有关规定所花费的时间）。</p> <p>其他可能的优点包括：</p> <ul style="list-style-type: none">• 当公开市场不能给公司一个恰当的估值时，私有化能帮助公司实现全面的价值并提高公司基于其现金流、收入预测和现金余额来获得外部融资的能力，而非基于其可能被低估的股票价格来获得外部融资；• 私有化让管理层专注于长期发展目标和策略，而不是迎合市场的短期期望；• 避免公司的业务被公众审查并最大限度地减少公司披露那些竞争对手可以利用的敏感信息；• 增加对公司股东来源的认识和控制，并减少对其他小股东提供服务所花费的成本；• 其他企业管治的灵活性；和• 为不属于收购方的股东提供了一个让他们的股票在市场低迷的时候实现价值最大化的机会。	<p>私有化有一定的缺点。最重要的是该公司的股票将不再有一个公开市场，这将：</p> <ul style="list-style-type: none">• 若有剩余股东，对他们来说，其所持股票的流动性降低；• 限制公司通过资本市场筹集资金的能力；• 影响公司利用其股票作为对价进行收购的能力；和• 以股票为基础的激励计划对员工的吸引力将减少。

2. 这是假设该公司也进行“进入休眠”，在本指南的第十一章“进入休眠—退市和取消登记”中有更充分地讨论。

B. 为什么在美国上市的中国公司进行私有化？

从2008年至2011年，有超过60家的中国企业在美国上市，其中包括不少通过“反向并购”（见下文）而形成的规模较小的中国公司。然而，由于多宗备受关注的案例，美国投资者对在美国上市的中国企业所采用的会计及企业管治标准纷纷表示关注，许多投资者对这样的公司失去了信心。被短期卖空公司指控的欺诈行为和美国证交会的调查主要是针对通过反向并购上市的中国企业。即使如此，其他在美国上市的中国公司的估值也受到了不利影响。因此，自2011年年底以来，在美国上市的中国公司进行私有化已经成为一种趋势。

反向并购

什么是反向并购？

在反向并购中，一家私营公司与在美国上市的空壳公司合并。该私人公司通过反向并购在美国的股票交易市场上市，如纽约证券交易所（“纽约证交所”）或纳斯达克股票市场（“纳斯达克”），在无需满足在美国首次公开发行（“首次公开发行”）必须满足的严格的披露要求下，仍能利用资本市场来筹资。

通常情况下，私人公司的股东用其所持股份换得上市空壳公司的大部分股权。虽然上市空壳公司是合并后续存的实体，私人公司的股东拥有对上市空壳公司的投票权和已发行股票的控股权。此外，私人公司的管理层通常接管了上市空壳公司的董事会及管理层。合并后续存的上市公司的资产和业务主要（如果不是全部）来自于之前的私人公司。

为什么要采用反向并购？

反向并购通常被认为是一个比首次公开发行更快和更便宜的“上市”方法。反向并购相关的法律和会计费用往往低于首次公开发行。此外，上市空壳公司除需要向美国证交会递交表格8-K并披露该反向收购外，不需要做在1933年证券法（经修订）（“美国证券法”）下对首次公开发行所要求的登记。此外，上市会帮助增加该公司在潜在收购者眼中的价值。

因为许多在美国上市的中国公司均有控股股东（例如创始人），为有效地完成上市公司的私有化，控股股东可以用现金从公众小股东手中购买其所持有的上市公司的股份。此外，许多在美国上市的中国企业的业务有稳定的现金流及强劲的资产负债表，这将帮助他们吸引私募投资者对私有化交易提供融资。

私有化完成后，这些公司有的打算在香港重新上市，因为中国公司的估值在香港股市往往较高并且分析师对中国公司的研究报导更为积极肯定。但是，对于那些由于会计

或公司治理问题而私有化的中国公司，这些问题带来的污点可能会对该等公司今后重新上市带来挑战，因为股票交易所和监管机构通常要求发行人披露其过往历史并且会有在某些情况下使这些公司很难满足的上市适合性要求。请参阅《美富香港上市指南》对在香港的首次公开发行过程更为详细的分析，该指南同时也能在我们中国资本市场网站找到 (www.mofo.com/hk-capital-markets)。

C. 适合私有化的公司

虽然对适合私有化的公司没有固定模式，大多数适合的公司普遍有以下特点：

管理团队	强有力的管理团队能创建并经营一个有能力产生相同现金并更有效率的公司
市场估值	小型和中型公司的市场估值（因为这种规模较小公司的股份更容易被低估）
内幕人士的所有权	内幕人士持有大量的股份从而仅需购买较少的股份
现金流	稳定的现金流、强劲的资产负债表、低额的未偿债务以及稳固的客户基础（尤其是当需要外部融资的情况）

D. 交易成本

打算进行私有化的上市公司还需要考虑私有化过程中产生的费用。除了需支付传统的交易费用外，寻求收购剩余股权的股东或关联人士组成的团体将必须准备和提交符合要求的披露并聘请律师就这方面进行协助。收购方也将必须支付会计师和财务顾问的费用、有关的融资费用、印刷及其他费用。此外，请注意：

- 应预见到（如果不是预期）私有化可能会产生诉讼，特别是当交易额巨大时；即使打赢了诉讼，辩护费用也会是显著的；
- 法官（尤其是在美国特拉华州）对私有化交易采用更高的司法标准进行审查；和
- 如上所述，美国证交会仔细审查私有化交易。

美国国内发行人进行私有化交易的各种方式

在私有化交易中，股东或者关联人士组成的团体有数种方式来收购一家上市公司。美国州法一般决定可允许采取的公司架构，但公司本身的组织文件、合同和其他因素也会使其选择受限。

一般来说，私有化交易要求大量的资金。资金要求可能以公司财产做抵押的借债方式满足，也可能由出售普通股或优先股给有意在私有化后的公司中持有股份的私募基金而获得的资金来满足。

A. 要约收购

私有化其中一种方式是通过要约收购进行，要约收购可以经过也可以不经过公司董事会的提前批准。在要约收购中，收购方直接向其他股东发出邀约以购买他们的股份。根据美国联邦证券法规则，邀约必须至少持续20个工作日，但由于满足其他条件（例如需要获得反垄断法或其他监管批准）而导致的延迟可能会使邀约在最低要求的期间之后才能结束。

在要约收购之后，如果收购方持有至少90%的已发行股份（包括收购获得的股份以及要约收购之前就拥有的股份），收购方无须由公司剩余的少数股东进行投票通过，而可以通过简易合并（short-form merger）的方式来完成私有化交易。即便收购方在要约收购中没有收购到90%的股份，收购方一般可以进行制式合并（long-form merger）以消除剩余股东，不过此种情形下可能要进行正式的股东投票而耗时良久且须进行代理投票材料的备案。

在商谈的要约收购中，现今一个普遍的趋势是公司会给予收购方“补足增发”的选择以从公司购买额外的股份，这样即便在要约收购中收购方并没有达到90%的标准线，通过补足增发，收购方可以达到90%的标准线从而无须进行股东投票而采取简易合并。补足增发的选择包含在合并协议中，其股票购买价格等于要约收购价格，且只有在要约收购的其他条件全部得到满足、要约收购已经完成、且完成后收购方持有公司多数已发行股份的情形下才能由收购方行使，以便收购方控制任何股东投票的结果，此时股东投票的要求仅成为一个程序问题。

