

## 国际并购交易中的价格确定机制略述

李夏萌安杰律师事务所

国际并购交易中的价格确定机制根据交易双方对交易价格调整的方式，分为交割后价格调整机制(Post-closing Price Adjustments)和锁箱机制(Locked Box Mechanism)。若并购交易采用“美国方式”，则交易价格往往通过交割后价格调整机制进行确定；而锁箱机制会经常在目标公司或交易主体为英国及欧洲其他国家企业的交易中出现。在跨境国际并购交易活跃的今天，交易各方很难预计潜在的交易相对方将建议采用哪种机制来确定价格，因此交易方有必要熟悉两种不同价格确定机制。

### 一. 交割后价格调整机制

交割后价格调整机制下，交易双方在并购协议的价格条款中首先会规定一个确定的初步交易价格。该初步交易价格通常基于双方根据并购协议签署之前某个时间点通过尽职调查或其他渠道所获知的目标公司的运营状况、财务状况、发展阶段以及所处整个行业的现状和未来发展趋势等确定。然而，该时间点与交易交割日之间往往存在数月甚至一年左右的间隔，在此间隔期间内，由于目标公司仍需持续运营，它的财务状况会出现不同程度的变化。为了使交易最终价格如实反映目标公司在交割日的实际财务状况，双方会在并购协议中加入价格调整机制。

交易方会根据具体项目而选择对不同指标在间隔期间的变化进行考量从而确定如何调整价格。我们一般会看到使用运营资本、收入、资产、股东权益等指标项的价格调整机制，而其中最为常见的是使用运营资本调整法的价格调整机制。

- 基本原理

运营资本调整法的基本原理是：双方首先确定目标公司估值所依据的运营资本数额，并将其作为目标运营资本 (Target Working Capital or Benchmark Working Capital)；如果在交割日时目标公司的实际运营资本 (Closing Working Capital) 低于目标运营资本，最终交易价格应当相应降低；反之，如果在交割日时目标公司的实际运营资本高于目标运营资本，最终交易价格应当相应增加。

- 运营资本的计算

简而言之，运营资本是企业的流动资产总额减去各类流动负债后的余额。一般来讲，流动资产包括货币资金、应收账款、存货以及待摊费用；流动负债包括应付账款、应付票据、预提费用等。但是，如果这些与运营资本相关的概念在协议中定义不清，很可能造成双方对于交易价格调整的分歧。例如，若交易为资产收购且买方将不承担任何与资产相关的未决诉讼，那么为该等诉讼预提的费用应该从流动负债中排除。为避免类似分歧的产生，双方一般会将运营资本确定原则或作参考用的资产负债表作为附件之一附在并购协议正文后，要求在计算运营资本时严格依照该附件进行。这个附件需要列明运营资本计算原则以及运营资本应该包括及排除哪些项目。另外，对于在计算运营资本时采用什么样的会计准则（例如 GAAP）通常也会在上述附件中进行明示。

交易双方应当确保交易协议中涉及的各时点的运营资本的计算方法保持一致。

- 三种具体调整方法

严格按照目标运营资本和交割运营资本的差额来调整交易价格的方法被称之为等额调整(Dollar-for-dollar Adjustment)。实践中，交易双方还可能选择限额调整和设最低门槛的调整。所谓限额调整，即交易价格的调整幅度不得高于一定数值的限额；设最低门槛的调整是指，只有当目标运营资本和交割运营资本的差额高于双方同意的最低门槛时，才可以触发交易价格的调整。

- 调整流程

国际并购交易中一般包括两种运营资本调整流程，即，一步调整和两步调整。

- (1) 一步调整

一步调整的基本程序是：(a)买方在交割结束后立即按照上文讨论过的计算方法准备好一份截止于交割日的目标公司的合并资产负债表（即，交割资产负债表）以及价格调整方案，并提供给卖方。买方的准备时间一般为 60 日至 90 日；(b)卖方在收到这些文件后一般有 30 日的时间审阅交割资产负债表，若对买方准备的文件有反对意见应在此期间向买方提出。另外，在此期间，卖方还有权提出合理要求查阅买方为准备交割资产负债表而使用的账簿、记录等资料；(c)如果在此期间，卖方没有向买方提供任何反对意见，则该交割资产负债表以及价格调整调整方案即为最终且有约束力的文件。

- (2) 两步调整

两部调整不同于一步调整的地方在于，在交割之前，卖方将向买方提供一份预估运营资本(Estimated Working Capital)，买方将在交割日根据预估运营资本和目标运营资本的差额支付调整后的交易价格。在交割结束后，双方再继续按照上述一步调整流程对最终价格进行第二次调整。

