

合并异议诉讼的转变趋势*

[美]马修·D.凯恩** [美]吉尔·菲斯***

[美]史蒂芬·大卫多夫·所罗门****

[美]兰道尔·S.托马斯***** 著

冯岳***** 译 袁康***** 校

摘要:2015年,特拉华州就合并异议诉讼相关法律进行了多处修改。这些修改确实提高了门槛,使得原告对并购提出异议并获得胜诉变得更难,同时原告律师收取薪酬奖励亦难度增加。这些变化

* Matthew D. Cain, Jill Fisch, Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *The Shifting Tides of Merger Litigation*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 71, 2018, p. 603.
感谢作者授权翻译。

** 美国证券交易委员会经济与风险分析处金融经济学家。因政策原因,美国证券交易委员会对任何雇员的出版物或言论不负有任何责任。本文仅代表上述作者观点,并非必然反映委员会或者与委员会其他雇员的观点。作者于此感谢萨曼莎·维加(Samantha Vega)对研究提供的帮助。

*** 宾夕法尼亚大学法学院法学教授;加州大学伯克利分校法学院客座教授。

**** 加州大学伯克利分校法学院教授。

***** 范德堡大学法学院教授,约翰·S.贝斯利二世法律与商业委员会主席。

***** 中国人民大学法学院硕士研究生。

***** 武汉大学法学院副教授。

起初减少了合并异议诉讼的数量而增加了被驳回案件的数量,并降低了律师薪酬奖励费用。原被告律师通过改变其起诉模式而对法律修改作出了回应。采取包括费用调整规则等在内的方法限制合并异议诉讼是幼稚的,并且可能造成限制有益诉讼的巨大风险。

关键词:合并异议诉讼 公司并购 公司法竞争 市场回应

导 论

近年来,超过96%的公开并购案都引起了股东诉讼,^[1]其中不少并购引起的诉讼涉及多个管辖法院。^[2]如此之高的诉讼率随即招致大量批评,并被认为是大部分合并异议诉讼均是无益徒劳的。^[3]批评者还指出,股东在合并异议诉讼结束后通常没有获得实质性利益,却向原告的主要代理律师支付了大笔诉讼费用。^[4]

[1] 私人诉讼为解决公众公司并购相关的价格、公正或披露争议的主要机制。美国证券交易委员会的执法行动通常仅限于特定的交易环境,如反向并购,即使在这种情况下,也只针对披露问题。例如,参见 Paul Rodel, *A Look at Market Trends*; 参见 *verse Mergers*, LAW 360 (Mar. 21, 2017), <https://www.law360.com/articles/904096/a-look-at-market-trends-in-reverse-mergers> [<https://perma.cc/E7Y2-WHE5>], 其描述了在2011年的几个反向并购案例中美国证券交易委员会的执法行动。

[2] Matthew D. Cain & Steven Davidoff Solomon, *Takeover Litigation in 2014* (Feb. 20, 2015) (此为未发表手稿,原件存档于作者处), <https://ssrn.com/abstract=2567902> [<https://perma.cc/GP7L-Q53Y>].

[3] See Gregory A. Markel & Gillian G. Burns, *Assessing a Judicial Solution to Abusive Merger Litigation*, LAW 360 (Nov. 19, 2015), <https://www.law360.com/articles/728061/assessing-a-judicial-solution-to-abusive-merger-litigation> [<https://perma.cc/YG87-JB2A>]. 其观察到“几乎每次公开并购后都会提起诉讼,多数情况下很少考虑索赔的优点”。

[4] See Jill E. Fisch, Sean J. Griffith & Steven Davidoff Solomon, *Confronting the Peppercorn Settlement in Merger Litigation: An Empirical Analysis and a Proposal for Reform*, 93 Tex. L. Rev. 557, 559 (2015). But see Phillip R. Sumpter, *Adjusting Attorneys' Fee Awards; The Delaware Court of Chancery's Answer to Incentivizing Meritorious Disclosure - Only Settlements*, 15 U. Pa. J. Bus. L. 669, 674 (2013). 其强调合并诉讼中披露和解的价值。

2015年夏秋,特拉华州法院被迫对这些批评作出回应。在一些判决中法官公开对所谓披露式合并异议和解的价值提出质疑,认为此类和解对原告的唯一用处是向其提供收购方额外的信息披露。^[5] 法院尤其批评了额外披露缺乏重要性以及当事方所谈判之过于广泛的公示。^[6] 上述司法举措一直延续至2016年1月特拉华衡平法院对 Trulia 公司案的判决。该案判决特拉华法院不再支持未给股东带来实质利益的合并异议诉讼协议。^[7] 法院特别否决了案件所提出的披露式合并异议和解。该协议会提供额外非实质披露,并予以更广泛的公示和更高昂额律师费用。^[8] 与此同时,特拉华州法院通过在这些案件中采用更多的司法审查标准,显著限制了原告赢得收购索赔的实质性能力。^[9] 在 Corwin 诉 KKR Financial Holdings LLC 案中,特拉华最高法院认为商业判断规则是在并购不存在整体公平性问题且经被完全通知到位的、非强迫的大多数无利害关系的股东批准时,经合理的交易后而产生损害赔偿诉讼的审查标准。^[10] 衡平法院将在 Corwin 案中的观点延续至 Volcano 案等一系列强制要约收购的案件中。^[11] 两案的净效果是大幅限制了并购交易后损害赔偿诉讼的可能性,仅在目标公司未能在股东批准交易之

[5] eg., Transcript of Settlement Hearing and Rulings of the Court, pp. 74 – 75, See Aruba Networks Stockholder Litig., No. 10765 – VCL (Del. Ch. Oct. 9, 2015); Transcript of Settlement and Hearings of the Court, p. 14, See Riverbed Tech., Inc. Stockholders Litig., No. 10484 – VCG (Del. Ch. Sept. 17, 2015); Settlement Hearing and Request for Attorneys’ Fees and the Court’s Rulings, pp. 45 – 46, Acevedo v. Aeroflex Holding Corp., No. 9730 – VCL (Del. Ch. July 8, 2015).

[6] 参见前注[4], Fisch et al., pp. 591 – 592. 其描绘了越来越多对披露和解的司法批评。

[7] Trulia, 129 A. 3d 884, 899 (Del. Ch. 2016). 该案法院发现,因为原告在和解中获得的补充披露并非决定性的,他们“没有给股东带来任何有实际意义的利益”; Transcript of Settlement Hearing and Rulings of the Court, pp. 37, 40, Assad v. World Energy Sols., Inc., No. 10324 – CB (Del. Ch. Aug. 20, 2015). 其称“从我提出的一些问题以及最近的一些听证会中应该很清楚得知……法院对非货币协议有很多担忧,”并且“会对此类协议的给予和获得进行更仔细对研究”。

[8] 参见 Trulia 公司案, 129 A. 3d, p. 907。

[9] See Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *The Rise and Fall of Delaware’s Takeover Standards, in The Corporate Contract in Changing Times: Is the Law Keeping Up?* University of Chicago Press, 2019, p. 29.

[10] Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC, 125 A. 3d 304, 305 – 306 (Del. 2015).

[11] See Volcano Corp. Stockholder Litig., 143 A. 3d 727, 750 (Del. Ch. 2016).

前披露所谓的不当行为的情况下,法院才会允许损害赔偿继续进行。^[12]

这些判决使并购案件更加难以成功胜诉,通过对涉及特拉华州公司的并购提出异议来降低原告追回损害的可能性,且降低了原告律师在特拉华法院提起诉讼并获得高额薪酬的可能性。

特拉华州立法机关也对多司法管辖权并存诉讼的增加做出了回应。2015年,立法机关通过对特拉华州普通公司法的修订案,明确授权发行人可通过公司内部规定选择管辖法院,^[13]这将使特拉华州公司能够停止在多个州提起与并购相关的诉讼。^[14]发行人在立法回应之前和之后广泛采用这些内部规定,这使特拉华州法院有理由预测对合并异议诉讼的任何打击不会简单导致这些案件移出特拉华州。这也为 Trulia 公司案及其他案件的判决奠定了基础。^[15]本文探讨了这些立法司法发展对合并异议诉讼变化的动态影响。我们特别关注的是披露式合并诉讼和解和多司法管辖权诉讼的相关现象。我们假设,正如许多评论家早已认识到的那样,原告及其律师会对诉讼激励措施作出回应,具体而言,在没有追回金钱损失的情况下增加成功索赔的难度,以及降低原告律师获得费用奖励的可能性将促使原告的律师在缺少协议管辖条款的情况下

[12] 特拉华州最高法院于近年首次适用尊重商业判断规则审查控制股东的并购,使此种情况下股东诉讼变得更加困难。Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88A. 3d 635, 644 (Del. 2014).

[13] Del. Code. Ann. tit. 8, § § 102(b)(4), 109(b) (West 2017). 立法批准了特拉华州衡平法院在 Boilermakers Local 154 Retirement Fund v. Chevron Corp., 73 A. 3d 934 (Del. Ch. 2013), 该案中的判决,认为董事会通过的协议管辖条款有效。

[14] 在立法之前,公司已经尝试遵循协议管辖条款。See Joseph Grundfest, *The History and Evolution of Intra - Corporate Forum Selection Clauses: An Empirical Analysis*, 37 DEL. J. Corp. L. 333, 337 (2012). 在 Boilermakers 案中,特拉华州最高法院维持了上述法规的外观有效性,并且该行为在 2015 年立法中得以批准。73 A. 3d, p. 934. 然而值得注意的是,该法案禁止特拉华州公司将特拉华州法院排除于可选择管辖法院名单之外。See Jill E. Fisch, *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, 81 Brook. L. Rev. 1637, 1640 (2016). 其阐释和分析了特拉华州司法适用范围。

[15] See Lawrence A. Hamermesh, *How Long Do We Have to Play the "Great Game?"*, 100 Iowa L. Rev. Bulletin 31, 37 (2015). 其认为协议管辖条款可能会极大减少法院合并诉讼的适用。

在特拉华州以外的州提起合并异议诉讼。^[16] 我们还希望原告律师能够找到其他方式来提起与并购相关的诉讼,以便继续收取律师费。

途径之一是在联邦法院提起合并异议诉讼。协议管辖法规禁止在特拉华州以外的州法院进行合并异议诉讼,但它们并未阻止原告以违反 Rule 14a-9 规则即联邦禁止代理欺诈规则提起的联邦诉讼。^[17]

另一种选择是原告律师与被告公司之间的协商。即使在采用协议管辖条款的公司,董事会也可以放弃该内部规则的适用,并允许在非特拉华州法院被起诉。这使公司能够根据 Trulia 公司案判决在特拉华州的禁止条款上协商和解方案。亦如,当原告提起诉讼导致了被告披露程度的提升,原被告双方能够在模拟的基础上就披露式合并诉讼案件达成和解,这时被告也可以自愿向原告律师支付败诉律师费(以披露式合并诉讼和解方式结案后原告律师收取的补偿费用。——译者注)。

在 Trulia 公司案判决之后的首批并购案例中,我们研究了这些反应的发生率。本文中的实证分析检验了 2003 年至 2017 年 10 月完成的超过 1 亿美元交易额的合并异议诉讼的案件数据库。^[18] 我们发现合并异议诉讼整体在最初呈减少趋势,但随着原告律师逐渐适应新政策,诉讼量再次反弹。2013 年,已完成交易中有 96% 的交易至少有过一起诉讼。该数字在 2016 年下降至 73%,但在 2017 年却上升至 85%。

另外,正如我们所预测的那样,至少在短期内原告企图通过在其他州提起诉讼来避免特拉华州法律调整所带来的影响。特拉华州衡平法院接收的起诉案件已大幅度减少。在 2016 年完成的交易中,只有 34% 的案件于特拉华州法院起诉,而其余的案件有 61% 于其他州法院起诉,余下 39% 的案件在联邦法院起诉。而在 2017 年的前 10 个月该趋势更甚,只有 9% 的案件起诉于特拉华州法院,而联邦法院该数据为

[16] See Matthew D. Cain, Steven Davidoff Solomon, *A Great Game: The Dynamics of State Competition and Litigation*, 100 Iowa Law Review, 165, 166 (2015).