补足增发选择的限制

采用补足增发取决于以下限制：

- 公司必须有足够多的已授权但未发行的股份来保证可以满足补足增发的需求；及
- 公司依据纳斯达克或纽约证交所的规则在发行等于或高于其已发行股份的20%的股票时必须获得股东批准。

一般来说，要约收购每少于90%标准线一个百分比，补足增发则要求公司增发相当于其当时已发行股份10%的股票。考虑到这些因素，在实践中购买方在要约收购中须收购至少88%的已发行股份以便成功采用补足增发的选择从而实现简易合并。

收购方可以单方进行要约收购（不先和公司就协议进行商谈），也可以先和公司就协议进行商谈。收购方必须首先考量美国州法中的反收购规则，此类规则可能会导致收购方在未经公司董事会同意（在一些州的法律下，即便获得了公司董事会的提前同意）而收购了一定比例的公司股票之后难以就公司采取实质性的行动，除非经过股东批准或须等待一段时间。

如本指南第八章“美国州法：诚信义务”所讨论的，采用要约收购的结构在某些情形下可能帮助收购方在司法审查方面适用较低的标准。

根据美国联邦证券法规则，公司在要约收购开始后10个工作日内必须以附表14D-9的形式备案，说明其就要约收购的态度。

B. 合并

私有化交易中的收购方可能通过合并来获得公司的股票。合并须根据法定的程序进行，包括收购方和公司之间签署协议以及股东投票批准。美国州法一般会就最短征求同意期作出规定，特拉华州成立的公司一般是20天。

一经批准，公司所有的股票都会被转换，包括不同意合并的股东所持有的股票，某些情形下此等股东有法定的股份评估权利。

C. 反向股票分拆

公司也可以采取反向股票分拆的方式来将纪录股东数目降低至美国证交会要求的标准之下，从而停止其向美国证交会备案的要求。在反向股票分拆中，公司发行一股新股来交换一定数目的旧股。反向股票分拆的完成涉及就不足一股的零星股份向非关联方持有人进行现金补偿的问题。例如，如果公司决定以300:1进行反向股票分拆，那么持有200股的股东只能就不足一股的零星股份而获得现金补偿，而不再持有公司的任何股份。

鉴于公司的章程必须做出修改，反向股票分拆一般要求持有公司多数已发行股票的股东的批准。

D. 时间表的考虑

私有化交易的时间表相当大的程度上取决于收购方和公司为达成协议所花的时间以及监管审查所需的时间，这两者都很难精确的预计。

对于监管审查而言，美国证交会通常对邀请或要约文件有大量的问题，解决这些问题可能花费相当时间远远超过适用的最低时间期限。对于国内发行人以一步式合并方式进行的私有化交易，在公司可以向股东发出合并邀请之前，美国证交会必须完成其审查并批准其邀请文件。在另一方面，如果私有化交易以要约收购的方式进行，美国证交会在要约开始之后才审查要约文件，因而当事方无须在要约开始之前等待美国证交会完成其审查，但收购方的要约仍须待美国证交会完成审查之后方可完成。鉴于美国证交会在要约持续期间（而非开始要约邀请之前）审查要约文件，除非有其他情形导致延迟，不然要约收购通常比合并要更加迅速。

参见本指南第七章“美国证券法律要求”，以及本指南附录“示例性私有化交易时间表”。

外国私人发行人进行私有化交易的各种方式

开曼群岛或英属维尔京群岛公司在进行私有化交易时，可选择通过当地法院批准的计划安排 (scheme of arrangement)、挤出式合并 (squeeze-out) 或法定合并 (statutory mergers) 的三种方式。

A. 计划安排

计划安排是一个由法院监督的程序，可以用于进行一家公司的股票转让，以换取另一家公司的金钱、财产、股票、债券或其他证券。使用计划安排的另外一个重要原因是确保公司所有股东都受到交易条款的约束。

根据计划安排，公司的董事会如果认为该计划安排会为公司带来最佳利益，他们通常会先批准计划安排的条款。

董事会批准之后，会向法院申请召开必要的股东会议，以批准计划安排。该计划安排必须获得在总额上代表至少75%的出席由法院召开的会议并投票的多数股东或各等级股东的批准。

获得需要的股东批准之后，公司必须向法院申请其对计划安排的最终批准。

B. 挤出式合并

投标购买目标公司的常见形式是出价购买目标公司所有的股票。收购者所面对的关键问题之一是如何处理反对的少数股东。

根据开曼群岛公司法，挤出式合并让拥有一家开曼公司至少90%的股票或收购者迫使剩下的股东向该大股东或收购者出售其股票。为了成功进行挤出式合并，必须先安排好一个把一家开曼公司的股票转让到另一家开曼公司的计划或合同。根据开曼法律，一个挤出式合并交易的一般过程如下：

- 收购者提出收购邀请后四个月之内，该收购邀请必须获得在股票价值上不少于90%被收购股票的通过；
- 收购邀请四个月期间之后的两个月之内，收购者可以通知反对的股东，告知该等股东收购者想收购他们的股票；
- 每个反对的股东从收购者通知的日期开始有一个月时间向法院申请合适的影响其出售股票的法院命令；

- 这一个月期间过期之后，若没有任何反对的股东向法院提出申请，收购者可以寄给公司发给反对股东的通知，告知他们其股票会被收购者收购，然后可以向公司支付购买对价的金额。

公司支付购买对价金额之后，必须将收购者注册为股票的纪录持有者。

根据英属维尔京群岛的法律，没有与以上类似的法定等待期间，收购者只需要在90%的大多数股东指示公司开始进行挤出式合并交易之后的七天之内向反对股东作出书面的收购邀约。

一般地，挤出式合并较其他交易架构可以让收购者比较快地对一家公司获得控制（假如收购者可以很快地获得公司90%以上的股票）并且对业务的打扰也最少。挤出式合并也具有灵活性，它不要求在收购邀约完毕之前必须先获得多少具体的公司股东的接受额。若股东持有少于90%的股票而不能有效地进行挤出式合并的交易，但他仍然持有、收购或者控制着下文所规定的大多数的股票数量，他可以使用法定合并方法来有效地消除少数股东。

C. 法定合并

开曼群岛或英属维尔京群岛公司在进行私有化交易时，也可选择通过法定合并的方式。为了成功地进行法定合并，公司一定要按照以下的步骤³：

- 每家参与合并的公司的董事必须批准一个合并计划，此计划包括关于各个参与合并的公司及合并条款的具体资料；
- 开曼公司：合并计划必须为各个参与合并公司的股东的特别决议批准及获得其他参与合并的公司的章程所规定的其他授权（如有）；及
- 英属维尔京群岛公司：合并计划必须为各个参与合并公司的有权参加投票的各等级股东的简单多数的批准（除非公司章程要求高于简单多数）。

