

海外并购中如何把控政府审批风险分配条款

-----简述 *Hell or High Water* 及反向分手费条款

海外并购频遭审查，中国投资者需谨慎对待并购协议中对政府审批风险的分配

李夏萌、胡波，安杰律师事务所

国际并购项目中影响交易确定性的因素诸多，其中来自于投资人本国、东道国以及其他相关国家政府部门的审批结果是决定交易能否顺利完成的重要因素之一。对于中国投资者而言，海外并购交易首先需要获得中国政府部门对境外投资的审批或备案，即发改委、商务部、外管局¹的审批、备案或登记，若中国投资者是国有企业，则交易还需受到国资委的监管；其次，交易还可能需要在中国、东道国和其他相关国家进行反垄断审查。另外，若交易涉及敏感行业，中国投资者还可能面临相关国家政府部门针对交易从国家安全角度进行的审查，最广为人知的便是美国的外国投资委员会（CFIUS）和德国的联邦经济事务和能源部（BMWi）对外国投资的审查。这些政府部门的审查结果在一定程度上具有不确定性，而这种不确定性会给交易的完成带来较大的风险。以 CFIUS 为例，近年来它对中国投资者并购美国科技公司的交易就明显加强了监管。就在 2016 年年初，因为 CFIUS 的审查，导致了中国财团停止对飞利浦公司照明组件和汽车照明业务单元的收购交易以及清华紫光放弃收购美国西部数据公司。

为了应对上述政府审批可能产生的不确定性问题，交易双方，尤其是卖方，通常会要求在并购协议中加入政府审批风险分配的条款。其中最具代表性的两类，即，*Hell or High Water* 及反向分手费条款。本文拟对该两类条款进行简要讨论以供各位读者参考。考虑到美国系中国企业海外投资的热点地区，本文将美国作为东道国为例展开讨论。

一. *Hell or High Water* 条款

“*Hell or High Water*”来源于英文的一条习语“*Come Hell or High Water*”，将其直译成中文可以表述为赴汤蹈火或在所不惜，意指无论发生任何事情，不管有任何困难，某个行为或义务一定必须完成。在国际并购中，为了避免买方由于政府审批带来的问题和困难在交易交割前放弃交易，卖方根据情况会在并购协议中要求买方有绝对义务采取所有必要的行动来获得政府监管部门的审批，这些必要的行动不仅包括全盘接受政府部门提出的任何要求，例如，资产剥离要求、修改交易架构、甚至还包括在政府部门提起的诉讼中始终对政府部门的任何主张做出应对和辩护²。显然，这种条款是对买方义务极为严苛的安排，“*Hell or High Water*”这条习语恰恰形象地反映了该等严苛性，因此业界习惯将该等条款称为 *Hell or High Water* 条款。由于中国国内交易中鲜见类似条款，因此目前还没有一个对应的中文术语，但有人将其直译为“地狱条款”还有人根据含义称其为“绝对责任条款”。

实践中，卖方是否会要求在并购协议中纳入 *Hell or High Water* 条款受到多重因素的影响，如整个交易市场的活跃程度、买方的国别、买方实际控制人身份等。据统计，在 2008 年金融危机之前，投资人资金充裕，并购市场活跃，基于这样的市场环境，卖方具有更高的

¹根据中国外汇管理局在 2015 年颁布的通知，境外直接投资外汇登记管理权限已经下发给银行。

²在美国反垄断法律体系中，行政部门只能通过向联邦法院对交易方提起诉讼的方式阻止涉嫌垄断的并购交易。

议价能力，因此卖方要求加入 Hell or High Water 条款的交易居多。而在金融危机之后，国际并购市场的活跃度大为下降，Hell or High Water 的出现频率也相应降低。

近年来中国投资者在国际并购市场上的表现越来越活跃，但是由于中国政府的境外投资审批登记制度以及美国作为东道国对来自中国的投资进行国家安全审查带来的不确定性，不少美国卖家要求在与中国投资者签署的并购协议中纳入 Hell or High Water 条款。根据我们过往处理中国企业并购美国企业交易的经验，Hell or High Water 条款通常都会包含以下几个要素：

- 买方尽其最大努力采取一切必要的措施来避免或消除相关政府审批导致的、影响交易最后交割的障碍；
- 这些政府部门包括中国、美国和其他相关的司法辖区的反垄断部门、CFIUS、中国对外投资主管部门，如发改委、商务部、外管局等所有与交易相关的政府部门；
- 买方应采取的“必要措施”包括：（1）出售、剥离买方或并购后目标公司的部分资产或业务（例如，与军队或其他与国家安全相关的敏感资产或业务）；（2）对买方或并购后目标公司的业务运营或资产处置进行限制（例如，不能聘用东道国以外的人员从事某一个特定业务或不能向某地区出口产品）；
- 另外，买方还应当尽其最大努力对政府部门为阻止交易完成而可能提起的诉讼进行应对和辩护。

