



中国时尚、零售业跨境并购交易法律问题研究

徐劲科, 陈 洲, 陈昱嘉, 黄 虞
(北京大成(上海)律师事务所, 上海 200120)

摘 要: 自 2010 年以来, 由中国资本发起的时尚、零售业跨境收购迅猛增长。集中在欧美、日本等国家和香港地区的时装、美妆、珠宝、百货等细分行业, 主要以取得海外品牌知识产权、同行业上下游产业链和运营权等为收购目标。从交易的灵活性考虑, 收购方一般在此类股权收购和资产收购的交易结构中会设置境外 SPV。境外品牌的核心资产和价值主要体现在商标、专利、配方、核心人员、分销渠道等。因此, 交易文件会重点关注知识产权和商业合同的转让、核心人员的不招揽和竞业限制条款, 并据此设置交割先决条件、陈述与保证和交割后承诺。此外, 时尚、零售业跨境收购还应关注反垄断申报, 并通过法律和财务尽职调查核查目标公司的经营风险。

关键词: 股权收购; 资产收购; 交易结构; 核心资产; 核心交易条款; 反垄断

中图分类号: D922.2

文献标志码: A

文章编号: 1673-3851(2019)10-0524-11

Research on legal issues about cross-border acquisition transaction of China's fashion and retail industries

XU Jinke, CHEN Zhou, CHEN Yujia, HUANG Yu

(Beijing Dacheng Law Offices, LLP(Shanghai), Shanghai 200120, China)

Abstract: Since 2010, the cross-border merger & acquisition of fashion and retail industries initiated by Chinese capital have been surged rapidly, focusing on fashion, makeup, jewelry, department stores and other segments in Europe, America, Japan, other countries and Hong Kong, and mainly aiming at acquiring overseas brands' intellectual property rights, upstream and downstream industrial chain and operation rights of the same industries. Considering the flexibility of the transaction, the purchaser generally sets up overseas SPV(s) in the transaction structure of share acquisition or asset acquisition. The key assets and value of overseas brands are mainly reflected in trademarks, patents, formulas, core personnel, distribution channels and so on. Therefore, transaction documents focus on the transfer of intellectual property rights and business contracts, non-solicitation of core personnel and non-competition clauses, and accordingly set the closing preconditions, representations and warranties, and post-closing commitments. In addition, cross-border acquisition of fashion and retail industries should also focus on anti-monopoly declaration and verify the operational risks of the target company through legal and financial due diligence.

Key words: share acquisition; asset acquisition; transaction structure; key assets; key transaction clauses; anti-monopoly

自 2010 年以来, 由中国资本发起的时尚、零售业跨境收购迅猛增长。据笔者的不完全统计, 2010 年至今, 中国资本主导的时尚、零售业跨境并购共

73 起。从 2011 年开始, 跨境并购数量快速增加, 2015 年进入井喷期, 2017 年到达顶峰。仅 2017 年一年的跨境并购案件至少有 19 起, 接近 2014 年时

收稿日期: 2019-08-16 网络出版日期: 2019-09-16

作者简介: 徐劲科(1973—), 男, 上海人, 主要从事公司与并购、私募股权与投资基金、资本市场、争议解决等方面的研究。

尚、零售业跨境并购案件数量的4倍。据报道,2018年全球时尚产业共发生至少100起投资和收购交易,是上一年的3倍,平均每月8起收购,而在这其中,与中国相关的就占了十分之一^[1]。从这些数据可以看出,中国投资者正瞄准国际时尚、零售市场,积极参加竞争。跨境收购是我国时尚、零售业迈向国际化的重要标志,也是企业登上经营发展更高阶段的重要一步。

本文将介绍近几年中国企业在时尚、零售行业跨境并购交易案例,并就其中涉及的重点行业和法律问题进行总结和分析,主要关注交易结构、收购对象与核心资产、交易文件的核心条款、反垄断等政府审批要求等。

一、中国资本主导的时尚、零售行业跨境并购交易特点

笔者针对中国资本主导的跨境并购的目标公司所在国(地区)、交易金额、细分行业、是否涉及上市公司的跨境并购、商业目的这五个方面进行统计,汇总了我国时尚、零售业跨境并购交易的几个特点。

(一)目标公司所在国(地区)

十年来,中国主导的时尚、零售业跨境并购目标品牌地区分布统计如图1所示。从图1中可见,跨境并购的目标国家和地区主要分布在欧洲,尤其以法国居多(据笔者不完全统计,目标国家或地区为法国的交易数量占欧洲交易数量的三分之一以上),其他的目标为美国、日本等国家和香港地区。

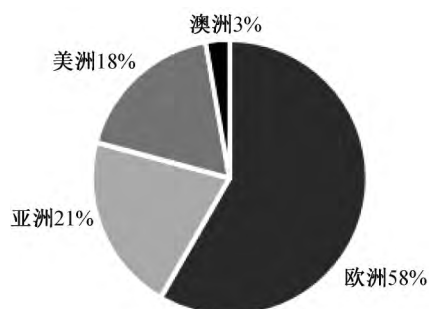


图1 2010年以来中国时尚、零售业跨境并购目标品牌地区分布统计

(二)交易金额

时尚、零售业跨境并购交易金额相对于房地产、汽车等行业来说并购交易额较小。2010年以来中国时尚、零售业跨境并购交易额分布如图2所示,交易金额主要为4亿元人民币以上占比为46%,但一般不超过25亿元人民币,其中1亿元人民币以下的交易占全部并购交易总数的近五分之一。安踏体育

