

金融精英  
卓越计划系列

MAKE THE DEAL  
Negotiating Mergers & Acquisitions

分析不同交易结构，指导如何谈判交易条款，以有效达成交易

# 达成交易

兼并与收购中的谈判策略

[美]克里斯托弗·哈里森 (Christopher Harrison) 著

王 晔 译

中信出版集团



MAKE THE DEAL

Negotiating Mergers & Acquisitions

# 达成交易

兼并与收购中的谈判策略

---

[美]克里斯托弗·哈里森 (Christopher Harrison) 著

王 晔 译

中信出版集团 · 北京

图书在版编目 ( CIP ) 数据

达成交易：兼并与收购中的谈判策略 / (美) 克里斯托弗·哈里森著；王晔译. —北京：中信出版社，2017.12

(金融精英卓越计划系列)

书名原文：Make the Deal：Negotiating Mergers & Acquisitions

ISBN 978-7-5086-8206-8

I. ①达… II. ①克… ②王… III. ①企业兼并—谈判 IV. ① F271.4 ② F715.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 242650 号

Make the Deal：Negotiating Mergers & Acquisitions by Christopher Harrison, ISBN 978-1-119-16350-3

Copyright © 2016 The Bureau of National Affairs, Inc.

Simplified Chinese translation copyright © 2017 by CITIC Press Corporation

All Rights Reserved. Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons Limited. Responsibility for the accuracy of the translation rests solely with CITIC Press Corporation and is not the responsibility of John & Sons Limited. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder, John Wiley & Sons Limited. 本书仅限中国大陆地区发行销售

达成交易——兼并与收购中的谈判策略

著者：[美] 克里斯托弗·哈里森

译者：王晔

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者：中国电影出版社印刷厂

开本：787mm×1092mm 1/16

印张：20.5 字数：280千字

版次：2017年12月第1版

印次：2017年12月第1次印刷

京权图字：01-2016-8769

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书号：ISBN 978-7-5086-8206-8

定 价：68.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

## | 关于作者 |

克里斯托弗·哈里森（Christopher Harrison）现任法肯伍德有限公司（Falconwood Corporation）首席投资官（CZO）。法肯伍德有限公司是一家金融管理公司，也是一家创业实验室，孵化并管理运营了众多非常成功的金融和科技企业。

哈里森先生在涉及债务、股权和实物资产的诸多投资交易中，成功管理了数十亿美元的资产，是著名的谈判家和商务策划师。他曾在世界最负盛名的律师事务所——克拉瓦斯律师事务所（Cravath Swaine & Moore）供职8年，在这期间，他负责处理了众多备受瞩目的债务、股权和并购交易。他还曾在业界首屈一指的投资管理律师事务所——舒尔特-罗氏-萨贝尔律师事务所（Schulte Roth & Zabel）与别人共同负责资产管理并购业务，并一直处于业界领先地位。在供职期间，他负责处理了一些最为复杂的公共和私营部门交易，并协助一些著名的金融服务公司和资产管理公司取得了具有战略意义的发展。

哈里森先生在纽约大学法学院（NYU School of Law）开设的课程涉及企业交易谈判与投资中的金融和法律内容，他所教授的课程很受学生们欢迎。他还经常参加产业会议和在线研讨会，并发表演讲。

