



优化债务重组：创新债务金融工具化解 债务困境企业风险

荣希 范泽宇

摘要：债务重组过程很难实现债务人和债权人利益最优化。为保护债权人利益，防止资产“贱卖”，维护区域金融环境，创新债务重整融资工具化解债务困境企业风险。债务重整融资工具在结构、条款及管理上借鉴了资产担保债券、可持续发展挂钩债券、TLAC 债券等不同金融工具的部分优点，由对债务人资产有实际处置能力的实际控制人发起，通过特殊目的载体创设发行。债务重整融资工具的可行性，特别是债项评级、对地方政府债务的影响，以及与现有法律程序规范衔接等方面的问题需要重点关注和讨论。

关键词：债务重整 特殊目的载体 资产估值及处置 金融工具

一、研究背景

随着债券市场及宏观环境复杂化、经济增长放缓，各类型债务主体偿付压力渐显，债务违约、破产重整等民企、部分行业个案在市场上屡见不鲜。债务风险企业呈现组织大型化、区域性的趋势，影响到公开市场债务工具的情况越发常见。特别值得注意的是，即使不出现实质违约、交叉违约等情形，仅仅是融资状况不畅、收益率攀升等负面舆论和政策预期调整就可能导致主体实际走向违约和破产。

法律明确规则的债务重组主要是破产重整中的债务重组，涉及破产程序、债委会、破产管理人和共益债务等诸多概念、法律程序，又有执行环节上面临的各方博

弈、利益分配和时效限制，过程尽管有明确制度依靠，可以合规免责，但实践中对债务人和债权人很难实现利益最优化，形成大量资源浪费。

实践中，大型债务人往往在破产重整前预判债务偿付困难及债务重组需求，在没有法律依据阶段与债权人协商沟通，推动债权人进行非法律界定的债务重组，化解债务问题。这类债务重组主要体现为债权债务人就债权条件调整的谈判与协议过程，法律干预程度较低。这一方式具有灵活性，但是手段并不能超出常规沟通的处理方式，也由于各方博弈和缺乏实质上的责任承担方牵头，解决效果依赖于债务人或其实际控制人的协调能力和时

荣希，申万宏源证券有限公司；范泽宇，招商证券股份有限公司。

机选择。

从近两年市场上已有的某铁物资、某航、某大方正、某海国投、某夏幸福等案例看，在债务重整过程中，不同的组织方式和所利用的手段存在优势和弊端。除了这些市场普遍关注、公开情况较多的社会影响力大的案例，近年来上市公司也有较多债务重组的情况，公开信息披露较为全面。

不同案例结果表明，破产重整和债务重组整体对债权人的保护程度较弱，很大程度上是由信息不充分、不对称及债权人受困于内外制度造成的非最优选择的结果。

“债务重整融资工具”有别于破产重整和债务重组，是在非金融企业债务金融工具监管制度下，基于现行法律和程序管理的金融创新。

二、主要目标

传统的债务重组以生产型企业为主要视角，认为盘活资产，获得资金使债务人能够正常继续生产经营是解决债务问题，甚至债务人重生的关键。通过债务人和债权人分担即期损失，让债务人重新开始正常生产经营。

这一观点将债务积累的过程中，债务人过度乐观、盲目追求规模、债务资金取得方式不合理、债务期限安排不合理的责任，弱化排序到债权人放松债权投资条件、鼓励债务人资金投入及经济环境增长放缓等因素之后，是不合理的逆向激励；首要责任要么归结为债务人自身，或

其实际控制方。因此在国有金融机构主导的金融环境下，首先最大程度保护国有金融债权人是稳定区域内金融融资环境的第一选择，也是在保护债务人未来的发展机会。

综上所述，创设债务重整融资工具的目标以保护金融债权人为首要目标，尤其是具有优先受偿权的第一顺位债权人。次要目标还包括优化资产估值及处置等。

（一）保护金融机构债权人

债务重组环节时，通常会发生较多法律诉讼，受限于资产诉讼保全、破产重整程序中的个别清偿撤销权、债权人委员会规则，债权人很难及时实现优先受偿。债务重整融资工具发行募集资金的用途是偿付具有优先受偿权的金融机构债权，解除相应抵质押受限资产的权利负担，为未来资产处置及其他相同偿付顺序的债务偿付创造条件。

（二）优化资产估值及处置过程

债务人有处置资产清偿债务的能力时，基于压力情形处置资产，已经让价格大幅低于经营常态情况下的价值。债务重整融资工具发起的前提是债务人自身已经不足以保护金融机构等债权人利益，债务人自身信用条件进一步恶化，资产评估公允性及处置方式可行性都很难获得信任。

通过债务人实际控制人（绝对控股股东、政府主管部门）资产盘活能力、上下游控制力发起“债务重整”，发挥其对债务人资产合理估值定价、变现处置的能力，依靠实际控制人上述行为的公信力、沟通