在某些限制下，一家开曼群岛或英属维尔京群岛的参与合并公司的反对合并的股东可以请求公司以公平价格回购其股份。一名想行使其股份评估权利的股东必须在其他股东为合并投票之前向参与合并公司提出对合并的书面异议。

3. 开曼群岛或英属维尔京群岛的法律也有一个关于“新设合并”的概念，新设合并是指将所有参与合并公司都结合起来而新设一家新的公司。这个跟“合并”不同之处在于，合并时，一家已有的参与合并的公司会成为存续公司（这是比较常见的方法），具体合并程序及其他考虑，也取决于参与合并公司是否一家外国公司，或者存续公司、新设公司是外国公司还是开曼群岛或英属维尔京群岛公司而有所不同。

开曼群岛公司的特别决议

根据开曼群岛公司法，在下列情况下通过的决议为特别决议：

- 得到股东大会不少于三分之二有表决权的多数股东通过（或公司章程中具体规定的高于三分之二的数量股东，或另外就特别决议通过的事项作不同的不少于三分之二的投票要求），投票可以由股东亲自进行，如果允许委托代理的，也可以由股东的委托代理人进行，且该股东大会已正式发送会议通知，明确其拟通过特别决议的意图；或
- 如果公司章程允许，该决议可以由所有在一般大会上具有表决权的股东以书面方式一致通过，该书面方式可为单个或多个股东签署的一份或多份文件，并且此种方式通过的特别决议的生效日期为该文件或多份文件中最后一份文件签署的日期。

D. 时间表的考虑

对于开曼群岛或英属维尔京群岛公司而言，以法定合并方式来进行私有化交易从一个时间安排考虑来讲，优于计划安排方式，因为法定合并不需要得到法院批准。请见此指南的附录“示例性私有化交易时间表”。

控制股东其他的考虑

私有化交易经常是由一名已有的控制股东来进行的。这些交易被视为一种固有的自我交易：

- 一方面，控制股东为收购者，所以他应该与公司及其他股东是交易对手；但
- 另一方面，控制股东也许拥有关于公司的重要非公开信息，并且也许通过他的指定或选任董事权或他的投票权，来控制拟定的交易的批准程序或者公司对其其他代替交易的寻求，并且有可能影响到公司管理层为公司做出的各种各样的决定。

控制股东另外也许对持有在拟定交易中要被收购的股票少数股东有诚信义务。

为了处理这种固有的利益冲突，美国的法院在审查控制股东所进行的私有化交易当中通常会使用一个较为严格的审核标准（所谓“整体公平”的标准，请见下文更详细的说明）。不过，如果交易是经过商谈达成并且被一个代表公司的特别委员会批准过（此批准也必须经过少数股东的多数通过），有些法院在某些情况下也许会使用一个不是那么严格的审核标准（所谓“商业判断准则”）。请见此指南的第八章“美国州法：诚信义务”及第十章“程序保障措施”。

出于这些目的，法院可以决定一名股东对一家公司进行“控制”因为：他持有大多数的公司投票权，或者通过他自己的持股、他的董事或高管职位或其他方法，来控制一家公司。

美国证券法的要求

A. 一般性要求

取决于交易的结构，私有化交易需要满足美国证券法对于披露和备案提出的要求，类似于公众公司间的兼并和收购交易。

要约收购

如果交易结构为要约收购，收购方必须提交附表T0要约收购声明(见下文)。此外，自要约收购开始后十个营业日内，公司必须提交附表14D-9邀请和建议声明，陈述其对于要约收购的建议。

正式合并

如果交易结构为正式合并，公司必须通过投票代理声明书寻求其股东的批准，投票代理声明书必须符合美国证券交易法案条例14A和附表14A的要求，并且还必须在美国证交会备案(请注意，代理投票规定不适用于外国私人发行人)。如果没有为交易准备投票代理声明书，则需按照条例14C和附表14C的要求准备和提交一份信息声明书。特别是，两份声明书均要求披露公司董事在拟执行的事项中的直接或间接的利益。

反向股票分拆

如果交易结构为反向股票分拆，通常需要公司获得股东对修订公司组织文件的批准。因此，反向股票分拆需要准备代理投票和举行股东大会。

州法律对公司董事和管理人员提出了诚信义务，以确保所有“重大事实”都对股东进行了披露。请参阅本指南第八章“美国的州法律：诚信义务”。

什么是附表T0?

根据美国证券交易法案，对依据证券交易法案登记的证券发出要约收购后，将会持有超过5%该等公司股份的各方需要向美国证交会提交附表T0。附表T0要求披露下列信息：

- (i) 要约的重要条款；
- (ii) 公司和目标证券的信息；
- (iii) 收购方的身份、背景和所从事的业务；
- (iv) 收购方与公司之间先前的协商和交易；
- (v) 交易的目的是以及关于公司重大变化的任何计划；
- (vi) 资金的来源和金额，包括融资安排；
- (vii) 过去60日中收购方所拥有的公司的证券以及涉及目标证券的任何交易；和
- (viii) 如果是重要信息，收购方的财务报告。

B. 规则13E-3项下的额外要求

规则13E-3的适用

规则13e-3对私有化交易提出了额外的披露要求。具体说来，下列情况应适用规则13e-3：

- 该交易属于：
 - 公司或公司的“关联方”（见下文）收购公司的任何股权；
 - 公司或公司的关联方对任何股权发出要约收购；或
 - 公司或公司的关联方就合并或类似的公司重组、资产出售或反向股票分拆并涉及零星股票的回购而寻求股东的投票代理或同意（或派发信息声明书）；
- 公司或公司的关联方“从事”交易（见下文）；和
- 交易存在“合理可能性或目的”导致公司任何等级的公众股份有资格停止美国证券交易法案项下的登记或报告义务或从全国性证券交易所下市。

关联方的确定

判断私有化交易中某人是否是公司的关联方时应视乎事实而定，并需要审慎的考量。美国证交会和法院在判定“关联”性质是通常会适用下列规则和因素：

规则13e-3(a)-(1)

规则13e-3(a)-(1)对发行人的“关联方”定义为“通过一家或多家中间实体直接或间接控制该发行人或受该发行人控制或与该发行人受共同控制的人士”。

规则12b-2

规则12b-2对“控制”定义为“通过有表决权股份的所有权（无论是通过合同或其他方式获得）直接或间接拥有决定或促成决定某人士的管理和政策的权力”。

案例法和美国证交会的解释

在判断某人士是否控制公司时美国证交会和法院会考虑以下因素：

- 公司与该人士是否有相同的董事会成员、管理人员或股东；
- 该人士是否是公司的董事委员会（如薪酬委员会，审计委员会等）的成员，可以对公司的决策施加重大影响；
- 该人士与公司是否有任何合同关系；和
- 该人士与公司之间过去、现在和将来的关系的性质。

此外，在判断某人士是否是公司的关联方时，美国证交会着重考虑该人士实施控制的权力，而不仅仅限于该人士是否实际上行使其权力。

因此，规则13e-3适用于公司的现有股东或管理层单独或与私募基金保荐人联合通过合并、要约收购或其他方式要求收购公司的其他股份的典型交易，因为收购完成后公司将由控股股东或内幕人士拥有，并不再公开上市或登记。

