

## 海问播客 | 交易视角：数据驱动型并购面临的竞争和隐私监管关注（一）

作者：傅鹏 林熙翔 许琪

近期，中国和境外主要司法辖区在数字经济领域的竞争、数据保护和隐私方面的执法日渐活跃，这些执法实践引起实务界的广泛关注和讨论。就数字经济相关的监管工具而言，其中既包括竞争法角度的，亦包括数据保护和隐私法角度的；本期的“海问播客”，我们将邀请数据合规领域的傅鹏律师、竞争法领域的林熙翔律师以及香港办公室的许琪律师，从交易视角，分享数据驱动型并购可能面临的竞争法和隐私法方面的监管关注。

随着大数据、人工智能和其他数字经济领域的投融资并购活动日益活跃，我们将在两期的系列播客中，以一家互联网公司收购一家健康数据公司的虚拟交易为例，主要探讨如下话题：

- 数据资产在投融资并购项目中的商业价值和考量因素
- 从尽职调查、交易条款角度，数据驱动型交易一般有哪些着眼点？
- 一项数据驱动型交易在何种情形下可能会涉及中国经营者集中反垄断审查？
- 一项数据驱动型交易在哪些方面可能引起竞争执法机构的竞争担忧？
- 数据和隐私的因素在反垄断审查中是如何被考量的？
- 何种程度的交易可能引起竞争执法机构顾虑进而影响交易的放行？
- 如何解决竞争执法机构的顾虑？
- 相关承诺可能对于交易目的、交易效果的影响？例如，估值、交易结构、时间表方面的影响？
- 交割之后如何整合？例如，数据如何在合并后实体的集团内部流转？如何向外部开放？如何合规使用？

本期是第一期，覆盖前三个话题。希望大家喜欢本期播客分享的内容！

如需更多信息，请联系我们。

\*\*\*\*\*

讲者	内容
许琪	傅律师和林律师，两位好！欢迎来到本期的海问播客。本期播客的主题是，从交易视角，探讨数据驱动型并购可能面临的竞争和隐私监管关注。说到数据，有一个比较基础的问题想先请教傅律师。傅律师，海问近年承办了很多关于大数据、人工智能和数字经济领域的投融资并购项目，根据您在实践中的观察，数据资产在相关投融资并购项目中一般会具有哪些商业价值和考量因素呢？
傅鹏	正如大家已经注意到的，在当前的投资并购交易的驱动因素中，数据资产占据越来越重要的位置。  当我们提到“数据资产”，我们究竟是在指一类什么样的资产？什么样的资产成为投资并购交易中越来越重要的考虑因素。我愿意分两个层面来理解和总结：  第一个层面，在一个更宽泛和更一般性的角度上，我愿意将其理解为一般性的商业数据以及依托于

商业数据的资源。这就可能很宽泛，也比较传统。

例如，被并购标的高效的供应链体系，销售渠道，2B 和 2G 的大客户资源等，这些资源一方面是合作关系，但是另一方面也固化为数据形态体现的资产。

再比如，目标企业的经营数据，收集的市场数据，用户数据（但是用户数据比较特殊，后面第二点会讲）。从这个角度来说，投资并购交易关注的的数据资产，有相当一部分比重是与传统投资并购交易中关注的要素具有重合性的。

第二个层面，在更具体的角度上来说，“数据资产”这个词更关注核心具有“数据”特征和“数据”价值的资产。分为两类。

第一类是基于大量数据而产生的资产，典型如算法，或者经过清洗、整理的价值数据，比如不直接关联到个人的群体画像。

第二类是直接的个人信息，例如身份信息、联络方式等；或者关联到个人的直接画像。

可以观察到的一个趋势是，上面第二个层面这种更具体、具象的“数据资产”，在投资并购交易中成为越来越重要的关注点。

有两个原因，第一个原因是，“数价比”（也就是业务中数据资产的价值占比）更高的新经济企业的投资并购交易整体活跃，估值爬升容易更快，上市预期容易更强。第二个原因是，“数价比”相对没有那么高的传统行业，因为整体在经历“传统行业的数字化转型”这一趋势和浪潮，其本身的“数价比”也在提升，数据资产的价值在传统企业领域投资并购过程中的重要性，也在提高。

对于数据资产在投并项目中的价值和考量，其实非常广泛，如果主要从产品销售和用户体验角度来看，我理解至少具有四个大方面的价值：

1. 提升用户数量。例如，我拥有了更多的用户信息，就能够更多、更快地触达潜在用户，或者唤醒沉睡用户。当然这个过程中的个人信息保护问题也需要得到密切的关注并逐渐解决。这个后文会提到。
2. 提高获客或产品销售的效率，加快周转。例如电商网站，更精准的推送就容易提升单一客户的消费金额。
3. 产品迭代过程中协助提升产品质量。这个也好理解，我拥有的数据类型、维度、数量越丰富，就越能了解用户在我这个细分领域当中、使用产品过程中的痛点，从而有的放矢，更快地进行产品迭代和改进。
4. 降低竞争对手的竞争力。这一点很 tricky，也是今天后面讨论的重点话题。我们稍后可以展开讲讲。

