

出售式破产重整与不良资产处置创新

刘 佳¹, 刘 原²

(^{1,2} 中国华融资产管理股份有限公司, 北京 100033)

摘要:通常面对具备存续运营能力的困境企业,金融机构倾向通过重整程序实现债权回收价值最大化,以避免破产清算带来的绝对损失。近期不良资产处置中破产重整案件数量明显增多并呈现诸多特征,其中出售式重整因独特的制度优势逐渐受到金融机构关注与青睐,然而出售式重整并非不良资产处置的万能良方,必须结合出售式重整的适用要件,准确研判企业内外部实际情况,探索不同重整模式下资产承接、权利过渡、方案清偿以及政策支持的具体方式,既快又好地实现不良债权利益。

关键词:出售式重整;司法案例;不良资产;担保物权;破产重组

JEL 分类号:K10 中图分类号:F830 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2018)01-0055-05

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2018.01.009

随着经济下行压力的增大,陷入财务危机的困境企业逐渐增多,旨在促进债务人企业更生、恢复其经营能力和盈利能力、实现企业与债权人利益共赢的重整制度,已成为金融机构化解企业财务风险,平衡债权人权益、维护社会稳定的重要举措。其中,出售式重整具有隔绝债务人企业或有财务风险、转承核心资产保持经营能力的制度优势,逐渐成为金融机构创新不良债权处置的备选方式。同时,金融机构可通过出售式重整计划与债务重组、资产重组、债转股等手段相结合实现债权利益与企业经营的再平衡,落实金融回归服务实体经济的本源要求。

一、近期不良资产处置中破产重整案件的典型特征

受国内经济下行、行业趋势下滑等多因素影响,部分实体企业出现资金流紧张、到期偿付压力增加等经营困难。其中,对于保有核心资产并正常经营、但陷入财务危机而无法按期清偿债权的企业,金融机构债权人通常倾向选择破产重整以保存经营事业、摆脱兑付困境,实现债务人企业、金融机构债权人和政府的

多方共赢。在近期金融机构处置不良资产过程中,破产重整案件呈现出数量增长较快、实质审查趋严、地域管辖集中、一审效果明显等特点。

(一)破产重整案件数量增长较快

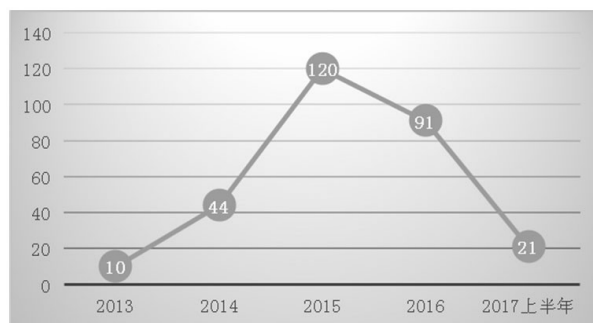


图1 2013-2017 上半年我国破产重整案件数量
(单位:件)

受国内外经济环境影响,向人民法院请求受理破产重整申请、化解财务困境的债务人企业快速增长。尤其2015年,更是达到人民法院审查受理破产重整案件数量的峰值。显然,相比破产清算的绝对损失与

基金项目:第61批中国博士后科学基金资助项目“金融机构担保物权实现及其风险防范机制研究”(项目编号:2017M611118)。

收稿日期:2017-10-25

作者简介:刘佳,法学博士,中国华融资产管理股份有限公司博士后科研工作站与中国政法大学联合培养博士后;

刘原,中国社会科学院投资经济系博士生,中国华融资产管理股份有限公司研究发展部高级经理。

破产和解的难以协商,破产重整的制度优势和实际成效较为明显。破产重整程序中,法院依法指定破产管理人代为干预和监督企业经营事务,起草和制定重整计划,协调和兼顾债权人利益,筹划和引入战略投资者盘活资产,较好地平衡了债权人与债务人的关系,最大限度保障各方利益的同时也依旧维系着合作关系。金融机构可通过债转股、债务重组、追加投资等多种组合方式最大限度维护债权价值。

