

“一带一路” 沿线 并购尽职调查操作指南

中国国际商会智库

2017.07

目录:

前言	-----	1
一、境外并购尽职调查包括哪些板块	-----	3
(一) 财务尽职调查	-----	3
(二) 税务尽职调查	-----	5
(三) 法律尽职调查	-----	6
(四) 商业尽职调查	-----	8
(五) 人力资源尽职调查	-----	10
(六) 环境尽职调查	-----	12
二、如何组织实施境外尽职调查	-----	14
(一) 提前布局, 不盲动	-----	14
(二) 组织并购调查团队	-----	15
(三) 确定尽职调查实施方案	-----	15
(四) 获取数据并进行比对	-----	17
(五) 现场考察, 注重细节	-----	18
(六) 应有“交易约束条款”	-----	19
三、合理看待境外尽职调查报告	-----	20
(一) 客观看待境外尽职调查报告	-----	20
(二) 尽职调查发现问题怎么办	-----	21
附件 1: 境外并购面临七大风险	-----	23
附件 2: 境外并购尽职调查文件清单(中英文对照)		(略)

前言

“中资企业打老虎时，先爬到虎背上，然后再想怎么打，而西方企业会想好一整套方案，再动手。”对比中企与西方企业在并购时的做法，有这样一个描述。

兼并和收购，简称并购（M&A）。纵观近年由中国企业发起的境外并购，或是因为估值或溢价过高，或是因为遭遇人力资源、法律等风险，导致并购项目后期运行欠佳。此外，在“一带一路”建设中，其中的个别敏感地区，并购方的设施与人员还面临着安全方面的风险。

2016年11月28日，发改委、商务部等四部门发表消息称，为推动对外投资健康有序发展，按有关规定对一些企业对外投资项目进行核实。

实践中，包括并购在内的境外投资项目，自2017年起，都需要向当地发改局、商务局提交投资尽职调查报告，重点说明项目真实性、投资合理性、风险可控性及回报可期性。

商务部发言人6月29日在发布会上表示，中国政府一贯支持有能力的企业走出去。希望企业在走出去过程中能够充分调研，科学论证，审慎决策，使走出去的步伐更加稳健。

如何在有限的时间内，对境外目标企业进行一次全方位的尽职调查，需要并购方尽职调查团队掌握必要的技巧和方法。

本报告力图为中国企业在“一带一路”沿线，乃至更广泛领域的境外并购，提供一个进行尽职调查的基本指南，提高中国企业“走出去”的成功率。

感谢麦肯锡、普华永道、建纬、国浩律师事务所等机构及个人对本报告的大力支持。

由于篇幅所限，读者如需要“附件 2：境外并购尽职调查文件清单(中英文对照)”详细文本，请发邮件至：lipeng@ccoic.cn 索取。

一、境外并购尽职调查包括哪些板块

尽职调查是整个跨国并购的前提和基础，是所有环节的第一道关口。在英国、欧洲、亚洲等国家和地区普遍流行的一个做法是，涉及公开拍卖方式的交易，卖方会先做尽职调查出具报告，而美国恰恰相反，卖方会指望并购方做尽职调查出具报告，自己却不做。

目前，更强调的是并购方尽职调查，核心就是并购方既然要付出代价，就必须思考项目的商业逻辑，并悉数列出潜在风险。跨境尽职调查财务、税务、商业、法律、人力资源等板块。

（一）财务尽职调查

案例：中国企业拟收购一个欧洲配电项目，尽职调查团队发现目标公司账目上存在大量应收账款，且其中很多款项的账龄超过一年甚至更长时间。大部分拖欠款的客户均为目标公司的关联方，其中一些款项的拖延疑属蓄意拖欠行为。于是，尽职调查团队将关联方账务清理作为交割的一个前提条件，以避免中国企业利益在交割后受到损失。

如果目标公司是上市公司，并购方的所有尽职调查，基本都从财务尽职调查开始。并购方通常对目标公司完整财务报告进行评估，分析盈利质量和协同效应。财务尽职调查要连续分析目标公司过往三年的财务数据为宜，同时要高度关注目标公司在手订单的数量与质量，这些都会直接对目标公司估值及最后的购买策略产生影响。

1. 对盈利进行正常化调整

除并购金融企业外，境外并购交易中经常采用 EBITDA（息、税、摊销前利润）作为盈利指标。并购方应对目标公司的 EBITDA 进行调整，包括非经常性项目调整（如一次性重组费用）、模拟调整（如未来不可持续的优惠租约）、独立经营假设下的调整（如目前目标公司与集团的各种共享成本和费用）及正常化调整（如即将终止的业务）。调整的目的是将目标公司管理层报告的盈利调节至可持续的水平，以用于财务模型进行估值分析。