谈判能力，将债务重组过程中“资产定价-变现价值”的偏离减小，避免资产“贱卖”，合理地获得资产变现资金；将债务人与债权人博弈过程公开透明化、法律条文化，在资产有公信力定价的前提下，围绕资产处置净值创设发行债务金融工具；甚至在对债务结构做出调整之后，重新获得生产经营活力。

（三）维持地方金融融资环境健康

债务人出现无法清偿债务迹象，或对债务清偿意愿不明朗的情况，往往会导致金融机构对区域内风险偏好整体下降，尤其是区域内有较大影响力的国企或者对区域经济贡献度较高的民企，都可能导致区域内整体金融融资环境恶化，进而造成区域内其他主体筹资能力下降，近期典型如某煤集团债务违约事件，整体上导致所在省区域国企主体的公开市场融资冻结半年。

通过债务重整融资工具转换债务期限，保障金融机构即期债权，使区域内再融资安排能够顺畅进行。此时债务重整融资工具募集资金，具有地方政府偿债基金相似的功能效果，可在发行结构及条款挂钩地方政府偿债基金。

（四）以时间换空间取得债务重整的最优解

通过降低债务人即期债务本息支出的

压力，避免短期现金流错配对债务人经营债务和资产处置造成“挤兑”。各债权人能够对即将形成的损失在预期时间通过计提坏账、建立风险储备、谈判处置等方式得到一定的消化、吸收和分担，形成损失预期及风险缓释，避免对上下游产生重大冲击影响，取得债务重整的最优解。

三、结构及管理

债务重整融资工具融资目的、资金使用、发行规模框定、偿付来源，违约后的解决方案，都与一般非金融企业债务融资工具有较大的差异；融资带来的利益并不完全归属于债务人，偿付顺序理论上与债务人其他非优先债务同序。

（一）由实际控制人作为发起方^①

从保护投资人程序合规，以及优化债务人资产负债结构的角度，不宜将债务重整融资工具直接纳入债务人资产负债表，债务人也不适宜作为发起方。由对债务人资产有实际处置能力的实际控制人牵头发起债务重整项目，协商主要债权人，对债务重整项目统筹管理，以债务人的资产价值按照处置系数折算后为上限额度发行债务重整融资工具。此角度看，债务重整融资工具也是一种特殊项目收益债。

发起方统筹管理的内容包括但不限于

^① 实际控制人通过种种途径对核心基础资产高估价值是金融业务实践中难以避免的现实弊病。笔者在本文中提出由实际控制人作为发起人，以发挥其资产处置优势主要基于以下两点考虑：一是核心基础资产的处置盘活往往离不开实际控制人的配合。实践中，无论是对房地产企业还是地方城投债务化解，都充分证明了这一点。二是资产的潜在价值与瑕疵，实际控制人掌握信息相对充分，参与定价更合理且成本较低。为了最小化实际控制人低估资产逃废债的道德风险，笔者在创新机制上建议发起人承担“有限”诚信责任，通过SPV进行隔离避免风险传染和无限连带责任，也不能恶意逃废债。

对资产合理估值定价，估算资产处置净值，搭建发行载体和发行结构，预估债务重整融资工具发行规模、期限，制定债务重整融资工具存续管理制度及偿付安排措施，债务重整融资工具违约预处理方案及债务人破产清算的“生前遗嘱”^①。

（二）通过特殊目的载体发行

发起债务重整融资工具的情形下，债务人虽没有实质债务违约，尚未进入破产重整，但已处于较为严峻的经营运转状态，外部融资来源几近枯竭，不宜作为发行人。发起方的定位及职能较为复杂，如果实际控制人是政府部门或者区域内国资管理机构，不适宜直接作为发行人；有实际业务经营运转的大型综合性集团，也不宜突破法人治理结构直接作为发行人。

从债务重整融资工具第一偿付来源安排看，债务重整融资工具的发行方须代表债权人，按预先制定存续管理机制、方案条款监督债务人经营管理、参与重大决策，对资产处置收益享有优先于股东的顺位，并与原股东及实际控制人的其他资产、企业的正常经营管理绝对隔离，避免风险传染。

综上所述，债务重整融资工具的发行人更适合采用新设的特殊目的载体（SPV）^②，控制关系处于债务人与实际控制人之间，

形式可以是独立的实体公司或信托计划，不具有实际经营职能，债务重整融资工具是其全部负债，经由债务人的公司章程修订及股东间协议约定，对原股东及债务重整融资工具发行人之间的剩余价值索取进行顺序约定。

（三）发行规模以资产估值为“锚”

债务重整融资工具的发行规模需要严格“锚定”债务人资产估值及处置净值，以保障债务重整融资工具投资人的安全边际。因此资产处置净值无法清偿既有债务总额资不抵债主体，不属于符合发起债务重整融资工具的“项目范围”。资产估值扣除处置税费后的处置净值，再乘以实际控制人和主要债权人认可的变现系数，估算出发起方确认的资产变现预期收益，以此测算债务重整融资工具可发行规模上限。资产估值、处置净值及处置预期收益预测，均应作为申请发起债务重整融资工具要素报备给监管部门、披露给投资人，并有限度公开披露给市场，保护投资人利益的情况下，合理引导市场预期。

