

加拿大的企业兼并与收购

—外国银行和竞标人法律指南

TORONTO
MONTRÉAL
NEW YORK

dwpv.com





在戴维斯，我们关注对客户来说最重要的问题，无论这发生在加拿大，还是在世界其他地区。而且我们一直在向最复杂的问题进行挑战。

我们的力量来自我们的员工，他们经验丰富，凭借法律专长和商业洞察力来实现您的愿望。

我们的价值实现标准只有一个：您的成功。

多伦多 TORONTO

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
1 FIRST CANADIAN PLACE, 44TH FLOOR
TORONTO ON CANADA M5X 1B1

电话：+1 416.863.0900

传真：+1 416.863.0871

蒙特利尔 MONTRÉAL

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
1501 MCGILL COLLEGE AVENUE, 26TH FLOOR
MONTRÉAL QC CANADA H3A 3N9

电话：+1 514.841.6400

传真：+1 514.841.6499

纽约 NEW YORK

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
625 MADISON AVENUE, 12TH FLOOR
NEW YORK NY U.S.A. 10022

电话：+1 212.588.5500

传真：+1 212.308.0132

如果您有兴趣了解戴维斯·沃德·菲利普和伟伯格律师事务所的更多情况, 敬请和我们联系或登陆我们的网站:
www.dwpv.com。

关于本指南

戴维斯律师事务所在处理多法域的兼并和收购交易方面经验丰富, 曾经为许多加拿大和外国的收购方、目标公司和投资银行提供法律意见。本指南旨在向读者提供加拿大兼并和收购业务的解读并阐述外国收购方、目标公司和投资银行遇到的某些特定问题。本指南所提供的信息并非正式的法律意见。如有任何具体问题, 请直接联系我们。

如欲进一步了解本指南有关内容或者需要我们协助完成任何交易, 请直接联系我们:

多伦多	Patricia Olasker	电话 : 416.863.5551	电子邮件 : polasker@dwpv.com
蒙特利尔	Sylvain Cossette	电话 : 514.841.6412	电子邮件 : scossette@dwpv.com
纽约	Gerald Shepherd	电话 : 212.588.5540	电子邮件 : gshepherd@dwpv.com

目录

要约收购规则：综述	1
协议安排	5
要约前考虑的因素	9
要约后善后交易	17
MULTILATERAL INSTRUMENT 61 - 101	19
董事职责和防御机制	23
《竞争法》、《加拿大投资法》和对外国所有权的其他限制	29
并购交易中加拿大税务问题举例	35
附件A：交易时间表汇总	41

要约收购规则：综述

要约收购规则：综述

并购交易的类型

- 要约收购（类似美国的要约收购）
- 协议安排
- 合并（类似美国的兼并）
- 资产出售
- 股份出售（例如：非公开购买控制权股份）
- 重组（例如分拆）
- 私有化退市交易

要约收购监管：概述

要约收购监管

- 要约收购由各省规范监管，但最近加拿大证券监管机构根据Multilateral Instrument 62-104 和National Policy 62-203统一了加拿大全境的要约收购体制而在安大略省要约收购根据《证券法》第XX部份和62-504规则规范监管。

- 适用法律取决于目标公司股东的居住地和目标公司的注册地

何为要约收购？

- 向加拿大法域的主体作出要约收购有表决权的证券或股票，如要约的标的证券加上要约人及其关联公司和联合行动人受益拥有的证券构成某类证券的流通在外证券（部分稀释）的20%或以上
- 股票包括无表决权的普通股
- 计算现行受益所有权包括60天内可转换为股票类或具有表决权类证券的那些证券（小心陷阱）

要约收购：定义

- 间接要约：
 - “反规避”规则
- 如收购人收购其拥有的控股公司的股份，连同收购人的股份合计超过一家上市公司股份的20%，则可适用间接要约
- 收购可转换证券，尤其是收购“价内”可转换证券，有可能会构成相关证券的“间接”要约

平等待遇规则

向全体发要约

- 必须向该类证券的所有持有人作出要约，但可为了少于全部证券而作出要约
- 也必须向可转换证券的持有人发出通告

同等对价

- 必须向所有持有人发出同等对价（或对价的同等选择）

- 如要约人在要约期间提高了报价，每个人都应适用新价格，即使持有人的股份依要约提交并收纳
 - 部分的要约须按“比例”
- 无“私利交易”**
- 无附带利益，即以私利协议实际提高支付某些持有人的对价（例如：与高级管理人员订立协议）
 - 最近颁布的修正案允许对目标公司的管理层和其他员工做出某些聘用和离职安排
 - 如就作出要约或目标公司持续运营清楚地确定了经营或财务目的，也可获得证券管理委员会(OSC)的裁定而允许附带协议
- 要约前一体化**
- 要约前90天内不能收购要约之外的证券，除非要约人依要约提供相同的对价并从每一持有人收购相同比例的证券 - “三思而行”
 - 在证券交易所进行的正常购买例外（预先安排交易不属于正常交易）
 - 如此收购的证券不得计入90%法定强制收购的门槛，或作为表决第二步私募交易“小股东的多数”小股东证券的一部分
- 要约期间的购买与出售**
- 直至要约届满要约人方能要约收购或订立任何协议或谅解来收购要约的标的证券
 - 如要约人在要约收购通告或随后申报的新闻公告中表明其意图，则要约人可在公认的证券交易所购买至多5%的流通证券。此等购买须通过新闻公告每日报告披露购买证券的价格和数量。
 - 要约期间所收购的证券不计入90%法定强制收购门槛，或作为表决第二步私募交易“小股东的多数”小股东证券的一部分
- 要约后一体化**
- 在要约届满后的20个营业日内不得以非同等于要约的条款在交易中收购要约外的证券
- 出售限制**
- 自公布要约意向之日起至要约届满，要约人不得出售或订立协议出售目标公司证券
 - 要约人可同意在将来某日出售其依要约收纳的证券，但仅当其在通告中披露了该意向

充分时间规则

- 存托期间至少为35天
- 35天不收纳期，如要约条件已得满足或被放弃或要约届满后10天，必须收纳并支付证券
- 可允许撤回要约：
 - 要约人收纳证券前任何时间
 - 要约变更后10天内
 - 如证券在收纳后3个营业日内未得支付
- 修改后要约须开放10天（除非只是放弃全现金要约中的某个条件的弃权声明）

充分信息规则

- 可以通过投邮或发布广告的方式开始要约。如通过广告开始要约，在发布广告的同时（或之前），向目

标公司申报和交付要约，要求股东名册且在收到股东名册后两个营业日内，将要约收购通告发送给名册上载明的证券持有人

- 要约人必须准备要约收购通告并邮寄给欲收购的该类证券的所有持有人和可转换证券的持有人
- 如要约条款变化或出现重要信息或重要信息发生变化（要约人无法控制的变化除外），则必须另行邮寄
- 目标公司必须在收到要约后15天内准备并投邮董事通告，载明董事会作出的接受或拒绝建议
- 如董事会未能作出建议，则通告中须披露未作出建议的事由
- 要约可包含融资条件外的任何条件
- 通常情况下，要约包含最低的存托条件以确保要约人能通过第二步的私募交易获得未存托的其余股份。通常条件会要求存托至少为（1）流通在外股份的三分之二和（2）小股东的多数
- 除非可获得豁免，如要约属于适用公司法或证券法规定的“内部要约”或“关联方交易”，则可要求对目标公司的证券以及提供的任何非现金对价进行评估
- 与美国相比，对于换股要约收购，加拿大无需证券委员会无异议函

滥用交易

- 如要约属于滥用目标公司股东、公众或资本市场，即使该要约符合上述所有的规则，证券监管机构将会干预并叫停要约收购
- 证券监管机构也有权力进行干预并禁止目标公司董事会采取不恰当的防御措施来阻止要约收购其证券

协议安排

协议安排

何为协议安排？

- 协议安排可作为协商并购交易要约收购的常用替代方案
- 根据适用的公司法重组目标公司
 - 与目标公司谈判协议并经常与重大证券持有人（如有）谈判支持协议
 - 如交易可能会引起潜在的利益冲突或在另有其他正当理由情况下，目标公司的董事会可成立一个独立委员会
 - 在邮寄委托代理材料载明要求股东批准前，目标公司向法院申请临时令
 - 目标公司召开特别的证券持有人会议来批准协议安排
 - 经目标公司证券持有人和法院批准协议安排方能生效，安排的条款由目标公司申报备案
- 根据协议安排方案，目标公司任一类的证券可交换成任何其它证券或财产，包括现金。另外，资产，包括子公司可分配给股东或其他各方，而且按协议安排实施的所有步骤的顺序可在税务规划中辅以明确说明
- 法院要考虑协议安排是否“公正合理”
 - 在2008年12月加拿大贝尔电子公司（BCE）一案的裁决中，加拿大最高法院明确提出了评定协议安排是否公平合理的框架。法院须确认满足以下条件：(i)协议安排具备有效的商业目的和(ii)其合法权利正进行协议安排之人等的异议正以公正平衡的方式得到解决
 - 在确定这些检验是否得以满足时，法院将会考虑 (i) 对目标公司持续运营所作协议安排的必要性，(ii) 目标公司证券持有人批准协议安排的水平，(iii) 协议安排对受影响团体带来影响的相称性，(iv) 支持协议安排的董事和顾问的声誉，(v) 协议安排是否已经目标公司独立董事的特别委员会批准，(vi) 信誉良好专家的公平意见书的提呈，以及 (vii) 股东有权提出不同意见和评估救济的机制

