



本书是目前唯一系统介绍荷兰企业并购法律问题的中文专著，内容涉及荷兰企业并购基本类型及流程、主要定价机制、尽职调查、股份购买合同基本结构及主要条款、资产收购主要注意事项、目标企业职工权益、反垄断审查以及交割等并购主要环节和方面。作者是富有跨境并购实战经验的荷兰注册律师、法学博士郭景。全书内容丰富，条理清晰，既适于有跨境经验的国内企业及律师了解荷兰并购特点，也可作为初接触跨境并购的国内企业和律师了解海外并购法律实务的有益入门书籍。

荷兰企业并购主要法律问题

荷兰法律知识丛书第二辑

荷兰企业并购主要法律问题

作者：郭景
(荷兰注册律师、法学博士)



关注作者知识分享微信公众号
获取更多法律及外语知识资源



荷兰莱濛出版社

荷兰莱濛出版社

荷兰法律知识丛书第二辑

荷兰企业并购主要法律问题

郭景

(荷兰注册律师、法学博士)

荷兰莱濠出版社
2019年

封面照片及封面设计：郭景

© 郭景 2019

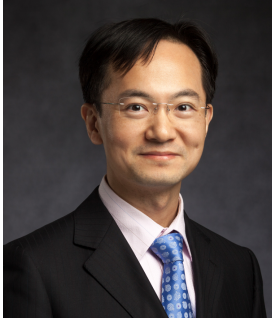
荷兰莱濠出版社（Leximum Uitgeverij）

2019年荷兰阿姆斯特丹出版发行

本书版权由作者郭景律师所有。本书电子版可免费传播并由读者个人作为学习和参考资料免费使用。未经作者事先书面许可，任何人对本书不得从事以下活动：（1）对本书内容进行改编或在不注明出处的情况下进行引用、（2）以收费方式或出于其它商业目的的贩卖或传播本书电子版、（3）出于商业目的打印或印刷本书、（4）以收费方式或出于其它商业目的的贩卖或传播本书打印或印刷版。

作者尽了最大可能认真细致撰写本书。尽管如此，作者不能保证本书内容不存在任何错误，也不能保证本书所有信息都是完整和最新的。本书内容不是专业建议，而是仅为读者了解相关知识提供一般参考，因此本书内容不应作为专业建议使用。本书引用了一些相关文献资料及网站，但对于这些被引用资料和网站的准确、完整和时效性作者不作出任何保证，对这些资料和网站的引用也不意味着作者对其所载内容均认可或推荐。因此，作者对以下不承担责任：（1）本书内容可能存在的不准确或不完整之处、（2）因使用本书而造成的任何不利后果、（3）因使用本书引用的文献资料或网站而导致的任何不利后果。

作者简介



郭景，荷兰注册律师，先后留学于荷兰莱顿大学、英国牛津大学和荷兰阿姆斯特丹大学，分别获荷兰法学学士、硕士（莱顿大学）、英国法学硕士（牛津大学）及荷兰法学博士学位（阿姆斯特丹大学），并在中国政法大学获经济法硕士学位。

郭景律师的非诉讼类业务主要涉及跨境企业并购及投资、荷兰公司法、合同法、劳动法、移民法等领域，曾参与北京建广资产和智路资本以二十七亿五千万美元收购荷兰恩智浦公司标准件业务等跨境并购，并曾为华为等企业提供荷兰法律咨询。郭律师的诉讼业务主要涉及商业合同、劳务和租赁纠纷等，曾代理多家企业在荷兰地方及上诉法院解决承揽、销售及租赁合同等纠纷。

除本书外，郭律师还著有《荷兰经商投资主要法律问题》¹及《从案例到法律，荷兰案例机制研究及对中国和比较法的启示》两本法律专著，²并在国内、荷兰及美国法学期刊发表多篇法学论文。在进入法律领域前，郭律师曾在北京外国语大学英语系及荷兰莱顿大学荷语系学习英语和荷兰语，在外语方面的专著包括《荷兰语三百句》³和《荷兰语语法自学教程》⁴。

¹ 荷兰莱濠出版社 2019 年出版。

² 英语专著，书名为 *From Case to Law, A study on how cases fulfil the role of a source of law in the Netherlands and its implications for China and comparative law*，阿姆斯特丹大学出版社 2015 年出版。

³ 北京大学出版社 2003 年出版。

⁴ 荷兰明雅图书公司 2004 年出版。

目 录

1. 前言	1
1.1. 写作背景及本书结构.....	1
1.2. 内容取舍及其它说明.....	3
1.3. 致谢.....	4
2. 主要并购类型和基本流程	5
2.1. 简介.....	5
2.2. 主要并购类型.....	5
2.2.1. 股份收购和资产收购.....	5
2.2.2. 交割后价格调整型和锁箱型并购.....	6
2.2.3. 竞买型并购和非竞买型并购.....	6
2.3. 并购基本流程.....	6
2.3.1. 非竞买型并购基本流程.....	7
2.3.2. 竞买型并购基本流程.....	8
3. 定价机制	11
3.1. 简介.....	11
3.2. 交割后价格调整定价机制.....	11
3.2.1. 基本步骤和公式.....	11
3.2.2. 企业价值.....	12
3.2.3. 净债务.....	12
3.2.4. 营运资本调整额.....	13
3.2.5. 预估并购价格.....	14
3.2.6. 交割后价格调整.....	15
3.2.7. 定价流程基本步骤.....	15
3.3. 锁箱式定价机制.....	16
3.3.1. 与交割后价格调整定价机制相比的主要异同.....	16
3.3.2. 价值减损风险及防范.....	18
3.3.3. 经营风险及防范.....	19
3.3.4. 利息.....	20

目录

4. 尽职调查	21
4.1. 简介	21
4.2. 尽职调查的概念和重要性	21
4.3. 尽职调查基本流程	22
4.3.1. 买方尽职调查基本流程	22
4.3.2. 卖方尽职调查基本流程	24
4.4. 尽职调查的主要方面	26
4.4.1. 目标公司法律形式等基本情况	26
4.4.2. 债务和担保	26
4.4.3. 劳动法	26
4.4.4. 商业合同	27
4.4.5. 知识产权	27
4.4.6. 诉讼和纠纷	28
4.5. 尽职调查费用的控制	28
5. 股份购买合同	29
5.1. 简介	29
5.2. 股份购买合同基本结构	29
5.2.1. 合同主要内容及常见编排顺序	30
5.2.2. 合同各部分编排规律	31
5.3. 价格和价格调整条款	33
5.3.1. 固定价格条款	33
5.3.2. 锁箱式定价机制下的价格和价格调整条款	33
5.3.3. 交割后价格调整定价机制下的价格和价格调整条款	35
5.4. 交割先决条件条款	37
5.5. 交割前卖方义务条款	39
5.6. 陈述保证条款	40
5.6.1. 什么是卖方陈述保证	40
5.6.2. 卖方陈述保证的作用	41
5.6.3. 两个要点	42
5.7. 卖方责任限制条款	43

荷兰企业并购主要法律问题

5.7.1.	“损害”概念的界定.....	43
5.7.2.	最低赔偿额	46
5.7.3.	最高赔偿额	47
5.7.4.	索赔期限.....	47
5.7.5.	披露.....	48
5.8.	索赔程序条款	49
5.9.	赔偿条款	50
5.10.	准据法条款	51
5.11.	争议解决条款	52
5.11.1.	诉讼与仲裁的主要利弊	52
5.11.2.	选择法院诉讼时的注意点.....	54
5.11.3.	选择仲裁时的注意点	55
6.	资产收购.....	57
6.1.	简介.....	57
6.2.	资产收购的利弊.....	57
6.3.	目标企业员工	59
6.4.	合同转让	59
6.5.	行政许可	60
6.6.	股东大会批准	61
6.7.	资产购买合同	62
7.	职工权益	65
7.1.	简介.....	65
7.2.	职工委员会征求意见程序.....	65
7.3.	经社委员会和工会通报程序	67
8.	反垄断审查	71
8.1.	简介.....	71
8.2.	什么情况下要进行反垄断审查申报	71
8.3.	怎样申报.....	73
8.4.	申报审查大致程序	74
8.5.	反垄断审查风险分配.....	75

目录

9. 交割	77
9.1. 简介.....	77
9.2. 交割的含义.....	77
9.3. 并购价款的支付.....	78
9.4. 股权转让交付手续.....	80
9.5. 资产转让交付手续.....	81
10. 结束语	83
10.1. 两类工作、四个步骤.....	83
10.2. 手续类工作.....	83
10.3. 风险分配.....	85
10.4. 实践心得及结束语.....	88
附录 1: 非竞买并购基本流程	90
附录 2: 竞买并购基本流程	91
附录 3: 两种基本定价机制示意图	92
附录 4: 主要荷语术语及专有名词	93
附录 5: 主要英语并购术语	95
参考文献	101
后记: 知识分享众筹捐助	106

1. 前言

1.1. 写作背景及本书结构

随着中国经济不断发展，近年来中国企业海外并购日益活跃。⁵ 荷兰虽然国土面积不大，但在农业、电子和物流等领域有独特优势，因此近年也吸引了相当数量和规模的中资企业来荷兰并购，并出现了多起交易额过亿的大型并购（见下表）。⁶

年度	中国买方	目标企业	交易额 (欧元)
2017	北京建广资产、 智路资本	恩智浦公司标准件 业务	24 亿 5 千万 ⁷
2014	中粮	Nidera B.V.	20 亿 5 千万
2015	北京建广资产	恩智浦公司大功率 功放管部门	16 亿 ⁸
2014	上海电气	Royal Nedsschroef Holding B.V.	3 亿 2500 万
2011	中化	DSM Anti- Infectives B.V.	2 亿 1 千万
2011	北汽集团	Inalfa Roof Sys- tems Group B.V.	1 亿 9 千万

表 1：近年中资企业部分荷兰大型并购（以交易额排序）⁹

作为荷兰注册律师，笔者有幸参与了近年一些中资企业在荷并购项目。在实践中笔者感到，经过近年的发展，国内已有一些企业

⁵ PwC 2018 第 19 至 26 页及 Seaman, Huotari & Otero-Iglesias 2017。

⁶ Van der Putten 2017 及 Baker McKenzie 2018。

⁷ 27.5 亿美元，见 <http://www.jic.cn/html/news/media-release/1569.html>。

⁸ 18 亿美元，见 <http://www.jic.cn/html/news/media-release/1569.html>。

⁹ 数据来源：Van der Putten 2017 第 3 页。

1 前言

积累了相当的海外并购经验，而且涌现出了一批卓越的跨境并购律师。但与此同时，国内仍有不少企业和一些律师对海外并购还不太了解。为给有意来荷兰进行并购的国内企业和律师同行提供一些关于荷兰企业并购及相关法律问题的基本信息，笔者撰写了此书，希望能对国内企业来荷兰进行并购有所帮助。

本书将介绍八个专题。第 2 章将介绍荷兰企业并购的主要类型和基本流程，为读者进一步了解荷兰企业并购提供必要的基本背景知识。

第 3 章将介绍荷兰并购中常见的两种定价机制，即交割后价格调整定价机制和锁箱式定价机制。了解这两类定价机制的基本情况有利于理解荷兰企业并购合同的基本结构、主要条款和风险分配机制等内容。

第 4 章介绍的是尽职调查。尽职调查对于买方对目标企业进行准确估值并了解相关风险等都非常重要。第 4 章将介绍尽职调查的概念、基本流程和调查的主要方面等内容。

第 5 章讲的专题是荷兰股份购买合同。该章是全书篇幅最长的一章，这是因为股份收购是荷兰最常见的并购形式之一，而股份购买合同又是股份收购中最核心的交易文件。该章将介绍荷兰股份购买合同的基本结构和主要条款。

第 6 章将介绍荷兰资产收购的基本情况。由于资产收购在荷兰相对比较少见，该章将简要介绍几个在股份收购中一般不会出现，但在资产收购中需要注意的问题，例如买方对目标企业员工的接收、合同及行政许可转让等。

第 7 章将介绍与目标企业职工权益相关的两个问题，即职工委员会并购意见征求程序及向荷兰经社委员会和相关工会进行并购通报的程序。这两项程序是基于荷兰相关法律或规定在某些符合条件的并购中需要履行的程序，与其它国家，特别是非欧盟国家的情况相比有一定特殊性。

第 8 章讲的专题是反垄断审查。一般只有规模较大的并购才需要接受反垄断审查，而且反垄断审查会涉及到许多法律、会计等方面的细节技术问题。考虑到大多数读者的需要和本书篇幅，第 8 章

荷兰企业并购主要法律问题

将简要介绍反垄断审查几项基本知识，例如反垄断审查的触发条件及大致程序等。

最后一个专题是交割。第 9 章将介绍并购交割的含义及交割环节所涉及的付款以及股份和资产转让交付手续等内容。

第 10 章是对全书内容的简短总结。该章将在八项专题的基础上对企业并购中涉及的主要法律工作进行分类和归纳，并与读者分享笔者在并购实务中的几点心得体会。

1.2. 内容取舍及其它说明

上文已经提到，近年来国内已有一些企业和律师积累了相当的海外并购经验，但同时也有不少企业和律师对海外并购还不太了解。为让尽量多的读者，包括对海外并购还接触有限的读者能理解本书，在内容安排上本书涵盖了相当多的基本知识，例如并购的基本类型和流程等。

这些基本知识对于已有相当海外并购经验的国内企业和律师来说可能已不陌生，因为欧美国家在并购的一些基本方面有不少共同或相似之处。但本书也有一些与荷兰相关的具体内容可能与其它国家不尽相同，例如职工权益保障、《荷兰反垄断法》中一些具体规定、股权和资产转让交付具体手续等。对于有一定海外并购经验的读者，建议大家根据各自已有经验，有选择性地阅读书中与荷兰相关的具体内容。

其次，本书主要目的是为了让读者对荷兰企业并购涉及的主要法律问题有一定基本了解，所以内容安排上不可能面面俱到。一些实务中不常见的问题原则上不会提及。而且有些问题即使提到，也不可能详细说明各种细节。在具体筹划和进行并购时，建议读者向相关专业人士进行咨询。

此外，在内容的具体安排上还需说明以下几点。首先，如无特别说明，本书所论及的并购均假定为仅涉一家买方、一家卖方和一家目标企业，且买方系国内企业，而卖方及目标企业均为荷兰企业。作此安排主要是为便于入门读者了解相关基本知识。而且如无特别说明，本书主要是以买方视角来写，这主要是因为目前国内企业在荷兰进行并购主要是以买方身份出现。

1 前言

在并购的类型上，如无特别说明，本书仅讨论对非上市公司的股份收购，收购标的为全部股份，且标的股份系卖方已持有之股份，不涉及目标企业为并购而增发新股。在论及资产收购时，如无特别说明，收购标的为目标企业全部资产。以上内容安排的重要原因之一是非上市公司股份收购在荷兰比其它并购形式更为常见，而且也是国内企业来荷兰并购最常遇到的类型。之所以把本书内容原则上限定为全部股份或全部资产收购，主要是因为全额收购与部分收购相比内容相对简单，对入门读者来说更容易理解。

在内容时效性上，本书结稿时间为 2019 年 6 月。建议读者在阅读时注意本书的时效性，并在筹划和进行并购时向相关专业人士进行咨询。

在术语使用上，如涉及荷兰法律术语，本书会在脚注中注明荷语原文及常用英语译文。此外还需说明的是，英语虽然不是荷兰官方语言，但荷兰的英语水平普遍较高，特别是国际并购中英语使用十分广泛，跨国并购文件一般都使用英语。许多并购中常用的英语术语在荷兰已被广泛接受，在实务中对这些术语基本上不用荷语翻译。本书中如提到并购术语，会在脚注中注明英语原文，如在脚注中未注明荷语译文，则表示该术语在荷兰并购实务中一般直接使用，不需用荷语表述。为便于读者查询，笔者对书中所用主要荷语术语及英语并购术语进行了整理并作为附件 4 和 5 附于正文后。

最后，虽然作者尽了最大努力，但本书内容仍难免有不足之处。衷心欢迎广大读者批评指正。

1.3. 致谢

本书写作过程中得到诸多同行的帮助和指点，特别是曾一起共事的荷兰昊博律师事务所诸多前同事、方达律师事务所北京分所合伙人谭鹏律师、欧华律师事务所北京分所合伙人李小仑律师、英国伦敦林肯会馆石屋大厦九号大律师院¹⁰Cecilia Xu Lindsey 大律师对本书的写作给予了大力帮助，在此深表感谢。

¹⁰ 英文名称：9 Stone Buildings Barristers' Chambers, Lincoln's Inn, London。

2. 主要并购类型和基本流程

2.1. 简介

本章将介绍荷兰企业并购的两项基本知识，为此后有关章节的内容作好铺垫。第 2.2 节将介绍荷兰并购的几种主要类型。第 2.3 节将介绍荷兰并购中常见的两种基本流程。

2.2. 主要并购类型

所谓企业并购，简单地讲可理解为一家企业通过支付一定经济对价以购买或合并等形式取得另一家企业全部或部分所有权或控制权的行为。对于并购有各种不同的分类方法。考虑篇幅关系及中国企业在荷兰并购的特点，本章将介绍三种常见的并购分类方法及基于这三种分类方法上的几种并购类型。

2.2.1. 股份收购和资产收购

根据收购的直接标的物，可把企业并购分为股份收购和资产收购两类。例如，假设目标企业是一家荷兰股份有限公司，该公司有一个股东，目标企业的业务是研发和制造电脑芯片。如果买家从现有股东手中购买目标公司的股份，进而成为该公司新股东，那这就是一起股份收购。但如果买家从目标企业手中购买其电脑芯片研发和制造的设备、厂房、原材料、知识产权等资产，那这就是一起资产收购。

买方是选择收购股份还是收购资产，这是非常重要的决定。这一决定会影响到并购交易的诸多方面，如卖方的纳税义务¹¹、并购合同内容¹²、具体交割手续等¹³。

在股份收购中，根据目标企业是否为上市公司，还可把并购分为上市公司并购和非上市公司并购两类。上市公司并购程序一般比

¹¹ 见本书第 6 章第 6.2 节。

¹² 资产购买合同对收购标的的界定往往会比股份购买合同复杂，见第 6 章第 6.7 节。

¹³ 见第 9 章第 9.4 及 9.5 节。

2 主要并购类型和基本流程

非上市公司并购程序更复杂，这其中重要原因之一是上市公司并购必须遵守《荷兰金融监管法》¹⁴关于上市公司股份收购的规定。¹⁵而如果目标企业系非上市公司，则一般不涉及《金融监管法》。迄今为止，国内企业来荷并购主要是针对非上市公司。¹⁶

2.2.2. 交割后价格调整型和锁箱型并购

根据并购中采用的定价机制，可以把并购分为交割后价格调整型并购¹⁷和锁箱型并购¹⁸两类。这两类并购的重要区别之一在于，锁箱型并购原则上不需要在交割后对并购价格进行调整，而交割后价格调整型并购一般要在交割后根据目标企业在交割日的净债务和营运资本额对并购价格进行调整。¹⁹

2.2.3. 竞买型并购和非竞买型并购

根据并购过程是否引入买方竞争机制，可把并购分为竞买型并购²⁰和非竞买型并购两类。所谓竞买型并购，是指卖方邀请多个买家参与并购，通过一定竞争程序，根据各买家提出的报价和买家综合实力等筛选标准，最终选定一个买家，与其完成交易的一种并购形式。这种形式以外的其它并购称为非竞买型并购。

竞买并购一般是用在目标企业规模较大、交易额较高的情况下。从卖方角度来看，选择竞买并购，主要是为了通过买家之间的相互竞争，最终争取到对卖方最有利的并购价格和其它交易条件。

2.3. 并购基本流程

本节将介绍荷兰两种基本并购流程，即非竞买并购和竞买并购基本流程。需要强调的是，本节介绍的两种流程是比较常见的基本流程，在具体并购过程中，根据目标企业具体情况不同及买卖双方

¹⁴ 荷语为 *Wet op het financieel toezicht*，英语一般译为 *Financial Supervision Act*。

¹⁵ 详见 *De Brauw* 2017。

¹⁶ *Van der Putten* 2017。

¹⁷ 英语术语为 *closing accounts*。

¹⁸ 英语术语为 *locked box*。

¹⁹ 详见本书第 3 章。

²⁰ 英语术语一般为 *controlled auction*。

荷兰企业并购主要法律问题

具体愿望和要求不同，并购的具体流程可能与下文介绍的基本流程不完全一样。本节的目的是为给读者提供并购流程的基本框架知识，至于实践中到底应怎样设计流程，还需具体问题具体分析。

2.3.1. 非竞买型并购基本流程²¹

非竞买并购的第一步一般是买卖双方进行前期接触。在前期接触阶段有时双方会签订一份保密协议²²。

经过一段时间的接触，在双方进行并购的意向逐渐明确之后，买卖双方一般会签署一份意向书²³。意向书一般包括两方面内容，一方面是关于并购架构和条款的初步设想，另一方面是程序上的约定，比如并购步骤和时间安排等。²⁴如在签定意向书之前双方没有签保密协议，则意向书里一般还会有保密条款。

意向书签订之后一般会进入尽职调查²⁵阶段。在这个过程中，买方会对目标企业的生产经营以及财务和法律等方面的状况进行调查。²⁶

如果买方对尽职调查的结果满意或基本满意，双方会就并购的价格和其它条件进行谈判。如果双方通过谈判对并购价格和其它条件达成一致，那么可能会出现两种情况。一种情况是双方马上签订购买合同，但是如果目标企业按照荷兰相关的法律规定设立了职工委员会²⁷，则在签订购买合同之前卖方还要向职工委员会征求意见，只有在履行了征求意见的程序之后，双方才能签约。此外，有时在签定购买合同之前还要向荷兰经社委员会²⁸和相关工会²⁹履行并购通

²¹ 基本流程图见本书附录 1。

²² 英语术语一般为 non-disclosure agreement，简称 NDA。

²³ 英语术语一般为 term sheet、letter of intent、memorandum of understanding 或 heads of agreement。并非所有并购中都会签意向书，例如在一些相对简单的并购中签意向书的作用并不大，见 De Kluiver 2003 第 37 页。

²⁴ Wessels 2009 第 253 至 254 页。

²⁵ 英语术语一般为 due diligence。

²⁶ 详见本书第 4 章。

²⁷ 荷语名称为 ondernemingsraad，英语一般译为 works council。

²⁸ 荷语名称为 De Sociaal-Economische Raad，简称 SER，英语一般译为 the Social and Economic Council of the Netherlands。

2 主要并购类型和基本流程

报手续。至于什么是职工委员会，什么是荷兰经社委员会，以及征求意见和通报程序的主要步骤，本书第7章将作进一步说明。

根据《荷兰民法典》³⁰有关规定³¹，仅签订购买合同，买方还不能获得目标企业的股权或资产。要取得股权或资产，还必须履行相应的转让交付手续。³²如并购规模不大、情况较为简单，那么签订购买合同³³和履行相关股权或资产转让交付手续一般可在同一天完成。但如果并购规模较大、情况较复杂，则在签订购买合同之后往往还需要一段时间来履行一些必要手续，如向欧盟委员会或相关国家的反垄断机构递交反垄断审查申报，³⁴国内企业可能要履行境外投资审批或报备等手续。购买合同一般会把这些必须履行的手续规定为进行交割的先决条件。

当这些手续都履行完毕之后，一般就会进入交割³⁵环节。通常情况下，交割时买方要履行付款义务，之后双方履行股权或资产转让交付手续。在履行完相关转让交付手续后，买方就正式获得目标企业的股权或资产。

交割之后有时还需履行一些后续手续，如在荷兰工商登记机构³⁶更改目标企业有关登记信息，更换目标企业董事或监事等。有时还要根据购买合同的规定履行并购价格调整相关手续。

2.3.2. 竞买型并购基本流程³⁷

竞买型并购的一个重要特点是卖方会邀请多个买家参与并购。³⁸由于整个并购过程一般较长，而且参与的买家较多，所以卖方一般

²⁹ 荷语称为 *vakbond*，英语一般译为 *trade union*。

³⁰ 荷语名称为 *Burgerlijk Wetboek*，简称 *BW*，英语一般译为 *Dutch Civil Code*。

³¹ 《荷兰民法典》3:84 条第 1 款。

³² 具体手续将在本书第 9 章介绍。

³³ 签约环节英语一般表述为 *signing*。

³⁴ 详见本书第 8 章。

³⁵ 英语术语一般表述为 *closing* 或 *completion*。

³⁶ 荷兰的工商登记机构是荷兰商会，荷语名称是 *Kamer van Koophandel*，英语通常译为 *Chamber of Commerce*。

³⁷ 基本流程图见本书附录 2。

³⁸ *Strik* 2004 第 522 页。

荷兰企业并购主要法律问题

会委托一家投资银行来组织和协调整个竞买过程。投资银行在做好相应准备之后，一般会主动接触一些他们认为有实力且对目标企业感兴趣的买家，并且会向这些潜在买家提供一份简短的目标企业简介³⁹。

如果潜在买家作出积极回应，则卖方一般会要求买家签一份保密协议。签订保密协议后，卖方会向买家寄一份竞买程序函⁴⁰，程序函里会说明竞买程序的具体步骤、各步骤截止日期等程序性规则。⁴¹