**林熙翔**

傅律师，我有一个跟进的问题，或者说困惑，似乎在数字经济领域，或者说可能在投资人之间，有一种一般性预设，就是“数据”是企业运营中一项关键的价值驱动因素，因此需要相对封闭地予以沉淀和保护，几乎等同于按照传统的软件开发模式中“源代码”的保护模式，需要避免或者防止数据的共享和流动，否则将导致“数据”价值的贬损。这一预设似乎略显粗糙，由于这可能与后面讨论的竞争执法相关，因此，在这里提出来，听听您的看法。

**傅鹏** 我理解你的问题，这与近年来经常提及的“数据”是数字经济领域的石油这一提法相关。事实上，这一提法并不一定准确，一个简单的例子是，如果一个数据集合，我们将其中的一半的数据转移至其他地方，那么这部分被转移的数据并不必然具有原来的“数据集合”一半的价值。这是因为“数据”的价值是和使用的环境、方法和生态相关的。

换言之，数据的开放或者共享本身不必然会导致数据价值的贬损。更准确的理解似乎是，数据所在的生态环境、与业务流程整合的模式和方法共同创造了数据的价值，原因是数据所载的系统和环境解决了消费者的商业需求，而这是价值所在。

**许琪** 傅律师提出的这个观点很有启发性。从数据生态和数据情景的角度切入，似乎更容易理解数据驱动型交易的内在商业逻辑。回归到交易律师的角度，我们在协助客户进行数据驱动型交易时，通常需要对标的公司进行法律尽职调查，以及对交易文件提出意见。想请教两位律师，在尽职调查和交易文件这两个方面，我们应当着重关注哪些要点和难点呢？

**傅鹏** 我们先说尽职调查：

此类交易特别需要就数据资产及其配套制度的法律合规性开展尽职调查。着眼点一般会按照数据资产的“收集或生成”、“使用”、“分发处理”三个方面来提出关切的内容。

第一方面是数据的收集或生成。这一步往往也需要就目标公司的主要数据进行分类，例如看是否属于个人信息，是否有国家秘密，是否属于可保护的商业秘密，是否有或者高度疑似法律上界定的“重要数据”，是否有生物识别信息、医疗健康信息、地理位置信息等本身高度敏感或者受到特别规管的信息。然后就这些数据的收集或者生成的合法合规性或者潜在的风险进行尽调和提示。

- 例如，如果是个人信息，特别是面对 2C 的直接的个人用户直接收集个人用户的情形，就要关注用户的知情同意是否已经适当获得。
- 如果是间接收集个人信息的情况，那么要关注数据来源的合法合规性，数据来源是否有基本的知情同意机制和合理的数据分享基础，目标公司是否就数据来源的数据合法合规性有基本的尽职调查等等。
- 如果是由新加入的整体团队带来的技术、算法、数据，需要关注是否与这个团队的前雇主有权利冲突和重叠，是否可能属于前雇主的商业秘密等。
- 情境非常多，不一一说明了。

第二方面是关注数据资产的使用。例如，对于收集的个人信息，是否有按照个人信息主体提供信息时明确授权的范围来使用，是否有超范围使用。对于从第三方的公开渠道收集到的商业信息和一般信息，是否由目标公司直接对外进行使用，是否可能因为使用构成了许多司法判例当中的不正当竞争行为，是否使用他人的公开信息从而不当攫取了他人竞争优势等等。

第三方面是分发处理。例如，企业是否对外直接传输个人信息，或者说拟传输之前是否经过了适当的匿名化。如果没有经过匿名化或者其他适当处理，直接对外传输个人信息，这些传输和对外分发是否是个人信息主体已经明确同意的，是否具有业务场景的合理性等等。

然后我们说一说交易文件的条款。如果以典型的非控股型 PE 投资条款为例：

首先，可以考虑专门根据数据资产的类型、特点和数据业务场景，设置详尽的陈述保证。大家都知道，陈述保证条款是对并购对象现状的描述、确认和保证。因此，对数据资产现状，特别是收集、

使用、分发处理的合法合规性，需要作出详尽的陈述和保证。

第二是，与陈述保证条款配套的，看情况是否要在赔偿条款当中进行特别的处理。有两个比较典型的、可能需要特别处理的条款环节。一个是，如果看到目标公司在陈述保证条款配套的披露函中对数据合规问题的瑕疵进行了披露，那么就需要考虑在赔偿条款中是否需要就这些数据合规问题设置专门的特殊赔偿。第二个是，是否在赔偿条款的一般限额、起赔额等细节上，就数据合规问题设置专门的例外。

此外，当然也需要关注，就尽调中发现的核心数据合规问题，是否需要目标公司在交割前或者交割后进行一定的修正或者整改，如果需要，则应将有关的要求写入交割的先决条件或者交割后的承诺。

