

金融实务

FINANCE SERIES

亨斯迈收购案窘局启示
保险业财报大调整
美国经济的两极之旅

2009年2月16日 随《财经》杂志赠送

Chinese Banks Face Dual Challenges

银行困局

应对危机与支持刺激政策，如何取舍？

财经
CAIJING MAGAZINE

下一期《金融实务》
将于2009年3月2日推出
敬请关注

亨斯迈收购案窘局启示

□ 何杰

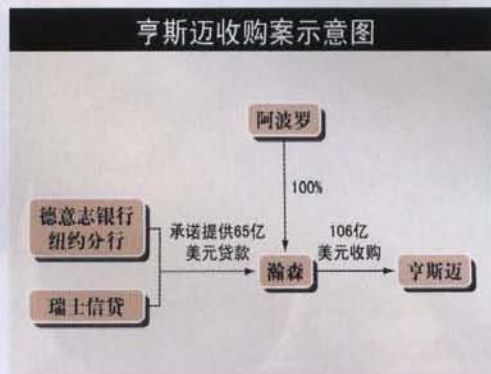
并购是一项复杂且耗时的工程，从协议的签订到交易的完成，需要经过一段时间以待协议中相关先决条件的满足。来势凶猛的金融危机，使投资者们不得不在新的形势下重新考虑先前布置好的并购大局。2008年，亚太地区撤销并购的案例为388件，美国为208件，较2007年都有较大幅度的增加。然而，撤销或终止交易协议却并非易事。

阿波罗私人股本投资基金(Apollo Investment Fund, L.P.) (下称阿波罗) 旗下的全资子公司——瀚森特种化学品公司(Hexion Specialty Chemicals Inc.) (下称瀚森) 收购亨斯迈聚氨酯公司(Huntsman International LLC) (下称亨斯迈) 一案(下称亨斯迈收购案)，时下已成为国际财经媒体高度关注的并购交易。这不仅因为其发生在全球金融危机的大背景之下，更主要的是因该并购交易引发的一系列诉讼争议涉及并购的各个关键环节，包括重大不利变化(Material Adverse Change)、分手费(Break-up Fee)、实际履约(Specific Performance) 及贷款承诺函(Commitment Letter) 等，可以说是中国战略投资者乱世投资的生动教材，值得细细品味。

曲折的收购

阿波罗成立于1990年，是国际上领先的私人股本投资基金。2005年，阿波罗通过收购Borden Chemical, Inc.、Resolution Performance Products LLC、Resolution

亨斯迈收购案示意图



资料来源：作者整理

Specialty Materials LLC 及 Bakelite AG 等数家公司，组建了瀚森。而亨斯迈作为全球最大的聚氨酯制造商，正是阿波罗为组建全球最大的特种化工产品制造商而选定的重大收购目标。

2007年2月，瀚森最初拟以每股25美元收购亨斯迈，但随后调低至每股21美元至23美元之间，亨斯迈拒绝了上述要约。八个月后，瀚森又将收购价格恢复到每股25美元，但此时的亨斯迈已经与瑞士化学公司Basell AF开始协商并购事宜，且对方每股出价高于瀚森0.25美元。亨斯迈最终选择与Basell AF在2007年6月25日签订了收购协议。

但瀚森不断提高出价，终于诱使亨斯迈回头与瀚森重新协商。2007年7月12日，亨斯迈单方面终止了与Basell AF的收购协议，并与瀚森在当天签订股权收购协议，同意将其100%股权转让于瀚森，收购价格确定在每股28美元。交易的终止日期为协议签订后的270日，即2008年4月5日。届时，若交易完成的先决条件未能满足，包括亨斯迈发生重大不利变化，瀚森和亨斯迈均

有权终止协议。

同时双方在协议中进一步约定：(1) 在交易期间，任何一方若有怠于履行协议中各项义务或任何可能会导致本次交易失败的行为，则无权在交易完成的先决条件未满足的情况下要求终止收购协议；(2) 除违反法律或无法通过政府审批，经双方董事会善意协商，交易期间可以延长，但每次延长不得超过 90 日。目前，该日期已经被延长到了 2009 年 1 月 26 日。

