

# 歐洲聯盟企業收購指令

## 關於少數股東股份收買請求權之研究

陳麗娟\*

### 目 次

壹、前言
貳、歐洲聯盟企業收購指令的立法背景與少數股東股份收買請求權之發展
參、規範少數股東股份收買的理由
肆、歐洲聯盟企業收購指令第十六條規定的內容
一、門檻值
(一) 兩種不同的計算方法
(二) 只要跨過門檻值
(三) 依據股票種類計算門檻值
二、行使股份收買請求權的期限
三、補償
四、程序規定
伍、德國轉換立法少數股東股份收買的情形
陸、結語

關鍵詞：歐洲聯盟、企業收購、少數股東、少數股東的保護、排擠、股份收買、強制出價、公司經營更換、股份收買請求權

投稿日期：九十六年三月十九日；接受刊登日期：九十六年五月二十四日

\* 德國慕尼黑大學法學博士；現任逢甲大學財經法律研究所專任副教授。

## 壹、前言

歷經 15 年的立法討論，終於在二〇〇四年五月二十日時達成共識通過適用於歐洲聯盟（European Union）內的企業收購指令（Übernehmerichtlinie；Takeover Bids Directive）<sup>1</sup>，即現在歐洲聯盟已經有法律拘束力的企業收購法的綱要條件。歐洲聯盟的企業收購指令主要是公司法的要素，第十六條係規定少數股東股份收買（sell-out）的情形。依據企業收購指令第二十一條第一項之規定，會員國必須在二〇〇六年五月二十日前完成轉換立法的工作。二〇〇二年一月一日時，德國的有價證券取得與收購法（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz；即為德國的企業收購法），本質上有價證券取得與收購法是市場規範，主要是要連接金融市場規範與公司法，以作為組織法的一種形式<sup>2</sup>。而因為德國必須要轉換歐洲聯盟的企業收購指令成為國內法規，因此也擴大少數股東法定的股份收買請求權（Andienungsrecht）的適用範圍。

本文首先要介紹歐洲聯盟的企業收購指令的立法經過，以明瞭在歐洲聯盟會員國間因不同的公司法制而造成要取得共識完成立法的艱鉅挑戰，特別是英國法對於採取雙軌制公司治理制度的德國法之衝擊。強制出價（Pflichtangebot；compulsory offer）是歐洲聯盟企業收購指令的核心規範，而為保護少數股東的權益，故在第十五條

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/25/EG, ABIEU 2004 L 142/12–23.

<sup>2</sup> See HARALD BAUM, CHANGE OF GOVERNANCE IN HISTORIC PROSPECTIVE: THE GERMAN EXPERIENCE, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE LAW WORKING PAPER Nr. 28/2005, 28 (March 2005).

與第十六條規定排擠（squeeze-out）與股份收買（sell-out），以給予少數股東更周延的保障。因此接著將分析與探討排擠與少數股東股份收買的規定，並將以德國法的相關規定作實際的例子，說明德國基於轉換立法的義務轉換歐洲聯盟企業收購指令修訂其國內法的情形。最後將歸納歐洲聯盟企業收購指令對於德國法的影響，而我國公司法屬於大陸法系的立法模式，德國法對於我國公司法有一定程度的影響，因此亦將檢視我國公司法與企業併購法對於少數股東之保護是否妥適。

## 貳、歐洲聯盟企業收購指令的立法背景與 少數股東股份收買請求權之發展

早在一九七〇年代初期，歐洲共同體的會員國即思考在收購出價的情形，應保護少數股東的權益及給與等值的保護，以便使未來的歐洲企業收購法更透明化<sup>3</sup>。歐洲共同體的執行委員會（EC Commission）自一九七四年起，即開始嘗試調適會員國間的企業收購法<sup>4</sup>，當時委託英國的公司法學者 Robert Pennington 進行鑑定並草擬歐洲共同體的企業收購指令草案，此一草案提出後，立即在所有的會員

---

<sup>3</sup> Vgl. Ralph Beckmann/ Mark O. Kersting/ Werner Mielke, Das neue Übernahmerecht, München 2003, S. 3.

<sup>4</sup> EC-Commission DOC XI/56/74.

國內引起熱烈的討論<sup>5</sup>。雖然在一九七四年時，德國國內正好發生福斯汽車（Volkswagen）股份有限公司收購奧迪汽車股份有限公司（Audi）的事件，而引發關係企業形成控股的激烈討論，但卻未進一步引起對敵意收購要約（feindliche Übernahmeangebote；hostile takeover）的討論，僅對善意的收購要約（freundliche Übernahmeangebote；friendly takeover）作些微的討論，但在德國學界則開始持續討論是否應制定企業收購法，長達十年之久<sup>6</sup>。

一九八五年時，歐洲共同體的執行委員會在其至一九九二年底止應完成單一市場白皮書（Weißbuch über die Vollendung des Binnenmarktes bis 1992）中即表明，未來將提出關於企業收購指令的草案，而在一九八七年時執行委員會向理事會（Council）提出企業收購指令的草案<sup>7</sup>。此一草案再度引起德國學界的熱烈討論與質疑是否有必要制定關於企業收購法，但鑑於自一九八六年起在歐洲共同體內逐漸增加的跨國企業收購案例，另一方面 Carlo Benedetti 以其關係企業所屬的一家公司取得比利時最大的控股公司 Société Générale de Belgique 的多數股票，更加強了執行委員會制定企業收購法的決心<sup>8</sup>。

執行委員會於一九八九年時提出適用於歐洲共同體的第十三號企業收購指令草案<sup>9</sup>，但在二〇〇一年七月的歐洲議會（European

<sup>5</sup> Vgl. Peter Behrens, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen Regelung für Übernahmeangebot, ZGR 1975, S. 433 f.