除了目标公司管理层报告的净债务外，通过财务尽职调查还可以尽可能地发现并量化目标公司未披露的负债项目，如控制权变更导致的支出、未决法律诉讼支出、目标公司为并购交易发生的支出等，以帮助并购方进行价格谈判。此外，也会向并购方提醒目标公司的或有事项以及表外的各项承诺支出，以提醒并购方未来需承担相关义务。

对于暂时处于财务困境的目标公司，财务尽职调查还会关注与企业重组有关的问题（如员工养老金、关厂成本等），目标公司在债务重组及交易后的未来几年内的资金需求，从而判断是否需要后续投资；分析目标公司收购后可持续的经营性现金流、近期盈利预测及盈利预测假设的合理性等。

2. 调查不能仅停留在账面上

在确定股权价值后，在很多境外并购交易中还会根据营运资金规模调整交易价格。目标公司应当保证交割日有正常水平的营运资金。交易双方通常在收购文件中约定一个目标营运资金水平，并与交割日

的实际营运资金水平进行对比。如果交割日实际营运资金高于目标营运资金水平，则并购方向目标公司补偿差额，反之则由目标公司向并购方补偿差额。

在尽职调查过程中，可能会发现一些或有负债、承诺事项等潜在风险事件，买卖双方不易直接进行价格调整，但并购方需要在交易文件中（SPA）通过设立保护机制和约定相关条款来规避风险。

值得注意的是，在并购企业时，并购方对企业的财务调查与分析只停留在账目表面，没有结合企业的市场份额、人力资源和销售渠道等情况来综合考虑，导致过高估计目标企业的发展潜能，甚至使并购方背上沉重的包袱。

（二）税务尽职调查

案例：某中国内地电信企业设立香港公司作为收购平台，拟在美国收购一家技术研发公司。但该电信企业未了解到，由于美国与中国香港之间并未签订双边税收协定，美国公司向中国香港公司支付股息时需按美国国内税法代扣代缴 30% 的预提所得税。如果由中国内地公司直接收购美国公司，则根据美国和中国签订的双边税收协定，对股息所得征收的美国预提所得税税率一般可降为 10%。

在一项股权并购交易当中，并购方可能会继承目标公司所有历史税务风险。税务尽职调查的目的是评估和管理税务风险，寻找并提高税务有效性的机会，优化交易税务结构。在实务当中，不少中国企业的管理人员常常忽略税务尽职调查的重要性。导致在交易还未进入正式交割阶段，就已经存在可能导致未来经济利益损失的税务风险。

比如，中国公司如果希望收购美国公司，不能仅根据我国对有限责任公司的税务处理来理解美国的有限责任公司税务责任，否则就有可能忽略相关的税务影响从而导致潜在的合规性风险。

企业在并购实施之前要提高税务风险防范意识，做好充分准备。具体而言，在考察一项海外并购交易前，交易团队的人员应当对东道国税收体系进行初步调研。目的在于了解东道国税收的总体环境，如税种、税率、税收优惠以及税收合规性要求。

在项目的谈判和收购协议的签署前，进一步通过对境外目标公司的税务尽职调查，识别公司层面的潜在税务风险以及影响。

同时，中国企业还应当结合未来的业务模式，通过对双边税收协定、投资东道国相关税务法规以及中国境外投资相关税法的研究，设计合理的投融资架构方案，以提高未来运营的“税盾”效应和资金利用的灵活性。

遇到税务问题时，企业首先要与境外税务机关就相关涉税事项保持积极地沟通。必要时，中国企业也可以向中国税务机关寻求帮助和支持，通过向中国企业的主管税务机关进行申请，展开国与国税务机关之间的双边协商。

（三）法律尽职调查

案例：根据南非“黑人经济振兴政策”（BEE）要求，中国并购方通常需要在南非当地寻找黑人组建的BEE合作伙伴，组成联合体开展收购。这就要求中国投资者吃透BEE法案的各项细则，了解BEE在实际执行过程中的情况和相关案例。同时，对待合作伙伴的挑选要慎

之又慎，要尽量选择实力强、信誉好的企业作为 BEE 合伙人，避免在未来合作中出现不必要的纠纷和麻烦。

法律尽职调查要求对目标企业的法律现状进行全面调查、评估与分析，涉及组织形式、股权结构、劳动用工、知识产权、环境保护、重大合同、政府审批等各个方面，最终锁定法律风险，并向投资者提示可行性建议。

