



SOLUTION FOR
M&A
PROBLEMS

公司并购
问题与应对

知行合一 实践体系化 深化再实践

李良寓 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

★ ★ ★ ★ ★

SOLUTION FOR
M&A
PROBLEMS

公司并购 问题与应对



李良骞 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

公司并购问题与应对 / 李良窝著. —北京: 法律出版社, 2012. 10

ISBN 978 - 7 - 5118 - 4005 - 9

I. ①公… II. ①李… III. ①公司—企业合并—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 215735 号

公司并购问题与应对
李良窝 著

编辑统筹 法律应用出版社
策划编辑 孙 慧
责任编辑 孙 慧
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 固安华明印刷厂
责任印制 陶 松

开本 720 毫米×960 毫米 1/16
印张 17
字数 233 千
版本 2012 年 11 月第 1 版
印次 2012 年 11 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5118 - 4005 - 9

定价: 43.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

近年来,中国并购交易越来越多,其中失败的并购比例相当大。在失败的并购交易中,委托人对并购尽职调查理解不清晰,尽职调查内容不完善、调查范围狭窄等问题,导致收购方承受了严重的损失,已经成为并购的一大阻力。企业如何减少并购风险,识破并购陷阱?已经是摆在大多数企业眼前的问题。虽然当前有很多写并购的书,但就理论和实际操作的结合而言,现有研究还不是很完善。针对并购中的问题专门研究的书籍,市面上尚未见到详细且有价值的读物。针对尽职调查、结构设计、特殊并购整合研究的书籍,更未见到全面、紧靠前沿的书籍。本书的写作,力图填补此一空白。

并购,意义相当于广义的“兼并”,其包括收购、合并等,收购又分为资产收购、股权收购、增资收购、协议收购,每种收购都有其特点。就合并而言,包括吸收合并和新设合并,吸收合并也常常指狭义的“兼并”,“指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收一个或更多的公司。新设合并则出现新的实体。在处理并购实际业务过程中,不同类型并购失败的原因不同,但共性的原因存在于尽职调查中,由于前期尽职调查不到位导致并购失败的例子非常多。并购的尽职调查可以分为很多方面,如法律调查、人力资源调查、财务调查、企业文化调查等,任何一个调查过程的忽略,都可能导致尽职调查失败。就法律调查而言,目前很多律师事务所中,进行调查的人员往往是由刚毕业不久的学生来具体执行,调查主办的律师也往往不是特别重视调查的分析工作,或者由于主办律师缺乏商业素养,对调查结果分析不到位,或者主办律师对委托人商业意愿理解错误,导致调查过程和委托人的委托意愿

有较大偏差。实践中,由于被并购公司劳动、环境、税务、股权、担保、关联、财务、海关、外汇、知识产权、产品责任、反垄断、价款收付、估价等一个或几个方面存在显性或隐性的问题,并购中出现了很多陷阱。本书先分别就这些陷阱产生和存在的原因进行分析,并基于理论分析和实践经验,提出了相应的对策。这些对策包括尽职调查对策,也包括综合运作方面的对策。

在前述基础上,针对中国立法和实践中常见的问题,如国有、外商投资并购中涉及到的一些特殊规则、上市公司实际业务中的一些问题,创业投资并购中的一些问题,本书作出了针对性的阐释,例如:实际业务中,法律规定对外资股权和资产收购限制,为规避这些限制,协议收购制度得以产生,往往指收购方对被收购方非通过股权转让而通过合同运作形成实质控制。这类控制有其特点。为使读者更方便的理解本书,本书对实用的规则进行了整理,该整理力求从实用角度出发,列示了公司法、反垄断法、税务方面规章、外资并购以及外汇的特殊规则。

实践中,进行尽职调查工作的,除了律师事务所外,还有投资银行等机构,投资银行对尽职调查过程的研究要比律师事务所对尽职调查的研究更为宽泛,专业的投资银行调查的内容比律师事务所调查的内容要多,本书对尽职调查的论述,从内容上讲,要超出一般律师事务所调查的范围,就法律角度而言,深度和经验上,可能比投资银行的调查要深入。从商业角度分析,力图寻求最规范、最系统的调查和解决问题思路和操作,是本书目的。本书作者有法律和商业两方面的背景,有知识产权制度设计和海外经历,对并购陷阱和应对的思考,既有中国的直接经验,也有美国的间接经验,综合多种经验,无疑能为公司并购陷阱的识别和预防提供重要的参考。