何时采用协议安排

- 比要约收购的接受门槛更低
 - 不禁止兼并方以其持有的目标公司证券表决，但条件是其不属于Multilateral Instrument 61-101中企业合并规则的“利害关系方”
- “一步式”收购排除“过桥”和融资的风险
- 税务规划机会
 - 将基数分拨到要出让的资产
 - 分配免税的安全收入与资本收益
- 处理目标公司资产更为灵活

- 便于执行“可交换股份”结构
- 处理股票期权和认股权证更为灵活
- 不禁止附带利益和要约前购买
- 税务规划优点-有能力清楚地按生效时间安排交易步骤
- 可能发出“不同等的”对价
- 融资条件的容许性
- 处理政府公债（和其它债权人）的灵活性
- 可获得美国3a-10注册登记豁免

协议安排的缺点

- 因为代理表决权征集和法院程序比要约收购更麻烦而且耗时
- 面对随后的竞争性要约有潜在时限的不利之处
- 公正聆讯可用作证券持有人控告的论坛
- 控告人能对法院命令提起上诉而可能延迟交割
- 过程是目标公司驱动而非收购人驱动

要约收购前考虑因素

要约收购前考虑因素

收购前的准备

尽职调查问题

- 无表决权股份的衣尾条款
- 变更控制权的结果
- 监管要求（如加拿大投资局、竞争局、加拿大广播电视局）
- 可转换证券或要收购的其他权利
- 或有负债
- 股东权利计划（现有的或潜在可能的）
- 目标公司股东的处所（包括美国）

尽职调查程序

- 目标公司将要求保密协议和通常也要求停滞协议作为尽职调查的先决条件

融资

- 在加拿大，现金要约收购必须要全额融资（公布要约时，签好承诺函，费用已付）。相比之下，美国的要约收购则可以附带融资条件
- 要约前要约人必须做好足够的安排以确保获得需要的资金。
- 经验之谈：要约融资也不比要约本身附带更多的条件
- 要约人“必须合理地相信因融资条件未得满足，要约人无法支付依要约存托的证券的可能性极小”
- 从常规交易贷款人借贷的物业之债不再需要设计安排以达到豁免加拿大预扣税，如同该预扣税在该情形下已得撤销一般

股份累积

试收购

- 收购至多19.9%（连同买方与联合行动人受益拥有的股份）并非“要约收购”，因而无需豁免
- 允许开放市场购买或非公开协议（尽管市场购买可能会提高价格，或者走漏目标公司消息）
 - 因为不用支付股份溢价，常如此操作以降低收购目标公司股份的成本
 - 可减小要约人的风险，允许其向优先竞争性要约出售试收购的股份以补偿一些收购成本
- 因为涉及以后的要约，要约前一体化规则应在这一阶段予以考虑
- 如魁北克省证券监管机构认为在作出试收购之时，要约人“处于作出要约的过程”，则其可反对试收购
- 如此收购的证券不计入90%法定强制收购门槛或作为表决第二步退市交易“小股东的多数” 小股东证券的一部分
- 购买20%或以上的股份为要约收购，需要向该类股份的所有持有人发出要约，除非可获得豁免

非公开协议豁免

- 非公开协议的主要豁免：

禁止内部交易

- 5个或5个以下的卖方，而且对价不超过20天市场交易平均价的115%
- 收购人拟议爬行收购控制权（与要么全部要么放弃的要约相对）的关键工具
- 一旦有主体“拟议作出要约收购”目标公司，身为内部人、关联方、相关方、专业顾问和管理人员、董事或上述任一员工的所有主体等即属于与目标公司有“特殊关系”，直到公布要约，方可交易目标公司的证券。
- 此限制不适用拟议作出要约的主体本身

累积的公开披露

早期警示报告

- 旨在提醒市场收购一家上市公司的大量持股
- 收购10%某一类普通股票或有表决权证券（连同收购人和联合行动人受益拥有的股份）要求收购人发布新闻公告并在两个营业日内申报“早期警示”报告。披露内容必须包含针对所收购证券任何协议的条款、支付的价格、收购的目的以及任何“将来收购”更多证券的意向
- 适用于收购证券的受益所有权和对证券行使控制或指令的权力。必须计入无论是否附带条件某一主体有权利或义务在60天内收购的任何证券10%之内（如认股权证，股份转让协议）
- 不要求非内部人报告根据现金结算换股交易的任何经济利益
- 要求的报告申报之日起一个营业日届满前禁止收购人及其联合行动人再行收购股份，除非收购人及其联合行动人受益拥有20%以上的该类证券（美国无此类限制）
- 如存在另一方的收购要约或发行人要约，则披露门槛降至5%，但直到报告申报后对收购的限制才适用（小心陷阱）
- 对于其股票在美国证券交易委员会（SEC）登记的目标公司（如在纽约证券交易所(NYSE)上市的目标公司），达到5%的水平时，要求在Form 13D披露累积股份，但不禁止收购人等待申报13D期间进一步收购证券
- 如报告中重大事实发生变化或再收购该类证券的2%，则要求收购人立即发布进一步的新闻公告并申报报告

内部报告

- 收购一家上市公司10%以上有表决权证券，要求收购人在10天之内申报一份内部报告，披露其所有权并对其任何进一步收购或处置该公司的证券进行报告
- 收购人的董事和高级管理人员也成为该公司的内部人且也必须申报报告
- 拟议的修订，如果得以实施，将加速申报申报报告的时间期限从10天减少到5天，并且引入“转换后受益所有权”的概念，该“转换后受益所有权”将计入为确定10%所有权之目的而在60内可被收购的证券。

选择交易结构：协议安排、要约收购和企业合并三种方式的对比

	协议安排	要约收购	企业合并
交易方式的主要特点	<ul style="list-style-type: none"> 通过证券持有人表决并经法院批准而实施并购 	<ul style="list-style-type: none"> 通过向证券持有人发出要约实施收购股份 	<ul style="list-style-type: none"> 通过证券持有人表决实施并购
完成的方式	<ul style="list-style-type: none"> 收购人与目标公司订立安排协议 收购人可与持大量证券的持有人订立支持协议 目标公司向证券持有人邮寄委托通告(无监管机构审查) 证券持有人开会批准(被锁定证券可参与表决) “公平性”获得法院批准 	<ul style="list-style-type: none"> 收购人与目标公司订立支持协议(如为善意收购) 收购人可与持大量证券的持有人订立锁定协议 收购人向目标公司证券持有人邮寄要约收购通告(无监管机构审查) 目标公司向目标公司的证券持有人邮寄董事通告(无监管机构审查) 证券持有人接受要约提交证券 	<ul style="list-style-type: none"> 收购人与目标公司订立并购协议 收购人可与持大量证券的持有人订立支持协议 目标公司向证券持有人邮寄委托通告(无监管机构审查) 证券持有人开会批准(被锁定证券可参与表决)
对价	<ul style="list-style-type: none"> 现金和/证券 照“公平性”和小股东多数批准允许对证券持有人区别对待 	<ul style="list-style-type: none"> 现金和/证券 禁止对证券持有人区别对待，某些聘用协议或需证券委员会批准的除外(需要的时间；约为四个星期) 	<ul style="list-style-type: none"> 现金和/证券 按照小股东多数批准允许对证券持有人区别对待
时间安排 (参见附表A)	<ul style="list-style-type: none"> 从开始准备通告到完成交易大约需要50到65天(如要约需要第二步交易而总比要约收购更快) 	<ul style="list-style-type: none"> 从开始准备通告到完成交易大约需要50到65天 	<ul style="list-style-type: none"> 从开始准备通告到完成交易大约需要45到60天
股东批准/接受要求	<ul style="list-style-type: none"> 股东会参加投票的股东2/3表决通过(如关联方获得附带利益，则需小股东多数批准) 	<ul style="list-style-type: none"> 所有流通在外股份的90%(为挤出其余股份)。如收购股份少于90%，则必须进行第二步挤出交易，需要2/3投票通过和小股东多数批准(如给予同等待遇，则被锁定的股份可计入小股东股份的部分) 	<ul style="list-style-type: none"> 股东会参加投票的股东2/3表决通过(如关联方获得附带利益，则需小股东多数批准)
条件	<ul style="list-style-type: none"> 无限制条件 	<ul style="list-style-type: none"> 禁止融资条件 	<ul style="list-style-type: none"> 无限制条件

	协议安排	要约收购	企业合并
异议权	<ul style="list-style-type: none"> • 有 	<ul style="list-style-type: none"> • 有，可对行使挤出权或执行第二步交易异议 	<ul style="list-style-type: none"> • 有
交易前购买目标公司股票	<ul style="list-style-type: none"> • 不限制，但受内部交易限制约束 	<ul style="list-style-type: none"> • 受到限制（要约条款必须与要约前交易同样优惠） 	<ul style="list-style-type: none"> • 无限制，但受内部交易限制约束
法语翻译	<ul style="list-style-type: none"> • 取决于与魁北克的连接点（例如股东人数规模、目标公司的总部或多数业务所在地） 	<ul style="list-style-type: none"> • 需要 	<ul style="list-style-type: none"> • 取决于与魁北克的连接点（例如股东人数规模、目标公司的总部或多数业务所在地）

