



证券及商品监管法规评论

影响证券和期货行业的现行法规之分析

第 43 卷第 10 期 2010 年 5 月 19 日

中国公司在美国进行的收购

由于中国的经济力量不断增长，中国公司对美国企业的收购量也不断上升。此类交易需要中国的监管批准，在有些情况下，美国出于对国家安全的担忧和对就业机会方面的担心，可能会阻挠这类交易。由于文化差异较大以及在美国市场的经验不足，中国的买家需要在美国交易过程方面得到专家的建议，而美国的卖家可能寻求特殊的保护措施，以行使他们的权利并从中国的买家收取他们应得的结算后金额。

作者 安德鲁·M·罗斯 *

中美两国是重要的贸易伙伴，它们在经济上相互交织，相互依赖。出于多种原因，这种关系不断增强并将持续大幅度增强。不仅是一般意义上的中国在美国的国外直接投资（FDI）（这种投资规模已经相当大，比如在美国政府证券中投资），还包括中国企业对美国企业的收购，都是可以期待的。

本文将评论中国企业在美国的收购趋势，探讨这些交易独有的一些主要因素，并提出一些可能的交易条款，这些条款是双方为达到各自目标而应牢记在心的。本文将表明，尽管这些收购会遭遇特别的挑战，但在交易的筹备和执行过程中聘用经验丰

富的顾问，这些交易是能够达成的，而客户会达到他们的商业目标。

收购数据和近期走势

从历史上看，中国从未进行过实质上的国外直接投资。而这种情况在 2001 年前后发生了改变。¹ 在

¹ 参见卡尔·P·索温特所著《美国为来自新兴市场的国外直接投资做好准备了吗？以中国为例》一文，载于尔·P·索温特、沃尔夫冈·A·马什科及杰拉丁·麦克阿里斯特编辑的《来自新兴市场的国外直接投资：面前的挑战》（纽约：帕尔格雷夫·麦克米伦出版社）第 18 章（即将出版）。

* 安德鲁·M·罗斯是乐博律师事务所公司业务部的联席主席以及并购业务部的主席。他的 e-mail 地址是 aross@loeb.com。尽管作者要对本文内容负全部责任，作者还要特别感谢王朝投资顾问公司的兰多夫·L·汤姆律师对本文的资料提供。

本期内容

- 中国公司在美国的收购

2000-2007 年间, 中国的全球国外直接投资估计为 680 亿美元,² 尽管与许多发达国家相比还很少, 但这一数字却反映了传统的欠发达国家的急剧增长, 且数额巨大。还有各种因素被视为中国日益增长的国外直接投资的主要驱动力。尤其是, 中国公司, 在中国政府各部委的支持下, 希望获得稳定的原材料和能源供应, 并提升中国的声望。³ 其它因素也变得日益重要。

据报道, 迄今为止, 大部分的中国国外直接投资都发生在欠发达国家和为数不多的发达国家, 比如澳大利亚和加拿大。但是, 这种地域局限看起来正在拓展。⁴ 尽管关于中国在美国的国外直接投资数量的可靠数据是有限的且常常不一致, 但中国在全球范围内的国外直接投资的数据更少, 但基本趋势看起来很明显, 并能够体现大致的数量。全球经济的下滑、中国的出口顺差、其对包括美元在内的外汇的供应、其企业的强健资产负债表、以及其对政治和经济稳定的国家的投资兴趣已经促进并进一步导致中国在发达国家的国外直接投资。这将会为中国公司提供更多机遇, 投资或收购具有国际知名品牌 (可能包括那些中国买家作为其原始设备制造商的公司)、成熟分销渠道、高价值知识产权、以及研发机构的那些公司。⁵ 迄今为止, 以少数股权投资的形式

进行的国外直接投资, 不论通过公开市场还是私下交易, 一直是中国对美国企业进行的国外直接投资的主导。例如, 中国投资有限责任公司 (CIC) (只是中国政府融资的渠道之一, 此外, 还有其他政府实体、国有企业以及民营企业) 在 2009 年购买了价值 90 亿美元的美国股票。⁶ 应该注意的是一些当前的限制因素。尽管中国在美国的“新建项目” (greenfield) 投资受到许多州和地方的热捧, 但这种投资并不是很多。⁷ 收购或控股投资与在美国的少数股权投资相比数量很少且美元价值总额也较低。此外, 中国在美国的收购与来自许多其他国家的收购相比也较少。但是, 正在进行但尚未完成的以及已经完成的控股收购的数量 (包括导致即使不是 100% 所有权但也造成控股权变化的投资) 正在增加, 在中国和美国都引起了公众的热议, 认为增长速度会急剧上升。⁸

要, 2010; 陈卫华, 中国在美国的艰难之路, 中国日报, 2009 年 12 月 4 日, 转载自金融时报信息; 德里克·西瑟斯, 《淹没在现金里, 中国对外投资: 何人、何事及原因》, 传统基金会, 2009 年 6 月 15 日; 美国贝耐诗·福瑞兰德·可普兰·安若诺夫律师事务所 (“BFCA”), 《中国走向世界: 考察中国的国外投资》, 透视中国, 2010 年 1 月。

