



毕马威前哨观察系列

“一带一路”投资——
防范风险需“多管齐下”

kpmg.com/cn

核心提示：

01

重视谅解备忘录的关键条款，保护自身利益并赢得项目主动权

02

尽职调查工作需多个团队通力协作，项目总协调人作用不可忽视

03

“多管齐下” 防范项目风险，为企业海外运营保驾护航

案例背景

晏靖公司（买方）¹为某地方大型国有综合性能源企业，从事水电、火电、风电及光伏发电等业务。近年来，除了广泛在国内布局新能源电力资产以外，晏靖公司也在积极拓展海外市场，尤其是在“一带一路”沿线国家寻找合适的投资机会。但与很多大型国有企业倾向于在“一带一路”沿线开展绿地新建项目不同，晏靖公司更关注的是并购海外优质资产的项目机会。

通常来说，与并购项目相比，绿地投资周期长、投入大，投资者需要承担更多项目前期风险，而且对投资者的资金实力和海外市场的运营能力要求也比较高；但另一方面，绿地项目可以为东道国带来更多资金，创造更多就业机会，因此也较容易得到政府支持。

并购项目虽然可以使投资者通过收购股权或资产，快速实现在海外市场开展业务的目标，时间成本比较低，但需要注意的是选择合适的并购目标并不是一件容易的事，投资者需要从财务、税务、法律、商业运营、技术、人力资源等方面对并购目标进行全面调查和评估；此外，并购项目还涉及交易后整合工作，有研究结果显示，并购项目在交易后整合阶段失败的可能性超过百分之五十。由此可见，并购项目对投资者的海外市场经验和后期整合运营能力的要求更高。

格雷德集团是（卖方）一家大型国际电力集团，在亚洲及欧洲多地拥有大量电力资产。Y国位于现代欧亚经济走廊和古丝绸之路沿线，是“一带一路”上的重要一站。格雷德集团在Y国的业务覆盖发电、配电及售电，是该国最大的非国有电力公司之一。

晏靖公司得到消息，格雷德集团拟分拆并出售Y国业务，其中包括部分水力发电资产。经过初步分析，公司认为Y国的水电资产与晏靖公司着力优化全球清洁能源产业布局的战略目标高度契合，而且公司在该领域也拥有丰富的海外运营经验。基于这些考虑，晏靖公司决定成立工作组，拟收购格雷德集团在Y国子公司的水电资产。

经过初期接洽，格雷德集团初步同意晏靖公司的收购请求，并计划着手剥离相关业务以促成交易的达成。

与此同时，晏靖工作组对该投资机会也进行了深入分析，初步识别的关键风险点包括：

- Y国即将进行新一轮的议会选举，有可能出现政局不稳、政策发生变化的风险；
- 交易涉及复杂的资产剥离程序，增加了项目的不确定性，有可能使执行难度加大、项目周期延长；
- 拟交易的水电项目已运营超过20年，资产质量及未来为保证电站正常运营需投入的资本性支出，都存在较大的不确定性，这增加了项目价值评估的难度。

¹ 本案例以中国企业对外投资过程中常见问题为主线，综合毕马威专业服务团队的多个案例经验创作而成，旨在从真实案例呈现的管理矛盾出发，就中国企业在“一带一路”沿线开展业务时面临的主要问题与挑战进行深入分析，提出应对策略，并与读者分享毕马威独到的专家见解和行业最佳实践。本案例中的中外企业名称和投资地国均为虚拟。

但分析结果中也包括不少正面因素，例如：

- 拟出售水电资产装机规模在当地处于领先地位，且已成功运营了较长时间，在价值分析时可参考的历史数据充分，为全面项目价值和风险评估提供了判断依据；
- Y国是“一带一路”沿线发展较快的国家之一，近年来，政府着力发展经济，宏观政治、金融环境相对稳定，贸易政策具有竞争力，税负相对较低，投资环境具有一定的吸引力。此外，Y国周边国家的经济也处于快速发展期，这为未来Y国电力出口提供了巨大的市场空间；
- 在双方接触初期，格雷德集团表现积极，在交易及合作模式方面表现出极大的灵活性。此外，格雷德集团在欧亚地区拥有丰富的电力运营经验，通过此次交易，晏靖公司可以与格雷德集团建立良好的合作关系，吸收先进经验，为公司在该区域的业务拓展奠定良好的基础。

