

Merger & Acquisition

海外并购交易 全程实务指南与案例评析

一书在手，并购实务不愁

从尽职调查、过渡期管理到并购交割，全景呈现海外并购实务流程

Cross border mergers and acquisitions:
a legal and practical guide

张伟华 / 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

Merger &
Acquisition 

海外并购交易

全程实务指南与案例评析

张伟华 / 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

海外并购交易全程实务指南与案例评析 / 张伟华著. —北京:
中国法制出版社, 2016. 1 (2016. 3重印)

ISBN 978 - 7 - 5093 - 7072 - 8

I. ①海… II. ①张… III. ①石油企业 - 跨国兼并 -
基本知识 - 中国 IV. ①F426. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 286386 号

策划编辑: 任乐乐

责任编辑: 任乐乐 (lele_juris@163. com)

封面设计: 周黎明

海外并购交易全程实务指南与案例评析

HAIWAI BINGGOU JIAOYI QUANCHENG SHIWU ZHINAN YU ANLI PINGXI

著者/张伟华

经销/新华书店

印刷/河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本/710 毫米×1000 毫米 16

版次/2016 年 1 月第 1 版

印张/37. 75 字数/624 千

2016年3月第3次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 7072 - 8

定价: 112. 00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 010 - 66033393

值班电话: 010 - 66026508

传真: 010 - 66031119

编辑部电话: 010 - 66071862

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

序*

看到张伟华先生《海外并购交易全程实务指南与案例评析》的新作马上就要面世，我由衷地感到开心，也很荣幸收到为此书作序的邀请。

随着中国企业对外投资规模与数量的急剧增大与增多，相信跨境并购作为对外投资的一种常见的形式也将会被越来越多的中国企业所选用。本书作者作为参与过中国企业海外并购各类大型交易的法律工作者以其十多年参与海外并购的实务经验为基础撰写此书。此书涉及海外并购全流程、关键要点和风险控制要素的实务，从海外并购简介、保密协议、尽职调查、聘用协议、并购交易前期文件撰写、公司股权和资产购买协议、股东协议、上市公司并购、并购过渡期风险管理、并购信息披露、美国油气资产购买、并购交割中的实务问题对海外并购的所有重要问题及风险进行详细分析和解析，是不多见的真正将海外并购讲深、讲透的实务书籍。

在阅读的过程中，很深的体会就是本书没有枯燥的理论讲解，而是围绕在实务中会遇到的具体问题与目前在相关领域中的实际做法来介绍，有很强的实用性、可用性及可操作性。虽然我本人并非是跨境并购业务方面的专家，但仅仅阅读过部分章节就已经对该复杂的业务有了更全面与具体的了解，我对张伟华先生深入浅出对实务问题进行论述的功力非常佩服。

根据我个人常年处理国际商事仲裁案件的经验来看，中国企业在“走出去”的过程中，要特别加强对法律风险的了解与重视。而法律风险中又以商业合约

* 杨良宜先生，原香港国际仲裁中心主席，现任亚太地区仲裁组织主席、波罗的海国际航运公会文件委员会委员；海事、商事仲裁员；中国政法大学、香港城市理工大学、大连海事大学、上海海事大学、青岛远洋船员学院等国内十余所海事、政法大学的客座教授。

的订立与国家监管所带来的风险最为重要。经常见到一个商业合约的订立可能带来天文数字的索赔而令一个大企业灭亡的案件，有时甚至会令国家经济都受影响。因为商业合约奠定了国际商业游戏规则的基础，这也是我之前撰写《国际商务游戏规则——英美合约法》等系列丛书的原因。相信读者在阅读本书之后也会感受到作为亚太地区最佳公司法务之一的作者希望把其所了解和掌握的以西方主导的国际并购游戏规则和惯例，把其在和西方大公司、国际律所、国际投行中所学到的经验记录下来，和大家分享之殷切之心。

我在过去三十年间撰写过三十多本有关英美法律理论与实务的书籍，将自己在实务工作中大量的经验融入书中，自己一直抱有的理想是希望留给中国年轻人一套可以系统学习的资料。支撑我一路写下去的原因是在实务中看到中国企业由于对游戏规则不熟悉而在国际商业交往中吃亏不断以及在国际商业诉讼中大量败诉所给我带来的深深的危机感。但是自己年岁渐长，除了一路和时间赛跑，同时也对于这项事业能做多久有着深深的忧虑。所以看到此书也令我颇感欣慰，希望看到更多像作者一样的有心人愿意将自己优秀的实务经验与前沿的知识技能分享给大家，让中国年轻人在世界商业竞技舞台上能够不落人后。

我深知写作一本这样的书籍所要花费的时间与心血，相信没有使命感与危机感也很难做到。所以在此非常恭喜张伟华先生该本非常实用、可操作性强的书籍的出版，我推荐每一位对海外并购有兴趣的读者阅读本书，相信读者朋友必能从中受益良多。

