



德国并购指南

金杜律师事务所
KING&WOOD
MALLESONS

04

如何在德国并
购企业？
中国投资人在
德国进行并购
交易

13

德国并购监管

17

中国企业境外
投资监管制度

22

德国上市公司
股份增持——
PIPE 及其相
关要点

28

如何收购德国
破产企业

32

如何控制一家
德国公司的管
理层

36

德国收购融资

40

中国投资者设
立正确交易结
构的关键

44

德国劳动和就
业法

47

我们的团队





如何在德国并购企业？ 中国投资人在德国进行并购交易

林可姗博士 赵辉 Tilmann Becker博士

概述

德国是中国企业赴欧投资和参股的重点投资国。中国投资人在德国并购项目的数量从2010年的8起增加到2016年的68起，2020年降至28起¹，2021年又略微回升至35起²。由此可见，尽管从2016年起项目数量锐减，但德国仍然是中国投资人在欧洲的首选目标国家。

并购数量下降的原因主要有两个，一方面，中国自2016年11月起加强了外汇管制，部分中国企业的投资方向和投资人身份受到影响，例如，政府不再对非技术性项目投资提供支持，包括房地产、娱乐、体育俱乐部等，而且纯金融投资者（基金）较难获得对外投资的批准；另一方面，德国和欧盟正在寻求对敏感行业 and 关键性产业加强保护。在此前提下，德国对外经济法已经在2017年、2018年、2020年³以及2021年严格起来。最新一次的修订之后，国外投资者对重要技术企业的收购已经开始受到更严格的审查。

新的措施可能会减缓并购的趋势并暂时阻碍个别交易的进行，但是随着中国投资人对德国高科技企业和“德国制造”产品的兴趣不断增长，这些措施从长远看无法遏制中国投资人对德国企业和技术的投资热情。

本文向来德国并购的中国企业介绍了并购交易的流程（见二）、行政审批（见三）并提出了一些实际操作中的建议（见四）。

并购交易流程简介

交易的初始阶段

一般情况下，投行和并购咨询顾问会向投资人介绍出售标的项目。出售方通常要求买方先签署保密协议，保证对得到的关于目标企业的全部信息进行保密。买方则希望在这个阶段从卖方得到排他承诺，仅同买方一家就企业的出售进行谈判。

如果买方对目标企业兴趣高，双方一般会签署一个“意向书”或者“备忘录”作为书面的意向约定。这个文件包含标的信息、初步达成的对价以及后续进程时间表或者未来并购合同的主要框架。除了保密条款和排他协议外，意向书的其他内容通常没有法律约束力。

交易各方应该注意，不要在意向书中涵盖所有事项，因为那样会导致关于重要事项的谈判可能要进行两次——一次是意向书，一次是股权转让协议的文本。

尽职调查

在尽职调查阶段，买方会得到目标企业的信息资料，使其能够对交易风险进行判断并得到影响交易价格的信息。尽职调查一般分为法律、财务、税务和商务几个方面，有的投资人也会进行环境、保险和养老方面的尽职调查。尽职调查所需文件一般在目标企业或者其顾问所在地的资料库放置，而现在越来越多的项目开始采用虚拟电子资料库的形式。买方需要委托外

¹ [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-chinesische-unternehmenskaeufer-in-europa-februar-2020/\\$FILE/ey-chinesische-unternehmenskaeufer-in-europa-februar-2020.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-chinesische-unternehmenskaeufer-in-europa-februar-2020/$FILE/ey-chinesische-unternehmenskaeufer-in-europa-februar-2020.pdf)

² https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/noindex/ey-chinesische-investitionen-in-europa-2021-final.pdf

³ 这些最新的法规变化在金杜官网 Foreign Direct Investment: Changes in Germany | KWM 有分析和详述，见 <https://www.kwm.com/en/de/knowledge/insights/fdi-germany-20200724>。

部顾问进行尽职调查，所以需事先考虑哪些信息对它最为重要并同其顾问确认尽职调查范围。中国买方一般对知识产权、劳动关系和养老承诺等方面较为重视。

需要注意的是，如果违反担保条款所依据的事实是买方在尽职调查过程中已经知晓的、或者从数据库中应当可以知晓的，通常卖方在收购合同中承担的担保责任将会被相应地排除。这尤其适用于近年来常见的情况，即，卖方不再自己承担此类风险的引起责任，而是由买方购买的保险来承担。

收购合同谈判和合同签约

尽职调查的同时就可以开始就企业收购合同进行谈判。在竞标程序中（见二（六））一般是卖方提供合同的草案，而在一对一的程序中往往由买方律师负责提供合同的草案。

企业并购有“资产并购”和“股权并购”两种形式。在资产并购中，目标企业将其资产和合同关系出售给买方，买方也承担目标企业的一部分债务。而在股权并购中，则是目标企业的股东将其股权出售给买方。购买破产企业的资产基本上都是通过资产并购的形式进行，即，由买方的投资平台公司从破产管理人的手中购买全部或者部分破产企业的资产。

在企业收购合同中，除了规范协议各方以及标的之外，还应包含规范下述内容的条款：

- 收购对价：收购对价可以基于企业在某个基准日的价值以固定价格的方式确定。在此需要确认从基准日到交割期间，目标企业不会有现金流流失，而且公司业务正常运营。另外，当事方也可以在签约的时候确定初步购买价格，之后再按照交割日做出的交割报表进行调整。
- 违约担保：在购买协议中，卖方一般会就目标企业给予买方一定的担保承诺，涉及公司法、财务以及经营状况。一旦卖方违背承诺，可以先根据合同排除相应的损失，当损失无法排除时，则需要就损害进行赔偿。买方的索赔权往往有最高限额。在越来越多的案例中，卖方会把担保限制为一个很小的数额，有的甚至完全排除并让买方自己就损害责任购买并购保险。在购买破产企业时，原则上破产管理人不承担任何担保承诺。
- 交割：购买合同还会规定如何交割以及交割的前提条件（比如反垄断审查、国家安全审查、中国的外汇审批等）。
- 合同保证：卖方在签约的时候常常要求买方支付一笔预付款（Down Payment），特别是针对中国买家，这样的规定十分常见（见四（一））。如果购买合同不是由中国买家而是由其德国平台公司签署，卖方常常会要求中国投资人提供担保。
- 承诺和赔偿：收购合同还可以规定合同签署日到交易交割日之间关于业务经营的承诺以及关于税务或环境保护合规性方面的赔偿。

上述介绍并未包含购买合同的所有方面，根据不同情况，需要就其他事项进行规范和约定。

当事方在谈判后就合同内容达成一致，则可以签署购买合同。一般情况下，购买合同需要进行公证（见四（五））。

交割准备和交割

签署购买合同后就需着手准备交割。除了需要申请交割所需的审批外（见三），还需要准备交割所需要的文件，比如交割记录、撤换执行董事的股东决议或者——如果没有在购买协议中达成一致的话——合同承接协议。如果目标企业属于一个集团公司，那么通常还要就目标企业同集团其他公司间的合同进行谈判，以保证目标企业在过渡期间的正常运作。交割日，买家需支付购买对价并签署交割文件。

整合

即便当事方和他们的顾问会在成功交割后庆祝交易完成，但是这并不意味着万事大吉。对于买家来说，目标企业未来是否可以融入买方集团是一个重大的挑战，这就需要他们对现有的结构进行审查，并使目标企业的未来发展符合买方集团的要求。不同文化的企业合作需要参与方保持更高的敏感性。

竞标程序的特殊性——保证期限！

通常，企业并购的谈判不仅仅在一个买方和一个卖方间发生，卖方常常使用竞标程序。即便是小规模企业的出售，这样的竞标程序也很常见。出售方希望通过竞争机制达到最高的售价。同时，竞标程序也使卖方可以按照固定的时间流程，掌控从了解买方的购买意愿以及到最终签订合同的整个程序。在过去的竞标程序中，中国竞标方往往低估了时间要求。尤其是中国的国有企业，因为内部流程的繁杂，在竞标程序中通常面临着极大的挑战。现在，越来越多的德国卖家也意识到这个问题，已经有案例显示，卖家会给中国买家提前进入程序的机会。

行政程序

德国对外经济审查

德国外商直接投资法的介绍

如果中国投资人直接或间接取得一家德国公司超过特定百分比的投票权，而此交易会危害德国的公共安全和秩序，则联邦经济部（“经济部”）有权禁止该交易。触发此类审查权的门槛取决于德国目标公司运营的业务。如果德国目标公司活跃于所谓的高度关键业务领域，任何涉及到 10% 或者更多股份的交易都足以促使交易受到审查，而对于“一般”关键业务领域受到影响的交易而言，审查权被触发的门槛则是 20%。如果目标公司不运营关键业务，则在涉及 25% 或更多股份的交易时，审查权才可能被触发。关于是否实施审查，并不存在其他需要考虑的标准，即，不存在对交易规模的审核，不存在特定程度的控制的要求，也不存在某些商业领域的例外规则。

因此，外商投资架构中应包括对外商直接投资情况的分析，特别是，随着所适用的法律的多次修订，在过去五年中投资环境变得越来越复杂，原因是德国正在努力在政治利益、国家安全以及为落实多边互利的外国投资提供清晰和透明的法律框架等各方之间寻找适当的平衡。

由于法律环境的复杂性，而且每笔交易都受制于具体情况，要提供适用于所有外国投资的一般性声明是非常困难的。每笔

交易都必须在独立的基础上进行评估。然而，以下概述强调了外国直接投资审查的一般原则，根据这些原则可以对具体交易进行总结性的初步评估。除了这些一般原则外，一般应考虑以下方面：

- 如果交易涉及高度关键或关键的业务领域，买方承担报告义务，在经济部批准该交易之前，交易的交割是被禁止的；
- 德国的外商直接投资审查可能需要相当长的时间来完成；目前，即使是标准程序也需要 3-4 个月；
- 信息要求可能是非常全面的，交易各方必须为该程序配置足够的资源；
- 信息要求也可能涉及间接股东的细节，因此交易各方可能需要从外部来源获取信息。

德国的外商直接投资审查的一般原则

内容	特定部门审查	跨部门审查		
		高度关键业务	关键业务	非关键性业务
业务领域	军事/国防	• 关键基础设施 (例如，活跃在水、能源、医药和健康领域的公司)； • 上述软件供应商； • 云计算公司。	• 关键产品或技术 (医药、航空、人工智能、物联网、特定的机器人、纳米电子等)； • 雇用能接触到高度敏感信息的雇员的 公司。	所有其他业务部门/ 技术。 后果: 任何交易都有可能被审查,无论交易的规模或性质。
受保护的利益	国家安全利益	防止对公共安全和公共秩序可能产生的不利影响		
第一个相关门槛	10%的投票权	10%的投票权	20%的投票权	25%的投票权
利益相关者的门槛	20%、25%、40%、50%和 75%	20%、25%、40%、50%和75%	25%、40%、50%和 75%	40%、50%和75%
“一网打尽”的做法	与获得投票权及控制权类似的所有替代架构均受制于适用的法律, 例如 (1) 仅部分收购公司或业务部门, (2) 资产交易, (3) 收购不受限于审查的份额的投票权和收购额外的权利 (例如, 监事会席位、特别否决权、特别的信息权) 的组合, (4) 投资者之间关于行使表决权或行使控制权的协议。			
间接收购	任何间接收购都是可以被审查的。因此, 即使是间接股权结构的变化, 也需要从外商直接投资的角度进行评估 (例如, 外国投资者收购一家作为德国公司股东的中国控股公司)。			
投资者的国籍	非德国投资者	非欧盟投资者		

内容	特定部门审查	跨部门审查		
		高度关键业务	关键业务	非关键性业务
报告义务	是	是	是	没有
禁止交割	是	是	是	没有
审查期限	第一阶段(基于一套有限的信息的高水平审查)。 • 固定的两个月期限(不延期)。 • 因报告/申请无异议证明/经济部获知某一交易部而触发。 • <u>可能的结果</u>。(1) 批准交易(或者,如果在两个月的审查期过后未启动第二阶段的审查,则被视为批准);(2) 禁止交易或(3) 启动深入审查(第二阶段)。 第二阶段(对所有要求的信息进行深入审查)。 • 灵活的四个月期限。期限的起算取决于经济部对提供所有信息的要求,所以交易方不能控制期限的起算点。如果对交易的评估有困难,可以延长三个月(如果涉及国防利益且国防部要求延长,可以再延长一个月)。在取得直接购买者同意的情况下,有可能进一步延长。 • 在特定情况下,上述期限的计算可以中断。 • <u>可能的结果</u>。(1) 完全批准交易(或在审查期结束后视为批准), (2) 结合某些法令或命令而批准交易,或(3) 启动公法项下的合同的谈判,这将与批准交易相关联。			
集团豁免	是的,但只有在涉及的公司是同一母公司的100%的子公司,并且所有的管理地点都在同一个国家的情况下。			
特别关注的方面	(1) 买方由国家或军方控制 (2) 买方由国家或军方资助 (3) 知识产权/知识流失的风险 (4) 业务的关键程度 (5) 买方过去的活动 (6) 补贴 (7) 涉及军民两用产品 (8) 交割后的商业计划 (9) 政治动机			

