

DIP 融资的国际经验 与本土化建构^{*}

董士君^{**}

摘要:美国 DIP 融资制度通过保留债务人企业完整经营权和给予重整债权人优先受偿权两个做法提高了重整融资效率,对我国企业破产重整市场有重要借鉴意义。我国《企业破产法》的债务人自行管理和共益债权制度为发展中国 DIP 制度提供了法律依据,在此基础上应进一步搭建框架、完善细则。建议优先实行管理人监督下的债务人自行管理模式、完善重整投资人偿债优先顺序、赋予重整投资人适当控制权与股权激励等措施,优化我国企业破产融资体系。

关键词:DIP 融资 破产重整 债务人自行管理 债权优先结构 定向可转债

一、引言

2007 年正式实施《中华人民共和国企业破产

* 本文仅为作者个人学术见解,不代表与所任职单位观点。

** 中国证监会债券监管部干部。

法》(以下简称《企业破产法》),从此确立了我国企业破产重整制度。但不可否认的是,对比国外成熟模式,中国企业破产重整市场仍处于发展中的初级阶段,存在债权融资中投资人保护条款薄弱、混合型融资适用范围狭窄等诸多问题,甚至历史上有些重整投资人不以为企业融资为目的,将企业破产重整衍化为“借壳上市”的手段,进一步扭曲了我国企业破产重整市场,从而降低了市场化破产重整投资人的参与意愿。

在国外的破产重整体制中,美国的 DIP 融资模式(debtor-in-possession financing)理论体系成熟、法律实践丰富,最具典型性与可借鉴性。所谓“DIP 模式”,是指债务人完全保留企业经营管理权,且为了吸引更多投资者参与并保护投资者利益,美国从立法角度给予 DIP 重整投资人偿债优先权。我国《破产法》事实上包含了此类条款,如第 73 条的债务人的自行管理制度与美国 DIP 制度近似。不同之处在于,我国《破产法》仅允许管理人监督下的债务人自行管理。另外,第 113 条规定,共益债务先于普通破产债权清偿。这些条款为破产重整企业借款融资提供了重要指引,是我国 DIP 融资制度的雏形。

从美国已有的破产企业重整案例来看,近年来对冲基金、私募股权基金的参与程度有所提高,很多对冲基金在投资策略中优先选择 DIP 模式。随着我国破产重整市场逐渐成熟,我国众多类型的金融机构包括资产管理公司(AMC)、银行系金融机构如金融资产投资公司(AIC)和银行理财子公司、券商基金、私募股权投资基金均是潜在参与主体,但其中机构行为需要符合现行的法律制度与监管口径。另外,“定向可转债”具有“标准化债权类资产”的独特优势,是中国 DIP 融资重要的可行工具,能否在适用范围与使用方式上迎来突破与创新值得研究。

最后,学习借鉴又不盲目照搬美国 DIP 融资制度,对于优化我国破产重整市场和债务人自行管理体系至关重要。深入贯彻党的十九大精神,提高直接融资比重,增强金融服务实体经济能力,需要结合我国市场特性、制度优势、机构行为等多个角度,选择对债权人和债务人的最佳解决方案并提出政策建议,这也是本文研究的最终目的。

二、DIP 融资的国际经验

(一) DIP 融资模式的起源与概况

DIP 融资,是指企业进入破产重整程序后,由重整投资人(企业破产后提供新贷款的债权人)向重整企业提供新贷款的一种融资模式。在该模式下,债务人拥有企业自主控制权并主导重整程序,同时重整投资人所提供的新融资相对于现有债权具有优先偿债顺序。

在美国,DIP 模式的起源可以追溯至 19 世纪美国铁路公司破产和英国衡平法上的管理人制度(equity receivership),随后 1938 年美国破产法修订时引入了“钱德勒法”(Chandler Act)相关内容,提出破产重整债权中可以设置优先权,最终 1978 年美国国会颁布实施《联邦破产法》,第 11 章第 364 条共 4 款^[1]在立法层面给予 DIP 重整投资人相对于现有债权的优先偿债顺序。其中,为了进一步为融资人提供额外的抵押权和更多保护措施,第(d)款规定了受偿顺位高于既有担保债权的“超级优先权”,极大地降低了 DIP 重整投资人的投资风险。同时,DIP 重整投资人还可以在 DIP 融资协议中规定其参与公司治理和影响重整方案的权利,这使 DIP 融资逐渐成为美国机构投资者常用的投资方式。