楊良宜



2015年9月于香港

前 言

在本书的写作过程中，笔者经常想起那些做跨境并购交易时在全球不同时区飞来飞去的日子、花在国际并购交易项目上的许多不眠之夜、在面对看似逾越不过的法律风险前绞尽脑汁的方案设计和在谈判桌上与不同的谈判对手斗智斗勇的经历。那真是一段苦与乐、酸与甜、痛和笑交织的时光，也是一段成长的时光，也是笔者落下无论如何每天只能大概睡5个小时的后遗症的日子。但正是这段艰苦工作的日子，让笔者有机会参与中国企业最大的海外并购交易；有机会参与亚洲第一支能源油气基金的设立；有机会参与中国企业第一次以美国证监会注册方式发行美元债券；有机会和世界一流能源公司在谈判桌上进行并购交易的谈判；有机会和国际性投资银行、国际律师和四大会计师事务所的专业人士工作配合；有机会和一帮志趣相投的团队成員为了中国企业的海外并购事业而努力；有机会以国外律所的工作强度去参与油气并购市场上出现的诸多交易机会；有机会深入接触到国际并购中最“前沿”和专业的部分……凡此种种。跨境并购工作的乐趣来自于历史见证感和成就感，尽管个人会付出一些收入上和健康上的代价。

过去十几年是中国国有油气企业在境外密集投资的一段时期，笔者有幸参加了过去十几年中世界油气并购诸多标志性交易，既亲身经历了诸多过去十年内全球大型油气并购交易的历史性时刻，也奉献了个人大量的时间与精力在海外并购的具体工作上。深深感谢这个时代所给予的机遇，离开中国经济过去几十年高速高效的发展和国有企业迅速成长为全球产业市场的重要玩家的背景，中国公司的法律顾问是没有机会参与到高端的全球并购活动中去的，笔者自然也就没有机会参与过去十几年世界油气行业内诸多标志性交易，从事到诸如油

气资产并购、公司并购、上市公司并购、能源基金设立、并购融资、并购整合等各类跨境并购事项中去。作为国有油气公司的法律工作者，笔者在从事上述各类跨境并购事项的过程中，与众多国际性投行、会计师事务所、律师事务所和其他相关的中介机构在海外并购项目上有过深度合作，在海外并购实务上积累了一定的经验和心得。笔者也在过去这十几年内，亲自见证了中国国有油气公司海外并购团队从不成熟到成熟的过程。这是一段艰苦的历程，也是一段成长的历程，更是一段在实践中熟悉国际规则到自如运用规则的历程，其间充满了汗水、艰辛、欢笑和自豪。由于海外并购项目的成功率不高，很多项目参与人员并未走完并购项目的整个流程，在经验的积累上会有一些的缺失。有鉴于海外并购的实践性，没有参与过一定数量级的项目人员，亦很难对并购项目全流程、全方位的实操有较深的认识。再由于国内油气上游市场的相对不开放，过去十几年内，海外油气投资的主体还是三大国有石油公司。从对并购项目全流程、全方位的参与度和专业经验获取的角度来看，三大国有石油公司中参与海外并购的人员积累了较为丰富的跨境并购的经验。

对于中国国有大型油气企业而言，海外并购的起步艰难。一开始，中国国有石油企业对海外并购的国际规则并不熟悉，因为其主要的油气资产基本上在分布于国内。即使在以前有一定的海外油气投资项目，项目主要还是偏重于直接从资源国政府手中获取油气资源，上市公司并购、能源基金、资产置换等并购方式运用较少。记得2005年初，笔者在参与一个加拿大上市公司的并购项目时，无论是 *plan of arrangement*（安排计划）的并购方式，还是对 *Tax Bump*（税务跃升）的理解和交易架构中复杂的 *Excluded Assets*（交易除外资产）的剥离方式，抑或是交易文件中长达二十页的陈述与保证条款，均对公司所有参与该项目的人员提出了巨大的挑战。但到了2012年，当中海油展开对加拿大尼克森公司的并购时，公司参与项目的人员对加拿大上市公司的买入时点、并购流程和方式、交易文件风险点等都已经非常熟悉，操作起项目来已经是驾轻就熟。中国的三大油公司，从单纯的国内作业到开始走向海外，再到今日油气资产分布全球；从不熟悉国际油气并购规则，到熟练掌握国际通行规则并与国际一流油气公司同场较技，实属不易！在这个过程中，从交学费开始，到懵懵懂懂，直到成熟成为市场中具有一定经验的玩家，中间经历了太多的喜怒哀乐，兴奋激动。

跨境并购项目以时间紧，任务重著称，一个并购团队往往要在较短的时间内完成目标资产或者目标公司的尽职调查、交易谈判和交易文件的签署，特别在并购项目在竞标的环境下，如何在符合自身条件下获取并购项目的成功并在交易文件中保护公司的利益，各种压力与挑战并存。对跨境并购项目中的各类技术性要点的掌握，是从事跨境并购的所有商业主体和相关人员所必须具备的技能。

海外投资所遵循的是国际规则，而中国企业并不是国际规则的制定者和创造者。中国现在所处的发展阶段和中国企业的成熟程度，还处在一个学习规则 and 了解规则的地步，只有学习规则、了解规则、熟悉规则、运用规则，才能完成交易、更好地保护公司的利益，中国公司才有可能在未来从“学习规则”到“创造规则”；也有可能在未来从“创造规则”到“引领规则”。当然，这可能需要不止一代人的努力去实现创造国际规则和引领国际规则。

有鉴于此，笔者萌发了写作本书的念头。中国国有油气企业在海外并购投资中所积累的实务经验，中国国有油气公司的法律工作者在所参与的大型项目中所获取的第一手经验、资料和感悟，应该也必须以文字的方式留下来让更多有志于参与海外并购的公司和个人知悉。

