

美国破产程序对中国企业的挑战和机遇之后篇：中国企业参与美国“363 清售”的法律考量

编者按：近期，伴随着新冠病毒在美国及全球的传播及影响，不少美国企业接连申请了破产重整保护，其中不乏国内消费者熟知的租车巨头赫兹（Hertz）、知名服装品牌 J.Crew 等。美国企业申请破产对众多与其有商业、贸易往来的其他国家的商业主体也会产生影响，其中就包括不少中国企业。除了中美两国之间距离、时差、语言等基本障碍外，中国企业对于美国破产制度的不熟悉以及涉及两国之间司法程序的效力认可等法律问题更成为中国企业在参与美国破产程序过程中时常面临的困境。与此同时，美国企业破产在其资产处理过程中也给中国投资者带来一些机遇。结合近来处理的多起破产案件、以及近期中国的债权人、投资人向我们咨询的各类问题，我们将通过一个系列文章来介绍美国破产程序对中国企业的挑战和机遇。该系列文章包括上、中、下三篇，分别介绍参与美国破产重整程序的重要性和要点、美国企业破产前后中国贸易债权人的权益保护、以及中国企业在 363 清售中的机遇与挑战。

一、入局美国 363 清售的好时机

新冠病毒的肆虐传播在美国不但导致了一场社会安全危机，更有演变成一场金融危机的趋势。面对疫情隔离政策导致的业绩下降，不少美国企业被迫申请破产保护。数据显示，2020 年四月份进入破产保护程序的债务金额超过 1000 万美金的美国企业数量为过去几年内的单月最高值，这就使类似于

363 清售这样以低廉价格收购美国破产企业资产的机会受到更多包括中国企业在内的美国国内外投资者的青睐。

“363 清售”指的是已申请破产保护的企业根据美国破产法第 363 条，对其部分或全部资产进行拍卖出售的程序。

363 清售对于破产企业而言最显著的好处在于交易程序相对简单。363 清售常被用来快速改善自身的财务困境，实现破产重组。例如，2008 年雷曼兄弟控股公司进入破产程序后就通过 363 清售以超过十亿美金的总价向巴克莱银行（Barclays）出售其北美投资银行业务、资本市场业务和包括其纽约总部大楼在内的一些不动产。雷曼兄弟和巴克莱的 363 清售交易创纪录的在雷曼兄弟进入破产重组程序的第一周就获得了法院的许可。近些年来，在全球化的大背景下，中国企业也开始作为购买方参与到 363 清售中。比如，中国最大的汽车原件制造商万向集团公司就通过 363 清售两次收购美国困境企业的资产，来巩固和提升自身的技术与品牌影响力。

结合如今的国际贸易与经济形势，我们预计在接下来几个月甚至几年的时间内，363 清售会成为中美贸易博弈中的一个热点。无论是中国的战略投资人还是财务投资人，近期将会是一个通过 363 清售“抄底”美国资产的好时机。本文将重点从对中国企业的吸引力及挑战角度对 363 清售进行介绍。

二、363 清售交易步骤简介

虽然 363 清售制度源于美国破产法第 363 条，但该条文本身规定非常简单。363 清售相关的法律制度主要通过美国各辖区破产法院和律师几十年的推动，形成了目前比较完善的体系。正因为如此，每个 363 清售交易根据辖区法律的不同可能存在一定的差异。为免冗余，本文只简单介绍 363 清售中最主要、核心的步骤，并在此基础上讨论中国投资人常面临的机遇与挑战。

通常 363 清售都会包括三大步骤：破产企业与潜在收购方的初步协商、等待法院对交易的批准和批准后的正式资产拍卖。

1、 破产企业与潜在收购方的初步协商

在破产企业向法院申请进行 363 清售之前，潜在收购方可以与破产企业进行初步协商。破产企业经常会进行一个小型的非正式拍卖来找到报价最高的潜在收购方。这个非正式拍卖中胜出的收购方被称为“假马竞标人”（stalking horse bidder）。假马竞标人可与破产企业在正式竞标前协商决定交易的目标价格、条款和方式。破产企业和假马竞标人之间达成的初步交易方案将会为后续的收购条件设定一个基准。