从上文可以看出，Hell or High Water 条款对买方的要求的严苛性主要体现在买方须“*尽其最大努力采取一切必要的措施……*”去应对政府提出的任何要求从而获得政府对并购交易的批准，否则将会被视为违约并承担违约责任。然而买方在签约当时很难确定未来政府部门在审查交易时会设置何种障碍、提出何种限制，当然也很难预估采取“一切必要的措施”解决这些障碍需要付出的代价是多少。鉴于 Hell or High Water 条款给买方带来的上述严苛责任，我们建议中国投资者不要轻易接受 Hell or High Water 条款。在卖方提出 Hell or High Water 条款时，中国投资者应首先在法律顾问的协助下根据交易具体情况审慎了解和评估 Hell or High Water 条款隐含的责任与风险，再根据其议价能力决定是否接受 Hell or High Water 条款。

不过，如果系买方的原因导致交易将面临高审批风险，买方通常不会有太多的议价能力来拒绝 Hell or High Water 条款。因为即便该买方出价最高，卖方仍可能因担心审批风险对交易确定性造成的影响而拒绝与买方进行交易。为了降低因审批障碍导致卖方遭受交易失败的风险、进而说服卖方同意与买方交易，一些买方会倾向于接受甚至主动提出加入 Hell or High Water 条款。这种情况尤其会发生在买家面临其他竞争对手的竞标交易中。

尽管如此，为避免 Hell or High Water 条款下的绝对义务被无限制扩大，买方不应全盘无条件接受该条款。针对 Hell or High Water 条款进行谈判时，买方应要求通过除外条款对 Hell or High Water 条款加以限制。常见的除外条款一般会对买方剥离或限制公司业务或资产设定一个金额上限，规定如果交易获得审批需要买方剥离或限制的公司业务或资产超过该上限时，买方可以拒绝接受或履行该等剥离或限制，即便这样会导致无法完成交易，买方也不会被视为违约。除外条款中上限的设定将视具体情况取决于交易的规模、买卖双方的业务情况与规模以及双方的议价能力等因素。

二. 反向分手费（Reverse Break-up Fee，又称反向终止费 Reverse Termination Fee）条款

反向分手费条款是国际并购协议中交易双方风险分配的另一重要条款。简而言之，反向分手费是指由于某项交割条件未得到满足导致无法完成交易，根据并购协议约定买方向卖方支付的一笔补偿费用。国际并购协议通常会包括多个反向分手费的触发条件，例如：买方未获得股东大会对并购方案的批准；买方违反协议规定的义务或承诺保证；买方未能获得完成交易所需融资；交易未能获得买方所在国政府审批；交易未能获得 CFIUS 审批；交易未能通过反垄断审查等。这其中，未获买方所在国政府审批、未能获得 CFIUS 审批和未能通过反垄断审查均系典型的政府审批风险。在具体交易中，上述三个触发条件是否在并购协议中部分或全部被采用、亦或完全不被采用，主要取决于买卖双方对于相关政府审批风险的评估。举例来讲，如果买卖双方在各自法律顾问的建议下认为交易不会产生任何影响美国国家安全的问题（例如目标公司为文化娱乐公司）或经营者集中的问题，则并购协议中不会将反向分手费与 CFIUS 审查或反垄断审查相挂钩。

反向分手费的设置对于卖方主要有以下作用：首先，一笔数量可观的反向分手费可以从经济上促使买方采取必要的手段来满足政府部门的要求以获得这些部门对交易的批准，例如按照 CFIUS 或反垄断审查部门的要求对特定资产进行剥离，从这一点来讲，反向分手费和 Hell or High Water 条款的作用是类似的；其次，如果交易最终未获得政府部门的审批，反向分手费则为卖方因此遭受的损失提供了经济补偿。虽然反向分手费的设置一般是由卖方提出，但反向分手费对于买方增加其竞价能力也具有一定的作用，在政府审批风险较大的交易中，数量可观的反向分手费可以帮助买方说服在风险面前犹豫的卖方同意与其进行交易。

根据 2015 年以来公布的中国企业并购美国企业的主要交易来看，几乎所有的交易都采用了反向分手费。反向分手费的金额基本集中在总交易金额的 3% 至 7% 之间。不过我们也注意到个别交易中，中国企业同意如果交易最终未获政府审批将向卖方支付超过总交易金额 10% 的反向分手费。

另外，值得关注的是在最近的一些交易中，反向分手费的安排也出现了新的变化。第一种变化是在反向分手费的基础上加入了等待费（Ticking Fee）的机制，即反向分手费会随着卖方等待交割时间的延长而逐渐递增。引入等待费的目的是敦促买方尽快采取行动完成其交割前应完成的事项。根据这一变化，反向分手费会随着卖方等待交割时间的延长而逐渐递增。下面列举的两个例子反映了加入等待费安排的反向分手费形式：