哈里森先生以优异的成绩获得了纽约大学法学院法律博士学位，专攻法律和经济学方向。

# 目 录

---

关于作者 / I

## 第一章 达成交易简介 / 1

### 达成交易实务

商战案例 / 4

市场 / 4

条款范例 / 5

诉讼尾注 / 6

## 第二章 准备交易 / 7

### 概述和保密协议

交易准备过程概述 / 7

保密协议 / 8

通过保密协议进行程序控制 / 27

诉讼尾注 / 30

## 第三章 准备交易 / 33

### 关键条款和协议

“互不挖墙脚”条款 / 33

中止协议 / 35

排他性协议 / 42

条款说明书 / 49

诉讼尾注 / 53

## **第四章 收购合同的结构 / 57**

收购合同的要素 / 57

解决问题与管理风险：对比技巧 / 64

诉讼尾注 / 68

## **第五章 收购价格 / 69**

对价种类 / 69

换股交易 / 70

交割日收购价格调整 / 74

调节激励因素 / 78

交割后的校准 / 79

盈利能力支付计划 / 80

或有价值权 / 86

诉讼尾注 / 87

## **第六章 陈述与保证条款 / 89**

陈述的形式 / 89

进行陈述时 / 91

卖方或目标公司的陈述范围 / 92

买方的陈述和保证 / 95

陈述的作用 / 95

陈述内容的限定条件 / 98

更新陈述的义务 / 113

诉讼尾注 / 115

## 第七章 承诺事项 / 119

- 并购谈判中的承诺事项 / 119
- 经营承诺事项 / 120
  - “努力达成交易”的承诺事项 / 123
- 反垄断和监管审批的承诺事项 / 124
- 准入承诺 / 130
- 承诺事项的限制条款 / 131
- 其他承诺事项 / 132
- 诉讼尾注 / 132

## 第八章 交割条件 / 135

- 交割条件概述 / 135
- 股东批准 / 136
- 反倾销和其他监管审批 / 137
- 陈述与保证条款的准确性 / 138
- 遵循承诺事项 / 144
- 获得第三方批准 / 144
- 没有强制令和诉讼 / 145
- 评估权 / 147
- 法律意见书 / 149
- 雇佣协议 / 149
- 尽职调查报告 / 150
- 诉讼尾注 / 151

## 第九章 合同解除权 / 153

- 合同解除权概述 / 153
- 最后期限 / 154

推荐变更和信义义务例外条款 / 156

违背陈述内容和承诺事项 / 159

合同解除权中的前瞻性内容 / 160

解除合同后的损失赔偿 / 162

诉讼尾注 / 164

## 第十章 重大不利影响 / 165

并购谈判中的重大不利影响条款 / 165

解读重大不利影响条款 / 166

行使 MAE 的权利 / 175

行使 no-MAE 的保护措施 / 181

量化 MAE / 182

诉讼尾注 / 184

## 第十一章 股权和债务承诺书 / 187

私募股权交易结构 / 187

股权承诺书 / 188

有限基金担保书 / 189

债务承诺书 / 189

诉讼尾注 / 190

## 第十二章 融资风险 / 191

融资规定的历史 / 191

融资应急规定概述 / 192

强制履行权 / 204

损失赔偿 / 209

对私募股权买方没有追偿权 / 211

营销时段 / 212



融资承诺事项 / 215

诉讼尾注 / 218

### **第十三章 指导上市公司兼并的条款 / 221**

“限制谈判”条款概述 / 221

限制谈判条款中的限制规定种类 / 223

匹配权 / 231

导购 / 235

信义义务例外分手费 / 239

支出的偿付 / 244

诉讼尾注 / 247

### **第十四章 赔偿条款 / 251**

并购谈判中的赔偿条款 / 251

履约保证 / 255

存续期 / 258

赔偿金额、限制规定和计算 / 262

陈述 / 271

索赔、补救措施和相关问题 / 274

诉讼尾注 / 278

### **第十五章 争议解决条款 / 281**

争议解决条款的种类 / 281

上市公司 vs. 私营公司交易 / 284

诉讼尾注 / 286

### **第十六章 并购交易结构设计 / 289**

并购交易的基本结构 / 289

资产收购 / 289

股票收购 / 298

兼并 / 300

要约收购 / 303

要约收购 vs. 兼并 / 306

其他结构问题 / 310

评估权 / 313

诉讼尾注 / 313

## 第一章

# 达成交易简介

## 达成交易实务

---

回顾我的职业生涯，我意识到精心处理交易中的细节问题在我曾创办的企业中占有至关重要的地位。从战略的高度思考可能出现的后果，并在合同中预先制定条款、未雨绸缪，是我取得成功的关键。