2、 法院申请

破产企业需要向法院正式申请进行 363 清售，并提供包括交易资产列表、最低出售价格、条款和方式等一系列有关信息。在此期间，破产企业需要充分地提前通知所有债权人，使其可以在听证会上提出对此次交易的反对理由。但是，是否允许 363 清售最终由法官决定。一旦申请得到批准，363 清售将进入正式拍卖程序。

3、 正式拍卖

破产企业可以在法院的监督下迅速举行正式的

竞拍。报价最高或给出整体条件最好的竞拍者将被选中。一切与竞拍和交易有关的文件将上交法院以获得法院的最终批准。理论上，法院需要等待 14 天来确保交易反对方有时间上诉终止本次交易。然而，在特殊情况下法院也有权在 14 天以内批准交易。

三、是否竞选“假马竞标人”的策略

对于拟参与 363 清售的中国投资人来说，第一个需要考虑的问题就是是否要竞选“假马竞标人”。根据我们接触到的中国投资人反馈的情况，不愿意竞选假马竞标人主要有两大理由：（1）成本问题——通常假马竞标人会 and 出售方进行大量的前期接触，对资产进行尽职调查、并对交易进行多轮谈判。这将花费不少人力和资金成本；（2）策略问题——也有部分中国投资人资金充裕，希望后发制人。投资人计划等到假马竞标人与出售方谈好条件后，以更高的价格后来居上，超过假马竞标人。在这种策略下，后发制人的潜在投资人可以以逸待劳，在了解基础价格后再做决定，一定程度上可以降低对资产以不必要的高价进行购买商业风险。

以上的成本及策略考量都很合理，但做假马竞标人也有其得天独厚的优势。除了普遍认同的如享有更高的设立交易条件的主动性、与出售企业更容易建立长期战略合作关系等优势外，做假马竞标人还可能可以弥补中国投资人参与 363 清售的一些劣势。例如，中国投资人完成 363 清售交易的客观不确定性相对较高，因此破产企业、无担保债权人委员会等利益相关方、甚至破产法院都可能会认为，如果中国投资人仅仅是比假马竞标人公布的交易条件提出更高的交易价格，而该交易价格又没有达到可以实质性抵消交易不确定性的地步时，那么其他交易确定性更高的假马竞标人的报价尽管略低，却仍可能更受青睐。因此，如果对于标的资产志在必得，我们建议尽量争取做假马竞标人，以便全程参与谈判、第一时间掌握交易动态，在作为假马竞标

人谈判的阶段就提前处理外国投资人特殊性问题，给自己更多的机会对其他方可能提出的顾虑做出回应和交易安排；相反，对于更在意投入产出比且不愿意花费太多交易费用的投资人，那么则可以采取节约成本的“后发制人”战术。

四、363 清售的吸引力与挑战

1、收购资产通常无权利负担

一般情况下，对资产进行收购时需要关注在资产上是否附有第三方的权利负担(如抵押权等)。363 清售下出售的资产在满足一些特定条件后，可以不受制于资产进入破产程序之前的权利负担。常见条件包括：(1) 破产法外的其他某适用法律允许在此情况下资产以不受权利负担的方式出售；(2) 负担权益的拥有者对其表示同意；(3) 出售资产的售价高于所有资产上权利负担的价值；(4) 存在对权利负担有效性的合理争议；或(5) 该权利负担可以通过金钱给付的方式消除。

尽管破产法存在允许资产以不受制于权利负担的方式出售，但由于每个案件中资产的性质以及能否适用以上标准的情况不同，潜在买方仍应争取确保批准 363 清售的裁定中就权利负担问题包含对其有利的明确表述。

2、交易节奏快

整个 363 清售过程从初步商议到完成拍卖一般经历两个月左右的时间。不同辖区法院的繁忙程度和交易的复杂程度都会对交易的时间线造成一定的影响。

除了便于破产企业尽快走出困境的政策原因外，从法律层面来说，363 清售程序的以下特征也加快了其交易节奏：(1) 通常情况下 363 清售中出卖资产无需取得破产企业的多数股东、或共有人同意；(2) 363 清售中收购方无需对所售资产做太多法律

尽职调查（因为所售资产通常不受制于权利负担）；

(3) 363 清售中所售资产不受批量转移责任的限制（批量转移责任（bulk transfer liability）指卖方在非日常经营过程中出售其全部或绝大部分资产时，需要按照各州法律所规定的程序对卖方的债权人进行提前通知的责任）。

