

# 君合专题研究报告



2021年1月27日

## 破产重整程序中的共益债投资实务

### 一、前言

为拓展投资渠道，保障投资者权益，破解企业融资难的现状，2019年3月28日，最高人民法院出台了《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》（下称“《破产法解释三》”），对破产受理后借款程序及清偿顺序等内容进行了规定，为破产重整程序中认定借款作为融资方式提供了明确的法律依据。

一些企业特别是房地产企业在经营中因资金链的断裂而陷入困境甚至走向破产的境地。特别是2020年以来，因后续经营、建设资金的断裂加之受新冠肺炎疫情的影响，给企业造成的困境更为严重。而共益债投资作为企业破产重整的重要手段之一，通过给破产企业注入流动资金、完成企业在建项目的建设，使企业恢复正常运营及实现收益，能够在最大程度上保障债权人和企业的权益。但实践中，共益债投资作为破产重整程序中的新创投资模式，尚需要进一步的完善。

本文旨在结合我们执业中的实践经验，就破产重整程序中共益债投资的概念及范围、重整期间借款能否被认定为共益债、共益债的优先保障即与其他破产债务的清偿顺位等问题来进行研究和探讨。

### 二、破产重整程序中的共益债投资

#### （一）破产重整的投资模式

在破产重整程序中，债务人为获得生产经营所需的资金，通常可通过多种方式进行引入资金，常见的方式包括：（1）股权型（股份转让或发行新股），此模式下股份转让包括股东让渡其股份、资本公积金转增股份等方式，而上市公司发行新股也是常见的股权融资方式；（2）债权型（借款或发债），此模式下主要包括借款及发行债券，其中以借款为融资方式的借款提供方主要包括新贷款人、原债权人、政府等有关机构。但重整中的债务人通过发行公司债券进行融资的难度较大，因此该模式主要集中于借款方式；（3）混合型融资模式（可转换债券、优先股、认股权证），此模式具有股权型、债权型融资的双重属性，例如可转换债券可以在一定期间内依据约定的条件由公司债券转换成公司股票。

共益债投资属于债权型投资的一种，即投资人向债务人提供借款来继续其生产、续建项目，债务人将生产、续建完成后的所得变现，以共益债务清偿或其他优先清偿的方式将本息支付给投资人。实践中，“共益债投资”常见于房地产企业的破产重整过程中的项目续建融资。债务人获得现金流后，能够使企业重生，重新激活生产建设，实现收益；投资者则可以从企业的恢复经营收益中收回借款本金及获得利息收益；而当债务人企业完成项目建设、经营后，其整体资产价值得到提升，能最大程度地维护全体债权人的利益。

#### （二）共益债投资的法律依据及适用条件

根据《中华人民共和国企业破产法》（下称“《企业破产法》”）第四十二条规定，“为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务是共益债务”。根据该法条的规定，共益债务是法院受理破产申请之后产生的债务，且是为了全体债权人的共同利益而产生的负债。

根据《企业破产法》第四十三条规定，“破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿”。由此可认定优先受偿性是共益债务区别于一般破产债务的主要特点，可在破产程序中由债务人财产随时进行清偿。《破产法解释三》第二条中规定“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，人民法院应予支持，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”。由此可见，共益债务必须是在担保物权已实现且尚有剩余部分或担保物权消灭的情况下，共益债务才可由担保财产进行清偿。其顺位依然是在担保物权之后，优于普通债权等。

### （三） 共益债投资的优势

共益债投资的优势主要包括：

1、 共益债投资对于维护企业重整期间的营运价值具有明显的优势。即使破产债务人的资信受到严重影响，共益债投资优先清偿地位的认定也大大提升了投资主体的积极性，从而使得破产企业更易获得继续经营的融资，维护营运价值。

2、 共益债投资对于稳定债权人情绪、维持社会稳定具有重要意义。对于重整投资收益预期较明朗的项目，特别是对于债权债务关系复杂、规模较

大而又急需恢复建设的房地产债务人而言，通过资金注入能够快速恢复建设，因此债权人之间的利益冲突将会明显缓和，共益债投资方案更易获得全体债权人理解并表决通过。

3、 共益债投资对于降低投资人退出风险具有较强优势。允许为共益债提供担保及担保清偿顺位的制度安排为共益债投资者的安全退出提供了很好的保障。

4、 进行共益债投资不需要 AMC 的牌照。从现行企业破产的有关法律、司法解释等规定来看，并没有规定有权参与破产重整共益债投资的主体必须持有 AMC 的牌照。从目前破产的司法实践来看，参与破产企业重整共益债投资的主体也有很多并未持有 AMC 牌照。

