

# 中海油与BP石油公司的短暂联姻

刘淑莲 张广宝 施继坤

在我国政府“走出去”战略的指引下,越来越多的中国企业开始通过跨国并购的方式参与全球性的商业竞争。但跨国并购给中国企业带来更多发展机遇的同时,也存在着很多不确定性。2010年11月28日,中国海洋石油有限公司(以下简称中海油)的全资子公司中国海洋石油国际有限公司(以下简称中海油国际)和阿根廷布利达斯能源控股有限公司(Bridas Energy Holdings—BEH)各持股50%的合资公司布利达斯公司(Bridas Corporation—Bridas)与英国石油公司(British Petroleum—BP)签署了股权购买协议。根据该协议,Bridas拟以约70.6亿美元的价格,收购BP持有的阿根廷泛美能源有限公司(Pan American Energy—PAE)60%的权益。但是,2011年11月初,中海油和BP的这桩历时一年的跨国联姻告吹,给中海油及其他从事跨国经营和并购的中国企业上了沉重的一课,同时也使国内外众多媒体、学者及投资者充满疑问:为什么中海油与BP公司联姻后很快分手了?

## 中海油与BP的牵手历程

1. BP公司“情”投——BP公司剥离资产、筹集“漏油事件”赔偿金

2010年4月20日,BP在美国墨西哥湾的深水地平线钻井平台喷发并引发剧烈爆炸,导致11人丧生,持续数月的漏油致使大约500万桶原油涌入墨西哥湾,6475平方公里海域被浮油覆盖,引发美

国历史上最严重的人为环境灾难。BP公司在美国政府的要求下设立了200亿美元的赔偿基金,专门用于赔偿漏油事件的受害者。但这200亿美元并不是赔付的上限,BP公司应对漏油事件的费用估算近400亿美元,甚至有专家估计,为了补偿周围民众的损失以及处理生态环境,BP公司可能最终会赔偿超过1000亿美元。面对如此巨大的突发事件,BP公司想方设法通过银行贷款、发行债券等方式来筹集巨额的赔偿金,但是国际三大评级机构均下调了BP的长期债务评级,使BP的筹资雪上加霜,此时,变卖资产成为BP公司仅存的救命稻草。BP公司将其所持有的北美、埃及、越南、委内瑞拉和阿根廷等地区 and 国家的资产都划到“待出售的其他资产”行列,这其中就包括中海油“短暂牵手”的BP公司资产——PAE公司60%的权益。

2. 中海油“意”合——中海油收购BP

资产、借机开展岸上业务

中海油立足于海洋石油的勘探开发,但海洋石油的开发成本高、风险大,这也是制约中海油发展的重要瓶颈。而国内的岸上业务被中石油和中石化垄断。近年来中海油一直在国外寻找投资机会,并通过并购、联盟、合资等方式曲线上岸。包括阿根廷、委内瑞拉、巴西等在内的南美地区不仅有较丰富的石油资源,而且作为重要的新兴国家也正面临着高速发展的机遇,中海油等中国几大石油公司目前都在积极向该区域布局,因为这不仅增加潜在的油气资源供给,而且可以利用南美洲市场来逐步推进中国石油企业的国际化运营战略。2010年3月,中海油国际与BEH公司将Bridas改组为一家各持50%的合资公司,中海油因此顺利登陆阿根廷,并间接获得了PAE20%的股份(股权结构见图1)。就在合资组建Bridas不久,深陷漏油事件中的BP公

