

# 优化债务重组：创新债务金融工具化解债务困境企业风险（附录）

## 答审稿专家的宝贵意见

### 审稿意见（一）：

债务重整融资工具总体的思路是实控人参与发行，承担风险，增量资金以偿债为主，未考虑通过重组实现债务人现金流出减少，提高正向生产经营投入，实现企业本质脱困复苏。

### 作者回复：

实控人参与的主要制度设计是基于实控人能实际处置资产和有效定价资产，并不是在产品清偿顺序中把实控人主体信用加进来，融资工具中也不存在实际控制人的主体增信。笔者在从业的近20年里对实控人虚估资产经历颇多，此处引入实控人，谨慎要求实控人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。估值不合理和处置结果不合理承担的是不诚信责任，并不是兜底金额。近期有券商中介机构因不诚信责任承担投资人损失，可供参考。

本文写作课题立项于2021年二季度、完成于当年四季度，背景主要是在房地产企业出现风险之际，思考对象主要为重资产的房地产和城投企业，文中也提及不针对生产性企业。换个角度阐述，将即期债务期限拉长、降低成本，以解决当前流动性困难，让有经营能力的企业获得时间自救，就达到本文所创设债务金融工具的主要目标；需要长期救助的企业是无法通过新增债务投入，提高杠杆解决的。

### 审稿意见（二）：

国资企业，实控人政府参与发行债务重整融资工具的积极性较弱，潜在增加了决策风险（承担损失）、隐性债务（隐性担保）。

### 作者回复：

感谢审核老师的强调。已在本文“六、重点关注及进一步讨论的问题”中提及避免增加政府隐性债务是绝对必要的，将进一步补充说明如何不增加政府隐性债务负担。本文写作课题立项于2021年二季度、完成于当年四季度，思考对象主要为重资产的房地产和城投企业。如果要解决持有大量基础设施资产的城投企业债务问题，从笔者实际参与案例看，没有政府引导和实际控制层面的长期规划，是必然失败的结果。

### 审稿意见（三）：

非国资企业，实控人信用水平有限，需通过有效资产抵押等方式补充融资，潜在增加实控人扩大损失风险（突破有限责任）、母公司资产处置价值被低估风险。

### 作者回复：

本文写作的初衷和内容中，实控人的参与并不需要加入实物资产提供补充增信作用，不突破有限责任，笔者将在文内再补充相关文字。

### 审稿意见（四）：

建议考虑两个路径方案：

#### （1）重组抵押债务金融工具

基于企业自身具备重整价值、具有合理的资产/有可预见的资产价值，通过重组抵押债务金融工具的方式，发行新增标准化债务金融工具，以有效资产进行抵押，现金流优先用于偿还对应债务。

#### （2）特殊重组信托

以债务人抵质押资产，设立特殊重组信托，通过明确最长处置周期、处置底价等方式，

将抵质押优先债权转化为特殊重组信托份额，未来资产经营收益、处置收益用于偿还对应的特殊重组信托份额，最终剩余价值归债务人所有，实现“以时间换空间”，重组即期优先抵质押债务。

**作者回复：**

审稿老师提供的上述两类思路仅有思考价值，没有实践操作的可行和必要。笔者在立项和写作本文之初均已经思考过上述思路，并否定了上述思路。

本文的目的是建议银行间市场提供一个可以解决实际问题的金融工具，实事求是的角度说，这个金融工具的设计可能存在瑕疵，适用对象范围较小，但是需有实践可行性。本文写作课题立项于2021年二季度、完成于当年四季度，当时正常企业的资产担保债券尚未发行成功，何论存在债务风险企业的资产担保债券，以此类企业为主体发行常规债务融资工具的准入效果恐不及以资产本身为信用发行进行了破产隔离和税务隔离的SPV债券。

本文写作背景主要是在房地产企业初始爆发风险之际，当时信托已经深陷地产企业的债务，非标违约频发，目前信托自身定位和业务方向仍有较大争论；本文提到的产品结构中以信托作为SPV由信托法为依据有一定价值，但是以信托为金融产品，融资成本高，信托公司又没有任何实际处置能力，无法体现特殊重组信托存在的必要。

**审稿意见（五）：**

从题目看，该文立足于“化解债务困境企业风险”；从内容看，文章的目的是通过创新债务重整融资工具优先保护金融债权人（尤其是享有优先受偿权的债权）利益。该文以目前债务重组、破产重整制度难以实现债权人、债务人利益最大化、形成资源浪费为背景，探讨了创新债务金融工具的目标、结构与管理、与其他金融工具的比较、适用情形及其他问题，存在几个关键问题未能说明，致该文在逻辑上存在难以自洽之处。