以47亿欧元收购芬兰Amer Sports、山东如意以20亿美元收购英威达是为数不多的交易金额较大的案例。

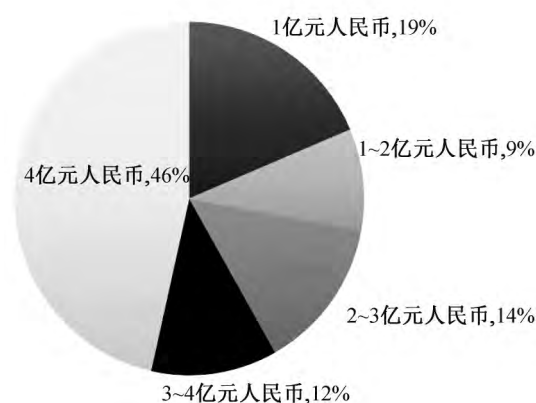


图2 2010年以来中国时尚、零售业跨境并购交易额分布

(三)细分行业

2010年以来中国时尚、零售业跨境并购行业细分如图3所示,主要集中在时装行业,占有并购交易的近七成,相对来说美妆、珠宝、百货等行业的跨境并购交易较少。其原因除中国从“三来一补”时代以来纺织轻工业基础较好、市场模式成熟之外,还包括时装品牌并购后更容易进行整合等。而百货、珠宝行业并购交易金额较大,本地市场饱和,给中国企业并购和整合带来难度。美妆、医美行业在中国尚属于发展阶段,跨境并购经营风险较大。未来随着全球消费的继续升级,中国本土的美妆、医美行业进一步发展,可以预见在美妆、医美行业中的跨境并购会不断增加,甚至成为下一轮跨境并购热潮的主流行业之一。

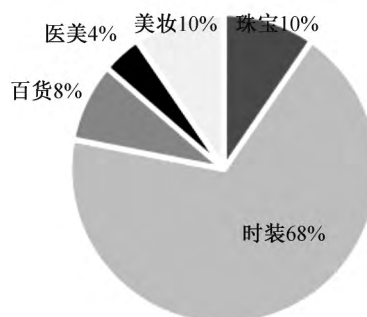


图3 2010年以来中国时尚、零售业跨境并购行业细分

(四)是否涉及上市公司跨境并购

目前,有实力开展境外并购的时尚、零售业中资企业主要分为上市公司和非上市民营公司,据笔者不完全统计,分别占2010年至今的收购交易的总数的83%和17%,上市公司占绝大多数。2018年前后中国总体经济增长速度放缓,国内外因素导致非

上市民营企业的经营受到较大冲击,抗风险能力相对上市公司来说较弱,没有足够资金进行跨境并购和品牌整合,所以近两年来进行时尚、零售业跨境并购的非上市公司减少,仅有4起交易。开展跨境并购的主体还是以上市公司为主。上市公司进行海外并购,除了需要符合发改委、商务部、外管局、国资委(时尚、零售业一般不涉及国资委审批)等多个部门的监管要求之外,还要符合中国证监会和证交所的信息披露要求。

(五)商业目的

中国资本发起的时尚、零售业跨境收购通常出于以下三种目的。

1. 收购海外品牌等知识产权

收购海外品牌等知识产权的情况主要分为以下三种。

其一,收购同一品类、不同定位的海外品牌,实现品牌组合的多元化和升级。例如,特步国际(1368.HK)于2019年5月收购韩国衣恋子品牌是由于后者经营面向高端市场的运动服饰及休闲品牌K-Swiss、Palladium等。收购有利于特步由单一品牌公司拓展为多个品牌(含高端品牌)组合的体育用品集团。

其二,收购同一品类、相似定位的海外品牌,帮助海外品牌落地中国市场或借助海外品牌渠道开拓国际市场。例如好孩子(1086.HK)于2014年6月收购美国WP Administration, LLC持有的子公司。原因在于目标公司主营的Evenflo、ExerSaucer、Snuggly等婴童用品在北美占据着较高市场份额,与好孩子的SKU非常接近,收购将为好孩子集团提供在北美营销及分销能力,进一步发展好孩子品牌在全球的据点。

其三,收购不同类商品、服务品牌,丰富SKU。例如以服装起家的朗姿股份(002612.SZ)于2016年4月收购韩国主营医疗美容服务的Dream Medical Group Co. Ltd. (DMG),以切入医美市场,布局时尚产业。

2. 收购同行业上下游产业链公司

收购产业链企业主要是为了更好地布局产业链。例如,豫园股份(600655.SH)收购比利时国际宝石学院80%股权,后者是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织。被收购方在镶嵌钻石领域具有较好的协同潜力,豫园股份计划通过此次投资实现战略布局全球钻石产业链,更好地获得钻石领域专业知识及行业资源^①。

3. 收购品牌运营权

收购品牌运营权主要指企业收购商贸公司等代理商或某品牌集团某地区的运营公司(例如大中华区公司)的股权,以获得该品牌在该地区的代理权或商标使用权,取得目标品牌在该地区的实际运营权。例如,七匹狼收购Karl Lagerfeld Greater China Holdings Limited 80.1%的股权,标的核心资产主要为KARL LAGERFELD在大中华地区(包括中国大陆、香港、台湾、澳门和新加坡地区)商标的永久的、不可撤销的、排他性、可再分发的商标使用权,七匹狼因此获得了与品牌有关的一系列核心权利,包括设计、生产、分销等。

在计划收购时,中国资本首先要考虑清楚其跨境收购的目的。这直接关系到中国企业海外收购的核心资产的范围(知识产权、商业合同、核心人员等)、交易方式选择股权收购还是资产收购以及交易结构等方面,笔者将在下文中详述。

二、跨境并购交易案例背后的交易结构考量

时尚、零售业海外并购实务中与其他行业基本一致,主要有两大类交易结构:一是股权收购,二是资产收购,在2010年以来的交易案例中分别占97%和3%。笔者将结合典型交易案例和相关法律法规,详细介绍交易结构和交易结构的考量。

(一)交易结构

1. 股权收购

股权收购是最常见的并购方式。收购方协议购买目标公司的股权或对目标公司增资(或同时收购股权并增资)的方式成为目标公司的股东,进而达到参与目标公司经营甚至控制目标公司的目的。收购方通常为中国企业或中国企业在目标公司所在国设立的境外子公司、孙公司,或与目标公司所在国具有税收安排的第三国设立的子公司、孙公司(即境外SPV)。转让方为持有品牌所有权和知识产权的目标公司的股东,在家族品牌的情形下,转让方可能为创始人家族成员及其设立的控股公司。

股权收购的特点是目标公司只在股东层面进行变动,一般不影响目标企业资产运营。目标企业拥有的知识产权、牌照等得以保留,可以较快帮助企业打入目标公司所在当地市场。异国企业要进入他国经营,往往面临着关税或营业资质等重重壁垒,虽然该问题在时尚、零售业并不太突出,但在实务中,中

