

并购中抢先合并与信息交换行为的反垄断规制

2017年5月

在企业并购尤其是大型跨境并购中，反垄断审查的风险逐渐成为交易主体重点关注的合规风险之一。从商业角度出发，并购主体于交易实施前进行信息交换和整合计划等协同行为，有利于交易的顺利完成与交割后企业的有效整合。而从法律角度，世界主要反垄断司法辖区对于并购交易的基本立场都是希望交易主体直至交易涉及的反垄断审查（如适用）完成前都保持独立的经营实体与竞争主体地位。对于需要反垄断审查的并购交易，在审查完成前，交易主体违反“独立竞争主体”原则的信息交换和整合行为，通常被称作“抢先合并”或“抢跑”（gun jumping），从而招致反垄断机构的调查及巨额罚款。由于并购交易的确定性和时机对于交易主体来说是至关重要的因素，因此企业在并购交易中，明确信息交换等抢先合并行为的反垄断规制界限并提前做好相应的合规计划，对于预防反垄断风险、提高交易确定性和降低交易成本都是非常重要的。

在中国当前的反垄断法律框架下，抢先合并和信息交换行为从概念、界定到规制均有待明确与完善，企业在并购交易过程中难以通过明确的监管规定和案例有效地预防与之相关的反垄断风险。鉴于，目前中国有关经营者集中审查的法律和实践在很大程度上都借鉴了欧美等发达国家以往和现有的规范和经验，在法律规范和实践不够明确的情况下，欧美国家在相关领域的法律规定和实践案例，对于中国境内并购交易主体在合规性规划方面具有较大的参考价值。因此，本文试图通过总结美国与欧盟在抢先合并领域丰富的法律规定与执法实践，为企业在并购交易实施前的协同行为（包括但不限于信息交换和业务整合）提供一定的规则参考与合规指引，以期帮助企业在并购过程中合理控制信息的交换。

一. 并购中的“抢先合并”概念与类型

广义的抢先合并概念是指并购交易主体于交易交割前的协同行为，可分为程序性抢先合并与实质性抢先合并两类。美国、欧盟和中国的反垄断法体系中，对这两种不同性质的抢先合并行为从概念界定到规制程度均存在一定差别。

程序性抢先合并是指并购主体未能依据相关适用的反垄断法要求对于应予以申报的并购交易完成申报而已经具体实施了交易。未经申报或在获得批准前就实施了交易是最典型和明确的抢先合并行为，大部分国家和地区的反垄断法都对反垄断申报义务的触发门槛和等待期作出了明确规定，例如美国《1976年哈特—斯科特—罗迪诺反托拉斯改进法》（*Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvement Act of 1976*）（简称“HSR法”）第7条第1款、《欧盟并购管制条例》（*EC Merger Control Regulation*）（简称“ECMR法”）第7条第1款以及中国《国务院关于经营者集中申报标准的规定》第3条有关营业额的规定，违反此等规定即构成违法，执法机构通常不需要对行为的限制竞争影响进行实质性分析。

实质性抢先合并是指交易主体在并购交易获得反垄断审查前即实施了一定程度的协同行为，包括协同市场竞争行为、转移经营控制权、相互交流竞争性敏感信息以及实施业务整合计划的行为。特别是在交割前的尽职调查与整合计划中，交易主体有关客户、价格和产品计划等商业信息的频繁交换，常常会引起“抢先合并”的嫌疑。相较于程序性抢先合并，实质性抢先合并尤其是信息交换行为在实践中的认定缺乏统一明确的标准，法律的规定较为原则化，往往需要参考执法实践对相关法规的解读，由执法机构结合相关市场情况对行为的限制竞争效果进行个案分析与判断。

二. 并购中的信息交换和协同行为表现方式

虽然存在反垄断审查的风险，但并购交易过程中，交易各方进行信息交换的动机原则上是可以理解，且存在相当合理性的。从商业角度出发，并购交易方之间适度的信息交流对于一项并购交易的估值、谈判、计划和实行都是至关重要的，同时也决定了交割后企业整合的效率。在并购协议签署前，敏感信息往往是为尽职调查和买方估值所必须的。一旦签署了并购协议，各方着手计划整合，此等计划活动往往要求敏感信息的交换和一定程度的协同。因此，在企业并购实践中，信息交换和协同行为通常出现在交易过程中的以下不同阶段：