[17] 17 C. F. R. § 240.14a-9 (2017).

[18] 我们将分析研究的范围限缩在大额交易中,正如许多类似的研究亦是如此,因为大额交易更有可能激起原告律师的兴趣。See Elliott J. Weiss & Lawrence J. White, *File Early, Then Free Ride: How Delaware Law (Mis) Shapes Shareholder Class Actions*, 57 Vand. L. Rev. 1797, 1823 n. 87 (2004). 此亦应用了类似方法。

87%。^[19] 后者数据代表了起诉联邦法院的案件占比的显著增加。这似乎是受到原告律师试图避免协议管辖条款的影响。

我们还观察到案件结果的差异。2016年,43%的交易诉讼已经解决,而该数据在2014年为63%。在特拉华州,2016年只有6%的案件结案,为过去十年来最低。我们未发现任何证据表明这些结案的质量与前几年的质量大不相同。此外我们还注意到其诉讼驳回率大幅增加,特别是在2017年诉讼驳回率飙升至89%。最后,我们发现越来越多的诉讼驳回与败诉律师费(mootness fee)相结合的形式。2016年,22%的案例以这种方式得到解决。而截至2017年,这一比率已飙升至75%创历史新高。^[20] 原告律师费也有所下降。2014年即Trulia公司案前一年,律师费中位数为50万美元,而这个数据在2017年仅为28万美元。

关于原告律师与被告公司串通证据我们所知甚少。在我们的样本中,似乎没有任何案例的被告忽略协议管辖条款,而均在其他地区法院协商和解方案以避免Trulia公司案的影响。然而,在5起案件中,尽管发行人有一个协议管辖条款,且要求在特拉华州进行诉讼,案件最终还是在其他州起诉并以驳回诉讼和向原告律师支付败诉律师费的方式解决的。

我们的样本代表了对并购法发展的第一批诉讼回应。因此,我们的调查结果必然仍显粗浅。尽管如此,我们的结果记录了评论员经常预测的内容:诉讼实践会应对法律的变化。并且在短期内,如果特拉华州法律变得更加严格,原告律师将寻求其他形式的诉权实现。

考虑到我们研究的时间框架,我们无法评估特拉华州法律变化的长期后果。具体而言,联邦法院和其他州法院在多大程度上遵守Trulia公司案判决和特拉华州并购法的其他部分仍不清楚。我们注意到至少有

[19] 正由于众多法庭中各式案件的存在,该比率并未达到100%。

[20] 虽然费率有所降低,但在过去一年中衡平法院仍然批准了该项费用。参见Xoom Corp. Stockholder Litig案, No. 11263 - VCG (Del. Ch. Aug. 4, 2016) (将275,000美元的未决费用请求调低至50,000美元的较小费额);参见Receptos, Inc. Stockholder Litig案中,将败诉律师费从35万美元降至1万美元,并称:从中获取的教训是,律师无权仅因当事人提起诉讼而要求支付假定的所需时间和费用。并且在后Trulia公司案规则之下,除非在特拉华州法律标准下仍存在某些决定性的补充信息,原告亦不应期望因后续补充披露而再主张约30万美元费用补偿。

一个联邦法院明确遵循了 Trulia 公司案判决并且拒绝确认仅披露实合并诉讼和解生效。^[21] 此外,联邦法律包含各种针对无意义诉讼的保障
措施,这可能会阻碍将联邦法院诉讼作为替代的企图。^[22] 因此,似乎将
诉讼案件转移到联邦法院是更好的选择,因为这可以让联邦法院负责审
理这些案件。

泛而言之,我们的结果突出了股东诉讼对法律和诉讼地选择变化的
反应。原告和被告的律师在寻求转移诉讼地并提出替代形式的股东诉
讼时,会采取行动和相应的对抗措施。例如,特拉华州处理诉讼的障碍,
似乎导致更多人申请根据特拉华州股份购买规则寻求救济。

我们还使用 I 型错误和 II 型错误的框架检验了特拉华州在减少无
益诉讼方面做得不够的观点。如果特拉华州以其法律不利于原告从而
减少无意义诉讼(减少 I 型错误),那么将有可能妨碍那些存在管理
层不当行为的有价值诉讼的提起,导致 II 型错误的发生。为降低日益攀
升的诉讼而采取的极端行动,如费用转化规则,将不可避免地有价值案
件的流失为代价换取减少无意义案件的后果。^[23]

我们重新审视特拉华州与其他州之间的公司法竞争,以分析全新且
更具限制性的规则将对其有何影响。我们发现其他州可能会通过为原
告律师提供更具吸引力的环境来寻求更多诉讼案件。而对于特拉华州
而言,与流失诉讼案件相比,更大的风险是在于其努力采取诉讼改革却
失去了公司吸引的青睐。^[24] 我们还认为,一些特拉华州公司法的利益
相关者,特别是特拉华州的律师,可能会反对过于严格的股东诉讼标准。
对这些监管变化的适应性在特拉华州的均衡抉择中不断彷徨纠结。

最后,我们建议谨慎应对这种变动情况。合并异议诉讼的动态本质
表明这种模式既回应现实而其本身又处在变动之中。更好地选择似乎

[21] Walgreen Co. Stockholder Litig, 832 F. 3d 718, 725 (7th Cir. 2016).

[22] 参见前注[4], Fisch, et al.。

[23] See Albert H. Choi, Fee - Shifting and Shareholder Litigation (Va. Law & Econ.,
Research Paper No. 2016 - 15, 2017), <https://ssrn.com/abstract=2840947>. [<https://perma.cc/Y8FX-NCEV>] (modeling this trade-off).

[24] 一直以来,均有学者持续关注诉讼当事人可能通过在特拉华州以外的法院提起诉讼
来规避特拉华州判决结果的可能影响。See John Armour, Bernard Black & Brian
Cheffins, Is Delaware Losing Its Cases?, 9 J. Empirical Legal Stud. 605, 606 (2012).

是等待并确定协议管辖条款和联邦法院对这些问题的回应所产生的全部效果。本文第一部分将讨论包括“Trulia 公司案”在内,合并异议诉讼的问题以及最新的发展;第二部分是我们的实证分析;第三部分是我们分析结果的释义;最后部分是结论。

一、合并异议诉讼的最新发展

近年来,许多观点均认为合并异议诉讼应该从根本上被破除。^[25]而事实上,几乎所有交易都受到合并诉讼的冲击——超过1亿美元的交易中的此类冲击率徘徊在94%~96%。^[26]此外,大多数大型并购都是在不同法院提起的多项诉讼中遭受冲击。^[27]2013年,每次并购的平均诉讼数量超过7起。^[28]诉讼由许多不同的原告律师事务所提起,然后通过案件控制和薪酬费率相互竞争。^[29]

提起并购异议有几个法律依据。^[30]大多数合并异议诉讼包括违反信义义务的索赔,包括指控董事会未能遵守 Revlon 案所确认的股东价

[25] See Marc Wolinsky & Ben Schireson, *Deal Litigation Run Amok: Diagnosis and Prescriptions*, 47 Rev. Sec. & Commodities Reg. 1, 1 (2014).

[26] 参见前注[4], Fisch et al.; 参见 Trulia, Inc. Stockholder Litig 案, 129 A. 3d 884, 907 (Del. Ch. 2016), 其指出了合并异议诉讼的高发生率。

[27] 参见前注[4], Fisch, et al.。

[28] Matthew D. Cain & Steven Davidoff Solomon, *Takeover Litigation in 2013*, pp. 1 - 2 (Ohio State Pub. Law, Working Paper No. 236, 2014), <https://ssrn.com/abstract=2377001> [<https://perma.cc/MCJ3-C2AW>].

[29] See Minor Myers, *Fixing Multi-Forum Shareholder Litigation*, 2014 U. Ill. L. Rev. 467, 469. 其解释称律师“时常在多个诉讼法院提出相同的主张,然后相互比较在与被告和解时原告所处地位”。当集体诉讼律师能够以低成本解决案件争议时,其为了获取律师酬金亦可能会选择作出反向诉讼让步,该项一直被认为是集体诉讼中的一种风险,并非并购案例所特有。See Rhonda Wasserman, *Dueling Class Actions*, 80 B. U. L. Rev. 461, 473 (2000). 其主要剖析反向诉讼让步的问题。

[30] 原告同样有权对并购提出异议,并根据特拉华州评估法规对其股份的公允价值以寻求司法裁定。See Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (West 2017).

值最大化之义务。^[31] 这些索赔通常基于并购文件未能充分披露的主张。^[32] 原告还可以通过根据 1934 年《证券交易法》第 14(a) 条提交代理欺诈索赔来挑战并购中的披露。^[33] 最后,如果并购涉及控股股东,管理层收购或其他利益冲突,被告可能会被指控违反忠实义务。^[34]

虽然并购案件频频受到诉讼异议,但许多情况下,这种诉讼对原告方的好处是有限的。可以肯定的是,一些合并异议诉讼确认了严重的不当行为,并产生了大额资产追回。^[35] 此外,一些诉讼导致并购条款发生变化,如减少单方中止协议费用。^[36] 这些判决对单个案例产生影响,因为它们宣布了指导参与者未来交易的行为标准。在没有生效司法意见的情况下,这些诉讼也以调解的方式影响交易的条件。^[37]

然而,绝大多数的合并异议诉讼都是通过诉讼和解来解决的,即目标公司同意在代理陈述中进行额外的披露且不对原告律师提出的薪酬要求。^[38] 和解还包括公示所有可能的与并购相关的索赔,从而使并

[31] *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A. 2d 173, 182 – 183 (Del. 1986).

[32] 参见前注[4], Fisch et al., p. 564。

[33] 15 U. S. C. § 78n(a) (2012).