(二)破产重整受理标准严格

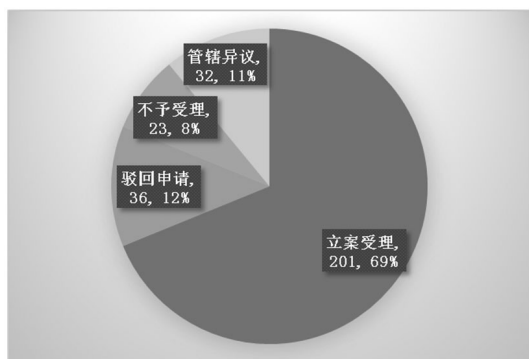


图2 2013-2017上半年我国破产重整司法审查情况
(单位:件)

破产重整制度旨在帮扶发生破产原因但具有挽救希望的困境企业,其间由法院和债权人会议分别依法运用自由裁量权和投票表决权,调整困境企业涉及的债权债务关系。因而,鉴于破产重整程序能够依照破产法强制性规范变更原始债权债务关系,法院对于债务人企业是否具备重整原因,需进行主体适格性的形式审查和挽救希望可能性的实质审查,最终决定是否受理重整申请。其中,申请书中恢复经营且能够偿付债务的重整理由,是获得法院认可并启动重整程序的前提条件。近三分之一破产重整申请因不具备重整原因或无挽救希望而被驳回或裁定不予受理,考验着金融机构在处置不良资产过程中对企业财务危机的认知水准和企业内在价值的判断能力。

(三)破产重整案件地域管辖集中

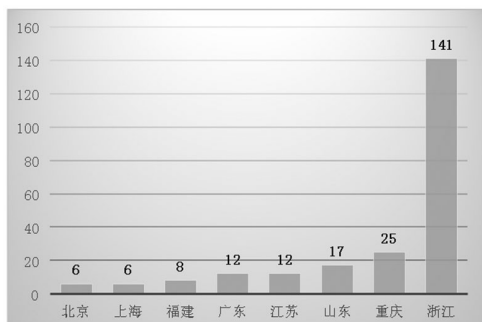


图3 2013-2017上半年

我国破产重整案件地域管辖情况(单位:件)

破产重整案件遵循债务人企业所在地管辖原则,因而债务人或债权人应当向企业登记注册所在地法院提起破产重整申请。近期受国内外经济环境影响,处于经济发展速度快、企业活跃程度高、企业密集度大等经济发达省市的困境企业,运用破产重整制度摆脱财务危机的积极性和可行性较高。显然,破产重整已成为金融机构不良资产处置的重要方式。尤其得益于政府的政策支持和人民法院的能动司法,浙江法院审理的破产重整案件和破产管理人涉诉案件较多(如破产管理人依法行使撤销权、追回权和取回权的案件)。各类金融机构也借此机遇提供多种金融支持手段,促使当地困境企业能够通过破产重整程序转危为安、扭亏为盈。

(四)破产重整案件一审效果明显

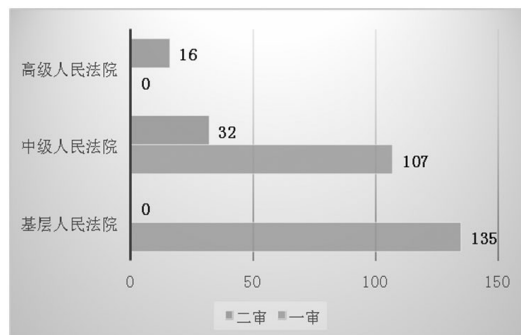


图4 2013-2017上半年

我国破产重整案件级别管辖情况(单位:件)

我国破产重整案件级别管辖并非依照涉诉金额予以区分,而是根据债务人企业工商管理部门所在地予以确定。即基层法院管辖在县区级工商管理部门登记的企业破产案件,中级法院则管辖在市级(含市级)以上工商管理部门登记的企业破产案件。因此,基层法院和中级法院共同承担了破产重整案件的一审程序。近期上诉率仅为16.55%,表明重整计划大多能够获得债权人会议通过并得到债务人和大多数债权人的支持与认可。金融机构处置不良资产时可通过破产重整制度,统筹且彻底地解决债务人企业积累的债权债务纠纷,帮助企业减轻财务压力,实现经营发展的轻装上阵。

