

让 金 融 家 看 得 更 远

2009·05

总第46期 / 2009第5-6期 定价:RMB160元  
<http://www.modernbankers.com>

# 当代金融家 | Modern Bankers

ISSN 1673-2405



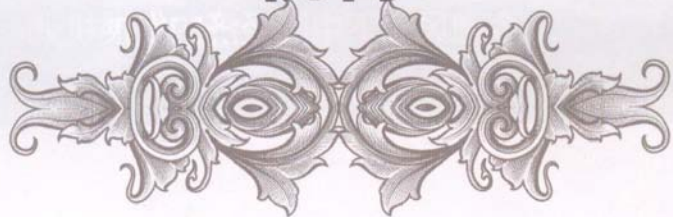
## 金融新锐

王丽丽：一位女银行家的成功“秘笈”

人民币，下一个王者？

当政府掣肘商业并购

机构



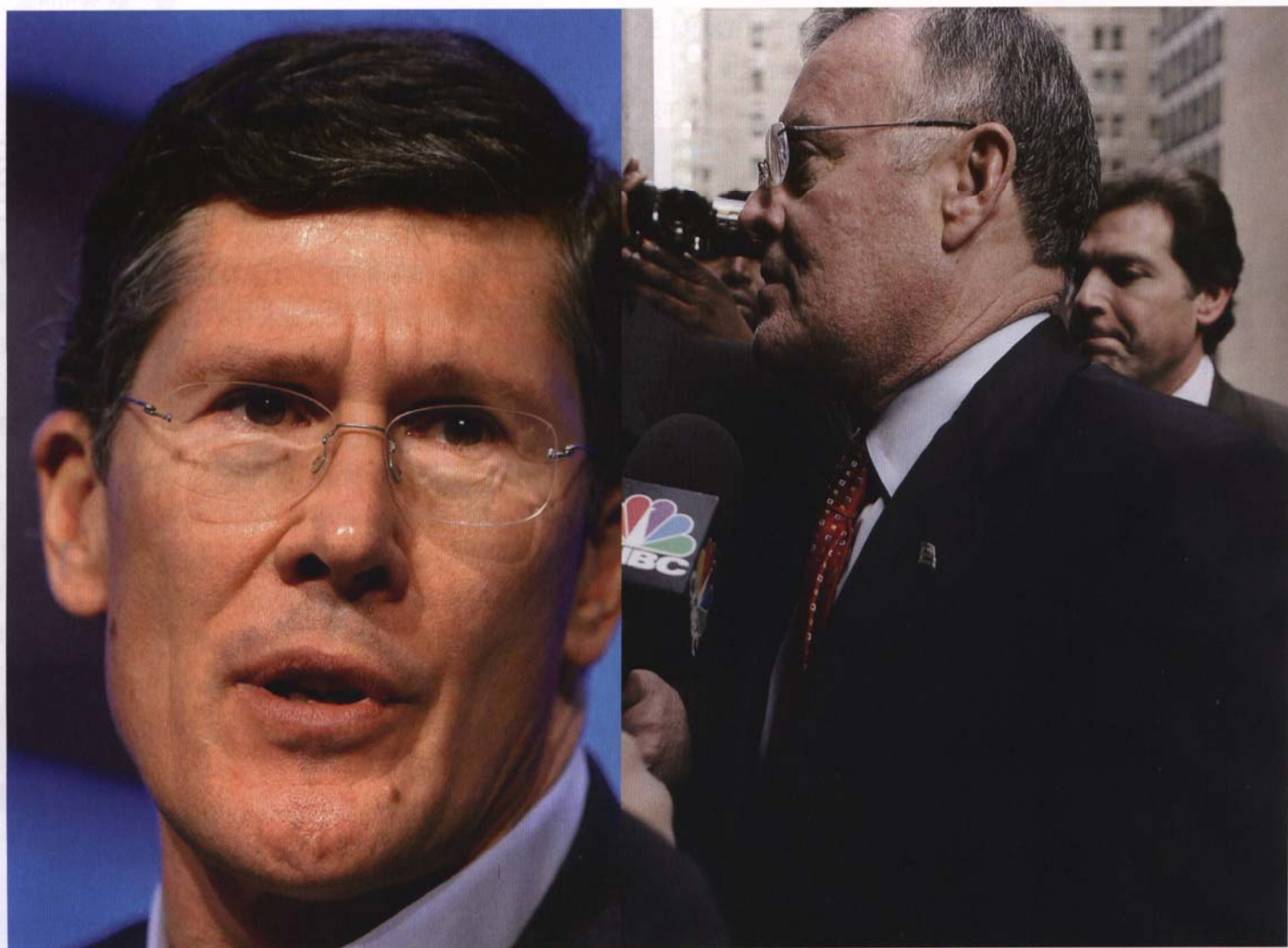
# 当政府掣肘商业并购

——谁为美银、美林的“政治婚姻”买单？

When Government Meddles with M&A, Who Will Bankroll the Dear Price?

A Case Study on the Bank of America - Merrill Lynch Shotgun Wedding

文 / 何杰、孙丛坤、何锋年



刘易斯和塞恩导演了美银收购美林的“大戏”

危机下的并购，湍流密布，暗礁随现，即使是在美国银行收购美林证券这样的大案中，也会明枪易躲，暗箭难防。

本刊发表柯杰律师事务所三位律师撰写的案例分析，从律师的视角，审视这个大并购中的黑洞。

# 金

融危机爆发以来，华尔街五大投行中的贝尔斯登 (Bear Stearns Co.) 最先崩溃，于 2008 年 5 月 31 日被摩根大通 (JP Morgan Chase & Co.) 以每股 10 美元的低价收购。其后，由于美国政府拒绝施以援手，拥有 158 年辉煌历史的雷曼兄弟 (Lehman Brothers) 于 2008 年 9 月 15 日申请破产保护。受累于两大同行的颓势，美林证券 (Merrill Lynch & Co.) (以下简称“美林”) 股价大幅下挫，在金融危机的漩涡中越陷越深，当“美林会不会破产”成为一个热议话题时，美国银行 (Bank of America Corp.) (以下简称“美银”) 于雷曼兄弟申请破产保护的同一天公告称，其已经与美林达成收购协议，将以换股方式收购美林。后者因此免于步雷曼兄弟之后尘。