晏靖公司管理层围绕该项目的正反两方面因素进行了深入讨论，最终通过了项目立项的决议。考虑到项目的复杂性，晏靖公司决定聘请第三方机构协助公司开展工作。毕马威团队凭借在欧洲及亚洲地区积累的丰富的能源项目经验、以及全球统一的服务质量体系赢得了该项目，为客户提供“一站式”服务，作品内容涵盖财务顾问、财税尽职调查、税务架构筹划及人力尽职调查等领域。

随着交易的推进，晏靖公司和毕马威组成的联合工作组对管理层前期已识别的风险进行了逐步细化，同时，也发现了新的风险因素。在本案例中，我们对晏靖公司在此次交易过程中遇到的问题、识别出的风险及制定的应对方案进行了重点分析，希望能够为中国企业在“一带一路”沿线开展类似并购项目提供参考和借鉴。

重视谅解备忘录的关键条款，保护自身利益并赢得项目主动权

在项目立项后，晏靖公司向格雷德集团表示，希望可以尽快开展正式的尽职调查工作。根据卖方财务顾问提供的第一阶段交易流程函，晏靖公司需要签署正式的谅解备忘录以明确合作意向，并对拟收购水电业务进行初步报价。格雷德集团在评估初步报价并就谅解备忘录与晏靖公司达成一致后，才会开放数据库供尽职调查工作使用。

卖方提供的初版谅解备忘录中的关键条款包括交易范围及交易结构、交易时间表、定价机制及初步报价、项目时间表、买方资金来源及非独家谈判权约定等。

毕马威团队仔细研究了初版谅解备忘录的内容后认为，虽然其中条款均为常见条款，但主要是从卖方利益出发，未能对交易双方的权利义务进行合理分配，对买方权益保障不足；此外，一些重要事项没有在初版谅解备忘录中得到明确或者安排不合理。

针对谅解备忘录，毕马威专业人员提出了如下问题和建议：

- **谅解备忘录中未明确资产剥离的流程和时限，以及由此产生的费用和负债由哪一方承担。**

卖方需要针对资产剥离流程，制定清晰、满足整体交易进度要求的计划和时间表，确保资产剥离工作不会影响并购交易的进行。此外，卖方还需承担资产剥离产生的费用和被剥离资产的负债，确保晏靖公司在交易后不会承担历史债务。

- **卖方提供的被剥离资产的资料不够全面。**

卖方仅承诺在初步报价前提供水电业务的模拟资产负债表和模拟利润表，但为了全面了解被剥离资产的实际情况，为最终报价做好准备，还需要卖方说明模拟剥离原则，即卖方是基于哪些假设和考虑对资产进行了剥离，并提供资产未剥离前的运营数据。

- **修改有关融资承诺函的要求。**

卖方要求买方在初步报价阶段提供融资承诺函，而在初始阶段，项目仍存在很多不确定性（如买方内部审批），因此取得银行提供的融资承诺函存在一定难度。

- **交易时间表安排过于紧张。**

建议卖方进行调整以确保晏靖公司有足够的时间完成全面尽职调查和价值分析工作。

- **争取排他期内的独家谈判权。**

尽管卖方表示该交易为竞争性出售流程，有可能会引入其他投资人，但毕马威建议买方在谅解备忘录中争取在一定排他期内的独家谈判权，以增强交易的确定性；此外，也可以根据卖方针对此要求的回应，侧面了解该项目竞争的激烈程度。

联合工作组基于以上几点对初版谅解备忘录提出了修改意见，并根据卖方提供的模拟财务报表，完成了项目的初步价值评估。此后，毕马威协助晏靖公司与格雷德集团就谅解备忘录条款展开谈判，毕马威建议中的大部分均属于对原条款在合理范围内的进一步细化，因而谈判也比较顺利，只是在排他性条款这一点上双方分歧较大。

