



共益债务融资

——另类投行视角下的企业纾困方式

Co-benefit Debt Financing Arrangements —Bailout Methods from an Alternative Investment Bank Perspective

雷雨

摘要：另类投行是特殊资产的专业投资者，也是帮助资本市场实现生产要素重新配置的重要参与者。借鉴西方另类投行的成功经验，将共益债务融资制度灵活融入国内问题企业的纾困过程，在新经济常态下，将增加现阶段问题企业重整成功的可能性，进而帮助更多企业摆脱经营困境重获新生，最终促进社会资源的再利用和生产要素的有效再配置。

关键词：另类投行 特殊资产 共益债务 重组

Abstract: Alternative investment banks are professional investors of special situation assets, and they are important capital market participants that have a key role in the reallocation of production factors. Drawing on the successful experience of western alternative investment banks, the flexible integration of the co-benefit debt financing system into the relief process of domestic troubled enterprises will increase the possibility of successful restructuring of troubled enterprises at the current stage under the new economic norm, thus helping more enterprises to get out of business difficulties and regain their lives, and ultimately promoting the reuse of social resources and the effective reallocation of production factors.

Keywords: Alternative Investment Bank, Special Situation Asset, Co-benefit Debt, Corporate Restructuring

作者单位：中国长城资产管理股份有限公司。



共益债务融资来源于美国的DIP^①融资制度，DIP融资是美国联邦破产法1978年导入的创新型制度设计，旨在协助破产中的企业迅速而有效地获得重整资金，且给予重整投资人更为优先的获偿权利，以确保企业顺利获得资金后通过重整获得再生。20世纪80年代，随着DIP融资法规的逐步完善，以橡树资本和阿波罗资本为代表的美国另类投行也陆续开始参与DIP融资，以财务投资人的身份出现在诸多破产重整案件中，极大地提高了违约债券的偿付率，为保护债权人利益，化解金融风险发挥了重要作用。

与传统投资银行所从事的证券承销保荐和财务顾问服务不同，另类投行则是一种围绕特殊资产^②，以特殊资产的价值提升及问题企业的信用恢复和再造为目的，并借助资本市场，提供专业化差异化服务的金融机构。海外的另类投行发展已较为成熟，而国内另类投行的发展尚处于初级阶段，目前来看，1999年亚洲金融危机后为化解国有银行信贷风险而成立的四大金融资产管理公司拥有提供资金、整合资源等另类投行的典型特征，属于国内相对成熟的另类投行。随着2019年银保监会发布

《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，四大金融资产管理公司的投行化转型也有了明确的政策依据。

与海外另类投行的发展轨迹类似，四大金融资产管理公司经过20多年的发展，其业务模式正逐渐从处置不良资产向经营不良资产转变，投行化处置逐步替代传统处置的趋势日渐明显。借鉴西方另类投行的成功经验，将共益债务融资制度灵活融入国内问题企业的纾困过程，在新经济常态下，将大大增加现阶段问题企业重整成功的可能性，进而帮助更多企业摆脱经营困境重获新生，最终促进社会资源的再利用和生产要素的有效再配置。

宏观背景下的纾困需求与另类投资机会

2015年底，中央经济工作会议提出“三去一降一补”，随着去杠杆政策的推进，信用收缩导致部分风险抵御能力较弱的民营企业和地方国企债务风险加速暴露。商业银行不良贷款额和公开市场债券违约在2017年以后快速上升，上市公司破产重整数（图1）在此期间也呈爆发式增长。自2018年起资本市场迎来违约高峰，

① DIP (Debtor-in-Possession) 在美国破产法中指占有中的债务人，我国破产法借鉴其理念，形成了破产法73条规定的债务人自行管理制度。

② 特殊资产包含不良资产，国家金融与发展实验室副主任曾刚将其定义为：在经济的特殊周期、宏观环境的特殊阶段，或发生特殊事件时，交易价值低于账面价值或实际价值的资产。



