

并购的艺术：贝尔斯登收购案，从2美元到10美元背后的“玄机”

2008年9月15日，美国银行宣布以500亿美元收购华尔街大鳄美林证券。¹此情此景，不禁让我们想起了半年前发生的另一桩收购案——摩根大通收购贝尔斯登。

2008年5月31日，摩根大通与贝尔斯登分别在其官方网站宣布，摩根大通已完成对贝尔斯登的收购。今天，留在我们记忆中更多的是收购价格从每股2美元提升至每股10美元的波澜了。

从国内媒体的报道来看，每股2美元的价格是对贝尔斯登价值的低估，提高收购价格是理所当然的。然而原因仅限于此么？双方于2008年3月24日对3月16日签订的收购协议进行了18处修改，²收购价格是否是此次修改的唯一核心？另外，贝尔斯登收购案目前已经成为美国法学院探讨的热点话题，³探讨的焦点是否与摩根大通提高收购价格相关？

本文通过对双方签署的一系列交易文件⁴和美国相关司法判例的分析，将逐步解答上述的疑问，向您揭示贝尔斯登收购案中从2美元到10美元背后的“玄机”。

对董事勤勉义务的谨慎考虑

2008年3月16日，摩根大通与贝尔斯登达成了收购协议（以下简称“16日协议”）⁵，摩根大通以每股2美元的价格收购贝尔斯登股份，同时美联储同意为摩根大通提供300亿美元的无追索权融资，以支持收购。但贝尔斯登大多数股东并不接受这个交易，认为每股2美元的价格严重低估了贝尔斯

登股份的价值。这个价格比3月14日贝尔斯登每股30美元的股价少了近93%，而在2007年中期，贝尔斯登的股价还曾一度高达至每股150美元。2008年3月20日之后，贝尔斯登部分股东向纽约州法院陆续提起诉讼，Wayne Country Employee's Retirement System of Michigan 与 Fire Retirement System of the City of Detroit 则代表所

有股东向特拉华州法院提起诉讼，称在该交易中贝尔斯登董事会没有尽到勤勉义务。⁶

在英美法下，上市公司股东与其董事之间是一种信托关系，董事作为受托人对股东和公司事务负有勤勉义务。所谓勤勉义务，是指董事在履行职务时，应当诚实信用，以其合理相信的对公司最有利的方式行事。围绕董事的勤勉义务，美国法院通过判例发展出了一套判断董事是否尽到勤勉义务的规则。在与贝尔斯登收购案类似的案例中，经常会适用“露华浓规则 (Revlon Rules)”。⁷ 露华浓规则是特拉华州最高法院于 1986 年审理露华浓公司与麦克安德鲁斯—福布斯控股公司一案中确立的。

根据露华浓规则，如果上市公司董事会决定出售公司，或者上市公司的解体不可避免，董事的勤勉义务就是在出售公司将公司的出售价格最大化，董事会的角色从公司的捍卫者转变为公司的拍卖者。因此当目标公司董事会接到收购要约时，并不是立即同意并敲定收购价格，而是给其他潜在的收购方合理的时间，为公司等待更高的收购价。

在贝尔斯登收购案中，虽然股东已提起了诉讼，但并不意味着股东的诉讼理由会得到法院的支持。若采用露华浓规则分析该案，也很难说贝尔斯登的董事们没有尽到勤勉责任。

首先，贝尔斯登的出售是不可避免的，

否则，贝尔斯登董事会只能申请公司破产；其次，尽管在摩根大通之外还存在其他的潜在购买者（如 J.C Flowers），但这些购买者在完成尽职调查后并没有向贝尔斯登表达明确的收购意向；最后，因为美联储的支持，摩根大通具有其他潜在购买者所无法比拟的优势。不过贝尔斯登与摩根大通在 96 个小时内就达成收购协议，⁸ 是否已给其他公司报价留出合理的时间仍是一个疑问。

2008 年 3 月 24 日，摩根大通和贝尔斯登就 16 日协议进行了修订（以下简称“24 日协议”），⁹ 在 24 日协议中摩根大通将收购价格从每股 2 美元提升至每股 10 美元。这样迅速的反应，应当与贝尔斯登股东在纽约州和特拉华州提起的诉讼不无关系。

根据 16 日协议，摩根大通要求即使本次收购因某种原因终止，贝尔斯登仍然须与摩根大通继续协商以达成新的协议。¹⁰ 该条款影响了贝尔斯登董事会与其他潜在购买者谈判的权利，事实上是对贝尔斯登董事勤勉义务的限制。法官在审查这样的条款时，可能会依此认定董事怠于履行勤勉义务。24 日协议取消了该条款，这在一定程度上降低了因 16 日协议限制董事勤勉义务而无法通过司法审查的可能。