总结和建议

在德国,外商直接投资过程的风险评估已经成为任何跨国并购交易的常规部分,适当对该程序做准备、并把它与交易的其他节点相结合,应该是任何国际并购项目准备工作的一部分。在很大程度上,需要披露的相关信息已在经济部公布的法规中有所规定,所以,只需要以单独的工作流程答复专门针对具体交易的问题,这使得准备工作变得更加容易。此外,外商直接投资过程应保持透明和合作的方式。根据我们的经验,如果外商直接投资程序的架构正确,几乎所有的外商投资最终都会被批准。然而我们也认为,如果交易被认为影响到受保护的安全利益,经济部可能会期待外国投资者做出某些承诺或保证。从这个角度而言,我们注意到经济部近期越来越希望与交易

方签订公法项下的合同，以确定此类承诺和保证。

中国政府的审批和备案要求

如果中国买家可以通过其境外（例如中国香港特别行政区、美国或者英属维京群岛）资产支付企业收购对价的话，并购交易原则上无需中国审批机关的批准。如果不是这样，中国投资人需要申请中国各级主管机关审批，或者在主管机关备案，以支付在德国收购企业的对价。视投资的规模和方式不同，主管审批和备案的机关为北京的中央机构或地方主管机构。即便交易仅需要备案而无需审批，中国投资者也必须向主管机关提交其所需要的全部相应文件后方可继续推进交易。主管机关因此可能影响交易。

中国国家发改委负责投资额 3 亿美元以上以及央企海外投资的备案工作。三亿美元以上的项目，投资人在提交有约束力报价或者采取关键行动前，需要通过前期审批。规模超过十亿美元或者涉及敏感国家、地区或者敏感行业的项目，需要报国家发改委审批。中方投资额在 3 亿美元以下的项目一般由省级发改委负责备案。

企业境外投资涉及敏感国家和地区或者敏感行业的，实行核准管理。对属于核准情形的境外投资，中央企业向商务部提出申请，地方企业通过所在地省级商务主管部门向商务部提出申请。企业其他情形的境外投资，实行备案管理。对属于备案情形的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。

在上述主管机关批准项目或者对项目进行备案后，投资人至今为止可以直接通过银行支付购买价款。国家外汇管理局通过对银行的监管行使监督权利。但是，由于 2016 年上半年中国国家外汇储备大幅下降，外管局和央行从 2016 年 11 月起分别引入较为严格的外汇管理制度。根据新的规定，超过五千万美元的项目需要“相关部门”审查。单笔超过五万美元的购汇或者海外转账也同样需要“相关部门”审查。在实践中，“相关部门”仅指外汇管理局。这些措施造成了 2017 年前几个月中国企业海外投资的大幅度下降。

2017 年 8 月，国务院公布《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》（“指导意见”或“意见”），该意见规定，同“一带一路”相关的基础设施、高科技、农业合作以及服务行业等海外投资项目属于国家鼓励开展的对外投资项目。房地产、酒店、影院、体育俱乐部以及娱乐业等行业的海外投资项目属于国家限制投资的行业。迄今为止，中国投资人很少在涉及此类限制产业的领域在德国进行投资，所以新的指导意见对在德投资的影响十分有限。

反垄断审批

交易是否需要在某些地区通过反垄断审批程序，取决于交易各方在各个区域的集团营业额数据。根据反竞争限制法第 35 条规定，如果在交易前的最后一个财年在集中审查前最后一财年，买方和目标企业全球营业额合并超过五亿欧元，买方或者目标企业其中一方在德国的营业额超过 5000 万欧元且另一方在德国收入超过 1750 万欧元，则需要在德国进行反垄断申请。为了涵盖对高价收购初创企业的审查，如果没有达到 1750 万欧元的门槛，但交易对价超过四亿欧元，一旦目标企业在德国具有重要的商业活动，则适用反垄断审批规则。

反垄断审查是以集团的总收入为前提，如果投资人是国有企业，就会涉及是否需要把国资委控制的所有企业的收入考虑进来的问题。2016 年 4 月，欧盟委员会一个涉及中广核并购的案例中⁴，首次将国资委控制的其他能源企业的欧盟收入考虑

⁴ Fall M.7850 - EDF / CGN / NNB Group of companies, EUR-Lex Dokumentennummer 32016M7850, Rn. 29 to 50 (http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7850_429_3.pdf).

在内。在 CRRC/Vossloh 的决定中，关于由国资委控制的企业，联邦卡特尔局认为反限制竞争法第 36 条下的康采恩集团至少存在于所有国有占多数股权的中国企业中，无论其在哪个层面。⁵

如果达到了营业额的门槛，就需要向德国联邦卡特尔局进行强制申报。一旦申报，当局有一个月的时间来审查和批准该交易（第一阶段）。如果当局认为存在竞争法问题，它将在第一阶段结束时启动深入的调查程序，该程序从通知日期起最多需要 5 个月。调查各方将必须等待批准（停止义务），“抢跑”交易可能导致巨额罚款，在批准前采取的所有措施都是无效的。

实践中的要点

对德国卖方来讲交易的确定性最为重要

如果一个并购交易公之于众但是最终没有交割，卖方很难再找到合适的买家。而且，卖家在交易中要承担不菲的费用。尤其是在竞标程序中，卖方选中了一个买家并置其他买家于不顾。德国卖家对中国买家多有顾虑，不知道合同签署后最终交易是否可以完成，有可能没有通过中国的审批，有可能因为外汇管制付款产生问题（有实际案例发生），还有可能中国买家决定不履行合同（哈恩机场案例）。

在竞标程序中，中国买家如果想要打败其欧洲竞标对手，首先需要打破卖家的顾虑，如果有必要，还需要在签订购买合同时接受大额首付款，或提供德国认可的国际银行的银行担保。

交易结构——欧洲投资平台

从法律上讲，中国企业可以直接在德国公司参股，但是通常为了简化交易的执行，会成立一家欧洲的平台公司，比如一家德国有限责任公司或者卢森堡的有限公司。投资人要尽早请专家就交易结构进行咨询，特别是涉及税务、融资、担保责任和控制权等问题。

此外，购买实体的股东结构对于反垄断审查程序和外商直接投资的审查具有决定性意义。银行和公证处以及某些卖家必须履行反洗钱程序，要求他们详细调查购买实体的股东结构。中国买方的股东结构往往很复杂，因为不同的投资者都参与了交易，而且股东结构在交易过程中不断变化，这促使遵守前述要求具有挑战性。从德国的角度来看，股东结构最好在签约前就确定下来。

融资

买方应在交割日按时支付收购对价，因此需要及时考虑资金的问题。在德国，卖方通常要求提供股权或债务承诺书或资金证明，并期望在签约时达成融资协议。在中国，买方通常在同一时间与银行和股权投资者进行谈判，并在交割前最后一刻最终决定。如果资金由欧洲银行提供，必须预留足够的时间进行融资谈判。在签约和交割期间，需要随时向卖方通报资金供应情况。在交割前，买方应与银行协调，在交割日将购买价款支付到卖方的账户，以确保成功交割。如果资金需要从中国转移，付款的时间安排尤其是一个挑战。理想情况下，资金应在成交前几天转入欧洲投资平台的银行账户，以确保购买价款能在交割当日准时支付。

⁵ https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Entscheidung/DE/Fallberichte/Fusionskontrolle/2020/B4-115-19.pdf?__blob=publicationFile&v=2

无法对股份公司管理层直接发布指令

在收购股份公司这类目标企业时，中国投资人往往惊讶于德国法不允许大股东对公司管理层发布指令，当监事会（由股东任命）决定管理层人选时，大股东对管理层只能产生非常间接的影响。

公证要求

如果涉及到德国有限公司的股份或房地产收购，在德国的收购交易通常需要进行公证，这将导致交易成本的增加。德国法律规定，合同需要在公证官面前宣读，而签字方，例如有授权的律师或者当事方员工必须全程在场。相反，在中国一般只需要买方的高层代表签字即可。为了解决这个冲突，可以安排在公证之外的庆祝仪式上由双方高级代表另行签署一个较短的代替文件。

总结

对中国投资者和德国卖家来讲，跨境并购需要解决的不仅仅是语言的问题，还有文化的挑战，特别是需要及早的规划、专业的咨询以及对对方市场交易习惯和行为的基本了解，才能避免诸多的问题。早期的中国投资人往往凭借一己之力在跨境并购上碰运气，近年他们越来越多地启用专业顾问团队如投行、律师、税务顾问。只有专业顾问参与其中，才能使中国投资人在陌生的国度成功地完成复杂的并购交易。



德国并购监管

Tilman Siebert

德国并购监管的适用情形

当某项交易构成经营者集中申报且交易方的营业额达到申报标准时，会触发德国并购监管。

应申报的经营者集中

下列情形构成德国并购监管下的应申报的经营者集中：

- **收购股份或表决权:** 收购其他公司50%及以上或25%及以上股份或表决权构成应申报的经营者集中。
- **收购控制权:** 收购其他公司的控制权也应进行申报。在任何情况下，收购多数股份的收购均构成对控制权的掌握。但如果存在额外因素（例如，在股东会中享有实际多数表决权，或就关键战略业务决策拥有否决权）使收购方能够决定目标公司的市场行为，则即使收购的股份为少数股份也可构成对控制权的掌握。
- **收购资产:** 如果被收购资产属于创收业务，并且收购方受让与该等资产相关的市场地位，则此类资产交易也应进行申报。应申报的资产交易不仅涵盖对目标公司全部资产的收购，还可囊括对商标或专利的收购，前提是有关知识产权已产生收益，且相关市场地位随知识产权一起转让给收购方。
- **收购具有重大竞争影响:** 在股份收购中，如果收购方获得有关目标公司的其他权利，使其地位相当于持股比例不少于25%，在收购交易对竞争产生重大影响的情况下（即交易方为竞争对手或存在纵向关联关系），即使股份收购比例不足25%，交易仍应进行申报。
- **设立合资公司:** 如果交易双方分别收购另一家公司25%的股份，则有关交易在合资公司所在市场上构成两家母公司合并。类似地，在两家或两家公司对另一家公司取得共同控制权的情形下，每一家母公司与合资公司均为交易方，由此，在适用营业额申报标准时各方的营业额均应计入。

因此，就构成应申报的经营者集中的交易类型而言，

相较于其他司法辖区（包括欧盟并购监管下仅考虑控制权收购的做法），德国并购监管范围更为广泛。

营业额标准

如果有关交易构成应申报的经营者集中，在营业额达到如下标准的情况下，应予以申报：

- 交易方在全球范围内的营业额合计达到5亿欧元；且
- 交易中的一方在德国境内营业额达到5,000万欧元；且
- 交易中的另一方在德国境内营业额达到1,750万欧元。

如果交易价格（即对价）达到4亿欧元，且目标公司在德国市场上相当活跃（例如，参与研发活动或其他非收益性商业活动），则仅适用前两项营业额标准（即全球范围内交易各方累计营业额达到5亿欧元，且一方在德国境内的营业额达到5,000万欧元）。德国联邦卡特尔办公室（“联邦卡特尔办公室”）发布了一份指导性文件，详细说明了对价的计算方式以及在确定目标公司是否在德国市场开展重大活动时的相关考虑因素。

根据《德国竞争法》的最新修订，如果有迹象表明未来某项交易可能妨碍有效竞争，则联邦卡特尔办公室可以要求企业就未达到上述营业额申报标准的交易进行申报。在发布申报令前，联邦卡特尔办公室需对相关市场开展行业调查。此外，收购方在全球范围内的收入须达到5亿欧元，且在德国市场的份额不少于15%。在符合上述条件的情况下，企业可能被要求就涉及在德国境内收入达到200万欧元的目标公司（目标公司总收入中的三分之二须来自德国）的所有相关交易进行申报。

如果相关交易受欧盟委员会管辖，则即使交易达到了上述营业额标准，联邦卡特尔办公室也无管辖权。

交易方通常为收购方和目标公司，出售方及其收入通常不予考虑，除非出售方在目标公司中的持股比例不少于25%或者能够与收购方对目标公司行使共同控制权。

在计算营业额时，需计入每一方在上一个完整会计年度

的合并集团净营业额（不包括税费、折扣和返利）。由于集团这一概念包括直接或间接对交易方行使控制权的所有实体，因此作为国有企业的收购方必须将其处于共同控制下的所有其他实体的收入包括在内，在实践中，计算难度很大。区域营业额应分配至提供相关商品或服务所在的司法辖区（通常为客户所在地）。对于金融服务行业的公司，其区域营业额应按有关分支机构的所在地进行分配，适用区域营业额的特别分配规则。

程序

中止义务

德国并购监管规定了强制申报和中止义务，即，在获得联邦卡特尔办公室的批准之前不得实施须申报的交易。违反中止义务最高可被处以交易方全球收入额 10% 的罚款，且有关责任人最高可被处以 100 万欧元的罚款。同时，在获批之前采取的所有实施措施均无效且不可执行。因此，应注意避免此类“抢跑”行为，特别是收购方为在获批前便获得对目标公司市场行为的影响力而采取某些措施（即使措施本身不构成应申报交易）的行为。对于违反中止义务而提前实施的交易，如果严重妨碍有效竞争，可能会被联邦卡特尔办公室中止。

