

## 锐气的“空降兵”： 上海基金业的新鲜事

(25版)

空降兵使企业的变革公众化,但也给组织变革带来了更大的变数。

## 新加坡再现石油期货交易员“豪赌门”

山崎则幸操盘失误导致在交易中蒙受亏损,但他没有结算未平仓的轻石油互换,而是伪造轻石油互换价格的数据,向总公司掩盖亏损的事实。

(16版)

## 再造农信社

(13版)

1530 亿元的票据兑付之后,全国农村信用社的不良资产仍然有 5435 亿元之巨。农信社应该走向何方? 应该建立一个什么样的长效机制?

# 21世纪经济报道

21<sup>st</sup> CENTURY BUSINESS HERALD

星期一 2009.3.2

第 983 期 [www.21cbh.com](http://www.21cbh.com)

¥2元

本期 44 版 港币 5元(香港)



4 891962 002296



# 危机使跨国并购中的定价成为头号难题 被冻僵的大交易

本报记者 徐广蓉 深圳报道

Will Chuchawat 给自己取了一个中文名——“沈文理”，以方便在中国开展业务。作为美国盛智律师行在并购交易、公司融资方面的资深律师，沈文理最近在上海来福士广场的写字楼里遭遇了业务危机——手头一大堆代理的中美两国企业间并购案几乎同时被全线推迟，进入拖延状态。

“并且，你不知道拖延的终点在哪里，是什么。”Will Chuchawat 说。

金融海啸横扫一切，并购业务也迎来冬天，有钱的没钱的需要钱的，都仿佛一下子被“冻结”住了。

收购目标到底还值不值钱？值多少钱？买还是不买？无法定价，无法决定。一年前还出手阔绰的跨国并购巨头们，现在一个个都攥紧了手头赖以保命的现金，不敢轻易下单。

毕马威 1 月 12 日的投资报告显示，2008 年全球并购交易的价值下降了大约 33%。其中加拿大下降了 50%。澳大利亚下降了 38%。在美国并购费用总额下降了 40%，在欧洲下降了 34%，在除日本以外的亚洲下降了 11%。

市场陷入冰封状态，而 Will Chuchawat 并没有闲下来，相反甚至更

加忙碌。“很多并购案久拖不决，但双方还在接触，并且因为定价成了难题，询价、议价的事更让人操心。” Will Chuchawat 说。为了询价的事，他已经有几个晚上通宵加班——中美之间的跨国并购案，时差问题对他至今是个困扰。▶（下转第 3 版）

## “基”累财富 “金”彩非凡 民生银行基金超市总有一款适合您

24小时客户服务热线:95568

### 前一日沪市涨、跌幅前五位

| 序号 | 证券代码   | 证券简称  | 涨幅     | 序号 | 证券代码   | 证券简称 | 涨幅      |
|----|--------|-------|--------|----|--------|------|---------|
| 1  | 600892 | *ST潮科 | 56.70% | 1  | 600418 | 江淮汽车 | -10.09% |
| 2  | 600807 | 天业股份  | 10.10% | 2  | 600889 | 南京化纤 | -10.09% |
| 3  | 601918 | 国投新集  | 10.07% | 3  | 600257 | 洞庭水殖 | -10.09% |
| 4  | 600605 | 汇通能源  | 9.80%  | 4  | 600071 | 凤凰光学 | -10.09% |
| 5  | 600613 | 永生数据  | 7.91%  | 5  | 600114 | 东睦股份 | -10.07% |

### 前一日深市涨、跌幅前五位

| 序号 | 证券代码   | 证券简称 | 涨幅     | 序号 | 证券代码   | 证券简称 | 涨幅      |
|----|--------|------|--------|----|--------|------|---------|
| 1  | 002168 | 深圳惠程 | 10.00% | 1  | 000703 | 世纪光华 | -10.10% |
| 2  | 000809 | 中汇医药 | 9.93%  | 2  | 002079 | 苏州固锝 | -10.08% |
| 3  | 002237 | 恒邦股份 | 9.80%  | 3  | 000818 | 锦化氯碱 | -10.08% |
| 4  | 002193 | 山东如意 | 7.68%  | 4  | 000523 | 广州浪奇 | -10.08% |
| 5  | 002001 | 新和成  | 7.26%  | 5  | 000927 | 一汽夏利 | -10.08% |



中国民生银行  
CHINA MINSHENG BANKING CORP., LTD.





# 被冻僵的大交易

Will Chuchawat 的律师行同事们也是这样,尽管不景气局面在持续,但繁忙依旧——危机使破产重组业务增加,并且重组业务的律师费用是优先支付的,“虽然重组费用不如并购案收费高,但破产企业增加得太快了,足以平衡失去的并购业务的损失。” Will Chuchawat 笑道。

## “无法定价”

这些天,Will Chuchawat 被一单已拖延了将近一年半的并购案纠缠着,严格意义上说,这是两家美国公司的并购业务,但是被收购方的生产厂房在中国境内,主营业务是塔吊等建筑工程机械,成品销往美国,想出手 50% 的股权。收购方则是美国一家以亚洲企业为主要猎物的私募基金,规模庞大,Will Chuchawat 用“huge”来形容,“整个交易涉及金额达到九位数的 dollar,一单大买卖。”

这单交易在 2007 年 8 月进入谈判程序,双方正在价格上激烈博弈的时候,金融风暴突至,房地产哀鸿遍野,以美国为主要市场的建筑器械公司一夜间成了重灾区。私募基金急急叫停了谈判。

“他们不是没有钱,只是因为建筑市场在萎缩,基金不再那么看好这个行业,”作为基金方代理律师的 Will Chuchawat 说,同时,危机造成企业价值和盈利能力的不确定性,市场的定价方式也在改变,因此无法测算这家建筑器械公司现在还值多少钱。

