

金融实务

FINANCE SERIES

内部人揭秘衍生品
中铝交易审查背后
低能耗增长

2009年6月8日 随《财经》杂志赠送

The Age of Low-Carbon Economy

低碳经济时代到来

人类社会转向低碳、高效、环保的能源供应体系

财经
CAIJING MAGAZINE

下一期《金融实务》
将于2009年7月16日推出
敬请关注

中铝交易审查背后

□ 何杰 孙丛坤

2009年3月25日，澳大利亚竞争和消费者委员会（Australian Competition and Consumer Commission，下称ACCC）宣布，将不反对中国铝业公司（下称中铝）与力拓有限公司（Rio Tinto Limited）及力拓股份有限公司（Rio Tinto plc）（下面两者合称力拓）之间的并购交易。

ACCC认为，中铝与力拓之间的交易（下称中铝并购力拓交易）不会在澳大利亚任何相关市场产生实质性削弱竞争的影响，也不会违反澳大利亚《1974年贸易法》（Trade Practices Act 1974）。

国内媒体对上述消息广为报道，兴奋之意溢于词间。余波未尽，又传来德国反垄断机构德国联邦企业联合管理局批准中铝并购力拓交易的消息。一时间，大国豪情充斥网络，中铝似乎已经不仅仅是一个企业，还是一个“民族英雄”，是中国企业海外并购的旗手。

但是，如果仔细分析ACCC对中铝并购力拓交易的评估报告，再结合ACCC在审查海外并购的角色以及ACCC的审查历史，我们不难发现，中国国企的海外并购存在着诸多非资金所能解决的问题。

ACCC的角色

根据澳大利亚《1974年贸易法》，任何海外公司购买在澳大利亚注册或在澳大利亚经营业务的公司的股权或资产，若对澳大利亚相关市场可能产生实质性削弱竞争的影响，都将受到审查。

ACCC在审查并购交易时，仅着眼于竞争因素，不会考虑除竞争以外的任何事项。ACCC的审查，基于交易双方提供的材料及ACCC搜集的市场信息。

值得注意的是，在跨国并购中，鉴于全球市场竞争激烈，即便是行业内的强强联合，一般情况下也不会实质性削弱该行业的竞争；如果再依据产品对市场进行细分，垄断性的竞争力更难产生。

所以，ACCC的审查相对而言并不会令海外投资者过于忧虑，ACCC的审查也多以“不反对”终结。

比如2007年的力拓并购加拿大铝业公司（Alcan Inc，下称加铝）案，以及2008年的必和必拓（BHP Billiton）并购力拓案，ACCC均亮起绿灯予以放行。

因此，中铝此次获得ACCC的批准，应该说并不令人意外。

FIRB的角色

相对于ACCC，澳大利亚外国投资审查委员会（Foreign Investment Review Board，FIRB）才是“难以伺候的主”。

FIRB依据澳大利亚《1975年外国并购法》（Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975）进行审查，主要从国家利益的角度，审查外国投资者对澳大利亚的投资。

由于“国家利益”本来就是一个浑身散发着政治气味的敏感且难以量化衡量的词语，再加上

澳大利亚《1975年外国并购法》并未对其作出定义，所以FIRB的审查充满了不确定性，紧紧钳制着外国投资者的神经。

虽然FIRB只是澳大利亚政府的“师爷”，最后的决策要由澳大利亚财政部长作出，但FIRB的决定至关重要，可以说，获得FIRB的首肯，就可以着手准备香槟了。

与ACCC的审查不同，FIRB的审查要受到更多政治方面的影响。这些压力甚至在FIRB审查之前就开始出现，并随着审查不断演化，或加剧，或减轻。

以中铝并购力拓交易为例。中铝高达195亿美元的投资额让部分澳大利亚高层非常不安，澳大利亚反对党领袖马尔科姆·特恩布尔(Malcolm Turnbull)即公开表示，中铝并购力拓交易不符合澳大利亚的国家利益，呼吁澳大利亚政府阻止中铝并购力拓交易。特恩布尔认为，中铝是中国的国有企业，属于中国政府的一部分，这将会与力拓的商业利益产生冲突。

澳大利亚参议院反对党领袖巴纳比·乔伊斯(Barnaby Joyce)也在媒体上公开表示：“澳大利亚政府永远不可能被(中国政府)允许在中国购买矿山，为什么我们要同意中国人在澳大利亚购买并控制重要的战略资产呢？”据美国《华尔街日报》报道，乔伊斯与来自南澳大利亚州的无党派参议员尼克·色诺芬(Nick Xenophon)甚至联合拍摄了一部电视商业广告，呼吁澳大利亚政府否决将铁矿石资产出售给他们所谓的“外国政府”。

时间上，ACCC对中铝并购力拓交易的审查始于2009年2月18日，2009年3月5日为交易双方提交审查材料的截止日，2009年3月25日ACCC作出不反对中铝并购力拓交易的决定，历时一个月零一星期；而FIRB在进行一个月的审查后，于2009年3月16日向中铝发出正式通知，称将对中铝并购力拓交易的审查期延长90天。这一对比，可约略反映出FIRB的审查更为复杂，也更难以确定。

