

企业杠杆并购扩张失败下的 债权人保护

——以破产撤销权的适用为视角*

龙泓任**

摘要:近年来,我国许多企业在杠杆并购扩张的过程中陷入困境。破产撤销权的适用能够防止对债权人利益的恶意侵害、维护杠杆并购交易的公平。但破产撤销权的适用也面临公允性的区分与识别、对债权人利益过度保护、对交易安全的破坏等困境。我国破产法在适用时需要细化债务人的财务状况审查标准、构建杠杆并购交易的安全港制度。通过这样的方式,破产撤销权可以引导杠杆收购朝市场化、法治化方向发展,杠杆收购交易各方利益可以得到平衡。

关键词:破产撤销权 杠杆并购 困境企业
债权人保护

* 本文受到国家社会科学基金重点项目“公司法修订中的重大问题研究——基于私人自治与公共规制之间的平衡”(21AFX019)的支持。

** 北京大学法学院2020级博士研究生。

一、问题的提出:高杠杆并购扩张影响债权人利益

杠杆并购这种特殊的企业并购模式最早出现于资本市场成熟的美国,并主导了数次全球并购浪潮。美国的杠杆并购交易在经历了 20 世纪 90 年代的沉寂后,从 2003 年开始再度兴起,并曾于 2007 年达到超过 4000 亿美元的高值。^[1] 在经历了改革开放 40 多年的经济高速增长后,我国资本市场的发展取得了举世瞩目的成就,业已成为全球第二大并购市场,公开数据显示,2018 年我国上市公司并购重组交易金额约 17 万亿元人民币,^[2]2019 年深市公司并购重组交易金额达 1.08 万亿元,占全市场的 54%。^[3] 伴随企业并购重组业务的兴旺,杠杆并购作为一种支持并购重组的融资模式,近年来越来越多地被运用于我国企业并购的实践中,并引发了不少争议案例。^[4] 因为高杠杆下的并购重组会使得企业的资本结构高度杠杆化(背负沉重的债务),巨额的债务所带来的利息支出就有可能使得企业承担沉重的运营压力,一旦市场环境发生变化或者商业判断失误,企业就有可能因此而走向破产。

近年来,随着我国经济进入由高速增长到高质量增长的结构调整转型期,外加全球新冠肺炎疫情的重大冲击,许多杠杆并购的企业都承受着巨大的资金压力,其中不乏大家耳熟能详的知名企业。例如,海航集团曾在 2015 ~ 2017 年大举海外并购,其并购巅峰时期的投资规模接超过 400 亿美元,最终由于高杠杆并购扩张失败、资不抵债而进入破产

[1] See Michael Sinkevici & Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 118 (2011).

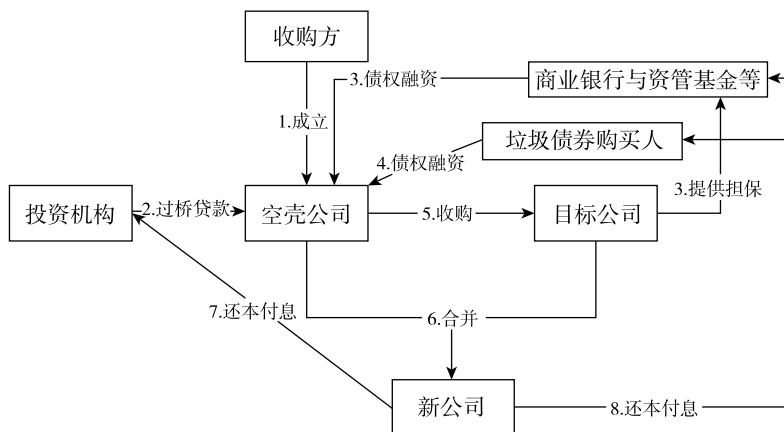
[2] 数据来源于原证监会上副主席姜洋 2018 年 6 月 1 日在“新时代香港资本市场再出发”研讨会上的演讲,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201806/t20180601_339003.html。

[3] 数据来源于深圳证券交易所:《2020 年深市并购重组市场情况综述》,载 http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20210124_584380.html。

[4] 例如,“宝能系”对万科股权收购案、“龙薇传媒”对“祥源文化”(原“万家文化”)股权收购案等杠杆收购案例。

程序;恒大集团也因高杠杆下盲目多元化扩张而陷入财务困境;类似的剧情还发生在方正集团、东北特钢等企业身上。

在杠杆收购的实际操作中,具体的担保情况、资金来源、交易模式变化复杂并且形式多样,但是其最基本的形态是:收购方联合其他投资者以极少的自有资金成立一家专门用于收购目标公司的“空壳公司”(其作用相当于 SPV),以“空壳公司”的名义向投资机构获得一笔“过桥贷款”(bridge loan)以开展业务,随后“空壳公司”以目标公司资产为抵押向商业银行以及保险、信托基金等贷款人进行债权融资以及发行大量的垃圾债券(junk bond)以获得巨额资金,从目标公司原股东手中购买股权(通常会高于二级市场的市价)。获得目标公司控制权后,收购方将主导“空壳公司”与目标公司合并,将“空壳公司”的所有债权债务转移到目标公司名下,并通过经营目标公司来达到偿还债务、获取利益的目的(见图1)。^[5]



注：“债权融资”“提供担保”，两个“流程3”，同时进行。

图1 杠杆收购流程示意图

在基本形态之上,实践中的杠杆并购交易模式有多种变形。试举两种例子:其一是目标公司的管理层可能以目标公司的财产作为担保

[5] See Emily L. Sherwin, *Creditors' Rights against Participants in a Leveraged Buyout*, 72 Minn. L. Rev. 449 (1988).