最终，在双方前期良好沟通的基础上，经过联合工作组的不懈努力，格雷德集团终于同意给予晏靖公司四个月的独家谈判期。独家谈判权的获得，使晏靖公司在尽职调查及约束性谈判阶段拥有了较大的主动权，为项目的顺利开展奠定了基础。



毕马威专家点评：



“好的开始是成功的一半”，在跨境并购交易中也是如此。项目初期阶段的主要工作包括获得投资项目信息、初步与卖方接触、签署谅解备忘录等。通常来说，在这个阶段不存在可以约束双方交易行为的法律文件，因此，在这个阶段如何保障自身利益也通常会被投资者忽略，最终使自身权益遭受到损害。

在协助中国企业开展“一带一路”投资并购项目的过程中，毕马威团队观察到很多中企认为初步报价/谅解备忘录不具有法律约束力，因而轻易接受卖方提出的要求或设定的条件，使后续尽职调查和谈判工作常常陷入被动局面。

谅解备忘录虽不具有法律效力，但这是双方进入下一个交易阶段的基础，也会影响卖方对于交易未来走向的预期，因而具有重大意义。如果买方在项目后期希望变更已经在谅解备忘录中达成的条件，不仅需要提供充足的理由和支持性文件，而且由于卖方在此时已经形成了较高预期，说服其接受变更条款有可能会非常困难。

在这个案例中，我们看到在毕马威专家的协助下，晏靖公司在项目初期就积极把握主动权，为自己争取到有利的谅解备忘录条款，为项目后续的顺利开展铺平了道路。

因此，中国企业在开展境外并购项目的初期，需要重视谅解备忘录条款，在表达合作诚意的同时，也要敏锐识别关键风险点，积极争取有利于自己的交易条款，尤其需要重视的关键性商务条款包括：

- 要求卖方披露更多信息：建议在非约束性报价阶段，争取从卖方获得更多项目信息，为估值和挖掘风险因素提供更多依据；
- 为尽职调查工作创造良好的条件：争取更全面的尽职调查范围、更多的信息披露以及尽可能长的尽职调查时间，为深入、全面地开展尽职调查工作奠定基础；
- 争取排他谈判权：争取获得在一定时间内的排他谈判权，为项目的尽职调查和谈判工作赢得主动。



尽职调查工作需要多个团队通力协作，项目总协调人作用不可忽视

虚拟数据库在对外投资项目中得到了越来越广泛的应用。在签署了谅解备忘录之后，格雷德集团向晏靖公司联合工作组开放了虚拟数据库，项目正式进入尽职调查阶段。

此次交易的尽职调查工作范围涉及财务、税务、人力资源、商业、法律及技术等方面。其中，财务、税务、人力资源及商业尽职调查服务由毕马威专业团队提供，法律和技术尽职调查工作分别由在Y国电力市场拥有丰富经验的两家国际知名咨询机构承担。

在项目中，尽职调查工作团队成员来自不同国家的多个中介服务机构，确保工作团队和客户的沟通、以及各服务小组之间沟通的及时性和有效性，是保障项目顺利推进的关键因素。

考虑到实际情况，晏靖公司决定由毕马威交易咨询服务团队作为项目总协调人，协助晏靖公司制定交易计划、管理交易流程，并协调各服务小组的沟通和进度，主要工作职责包括：

- 制定项目计划和整体时间表，监督交易计划执行情况；
- 组织召开每周工作例会，检查各服务小组的工作进度，总结、汇报关键问题及解决方案；
- 持续追踪解决方案的执行情况；
- 协调晏靖公司与各服务小组的沟通工作等。

在本项目中，对于Y国电站的技术评估一家国际知名的技术咨询机构负责，晏靖公司内部的技术团队同时也在进行技术方面的分析评估，毕马威交易咨询团队多次协调组织了晏靖公司与技术服务小组的专题讨论会，使晏靖公司能够全面、深入了解当地电厂运行情况，准确评估项目潜在风险因素。