ACCC通过“单一实体”这个词语，向所有中国国企传达了一个非常危险的信号。如果“单一实体”的假定在澳大利亚甚至在整个西方世界形成惯例，中国国企的海外并购之路将更为艰难

ACCC对市场的定义

从ACCC公布的对中铝并购力拓交易的评估报告可知，ACCC主要关注力拓在澳大利亚的铝土矿和矾土业务，与中铝通过其子公司中国铝业股份有限公司(下称中铝股份)经营的澳大利亚境内的铝土矿及矾土精炼厂(包括关联工厂)的潜在重叠给相关市场造成的影响，此外，ACCC也关注中铝并购力拓交易给铁矿石市场造成的潜在影响。

中国商务部2009年3月18日公告了其对美国可口可乐公司(下称可口可乐)并购中国汇源果汁集团有限公司(下称汇源)的审查结果。商务部禁止了这一交易。在公告的审查结果中，商务部称该交易将对国内果汁市场产生不利影响，原因是：可口可乐公司有能力将其在碳酸软饮料市场上的支配地位传导到果汁饮料市场；交易完成后，可口可乐公司通过控制“美汁源”和“汇源”两个知名果汁品牌，对果汁市场控制力将明显增强；交易的完成将挤压中国国内中小型果汁企业生存空间。但是，商务部并没有解释其如何界定“果汁市场”这一至关重要的因素。

与中国商务部不同的是，ACCC在评估报告中阐述了其对“市场”的定义，从而推导出并购交易是否会实质性削弱市场竞争。

ACCC指出，鉴于中铝并购力拓交易，与ACCC此前曾审查过的力拓与加铝的交易(2007年10月)及力拓与必和必拓的交易(2008年10月)并没有实质区别，因此对市场的定义可参照ACCC在审查前述两个交易时所作的分析。

在审查力拓与加铝的交易时，ACCC根据区

域及矿产品的种类,对市场进行划分并分别进行评估。区域上,ACCC将市场分为铝土矿地区市场、熔炼矾土的国内市场、铝国内市场;产品上,ACCC将市场分为铝土矿市场、矾土市场、铝市场(铝土矿经过加工后成为矾土,矾土经过加工后成为铝)。

在审查必和必拓与力拓的交易时,ACCC认为,钢铁企业在维持成本的情况下很难改变所需铁矿石的种类,而那些被钢铁企业控制的铁矿矿山,基本不会对通过海运供应的铁矿产生市场竞争方面的影响。

但是,鉴于海运运费在未来一个中长期期限内将居高不下,ACCC认为,从狭义角度定义市场更为适当,据此将市场划分为:通过海运供应的铁矿石市场、通过海运供应的铁矿粉市场、澳大利亚境内的铁矿石市场、澳大利亚境内的铁矿粉市场。在前述划分基础上,ACCC对每一市场进行单独评估。

由于对市场进行细分,并购交易对市场竞争的影响力将因分解而削弱,所以ACCC的评估结果一般是受到交易双方欢迎的。

在评估中铝并购力拓的交易时,ACCC认为,中铝子公司中铝股份在澳大利亚昆士兰州拥有一处铝土矿的开发权,并且目前正研究开采该铝土矿之可行性,及在昆士兰州建立一家矾土精炼厂之可行性,而力拓在昆士兰州的铝土矿开采业务及矾土精炼业务,与前述中铝股份业务存在重叠之处,所以,力拓与中铝股份可能会发生竞争关系。

但ACCC预测,无论是否发生中铝并购力拓交易,中铝股份更有可能的做法是将矿产品提供给自己的精炼厂而非第三方。且ACCC进一步认为,鉴于中铝股份拥有开采权的铝土矿在化学成分上的不同,中铝股份向任何第三方转让铝土矿的市场可行性将受到限制。基于前述,ACCC得出的结论是:铝土矿和矾土市场的竞争,不会因中铝并购力拓交易而受到实质性的削弱。

● ACCC对交易主体的分析 ●

如果仅将市场细分后进行评估,中铝与必和必拓并无实质区别,但是如果将交易主体的性质融入到竞争评估之中,中铝的尴尬境地就会像真理一样赤裸裸地凸显出来。

鉴于中铝是中国政府控制的国企,ACCC认为,中铝与中国其他国企以及中国政府的利益是一致的,所以担心中铝并购力拓交易的完成会导致中铝具有降低铁矿石价格的能力,从而使中国的钢铁企业从中受益。