一般来说，卖方在提供程序函时还会向买方提供一份目标企业情况介绍，⁴²主要是介绍目标企业经营运作和财务状况方面的情况，有时也可能涉及一些法律方面的内容。

根据卖方提供的这些情况，参与竞买的各个买家会各自向卖方提交一份初步报价。⁴³这种初步报价没有法律约束力，其主要内容一般包括买方对目标企业的初步估值、对目标企业未来发展战略的大致规划、对交易构架的初步设想等。

根据各个买家提供的初步报价，卖方会进行一轮筛选，一般会有几个买家被淘汰出局。剩下的买家会进入尽职调查阶段。竞买并购的尽职调查和非竞买并购的尽职调查相比，在程序等方面一般会有一些不同。在非竞买并购中，一般由买方对目标企业进行尽职调查。但在竞买型并购中，一般卖方会在启动竞买程序之前委托其聘请的财务和法律顾问对目标企业进行尽职调查并出具尽职调查报告。这种尽职调查报告一般称为卖方尽职调查报告⁴⁴。

在初步报价的筛选程序完成之后，卖方会向剩下的买家提供事先准备好的卖方尽职调查报告。买方会对尽职调查报告的内容进行核实，如果买家对卖方尽职调查报告以及核实的情况有问题，可以向卖方提问，要求卖方解答。卖方一般还会安排买家与目标企业

³⁹ 英语术语一般称为 **teaser**。

⁴⁰ 英语术语为 **process letter**。

⁴¹ 详见 **Struycken 2013** 第 75 至 76 页。

⁴² 英语术语一般为 **information memorandum**，简称 **IM**。

⁴³ 英语术语为 **indicative offer** 或 **non-binding offer**。

⁴⁴ 英语术语一般为 **vendor due diligence report**。

2 主要并购类型和基本流程

管理层会面或进行视频或电话会议，以便买家进一步了解目标企业相关情况。

另外，在尽职调查阶段卖方还会向继续参加竞买程序的买家提供并购合同和其它一些相关法律文件的初稿，并且会要求买方根据尽职调查期间了解到的情况，对并购合同和其它相关法律文件的初稿提出修改意见。

在尽职调查及法律文件初稿的审阅和修改完成之后，买家必须在规定时间内向卖方提交具有法律拘束力的最终报价⁴⁵，同时要把对并购合同和其它相关法律文件的修改稿作为最终报价的附件递交给卖方。卖方会比较各个买家的最终报价，并在比较之后选择一个买家，同其就并购的最终条件进行谈判。

谈判达成一致之后，绝大多数情况下卖方还要向目标企业职工委员会征求意见，并且要履行向荷兰经社委员会和相关工会的通报手续。履行上述程序后，双方会正式签订并购合同。此后一般会有一段时间给买卖双方履行一些必要手续或为交割做必要准备。当各种手续和准备工作完成之后，并购进入交割环节。交割之后一般还会有一些后续手续，这和上一节介绍的非竞买并购流程的最后几步基本是一样的。

总之竞买并购程序一般对卖方比较有利，且竞买程序在时间上一般会有比较严格的要求，一旦错过了一个截止日期（例如逾期递交初步报价），则买方可能被淘汰出局。由于竞买并购的这些特点，国内企业需特别注意对竞买程序的把握，最好事先在内部做好充分协调和准备，并同外聘财务和法律顾问明确约定各项工作截止日期，以确保在卖方要求的期限内完成每个步骤。

⁴⁵ 英语术语一般为 binding offer 或 final offer。

3. 定价机制

3.1. 简介

本章将介绍荷兰企业并购的两种基本定价机制。第一种是基于目标企业交割日财务状况并在交割后对并购价格进行调整的定价机制，通常称为交割后价格调整定价机制⁴⁶。第二种是原则上不需要在交割后对并购价格进行调整的锁箱式定价机制⁴⁷。当然，在实务中并不只有这两种定价机制，例如买卖双方可能会商定一个固定价格，不管交割前发生什么情况都不对价格再进行调整。不过其它定价机制要么不常用，要么是基于本章将介绍的两种基本定价机制上演变出来的混合型定价机制。因此，对上述两种基本定价机制之外的其它定价机制本书将不作介绍。

3.2. 交割后价格调整定价机制⁴⁸

3.2.1. 基本步骤和公式

简单地讲，交割后价格调整定价机制有两大基本步骤。第一步是对目标企业进行估值。第二步是对估算出来的目标企业价值⁴⁹进行必要的调整。在荷兰企业并购实践中，对企业价值的调整主要基于两个指标，一是目标企业净债务⁵⁰，二是目标企业营运资本⁵¹。如用公式表述，则并购价格的计算方法是：

⁴⁶ 英语术语一般为 completion accounts pricing mechanism 或 closing accounts pricing mechanism，通常简称为 completion accounts 或 closing accounts。详见 OSullivan, McNaughton & Doe 2012。

⁴⁷ 英语术语一般为 locked box pricing mechanism，通常简称为 locked box。详见 OSullivan, McNaughton & Doe 2012。

⁴⁸ 定价机制示意图见本书附录 3。

⁴⁹ 英语术语一般为 enterprise value，荷语文献中有时将此术语译为 ondernemingswaarde，见 Grimme 2006 第 20 页。

⁵⁰ 英语术语为 net debt，荷语一般译为 netto schuld。

⁵¹ 英语术语为 working capital，荷语为 werkkapitaal。

3 定价机制

并购价格⁵² = 企业价值 — 净债务 — 营运资本调整额⁵³

接下来本节将进一步介绍企业价值、净债务和营运资本调整额这三个概念。

3.2.2. 企业价值

在荷兰并购实务中，企业价值一般是指在既无债务、又无现金的情况下目标企业的价值。在荷兰常用的估值方法有两种，一种是乘法⁵⁴，即以目标企业的息税折旧摊销前利润⁵⁵或息税前利润⁵⁶乘以一个特定的乘数⁵⁷。另一种常用的估值方法是现金流折现法。⁵⁸由于估值本身不是法律问题，因此本书对估值方法的细节不作介绍。但为帮助读者理解并购合同中关于价格及价格调整的相关条款，在谈到目标企业估值时需强调两点：

第一、估值是基于并购合同签订之前目标企业在过去的财务数据进行的。第二、目标企业的估值是基于各种假定条件进行的，其中一个重要的假定条件是目标企业既无债务、也无现金。正是由于这两个特点，才要在定价过程中对预估出来的企业价值进行净债务和营运资本额调整，以下 3.2.3 和 3.2.4 节会进一步讲解这个问题。

3.2.3. 净债务

净债务一般是指目标企业在交割日的债务额减去现金额而得出的数值。这个数值可能是正数、负数或者为零。

为什么在计算并购价格时要从估算出的企业价值里减去交割日净债务呢？这是因为估值时的一个重要假定是目标企业既无现金、

⁵² 英语通常表述为 purchase price 或 equity value，荷兰文献中有时将 equity value 译为 aandeelhouderswaarde，见 Grimme 2006 第 20 页。

⁵³ 英语术语一般为 working capital adjustment。

⁵⁴ Grimme 2006 第 20 至 21 页。

⁵⁵ 英语术语为 earnings before interest, tax, depreciation and amortization，简称 EBITDA。

⁵⁶ 英语术语为 earnings before interest and tax，简称 EBIT。

⁵⁷ 英语术语为 multiple。

⁵⁸ 英语术语为 discounted cash flow，简称 DCF，见 Grimme 2006 第 21 页。

荷兰企业并购主要法律问题

也无债务，但在现实生活中一家企业基本上总是会有一定现金和债务的，也就是说这个假定在交割时很可能是不成立的。如果这个假定在交割时与实际情况不符，则应根据实际情况对预估的企业价值进行调整。所以在交割时如果目标企业有现金，则应把现金额计入并购价格中。如果交割时目标企业有债务，则应从企业价值里减去债务额。

3.2.4. 营运资本调整额

在并购价格计算公式中还有一项是营运资本调整额。要了解这个概念首先要界定什么是营运资本。

简而言之，营运资本是指目标企业的流动资产减流动负债。⁵⁹不过在并购定价时要注意，在进行营运资本调整时一般不考虑现金额，也不考虑在计算净债务时已经考虑到的债务额。这样做是为了防止在进行净债务调整和营运资本调整时出现重复计算。

在了解了营运资本的基本概念和计算方法之后，我们再来看营运资本调整额。营运资本调整额可用公式表述为：

$$\text{营运资本调整额} = \text{目标企业正常运作所需营运资本额} - \text{目标企业交割日实际营运资本额}$$

那么目标企业正常运作所需要的营运资本额到底是多少呢？这一般是由买卖双方协商确定。通常的做法是计算出目标企业在过去十二个月里的平均营运资本额。

从营运资本调整额的计算公式我们可以看到，这个调整额可能是正数、负数或者为零。如果把营运资本调整额的计算公式套入到并购价格计算的基本公式里，即可得到以下公式：

$$\text{并购价格} = \text{企业价值} - \text{净债务} - (\text{目标企业正常运作所需营运资本额} - \text{目标企业交割日实际营运资本额})$$

⁵⁹ Grimme 2007 第 169 页。

3 定价机制

由以上公式可见，若目标企业交割日的实际营运资本额高于企业正常运作所需营运资本额，则买方最终要向卖方支付超出的额度。但如果目标企业在交割日的实际营运资本额达不到企业正常运作所需的营运资本水平，则该差额要从企业估值里减掉，即买方无需向卖方支付这部分差额。这样调整的一个重要目的，是为防止卖方在交割前通过各种方式压低目标企业营运资本，从而获得尽量高的并购价格。卖方如果这样做，会损害到买方利益，因为这可能导致交割后目标企业出现营运资本不足、运作困难的情况，从而使买方不得不追加对目标企业的投资以使其营运资本达到正常水平。⁶⁰

3.2.5. 预估并购价格

综合以上内容可见，要确定目标企业的并购价格，不仅需要买卖双方签约之前就目标企业的估值达成一致，还需知道目标企业在交割日当天的实际现金、负债和营运资本额。也就是说，要确定并购价格，就需要掌握目标企业在交割当天的相关财务数据，而这些财务数据的制作需要时间，往往无法在交割当天完成。

卖方为保护其股权或资产，一般不会同意先把股权或资产转让给买方，并允许买方在目标企业交割当天的相关财务报表制作完成且依此最终确定并购价格后才付款。为解决这一问题，实务中常见的做法是签约或交割前，由卖方对目标企业在交割当天的净债务和营运资本进行合理预估，并基于预估值来确定一个预估并购价格⁶¹。通过公式可表述为：

$$\text{预估并购价格} = \text{企业价值} - \text{预估净债务}^{62} - \text{预估营运资本调整额}^{63}$$

并购合同一般会规定，交割时买方向卖方支付预估并购价款，而卖方则向买方转让股权或资产。交割完成前，卖方拥有目标企业

⁶⁰ Grimme 2007 第 170 页。

⁶¹ 英语术语一般为 estimated purchase price。

⁶² 英语术语一般为 estimated net debt。

⁶³ 英语术语一般为 estimated working capital adjustment。

荷兰企业并购主要法律问题

的股权或资产，企业经营收益归卖方所有，经营亏损由卖方承担。交割完成之后，买方拥有目标企业的股权或资产，享有企业经营收益并承担经营亏损。

3.2.6. 交割后价格调整

并购合同一般会规定，交割后买方或卖方要在一定期限内制作目标企业交割日相关财务报表，然后双方通过一定程序来确定目标企业交割日的净债务和营运资本调整额。当这两项额度明确之后，就可根据以下公式计算出最终并购价格：

$$\text{最终并购价格} = \text{企业估值} - \text{交割后最终确定的净债务} - \text{交割后最终确定的营运资本调整额}$$

确定最终并购价格后，买卖双方会根据多退少补原则结清最终并购价款。如果最终并购价格高于预估并购价格，则买方要向卖方补足余额。如果最终并购价格低于预估并购价格，则卖方要向买方退回相应款项。

3.2.7. 定价流程基本步骤

基于以上内容可见，交割后价格调整定价机制的定价流程一般主要包括以下几步：

1. 买卖双方基于无现金、无债务的假设，根据过去的财务状况对目标企业进行估值，并通过谈判协商就估值达成一致。
2. 在并购合同签订前，卖方对目标企业交割当天的净债务和营运资本额进行预估。有时双方会约定卖方不是在签约前，而是在签约后、交割前提供交割当天净债务和营运资本的预估值。
3. 根据卖方提供的预估值确定预估并购价格。如果预估值在签约之前已经确定，则预估并购价格的数额会被写入并购合同。如果预估值有待在签约后、交割前确定，则并购合同一般会规定预估并购价格的计算方法，而且会规定卖方提交净债务和营运资本额预估值的期限。

3 定价机制

4. 在交割当天，买方向卖方支付预估并购价款，卖方向买方转让股权或资产。从股权或资产转让生效之时起，买方获得目标企业的股权或资产，享有目标企业经营收益，并承担目标企业经营风险。
5. 交割后双方通过一定程序确定目标企业交割日的实际净债务和实际营运资本额，并基于这些数据来确定最终并购价格。
6. 买卖双方根据多退少补原则结清并购价款。如最终并购价格高于预估并购价格，则由买方向卖方在一定期限内补足余额。反之则由卖方向买方在一定期限内退回差额。

在实务操作中，交割后对目标企业交割日实际净债务和实际营运资本额的确认是比较容易产生纠纷的环节。⁶⁴这其中一个重要原因是，究竟什么应算作现金、什么应算作债务、什么应算作营运资本，这些问题涉及到财务和会计方面的专业知识，不同的会计师可能会有不同的算法。

为避免交割后出现此类纠纷，包括荷兰在内的一些欧洲国家在实践中渐渐形成一种名为“锁箱”的定价机制。下一节将介绍锁箱式定价机制的主要特点和大概流程。

3.3. 锁箱式定价机制⁶⁵

3.3.1. 与交割后价格调整定价机制相比的主要异同

从并购价格的计算公式上看，锁箱式价格调整机制同上文介绍的交割后价格调整定价机制一样，两种定价机制都适用以下公式：

$$\text{并购价格} = \text{企业价值} - \text{净债务} - \text{营运资本调整额}$$

这两种定价机制还有一个共同点，那就是两种定价机制下买方从法律上获得目标企业的股权或资产的时间都是在交割日。即不论

⁶⁴ Grimme 2006 第 23 页。

⁶⁵ 定价机制示意图见本书附录 3。

荷兰企业并购主要法律问题

选择哪种定价机制，都只有在完成法律规定的股权或资产转让交付手续后，买方才能正式获得目标企业的股权或资产。⁶⁶

这两种定价机制有两个主要区别。第一个区别是计算并购价格时用到的净债务和营运资本额的日期不同。在交割后价格调整定价机制下，这两项指标一般是以目标企业在交割日的实际净债务和营运资本额来确定的。而在锁箱式定价机制下，买卖双方会根据签订并购合同之前的某一天目标企业的有关财务数据来确定定价时使用的净债务和营运资本额。锁箱定价机制下使用的财务数据的日期通常被称为“生效日”⁶⁷。至于这一天为什么被称为生效日，下文会进一步讲解。

以上内容可通过一个例子来进一步说明。假设某一起交易签约日在 4 月 1 日，而交割是在 7 月 1 日。如果适用交割后价格调整定价机制，那么定价公式里需要用到的净债务和营运资本调整额这两项数额会取决于目标企业 7 月 1 日的实际净债务和营运资本额。如果适用锁箱式定价机制，双方则可以约定使用目标企业上一年度 12 月 31 日的财务报表来确定 12 月 31 日那天目标企业的净债务和营运资本额，然后将这些数值套入定价公式里计算出并购价格。

通过以上例子可见，在交割后价格调整定价机制下，双方在签订并购合同或交割时都不知道最终并购价格会是多少。但如果适用锁箱式定价机制，签约时并购价格就已经明确了。⁶⁸这种并购价格的明确性常被认为是锁箱式定价机制的优点之一。

第二个重要的区别是目标企业经营收益和风险的移交时间不一样。在交割后价格调整定价机制下，买方在交割之后开始享有目标企业的经营收益并承担经营风险，但在锁箱式定价机制下，买方从生效日（即签约前的某个特定日期）就开始享有目标企业经营收益并承担经营风险。也就是说，在锁箱式定价机制下，从生效日开始，如果目标企业经营得好，获得了利润，那这些利润原则上会归买方

⁶⁶ 详见本书第 9 章。

⁶⁷ 英语术语一般为 **effective date**。

⁶⁸ 在实践中，锁箱式定价机制下确定的并购价格也可能会因为出现目标企业价值减损而需要再作一定调整，但至少签约时双方已经有足够数据来完成定价公式的计算。

3 定价机制

所有，买方原则上⁶⁹不需要在交割时将这部分利润作为并购价格支付给卖方。如果生效日之后目标企业出现亏损，那买方不能在交割时将亏损额从并购价格里扣除，而是应按并购合同的规定全额支付并购价款。

以上两大区别可列表总结如下：

	交割后价格调整 定价机制	锁箱式定价机制
计算并购价格使用的净债务和营运资本额的日期	交割日	生效日（双方约定的签约前某一日期）
买方开始享有目标企业经营收益并承担经营风险的日期	交割日	生效日

表 2：两种基本定价机制的主要区别

通过以上对两种基本定价机制主要异同点的分析可见，锁箱式定价机制的一个重要特点是将经济意义上的交割和法律意义上的交割分离开来。经济意义上的交割（即目标企业经营收益和经营风险的转移）在生效日就已实现，但法律意义上的交割是在交割日才完成。而如果使用交割后价格调整定价机制，则经济意义和法律意义上的交割都在交割日完成。以上分析的两种基本定价机制主要异同点也可从本书附录 3 的示意图中反映出来。

3.3.2. 价值减损风险及防范

上文讲到锁箱式定价机制的一个重要特点是将法律意义上的交割和经济意义上的交割相分离。这一特点导致了买方在生效日到交割日期间处于相对不利的地位。在此期间，目标企业处于卖方控制之下，买方对目标企业既无所有权、也无控制权。如卖方在此期间

⁶⁹ 有时卖方会要求买方支付一定额度的利息，作为对卖方在生效日至交割日之间未能获得的目标企业经营收益的一定补偿，详见第 3 章第 3.3.4 节。

荷兰企业并购主要法律问题

通过各种手段将目标企业的现金或其它资产转移到自己或他人名下，或将各种本应由卖方承担的费用转嫁到目标企业身上，这都会造成目标企业贬值，从而给买方造成损失。

为防止卖方在交割前通过各种手段“掏空”目标企业，锁箱式并购合同中一般都会有关于目标企业价值减损⁷⁰的规定。一般做法是在并购合同中明确定义什么情况构成目标企业价值减损。比较典型的的目标企业价值减损的例子包括：

1. 目标企业在交割前向股东发放股息；
2. 目标企业无偿或以低于市场价格条件向卖方或卖方关联方转让财产；和
3. 目标企业支付卖方财务或法律顾问的服务费等。

除界定各种价值减损情形之外，锁箱式并购合同一般还会规定如果买方在交割前得知或发现价值减损，则可将价值减损额从交割时要支付的并购价款中扣除。如买方在交割后发现交割前发生的价值减损，则卖方必须向买方退还价值减损额。

并购合同关于目标企业价值减损的这些规定就好像是从生效日起给目标企业安上了一把锁，把目标企业的现金和其它资产锁起来，防止目标企业因为资产流失而出现贬值。这也是为什么这种将法律交割和经济交割相分离的定价方式被称为“锁箱式”定价机制的一个重要原因。

3.3.3. 经营风险及防范

法律交割同经济交割相分离还会给买方带来目标企业经营管理层面的风险。生效日之后卖方虽然仍然是目标企业所有人，而且还继续控制目标企业，但目标企业的经营好坏原则上已与卖方无关。企业经营得好，利润原则上最终归买方所有。企业经营得不好，亏损也不由卖方承担。这样一来，从经济利益上看，卖方在生效日之后便没有太大积极性来经营管理目标企业。

⁷⁰ 英语术语为 leakage。

3 定价机制

为防止卖方在生效日后疏于管理，影响目标企业经营业绩，锁箱式并购合同一般还会就交割前卖方对目标企业的管理义务作出一些具体的规定。这方面内容会在第 5 章⁷¹里进一步讲到。

3.3.4. 利息

适用锁箱式定价机制时，卖方可能会要求对收购价款在生效日到交割日这段期间要按一定百分比或以其它方式计算利息，交割时买方不仅要支付收购价款，而且还要支付利息。至于买方为什么要支付利息，大致有以下两种说法。

一种说法是买方从生效日开始取得了目标企业经济上的收益，但又无需在生效日马上付款，而是可等交割时才付。从卖方角度来看，其实是损失了生效日至交割日期间并购价款的利息，所以买方应支付适当利息予以补偿。⁷²另一种说法是生效日之后卖方实际上是在为买方经营管理目标企业，但又得不到经营收益。买方支付的利息是对卖方损失的经营收益的一定补偿。⁷³

在具体一起并购交易中，买方要不要支付利息，如果要支付，利率应该是多少，这些最终是商业考量上的问题，需由双方经过协商谈判决定。

⁷¹ 详见第 5 章第 5.5 节。

⁷² Grimme 2006 第 24 页。

⁷³ Grimme 2006 第 24 页及 Stevens & Garcia Nelen 2017 第 45 页。

4. 尽职调查

4.1. 简介

本章将就尽职调查介绍以下内容。4.2 节将介绍尽职调查的概念和重要性。4.3 节将介绍尽职调查的基本流程，包括买方尽职调查和卖方尽职调查两类基本流程。4.4 节将介绍法律尽职调查的主要方面和基本内容。4.5 节将简要谈到怎样合理控制尽职调查费用。

4.2. 尽职调查的概念和重要性

并购尽职调查一词在荷兰法律中并没有明确的定义。⁷⁴简而言之，并购尽职调查可理解为并购过程中买方或卖方对目标企业的经营、财务、法律等方面状况进行的调查。⁷⁵由于本书讲的是荷兰并购中的主要法律问题，所以在提到尽职调查时，如无特别说明，系指法律尽职调查，而不是财务、税务或其它尽职调查。

尽职调查是并购过程中非常重要的环节。这其中的一个重要原因是并购中买卖双方之间一般会存在一种信息上的不对称。⁷⁶一般来说，卖方对目标企业会比买方更加了解。如果买方不做或不充分做好尽职调查，则可能因不够了解目标企业的财务或法律等方面情况，而在定价或并购其它条款上吃亏。

在实务操作中笔者遇到过例子。一家国内公司购买了一家荷兰公司的部分股份，但购买之前没有做尽职调查。结果事后发现这家荷兰公司的财务状况很不理想，而且还有不少其它问题。发现问题之后，这家公司找到了笔者所在律所，但是这种问题事后发现再来处理一般会非常困难。这是因为根据荷兰法律，在并购中卖方虽然有一定告知义务，但买方也有一定调查义务。⁷⁷在并购前进

⁷⁴ Brink 2011 第 27 至 29 页。

⁷⁵ 本书给出的这一释义参考了 De Nijs Bik 2009 第 107 页的释义。

⁷⁶ Stevens & Garcia Nelen 2017 第 54 页。

⁷⁷ 见荷兰最高法院卡特琳娜购物中心收购案判决 HR 22 december 1995, NJ 1996, 300 (Hoog Catharijne)。

4 尽职调查

行充分的尽职调查是买方尽调查义务的重要方式。如果事先不做或不充分做好尽职调查，而交割后发现目标企业有这样或那样的问题，最后诉到法院或进行仲裁，法院或仲裁机构很可能会判买方未尽调查义务，最终不支持买方损害赔偿或其它诉讼、仲裁请求。

尽职调查的另一个重要任务是查清楚目标企业（有时包括卖方）的有关基本情况，以确定完成并购需要履行哪些必要手续。⁷⁸例如要调查清楚目标企业是否设立了职工委员会，如果有的话，签订并购合同前就必须履行向职工委员会就并购征求意见的手续。⁷⁹在规模较大的并购中，还需调查清楚目标企业的营业额，以分析确定是否要向有关国家和地区的反垄断机构提交并购反垄断审查申报。⁸⁰

4.3. 尽职调查基本流程

在荷兰并购实务中比较常见的是由买方对目标企业进行尽职调查。但在竞买型并购中，可能出现由卖方做尽职调查的情况。接下来本节将首先介绍买方尽职调查基本流程，之后再简要介绍卖方尽职调查⁸¹基本步骤。

4.3.1. 买方尽职调查基本流程

买方尽职调查一般可分为以下六步：

一、确定尽职调查范围和重点

买方尽职调查的第一步一般是买方同外聘律师沟通，共同确定尽职调查的范围和需要关注的重点方面。这个沟通环节非常重要。

一家企业要在荷兰正常运作，往往会涉及商业合同、知识产权、行政许可等各种法律关系和问题。这就意味着并购中的法律尽职调

⁷⁸ 从广义上看也可以把对并购必要手续相关基本情况的调查视为对并购风险调查的一部分，因为如果未能准确了解相关情况而致使必须履行的手续未履行，则可能会给并购带来不利影响并可能给买卖双方或目标企业造成损害。而且有些手续最终能否顺利履行也存在不确定性（例如目标企业职工委员会是否支持并购、相关反垄断机构是否会对并购予以批准等），这些不确定性也是并购风险的一部分。