⁶ 在向美国证券交易委员会的披露中, 中国持有 96 亿美元的美国公司股票, 参见《纽约时报》, 2010 年 2 月 9 日, B4 版; 还参见克莱伦斯·关, 《中国对外投资- 目前已是标题新闻》, 美国德勤中国业务部, 2009 年 10 月 (研究表明目前中国公司在美国的投资已达 70-100 亿美元)。

⁷ 凯西·陈, 《美国城市向中国投资示好》, 华尔街日报, 2010 年 4 月 6 日。

⁸ 罗, 见上文脚注 4; S 索温特, 见上文脚注 1; 加州大学, 见上文脚注 5; ⁸RSM·麦克格拉德雷, 见上文脚注 3。一些评论家不怀疑国外直接投资的趋势, 但对其未来的增长速度表示怀疑。参见陈, 上文脚注 7。

² 索温特, 参见上文注释 1。

³ RSM·麦克格拉德雷: 《从内向到外向: 中国商业投资的逐渐转变》; 纽约时报, 2010 年 2 月 9 日, B4 版。

⁴ 罗中伟 (音), 《中国海外投资特征和策略》, 中国证券报, 2009 年 11 月 5 日; 金融时报有限公司。转载于 Chinadaily.com, 2009 年 12 月 4 日。

⁵ 罗, 见上文脚注 4; 索温特, 见上文脚注 1; 加州大学亚裔美国人研究中心, 《国外直接投资 (FDI)》, 美国/中国媒体摘

附录 A 列举了在 2004 到 2009 年间公开宣布的中国对美国企业的收购（包括失败的收购）。（在附录 A 以及本文所提到的“收购”指的是“控股收购。”）

附录 A 由本文作者编制，其目的并不在于列举所有的这些收购。有意向的以及成功的收购的数量及涉及到的美元金额，和同时期中国在美国的少数股权国外直接投资比起来都较少。该表并没有体现出收购的数量在增加。比如，尽管在 2004-2006 年间只有一个达成的交易，在 2009 年却达成了 9 个。大多数近期的收购都是中小市场的企业，因此，已经完成的交易大都不是高调交易。事实上，正如下文将要探讨的那样，较高调的交易要面临更多的潜在障碍，尽管如下文所述这些障碍大多可以克服。附录 A 还表明，目前已达成的交易其目的似乎都在于战略性的业务而非金融方面。

中国海外收购的独特之处

像任何以美国为目的地的跨境交易一样，中国对美国企业的收购基本上涉及到所有的美国监管问题和其它因素。但是，有别于来自发达国家的公司通常在美国进行的收购，中国海外收购还涉及其它因素和额外的敏感性。下文将对此进行讨论。

中国的监管批准

中国的国外直接投资受制于一个复杂且不透明的监管制度，但整个制度正在逐渐变得更容易操作、更加支持国外直接投资。交易必须获得以下三个中国的主要政府部门的批准：商务部、国家外汇管理局、以及国家发展改革委员会。⁹ 审批包括收购本身以及输出外汇的权利。在各种情况下，可能还要求省级主管部门以及行业主管部门的批准。对于较小的以及较不敏感的交易，许多审批权已由中央下放

到省级主管部门。对于国外直接投资须取得行业审批的情况而言，行业被分成三大类：鼓励类、允许类、以及禁止类（该类行业通常会涉及特殊的国家利益）。比如，若是一家国家级的国有企业，国家部委的审批是必须的，而对于省级的国有企业，相关的省级主管部门必须审批。在许多情况下，可以在交易前获得批准（例如根据意向书作出批准），这在某种程度上证明了中国促进国外直接投资的目标，其他情况下则是在签订明确的收购协议之后获得批准。作为审批过程的一部分，中国买家必须提供有关交易目标和条款的信息。在过去，买家常常必须证明该交易能够产生的经济利益和效益，而现在一般认为不再需要。2009 年实施的商务部新规旨在鼓励并促进国外直接投资，之前的规定事实上可能已因此免除。¹⁰ 然而，尽管许多评论家认为政府的目的总的来说是扶持（包括在美国进行的）收购，尤其是政府实体和国有企业的收购，但审批程序仍被视为层次繁多，含混的主观因素也掺杂其中，且时间不确定，因此有可能导致预料不到的结果。¹¹ 比如，一家省级的国有卡车生产企业对通用旗下悍马的拟议收购就因买家无法获得必需的监管批准而被放弃，尽管不确定是否此为交易放弃的关键因素，因为从媒体报道上看似乎是买家未能提供适当的申请和/或支持文件，而非交易本身价值导致申请被否。¹² 相对于买家来自很多发达国家的情况而言，潜在买家如果来自中国，其能否及时获得所有必需的政府批准这一交易风险可能被视为更大。正如下文所讨论的那样，卖家可能会希望设法解决这一风险以保护自己。

⁹ BFCA, 参见上文脚注 5。

¹⁰ 同上。中国已作出努力，为进行国外直接投资的国企提供贷款便利，而且民营企业已成功获得资金用于国外直接投资。另参见 Stratford 全球情报公司《中国：复兴海外收购战略》，2009 年 1 月 19 日。