设计要约结构

对价：现金还是证券？

- 作为要约对价的证券要求对证券的发行人进行招股水平的披露、发行人的财务报表披露和暂编汇总财务信息的披露
- 也要求详细披露要约人目标公司交割后的计划和建议
- 以股份作为对价的要约人可以成为“报告发行人”并须要遵守加拿大上市公司披露要求
- 因为要约通告不经证券委员会审查，所以如果要约以股份为对价则没有时间方面的劣势
- 交换证券要约收购中的要约人可以向监管机构申请命令认可报告发行人身份

条件

- 允许附带任何条件（但要约收购中禁止融资方面的条件），常见的条件包括：
 - 要约收购最低门槛：如寻求收购控制权，条件是要达到51%；如果寻求收购100%，最低门槛应为66 2/3%和“持有少数股权股东的多数”，以确信无疑实施第二步退市交易
 - 对要约无权利计划或放弃申请权利计划
 - 竞争管理局、加拿大投资管理局、《哈特-斯考特-罗蒂诺反垄断修订法》（HSR）和其他监管机构对控制权变更的批准以及其它管理部门对控制权变更的批准
 - 无重大不利变化

衣尾条款

- 在多伦多证券交易所(TSX)双重挂牌上市的公司需要提供“衣尾条款”，即规定实际上授权无表决权股份的持有人参与针对有表决权股份的要约
- 具有表决权/无表决权结构的历史更久的公司可允许无需对无表决权股份发出要约而收购控制权
- 如售出控制块股份则引发衣尾条款，除非按相同条款向其他股份作出要约
- 通过协议安排的方式作出的收购不会引发典型的“衣尾条款”

股东名册

- 遵循适用的公司法规，要约人可从目标公司要求一份股东名册。目标公司必须在10天内答复该请求
- 允许要约人通过公告的方式开始要约，但要约人必须在要约刊登广告之日或之前请求股东名册且必须在收到该股东名册两个营业日内向股东寄送要约

股东换股要约的批准

- 如果在多伦多证券交易所（TSX）挂牌上市的要约人拟议作出换股要约，通常不会要求要约人获得股东批准股票的发行
- 多伦多证券交易所（TSX）的一般规则是：如可发行的证券数量超过发行人流通在外证券的25%（不稀释），则需要股东批准。然而，此规则也有例外，如果目标公司本身就是一个报告发行人（或相当）有50或50个以上的受益股东（内部人和员工除外）。该例外情形受多伦多证券交易所(TSX)的最高裁量约束，即要求股东批准重大实质性影响一家上市公司控制权的任何交易。但多伦多证券交易所不大情愿在公开并购的情境下行使这一裁量权。不过，在2009年的一个裁决中，安大略省证券委员会（OSC）判令收购人对导致100%稀释的股份发行要寻求获得股东批准。多伦多证券交易所（TSX）目前正在考虑是否改变其规则要求对导致稀释25%或以上的任何收购要求获得股东批准。

加拿大目标公司的美国股东

- 如果美国证券持有人持有少于40%的“外国私人发行人”目标公司证券，跨司法管辖区域披露系统（MJDS）通常使得要约免受美国要约收购监管和美国证券交易

委员会（SEC）对换股要约所申报登记声明的审查（但美国反欺诈行为条款、Schedule 13D与Schedule 13E-3 仍然适用）

- 跨司法管辖区域披露系统（MJDS）仅可由非加拿大要约人在现金交易中使用；在换股要约中，要约人和目标公司都必须是加拿大的外国私人发行人要约人方能使用跨司法管辖区域披露系统（MJDS）的登记豁免
- 如果换股要约无法适用跨司法管辖区域披露系统（MJDS）（例如：因为目标公司并非“外国私人发行人”），也有可能通过作出“卖方募集”的方式避免美国证券交易委员会（SEC）登记要求

锁定协议

- 证券持有人承诺接受要约人的收购要约提交其持有的证券（或者投票赞成协议安排或企业合并）
- 协商谈判证券持有人撤回要约并接受条款更优越的要约的权利
- 优点：有利于确保执行的确定性；被锁定的证券可计入90%法定强制收购门槛
- 缺点：如被锁定证券的持有人未获得要约下所有其他证券持有人的同等待遇，要约人则有风险不能将根据锁定协议所收购的证券计入对第二步退市交易投票表决的“持有少数股权股东的多数”
- 如被锁定证券之持有人获得要约下所有其他证券持有人的同等待遇，Multilateral Instrument 61-101允许被锁定的证券计入“持有少数股权股东的多数”投票表决的一部分
- 订立锁定协议可能会引发目标公司的毒丸计划
- 锁定协议必须公开申报备案

要约后的善后交易

17

要约后的善后交易

要约后的善后交易：概述

强制收购

- 依照公司法，如果在要约后120日内，收购要约已被90%该类股份（不含要约人或者其关联方或相关方所持有的股份）的股东所接受，要约人可要求未接受要约的股份以收购要约相同价格出售给要约人
- 通知一旦发出，要约人有权在30日内收购未接受要约的股东手中的股份，但各个股东可以申请由法院确定一个“公平价格”
- 对于在联邦和在安大略省注册的公司，该程序仅适用于对有表决权证券的收购要约
- 对于在联邦注册的公司，除非取得裁令，该程序仅向所有股东(例如：不能排除换股要约中的美国股东)作出收购要约时方可适用

企业合并/私有化退市交易

- 如果要约人收购了66 2/3%至90%的股份，其可以通过股东批准的企业合并或协议安排的方式使公司私有化退市。
- 根据Multilateral Instrument 61-101，如果意向已经在要约收购通告中予以披露，则依照要约收购的股份可以计入企业合并中的小股东股权
- 如果被锁定的股东获得对所有其他股东的同等待遇，Multilateral Instrument 61-101允许被锁定的股份在第二步交易中计入小股东股权的一部分

Multilateral Instrument 61-101

19

Multilateral Instrument 61-101

- 目的**
- 在提议某交易时，大股东在表决权、董事会人代表权和信息接触方面均处于处于优势地位。Multilateral Instrument 61-101旨在促进小股东与大股东的公平竞争环境
 - 影响企业合并、关联方交易、第二步的私有化退市交易，以及某些“替代性”交易（发行人收购要约和内部收购要约）
- 涵盖的交易种类**
- 有四种交易：
1. 内部要约收购：由持有占10%以上有表决权的股份的股东发出的要约收购
 2. 发行人要约收购：发行人收购其自己的证券
 3. 企业合并：凭此种交易，要求股权证券持有人出售其股份，而无论该股权证券是否被另一种证券替代，但条件是仅当交易涉及发行人的关联方且关联方未获得与其他股东同等待遇或收到比其他持有人更高价值的对价之交易
 4. 关联方交易：发行人和持有重大股份的股东或其他关联方之间的交易
 - “关联方”包括那些能够实质性影响发行人控制权（包括持有其10%以上有表决权股份的股东）及类似下游关系的人
- 四个要求**
1. 独立评估
 2. 小股东批准
 3. 加强披露
 4. 特别委员会批准
- 评估**
- 评估 - 公平意见
 - 需评估的有：内部要约收购（除非无接触，因为要约收购人是“处身局外”的内部人）、发行人要约收购（除非要约收购后将出现一个“流动市场”）、企业合并（前提是“利害关系方”正在收购发行人或与发行人合并，且不适用任何豁免），以及关联方交易（前提是关联方交易的标的超过发行人市值的25%）
 - 在评估过程中失去控制：例如，在内部要约收购中，评估的费用由要约收购人承担并包含在要约收购告中，但评估在目标公司独立委员会的监督下准备
 - 评估人的独立性
 - 在规定的情形下，包括如评估人是关联实体或附属实体、外部审计人（存在一些例外），或如向其提供成交费，则可视为评估人为非独立评估人
 - 其它关系仅需要考虑与披露，例如在过去的24个月内的主承销商或副主承销商关系
 - 所作出的评估不得超过120日
 - 评估豁免
 - 以前的公平谈判 - 所提供的对价至少要等值，并且以10%证券持有人（如要约收购人已拥有80%的目标公司证券，则为5%）所同意的形式，该10%的证券持有人，至少持有不长于12个月之前的公平谈判中要约人所不拥有的流通在外证券的20%

- 竞卖 - 一项或多项其他交易或要约收购尚未了结，且均可平等获得所提供的资料库信息
- 第二步的企业合并 - 在旨在披露实施第二步交易和该交易税务后果的正式收购要约后的120日内进行，且对价与正式要约下支付的价格相等，且支付形式亦与正式要约下的支付形式相同
- 按比例关联方交易 - 对于在购股权发行、股息、资产分配以及股份重组方面的权利，利害关系方与所有股东同等对待
- 缺乏了解与陈述 - 适用于内部要约收购
- 对以前评估的披露 - 之前的24个月：
 - 包括对证券或重大资产的内部评估
 - 须留意对董事会的特征化意见和公平意见分析
 - 不包括为协助利害关系方决定要约价格之目的所进行的评估（除非该评估可为目标公司任何独立董事获得）
- 披露
 - MI 61-101包含适用于受影响的交易的详细披露规则，主要是为了使持有少数股份的股东与交易的提议人在信息平台上处于公平的竞争环境
- 少数股东的批准
 - 在任何情形下，由“持有少数股权的股东的多数”批准
- 特别委员会：
 - 为了MI 61-101交易，通常会成立一个独立于交易提议人的董事会特别委员会
 - 向整个董事会报告，然后由董事会就该交易向股东提出建议
 - 指导评估/公平意见程序

