

一桩购并剖析：“敌意收购最后握手言欢，不是吗？”

2010年09月15日



制药巨头罗氏公司（Roche Holding）一旦决定全额收购生物技术企业基因泰克公司（Genentech）（也译为“基因技术公司”），罗氏的领导层就知道，开弓没有回头箭。尽管自20世纪80年代以来，两家公司一直在以某种形式进行合作，而且自1990年以来，罗氏公司已经取得了基因泰克公司的控股权，不过，这家瑞士制药公司的高管意识到，收购失败会给两家公司未来的所有交往造成永久性的伤害。“如果在增持（基因泰克公司）股权的道路上被击败……那么，结果就不一样了。”罗氏公司前高管、现任基因泰克公司高级副总裁和财务总监的史蒂夫·克罗格尼斯（Steve Krogh），在沃顿商学院旧金山校区最近发表演讲时谈到。“但是，一旦我们做出了要全额收购（基因泰克公司）的决定，而且公开宣布了这个决策，我们就不会回头了。”

2009年3月12日，罗氏公司宣布，以468亿美元的价格收购设在加利福尼亚南旧金山的基因泰克公司。但是，罗氏和基因泰克的合并之路远非坦途。首先，这桩交易进行之际，恰逢华尔街陷入恐慌、总体经济陷入历史性衰退的混乱之时。其次，罗氏公司开始启动这桩交易时，抱定了这样一个目标：要保留基因泰克公司富有创新精神和企业家精神的企业文化，正是这种文化，将基因泰克公司从一家初创企业，塑造成了一个卓越的公司，也是为罗氏公司开发出三种畅销产品——癌症治疗的三种药物安维汀（Avastin）、赫赛汀（Herceptin）和美罗华（Rituxan）——的企业文化。

此外，2008年末和2009年初，处于初级阶段的购并企图曾导致两家公司出现敌对状态，罗氏公司为基因泰克公司其余股份的每股出价问题，诱发了一场战争。再有，人们指责购并者，将两家公司合并的方式会导致这家生物技术公司的科学家拂袖而去。罗氏公司意识到，自己需要的不只是基因泰克公司的药物，它还想将这家生物技术企业的DNA注射到自己的企业文化中。

“当你购并像基因泰克这样一家取得巨大成功的卓越公司时，实际上，你得到的很多东西是‘两条腿走路’的资产，在留住这些人才，让他们感到欢欣鼓舞，以及让他们全身心投入等问题上，你最好谨慎从事。”克罗格尼斯指出。“对罗氏公司管理层来说，维护好使得基因泰克公司成为伟大公司的基础，是他们的重要原则。”

当另外两家制药巨头分别进行要约收购时，罗氏和基因泰克又走到了一起。2009年，辉瑞制药公司（Pfizer）以680亿美元的价格收购了惠氏制药公司（Wyeth），与此同时，默克制药公司（Merk）以410亿美元收购了先灵葆雅公司（Schering-Plough）。最近，法国制药企业赛诺菲-安万特制药集团（Sanofi-Aventis）于今年8月29日公开宣布，将以185亿美元的价格收购设在马萨诸塞州剑桥（Cambridge）的生物技术企业健赞公司（Genzyme）。虽然类似的购并在行业内的运营记录乏善可陈，但是，由于大型制药企业面临着很多大赚其钱药物的专利即将到期的问题，为了使其产品多元化，罗氏、辉瑞以及默克等制药公司依然在积极进行这类交易。赛诺菲-安万特制药集团也在向健赞公司挥舞橄榄枝。它们的那些药物一旦失去专利保护，普通制药公司将会在这些医药产品创造出来的市场中与它们展开竞争。

“浪费金钱”

罗氏公司与基因泰克公司的关系始于20世纪80年代的合作研究。当时，创建于1976年的基因泰克还是个很年轻的公司，主要业务集中于新产品的研发。设在瑞士巴塞尔（Basel）的罗氏公司成立于1896年，从1905年开始就一直在美国开展业务。这家瑞士企业于2008年发出收购要约时，拥有78,000名员工，基因泰克公司拥有11,000名雇员。2008年年底，基因泰克公司的净收入超过了36亿美元，罗氏公司的同期收入为93.3亿美元。基因泰克公司2008年的净收入比前一年增长了14%，而罗氏公司同期的净收入水平则有5%的下降。

当罗氏公司领导层1990年决定以21亿美元的价格购买基因泰克公司56%的股权时，“这桩交易在瑞士引发了激烈的争论。”克罗格尼斯谈到。“很多人认为，花20亿美元的代价购买一家年轻的生物技术公司，纯粹是浪费金钱之举。但是，公司高层有几个人则认为……‘这就是（罗氏公司）的未来。’”

