

国际并购中尽职调查的专业密码

文/张平 陈翊

张平，广大律师事务所执行合伙人、中国国际经济贸易仲裁委员会外商投资和公司并购领域仲裁员。在公司并购、国企改革重组、企业融资、外商投资、国际融资与银行业务等领域经验丰富，曾主持多家中国 A 股上市公司收购重组中的法律事务

陈翊，广大律师事务所律师，曾参与多个公司并购与重组、外商在华投资等法律业务

在国际并购交易中，作为决策基础的尽职调查是一项高度专业化的律师技能。有着近百年历史的律师尽职调查，已经在岁月中沉淀为一种法律文化，形成了一套完备的、虽不成文但业内通行的规则和方法。这些最早由英美律师们的经验总结出来的智慧结晶，已成为国际商业社会认同的游戏规则。

根据英美买卖法中买受人自负其责的原则，在并购交易中，如果没有对企业状况的特别担保，出卖人只有义务交付一个符合“所看到的”或者“所检查的”情形的企业。也就是说，如果当事人没有进行或没有做好尽职调查，因未彻底了解企业状况而产生的风险，则要自己承担。

尽职调查的价值

尽职调查（Due Diligence）在《布莱克法律词典》中的定义是“通常一个人在其调查过程中寻找合适的法律要求或解除义务时应保持的合理谨慎”通过尽职调查，买方可以最大限度地掌握他们所购买的股份或资产的全部情况，发现有关瑕疵和风险的重要事实，平衡其信息不对称的不利地位，并根据专业结论和建议，综合确定企业买卖的价格，或在价格谈判中取得优势。

同时，尽职调查中对于所有文件、证照、单据的书面审核以及对调查工作的书面记录，本身就是一个保存和整理证据的过程。更为重要的是，尽职调查的结果往往将成为谈判桌上双方讨价还价的焦点，并在很大程度上决定并购方案的设计和交易法律文件的起草。而在并购完成后，尽职调查报告也将直接成为买方整合和运营目标公司的基础和依据。因此，在世界各地的并购交易法律实践中尽职调查都是一项不可或缺的重要基础工作，并贯穿并购交易始终。

不过，尽职调查的“谨慎”或“尽职”的合理程度应如何界定，也是一个值得权衡的问题。美国案例法中有一个一般原则：在交易中越谨慎，此后面临的风险越低。由此，我们应该采用英国法律解释“尽职”时所述“罗马法律的高度谨慎”的标准。然而，经验和常识也告诉我们，

买方其实也不会希望发现可能存在的每一个风险，因此要求绝对到位的尽职调查只会无谓地增加买方的交易成本，甚至导致并购交易最终流产。

尽职调查流程

虽然每一个尽职调查项目都是独一无二的，但在国际并购活动中，一个较为规范、完备的尽职调查通常应遵循如下基本工作程序。

双方组建尽职调查团队

通常在规模较小的交易中，卖方只需要自行协助买方获得和审查相关文件资料即可。但如果面临一项大型的涉及多家潜在买方的并购活动，卖方则有必要先指定一家投资银行或委托律师来负责整个并购过程的协调和谈判工作。

在大型的尽职调查中，买方通常应指定一个由律师、会计师和财务分析师等专家组成的尽职调查小组。如果是跨国并购，那么调查小组里通常还会加入来自目标公司所在地和买方所在地的执业律师。作为支持，卖方应委派其自己的雇员和调查小组一起实施调查，更要维持一个有序的系统，以确保整个尽职调查过程协调一致并始终专注于买方订立的目标。

签署并购意向书和保密协议

在尽职调查前约定保密义务，是对卖方利益最基本的保障。并购交易中的尽职调查有时会将卖方推入一个两难境地：潜在的买方往往都是同行，甚至是直接的竞争对手，在通过尽职调查全面、细致、整体地了解卖方的情况后，双方还是有最终达不成的协议的风险。而且，对方有可能借并购之名窃取商业秘密，在尽职调查之后直接或间接地利用这些信息，造成而对卖方不利的结果。