^① 有关交易的介绍详见本文第二部分中的案例。

国企业直接到国外进行跨境经营,还是存在一定难度,而股权收购能够帮助企业跨越一些当地法律限制。目标国家时尚、零售业市场往往已经形成一定的市场格局,直接到当地经营,很难“分一杯羹”。因此,采用股权收购的方式并购目标公司,其在并购后依旧存在,在目标国家继续经营,目标公司的品牌、研发力量、销售网络依旧可以发挥作用,帮助中国企业迅速进入当地市场。同时目标公司还可以与中国企业在中国成立合资企业进行中国业务的拓展,一举两得。但是收购方需要在所持股份比例范围内对目标公司的债务承担责任,因此需要对目标公司进行全面的尽职调查。

2. 资产收购

资产收购指的是收购方协议购买目标公司资产,包括品牌、设计、专利等知识产权、商业秘密、门店、存货、商业合同(销售合同、特许经营合同、分销合同、许可合同、原材料供应合同等)等核心资产,并自行运营。这并不影响目标公司的股权结构,而是强调对标的资产的控制。转让方为持有标的资产的目标公司及其关联公司。涉及政府许可文件的需要取得当地政府的同意。商业合同下的权益(包括不动产租赁合同、贷款合同、供应合同、特许经营合同、分销合同等)的转让往往需要合同相对方(非关联公司的情况下)的同意。

资产收购中还有一种方式是业务部门收购,转让方剥离、出售特定业务部门。相关业务可能有多个公司经营。该交易中,收购方通常需要从若干个转让方收购与业务相关的资产以及收购与业务相关公司的股权。如果转让方将业务部门剥离、重组注入一家或若干家转让方的子公司,再出售该子公司的股权,那么该交易为以股权收购的方式收购资产。

资产收购的特点是收购方可以不必承担目标公司的债务,并且可以通过计提折旧获得税后利益。但缺点是需要承担较高的税负,资产过户手续相对较为复杂,对资产的尽职调查必不可少。此外,获得各类同意和许可的难度与进程直接影响资产收购的完成。不过时尚、零售业的并购不同于建设工程、能源行业的并购,不涉及复杂的政府许可。

(二) 交易结构考量和交易案例

1. 股权收购交易结构考量和交易案例

不同于房地产、能源等行业的对外投资,中国时尚、零售业跨境并购交易一般采用跨境并购的最普通的交易结构,仅设立一层或两层境外 SPV(香港或国外的子公司或孙公司)。并购交易的标的金额

较小,一般收购方较多采用自有资金对外投资,也有涉及金额较大的交易中会通过交易所发行债券募集部分资金,或联合私募基金共同收购目标公司。具体来说,该交易结构的优势如下:

便于联合境外投资人进行并购、获得公司贷款或提供股权质押担保、将部分业务或子公司在不同交易所上市、方便公开发行债券等。企业对外再投资备案或审批流程也得以简化,便于收购方待整合运行良好后,通过现金或发行股票公开募集资金购买境外 SPV 的方式,将标的资产或目标公司注入境内公司,充实和优化财务报表。也便于投资人隔离交易风险,直接由境外 SPV 将标的资产或目标企业剥离或寻求转让出售;便于税收筹划以节省税赋。在部分国家和地区有不同程度的所得税政策,良好的交易结构可以避免双重征税。可开设海外离岸账户。离岸账户不受本国外汇管制,资金调拨自由,从发展来看,境外 SPV 成本逐年增加。

当然,笔者也看到有案例中,中国企业作为投资主体直接进行跨境并购,该模式相比设立境外 SPV 来说更简单直接。最大的便利是可以直接以境内资产或权益向银行担保,在中国境内完成融资。

中国时尚、零售业跨境并购交易较少使用成立并购基金作为投资主体展开投资并购的线路。以下为一些典型交易案例的介绍:

其一,通过境外 SPV 收购境外标的公司的一般交易案例。例如,七匹狼(002029)通过香港全资子公司收购注册在香港的 Karl Lagerfeld Greater China Holdings Limited 80.1%的股权及对应的股东贷款^①。又例如,2019年5月,特步国际(1368.HK)通过其在中国香港注册成立的全资子公司 Xtep Global Limited 收购韩国衣恋集团(E.Land World Ltd.)在美国特拉华州注册的子公司的全部股份从而获得 K-Swiss(盖世威)、Palladium(帕拉丁)及 Supra 三大品牌以及两个子品牌 PLDM 和 KR3W 的所有权。

其二,境外 SPV 设立时的税务筹划。例如,拉夏贝尔(603157.SH)收购法国时尚品牌 NafNaf 的交易中,拉夏贝尔在卢森堡设立 SPV 的理由很直白,因为比利时和法国之间有税务合作和税收情报交换协定,避免双重征税。该交易结构如图4所示。

^① 在股权转让完成交割后与目标公司其他股东共同按持股比例对目标公司的境内运营主体加拉格(上海)商贸有限公司提供 10,000 万元人民币或等值美元的增资,对应公司的增资金额为 8,010 万元人民币或等值美元两项合计投资 32,040 万元人民币或等值美元。



图4 拉夏贝尔股权结构

其三,设立两层境外 SPV 使收购方更灵活地应对外部突发问题。例如,刚泰控股(600687)收购意大利珠宝品牌 Buccellati 的交易中,刚泰控股就利用境外 SPV 很好地应对了突发情况。甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司于 2016 年 12 月 23 日发布公告称,拟间接收购意大利珠宝品牌 Buccellati (布契拉提)85% 股份,整体交易金额暂定为 14.64 亿元人民币。原定交易结构如下:由刚泰控股的第二大股东刚泰集团在香港设立子公司悦隆实业有限公司,悦隆实业在意大利设立用于跨境并购的 Gangtai Italia S.r.L(该交易中的境外 SPV),由该 SPV 收购目标公司 Buccellati Holding Italia S.p.A.(简称“BHI”)85% 的股份。之后,刚泰控股将以发行股份的方式购买刚泰集团持有的悦隆实业 100% 股权,并通过悦隆实业持有 BHI 85% 股份。但是由于刚泰控股资金流问题,2018 年 8 月 14 日公告称终止发行股份购买资产并募集配套资金购买悦隆实业股权。转而由刚泰集团将其持有的悦隆实业 100% 股权、悦隆实业持有的该 SPV 的 100% 股权以及刚泰意大利持有的 BHI 的 85% 股权(简称“目标股权”)对应的日常股东权利委托刚泰控股管理,即委托刚泰控股行使与目标股权对应的处分权和收益权之外的其他全部股东权利,委托期限为 3 年。根据该公告,刚泰控股不排除在未来另行处置悦隆实业的股权。

