

保护性条款：中国公司海外并购的“矛”与“盾”

诚如高盛胡祖六先生于2008年年初所言，虽然目前聚光灯过度集中于中投身上，其实是中国公司们而不是主权财富基金的海外投资将对世界经济造成最大和最深刻的冲击。¹ 今年以来，中海油服收购挪威AWO²、中联重科收购意大利CIFA³、招商银行收购永隆银行等一系列海外并购活动，验证了胡祖六先生的这一判断。

并购是一项复杂、耗时的系统工程。从协议签署、生效到交易完成，常常需要数月甚至数年的时间。在此期间，目标公司和并购方的资产、业务、运营和财务状况以及整体经济环境都可能发生变化；并购交易的完成还要经过一系列的审查和批准，如上市公司股东大会批准、国内外政府审批、反垄断审查以及与目标公司相关的第三方（如贷款银行）同意等；在杠杆收购（Leveraged Buyouts）的情况下，并购方还需安排和取得贷款融资。而这些环节往往是并购方无法控制的，另外，一个基本的现实是，大多数海外并购都要适用外国法律（特别是英美法），因此研究、参考中国公司和外国公司的一些国际并购实践以及相关司法判例，对进行海外并购的中国公司来说具有重要的价值。

本文主要对国际并购实践中经常采用的一些保护性条款和相关司法判例（如重大不利变化、董事勤勉义务和询价、分手费、实际履约）进行说明和分析，供准备进行海外并购的中国公司参考。

重大不利变化（Material Adverse Change）

重大不利变化条款通常是并购方完成交易的先决条件之一，即从一个确定的日期开始（通常是协议签署日或生效日）到交易完成日，目标公司的相关事项（如资产、业务、运营、财务

等）没有发生重大不利变化或者受到重大不利影响，否则并购方有权要求重新谈判或退出交易而不承担任何责任。

目标公司通常会要求从重大不利变化条款中尽可能排除一些例外事项，如恐怖袭击、战争、法律变更、整个行业不景气或某些特定事项等。因此，对于并购方来说，一方面要控制例外

事项的范围，另一方面要限定，当例外事项对目标公司造成不成比例的影响时，该例外事项也不能排除。

另外，重大不利变化条款往往涉及退出交易这样严重的后果，而如何界定“重大不利变化”总是充满争议并常常导致诉讼的发生。从美国的相关判例来看，法院不会也不愿意就“重大不利变化”给出一个明确的说法，而总是结合具体案情和并购双方的意图等因素来判断一个事项是否构成重大不利变化。在2001年美国肉类食品公司 Tyson Foods 并购另一家美国肉类食品公司 IBP 一案中⁴，Tyson 认为 IBP 第一财务季度收入同比下降 64% 构成了重大不利变化。若仅从 64% 的数据上看，很难说不构成重大不利变化。但特拉华州法院认为，作为一个战略投资者，Tyson 更应关注 IBP 的长期盈利能力，而不是短期的业绩变化，而过去五年来 IBP 一直保持着持续盈利的记录，因此第一财务季度收入同比下降 64% 不足以说明 IBP 的经营状况发生了重大不利变化。法院同时认为，如果 Tyson 更关注短期投资收益，他应当在协议中将这种意图更加明确的表达。因此，该案一方面说明法院对重大不利变化的解释是如何的个案化；另一方面也提醒并购方，在并购协议中应尽可能明确的表达自己的意图。例如，如果并购方认为某些情况构成“重大不利变化”，那么更明智的选择是将其明确规定在协议中，而不是扔进一个模糊不清的“重大不利变

化”的筐子里。

2008 年 9 月，大洋彼岸的美国私人股本投资公司 Apollo（并购方）向特拉华州法院提起诉讼，要求退出其和美国化学制品公司 Huntsman（目标公司）之间已达成的并购交易。理由之一是，Huntsman 2008 年第一季度业绩下滑 84%，构成了重大不利变化。⁵ 同样是在特拉华州法院，同样是战略并购，但加上了更大的业绩下滑幅度，法院是否会遵循 IBP 一案的路径，值得进一步关注。