签署并购意向书和保密协议是进行尽职调查前的必要程序。实践中更实际的做法是，卖方向买方提交企业情况说明，并就其真实完整性做出担保。在此基础上，双方订立并购意向书，约定自意向书签署后至并购交易履行完毕前，买方可进行尽职调查，以核实企业的实际情况是否与卖方所陈述一致，倘若有重大不符，则可按照事先约定好的标准调整交易价格。

并购意向书主要用于约定交易的基本条件和原则、交易的基本内容、为促成交易参与各方应做工作具体安排、排他性安排以及保密条款（或另行单独签署保密协议）等，这在追究对方的缔约过失责任和侵权责任时具有证据作用。双方可以约定，意向书不具有法律约束力，但通常会保留约定排他性条款、保密条款等具有法律约束力。

在保密协议中双方需要承诺，为促成交易将相互提供相关资料和信息，约定保密信息的范围和种类、保密责任的具体内容和免责情形、泄密或不正当使用保密信息的违约责任等。应当承担保密义务的人，不仅有律师、会计师等具体执行尽职调查的专业人员，更主要的是

接触这些信息的买受人。如果买受人也是一个企业的话，那么该企业的董事会成员、经理等成员，都应签署保密协议。

约定尽职调查的内容

当开始一项尽职调查时，买方必须明确其尽职调查的目标，并向调查小组清楚地解释尽职调查中的关键点，双方律师再根据这些明确尽职调查过程中什么层次的资料和信息是重要的，确定尽职调查的过程应着重于买方所要达到的目标，从中找出相关法律事项。这一过程将明确可能影响交易价格的各种因素。在此之上，双方再约定具体对哪些事项进行调查，共同起草有关的调查项目的目录或尽职调查清单，以便卖方提供有关材料。

设置资料提供的程序规则

双方指定一间用来放置相关资料的“数据室”，由卖方（或由目标企业在卖方的指导下）把所有相关资料收集在一起并准备资料索引。同时，双方协商建立一套程序，让买方能够有机会提出有关目标企业的其他问题，并能获得数据室中可披露文件的复印件。如今，国际并购交易中尽职调查工作的数据化、网络化的程度正在日益提高，一些企业也已开始将其文件资料建成数据库并上传至互联网，授权尽职调查人员使用。

表一：法律尽职调查清单基本内容

目标企业的组织架构文件
目标企业的各类资产、权益和债务的文件
目标企业的各种贷款、融资文件
目标企业的重大合同、协议
目标企业的经营业务、所涉及的政府审批或许可
目标企业的各种税务文件
目标企业的雇员的劳动文件
目标企业的各类保险文件
目标企业涉及的各种诉讼、仲裁或争议的文件
卖方与目标企业同业竞争及关联交易的文件
目标企业所在地的相关法律法规及法律环境

表二：工作底稿的基本内容

承担项目的基本情况，包括委托单位名称、项目名称、制作项目的时间或期间、工作量统计
制定的工作方案、计划及其操作程序的记录
收到的所有文件的复印件
会议纪要、与相关人员沟通情况的记录、对收到资料的审查记录、调查访问记录、往来函件、现场勘察记录、查阅文件清单等相关的资料及详细说明
各方出具的书面保证或声明书的复印件
对保留意见及疑难问题所作的说明
其他相关的重要文件或资料

表三：外部调查的渠道和方法

登记机关	从当地登记机关可以了解到目标公司的基本情况、动产和特定不动产的权属、交易、担保等情况。但目前各地公开登记资料方面做法各异，若无法直接取得，律师只能请求目标公司要求登记机关向其公开。
政府及职能部门	律师可以直接向当地政府了解情况，也可以发函询证。对了解到的情况应该要求该政府部门出具相应的证明文件。必要时，前往调查时应携带目标公司出具的介绍信或证明。
债权人、债务人	对债权人、债务人的调查可以通过发函询证、谈话记录、书面说明等方式进行。