1. 尽职调查阶段

在最终协议达成之前，买方通常需要对目标公司进行尽职调查，获取公开信息之外的商业信息以正确评估目标公司的价值，及其可能具有的风险或责任。此外，并购协议中的交易价格、陈述保证、补偿和其他相关条款的商定也需要以交易主体间的信息交换为基础，其中可能包含大量的竞争性敏感信息。但是无论美国还是欧盟的执法机构都认为，除非交易双方具有相关反垄断市场的竞争关系，尽职调查阶段的信息交流对于市场竞争所造成的危害是比较小的。

2. 整合计划阶段

在最终协议签署后与交易交割前的过渡期，交易主体为尽早实现预期的联合优势，可能进行一些整合计划活动，为交割后公司运营的顺利转接作准备。此类性质的整合计划通常需要业务信息、人事信息和其他商业敏感信息的交换。但需要注意的是，相较于尽职调查阶段，执法机构对于整合计划阶段信息交换的容许程度更低，一方面是在过渡期内已不存在估值定价的需求；另一方面是此阶段的信息交换涉及的人员更多，反垄断风险更大。如在一些欧美案例中，上诉法院认为过渡期内的信息交换应基于长期战略规划的目的，仅限于为并购完成后的公司业务或架构整合而服务。

3. 反垄断申报阶段

反垄断申报工作往往需要交易主体之间的信息交换以及一定的协作行为，尤其是交易存在较高反垄断风险的情况下，交易主体之间可能需要交流一定的竞争性敏感信息以联合制定反垄断申报策略或更好地与监管机构进行沟通。

尽管反垄断执法机构认可信息交换的合理动机与商业价值，但同时也认为信息交换于特定情形下可能产生限制竞争的效果，例如：(a)交割前过度的信息交换可能影响交易主体的商业决策，使其达成固定价格或分割市场等减少竞争的协同行为；(b)交易主体假借并购之名进行以限制竞争为目的的信息交换，实际上并无实施交易的计划；以及(c)在交易失败的情形下，卖方提供的特定客户信息、价格信息以及竞争策略等竞争性敏感信息可能被买方不当利用，从而损害卖方的竞争能力。

如前文所述，并购中的信息交换的对于相关市场的竞争状态可能同时产生正负效应，因此厘清信息交换的反垄断规则界限并非易事，执法机构往往需要结合相关市场结构和所交换信息的性质作为判断此等行为限制竞争的关键因素。

三. 美国和欧盟对于抢先合并的法律规制

1. 美国

美国对抢先合并行为的规制主要由HSR法、《谢尔曼法》（*Sherman Act*）以及《联邦贸易委员会法》

(*Federal Trade Commission Act*) (“FTC法”) 三部法律中的相关规定构成。三部法律中的相关规定各有侧重，从而对于抢先合并行为构成了较为完整与全面的法律规制体系。

HSR法在要求交易主体保持独立经营的同时，允许其进行某些并购前协同行为，但是禁止买方在HSR法规定的等待期届满前获得实益所有权(beneficial ownership)或经营控制权(operational control)。HSR法在性质上更接近于程序法，不关注交易主体之间的竞争关系，也并不关注行为对于市场竞争的影响，信息交换行为本身就可能触发HSR下的责任。例如在Insilco案中，联邦贸易委员会(the Federal Trade Commission) (“FTC”)认为买方获得卖方的竞争性敏感信息并且将其用于商业用途的行为即表明买方对卖方实现了控制，从而产生了HSR下的反垄断责任。Insilco案中对于竞争性敏感信息的定义包括：“未经聚合的特定顾客信息”（即指未通过合计或平均处理隐藏特定客户或交易信息的原始信息）、“用来确定成本或价格的分析或公式”以及“关于竞争的策略或政策”。这一定义为美国学界和执法机构认为是最为完整和准确的定义。但Insilco案中同时认为竞争性敏感信息的交换在满足一定条件的前提下并不是绝对违法的：如果此等信息仅仅与一方当事人了解未来收益和前景有关或者是在遵守保密协议的前提下对信息的使用限于尽职调查或是没有将信息披露给另一方中直接负责产品定价、营销的相关人员，则并没有违反该法的规定。