董事职责与防御机制

23

董事职责与防御机制

董事职责

信托职责

- 董事 (i) 对公司负有为公司最大利益而履行职责的信托职责，以及(ii)在相应情形下，作为合理谨慎之人，审慎、勤勉、熟练地履行其职责
- 董事必须为公司的利益行使其权力，且不得有不正当的目的，例如“董事和管理层的挖壕自守 (Entrenchment) ”
- 董事必须考虑公司的最大利益。尽管没有强制性规定，但董事还可合理地考虑公司决定对于股东或利益相关人的特定群体的影响，利益相关人包括员工、供货商、债权人、消费者、政府和环境
- 股东，包括控股股东，通常对其他股东不负有信托职责

董事在控制权变更交易中的职责

- 在加拿大，董事会无需在每一控制权变更交易中开展竞卖。加拿大的法院通常更倾向于采用“百乐门通讯公司”(Paramount Communications) 案的方式而非美国特拉华州“雷夫龙”(Revlon) 系列案的方式—即董事在控制权变更交易中的职责是为股东谋求一个可合理获得的最佳价格
- 加拿大最高法院在加拿大贝尔电子公司 (BCE) 案的判决中确认，决定何为公司最大利益之时，不存在要求在任何情况下必须优先考虑股东利益的优先规则

董事响应未经邀请主动发出的要约的职责

- 美国法院曾认定，如果目标公司的董事有正当理由认为存在对公司的威胁（例如存在强制或不公平收购的可能），而其采取了针对该等可能的威胁采取了相应合理措施，尽职地行动，并完全进行了通知，则其可免除责任
- 加拿大法院曾认定，董事的行为以“百乐门通讯公司”案所确定的可客观预见的合理性为准，即如果董事会从几个合理的可选择方案中选定了一个方案，则法院不应事后质疑该选择，即使董事会当初可能作出其他选择，或按照后来的情形可以对董事会当初的决定提出质疑

商业判断规则

- 商业判断规则保护了董事会公正、审慎、善意且合理地作出的决策。在该情形下，董事会的决策将不受法院对商业决策正确与否的司法审查所影响，且通常法院会尊重董事的商业判断，只要该决策是在合理选择的范围内作出的
- “公正、审慎、善意且合理”是指董事必须行使其判断(i)不存在任何利益冲突（公司法通常要求董事对其利益冲突进行披露，且不参与表决），(ii)基于对所有相关事实的充分了解，并充分考虑专家的建议，(iii)为公司的最大利益，且无不正当目的，以及(iv)基于对公司面临的威胁和公司可采取的应对措施的分析
- 如果董事会按照一个专业委员会的建议行事，而该委员会系由无利益冲突的人组成，且专业委员会成员按照上述规则进行了判断，则商业判断规则可以适用，以保护董事会的商业决定

独立委员会

- 如果情况表明，面临一个收购要约的真实威胁，或如果已作出一个收购要约，在多数情况下，董事会应成立一个由非管理层董事组成的独立委员会
- 独立委员会将对任何收购要约进行评估，并就收购要约和任何可能的替代选择向全体董事会提出建议，并视情形与要约收购人或其他人进行谈判

压迫救济

- 压迫性或不公正偏见的公司行为，或不公正地漠视任何证券持有人、债权人、董事或管理人员利益的公司行为，可依照法定的压迫救济对此等公司行为提出异议

- 原告必须证明其有合理的预期即已被诉争的公司行为侵害
- 决定是否存在合理预期的相关因素包括一般商业惯例、公司的性质、当事各方之间的关系、以往惯例、原告保护自身能采取的步骤、陈述与约定，以及公司利益相关人之间利益冲突的公平解决方案

结构性防御

- 结构性防御通常由目标公司章程和规章制度以及股东权利计划中所包含的防御性规定（“毒丸”）组成。一般来说，根据加拿大法律进行的结构性防御不如根据美国法律进行的结构性防御奏效，美国法通常明确规定并允许该等防御

股东权利计划

- 许多加拿大公司引入了股东权利计划
- 由于多伦多证券交易所要求股东批准权利计划，由Risk Metrics Group 按正式的审查程序对加拿大公司所提议的全部权利计划进行审查，且加拿大的机构股东趋向于遵照Risk Metrics Group 的建议。与一些美国权利计划相比，加拿大的权利计划趋于统一且相当温和有益
- 加拿大的权利计划并非为阻止未邀请而主动发出的要约而设计和操作，而是意在鼓励股东在要约收购方面的公平待遇，同时为了给董事会和股东提供足够的时间，使其能完全考量一个收购要约并作出回应，也为了让董事会决定是否有可提高股东利益的其他可行的替代性方案
- 在典型的加拿大权利计划中，该权利计划将由任何持有公司20%或更多普通股受益所有权（在部分稀释的基础上计算）的主体或集团“触发”
- 如果权利计划被触发，除触发权利计划的股东和某些关联方外的所有股东有权以相当高的折扣（通常为市场价的50%）从库存股收购更多的公司普通股，从理论上讲，这将导致对敌意要约人的大量稀释
- 因为加拿大的权利计划，与美国的权利计划不同，通常包含一个“允许的要约”的概念。加拿大的股权计划不能被目标公司无限制地用于防护敌意收购人。这些计划仅可用来确保目标公司董事会评估其他选择方案和企图寻求其他交易赢取一些时间
- 一个“允许的要约”是指一个向所有股东发出的要约，该要约在60日内有效，并以持有50%以上不为要约人（及其关联方）所拥有股份的独立股东接受为条件，但可以是部分要约或非现金要约
- 实践表明，要约收购人不发出允许的要约，而发出符合适用法律的要约，然后再主张目标公司董事会不正当地阻止股东获得考虑该要约的机会，向证券监管机构申请命令停止交易权利计划，如此一来，“毒丸时间已过”
- 通常认为，加拿大证券管理机关为此目的应给予目标公司的董事会60至90日，尽管在一些情形下，按照特殊的情况，董事会得到过短得多或长得多的期间，（例如WIC Western International Communications-27日；fonorola-超过了70日-主要是由于非加拿大投资加拿大电信行业的监管环境的复杂性）
- 如果一个公司没有现行有效的股东权利计划，在出现一个未邀请而主动发出的要约之前，董事会可能考虑不引入一个权利计划，然后在没有股东批准的前提下，引入一个美国式的没有“允许的要约”概念，但有一定期限限制的“策略性”权利计划
- 对于无需股东批准的“策略性”权利计划的引入，可能会被攻击为具有强迫性或违背了信托职责，尽管通常加拿大法院和监管部门已经一致认为，这种情形并非是对股权计划的引入，而是对股权计划的使用，董事能否解除其信托职责还有待详细审查
- 在公司组织文件和规章制度中包含的结构性防御在美国是十分普遍的，但在加拿大

章程与规章制度的规定

- 却比较少见。另外，许多美国流行的结构性防御在加拿大法律下是无效的
- 公平价格的规定**
- 公平价格的规定包含在公司的章程中，意在阻止强迫性的、带有首次认购费（front-end loaded）的收购要约。公平价格的规定通常要求股东在分两步走的收购的每一步，都能获得相当的对价，除非其取得少数股东特别多数的批准
 - 公平价格的规定所提供的很多（但非全部）保护，Multilateral Instrument 61-101也提供了保护
- 绝对多数表决权的規定**
- 在美国，绝对多数表决权的規定经常与公平价格的規定一起，被用于要求对涉及持有重大股份的股东的某些公司交易作出更高水平的股东批准或少数股东中的多数批准
 - 这些規定要求，对公司章程的修改，需由为此目的而召集的股东会作出特别决议予以通过
 - 这些規定不阻止准备发出收购要约的要约人收购整个公司，尽管这些規定可以提高收购方要约中的最低接受要约条件，该收购方的融资来源要求其最终100%收购该公司，由此来弱化了收购要约的强度
- 经“续任董事”批准增加的法定人数和通知的規定**
- 该規定，就其不符加拿大公司法范围，存在可能被认定为无效的重大风险
 - 可以修订规章制度来增加会议的法定人数和通知的規定，该等会议系为免职董事、选举或委任未经续任董事提名的新任董事，或者变更董事任职资格而召开
 - 尽管该规章制度的修正案需要股东在下次会议上批准，但在间歇期内，仍然有效
 - 这些規定在代理权争夺的情形下，作为一种结构性防御，是非常有用的。然而，代理权争夺在加拿大是一种非常罕见并少用的影响收购的方式，大略是由于在加拿大，在要约收购中获得50.1%的要约收购人可立即更换原有董事会，而美国式交错任期董事会或“永久”毒丸的概念在加拿大并不适用
- 交错任期董事会的規定**
- 如前述所述原因，该規定并不适用

策略性防御

- National Policy 62-202 是加拿大省级证券监管机构所采用的一种政策，其通常规范目标公司在要约收购之前或面对一个要约收购之时所采用的防御性策略，并表达了这样一个政策观点，即不限制的竞卖者在要约收购中产生最理想的结果
- 该政策警告，如果防御性措施有可能否决或严重限制股东回应要约收购的能力，证券监管机关可以采取行动，尽管其确认，可采取防御性措施以获得更好的收购要约