法律尽职调查主要关注三点。第一，通过审阅包括公司章程、营业执照等在内的目标公司的各类文件，查证目标公司的法律地位，并证实其合法地位及拥有执行并购交易的能力。第二，以专业法律顾问的视角审视目标公司的一切商业活动，并对目标公司是否存在合同风险、潜在负债等向财务顾问提出意见。例如，在境外矿业项目并购，矿业项目必须对项目影响区的补偿与贡献已经由法律约定。当地政府会要求矿业企业制订翔实的社区资助计划，报政府审批并以法律文书的形式约定，强制企业必须安排预算并按计划实施。第三，法律尽职调查所识别的风险会成为交易双方谈判的关注点，并在交易文件目标公司的陈述与保证中体现。

在选定目标公司后，对目标公司拥有的知识产权所涉风险审查十分重要。通常需要全面审查目标公司签署的与知识产权相关的合同，包括许可协议、销售合同、供货订单、代理协议、员工职务发明协议、知识产权质押贷款协议等，且同时仔细审查和评估所涉知识产权的性质，区别所有权与使用权。其次，知识产权具有严格的权利保护期限，应当确定所要收购的知识产权是否尚在法律保护的有限期限内以及

其有效期限至何时为止，是否可以续展以及如何续展，是否存在续展的费用和续展的障碍等。

中国投资者还应当关注目标公司所在国的技术进出口管制以及国家安全审查制度。例如，以美国为首的欧美国家对向中国出口技术有非常严格的要求。美国国防部颁布的《国际管制武器条例》（ITAR）以及美国商务部颁布的《出口管理条例》（EAR）等法律法规共同构成了对高科技及军事技术的出口管制系统。这也是中国企业并购美国目标公司一般不涉及国防、航空航天等敏感技术领域的根本原因。

（四）商业尽职调查

案例：某中资服装企业拟并购欧洲某服装公司。中资企业派出尽职调查团队，除了与目标公司管理层沟通外，还自己到服装公司的门店，观察服装品牌受市场认可的程度；观察在繁忙的工作状态下，店员服务是否井井有条，以此来考察业务流程的设计、员工的培训状况以及隐含在背后的管理水平。

企业商业模式的核心在哪里？历史业绩增长的动因是什么？未来计划的可实施度有多少？这是商业尽职调查需要回答的三个问题。商业尽职调查的目的是明确目标公司的商业前景，通过对其宏观环境、市场规模和竞争环境的分析，了解目标公司所处的行业地位和未来发展趋势。通过对其内部运营管理的分析，可以为交易完成后价值提升和并购后整合方案的制定做出准备。

1. 商业尽职调查：先宏观、再行业，后企业

商业尽职调查一般自上而下进行，首先分析国家宏观环境，再分

析行业竞争状况，最后分析企业状况。

宏观环境分析对象包括国别政治因素、经济因素、社会因素、技术因素等。目前，很多国际评级机构每年都会发布国别政治风险地图，列出哪些是高风险国家，哪些是中低风险国家。这对于并购方是个参考，但更要结合宏观经济走势、政策大势、行业风险和企业风险承受能力，做出最适合自己的决定。

行业竞争状况分析主要从市场容量和竞争格局两部分进行分析。市场容量分析对象包括市场界定、市场规模、市场特征、发展趋势等。竞争格局分析对象包括市场参与者、市场份额、潜在进入者、替代品等。

企业状况分析包括业务流程分析、企业价值评估。业务流程分析主要对研发、采购、生产、物流、渠道、销售、售后进行分析。企业价值评估包括对协同效益、公司估值进行分析。此外，企业状况分析还要注意 IT 系统的整合，有些案例就是事先没有调查，后来发现双方用的是两套完全不同的系统，就带来很多不必要的麻烦。

2. 商业尽职调查包括三个阶段

首先是制定商业尽职调查计划。类似于常见的项目管理手法，该阶段的主要工作包括确定商业尽职调查的范围、方法、日程安排。

接下来要把握目标企业的现状。该阶段的目的是为了考察目标企业的真正实力和目前经营管理上存在的问题，具体工作包括：业务结构分析，业绩分析，整理分析结果。该阶段的调查结果将会反映到并购后的商业规划中去。并购方根据此份商业规划计算目标企业的价

