

从 ODN 案看美国董事信义义务的新动向

Recognizing the Trend of Directors' Fiduciary Duties in the USA through the ODN Case

张毅 楼笑含

ZHANG Yi LOU Xiao-han

【摘要】 以美国特拉华州为代表的公司法律中,法院在对董事决策进行司法审查时,会通过“商业判断规则”等做出有利于董事的推定;仅有当原告满足了较高的举证责任,如证明董事恶意、非独立或攫取了公司的商业机会,案件才有可能进入实质性审理阶段;而董事免责条款的出现使得原告的诉讼变得更为艰难。但若不符合采用商业判断规则的条件,则会导致完全公平规则的引入,对董事相当不利。2017年 ODN 案判决表明,对优先股超出普通股权利的特殊保护不为信义义务所要求;董事陷入利益冲突时,董事会保护优先股股东的决策可能会失去商业判断规则的保护。

【关键词】 信义义务 商业判断规则 完全公平条款 ODN 案

【中图分类号】 DF411.92 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2018) 01-0148-13

Abstract: In the judicial review of a director's business decision, a US court would make presumptions in favor of the director pursuant to the business judgment rule; in many US states, only when the plaintiff meets his/her high burden of proof, for example, that the director acted in bad faith, or was independent, or seized business opportunities of the corporation, would the case proceed to the stage of discovery and beyond; furthermore, the birth of exculpatory provision for directors made it even harder for the plaintiff to prevail in such a lawsuit. If the presumption of business judgment rule is rebutted, however, it would result in the application of the entire fairness doctrine which is extremely disadvantageous to the director. The ODN decision in 2017 re-affirmed the rule that protecting the privileges of preferred stocks not shared by common stocks is beyond the requirements of directors' fiduciary duties; when the interest of preferred and common shareholders are in conflict, directors' decision advancing the interest of preferred might risk losing the protection of business judgment rule.

Key words: Fiduciary duties Business judgment rule Entire fairness doctrine ODN case

【收稿日期】 2017-06-15

【作者简介】 张毅,男,1973年7月生,金杜律师事务所高级合伙人,中国管委会主席,研究方向为公司法、证券法;楼笑含,女,1991年9月生,金杜律师事务所上海分所律师助理,研究方向为公司法、证券法。

一、研究背景

2017年4月14日,美国特拉华州衡平法院做出了一项震动美国风险投资界的裁决, Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation, et al (Del. Ch. Apr. 25, 2017) (下称 ODN 案)^[1]。

特拉华州衡平法院认为涉案公司大股东、董事及高级管理人员采取的一系列为筹措资金、实现风险投资人 ODN Holding Corporation (同时也是大股东,以下简称“ODN”)的优先级股权回赎权而将公司掏空的行为,涉嫌违反信义义务(fiduciary duties),因而允许案件进入实质性审理。^[2]一旦大股东、董事、高级管理人员违反信义义务被证实,则可能需要承担一系列法律责任。尽管该项裁决尚不是本案的最终结果,但由于一反该州法院一贯的有利于董事的态度,此案仍为在美国进行风险投资的投资者敲响了警钟:一是未来大股东、董事以及高级管理人员的信义义务有可能成为风险投资者通过回赎权退出被投资公司的障碍;二是信义义务的存在将可能导致法院穿透公司一层,向直接责任方追责。

了解美国公司董事信义义务的内容和适用规则对每一个想要进入美国投资市场的投资人都非常重要。一方面,当投资人对公司的所有权和董事会对公司的管理权发生冲突时,可了解穿透保护层向董事追责的途径;另一方面,对于符合自己投资利益的董事决策,投资人可更好地避开致其无效的雷区。^[3]

为说明信义义务尤其是董事的信义义务如何成为风投退出的一大障碍,并考虑到特拉华州在公司法领域的特殊地位,本文将 ODN 案为线索,以特拉华州法律为主要例证,为读者简析美国公司法下董事信义义务的内容和适用规则,并尝试性地提出风险投资人可以采取的应对措施。

二、ODN 案案情与提出的问题

2000年 Hsu 和 Ng 共同创办了 Oversee.net (以下简称“Oversee”)。此后,公司不断通过开发自身产品和并购其他企业发展,至 2007 年底,Oversee 的年利润超过了 2 亿美元,并拥有了四条主线业务。

2008年2月,风险投资企业 Oak Hill Capital Partners (以下简称“Oak Hill”)和各参与方设立了 ODN 作为 Oversee 的全资控股公司,由 Oak Hill 向 ODN 投资 1.5 亿美元,并获得了相应数量的优先股股权。该优先股的条款使得 Oak Hill 可在其投资五年后要求 ODN 强制回赎其优先股;若公司届时无足够资金回赎,则应在有该等回赎资金时

[1] 美国法院并不区分判决和裁决,即便是驳回起诉(motion to dismiss)的决定,常常也会深入进行论证;此处仅为读者理解方便,以裁决指代未经实质性审理的法院决定,以判决指代经过实质性审理的法院决定。

[2] See The Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corporation, et. al. (Del. Ch. Apr. 25, 2017).

