

海外并购前你必须了解的交易流程——站在买方的角度简述非竞购交易流程

胡波，李夏萌 安杰律师事务所

引言

由于海外并购项目的交易结构和交易文件较为复杂、涉及的交易方及中介团队多且耗时间较长，因此对海外并购项目流程进行合理规划和管理是成功完成交易的第一步。从交易流程的角度看海外并购项目主要分为两种：即一对一谈判的非竞购交易和公开竞标交易。非竞购交易指卖方与某一特定买方进行接触、谈判确定交易价格完成收购。公开竞标交易的情况下则是卖方通过委托投资银行邀请多家潜在买家进行投标、谈判，通过多次投标筛选出提出最优收购条件的买方。非竞购交易的流程相对简单、迅速和可控；而公开竞标交易是一个需要多方博弈且复杂多变的过程。

对于买方而言，直接接洽卖方并进行非竞购交易的好处在于没有其他潜在买家竞争购买收购标的、并且在一定程度上可以避免竞价拍卖常常造成的支付高溢价的情况。在某种意义上对于卖方而言，以非竞购交易的方式最终达成交易完成收购的可能性会高于公开竞标交易、并且能够避免卖方的保密信息被无必要的泄露；当然对卖方不利之处则在于由于没有其他买方的竞价投标，卖方可能没有机会或者筹码将标的以更高的价格出售。

本文将从买方的角度对非竞购交易的流程进行简单的梳理，而有关公开竞标交易流程的内容，我们将在下一篇文章中进行讨论。

作为买方，非竞购交易主要包括如下步骤：

第一阶段：收购前的战略考量；

第二阶段：确定收购标的、达成收购意向、组建收购团队；

第三阶段：对收购标的尽职调查；

第四阶段：谈判和签署收购协议；

第五阶段：满足交割条件、顺利完成收购；

下文将对以上步骤逐一进行阐述、并对各个阶段涉及的主要法律文件进行简单梳理。

一、 第一阶段：收购前的战略考量

买方开展收购的第一步需要对自身的综合实力、发展战略进行全面细致的评估。不同的买方进行收购有不同的战略考虑，例如通过并购保持其核心竞争优势、获取具有竞争力的知识产权或者技术、扩大市场份额、整合上下游资源、提高资本回报率等。厘清买方的发展战略以及通过并购可实现的发展目标可为买方在确定并购方向、制定并购策略的过程中提供清晰的指引。

明确并购的战略目标后，买方应事先设定一套收购标准以有效地遴选潜在收购标的。收购标准往往会因买方的发展战略而不同，最基本的一些考虑包括：收购标的的价值、过往业绩、所处行业的地位、市场份额、管理层的经验与业绩、完成收购后与买方现有资源的整合等。制定收购标准后，买方即可参照该标准通过各种渠道寻找收购标的，从而进入到收购的下一阶段。

二、 第二阶段：确定收购标的、达成收购意向、组建收购团队

确定收购标的后，买方可亲自与卖方联系，但是如果买方希望在初探阶段保持匿名也可通过其聘请的财务顾问与卖方先行接洽。经过双方初步接洽和相互了解，如果买方和卖方对于收购交易的意向原则上达成初步一致，双方通常会签署保密协议以便各方（尤其是卖方）向对方提供与潜在交易相关的信息和文件，从而进行更深层次相互了解和交流。保密协议将约束双方（尤其是买方）不得披露磋商收购过程中获取的对方的保密信息。

签署保密协议之后，卖方将首先向买方提供收购标的的初步介绍，内容包括标的的股权结构、组织架构、管理层成员、行业地位、业务数据、历史财务数据和财务预测数据等资料，

以供买方对收购标的进行初步的估值和判断。在买方做完初步估值之后，将向卖方或卖方聘请的财务顾问出具一份非约束性意向书（有的项目也称“条款清单”）。

通常买方会在意向书中列出其出价范围，以及该出价范围所基于的估值方法和假设条件等，而卖方将根据买方的出价来决定是否继续与买方就推进项目进行更深入的沟通。除报价以外，意向书中还会包含双方在交易初期通常关注的其他主要内容，例如：交易融资安排、拟议交易结构、完成交易所需的政府审批、尽职调查安排和拟议的交易时间表等。有的并购项目中双方还会在这一阶段就交易文件的某些关键性条款（例如：价格调整机制、交易的先决条件、卖方的声明与保证、不竞争等）进行试探性讨论并纳入到意向书。除个别条款外（例如保密和排他条款），意向书通常不具有约束力，但它将为未来准备最终收购协议奠定了基础，因此意向书的起草和准备也需慎重。