——亨利·G. 贾里克博士 (Dr. Henry G. Jarecki)

---

我的提议曾扭转了整个局面。当时，我小心翼翼地给出某一提议，却几乎得不到任何稳妥的法律建议。我的所有律师都只是照章办事。鉴于时间紧迫，我只能凭直觉意识到我的合法权利是什么。那时，公司的前景一片黯淡，我只能孤注一掷了。

而成效却是惊人的。对手前一秒钟还在弹冠相庆，后一秒钟便败下阵来。他们很可能一直都知道他们所处位置的软肋，但一直都在虚张声势，以图打败我们。那毕竟是全国性的大型企业，素以战胜我们这些小团队的竞争对手而闻名。但我却出其不意地战胜了他们，或许他们从未

认真思考过对手的情况，更不必说他们的法律术语对企业的影响了。在那个时候，我意识到了法律知识对于经营一家公司的重要性。

从那间办公室出来，我很快进入法学院开始学习。结果，在之后的职业生涯中我发现，只有商业判断力和法律专业知识相互配合，企业实践的有效性才能得以实现。

这是我写这本书的初衷。这本书将商业、金融和法律结合在一起，展示了如何以法律形式将未来的经济形势具体化，以及如何用法律框架辅助公司制定战略。更具体地说，本书的目的就是为从事商业和法律相关工作的人士（无论是内部人士、实习生还是培训生）提供一种工具，帮助他们了解如何洽谈并购（M&A）案以及收购合同条款是如何影响经济结果的。本书对收购协议中所用到的最新方法和技巧进行了分析，并讲述了应该如何设计交易条款，以满足某个交易的要求。

相较于大格局而言，本书可能只是迈向法律建议实用化、量化道路上的一小步。但我希望这本书可以起到防止其过度发展的作用。对于每个真实案例的审视证明了每个案例都是与众不同的，并不存在任何放之四海而皆准的解决方案。能够做到把不同因素有机结合，将法律运用到具体情境中，计算出合同条款的经济效应，需要的是技巧、智慧以及任何商品化的法律建议都无法提供的一点匠心。

创造力（同其他人的感官一样）不可能产生于封闭的盒子里。如果在那间会议室里，我没能找到一个全新的视角，没有跳脱出法律专家（包括我自己的顾问）给我设置的模式，那么，我经营的公司会落得跟那些寂寂无名的小公司一样的结局。通常只有创新才能给你提供获胜的优势。

并购案例常能带给你丰富经验的原因就是，几乎所有的交易就其本质而言都是独特的，都涉及利害攸关的商业问题，都需要考虑经济发展趋势、人的不同性格和谈判技巧等问题。鉴于各种不同的变量，每个交易都会呈现出不同的形式。我们必须知道，不同的形式常会导致不同的

法律和经济结果。制定交易结构以解决商业问题（并整理、解决该结构导致的商业问题）是并购所包含的所有内容。

谈判的艺术是人们常会讲到的问题，但是，如果谈判方并不理解为何要设置某一条款，对赢了一点或输了一点的后续影响一无所知，或者当他们来到谈判桌前时，根本不知道他们的公司或客户所支持的立场，那么任何谈判技巧都是无用的。不知道这些，你如何知道什么时候赢下这一点就相当于赢下了整个谈判，如何知道什么时候应该妥协以及什么时候应该回避？你如何知道首先应该要求什么？在学会于谈判桌上使用技巧之前，你要先明白你的商业目标和你的所有选择，包括你想使用哪些法律条款来达到这些目标。否则，你的谈判技巧可能会造成相反的结果。我的一位客户曾提道：“在我参加过的多次商业谈判中，我常常会惊讶于对方提出的要求还不如原本交易带给他们的优势明显。”