本书中所涉及的内容全部是笔者在过去十几年内深度参与上百个项目中，在和各类并购交易对手打交道的过程中所总结的实务经验及提炼出的理论，在海外并购的实务方面具有很强的实践性，也有一定的理论认识深度。笔者在本书中刨除市面上常见并购书籍的泛泛介绍、“隔靴搔痒”的缺点，将所有海外并购中遇到的实际问题、交易文件中的风险点和谈判点等“干货”一并呈现给读者，希望能起到“一书在手，并购实务不愁”的目的。

过去十几年的海外并购实践，对于中国大型国有企业来说是一个积累经验、锻炼队伍、深化认识、逐步成熟的一个阶段，随着中国经济的继续发展，可以预见，在未来，除了中国大型国有企业，还有私营企业，其他形式的组织、基金等不断走向海外，海外并购还将出现更多、更新的浪潮。伟大的时代，伟大的国家，伟大的公司，伟大的交易，都将叠次出现，在历史上留下印记。

笔者希望，本书的读者能从阅读本书的过程中，知悉不同并购方式的操作流程、主要并购交易文件的法律风险点以及谈判点，养成正确的国际商业游戏

规则的思维方式，并对跨境并购的法律风险进行科学、有效和技术化的控制。

当然，如果本书能对中国企业及其从事跨境并购人员和所有对海外并购感兴趣的人员在海外并购知识与经验的积累方面起到一点点的作用，笔者则满足不已了。还要感谢 AIPN (*Association Of International Petroleum Negotiator*, 国际石油谈判者协会) 授权使用部分标准合同，笔者相信，附在本书中的几份 AIPN 标准合同会给读者带来起草部分文件使用上的便利。

最后，把本书献给我的父母和我的妹妹妹夫，还有前年出生的小外甥，长久以来亲人的支持，是我坚持十余年从事这份收入不高但自己真心喜欢且成就感满满工作的重要精神动力。

张帝年
Leslie Zhang

►▷关于书、关于并购，叔叔有话说



目 录

Contents

第一章 海外并购简介	1
第一节 海外并购的基本概念	2
第二节 海外并购的基本形势	4
第三节 海外并购的特点及分类	7
第四节 海外并购的流程及内容	10
第五节 海外并购的风险防范环节	11
第六节 海外并购的团队要求	15
第二章 保密协议审查指南	28
第一节 审查保密协议的基本知识	29
第二节 保密协议的审查程序	37
第三节 保密协议审查实例中的具体技术事项	39
第四节 因保密协议而引发的实务案例	55
第三章 尽职调查指南	74
第一节 尽职调查的分类、特点、目的及流程	74
第二节 海外并购法律尽职调查主要关注范围	80
第三节 油气并购尽职调查实例	84
第四章 聘用协议指南	117
第一节 与专业顾问签署的聘用协议	117
第二节 与外聘中介签署的聘用协议	126
第三节 聘用协议谈判实务	128
第五章 前期交易文件指南	164
第一节 交易前期文件介绍	164
第二节 撰写交易前期文件的准备工作	166

第三节	撰写前期交易文件需要注意的问题	171
第四节	并购前期交易文件实例	174
第六章	资产、股权买卖协议指南	199
第一节	并购交易买卖协议的基本知识	200
第二节	并购交易买卖协议的风险控制点	204
第三节	交易文件的具体条款和主要谈判点分析	206
第四节	资产、股权购买协议谈判实例	228
第七章	股东协议指南	277
第一节	股东协议的基本特点	277
第二节	股东协议的主要条款及重要谈判点	278
第三节	股东协议重要条款实例	294
第八章	上市公司并购指南	310
第一节	上市公司并购的基础问题	311
第二节	上市公司并购的方式介绍	319
第三节	美国上市公司并购背景	320
第四节	英国上市公司并购背景	342
第五节	上市公司并购的策略	344
第六节	上市公司并购所涉交易文件实例	346
第九章	美国页岩油气资产并购指南	463
第一节	美国页岩油气资产并购的基本概念	463
第二节	美国页岩油气资产交易尽职调查和交易文件构成	465
第三节	美国页岩油气资产交易文件要点解析	467
第十章	海外并购交易的过渡期管理指南	491
第一节	交易过渡期并购风险的管理	491
第二节	国际并购交易中的政府审批	493
第三节	交易过渡期的确定性管理	498
第十一章	信息披露及合规指南	512
第一节	并购交易中的信息披露及合规	512
第二节	并购交易过程中的信息合规及披露管理	514
第三节	并购交易的合规管理	527
第十二章	并购交割指南	562
第一节	资产购买的交割安排（示例）	563

第二节 股权并购的交割安排	564
第三节 上市公司并购的交割安排	567
参考资料	587
后 记	589
跋	592

第一章 海外并购简介

随着中国经济体量的不断增大和膨胀，中国企业的海外投资规模也在日益高涨。根据商务部的有关数据统计，2002年，中国的对外投资的规模仅为20亿美元的规模，而2014年中国的全行业对外投资额超过1000亿美元，如果加上第三地融资再投资，全年对外投资达到1400亿美元左右^①，比中国利用外资总额超出200亿美元，中国迈进了对外净投资国的行列。中国企业对外投资的行业门类广泛，涉及能源、建筑、制造、交通运输及房地产等，其中能源业的对外投资无论在数量上，还是交易金额上，均是占对外投资的前列。而能源业的投资中，对石油和天然气的对外投资，又占了最大的份额。

从笔者个人的经验看，过去的十年是中国企业海外并购的黄金时期，也是中国企业从国际并购的菜鸟到成熟的时期。在这个阶段，国有企业充当了“走出去”的主力军，其他所有制企业也逐渐开始增大海外投资，扮演日益重要的角色。