⁷⁹ 详见第7章第7.2节。

⁸⁰ 详见第8章第8.2节。

⁸¹ 如由卖方进行尽职调查，并不等于买方就可完全不做尽职调查。一般来说买方会对卖方提供的尽职调查报告和相关资料进行核实，详见第4章第4.3.2节。

荷兰企业并购主要法律问题

查可能涉及的范围很广，律师的工作量可能很大。但尽职调查的时间和经费又是有限的，这就涉及到一个取舍的问题，例如哪些法律领域需要关注、哪些方面可以忽略，而在需要关注的方面，哪些问题对买方来说是最重要的，哪些是次要的等。如果买方能在启动尽职调查前与律师就这些问题进行充分沟通，让律师了解买方进行并购在商业和战略上的主要考虑，⁸²这有利于律师根据买方需要及目标企业特点，并结合律师对荷兰相关法律和并购市场的了解，合理确定尽职调查的范围和重点。这可使尽职调查更有针对性、效率更高。

二、买方律师向卖方发尽职调查问卷

在确定尽职调查的范围和重点之后就会进入到实际操作环节。其实尽职调查基本上可以总结为一个问答的过程，即买方向卖方提出问题，要求卖方提供相关信息，而卖方有义务就买方提出的问题作出答复并提供相关说明和材料。

具体来说，操作过程的第一个环节是买方律师向卖方发一份尽职调查问卷，问卷会涉及律师和买方共同商定需要关注的各个法律领域和方面，例如要求卖方提供目标企业公司章程、股东名册、重要商业合同等。问卷中还会有各种相关问题，例如目标企业是否面临诉讼，在最近几年是否接受过行政执法机构的调查和处罚等。

三、卖方回答问题并提供相关材料

接下来一般卖方会对问卷作出书面回答，同时会提供相关文件，如商业合同、有关许可证、行政执法机关处罚决定等。卖方填写的问卷和提供的相关资料一般会上传到一个网上电子资料库。⁸³

四、买方律师审阅材料

下一步是买方律师对卖方的回答和提供的材料进行审阅。如果审查之后没有疑问，需要掌握的情况都已查清，那买方律师就会出具尽职调查报告。但在实务中经常会出现卖方提供的材料不完整，或卖方提供的答案和材料里还有疑点，所以需要进一步调查核实。

⁸² 荷兰 Schuit 教授在《并购合同十项建议》一文中写道，如果买方不让律师了解其并购的商业考量和关注点，那么法律尽职调查就可能是大海捞针、无的放矢，见 Schuit 2006 第 81 页。

⁸³ 英语术语一般为 data room。

4 尽职调查

五、进一步问答

如果出现上述资料不全或存在疑点的情况，买方律师会向卖方提出进一步的问题，而卖方应作出进一步解答，如有必要，卖方还必须提供进一步书面资料。这一环节通常称为问答环节。⁸⁴有时问答环节会以书面形式进行，但也有时会通过现场会议或电话会议方式进行，在会议期间一般会由目标企业的管理层或卖方律师就买方提出的问题口头解答。

六、出具尽职调查报告

问答环节结束后，买方律师会把了解到的有关情况整理成法律尽职调查报告，并将报告提交给买方。根据报告内容的详略程度，法律尽职调查报告一般可以分为两种基本类型，一类是风险提示型尽职调查报告⁸⁵，另一类是描述型尽职调查报告⁸⁶。

这两类尽职调查报告的共同点在于，它们都要写清楚尽职调查中发现的风险、问题及解决应对方案。不同之处在于，描述型尽职调查报告除写明目标企业的风险和问题、完成并购需要履行的主要手续和解决应对方案之外，还会对尽职调查中掌握的一些重要情况作出总结和概括性描述，如以列表形式总结目标企业主要商业合同的核心条款，或以表格方式列出目标企业的专利和商标权等。

4.3.2. 卖方尽职调查基本流程

第 2 章⁸⁷曾提到，在竞买型并购中，经常会出现卖方在启动竞买程序之前委托自己聘请的律师对目标企业进行尽职调查的情况。⁸⁸卖方这样做主要有以下两个原因。

第一是希望能通过事先进行的卖方尽职调查发现目标企业在法律上的风险和问题，然后在启动竞买程序之前尽量解决这些问题。这样可防止买方在发现这些问题后，以这些问题为由压低并购价格。

另一个原因是竞买型并购会有多个买家参与，如果每个买家单

⁸⁴ 英语术语为 Q&A。

⁸⁵ 英语术语一般为 red flag due diligence report。

⁸⁶ 英语术语一般为 descriptive due diligence report。

⁸⁷ 见 2.3.2 节。

⁸⁸ De Nijs Bik 2009 第 107 页。

荷兰企业并购主要法律问题

独进行尽职调查，则卖方要回答每个买家提出的不同问卷，而且要向每个买家提供相关资料。这样一来尽职调查的过程会变得非常复杂，而且耗时也可能很长。与这种情况相比，卖方尽职调查是比较高效的一种做法。

如果卖方提供尽职调查报告，那么整个尽职调查的过程大概会由以下四步构成。

一、卖方委托律师进行尽职调查

该环节的具体步骤与本章 4.3.1 节讲到的买方尽职调查步骤基本一致，例如由卖方律师向卖方发出问卷，然后卖方进行答复、提供资料等。

二、向买方提供尽职调查报告并开放资料库

第二步是卖方向买方提供尽职调查报告并开放尽职调查资料库。卖方律师在提供尽职调查报告之前一般会要求买方签署一份卖方尽职报告提供条件函，⁸⁹其主要内容一般是尽职调查报告系受卖方委托制作完成，卖方律师与买方之间无委托关系，对买方不承担任何因卖方尽职调查报告而可能引发的责任。⁹⁰

三、买方律师核实

第三步是买方律师对卖方提供的尽职调查报告进行核实。在此过程中，买方律师首先要审阅卖方尽职调查报告并查看资料库中的文件。如有必要，买方律师还会查阅荷兰工商登记簿⁹¹、相关知识产权登记簿等第三方材料，这也是为了核实卖方尽职调查报告里的内容。如在核实过程中发现有不完整之处或有问题，买方律师会向卖方提出问题，具体操作同买方尽职调查问答环节基本一样。

四、买方律师出具尽职调查报告

最后一步是买方律师向买方出具尽职调查报告，此类报告一般称为核实型尽职调查报告⁹²。核实型尽职调查报告的范围一般就是卖方尽职调查报告涉及的法律领域和方面，内容主要是核实的结果。

⁸⁹ 英语术语为 release letter 或 non-reliance letter（中文可直译为不依赖函）。

⁹⁰ Struycken 2013 第 78 页。

⁹¹ 荷兰语为 handelsregister，英语一般译为 trade register。

⁹² 英语术语一般为 confirmatory due diligence report。

4 尽职调查

如核实过程中发现风险和问题，报告要指出这些风险和问题并给出适当解决应对建议。

4.4. 尽职调查的主要方面

在一起具体并购中，法律尽职调查应包括哪些方面，这需要具体问题具体分析。本节将简要介绍荷兰并购法律尽职调查中较常见的几个方面，为读者提供一个基本参考。在具体并购操作中最好提前与律师沟通，根据目标企业自身及所在行业特点，并根据买方对目标企业交割后的业务安排设想来确定合理可行的尽职调查范围。

4.4.1. 目标公司法律形式等基本情况⁹³

一般来说，法律尽职调查中律师会对目标企业的法律形式和治理结构等基本情况进行调查。荷兰比较常见的企业法律形式是股份公司。如果目标企业是股份公司，尽职调查时一般要调查清楚目标企业是否合法成立、卖方对目标企业股权的取得是否合法有效、目标企业是否发行了可转换为公司股份的债券等。如果卖方不是目标企业唯一股东，那还要核实目标企业章程中是否有限制股份转让条款。如章程中有此类限制条款，则在股份收购中可能涉及征得其他股东同意的问题。

4.4.2. 债务和担保

法律尽职调查中一般还会对目标企业的债务和担保情况进行调查。这方面调查的内容主要包括目标企业的债务类型和数额、借款合同主要条款、目标企业或第三方为企业债务提供了哪些担保等。

4.4.3. 劳动法

劳动法也是法律尽职调查中通常会涉及到的重要方面。关于劳动法需要考察的主要方面包括目标企业和员工之间签订的劳动合同有哪些主要条款、一些重要条款（如竞业限制条款、知识产权归属条款等）是否合法有效、目标企业是否按照相关规定为员工办理了

⁹³ 英语一般将这部分称为 corporate。

养老保险等。同时还要了解清楚目标企业是否有职工委员会和工会等基本情况。

4.4.4. 商业合同

商业合同是几乎每项并购法律尽职调查都会涉及的内容。比较常见的商业合同有采购合同、分销合同、特许经营合同等。

在股份收购尽职调查中，一般需要注意商业合同中是否有控制权变更条款⁹⁴。这类条款可能有各种不同表述方式，但核心内容一般是一样的，即当合同一方的所有权或控制权出现变更时（例如当合同一方的全部或大部分股份被新股东通过并购方式取得），该合同方必须提前通知对方，对方在收到通知后可选择解除合同，也可继续履行合同。如果目标企业签定的商业合同中有控制权变更条款，那么目标企业就必须根据合同的规定履行告知义务。对于一些非常重要的商业合同，买方一般会要求在并购合同里加入一项交割先决条件，即只有在合同相对方表示放弃基于控制权变更条款的合同解除权的情况下，才会进行交割。

当然，控制权变更条款并不是审阅商业合同时唯一需要考察的方面。在一起具体并购中，除控制权变更条款之外，对商业合同还需要考察哪些方面呢？这一问题的答案取决于很多不同的因素，如商业合同的类型和性质、目标企业本身和所在行业特点，以及买方在交割后对目标企业未来商业发展的规划和设想等。

4.4.5. 知识产权

如果目标企业的技术含量较高，那么法律尽职调查中一般还需要考察知识产权方面的情况。这方面要调查的内容主要包括目标企业有哪些核心技术，对这些核心技术是否采取了有效的知识产权保护措施（如对核心发明申请专利）。如果目标企业申请了专利，则还要调查这些专利系在哪些国家和地区申请和取得。如果专利权还在申请过程中而未最终取得，则还要调查是否有第三方对专利申请提出异议。

⁹⁴ 英语术语为 change of control clause。

4 尽职调查

4.4.6. 诉讼和纠纷

几乎每一项法律尽职调查都会考察目标企业的诉讼和纠纷情况。这方面的主要调查内容包括目标企业是否卷入了诉讼、仲裁或其它形式的争议解决程序，是否接受了有关行政执法机关的违法调查等。

这些关于诉讼和纠纷的情况对于买方来说非常重要，这是因为诉讼和纠纷可能会导致目标企业在交割后要承担赔偿责任或其它法律责任，目标企业可能因此遭受损失。此类风险最好是在尽职调查中及时发现，以便买方可与卖方通过协商谈判来明确应由哪一方承担这些风险。

4.5. 尽职调查费用的控制

由上述介绍可见，法律尽职调查涉及的内容可能很多，一般来说律师要审阅大量材料，工作量可能较大。那么在这种情况下，怎么样有效控制尽职调查的费用就是个很重要的问题。

影响尽职调查费用的因素很多，这其中一个重要因素是尽职调查的范围和重点。尽职调查的范围越广，律师的工作量就会越大，相应的费用也就越高。基于这一原因，买方或卖方与自己聘请的律师事先进行充分沟通，共同确定尽职调查的合理范围就非常重要了。除确定哪些方面要调查，哪些方面可不调查之外，在需要调查的领域里，如果能确定需要重点调查哪些内容，这对控制律师工作量也有帮助。例如对商业合同的调查，可选择重点考察目标企业前十大供应商和前十大客户的商业合同。此外也可确定一个重要性基准额⁹⁵，即只在某个问题可能引发的风险超过一定金额时（例如超过一万欧元），律师才会在尽职调查报告中提到并且分析这个问题。

除合理限制尽职调查范围、明确调查重点以外，选择什么类型的尽职调查报告也会影响到律师的工作量和尽职调查费用。在同样一起尽职调查中，如果客户只要求律师出具风险提示型尽职调查报告，那么费用一般会比描述型调查报告要低。所以提前和律师协商好尽职调查报告的类型和详略程度，也有利于控制尽职调查费用。

⁹⁵ 英语术语为 materiality threshold。

5. 股份购买合同

5.1. 简介

股份购买合同⁹⁶可以说是股份收购中最核心的文件。它既是买方取得目标企业股权的依据⁹⁷，也是买卖双方分配风险的重要机制。本章第 5.2 节将介绍荷兰股份购买合同的基本结构，此后各节将分别介绍股份购买合同九类比较重要的条款：

1. 价格和价格调整条款（第 5.3 节）；
2. 交割先决条件条款（第 5.4 节）；
3. 交割前卖方义务条款（第 5.5 节）；
4. 陈述保证条款（第 5.6 节）；
5. 卖方责任限制条款（第 5.7 节）；
6. 索赔程序条款（第 5.8 节）；
7. 赔偿条款（第 5.9 节）；
8. 准据法条款（第 5.10 节）；及
9. 争议解决条款（第 5.11 节）。

5.2. 股份购买合同基本结构

本节将介绍荷兰股份购买合同的基本结构。需要说明的是，以下介绍的基本结构是荷兰企业并购实务中比较常见的股份购买合同结构，但这个结构并非雷打不动的。有些内容非在每一起并购的股份购买合同里都必须要有，有些内容的前后顺序也不完全固定，而是可以灵活安排。

⁹⁶ 英语术语一般为 **share purchase agreement**，缩写为 **SPA**。

⁹⁷ 股权在荷兰民法体系中属于财产的概念（见《荷兰民法典》3:1 及 3:6 条）。《荷兰民法典》3:84 条第 1 款规定，财产的转让至少需要满足两个要件：一是合法资格（荷语术语为 **geldige titel**），二是交付（荷语术语为 **levering**）。在股份收购中，股份购买合同构成卖方向买方转让股权的“合法资格”，是实现股权转让不可缺少的条件之一。股份收购中的“交付”需通过签署股权转让公证书的方式完成（见《荷兰民法典》2:86 条第 1 款和 2:196 条第 1 款）。关于股权交付手续详见本书第 9 章第 9.4 节。

5 股份购买合同

5.2.1. 合同主要内容及常见编排顺序

荷兰股份购买合同一般会包括以下内容，并会按一定顺序编排。

一、合同方

股份购买合同的第一项内容一般是合同方的名称和其它基本信息。这部分相对简单，一般只要保证信息无误，能依所录信息确认合同方即可。

二、前言

接下来一般会有一段前言。前言的主要内容是简要介绍并购背景及签约前已完成的主要并购步骤，例如说明何时签订意向书，何时进行了尽职调查等。这部分虽不是合同正式条款，但对于解释合同有一定作用。

三、定义

前言之后一般会列出合同中使用的定义。如果合同使用的定义较多，也可把定义作为附件附于合同正文之后。

四、股份买卖条款

接下来一般是股份买卖条款，内容一般是卖方将目标企业全部或部分股份卖给买方，买方同意购买这些股份。股份买卖条款一般不复杂，主要是界定清楚双方买卖的到底是哪些股份。如果并购采用的是锁箱式定价机制，则在买卖条款中一般还会写明标的股份的经济权益和经济风险从生效日开始转移给买方。⁹⁸

五、并购价格和价格调整条款

买卖条款之后一般是并购价格条款，而价格条款之后经常还会有关于并购价格调整的条款。价格调整条款也可能出现在交割条款之后。本章第 5.3 节将进一步介绍价格及价格调整条款。

六、交割先决条件及交割前卖方义务条款

接下来一般是交割先决条件条款和交割前卖方义务条款。本章第 5.4 和 5.5 节会分别介绍这两类条款。

七、交割条款

以上条款之后一般是交割条款。交割条款主要规定的是交割

⁹⁸ 关于锁箱式定价机制和生效日等概念详见第 3 章第 3.3.1 节。

的时间、地点和程序等内容。第 9 章会进一步介绍交割。

八、陈述保证、卖方责任限制、索赔程序和赔偿条款

如果并购价格调整条款未在并购价格条款后出现，则这类条款一般会在交割条款后出现。如价格调整条款已在交割条款之前出现，则交割条款之后一般是陈述保证条款、卖方责任限制条款、索赔程序条款和赔偿条款。这些条款有一个共同点，即它们的主要目的都是为了在买卖双方之间分配并购的相关风险。本章第 5.6 至 5.9 节将分别介绍这四类条款。

九、交割后义务条款

上述四类条款之后一般会有一些关于交割后双方主要义务的条款。比较典型的例子是竞业限制条款，这种条款的主要内容一般是在交割后一定时间和地域内，卖方不得经营同目标企业有业务竞争的企业⁹⁹。其它的交割后义务条款有些是比较格式化的条款，内容一般不复杂；有些是根据具体并购中双方特定的需要而约定，不太具有普遍性，因此对交割后义务条款本书将不作进一步介绍。

十、税务、保密及格式条款

除上述内容外，合同里一般还会有税务、保密和一些格式化条款，例如合同权利的转让、合同部分条款无效时应怎样处理等。这些条款内容比较零散，格式性较强，本书将不作进一步介绍。

十一、准据法及争议解决条款

合同正文在最后一一般会规定合同适用的准据法和争议解决方式。这部分内容虽然看似格式条款，但会涉及一些需要慎重考虑的问题，本章第 5.10 和 5.11 节对此会作进一步说明。

十二、附录

以上为合同正文主要内容。合同正文之后一般还会有各种附录，附录内容主要取决于每一起并购的具体情况和合同方的具体需要。

5.2.2. 合同各部分编排规律

以上我们了解了荷兰股份购买合同常见的的基本结构，但这些条款为什么一般会以上文介绍的顺序编排呢？其实上述条款的编排顺

⁹⁹ 详见 Van Joolingen & Van Nuland 2008。

5 股份购买合同

序与并购流程主要步骤的先后顺序基本上是对应的。本书第 2 章¹⁰⁰讲到，荷兰常见的并购流程基本上包括以下五大主要步骤：

- 一、并购合同签订前双方的接触、尽职调查和谈判；
- 二、签订并购合同；
- 三、交割前准备；
- 四、交割；及
- 五、交割后履行相关手续和义务。

合同中的前言主要是阐明签约前的情况。接下来从并购价格到交割前卖方义务条款主要是关于从签约到交割前这一阶段的约定。交割条款与交割这一步相对应。接下来的陈述保证、索赔程序等条款处理的都是交割后的问题。由此可见，股份购买合同虽然内容多、篇幅长，但其结构和编排还是有一定逻辑性的。上述对应性可列表表示如下：

股份购买合同主要条款	常见并购流程主要步骤
<ul style="list-style-type: none">● 合同方名称、基本信息● 前言（并购背景、签约前已完成的步骤简介）	并购合同签订前
<ul style="list-style-type: none">● 股份买卖条款● 并购价格条款	签订并购合同
<ul style="list-style-type: none">● 交割先决条件条款● 交割前卖方义务条款	交割前
<ul style="list-style-type: none">● 交割条款	交割
<ul style="list-style-type: none">● 价格调整条款（有时紧接在并购价格条款后）● 陈述保证条款● 卖方责任限制条款● 索赔程序条款● 赔偿条款● 交割后义务条款	交割后

¹⁰⁰ 详见第 2 章第 2.3 节。

股份购买合同主要条款	常见并购流程主要步骤
<ul style="list-style-type: none"> • 税务条款 • 保密条款 • 准据法条款 • 争议解决条款 • 格式条款 	

表 3: 股份购买合同主要条款排序与并购流程基本步骤对应关系

5.3. 价格和价格调整条款

价格条款的内容同并购中使用的定价机制紧密相关。本节将介绍三种定价机制下的价格和价格调整条款：

- 一、固定价格条款（5.3.1 节）；
- 二、锁箱式定价机制下的价格和价格调整条款（5.3.2 节）；及
- 三、交割后价格调整定价机制下的价格和价格调整条款（5.3.3 节）。

5.3.1. 固定价格条款

如果并购中用的是固定价，即双方同意不管交割前发生什么情况，对并购价格都不进行任何调整，那么价格条款一般比较简单。这种情况下一般只需把双方协商一致的固定价格写进价格条款即可，有时双方还会在价格条款中写明将来不对该价格进行任何调整。

5.3.2. 锁箱式定价机制下的价格和价格调整条款

如果并购中用的是锁箱式定价机制，那么价格条款会比固定价格条款稍复杂一些。本书第 3 章¹⁰¹讲到，如适用锁箱式定价机制，则并购价格在签订股份购买合同之前即可根据目标企业在过去的财务数据确定下来了。因此，锁箱式股份购买合同中也会标明双方已共同确定的购买价格。

¹⁰¹ 详见第 3 章第 3.3.1 节。

5 股份购买合同

本书第 3 章还讲到，在锁箱式定价机制下可能出现目标企业价值减损，¹⁰²即卖方可能利用其对目标企业的控制权，在交割前将目标企业的财产转移到自己或关联方名下，或将本应由卖方或关联方承担的费用转由目标企业承担。为保护买方，锁箱式股份购买合同的价格条款一般还会写明，标的股份的价格是双方事先同意的并购价格减去生效日至交割前发生的目标企业价值减损额。

除以上两项基本内容外，锁箱式股份购买合同的价格和价格调整条款一般还会包含以下主要内容。

一、利息

第 3 章讲到，有时卖方不仅会要求买方支付股份的购买价格，而且还会要求买方支付购买价格从生效日到交割日之间的利息。¹⁰³如双方就利息支付达成一致，则价格条款一般还会规定买方必须支付利息，并会写明利息的计算方法。

二、价值减损

锁箱式股份购买合同的一项重要内容是界定什么情况构成目标企业价值减损，如目标企业向卖方分派股息，或低于市场价格向卖方转让财产等。为避免歧义，有的合同还会规定哪些价值减损不需从购买价格中扣除，这种价值减损一般称为“允许的价值减损”¹⁰⁴。例如有时卖方不仅是股东，而且还参与目标企业管理，并同目标企业签订了管理合同。在这种情况下，如果管理合同中规定的卖方应得报酬符合市场价格，则双方可能会约定目标企业依据管理合同向卖方支付的报酬属于允许的价值减损，无需从购买价格中扣除。

三、价值减损程序性规定

除以上内容外，合同里一般还会有一些关于如何确定价值减损的程序性规定。例如合同可能规定，如果交割前出现了价值减损，则卖方应在交割前一定期限内向买方通报价值减损额，这样买方在交割时就不需要支付这部分价值减损额。合同一般还会规定，买方

¹⁰² 详见第 3 章第 3.3.2 节。

¹⁰³ 详见第 3 章第 3.3.4 节。

¹⁰⁴ 英语术语为 *permitted leakage*。

在交割后如果发现交割前发生、但卖方没有通报的价值减损，则买方应在一定期限内以书面方式要求卖方赔偿这部分价值减损额。

四、价值减损额争议解决程序

交割后可能出现双方对价值减损额出现意见分歧的情况。锁箱式股份购买合同里一般会有一些程序性条款来规定怎样解决此类纠纷。关于价值减损额的纠纷一般不涉及复杂的法律问题，而是会涉及财务方面的专业知识。由于这一原因，常见的做法是双方约定关于价值减损额的纠纷不通过法院诉讼或仲裁解决，而是双方指定一家会计师事务所来确定双方争议的金额。

5.3.3. 交割后价格调整定价机制下的价格和价格调整条款

第 3 章讲到，交割后价格调整定价机制的一个重要特点是，在签订购买合同时还不能确定并购价格。¹⁰⁵因此，股份购买合同的价格条款里不会写入具体的购买价格，而是会写清楚并购价格会通过哪几个变量来确定。价格条款的核心内容是要表达清楚并购价格的计算公式，即：

$$\text{并购价格} = \text{企业价值} - \text{净债务} - \text{营运资本调整额}$$

如果一起并购适用的是交割后价格调整定价机制，那么股份购买合同的价格条款可能有各种不同的表述方法。例如可以写成：

标的股份的价格为：

XXX 欧元（企业价值），¹⁰⁶减

净债务，减

营运资本调整额。

如采用以上表述方式，则合同一般会对净债务和营运资本调整额这两个概念进行定义。例如把营运资本调整额定义为目标企业正常运作所需的营运资本额减目标企业在交割日的实际营运资本额。

¹⁰⁵ 详见第 3 章第 3.2 节。

¹⁰⁶ 该数额实际上是双方协商一致的目标企业的企业价值。

5 股份购买合同

有的合同会把营运资本调整额前面的减号写成加号。如采用这种表述，则营运资本调整额的定义要反过来，即营运资本调整额应表述为目标企业在交割日的实际营运资本额减目标企业正常运作所需的营运资本额。