¹¹ 罗，见上文脚注 4，SM·麦克格拉德雷，见上文脚注 3；美国加州大学，见上文脚注 5。

¹² 纪彦白水（Norihiro Shirouzu）《悍马竞拍失败揭示中国的不透明监管过程》，华尔街日报，2010 年 2 月 25 日。

美国的监管批准

和任何其它非美国的买家一样，中国公司在美国的收购要遵守同样的美国监管制度，但这些监管对中国买家的影响程度可能更重也可能更轻，取决于具体的法规和情形。

修正后的《1950年国防生产法》第721条(CFIUS)。¹³美国外国投资委员会(CFIUS)及其制定的法规¹⁴，目的在于授权总统暂停或禁止任何收购、兼并或接管，如果总统认为有可信的证据表明在该类交易中，对从事州际商务的某企业行使控制权的外国人有可能(作者加以强调)采取威胁国家安全的行动。¹⁵CFIUS及其法规适用于“受管辖交易”(covered transactions)，意思是可能会(作者加以强调)造成从事州际商务的任何外国人控制拟议的或未决的任何兼并、收购或接管。¹⁶CFIUS允许参与“受管辖交易”的各方向美国外国投资委员会(以下简称“CFIUS”或“委员会”)提交通知报备(这要求提供全面的信息并对虚假信息承担法律责任)，但并不在法律上要求交易各方这么做。若交易各方提交了通知，那么该委员会代表总统有30天的时间用来审查该交易并决定是否进行为期45天的调查以确定该交易对美国安全产生的后果。此外，没有这种通知报备，适当的政府官员或部门也可以要求该委员会在某些情况下进行该审查，在收购者是外国政府控股的实体时，委员会必须进行调査。美国政府可以采取的其它方案是：对该交易不采取任何行动、寻求暂停或禁止该交易、拟定协议

以减小该交易对国家安全方面的不利影响、或在交易完成后三年内(但有一些限制性例外)，寻求撤销投资。¹⁷交易各方向CFIUS提交通知的主要好处在于，提交这样的通知之后，假设该交易未受阻挠，则政府不能要求在交割后撤销投资。事实上，正如附录B所示，提交通知的情况很少，而进行调查的更少。

然而，CFIUS的潜在影响以及美国对中国公司(尤其是中国政府机构或国有企业)进行的收购可能作出的政治方面的不利反应，已在至少两个中国买家进行的交易中证明对其造成影响，而在将来可能更是如此。一个例子是2005年中国海洋石油有限公司(CNOOC LTD.)拟收购美国优尼科公司(UNOCAL)，但因公众的抵制而放弃。¹⁸最近，中国的一家省级国有企业对美国的一家金矿公司控股收购的交易也因该委员会发表声明表示将建议总统否决该交易而被放弃。¹⁹据说，关于国家安全的担忧源于金矿位于美国军事基地50英里处。²⁰相比之下，公众对中国省级国有企业收购通用悍马的反应则不一。决定是否通知CFIUS、造成的潜在延迟、以及可能的不利后果，这些方面可能比大多数受管辖交易更多涉及政治敏感性(尤其是买家不是私有实体的情况下)，因此，正如下文所要讨论的，会引发顾虑和潜在风险，而交易各方及其顾问应该考虑这些因素。须注意的是，CFIUS通知报备不是公开的，而且即使根据《信息自由法》

¹³ 《1950年国防生产法》第721款，50 App. U.S.C. 2170(由《2007年外国投资和国家安法》修订)。

¹⁴ 31 CFR Part 800 *et seq.*

¹⁵ 被视为损害国家安全的行业和事件的全部范围不确定。参见 Kenneth Y. Hui, 《中美两国涉及外国并购国内公司的国家安全评论》。可能包括能源资源、原材料、基础设施和关键技术。

¹⁶ 控股不要求多数所有权地位，但可基于其他因素存在。31 CFR Part 800.203(b)。参见 Hui, 上文脚注 15。

¹⁷ 1990年，布什总统下令撤销中国国际信托投资公司对美国飞机零件公司MAMCO制造公司的交割后剥离交易，在这个案例中，买家已提交CFIUS通知，但交割后，CFIUS审查还未完成。

