

## 破产强硬手段\*

[美] 贾里德·A. 埃利斯\*\*

[美] 罗伯特·J. 斯塔克\*\*\*

---

\* Jared A. Ellias & Robert J. Stark, *Bankruptcy Hardball*, 108 CALIF. L. REV. 745 (2020). 本文系国家社科基金青年项目“合规机制的公司法普适性规则研究”(项目编号: 17CFX071)的阶段性成果。

\*\* 加州大学黑斯廷斯法学院法学教授。

\*\*\* 布朗·鲁德尼克律师事务所合伙人。  
感谢格伦·布拉姆、瑞恩·布布、埃米利亚诺·卡坦、拉里·坎宁安、杰夫·戈登、肖恩·格里菲斯、马特·马洛、伯纳德·沙夫曼、霍尔格·斯帕曼以及美国法律和经济协会研讨会、会议的参加者以及以色列法律和经济协会、杜兰公司和证券法圆桌会议、纽约大学公司治理和金融研究所圆桌会议、斯坦福大学法学院所给予的有帮助意义的评论。本文入选 2019 年斯坦福/耶鲁/哈佛青年教师论坛。感谢肯·阿约特、道格拉斯·贝尔德、迈克尔·圣帕特里克·巴克斯特、伯尼·布莱克、文斯·布科拉、托尼·凯西、约翰·克劳福德、杰夫·加芬克尔、阿萨夫·哈姆达尼、伊迪丝·霍奇基斯、特德·詹格、科比·卡尔斯蒂尔、埃胡德·卡玛尔、托比亚斯·凯勒、迈克·克劳斯纳、乔纳森·利普森、凯特·利特瓦克、瓦莱丽·皮奥、乔治·特里安提斯、弗雷德·东、迈克·西姆科维奇、大卫·斯基尔、大卫·C. 史密斯、凯特·沃尔多克、P. 沙宾威雷特和特拉维夫大学的研讨会观众。纽约大学的美国法律与经济协会年会、加州大学伯克利分校的全国商业法学者研讨会、波士顿大学法学院的公司与证券诉讼研讨会、耶鲁大学法学院的斯坦福/耶鲁/哈佛青年教师论坛、旧金山律师协会的商法与破产午餐会、纽约博伊斯席勒 Flexner 律师事务所、加州大学伯克利分校商业法教师静修会、加州大学黑斯廷斯法学院正在进行的破产工作会议,以及加州大学黑斯廷斯法学院青年教师讲习班,他们提供了有益的评论。感谢贾斯汀·坎宁安、泰勒·戴维斯、莎拉·莫兰、娜塔莉·瑞安和劳伦渡边的帮助研究。本文中的案例研究都是从公共文件中提取的,并有充分的脚注和公共来源的证实。而且在第四部分的案例中,贾里德·埃利斯曾在 *American Safety Razor* 案中代表债权人利益,而罗伯特·J. 斯塔克在 *Forest Oil, Colt Holdings* 和 *American Safety Razor* 案中代表债权人利益。此外,斯塔克先生的公司成员在 *General Growth Propertie* 和 *Lyondell* 案中代表债权人利益。

梁爽 张涛\*\*\*\*译

**摘要:**在金融危机前夕,特拉华州法院的一系列裁判导致债权人将不再享有能使其债权免受机会主义侵害的权利。陷入困境的公司常常采取只保护部分利益相关者的利益而损害另一部分债权人的策略,并且合同法和公司融资的基本原则都无法加以限制。本文通过案例研究,表明债权人不仅容易成为机会主义的靶子,而且无法清偿债权。特拉华州法院的做法实则是为采取焦土政策的公司铺平了道路。法官只需更严格地应用现有的法律原则以解决这些问题。

**关键词:**债权人 破产法 合同法 公司融资 机会主义

2017年年底,全球宠物用品零售巨头 PetSmart 发现自己陷入了严重的财务困境〔1〕,而该困境源于其失败的杠杆收购和兼并,这使 PetSmart 负担了数十亿美元的担保贷款和无担保债券的债务〔2〕,这一结果显然是不如意的。并且, PetSmart 债券出现了大幅度的折价,这也表明债券市场的交易者认为该公司可能无力偿债。〔3〕按照公司治理的传统观点,此时 PetSmart 董事会应寻求能改善其财务困境的潜在业务,或者通过申请破产的方式让债权人能优先于股东最大化地实现自己债权。相反, PetSmart 的董事会批准了一项令一家公司感到震惊的交易:它从债权人手中拿走了近 20 亿美元,向其股东分配了约 9 亿美元,并将 7.5 亿美元投入了一家没有义务偿还其 90

---

\*\*\*\* 译者分别为华东政法大学国际金融法律学院教授,华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

〔1〕 See Eliza Ronalds – Hannon & Lauren Coleman – Lochner, *The Most Expensive Takeover in Retail is Drowning in Debt*, BLOOMBERG ( Apr. 25, 2018 ), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-25/yielding-2-in-bond-market-the-no-1-retailbo-is-in-trouble/> [ <https://perma.cc/HA9N-ZPQ8> ].

〔2〕 同上注。

〔3〕 同上注。

亿美元债务的子公司。〔4〕

PetSmart 的选择象征着现今董事会应对财务困境的全新方式。〔5〕在大多数美国公司案例中,董事会都被建议积极管理陷入困境的公司,着眼于债权人的利益去最大化实现公司的价值。〔6〕相比之下,在当今世界,许多公司采取的策略都是伤害债权人利益,或者为了股东的利益而积极避免破产。而在 PetSmart 花费了本属于债权人的 20 亿美元后,

〔4〕 See Eliza Ronalds – Hannon & Katherine Doherty, *PetSmart Moves Part of Chewy. com Out of Creditors' Reach*, BLOOMBERG ( June 4, 2018 ), <https://www. bloomberg. com/news/articles/2018 – 06 – 04/petsmart – is – said – to – move – chewy – stake – in – j – crew – style – transfer/> [ <https://perma. cc/H9U. B – 3YH2> ].

〔5〕 虽然美国大众媒体的也报道了相关事件,但这篇文章是第一个完整描述整个现象的。See, e. g. , Soma Biswas, *Deal to Save J. Crew from Bankruptcy Angers High – Yield Debt Investors*, WALL STREET J. ( Sept. 21, 2017 ), <https://www. wsj. com/articles/deal – to – savej – crew – from – bankruptcy – angers – high – yield – debt – investors – 1506011065/> [ <https://perma. cc/YDG6 – UXXU> ] ( 其讨论了一项交易,将“次级债券持有人推到债权人的前面,并排在处于优势地位的定期贷款持有人之前……债券投资者越来越担心,对信贷合同的激进解读正在损害债券市场” ); Sujeet Indap, *Private Equity Firms'Lawyers Get Creative*, FIN. TiEs ( Aug. 14, 2017 ), <https://www. ft. com/content/3a42e50e – 7e23 – 11e7 – 9108 – edda0bcbc928/> [ <https://perma. cc/FYT3 – VWS4> ] [ “每家(私人股本)公司都在采取更激进的方式。有些股东会赢,有些会输” ]; Nathan Vardi, *Leon Black's Apollo Global Management Keeps Winning Battles and Outmaneuvering Creditors*, FORBES ( Aug. 28, 2014 ), <https://www. forbes. com/sites/nathanvardi/2014/08/28/leon – blacks – apollo – global – management – keepswinning – battles – and – outmaneuvering – creditors/#5d7c2da2785f/> [ <https://perma. cc/AS2N – CKAE> ] ( 值得注意的是,一家领先的私人股本公司经常会赢得与债权人的战斗,虽然债权人的债权在法律上比股东更重要)。一位著名的投资银行家将 2018 年描述为“(大公司)厚颜无耻地剥离资产(将资产从债权人手中转移出去),令人难以置信! See *End of the Year Followup*, PETITION ( Dec. 19, 2018 ) ( quoting J. Scott Victor ), <https://petition. substack. com/p/petitions – 2018 – deal – of – the – year> [ <https://perma. cc/S4CSY4Y3> ] ”。

〔6〕 Story 大法官在 19 世纪早期开创了这一法学领域,他最初是一名地区法院法官, see *Wood v. Dummer*, 30 F. Cas. 435, 435 – 40 ( C. C. D. Me. 1824 ) ( No. 17, 944 ), 后来成为最高法院法官, see *Mumma v. Potomac Co.*, 33 U. S. 281, 281 – 87 ( 1834 )。简而言之,他的观点是,破产公司的管理层应把公司作为“信托基金”来运营,为债权人的利益服务,这一观点后来被称为“信托基金原则”。而对信托基金学说向现代信托责任转移的演变进行更全面的探讨, see generally Henry T. C. Hu & Jay Lawrence Westbrook, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, 107 Colum. L. Rev. 1321, 1332 ( 2007 ) ( 总结了从信托基金理论到职责转换的过渡 )。

其债券的交易价格却明显地发生上涨,<sup>[7]</sup>不过,受到该交易伤害的债券持有人也可能会松了一口气,因为这不是最糟糕的情况。<sup>[8]</sup>虽然这种行为在几年前是不可想象的,但在今日的环境下,一家陷入困境的公司仅从其债权人手中夺走了近 20 亿美元,已经能被视为对其债权人利益的有意施惠了,因为其股东原本能让自己分得更多利益。

本文认为,自金融危机以来,以往能限制困境公司管理层对债权人侵害的规范已几近失效,<sup>[9]</sup>管理层现今总是通过“破产强硬手段”和债权人进行周旋。<sup>[10]</sup>可以肯定的是,当一家公司陷入财务困境时,债权人、管理层和股东的利益就会出现分歧<sup>[11]</sup>,但管理层可以利用他们的控制权,在一系列能对公司利益相关者产生不同重要影响的分配方案中自由选择。<sup>[12]</sup>而这种自由裁量权延伸出的道德危险,本文称为控制

---

[7] 同前注[4]。

[8] 同上注。

[9] 另一个例子是,博彩集团 Caesar's 的私人股本所有者决定剥离该公司的最佳资产,以便在该公司最终申请破产时获得与债权人讨价还价的能力。在一份内部陈述中,这家私募股权公司所有者的员工为这宗后来被法院指定的审查人员发现是欺诈性转移的交易辩护称,日益增加……(本文的)“战争资金”(用来与债权人对抗),以应对潜在的重组。See Final Report of Examiner Richard J. Davis at 343, In re Caesars Entm't Operating Co., 561 B. R. 441 (Bankr. N. D. 1. 2016) (No. 15 - 01145)。

[10] 这个名词的灵感来源于 Joseph Fishkin & David E. Pozen, *Asymmetric Constitutional Hardball*, 118 Colum. L. Rev. 915 (2018), and Mark Tushnet, *Constitutional Hardball*, 37 J. Marshall L. Rev. 523 (2004)。本文称为“破产强硬手段”的行为并不一定涉及破产申请,而“破产强硬手段”应被认为是描述了在债务人—债权人关系中债务人采取的咄咄逼人的战术,其中许多都不是新的。本文认为,新的情况是强硬策略的部署频率和强度,部分原因本文会在本文的第二、三部分进行描述。

[11] See David A. Skeel, Jr., *Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11*, 152 U. Pa. L. Rev. 917, 923 (2003) (讨论破产中的公司治理); see also Michelle M. Hamer et al., *Activist Investors, Distressed Companies and Value Uncertainty*, 22 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 167 (2014) (讨论私募基金的破产程序)。

[12] See also Adam J. Levitin, *The Problematic Case for Incentive Compensation in Bankruptcy*, 156 U. Pa. L. Rev. 88, 101 (2007) (文章指出,在破产程序中最大的公司治理问题就是如何应对“估价的不确定性以及因此而产生的激励和剩余所有者身份的不确定性”)。参见前注[11],以及 Lynn M. LoPucki & William C. Whitford, *Corporate Governance in Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, 141 U. Pa. L. Rev. 669 (1993) (讨论破产公司的管理)。

机会主义。<sup>[13]</sup> 虽然这种道德风险早已出现,但在过去十年中,本文观察到这种道德风险在大公司中有着明显的提升。

这一变化部分归因于普通法放弃了其以往对债权人的保护。<sup>[14]</sup> 在美国历史上的大部分时间里,法官能通过各种普通法原则,有力地监督控制机会主义,即如果管理者越过了机会主义行为的公认合理界限,法院就可以为债权人提供补救措施。<sup>[15]</sup> 并且,这些普通法原则也不会要求管理层对任何没有成功的商业决定负有责任。<sup>[16]</sup> 但是,法院以往要求公司决策要明确地保护债权人的利益,以及要求管理层对这类决策负有某种的潜在责任的做法,能在很大程度上阻止管理层的鲁莽行为或对债权人协商权利的有意忽视。<sup>[17]</sup>

然而,在金融危机的前夕,特拉华州法院突然改变了做法。<sup>[18]</sup> 2007年,特拉华州最高法院在 Gheewalla 一案的裁决中,限制了管理层在财务困境时期对债权人的信托责任。<sup>[19]</sup> 有学者认为,这种转变表明法院认为债权人不再需要法官的特别照顾,并且信托义务和其他公平补救措施对遏制控制机会主义也不是必要的。<sup>[20]</sup> 根据这些学者的观点,公司最大的债权人通常是银行和债券投资者,而他们往往能够保护自己,<sup>[21]</sup> 如果这些债权人害怕机会主义,他们可以预先签订合同来防止它的发生,而法院只需要在必要时强制执行这些合同即可。<sup>[22]</sup> 此

---

[13] 我们相信这篇文章是第一个用“控制机会主义”这个词来描述那些驱使投资者和管理者利用他们在破产程序中对债务人的控制来获取私人利益的行为,这在第一部分将进一步解释。但本文涉及的许多代理问题已经在其他论文中讨论过。参见注[12]。

[14] 参见本文第三部分。

[15] 参见本文注释[83]~[100]以及相应说明。

[16] 同上注。

[17] 参见本文注释[87]~[103]以及相应说明。

[18] 同上注。

[19] 参见本文注释[87]~[93]以及相应说明。

[20] 同前注[6],提出债权人的信托责任是不必要的;参见本文注释[87]~[89]以及相应说明。

[21] 同前注[6];Frederick Tung, *The New Death of Contract: Creeping Corporate Fiduciary Duties for Creditors*, 57 Emory L. J. 809, 864-68 (2008) (反对为精明债权人提供受托责任的保护)。

[22] See *Prod. Res. Grp. v. NCT Grp. (Production Resources)*, 863 A.2d 772, 789 (Del. Ch. 2004).

外,一些法官也认为,即使是未事先被合同禁止的机会主义行为,也能受到其他法律规则和公平原则的有效监管,如“欺诈和欺诈性转让法、默示的诚信契约和公平交易、破产法、一般商法和其他债权保护”。<sup>[23]</sup>

本文认为,在 Gheewalla 案和 Quadrant 案之后,法院免除了公司决策要受法院原则性指导的义务,并且控制机会主义的例子在实践中也越来越普遍和显著。<sup>[24]</sup> 这是债权人保护现状重大误解的结果,债权人并不具有通过合同和破产法可靠地保护自己的能力和<sup>[25]</sup> 首先,控制机会主义无法通过合同得到完美地遏制。即使债权人可以预见控制机会主义的所有可能,并精心制定了合同条款,而精明的律师和不断变化的财务情势也可以让管理层逃避实际执行。<sup>[26]</sup> 虽然坚持合同论的学者可能会反驳说,这仍是债权人的合同不够完备所导致的,但是企业困境常常会引发一种猫捉老鼠游戏,换言之,合同的执行往往更多地取决于实际情况,而不是司法程序,聪明的债务人会通过多种手段实现与事前合同条款完全不一致的结果。<sup>[27]</sup> 事实上,正如下文案例所表明的那样,债务人经常可以利用他们的优势从本质上改写债权契约,而违约诉讼的威胁也会随着公司困境的加深,而变得越来越小。<sup>[28]</sup>

另外,目前破产法为债权人提供的保护远远少于学者和特拉华州法官的设想。<sup>[29]</sup> 当公司遇到严重的财务问题时,管理层会申请破产,而法官会监督管理层致力于公司价值最大化,为债权人提供尽可能好的

---

[23] See *N. Am. Catholic Educ. Programming Found. v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92, 99 (Del. 2007) (宣称债权人不具有受托责任的保护,而是“通过破产法、合同协议、欺诈和欺诈性转让法、隐含的诚信契约和公平交易给予保护”).