还有些合同会把净债务这一项分开表述。在这种情况下，价格条款可能表述为：

标的股份的价格为：

XXX 欧元（企业价值），加

现金额，减

债务额，减

营运资本调整额。

从以上内容可见，虽然交割后价格调整定价机制下的价格条款可能有各种不同表述，但万变不离其宗，这些不同的表述都是为把并购价格的计算公式表达清楚。

在适用交割后价格调整定价机制时，价格和价格调整条款需要注意的关键一点是，现金额、债务额和营运资本额这三个变量应如何定义，即必须界定清楚哪些项目属于现金、哪些属于债务、哪些应作为营运资本额计算公式的一部分。这些变量的界定主要是基于财务和商业方面的考虑，所以就这部分的内容需要与财务顾问进行充分沟通。由于本书介绍的是并购主要法律问题，因此对以上变量的具体界定不作展开论述，但希提示以下两点：

第一、在界定以上变量时要避免重复计算，例如现金一项已包含在净债务额计算中，因此在计算营运资本额时就不应再考虑现金这一变量。

第二、在实务操作中，双方可能会在签约之前协商制定一份净债务和营运资本的计算表，然后将计算表作为附件附于合同正文后。交割后双方就按计算表上列出的项目和计算方法来确定交割日目标企业的净债务和营运资本额。这种做法对于减少交割后关于价格调整的纠纷有一定帮助。

除上述内容外，交割后价格调整定价机制下的股份购买合同一般还包括价格调整的程序性条款。一般来说，合同会规定以下五个基本步骤：

荷兰企业并购主要法律问题

1. 卖方在签约或交割前一定期限内对净债务和营运资本调整额进行预估，并向买方提供预估值和预估值计算依据。¹⁰⁷
2. 买方依卖方提供的预估值在交割时支付预估并购价款。¹⁰⁸
3. 交割后买方或卖方在一定期限内计算出目标企业在交割日的净债务额和营运资本调整额，并向对方提供计算的结果和依据。
4. 对方收到上述材料后应在一定期限内进行审阅，如有异议，必须在一定期限内按合同规定的方式提出异议。
5. 争议解决。合同一般还会规定价格调整争议解决程序，如双方对现金、债务和营运资本额等数额有不同意见，就要通过事先约定的程序来解决纠纷。一般来说，此类争议也会通过双方共同指定的会计师事务所来解决，而不会走诉讼或仲裁程序。这一点和锁箱式股份购买合同中关于价值减损的纠纷解决程序基本上是相同的。

5.4. 交割先决条件条款

本书第 2 章讲到，一些规模不大、情况不复杂的并购，一般签约和交割可以在同一天完成。但如果并购规模比较大、情况比较复杂，签约和交割之间一般会有一段时间间隔，这段时间主要是用来给双方履行一些必要的手续或做一些必要准备。这些必须履行的手续和需要做的准备一般会作为交割的先决条件写入股份购买合同。原则上说，只有在这些条件都得到满足，或者有权放弃先决条件的合同方宣布放弃先决条件，双方才有义务进行交割。也就是说，当先决条件得不到满足，而有权放弃先决条件的一方又不放弃先决条件时，合同的一方或双方就可以解除合同，不需要进行交割。这种需要满足才能进行交割的先决条件一般被称为积极先决条件。¹⁰⁹

除积极先决条件外，还有一类先决条件叫消极先决条件。¹¹⁰消极先决条件的特点是，如果出现了某种情况，那么合同的一方或双

¹⁰⁷ 卖方提供的预估计算经常会被作为附件附于合同正文之后。

¹⁰⁸ 预估并购价格的计算公式见本书第 3 章第 3.2.5 节。

¹⁰⁹ Stevens & Garcia Nelen 2017 第 49 页。

¹¹⁰ Stevens & Garcia Nelen 2017 第 50 页。

5 股份购买合同

方可以解除合同，不需要进行交割。消极先决条件的一个典型例子是重大不利变化条款¹¹¹。这种条款一般是为保护买方，其内容一般是，如交割前发生致使目标企业经营、财务状况严重恶化的情况，则买方可解除合同，双方不需进行交割。

由上述内容可见，关于交割先决条件的这些条款有一个共同目的，即在买卖双方之间进行风险分配。这些条款要解决的关键问题是，如果交割前出现或未出现某种情况，合同的一方或双方是否有权利解除合同，从而不需要履行交割义务。

具体而言，交割先决条件条款通常要解决以下五个问题：

一、哪些情况构成积极或消极先决条件

第一个问题是哪些情况构成积极或消极先决条件，也就是说怎样定义先决条件。一般来说，先决条件可以分为两类：一类是法定先决条件，另一类是双方从商业角度考虑协商确定的商定先决条件。法定先决条件是指根据有关法律的规定，在交割前必须履行的手续或必须满足的条件。这其中的典型例子是欧盟或其它国家的反垄断审查。另外，国内企业来荷兰并购可能还需要履行一定的境外投资报备或审批手续，这些手续一般也会被作为先决条件写到合同里。

商定先决条件主要是双方根据并购的具体情况和双方的商业需要来确定的先决条件。例如买方如果需要通过向银行贷款来支付并购价款，则可能会要求将取得银行贷款作为交割先决条件写入购买合同。如果最终因各种原因买方无法取得银行贷款，则买方可以解除合同，无需进行交割，这对买方可起到一定的保护作用。此类买方融资先决条件对卖方来说会影响到并购的确定性，因此卖方是否接受这样的先决条件，需要通过协商谈判来决定。

二、争取满足积极先决条件的义务

第二个需要明确的问题是，合同的哪一方有义务来争取积极先决条件的满足。例如需要在国内履行的境外投资报备、审批程序一般是由国内企业来负责。

三、先决条件满足期限

第三个需要明确的问题是先决条件满足的期限。股份购买合同

¹¹¹ 英语术语一般为 material adverse change clause，简称 MAC clause。

里一般会规定一个最终期限日，¹¹²如果到这个最终期限日双方约定的积极先决条件还没有全部满足，则合同一方或双方一般可以解除合同。

四、先决条件的放弃

第四个问题是先决条件可否放弃，如果可以放弃，哪一方有权放弃。这样的规定主要是为了给合同双方或一方一定的灵活性。在积极先决条件得不到满足，或消极先决条件得到满足的情况下，有放弃权的一方会有选择权。它可以根据自身的利益，要么选择解除合同，要么选择放弃先决条件，要求进行交割。至于哪一方对于哪个先决条件有放弃权，这也需要双方通过协商谈判来确定。

五、损害赔偿

第五个问题是损害赔偿。有的合同会规定，如果由于先决条件最终不能交割，而有权解除合同的一方因为不能交割而遭受损失，则该方在解除合同的同时还可向对方索赔。有时双方会明确约定，对于因先决条件而不能交割所造成的损失，双方相互均不负赔偿责任。具体如何约定，主要取决于并购的具体情况和买卖双方各自的谈判筹码及风险承受能力等。

5.5. 交割前卖方义务条款

对于签约后到交割前这段时间，股份购买合同里除规定交割先决条件以外，一般还会规定卖方在此期间应尽一些特定义务。¹¹³交割前卖方义务条款在锁箱式股份购买合同里尤为重要，这主要是因为锁箱式定价机制下，从生效日至交割前这段时间里，卖方掌握着对目标企业的控制权，但目标企业的经营所得和经营风险已由买方承担，因此买方需要通过合同条款的方式，来确保卖方在这一阶段不会因疏于管理而给目标企业造成损失，且要防止卖方在交割前采取不符合买方对目标企业未来发展规划的行动。

最常见的交割前卖方义务是持续、正常经营义务，即卖方必须

¹¹² 英语术语为 long stop date。

¹¹³ 英语术语一般为 pre-closing covenants。理论上说 pre-closing covenants 也可能包括买方签约前的义务，但实务中较常见且较重要的还是卖方在签约前的义务。

5 股份购买合同

按以往一贯做法，正常经营目标企业，例如妥善维护生产设备、继续保持与供应商及客户间良好关系等。

除了上述基本义务外，很多股份购买合同还会列举一系列同意事项，卖方在做出同意事项中规定的决定或采取相应措施前，必须征得买方同意。同意事项一般是对目标企业经营发展有重大影响的事项，例如发行股份、修改公司章程、进行重大投资、出售公司重大资产等。同意事项的具体内容主要取决于目标企业的实际情况和买方的具体愿望和需求等因素。

5.6. 陈述保证条款

股份购买合同里一般有两类陈述保证条款¹¹⁴，一类是卖方陈述保证条款¹¹⁵，另一类是买方陈述保证条款¹¹⁶。一般来说，买方陈述保证条款内容比较简单，且基本上是格式化的条款，一般不会有太大争议，因此本书对此不作进一步介绍。

下文将介绍卖方陈述保证条款。第 5.6.1 节将介绍什么是卖方陈述保证，第 5.6.2 节会介绍卖方陈述保证的作用，第 5.6.3 节会简单介绍卖方陈述保证条款两个需要注意的地方。

5.6.1. 什么是卖方陈述保证

卖方陈述保证一般有以下三个要素和特点：

一、卖方陈述保证是指卖方作出的事实性声明。所谓事实性声明是指声明的内容是否属实可以通过对事实情况的调查来进行客观检验。

二、这些事实性声明有的是关于卖方自身的，有的是关于目标企业的。

三、与卖方自身相关的声明主要是关于卖方的法律地位、民事行为能力、卖方对目标企业的所有权及卖方在并购过程中向买方提供的关于目标企业的信息准确性等。常见的例子有：

- 卖方系合法成立、有效存续的法人，并且具有充分的资格和

¹¹⁴ 英语术语一般为 *representations and warranties*，荷语一般表述为 *garanties*。

¹¹⁵ 英语术语一般为 *seller's warranties*。

¹¹⁶ 英语术语一般为 *purchaser's warranties*。

荷兰企业并购主要法律问题

能力签订并履行股份购买合同。

- 卖方是标的股份¹¹⁷的唯一法定和实益所有人。
- 卖方未向买方隐瞒可能影响买方购买目标企业决定的信息，卖方向买方提供的关于目标企业的信息真实、完整且无误导性。

与目标企业相关的声明主要是关于目标企业的法律地位和经营、财务、法律、税务等方面的情况。常见的例子有：

- 目标企业合法成立、有效存续，没有被解散或宣布破产。
- 目标企业的股份系合法发行，在股份上没有设定任何限制性物权，而且所有股款已全额缴纳。
- 目标企业的所有设备都得到了定期维护，运转正常、状况良好。
- 目标企业在过去三年中依法履行了所有报税、纳税义务，没有因违反税务法律法规接受过任何调查或处罚。

综上所述，卖方陈述保证可理解为卖方作出的关于自身及目标企业法律地位、民事行为能力、经营、财务、法律、税务等方面情况的事实性声明。

5.6.2. 卖方陈述保证的作用

从根本上说，卖方陈述保证是并购中的一种风险分配机制。¹¹⁸第 4 章讲到，¹¹⁹并购中买方和卖方之间一般会有一种信息不对称，卖方一般比买方更了解目标企业。即使买方进行了尽职调查，但由于时间和费用等方面限制，不可能对目标企业的每个方面都进行没有遗漏的深入了解，所以不能排除有些风险因素买方在交割前了解不到。而且尽职调查的信息大部分要靠卖方提供，如果卖方提供的情况不完整或不准确，这也可能影响到买方在签约和交割前对目标企业价值及对并购风险的判断。

在交割后，如果买方事先未了解到的风险因素转化成实际损失，

¹¹⁷ 标的股份是指卖方出售、买方购买的股份，即交易的标的。

¹¹⁸ Kraaijveld & Louwers 2015。

¹¹⁹ 见第 4 章第 4.2 节。

5 股份购买合同

例如一台对目标企业生产经营至关重要的机器在交割后两天就出现故障，导致整个企业停产，那么停产造成的损失由谁来承担呢？如果卖方未在股份购买合同里作出相应的陈述保证，则相关损失一般由买方承担。但如果卖方对自身或目标企业有关情况作出了陈述保证，而交割后发现陈述保证声明的情况与事实情况不符，那买方一般可要求卖方赔偿相关损害。例如卖方在陈述保证中声明目标企业所有机器设备都得到了定期维护，运作正常，但是一台重要的机器在交割之后两天就出现故障，且经调查发现故障原因在于机器在交割前未得到定期维护，那么荷兰的股份购买合同一般会规定，卖方原则上要对买方或目标企业因为陈述保证内容不实而遭受的损害进行赔偿。当然，卖方一般会在股份购买合同里对这种赔偿义务进行各种限制，这一点下文还会讲到。但原则上说，通过适当的陈述保证条款，买方可以把交割前没有了解到的风险转给卖方来承担。

从以上内容可见，卖方对哪些情况作出陈述保证，对哪些情况不作陈述保证，而如果作陈述保证，陈述保证条款如何措辞，这些都会影响到交割后买卖双方各自要承担的风险。正因如此，国内企业在进行并购时对陈述保证条款宜予以重视，对于条款措辞最好与律师沟通，以防因措辞不严密而使本可转给卖方的风险最终仍由买方来承担。

5.6.3. 两个要点

陈述保证条款涉及诸多方面内容，鉴于篇幅无法一一讲解。本节将简要提示两个要点。

第一个需注意的是陈述保证时间点的问题。一家企业的情况可能不断变化，一项陈述保证的内容在今天是真实的，但可能过几天之后目标企业的情况会发生变化，陈述保证的内容会因而与事实不符。因此，在合同谈判时要注意卖方是针对哪个时间点作出陈述保证的。如果签约和交割不在同一天，买方一般会要求卖方承诺陈述保证的内容不仅在签约时是真实的，而且在签约到交割日之间，包括交割当天也是真实的。

第二个值得注意的地方是对“卖方所知”这种表述的界定。有时卖方为限制自身风险，会要求在某些陈述保证条款中加入“据卖

方所知”¹²⁰或“据卖方所大程度的了解”¹²¹这类措辞。例如买方提出的陈述保证条款文本是“目标企业没有侵犯任何知识产权”，卖方可能会要求把这一条改成，“据卖方所知，目标企业没有侵犯任何知识产权”。

如果买方接受这样的措辞，那就需要注意如何界定“卖方所知”这个表述。界定时需注意至少两个问题。第一是哪些人了解的情况可算是“卖方所知”。¹²²一般最好规定对情况比较了解的目标企业有关负责人所了解的情况构成“卖方所知”，例如目标企业董事会成员了解的情况构成“卖方所知”。通过这样的约定可以确定知情人范围。

在界定知情人范围之后，一般还要考虑“推定所知”的问题。推定所知是指“卖方所知”不仅包括双方约定的知情人实际了解的情况，还包括这些知情人经过适当调查所应该能了解到的情况。¹²³一般来说，加入“推定所知”的界定对买方更有利，因为这样一来卖方在做出陈述保证时就会有一定的调查义务，而不能在事后简单地说自己对有关情况不知晓，并以此为由拒绝承担赔偿责任。

5.7. 卖方责任限制条款

从上节内容可见，买方通过适当的陈述保证条款可以把一些未知的风险转给卖方承担。而在并购实务中卖方一般会通过一定方式将其承担的风险控制在卖方认为可接受的范围之内。卖方控制自身风险的一个重要方式就是在股份购买合同里写入适当的卖方责任限制条款。本节将介绍这些条款的主要内容和几点需要注意的地方。

5.7.1. “损害”概念的界定

首先，通过对“损害”¹²⁴这个概念的界定，卖方可对其赔偿责任进行一定限制。根据《荷兰民法典》相关规定，若陈述保证内容不

¹²⁰ 英语表述一般为 to the seller's knowledge.

¹²¹ 英语表述一般为 to the seller's best knowledge.

¹²² Raaijmakers & Van der Velden 2009 第 147 页。

¹²³ Raaijmakers & Van der Velden 2009 第 147 页。

¹²⁴ 荷语术语为 schade，英语一般为 damage。

5 股份购买合同

实，买方除可要求卖方赔偿损失外¹²⁵，原则上还可选择其它一些法律救济手段，如强制履行¹²⁶、撤销¹²⁷或解除合同¹²⁸等。但在荷兰并购实务中，一般股份购买合同都会排除其它法律救济手段，¹²⁹规定买方只能要求损害赔偿。¹³⁰在这种情况下，“损害”这一概念如何界定就非常重要了。¹³¹其重要性可通过以下例子说明。

例如，在一起全额股份收购中，卖方保证目标企业所有设备都得到了定期维护，运转正常、状况良好，但是交割后才两天一台至关重要的机器就出现故障，而且故障原因是机器在交割前没有得到定期维护。这给目标企业带来了许多不利影响，例如目标企业支付了两万欧元维修费来让机器恢复运转。因为这台核心机器故障，整个工厂停产了十天，造成产品短缺，不能向客户正常供货。由于这一原因，目标企业违反了与客户签订的销售合同，最终向几家客户赔偿了二十万欧元。此外，工厂停产的消息极大损害了公司声誉，结果有一家大客户原本马上就要与目标企业签订一份价值达两百万

¹²⁵ 《荷兰民法典》6:74 条。

¹²⁶ 《荷兰民法典》3:296 条。

¹²⁷ 例如基于重大误解的撤销权（《荷兰民法典》6:228 条）。在并购合同中这种撤销权通常会被排除适用，这主要是因为行使撤销权会导致股份转让无效等严重法律后果，买卖双方一般会选择损害赔偿作为唯一救济手段以尽量避免交割后过于复杂的纠纷和双方权利的严重不确定性。关于排除适用重大误解撤销权的主要注意事项详见 Du Perron & Van Wechem 2004 及 Krestin 2010。

¹²⁸ 《荷兰民法典》6:265 条。解除合同权在并购合同中一般也会被排除适用，重要原因之一是解除合同会导致买卖双方必须履行恢复原状的义务，而在交割之后恢复原状会给买卖双方带来很大负担。需要注意的是，《荷兰民法典》6:265 条不仅允许全部解除合同，而且也允许部分解除合同。为避免歧义和纠纷，在排除适用合同解除权时最好明确约定既排除全部，也排除部分解除合同权的适用，详见 Strikwerda 2008。

¹²⁹ 关于排除适用其它法律救济手段的注意点详见 Tjittes 2018 第 455 至 458 页。有时股份购买合同会规定给卖方一个补救机会，即如果卖方能在买方提出索赔后一定期限内采取有效补救措施，减少或彻底消除买方损失，则无需向买方赔偿消除或减少的损失。

¹³⁰ Stevens & Garcia Nelen 2017，第 57 至 58 页及 Raaijmakers & Van der Velden 2009 第 143 页。

¹³¹ 见 Möller 2008。

荷兰企业并购主要法律问题

欧元的订单，但由于工厂停产的消息最终决定不签这一合同了。上述这三笔款项，卖方都要赔偿吗？这就涉及到“损害”的定义了。

在上例中我们看到，机器故障给目标企业造成了损害，但需要注意的是，目标企业和买方是两个不同的法律实体。目标企业遭受的损害并不见得完全是买方作为股东遭受的损害。因此如果股份购买合同对损害没有特别规定，买方索赔时首先会面临怎样证明上例中提到的三笔款项是买方自身遭受的损害。为避免就损害承受主体的问题发生纠纷，买方最好在合同中将“损害”界定为不仅包括买方因卖方违约而遭受的损害，而且也包括目标企业因卖方违约而遭受的损害。

除关于遭受损害主体的界定外，还需要注意损害这一概念具体包括哪些方面的不利影响。《荷兰民法典》对损害的定义既包括因对方违约而遭受的损失，也包括因对方违约而丧失的可得利益。¹³²如果双方对遭受损害主体的界定无异议（即都同意目标企业遭受的损害也构成买方遭受的损害），那么根据《荷兰民法典》的定义，上例中买方可主张这三笔款项都构成损害，卖方都应赔偿。

但是，《荷兰民法典》关于损害的定义不是强制性的，买卖双方股份购买合同中可排除适用《荷兰民法典》关于损害的定义并自行约定什么构成损害，什么不构成损害。¹³³例如卖方往往会要求把损害限制在直接损失¹³⁴的范围内，不包括间接损失，也不包括买方或目标企业丧失的可能获得的利益。如果双方签约时采用了这一定义并对直接损失的范围进行了严格的界定（即把直接损失限制在较小的范围），那么上例中卖方就可能主张只有机器维修费属于直接损失，因此属于损害赔偿范围之内，而目标企业对客户支付的违约金属于间接损失，没有拿到大客户的订单属于丧失的可得利益，因此该两项都不属于损害范围，卖方不承担赔偿责任。

由以上例子可见，“损害”这一概念如何定义，对卖方限制其责任和风险有相当重要的影响，因此在合同谈判时宜注意这一点。

¹³² 《荷兰民法典》6:96 条第 1 款。

¹³³ 详见 Uijen 2004 第 102 至 104 页。

¹³⁴ 对于直接损失这一表述的解释见 Tjong Tjin Tai 2007。

5.7.2. 最低赔偿额

除界定损害定义外，卖方一般还会通过限制损害赔偿额度来控制赔偿风险，这主要通过设定最低赔偿额和最高赔偿额¹³⁵来实现。最低赔偿额是指只有当损害超过一定数额，卖方才有义务进行赔偿。最低赔偿额一般又分两种，一种是单项最低赔偿额¹³⁶，另一种是综合最低赔偿额¹³⁷。

单项最低赔偿额是指每一项损害都必须超过一定额度，买方才有权就该项损害向卖方索赔。需要注意的是，一项损害超过单项最低赔偿额一般来说只是买方有权索赔的必要条件，而非充分条件。这是因为大多数情况下，卖方还会要求在合同里约定综合最低赔偿额，即只有各项超过单项最低赔偿额的损害加起来的总额超过一定额度时，买方才有权提出索赔。

例如，合同规定单项最低赔偿额为一万欧元，综合最低赔偿额为十万欧元。买方在交割后一个月因卖方陈述保证不实而遭受了三项损害。第一项损害额度是九千欧元，第二项损害额度是五万欧元，第三项损害额度是四万欧元。第一项损害因未达到单项最低赔偿额，所以买方无权就该项损害提出索赔。第二和第三项损害虽然每项均超过了一万欧元的单项最低赔偿额，但两项相加仅为九万欧元，低于十万欧元的综合最低索赔额，因此买方对这两项损害也无权要求赔偿。

在以上例子中，假设买方在交割后第二个月又发现一项陈述保证不实，且因此而遭受的损害为三万欧元，那情况会怎么样呢？新发现的这项损害（以下称第四项损害）超过了单项最低赔偿额，因此可与第二、三项损害合计考虑是否超过了综合最低赔偿额。本例中第二、三、四项相加为十二万欧元，超过了十万欧元的综合最低赔偿额。但是这种情况下可能出现一个问题，即索赔的额度是全部的十二万欧元，还是超过综合最低赔偿额的两万欧元呢？

¹³⁵ 英语术语可表述为 **liability cap**。

¹³⁶ 英语术语一般为 **de minimis**。

¹³⁷ 英语术语一般为 **basket** 或 **threshold**。

荷兰企业并购主要法律问题

为避免歧义和纠纷，在股份购买合同里最好对这个问题作出明确约定。在荷兰并购实务中，以上提到的两种结果（赔偿全部十二万欧元或仅赔偿超出的二万欧元）都可能出现，这主要取决于买卖双方的谈判筹码和商业考虑。有的并购里双方会约定一旦超过综合最低赔偿额，买方就有权要求全额赔偿，但有时卖方比较强势，可能合同会规定买方只能就超出综合最低赔偿额的那部分损害提出索赔。

5.7.3. 最高赔偿额

除限定最低赔偿额外，卖方一般还会要求限定最高赔偿额。在限定最高赔偿额时一般会对两类陈述保证条款进行区别对待，有时最高赔偿额的分类可能还会更细一些，但由于篇幅关系本节只介绍基本的两类。第一类是违反根本性陈述保证时适用的最高赔偿额；第二类是违反其它陈述保证条款时适用的最高赔偿额。

所谓根本性陈述保证，一般是指对买方来说至关重要的陈述保证，例如：

- 目标企业的合法成立和有效存续；
- 卖方出售的股份发程序合法，所有股款已经全部缴清，在股份上没有设定任何限制性物权；及
- 卖方有权处置其出售的股份等。

一般来说，卖方违反这类根本性陈述保证条款的赔偿责任最高不超过买方支付的并购价格。¹³⁸违反其它陈述保证条款的卖方最高赔偿额一般会低于并购价格，通常的做法是约定并购价格的一个百分比作为违反这类陈述保证条款的最高赔偿额，例如并购价格的 15% 或 25% 等。具体定在百分之几，这取决于双方谈判的筹码和商业考虑。

5.7.4. 索赔期限

还有一种限制卖方赔偿责任的方法是规定买方必须在一定期限内索赔，超过这一期限卖方不再承担损害赔偿。一般来说，

¹³⁸ Keijzer 2012 第 114 页。

5 股份购买合同

违反根本性陈述保证条款的索赔期限相对长一些，实务中经常规定这类条款的索赔期限为法定诉讼时效期限。¹³⁹

违反非根本性陈述保证条款的赔偿期限一般会短一些，通常是在交割后一至两年。¹⁴⁰在各种非根本性陈述保证条款中，违反与税务有关的陈述保证条款的赔偿期限一般会比违反其它非根本性陈述保证条款的期限长一些，具体期限最终由双方通过协商谈判来定。