二、出售式重整与不良资产处置创新

(一)重整实务难点与重整方式创新

存续式重整通常以保障主体持续性经营为目的,通过调整变更各方债权人权益实现期限及预期,实现债务和资产的重组和企业重生。然而,部分企业发生风险时主营业务情况较好,并且得益于当地政府支持,其存续式重整计划大多能够获得法院批准,却依

旧难逃破产清算的命运。实践中,存续式重整有时遭遇重整计划难以按期实现、隐藏或有财务风险、评估财产难以变现等诸多难题和挑战,导致破产重整与破产清算之间的摇摆案件逐渐增多,“执行转破产、重整转清算”比率明显上升。

1、存续式重整的实务难点。

总体而言,经营正常的困境企业未能如期实施重整计划的主要原因有四点:一是行业形势急剧下滑影响企业成功重整。受国内经济下行和行业不景气等因素影响,战略投资者对企业恢复经营能力和盈利能力的预期不断降低,投资战略一时难以调整,进而影响企业破产重整的时间进度。如2015年某水泥公司以不能清偿到期债务但具有挽救希望为由向法院申请破产重整,后因主业经营正常而启动存续式重整对公司股权进行重组。但由于水泥行业未见起色,重整计划历经期限延长和战略投资者终止投资等变故后无奈宣告失败。二是无法避免或有风险维护重整效果。受金融市场“资金荒”的不利影响,部分债务人企业遭遇流动性困难时容易被金融机构抽贷,民间融资成为缓解财务压力的“速效药”,但也为重整计划的实施埋下隐患。如2014年某房地产公司的重整计划成功获批,但实施过程中突然出现数位民间借贷债权人申请清偿债务的情况。尽管依照破产法规定重整期间未予申报的债权仅依照重整计划标准清偿,但民间借贷债权人的奔走上访、静坐售楼处等行为,影响了项目楼盘的正常销售,并对公司商誉产生不利影响,重整计划被迫中止。三是资产价值评估、变现难度大阻碍重整计划实施。如对于采矿设备、深井水泵、污水处理设备等价值高、移转难、变现难的债务人财产,由于不同行业间企业信息不对称,借机大幅压价甚至以废品价格做对价的情况时有发生,最终导致多起重整案无奈转为清算案。四是耗时较长丧失重整机遇。破产管理人接管债务人企业资产和经营业务后,通常需对现有财产进行处置变现,涉及流程复杂,导致重整案件审理通常需要两年左右,也贻误了重整的市场机遇。

2、出售式重整的创新特点。

为避免上述问题困扰,出售式重整已然脱胎于理论、创新于实践,逐步应用于金融机构不良资产处置过程之中。出售式重整又称营业让与型重整,是指破产管理人将债务人企业的全部或部分有效经营资产出售让与第三人或新设企业,以资产转让所得向债权人分配并偿还债务,最终清算注销债务人的重整方式。相比而言,部分企业更适合选择出售式重整,以其制度功能化解存续式重整中的实务难题,帮助企业尽