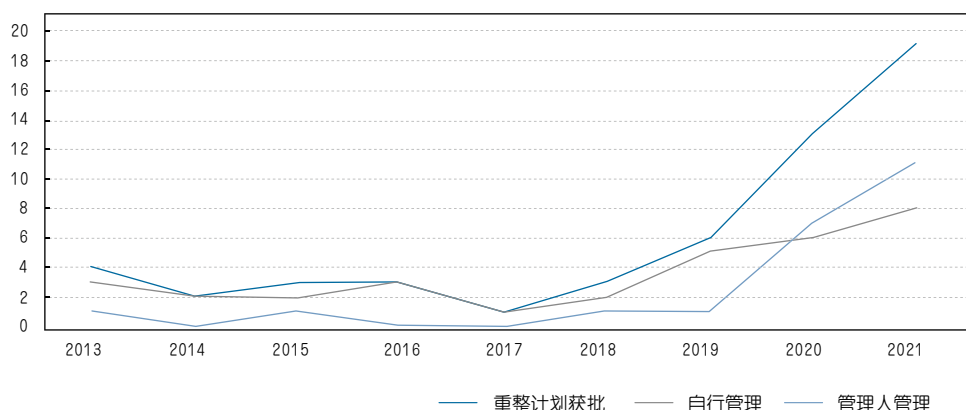
无论是违约数量抑或违约金额，均超过此前四年（2014—2017年）的总和。截至2021年末，工业企业应收账款累计达18.87万亿元。表面亏损企业覆盖面扩大、亏损程度加深，以北大方正、雨润集团、海南航空等代表的大型企业相继破产，随着新冠疫情的持续影响和经济周期调整压力的加大，特殊资产供给未来几年可能继续呈上升态势。问题企业的持续出现，长期来看是市场经济优胜劣汰推陈出新的必然结果，随着市场主体的市场化改革和退出制度的逐步推进，相关行业及问题企业的纾困需求将逐步显现。

据公开市场不完全统计，未来3年不良资产供应量将在10万亿元级别左右，这是一个非常巨大的蓝海市场。同时，特殊资产投资也日渐成为国内金融机构一个

新的投资选项。除了传统参与者金融资产管理公司外，保险资管和银行理财也都在进行试水。随着资管新规的逐步推进和引导，银行理财投向会逐步向中长期产品倾斜，这将逐步和特殊资产投资期较长的特征相契合，推动更多资金进入特殊资产投资领域。同时，中国的高收益债市场也在逐步形成和完善，成熟的高收益债市场中，问题企业将获得更多的纾困机会。与之对应，也会给另类投行带来更多的重组投资业务。

共益债务融资的法律依据及其介入时间

美国在经历了19世纪末的铁路大萧条后，认识到对困境企业进行重整融资在拯救大型公司方面的积极作用，并在1978



数据来源：巨潮资讯。

图1 上市公司破产重整



年的联邦破产法中最终确立了DIP融资制度。美国的DIP融资优先级分为三个等级。等级一为无须企业提供担保就向其提供融资时，融资债权的清偿顺位与管理费用相同；等级二为企业向融资债权提供担保时，融资债权的清偿顺位优先于其他管理费用；等级三为新旧担保权利冲突时，作为新担保债权的融资债权在受偿顺序上优于旧担保债权。此外，融资债权人还可要求把DIP融资协议加入重整计划之中，融资债权人有权监督企业重整计划的执行。不难看出，美国破产法对破产企业的融资方给予了层级很高的优待措施，其目的就在于激励财务投资人和产业投资人对问题企业提供资金维持经营，直至重整成功。

美国的DIP融资模式因其先进的理念和成熟的设计，已为世界很多国家和地区所借鉴。我国在制定2007年新破产法时，也着重参考美国的DIP融资制度，形成了共益债务优先受偿性。我国破产法对共益债务是通过封闭式的列举方式加以规定的，根据破产法第四十二条的规定，共益债务指的是破产程序中为了全体债权人利益而由债务人财产负担的债务，具体包括未履行完合同产生的合同之债、无因管理