[3] 此外,正如 ODN 案中所判,大股东和高级管理人员也对公司负有一定程度的信义义务,但并不完全相同。如由于 DGCL § 102 (b) (7) 只适用于公司董事或股东,公司不能免除高级管理人员的责任等。鉴于篇幅限制,本文不对此问题深入展开讨论。

逐步实现赎回权。

2009年，Oak Hill向Ng支付2400万美元获得其普通股股权，自此，Oak Hill成为ODN的控股股东，并先后向ODN委派了Morse、Pade及Scott三名董事，此时ODN董事会另有五名董事。此后至ODN案诉讼开始前，ODN的董事会成员人数在5~8人间波动。同年，ODN和Oak Hill修改了赎回权的实现条款，在修改后的条款下，若ODN无足够资金赎回Oak Hill优先股，则ODN有义务筹措该等资金。

2011年，ODN的利润从2007年的逾2亿美元下降到了1.41亿美元；或许是为了尽快收回投资，Oak Hill宣布决定在2013年即行使其优先股的赎回权。于是，ODN极大地改变了运营模式，不再专注于扩展业务，而是开始为赎回Oak Hill的优先股而积累资金。此后，ODN陆续出售了公司的三条主线业务及第四条主线业务的最重要的分支筹措资金，导致2015年ODN的年利润较2011年的年利润下降了92%。

最终，通过不断出售ODN业务筹措资金，Oak Hill实现了高达8500万美元的赎回权，而ODN却日益“消瘦”，只余空壳而奄奄一息。2016年，创始人Hsu通过其持有公司股权的信托向特拉华州衡平法院提交了诉状。

可见，本案的争点在于董事会为赎回Oak Hill的优先股而变卖主线业务积累资金的决策是否合法、是否符合对股东的信义义务。在这其中，大股东与小股东、普通股股东与优先股股东、创业者与风投人之间显然存在利益冲突，董事会在多大程度上可以运用商业裁量权衡这些利益，又在多大程度上受制于法定程序，都值得讨论。而在分析这些问题前，我们不妨先回顾一下美国法上对董事信义义务的基本法律框架。

三、董事信义义务的法律适用框架回顾

总体而言，董事须履行两个方面的信义义务：注意义务（duty of care）和忠实义务（duty of loyalty）。其中，注意义务是指在管理和监督公司经营和事务时，董事须在知情的基础上做出决策；〔4〕而忠实义务则是指董事善意地促进公司利益，并不应做出损害公司利益的行为。〔5〕正是对忠实义务的违反，导致了ODN案诉讼第一步中被告驳回针对董事的诉讼的失败。

（一）美国公司法制的基本格局

由于美国为联邦制国家，联邦政府为有限政府，公司法由各州自行确定，因此，各州的公司法规定不尽相同。但有两部影响较大的法律，其一为美国《标准公司法》（Model Business Corporation Act，以下简称“MBCA”）及其修订版，其二为《特拉华州普通公司法》（Delaware General Corporation Law，以下简称“DGCL”）。

MBCA本身不是由立法机关制定，而是由美国律师协会制订的示范法，此后历经多次修订；〔6〕未经州立法机关通过的MBCA没有法律约束力，但截至2008年，已有24个州整体通过了MBCA，另有26个州及华盛顿特区采纳通过了MBCA中的部分

〔4〕 See Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

〔5〕 同上注。

〔6〕 See David Carnes, Model Business Corporations Act, <http://info.legalzoom.com/model-business-corporations-act-21003.html>, last visited Dec. 12, 2017.

条文。^{〔7〕}

特拉华州则吸引了大多数意欲在多地开展商业活动的公司，目前，根据特拉华州政府公司部（Division of Corporations）公布的信息，美国有超过66%的公众公司在特拉华州注册，这其中包括66%的《财富》500强企业。美国绝大多数州的法律规定，公司内部事务由公司注册的州的法律管辖；公司内部事务不仅包括股东权利、分红、投票权、并购、股东派生诉讼等事项，还包括公司董事及高级管理人员的权利义务。故DGCL对在美国公司的影响力丝毫不逊色于MBCA。ODN等在特拉华州设立的公司确定其董事责任的准据法即为特拉华州公司法。

特拉华州对公司和投资者这种特殊的吸引力是多方面因素共同作用的结果。如特拉华州的公司法法条对公司限制很少，而是给了相关参与方极大的自主权；长期的历史演化下，特拉华州逐渐积累了完善的判例法，在大小问题上都为公司的经营画出了可行与不可行的边界，使得各项商业活动的法律后果更为明确。^{〔8〕}特拉华州的衡平法院（Court of Chancery）已有两百多年的历史，在公司法领域享誉盛名，其判决是其他法院或学者研究的重要参考，也是本文考察的重点。

（二）董事信义义务履行的判断基石：商业判断规则及其否认

董事信义义务的两大基本内容是忠实义务与注意义务。忠实义务一般指不损害公司利益的各种消极义务，如不抢夺公司的商业机会；而注意义务则要求董事对公司事务予以必要的注意，是积极义务。在司法过程中证明董事已履行信义义务的时候存在一定的难度。故而在法律实践中发展出了商业判断规则（Business Judgment Rules）来解决这个问题。

商业判断规则作为美国法院对公司董事行为进行司法审查时的标准，是美国公司法当中的一项极为重要且广泛运用的规则。美国立法者及法院认为，公司的经营及事务均应当在其董事或董事会的管理下进行；^{〔9〕}董事在履行该等职权时，应严格遵守信义义务，保护公司和股东的利益。^{〔10〕}商业判断规则便是这一基本原则的衍生物，用以防止法院通过判决不合理地干预董事对公司经营及业务的管理。^{〔11〕}

1. 商业判断规则的作用：将针对董事的诉讼掐灭在摇篮里

根据商业判断规则，法院会推定董事在做出决策时是知情的，善意的，且诚实地认为该项决策符合公司的最佳利益。^{〔12〕}原告对推翻这一推定负有举证责任，须举证推翻上述推定中的至少一项要素；否则，除非董事决策缺乏任何合理的基础，法院不会对其横加干预。但此项规则有一例外情形，倘若交易对手是控股股东，商业判断规则就不适用。

商业判断规则极大地保护了董事，使其不会因在公司中善意合理的履职而承担责

〔7〕 同上注。

〔8〕 See Lewis S. Black, Jr., Why Corporations Choose Delaware, Delaware Department of State Division of Corporations, 2007, pp. 2, 5, 7.