<sup>6</sup> Vgl. Ralph Beckmann/ Mark O. Kersting/ Werner Mielke, aaO, S. 3.

<sup>7</sup> Kommission DOK. XV/63/87-DE.

<sup>8</sup> Vgl. Ralph Beckmann/ Mark O. Kersting/ Werner Mielke, aaO, S. 4.

<sup>9</sup> COM (88) 823 final, OJ 1989 C 64/1 of March 14, 1989.

Parliament) 並未通過第十三號指令的決議<sup>10</sup>。第十三號關於企業收購的指令草案, 主要係以倫敦收購與合併城市規約(London City Code on Takeover and Mergers) 為立法藍本。倫敦收購與合併城市規約是由在倫敦市的金融機構達成的一項自律協議, 在英國的收購出價係由收購與合併小組(Panel on Takeovers and Mergers) 規範<sup>11</sup>。倫敦收購與合併城市規約一九六八年三月首次公布, 一九九一年時有價證券與投資委員會(Securities and Investment Board) 修訂部分內容, 並由收購與合併小組負責監督企業收購與合併。此一規約涵蓋公司法與金融市場法, 非常理想的補充英國關於公開上市公司結構的法規、以及倫敦金融市場正式與非正式的法規。雖然收購與合併的城市規約僅被認為是自願接受的限制規定, 且不具有法律的效力, 但至目前為止, 英國的公司卻普遍遵守此一城市規約進行企業併購<sup>12</sup>。

第十三號指令草案第二條第一項第 a 款規定, 收購出價(takeover bid) 係指公開對一家上市公司的有價證券持有人要約出價, 以期取得全部或部分有價證券的意思表示, 目標公司的董事會對於敵意收購不得採取防禦措施, 但若股東大會在公開收購期間授權董事會採取防禦措施時, 則不在此限。另一方面, 第十三號指令草案限制收購出價公司的行為, 以期保護目標公司的股東對抗部分的出價。會

---

<sup>10</sup> Vgl. Wolfgang Kilian, *Europäisches Wirtschaftsrecht*, 2. Auflage, München 2003, S. 253.

<sup>11</sup> See Christian Kirchner & Richard W. Painter, *Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the new German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, Vol. 50, No. 3 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 451, 476 (2002).

<sup>12</sup> Vgl. Ralph Beckmann/ Mark O. Kersting/ Werner Mielke, aaO, S. 5.

員國必須轉換保護少數股東的規定，包括在草案第五條的強制出價規定，即出價者取得可掌控公司的股票時，必須以現金或有價證券提出公平價格的出價。

一九八九年歐洲共同體執行委員會提出第十三號關於企業收購指令草案時，德國各界普遍嚴詞批評此一指令草案，在其他的會員國亦有不同的見解，因此執行委員會修正草案的內容；一九九〇年九月時，執行委員會在歐洲議會聽證後再度提出指令草案<sup>13</sup>，雖然內容上有別於原始的草案，但關鍵點卻未作任何的修訂。各會員國對於此一草案仍有不同的意見，因此在二〇〇一年七月的歐洲議會並未通過第十三號指令的決議。從執行委員會草擬企業收購出價指令的經過，我們可以看出確實是一項艱鉅的法規調適工作，執行委員會的企業收購指令草案深受英國法的影響，但在歐洲大陸的會員國的公司法普遍與英國法不同，特別是對於採取雙軌制公司治理的德國公司法產生的衝擊<sup>14</sup>。除此之外，在一九九九、二〇〇〇年時，英國的 Vodafone 電信公司敵意收購德國 Mannesmann 集團的電信部門，對於二〇〇一年底德國完成企業收購法的立法有很大的影響，主要理由是德國各界亦清楚的瞭解到德國亦將成爲一個透過外部公司治理作爲公司經營更換的市場，因此德國亦需要一個有效率的法規，以便能順利的與適當的規範金融市場<sup>15</sup>。

在二〇〇〇年下半年時，在歐洲議會（European Parliament）對

<sup>13</sup> Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften 1990 C 240/7.

<sup>14</sup> Vgl. Marcus Lutter, *Europäisches Unternehmensrecht*, 3. Auflage, Berlin 1991, S. 71.

<sup>15</sup> See Harald Baum, *supra* note 2, at 28.

歐洲聯盟企業收購指令草案作成共同觀點的二讀會中首次提出應規定企業收購法的排擠程序<sup>16</sup>；而在歐洲聯盟企業收購指令中規範少數股東股份收買則是源於二〇〇一年九月時執行委員會組成公司法高級專家小組（Hochrangige Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts）（係由 Winter 教授率領，因此又稱為 Winter 小組）所提出的建議<sup>17</sup>。雖然這時候 Winter 小組只受託對在歐洲聯盟企業收購法中研究排擠的必要性提出建議<sup>18</sup>，但在二〇〇二年一月十日小組提出的最終報告中，針對在歐洲對企業收購應建立一個平順的運作場所（level playing field）以促進在歐洲聯盟內的企業收購，藉由有效率監督以加強公司治理，因此亦強調應在企業收購指令中規定少數股東股份收買的程序，以作為排擠少數股東的相對措施。二〇〇二年十月二日時，執行委員會提出的歐洲聯盟企業收購指令草案即係依據公司法高級專家小組的特別建議，首次規範排擠與少數股東股份收買的程序<sup>19</sup>，不幸的是在二〇〇三年五月時，歐洲議會與理事會卻未能達成共識以通過立法，使得歐洲企業收購指令無疾而終。二〇〇三年十一月時，執行委員會再度提出草案，亦對排擠與股份收買略作修正，二〇〇三年十一月二十七日時理事會在政治上達成妥協的共識<sup>20</sup>，二〇〇三年十二月十六日時歐洲議會終於同意通

<sup>16</sup> E.P. 294. 900 (1995/0341 COD).