或不当得利之债、继续营业的必要支出、破产管理人因职务损害产生的赔偿之债和债务人致人损害产生的赔偿之债。与此同时，2019年颁布的破产法司法解释（三）为维持债务企业继续经营而进行的借款可被认定为共益债务提供了法律依据，其制度设计初衷和作用与美国DIP融资的构造和功能类似，故可称之为“中国版DIP融资^①”。但是，对于共益债务融资的受偿优先性，我国破产法及其司法解释并未像美国联邦破产法一样分层次进行详细规定。根据我国现行破产法及其司法解释，针对共益债务融资产生的债权，其受偿顺位仅劣后于担保债权和破产费用。美国DIP融资中的超级优先权，其受偿顺位优先于担保债权或与担保债权同顺位，以此最大限度地激励融资方向破产企业提供资金。我国在探讨共益债务融资债权的优先性时，在现行破产法的框架内更多的是探讨其优先于既有共益债务、破产费用和担保债权受偿是否可行的问题。既有共益债务、破产费用和担保债权本质都是民法领域的权利，既然是权利，权利人自然有处分的自由。破产法并不排斥和否定当事人在市场中对清偿顺位的自愿安排，在某些情况下，在法院和管理人的斡旋及重整

① 中国的共益债务在现行破产法及司法解释的框架下，其优先受偿性不如美国DIP融资明显，但已经实现了很大突破。实务中通过相关方的自愿安排，共益债务融资仍可形成与美国DIP融资类似的超级优先权。



成功后清偿率显著提高等现实利益的驱动下，担保债权人等相关权利人可能也会做出劣后于共益债务受偿的承诺^①，此时共益债务投资人将获得与美国DIP融资制度下类似的超级优先权地位，将显著提高了共益债务投资人的投资积极性。

目前国内对共益债务融资的介入时点问题并没有统一的认识。比如能否于预重整^②阶段进行共益债融资、能否于重整计划执行期间进行共益债融资，破产管理人及各法院对此问题的观点不尽相同^③。笔者认为应在重整期间（图2）进行共益债务融资，理由如下。

第一，预重整从作用来讲，仅是将法定重整的核心步骤和内容前移至法定重整程序之前进行，但其并非目前破产法规定的司法程序，其本质是在司法程序之外，主要债权人和问题企业通过自行协商达成和解协议的过程。此阶段形成的预重整计

划方案并不会像司法重整中的重整计划一样，对破产企业的相关各方产生实质约束力。因此，预重整阶段财务投资者对问题企业进行的新增融资，由于处在司法程序外，被认定为共益债务性质存在一定的程序障碍。

第二，重整计划执行期间，其本质为债务企业受到重整计划约束并逐步恢复成常态公司的过渡阶段。债务人的自主管理权在此期间得以恢复，仅需在管理人的监督下，忠实地执行重整方案，按照重整方案的约定对各债权人进行清偿即可。重整计划执行期间出现额外资金缺口，大部分情况都是因为重整计划制定时对重整资金需求考虑不周所致，此时如因此导致重整计划执行不能，按破产法规定只能宣告破产转入清算程序。不可否认，实务中重整不能未必一定导致破产清算，根据最高院2018年印发的《全国法院破产审判工作会

① 此时共益债务投资人将获得“超级优先权地位”，超级优先权制度源于《美国联邦破产法》第364条，按法庭授权和融资类型，为新增融资设置了三个等级的优先权，三个等级的优先权在前文中已作介绍。目前国内沿海地区部分法院已对其进行积极的本土化探索。

② 预重整制度严格来讲并不属于司法程序范畴，由于该制度融合了庭外重组和司法重整的两方优势，既能克服司法重整高昂的成本和失败后的不可逆性，又可规避庭外重组中出现的“钳制”问题，在我国破产实践中的应用也越来越广泛，如上市公司预重整案中较为知名的就有ST盛润和ST德威等。据悉，修订在即的破产法也将加入预重整制度。