[1] 第 364 条(a)款规定了新融资人提供贷款的受偿顺位高于债务人日常经营范围内的无担保债权。(新贷款可以视为行政费用债权,通常在重整完成前以现金全额偿付。)(b)款规定了经过公示、听证程序后,新融资人提供贷款的受偿顺位高于债务人日常经营范围外的无担保债权。(c)款规定了经过公示、听证程序后,新融资人提供贷款的受偿顺位高于行政费用,并可以获得在没有既存负担财产的担保债权,或在有既存担保财产上获得劣后于原担保债权人的担保权益(必须在无法依据上述 a、b 两款获得贷款时方可使用)。(d)款规定了经过公示、听证程序后,新融资人可以在已有既存负担财产上设置更高或平行级别的融资担保(priming liens),因此新投资人可以获得“超级优先权”(只有当 a、b、c 款均失效,且已知担保债权人的利率得到充分保护时,法院才会在公告和听证后授权此融资)。

(二) 美国 DIP 融资制度的具体实践与发展现状

1. 重整投资人主体范围逐步拓展

DIP 重整投资人的参与主体按照投资目的可分为偏债型投资者 (loan-to-loan lenders) 和偏股型投资者 (loan-to-own lenders)。偏债型投资者主要为银行等债务人企业的原债权人,其参与动机一是对债务人企业的经营和财务情况更为熟悉,希望通过企业重整成功而获取收益;二是担忧其他 DIP 投资人在债务人企业既存负担的财产上设置更高级别的融资担保,从而对其原债权造成不利影响。偏股型投资者主要包括大型金融控股公司、对冲基金 (hedge fund)、私募股权基金 (private equity firm)、贷款抵押凭证 (collateralized loan obligation, CLO) 等多类型机构。在美国 DIP 融资制度下,新债权人具有参与制定与影响重整方案等重要权利。一方面,可以获取高额利息,另一方面,也是投资者更为看重的,则是可以间接控制重整企业。因此,越来越多股权类投资机构近年来纷纷进入债权市场,将控制权之争从股权市场转向债权市场。

2. DIP 融资利率较高且随经济周期波动

从既有破产重整案例来看,DIP 融资已成为很多对冲基金的首选策略,大约一半的对冲基金以 DIP 的形式介入。鉴于投资风险较高,对冲基金 DIP 利率 (DIP 投资人的要求回报率) 通常也较高,且回报率受经济周期影响也比较大。有研究表明,DIP 利率平均高出 Libor 利率 500~600bps,远超普通夹层贷款和杠杆贷款的回报率。在 2008~2009 年经济危机时,DIP 利率可能上浮至 600~1000bps,而在 2020 年全球疫情冲击下,DIP 利率进一步上升,近期美国大型连锁百货公司 JCPenney 进入破产程序且使用 DIP 融资模式,融资利率为基准利率上浮 1075bps 或 LIBOR 利率上浮 1175bps。^[2]

3. 融资期限有缩短之趋势

DIP 模式发展之初约为 2 年,但目前大部分都是短期贷款。以 2020 年近期零售行业 DIP 为例,最短期限 4 个月,很少超过 1 年。另外,重整投资人还可对债务人资产出售、信息披露等关键事项设置关键

[2] 参见 J. C. PENNEY 公司 8-K 公告(2020 年 6 月 8 日)。

时间节点(milestone),把在事先约定的时间节点前达到相应目标作为获得信贷的条件,以控制贷款期限与重整进度。

4. DIP 融资规模持续上升

2010 年以来,美国公开的 DIP 融资金额呈波动上升趋势。除 2014 年^[3]外,2010~2018 年美国公开的 DIP 融资总金额均未超过 100 亿美元。2019 年以来,受“新冠”肺炎疫情对美国经济的冲击等因素影响,美国申请破产重整并寻求 DIP 融资的案例增多,并出现了赫兹租车、布里斯托直升机、加利福尼亚资源公司等知名上市公司寻求 DIP 融资的案例,美国 DIP 融资总额也迅速提升。2019 年至 2020 年 12 月,美国公开的 DIP 融资事件达 263 起,融资总额 387.8 亿美元。2010~2019 年,美国 DIP 融资总额年均复合增长率达 19.6%。据市场研究分析,2020 年美国破产重整的大中型企业将达到 190 家,总资产为 4700 亿美元,总负债为 4470 亿美元,企业破产情况不容乐观,需要再融资和重整的债务数量或创历史新高。^[4]

三、中国企业破产重整中引入 DIP 模式的必要性

(一) 周期性因素——“后疫情时代”信用风险严峻

从历史上来看,^[5]中国企业信用风险的暴露具有一定周期性因素,通常受宏观经济和监管政策的系统性影响。

自 2014 年我国信用债市场首次出现违约以来,有两个阶段企业违约比较集中。第一阶段是 2015~2016 年,由于宏观经济下行,叠加供给侧改革,过剩产能行业接连出现违约事件。第二阶段是 2018~2019