值，得到基础报价。

最后是挖掘增值潜力。该阶段的目的是定量分析并购能够带来的协同效应，并进一步挖掘协同效应，节省成本。

根据这三步骤预测此次并购带来的“正面”及“负面”效应，将这些因素量化后，反映到“基础报价”后，即得到“并购方报价”。

（五）人力资源尽职调查

案例：根据摩托罗拉移动提交给美国证券交易委员会 (SEC) 的文件显示，谷歌以 125 亿美元完成对摩托罗拉移动的收购，摩托罗拉移动首席执行官桑杰·贾 (Sanjay Jha) 获得近 6600 万美元的补偿。桑杰·贾的雇用合同中引入“黄金降落伞”规定，如果摩托罗拉移动公司控制权发生变动，桑杰·贾职位发生变动，他将获得巨额补偿。

人力资源尽职调查是要识别类似于桑杰·贾这样的巨额赔偿与人力资源问题有关的风险，对并购前、并购后、整合阶段进行初步诊断，评估人力资源合规、薪酬福利、人员激励和股权问题。

1. 多方位考虑人力资源风险

人力资源尽职调查应考量当地相关法规政策，并结合企业的实际需求展开。具体而言，劳动用工的法律尽职调查应考量是否涉及大量裁员、是否留任当地管理层等，当地工会的强弱以及是否有罢工传统等，估算目标企业的员工薪酬福利、员工的劳动合同给企业经营带来的压力。

跨境并购会涉及到国外退休金体制，并购方在前期如果没有考虑到这个成本，后期会发现这可能是很大一笔支出。

人力资源尽职调查发现有问题后，可提前与管理层沟通，并且通过签署留任计划或激励方案等方式，确保企业管理层的利益与投资者的利益一致，从而降低后期整合和运营阶段的成本。

2. 高管尽职调查不可或缺

如果企业需要留任当地的管理团队，须着重考察相应高管的雇用合同及薪酬计划，包括股权激励计划，并确定是否含控制权变更的补偿条款。在美国，高管的雇用合同中通常会载明“控制权变更”条款或“黄金降落伞”条款。该条款一旦触动，会极大地增加收购方的财务成本。

目前，有些并购尽职调查前，首先启动高管尽职调查，即对目标公司高管的能力、业绩情况及诉求进行调查。将高管尽职调查放到并购前进行的好处是可以有一个提前的判断和决策，并对可能的风险进行识别、规避或控制，保证并购实施之后的人才布局是可控的。高管尽职调查主要分为高管的履职情况及业绩回顾、关键成功事件分享、复盘与反思三个部分，内容主要包括对高管的业绩、能力、诉求、动机、驱动力等方面进行调查。

3. 与目标公司工会搞好沟通

在境外并购中，除了留不住人，更难的是工会组织的刁难。在实践中，工会问题给后续并购带来成本大幅增加、工期延误，甚至项目失败，上汽并购双龙失败就是一个例子。

对于外来资本的并购，当地员工从眼前利益出发，一般会通过工会组织，与中资并购方进行关于提高薪酬、改善福利待遇方面的“集

体合同谈判”，达不到目的就可能采取罢工等极端对抗方式。

为防范工会风险，中国投资者应全面调查当地工会的政策及以往做法，并尽早与工会充分沟通以获取其对并购的认可和支 持。例如，有家中企在并购一家德企前，中方企业家到德国，就并购后加大投资、保障劳工权益等双方利益问题，和工会进行了一次深入交流，对并购顺利进行起到了明显推动作用。

（六）环境尽职调查

案例：2009年，中铁中标波兰高速公路项目。在施工路段，有多种珍稀两栖动物，也就是特有的青蛙和蟾蜍。按照合同，在这些珍稀动物通过的区域，必须建设专门的通道。中铁施工开始后才发现，如果根据合同，项目还必须增加多座桥梁，这意味着费用又将大大超支。此外，当地环保组织要求中铁公司必须在施工前将珍稀蛙类搬到安全地带。中铁公司只能停工两周，全力以赴“搬运”蛙类，这又造成了额外的损失。

环境尽职调查主要评估环境、健康和安全相关法规，有关经营和产品质量的社会声誉评价。

在一些尽职调查报告中，项目所需的各项许可和征地问题，可能会轻描淡写、一带而过，但到了操作层面，麻烦就来了，考古许可、环境许可、安全许可、甚至在获得矿业项目的环境证书后仍需就每一项工作单独申请许可，如砍伐许可等。例如，由中国冶金科工集团和江西铜业联合中标的阿富汗艾娜克铜矿开采项目，搁置多年不能推进，其中考古与土地征购就是两个主要的制约因素。

充分的环境保护尽职调查应包括以下事项：核查东道国环境保护的法律法规；核查与政府环境保护有关部门的各项函件往来，包括通知、警告、禁令及罚款等；核查相关开采、生产合同中环境保护义务的履行；核查项目公司内部环境保护风险控制制度等。

