

让 金 融 家 看 得 更 远

2009 · 01

总第43期 / 2009第1-2期 定价:RMB80元

<http://www.modernbankers.com>

当代金融家 | Modern Bankers



封面人物：姜建清

刘鸿儒解读工行成立背景

五道口议事厅 人民币：贬值还是不贬

并购业务：商业银行转型的战略方向

ISSN 1673-2405



0.1 >

7716731360055



贷款承诺函里的“机关”

——商业银行开展并购贷款业务的法律风险与对策

Tricks in a Loan Commitment: Legal Risks Facing Commercial Banks in M&A Deals

文/何杰

2008年12月9日,中国银监会公布了《商业银行并购贷款风险管理指引》(以下简称“《并购贷款指引》”),解禁了冰封12年之久的商业银行并购贷款业务。《并购贷款指引》的出台,无疑将会拓宽企业的融资渠道,创新融资方式,帮助国内企业更好地应对当前的国际金融危机。

然而,对于习惯了吸收存款、发放固定资产贷款、流动资金贷款、办理结算等传统业务的中国商业银行而言,并购贷款业务的开闸,可能仅仅是问题的开始。

中国的商业银行由于此前受限于《贷款通则》第20条“禁止向借款人提供股本权益性贷款”的约束,在此方面的审批规范与风险控制几乎还是空白。尽管此前在经监管部门事先批准的情形下,商业银行也可涉足并购贷款领域,但此类借贷多用于支持央企的海外并购,与完全市场化的并购贷款所面临的风险不可同日而语。

而《并购贷款指引》在风险控制与银行尽职调查等方面只是给了商业银行原则性的指导,更多的裁量权还是留给了商业银行自身。金融危机的爆发以及经济形势的恶化,已经使多家承诺提供并购贷款的国际银行牵涉到并购交易的诉讼之中。因此,对于中国的商业银行而言,如何控制并购贷款风险显得尤为关键。

对银行而言,并购贷款的风险可分为两部分:发放并购贷款前的风险和并购贷款发放后的收回风险。并购贷款发放后的收回风险与一般贷款无异,而并购贷款发放前的风险则由于并购交易本身的复杂性而不同于一般贷款。由于并购活动是一项复杂且耗时的工程,从贷款承诺函的签署、贷款协议的达成,到并购贷款的发放,一般需要数月甚至数年的时间,这期间收购方与目标公司的变化、市场环境的变化等均与贷款银行息息相关。当上述情形发生不利变化时,银行如何避免损失退出交易?

本文将主要围绕银行发放并购贷款前的风险展开讨论,并在此基础上提出建议,希望能对中国的商业银行开展并购贷款业务有所启发。

贷款承诺函(Commitment Letter)的风险

国际并购实践中,收购方为收购目标公司,通常需要获得银行的贷款支持。在与卖方或目标公司管理层的谈判中,银行的贷款承诺函往往是收购方必要的砝码。其步骤一般如下:首先,收购方向卖方或

目标公司管理层发出收购要约并进行初步协商;其次,收购方与银行协商以获得银行的贷款承诺函;最后,并购双方签署并购协议。在并购协议的各项先决条件得到满足后,收购方与银行在贷款承诺函的基础上进一步协商并签署正式的贷款协议,之后银行根据贷款协议发放并购贷款,并购双方进行交割,并购交易得以完成。

在不同的市场环境下,贷款银行与作为借款人的收购方地位会不同,而银行作出的贷款承诺函所包含的具体内容也会有所不同。若银行处于强势地位,收购方可能仅会要求银行出具内容较为原则概括、可执行性相对较弱的贷款承诺函(类似中国商业银行出具的贷款意向书);若收购方处于强势地位,则其可能会要求银行出具内容详尽、可执行性较强的贷款承诺函。而近两年,由于国际并购市场的活跃,越来越多的目标公司在对外出售招标中,将收购方是否获得银行详尽的贷款承诺函作为与其谈判的条件之一。但正是这样一份国内并没有引起过多关注的贷款承诺函,使银行深陷并购贷款泥潭。