¹⁸ 美国加州大学，见上文脚注5；陈卫华，《中国在美国的艰难之路》，中国日报，2009年12月4日，转载自《金融时报信息》。

¹⁹ 马修·沙利文，《寻找意义：评价CFIUS对第一金矿收购的驳回》，《国际法专家》，第四卷，2010年春季号(《伯克利国际法学报》的在线出版)。

²⁰ 同上。但是，有些评论家质疑真正的原因是对失去自然资源的控制的担忧。

(FOIA) 提出申请也无法获得这类信息。

Hart-Scott-Rodino 《哈特 - 斯考特 - 罗迪诺反托拉斯促进法》。中国公司收购美国公司还要遵守 1976 年《哈特 - 斯考特 - 罗迪诺反托拉斯促进法》(Hart-Scott-Rodino)²¹ (以下简称“HSR”)，其条件和外国买家收购一家进行州际商务的企业一样。²² 假设至少美国的目标公司是从事州际商务，不论买家是否在美国做生意，只要各方和交易达到 HSR 标明的特定规模，就必须向 HSR 申报。中国买家必须遵守 HSR 规定的义务，向美国政府机构申报 HSR 要求提供的信息，包括披露买家的最终母公司实体。HSR 申报还要求披露收购者业务运营机构的情况；但这仅限于其在美国设立的业务运营机构，因此中国收购者 (或任何其它外国收购者) 无需披露其在美国以外设立的业务运营机构情况。HSR 所要求的披露让一些外国买家感到棘手，鉴于与中国有关的一些敏感问题以及对美国的看法，特别是涉及政府实体和国有企业时，一些潜在的中国买家可能会因为 HSR 的申报要求而犹豫是否继续进行交易。但是，鉴于对 HSR 信息只有在受限制的情况下使用，并且是保密的，因此一般情况下，这种披露并不会成为交易的障碍。

美国证券法规

美国证券法律法规在几个方面涉及对根据这些法律法规注册的公司 (即上市公司) 进行的收购等，取决于交易的条款和结构。²³ 根据这些条款，与任何其它外国买家进行的类似收购一样，这些法律法规同样适用于中国买家拟对上市公司进行的交易。

²¹ 15 U.S.C. 18a.

²² 尽管由外国政府实体收购位于该外国的资产免除 HSR 申报要求，HSR 规则 802.52 条规定外国政府实体收购的企业从事州际商务的不免除此申报要求。

²³ 尽管这些法规并未授权 SEC 批准或否决交易，但 SEC 的审议程序常常是 SEC 延长达成交易的时间的有效手段，因此会潜在地造成交易的放弃。

但是，问题是美国证券交易委员会 (SEC) 对某一交易的敏感程度会有所不同。比如，一方面，一个中国买家用现金友好地收购一家上市公司的全部股份可能不会引起特别的关注。另一方面，一家未在美国上市的中国买家的恶意出价或拟议部分用现金、部分用股份支付的收购 (一般属于罕见情况)，或中国买家收购一上市公司的控股股份并非全部股份，都会更容易引发 SEC 的敏感，从而 SEC 会更为详尽地审查申报文件。对美国上市公司中外国买家股份的使用方式几乎肯定会涉及到公开发行，因此需要根据联邦证券法进行注册并提交所有必需的申报材料。这会比现金交易更为麻烦。购买一家上市公司，即使用现金收购控股股份，而非全部股份，也可能会触发 SEC 的更严格审查，尤其是买家是中国政府实体或国有企业时。在这些情况，SEC 可能会在考量其他事项的同时，质疑买家经营未来公司的动机纯属出于符合其它股东的金融利益的考虑还是可能也涉及政治因素。因此，根据中国买家的性质，强烈建议对任何拟议收购美国上市公司的交易条款予以特别关注。附录 A 中所列的交易或拟议交易均不涉及 SEC 注册。

交易实践和经验

中国的国外投资和收购的常见因素，特别是在该类交易的早期，是买卖双方在交易实践、语言、文化期待和交易经验上的差异。由于中国到美国的交易还处于早期阶段且数量有限，这些因素现在很可能与中国买家在美国的收购密切相关。比如，一般认为，与其在美国的对手方相比，中国企业的交易过程常常较慢，而且喜欢较短的、“较松散的”或不太详细的协议，而用谈判和协调来解决争端。诉讼或强制仲裁被视为最后手段。但是，这些方式在美国市场一般对中国买家而言不是最佳途径，而且有可能会违背他们的利益。此外，许多潜在的买家没有国际交易经验丰富的人员。即使有，其美国收

购经验（如有）在总体上也不具可比优势。²⁴此外，对于收购在美国最有可能被收购的企业类型，比如涉及大量的知识产权、研发中心、知名品牌、和分销渠道的企业，以原材料和能源供应公司为主的公司并不一定是最优选择。同美国买家以及发达国家的买家，比如具有美国收购成功经验的欧洲相比，这种对美国市场的经验缺乏可能会对它们不利。因此，在发展美国市场经验的同时，中国买家需要获得专家的帮助，最重要的是了解美国的交易过程，包括获得关于在特定时期惯用的商业条款比如单方终止协议费用额的建议，这一点尤其重要。在采取合适的行动并获得合适的保护方面，他们也需要指导，包括进行尽职调查，获得满意的合同条款，比如充分的卖家陈述、保证、至少（在交易对象为非上市公司的情况下）要包括赔偿责任。

美国公众的看法

在许多方面，和日本买家在美国的初期收购相比，中国公司在美国的收购可能被证明是具有同样的或更为强烈的政治色彩。当这样的日本买家收购最初盛行时，引起了公众对美国的大公司和资产被日本买断的担心。即使在欧洲买家的收购总体上超越日本买家的收购时，这种排外心理依然存在。日本尽管当时被视为经济上的对手，但在政治上却是同盟。而中国和美国则被许多人视为无论在经济还是某些政治方面都是对手。从美国的角度来看，这种观点可能导致中国的收购更可能遇到CFIUS以及公众意见方面的问题，尤其是当买家是政府实体或国有企业时。²⁵比如，工会和非工会雇员，以及卖