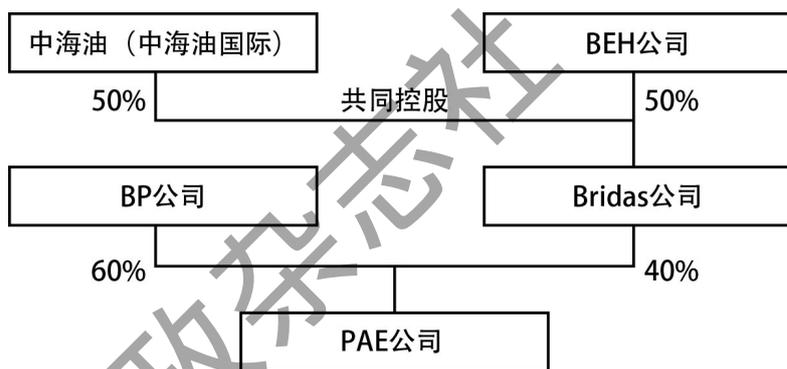


图1 中海油与BEH合资后股权结构示意图

司则一直为资金而苦恼,有意出售其所持有的PAE公司60%的权益(不包括PAE公司在玻利维亚的资产)。Bridas当时已经拥有PAE公司40%的股份,具有优先购买权。中海油抓住机会,力挺Bridas公司迅速开展收购。2010年11月,Bridas得以牵手BP公司。根据2009年的相关统计数据计算,在收购完成后,中海油的探明储量与平均日产量预计将分别增加4.29亿桶油当量和6.8万桶油当量。

### 3. 签订“恋爱”协议——并购交易定价、对价和融资

2010年11月28日,中海油的合资企业Bridas与BP就转让PAE公司60%股权事项签订协议,该项并购交易总价为70.6亿美元。中海油与BEH同意共同向Bridas公司先注资约49.4亿美元,用于支付收购价格的70%,该注资将由双方等额做出,每方各约24.7亿美元,中海油此次注入的资金为内部自有资金。其余的30%收购款,约合21.2亿美元,将由Bridas公司自行安排第三方贷款或由中海油和BEH进一步按照同等比例注资补足。此次并购如若顺利完成,中海油将间接持有PAE公司50%股份(见图2)。但是并购交易的最终完成须受限於某些条款和条件的达成,其中包括与并购事项有关的一切必要的政府和监管部门的批准、许可与同意。2011年11月1日是Bridas公司与BP完成交易的最后时限,根据合约,在这个时间点之前,买卖双方必须完成所有相关手续,否则当事双方都有权终止这一协议,除非双方同意延期。

### 4. “曲终人散”——并购失败与影响

2011年11月6日,中海油公告,Bridas于2011年11月5日向卖方BP公司被迫发出终止建议收购的信函。终止之后,Bridas将按照原先的合作管理模式,继续保持其在目前PAE公司的参与。BP公司也表示,将向Bridas返还2010年年底收取的35.3亿美元的定金。另外,BP也同意支付给Bridas公司7亿美元以解决两大公司间的索赔问题,并且终止BP、PAE和

Bridas之间先前签定的限制性契约。收购失败的消息传出后,2011年11月7日上午中海油股价大跌近4%,到下午收盘时跌2.23%。投行也纷纷下调对中海油的盈利预期,其中高盛发布报告称,PAE在北美有不少石油、天然气勘探生产活动,由于交易告吹,中海油2012年及2013年每股盈利预测下调2%及4%。

## 中海油与BP 联姻告吹的原因透析

### 1. 并购标的PAE公司60%权益定价偏低

石油行业并购定价主要考虑的因素有:目标公司生产前景(目标公司预计未来各年可采油气产量总价值)、目标公司油气储量的单位收购价、并购协议签订和实际完成期间目标企业的获利水平、目标公司的技术水平、目标公司资产的获利能力、并购双方的谈判议价能力以及其他类似交易的定价等。据中银国际分析师粗略计算,Bridas对PAE的收购作价为9.1美元/桶油当量,低于中海油成立合资公司Bridas时10.6美元/桶油当量的作价水平。而从国际油价看,2010年10月28日签署购买协议当天,英国布伦特和美国WTI的原油价格分别为83.59美元/桶和82.18美元/桶;截止到2011年11月10日,布伦特和WTI的油价分别达到113.71美元/桶和97.78美元/桶。而2010年7月底,路透社报道也称,Bridas公司当时仅开价65亿美元收购BP的资产,而BP的期望值接近90亿美元,双方存在较大分歧。但当时BP公司面临漏油事件引发的财务危机,想尽快融资。最终,经过谈判,Bridas公司以70.6亿美元的价格竞价成功,但还是比BP公司90亿美元预期价格低很多,这也使得逐渐摆脱危机的BP公司在后期交易中积极性不高(据2011年BP第三季度季报显示,截至2011年9月底,BP持有现金180亿美元,现金流比较充裕),埋下了并购失败的重大隐患。