风险之一,违约责任(Liability for Breach of Contract)。

贷款承诺函作为附条件的单方承诺,对贷款银行具有法律约束力。如果贷款承诺函中的各项条件得到满足或豁免,银行则有义务与收购方按照贷款承诺函中的各项约定签署贷款协议,否则即要承担违约责任。受金融危机的影响,一些银行宁愿向收购方承担违约责任也不愿继续参与贷款数额巨大的并购交易。但是,银行根据贷款承诺函需要承担的违约责任的范围却会根据个案的不同而有所区别。

如果银行在贷款承诺函中明确约定了违约金数额,银行自然可以通过支付约定数额的违约金退出交易。但在没有约定违约金数额的情形下,则需视情形而定。一般情况下,收购方会根据其能证明的损失,要求银行承担赔偿责任,前述损失通常包括收购方为寻找其他借款银行或融资方的额外支出。如果收购方没有找到其他的替代融资方而被迫与目标公司解除收购协议,收购方还可能会要求银行支付其向目标公司支付的分手费(Break-up Fee)。

2007年7月12日,瀚森特种化学品公司(Hexion Specialty Inc)(以下简称“瀚森”)与亨斯迈聚酯公司(Huntsman Corporation)达成《股权购买协议》,根据该协议,作为收购方的瀚森将为本次收购支付总计106亿美元的价款,德意志银行纽约分行(Deutsche Bank AG New York Branch)(以下简称“德银”)与瑞士信贷(Credit Suisse Securities (USA) LLC)(以下简称“瑞信”)承诺为瀚森的本次收购提供不少于

特别报道

65 亿美元的贷款。收购协议签订后，亨斯迈受原油天然气价格上升以及金融危机的影响，损失惨重。原定于 2008 年 4 月 5 日完成的并购交易，因为并购双方以及其与贷款银行之间的诉讼，被一再推迟。2008 年 12 月 15 日，双方终于达成合意，终止了此前的收购协议。而终止的重要原因就是原本向瀚森承诺贷款的德银与瑞信拒绝根据其出具的贷款承诺函为本次收购提供贷款。2008 年 12 月 19 日，瀚森发布公告称德银与瑞信同意向瀚森支付 3.25 亿美元的违约金，以补偿瀚森终止并购交易需付给亨斯迈的分手费。本案中，贷款银行就是以代替收购方支付分手费的方式承担了违约责任。

风险之二，实际履约 (Specific Performance)。

一般情况下，贷款承诺函仅对借贷双方的权利义务作框架性的约定，内容通常只包括承诺贷款的额度、承诺的有效期限、发放贷款条件等。多数情况下，法院不会支持收购方要求银行实际履约的诉求，但如果银行在贷款承诺函中做了不当承诺，并过多地放弃了自己的权利，也会存在被法院判令实际履约的风险。