家的社区，可能会非常担心中国的收购会将工厂和工作岗位转移到中国。²⁶因此，交易各方需要采取措施满足这些选民，包括可能要采取措施保留美国的业务运营，至少在一段时期内要保留。如果中国买家愿意在卖家所在地开办业务并保留业务运营机构，这些问题应该在很大程度上不必担心。中国买家的收购还会潜在地受制于来自宏观政治环境的不利压力。美国政府和美国企业已经对多个中国实践表示担忧和反对，包括比如指责中国人为压低其货币价值以及中国和谷歌公司之间正在进行的审查制度上的争端。这种环境的结果可能是增加反对的政治压力或增加了来自CFIUS的风险，尤其是较大规模的交易或涉及中国政府买家或国有企业的情况下。当然，对于宏观政治环境，个体的买家无能为力，只有试图减弱其对特定交易的影响。比如，买家可以发表声明（以及或许用合同承诺）采取积极措施，实施这些措施，以证明各类选民不应对该交易及之后的活动持有过度担忧。²⁷美国的另一个常见的观点是中国对拥有的其他国家的知识产权不够尊重。这个观点经常在谈及娱乐产业知识产权盗版问题（比如电影和音乐方面）时被提到，因此如果卖家对保护他们的知识产权或其他保密信息足够重视，这可能就会使他们在尽职调查过程中披露他们的专属信息。

中国收购实体的形式

正如上文所述，中国的收购者可能是政府实体比

Don Lee, 《中国消费, 美国获胜?》, McClatchy 论坛报, 2010年3月7日。中国对美国的看法可能也会影响中国政府对在美国投资的态度。

²⁴ 附录 A 所列的几个买家的确具有美国金融市场的一些经验，由于其为外国私有发行人在美国上市交易或一般由于在任何收购之前先在美国设立自己的工厂，而具有美国商业实践的经验。

²⁶ Jia Lynn Yang 《佛罗里达的上海化》, 时代杂志集团, 2006年3月6日; 本杰明·A·肖波特, 《当中国来到爱荷华》, 亚洲时代在线, 2007年5月4日。

²⁵ 这是与布什总统 1990 年撤销中国国际信托投资公司对美国飞机零件公司 MAMCO 制造公司的交易后投资相关的可能关切，或许也受到 2009 年第一金矿交易的影响。Weihua, 见上文脚注 18

²⁷ 合资企业不是本文的关注焦点，可能不会导致产生同样程度的担忧和政治压力。参见美国可再生能源集团的新闻稿《Celo 风力能源公司和沈阳电力集团的合资公司总花费近 15 亿美元》，2009 年 10 月 29 日。

如 CIC，国有企业（中央所有或省级所有），或民营企业。尽管政府实体在美国之外的收购以及在美国国内的国外直接投资一直很活跃，但迄今为止，在美国仅限于少数股权投资，而非控股交易。若政府实体打算在美国寻求收购，强制 CFIUS 调查中的政治压力和详尽程度也会增加。若为国有企业，它们也面临潜在的政治压力和强制调查，尽管这种压力不见得会像政府实体的情况下那么强烈。须注意的是，第一金矿（Firstgold Mine）和悍马的预计收购者都是省级国有企业（参见附录 A）。正如上文所述，在委员会宣布它会向总统建议根据 CFIUS 条款阻止该交易时，第一金矿的交易被放弃。尽管悍马交易失败的原因是无法获得中国的监管批准，至少还有一些评论家认为它也会最终在美国受阻。因此，考虑出售美国企业给中国政府实体或国有企业的一方应该考虑该交易的潜在的特殊影响，包括是否避免这样的买家或在交易中寻求特殊的保护。若买家是中国的民营实体，尽管一些同样的关切也能适用，但显然程度肯定要小一些。事实上，评论家报告说中国民营实体在美国的收购在增加。²⁸

交割后的活动和监管

在所有的跨国收购中，买家必须准备至少按照所在国的法律要求（即使不是“最佳实践”）来经营被购企业。尽管，比如，美国和许多欧洲国家在法律要求方面有着很大的不同（例如，欧洲的劳动法常常对雇员更有利），但一般认为，与中国的法规要求相比，美国的许多与企业经营相关的法律要求（联邦及州）在广度和严格程度方面以及对各自法规要求的遵守方面有着很大的差异。例如员工整顿及再培训通知法（WARN Act）、职业安全及健康法（OSHA）、反歧视法、以及环境标准。因此，被收购企业的中国管理人员可能在这方面严重欠缺并面临挑战，包括向中国的上级解释这些美国的法律要

求非常困难，需要更多的依赖美国员工去发现、解释并解决这些问题，以及更多的聘用外部专家针对他们的义务和选择提出建议。这些担心也可能会影响交易的达成或交易的条款，尤其是如果买家接受与该企业的未来成功运营挂钩的盈利能力支付计划或未来补偿条款的话。