“就说不(Just Say No)”

- 通常公认，仅当事实上董事会能说服股东，董事会拒绝要约收购确系为了股东利益着想之时，“就说不”这种防御在加拿大方可运用
- “就说不”这种防御未经加拿大法院的检验。按照不同情形，一个公司可以说服法院实施“只是反对”保护是符合董事的信托职责而且法院应当对董事的商业判断提供防御

重组/重组资本结构

- 目标：使股东有机会获得大额的现金价值而与此同时保持公司的独立性
- 一种可能的重组交易是将一个或多个重大资产出售或分拆
 - 需要充分的预先分析和规划，包括税务分析
 - 识别出售或处置其会促进防御性战略的资产，可取决于要约收购人的身份和战略地位

- 交易必须有一个经过论证的商业目的，且该交易必须为公司的最大利益而进行，或者因不正当地行使董事的信托职责而遭到法院勒令驳回
 - 另一个例子：大幅提高长期债务结合特别分红，或通过发行人要约向股东分派现金
 - 交易使股东有机会实现其一个重大部分投资的现金价值
 - 需要税务分析，以便确定股东通过重组/重组资本结构所获得的款项是否能免于缴税
- 重大资产的收购**
- 对于重大资产的收购可能加大公司受到的杠杆作用的影响，并降低公司对要约收购人的吸引力，并使交易变得异乎寻常的昂贵或导致要约收购人产生反垄断方面的问题
 - 需要预先进行的识别、分析和规划，以及与出售方的谈判。如缺乏这些重要的先期工作，收购将变得相当困难，以致无法实施
 - 需要重申的是，必须有一个经过论证的商业目的，且收购必须由董事按公司的最大利益而非仅为阻止要约收购之目的来进行
- 战略投资人或联盟**
- 该等投资或联盟可以与目标公司拥有的全部或任何业务相关
 - 交易可以通过现金或财产的私募，或与一兼容公司进行股份置换的私募来导致互锁持股（以及停滞）
 - 在以下情形，多伦多证券交易所要求股东批准（50%）
 - 如果发行25%以上的流通在外股份，且价格低于市场价
 - 如果发行25%以上的流通在外股份进行资产或股权置换，或
 - 如果交易导致新的持股超过有表决权证券的20%或另行“实质重大地影响控制权”
 - 早期为任何交易进行的对潜在各方的身份识别和对战略原理的分析，对证明正当商业目的十分重要
- 聘用协议**
- 聘用协议控制权的变更，或主要员工的“黄金降落伞（即离职补偿金）”，以及适用于更广泛高级员工群体的留任计划，在无邀请而主动发出的要约收购所导致的不确定性的期间内，在确保公司政策的延续性和效力方面，至关重要
- 白衣骑士交易**
- 目标公司可以同意在白衣骑士交易中的交易保护机制。这些机制包括：分手费、非售条款、资产期权和股票期权
 - 安大略法院认为，在以下情形，白衣骑士交易中采用保护机制在如下情形是合适的：保护机制系引入竞争性的收购要约所需；竞争性的收购要约充分提现更好的价格以便股东证明其使用有理；且这些机制表明，在其作为竞价抑制剂的潜在消极影响与其作为竞价催化剂的潜在积极影响之间，达到了合理的商业平衡

《竞争法》、《加拿大投资法》和对
外国所有权的其它限制

29

《竞争法》、《加拿大投资法》和对外国所有权的其它限制

《竞争法》(加拿大) — 并购前通报

- 并购前通报的要求适用于所有达到特定的交易金额和有表决权股份数额门槛的并购，包括收购在加拿大设有子公司的外国公司

交易金额门槛

- 交易必须同时超过以下两个门槛：
 1. 交易规模 - 加拿大境内资产价值（账面价值）或收入总额（在加拿大或从加拿大的销售额）必须超过7千万加元
 2. 交易各方的规模 - 交易各方及其关联公司（合并计算）- 加拿大境内资产或收入总额（在加拿大或从加拿大的销售额）必须超过4亿加元

所购股份门槛

- 交易后，收购方所持有的有表决权股份必须超过20%（针对公众公司）或35%（针对私人公司）。如交易前其持有的有表决权股份已超过上述限额，则交易后其所持有的有表决权股份必须超过50%。

备案信息

- 目前，需事先通报的交易的各交易方必须将基本信息进行备案，包括交易描述及有关其最大客户及供应商的信息
- 除目前要求的信息外，拟定的对并购前通报条款的修改（有望于近期被采纳）将要求需通报的交易的各交易方进一步提供美国《Hart-Scott-Rodino反垄断改进法》第4（c）条所要求的类似文件。

时间要求

- 在法定的等待期间届满前，需事先通报的交易的各交易方不得完成交易。2009年3月生效的《竞争法》修正案使加拿大的并购审查程序与美国的并购审查程序更加接近，尤其是有关等待期的规定：
 - 加拿大的等待期为事先通报备案后30天，除非在该30天期间届满前，竞争局专员向并购各方发出了“第二次要求”，要求其出具文件和/或答复问题
 - 如果竞争局专员发出了“第二次要求”，则将触发新的等待期，该等待期为满足“第二次要求”之日起30天
- 竞争局专员可以在任何时间表明其无质疑一项交易，并通过签发预先审定证书或无异议函的方式终止或放弃等待期（包括初始的等待期）
- 在主动收购要约情况下，如果要约人根据《竞争法》事先申报了该收购交易，竞争局专员应当立即通知目标公司，目标公司应当据此在10天内作出并购前的申报。但是目标公司回应的时间不会影响等待期的计算

预先审定证书（ARC）和“无异议”函

- 如果一项收购明显不可能实质性削弱或妨碍加拿大的竞争，竞争局专员可以签发预先审定证书
- 一旦取得预先审定证书，在一年之内，竞争局专员将不得质疑该交易，并且该交易也将免于遵守事先申报（包括法定等待期）的要求。在未能取得预先审定证书的情

况下，如果竞争局专员决定不对拟进行的交易提出异议，则其可在适当的情况下签发同样能够提供实质性豁免的“无异议”函

备案费用

- 事先申报、预先审定证书或“无异议”函的申请费用均为5万加元

《竞争法》（加拿大） - 实体性条款

- 竞争局倾向于关注竞争者之间的同业横向并购。而顾客与供应商之间的纵向并购则较少引发严重问题

实体性检验

- 有关并购的实体性条款独立于申报条款适用。因此，即便是一项无需申报的交易，也可能因其所具有的实体性事由而受到质疑
- 在交易完成后1年内，竞争局专员有可能基于实体性事由而质疑该交易
- 检验的主要内容是，检查一项拟进行的并购是否可能实质性地削弱或妨碍加拿大的市场竞争。例如，并购后的实体能否提高价格或减少服务、降低质量或创新性？竞争局专员同时会评估并购对于购买力的影响，以及会在多大程度上将向供应商支付的价格抑制在竞争水平之下
- 即便拟进行的并购在表面上是反竞争的，如果其能够提高加拿大经济福利净值的效率，则交易方仍有可能申诉该交易应当得到批准。但是在现实中，说服竞争局基于上述理由批准该类交易的难度非常大
- 对产品和地域性市场的定义非常关键

安全港

- 竞争局的并购执行指引规定：如果联合实体在并购后所占的市场份额低于35%，则该并购一般不会因与单边市场力有关的事由而受到质疑
- 并购很少会因与垄断寡头间的相互依赖有关的理由而受到质疑。竞争局的指引中规定，如果下述条件满足，则一项并购一般不会因为增加了相互依存行为的范围而受到质疑：
 - (i) 四家最大公司在并购完成后所占的相关市场总份额低于65%，或者
 - (ii) 合并实体在并购完成后所占的市场份额低于10%
- 即使并购后的市场份额超过了上述限额，也不必然导致一项并购受到质疑，但是将会要求对市场准入壁垒、剩余竞争力以及其他相关因素进行分析

服务标准时间期间

- 竞争局对于并购的审查将遵守下述服务标准时间，该标准对竞争局不具有法律约束力：
 - “不复杂”的并购（即不会引发实体性竞争的问题） - 最长14天（在加拿大超过80%的并购交易属于这一类）
 - “复杂”的并购 - 最长10周
 - “非常复杂”的并购（类似执行程序） - 最长5个月
 - 服务标准时间期间一般自竞争局收到其分析交易所需的信息后起算
- 鉴于近期对《竞争法》的修订设立了30天等待期的规定，并且使加拿大的并购审查程序与美国的并购审查程序更加接近，竞争局对于除“不复杂”的并购交易之外的其他交易的服务标准时间期间是否仍然会保持现有的状态将有待进一步观察

救济

- 竞争局专员可以从竞争法庭寻求的救济包括：阻止或延迟交割的禁令、交割后被强令撤资或解散公司；竞争局专员也可以在寻求或接受“保持分立”的承诺或同意协议的基础上，允许交易在经过竞争局审查后交割
- 争局专员享有广泛的调查权（例如：强制要求提供信息和/或进行询问）