同时，环境尽职调查内容还应包括目标公司的经营产品、经营场地与环境保护的关系、公司设立之初是否通过环境保护审查、环境保护设施竣工后是否通过环境保护验收、现在目标公司有无违反环境保护规定等。

此外，还有矿山地质环境保护与治理恢复方案是否获得批准、关于环境保护的投资是否到位等。除了审查目标公司提供的材料外，在一些国家和地区，环境保护的有关信息可通过政府网站进行查询。

二、如何组织实施境外尽职调查

境外并购尽职调查并不是简单地收集信息，而是要按照投资逻辑顺序，通过对境外政治环境、商业模式、合作伙伴、现金流预测等要素的考察，对项目的潜在风险进行深入透彻分析，按照定性或定量的标准，通盘研究项目的可投资性。对于一项跨境并购活动而言，并购方尽职调查通常需经历以下程序。

（一）提前布局，不盲动

案例：某个欧洲并购案例中，一家民企根据自己的发展战略和产业链布局，瞄准了几个潜在标的，并提前做了充足的外围调查。当欧元大幅贬值时，这家民企发现有标的出现资金周转困难，立刻提出并购要约。由于准备充分，这家民企在做尽职调查时就比较顺利，重点核对一些关键数据、实地考察工厂设施是否完好即可。

境外并购前，中国企业需要考虑清楚自身的战略布局。并购是为了获取技术、获取品牌、获取渠道、获取资源还是其他，要有一个清晰的战略布局，设定并购标准及范围。例如，当并购目标股票价格跌到事先设定的标准线以下，可以启动并购谈判。而不是在市场上看到与自身战略不符的廉价资源，就漫无目的出手并购。

此外，中国企业可通过中国驻外使领馆、经商参处、中国贸促会驻外代表处、中国国际商会等权威贸易投资促进机构，行业专家、行业协会对目标行业内的多家公司历史沿革、现状与发展趋势进行缜密

地分析，确定并购范围。

现在越来越多的中企想要境外并购，但往往在领导层缺少拥有丰富境外工作经验的人。想要“走出去”的中国企业，应该将具备当地经验的人才引入决策层。

（二）组织并购调查团队

境外并购调查团队由并购方决策层牵头，由内部商务、财务、法律、技术、人力等部门抽调精干人员组成。根据并购项目的复杂程度和专业需要，并购方聘请投行、会计师事务所、律师事务所等外部顾问，以协助并购方内部并购团队进行尽职调查。

并购方和其聘请的专家顾问与目标公司签署“保密协议”，启动尽职调查。尽职调查小组在境外进行调查时，必须由熟悉项目的并购方决策层或管理层带队，而不是对项目来龙去脉不熟悉的人。在境外尽职调查的任何环节，都必须有并购方内部人员参加，而不能外包了事。

并购方在可能的情况下，可以带上心理专家、谈判专家，通过观察目标公司管理层的神情和姿态，判断对方的真实意图。

一些会计师事务所、律师事务所、咨询公司都提供境外尽职调查服务。此前，会计师事务所、律师事务所在各自领域提供专业尽职调查服务。但目前，会计师事务所除了做好财务、税务尽职调查外，开始向商业尽职调查和运营尽职调查扩展。

（三）确定尽职调查实施方案

案例：中国一家大型民企试图收购一家小型的美国商业银行。这

家民企对美国的银行业和监管法规并不十分了解，虽然雇佣了美国一流的财务服务公司负责对目标银行做财务尽职调查，但没有与财务服务公司沟通并购目的或一起制定收购方案，也没有咨询律师关于在监管法规方面的规定。财务服务公司在财务尽职调查结束时才获知中国民企的目的是要拿到目标银行的控股权，而不是简单的财务投资。根据美国监管法规，外国公司在美国银行业不能有控股权。结果收购不得不中止。

这起案例说明，境外并购尽职调查确定明确的目标与方案，有助于尽职调查的顺利展开。

首先，确定并购标的及并购方式，是收购目标公司的股权，还是只收购目标公司的部分资产。如果只是收购生产线等部分资产，尽职调查就要简单很多，只要考察生产线的运作状况即可，无需考虑工会等状况。

其次，搜集与并购标的及其所在行业相关的资料，包括法律法规。中国商务部和驻外各经商参处的网站可提供国别投资指南之类的文件。还可去目的国相关部门网站上检索。

第三，分析搜集的资料，根据行业产业链的特点，整理出并购所涉及的部门以及需要了解核实的事项。

“huarules”以并购赞比亚林业项目为例指出，潜在并购方需要考虑三点：投资准入、投资成本和投资退出。投资准入就是要看意向投资的行业允不允许外资进入或有无前置许可，因此，要走访目标公司行业的主管部门，即赞比亚的森林部门。如果允许外资准入，下一