<sup>17</sup> Vgl. Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangebot, Brüssel, 10. Januar 2002, S. 81, 以下簡稱 Winter 報告。

<sup>18</sup> 參閱 Winter 報告，S. 1, 140.

<sup>19</sup> KOM (2002) 534 endg., ABIEG 2002 C45 L 1.

<sup>20</sup> Ratsdokument 15476/03.

過歐洲聯盟企業收購指令草案<sup>21</sup>，而完成立法。二〇〇四年三月三十日理事會正式公布歐洲聯盟的企業收購指令<sup>22</sup>。

二〇〇二年十月時，執行委員會提出新的企業收購指令草案，仍繼續致力於促進達成跨國的企業公開收購，以期促進歐洲金融市場的結合與歐洲企業的改組，進而提升歐洲企業的國際競爭力。終於在二〇〇三年十一月二十三日，理事會對於此一新的收購出價指令草案達成政治協議，歐洲議會並於十二月十六日決議通過企業收購出價指令（Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote; Takeover Bids Directive）<sup>23</sup>，並明文規定會員國在二〇〇六年五月二十日前必須將企業收購出價指令轉換立法為國內法<sup>24</sup>。

此一企業收購指令主要在規範一家公司或一投資人已經是一家上市公司的控制股東或尋求取得控股地位時，得以適用自願出價或強制出價的方式取得目標公司的有價證券。企業收購指令的主要內

<sup>21</sup> Bulletin der EU 12/2003, S. 55.

<sup>22</sup> Ratsdokument 7088/1/04.

<sup>23</sup> Amtsblatt der Europäischen Union 2004 L 142/12-23.

<sup>24</sup> 依據歐洲共同體條約第 249 條第 3 項之規定，指令對於其所指稱的會員國，就其所欲達成的目標具有拘束力；但按照會員國的狀況而定，由會員國自行選擇達成指令的形式與方法。申言之，指令僅就其所規定的目標，具有法律拘束力。指令僅適用於會員國，且會員國必須在指令所規定的期限內，將指令的內容轉換立法成為國內法規。基本上，指令相當於德國基本法第 75 條所規定的在聯邦與各邦間的綱要立法（Rahmengesetzgebung），也就是聯邦議會在制定公布綱要法律（Rahmengesetz）時，各邦議會必須在綱要法律所規定的相當期限內制定公布必要的邦法律（Landesgesetz）。參閱陳麗娟，歐洲共同體法導論，頁 141，五南出版社，增訂第二版（2005）。

容為：(1) 目標公司的經營管理部門可以使用防禦機制，以阻止公司被收購；(2) 引進所謂的選擇安排制度 (system of optional arrangements)，即在特定的情況下，公司本身可以選擇或作策略性的決定；(3) 規範上市公司在控股與資本結構的關係上更透明；(4) 另一方面，規範可能的出價者有更高的能見度，因此規定了附加的揭露要件；(5) 企業收購出價指令還有許多關於保護少數股東權益的規定，例如平等待遇原則、強制出價規則與公平價格原則<sup>25</sup>。

基本上在歐洲聯盟企業收購法討論的過程中，很長一段時間並未提及在共同體法中應規範排擠 (squeeze-out) 少數股東與少數股東股份收買 (sell-out) 的情形，而是在現代化普通的歐洲公司法的關連上，討論到在歐洲聯盟內應調適排擠權與少數股東的股份收買請求權。直至二〇〇〇年時，在共同體層次，因在修訂第二個公司法上的資本指令 (Zweite gesellschaftsrechtliche Kapitalrichtlinie)<sup>26</sup> 範圍而考量企業收購的議題<sup>27</sup>。

由於排擠與少數股東股份收買在不同的會員國都規定於不同的法規，有些會員國僅規範於企業收購法中，而在企業收購的實務上，在時間上與事物上又常與上市公司的收購有密切關連，因此最後決定規定為歐洲企業收購指令。

---

<sup>25</sup> See Silja Maul & Athanasios Koulouridas, *The Takeover Bids Directive*, Vol. 05, No. 04, GERMAN LAW JOURNAL 355, 355-66 (2005).

<sup>26</sup> ABIEG 1977 L26/1.

<sup>27</sup> Vgl. Kai Hasselbach, *Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären nach der EU-Übernahmerichtlinie*, ZGR 2005, S. 388.