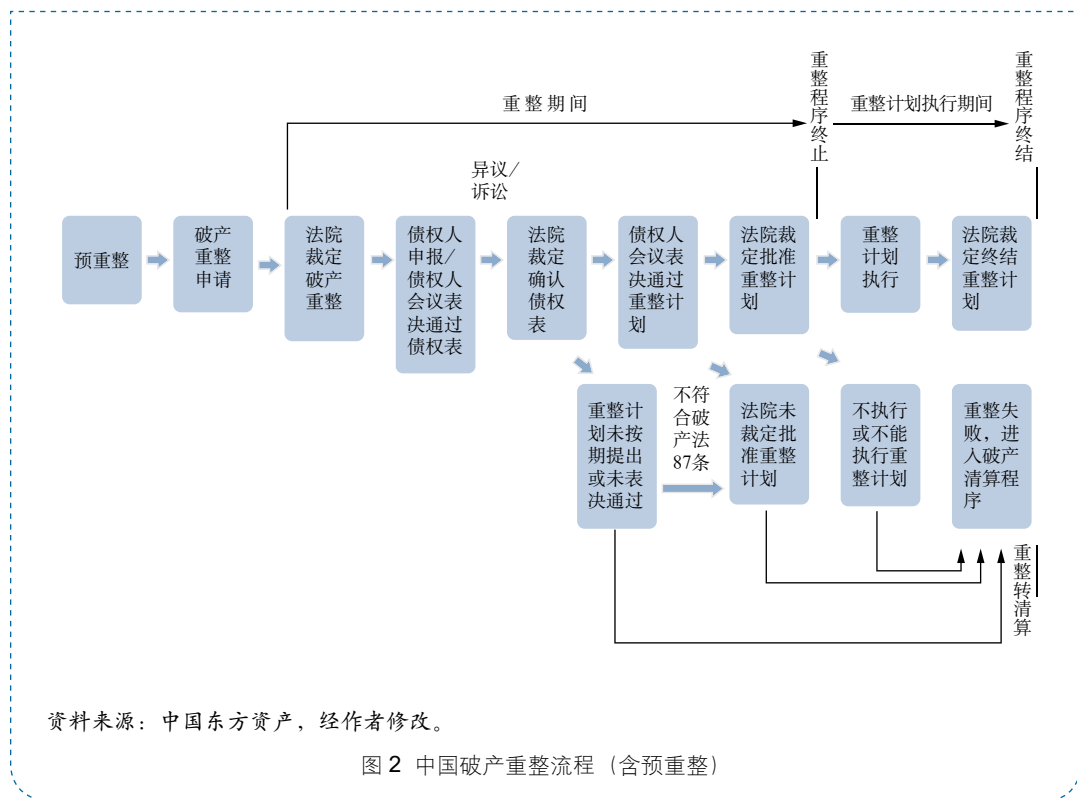
③ 一种观点认为，“共益债务”这个概念仅存在于重整期间，重整程序终止后即不再存在该概念。笔者支持该观点。此观点的主要依据来自于对破产法的体系解释。根据企业破产法第69条、第75条、第89条，破产程序启动后债务人应将营业事务移交给管理人管理或在满足法定条件的前提下自行管理，在此期间，可对外借款，亦可对外担保，但应经债权人会议或法院批准。但重整期间结束后即进入重整计划执行阶段，此时管理人应将营业事务重新交还至债务人。另一种观点以最高人民法院审判委员会专业委员刘贵祥为代表，认为企业破产法解释（三）第2条所述的借款可发生于“破产申请受理后至破产程序终结或终止前”。



议纪要》，原重整计划无法执行的，债务人或管理人可以申请变更重整计划一次。但其变更申请的适用前提是出现国家政策调整、法律修改变化等特殊情况，而重整计划执行期间出现的共益债务融资需求显然不属于前述情形。因此，重整计划执行期间以存在共益债务融资需求为由要求对重整计划进行变更的，获法院支持的可能性不大。

