

香港丰裕兴业是一家专门从事中小企业并购的专业公司,根据丰裕兴业有限公司大量企业并购案的经验总结,结合投资银行操作并购的惯例,专业机构操作并购案大致分为10个步骤。

从一开始的可行性分析,到最终达成交易,这10个步骤能让您对并购操作的全过程有一个清晰完整的认识,并能从中体会到专业机构操作并购的技巧和精髓



实务:

怎样操作企业并购

■ 何 森

任何并购行为,隐藏在轰轰烈烈表象下的是:那些新闻热点以外的由专业机构运作的幕后工作。香港丰裕兴业是一家专门从事中小企业并购的专业公司,根据丰裕兴业有限公司大量企业并购案的经验总结,结合投资银行操作并购的惯例,专业机构操作并购案大致分为10个步骤。

外行也知道,完成并购至少需要两个步骤:找一个合作方,谈判,成交(签合同)。而实际交易达成要复杂得多,一般来说,完成并购的全过程大概平均需要1年的时间。需要说明的是:

1. 10个步骤的流程贵在简明,各环节大多可以细化,在此只是概要式地列出了并购业务一些最关键和最主要的环节,没有也不可能反映并购的

所有工作程序和角色内容,有些非常重要的工作没有列入,如联络,公关工作等,是因为这些工作是贯穿整个并购过程始终的;

2. 实际工作未必都严格依照这10个步骤的流程来进行,并非必须经历每一环节,流程序列也非断然不可违逆。不同的交易在不同的时机操作,具体到某个环节会有步骤的增删,具体操作时需灵活掌握。

为便于说明这个流程,先要明确两个名词:

(1)“客户企业”:主动提出并购合作意向的企业,即委托方;

(2)“目标企业”:在并购活动中,投资银行为客户企业所甄选和联络的潜在的并购合作伙伴。

专业机构将只接受一方企业的委托

——投资银行如何认为企业的项目可行

可行性分析和论证

当希望参与（跨国）并购的客户企业向投资银行提出委托意向（有具体项目书或指定一合作的目标企业）后，首先对客户的具体项目或合作意向进行可行性分析和论证，主要分析内容：

1. 现有法律和市场准入的法规：

主要依据是“外资投资产业指导目录”中的鼓励、允许、限制、禁止四大类，及《外资投资方向暂行规定》中的有关规定，目的是看此项目/行业目前在外资准入上有无障碍。

2. 并购市场的规律及当前趋势、状况。

3. 并购项目的产业前景：行业的市场潜力、技术革新速度、朝阳产业还是夕阳产业、行业的进入障碍、企业转产或转行的柔性等。如果该产业（类似于VCD）将很快被另一新兴产业（DVD）所淘汰，如果企业本身柔性又差，在设备和人员技术方面很难向相关行业转型（有些企业可以军转民），则并购的可操作性就很小。

4. 并购双方企业优势能否互补：

其中包含两点：中方优势是否与外商合作意向吻合；中方合作目的是否适合通过并购形式实现。因为双赢是并购的前提条件，而不是企业一厢情愿就可以成功的，不要忽视对方的利益，否则不会引起合作伙伴的兴趣。客户企业应该清楚其合作伙伴通过并购可以得到什么，并为此积极努力。力求并购双方优势互补、或发掘协力优势、不要光是“拿来主义”。多数外商参与并购，看中的是国内企业的无形资产，如：品牌、市场、人力资源等，中方目

的如吸引外资、引进技术与管理、扩大市场份额、开拓海外市场等。

5. 项目的可操作性分析：如投资额大小、预计完成交易的时间长短等。有些项目听起来很吸引人，但实际分析发现目前不具备操作性。

经过上述分析判断，如认为客户企业的项目可行，投资银行将接受委托，开始正式与客户企业合作开展并购的各项实施活动。

策划并购方案

——如何制定并购方案

并购方案主要是依据以下几方面制定：

1. 要客观地确定客户企业参与并购的目的，即希望从目标企业那里得到什么：如：资金、技术、设备、市场、品牌、生产工艺、管理经验等。并购目的必须加以明确定位，并需切合实际（不能说所有的目标我都要，这样一不符合平等双赢的原则，二来这样的合作者也难找）因为以后的工作都将围绕此目的进行开展。