**林熙翔** 傅律师的介绍已经相当完整，我从竞争法的角度有两点补充：

尽职调查方面：

- 结合中国近期竞争执法的实践，目标公司业务经营的合规性在一些投融资并购交易中逐渐为投资者所关注。特别是平台经济领域的反垄断指南征求意见稿出台以来，对于平台经济领域的目标公司，一些关注 TMT 领域的投资人会引入跨国企业在传统行业尽职调查中的反垄断/竞争法合规模块，关注目标公司业务运营中是否涉及垄断协议（例如，利用数据和算法实施违法的协同行为，或者对交易相对人施加转售价格方面的限制）、滥用市场支配地位（例如，是否基于其掌握和处理相关数据的能力被认定为具有市场支配地位，以及是否实施了拒绝交易、限定交易、差别待遇、附加不合理条件等滥用行为，或者更直观地讲，实施“屏蔽竞争对手或拒绝开放 API 接口”、强制交易对方“二选一”、实施“大数据杀熟或者千人千价”）、历史上目标公司自身的融资以及对外投资并购是否涉及未依法申报经营者集中等问题。通过这方面的尽职调查，有助于商业侧了解和评估业务运营的合规性和可持续性；
- 由于数据驱动型并购可能在具有竞争关系的主体之间进行，因此，在尽职调查（也包括交易文件谈判阶段）需避免“竞争性敏感信息”的交流，避免因交换“竞争性敏感信息”而落入竞争者“达成或实施垄断协议”的合规风险。实践中就此方面已形成较为成熟和执行良好的作法，例如建立“清洁团队人士”（通常由外部顾问和交易双方中非经营管理决策人士组成），数据库仅向清洁团队人士开放，竞争性敏感信息的交流仅在“清洁团队人士”中进行，而“清洁团队人士”向外提供竞争性敏感信息前，需经汇总和脱敏程序，方可向交易主体的管理层提供以供其决策。

交易文件方面：

- 就尽职调查中识别的竞争法合规问题，设置相关的陈述、保证和交割后承诺；如果涉及特别关注的风险敞口（例如历史上存在未依法申报实施集中），则需进一步设置特殊赔偿条款；
- 如果经评估涉及经营者集中审查，通常建议关注如下方面：
  - 将经营者集中的批准作为一项交割先决条件；
  - 约定收购方提交申报或者交易获得批准的最晚时限；
  - 目标公司和相关方配合申报和提供相关文件作为一项承诺；
  - 过渡期条款中收购方/投资者的权利安排应当合理设置，避免被视为“抢跑”，即未经批准实施集中；
  - 合理设置交易的最终截止日/Outside Date；考虑到数据驱动型并购在中国的经营者集中审查实践中尚未有成熟的作法，以及个别交易中不排除存在竞争担忧进而可能审批时间漫

长；因此，通常可以考虑作为一项特定情形，在初始 Outside Date 届满时，如经营者集中批准尚未取得，Outside Date 可以延长若干时限；

- 谨慎分配审批风险；在 bidding deals 中 auction SPA 中通常会设置所谓“Hell or High Water”的承诺条款，要求买方尽最大努力以及采取竞争执法机构要求的所有措施以取得批准，这些措施可能包括竞争执法机构要求的附加限制性措施，例如资产或业务剥离、开放网络、数据或者平台等基础设施、许可关键技术、终止排他协议、修改平台规则或算法等。收购方是否接受这一条款，很大程度上取决于对于交易多大程度上可能引发竞争担忧进而为执法机构施加限制性条件的评估；此外，即便商业侧接受这一概念，技术上亦可以尽量在交易文件中限定承诺剥离的范围，例如限定于目标公司而不涉及收购方及其关联方；
- 分手费。

**许琪** 林律师，作为一个交易中惯常需要分析的问题，也请您简要介绍下一项数据驱动型投资或并购交易在何种情况下，可能涉及中国经营者集中反垄断审查？

**林熙翔** 这是一个惯常的问题，关注海问公众号的读者，可以参考此前“《反垄断法》修订草案公开征求意见”、“私募基金投资涉及的经营者集中申报”等文章，其中有具体介绍。

整体而言，数据驱动型交易的申报义务评估与一般交易并无不同。需要评估两个因素：（1）收购方是否取得目标公司的“控制权”；以及（2）参与集中的经营者是否达到法定的申报标准。

值得一提的是，根据现行规则，即便一项经营者集中未达法定的申报标准，如果有事实和证据表明一项经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，反垄断执法机构应当依法进行调查。《反垄断法》修订草案以及《平台经济领域反垄断指南》均强化了这一概念。特别是平台指南，其中明确指出，“反垄断执法机构高度关注参与集中一方经营者为初创企业或者新兴平台、参与集中的经营者因采取免费或低价模式导致营业额较低、相关市场集中度较高、参与竞争者数量较少等类型的平台经济领域的经营者集中，对未达到申报标准但具有或可能具有排除、限制竞争效果的，反垄断执法机构将依法进行调查。”

结合目前的执法趋势，数据驱动型并购的申报义务评估可能存在一定不确定性，特别是在落入平台指南所列情形的交易，更是如此。如经初步评估相关交易存在或者可能存在竞争方面的担忧，考虑到交易的确定性和合规性，可能的选项之一是主动进行申报。当然，如之前提及的，如采取这一策略，则交易文件方面的条款需作合理安排，在交易双方之间识别和合理分配审批风险。