[3] 2014 年,美国得克萨斯州能源公司 Energy Future Holdings Corporation 申请破产重整,并获得了德意志银行领投的 142 亿美元 DIP 融资,使当年美国 DIP 融资额上升明显。

[4] 参见王炜:《美国企业在未来一年内需要多少破产重组融资》,载搜狐网,https://www.sohu.com/a/402399150_100268076,2021 年 8 月 1 日访问。

[5] 据 Wind 数据统计:2014 年以来,中国信用债市场共 174 家主体发生实质性违约,涉及债券金额 5316 亿元。

年,在全面加强金融监管和去杠杆的环境下,2018年有多起民企违约事件,2019年爆发包商银行事件。^[6]2020年受“新冠”肺炎疫情影响,企业盈利能力下滑,信用风险在宽松的货币政策和财政政策下出现逐渐积累、集中暴露之趋势,11月的AAA级永煤债券违约事件^[7]再次引发市场对无序违约的担忧。

2020年中央经济工作会议指出,当前疫情变化和外部环境存在诸多不确定性,我国经济恢复基础尚不牢固;明年世界经济形势仍然复杂严峻,复苏不稳定不平衡,疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。因此,面对“后疫情”的经济形势,虽然我国经济长期稳中向好的格局不变,但疫情所引起的产业升级、马太效应加速了企业的分化。可以预见,2021年乃至未来数年内,中国企业尤其是中小企业仍将面临严峻挑战。更需注意的是,随着前期疫情期间阶段性的宏观政策逐渐“退出”,地方政府与企业回归正常融资环境,债务风险可能进一步累积。

2020年11月,国务院金融稳定发展委员会召开第四十三次会议,专门研究规范中国债券市场发展问题。会议提出近期债券违约的案件有所增加,这是“周期性、体制性、行为性”因素相互叠加的结果,要按照“市场化、法制化、国际化原则”,处理好促发展和防风险的关系,推动债券市场持续健康发展。我国在“后疫情时代”的常态化环境中,有必要借鉴美国DIP融资机制,建立更加市场化、法制化、国际化的企业破产重整解决方案。

(二)体制性因素——中国企业破产重整融资手段较为单一

在企业破产重整融资过程中被我国法律认可的融资方式包括债权型(借款融资)、股权型(非公开发行股票融资)以及混合型(债转股)等方式。但在实务中,由于债权融资中投资人保护条款薄弱,利益难以维护,混合型融资适用范围又存在一定局限性,所以我国破产重整企业通常仍依赖于股权型融资。破产重整融资手段过于单一,构成了我国

[6] 2019年5月24日,银保监会发布公告称,鉴于包商银行出现严重信用风险,为保护存款人和其他客户合法权益,对包商银行实行接管。

[7] 2020年11月10日,永煤控股公告规模为10亿元的“20永煤SCP003”实质性违约。违约事件后,中诚信将永煤控股及其母公司河南能源主体评级由AAA级调降至BB级。

企业破产重整融资难的体制性因素。

债权融资方式主要是借款融资,^[8]根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(三)》第2条规定,^[9]重整投资人的保护措施主要源于破产企业重整期间的债权可以优先于普通债权受偿,且管理人或债务人可以为前述贷款设定抵押担保。但以上方式在具体实践中存在一定困难:首先,债务人在破产重整后,往往几乎没有财产可以设立新的担保;其次,如果在既有负担财产上继续进行抵押担保,则会发生原债权人与新重整投资人的利益冲突。在缺少进一步明确法律规定的情况下,需要各方进行利益博弈,贻误破产重整最佳时机,在此过程中也可能发生新的重大法律或道德风险。

混合型融资主要包括“债转股”方式,根据《公司注册资本登记管理规定》第7条的规定,^[10]我国“债转股”仅指债权人以其对公司的债权转为公司股权并增加公司注册资本的行为。因此,债转股融资方式属于增资行为,新增债权需要满足债务人股东的出资条件,不包括第三方重整融资人对债务人的投资行为,适用范围存在一定局限性。但实践中,企业破产重整往往通过债转股来实现债务清偿、改善公司资本负债结构的目的,而非并出资手段。债务人被动转为股东,同时面临退出渠道不畅、税费较高等配套政策缺失,导致债转股实施机构和企业动力不足。