《谢尔曼法》第1条适用于并购交易交割前的协同行为而无论该交易是否根据HSR法的规定应该进行申报，其允许交易主体进行合理的尽职调查以及制定整合计划，但是要求各方保持独立竞争者的地位。与HSR法不同，谢尔曼法需要对行为的结果进行实质性分析，若违反谢尔曼法，则需要满足的前提是有协议并且不合理地限制了竞争，而评判不合理地限制竞争的首要标准即是通过合理原则(“the rule of reason”)分析协议对于市场竞争的影响。在此过程中，执法机构的审查重点是相关市场的行业结构、集中程度以及所交换信息的性质，下列情形通常认为是限制竞争风险较高的体现：(a)相关市场属于进入门槛高、竞争者少的高度集中市场；(b)交换的是现有或未来相关信息而非历史信息；以及(c)信息属于未经聚合的特定信息。

FTC法第5条禁止“贸易中的或影响贸易的不公平竞争手段”。与HSR法的规范对象包括非竞争者之间的经营控制权转移行为不同，FTC法主要规制的是竞争者之间的限制竞争行为。而与《谢尔曼法》第1条的规定不同，FTC法第5条关注的是行为本身，而不在于行为的结果。竞争性敏感信息的交换行为在FTC法下也不是绝对违法的，一般认为，如果信息交换行为被认为在交易完成前减少了竞争或在交易未完成情况下可能会减少竞争，FTC才会适用第5条进行处理。在Torrington案中，FTC认为合法的信息交换应出现在特定情形下，即：(a)以评估业务或者资产的价值或为决定是否购买对方业务或者资产为目的而进行符合常理的尽职调查；以及(b)独立或者共同地规划收购完成后的业务或资产的并购，也就是说信息交换行为应出于合理的商业目的。

2. 欧盟

与美国类似，在欧盟的反垄断法律体系中，同时对程序性抢先合并与实质性抢先合并行为作出了规制，主要体现在《欧共体企业并购控制条例》(*the EC Merger Control Regulation*) (“ECMR”)和《欧盟运作条约》 (“TFEU”)中。

与HSR法的申报义务规定相似，ECMR法中明确规定

了申报者的中止义务，禁止在获得反垄断批准前实施集中交易。无论相关交易是否引发竞争关注，达到经营者集中申报标准但签订交易文件后未申报并获得欧盟竞争主管机关批准即实施交易，可能面临欧盟竞争主管机关的罚款处罚。欧盟竞争委员就曾于2009年对Electrabel 的程序性抢跑行为罚款高达两千万欧元。此案中，欧盟竞争委员会基于Electrabel已成为相关公司最大的股权所有方并于股东会中已获取多数投票权而认定Electrabel已取得相关公司实际控制权，从而予以处罚。

如果交易双方为竞争者，则其抢先合并行为包含限制竞争协议和协同行为可能为 TFEU第101条第1款所禁止。TFEU与美国谢尔曼法的规定较为类似，并且反垄断监管机关的执法立场都是交易主体于交易实际完成前应作为竞争实体各自独立运营，而不论相关交易根据所适用的反垄断法是否应申报以及相关申报的交易是否已满足申报批准要求。在实践中，欧盟执法机构认为信息交换行为既可能提高经济效率、促进相关市场的竞争状态，也可能被不当利用从而产生限制竞争的结果，在后者的情况下，单纯的信息交换行为本身即可构成对于TFEU第101条第1款的违反。

此外，欧盟委员会《关于竞争者之间横向垄断协议的指引》(*European Commission Guidance on Horizontal Agreements between Competitors*) (“指引”)中对于并购交易主体间的信息交换行为还以专章作出了规定。指引虽未对竞争性敏感信息作出明确定义，但认为竞争者之间对于价格信息、生产信息与市场竞争策略信息的交换应当格外警惕。此外，在判断信息交换行为的反垄断风险时，信息的产生时间、聚合程度、公开度与交换的频率也是执法机构重点考虑的因素。在价格或其他商业信息属于公开信息或从第三方可得的情况下，信息交换产生限制竞争结果的可能性比较小。

相较于美国，欧盟反垄断执法机构对于交换历史信息的行为容许程度更高，没有对其提出明确的规制要求。但欧盟对于现有价格信息或未来定价策略的规制则更为严格，单纯的交换行为本身即可引起反垄断规制风险，而不去考量其产生的合理理由及对市场竞争状态的影响。

四. 并购中的信息交换和协同行为的合规提示与避免抢先合并的建议

针对程序性抢先合并行为，由于主要反垄断司法辖区的规制要求已经较为明确，并购主体对于相关风险的防范也较为简单：一是要准确判断本次交易是否触发反垄断申报义务门槛，特别是全球性并购交易要基于紧迫的交易时间计划，由反垄断律师合理预估不同国家的申报审批进程，统筹安排与规划各反垄断法司法管辖区的申报工作；二是对于触发并购审查的交易，在通过反垄断审查之前禁止从事交割行为，也就是遵守中止义务。