- 在加拿大，并购不享有私法诉权
 - 恶意要约收购 - 如果要约收购人是重大竞争者或潜在的重大竞争者，《竞争法》可以用来保护目标公司
 - 要约收购人的事先申报将触发目标公司的类似申报程序。竞争局专员应当通知目标公司一项申报已经在竞争局备案。目标公司有10天的时间提交申报信息。目标公司回应的时间不会影响20天法定等待期的计算
- 文件准备**
- 竞争局专员经常会要求甚至强制要求交易各方或其顾问准备相关文件（例如：发行备忘录、内部战略规划及备忘录），用于证明有益于市场的交易可能不利于竞争法
 - 避免使用可能引起误解的词语，如“市场准入壁垒”和“支配性地位”
 - 较好的用词包括讨论“竞争优势”及“领先地位”
 - 同时避免使用“市场”，而尽量使用“业务”、“细分”或“行业”
 - 避免推测可能的“竞争法”问题以及因提及该等问题而可能导致的被强令撤资的情形

《加拿大投资法》

- 适用范围**
- 一般而言，在《加拿大投资法》项下，“非加拿大人”对于加拿大境内企业的控制权的任何收购行为都是需申报或需接受审核的。一项收购需要进行申报或是需要接受审查将取决于被收购的加拿大境内企业的资产价值
 - 无论拟收购的企业目前是否由加拿大人控制，《加拿大投资法》均将适用。并且，通过收购一家在加拿大设有子公司的外国公司从而间接取得一个加拿大企业的收购结构也将适用《加拿大投资法》
 - 尽管传统上《加拿大投资法》项下的对于并购的审查仅基于“对加拿大利益大于弊”的标准进行检验，近期的《加拿大投资法》修订案新增了“国家安全”的审查事由（详见下文分析）
- 控制权收购**
- 《加拿大投资法》仅适用于存在“控制权收购”的交易。为此目的：
 - 收购一家实体的多数有表决权股份的行为被视为“控制权收购”
 - 收购一家非公司实体（如信托、合伙）的少于多数有表决权股份的行为不会被认定为“控制权收购”
 - 收购一家公司少于多数，但等于或大于1/3有表决权股份的行为将被推定为“控制权收购”，除非收购方能够证明即便其拥有有表决权的股份，也不能在实际上控制该公司
 - 收购一家公司少于1/3有表决权股份的行为不会被认定为“控制权收购”
 - 为《加拿大投资法》之目的，收购一个加拿大企业经营所需的全部资产或全部实质性资产的行为将被认定为收购经营该企业的控制权
- 申报**
- 尚未达到需接受审查的标准（见下文论述）的控制权收购很少需要申报。申报可以在交割后的30天内做出，并且仅需备案有关投资人及所收购企业的非常基本的信息。申报程序不代表阻止一项收购
 - 但是，如果一项收购根据《加拿大投资法》的规定需要接受审查，则收购方有可能被要求从加拿大企业中撤资或被禁止收购该企业，除非该交易已经获得相关政府部门的批准
- 需审查的交易**
- 如果来自世界贸易组织（“世贸组织”）成员国的投资者（“WTO投资者”）直

接收购加拿大的企业，则只有当从事加拿大业务经营的实体及控制权被收购的全部其他加拿大实体的资产价值等于或超过WTO投资者适用的审查等于或超过审查门槛时，方才需要接受审查

o 目前审查门槛为2.99亿加元（资产的账面价值）

o 但是，根据已于2009年3月12日通过，并将于联邦内阁决定的一个时间（有望是近期）正式生效的修正案，上述审查门槛将有所变化，即对于经修改的审查限额生效后的2年内发生的投资而言，如果被收购的加拿大企业的资产的“企业价值”（有待即将生效的法规做出定义）等于或超过6亿加元，该收购将接受审查

- 非世贸组织成员国的投资者的收购交易应当遵守的审查限额（见下文）远低于适用WTO投资者的审查门槛，该审查门槛同样适用于某些敏感行业
- 在大多数情况下，需审查的交易必须在得到批准后方可交割
- 来自世贸组织成员国的一个或多个投资者对于大多数加拿大企业的间接收购无需接受审查，但仍需根据《加拿大投资法》进行申报
- 不受适用于WTO投资者的审查限额限制的并购交易，以及并购加拿大文化企业的交易将适用相对较低的审查限额
- 在决定一个企业是否属于文化企业时，不存在最低数额例外。例如，一家百货公司或便利店，即使其仅出售一些书籍和杂志，也将被认定为文化企业
- 上述较低的审查门槛包括（1）直接收购：5百万加元；（2）间接收购（如收购一家拥有较小规模的加拿大子公司的美国公司）：5千万加元。（请注意，如果被收购的加拿大企业的资产价值超过全球交易资产价值的50%，则5百万加元的限额也适用于间接投资）

特殊门槛

审查标准

- “对加拿大利大于弊”的标准 - 审查因素包括：对加拿大经济活动、失业、竞争、研发以及生产力的影响；加拿大人对于企业参与的参与程度；联邦和省府政策。政府部门会经常寻求受影响的省政府及其他政府机构的意见。加拿大文化遗产部审查所有的文化产业交易。加拿大工业部审查其他交易
- 2007年12月发布的《加拿大投资法》指引规定，如果收购方是一家外国“国有企业”，则“对加拿大利大于弊”审查将特别关注该收购方是否符合加拿大的公司治理标准，以及被收购的加拿大的企业是否仍将在商业基础上运作

承诺

- 在进行一项需审查的交易时，收购方通常需要与相关政府部门协商其应作出的承诺，以确保交易能够通过利大于弊检验。承诺的期限通常是3到5年，范围包括诸如就业、资本性支出、技术转让、在加拿大的研发、加拿大总部和管理层等事项

时间限制

- 在收到有关一项投资的审查申请后的45天内，相关政府部门必须明确该项投资是否可能对加拿大利大于弊。这一期限可以由相关政府部门单方面延长30天。如需继续延长，则需经过投资者同意（一般情况下投资者均会同意）

备案费用

- 《加拿大投资法》项下的申报及审查申请免费

国家安全审查

- 无论一项投资是否受限于“对加拿大利大于弊”审查，2009年3月的修正案创设了一项新的、可能会得到更广泛适用的审查程序，以检查一项投资是否会“对国家造成损害”
- 修正案中并未定义“国家安全”，并且触发国家安全审查程序也无需达到一定的金钱门槛。此外，一项交易即使不构成对加拿大企业的控制权收购，也会触发国家安全审查程序，即对于加拿大企业的“全部或部分”收购均有可能引发国家安全审查
- 政府部门拥有广泛的决定权决定在一段时间内（该期间有待相关规定确定）通知非

加拿大人其拟进行的投资交易可能受限于国家安全审查。一旦签发该通知，如果所涉及的投资尚未实施，则除非该非加拿大人收到通知表明该投资无需接受国家安全审查，或经过国家安全审查后，政府部门确定该项投资不会损害国家安全，否则当事方不得实施该投资

- 国家安全审查由政府部门与加拿大公共安全及急难防备部协商后实行
- 如果在经过国家安全审查后，政府部门认为投资行为将会损害国家安全，则联邦内阁有权采取其认为可取的一切措施保护国家安全，包括对投资施加条件，或彻底禁止拟进行的投资（或要求投资者从一项已经完成的投资中撤资）
- 综上所述，新的国家安全审查条款的自由裁量特性，包括“国家安全”的定义缺失、潜在的长审查周期（待随后公布的法规确定），对某些在加拿大进行的外国投资适用《加拿大投资法》带来了不确定性

对外国所有权的其它限制

- 除《加拿大投资法》中普遍适用的条款外，对于某些特定行业，如电讯、广播、报纸、杂志和期刊等，外国所有权还受限于特殊的限制

并购交易中加拿大税务问题举隅

35

并购交易中加拿大税务问题举隅

收购人考虑因素

加拿大 要约公司 (BIDCO)

- 外国收购人通常基于以下三个主要原因设立一家加拿大要约公司 (“Bidco”) 来实施收购：对目标公司收入扣减要约融资相关的利息支出；资金从加拿大返回外国司法管辖区域，无需缴纳预扣税；和通过市场化增值 (“step-up”) 目标公司非折旧资本资产的税务成本
- 为税务之目的，在加拿大没有收入与花费的合并。如为收购融资而借款关联的利息要从目标公司所得中扣减，要约公司 (Bidco) 应实施借款并在收购后兼并目标公司，则利息支出和所得均属于单一合并后的公司
- 一家非上市公司 (从税务角度) 可向非居民返还资本而无需缴纳预扣税。没有要求资本之前可否返还收益 (受公司偿付能力检验和资本弱化限制约束-参见下文融资的考虑因素)。通常而言，要约公司 (Bidco) 的资本要超过目标公司的历史资本，从而要约公司 (Bidco) 融通更多的资本回报。
- 在某些有限的情形下，要约公司 (Bidco) 与目标公司的合并将允许目标公司的不计折旧财产的税务成本 (通常而言，子公司股份、合伙权益和土地 (但不含建筑物)) 在收购控制权之时按市场价值计价 (参见下文的 “增大 (bump)” 和相关规划)