中国三大油企（中石油、中石化、中海油）在过去十年，以并购的方式，花费了大约超过1000亿美元购买海外油气资产（截至2014年，中国非金融类资产的海外投资规模，大概在4000亿美元左右，仅仅油气对外投资就超过了四分之一）。通过内生及外生型发展，三大油气旗下的上游旗舰企业均已进入或者接近千亿美元市值的国际超大石油公司行列。以笔者所在的中国海洋石油总公司为例，过去十年里，评价、筛选项目数百个，成功交割项目数十个，交易金额超过300亿美元^②。在海外扩张进行的过程中，三大油企均成功打造了各自的并购团队从事海外收购业务。

① 2015年中国对外非金融类直接投资达到1180.2亿美元。

② 通过海外并购和内生式的发展，中海油的海外业务涉足亚洲、非洲、美洲、欧洲、澳洲等地的26个国家和地区，公司海外资产已超过4000亿元，占总资产近四成比例，成为全球化经营的石油天然气企业。

2014~2015年，在全球并购市场极度活跃的背景下，中国企业的海外并购也不遑多让^①。2014年，中国企业海外并购交易数量达到了272件，比2013年增长了1/3，其中中国民营企业海外并购以145件并购交易的数量继续领先国有企业的78件^②；2015年，其他所有制企业开始成为海外并购的急先锋，根据普华永道发布的《2015年上半年中国企业并购市场回顾及展望》报告统计，中国大陆企业海外并购交易创历史半年新高，交易数量环比增长17%，达到174起；交易金额环比增加24%；民营企业海外并购继续领跑的态势得以持续，交易数量增长50%，交易金额增长148%。根据全球金融数据提供商 Dealogic 的数据，2015年1月1日至8月19日，中企在海外并购（2015年前十大目的地^③）的总金额为558.09亿美元，远高于2014年同期的498.2亿美元以及2013年同期的373.46亿美元，同比增长率约为12%。而这一数字（558.09亿美元）甚至接近于2012年全年571.12亿美元的统计数字。^④在“一带一路”的战略下，可以预见中国企业将以更加迅猛的方式投入到海外并购的活动中去。

本章作为海外并购实务全书的引子，首先对海外并购的基本知识、形势、特点、内容、流程、风险控制阶段和团队要求作一个简单的介绍和总结，以期让读者从一个架构性的角度了解海外并购的基本知识。需要注意的是，笔者在本书中使用“海外并购”“国际并购”和“跨境并购”这三个词汇的时候，三者是同义语。

第一节 海外并购的基本概念

何谓海外并购？并购其实是个外来翻译词，英文中叫 *Merger and Acquisition*（兼并与收购）。*Merger*（兼并）是指两家公司合二为一，分为两种不同形式，一为原有两家公司合为一新公司，原有两家均不复存在；一为原有两家存续一家公司，但另一家不复存在而并入该存续之公司。*Acquisition*（收购）的概念则

^① 根据 Dealogic 的数据，2015年上半年全球并购交易额已经达到2.28万亿美元（至8月11日已达3万亿美元），超过100亿美元的交易有31个。而2014年全球并购并交易额为3.34万亿美元。参见 <http://www.dealogic.com/media/1308/dealogicglobalmareview1h2015final.pdf>。2015年末全球并购交易额达到近5万亿美元，100亿美元以上的巨型交易达到67个，均为史上最高。

^② 2014年国有企业的海外并购交易金额（279亿美元）仍然高于民营企业的海外并购金额（147亿美元）。据普华永道：《2014中国地区企业并购回顾与2015年前瞻》。

^③ 意大利、美国、瑞士、澳大利亚、爱尔兰、荷兰、蒙古、法国、英国、韩国。

^④ 前两季度中，美国、英国和荷兰是最受欢迎的中资海外投资目的地。参见“中企年内海外并购额超558亿美元逼近去年全年水平”，载2015年8月21日《二十一世纪经济报道》。

和兼并不同，收购是指一家公司将另一家公司或者资产持为己有，目标公司与目标资产仍然单独存续，只是在交易完成后，被收购方所持有。在广义的并购定义下，行业内一般将大型的合资（*Joint venture*）、资产剥离（*Spin-off*）、公司业务重组（*Reorganization*）、上市公司控制权争夺、PIPE（上市公司私募）等都放入到并购的范畴之中。

兼并与收购也使用 *Takeover* 一词，实际上，*Takeover* 与 *Acquisition* 的含义是一致的，也是指收购。不过，*Takeover* 有两种，一种是所谓的 *Friendly Takeover*（友好收购，意即目标公司董事会配合进行的收购），另一种是所谓的 *Hostile Takeover*（恶意收购，意即在目标公司董事会不配合下强行进行的收购），一般来说，*Acquisition* 往往指的是 *Friendly Takeover*；而 *Takeover* 单独使用，往往带有更加主动的恶意收购的寓意。从中国油气公司的实践来看，恶意收购在海外并购中所占的比例极小，几可忽略不计，这和中国人传统文化里“和为贵”的因素有关，也和恶意收购需要的并购技巧更高也有一定的关联度。

海外并购中的海外，主要是指并购资产或并购公司的发生场所。一般意义上对海外的理解是指并购的目标资产或者目标公司不在收购者原有主要营业地的国家，是为海外。这里的海外也属于英文中海外投资（*Outbound Investment*）方式的一种。当然，从广义的角度说，海外并购并不一定是指并购只能发生在海外，购买一个主要资产在中国的海外壳公司，也可归于海外并购的范畴。^①