我国企业破产融资方式亟须改变和调整。鉴于中国企业正处于疫情后的战略发展机遇期,这时引入美国 DIP 融资模式,一方面通过债务

[8] 发行债券虽然也是债权融资的主要方式,但企业发行债券往往需要满足处于盈利状态等门槛条件,破产重整企业一般难以实现。

[9] 第2条规定:“破产申请受理后,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,管理人或者自行管理的债务人可以为债务人继续营业而借款。提供借款的债权人主张参照企业破产法第四十二条第四项的规定优先于普通破产债权清偿的,人民法院不予支持,但其主张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。管理人或者自行管理的债务人可以为前述借款设定抵押担保,抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的,债权人主张按照物权法第一百九十九条规定的顺序清偿,人民法院应予支持。”

[10] 《公司注册资本登记管理规定》第7条规定:“债权人可以将其依法享有的对在中国境内设立的公司的债权,转为公司股权。债权转为公司股权的,公司应当增加注册资本。”

人自行管理的方式,引导债务人继续发挥已经具备的商业知识与技能,降低重整的成本;另一方面在法律层面对新增债权进行优先级保护,注重平衡原债权人与重整投资人的权益,提升我国破产重整市场的规模与效率,使企业尽快从财务困境中恢复发展动能。

(三)行为性因素——存在政府干预,“借壳上市”一度扰乱市场

我国破产重整市场尚处于初级发展阶段还体现在市场主体的行为性因素。在一般成熟的市场机制下,陷入困境的企业会快速进入债务重整市场以积极寻求重整机遇,重整投资人也会积极参与其中,通过适度竞争来实现企业重整利益最大化。然而在我国,破产市场还不成熟,完全靠市场自发调节作用难以实现。市场作用失灵后,破产重整企业往往寄托希望于地方政府,并希望政府给予大力支持。从政府的角度来看,由于上市公司的破产或违约有损地方政府的声望,对区域整体的再融资计划也具有严重的负面效应,导致政府通过非市场化手段给予上市公司临时救济或干预上市公司重整。这样一方面会由于政府的介入而影响市场正常秩序,降低市场化水平和重整投资人参与热情;另一方面也会加重地方政府隐性债务负担,导致区域信用风险累积、延后。

另外,在历史上中国上市公司破产重整中还有一种较为流行的方式,即通过股份转让、资产置换等混合手段演变出一种“借壳上市”的破产重整方式。这种畸形的上市公司破产重整方式,实则为原来控股股东借助重整程序保壳或者外部投资人借助重整程序买壳上市的手段,丧失了融资目的,成为扰乱市场稳定的安全隐患。但随着目前新《证券法》规定核准制改为注册制,^[11]证监会持续推动从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革布局,借壳上市的动机与案例将持续减少。

因此,解决我国破产重整市场行为性因素的关键,还是在于优化相关政策制度与净化市场环境。当困境企业进入破产重整阶段后,理应积极寻找重整机遇或被市场政策淘汰。此时应当引入 DIP 融资制度,吸引更多市场化重整投资者帮助优质困境企业重新发展,同时持续推

[11] 新《证券法》第9条规定:“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。”

动注册制改革,优化完善具体的上市、退市制度,降低重整投资人对破产重整企业的风险识别难度与退市风险隐患,扩大市场容量,增强资源配置效率。

四、中国 DIP 融资的法律基础与发展机遇

(一) 中国 DIP 融资的法律基础——中国债务人自行管理制度与共益债权

如上所述,美国 DIP 融资制度的两大关键点分别为:一是债务人对重整企业进行自行管理;二是为破产重整中的贷款设置不同等级的偿付优先权,从而降低债权投资风险,大幅消除企业经营信息不对称造成的交易成本,促进重整债权融资。在中国法律中,也可见到类似的制度雏形。

1. 中国的债务人自行管理制度

我国《破产法》第 73 条规定的债务人的自行管理制度^[12]是中国借鉴美国 DIP 制度的具体探索,并成为我国实施 DIP 融资制度的法律基础。

值得注意的是,《破产法》与《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)中仅对债务人自行管理制度作出了原则性设定,^[13]但其中部分条款对司法实务而言仍然存在概括性太强、适用性不高的问题。与美国 DIP 制度不同的是,自行管理的债务人并不能完

[12] 根据《破产法》第 73 条的规定,在重整期间,经债务人申请并经人民法院批准,债务人可以在管理人的监督下管理自己的财产和业务。此外,如果管理人在进入重整程序之前已经接管了债务人的财产和业务,则管理人应当根据法律的规定将财产和业务移交给债务人,破产法规定的管理人的职权应当由债务人行使。

[13] 《九民纪要》第 111 条规定:重整期间,债务人同时符合下列条件的,经申请,人民法院可以批准债务人在管理人的监督下自行管理财产和营业事务:(1)债务人的内部治理机制仍正常运转;(2)债务人自行管理有利于债务人继续经营;(3)债务人不存在隐匿、转移财产的行为;(4)债务人不存在其他严重损害债权人利益的行为。