申报

申报书通常由收购方准备和提交，内容包括交易方信息及其公司架构、相关收入额、交易机制说明、相关市场信息及市场数据（包括市场份额）。如果交易不复杂，通常无需提交交易文件、登记信息摘录或公司内部文件；但是，在涉及潜在竞争问题的情况下，联邦卡特尔办公室有权且经常要求提供上述文件。尽管反垄断监管机关会公告已收到申报书的事实，但申报书及其内容不会公开。此外，联邦卡特尔办公室有权且通常会征求第三方（消费者、供应商和竞争者）对有关交易的意见和看法。在申报书中提供虚假、误导性或不完整信息的，联邦卡特尔办公室最高可处以交易方全球收入额 1% 的罚款。

截止日期

收到完整申报书后，联邦卡特尔办公室将在一个月内审

查有关交易是否引起竞争问题（第一阶段），并会在确认无此类问题后，出具正式函件，明确有关交易未构成禁止交易的条件。若联邦卡特尔办公室发现交易涉及竞争问题，则可启动深入审查（第二阶段），深入审查会在收到完整申报书后五个月内结束。如果并购交易方承诺解决竞争问题，或如果联邦卡特尔办公室须向交易方出具正式的提供信息通知，以获取有关数据或文件，经交易方同意，上述截止期限可延长（所谓“暂停安排”）。

第二阶段结束时，联邦卡特尔办公室会出具批准交易或禁止交易的正式决定。如果交易不会引起竞争问题或者所有问题均已得到充分解决（例如，通过承诺），联邦卡特尔办公室有权（且经常）在截止期限届满前便授予批准。

实质性审查

除非交易妨碍了有效竞争（尤其是通过建立或巩固市场支配地位的方式），否则一般而言，并购交易通常会获得批准。因此，联邦卡特尔办公室将分析交易方的市场地位以及有关交易对消费者、供应商和竞争者的影响。

《德国竞争法》推定：如一家公司持有不少于 40% 的市场份额，则其单独具有市场支配地位；如有关市场上少于三家的公司合计持有不少于 50% 的市场份额，或者有关市场上少于五家的公司合计持有不少于三分之二的市场份额，则共同具有市场支配地位。前述推定具有一定的驳回余地，同时，联邦卡特尔办公室不会仅仅依赖前述推定作出决定，而是始终会在充分分析受影响市场以及交易对竞争的影响的基础上作出决定。

如果联邦卡特尔办公室发现了可能导致触发禁止令的竞争问题，交易方可在第二阶段承诺解决此类问题。常见的补救措施包括重叠业务的剥离，并且联邦卡特尔办公室非常希望看到在基础交易实施之前完成剥离（“买方先行原则”）。一般而言，行为性补救措施也是可行的（尽管联邦卡特尔办公室并不倾向于此类措施），前提是相关解决方案有效地解决了竞争问题，且无需联邦卡特尔办公室持续监控。联邦卡特尔办公室在其网站发布了关于补救措施及其实施方案的指导性文件。

联邦卡特尔办公室的审查仅限于有关交易对市场的竞争影响。尽管如此，联邦卡特尔办公室在作出决定时还是会分析和考虑国有企业是否具有竞争优势（例如，是否通过广泛的垂直整合、获得大量财政资源或运用低价战略的有利条件获得竞争优势）。国家安全或其他公共利益问题等其他因素不在考虑范围内（尽管这类问题在德国联邦经济事务和能源部的同类外国投资程序中是重点考虑因素）。

上诉

联邦卡特尔办公室在第一阶段结束时出具的是不可上诉的非正式批准函，而在第二阶段审查后作出的正式决定（如下达禁令或附承诺的批准）可以上诉，上诉人可以是

交易方，也可以是作为经认可的利益相关方正式参与联邦卡特尔办公室并购监管程序的第三方。

部长级豁免

如果有关交易对整体经济的贡献超出其对竞争的影响，或一旦完成有关交易便能实现巨大的公共利益，则德国联邦经济事务和能源部部长有权否决联邦卡特尔办公室下达的禁令。这一部长级豁免在很大程度上属于政治性程序，同时，经济事务和能源部部长对是否豁免享有广泛的自由裁量权。如欲启动部长级豁免程序，交易方须向经济事务和能源部部长提交书面申请。不过，部长级豁免程序仅在极个别情况下启动，获得豁免的交易凤毛麟角。



中国企业境外投资监管制度

赵辉

随着中国经济的快速发展，越来越多的中国企业选择走出国门，投资海外。境内企业进行境外投资时，需要受到相关监管部门的监管，主要涉及的监管主体为国家发展和改革委员会（“国家发改委”）、商务部、国家外汇管理局（“国家外汇管局”）及其各自的分支机构等；根据投资主体的不同，还涉及其他机构的管理，如投资主体为国有企业，则需要获得国务院资产监督管理委员会（“国资委”）及其分支机构的监管。本文旨在对中国企业进行境外投资的监管审批制度进行概要阐述。

国家发展和改革委员会

2014年4月国家发改委发布9号令¹，将境外投资管理模式由逐项核准改为备案为主，核准为辅。在9号令的基础上结合境外投资发展的实际情况，发改委于2017年12月26日发布了《企业境外投资管理办法》，2018年1月31日发布了《国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录（2018年版）的通知》（“敏感行业目录”），2月9日发布了《国家发展改革委关于发布企业境外投资管理办法配套格式文本（2018年版）的通知》（“配套格式文本”），上述通知和管理办法均于2018年3月1日起生效。

适用范围

境外投资

境外投资指中国境内企业直接或通过其控制的境外企业，以投入资产、权益或提供融资、担保的方式，获得境外所有权、控制权、经营管理权及其他相关收益的投资活动。同时，该管理办法非穷尽地列举了以下几项典型的投资活动：

- (1) 获得境外土地所有权、使用权等权益；
- (2) 获得境外自然资源勘探、开发特许权等权益；
- (3) 获得境外基础设施所有权、经营管理权等权益；
- (4) 获得境外企业或资产所有权、经营管理权等权益；

- (5) 新建或改扩建境外固定资产；
- (6) 新建境外企业或向既有境外企业增加投资；
- (7) 新设或参股境外股权投资基金；
- (8) 通过协议、信托等方式控制境外企业或资产。²

适用主体

包括各种类型的非金融企业和金融企业，首次明确地将金融企业纳入适用的范围。

核准和备案管理

核准管理

发改委就境内企业直接或间接通过其控制的境外企业开展的敏感类项目实行核准管理。敏感类项目包括涉及敏感国家和地区的项目和涉及敏感行业的项目。

核准机关为国家发改委，如境内企业为中央管理企业，则由其集团公司或总公司向核准机关提交；如为地方企业，则由其直接向核准机关提交。核准机关应当在受理项目申请报告后20个工作日内作出是否予以核准的决定，如符合管理办法中的特别要求，该核准时限可予以延长但不得超过10个工作日。

涉敏项目	
涉及敏感国家和地区的项目	敏感国家和地区包括 • 与我国未建交的国家和地区； • 发生战争、内乱的国家和地区； • 根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家 and 地区； • 其他敏感国家和地区。

¹ 《境外投资项目核准和备案管理办法》，2014年4月8日发布，2014年5月8日起实施。
² 《企业境外投资管理办法》第2条，2017年12月26日发布，2018年3月1日起实施。

涉敏项目	
涉及敏感行业的项目	根据敏感行业目录³,敏感行业包括: • 武器装备的研制生产维修; • 跨境水资源开发利用; • 新闻传媒; • 根据《国务院办公厅转发国家发展改革委 商务部 人民银行 外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》(国办发〔2017〕74号),需要限制企业境外投资的行业: - 房地产; - 酒店; - 影城; - 娱乐业; - 体育俱乐部; - 在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

备案管理

发改委就境内企业直接开展的非敏感类项目,即涉及境内企业直接投入资产、权益或提供融资、担保的非敏感项目实行备案管理。⁴

投资主体	其他条件	备案机关	备案时限
中央管理企业	无	国家发改委	在受理项目备案表之日起7个工作日内出具备案通知书
地方企业	中方投资额3亿美元及以上	国家发改委	
	中方投资额3亿美元以下	投资主体注册地的省级政府发展改革部门	

此外,配套格式文本⁶明确了投资主体在申请境外投资核准/备案时需要提交的材料和披露的信息。要求披露的范围更为宽泛和要求披露的信息更为准确。不仅需要披露投资目的地以及投资主体信息,而且投资主体的控股股东、实际控制人及整个投资路径均需进行披露。

告知

投资主体通过其控制的境外企业开展大额非敏感类项目⁷的,须在项目实施前提交大额非敏感类项目情况报告表。

信息报告义务

为加强对境外投资项目的事中、事后监管,《企业境外投资管理办法》还新增了项目完成情况报告、重大不利情况报告、重大事项问询和报告等制度。

属于核准、备案管理范围的项目,投资主体应当在项目完成之日起20个工作日内通过网络系统提交项目完成情况报告表。⁸

境外投资过程中发生外派人员重大伤亡、境外资产重大损失、损害我国与有关国家外交关系等重大不利情况的,投资主体应当在有关情况发生之日起5个工作日内通过网络系统提交重大不利情况报告表。⁹

此外,国家发展改革委、省级政府发展改革部门可以就境外投资过程中的重大事项向投资主体发出重大事项问询函。投资主体应当按照重大事项问询函载明的问询事项和时限要求提交书面报告。¹⁰

商务部

商务部于2014年9月6日发布的《境外投资管理办法》适用于境内企业通过新设、并购及其他方式在境外拥有非金融企业或取得既有非金融企业所有权、控制权、经营管理权及其他权益的行为。¹¹金融企业的境外投资不在此办法的适用范围之内。

³ 《国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录(2018年版)的通知》,2018年1月31日发布,2018年3月1日起实施。
⁴ 《企业境外投资管理办法》第14条。
⁵ 中方投资额指投资主体直接以及通过其控制的境外企业为项目投入的货币、证券、实物、技术、知识产权、股权、债权等资产、权益以及提供融资、担保的总额。(《企业境外投资管理办法》第14条)。
⁶ 《国家发展改革委关于发布企业境外投资管理办法配套格式文本(2018年版)的通知》,2018年2月9日发布,2018年3月1日起实施。
⁷ 指中方投资额3亿美元及以上的非敏感类项目。(《企业境外投资管理办法》第42条)。
⁸ 《企业境外投资管理办法》第44条。
⁹ 《企业境外投资管理办法》第43条。
¹⁰ 《企业境外投资管理办法》第45条。
¹¹ 《境外投资管理办法》第2条,2014年9月6日发布,2014年10月6日实施。

核准管理

根据此办法，商务部及省级商务主管部门就涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资实行核准管理，其他境外投资实行备案管理。其中，敏感国家和地区指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家，同时，商务部可根据需要，另行公布其他实行核准管理的国家和地区；敏感行

投资主体	核准主体	核准时限
中央企业	商务部	受理中央企业核准申请后20个工作日内
地方企业	通过所在地省级商务主管部门向商务部申请	- 省级商务部门进行初步审查,在受理地方企业核准申请后15个工作日内报送商务部。 - 商务部在收到省级商务主管部门的初级审查意见后15个工作日内。

业指涉及出口中国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的地区。

备案管理

对于属于备案情形的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。商务部或省级商务主管部门应当在收到备案表之日起三个工作日内做出是否予以备案的决定。

真实性审查

根据商务部于2016年12月2日在其网站中发布的通知，境内投资主体在办理境外投资核准或备案手续时，除按照现

行规定提交的材料外，还需补充提交其他可以证明拟进行境外投资的真实性的文件，如对外投资设立企业或并购相关章程（或合同、协议）、相关董事会决议或出资决议、最新经审计的财务报表、前期工作落实情况说明（包括尽职调查、可研报告、投资资金来源情况的说明、投资环境分析评价等）等。经审查确认境外投资的真实性后，相关商务主管部门正式受理企业申请，对该申请进行备案或核准。

信息报告义务

此外，商务部、人民银行、国资委、银监会、证监会、保监会、外汇局于2018年1月18日共同发布了《对外投资备案（核准）报告暂行办法》，明确了境内投资主体的信息报告义务。根据该暂行办法，境内投资主体办理完毕相应核准/备案手续之后还负有向其办理核准/备案手续的相关主管部门定期报送对外投资关键环节信息的义务。¹²

报送的信息范围包括但不限于：

- 根据《对外直接投资统计制度》规定应填报的月度、年度信息；
- 对外投资并购前期事项；
- 对外投资在建项目进展情况；
- 对外投资存在主要问题；
- 遵守当地法律法规、保护资源环境、保障员工合法权益、履行社会责任、安全保护制度落实情况等。¹³

此外，境外投资出现重大不利事件或突发安全事件时，按“一事一报”原则及时向相关主管部门报送，相关主管部门将情况通报商务部。¹⁴

国家外汇管理局

境内投资主体进行境外直接投资的，应在获取按照国家规定需要获得的有关主管部门的批准或备案后，方可进行外汇

¹² 《对外投资备案（核准）报告暂行办法》第12条，2018年1月18日发布并实施。
¹³ 《对外投资备案（核准）报告暂行办法》第13条。
¹⁴ 《对外投资备案（核准）报告暂行办法》第16条。

登记。¹⁵

直接外汇登记

2015 年国家外汇管理局取消境外直接投资项下外汇登记核准，改由银行直接审核境外直接投资项下的外汇登记，国家外汇管理局通过银行实行间接监管¹⁶；此外，该通知也取消了境外再投资外汇备案，即投资主体设立或控制的境外企业在境外再投资设立或控制新的境外企业的无需办理外汇备案手续。