但是，自收购协议签订 (2008 年 9 月 15 日) 至今，围绕着美林 2008 年第四季度的巨额亏损及美林的奖金事件等问题，美银与美林矛盾不断，愈演愈烈。美银部分股东认为，美银 CEO 肯尼斯·刘易斯 (Kenneth Lewis) 处理此项交易时没有向他们完整、及时地披露相关信息，因而不仅要求刘易斯辞职，甚至对美银提起诉讼，要求美银赔

偿股东损失。同时，美林 CEO 约翰·塞恩 (John Thain) 因美林大幅亏损及奖金发放备受指责，司法部门迫于压力介入调查。

这桩发生在金融危机背景下的大型收购交易正因多方势力的介入而变得越来越复杂。

## “奖金门”事件

根据美国《华尔街日报》(The Wall Street Journal) 2009 年 3 月 16 日的报道，接受美国政府累计达 1700 多亿美元救助款的美国国际集团 (American International Group Inc., AIG) 将向公司员工发放 4.5 亿美元的奖金，此消息引得全美上下一片哗然。美国国会网站 2009 年 3 月 19 日公布的资料显示，美国国会金融服务委员会 (The Committee on Financial Services) 提议，国会授权美国政府采取一切必要手段阻止 AIG 奖金的发放，并进一步提议禁止已接受美国政府援助的公司向其高管或员工发放与绩效评估 (performance measures) 无直接关系的“不合理的、过高的 (unreasonable and excessive)”奖金。虽然该提议在 2009 年 3 月 19 日的众议院表决中未获通过，但足可

见 AIG 发放奖金的行为造成的影响之大。

相较之下，在 2008 年 12 月底就已经拿到奖金的美林高管的运气要好得多。根据纽约州司法部长安德鲁·库莫 (Andrew Cuomo) 的调查，美林在收购交易完成前向 3.9 万名员工发放了 36 亿美元的奖金，其中有 696 人每人收到了超过 100 万美元的奖金，14 人总计收到了 2.49 亿美元的奖金，更有 4 位高管的奖金总计超过 1.21 亿美元。