[34] *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A. 3d 635, 644 – 645 (Del. 2014). 其阐释冻结并购的背景下控制股东的忠诚义务违反。

[35] *Dole Food Co. Stockholder Litig.*, No. 9079 – VCL, 2015 Del. Ch. LEXIS 223, at * 83 (Aug. 27, 2015), 其当事人因违反忠诚义务而需承担 1.48 亿美元的责任; *Activision Blizzard, Inc. Stockholder Litig.*, 124 A. 3d 1025, 1030 (Del. Ch. 2015). 该案批准了价值 2.75 亿美元的合并协议。 *Rural/Metro Corp. Stockholders Litig.*, 102 A. 3d 205, 224 (Del. Ch. 2014). 该案否决了财务顾问提出的 7600 万美元建议。 Joel Edan Friedlander, *Vindicating the Duty of Loyalty: Using Data Points of Successful Stockholder Litigation as A Tool for Reform*, 72 Bus. Law. 623, 626 (2017). 其确定股东诉讼成功的数值点,并论称这些数值点应为股东诉讼改革的讨论提供信息。

[36] 这些被称为修正和解,并被视作优于未披露和解,因为其存在相应实质性的改变。参见前注[4], Fisch et al., p. 576. 其所称由于修正案应改善合并条款或达成最终协议所用程序的质量,修正案的解决方案中应增加股东投票以支持合并。

[37] 参见前注[35], Friedlander, p. 626. 其阐释了 *J. L. Schiffman & Co., Inc. Profit Sharing Tr. v. Standard Indus., Inc.*, No. 11267, 1993 WL 271441 (Del. Ch. July 19, 1993) 案中法院试图记录无人反对的股东诉讼协议对原告的价值。

[38] See Matthew D. Cain & Steven Davidoff Solomon, *Takeover Litigation in 2015*, p. 5 (Jan. 14, 2016), <http://ssrn.com/abstract=2715890> [<https://perma.cc/C9N2-67MS>]. 其中记录除通过披露式合并诉讼和解以外方式解决的有限数量的案件。

购免遭进一步的攻击。虽然从理论上讲,纠正披露可以为原告提供价值,但它们通常并非如此。^[39]

相关的发展是特拉华州评估诉讼量的增加。^[40] 虽然声称违反信义义务的集体诉讼是传统主要的诉讼策略,^[41] 在过去几年中,评估诉讼的频率和规模都有了显著增长。^[42] 有评论认为,这种趋势部分原因是评估法规要求法院以法定利率确定利息,而该法定比率近年来大大超过了市场利率。^[43] 以相对较低的风险收取法定收益的机会使得一些人将评估诉讼定性为“评估套利”,并警告这种做法会对并购活动产生不利影响。^[44] 合并异议诉讼量的增加促使特拉华州立法机关在2016年对评估法规进行了两次重大修改。首先,立法机关将评估诉讼限制在涉及最低100万美元集体股权或公司已发行股票的1%的案件范围内。其次,法规允许发行人在案件争议解决之前通过向原告提出部分或全部并购对价来降低法定利率。^[45]

评估修正案遭到了批评,但这仍不够。^[46] 此外,他们似乎没有采取

[39] Walgreen Co. Stockholder Litig., 832 F. 3d 718, 724 (7th Cir. 2016). 本案所说明的那些为集体律师鼓呼酬劳而对集体诉讼人毫无益处的集体诉讼,其实质敲诈恶劣无益。

[40] See Charles R. Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, 92 Wash. U. L. Rev. 1551, 1553 (2015). 其所称2004~2013年评估诉讼量增加了10倍。

[41] See Craig Boyd, *Appraisal Arbitrage: Closing the Floodgates on Hedge Funds and Activist Shareholders*, 65 Kan. L. Rev. 497, 502 (2016). 在过去十年中,评估索赔在特拉华州法院的出现次数有限,而特拉华州在此领域的立法改革则微不足道。

[42] 参见前注[40], Korsmo & Myers, pp. 1572 - 1574。

[43] See Wei Jiang, Tao Li, Danqing Mei & Randall Thomas, *Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage?*, 59 J. L. & Econ. 697, 721 (2016). 其发现证据显示评估权激增,部分原因是申索利息过高。

[44] 参见前注[41], Boyd, p. 522. 另见前注[43], Jiang et al., p. 698. 其记录评估使用情况的增长,强调其作为公司治理救济途径的重要性。

[45] 同前注[41]。

[46] See Stanley Onyeador, *Note, The Chancery Bank of Delaware: Appraisal Arbitrageurs Expose Need to Further Reform Defective Appraisal Statute*, 70 Vand. L. Rev. 339 (2017). 另见前注[43], Jiang et al., p. 700. 其认为法定变更更应注重减少评估诉讼问题。Michael Greene, *M&A Deal Price Challenges Spiking in Delaware*, *BLOOMBERG: BNA* (Jan. 13, 2017), <https://www.bna.com/ma-deal-price-n73014449766/> [<https://perma.cc/7PNQ-ZTPA>].

任何措施阻止特拉华州合并评估权案件的爆发。^[47] 例如,在 2015 年,针对 33 项交易有 51 项评估诉讼请求,较之于 2016 年,针对 48 项交易有 77 项评估诉讼请求。受挑战的交易和诉讼请求的数量在 2015 年和 2016 年都是创纪录的。

特拉华州法院认识到合并异议诉讼存在的问题,并且在过去几年,开始采取措施缩小合并异议诉讼中董事责任的实质范围,以减少原告律师提起诉讼挑战的动机。^[48] 关于董事责任实质范围的最新发展是特拉华州最高法院在 2015 年 *Corwin v. KKR* 案中所作出的判决。^[49] 该案中特拉华最高法院认为,当不符合整体公平审查标准的并购在被充分通知且经未受强迫的多数无利害关系股东批准时,商业判断规则是审查交易损害的最适合的标准。法院明确指出,在“Revlon 公司诉 Unocal 公司案”等案件中提高审查标准只适用于禁令救济行动,其“并非为设计时即考虑到结算后损失索赔的工具”。^[50] *Corwin* 案的作用即是在第三方并购中当事方提出损害赔偿要求时,向法院提供简化的基础以驳回诉请。^[51]

[47] 参见上注 Michael Greene。

[48] 特拉华州最高法院此前曾认为,在某些情况下,可以适用豁免商业判决规则而非更严格的整体公平标准,以应对冻结合并的诉讼挑战,例如控股股东获得剩余少数股权的合并。在 *MFV* 案中,法院认为,商业判决规则是适当的审查标准,合并的条件是从一个独立的,有充分授权的特别委员会的批准开始,该委员会履行其注意义务,以及大多数小微股东非强制性及被告知情情况下的投票。See *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A. 3d 635, 644 (Del. 2014)。法院在 *Leal v. Meeks* (See *Cornerstone Therapeutics, Inc.*), 115 A. 3d 1173, 1180 (Del. 2015) 中亦持有相应观点,该案认为在无基本审查标准的情况下,原告必须对被告董事提出非负责指控,以免诉讼请求被驳回。在 *C&J Energy Services v. City of Miami General Employees' & Sanitation Employees' Retirement Trust*, 107 A. 3d 1049, 1071 (Del. 2014) 案中,董事会可以在未经市场核查的情况下,以满足其 *Revlon* 职责要求。

[49] *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A. 3d 304, 305 – 306 (Del. 2015)。

[50] *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A. 3d 312 (Del. 2015)。

[51] 随后的判决再确认了“*Corwin*”规则并将其应用于通过要约收购完成的并购案中。See *Singh v. Attenborough*, 137 A. 3d 151, 151 – 152 (Del. 2016)。该案解释称“当由于投票而援引审查的商业判决规则标准时,诉讼结果通常是驳回”; See *Volcano Corp. Stockholder Litig.*, 143 A. 3d 727, 743 (Del. Ch. 2016)。该案其解释称,在“*Corwin*”规则的政策考虑因素没有为区分股东投票和要约收购提供任何依据; See *Zale Corp. Stockholders Litig.*, No. 9388 – VCP, 2015 Del. Ch. LEXIS 274, at *8 (Oct. 29, 2015)。其认为“在大多数无利害关系的股东在完全通知到位的投票中批准并购之后,根据 *BJR* 发现违反注意义务的标准是严重疏忽”。

与此同时,一些判决明确质疑了批准并购案件的披露式合并诉讼和解的做法。该判决注意到了纠正披露所提供的有限价值、和解所产生的广泛释放,以及没有一个对抗过程来测试结算条款的充分性。^[52]这些担忧在2016年1月布查德(Bouchard)法官裁定的“Trulia公司案”案中达到顶峰。^[53]Trulia公司案特别关注司法批准的适当法律标准,该法律标准仅适用于对并购提起诉讼的披露协议。而布查德法官指出,法院以往的做法是批准“仅边际价值”的披露协议,并在这种情况下授予原告律师费用,这是“推动交易诉讼披露协议之动态”的一个组成部分。^[54]于是,法院宣布更加警惕地分析此类披露式合并诉讼和解的合理性。^[55]法院解释称:除非补充披露明确涉及明显的重大失实陈述或遗漏,否则从业者应预料披露和解可能会在未来继续受到不利影响,并且若记录显示关于销售过程的索赔已被充分调查,拟议公示的主要任务仅限于披露索赔和信义义务。^[56]本案中,布查德法官认识到,原告可以通过多种方式回应这些学理的发展。如果诉讼涉及明显的重大披露缺陷,一种选择是在并购结束前寻求禁令救济。^[57]虽然特拉华州法院一直不愿意提供禁令,因为这会妨碍股东参与经济利益交易,^[58]但一个仅限于纠正性披露的禁令其实并不会引起这种担忧。^[59]

另一种选择是法院无理由驳回案件,而被告自愿同意向律师支付议

[52] Aruba Networks, Inc. Stockholder Litig., No. 10765 – VCL (Del. Ch. Oct. 9, 2015), Riverbed Tech., Inc. Stockholders Litig., No. 10484 – VCG, 2015 Del. Ch. LEXIS 241 (Sept. 17, 2015).

[53] See Trulia, Inc. Stockholder Litig., 129 A.3d 884 (Del. Ch. 2016).

[54] 同上,第891页、第894页。

[55] 同上,第898页。

[56] 同上。

[57] 同前注[56],第896页。

[58] Delphi Fin. Grp. S'holder Litig., No. 7144 – VCG, 2012 Del. Ch. LEXIS 45, at *7, *66 – 73 (Mar. 6, 2012). 该案因为所涉合并交易较之于市场价格仍存大笔溢价,故而尽管原告在某些索赔的主张上很可能成功,但其依然拒绝交易。

[59] Pure Res., Inc. S'holders Litig., 808 A.2d 421, 452 – 53 (Del. Ch. 2002). “虽然我承认这个法院犹豫是否拒绝股东接受要约收购的机会是正确的,但我认为强制披露的必要性更胜于禁令的风险……”

价。^[60] 目前尚不清楚什么程度下的败诉律师费与“纯粹材料”相公平适配。^[61] 在“后 Trulia 公司案”的观点中,格拉斯考克(Glasscock)法官在这个问题上苦苦挣扎,并最终支持向原告的律师支付 5 万美元的败诉律师费,理由是即使披露的只是“有用”(的信息),也可以证明费用是合理的,因为驳回诉讼不会对股东产生约束或导致信息大面积的公示。^[62]

第三种选择是 Trulia 公司案没有讨论的,即律师通过在另一个司法管辖区提起诉讼来规避适用最近的特拉华州判决。^[63] 如前文所述,原告已经常常在特拉华州或联邦法院以外的州法院提起诉讼来挑战并购。

我们尚不清楚其他法院将在多大程度上遵循这些特拉华州案件的判决。

如果原告在特拉华州以外的地方对特拉华州董事提起信义义务索赔,那么特拉华州的实体法,如在 Corwin 案中,其应该管辖上述索赔案件。^[64] 另外,在非对抗性背景下所提出的诉讼和解提议与律师费用请求可能会被非特拉华州法院以拒绝和解提议的方式加以规劝,其理由是该案件可能会依据 Corwin 案规则而予以判决驳回。同样,其他州的法

[60] 参见 Trulia 公司案,129 A. 3d, p. 897。

[61] 一份报告发现,“已然寻求败诉律师费的原告律师其所面临的结果通常是错综复杂且消极否定的”。Keenan Lynch & Edward Micheletti, *Key Developments in Delaware Corporation Law in 2016*, Jdsupra (Feb. 3, 2017), <http://www.jdsupra.com/legalnews/key-developments-in-delaware-43114/> [<https://perma.cc/VQX4-24WK>]. 其称:“如果真实会批准的话,法院也只能会批准 5 万美元亦或 10 万美元。”

[62] Xoom Corp. Stockholder Litig., No. 11263 - VCG, 2016 Del. Ch. LEXIS 117, at * 10, * 15 (Aug. 4, 2016).