〔9〕 特拉华州已将这一原则写入DGCL § 141 (a)。

〔10〕 See Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985); Cede v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 360 (Del. 1994).

〔11〕 同上注。

〔12〕 参见前注〔4〕。

任。但如果董事违反了信义义务，则需要为其决策承担法律责任。

除了小部分州仅将商业判断规则作为抗辩，因而无法据此驳回针对董事的诉讼^[13]之外，在以特拉华州为代表的大多数州中，这一规则不仅是可援引的抗辩，还是将针对董事的诉讼掐灭在摇篮里的“神器”：若原告未能在诉状中提交足以质疑这一推定的事实，法院可在对案件进行实质审理之前就驳回起诉（grant the motion to dismiss）。^[14]

这对诉讼的影响很大。由于驳回起诉的动议通常在诉讼初期提出，且尚未开始证据交换等实质性审理步骤，无论时间还是金钱成本均显著低于实质性审理后做出完整判决，因而，若得以驳回起诉，董事便可“旗开得胜”，而无须继续这场艰苦的法律攻坚战；若未得准许驳回起诉，尽管还有可能经过实质性审理而得以胜诉，不少董事也会选择不再继续证据交换和实质性审理以节省成本，并以不准许驳回起诉的裁决为参考之一，与原告达成和解。

2. 推翻商业判断规则的理由

要推翻商业判断规则下完全有利于董事的推定并不容易，原告须证明董事违反了注意义务或/和忠实义务，而这两者的标准都不低。

就注意义务而言，由于理性的股东并不会希望董事因有所顾虑而不敢做出善意但有风险的决策，所以只要董事决策不存在重大过失（gross negligence），法院就不会认为董事违反了注意义务；^[15]原告可以举证证明董事缺乏对公司的任何监督，^[16]有重大过失而未获知必要信息，或是董事会信息披露行为有瑕疵等方面推翻规则假定。

若从董事的忠实义务入手，原告须证明董事是：（1）恶意的，或是（2）非独立的，或是（3）攫取了公司的商业机会。

（1）董事存在恶意

一些违反注意义务的行为可能会因其太过恶劣而构成“恶意”（bad faith），因此违反了忠实义务而不可被豁免。在2003年 *In Re the Walt Disney Company Derivative Litigation (II)*^[17]一案中，迪士尼公司（Walt Disney Company）的股东代表迪士尼公司，针对公司董事在内的被告提起派生诉讼；在审查是否应当驳回起诉时，法院认为，倘若原告能证明被告董事故意不获知重要信息而做出决策，那么该等行为就会因为构成“恶意”而无法被免责条款所豁免，因而允许案件进一步进入实质审理阶段。^[18]

在很长的一段时间里，“恶意”被认为是与违反注意义务、违反忠实义务相并列的

[13] See Chalian, Bandura, *The Business Judgment Rule and the Entire Fairness Doctrine*, p. 2, <http://www.rc.com/documents/Primer%20on%20Business%20Judgment%20Rule.pdf>, last visited Dec. 12, 2017.

[14] 如在 *McPadden v. Sidhu*, 964 A. 2d 1262 (Del. Ch. 2008) 一案中，特拉华州衡平法院就判决驳回原告对公司董事的起诉，仅保留了原告对公司高级管理人员的起诉。

[15] 参见前注〔4〕。

[16] 在 *Stone v. Ritter* 中，法官判决，为证明董事会缺乏对公司的任何监督，从而证明董事违反了注意义务，原告须证明：（1）董事没有采用任何信息汇报系统或控制手段，或是（2）董事采用了信息汇报系统或控制手段，但有意不对其运行进行监督，导致董事会无法通过该等系统获知必要的风险或问题。See 911 A. 2d 362, 370 (Del. 2006). 这一举证责任非常难以满足。

[17] See 825 A. 2d 275 (Del. Ch. 2003).

[18] 同上，第289页。

第三种对董事义务的违反。但在2006年,特拉华州最高法院在Stone v. Ritter^[19]一案中明确,恶意并不构成一项单独的董事义务的违反,而是可作为违反忠实义务的一项判断条件。^[20]

(2) 董事会缺乏独立性

在Orman v. Cullman^[21]一案中,法院认为,要根据忠实义务推翻商业判断规则,须证明过半的董事在该次交易中有明显的利益相关以致其不能完全履行董事义务(a disabling interest),或是董事是非独立的,无法独立做出决策(lack of independence)。

所谓明显的利益相关,主要指两种情形:(1)董事因该等交易获取了其他股东所未能获得的利益,且该等利益对董事而言是重大的;或(2)交易双方均涉及该名董事。^[22]