第三，重整期间，从阶段上讲很明显已处于司法程序中。此期间其存在的意义就在于维持债务人继续营业，保护企业营

业价值，为重整计划获批作准备。重整期间某种意义上讲是战略投资者、破产企业及债权人等各方势力围绕重整计划的制定充分博弈的过程。在此过程中介入共益债务融资，一方面可以维持企业正常经营的营运资金需求并增强各方对重整的信心，另一方面可以与重整相关各方进行充分沟通与博弈，争取到最佳的融资条件。更为重要的是此时重整方案并未制定完成，投资人有充足的时间与管理人、债权人和法院协商使得融资事项获得债权人大会认可并记载于未来





的重整方案，使自身的优先权益获得最大限度的法律保障。

救助有道——纾困方式之转变与共益债务融资方式的选择

金融资产管理公司作为深耕不良资产领域的国家队，从事特殊资产投资业务多年，已经形成了较为浓厚的另类投行文化。

特殊资产中的投行化处置与传统处置有着本质的区别：其一，对待问题企业的方式不同，传统处置关注的是问题企业的偿债能力；投行化处置则以投资者身份帮扶企业，关注的是企业重整成功后的盈利能力。其二，收益重心不同，投行化处置的重点在于不良资产的深度价值挖掘，以“动力再造”为目的，使问题企业重新具备盈利能力；传统模式关注的仅是不良资产的回收，以“止损”为目的。

在以往的问题企业纾困中，金融资产管理公司更多采取的是不良债权收购后展期等策略帮助企业先行“止血”，同步寻找产业战投进行合作处置。出于风险因素的考量，金融资产管理公司对破产企业追加投资进行直接“输血”的案例并不多

见。究其原因，一是由于对破产企业追加投资风险较高，加之国内另类投资市场规模较小，退出渠道不畅。二是国内司法环境对重整投资优先权的认定存在不确定性，司法风险较高。但是，对于问题企业而言，一旦破产申请被法院受理，即意味着银行贷款等正常融资渠道几乎被彻底切断，商业信用的消失也意味着企业必须由汇票等信用结算向现金结算转变，企业随即面临的将是营运资金的急剧承压。即便存在潜在战略投资者，从双方初次谈判至最终方案确定，动辄也要耗费几个月甚至几年的时间。对亟待“输血”以维持日常运营的企业而言，如何能为企业快速注入新鲜血液是其能否走出困境的关键一环，早期营运资金的不足很可能导致企业价值严重受损，永久性丧失获得重整再生的机会。鉴于此，近年来，以金融资产管理公司为代表的另类投行，针对符合国家产业战略布局，仅仅因一时的流动性问题而陷入危机的企业，转而采取共益债务融资方式先行对其“输血”，而后联合产业战投对其进行实质性重组^①的无缝式救助策略。

2018年7月，国内机床龙头企业大连机床集团合并破产重整，信达资产创新性地通过共益债务融资方式对问题企业先行

① 按照原银监会颁布的《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》的相关规定，实质性重组指单独或联合企业机构，运用多种方式对问题机构的资金、资产、人才、技术、管理的要素进行重新配置，构建新的生产经营模式，帮助企业摆脱经营与财务困境，恢复生产经营能力和偿债能力，实现企业价值再造和提升。



“输血”，为企业提供了宝贵的重整启动资金，为企业后续的重整推进奠定了坚实的基础，成为东北地区首单“重整共益债务融资”。该项目的创新性在于，在无任何抵质押的情况下，通过存量订单切入且销售回款优先偿还共益债务融资款等措施保障了第一还款来源。此举在未加重破产企业的实际负担的情况下解决了共益债务融资的还款来源问题，实现了纾困机构和问题企业的共赢。自2019年4月大连中院批准重整计划至今，大连机床经济指标大幅改善，截至2022年2月末，大连机床营业收入、产量产值等各项数据均达到重组以来的最高水平。信达资产通过2018年初设立的100亿元危困企业投资基金，以共益债形式积极参与危机企业和大型企业的风险化解，为国内另类投行演绎了问题企业纾困的全新模式。