### 參、規範少數股東股份收買的理由

Winter 報告建議執行委員會應在企業收購指令中規範少數股東的股份收買權，首要的目標就是必須保護少數股東的權益。高級專家小組認為，在成功的收購出價後，應給予少數股東有將其持股出售給新的主要股東的可能性，以期少數股東可以防止主要股東濫用其優勢的地位，而影響少數股東在公司的地位。少數股東的股份收買權就是要保證一方面少數股東不會被迫出售其對目標公司的持股給出價者 (Bieter)，即之後的主要股東，以期讓少數股東有股份收買的機會；另一方面少數股東在之後出售其持股給出價者時，仍可獲得相當的價格，在企業收購出價後市場變冷清的情形，要透過證券交易所出售持股變得困難，由於企業收購出價產生出售壓力，也由於在接受出價期限過後不再購買股票，可能修正出價決定以拒絕出價要約，少數股東已經很難出售其持股，因此應使少數股東有權主張股份收買而完全退出公司<sup>28</sup>。因此少數股東的股份收買請求權係作為少數股東股份收買權公平的補償措施<sup>29</sup>。

高級專家小組在其報告中也指出，在許多歐洲聯盟的會員國中也已經規範少數股東股份收買的情形，即允許少數股東可以向公司請求收買其股份而退出公司，例如英國、法國、義大利、比利時，但上述這些會員國的規定仍有相當大的差異，特別是公司型態，雖然少數股東有股份收買權，但卻又規定必須收購的股票超過一定的門檻值與有對價<sup>30</sup>。

---

<sup>28</sup> 參閱 Winter 報告，S. 72.

<sup>29</sup> 同上，S. 73.

<sup>30</sup> Kai Hasselbach, aaO, S. 391.

## 肆 歐洲聯盟企業收購指令第十六條規定的內容

歐洲聯盟企業收購指令第十五條規定排擠少數股東，為平衡少數股東的權益，因此企業收購指令第十六條<sup>31</sup>則給與少數股東的股份收買請求權<sup>32</sup>。企業收購指令第十五條規定在成功的收購時，出價者有排除剩餘少數股東的權利<sup>33</sup>；企業收購指令第十六條係規定少數股東的股份收買權，基本上僅規定重要的原則，至於詳細規定仍須由會員國在大原則下轉換立法。依據第十六條之規定，在收購出價後，仍留在目標公司的少數股東有權向出價者與現在為主要股東請求以相當的價格收買其對目標公司所持有的股份，主要的考量是由於成功的收購出價造成少數股東投資的變更的結果，少數股東在一開始時並未應賣其持股，因此在成功的收購出價後應重新給與少數股東有出售其持股的可能性，企業收購指令原則上適用最低調適原則（Prinzip der Mindestharmonisierung），會員國可規定廣泛的排擠權與

<sup>31</sup> Art. 16: “1. Member States shall ensure that, following a bid made to all the holders of the offeree company’s securities for all of their securities, paragraphs 2 and 3 apply. 2. Member States shall ensure that a holder of remaining securities is able to require the offeror to buy his/her securities from him/her at a fair price under the same circumstances as provided for in Article 15(2). 3. Article 15(3) to (5) shall apply mutatis mutandis.”

<sup>32</sup> See KAREL VAN HULLE & HARALD GESELL, EUROPEAN CORPORATE LAW 21 (1. Auflage, Baden-Baden 2006).

<sup>33</sup> 此一排擠權並非公司法上的排擠權，而是應向少數股東請求出售持股的權利。

股份收買請求權<sup>34</sup>。

### 一、門檻值

首先出價者必須已經向目標公司的全體持股人的全部有價證券為出價之表示，而不問是自願的或是強制的出價。依據企業收購指令第十五條第二項之規定，出價者所取得的持股必須超過一定的門檻值，即會員國得規定出價者必須至少取得目標公司表決權資本額的 90% 與目標公司 90% 的表決權。依據企業收購指令第十五條第三項之規定，會員國得規定達到門檻值 (Schwellenwerte) 的計算方法。若目標公司有數種類型的有價證券時，會員國得規定僅限於特定類型的有價證券到達第二項門檻值時，才得行使排擠權。

#### (一) 兩種不同的計算方法

依據歐洲聯盟企業收購指令第十六條第二項之規定，會員國得選擇規定一種或兩種要件作為少數股東股份收買請求權行使的前提要件，即出價者在收購出價後取得目標公司 90% 以上有表決權的資本額與表決權時，少數股東得行使股份收買請求權；會員國並得將持股比例提高至 95%，但不得高於 95%，以避免使少數股東受到不利益。另一方面，第十六條第二項第 b 款規定，會員國得規定，若出價者係以契約方式同意收購有價證券或收購有價證券時，至少必須取得目標公司 90% 表決權的資本額與表決權，在這種情形，應連同出價者與約定的其他企業之持股一併計算。會員國在這種情形不得提高門檻值，因為第十六條第二項並未規定會員國可以提高門檻

---

<sup>34</sup> Vgl. Mathias Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, München 2006, S. 344.

值；但會員國可以降門檻值，因為此一規定係為保護少數股東的利益，因此共同體法並沒有阻礙的效力<sup>35</sup>。

第一種計算方式，對於存在股份收買請求權的門檻值僅以出價者在收購出價後持有目標公司的資本額與表決權為計算標準，而不問出價者從少數股東取得多少持股與表決權，但在接受收購出價前，出價者已經取得或以其他方式取得的持股時，在計算門檻值時應一併考量。

在第二種計算方法上，主要是以英國法計算排擠的門檻值為參考<sup>36</sup>，係以接受的出價範圍的價值為計算標準，是企業收購法上特殊的計算方式，僅以出價者因少數股東同意出價所取得的有價證券數額與表決權為標準。在第二種計算方法中並不考量出價者在收購出價前已經取得的持股。若出價者取得根據接受收購出價是出價所包括的持股與表決權的 90%、或依據契約約定必須取得時，依據此一計算方法已經達到行使少數股東的股份收買請求權的門檻值。

比較這兩種計算門檻值的方法，在第二種方法很難達到產生少數股東股份收買請求權門檻值的構成要件，第一種計算方法比較容易符合構成要件。出價者在出價前取得愈高的持股數，愈容易達到第二種計算方法的門檻值。對少數股東而言，僅在會員國的立法機關亦在其本國相關法規中規範第一種情形時，第二種情形才會有意義<sup>37</sup>。例如德國有價證券取得與收購法第三十九 a 條第一項即轉換立法歐洲聯盟企業收購指令第十五條第二項之規定，並將門檻值提高到 95%。

<sup>35</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 392.

