

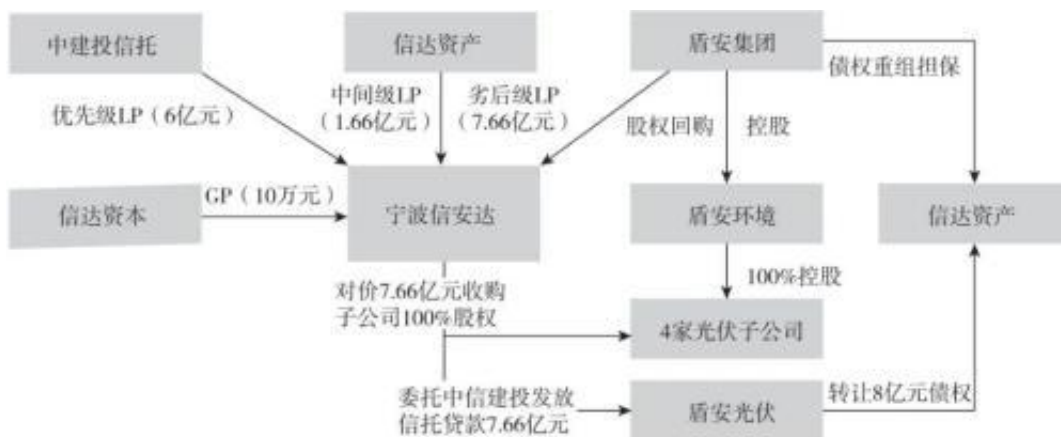
困境债务重组

2020年新冠肺炎疫情的暴发，一系列“黑天鹅”事件的出现，令众多企业面临陷入财务困境的严峻形势。一方面，在外需下滑，内需增长缓慢的情况下，大量传统行业产能严重过剩，行业环境恶化等因素导致企业盈利能力下降、资产负债率大幅攀升、资金链紧张等问题凸显。诸如钢铁、煤炭、光伏等行业中的部分龙头企业资金链断裂、最终陷入债务困境。另一方面，虽然在特定时期，国家通过灵活的货币财政政策给予企业信贷支持，但依然有部分企业难以获得信贷融资，融资渠道短时间内无法有效拓宽，叠加市场融资利率成本不断攀升，加剧了企业盈利状况进一步恶化。

在这种背景下，信托公司可以研究并创新针对困境企业的纾困手段，借助信托灵活、多样的制度优势，整合资本、产业、政府等各方资源，探索对企业或资产进行重组、运营、赋能，保障债权人利益、维护地方区域内市场经济环境和金融生态健康。

1. 股加债模式

信托公司联合AMC及其他资金方共同设立有限合伙基金，基金中部分资金用于受让标的公司（债务企业）的股权，其他部分资金以债性融资方式发放至目标公司，构成固定收益与超额收益结合的交易结构。



信托公司在盾安债务重组过程中，发挥了风险隔离和资金募集的双重作用。在股权收购中，中建投信托作为优先级LP联合AMC、实体企业共同出资设立的普通合伙企业，一方面增加了基金规模，丰富了资金募集渠道，令资产彻底剥离可以成功实施；另一方面可以与其他机构共享利益、共担风险，优先级LP的角色设定也有效保证了信托资金的安全性。同时，有限合伙企业通过成立信托计划委托信托公司向目标企业发放贷款，以最有效的风险隔离手段向目标企业注入流动性，实现经营平稳过渡。