而非独立性则是指:(1)董事由交易对手所主导,如董事与交易对手有极其密切的关系,如董事与交易对手为家庭成员,又如董事为交易对手所强迫等;但需要注意的是,仅仅证明董事曾经与交易对手有过商业往来并不足以证明董事是非独立的;或是(2)董事对诉称的控制方有依赖,这是指该等控制方有最终决定权,而董事从控制方手中获得经济或其他方面的好处,且这种好处为董事所依赖或在董事主观中是重大的。^[23]在判断利益是否重大时,法院一般认为,只要利益足以对董事考量是否向公司或股东推荐交易时的客观性造成疑问,这种利益就是重大的。^[24]

(3) 董事攫取了公司商业机会

倘若(1)公司财力允许其利用某一商业机会,(2)该等商业机会在公司的业务范围之内,(3)该等商业机会与公司利益相关,或是公司的可期待利益,且(4)若董事攫取了该等商业机遇,就与其对公司的职责相悖,那么董事就不得利用该等商业机会,否则也会构成董事对忠实义务的违背。^[25]这种情况下,法院会构建一个以公司为受益人的法定信托(constructive trust),认定董事对机会的利用是对这一信托的经营,所有的利润应由公司享有。^[26]

但法院也知晓在一些情形下,仅因个人为公司董事就不允许抓住任何商业机会并不合理。因此,特拉华州在下列情形均满足时,给予了董事在面对商业机会时的自主选择权:如果(1)该商业机会不是因其在公司中的职位,而是向其个人提出的,(2)该等商业机会对公司而言并非至关重要的,(3)该等商业机会与公司利益无关,也不是公司的可期待利益,且(4)董事在发掘和利用该等商业机会时并未违法违规地运用公司的资源。^[27]

[19] See 911 A.2d 362 (Del. 2006).

[20] 同上,第370页。

[21] See 794 A.2d 5 (Del. Ch. 2002).

[22] 同上,第25页,脚注50。

[23] 同上注。

[24] 同上注。

[25] See Broz v. Ceullular Info. Systems, Inc., 673 A.2d 148, 154~155 (Del. 1996).

[26] 如在下文详述的Broz一案中,基层法院就因认为Broz违反了其信义义务,而以该服务证照的购买协议为基础,构建了法定信托。同上,第151页。但特拉华州最高院在审理该案的上诉时认定Broz未违反信义义务,并相应做了改判。

[27] 参见前注〔25〕,第155页。

这一例外情形在 *Broz v. Cellular Information System, Inc.*〔28〕一案中得到了体现。该案中的被告 Broz 是一家在特拉华州设立的公众公司 Cellular Information Systems, Inc. (以下简称“CIS”)的董事;而与此同时, Broz 还是 RFB Cellular, Inc. (以下简称“RFBC”)的唯一股东和主席, RFBC 在特拉华州注册, 是一家在美国中西部地区提供移动电话服务的公司。CIS 与 RFBC 互为竞争对手。

当时 RFBC 和另一家公司 PriCellular, Inc. (以下简称“PriCellular”)都觊觎一项移动电话服务证照, 该证照由联邦通信委员会 (Federal Communication Commission, 以下简称“FCC”)颁发。最终 RFBC 得以成功买下了这一证照。

原本 RFBC 和 PriCellular 之间的竞争并不会有什么问题, Broz 与 PriCellular 并没有直接关系;但麻烦在 PriCellular 正在进行对 CIS 的收购。CIS 将 Broz 告上了法庭, 诉称因为 PriCellular 正在收购 CIS 的进程中, 在不久的将来 PriCellular 和 CIS 的利益就是一致的;因此, 作为 CIS 的董事, Broz 应当将这一证照看作属于 CIS 的商业机会, 充分考虑 CIS 的利益。

但特拉华州最高法院对这一说辞并不买账。法院认为这一商业机会是向 Broz 个人提出的, 亦不在 CIS 的主线业务当中, 并且, CIS 自身没有足够的财力抓住这一机会, 也并不见得对这一交易存在利益或可期待利益; Broz 及其 RFBC 仅仅与 CIS 的外来并购者存在竞争, 于是法院判决 Broz 并未违反其对 CIS 的忠实义务。

(三) 商业判断规则之后的防线: 董事免责条款

在免责条款出现前, 董事责任的范围一度较广;尤其是 1985 年特拉华州最高法院做出的一项饱受争议的判决 *Smith v. Van Gorkom*,〔29〕将董事责任范围的争议推上了风口浪尖。正是这一判决, 导致了特拉华州后续修改立法, 允许公司在其组织性文件中加入免责条款, 在一定范围内免除董事的民事赔偿责任。由于大多数针对股东的诉讼仅会涉及民事赔偿责任, 这一免责条款大大降低了董事承担责任的门槛。但需要注意的是, 这一条款不允许公司免除董事因违反忠实义务 (尤其是恶意做出决策) 而应承担的民事赔偿责任;因此, 若董事违反了忠实义务, 仍须承担赔偿责任。

在 *Van Gorkom* 案中, Trans Union 公司的高管与该公司的股东兼董事 Van Gorkom 就出售 Trans Union 事项进行了探讨, 在该次会议上, 各方粗略探讨了 50 美元每股和 60 美元每股的价格, Van Gorkom 表达了愿意以 55 美元每股的价格出售其拥有的 75 000 股股份。此后, Van Gorkom 与他的一位专长公司并购事宜的朋友 Pritzker 探讨了以 55 美元每股的价格出售股权的可行性。Pritzker 提及他认为 50 美元每股的价格才更有吸引力;此后, 在 9 月 18 日周四时, Pritzker 向 Van Gorkom 表达了收购 Trans Union 公司 100 万股的股份的意愿, 但要求在 9 月 21 日周日 (即在周一股市开盘前) 决定全部事宜。

9 月 20 日, 在 Van Gorkom 的召集下, Trans Union 董事会召开了特别会议。但在该次特别会议之前, 除了同时担任高管的董事知晓会议目的之外, 其他董事均不知道这次特别会议是为了并购目的而召开的。在这次特别会议上, Van Gorkom 进行了 20 分钟的口头汇报, 包括该项收购的前因后果、各项经过以及交易条款, 但没有就收购价格的

〔28〕 参见前注〔25〕。

〔29〕 See 488 A.2d 858 (Del. 1985).