（四）期限覆盖资产处置时限

债务重整融资工具偿付资金主要来源是资产处置收益，预置合理充足的资产处置期限，并将收益合理摆布置换即期债务，

① 笔者认为可以借鉴国际及国内系统重要性金融机构风险及损失管理上建立的总损失吸收能力和“生前遗嘱”管理理念及手段，为大型债务人债务重整配套相应措施。

② 以核心资产为基础发行产品，面临既有优先债权人的抵质押权解除问题，但是创新工具的主要目标之一是保护优先级债权人的偿付时效，募集资金用途是偿付具有优先受偿权的金融机构债权，解除相应抵质押受限资产的权利负担。

因此笔者认为可以考虑SPV作为第二顺位抵质押权人，发行产品后解除第一顺位抵质押权人的方式；同时通过合同条款、预重整法律实践及产品制度，缓解实操中可能产生的漏洞和障碍。



避免债务人资产进入到资产查封、执行等漫长的诉讼法律流程。考虑到目前市场主要的债务期限结构都在5年以内，资产处置周期通常在2~3年^①，因此债务金融工具的期限初始设立应不短于10年，期限设置挂钩实际控制人资产处置进度、债务人的关键财务指标、发行时制定的存续管理机制、方案条款，在第5年后提前偿付或者存续过程中触发条款加速到期。

债务重整融资工具的结构设计和偿付安排特征与资产担保债券相似，可以在监管措施、披露机制、存续管理方式上相应借鉴^②：例如对拟处置的资产进行持续性评估，动态管理处置净值和测算预期处置收益；同时引入可持续发展挂钩债券的期限设计安排，将债务重整过程中的处置效果、管理效率、风险防控措施纳入方案的期限、利率、减记、转股设计。

（五）偿付安排及“救济”条款保障债权人利益

债务重整融资工具核心增信措施是拟处置资产处置收益质押给融资工具，不强制性要求外部增信。处置资产后，超出本息金额之外的收益仍属于债务人。由于募集资金用途主要是偿付对资产具有优先受偿权的金融机构债权，并不实质影响债务偿付顺序。

普通债权人受偿顺序原本次于享有

优先受偿权的金融机构债权，最关注的一个问题在于新偿付顺序下，处置资产对债权的保护程度。由于适用的债务人不属于资不抵债，且发行规模上限被严格控制不超过资产处置净值与变现系数估算确认的资产变现预期收益，因此普通债权人受偿金额所受影响较小，也在较高的发行规模下较早部分受偿，或者延长债权受偿时间换取更合理的资产处置价格，取得更高受偿率。

债务重整融资工具偿付机制让股东及实际控制人承担了责任，为了维护自身利益，股东及实际控制人会在发行前资产估值、测算发行规模等环节严格把控，充分论证、审慎制订存续管理机制、方案条款的设置。

同时可引入估值及收益“救济”机制，防范估值及预测收益在债务重整融资工具发行后“变脸”，把实际控制人的补偿作为救济措施，提高实际控制人触犯道德风险的成本。

（六）多类偿付方式对应不同化解结果

偿付方式可归纳为三类：一是用债务人的资产处置收益偿付，这是符合债务重整融资工具创设目标的第一偿付来源；二是通过再融资的资金偿付债务重整融资工具，属于较为复杂的交易安排情形；三是转换为进入破产程序后的其他形式。分别对应债务重整正常进行、高于预期和不达预期（失败）三种状态。

① 此处期限笔者参考资产管理公司处置资产的市场情况及人民法院查封被执行人不动产的期限一般不得超过三年的规定。
② 2022年5月银行间市场已成功发行资产担保债务融资工具。

1. 资产处置收益

资产处置收益是债务重整融资工具第一偿付来源。资产处置过程由债务人、实际控制人/发起方、优先债权人、投资人共同参与，发挥主导作用的是实际控制人/发起方。

如果债务人/实际控制人不具有对资产的实际处置能力，可能会需要引入对资产有实质处置、变现能力的第三方，如地方政府（包括实际控制的地方国企）或者资产管理公司等机构，其参与发起债务重整融资工具是更优的选择，在涉及不动产、土地使用权、特许经营权、市政基建应收款项等资产类型时，实质处置、变现能力重要性更加显著。

2. 再融资

再融资的情况要分较多情形，但总体而言，能够实现再融资偿付对于债务重整融资工具当事各方，是属于优于资产处置的选择。

首先，再融资的情况不属于资产无法处置，而是处置收益弱于取得再融资为各方带来的整体效益。整体效益除了财务利益之外，还包括恢复债务人正常经营或整体被收购，为地区形成财税收益以及获得降低债务人员工波动性等社会效益。通常表现为第三方参与收购或对债务人重组，发挥破产重整程序中重整投资人的作用。