作者

2012年8月

目 录

Contents

1	第一章 并购概述
1	第一节 并购动机
1	一、买方并购动机
4	二、卖方并购动机
5	第二节 并购过程
7	第三节 并购影响因素及常见阻碍
7	一、影响因素
8	二、目标公司常采用的反对并购战术
12	第四节 律师在并购中的作用
12	一、发现并购风险
13	二、选择并购模式
13	三、团队协作
14	四、处理具体问题
15	第二章 并购常见问题及应对
15	第一节 并购尽职调查问题及应对
15	一、公司资格、股权、组织性文件问题及应对
20	二、业务、财务问题及应对
23	三、企业文化、企业信用的调查及应对
24	四、人事调查风险及应对
29	五、其他问题及应对
53	第二节 并购协议问题及应对
53	一、估价问题及应对
55	二、价格调整问题及应对
56	三、价款支付问题及应对
57	四、时间基点的选择
58	五、声明和保证条款及应对
64	六、沙包条款及应对

65	第三章 战略并购中的特殊问题
65	第一节 国资并购
65	一、并购的主体资格
65	二、国资的批准
67	三、国资价格支付
67	四、评估、挂牌等
68	第二节 外资并购
68	一、审批问题
70	二、反垄断问题的特殊性
72	三、价款支付问题
74	四、行业问题
75	五、返程投资问题
76	六、其他
78	第三节 上市公司并购
78	一、行业问题
79	二、信息公开问题
79	三、和外商相关的上市公司并购问题
79	四、反垄断和安全审查问题
80	第四节 海外并购
80	一、常见风险
85	二、中国海外并购发展趋向分析
86	第四章 财务并购(风险资金并购)的特殊问题及应对
87	第一节 尽职调查方面的不同
87	第二节 合同方面条款的不同
88	一、转换权条款
89	二、反稀释条款

90	三、继续参与条款
90	四、回赎权条款
92	五、优先购买权条款
93	六、优先认缴权条款
93	七、阶段性投融资条款
94	八、董事会条款
95	九、锁定期条款
96	十、非竞争条款
96	十一、期权条款
97	十二、优先分红权条款
98	十三、登记权条款
98	十四、拖带权条款
99	十五、知情权条款
100	第三节 风险点分析
102	第五章 并购案例分析
102	第一节 未经设计且引发诉讼的并购案例及既有最高法院案例比较分析
102	一、关键点提示
103	二、并购案例及既有最高法院案例案件判决书
123	三、对案件判决书的进一步分析
125	四、结合两个判决书对资产并购、营业转让、股权收购之间界限分析
127	第二节 经过设计的非诉讼并购成功案例
127	一、案例发生过程
129	二、案例涉及的法律规定
131	三、案例中模式的成本分析
131	四、案例结论
132	第三节 对一起并购业务的思考
132	一、盛大、新浪并购与反并购情况简介

132	二、关于此次并购与反并购情况的法律分析
135	三、我国公司海外并购与反并购的启示与思考
139	第六章 并购文书制作及评析
139	第一节 并购重组可行性分析报告
139	一、范例格式
140	二、概述与评价
141	第二节 并购方案
141	一、并购方案格式范本
142	二、并购方案概述及评价
142	第三节 并购意向书
142	一、并购意向书范本
148	二、并购意向书概述和评论
149	第四节 尽职调查报告
149	一、尽职调查报告范本
162	二、对尽职调查报告范本的评价
163	第五节 保密协议
163	一、保密协议范本
169	二、对“保密协议”的评价
170	第六节 并购合同
170	一、并购合同范本(仅以股权转让并购为例)
179	二、股权购买合同的法律评价
181	附 录 常用法规
181	一、中华人民共和国公司法
217	二、中华人民共和国反垄断法
226	三、关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知
231	四、企业重组业务企业所得税管理办法

239	五、关于外国投资者并购境内企业的规定
251	六、国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资 外汇管理有关问题的通知
254	七、外管局 106 号文
259	八、国家外汇管理局关于鼓励和引导民间投资健康发展有关外汇管理问题 的通知
261	参考资料