由于美国政府用纳税人的钱向美林提供了 100 亿美元的救助款，因此美林向其高管及员工发放奖金的做法引起美国民众的强烈指责。美国民众的心情或许正如一位美国老兵在接受媒体采访时所言：“如果你借钱给别人救急，你肯定不希望看到他第二天去买豪华汽车。”

美国民众的愤怒虽然可以理解，但事实上美林的做法却并不违法。为留住人才，公司在与高管签订的协议中通常给高管开出较高的年薪，外加丰厚的年终奖，一些公司为了防止竞争对手的恶意收购，还会设置诸多的“金色降落伞” (Golden Parachute) 条款，即公司控制权发生变化且公司高管因此被辞退时，公司高管可领取丰厚补偿



美国政府是这起收购背后的“制片人”。早在2008年12月中旬，美林的亏损刚刚显现的时候，刘易斯就向美国财长亨利·保尔森（Henry Paulson）以及美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）说明了美林的亏损状况，希望美国政府支持美银退出此次收购交易，但是保尔森和伯南克都警告刘易斯不要退出，称美银的退出将使美林陷入无法挽救的困境，并对美国市场造成巨大冲击

金，以此增加收购方收购成本。除协议中另有约定外，公司与高管签订的协议一般不会因经济环境的改变而改变。所以，尽管美林2008年亏损严重，但美林高管根据协议领取奖金的权利不应受到影响（与公司业绩挂钩的部分除外），尽管从道德上说，他们似乎不应该，就当下的经济状况而言也不合时宜。

此外，作为最直接利益相关者，美银的股东对美林发放奖金一事自然也多有不满。

但是，美银股东无权直接要求美林作出赔偿，因为正如刘易斯以及美银新闻发言人公开表示的那样——收购交易完成前，美林仍然是一个独立的公司，美银高管层对美林的决策“只能提出建议，不能做最后决策”。然而，美林免于对美银股东作出赔偿并不意味着刘易斯及美银董事能够免于美银股东的诘难。美银股东认为，在收购美林的过程中，刘易斯及美银董事会并没有向他们及时、完整地披露相关信息。

如果不是金融危机，美林发放奖金一事或许不会引起美银股东的不满。一般情况下，在并购交易中，目标公司的人力成本也是收购方的关注点之一，但并非决定性因素，只是在金融危机的大背景下，人力成本的重要性更为凸显。相对于美林的资产规模而言，36亿美元的奖金额度并不算大，但是在接受美国政府100亿美元救助款，且2008年第四季度大幅亏损的情况下，36亿美元就异常重要了。倘若美银在交易文件中约定，交易文件签署后美林不得向其高管及员工发放奖金，或者把美林高管及员工放弃部分或全部奖金作为收购条件之一，则奖金问题或许一开始就不会出现。

迫于各方压力，纽约州司法部长库莫先后给塞恩、刘易斯以及美林、美银的其他高管送去传票，以调查他们是否向股东隐瞒了相关信息，违反了法律对信息披露的相关规定，在达成收购交易时未将高达58亿美元的奖金计划（最后实际发放的是36亿美元）公布于众。

虽然美国司法部门最终介入调查，但是正如前文所述，美林根据与高管及员工签订的协议发放奖金并不违法，库莫也只能从董事及高管对公司的忠实勤勉义务着手，从信息披露的角度调查塞恩及刘易斯等相关人员。即便已领取奖金的高管及员工退回部分或全部奖金，那也更接近于一种“杀富济贫”以平民愤的做法，而非高管应受的法律制裁。更妥当的做法或许是，美国政府在提供救助款时，把高管或员工削减或放弃年终奖作为公司获得政府救助的条件之一。