为评估前述情况的可能性,ACCC假设以下三种情况成立。

第一,力拓具有单方面影响铁矿石国际供需平衡的能力,或者对铁矿石国际供需平衡具有至关重要的影响力。

第二,中铝并购力拓交易将使中铝具有控制力拓的能力,或者具有足以使力拓为了中铝的利益而损害力拓其余股东利益的影响力。

第三,为本次评估之目的,中铝、中国政府、对铁矿石有需求的中国购买者(如中国的钢铁企业)被视为一个“单一实体”(single entity)。

就此问题,ACCC认为,其此前对必和必拓与力拓之交易的评估,可作为中铝并购力拓交易的参照。在必和必拓与力拓的交易中,ACCC指出,鉴于交易双方绝大部分的铁矿石购买协议属长期合同,且交易价格基于铁矿石基准价格(global benchmark prices)而定,而铁矿石基准价格由全球主要铁矿石供应商和全球主要钢铁生产商协商而定。虽然必和必拓与力拓交易完成后,参与铁矿石基准价格协商的铁矿石供应商将由三家减至两家,但铁矿石的最终价格还是会由铁矿石的供需状况决定。此外,新兴的铁矿石供应商也会对合并后的公司产生制约力。

为评估中铝并购力拓交易的影响,ACCC认为,力拓是否具有影响铁矿石价格的能力,取决于其是否具有影响铁矿石供需平衡的能力。若力拓欲压低全球铁矿石价格,只有扩大铁矿石的生

产,增加铁矿石的供应量,从而导致铁矿石价格的降低。这样,虽然中铝作为力拓股东会从中受损,但中国钢铁企业将从中受益,且其受益会远远超出中铝作为力拓股东的损失。

但 ACCC 最终认为,全球铁矿石价格因力拓单方面的扩大生产而降低的可能性是极小的,且其他的铁矿石供应商有可能会因为力拓的扩大生产而延缓扩大计划,从而冲销供应增加对价格的影响。而且 ACCC 进一步指出,长期的低价战略对力拓而言也是难以承受的。

基于前述理由,ACCC 认为力拓并没有能力影响全球铁矿石价格,因此,中铝并购力拓交易完成后,中铝是否能够控制力拓或者损害力拓其他股东的利益,以及中铝、中国政府、中国铁矿石购买者是不是一个“单一实体”,就不需要考虑了。

● 高悬的“达摩克利斯之剑” ●

如前文所述,ACCC 将中铝、中国政府、对铁矿石有需求的中国购买者假定为一个“单一实体”,以此评估中铝并购力拓交易的市场影响。ACCC 传达出的这一信号,无疑是在中国国企头上悬了一把“达摩克利斯之剑”,大大增加了国企海外并购“夭折”的可能性。

由于诸多原因,中国的市场经济在西方国家并没有得到承认或者充分承认,虽然中国有 13 亿黄皮肤的人,但在众多西方人的眼里,中国的主流色彩仍是“赤色”。据《环球企业家》报道,为顺利推进中铝并购力拓交易,中铝副总经理、新闻发言人吕友清专程飞到澳大利亚进行“路演”,就中铝与中国政府的关系向力拓股东及外媒记者进行说明。而吕友清被问到的最多的一个问题是:中铝是否代表中国政府?

如果中国国企的独立市场地位得不到海外市场的承认,国企“走出去”将会面临难以逾越的障碍,而要消除这个障碍,困难将无法想象。ACCC 通过“单一实体”这个词语,向所有中国国企传达了一个非常危险的信号。虽然中铝并购

力拓交易最终还是获得了 ACCC 的批准,但是,如果“单一实体”的假定在澳大利亚甚至在整个西方世界形成惯例,中国国企的海外并购之路将更为艰难。

不过,政治与经济本来就存在着说不清楚的关系。仅就中铝并购力拓交易而言,如果不是发生在金融危机的大背景之下,情况可能就大大改变了。

金融危机爆发以来,西方国家普遍遭受重创,资金比任何时候都难以筹集,而中国资本市场由于尚未完全开放,国内金融业受到的影响相对较小,所以国内部分企业尤其是国企仍然出手大方,深受海外陷入资金困境的企业欢迎。在这种情况下,中铝、中国五矿、湖南华菱先后出手澳大利亚,目标都是矿产资源,让澳大利亚爱恨交加;如果拒绝,国内经济将更为艰难;如果接受,又担心“养虎为患”。

如今, FIRB 对中铝并购力拓交易的审查已进入最后阶段,所有人都睁大眼睛等着审查结论公布的那一刻。不过,可以肯定的是,无论中铝并购力拓交易是否获得 FIRB 直至澳大利亚财政部长通过,都将是澳大利亚各方政治力量博弈的结果。“国家利益”这个可以掩盖一切的词语,只不过是一件什么也遮不住、又让人什么也看不清的马赛克外衣,是政客用以遮掩其政治目的的道具。就这一点而言,将中国国企和中国政府假定为“单一实体”的 ACCC,以及将中铝并购力拓交易视为中国政府驱动之交易的澳大利亚政客,应感到赧然。

不管怎么样,现在开启香槟还为时过早,即便 FIRB 通过中铝并购力拓交易,财政部长也有权一票否决;再即便财政部长点头,力拓股东大会的决议仍是个未知数。因此,中铝只有将资产装在兜里,将债券握在手中,开启香槟的时刻才真正到来。届时,我们建议中铝买一瓶澳大利亚企业而非中国国企生产的香槟。■

何杰为柯杰律师事务所管理合伙人,孙丛坤为柯杰律师事务所律师