风险分担和交易条款

以上因素的直接后果是，中国买家对美国企业的拟议收购若想获得成功，卖家和买家都必须有可能看到他们以前没有遇到的额外风险和隐忧，而且，就美国卖家来说，他们还要面对美国甚至是欧洲的买家。这些风险和隐忧可能因每个拟定交易的具体情况而不同，但每一个案中都有点非常重要，即交易各方对这些风险和隐忧的认识以及或者接受它们、或者就减少或充分解决它们的交易条款达成协议。

一个风险就是买方可能无法及时地获得所有必需的中国监管批准。几乎在所有情况下，都要期待买方更好地认识到此风险的确切尺度，即要求获得的具体批准是什么、及时获得这些批准的可能性有多大，以及该买方本身是唯一通过获得这些批准以圆满解决该风险的一方。因此，不无可能卖方会希望在合同上约束买方在规定的期限内寻求并获得这些批准，而该合约义务的执行措施或许是针对买方不能成功获得批准时加以惩罚或使其承受其他对其不利的后果。卖方可以寻求让买方在交易过程中尽早获得所有必需的中国批准，比如在签署意向书和订立最终协议期间。若无法获得批准，或最终协议的签署带有若买方未能获得批准的“卖方退出”条款，在这两种情况下，作为一个可能的方案，卖方都有权要求收取分手费。

CFIUS 也能对交易双方产生特定风险：包括审议和/或调查造成的时间延迟这样的固有风险，以及政

²⁸ 罗，参见上文脚注 4。

府阻挠或限制交易而导致的风险，或理论上最不希望发生的情况是，寻求交割后撤销投资。风险的程度取决于各种因素，例如，买家是政府实体、国有企业、还是民营企业；卖家的业务性质是否产生国家安全方面的担忧；还有一个切实的问题是交易引起的关注度。交易各方需要共同决定是否提交CFIUS通知报备，因为这是自愿的，而且各方都可以提交，尽管在涉及政府实体或国有企业的情况下支持提交通知报备的理由相对更为突出。一个选择是在交易过程的早期就提交，这样如果不利的判决或政府拟议的条件导致的问题无法顺利解决，交易各方可以在早期放弃或寻求调整该交易。另一个选择是不提交，尽管在买家是政府实体或国有企业的情况下，不提交是个风险更大的选择，因为如果政府注意到该交易，它可能会进行调查，并且是在后期才开始调查。交易各方可就交割前如何分担CFIUS引起的任何风险进行协商。但在大多数情况下，特别是涉及民营企业买家时，CFIUS实际上可能不是主要的担忧。

相对于CFIUS导致的担忧而言，假设中国买家在即使按规定需要进行HSR申报时仍然愿意进行交易，一旦该决定作出，HSR似乎不会导致产生什么特殊风险或者需要采取不同于其他交易的方式处理的特殊情形。

如果中国买家考虑收购一家上市公司，交易形式和买家实体的类型将影响SEC要求报备信息的级别以及可能涉及的SEC详细审查要求报备的材料范围。某些情况下，这可能造成交易延期的后果，因此，应事先就这些问题与美国证券业务律师进行讨论。在这方面，当一家民营企业以现金形式100%收购一家上市公司时显然不会产生特别的担忧。

跨国交易的圆满完成通常需要交易各方了解彼此的期待、需求、文化视角、以及相互了解“应该如何达成交易”。语言障碍可能加重实现这些理解的

难度。因此，尤其是交易主体本身对这些问题不是完全熟悉的情况下，重要的是在聘用能够增进各方理解上述问题的顾问，寻求沟通双方的观点，并符合双方的商业目标的同时，针对任何已承担的风险采取必要的法律保护措施并加以判断。中国买家应在希望进行具体交易之前就做好充分准备。

关于美国公众意见和政治动机所产生的担忧，可以设法在交易文件中包含就具体解决被收购企业在交割后一段商议的时间内的运营问题达成的约定。这类约定可能包括维持现有的运营机构和保留员工，以及限定分红和要求对该企业进行再投资。如果根据盈利能力支付计划或其他安排向卖家支付的金额与未来业绩挂钩，卖家对上述及额外约定的期望程度就会更高。

尽管普遍认为补偿问题是买家的关注点，但在交易的所有阶段，卖家也会始终面临买家不当行为导致的风险，例如在尽职调查中违反保密义务或违反购买协议中的约定，包括未能支付任何到期应付的或有款项或拖欠款项、以及补偿或损害赔偿主张。卖方需要找到依据借以充分保护自己应对这些风险。即使当交易文件的适用法律是美国某个州的法律，并且交易各方以合同的形式放弃对管辖地的异议，并同意接受美国为管辖地时，中小型的卖家仍然可能对能否最终成功地行使他们的权利并收回应得款项特别关注。涉及中国买家在美国进行的收购交易与涉及欧洲买家的此类交易相比，中国买家少有经验可以借鉴。因此，美国的卖家可能顾虑如何让自己在以下方面放心：中国的法院是否认可在美国作出的有利于该卖家的判决或仲裁，中国的法律制度是否允许执行该判决或仲裁，以及在一个像中国这样幅员辽阔的国家，卖家是否能扣押买家的资产并最终收回全部应得款项。当涉及政府实体或国有企业时，上述部分担忧更为突出，而在买家是民营企业的情况下，最后一项担忧尤为突出。此外，卖家可能对上述问题涉及的时间和费用有很多顾