其次，如果是债务人实现了再融资功能，解除资产处置质押收益的质押，更直接表明债务人已经恢复了自身现金流的正常循环，无须继续使用债务重整融资工具。

再次，SPV通过资产处置收益预测的现金流，实现再融资偿付债务重整融资工具。这一情况说明资产处置预期是可靠稳定的或者待处置资产本身有正常偿付安排（与即期债务偿付现金流错配形成了偿付压力），是真正的优质资产。这种情况与资产处置收益偿付的差异是资产表现或外部环境变化，导致资产预期改善，从而实现更优化的融资成本和规模。

最后，如果实际控制人为地方政府时，可以将地方偿债基金作为来源，也可以尝试对项目发行地方政府专项债。近年来多个省市级地方政府为了稳定区域金融环境，改善城投类型地方国企的融资状况，建立了债务化解基金或地方偿债基金，为债务偿付时突发情况作应急储备。如果此类企业作为债务人的债务重整融资工具，其后备的偿付来源当然包括地方偿债基金。以地方偿债基金作为再融资的来源意味着政府清偿了债务人的相关资产对应的债务或为其股东提供了资金，为进一步债务重整优化了债务状况。

另外，由于资产处置的收益有相对明确的预期现金流，金额及时限已经在申请时进行明确约定，还有较为确定的存续管理要求和风险控制措施，如果对应的资产（如在建工程或特许经营权）符合专项债的项目一般性要求，可以尝试将债务重整融资工具对应资产的处置作为一个项目申请专项债。

3. 破产重整、减记、转权益投资

债务重整工具融资穿透还是对应债



务重组，一旦资产处置不及预期，或触发存续管理的风控条款及其他不可控因素导致重整失败，即转入破产重整甚至破产清算。彼时债务人资产价值往往面临较大折损，或是出现其他债权人诉讼、查封执行等情形，债权人、债务重整融资工具投资人、共益债务债权人等各方矛盾大概率将面临激化，投资安全退出的障碍将显著增加。

因此即使处置不及预期，避免进入破产程序，也可能是各方更好的选择。在债务重整融资工具设计时即建立处置不达预期的处置机制——“生前遗嘱”，将债务减记、转权益投资作为进入破产程序前的救济手段，或引入最终救济方——实际控制人进行风险和损失分担，进一步协商解决债务问题，让各方利益实现最优化。

（七）违约情形认定及损失分担安排更合理

债务重整融资工具从本质上仍然是以合同约定为主的债券，涉及违约的情形与违约后损失的承担。

首先，债务重整融资工具的违约情形与普通债券不同。普通债券违约主要是到期无法兑付本息的违约和交叉违约。债务重整融资工具的发行条件特殊，更多依靠参与各方的责任和方案条款保障债券的兑付，发行条件的保障和存续管理过程中各项约定执行是极其重要的，不亚于普通债券主体的信用变化和财务变化。债务重整融资工具的违约情形包括两大类型：发行前阶段参与方——主要是债务人及其实际控制人没有尽职责任，存续期债务人及其实际控制人、参与存续管理的第三方违反

约定且无法承担对应条款的责任。

发行前阶段的违约主要是在处置时发现资产状况和处置收益预测与发行前披露出现重大不符和未尽职保护资产价值的情况。存续管理的违约情况主要是负责运营使用、管理、处置资产的相关各方没有按照约定履行义务，且无力承担对应责任尤其是损失赔偿责任。

除上述情形外，债务重整融资工具在市场情况下资产处置不达预期或其他原因未能及时处置，均属于风险触发情形，采取相应的风险控制措施和对应处理预案，不属于融资工具的违约。

其次，损失根据来源确定责任，如果是违约造成的损失，对应追究违约方责任。如果是债务重整融资工具存续管理中非违约形成的风险，损失分情形按照约定的条款方案分别承担，总体上而言是分层递进承担。例如进行减记、转权益投资，或是让实际控制人救济，最终可以进行破产重整及清算。

最后，已经明确约定的“生前遗嘱”具有延伸效力。“生前遗嘱”除风险控制措施和损失承担方案外，也实际包括破产重整的预案——预重整方案。具体而言，在人民法院受理重整申请后，债务人或者管理人应以预重整方案为依据制定破产重整计划草案，并提交人民法院和债权人会议，有关出资人、债权人对预重整方案的同意视为对重整计划草案的表决同意。除预重整方案外，“生前遗嘱”不应排斥在破产重整过程中继续推动债务重整的外部协调。

（八）在预重整初期介入

债务重整融资工具介入的合理时机是

在债务偿付风险问题超出债务人自身解决能力之外，但在进入破产重整之前。目前此阶段并无真正意义的法律约定，实践中多地法院在破产案件审理过程中通过案例界定为预重整阶段^①；截至2021年上半年，我国已有24个地区相继针对预重整制定了政策性文件。

从各地法院和政府对于预重整制度的探索和实践，以及推行预重整的程序看，债务重整融资工具可以在预重整初期介入，作为引导工具或辅助工具，在发挥保护优先债权人利益的同时，清理债务关系，与预重整流程衔接，将预重整作为存续管理的一部分，把破产重整计划作为非正常退出途径或救济措施的备选选项。