在中国工商银行并购南非标准银行的交易中，双方数量化的确定了构成重大不利变化的两种情形，即(1)使标准银行集团于 2007 年 6 月 30 日的经合并净资产值减少 5% 以上，或者(2)对标准银行集团的经合并主营收益的不利影响在 6 亿兰特以上。⁶ 这一约定成功的避免了双方为界定“重大不利变化”而可能产生的争议，但在发生上述两种情形之外的其他重大不利变化情形时，中国工商银行则失去了以此为由退出交易的可能性。

董事勤勉义务和询价条款(Fiduciary Duty/Go-shops)

在英美法下，上市公司董事对公司和股东负有勤勉义务（Fiduciary Duty），因此当董事会没有预先主动询价或调查行情而收到并购要约时，不应当马上敲定交易或推荐给股东大会批准，

而应该尽力去寻找更高的报价者，以实现股东利益的最大化。

在近年来的国际并购实践中（通常是在对上市公司并购中），并购协议通常会约定询价条款。根据该条款，在交易协议达成后的一定期间内，目标公司若寻找到更高的报价者，可与之达成交易并有权终止之前已经签署的协议，但目标公司应向并购方支付一定的分手费。

虽然分手费可以在一定程度上弥补并购方的损失，但完成并购通常更符合并购方的利益。因此，并购方在要求分手费的同时，还常常会规定一些其他条款以提高并购完成的可能性，如限定更高报价者的资格、规定并购方有跟进更高报价的权利（**Matching Rights**）以及尽可能缩短目标公司董事会询价的时间等。

在 2008 年 JP Morgan 收购 Bear Stearns 的案例中，JP Morgan 在同意 Bear Stearns 享有询价权的同时，也对更高报价者的资格进行了限制。如任何更高报价者必须符合一定的资本额、资本流动性等财务标准，以确保能支持 Bear Stearns 的正常营业活动。⁷

“分手费”/“终止费”（**Break-up Fee/Termination Fee**）

“分手费”或“终止费”（下称“分手费”）是指并购交易的一方可以通过向另一方支付一定金额的费用，而获

得终止或退出交易的权利，并不再就此承担任何额外的责任。

对于并购方来说，可以通过支付分手费而退出交易的情形通常有：未获得足够的贷款融资，并购方的政府审批未获通过，或收购要约未得到并购方股东大会的批准等；而对于目标公司来说，可以通过支付分手费而退出交易的情形通常包括：董事会因履行勤勉义务而撤销向股东会推荐的收购要约，行使询价权后找到报价更高的收购者，目标公司的政府审批未获通过，收购协议未得到其股东大会的批准，或收购要约未得到足够数量股东的接受等。在某些个案中，并购方甚至可以在交易完成前，随时通过支付分手费而退出交易。这实际上使并购方获得了一种“并购选择权”（即或者并购目标公司，或者支付分手费后退出交易），而并购方获得该权利的对价就是支付“分手费”。

在最近的中联重科收购意大利 CIFA 和中海油服收购挪威 AWO 的案例中，均有约定分手费性质的条款。有意思的是，在中海油服收购挪威 AWO 的要约中规定，若因 AWO 董事会撤销其向股东作出的对收购要约的推荐，或因要约未达到最低接受率而没有生效，则 AWO 须向中海油服支付 1000 万美元“终止费”；如果最低接受率这一条件已满足或被中海油服豁免，但因在最后期限届满前未取得中海油服股东大会和国内有关监管部门的批准（且该两项批准未被中海油服豁免）而使

