

并购交易实务之 – 境内并购贷款

作者：唐江山 王若曦

引言

近年来随着我国产业结构持续升级，我国并购市场规模稳步增长。疫情以来虽有所波动，但整体仍表现出较强的韧性。随着中央金融工作会议确立金融服务实体经济的功能定位，以及市场化利率形成和传导机制日益完善，境内贷款市场的融资成本亦不断下降。机构投资人、上市公司等并购方出于降低资金占用、扩大项目收益、控制投资风险等因素考虑，逐步倾向于在境内并购交易以及涉及中国资产的跨境并购交易中搭配使用国内商业银行发放的人民币并购贷款。国务院在化解产能过剩矛盾、促进创业投资持续健康发展等领域的指导意见，亦不断肯定并购贷款服务于企业兼并重组的作用。

并购贷款是我国现行商业银行体系中用于支持股权融资的信贷产品。本文旨在简要探讨境内并购贷款适用的交易类型、商业银行并购贷款主要审核要点以及并购贷款常见融资文件及条款，以期参与并购的各方开展并购融资实务提供参考。

一、境内并购贷款适用交易类型

中国银行业监督管理委员会（机构改革后与中国保险监督管理委员会合并组建中国银行保险监督管理委员会，并进一步组建国家金融监督管理总局，简称为“监管部门”）于2008年12月6日颁布、并于2015年2月10日修订的《商业银行并购贷款风险管理指引》（简称为“《并购贷款风险指引》”）是我国关于并购贷款的主要监管规定。

根据《并购贷款风险指引》的规定，并购贷款是指商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款和费用的贷款；并购是指境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业或资产的交易行为；并购贷款亦可以支持已获得目标企业控制权的并购方企业，为维持对目标企业的控制权而受让或者认购目标企业股权的交易行为；并购可由并购方通过其专门设立的无其他业务经营活动的全资或控股子公司（以下称子公司）进行。

根据《并购贷款风险指引》的上述规定，我们理解并购贷款既可以适用于股权并购交易，亦可以适用于资产并购交易，实践中常见用于股权并购交易；并购贷款的借款人既可以是指有实质资产与业务运营的并购方，亦可以是为并购交易专门设立的子公司，实践中为隔离并购风险并购方通常会采用新设子公司的方式进行并购；并购贷款适用的并购交易需要以“实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业或资产”或

者“维持对目标企业的控制权”为目的，故参股类或者非控制类的战略投资交易中通常难以利用并购贷款。需要说明的是并非所有少数股权交易均不可以利用并购贷款，如果并购方通过该笔少数股权交易能够实现或维持对于目标企业的“合并或实际控制”，那么该笔交易本身也可以搭配并购贷款。举例而言，2018年上海东方网股份有限公司通过收购上海嵩恒网络科技有限公司（“嵩恒网络”）14%股权，与子公司上海东方网投资有限公司共持有嵩恒网络34.3566%股权，成为嵩恒网络第一大股东，占嵩恒网络董事会5席中的3席，进而实现对嵩恒网络的控制及合并报表[1]。就前述交易，上海东方网股份有限公司于2018年向上海银行申请并获得了4亿元并购贷款，并于2020年向兴业银行申请并购贷款3.9亿元置换前述上海银行并购贷款[2]。

此外，我们注意到《并购贷款加大权益资金供给》（该文作者曾任职于中国农业银行投资银行部）[3]一文中提及2019年5月，根据农业银行的申请，监管部门批复同意对支持民营企业的参股型战略投资，可在上海银保监局监管范围内按“一事一议”原则申报后实施；在此机制支持下，2019年8月，农业银行上海分行向东方航空产业投资有限公司发放并购贷款19.5亿元，用于认购吉祥航空公司15%股权，支持其扩大机队和偿还部分银行贷款，助力民营航空企业渡过难关。进一步地，根据中巨芯科技股份有限公司（“中巨芯”）于2023年12月9日作出的公告[4]，由于中巨芯的某一员工持股平台的出资金额较大，招商银行股份有限公司衢州分行（“招行衢州分行”）向员工持股平台的有限合伙人提供了并购贷款，用于为有限合伙人提供入股资金，并以有限合伙人间接持有的中巨芯股票质押担保以及其个人担保作为增信。考虑到上市公司/拟上市主体的公众公司或准公众公司属性，并购贷款实务中可能存在一定的调整适用空间，有资金需求的战略投资方可以考虑与银行接洽以探讨具体项目中是否存在适用并购贷款的空间。