[24] 参见本文注释[101]~[103]以及相应说明。

[25] 参见本文注释[105]~[173]以及相应说明; see also *Haslund v. Simon Prop. Grp.*, 378 F. 3d 653, 655 (7th Cir. 2004) (Posner, J.) (文章指出合同可以变得更短、更简单、更便,而不可能变成完美合同,合同需要法院在诉讼案件中填补空白并解决歧义)。

[26] 参见本文注释[105]~[173]以及相应说明。

[27] 同上注。

[28] 同上注。

[29] 同前注[6], p. 1369-78 (文章认为破产法为债权人提供了充分的保护,因此,应废除保护债权人的信义义务)。参见本文注释[175]~[261]以及相应说明。

补偿,并且会与破产前谈判达成的合同条款相一致。<sup>[30]</sup> 然而,在实践中,破产法官会先将债权人利益与其他政策目标进行权衡,比如公司在破产申请后的融资需求、公司重组经营的可能性以及保护当前和未来自来员工等。<sup>[31]</sup> 并且,聪明的债务人及其律师都能理解这一点,并专门为此制定了程序策略,以有效地禁用债权人的法律机制,例如欺诈性转让等规则,在下文都会进一步解释。<sup>[32]</sup> 这种破产强硬手段可能有助于解释为什么 PetSmart 董事会决定这样一个的分配方案:在拥有充足资金的情况下,让该公司的股东更有能力获得比破产程序或庭外重组结束时可能获得的更多的资金。<sup>[33]</sup>

本文共分为五个部分。在第一部分中,本文对控制机会主义进行了定义。在第二部分,本文描述了普通法对债权人保护的态度转变,以及这种转变背后的意识形态基础。在第三部分,本文会通过几个案例研究,来说明当前财务困境公司的真实情况。虽然在本文选取的部分案例中,债权人成功地挫败了机会主义行为,但这些案例仍然能说明可供管理层选用的破产强制措施的种类之多,以及这种措施即使失败也会给债权人带来巨大的权益亏损。<sup>[34]</sup>

在第四部分中,本文认为特拉华州的法官和破产法官可以通过对所谓的控制机会主义进行更严格的审查,并对管理者试图更改合同的做法持更怀疑的态度,来恢复债权债务关系的平等秩序。<sup>[35]</sup> 诚然,

---

[30] See generally John A. E. Pottow, *Fiduciary Principles in Bankruptcy and Insolvency*, in the Oxford Handbook of Fiduciary Law 205 (Evan J. Criddle et al. eds., 2019).

[31] 参见本文注释[175]~[224]以及相应说明。

[32] 参见本文注释[220]~[261]以及相应说明。

[33] See, e. g., *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. 348, 353 (Bankr. S. D. N. Y. 2014), abrogated by *In re Tribune Co. Fraudulent Conveyance Litig.*, 818 F. 3d 98 (2d Cir. 2016) (文章证明了先分配资金的优势,即使有欺诈性转移风险与转让有关)。

[34] 他们还提出了在某种程度上有争议的控制机会主义的案例。我们怀疑许多案例都涉及不太容易察觉的机会主义行为。

[35] See, e. g., Henry E. Smith, *Equity as Second-Order Law: The Problem of Opportunism* (Harvard Pub. L., Working Paper No. 15-13, 2015) (认为需要公平原则来约束机会主义)。

Gheewalla 案并不是导致债权债务关系失衡的唯一因素。例如,在金融危机之后的几年里,债券市场一直处于回暖状态,不仅让管理层人胆量变得更大,还降低了债券投资者的议价能力,此外,对冲基金和债权交易的兴起也具有较大影响。<sup>[36]</sup> 然而,本文坚信,在其他条件不变的情况下,如果现有的法律规则得到法官更严格的应用,现状是可以改善的,<sup>[37]</sup> 法官有充足的自由裁量权来抵制机会主义行为。<sup>[38]</sup> 事实上,信贷市场的发展最需要的是可预见性,但如今市场上充满了不确定的公司困难和诉讼困难。<sup>[39]</sup> 如果债权人的期望在事后没有得到稳定的司法救济,投资者只能事先避免某些投资选择,最终造成企业可能无法实现有效融资。<sup>[40]</sup>

## 一、公司财务困难时期的控制机会主义问题

在本节中,本文对作为困境公司最主要的治理障碍“控制机会主

---

[36] See, e. g., Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Antibankruptcy*, 119 YALE L. J. 648 (2010); Jonathan C. Lipson, *The Shadow Bankruptcy System*, 89 B. U. L. Rev. 1609, 1686 (2009) (详细说明了改变破产程序动态议价的许多因素,例如索赔交易的增加,对冲基金的影响,以及持有信用违约互换的投资者)。有关“持续的对借款人有利的信贷市场”的讨论, see Joe Rennison, *In Leveraged Loans, Sellers Are Still in Near-Total Control*, FIN. TIMES (Mar. 22, 2019), <https://www.ft.com/content/68a67be6-4b58-11e9-8b7f-d49067e0f50d> / [<https://perma.cc/445E-ZW76>]。

[37] 参见本文第五部分。

[38] 同上注。

[39] See Clifford J. White III, *Professional Fees, Corporate Governance, Predictability and Transparency in Chapter 11*, 35 Am. Bankr. Ins. J. 12 (2016) (讨论了破产程序中可预见性的重要性)。

[40] 投资者在制定投资合同时往往着眼于将公司的资本成本降至最低,这包括在一系列安排中分配控制权和监控权。如果债权人不相信他们预期的经济复苏将被推迟,这将会限制投资者用来定制这些交易的收缩空间,这不但会减少投资者的边际资本供应,甚至可能减少经济活动的总量。

义”进行了定义。<sup>[41]</sup> 在建立了这个分析框架之后,本文将解释管理层是如何利用他们对公司的控制来获取利益的,无论是为自己还是为股东的利益,其本质都是只偏袒某一方投资者而忽视另一方投资者。

### (一) 公司法中经典的双重代理问题

首先,在一个健康的公司中,管理层和股东的代理问题通常是由道德风险引起的。<sup>[42]</sup> 管理层们可能会受到道德风险的诱惑,利用他们对一家健康公司的控制权来窃取本应属于股东的利益。例如,管理层滥用薪酬设定权来获取不应得的金钱<sup>[43]</sup>,或者通过操纵公司出售程序,使管理层偏爱的购买者更容易收购公司,而不是出价更高的投标人。<sup>[44]</sup>

其次,公司治理的核心还有第二个代理问题:股东和债权人之间的代理冲突。<sup>[45]</sup> 股东先通过选举董事会来控制公司,董事会再雇佣实际管理公司的高级管理人员。<sup>[46]</sup> 由于管理层对股东负有信托责任,所以人们也常认为他们是代表股东经营公司的。<sup>[47]</sup> 然而,公司一般还会通

[41] 为了更广泛地概括债权人可能遭遇的机会主义的所有形式,See Jonathan C. Lipson, *Governance in the Breach: Controlling Creditor Opportunism*, 84 S. Cal. L. Rev. 1035, 1049-59(2011)。Lipson 讨论了他所谓的“债权人机会主义”,这是一个更广泛的范畴,不仅包括滥用控制权,还包括债权人对公司拥有广泛的债权所造成的复杂性。而我们所称的“控制机会主义”是一种更有限的机会主义,因为它仅限于诱惑债权人通过获得对公司的控制而产生的机会主义,但“控制机会主义”也包含了新的形式,因为它关注的是管理者的行为,而不是债权人的行为。

[42] 关于这个主题的开创性文章,see Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305(1976)。

[43] See generally Lucian Bebchuk & Jesse Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*(2004)(讨论高管对其薪酬的控制)。

[44] See, e. g., *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*(Yakov Amihud ed., 1989)(讨论管理层在决定杠杆收购时机和买家的私人利益方面的争议)。

[45] See, e. g., Michael C. Jensen & Clifford W. Smith, Jr., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, in *Recent Advances in Corporate Finance*(E. I. Altman & M. G. Subrahmanyam eds., 1985)。

[46] For a discussion of the history of independent directors, see Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. L. Rev. 1465(2007)。

[47] See, e. g., DEL. CODE ANN. tit. 8, § 141(a)(2019)。

过一些债务来为其活动提供资金。<sup>[48]</sup>这就导致了当公司濒临破产时,管理者可能会为了追求股东的利益而承担过高的风险,从而导致代理冲突。<sup>[49]</sup>例如,一家濒临破产公司可能会推出一款新产品,而该产品要么会获得巨大成功,要么会耗尽公司的剩余资产。<sup>[50]</sup>如果这一高风险行为最终产生了巨大的回报,这些回报主要是归于股东享有;<sup>[51]</sup>而如果产品不成功,那就变成由债权人承担债务清偿比例下降的损失。<sup>[52]</sup>当然,债权人也清晰地认识到了这个问题,所以其常常通过定期签订合同的方式,阻止管理层采取高度风险的商业行动。例如,债权人可能要求公司在银行保持最低资金水平,或坚持要得到债权人批准,公司才可能转移大量的重大资产。<sup>[53]</sup>

## (二) 现代金融中的债权—股权冲突:控制机会主义与期权持有者的激励冲突

当债务—股权冲突理论撞上现代企业金融时,它变得更加复杂。因为大型企业集团不符合一个公司借款人、一个债权人和一个个人股东的经典范式。<sup>[54]</sup>相反,大中型公司都会使用有担保债务、无担保债务和股权等多种方式来融资,<sup>[55]</sup>这三种资本的提供者也都会与公司签订合同,承担不同水平的风险,以获得不同水平的回报。<sup>[56]</sup>换言之,现代投资者持有的是相对于公司资产具有不同优先级的期权。<sup>[57]</sup>

比如,一家私人所有公司,欠有担保债权人 100 美元,无担保债券

---

[48] See, e. g., Joshua D. Rauh & Amir Sufi, *Capital Structure and Debt Structure*, 23 Rev. Fin. Stud. 4242 (2010).

[49] See Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. Fin. Econ. 117, 118 - 19 (1979).

[50] 同上注。

[51] 同上注。

[52] 同上注, p. 118。

[53] 同上注, p. 125 - 46 (描述债券契约)。

[54] 同前注[48], p. 4243。

[55] 同上注。

[56] See, e. g., C. Edward Dobbs, *Negotiating Points in Second Lien Financing Transactions*, 4 DePaul Bus. & Ccom. L. J. 189 (2006) (认为贷款人在融资中风险更大,次级留置权贷款是为了换取更高回报的利益)。

[57] See, e. g., Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* 611 - 46 (3d ed. 2012).

持有人 50 美元。在破产时,这些投资者都将相当于期权持有人。<sup>[58]</sup>首先,有担保的债权人拥有一项已经事先投入大量资金、有上限的看涨期权,即使不能通过公司良好经营而获得本金和利息的清偿,也能在破产中获得第一顺位的 100 美元。其次,该公司的无担保债券持有人拥有从 100 美元到 150 美元的公司资产中获得下一个 50 美元的有上限期权。最后,股东有权选择在全额偿还 150 美元的债务后,获得该公司的全部剩余价值。<sup>[59]</sup>

因此,对于现代公司来说,公司在任一特定时间点的财务状况和偿付能力都会推动债务—股权冲突的。比如,上文提到的公司正在考虑一个商业计划,会有 50% 的机会产生 200 美元,另外 50% 的机会则是消耗掉大部分公司的资产,并只留下 10 美元分配给债权人。如果公司现在价值 100 美元,有担保的债权人与债转股中的债权人处境相同,他们将承受计划失败的负面影响,从 100% 的偿付变为 10% 的偿付。尽管股东是该计划成功的最终受益者,但其还劣后于无担保债权人的 50 美元债权。因此,经典的债权—股权冲突可以被更好地理解为“深价”期权持有者与“超价”期权持有者之间的冲突,其中期权持有者的身份

---

[58] 同前注[57]。期权定价框架在这里是有用的,因为它提供了一个单一的框架来思考破产前的投资者在破产中如何被对待。根据州法律和合同的特点,如担保和从属关系,破产程序在债权人之间建立了一个等级制度,如果他们的债权是“现金”,就有权获得赔偿。如果公司的价值足够高,投资者就会“有钱”,因为他们的位置已经排好了,他们可以期待得到回报。例如,如果一家公司在申请破产时价值 500 美元,那么有权获得公司价值的前 50 美元的高级债权人有一个“现金深度”选项,这意味着该公司的价值将下降 450 美元(我们衡量深度的方法),才会使该高级债权人承受损失。如果公司价值 100 美元,优先债权人仍然“有钱”,但不再像以前那么有钱了。同样的,一个价值仅为 50 美元的公司所欠的 50 美元的优先债权人拥有“平价”看涨期权,如果公司价值下跌,预期的支付也将会逐渐减少。

[59] See generally Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. Pol. Econ. 637, 654 (1973).

将根据基本事实的变化而发生变化。<sup>[60]</sup> 而如果不考虑这些合同在整个资本结构和公司价值中所创造的优先权,人们就无法通过直接观察他们使用的投资合同类型(如担保贷款,或无担保贷款)来确定特定投资者的动机。

当一家公司无力偿还债务时,管理层将对该公司投资者获得的最终收益享有两种形式的控制权。第一,关于资产重组的实质内容方面。例如,管理层可通过股东红利分配,将公司价值转移到企业集团内部或转移给外部人。<sup>[61]</sup> 这些转移能直接影响特定利益相关者在公司资产分配中相对于竞争对手能获得的收益大小。<sup>[62]</sup> 此外,管理层还能采用一些不明显的实质性控制手段,包括关于公司新业务计划的管理决策,破产中分配给债权人的资产大小,以及重组后公司的资本结构的变化选择。<sup>[63]</sup> 一个积极进取的商业计划,加上对未来收益的乐观预测,可以比一个务实的计划以及保守的假设,获得更高的估值和更多的融资。<sup>[64]</sup> 而估值越高,管理层或破产法官会认为能用于分配给债权人或

---

[60] 这并不是看待债务—权益冲突的新方式,艾伦法官在 *Credit Lyonnais* 案脚注 55 中提出了一个类似的假设, See *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, No. 12150, 1991 WL 277613, at \*34 n. 55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991)。在这个框架中,关键是认识到传统的债务—股权代理冲突模型(股东想采取风险行为,而债权人想尽早清算)在复杂的现代金融中是不能完全对应的。例如,一家公司的无担保债权人可能倾向于清算,因为他们手头很紧,而另一家公司的无担保债权人可能倾向于承担风险,因为他们没有钱。人们不能仅仅通过观察个人投资者的投资合同类型来了解他们的偏好;必须看公司背后更广泛的价值,才能认识到这些激励如何可能影响他们的行为。

[61] 例如,债务人可以根据担保贷款协议将价值转移到抵押品篮子之外,或者从一个公司实体转移到另一个公司实体。

[62] 同前注[2]~[5],以及相应说明。这种实质性控制的一个例子是上面讨论的 *PetSmart* 事实模式,即在重组讨论开始之前,董事会授权向股东发放大量股息,并将集团内部的价值从债权人手中转移出去。

[63] See Jared A. Ellias, *Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11?*; *Evidence from Junior Activist Investing*, 8 J. Legal Analysis 493, 494-96 (2016)。

[64] 同上注。

股东的价值也就越高。<sup>[65]</sup>

第二,管理层可通过修改债务合同和重组公司资本结构的方式来控制进行债务重组的时机。<sup>[66]</sup>这意味着双方会同意进行庭外交易或申请破产,<sup>[67]</sup>而这些决定对投资者的影响是巨大的。<sup>[68]</sup>一方面,快速申请破产可以使高级期权持有人受益,他们当下可能更愿意用债务换取公司的股票,而不愿意承受公司价值进一步贬值的风险。<sup>[69]</sup>另一方面,缓慢推进破产程序可以延长外部债权人或股东谈判的时间,并留给公司充足的时间来改进运营。<sup>[70]</sup>

在行使这种自由裁量权时,管理层会受到本文所说的控制机会主义的诱惑:企业决策能有利于一方利益相关者,而无视另一方利益相关者的权益,并让管理层能通过财务或其他方式受益。<sup>[71]</sup>例如,管理层可有充分的理由认为陷入困境的公司应该推迟破产,因为它的经营状况会得到改善,同时,也可有充分的理由认为公司应该立即申请破产,因为它的经营状况不会改善。两种选择都不是明确的价值最大化策略,所以董事会会寻找价值最大化以外的理由,来做出企业战略决策。比如,管理层可以与高级期权持有人保持一致,立即申请破产,并通过保守的商业计划和策略使公司迅速结束破产程序。作为交换,高级期

---

[65] 同上注。在破产案件结束时,法官必须根据破产前的权利对公司价值进行分摊。由于不可能实现对企业经营价值的科学测量,破产的典型做法是通过专家证据或拍卖公司所有资产来估计公司的价值。当用专家证据估计公司价值时,投资银行家通常会利用管理层的商业计划,得出公司价值的估计范围,然后法官将依靠这些专家证据决定计划的提出者是否承担举证责任。

[66] See Barry E. Adler, *Bankruptcy Primitives*, 12 Am. Bankr. Inst. L. REv. 219, 221 - 33 (2004).