真实性、合规性审核

自 2016 年 11 月以来，国家外汇局收紧了对境外投资和资金汇出的控制，就涉及 500 万美元以上的境外投资和资金汇出进行约谈。2017 年初，国家外汇管理局发布相关通知，加强境外直接投资真实性、合规性审核。通知规定，在办理境外直接投资登记和资金汇出手续时，除应按规定提交相关审核材料外，还应向银行说明投资资金来源与资金用途（使用计划）情况，提供董事会决议（或合伙人决议）、合同或其他真实性证明材料。¹⁷

另外，值得注意的是，针对在境外投资中的非理性倾向，2016 年 12 月 6 日国家发改委、商务部、人民银行、国家外管局四部门负责人答记者问时指出将密切关注近期在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向以及大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”、“快进快出”等类型对外投资中存在的风险。

国务院国有资产监督管理委员会

投资主体为国有企业的，还涉及相关国资部门的监管。国有企业就具体境外投资行为按照不同的标准向国资委申请核准或者备案。地方各级国资委通常根据具体情况对其监管范围内企业的境外投资行为分别实施核准或者备案管理。

2017 年 1 月国资委针对中央企业境外投资行为出台了《中央企业境外投资监督管理办法》，就中央企业境外投资项目首次引入负面清单制度。国资委建立发布中央企业境外投

资项目清单，设定禁止类和特别监管类投资项目，实行分类监管。¹⁸ 但截至目前，国资委并未发布与该办法相关的负面清单。

类别	相关要求
列入负面清单禁止类的境外投资项目	中央企业一律不得投资
列入负面清单特别监管类的境外投资项目	在履行企业内部决策程序后,在向国家有关部门(如发改委,商务部)首次报送前需报国资委把关程序
负面清单之外的境外投资项目	由中央企业按照企业发展战略和规划自主决策

此外，中央企业原则上不得在境外开展从事非主业投资，如有特殊原因确需开展的，需报国资委审核把关，并通过与具有相关主业优势的中央企业合作的方式开展。¹⁹

综上，通过多次修订相关法律法规，对境内投资主体的境外投资行为已经确定了备案为主，核准为辅的监管机制；在实践中，监管部门以境外投资行为的真实性、合规性为审核的基本原则。随着发改委《企业境外投资管理办法》的出台以及商务部有关《境外投资法条例》制订工作的推进，我们期望这将进一步增强政府监管流程的确定性，改善中国企业在与其他外国企业竞争中的弱势地位，对境外投资行为进行有效地规范和引导，促进境外投资的健康发展。

¹⁵ 《外汇管理条例》第 17 条，1996 年 1 月 29 日发布，2008 年 8 月 1 日修订。
¹⁶ 《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》第 1 条，2015 年 2 月 13 日发布。
¹⁷ 《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》第 8 条，2017 年 1 月 26 日发布。
¹⁸ 《中央企业境外投资监督管理办法》第 9 条，2017 年 1 月 18 日发布。
¹⁹ 同上。



德国上市公司股份增持 —— PIPE 及其相关要点

Christian Cornett博士 Tilmann Becker博士

什么是 PIPE ？

本文标题中的“PIPE”指私人投资者或机构投资者投资上市公司股权（即对上市股权的私人投资）。与向公众发行股份的公开上市不同，在 PIPE 交易框架内的股份收购通常是事先私下安排的。最常见的 PIPE 形式是（1）一个或两个认购人认购目标上市公司的新股（通常，目标上市公司的其他股东不会同时认购股份）；（2）投资者和目标上市公司的其他股东之间达成协议，收购现有股份。通常，这些协议由投资者和目标上市公司和 / 或投资者和卖方与投资银行（或股票出借人、安排行等）签订。PIPE 交易常会与其他因素结合，例如大宗交易或使用金融工具（通常为总收益互换和 / 或远期安排）、收购可转换股票、股票借贷安排等。与这些可用因素相结合，可以根据具体投资情况和相关各方的利益进行 PIPE 交易，但需要注意，市场中的相关标准随着时间已发生变化。尽管在简单的 PIPE 交易中，仍然常（仅）是直接从事人处认购新股，但许多 PIPE 投资由多个要素 / 阶段组成，最终的结构通常取决于当前情况，并且需要平衡各方利益。

进入二十一世纪以来，PIPE 交易取得了很大发展，变得更加复杂，而且在不同司法管辖区 / 市场之间差异很大，部分原因在于市场本身和投资者的偏好，例如，在某些市场，投资者传统上反对稀释性的、非优先认购的发行。然而，交易各方对 PIPE 的使用频率和兴趣也反映了各种法律限制。本文介绍了德国 PIPE 交易的潜在市场（见下文第二部分），同时概述了在德国法律框架下关于 PIPE 交易的部分关键规范（见下文第三部分）。在此背景下，还讨论了一些法律问题（见下文第四部分）。最后，探讨了 PIPE 交易的一些关键优势（见下文第五部分），并阐述了未来的发展趋势（见下文第六部分）。

市场

在德国市场上，PIPE 基本用于在受监管市场或未受监管市场上市的股票（或其他股权相关产品）交易。

涉及受监管市场上市公司的 PIPE 交易必须考虑广泛的监管制度。根据欧盟的相关规定，监管制度在欧盟各成员国基本相似，包括相应的高准入、透明度和其他法律要求。而涉及未受监管市场上市公司（包括未获准在受监管市场交易的证券）的 PIPE 交易，监管则没有前者全面。

受监管市场

受监管市场构成《德国证券交易法》（Wertpapierhandelsgesetz, 即 WpHG）定义的有组织市场，受公法约束。如果一家公司想要在受监管市场上市，则需要根据德国公法履行准入程序，此外还需要承担多项影响深远的后续义务。

未受监管市场

与受监管市场不同，在未受监管市场上市的股票在根据私法组建的证券交易所市场上市。证券交易所市场由各证券交易所自行管理，如通过证券交易所的一般条款和条件规定的结构进行管理。与受监管市场相比，未受监管市场对上市公司及其证券的准入要求更低，为中小型企业进入资本市场提供便利。虽然内幕交易制度等也适用于未受监管市场上的 PIPE 交易，但与受监管市场上的 PIPE 交易有实质性关联的其他法律制度（如德国收购法规制度）并不适用。

由于两个市场的法律框架和义务要求不同，目标公司在哪个市场上市，可能影响每笔 PIPE 交易中必须权衡和考虑的条件及问题。

德国 PIPE 和股份增持相关重要条款概述

原则上，在一个完美的市场中，股票价格由供需关系决定。交易量也称作股票的“流动性”。如果供需都很高，则买入和卖出量大，交易量也大，股票流动性强，定价非常快。市场自然会寻求公允的价格。在此背景下，股价通过供需关系形成，通常也称为公允价格或市价。

出于历史的原因，德国法律假定存在完美市场和高流动性。由于现实中通常并非如此，尤其是在动荡时期，根据大多数司法管辖区的市场惯例和法律惯例，有效构建 PIPE 需要应对德国法律的某些特定条款。因此，想要进行 PIPE 的投资者应当特别注意并考虑以下几点：

- **定价和折扣：**股票的定价和价值是任何 PIPE 交易的关键。尽管公司的未来价值及价格通常取决于投资者关于未来收益、增长等方面的设想，但公司的股价对于任何 PIPE 的成功开展和执行方式都至关重要。由

于价格是关键，因此对公司股票的需求弹性对于任何 PIPE 的时间安排和构建来说也很重要。需求具有完美弹性的普遍假设显然在股份增持过程中可自由买卖的股份数量及流动性减少的时候是不适用的。

虽然通常收购小额股份不会对市场价格和 / 或流动性产生重大影响，但重大股份增持一般发生在市场之外（场外交易）。在收购现有股份的情况下，如通过约定大宗交易进行收购，各方可以自由约定价格（但需遵守内幕交易或市场操纵规则等，见下文第四部分）。由于定价发生在外，因此不会对股价产生直接影响。

发行人向投资者发行新股时，折扣（如有）仅在有限范围内适用：虽然新股通常能够以高于市价的价格发行，但一般情况下，新股必须至少以市价（在指定的参考时期内）发行，不过根据德国当前股份公司制度，可以约定小幅的折扣。对于允许的最大折扣是现行股价的 3% 还是 5%，存在一定争议。但在例外情况（如重组）下，可以实行豁免。

- **10%：**市场参与者有时“听说”在德国 PIPE 中可能收购的股权比例最高仅为 10%。虽然并非所有情况都是如此，但出于市场、法律和历史原因，德国多数 PIPE 所获得的持股比例确实均低于 10%。导致该现象的原因之一是当投资者希望上市公司接受 PIPE 交易带来的流动性时，由于《德国股份公司法》（Aktiengesetz, AktG）的限制，仅可以在新股发行前就总计不超过总表决权 10% 的新股出于正当理由由取消其他股东对新股的强制认购权。因为该 10% 的收购限制，投资者在发行新股后最多只能认购 9.1% 的已发行新股，除非相关方已获得充分担保，即使在超过 10% 限制的情况下，也可取消现有股东的强制认购权。然而，根据我们的经验，发行新股通常只是股份增持过程的一种方式；除认购股份外，还可以在在市场上、大宗交易中或通过使用金融工具收购额外股份。这种认购和收购组合的方式允许投资者持有的股份远高于 10% 门槛（见下文），但投资者需要应对其他法律问题，如

内幕交易问题、避免市场操纵等（详见下文第四部分）。

因此，虽然在寻找新的基石投资者等过程中常会参考 10% 的门槛（事实上增资后为 9.1%），但 10% 的门槛在法律上只是其中一个要素，尤其是当投资与其他要素（如大宗交易、金融工具等）相结合时，这一门槛仅适用于新股发行。然而，应当注意的是，10% 的门槛在其他情况下同样适用。例如，根据《德国证券交易法》（Wertpapierhandelsgesetz, WpHG），任何收购受监管市场上市公司 10% 股份的股东，均有义务发布载明股东意图的具体通知；在金融机构或银行的持股比例达到 10% 时，需要获得批准等。

10% 的门槛在其他方面（如收购金融机构或保险公司的股权）以及德国外商投资制度下的某些情况下，也可能具有重要意义。但在实践中，如考虑税收和 / 或反垄断问题，25% 的股权比例通常是更为重要的门槛。总体而言，德国外商投资制度下的门槛（10% 或 20%）、欧盟或德国反垄断制度下的门槛（通常为 25% 或 50%）、《德国收购法》规定的 30% 或其他适用的监管门槛均应予以考虑。此外，在决定实施任何 PIPE 之前，应适当考虑目标公司章程中的投票限制或适用于目标公司的限制性条款（如毒丸、具体控制权变更条款等）等特定门槛。

- **股份增持和信息公开：**基本上，只要股权比例达到特定门槛（3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%），股东和 / 或该股东的一致行动方或股份归属方，以及控制该股东的任何个人或实体就必须向德国金融监管机构和发行人发出正式通知。因为通知将公开并对市场产生影响，因此应当在设置 PIPE 的架构和时间安排时适当考虑上述门槛。
- **通过金融工具增持股份：**由于市场上任何重大股份增持都会对价格产生影响，在过去十到十五年间，当 PIPE 交易中投资者收购现有股份时，使用金融工具已成为一种常见的选择：使用金融工具增持股份更为顺利，财务规划更加妥善，并且可以更加高效地处理内

幕交易规则等法律事项、履行通知义务等。在使用互换或其他金融工具进行股份增持时，显然应考虑内幕交易规则和众多市场特殊性，同时也需要谨记一个重要的法律问题，即何时会达到 5% 的门槛（或上述要求发出通知的其他门槛中较高者，指股份和金融工具的总数）。

尽管以前人们认为通知制度用处不大，但在过去十年中，该制度一再收紧。现在，甚至仅因为通知延迟也会被处以罚款。虽然大多数罚款金额都在五六位数的范围内，但近年来我们见到过超百万欧元的罚款。现在，所有市场参与者都相当重视通知义务。通知应在达到门槛后的四天内尽快以电子形式发出。金杜已获准进行必要的备案，我们经常以代理人的身份提交上述通知，并就 PIPE 的适当架构和通知义务提供法律意见。

- **可行性和时间安排：**理解 PIPE 时间安排的重要性相当关键，这一点不仅体现在德国市场。尽管根据我们的经验，德国交易窗口期与 PIPE 的关联低于其他一些司法管辖区，但除自身时间安排外，投资者还应考虑年度报表的时间安排、目标公司的财务日历或财务年度等其他事项。这通常仅会为 PIPE 的优化实施增加一些可能性。根据我们的经验，一旦启动，大多数 PIPE 交易的实施需要四到六周时间，但有时增持可能需要更长时间。简单的大宗交易显然速度更快，而由不同类型的金融工具（无论是否持有至到期）组成的全面、分阶段的项目可能需要更长时间。
- **仅限于有限的尽职调查：**在很多情形下，特别是通过收购市场现有股票进行的涉及德国股份公司的 PIPE 交易，出于各种原因，在德国市场上，尽职调查在多数情况下仅限于对可公开获得的事实进行审查。PIPE 交易如涉及发行新股，投资者通常会被要求签订保密协议和 / 或其他保密承诺。根据德国法律规定，在披露符合发行人最大利益的前提下，发行人通常只能在有限范围内披露信息。在此种情况下，投资者有时会被要求在所谓投资者协议等文件中作出额外承诺（锁定、中止等），其中可能包含限制投资者未来活动灵活性的