《并购贷款风险指引》规定并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于60%，期限一般不超过七年，并应在借款合同中约定提款条件以及与贷款支付使用相关的条款，提款条件应至少包括并购方自筹资金已足额到位和并购合规性条件已满足等内容。基于前述规定，并购方在考虑使用并购贷款时需筹措不低于40%的自筹资金，且该等自筹资金到位时间应不迟于与之相匹配的并购贷款提款日；目标企业分红、出售交易等现金流需与并购贷款还款期限相匹配。

综合上述，我们建议并购方在以实现或维持“合并或实际控制”为目的的并购交易中考虑使用并购贷款，并应提前筹划好自筹资金的筹措以及还款现金流与贷款期限的匹配；境外投资人在并购境内企业时可以设立外商独资企业作为并购贷款主体；涉及上市公司/拟上市公司的战略投资方如有资金需求，可以结合项目具体情况与银行接洽以探讨是否存在适用并购贷款的空间。

二、境内并购贷款银行主要审核要点

并购贷款前期立项过程中，我们经常会遇到客户询问商业银行要求的某项尽调材料是否必须提供，商业银行对于该等资料的审核逻辑是什么等问题。根据我们的经验与观察，商业银行对于并购贷款的审核逻辑与监管部门对于参与并购贷款的商业银行的监管逻辑均主要基于《并购贷款风险指引》的规定。《并购贷款风险指引》要求商业银行应在全面分析战略风险、法律与合规风险、整合风险、经营风险以及财务风险等与并购有关的各项风险的基础上评估并购贷款的风险；商业银行并购贷款涉及跨境交易的，还应分析国别风险、汇率风险和资金过境风险等。前述各项风险分析基本上框定了商业银行在并购贷款交易中的审核重点。

在评估战略风险方面，《并购贷款风险指引》规定商业银行应从并购双方行业前景、市场结构、经营战略、管理团队、企业文化和股东支持等方面进行分析。基于前述，商业银行通常在前期立项中会要求并购方提供自身及目标企业股权结构图、注册登记文件、公司章程、主营业务介绍、团队介绍等文件与信息，以及并购方就并购交易获取的第三方中介机构的财务尽调报告、法律尽调报告等予以佐证。

在法律与合规风险方面，《并购贷款风险指引》规定商业银行应分析包括但不限于并购交易各方是否具备并购交易主体资格，并购交易是否按有关规定已经或即将获得批准，并履行必要的登记、公告等手续，法律法规对并购交易的资金来源是否有限制性规定，担保的法律结构是否合法有效并履行了必要的法定程序，借款人对还款现金流的控制是否合法合规以及与并购、并购融资法律结构有关的其他方面的合规性等内容。基于前述，商业银行除在前期立项中审阅并购方及目标企业的基础文件以及第三方中介机构的尽调报告外，通常还会将取得必要的批准以及履行必要的登记公告等作为并购提款的先决条件，并要求借款人就担保结构合法有效、并购交易合规性等作出陈述与保证。

在整合风险方面，《并购贷款风险指引》规定商业银行应分析并购双方是否有能力通过发展战略整合、组织整合、资产整合、业务整合以及人力资源及文化整合等实现协同效应。基于前述，商业银行在前期立项中可能会要求借款人提供商业尽调报告、业务发展方案等文件与信息。

在经营风险以及财务风险方面，《并购贷款风险指引》规定商业银行应分析并购后企业经营的主要风险，如行业发展和市场份额是否能保持稳定或增长趋势，公司治理是否有效，管理团队是否稳定并且具有足够能力，技术是否成熟并能提高企业竞争力，财务管理是否有效等；并购双方的未来现金流及其稳定程度；并购股权（或资产）定价高于目标企业股权（或资产）合理估值的风险；并购双方的分红策略及其对并购贷款还款来源造成的影响；并购中使用的债务融资工具及其对并购贷款还款来源造成的影响；汇率和利率等因素变动对并购贷款还款来源造成的影响。基于前述，商业银行在前期立项中可能会要求借款人提供商业尽调报告、业务发展方案、现金流测算、资产评估报告等文件与信息。

三、境内并购贷款常见融资文件及条款

商业银行通常备有适用于并购贷款的借款合同范本，我们也观察到少数项目上商业银行可以接受使用经适当必要调整后的亚太区贷款市场公会（APLMA）示范文本中文版。此外，《并购贷款风险指引》规定商业银行原则上应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保，包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证，以及符合法律规定的其他形式的担保。基于前述，除借款合同外，并购贷款交易中亦常见股权质押合同、动产/不动产抵押合同、保证合同、账户监管与质押协议等各类担保及附属文件。