步要走访赞比亚的外商投资审批部门，即赞比亚发展署。投资成本，主要涉及税务、用工、进出口等事宜；投资退出，主要涉及外汇管制等问题，所有这些均可以对标赞比亚相应的税务、劳动、外管部门。还应结合木材产业链的特点进行补充。例如，思考非洲森林里的一棵树如何运到中国的木具加工厂？因此，需要在尽职调查清单里补充进砍伐、初加工、运输环节的能力和成本。

此外，在境外进行尽职调查的团队，应拜访中国驻当地的使领馆和经商参处、中国贸促会驻当地代表处、华侨组织、华人企业协会及中资银行当地分支机构等，寻求资讯帮助。

（四）获取数据并进行比对

并购方准备好尽职调查清单后，从中挑选需要向目标公司了解、核实的信息。

目标公司接到申请后，会向并购方开放一间用来放置财务报表、生产报告等相关资料的房间（又称为“数据室”）。并购方按照一定程序可以阅读、复印数据室中的文件。

目标公司有时提供的是电子化的虚拟资料室，并购方在查看相关资料时，多申请一些账号，以便让尽职调查人员有充足时间查看。尽可能要求目标公司，允许并购方对资料可以打印、下载，而不是只能阅读、摘抄。

值得注意的是，目标公司主动提供或披露的信息，往往带有一定的误导倾向。目标公司倾向于将有利信息摆出来，不利的信息收藏或转移出去。并购方要善于甄别真假，可灵活采取分步式调查、签署保

密协议、声明与承诺、保证金、陈述与保证、赔偿等措施，尽可能多种手段调查。

境外尽职调查团队应借助搜索引擎、公共信息平台、行业论坛报道、专业协会、招标公告、专业杂志、项目中介等途径来补充信息，加强分析和数据比较。如果发现不完整、相互矛盾的信息，统一经指定联系人向目标公司提出，要求及时补齐或澄清。

（五）现场考察，注重细节

案例：某家日本企业到澳大利亚并购煤矿。日本企业雇佣的尽职调查人员，在休息时间与煤矿办公前台人员闲聊中，前台人员表示两年中来过不少有意收购的洽谈方，但下过矿井后，都不了了之。尽职调查人员留意矿井，发现煤炭含水量过高，与煤矿估值不符。

派员工通过应聘等手段到目标公司做卧底，摸清目标公司商业模式和经营状况后，再进行收购。电视剧中的这种情节，不是并购尽职调查，而是商业间谍行为。

但在尽职调查中，留心相关人员的言行、观察目标公司的日常经营，在跨境并购尽职调查的重要性是毋庸置疑的。

资料室调查完毕，根据目标公司的开放程度和双方沟通的结果，并购方应该履行一个实地考察的环节。尽职调查团队将在目标公司相关人员的引导下参观办公场所、生产工厂、仓储设施、信息中心等，并购团队可就实地发现或关注的问题进行记录并提问。

通常，目标公司管理层会安排出半天至一天的时间，境外尽职调查团队就某些重要、复杂的疑问和比较敏感性问题进行提问，目标公

司管理层予以解答和澄清，面对面答复尽职调查团队的问题。

在尽职调查过程中，财务、税务、法律、商业乃至人事、环境等领域的尽职调查通常会同时进行。如有不一致的信息问题，领队及时协调、核实相关信息的真实性与准确性。

（六）应有“交易约束条款”

在完成尽职调查后，并购方尽职调查团队就收集的信息根据业务性质、行业惯例的特点，对并购项目运用 SWOT 分析法分析行业竞争状况、运用杜邦分析法分析盈利回报情况，并就并购交易的监管、证券市场的要求以及交易结构的设计等方面所蕴含的风险进行重点提示，及时提交完整的尽职调查报告。

收购方管理层收到尽职调查报告后，就本次并购交易是否继续进行、是否需要调节收购报价、是否修改协议具体条款等方面，举行内部讨论和科学决策，这是尽职调查的根本意义所在，并将很大程度影响并购后续各环节的安排。

从尽职调查报告出来到实际并购交易完成，期间有一段较长的时间，目标公司或目标资产有可能发生某些重大变化，并购方应予以关注，并就重大变化对标的企业或目标资产所带来的价值变化、风险评估、协议约定条款等具体加以考虑和调整，避免在交易执行中出现纠纷。