[67] See generally William W. Bratton & Adam J. Levitin, *The New Bond Workouts*, 166 U. Pa. L. Rev. 1597 (2018) (讨论庭外债务交换)。

[68] 同前注[12], p. 691 - 719。

[69] 同上注。

[70] 同上注。

[71] 同样,艾伦法官的脚注也反映了在现实世界中观察到的情况。See *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, No. 12150, 1991 WL 277613, at \* 34 n. 55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) (“破产的可能性会对激励机制产生奇怪的影响,不单让债权人面临机会主义行为的风险,并给董事带来复杂性”);参见前注[63],描述了管理者面临的道德风险和不当激励。

权持有者可以用破产后优越的就业机会来满足管理层。<sup>[72]</sup> 或者管理层可以与初级期权持有者保持一致,尽可能长时间地推迟申请破产,或者通过积极的商业计划,让初级期权持有人也能获得充裕的资金。管理层选择此策略,一是因为他们通常认为自己是为任命他们的股东工作的;二是因为管理层持有未来可能价值不菲的公司股票;三是因为管理层可能对公司的债权人没有什么好感。<sup>[73]</sup>

此外,即使是对任何利益相关者没有任何偏见的管理层人,也会出于个人动机,启动旨在快速退出和降低债权人追偿率的破产清算程序。例如,管理层们通常希望避免与破产相关的审查和费用。<sup>[74]</sup> 如果破产是不可避免的,那么他们自然希望公司尽快结束,以尽量减少在破产法院管理下经营一家公司所带来的延误、不便和业务混乱。<sup>[75]</sup> 管理者通常也更希望破产重组后债务越少越好,以便释放未来的融资能力,减少再次破产的可能性。<sup>[76]</sup> 此外,管理层不太可能从旷日持久的破产程序中获益,因为这一程序将穷尽重组的可能性,并公平地裁决所有债权人的债权。

重要的是,控制机会主义会对投资市场产生重大影响,基于对“债权人对管理层们会偏袒某一方债权人,而不是另一方债权人”的担忧,这可能会严重挫伤投资者事先投资的动力。<sup>[77]</sup> 此外,如果管理层的激励措施必须具有战略意义,并要迅速启动破产程序,那么这种做法是偏

---

[72] See, e. g., Jared A. Ellias, *Regulating Bankruptcy Bonuses*, 92 S. Cal. L. Rev. 653, 682 (2019) (讨论由高级期权持有人授予 Citadel Broadcasting 首席执行官的破产后雇佣合同)。

[73] 社会心理学早就认识到,人们倾向于偏爱他们更熟悉的其他人和事物。See, e. g., Robert B. Zajonc, *Attitudinal Effects of Mere Exposure*, 9 J. Personality & Soc. Psychol. 1 (1968) (证明了暴露效应)。

[74] See generally Susan Rose – Ackerman, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, 20 J. Legal Stud. 277 (1991) (这表明管理者优先考虑避免财务问题,尤其是破产)。

[75] 同上注。

[76] See Paul M. Goldschmid, *More Phoenix than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process*, 191 Colum. Bus. L. Rev. 191, 266 – 67 (2005)。

[77] See generally Barry E. Adler, *Game – Theoretic Bankruptcy Valuation*, 41 J. Legal Stud. 209 (2012)。

向高级期权持有人,而牺牲了次级债权人和股东的利益,这也是许多学者诟病破产程序的原因。〔78〕

## 二、普通法应对控制机会主义的现代方法

虽然现代金融使控制机会主义的行为变得更复杂,但法律早就认识到,当公司濒临破产时,管理层们扭曲了激励机制。从历史上看,法院扩大了公平保护的范同,对严重滥用自由裁量权的管理者苛以责任。在美国早期历史上,这种公平的保护采取了所谓的“信托基金原则”的形式。而在现代,法官利用信托责任法来保护债权人。〔79〕在本节中,本文简要总结了现代企业对债权人的信托责任的兴衰变化。

### (一) 特拉华州债权人信托责任的出现

20世纪80年代初,随着银行业放松管制和垃圾债券的兴起,公司债权人的传统角色发生了改变,公司债务在公司融资中变得更加重要。因此,债务和股权之间的代理问题开始变得越来越严重。随着垃圾债券开辟了次级融资的新渠道,企业开始用以前可能是股权融资的债务为风险更高的企业融资,垃圾债券还资助了一波杠杆收购的浪潮,这都

〔78〕 See Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Chapter 11 at Twilight*, 56 *Stan. L. Rev.* 673 (2003); George W. Kunev, *Hiacking Chapter 11*, 21 *Emory Bankr. Dev. J.* 19 (2004); Stephen J. Lubben, *The “New and Improved” Chapter 11*, 93 *KY. L. J.* 839 (2005); 参见前注〔11〕, p. 923。

〔79〕 由于本文的重点是金融危机以来的发展,篇幅的限制使我们无法充分讨论信托基金原则。如果要了解更多,参见前注〔6〕 p. 1331 - 36, 以及 Norwood P. Beveridge, Jr., *Does a Corporation’s Board of Directors Owe a Fiduciary Duty to its Creditors?*, 25 *ST. Mary’s L. J.* 589 (1994)。斯托里大法官的“信托基金原则”也与影响深远的管理和破产先例一致,包括联邦最高法院的意见:(i) 确立绝对优先权规则, see *N. Pac. Ry. Co. v. Boyd*, 228 U. S. 482, 502 (1913); (ii) 在债权人必须将价值让与股东之前,实施严格的证据标准, see *Nat’l Sur. Co. v. Coriell*, 289 U. S. 426, 436 - 37 (1933); (iii) 谴责旨在将资产价值从债权人转移到股东身上的控制机会主义, see *Pepper v. Litton*, 308 U. S. 295, 311 - 13 (1939)。这些原则中有许多被纳入《破产法》,如 11 U. S. C. § 1129(b)(2) (2018), 并继续影响银行的预期。但是,正如本文所讨论的,这些原则在日常管理的破产方案和破产案件越来越被忽视。

使企业债务问题变得越来越严重。<sup>[80]</sup> 债务占公司价值的百分比从 20 世纪 30 年代的 25% 增加到 20 世纪 90 年代初的 65%。<sup>[81]</sup> 最终,美国企业开始在这种前所未有的债务负担下前进。

也许是为了应对债务的上升以及对杠杆收购引起的索赔作出裁决的需要,特拉华州衡平法院扩大了董事会需要考虑债权人利益的场景范围。<sup>[82]</sup> 在 *Credit Lyonnais* 一案中,法院裁定一家“濒临破产企业”的董事会不但对股东负有信托责任,而且对整个“公司企业”也负有信托责任。<sup>[83]</sup> 考虑到董事们在顾及股东利益的同时,具有把债权人的钱置于风险之中的动机,这种转变是必要的。<sup>[84]</sup> *Credit Lyonnais* 案的裁判意见虽然未发表,但在改变董事会负债计算方面产生了广泛的影响。在 *Credit Lyonnais* 案之后,如果公司“濒临破产”,董事既要

---

[80] See Jeremy I. Bulow et al., *Distinguishing Debt from Equity in the Junk Bond Era*, in *Debt, Taxes, And Corporate Restructuring* 135, 144 - 45 (John B. Shoven & Joel Waldfogel eds., 1990).

[81] See John R. Graham et al., *A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America*, 118 *J. Fin. Econ.* 658, 659 (2015) (追溯公司债务的历史).

[82] See *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, No. 12150, 1991 WL 277613, at \*34 (Del. Ch. Dec. 30, 1991); see also Dianne F. Coffino & Charles H. Jeanfreau, *Delaware Hits the Brakes: The Effect of Gheewalla and Trenwick on Creditor Claims*, 17 *J. Bankr. L & Prac.* 1 (2008) (该文描述了这个转变). 甚至在 *Credit Lyonnais* 案之前,特拉华州以外的许多法院都认为,当公司实际上已经破产时,董事的信托责任就从公司的股东转移到了债权人。See, e. g., *Clarkson Co. v. Shaheen*, 660 F.2d 506, 512 (2d Cir. 1981); see also *FDIC v. Sea Pines Co.*, 692 F.2d 973, 976 - 77 (4th Cir. 1982) (“然而,当公司破产时,董事的信托责任就从股东转移到债权人”). 值得注意的是,甚至在 *Credit Lyonnais* 案和 *Gheewalla* 案之前,特拉华州的一些法院就已经开始阐明剥夺债权人公平保护的观点。See, e. g., *Katz v. Oak Indus.*, 508 A.2d 873, 879 (Del. Ch. 1986) (“约定的合同关系条款,不像‘公平’一样宽泛,其定义了公司对其债券持有人的义务”).

[83] 1991 WL 277613, at \*34. 早在 *Credit Lyonnais* 案的 25 年之前,1974 年特拉华州的一家法院在截断书中提出,在发生“欺诈、破产或违反法规……”的情况下,即使没有合同权利,债权人也可以向公司的董事或高级管理人员追偿。 *Harff v. Kerkerian*, 324 A.2d 215, 222 (Del. Ch. 1974), *aff'd in part, rev'd in part*, 347 A.2d 133 (Del. 1975).

[84] See *Credit Lyonnais*, 1991 WL 277613, at \*34; see also Myron M. Sheinfeld & Judy Hams Pippitt, *Fiduciary Duties of Directors of a Corporation in the Vicinity of Insolvency and after Initiation of a Bankruptcy Case*, 60 *Bus. Law.* 79, 88 (2004).

责,也要对债权人负责。<sup>[85]</sup>

## (二) 公平保护的学术批判与债权人信义义务的司法运动

法律向保护债权人的方向发展,并没有受到许多学术评论家和特拉华州法学家的欢迎。学者们对 Credit Lyonnais 案的基本逻辑提出了质疑。<sup>[86]</sup> 法院认为,不要求债权人预见所有可能与股东利益相背离的情况,从而让他们降低合同成本。学术合同理论家尤其越来越坚信,旨在实现公平的公平原则基本上是不必要的,这就像那些使本来可以强制执行的合同无效的原则一样,法院应该严格执行书面协议。<sup>[87]</sup> 正如 Douglas Baird 教授和 Robert K. Rasmussen 教授在 2006 年一篇颇具影响力的文章中所写的那样,他们首先描述了贷款人创造和执行合同条款的能力:“在今天的美国环境中,本文认为几乎没有必要制定旨在促进投资者福利的司法原则。例如,法院近年来更认真地对待,当企业发现自己处于破产边缘时,董事会的忠诚应该转向债权人。法院这种观点是认为,如果没有这种优先顺序的转变,董事会可能会过于倾向于轻率的赌博,以让投资者继续投入资金。然而,这种信托责任的转移可能是不必要的。正如本文所看到的,贷款人很有能力照顾好自己。与其在他们订立的合同中增加不明确定义的信托义务,一个更好的做法可能是确保这些义务不会妨碍债权人对已经协定好的合同

---

[85] See, e. g., Bo Becker & Per Strtmborg, *Fiduciary Duties and Equity – Debtholder Conflicts*, 25 Rev. Fin. Stud. 1931, 1933, 1937 (2012) (指出 Credit Lyonnais 案“立即被视为一个重要的先例”,并发现经验证据表明,公司根据新的法律制度改变了其资本结构和投资政策)。

[86] 同前注[6], p. 1348 (“责任转换理论与公司治理领域长期以来的愿望完全不一致,而且它们排除了使用现代金融可能实现的分析技术”); see also Frederick Tung, *Gap Filling in the Zone of Insolvency*, 1 J. Bus. & Tech. L. 1201, 1204 (2007)。(“至少对商业债权人来说,包括这些债权人在内的受托责任是不必要的……”)

[87] See Jonathan C. Lipson, *Directors’ Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, 50 Ucla L. Rev. 1189, 1193 (2003) (辩称银行和债券持有人有能力保护自己并退出不良投资,这意味着他们应该被限制在他们谈判达成的合同权利范围内); Alan Schwartz & Robert E. Scott, *Contract Theory and the Limits of Contract Law*, 113 Yale L. J. 541, 618 (2003) (认为商业当事人“希望国家强制执行他们签署的合同,而不是考虑公平的决策者希望他们签署的合同”)

权利的行使。”<sup>[88]</sup>

随着学术评论人士越来越多地从理论上反对信托责任转移,特拉华州法院对他们在 *Credit Lyonnais* 案创建的规则是否具有可操作性或逻辑上是否具有连贯性也越来越缺乏信心。<sup>[89]</sup> 因此,在 *Gheewalla* 一案中,特拉华州最高法院基本上推翻了 *Credit Lyonnais* 案,并消除了“破产领域”中转移信托责任的想法。<sup>[90]</sup> 法院指出,债权人有许多方法来保护自己,如合同契约、欺诈性转让规则和默示的善意契约。法院的结论是,这些保护“使得通过直接要求违反信义义务而施加额外的、独特的保护变得不必要”。<sup>[91]</sup> *Gheewalla* 案只是保留了这样一种可能性,即当该公司破产时,债权人可能会对董事会提出衍生索赔。<sup>[92]</sup>

在 *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin* 案中,特拉华州衡平法院走得更进一步,可以说使债权人在信托责任中处于比 *Credit Lyonnais* 案之前更糟糕的地位。<sup>[93]</sup> 在 *Quadrant* 案中,法院裁定破产公司的董事

---

[88] See Douglas G. Baird & Robert K. Rasmussen, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, 154 U. Pa. L. Rev. 1209, 1248 (2006); see also Stephen M. Bainbridge, *Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, 1 J. Bus. & Tech. L. 335 (2007) (认为处于破产状态的公司只欠债权人合同规定的权利和契约善意下所推知的权利)。

[89] See *Trenwick Am. Litig. Tr. v. Ernst & Young*, 906 A. 2d 168, 170-74 (Del. Ch. 2006) (这呼应了衡平法院的推理,即深化破产只是一个“引人注意的词”,而不是一个合法的诉因); see also Hugh M. McDonald et al., *Lafferty's Orphan: The Abandonment of Deepening Insolvency*, 26 Am. Bankr. Inst. J. 56, 56 (2007) (“日益严重的破产(无论是作为诉讼的原因还是损害的理论),其是建立在一个脆弱的法律基础上的,而这个法律基础正在迅速地被侵蚀”)。

[90] See *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin*, 102 A. 3d 155, 174 n. 4 (Del. Ch. 2014) (在 *Gheewalla* 案,特拉华州最高法院抛弃了“破产区”认定) (“破产区”是指公司处于明线偿付能力和破产之间——译者注); see also Adam B. Badawi, *Debt Contract Terms and Creditor Control*, 4 J. L. Fin. Acc. 1 (2019) (审查 *Gheewalla* 决定的影响); Charles H. Jeanfreau, *Unexpected Setbacks for Creditors in Chapter 11 Cases*, 2012 Ann. Survs. Bankr. L. 365, 369 (2012) (“在 *Gheewalla* 事件之后,有偿付能力的公司的债权人利用违反信托义务的威胁起诉董事来增加他们在重组谈判中的影响力的能力被大幅削弱”)。

[91] *N. Am. Catholic Educ. Programming Found. v. Gheewalla*, 930 A. 2d 92, 100 (Del. 2007)。

[92] 同前注[82]。

[93] See 102 A. 3d at 174 (Del. Ch. 2014)。

和高级管理人员对债权人不负有信托责任。<sup>[94]</sup> 不过,破产公司的董事在评估他们对公司的信托责任时,在某些情况下可能会考虑债权人的利益,如在有效的清算情形中,董事可能会被要求证明采取了“风险更小”的行动。<sup>[95]</sup> 但是,如果董事们在他们的商业判断中决定使公司承担“极端的风险”,这个决定也将受到商业判断规则的保护。<sup>[96]</sup>

总而言之,Quadrant 案证实了 Gheewalla 案标志着特拉华州法律的根本转变。在 Gheewalla 时代之前。毫无疑问,董事们需要集中精力关注债权人的破产回报,否则将面临责任。<sup>[97]</sup> 在 Gheewalla 案之后,情况就不再是这样了。虽然债权人仍可能在有限的情况下要求董事承担衍生责任,如不忠诚的财富转让,<sup>[98]</sup> 但比起以前在传统衡平法下享有的更广泛的保护,这一保留下来的权利并不能为债权人提供多少安慰。<sup>[99]</sup>

---

[94] See *id.* at 176 [citing Robert J. Stearn, Jr. & Cory D. Kandestin, *Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense? A Comparison of Solvency Tests Under the Bankruptcy Code and Delaware Law*, 36 Del. J. Corp. L. 165, 171 (2011)].