设计制作尽职调查清单和问卷表

设计制作尽职调查清单和问卷表，是律师要求提供目标企业信息资料最常用的方式。尤其是在一些规模较小的交易中，卖方可能不会设立数据室并建立相关程序和规则，而是根据实际情况，按照买方的要求提供资料。在这种情况下，律师通过详细的尽职调查清单和问卷表索要有关资料了解相关信息，就成为调查最主要的手段。

尽职调查清单是律师根据调查的需要设计制作的，并应根据具体并购目的、交易内容和性质的不同而有所侧重，但一般来说，最基本的，尽职调查清单应要求目标企业提供多方面的文件资料（见表一）。

律师还应将需了解的情况设计成尽职调查问卷表，由目标公司予以回答。询问调查有助于了解目标公司的整体情况或发现意想不到的有用的线索。在具体工作中，如果律师对有关事项有疑问，应当以书面形式提出，同时也应当要求对方以书面形式作出有关回答。

尽职调查清单的结尾部分应注明,可能根据业务的进展随时向目标企业发出补充的文件清单或要求。经委托方确认后,律师将设计制作好的法律尽职调查清单和问卷表发至目标企业,在收回目标企业提供的资料后,核对复印件与原件,由双方代表签字确认,并应取得目标企业及其管理层出具的说明书,表明其提供文件和资料内容属实且无重大遗漏。

对收集的信息进行研究判断、核查验证

除了通过调查清单和问卷表系统了解目标企业的情况外,买方还可以通过对固定资产、在建工程、存货等进行现场勘查,以及收集、整理并分析公开披露信息等方式对目标企业进行调查。

更缜密的工作思路和方法是,根据目标企业的审计报告或财务报表中所列示的项目逐一核实。律师对尽职调查所获取的全部资料和信息,应反复地研究判断,进行相应核查验证。在核查验证过程中,应当制作工作笔录,并尽可能地取得目标企业对工作笔录的书面确认,如果遇到对方不愿签字确认的情况,则应在笔录上予以特别说明,注明具体日期;对资料不全、情况不详的情况,应要求对方作出声明和保证。

律师在调查中发现的问题,应及时向委托方报告与沟通,而不能一味地等到最后才在报告书中一并书面提出,以免延误解决问题的时机。对收到的资料,律师经过研究判断,如果认为需进一步了解,应再次起草《尽职调查清单》或问卷表,如此循环,直至查明情况为止。律师应该对所有文件资料进行整理和归档,并制作工作底稿(见表二),作为日后重要的工作依据。

对目标企业进行外部调查

目标企业的配合是律师尽职调查是否迅速、高效的关键。而法律尽职调查的另一个重要环节是,结合上述的系统内部调查,对目标企业进行详尽的外部调查。从外资并购中国企业的实践来看,通常从目标企业当地登记或管理机关可以获取目标企业的工商、规划、土地使用权、房产产权、环保、税务、劳动保障等信息;而当地政府(包括相关职能部门)是极为重要的信息来源,可以了解到有无可以影响目标公司资产和经营的远近期政府计划、管理政策的调整等情况;向目标企业债权人和债务人调查,不仅可以使买方直接、完整地掌握目标公司重大债权、债务状况,还能了解目标公司最真实的社会信用情况(见表三)。一个训练有素、具备良好分析力和判断力的律师,往往能够将各种调查方法同时灵活运用(见表四),在对比分析中从不同的渠道发现问题并找到线索,直至彻底了解目标企业的情况。