如果卖方接受买方的意向书和报价，买方可要求与卖方签署一份排他谈判协议，要求卖方在签署该协议的一段时间（通常为 1-3 个月）内仅与买方磋商有关潜在交易，不得与任何其他第三方买家就该交易进行接洽和商谈。另外，实践中不少买方将排他独家谈判安排条款直接纳入到意向书中。

在这一阶段，买方需及时组建内部团队以及外聘顾问团队。买方内部团队基本构成应包括业务、法务、财务和技术等不同部门的人员，如果并购项目规模大或复杂，团队还会包括税务、人力资源、审计、董事会办公室等部门成员的加入。外聘顾问团队的基本构成包括律师事务所、会计师事务所和财务顾问（通常是由投资银行担任），基于收购项目的规模、复杂程度和行业特点等需要，还会有评估师、公关公司、技术服务公司、人力资源顾问、环境影响评估等团队的加入。简而言之，无论是内部团队还是外部顾问团队的组建均应根据收购项目的特点和需要来组建。值得一提的是经验丰富的买家在初期阶段也会注意到买卖双方的节奏、控制好预算，不会投入过多的时间、精力和费用等资源，毕竟这个阶段判断收购是否能够成功为时尚早。

另外，如果买方决定不使用或不完全使用自有资金支付交易对价，买方需在本阶段甚至更早的时间开始筹划交易对价的融资并接触潜在融资方。常见的并购交易融资形式包括邀请其他投资人通过股权投资进行融资或者向银行等金融机构申请并购贷款进行债务融资。

三、 第三阶段：对收购标的尽职调查

双方达成初步合意后，买方将向卖方发出尽职调查清单，卖方依据尽职调查清单向买方

提供尽职调查资料，并回复买方以及买方顾问提出的尽职调查问题。尽职调查的范围包括收购标的的业务、财务、法务与合规、税务、人力资源、环境保护等。买方应全面深入地对收购标的的进行尽职调查，尽职调查主要从如下方向开展：

1. 业务/运营：收购标的的产品或者服务是什么？收购标的的客户和供应商性质是什么？收购标的的客户和供应商是否多元化还是非常集中？收购完成后，收购标的的是否将能继续保持现有的客户和供应商？相同领域的竞争对手有哪些？
2. 财务/会计：收购标的的财务报表是否准确、所适用的会计规则？影响收购标的的财务结果的主要内部和外部因素是什么？
3. 法律/合规：是否存在阻碍完成交易的法律风险？收购标的的是否存在任何重大潜在诉讼？收购标的的重大合同是否会因为交易受到影响？是否存在政府审批、合规的风险？
4. 组织机构：是否需要继续保留收购标的的人员？如何保留管理层和关键员工？完成收购后的整合计划和可能的障碍（如企业社会文化差异等）有哪些？

因此，在外聘顾问的帮助下，买方通过尽职调查应至少能够获得以下问题的答案：

1. 是否应该继续进行该项收购？
2. 最终的交易对价应该是多少？
3. 采用怎样的交易结构？例如资产收购还是股权收购？
4. 完成收购后将如何处理收购后收购标的的持续经营、财务、法务等问题，如何实现与买方现有资源的整合？

尽职调查不是一项轻松的工作，买方应组建经验丰富且执行力强的外聘顾问团队以高效全面准确地完成尽职调查，推进交易的进展。尽职调查过程中，不同的工作团队尽职调查的方式方法也会有所差异，例如法律尽职调查主要通过收购标的提供的文档进行审阅分析、通过互联网等公开渠道对收购标的进行调查；业务尽职调查则可能会实地考察收购标的、对收购标的的管理层、员工、客户和供应商等进行访谈。但是，无论采取何种方式方法，尽职调查应能够协助买方全面、准确地了解收购标的的并做出合理的商业判断。

另外，需要注意的是对收购标的的尽职调查应贯穿于收购的整个过程中。收购标的的运营是一个持续的过程，因此从买方初步接洽收购标的到签署最终交易文件，甚至直到交割买方仍应对收购标的持续进行尽职调查，以便能够及时发现收购标的的问题与风险。