2. 债转股模式

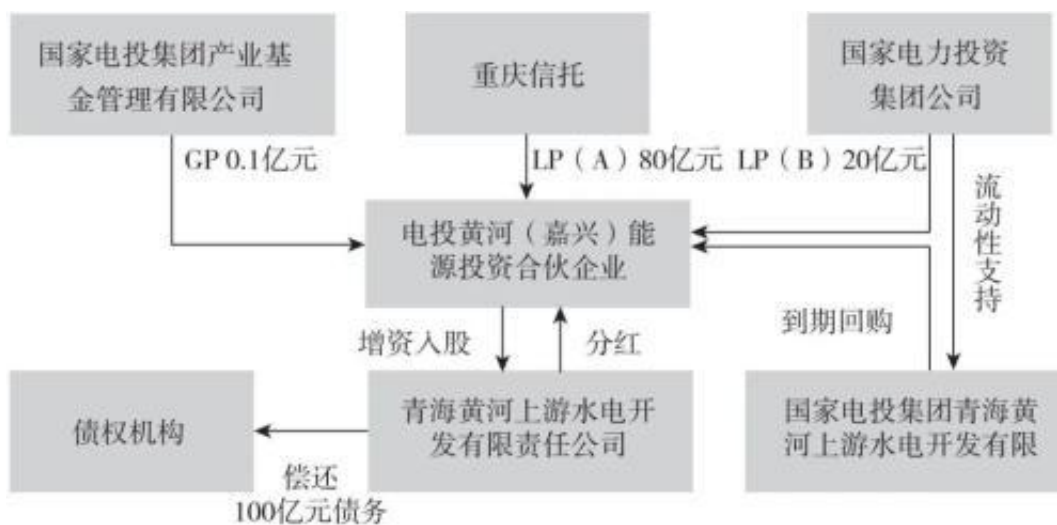
(1) 政策性债转股

政策性债转股模式主要是，国家经贸委从国有银行不良债权中筛选出进行债转股的目标企业，并将目标企业推荐至四大AMC具体实施。20世纪90年代，四大AMC共计承担了近4000多亿元的债转股工作，对约580户企业实施了债转股，其中一汽、二汽、宝钢、鞍钢等重点企业均进行过政策性债转股。此模式是在特定历史条件下产生的，其实施行为完全依赖政策而定，对于信托机构而言，参与的概率极小。

(2) 市场化债转股

目前信托公司可以广泛参与的债转股模式主要是市场化的债转股基金，信托公司担任纾困基金的GP或者LP。具体操作上可分为收债转股和投股还债两种模式。收债转股指基金收购金融机构对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理，在这个过程中坚持市场化定价，实现资产和风险的真实完全转移。投股还债指的是由纾困基金对标的公司进行增资扩股并成为标的公司股东，增资完成后，标的公司利用增资资金归还其存量金融机构债务。目前市场上，投股还债模式已经成为债转股操作的主流模式。

债转股标的企业通常为非上市公司或上市公司非上市主体，债转股完成后通过IPO上市或由上市公司通过非公开发行股票购买资产的形式收购基金持有的标的公司股权，将基金所持有的股权转为上市公司股票，基金通过二级市场出售股票变现或股东约定回购实现退出。



黄河基金的交易部分主要采用了市场化债转股专项基金交易中的投股还债模式。国家电投产业基金管理公司担任基金GP，重庆信托和国家电投分别作为基金的A级LP和B级LP。由成立的黄河基金完成对青海黄河的增资扩股，增资完成后，青海黄河

利用增资资金100亿元归还其存量金融机构债务。

不良债权投资业务

我国现有最核心的关于不良资产所有权转让的监管规定是财政部和银监会于2012年2月2日印发的《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6号）。该文件规定：第一，不良资产批量转让（3项以上）的受让方只能是四大资产管理公司和地方资产管理公司。地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作，购入的不良资产应采取债务重组的方式进行，不得对外转让。第二，不良资产非批量转让的受让方可以是任何合法投资者，包括社会投资者。

理论上信托公司可以直接向资产管理公司收购不良债权，通过后续司法追偿、债务重组、以物抵债等方式进行清收处置，实现资产价值。但在实操中，绝大多数信托公司无论是行业经验还是专职人才方面都处于起步阶段，对不良债权的获取能力、定价能力、管理能力更是相当薄弱，并不具备直接清收处置特殊资产的业务条件。因此，当前信托公司更多地采取间接处置模式，与资产管理公司、房地产企业、特殊资产投资基金等专业机构合作，提供处置顾问服务和资金支持，整合行业资源，共同完成不良资产价值实现。