[63] 参见前注[24], Armour et al., p. 607. 其提供统计数据显示,涉及特拉华州公司的案件越来越多地在特拉华州以外的法院提起诉讼。See Ted Mirvis, *Anywhere but Chancery: Ted Mirvis Sounds an Alarm and Suggests Some Solutions*, M&A J., May 2007, p. 17. 其报告统计数据表明,现今在特拉华州以外法院提起诉讼的可能性已然为之前的 2 倍。

[64] Crown Castle Int'l Corp., 247 S. W. 3d 349, 352 - 353 (Tex. App. 2008), 其认为特拉华州实体公司法,包括特拉华州法院认为具有实质性的诉状要求,适用于在特拉华州注册成立的公司。See Quinn v. Knight, No. 3:16 - cv - 610, 2016 U. S. Dist. LEXIS 151346, at * 10 (E. D. Va. Nov. 1, 2016). 引用自一桩涉及弗吉尼亚公司的案件中引用 Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC, 125 A. 3d 304 (Del. 2015) 案判决。

院可能也不愿意根据 Trulia 公司案判决来评估和解条款的合理性。^[65]

实际上,纽约州法院最近拒绝将 Trulia 公司案判决应用于特拉华州公司案中,而是设立一个标准,能更容易批准披露式合并诉讼和解。^[66]在“Gordon 诉 Verizon Communications 公司”案中,^[67]纽约上诉法院拒绝遵循 Trulia 公司案判决,而是采用自己的标准来批准一项所提和解协议,以挑战 Verizon 公司 2013 年收购 Vodafone 持有的 Verizon Wireless 公司 45% 的股份(价值 1300 亿美元)其和解需要额外披露,并同意支付 200 万美元的律师费。虽然初等法院认为额外披露是“不必要的盈余”,并且拒绝给予所要求的费用,但上诉法院对此予以改判。^[68]尽管 Verizon Wireless 是一家特拉华州的公司,但法院还是采用了自己的测试而非遵循 Trulia 公司案判决,其审查了拟议的和解是否符合“股东”、集团以及“公司”的最佳利益。^[69]法院认定,虽然披露为公司提供了“一些……微不足道”的利益,但该协议规避了“必须承担额外的法律费用和审判费用”。^[70]法院还考虑诉讼所涉及的时间和人力,以及所需向律师支付全部 200 万美元的费用。^[71]

同样,内华达州的一位律师写道,内华达州允许这些案件通过传统

[65] 参见前注[29],Myers,p.471,其称其他州法院可能“竞相在解释特拉华州法律时提供最有利于股东的解释,或者为诉讼提供最具有吸引力的诉讼程序”。

[66] Gordon v. Verizon Commc'ns, Inc., 148 A. D. 3d 146, 161-62, 164 (N. Y. App. Div. 2017) (批准 200 万美元的披露协议并在考虑这些协议时颁布多因素测试)。在 Gordon 案判决之前,纽约的一些审判法院拒绝批准披露式合并诉讼和解。Allied Healthcare S'holder Litig., No. 652188/2011, 2015 WL 6499467, at *3 (N. Y. Sup. Ct. Oct. 23, 2015); City Trading Fund v. Nye, No. 651668/2014, 2015 WL 93894, at *19 (N. Y. Sup. Ct. Jan. 7, 2015)。

[67] 148 A. D. 3d, pp. 149, 161-162。

[68] Gordon v. Verizon Commc'ns, Inc., No. 653084/13, 2014 WL 7250212, at *7 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 19, 2014), rev'd, 148 A. D. 3d 146 (N. Y. App. Div. 2017)。

[69] Gordon, 148 A. D. 3d, p. 159。

[70] 同上,第 159~161 页。

[71] 目前尚不清 Gordon 案判决将多大范围内被采用。最近一起纽约的案件中, City Trading Fund v. Nye, No. 651668/2014, 2018 WL 792283 (N. Y. Sup. Ct. Feb. 8, 2018), 纽约初等法院将 Gordon 案的“一些福利”标准解释为等同于特拉华州的败诉律师费标准,并拒绝批准一项协议,该协议包括“支付律师费以换取毫无价值的补充披露”。

的披露式合并诉讼和解的方式得以解决。同时他们会使用公示和薪酬奖励的方式,以及通过批准一系列判决,让发行人有机会“迅速而有效地”解决恶意股东诉讼。而在至少一个案例中,发行人支付了大量的律师费。^[72] 其他法院是否会遵循这些判决尚不清楚。事实上,甚至在 Trulia 公司案之前,得克萨斯州已经采取了另一种方法,从而避免使用披露式合并诉讼和解。^[73]

联邦法院的波斯纳 (Posner) 法官在处理第七巡回法庭“Walgreen 公司与股东诉讼案”中明确支持了 Trulia 公司案判决。^[74] 尽管特拉华州法律并未规定联邦代理欺诈索赔的实质内容,但此类索赔的范围主要集中在披露而非实质公平上,因此比传统的合并异议诉讼更为有限。^[75] 此外,联邦证券法亦包含一系列保障措施,可以提前驳回无效索赔。^[76]

越来越多地区采用协议管辖规定,而判定原告是否有能力通过在特拉华州以外的法院起诉来规避特拉华州诉讼案的判决也将成为一个日趋复杂的影响因素。^[77] 依据协议管辖条款,公司能够指定股东起诉的司法管辖区;对于特拉华州公司而言,该管辖区通常是特拉华州。^[78] 作为史上协议管辖条款倡导第一人,拉斯特 (Laster) 法官在 2010 年建议批

[72] See Jeffrey S. Rugg, *Strike Suit Certainty Remains the Status Quo in Nevada*, LAW 360 (Aug. 11, 2015), <http://www.law360.com/articles/689917/strike-suit-certainty-remains-the-status-quo-in-nevada> <https://perma.cc/VA3Q-3MAV>.

[73] 得克萨斯州法律禁止法院在原告方没有获得财产追偿的情况下授予律师费。参见前注[4], Fisch 等。尽管该条款被用于解决消费者集体诉讼中的息票协议问题,但得克萨斯州上诉法院将其适用于合并异议诉讼。Kazman v. Frontier Oil Corp., 398 S. W. 3d 377, 387 (Tex. App. 2013).

[74] 832 F. 3d 718, 725 (7th Cir. 2016).

[75] Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U. S. 462, 477-478 (1977) (坚持认为“交易条款的公平性至多是联邦法规的切入点”).

[76] 参见前注[4], Fisch et al., p. 613. 其阐述相应程序保障措施,包括提高辩护标准和中止披露。

[77] 一些发行人还通过采用费用转移条款来回应对过度诉讼的担忧,这些条款将给支付公司律师费用的义务强加于败诉原告身上。虽然特拉华州最高法院在 ATP Tour, Inc. v. Deutscher Tennis Bund, 91 A. 3d 554, 557 (Del. 2014) 案中维持了费用转移章程的有效性,特拉华州立法机关随后修改了法规,禁止费用转移条款和章程条款。Del. Code Ann. tit. 8, § § 102(f), 109(b) (West 2017).

[78] 2015 年的立法要求特拉华州公司的协议管辖条款指定一个特拉华州诉讼法院,但该指定不一定是排他性的。§ § 102(f), 109(b).

准协议管辖条款。^[79]多年来,这些条款的有效性值得怀疑。^[80]然而,在2013年“Boilermakers Local 154 Retirement Fund 诉 Chevron 公司案”中,Strine 法官认可了协议管辖条款的有效性。^[81]特拉华州立法机关也随后批准了他的判决,并明确授权特拉华州公司采用协议管辖法规及其条款。^[82]

截至2014年8月,共有746家美国上市公司采用了协议管辖条款。^[83]从理论上讲,这些条款应该防止原告通过在另一个司法管辖区起诉来规避最近特拉华州并购案件判决的影响。然而,典型的协议管辖条款并非强制性的,董事会有权放弃其适用。^[84]因此,如果董事会同意申请适用协议管辖条款,他们甚至可以对遵循协议管辖条款的发行人提起诉讼并在特拉华州以外的地方解决诉讼。

这些发展对特拉华州合并异议诉讼有何初步影响?由于法官和诉讼当事人正在研究新的法律环境的影响,这种发展显然仍在进行中。正如一位评论员指出的那样,“股东原告是否会试验新的诉讼战略并重新调整战略,或者2016年的趋势是否会导致交易诉讼实践的永久性变化还有待观察”。^[85]虽然评估长期影响还为时尚早,但我们在下一部分中提供了一些初步统计数据。

[79] Revlon, Inc. S' holders Litig., 990 A. 2d 940, 960 (Del. Ch. 2010). “如果董事会和股东认为某个特定的诉讼法院能为解决争端提供一个有效的,促进价值的诉讼地,那么公司可以自由回应章程条款,为内在实体纠纷选择排他的诉讼法院。”

[80] See Roberta Romano & Sarath Sanga, *The Private Ordering Solution to Multiforum Shareholder Litigation* 10 (Eur. Corp. Governance Inst., Law Working Paper No. 295/2015, 2015), <http://ssrn.com/abstract=2624951> [<https://perma.cc/MVD3-9489>].

[81] 73 A. 3d 934 (Del. Ch. 2013).

[82] § § 102(f), 109(b).

[83] 参见前注[80], Romano & Sanga, p. 2.

[84] See Paul J. Collins & Michael J. Kahn, *Deal Litigation After “Trulia”*, Del. Bus. Ct. Insider (Apr. 27, 2016), <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/Collins-Kahn-Deal-Litigation-After-Trulia-DBCI-4-27-16.pdf> [<https://perma.cc/V55Z-ZY9U>]. 其观察到“至少有些公司正在放弃申请协议管辖条款以获得与和解相关的确定性”。

[85] 参见前注[61], Lynch & Micheletti.