1. 预重整机制特点

预重整制度最大的特点在于有效结合了企业重组和司法重整的优点，将非法定程序的重组协议效力向后延伸至破产重整的司法程序，同时将破产重整程序中的债权审核确认、审计评估、资产调查、重整投资人引入、重整计划草案制订和表决等核心步骤前移至司法程序启动前。

2. 预重整的流程

目前我国法律及司法解释中尚未明确规定预重整制度。最高人民法院自2017年起印发的多份文件均强调要探索构建庭外重组与庭内破产程序的衔接机制，推动建立预重整制度。在最高人民法院和相关部委的积极推动下，多地人民法院开始在实

践中探索预重整的相关机制规则，现在部分地方，如深圳、温州、北京、南京、苏州等地对预重整发布有相关规范性文件（详见附录^②）。预重整流程大致可划分为预重整申请和启动、预重整管理人选定、预重整程序推进、预重整与重整程序/庭外重组的衔接等。

3. 预重整的主要类型

各地在实践中形成了四种有差异的预重整模式，包括：法庭外预重整模式、法院受理破产清算之后的预重整模式、预立案阶段预重整模式、政府直接受理预重整模式。本质上是自主型与政法主导型。

实践中预重整较多采用政法主导型，而债务重整融资工具作为前置的引导和辅助，应更多体现各方自主的意志，更匹配自主的法庭外预重整模式，但是不排除在债务人的实际控制人为政府或政府实际控制的主体承担了较为重要的救济责任或其他（如投资人）角色时，在政府直接受理预重整模式下运用债务重整融资工具服务债权人及实际控制人。从多个全国性的重大债务重整案例中，可以看到政府依靠公信力在必要时提供重整过程背书对于避免市场波动、稳定债权人的重大作用。

4. 与预重整制度的衔接

债务重整融资工具中实际控制人/发起方是重要的相关利益主体，从其承担的职能和发挥的作用来比较，与预重整模式中的预重整管理人有重叠：^①全面尽

① 此阶段在国际上有成熟的法律界定为预重整，起源于美国司法制度。

② 附录为增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



职调查债务人；②判断是否具有重整价值和可能；③明确重整工作整体方向，组织拟定预重整方案；④监督债务人经营管理，及时报告影响重大的事项。

预重整管理人可由法院或政府指定，但从实践和各地政策上，目前必须出自人民法院管理人名册中。如果未来将管理人指定主体范围扩大到实际控制人（债务重整融资工具中发起方）或债权人等相关强利益主体，将增强预重整阶段各方自主权和市场化程度，债务重组融资工具能够更好地发挥引导辅助作用。

四、与其他金融工具的比较

债务重整融资工具针对解决的问题、债务性质及适用时点与共益债务相似；发行结构、条款设计、存续管理、偿付安排结合借鉴了资产证券化产品、资产担保债券、总损失吸收能力（TLAC）债券、可持续发展挂钩债券等不同类型债务工具，以及优先股、永续债等具有权益性质的融资工具，其中对资产担保债券借鉴较多。综上，将债务重整融资工具与共益债务、资产担保债券进行比较。

（一）与共益债务比较

1. 介入时点和依据不同

共益债务是破产重整过程中重要外部资金之一。往往以在破产程序中向债务人新增借款的方式提供，即破产申请受理后、

法院裁定批准重整计划之前确立债权债务关系。破产重整阶段新增借款认定共益债务要满足特定条件^①，履行法定程序。

债务重整融资工具的介入时点为预重整初期，甚至进入预重整之前达成合意即可主动发起。从先行实践和政府相关指导预期来看，预重整更多体现各方自主意志，协商谈判形成文件条款，对各利益相关方约束。

2. 资金使用目标不同

共益债务为全体债权人利益而产生，根据破产法及司法解释规定，共益债务用途应局限于“为债务人继续营业”。

债务重整融资工具对于金融机构的优先债权具有更优先保护级别，即首要募集资金用途是偿付金融机构抵押质押债权，多募集的部分用于债务人继续经营使用或普通债权人的偿付，也可用于为将来可能的破产重整做准备金。

3. 债权优先性和结构不同

共益债务在破产程序中的优先性并不是绝对的，至少并不优先于抵押债权等有财产担保债权清偿；司法解释明确，主张共益债务优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的，人民法院不予支持。

债务重整融资工具不是债务人的直接债务，但资产处置净收益是质押给债务重整融资工具的第一偿付来源，在实务角度相对于共益债务来说仍然是优先级债务。

① 破产程序中共益债务认定基本须满足以下条件：（1）发生于破产申请受理后；（2）系为全体债权人的共同利益发生，而非为部分债权人的个别利益而发生；（3）借款用途为“为债务人继续营业”；（4）须经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可；（5）具有借款外观的重整投资价款在履行共益债的法定程序且以记入重整计划等方式取得司法确认后，可理解为共益债务。

