

君合专题研究报告



2019年1月25日

特拉华州首例认可“重大不利影响（Material Adverse Effect）”判决及其指示作用

前言

重大不利影响（Material Adverse Effect 或 Material Adverse Change，以下统称 MAE）条款是美国并购协议中的常见条款。

常见的 MAE 条款第一部分会将“重大不利影响”定义为“任何在合理预期（reasonably expected）下已经或将要对目标公司业绩、财务状况、运营情况等方面造成重大不利影响的事件。”常见 MAE 条款的第二部分会列举一些“例外事件”以将特定事件（如行业整体业绩下滑、不可抗力等事件）排除在前述“重大不利影响”事件之外。由于该定义没有列出量化或具体标准，在判定是否产生重大不利影响时有很大的不确定性。

美国特拉华州(Delaware)是美国众多企业的注册地。因此，该州判例法对于在美收购具有重要借鉴意义。本文基于特拉华州衡平法院（The Court of Chancery）于 2018 年 10 月判决的 Akorn Inc.诉 Fresenius Kabi AG 案¹以及该州过往重要判例，对特拉华法院关于 MAE 条款的解读进行分析，希望有助于有意在美进行收购的中国公司了解相关美国法律。

一、特拉华州重大不利影响条款判例回顾

在 Akorn Inc.诉 Fresenius Kabi AG 案之前，特拉华州衡平法院曾在两个主要案件中提出了判断重大不利影响是否发生的标准，但并无在任何先例中承认 MAE 的发生。

（1）IBP, Inc.案²（以下简称“IBP 案”）

IBP 案中，同为牛肉产业公司的 Tyson Foods Inc.（以下简称“Tyson”）作为买方，试图在签署价值 16 亿美元的并购协议数月后的过渡期内援引并购协议中的 MAE 条款证明，卖方 IBP, Inc.（以下简称“IBP”）与此前一年同季度销售业绩相比下降 64% 的事实已构成重大不利影响，并希望借此取消并购交易。

该案中，Tyson 在知晓 IBP 正经历牛肉行业整体产业低谷、子公司会计舞弊等一系列困境后仍提高了收购报价。

对此，特拉华州衡平法院认为，第一，往年数据显示 IBP 每年业绩经常出现大幅波动，因此 Tyson 提出的 IBP 在数月之内遭受的业绩波动与 IBP 往年业绩表现并无不同。第二，Tyson 本身也因牛肉行业出现的普遍低潮期而遭受了业绩下滑，此类不可抗力造成的损失不应全由 IBP 承担。第三，IBP 在几个季度内遭受的业绩下滑尚不能判断其是否经受了持续性（Durational）的不利影响，也无法判断该影响是否为将导致 IBP 盈利能力长时间内受损的重大（Material）影响。

因此，法院指出，对于将收购事件视为长期商业战略的买方而言，判断 MAE 的关键在于目标公司是否在其商业运营中遭受了重大不利影响，且该影响将导致目标公司在商业合理期限（Commercially Reasonable Period）内的收益能力大幅下降。因此，在判断 MAE 严重程度时应以年而非月作为商业合理期限。

¹ Akorn, Inc., v. Fresenius Kabi AG, et al., C.A. No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. Oct. 1, 2018).

² In Re IBP, Inc., Shareholders Litigation, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001).

法院还指出，即使现代合同中经常赋予“重大不利影响”极为宽泛的定义，其初衷是为了保护买方免于承担在签约时无法预估的因素导致的对目标公司盈利潜能的持续、重大不利影响，而非赋予买方主观解读终止并购协议的权利。

(2) Hexion Specialty Chemicals, Inc. 诉 Huntsman Corp.案³（以下简称“Hexion 案”）

与 IBP 案类似，Hexion 案中，买方 Hexion Specialty Chemicals, Inc.（以下简称“Hexion”）以并购协议中的 MAE 条款为理由认为卖方 Huntsman Corp.（以下简称“Huntsman”）在签约与交割的过渡期间出现的业绩下滑构成了 MAE，从而选择终止协议。