海外并购的目的，从经济学效率的角度看，资源应该被效率最高者所拥有。如何来判定谁效率最高呢？在理论上，出价最高的人拥有会使其效率最高，否则买方为何出价更高呢？传统的公司增长理论有所谓 *Intrinsic development*（内生性增长，意即根据技术进步、公司管理的提升等来获得增长）和 *Extrinsic development*（外生性增长，意即通过并购、联合等手段来获得增长），并购无疑是外生性增长的主要手段，中国国有油气企业的海外扩张，一方面是国家能源安全战略思考的需要，另一方面也是发展增长的需要。

海外并购的本质是带有政治属性的技术化商业交易。政治性、技术化和商业性是海外并购三个最具特色的属性。海外并购，特别是油气业的并购，是政治属性较为强烈的交易，无论是资源国的政治生态、社区利益、还是交易所涉及审批国家的国家安全考虑，无不带有强烈的政治色彩，在大型海外并购中聘

^① 近年来中国民营企业通过并购持有中国近海产品分成合同项下权益的海外公司从而间接地拥有了中国国内油气上游资产，这也是海外并购的一种方式。进一步的资料可参本书第十二章《并购交割指南》附件《中国民营企业获取中国近海上游油气资产权益的方式分析》的相关内容。

用政府公关顾问已经成为交易参与者的“必选动作”；技术化是在交易架构复杂，参与方众多，交易金额巨大，技术性事项繁多，需要专业人员、高度技术化的手段及复杂的技术化交易文件来完成海外并购的整个流程；商业性是海外并购交易的本质属性，并购的根本目的还是给公司带来更大的经济效益及回报。尽管有些并购项目有战略型及前瞻性的考虑，但其无论如何也不能替代并购的商业属性。无论是技术风险、财税风险、还是法律风险，本质上都可以归结为商业风险。将技术、财务和法律风险在商业上进行量化并纳入可控的范围，是海外并购所要解决的核心问题。

第二节 海外并购的基本形势

过去十年中国油气企业的海外并购，是伴随着资源国主权意识日益觉醒、资源国政府加强对油气管制、国家与政治干预频繁、国有化征收时有发生、各国合规执法日趋严格、环保责任收紧、进入玩家日益增多、交易竞争激烈的多种背景下进行的。

一、资源国和国家石油公司的视角

1. 资源国对油气管制加强，政治风险、系统性法律风险加大。从南美某些国家对油气资产的国有化征收，到非洲国家普遍重新对油气业重新立法，再到资源国对 *Local Content*（本地化要求）^①、环境保护的收紧，再到美国、英国、欧盟等对反腐败执法及对某些油气国的制裁措施，海外并购的政治环境风险、系统性法律风险普遍加大。很多油气资源丰富的国家，国内的政治环境、法律环境的确不太理想，对中国的国有石油公司来说，海外并购普遍是“带着脚链舞蹈”。

2. 国家与政治的干预普遍加强。举个例子，中国三大国有石油公司之一的中石油曾经在哈萨克斯坦从事某并购交易，欲通过购买加拿大上市公司的 *Petro Kazakhstan* 公司交易的方式，从而间接持有了哈萨克斯坦的油气资产。按照当时哈萨克斯坦的法律，对于这样的公司控制权变更的交易，哈萨克斯坦政府并无优先购买权，但哈萨克斯坦议会通过立法，赋予了哈萨克政府在公司交易情况

^① 本地化要求一般是指资源国对外商投资所要求的商品、服务、人员等一定比例的强制性要求，主要目的为了促进资源国的经济发展、人员就业。对于外国投资者来说，遵守、用好资源国的本地化政策，也是控制投资风险的一个重要方面。

涉及哈国油气资产的优先购买权，同时还赋予该法案追溯效力，优先购买权对中石油的并购交易有溯及力。最后中石油通过转让部分权益给予哈国国有石油公司的方式才完成了该等交易。无独有偶，在非洲的利比亚 47 区块，资源国政府依然对公司交易涉及该国油气资产的行为表示了反对，中石油采取并购加拿大 *Verenex* 公司的方式意图绕过资源国政府，但利比亚国家石油公司不支持交易的态度仍然使该交易胎死腹中。不仅仅传统的第三世界国家政治干预加强，在发达资本主义国家也是如此。先不用说中海油 2005 年对优尼科的并购因政治因素被美国阻止，在中海油完成对尼克森公司的并购后，加拿大亦专门出台了针对国有企业并购加拿大重要战略型资产的审查指引，对国有企业并购加拿大的油气类资产施以更加严格的审查标准，并给予和私人公司不同的待遇。

3. 国家石油公司的地位提升，在全球并购中扮演重要角色。该提升可分几个角度看：（1）国家石油公司的实力普遍增强，中国三大石油公司，巴西国家石油公司，马来西亚国家石油公司、甚至连泰国国家石油公司（*PTTEP* 在 2012 年对英国上市公司 *Cove Energy* 的并购争夺战中击败传统的 *Big Major* 巨型油公司之一的 *Shell*，成功购得 *Cove Energy*）、越南国家石油公司也成为了并购市场交易的活跃者，更不用说传统的中东地区的国家石油公司。非洲地区的国家石油公司也开始在全球油气并购市场上出手，非洲的 *Sonangol*（安哥拉国家石油公司）曾在 2009 年伊拉克招标中赢得了合同（2014 年因为安保原因退出）。（2）国家石油公司在行使涉及自身国家油气资产之上的优先购买权普遍积极：中国三大油企进行的一些交易，在签署并购交易协议后，由于资源国国家石油公司行使优先购买权，从而未能进入到交易的交割阶段。（3）国家石油公司更多地开始与国际石油公司在并购中进行合作：除了传统的在资源国石油合同下的合作，国家石油公司开始更多的与国际石油公司在其他领域进行纵深合作，比如中石油与壳牌就组成合资公司合作并购了澳洲煤层气上市公司 *Arrow Energy*。