决定方法披露给董事会，只是称 55 美元每股将是一个公平的价格。这次会议持续了大约两小时，基于 Van Gorkom 的口头汇报、董事兼高管 Chelberg 的支持、公司 CFO Romans 的陈述（他认为 55 美元每股在公平价格区间内，但为该区间内较低的价格）、公司律师 Brennan 的法律意见，董事会决议批准了该项并购协议。

尽管该项收购最终达成了高于当时公司股票价格 50% 的收购价，但特拉华州最高法院审查后仍然认为，由于董事会决议主要基于 Van Gorkom 的汇报做出，除 Van Gorkom 和 Chelberg 外的其他董事在会前对该董事会特别会议的目的都一无所知，董事会成员也并未看到任何与潜在交易有关的书面文件，没有看到关于该收购价格（55 美元每股）的支持文件，甚至都没有阅读并购协议的原文就做出了该次决策，因此，董事会没有在获知必要信息的基础上做出决策，因而存在重大过失，商业判断规则被推翻；最终，法院认为，董事须承担法律责任。

这一判决引起了一片哗然，不少评论者认为案中的收购价格并不低，是当时 Trans Union 股票价值的 150% 左右，最终却仍然导致巨额的董事赔偿责任，非常不合理；这一判决推动了特拉华州的立法，不久之后，特拉华州便通过了 DGCL § 102 (b) (7)，允许公司在组织性文件中加入免责条款，免除公司董事因违反注意义务而须由其个人承担的经济责任。那之后，越来越多公司将董事免责条款加入到了公司组织性文件当中，这一条款得到越来越多的运用。

McPadden v. Sidhu^[30] 案是董事免责条款通过后的著名案例之一。i2 Technologies, Inc. (以下简称“i2”) 是一家在特拉华州设立，总部位于得克萨斯州达拉斯的公司。i2 的公司章程包括了一项董事免责条款，在特拉华州法律允许的最大限度内免除董事责任。

2001 年，i2 以 1 亿美元的价格收购了 Trade Services Corporation (以下简称“TSC”) 及一家关联公司，但由于 TSC 不属于公司核心业务，2004 年末到 2005 年初时，i2 决定出售 TSC。为此，i2 的投行 Sonenshine Partners (以下简称“Sonenshine”) 向 i2 提供了一系列出售 TSC 的可行方案，其中包括由 TSC 的员工以 420 万美元的价格收购 TSC 全部股份。

i2 董事会授权当时 TSC 的副主席 Dubreville 寻找有意向收购 TSC 的买方。但 Dubreville 完全没有向 TSC 的直接竞争对手发出要约邀请，而 TSC 的直接竞争对手恰恰正是最有可能有意愿收购 TSC 的买方，尤其是竞争对手 VIS/ME 公司曾在 2003 年向 i2 公司发出过信函，表达了愿意以高达 2 500 万美元的价格收购 TSC 的意愿。最终，Dubreville 只找到两个 TSC 的潜在买方：其一为电子部件分销商 HIS，出价 1 200 万美元购买包括 TSC 和另一家公司在内的整个内容和数据服务部门，其中 430 万美元的价格为 TSC 的购买价格；另一家为 Dubreville 所有的 Trade Service Holding, LLC，出价以 200 万美元现金及价值 100 万美元的软件授权协议收购 TSC，但该收购以 TSC 转租一半的办公场所、并由 i2 公司支付 TSC 的搬家费用及 TSC 不使用的空间的成本费用为前提条件。Dubreville 还向 i2 提出可以进行管理层收购，由 TSC 的管理层收购 TSC 的全部股权。

于是在 2005 年 4 月，董事会召开会议探讨上述三个方案。尽管董事会知道该次出售由 Dubreville 主导，且 Dubreville 并未向 TSC 的竞争对手发出要约邀请，最终董事会

[30] See 964 A.2d 1262 (Del. Ch. 2008).

仍然通过决议，以 300 万美元的价格将其全资子公司 TSC 出售给以 Dubreville 为领导的 TSC 管理层。

同年秋天，TSC 向 VIS/ME 发出要约邀请出售 TSC，但最终拒绝了 VIS/ME 提出的以 1 850 万美元收购 TSC 的要约；两年后，Dubreville 以超过 2 500 万美元的价格将 TSC 出售给了另一家公司。

最终，i2 公司的股东 McPadden 不但对 Dubreville 提起了不当得利的起诉，还对包括 Sidhu 在内的 8 名 i2 董事提起了违反信义义务的诉讼。特拉华州最高法院审理后认为，尽管 i2 的董事会知道 Dubreville 在 TSC 出售事项上有利益相关，i2 的董事会仍旧几乎没有参与整个出售过程，没有对 Dubreville 的寻找要约的行为进行审查，这是 i2 董事会的重大过失；但这一重大过失仅违反注意义务，其赔偿责任可为公司章程中的免责条款所豁免，因此驳回了对董事会的起诉。