本书从在正式讨论收购协议之前，从业者所要协商的各类协议谈起。这些协议包括保密协议、中止协议、排他性协议，以及意向书或备忘录。上述协议能够保护各方免受交易过程可能带来的经济上的不利影响，规定了谈判既定规则，并阐明了初期目标。

本书分章节展示了收购合同的核心组成部分（即收购价格机制和调整，陈述，承诺事项，条件，重大不利影响条款，融资风险和反向分手费，以及规范公共部门交易的信义义务例外条款和赔偿）在交易中是如何起作用的。本书每一章都详细解读了在真实情况下应如何就所述的组成部分进行协商，才能为各方创造价值并平衡各方风险。对比各类商业问题的解决策略后我们发现，一些方法只能提供“大致上的公平”，而其他策略则更加完善。交易技巧常起着重要的作用，有时甚至会影响全局。上述各章均会使用商战案例来展示潜在的陷阱，说明技巧之间的关联。此外，那些反映交易条款实际上如何被商定的数据则能够帮助我们了解某些条款使用的普遍程度，从而使我们对这一领域更加熟悉。而从真实合同中选取的条款范例则为我们示范了成功交易所使用的语言。

接下来，本书分析了收购合同的整体框架，详细阐述了不同的交易结构（即股票销售、合并、资产出售和其他复杂的结构），并详解了从业者从中选择所应遵循的标准。

## 商战案例

从商战中选取的案例使我们能够身临其境地感受到在真实的交易中，什么才是事关成败的。通过强调布局的重要性，每个案例都重点阐明了交易各方竭力解决的问题、轻视甚至忽视的问题。他们的成败都为我们提供了值得借鉴的经验教训。归根结底，明白并能够笑对他人的错误才是理解步步为营为何如此重要的最佳方式。

## 商战故事

---

30个商战故事以案例的形式揭示了交易条款的运作方式。其中涉及的核心问题从概念上讲是“基于真实案例的”，但它们全部是虚拟的作品。

书中各部分所描述的每个错误和问题都实际发生过，但是，书中的商战故事与真实交易没有关系。请勿同任何交易方或律师（特别是犯过错误或在意外事件中落败的那些）对号入座。如有雷同，纯属巧合。

---

## 市场

律师一开始总是在将其专业知识量化方面比较缓慢。但是，随着时间的流逝，律师们越来越能轻松自如地从交易中收集并计算数字，他们与日俱增的量化意识也逐渐渗透到他们的实际工作中。

本书使用量化分析，观察各类交易如何适用于各种可见的市场模式，同时，防止大家对交易采取简单化、先入为主的处理方式。毕竟，一套加权平均的条款实际上是不能适用于任何情况的。在真空中审视任何一个交易点都可能导致交易各方忽视交易点之间的相互作用，或潜在的交易方的具体要求。

但是，随着对交易条款的量化研究越来越多，交易者会越来越易于受到先例的影响，使用标准化的条款，这也将为这些条款逐渐获得支配性地位开辟道路。逐渐地，无论一般条款是否符合某个具体交易的实际情况，都可能变为标准条款。了解“市场化条款”的组成（即在交易中成为普遍条款的内容）对于争取价位至关重要，同时，还能成为帮助我们说服对方“这是一个公平价位”的有力工具。

## 市场

近100个“市场”板块均选自作者参与的交易研究项目和其他各种公开的研究项目。因此，该数据代表了源于多个独立来源的元分析的归纳。

量化分析因研究不同而意义各异，不同的结果源于以下因素。

- 样本规模。样本规模越小，结果越容易受到外围交易的影响。
- 样本选取标准。研究不能考虑到所有可用的数据，因而研究项目挑选和选择数据的标准会对结果造成影响。
- 研究的时段。根据定义，潮流不断变化，研究针对的时间段也会对结果造成影响。
- 交易种类的混合。不同的交易种类组成了它们各自的市场。一种或多种交易种类也会对结果造成影响。