第一章

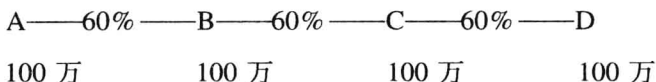
并购概述

第一节 并购动机

一、买方并购动机

(一) 获得更强的市场控制力,提高市场效率

公司作为一个独立的法人实体,其可以通过内在和外在的扩张来实现其自身成长。如果完全通过内部积累,需要更长的时间来扩大规模,需要更长的时间来达到壮大的目的,而商场如战场,失去先机的公司可能成为其他公司并购的对象。在竞争中,公司通过外部扩张,可以有效地、快速地实现自己规模扩大、市场控制力加强的目的。可以从几个简单的例子中看到这点,一个是股权并购的例子,股权并购,是指一家企业(以下称为收购企业)购买另一家企业(以下称为被收购企业)的股权,以实现对被收购企业控制的交易。收购企业支付对价的形式包括股权支付、非股权支付或两者的组合。股权支付,是指企业重组中购买、换取资产的一方支付的对价中,以本企业或其控股企业的股权、股份作为支付的形式;所称非股权支付,是指以本企业的现金、银行存款、应收款项、本企业或其控股企业股权和股份以外的有价证券、存货、固定资产、其他资产以及承担债务等作为支付的形式。看以下图解:



在上面的图解中,A有100万资本,但他通过投资60万可以控制400万的资本,实践中,如果是上市公司的话,由于股东分散,大多数股东难以参加股东大会,大股东用更少量的资本即可以控制本公司更多的资本,再通过投资控制更多的资本,这实际上是资本的良性循环。另一个是资产并购的例子,资产收购,是指一家企业(以下称为受让企业)购买另一家企业(以下称为转让企业)实质经营性资产的交易。受让企业支付对价的形式包括股权支付、非股权支付或两者的组合。一般来说,资产并购中,并购方不仅仅考虑收购主要资产,考虑更多的是收购实质性的附随权利或其他资产,例如,资产收购中,附随收购客户名单等,对于收购方来讲,积累客户名单等商业秘密是一个长期的过程,但通过收购资产,可以大幅度缩短其期间。这同样有利于收购方迅速占领市场。

可见,通过收购,无论横向并购、纵向并购、混合并购,收购方都可以迅速缩短占领市场的时间,提高市场效率,占据市场主动地位。

(二)快速获得人力资本、知识产权或其他资源资质

在公司并购中,人力资本、供应和销售渠道、知识产权或其他资源资质等企业需要多年积累才能获得的,但通过并购,并购方可以迅速获得相关资源或资质,从而迅速与并购方本身的资源资质结合,通过这些生产要素的组合,实现资源资质互补,并购方公司可以在市场上迅速占领优势地位。在商业竞争中,占领先机非常关键,占领先机后,公司可以迅速收购其他公司,从而获得更大的竞争优势。一般来说,小公司并购大公司,似乎存在难度,但在经过具体设计的情况下,这些也不是不能实现的。在小公司一次难以并购大公司的情况下,通过单项优质资产收购或单一优质资源的收购,逐步壮大自身,只要小公司的发展加速度一直大于大公司,总有机会实现其占据主导地位的時刻。

(三)管理效应

学术界有个差别效率理论,是由威廉姆森和克莱因为代表的经济学家于1975年提出的,该理论认为,公司并购的动因在于优势和劣势企业之间在管理

效率上的差别。也就是说,如果 A 公司的管理层比 B 公司的管理层更有效率,那么 A 公司可以通过收购 B 公司的方式,使 B 公司的效率提高到和 A 公司同样的水平;而这不仅会给单个企业带来效率,也会给整个社会带来福利增长。通过更强的管理人员管理,资源能得以更有效的利用,从而获得更多的剩余价值。

可见,管理层的管理能力本身也是一种资源,这种资源,同样可以产生好的效应。中国青岛的海尔公司,充分利用这一点实现了规模扩大和地位提升的作用,当前,海尔已经成为世界知名的著名公司。

(四)完善产业链条

并购分为横向并购和纵向并购,纵向并购的目的往往是完善产业链条,2008年6月,郎盛收购了金山氧化铁生产厂,使其成为世界上唯一无需依赖外部氧化铁原料供应商的企业。本次收购,郎盛在原材料供应方面的产业链条得以完善。通过产业链条的完善,郎盛在原材料供应方面摆脱了依赖其他企业的状况,在竞争中解决掉了后顾之忧,其优势地位更加明显。