2. 选择目标企业（合作伙伴）的标准，如：企业规模、所在地域、行业地位、市场份额等。根据企业自身的实际情况出发，最好的不一定适合你。

3. 确定并购的形式，客户企业将通过什么样的方式来参与并购。

4. 确定交易的支付方式，如采用资产转让或置换、股权转让或交换、或直接以货币交易等形式。

5. 并购的最佳时机。当前并购市场状况，卖方市场还是买方市场；分析国内外宏观经济背景，特别是国内外资本市场发展的阶段性特征和机遇、研究国家有关企业并购的最新政策法

规，在此基础上确定进行并购的最佳时机。

6. 并购前的整合和包装，包括对非核心业务的剥离和非盈利资产的处置等，目的是将企业最精干的一面展示给目标企业，从而最大限度地体现企业价值，展现企业优势。对企业进行巧妙的包装必须建立在真实的基础上，即“要包装不要伪装”。

甄选目标企业

——企业如何寻求并购目标

甄选合适的目标企业是交易成功最关键的因素之一。根据客户选择目标企业的条件，在庞大的数据库资源和互联网上进行检索，为其在全球范围内寻找目标企业，并通过对目标企业的调研甄选出几家最适合客户方案的并购对象。由于投资银行有专门的并购部门注意随时收集有关并购意向的信息，并且在海外有诸多战略联盟伙伴，所以对一个项目将有许多相关信息可供查询和甄选。

编制并购推荐文件

——磨刀不误砍柴功

企业需要正确的资料文件与潜在的合作伙伴进行交流，这些文件对于整个并购程序的顺利完成至关重要。将企业的真实想法尽可能地告知合作伙伴；企业想通过并购得到什么？原则是“说我想说”而非“说其所要”，即最终的推荐文件是给目标企业看的，所以要以他们听得懂能理解的语言说他们感兴趣的话题，分析投资者的心态，站在目标企业的角度来写，就变得至关重要。

对此，投资银行将派专业人员对

客户企业进行实地考察，现场拍照和摄像、收集企业有关文字和图片资料，并与各方面负责人面谈，目的是编写3份并购推荐文件，用方便目标企业阅读的文字（中/英文编写），在不同阶段向潜在的合作伙伴推荐：

这3种文件在不同的推荐阶段有不同的用途。

1. 项目简介：

资料用途：向目标企业发函推荐这个商业机会时作为附件的项目概貌介绍。

资料内容：行业、规模、地域、要素描述、合作方式、合作前景的介绍。资料特点：高度精练、准确、直观，不透露客户企业名称。这是为了在没有确认目标企业的合作诚意前，保护客户企业的商业利益。因为在目标企业中很可能有客户企业的竞争对手，他们有可能利用这些资料做出对客户企业不利的东西，损害客户利益，所以这份文件中不能出现客户的名称，项目涉及要素必须表述准确和精练，在保护客户企业的商业利益前提下，尽可能将要素以图表的形式直观清晰地表述。

当目标企业表示对项目感兴趣并希望了解更详细的资料时，为保护双方利益不受损害，投资银行将和目标企业签署保密协议，以便今后能够畅通地交流信息和交换文件。

2. 项目展示 (Power Point)：

资料用途：项目推荐函得到目标企业的积极反应后，就要与目标企业进一步接触，对项目进行简明而完整的介绍，将企业最明显的优势/卖点直观和强有力地展示给对方。用项目展示资料对项目做进一步的说明。在答复目标企业提问的同时，也要对目标

企业的合作诚意和实力做出调查和判断。

资料内容：客户企业的名称、企业所在城市和地区、披露项目涉及的主要数据、合作和交易的架构等。

资料特点：以电脑演示的方式向目标企业进行展示。该文件主要用于前期面谈、视讯会议和网络会议上使用。该资料的内容要比项目简介涉及更多方面，重点是让目标企业了解并购的形式和交易支付方式。