规定。有时，交易方在进行投资前会签署意向书，其中可包括协议各方对定价、流程和 / 或知情权等方面的共同理解。是否达成谅解（通常是共同谅解）及谅解的内容取决于每项投资的具体情况。但一般情况下，投资者通常会有意避免在投资阶段获得内幕信息，从而避免受限于市场滥用规则（详见下文第四部分）。

法律问题

德国法律允许进行 PIPE。显然，在 PIPE 的实施和架构中，需要适当考虑诸多法律规定和制度，主要有《德国股份公司法》《德国证券交易法》《德国收购法》（Wertpapierübernahmengesetz, WpÜG）和这些法律项下的条例以及欧洲立法，即《市场滥用条例》（2014 年 4 月 16 日欧洲议会和理事会第 596/2014 号关于市场滥用的条例（欧盟））和规定了各种制度的条例和准则，包括欧洲证券及市场管理局准则。由于这些制度之间并不完全对应和相互配合，对照使用时就缺乏调和及一致性，这就需要了解监管机构、银行等适用的市场标准。

在此背景下，我们在概述 PIPE 所面临的法律问题时，主要探讨以下几个核心问题：

- **不得披露或使用内幕信息：**在德国，欧盟的《市场滥用条例》适用于 PIPE 的内幕交易制度。根据该条例，掌握并使用内幕信息收购金融工具，即构成内幕交易。为避免内幕交易等，应该实施明确的防止内幕交易政策，该时间点通常在 PIPE 交易开始时，最迟在 PIPE 交易执行前，最好在获得内幕信息前。一个基本考量是，投资者是否希望在投资之前获得内幕信息，而不是了解现行规则。此外，还需要评估建立内幕交易防控小组是否恰当、有利或者必要，以及在 PIPE 过程中如何处理认定或产生内幕信息的情形。考虑到关于内幕交易的具体规定，这些情形应该在具体的 PIPE 交易中进行评估。根据我们的经验，应当探索《市场滥用条例》中准许的合法行为“安全港”，结合当前的形势进行探讨，并及时加以了解。这些限制可以冷静处理，但不得加以利用或规避。
- **市场操纵：**欧盟市场滥用条例禁止实施符合市场操纵

定义的行为。禁止就金融工具的供应、需求或价格发出虚假或具有误导性的信号。此外，禁止将金融工具的价格控制在异常水平或进行人为操纵。因此，可能对股票、衍生品等的供应、需求或价格传达虚假或误导性信号的交易、定单或行为，均被禁止。上述行为与控制股票和 / 或金融工具价格等行为一样，也可能构成市场操纵。发出（虚假）信号也包括通过互联网等媒体传播信息。欧盟《市场滥用条例》一方面详细规定了哪些行为应被认定为市场操纵（如下达、取消或变更某类订单），另一方面也规定了一些合法的行为，即不属于市场操纵的公认市场惯例。应该特别注意的是，在通过市场交易或与目标公司相关的其他活动中进行股份增持时，必须关注欧盟《市场滥用条例》规定的市场操纵制度和内幕制度。

- **公开交流：**禁止使用或分享内幕信息、遵守市场操纵制度的规定以及发行人履行市场内幕信息告知义务（发行人负有所谓的特别义务），有时会使局面变得紧张，需要充分考虑并及时解决。

- **门槛：**

- 如上文所述，如果任何股东持股（单独持有，或因他人所持股份的归属或根据一致行动制度行事与他人共同持有）达到 3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75% 的门槛，则该股东必须通知德国监管机构和发行人。如前所述，通知会引起公众注意，因而对市场产生影响，所以在设置任何 PIPE 的架构和时间安排中都应予以适当考虑。
- 当股东直接或间接持股（单独持有，或因他人所持股份的归属或根据一致行动制度行事与他人共同持有）达到受监管市场上市公司 30% 投票权的门槛时，就触发了公开要约收购的强制性义务。因此，事实上，在大多数 PIPE 中，持股比例均低于 30%，从而避免在股东（单独或与其他股东共同）持有上市公司已发行股份的投票权比例达到 30% 时触发对所有已发行股份的收购义务。

- 在某些情况下可能会出现额外的门槛，例如，当收购（间接）达到金融机构或保险公司 10% 股份的门槛时（事实上：在此之前），需要获得德国金融监管机构的事先批准。同样，根据德国外商投资或反垄断等制度，如果位于欧盟以外或从欧盟以外控制的投资者收购德国发行人 10%、20% 或 25% 的股份（取决于目标公司的业务），也需要获得事先批准。

- **投资者协议和股东平等待遇原则：**根据德国强制性法律规定，原则上任何发行人都有平等对待股东的义务。

这一原则严重限制了发行人在 PIPE 中向投资者提供优惠待遇或特殊权利的能力。因此，在大多数 PIPE 投资中（尤其在发行新股的情况下），如果投资者希望确保 / 协商特殊权利，则必须非常谨慎地计划和斟酌。然而，在实践中，投资者协议或其他协议有时可能会约定分阶段给予优惠权利，时限通常为 3 至 5 年，比这更长的情况很少见。尽管发行人可能作出软性承诺，并且出于对合作关系的考虑，往往会遵守所作出的软性承诺，例如尽最大努力推动（而非促成）投资者代表进入监事会等，但现在越来越多的要求是达成其他战略联盟（并且经常得以实现），例如投资者要求进行某些战略扩张或激进股东要求发行人剥离某些资产等。由于平等待遇制度，无论是想在 PIPE 中寻求特定运营利益还是其他战略利益，都应仔细规划关于这些特定利益的时间安排和方式。

除了上述法律问题外，还有典型的具体问题（如特定的股东结构、德国公司关于董事会成员任命的具体规定等），应根据眼前形势进行分析。然而，根据我们在德国的经验，PIPE 不仅可行，而且实际过程也直接明了，如果结构设计适当，相关法律问题均可迎刃而解。

在大多数 PIPE 交易的过程中，都会有一些时间点，可以找到同时确保交易灵活性，和实现最优化及不同风险场景处理的双重安全路径。与大多数资本交易一样，一般而言，PIPE 的结构越理想，实施起来就越简单，交易确定性和成功

的可能性也就越高。

经济原因与效益

在当前全球经济中，随着流动性大幅增加，PIPE 的重要性越来越高。抛去其他因素，从一方面看，私募股权投资者的资金规模不断增大，而从另一方面来说，潜在目标公司的数量却在减少。然而，在很多情况下，资金资源可能不足以支持完全收购，或者（目前）可能没有公司有进行完全收购的意向。因此，私募股权投资者可能更多考虑替代投资机会，而 PIPE 就是这样一个机会。PIPE 交易通常有多项经济优势。一般而言，PIPE 交易可以实现快速、低成本的资金筹集和 / 或资本投资。除此之外，在流动性市场上，PIPE 为大量投资者创造了投资的便利条件，事实上极大地扩大了典型机构投资者群体的数量。

此外，PIPE 投资在经济上颇具吸引力，因为可以以有利的条件收购上市公司的大量股份，而且由于进入市场的有利条件，以及市场价值与潜在公司价值间的差异，PIPE 投资具有相当大的增长潜力。此外，因为 PIPE 有协调一致的投资流程，所以不存在价格驱动竞标流程或类似限制。越来越多的情况显示，或多或少简化的交易前披露材料有助于加快流程，同时降低内幕交易和市场操纵风险。最后，也非常重要的一点是，因为几乎所有 PIPE 交易仅在完成后（或在明确的投资达成 / 承诺后）才会披露，所以失败的 PIPE 交易通常不会被公开，也就不会对市场产生影响。

另外，值得一提的是，投资者能够通过投资协议对公司产生特定的（有限）影响，这种影响力超过了普通股东对公司的影响力。例如，投资者可以任命监事会成员和 / 或约定某些战略目标或其他共同目标。

最后，在所有其他条件相同的情况下，由于投资后的上市交易，大多数 PIPE 投资在投资期间具有高度灵活性，例如灵活的再融资（以市场价格抵押上市股票）和 / 或允许灵活（部分）退出，例如通过在证券交易所出售股份和 / 或大宗股份的方式退出。此外，与股票挂钩的衍生品通常使投资者

能够积极地管理其 PIPE 投资。

前景、趋势和我们的服务

在德国市场上，PIPE 交易也已发展成为一种惯常投资形式，并已形成了某些市场标准，特别是针对本文中概述的法律事项。总体而言，在德国比在许多其他司法管辖区更容易实施 PIPE 交易，尤其是在第一阶段目标公司的股权低于发行人 10% 表决权的情况下。一般来说，在股权积累中，3%（或使用金融工具的情况下为 5%）和 10% 的门槛在最初阶段具有重要意义。

其他司法管辖区对 PIPE 的其他限制（如自由浮动要求、招股说明书和 / 或注册要求）仅在特殊情况下在德国市场适用。同样，在其他某些司法管辖区，投资者需要获得目标公司董事会、交易所或独立市场监管机构等的批准，但在德国进行 PIPE 交易通常没有这方面的要求。

尽管当前德国股票市场的平均价格可能处于历史高位，近期部分领域的德国 PIPE 交易的数量却持续攀升，部分原因存在于大量流动资金涌入市场。然而，有不同的观点认为，PIPE 是特定行业和基于特定情况的交易方式：其不仅发生在因新冠肺炎疫情导致现金流流失的行业，也产生于上市公司希望私下筹集或通过直接发行股票筹集资金，或股东希望在不影响市场的情况下建立或实现市场地位等情况下。

我们的团队在处理各类 PIPE 交易方面拥有丰富的经验，为上市实体、机构投资者、机会主义投资者和 / 或战略投资者（包括中国投资者和其他外国投资者）提供服务。我们的服务涵盖所有相关的法律问题，包括（应要求）进行项目协调，提供处理法律事项以外的综合服务和建议。为了确保客户具体利益的最大化，我们常与客户及其选择的投资银行、财务顾问和 / 或其他顾问（审计师、税务顾问等）保持密切合作。

我们专注于为客户提供解决方案。我们擅于发现客户的具体问题，分析法律、经济和商业问题，并根据我们的经验和具体情况，针对每笔交易设计出一种或多种反映客户需求及发行人和市场情况的适用结构。



如何收购德国破产企业

赵辉

中国企业的德国收购之路是从破产企业开始的。早在上个世纪九十年代，上海的一家铅笔企业收购了位于东德的一家铅笔生产厂，开启了并购之路。之后，对破产企业的收购在一段时间内有增无减。2008 年金融危机让越来越多的德国企业破产，不少的中国企业看准了这个时机，开始收购拥有先进技术的德国破产企业。虽然破产企业有物美价廉的优势，但是毕竟企业破产如同人体大病一场，再想让其康复甚至成为一个体格健壮的人，也十分不易。所以，有必要对收购破产企业有足够的认识。破产和破产前，虽然公司名称相同，本质可能已经有很大差别了。

鉴于德国破产程序有相应的特殊性，在此介绍一下德国破产法规下的相关情况，便于有兴趣进行并购的中国企业认识到破产企业的特殊性，并在此基础上做出正确决策：

破产原因及破产财产的范围

德国现行破产规则鼓励尽早申请破产并简化程序启动要件。在企业出现特定情况的时候，公司有义务在一定期限内提出破产申请。申请破产一般有两种情况：对于公司法人而言，无力偿债是开启破产程序的一般原因。债务人不能清偿其到期债务的，视为无力偿债。债务人已停止支付的，一般应推定为无力偿债（德国破产规则第 17 条）。债务超过（即所谓的“资不抵债”）是公司申请破产程序的另一个原因。债务人拥有的资产不足以偿付其现有负债的，即存在债务超过。但是，在评估债务人的资产时，如果认为企业继续营业的可能性很大，例如股东承诺给予企业持续的资金支持，应当作为例外情形予以考虑（德国破产规则第 19 条）。据此，只要出现即将失去支付能力的情况，债务人即可申请破产，而不必一定要到已经实际丧失支付能力时才提出申请（德国破产规则第 18 条）。只要破产程序的费用能够得到偿付，即可开始破产程序。还有一点需要注意的是，无力偿债或即将无力偿债以现金流为标准，而债务超过则以资产负债表为标准。换言之，对法人而言，只有当债务人资不抵债且明显缺乏清偿能力时，才构成破产的原因。

2020 年新冠疫情在全球大爆发，德国的破产法规也受到影响。德国联邦议会在 2020 年 3 月即对破产法进行了修改，规定如果企业在新冠前经营正常，但是因为新冠而出现资不

抵债或无力支付的情况，可以不申请企业破产。这个规定首先到 2020 年夏天适用，之后延长到年底，此后再次延长到 2021 年四月底。这个法规的保护取消后，德国目前还没有企业破产潮，但是不排除未来有大量企业申请破产，尤其是同餐饮、酒店、旅行、交通相关的产业。

在破产程序开始前，破产财产的价值必须足以支付第一阶段程序的法院及管理费用。存在长期债务不能作为阻止破产程序开始的理由。破产规则同时规定，针对破产财产拥有财产担保的债权人同样应进行申报。在第一阶段的程序中（破产程序开始后 3 个月内），所有权保留下的动产不允许从破产财产中单独分离，破产管理人有权选择出售或不予出售。用作担保的动产将由破产管理人变卖，变卖后的收益应首先用于支付担保的确认费用、变卖费用以及增值税。拥有财产担保的债权人其权利可通过破产方案予以限制。