并购贷款实务中，为落实《并购贷款风险指引》要求的原则上提供充足的能够覆盖并购贷款风险担保的要求，除并购方质押其取得的目标企业股权外，由目标企业提供资产抵质押以担保并购贷款亦属常见担保结构。这主要是因为实质资产及运营现金流主要在目标企业层面，从风控角度考虑商业银行通常也希望由目标企业提供保证及担保以便未来出现违约事件时能便利执行。我们注意到新修订的《公司法》将原本主要适用于上市公司、非上市公众公司的禁止财务资助制度原则性地扩展适用于全部股份有限公司，仅在员工持股平台及经表决与特定金额比例内可以例外，规定“公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过”。随着阶段性收紧IPO，拟上市企业并购退出可能是有退出需求的投资方的备选方案，而考虑到拟上市主体的体量，并购退出时并购方可能更倾向于自筹资金搭配并购贷款的融资方案，前述原则禁止财务资助制度可能会大幅限制拟上市企业及其子公司为并购方的并购贷款提供担保或其他财务资助，届时商业银行如何调整贷款及担保结构尚待观察。

《并购贷款风险指引》规定，商业银行应在借款合同中约定保护贷款人利益的关键条款，包括但不限于对借款人或并购后企业重要财务指标的约束性条款；对借款人特定情形下获得的额外现金流用于提前还款的强制性条款；对借款人或并购后企业的主要或专用账户的监控条款；确保贷款人对重大事项知情权或认可权的借款人承诺条款等。基于前述，并购贷款的借款合同中通常会约定财务指标、强制提前还款与违约事件、监管账户承诺、信息权承诺等条款。该等条款也与国际贷款市场上常采用的Financial Covenants、Mandatory Prepayment（包括Cash Sweep等）、Event of Default（包括Failure to Satisfy Financial Covenants等）、General Undertakings（包括Negative Pledge等）、Information Undertaking等条款等同或者类似。但不同于国际贷款市场采取长篇幅的列举及除外的方式明确允许采取及受到限制的具体行为，国内借款合同制式条款相对简略并多采用“可能导致银行债权的实现受到不利影响的其他情形”或“贷款人认为影响其债权安全的其他情形”等兜底性条款予以宽泛地限制。相应地，并购方亦可以考虑与贷款行协商定义财务指标相关术语、增加财务指标补救、增加违约宽限期与补救、明确满足特定财务指标后的经营现金流使用及资产处置不受限、限缩兜底性条款或增加重大性限制等方式，一定程度上减轻前述限制对并购方及目标企业运营的影响，并考虑增加清理期（Clean-up Period）等条款明确针对目标企业的陈述保证与承诺在并购交割后一定期限内不适用以给予并购方整合目标企业的时间。

四、结语

随着中国境内并购市场的成熟与发展，以及监管部门对于并购贷款在企业兼并重组、经济结构调整和转型升级中作用的认知深化，并购贷款业务存在广阔的发展空间。基于《并购贷款风险指引》的要求，商业银行在考察并购贷款项目时会要求并购方提供自身及目标企业的信息与文件，并视情况安排现场实地考察；项目推进过程中，会要求并购贷款融资文件中规定财务指标、强制提前还款与违约事件、监管账户承诺、信息权承诺等条款，并视项目具体情况与借款人沟通补救与宽限期等安排；并购贷款发放时，会要求借款方提供自筹资金到位、必要的内部授权与外部批准文件等提款先决条件证明文件；并在并购贷款发放后要求借款方定期报送财务报表、确认财务指标合规情况并配合提供其他贷款人需要的信息与资料等。

本文结合《并购贷款风险指引》的解读以及我们的经验与观察，以期为并购方参与并购贷款交易以及与商业银行沟通谈判提供参考，便于并购方更加高效地推进并购贷款交易，实现各方共赢的并购目标。

[1] 参见《上海东方网股份有限公司收购资产的公告》，https://www.neeq.com.cn/disclosure/2018/2018-11-30/1543568890_983795.pdf

[2] 参见《上海东方网股份有限公司关于拟向银行申请并购贷款的公告》，https://www.neeq.com.cn/disclosure/2020/2020-09-21/1600679193_959046.pdf

[3] 王俊霖：《并购贷款加大权益资金供给》，载于《中国金融》2020年第11期

[4] 参见《中巨芯科技股份有限公司关于持股5%以上股东部分股权质押的公告》，https://static.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2023-12-09/688549_20231209_NA2M.pdf

2024-03-22