二、数据和实证分析

(一) 数据库

我们的样本包含 Fact Set Merger Metrics 数据库中的所有交易,^[86]并于 2003 ~ 2017 年公布,符合以下标准:(1) 目标公司是在纽约证券交易所、美国证券交易或纳斯达克 (NASDAQ) 所公开交易的美国公司;(2) 交易规模不低于 1 亿美元;(3) 每股报价不低于 5 美元;(4) 并购协议已通过向美国证券交易委员会 (SEC) 提交的文件签署并公开披露;(5) 该交易已于 2017 年 10 月 20 日完成。上述规则囊括了 2101 笔具备相关特征交易。

然后,我们以人工审查并购代理声明和向 SEC 提交的要约收购文件的方式,确定其是否针对交易提起诉讼。我们记录了与并购相关的所有集体诉讼,发现诉讼涉及 1355 笔交易,即 64% 的样本。对于诉讼结果、律师费和结算条款,我们审查了公开档案并获得实际的法院档案。法院档案直接来自法院, LexisNexis 文件和服务数据库或 Bloomberg Law 的公开档案,也可以人工审查。^[87]

(二) 实证分析

我们首先在图 1 中列出了 2003 ~ 2017 年调查样本每年完成的交易与联营公司诉讼总数。^[88] 该样本包括无论目标公司并购地所在,只要其总价值超过 1 亿美元的所有并购。

[86] 获得更多数据库信息科参见 Bifurcated Termination Fees and Common Termination Events, FACTSET MERGERS (Sept. 3, 2014), <https://www.mergermetrics.com> [<http://perma.cc/7U34-82CR>]。

[87] 这里的数据收集部分来自共同作者中的两位为先前研究所编制的数据库。参见前注[16], Cain & Davidoff Solomon, p. 487. 其声明法院文件为直接来自法院及 LexisNexis 文件和服务数据库和 Bloomberg Law 的公开文件,并予以自身核查。

[88] 图 1 按完成日期记录交易。2014 年宣布并于 2015 年完成的交易将在图 1 中标记为 2015 年交易;其余的表遵循相同的惯例。2017 年的数字是年化数字。

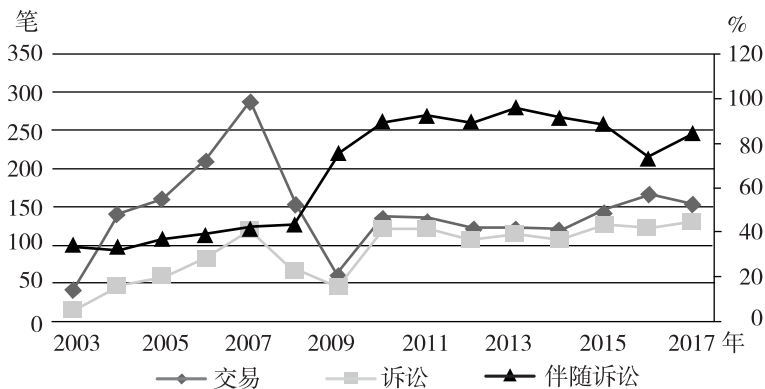


图1 交易完成当年的诉讼率

图1还列出了每年导致诉讼的已完成交易的百分比。我们样本中已完成交易的数量在2007年达到了287笔的高点,在2009年降至58笔。2015年和2016年中,已完成交易的数量分别为142笔和166笔。此数据从2010年到2014年略有上升,在此期间完成的交易数量从117笔到134笔不等。在我们的样本期间,诉讼率大幅波动。从2003年到2008年,诉讼挑战的范围从已完成交易的33%(2004年)到已完成交易的43%(2008年)。2009年的诉讼率急剧上升至已完成交易的76%。2010年,90%的已完成交易引发了诉讼,而且这种态势持续上升。

诉讼率于2013年达到顶峰,达到惊人的96%。2015年,诉讼率为89%,但由于特拉华州法院开始打击披露式合并诉讼和解,2015年上半年宣布的诉讼率为92%,下半年为85%。2016年,诉讼率降至73%,低于2009年的比率,并在2017年前十个月小幅上升至85%。总体诉讼率上升伴随多管辖区诉讼的急剧上升。表1列出了样本在特拉华州,其他州和联邦法院诉讼案件的百分比。最后一栏报告了在多个管辖区诉讼的案件的百分比。

表 1 交易完成年度诉讼情况

年份	交易量 (笔)	诉讼率 (%)	在特拉华州 法院起诉 (%)	在其他州 法院起诉 (%)	在联邦法 院起诉 (%)	同时在多个管 辖区法院起诉 (%)
2003	41	34	7	100	7	7
2004	140	33	43	78	0	33
2005	159	37	39	66	7	14
2006	210	39	21	82	12	17
2007	287	42	28	86	13	35
2008	152	43	23	92	21	31
2009	58	76	34	98	20	50
2010	134	90	56	88	26	53
2011	130	92	51	88	39	63
2012	118	90	56	88	34	69
2013	120	96	52	83	32	61
2014	117	91	55	73	15	41
2015	142	89	60	51	20	31
2016	166	73	34	61	39	33
2017	127	85	9	18	87	22
合计	2101	64	41	74	28	42

注：各年百分比总和大于 100% 是由于多管辖区诉讼。

特拉华州、其他州及联邦法院的诉讼率之和不为 100%。这是因为单笔交易既可以向特拉华州法院提起诉讼,也可以向另一个州法院或联邦法院提起诉讼。然而,这些数字却表明特拉华州的诉讼量大幅波动。特别值得注意的是,特拉华州的诉讼量在 2016 年下降了近 50%,并在 2017 年十月前降到了 10% 以下。2006 年,已完成的交易中有 21% 在特拉华州提起诉讼,而 82% 的此类交易在其他州提起诉讼,12% 的交易在联邦法院提起诉讼。2006 年至 2008 年特拉华州起诉量下降导致一些人断言,原告律师正在向特拉华州以外的州法院提起诉讼以寻求更好的结

果,而特拉华州“正在失去其诉讼案件”^[89] 随着诉讼率自 2009 年开始上升,越来越多的案件转移回到了特拉华州。

特拉华州的诉讼量在 2015 年达到顶峰,当时 60% 的已完成交易在特拉华州起诉,而其他州诉讼率为 51%^[90]

2016~2017 年诉讼量显示了 Trulia 公司案之后的即刻效果。除了 2016 年特拉华州的诉讼量降为 2015 年的一半之外,其他州的诉讼量从 51% 增加到 61%。诉讼中最显著的变化是在联邦法院,诉讼量从 2015 年的 20% 增加到 2017 年的 87%,这是我们样本库中联邦法院诉讼的最高百分比。如果这种趋势继续下去,合并异议诉讼似乎可能会成为联邦法院的主要诉讼。

在表 2 中,我们通过检查我们样本库的诉讼协议来进一步探讨 Trulia 公司案及其一系列判决的影响。第一列代表了我們找到案件结果数据(已解决或被驳回)的诉讼交易总数。

表 2 交易完成年度的诉讼结果

年份	起诉案件量(起)*	已解决案件比例(%)	被驳回案件比例(%)	被驳回的协议量	败诉律师费比例(%)**	披露式合并诉讼和解的比例(%)
2003	11	55	45	0	0	83
2004	44	66	34	0	0	41
2005	56	54	46	1	0	63
2006	78	71	29	0	0	58
2007	109	68	32	0	0	68
2008	65	69	31	0	0	82
2009	41	73	27	0	0	90

[89] 参见前注[24], Armour et al.。其发现在 1994~2010 年,特拉华州法院在诉讼中失去了“市场份额”。

[90] 我们样本中并非所有公司都是在特拉华州注册成立或总部设在特拉华州,因此特拉华州的诉讼数量永远不会达到 100%。相反,在特拉华州注册成立的或总部设在特拉华州的目标数量占样本的 65%,因此,2015 年的诉讼率接近特拉华州的最高诉讼率。

续表

年份	起诉案件量 (起)*	已解决案件比例 (%)	被驳回案件比例 (%)	被驳回的 协议量	败诉律师 费比例 (%)**	披露式合并诉讼 和解的比例 (%)
2010	111	82	18	0	0	78
2011	110	80	20	0	0	69
2012	100	78	22	1	1	85
2013	109	77	23	1	0	76
2014	104	63	38	2	3	74
2015	117	45	55	2	14	85
2017	91	11	89	0	75	90

注：* 所有可以获得的已解决或已驳回的诉讼案件总数。

** 被驳回诉讼案件组中所有案件所占百分比。

协议数据滞后于诉讼,因为诉讼可能有几年的时间消耗。特别是,通常在初始申请后几年当事人才获得提供金钱赔偿的审判或和解。因此,这些结果在我们最近的交易结果中未能被充分体现。尽管如此,Trulia 公司案的判决,以及其他影响解决披露式合并诉讼和解案件能力的判决,两种判决所产生的效果是显而易见的。在 2017 年所有案件中,案件驳回率已大幅上升至惊人的 89%。

败诉律师费的上漲也在表 2 中有所体现。2014 年,基本没有案件的诉讼结果导致需要支付败诉律师费,但在 Trulia 公司案之后,这些案件变得更加重要。2015 年此类案件占了总案件数的 14%。这个数据在 2017 年上漲至 75%。

2015 年和 2016 年中支付了败诉律师费的案件,在很大程度上可以解释为向原告律师支付费用,这些律师放弃了在 Trulia 公司案之前已经生效了的谈判协议。然而,在 2016 年年底和 2017 年,大量案件支付了败诉律师费并且案件被驳回。因此,这似乎是原告的适应性诉讼策略。^[91]

[91] See Richard L. Renck, *Court of Chancery Critically Reviewing “Mootness” Fee Applications*, Lexology (Aug. 10, 2016), <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=29b6aab8-a7ab-498f-9eb7-22e5f2f2a162> [<https://perma.cc/U46V-Z4V9>]. 其为描述最近评估败诉律师费申请的判决。

与表 2 相关的最终发展是修订协议的减少,这是一项改变协议条款的协议。^[92] 2016 年只有 2% 的修订协议,相比之下,2013 年完成交易的协议比例为 24%。可能的情况是,与货币协议一样,涉及修订并购条款的协议是滞后的。并且在未来几年之前,这些协议不会为在 2015 ~ 2017 年完成的交易而显现。尽管这看似不太可能,因为有争议的交易已经完成(许多案件已被驳回)。我们向一些著名并购律师询问了这一发展的原因。他们一致地将这种减少归因于交易律师起草协议能力的提升,以及前几年缺乏极端条款。这些条款证明了此协议的合理性。然而此协议是一种我们无法用目前的数据进行测试的解释。值得注意的是,一些人预测各方似乎并未试图通过从披露式合并诉讼和解转变为修订协议的方式规避 Trulia 公司案的影响。如果特拉华州法院限制其批准披露式合并诉讼和解的意愿,人们预测的这种趋势可能会变成现实。^[93]

在表 3 中,我们研究了 Trulia 公司案对合并异议诉讼中律师费的影响。

表 3 依据交易完成年度和诉讼结果(以千为单位)所支付的律师费中位数

年份	非零费诉讼数	所有非零费(美元)	无披露协议(美元)	披露式合并诉讼和解(美元)	败诉律师费(美元)
2003	4	425	450	499*	N/A
2004	25	785	1050	350	N/A
2005	30	400	588	395	N/A
2006	52	505	1118	435	N/A
2007	68	643	2925	525	N/A
2008	41	500	893	485	N/A
2009	29	575	3050	575	N/A
2010	89	600	1375	531	N/A
2011	78	600	1750	500	N/A

[92] 参见前注[4],Fisch et al., p. 576. 其为阐述修正协议。

[93] 同上,第 610 页。其为讨论可能性。

续表

年份	非零费诉讼数	所有非零费 (美元)	无披露协议 (美元)	披露式合并诉讼 和解(美元)	败诉律师费 (美元)
2012	73	500	1940	450	4000 **
2013	57	490	2400	450	N/A
2014	49	500	900	435	450
2015	54	373	825	400	200
2016	20	263	N/A	320	238
2017	11	280	N/A	300	265