其四,由境外 SPV 向境外自然人收购股权的交易。例如,豫园股份(600655.SH)拟通过荷兰全资子公司 Global Diamond B.V.以 1.088 亿美元的对价向两位自然人股东分别收购比利时国际宝石学院(International Gemological Institute)40% 的股权,合计 80% 股权。截止发稿之日,该交易尚未完成交割。

其五,先取得目标公司控股权再逐步收购剩余股权的交易。例如,歌力思(603808.SH)通过全资子公司东明国际投资(香港)有限公司分三步完成了收购华悦国际控股有限公司与 ICL-Ed Hardy Limited 持有的香港的唐利国际控股有限公司(该交易中的目标公司)65%、15%和 10% 的股权,合计 90%,目标公司其余 10% 股权继续由华悦国际持有。目标公司拥有美国轻奢潮流品牌 Ed Hardy 在中国大陆及港澳台地区的品牌所有权,以及 Ed Hardy Skinwear 和 Baby Hardy 等品牌^[2]。

其六,联合境外投资基金建立离岸结构进行收购的交易。为了更好地融资和搭建股权结构,部分中国企业采取了和境外投资基金联合的方式进行海外并购。例如,2019 年 3 月,安踏体育(2020.HK)联合方源资本、腾讯旗下投资公司共同收购芬兰运动服饰集团 Amer Sports(Nasdaq Helsinki: AMEAS)的全部已发行及发行在外股份(但不包括 Amer Sports 或其附属公司持有的 Amer Sports 股份)的收购。安踏体育间接持有 Amer Sports 不到 60% 的股份。

其七,采用少数股权收购与设立中国合资公司相结合进行收购的交易。由于管理品牌、整合市场的能力不足,所收购的品牌很多时候并没有给其带来良好效益,反而把企业拖入泥潭。个别交易采用收购少数股权与设立中国合资公司相结合的模式。由中方在合资公司中占据控股地位,外方将品牌长期地授予合资公司使用,中国行业买家利用自身在中国市场积累的市场经验和渠道优势拓展市场,在获取中国市场收益的同时迅速地改善海外母公司的 EBITDA 表现,实现投资价值增长。这种交易结构在我国不乏成功的例子。例如,2018 年 9 月,森马

服饰(002563.SZ)收购美国JWU,LLC.11%的股权之后,与其签订《合资经营合同》,由合资公司在中国、香港特别行政区及澳门特别行政区(简称“授权区域”)内开发并经营相关业务。又例如,如意集团(002193.SZ)于2010年5月收购日本RENOWN集团(3606.T)41%的股权后^①,与RENOWN合资成立北京瑞纳如意商贸有限公司,并引入了RENOWN旗下品牌^[8]。

其八,以中国境内公司直接收购境外标的公司。如前所述,我国时尚、零售业企业大多采用境外实体进行并购的交易结构,但是也有部分企业选择由自己作为投资主体,对目标公司进行跨境收购。如意集团(002193.SZ)与2017年11月和2018年1月分别通过子公司济宁如意投资有限公司、山东如意国际时尚产业投资控股有限公司收购英国风衣品牌Aquascutum全部股份和香港利邦(Trinity)男装51.38%的股份。

2. 资产收购交易结构考量和交易案例

由于是直接购买具体的资产,如品牌、设计、专利等知识产权、商业秘密、门店、存货、商业合同等,所以必须考虑所收购的资产的权属瑕疵问题,如在目标资产上是否存在抵押或质押等他物权。目标资产的真实价值和未来增值空间、运营难度,也是在时尚、零售行业进行资产收购时必须考量的因素。部分企业拟并购的品牌与其自有品牌属同一类别,且销售模式和销售渠道类似,此时直接购买目标品牌相关资产,有助于企业利用自有渠道和模式快速对收购的品牌资产进行市场运营,发挥品牌价值。

我国时尚、零售业企业跨境并购采用资产收购的方式的交易案例主要有如下几类:

其一,典型的资产收购案例。例如,2017年10月,山东如意集团与美国聚合物及纤维供应商英威达(Invista)签署协议,收购英威达(Invista)的服饰和高级纺织品业务^[4]。本次交易的标的包括英威达服饰和高级面料业务下的纤维和品牌组合,包括莱卡纤维、莱卡HyFit纤维、COOLMAX纤维、THERMOLIT纤维/隔热、伊莱斯邦纤维、SUPPLEX纤维及TACTEL纤维;相关的生产资产、研发中心、全球的销售办事处;以及所有相关的技术、商业、运营和行政人员——总计约3000名遍布全球的员工。又例如,2017年9月,贵人鸟(603555.SH)向注册在美国纽约的PRINCE Sports,LLC收购其在中国(含香港、澳门和台湾)及韩国拥有的PRINCE品牌资产所有权。包括PRINCE品牌的全部商标(由PRINCE Sports,LLC负责完成PRINCE商

标在当地的转让)及品牌资料,PRINCE品牌的网址、域名、社交媒体,享有独占权利,开发、生产及在指定区域内推广及销售PRINCE品牌商品^[5]。为保证收购品牌的运营,贵人鸟与转让方达成了一份永久、独占、免费的任何PRINCE核心专利和技术的授权协议,且将来转让方转让相关专利和技术须受制于该授权。

其二,以股权收购的方式收购资产的案例。例如,2017年初,维格娜丝(603518.SH)收购衣念子品牌Teenie Weenie。维格娜丝时装股份有限公司斥资约50亿元人民币收购衣念时装香港有限公司(E-Land Fashion Hong Kong Limited,该交易中的转让方)及其关联方持有的Teenie Weenie品牌及该品牌相关资产和业务^②。转让方及其关联方分别将所持有的Teenie Weenie品牌及该品牌相关的资产和业务转让至转让方新设的全资子公司甜维你(上海)商贸有限公司(该交易中的目标公司)。维格娜丝通过认缴甜维你新增注册资本的方式获得甜维你90%的股权。待甜维你运行三个完整的会计年度之后,维格娜丝按相同的估值倍数向转让方收购甜维你剩余10%股权^[6]。