表四：法律尽职调查的要点

<p>审查目标企业成立及存续的合法性</p>	<p>审查目标企业设立及变更的程序、资格、条件、方式等是否合法；设立过程中有关资产评估、验资等是否履行了必要程序。</p> <p>审查目标企业是否依法存续，是否存在持续经营的法律障碍，其经营范围和经营方式是否符合有关法律的规定。若目标企业从事需审批的特定行业或经营项目，审查其是否具备相应的特定资质证明或认证，如建筑资质、房地产资质等。</p>
<p>调查实际控制人及系统的产权结构图</p>	<p>审查各股东（特别是控股股东）出资情况、出资方式、数额是否符合相关法律、合同和章程的规定，是否抽逃、转让、出资中有形资产的所有权归属、评估作价、移交过程；出资中无形资产的权属证书、有效期、评估作价、移交过程、是否履行法定手续、是否无异议等；</p> <p>查清目标企业实际控制人、层层追溯，直至最终控制人；</p> <p>调查完成后，应绘制可以清晰地判断目前状态下目标企业与其股东、与其控股参股子公司的产权关系图。</p>
<p>审查此次并购交易行为本身的规范性、合法性</p>	<p>审查并购决议形成的程序是否合法；</p> <p>审查本次并购行为是否已取得必要批准或授权；</p> <p>并购拟设的交易步骤是否符合相关法律法规所规定；</p> <p>如果收购涉及上市公司，还需审查可能涉及的要约收购程序、信息披露事项及是否存在内幕交易、反垄断审查，等等。</p>
<p>审查交易标的产权的合法性、完整性及可转让性</p>	<p>审查的目的在于发现或厘清目标企业的产权关系，确保买方取得的目标企业的资产合法、完整，不存在法律上的瑕疵；</p> <p>审查标的股权的合法性及可转让性，明确其是否存在限制其转让的情形；</p> <p>目标公司资产的审查：包括财务报表中所列的各类资产及权益：现金、应收帐款、各类动产和不动产、长期投资及知识产权等无形资产，以及该等资产是否抵押、查封，是否存在其他权利限制；</p> <p>目标公司的债务审查：包括财务报表中所列的各项负债及负债担保情况；对目标公司合同的审查中所发现的或有或未来债务。</p>
<p>审查合同</p>	<p>审查合同主要目的是审查目标公司之债务或有负债情况和风险，及相关合同是否会对并购交易形成障碍。通常会关注长期供应合同、采购合同、销售合同、租赁合同、借款合同、核心技术人员聘用合同、合资合作合同、技术许可合同、商标许可合同等所有已签署尚未履行完毕的重大合同，应审查在目标企业控制权变更后，这些合同是否仍然有效，其延续对并购是否会造成法律上的限制和障碍。</p>
<p>审查目标企业税务状况</p>	<p>目标企业所适用的税种、税率及其对本次并购的影响；</p> <p>是否存在欠缴税款情形；</p> <p>所适用的税收优惠是否符合法律规定。</p>
<p>审查诉讼等事项</p>	<p>目标企业是否存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件；</p> <p>目标企业控股股东以及主要股东是否存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件；</p> <p>目标企业董事长、总经理是否存在尚未了结的或可预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件，是否会对目标企业生产经营产生负面影响；</p> <p>对于尚未判决的诉讼进行诉讼分析，将交易的规模与本诉讼涉及的规模进行对比，以数字金额来界定该诉讼是否属于“重大”诉讼；参考和研究同行业公司类似的已知案件，预测案件结果，判断其是否会对企业未来经营产生重大影响；</p> <p>预先进行潜在诉讼费用的评估，以决定是否选用庭外和解的方式，尽量以较小的成本迅速解决争执。</p>
<p>审查目标企业的规章制度、管理机制和组织结构</p>	<p>审查目标企业的设立合同和章程，是否有“反收购条款”，判断章程的修订程序，公司股东、董事的权力，股份的转让，公司重大事项的表决，通过程序等是否对本次收购交易构成程序上的障碍，是否会对目标企业的整合造成障碍，是否可通过一定的方式消除；</p> <p>审查目标企业包括采购、销售、财务管理、对外投资、劳动人事等领域的各项规章制度，以及章程中有关业务的信息，判断是否会对此次并购造成实质性影响，是否会对企业未来经营产生重大影响；</p> <p>审查目标企业的管理机制和组织机构是否合法、合理；调查完成后，应绘制可以形象地描绘目标企业内部管理框架的组织结构图。</p>