向银行进行贷款,然后将贷款转借给“空壳公司”作为无担保借款,用于向目标公司的股东收购股票;其二也可能是目标公司的股东与收购方达成协议,以目标公司的资产作为担保,未来的收益作为偿还股权转让价款的主要来源。

在类似的杠杆并购案例中,企业的债权人应当是法律应予重点保护的主体。因为无论杠杆并购形式如何变化,杠杆收购都会对目标公司的普通债权人造成不利影响。因为在杠杆收购的过程中,目标公司的资本结构高度杠杆化,这在相当大程度上增加了目标公司的破产风险。^[6]那么,对于普通债权人来说,他们从交易中一无所获,且随着与该债务相关的风险增加,他们的债权价值就会下降。

如果目标公司在杠杆收购时已经濒临破产,这笔交易看起来就会更糟。因为破产法的“绝对优先权原则”确定了公司破产时的清偿顺序,根据“绝对优先权原则”,在破产程序中,只有债权人得到全额偿付后,股东才能获得清偿。^[7]而失败的杠杆收购将破坏绝对优先权规则,它允许股东以溢价(通常不低于二级市场的市价)将股权变现,而债权人很有可能得不到偿付。

因此,平衡和保护失败的杠杆并购下的债权人利益,对于我国降低系统性金融风险、推动杠杆并购活动规范化具有显著的现实意义。

[6] See Emily L. Sherwin, *Creditors' Rights against Participants in a Leveraged Buyout*, 72 Minn. L. Rev. 450 (1988).

[7] 我国《企业破产法》关于“绝对优先权原则”的规定体现于第87条和第113条,但有学者认为,这两条法条没有涉及绝对优先权规则应解决的无担保债权人组内以及无担保债权人和股权组的清偿顺序。参见张钦昱:《论公平原则在重整计划强制批准中的适用》,载《法商研究》2018年第6期;丁燕、黄涛周:《绝对优先原则的重新审视》,载《东方论坛》2017年第1期。但笔者认为,从《企业破产法》第113条规定来看,其未列明股东的原因或许是在清算程序中,丧失清偿能力债务人的股东显然得不到任何分配。笔者认为,只有债权人得到全额偿付后,股东才能获得清偿的基本观念在我国是存在的。

二、对杠杆并购交易的追索:破产撤销权的债权人保护思路

正如马克斯·韦伯(Max Weber)所言,“在某种意义和程度上,当事人之间的任何法律交易,只要是涉及对法律上得到保障的控制权的处置,都会影响到其他人”〔8〕。企业间的并购重组等商事交易安排虽属契约自由,但如果其严重地影响了第三方(债权人)的利益,则必然要面临法律的监管。这也是破产撤销权的理论基础,立法者希望通过破产撤销权维系商业交易的公平与诚实信用。

(一)破产撤销权适用的理论基础:保护债权人免受不公平交易的影响

有学者提出“破产撤销权从其设立之初,就承担着防止债务人在丧失清偿能力的情况下,通过无偿转让、非正常的交易或者偏颇清偿债务等方法损害全体或多数债权人的利益、破坏破产法的公平清偿原则的责任”〔9〕。破产撤销权最早可以追溯至罗马法中的“保罗诉权”,在查士丁尼《法学总论》第六篇“诉权”中规定“债务人为了要欺骗债权人,将其所有物交付他人,而其物已经总督命令由债权人占有者,债权人得主张撤销交付,并诉恢复该物”〔10〕。最初的破产撤销权与民法撤销权并未有所区分,直到14世纪,商业交易发达的意大利从法律上取消了撤销权的主观意图要件(欺诈意图),这种撤销权为17世纪的《法国商法典》所承袭,规定于第442条的破产条文之中,成为破产撤销权;而《法国民法典》第1167条则继承了罗马法中撤销权的传统,成为民法撤销权。这种民法与破产法撤销权分立的立法模式日后为德国、日本等众多大陆法系国家所采纳并逐渐发展。〔11〕英美法系破产撤销权的

〔8〕 [德]马克斯·韦伯:《论经济与社会中的法律》,中国大百科全书出版社1998年版,第116页。

〔9〕 参见李永军、王欣新等:《破产法》(第2版),中国政法大学出版社2017年版,第65页。

〔10〕 参见[古罗马]查士丁尼:《法学总论》,张启泰译,商务印书馆1989年版,第207页。

〔11〕 参见史尚宽:《债法总论》,荣泰印书馆股份有限公司1978年版,第457页。

源头可以追溯到 1571 年的《伊丽莎白十三法令》，其针对的是债务人具有妨害、延误或欺骗债权人实际意图的给付。美国 1918 年通过的《反欺诈转让示范法》(UFCA)在前者的基础上创设了若干种拟制欺诈诉讼因(不考虑主观意图的撤销权)，确立了欺诈转让的两个基本类型，即实际欺诈转让(intentional fraud)和拟制欺诈转让(constructive fraud)。1978 年的《美国破产法》和 1984 年的《反欺诈转让示范法》(UFTA)进一步细化了撤销权相关规则。^[12]

应当说，破产撤销权起源于防止债务人对债权人利益的恶意侵害。伴随着商业交易的发展，其不仅肩负着反欺诈的任务，更承担着保障商业交易的公平与诚信、制止对债权人利益的损害、平衡破产程序中各方利益的使命。

