

# 外国投资者把握美国市场重组的机会

雷久斌（纽约）和钱奕（上海）

美国的破产申请数量正在接近空前的高点，并且目前美元相对于其他货币在贬值<sup>1</sup>。因此，聪明的投资者（尤其是外国投资者）有许多机会按有利的价格从破产中收购美国的公司资产。目前，美国最常见的企业重组的方法是先提出破产申请，然后在短时间内向首选的购买人出售资产（称为“363 出售”）。这种 363 出售最有名的例子是最近雷曼兄弟、通用汽车和克莱斯勒的破产出售。虽然 363 出售中的购买价格可能与“清算价值”一样低，但由于采用竞拍程序，购买价格通常接近“公平市价”。购买人在 363 出售中所享受到的真正好处是，其收购的资产不附带权利负担和权利主张，并且破产法院会认定该出售不是欺诈性的转让。另外，有利的汇率可以为外国收购者提供相对于美国竞争对手的优势。事实上，某些外国投资者已经在利用汇率差。比如：

<u>债务人</u>	<u>行业</u>	<u>购买人的来源国</u>
Asarco	铜矿	印度或墨西哥（提议的）
Spansion	内存芯片生产商	台湾（成交的）
Pilgrim's Pride	肉类生产商	巴西（提议的）
日蚀航空公司	轻型喷气式飞机生产商	俄罗斯（未能达成交易）
Barzel Industries	金属加工商	加拿大（成交的）
雷曼兄弟	经纪业务	日本（成交的）

但是，在高端的出售机会中，“合算的交易”并不多见。在许多情况下，最佳的机会并不是广泛公开，而是只有重组市场中活跃的参与者才知道。因此，在美国重组市场没有根基的外国投资者很难对不引人注意的出售或收购机会作出迅速、高效的反应。对外国投资者来说，一个可能的解决办法是，与洞察机会的现有美国破产市场参与者（例如私募基金、对冲基金和其它类型的投资基金）合作。

在美国，贷款的条件仍然很难满足。因此，大多数美国法院内的重组是快速向第三方出售资产。这种重组不限于任何特定的行业。事实上，363 出售已经在每个主要的陷入困境的行业成功实施，包括汽车、石油天然气、矿业、能源、航空、金融和房地产。这些

---

<sup>1</sup> 在 2009 年上半年，全美有超过 30,000 份商业破产申请，这超过了 20 世纪 90 年代早期以来任何一年的上半年的情况。另外，公司投机级债券违约率在 2009 年 8 月份达到了 10.2%，并且标准普尔表示，其预计该指标将在 2010 年中期之前达到 13.9%。因此，虽然经济复苏可能已经初现端倪，但接下来仍有大量的重组和破产收购机会。事实上，在 2009 年 8 月，标准普尔表示，“美国的相关信贷指标显示了信贷质量及受限制贷款条件的持续恶化。”因此，我们预测破产申请的数量将继续上升，一直到 2010 年结束。

资产的收购价格各有不同。但是，在某些情况下，可能有合算的交易。例如，在日蚀航空公司（Eclipse Aviation），最终的购买人为所有资产支付了 4000 万美元（现金和票据），其中，该公司承受了 10 亿美元申请破产前的担保和无担保债务。在该案中，最初提议的收购者是一家希望抓住扩张机会及有利汇率的外国公司。

尽管要求所提出的购买价格经得住市场考验，通常很难推翻债务人对购买人的首选（通常称为“假马竞标人/stalking horse”），因为通常会给予该潜在的购买人巨大的保护。相反，由于采用竞标程序，有其它投标人的参与，假马竞标人（stalking horse）的购买价格可能高于期望的价格。虽然外国投资者仍然可能因为汇率的原因而节省资金，但竞标程序的目的是确保为资产支付“最高且最好”的价格。最高且最好的价格是由具体情况决定的，并且如果资产的价格太低，则债务人总是有权不出售其资产。

某些市场参与者希望通过 363 出售或通过在一个重组计划下向债务人提供资金而收购资产。无论是哪一种情况，收购者均希望通过在破产案过程中向债务人提供融资而控制破产程序。例如，最近在 *Vectrix Corp*（一家电动车生产商和全球分销商）案中，一群私募基金投资人（他们拥有该公司的股票）创造了一种特殊的收购工具（New Vectrix LLC）以提供 300,000 美元的占有债务人（debtor-in-possession）融资（DIP 融资），以便为公司的运作提供资金，直至其资产可以出售为止。New Vectrix LLC 也叫做该公司资产的“假马/stalking horse”投标人。New Vectrix 对资产的出价为约 500 万美元，包括 175 万美元现金、DIP 融资金额的“credit bid（贷款人出价）”以及承担 330 万美元的负债。如果出售完成，New Vectrix 将以 500 万美元收购公司的资产（其估价约为 290 万美元）。500 万美元的收购价将用于结清 200 万美元的负债。如果出售没有完成，并且资产卖给了另一个购买人，则 New Vectrix 将有权获得一笔 125,000 美元的“终止费”以及一笔用于偿付其开支（例如法律及咨询费用）的 325,000 美元的款项。363 出售定于 2009 年 11 月 9 日（即案件开始约 45 天之后）完成。

在 *Lisbon Valley Mining Co.* 中，一家私募基金（及其客户）向一家在美国西部经营铜矿的公司提供了 1600 万美元的占有债务人（debtor in possession）融资并同意在一个重组计划下向债权人付款。与 363 出售相反，在这种框架下，该计划如果得到确认，私募基金投资人将拥有重组后的铜矿的 100% 的股权，而先前股权持有人的权益将消灭。由于需要满足某些通知和投票要求，为一个计划筹资的过程比 363 出售更长（在 *Lisbon* 案中，这个过程花了四个月），但是某些法律方面的考虑支持这种框架。

在两个例子中，每只基金都能凭借其对破产市场的敏锐洞察而采取迅速行动，从而利用各种机会。看起来，外国公司（其拥有强劲的现有业务、充足的资本以及对在海外进行战略性收购的期望）与投资基金（其拥有经证明的市场洞察力和成功）的组合将是美国破产市场中的一股强大的力量。鉴于目前的条件非常有利（例如汇率、现金需求及充满破产收购机会），对于跨越太平洋搭建战略性桥梁，现在到了前所未有的好时机。