Clear Channel 收购案即是一例。

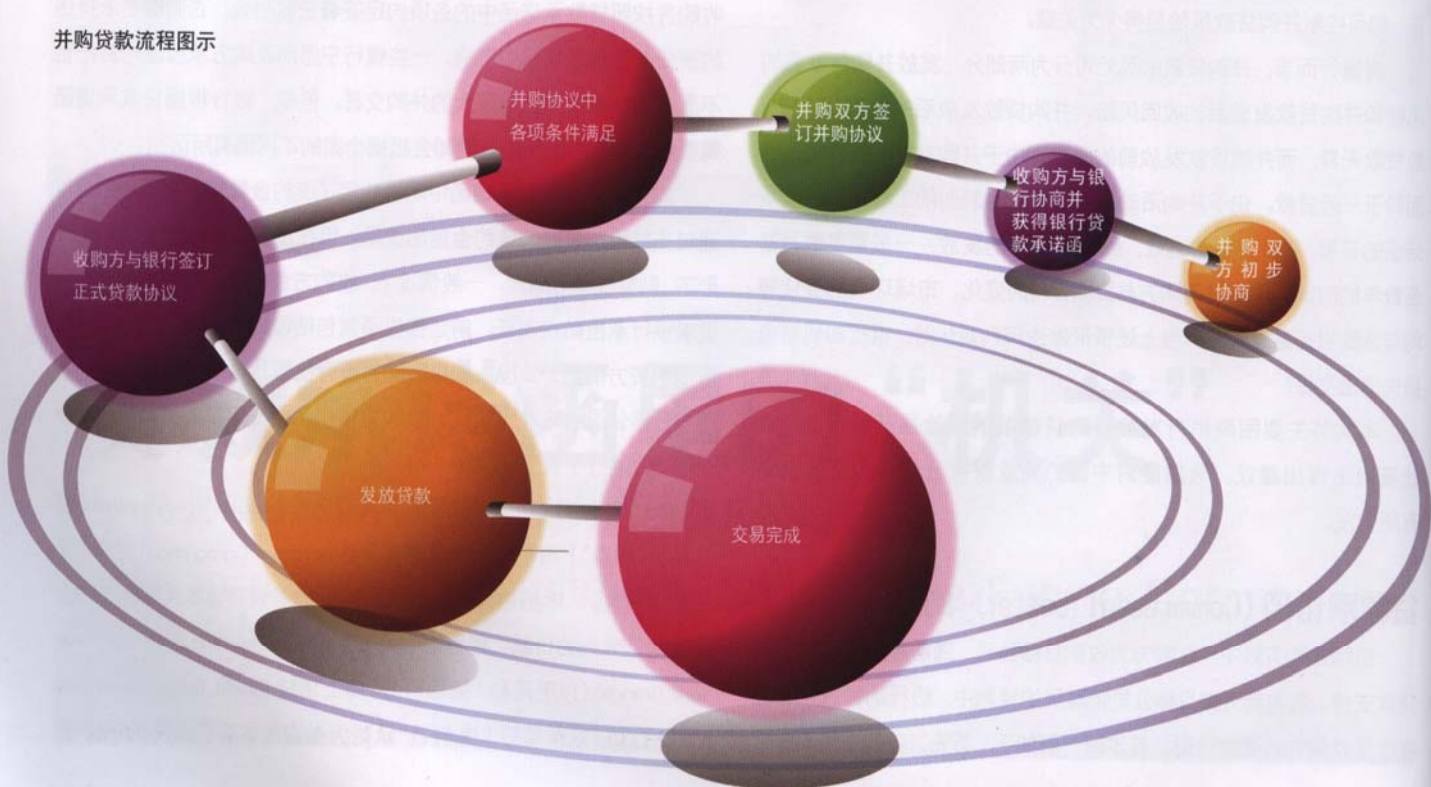
2006 年，BT Triple Crown Merger Co., Inc. 等 3 家公司意欲通过并购

贷款以收购美国最大的广播及户外广告公司 Clear Channel。由于市场前景被看好，多家银行竞相为收购方提供并购贷款。花旗集团全球市场公司 (Citi Group Global Markets Inc.)、北美花旗银行 (Citi Bank, N.A.) 等十多家银行组成的银团为获得这一贷款业务，承诺以优惠条件向收购方提供高达 220 亿美元的并购贷款。前述银团提供的最吸引人的优惠条件，莫过于在 2007 年 5 月出具的贷款承诺函中放弃因市场重大不利变化 (Market Material Adverse Change, "MAC") 而退出并购贷款交易的权利 (而一般情况下，这一权利恰是贷款银行最看重的权利，是贷款银行为自己留下的退路)。但是，贷款承诺函出具后不久，信贷市场即急速恶化，银团便想方设法退出上述交易，收购方随即向法院起诉银团。