注：* 2003 年仅披露费用高于无披露协议费。

** 在 2012 年 Ancestry.com 案支付了 400 万美元败诉律师费。

表 3 的展示了交易完成年所有协议中律师费的中位数。同样,由于对价协议的滞后性,近年来的数字较低。但是,披露式合并诉讼和解中的律师费中位数从 2009 年的 57.5 万美元下降到 2017 年的 30 万美元。数字的下降可能归因于法官认为仅限披露协议在 Trulia 公司案及其之后案件中为股东提供的价值较低。

表 3 的最后一栏显示了败诉律师费。2012 年完成的交易所产生的 400 万美元费用是一个异常值,反映出 Ancestry.com 案中的一个大协议。^[94]

但在 2016 年和 2017 年,败诉律师费的中位数分别为 23.8 万美元和 26.5 万美元。这些数字低于披露式合并诉讼和解的中位数。其是否足以维持该领域的诉讼实践也值得怀疑。

表 4 进一步分析了 Trulia 公司案的变化如何影响特拉华州的诉讼。

[94] Ancestry.com S'holder Litig., No. 7988 – CS, 2012 Del. Ch. LEXIS 294 (Nov. 27, 2012) 案并非一个典型的诉讼案件;它涉及一个不请求/不要舍弃的停顿,并且是挑战这种和解协议的首个判决之一。因此,费用相应地更高并且是异常值。See Brian M. Lutz & Jefferson E. Bell, *Chancery Court Provide Guidance on “Don’t Ask, Don’t Waive” Standstill Provisions*, Del. Bus. Ct. Insider (Jan. 16, 2013), <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/LutzBell-ChanceryCourtProvidesGuidance.pdf> [<https://perma.cc/R8W3-54VB>]. 其描述早期案例评估不请求/不舍弃条款的适当性。

Trulia 公司案的后果反映在第一栏中,该栏目记录了在特拉华州解决的交易诉讼率,这种交易诉讼中的目标公司在特拉华州完成的并购,并正在或未来可能在特拉华州提起诉讼。在 2016 年这一数字从 2014 年的 55% 和 2015 年的 41% 降至 10%。这一趋势表明原告律师正在规避特拉华州的协议和决定性诉讼。

表 4 还展示了多年来总体律师费的变化。

表 4 中的调查结果与 Cain 和 Davidoff 此前的论文一致。论文发现总体而言,特拉华州的律师费较高,并且驳回案件数多于其他州,高律师费可能是为了弥补高驳回率。^[95] 这在表 4 中得以体现,因为 2012 ~ 2015 年仅披露案费用的中位数从 44 万美元下降至 31.5 万美元。2016 年和 2017 年的数据不完整,因为此类协议与费用奖励之间的时间滞后而缺乏观察。

表 5 更详细地探讨了联邦法院作为特拉华州替代诉讼地的用途。

表 4 交易完成年特拉华州案件量与律师费

年份	在特拉华州起诉并购案件比例(%)	平均值	中位数	仅披露案件律师费中位数(千美元)
2003	0	N/A	N/A	N/A
2004	44	1724	725	331
2005	52	602	400	353
2006	16	410	330	328
2007	43	2698	530	415
2008	28	1040	850	750
2009	48	1627	550	500
2010	49	1739	710	525
2011	58	3098	600	400
2012	41	1797	475	440

[95] 参见前注[16], Cain & Davidoff Solomon, p. 469。

续表

年份	在特拉华州起诉并购案件比例(%)	平均值	中位数	仅披露案件律师费中位数(千美元)
2013	46	3165	450	414
2014	55	749	473	330
2015	41	1337	350	315
2016	10	N/A	N/A	N/A
2017	N/A	N/A	N/A	N/A

表 5 交易完成年度递交联邦法院的案件比例

年份	联邦法院解决数量(件)	在联邦法院解决的案件所占比(%)	联邦法院中支付败诉律师费的比例(%)	未披露的解决案件占比(%)
2003	0	0	N/A	N/A
2004	0	0	N/A	N/A
2005	2	6	N/A	50
2006	3	6	N/A	0
2007	0	0	N/A	N/A
2008	0	0	N/A	N/A
2009	0	0	N/A	N/A
2010	3	3	N/A	33
2011	1	1	N/A	100
2012	6	8	N/A	33
2013	6	8	N/A	17
2014	5	8	0	20
2015	10	18	0	0
2016	14	32	71	0
2017	4	44	100	0
总计	54	7	90	13

表5显示了在联邦法院解决的案件量大幅上升。在未报告的数字中,我们还注意到2015年有25起联邦诉讼,而2016年有47起。如果2017年前十个月的趋势持续整年,2017年有望看到113起联邦诉讼。伴随着这种趋势,表5显示了联邦法院所有已解决案件的百分比上涨显著。2009年在联邦法院解决的案件占所有解决案件的0%。相比之下,2017年,这个数据涨至44%。

表5还列出了诉讼案件转向联邦法院的主要驱动因素是败诉律师费的增加。2017年,所有支付败诉律师费的案件都是由联邦法院受理的。2015~2017年中联邦法院解决的案件均未提交保密协议,这意味着所有这些额外的联邦协议均为披露协议。这些统计数据并不令人惊讶;向联邦法院提起诉讼一般必须声称当事方违反披露,且该行为是管辖权的基础。拒绝披露申请的联邦法院亦无须干涉州法律所规定的就违反信义义务诉请的管辖权。因此,我们预计联邦法院的诉讼主要集中在披露问题上。本文作者中二人在另一篇文章中指出,这种关注是适当的,因为联邦法律已经制定了一个专门的判例来解决披露索赔。^[96] 联邦法院在这方面的专业知识表明他们能够熟练解决此类案件。

问题在于联邦法院是否会比特拉华州法院更容易接受披露索赔、披露式合并诉讼和解和败诉律师费。至少有两个联邦法院采用了Trulia公司案的判决。^[97] 如果其他联邦法院遵循这些判决,我们预计联邦法院的受案率将会下降。^[98]

通过表5,我们初步探讨原告律师和被告故意串通,在特拉华州以外的地方解决诉讼的可能性。所谓串通,是指签署了特拉华州协议管辖条款的发行人在另一州法院起诉,并且董事会放弃或以其他方式未能援引协议管辖条款转而解决案件的情况。为探索这种可能性,我们审查了

[96] 参见前注[4],Fisch et al.,pp.596-598。

[97] Walgreen Co. Stockholder Litig. 832 F.3d 718,725 (7th Cir.2016);Bushansky v. Remy Int'l,Inc.,262 F.Supp.3d 742,752-753 (S.D.Ind.2017)。其中拒绝超过40万美元律师费的请求,并采用Trulia公司案标准;参见前注[73]及其相关原文。

[98] 随本文面世,我们亦在收集其他联邦法院文件和决议的相关数据。由已有早期结果表明,诉由消失而被驳回的案件数量大幅增加,并导致需要向原告律师支付败诉律师费。笔者打算记录且分析这一结果,并在随后的行文中讨论其含义。

2016年2月已宣布完成的交易诉讼。59.32%的案件中发行人($n=35$)遵循协议管辖条款并将特拉华州选为诉讼地。

11.9%的案件中发行人($n=7$)遵循协议管辖条款,该条款指定了一个特拉华州以外的司法管辖区。在这些案件中,有4个案件在协议管辖条款未规定的诉讼法院中得到解决,但所有4个案件都涉及协议管辖条款允许的联邦法院诉讼。值得注意的是,在任何情况下,特拉华州协议管辖条款都企图达成州法院协议。

然而,我们注意到,在2016年这段时间内涉及在特拉华州以外针对签署了特拉华州协议管辖条款的发行人提起的诉讼的五起案件,都向原告律师支付了败诉律师费。支付败诉律师费并不直接规避 Trulia 判决;事实上,特拉华州法官已批准在 Trulia 公司案件后的案件中支付败诉律师费。此外,5个案例不算趋势,但表5还显示,2016年,所有支付败诉律师费的案件中有71%是向联邦法院提起的诉讼。这一数字在2017年上升至100%。因此,这些案例表明,需要继续审查特拉华州以外的诉讼,以确定这种做法在多大程度上为原告律师在弱并购案件中收取费用提供了可行方法。

在表6中,我们查看了总部设在特拉华州或在特拉华州注册成立的公司于2015年、2016年和2017年提起的诉讼数量。

表6 诉讼案件平均数(2015~2017年)

单位:件

项目	仅起诉于特拉华州法院	起诉于特法院+联邦法院	起诉于特法院+联邦法院+其他州法院	起诉于特法院+其他州法院	起诉于联邦法院	起诉于其他州法院	总计
2015	3.7	4.5	9.8	4.9	3.0	3.0	4.3
[N]	47	6	4	16	1	7	83
2016	2.4	5.0	6.0	3.9	2.3	2.3	2.7
[N]	25	5	2	9	13	18	82
2017	2.7	3.3	7.0	N/A	2.5	1.3	2.7
[N]	3	6	1	0	55	3	71

注:按诉讼地和交易完成年度分析的平均诉讼数量。样本仅包括在特拉华州注册成立(或总部设在特拉华州,但不是两者)的公司。

起诉的数量是很好指标,衡量了原告律师是否相信他们有能力提起有足够胜诉率的案件以保证收取合理的费用,无论是基于案情还是通过协议。从历史上看,起诉数量也是衡量律师事务所对合并异议诉讼的兴趣之标准诉讼数量在2011年达到顶峰,平均每起涉及一家特拉华州公司的诉讼数为5.8起。表6显示了原告律师诉讼率的变化,以及他们对合并异议诉讼胜诉前景的信念。所有司法管辖区的每笔交易诉讼总体平均数量从2015年的4.3降至2017年的2.7。仅特拉华州的诉讼量从平均3.7起诉讼下降到每件交易的2.7诉讼。与此同时,在涉及特拉华州和联邦法院的多管辖区诉讼中,2016年这一数字从4.5起增加到5.0起。这种上升趋势进一步反映了在其他表格中向联邦法院起诉的转变,并且可能归因于原告律师认为他们更有可能在这些司法管辖区内获得批准的披露式合并诉讼和解。协议管辖条款似乎也限制了诉讼。

最终,我们的研究结果揭示了 Trulia 公司案后合并异议诉讼实践的重大转变:诉讼更少了,特别是在特拉华州。当事方选择向联邦法院而不是特拉华州法院提起诉讼,以规避协议管辖条款和 Trulia 公司案判决。具有败诉律师费的案件比例大幅上升,但律师费用的总量却在减少。一般来说,案件的驳回率似乎也更高。总之,Trulia 公司案判决和特拉华州法律最近的变化给合并异议诉讼行业带来了巨大的变革浪潮。

三、调查结果的启示

(一) 诉讼实践对法律的变化有所回应

代表股东诉讼由两个重要特征决定:(1)股东的起诉权基于多种实质性法律规则来源;(2)代表诉讼不可避免地涉及代表投资者群体的自我指定代理人。^[99] 这些力量相互作用的一个结果是,不同诉讼法院对这些案件的重要性随着时间的推移而变化,不同形式的股东诉讼的相对

[99] See Randall S. Thomas & Robert B. Thompson, *A Theory of Representative Shareholder Suits and Its Application to Multijurisdictional Litigation*, 106 Nw. U. L. Rev. 1753, 1755 (2012).

