

房地产项目并购方式与流程案例分析

牟谦

摘要：随着土地资源获取难度不断增加，并购越来越成为一种重要的项目获取途径。本文首先通过一个典型的房地产项目并购案例，总结房地产项目并购的方式和流程，并对并购方式选择的关键决定因素，以及并购流程中的重要环节进行分析；最后对房地产并购实务提出一些建议。

关键词：房地产项目；股权并购；资产并购；流程

一、案例背景

目标项目位于某市中心，为旧城改造项目，分两期开发，一期已销售完毕。据原股东介绍所有清算已完成，二期待开发。二期土地面积1万平米，容积率5.0，计容面积5万平米，土地性质为住宅用地。项目公司股权结构简单，股东A和B分别持股70%和30%。股东A主导项目开发。由于两股东就项目运营策略无法达成一致等原因，二期土地闲置多年，股东A欲转让该项目，因该区域在公开市场几乎没有出地出让，属稀缺资源，甲公司欲收购该项目。

二、并购意向阶段

甲公司初步了解目标项目后，与A进行初步沟通，A对项目整体报价7.5亿元。甲公司成立收购专项小组，涵盖公司投资发展、财务、法律、市场研究及设计等部门人员，与A达成意向协议。

1. 交易方式选择。房地产项目并购一般有资产并购和股权并购两种方式，资产并购交易的标的是资产所有权，买方可以获取购买价款的全额发票，不存在股权溢价，增值税、土地增值税和企

业所得税等小于股权并购。但经征询相关部门，目标项目四证不齐全，未进行实质开工建设，项目已投资额没有达到总投资额的25%，不满足在建工程的转让条件，初步判断只能通过股权并购。

2. 共管账户设置。甲建议共管账户开立在自己名下，但A要求将共管账户开设在自己名下，甲公司为保护自身权益，共管账户添加自身印鉴，网银仅开通查询权限；同时甲公司、A与开户银行签署账户监管协议，约定“只有甲公司与A同时书面确认可以从账户支取款项时，银行方能受理款项支付”。

3. 并购意向金及排他期。达成意向协议及开立共管账户后，甲公司转入0.2亿元意向金，约定在60天内，若双方未达成实质性交易协议，则解除共管并退还意向金。此周期亦作为排他期，排他期内若A对项目的描述未出现重大偏差，甲不得随意放弃收购，否则A没收意向金；A亦不能在此期间再与其他收购方进行谈判，否则双倍赔偿。

三、尽职调查、并购谈判与可行性研究

1. 尽职调查。意向协议签署后，甲

公司立即委托会计师事务所和律师事务所进行尽职调查，部分风险可能形成并购障碍。

(1) 股权结构。项目公司股权没有代持和股权质押等情形，除股东对运营策略不一致造成闲置外，A没有资金实力进行再投资，“套现走人”的意图明显。通过其他渠道得知B亦愿意出售股权，价格不低于其已投入即可。追溯B的实际控制人，发现其实际控制人为某国资委，国有股权进行转让必须在公开市场挂牌交易，届时不排除有其他竞争者出现。但按章程A具有优先购买权，但既然公开挂牌交易，如何实现优先购买权呢？经咨询某产权交易所，若B将其股权挂牌交易，竞买人均可报价，A可以按最高出价行使优先购买权，若A不按最高出价购买，则放弃优先购买权，由出价最高的竞买人获得。因此若要实现此次并购，A必须保证竞买人足够少或者行使优先购买权。