但是，规则13e-3不适用于两步式要约收购/合并的第二步，只要第二步的支付对价与第一步相同，也不适用于收购价格是用与公司相同的权利来支付，而不是以现金或其他类别的证券来支付的交易。

判断公司或公司的关联方是否“从事”交易

附表13e-3项下公司或其关联方是否被视为“从事”了私有化交易取决于交易的事实和具体情况。美国证交会表明将会依据宽泛的情形就公司或其关联方会否被认为“从事”了私有化交易做出判断，包括：

- 公司建议其股东接受关联方的要约，即便公司还没有与关联方签署合并协议；或
- 交易会为公司高级管理层（通常被视为“关联方”）带来公众股东不可能获得的重大利益（例如获得公司发行在外股本的很大一部分，或在董事会占据席位）。

规则13E-3对披露义务和文件提出的要求

规则13e-3要求披露下列相关信息：

- 收购人对于公司及其业务的交易后计划；
- 用于交易的资金的来源和金额；
- 交易的目的是和后果，以及达到所述目的和后果的其他替代途径；
- 收购人作出的其相信交易对少数股东公平的声明书以及支持该意见的因素；
- 财务及法律顾问的报告、意见和评估；和
- 关于交易后果的备考数据。

附表13E-3项下的披露责任可能会很繁重。由于规则13e-3旨在保护少数股东，因此关于私有化交易的公平性方面的披露可能受到美国证交会的严格审查。其中，美国证交会将会审阅关于估值、交易价格的公允性、交易背景和历史、推荐或批准交易的董事以及独立委员的独立性等的披露。股东和专门代理原告方的诉讼律师们也会仔细查阅披露事项，并可能提出要求停止交易或变更交易条款的主张。

外国私人发行人进行私有化交易时通常也需要提交附表13E-3进行备案，除非是属于一级豁免范围的要约收购要求。

C. 收购方和公司的其他潜在披露事项

时间表的披露

交易一旦开始应尽快进行披露，美国证交会经常对交易何时开始持非常宽泛的意见。在交易公告前由收购团体的成员在长达2年前对公司股票的交易也可能被视为私有化交易中一系列交易的开始的第一步。

附表13D

如果一组公司高级行政人员原则上达成一致，提议收购一个公开上市的公司，即便没有书面约定，仍然存在很大的风险该组人员已经触及备案要求。

特别是，美国证券交易法案第13(d)款要求任何人如果在依据美国证券交易法案第12款登记的公司中累计持有超过5%的实益权益，必须提交附表13D进行备案，实质上披露拟进行的收购以及欲通过占有的股份对公司施加影响的意图。此外，附表13D中披露的事项如有重大变化（包括收购或处置1%的实益股份），必须及时变更附表13D。

因此，如果控股股东（或持有超过5%某等级证券的其他实益所有权人）提议私有化交易，并已经备案了附表13D，但没有事先披露其参与私有化交易的意图，则需要变更附表13D以披露其意图的改变。备案人在此等私有化意图形成之后必须尽快变更其备案，而不是仅仅签署正式的文件或开始要约收购之时。因此，私有化交易的收购方必须非常仔细地考虑其附表13D变更的备案时间，以避免提前披露，同时也确保在向公司董事会提出交易之前变更将会做好。

其他涉及披露的问题

其他向公众披露交易所涉及的问题包括：

- 公告私有化交易可能使公司暴露于公众兴趣，导致第三方报出更高的价格；
- 美国证交会对谁需要提交备案持非常宽泛的意见，股权保荐人、管理层成员、子公司以及其他方都有可能被要求进行备案；和
- 涉及交易的公允性评估意见的几乎所有材料，包括派发的材料、各种文件草稿和讨论材料等都需要给予披露。

美国州法：诚信义务

依照公司成立所在州的法律，以其职能行事的董事通常对公司及其股东负有诚信义务。该等义务适用于与私有化交易有关的董事行动。

A. 一般义务

忠诚义务

从诉讼角度讲，忠诚义务也许是最重要的义务，忠诚义务要求董事以善意的及被认为是符合公司及其股东最大利益的方式行事。董事不得进行涉及与其他股东的重大利益存在区别的或者有冲突的重大利益的“自我交易”或者不得以符合公司及其股东之外任何人的利益的方式行事。

就某一特定提议确定董事的独立性时必须参照提议及全部情境。该独立性的概念与纳斯达克证券及其他交易所旨在涉及公司所规定的“独立性”不同，因为后者没有考虑对第三方（如潜在买方）的独立性。随着交易的进行，如果董事的参与情况发生变化或者如果潜在对方发生变化，可能需要对董事的独立性再确认。

在有大股东或控股股东的公司，其他股东经常声称大股东或控股股东在公司或涉及公司的交易中享有权益，或在涉及公司的交易中享受其他小股东不能同等享受的权益，而且公司的某些或所有董事要么与控股股东共享某些利益，要么向控股股东负有义务因此极可能以控股股东的全部或部分利益而行事。

注意义务

依照注意义务，董事必须在适当考虑有关资料并进行适当考量后在拥有全面信息的情况下行事。董事通常可以信赖有关顾问的报告和建议，但必须善意行事而且不得用其其顾问的判断来代替自己的判断。

善意义务

尽管实际上是忠诚义务的一部分，但法院经常单独检查董事是否已经以善意的方式行事。当董事不顾其作为董事的职责，或者知道其是在未获得足够信息并且未进行考量的情况下做出重大决定时，董事可能违反了该义务。判定违反该义务的门槛很高，但因此罚金也很高，因为董事可采用的其他辩解不适合违反善意义务的情形。

披露义务

要求股东行事（无论是通过表决还是接受要约收购）的董事会必须就此事全面公允地披露在其控制范围内的所有重大事实。特拉华州法院已经采纳了美国联邦证券法关于“重大”的定义，并对某一事实认定为重大，如果该事实极大地被一位合理的股东认为对决定如何进行投票是重要的信息。

该义务也适用于退市交易。实际上，围绕上市公司交易的多数诉讼最终是通过披露解决的。

B. REVLON义务

在*Revlon诉MacAndrews & Forbes Holdings*案件中⁴，特拉华州最高法院判决当董事会提议以现金方式出售公司或者进行控制权变更的交易时，董事会应担当“拍卖人”以确保股东获得可合理获得的最大价值。法院已经强调对于*Revlon*义务的遵循，不存在“唯一的蓝图”，相反董事会必须在特定情况下，考虑具体情况合理行事。因此，董事会主动进行市场调查或者采取其他确认市场价值的考量方法以确保为股东获得适当价值并减少诉讼风险是十分重要的。

鉴于这个及其他原因，董事会经常在收到内幕人士的要约后被迫“兜售”公司以确定是否可以获得更高的要约。如果初始要约是由拒绝考虑其他交易的非常大的股东作出的，这种做法就不太可行，因为其他买方不太可能有兴趣尝试收购一家有不情愿的或充满敌意的大股东的公司，法院对此的实际限制已予以确认。但是，作出收购公司提议的大股东应准备好董事会试图找其他买家。