一是未对“债务重整融资工具”的概念进行界定；“债务重组”“破产重整”均具有相对特定的适用场景和操作规程，但“债务重整”在理论、实务中都非常用表述；既然该文研究背景是“债务重组”“破产重整”制度对于债权人利益保护存在不足，就应当进一步分析相关制度不足之原因、表现，后针对性陈述“债务重整融资工具”之比较优势。

二是法人人格独立：困境企业实际控制人以困境企业具有处置净值的资产发起设立融资工具，用于优先偿还金融债务，是否会导致实际控制人、控股股东及困境企业独立人格之丧失，进而加重债务人、债权人利益受损？且实际控制人发起融资工具将加入困境企业的债务，实际控制人此举的动机为何？

三是现金流出现问题的困境企业通常已不具有处置净值的资产；如有处置净值的资产，困境企业通过再担保即可实现融资目的；而满足该文“债务重整融资工具的适用情形”，困境企业完全可以通过破产重整实现脱困、偿债目的，即其通过控股股东发起创新债务金融工具融资的必要性不明。

四是困境企业在预重整前可能已具备破产原因，通过创新债务金融工具融资优先清偿金融债权人，如何避免“个别清偿”之风险？

**作者回复：**

非常感谢法律背景的审稿老师提出意见。

1. 本文为了区别创设的金融工具适用于预重整甚至更早的阶段，没有专属法律定义，且写作时各地预重整法律法规尚不健全，实际案例很少。为了避免读者与法律定义较为明确的“债务重组”“破产重整”混淆，误解本文所述债务金融工具的适用场景和操作规程，因此未采用“债务重组”“破产重整”，专门用了较少采用的“债务重整”。适用的法律法规也没有明确依据，更多依据是合意等相关参与方达成一致意向的情形。

**2.1 关于法人人格独立问题**

本文没有通过法律研究深入论证的能力。但文中提及实际控制人作为发起人并不提供外

部增信，金融工具的信用和价值源于资产价值和债务人自身运用资产的能力，实际控制人以诚信义务参与资产的定价和处置，尽力保障不同法律主体的独立性。

2.2 困境企业实际控制人以困境企业具有处置净值的资产发起设立融资工具，用于优先偿还金融债务，是否会导致实际控制人、控股股东及困境企业独立人格之丧失，进而加重债务人、债权人利益受损？

这一法律问题在笔者所见案例和实践中，不同时代背景和对象，尤其是针对的对象不同差异较大。此话题宏大，本文针对的领域不考虑这一论题，已在文末提示相关问题未论证解决，建议另文论证。

2.3 且实际控制人发起融资工具将加入困境企业的债务，实际控制人此举的动机为何？

实际控制人发起，但不加入自身债务信用。在文初已经提及，实际控制人本对债务企业产生的过度融资存在主观责任，且对资产有实际判断力和控制力，作为发起人具有当然的合理性。

3. 现金流出现问题的困境企业通常已不具有处置净值的资产；如有处置净值的资产，困境企业通过再担保即可实现融资目的；而满足该文“债务重整融资工具的适用情形”，困境企业完全可以通过破产重整实现脱困、偿债目的，即其通过控股股东发起创新债务金融工具融资的必要性不明。

困境企业是否有处置净值的资产不属于本文判断和论证范围，如果没有可以判断为不适用于本文所考虑创设的金融工具。困境企业通过破产重整实现脱困、偿债目的的情形可能存在，但是审稿人武断论述有失专业性。本文所建议创设金融工具为预重整之前介入，是建议银行间市场创设参与预重整阶段的手段，也是提供给银行间金融机构避免在破产重整限于破产管理人控制的工具。此金融工具适用范围可能非常有限，但是本文所写目的仅为从实际操作的论述和建议。

4. 困境企业在预重整前可能已具备破产原因，通过创新债务金融工具融资优先清偿金融债权人，如何避免“个别清偿”之风险？

确实存在这一法律风险，但是现行的预重整制度及破产重整法律制度框架下尚无法解决的实践问题，本文作为产品研究的课题文章，也无法解决，但较现有产品空白仍有一定价值。本文将在文中最后部分予以提示，无法解决这一实践中可能存在的法律风险。

注：外审评议与作者回复（若有）是文章的过程性材料，我们选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。如研究中使用该内容，辛苦您在成果上列示该参考文献。

## 优化债务重组：创新债务融资工具化解债务困境企业风险（附录）

### 附录 我国各地区预重整规则

2017年8月7日，最高人民法院发布《关于为改善营商环境提供司法保障的若干意见》，强调“积极推动构建庭外重组与庭内破产程序的相互衔接机制，加强对预重整制度的探索研究”。