随着这家生物技术企业的系列产品开始在市场攻城略地，基因泰克公司呈现出了“曲棍球球棍”式的增长态势，收入迅速增加，创造出了近乎“垂直向上”的增长形势。“我想，没有多少公司能呈现出这样的增长。”克罗格尼斯谈到。“（基因泰克公司）确实取得了巨大的成功，它的成功基础就是某些极富创新性的出色药物产品，这些产品改变了全球很多人的生活。”

基因泰克公司的成功也改变了罗氏公司对这个长期合作伙伴的观点。“我想，这桩购并不只是钱的问题，我觉得，亲见这个公司的发展，思考基因泰克公司过去数年来的变化，确实很有意思。”克罗格尼斯指出。20世纪90年代，基因泰克公司的所有业务都集中于产品研发，一半以上的员工在研发部门工作。到了2008年，该公司有75%的员工在产品制造、商务以及行政部门工作，“这在很多方面影响了我们的伙伴关系。”他谈到。

不过，两家公司也针对同样的交易和相同的消费者展开竞争。比如，克罗格尼斯谈到了发生在2007年到2008年期间的一个情况，当时，罗氏和基因泰克在美国市场就治疗风湿性关节炎的药物展开了肉搏战。“现金流也是分析这桩购并交易时的一个重要驱动因素。”克罗格尼斯谈到。“如果你的利润率高于40%，那么，（像基因泰克公司）这样的企业创造的收入……以及现金的增值就着实令人艳羡了。作为控股股东，你坐在那儿暗自思忖：‘可我却拿不到那些现金，他们会用那些钱干什么呢？’”

纸上伙伴

虽然两家公司是以书面文件确立的合作伙伴，不过，基因泰克公司的日常运营却是完全独立的，在这个方面，两家公司没有多少合作，克罗格尼斯指出。此外，罗氏公司管理层越来越清楚地看到，他们正在和时间赛跑。一份罗氏公司在美国以外市场营销基因泰克公司药物产品享有优先权的协议，将于2015年到期。克罗格尼斯指出，这家制药公司认为，当双方重新谈判的时间来临时，基因泰克公司可能“会让罗氏公司空手而归”，甚至会做出自行在海外市场销售自己产品的决定。

此外，这家制药巨头也很清楚，就在新泽西州纳特利的罗氏公司美国总部产品开发陷入停滞的时候，基因泰克公司的科学家就是罗氏公司畅销药物背后的智慧。“坦率地说，罗氏公司在美国的产品开发业务做得并不怎么好。纳特利的研发部门拥有长期的辉煌历史，很多卓越的研究成果都出自那里。但是，纳特利已经有很长一段时间没有开发出任何东西了。”克罗格尼斯谈到。“美国占全球市场40%的份额。如果你有志成为这个行业的领军企业，那么，不在美国市场大有作为是不可想象的。”

所有这些因素都促使罗氏公司的高层开始考虑，如何才能利用基因泰克公司来创造一种更具优势的商业模式。全额收购这家生物技术企业，是他们想到的唯一选择。这家制药公司对基因泰克公司“不插手”的策略，扩展到了这个生物技术企业的董事会，出于自己的选择，来自罗氏的董事会成员在基因泰克公司董事会中占少数。“很显然，罗氏可以很快转变董事会的构成。”克罗格尼斯指出。“不过，毫无疑问，那么做对双方的合作没有好处。我们认为，如果你走上了那条路，那么，你就必须想到下一步……显而易见的是，接下来你会取代目前的管理团队。可是，等你静下来便会想到……‘股票市场会怎么看待这样的大变动呢？’”

罗氏公司增持股份也是一种选择。2007年下半年，这家公司曾向基因泰克公司提出过这个意向，克罗格尼斯谈到，不过，这家生物技术企业婉拒了这个提议。罗氏公司本是在公开市场买入基因泰克的股票的，“但是，当你的持股数量超过60%时，你另行购买每一股股票都必须登记注册，此外，你还必须解释这么做的意图何在。”

这让罗氏公司做出了全额收购的决定——而且不是通过与基因泰克公司管理层秘密谈判的方式进行，正如克罗格尼斯谈到的，因为“如果他们已经打定主意，‘我们不想把另外5%到10%的股份卖给罗氏公司。’你怎么办呢，所以，（如果采用公开宣布收购的方式）他们很可能会说：‘噢！好极了！现在你们要100%收购，简直太好了！好吧，让我们一起完成这桩交易吧。’”