瀚森之所以在本次竞购中获胜，德意志银行纽约分行 (Deutsche Bank AG New York Branch, 以下简称“德银”) 与瑞士信贷 (Credit Suisse Securities (USA) LLC, 以下简称“瑞信”) 功不可没，上述两家银行为瀚森本次收购提供了高达 65 亿美元的贷款承诺。

当然，两家银行也为提供贷款设定了诸多先决条件，其中之一就是需收到瀚森提供的符合惯例的、并且令其合理满意的 (Customary and Reasonably Satisfaction) 合并后新公司偿债能力报告 (Solvency Opinion)。

因为单方面终止了与 Basell AF 的收购协议，亨斯迈按照协议向 Basell AF 支付了 2 亿美元的分手费，瀚森负担了其中的一半。

每股 28 美元的高价，让亨斯迈的董事们在兴奋之余也有一丝担心，毕竟瀚森的母公司属于私人股本投资公司而非实业公司，因此瀚森是否有诚意完成每股 28 美元的收购交易，确实是个疑问。

已经 79 岁的亨斯迈先生为确保其经营了 39 年的企业得以安全出售，特意举办了一次家庭酒会，除了阿波罗与瀚森的决策者，亨斯迈先生还邀请了他的两位参议员朋友，并特意安排这两位朋友与阿波罗及瀚森的决策者握手。用亨斯迈先生自己的话说，他是希望收购方的决策者能用眼神告诉他的参议员朋友其对亨斯迈的收购是满怀诚意的。

然而，事实告诉我们，利益面前诚挚的眼神是远远不够的。

亨斯迈收购案各方在终止交易上的对峙，凸显并购退出窘境，投资者需要谨慎设计完善确切的交易条款

重大不利变化纷争

对于亨斯迈来说，自 2007 年 7 月 12 日收购协议签订至今是一段艰难的时期。原油、天然气等原材料价格的不断攀升，国内消费市场日益萎缩，金融危机以及经济环境的不断恶化，使化工产业在 2008 年以来受到了极大的冲击。亨斯迈的净资产在 2008 年的第一个季度缩水近 80%，这对于当初提供高收购价格的瀚森来讲，履行收购协议无疑会受到极大的损失。

此时，瀚森首先想到的就是援用协议中作为交易完成先决条件之一的“重大不利变化”条款退出本次交易。

根据双方的约定，重大不利变化是指任何影响目标公司及其子公司财务状况、经营状况的事件的发生，且上述不利变化必须影响到公司的整体，但因为市场的恶化或任何发生于化工企业领域的不利变化等则不属于重大不利变化。

与亨斯迈就其是否发生重大不利变化协商未果后，瀚森于 2008 年 6 月 18 日向法院提起了诉讼，并且在同一天公告了 Duff & Phelps 出具的一份并购完成后的新公司无偿债能力的报告 (Insolvency Opinion)。

2008 年 7 月 2 日，亨斯迈向法院提起反诉，称亨斯迈并无任何重大不利变化，并认为瀚森发布无偿债能力报告的行为故意违反了交易协议约定，对亨斯迈造成了侵害，应承担赔偿责任。2008 年 9 月 30 日，美国特拉华州衡平法院 (Court of Chancery of Delaware) 作出判决，驳回瀚森要求认定亨斯迈发生重大不利变化的请求。

法院认为，瀚森以高价收购亨斯迈的股权是其长期发展战略的一部分，因此此时的目标公司是否发生重大不利变化，依据的不是短期的得

失，而是合理的商业期间内目标公司长期的盈利能力。合理的商业期间至少应当以年来计算，而非以月为计算单位。

另外，重大不利变化的判断，不应只集中在收购协议签订至交割日期间盈利状况的下降，而是这种下降的趋势会在未来持续很长时间且此种变化可造成重大影响。如果收购方看重目标公司的短期盈利能力或短时期内的财务状况，至少应当在重大不利条款中明确表示出来。因此自协议签订以来亨斯迈经营状况的下滑，并不能支持瀚森认为亨斯迈发生重大不利变化的主张。