二、并购趋势的视角

1. 非常规油气资源、并购天然气储量、LNG 投资、新兴热点领域成为并购的一个方向。中国油气企业开始不仅在常规油气领域展开并购，也在煤层气、页岩气、致密气等领域开展了海外并购。当然，此等并购主要是以持有小股为主，以获取储量、产量和学习非常规油气领域的技术为目标。中石化、中海油、中化，甚至一些国内的民营企业，也开始在美国购买页岩油气资产。

2. 世界级交易频频出现。比如埃克森美孚以 410 亿美元收购 *XTO Energy*

Inc, 中石化 73 亿美元收购 Addax, 中海油 151 亿美元收购 Nexen (尼克森公司), 都是该年度能在世界大型并购交易中排名靠前的交易。

3. 竞争性招标与一对一谈判在市场上比例交替领先: 在一段时间内, 对油气资产的竞争性招标居多; 近年来, 一对一谈判的交易也开始逐渐增多。

4. 油气业并购的玩家开始增多。除了传统的 IOC (International Oil Company, 国际油公司), NOC (National Oil Company, 国家石油公司), 还存在私人资本, 私人公司里还有一些身份背景特殊的特殊玩家, 同时, Private Equity (私募)、Trust (信托)、Sovereign Trust (主权财富基金) 和 hedge Funds (对冲基金) 也在涉足油气并购领域。当然, 主力军还是以 IOC 和 NOC 为主。为了实现规避政治风险和扩展投资渠道的目的, 中国的国有石油公司还尝试了参与能源基金 (Energy PE fund)。财务性投资者和 IOC、NOC 的并购战略特点是不同的, 财务性投资者在很大程度上会使用杠杆、往往会留任管理层而只在战略和财务方面加紧监督、相比 IOC 和 NOC 投资的长期性, 其往往是短期性投资、行业知识有限。

三、并购的策略视角

1. 油气并购的策略从机会主义开始向资源和战略导向开始及以估值/价格为导向。在海外并购开始之初, 市场上有所谓的 “China Premium” (中国溢价) 的说法, 意即中国企业需要花费超过市场价格才能购买到其所看好的资产。当时中国企业油气并购的策略主要还是所谓的机会主义, 只要市场上有好的油气资产, 就不能放过机会, 就要去评价了解; 随着中国企业海外并购经验的增多, 对海外资产、战略区了解更为详细, 资源和战略、价格和价值的考量更多地占了主要地位。特别是国有企业资产保值增值的红线在国有企业领导及投资决策委员会上的硬约束, 海外并购的商业属性本质更多的显现出来。

2. 国家石油公司之间的合作也逐渐增多。中国的三大油企在海外并购上, 既有竞争, 也有合作。比如中石化与中石油在安第斯石油公司的合作, 中海油与中石化在特立尼达多巴哥的合作。中国的国家石油公司也与其他国家石油公司进行合作, 比如中海油与泰国国家石油公司共同在阿尔及利亚进行油气勘探开发合作并取得发现。

3. 海外并购的同时尝试海外资产的处置。过去十年, 中国企业的海外并购主旋律还是以 “买入” 为主, 处置或者售卖资产的行为并不多见, 即使处置或者售卖, 也往往是勘探性的资产出让, 分担风险的考虑多一些。在中国企业海

外并购技巧和经验日益成熟的今天，剥离效益不高的资产，剥离非战略型资产等考量日益提上了中国国有油气企业的日程。

4. 海外并购与海外资产整合同步进行。并购是企业增长的需要，而并购以后整合的好坏与否，是能否给企业带来正向增长价值的关键因素。中国几大国有石油企业，在并购海外资产或者公司后，着力整合，以求力争实现更好的综合效益。

5. 国有石油公司海外并购活动引入其他所有制企业参与。随着混合所有制的改革及其他所有制企业不断进入到油气海外并购活动中来，在可以预期的将来，国有石油公司与其他所有制企业“组团”进行海外并购的情况将会越来越多的出现。

笔者在写这一系列文章的时候，正好是国际油价持续下跌的窗口期，世界巨型石油公司壳牌公司果断出手，以 700 亿美元的交易价格签署了并购 BG Group 的协议，国际油价的下跌会给中国国有企业和其他中国企业的海外并购战略带来哪些改变，是一个新的机遇开启期，还是海外并购的暂时沉寂期，且让我们拭目以待。^①

第三节 海外并购的特点及分类

一、海外并购的特点

海外并购究其性质，本质上还是买卖关系。无论是资产类并购，股权并购还是上市公司并购，性质上都离不开买卖这个特性。由于海外并购自身的特殊性，因此具有其他“买卖”不具有的特点。下面对海外并购的特点作一简述：

1. 交易结构复杂，由于考虑到投资保护、税务筹划、买入后未来处置的灵活性等目的的实现，海外并购的交易架构往往会通过在交易的链条上设立一系列特殊目的公司置来达到税务优化、投资保护、风险隔离等商业目的。