为避免大家误解对交易条款的量化分析是精确的科学，本书所有结果只取大致范围。误差根据具体情况会有所不同，可能在5%左右，或者在1/3甚至1/2的范围内。

## 条款范例

条款范例展示了措辞的模式和重要的条款起草选择。一般情况下，这些例子可以代表“标准”语言，或者可以作为从业者的素材供其调整，以适应具体交易案。

## 条款范例

超过140个“条款范例”均基于作者曾使用的和真实公开交易中使用的规划方案。

[文本]指条款起草方案。它展示了买卖双方可能会商讨的议题，或是有些激进的条款。括号也可用于总结缺少的文本，以表明例证对某一主题的针对性。

下划线用于强调重点字词或短语。

## 诉讼尾注

好的合同在谈判过程中总会考虑到未来诉讼的可能。制定合同的规则告诉我们鉴于缔约双方在起草合同条款时是相对自由并符合自己意愿的，因而法庭的主要职责是解读缔约双方的目的。

法庭首先对书面文字进行浅显易懂的解读。在此过程中，法庭会认定律师了解优先的判例法。但恰恰相反的是，从业者在起草时会默认法典而非判例法是解读条款及他们决定避免并不予讨论的内容的主要根据。判例法为律师确定沉默何时对其有利或不利，何时应就有疑问的地方做出澄清提供了依据。

用于阐明上述问题的一部分案例散布在本书的约100个诉讼尾注中。它们并非为了明确地叙述某一具体诉讼中的判例法，而是为了强调条款起草过程中必须要解决的议题种类，以使你的客户免于陷入相似的诉讼中。



## 第二章

# 准备交易

## 概述和保密协议

### 交易准备过程概述

交易开始的方式多种多样，但交易的准备过程一般都遵循着相对标准的轨迹。在一方向另一方提出交易这一概念之后，交易准备过程就开始了。

如果交易双方都对某个正式的商讨有足够的兴趣，那么第一步应该是商定保密协议。这一协议能够保护交易目标的商业敏感情报，并要求双方对所有交易谈判的内容保密。保密协议还包含其他重要的交易过程条款。这些条款有：

- “互不挖墙脚”条款（也称“禁止雇用”和禁止招揽对方员工条款），限制投标人试图雇用目标公司最佳员工的行为；
- 中止协议，防止投标人在交易不能通过友好协商达成时，对上市公司采取恶意破坏行动。

如果一项交易可能涉及尽职调查，那么投标人可以要求获得独家谈判权。独家谈判权协议可防止目标公司或卖方在某一限定时间内同其他竞标方合作。这一协议给了投标人喘息的空间和保证，确保了卖方不会

与其他竞标者进行谈判。

大多数情况下，下一步，交易各方将进入合同的全面协商阶段。如果交易复杂，那么他们可能首先会在条款说明书上或在更具叙述性的意向书上列出重要条款。上述文件提供了交易概要，并确保交易各方在进行更为详细、全面的交易文件制定之前，所了解的情况大致相同。条款说明书和意向书是对谈判立场的概述，不具备约束力。它们不是具备约束力的合同，只是即将起草的正式合同的路线图。

下一章中，我们将会分别阐述上述每一项条款。

## 保密协议

几乎在任何一种交易中，潜在的买方都有获取有关目标公司非公开信息的途径。尽职调查会努力调查关于目标公司架构、债务和发展前途等方面的意外信息，并完善买方的金融分析工作。

虽然买方经常在完成尽职调查之前给出一个参考价格或价格区间，但买方通常需要多方面的非公开信息才能最终确定有约束力的交易价格。

根据目标公司的不同，一些公开信息是对外公布的。但是，如果目标公司是私有的，那么买方很难获得公开信息，他们只能依赖于尽职调查所提供的信息。

如果目标公司是上市公司，那么根据美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, 以下简称SEC）的信息披露规定，有关该上市公司的基本信息将会对外公布。如果目标公司是上市公司的分公司或上市公司的一部分，特别是如果SEC提供的信息中不包含专门针对目标公司的金融情况报告，那么该信息对于买家而言则不具有针对性。无论情况如何，掌握更多的信息总是必要的。