- 价格调整争议

实践中，双方对于价格调整很有可能产生不同的意见而且最终无法通过协商的方式解决，因此并购协议的价格调整条款会包含争议解决的子条款。不过，不同于整个并购协议的争议解决条款，由于涉及具体财务内容和会计准则的使用，价格调整争议解决条款规定争议应当交由“独立”的会计师事务所来解决。所谓独立是指，在签订并购协议之前的一定时期内，买卖双方均没有聘用过该会计师事务所提供任何服务。而会计师事务所的选定一般由双方共同决定。

为了加快争议解决的速度并节省双方的成本，协议往往会明确会计师处理和审阅的范围仅仅局限于卖方提出反对意见的内容或双方存在争议的内容。对于由哪一方承担聘请会计师的费用，协议中有两种常见的安排：(a)无论争议解决的结果如何，双方均各承担一半；和(b)根据争议解决的结果，由立场未被会计师采纳的那方承担全部费用。

## 二. 锁箱机制

在国际并购交易中，交易方还可能遇到另一种价格确定机制——锁箱机制。锁箱机制的原理是：虽然交易价款在交割日才进行支付，但双方会在签订并购协议之前根据当时的财务资料，比如经审计的或双方同意的资产负债表确定交易价格，并在协议中将其

锁定。一般来讲，无论自此以后目标公司的经营状况和财务状况发生任何变化，双方将不对交易价格进行调整。这就意味着买方将承担目标公司在交易价格确定之日（即，锁箱日）到交割日之间经营状况和财务状况发生变化导致价值减损的风险，或享受价值增加的额外收获。

相对于卖方，买方需更加谨慎的考虑是否接受锁箱机制作为定价机制，因为毕竟锁箱日直至交割日，目标公司还由卖方控制。所以在同意锁箱机制之前，买方需要考虑自己是否有能力或者有条件允许其对目标公司锁箱日的财务和经营状况作到详尽准确的尽职调查。另外，买方还要通过要求卖方在协议中作出足够充分的陈述保证和承诺的方法确保目标公司在锁箱日直至交割日期间不发生任何价值减损(Leakage)，例如分红、管理层服务费、资产转让等。当然，如果交易价格已经完全反映锁箱日直至交割日期间将会发生的某些价值减损（例如，在目标公司正常运营过程中支付给员工的工资），该价值减损应被视为被允许的例外，并在协议中明示。

从卖方的角度来看，虽然目标公司在交割日前还一直由卖方控制，但其对于目标公司的经济权益实质已在锁箱日即转让给买方，因为从锁箱日起，目标公司产生的收益将由卖方享有；然而卖方直到交割日才可以收到交易价格。卖方会认为其丧失了及时使用该笔交易价格的机会成本。为此，一些卖方会要求买方对此成本进行补偿，补偿的方式是从锁箱日到交割日期间基于交易价格支付利息。至于买方是否同意支付以及具体利率如何确定将取决于双方谈判筹码的大小。

### 三. 结语

根据上文的讨论，我们可以看出交割后价格调整机制和锁箱机制这两种方法各有优缺点。对于使用交割后价格调整机制，优点主要包括(1)交易价格能够公平的反映目标公司在交割时的实际价值；(2)相对而言，买方无须投入更多时间和精力对签约前目标公司的财务状况进行调查并要求卖方做出严苛的陈述保证和承诺，从而加快交易的进程；(3)卖方在交割之前有维持目标公司良好的运营和财务状况的积极性。交割后价格调整机制的缺点主要包括(1)由于在交割前后增加额外的调整程序，双方将为签约后交易的履行投入更多的时间和成本；(2)由于机制本身的设置，交易双方就调整价格发生争议的几率相对高。同交割后价格调整机制相比，锁箱机制的优点主要包括(1)交易价格在交割时已经锁定，不会受制于任何调整，因此省去了像交割后调整所需的时间和成本；(2)排除了交割之后对于价格产生争议的可能性；(3)由于不需要价格调整，因此协议中将不会包含价格调整条款，双方将免去时间和精力对该条款进行谈判。锁箱机制的缺点主要包括(1)交易价格可能不会精确反映目标公司的价值；(2)对于买方，存在锁箱日到交割日之间目标公司经营和财务状况恶化的风险，且买方在此期间对目标公司无法行使控制权；(3)锁箱机制不适合用于收购运营资本或经营状况容易发生波动的目标公司的交易。

综上所述，两种价格确定机制均存在其本身的特点，在最终确定某个机制前，交易方应当紧密与律师和会计师合作，综合考量目标公司和交易相对方所处国家、目标公司具体业务、行业惯例、以及各机制的优缺点，从而为交易做出正确的选择。