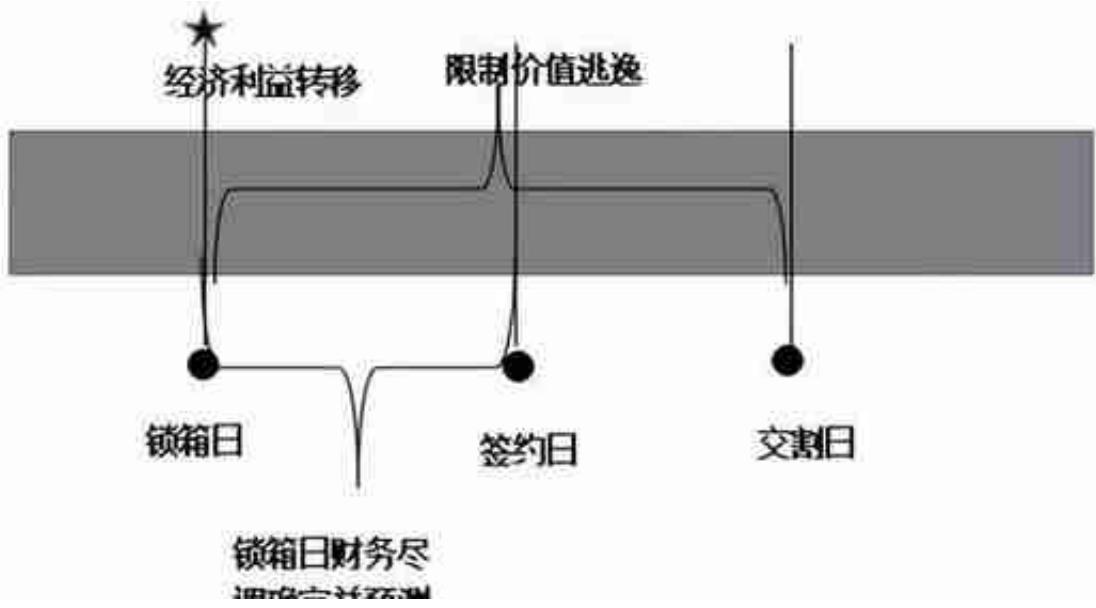


- Calculation of Completion Enterprise Value in excel format (as per the Schedule 5).
- The Completion Statement and Completion Statement in excel format (as per the Schedules 6 and 7); An analysis of the key variances (and reasons for the variances) between Pre-Completion Statement and Completion Statement.
- Balance sheet as at the Completion Statement Date.
- Total balance for all accounts as at the Completion Statement Date.
- Audited financial statement for FY15.
- Total balance for all accounts as at 31 December 2016.
- Breakdown of cash balances by bank account as at Completion Statement Date.
- Confirmatory documents with regard to cash.
- Confirmatory documents working capital items (for top 5 balances of accounts receivable and top 5 balances of accounts payable).
- Breakdown of cash balances by bank account as at Completion Statement Date.
- The Project Costs breakdown for the period from 4Q16 to Completion Date, including the following sources:
  - "КСЭИ - ИБЭ: Отдельные позиции - Факт"
  - "КСЭИ - Запас: Отдельные - Факт"
  - "СопИ\_ОСЭИ - Оборотно-сальдовая ведомость"
  - "Факт-расход затрат по отдельным позициям проекта" (Отчет на СЭИ элемент)
  - "Оборотно-сальдовая ведомость по ОСЭИ счету"; and
  - other relevant breakdowns.
- Breakdowns of accounts payable (BS reference 1520, 1550) and receivable (BS reference 1220, 1230, 1260) by contract and contractors as at the Completion Statement Date, with separation of related party balances.
- Quarterly breakdown of provisions (BS reference 1430, 1540) from 4Q16 to the Completion Statement Date.

以上列表中的每一个项目都包含着大量的工作，买方要准备，卖方要核实。双方在不能达成一致意见时，还要根据SPA中双方已经同意的调解机制来调解双方的矛盾。如果双方预先设置的调解机制还不能解决争议的话，婚礼变坟场，双方可能会交割不成诉至法院。

前述的交割调整机制交易流程可以下图来说明：



从以上两表的比较可以看出，交割调整交易是通过调整价格来解决过渡期间的交易风险，而锁箱交易在实质上是通过对价格锁定及锁箱义务来分配过渡期间的交易风险。在一些交易中，锁箱交易可能也会要求在正常的运营资本/约定的运营资本和实际的运营资本进行比较并调整，但是这个true-up是通过比较锁箱日审计和签约日审计的调整做出的，协议签订后不再调整交易价格。因此我们认为，锁箱交易和交割调整交易在本质上极为相似，都需要对影