### 2. 并购协议条款可能对BP公司约束

力不强

并购双方为了降低未来不确定性和信息的不对称对各自的不利影响,保护各自在并购交易中的利益,会在并购协议中作出一定的约定和承诺。在本案例中,BP石油公司凭借其丰富的跨国并购经验,力促双方在并购协议中规定“当事双方都有权终止这一协议,除非双方同意延期”。这实际是一项“重大不利变化”的限制性契约条款,这也意味着当发生使交易价值发生重大变化的事项时,该条款允许任何一方从交易中退出。油气资源是不可再生的稀缺资源,在当前人类社会没有其他更好的可替代资源的情况下,油气资源的价格长期来看一定是上涨的,当油价大幅上涨时,PAE公司价值会大增,而原来的定价更显得过低,即使Bridas公司没有终止协议,BP公司也有可能利用此项条款“全身而退”。

### 3. 阿根廷政府反垄断法审查和监管政策的阻力

阿根廷政府反垄断法严格审查和能源监管政策的阻力也可能是此次并购失败的主要原因之一。中海油和Bridas对于阿根廷政府对外资的态度虽然有所了解,但还是准备不够充分。此次并购类型属于横向并购,如果成功,Bridas将持有PAE公司接近100%的股权,几乎完全垄断,这与阿根廷反垄断法相悖;此外,阿根廷曾是拉美地区油气开放程度最高的国家之一,但在2001年发生经济危机后,阿根廷颁布《经济紧急法案》,油气政策进入了以“强化政府对油气产业的控制力和主导权”为目标的调整阶段。阿根廷近年来对石油能源企业一直在加强国有化控制,对国外企业收购本国油气资源也持谨慎态度。而Bridas公司是Bulgheroni家族和中海油合资的,不利于政府对油气资源的控制。

### 4. 中海油缺少并购交易直接谈判主动权

2005年,中海油并购优尼科石油公司失败,使中海油充分认识到跨国并购

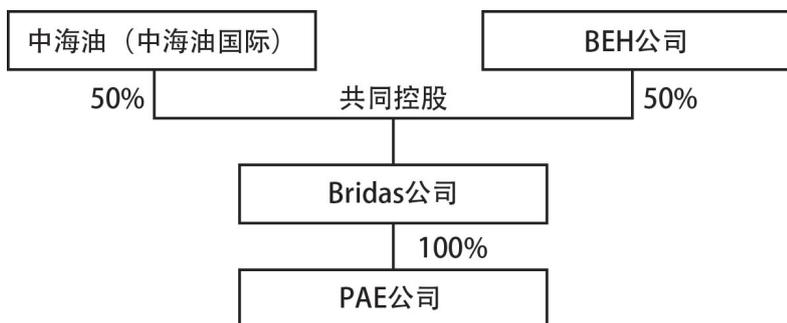


图2 Bridas收购BP资产后股权结构示意图

中巨大的政治风险、法律风险和地缘风险。近年来，中海油在拉美地区采取合资、联盟等诸多跨国经营方式，目的就是为在此地区更好地拓展业务、降低风险。本案例中，中海油在2010年上半年收购阿根廷的BEH公司50%股份，双方共同组建Bridas公司，旨在减少阿根廷政府对中海油直接开展业务的阻挠。中海油持股50%的阿根廷公司Bridas拥有优先购买PAE公司股权的权力，同时Bridas公司也是与BP公司直接谈判的主体。但中海油没有充分意识到这种方式也是有风险的。因为中海油不是谈判主体，也就无法直接参与收购BP资产整个谈判过程，议价、定价能力和并购条款争议的处理都受到很大限制。