财务考虑因素

- 对向非居民的贷款人支付的利息不课收加拿大预扣税，该贷款人与借款人正常公平交易 (无关联关系)，提供的利息并非参股权益
- 对向非正常公平 (关联的) 非居民支付的利息课收的加拿大预扣税为25%，可根据税务协议扣减。对向非正常公平的美国居民支付的利息课收的预扣税按照加拿大-美国条约的议定书最早2010年将会免除。
- 对支付非居民的股息课收的加拿大预扣税为25%，可依税务协议扣减。通常条约将该税率减至15% (对于欠付至少持有10%股份的公司，为5%)
- 加拿大资本弱化规则限制扣减加拿大公司向 “指定的非居民” 支付的利息
 - 实质上，指定的非居民是持有股份或持有购买占25%或以上借款人的股份 (通过表决或价值) 的期权或不与该等主体正常公平交易的非居民
 - 只有相关债欠付指定的非居民
 - 只有相关的股权为留存的盈余和资本或实缴资本盈余，属于指定的非居民股东
 - 非上市公司资本返回 (从税务角度) 免除加拿大预扣税，因为资本弱化限制条款会减少资本-需要小心谨慎规划

“增大 (BUMP)” 与关联规划

- 收购控制权且要约公司与目标公司合并之后，增加 (或 “增大 (bump)”) 目标公司在控制权被收购之时，不计折旧的资本资产的税务成本
- 要约公司必须全资拥有目标公司以实现 “增大 (bump)” (例如：控制其自身并不足以)

- 目标公司资产要被出售或如果目标公司资产包含外国子公司的股份，该等子公司最好在收购人集团的其他地方转让（例如：加拿大境外税网），则“增大（bump）”尤其可取
- 基本原则就是“增大（bump）”不应使出售的目标公司股东受益：对将目标公司资产或其价值全部或部分来源于目标公司资产的财产转让给出售目标公司的股东（单独或作为一个群体）有重大限制；有限的例外为出售股东保留在目标公司的间接股份权益
- 可获得“增大（bump）”的空间部分赖于目标公司股份到要约公司的成本 - 想要最大化目标公司股份的税务成本，可要求限制目标公司股东的税务递延机会（参见下文股东考虑因素）
- “增大（bump）”在“全现金”要约中最为奏效，但在某些情形下也行得通，例如：出售股东通过成为要约公司的股东而保留在目标公司中的间接股份权益。出售股东不能收购可交换股份（见下文）或外国母公司的股份
- 在一宗善意交易中，目标公司可同意在控制权被收购之前重组资产以便“增大（bump）”能得以融通便利（例如：通过纳税递延向子公司或合伙转让某部门或业务）

目标公司考虑因素

- 收购目标公司的控制权导致对目标公司及其子公司的若干税务后果
- 通常而言，控制就是法律上控制，例如收购足够数量的目标公司有表决权股份以选举目标公司董事会大多数的成员。收购目标公司控制权也构成对该目标公司所控制的所有子公司的控制权的收购
- 收购控制权之前紧邻的认定纳税年度末：为亏损结转之目的按比例分配短纳税年度和额外纳税年度的某些抵扣
- 在短纳税年度认定实现某些资产上的累积但未实现的亏损，包括可折旧和不可折旧的资本资产、库存和应收账款
- 收购控制权之前期间目标公司及其子公司财产来源（例如，放贷而不是经营）的资本亏损和非资本亏损（包括作为收购控制权后果的那些认定实现的亏损）不能结转到收购控制权之时或之后而开始的纳税年度
- 有限的选择使用该等亏损以累积但未实现的收益增加资本资产的税务成本，但必须视公司情形具体情况具体分析—一家公司的亏损不能合并到另一家公司的累积收益
- 收购控制权前期间的业务经营非资本亏损（包括作为收购控制权后果的那些认定实现的亏损）必须受一定限制而结转：整个纳税年度发生亏损的业务经营有合理预期利润方可在该纳税年度扣除亏损，然后仅可针对该业务经营和某些“类似业务经营”的收入
- 该等亏损也可用于以累计但未实现的收益增加资本资产的税务成本，但要受对来自财产来源的资本亏损和非资本亏损的同样的限制。

股东考虑的因素

处置目标公司股份

- 向收购人处置股份是典型的应税交易
 - 居民包括收入中任何资本收益的50%
 - 非居民，通常无需就处置公开上市的股份而缴纳加拿大税，除非持有人（连同非常规交易人等）在前5

年的任何时间持有目标公司任何类股份的25%或25%以上

- 目标公司出售股东可得纳税递延
 - 对于要约收购，如加拿大收购人（要约公司）向目标公司股东发行库存股以交换目标公司股份-自动纳税递延，但对收购人有潜在可能的不利，因为要约公司收购目标公司股份的成本可小于出售股东股票的税务成本-考虑在此情况下是否需要高成本
 - 如考虑因素包括库存股和现金或其他资产，可通过联合选举出售股东和要约公司来获得部分纳税递延-优势在于要约公司可从目标公司更高成本中获益并能限制出售股东准备选择递延，但可带来一些管理的复杂性
 - 如果加拿大目标公司的股份交换外国收购人的股份，目前没有纳税递延
 - 该递延在2000年10月作出承诺，但到目前为止尚无立法草案且直接交换无法获得递延
 - 如考虑的因素包括外国收购人公开上市的股票，则仅可通过可交换股票来获得部分纳税递延-即要约公司向目标公司股东发行库存股（如此这般，可获得纳税递延），该股份“跟踪”并可按一股换一股交换外国收购人股票-仅当发生交换方可获得收益的纳税递延

可交换股

- 条款通常包括：
 - 与收购人公开上市股票所支付的股息相同的股息
 - 可由持有人赎回（持有人可选择赎回）/可交换为收购人公开上市的股票
 - 发行人可赎回一股收购人公开上市股票-通常对赎回的限制
 - 如持有收购人的公开上市股票，可获得与持有人同样的清盘所得
 - 通常在发行人的股东会上无表决权
 - 持有人可（通过协议）有权投票表决，如同其持有收购人的公开上市股票一样，在发行人（目标公司）发生某些资不抵债事件时，也可有权把股票交换给外国收购人变为外国收购人的公开上市股票
- 可交换股的缺点包括：
 - 发行人通常要对就可交换股所支付的股息缴纳惩罚税，如果发行人目前应税（例如：并非处于亏损状况）尽管通常可退回
 - 与“增大（bump）”交易不兼容-前股东在目标公司中拥有不可接受的持续权益
 - 行政管理成本

安全收入规划

- 加拿大公司的公司间股息通常免税
- 目标公司向公司股东所支付的股息可降低资本收益，但仅限于该股东的“安全收入”范围，如股息的目的（或结果）是为了降低收益
- 持有重大股份的股东通过“安全收入”增加股份的成本寻求降低收益并据此降低出售的收益
- 安全收入是一个复杂的计算，但基本上每个股东都计算其持有的目标公司股份在持有期间的1971年后所挣

得的现有缴税所得（例如：目标公司所付股息降低现有金额）

- 向所有股东派发股息通常不可能或不可取（例如：对非居民股东的预扣税）
- 某特定公司股东所得的安全收入，提供收购人同意购买该仅持有目标公司股份的公司股东设立的控股公司的股份-通常仅与持有重大股份的股东有关且通常需要谈判磋商-需要小心谨慎规划

并购（企业合并）

- 为避免在并购公购中的税，每一公司的股东必须只获得被合并公司或其加拿大母公司的股份
- 如对价包括现金或其他非股份对价，则需要两个步骤：合并时发行可赎回优先股，随后为其他对价立即赎回这些股份
- 合并时，为目标公司股东完成税务递延，如他们只获得被并购公司或被并购公司加拿大母公司的股份，除非如果此等股份然后被赎回
- 视具体情形，股份赎回可产生认定的红利（非居民缴纳预扣税）或资本收益 - 需要谨慎小心地规划
- 合并可导致收购目标公司（或其他并购公司）的控制权，产生上述的结果A