<sup>36</sup> Section 429 (1) of the Companies Act 1985.

<sup>37</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 394.

## （二）只要跨過門檻值

出價者只要一達到門檻值時，少數股東即產生股份收買請求權。企業收購指令並未規定股份收買權的任何限制。

## （三）依據股票種類計算門檻值

依據企業收購指令第十五條第三項之規定，在目標公司若發行不同類型的股票，會員國得規定僅對特定類型的股票在達到一定門檻值時，少數股東才得行使股份收買請求權。由於普通股（Stammaktie）與優先股（Vorzugsaktie）為不同類型的股票，通常優先股無表決權，依據企業收購指令第二條第一項第 e 款之規定，無表決權的優先股並不屬於企業收購指令有價證券的範圍，企業收購法上的排擠與股份收買並不包括無表決權的優先股在內<sup>38</sup>。因此普通股的持有人在出價後若對其股票類型達到規定的門檻值時，有權將其持股出售給出價者，但優先股的持有人則因無法行使表決權而無法計算是否達到門檻值，致使無法行使此一收買請求權。

## 二、行使股份收買請求權的期限

依據企業收購指令第十六條第三項準用第十五條第四項之規定，少數股東的股份收買請求權應於原始公開收購期限結束後三個月內行使之。

## 三、補償

依據企業收購指令第十六條第三項準用第十五條第五項之規定，出價者應依據持股種類與數量支付給少數股東相當的補償，會

<sup>38</sup> Vgl. Mathias Habersack, aaO, S. 344.

員國得規定以出價的對價或現金以外的支付種類作為補償。目標公司股東所接受的出價是判斷對價或補償是否相當的重要標準。在上市公司通常透過金融市場的價格規定是企業評價的最佳方式，大部分股東將其持股出售給出價者的對價原則上對於不出售的股東可視為是相當的。在德國的實務上，由於聯邦金融服務業監督局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，簡稱 BaFin）的監督很少出現濫用的情形，至於是否由出價者操縱接受的類額或正式的出價價格，則應依據會員國的一般法律原則或特別的規定判斷<sup>39</sup>。若出價是作為強制出價時，則應適用嚴格的對價，即原則上應以金融市場的評價為依據的價格規定判定是否為相當的價格。依據企業收購指令第十六條第三項準用第十五條第五項第二句與第三句之規定，在自願出價的情形，若出價者因接受出價而取得至少符合關於出價的 90% 表決權的資本時，在出價中的出價補償視為相當的出價；在強制出價的情形，出價的對價視為相當。

#### 四、程序規定

歐洲聯盟的企業收購指令並未規定少數股東應如何行使其股份收買請求權，而是由會員國加以詳細的規定。

### 伍、德國轉換立法少數股東股份收買的情形

歐洲聯盟企業收購指令第二十一條第一項規定，會員國至遲應在二〇〇六年五月二十日前將企業收購指令轉換立法為國內法。德

---

<sup>39</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 396.

國聯邦議會（Bundestag）在二〇〇一年十二月二十日強行通過有價證券取得與收購法，雖然歐洲企業收購指令遲至二〇〇四年五月才完成立法，有些原則已經在有價證券取得與收購法中規定了，而且已經施行多年，由於必須轉換立法企業收購指令的內容，德國立法者盡可能維持現行的有價證券取得與收購法，按照歐洲聯盟的企業收購指令補充與增訂新的規定<sup>40</sup>。德國股份法（Aktiengesetz）<sup>41</sup>第三二七 a 條<sup>42</sup>以下規定排擠的情形，亦有規定少數股東的股份收買請求權與股份收買權，這樣的規定對於德國公司法實務並不陌生。

首先要確定的是，少數股東股份收買是否是單純規定企業收購法的構成要件、或是否給與全體的少數股東股份收買請求權，而不問該少數股東是否有參與收購出價，亦不問是否為上市公司的少數股東。歐洲聯盟企業收購指令第十六條僅規定，應建立一個企業收購法上的少數股東股份收買請求權，執行委員會在二〇〇三年五月二十一日提出現代化公司法與改善歐洲公司治理行動計畫（Aktionsplan Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in Europa）中亦表明在計畫中要修訂的第二個公司法指令<sup>43</sup>，要引進一個在歐洲層次的對少數股東的一般公司

<sup>40</sup> Vgl. J. van Kann/ C. Just, Der Regierungsentwurf zur Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie, DStR 2006, S. 328.

<sup>41</sup> 德國股份法係規範股份公司（Aktiengesellschaft）與股份兩合公司（Kommanditgesellschaft auf Aktien）。

<sup>42</sup> 德國股份法第 327a 條第 1 項規定，依股份有限公司或股份兩合公司的股東大會基於持股佔資本額 95% 以上的股東（即主要的股東）之要求，決議以相當的現金補償移轉剩餘股東（即少數股東）的持股給主要的股東。

<sup>43</sup> ABIEG 1977 L 26/1.