破产管理人

破产规则第 27 条规定：“破产程序开始时，破产法院任命一名破产管理人。”破产管理人必须由具专业知识的自然人担任。破产法院在受理破产申请后、对申请作出裁决前，为了防止此时债务人的财产状况发生对债权人不利变化，可以任命临时破产管理人对债务人作出一般性的处分禁令。法院采取保全措施或任命临时管理人必须进行公告。破产规则第 57 条规定：“在任命破产管理人后的第一次债权人会议上，债权人可选任另外的破产管理人以代替法院的任命。法院仅在推选者不适合担任本职务时方可否决此项选举。对法院的否决，每位债权人均可上诉。”破产管理人的行为受到法院的监督。此外，法院任命的债权人委员会也可以由债权人推选出来，体现并强化了债权人意思自治的原则。

债务人自行管理制度

同以往的破产规则相比，当前适用的破产规则增加了第八章，企业在申请破产的同时，可以申请法院给予企业自行管理的权利。在自行管理阶段，企业虽然处于破产状态，也有破产管理人的存在，但是企业仍然可以享有相对自由的自行管理权利，自行管理的目的是在最后的关头给企业一个重整旗鼓的机会。

所谓债务人自行管理就是指在破产程序中债务人并不丧失对破产财产的管理权和支配权，由法院以决定的形式授权其在财产监督人的监督下继续管理和支配破产财产（德国破产规则第 270 条第 1 款）。自行管理程序虽然经过法院认可，但并不废止破产程序本身。它与一般破产程序的区别就在于债务人的管理处分权不是由破产管理人而由债务人继续行使。自行管理不适用于德国破产规则第 304 条以下规定的自然人破产程序。通常，只有在债务人提出申请，或经债权人同意（若破产申请由债权人提出），且破产法院认定自行管理不会导致程序的迟延或对债权人利益造成不利的其他情况发生，才可以在启动破产程序的决定中授予债务人自行管理的权利（德国破产规则第 270 条第 2 款）。如果破产法院拒绝授权债务人自行管理，那么根据德国破产规则第 271 条的规定，债权人也可以在第一次债权人大会上以简单多数通过决议，由其向法院申请授予债务人自行管理的权利。在此情形下，法院必须授予债务人此项权利并予以公告。在自行管理基础不复存在的情况下，自行管理的决定可以被撤销。对于已发布的自行管理任命，债务人申请撤销的，法院应当准许。如果债权人会议申请撤销或者别除优先权人以及符合条件的破产债权人申请撤销，必须提交丧失自行管理前提条件的证明，法院在作出裁决前还应当向债务人听证，才能作出撤销的命令（德国破产规则第 272 条）。

企业破产程序

如果企业想避免最终的破产清算，还可以通过设计重组方案说服债权人，对破产企业债务重组，即所谓的“破产计划”。破产规则第 217 条规定：“向享有别除权的债权人和向破产债权人作出清偿、破产财产的变现和向参与人分配以及债务人在破产程序终结后的责任，可以不依照本法的规定在破产方案中作出规定。”据此，企业的破产方案具有双重性：既可以破产清算为内容，也可以重整为内容。破产程序开始后最迟 3 个月内债权人会议必须依据破产管理人的报告决定企业是否进入破产清算程序，还是以重整为目标继续经营。对于破产企业的重整，德国破产规则参照了美国破产法第 11 章的重整程序，但采用了更为灵活的做法，既可以通过企业全部或部分让渡来实现，也可以通过使企业存续而用将来的利润偿债后实现。

破产法院在决定受理申请之前，可依职权任命临时管理

人，临时管理人负责审查破产企业的经营状况以及是否有重整的可能性，制成材料向法院汇报。该报告应当在第一次债权人会议上提出。如果债权人会议选择破产方案制度，就可以委托破产管理人提交破产方案，债务人也有权提交相应的方案。破产方案由陈述性和设计性两部分构成：前者需要说明破产宣告后已采取或将采取何种措施及其他相关事宜；后者是确定各参与方的法律地位及在该方案中的变化（德国破产规则第 219 至 221 条）。受破产方案影响的债权人有权投票权，分组表决。表决时采用必要多数原则和阻挠禁止原则。所谓必要多数是指，参加表决的债权人同意或投赞成票的债权人的债权总数超过参加表决的债权人债权总额的一半。阻挠禁止指，即使未达到必要的多数，若债权人可以获得相当的经济利益，也视为表决组已同意（德国破产规则第 243 至 245 条）。

如果中国企业对收购破产企业感兴趣，应当同破产管理人就破产企业资产的收购进行谈判，谈判主要针对资产的内容、质量、价格。

对于债权人和债务人均同意的破产方案还需要经过法院的批准，对于那些违反程序的方案法院不予批准。已批准的破产方案生效后，设计性部分所确定的权利义务对所有参与方发生有利或不利的约束力，同时，破产法院即裁定撤销破产程序，随之破产管理人及相关人员的职权也将被撤销。对破产处理方案的监督，由债权人委员会、破产管理人和破产法院进行。

破产清算时，所有无财产担保的债权人将按照相等的比例分配财产。此外，旧法规定的破产优先权制度被废除，包括雇员的破产优先权和工资债权在破产财产中的特权，但是破产程序中的社会保障（社会计划）在原有法律保护的最高限度范围内得到保证。德国解雇保护法为雇员提供的保护、雇员的破产薪酬补偿费以及在企业转让时强制转让劳动关系的规定仍然保留。

中国投资方须注意问题

在收购破产企业资产时，虽然破产管理人是投资方的谈判对手，但是，因为破产管理人是法院或者债权人委员会任

命的，他们仅在法律允许的范围内行为，并无自身利益涉及其中，所以，他们的主要任务是帮助债权人取得最好的条件，将破产资产最大程度变现。因此破产管理人不会对出售的资产给予购买方任何承诺和担保（除非所有权承诺）。

破产管理人有保护破产企业资产的义务，所以，在企业停工、没有收入的情况下，破产管理人有义务尽快将企业资产变现，避免让破产企业的资产价值受到重大损失。那么，中国投资人要对破产程序需要的时间紧张程度有足够思想准备。

破产企业相对于正常运作的企业来讲一般价格较低，但是这样的企业人才流失比较严重。往往在企业刚刚露出破产迹象的时候，公司的优秀技术和销售人才就会被竞争对手挖走。这样对新的投资方重振旗鼓十分不利。

鉴于德国民法典下企业员工跟随转让资产走的原则，收购全部资产或大部分资产、相对独立资产，原有雇员也将随同资产过渡到中国投资者的企业中来，当然要签署新的劳动

合同。对于中国投资者不想收留的雇员应当在资产收购前同破产管理人讨论解决的办法，法律上允许的方法是设立所谓的“过渡公司”，将资产和员工人为地分开。但是，因为将员工同资产分开需要不少说服工作，且新成立一家公司也需要成本，破产管理人可能会同投资人就这块成本的承担进行谈判。

另外，破产的企业往往有各种不同的原因，中国企业如果不能给破产的企业带来实质性的优势（中国的低成本部件支持、中国市场的销售等），想要改变原有的状况也十分艰难，要有充分的准备，包括有经验的管理人士对收购后新企业的领导。

总之，金融危机打乱了市场的原有格局，新冠疫情又带来新的问题，但也为各个行业带来新的机会，特别是能够在危机中坚持下来并为危机后的发展和产业提升提前做好准备的企业无疑会成为新的赢家。很多在正常年代对中国企业来讲可望而不可及的德国企业，现在都有可能寻找新的买家，特别是来自中国的买家。成熟的和有能力的中国企业应当抓住这个难得的机会。



如何控制一家德国公司的管理层

Markus Herz

摘要

对一家德国公司管理层的控制和影响尤其取决于该公司的法律形式。

对于投资者而言，由于有限责任公司提供了公司治理的灵活性，并且股东能直接控制公司的管理层，因而是一个理想的法律形式。与之相反，对德国股份公司管理层的控制则复杂得多，并且受到相关适用的法律的限制。

不论在何种情形下，投资者都应当尝试制定针对管理层的议事规则，包括要得到股东大会或监事会（在股份公司的情况下）事先批准的所有事项的清单。

概论

在收购一家公司以前，投资者就应当考虑未来如何对公司进行管理和控制。因为在大多数情况下，投资者无法或者不愿意自己接管一家德国公司，所以常常会保留过去的管理层。在这种情形下，对于投资者而言尤其重要的是能够以一个合法、安全的方式有效、合理地控制公司的管理层。

一般而言，控制和影响德国公司的管理层的可能性取决于两个因素：

- (1) 公司的多数股权，以及
- (2) 公司的法律形式。

在下文中，我们假设投资者在相应公司中至少持有所有选票的简单多数（即至少 50% 股权加一票），并且不存在因个别的合同协议而适用其他的多数票要求。

如果投资者没有至少简单多数的投票权，则他只能通过特殊约定的权利对管理层施加影响，这需要单独与其他股东取得一致意见，例如通过股东协议的方式。

公司的法律形式存在以下差异：

有限责任公司 (GmbH)

有限责任公司（德语 GmbH，英语 limited liability company）可能是最受欢迎的德国公司形式，也是投资者在德国投资的主要的公司形式。

有限责任公司的股东有权全面控制管理层，并随时可从管理层取得公司的所有信息。其中特别包括股东大会可在任何时候解聘或委任执行董事。

注意：执行董事的任免并不等同于执行董事的劳动合同的结束或终止！执行董事可以在任何时候遭到解聘，但终止服务合同只能根据合同的规定，一般会规定通知期限。

有限责任公司的**股东大会**可以随时对管理层发出指示，管理层基本上都须遵守和执行。

因此，投资者对于有限责任公司的管理层具有理想的影响力和控制权，这样，有限责任公司从管理控制的角度就成为投资者理想的法律形式。

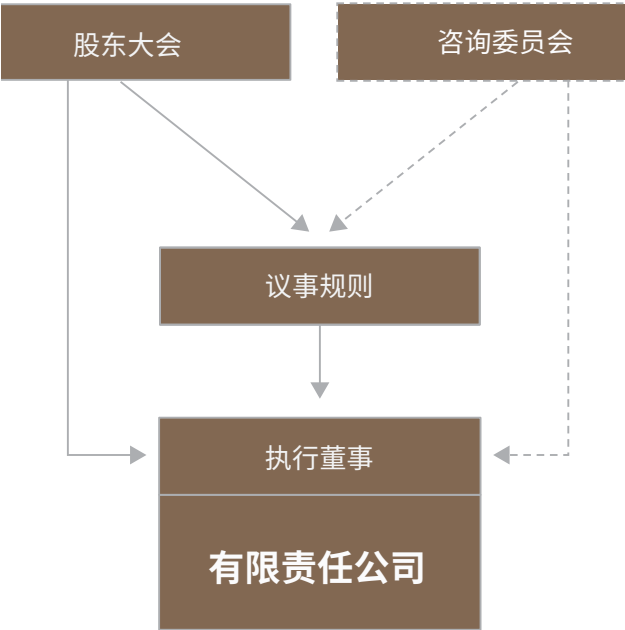
由于有限责任公司除了投资者之外还可能还有其他股东，为方便起见，至少可以选择将股东大会的一些职责委托给另一个公司组织机构：咨询委员会。有限责任公司（自愿设立）的咨询委员会可以和股份公司的监事会相比，但不受相关法规的严格限制，并且可以给予更多的权力：

例如，咨询委员会可以解散、任命、监督和指导有限责任公司的执行董事。针对管理层，咨询委员会可以行使和股东大会相同的权力。

咨询委员会应当至少由三人组成。咨询委员会的成员通常由公司的股东选举产生。一般来说，咨询委员会的成员由多数股东选举确定。理想情况下，投资者不仅可以选择大部分咨询委员会的成员，还可以选择其他可以提供额外专业知识（例如行业或营销专家）的咨询委员会成员。投资者可以完全自行决定什么人可以作为咨询委员会的成员。因此，投资者应当选出一个值得信赖的人担此重任（也可以是律师或会计师）。

然而，只有当股东大会决议的通过需要付出相当大的努力或者因为股东的缺席而在时间上有难度时，成立咨询委员会才有意义。

无论如何，不管是否设立了咨询委员会，都需要针对管理层制定议事规则。此等管理层议事规则通常包括要求事先批准的措施目录。公司管理层应只有事先得到股东大会或者咨询委员会的批准，才能实施目录中提及的措施。这样，投资者能够非常精确地把握对公司控制的程度。



有限责任公司可以有一个或多个执行董事。执行董事也可以是外国人，即不居住在德国。相应地，投资者当然有可能委任更多来自其国家的执行董事，或者甚至来自于他们自己的管理公司。这使得投资者可以委任本地的和亲近的代理人，他们也能够与投资者没有语言或文化障碍地沟通。投资者可以自由决定每个执行董事是否可以独立代表公司，或者只有两名执行董事能够共同代表公司。但是，共同代表权只有在所有执行董事都在公司且能够行事的情况下才有意义。否则，公司的管理将受到阻碍，且无法运作。

还应该注意的是，德国有限责任公司的执行董事有特定的义务和责任。我们很乐意单独再为您提供这方面的详细信息。

股份公司 (AG)