(五)多样化经营或协同效应

在部分并购中,公司并购另一公司,看中的是另一公司未来发展的潜力,看中其在获得资金后可能获得的市场地位和效益,比如一些大的药品公司,往往收购一些小的药品公司,这些小公司往往缺乏生产能力和营销渠道,被收购后,他们往往获得收购方的生产能力和渠道,从而取得更多的市场份额和收入,当被收购公司强大后,收购方往往获得更多的现金资源,获得更大的商标效应,取得协同发展的效应。

我们知道,在财务上,有一种投资手段称为投资组合,投资组合可以比较有效地规避风险。实际业务中,很多投资者认为专一的发展某产业才是正道,尤其是专一的发展投资人最为熟悉的产业。上市公司的选择标准也是以主业突出为其关键指标的。值得注意的是,这种理论有其局限性,至少在风险规避方面存在弱点,在协同运作方面也存在弱点。表面看起来,发展实业和财务投资是两回事情;然而,在并购中,很多情况下,产业组合也是一种有效的规避风险方式,尤其是主业面临环境艰难的时候。近期,柯达公司破产,分析人士认为,

过于集中主业,在主业亏损的时候,仍无新的战略调整,是导致柯达申请破产保护的一个原因。

二、卖方并购动机

(一) 获得溢价

当卖方公司股东认为公司价格获得溢价的时候,如在股东认知中,目标公司价格仅仅价值 1000 万元,有外来者却认为,该公司价值 3000 万元(目标公司股东不清楚外来者认知的价格和原因),并愿意以 2000 万元的价格购买目标公司或购买目标公司股权,卖方公司股东考虑继续经营,存在一定的经营风险,他们可能会出售公司或出售股权。当然,这种溢价往往是相对高的溢价,一般来说,在风险投资中,即便目标公司股东知道目标公司正在向好的方向发展,也清楚失去部分股权的代价,为追求即期溢价或考虑公司的利益,部分或全部股东也愿意主动提前转让部分股份,这也是溢价效应的一种体现。

(二) 继承

根据《公司法》的规定:“自然人股东死亡后,其合法继承人可以继承股东资格;但是,公司章程另有规定的除外。”在继承人有多个,并难以选出合适的继承人情况下,卖方公司自然人股东担心继承人不足以运营公司,往往考虑转让股权,这种转让,也导致收购的出现。在卖方公司大股东主张出售股份的情况下,其他股东也往往愿意出售股权,可能引起目标公司被吸收合并。

(三) 多样化经营与专业化经营

公司考虑多样化经营以形成产业链条,尤其是纵向链条形成过程中,可能缺乏资金,在这种情况下,股东可能出让部分股权,以换取公司的进一步发展优势;公司考虑专业化经营的时候,可能剥离部分资产或业务,可能引发资产并购或公司分立。

(四) 破产或其他压力

当公司面临破产或较大额债务的时候,由于缺乏现金流,公司股东为了挽救公司,避免公司被申请破产,可能会作出出售股份或者与其他公司合并的决

策。这种情况下,一般是公司股东不愿意看到,却不得不为的情况。

(五) 变相做广告

由于并购行为往往会引起媒体的注意,通过并购,很多企业节省了广告费用,并能取得比广告更好的效果。尤其是一个普通非上市公司并购上市公司的时候,其广告效应不仅体现在媒体上,也体现在证券公告等多方面。

第二节 并购过程

并购的第一个步骤是准备数据,该过程主要体现在对公司内部数据进行研究,兵法上讲:“知己知彼,百战不殆”,只有在先了解自身的强势和弱势的情况下,才可以进行更有效的下一步行动。实际上,很多企业并购失败,其很大的原因就在于对本公司认识不清晰。在认识本公司的过程中,需要准备数据,进行量化的分析,和其他同行业或相似行业进行对比,通过对各种指标的分析,有助于本公司加强对自身人、财、物等资源的优势和不足的认识,为进一步的收购行为打下坚实的基础。本步骤中,需要分析现有法律和市场准入方面的法律规定,分析本公司的产品、设备、知识产权、劳动力资源、竞争力等,分析如进行并购的话,是否能整合资产、人力、文化资源,并购后公司的前景如何,并购的时间和精力,是否会影响既有业务等,并根据实际情况设定各项并购目标,以量化的指标来使目标具体化。

并购的第二个步骤是研究市场上的并购目标公司,研究可能的竞争对手。一般来说,仅仅研究一个并购目标公司是不够的,应当研究几个,选定的目标公司要适量,避免精力分散,进行指标分析,看到自己的需求。看到自己的需求非常重要,从商业角度看,并购目的和商业模式特别关键,如表面上看,目标公司的销售渠道非常重要,实质上,目标公司的商业模式决定于目标公司产品。如果收购方想收购到销售渠道,却没有仔细分析目标公司商业模式决定因素的话,则必将注定收购失败,因为其定位与调查的角度已经发生了严重偏差。在看到自己需求的前提下,收购方应分析目标公司的关注点,避免开始谈判就陷