要约未能完成，则中海油服将向已经按照要约出售股票的 AWO 股东支付总额为 2000 万美元的“赔偿金”。⁸ 尽管一方支付的是“终止费”，另一方支付的是“赔偿金”，但本质上均是分手费性质的费用。对于双方支付的费用金额的不同，中海油服给出的理由之一是，股东大会批准和国内有关监管部门批准这两项条件，对 AWO 股东和挪威市场来说都是不常见的，因此，赔偿条款是对 AWO 股东需要面临的与挪威市场有差异的监管环境导致的不确定性的激励和补偿。⁹

实际履约 (Specific Performance)

实际履约是指当一方不履行或终止履行合同义务时，另一方可以请求法院要求其按约定履行合同义务。当并购方因某种原因终止交易时，目标公司可能会向法院提出请求，要求并购方完成并购交易，而不能以其他方式代替。因此，对于并购方来说，只有在并购协议中明确目标公司已放弃实际履约的要求和其他任何损害赔偿的主张，才可以保证分手费能起到控制风险的效果。

在 2007 年美国私人股本投资公司 Cerberus（通过其子公司）并购美国设备租赁公司 United Rentals¹⁰ 一案中，并购协议既规定了 Cerberus 的子公司享有“并购选择权”，也规定了 United Rentals 可要求实际履约的权

利。当 Cerberus 的子公司退出交易时，United Rentals 诉至法院，要求 Cerberus 的子公司完成并购交易。法院认为 United Rentals 在签署协议时明知或应知协议条款存在歧义，却没有采取任何措施去消除或避免这种可能的争议，因此拒绝了 United Rentals 的诉讼请求。

虽然法院在该案中拒绝了 United Rentals 提出的实际履约请求，但它也表明了如此不明确的约定可能给并购方带来诉讼风险。因此，对于并购方来说，在约定自身可以通过支付分手费而退出交易的同时，要求目标公司明确放弃实际履约的主张，并确保交易文件内容的一致性是十分重要的。

在并购中，企业除了应当关心如何成功地完成并购交易外，还应当为风险发生时，如何成功的退出交易或尽可能减少损失做好打算和安排。在全球化和中国经济环境不断开放的背景下，国际并购实践经验不但适用于中国公司的海外并购，同样也值得进行国内并购的中国公司借鉴和参考；另外，面对来华并购的跨国公司和并购基金，中国公司作为被并购方，了解和研究国际并购实践，对在并购过程中保障自身的安全和利益也具有重要价值。



本文作者为柯杰律师事务所何杰（合伙人）和张方，曹蕾和何锋年对本文亦有贡献。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分析。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. 引自《财经年刊 2008：预测与战略》。
2. Awilco Offshore ASA 是一家从事海洋石油钻井业务的挪威公司。2008 年 7 月，中海油田服务股份有限公司向 AWO 发出了现金收购要约，提议以每股 85 挪威克朗（总价约 25 亿美元）的价格收购其 100% 已发行股份。
3. Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A. 是一家主要从事混凝土机械制造的意大利公司。2008 年 6 月，长沙中联重科科技发展股份有限公司联合弘毅投资、高盛集团及曼达林基金和 CIFA 签署了购买 CIFA 100% 股权的买卖协议。
4. In re IBP, Inc. Shareholders Litigation 789 A.2d 14 (Del. Ch., 2001).
5. See Susan Pulliam and Peter Lattman, “As a buyout bust turns bitter, a major deal ends up in court—Huntsman-Apollo trial opens a window into messy aftermath of private-equity boom” from The Wall Street Journal (September 10, 2008) and Michael J. De La Merced, “Chemical Maker Files Suit to Block Its \$10.6 Billion Merger” from New York Times (June 19, 2008).
6. 见中国工商银行股份有限公司于 2007 年 10 月 26 日发布的通函-[须予披露的交易]。
7. 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.”
8. 见中海油田服务股份有限公司于 2008 年 7 月 21 日发布的公告及通告-[海外监管公告]。
9. 同上。
10. United Rentals, Inc. v. Ram Holdings, Inc., 2007 Del. Ch. LEXIS 180 (Del. Ch., Dec. 17, 2007)