2008年7月21日，罗氏公司公开宣布，出资437亿美元，也就是以每股89美元的价格，收购基因泰克公司不属于自己的另外44%的股份。直到这个消息公开前几个小时，罗氏公司董事长弗朗兹·胡默（Franz Humer）致电基因泰克公司当时的首席执行官阿瑟·莱文森（Arthur Levinson）时，基因泰克公司才知道了罗氏公司的这一收购计划。“报价公开以后，基因泰克公司的股价从不到80美元应声上涨到了94美元。”克罗格尼斯谈到。

当时，分析人士认为，基因泰克公司股价的大幅飙升，是罗氏公司全额收购必须比自己的报价多付钱的信号。行业观察家感到不解的是，为什么这家瑞士公司不顾基因泰克公司“不强制系领带”的企业文化，与罗氏公司更传统的“西服革履”企业文化可能无法对接，冒险拆散已经良好运作了近20年的伙伴关系呢。患者利益的辩护人也对这桩交易深感忧虑，他们中间有人对《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*）谈到，他们担心，这桩购并可能会终结本行业内的一个独特关系——基因泰克公司的高管会定期与活动家和患者群体接触，并从他们那里征询反馈意见。

一个由基因泰克公司三位独立董事构成的特别委员会研究了罗氏公司的首次报价。大约一个月以后，他们以这家生物技术公司的价值被严重低估为由最终拒绝了这次收购请求。克罗格尼斯谈到，这一回应并不出乎预料，不过，基因泰克的回绝还是让罗氏公司感受到了挫败，罗氏公司有理由尽早完成这桩交易。治疗早期结肠癌的药物安维汀的疗效临床试验有望于2009年4月出结果，如果疗效的试验结果是肯定的，那么，基因泰克的股价无疑会大幅飙升，从而，这桩购并的交易额便会超过罗氏公司的财务能力。“在临床试验结果出来之前完成这桩交易是至关重要的，因为如果结果是疗效明确，那么，这桩交易就将难以为继。”克罗格尼斯谈到。“如果试验没有得到预期结果——该药物的临床试验确实没有取得预期结果——我们也能承受。”

变化的世界

2008年9月15日，基因泰克公司拒绝罗氏公司最初报价大约一个月以后，雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）根据美国《破产法》第11章的规定程序申请破产保护，这是美国历史上案值最大的破产保护申请，这使两家公司本已颇为复杂的购并局面变得更加令人担忧了。雷曼兄弟公司申请破产保护事件制造的连锁反应，将金融市场推向了风雨飘摇的境地，并击溃了整体经济，将其送上了恶性循环的轨道。突然之间，这家制药公司为这桩购并提供财务支持的资产负债表就显得更加靠不住了。

随后，基因泰克公司报出了还盘价格——每股112美元。

“银行纷纷走向破产，银行家们更表关切的问题是：‘我还能保住工作吗？’……而不是考虑他们应该做的工作——客观了解时局，并理解市场。”克罗格尼斯指出。“对我们募集这笔资金的能力……银行家们简直六神无主。提供过渡性贷款（bridge financing）的承诺在不断瓦解、瓦解、瓦解，而基因泰克公司的股价则在不断上涨、上涨、上涨。”

通常情况下，公司会在募集资金之前，利用银行可靠的临时贷款完成购并。但是，这场经济混乱意味着很多银行根本就不会发放贷款了。2009年年初，在这桩购并尚未确证之前，罗氏公司发动了一场不同寻常的行动——走向债券市场。当时，尽管购并惠氏制药公司的交易尚未拍板定案，辉瑞制药公司也实施了同样的行动。为了收购先灵葆雅公司，默克制药公司最终也采取了类似的策略，投资者愿意把钱借给那些经营“能抵御衰退”的产品的公司，默克利用了投资者的这种意愿。为了给收购基因泰克公司提供资金，罗氏公司销售了160亿美元的债券，如果这桩购并不能达成交易，那么，需要偿付的大量现金和利息便会将罗氏公司推向困境。

但是，罗氏和基因泰克公司离达成交易距离尚远。因此，罗氏公司决定终止谈判。

2009年1月30日，这家制药公司开始启动敌意收购，他们以每股86.50美元的报价直接找到了基因泰克公司的股东，这个价格比7月的最初报价低了3%。“我想，这个举动在市场引发了巨大的震动，毫无疑问，基因泰克的投资者对此非常不满意。”克罗格尼斯坦承。“为此，我们遭到了猛烈的抨击。不过，我认为，这是一步很好的行动，你在这个行动中亮明了自己的价格原则。”

