

# 境外资产经营不确定性风险应对策略

徐莉 袁子丽

境外投资企业在项目开发初始,为保持经营话语权,通常选择大比例持股出资,项目进入运营期后,境外投资企业应积极探索资产经营路径,对存量资产进行盘活以提升运营资产效益。其中,境外投资股权转让是境外资产经营中较为常见和直接的方式。本文基于境外投资企业在项目稳定运营后的股权交易实践,从卖方角度分析境外股权转让中面临的不确定性因素及应对策略。

## 一、境外资产经营不确定性因素分析

### (一) 政府审批因素

第一类审批是国家发改委、商务部核准或备案。根据相关规定,特殊行业、特殊地区的敏感类项目需报国家发改委核准,境内企业直接投资或提供融资、担保等行为,不分金额大小,均需报发改委备案。企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的实行核准管理;企业其他情形的境外投资实行备案管理。第二类审批是反垄断审批。即双方的合并交易规模达到了反垄断审批规定的界限,则需要向政府申请反垄断审批。第三类审批是投资当地政府审批。常见的当地政府审批包括外商投资审批,如澳大利亚外商投资审查委员会(FIRB)审批以及当地商务部门审批等。在境外股权交易过程中,政府审批能否顺利获得、何时获得均为交易的不确定性因素。

### (二) 买方能力与资质

买方的财务实力、融资能力、过往收购经验、投资回报率要求等均会为境外股权交易带来不确定性。买卖双方行业认知、并购风格以及协同效应上的契合程度将在很大程度上决定境外股权交易的成败。

### (三) 第三方的权利

第三方的权利概括来说包括小股东权利及债权人权利两类。小股东权利主要包括优先购买权、拖带随售权等。其中,优先购买权是指任何股东计划转让股份给第三方,其他股东在同等条件下有权优先购买;拖带随售权指大股东计划转让股份时,小股东在不行使优先购买权的情况下,也可以要求购买方以相同条件、相同价格、同比例购买自身股权。债权人权利方面,强势的债权人可能会要求在还本付息前始终与现有股东绑定,否则在股权交易时债权将加速到期。境外股权交易需要事先与第三方达成协议,否则极有可能造成交易终止。

### (四) 交易的过渡期

在交易文件签署至正式交割之间的这段时间称为交易过渡期。由于股权交易在交易文件签署后涉及政府审批、融资到位等必要性程序,具备一定的复杂性,通常情况下交易过渡期较长,过渡期损益及经营风险的分配将成为决定股权交易成败的重要因素,这其中又包含两个层面:一是正常经营情况下过渡期损益的处理;二是若过渡期发生了重大不利影响,过渡期风险的管理和分配。

## 二、境外资产经营不确定性风险应对策略

### (一) 加强交易事先筹划

一方面,通过内部推选及聘用专业顾问相结合的方式组建专业化团队,提前做好顶层设计。境外资产经营方案设计需充分考虑监管、法律、评估、税收等多方面因素,涉及的利益相关方较多,其中的任何一个因素变动都有可能使交易破裂。如何把握境外股权交易相对来说更复杂,既需要借助外部中介机构的力量,也需要内部团队目标一致、齐心协力。通过方案的预先设计做好事前准备工作,找准交易过程中可能出现的重点难点并逐个击破。另一方面,境外股权交易由于其本身的复杂性需要有一个较长的时间周期,但仍需树立目标导向,对各个环节设置时间节点,否则可能由于时间拖延造成股权交易错过最佳窗口期而导致交易失败。

### (二) 做好买方尽职调查

境外股权交易过程中,卖方也应对买方进行尽职调查,确认买方具备成交的意愿和能力,增加交易的确定性。一般来说,卖方对买方的尽职调查主要围绕四个方面:其一,买方的行业认知,通过了解买方过往的并购相关细分行业及经验,确认买方的真实收购意图,排除“集邮买家”;其二,买方的财务实力和融资能力,通过了解买方的股权结构、经营状况和财务情况,判断买方的出资能力,确认买方具

备交易实力,也可以要求买方提供银行或审计师背书的出资能力证明以增加交易的确定性;其三,买方的并购风格,确认买方对投资回报率抗风险能力、内外部审批所需的时间以及交易结构的设计;其四,买方的协同效应,即了解买方未来进入目标公司后对目标公司的战略定位以及对参与管理的要求程度,确认在未来公司治理、经营理念和规划方面能否形成较高的契合度,以避免未来走入股东僵局。