2. 交易不确定因素大，一般来说，所有进行初评的项目中，能从一开始评价走到最后交易完成交割的，只有不到百分之十几的概率。影响并购交易成功的因素，从技术、储量、估值、法律变化、财税制度、政府审批、第三方同意、合作伙伴优先购买权、竞争对手、股东批准等，不一而足，均可能影响交易的完成，交易完成的时间也不确定，往往受制于政府审批和其他不可控因素。

^① 全球油气业自 2015 年 1 月至 7 月，并购交易已经达到了 2900 亿美元，是 2014 年同期两倍。

3. 交易的潜在风险大：除了系统性风险、政治风险、制裁风险、环保风险、当地社区风险、合规贪腐风险，还有商务风险、财税风险、技术风险和法律风险等。^①

4. 交易的 *Stakeholder*（利益相关方）多，并购交易需要考虑卖方、资源国政府、现有合作伙伴、第三方债权人、当地社区、工会、土著权利、劳工、管理层态度、证券交易监管机构、证券交易所（如有）等各方面的反应及态度，需要对各利益相关方不同的反应做好交易的预案。

5. 交易文件的管辖法及争议解决方式均为涉外因素，技术化程度高，对参与人员提出较高要求：以油气跨境交易为例，交易所涉及的基础石油合同的管辖法一般是资源国法律，国际油气交易的买卖文件管辖法一般是英国法，争议解决方式一般倾向于国际仲裁，因为法院判决在其他国家的执行性较难；国外法律管辖、资产权益在海外、涉及的审批机构大多数在海外，涉外因素多。尽管海外并购行为理论上是遵循契约自由、当事人意思自治这些大原则，但是涉外因素决定了只有买卖双方对于涉外所涉及的知识、国际惯例、交易技巧等各类问题的把握具有同等知晓的情况下，买卖双方才是真正平等沟通的商业主体，这对海外并购的参与人员提出了较高的素质要求。

6. 海外并购自身的特性往往带来项目管理的难度。比如，海外并购的交易金额往往巨大，巨大的交易金额带来的是更为复杂的外汇、汇率等问题。比如中海油的 *Nexen* 并购案，如何在交易交割当天支付上百亿美元的对价，需要提前准备、配合，如何将部分美元兑换成加币，是否考虑锁定汇率，上百亿美元如何汇出，如何进行支付，均需提前谋划。海外并购交易中经常使用外部顾问，对外部顾问的管理、工作成果质量的控制，也需提前计划，考验公司管理外部顾问的技巧和水平。

^① 对于潜在风险评估，尤其需要关注并购投资高风险地区。哪些地方是并购投资的高风险国家和地区？高风险国家和地区从不同的角度看有不同的看法，比如从技术的角度看，可能处于勘探的前缘地区或者国家是高风险；从政治的角度看，在未和中国建交的国家或者地区投资是高风险；从财税的角度看，在没有双方税收协定的国家投资是高风险；从健康安全环保的角度看，在有内战或者恐怖袭击的国家投资是高风险；从法律角度看，在受到美国和欧盟制裁的国家进行投资是高风险。在中国企业走向海外投资的步伐中，关注高风险国家和地区的法律风险是必要的。对高风险国家和地区法律风险的关注是一个持续性的过程，必然要求对其所涉相关立法、司法、执法动态情况进行研究和关注。法律动态研究是公司在做海外投资中一个基础性的工作，离开长年累月的积累，是不容易在并购交易中取得成功的。如果公司从事的并购交易在交易计划阶段未能对目标资产或者目标公司所在国的整体风险研究透彻，意味着方向性、战略性的错误，这对公司意味着可能的巨大损失。因此，做好海外并购投资的动态立法、司法等的研究，对从事海外并购的公司来说至关重要。

二、海外油气并购的分类

总的来说，以购买资产的标的作为分类标准，可以分为两大类：资产并购与公司并购。

资产并购又分为如下几类：

1. 原始取得：通过参与资源国政府的招标取得采矿权、探矿权、产品分成合同或者服务合同等，比如中国油公司在伊拉克政府招标中获得的服务合同，比如莫桑比克政府正在进行的全球第五轮油气招标等等，这种方式可以叫原始取得，即投资者通过参与资源国招标，原始取得赋权文件（*Granting Instruments*，包括但不限于矿证、产品分成合同、风险合同等），从而从资源国政府手中直接获得油气资源开采的权利或分成合同的权益。

2. 勘探权转入/转出（*Farmin/Farmout*），即从原始取得矿权的卖家或者继受取得矿权的卖家手中获得勘探权，勘探权的转入转出的协议是国际油气界一个通用但带有行业特色的协议。

3. 开发/生产资产的购买，即从拥有开发/生产阶段油气资产的卖家手中购买资产，此时交易文件一般采用 *SPA*（*Sales and Purchase Agreement*，买卖协议），而非前述的勘探权转入/转出协议形式。

4. 资产互换（*Assets Swap*），此种方式交易基本不涉及现金，主要是交易双方将各自资产进行交换，互相进入彼此作业区域的一种方式，目的是分散彼此的资产风险。

公司并购主要分为两大类：

1. 非上市公司股权并购，涉及的是非上市类有限公司、股份公司或其他形式公司的股权并购。

2. 上市公司并购，由于公司法、各证券交易所对上市公司股权并购均有不同的规定，聘用外部顾问，对上市公司的并购时间表、方式和合规性进行研究，是做好上市公司并购的前提条件。当然，如前所述，按照目标公司董事会对于并购方的态度，对于上市公司并购又分为友好收购和恶意收购两类。上市公司并购的技术性，主要体现在恶意收购上，代理投票权征集之战，是恶意并购交易的关键一环，美国的并购市场发达，为恶意收购提供了许多经典的案例。