## 迟现的黑洞谁之过

从刘易斯接受英国《金融时报》（Financial Times）采访时透露的信息可知，刘易斯对美林提前发放奖金一事完全知晓，所以，其愤怒很可能只是附和公众之需。真



如果美银在交易文件中将“财务状况发生重大不利变化”  
用数字具体化，美林的亏损问题或许就能迎刃而解



正让刘易斯不满的，是美林 2008 年第四季度的巨大亏损黑洞以及塞恩在得知亏损后不负责任的做法。

根据《华尔街日报》2009 年 2 月 8 日的报道，2008 年 12 月 8 日，即美银、美林股东通过收购交易后的第三天，美林在曼哈顿召开了收购交易完成前的最后一次董事会，塞恩在会上通报称，美林处于持续亏损状态，但塞恩解释，鉴于当时的经济环境，亏损并没有超出正常范围。第二天，美银首席财务官乔·普莱斯（Joe Price）向美银董事详细介绍了美林的亏损状况。

根据相关数据，美林 2008 年第四季度亏损已达 150 多亿美元，美银律师团中的部分律师认为，美银可以援引交易文件中的重大不利变化条款（Material adverse effect clause）以撤出此次收购交易。刘易斯本人在一次会议上也表示，美银有可能撤出。

但值得注意的是，美银与美林的交易文件中关于重大不利变化的约定与多数收购交易文件相似，即对“重大不利变化”的约定都采用模糊化的语言，虽然美银与美林的收

购协议中将“财务状况发生重大不利变化”（a material adverse effect on the financial condition）作为一方撤出收购交易的条件，但双方并没有约定财务状况发生多大的变化才是“重大不利变化”。况且，美国法院在判定是否构成重大不利变化时，通常采取比较严格的标准，即该种变化必须是“长期的且是可持续的”，鉴于当时的经济环境，美林的亏损或许会被法院认定为“正常”。如果美银在交易文件中将“财务状况发生重大不利变化”用数字具体化，眼前的问题或许就能迎刃而解。

面对如此巨额的亏损，刘易斯谴责塞恩没有如实披露美林的财务信息以及得知亏损后没有采取积极的补救措施，并要求塞恩辞职（美银、美林合并后，塞恩任新公司全球财富管理部负责人）。刘易斯公开指责塞恩在一系列问题上判断失误，且隐瞒了相关信息。面对刘易斯及美银股东的指责，已辞职的塞恩公开回应称，其在美林 2008 年第四季度的亏损问题是“完全透明（completely transparent）”的，美银享有查看美林相关资

料的权利。

收购交易中，尽职调查（Due Diligence）是收购方了解目标公司的重要手段，这种“主动”的了解虽然意义重大，但难免挂一漏万，也增加了己方责任，因此，“被动”地了解——转让方或目标公司提供的披露函（Disclosure Letter）——也是必不可少的。塞恩以美银在尽职调查的过程中有查看相关信息的自由为据回应美银，让美银无法反驳。但是，如果美银在交易文件签署前要求美林提供信息全面的披露函，并依据披露函披露信息不完整、不全面为由诉请美林作出赔偿，则美银在法律上将掌握更多的主动权。

## 英雄变罪人

根据英国《金融时报》2009 年 3 月 14 日的报道，塞恩有一张漂亮的履历——18 岁即进入麻省理工学院学习电子工程，之后到哈佛大学攻读 MBA，毕业后直接进入高盛公司，就职于公司融资部；进入高盛的第 15 个年头，塞恩晋升为高盛的首席财务官（CFO）；2003 年，塞恩离开高盛，任纽约



作为公司的高管，仅仅以是否违法作为衡量管理者的标尺是远远不够的，在危难时刻，能够表现出与公司共患难、同进退以维护股东的利益是公司赢得公众支持的重要举措



证券交易所首席执行官，在塞恩执掌期间，纽交所完成上市并收购了欧洲证券交易所，两年后，纽交所的盈利增长了3倍；2007年11月，塞恩离开纽交所，成为美林历史上第12位首席执行官。

塞恩曾因联合高盛的其他几位高管，将时任高盛主席兼联席CEO约翰·科辛（Jon Corzine）赶出高盛而被称为“冷血杀手（a stone-cold killer）”，但是其卓越的商业能力仍然使其在华尔街保有极高地位。