法上股份收買請求權，在二〇〇六年至二〇〇八年時，會員國應作為中期措施而將此一目標轉換立法<sup>44</sup>，因此在執行委員會一開始就是將少數股東的股份收買請求權規定於公司法。

在其他的會員國，例如英國、法國與義大利，只限於上市公司才適用少數股東的股份收買權，在上市公司股東結構因為在金融市場上的交易非常短期與不可預見的就會發生根本的改變，因此在少數股東的立場，必須要有股份收買的可能性與退出公司的機會。股東在過去取得上市公司的股票，上市公司的股權本來就很分散，隨著時間改變公司的股東結構，而存在主要股東與很緊密的股東人數；相反的，在非上市公司由於股東的結構集中於特定的人，因此很少出現這種股東結構的改變。

在一般公司法上規定少數股東的股份收買請求權，主要的理由是要引進少數股東的股份收買權，通常是發生於出現少數股東的情形，而不是因為上市公司或因為收購出價。上市公司與非上市公司的股東地位在結構上不一樣。主要股東濫用其在公司優勢地位的危險，並不是取決於在上市公司或非上市公司的持股，或因主要股東掌控公司股權與收購出價之關係，或以其他方式取得股票。因為市場已經不流通了，少數股東有可能在股市以不相當的價格出售其持股。對於非上市公司的股東則是更困難以相當的價格出售其持股給掌控公司的主要股東而退出公司。在先前是上市公司必須要使在收購出價後留下來的少數股東能以相當的補償退股公司。若股份收買是相對於排擠的規定，以便作為主要股東排擠少數股東權的補償。

德國是規定於股份法第三二七 a 條以下，基本上亦是在公司法

---

<sup>44</sup> KOM (2002) 284 endg.

的架構下規定少數股東的退出，詳細的規定必須區別收購與非收購的情形，以及在上市公司與非上市公司。一方面，歐洲聯盟的企業收購指令有一些規定在性質上只適用於企業收購的情形，而不適用在其他的情形，例如價格相當的假設或期限的計算。尤其是在公開發行公司與非上市公司應適用不同的程序。為保證能預防股份收買的規定分裂與有利於適用所有少數股東股份收買請求程序的相關規定，應在股份法內作特別的規定，符合規範的標的與規範普通公司法的情形，而在二〇〇二年一月一日生效施行的有價證券取得與收購法中亦針對企業收購有特別的規定。

除了股份收買的一般問題外，立法者必須分開討論少數股東股份收買請求權的產生與應如何規範。德國主要規定於股份法中，在與企業收購有關的情形，門檻值應達到對目標公司的所有持股人的出價，即為有價證券取得與收購法所規範的情形。有價證券取得與收購法不僅應加強金融市場，同時也應加強在收購時少數股東的法律地位，係具有雙重保護的特質<sup>45</sup>。本質上有價證券取得與收購法係以英國的倫敦收購與合併城市規約為立法藍本，有價證券取得與收購法的核心規範是強制出價，即依據第三十五條之規定，若出價者取得目標公司的 30% 的表決權時，即取得達到公司經營的門檻值，必須由出價者作強制出價的要約表示。此一立法宗旨，就是要保護少數股東的權益，使少數股東在公司更換經營權時有退出公司的機會<sup>46</sup>。

依據德國股份法第三二七 a 條第一項之規定，少數股東股份收

<sup>45</sup> Vgl. Aclolf Baumbach/ Klaus J. Hopt, *Handelsgesetzbuch*, 32. Auflage, München 2006, (18) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Rn. 5.

<sup>46</sup> See Harald Baum, *supra* note 2, at 29.

買時以現金補償轉讓股票，即股份公司或股份兩合公司的股東大會得基於持有佔公司資本額 95% 股票的股東（即主要股東，Hauptaktionär）之請求，作成決議，以給予相當的現金補償轉讓其他股東（即少數股東）的持股給主要股東。股份收買的規定係為保護少數股東而設，股份收買請求權事實上就是延長接受收購出價期限的權利。因此僅有在大部分股東接受出價的對待給付作為少數股東股份收買請求權的出價時才是公平的<sup>47</sup>。

依據有價證券取得與收購法第十條第一項、第二項與第三項與證券交易法（Wertpapierhandelsgesetz）第十五條第一項、第二項與第三項之規定，出價者取得的股票在達到超過門檻值時應立即公告，另外依據有價證券取得與收購法第十條第三項之規定，至少應公告於跨區域的股市的報紙，若有其他公告充分的文件可提供保證時，亦得不公告於跨地區的股市報紙，主要股東亦得以公告於電子的資料傳播系統的方式履行其應公告達到門檻值的義務。有價證券取得與收購法第十條第二項與證券交易法第十五條第二項的新規定，則是規定應先通知相關的證券交易所與聯邦金融服務業監督局，以有必要者為限，特別是證券交易所的業務執行、交易中或確定股市的價格，聯邦金融服務業監督局得執行其監督義務。基於透明的理由，應由相關公司的董事會事先告知。

對於非上市公司，應注意股份法第一八六條第二項之新規定，董事會應在股份公司的公告簿公告新股發行額、確定的依據、以及第一項的股東認購期限（至少二星期）；若只公告確定的依據，則董事會至遲在認購期限屆滿前三天應在公司公告簿與電子訊息傳播媒

<sup>47</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 404.