3. 投资备忘录：

符合国际标准 / 惯例的投资备忘录是运作跨国并购案必备的依据性文件。对投资备忘录的解读是目标企业决策层做出深入接触和洽谈决策的依据。

一份营销推荐文件要通过详细和生动的商业描述，以目标企业能够理解的方式，真实而具有说服力地展示客户企业过去的业绩和盈利特点，并展示出企业的潜力和最大价值。老练的海外并购合作伙伴希望得到的不仅仅是简单的数学运算或企业当前的表面的情况，他们想了解的是有关企业的主营方向、行业展望、市场预测、技术对将来的影响、行业利润率比较、运营比率分析等很多深层次的资讯，这些综合资讯能增强企业在参与并购交易中获得最大利益的可能性。而中国企业往往对此不够重视，提交的项目资料过于简单和粗糙，给外方造成中方企业对项目重视程度不够甚至本身企业实力不强的误导。双方花很长时间仍未将双方真正需要和感兴趣的资料交换清楚。这也是各地轰轰烈烈举办大小招商引资会但却往往收效甚微的主要原因之一。在推荐文件上下一点功夫，可谓“磨刀不误砍柴功”，能

从开始就得到目标企业的认可和重视，这对双方的进一步接触大有好处。

目的：将客户企业 / 并购项目定位成最理想和最有价值的并购投资标的，真实和有说服力地展示企业的业绩与盈利特点，发掘企业的潜力和最大价值。在此，交易价格及交易条款将不被讨论。

资料用途：在投资银行与目标企业接触后，目标企业通过观看项目展示和提问，对合作和交易做出了肯定的回应，投资银行对目标企业的合作诚意和实力做出调查和判断，投资银行将安排客户企业与目标企业进行实质性谈判，在此之前，投资银行向目标企业递交这份投资备忘录。

资料内容：全面、详细、深入；投资备忘录通过详细、准确和深层次的商业描述，用目标企业决策层方便阅读的文字和表达方式，使目标企业了解项目涉及的所有方面。

(1) 专业术语和缩略语表

有的目标企业不一定是同行，如混合并购或为财团或投资公司。不至因行业障碍而无法看懂项目资料。

(2) 大纲

使得潜在的投资者或买家的决策层，无需阅读整个投资备忘录就能对客户公司项目有一个总体了解。内容包括公司概况、产品及市场、发展策略、竞争优势、财务概述、投资意向等。

(3) 行业分析

行业概述、行业增长及潜力、该行业的进入障碍、相关法规等。让有兴趣的目标企业对客户企业所处的行业有一个深入了解。

(4) 企业介绍

历史与发展、组织架构（集团下属

的子公司)、股东及管理层(重点介绍企业领导人的教育背景、能力和业绩,因为很多外商与中国企业进行并购仍然会留用原有管理队伍,所以领导人的素质非常重要)、经营状况、生产运营、产品及服务、客户及市场、供应商及原材料、质量管理、销售及市场战略、资产情况、财务分析等。

(5) 市场现状和前景分析

(6) 合作和交易架构

(7) 财务分析

(8) 附表:生产和经营许可证、产品种类目录、地产及设施的图片资料、参考资料等。

资料的特点:

符合国际标准 / 惯例;

印刷精美、双语编写;

内容要涵盖项目涉及的所有方面;

编写是基于目标企业必须要了解的内容,即目标企业阅读了投资备忘录后,无需发问就可以进行下一步的实质性谈判;

内容和数据必须真实可靠;

除财务和销售统计为最近3年的数据外,其他方面的统计数据均应为最新统计数据。

上述3个推荐文件分阶段使用:

向目标企业发函推荐,随信附项目简介;

联络目标企业,签订保密协议,向其做项目展示;

与有合作意向的目标企业提交投资备忘录;