但是，在国内金融业分业监管的背景下，金融资产管理公司作为共益债务融资合同当事方直接从事共益债务融资业务存在一定障碍。共益债务融资其法律属性为借款，但金融资产管理公司自身并无贷款资质，无法像商业银行和信托公司一样直接对问题企业进行贷款融资。因此，共益债务融资方式的选择就成为无法回避的实务问题。

目前，金融资产管理通过旗下有限合伙进行共益债务融资的方式较为常见，但笔者认为，灵活运用信托模式实

现共益债务融资的投放更具可行性。首先，有限合伙企业的设立依据为合伙企业法，合伙企业自身并没有贷款资质。而信托公司属于金融机构，其设立信托计划后，由信托公司和问题企业签订借款合同从而发放共益债务借款不存在任何法律与合规性障碍，其借款性质属于金融机构贷款。其次，有限合伙企业设立后，在合伙企业存续期间，合伙人有随时退伙的可能，此时合伙企业需退还退伙人相应的财产份额，企业资产的减少不利于合伙企业自身经营的稳定性。而在信托关系中，信托财产具有独立性，委托人一旦将财产交付信托计划，该财产将完全独立于委托人（受益人），即便委托人（受益人）要求中途退出，其唯一可行的方式便是转让其信托受益权份额，对信托计划本身的稳定性无任何影响。故信托的经营稳定性要高于有限合伙。最后，信托公司具有金融牌照，对于共益债务融资主债权可能附着的担保从权利，信托模式可无障碍办理相应的抵押登记，有限合伙在实务中则无法顺利实现。

“刀口舔血”生意下的风险回避

鉴于破产企业在破产阶段自身已严重资不抵债，企业信用损失殆尽，同时，有价值的破产财产基本已经全部设立抵质押，故即便金融资产管理公司有进行融资



的意愿，但在没有抵质押等风控措施的保证下，贸然对问题企业进行融资，一旦重整失败且没有优先受偿权时很可能血本无归。因此，对于共益债务融资如何进行风险回避，对金融资产管理公司的项目风险控制能力是极大的考验。对此，可从法律和财务角度分别进行分析。

法律方面，在破产企业有未设定担保的财产存在或担保权人同意的情况下，应尽量为共益债权提供相应担保。同时，债权人、管理人和法院对共益债务的认可至关重要，重整方案作为破产重整程序的核心文件，将共益债务融资及优先受偿的相关条款作为破产重整方案的一部分获得通过，无疑是对共益债务最强有力的保障。另外，破产进入执行阶段后，企业因重整失败而被迫转入破产清算的情形并不鲜见。鉴于重整转清算的极端情形下，重整方案此时已不在有任何约束力，共益债务债权的优先性此时是否能得以延续，将直接关系到共益债务投资人的切身利益。为防止不必要的纷争，应在相关协议中约定重整转清算的情形下，共益债务债权的优先受偿性依然适用。以此规避受偿优先性失效带来的潜在法律风险。

财务角度，重整转清算的极端情形下，企业将按破产法的规定处置破产财产以偿还所以债务，企业破产财产的变现价值能在清偿担保债权和破产费用后，全额覆盖金融资产管理公司共益债务的融资本

息，就意味着共益债务融资本息的安全退出风险是可能的，因为破产法和司法解释仅支持担保债权和破产费用的清偿顺序优先于共益债务。因此实务中，破产财产在清算状态下的分配测算结果将直接影响极端状况下的财务收益保障程度。清偿担保债权和破产费用后的变现价值余额，可全额覆盖共益债务的融资本息，从财务角度来讲，是金融资产管理公司参与共益债务融资的底线要求。

服务实体，做大“蛋糕”