（四）商业判断规则保护的重建

即便商业判断规则的假定被推翻，或是由于交易对手是控股股东而不适用，董事仍可通过证明董事会在决策时已采取了一些程序性手段重建商业判断规则对董事的保护。

在交易对手并非控股股东时，即使在董事会层面上商业判断规则的假定被推翻，如果董事能够证明在进行决策时，董事已经采取了程序性手段隔绝风险，那么相关的决策就又会受到商业判断规则的保护，举证责任会就此“反弹”回原告股东身上。最常用的程序性防卫手段是设立一个由独立的、无利益相关的董事组成的特殊委员会来保障股东权利；^[31] 但该等特殊委员会须：（1）不受控股股东的控制，且（2）确实进行了平等的协商。^[32] 这一举证责任的安排是由于法院认为：在该等情形下，司法审查的对象就不再是董事会，而是做出决策的特殊委员会；新设立的特殊委员会本身也受到商业判断规则的保护。

除此之外，董事还可以证明决策已经独立的财务顾问审核，独立财务顾问认为交易的各项条款对公司或是小股东而言是公平的；也可由小股东过半数通过批准交易。^[33] 这些方式都可以将举证责任返回原告身上。

当交易对手为控股股东时，仅有特殊委员会的存在仍不足以重建商业判断规则的保护。因为控股股东能够以其地位免除特殊委员会中的成员，对委员会施加影响；^[34] 控股股东有否决其他替代方案的权利和获取信息的能力，有其他交易对手所不具有的谈判优势。^[35] 因此，在交易对手是控股股东时，需要满足以下 MFW 案所确定的六项条件，商业判断规则才会适用，即：（1）控制方将获得特殊委员会的批准以及其他小股东的过半数通过作为进行交易的前提条件；（2）该等特殊委员会是独立的；（3）特殊委员会被授权自由选择顾问，且可拒绝该等交易；（4）特殊委员会履行了其注意义务；（5）小股东在进行投票时是知情的；且（6）小股东并未受到强迫。^[36]

[31] 参见前注〔13〕，Chalian, Bandura 书，第 3 页。

[32] See Kahn v. Tremont Corp., 649 A.2d 422, 429 (Del. 1997).

[33] See Steven E. Bochner, Amy L. Simmerman, The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats, 41 Del. J. Corp. L., 2016, pp. 1, 19.

[34] 参见前注〔2〕，第 71 页。

[35] 同上注。

[36] See In re MFW Shareholders Litigation, 67 A.3d 496, 535 (Del. Ch. 2013).

（五）否定商业判断规则后的标准：完全公平规则（Entire Fairness Doctrine）

推翻商业判断规则下的推定是原告在这场战役中的第一个胜利，得此一役的原告就可以喘一口气了：因为一旦推翻这一推定，且被告董事未能通过上文提及的方式重建商业判断规则的保护，完全公平规则就会适用，即董事会必须证明决策完全公平。此时，举证责任转移到被告董事，如果未能完成该等证明责任，董事个人就须承担责任。

一旦完全公平条款适用，为审查交易是否完全公平，法院就会全面审查各方面的因素；其中最重要的方面有两项，分别是公平的交易过程和公平的交易价款。董事须对交易的时间安排、起始方式、结构设计、协商过程、披露程度以及获得股东会和董事会决议通过的整个过程进行举证以证明其交易过程是公平的；同时又须结合影响定价的因素（如市场价值、公司资产、估价方法）等证明交易价款是公平的，方可逃脱法律责任的施加。

（六）董事信义义务的特殊情境——公司收购

除了上述一般原则之外，由于收购情境的特殊性，股东的所有权和管理层的管理权极有可能发生较大的冲突，特拉华州法院对公司收购中公司董事的信义义务进行了特别界定。如 *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co.* [37] 一案中，特拉华州最高法院明确了董事在反收购的过程中可采取的不违反信义义务的措施；*Unitrin, Inc. v. American General Corp.* [38] 进一步明确了上述反收购措施是否违反信义义务的判断标准；又如著名的 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* [39] 判决明确在公司收购不可避免的情况下，董事信义义务就具体化为为股东寻求最高的出售价格了。

综上所述，美国法对公司董事施加了注意义务和忠实义务；但在对董事责任的司法审查中，法院通常会根据商业判断规则做出有利于公司董事的推定，甚至因此驳回对公司董事的起诉。若股东欲追究董事的个人责任，须满足很高的举证责任。

四、ODN 案判决对董事信义义务的启示

ODN 案判决为商界特别是风投界关注，首先是因为在董事如何在涉及优先股股东权益时履行信义义务的问题上提出了值得关注的新论述。ODN 案并非唯一针对优先股与普通股利益冲突情境下的董事义务展开讨论的案件。特拉华州法院早在几年前的判决 [40] 中就已明确，在这种情形下，普通股的利益更为占优。但这一次表述得更为系统。其次，则是对风投业中并不罕见的投资者主导董事会的情形下董事信义履行可能受到质疑之处予以重申。

（一）对优先股超出普通股权利的特殊保护不为信义义务所要求

为厘清特拉华州法院对优先股的态度，我们首先须明确优先股的性质是股权而非债权。优先股是在公司的资本结构中优先于普通股的股权，其条款可能因商业谈判的不同而有所差异，但总体而言，其较普通股的“优先”一般体现在两大方面：其一是公司清算

[37] See 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

[38] See 651 A. 2d 1361 (Del. 1995).