2018年3月4日，最高人民法院发布《全国法院破产审判工作会议纪要》，其中第22条规定“探索推行庭外重组与庭内重整制度的衔接，在企业进入重整程序之前，可以先由债权人与债务人、出资人等利害关系人通过庭外商业谈判，拟定重组方案，重整程序启动后，可以重组方案为依据拟定重整计划草案提交人民法院依法审查批准”。

2019年6月22日，最高人民法院与发展改革委等十三部门联合发布的《加快完善市场主体退出制度改革方案》，指出“研究建立预重整制度，实现庭外重组制度、预重整制度与破产重整制度的有效衔接，强化庭外重组的公信力和约束力，明确预重整的法律地位和制度内容”。该表述为设立预重整制度的核心诉求，即打通庭外重组、预重整、破产重整的程序，避免各方不愿将债务人推入破产程序，但庭外重组又因为没有足够的约束力而难以推进的尴尬局面。

2019年11月8日，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》，其中第115条规定：“继续完善庭外重组与庭内重整的衔接机制，降低制度性成本，提高破产制度效率。人民法院受理重整申请前，债务人和部分债权人已经达成的有关协议与重整程序中制作的重整计划内容一致的，有关债权人对该协议的同意视为对该重整计划草案表决的同意。但重整计划草案对协议内容进行了修改并对有关债权人有不利影响，或者与有关债权人重大利益相关的，受到影响的债权人有权按照企业破产法的规定对重整计划草案重新进行表决。”《全国法院民商事审判工作会议纪要》已经明确庭外重组协议效力可以在重整程序中延伸从而适当简化庭内程序，初步建立了庭外重组与庭内破产重整程序的衔接机制。

2020年5月15日，最高人民法院发布《关于依法妥善审理涉新冠肺炎疫情民事案件若干问题的指导意见（二）》，指出“债权人提出破产申请的，人民法院应当倡导债务人通过庭外调解、庭外重组、预重整等方式化解债务危机”。

截至2022年末，我国已有40多个地区相继针对预重整制定了政策性文件，包括专门或在关于审理重整案件的规范性文件中专章做出规定，相关文件列明如下（表1）。

从文件发布密度看，从2021年四季度开始，预重整司法建设明显加速。一方面是国家政策引导支持。2021年11月25日，国务院发布《关于开展营商环境创新试点工作的意见》，从行政机关层面首次明确对司法重整制度进行试点，明确了首批试点城市六个城市——北京、上海、重庆、杭州、广州、深圳。在府院联动机制下，试点城市可以更好地探索预重整。截至2022年末，全国多个省市出台《优化营商环境条例》。另一方面，随着房地产企业和地方城投公司债务情况恶化，预重整在实践中的作用愈发突出，反向推动预重整的政策环境建设加速。

表 1 预重整政策性文件

| 序号 | 文件名称                                      | 发布主体   | 简称               | 发布时间       |
|----|-------------------------------------------|--------|------------------|------------|
| 1  | 浙江省高级人民法院关于企业破产案件简易审若干问题的纪要               | 高级人民法院 | 浙江纪要             | 2013/06/28 |
| 2  | 企业金融风险处置工作府院联席会议纪要                        | 温州市政府  | 温州纪要             | 2018/12/27 |
| 3  | 深圳审理企业重整案件的工作指引（试行）                       | 中级人民法院 | 深圳指引             | 2019/03/14 |
| 4  | 苏州市吴中区人民法院关于审理预重整案件的实施意见（试行）              | 基层人民法院 | 苏州吴中区意见          | 2019/06/27 |
| 5  | 郑州市中级人民法院审理预重整案件工作规程（试行）                  | 中级人民法院 | 郑州规程             | 2019/12/04 |
| 6  | 北京破产法庭破产重整案件办理规范（试行）                      | 中级人民法院 | 北京规范             | 2019/12/30 |
| 7  | 南京市中级人民法院关于规范重整程序适用提升企业挽救效能的审判指引          | 中级人民法院 | 南京指引             | 2020/01/20 |
| 8  | 苏州市吴江区人民法院审理预重整案件的若干规定                    | 基层人民法院 | 苏州吴江区规定          | 2020/02/19 |
| 9  | 苏州工业园区人民法院审理破产预重整案件的工作指引（试行）              | 基层人民法院 | 苏州工业园区指引         | 2020/04/20 |
| 10 | 厦门市中级人民法院企业破产案件预重整工作指引（试行）                | 中级人民法院 | 厦门指引             | 2020/05/21 |
| 11 | 四川天府新区成都片区人民法院、四川自由贸易试验区人民法院预重整案件审理指引（试行） | 基层人民法院 | 四川天府新区、自由贸易试验区指引 | 2020/05/22 |
| 12 | 广州市中级人民法院关于破产重整案件审理指引（试行）                 | 中级人民法院 | 广州指引             | 2020/05/28 |
| 13 | 淄博市中级人民法院关于审理预重整案件的工作指引（试行）               | 中级人民法院 | 淄博指引             | 2020/06/30 |
| 14 | 洛阳市中级人民法院关于审理预重整案件的规定（试行）                 | 中级人民法院 | 洛阳规定             | 2020/07/03 |
| 15 | 宿迁市中级人民法院关于审理预重整案件的规定（试行）                 | 中级人民法院 | 宿迁规定             | 2020/07/09 |
| 16 | 北海市法院破产重整案件审理操作指引（试行）                     | 中级人民法院 | 北海指引             | 2020/07/31 |
| 17 | 成都市中级人民法院破产案件预重整操作指引（试行）                  | 中级人民法院 | 成都指引             | 2020/08/24 |
| 18 | 眉山市中级人民法院破产案件预重整操作指引（试行）                  | 中级人民法院 | 眉山指引             | 2020/09/18 |
| 19 | 攀枝花市中级人民法院破产案件预重整操作指引（试行）                 | 中级人民法院 | 攀枝花指引            | 2020/12/11 |
| 20 | 齐齐哈尔中级人民法院审理预重整案件的若干规定                    | 中级人民法院 | 齐齐哈尔规定           | 2020/12/16 |
| 21 | 自贡中级人民法院关于审理与重整案件的工作指引（试行）                | 中级人民法院 | 自贡指引             | 2020/12/21 |
| 22 | 陕西省高级人民法院破产案件审理规程（试行）                     | 高级人民法院 | 陕西规程             | 2020/12/31 |