法院经审理后判令银团须实际履约，其主要原因就在于贷款承诺函详尽细致且经各方充分协商以至其被赋予了充分的法律效力。

首先，银团出具的贷款承诺函长达 71 页，对各方的权利义务做了非常详细的规定，可供进一步协商的“开放点”微乎其微。目标公司 Clear Channel 曾明确表示，如果没有银团的贷款承诺函，其将不会选择与收购方发生交易。为此，收购方在与银团的协商中，要求银团保证提供并购贷款，而不管并购交易签约日至完成日市场状况如何变化；同时，

并购贷款流程图示



贷款承诺函约定，即便银团最后无法联合贷款，单个银行也负有提供并购贷款的义务。法院认为，贷款承诺函的条款充分表明了银团的态度——无论借贷市场发生什么变化，银团都将信守提供并购贷款的承诺。此外，银团在并购交易前期表现积极，激励促成并购协议的签订，导致其后来对提供贷款以使并购交易顺利进行负有不可推卸的责任。

风险之三，侵权责任 (Tort Liability)。

一般情况下，如果银行在贷款承诺函中的各项条件获得满足后拒绝为并购提供贷款，收购方会要求银行承担违约责任或者实际履约。

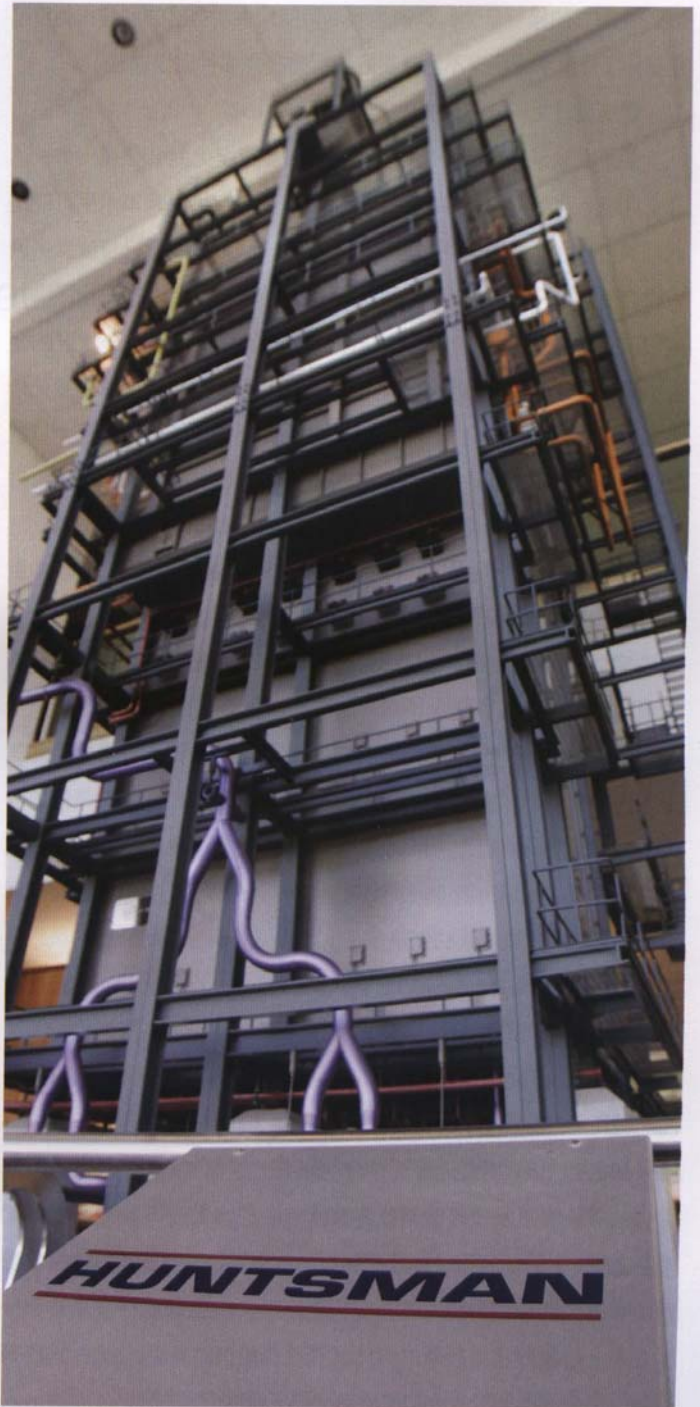
然而，在国际并购贷款的实践中，贷款银行还会有另外一种风险，即英美法中的经济侵权 (Economic Torts)。如果目标公司能够证明贷款银行是故意违反贷款承诺拒绝提供贷款，且贷款银行明知拒绝贷款的行为会导致并购交易最终不能完成时，则可对贷款银行提起侵权诉讼。