与有限责任公司相反，股份公司难以被投资者所控制：股份公司的管理层依其自身的职责管理公司。这是法律所规定的，并且意味着一般而言管理层可以自行作出决定。尤其是在影响管理方面，股东的作用可以忽略不计。具体来看：

德国股份公司只有一个由管理层和监事会组成的双层委员会。德国法律不允许其他的组织架构。股东选举产生监事会的成员。监事会选举管理层的成员。

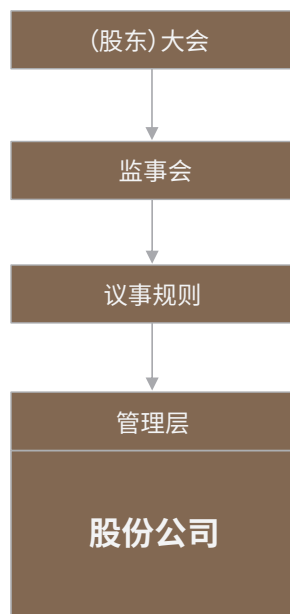
因此，对于投资者而言，监事会是具有决定性的：它具有控制、任命和监督管理层的法定任务。然而，相比有限责任公司，它的权利受到了更大的限制：例如，监事会不能对管理层发出指示（即使股东大会也不能对其发出指示），并且管理层在任期内不能被随时解聘。确切地说，解聘必须有重大理由，细节规定在德国股份公司法中。

然而，管理层当然不能完全脱离控制：德国股份公司法规定了制定针对管理层的议事规则的法定义务，其中同样要求包括需要经过事先批准的措施目录。监事会可以在这方面对管理层实施部分和预防性的控制。其他影响管理层的方法都很困难，并且只可能在有限的程度上依照德国股份公司法的规定实施。所以，对投资者来说，议事规则在德国股份公司中起着决定性的作用。

与有限责任公司的有关规定相反，由于股份公司的股东大会对管理层实际上没有任何影响，所以投资者在监事会中必须有充分的影响力。监事会也必须至少由三人组成。

另外，监事会有权随时从管理层处取得与公司事务相关的信息，以及检查其账簿和记录。而股东仅在股东大会过程中才享有其中的一些权利。但即便如此，在某些情况下，此类得到信息的权利也可以被拒绝。

因此，总的来说，应该注意的是，只有当股份公司的投资者在监事会中拥有必要的多数票，他才对管理层具有有效的控制力和影响力。



如果可能的话，应当考虑将所收购的德国股份公司转换成一个有限责任公司。

其他公司形式

对于公司的其他法律形式（例如，有限两合公司或有限合伙公司），投资者有更大的自由来对公司的管理层施加控制和影响。应当在公司章程中针对个案就相应的控制权和影响权进行规定。与有限责任公司和股份公司的详细的法律规定相反，针对其他法律形式的企业，法定规定相对较少。因此，这类公司的设立文件中相应的详细规定就至关重要了。

其他方面

除了前面提及的直接控制管理层的可能性外，根据公司的法律形式投资者还有间接控制公司的可能。例如，投资者可以自己选定有资质的外部会计师对公司进行审计，从而确保管理层提供的数据的准确性。

我们很乐意为您提供相关的可用在您计划投资中的控制方式的进一步详细信息，或者在个人讨论中向您解释。



德国收购融资

Daniel Ehret

为您设计收购融资架构

对于投资者而言，找到适合标的实体融资需求的融资方案非常关键。投资者不仅应考虑收购价款的融资，还应考虑标的实体营运资本需求、潜在资本支出和附加收购的融资。

投资者在德国进行收购融资时通常会同时使用到权益工具和债务工具。于标的企业的债务能力而言，投资者需要知晓：贷款机构将根据未来几年的预期现金流（如贷款机构的担保状况）及其他标准做出相应的信贷决策。此外，投资者在设计收购融资架构时，还需要考虑债务与息税折旧摊销前利润（EBITDA）之间的比率（杠杆率）。

在各类收购中，潜在杠杆水平主要取决于整体市场状况、标的集团所处行业部门及其预期现金流，并不存在针对杠杆水平的一般性规定。然而，受欧洲央行的限制，许多德国银行无法提供高于 4.00 倍的高杠杆贷款。因此，在高杠杆交易中，发起人常常会向特殊债务基金（亦称为统包融资，unitranche financings）等另类贷款机构申请借款。

就收购而言，有多种类型的潜在债务工具可用于收购价款融资。在德国市场，债务架构通常由优先级银行定期贷款构成，这些贷款（在当前市场环境中）很少有夹层贷款或第二留置权工具作为补充。融资是否需要夹层贷款或第二留置权工具也取决于杠杆水平。在众多高杠杆收购活动中，统包融资单独使用或与优先融资或超优先循环信用贷款搭配使用的情形十分常见。通常，此类统包贷款的平均期限较长，往往融合了优先级融资和夹层融资的特点。

文件起草及程序

德国的收购融资交易文件以伦敦贷款市场协会（LMA）编制的标准文本为模板，通常包含投资条款清单、贷款协议、债权人协议以及担保文件。

在融资阶段初期，双方通常会商定一份**投资条款清单**，并至少列明融资的基本条款。

在德国以及欧洲其他地方，**贷款协议**普遍基于 LMA 编制的标准贷款协议。作为与贷款机构洽谈的基础，杠杆交易采用的 LMA 贷款协议往往十分复杂。当该协议应用于德国的杠杆交易时，则需修改为符合德国法律的文件。LMA 还为投资级借款人提供了适用德国法律的多币种定期贷款和循环贷款协议的模板。对于非投资级借款人进行的融资，此模板需作出相应调整。

贷款协议的语言很大程度上取决于贷款集团的构成及银团组建策略。在来自不同司法管辖区的贷款机构参与融资的大型交易中，贷款协议通常以英文起草，以方便组建银团。但在贷款机构通常为德国国内银行的中等规模的交易中，则普遍使用德语起草贷款协议。虽然其在原则和结构上遵循 LMA 格式，但此类使用德语且适用德国法律的贷款协议在篇幅上普遍短于一般的 LMA 格式协议。

如果融资架构由不同层级的债务（如超优先循环信用贷款、优先债务、债券及股东贷款）构成，普遍做法是在签订的**债权人协议**（intercreditor agreement）中列明债权人之间的关系。该协议一般也同样基于 LMA 编制的标准债权人协议。它通常规定了不同债务层级的优先级（包括股东融资对优先级银行债务的全面从属关系）以及共同担保情形下各债权人对潜在执行所得款项的清偿顺序（waterfall）。

债权人协议条款在公司资不抵债情形下显得尤为重要。为了找到合适的收购融资方案，有必要对债权人协议条款的影响保持高度关注，并进行彻底的分析。

保证和担保类型

典型的德国一揽子担保措施包括保证、股票和账户质押、应收账款转让及其他特定担保（视标的集团资产和业务情况而定），例如知识产权质押、土地抵押或动产担保。

德国法律不允许通过浮动抵押提供担保。在接受一揽子担保措施时，投资者应考虑哪些类型的担保适合于个人融资，其中需要重点关注成本效益以及之前授予第三方的现有担保（如有）。为贷款机构债权提供担保的常见担保权益包括标的集团实体的保证、收购平台公司和标的集团实体的股份质押、账户质押和应收账款转让。拥有不动产的集团实体可以选择房屋和土地抵押，但此类担保将产生大量成本和费用。此外，动产担保也是一种选择。如果集团拥有大量知识产权，该等权利可作为担保进行质押或转让。

德国法项下的特殊规定

禁止财务援助

德国股份有限公司（AG）不得为收购自身股份提供财务援助（包括提供担保）。若提供财务援助，相关交易可视为无效，但在股份有限公司与其股东之间签订了控制权和损益转让协议的情况下可获得豁免。该项禁止财务援助的规则不适用于有限责任公司（GmbH）。

禁止复利

根据德国法律，债务人不可事先约定任何复利或对到期利息支付利息。因此，如果贷款协议受德国法律管辖，协议通常规定，到期日起应计逾期利息金额做出一次性赔偿（pauschalierter Schadensersatz）。

上游 & 跨游保证（Upstream and cross-stream guarantees）/ 担保权益

一般情况下，德国有限责任公司、德国股份有限公司或者由德国有限责任公司或其他有限责任公司担任普通合伙人的有限合伙企业均可提供保证或其他担保权益。但德国资本维护规则规定，公司不得向股东偿还股本。在某些情形下，为母公司或姊妹公司的借款提供保证或其他担保措施（即上游担保或跨游担保），将构成法律禁止的股本偿还。由于违反该等规则将追究管理董事的刑事和 / 或个人责任，因此，常见的做法是通过加入所谓的“限制性语言”，以合同的形式对保证或担保措施的执行加以限制和约束。适用于德国有限责任公司和德国股份有限公司的相关德国法律，对此类“限制性语言”的规定通常为，除其他例外情形外，如果保证人 / 设保人与借款人（作为支配实体）之间签订了支配或损益转让协议，或者如果执行担保后的收益分配受保证人 / 设保人为收回执行所产生的任何损失而对其股东提出的全部求偿请求权支配，则可以不受限制地执行保证或担保措施。

见索即付保函

就收购而言，贷款协议通常包含保证人“一经要求”即应提供保证的规定。根据德国判例法，只有在国际贸易领域拥有丰富经验的公司才可提供此类保证。若不具备该条件，则相应的保证可能无法“在首次书面要求时”兑现，但仍然作为担保具有可执行性。

平行债务结构

在收购融资尤其是银团融资中，通常由担保代理行管理交易担保。根据德国法律，某些标准担保工具（尤其是质押）属于附属工具，即只能授予担保债权的持有人。在德国法律管辖的融资交易中，为了使担保代理行能够以其自身的名义强制执行该等担保，同时为了确保贷款机构的利益，一般情况下担保代理行会依据抽象债务承认书转为独立债权人（平行债务结构）。

收购后重组

投资者在安排收购融资时应考虑收购后重组可能出现的问题。

根据标的实体的法律组织形式和收购架构的不同，投资者可能有意在收购完成后实现标的实体的转型，通过下游合并将收购公司并入标的实体，或在两个实体之间达成支配和损益转让协议。投资者应尽早将该等考虑因素纳入融资结构。

退出注意事项

退出不仅要求投资者在并购方面作好充分准备，对已有融资也需作出安排。投资者在设计收购融资架构时应讨论和考虑再融资事宜。

鉴于贷款协议普遍含有控制权变更条款，投资者在退出情形下，偿还融资文件项下现有的财务负债时需要对此予以考虑。

根据德国法律的强制规定，对于可变利率贷款，借款人可随时在各利息期结束时偿还贷款，无须支付提前还款或违约金（对于长期融资而言，此类罚金数额可能十分巨大）。因此，投资者一般争取在计息期末偿还现有贷款，以避免支付违约金。

对于在现有贷款协议项下出具的信用证，如果在偿还贷款后仍未兑付，这些信用证一般须返还至开证行或提供现金抵押品。或者，收购方的贷款机构可以选择替换未兑付的信用证（这种做法通常极其复杂且耗时），或为现有贷款机构通过背对背担保（Rückavalierung）形式就未兑付的信用证提供保证。



中国投资者设立正确交易结构 的关键

Markus Hill

前言

投资者在收购德国企业时,为了确定最佳交易结构,往往需要考虑许多不同的问题。除了商业和法律范畴外,税收可能是最重要的问题,有时甚至会决定交易的成败。与大多数西方国家一样,德国的税务体系相当复杂、详尽,而财政部门颁布的众多法律与法令以及税务法院的判决则使情况变得更加复杂。

分析收购目标

开展交易,首先要分析收购目标的结构。这个建议看似简单,但经验表明,投资者,特别是外国投资者对于拟收购目标的税务情况往往缺乏正确的认识。

从德国税务的角度来看,收购标的可能涉及三种不同情形:

• 通过股权交易收购公司:

有限责任公司(GmbH)或股份有限公司(AG)等类型的公司,如果其住所地在德国,须按照15%的统一税率缴纳企业所得税,税基为其全球收入)。但是,从公司子公司取得的股息以及出售子公司股份取得的资本收益的95%通常可以享受免税。同时,根据避免双重征税协定,从境外取得的收入可享受免税。但须缴纳团结附加税(solidarity surcharge),税率为应缴企业所得税的5.5%;此外,还须缴纳工商税,税率取决于企业所在的地区。各地区有权根据本地情况决定交易税税率。目前税率范围是7%到19%左右。有鉴于此,根据经验,公司综合实际税率通常在30%左右,但也可能与此有显著偏差。

此外,股息须缴纳25%的预提税,以及5.5%的团结附加税,综合实际税率为26.375%。但是,德国与近100个国家缔结了避免双重征税协定,这常常会使预提税大幅削减。例如,中德避免双重征税协定规定,符合要求的股东适用的股息预提税率仅为5%,其他股东几乎均为10%。(注意:中国香港特别行政区和澳门特别行政区的公司不在中德双重征税协定的范围内,因此也不受中德双重征税协定的保护。)此外,相关欧盟指令可能会使预提税率降至零。

收购公司缴纳税费时不允许从所收购公司的收入中自动抵扣股东产生的任何费用,其中包括收购融资的任何利息。进行此类成本抵扣需要该企业在德国拥有可供其使用的交割后结构(见下文)。此外,收购价款不存在实际税务折旧。