(二) 破产撤销权适用的域外实践: **United States v. Gleneagles Investment Co.**

虽然在杠杆并购失败的问题显现之前，破产撤销权就已经存在于法律规范之中，但真正将破产撤销权适用于杠杆收购领域，则是由美国司法实践在 1982 年至 1984 年的 *United States v. Gleneagles Investment Co.* 案中开创的。^[13] 该案中美国联邦政府(United States)起诉雷蒙德煤矿公司(Raymond Colliery Co.)拖欠联邦所得税、利息和其他罚款。^[14] 在追讨拖欠税款的过程中，美国联邦政府发现雷蒙德公司最有价值的煤矿和土地上，均有 IIT 公司(Institutional Investors Trust, IIT)贷款的抵押权。该抵押权将保障 IIT 公司的债权在抵押财产范围内得到优先清偿。在雷蒙德公司已资不抵债的情况下，这将阻碍政府对拖欠税款的追讨。原告经过调查发现，这些被担保贷款的目的均是为大美煤矿公司(Great American Coal Co.)购买雷蒙德煤矿公司的股票提供

[12] 参见[美]查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(中册),韩长印、何欢、王之洲译,中国政法大学出版社2017年版,第633页。

[13] 565 F. Supp. 556 (M. D. Pa. 1983); 571 F. Supp. 935 (M. D. Pa. 1983); 584 F. Supp. 671 (M. D. Pa. 1984).

[14] 由于雷蒙德公司的部分煤矿涉嫌违法销售给了格伦伊格尔斯投资有限公司(Gleneagles Investment Co.)，因此在本案中，原告以格伦伊格尔斯投资公司为共同被告。故而案件名称为 *United States v. Gleneagles Investment Co.*。

融资。因此,联邦政府以欺诈转让为由,请求法院判决将这笔贷款的抵押权予以撤销。

承办法官在本案中首次指出,杠杆收购中的贷款被用于支付购买雷蒙德公司原股东的股票,而不被用于雷蒙德公司的经营业务,正是由于这笔贷款导致雷蒙德公司的财务状况急转直下、濒临破产。故而,法院认为雷蒙德公司对这笔贷款承担的还款义务以及在优质资产上设立担保的行为并未收到合理对价(fair consideration),因此判决担保权的设立属于欺诈转让财产的行为。

由此一石激起千层浪,美国司法实践中将撤销权应用于杠杆收购的案例泉涌而出,并不断扩充破产撤销权的使用范围。例如,在 *Moody v. Sec. Pac. Bus. Credit, Inc.* 案^[15]中,法院并非基于合理对价的理由撤销杠杆收购交易,而是以杠杆收购交易后,目标公司的“资本低于合理正常值”为由,支持债权人撤销杠杆收购交易中抵押权的请求。根据这一理由,即便杠杆收购交易并未导致目标公司事实破产,但只要目标公司的资本因此而处于不合理的状态,杠杆收购交易也会被法院撤销。^[16]

在此基础之上,面临欺诈撤销的主体也不再局限于杠杆收购交易中的贷款人,目标公司的原股东转让股权的交易也被法官纳入撤销权行使的范围之中。在 *Kupez v. Wolf* 案^[17]中,管理人向法院主张,银行的贷款经购买方之手流向了目标公司的原股东,而这笔贷款的还款义务及担保责任都是由目标公司来承担,原股东在获取该笔贷款的时候并未支付合理对价,因此请求法院予以撤销,并得到了法院的支持。

三、破产撤销权在杠杆并购中适用可能面临的困境

美国司法实践将破产撤销权适用于杠杆收购领域并不断扩张的做

[15] 971 F. 2d 1056 (3d Cir. 1992).

[16] See Bruce A. Markell, *Toward True and Plain Dealing: A Theory of Fraudulent Transfers Involving Unreasonably Small Capital*, 21 Ind. L. Rev. 469, (1988).

[17] *Kupez v. Wolf*, 845 F. 2d 842 (9th Cir. 1988).

法,引起了金融机构、杠杆收购参与方以及学界对这一问题的激烈争论。反对的观点认为破产撤销权的适用范围扩张在一定程度上维护了债权人利益,但更大程度上加大了正常商业判断的司法风险,阻碍了公司高管市场的发展,给商业交易带来过大的不确定性,有违效率追求。鉴于美国破产撤销权在杠杆并购实践中适用的争议,有必要分析破产撤销权在杠杆并购中适用可能面临的困境。

(一)对杠杆并购交易公允性的区分与识别问题

1. 杠杆并购交易撤销的司法审查规则

对于判断一项失败的杠杆收购交易是否能撤销,美国司法审查通常使用的是拟制欺诈规则(constructive fraud law),该规则继承了14世纪以来商法撤销权的特点,只要证明特定的明确规定的事实,就可以认定争争给付属于欺诈转让,而无须考虑债务人的实际主观意图如何。^[18]

(1)基础要件:转让所得低于合理对价

在拟制欺诈的诉讼中,债务人“交易所得的对价低于该给付或义务的合理对等价(reasonably equivalent value)”^[19]是债权人唯一必须证明的要件。这一要件只要与债务人事实破产、债务人转让之后的剩余资本低于合理正常值或债务人将承担的债务在到期后将超出其偿还能力三个要件中的任何之一相结合,就能够“终局性”地证明拟制欺诈的成立。^[20]

(2)可选要件之一:事实破产

债权人要证明拟制欺诈的成立,除了证明转让所得低于合理对价之外,还需要证明目标公司在杠杆收购作出时财务状况已经出现困

[18] 参见[美]查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(中册),韩长印、何欢、王之洲译,中国政法大学出版社2017年版,第645页。

[19] 11 U.S.C. § 548(a)(1)(B)(i); UFTA § 4(a)(2) & § 5(a).