据美联社（The Associated Press）的统计，塞恩是2007年标准普尔500公司中薪酬最高的执行官。2008年，金融危机来袭时，贝尔斯登贱卖，雷曼兄弟申请破产保护，而塞恩却成功地以不错的价格将美林推销给美银，成为美林股东眼中的“救世主”。自美银与美林达成收购协议后，塞恩称其邮箱每天都塞满了美林股东的感谢信，直到2008年12月中旬，美林第四季度的大幅亏损像巨型水怪一样慢慢浮出水面，才惊呆了两岸的围观者。

美林第四季度的亏损远远超出了美银派

驻美林尽职调查小组的预期，如果没有美国政府的干预，美银极有可能撤出收购，若如此，美林将难逃破产厄运。如果说美林的亏损让人惊愕，塞恩的做法则撤掉了抑制公众愤怒情绪的最后一根稻草。《华尔街日报》称，塞恩在得知亏损后并没有积极采取补救措施，而是携家人到科罗拉多州度假，并计划奔赴瑞士参加达沃斯论坛。再加上媒体曝光了塞恩装修极其豪华的办公室，塞恩一时饱受指责。

对此，塞恩回应说，其在亏损问题上并无任何过错，美银的尽职调查小组获得了所应获得的一切数据与资料，美林并无任何隐瞒。至于提前发放奖金一事，塞恩称，该决定是高管层集体做出的，美银也参与了此事，而且所发放的奖金都是有合约（高管以及员工与公司签订的协议）规定的，并无任何违法之处。

虽然塞恩并无违法作为，但金融危机凸显了一条不容忽视的“法则”：作为公司的高管，仅仅以是否违法作为衡量管理者的标尺是远远不够的，在危难时刻，能够表现出与

公司共患难、同进退以维护股东的利益，是管理者赢得股东信任的重要砝码，在影响巨大的大型跨国公司身上，这一点也是公司赢得公众支持的重要举措。自金融危机以来，美银、花旗银行、美联银行、摩根士丹利、高盛公司、瑞士银行、德意志银行等诸多金融巨头的最上层管理者纷纷宣布放弃年终奖。在中国，三一重工总经理梁稳根将自己的年薪降为一元人民币，中国平安的领衔者马明哲则领取“零年薪”。虽然高管放弃年终奖或年薪并不能在很大程度上扭转公司的颓势，但是这至少表明了公司管理层的一个态度，对股东而言是一个惠而不费的安慰，从而增强股东的信心；对于接受政府援助的公司而言，或许这是平抑纳税人情绪的必需手段。塞恩虽然放弃了年终奖，但其推动了其他高管及员工的奖金发放，显然是不明智的。

### 刘易斯受诘

曾于2001年及2008年两度被《美国银行家》（U.S. Banker）评为“年度银行家”

(Banker of the Year) 的刘易斯一直是美国金融领域备受尊敬的人物，但自美林 2008 年第四季度的巨额亏损浮出水面以来，刘易斯则广受批评。

在美林收购案上，作为美银的董事长兼首席执行官，刘易斯有义务向美银的股东详细、及时地披露相关信息，以便他们作出决策，但刘易斯似乎做得不够。在得知美林的亏损状况时，刘易斯并没有及时告知美银的股东，以及提供解决方案供股东选择。此外，在最初决定收购美林时，刘易斯的尽职调查工作显然过于粗糙，远不足以充分了解美林各方面的情况。刘易斯过于注重规模扩张而忽视了风险，与董事对公司的谨慎、勤勉义务相悖。根据《纽约时报》(The New York Times) 2009 年 3 月 24 日的报道，间接持有美银 0.02% 股份的美银股东杰瑞·芬格(Jerry Finger) 即指责刘易斯在收购美林时过于大方，且不能及时向股东披露美林的亏损信息，芬格鼓动美银股东在今年 4 月 29 日举行的年会上将刘易斯及其他两位高管辞退，因为刘易斯领导的美银“完全忽视”(total disregard) 了股东的利益。

同时，美银的另外两位股东也向刘易斯发话：加利福尼亚公共雇员退休基金(California Public Employees' Retirement System) (美国规模最大的退休基金) 及加利福尼亚教师退休基金(California State Teachers Retirement System) (美国规模第三大的基金) 作为集团诉讼的原告代表人向曼哈顿联邦地区法院提起诉讼，指控美银在美林收购案中向股东做了错误陈述及隐瞒了重要信息。