[39] See 506 A. 2d 173 (Del. 1986).

[40] 如 *Equity-Linked Investors, L. P. v. Adams* 一案中，特拉华州衡平法院就认为尽管董事会会为普通股的利益牺牲了优先股的利益，但优先股受到这样的风险是非常正常的，董事会完全有权这么做。See 705 A. 2d 1040, 1057 (Del. Ch. 1997).

时较普通股优先受偿，其二是优先分红权。^[41] 优先股与债权有两大相似之处：（1）两者都使得权利人能在一段时间内获得固定的收益；（2）两者的价值都会因风险升高而降低，而普通股可能会因高风险获益（主要指伴随着相应高收益的风险），因而，两者都很可能因普通股股东过度的高风险行为而受到损失。^[42]

优先股与债权两者能够获得的保护措施则不尽相同。债权人可通过协议保护自己的利益，债权人可在融资文件中约定超过一定风险的事项为违约事项，当公司出现违约或预期违约时，债权人可加速债权的到期；一旦债权提前到期，公司就有可能面临流动资金不足的问题而导致重组的可能性，因此，这一协议保护可对债务人公司违约起到震慑作用。^[43] 对优先股而言，尽管其协议中也可约定违约条款，但优先股股东并无权要求公司在违约时“提前到期”，归还已投资的资金；优先股股东仅可如 ODN 案中的股东一样获得回赎的权利，该等回赎权更多是受到公司法衡平原则而非协议的规制。^[44] 尽管理论上来说，优先股股东可以通过一些安排实现控制董事会以保护自身的投资，但正如 ODN 一案判决所显示的，这种情形下的董事会可能面临违反信义义务的风险。

出于多方面因素的考虑，优先股的“优先”地位在特拉华州可得到的保护比较有限。特拉华州法院通常推定公司及其股本均是永久存续的；^[45] 防止固定收益的权益人强制对公司进行清算，以便有效地使公司度过资金艰难时期，从而为公司整体带来更优的回报；^[46] 并且与优先股股东不同，剩余的普通股股东往往并没有协议用以保护其权益，而只能依赖公司法的衡平原则。^[47] 因此，特拉华州法院认为，优先股超出普通股权利的特殊条款（即其优先性）仅仅是“协议性质”的，对特殊条款的保护不为信义义务所要求。^[48] 但需要注意的是，特拉华州法院仍然认可优先股的股权性质，优先股与普通股同等的权利仍受到信义义务的保护；^[49] 因此，对普通股股东的偏向并不代表董事可置优先股股东的权益于不顾，而是要求对两者的兼顾达到一定的和谐状态。^[50]

此案判决后，美国法律界讨论了为应对优先股与普通股的冲突，意欲持有优先股的投资人应当在整体交易、决策阶段就做好的一系列防范措施；尤其投资人作为交易对手，同时也是公司的控股股东时，体系建立需要更为全面。

第一，就结构设计而言，可采用有限责任公司（limited liability company）而非股份公司（corporation）的形式架构被投资主体，从而能够通过约定更大限度地免除董事甚至是高级管理人员的信义义务。^[51] 也有学者提出，可建立“分权”的董事会，由普通

[41] See Ben Walther, Commentaries on Delaware's Choice: the Peril and Promise of Preferred Stock, 39 Del. J. Corp. L., 2014, pp. 161, 167.

[42] 同上，第 168~169 页。

[43] 同上，第 169~170 页。

[44] 同上，第 170~171 页。

[45] 参见前注〔2〕，第 36 页。

[46] 参见前注〔41〕，Ben Walther 文，第 173 页。

[47] 参见前注〔33〕，Bochner, Simmerman 文，第 11 页。

[48] See In re Trados Inc. Shareholder Litigation, 2009 WL 2225958 (Del. Ch. 2009), pp. 38~39.

[49] 参见前注〔33〕，Bochner, Simmerman 文，第 4~5 页。

[50] 参见前注〔41〕，Ben Walther 文，第 213 页。

[51] See Jon Ballis, Daniel Wolf, Just How Preferred Is Your Preferred? <https://www.law360.com/articles/923133>, last visited Dec. 12, 2017.

股股东委派的董事就高管的补偿、薪酬问题做出决策，并对并购等事项有一票否决权；对一般的运营事项，则由优先股股东委派的董事做出决策，从而防止普通股股东从事高风险的经营行为，危害优先股股东的利益。^{〔52〕}

第二，就交易文件角度而言，由于特拉华州法院认为优先股超出普通股的权利主要为协议性质，因此，投资人在签署获得优先股的交易文件时，可以提高违约责任，使得董事“遵守约定”的决策更为合理。美国资深律师 Jon Ballis 和 Daniel Wolf 认为，ODN 案中，特拉华州衡平法院为实现优先股的赎回权留了一道口子，表达了在衡量董事决策时考量协议条款的可能性。^{〔53〕} 故他们提出，可在协议中加入条款，约定倘若未在约定时间内实现赎回权，优先股的股息将显著增加，或者优先股股东将有权以其股东身份采取行动（如可出售公司）。^{〔54〕}