此外，法院认为衡量目标公司盈利能力的标准应当是 EBITDA（息税折旧摊薄前利润），而非 EPS（每股盈利）。EPS 反映的更多是资本结构，而公司被现金收购后原有的资本结构将会发生根本的变化，因此目标公司在交易完成之前的 EPS 与被收购后并没有直接关系。而 EBITDA 相对独立于公司的资本结构，更能衡量公司的商业运行能力。

如果以 EBITDA 为基准计算，亨斯迈并没有发生重大不利变化。根据亨斯迈管理层的预计，2008 年的 EBITDA 相较 2007 年可能将会下降 7%；若以季度为时间单位，上述的周期性显现得就更为突出。2007 年四季度亨斯迈的 EBITDA 要低于三季度 19%，但却仅低于二季度 3%；更何况与 2007 年二季度相比，亨斯迈 2008 年二季度的 EBITDA 仅下降了 6%。瀚森作为战略投资者，盈利水平周期性的变动应当是可以预料的，因此不构成重大不利变化。

● 无偿债能力报告弄巧成拙 ●

瀚森本身也了解，单纯地依赖重大不利变化条款退出交易并非易事，因此通过其法律顾问聘请的 Duff & Phelps 出具了一份并购完成后的新公司无偿债能力报告，并于瀚森向法院起诉的当天对外进行了公告。

瀚森本来可以通过向亨斯迈支付 3.25 亿美元分手费而退出交易，但这份无偿债能力报告，

却使瀚森陷入了难以退出交易的窘境。

特拉华州衡平法院没有认可这份来自第三方的报告。首先，亨斯迈财务顾问美林认为 Duff & Phelps 引用的分析数据均是由阿波罗与瀚森提供的，而这些数据带有明显的悲观色彩，同时诸多资料甚至是对亨斯迈经营状况的歪曲；其次，在法院审理过程中，亨斯迈提供了一份由美国资产评估机构（American Appraisal Associates）出具的报告，报告称如若按照协议完成收购，新的公司将有足够的偿债能力而不会资不抵债。

更重要的是，根据协议，瀚森应尽最大努力使本次交易符合贷款承诺函设定的各项要求及迅速完成交易，还需要与亨斯迈保持良好沟通，对于可能阻碍交易完成的重大事件，须及时通知亨斯迈并与其尽力解决。

瀚森委托 Duff & Phelps 出具分析意见本身并没有过失，但却没有与亨斯迈管理层协商，同时在 Duff & Phelps 得出无偿债能力结论之后，既没有通知亨斯迈，也没有与亨斯迈商讨应对可能出现的不利局面的对策。

法院认为，瀚森在明知无偿债能力报告的公布会明显违背其在协议中作出的最大合理努力的承诺，且在明知该报告的公布会阻碍并购进行的情况下依然公布无偿债能力报告，其行为已构成故意违约（Knowing and Intentional Breach）。

根据协议，瀚森可以在其未获得足够融资贷款、未获得政府审批以及未得到股东大会批准时，在向亨斯迈支付 3.25 亿美元分手费后单方终止收购协议。但在本案中，瀚森则是故意地违反协议的约定，阻止交易的进行。因此特拉华州衡平法院最终判定：任何因瀚森故意违约行为给亨斯迈造成的损害，亨斯迈均有权主张赔偿，而不限于 3.25 亿美元的分手费，除非瀚森能够证明亨斯迈的损失不是因为其行为所致。