三、合理看待境外尽职调查报告

经历了千辛万苦，并购方董事长拿着尽职调查报告，心里盘算着，该不该出手？美国注册金融分析师协会统计，即使并购是基于论证充分的尽职调查报告，但全球并购未达到预期的案例比例在七成左右。所以，“走出去”开展并购的企业家们，要以辩证的思维看待尽职调查报告，并采取预处理措施，推进境外并购。

（一）客观看待境外尽职调查报告

投行、律师事务所与咨询机构作为中介机构，终极目标是希望促成收购交易，如果中介机构的费用与并购是否达成挂钩，则目的性表现得会更为明显。

常见的律师事务所和会计师事务所的并购尽职调查获取资料、数据主要依赖于目标公司提供的公开披露信息和能通过公开手段收集的数据库、档案信息，缺乏对并购对象实际运营状况、基于产业链与利益关联方的多方信息渠道印证，这对于全面客观评估被并购方的真实价值和风险不利。例如，对被并购对象的行业与市场风险、高管道德风险可能缺乏必要的调研手段。

目前，第三方专业调研机构逐步成为一支越来越重要的跨境并购调查团队，对目标公司的制造基地、办公场所、所在社区的实地调查、对上下游供应商的访问是专业情报调研机构的特长。

第三方专业调研机构在这些领域可以针对多个并购对象开展不

公开的实地调查，挖掘被并购企业公开数据与文件后边的深层行为，以此勾勒出一个更直观的“商业逻辑”，从而有助于并购方对目标公司历史脉络有更直观的了解。

获得第三方专业调研机构的初步建议，并购方可对目标公司的实际运营状况有一个初步的了解，从而在多个候选目标中筛选出更符合己方战略构想和风险管理要求的目标公司。接下来可委托财务、法律方面的机构跟进实施一对一的并购尽职调查。

此外，第三方专业调研机构的信息数据对于律师、会计师获得的披露信息可以起到相互印证作用，也可以为律师、会计师进行尽职调查时，选定主要突破口。

(二) 尽职调查发现问题的怎么办

案例：某投资公司收购了一家制造公司，交易完成后投资公司声称制造公司违反了数项保证条款，制造公司在交易之时所提供的合同价值也有不实之处，因此，投资公司依据保单索赔 1300 万美元。

尽职调查中，根据交易的实际情况，判断所发现的问题、风险及发生的概率，处理方法各异。

1. 双方先签订合同，将发现的问题作为先决条件，要求目标公司承诺，在正式交割前将问题处理好，否则并购方拒绝交易的继续推进。

2. 如果尽职调查发现较大问题，可以将一部分交易价款放入托管账户。目标公司如果在一段时间内将问题解决，并购方可以将交易价款释放给目标公司。若指定时间内未能解决问题，则托管资金归并购方所有。

3. 使用并购保证保险。并购保证保险承保因目标公司违反此前承诺，给并购方造成的损失。目标公司即使不能支付违约赔偿金，并购方也可获得保险公司的部分赔付。同时，目标公司可以避免将资金长时间冻结在第三方托管账户里。

附件 1：境外并购面临七大风险

附件 2：境外并购尽职调查文件清单(中英文对照)

附件 1：

境外并购面临七大风险

从早年首钢在秘鲁的铁矿投资、上汽并购韩国双龙都遭遇大规模罢工，再到万达并购西班牙房产项目，中国企业在境外并购中遭遇诸多问题。之所以导致这种局面，有中国企业在国际化经营管理上经验不足的原因，更重要的是境外并购面临着政治、政策、法律、劳资、文化、融合在内的多重风险。

（一）国别风险

案例：境外的国别风险层峦叠嶂

2012 年非洲埃及、利比亚等北非国家的内乱将中国企业推向了风口浪尖，以中石油为代表的中国企业因 2011 年的利比亚政治动荡，直接导致其在利比亚大量的已建和在建海外项目终止，损失惨重。

再如，境外一些国家的矿业项目需申请上千个许可，许可工作旷日持久。如果矿业项目并购前，尚未完成土地征购，则会面临更大的麻烦，土地价格会不断攀升，其间还会掺杂老土地主的利益补偿诉求、新土地主的联盟对抗，成为制约项目推进的绊脚石。

（二）政策风险

案例：谨慎应对南非“黑人经济振兴政策”