C. 审查标准

商业判决规则

公司董事的行动通常受所谓的“商业判断准则”的保护，该规则假设董事是以善意的、在获得全面信息的基础上真诚认为所采取的行动是符合公司的最大利益的方式行事。就此，法院避免事后评论董事的决定或者调查董事作出的决定的实质，除非股东可以反驳假设或者对董事是否履行了其诚信义务提出质疑或者有例外适用的情况（如与控股股东的交易，讨论见下文）。

整体公平

在审查公司与其控股股东间的交易时，或者另行涉及固有的利益冲突或者董事违反其诚信义务的交易时，特拉华州法院可能采用更为严格的被称为“整体公平”的标准，但以下描述的有可能存在的某些例外情况除外。

为符合“整体公平”标准，收购方有义务证明两个基本要素：“公平交易”和“公平价格”。

- “公平交易”指通过审查诸如交易时间、启动交易方式、设立交易结构以及磋商交易方法，如何获得董事和股东批准以及披露是否是充分等因素而衡量交易的批准程序。
- “公平价格”指对股东收到的换取其股份的价值进行的经济和财务分析。

4. *Revlon, Inc. 诉MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, 179 (Del. 1986年)。

尽管收购方通常有义务证明私有化交易程序和实质的公允性，特拉华州法院在*Kahn诉Lynch Communication Systems*案中⁵判决：如果交易是(i)由积极的且获得全面信息的特别委员会磋商并推荐的，或者(ii)由少数股东的多数批准的，则在整体公平性审查中义务将转移给原告股东。

应用于私有化交易

历史上，私有化交易一直受限于整体公平性的审查，至少在交易涉及控股股东或者就董事是否已经履行其诚信义务存在疑问时需进行整体公平性的审查。但是，特拉华州的某些地方法院曾表示如果私有化交易采纳某些程序，则可能存在各方有资格享受对董事更顺从的商业判断准则的方式。

单方面要约收购的“Pure Resources”标准

某些特拉华州法院裁决规定如果交易的结构是先进行非强制性要约收购紧接着进行简易合并，则由控股股东进行的收购可能会按商业判断准则被审查。该等法院表示：如果符合下述规定之一，则控股股东作出的要约收购被视为是“非强制性的”：

- 要约不可撤销的以收购少数股东持有的股份多数为条件；
- 控股股东已经承诺如果在要约收购中获得了90%以上的股份，则会以相同的价格进行简易合并；
- 控股股东没有作出惩罚性的威胁；以及
- 独立董事通过聘请自己的顾问，有充分的时间和自由决定权对要约收购作出反应向非控股股东作出推荐以及向非控股股东作出适当的信息披露以允许这些非控股股东在信息全面的情况下作出决定⁶。

要约收购和兼并的“CNX”联合标准

在*CNX天然气公司股东诉讼案*中⁷，另一家特拉华州法院提出对要约收购和兼并均适用的“联合”审查标准。根据该标准，如果交易同时满足以下条件，商业判断准则适用于涉及控股股东的私有化交易：

- (i) 是由独立的、无利害关系的董事组成的特别委员会磋商及批准的；以及
- (ii) 不可撤销的以少数股东的多数赞成投票（或者在要约收购的情况下，少数股东持有的多数股份已经接受要约）为条件。

因此，根据*CNX*标准，特别委员会不仅必须有权审查交易，还必须有权同意并推荐该交易。

5. *Kahn诉Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (1994年)。

6. 关于*Pure Resources Inc. 股东诉讼*，C.A. No. 19876 (Del. Ch. 2002年10月7日)。

7. 关于*CNX天然气公司股东诉讼*，C.A. No. 5377-VCL (Del. Ch. 2011年5月25日)。

尽管地方法院已经表示，如果交易采取了适当的保障措施，则可以按照不太严格的标准审查私有化交易，但是特拉华州最高法院尚未支持将较低的标准应用到由控股股东进行的收购中。私有化交易的赞成者以及其他公司董事应做好准备以便在更为严格的标准下为交易辩护。

有效委员会的重要性

最近案例表明为了有资格享受较低的审查标准，特别委员会必须真正实际行事而且有效。例如，在*Southern Peru Copper Corporation*股东衍生诉讼中⁸，特拉华州衡平法院判决，由另外一家公司控制的上市公司设立的特别委员会不能对由控股公司为其受控制公司就购买由控股公司拥有的另外一家公司作出的提议进行有效的审查。该案例并未涉及私有化交易但的确涉及控股股东是交易双方的情况，因此需受整体公平的审查。

法院判决采用特别委员会不足以使说服义务转移给对交易提出质疑的原告股东。此外，法院最终判决购买由控股公司拥有的其他公司对于受控制公司而言并不完全是公平的，并判决控股公司和控股公司委任到受控制公司的董事须对受控制公司给予约20亿美元的损害赔偿。

8. 关于*Southern Peru Copper Corporation*股东衍生诉讼，C.A. No. 961-CS (Del. Ch. 2011年10月15日)。

外国私人发行人的诚信义务

英国普通法准则在开曼和英属维尔京群岛极有说服力，根据该等准则，董事主要有以下义务：

- 按该董事善意认为符合公司最佳利益的方式行事的义务（且就此而言，该义务是对公司本身承担，而非对有联系公司、子公司或控股公司承担的义务；符合公司所属集团（如有）的最佳利益不一定符合公司的最佳利益）；
- 如出现收购事件，董事在对股东就其股份是否接受要约而提出建议时须有责任善意行事（董事并非必须提出该等建议，但如提出建议，董事不应为其自身不当理由提出该等建议）；
- 有义务行使其权力，但仅为授予其权力之目的行使该等权利；
- 对公司资产承担受托人义务；
- 避免利益冲突和权责冲突的义务；
- 对其在涉及公司的合同中的个人利益进行披露的义务；
- 不借董事职责私下谋利的义务；以及
- 运用适当的技能和审慎行事的义务。

此外，在英属维尔京群岛，董事承担以下法定义务：

诚实善意	董事行使其权力或履行其职责时应诚实善意，并应以其认为符合公司最佳利益的方式行事。
适当目的	董事在行使其权力时应出于适当目的，不应以有悖英属维尔京群岛公司法或公司组织大纲或公司章程细则的方式行事或同意公司以该等方式行事。
谨慎、勤勉和技能	行使董事权力或履行董事职务时，董事应运用一个有理智的董事在相同情形下会运用的谨慎、勤勉和技能，须考虑的因素包括但不限于以下各项： <ul style="list-style-type: none">• 公司性质；• 决策性质；以及• 董事的职位及董事所承担责任的性质。

披露个人利益

一旦察觉其在公司订立或拟订立的交易中享有权益，董事应立即向公司董事会做出披露。但是，在下述情况下，公司董事无需披露该等权益：

- 交易或拟议交易在董事和公司之间进行；以及
- 交易或拟议交易是或将是公司业务的正常经营的一部分并按常规条款和条件订立。

尽管开曼或英属维尔京群岛没有与特拉华州法律项下对董事会规定较为严格的诚信义务的整体公平标准相似的法规或案例法，许多从业人员认为开曼或英属维尔京群岛公司董事会可从特拉华州法律寻求指引，了解在私有化交易中为避免诉讼风险应采取的行动。有鉴于此，开曼或英属维尔京群岛公司通常的做法是成立一个由独立董事组成的特别委员会，由特别委员会直接与收购方协商有关私有化交易的条款。