- 如果交易由于未获得政府部门同意而在 11 月 18 日前终止，则反向分手费金额为 X 亿美元；如果在 11 月 18 日之后且在 12 月 18 日前终止，则反向分手费金额为 X+1 亿美元；如果在 12 月 18 日后终止，则反向分手费金额为 X+2 亿美元。

或

- 如果买方为了满足政府部门的要求而选择延长了双方最初商定的交割时间，但最终交易还是因未获政府部门的审批而终止。在这种情况下，反向分手费将在原定金额的基础上增加 X 千万美元。

对反向分手费安排的第二种变化是反向分手费的金额根据触发条件的不同而进行增减。例如：

- 未获本国政府审批导致的反向分手费为 X 亿美元；未能获得 CFIUS 审批导致的反向分手费为 Y 亿美元；未能获得反垄断通过导致的反向分手费为 Z 亿美元。

三. Hell or High Water 条款与反向分手费的关系

根据上文的讨论,可以看出 Hell or High Water 条款与反向分手费在功能上有部分重叠,即,两种安排都是将政府审批风险转移给买方,然后直接或间接地促使买方采取措施克服政府审批中可能存在的障碍。因此,在交易谈判中,针对政府审批风险,买方的立场通常只同意采用 Hell or High Water 条款与反向分手费这两者中的一个。至于交易双方最终同意采用哪一种安排则取决于具体交易可能遭遇的政府审批风险程度、采取的救济措施(例如剥离或业务限制等)产生的代价、以及拟议反向分手费的金额大小等多种因素。根据公开信息显示,在2016年初的两起中国企业并购美国企业的案例中,并购协议均没有采用 Hell or High Water 条款而是仅采用了反向分手费的安排。这两单交易中的目标公司涉及的领域分别为信息技术和电子产品生产,两个交易的反向分手费均超过了交易标的额的6%。

我们也留意到在个别交易中,尤其是在卖方认为政府审批问题将会给交易带来重大风险的交易中,卖方会坚持要求在协议中同时设置 Hell or High Water 条款与反向分手费的安排,因为卖方认为即便买方穷尽了所有可能的补救措施,但交易还是有可能无法获得政府审批。对于卖方而言,这种安排为其对应政府审批的不确定性提供了双重保险;而对于买方而言,这种安排无论是在经济上还是在行动上都会给其带来相当繁重的负担。当然,只有当卖方在交易中的议价能力拥有明显优势的时候,买方才有可能接受这样一个严重向卖方利益倾斜的安排。这种双重安排下的反向分手费的金额一般会低于不同时设置 Hell or High Water 条款时反向分手费的金额。

由于中国投资者在收购美国企业的交易中很容易受到美国政府尤其是 CFIUS 严苛的审查,所以在近期交易中,我们发现有的卖方会向中国投资者提出同时设置 Hell or High Water 条款与反向分手费的要求;甚至有的中国投资者为了提高筹码主动同时采纳 Hell or High Water 条款与反向分手费的双重安排。例如,在2016年2月中国华润和华创投资拟收购美国仙童半导体公司的交易中,中国华润和华创投资曾提出对于 CFIUS 审批风险承担 Hell or High Water 义务,同时对于 CFIUS 审批风险专门设置超过1亿美元(约占总交易金额的4.4%)的反向分手费。另外有必要提及的是,华润和华创的报价比其他潜在买家每股还高出2美元。然而遗憾的是即便华润和华创提出这样的让步和报价,仙童的董事会还是认为这些安排不足以解决 CFIUS 审批带来的风险,最终拒绝了与两家中国企业的交易。

四. 结语

政府审批是所有国际并购交易能否成功的重要因素之一。无论买方提出多么诱人的报价,并购的完成仍在很大程度上取决于买卖双方如何在并购协议中合理安排和分配各自的风险与责任,包括政府审批带来的风险。正是由于该等原因,中国投资者参与的并购美国企业的大型交易中, Hell or High Water 及反向分手费条款日渐成为双方谈判的焦点。

本文简要讨论了 Hell or High Water 及反向分手费条款的特点与作用,然而每一宗国际并购交易均有其自身的特点、买方和卖方的情况也是各不相同,因此 Hell or High Water 以及反方向分手费的设计与安排应根据每一交易的具体情况量体裁衣、通过双方法律顾问的协助将上文所讨论的几种风险进行合理的评估和分配,并结合交易规模在并购协议中有针对性地设置,这将会为交易的确定性和公平性以及交易的最后达成带来极大的帮助。

本文原文刊载于《二十一世纪商业评论》2016年十二月刊,原标题为《海外并购中的政府审批风险分配》,内容略有调整。