调查目标企业劳动关系法律状况	<p>着重从平等就业、保护劳动者健康与安全、按劳分配、同工同酬、社保执行等方面调查目标企业对相关劳动法律法规、政策的遵守情况，是否存在欠缴社保、员工补偿款等情形，是否面临劳动仲裁、诉讼风险；</p> <p>审查目标企业订立的劳动合同及其特别条款、员工福利制度、奖惩制度、股权激励机制、特殊聘用合同等是否存在法律上的风险，是否存在会对此次并购造成影响甚至形成障碍的条款；</p> <p>本次并购涉及的职工的安置方案是否符合相关法律法规、政策的规定，是否会对并购产生重大影响，应列出员工结构、工龄和骨干人员的简介表。</p>
调查目标企业关联交易情况	<p>目标企业与卖方是否存在关联交易以及该关联交易的公允性和合规性，该等关联交易的存在或取消对此次并购或目标企业未来的经营是否会造成重大影响；</p> <p>卖方与并购后的目标企业之间关联交易的可能性。</p>
调查目标企业产品质量风险	<p>目标企业产品的质量标准，及是否有必须遵守的国家、行业标准；</p> <p>目标企业以往产品质量投诉和纠纷情况及其影响分析；</p> <p>目标企业主要供应商之产品质量纠纷情况及影响分析。</p>
调查目标企业的环保成本和风险	<p>目标企业所适用的环保标准；</p> <p>相关环评报告及环保部门的批复；</p> <p>排污许可证；</p> <p>环保部门有无整改要求、有无罚款、停业及限期治理的风险；并购后的企业是否需承担并购前严重环境污染引发的法律责任，是否需为清除由卖方所造成的环境损害追加巨额的环保费用，是否购买环境污染保险等。</p>

表五：法律尽职调查报告的基本内容

1 序言部分：
(1)、法律尽职调查的目的、买方对尽职调查的要求；
(2)、律师审查过的文件清单，以及要求卖方提供但未提供的文件清单；
(3)、进行尽职调查所作的各种假设；
(4)、出具尽职调查报告的责任限制或声明等；
2 目标企业的基本情况 & 历史沿革，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
3 目标企业的产权结构和治理结构，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
4 目标企业的业务情况及其合法性，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
5 目标企业的各类资产和权益情况，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
6 目标企业的各类债务情况，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
7 目标企业与卖方及其他关联企业的关联交易、同业竞争情况分析，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
8 目标企业的其他事项，如劳动保障、环保、产品责任、诉讼纠纷等，相关风险提示、问题分析、对策建议或解决方案；
9 对并购交易方案的论证与建议；
10 结论性意见。

撰写法律尽职调查报告

此前所有的调查工作形成的结论，将被汇集成提交给委托方的一份准确、完整、详实的法律尽职调查报告（见表五）。法律尽职调查报告应准确和完整地反映尽职调查中发现的实质性法律事项及其所依据的信息，并将调查中发现的主要问题一一列明，说明问题的性质、可能造成的影响与可行的解决方案，尤其要对此次并购可能形成障碍的问题进行特别分析，并提出周详的解决方案。最后，在上述基础之上，对目标企业做出整体法律评价，对该并购交易方案和文件架构设计提出总体意见和建议。

根据国际惯例，并购项目应由买方提供并购合同的草稿以供谈判和修改，而律师这份详尽周全的法律尽职调查报告则将顺理成章地成为并购合同及相关谈判的框架和基础。因此，撰写法律尽职调查报告无疑是律师在“台下十年功”之后，“台上一分钟”的重要展现机会。

名词解释：

尽职这一概念的清晰含义应追溯到罗马法律概念中的勤勉。罗马法律将尽职分为两个主要类型：一般人在管理其事务中应持有的谨慎；家族首领管理事务中的绝对谨慎。英国法律解释“尽职”则又将其分为三种：普通意义上的谨慎、高度谨慎以及低度谨慎。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。