快摆脱财务困境恢复运营。

出售式重整的创新特点有五项:一是合理制定重整计划。存续式重整后,战略投资者或原股东均需全盘受让企业资产,无论质量好坏;相反出售式重整能够摆脱公司无效资产过重的负担和公司外壳无价值的束缚,将优质或核心资产注入新设公司以重获新生,进而有利于破产管理人制定合理可行的重整计划。二是保障重整计划的可行性。重整计划草案的财产分配方案一般通过模拟计算得出,实际上评估拍卖、资产转让、债务重组等分配方式可能因多次流拍、市场反应平淡、技术失误、受让人反悔等原因受阻。出售式重组则可以通过新设公司明确资产受让方,实现重整计划草案与资产转让协议和财产清偿协议的有效衔接,减少财产流转环节,确保重整计划顺利实施。三是降低破产重整费用。存续式重整费用通常包含诉讼费用,债务人财产管理、变价和分配费用,管理人报酬等三大类成本;出售式重整则可通过减少债权纠纷而降低诉讼费用,缩减财产流转分配环节而减少变价费用,自行管理财产而消减管理人报酬,大幅降低破产重整费用。四是避免存续式重整或有风险。出售式重整程序终结之时,原债务人企业已被依法注销登记。一方面债务人企业法人资格灭失,债权债务关系归于消灭,未申报债权难以追诉新设公司;另一方面出售后的资产产权明晰,附着的其他权利已被涤除,不再负担余债责任,也不影响新设公司的正常经营。五是快速执行重整计划。时间对于破产重整能否成功至关重要,存续式重整的最大短板在于耗时过长、贻误市场机遇。因重整期限过长而重整失败或被迫转为破产清算的案例屡见不鲜。究其实质,在于存续式重整中清偿债权人的财产来源于企业的未来收益。即便战略投资者注入部分资金,债务人企业的未来收益仍是债权清偿的最后保障,收益预期和实现之间存在一定不确定性。相反,出售式重整中清偿债权的财产直接源自企业有效资产的转让价款,原企业剩余财产也通过清算方式处理,得以紧抓市场行情和转型窗口期,保障重整计划执行的简明快捷和顺利终结。

三、出售式重整的适用情形与模式探索

出售式重整拓宽了债务人企业重整计划的制定策略,也开拓了不良资产处置的创新思路,提升了债务人企业资产整合与债务重组的效率,为金融机构处置不良资产、实现债权利益和谋划长远利益提供了较好借鉴。同时值得注意的是,出售式重整并非企业摆脱财务困境、实施重整的最优选择。应当因地制宜地结合企业内在价值、市场行情、宏观经济形势、债权关

系复杂性、战略投资者引入等多种因素综合研判,选取最适合债务人企业尽快恢复经营、稳健偿还债务的最佳重整模式,最大限度提升不良资产处置价值。

(一) 出售式重整的适用情形

作为不良处置的创新手段,出售式重整虽具备一定制度优势,但并非适用于所有债务人企业。应当结合企业资产实际情况,通过划分消极和积极条件,确定困境企业能否适用出售式重整,以实现事半功倍的资产保值效果。

1、出售式重整的积极条件。

困境企业选择出售式重整时应当具备一定的积极条件,具体包括:一是具备一定的优质资产。优质资产是债务人企业实施出售式重整的基础要件,是重整计划顺利执行终结的有力保障,更是金融机构回收不良资产价值的核心筹码。先进生产流水线或加工设备、高科技产品专利、驰名商标品牌、专业人才团队等优质资产能够吸引更多战略投资者参与资产转让,实现资产承接与转让价款的快速匹配。二是优质资产可整体打包出售。优质资产应具备整体性特征,难以拆分转让,否则与存续式重整的拆解拍卖无异。为确保新设公司或第三方顺利承接优质资产、快速恢复经营能力,优质资产应尽量以整体打包方式出售,确保优质资产价值实现的最大化。三是优质资产不宜精细估值。专利技术、品牌价值、优惠政策资质等优质无形资产,应当按照资产整体进行评估,而非逐个精细界定每个资产的评估价值,否则容易导致定价不合理、价值未认可的重叠评估纠纷。如在河南省大地农化公司重整案中,法院认为债务人企业科技含量高、技术人员集中、位于化工园区享受政策扶持等资产价值不宜精细估值,选用出售式重整将具有活力的营业事业全部出售他人,最大程度体现了企业的交换价值,有利于债权清偿。四是企业商誉价值较低。债务人企业的外壳并不具备可供评估的商誉价值或商誉价值较低,明显无法为企业带来潜在的经济价值。因而一味保留债务人企业的公司外壳已无必要,可作为无效资产予以处理。如持有多个驰名商标或知名品牌的困境企业本身并无多少市场知名度,则适宜通过出售式重整以转让所持商标资产及配套生产设备所得价款,向债权人清偿债务。五是市场机遇稍纵即逝。全球经济一体化背景下,产品销量和行业走势会明显受到国内外经济环境的影响。为加快企业升级转型、紧抓明显好转或逐渐企稳的市场机遇,出售式重整能够以较快且便捷的效率获得债务人企业和债权人的青睐,亦能提振战略投资者购置优质资产的信心和决心。如近期煤