[20] 参见[美]查尔斯·J.泰步:《美国破产法新论》(第3版)(中册),韩长印、何欢、王之洲译,中国政法大学出版社2017年版,第648页。

境。^[21] 在二者之中,首先可以证明的就是“债务人在杠杆收购之时已经破产,或因杠杆收购而陷入破产”^[22]。

(3) 可选要件之二:剩余资本低于合理正常值

即使目标公司并未因杠杆收购交易而陷入破产,其也可能因为“交易已经发生或即将发生,且转让之后债务人的剩余资本低于合理正常值”^[23]而被撤销。这一要件对于杠杆收购交易来说是相当关键的,因为杠杆收购必然会导致目标公司的资产负债率发生较大变化。

(4) 可选要件之三:负债超出清偿能力

最后一个目标公司财务状况恶化的可选证明要件是“该债务人意图承担或自己认为将要承担的义务在到期后将超出其清偿能力”^[24],即通常所说的“现金流(cash flow)测试”。其道理简单来说就是,一家负债大于资产的目标公司,如果预期其业务运营能够产生足够的现金来偿还到期的债务,就不会被认为破产。这也体现了“现金流”作为一种或有资产的性质。

2. 交易是否存在公允对价的判断困境

正如前文所述,杠杆收购交易是否存在公允对价的判断,对于区分和识别可撤销的杠杆收购交易至关重要。然而在实践中,这一要件似乎是不证自明的。在失败的杠杆收购中,目标公司的原股东在杠杆收购中已经将股权转让到了收购方,原股东借此得以全身而退;而收购方并未投入较大的自有资金,利用“空壳公司”的法人有限责任制度,其无须承担“空壳公司”出资额以外的责任。从司法实践来看,法院也偏向于这一逻辑,认为这种财产转让的行为并未获得合理对价。在Kohlberg Kravis bought RJR Nabisco这一美国史上最大的杠杆并购案中,法官认为杠杆收购给目标公司带来了沉重的债务负担,而目标公司

[21] 这种可选择的财产状况证明要件也相当容易理解:财务健康的公司可以自由地进行高风险投机交易(危害金融管理秩序等社会公共利益的除外),即使交易是没有任何对价的赠予,抑或是交易彻底失败,债权人利益也不会受到损害;只有在财务状况不佳的情况下,如果进行相关交易,才会损害债权人利益。

[22] 11 U. S. C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(I); UFTA § 5(a), UFCA § 4.

[23] 11 U. S. C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(II); UFTA § 4(a)(2)(i), UFCA § 5.

[24] Ibid.

并未因此获得应有的好处,因此撤销了贷款人的担保物权。^[25]

单就评估方法来说,美国法学会撰写的《公司治理原则:分析与建议》指出,“在确定公允价格时,应该采用相关的证券金融市场上对从事类似业务的公司或者类似资产通常采用的评估概念和技术”^[26]。所谓“类似的评估概念和技术”在运用到评估拟制欺诈规则中的三个可选财务状况标准时,就变成了评估专家们刻意操作评估结果的最强武器。

评估的相关问题是广泛存在的,但在破产撤销权应用于杠杆收购领域中时,相关评估专家和法院在评估财务状况时所呈现的事后审查偏见(hindsight bias),则是对既有规则的一大冲击。^[27]现实情况就是,只有失败的杠杆收购才会有债权人行使撤销权的问题,而能否撤销交易的关键因素是杠杆收购时目标公司的财务状况,债权人当然会主张目标公司财务状况不佳濒临破产,他们的证据是“目标公司最后破产了”。法院本应仅根据杠杆收购时的情况和信息来评估这笔交易,但事实结果使得相关评估内在性(inherently)地偏向债权人一方。^[28]因此有学者评论说,“由于杠杆收购是以账面价值不被承认的隐性价值存在(目标公司获得间接利益)为前提的,因此,用账面价值来衡量杠杆收购的偿付能力,将使几乎所有杠杆收购的目标公司都被认定为破产,从而可以将每一笔被质疑为欺诈转让的杠杆收购交易撤销”^[29]。

因此,对于法官来说,要回到杠杆收购交易作出时去判断目标公司是否收到合理对价,而不受杠杆收购已经失败这一既然事实的影响,显然是相当困难的。这种事后审查的偏见将导致许多正常的杠杆收购交

[25] Metro. Life Ins. Co. v. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. 1504, 1505-06 (S. D. N. Y. 1989).

[26] 参见美国法律研究院通过并颁布:《公司治理原则:分析与建议》(下卷),楼建波等译,法律出版社2006年版,第922页。

[27] See Alemante G. Selassie, *Valuation Issues in Applying Fraudulent Transfer Law to Leveraged Buyouts*, 32 B. C. L. Rev. 377 (1991).

[28] See Laura Femino, *Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 Yale L. J. 1848 (2014).

[29] See Raymond J. Blackwood, *Applying Fraudulent Conveyance Law to Leveraged Buyouts*, 42 Duke L. J. 369 (1992).