三、中国时尚、零售行业企业进行跨境并购的重点法律问题

中国企业在跨境并购方面尚存在经验不足、风险了解不充分等问题,且信息不对称,也给跨境并购带来风险。以下是时尚、零售行业跨境并购应重点关注的法律问题。

① 2010年5月,RENOWN向山东如意定向增发约40亿日元股份,即3333万股,每股增发价格120日元。增发后,山东如意持股41.18%,成为RENOWN最大股东,在股东大会上对RENOWN公司拥有绝对话语权和决策否决权。同时,RENOWN接受山东如意派出三位中国籍董事进入董事会。在由7人组成的RENOWN新董事会中,如意占有三席(RENOWN7月29日召开临时股东大会,正式通过了该方案)。该交易号称中国民企收购日本东京交易所主板上市公司第一案。2015年,RENOWN在连续亏损13年之后首次实现盈利。

② 相关资产包括:a)转让方及其关联公司位于中国的有形资产,即Teenie Weenie位于中国的品牌仓库及百货店、购物中心店、奥特莱斯店等卖场、网上店铺的存货和设备;b)无形资产,即Teenie Weenie品牌及其卡通人物形象在全球范围内的商标权、专利权、著作权、域名、经营权、相关的商业权利、权益、商誉、微博、微信等公众号及相关注册权利、网上销售权利等;c)商业机构,即在中国运行Teenie Weenie品牌的组织及该等组织对品牌卖场享有的权利及其他支持Teenie Weenie品牌运营的或与Teenie Weenie品牌相关的资产或业务;d)相关员工,即Teenie Weenie品牌的设计师及制版等技术、高级管理人员、销售人员、职能人员(如供应链、人力、财务、法务等部门的人员)等。

(一)核心资产考量

在时尚、零售行业企业跨境并购项目中,在收购方展开尽职调查、文件起草、谈判等主要工作前,首先应该厘清收购方推进本次收购的商业目的及看中的核心资产。这里的核心资产是指收购方看中的被收购方的最核心的竞争优势或最有价值的资源。

如果收购方想要达到的商业目的不同,则对目标公司的核心资产考量也会相应变化。例如,当一家主营大众服饰的服装公司计划通过收购,拥有并运营一个潮牌以丰富其服装类别时,这个潮牌深受认可的理念、广受欢迎的设计或深入人心的形象都将成为“核心资产”。那么直接收购一家小众设计师品牌的全部股权,并保留原管理层和设计师以确保潮牌可持续的生命力,便成为可维护该“潮牌”全部核心资产的收购方式之一。又比如,当收购方仅仅希望获得某个国际知名品牌在中国的运营权时,向商贸公司收购该品牌在中国的代理权则成为性价比最高的收购方式。

总之,商标、著作权和专利等知识产权,技术诀窍、工艺、配方等商业秘密,设计师与创始人等核心员工及分销渠道等品牌价值等往往是时尚与奢侈品行业公司的核心资产。下文将逐一剖析这些核心资产,并分析在收购中通过哪些法律手段实现对核心资产的控制。

1. 知识产权

在时尚与奢侈品行业中,一个高价值品牌的商标、一件衣服的纺织工艺或编织手法、一种化妆品的生产技术、一双鞋子的独特设计等都可以成为一家公司的核心竞争力。无论是股权收购还是资产收购,收购方一定希望可以全部“掌控”目标公司所持有或被许可的知识产权(发明、实用新型和外观设计、商标、服务标识、商号、专有技术、标志、域名、著作权等)。所谓的“掌控”主要包括:a)自身拥有或保证目标公司继续持有该等知识产权;b)自身获得或保证目标公司继续获得第三方所有的知识产权的被许可;c)终止目标公司被收购前已存在的不必要的授予其他第三方的知识产权许可;d)防止承担由现存或潜在的有关知识产权的争议或纠纷产生的损失。尤其对于收购品牌运营权的收购类型来说,商标使用权更是交易的关键。

为实现这样的“掌控”目的,买卖双方会视项目需要,签署知识产权许可或转让协议、原知识产权许可终止协议及技术合作与服务协议;买方还会在股权或资产转让协议等主要交易文件中,要求卖方与

目标公司就知识产权权利的真实、完整、有效作出陈述与保证,将有关权利的终止、许可或转让作为交割的先决条件,并约定相关连带赔偿责任等条款。相关文件的起草建立在买方对知识产权的权属是否存在瑕疵、地域性、时间性、法律和诉讼等进行审慎调查的基础上,尤其需要对传统零售行业的专利技术水平进行评估,是否达到世界领先水平。

2. 商业合同

股权收购模式下,收购方以不同程度控制了目标公司,往往希望维持原供应、销售、物流渠道,已订立的商业合同是法律尽职调查时的重点之一(特别需要调查该等商业合同是否有一方控制权变更时,另一方有权终止合约等类似条款)。资产收购模式下,则需要卖方将业务相关的商业合同转让给买方,这个时候需要签署一系列业务转让和服务协议。而收购代理权或商标使用权时,买方会要求卖方终止原分销及商标使用权许可协议,并就其获得全部目标品牌在某地区的独立设计、定价和生产等权利另行签署协议。

3. 核心人员

核心人员包括主要股东(主要为创始人)、高管(如创意总监)、核心技术人员或其他对公司有重大影响的员工。对于一贯强调态度、创意与个性的时尚与奢侈品行业来说,核心人员往往是核心价值所在:服装的设计师、香水的调香师、化妆品的研发人员、甚至是一个高知名度的创始人,都深刻地影响着公司的品牌及产品。那么,在以股权收购形式收购品牌公司或同产业链企业时,特别是那些高度依赖设计师等核心人员的公司(例如设计师品牌),核心人员与目标公司的劳动关系维持,收购前后如何保留、激励及限制该等核心人员以及原核心人员可能留下的风险隐患等均是需要关注的主要内容。

常见的法律手段包括:签署令买方满意的不招揽协议、保密协议及竞业限制协议、劳动合同,购买董事及高级职员保险;并将上述内容放入交易文件的先决条件或交割后义务中。

(1) 不招揽协议或不招揽条款

在并购交易中,通常会要求买卖双方及相关方在在职(持股)期间及离职(不持股)后一定期限内不得引诱或招揽标的公司管理层或/及雇员,防止目标公司人员尤其是核心人员被挖走。