毕马威团队的协调工作，一方面保证了项目信息的共享和各服务小组间的充分沟通，提高了整个团队的工作效率；另一方面，也使晏靖公司能够及时了解项目进程、发现存在问题，确保项目按照既定时间表顺利推进，公司也有了更多时间挖掘、分析风险因素，制定风险应对策略。



经过近一个月的全面尽职调查，工作团队识别的关键风险因素主要包括：

- **政治风险较高：**

Y国正处于社会转型期，面临较高的主权和政治风险，历史上就曾出现过因政府换届带来的政府违约行为；

- **电力及税制改革存在较大的不确定性：**

市场消息称，Y国电力市场改革举措即将出台，新的政策方向和实施效果尚不明朗，未来行业发展存在较大不确定性；Y国新颁布的所得税政策鼓励外资企业利润再投资，政府有可能出台遏制资本汇出的系列政策。

- **电力销售缺乏保障：**

目前拟投资电厂并不持有长期购电协议，电力出口市场仍有待拓展，电价和电力销量缺乏长期、稳定的保障。

- **业务剥离过程较为复杂：**

根据初步掌握的情况，目标资产的剥离过程比预想的情况更为复杂，而业务剥离能否顺利进行将会给交易进程带来重大影响。

- **融资风险：**

Y国当地中资银行网点较少，融资难度大、成本高。

- **汇率波动风险：**

近年来Y国货币贬值趋势较为明显，项目面临较高的汇率波动风险。

- **控制权变更可能会对业务运营带来较大影响：**

发电许可证以及其他相关证照、业务和融资协议的主体能否顺利实现转移，将会对业务的持续运营带来较大影响。



毕马威专家点评：

“一带一路”国家多为发展中国家，经济增长较快，发展空间巨大；另一方面，这些国家政治和商业环境复杂且波动性较大，行业基础薄弱，发展较为落后，属于具有重大投资风险的地区。因此，中企在“一带一路”开展投资尤其需要重视尽职调查工作和风险因素的识别。

在很多案例中，我们看到有些中国企业不愿意在尽职调查和风险识别等环节加大投入，而结果往往是节省了小额的前期费用，却由于缺乏经验、不熟悉商业规则等原因，在项目后期运营中面临数倍甚至数十倍的损失。

企业要开展全面的尽职调查工作，往往会聘请来自不同服务机构甚至不同国家的业务团队，这就涉及到团队之间的协调沟通工作。海外项目的管理和团队间的沟通比较复杂，企业可以自己承担协调人的角色，但这往往要求企业拥有一支海外并购经验丰富且人员充足的团队，这对于绝大部分刚刚涉足海外并购的企业来说是很难做到的；而由牵头顾问统一协调尽职调查工作，可以充分利用国际化专业顾问团队丰富的海外并购经验确保项目的顺利推进，使企业能够在把握项目全局方向、挖掘项目核心风险点和制定风险应对方案等工作中投入更多的时间和精力。



“多管齐下” 防范风险，为企业海外运营保驾护航

股权转让协议（SPA）²的谈判与签署是项目后期的关键一环，在海外并购交易中，卖方通常会要求买方在提交约束性报价的同时提交修订版SPA，本案例也不例外。在尽职调查工作后期，项目团队已经识别出关键风险因素，并发挥专长，围绕发现的项目风险点和风险应对方案进行了深入讨论，为后期SPA条款的修订和谈判做好了充分的准备。