最后,对于收购拥有德国房地产的公司90%以上的股份,德国征收不动产转让税。由于各州均有权确定本州的税率,税率取决于不动产所在的联邦州。当前,此项税率在3.5%至6.5%之间,课税基础为法律规定的特定复杂估值或不动产的公允价值(以较低者为准)。

除此以外不涉及其他转让税;如果股份购买协议的条款设计合理,也无需缴纳增值税。

• 资产交易:

在资产交易中,允许自动扣除买方产生的任何费用,包括收购融资的任何利息。收购价格可以进行实际税务折旧,即在财务报表中确认收购资产的收购成本,然后根据德国税法进行折旧。这就需要对收购资产的全部收购价款进行分配。

需要注意的是，有些资产不能每年计提折旧，如公司股份或土地等，而收购商誉将在十五年内直线计提折旧。

收购方（通常为德国或外国公司）将按照其税务架构缴税。外国公司在德国的常设机构适用与德国公司相同的税收政策（见上文），但在分配后，外国公司无需缴纳预提税。德国政府也不征收分支机构所得税。

收购房地产应缴纳不动产转让税。课税基础与向不动产分配的收购价格相同，税率同样依据不动产所处的地区而有所不同（见上文）。

除此之外无需缴纳其他转让税。如果交易符合转让持续经营的企业，则无需缴纳增值税。不符合上述情况的交易则会产生增值税（取决于所收购的资产），但通常情况下，缴纳的增值税将会贷记或退还给收购方。

• 通过股份交易收购合伙企业：

外国投资者通常会惊讶于德国合伙企业的普遍程度，尤其是在中小型企业里。对于合伙企业来说，除工商税以外的税务是透明的，即任何合伙人按照其各自纳税机制，单独就其个人利润分成纳税，而合伙企业自身需根据情况缴纳工商税。

对从合伙企业提取的款项不征收预提税。

与收购公司不同，收购合伙企业在纳税时允许自动扣除股东产生的任何费用，包括收购融资的任何利息和对收购价款的实际税务折旧。即使此类交易在法律上属于股权交易，但在税务上却按资产交易对待。

当收购拥有德国房地产的合伙企业 90% 以上的股份时，德国同样征收不动产转让税。征税要求与收购公司的要求类似。在收购价格基础上征收的增值税也适用相同规定（见上文）。

买方的分析

开展交易的第二步是买方对其想要实现的目标进行分析，从而设计适当的交易结构。

如果不采用收购公司或任何其他税收阻挡实体 (blocker) 的结构，那么首先要从法律形式、注册地和税收居住地进行分析。如果在德国已有可供使用并且应当使用的结构，情况就会有所不同。有时控股公司的介入，特别是在欧盟内控股公司的介入，可能会对交易结构产生影响。

因此，关键在于确定买方是否希望扣除发生的任何费用（包括在德收购融资的任何利息）。当然，这也涉及到如何实现收购融资的问题：是仅通过股权融资，还是同时通过银行贷款或其他第三方贷款？股东的资金是全部以股权的形式提供，还是其中部分有可能以股东贷款的形式提供？上述所有问题，特别是股东资金组合的确定，都必须考虑到每一种方案的法律限制、税收减免的可能性和局限性，以及资产负债表的影响。在正常情况下，偿还股东贷款在法律上更容易操作，因为收回股权出资前提是公司要有利润，而只有在股本充足时才存在实现利润分配的可能。股东贷款的利息通常可在公平交易的情况下抵扣税款。但是，某些限制以“利息壁垒”的形式存在，而“利息壁垒”会使年度可扣除额减少至税息折旧摊销前利润的30%，除非公司的总净利息（包括第三方贷款的利息）低于300万欧元。由于25%的利息计入应税所得，并非所有利息均可在工商税中扣除。此外，还应当谨记，在大多数情况下，应由贷款人对利息全额纳税。如果贷款人的税率实际上高于借款人的税率，或者即使不支付利息（“虚收入”）也需要纳税，例如，贷款采

用零息债券或实物支付 (PIK) 票据的形式, 则对贷款人不利。但是, 在与利润无关的情况下, 则利息不适用于德国预提税。

最后, 投资退出事项也十分重要。在德国, 外国公司投资者出售德国公司股份免缴税款。如果卖方是一家德国公司, 则只有 5% 的资本收益需要纳税, 而这样通常实际税率就仅有 1.5%。相比之下, 在德国出售合伙企业或资产交易则应全额纳税。此外, 如果之后利润将会分配给最终股东, 则可能会适用德国预提税。

交易结构

通过对收购目标和买方的分析, 并主要关注以下目标, 在任何情况下都有可能确定相应的最佳交易结构:

- **法律和商业要求**

例如: 如果目标公司是合伙企业, 并且基于法律风险, 优先选择公司, 将有多种节税方法实现各自税收中立重组。通常可采用合并、出资、分拆等形式的重组, 以按照计划设立或整合所收购的集团, 而不会触发资本利得税规定。

- **费用的实际扣除**

在通过德国公司收购一家公司后, 被收购实体既可以并入收购方 (保持税收中立性), 也可以由两家公司通过签署损益转让协议达成财务统一, 从而将业绩并表。

- **最大限度降低转让税, 如不动产转让税**

收购合伙企业时, 可以在最初仅收购 89.9% 的股份, 十年后再收购剩余的 10.1%。由于第一笔交易免缴不动产转让税, 仅剩余的 10.1% 的股份需要缴税, 从而降低不动产转让税。

- **款项 (股息、许可费、利息) 汇回优化**

位于欧盟的控股公司的介入可能会减少预提税。但需要注意的是, 德国反滥用税收方面的立法十分详尽, 因而, 在适用此类税收优惠时可能会面临限制。

- **对财务报表的影响**

例如: 采用特定的税收中性重组, 可能增加财务报表中的权益。

结语

尽管德国的税收制度相当复杂, 但收购德国企业时通常能够实现节税, 以满足买方的需求, 甚至同时满足卖方的需求。然而, 一旦签订交易文件或执行交易, 如有漏税便属于既成事实而无路可退。因此, 检查交易的税务后果并提前确定交易结构至关重要, 而这就需要德国税务顾问及早参与。交易结构和/或收购目标结构的后续拟议变更, 应在交易时进行处理, 而不应作为已纳入实际交易结构的部分单独处理。例如, 我们曾太多次看到, 收购方因后来直接甚至间接转让被收购公司或集团的股份而支付额外的不动产转让税, 无法在不缴纳资本利得税的情况下进入预期的法律结构。



德国劳动和就业法

Martin Gliewe

并购交易领域的劳动法法律建议

诸如雇佣关系的法律状况、员工代表和共同决定机构或工会的参与之类的用工问题不仅是每一个尽职调查程序都要考虑的问题，也可能影响有关交易结构的策略考量。因此，公司收购是否会导致《德国民法典》第六百一十三条第一款规定的业务转让（类似于英国的《业务转让（就业保护）条例》）问题以及根据《企业组织法》规定在交易前所采取的措施（例如经营变化的规划和实施、利益协调和社会计划谈判的准备和支持）会影响到是否、何时以及如何对一家公司进行收购（资产交易或股权交易）。

对目标企业现状的审查

审查和评估目标企业的现状是一项基本任务：

- 现有的劳动合同是否载有有效的条款，或者收购方是否必须面临未被考虑到的付款风险（例如，支付加班或休假补偿金，或因无效的固定期限条款而复职的员工的补偿金）？是否有需要纳入考量的长期福利计划？

主要目的是查明目标企业给予员工的福利待遇，以及合同中是否包含涉及较高成本的条款。

- 目标企业是否有经选举产生的工作委员会？

工作委员会会大大推迟并购进程，在并购交易后的一段时间内也应对其加以考虑，特别是在潜在的并购后整合计划中。

工作委员会对假期安排、工作时间规定和薪酬结构等事务拥有共同决定权。在雇用或解雇员工时，必须征求工作委员会的意见。公司进行业务重组时，工作委员会也需要参与其中。多数情况下，雇主必须在执行计划中的重组措施之前与工作委员会协商如何进行重组（“利益协调”），并且必须就为受重组影响的员工提供补偿的社会计划与工作委员会达成一致。工作委员会无法阻止重组进程，但却可以大大推迟重组进程。

- 目标企业是否受到集体谈判协议的约束？

工会的参与对当前和未来的薪酬结构和潜在的重组措施具有重大影响。

- 目标企业是否雇佣外部工作人员？

此外，还应审查企业与外部人员（如自由职业者或临时经理）之间的关系。在某些情况下，根据法律规定，自由职业者被视为目标企业的员工，尽管称其为外部人员。这种情况被称为“虚假性的自谋职业”，是一个非常严重的合规问题，会导致巨额罚款。

其他审查重点包括关键人员控制权变更条款的处理、股票期权计划的处理和公司年金计划的正确处理和考量。

最后，必须要明确的是在并购后是否可以进行潜在的重组或采取并购后整合措施以及是否存在既有障碍，例如长期的办公地点保障或因经营原因禁止裁员。在此背景下，需要综合考量剥离高管的可能性及相关成本问题。

有关可能出现的潜在劳动法问题的更多详情，请参阅我们的另一出版物《在德国做生意》。

收购方式：股权交易还是资产交易？

接下来，需要考量的是进行资产交易还是股权交易。

在股权交易中，买方通过购买一家公司的全部或一定比例的股份来收购该公司。

在资产交易中，买方通过单独购买一家公司的资产，也就是目标企业的资产来进行收购交易。在这种情况下，可以适用关于业务转让的法规，届时所有劳动关系将根据《德国民法典》第六百一十三条第一款的规定转让给买方。

如果只有部分业务被转让，那么将员工分配到匹配的业务部分就会产生困难。原则上，只有分配到业务转让部分的劳动关系才会被转让。受影响的员工可以在收到充分的转让通知后一个月内，就其劳动关系转移到收购方一事提出异议。

根据《德国民法典》第六百一十三条第一款第五项的规定，业务转让的时间、原因、后果及即将采取的措施必须以书面形式适当告知受业务转让影响的员工。原雇主和新雇主均可告知上述信息。若信息告知不充分，则一个月期限的规定将不会适用。因此，员工可能会在劳动关系转移多年后对此提出异议。

员工转移后的劳动关系与收购方保持不变，并且不会因该转移而解除。但是，由于其他原因解除劳动关系也是可能的。

《德国民法典》第六百一十三条第一款包含一项“转化规定”：原用人单位与劳动者通过适用的集体协商协议或劳动合同作出的约定，原则上应当转化为现有的劳动合同，并且在一年内不得改变不利于劳动者的内容。

但在股权交易的情况下，不适用《德国民法典》第六百一十三条第一款规定。这可能有助于在收购后采取重组措施，因此，必须始终将其作为一种备选办法加以考虑。

起草公司收购协议

公司收购协议中涉及的劳动法架构尤为重要，因为它是后续劳动法措施实施的重要决策依据。因此，在从劳动法的角度起草公司收购协议时，一定要注意劳动关系转移的相关规定、相应的责任和保障条款以及剩余风险的合理分配。

我们的团队

为您开启德国机会



林可姗 博士

Sandra.Link@eu.kwm.com



赵辉

Hui.Zhao@eu.kwm.com



Tilmann Becker 博士

Tilmann.Becker@eu.kwm.com



Tilman Siebert

Tilman.Siebert@eu.kwm.com



Christian Cornett 博士

Christian.Cornett@eu.kwm.com



Markus Herz

Markus.Herz@eu.kwm.com



Daniel Ehret

Daniel.Ehret@eu.kwm.com



Markus Hill

Markus.Hill@eu.kwm.com



Martin Gliewe

Martin.Gliewe@eu.kwm.com



金杜律师事务所

金杜律师事务所（简称“金杜”）是一家总部位于亚洲的全球性律师事务所。作为在中国内地、香港特别行政区、澳大利亚、英国、美国和欧洲重要法域拥有执业能力的国际化律师事务所，金杜在全球最具活力的经济区域都拥有相当的规模和法律资源优势。我们面向全球，为客户锁定机遇，助力他们在亚洲和世界其他区域释放全部发展潜能。

在中国，金杜拥有440多名合伙人和1800多名律师，办公室分布于北京、上海、深圳、广州、海口、三亚、杭州、苏州、南京、青岛、济南、成都、重庆、珠海、香港这15个重要商业中心城市。金杜拥有广阔的全球法律服务网络，在新加坡、日本、美国、澳大利亚、英国、德国、西班牙、意大利等欧洲主要城市和中东均设有办公室，共有30个办公室和近3000名律师，是一家能同时提供中国法、英国法、美国法、澳大利亚法、德国法、意大利法服务的全球性律师事务所，我们拥有的巨大法律人才库使我们能充分了解本土情况和法律实践并能提供多种语言服务。

金杜平台能够为客户提供在亚洲以及更大范围开展业务的独到视角及市场洞察力。作为在中国成长起来的优秀律师事务所，金杜凭借对于本土的深入理解、深厚的执业能力和丰富经验，结合国际化的视野和资源，为客户提供在中国及辐射全球的全方位、法域、综合性、一站式的法律服务和最佳商业解决方案以满足他们的多样化需求。确保我们的客户在他们开展业务的任何地域均能获得同样高品质且具商业化和创新性的法律服务。



金杜研究院
KWM_CHINA



German Deals Hub



PRO ZHONG QI

© 2022 金杜律师事务所

如需了解更多信息，请访问kwm.com。

画作：杜飞辰《美好的家园-未知的风景》