| 序号 | 文件名称                         | 发布主体   | 简称    | 发布时间       |
|----|------------------------------|--------|-------|------------|
| 23 | 重庆市第五中级人民法院预重整工作指引（试行）       | 中级人民法院 | 重庆指引  | 2021/01/08 |
| 24 | 遂宁市中级人民法院破产案件预重整审理指引         | 中级人民法院 | 遂宁指引  | 2021/01/22 |
| 25 | 青岛中院办公室破产案件预重整操作指引（试行）       | 中级人民法院 | 青岛指引  | 2021/03/26 |
| 26 | 佳木斯市中院破产案件预重整暂行规定            | 中级人民法院 | 佳木斯规定 | 2021/05/26 |
| 27 | 诸暨市人民法院关于审理预重整案件的操作指引（试行）    | 中级人民法院 | 诸暨指引  | —          |
| 28 | 河南省高院《审理企业重整案件的工作指引》         | 高级人民法院 | 河南指引  | 2021/10/23 |
| 29 | 河池市中级人民法院破产重整案件审理操作指引（试行）    | 中级人民法院 | 河池指引  | 2021/11/18 |
| 30 | 广元市朝天区法院预重整工作实施细则（试行）        | 基层人民法院 | 广元细则  | 2022/01/20 |
| 31 | 婺源县人民法院关于审理与重整案件的操作指引（试行）    | 基层人民法院 | 婺源指引  | 2022/03/08 |
| 32 | 北京破产法庭中小微企业快速重整工作办法（试行）      | 中级人民法院 | 北京办法  | 2022/04/25 |
| 33 | 绍兴府院联动推动企业预重整规程              | 地方人民政府 | 绍兴规程  | 2022/05/11 |
| 34 | 上海破产法庭预重整案件办理规程（试行）          | 中级人民法院 | 上海规程  | 2022/05/27 |
| 35 | 江西高院《关于审理企业破产预重整案件工作指引》      | 高级人民法院 | 江西指引  | 2022/06/15 |
| 36 | 镇江市中级人民法院关于规范预重整审理程序工作指引（试行） | 中级人民法院 | 镇江指引  | 2022/07/14 |
| 37 | 周口市中级人民法院预重整案件审理工作规程（试行）     | 中级人民法院 | 周口规程  | 2022/09/14 |
| 38 | 滨州市中级人民法院预重整案件操作指引（试行）       | 中级人民法院 | 滨州指引  | 2022/10    |
| 39 | 岳阳市中级人民法院审理预重整案件的工作指引（试行）    | 中级人民法院 | 岳阳指引  | 2022/11/24 |
| 40 | 广安市中级人民法院破产案件预重整操作指引（试行）     | 中级人民法院 | 广安指引  | 2022/12/07 |
| 41 | 内江市中级人民法院审理破产案件预重整的工作指引（试行）  | 中级人民法院 | 内江指引  | 2022/12/07 |
| 42 | 潍坊市中级人民法院破产案件预重整操作指引（试行）     | 中级人民法院 | 潍坊指引  | 2022/12/21 |

资料来源：作者整理。

注：该附录是所发表论文的组成部分，如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。