易面临撤销风险,间接提升了杠杆收购的交易成本,阻碍了资本市场和企业并购重组业务的发展,成为不少学者对破产撤销权应用于杠杆收购领域的主要批评点,导致了在区分和识别可撤销杠杆收购交易上的一大现实困境。

3. 目标公司财务状况的评估困境

拟制欺诈规则中的三个可选要件可以总结为对目标公司财务状况恶化的证明,然而在实践中,对目标公司财务状况进行客观评估并非易事。例如,对于目标公司“事实破产”这个要件的证明,最为关键的部分就是对于破产的界定。美国相关法律对破产的定义是“债务人资产的公允价值低于其所有债务到期时将要支付的金额”^[30]。但债务人资产怎样计算才称得上公允,其实是一个很复杂的会计学问题,其高度依赖假定前提、方法、变量的选择以及权重。然而,不同会计计量方法的选择会对债务人是否事实破产的判断产生鲜明的影响。^[31]故而会有法官抱怨称“评估是一个可塑的概念,很难衡量对错;评估结果高度依赖于那些做评估的专家的主观看法,在某种程度上没有一个评估结果是大家客观公认的”^[32]。

总而言之,目标公司因杠杆收购而陷入破产的证明并不像资产与负债的比较这么简单。实践中,原告方聘请的会计师往往会得出目标公司因杠杆收购已陷入破产,而被告方聘请的会计师会得出完全相反的结论,^[33]最后情况又会变成法官对“是否事实破产”进行完全主观的判断。^[34]

(二)对债权人利益过度保护的问题

有学者指出,破产撤销权在杠杆收购领域的应用为普通债权人维

[30] 11 U. S. C. § 101(26) (A); UFTA § 2.

[31] See Kevin J. Liss, *Fraudulent Conveyance Law and Leveraged Buyouts*, 87 Colum. L. Rev. 1505 (1987).

[32] See *Credit Managers Ass'n of S. Cal. v. Fed. Co.*, 629 F. Supp. 175, 188 (C. D. Cal. 1985).

[33] See Franco Modigliani & Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*, 48 Am. Econ. Rev. 261 (1958).

[34] See Michael Sinkevich & Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 142 (2011).

护自身利益提供了有力的武器,但这项类似于免费的保险制度也可能被债权人滥用,导致贷款人和目标公司利益受损。^[35] 现有的规则允许债权人支持杠杆收购交易,即使这笔交易有巨大的风险,然后通过破产撤销权制度将风险转移给贷款人和目标公司。例如,目标公司由于经营效率低下且财务状况不佳(债权人到期很难收到足额本息)而被杠杆收购,如果在收购后目标公司经营顺利,债权人将能因此而获得足额本息;如果目标公司进展不顺利,债权人则可以通过破产撤销权,解除交易中贷款人的担保,追回支付给原股东的价款,以使其获得更多清偿。^[36]

这种不当激励(misaligning incentives)将造成杠杆收购中交易各方利益保护新的不平衡。尤其是在目标公司财务状况不佳的情况下,既有规则容易将失败的杠杆收购认定为欺诈转让而撤销,那么债权人受此激励,会鼓励并设法制造高风险的杠杆收购,用贷款银行的钱去进行一场“赌博”,赌赢了其自身利益将得到保障,赌输了则将风险全部推给贷款人。^[37]

(三)对交易安全的维护问题

破产撤销权应用于失败杠杆收购交易中,体现了破产法的实质正义的理念。然而由于破产撤销权可撤销行为的认定标准具有不确定性,^[38]各方批评破产撤销权在杠杆收购交易中的应用过分主观地偏重公平,而缺少对商业判断及社会公共利益的尊重,有损交易安全。

这种对交易安全维护不足的问题主要体现在对并购方或者贷款人

[35] See Anthony Michael Sabino, *Applying the Law of Fraudulent Conveyances to Bankrupt Leveraged Buyouts: The Bankruptcy Code's Increasing Leverage over Failed LBOs*, 69 N. D. L. Rev. 41 (1993).

[36] See *In re Bay Plastics* 187 B. R. 315 (Bankr. C. D. Cal. 1995). 在本案中,目标公司 Bay Plastics 陷入财务困境。收购方提出杠杆收购这家境况不佳的公司。目标公司的债权人被新买家的良好信誉所吸引,同意放弃其对目标公司资产上的抵押权顺位,以便相关资产能够担保银行贷款获得收购资金。15 个月后,目标公司进入破产程序,债权人用破产撤销权撤销了贷款银行对相关资产的抵押权。

[37] See Laura Femino, *Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 Yale L. J. 1844 (2014).

[38] 参见《美国破产法协会美国破产重整制度改革调研报告》,何欢、韩长印译,中国政法大学出版社 2016 年版,第 211 页。

“善意”的认定标准过于高上。在前文提到的 *United States v. Gleneagles Investment Co.* 案中,法官认为,贷款人在给收购方提供数以亿元的贷款的时候,必然会对贷款的用途、目标公司的财务状况进行审查,如果债务人财务状况不佳,那么贷款人就不存在善意。^[39] 这一类“知道或者应当知道”^[40] 的标准似乎又带来了新的问题。一方面,在杠杆收购交易中,这一标准太过宽泛,贷款人一般都会了解到杠杆交易的交易模式,而如果该交易被认定为“欺诈”,贷款人很难证明自己对于“欺诈”的行为毫不知情;另一方面,如果贷款人在借款的时候,对债务人的财务状况进行调查时没有发现问题,但是在杠杆收购交易之后,债务人的财务状况陷入了困境,贷款人能否主张自己出于善意仍未可知。

四、破产撤销权在杠杆并购中适用困境的进路

破产撤销权在杠杆收购中运用的实践确实为弱势的普通债权人提供了救济、重新分配了交易风险。但上述分析也说明了在公允对价的判断以及目标公司财务状况的评估上存在问题,如果过于强调撤销权的使用,很可能造成债权人侵害其他交易方利益的不当激励,对交易安全和信赖的维护也会产生破坏。故而,在运用破产撤销权来保护失败杠杆并购中债权人的利益时,需要吸取美国司法实践的经验教训,思考破产撤销权在杠杆并购中适用困境的进路。

(一) 市场信息对公允性判断的佐证思路

长期以来,美国最高法院一直相信,受到良好监管的金融市场能够有效地处理既有的信息,从而公平、恰当地评估证券价值。^[41] 这种想法影响了一些法院在破产撤销权适用于杠杆收购的判断与分析上,甚

[39] 565 F. Supp. 556 (M. D. Pa. 1983).