炭、钢铁、有色产品等行业触底反弹、涨势不减,给予了相关困境企业摆脱债务危机的曙光,部分破产管理人已加速制定重整计划并提交法院审批。

2、出售式重整的消极条件。

尽管出售式重整有其制度优势,但金融机构在处置不良资产时应密切关注如下要件,以防止债务人企业恶意转移资产逃避债务,或者造成优质资产大幅贬值而有损债权利益实现。首先,债务人企业具有重大壳资源价值则不宜实施出售式重整。债务人企业系在证券交易所公开发行股票之上市公司或成为行业知名的非上市公司,因公司外壳具有重大经济价值而不宜实施出售式重整。毋庸置疑,上市公司壳资源或商誉价值能够为债务人企业带来可观且稳定的经济收入,并藉此偿还部分债权,此时选择存续式重整更为适宜。但值得注意的是,债务人企业所属上市子公司因满足上述积极条件反而可以考虑适用出售式重整。其次,股东在债务人企业仍存有重大利益应谨慎实施出售式重整。若股东在业务经营、技术研发、产品销售、融资支持和政策优惠等方面对债务人企业影响较大,则出售式重整中的优质资产会因丧失原始股东资源而大幅缩水或难以有效运行,反而不利于债权利益保护。即便选择出售式重整,亦应推动股东与战略投资者共同持股新设企业。最后,债权债务关系过于复杂且存在虚增虚设之虞,则应审慎实施出售式重整。除金融机构通常作为有担保的债权人外,债务人企业的债权人基本包括企业职工、税务机关以及具有经济往来的普通债权人。若无法确定普通债权人与债务人企业的债权债务关系的真实性或合理性,债权人基本信息或实际控制信息无法查验,抑或债务人企业与股东或其控股的其他企业存在大量关联交易,则可能存在债务人企业股东或实际控制人逃避债务之情形,其出售式重整计划亦难以获得法院认同。

(二) 出售式重整的模式探索

1、模式选择:资产出售式重整与股权出售式重整。

整体打包出售债务人企业优质资产的做法通常有两种:一是资产出售式重整,即将债务人企业持有的优质资产向资产受让方整体出让,以资产转让所得清偿债务;二是股权出售式重整,即债务人企业以优质资产为基础出资设立全资子公司,向资产受让方出售该子公司全部股权,以股权转让所得清偿债务。相较而言,资产出售式重整与股权出售式重整各有优劣:资产出售式重整计划的执行方式较为简便且耗时较短,通过资产打包评估和整体转让即可完成,但不足之处在于因资产所有权发生变更,相关税费成本可

能有所增加;股权出售式重整计划则因涉及出资设立新子公司而程序略显复杂且耗时可能较长,如涉及出资评估、企业分立公告、人员转移安置、工商登记手续办理等,但优势在于因出资设立新公司而省却优质资产移转的税费负担。

2、资产对接:战略投资者整体托管企业资产。

依照《企业破产法》第73条的规定,重整企业的所有财产和营业事务由破产管理人管理或在破产管理人的监督下由债务人自行管理。为保障债务人经营事业继续运行,同时避免破产管理人因不具备相关行业经营管理经验而出现重整失误,以及债务人企业负责人因出境或失踪不愿或无法正常履职的实际情况,金融机构可引入具有接管债务人经营事业意愿的战略投资者,尽快抓住市场机遇,恢复资产的造血能力。为此,破产管理人可在与金融机构、其他债权人以及战略投资者充分沟通的基础上,依法接管债务人企业的同时,与战略投资者签订《资产托管协议》,将公司优质资产整体交由战略投资者托管,由其负责资产的实际运营和人员的工资社保。如此可实现“生产不停、队伍不散、市场不丢”的共赢效果,为后续重整计划的顺利执行奠定坚实基础。