[95] See *id.* at 175 [citing *Production Resources*, 863 A. 2d 772 (Del. Ch. 2004), 作为支持“破产区”系列案件的主张,应该被理解为:如果董事们选择一种更保守的行动路线,而不是“承担极端风险”,他们就可以为自己提供辩护]. 在金融经济学的语言中,有效的清算是指资产被有效地用于最高价值的用途,通常是通过出售给其最高价值的用户。例如,一家失败的零售商可能会有效地将其土地变现给建造公寓的房地产开发商。关于深入讨论破产法如何将资产重新分配给生产性用途, See Shai Bernstein et al., *Asset Allocation in Bankruptcy*, 74 J. Fin. 5 (2019)。

[96] See *Quadrant Structured Prod. Co. v. Vertin*, 102 A. 3d 155, 192 (Del. Ch. 2014) (声明债权人原告不能仅仅以董事采取了过于冒险的行为为由反驳商业判断规则,只要其目的是使包括债权人在内的整个公司受益)。

[97] 正如 Sabin Willett 所指出的, Gheewalla 带来的变化如此重大,以至于律师们可能要经过一段时间的调整,才会开告知董事会:受托责任不再向债权人倾斜。 See Sabin Willett, *Gheewalla and the Director's Dilemma*, 64 Bus. Law. 1087, 1088 (2009)。

[98] See *Quadrant Structured Prod. Liability Co. v. Vertin*, 115 A. 2d 535, 544 (Del. Ch. 2015) (注意到债权人衍生品诉讼的主要功能是保护公司免受自营交易支付和其他不忠的财富转移)。

[99] See *Prod. Res. Grp. v. NCT Grp.*, 863 A. 2d 772, 798 (Del. Ch. 2004) (表明了这可能是这样一种情况:“董事们对某一特定债权人表现出明显程度的敌意,而该债权人已证明有偿付权利,因此他们可能会要求自己承担直接受托责任”); see also Bryan Anderson, *Gheewalla and Insolvency: Greater Certainty for Directors of Distressed Companies*, 11 U. Pa. J. Bus. L. 1031, 1037 (2009) (解释了《生产资源和大宗商品条例》为债权人直接索赔的可能性留有余地)。

将律师们在 Gheewalla 案前和 Quadrant 案后向陷入困境的债务人提供的建议放在一起,能得到重要的发现:当一家公司濒临破产时,律师建议董事会采取的方式发生了范式转变。例如,一家知名律师事务所的律师在 2001 年(Gheewalla 案裁定之前)为客户撰写的一篇文章中写道:“当一家公司破产时……董事们必须设法保护债权人对公司资产和收益的债权,而不是为了股东的利益而追求高风险战略。”<sup>[100]</sup>而在 Quadrant 案之后,一家在行业领头的律师事务所在给客户的信中提醒说,“董事们现在可以在不担心责任的情况下偏袒某些债权人”<sup>[101]</sup> 另一家同样是领头地位的律师事务所写道,Quadrant 案保护了董事“在公司破产时采取可能有利于控股股东的高风险商业战略……”<sup>[102]</sup>

换言之,在 Gheewalla 案之前,律师的建议是严厉的、具体的、偏向保护债权人的。而在 Quadrant 案后,律师建议是空泛的,几乎没有向董事会提供任何方向指导。相反,律师意见关注的是,只要董事会能够合理地证明其行动的合理性,那么董事会现在享有的商业判断规则的保护。

---

[100] J. Douglas Bacon & Jennifer A. Love, *When Good Things Happen to Bad People: Practical Aspects of Holding Directors and Managers of Insolvent Corporations Accountable*, 10 J. Bankr. L. Prac. 185, 186 (2001).

[101] See John L. Reed, *Delaware Court of Chancery Issues Significant Ruling on the Ability of Creditors to Assert Fiduciary Duty Claims Against Directors: Key Takeaways*, <https://www.dlapiper.com/en/us/insights/publications/2015/05/delaware-court-chanceryissues-significant-ruling/> [ <https://perma.cc/7KN2-MN33> ] (他指出,在 Gheewalla 事件之后,董事可以在不违反其受信义务的情况下偏袒某些债权人,也没有义务为了保护债权人而经营企业); see also Sullivan & Cromwell LLP, *More Clarity for Delaware Directors When Considering Restructuring Transactions* (2015), [https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SCPublication\\_Restructuring.pdf](https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SCPublication_Restructuring.pdf) [ <https://perma.cc/Y9PR-D6S6> ] (注意到董事现在即使在破产情况下也受到业务判断规则的保护); Marshall S. Huebner & Darren S. Klein, *The Fiduciary Duties of Directors of Troubled Companies*, 34 Am. Bankr. Inst. J. 18 (2015).

[102] Mark S. Chehi et al., *Delaware Court of Chancery Decision Clarifies Fiduciary Issues in Insolvent Company Context*, <https://www.skadden.com/insights/publications/2015/01/delaware-court-of-chancery-decisionclarifies-fidu/> [ <https://perma.cc/LK5Q-4HW5> ].

### 三、Gheewalla 规则的地位遭到巨大动摇

在没有信义义务的情况下,对于债权人的保护是基于这样一种理念,即债权人可以通过合同法得到充分保护,并且还享有欺诈转让法和破产法等规则的保护。本文依次考虑了这些论点,利用案例研究表明,每一个法律领域对债权人的保护都远远低于特拉华州法院的假设。

#### (一) 控制机会主义的契约解决方案的局限性

反对对债权人进行公平保护的经典论点是,债权人可以用合同法来保护自己。<sup>[103]</sup> 这一论点的问题是,债权人无法预先设计出完美的合同来涵盖所有可能的机会主义行为。在本节中,本文使用三个案例研究来展示管理层如何利用破产强硬手段来挫败合同预期,或施加债权人事先无法阻止的成本。在本文的第一个 Forest Oil 案例中,本文展示了管理层如何通过合同设计来利用合同中的歧义。这个案例能提供的教训是,即使是预见到机会主义的债权人,也很难制定出一份无法被优秀律师事后逃避的契约。而本文的第二个 Cumulus Media 案例能证明,管理者可以用贷款人最初出借资金时无法预料到的形式,来重新解释双方的合同条款。最后,在第三个 Colt Holdings 案例中,本文展示了对一家公司的控制权是如何让管理层人有机会阻止破产申请,以及在申请破产后阻止不可避免的重组,以摧毁公司数百万美元资产的方式,来延长股权所有者的选择权价值。这些问题都很难通过合同来解决。

本节能充分说明,即使债权人明确认识到风险,设计合同解决方案也很困难。并且,鉴于代表破产公司的律师的优秀能力,以及随着公司财富的恶化,基于合同的诉讼威胁也随之减弱等情况,要求债权人通过事先合同来保护自己是不可能的任务。

#### 1. Forest Oil: 以形式重于实质的交易工程阻挠合同的意图

关于控制权机会主义如何阻碍债权人通过合同协商获得保护的情况,Forest Oil 公司就是一个很好的例子。2014 年年初,Forest Oil 公司

---

[103] 参见注释[83]~[89]以及相应说明。

陷入了财务困境,<sup>[104]</sup>这家公司受到了收入下降和债务到期的双重打击,其中包括准备金贷款安排下的借款和大约 8 亿美元的无担保债券。<sup>[105]</sup> 在 2014 年 5 月,Forest Oil 签订了一项被其称作能解决其财务问题的协议:将公司出售给 Sabine Oil & Gas 公司。<sup>[106]</sup> 根据交易条款,合并后的实体将偿还所有未偿债务,Forest Oil 的公众股东也将获得新企业的优质股份,<sup>[107]</sup>该交易计划于 2014 年年底完成。<sup>[108]</sup>

重要的是,Forest Oil 公司与债券持有人曾签订“控制权变更”契约,以待公司被出售或经历类似的根本性转变时使用。<sup>[109]</sup> 债券契约对“控制权变更”的定义很宽泛,包括几种可能性:(1)个人或团体拥有公司总投票权超过 50% 的;(2)出售公司全部或大部分资产;(3)与另一实体合并或合并,导致 Forest Oil 股东总共不再拥有至少 50% 的投票权。<sup>[110]</sup> 并且,根据“控制权变更”协议的要求,如果有人购买了 Forest Oil 股票,就必须全额偿还债券债务。<sup>[111]</sup> 因此,Sabine 安排合并后的公司向银行借入 8 亿美元的债务,对未偿还的债券进行再融资。<sup>[112]</sup>

然而,在 Forest Oil 公司和 Sabine 公司的合并完成之前,原油价格发生了崩溃,这使支撑双方交易的前提陷入危机。<sup>[113]</sup> Sabine 发现自己达成了一项它不再想要按照原有谈判条件履行的协议。<sup>[114]</sup> 虽然 Sabine 拥有完成交易的资金,但油价下跌意味着合并后的公司将难以

---

[104] See Declaration of Michael Magilton at 7, In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B. R. 503 (Bankr. S. D. N. Y. 2016) (No. 15 - 11835).

[105] 同上注, p. 19 - 20 和 p. 50 - 52。

[106] 同上注, p. 13。

[107] See In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B. R. at 521.

[108] 同上注。

[109] 同上注。

[110] Complaint p. 24 - 57, Wilmington Sav. Fund Soc'y v. Forest Oil Corp., No. 650584/2015 (N. Y. Sup. Ct. Feb. 25, 2015) [hereinafter Wilmington Savings Complaint].

[111] See In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B. R. at 521.

[112] 同上注。

[113] Crude oil fell from \$ 103 per barrel in July to \$ 55 per barrel by mid - December of 2014. Complaint p. 51 - 53, In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B. R. 503 (2016) (No. 15 - 11835) [hereinafter Sabine Oil Complaint].

[114] See In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B. R. at 525.

偿还交易所需的债务。<sup>[115]</sup> 在 Sabine 最初想要退出时,<sup>[116]</sup> Forest Oil 董事会是拒绝的,其理由十分充分:Forest Oil 已经无法独自生存,大宗商品价格下跌是 Sabine 及其股权所有人应承担的合同风险。<sup>[117]</sup> 事实上,到目前为止,Forest Oil 显然已经资不抵债,其资产估计可抵偿约 70% 的债券债务。<sup>[118]</sup> 为了避免破产,Forest Oil 需要以某种 Sabine 可以接受的方式继续交易。<sup>[119]</sup>

为了弥补与 Sabine 的差距,一位 Forest Oil 主管提出了另一种方法:<sup>[120]</sup> 合并仍按原计划进行,但 Forest Oil 债券将不会得到再融资。<sup>[121]</sup> 相反,如果这些债券在合并结束后仍将未偿还,将被 Sabine 原有的 16.5 亿美元担保债务所取代,这些债务将被合并到合并后的公司中。<sup>[122]</sup> 为了实现这一结果,该交易被重新设计,以避免触发 Forest Oil 债券契约下的“控制权变更”条件。<sup>[123]</sup> 解决办法很简单: Sabine 的股权发起人将得到控制权有限的股票,而不是购买 Forest Oil 的全部股票。<sup>[124]</sup>

重新设计的交易规避了“控制权变更”合同的目的。更具体地说,修改后的交易将允许 Forest Oil 公司股东保留公司的多数投票权,但只给他们 26.5% 的经济利益。<sup>[125]</sup> 首先,一份修正案证书授权 Forest Oil 公司增加其普通股的数量,并创建新的“a 系列无表决权股权等优先

---

[115] See Debtors' Objection to the Motions of the Official Committee of Unsecured Creditors, Forest Notes Indenture Trustees, and Bank of New York Mellon Trust Company N. A. for (I) Leave, Standing, and Authority to Commence and Prosecute Certain Claims and Causes of Action on Behalf of the Debtors' Estates And( II ) Non - Exclusive Settlement Authority at 4, In re Sabine Oil & Gas Corp. ,547 B. R. 503 (2016) ( No. 15 - 11835) [hereinafter Sabine Oil Debtors' Objection].

[116] 同上注。

[117] 同前注[113], p. 75 - 81。

[118] 同上注, p. 120 - 22。

[119] 同上注, p. 81。

[120] See In re Sabine Oil & Gas Corp. ,547 B. R. at 526.

[121] 同上注, p. 525 - 27。

[122] 同上注。

[123] 同上注。

[124] 同上注, p. 525。

[125] 同上注。

股”<sup>[126]</sup> Sabine 公司随后将其在 Sabine Oil & Gas 公司的股权给了 Forest Oil。<sup>[127]</sup> 作为对这些股权转让的交换, Forest Oil 公司转让给 Sabine 的股票总共能代表新公司约 73.5% 的经济权益,并只占总投票权的 40%。<sup>[128]</sup> 由于 Forest Oil 公司的股东仍然保留了该公司 60% 的多数有表决权的股票,因此,“控制权的改变”并没有被触发。<sup>[129]</sup>

然而,以任何的实际角度衡量,“控制权的改变”肯定已经发生了。Forest Oil 和 Sabine 董事会都批准了对各自公司章程的“技术变更”。这些变化使 Sabine 的股权所有者对新董事会的实际控制权得以保证。<sup>[130]</sup>

Forest Oil 和 Sabine 董事会达成了解决方案,但以牺牲债券持有人为代价。修改后的交易于 2014 年 12 月中旬完成,没有提前通知利益相关方。<sup>[131]</sup> 债券市场对这一背叛感到震惊, Forest Oil 未偿还债券的市值从宣布合并时的逾 8 亿美元跌至不足 3.7 亿美元。债券持有人突然发现,在合并后的公司结构中,他们坐拥超过 16 亿美元的 Sabine 担保债务<sup>[132]</sup>。Forest Oil 的债券持有人立即提起诉讼。<sup>[133]</sup> 不幸的是,这次诉讼并没有走得太远。交易结束几个月后,合并后的公司申请了破产。<sup>[134]</sup> 根据破产程序的规定,债券持有人的诉讼在州法院考虑驳回之前就被搁置了。最终, Forest Oil 的债券持有人收回了不到 1600 万美元,比他们在谈判中达成的协议兑现时本可收回的资金少了约 97%。

## 2. Cumulus Media: 以不合理的债务交换阻挠合同的意图

另一个例子是,债务人设计的重组交易既满足债务合同的技术条

---

[126] 同前注[113], p. 97。

[127] 同上注, p. 98。

[128] 同前注[104], p. 62。

[129] See *In re Sabine Oil & Gas Corp.*, 547 B. R. at 526.

[130] 同前注[110], p. 44 - 46。

[131] 同上注, p. 41。

[132] See Christine Idzelis & Laura J. Keller, *Forest Oil Seen Punishing Bondholders with Rarely Used Loophole*, BLOOMBERG (Dec. 17, 2014), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-17/forest-oil-seen-punishing-bondholders-with-rarely-used-loophole/> [ <https://perma.cc/KW82-LQG5> ].

[133] 同前注[104], p. 26。

[134] 同上注, p. 1 - 2。

款,又体现了该条款的精神,最典型的例子就是美国最大的广播电台所有者之一 Cumulus Media Inc. (以下简称 Cumulus)<sup>[135]</sup>。在陷入财务困境之前,Cumulus 借了 24 亿美元,其中包括 18 亿美元的高级有担保定期贷款和 6.1 亿美元的无担保债券。<sup>[136]</sup> 到了 2015 年,Cumulus 开始苦苦挣扎,并开始探索重组其资产负债表的选择。<sup>[137]</sup> 至 2016 年年底,Cumulus 的市场价值已经低于有担保债务的金额,这表明其偿还无担保债券持有人的资金也已经完全不足。<sup>[138]</sup>

然而,Cumulus 拥有一个定期贷款信贷协议,允许该公司在“流动资本”循环信用额度下借入额外担保债务。一般来说,循环信用额度是相当于个人信用卡,允许公司借入资金,在以后再行偿还,大多数公司都使用循环信用额度来支付日常运营需求,包括原材料成本、工资、租金和公用事业。但重要的是,循环信贷额度下的贷款将优先于 Cumulus 原先的定期贷款。虽然定期放款人允许其他放款人拥有优先追索权看起来很奇怪,但这样做实际上是通过为公司提供重新运营机会的手段来保护定期贷款人。<sup>[139]</sup> 对于定期贷款人来说,循环贷款通常

[135] See Declaration of John F. Abbot in Support of Chapter 11 Petitions and First Day Motions at 3, In re Cumulus Media Inc., No. 17 – 13381 (Bankr. S. D. N. Y. Nov. 30, 2017) [hereinafter Declaration of John F. Abbot].