程序保障措施

为减少由控股股东发起的退市交易引起的诉讼风险，交易涉及的收购方和董事会可采取某些程序保障措施。最为有效的措施通常指促使交易获得(1)由独立董事及无利害关系董事组成的特别委员会及(2)过半完全知情的少数股东的批准。如上文所述，在受限于整体公平审查的交易中，如能适当采用上述两项程序保障措施中的一项，收购方可将证明交易在程序及实质方面均公平的责任转移给原告股东。此外，在有些法院，在以上两项程序保障措施均被采用的情况下，本来受限于整体公平审查的交易可按商业判断准则的标准来审查（而不是更为严格的整体公平审查标准）。参见本指南第八章“美国州法：诚信义务”。

A. 特别委员会

目前常见的做法是涉及私有化交易的董事会指定由独立董事和无利害关系董事组成的特别委员会就交易进行评估和协商（如适当）。为了获得将整体公平标准的责任转移给原告股东的好处，或为了证明使用委员会使交易程序上公平，则必须特别考虑特别委员会是否真的独立、无利害关系、完全知情并有自由以符合股东最佳利益的方式按公平条款交易的原则进行协商。

特别委员会需考虑的关键因素包括以下各项：

- 在委员会任职的所有董事应独立于该项交易且无利害关系。就委员会成员与收购方之间的任何关系应进行审查，即使委员会成员除股东通常收到的对价以外，没有另行收到任何对价。
- 委员会应有明确的授权。尤其是，委员会应被授予真正的议价权，包括对任何具体交易说“不”的权力，甚至包括采取措施防止收购方在未经委员会批准的情况下继续交易的权力。
- 委员会应被允许获得其需要的资源，包括有资格选择独立法律顾问、财务顾问和其他顾问，以及接触管理层及查阅与公司业务及潜在收购方有关的信息。
- 所有委员应积极参与整个过程、参加会议以及对信息和建议做出批判性的评估。在某种程度上委员会成员可依赖其顾问和管理层，但无论如何应做出自己的判断和决定。委员会成员应创造性地考虑适用公司的替代方案，而不仅仅关注收购方的提案。
- 作为该过程的一部分，委员会可能会从财务角度就向交易涉及的股东支付的对价的公平性从合格的独立财务顾问处获得公平意见。参见下文D部分“公平意见”。

需要注意的是，在某些情况下，特别是未涉及控股股东且董事会多数成员为无利害关系方时，董事会可选择不组建特别委员会，而是由其自身作为委员会行事，并要求有利害关系的成员回避且不参与审议和决策。

B. “过半少数股东”的批准

私有化交易的另一可能的程序保障措施是让：(1)少数股东同意出售其所持股份的大部分；或(2)交易由过半有权投票的少数股东批准，从而使交易不能被放弃。公众股东必须被提供交易的所有相关信息，从而使其能做出知情决定。

需要注意的是，采用过半少数股东批准的条件还可能使第三方（如对冲基金或从事套利者）更易于购买足够份额的公司股票，并在交易宣布后在股东投票或出售中起重要作用。随后从事套利者和对冲基金可联系收购方，尽量为取得甚至更高的交易价格或其他利益进行谈判。对于小型上市公司或发行量较小的公司而言，有效控制过半少数股东投票所需的金额会更少。

还需注意的是，知情过半少数股东的同意本身不一定能消除有关程序或取得的价格中的任何缺陷，且有关交易的公平性仍需通过法院的审查。

C. 充分记录决策过程

特别委员会应对其工作建立适当的记录，使其行动获得功劳。对特别委员会有关私有化交易的会议的会议记录，以及最终使交易获得批准的谈判和决策过程的具体和准确的记录，都应该好好保存，这有助于证明特别委员会的独立性、勤勉和慎重考虑。

D. 公平意见

董事会（或者特别委员会，如适用）经常要求独立财务顾问（通常是一家投资银行）出具一份“公平”意见以支持其就私有化交易中支付的价格的公平性做出的决定。财务顾问应有丰富的经验并应被给予充分的时间和信息以准备其分析。董事会或者委员会应知晓银行可能存在的所有重大冲突并考量该等冲突是否是致命的或者是否可以以某种方式解决。

什么是“公平意见”？

公平意见是外部财务顾问就交易某些元素的公平性提供的专业评估，包括支付的对价以及交易的某些结构元素。交易的公平性是于某具体日期从财务角度评估的而且通常是基于某些限制和假设做出的。准备公平意见的财务顾问并不对交易进行推荐也不对支付的对价是否是最佳表示看法。取而代之的是，财务顾问仅对支付的对价是否是在被认为是公平的范围内发表意见。因此，公司董事会应避免过分信赖公平意见并应认真考虑是否可以以更好的条件获得替代结构或者替代交易合作伙伴。

进入休眠—退市和取消登记

A. “私有化”与“进入休眠”的区别

前面我们已经讨论过，“私有化”指收购方，如控股股东通过合并或某种形式的要约收购获得公司发行在外的股份，导致公司的登记股东不足300名，或公司从证券交易所或报价系统退市。但是，这两种情形下公司也仍然需要履行美国证券交易法项下向美国证交会申报的义务。公司必须经过另一步骤并取消其股票登记后才能停止其定期向美国证交会申报的义务。

如果公司选择“进入休眠”而没有进行完全私有化，公司绕过第一步并自愿退市，取消公司股票登记，而不对全体股东的股票进行现金支付。在这两种情况下，公司不再需要遵守美国证交会的申报要求，也无须继续履行其他证券规则和其股票上市的证券交易所的规则和合规义务。

B. 成为需要申报的公司

公司通过IPO可能一开始就已成为需要向美国证交会申报的公司，但在很多情况下，公司渐渐积累了相关的申报义务，如根据第15(d)条（公司已根据美国证券交易法提交了登记声明），以及同时根据第12(g)条（公司登记股东超过500名）和第12(b)条（美国上市公司）或根据这两者中的其中一条。当公司选择完全退出申报系统时，这些义务都要全面考虑。这些美国证券交易法的规则适用于向美国证交会申报的公司，无论它们是美国上市公司还是外国私人发行人。具体而言，在下列三种情况下外国私人发行人需要遵守美国证券交易法规定的申报要求：

- (1) 外国私人发行人在美国证券交易所上市某一类别的证券，该发行人必须根据美国证券交易法就该类别证券在美国证交会进行登记；
- (2) 外国私人发行人第一个财政年度最后一天结束后的120天内，如果发行人的总资产超过1000万美元，并且某一类别证券的登记在册股东(i)在全球达到2,000名或更多，或(ii)在美国境内的非认可投资者有500人，该发行人必须根据美国证券交易法第12(g)条向美国证交会登记该类别证券⁹；和
- (3) 如果外国私人发行人根据美国证券法就证券出售作登记声明，发行人需要根据美国证券交易法第15(d)条向美国证交会申报。