项目团队提出的制定风险应对方案的基本原则主要包括以下内容：

- **充分利用各种资源和工具为项目提供更多保障：**

比如采用政策性信用保险产品，积极寻求富有经验的中介机构和国际多边组织的支持，最大限度降低政治风险敞口。

- **制定合理的融资方案：**

根据项目的交易架构和现金流情况制定融资方案，优化收入和还款需求的匹配，降低汇率风险，同时考虑与金融机构就可行的掉期或套保安排进行磋商。

- **转移资产剥离相关风险：**

将卖方资产顺利剥离作为交割的前提条件之一，充分了解卖方资产剥离流程和制约因素，实时关注剥离工作进展并评估剥离进程对项目可能带来的影响。

- **采取措施应对资产运营风险：**

因为项目涉及复杂的资产剥离流程，剥离前相关电站一直由格雷德集团内部团队提供运维支持，为确保剥离后过渡期内电厂的正常运营，建议买方与卖方签订管理服务协议，由卖方团队在一定时期内继续提供运维服务。

- **转移电价波动带来的风险：**

在估值模型中就电价变化进行敏感性测试，了解不同电价下企业价值的变化；将电价假设作为报价的前提条件之一，保留因电价变化在后续阶段调整报价的权利。

项目团队下一步的工作重点之一是根据以这些原则，在SPA中设计合理的风险规避和应对措施。

² 一般情况下，初版SPA由卖方提供，随后买方会同时提交修订版SPA和约束性报价，卖方在对报价进行评估时也会综合考虑SPA中的商业条款。

常见的风险应对措施包括将尽职调查发现的核心风险因素及可能带来的影响，直接反映在交易对价和交易结构的调整中，或是购买海外并购险等，然而，最为直接、效果也最明显的是在SPA中加入风险应对条款。

在本次交易中，晏靖公司拟实施控股股权收购，在毕马威专家的建议下，晏靖公司在股权交易协议中增加了多个风险防范条款，下面介绍其中最为重要的几个条款的内容。

- **将不确定事项作为交割的先决条件：**

对于客观上在协议签署前无法实现、存在巨大不确定性的事项，买方可以在SPA中加入交割先决条件条款，通过把某个事项的发生作为交割的先决条件，使协议的生效期延后。本案例中最大的未决事项是资产剥离能否顺利完成。晏靖公司在SPA中把资产剥离作为附加条件之一，将剥离顺利完成设为交割的先决条件，从而降低了由不确定事项带来的风险敞口。

- **设定价格调整机制：**

常见的价格调整机制主要有两种，“交割日调整机制”和“锁箱制”。在“交割日调整机制”下，交割时买卖双方根据交割日已经审计的报表与估值基准日已经审计的报表净资产（或其他约定调整项）的差异，对交易价格进行调整；而“锁箱制”则更为简单直接，即买卖双方约定锁箱日，买方在锁箱日即取得股权，锁箱日之后目标公司的资产和负债都将归属于买方。

在本案例中，由于预计在SPA签署时资产剥离程序无法完成，因此双方选择“交割日调整机制”，约定对剥离完成后交割日报表进行审计，并基于审计结果调整对价，以降低由资产剥离带来的不确定性。

- **明确交割期内卖方义务/卖方陈述保证/赔偿条款：**

这三个条款是SPA中的关键内容，共同形成完整的买方保护机制。在本案例中，交割期内卖方义务条款中加入了“尽最大努力使剥离按时顺利完成”的内容；卖方陈述保证则加入了“保证相关证照、许可顺利完成转移的责任”；赔偿条款则规定，晏靖公司有权就任何资产剥离相关事项导致的损失向格雷德集团进行追偿。



毕马威专家点评：



• “多管齐下” 防范风险，为企业海外运营保驾护航

SPA是并购交易中的核心文件，在SPA中设置条款以细化针对关键风险的防范措施，是保护投资者利益最直接的方式。因此，我们建议中国企业充分评估关键风险可能带来的危害，并为之做好预案；在谈判和协议中，设计合理的风险分担、转移机制，把风险防范措施和补偿条件充分反映在交易条款中。如果无法与对方达成一致，企业要做好放弃交易的准备。在这个阶段，中国企业应在资金、时间、人员等方面加大投入。