[136] 该定期贷款以 Cumulus 大部分资产的优先留置权作为担保。See Cumulus Complaint Seeking Declaratory Judgment at 2, Cumulus Media Holdings Inc. v. JPMorgan Chase Bank, No. 16 – cv – 9591 (S. D. N. Y. Mar. 3, 2017), 2017 WL 1367233 [hereinafter Cumulus Complaint].

[137] 同前注[135], p. 18 – 19(提到 Cumulus 集团进行了几次大规模收购,包括 2011 年的 Citadel Broadcasting 和 2013 年的 Westwood One)。

[138] Cumulus 的市值只有 14.5 亿美元左右,换句话说,比有担保贷款方的市值少了 3.6 亿美元左右,使无担保票据持有人完全失去了这些钱。See Term Loan Parties' Memorandum of Law in Opposition to Plaintiffs' Motion for Summary Judgment and in Support of Plaintiffs' Motion for Summary Judgment at 5 – 6, Cumulus Media Holdings Inc., No. 16 – cv – 9591, 2017 WL 1367233 [hereinafter Cumulus Term Loan Parties' Memo](报告称,从 2013 年第三季度发放定期贷款到 2016 年第三季度,Cumulus 的收益下降了近 50%,从每年 4.16 亿美元降至 2.12 亿美元)。

[139] 该信贷协议允许 Cumulus 以优先方式借款最多 2 亿美元,但可以根据借款人的意愿通过“增量”安排增加这一数额。到 2017 年年初,Cumulus 公司似乎有能力比定期借贷者多借 3.05 亿美元。See Cumulus Term Loan Parties' Memo, 参见前注[138], p. 7。

是一种安全的贷款形式,如果公司陷入财务困境,全额偿还的可能性很低,所以利率也较低。

正如在陷入困境的公司中越来越常见的情形,Cumulus 对其财务困境的反应是设计了一种激进的策略,对其债务进行“再融资”。实际上,当时并没有真实的融资:Cumulus 计划通过一项虚假交易,将其债券持有人转变为循环贷款机构,创造一个可疑的循环信贷额度。这项计划分三个步骤进行。首先,Cumulus 将借入他们的循环信贷额度下允许的全部金额。<sup>[140]</sup> 其次,管理层将大幅提高这笔借款的利率(从约 4.25% 提高到 14.25%),并延长其到期日,这一切都不需要循环贷款人以外的任何人的许可。<sup>[141]</sup> 最后,管理层将通过债务进行交换,将 6.1 亿美元的无担保债务替换为循环信贷额度下借入的 3.05 亿美元无担保债务,并向债券持有人提供高息的优先担保债务。<sup>[142]</sup>

简而言之,该公司利用获得优先信贷额度的权利,神奇地将 Cumulus 的债券持有人,即无担保债权人,转变为有担保债权人。明显的是,该公司的股东都将从这笔交易中受益,因为它将减少该公司的整体债务,而该公司的定期放款人对抵押品的权利会被稀释将近 2.09 亿美元。<sup>[143]</sup> 定期贷款人对此非常愤怒,他们起诉要求阻止交易。经过长时间的诉讼后,定期贷款人说服了法官禁止这一计划。<sup>[144]</sup>

失败的 Cumulus 提议是厚颜无耻,在签署信贷协议时,Cumulus 已经就某些权利进行了谈判,这些权利旨在为公司在出现财务困境时提供营运资金。据推测,提前延长贷款期限的贷款人没有预料到,Cumulus 将利用这些权利为次级无担保债券债务进行再融资,并将此

---

[140] 同前注[139],p. 13。

[141] 同上注。

[142] 同上注。

[143] 同上注,p. 7-8。

[144] 同上注,p. 9。最重要的是,信贷协议中的一项条款阻止了 Cumulus 采取对定期贷款方利益造成“实质性不利影响”的行动。参见前注[136] Exhibit A § 4.25 部分(“Cumulus 期限贷款协议”)。信用协议修正案的内容是,作为债务交换的一部分,取消允许公司增加担保债务的财务比率。期限债权人还辩称,信贷协议允许通过 Cumulus 寻求实现的交易对优先票据进行再融资。Id § 8.8(j); see Transcript of Proceedings at 90, Cumulus Media Holdings Inc., No. 16-cv-9591, 2017 WL1367233 [hereinafter Cumulus Transcript with Ruling].

类债务提升至优先地位。Cumulus 的策略不仅基于对信贷协议的难以置信的解读,而且与担保贷款的基本原则明显不符。虽然法院最终阻止了 Cumulus,但该公司仍然浪费了数年时间,追求没有出路的重组策略,招致不必要的诉讼费用,并遭受未知的机会成本。

### 3. Colt Holdings: 管理层为了股东利益胁迫债权人提供资金

在某些情况下,管理者不需要对合同进行不当解读,从而损害债权人的利益。相反,他们只要简单地推迟重组,就可以有效地挟持公司,以保持股东的期权价值。Colt Holdings(以下简称 Colt)的行为就是一个典型的例子。Colt 先是经历了一段较长时间的财务困境,主要原因是它的股东缺乏现金,让它无法投资改善业务,然后其管理层违反了基本法律原则,试图利用破产程序来保护公司股东的投资,同时拒绝给予债权人的合法追偿。<sup>[145]</sup> 这一策略没有奏效,案件以可预见的方式结束了,但仍是让法律和其他管理费用消耗了公司本可以用来实现业务现代化的资金。

本文选择这个案例,是因为它进一步说明了合同法作为对债权人有效保护的不足。这里所出现的机会主义行为(在谈判中拖延、忽视债权人,以及在公司恶化的时候,追求对身无长物的股东最有利的交易),几乎不可能通过合同条款加以保护。<sup>[146]</sup> 尽管债权人最终能够在诉讼中获胜,但在法律上没有任何办法使他们的利益获得完全的补救。

Colt 的大部分债务来自一家私募公司(Colt 公司的股东之一)牵头

---

[145] See Allan C. Eberhart et al., *Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings*, 45 J. FIN. 1457, 1459 (1990) (讨论债权人优先于股东的权利)。

[146] 该案例表明试图通过非自愿的破产申请来夺取一家公司的控制权是可能的。See, e. g., *In re Caesars Entm't Operating Co.*, No. 15 - 10047 (KG), 2015 WL 495259, at \*1 (Bankr. D. Del. Feb. 2, 2015) (讨论 Caesar 的非自愿破产申请)。但是,一般来说,非自愿破产是非常罕见的,因为贷款人害怕承担损害业务的责任。See, e. g., David S. Kennedy et al., *The Involuntary Bankruptcy Process: A Study of the Relevant Statutory and Procedural Provisions and Related Matters*, 31 U. Mem. L. Rev. 1, 51 (2000) (讨论如果非自愿申请被发现是恶意的,那么请求债权人赔偿损失的潜在责任)。

的杠杆收购。<sup>[147]</sup> 多年来,Colt 的该股东利用自己的所有权地位抽走了 Colt 的现金,结果,公司的现金流几乎没有再投资到业务上。2002 年至 2014 年,Colt 向这家私募股权公司分配了 2.413 亿美元。<sup>[148]</sup> 这些财产转移使 Colt 在制造自动化和其他开发投资方面无法跟上同行的步伐。

2014 年秋季,Colt 的资本结构包括三种融资债务形式:(1)有担保的循环贷款;(2)本金为 4800 万元的有担保定期贷款;(3)本金为 2.46 亿美元的无担保优先债券。<sup>[149]</sup> 当时,由于市场认为 Colt 将难以偿还 11 月 15 日到期的利息等债务,所以这些无担保债券的交易价格很低。<sup>[150]</sup> 由于预期到公司将可能进行重组,该公司的债券持有人向公

---

[147] See Disclosure Statement for Debtors' Second Amended Joint Plan of Reorganization Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code at 14, In re Colt Holding Co., No. 15 - 11296 - LSS (Bankr. D. Del. Nov. 10, 2015) [hereinafter Colt's Disclosure Statement] (描述了 2013 年与 Colt Holdings Company 的一家私营制造子公司 New Colt Holding Corp 的合并)。

[148] See Colt Def. Inc., Registration Statement (Form S - 1), at 21, 84 (June 3, 2005) (报告称 Colt Defense 在 2002 年至 2004 年支付了 3640 万美元的分红,并根据一项管理协议向其股权保荐人支付了报告费用); Colt Defense LLC (Form S - 4, Amendment No. 2), at 79, F - 25 (Mar. 21, 2011) (报告称, Colt Defense 在 2007 年至 2010 年支付了 1.66 亿美元的股息,并描述了其与股权发起人的“财务咨询协议”); Colt Defense LLC, Annual Report (Form 10 - K), at 63, 82 (Feb. 22, 2012); Colt Defense LLC, Annual Report (Form 10 - K), at 90 (Mar. 25, 2013) (报告称, Colt Defense 在 2010 年至 2012 年间支付了 2120 万美元); Colt Defense LLC, Annual Report (Form 10 - K/A), at 39, 86 - 87 (Sept. 12, 2014) (提到对成员的现金分配从 2011 年的 1290 万美元减少到 2012 年的 330 万美元,并描述了与股本发起人的“咨询协议”)。此外,该公司将所有的纳税都转嫁给了所有者。See Keith A. Maib's Declaration in Support of the Debtors' Chapter 11 Petitions and First Day Pleadings, In re Colt Holding Co., No. 15 - 11296 - LSS (Bankr. D. Del. June 15, 2015) [hereinafter Maib Declaration]。

[149] See Colt Defense LLC, Quarterly Report for Sept. 28, 2014 (Form 10 - Q/A), at 23 - 45 (Dec. 2, 2014)。

[150] See *Colt Defense Bondholder Group Advised by Brown Rudnick, GLC, Awaits Numbers*, REORG - RESEARCH (Nov. 19, 2014), [https://platform.beta.reorgresearch.com/v3/#/items/intel/1934?item\\_id=7545/](https://platform.beta.reorgresearch.com/v3/#/items/intel/1934?item_id=7545/)。

司表明,其愿意提供“比目前市场上可用的更优惠的新资本”。<sup>[151]</sup> 该公司没有立即回应这一提议,相反,它通过一项交易对现有的担保债务进行了再融资,仅获得了足够支付本来 11 月利息的额外资本。<sup>[152]</sup>

两个月后,Colt 用一笔 3300 万美元的定期贷款交换了其优先担保循环信贷额度。<sup>[153]</sup> 新的定期贷款并没有增加 Colt 的流动性,而且与之前的借款安排相比,资本成本更高,契约限制更多。<sup>[154]</sup> 债券持有人再次联系 Colt:“恭敬地敦促董事会改变方向,并开始朝着一个更具有共识和价值增值的决议努力。”<sup>[155]</sup> 但 Colt 的决策不但没有变化,而且回复也更加轻蔑。<sup>[156]</sup>

2015 年 4 月 1 日,Colt 向美国证券交易委员会(SEC)提交了一份通知,表示其不会按时提交所需的证券备案文件。<sup>[157]</sup> 文件称,该文件称,Colt“无法提供恢复遵守 SEC 规定的预期日期”。<sup>[158]</sup> 2015 年 4 月 14 日,Colt 向其债券持有人提出了一项积极的提议,如果他们愿意将

---

[151] See Declaration of Abraham T. Han in Support of the Objection and Supplemental Objection of the Ad Hoc Consortium of Holders of 8.75 percent Colt Defense LLC and Colt Finance Corp LLC Senior Notes Due 2017 to the Debtors Motion for Interim DIP Loan Approval at Exhibit H, In re Colt Holding Co., No. 15 - 11296 - LSS (Bankr. D. Del. June 19, 2015) [hereinafter Han Declaration].

[152] See Supplemental Objection of Ad Hoc Consortium of Holders of Senior Notes to Debtors' DIP Motion P20, In re Colt Holding Co., No. 15 - 11296 - LSS (Bankr. D. Del. June 19, 2015) [hereinafter Supplemental Objection to Colt's Debtors' DIP Motion]; Colt Defense LLC, Current Report (Form 8 - K) (Nov. 17, 2014) (2014 年 11 月 17 日,在收到票据持有人的信几天后,披露了 Colt Defense 进入新的 7000 万美元的高级担保定期贷款安排)。

[153] See Colt Defense LLC, Current Report (Form 8 - K) (Feb. 9, 2015) (描述 Colt Defense 与 Cortland Capital Market Services 的信用协议)。

[154] 同上注;关于 Colt 债务人 DIP 动议的补充异议参见前注 [152], p. 123。

[155] 同前注 [151], 参见 Exhibit P 部分。

[156] 同前注 [152], p. 25。

[157] 比较值得注意的是,Colt 宣布它将会不会及时提交其 2014 年 10 - K 声明。See Colt Defense LLC, Notification of Late Filing (Form 12b - 25) (Apr. 1, 2015)。

[158] 同上注。

欠款减少 70%,就为他们提供初级担保债权。<sup>[159]</sup> 值得注意的是,该公司的股东不会在该提议中承担任何损失。<sup>[160]</sup> 该提议还披露了一项旨在威胁债券持有人的信息:作为股东之一的私募公司还拥有 Colt 唯一一家制造工厂所在的大楼。私募公司只是将该设施租给了 Colt,并且租约马上就要到期了。<sup>[161]</sup> 该提议还称,该私募公司有权拒绝租约续期,这会对 Colt 业务造成巨大损害。这意味着,如果这项提议未被接受,私募公司可以将 Colt 驱逐出去。<sup>[162]</sup> 尽管有驱逐的威胁,兑换提议还是被债券持有人断然拒绝了。<sup>[163]</sup>

不过,债券持有人随后提出了新的提议,称其愿意为 Colt 提供新的现金,但要付出一定的代价:私募公司必须放弃对公司的所有权。<sup>[164]</sup> 但这项提议最终也被 Colt 断然拒绝了。<sup>[165]</sup> 当被问及该公司是否会将所有权从私募公司转移到债券持有人时,一名公司代表回答道:“绝对不会!”<sup>[166]</sup> 正如同一名代表所说,债务交换的唯一替代办法是“诉讼”。<sup>[167]</sup>

2015 年 6 月 14 日,Colt 在特拉华州申请了破产救济。<sup>[168]</sup> 破产申请引发了激烈的诉讼,最终债券持有人成功地挫败了私募公司继续控

---

[159] 该要约还包含其他有问题的条款。根据交换方案,旧票据将被换成新的“第三留置权”担保票据,这反映了 70% 的本金减少;新契约将取消现有契约中包含的“基本上所有”保护条款;所有的违约执行权将通过一项繁重的债权人协议被赋予给定期贷款放贷人,使得票据持有人压制了第三留置权放贷人。参见前注[152] p. 28,以及前注[158],参见 Exhibit T3E. 1 部分。

[160] 同前注[157],参见 Exhibit T3E. 1 部分。

[161] 同前注[152],p. 45。

[162] *Id.* at 45 - 46。

[163] See Maib Declaration, *supra* note 148, p. 22 (说明票据持有人告知了公司,其对公司的预包装计划没有一点兴趣)。

[164] 值得注意的是,票据持有人提供:(1) 以优先留置权为基础,以有吸引力的条款对第一留置权贷款进行再融资;(2) 将第二留置权贷款提升为第一留置权;(3) 在次级留置权的基础上,增加提供 2000 万美元的可用资金,帮助 Colt 实现业务现代化;(4) 将票据转换为股权,减少公司的债务负担。See Han Declaration, *supra* note 151, Exhibit R。

[165] 同上注,p. 41。

[166] 同上注,p. 43。

[167] 同上注,p. 41。

[168] See Chapter 11 Voluntary Petition, In re Colt Holding Co., No. 15 - 11296 - LSS (Bankr. D. Del. June 14, 2015)。

制 Colt 的企图。<sup>[169]</sup> 最后, 票据持有人被迫将公司破产后约 20% 的股权转让给破产前的私募公司, 以换取 Colt 工厂的所有权, 但除此之外, 他们还是公司的所有者。<sup>[170]</sup>

在某些方面, 破产重组的结果与人们预期的一致。该公司进入破产程序后, 债务减少, 并由破产前的债权人所有。但是管理层仍试图挽救私募公司的投资, 其坚持推迟重组, 以保障股权保荐人拥有更多的议价能力, 结果却付出了巨大的代价: 公司的财务状况明显恶化。事实上, Colt 在破产中借来的钱本可以用来实现业务现代化, 却被用来弥补破产成本和维持经营现状。事实上, 仅仅是债务人律师在申请后的律师费用就超过了 1450 万美元。<sup>[171]</sup> Colt 一直没有得到研发和自动化所

---

[169] 股权发起人的计划分为两部分进行。在提交破产申请时, Colt 提出了一项动议, 要求批准根据第 363 条加速出售程序, 而该公司的股权保荐人则是拟议中的竞标者“Stalking Horse”。See Debtors’ Motion, Pursuant to 11 U. S. C. § § 105, 363, and 365, and Fed. R. Bankr. P. 2002, 6004, 6006, 9008 and 9014, for Entry of (A) an Order ( I ) Approving Bid Procedures in Connection with the Sale of Substantially All of the Debtors’ Assets Free and Clear of Liens, Claims, Encumbrances, and Other Interests, ( II ) Approving Procedures Related to the Assumption and Assignment of Executory Contracts and Unexpired Leases in Connection with Such Sale, ( III ) Approving the Form and Manner of Notice Thereof, ( IV ) Scheduling the Hearing to Consider Approval of Such Sale, and ( V ) Granting Certain Related Relief; and ( B ) an Order Approving the Sale of Substantially All of the Debtors’ Assets 1 13, In re Colt Holding Co. , No. 15 - 11296 - LSS. 另外, Colt 提交了一份动议, 寻求批准一项债务人持有资产的融资, 要求该公司在 60 日内完成第 363 条的出售。See Motion to Approve Debtor In Possession Financing, In re Colt Holding Co. , No. 15 - 11296 - LSS.