Hexion 提出，由于 Huntsman 未能在过渡期内满足此前作出的对业绩增长与净负债减少的预期，Hexion 有权终止并购协议。Hexion 还提出，即便整体经济形势不利，Huntsman 的业绩下滑在同行业中也属于下滑较多的情况，因此其境遇应构成 MAE。

特拉华州衡平法院驳回了 Hexion 的主张，理由如下：

第一，Huntsman 已在并购协议中明确其并不对业绩预期做任何陈述及保证；第二，法院通过对比 Huntsman 往年业绩发现该公司只出现了 3%-6% 的业绩下滑、其净负债增长仅为 5%，且 Huntsman 的息税折旧摊销前利润（“EBITDA”）也仅下降 7%。据此，法院认定，Huntsman 业绩并未出现严重下滑，因而并不构成 MAE。第三，法院认为，将目标公司的业绩下滑幅度在同行业中进行对比并不应独立构成 MAE，买方仍应首先证明 MAE 的存在。另外，法院还提示，除非并购协议另行规定，否则在并购案中证明 MAE 的责任一概由买方承担。

特拉华州衡平法院在 Hexion 案中重申了其在 IBP 案中强调的证明 MAE 的极高标准，即 MAE 是指造成目标公司长期盈利能力受损的重大不利影响，而非短期的业绩下滑。法庭还提示，鉴于该标准极高，截至该案判决时，特拉华州尚未出现任何以 MAE 终止并购协议的案件。

此外，鉴于 Hexion 在 Huntsman 拒绝为业绩和净资产增减预期作出保证的情况下仍选择以该理由终止了并购协议，法院认定 Hexion 的行为构成故意违约。

二、Akorn Inc.诉. Fresenius Kabi AG 案（以下简称“Akorn 案”）概况及判决关键因素

2017 年 4 月，德国制药公司 Fresenius Kabi AG（以下简称“Fresenius”）与美国制药公司 Akorn Inc.（以下简称“Akorn”）签署了收购 Akorn 的并购协议。该协议约定了以下交割条件：（1）Akorn 将以商业上合理的努力（Commercially Reasonable Effort）在并购协议签署与最终交割的过渡期维持 Akorn 公司的正常运营；（2）Akorn 所作的陈述与保证，尤其是关于不会发生重大不利影响的陈述与保证属实；以及（3）Akorn 在过渡期内不遭受重大不利影响。

过渡期内，Fresenius 发现 Akorn 违反了上述一系列交割义务，并于 2018 年 4 月决定终止并购交易。Akorn 因此提出诉讼。

特拉华州衡平法院依据以下理由作出了有利于 Fresenius 的判决：

第一，Akorn 在并购协议签署后的业绩每况愈下。其中，Akorn 的 2017 年全年收入相较 2016 年下降 25%，EBITDA 下降 86%，营业收入（Operating Income）下降 105%。因此，法院认为 Akorn 并未履行其在过渡期内以商业上合理的努力维持公司正常运营的义务。

第二，Fresenius 曾在过渡期了解到，Akorn 的数据完整性不符合美国食品药品监督管理局（FDA）的监管规定。因此，Fresenius 成立了调查组进驻 Akorn。调查组发现，Akorn 在签约完成后取消了以往惯例进行的数据完整性审核、对早前发现的数据缺失不予改进，甚至于 2017 年 8 月向 FDA 提供了虚假数据报告。对此，特拉华州衡平法院认为，Akorn 对其合规义务的违反应构成 MAE。

综合上述一、二点，法院认定 Akorn 在过渡期内遭受了重大不利影响，并因此判定 Fresenius 终止协议的决定是正确并合法的。

³ Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp., 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008).