（二）董事陷入利益冲突，将令董事会丧失独立性及其保护

ODN 案未能驳回针对董事的起诉有多方面的原因，其中一个很重要的方面就是未能维护董事会的独立性。

首先是交易涉及控股股东，商业判断规则很有可能并不适用。Oak Hill 是公司的控股股东，案件所涉交易介于“交易对手是控股股东”和“仅涉及董事会信义义务的审查”两者之间；^{〔55〕} 一般情况下，特殊委员会的存在足以使有利于董事的商业判断规则替代完全公平规则适用，但鉴于 Oak Hill 的占股比，被告方举证责任提高，仅仅存在特殊委员会（即使已符合一般特殊委员会的各项要求）也无法使得被告董事逃脱举证完全公平的义务。

其次，董事会决策缺乏独立性，且未能采取上文提及的各项措施。Oak Hill 所委派的三名董事中，Morse 及 Pade 均为 Oak Hill 的合伙人，Scott 为 Oak Hill 的高级管理人员，因此三人都因其双重的、相悖的信义义务而并非独立的。并且，原告提供的证据能够初步证明这三人在赎回事项上服务于 Oak Hill 而非 ODN 的利益。还有一名董事 Domeyer 为 Oak Hill 控制的一家公司的管理人员，且薪酬不菲，与此同时，Domeyer 与 ODN 签署了协议，若 ODN 实现了 7 500 万美元以上的优先股赎回权，则 Domeyer 可获得大笔奖金（最终 Domeyer 获得了 587 184 美元的奖金）。

而对于外部董事们，法院则认为其行为显示了该等赎回决策可能存在“恶意”牺牲 ODN 利益以实现 Oak Hill 利益最大化的情形，比如：（1）这些董事使得公司极大地偏离了原来的业务发展策略，从通过产品提升和公司并购扩大业务骤然变为出售几乎全部业务；（2）出售业务的规模显示其在为赎回 Oak Hill 的优先股股权而创建资金池，尤其是几次财产出售价格显著低于公司曾经购入该等资产的价格；（3）这些董事也为帮助 Oak Hill 而采取了各项具体措施，如协助批准赎回相关的奖励协议，授予 Oak Hill 原协议所未要求的积累计息的股利，为更大程度地实现 Oak Hill 的赎回权而更改 ODN 运营所需资金的金额，不断要求管理层进一步裁员和出售资产等等，因而须进入实质性审理进一步确认。综上，该案中过半数的董事都并非独立的，足以据此推翻商业判断规则的推定。

与此同时，由于初步证据显示董事在案中均涉嫌违反忠实义务（一名早已离职的董

〔52〕 参见前注〔41〕，Ben Walther 文，第 165~166 页。

〔53〕 参见前注〔51〕，Ballis, Wolf 文。

〔54〕 同上注。

〔55〕 参见前注〔2〕，第 71 页。

事 Pourzanjani 除外), 董事免责条款也无法豁免其应承担的责任。

根据前文的分析可以看出, 完全公平条款的审查会面向更多方面的事实问题, 一旦如 ODN 案一样, 未能得以在商业判断规则审查中驳回针对董事的诉讼, 案件就很难止步于实质诉讼之前了。

可以预见的是, 如若 ODN 案继续诉讼流程, 被告董事若想“逆转乾坤”, 只能举证证明董事决策满足 MFW 案所确立的各项条件, 以使得商业判断规则适用; 或是通过详细举证其决策时所采取的各项程序、考量的因素、寻求的顾问建议、定价的模型等等内容, 来证明其交易在程序和价格上都是公平的。仅从目前所显示的材料来看, ODN 的诉讼前景仍不甚乐观。

维护董事会及特殊委员会的独立性, 长期以来都是董事为自我保护而须重点考虑的方面, 美国律师 Steven E. Bochner 和 Amy L. Simmerman 就曾撰文提出了多项董事在决策过程中可采取的防范措施; 这些措施是综合性的, 不但有助于证明董事独立性, 还能在“完全公平”的证明上起到不小的作用。归纳而言, 这些措施可以分为实体性的保障措施和程序性的保障措施。

就实体性保障而言, 董事决策时须寻求顾问的建议, 在合理程度内依赖公司高级管理人员给予的信息和建议; 董事须充分考虑多方面的因素, 如是否存在替代方案, 相关交易的估值基础和方法是什么; 在采取管理层激励方案时, 董事须充分考虑采取该等方案的原因、方案合理的架构和资金来源等。^[56]

就程序性措施而言, 首先应保留完整的决策流程记录; 在必要的协商过程中不可有意将部分董事成员排除在外; 并充分向股东披露各项事实和决策。^[57] 此外, 应当衡量每个董事的独立性, 保证做出决策的董事会或特殊委员会符合独立性标准。

五、结语

美国公司法纷繁复杂, 变化多端, 董事信义义务则是其中的关键点之一。希望通过本文对判例法的梳理, 读者可了解美国董事决策的自由裁量范围及美国董事信义义务在司法审查中的规则。投资者在投资美国公司时, 无论作为控股股东或是小股东, 都应充分了解美国法对公司董事的限制和美国法下公司董事的裁量权和信义义务, 以保护自己投资于公司中的利益, 并密切关注美国成文法和判例法的动态发展, 寻求专业律师的帮助。

参考文献

- [1] Steven E. Bochner, Amy L. Simmerman. The Venture Capital Board Member's Survival Guide: Handling Conflicts Effectively While Wearing Two Hats [J]. 41 Del. J. Corp. L., 2016.
- [2] Ben Walther. Commentaries on Delaware's Choice: the Peril and Promise of Preferred Stock [J]. 39 Del. J. Corp. L., 2014.

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)

[56] 参见前注 [33], Bochner, Simmerman 文, 第 22~26 页。

[57] 同上注。