在上述的瀚森对亨斯迈的收购中，尽管瀚森已经与亨斯迈达成协议终止并购交易，但亨斯迈对德银与瑞信两家贷款银行的诉讼并没有因此而终止，亨斯迈以贷款银行侵权为由将其起诉至德州蒙哥马利法院，其理由是德银与瑞信恶意介入其与 Basell AF 的并购交易，并在其与瀚森的交易中，恶意阻碍收购的完成。

2007年6月25日，Basell AF 与亨斯迈签订《股权收购协议》，该协议约定前者以每股 25.25 美元，总计 96 亿美元的价格收购亨斯迈。然而就在协议签订后的两天，瀚森就以每股 28 美元的价格对亨斯迈发出了收购要约。收购价格上的差距最终使亨斯迈解除了与 Basell AF 之间的协议，并于 2007 年 7 月 12 日与瀚森签订《股权收购协议》。亨斯迈认为，当年正是两家银行对瀚森的怂恿，才使其介入到亨斯迈与 Basell AF 的并购交易中，也正是因为两家银行为瀚森提供的高额贷款承诺，才使瀚森得以在竞价中胜出。如今两家银行却故意拒绝提供贷款并恶意阻碍收购完成，其行为已经给亨斯迈造成巨大的损失。受诉法院在经过证据开示 (Pretrial Discovery) 等审前程序后，确定将于 2009 年 2 月 9 日开庭审理此案。

贷款承诺函的谨慎设计

理论上，贷款承诺函对各方权利义务的约定越是框架化就越能降低银行须实际履约的风险，但实践中，过于松散的贷款承诺函可能不会获得收购方的接受。所以，银行在出具贷款承诺函时既要考



2007年7月12日，瀚森特种化学品公司 (Hexion Specialty Inc) (以下简称“瀚森”) 与亨斯迈聚氨酯公司 (Huntsman Corporation) 达成《股权购买协议》，但该协议最终终止。终止的重要原因就是原本向瀚森承诺贷款的德银与瑞信拒绝根据其出具的贷款承诺函为本次收购提供贷款

虑到收购方的接受能力，同时也要尽可能地保护自己的利益，为自己在签订了贷款承诺函又不愿意实际履行时提供多种退出途径。

谨慎设计之一，市场变化条款 (Market Flex)。

由于贷款承诺函的作出到实际履行贷款义务之间会存在一个长达几个月甚至几年的时间跨度，借贷市场、金融市场及利率水平可能在此期间内都会发生变化，以至于银行根据贷款承诺函履行贷款义务后可能会使银行产生巨大风险。为避免上述情况下商业银行无法提供并购贷款或无法提供足额的并购贷款而向收购方支付违约金状况的发生，贷款银行应当将借贷市场、金融市场及利率水平等未发生变化作为发放贷款的先决条件，或将其变化作为调整贷款额度甚至整个贷款框架的条件，在贷款承诺函中明确约定。

谨慎设计之二，可偿债能力意见 (Solvency Opinion)。

并购贷款中，借贷的主体为收购方，然而在收购完成后还款的主体可能是收购方与目标公司合并后新的实体或者是目标公司。因此，收购完成后，新的实体或目标公司是否具有偿债能力对商业银行而言极为关键。