董事对公司的义务不应因经济环境的改变而免除，即便是金融危机背景下的收购，刘易斯及其团队也应该谨慎行事，在充分了

解及评估收购对象的前提下作出决策，并及时向股东披露相关信息，这样不仅有利于股东决策，也可最大化降低董事自身风险。虽然迫于政府压力，刘易斯按计划完成收购也是无奈之举，且被问及为何坚持完成收购美林时，刘易斯答道：“我们认为，我们正在做对国家有利的事(We did think we were doing the right thing for the country)”，但是，“爱国精神”或“爱国行为”并不能豁免董事法律上的义务，如果法院最终判处美银及刘易斯向股东承担责任，相信也不会是件令人意外的事。

## “导演”背后的“制片人”

如果说刘易斯和塞恩是这场收购交易的“导演”，美国政府则是背后的“制片人”。

早在 2008 年 12 月中旬，美林的亏损刚刚显现的时候，刘易斯就向美国财长亨利·保尔森(Henry Paulson) 以及美联储主席本·伯南克(Ben Bernanke) 说明了美林的亏损状况，希望美国政府支持美银退出此次收购交易，但是保尔森和伯南克都警告刘易斯不要退出，称美银的退出将使美林陷入无法挽救的困境，并对美国市场造成巨大冲击。美联储一位官员警告刘易斯道，如果刘易斯退出此次收购交易，美国银行将很难再获得美国政府的援助，而且美国政府会考虑将美银的执行官及董事全盘清退。已接受了美国政府 250 亿美元援助款的美银，显然无法与美国政府抗衡。此外，作为美国银行业的直接监管方，美联储可以“不负责任”为由随时清退银行高管。

事实上，为了树立公众对美国金融系统的信心，早在 2008 年 10 月中旬，美国政府就对金融巨头采取了比较强硬的措施。据《华尔街日报》报道，刘易斯与其他 8

位美国金融巨头的高管曾被集体召至美国财政部，保尔森要求他们接受政府总计达 1250 亿美元的救助。保尔森强调说，他们不得拒绝政府的援助。

在今年 3 月初接受《金融时报》的采访时，刘易斯也表达了自己的无奈。刘易斯称，美银确实考虑过退出，但政府官员“强烈建议”美银按既定方案完成收购交易，刘易斯只能表示美银“尊重各方意见”。不过美银的抗争并非毫无成果：作为美银按原计划收购美林的进一步补偿，美国政府答应向美银再提供 200 亿美元救助款，并对其 1180 亿美元不良资产所造成的损失提供担保。尽管如此，刘易斯也表示，接受美国政府过多的援助其实是一个“战术错误”。

2009 年 1 月 1 日，美银公告称，已完成对美林的收购，双方最终还是根据交易文件完成了交割，但是问题仍没有解决，除了努力与美林磨合外，美银还要面对现有以及潜在的股东诉讼，刘易斯更是面临被辞退的危险。虽然刘易斯一直坚称，收购美林是明智之举，但是如果金融环境表现得过于不友好，庞大的扩张步伐也有可能让巨人滑倒。

另一个悬而未决的问题是，作为这次收购交易的“制片人”，美国政府是否过多地干涉了美银的商业运作，如果美银因收购美林遭致严重亏损，谁才是最终责任人？金融危机横行之下，政府的救助是否应该成为干涉公司独立经营的斧柄？除美银之外，其他接受美国政府救助的金融巨头也都存在着类似的问题。“导演”与“制片人”的磨合，可谓路长水迢迢。<sup>④</sup>

(本文所依据的事实资料均来源于美国银行及美林证券在其官方网站及纽约证券交易所网站及美国证券交易委员会(SEC)网站披露的信息、美国国会网站公布的信息、《华尔街日报》、《金融时报》、《纽约时报》及其他媒体的相关报道。本文作者为柯杰律师事务所何杰(管理合伙人)、孙丛坤、何锋年。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面研究。)