5.7.5. 披露

除以上方式外，卖方还可能通过其它方式来限制损害赔偿 responsibility，但由于篇幅原因不可能逐一介绍。本节只简单再提一种方式，即通过披露来限制卖方赔偿责任。

简单地说，披露限制是指卖方要求在股份购买合同中写明，如果卖方在签约或交割前已把可能造成陈述保证不实的情况通过适当方式告知买方，或至少已向买方提供适当途径来了解这些情况，则买方无权针对这些情况提出基于违反陈述保证条款的索赔要求。¹⁴¹为避免纠纷，有时卖方会在签约前向买方发一封专门的披露函¹⁴²，在披露函中卖方会逐条列出可能造成某些陈述保证不实的情况。如果买方或目标企业因为这些披露了的情况而遭受损害，卖方便无需负赔偿责任。

除上述专门的披露方式外，荷兰并购实务中双方还经常会在股份购买合同中约定一条比较笼统的披露条款。这种笼统的披露条款一般会规定，签约之前卖方在尽职调查过程中向买方提供的所有信息¹⁴³都构成披露信息，有时还会将签约之后到交割之前卖方向买方提供的所有书面信息也约定为披露信息。如果这些笼统披露的信息内容显示出某一项卖方陈述保证的内容不实，那卖方就无需针对这部分情况承担损害赔偿 responsibility。荷兰这种笼统披露的做法与美国比较通行的要求详细披露的做法有所不同，实际上对买方的尽职调查提

¹³⁹ 法定诉讼时效期限一般为五年（《荷兰民法典》3:310条）。

¹⁴⁰ Keijzer 2012 第 115 页。

¹⁴¹ De Nijs Bik 2009 第 117 页。

¹⁴² 英语术语一般为 disclosure letter。

¹⁴³ 有时会把披露信息的范围限定为卖方提供的书面信息，而不包括口头提供的信息。

出了比较高的要求。

5.8. 索赔程序条款

股份购买合同的索赔程序条款一般都会规定一个通知期限，即买方在发现某项陈述保证不实或可能不实之后，必须在一定期限内通知卖方。大部分合同一般还会规定买方应具体以何种方式通知卖方，例如通过书面形式，且在通知时要说明买方发现的何种具体情况构成卖方陈述保证不实、买方实际或预估可能遭受的损害，并须附上相关证据和说明材料。

关于告知期限的条款一般还要约定一个问题，即如果买方在规定的期限内没有履行告知义务，那买方是否还有权索赔。关于这个问题，在荷兰的并购实务中没有一个绝对一致的做法。有时卖方会主张超过告知期限之后买方就无权再索赔。如果卖方比较强势，可能买方会接受这种规定。但笔者在并购实务中见得比较多的情况是，双方约定超过告知期限并不导致买方索赔权消灭，但对因买方逾期通知卖方而造成的损害，卖方无赔偿义务。

在卖方比较强势的情况下，有时可能还会要求在合同中写入诉讼期限条款。诉讼期限条款的内容一般是，买方在发现某项陈述保证条款不实之后，必须在一定期限内向法院提起损害赔偿诉讼或启动损害赔偿仲裁程序。如买方在规定期限内未启动诉讼或仲裁程序，则买方要求损害赔偿的权利归于消灭。

一般来说诉讼期限会比通知期限长一些，也就是说，如果合同里既规定了通知期限，又规定了诉讼期限，则买方必须在通知期限内通知卖方，然后必须在诉讼期限内提起诉讼或启动仲裁，否则买方便无权利再向卖方索赔。这种诉讼期限条款一方面当然是为保护卖方利益，但另一方面也是为防止买方过于轻易地提出没有充分依据的损害赔偿请求，所以从客观上可能在一定程度上能起到减少纠纷的作用。

5.9. 赔偿条款

赔偿条款¹⁴⁴在合同里可能有不同的表述方式，但从内容上看，赔偿条款一般有两个基本要素：

一、此类条款一般会列出一个或几个事件或情况，这些列出的事件或情况可能会导致买方或目标企业在交割后遭受损害，例如因为这些情况目标企业可能要支付罚款或向第三方支付损害赔偿等。

二、此类条款一般会规定，对于买方或目标企业因这些事件或情况而遭受的损害，卖方必须向买方或目标企业作出赔偿。也就是说，这些损害最终由卖方承担。

从上述内容要素来看，赔偿条款与本章第 5.6 节讲过的陈述保证条款有一定相似性。它们都是规定交割后买方或目标企业遭受的哪些损害最终要由卖方来承担。换言之，从根本功能上看，赔偿条款和陈述保证条款都是买卖双方之间的一种风险分配机制。

但赔偿条款和陈述保证条款还是有区别的，其区别主要在于：

一、这两类条款分配的风险类型不同。简单地说，陈述保证条款分配的是未知风险，而赔偿条款分配的是已知风险。¹⁴⁵这里所说的未知风险，是指买方在签约前不了解的情况可能带来的风险，而已知风险，是指买方在签约前已经了解到的情况可能带来的风险。该区别可通过以下例子进一步说明。

例如在一起并购中，买方不知道目标企业过去是否侵犯了他人知识产权。在这种情况下，买方可以要求在合同中写入一条卖方陈述保证，内容是“目标企业没有侵犯过任何人¹⁴⁶的知识产权”。这样一来，如果交割后发现目标企业在交割前侵犯了他人知识产权且必须赔偿相关损失，则卖方原则上要按陈述保证和卖方责任限制条款的有关规定向买方承担损害赔偿责任。

接下来我们假设另一种情况。在尽职调查过程中买方了解到，有一家公司声称目标企业侵犯了其知识产权，且已将目标企业告上

¹⁴⁴ 英语术语一般为 indemnity clause，荷语一般表述为 vrijwaringsclausule。

¹⁴⁵ 见 Van Huizen 2002 第 75 页，Meijer 2009 第 98 至 99 页及 Van den Bergh & Jongen 2011 第 49 页。

¹⁴⁶ 为避免歧义，在这种情况下一般将“人”定义为自然人、法人及/或其他权利主体。

法院，要求目标企业赔偿损失。原告认为其损失金额是一百万欧元。此外我们假设目标企业承认侵犯了原告知识产权，但认为原告遭受的损失仅为十万欧元。因此双方的争议焦点不是要不要赔偿，而是赔偿的额度问题。最后我们假设在交割前法院还不会作出判决，而且也很难预测法院最后到底会判赔多少钱。在这种情况下，买卖双方都知道目标企业在交割后会因侵犯知识产权而承担赔偿责任，但双方不知道最终赔偿金额会是多少。

这就是一种比较典型的已知风险。如果双方不能通过降低收购价格或通过其它方式来解决这一问题，则一般的做法会是在股份购买合同中写入一条赔偿条款，规定卖方必须向买方或目标企业赔偿因该项知识产权纠纷而支付的所有费用。

二、这两类条款对卖方赔偿责任的限制一般也有一定区别。本章第 5.7.2 及 5.7.3 节讲到，股份购买合同中一般会对卖方违反陈述保证条款的赔偿金额设置最低和最高限额，而且一般会规定一个卖方索赔期限。¹⁴⁷赔偿条款有时不受这些限制，或即使有限制，期限限制一般会比陈述保证的索赔期限宽松一些，赔偿金额的上限一般也会比陈述保证赔偿金额的上限要高，而下限一般比陈述保证赔偿金额下限要低。¹⁴⁸也就是说，对赔偿条款即使有数额和期限上的限制，一般来说，这些限制也会比违反陈述保证条款时的卖方责任限制条款对买方更有利一些。这也从一个侧面说明做好尽职调查对买方的重要性。如果能在尽职调查期间发现风险和问题，那买方就可以要求针对这些发现的风险和问题在合同里写入适当的赔偿条款，或通过降低并购价格等其它方式来解决，这样往往会比通过违反陈述保证进行索赔对买方更有利。

5.10. 准据法条款

跨国并购股份购买合同一般都会有准据法条款。准据法条款的重要目的之一是为明确一个问题，即如果发生合同纠纷，应适用哪

¹⁴⁷ 关于卖方索赔期限详见本章第 5.7.4 节。

¹⁴⁸ Visser 2011 第 95 页。

5 股份购买合同

个国家或地区的法律来解决纠纷。¹⁴⁹这实际上也涉及一个风险分配的问题。如果双方在股份购买合同中对某一风险如何分配没有明确规定，而这一风险在交割后导致了买方或目标企业遭受损害，那么一般就要依据双方选择的准据法的有关规定来判定风险所致的损害最终应由哪一方承担。

国内企业来荷兰进行并购，是选择中国法作为准据法好，还是选择荷兰法或其它国家的法律更好，这个问题很难一概而论，而是要根据并购中各方面的具体情况来综合考虑。这其中一个比较重要的考虑因素是双方约定了怎样的争议解决方式。例如，如果双方约定合同纠纷通过诉讼方式解决，且诉讼应提交荷兰法院受理，那在这种情况下选择中国法作为准据法可能会带来一些不便。这是因为审理纠纷的荷兰法官对中国法可能不了解，审理起来很可能会比较困难。

由于准据法的选择需要具体问题具体分析，本书对此将不展开论述。但有一点需要提醒读者注意，本书所讲关于并购合同的内容是按荷兰法相关规定来讲的。如果国内企业来荷兰并购，但并购合同最终选择适用荷兰法以外的其它法律，那本书有些内容可能就不适用。所以如果选择适用其它国家或地区的法律作为准据法，那么对于并购合同的相关内容最好要咨询对准据法比较了解的律师。

5.11. 争议解决条款

在荷兰企业并购中有两种常见的争议解决方式，一种是法院诉讼，另一种是商业仲裁。这两种争议解决方式各有利弊。接下来本节将简要介绍这两种争议解决方式的主要优缺点，然后分别介绍诉讼和仲裁条款需要注意的一些主要问题。

5.11.1. 诉讼与仲裁的主要利弊

对国内企业来说，商业仲裁与法院诉讼相比，一个比较大的优势是仲裁裁决的跨国执行一般会比法院判决的跨国执行容易一些。

¹⁴⁹ 这里所说的不是诉讼法层面的程序类法律规定，而是合同法层面的实质性法律规定，例如应该怎样解释合同内容等。

荷兰企业并购主要法律问题

假设一家国内企业在荷兰进行并购，卖方和目标企业都是荷兰公司，双方约定以中国法作为准据法，合同纠纷由中国法院解决。这看上去对中国企业很有利，但这种安排其实隐藏了一个比较大的风险。假设交割后发生纠纷，国内法院判荷兰卖方向中国买方支付一百万欧元损害赔偿，但荷兰卖方不执行法院判决，拒不付款。在这种情况下，国内法院没有权力直接来荷兰强制执行法院判决。胜诉了的这家国内企业如想获得赔偿金，则必须向荷兰相关法院申请承认中国法院判决和强制执行，而这个程序一般会比接下来要介绍的仲裁裁决在荷兰的执行要复杂很多。

如果上例中双方约定通过中国的仲裁机构来解决纠纷，情况就不一样。这是因为中荷两国都参加了《承认及执行外国仲裁裁决公约》¹⁵⁰。根据该公约规定，如果当事人提出申请，荷兰的法院原则上必须承认并执行中国仲裁机构的裁决，反之亦然。在申请执行过程中，被执行人可能提出一些抗辩来阻挠仲裁裁决的执行，但总体来说，国内仲裁裁决在荷兰的承认和执行会比国内法院判决更容易。

仲裁还有一个优势是灵活性。一般来说，如果选择仲裁，则当事方在仲裁庭人数、仲裁员资质、仲裁语言等方面会有较大选择自由度。而法院诉讼一般要依据法院所在国民民事诉讼法进行，受到强制性拘束会多一些。

保密性也是仲裁的优势之一。不管是在荷兰还是在国内，诉讼的庭审一般都公开，而且法院还可能公布判决书。这样一来，争议解决的保密性就较难保障。如果选择仲裁，那么买卖双方可以在股份购买合同仲裁条款中约定保密的具体义务和责任，而且如果有必要，还可特别针对保密性要求仲裁机构及仲裁员对仲裁程序、内容和裁决予以保密。这样做有利于保护交易双方的商业机密及纠纷细节等敏感信息。

当然法院诉讼也有其优势。这其中一个比较大的优势是诉讼的费用一般比仲裁要低。

¹⁵⁰ 英语名称为 *The Convention on the Recognition and Enforcement of Foreign Arbitral Awards*，通常简称为《纽约公约》（*The New York Convention*）。

5 股份购买合同

从上述内容可见，在一起并购中究竟选哪种争议解决方式更好，这取决于双方对跨境执行风险和争议解决费用的承受能力以及对保密性的要求等多方面因素。

5.11.2. 选择法院诉讼时的注意点

如果选择法院诉讼作为争议解决方式，那么买卖双方能自由决定的事项相对来说比较有限。这其中最主要的一个选择是在哪个国家进行诉讼。

国内企业来荷兰并购原则上既可选择国内法院，也可选择荷兰法院，而且根据并购的具体情况，有时甚至可选择第三国法院。具体选择时主要考虑的因素之一是上节提到的判决跨境执行问题。从判决跨境执行角度考虑，如果卖方是荷兰公司、自然人或其它法律实体，那么选择在荷兰诉讼一般会更有利于判决的执行。另外需要考虑准据法的问题。从这个角度看，解决争议的法院如果能和准据法统一起来一般会好一些。还有一个需要考虑的因素是应诉的方便性，从这个角度来看，对国内企业来说，选择国内的法院会更方便一些。最终的选择需要综合考虑各方面因素，而且也取决于对方的接受度和双方各自的谈判筹码。

选择了在哪个国家进行诉讼之后，一般双方还会具体选择这个国家里某个地方的法院作为有管辖权的法院。例如如果选择在荷兰诉讼，双方可以指定阿姆斯特丹、鹿特丹或其它地方的法院作为有管辖权的法院。

在具体选择荷兰哪家法院的问题上还有一个诉讼语言的问题值得一提。在荷兰法院进行诉讼原则上必须用荷兰语，¹⁵¹但 2019 年初

¹⁵¹ 鹿特丹地方法院海事法庭从 2016 年 1 月 1 日起可以应诉讼方共同请求以英语审理特定类型的案件，见 https://www.rechtspraak.nl/Organisatie-en-contact/Organisatie/Rechtbanken/Rechtbank-Rotterdam/Nieuws/Paginas/Pilot-Engelstalig-procederen-verlengd.aspx?pk_campaign=rssfeed&pk_medium=rssfeed&pk_keyword=Nieuws-van-de-rechtbank-Rotterdam。

荷兰企业并购主要法律问题

荷兰在阿姆斯特丹地方法院和上诉法院各设了一个可用英语¹⁵²审理案件的专门法庭，¹⁵³这主要是为审理跨国商业纠纷。¹⁵⁴对国内企业来说，用英语进行诉讼可能会比用荷兰语进行诉讼更方便一些。但这两家特别法庭的案件受理费比一般法院要高不少，而且目前这两家英语法庭审理经验还比较有限，所以是否值得选择这种英语诉讼还需综合考虑各方面利弊而定。

5.11.3. 选择仲裁时的注意点

如果选择仲裁作为争议解决方式，那么双方可以自由决定的事项会相对比较多一些。首先需要决定的是选择哪家仲裁机构。在荷兰企业并购中有两家仲裁机构比较常见，一家是荷兰仲裁院，¹⁵⁵另一家是国际商会的国际仲裁院。¹⁵⁶选其它仲裁机构当然也可以。

另外双方一般还可以选择仲裁庭由几名仲裁员组成，常见的情况是由一名或三名仲裁员组成。在考虑仲裁员人数时一方面要考虑仲裁质量，但另一方面也要考虑费用。一般来说，仲裁员越多，仲裁费用越高。

还有一个重要问题是仲裁地。在荷兰法的框架下，仲裁地和审理地是两个不同的概念。¹⁵⁷仲裁地是个法律概念。¹⁵⁸仲裁地选在哪个国家，就适用哪个国家的仲裁法。不同国家关于仲裁的法律规定可能不一样，选择哪个国家的仲裁法可能会在程序方面对仲裁有影响。¹⁵⁹仲裁的审理地是指仲裁庭实际审理仲裁案件的地方。双方可

¹⁵² 详见 Cobussen, Van Kogelenberg & Krusinga 2018。

¹⁵³ 这两家特别法庭统称为荷兰商事法庭（The Netherlands Commercial Court），官方网址为 <https://www.rechtspraak.nl/English/NCC/Pages/default.aspx>。

¹⁵⁴ 详见 Boon 2018。

¹⁵⁵ 荷兰名称为 *Nederlands Arbitrage Instituut*，英语译名为 *Netherlands Arbitration Institute*，简称 NAI。

¹⁵⁶ 英语名称为 *The International Court of Arbitration of the International Chamber of Commerce*。

¹⁵⁷ 《荷兰仲裁院仲裁规则解释》第 3.5 条。

¹⁵⁸ 详见 De Vink 2010 第 20 页及 Peters 2017 第 41 页。

¹⁵⁹ 例如可能会影响仲裁程序在多大程度上会受到仲裁地所在国法院的监督和干预，详见 Peters 2017 第 42 至 45 页。

5 股份购买合同

以约定审理地和仲裁地在同一个地方，也可约定在不同的地方，例如可约定仲裁地在阿姆斯特丹，而审理地在中国上海。

除上述内容外，在仲裁条款里双方一般会约定仲裁使用何种语言。国内企业来荷兰并购一般会选英语作为仲裁语言。如有必要，双方还可约定对仲裁的过程和内容等进行保密。

以上仅是仲裁条款的几个主要方面，实际操作中还会有一些其它细节需要考虑。对仲裁条款这些相关细节不同的处理可能会带来不同的后果和风险，具体的选择一般会涉及仲裁方面的细节和技术问题。总之仲裁条款并非简单的格式条款，国内企业在并购谈判中如能就仲裁条款细节上的选择与聘请的律师进行充分沟通，这将有利于防范相关风险。

6. 资产收购

6.1. 简介

与股份收购相比，资产收购在荷兰比较少见，因此本章对资产收购只作相对简要的介绍。第 6.2 节将介绍资产收购与股份收购相比有哪些主要优势和弊端。之后几节会讲到以下四个在股份收购中一般不会出现，但在资产收购中需要注意的问题：

1. 目标企业员工（第 6.3 节）；
2. 合同转让（第 6.4 节）；
3. 行政许可（第 6.5 节）；及
4. 股东大会批准（第 6.6 节）。

本章最后一节还将简要介绍资产购买合同的一些基本情况。

6.2. 资产收购的利弊

本书第 2 章讲到过，股份收购是指买方通过购买目标企业的股份而取得目标企业的所有权和控制权的并购类型。¹⁶⁰比较常见的情况是买方向目标企业的现有股东购买股份。¹⁶¹在这种情况下，卖方是目标企业的股东，并购是在买方和目标企业股东之间进行的。

资产收购是指买方向目标企业购买其厂房、设备及知识产权等资产的并购形式。¹⁶²交易的卖方是目标企业本身，而不是目标企业的股东，也就是说资产收购是在买方和目标企业之间进行的。

资产收购的一个优势是买方可以选择收购资产的范围。例如买方可以只购买优质资产，而把劣质资产和债务留给卖方。假设目标企业是一家汽车配件生产公司，该公司有三项主要业务：（一）生产汽车挡风玻璃、（二）生产汽车雨刷器、（三）生产汽车后视镜。假设这三项业务中只有生产后视镜一项业务营利，而其它两项业务

¹⁶⁰ 详见第 2 章第 2.2.1 节。

¹⁶¹ 也可能出现买方认购目标企业增发股份的情况。

¹⁶² 详见第 2 章第 2.2.1 节。

6 资产收购

都亏损，那么买方可以选择只收购与生产汽车后视镜业务相关的资产，而把亏损的两项业务的资产留给目标企业。

在上述例子中，如果不采用资产收购，而采用股份收购的形式，那就不能只收购盈利的汽车后视镜业务。如果买方购买目标企业全部股份，那么买方会同时取得这三项业务。如果买方只收购部分股份，例如只收购三份之一的股份，那也不能只收购汽车后视镜业务，而是会通过收购的股份间接取得目标企业全部资产和债务的三分之一。

这种选择权对于买方控制并购风险比较有利。当然，买方在资产收购中的这种挑选权也并非不受限制，下一节会进一步讲这一问题。

资产收购也有不利之处。一个比较严重的弊端是资产收购的交割一般会比股份收购的交割复杂得多，而且费用也可能会高很多。股份收购交割中的股权转让交付环节原则上只需签署一份股权转让公证书即可。但在资产收购的交割过程中，各类资产要分别履行相应的转让交付手续，有些资产的转让交付还需要获得第三方的同意。

此外，与股份收购相比，资产收购对卖方来说在税务上一般会比较不利。根据荷兰税法有关规定，目标企业对于出售资产而获得的利润需要交企业所得税。¹⁶³但是如果选用股份收购的方式，那么卖方就可以利用《荷兰企业所得税法》¹⁶⁴关于参股所得免税¹⁶⁵的规定¹⁶⁶，把并购设计成符合参股所得免税的形式。这样一来，对于出售股份的盈利卖方就无需交企业所得税了。

基于以上原因及资产收购的一些其它弊端，在荷兰的并购实务中资产收购没有股份收购那么普遍。¹⁶⁷

¹⁶³ 《荷兰企业所得税法》第 7 及第 8 条。

¹⁶⁴ 荷语名称为 *Wet op de vennootschapsbelasting*，英语一般译为 *Corporation Tax Act*。

¹⁶⁵ 荷语术语为 *deelnemingsvrijstelling*，英语一般译为 *participation exemption*。

¹⁶⁶ 《荷兰企业所得税法》第 13 条。

¹⁶⁷ 更多关于资产收购利弊的分析见 *Stevens & Garcia Nelen 2017* 第 81 至 82 页。

6.3. 目标企业员工

上一节讲到，在资产收购中买方原则上可以挑选其想要的资产，而把不想要的资产留给卖方（即目标企业），但这种挑选资产的自由并非完全不受限制。这其中特别需要注意目标企业员工的问题。

假设一家国内企业来荷兰并购，想要收购一家乳制品加工企业的全部资产，包括厂房、设备、知识产权等。但在员工方面，这家国内企业认为现有员工太多，因此只拟接收一半的员工，另一半留给卖方。然而在此例的情况下，荷兰法律是不允许这样挑选员工的。

根据荷兰相关法律规定，在企业转让¹⁶⁸的情况下，出让方与企业员工之间劳动合同的全部权利和义务，在企业转让的那一刻自动转移给受让方。¹⁶⁹在上文所举例子中，即使这家国内企业与卖方在资产购买合同中约定只接收一半员工，这种约定也是无效的。

需要注意的是，“企业转让”这个概念有一定模糊性。在上述例子中，如果这家国内企业不收购所有资产，而只收购部分资产，那这项收购是否构成“企业转让”呢？如果这部分资产的转让已经构成企业转让，那么哪些员工应算作被转让企业的员工，哪些不在此范围内？这些问题需要根据荷兰相关法律，针对并购的具体情况来进行分析才能解答。这些问题处理得不好，会给买方带来风险。假设这些问题没有处理好，那么即使双方约定了买方接收员工的名单和范围，也可能会有名单之外的员工基于企业转让的法律规定向买方索要工资或主张作为雇员的其它权利。所以如果国内企业来荷兰进行资产收购，在接收目标企业员工的问题上宜格外注意。

6.4. 合同转让

一家企业要正常运转，往往离不开各种合同。在股份收购中，买方一般不需要履行特别的手续来确保目标企业的商业合同在交割后对目标企业继续有效。这是因为股份收购导致的变化是目标企业

¹⁶⁸ 荷语术语为 *overgang van onderneming*，英语翻译一般为 *transfer of undertaking*。

¹⁶⁹ 《荷兰民法典》7:663 条。该规则有几个例外情形。例如当出让方为破产企业时，此规则不适用。详见《荷兰民法典》7:666 条。

6 资产收购

的股东发生变化，但目标企业本身仍然是合同方，所以一般来说合同会继续有效。当然，有些商业合同中可能会有控制权变更条款。第 4 章讲到过，如果合同中有控制权变更条款，那么在交割前必须通知合同相对方，而且合同相对方通常会有选择权，既可选择解除合同，也可选择继续履行合同。¹⁷⁰除了针对这种有控制权变更条款的合同外，股份收购中一般不需要对目标企业的商业合同采取特别的行动。

但在资产收购中情况就不一样了。一般来说，买方会把目标企业的商业合同作为资产的一部分收购过来，这就会涉及合同转让的问题。如果卖方不把合同转让给买方，那交割之后卖方仍会是合同方，买方就没有资格享有任何合同权利，也不承担任何合同义务，这对买方在交割后继续运营目标企业一般是不利的。

根据荷兰相关法律规定，合同的转让需要出让方和受让方签订转让协议，而且还需要合同相对方的同意。¹⁷¹在资产收购中，买方和卖方签订合同转让协议一般不会有什问题，但合同相对方会不会同意转让，这就不一定了。