全替代管理人职能,^[14]其自行管理通常需要在管理人监督下进行。

在具体案例中,我国现行《破产法》仍坚持以管理人管理模式为默认模式,只有债务人提出申请、满足具体条件,并在法院批准和管理人监督下,才可以履行其自主管理经营权。经统计,截至2018年年底,在全部的54家上市公司破产重整案例中,41家采用了管理人管理模式,只有13家采用了债务人自行管理模式。^[15]非上市公司的重整案件,大多也选择管理人管理模式。

2. 中国破产重整设置优先级的雏形——共益债权

《破产法》的“共益债务”体现了我国重整融资债权的优先受偿地位。《破产法》的释义中明确,共益债务是“人民法院受理破产案件后,管理人为全体债权人的共同利益,管理债务人财产时所负担或者产生的债务以及因债务人财产而产生的有关债务”。^[16]

(1)关于共益债权和担保债权、普通债权的清偿顺序:《破产法》第113条^[17]的规定明确了破产费用和共益债务的清偿顺序先于普通债权。但没有明确定义类似于《美国联邦破产法》第364条(d)中规定的“超级优先权”,新投资人的债权无法明确优先于既有担保债权人。

(2)关于共益债权和破产费用的清偿顺序:《破产法》第43条规定,破产费用和共益债务由债务人的财产随时清偿。债务人财产不足以清偿所有破产费用和共益债务的,先行清偿破产费用。债务人财产不足以清偿所有破产费用或者共益债务的,按照比例清偿。由此可见,共益债权的清偿顺序位于破产费用之后。

[14] 债务人自行管理权限仅限于管理财产和经营事务,《九民纪要》第111条第2款规定:经人民法院批准由债务人自行管理财产和营业事务的,企业破产法规定的管理人职权中有关财产管理和营业经营的职权应当由债务人行使。

[15] 参见董明、于志明:《债务人自行管理模式探究》,载微信公众号“君合法律评论”2019年11月24日。

[16] 破产法起草组编:《〈中华人民共和国企业破产法〉释义》,人民出版社2006年版,第159页。

[17] 《破产法》第113条规定:“破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后,依照下列顺序清偿:(一)破产人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用,所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用,以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金;(二)破产人欠缴的除前项规定以外的社会保险费用和破产人所欠税款;(三)普通破产债权。”

(二) 中国 DIP 融资的潜在参与主体

在中国,发放贷款是特许经营项目,开展 DIP 融资业务也需要金融机构涉足企业破产重整市场。另外,直接融资、债权计划、信贷资产均被《标准化债权类资产认定规则》划分为“非标准化债权类资产”(以下简称非标)。这在一定程度上阻碍了中国金融机构参与 DIP 融资的能力与意愿。但随着资本市场深化改革与发展,以下金融机构具有一定以重整投资人角色参与中国 DIP 融资的可能性。

1. 资产管理公司(AMC)

AMC 是专营不良资产收购、管理和处置的机构,成立初衷便是处置不良资产、化解金融风险,其是最具经验,同时也是最具核心竞争力的破产重整市场参与者。根据《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理办法》的规定,^[18] AMC 可以通过受让非金融企业债权的方式向特定行业或领域提供融资服务,因此,AMC 参与企业破产重整过程中,可以是债权人身份,^[19]也可以是重整投资人身份。作为投资人时,根据投资方式不同,可以分为债权投资、股权投资、资产收购三类。目前实践中债权投资主要包括:一是投资于共益债权,确保债权优先受偿;二是为困境企业提供担保;三是购买重整企业相关债券。如前文论述,目前共益债权的使用、认定与清偿循序顺位还存在一定局限性,随着 DIP 融资制度逐步规范,AMC 有望进一步发挥其在破产重整领域的业务优势,助力具有价值的重整企业尽快摆脱困境,实现资源整合与价值提升。

2. 金融资产投资公司(AIC)

AIC 是商业银行为从事债转股及其配套业务而设立的金融机构,与 AMC 对比,其主业更加聚焦于债转股。目前 AIC 允许以债转股为

[18] 2015年6月9日,财政部和银监会联合印发《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理办法》(财金[2015]56号)。

[19] 作为债权人参与重整有两种情况:一是重整企业的原始债权人;二是经债权受让后成为重整企业的债权人。

目的收购银行对企业的债权,^[20]暂不能直接收购企业债权。但从监管趋势上来看,未来业务范围有望逐步放开,后续可以期待 AIC 开展不以债转股为目的的债权投资权限。可以预见,随着 AIC 业务范围进一步开放与 DIP 融资制度落地,AIC 可能以两种重整融资人的身份进入破产重整市场。一是原债权人投资,AIC 可以通过收购母银行所持有的重整企业原债权,并根据 DIP 相关清偿优先条款,为重整企业提供新融资,提高整体债权清偿比例。二是发挥 AMC 类似职能,作为新重整投资者涉足有价值重整企业的债权投资,进一步丰富我国破产重整市场的主体范围。