入僵局,并为并购双赢理出初步的思路。本步骤中,需要进行一定的隐性调查,尽量避免被并购公司警觉。

下一步,要和目标公司初步联系,并进行实质调查,实质调查中,一般需要中介机构的参与,需要研究先和哪个预定的被并购公司接触,是否能让预定的被并购公司高级管理人员看到目标公司被并购后的有利之处,是否能让目标公司管理人员不发生损失,是否能确定一个合理的基础价格评价方法,并留有更改的余地,是否签订意向书,哪些条款具备约束力,哪些意向条款不具备约束力,初期费用由哪方来承担,这些都需要仔细考虑。如果双方能够达成初步一致,则并购方需要委托中介机构进行实质的调查,关于中介机构,现在的委托方往往认为最知名的律师事务所最放心,实质上,委托方应考虑律师本人的专业水准,然后再考虑所的问题。我们提出这点,是基于律师责任承担的特殊性,具体可以参见《合伙企业法》的相关内容,一般来说,主办律师本人的能力,是最关键的,如主办律师对并购尽职调查方案的设计,对操作程序的把握,主办律师承办事务是否有条理性。并购公司应将已调查资料和未调查资料区分开,作出合理的假设,请专家评价和提出建议,再次对调查结果进行分析,决定调查结果的可依赖与否。主办律师本身的人品,也对并购调查产生重大影响。一般来说,对于并购调查范围的设计,有多种方案,有简单的调查内容,也有复杂的调查内容,委托方往往出于成本考虑,仅仅需要最简单的调查内容,则此调查内容对风险的关注可能有所忽略。一般来说,律师尽职调查应在把握重点内容的基础上,按照线索进一步深入调查,并非眉毛胡子一起抓,即便如此,不同的方案,对重点的选取也是不同的,成本也是不同的。当前,律师调查往往都采用某一固定格式内容,尤其是部分设立分支机构的大所,我们认为,固定格式内容,是对委托人非常不利的,尽职调查需要根据前期市场的调查以及非实质的调查,对实质调查进行个性化的设计,不能千篇一律,否则将对真正的重点难以给予特定化的关注。可以说,对受托调查机构的具体主办人了解不足,是并购失败的一个重要原因。另外,并购方往往要和目标公司签订保密协议和不竞争条款,实质调查过程中,由于要得到预定的目标公司的配合,受并购方委托的中介机

构往往需要和目标公司协商,设定可行的调查安排,争取得到目标公司股东和员工的全面配合。

在并购调查后,并购方需要进行并购价格评估和并购结构设计,部分并购调查完成后,可能需要更改初始的并购方式,如将股权并购改为资产并购,并购结构设计和价格也相应改变。经过多次协调后,当并购双方当事人取得一致意见,洽谈成功的时候,最终文件将得以签订,最终并购文件中一方面要有目标公司声明和保证条款,有并购安排条款;另一方面应有交易后事项的安排,这些往往通过附件的形式,对执行过程和交接进行更具体的约定。

第三节 并购影响因素及常见阻碍

一、影响因素

(一) 法律政策

并购中,商业决策是决定要不要并购的问题,法律政策的审查则是决定能否并购的问题,或者能否变通达到并购效果的问题。商业并购,往往需要律师和注册会计师参与,律师的作用,首要的就是分析并购能否做及如何做,通过尽职调查后,律师的作用是根据法律政策,选择好的并购形式,分析尽职调查中风险所在,初步解决尽职调查中的问题。

一般来说,在法律政策的考量中,行业政策或限制、税收的影响、反垄断、外资并购、并购目标是否是国资公司,都是需要特别关注的问题。

(二) 财务税务

公司要获取更多的利润,有两种方式,一种是通过赚取更多的收入,另一种是通过节省成本实现,税收成本的节省是一个关键的方面。适当的税务设计,与法律操作相互配合,是并购设计中的重要切入点,这涉及到并购形式的选择。从财务角度看,一方面,被收购目标公司的财务指标,是收购公司考量的关键方面;另一方面,关于目标被收购公司的财务调查意见,也将对并购进程产生重要影响。