3、权利过渡:金融不良债权转移承接。

金融机构对债务人企业的不良债权,通常已在特定财产(或优质资产)上设定了担保物权。《企业破产法》第75条虽规定重整期间担保物权暂停行使(但不得影响担保物价值),但金融机构的担保物权始终存在,导致资产所有权无法变更过户,进而阻碍优质资产的转移和战略投资者的承接。为此,应当结合民商事法律规范之立法宗旨,多方沟通并签署合作协议后,分步骤实现金融不良债权的转移承接。一是金融机构向战略投资者提供资金支持,约定后置抵押条款;二是战略投资者代替债务人企业向该金融机构偿还不良贷款;三是资产附着的担保物权因战略投资者行使涤除权而消灭;四是债务人企业向战略投资者转让资产;五是战略投资者依约将所购资产抵押给金融机构。方案涵盖债务置换和抵押资产转让等多个法律行为,可平衡债务承担、资产权属转移和担保物权设定之间的关系,有利于债务人企业快速获得资产转让款清偿债务。

4、清偿方案:普通债权差额累进受偿。

妥善解决弱势群体债务和小额债权人利益对于推进企业重整至关重要,也是企业承担社会责任、保护社会公益、实现和谐社会的重要举措。加之《企业破

产法》要求债权人会议设立小额债权表决组,因而债务清偿适当向小额债权人倾斜,有利于重整计划的顺利通过。为此,可充分借鉴存款保险制度的分段补偿机制,实行普通债权差额累进受偿的债务清偿方案,划定全部清偿与部分清偿的具体标准:如普通债权中XX万元以内的债权全部清偿,超出XX万元部分按Y%比例清偿。普通债权差额累进受偿的清偿方案践行了普通债权同标准受偿的基本原则,满足了重整计划表决“人数过半”的法定要求,符合破产法宗旨,能够赢得大多数债权人的认可与支持,实现重整计划的“低清偿率”和“高通过率”。

5、争取帮扶:借助政策支持推动重整。

充分借助当地政府的政策支持,是部分困境企业重整成功的宝贵经验。金融机构处置不良资产时应抓大放小,尽量着眼于长远利益而非过度关注短期利益,积极寻求当地政府的政策支持和政策优惠,有效且快速地整合资产、重组债务,谋求不良资产价值的最大化。如为增强债权人和战略投资者信心,某区政府出具了支持某企业重整的承诺函,明确会加快相关产权手续的办理时效、延缓相关税费的缴纳期限;再如为平衡金融机构在建工程抵押、建筑公司优先受偿权以及房地产公司房屋销售收入归集的矛盾,平复重整程序陷入僵局的风险,某地政府主动聘任监理方设定企业资金监管账户并临时冻结产权变更手续,为管理人委托战略投资者管理资产提供强力支持。显然,争取政府支持,无疑有助于金融机构不良资产高效处置和债务人企业的顺利重整。

参考文献:

- [1]乔博娟.依法处置“僵尸企业”刻不容缓[J].学习时报,2017年2月15日版.
- [2]李冀.破产程序中债转股的金融债权保护问题研究[J].上海金融,2017(4).
- [3]王欣新.破产法前沿理论与司法实务研究[J].中国人民大学学报,2017(1).
- [4]何旭强,周业安.上市公司破产和重整的选择机制、经济效率及法律基础[J].管理世界,2006(7).
- [5]齐明.破产重整期间的企业控制权刍议——兼评《破产法》第73条[J].当代法学,2010(5).
- [6]徐阳光.破产法视野中的担保物权问题[J].中国人民大学学报,2017(2).
- [7]张艳丽.破产重整制度有效运行的问题与出路[J].法学杂志,2016(6).

(责任编辑:钱俊)