对解读投资备忘录后要求深入洽谈的目标企业进行再甄选,同时向客户企业提交这些目标企业的背景资料,协助双方开始正式接触。

交易架构的谈判

——力求双赢

目标企业的决策层对投资备忘录进行解读,了解客户企业的目的和基本情况后,投资银行将组织安排双方的最高层针对项目进行面谈。此阶段,投资银行会安排客户企业与3~5家目标企业同时进行谈判,目的是创造一个竞价环境。商界有俗语:“只有一个客户的时候就相当于没有客户”,因为你根本没有讨价还价的余地。同多家感兴趣的目标企业同时谈判,使他们看中同一项并购交易,这种“拍卖程序”使企业在交易价格、谈判乃至整个交易过程中占据明显优势和主动地位。

这次会谈是商讨对项目宏观的总体的交易架构,主要涉及交易价格、并购形式、股权比例、利润分配等敏感问题,由合作双方企业的最高领导层参加。这是整个并购程序中最艰苦、变数最大的一个环节。这也是一个平衡各方利益的步骤,仅仅因为对一个议题互不让步就可能使谈判陷入僵局,甚至崩盘,谈判双方都必须以力求双赢的态度来参与谈判。这时,投资银行会在最大限度保护客户企业利益的前提下,提出一个使双方都能接受的建议,使谈判继续进行下去。

经过互相实地考察,双方将对合作和交易的架构以及交易支付方式进行修正和认可,并且协商对审计和评估机构的资质认定标准(因为在以后做尽职审核时,需要对财务进行审计,对资产进行评估,所以机构的资质要由双方确认);合作双方将各自组成工作小组,制定后续工作和达成交易的时间表。

选择评估机构有技巧：国外的评估机构对无形资产的评估价格一般要高于国内评估机构，而对固定资产的评估价格要低于国内，所以建议国内企业对于无形资产的评估，最好指定国外的评估机构来进行。

寻求专家的协助可以帮助平衡各方的利益关系，促进顺利完成这个精细和复杂的谈判过程。在每一轮重要的谈判前，投资银行会帮助企业认真分析谈判要点及可能遇到的障碍及相应的应对方法。尤其是跨国并购的谈判中，由于双方的文化背景、语言、企业类型等方面存在差异，在沟通上有一定难度，专业机构可以在其中起到协调双方的作用。

谅解备忘录

——“拍胸脯”不能了事

对上述由合作双方企业的最高领导层协商认可和制定的内容以谅解备忘录的形式锁定，以文字形式表述出来，双方签字盖章。它不具备法律效力，但它是双方工作小组开展后续工作的重要依据和准则，不能草率处之。国内企业很多都不重视这个步骤，只做个会议纪要或干脆“拍胸脯”了事，以致在后续工作中出现许多不必要的麻烦。谅解备忘录概述了交易的主要财务条款以及其他一些关键问题，如涉及的税务和法律事宜、担保条款等。

尽职审核

——一般是买方对卖方企业进行审核

据谅解备忘录锁定的对审计和评估机构的资质认定标准，企业各自聘

请符合资质认定标准的审计和评估机构，对项目涉及的对方的财务和资产进行审计和评估。一般是买方对卖方企业进行审核，在新设合并中，并购双方对对方企业进行审核。审核的项目主要是投资备忘录中涵盖的内容，最主要的是企业现状、财务分析和资产评估。

制定并购协议

——不可“如有未尽事宜，双方友好协商解决”

在投资银行的组织协调下，双方工作小组按照谅解备忘录中锁定的内容和时间表，依据尽职审核报告，在满足客户企业的需求和目标企业对价格、条款满意的前提下，由双方律师起草和制定合作和交易的协议文本。在最终的并购协议或合同中需要考虑很多重要的条款，主要包括：财务、法律、税务、担保条款、交易方式、支付方式、时间、双方的责、权、利等。合同要尽量将条款考虑详尽，不要出现“如有未尽事宜，双方友好协商解决”的字样。这时专业机构可以协助企业的法律顾问拟定尽可能降低风险和切实保护企业利益的并购合约。

交易达成

——最后的环节

企业的需求得到满足，并且并购合作伙伴对交易的价格和条款感到满意，在正式签署并购协议之后，一个平均长达一年的艰苦和繁复的并购交易过程即告达成。协议书中的文件确保双方合法地将股权或资产根据达成的协议进行转让。□