买方可以结合自身及项目情况确定不招揽义务的期限。除法律角度外,商业团队还应从商业考虑,例如:该等条款是否对买方适用;是否会构成对商业

运营或该次并购的不正当限制等^[7]。

(2) 竞业限制协议

为了保护目标公司的各种资源与竞争优势,收购方通常会要求被收购方核心人员履行竞业禁止或限制义务;而后者又将因其身份和地位的不同需要履行不同程度的义务^[8]。为此买方会要求核心人员与目标公司签署竞业限制协议,或直接将竞业限制义务写入交易文件条款中,以约束特定人员在职期间及离职后一定期限内不得从事与目标公司主营业务同类或相竞争的业务,自营同类产品或到与目标公司有竞争关系的其他用人单位工作。

由于此类协议/条款约束了员工或其他核心人员的劳动权,法律一般都会对此类限制性约定的公平性和合理性提出要求。又因为跨境并购涉及不同法域,其对于竞业限制的合法性和可行性存在不同的规定和判定,首先需要保证双方签订的竞业限制条款在适用法下是合法有效的,并能够约束到核心人员。

在中国,根据《劳动合同法》规定,竞业限制的员工限于用人单位的高级管理人员、高级技术人员和其他负有保密义务的人员;竞业限制期限最多为劳动合同有效期内以及劳动合同到期或终止后的两年;并要求用人单位必须给予合理的补偿。但在中国企业收购其他国家的目标公司时,由于签署协议的目标公司和核心人员往往都是国外主体,应根据所适用法律设置限制性协议的条款,以最大程度降低竞业风险。

(3) 保密协议

收购方可要求核心人员与目标公司签署保密协议,以详细约定该等人员的保密义务。从收购方的角度上看,保密信息的定义越宽泛越好,并尽量限制保密信息的使用范围。值得注意的是,在接触过保密信息后,专业人员往往在大脑中会留下印象,从而不由自主地在以后工作中使用,该等头脑印象往往被排除于保密协议保护范围之外^[9]。

(4) 令买方满意的劳动合同

确认作出管理层或其他核心人员留任的商业安排后,一般会在签署主要交易文件时把劳动合同的内容,包括薪酬、岗位、工作年限及其他权利义务等也确认下来。

总而言之,基于上文对核心资产及保护手段的分析,为成功交割后维护目标公司的资源、竞争优势,收购方常要求签订《劳动合同》、《服务协议》、《保密协议》、《不竞争不招揽协议》、《知识产权许可协

议》或《知识产权转让协议》、《技术许可协议》、《原知识产权授权终止协议》等附属协议。附属协议的条款通常在股权转让/资产转让协议(“主协议”)签署时定稿,收购方通常会将其作为主协议的附件签署,或将该等协议的妥善签署作为交割的先决条件。

(二) 重点交易条款设计

在时尚与零售行业跨境并购中,重点交易条款也会围绕上文阐述的核心资产来相应约定。由于交易协议涉及未公开信息比较敏感,笔者从各上市公司公告中选取了相关条款作为范例。

1. 交割先决条件

交割先决条件约定了交割要满足什么条件,要点是要求卖方、现有股东或者公司在买方付钱以前完成某些事项以保证买方利益,如案例^[10]:目标公司已收到六年保险保单的证据,其形式及内容及金额乃本公司合理信纳可作为目标公司现任或前任董事及高级职员就生效时间或之前发生的任何事件的补偿保证、预付开支及免责赔偿;目标公司各董事已向本公司交付确认书,确认截至完成日期概不会向本公司或其附属公司弥偿申索;买方已收到目标公司的主要股东的不招揽协议;目标公司已与核心人员签订令买方满意的劳动合同、竞业禁止协议和保密协议;以买方及卖方合理满意的条款及条件终止目标集团与卖方附属公司的若干分销及许可协议;及以买方及买方合理满意的条款及条件注册成立合资公司于中国以独家许可行使分销目标品牌,并签署正式交易文件;以及确认陈述与保证条款。

2. 陈述与保证

主要指买方对拟出让资产或者股权的现状的描述与保证,也成为交割后索赔的基础,例如:目标公司的知识产权的详细情况已全部提供给甲方,不存在任何知识产权侵权或争议有关的已有的、正在进行的、未决的或可能发生的诉讼。

3. 交割后义务/交割后承诺

指买方付钱后要求卖方、目标公司及相关方进一步履行的义务和承诺:

其一,将确保附件留任人员名单中所列人员在交割日后继续留任公司,不因本次股权转让而离职。

其二,售股股东将促使标的公司与朗姿股份在中国境内合作拓展化妆品业务,包括新品研发、渠道拓展等^[11]。

其三,为确保买方取得目标集团及业务商誉及关系之全数利益及价值,卖方向各买方承诺,除获买方事先书面同意外,将不会并促使其联属人士将不

会自行、透过其雇员或代理或以其他方式及本身独立或联同其他人士直接或间接,于完成日期起计12个月期间,在财务或其他方面牵涉、从事或于当中拥有权益或涉及任何业务。而有关业务于完成日期或完成日期前任何时间,在目标集团任何成员公司于完成日期所从事业务或当中任何部分所在任何地区,与目标集团任何成员公司或目标集团所从事任何部分业务构成竞争。于完成日期起计12个月期间,招揽、诱使、雇佣、寻求雇用任何由买卖协议日期起至完成日期止任何时间身为目标集团任何成员公司高级职员或受雇担任重要技术/技能或管理或以上职位之人士或与彼等缔结任何服务合约、提出要约或促使或方便任何其他人士提出有关要约(任何响应招聘广告或与目标集团之雇佣关系已终止之人士除外,前提为该等响应或终止并非由卖方或其附属人士直接或间接提出或引致);向任何第三方披露任何业务资料;或使用任何商标、商号或域名、设计或标志,或任何电邮地址,或买方合理认为旨在或可能混淆有关商号或域名或电邮地址之任何其他名称^[12]。

其四,保障所收购的业务正常运营。在交割后一定期限内,目标集团自身及其指定的服务商将持续为业务的日常运营提供IT系统服务器和后台管理服务(含门店管理等系统)、雇员日常管理服务、咨询服务等,协助受让方顺利承接业务^[13]。