响交易价格的因素进行明确的约定，其区别仅仅在于在交割调整机制中，买卖双方交割前和交割后通过工作完成，而在锁箱交易中这个工作需要签约前完成。

### 三、交割调整机制中交易关键点

关于价格调整机制中所使用的诸多交易机制和条款经过多年的发展，已经有业界认可的内容和形式，例如由谁来准备交割审计，相关的争议解决机制，以及可以接受的会计政策。但有些条款买方和卖方应该进行详细的沟通和明确：

固定资产的评估价值：

通常我们会对主要由固定资产构成的标的采用历史成本法、市场价值法或经济价值来进行评估。在评估得出的范围区间，卖方希望取最大值，而买方希望取最小值，因此双方对于会导致评估价值变化的不同会计政策需要达成一致，例如资产的减值政策。

存货或在建工程：

对存货的价值评估通常采取成本或收益法，但依然需要明确成本可以包含的明细以免争议，同时双方应对滞销存货或过期存货的概念及构成达成一致，使得双方可以就减值或计提达成一致。

现金和负债：

尤其是在我们采取0现金0负债的评估机制时，对现金和负债的定义达成一致是相当重要的。通常情况下，现金包括货币及“现金等价物”，但我们往往需要排除“受限现金”。而在计算银行贷款时，计算本金、利息以及其他相关费用一般为市场所普遍接受的做法，但对于融资租赁的财务处理、掉期合约的提前还款费用以及其他逐日盯市交易的费用该如何处理，还需要买方和卖方进行逐项谈判和明确。

债务的计提：

双方对于不良债务的计提政策也可能存在差异。卖方希望以最低的成本计提，而买方不希望为最终无法偿还的债务支付对价。尤其是目标企业的债务人在交割日之后才发生破产或重整等情形而无法偿还债务的情况。

正常的运营资本 ( normalized working capital )：

如果要根据运营资本的水平来调整收购价格的话，根据交割审计确定实际的运营资本，双方需要就对SPA中约定的正常的运营资本水平或对标实际运营

资本的相关项目达成一致。

#### 四、锁箱机制中交易关键点

##### 1. 锁箱义务 ( locked-box undertaking )

在锁箱机制的交易中买卖双方同意根据锁箱日审计计算和确定交易对价。在锁箱日到交割日的这段时间过渡期间，买方最关注的是标的企业的价值没有逃逸。因此锁箱机制的核心为卖方向买方承担锁箱日至交割日不泄露标的企业价值的锁箱义务 ( locked-box undertaking )。比较常见的价值逃逸包括分红或支付股息，减少资本，偿还股东借款或集团间借款，购买服务等。因为这个原因剥离出售的交易 ( carve-out sale ) 不适合采用锁箱交易机制，因为标的企业的财务数据不独立，并且在锁箱期间比较容易发生价值逃逸。另外关联交易较多的企业不适用采用锁箱机制，同样因为这样标的企业容易在锁箱后发生价值逃逸。

相对应的是通过允许的逃逸 ( Permitted Leakage ) 对卖方的锁箱义务进行限制，该条款主要根据行业特点由买卖双方具体谈判确定。具体来说买方会希望该条款的适用范围得到密切限制，并且将所有的允许逃逸清楚界定。但从卖方的角度来说，则希望所有正常或可预期的付款都不因为收购打断，也不会因为其锁箱义务而使企业价值有所减损。比较常见的允许逃逸包括支付员工薪酬、支付股东借款利息、股息支付等。

买方通常会要求买方在赔偿责任 ( indemnity ) 的基础上承担锁箱责任。如果有多个卖家，则通常买方会希望他们就标的企业价值的逃逸承担连带赔偿责任，但卖方通常希望仅对其接受的逃逸价值赔偿。同时，买方希望不会因为卖方责任限制条款不当的限制了其应当承担的锁箱责任。

##### 2. 锁箱财报的准确性 ( locked-box account )

考虑到交易价格是以锁箱财报为基础确定的，除了锁箱义务以外，买方通常争取卖方对锁箱财报的数据质量做出承诺和保证，从而保护自己承诺的交易价格，进而保护自己在交易中承担的风险。通常来说通过以下几个方面：

- ◆ 买方通常要求锁箱报告是经审计过的，一些大型交易中会直接在SPA写要求四大会计师事务所 ( big four ) 来做审计。这样通过独立第三方的审计师从某种程度上保证审计数据的质量。

- ◆ 锁箱日通常离交割日不是太远，以确保标的公司的状态不会出现重大而不

可控的变动。在极端的情况下，有可能签约日和交割日发生在同一天。

◆买方通常会要求卖方就锁箱报告给与一定的保证（warranty），同时争取在一些重要的保证科目上卖方予以赔偿（indemnity），例如在交易价格是以0现金0负债的前提确定的，在锁箱报告中发现现金或负债不符合约定的情况下，约定卖方承担全额（dollar for dollar）赔偿义务。