破产重整中，存在重组投资人以股东借款等形式向债务人发放重组投资价款的情形，条款安排与债务重整融资工具具有一定相似性。重整投资款不会当然被认定为共益债务，但如债权人会议、管理人及法院等主体均认可其为共益债务，法律亦不禁止这样的安排。依此推论，在预重整阶段介入的债务重整融资工具，如果在重整预案或“生前遗嘱”条款约定中确认优先级债务的性质，也将在后续破产重整中在物权法法律框架下获得认可^①。

4. 对共益债务有替代性

预重整阶段债务人亦存在维持生产经营、进行资产保值增值、引入新融资等需求，该等需求亦为全体债权人利益而产生；近年随着预重整实践的推进，在法院受理破产申请前产生的借款在当地司法实践支持且符合立法及当地司法政策中关于共益债其他条件的前提下，可能被认定为共益债务^②。

从上述规定可以推断，预重整阶段运用债务重整融资工具，可在较为简化的程序下取得更多用途的资金，债务偿付顺序甚至优先于共益债务，更能被投资人内部

风控认可，获得更优越的资金价格、期限条件。

（二）与资产担保债券 / 资产担保债务融资工具（CB）的比较

资产担保债券是欧洲最重要的结构性融资产品之一，主要发行人为银行，以高质量信贷资产构建担保资产池发行的债券。投资者对担保资产池和发行人有双重追索权，发行人承担还本付息的第一责任，发行人无力清偿时，债券持有人拥有担保资产的优先处置权。发行人可以是实际融资的金融机构，也可以是持有资产权益的SPV；如果由SPV发行，实际融资的金融机构对SPV并表且提供增信。

CB是银行间市场交易商协会借鉴资产担保债券条款推出的创新产品^③，发行人是非金融企业，可以是项目公司或其实际控制人，以可依法设立担保的资产为投资人设立担保权利，以发行人或该资产处置或经营产生的现金流为主要偿债来源。

1. 结构及管理相似

CB可由项目公司（SPV）作为发行人，资产（处置）收益作为还款来源。CB设立债权人权益代理机构和资产监督及处

① 根据物权法等法律规定，还有一些其他法定优先权利比抵押担保等优先级债权更优先，如建设工程款债权、商品房消费者权利等。此外，在破产项目实操中，如担保物上存在欠缴的土地出让金，其变现价值将可能优先冲抵土地出让金，再对优先级债权进行清偿。债务重整融资工具的优先级很难突破物权法规定，取得更高优先顺位。

② 深圳市中院《审理企业重整案件的工作指引（试行）》第三十六条规定“在预重整期间，债务人因持续经营需要，经合议庭批准，可以对外借款。受理重整申请后，该借款可参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第（四）项的规定清偿”；《苏州市吴江区人民法院审理预重整案件的若干规定》第七条规定“（预重整期间的借款）预重整期间，经本院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。债务人可以为前述借款设定抵押担保，抵押物已为其他债权人设定抵押的，按照物权法第一百九十九条规定的顺序清偿”。

③ 金融机构资产担保债券目前正在监管机构内部论证，本文暂不予讨论。



置机构，与债务金融工具发起方职能相似。资产担保债券可由信托发行债券。信托以收益权设立财产权信托，一旦触发权利完善事件等风险控制条款，即由信托替代发行人履行债权管理职能，保证投资者对担保资产有优先追索权。

2. 募资用途和阶段不同

债务重整融资工具募集资金用途是限定的，受到严格的监督管理；基于债务人非正常的经营状态，预置的风险控制措施，存续管理、退出方案是“生前遗嘱”的一部分。资产担保债券/ CB 是正常经营主体发行的，募集资金用途更多样灵活。

3. 退出方式不完全相同

资产担保债券/ CB 通过发行人的现金流或资产的现金流进行偿付，到期退出。债务重整融资工具退出安排较为复杂，通过资产处置净收入退出只是其中的优先选择，通过再融资或由其他第三方通过收购债务人股权重组、实际控制人进行救济等方式，甚至进入破产重整都是正常的退出方式。在不符预置退出方案条款或处罚存续风险控制机制的情形下，属于非正常退出。

五、债务重整融资工具的适用情形

(一) 债务人重资产且有处置价值

债务重整融资工具第一偿付来源是处置资产的收益净值，特别是债务人抵质押给优先债权人的资产。债务重整融资工具募集资金偿还优先债权后，解除资产权利限制，获得资产处置收益的质押增信。因此债务人资产规模和处置价值是债务重整

融资工具适用所考虑的首要要素。

(二) 债务人仍有可预见的经营收入

债务人的现金流无法偿付即期债务是发起债务重整融资工具的前提，造成的原因可能是债务集中到期的压力较大，也可能是经营性现金流受到外部冲击影响无法按预期收回，或兼而有之造成现金流错配。但是在债务重整融资工具发起时，债务人仍应有可预见的经营收入，不明显丧失正常运营生存能力。