此外，企业还要善于利用多方资源为海外运营保驾护航。政策性信用保险产品是一种积极的防御性手段，是转移、分散和规避“走出去”风险的重要方式之一；专业咨询机构能够在企业寻找对外投资项目、尽职调查、谈判和整合过程中提供全方位服务，弥补企业自身能力短板；此外，中国企业还可以在国际多边组织的协助下，开展投资前期的政策影响分析和项目识别，也可以寻求国际多边组织参与其海外项目，以增加项目开发手段，丰富对政治风险的管控措施。



• 掌握交易文件的起草权十分重要

常见的并购交易文件包括SPA、股东协议（SHA）或合资协议（JVA）等。起草文件的一方往往会在文件条款中使己方利益最大化，如果交易文件由卖方起草，而买方未能敏锐识别出其中的不利条款，则很可能给交易后资产经营留下隐患。此外，交易中多个文件内容繁杂、互相关联，在形成初稿后再对文件进行修改和审阅将是一件十分耗时、耗力的工作。

基于这些考虑，我们建议中国企业争取由己方律师起草交易文件，经项目团队、律师及财务顾问共同讨论后商定交易条款的具体内容，并由财务顾问最后把关。



• 小股东的权益保障和风险管控

本案例是一个中国公司收购控股股权的项目，但近年来，在毕马威协助中国企业开展“一带一路”项目投资过程中，我们看到很多中国企业采取先收购少数股权，再逐步增股、控股的收购模式。

通过这样的方式，企业可以先进入市场，然后逐步增加在经营决策中的话语权，在对市场和公司更为熟悉、双方的理解和互信进一步加深之后再控股目标公司，实现规避风险的目标。在少数股权转让中，买方需要考虑在SPA中增加保护小股东权益的条款，例如有关随售权³、回购请求权⁴以及优先购买权⁵的规定，同时也要在股东协议中争取到更多参与管理运营的权利。



³ 随售权：又称随卖权、参售权、共同出售权或跟随权，是风险投资项目中的常见条款，指权利人（通常是少数股东）有权按照其出资比例参与到其他股东（通常是原始股东、多数股东）拟出售股权的交易中，以相同价格和条件出售其股权。

⁴ 回购请求权：又称股东退股权，是指在公司存续期间，股东在特定条件下请求公司回购其股权的权利。

⁵ 优先购买权：又称先买权，是指特定人依照法律规定或合同约定，在出卖人向第三人出售标的物时，享有在同等条件下优先于第三人购买的权利。

结束语

毕马威在协助中国企业“走出去”的过程中，和中国企业一起经历了多种问题和挑战，也看到一些企业出现重大失误，在海外市场折戟沉沙，遭受到巨大的经济损失。

众所周知，与发达国家项目相比，“一带一路”项目面临的风险更大，不确定性因素更多。识别这些风险点、对其进行辩证分析并提出合理的应对方案，是一个系统工程，它需要项目团队深入了解投资地的政策、法规体系和商业环境，拥有丰富的专业知识和项目经验以及准确的判断力。

本案例重点分析了企业在开展“一带一路”沿线投资项目时，在尽职调查、谈判和签署股权收购协议等环节需要重点关注的一些问题，包括重视谅解备忘录的关键条款和项目总协调人的作用，以及如何善于利用各种资源和工具，为企业的海外运营保驾护航等，希望能够为其他计划在“一带一路”沿线开展投资的中国企业提供一些有益的参考和借鉴。

联系人



江立勤
毕马威“一带一路”工作组主管合伙人
投资并购服务主管合伙人
毕马威中国
电话：+86 (10) 8508 7077
邮件：michael.jiang@kpmg.com



张佳宇
投资并购服务副总监
毕马威中国
电话：+86 (10) 8508 5852
邮件：fiona.zhang@kpmg.com



武文娟
投资并购服务经理
毕马威中国
电话：+86 (10) 8508 7389
邮件：sara.w.wu@kpmg.com

感谢毕马威“一带一路”工作组协调人、副总监陈剑虹对本报告做出的贡献。

如需获取更多毕马威“一带一路”出版物信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2017/11/belt-and-road-initiative.html>



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据，但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2018 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司 — 中国外商独资企业，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号：CN-MARKETS18-B&R-0004c

二零一八年四月出版