与此同时，基因泰克的股东拒绝了这个新报价，分析人士表示怀疑的是，罗氏公司是否能收购到足够的股票完成这桩交易。此外，观察家越来越担心，这桩购并过程中饱受争议的特点，可能会疏离基因泰克公司的科学家和管理人员，并导致他们远离公司而去，而不是在这家已归罗氏公司全权所有的企业中继续工作。

基因泰克公司力劝股东拒绝罗氏的提议。2009年3月，在基因泰克公司召集的投资者会议上，领导者谈到了公司的辉煌历史以及欣欣向荣的系列药物开发进程，他们坚称，这家公司的价值远远超过了每股86.50美元。与此同时，克罗格尼斯和罗氏其他三位高管则纷纷外出巡访基因泰克公司的所有大投资者，以期提出一个说服股东出让股票的价格，在全部4,400万股股票中，他们掌控着罗氏志在必得的50%的股票。克罗格尼斯谈到，罗氏公司高管的这次巡访之旅在旧金山结束，当他们在安巴卡德罗（Embarcadero）漫步时决定，将罗氏公司的开价提高到每股93美元。“敌意收购最终握手言欢，不是吗？而且是最后一周握手言欢的，我们经谈判达成了股票收购协议，收购协议中有很多重要的条款。”

尽管有些分析人士认为，罗氏公司的新报价并不是基因泰克公司长期价值的忠实反映，不过，他们也谈到，跌宕起伏的市场行情使这一报价更具诱惑力了。2009年3月12日，罗氏公司同意，将价格最后提高到每股95美元，以468亿美元的总价收购基因泰克公司其余的股票。

至此，这家瑞士公司在取得基因泰克公司的收入以及创新成果的道路上越过了一个重大障碍。不过，就创建一个一体化的企业而言，公司领导者依然面临着困难重重的棘手工作。

文化融合

克罗格尼斯谈到，在努力整合两家公司的过程中，罗氏公司擎出了“速度、速度，还是速度”的口号。此外，罗氏公司还要确保自己能吸收到让这家生物技术企业大获成功的某些“资产”。

虽然基因泰克公司包括首席执行官莱文森和产品开发负责人苏珊·德斯蒙德-赫尔曼（Susan Desmond-Hellmann）在内的某些骨干已经与罗氏公司分道扬镳，不过，在合并后的公司中，该公司的几位老将则被推举到了董事会担任重要角色。罗氏公司的某些管理职位，也从瑞士转移到了美国的公司总部。“你常常要做出从两人中选择一个人的决定。”克罗格尼斯指出。“我们承诺，要在两家公司中遴选最佳人选，最优秀的人选得到工作。”

罗氏公司在美国的商业运作总部，从新泽西州的纳特利转移到了基因泰克公司设在加利福尼亚州南旧金山的办公场所。此外，罗氏还关闭了设在加利福尼亚州帕罗奥图（Palo Alto）的一个设施，其业务也转移到了基因泰克公司。这些转移削减了罗氏公司在新泽西州的600个职位。

“人们的感受是：‘你们这些身在管理团队的家伙们明显偏爱基因泰克公司的人，而且已经不再在乎我们了。’很多人觉得自己受到了冷落，而且对这些决策深感不快。”克罗格尼斯谈到。“我们关闭了帕罗奥图的设施，我们把该设施的人员从950人减少到了现在大约100人，我们正在出售那个设施。在纳特利，如果你从罗氏公司的总部去一个研发卓越中心（center of excellence）看看，你会发现，有一个研发卓越中心真实太棒了，不过，对那些没在研发领域工作的人来说，它的意义当然是不同的。”

两家公司的产品制造和商业运作业务已经合并到了一起，基因泰克公司的研究方案也被吸收到合并后的公司。基因泰克公司的资深科学家理查德·席勒（Richard Scheller）负责公司合并后的早期研发工作，并直接向罗氏公司的首席执行官塞维林·舒万（Severin Schwan）汇报，而不是对罗氏公司的研发领导人负责。

“这种安排表明，现在，我们真地合为一体了，我们会挑选最优秀的人才，我们会选择最出色的项目，我们会选择最佳战略，而且会共同完成这些工作。”克罗格尼斯补充谈到。“这是确保这项投资是理想投资的一个重要环节，就像我多次说到的，因为大部分宝贵资产都是‘两条腿走路的资产’。这就意味着，要想在未来创造价值，你就必须维护这样一种创新环境。”