在统计美国证券交易法第12(g)条项下的登记在册持有人时，外国私人发行人所使用的方法不同于美国公司或属于非“外国私人发行人”的外国公司允许使用的方法。后者

在统计时只计算股票的登记股东，而不包括通过经纪人账户购买股票的实益持有人。对于外国私人发行人，居住在美国境内的客户，他们通过经纪人、券商、银行或代理人名下持有的股份依其持股的独立账户数都计为美国持有人。此外，对于美国证券交易法第13(d)条项下或其他国家任何可比的申报规定项下登记为美国居民的实益持有人也都被计为该外国私人发行人的美国登记股东¹⁰。

C. 取消登记程序

股份的取消登记涉及多个步骤，实践过程中许多规则变得非常复杂和有高度技术性。

根据第12(b)条退市和取消登记

一家典型的上市公司拥有登记在12(b)条项下的股票，并在全国性证券交易所（如纳斯达克或纽约交易所）挂牌，第12d2-2条和表格25对此类公司目前在12(b)条项下进行的登记提供了退市和取消登记的启动程序。第一步是股票退市。上市公司有权通过向美国证交会提交表格25对其于12(b)条项下登记的股票自愿退市和取消登记。公司必须就其提交表格25的意图发出通知，并在表格25提交之前10天对此发布新闻通告。表格25提交10天之后退市生效。自退市生效日起，公司在美国证券交易法第13(a)项下对美国交易委员会的申报责任即可暂停。但是，12(b)项下的登记必须在退市生效90天后才能实际上终止。12(b)条项下的退市和取消登记并不意味着程序结束。

根据12(g)条取消登记和暂停15(d)条项下的申报义务

在依据12(b)退市之后，公司可能仍然需要履行美国证券交易法第12(g)项下的申报义务。为了完成第12(g)项下的取消登记和暂停15(d)项下的申报，发行人必须提交表格15。表格15可以在退市生效日（即表格25提交10天之后）的那天或之后提交。为了能依据12(g)进行取消登记，表格15必须证明公司拟取消登记的类别股份的登记股东不到300人。第15(d)条项下的申报暂停可以(i)自动生效，条件是任何财政年度（而不是登记声明生效的年度）开始时该类别证券的登记股东不到300人，或(ii)随时生效，只要援引规则12h-3的有条件暂停，条件是类别证券的登记股东不到300人，或者，登记股东在2,000人以下或者非认可持有人在500人以下，同时前三个财政年度每一年结束时发行人的总资产不超过1,000万美元¹¹。

10. 美国证券交易法第12g3-2(a)条。

11. 该标准最近已由美国创业企业扶助法给予修订。

美国证券交易法下公司的定期申报义务(例如, 表格10-K, 20-F, 10-Q, 8-K和6-K)在提交表格15以后立即暂停, 第12(g)条项下的取消登记于90天后生效。但是, 表格15提交后的90天期限内或提交表格25取消第12(b)条项下的登记后其他美国证券交易法的申报义务仍然存在。之前根据第12(b)或12(g)项下登记的外国私人发行人将继续遵守13(d)和13(e)条项下的要求, 包括在90天内须遵循在13e-3规则中的私有化交易规则。

尽管公司可以通过提交表格15而暂停其在15(d)项下的义务, 但公司任何时候都不能终止其在15(d)项下的申报义务。如果任何时候公司不再满足根据第15(d)条可以暂停申报义务的要求(例如, 公司提交表格15以后的任何财政年度的第一天其登记股东人数超过限额), 申报义务将无需公司采取任何行动就重新恢复。例如, 经纪人或其他持股机构可能不再有资格持有股份而在过户机构将股份直接登记在实益持有人名下。此时, 每一位实益持股人就成为登记股东, 登记股东的统计人数可能超过限额。为了避免需要登记, 已经“进入休眠”的公司需要非常仔细地关注每一财政年度公司的登记股东人数, 并采取步骤(例如反向股票分拆或股份回购或要约)以确保在12(g)条和15(d)条的相关测试日期前公司登记股东持续保持在300人以下。

外国私人发行人取消股份登记

外国私人发行人适用对取消登记程序的某些修订。外国私人发行人可取消其登记在美国证券交易法第12(g)条下的某一类别股票, 如果该类别股票的持有人(i)不到300名美国居民, 或(ii)不到500名美国居民, 且发行人上一个完整财政年度结束时的资产不超过1,000万美元¹²。

发行人必须“看穿”全球范围的经纪人、券商、银行和代理人的股东登记情况, 并计算持有股份的美国境内居民的独立账户的数量。如果发行人满足各项条件, 发行人可以退出美国证交会的申报系统。参见本章C部分“取消登记程序”。同美国公司一样, 外国私人发行人只能暂停(不是永久终止)其对美国证交会的申报义务, 迫使公司逐年审查是否满足申报豁免条件, 除非公司能够利用提供给外国私人发行人的其他的取消登记选择。参见下文叙述。

双重上市的外国私人发行人的终止选择

如果外国私人发行人同时还在美国以外上市, 并且该美国境外市场(例如香港联合交易所)是其主要交易市场, 该双重上市的外国私人发行人可能有资格援用美国证券交易法下规则12h-6退出美国证交会的申报系统, 而无论该公司的规模大小或美国登记股东的人数情况。规则12h-6为在12(g)或15(d)条项下登记的类别证券就永久终止美国证交会的申报义务提供选择。必须满足几个条件:

-
- 该发行人必须在至少一年时间内是美国证券交易法要求的申报公司，已经备案或提交美国证券交易法要求在该期限内申报的全部报告，并已经根据美国证券交易法第13(a)条提交了至少一份年度报告；
 - 该发行人必须在过去12个月内没有在美国进行登记发行（除非是少数例外情形）；
 - 该发行人必须维持美国境外上市状态，且该境外市场是其主要交易市场，在最近12月内占有至少55%的成交量；
 - (i)发行人股票的美国日平均交易量（“ADTV”）必须不超过全球日平均交易量的5%，或(ii)使用经调整的看穿实益所有人计算方法统计的发行人的登记股东必须低于300人（全球范围或美国居民）¹³；和
 - 退市时如果发行人的日平均交易量不符合5%的测试标准，发行人必须另行遵守12月的等待期规定。

外国私人发行人必须提交表格15F，证明符合各项法规要求的要素，以便完成股票取消登记。

12. 美国证券交易法规则12g-4和规则12h-3。

13. 作为对全球范围的替代，发行人可以将“看穿”范围限制在美国、发行人的注册地以及主要交易市场所在地（如果与其公司注册地不同）的经纪人、券商和其他代理人。

对外国私人发行人的特殊考量因素—要点概述

在本指南中，我们通篇强调了针对外国私人发行人的特殊规则和考量因素，包括与以下各项有关的特殊规则和考量因素：

- 外国私人发行人注册地所在司法管辖区的法律，这些法律可能规定有其他的退市办法（例如计划安排）和对董事和管理人员不同的诚信义务标准；
- 某些跨国交易被豁免遵守美国要约收购披露规则；
- 美国投票代理书材料规则不适用于外国私人发行人；
- 登记在册所有权计算方法方面的差异；以及
- “进入休眠”时取消登记程序中适用于外国私人发行人的规则的不同。