(2) 资产状况。项目公司主要资产是土地使用权，从土地证判断产权清晰，没有土地抵押等情形。但是项目公司名下还有40套房产，需进行单独剥离。

(3) 项目现状。目标项目地面尚有

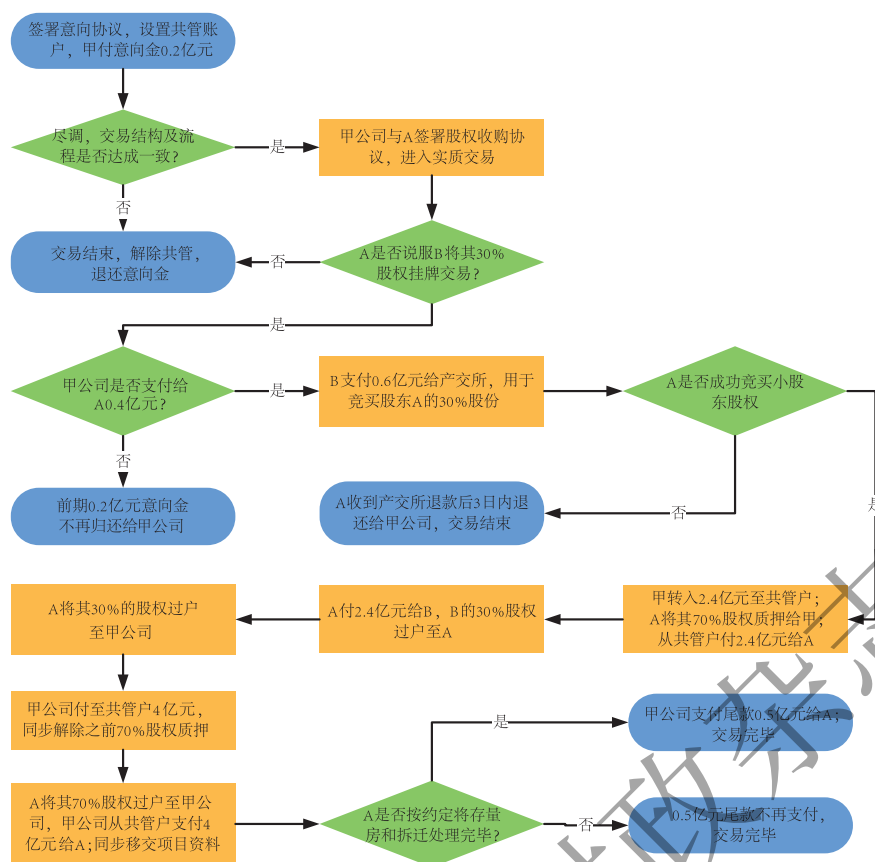


图1 股权并购流程图

一些建筑物未拆除,经咨询拆迁办,尚有15户拆迁户未赔偿完毕,上述40套房产中即有15套需要赔偿给拆迁户,因拆迁户不满意赔偿方案,至今未进行产权交割。近年住房价格涨幅巨大,拆迁户心理预期已经非常高,此风险直接影响项目开工建设,甲公司需高度关注。

(4) 合规调查。目标项目四证不齐,土地合同约定的开工日期和竣工日期逾期非常严重,有大额罚款或被国土部门收回土地的风险。此风险在并购项目中几乎都存在,若要决心并购则只能承受,实务中土地被国土部门收回的情形极少,但必须接受罚款,整体评判此风险相对可控。

(5) 债权债务。项目公司小额应收押金等债权可以忽略不计。一期已销售完毕,没有查询到完整土地增值税清算

报告,只查询到一张税务部门出具的清算退税单,鉴于当时土地增值税征管政策未健全,从该退税单判断项目实质已清算,一期土地增值税已无风险。对于一期所有工程合同,亦没有正式结算报告,考虑项目交付多年,期间与施工方未出现争议,可以排除此风险。除此之外公司债务全是股东借款。

(6) 财务状况。按最新财务报表项目公司总资产3亿元,资金来源是股本0.1亿元和2.9亿元股东B的借款。3亿元资产中2.5亿元是给拆迁户的赔偿,每一户的赔偿协议、拆迁户签字收据和银行转账记录均完整,土地增值税和企业所得税抵扣没有问题,按照《财政部 国家税务总局关于明确金融 房地产开发教育辅助服务等增值税政策的通知》(财税[2016]140号)规定,增值税亦可进行

进项折算抵扣处理;另外有0.5亿元为股东借款利息,仅计提应付利息未实际支付,亦无发票,税前不能列支。若按7.5亿元进行股权收购,项目公司实际原始成本仅2.5亿元,另外5亿元项目公司无税前列支凭证,增值税、土地增值税和企业所得税税负较高,后期盈利压力较大。

2. 可行性研究。经过专项小组市场调研、产品定位和成本收益测算,若直接进行股权交易:甲公司5亿元溢价无发票,造成项目税负大幅度提高,实际税负率接近44%,销售净利率仅7.0%,只能承受市场下行10%的风险,盈利空间受限。基于此甲公司意图进行“曲线收购”,首先借款1亿元给项目公司开工建设,当达到在建工程转让条件后,甲再以8.5亿元将项目买回来,将股权并购转化为资产并购。此方案卖方转让税负会增加1.4亿元,因此A直接拒绝。甲公司税筹后认为,如果自己承担原股东增加的税负,会因此增加契税和资金成本,但所有购买价款均有发票,收益反而更高。A考虑股权转让手续便捷,收款周期短,而在建工程转让一般包含协议签署、施工合同结算、买卖双方纳税申报、产权登记过户、项目证照变更或备案等程序,交易周期大幅度延长;同时股权转让可以将整体风险一揽子转移,所以A拒绝此方案,最终只能通过股权并购进行交易。

四、并购交易结构与流程

1. 价格与交易实现途径。尽职调查后甲与A签署正式协议,交易方式是股权并购,交易范围仅为土地,不含存量房产。实现途径是A说服B转让其股份,在B的股权转让挂牌文件中尽可能多阐述项目风险,尽可能减少其他竞买者,所需资金由甲借款给A,A将其股权质押给甲,金额不超过3亿元。A收购股东B的30%股权后,甲再整体收购A持有的

100%股权,金额不超过7.5亿元。若A竞买B的价格超过3亿元,多余资金甲不提供,且整体收购控制在7.5亿元以内。

2. 交易流程。整个交易流程关键环节有三:一是A是否可以顺利说服B将其30%股权在产交所挂牌交易;其二是B将其股权公开挂牌后,A能否以不超过3亿元竞买成功;其三是A需将拆迁户和存量房产处理完毕,否则无法获得收购尾款。整体交易流程如图1。