虑。因此，卖方可以考虑要求特殊保护措施。这些措施包括：附条件交付契据或信用证，对固定数额的义务加以保证，比如单方终止协议费用、购买价格分期付款、甚至或有款项的支付。卖家还可以在中国之外寻求担保。可能的措施包括，对目标公司的股票进行质押或者以目标公司自身作出的担保，可能是以其全部资产或主要资产作出担保。卖家的这些担忧以及其潜在的解决方式不应理解为对特定中方的不信任或文化差异；它们只是由于中国在美国进行的收购交易数量有限、美国卖家在行使上述权利方面的经验匮乏、中国法律体系方面的不确定性、以及收回应得款项可能涉及的高额成本这些因素导致的一些切实的担忧。

结语

很多原因使我们相信中国在美国进行的控股收购几乎肯定会增长，并且会在不久的将来急剧增长。但是，和其它交易相比，中国对美国企业的收购的确有实质区别，从而会产生新的风险，以及需要创新措施来处理这些风险。尽管如此，企业在考虑这些机遇的同时，不要因为有些风险而退缩，而是在交易具有商业可行性的情况下与顾问共同努力克服这些障碍。■

附录 A

2004 年至 2009 年已完成的和夭折的中国对美国企业的收购

收购方	收购目标	行业	对价	状态	日期
联想	IBM 的 PC 硬件部门	计算机	现金 17.5 亿美元	已完成	2004
CNOOC (中国海洋石油公司)	Unocal	能源	现金 185 亿美元	夭折/政治 CFIUS 因素	2005
海尔	Maytag	家用电器	现金 13 亿美元	夭折	2005
海辉软件国际集团公司	Envisage Solutions Inc.	企业软件	未见披露	已完成	07 年 3 月
Neapco, LLC, 万向集团的附属企业	由福特汽车公司控制的 Automotive Components Holdings	汽车零部件	数额未见披露 现金	已完成	07 年 4 月宣布 08 年 1 月完成
江西鸿源数显科技有限公司	I/Omagic Corporation	计算机辅助设备	现金 9500 万美元 收购约 70% 股份	状态不明	07 年 5 月宣布
新华悦动传媒 (新华财经)	Small World Television	电视	现金和股份 现金 500 万美元 股票 54.62 万美元 70% 股份	已完成	07 年 8 月宣布 07 年 8 月完成
耦合产品公司(万向集团的全资子公司)	Dana Corp.	汽车/卡车零件和设备	现金, 未见披露	已完成	07 年 9 月
环美家居 (台升公司的一个部门)	Pennsylvania House (只包括名称) 及 La-Z-Boy Inc. 的相关资产 Pennsylvania House 的产品将继续由 La-Z-Boy 提供维修服务	家居	现金 165 万美元	已完成	07 年 10 月
展讯通信	Quorum Systems, Inc.	电子部件 - 半导体	现金和股份 现金 5500 万美元 股票 1500 万美元 最高 600 万美元盈利支付计划	已完成	07 年 11 月宣布 08 年 1 月完成
江苏江淮动力股份有限公司	All-Power America LLC	引擎- 内燃机	现金 929.82 万美元	已完成	07 年 12 月
药明康德	AppTec Laboratory Services Inc.	生物药品测试	现金 1.51 亿美元	已完成	08 年 1 月宣布