### (三) 完善交易文件风险分配

境外股权交易中,买卖双方可以通过在股权转让协议中设置条款做好相关的风险分配,尽量规避不确定性因素,推动股权交易的实现。

1. 将政府审批及第三方许可作为交割先决条件。交易文件中,通常需要将政府审批及包含小股东、债权人等在内的第三方许可(如有)作为交割的先决条件,如果条件满足即可交割。从买方角度,先决条件写得越模糊越有利,买方可以有机会从模糊的先决条件中退出交易。从卖方角度,卖方应在充分了解涉及的审批机构、审批时长及其重要性的基础上,将可能涉及的审批机构逐一列出且尽量明确,以增强达成交割先决条件的确定性。为进一步保护卖方权益,协议中对获取政府审批应尽量使用“合理努力”“最大努力”等表示程度,避免将政府审批作为卖方的绝对义务。同时,交易双方均应注意,重要的政府审批必须要履行,不得在协议中约定双方决议放弃,否则会造成交易的不合规风险。以反垄断审批为例,我国的反垄断制度对于已经完成的交易具有溯及力,若存在应审批未审批的情形或在审批完成前即实施实质性集中,则可能会被判处罚款甚至恢复到集中之前状态。

2. 设置分手费和反向分手费。分手费是由于卖方原因导致交易失败向

买方支付的费用,反向分手费则相反,即由于买方原因导致交易失败向卖方支付的费用。一般情况下,分手费的设置和发生主要与卖方无法获取政府许可相关,反向分手费的设置更有助于保护卖方,避免买方因融资能力不足无法出资到位或买方无法获得股东大会批准及其相关政府许可等情形出现。分手费和反向分手费的计算基础一般为股权交易价格,其设置通常情况下应该对等,但近年来也越来越多地出现强势的卖方要求提高反向分手费或由买方提前将反向分手费支付至共管账户的情形。

3. 合理设定交易最终完成期限。交易的最终完成期限在国际股权交易实践中通常可称为Long-stop Date,以此避免买卖双方无限期地等待,若到期无法实现交割,则买卖双方都有权退出交易。同时,可以约定在买卖双方书面同意的情况下对Long-stop Date进行延长。卖方可以根据与双方合作意愿以及协议谈判局面锁定最终完成期限,以避免在一桩不可能完成的交易中耗费过长的精力。

4. 合理拟定重大不利影响条款。重大不利影响条款的设定主要针对交易文件签署后至正式交割期间的过渡期风险分配问题。从卖方利益保护的角度,重大不利影响条款需注意以下问题:其一,重大不利影响的涵盖范围越小越好,除外条件越多越好,例如经济形势变化、法律变化、会计准则变化、战争、恐怖主义等均排除在重大不利影响外;其二,相比于直接退出交易,重大不利影响的后果为重新谈判时对卖方更有利;其三,重大不利影响应尽量定性界定,避免加入定量因素,比如营业收入下降20%将被视为重大不利影响等,定量因素的设定使买方更容易退出交易。

5. 确立过渡期损益调整机制。在

目标公司正常运营的情况下,应与买方明确过渡期损益分配的问题,通常有锁箱机制和损益调整机制两种方案。损益调整机制是买卖双方根据过渡期间的损益对交易价格进行调整。调整时,双方需要对损益定义与范围、适用的会计准则做出约定。锁箱机制即固定某一个日期,锁定标的资产交易价格,卖方在交割日只按照该锁定的价格进行支付,并额外约定从锁箱日到交割日之间买方应支付的利息,同时由于过渡期损益归属于买方,买方会要求增加无漏损条款。相比较而言,损益调整机制计算方式较为复杂且繁琐,容易拖长谈判周期,需要卖方进行合理权衡,在目标公司预测过渡期内盈利水平非常可观的情况下,可以选择采用损益调整机制,否则可考虑选择锁箱机制简化处理。

6. 权衡陈述与保证条款设置。陈述与保证条款主要是针对重大事项进行描述,包括公司状况、有无诉讼、有无或有负债、环境保护情况、公司重大合同等,买方尽调发现事项主要会通过陈述与保证进行描述,陈述与保证条款通常与违约责任挂钩。在陈述与保证条款设置中,卖方可以关注以下三点:其一,承诺包括正向承诺与反向承诺,即应该做什么和不得做什么,卖方应注意陈述与保证事项的确切性,尽量避免模糊描述而扩大陈述与保证的范围;其二,陈述与保证条款中增加适当的限制,如“据所知”或增加“重大性”的限制,例如:据所知,没有重大诉讼、没有影响目标公司运营的重大税务违规事项、已履行所知范围内的政府审批等;其三,对披露函信息做好记录,对于披露函中已披露事项,卖方不再承担陈述与保证责任。☐

(作者单位:中国电建集团海外投资有限公司)

责任编辑 任宇欣