(三) 债务人未来具有重整价值

债务重整融资工具介入时机不迟于预重整阶段早期，意味着债务人的经营状况符合预重整的基本标准，具有重整的可能性和拯救价值：符合国家产业政策，具有发展前景；在行业内有一定地位（市场认可度、技术和产能先进性）；经营模式成熟、团队稳定性/认同感高；品牌价值，包括营销网络、客户关系、品牌效应及其商誉等；有特许经营资质、工艺技术、知识产权等无形资产的利用价值。

(四) 实际控制人信用强

实际控制人是债务重整融资工具运作机制的核心，不仅是作为发起方，资产价值评估、处置收益预测等关键环节和要素均是由实际控制人主导进行的，还在存续管理中也有重要的管理和监督职能。因此实际控制人要有很强的公信力替代债务人作为信用枢纽。

实际控制人的财务情况并不完全依赖债务人，这是实际控制人能够通过自身公信力牵头推动债务重整融资工具的隐含要素。如果实际控制人本身的资产、财务状况对债务人依赖强，那么随着债务人进入

困境，实际控制人也面临较高风险，较难通过自身信用和公信力推动主要利益相关债权人和投资人支持配合债务重整融资工具的复杂方案条款和处置安排；在后续的资产处置交易中，也可能由于自身困境无法取得最优交易条件。

实际控制人信用强另一个表现是对债务人的控制力强。债务重整融资工具需要债务人进行大量配合工作，尤其是资产价值维护和生产经营运转。在债务重整融资工具的条款安排下，无论是资产处置完成偿付全部债务，或是整体被收购重组引入新的实际控制方，债务人都可能最终走向消亡，在此情形下，保持债务人经营管理层和员工的勤勉尽责也是实际控制人信用及公信力的体现。

（五）主要债权人支持

主要债权人，特别是以优先级债权为主的金融机构，在债务重整融资工具各个环节都处于重要地位。主要债权人对资产估值及收益预测合理性、存续管理方案条款的可执行性、重整/清算等“生前遗嘱”安排的态度，会直接影响到债务重整融资工具是否会成功发行、是否能够避免出现预计之外的结果。当进入预重整或破产程序后，债务重整融资工具的方案条款可能成为破产重整的基础，甚至司法机构的决定都需要主要债权人的明确意见。

（六）投资人认可度

债务重整融资工具的发行标志着债务人陷入了偿债压力困境，债务人一般难以在市场上获得融资。在评估资产及预测处置净收益后，能够募集资金全部偿付优先级债权，重新建立债权期限和偿付安排，

需要获得投资人对整个交易的充分认可和支持。虽然其中部分投资人可能就是原优先级债权人，但期限和成本上的优化仍需要大量的谈判沟通。

此外，债务重整融资工具虽然不是由债务人发行募资，首要目标也不是为债务人提供流动资金，但募集资金在偿付优先级债权后的超额资金仍然可以通过SPV在实际控制人及监督管理机构监督的管理下，出借给债务人。此部分的资金可以视同在预重整初期阶段引入了重整投资，投资人的认可可以让债务人实现继续经营的可能性和重整成功率大大提高。

（七）债务人配合意愿好

债务人要在债务重整融资工具发行后，尽力保持正常的经营运转，并履行下列义务：①妥善维护资产价值，并开始寻找交易对手；②配合债务重整融资工具交易中安排的监督管理机构进行全面的调查评估，配合审计评估，接受监督管理机构的监督；③及时向监督管理机构报告经营中的重大事项；④积极与投资人、债权人、（退出）意向投资人等利害关系人协商，制作预重整方案；⑤不独立对外实施开展新的金融业务关系，包括再融资和提前清偿普通债务；⑥完成可能进入预重整阶段所需要的相关其他工作等。

六、重点关注及进一步讨论的问题

（一）债项评级问题如何解决

目前非金融企业债务融资工具已经取消强制性外部评级，但是不可否认债项评级仍然是许多投资机构参考的准入标准，没有评级或达到一个基本的级别，无法让



投资机构参与债务重整融资工具市场，更难以实现调整期限结构、降低成本的目标。

从目前的评级方法来看，仅依靠资产处置的净收益增信，较难获得高债项评级。债务人补充增信是否有利于债务重整融资工具实现目标及存续期的评级稳定，是需要进一步论证探讨的，能否实质性被投资人认可更需要实践中检验；实际控制人在特定条件下参与债务重整融资工具的偿付，是否能够避免前期对实际控制人形成风险传染。

从产品设计角度考虑，债务重整融资工具是与实际控制人的主体信用进行隔离的，并不是在产品清偿顺序中把实际控制人作为清偿主体之一，不引入其主体信用为产品提供外部增信。产品设计为通过特殊目的载体发行，也是基于隔离风险的考虑。