體公告發行額。與前述適用於上市公司的規定一樣，在達到門檻值時應立公告，並得規定公告執行最長的期限。

公告應對少數股東表明在何種條件下與在何時，少數股東得請求購買其持股。在企業收購的情形，若出價者願意遵守先前的條件，只須單純的指出先前的收購出價與企業收購指令強制規定的三個月期限。事實上，股份收買可視為是繼續收購出價要約，但依據有價證券取得與收購法之規定，目標公司在其行為裁量範圍不得有損害的效果<sup>48</sup>。

在與收購無關的其他情形，若出價者以低於原來的出價作為少數股東股份收買的對價時則應適用股份法第三二七第一項與第二項之規定，即應公告召開股東會主要股東規定的現金補償（*Barabfindung*），並應作成書面報告說明現金補償之相當性，並附具理由。現金補償的相當性應由一位或數位專業的審查人進行審查，得基於主要股東之申請，由法院選任專業的審查人。

為期能簡化少數股東股份收買請求的程序進行，可以由出價者公告達到門檻值，少數股東依據此一公告對主要股東提出股份收買的意思表示，但在上市公司仍必須依據有價證券取得與收購法第十四條之規定由聯邦金融服務業監督局進行必要的審查。主要股東的公告係主要股東有拘束力的出價要約，在承諾的意思表示到達後，少數股東即完成股份收買，依據股份法第三二七 e 條第三項第二句之規定，在辦理過戶登記後，少數股東對於主要股東享有現金補償請求權，而少數股東即喪失其股東身分。在上市公司的情形，在收買程序後應變更登記這些由主要股東取得的股票。為保證收買股份

---

<sup>48</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 410.

程序的集中與簡化確認對價的相當性，以便能使整個程序順利進行，在三個月的接受出價期限後，應由主要股東對所有行使股份收買請求權的少數股東一起支付同時履行的對價。

在股份收買請求權股份收買的程序（Andienungsverfahren），少數股東係基於自己的決定自公司退股，與公司法上的排擠（squeeze-out）而自公司退股不同，因此不須類推適用股份法第三二七 b 條第三項由銀行對主要股東的補償支付提出擔保，在排擠退股的情形，必須有股東大會決議並在商業登記簿上作變更登記後，應有主要股東對支付補償的擔保，以保障少數股東的權益。少數股東的股份收買請求權具有保護少數股東的特性，依據德國法的規定在少數股東股份收買的程序所產生的費用，應由主要股東承擔，包括在清算程序中所產生的全部費用，即從公告到達收購門檻值起至最後的三個月期限結束後止。此一費用亦包括在整個過程中在移轉股份所產生的銀行費用，但非與股份收買程序直接有關的費用即不應由主要股東負擔<sup>49</sup>。

在補償價格不當時，依據股份法第三二七 f 條之規定，對於排擠得提起裁定之訴（Spruchverfahren），亦應準用在股份收買請求權時的規定，即主要股東不主張在收購的情形不可撤銷的價格推定相當時，在法律上應明確的規定在主要股東通知超過相關的門檻值時已經推定有相當的價格，而不得再主張相當。在非收購的情形，少數股東原則上應可向法院請求進行審查此一對價是否相當。

總而言之，排擠的法律效果比股份收買請求權大，在排擠的情形，係要將所有的少數股東排擠出公司，但股份收買卻是僅有出售

<sup>49</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 413.

持股意願的少數股東表示要退出公司，在這種情形應優先適用排擠的規定，只要主要股東在形式上提起排擠程序時，被排擠的少數股東應優先於適用少數股東的股份收購請求權，但在開始排擠程序時應依據股份法第三二七 a 條第一項第一句之規定，應有股東大會作成排擠的決議、或在商業登記簿上已為登記。若同時出現排擠與股份收買時，少數股東原則上是在不同的程序，但得選擇補償的金額<sup>50</sup>。若少數股東有選擇權，則少數股東應依據期限行使其股份收買請求權，而依據股份收買的規定退出公司，包括在商業登記簿登記排擠決議且生效前，所有已經行使股份收買請求權的少數股東。至三個月可行使權利期限屆滿仍未行使股份收買請求權的股東，則應在依據排擠規定的最後時間退出公司。

德國在有價證券取得與收購法第三十九 a 條以下轉換立法歐洲聯盟企業收購指令的排擠權與少數股東股份收買請求權，並在有價證券取得與收購法第三十九 a 條第六項規定與公司法上排擠少數股東的競合規定，雖然收購出價者可以選擇適用公司法或企業併購法上的排擠程序，但在提出出價要約至依據有價證券取得與收購法的排擠程序確定結束後，不適用股份法第三二七 a 條以下之相關規定。針對門檻值的問題，有價證券取得與收購法第三十九 a 條第一項係轉換歐洲聯盟企業收購指令第十五條第二項第一段第 a 款的模式，同時並選擇第十五條第二項第二段的規定提高門檻值至 95%。不同於股份法第三二七 a 條之規定，有價證券取得與收購法第三十九 a 條以下並不需有股東大會之決議，依據有價證券取得與收購法第三十九 b 條之規定，僅需向法蘭克福地方法院（Landesgericht）提出申

<sup>50</sup> Vgl. Kai Hasselbach, aaO, S. 414.