[170] 全球结算有许多环节: (1) DIP 贷款被“卷”成一个新的第一留置权贷款; (2) 第二留置权债务卷成新的第二留置权贷款; (3) 通过向票据持有人(提供 4500 万美元)和股权发起人(提供 500 万美元)增发流动性(5000 万美元); (4) 延长生产设施租赁期限; (5) 股权分成票据持有人(83. 25%)和股权发起人(16. 75%)。See Debtors’ Motion for Entry of an Order Authorizing the Debtors to Enter into and Perform Under the Restructuring Support Agreement, In re Colt Holding Co. , No. 15 - 11296 - LSS.

[171] See Omnibus Order Awarding Final Allowance of Compensation for Services Rendered and for Reimbursement of Expenses at Exhibit A, In re Colt Holding Co. , No. 15 - 11296 - LSS.

需的资金,最后在没有改善其竞争地位的情况下退出了破产程序。<sup>[172]</sup>虽然合同法可以为债权人做很多事情,但它无法影响一个决心拖延破产和重组的管理团队,最终无法规避公司本身受到的损害。

## (二) 依靠破产法保护投资者的限制

虽然破产法经常作为保护债权人的法律体系,<sup>[173]</sup>但破产法有多个政策目标,譬如对法官来说,保护公司及其雇员会比让破产前的债权人从交易中获益更重要。在金融危机撼动了经济的核心之后,保护公司的必要性显得尤为突出,法院由此创造了一系列先例,进一步侵蚀了债权人的权利。下面这些案例都涉及极端的现象,但它们也关系到管理层人采取了强硬的破产手段,无视债权人保护和公平原则。

在第一个 *General Growth Properties* 案例中,本文展示了事先的合同安排如何常常屈服于其他破产政策目标,如保护就业和促进重组。在第二个 *American Safety Razor* 案例中,本文展示了其他破产优先政策如何为机会主义创造空间,比如在资产拍卖中,拍卖过程可能受到了操纵。而最后 *Lyondell* 一案,展示了一个狡猾的管理团队对破产政策优先级和程序规则拥有的熟练理解,并能剥夺债权人在破产之外本应享有的权利。

### 1. *General Growth Properties*: 债权人如何屈服于其他破产政策目标

*General Growth Properties* (GGP) 是美国最大的购物中心所有者和运营商之一,它的商业地产历来都是在项目层面上融资的,即每一笔投资都是针对正在开发的特定资产进行借款。<sup>[174]</sup> 这类贷款一般期限为3年到7年,因此公司建立商业计划的前提是,它将能够“在任何需要的

---

[172] 这个故事的一个特别之处在于,Colt 的董事会并不是由股权赞助者和密切关联公司的自私自利的员工所主导的。事实上,董事会的多数成员由两名军事将领、两名工会代表和一名退休的重组律师组成。参见前注[148], p. 48。完全有可能的是,这个在其他方面毫无兴趣的董事会与 Gheewalla 及其后继者紧密合作,利用到期的租约来证明采取行动的合理性,如提出重组交易,将控制权留给股权发起人,同时拒绝票据持有人从交易中获益。

[173] See generally *In re Schwartz – Tallard*, 803 F.3d 1095, 1100 (9th Cir. 2015) (提到破产法保护债权人的整体利益)。

[174] See *In re Gen. Growth Props.*, 409 B. R. 43, 53 – 54 (Bankr. S. D. N. Y. 2009)。

情况下”为债务进行再融资。<sup>[175]</sup>

为此,GGP 及其贷款机构建立了一个非常具体的贷款结构,目标是实现“资产隔离”——将高质量的房地产资产从集团的其他部分中分离出来。<sup>[176]</sup> 简单来说,典型的“资产隔离”具有如下结构:GGP 让其全资子公司通过贷款融资拥有特定的房地产资产。一个典型的例子是 Stonestown Shopping Center L. P.,该公司在加利福尼亚州旧金山拥有一家购物中心。<sup>[177]</sup> 为了保护他们的抵押利益,贷款人要求 GGP 将旧金山购物中心从集团的其他部分中分离出来,而 GGP 也同意这样做,因为能换取更低的利率。<sup>[178]</sup> 重要的是,每个附属董事会必须由多数“独立管理层”组成,他们实质上是贷款人利益的代表者。<sup>[179]</sup> 由于法律要求每个子公司的董事会都要分别批准其破产申请,所以这种结构旨在确保集团不会将孤立的资产拖入 GGP 破产资产范围中,从而帮助为集团其他部分的重组提供资金。<sup>[180]</sup> 贷款人之所以寻求这种保护,是为了避免因子公司资产被转移用于关联公司的破产债务,而导致还款延迟或其权利受到损害。<sup>[181]</sup>

在金融危机之后,GGP 无法为其债务再融资,公司的财务困境进

---

[175] 同前注[174],p. 53。

[176] See Motion of ING Clarion Capital Loan Services LLC, Pursuant to 11 U. S. C. § 1112 (b) to Dismiss the Cases of Bakersfield Mall LLC; Rasccap Realty, Ltd.; Visalia Mall, L. P.; GGP – Tucson Mall L. L. C; Lancaster Trust; Ho Retail Properties II Limited Partnership; RS Properties Inc.; Stonestown Shopping Center L. P.; and Fashion Place, LLC at 2,9, In re Gen. Growth Props., 409 B. R. 43 (No. 09 – 11977 – alg) [hereinafter ING Clarion Motion].

[177] 同上注,p. 9。

[178] 同上注,p. 1。

[179] See Motion of FRM Funding Company, Inc. Pursuant to 11 U. S. C. § 1112 (b), to Dismiss the Chapter 11 Case of Fox River Shopping Center, LLC at 6 – 7, In re Gen. Growth Props., 409 B. R. 43 (No. 09 – 11977 – alg) [hereinafter FRM Motion] (提到“独立经理”一般要求由一家全国认可的公司任命,该公司提供专业的独立董事、经理和受托人)。

[180] 同上注,p. 7,提到了一个典型的经营协议(相当于公司章程)有一个条款,要求独立董事在决定是否申请破产时考虑子公司及其债权人的利益。这种结构的设计是为了绕过直接限制公司申请破产的合同的不可执行性。

[181] 同上注,p. 15。

一步恶化。<sup>[182]</sup> 管理团队采取了前所未有的措施,他们解除了“资产隔离”结构,迫使每个子公司申请破产,从而使企业集团保持在一起,而公司的高级管理人员也能保住饭碗。<sup>[183]</sup> 其所采取步骤的过程也充满戏剧性,2009年4月16日凌晨2点左右,GGP的管理层们通过电子邮件解雇了每个子公司的独立董事,并在控制权完全建立之后,就立即启动了集体破产程序。<sup>[184]</sup> 集体性的破产申请和对“资产隔离”结构的破坏立即激怒了信贷市场。<sup>[185]</sup>

GGP的各个项目贷款人突然发现自己正处于他们订立合同时极力避免的情况。<sup>[186]</sup> 他们要求破产法庭驳回子公司的破产申请,称其为恶意申请。<sup>[187]</sup> 他们还指控管理层的行为违反了他们特殊义务公司的信托责任。<sup>[188]</sup> 破产法官承认,设立“资产隔离”结构是为了“给破产申请制造障碍”。<sup>[189]</sup> 然而,法院考虑到子公司是有偿付能力的,而且子公司董事会对其股东负有唯一的信托责任,而股东在每个案例中都是母公司,因此需要他们的资产来为破产重组提供资金。<sup>[190]</sup> 同样,法院认

---

[182] See *In re Gen. Growth Props.*, 409 B. R. at 53 (描述了2008年商业抵押贷款支持证券市场的危机如何削弱了该公司为其债务再融资的能力)。在申请破产时,GGP资产的会计价值接近300亿美元,支撑着270多亿美元的负债。Id at 48.

[183] 同前注[176], p. 2-3。

[184] 同上注。

[185] *General Growth Properties, Inc. Decision Notes Weaknesses of Securitization Special Purpose Entities*, O'MELVENY & MYERS LLP (Aug. 13, 2009), <https://www.omnicom/resources/alerts-and-publications/publications/general-growth-properties-incdecision-notes-weaknesses-of-securitization-special-purpose-entities/> [<https://perma.cc/YY4XWWFK>] (“对于那些参与构建SPE和CMBS交易的人来说,这个决定应该是一个警示”。

[186] 同上注,解释说“申请解散的债务人是SPE,这样项目级实体就不会破产”,但是“SPE结构没能让项目级实体免于破产”。

[187] *In re Gen. Growth Props.*, 409 B. R. at 47 (“寻求解雇的主要理由是主体债务人的案件是恶意提起的”)。

[188] 同上注, p. 63 (注意到项目出借方的经营协议规定,独立经理在履行协议下的职责时负有“忠诚和照顾的受托责任”)。

[189] 同上注, p. 63-64。

[190] 同上注, p. 64。其发现特拉华州法律“规定有偿付能力公司的董事在履行其受托责任时,有权(实际上是被要求)考虑股东的利益”,并发现经理们“根据集团的利益投票提出申请”并没有违反其受托责任。

为,鉴于子公司的组织文件允许 GGP 这样做,深夜解雇独立董事并不构成恶意。<sup>[191]</sup>

这个案例展示了,在破产中,公司更大的商业目标和实际需要是如何压倒债权人协商权利的。GGP 结构反映了明确的风险分配:项目贷款者同意以比市场上更有吸引力的利率提供资本,以换取特殊的“资产隔离”保护。但这项约定没有得到尊重,贷款人请求破产法院强制执行他们的交易,破产法院也无动于衷。与本文中讨论的其他案例研究不同,GGP 的案例并没有涉及一种贪婪的控制机会主义,可见它的基础事实是非常不寻常的。但是,案件结果反映了一个普遍的教训:从本质上讲,破产法庭是一个对债务人友好的平台,而且这个会议过程至少在开始阶段是遵循管理层的领导。一般来说,在这场拉锯战中,单个债权人的协议与债务人更大的重组目标是没有平等基础的。

2. American Safety Razor: 管理层对案例叙述的控制进一步助长机会主义

American Safety Razor(以下简称 ASR)一案展示了管理层是如何利用破产程序来阻止债权人合同的。正如下文所描述,当公司破产时,管理层的主要利益可能是保住他们自己的工作。该公司的管理层们似乎暗中地提出一个机会主义的议程,并且他们差点成功地实现了。而当隐形的操作被暴露和破坏时,它需要一个不寻常的和几乎不可能的条件。这个故事提供了一个有用的例子,说明了管理团队如何通过编造故事来牺牲债权人的利益:因为要立即退出破产程序以避免公司价值蒸发,进而需要立即进行融资拍卖,从而实现管理层对上述拍卖的操纵。

ASR 的业务是制造个人消费的一次性湿刮胡刀。<sup>[192]</sup> ASR 是“自有品牌”剃须刀行业的主要参与者,生产的剃须刀可以在商店以自有

---

[191] 同前注[190],p. 68。

[192] See Affidavit of J. Andrew Bolt, Executive Vice President and Chief Financial Officer of American Safety Razor Company, LLC and Blade Acquisition Company, and Vice President and Authorized Officer of the Other Debtors, in Support of First Day Motions at 4, 6, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 - 12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010) [hereinafter First Day Affidavit].

品牌销售。<sup>[193]</sup> 2009年年底,ASR似乎完全有能力度过金融危机,并支付约2.4亿美元的第一留置权担保债务和1.75亿美元的第二留置权担保债务的利息和本金。<sup>[194]</sup> 然而,在2009年年底,ASR获悉其最大客户将停止双方的业务关系,这直接导致公司陷入混乱,并引发公司第一和第二留置权债务合同的违约。<sup>[195]</sup>

ASR很快就与由第一和第二留置权债权人组成的特别委员会进行破产前谈判。<sup>[196]</sup> 作为“次级”期权持有人,第二留置权贷款人有强烈的动机,确保管理层不会与高级贷款人串通,对他们的索赔产生不利。所以第二留置权贷款人很快就与Goldman Sachs接洽,试图为第一留置权债务再融资。<sup>[197]</sup> 此后不久,Goldman Sachs发表了一封信,声明它“高度相信”自己可以为ASR安排和筹集“3亿美元”的新债务资本,这将足以偿还第一留置权贷款人的债务,使第二留置权贷款人成为公司的新所有者。<sup>[198]</sup> 然而,信中还称,为了实现这一预期,Goldman Sachs将需要“合理的时间在公司管理层的协助下推荐融资”。<sup>[199]</sup> 然而,仅在几周之后,甚至公司的再融资过程都仍在进行时,ASR在特拉华州申请了破产救济。<sup>[200]</sup>

人们很快就明白了为什么ASR如此突然地申请破产保护:它想到了另一个计划,这能为公司的管理团队提供了特殊的好处。根据破产申请书,在经过快速拍卖程序后,ASR立即寻求将其所有资产出售给

---

[193] 同前注[192],p.6(指出ASR产品“主要以零售商的商店品牌销售”)。

[194] 同上注,p.9。

[195] 同上注,p.11。

[196] 同上注,p.14-15。

[197] 同上注,p.16-17。

[198] Energizer Holdings, Inc. 's Objection to Second Lien Lenders' Application for Allowance of an Administrative Claim at Exhibit A P 8, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 - 12351 (Bankr. D. Del. June 23, 2011) [hereinafter Energizer's Objection].

[199] 同上注。

[200] See Objection of Blackrock Kelso Capital Corp. and GSO/Blackstone Debt Funds Management LLC, as Collateral Manager, to Debtors' Motions for Orders Approving: (1) Proposed Post - Petition Financing, and (2) Terms of the Debtors' Retention of Lazard Middle Market LLC at 4, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 - 12351 (Bankr. D. Del. June 23, 2011).

第一留置权债权人的许可。<sup>[201]</sup> 拍卖采用了一个框架,其中第一留置权放款人是带有“信用投标”的跟踪竞标者,换言之,不但第一留置权放款人不会支付任何现金,而且他们放弃了对债务人的索赔。这意味着,其他人的出价不但需要高于2.4亿美元,而且要以现金的形式支付。作为信用投标的一部分,第一留置权债权人会向管理层提供承诺,保证他们继续就业或提供丰厚的遣散费。<sup>[202]</sup>

在考虑这一决议时,破产法官面对的是一个债务人已经果断地向他们倾斜的判决环境。<sup>[203]</sup> 法官发现自己面对的是一个管理团队,他们声称这笔交易是为了保护公司大约1700名员工。<sup>[204]</sup> 管理层向法官表示,时间是关键,因为该公司的主要销售季节已于10月结束,这意味着该公司需要在数周内走出困境,才合理地继续进行业务。<sup>[205]</sup> 实际上,管理层已经等了很长时间才申请破产,以至于法官别无选择,只能批准融资和出售决议。<sup>[206]</sup> 如果法官迫使管理层寻找其他选择,可能会让

---

[201] See Debtors' Motion Pursuant to Sections 105(a), 363 and 365 of the Bankruptcy Code and Bankruptcy Rules 2002, 6004, 6006, for Entry of an Order (A) Approving the Sale of Substantially All of the Debtors' Assets Free and Clear of Encumbrances and (B) Authorizing the Assumption and Assignment of Certain Executory Contracts and Unexpired Leases at 19 – 20, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 – 12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010) [hereinafter ASR Debtors' Sale Motion].