### 3.锁箱利息（locked-box interest）

由于标的的经济价值在锁箱日转移给买方，买方充分享受了过渡期标的企业产生的利润，而卖方在这个时间点还没有收到买方支付的转让价款，是卖方在承担交易交付的风险。因此通常卖方要求买方就过渡期期间支付一个事先约定的利息，可以视为卖方承担过渡期尚未收到转让价款的风险溢价，或者以一个事先约定利率要求得到过渡期标的企业所产生的利润。无论是作为风险溢价或者是对收入的分成要求，这个指标都反应了卖方对标的企业在过渡期所产生的现金利润的要求。

## 五、两种机制相比的特点

### 1.价格的确定性

锁箱机制使得买卖双方以更为确定的价格来进行交易，从而避免在交割后用到监管账户或尾款保留机制。交割调整机制在交割后根据交割报告调整交易价格的方式会让买卖双方感觉到一些不确定性，但是通常交易双方会通过交易价格增加的封顶（cap）或者交易价格减少的下限（collar）来降低这种不确定性。也正是因为这个原因，在很多交易的竞标过程中，卖方会更欢迎锁箱机制的投标，因为卖方可以更容易比较不同潜在买家的报价。同样的原因很多的PE投资者在退出时，会更倾向锁箱交易。

### 2.交易流程的简化

从以上示意图对比可以看出，锁箱交易的交易流程相比交割调整交易而言大大的简化了。没有了复杂的交割审计和调整工作，也避免了买卖双方对此进行的争论和潜在纠纷。因此交易成本也有所降低。

### 3.对买方的要求

如果说交割调整机制从本质上还是一手交钱一手交货的交易模式——标的企业的经济价值或相对应的控制权在交割日转移给买方，而卖方在交割日收到



商定的交易对价，那么锁箱交易使得买方在锁箱日即获得标的企业的经济价值或控制权利，而卖方在其后一段时间才会获得其交易对价。在过渡期间，买方需要对标的企业有足够充分的了解，使其对于选择锁箱机制或交割调整机制对其权利义务及承担风险的不同有充分的了解。

## 六、实务观察

如前所述，在笔者近年来参与的一带一路并购项目中，越来越多的中国企业愿意采用锁箱机制交易，特别是在交易额在五亿人民币以下的项目中。笔者尤其在多个小型并购项目中观察到交易双方趋向于一种实际上（de facto）的锁箱交易模式：交易价格在审计日确定，买方大幅度的降低交割期间对卖方的义务要求，卖方亦不要求买方支付锁箱利息，双方在交割日进行转让及价款支付，在交割后不进行交割审计。

根据笔者与企业家的沟通，中国企业在一带一路中愿意采用锁箱交易模式的主要考量为：

- 1.在日益紧张的地缘政治冲突背景下，企业家为了加强自身在国际供应链上的地位，积极对外投资，愿意承担相应的政治风险和商业风险，但相应的他们对于交易风险和相关的法律风险的容忍度急剧降低，他们希望以一种极其明确和没有敞口的方式来进行投资。
- 2.一带一路的很多投资项目为资源类投资，标的企业多为需要大额投资或者尚在亏损中的矿山、油田或特许经营企业等，标的企业的价值主要通过现金流折现法或成本法进行评估。买方和卖方对于过渡期间标的企业并没有经济利益上的追求，因此他们对于过渡期期间双方的义务要求不高。
- 3.中国企业家对于过渡期以及卖方锁箱义务存在误解。有的企业家认为价格调整会导致他向买方承诺价格（headline price）发生变动，是不诚信的；或者锁箱义务是对卖方的不信任或对其正常经营的干扰，因而对相关的合同条款极为抵触。

## 结语

一带一路已经进行了八年，中国企业对外投资已经经过了长足的发展并积累了丰富经验。我们希望陪同中国企业在走出去的过程中加深对交易流程的了解，选择对自身及交易对手最合适的交易方案，去实现中国企业在一带一路倡议下的商业追求。

鲜瑜，高朋律师事务所顾问，  
鲜瑜的主要执业领域为企业并购、能源行业投融资、私募基金及海外基金的搭设及募集文件准备及境内外上市业务。可以使用中文、英文和法语作为工作语言。鲜瑜曾协助多家企业完成收并购及在资本市场上市挂牌。曾就职于能源行业并购基金担任高级管理人员，此期间，完成多宗海外油气田并购，交易金额超过10亿美元，合作伙伴包括国际知名能源企业及主权基金等。

---

特别提示：本文为高朋律师事务所原创作品，未经授权，严禁在各类平台转载、引用和编辑，违者后果自负。如需转载，请留言申请。欢迎关注本头条号！