也就是说，资产收购中可能会有合同相对方不同意转让合同的风险。基于这个原因，买方最好在尽职调查过程中查清楚哪些合同对目标企业的运作是不可或缺的，然后在资产购买合同里写入一项交割先决条件，规定合同的相对方必须同意这些关键合同的转让，双方才进行交割。基于这样的先决条件，如果签约之后这些关键合同的相对方不同意转让，那么买方就可以放弃收购。否则买方就必须在没有这些关键合同的情况下交割，那么交割后目标企业可能会因为没有这些关键合同而出现运作困难，这对买方会是不利的。

6.5. 行政许可

根据其所在行业和经营的业务，目标企业可能会需要取得某些行政许可才能合法运营。在股份收购中一般不涉及行政许可的转让

¹⁷⁰ 详见第 4 章第 4.4.4 节。

¹⁷¹ 《荷兰民法典》6:159 条。

荷兰企业并购主要法律问题

问题，因为股份收购交割后只是股东变了，目标企业本身还是行政许可的持有人。

但在资产收购中情况不一样。如果卖方不把行政许可转让给买方，那么卖方在交割之后会继续持有行政许可，而买方会因没有行政许可而不能合法经营购得的目标企业业务。

在行政许可的问题上需要注意的一点是，有些行政许可可以转让，但是有些行政许可是不能转让的。至于哪些可以转让，哪些不可以转让，这要看相关法律法规的具体规定。

由于行政许可的上述特点，买方在尽职调查当中宜调查清楚，要合法经营目标企业需要取得哪些行政许可，而这些行政许可中，哪些是可以转让的，哪些是不可转让的。对于可以转让的行政许可，要查清楚行政许可的转让需要满足哪些条件以及要办哪些手续等。对于不能转让的行政许可，买方就必须自己去申请。这就需要买方在尽职调查时查清楚申请行政许可要满足哪些条件以及需要办哪些手续，而且要了解清楚申请的期限会是多久。总之要尽量避免交割之后买方不能取得或不能按时取得有关行政许可的情况。

6.6. 股东大会批准

如果资产收购的卖方是荷兰股份制公司，那么资产收购当中还需要注意股东大会批准的问题。从卖方的角度来看，资产收购实际是目标企业处分自身财产的一种行为。根据荷兰相关法律规定，股份制公司董事会出售公司资产的决定原则上不需要得到股东大会批准，¹⁷²但这也有例外。例如有些公司的章程可能会规定，董事会如拟出售超过一定价值的资产，其决定必须得到股东大会批准。此外，根据《荷兰民法典》¹⁷³和法院有关案例¹⁷⁴的规定，董事会如拟出售

¹⁷² 《荷兰民法典》2:129条第1款及2:239条第1款。

¹⁷³ 《荷兰民法典》2:107a条。

¹⁷⁴ 例如阿姆斯特丹上诉法院在容克诉 UMI 管理公司案 *Gerechtshof Amsterdam 16 november 2005, JOR 2006, 5 (Jonker/UMI Beheer BV)*及范德费尔特诉范巴尔森公司案 *Gerechtshof Amsterdam 1 februari 2006, JOR 2006, 122 (Van der Veldt/S. van Baarsen Halfweg BV)*。

6 资产收购

公司全部或者几乎全部资产，则董事会的决定必须得到股东大会批准。

由于上述原因，在资产收购中，买方要注意卖方的公司章程中是否有关于出售资产应由股东大会批准的规定。如果有类似规定，则要注意买方拟收购的资产是否属于卖方公司章程规定的需经股东大会批准方可出售的资产。

即使目标企业章程没有上述规定，那么还要注意收购的资产是不是目标企业的全部或几乎全部资产¹⁷⁵。如果是，那就要注意卖方董事会出售资产的决定是否得到了股东大会批准。如果在签订资产购买合同前卖方股东大会没有作出批准，那最好把取得卖方股东大会批准作为交割的先决条件写进并购合同，而且最好在合同里加入一项陈述保证条款，要求卖方保证在交割前已经取得了股东大会批准，这有利于防范卖方得不到股东大会批准的风险。

6.7. 资产购买合同

荷兰并购中常见的资产购买合同¹⁷⁶的基本结构和股份购买合同的基本结构很相似，一般也是由以下几部分构成：¹⁷⁷

- 合同方名称、基本信息
- 前言（并购背景、签约前已完成的步骤简介）
- 资产买卖条款
- 并购价格条款
- 交割先决条件条款
- 交割前卖方义务条款
- 交割条款

¹⁷⁵ 如果卖方是荷兰股份有限公司（荷语将这种类型的公司称为 *naamloze vennootschap*，英语一般译为 *public company*）且收购的资产包括卖方对其它企业的参股，则还要核查所售参股的价值是否达到了《荷兰民法典》2:107a 条第 1 款 c 项规定的额度（具体额度的计算技术性较强，在此不详述）。

¹⁷⁶ 英语术语一般为 *asset purchase agreement*，常用缩写为 *APA*。

¹⁷⁷ 这里列出的只是常见的基本结构，具体操作中有些条款可能没有必要，而且有些条款的排序有灵活性。

荷兰企业并购主要法律问题

- 价格调整条款（根据定价机制不同，该条款可能出现，也可能没必要，而如果需要价格调整条款，其位置也可能紧接在并购价格条款之后）
- 陈述保证条款
- 卖方责任限制条款
- 索赔程序条款
- 赔偿条款
- 税务条款
- 保密条款
- 准据法条款
- 争议解决条款
- 格式条款

结构上相似并不代表资产购买合同与股份购买合同在内容上也会完全一样。实际上，资产购买合同的内容往往会比股份购买合同更加复杂。这其中一个重要原因是资产购买合同标的物的界定一般比股份购买合同标的物的界定更为复杂。¹⁷⁸

股份购买合同对购买标的的界定比较简单，无非是写清楚买方购买的到底是哪些股份。如果收购全部股份，则合同里只要写清楚全部股份即可，如果是收购部分股份，一般写清楚收购的该部分股份的编号即可。这个一般来说不是很复杂。

但在资产购买合同里需要考虑和界定的内容就比较多了。例如首先要考虑买方除了购买资产外，是否同时取得卖方债务，如果取得债务，具体会取得哪些债务，这就涉及债务界定的问题。

另外，资产的界定可能也会比较复杂，特别是如果卖方同时经营不同业务，而买方不拟收购所有业务，而只拟收购部分业务。这种情况下要特别注意哪些资产对于买方拟收购的业务是必须的，而哪些资产可以不收购。这其中可能会涉及商业合同的拆分和资产剥离等问题。这些问题在股份收购当中一般不会出现。

除了标的物的界定之外，资产购买合同的交割条款一般也会比股份购买合同复杂。这主要是因为各类资产必须分别履行相应的转让

¹⁷⁸ 见 Meijer 2009 第 89 至 91 页。

6 资产收购

交付手续¹⁷⁹，因此资产购买合同的交割条款一般要对各类不同资产的转让交付手续作出相应安排。

¹⁷⁹ 详见第 9 章第 9.5 节。

7. 职工权益

7.1. 简介

总体来说，荷兰的法律对于职工权益的保护度比较高。本书第6章已经提到资产收购中“企业转让”情形下对职工权益的保护。¹⁸⁰本章将再介绍两个与职工权益有关的问题。第7.2节将介绍荷兰企业并购中可能涉及的职工委员会征求意见程序。第7.3节将介绍可能涉及的向荷兰经社委员会和工会进行并购通报的程序。

7.2. 职工委员会征求意见程序

荷兰有一部保护职工参与企业管理权利的法律，叫《职工委员会法》。¹⁸¹这部法律规定了在什么情况下用人单位要组建职工委员会¹⁸²以及职工委员会有哪些权利等内容。简而言之，如果一家用人单位至少有五十名职工，原则上就必须组建职工委员会。¹⁸³有时即使一家用人单位没有五十名职工，但如果满足了《职工委员会法》规定的其它条件，也要组建职工委员会。¹⁸⁴职工委员会的委员必须是用人单位的职工，并且由有选举权的职工通过直接选举产生。¹⁸⁵

职工委员会有两项基本权利，即建议权¹⁸⁶和同意权¹⁸⁷。并购主要会涉及到职工委员会的建议权。¹⁸⁸例如一家国内企业来荷兰进行

¹⁸⁰ 详见第6章第6.3节。

¹⁸¹ 荷语名称为 *Wet op de ondernemingsraden*，英语一般译为 *Works Councils Act*。

¹⁸² 职工委员会的荷语名称是 *ondernemingsraad*，英语一般译为 *works council*。

¹⁸³ 《荷兰职工委员会法》第2条第1款。

¹⁸⁴ 《荷兰职工委员会法》第3条。

¹⁸⁵ 《荷兰职工委员会法》第6条第1款。

¹⁸⁶ 《荷兰职工委员会法》第25条。

¹⁸⁷ 《荷兰职工委员会法》第27条。

¹⁸⁸ 并购主要会涉及《荷兰职工委员会法》第25条第1款第a项（对用人单位全部或部分控制权的转让）和第b项（用人单位取得或转让对其它用人单位的控制权等情形）。有时并购也可能涉及第25条第1款第e项（用人单位组织结构的重大变更）、第j项（提供信贷或担保）和第n项（聘请外部顾问就第a至第m项事宜提供咨询），详见 *Meyer 2018* 第77至88页。

7 职工权益

并购，拟通过股份收购方式收购一家荷兰目标企业。该目标企业有一百名员工并组建了职工委员会。在这种情况下，卖方在作出出售目标企业决定之前必须就该决定向职工委员会书面征求意见。¹⁸⁹如果卖方不征求职工委员会意见就作出出售目标企业的决定，则职工委员会可以向法院提起诉讼，要求法院责令卖方撤销出售目标企业的决定，而且职工委员会还可以提出《职工委员会法》允许的其它诉讼请求。¹⁹⁰从以上例子可见，向职工委员会征求意见的程序不能忽视，否则如果职工委员会提起诉讼，会对并购进程产生不利影响。

如果卖方按照法律规定征求了职工委员会的意见，但是职工委员会不同意出售目标企业，或对并购价格或其它条件有不同意见，那卖方应该怎样处理呢？职工委员会的意见对卖方并没有法律上的约束力，因此即使职工委员会有异议，原则上说卖方还是可以按既定方案作出出售目标企业的决定。但这种情况下要注意三点：

第一、卖方要把作出的决定以书面形式告知职工委员会，即卖方至少有通报义务。¹⁹¹

第二、在通报决定的同时，卖方还要说明为什么没有采纳或没有完全采纳职工委员会的意见。也就是说除了通报义务之外，卖方还有解释的义务。¹⁹²

第三、在向职工委员会通报了出售目标企业的决定之后的一个月內，卖方原则上不可实施该决定，除非职工委员会表示卖方无需遵守这一个月等候期。¹⁹³

之所以有上述一个月等候期的规定，是因为职工委员会可在这一个月內向法院提起诉讼，要求法院责令卖方撤销出售目标企业的决定，而且还可以提出《职工委员会法》允许的其它诉讼请求。¹⁹⁴法院在审理的时候主要会看卖方在做出决定时是否考虑了与其决定

¹⁸⁹ 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 1 款第 a 项。

¹⁹⁰ 《荷兰职工委员会法》第 26 条。详见 Meyer 2018 第 89 页。

¹⁹¹ 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 5 款。

¹⁹² 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 5 款。

¹⁹³ 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 6 款。

¹⁹⁴ 《荷兰职工委员会法》第 26 条。

荷兰企业并购主要法律问题

相关的各种因素和利益，而且是否有合理的理由来做出该决定。¹⁹⁵也就是说，卖方可以不采纳职工委员会的意见，但是必须有适当的理由。至于卖方的理由是否合理，如果职工委员会提起诉讼，则最终要由法院来判定。

上述例子假设的是买方为中国企业。如果这家中国企业不是直接收购目标企业，而是通过一家在荷兰成立的子公司来收购，而这家荷兰子公司设立了职工委员会，则在这种情况下，买方的这家荷兰子公司也要向其职工委员会就购买目标企业的决定征求意见。¹⁹⁶

此外还需注意征求意见的时机，即应该在什么时候向职工委员会征求意见。根据《职工委员会法》的规定¹⁹⁷，用人单位必须在职工委员会的意见能够对用人单位有关决定产生实质性影响的时候向职工委员会征求意见。¹⁹⁸在荷兰的并购实务中，向职工委员会征求意见的程序一般是在签订并购合同之前需要完成的。¹⁹⁹比较常见的做法是买卖双方先就并购合同的文本达成一致，但并不马上签署。在启动向职工委员会征求意见程序之前，双方会签一份签约协议。²⁰⁰签约协议的核心内容一般是，只有在取得职工委员会同意的情况下，双方才会正式签订并购合同。此外签约协议一般还会规定，如果职工委员会不同意并购或对并购提出条件，则买卖双方必须尽量通过协商来解决职工委员会提出的问题。

7.3. 经社委员会和工会通报程序

荷兰有一家机构叫作经社委员会，²⁰¹该委员会是根据《荷兰经

¹⁹⁵ 《荷兰职工委员会法》第 26 条第 4 款。

¹⁹⁶ 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 1 款第 b 项。

¹⁹⁷ 《荷兰职工委员会法》第 25 条第 2 款。

¹⁹⁸ 违反该要求可能导致法院责令并购方取消并购决定，例如阿姆斯特丹上诉法院在尤尼菲斯案中的判决 *Gerechthof Amsterdam 10 oktober 2017, JAR 2017, 285 (Uniface)*。

¹⁹⁹ 原则上说，履行征求职工委员会意见的程序不应作为交割先决条件写入并购合同中，而应在签订合同前完成，见 *De Kluiver 2003* 第 39 页。

²⁰⁰ 英语术语是 *signing protocol*。

²⁰¹ 荷语名称为 *De Sociaal-Economische Raad*，简称 *SER*，英语一般译为 *the Social and Economic Council of the Netherlands*。

7 职工权益

社委员会法》²⁰²成立的一家机构。它的主要职能之一是就经济和社会问题向荷兰政府和议会提出建议，另外它也是荷兰企业主和雇员就劳动就业等问题进行沟通的一个平台。²⁰³

为保护企业职工在并购中的权益，荷兰经社委员会颁布了一项名为《兼并行为准则》²⁰⁴的规定。对于企业并购来说，行为准则最重要的内容之一是，如果并购符合《兼并行为准则》规定的条件，那么买卖双方签订并购合同之前，必须向经社委员会书面通报并购的有关情况，而且如果目标企业有工会，则还要同时向工会书面通报相关情况。²⁰⁵这种通报义务的主要目的是为了保障工会的知情权，而且也是为了让工会能够就并购提出意见。

如果工会对并购有异议，其意见对买卖双方并没有法律上的拘束力，而且即使买卖双方不采纳工会意见，工会也无权向法院提起诉讼。也就是说，基于经社委员会颁布的《兼并行为准则》，工会实际上没有法律上的手段来阻止并购。但是这并不意味着买卖双方就可以对通报程序置之不理。

如果买卖双方未履行《兼并行为准则》规定的义务，例如没有书面或没有及时书面通报工会，则工会可向经社委员会进行投诉。经社委员会专门设立了一个争议解决委员会来处理这类纠纷。²⁰⁶如果争议解决委员会经过审理发现工会的陈述属实，那么委员会就会裁定买卖双方违反了《兼并行为准则》，而且委员会的裁决原则上是对外公布的。²⁰⁷对于违反《兼并行为准则》的主体，经社委员会无权给予处罚，但投诉和审查程序可能给并购带来一定干扰，而且可能会给相关方的声誉带来不利影响，因此对通报程序也还是不能忽视。

²⁰² 荷语名称为 *Wet op de Sociaal-Economische Raad*，英语一般译为 *Social and Economic Council Act*。

²⁰³ 见荷兰经社委员会官方网站 (<https://www.ser.nl>)。

²⁰⁴ 荷语名称为 *Fusiegedragsregels*，英语一般译为 *Merger Code*。

²⁰⁵ 《兼并行为准则》第 3、第 4 及第 8 条。

²⁰⁶ 《兼并行为准则》第 9 条。

²⁰⁷ 《兼并行为准则》第 33 条第 2 及第 3 款。

荷兰企业并购主要法律问题

至于哪些并购需要向经社委员会和工会通报，哪些不需要通报，这在《兼并行为准则》里有详细规定。一般来说，如果目标企业的员工不到五十人就不需要履行通报程序，不过这也有例外的情况。这些具体规定涉及的主要是技术上的细节，因此在本书中不详述。

8. 反垄断审查

8.1. 简介

反垄断审查总的来说是个规则比较复杂，而且技术性较强的问题。由于本书旨在向读者介绍荷兰企业并购当中一些主要法律问题的基本情况，因此对反垄断审查的细节和技术问题将不详述。本章将简要介绍荷兰企业并购反垄断审查中以下四个主要方面的基本情况：

1. 在什么情况下要进行反垄断审查申报（第 8.2 节）；
2. 怎样进行申报（第 8.3 节）；
3. 申报和审查的大致程序（第 8.4 节）；及
4. 反垄断审查有关风险的分配（第 8.5 节）。

8.2. 什么情况下要进行反垄断审查申报

一起并购是否要进行反垄断审查申报，这取决于相关国家和地区的具体规定。目前全球有一百多个国家和地区都有关于企业并购反垄断审查的立法，这些法律规定的基本目的一般都是为防止企业通过并购的方式来垄断市场或取得市场支配地位，从而影响市场竞争。²⁰⁸

至于哪些并购需要申报，哪些不需要申报，不同国家和地区的反垄断法可能有不同的规定和标准。但总的来说，许多国家和地区的立法一般会用两类标准来界定并购是否需要进行反垄断审查申报，一类是以营业额作为标准，另一种做法是以市场份额作为标准，也有一些国家会综合考虑营业额和市场份额两类标准来界定哪些并购要接受反垄断审查。²⁰⁹至于营业额和市场份额具体怎样计算，这会涉及到很多具体的技术细节问题，在此不详述。

全球各个国家和地区的反垄断法不可能在本书中一一讲到，由于篇幅原因，接下来只讲《荷兰反垄断法》的有关规定。当然这并

²⁰⁸ Whish & Bailey 2018 第 1 至 4 页。

²⁰⁹ Fanoy & Raats 2013 第 66 至 67 页。

8 反垄断审查

不意味着在荷兰进行企业并购就只需要考虑《荷兰反垄断法》的规定。实际上，如果目标企业所在地是荷兰，但目标企业或买方的业务范围涉及到其它国家和地区，也有可能要在这些其它国家和地区进行反垄断审查申报。具体可能要在哪些国家和地区进行申报，这一般是在尽职调查过程当中需要核实的一个重要问题。

《荷兰反垄断法》²¹⁰原则上是以营业额作为界定标准。一般来说，一起并购是否要在荷兰进行反垄断审查申报，这取决于并购所涉及的相关企业的营业额²¹¹是否超过了两个法定标准。第一个法定标准是并购涉及的相关企业在并购前一年²¹²的全球营业总额超过一亿五千万欧元。²¹³第二个法定标准是在上述并购前一年全球营业总额中，至少有两家并购所涉及的相关企业在荷兰的营业额分别都超过了三千万欧元。²¹⁴如果同时满足了这两项法定条件，则必须对这起并购在荷兰进行反垄断审查申报。这个规则也有例外。一个重要的例外情况就是，如果企业营业额不仅超过了《荷兰反垄断法》规定的标准，而且也超过了欧盟颁布的反垄断审查申报标准，那么在这种情况下就无需在荷兰申报，而是要向欧盟委员会进行申报。²¹⁵

在上文讲营业额法定标准时多次提到了一个概念，即“并购所涉及的相关企业”。在一起并购中计算反垄断申报法定营业额时，究竟要考虑谁的营业额，这是个技术性比较强的问题。不过总的来说，如果是进行股份收购，则买方和目标企业是相关企业，即要看买方和目标企业的营业额是否达到了法定标准。如果是资产收购，则买方肯定是相关企业，其营业额必须考虑进去。另外卖方出售的资产所产生的营业额也要考虑进去。

²¹⁰ 荷语名称为 *Mededingingswet*，英语一般译为 *Competitive Trading Act*。

²¹¹ 对于一些特殊行业的企业，比如银行和保险公司，营业额的计算方法与其它行业有所不同，见《荷兰反垄断法》第 31 条。

²¹² 此处的年是指日历年，即并购前一年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间，见《荷兰反垄断法》第 29 条第 1 款。

²¹³ 《荷兰反垄断法》第 29 条第 1 款。

²¹⁴ 《荷兰反垄断法》第 29 条第 1 款。

²¹⁵ 《欧盟委员会企业集中控制条例》（英语名称为 *Council Regulation (EC) No 139/2004 of 20 January 2004 on the control of concentrations between undertakings*）第 1 条第 2 款。详见 *Stevens & Garcia Nelen* 2017 第 114 页。

8.3. 怎样申报

如果通过前期的调查和分析发现，某一起并购必须在荷兰进行反垄断审查申报，那么应该怎样进行申报呢？这会涉及到一些具体问题，接下来主要看三个基本问题：第一是由谁来申报，第二是向谁进行申报，第三是应该在什么时候进行申报。

对于由谁来申报的问题，《荷兰反垄断法》并没有作出明确规定。在荷兰并购实务中一般是由买方进行申报，当然买方在申报之前一般会与卖方和目标企业进行必要的协调和沟通。

第二个问题是应该向谁进行申报。这个问题的答案一般比较简单。一般情况下，应该向荷兰反垄断局²¹⁶进行申报，但这也有例外。如果在一起并购中，相关企业的营业额不但达到《荷兰反垄断法》规定的申报标准，而且同时还达到了至少两个其它欧盟国家反垄断法规定的申报标准，但相关的营业额又没有达到欧盟规定的申报标准，那么在这种情况下，相关企业可以请求欧盟委员会对并购进行反垄断审查。²¹⁷如果相关的欧盟成员国对这项请求没有异议，则相关企业就可向欧盟委员会进行反垄断审查申报，而无需再向相关欧盟成员国的反垄断机构分别申报。²¹⁸

至于应该在什么时候进行申报，在这个问题上首先需要明确的是，不能在交割之后才进行申报。²¹⁹如果出现这种先斩后奏的情况，那么荷兰反垄断局可以对违规企业处以数额相当高的罚款。²²⁰至于最早可以在什么时候申报，《荷兰反垄断法》对这个问题没有作出明确规定，但从理论上说，只要双方对并购最主要的内容达成了书面一致，就可以申报。这里所说的最主要的内容一般包括并购的架构以及对并购具体标的之界定。²²¹也就是说并不一定要等完整的并购合同都谈好或已签署才能申报。从理论上说，即使双方只签订了

²¹⁶ 荷语名称：Autoriteit Consument en Markt，简称：ACM，英语一般译为 Netherlands Authority for Consumer and Markets。

²¹⁷ 《欧盟委员会企业集中控制条例》第4条第5款。

²¹⁸ 《欧盟委员会企业集中控制条例》第4条第5款。

²¹⁹ 《荷兰反垄断法》第34条第1款。

²²⁰ 《荷兰反垄断法》第74条。

²²¹ Fanoy & Raats 2013 第67页。

8 反垄断审查

并购意向书，只要意向书里写清楚了并购的架构和标的，哪怕并购价格尚未确定，也可以申报。不过需要注意的是，荷兰反垄断局收到申报之后会对外进行公布，²²²因此如果双方还不想对外公开并购意向，则最好先不要申报。

8.4. 申报审查大致程序

一般来说一套完整的审查程序会包括两轮审查，而这两轮审查又可以具体分为以下四个主要步骤。

第一步是相关企业进行初审申报，申报的时候要填一些表格并提供一些相关的材料。²²³总的来说初审申报的材料相对不是特别复杂。²²⁴

第二步是反垄断局对申报材料进行初审。原则上反垄断局必须在收到申报之后四周内作出初审决定，²²⁵但如果申报材料不完整，那么这个期限可能会延长。²²⁶初审的结果一般可能会有三种情况。如果反垄断局经过初审认为并购不会对荷兰市场竞争产生严重不利影响，那么反垄断局会通知并购相关企业不必再履行进一步的反垄断审查程序。²²⁷

第二种可能的结果是反垄断局基于初审材料认为并购可能对荷兰市场竞争产生严重不利影响。那么在这种情况下，反垄断局会决定并购必须接受进一步审查，相关企业必须向反垄断局申请并购许可。²²⁸这种结果对买卖双方来说是不太有利的，因为这样一来，并购的相关企业要提供更加详细的资料，而且第二轮审查耗时一般会更长。

第三种可能的初审结果可说是介于第一种和第二种之间，反垄断局可能会向相关企业提出一些要求和条件，如果相关企业在规定

²²² 《荷兰反垄断法》第 36 条。

²²³ 《荷兰反垄断法》第 35 条。

²²⁴ Fanoy & Raats 2013 第 68 页。

²²⁵ 《荷兰反垄断法》第 37 条第 1 款。

²²⁶ 《荷兰反垄断法》第 35 条第 2 款。详见 Fanoy & Raats 2013 第 68 页。

²²⁷ 《荷兰反垄断法》第 37 条第 1 款及第 6 款。

²²⁸ 《荷兰反垄断法》第 37 条第 2 款。

的期限内满足这些要求和条件，则无需接受进一步审查，即不需要申请并购许可。²²⁹这些条件一般会要求相关企业在一定期限内出售其一部分业务，²³⁰这主要是为防止并购之后的企业在荷兰市场上取得垄断或支配地位。在实务中，并购方为了避免进入第二轮审查程序，有时会在初审阶段主动向反垄断局提出出售一部分业务，这主要是为了打消反垄断局在市场竞争方面的顾虑。在这个过程中需要相关企业与反垄断局进行充分的沟通和协商，可能会涉及一个与反垄断局“讨价还价”的过程。