[202] 同上注, p. 10 – 11; 以及 Exhibit B, Part 2 § 7.16 (为现有员工提供12个月的就业保障,并提供“相当可观的奖金”); see also Transcript of Proceedings from September 28, 2010 at 139:5 – 14:4, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 – 12351 (Bankr. D. Del. Oct. 1, 2010) (注意到 Energizer 的投标明确提出了类似的就业保护, Energizer 在第一留置权贷款人的购买协议中标注了保留解雇员工的权利)。

[203] 为了支持出售动议和信贷投标,债务人还寻求允许从第一留置权贷款人借2500万美元的延期融资请求权。See ASR Debtors' Motion Pursuant to 11 U. S. C. § § 105, 361, 362, 363, 364, and 507 ( I ) Authorizing Debtors ( A ) To Obtain Postpetition Financing and ( B ) To Utilize Cash Collateral; ( II ) Granting Liens and Providing Super – Priority Administrative Expense Status; ( III ) Granting Adequate Protection to Prepetition Secured Parties; and ( IV ) Scheduling a Final Hearing at 1, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 – 12351 ( Bankr. D. Del. July 28, 2010 ) [ hereinafter ASR DIP Motion ]。

[204] 同前注[192],强调迅速脱离破产保护以避免公司在关键销售季节崩溃的必要性。

[205] 同上注, p. 18。

[206] 同上注,强调了时间的重要性。

1700人失去工作<sup>[207]</sup>,而目前的就业市场正处于几十年来最困难的时期。<sup>[208]</sup>而第二留置权贷款人可能不会有什么帮助,因为他们受到债权人之间协议的约束,该协议禁止他们反对由第一留置权贷款人支持的任何资产出售。<sup>[209]</sup>

然后,管理层开始设计一个拍卖过程,让他们完全控制整个过程。每个投标人都必须签署一份保密协议,这使该公司有能力隐藏投标人的身份和所提供的条件。<sup>[210]</sup>投标开始一个月后,一家新闻报社突然报道,在破产拍卖程序中,Energizer Holdings, Inc. (以下简称 Energizer) 将以3亿~3.25亿美元的现金收购该公司。<sup>[211]</sup>这对第二留置权债权人来说是个大新闻:因为他们的委员会没有收到任何 ASR 有关 Energizer 已经提交了投标的通知。并且,ASR 通过合同禁止 Energizer 将该信息传递给第二留置权委员会。<sup>[212]</sup>但是,对 ASR 来说,这根本不是什么新闻,因为 ASR 立即拒绝了 Energizer 的报价。<sup>[213]</sup> ASR 后来在法庭上辩称,其决定是合理的,因为 Energizer 的出价充满了反垄断风险,这是优先考虑第一留置权债权人的重要原因,否则他们的出价会更低。<sup>[214]</sup>他们也否认第二留置权债权人的指控:ASR 声称的反垄断担忧只是虚构的理由,其拒绝收购的真正动机是 ASR 明白 Energizer 不想要 ASR 原先的管理团队,因为 Energizer 打算将 ASR 合并到其 Schick 子公司。<sup>[215]</sup>

虽然会违背债权人之间协议,但第二留置权债权人立即对公司的出

---

[207] 同上注,p. 8。

[208] 同前注[203]。

[209] Transcript of Proceedings from 9/30/2010 at 94-95, In re Am. Safety Razor Co., No. 10-12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010) [hereinafter ASR 9/30 Transcript].

[210] See Transcript of Proceedings from 9/29/2010 at 77-86, In re Am. Safety Razor Co., No. 10-12351 (Bankr. D. Del. Oct. 5, 2010) [hereinafter ASR 9/29 Transcript].

[211] 同前注[198],参见 Exhibit A P 19 部分。

[212] 同上注。

[213] 同上注,参见 Exhibit A 120 部分。

[214] 同前注[210],p. 18-20。

[215] 同前注[209],p. 18。

售决议提出了强烈反对,并开始了激烈的诉讼。<sup>[216]</sup> 管理层以恶意指控作出回应,并试图阻止第二留置权贷款人和 Energizer 在破产法庭上出庭,威胁将因第二留置权贷款人违反债权人间协议和 Energizer 违反保密协议而寻求损害赔偿。<sup>[217]</sup> 不过,在法庭诉讼中,通过第二留置权贷款人提出的证据和专家证人的证词,法院发现,ASR 实际上行为不当,即 Energizer 的报价远高于第一留置权银行的报价,且没有实质上的反垄断风险,而是属于管理层滥用其控制权的行为。<sup>[218]</sup> 作为补救措施,ASR 将出售听证会持续了 8 天,让 Energizer 有机会最终确定对该公司的收购要约。<sup>[219]</sup>

在随后的听证会上,Energizer 提交了一份最终报价,提出全额偿还第一留置权债务,承担所有的行政和无担保索赔,并向第二留置权贷款人提供 5700 万美元(约 31% 的现金分配)。<sup>[220]</sup> 值得注意的是,ASR 和第一留置权贷款人继续强烈反对 Energizer 的出价,但破产法院驳回了该判决。<sup>[221]</sup> 几周后,Energizer 的“敌意”收购结束,并且没有出现反垄断问题,管理层也很快被解雇。<sup>[222]</sup>

这个故事似乎有一个令人愉快的结局:控制机会主义被挫败,公司价值最终以一种几乎与破产申请前协议一致的方式分配。但是,这和其他案例一样,只是小概率事件,只需要新闻媒体曝光隐藏的保密协议,以及一群足够愤怒、勇气、耐心的第二留置权贷款人。当 Energizer

---

[216] See Objection of the Second – Lien Lenders to the Debtors’ Sale Motion, and Emergency Cross – Motion Requesting: ( I ) Authority to Commence an Investigation of the Debtors’ Auction Process Pursuant to Bankruptcy Rule 2004; ( II ) Appointment of an Examiner; and/or ( III ) Appointment of a Chapter II Trustee at 1, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 – 12351 ( Bankr. D. Del. July 28, 2010 ) [ hereinafter Objection to ASR’s Sales Motion ] .

[217] 同前注[209], p. 25, 50。

[218] 同前注[210], p. 74 – 92。

[219] 同前注[209], p. 37 – 41。

[220] See generally Notice of Filing of Energizer Holdings, Inc’s Revised Bid at Exhibit A, B, In re Am. Safety Razor Co., No. 10 – 12351 ( Bankr. D. Del. July 28, 2010 ) .

[221] Hilary Russ, *Energizer Wins American Safety Razor With \$ 301M Bids*, LAW360 ( Oct. 8, 2010 ), <https://www.law360.com/articles/200242/energizer-wins-american-safety-razor-with-301mbid/> [ <https://perma.cc/2E3P-MRPQ> ] .

[222] 同上注。

竞购的消息传出后,ASR 立即威胁要展开一场激烈的四面大战。许多潜在的竞标者和债权人可能会被这些花言巧语和看似受到操纵的拍卖程序吓住,干脆放弃。因此,本案的经验并没有太多体现在最终的案件结果中;相反,在观察到管理层在幕后运用马基雅维利式的策略之后,如果运气好的话,这些策略将永远被隐藏起来。此外,该结果也不能保证第二留置权贷款人实际上获得了他们债权的真正内在价值。毕竟,如果有公平的拍卖程序,Energizer 或其他被拍卖程序吓退的潜在竞标者可能愿意支付更多,<sup>[223]</sup>而且 ASR 律师收取的大笔费用最终由第二留置权债权人承担。

### 3. Lyondell: 债务人和贷款人利用破产法进行中性的欺诈性转让

除了合同法和破产法,法院在 Gheewalla 案中还援引了欺诈性转让法,认为没有必要对债权人进行特别的公平保护。欺诈性转让法规定,当公司有意地剥离公司资产,损害现有债权人利益时,欺诈转让法足以成为债权人的诉讼依据。但判例法始终未弥补欺诈性转让理论作为债权人救济的弱点。<sup>[224]</sup>并且更重要的是,破产法还为管理人员提供了一个便捷的方法,以避免欺诈性转让方面的索赔。除了现在使用破产融资的标准方法来限制管理层的自由裁量权之外,管理层还有能力在不获得因转让而遭受损失的债权人许可的情况下,通过其他债权人解决欺诈性转让的许可。这是由于公司法中的一种异常现象,即虽然债权人可以在破产之外自己提出欺诈性转让索赔,但在破产程序中,DIP 融

---

[223] Energizer 曾表示将继续参与竞购,但他们从未有任何合理理由去提高出价。See generally Notice of Energizer Holdings, Inc. 's Continued Interest to Participate in Sale Process and to Consummate Transaction, In re Am. Safety Razor Co. , No. 10 - 12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010) .

[224] 以论坛报业公司 LBO 欺诈性转让诉讼为例。杠杆收购发生在 2007 年,而申请破产保护是在 2008 年,欺诈性转让诉讼是于 2011 年提起。《华尔街日报》2018 年 7 月的一篇文章称,杠杆收购诉讼是“此类诉讼的经典案例”,法官凯文·凯里 (Kevin Carey) 表示:“听起来我们似乎离诉讼结束还很远。” See Peg Brickley, *Judge Pushes Settlement Talks in Tribune LBO Court Fight*, Wall Street J. ( Jul. 10, 2018 ), <https://www.wsj.com/articles/judge-pushes-settlement-talks-in-tribune-lbo-court-fight-1531257092/> [ <https://perma.cc/JZ5A-HCTY> ]. 如果一个“流派的经典”存活了八年半(而且还在继续),并且仍远未结束,它就很难被视为债权人协议的可靠支撑。

资方可以控制破产财产范围内的所有资产,包括欺诈性转让的部分。<sup>[225]</sup> 法院认为,这种控制包括豁免这些索赔的权利,即使受到转让损害的真正的债权人以和解金额太低为理由而反对和解。<sup>[226]</sup>

换句话说,管理者可以利用破产法剥夺债权人在破产之外应有的权利。在破产中起诉欺诈性转让索赔的基本问题是,破产中的债务人是由一个管理团队控制的,该团队寻求确保债务人最快的破产和最光明的未来,而这一目标往往与欺诈性转让索赔的救济目标相冲突。在一些资产剥离交易中,欺诈性转让中的被告同时也是向债务人提供破产后融资的一方,一方面意味着被告能利用融资对管理层施加压力,另一方面在某些情况下,还意味着被告有能力扼杀无担保债权人的程序性权利。虽然债务人的行为须经法院审查,但法律标准总是要求法官考虑债务人其他当事人的最佳利益,如当前以及未来的职工人员和管理人员。这种特殊的脆弱性为控制机会主义打开了大门,正 Lyondell Bassel 案所反映的那样。

2007 年 12 月,化工巨头 Bassel 收购了 Lyondell,这是一项典型的杠杆收购,在该公司现有的 31 亿美元无担保债务的基础上,又从另一组投资者(杠杆收购贷款人)那里获得了 210 亿美元的新担保贷款。<sup>[227]</sup> 而合并后的公司在周期性的、投资大量的石化行业竞争,沉重的债务负担使公司在其核心业务上很容易受到削弱。<sup>[228]</sup> 最终,交易结束后仅仅 12 个星期, Lyondell 就开始现金告罄,<sup>[229]</sup> 并随着大萧条肆虐经济, Lyondell 公司于 2009 年 1 月破产。这使持有 Lyondell 公司 31 亿美元

[225] See Official Comm. of Unsecured Creditors of Cybergeneics Corp. *er rel. Cybergeneics Corp. v. Chinery*, 330 F. 3d 548, 572 (3d Cir. 2003) (讨论允许债权人将欺诈转移索赔作为衍生诉讼提起的必要性,否则该索赔将受破产程序中的债务人控制)。

[226] See *In re Adelphia Commc'ns Corp.*, 368 BR. 140, 271 – 72 (Bankr. S. D. N. Y. 2007)。

[227] See *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. 348, 353 (Bankr. S. D. N. Y. 2014), as corrected (Jan. 16, 2014), abrogated by *In re Tribune Co. Fraudulent Conveyance Litig.*, 818 F. 3d 98 (2d Cir. 2016)。

[228] See Complaint at 3, *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. 348 (No. 09 – 10023)。

[229] See Corrected Objection of the Official Committee of Unsecured Creditors to Debtors' Motion to Approve Settlement Agreement with Financing Party Defendants in Committee Litigation at 90, *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. 348 (No. 09 – 10023) [hereinafter *Lyondell UCC Settlement Objection*]。

的无担保债券的持有人陷入绝望的境地,并且其还落后于杠杆收购贷款人的 210 亿美元有担保债券。<sup>[230]</sup> 虽然杠杆收购的现金都流向了以前的股东,但考虑到债务人仍需对交易相关的担保债务负责,因此,杠杆收购交易具有剥离 Lyondell 实质资产的效果。<sup>[231]</sup>

这些事实看起来像是教科书式的欺诈性转让索赔,所以在杠杆收购之前,无担保债权人希望避免将资产留置权转让给有担保债权人,以及避免支付给 Lyondell 老股东 125 亿美元。<sup>[232]</sup> 然而,杠杆收购债权人将能够利用其议价能力,以相对较小的代价从管理层获得豁免其欺诈性转让风险的许可,最终这一切都得到了破产法官的支持。

像大多数大公司一样, Lyondell 的管理团队在破产程序中寻求了 DIP 贷款来资助破产案件。<sup>[233]</sup> Lyondell 就像现代担保信贷时代的大多数公司一样,<sup>[234]</sup> 在破产时,它的所有资产都被留置权占据——在这种情况下,是为杠杆收购提供资金的债权人的留置权。在实践中,贷款人很少在没有获得优先留置权的情况下同意为重组提供资金,<sup>[235]</sup> 而优先留置权通常需要得到现有留置权人的同意。这种有效的否决权意味着现有的原担保债权人是唯一可信的 DIP 贷款人,因为他们可以否决任

[230] See *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. at 353 (describing pre-LBO debt).

[231] See *Weisfelner v. Blavatnik*, 543 BR. 428, 433 (Bankr. S. D. N. Y. 2016).

[232] See *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. at 355 (describing pre-LBO debt).

[233] See Motion for an Order ( I ) Authorizing Debtors ( A ) To Obtain Post-Petition Financing Pursuant to 11 U. S. C. § 105, 361, 362, 364(c)(1), 364(c)(2), 364(c)(3), 364(d)(1), and 364(e), (B) To Utilize Cash Collateral Pursuant to 11 U. S. C. § 363 and (C) To Purchase Certain Assets Pursuant to 11 U. S. C. § 363, ( II ) Granting Adequate Protection to Pre-Petition Secured Parties Pursuant to 11 U. S. C. §§ 361, 362, 363 and 364 and ( III ) Scheduling Final Hearing Pursuant to Bankruptcy Rules 4001 (b) and (c) at 2, *In re Lyondell Chem. Co.*, 503 B. R. 348 (No. 09-10023) [hereinafter *Lyondell DIP Motion*].

[234] See Barry E. Adler et al., *Value Destruction in the New Era of Chapter 11*, 29 J. L. Econ. & Org. 461, 462 (2012).