[40] 类似的观点还包括:贷款人对不利财务状况的了解、获取利益或者滥用控制地位的意图。See *Pereira v. Checkmate Communications Co.* (In re Checkmate Stereo & Elecs.), 9 Bankr. 585, 617-18 (Bankr. E. D. N. Y. 1981), *aff'd*, 21 Bankr. 402 (E. D. N. Y. 1982).

[41] *Basic v. Levinson*, 485 U. S. 224, 244 (1988).

至有法院将市场价格信息作为目标公司财务状况的主要判断依据,基本上无视传统的估值和偿债能力分析以及专家证人的意见。^[42]这种运用市场价格信息来对目标公司财务状况进行评估的方法,将对既有规则下的传统方法作出有益的补充。

然而,并非所有的金融市场价格都能反映目标公司的偿付能力。例如,最常见的公司股票价格就不太能反映这一指标,因为股票价格的波动受到太多其他因素影响,很难证明其与目标公司的资本充足与否有关。再如,债券价格也不太能反映这一指标,因为债券的交易价格可以高于或低于票面价值,其受到当前和预期基准利率波动的影响太大,当债券的期限较长时,其受到利率的影响就更大。因此,如果有一种金融产品在金融市场上的价格主要受到公司偿付能力的影响,那么这类市场价格将能够为法院在破产撤销权适用于杠杆收购的判断与分析上提供准确的参考信息。有学者提出,在信用违约互换(credit default swaps)市场上的信用息差(credit spreads)可以很好地承担这一职能。^[43]

(二) 事前审查理念对债权人保护的平衡

事前审查模式(ex ante review)的理论基础在于,如果杠杆收购交易是可靠的,则在实施杠杆收购前对目标公司进行相关欺诈撤销的审查将大大减少在经营失败后再对目标公司进行审查所面临的审查偏见和各方利益冲突问题。^[44]具体来说,该审查模式设想在杠杆收购实施之前,由一个独立的第三方评估机构对整个杠杆收购交易进行审查(审查标准与欺诈撤销标准相同),并为目标公司现有债权人提供反对杠杆收购的途径;与之相对应的,事前审查通过的杠杆收购,日后将在破产撤销诉讼中具有推定不存在拟制欺诈的构成要件,除非债权人能

[42] VFB LLC v. Campbell Soup Co., 482 F.3d 629 (3d Cir. 2007). 法官认为,市场价格是衡量公司价值的一个更可靠的指标,而不是一两个专家证人的主观估计。

[43] See Michael Sinkevich & Benjamin S. Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution*, 2011 Colum. Bus. L. Rev. 166 (2011).

[44] See Laura Femino, *Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 Yale L. J. 1852 (2014).

够拿出充分可信的证据推翻事前审查。

首先,达成杠杆收购协议的相关方(收购方、贷款人、目标公司原股东)向独立的第三方评估机构提出审查申请。在此环节中,独立的第三方评估机构可以采取法院指定的商业评估专家、会计师和债务评级机构等组成的委员会形式。^[45] 随后,收购方和贷款人需要向独立的第三方评估机构提交他们已经完成的关于目标公司资产、负债和未来现金流预测的尽职调查(律师、会计师、投资银行以及投资咨询公司在内的众多机构都会参与尽职调查的过程);^[46] 由于收购方和贷款人会在交易协商过程中,基于维护自身利益的目的完成这些尽职调查,所以事前审查要求提交的材料将不会给收购方和贷款人带来额外尽调成本。^[47]

其次,独立的第三方评估机构将对提交的目标公司财务信息,按照既有的破产撤销权适用于杠杆收购交易审查规则所用的三个财务困境标准,分析这笔杠杆收购交易。也就是说,独立的第三方评估机构会审查这笔杠杆收购交易是否会让目标公司事实破产、资本低于合理正常值、在债务到期时无法偿还债务以及是否收到合理对价。在事前审查模式下,既有规则设立的标准没有任何变化,唯一改变的就是审查的时间。但这一点改变就可以彻底克服事后由于目标公司破产所带来的审查偏见问题,也可以避免在交易各方利益冲突的情况下评估效果大打折扣。与此同时,目标公司的债权人可以向独立的第三方评估机构提交材料来反对杠杆收购,以此获得充分的机会参与到杠杆收购的决策

[45] 通常挑选财务相关人员,是因为杠杆收购的撤销权审查标准都与目标公司的财务状况相关;而评级机构参与评估过程,因为杠杆收购的参与方往往希望在目标公司进行杠杆收购后的债务评级中获得一定的好成绩。See John H. Ginsberg et al., *Befuddlement Betwixt Two Fulcrums: Calibrating the Scales of Justice to Ascertain Fraudulent Transfers in Leveraged Buyouts*, 19 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 94 (2011).

[46] See Christian C. Day et al., *Riding the Rapids: Financing the Leveraged Transaction Without Getting Wet*, 41 Syracuse L. Rev. 736 (1990).

[47] See Matthew T. Kirby et al., *Fraudulent Conveyance Concerns in Leveraged Buyout Lending*, 43 Bus. Law. 27, 40 (1987).