### 启示与思考

虽然，中海油与BP的这桩跨国联姻没能天长地久，但却留给我们深刻的启示。

1. 充分认识跨国并购风险并积极采取应对策略

中国企业跨国并购风险在并购交易的各个阶段无处不在。并购准备阶段面临着战略风险（投资战略确定、目标选择等）、政治风险、法律风险、地缘风险、信息风险；并购实施阶段面临谈判风险、定价风险、融资风险和并购条款风险；并购整合阶段面临生产经营整合风险、人力资源整合风险和文化整合风险。如

何转移、规避并购交易过程中的风险，不仅是并购企业面临的重要难题，同时也是并购理论值得探讨的课题。

并购准备阶段的风险防范：主要是企业在跨国并购前分析好并购的战略意图，选择好合适的并购目标；组建结构合理、业务过硬的并购团队；对投资所在国的政治环境和法律制度有明晰的认识，做好并购的尽职调查。

并购实施阶段的风险防范：加强企业的谈判议价能力；对并购目标进行科学合理的估值，并估计潜在的竞争对手的报价；在双方谈判的基础上，确定合适的支付方式，做好并购融资的规划；认真研究并购协议中陈述保证以及违约的相关赔偿条款，以防造成后续的纠纷与赔偿，可尝试购买“并购保证及补偿保险”来规避和降低并购条款风险。

并购整合阶段的风险防范：生产经营的整合，主要应在了解所在投资国企业生产经营环境的基础上，侧重对企业核心竞争力整合。人力资源的整合，应当重视东道国当地民情和关于劳工保障方面的相关法律法规制度。此外，还要重视组织结构的重组。文化的整合，在企业成功实现并购之后，可通过提高管理者的跨文化意识和跨文化沟通技能等途径，处理好跨国并购后的文化冲突。

2. 学习BP处理危机事件的能力和跨国并购的丰富经验

发生漏油事件后BP公司敢于承担

自己的责任，迅速采取应对策略，并在美国政府的要求下设立了赔偿基金。虽然漏油事件使BP股票下挫、信用评级下降，但投资者还是看到了BP公司敢于承担社会责任的一面，所以其股票在2010年7月漏油事件取得重大进展之后又大幅上涨。BP为了及时应对资金短缺，还迅速作出剥离资产的计划，也在一定程度上打消了投资者对BP公司破产的疑虑。可以说，BP公司的社会责任感、为股东创造价值的使命感及处理危机事件的能力都值得中国企业好好学习。

BP公司的跨国并购经验也非常丰富，在此次并购中BP公司可算是个赢家：首先，通过签订并购协议收取35.3亿美元迅速筹集资金；其次，利用并购协议条款来保护自己。BP终止协议需要返还定金和赔偿，但却最大限度地维护了自己的利益，值得中国企业认真思考。■

[本文受国家自然科学基金项目(批准号71172120)资助]

(作者单位：东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心)

责任编辑 刘莹

### ● 快讯

民生银行加大网上理财产品的销售力度，持续提供安全、灵活、收益率高的网上理财产品，并通过网银专属理财等特色服务吸引客户通过网银购买，交易客户数和交易量不断攀升。在中国金融认证中心(CFCA)联合近40家成员行举办的2011中国电子银行年会上，民生银行网上理财产品荣获“2011年中国网上银行最佳网银安全奖”。据统计，春节7天假期，通过民生银行个人网上银行进行转账汇款的客户数为去年同期的231%，汇款金额为去年同期的322%。

(张阳供稿)