破产企业的成功再生，离不开财务投资者的资金“输血”，更离不开产业投资者的技术“输血”。金融资产管理公司对破产企业进行共益债务融资，扮演的是资金“输血”者的角色，通过资金加持首先维持企业的正常经营，为产业投资者的并购调查乃至最终的技术“输血”赢得时间。只有财务战投和产业战投的密切配合，主导破产进程，协助企业剥离闲置资产并进行资产重组，才能帮助企业尽快回到生产正轨并恢复企业价值，这个过程其实也就是把破产财产的“蛋糕”逐步做大的过程。以共益债务融资为切入，帮助问题企业提升企业价值，把蛋糕做大，才能对债权人进行更多的偿债分配。随着企业按照既定的重整计划逐步完成对破产债权人的清偿，并最终重新回归正常企业行列，产业投资者作为新股东也将获得可观



稳定的股东权益回报。

根据十三届全国人大常委会立法规划,《企业破产法》(修改)已被列入2022年全国人大常委会预安排审议的法律案。随着破产法的逐步修订与完善,从预重整到最终重整程序终结,以金融资产管理公司为代表的另类投行,将有更多机会以共益债务融资为契机,参与问题企业的全流程纾困。共益债务融资投入企业后,正常情况下重整期间并未结束,重整计划也处于制定中。此时另类投行可积极发挥投行财务顾问的优势,通过出售式重整或反向出售式重整^①等创新操作,协同破产管理人和产业投资者在后续重整计划的制定和执行阶段对问题企业进行实质性重组。例如对于部分经营不善的大型企业,

可以在“预重整^②(庭外重组)^③”阶段就先行介入提前布局,通过确定临时管理人,初步了解企业资产负债情况,对企业“诊脉”。一旦企业顺利进入后续司法重整,另类投行就可迅速通过共益债务融资对企业实施救助以稳定其经营,在获取利差收益的同时探究企业适用纾困处置策略进行再生的可行性。此举不仅符合中国金融监管部门的监管精神和政策导向,而且相较传统固收业务而言也将在占用更少经济资本,创造更高的利润,也更能彰显以金融资产管理公司为代表的另类投行在社会资源配置、企业价值修复等方面的专业水准和社会价值。^[N]

学术编辑:曾一已

① 反向出售式重整为出售式重整的变种,存在壳价值的上市公司破产重整中较为常见。

② 预重整制度严格来讲并不属于司法程序范畴,该制度融合了庭外重组和司法重整的两方优势,既能克服司法重整高昂的成本和失败后的不可逆性,又可规避庭外重组中出现的“钳制”问题,在我国破产实践中的应用也越来越广泛,如上市公司预重整案中较为知名的就有ST盛润和ST德威等。据悉,修订在即的破产法也将加入预重整制度。

③ 庭外重组后续成功衔接到司法重整时,方可被称为“预重整”。如后续未能成功衔接司法重整,其性质仍为庭外重组。原银监会在2016年发布的《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》中确定的金融机构债权人委员会制度即属于典型的庭外重组,该制度在大型企业重组中取得了良好的效果。

参考文献:

- [1]陈景善.重整融资之超级优先权模式:功能与构造[J].政治与法律,2021(09):64-78.
- [2]查尔斯·J·泰步.韩长印 何欢译.美国破产法新论[M].北京:中国政法大学出版社,2017:1058
- [3]何旺翔.破产重整制度改革研究[M].中国政法大学出版社,2020:137-139
- [4]李曙光.论我国《企业破产法》修法的理念、原则与修改重点[J].中国法律评论,2021,42(06):25-40.
- [5]陆晓燕.“市场化破产”的法治内蕴[M].法律出版社,2020:29-36
- [6]熊玉菲.美国预重整制度研究及其对我国的借鉴[D].中国政法大学,2012:32-34
- [7]徐阳光,王静.破产重整法律制度研究[M].法律出版社,2020:221-222
- [8]杨鹿君.上市公司重整中的股东权益调整:实践经验与理论证成[J].经贸法律评论,2022(01):120-137.
- [9]张思明.美国破产重整DIP融资制度研究[J].商业研究,2016(06):186-192