实际控制人的发起责任意义在于以诚信操守对创新融资工具对应的资产估值和处置价值可靠性负责，承担的是诚信责任。

（二）是否增加地方政府债务

债务重整融资工具适用的一类重要主体是地方基础设施类国企，实际控制人是地方政府部门。实际控制人为地方政府的情况下，实际控制人的主导或同一控制下其他主体参与（例如股权或土地的回购转售、应收款项赎买）是否会增加地方政府债务，是否被视同地方政府的信用背书；债务人的债务是否会借道债务重整融资工具被列入一般公共预算支出内容，成为地方政府阳光化的隐性债务；如果利用地方偿债专项基金作为救济措施或最终偿付来源，是否会形成负面选择的引导倾向，进而实质上增加政府债务。

从“维持地方金融融资环境健康”目标看，避免增加政府隐性债务是必要的，有助于防范区域信用风险传染；解决持有大量基础设施资产的城投企业潜在债务问题，政府引导和实际控制层面的长期规划也是必要的。建议通过充分信息披露、公示相关资产运营/处置过程、引导市场及投资机构预期的方式，降低债务重整融资工具存续过程中，各参与方信息不对称及博弈引发的负面效果。将地方政府参与的“手”始终展示给市场，在发起初期划定财政及财务“边界”，遵循必要的决策程序，杜绝增加政府隐性债务负担。

（三）如何避免“个别清偿”风险

通过创新债务金融工具融资优先清偿金融债权人，是否存在被认定为“个别清偿”的法律风险。困境企业在预重整阶段可能被认定已具备破产原因，但我国现行的预重整制度及破产法律制度框架下，未进入破产法规定的破产重整阶段，如何认定已具备破产原因，实践中仍然需要具体案例具体解决，对于“个别清偿”个案的不同情形较难统一认定标准。

破产法及相关司法解释明确，债务人对以自有财产设定担保物权的债权进行的个别清偿，属于破产管理人“个别清偿”撤销权的例外情形之一。但从研究角度看，债务重整融资工具无法在金融产品设计层面杜绝“个别清偿”风险；如果未来本产品进入实践试点，建议通过参与的法律顾问充分论证可能存在的法律风险。

（四）如何在制度层面进一步完善规范

债务重整融资工具从准入就始终处于微妙的各方平衡，依靠各方自主意志、博

弈、利益分配，虽然可以提高效率，但如果制度层面不加以完善规范，微妙平衡可能在不同过渡阶段引发新的风险和问题，致使债务重组融资工具发挥的作用与初衷背道而驰。通过制度安排规范债务重组融资工具从发起到发行各环节，衔接预重整

制度、破产重整、清算等不同阶段，才能让债务重组融资工具更平稳持续地发展，促进债务问题化解，保护债权人的利益。

■

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知（发改财金〔2018〕152号）[Z]. 2018-01-19.
- [2] 国务院.关于开展营商环境创新试点工作的意见（国发〔2021〕24号）[Z].2021-11-25.
- [3] 国务院国资委.关于印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》的通知（国资发财评规〔2021〕18号）[Z].2021-02-28.
- [4] 谭熠.预重整实务研究——基于各地规则的解析[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/49kuOc9Ls--CYftX4HiRjg>.
- [5] 杨芮.共益债投资的法律难点与风险控制——破产程序中新增借款的性质及清偿顺位[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/Nn6XkLj-tTcWFSLe7IsiKQ>.
- [6] 银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务防范化解工作的指导意见（银保监会〔2021〕15号）[Z].2021-07.
- [7] 中华人民共和国企业破产法[Z]. 2006-08-27.
- [8] 最高人民法院.关于适用《中华人民共和国企业破产法》若干问题的规定（三）（法释〔2019〕3号）[Z].2019-03-27.
- [9] European Covered Bond Fact Book[EB/OL].<http://www.ecbc.hypo.org>.
- [10] Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet[EB/OL].<https://www.bis.org/bcbs/publ/d387.htm>.

Optimizing Debt Restructuring: Exploring a New Debt Financing Instrument in Debt Overhang Entity Risk Management

RONG Xi¹ FAN Zeyu²

(1.Shenwan Hongyuan Securities Co., Ltd.; 2.China Merchants Securities Co., Ltd.)

Abstract It is difficult to achieve optimal benefits for both debtors and creditors in the process of debt restructuring. In order to protect the interests of creditors, debt restructuring financing instruments can be used to manage the risk of debt overhang while preventing the "undervaluation" of assets and ensuring protection of the regional financial environment. The structure, terms and management of debt restructuring financing instruments draw on some of the advantages of various financial instruments such as covered bonds, sustainability-linked bonds, and TLAC (total loss absorption capacity) bonds. Debt restructuring financing instruments are initiated by the actual controller with disposal capacity over the debtor's assets. They are created and issued by special purpose vehicles. The feasibility of using debt restructuring financing instruments, requires careful attention and further discussion, particularly as to bond ratings, the impact on local government debt, and the alignment with existing legal procedures and regulations.

Keywords Debt Restructuring, Special Purpose Vehicle, Asset Evaluation and Disposal, Financing Instruments

JEL Classification G24 G32 G34