● 德银、瑞信深陷其中 ●

尽管特拉华州衡平法院最后并没有支持亨斯

迈强制瀚森完成收购交易的请求，但法院要求瀚森必须履行收购协议项下的各项义务。然而，原来承诺向瀚森提供至少 65 亿美元贷款的德银和瑞信，现在却开始犹豫了。

在与瀚森的诉讼中胜诉的亨斯迈，仅在一天之后就向两家贷款银行发难，原因是两家银行在收到上述无偿债能力报告后，拒绝为本次收购提供贷款。

在 2008 年 9 月 30 日向得州蒙哥马利地区法院 (Montgomery County Texas District Court) 提起的诉讼中，亨斯迈称当年正是由于两家银行对阿波罗的怂恿，才使得阿波罗旗下的瀚森介入到亨斯迈与 Basell AF 的并购交易中，也正是因为两家银行为瀚森提供的高额贷款承诺，才使得瀚森可以出价每股 28 美元。如今，两家贷款银行却故意拒绝贷款阻碍收购，故亨斯迈请求法院判令贷款银行停止阻挠并购协议顺利完成的行为。

该法院在当天下午便发出了有利于亨斯迈的暂时禁令 (Temporary Restraining Order)，禁止两家银行终止对瀚森的融资承诺，禁止采取会导致重大违反、推迟、阻止履行贷款承诺的行为。在随后的判决中，法官指出目前最为适宜的做法，是立即停止关于瀚森与亨斯迈合并后的新公司可能无偿债能力或未来无能力还款等材料的搜寻。德银、瑞信对判决不服，向得州上诉法院 (Court of Appeals of Texas) 提起上诉。2008 年 10 月 23 日，上诉法院驳回了两家银行的诉讼请求，维持了原判。

然而，两次判决均未强制两家贷款银行实际履行其在贷款承诺函中的贷款承诺。

这意味着，只要贷款承诺函中的各项要求未能得到满足，贷款银行就有正当理由拒绝为本次收购提供贷款。而目前最让当事方挠头的，就是何为“符合惯例的令银行合理满意”的偿债能力报告。

根据贷款承诺函的约定，银行向瀚森提供贷款的前提之一是：瀚森须提供本次收购完成后新

公司具有偿债能力的报告，且该报告应是符合惯例的且令银行合理满意。

2008 年 10 月 27 日，德银、瑞信发表联合公告，称瀚森提供的美国资产评估机构作出的偿债能力报告 (Solvency Opinion) 并不符合贷款承诺函的要求，因此决定不准备向瀚森就本次收购提供贷款。银行拒绝提供贷款，无疑使得已陷入收购泥潭的瀚森雪上加霜。瀚森于 2008 年 10 月 28 日发表公告，称由于贷款银行拒绝贷款，交易无法在当天完成。同时，瀚森对两家银行的行为表示了强烈的不满，并要求两家银行按照贷款承诺函的约定履行义务。

2008 年 10 月 29 日，瀚森在进退维谷之际将德银、瑞信起诉至纽约州最高法院 (The Supreme Court of The State of New York)，这一行动让不少人备感诧异。

瀚森的母公司阿波罗，作为全球知名的私人股本投资管理机构，在过去的十几年中，与德银、瑞信等投行建立了相当稳健的关系，甚至可以说是相互依赖。如今，却因为一桩收购交易对簿公堂。

然而，对于阿波罗与瀚森而言，这确实属于无奈之举。因为根据其于亨斯迈的收购协议，对于任何违反贷款承诺函约定的机构，瀚森均有义务在亨斯迈的要求下迅速对其提起诉讼。

本案至今仍在审理中。无论判决的结果如何，瀚森退出与亨斯迈的交易已经不太可能。根据收购协议，如果原贷款融资不能取得，瀚森还需尽最大的合理努力寻找新的融资方以完成交易。在当下并购融资的“寒冬”中，瀚森要找到新的融资方并非易事。

在瀚森对德银、瑞信提起诉讼后不到十天，亨斯迈再次将两家银行起诉至得州蒙哥马利地区法院。亨斯迈本次的诉讼请求已不是请求法院命令德银、瑞信停止侵害了，而是向这两家银行提出了数百万美元的损害赔偿要求。2008 年 11 月 12 日，该法院经过证据开示 (Pretrial Discovery) 等审前程序后，确定于 2009 年 2 月