加快的交易节奏同时也对中国企业提出诸多挑战：首先，由于各方希望通过 363 清售更快地对标的资产进行变现，标的资产在出售过程中附带的陈述与保证通常非常有限，也很少设置完善的交易后赔偿条款。如果对于标的资产熟悉度不高，那么加快的交易节奏将给美国市场外的潜在买家造成较大的尽职调查及商业评估压力。更为重要的是，对于部分参与美国资产收购前需要进行内部审批或外部批准的中国买家而言，能否提前做好准备，以避免出现在交易截止日前无法及时拿到必要的审批及批准的状况，就显得至关重要。

对此，我们建议对通过参与 363 清售程序收购美国资产有兴趣的中国投资人尽量参与相对熟悉行业中的资产清售，以降低由于没有足够时间对拟售资产进行了解而产生的风险；同时，一旦与潜在卖方开始了接触，即使 363 清售程序还未正式开始，中国投资人应时刻将 363 清售交易节奏快的特点提前纳入考量，并进行必要的各方面事先安排，以满足该程序的时间表。

3、交易确定性高

363 清售交易的较高确定性是相对于与美国破产法有关的交易被认定无效的风险而言的。例如，根据美国破产法的一般规定，如果一个债务人在资不抵债或无力偿还债务情况下参与的交易被认为具有藏匿资产、或者欺骗债权人的目的，或者该交易的对价明显不足，则该交易可能会被认定为无效。

由于 363 清售包括拍卖程序，通常难以对通过

363 清售交易的对价充分性提出质疑。这在很大程度上有利于消除上文提到的交易效力风险。

此外，在 363 清售中，符合条件的收购方可以通过获得“善意收购者”资格的保护进一步提高交易的确性。法院会审视收购方在收购中的行为，来确定收购方是否符合“善意收购者”的标准。“善意收购者”通常指那些不存在欺诈、勾结，或使用任何不正当方式获得暴利的收购者。获得“善意收购者”地位的收购者将享有诸多好处，包括（1）法院可以豁免 14 天的交易等待期，以及（2）即使法院最终作出的 363 清售裁定遭到上诉，上诉结果也不能影响该交易的效力（除非上诉方在上诉时同时打断了 363 清售程序）。因此，我们建议收购方企业应与其律师在交易的每一个环节保持沟通，确保收购方能够符合“善意收购者”的标准，并确保法院作出的清售裁定中将收购方明确地认定为“善意收购者”。

4、考虑 CFIUS 对交易的影响

根据 2018 年的“外国投资风险评估现代化法案”（FIRRMA），美国外资投资委员会（CFIUS）有审查 363 清售交易的权力。CFIUS 有权对任何与美国企业相关的、对美国国土安全有危害的交易设置障

碍。如果未能通过 CFIUS 的审查，即便 363 清售程序已经结束、资产已经交割，美国总统也可以通过 CFIUS 剥离已被收购资产或对收购方施加不利限制。

因此，面对 CFIUS 审查的不确定性和未通过审核的苛刻制裁，363 清售中的潜在收购方应第一时间与专业人士对项目是否应进行 CFIUS 申报进行评估。由于 CFIUS 审阅时间和结果的不确定性，我们通常建议中国投资者先对 CFIUS 审查是否适用于交易作出尽早的判断。

五、中国企业应为参与 363 清售做好准备

综上所述，由于其特别的制度设计，363 清售对包括中国企业在内的美国国内外投资人都具有很大的吸引力。但同时，中国企业也应对参与 363 清售程序可能需要面临的挑战做好准备。对 363 清售感兴趣的中国企业应紧跟市场讯息、以免错失收购良机；同时也应提前做好参与 363 清售程序的各方面筹备工作，例如：（1）第一时间组建专业的投资团队及顾问团队；（2）对影响拟收购项目确定性的各类风险提前进行评估；以及（3）充分考虑 363 清售交易节奏快的特点，及早做好各方面的协调、准备（包括内部和外部审批等）工作。

杜江 合伙人 电话：(212) 703-8703
汪樯 律师 电话：(646) 666-9570
白丹青 律师 电话：(646) 924-0006
于君达 实习生

邮箱：duj@junhe.com
邮箱：wangqiang@junhe.com
邮箱：baidq@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