1.清收处置顾问模式

此模式下，信托公司既可以发挥自己解决复杂问题、协调关键资源的能力，向债务企业输出债务解决方案，解决不良贷款问题；也可以与资产管理公司、房地产企业合作，为其发掘优质标的，协助其收购不良债权，并在后端提供资产尽调、关系梳理、处置运营方案涉及等顾问服务。

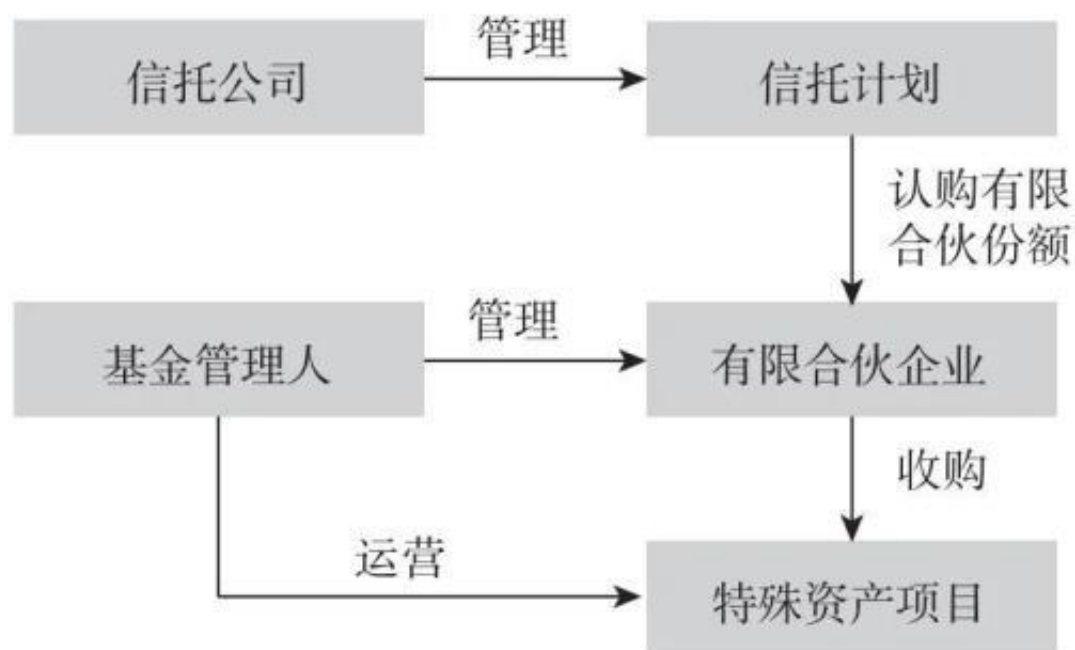


图 11 不良债权投资：特殊资产投资基金

典型案例：杭州信托-聚鑫2号特殊机会投资集合资金信托计划。信托计划于2017年12月22日成立，截至2020年1月17日，共发行15轮累计募集金额93910万元。杭州信托的全资子公司浙江蓝桂资产管理有限公司（简称蓝桂资产）与上海文盛资产管理股份有限公司（以下简称上海文盛），共同设立诸暨恒荣投资管理有限公司（以下简称诸暨恒荣）。由诸暨恒荣发起设立一个目标规模为20+20亿元的有限合伙企业——诸暨康晖。杭州信托以“聚鑫2号”资金作为LP，诸暨恒荣作为基金的GP1（执行合伙事务），上海文盛作为GP2（出资作为实际意义上的劣后投资人）。由诸暨康晖投资购买不良资产包，并聘请上海文盛提供处置服务，直接处置不良资产和/或将不良资产分拆转让给其他买受人。在合伙企业存续期内，处置不良资产清收获得的资金可再循环运用购买不良资产包，也可按照合伙企业分配规则向各合伙人退还投资并分配收益，LP（“聚鑫2号”）获得分配后的资金用于向其受益人分配。

（课题牵头单位：平安信托有限责任公司）

摘自：《2020年信托业专题研究报告》

本文源自中国信托业协会