3. 资产剥离。目标公司名下的40套存量房产不属于交易范围,其中15套必须留在项目公司,用于解决拆迁户,另外25套进行剥离。股权过户后,需剥离的房产产权仍属于目标公司,但双方约定其对应的权利和义务均属于A,即A负责处理资产,处置收益归A所有,但处置行为产生的所有税费均由A承担,甲公司全程配合处理;若在约定时间内未处理完毕,则尾款不予支付。

4. 拆迁户处理。对于拆迁户的风险,暂留15套房产,若拆迁户接受房产,则项目公司与拆迁户进行产权交割;若拆迁户不接受此房产,则A需筹资解决,否则甲公司可扣除尾款;若A另行筹资解决拆迁户后,15套剩余房产按双方资产剥离原则处理。

5. 违约处理原则。从交易流程来看,买卖双方可能会出现以下违约情形:

(1) A成功说服B将其30%股权在产交所挂牌交易,若甲不履约,不付剩余的0.4亿元竞买保证金,则甲公司违约,A没收0.2亿元意向金作为违约金。A未能以合适价格竞买到B的股权,产权交易所会退还0.6亿元保证金给A,但A收到后不退还给甲公司,则A违约,故此处需设置0.05%/日的违约金条款。

(2) A成功竞买B的股权,但价款超过了3亿元,双方约定超过3亿元部分甲不再垫付,且总金额仍然是7.5亿元。由于包干价是7.5亿元,A竞买B的股权价款越低,A利润越多,反之亦然。

(3) A竞买B股权成功后,没有按约定时间将30%股份转让给甲公司,A违约,需设置高额违约条款。30%股权转让至甲公司后,剩余的70%股权不再转让给甲公司,同样需设置违约条款。

(4) A需要负责存量房产和拆迁处理,故需预留尾款作为担保,当超过预留期限A仍未解决,甲不再支付尾款,可将此尾款用于处理拆迁等事宜,保证整体收购价款不超过预算。

五、思考与建议

1. 意向阶段。从买方资金安全角度出发,交易共管账户最好设置在买方;为公平起见,交易共管账户可开立在独立第三方,即找一家公信力高的律师事务所进行共管,对买卖双方均有保障。同时,从买方角度意向金尽量不要带有定金色彩。

2. 尽职调查。财务尽职调查至少理清项目原始成本和债权债务。行业内很多项目从股权报价和未来售价来看,毛利率相当高,但由于原始成本很小,未来增值税、所得税和土地增值税清算税负相当高,净利率很低;对于发现的债务以及或有债务,需提出解决途径。法律尽职调查需要评估项目可能存在的风险点,包括土地权属问题、规划问题、股权结构、实际控制人、对方为什么出售、股权是否存在质押、股权是否有国有成分、股权是否存在代持等情形。如发现如下重大且无法解决的风险,应当重新决策是否继续并购:项目公司实际上不拥有目标项目的土地使用权;土地使用权获得手续存在重大瑕疵;项目规划严重违反国家与地方的整体规划,直接影响后期开发;项目公司涉及高利贷或非法集资情形;存在金额重大诉讼且无法和谈解决。尽职调查发现的风险应争取落实到合同中,约定双方权责。尽职调查完成后,需要编制可行性研究报告,进行相关敏感测试。

3. 交易方式。并购交易方式选择的主要因素是:项目现状、效率、税负和各方风险承受度。对于买方来说,若项目符合在建工程转让的条件,应优先争取资产并购的方式获取项目;即使因资产转让造成卖方税负增加,再转嫁至买方身上,买方应从整体上进行综合收益评判。在风险可控的前提下,将股权收购转化为资产收购。

4. 关键流程。

(1) 付款。对买方来说资金安全尤其重要,需要思考对方需要履行何种义务,协议中必须对违约情形界定清晰。

(2) 资产剥离。对买方来说,为减少麻烦,最好是卖方将其他资产处理完毕后再进行股权转让,但实务中这样做可能错失良机,所以即使卖方未处理完毕,也可以进行实质交易,但对需剥离的资产一定要约定“该资产对应的所有权利为卖方所有,所有义务由卖方承担,买方配合资产处理”。

(3) 债务处理。股权并购时,若项目公司存在股东借款,无风险的处理方式是新股东将款项给予项目公司,项目公司再将此款项转给原股东,保证项目公司不对原股东有负债。本案例中,项目公司有2.5亿元B借款,但A收购B股权环节,并未进行上述转款,而是直接将全部款项转给B,考虑到B挂牌时亦公告转让价款包含股东借款,风险亦可控,否则需签署三方债权债务清理协议。若项目公司对外是金融机构借款,则必须通过项目公司偿还,此时买方需考虑股权质押、资产抵押或实际控制人担保等保全措施。

(4) 或有债务担保。双方应在正式协议中约定,对于或有债务,卖方承担两年的担保期,即两年内若出现并购前发生的债务,由卖方承担相应损失。

(作者单位:上海迪南房地产开发有限公司)

责任编辑 武献杰