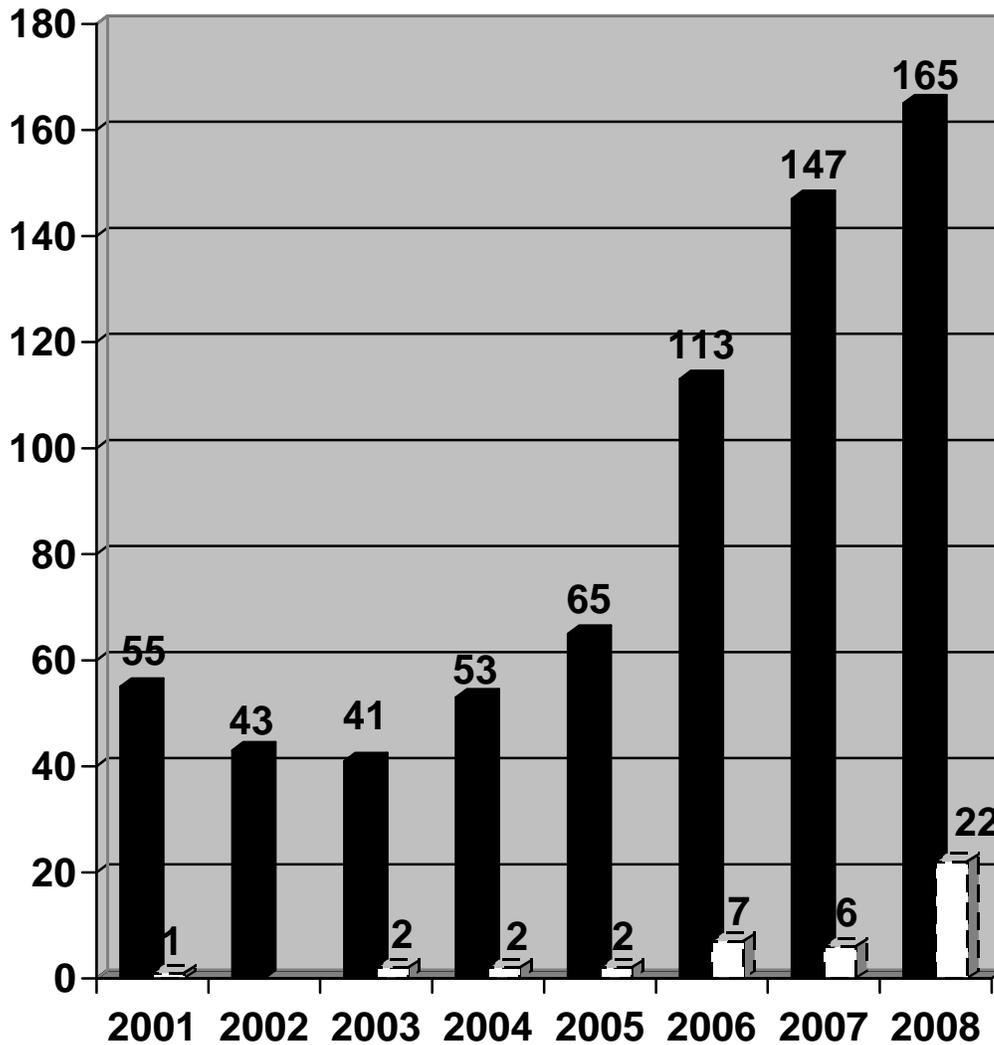
收购方	收购目标	行业	对价	状态	日期
			承担 1170 万元的债务		
软通动力信息技术有限公司	Akona Consulting	软件工具	未见披露	已完成	08 年 2 月宣布 08 年 2 月完成

收购方	收购目标	行业	对价	状态	日期
尚德太阳能电力有限公司	EI Solutions	输变电设备	未见披露	已完成	08年10月
迈瑞公司	Data Scope 的病人监测业务	医疗产品	现金 2.40 亿美元	已完成	08年3月宣布 08年5月完成
安徽中鼎密封件股份有限公司	Allied-Baltic Rubber Inc.	化纤	现金 450 万美元	已完成	08年6月宣布
文思创新信息技术有限公司	Wireless Info Tech Ltd.	电信服务	现金 108 万美元 股票, 盈利能力 支付计划 (EarnOut)。	已完成	08年9月宣布
美克国际家具股份有限公司	Shnadig Furniture	装潢材料生产商	现金 估计为 894 万美元	已完成	09年1月宣布
联想集团有限公司	Switchbox Labs Inc.	计算机	未见披露	已完成	09年1月
HE-5 Resources Corp.	Trading Barter Bank	多元化金融服务	未见披露	已完成	09年3月
Beijing West Heavy Industries Co. Ltd.	Delphi Corporation 的 刹车和悬浮部件业务	汽车零部件	现金 1 亿美元	已完成	09年3月
江苏顺大半导体发展有限公司	Solar EnerTech Corp.	太阳能	现金 170 万美元 合资企业	已组建	09年4月宣布
四川腾中重型工业机械公司	通用的悍马品牌	汽车	1.50 亿美元	已停止 (中国监管批准问题)	09年6月宣布 09年9月签署最终协议 10年2月夭折
上海电气集团股份有限公司	Goss International Corp.	印刷-商务	未见披露	投资已完成	09年9月宣布
安徽中鼎密封件股份有限公司	Myers Industries 下属企业	橡胶产品	现金 约 1000 万美元	已完成	09年9月宣布 09年11月完成
保定天威集团有限公司	Hoku Scientific Inc.	能源- 替代资源	60% 投资	已完成	09年9月宣布 09年10月完成
合资企业, 拥有上海锦江国际酒店(集团)公司的50%股份	Interstate Hotels & Resorts	酒店和汽车旅馆	现金 3.07 亿美元	已完成	09年12月宣布 10年3月完成
西色国际投资有限公司	Firstgold Corp.	矿业	现金 约 2600 万美元, 收购多数股份	据 CFIUS 的声明称已夭折	09年12月
天创国际演艺公司	地处美国密苏里州 Branson 市的剧场	剧场	现金 350 万美元	已完成	09年12月

附录 B

美国外国投资委员会(CFIUS)的报备及调查

2001 至 2008 年



黑 – 报备

白 – 调查

资料来源：美国财政部

转自：美国为来自新兴国家的外国直接投资做好准备了吗？《关于中国的案例》（即将出版）作者 Karl P. Sauvnt