請即可。在法院判決確定後，少數股東的所有股票即移轉給出價者，有價證券取得與收購法第三十九 a 條第三項第三句則規定對待給付，若出價者依據出價要約取得至少要約相關資本額 90% 的股票時，再公開收購或強制收購範圍內所給與的對待給付視為相當的補償。有價證券取得與收購法第三十九 a 條第三項第四句轉換歐洲聯盟企業收購指令第十五條第三項第二句之規定，即分別計算有表決權股票與無表決權股票的收購數額。

## 陸、結語

歐洲聯盟的企業收購指令在延宕多時歷經數年的討論終於完成立法，而在歐洲對企業收購建立一個統一適用的法律架構。會員國必須在二〇〇六年五月二十日前完成轉換立法的工作，德國的企業收購法早在二〇〇二年一月一日時即生效施行，德國立法者並如期完成轉換立法修訂企業收購法的相關規定。

我國公司法第三一七條、企業併購法第十二條與第十九條第二項亦規定，在公司合併時，提出異議的股東得請求按當時公平價格，收買其持有之股份，但企業併購法第二十八條第一項卻又規定，百分之百持股的子公司收購母公司之全部或主要部分之營業或財產，只需由董事會為普通決議即可，提出異議的股東不得行使其股份收買請求權。公司法第三一七條為公司法上的異議股東股份收買請求權，企業併購法第十二條則為企業併購法上的異議股東股份收買請求權，在我國不論是公司法或企業併購法上的異議股東股份收買請求權的行使，並未要求主要股東要取得超過一定門檻值的股票，股

東只需在股東大會以書面表示異議或以口頭表示異議經紀錄者即得行使股份收買請求權。企業併購法為公司法的特別法，我國的少數股東股份收買請求權似乎並未能真正保障股東的投資權益<sup>51</sup>。針對少數股東的股份收買請求權係賦與股東有退出公司收回其投資的機會，以保障少數股東之投資利益，因此我國亦應如歐洲聯盟的企業收購指令對於少數股東在排擠情形發生時即應賦與少數股東股份收買請求權，以避免股東受到不利益，才能真正保護少數股東的權益<sup>52</sup>。

---

<sup>51</sup> 參閱黃銘傑，企業併購之檢討與省思（上），月旦法學雜誌，第九十六期，頁234（2003）。

<sup>52</sup> 同上，頁225-226。

## 參考文獻

### 書籍

陳麗娟，歐洲共同體法導論，五南出版社，增訂第二版（2005）。

HARALD BAUM, CHANGE OF GOVERNANCE IN HISTORIC PROSPECTIVE: THE GERMAN EXPERIENCE, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE LAW WORKING PAPER Nr. 28/2005 (March 2005).

KAREL VAN HULLE & HARALD GESELL, EUROPEAN CORPORATE LAW (1. Auflage, Baden-Baden 2006).

Aclolf Baumbach/ Klaus J. Hopt, Handelsgesetzbuch, (18) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 32. Auflage, München 2006.

Mathias Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Auflage, München 2006.

Ralph Beckmann/ Mark O. Kersting/ Werner Mielke, Das neue Übernahmerecht, München 2003.

Wolfgang Kilian, Europäisches Wirtschaftsrecht, 2. Auflage, München 2003.

### 期刊論文

黃銘傑，企業併購之檢討與省思（上），月旦法學雜誌，第九十六期，頁 219-236（2003）。

Christian Kirchner & Richard W. Painter, *Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the new German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*, Vol. 50, No. 3 AMERICAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 451 (2002).

Silja Maul & Athanasios Koulouridas, *The Takeover Bids Directive*, Vol. 05, No. 04 GERMAN LAW JOURNAL 355 (2005).

J. van Kann/ C. Just, Der Regierungsentwurf zur Umsetzung der europäischen  
Übernahmerichtlinie, DStR 2006, S. 328 ff.

Kai Hasselbach, Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären nach der  
EU-Übernahmerichtlinie, ZGR 2005, S. 387 ff.

Peter Behrens, Rechtspolitische Grundsatzfragen zu einer Europäischen  
Regelung für Übernahmeangebot, ZGR 1975, S. 433 ff.

中原財經法學

## 中文摘要

歐洲聯盟的企業收購指令經過冗長的立法，終於在二〇〇四年五月達成政治妥協完成立法，歐洲聯盟會員國間因不同的公司法制造成要取得共識完成立法的艱鉅挑戰，特別是英國法對於採取雙軌制公司治理制度的德國法之衝擊。強制出價（Pflichtangebot；mandatory bid）是歐洲聯盟企業收購指令的核心規範，而為保護少數股東的權益，故在第十五條與第十六條規定排擠（squeeze-out）與股份收買請求權（sell-out），以給予少數股東更周延的保障。因此接著將分析與探討排擠與少數股東股份收買的規定，並將以德國法的相關規定作實際的例子，說明德國基於轉換立法的義務轉換歐洲聯盟企業收購指令修訂其國內法的情形。最後將歸納歐洲聯盟企業收購指令對於德國法的影響，而我國公司法屬於大陸法系的立法模式，德國法對於我國公司法有一定程度的影響，因此亦將檢視我國公司法與企業併購法對於少數股東之保護是否妥適。

# **The Approach on the Right of Sell-out of Minority Shareholders in the EU Takeover Bids Directive**

**Li-Jiuan Chen**

## **Abstract**

The enactment of the EU Takeover Bids Directive took a long time. Finally, it has entered into force after the political compromise among Member States with various corporate governance systems in May 2004. The mandatory bid is the key element of the EU Takeover Bids Directive. Regulations of squeeze-out and sell-out aim at the protection of minority shareholders. Member States have duty to bring into force the EU Takeover Bids Directive. Germany is taken as an example to analyze the impact of this EU Directive on the relevant regulations after the transposition in Germany.

Key words: European Union, takeover, minority shareholder, protection of the minority shareholder, squeeze-out, sell-out, mandatory bid, control change, right of sell-out