中来。^[48] 评估机构的专家们也可以更公正、公允地评估目标公司的前景,对杠杆收购交易的可行性作出判断。

最后,由独立的第三方评估机构综合双方提供的信息,对杠杆收购是否可行作出审核决定,并向双方反馈审查意见。更为关键的是,审核结果并不具有终局性,也就是说,如果第三方评估机构拒绝拟议的杠杆收购交易,有关各方可对交易内容进行调整,并再次提交第三方评估机构审查。例如,如果第三方评估机构认为出售使得目标公司负债过高,各方可以降低收购价格或者采取股权融资的方式降低杠杆收购后目标公司负债,以期杠杆收购方案获得通过。^[49]

通过这种方式,事前审查也将成为债权人和杠杆收购的发起者之间的博弈。^[50] 独立的第三方评估机构在降低杠杆收购交易风险的同时,间接地在杠杆收购交易的决策中代表了债权人的利益,节省了债权人集体行动的成本,也避免了不同组别债权人之间利益不同的复杂问题。根据杠杆收购的交易模式,第三方评估、改变杠杆收购的交易内容甚至于解决异议债权人的相关费用都将由收购方承担。可以想象,在现实情况下,这些新增的交易成本很可能会以收购价格降低的形式,由目标公司的原股东一起分担,从而解决杠杆收购中债权人的财富不公平地流向原股东,这一破产撤销权所要解决的真正问题。^[51]

(三) 安全港制度对交易安全的维护

安全港制度一向被认为是平衡交易安全与交易公平的重要手段。首先,在“善意”相对人保护的安全港制度构建中,笔者觉得比较中允的观点是,贷款人了解到其信贷资金被用于杠杆收购时,就应当对杠杆收购交易的成败承担一定的风险责任,但是这样的责任应当在合理的

[48] 例如,债权人聘请的专家作出的关于目标公司资产、负债和未来现金流预测数据与收购者和贷款人提交的数据相差太大、目标公司故意提供虚假的财务数据或者其他欺诈性行为等材料。

[49] See Alemante G. Selassie, *Valuation Issues in Applying Fraudulent Transfer Law to Leveraged Buyouts*, 32 B. C. L. Rev. 406 (1991).

[50] 在此情况下,收购方或许会以清偿、改变利率或提供担保的形式,对部分异议债权人的利益提供保障,以换取杠杆收购协议的通过。

[51] See Laura Femino, *Ex Ante Review of Leveraged Buyouts*, 123 Yale L. J. 1858 (2014).

限度之内。正如学者指出“贷款人应当在合理的初步审查(reasonable preliminary review)范围之内对杠杆收购交易的成败承担责任,超出这个范围就不能被要求放弃自己在杠杆收购中的担保利益”^[52]。至于合理的初步审查范围如何界定,争论的观点有很多,笔者觉得比较合理的界定是,从一般商业判断的角度,根据贷款人的专业知识以及在杠杆收购交易中所扮演的角色,在了解目标公司的财务状况下,判断贷款人放贷的行为是否显得反常(atypical)或缺乏商业理由(business justification)。^[53]

此外,对于原股东的安全港制度构建,一般认为“涉及金融中介的结算资金支付”免受破产撤销权影响。因为通过集中竞价的公开交易市场进行转让的股份被撤销交易将严重破坏证券转账系统(securities transfer system)的安定性,增加相关交易的交易成本。由于在杠杆收购交易中涉及对原股东股权转让价款的追回问题,如果是通过金融中介进行的大额股权转让,撤销交易势必会对证券转账系统的安定性造成较大破坏。因此,将涉及金融中介的私募证券交易以及所有的公募证券的交易,排除出破产撤销权的适用范围,以维护证券转让系统的安定性,降低证券交易成本,维护社会公共利益。除此之外,也有观点认为应将原股东区分为“无辜股东”(innocent shareholder)(对收购资金来源不知情的股东)和“内部控制股东”(了解交易经过的股东),继而免除前者的责任。^[54]但是这种安全港制度的设计招致了一些学者的批评,因为一旦认定原股东获得股权转让价金的行为是可撤销的,那么依据是否知悉交易内幕而免除部分原股东的责任是没有法律依据的。

[52] See Emily L. Sherwin, *Creditors' Rights against Participants in a Leveraged Buyout*, 72 Minn. L. Rev. 492 (1988).

[53] 这种观点源于《证券法》对违反证券法规交易主体的银行、律师、会计师事务所要求承担的次级责任(secondary liability)的标准。See *Woodward v. Metro Bank*, 522 F. 2d 84, 97 (5th Cir. 1975).

[54] *Kupez v. Wolf*, 845 F. 2d 842 (9th Cir. 1988); *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B. R 488 (N. D. Ill. 1988).

五、我国破产撤销权适用于杠杆并购的分析与展望

我国破产撤销权规定于《企业破产法》第31条和第32条,立法明确的可撤销行为包括:(1)无偿转让财产的行为;(2)以明显不合理的价格进行交易的行为;(3)放弃债权的行为;(4)偏颇清偿行为。

总的来说,立法对于可撤销行为的内涵和外延并未作充分的说明,这就为司法实践提供了解释的空间。例如,对第三人债权提供担保的行为可以被解释为一种“转让”财产的行为;也可以将担保物权这类财产性权利视为“财产”,^[55]进而审视杠杆收购交易中的对价是否合理;等等。

但我国破产撤销权的立法及相关司法解释没有为可撤销行为规定任何的抗辩事由或者安全港规则,对于可撤销行为的审查标准也并没有明确的规定。故而笔者认为,在我国司法实践中运用破产撤销权追索杠杆并购交易时,需要吸取美国司法实践的经验教训,避免破产撤销权的适用造成并购重组市场的交易成本陡增、为债权人带来不当激励、破坏商事交易的稳定和预期的问题。就此而言,我国破产撤销权适用于杠杆并购交易中需要构建两个审查维度。

(一) 细化杠杆并购时债务人的财务状况审查标准

在杠杆并购交易可以作为一项可撤销行为的基础上,笔者认为,首先需要思考的是“是否需要考虑债务人的财务状况”,即“破产状况”的认定。如果债务人财务状况良好,无论其进行风险多高的投资活动,抑或是直接将财产赠与他人,只要其有足够的资金偿还债权人,就可以自由支配其财产。因此,债务人的财务状况是无偿行为的认定上不可避免的探讨话题。美国的立法给了我国值得借鉴的经验。《美国破产法》提供了三个可选证明要件:(1)债务人在杠杆收购之时已经破产,或因杠杆收购而陷入破产;^[56](2)交易已经发生或即将发生,且转让

[55] 参见许德凤:《论破产中无偿行为的撤销》,载《法商研究》2012年第1期。

[56] 11 U. S. C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(I); UFTA § 5(a), UFCA § 4.