针对实质性抢先合并行为，由于缺乏统一的规制要求，我们在此提出一些合规建议，希望能帮助并购主体在顺利完成交易、实现特定商业目的的同时，合理控制其中的反垄断风险：

1. 签署保密协议

并购主体于交易早期就签署保密协议是做好并购合规计划的重要环节，通过保密协议中的条款设置可以最大限度地减少信息交换的反垄断风险并对相关责任进行合理分配。通常情况下，保密协议中应包含以下条款：允许交换的信息种类和使用方式；信息的交换应限于合理商业目的如尽职调查；竞争性敏感信息的披露应基于“按需知悉”(need to know)的基础；信息在

完成使用目的后应进行妥善处理，如返还或销毁。

2. 限制信息的种类和披露方式

从美国和欧盟关于信息交换行为的执法实践中可知，不同种类信息的反垄断风险是存在差别的，对非保密信息的披露一般不做限制（主要指协议签署之前为信息接收方所知晓的信息、公众范畴内所知的信息、从有权披露的第三方获得的信息以及非经披露而自行研发获得的信息），而不同种类的保密信息通常分为以下几个风险高低程度：(a)价格相关信息的风险高于成本和其他财务信息；(b)前台信息（如客户信息、销售或产品计划信息）高于后台信息（如人力资源、信息技术和员工权益）；(c)特定信息高于聚合信息；以及(d)未来信息高于历史信息。因此，并购主体在交易过程中，首先应尽量避免交换存在高度反垄断风险的信息，如价格信息、未来的商业计划和竞争策略信息；其次在必须披露竞争性敏感信息的情形下，应采取一定的保护措施对信息的使用进行规范：如(i)转换信息呈现的方式，将特定信息汇总处理成聚合信息，将竞争性敏感信息转化为隐藏该信息来源的形式；以及(ii)规范信息的使用场合，不允许复制交换信息或将信息脱离安全地点等。

3. 限制信息的接触者

一方面，信息接收方应当尽可能减少敏感信息的接触者，并且根据信息交换的目的对信息进行合理分类，每类信息仅向从事该特定目的工作的人员开放，以控制商业敏感信息的扩散；一方面，在任何阶段，竞争性敏感信息应避免向负责定价和商业决策的人员披露（如在Gemstar和Computer Associates案中，执法机构要求交易主体采取的保护措施就包括禁止将信息披露给信息接收方中直接负责竞争产品的市场营销、定价和销售的相关人员）。此外，在境外大型并购交易中，存在利用独立第三方或清洁团队(Clean Team)处理竞争性敏感信息的安排。清洁团队可由非交易核心人士、律师、外部顾问等组成，除清洁团队外的任何人士均不能接触到可能触犯“抢先合并”规制的竞争性敏感信息，从而保证了并购交易过程的合规性。

虽然当前中国反垄断法律框架下对并购中的实质性抢先合并特别是信息交换行为缺乏明确的法律规定与执法指引，但随着跨境并购交易的频繁与规模化，中国反垄断监管机构对此问题的态度与立场将成为全球性并购交易的各方所必须防范的反垄断风险。可预见的是，中国反垄断监管机构在未来的立法中势必会参考美国、欧盟和其他主要反垄断司法辖区的丰富立法和执法经验，对信息交换、并购中的协同行为以及抢先合并等作出规制。在现存法律规定不明朗的情况下，建议中国境内的并购各方参考上文所述的合规提示与建议，并参考交易律师的意见，规划并购中的信息交换与协同行为，对并购交易过程中的反垄断风险进行合理的合规控制。

本文视点和内容仅供一般性参考，不得视为瀚一律师事务所及其律师就相关事项出具的正式法律意见、建议或解读。本文的全部知识产权归属于瀚一律师事务所，如需转载或引用本文的任何内容，请注明来源。如阁下对本文之内容有任何疑问或需要任何法律意见，敬请随时与本所联系（inquiry@hanyilaw.com）。

© 瀚一律师事务所

联系我们

上海办公室
上海市中山西路2020号华宜大厦1座
1801室
邮政编码: 200235
电话: (86-21) 6083-9800
传真: (86-21) 6083-9811