在 Will Chuchawat 看来,这家建筑器械公司显然有些不走运,早几年美国房地产繁荣时它的成长性很好,甚至直到现在它的销售量也仍然保持稳定,公司股东本来想激流勇退,趁行情好的时候通过寻求基金购买把股权出手,回收投资,没想到晚了一步。

不过,私募基金眼下还没有完全放弃,“双方还在接触,讨论价格,以及以何种方式交易。”

Will Chuchawat 不认为自己有办法促成交易,“这么深刻的危机,我们无法判断底部在哪里,因而也无法在定价和并购时机上给出合理的意见。” Will Chuchawat 说,“眼下我们只能等。”由于双方当初只是签订了无法律约束力的“收购意向”,所以不需要为拖延付费。

## 现金断流

而 Will Chuchawat 的同事倪旭东手头的

案子就比较棘手。被收购方是一家生产纺织服装的公司,产品被用于出口美国市场的服装。这家企业的全资控股股东将 100% 的股权出售,买方则是美国本土的一家服装集团,该并购交易在 2007 年 7 月开始谈判,当年年底所有法律手续都已完成,交易价格约 1000 万美元。

双方约定并购款分期支付,2008 年上半年的最初一二期付款都很正常,到了下半年,金融危机来了,形势急转,买家在 2008 年 7 月份付完又一期款项后,剩下的尾款,连同另外一笔买设备的钱,就一直拖着,至今没有支付。

“他们找各种理由,什么文件有瑕疵,设备有缺陷之类,拖着尾款不给。”作为卖方代理律师的倪旭东说,“卖家本来可以打官司,把买家告上法庭,但现在双方还在交涉中。”

倪旭东分析,买家之所以变卦,而不是重新讨论并购价格,除了定价困难外,还因为这个买家做出口服装的,属于危机的敏感行业,“他担心自己自身难保,他急需现金,于是宁愿冒着被起诉的危险拖延支付并购款。”

实际上,同一时段已经有好些并购案闹上了法庭,包括陶氏 150 亿美元收购罗门哈斯的案子。两家于 2008 年 7 月 10 日达成关于双方合并的最终协议,并确认了价格。罗门哈斯的股东也于同年 10 月 29 日批准该协议。但 2009 年 1 月,陶氏单方面宣布终止收购,因为金融危机使它失去了完成收购的财力。

罗门哈斯为此起诉陶氏,如果胜诉,则陶氏除要履行合同完成交易外,还要赔付罗门哈斯因此受到的损失。

“其实在 2007 年的三季度末期,我们就感觉到好些并购案的进程在放缓。”倪旭东说,“在美国大部分并购除了换股外都是现金交易。而当危机越来越深的时候,现金要留到关键时刻救命用。”

于是,并购市场上出现供大于求,而危机中现金缺乏,企业最快捷的收回现金途径就是把部分股权卖掉;另外随着危机扩大,越来越多的企业进入破产程序,这些资产也需要找到买家。“我们预期短期内相当数量的并购活动将采取一种防御性或投机性的策略。”毕马威财务总监彼得说。

## 冬天里的幸运者

但,资本流动的冲动并没有被完全冻结,冰

层下仍有细流淙淙。

中伦金通律师事务所的律师陈南(化名)刚刚经手完成一宗特大买卖——美国私募基金兰馨亚洲投资集团,以 2.5 亿美元的并购当上了深圳一家不大的民营数字电视软件公司的第二大股东。

这家创立于 2000 年的茁壮网络有限公司,为运营商提供了端到端的数字电视增值业务系统平台。这次被并购,是茁壮完成的第五轮融资,也是迄今获得的最大一笔融资。

“这么大规模的并购案现在非常少了,”作为融资方代理律师的陈南评价说,由于知识产权问题困扰,国内软件业是一个不太容易得到融资的行业,这个项目能够获得这么大笔的投资,是因为投资看好项目前景,认为在经济低潮期仍然能保持好的业绩。”

国家广电总局提出 2010 年全国实现广播电视的数字化。“政策利好使我们从 2004 年起连续 5 年业务增幅超过 100%,在大环境不好的 2009 年,也仍然有信心继续保持这个增幅。”茁壮公司总裁徐佳宏对本报记者说。

“我们和产业链涉及的各家机构做过交流,觉得这家公司的软件技术比较适合中国数字电视运营商高度分散的局面,而且到目前为止市场上竞争对手比较少。”投资方兰馨的投资总监丛宁评价说,这些是兰馨选中这一猎物的重要原因。

在丛宁看来,股权投资市场项目的供应量是明显增加了,因为中小企业融资困难,上市的通道又受阻,寻求资金的企业多,对价也相对下降,项目比高峰期便宜很多。一些有眼光的买家在趁低入市,那些在危机中逆势上升的中国公司仍然有机会获得融资。

丛宁所在的兰馨集团目前正在运作第四期基金,“每笔投资约在 3000 万-4000 万美元的额度”,主要猎物是在中国本土具有一定品牌、可在一年到三年内上市的商品生产、消费品生产商、连锁店、IT 企业以及服务类公司。”

“在这场国际并购市场低潮中,中国目标公司的抗风险性仍然显著。”倪旭东认为,中国企业近两年来一直是美国基金看好的目标,他本人所在的盛智律师行在亚洲的业务原本是从日本和韩国开始的,但第一个亚洲办事处却是设在上海,“因为我们知道,从 2002 年以来,中国企业吸纳资本的能力就在全球数一数二。中国长远来说是一个资金流入的市场。”