四、 第四阶段：谈判和签署收购协议

如果交易双方均有兴趣继续推进收购项目，通常在尽职调查大部分实质性工作完成时（一般以尽职调查报告初稿完成为标志），双方开始准备和谈判收购协议。收购协议是一份综合性法律文件，其内容包括购买价格、价格调整机制、交割、双方交割前后的义务、卖方和收购标的的承诺与保证、赔偿等条款。不同于公开竞标的收购项目，在非竞购交易的收购项目中，买方的法律顾问起草和提出收购协议初稿的情况居多。

买方法律顾问准备好收购协议初稿后会由买方内部团队以及其他外聘顾问先行审阅并提出意见和反馈，当收购协议初稿达到令买方满意的程度将提交给卖方。买方内部团队审阅收购协议并提出修改意见非常重要，因为买方尤其是业务部门往往会对收购项目所在行业以及行业的固有风险和特点比外部顾问具有更深的了解和认识。

起草收购协议的同时，买方需要为接下来的谈判环节进行准备。买方及其顾问在谈判之前应根据尽职调查的结果、前期对卖方和收购标的的了解、市场惯例以及可参考的其他交易来制定谈判策略。

经过多轮反复谈判讨论，双方对收购协议条款达成一致后签署收购协议。特别需要注意的是收购协议的起草和谈判过程都应有税务顾问的参与，由其对收购协议和收购项目下的税务风险做出充分评估、并且提出最优的交易结构。另外，在签署最终收购协议之前，买方也应当完成了与本次交易融资方的谈判并签署相关融资协议获得融资承诺。签署收购协议后，交易进行至此已经取得里程碑式的成果。

五、 第五阶段：满足交割条件、顺利完成收购

签署收购协议后，交易各方均应按照收购协议约定准备和完成收购项目交割的各项条件，如取得各自的董事会和股东大会的同意、取得第三方同意、取得相关的政府审批、卖方在签约后按照正常的运营方式继续经营收购标的确保不会出现重大不利变化等。

值得注意的是在大型并购交易中，提前做好政府审批的各项准备是关系到交易能否成功的关键因素。海外并购项目中常见的政府审批有反垄断审查、国家安全审查、中国企业需要完成的境外投资审批备案登记等程序。由于各国反垄断法及其他法律的差异、审查标准和审查时间的迥异会导致审查结果不同并影响到交易的成败，从而给收购带来不确定性，因此虽然交易各方通常在收购协议签署后才需要开始进行相关政府审批的申请，很多海外并购项目在签署意向书阶段便会聘请反垄断和国家安全审查领域的律师提前协助审查交易是否带有反垄断规制或影响东道国国家安全的风险，如何减缓该等风险、有无主动措施等，如何和审批机关进行积极沟通、积极应对审查，从而促成审查的顺利通过。

当收购协议下的各项交割条件均得以满足后，双方进入正式的交割程序。在交割日，卖方将根据收购协议向买方转让收购标的，并向买方提交证明股权或资产转让至买方的证明文件；买方则应向卖方支付交易对价，至此收购基本完成。

需要注意的是，根据交易的复杂程度、交易对价的大小，有的项目中在交割时买方向卖方支付部分交易对价，同时保留部分交易对价并存入双方共同指定的金融机构开立的托管账户。存入托管账户的该部分交易对价为托管资金。设置托管账户和托管资金的目的在于：当买方在交割后发现任何卖方违约的情形时（例如，卖方隐瞒重大风险做出不实的陈述保证），买方可以直接要求从托管资金中扣除与其遭受的损失金额一致的资金作为赔偿，而无须依赖卖方当时的偿付能力，也不用耗费精力和时间通过司法程序向卖方寻求赔偿。托管账户中剩余的托管资金（或未发生卖方须赔偿的情况下，全部托管资金）将在交割后的一段期限（该期限通常与收购协议中陈述保证的存续期限保持一致）届满时由金融机构将托管资金支付给卖方。

项目的交割意味着收购过程的结束和落幕，而对于之后需将收购标的重新进行整合的买方而言，新的挑战可能才刚刚开始。

六、 结语

实践中，并购过程往往复杂又充满各种变数，交易方在经历上述每个阶段时都会根据具体交易情况延伸出很多细微的且具有差异化的安排，限于篇幅本文不能逐一阐述。不过，我们希望通过本文对非竞购交易过程的总结可以为准备开展或正在开展海外并购项目的读者提供一些提纲携领的介绍，为他们进行交易计划制定、推进项目进展以及最后顺利完成收购提供些许启发。