3. 银行理财子公司

银行理财子公司的本源业务是资产管理类业务,^[21]根据《商业银行理财子公司管理办法》第 29 条^[22]和《资管新规》第 15 条^[23]之规定,理财子公司在严禁期限错配的条件下,具有一定额度的非标债权投资权限,因此理财子理论上具有涉足企业破产重整市场的法律前提。作为新型企业破产融资手段的 DIP 融资,其具有期限较短且可灵活设定的特点。因而在未来业务实践中,银行理财子可通过发行银行理财产品募集资金,作为重整投资人,在 DIP 融资协议中设定与产品期限相同或略短的融资期限来做到期限匹配,从而拓宽银行理财子参与破产重整市场的方式。

[20] 《金融资产投资公司管理办法(试行)》第三章第 23 条规定:“经国务院银行业监督管理机构批准,金融资产投资公司可以经营下列部分或者全部业务:(一)以债转股为目的收购银行对企业的债权,将债权转为股权并对股权进行管理;(二)对于未能转股的债权进行重组、转让和处置;(三)以债转股为目的投资企业股权,由企业将股权投资资金全部用于偿还现有债权……”

[21] 《商业银行理财子公司管理办法》第 24 条明确规定商业银行理财子公司的业务范围为发行公募、私募理财产品、理财顾问和咨询等。

[22] 《商业银行理财子公司管理办法》第 29 条规定,银行理财子公司理财产品投资于非标准化债权类资产的,应当实施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%。

[23] 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 15 条规定,……资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的,非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。

4. 证券公司资管产品和基金专户

根据《资管新规》相关配套细则——《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(以下统称《资管细则》),《资管细则》也放宽了券商资管和基金公司关于非标债权投资的禁令,具体要求与公募资管产品类似,仍是“限额管理”^[24]与“期限匹配”。^[25]可以预见,在坚守严禁期限错配的基础上,对比银行理财子公司,作为非银机构的券商资管与基金公司具有更多元化的人员配置,专业能力更强、灵活度更高,其将以更具竞争力的重整融资人进入企业破产重整市场。

5. 私募股权投资基金

在美国,私募基金和对冲基金是除大型银行以外,DIP 出资人中的主力军。但在我国《私募基金备案须知》中明确提出,“从事经常性、经营性民间借贷活动,包括但不限于通过委托贷款、^[26]信托贷款^[27]等方式从事上述活动的”不属于私募基金备案范围。因此,在目前现行制度下,私募股权投资基金参与 DIP 融资具有一定限制。在具体实践中,大部分私募股权投资基金也确实作为股权类的重整投资人介入,以获取企业重整或上市后的部分股权等退出收益。未来我国私募基金以债权人身份参与 DIP 融资,可能也需要债权投资或直接贷款的权限逐步放开,或者适度与股权相结合,尝试开展其他创新型业务模式。

[24] 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第 15 条规定:一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该计划资产净值的 25%;同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该资产的 25%。第 16 条规定:同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过其管理的全部资产管理计划净资产的 35%。

[25] 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第 23 条规定:资产管理计划直接或者间接投资于非标准化债权类资产的,非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理计划的到期日或者开放式资产管理计划的最近一次开放日。

[26] 《贷款通则》第 61 条规定:企业之间不得违反国家规定办理借贷或者变相借贷融资业务;《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》第 3 条第 8 项规定:严禁私募股权投资基金开展债权类融资业务。

[27] 根据《商业银行委托贷款管理办法》,私募股权资金与券商资管、基金专户类似均属于“受托管理的他人资金”,不得发放委托贷款。另外,开展委托贷款与信托贷款的均被视为违反《私募投资基金备案须知》(2019 年版)而被法律禁止且不予备案。

(三) 中国 DIP 融资的可行工具——“定向可转债”

定向可转债,是指采用非公开方式向特定对象发行的可转换公司债券,其相当于内嵌股权看涨期权的债券,投资者在获得保底固定收益的同时,还可以分享因企业股权升值而带来的超额收益。