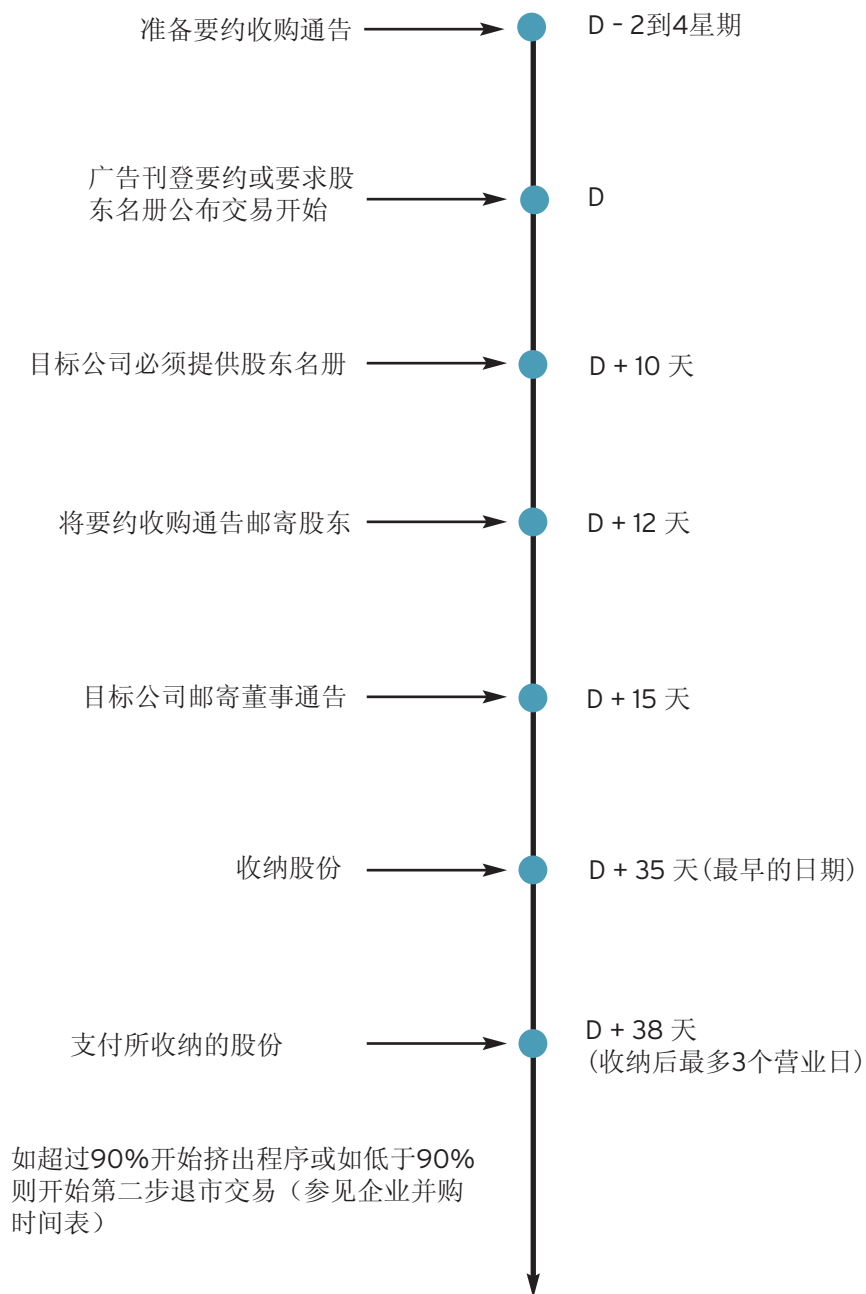
分拆

- 在加拿大，尽可在有限的情形下获得税务递延分拆
- 如分拆符合条件，实施分拆的公司及其股东可获得递延
- 收购一家正在进行分拆的公司的控制权（或已分拆的子公司的控制权）作为系列交易的一部分，该系列交易包括亏损或税务递延中的分拆结果
- 通常，仅为从加拿大税务机关获得预提所得税裁令之益处而得实施

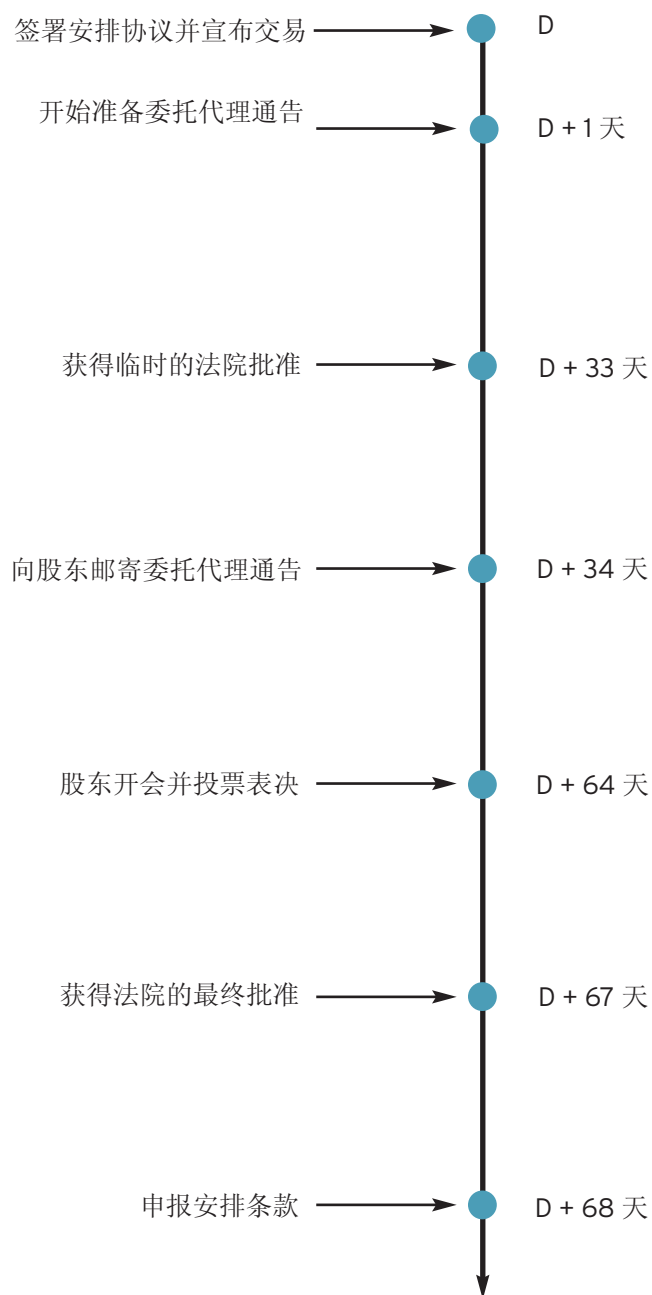
附件A: 交易时间表汇总

41

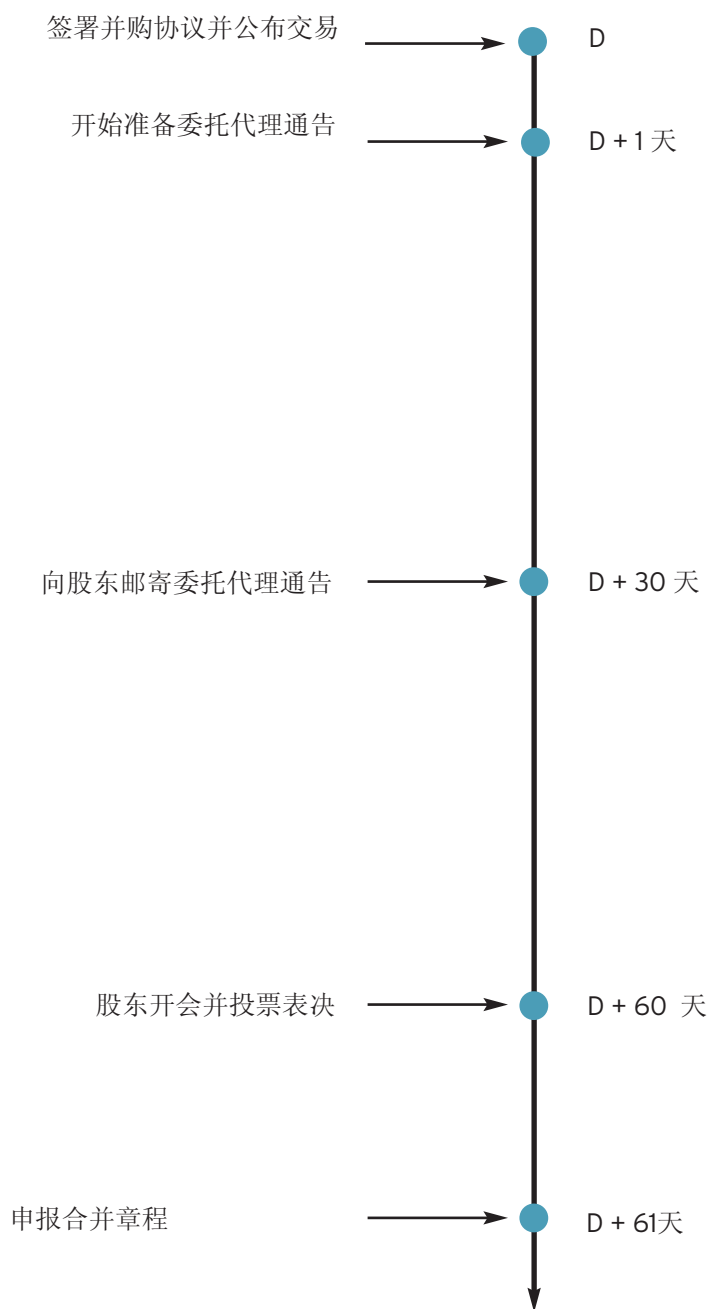
要约收购时间表



协议安排时间表



企业合并时间表



专
注
■
实
证
■
创
新
■
专
注
■
实
证
■
创
新
■
专
注
■
实
证
■
创
新
■
专
注
■
实
证
■
创
新
■
专
注
■
实
证
■
创
新
■
专
注
■
实
证
■
创
新

多伦多 (TORONTO)

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
1 FIRST CANADIAN PLACE 44TH FLOOR
TORONTO ON CANADA M5X 1B1

电话：416.863.0900
传真：416.863.0871

蒙特利尔 (MONTRÉAL)

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
1501 MCGILL COLLEGE AVENUE 26TH FLOOR
MONTRÉAL QC CANADA H3A 3N9

电话：514.841.6400
传真：514.841.6499

纽约 (NEW YORK)

DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP
625 MADISON AVENUE 12TH FLOOR
NEW YORK NY U.S.A. 10022

电话：212.588.5500
传真：212.308.0132

dwpv.com

Canadian Mergers and Acquisitions:
Guide for Foreign Investment Banks and Bidders, 4th edition

超凡的思路