根据国外的经验，贷款银行在贷款承诺函中一般会要求将独立第三方提供的并购完成后目标公司或并购完成后的新实体的偿债能力意见作为其提供贷款的先决条件，同时会要求该偿债能力意见能够令银行合理满意。中国的商业银行也可以将使其合理满意的“偿债能力意见”作为提供并购贷款的先决条件，以降低并购贷款所面临的风险。加拿大 Bell Canada Enterprises Inc (“BCE Inc”) 收购案充分说明了上述偿债能力意见对于贷款银行预防风险的重要性。

2007年6月29日，Ontario Teachers' Pension Plan, Providence Equity Partners LLC, Madison Dearborn Partners LLC 和 Merrill Lynch Global Private Equity 与 BCE Inc (加拿大最大的通信公司) 签订了410亿美元的股权收购协议。如果本次收购得以完成，其将成为有史以来最大的并购交易之一。以花旗银行、德意志银行、苏格兰皇家银行为首的多家银行为本次收购承诺提供340亿美元的贷款，但贷款的先决条件之一就是有一份收购完成后新的实体具有偿债能力的意见。2008年12月11日，毕马威出具了一份并购后新公司无偿债能力的意见 (Insolvency Opinion)，上述几家银行在收到该意见后，旋即宣布退出本次交易。不过，并购交易的双方可能会因为12亿美元分手费的问题对簿公堂。

《华尔街日报》报道称，退出本次交易，可能会使上述银行减少

差不多120亿美元的损失，同时还将毕马威的这份无偿债能力意见誉为是“贷款银行在圣诞节前夕收到的最好圣诞礼物”。

谨慎设计之三，重大不利变化条款 (MAC/MAE)。

重大不利变化条款通常是并购协议中不可或缺的一部分，即从一个确定的日期开始 (通常是协议签署日或生效日) 到交易完成日，目标公司的相关事项，如资产、业务、运营、财务等没有发生重大不利变化或受到重大不利影响，否则收购方有权退出交易。贷款承诺函中贷款银行同样也会将收购方或目标公司未发生重大不利变化作为提供并购贷款的先决条件。但与并购协议中的重大不利变化条款不同，在并购贷款协议中，银行除了会要求收购方、目标公司没有发生重大不利变化外，有时还会要求一个范围更加广泛的重大不利变化条款，即不仅包括目标公司的相关事项，还包括借贷市场或整个金融环境等。

近一年来，国际并购贷款实践中所产生的争议，几乎均与贷款承诺函相关。因此，在目前的市场状况下，银行应尽可能地避免向并购方提供约定详尽的贷款承诺函，而是选择对其法律约束力相对较弱的贷款意向书，以降低因市场变动可能带来的风险。

并购贷款另一部分的风险则与银行普通贷款的风险相仿，即借款人未来还款的风险。在国际并购贷款实践中，银行为了控制借款人的资金，还会约定借款人的强制提前还款条款 (Mandatory Prepayment Clause)，即在特定情形下银行有权要求借款人将其在特定情形下拥有的资金提前偿还贷款。这些特定情形一般包括：还款人所拥有的超过双方约定比例的现金流；还款人因资产处分、退税、第三方赔偿或补偿、保险赔偿金支付等所得收益；以及因还款人发行股票、债券等所得收益。

并购贷款业务的开禁不但意味着为企业的并购活动提供了一条重要的融资渠道，也意味着为国内商业银行开放了一项前景广阔的业务。然而，机遇总是与风险并存，尤其在目前的经济环境下。并购贷款中，银行除了关注并购的可行性 (包括并购是否属于战略并购、并购双方是否能够形成协同效应等)，担保的安全性之外，还应当将目光投放于并购贷款发放前的风险。通过专业的团队、谨慎的条款设计，为银行在签订贷款承诺函后至实际提供贷款前的这段期间内发生不利变化时，如何全身而退做好打算和安排。在全球化和中国经济环境不断开放的背景下，了解和研究国际实践，对在并购贷款中保障自身安全和利益具有重要的意义。☞

(作者为资深并购律师，本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见。)