根据情况，这些差异会导致有些外国私人发行人私有化交易涉及的诉讼风险减少、费用降低、美国证交会审核和审查减少、时间缩短等。

最后，尽管并非本指南的重点，务必要注意私有化交易也可能须经美国外国投资委员会（“CFIUS”）审核。CFIUS审核涉及被非美国人收购的美国公司或经营业务并可能引起美国国家安全顾虑的交易，它可能需要因国家安全顾虑采取措施修改某些交易，甚至建议美国总统阻止该等交易。即使是控制权从一个外国人变更为另一个外国人，也可能会适用CFIUS审核。另外，CFIUS还可能审核拥有外国母公司或大量外国股东的美国公司所进行的收购。

尽管私有化交易需要一个认真考虑的过程，并且通常需要经过严格审查，但私有化会带来大量好处，最突出的是能够减少合规、会计和法律费用。鉴于最近加强了对在美国上市的中国公司的审查，对这些公司而言，私有化交易不失为一个很有吸引力的途径。

示例性私有化交易时间表

以下时间表用于举例说明可能要经过的程序以及所需的时间。当然，实际时间会根据当事方可以控制或无法控制的具体情形发生变化。在实践中，私有化交易的当事人会碰到没有预见的问题，包括诉讼，这些问题可能会延迟交易的时间安排。

A. 一步式合并与要约收购并随后进行简易合并的示例性时间表的比较

一步式合并：程序步骤	
第1-5天	<ul style="list-style-type: none"> 收购方在公司董事会会议上提出正式私有化建议书； 董事会成立特别委员会考虑私有化交易的公平性，并授权特别委员会任命独立法律顾问和顾问人员； 公司就特别委员会设立及法律顾问和顾问人员聘用事宜发布新闻稿；以及 特别委员会要求提供与私有化建议书和公司估价有关的所有相关资料。
第6-20天	<ul style="list-style-type: none"> 财务顾问进行财务尽职调查，并在特别委员会会议上报告初步估价和交易替代方案；以及 特别委员会评估私有化建议书，并决定是否接受该建议书。
第21-25天	<ul style="list-style-type: none"> 特别委员会与收购方谈判交易价格和合并协议条款。
第26-30天	<ul style="list-style-type: none"> 财务顾问在特别委员会会议上提交公平性意见书，特别委员会决定建议书的条款是否公平； 特别委员会向董事会推荐建议书，董事会批准推荐意见；以及 双方签署合并协议，公司就合并协议签署事宜发布新闻稿。
第31-45天	<ul style="list-style-type: none"> 公司准备并提交美国证交会备案文件（即初步投票代理说明书，或对于外国私人发行人而言，为情况说明书；以及附表13E-3）。
第46-100天	<ul style="list-style-type: none"> 美国证交会审核过程。
第101天	<ul style="list-style-type: none"> 董事会批准召开特别股东会议批准交易（通常提前30天通知）。

一步式合并：程序步骤

第145天	<ul style="list-style-type: none"> • 股东开会批准交易。
第146天	<ul style="list-style-type: none"> • 交易交割，以及确认交割后公司退市。

要约收购并随后进行简易合并

第1-25天	<ul style="list-style-type: none"> • 公司和收购方以完成要约收购为前提谈判合并条件； • 董事会（在适用时连同特别委员会）批准合并协议，公司和收购方分别就有关合并和预期要约收购的条款达成的协议发布新闻稿；以及 • 起草要约收购声明书。
第26天	<ul style="list-style-type: none"> • 要约收购开始； • 提交包含要约收购声明书的附表T0； • 提交显示公司对要约收购推荐意见的附表14D-9（在要约收购开始后10天内）； • 提交附表13E-3； • 就要约收购发布报纸广告；以及 • 向股东派发要约收购文件。
第21-25天	<ul style="list-style-type: none"> • 特别委员会与收购方谈判交易价格和兼并协议的条款。
第26-30天	<ul style="list-style-type: none"> • 财务顾问在特别委员会会议上提交公平性意见书，特别委员会决定建议书的条款是否公平； • 特别委员会向董事会推荐建议书，董事会批准推荐意见；以及 • 双方签署合并协议，公司就兼并协议签署事宜发布新闻稿。
第27-55天	<ul style="list-style-type: none"> • 要约收购仍保持开放状态（请注意，要约收购保持开放状态的时间长度一般取决于双方认为要花多长时间取得90%股东的出价，但要约收购必须保持开放状态至少达20天）；并且 • 在附表T0上提交要约收购重大变更（若有）资料。
第56天	<ul style="list-style-type: none"> • 要约收购交割； • 公司和收购方均就要约收购及简易合并完成事宜发布新闻稿； • 向有关州提交合并证书； • 提交对附表13E-3的修订，说明交易的结果；以及 • 提交对附表T0的最终修订。

B. 开曼或英属维尔京群岛法律项下计划安排的示例性时间表

时间安排 (从向法院提交 协议书文件开始)	程序步骤
14天	关于召集公司股东会议的首次法院听审
14-21天	发布会议通知
45-50天	根据法院指示举行类别股东会议
56-63天	为批准协议书召开第二次法院听审
70-84天	向登记处提交法院命令

办事处一览表

亚洲

香港

地址：中环皇后大道中15号
置地广场公爵大厦33楼
电话：+852 2585 0888

上海

地址：延安东路222号外滩中心
3501-3502室
电话：+86 21 2322 5200

北京

地址：朝阳区建国路77号华贸中心
3号写字楼22层
电话：+86 10 5909 3399

东京

地址：千代田区丸之内1-5-1号
新丸之内大厦29层
电话：+81 3 3214 6522

美国

纽约

地址：1290 Avenue of the Americas
电话：+1 212 468 8000

旧金山

地址：425 Market Street
电话：+1 415 268 7000

洛杉矶

地址：555 West Fifth Street, Suite 3500
电话：+1 213 892 5200

圣地亚哥

地址：12531 High Bluff Drive, Suite 100
电话：+1 858 720 5100

北弗吉尼亚

地址：1650 Tysons Boulevard, Suite 400
电话：+1 703 760 7700

华盛顿特区

地址：2000 Pennsylvania Avenue, NW, Suite 6000
电话：+1 202 887 1500

帕洛阿尔托

地址：755 Page Mill Road
电话：+1 650 813 5600

萨克拉门托

地址：400 Capitol Mall, Suite 2600
电话：+1 916 448 3200

丹佛

地址：5200 Republic Plaza
370 Seventeenth Street
电话：+1 303 592 1500

欧洲

伦敦

地址：CityPoint
One Ropemaker Street
电话：+44 20 7920 4000

布鲁塞尔

地址：Boulevard Louis Schmidt 29
电话：+32 2 347 0400



关于美富——一家能力超群的全球性律师事务所。本所客户包括全球规模最大的金融机构、投资银行、《财富》100强企业以及科技和生命科学公司。迄今为止，美富已连续九年入选《美国律师》杂志的“A级律师事务所”排名。此外，我们还荣登《财富》杂志的“百佳雇主”排行榜。在致力于为客户取得富有创造性和符合客户商业需要的解决方案的同时，我们的律师总能展现出令本所在众多竞争对手中脱颖而出特色才能。