一些国家出台的国内政策，可能对中国企业并购带来制约。例如，黑人经济振兴政策（Black Economic Empowerment, BEE），是南非

政府针对历史上因种族隔离造成的遗留问题出台的经济政策。2007年，南非贸易和工业部进一步颁布了《广义黑人经济振兴良好行为规范》。根据《规范》，总共有7项因素用以衡量南非企业对广泛黑人振兴计划的承诺。每个企业将根据得分，被认定为不合规企业或8种不同级别的合规企业。

以某家大型央企为例，由于一直未达到BEE的评级，虽然进入南非市场很多年，但在政府主导的很多重大项目丢掉了投标的机会，反倒因为跟黑人公司的合作不顺而导致官司缠身。

（三）法律风险

案例：中集集团并购受阻反垄断调查

2006年3月，中集集团收购荷兰博格的交易受到欧盟委员会的反垄断调查。欧盟怀疑中集集团通过并购将在全球罐式集装箱这一细分市场上拥有超过50%的份额，这种行为会使中集获得垄断地位。此后，中集集团的并购由于涉及反垄断，与3月至7月接受欧洲反垄断机构的调查，被迫停止收购。

但中集集团随后调整收购计划和结构，收购的博格公司剥离了有反垄断嫌疑的标准罐箱业务。两次交易比较，中集付出十多亿人民币，拿到的并非是一个完整的博格。剥除的标准罐箱，恰恰是博格的重要资产，而这原本也是中集想要的部分。中集在此次并购案中的教训和损失，是事先没有对欧洲反垄断法的底线做充分研究的结果。

（四）劳资风险

案例：TCL并购阿尔卡特手机业务

2005年，TCL公司为了进一步提升自身研发能力和渠道优势，经过一番考察后选择了以研发和销售体系见长的阿尔卡特手机业务事业部作为并购对象。TCL对并购后整合的难度与风险了解不足，同时也是为了节省成本，尽职调查未委托专业机构操作，只是在企业内部组建了一个小组，从技术层面和资金层面，对阿尔卡特手机业务作了很基本的了解。

并购完成后，TCL对于双方管理差异、业务流程重组、企业文化差异等领域的问题缺乏有效整合，整个并购项目以阿尔卡特手机业务核心人才基本流失、全面亏损告终。

（五）文化风险

案例：万达拆不了“西班牙大厦”

在发达国家并购，安全风险系数较小，但当地的文化传统、游戏规则带来了不可量化的挑战。

2017年6月2日，万达酒店发展发布公告称，公司已经向Baraka Global Invest出售了西班牙大厦的全部股权。从三年前并购进来，以人民币为单位来计算，万达亏损了约2亿元。西班牙大厦是佛朗哥时期的标志性建筑。万达提出对大厦进行拆除重建的计划激起了当地民众的反对，工程推进不下去。

实践中，在欧洲，当涉及一些历史性建筑物的改造或重建时，建筑物的拥有者和当地政府之间经常会发生矛盾。这并不是有意针对万达的中国投资者身份。此前有欧洲当地企业想要把买下来的城堡改建成购物中心，但遭到当地政府阻挠。

（六）融合风险

案例：本地化程度低阻碍并购整合

德国西门子公司在非洲已经耕耘百年，设立了大量的实体子公司。无论从管理层到黑人雇员，无论从企业文化到本地采购，你都可能认为这是一家完全的非洲公司。

相比一些西方跨国公司，中国企业境外并购后的本地化率较低，这成为制约中国企业并购后做大做强的一大瓶颈。文化融合是一个长期并复杂的过程，由于思维方式、观点的不同，文化、习惯上的差异，甚至是在薪酬体系、休假制度等方面的矛盾等等，都会让投资方的意志难以贯彻，出现效率低下、相互间缺乏信任、关键岗位上的员工纷纷离职等现象。

（七）安全风险

案例：中企员工在埃及被扣留

2012年1月31日，25名中国员工乘车返回一中国公司承包水泥厂建设项目途中，被埃及贝都因人扣留，以此要求埃及政府释放其被关押的家人。事件发生后，中国驻埃及使馆向埃方紧急交涉，2月1日凌晨，25名中国工人被释放。

近年来，随着中国企业在“一带一路”沿线投资的增多，中国公司和员工遭受绑架等社会治安风险、生产安全风险、交通安全风险的概率大大提高。而且，从事野外资源开发的中国员工更易受到袭击。

相关部门和企业正建立有效的应急保障措施和设施，协调各方面力量，防范安全风险。涉及员工在埃及被扣留事件的企业高管认为，

要学会和各种人打交道，建立广泛的人际关系网。如遇到突发事件，有些时候需要政府出面，有些时候则相反，可淡化官方色彩，通过当地工会和地方势力出面解决。