目标公司考虑买卖双方的情况，常会为尽职调查提供信息。但买方必须同意不将该信息披露给第三方或用于除评估该交易以外的其他目的。

目标公司理应避免不必要的信息分享。竞争者可能利用信息获取竞

争优势，潜在的新兴企业可能出于战略目的利用该数据，确定是否进入市场。如果客户事前知道目标公司的内部净收益率，那么该目标公司会在商业交易中遭受损失。

下文将会概述保密协议中的核心限制条款和它们是如何起作用的。本章还会探讨：保密内容的范围和几种例外情况、“返还或销毁”信息的义务和“返还或销毁”过程的结束，以及保密协议何时和如何结束。

本章重点探讨保密信息。然而，交易各方常常签署的是双项协议。例如，目标公司如果想对买方股票有所了解，则可能对买方进行尽职调查，那么买方会要求目标公司对交易谈判内容保密。

## 尽职调查

尽职调查的原因有以下几点。一是根据美国公司法，公司董事会应遵循信义义务中的谨慎性原则。二是根据制约股票买卖的证券法，如果出现与销售股票相关的重大错报或误导性疏漏，股票发行公司及其董事会（和其他人）会被问责。根据美国证券法，董事会可以进行辩护，免于承担责任：董事会需证明其在履行责任时尽职尽责。<sup>1</sup>在商业和法律方面进行全面的尽职调查是进行尽职辩护的核心。

然而，尽职调查不仅仅是为了规避美国证券法责任。它可以追溯到“购者自慎”（let the buyer beware）这一罗马法律原则。根据这一原则，除非卖方主动隐瞒潜在缺陷，否则，买方不得以缺陷造成资产不能满足一般要求为由退货。正如后续“赔偿条款”章节提及的，<sup>2</sup>买方因损失要求退货在很多方面都受到了限制。由于这些限制条件，购者自慎原则仍然适用。销售相对而言是最终的交换，而且，确保自己对交易满意再签合同是买方的责任。

## 商战故事

---

一个战略投资者正在计划从自己一直关注的一家亚洲企业购买股份。对于买方而言，这个交易很小，但前景却非常广阔。由于交易规模小，

买方认为对于预算只进行小范围的尽职调查即可。

卖方提供了尽职调查文件，文件称目标公司拥有在本国以外重要市场的长期、独家音乐知识产权。该尽职调查文件为全英文。这些文件，包括国有音乐公司的盖章证书在内的翻译版，均为官方提供。

美国律师方和尽职调查小组认为一切都很好。买方和目标公司签署了独家谈判协议，并开始就交易进行谈判。在交易进行的过程中，买方还在目标公司的所在地聘请了当地的律师。

在当地律师审查已被“翻译”成英文的重要（当地语言的）尽职调查文件时，他们震惊了。目标公司根本没有独家音乐知识产权许可证，而只是销售其音乐知识产权的“代理”。该公司没有许可证，而且它们的代理关系可以在任何时候随意终止。

在深入调查之后，人们发现提供官方英文翻译文件的当地官员与目标公司的一位董事有关系。

因避免难堪，买方仅选择放弃，而没有控告其欺诈。买方损失了时间和法律费用，但是细致的尽职调查使其免受更大的损失。而之后该目标公司是放弃，还是继续寻找下一个粗心的买家，买方并未继续调查。

---

## 信息披露的限制条件

保密协议限制买方向第三方披露秘密信息。这是该协议的核心组成部分。虽然该限制条件好像很简单，但它涉及谁是第三方、谁不是第三方的问题。一般来说，除外条款允许将秘密信息披露给买方的代表。代表包括投标方的内部员工和金融顾问、会计和律师等外部代理人。其他人都算作第三方。

### 条款范例

信息接收者应对所接收的所有秘密信息保密，且不得向任何人披露全