[235] 先行留置权是先于所有现有留置权的留置权。在实践中,提供 DIP 贷款的贷款人希望用启动留置权保护他们的投资,而在实践中,这通常需要现有留置权人(通常是银行)的同意,因为现有留置权人可以提起诉讼阻止贷款,这可能会吓跑其他贷款人。关于 DIP 贷款的一般性讨论和这一框架的详细阐述, See George G. Triantis, *Debtor-in-Possession Financing*, in *Research Handbook on Corporate Bankruptcy Law* (Barry E. Adler ed., forthcoming June 2020)。

何其他贷款。<sup>[236]</sup>

在这个案例中,担保债权人利用其提供 DIP 融资的权利,先发制人地让管理层同意自己的留置权不受欺诈性转让索赔的影响,并获得了“对破产案件几乎完全的控制力”。<sup>[237]</sup> 担保债权人是通过在 DIP 融资中附加 7 个条件来扩大自己的影响力。第一,他们将无担保债权人官方委员会的留置权调查预算限制在 25 万美元,与最终花费的 2000 多万美元相比,这明显是微不足道的一笔钱。第二,他们只留给该委员会大约 4 个月的时间来调查围绕杠杆收购的事实。<sup>[238]</sup> 第三,他们要求 Lyondel 在 10 个月内结束破产程序,从 Lyondell 无比庞大的资产体量遇上 2008 年金融危机的特殊情况来看,这是一项艰巨的任务。<sup>[239]</sup> 第四,他们为 32.5 亿美元的现有担保债务寻求了新的抵押品:规避行动的收益。第五,他们要求各种附加的合同条款,这些条款具有控制经营的效果,特别是包括建议变更经营方向的权利。<sup>[240]</sup> 第六,债务人须同意在任何欺诈性转移诉讼中支付银行债权人的诉讼费用。<sup>[241]</sup> 第七,债务人同意放弃代表破产财产起诉欺诈转让行为的权利,并让官方委员会在非常有限的预算下进行这项工作。<sup>[242]</sup>

综上所述,DIP 融资协议中的这些条款大大削弱了杠杆收购前无担保债权人起诉欺诈性转让索赔的能力。破产法的立法者预计无担保债权人官方委员会将起诉这些不合理的条款,但官方委员会几乎没有时间整理证据来提供具有说服力的起诉,并且一旦 25 万美元的预算用完,他们的专业人员就拿不到工作报酬了,这进一步打击了官方委员会的工作积极性。此外,一旦出现欺诈性转让的诉讼,如果未能得到迅速解决,公司的破产程序也不能终止,所以担保债权人实质上也为这种难

[236] See, e. g., B. Espen Eckbo et al., Rent Extraction by Super – Priority Lenders at Table 3 (Tuck Sch. of Bus., Working Paper No. 3384389, 2019) (显示 70% 的 DIP 贷款都来自 2002 年至 2014 年预先贷款人申请的破产程序)。

[237] 同前注[229], p. 7。

[238] 同上注, p. 10 – 11。

[239] 同上注, p. 7。

[240] 同上注, p. 7 – 8。

[241] 同上注, p. 8。

[242] 同上注。

题提供了一条非常便捷的路径。

因此,杠杆收购贷款人可以利用债务人获得融资的需求,以加强其抵御欺诈性转让责任的能力。在评估破产公司的融资需要时,法官必须还要审查如下事项:(1)拟定的融资要符合商业判断规则;(2)融资符合公司破产财产的最大效益及其债权人的最大利益;(3)这笔资金是保护破产财产所必需的;(4)贷款条件公平;(5)善意协商融资。<sup>[243]</sup>让法官有权审查限制官方委员会是否具有起诉欺诈性转让的实质能力,也是对于管理层商业判断规则和保护 DIP 融资愿望的平衡方法。<sup>[244]</sup> 毕竟,管理层通常都向法院表示,如果不批准融资,“可能会导致清算、员工严重离职以及供应商和客户的严重损失”。<sup>[245]</sup> 因为对于法官来说,避免破产清算会比保护杠杆收购前的无担保债权人更重要。

可以肯定的是,破产法官确实为无担保债权人官方委员会提供了一些讨价还价的能力。法院批准了官方委员会对这些条款进行起诉,同时这满足了 Lyondell 管理层对公司能够迅速脱离破产程序的要求。<sup>[246]</sup> 双方同意在几个月内就极其复杂、事实繁多的欺诈性转移问题进行庭上诉讼,来快速结束这一纠纷。

然而,破产法赋予债务人的管理团队在没有官方委员会参与的情况下解决索赔的权力。<sup>[247]</sup> 这种权力最终会削弱官方委员会提起诉讼的能力。

Lyondell 管理层采取了几个步骤,来降低官方委员会获得有利和解的可能性。在就官方委员会起诉欺诈性转让索赔的动议举行听证会之前,债务人声称,尽管该官员委员会有权起诉这些索赔,但他们认为管理层也有权力解决这些索赔,因为诉讼本质上是基于破产财产

---

[243] See *In re Roeben*, 294 B. R. 840, 845 (Bankr. E. D. Ark. 2003).

[244] See Transcript of the Motion for Entry of an Order Authorizing the Debtors to Enter into the 8th Amendment to their Debtor – in – Possession Loan Agreement to (A) Increase the Amount of the Commitment Thereunder Until the Funding Date of the Proposed Sale Transaction and (B) Extend the Maturity Date at 743, *In re TerreStar Networks Inc.*, 457 BR. 254 (Bankr. S. D. N. Y. 2011) (No. 10 – 15446).

[245] 同前注[223], p. 6。

[246] 同前注[229], p. 24。

[247] See *In re Adelphia Commc'ns Corp.*, 544 F. 3d 420, 424 (2d Cir. 2008).

进行的。<sup>[248]</sup> 换句话说,官方委员会也应知道,其代表的破产前受损债权人的主要动机也是包含结束破产程序的。在一封私人电子邮件中,债务人的首席律师向一家担保债权人保证,公司将在“融资杠杆最大的时候”动用这一权利来避免索赔。<sup>[249]</sup>

管理层还让杠杆收购债权人成为“结束破产融资”资金的提供者,从而有效地“拖延”了220亿美元的资金重组计划。但显然,作为被告的杠杆收购债权人拒绝在任何他们正在资助的重组计划的欺诈性转让索赔诉讼中出庭,这意味着索赔必须得到妥善解决,公司才能免于破产。<sup>[250]</sup> 所以在官方委员会的律师准备进行审判时,管理层的律师审查了双方所有的证词,但拒绝与官方委员会的律师会面,来了解他们对这些指控的力度的看法。<sup>[251]</sup>

最终担保债务人宣布,他们已就欺诈性的转移索赔达成了3亿美元的和解,这无疑让令官方委员会感到震惊。官方委员会认为,这是一笔“虚报和解”,实际上只支付了无担保债权人所欠32亿美元中的一小部分。<sup>[252]</sup> 值得注意的是,债务人从未声称他们“尽可能多地”解决了索赔问题,<sup>[253]</sup> 而是说和解将“允许重组进行”,同时“确保无担保债权人获得非常公平的赔偿”。<sup>[254]</sup> 并且,他们还指责极力反对和解的无担保债权人“拿 Lyondell 的未来和近1.6万个工作岗位做赌注”。<sup>[255]</sup> 在最初宣布和解协议的听证会上,破产法官重申“(破产法庭)的最高责任是确保本审的病人不会死在手术台上”。<sup>[256]</sup>

由于采用宽容的普通法检验方法,其关键是债务人解决破产债权

---

[248] 同前注[229],p. 25。

[249] 同上注。

[250] 同上注,p. 27。

[251] 同上注,p. 29。

[252] 同上注,p. 26,70-71。

[253] 同上注,p. 61。

[254] Debtors' Memorandum of Law in Support of Motion to Approve Settlement with Financing Party Defendants in Committee Litigation at 3, In re Lyondell Chemical Co., 503 BR. 348 (Bankr. S. D. N. Y. 2014) (No. 09-10023) [hereinafter Lyondell Debtors' Memo].

[255] 同上注,p. 2。

[256] 同前注[229],p. 63。

方法的“合理性”,因而鉴于与诉讼有关的各种风险和不确定性,债务人只需表明其建议是合理的,就可以获得司法批准。此外,判例法明确允许管理层在提出解决方案时“考虑整个企业的利益”,而不仅仅是无担保债权人。<sup>[257]</sup> 当法官分析管理层决策的合理性时,普通法要求法官要充分考虑“诉讼的复杂性、费用和可能持续的时间”,以及公司自身能够迅速摆脱破产的平衡。<sup>[258]</sup> 为了支持和解,管理层声称,“只有欺诈性转让索赔是公司退出破产程序的阻碍;只有欺诈性转让索赔的才会威胁公司走上清算的道路”。<sup>[259]</sup> 在债务人和解提议的压力下,以及获得了额外 1.5 亿美元的索赔,官方委员会最终同意免除杠杆收购贷款人的任何额外责任。<sup>[260]</sup>

总之, Lyondell 的故事展示了基于程序设计的阴谋和坚定的管理团队是如何削弱债权人关于欺诈性转让的起诉权利。 Lyondell 进行了一项高风险的杠杆收购,剥离了公司的资产,使其破产前的无担保债权人背负了 200 亿美元的债务,这使 Lyondell 在不到一年的时间里就进入了破产程序。当官方委员会试图代表无担保债权人起诉这些索赔时,债权人也通过 DIP 融资对管理层施加影响,导致委员会成员发现自己只有几个月的时间来立案,而调查行动实际上通常需要数年时间。此外,即使他们行动迅捷,做好准备向法官提出索赔时,他们又会发现管理层已经处理了他们的索赔请求,管理层甚至不需要假装他们已经寻求了“尽可能高的和解”,而是表明自己寻求了一种能够保护公司及其员工的和解,这一理由对法官来说是很重要且充分的。因此,官方委员会最终被迫就他们原胜诉的索赔金额的 15% 进行和解。

---

[257] *In re Adelphia Commc'ns Corp.*, 327 B. R. 143, 165 (Bankr. S. D. N. Y. 2005).

[258] 同前注[254], p. 53.

[259] 同上注, p. 60 - 61.

[260] See Joint Amended and Revised Motion of the Debtors and the Official Committee of Unsecured Creditors to Approve Revised Settlement Agreement with Financing Party Defendants in Committee Litigation at 8, *In re Lyondell Chemical Co.*, 503 B. R. 348 (Bankr. S. D. N. Y. 2014) (No. 09 - 10023).

#### 四、新时代下困境企业中的控制机会主义

正如上述案例研究所表明的,债权债务关系在 Gheewalla 案之后的几年里有明显下降。原来完善的司法规范和可预期的行为模式已经被破坏,连基本的礼让精神也已经退化。这对信贷市场具有整体性损害,因为放贷者需要有可预测的复苏预期,才有提供信贷的勇气。

然而,相信法官有能力作出更好的司法指引,不必变成一个互相推诿信托责任的世界。破产法官和非破产法官(包括州法院法官和联邦法官)都可以在恢复可预测性和治理秩序等方面发挥重要作用。重要的是,下文所述的变化完全在法官能力范围内,不需要重大立法或法律的重大转变。只需要法官对陷入困境的公司的管理者持怀疑态度,认识到控制机会主义可能会影响管理层做的任何事情。

在裁决合同纠纷时,州法院和联邦法官都应该考虑管理层提出的行动方案是否合理,是否体现了承诺实现公司价值最大化的商业判断。许多评论家和法院都认为,即使不对债权人施加明确的义务,管理者根本还是对公司负有信托责任,而不是直接对股东负责。<sup>[261]</sup> 以 Cumulus 的长期债权人为例,他们通过起诉要求法院阻止贷款合同中滥用循环贷款条款的行为。虽然法院认为这是一个合同案件,但不难想象如何在上面嫁接一个与 Gheewalla 案和 Quadrant 案一致的信托责任分析。

比如,法院可以考虑管理层在交换要约方面所进行的分析是否具有充分的合理性,就像法院在调查信义义务和商业判断规则的适用性时经常做的那样。<sup>[262]</sup> 比如,Forest Oil 的董事会真的认为,与 Sabine 的

---

[261] See *Quadrant Structured Prods. v. Vertin*, 115 A. 3d 535, 547 (Del. Ch. 2015). 其中指出大量法院和评论人士认为,受托人的责任直接针对股东,而不是最初针对公司。See generally Andrew S. Gold, *Dynamic Fiduciary Duties*, 34 CARDOZO L. REV. 491 (2012) (其中讨论了为何尚不清楚信托责任最初应归于公司还是股东的原因)。正如 Gold 所指出的那样,标准的表述是“股东和公司都有责任”,这错误地暗示了公司和股东的利益永远不会发生冲突。参见前注[260], p. 493。

[262] The seminal case in this area is *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 858 (Del. 1985).

重组合并,在 Sabine 担保债务的基础上,能够最大化公司的价值,并使整个公司受益吗?在进行这一分析时,法院应该避免过于重视“避免破产有利于公司”这一理念。PetSmart 的董事会真的认为,向其私募股权所有者派发股息,会有利于一家已经在数十亿美元债务重压下苦苦挣扎的公司吗?

对于破产法院的信义义务分析,Forest Oil 是一个很好的例子。在 Gheewalla 案和 Quadrant 案之后,法院立即驳回了信托义务请求,认为这与法律不符。<sup>[263]</sup>但如果法院认为管理层重新设计了交易,以逃避控制变更协议呢?当然,这种行为应该也可能引起法官们的质疑。自 Gheewalla 案以来,司法倾向一直在鼓励有意逃避合同条款的债务人去做他们之前承诺不做的事情。也许这些事前的承诺应该在随后的诉讼中得到更认真的对待。

重要的是,如果管理层知道他们将被迫在司法调查中更合理地证明自己的行为依据,他们将不会这样肆意而为。尽管更积极地应用商业判断规则不会消除控制权机会主义,但它可能会阻止恶劣性案件的发生。

此外,欺诈性转让诉讼作为一种破产救济手段已经跟不上实践发展了,整个诉讼过于漫长。虽然司法裁判的通常都需要很长时间,但法院在安排听证会和裁判欺诈性转让时,仍应该注意诉讼期限。与拒绝为特定原告伸张正义相比,缓慢行驶的正义列车同样有着广泛的负面影响。它会鼓励整个私募股本行业从投资组合中榨取过多股息,因为被告都知道,可能需要 10 年以上的时间才能结束欺诈性转让诉讼,到那时,这家私人股本公司目前的所有员工都已经换人。

本文还认为,破产法官在面对管理层的要求时需要更加果断,换言之,如果管理层想使一个利益相关者优于另一个利益相关者,那么直接进入破产清算程序是唯一可行的选择。<sup>[264]</sup>并且,即使破产法官宣布,他们不会允许 DIP 贷款人去限制无担保债权人对欺诈转让的调查权,

---

[263] See *In re Sabine Oil & Gas Corp.*, 547 B. R. 503 (Bankr. S. D. N. Y. 2016).

[264] 其他人也表达了这种观点。See, e. g., Melissa B. Jacoby & Edward J. Janger, *Ice Cube Bonds: Allocating the Price of Process in Chapter 11 Bankruptcy*, 123 Yale L. J. 862 (2014) (指出破产程序中急速出售资产的问题)。

也没有事实依据证明 DIP 融资会因此而枯竭。同样,也没有成熟的经验证据证明,为了公司能迅速脱离破产程序,以致没有足够的时间来全面调查一个重要的欺诈性转让索赔。

破产法官还应警惕一些程序性机制,如出售提议、索赔和解提议等,这些提议可能会剥夺无担保债权人的正当程序权利。并且,管理层人永远无权隐瞒“更高更好”报价的存在,信息应得到充分共享。例如,若是无担保债权人的官方委员会获得了提起诉讼的许可,法院应不允许管理层在官方委员会的反对下仍进行和解。

考虑到 Gheewalla 案和金融危机以来大量的机会主义,破产法官还应考虑是否需要更积极地实施欺诈性转让法。换言之,法院可以考虑是否应让欺诈转让法在技术上更有利于原告,比如让“崩溃原则”更便于原告适用。<sup>[265]</sup>此外,如果管理层为了使缺乏经济实质的杠杆收购免受挑战而付出大量努力,比如往返交易,法官也应对此保持怀疑态度。

综上所述,虽然本文的建议都不涉及重大改革,但它们可以为陷入困境的公司创造一个截然不同的董事会决策环境。

## 五、结论

本文认为,普通法偏离债权人保护是基于错误的事实认识,即债权人可以使用合同和破产法来保护自己。正如上面的案例研究表明的那样,即使当机会主义的风险被识别出来并预先订立了合同,也很难利用合同约束管理层的机会主义行为。因为代表大公司的律师们非常擅长于无休止的猫捉老鼠游戏,所以即使是最深谋远虑的合同条款,他们也能找到漏洞和应对方法。此外,破产法官还需要考虑许多除债权人保护之外的政策目标,如保持公司价值和最大化就业,而这些其他政策目

---

[265] 崩溃学说是一种常见的法律分析,允许法院将多个事务视为一个整体,它可以扩大范围的可避免的交易在杠杆交易的常见情况有几个步骤,该公司只在最后一步破产的一些措施。通过将这几个步骤“合并”为一个步骤,可以避免整个交易被视为欺诈性转移。See *In re Route 70 & Massachusetts*, L. L. C., No. 09 - 14771 (RG), 2011 WL 1883856, at \*1 (Bankr. D. N. J. May 17, 2011).

标与债权人保护观点(例如,债权人认为管理层对债权人造成了破产前损害)相比,前者往往会得到法官更多的青睐。

然而,正如本文在第四部分中所述,法官可以提供更多的帮助。更积极地应用商业判断标准,将迫使董事会更加认真地思考自己的行为,并采取更多行动证明自己的行为是合理的。一个旨在约束控制机会主义的裁决可能会在相当大的程度上冷却这种侵略性机会主义。就像法官们创造了当前的困境治理体系一样,他们也可以重建它。

只需要对控制机会主义作出一次不利裁判,就可以在相当大的程序上打消这种侵略性机会主义。总之,既然特拉华州的前裁判造成了当下的困境,那么有力的后裁判也能打破这种困境,重新建立起完善的企业困境治理规则。

(编辑:姜沅伯)