强度也是动态的。^[100]

如果维护投资者权利的一条途径关闭,原告律师事务所的企业代理人将寻求其他人,而被告律师将以自己的方式应对这些变化。^[101]

1. 交易诉讼移至其他司法管辖区

我们的结果表明,正如预期的那样,原告律师会对影响交易诉讼的诉讼激励作出回应。当特拉华州修改法律以降低并购案件成功的可能性时,原告律师的反应是减少在特拉华州提起交易案件诉讼。当特拉华州法律在这些案件中减少了预期的律师费用的规模时,原告律师的回应是再次减少在特拉华州提起交易案件诉讼。至少在短期内,减少特拉华州法院诉讼数量的努力取得了成功,这些趋势在特拉华州尤为明显,2016年和2017年的起诉率和结案率都有所下降。

特拉华州的变化也产生了一些溢出效应。多法院诉讼的一个实际回应是,特拉华州公司采用协议管辖的方法,选择特拉华州作为恰当的诉讼法院。公司被激励作出这种选择以限制诉讼,并且这样做的比例似乎很高。协议管辖条款引导了将有可能在其他地方起诉的案件,转而在特拉华州法院提起诉讼。他们还劝阻原告律师不要在特拉华州以外地区提起诉讼,因为原告律师不想就协议管辖条款的有效性提起代价高昂且通常毫无结果的诉讼。

通过继续采用和使用这些协议管辖条款,原告避免规避 Trulia 公司案判决的能力可能会受到更多限制。Trulia 公司案判决与广泛采用协议管辖条款相结合,这很可能会使特拉华州法院和联邦法院成为选择合并异议诉讼法院时的两个选项。

Trulia 公司案判决的实质性影响也不仅限于特拉华州。特拉华州以外的一些法院正在更密切地关注披露式合并诉讼和解并驳回了更多的此类协议。因此,整体合并异议诉讼水平在下降,而且原告在这些案件中的胜诉率似乎也在下降。

[100] See Hillary A. Sale & Robert B. Thompson, *Market Intermediation, Publicness, and Securities Class Actions*, 93 Wash. U. L. Rev. 487 (2015). 其为讨论证券欺诈诉讼的演变以执行州法律信托原则。

[101] 参见前注[16], Cain & Davidoff Solomon, pp. 487 - 496, 其依据实践经历,以记录原告律师改变法律标准的行为和反应。

原告律师事务所正在适应这一新现实。可能曾经这些公司在特拉华州起诉的大量合并异议诉讼已经转向在联邦法院起诉或更小程度上在其他州法院起诉。^[102]

在联邦法院,这些案件则被视为应适用 Rule 14a-9 披露规则。对于没有遵循协议管辖法规的公司,原告可以在目标公司总部所在州的州法院提起交易诉讼。

由于原告调整了他们的策略,被告亦需如此。被告律师寻求驳回交易诉讼的情况已很普遍,被驳回案件的数量急剧增加。迄今为止最令人担忧的发展事态是联邦法院案件量的急剧增加,这些案件正在作为逾期案件被提起诉讼。^[103] 虽然这些案件在没有释放的情况下被驳回,这反映出他们很可能是滋扰诉讼,但他们似乎正在支付逾期解决费用,从而激励原告律师继续提起诉讼。这些案件似乎表明,原告律师可能会通过寻求低成本付款来“抽身”以提取租金。因此,联邦法院需要对支付败诉律师费作出更周密的回应。^[104]

如果特拉华州试图减少交易诉讼的数量,那么,这些关于参与其中的律师的调整可能会使特拉华州的任务变得更加困难。例如,如果要从长远证明特拉华州以外的法院是更容易接受的诉讼法院,或因他们不受特拉华州对并购义务范围的限制,或因他们更自由地批准协议和费用奖励,那么特拉华州减少合并异议诉讼数量的能力将受到限制。

然而,协议管辖条款的全部效果仍不明确。尽管采用协议管辖条款的发行人数量不断增加,但迄今为止,许多公司尚未遵循此条款。此外,即使那些遵循协议管辖条款的发行人也可以放弃其诉讼,以按照特拉华州法院不允许的条款达成和解。我们在样本中找不到这种行为的证据。事实上,在一些具体情况下,公司已成功申请驳回基于此条款的诉讼。^[105] 尽管如此,否认这种可能性还为时过早。

[102] 参见前注[66]~[73]、[76]与相关附随原文。

[103] 参见前注[97]及其相关附随原文。

[104] 我们计划在随后的文章中提供有关增加逾期协议的详细信息,并概述联邦法院潜在可能的回应。

[105] 参见 *Petit - Frere v. Office Depot, Inc.*, No. 502015, 2015 WL 10521805 (Fla. Cir. Ct. May 15, 2015) 案,其支持特拉华州公司的法院选择细则的制定。

2. 原告将资源转移成其他形式的诉讼

如果交易诉讼的难度加大,我们预计会看到原告律师将更多资源转换为其他形式的股东诉讼。^[106] 许多提起交易诉讼的原告律师事务所也是提起衍生诉讼和联邦证券集体诉讼的主要参与者。从原告的角度来看,没有理由认为公司的不当行为将会消失,因此投资者将继续寻求法律途径来纠正它。如果交易诉讼不再是解决不法行为的可行方法,那么这些公司将寻求其他形式的股东诉讼。

股东及其律师寻求可行的法律方案替代传统合并异议诉讼的愿望,合理解释了为何 2016 年特拉华州评估诉讼量大幅增加。发生这种增长的背景是最近的立法修改了被告律师事务所推动的评估法规。^[107] 这些改革取消了索赔总额低于 100 万美元的案件,并且还使被告可以选择将并购代价分配给索赔人,以削减预判应计利息。在这两种情况下,改革的成功论点是使用评估法规削减罢工诉讼。^[108]

虽然这些改革消除了导致早期评估案件量激增的一些潜在动力,但最新的诉讼统计数据表明,评估诉讼的新趋势是由其他因素驱动的。最可能的解释是,在 Corwin 案、Volcano 案和 Trulia 公司案之后,早几年被提起作为交易挑战的诉讼案例已不再可行,因此原告律师如今选择将其作为评估行为提起诉讼。

然而,特拉华州的新发展可能会导致起诉模式的这种转变戛然而止。在最近的几个案例中,特拉华州法院认定经评估认定的并购的价格

[106] 参见前注[99], Thomas & Thompson, p. 1756。

[107] 此前一轮改革措施即律师事务所适应新诉讼模式的另一个例子。参见前注[43], Jiang et al., p. 698。20 世纪中叶,一小部分对冲基金开始利用特拉华州的评估法规,提起了越来越多的寻求损害赔偿的诉讼。随着诉讼量的攀升,其也出现了一些迹象,表明其中一些,特别是较小额诉讼,似乎是恶意股东诉讼。同上。华尔街 7 家律师事务所随后请求特拉华州立法机关修改评估法规,以消除较小的案件,并降低迟延利率等。最终,特拉华州立法机关确实作出了一些但并非全部要求的变更。同上。

[108] 评估修正案第 262 款, Lowenstein Sandler (Mar. 6, 2015), <https://www.lowenstein.com/files/upload/DGCL%20262%20Proposal%203-6-15%20Explanatory%20Paper.pdf> [<https://perma.cc/RYE6-2PGQ>]。

其应为公允价值。^[109] 在最近的 DFC 全球公司诉 Muirfield Value Partners, LP 案中,特拉华州最高法院作出如是判决。^[110] DFC Global court 拒绝采用这样一种假设,即在涉及强有力的市场检查和公平的销售过程的情况下,其交易价格是公允价值的最佳证成,并得出结论认为采用这种推定应该是一项立法决定。^[111] 尽管如此,法院强调了交易价格在法院确定公允价值时的重要性。^[112] DFC Global 的决定,正与近期一项公司股票评估价格甚至不及交易价格一半的评估案例不谋而合,^[113] 其可能显现了特拉华州法院降低对原告及其律师的评估诉讼的吸引力的保守趋势。未来评估案件是传统信义务索赔中诉讼程序问题的替代方案,但这些决定将减少未来评估案件的数量。

我们的分析表明,特拉华州最高法院应该更加谨慎,而不是在评估诉讼时采用支持或反对交易价格的广泛推定。除非并且直到传统合并异议诉讼的范围有机会对 Trulia 公司案、Corwin 案以及采用协议管辖法规做出回应,并达到新的均衡,否则我们无法确定法律中的这些变化将如何影响诉讼实践。同样重要的是,削减太多在股东对公司渎职行为的潜在补救措施,可能会导致管理层的不法行为不被发现。换言之,广泛的评估补救措施可能是保护股东利益的必要附加保障。我们在下一章中将更充分地阐述这一论点。

(二) 错误类型 I 与错误类型 II

特拉华州法院和立法机关一直在积极开展活动,以消除无意义的股东诉讼——这无疑是协议管辖法规、Trulia 公司案(攻击披露式合并诉

[109] Merion Capital L. P. v. Lender Processing Servs., No. 9320 – VCL, 2016 Del. Ch. Lexis 189, at * 89 (Dec. 16, 2016). 其给予“交易价格以 100% 权重”,其中交易价格为“公司销售过程中产生能由可靠依据证明的公允价值”;Huff Fund Inv. P’ ship v. CKx, INC., No. 6844 – VCG, 2013 Del. Ch. LEXIS 262, at * 49 (Oct. 31, 2013), aff’d, 2015 Del. LEXIS 77 (Feb. 12, 2015), 发现“销售价格是最相关的估值范例”。

[110] DFC Glob. Corp. v. Muirfield Value Partners, L. P., No. 518, 2016, 2017 Del. LEXIS 324, at * 43 – 44 (Aug. 1, 2017).

[111] 同上。

[112] 参见前注[48],“公平市场价值的基本经济概念仍然是我们法定公允价值概念的核心”。

[113] ACP Master, Ltd. v. Sprint Corp., Nos. 8508 – VCL, 9042 – VCL, 2017 Del. Ch. LEXIS 125, at * 2 – 3 (July 21, 2017).

讼和解)和2016年特拉华州评估法规立法修正案(取消小股东评估诉讼)背后的驱动力。虽然很少(如果有的话)评论员认为恶意股东诉讼有价值,但关闭所有法院大门的危险在于不公正将不被发现和不受惩罚。换句话说,通过所辖法律范围来摆脱不良案件的代价是往往同时会失去旧规则带来的优质案例。^[114]

公司法评论员将此称为 I 型错误(积极错误)和 II 型错误(消极错误)之间的权衡。^[115] 在证券欺诈集体诉讼案件的背景下,这一假设已经适用于“私人证券诉讼改革法案”(PSLRA)的通过,该法案旨在解决恶意股东诉讼案件。^[116] 在这种情况下,PSLRA 被认为有两个影响:它通过减少无意义诉讼率来降低 I 型错误,但这样做会由于禁止非滋扰诉讼来增加 II 型错误。^[117] 一项实证研究证实,这种权衡是在 PSLRA 实施后发生的。^[118]

这些权衡也将发生,因为特拉华州通过旨在消除恶意股东诉讼的立法和司法干预措施以减少交易诉讼。当然,这将会带来更少的不良诉讼(I 型错误将减少)——这从我们在前文提及的数据中可以明显看出。不会被发现,但同样肯定会发生的是,II 型错误会增加。换言之,这将导致更少对公司违法者作出实质性判决的案件将被提起诉讼并成功起诉。

我们将失去多少优质案件,失去他们的影响又是什么? 仅在 2015 年,一位评论员就发现特拉华州衡平法院确认了违反信义义务诉讼的六个主要协议,诉讼标的额范围在 70 美元~2.75 亿美元。^[119]

[114] See Stephen J. Choi, *Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act?*, 23 J. L. Econ. & Org. 598 (2007). 其发现证据证明,由《私人证券诉讼改革法案》为先前可能提起的有价值诉讼,所引起的诉讼障碍妨碍了先前可能提起的有价值诉讼。

[115] Lynn A. Stout, *Type I Error, Type II Error, and the Private Securities Litigation Reform Act*, 38 Ariz. L. Rev. 711, 711 (1996).