不只是收购价格

一方是穷途末路即将倒闭的企业，另一方是有财政部、美联储支持的实力

雄厚的财团，在交易双方地位如此不对等的情况下，后者还是将收购价格提升了四倍，摩根大通真的妥协了么？对照收购文件的前后变化，我们将会发现摩根大通“妥协”的逻辑。

合格第三方（Qualifying Party）

在 16 日协议中，摩根大通要求贝尔斯登董事会应尽快将收购要约报股东会，并应尽最大努力促使股东会批准交易，董事会不得主动询价（No Solicitation）。24 日协议对此作了修改，允许贝尔斯登董事会可以决定接受第三方的收购要约，但对该第三方的资格做了限定，包括该第三方能够合格的代替摩根大通，有足够的财力支持贝尔斯登度过危机，能够完全的接手贝尔斯登的业务，必须能够得到美联储的支持。¹¹

单就符合美联储支持这一项要求，其他机构几乎无法做到，因为摩根大通是当时美联储指定的收购贝尔斯登的唯一机构。“合格第三方”的限定，实际上意味着摩根大通排除了其他第三方的竞争。

换股（Share Exchange）

根据 16 日协议，若贝尔斯登股东会未通过摩根大通提出的收购要约，且当第三方收购贝尔斯登股票超过 20% 时，摩根大通有权以每股 2 美元购买

贝尔斯登 19.9% 的股票；¹² 24 日协议终止了该权利，取而代之的是换股安排，即贝尔斯登同意向摩根大通发行 9500 万股普通股，作为对价，摩根大通向贝尔斯登发行约 2066 万股普通股。¹³ 通过这一安排，摩根大通持有的贝尔斯登股份比例将达到 39.5%。这将使得摩根大通在未来贝尔斯登股东会上享有充分的优势。

财产期权（Asset Option）

根据 16 日协议，如果因贝尔斯登违反陈述与保证，或者贝尔斯登董事会恶意阻止股东会批准收购协议，那么摩根大通将有权以总价不超过 11 亿美元的价格购买贝尔斯登总部大楼、附属财产以及知识产权。然而来自《华尔街日报》的消息透露，单就贝尔斯登总部大楼的价值就达到 14 亿美元，¹⁴ 这意味着摩根大通可以拿到至少 3 亿美元的分手费。

24 日协议进一步扩大了摩根大通可以行使该财产期权的条件，即在原有基础上，又增加“如果贝尔斯登股东会没有通过该收购协议，或者说其他因为股东会的缘故使本次收购终结，摩根大通依然可以行使财产期权”。¹⁵

上述安排意味着除非出现合格第三方收购贝尔斯登，才可能致使摩根大通收购受阻。但根据上述分析，摩根大通几乎已经排除了这种情形出现的可能。即便上述的合格第三方出现，摩

根大通依然可以通过行使财产权而获得巨额收益。

因此，尽管提升了收购价格，但摩根大通却通过新的交易安排确保本次收购的顺利进行，并为收购失败作了详尽的打算。假使维持每股 2 美元的收购价格，该收购或许会因为贝尔斯登董事未对股东尽到勤勉义务而无法通

过司法审查，也可能会因第三方的竞争而被迫提价。毋宁以每股 10 美元的价格以及新的交易安排为收购换取更大的确定性和安全性。

摩根大通作为成熟的投资者，在对贝尔斯登收购安排上充分体现了其智慧与谨慎，也为其他投资者提供了值得学习的经验。



本文作者为柯杰律师事务所何杰（合伙人）和何锋年，张方、曹蕾和俞佳稚对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。若就本文有任何进一步问题，请与何杰律师联系（电话：8610 59695336，电邮：he.jie@kejielaw.com）。

本文于 2008 年 10 月 7 日发表于《环球企业家》杂志网络版。

1. Randall Smith, Susanne Craig, Araon Lucchetti, “Bank of America to Buy Merrill”, Dated September 15, 2008, from The Wall Street Journal.
2. See “Amendment NO.1 To The Agreement and Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.
3. Francis G.X. Pileggi, “Delaware Fiduciary Duties and The Bear Stearns Imbroglia”; Hannah Burns, “Bear Stearns spins off fiduciary services subsidiary”.
4. These agreements include: (a)“Agreement and Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”; (b)“Amendment No.1 To The Agreement And Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”;(c) “Option Agreement”; (d)“Share Exchange Agreement”;(e) “Schedule 6.11—Guaranty”.
5. See “Agreement And Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 16, 2008.
6. Steven M. Davidoff, “Let The Litigation Begin”, from The New York Times, Dated 26 March 2008.
7. First set force in “ Revlon, Inc. V MacAndrews & Forbes Holdings, Inc”, 506 A.2d 173 (1986).
8. “ 股东会议批准贝尔斯登售予摩根大通 ”, <http://www.caijing.com>, 2008 年 5 月 30 日.
9. See “Amendment NO.1 To The Agreement And Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.
10. See “Section 2.8: Amendment to Section 6.10.”, from the “Amendment NO.1 To The Agreement And Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.
11. See “Section 2.7: Amendment to Section 6.9(d)”, from the “Amendment NO.1 To The Agreement And Plan Of Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.
12. See “Option Agreement by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”.
13. See “Share Exchange Agreement by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.
14. Alex Frangos: “Bear Skyscraper Looks Like Bargain on Paper”, from The Wall Street Journal Online, March 18, 2008.
15. See “Section 2.9 Amendment to Section 6.11”, from the “Amendment No.1 To The Agreement And Merger by and between The Bear Stearns Companies Inc. and JP Morgan Chase & Co”, Dated as of March 24, 2008.