(三)支付方式的选择

在时尚、零售业跨境并购中,从现有交易案例来看,非上市公司和上市公司都不约而同地采用现金支付作为首选方式,而较少采用资产置换和股份支付的方式。现金支付具有简单、直接、快速的优点,且跨境现金投资境内审批手续已较为完善,流程清晰,不需要花很大的时间成本。但是,在标的金额较大的跨境并购中会给收购方带来现金流、融资压力^[14]。目前大多数时尚、零售业并购交易金额较小,企业有能力直接以现金进行支付。我国对跨境投资并购其他支付方式监管较为严格,流程较为复杂,加之资本市场不稳定因素较多,造成了我国上市公司海外并购支付方式的单一化特点。

(四)反垄断相关的问题

反垄断审批主要是指跨境并购相关司法区域监管部门针对交易对其市场竞争的影响程度进行考量;重点往往集中于评估一项并购交易是否触发相关反垄断申报/经营者集中申报义务以及触发申报义务后的反垄断申报组织工作^[15]。跨境并购中,当

并购体量达到一定程度时,就会涉及收购方、被收购方所在国家甚至其他司法区域的反垄断审查。根据中国《反垄断法》第二十条的规定:“经营者集中是指下列情形:(一)经营者合并;(二)经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权;(三)经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。”其他国家也都有类似的反垄断申请规定。^[16]

对于跨境并购业务中涉及经营者集中的情形需要采取前置申报审批程序。根据中国国务院《关于经营者集中申报标准的规定》^[17],经营者集中达到下列标准之一的,经营者应当事先向国务院主管部门申报,未申报的不得实施集中:参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过100亿元人民币或者参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币,并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币。例如,2016年,中国女装公司维格娜丝(603518)以51.3亿元的价格收购韩国服装巨头衣恋集团旗下服装品牌Teenie Weenie。同年12月,维格娜丝收到商务部反垄断局《不实施进一步审查通知》,该收购通过商务部经营者集中反垄断审查。

在跨境收购中,也要考虑其他法域是否需要同时申报的问题。绝大多数国家/地区均基于交易各方在该国/地区的资产额或销售额或市场份额来判断是否达到申报标准,而不论交易的发生地。因此,虽然交易标的在被收购方国家,但如果交易方在其他以外的其他国家/地区也有销售或资产,仍需考察交易是否应在其他国家/地区进行申报。即使中国企业本身在境外没有任何资产或销售,仍然可能由于目标公司/标的资产的规模单方面满足某些国家/地区的申报标准,从而触发申报义务^[18]。例如,山东如意集团收购美国英威达时取得了获美国外国投资委员会(CFIUS)批准。2018年12月7日,由安踏体育与其他投资者通过新成立的公司,自愿性建议公开现金要约收购亚玛芬体育公司(Amer Sports)所有已发行及发行在外的股份^[19]。2019年2月21日晚,安踏发布公告称:完成要约收购须待(其中包括)收到相关监管机构的所有必要批准后,方可坐实。除要约人已获得该通函所载的主管机构的批准外,要约人已进一步收到澳洲外国投资审查委员会、欧盟的欧洲委员会及土耳其的土耳其竞争委员会有关完成要约收购的主管机构批准。墨西哥

联邦经济竞争委员会的批准程序正在进行中,收购进程因此延期^[20]。

(五)目标公司经营风险

海外收购风险重重,我国资本走出去有成有败。即使收购战略本身正确,但目标公司出现财务造假等欺诈情形也不少见。例如,入股希腊珠宝品牌 FolliFollie 是复星国际最早的几个国际化项目之一。该项目几乎是复兴国际首次涉足时尚产业,其商业目的主要是布局奢侈品产业、将海外项目通过复星集团的资源嫁接到中国消费市场上,并进军国际奢侈品市场。然而,由于运营等原因,FolliFollie 在收购后的七年间亏了五亿人民币。2018年,FolliFollie 出现假账风波:公司被指控涉嫌财务作假,夸大销售,特别是在亚洲市场,其存在实际运营情况和业务不匹配的情形^[21]。同年8月,希腊证监局宣布 FolliFollie 确实存在财务造假和操纵市场的行为,要求 FolliFollie 立即整改并缴纳 500 万美元的罚款。复星国际随后对该项收购计提亏损^[22];祸不单行,至 2018 年 12 月,希腊金融检察官正式对 FolliFollie 的三名创始家族成员及七个高管提出欺诈和洗钱的指控。该项收购也成为覆舟之戒。

而收购成败也与行业大背景息息相关。例如,2014 年 4 月 4 日,三胞集团旗下南京新百(600682.SH)收购英国最老牌百货公司 House of Fraser。后者是一家知名百货公司,而南京新百也同样是一家老字号的百货公司。收购目的在于使中英两家老牌优秀百货企业,产生协同效应,布局两国零售行业,让双方互惠互利,共赢发展。根据公告,2016 年,House of Fraser 在被收购出现了盈利,但至 2018 年,House of Fraser 仍出现亏损。2018 年 6 月,House of Fraser 通告称,将出售公司的 51% 股权,出售的基础条件是公司实施重组计划,关闭半数以上门店。该收购目的是在于布局实体零售,而在消费主力军逐渐倾向于线上购物的背景下,实体零售整体业绩下滑;加之百货本身市场饱和度高,经营模式缺少特色,导致出现持续亏损。千篇一律的业态和品牌也让消费者逐渐出现“消费疲惫”的感受。中国企业应重点关注并购后的战略整合。^[23]

当然时尚与奢侈品行业跨境并购中亦有很多成功的案例。比如,山东如意(002193.SZ)于 2017 年 4 月收购了法国时尚集团 SMCP。据报道,收购后,SMCP 旗下品牌亚洲销售额同比增长 45%,法国以外的欧洲同比增长 20%,美洲同比增长 13%,法国国内市场同比增长 9%。2017 年 10 月,在完成收

购数月后,SMCP 便于在巴黎泛欧交易所成功挂牌上市。这有赖于山东如意的资本运作、商业运营及准确的投资判断,特别是与 Sandro、Maje 和 Claudie 三个品牌天猫旗舰店的成功运营密不可分。

四、结 语

根据笔者对公开资料的不完全统计,2010 年至今中国企业包括在香港、海外上市的红筹公司赴境外收购时尚、零售品牌的交易的目标主要为欧洲、美国、日本、韩国和香港地区等主要时尚品牌发源地,并且以服装、珠宝品牌为主。为实现不同的商业目的,交易可通过股权收购和资产收购两种方式进行。在交易结构方面,中国企业通常设立一层或两层境外 SPV,即中国企业在目标公司所在国设立的境外子公司、孙公司或与目标公司所在国具有税收安排的第三国设立的子公司、孙公司作为收购方去收购当地的目标公司股权或目标资产,以实现交易的灵活性和税务筹划等目的。