之后债务人的剩余资本低于合理正常值；^[57] (3) 该债务人意图承担或自己认为将要承担的义务在到期后将超出其清偿能力。^[58] 本文之前也分析过,这三个可选证明要件都面临着事后审查偏见的问题,在实践中不同的专业人士运用不同的分析方法得出的结果往往大相径庭,法官的选择也经常带有先入为主的主观判断色彩,这在杠杆收购领域是难以避免的。就现阶段而言,笔者认为还是应当以合理的商业判断为原则,^[59] 尊重财务专业人士通过会计分析以及财务数据分析的方法对交易发生时债务人财务状况发表的意见。在此基础之上与市场价格、事先审查安全港制度相结合,综合判定债务人的财务状况。

(二) 构建破产撤销权中的安全港规则

正如前文所述,域外司法实践中运用安全港规则来确保破产撤销权的适用能够体现实质公平的原则,同时又能兼顾效率,不至于对追求效率的商业交易产生严重掣肘。因此,笔者认为应当通过吸收域外关于有偿善意买受人安全港规则、金融中介结算资金支付的安全港规则来实现在债权人利益保护中对商业效率及社会公共利益的平衡。

除此之外,应吸取事后审查偏见的教训,采用事前审查原则的观念,构建破产撤销权适用于杠杆收购的事前审查安全港制度。具体来说,可以由达成杠杆收购协议的相关方(收购方、贷款人、目标公司原股东)向独立的第三方评估机构提出审查申请。随后,收购方和贷款人需要向独立的第三方评估机构提交他们已经完成的关于目标公司资

[57] 11 U. S. C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(II); UFTA § 4(a)(2)(i), UFCA § 5.

[58] 11 U. S. C. § 548 (a)(1)(B)(ii)(III); UFTA § 4(a)(2)(ii), UFCA § 6.

[59] 此处值得一提的是,我国《企业破产法》第128条规定了债务人的法定代表人、其他直接责任人员的赔偿责任。基于代理理论的观点,公司管理层是基于公司所有权人(股东)的委托,为股东的利益而代理公司的管理和经营,管理层对此股东的委托承担信义义务;而信义义务要求管理层基于合理的商业判断去处理高风险的商业交易。笔者认为,只要是管理层基于合理的商业判断,在符合债务人内部关于风险控制的规定下作出的交易决定,就可以免于承担赔偿责任(如聘请财务专家进行风控和尽调分析,没有给予额外的“成功费”之类的干扰;没有与收购方恶意串通以获取“金降落伞计划”等)。当然,在破产重整程序中,管理人和出资人委员会将对所有债权人及出资人承担信义义务,因此其责任主体会有所区别。参见张钦昱:《公司重整中出资人权益的保护——以出资人委员会为视角》,载《政治与法律》2018年第11期;张钦昱:《重整计划制定权归属的多元论》,载《社会科学》2020年第2期。

产、负债和未来“现金流”预测的尽职调查；独立的第三方评估机构将对提交的目标公司财务信息，按照本文所述规则，以判断是否构成无偿行为以及是否达到两个财务困境标准之一，分析这笔杠杆收购交易。与此同时，目标公司的债权人可以向独立的第三方评估机构提交材料来反对杠杆收购，以此获得充分的机会参与到杠杆收购的决策中来。最终，由独立的第三方评估机构综合双方提供的信息，对杠杆收购是否可行作出审核决定，并向双方反馈审查意见。更为关键的是，审核结果并不具有终局性，也就是说，如果第三方评估机构拒绝拟议杠杆收购交易的，有关各方可对交易内容进行调整，并再次提交第三方评估机构审查。经过类似程序的杠杆收购交易，不会在司法审查中被撤销，以此维护交易各方的稳定和预期。

六、结论

新兴的杠杆收购交易因其在交易模式上具有将目标公司的债权人利益转移至原股东的特点，这带来了在目标公司破产后，能否运用维护商事交易公平原则的破产撤销权来保护债权人利益的问题。在这一问题的背后，是破产撤销权对于公平与效率价值平衡的追求，也是杠杆收购交易中债权人有效保护的核心。

法律规则既要保护债权人因杠杆收购交易而利益受损的事实给予足够的关注，同时又不能忽略杠杆收购交易对于并购重组市场的重要贡献。由此引发了对适用于杠杆收购领域的美国欺诈撤销规则的争论，仅仅依靠现有的规则很难满足司法实践的需求，需要构建新的规则来面对司法实践的挑战。通过市场价格信息对于目标公司破产概率的反应，为法官判断目标公司财务状况如何提供有益的补充材料；通过事前审查模式和安全港制度的构建，完善杠杆收购的风险分配，彻底扭转事后审查偏见带来的财务评估困境。通过以上方式，破产撤销权可以引导杠杆收购朝市场化、法治化方向发展，使高风险商事交易事前得到化解，杠杆收购交易各方利益得到平衡。

（编辑：姜沅伯）