选择以何种方式进行收购，除了考虑买卖双方的意愿外，还需要考虑税务负担、政府审批、合作伙伴的优先购买权、尽职调查的难度、交易结构等各方面的因素。

第四节 海外并购的流程及内容

一般来说，海外并购的整个流程可主要分为计划、构架团队、尽职调查、投标、谈判、签署交易文件、过渡期监控及满足交易先决条件、交割、期后价款调整及索赔、后续整合及运营。

首先，在计划阶段，需要定位目标资产或者目标公司。中国国内油气公司都有一支专门寻找项目机会的团队，这些团队长期跟踪、分析一些潜在的项目机会，并等待适当的时机出手。从卖方的角度来说，出卖资产无非以下几种原因：1. 从减少风险，优化自身资产组合的角度考虑；2. 资产已到生产末期，所涉及的弃置费用高；3. 资本开支巨大，比如一个独立的 E&P（油气勘探开发）公司深水资产太多，其打算出让部分深水开发资产以便减轻公司的资本开支负担；4. 拟出让资产未达到卖方的预期回报；5. 储量上升空间不大或者增产的成本高；6. 所在资源国政治风险高，或者有恐怖袭击，或者安保成本太高；7. 变现退出等。从买方的角度，需要分析卖方处置资产的原因，以便能跟上卖方思路，了解其在交易中最关心的问题。计划阶段，还需要考虑时间表问题，一般卖方都会有一个时间表，但该等时间表是否现实，买卖双方是否能够就时间表达成一致，是在此阶段需要考虑的问题；同时，计划阶段还需要考虑买卖资产是否达成一致问题，一般来说，卖方出卖好资产的同时，会搭售一部分相对劣质的资产，买方需要考虑能够接受；计划阶段还需要考虑买卖需要的基本条件，买方是否会转售、初步税务筹划和架构及是公开拍卖还是一对一的谈判。

其次，在计划完成后，买卖双方均需要开始组建团队。一般来说，公司的内部团队均有技术、商务、法律、财务、税务人员，同时视交易的需要，还可能有人力、公关（政府公关、媒体公关、投资者公关）、审计、董事会办公室等人员的加入，团队还需视情况聘用相应专业的外部顾问，包括但不限于投行、会计师事务所、律师事务所、技术服务公司、人力资源顾问、公关公司、情报公司、代理投票权征集服务公司等。交易团队出于保密需要，会对项目设立代号，内部成员沟通时，用代号指代潜在交易。

接下来就是与卖方签署保密协议，卖方开放资料室，买家做尽职调查，然后基于第一轮尽职调查结果报价，卖方选择部分潜在买家进入第二轮，第二轮尽职调查后，卖方选择几家潜在买家进入谈判程序；然后，买卖双方就价格、文本等达成一致后，签署交易协议；如果买卖双方有一方系上市公司，则在签

署交易协议后，往往需要按照有关交易所的披露规则对交易发布公告；签署交易协议后，还需等待政府审批、第三方同意或放弃优先购买权等先决条件的满足进行项目交割，买方支付价款，得到资产或者公司；交割后，一般会按照交易文件规定的价款调整方式进行价款调整，如果在一定期限内出现了交易文件约定的应由卖方负责的索赔事件，则卖方还应向买家支付相应的赔偿；最后，买家继续经营整合所购得的资产或公司，并购流程结束。

上面主要是从买方的角度去看待跨国并购交易的流程，如果从卖方的角度看，可以按照如下流程来表示：

卖方自我尽职调查，收集信息及做好计划—制作相关的信息备忘录（*Information Memorandum, IM*）、挑选数据服务商并建立资料室〔*Virtual Dataroom*（虚拟网上资料室）和/或 *Physical Dataroom*（实体资料室）〕—卖方向第一轮竞标者发送 *IM* 并开放资料室—卖方或者买方准备交易文件（*Farmin/Farmout Agreement*；*Sales and purchase agreement*；或者 *Shareholder Agreement* 等，视交易的类型和具体情况而确定）—收到第一轮提示性报价（*Indicative Offer*）和/或交易文件修改稿—卖方选好竞标者短名单进入第二轮—进入第二轮的竞标者继续进行尽职调查（*Confirmatory Due Diligence*）—进入第二轮的竞标者提交最终报价和/或交易文件修改稿—与优先考虑的竞标者进行谈判（考虑是否给予独家谈判权）—谈判交易文件—签署交易文件—交易过渡期管理（满足交易文件中的先决条件（政府审批、第三方同意、优先购买权的放弃、融资、股东批准等）、过渡期的运营管理、交割的准备等事项）—交割—交割后事项（更名、调整价款、整合等）—交割后整合、运营。

上述流程主要适用于资产及非上市公司的并购，上市公司的并购的流程按照法律法规及各地证券交易所规定有所不同，笔者将在本书第八章专门对上市公司并购进行介绍。

第五节 海外并购的风险防范环节

一、交易计划及交易对手选择环节

交易计划的时候，需要对各种风险进行评估：目标资产、目标公司、系统性风险（国家风险）等。所谓的系统性风险，主要是指国家风险，比如投资所在国的投资大环境好坏、国家财税政策、国家征收风险、贪腐度、行政透明度