9日开庭审理此案。

德银、瑞信在答辩书中请求将本案移送至纽约州最高法院，将其与瀚森提起的诉讼合并审理，但得州蒙哥马利地区法院驳回了上述请求。在未来的时间，两家银行的日子应该不会好过。

前车之鉴与应对之术

金融海啸导致许多公司陷入危机，重整时代已经到来。并购的大幕或许将要拉开，而亨斯迈收购案应成为中国的战略投资者和商业银行的一记警钟。

时间跨度较长的并购交易，往往会使收购方面临重大不确定风险，因此重大不利变化是收购方经常引用的条款。但迄今为止，特拉华州法院还没有判例支持收购方因目标公司发生重大不利变化而退出交易。亨斯迈收购案中，法院继续援用了2001年Tyson Foods诉IBP一案的解释逻辑。

首先，法院会将收购者划分为“战略投资者”与“财务投资者”。如果在收购协议中没有明确约定，法院一般会将收购方认定为战略投资者；其次，对于战略投资者而言，重大不利变化的判断标准必须是“长期的并是可持续的”，同时还会要求收购方对目标公司周期性的盈利能力有深入的了解。瀚森在收购协议中并没有明确其投资定位，因此法院自然将其作为战略投资者看待。另一方面，瀚森在收购协议中并没有将重大不利变化的标准具体化，而是将其扔进了一个模糊不清的筐子里，为法院留出了可以解释的空间。

因此，对于收购方而言，应当尽量在交易文件中明确表达自己的意图，尽可能缩小法院的解释空间。相较于瀚森和亨斯迈交易中模糊化的“重大不利变化”标准，中国工商银行与南非标准银行对“重大不利变化”标准的约定更具可操作性。上述双方在并购协议中将重大不利变化用具体数字加以确定，如使南非标准银行2007年6月30日的经合并净资产值减少5%以上，或者对南非标准银行的经合并主营收益的不利影响在6亿兰

特以上等。这一约定成功地避免了双方为界定“重大不利变化”而可能产生的争议。

支付分手费是收购方不得已而采取的退出方式，亨斯迈就是通过向Basell AF支付分手费而退出与对方的交易。但在亨斯迈收购案中，瀚森的经历却告诉我们，分手费并非适用于一切情况，而阻碍其适用的原因则恰恰来自长期被我们忽略的“尽最大努力完成交易”等所谓的“格式化”条款。但是，如果收购方故意违反上述条款，则属于故意违约，单纯支付分手费已经不足以使其“全身”而退，而需赔偿由此给目标公司带来的一切损失。

因此，对于这些“格式化”条款，也需要投资者倍加注意且谨慎设计，才能为收购方退出交易打开一条可行的“华容道”。

贷款银行也需引以为戒。显而易见，“符合惯例的令银行合理满意的偿债能力报告”应当是贷款银行与阿波罗及瀚森相互妥协的结果，而恰恰是这样的结果，留给了法院及双方更宽泛的解释空间。

中国政府相关部门已原则性通过了《并购贷款管理办法》，允许商业银行为股权收购提供并购贷款。习惯了吸收存款、发放固定资产贷款、流动资金贷款、办理结算等传统业务的中国商业银行，如何控制并购贷款中的风险，还需监管部门与银行着力应对。而德银、瑞信目前陷入的并购贷款泥潭，应当引起中国商业银行的关注。

在全球化和中国经济环境不断开放的背景下，国际并购经验不但适用于中国公司的海外并购，同样也值得国内并购的中国公司借鉴和参考。而了解国际并购实践以及司法判例，对进行或准备进行海外并购的中国公司来说，更具有重要的价值；即便是国内并购，由于相关法律法规、司法解释以及司法判例的缺乏，了解国外较为成熟的规则与惯例，同样具有重要意义。■