[116] 同上;参见前注[114], Choi, p. 603。

[117] 参见前注[114], Choi, p. 603。

[118] 参见前注[114], Choi, pp. 622 - 623。

[119] 参见前注[35], Friedlander, pp. 624 - 625。

总体而言,这些案件导致公司股东一年的回收金额超过9亿美元。^[120] 对公司不端行为进行司法制裁还可获得其他好处。例如,它们为法院提供了制定交易途径规则的机会,^[121] 并为法官提供论坛向公司董事讲述不法行为的危险性。^[122] 更一般地说,由于交易是在潜在诉讼的阴影下进行谈判的,因此诉讼补救措施的可用性或许会影响未来并购的价格和程序。^[123]

这些权衡凸显了在进一步削减股东挑战公司董事并购行为的能力之前仔细评估特拉华州诉讼改革工作的成本和收益的必要性,因为担心我们会无意中切断股东为监控而作出的有价值的努力。诉讼模式将发生变化,它们需要一段时间使其对公司行为的影响变得明显。我们的数据所显示的戏剧性变化将在适当的时候稳定下来,如果需要做更多(或更少)的话,此时这种变化将变得明显。

例如,一些评论员最近呼吁在股东诉讼中立即建立“败诉者支付”制度,认为交易诉讼模式的发展过于缓慢,需要采取更多措施来制止无意义的诉讼。^[124] 他们声称,交易诉讼仍然是公司参与公司交易的一个重大问题,因为协议管辖法规和 Trulia 公司案的影响有限。他们确定“如果 Trulia 公司案未能消除社会上的不利诉讼问题,特拉华州应重新

[120] 其他年份也出现了类似的协议。例如,在2012年,特拉华州最高法院在一起衍生诉讼中确认了12.63亿美元的判决,该诉讼争讼事项为南秘鲁铜业公司收购对其子公司的收购行为。See *Ams. Mining Corp. v. Theriault*, 51 A. 3d 1213, 1218-1219 (Del. 2012).

[121] 参见前注[9], Davidoff Solomon & Thomas, p. 10.

[122] See Edward B. Rock, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA L. REV.* 1009, 1016 (1997).

[123] See Albert H. Choi & Eric L. Talley, *Appraising the “Merger Price” Appraisal Rule* (Va. Law & Econ., Research Paper No. 2017-01, 2017), <https://ssrn.com/abstract=2888420> [<https://perma.cc/WM4B-MWXS>]. 其认为评估救济的范围会影响并购中的协商交易价格。

[124] William B. Chandler III & Anthony A. Rickey, *The Trouble with Trulia; Re-evaluating the Case for Fee-Shifting Bylaws as a Solution to the Overlitigation of Corporate Claims* 1-2 (Apr. 4, 2017), 其为未发表的手稿, 资料来源: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2946477 [<https://perma.cc/X2NE-JMHW>].

考虑其禁止转移费用的法规”。^[125]

实质上,这些评论员所要求的是在 I 型错误和 II 型错误之间取得极端权衡。即使 Trulia 公司案在阻止披露式合并诉讼和解方面 100% 有效,它也不会消除 I 型错误,因为除了披露变更之外,协议还包括其他要素。“消除”第一类错误只能通过消除所有形式的股东代表诉讼来实现,这很可能是允许转移费用法规的结果。然而,正如我们刚才所讨论的那样,消除所有形式的代表诉讼也会消除有价值的案件,这些案件会给受损股东提供赔偿并阻止未来的不恰当管理行为。^[126]

(三) 特拉华州的(再)衡平法案

交易诉讼中的这些变化,或者更广泛地说股东起诉以行使其权利的能力,对于特拉华州与其他州在公司诉讼和更广泛的公司法规方面的竞争这一历史悠久的辩论具有进一步的影响。Cary 和 Winter 对于特拉华州法律究竟是引领一场积极向上的竞争还是一场消极退步的竞争意见不一,而争论的焦点是公司法是否能使股东获利。^[127]许多公司法学者在这场辩论中有所建树,尽管这些评论员对竞争的不同方面存在许多分歧,但似乎普遍认为截至目前特拉华州在竞争中已取得胜利。^[128]

合并异议诉讼的转变可能会再次激起本次竞争的浪花。多管辖区交易诉讼的暴发是促进特拉华州立法机关采取行动验证协议管辖法规的因素之一。这些法规旨在将其他州法院的案件转移到特拉华州衡平

[125] 同上; also see Sean J. Griffith, *Private Ordering Post – Trulia: Why No Pay Provisions Can Fix the Deal Tax and Forum Selection Provisions Can't*, in *The Corporate Contract In Changing Times* (Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas eds., forthcoming 2018), <https://ssrn.com/abstract=2855950> [<https://perma.cc/5TF6-FPST>], 其提议章程或条款中禁止“公司为指定的诉讼结果支付律师费”。

[126] 类似地,若特拉华州法院完全不接受了评估诉讼,那么将导致依据法规指引的优质案件趋于更少,即更严重的 II 型错误。上述案件的发现亦有助于揭示欺诈和违反信义义务等行为,这也解释了在评估领域,完全不接受了评估诉讼对阻止不当行为所产生的次生负面影响。因此,特拉华州法院已允许原告在特定情形下可采取上述两种行为。Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 542 A.2d 1182, 1184 – 85 (Del. 1988).

[127] See Jill E. Fisch, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, 68 U. Cin. L. Rev. 1061, 1064 – 65 (2000). 其对著名的 Cary – Winter 辩论进行了总结。

[128] See Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (1993).

法院。

然而,特拉华州的法律对交易案件越来越严,因此原告将其他司法管辖区视为更安全的“避风港”。早些时候输给特拉华州的州现在可能成为股东的首选诉讼地。^[129] 原告律师事务所数量众多,同时原告又可以选择诉讼法院,这意味着诉讼可能会迁移,而特拉华州的法规可能没有止赎或完全效果。^[130] 其他司法管辖区可能不采纳或者规避特拉华州的法规,特别是当它们被视为程序性质时。例如,纽约的一家法院甚至制定了另一种法律原则,以评估仅披露诉讼中的协议。^[131]

公司法竞争中的其他利益相关方从这些转变中获益或利益受损。^[132] 首先由玛西(Macey)和米勒(Miller)教授说明特拉华州的律师是本次竞争的主要参与者。这些律师可能会担心特拉华州法律过于偏袒被告方关于股东诉讼的观点,并担心由此会造成企业倒闭、移民,或公司诉讼。虽然许多特拉华州的律师,即使是原告方律师,也支持减少特拉华州以外的无意义诉讼(因此支持协议管辖法规),但当特拉华州立法机关要进行相关立法时,他们更不愿意支持费用转移的法规。

在“调整最大限度地减少公司违法行为时股东利益”和“避免交易中恶意股东诉讼时公司管理层的利益”二者之间取得平衡,以及解决与特拉华公司法企业其他股东利益的冲突时,特拉华州如履薄冰。这在对于上述法律发展的诉讼趋势的响应中,得以凸显。如果特拉华州法律在此领域对任何一当事方都过于有利,那么,它将受到对立一方的反抗。在制定公司法规则和执法时,特拉华州必须考虑所有这些利益,否

[129] 作为理论问题,许多论文中均预测会发生这种情况。参见前注[24], Armour et al., p. 640. “越来越多的大型并购和杠杆收购交易,选择规避特拉华州作为诉讼地”。参见前注[46], Cain & Davidoff Solomon, pp. 499 - 500. “某些有兴趣吸引商业诉讼的州看到案件转到其他司法管辖区时,通过奖励更高的律师费和更有利的结果来回应这种‘选购’诉讼管辖地的现象”。

[130] See C. N. V. Krishnan, Steven Davidoff Solomon & Randall S. Thomas, *Who are the Top Law Firms? Assessing the Value of Plaintiffs' Law Firms in Merger Litigation*, 18 Am. L. & Econ. Rev. 122, 143 (2016).

[131] *Gordon v. Verizon Commc'ns, Inc.*, 148 A. D. 3d 146, 156 - 64 (N. Y. App. Div. 2017). 其提出一项增强的七部分测试,以考虑提出的协议是否值得批准。

[132] See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest Group Theory of Corporate Law*, 65 Tex. L. Rev. 469, 522 - 523 (1987).

则可能会失去其吸引公司法的主导地位。

我们在本文中并未建议特拉华州法律过于严格——事实上,合并异议诉讼的统计数据表明,最近的变化相当温和。至少到目前为止,诉讼量仍足以对并购程序进行约束。然而,该分析有助于强化这样一个事实,即对特拉华州公司法的变化进行最终检查,才能使公司们选择在特拉华州成立变得可取。

结 论

随着包括 Trulia 公司案判决在内特拉华州关于合并异议诉讼法律的重大发展,我们研究了合并异议诉讼的变化。我们发现,Trulia 公司案及其嗣后案件极大程度扰乱了合并异议诉讼。短期影响包括联邦诉讼量的增加,特拉华州诉讼和结算减少以及预期费的增加。此外,虽然合并异议诉讼的总量有所下降,但仍然很高。

至少在短期内,诉讼率持续居高不下的一个原因是,原告律师试图通过在其他地方提出诉讼来规避特拉华州法律的限制。我们的实证结果表明,原告律师在诉讼地转移方面的反应积极,而且所提出的索赔类型也发生了变化。我们还看到被告公司正在采用迅速转变的策略。相关律师的回应表明,特拉华州不能完全自由地调整合并异议诉讼生态系统。特拉华州法院和立法机关必须考虑到这种反应。

然而,这些以市场为基础的反应是否能使律师规避特拉华州法律的影响仍不清楚。协议管辖条款可能有效地限制了机会主义原告将案件提交其他州法院的能力。联邦法院可以在解决诉讼案件同时,处理对 Trulia 公司案判决所表现出的类似怀疑态度的披露索赔。尽管目前案件量急剧上升,但是,败诉律师费可能无法提供足够的财务回报以保证长期有小额诉讼案件。此外,斩断股东管理不端行为的所有途径,也极有可能减少或许会暴露不良行为的有效案件量。

因此,我们认为特拉华州法院和立法机关应推迟进一步的诉讼改革。相反,在最近的变化全部影响已被纳入并购生态系统并且联邦法院可以解决败诉律师费上涨之前,法院与立法机关需谨慎行事。直至那

时,特拉华州才可以确定其诉讼制度是否在保护股东价值和限制诉讼滥用之间取得恰当的平衡。

(编辑:胡睿超)