在对重大不利影响的认定分析中，特拉华州衡平法院延续了其在 IBP 案中提出的高标准，即 MAE 是造成目标公司长期盈利能力受损的持续不利影响，而非短期的业绩下滑，且衡量持续影响的期限应以年而非月为单位。法院认为，该案中 Akorn 的业绩大规模下滑已持续一年并且毫无起色，足以构成重大不利影响。

对于 Fresenius 终止交易的主张，Akorn 提出，因为 Fresenius 了解该行业且完成了尽职调查，交易过渡期存在的风险应由 Fresenius 承担。对此，法院认为，该案中导致重大不利影响的事件与 Akorn 所作陈述与保证相违背，属于 Fresenius 方面无法预测的风险。法院还认为，即便 Fresenius 可能事先预见风险，但并购协议已明确规定发生重大不利影响导致的后果应由 Akorn 承担，因而驳回了 Akorn 的申诉。

总体而言，特拉华州衡平法院在 Akorn 案中对 MAE 条款的解读并无与先例冲突之处，而是谨遵此前 IBP 和 Hexion 两案中提出的衡量不利影响是否“重大”的标准应以年而非月作为商业合理期限进行判断。并且，买方需充分证明该不利影响对目标公司商业上合理期限内的收益能力造成了重大影响。此外，常见 MAE 条款一般都将行业普遍低谷等不可抗力排除在重大不利影响的范围以外，因而买方不可仅依据该类理由终止交易。

因此，Akorn 案成为特拉华州首例承认 MAE 判决的主要原因仍是由于身为并购目标的 Akorn 在并购前后的业绩差距过于悬殊且明显违背了其在并购协议下作出的陈述与保证。

三、中国公司海外收购中的并购协议起草建议

上述三个案例表明，在当前法律环境下，除非卖方违背了其在并购协议下作出的具体陈述与保证，收购方很难藉由一般 MAE 条款使自身在目标公司因未预见因素导致的业绩下滑发生时获得终止并购交易的权利。特拉华州衡平法院一再重申的，证明 MAE 需以年而非月为单位这一标准本身就对实际并购操作中的过渡期有着极高的要求。但买方对于 MAE 条款并非毫无调整余地。

对此，君合建议买方在并购协议谈判中考虑以下几点：

首先，正如 Hexion 案法庭指出，虽然一般情况下法院要求买方承担证明 MAE 发生的全部责任，买方仍可在谈判阶段将证明无 MAE 发生的责任分摊（reallocate）给卖方。

第二，如 Akorn 案所示，除调整 MAE 条款以外，买方也可要求卖方将多个重要指标，如商业预期、合规、财务状况的真实性加入陈述与保证。一旦卖方违背了其作出的陈述与保证，买方即可依据该等违约行为提出终止并购的主张。特拉华州衡平法院在 2013 年 *Osram Sylvania Inc. v. Townsend Ventures, LLC* 案⁴的判决中即认定，卖方对并购协议下保证与陈述内容的违背即构成违约，买方有权立即终止交易。该案还特别指出，卖方在签约前对财务信息进行的篡改应可构成 MAE⁵。

第三，买方可在交割条件（Closing Condition）中加入更多客观指标，以避免通过“重要”等不完全客观词汇说服法院。例如，在 Hexion 案中败诉后，作为 Hexion 控股方的 Apollo 私募公司就在其之后的一笔收购中将目标公司特定时间点的 EBITDA 具体数额作为交割条件之一。类似的客观指标还包括重要客户（Material Customers），出售产品成本（Cost of Goods Sold），重要协议续约（Renewal of Material Agreements），收入、现金流等买方能够更直观评估的指标。

最后，君合提醒有意在美国进行收购业务的中国公司，正如 Hexion 案买方所为，若在不确定是否已形成 MAE 的情况下冒失地选择终止并购协议，则还可能面临违约指控以及协议规定的处罚。

⁴ *Osram Sylvania Inc. v. Townsend Ventures, LLC*, C.A. No. 8123-VCP (Del. Ch. Nov. 19, 2013).

⁵ 注：该案中，原告并未依据 MAE 条款提出终止并购协议的主张，因此法院也未结合案情就 MAE 条款作出具体解读。因而该案未能成为特拉华州承认 MAE 的首例。

楼 岚 顾 问 电 话：001 6463671744 邮 箱 地 址：loul@junhe.com
秦 嫵 律 师 邮 箱 地 址：qinyan@junhe.com
郭 曦 律 师 邮 箱 地 址：guox_justin@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