在跨境交易中,中国企业应重点关注境外知识产权、核心人员和商业合同等重要标的资产,并合理设置交割先决条件、陈述与保证、交割后义务等重要条款。海外并购的风险较大,中国企业应特别关注海外品牌的财务风险、资产风险,进行详尽的尽职调查,选择适合自身战略发展的资产和品牌,是将来成功运营被收购的品牌的关键。中国企业跨境收购时尚、零售品牌可能还会涉及中国商务部经营者集中申报以及境外国家和地区(特别是欧盟和美国)监督投资和公平竞争的政府机构的审查,获得该批准是交割的前提条件。

受中美贸易战和中国整体经济放缓影响,时尚、零售行业 2018 年至今的跨境交易大幅减少。笔者认为,在中国经济前景明朗后,随着消费升级的需求进一步释放,时尚、零售行业还会出现更多的跨境收购案例。

参考文献:

- [1] lynn. 平均每月 8 起! 2018 年全球奢侈时尚行业并购 [EB/OL]. (2018-12-26) [2019-07-30]. <http://news.ladymax.cn/201812/26-34155.html>.
- [2] 苏珍珍. 当他们成功国际化了之后[J]. 中国纺织, 2016 (3): 138-139.
- [3] 齐鲁壹点. 山东如意集团年报业绩大增, 国际化并购效益显著 [EB/OL]. (2017-04-30) [2019-07-30]. <http://ql1d.com/news/show/id/4082874.html>.
- [4] 郝杰. 2017 中国纺织服装行业年度精锐榜: 10 大新闻事

- 件[J]. 纺织服装周刊. 2017(48):17-19.
- [5] 贵人鸟((603555).关于购买 PRINCE 商标资产所有权的公告[EB/OL].(2017-09-30)[2019-08-01]. http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2017-09-30/603555_20170930_1.pdf.
- [6] 并购优塾. 先借钱买买买,再定增还还还:高手的全现金玩壳![EB/OL].(2017-02-11)[2019-07-30]. http://toutiao.manqian.cn/wz_16vWUWXUK4b.html.
- [7] 单颖之. 以“不招揽”条款为例探微海外并购保密协议[EB/OL].(2018-06-28)[2019-07-30]. <https://mp.weixin.qq.com/s/UdCca3FTTm3nUFXAcPIYgQ>.
- [8] 程家茂,毛胜弟. 刍议并购交易中的竞业禁止条款[EB/OL].(2019-03-29)[2019-07-30]. <https://mp.weixin.qq.com/s/bNhc-Vtl44NsLo0zHb4mRQ>.
- [9] 张伟华. 跨境并购交易保密协议审查实务[EB/OL].(2016-05-13)[2019-07-30]. <https://mp.weixin.qq.com/s/h5zRvUdamM9pKx8NXY-YEA>.
- [10] 好孩子国际控股有限公司(01086.HK). 主要交易[EB/OL].(2014-06-06)[2019-07-30]. http://pdf.dcfw.com/pdf/H2_AN201406060006011060_1.pdf.
- [11] 朗姿股份有限公司(002612.SZ).关于终止筹划重大资产重组暨筹划非公开发行股票继续停牌的公告[EB/OL].(2016-06-03)[2019-08-01]. <http://disc.static.szse.cn/download/disc/disk01/finalpage/2016-06-03/6c455d21-3fe1-413f-a12d-f55f2efebb99.PDF>.
- [12] 南海控股有限公司(0680.HK). 有關收購(1)銷售股份及(2)銷售優先股之主要及關連交易[EB/OL].(2015-12-15)[2019-07-30]. https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2015/1215/ltn20151215777_c.pdf.
- [13] 摩登大道时尚集团股份有限公司(002656.SZ). 关于全资子公司收购 EXCELSIOR MILANO 业务相关资产的公告 2016 年 6 月 22 日公告[EB/OL].(2016-06-22)[2019-07-30]. <http://disc.static.szse.cn/download/disc/disk01/finalpage/2016-06-22/2c1dde6e-8cb8-469b-8b8c-9137c1fba7a7.PDF>.
- [14] 王宛秋,赵子君. 我国企业海外并购支付方式问题研究[J]. 经济纵横, 2008(8):116-118.
- [15] 美国翰宇国际律师事务所. 跨境并购实务|国际并购反垄断申报攻略[EB/OL].(2018-11-14)[2019-07-30]. https://mp.weixin.qq.com/s/VrZf_LVtePmc3vL8i0J6Q.
- [16] 赵爱玲. 哪些中外因素将影响 2018 年中企跨境并购, [J].中国对外贸易杂志, 2018(2):8-13.
- [17] 中华人民共和国中央人民政府. 中华人民共和国国务院令 第 529 号[A/OL].(2008-08-03)[2019-07-30]. http://www.gov.cn/flfg/2008-08/04/content_1063820.htm.
- [18] 刘成,刘胜蓝. 反垄断审查:境外投资不得不说的那些事儿[EB/OL].(2018-02-09)[2019-07-30] <https://www.chinalawinsight.com/2018/02/articles/compliance/反垄断审查-境外投资不得不说的那些事儿/>.
- [19] 财经日日评. 微信支付提现涨价,企业境外上市超内地[EB/OL].(2018-12-08)[2019-07-30]. http://www.sohu.com/a/280415483_137204.
- [20] 方彬楠,白杨. 安踏收购 Amer Sports 延期[N]. 北京商报. 2019-02-22 (003).
- [21] 国际金融报. FolliFollie 财务造假罪名成立复星海外投资踩雷[EB/OL].(2018-08-08)[2019-07-30]. <http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/2018-08-08/doc-ihhkusku0783358.shtml>.
- [22] 李碧雯. 复星国际海外收购踩雷? 最新进展来了[EB/OL].(2018-08-12)[2019-07-30]. <https://mp.weixin.qq.com/s/nuJUtgRdKw3vmlzvo8rx3Q>.
- [23] 夏光华. 中国企业跨境并购中的战略整合策略[J]. 产业经济评论, 2016(6):87-104.

(责任编辑:秦红嫚)