如果初审结果是上文讲的第二种情况，那么并购相关企业就必须走第三步，也就是必须向反垄断局提交并购许可申请。一般来说，第二轮需要提供的材料会比初审申报材料更具体、更复杂一些。²³¹

接下来反垄断局原则上必须在十三个星期内完成对并购许可申请的审查，²³²但如果申请材料不完整，这个期限也可能延长。²³³第二轮审查的结果一般也可能是三种，一种是予以批准，一种是不予批准，²³⁴还有一种是附条件的批准。²³⁵就象上文讲到的初审结果一样，这种附加条件一般会要求相关企业出售部分业务。在第二阶段审查中，并购方也可以主动提出出售部分业务，如果能够通过这种方式打消反垄断局有关顾虑，会有利于尽快获得批准。

8.5. 反垄断审查风险分配

从以上内容可见，反垄断审查可能会给并购带来很多不确定性，所以在起草和谈判并购合同时需要考虑由谁来承担相关风险。一般来说，如果经过前期分析发现并购必须接受反垄断审查，那么并购合同里通常会有一项与反垄断审查相关的交割先决条件，即只有在获得所有反垄断审查批准的情况下，双方才有义务进行交割。

²²⁹ 《荷兰反垄断法》第 37 条第 4 款。

²³⁰ Fanoy & Raats 2013 第 69 页。

²³¹ Fanoy & Raats 2013 第 68 页。

²³² 《荷兰反垄断法》第 44 条第 1 款。

²³³ Fanoy & Raats 2013 第 68 页。

²³⁴ 《荷兰反垄断法》第 41 条第 2 款。

²³⁵ 《荷兰反垄断法》第 41 条第 4 款。

8 反垄断审查

加入这样的先决条件之后，并购得不到反垄断审查批准的风险实际上就由卖方来承担，因为如果得不到反垄断审查批准，那么买方就可以放弃并购而无需进行交割。

除了以上讲到的能否最终获得反垄断审查批准的风险之外，在一些规模较大的并购中有时还要考虑一些其它与反垄断审查相关的风险，例如如果反垄断审查的时间拖得非常久，那么在这种情况下，买方或卖方是否有权解除合同。²³⁶还有一种风险是如果相关国家和地区的反垄断审查机构对并购相关方提出一定的要求和条件，例如要求买方必须出售部分业务，那么在这种情况下，买方是否必须接受这些条件，还是说可以选择放弃并购。²³⁷这些问题应怎样解决，最终取决于买卖双方协商谈判的结果，很难说有统一的解决方案。不过总的来说，如果并购可能牵涉到复杂的反垄断审查，那么事先充分考虑这些可能出现的情况，并通过协商在合同中作出适当安排，这会有助于避免或减少在反垄断审查过程中双方因为这些问题出现纠纷。

²³⁶ Stevens & Garcia Nelen 2017 第 116 至 117 页。

²³⁷ Stevens & Garcia Nelen 2017 第 117 页。

9. 交割

9.1. 简介

交割是并购的关键一步。本章首先简要介绍交割的含义（第 9.2 节），然后分别介绍交割的两个基本环节，即付款（第 9.3 节）和股权及资产的转让交付手续（第 9.4 和 9.5 节）。

9.2. 交割的含义

在并购中经常用到交割一词，但该词在荷兰法律上并没有明确的定义，因此其含义可能会因使用该词的合同条款不同而有差异。但一般来说，在荷兰并购实务中可将交割理解为“一手交钱、一手交货”的过程。所谓一手交钱，是指买方向卖方支付并购价款或其它形式的对价。²³⁸一手交货是指卖方向买方转让目标企业的股权或资产。总之通过交割要达到的状态是，买方获得目标企业的股权或资产，而卖方取得相应的对价。²³⁹

如本书第 2 章所述，在有些并购中，签订并购合同和交割会在同一天完成，但有时签约和交割不在同一天，两者之间可能会有一段时间间隔。不论签约和交割是否在同一天完成，有一点需要明确，即在绝大多数情况下，²⁴⁰如果仅签订并购合同，而不履行股权或资

²³⁸ 并非所有的并购中都需要买方在交割日一次付清全部并购价款。如果双方同意，买方也可分期支付并购价款。而且有时买卖双方对于目标企业未来的盈利预期可能有较大出入。在这种情况下，有时双方除约定交割时应支付的基本价格外，还会约定卖方将来有权根据目标企业在交割后一段时间内的业绩从买方获得盈利支付（earn-out），见 Raaijmakers & Van der Velden 2009 第 158 至 159 页。

²³⁹ 这种理解是一种广义的理解。有时交割的意思比这个广义的理解要窄，仅指双方完成股权或资产转让交付手续的那一刻。例如有些并购合同会规定，自交割起，买方享有目标企业经营收益并承担经营风险。在这种情况下，交割一般不是指付款的时刻，而仅指双方完成目标企业股权或资产转让交付手续的那一刻。

²⁴⁰ 资产收购中有时可能有例外。例如如果资产收购只涉及不需登记的动产，且动产已经处于买方实际控制下（例如已租赁给买方使用），则可在并购合同中写明自合同签订时起，卖方将其对动产的占有交付给买方。这样就可根据《荷兰民法典》3:90 条及 3:115 条 b 款的规定完成动产的交付，从而使买方取得动产的所有权。

9 交割

产转让交付手续，则买方不能获得目标企业的股权或资产。即使买方在签订并购合同后已向卖方支付了全部并购价款，但是只要未履行相关转让交付手续，买方还是不能获得目标企业的股权或资产。这是因为《荷兰民法典》规定，股权及动产、不动产、知识产权等均属于财产，²⁴¹而财产的转让必须履行法定相应转让交付手续。²⁴²财产的类型不同，需要履行的转让交付手续也有所不同。²⁴³

从上述内容可见，交割的两个最重要的环节，一是买方支付并购对价，二是双方履行股权或资产转让交付手续。接下来本章将分别介绍这两方面的主要内容。

9.3. 并购价款的支付

从理论上说并购的对价不一定要是货币，也可以是实物或其它财产权利。但在实际操作中最常见的还是买方向卖方支付一定数量的货币，而且基本上都是通过银行转账来完成支付的。

最简单的支付方式是买方将并购价款直接转到卖方的银行账户中，但这种直接支付方式在荷兰并购实务中并不常见。较常见的支付方式是通过公证人或律师事务所托管账户²⁴⁴进行的间接支付。

这种间接支付的流程一般如下。首先在签订并购合同时双方约定一个交割日，并约定买方必须在交割日前一天或交割日当天上午某个时间之前（例如上午十点之前），将并购价款转到指定公证人托管账户中。这个公证人一般是买方指定的公证人²⁴⁵。在资产收购的交割过程中有时无需办理公证手续，那么双方可能会约定买方必

²⁴¹ 《荷兰民法典》3:1 条、3:3 条及 3:6 条。

²⁴² 《荷兰民法典》3:84 条第 1 款。

²⁴³ 《荷兰民法典》2:86 条第 1 款、2:196 条第 1 款、3:89 条、3:90 条、3:93 条及 3:94 条等。

²⁴⁴ 这类托管账户的荷语术语是 *derdengeldenrekening*，英语常译为 *trust account*。荷兰的律师事务所和公证人一般都会有托管账户。这类账户的重要特点之一是托管账户中的资金是与公证人或者律师事务所自身的财产相分开的，即托管账户中的资金不是公证人或者律师事务所的财产。这种财产分离的好处在于，即使公证人或律师事务所破产，托管账户中的资金也不会成为破产财产的一部分。

²⁴⁵ 交割过程当中有些手续必须通过这个公证人完成，例如股权转让公证书或不动产转让公证书的签署等。

荷兰企业并购主要法律问题

须将并购价款转到买方或卖方聘用的律师事务所的托管账户中。

当买方支付的并购价款转到托管账户之后，公证人或律师事务所会将钱先扣在账户里不动。接下来买卖双方会按并购合同的约定来履行目标企业股权或资产转让交付的各类手续。待这些手续完成后，公证人或律师事务所才会将并购价款从托管账户转到卖方账户。

使用这种间接支付的一个主要原因是，买卖双方一般都不愿先履行自身义务。²⁴⁶买方一般不愿在未获得股权或资产之前先付款，因为万一付款后出现问题最终导致无法获得股权或资产，买方就会钱货两空。基于类似原因，卖方一般也不愿在收到并购价款之前将股权或资产转让给买方。通过公证人或律师事务所的托管账户进行间接支付是较好的折中方案，一般买卖双方都可以接受。

在荷兰并购实务中有时双方会约定即使股份或资产转让交付手续在交割日已完成，但公证人或律师事务所不能在交割日当天将并购价款转给卖方，而是只有在交割后的第一个工作日才能把并购价款转到卖方账户。这种约定与《荷兰破产法》的一项规定有关。

《荷兰破产法》规定，²⁴⁷荷兰法院的破产宣告有一定程度的追溯既往效力。具体而言，被荷兰法院宣告破产的企业不是从法院宣布其破产的那一刻进入破产状态，而是从宣布破产当天凌晨零点零分开始就进入了破产状态。处于破产状态的公司无权处分自身财产，其财产处分权由破产清算人行使。²⁴⁸如破产企业擅自处分自身财产（例如转让股权或资产），其财产处分行为无效。²⁴⁹

举例来说，假设在一起股份收购中，买方在交割日上午十点将并购价款转到公证人托管账户中，在十一点双方完成了股权转让交付手续，接下来中午十二点公证人将交割价款转到卖方账户。在这种情况下，如果卖方在下午四点被法院宣布破产，那结果会怎样呢？

上例中卖方从交割日凌晨零点起便无权处分目标企业股权，因此股份转让无效，买方不能取得股权。而并购价款系在卖方进入破

²⁴⁶ 关于该原因的说明详见 Stevens & Garcia Nelen 2017 第 52 页及 Meijer 2009 第 93 至 94 页。

²⁴⁷ 《荷兰破产法》第 23 条。

²⁴⁸ 《荷兰破产法》第 23 条。

²⁴⁹ 《荷兰民法典》3:84 条第 1 款规定，财产出让人必须有财产处分权。

9 交割

产状态之后转进卖方账户，因此并购价款已成为卖方破产财产。²⁵⁰ 买方可要求卖方退款，但必须经过破产债权追讨程序，而破产企业往往没有足够资产来支付所有债务，所以买方最终可能追讨不回并购价款，或只能追讨回部分并购价款。

由于破产追溯力问题，在荷兰并购中双方有时会约定公证人或律师事务所在交割后第一个工作日才能将并购价款转给卖方。在这种情况下，公证人或律师事务所会在交割后第一个工作日核查卖方是否在交割日被宣告破产。如果卖方在交割日被宣告破产，则公证人或律师事务所会将并购价款退还给买方。

9.4. 股权转让交付手续

根据荷兰法律规定，股权转让交付必须通过股权转让公证书的形式来完成。²⁵¹ 一般来说，买方、卖方和目标企业都会作为当事方签署公证书。在股权转让公证书签署之刻买方正式获得股权。

股权转让公证书一般由公证人根据并购合同起草，内容通常不复杂，主要包括买卖双方及目标企业的名称、卖方取得股权的时间和方式、股份转让原因、转让股份的面值、编号及对价等。²⁵²

股权转让公证书的签署一般有两种方式，一种是买卖双方和目标企业的法定代表人²⁵³在公证人面前当面签署。另一种是由买方、卖方或目标企业通过委托书委托其他人在公证人面前签字。在跨国并购中常用的是委托签署，这可节省相关当事方的时间和差旅费。

国内企业来荷兰并购时如拟通过委托书方式来签署股权转让公证书，则需注意一个细节问题，即委托书在国内签好之后一般不能直接在荷兰使用，通常要先在国内经过公证、认证，且一般还要向荷兰公证人提交一些辅助证明材料。在国内办理相关公证、认证手续可能需要一定时间，因此在规划并购步骤和进程时需考虑到这部分时间。

在股份收购的交割中，股权转让公证书的签署是最关键的步骤

²⁵⁰ 《荷兰破产法》第 20 条。

²⁵¹ 《荷兰民法典》2:86 条第 1 款及 2:196 条第 1 款。

²⁵² 《荷兰民法典》2:86 条第 2 款及 2:196 条第 2 款。

²⁵³ 如果买方或卖方是自然人而不是法人，则由其本人签署。

之一，但交割当天并非只需履行这一项手续。一般来说，在交割日还需履行一些其它手续，例如对目标企业股东名册上记载的股东信息进行更新。此外，若只有一个买方且买方在交割后成为目标企业唯一股东，则还要向荷兰工商登记机构进行股东信息登记。很多时候在交割当天买方会更换目标企业的董事或监事，这就会涉及到董事和监事更换的手续。

具体在一起并购中，交割当天到底要履行哪些手续，这个问题最好在交割前与律师进行充分沟通。如果涉及的手续较多或较复杂，大部分律师会向客户提供一份交割日程表，写明交割当天要履行哪些手续，由谁来负责准备，由谁负责具体履行等。

9.5. 资产转让交付手续

总的来说，资产收购涉及的转让交付手续会比股份收购复杂，这是因为针对收购的每一件资产，原则上都必须要履行相应的转让交付手续。对于不同类型的资产往往要履行不同的转让交付手续。以下简要介绍几类常见的资产转让交付手续。

一、无需履行登记手续的动产

此类资产在并购中十分常见，包括机器设置、各种原材料、办公用品等。此类财产最基本的交付手续是卖方让买方取得对动产的实际控制，²⁵⁴例如让买方将卖方的机器设备从卖方的厂房搬到买方的厂房。这种交付方式一般称为动产的直接交付。

此外这类动产还有三种间接交付方式，即不需要发生实际的控制转移，而只需买卖双方针对这些动产的交付达成一致，并作出相应的意思表示即可。这三种间接交付方式与我国《物权法》规定的动产间接交付方式非常相似，用中文可以分别表述为占有改定、简易交付和指示交付。²⁵⁵至于这些间接交付在什么情况下适用，且适用时要满足哪些法定要求，这些涉及具体的技术问题，在此不详述。

²⁵⁴ 《荷兰民法典》3:90条及3:114条。

²⁵⁵ 《荷兰民法典》3:90条及3:115条。

二、不动产

不动产包括土地和房屋等。²⁵⁶此类财产的交付需履行两道手续，首先是当事方要签署一份不动产交付公证书，之后还要在荷兰不动产登记簿²⁵⁷进行交付登记。²⁵⁸如果只签署不动产交付公证书而不进行登记，则买方不能取得不动产所有权。

三、合同

《荷兰民法典》规定，合同的转让需要满足两个条件，一是买卖双方签署合同转让协议，第二是合同相对方必须同意卖方将合同转让给买方。²⁵⁹合同相对方的这种同意可以是明示，也可以是暗示。所谓明示是指相对方明确通过书面或口头方式表示同意，而暗示一般是指从合同相对方的行为可推定其对合同转让无异议。

四、应收账款

应收账款其实是债权的一种。此类资产的交付也要满足两个条件，一是买卖双方签署应收账款交付协议，第二是通知债务人。²⁶⁰通知债务人的手续可由买方、卖方或双方共同履行，且通知形式既可是书面，也可是口头通知。需要注意的是，应收账款与合同转让的重要区别是，应收账款的交付只需通知债务人，无需取得其同意，而合同转让必须取得合同相对方同意方才有效。

五、知识产权

资产并购中常见的知识产权有专利权和商标权等。根据知识产权的类型不同，具体的交付手续也有所不同。大部分知识产权的交付需要买卖双方签署转让交付协议，而且有的知识产权还需进行转让登记。

上述系资产收购中常见的几类资产在转让交付时需履行的手续。由于篇幅关系，对一些不常见的资产转让交付手续（如船舶、飞机等）在此不详述。

²⁵⁶ 《荷兰民法典》3:3 条第 1 款。

²⁵⁷ 荷语术语：kadaster，英语一般译为 land registry。

²⁵⁸ 《荷兰民法典》3:89 条。

²⁵⁹ 《荷兰民法典》6:159 条。

²⁶⁰ 《荷兰民法典》3:94 条。

10. 结束语

10.1. 两类工作、四个步骤

综合本书所述内容可见，荷兰企业并购中的法律工作主要包括两类。第一类是手续性法律工作，即要达到并购目的（让卖方取得并购价款、买方获得目标企业的股权或资产）在法律上必须采取的行动及必须履行的法律手续。此类工作的典型例子是第 9 章所述交割过程中需履行的股权或资产转让交付手续。

第二类法律工作是通过合同方式在买卖双方之间进行风险分配。一起并购一般都会涉及多方面的风险，并购合同的主要目的和内容之一就是明确哪些风险由买方承担，哪些风险由卖方承担。第 5 章（股份购买合同）中就讲到了几种常见的风险分配机制，例如陈述保证和赔偿条款等。

这两类工作的完成一般都会经过四个基本步骤：

1. 调查了解情况；
2. 对了解到的情况进行分析、制定对策和谈判方案；
3. 与对方进行协商谈判，争取找到双方都能接受的解决方案；
4. 按双方协商一致的方案和时间表具体组织实施。

下文将分别介绍这两类工作四项步骤的主要内容。

10.2. 手续类工作

一、调查了解情况

对于手续性法律工作，在调查了解情况的阶段主要是要核实清楚，要完成这项并购，需要履行哪些法律上的手续。有些手续是每一起并购都要履行的，例如每一起股份收购都要履行股权转让交付手续，否则买方即使签了购买合同且支付了并购价款，也还是不能取得目标企业的股权。²⁶¹

但很多其它手续是否要履行需要根据每一起并购的具体情况而定。例如第 7 章讲到的向职工委员会征求意见程序是否要履行取决

²⁶¹ 详见第 9 章第 9.2 节。

10 结束语

于目标企业是否设立了职工委员会。²⁶²第 7 章讲到的向荷兰经社委员会和相关工会进行并购通报的程序是否要履行，这取决于目标企业在职工人数等方面是否达到了《兼并行为准则》规定的要求，而且也要看目标企业是否有工会。²⁶³

这种对法律手续必要性的调查通常是在尽职调查阶段进行，而且这一过程中律师一般会发挥比较重要的作用。这是因为要了解一起并购需要履行哪些法律上的手续，这主要要看相关法律规定、目标企业和买卖双方的章程以及相关合同的具体约定等法律方面的内容。例如股份收购过程中是否要向合同相对方进行并购通报，这取决于合同中是否有控制权变更条款。²⁶⁴

二、分析情况并制定对策和谈判方案

在了解相关情况后，就需要对这些情况进行分析并拟定相应对策和实施方案。在这一步中主要需回答三个问题：（一）由谁履行、（二）何时履行、（三）以何种方式履行这些手续。当然，虽然从理论上说分析对策、制定履行方案是独立的一个步骤，但在实际操作中，从买方角度来看，这一步经常是由律师在尽职调查过程中来做的，一般律师会在尽职调查报告中指出需要履行的手续并就手续的履行提出初步建议。²⁶⁵也就是说在实际操作中，调查了解情况和分析情况、制定对策经常是紧密联系，而不是两个完全分裂的步骤。

三、协商谈判

在了解相关情况并制定相关手续履行方案后，就需要与对方和目标企业进行协商，争取就履行方案达成一致。这一步也是从理论上来说是独立的一步，但在实际操作中每一步的分隔并非那么明显，而且也并不是所有关于手续性工作实施方案的沟通都集中在一两次会谈或谈判中商定。在很多情况下，这种关于手续性工作的协商是一种持续的协商，例如在签定并购合同之前并购相关方商量确定一

²⁶² 详见第 7 章第 7.2 节。

²⁶³ 详见第 7 章第 7.3 节。

²⁶⁴ 详见第 4 章第 4.4.4 节。

²⁶⁵ 详见第 4 章第 4.2 节关于尽职调查重要性及第 4.3.1 节关于尽职调查报告主要内容的说明。

部分手续应如何履行，在签约后再协商确定交割前及交割当天具体手续应如何履行。

四、具体实施

不同类型的手续实施时机可能不同。有些手续必须在签约之前完成，例如向职工委员会征求意见的手续。²⁶⁶有些手续一般在签约后至交割前实施，例如反垄断审查申报手续²⁶⁷以及依据控制权变更条款向有关合同相对方进行的通报程序等。²⁶⁸有些手续在交割当天履行，例如股权转让交付手续。²⁶⁹还有些手续是交割后履行，例如任命目标企业新董事、监事手续以及更新目标企业相关登记事项等。

总的来说这类手续性的法律工作技术性较强，律师在此类工作中的作用较重要，因此就这部分的工作最好与律师进行充分沟通。

10.3. 风险分配

一、调查了解情况

对于风险分配工作，在调查了解情况的阶段主要是要考察清楚该项并购会涉及到哪些风险。一项并购可能涉及多方面的风险，而这些风险的来源可能不同。例如造成并购风险的一个重要原因是买方和卖方存在信息不对称，一般卖方比买方更了解目标企业。²⁷⁰这种信息不对称可能导致买方对目标企业的估值过高，因而令买方在价格谈判中吃亏。

有些风险是商业风险。例如市场行情可能在签订并购合同之后到交割之前这段时间内突然恶化，这可能导致目标企业出现急剧贬值。²⁷¹

还有一些风险是法律风险。例如目标企业卷入了标的额较大的诉讼，法院到底会怎样判决，这可能在交割前还不清楚。²⁷²另外也

²⁶⁶ 详见第7章第7.2节。

²⁶⁷ 详见第8章第8.4节。

²⁶⁸ 详见第4章第4.4.4节。

²⁶⁹ 详见第9章第9.4节。

²⁷⁰ Stevens & Garcia Nelen 2017 第54页。

²⁷¹ 详见第5章第5.4节关于重大不利变化条款的说明。

²⁷² 见第5章第5.9节关于目标企业侵犯知识产权的例子。

可能出现的情况是，目标企业违反了相关法律法规，可能在交割后受到相关行政部门处罚。但有时买卖双方交割前都不知道目标企业存在这样的违法行为，或即使知道存在这样的违法行为，在交割前也很难预测这些违法行为将来是否会被相关行政部门发现，而且如果发现，有时也很难预测行政部门会给予怎样的处罚。这些都会给目标企业或买方带来风险。

这种对于风险分配的调查了解工作并非仅在尽职调查中进行。实际上这是从买卖双方初步接触一直到并购交割前都需要持续关注的问题。而且这种关于并购风险的调查了解通常涉及的并非仅是法律问题，而是会涉及商业运作和财务税务等诸多方面的问题。因此这部分调查了解情况的工作不仅要由律师来做，也需买方自身及其聘请的会计、财务和税务顾问一起来完成。

二、分析情况并制定对策和谈判方案

在了解了并购有哪些风险之后，下一步是对这些风险进行分析，要考虑如何应对这些风险。第 5 章（股份购买合同）中讲到了几种常见的风险分配机制，如约定相应的交割先决条件、²⁷³设定交割前卖方义务、²⁷⁴对于未知风险要求卖方作出陈述保证、²⁷⁵对已知风险要求卖方赔偿可能出现的损害等。²⁷⁶具体应如何分配风险，应拟定怎样的谈判方案，这需要买方和自己的财务、税务顾问及律师进行充分沟通和协商来确定。

三、协商谈判

在走完以上两步之后，就要与对方就风险分配进行协商谈判。提到协商谈判，读者可能会想到一个场景，即在一个会议室有一张谈判桌，买卖双方分坐一侧，双方就并购合同各项条款唇枪舌战进行谈判。这种面对面的谈判在并购中当然可能出现，但在实际操作中并非所有的风险分配问题都在一两次当面谈判中来集中解决。

²⁷³ 详见第 5 章第 5.4 节。

²⁷⁴ 详见第 5 章第 5.5 节。

²⁷⁵ 详见第 5 章第 5.6 节。

²⁷⁶ 详见第 5 章第 5.9 节。

荷兰企业并购主要法律问题

本书将协商谈判作为单独的一个步骤列出，主要是为了让读者在概念上形成一个基本框架。但在实际操作中，这些步骤之间的间隔并非那么明显或绝对。实际上，关于风险分配的协商经常是一个持续的过程，买卖双方可能从初步接触时就已经开始协商某些风险应如何分配。这种协商可能通过电子邮件、电话会议或交换交易文件修改稿等各种形式进行。而且很多时候买卖双方并不会明确使用风险分配这个词，但如果仔细分析双方关于并购合同交流的内容，其实关于很多合同条款双方沟通的核心问题只有一个，即一起并购可能包含或引发各种不确定性，而这些不确定性又可能带来各种不利后果，买卖双方讨论的核心问题往往是由谁来承担，并且在多大限度内来承担这些可能出现的不利后果。从这个角度看，风险分配实际上是商业考量的问题，在这个问题上谈不谈得拢，关键看买卖双方对于并购的利弊分析，而且也取决于双方对风险的预期和承受能力。