自2018年11月证监会提出试点定向可转债作为并购支付工具支持上市公司发展以来,定向可转债的使用范围不断扩大。定向可转债最初被定位为上市公司在破产重整中交易对价的支付工具。后来中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,支持非挂牌、非上市民营企业发行私募可转债,从而扩展了定向可转债的规模和用途。定向可转债的用途从“上市公司并购支付工具”延展到了“非上市公司配套融资手段”。因此,拟重整企业为持续经营而向重整投资人发行“定向可转债”进行DIP融资,符合“定向可转债”的发行要求。

从重整投资人角度来看,2020年12月上交所发布定向可转债自律监管规则,^[28]力图把定向可转债打造成规则透明、流动性强的标准化证券产品。作为重整投资者的金融机构,未来能否按照“标债”的方式,推出针对投资破产重整企业发行的“定向可转债”,值得进一步研究。如果这一方式可行,投资者可以享受重整企业潜在股权升值而带来的超额收益,投资者参与到企业破产重整市场的便利性与积极性均将明显提升。

五、中国 DIP 融资的政策建议

(一) 优先实行管理人监督下的债务人自行管理模式

债务人自行管理制度对企业破产重整而言意义非凡。由于债务人比外部人士更了解自身的经营和财务情况,故由债务人保留自行经营的权力,能够充分发挥债务人专业能力与主观能动性,更有利于企业重

[28] 上海证券交易所:《关于发布〈上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第4号——向特定对象发行可转换公司债券〉的通知》。

整的实现,从而保障债务人与债权人综合利益最大化。因此,DIP 融资在美国市场往往作为破产重整的首选模式。我国《破产法》中包含管理人管理和债务人管理两种方式,其中债务人管理模式还受到管理人的监督。鉴于我国目前正处于破产制度建立初期阶段,两种破产重整管理模式均有其存在的必要,需要结合我国国情以及现行破产法律制度,不断优化完善适用于我国的债务人自行管理制度,继续健全完善管理人监督机制。

1. 研究实行管理人监督下的债务人自行管理模式

根据《破产法》第 73 条的规定,债务人自行管理需在管理人监督下,经人民法院批准,并在同时满足《九民纪要》规定的若干条件下,方可实施。建议我国应从立法角度研究推进债务人自行管理制度,取消现行的批准制,当债务人自身存在不情愿、不胜任、违法违规、不诚信等不利于债权人利益的情形下,再由法院指定管理人管理。

2. 继续健全完善管理人监督机制

若完全仿照美国 DIP 制度实现债务人全权自行管理,则存在导致自行管理债务人道德风险和权力滥用的可能性。因此,我国债务人自行管理制度应在保持现有监督模式的基础上,健全细化管理人监督机制,并落实《全国法院破产审判工作会议纪要》第 9 条关于“在债务人自行管理的重整程序中,人民法院要督促管理人制订监督债务人的具体制度”的相关规定。

(二) 完善重整投资人偿债优先顺序,维护重整投资人利益

美国 DIP 融资的核心在于赋予了重整投资者不同层级的优先权,投资安全性得以提升,激发了投资者参与企业破产重整的热情。我国当前与重整期间增量融资相关的规则尚不完善。根据我国《破产法》的规定,破产重整期间的新增借款融资属于共益债务,偿付顺序在破产费用之后、无担保债权之前,并不具有美国 DIP 融资中“超级优先权”地位。此外,《破产法》并未对具体担保形式和优先级作出详细规定。规则不完备导致债权融资方式难以在企业重整中发挥作用,进而阻碍了困境企业获取融资。建议在符合一定条件下,为灵活调整偿债优先顺序留下法律空间,同时加大制度供给,保障超级优先权的法律地位。

1. 共益债权与担保债权的顺位

根据《民法典》第414条规定,^[29]法律肯定了重复抵押的存在。参照《美国破产法》第364条(c)款之规定,建议完善《破产法》第75条款为:“在重整期间,债务人或者管理人为继续营业而借款的,可以为该借款设定担保,该担保可以在未抵押资产上设定担保权益,或者在破产财产中已抵押资产上设定劣后于担保债权人的担保权益。”

2. 超级优先权与担保债权的顺位

鉴于《民法典》第409条之规定,^[30]法律承认变更抵押权顺位的可能。参照《美国破产法》第364条(d)款之规定,建议《破产法》规定:“人民法院可以批准设定相同顺位或优先于先前存在的担保权利的担保权益,但需满足以下条件:(一)债务人或管理人能够证明其无法以任何其他方式获得融资;(二)现有担保债权人的利益已得到充分保护。”

3. 超级优先权与破产费用的顺位

建议可以借鉴美国DIP融资协议中的权益割让条款(carve-outs),将适当比例的律师费等破产费用事前分离,使超级优先权优先于担保债权和其他共益债权清偿,但劣后于部分破产费用清偿。