四、具体实施

如果双方通过协商谈判能够在风险分配上达成一致，那么最后一步就是具体实施。交易风险分配的具体实施实际上主要就是签定并购合同。如果说买卖双方的调查和谈判工作做得很充分，那么主要的并购风险应该怎样分配，这一般都会并在并购合同里有一定的安排。如果并购合同里没有明确作出分配，那么相关的风险一般就会根据双方在并购合同中选择适用的准据法来进行分配。交割后如果出现问题，在并购合同中有约定的，一般就按并购合同的约定来处理，如果并购合同没有约定，就按双方选定的准据法的相关规定来解决。²⁷⁷例如双方在并购合同中约定适用荷兰法，但对于“损害”这一概念在并购合同中没有作出具体界定。²⁷⁸如果在交割后出现问题，买方向卖方索赔，但是卖方认为买方遭受的这种不利影响不构成损害，则应按《荷兰民法典》对“损害”的定义来判断买方要求的赔偿是否属于“损害”的范围。

²⁷⁷ 见第5章第5.10节关于准据法的说明。

²⁷⁸ 关于损害概念的界定详见第5章第5.7.1节。

10.4. 实践心得及结束语

通过上述总结可见，并购中的这两类主要法律工作会涉及到很多方面的问题，而且这些工作的完成可能需要一个比较复杂且耗时长久的过程。在这个过程中可能会有不同的参与者参与进来，例如买卖双方、目标企业管理层、目标企业职工委员会和工会、买卖双方聘请的财务、税务顾问和律师，有时还会涉及到不同国家的政府机构，例如相关国家和地区的反垄断局及国内主管境外投资的政府部门等。

那么怎样才能做好这方方面面的工作呢？笔者在实务中体会到，以下四点对于顺利完成并购非常重要：

1. 精心筹划；
2. 用心调研；
3. 耐心沟通；
4. 细心实施。

将精心筹划放在第一位，主要是因为跨境并购一般会经历一个比较复杂且耗时的过程。如果能精心制定一个好的规划，确定一个较为可行的路线图，并给每一步的工作分配合理的时间，这对于确保并购成功一般会很有帮助。当然这种全局的规划对于还没有太多海外并购经验的国内企业来说可能会比较难。在这种情况下，可以考虑咨询经验比较丰富的外部顾问，一起来做好并购的总体规划。

用心调研的重要性其实在本书中已经多次提到。²⁷⁹例如从上述两类主要法律工作的四个基本步骤分析可见，调查了解并购必须履行的法律手续及并购可能涉及的各种风险，是所有后续工作的基础。如果调查做得不充分，很可能会引发各种后续问题。因此用心做好调研，尽量防患于未然，这有利于避免交割后出现纠纷或遭受损失。

²⁷⁹ 例如第4章第4.2节关于尽职调查重要性的说明。从第5章第5.9节对陈述保证和赔偿条款主要区分的比较可见，赔偿条款受到的索赔限制一般比陈述保证条款要少，因此对买方较为有利，但使用赔偿条款进行风险分配的前提是买方必须在签约前知道某些情况可能在交割后带来损害，而尽职调查是了解相关情况的重要手段。第5章第5.7.5节讲到荷兰并购实务中一般会允许以笼统披露方式来限制卖方赔偿责任，这实际上对买方的尽职调查提出了较高的要求。

荷兰企业并购主要法律问题

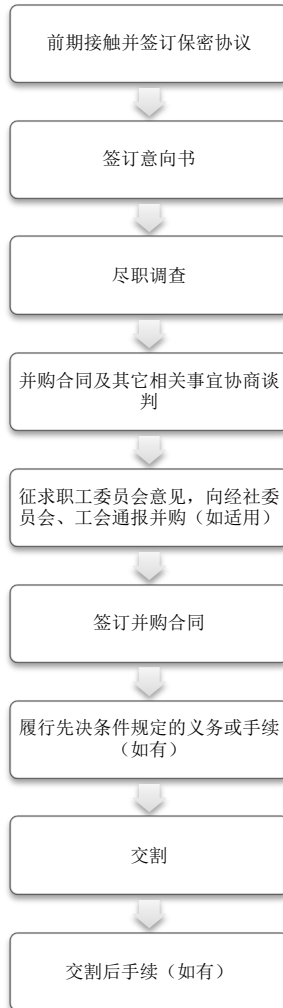
第三点耐心沟通的重要性是因为并购过程中往往会有各种不同的参与者，而且跨境并购还会涉及到不同国家或地区的法律制度和习惯差异等。在这种背景下，充分耐心地做好与并购相关的各个参与者之间的沟通，有利对避免误会和纠纷。

在做好筹划准备、调查研究和沟通协商之后，最后各项工作都要具体实施。一项海外并购在实施环节可能头绪很多，例如可能会有大量文件需要签署、交换，有的文件还需向相关政府机构进行备案登记等。有时如果一个文件未签或未按规定签，可能会影响到其它文件的效力，甚至可能打乱一系列后续步骤的安排。²⁸⁰所以细心实施，按时做好实施阶段的各项工作对于保证并购最终的成功也是相当重要的。

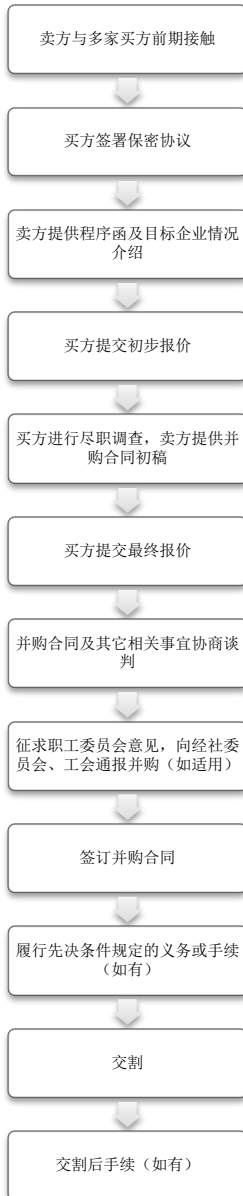
精心筹划、用心调研、耐心沟通，这些如果能够做到井然有序、有条不紊，当然是最理想的状态。但在实际操作中可能时间有限，而且在并购过程中还可能出现一些突发情况，所以在实务中，一场并购很可能不是一帆风顺，而是好事多磨，一波三折。不过这也许恰是跨境并购的魅力之一。所谓事因难能，所以可贵。一件事越有挑战性，做起来可能就越有意思。所以希望还没有太多海外并购经验但又希望通过海外并购进一步开拓发展空间的国内企业一方面尽量做好充分准备，另一方面也要敢于尝试，在合理评估和控制风险的前提下，积极参与国际并购。希望本书能为国内企业准备和实施海外并购，特别是来荷兰的并购提供一些有益的信息和帮助。

²⁸⁰ 例如第 9 章第 9.4 节提到的以委托书方式完成股权转让公证书的签署，如果国内企业作为买方出具的委托书未在国内履行相关公证、认证手续，则荷兰公证人一般不会承认委托书效力，因此可能导致无法完成交割。

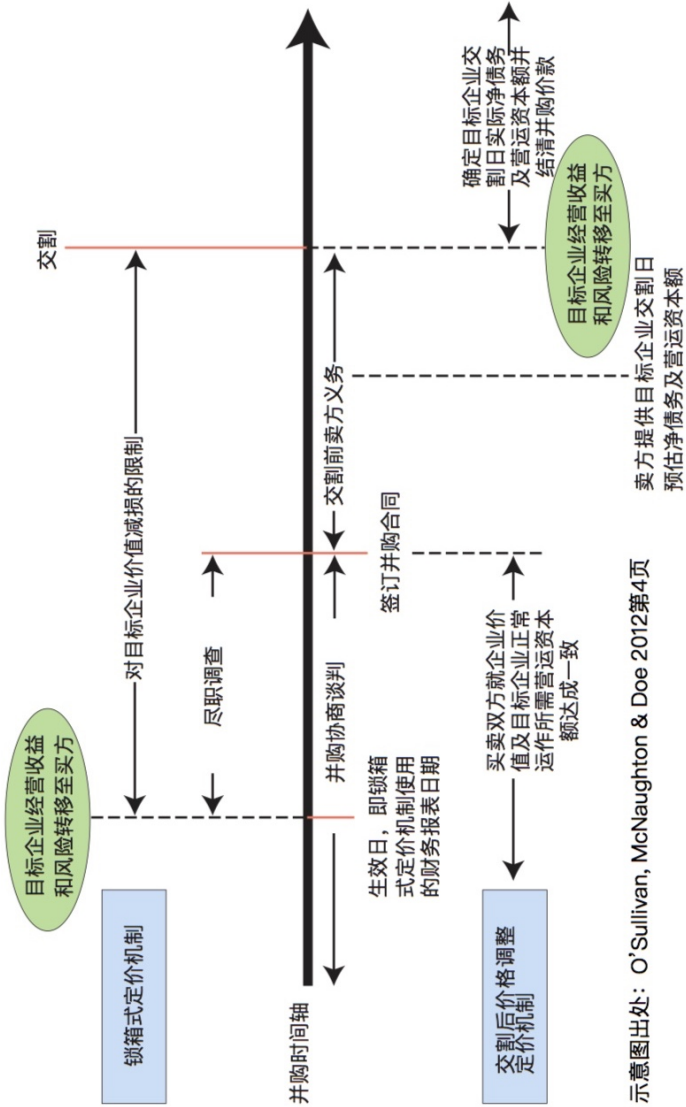
附录 1：非竞买并购基本流程



附录 2：竞买并购基本流程



附录 3：两种基本定价机制示意图



附录 4：主要荷语术语及专有名词

荷语术语或 专有名词 ²⁸¹	常用英语 译文	中文释义	本书主要 有关章节
Autoriteit Consu- ment en Markt (ACM)	Netherlands Authority for Consumer and Markets	荷兰反垄断 局	第 8 章
Burgerlijk Wetboek (BW)	Dutch Civil Code	《荷兰民法 典》	第 9 章等
De Sociaal- Economische Raad (SER)	The Social and Economic Council of the Netherlands	荷兰经社委 员会	7.3
derdengeldenre- kening	trust account	托管账户	9.3
Fusiegedragsre- gels	Merger Code	《荷兰兼并 行为准则》	7.3
handelsregister	trade register	荷兰工商登 记簿	4.3.2
kadaster	land registry	荷兰不动产 登记簿	9.5
Kamer van Koop- handel	Chamber of Commerce	荷兰商会	2.3.1
levering	transfer	交付	5.1、 9.2、 9.4、9.5 等

²⁸¹ 括号内为缩写。表格以荷语术语和专有名词字母排序。

附录 4：主要荷语术语及专有名词

荷语术语或 专有名词 ²⁸¹	常用英语 译文	中文释义	本书主要 有关章节
Mededingingswet	Competitive Trading Act	《荷兰反垄 断法》	第 8 章
Nederlands Arbi- trage Instituut (NAI)	Netherlands Arbitration Insti- tute	荷兰仲裁院	5.11.3
ondernemingsraad	works council	职工委员会	7.2
overgang van on- derneming	transfer of un- dertaking	企业转让	6.3
schade	damage	损害	5.7.1
titel	title, 也可译为 legal basis	法律上的资 格, 《荷兰 民法典》规 定合法资格 是财产转让 的必要条件 之一	5.1
vakbond	trade union	工会	7.3
Wet op de onder- nemingsraden	Works Councils Act	《荷兰职工 委员会法》	7.2
Wet op de Sociaal- Economische Raad	Social and Economic Council Act	《荷兰经社 委员会法》	7.3
Wet op het finan- cieel toezicht	Financial Su- pervision Act	《荷兰金融 监管法》	2.2.1

附录 5：主要英语并购术语

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
asset purchase agreement (APA)	资产购买合同	6.7
basket	综合最低赔偿额，有时英文也称为 threshold	5.7.2
binding offer	（竞买并购中）买方提交的有约束力之最终报价，也称 final offer	2.3.2
change of control clause	控制权变更条款	4.4.4
closing	交割，也称 completion	2.3.1、2.3.2 及第 9 章等
closing accounts	直译指目标企业交割日当天的财务数据报表，依据语境有时也指交割后价格调整定价机制，作为 closing accounts pricing mechanism 的简称，常相对于 locked box 概念使用	2.2.2、3.2
closing accounts pricing mechanism	交割后价格调整定价机制	2.2.2、3.2
completion	交割，也称 closing	2.3.1、2.3.2

²⁸² 括号内为缩写。表格以英语术语字母排序。

附录 5: 主要英语并购术语

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
		及第 9 章等
completion accounts	closing accounts 的另一种说法	2.2.2、3.2
completion accounts pricing mechanism	交割后价格调整定价机制, 系 closing accounts pricing mechanism 的另一种说法	2.2.2、3.2
confirmatory due diligence report	核实型尽职调查报告	4.3.2
controlled auction	竞买并购	2.2.3、2.3.2
data room	尽职调查(网上电子)资料库	4.3.1、4.3.2
de minimis	单项最低赔偿额	5.7.2
descriptive due diligence report	描述型尽职调查报告	4.3.1、4.5
disclosure letter	披露函	5.7.5
discounted cash flow (DCF)	现金流折现估值法	3.2.2
due diligence	尽职调查	2.3.1、2.3.2 及第 4 章等
earn-out	盈利支付	9.2
earnings before interest and tax (EBIT)	息税前利润	3.2.2
earnings before interest, tax, depreciation and amortization (EBITDA)	息税折旧摊销前利润	3.2.2
effective date	生效日	3.3.1
enterprise value	企业价值	3.2.1、3.2.2

荷兰企业并购主要法律问题

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
equity value	股权价值，有些语境下意为并购价格	3.2、3.3
estimated net debt	预估净债务	3.2.5
estimated purchase price	预估并购价格	3.2.5
estimated working capital adjustment	预估营运资本调整额	3.2.5
final offer	（竞买并购中）买方提交的有约束力之最终报价，也称 binding offer	2.3.2
heads of agreement	意向书，也称 term sheet、letter of intent、memorandum of understanding 等	2.3.1
indemnity clause	赔偿条款	5.9
indicative offer	（竞买并购中）买方提交的初步报价，也称 non-binding offer	2.3.2
information memorandum (IM)	目标企业情况介绍	2.3.2
leakage	目标企业价值减损	3.3.2、5.3.2
letter of intent (LOI)	意向书，也称 term sheet、heads of agreement、memorandum of understanding 等	2.3.1
liability cap	最高赔偿额	5.7.2、5.7.3
locked box	锁箱式定价机制，locked box pricing	2.2.2、3.3

附录 5：主要英语并购术语

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
	mechanism 的简称，常相对于 closing accounts 概念使用	
locked box pricing mechanism	锁箱式定价机制	2.2.2、3.3
long stop date	最终期限日	5.4
material adverse change clause (MAC clause)	重大不利变化条款	5.4
materiality threshold	重要性基准额	4.5
memorandum of understanding (MOU)	直译为备忘录，并购中常指意向书，也称 term sheet、letter of intent、heads of agreement 等	2.3.1
net debt	净债务	3.2.1、3.2.3
non-binding offer	(竞买并购中) 买方提交的初步报价，也称 indicative offer	2.3.2
non-disclosure agreement (NDA)	保密协议	2.3.1、2.3.2
non-reliance letter	直译为不依赖函，一般指卖方做尽职调查时其聘请的律师在向买方提供尽职调查报告前要求买方签署的文件，主要内容是排除或限制卖方律师因尽职调查报告而向买	4.3.2

荷兰企业并购主要法律问题

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
	方承担责任	
permitted leakage	允许的价值减损	5.3.2
pre-closing covenants	交割前义务条款，多指交割前卖方义务	5.5
process letter	竞买程序函	2.3.2
purchase price	并购价格	3.2、3.3
Q&A	尽职调查问答环节	4.3.1、4.3.2
red flag due diligence report	风险提示型尽职调查报告	4.3.1、4.5
release letter	卖方尽职调查报告提供条件函	4.3.2
representations and warranties	陈述保证条款	5.6
share purchase agreement (SPA)	股份购买合同	第 5 章
signing	签订并购合同、签约	2.3.1、2.3.2 等
signing protocol	签约协议	7.2
teaser	竞买并购起始阶段卖方向买方提供的目标企业简介	2.3.2
term sheet	意向书，也称 letter of intent、heads of agreement、memorandum of understanding 等	2.3.1
threshold	综合最低赔偿额，也称 basket	5.7.2
vendor due diligence	卖方尽职调查报告	2.3.2、4.3.2

附录 5：主要英语并购术语

英语术语 ²⁸²	中文释义	本书主要有关章节
report		
working capital	营运资本	3.2.1、3.2.4
working capital adjustment	营运资本调整额	3.2.1、3.2.4

参考文献

Baker McKenzie 2018

Baker McKenzie, 'Rising Tension, Assessing China's FDI drop in Europe and North America', <http://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2018/04/rising-tension-china-fdi>.

Boon 2018

R.A. Boon, 'De Netherlands Commercial Court – van idee tot oprichting', in: E. Bauw, H. Koster & S.A. Kruisinga (ed.), *De kansen voor een Netherlands Commercial Court*, The Hague: Boom Juridische Uitgevers 2018, p. 37 - 48.

Brink 2011

M. Brink, *Due diligence, Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen volgens het Nederlands recht*, The Hague: Boom Juridische Uitgevers 2011.

Cobussen, Van Kogelenberg & Kruisinga 2018

R.A.B. Cobussen, M. van Kogelenberg & S.A. Kruisinga, 'Taal in de rechtszaal', in: E. Bauw, H. Koster & S.A. Kruisinga (ed.), *De kansen voor een Netherlands Commercial Court*, The Hague: Boom Juridische Uitgevers 2018, p. 49 - 68.

De Brauw 2017

C.J.C. de Brauw, *Overnames van beursvennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

De Kluiver 2003

H.J. de Kluiver, 'Overnamecontracten, letters of intent en garanties', *Onderneming en Financiering* 2003, p. 36 - 45.

De Nijs Bik 2009

W.W. de Nijs Bik, 'Het due diligence onderzoek', in: B. Wessels & S.Y.T. Meyer (ed.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2009, p. 107 - 126.

De Vink 2010

C.C. de Vink, 'Pathologische arbitrageclausules en het voorkomen daarvan', *Contracteren* 2010, p. 19 - 24.

Du Perron & Van Wechem 2004

C.E. du Perron & T.H.M. van Wechem, 'Het uitsluiten van het beroep op dwaling in overnameovereenkomsten: een acceptabele of een onacceptabele boilerplate?', *Vermogensrechtelijke Analyses* 2004, p. 4 - 18.

Fanoy & Raats 2013

J.W. Fanoy & T. Raats, 'Concentratiecontrole: een noodzakelijk kwaad in de overnamepraktijk', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2013, p. 65 - 70.

Grimme 2006

A. Grimme, 'Locked box, afscheid van koopprijsaanpassingen in M&A-contracten?', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtspraktijk* 2006, p. 20 - 25.

Grimme 2007

A. Grimme, 'Koopprijsaanpassingen', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2007, p. 168 - 173.

Keijzer 2012

L.P. Keijzer, 'Warranty & Indemnity-verzekering, een helpende hand in M&A-transacties', *Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk* 2012, p. 111 - 118.

Kraaijveld & Louwers 2015

E. Kraaijveld & J.L.M.W. Louwers, 'Garanties bij overnames', in: M.M. van Rossum & P.H.L.M. Kuypers (ed.), *Garanties in de rechtspraktijk*, Deventer: Kluwer 2015, p. 239 - 276.

Krestin 2010

M.B. Krestin, 'Is er bij uitsluiting van een beroep op vernietiging wegens dwaling in overnamecontracten nog ruimte voor wijziging ex artikel 6:230 BW?', *Vennootschap & Onderneming* 2010, p. 145 - 148.

Meijer 2009

E.T. Meijer, 'Enkele bepalingen van het overnamecontract ', in: B. Wessels & S.Y.T. Meyer (ed.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2009, p. 89 - 106.

Meyer 2018

M. Meyer, *The Position of Dutch Works Councils in Multinational Corporations*, The Hague: Eleven International Publishing 2018.

Möller 2008

J.M. Möller, 'De uitleg van het schadebegrip in overnamecontracten', *Vennootschap & Onderneming* 2008, p. 31 - 35.

OSullivan, McNaughton & Doe 2012

R. OSullivan, R. McNaughton & J. Doe, 'Pricing Mechanisms: Locked Box vs Completion Accounts', <http://www.paulhastings.com/docs/default-source/PDFs/2110.pdf>.

Peters 2017

N. Peters, 'Het belang van de plaats van arbitrage voor het toepasselijke recht', *Bedrijfsjuridische berichten* 2017, p. 41 - 46.

PwC 2018

PwC, 'PwC M&A 2017 Review and 2018 Outlook', <http://www.pwccn.com/en/deals/publications/ma-2017-review-and-2018-outlook.pdf>.

Raaijmakers & Van der Velden 2009

G.T.M.J. Raaijmakers & E.A.M. van der Velden, 'Garanties in de overnamepraktijk', in: B. Wessels & S.Y.T. Meyer (ed.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2009, p. 143 - 166.

Schuit 2006

S.R. Schuit, 'Tien wijze lessen bij overnamecontracten', *Contracteren* 2006, p. 80 - 82.

Seaman, Huotari & Otero-Iglesias 2017

J. Seaman, M. Huotari & M. Otero-Iglesias, 'Introduction: sizing up Chinese investments in Europe, A Country-Level Approach', in:

参考文献

J. Seaman, M. Huotari & M. Otero-Iglesias (ed.), *Chinese Investment in Europe*, Paris: French Institute of International Relations 2017, p. 9 - 18.

Stevens & Garcia Nelen 2017

T.M. Stevens & S.B. Garcia Nelen, *Fusies en overnames in Nederland*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2017.

Strik 2004

D.A.M.H.W. Strik, 'Bid-rigging: to play or not to play, Over spelregels ter bewaking van de effectiviteit van controlled auctions', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 522 - 529.

Strikwerda 2008

H.K. Strikwerda, 'Sluit een verbod op ontbinding de mogelijkheid van gedeeltelijke ontbinding uit?', *Vennootschap & Onderneming* 2008, p. 142 - 146.

Struycken 2013

J.G.A. Struycken, 'NDA's, process letters, engagement letters, release letters en biedbrieven, Over geheimhoudingsovereenkomsten en ander spul', *Contracteren* 2013, p. 72 - 78.

Tjittes 2018

R.P.J.L. Tjittes, *Commercieel contractenrecht, Deel I: totstandkoming en inhoud*, The Hague: Boom Juridische Uitgevers 2018.

Tjong Tjin Tai 2007

T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Directe schade in het contractenrecht', *Maandblad voor vermogensrecht* 2007, p. 226 - 231.

Uijen 2004

M. Uijen, 'Schadeberekening bij overnames', *Contracteren* 2004, p. 100 - 104.

Van den Bergh & Jongen 2011

M.J.E. van den Bergh & P.P.J. Jongen, 'Garanties of vrijwaringen; that's the question', *Contracteren* 2011, p. 49 - 54.

Van der Putten 2017

F.P. van der Putten, 'Chinese direct investment in the Netherlands: Patterns, reception and political significance', <http://www.clingendael.org/publication/chinese-direct-investment-netherlands>.

Van Huizen 2002

P.H.J.G. van Huizen, 'Risicobeheersing bij bedrijfsovernames: de warranty & indemnity-verzekering', *Contracteren* 2002, p. 75 - 79.

Van Joolingen & Van Nuland 2008

M. van Joolingen & N. van Nuland, 'Nevenrestricties in de transactiepraktijk', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 16 - 22.

Visser 2011

C. Visser, 'Garanties en vrijwaringen: handvatten voor het aanscherpen van het onderscheid', *Vennootschap & Onderneming* 2011, p. 93 - 98.

Wessels 2009

B. Wessels, 'Letters of intent', in: B. Wessels & S.Y.T. Meyer (ed.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Kluwer 2009, p. 249 - 262.

Whish & Bailey 2018

R. Whish & D. Bailey, *Competition Law*, Oxford: Oxford University Press 2018.

后记：知识分享众筹捐助

本书电子版由作者免费向您提供，无需您支付任何费用。但如果您对本书内容满意，并愿意支持作者继续写作并为读者免费提供法律和外语知识类书籍，那么衷心欢迎您通过以下支付方式参与作者发起的知识分享众筹捐助行动。

除为读者免费提供电子书籍外，作者还致力于制作法律及外语类视频教程，并在 **Youtube** 及国内视频网站为观众免费提供，详情欢迎访问作者的知识分享网站 www.guojing.nl，并欢迎关注作者知识分享微信公众号“郭景知识分享”。



微信



支付宝



Paypal: 扫码²⁸³或访问网页

https://paypal.me/guojingnl?locale.x=nl_NL

²⁸³ 用微信的“扫一扫”功能，或在手机上安装任何一款二维码扫码软件，用该软件扫描二维码即可前往作者的 **Paypal** 接收网页，按网页提示操作即可。也可以直接在电脑或手机浏览器输入以下网址 https://paypal.me/guojingnl?locale.x=nl_NL。