(三) 赋予重整投资人适当控制权与股权激励,提高参与积极性

在美国DIP模式中,重整投资人除获得优先受偿权外,还对破产重整计划具有表决权,^[31]并常通过融资协议中的具体条款获取债务人经营活动中的部分控制权或影响力,增强了对公司治理的监督能力,增加了重整投资人的参与积极性,并提升了企业重整成功率。建议我国借鉴美国DIP融资制度并结合“定向可转债”模式,在债务人主导的企业

[29] 《民法典》第414条:“同一财产向两个以上债权人抵押的,拍卖、变卖抵押财产所得的价款依照下列规定清偿:……”

[30] 《民法典》第409条:抵押人可以放弃抵押权或者抵押权的顺位。抵押权人与抵押人可以协议变更抵押顺位以及被担保的债权的数额等内容,但抵押权的变更,未经其他抵押权人书面同意,不得对其他抵押权人产生不利影响。

[31] 根据美国《破产法》第11章下的企业重整程序,由债务人提出申请,债权人进行分组表决。甚至在规定期限内,若债务人未能制定被法院和债权人认可的重整申请,债权人可以替代债务人提交破产重整计划,最终由债权人会议进行全体表决,选出最符合债权人利益的破产重整计划。

破产过程中,给予重整投资人更多控制权与激励。

1. 赋予重整投资人适当控制权

根据我国《破产法》第 80 条^[32]与第 85 条^[33]的规定,在企业破产重整期间,管理人和债务人有权制定重整计划草案,重整投资人仅允许“列席讨论”,且对讨论事项范围没有明确规定,重整投资人权利明显不足。建议可以在法院主持和融资协议明文规定下,邀请重整投资人参与到重整计划中的关键环节,如资产核定与评估、适度经营建议与策划等,与债务人一同做出最符合企业利益的破产重整计划,帮助债务人走出财务困境。

2. 进行“定向可转债”股债结合型融资模式

为进一步提高重整投资人的参与积极性,建议破产重整企业尝试发行定向可转债进行融资,并在可转债发行协议中事前约定优先条款。此举既保障了重整投资人的债权优先地位,又赋予其重整成功后超额收益的选择权,使重整投资人享有一定的股权激励。在此过程中,监管部门需要明确破产重整企业发行定向可转债的财务要求和审批程序,亦需要研究将定向可转债发行主体适当从上市公司向非上市公司扩展。

(四) 畅通直接融资入口,引导更多金融机构服务实体经济

服务实体经济是金融的本职,直接融资能够降低融资成本,是服务实体经济的有效途径。党的十九大报告指出,需要深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展。面对 2020 年“新冠”肺炎疫情,《政府工作报告》明确提出要“鼓励银行合理让利”,央行也曾采取降准、降息、贷款市场报价利率(LPR)改革等多种手段引导企业融资成本不断下行。但从我国目前金融资产结构来看,直接融资占比较低,发展相对滞后,资本与实体经济对接不畅,直接融资服务实体经济的途径和能力有限。建议我国监管机构着眼于提高直接融资比重,进一步畅通直接融资入口,适度放松企

[32] 《破产法》第 80 条规定:债务人自行管理财产和营业事务的,由债务人制作重整计划草案。管理人负责管理财产和营业事务的;由管理人制作重整计划草案。

[33] 《破产法》第 85 条规定:债务人的出资人代表可以列席讨论重整计划草案的债权人会议。

业破产市场的进入壁垒,在传统商业银行和 AMC 以外,引入更加多元的金融机构参与企业重整,促进合理竞争,提升市场化水平,从而“倒逼”金融机构提高对实体经济的服务品质和让利动机。

一是拓宽银行 AIC 业务范围。自 2020 年 2 月起,银保监会陆续放开 AIC 业务范围,批复同意 AIC 开展不以债转股为目的的股权投资业务。建议后续开放 AIC 开展不以债转股为目的的债权投资业务,从而满足 AIC 作为重整投资人参与 DIP 融资业务的准入条件。

二是明确银行理财子等资管机构参与 DIP 融资的具体要求。在目前的政策框架下,公募理财银行理财子和私募券商资管均在一定限制下可以投资非标债权,但具体形式和要求存在一定争议。建议后续出台关于 DIP 融资的具体规定,通过要求 DIP 融资协议中投资期限与产品期限相匹配,探索满足现行“资管新规”下的创新型业务模式。

三是适当给予私募股权投资基金债权业务发展空间。目前私募股权投资基金参与企业破产重整的方式仍以股权为主要途径,且业务开展范围有限,建议后续适度引导私募股权投资基金创新股债结合型模式,促进提高我国私募基金在债权投资、主导企业重整方面的业务能力。

(编辑:姜沅伯)