5、 优质项目共益债的投资可实现收益。对于优质的重整项目，比如其本身资产销售价值、概念价值、周边配套价值均较好的项目，如果只是因为资金链的断裂导致企业具备破产原因，则此时采用共益债的方式进行重整投资，不仅投资的成本和价格具有明显的优势，且投资回收的周期明显缩短。对于价值识别难度较高、报名参与重整投资的候选人较少的项目而言，投资尽职调查与谈判的难度也会相应减少，因此在投资协商过程中要求重整的债务人或者其关联公司提供相应担保的难度也会降低，从而使得投资退出的安全系数进一步得到增强。

### （四） 共益债投资的先例以及现状

近几年，经济形势下行，企业债务风险增大，破产重整案件逐年增加，目前市场上已经出现通过共益债务方式投资重整企业的实例。自 2015 年以来浙江金融资产交易中心已经先后发行了舟山中恒置业、安吉丰华置业、长兴莱茵河畔、玉环保地国际、上河国际、晓郡花园等收益权产品，均以共

益债权的模式介入到企业的破产重整之中。2019年9月2日，上市公司沈阳机床股份有限公司(\*ST沈机，SZ000410)发布公告，称\*ST沈机在重整程序期间，通过共益债务方式向中国通用技术(集团)控股有限责任公司进行借款，借款金额为2.8亿元。

破产重整程序中，破产案件利害关系各方可以通过重整计划对借款的性质及清偿顺序作出安排，提交债权人会议表决，并经人民法院裁定批准后实施。实践中，共益债投资模式常见于超级优先模式以及共同优先模式。为确保拟投入资金的优先受偿退出，出资人可以在重整计划草案中提议已投入资金的本金及利息收益优先于诸如购房消费者的优先受偿权、建设工程价款优先受偿权、税款债权等债权，并随时清偿，以获得“超级优先权”，从而降

低重整投资人的投资风险。同时，为了提高重整成功的可能性，投资人也可以在重整计划中提议其债权与其他享有优先受偿权的债权人共同优先受偿的安排。

### 三、共益债投资的具体操作

#### (一) 共益债投资的主要流程

共益债投资流程主要包括以下阶段：(1)重整投资人报名；(2)法律尽职调查；(3)重整投资方案设计；(4)确定正式重整投资人；(5)重整计划制定及表决；(6)重整计划履行。结合《企业破产法》的相关规定以及我们处理共益债投资案件的实务经验，对共益债投资的具体流程及步骤，我们细化如下：

阶段	主要内容	具体步骤
阶段一 重整投资人报名	投资人向管理人报名，并缴纳保证金，成为意向投资人	管理人通过公开方式发布《重整投资人招募公告》，明确债务人基本信息、项目情况、意向投资人基本要求、招募流程等内容。
		投资人与管理人及相关方初步沟通，以进一步了解拟投资项目的具体情况。
		投资人参与管理人组织的重整投资人遴选活动，并根据《招募公告》准备重整投资人报名所需的材料。
		投资人向管理人正式提交报名材料，并根据《招募公告》缴纳保证金。
阶段二 法律尽职调查	投资人在签署保密协议等文件后，委托中介机构对债务人进行法律尽职调查	投资人与管理人签署《重整投资调查协议》、《保密协议》等文件。
		投资人委托中介机构进行尽职调查，并由中介机构向管理人发送《尽职调查文件清单》，并视情况进行现场尽调。
		中介机构审阅管理人提供的尽调文件并现场调查，对债务人的项目情况、资产负债、债权债务、诉讼执

阶段	主要内容	具体步骤
		行等情况进行全面尽职调查。
		中介机构起草并出具《尽职调查报告》。
阶段三 重整投资方案设计	投资人结合尽职调查及沟通情况，设计并提交《重整投资方案》	<p>综合尽职调查结果，投资人准备《重整投资方案》初稿。</p> <p>投资人与债务人、管理人、尤其是重要债权人等就《重整投资方案》进行沟通、谈判，以确定投资规模。</p> <p>投资人根据沟通情况修改《重整投资方案》，并提交给管理人。</p> <p>管理人向投资人发送《重整投资方案澄清通知》，要求投资人对相关事项进行澄清说明。</p> <p>投资人根据《澄清通知》对《重整投资方案》进行完善，并再次提交给管理人。</p>
阶段四 确定正式重整投资人	管理人依据《重整投资方案》确定投资人为正式重整投资人，并进行公示。	<p>在债委会和法院的监督下，管理人依据《重整投资方案》确定投资人为正式重整投资人，并进行公示。</p> <p>根据《重整投资方案》，投资人完善本项目重整投资交易架构，设计有效的重整投资保障措施，并拟定全套投资文件。</p> <p>投资人根据内部决策程序表决同意签署相关投资文件，并与债务人及管理人签署相关投资文件。</p> <p>最终确定的正式重整投资人与管理人签订《重整投资协议》等全套投资文件。</p>
阶段五 重整计划制定及表决	管理人依据《重整投资方案》等文件，制定《重整计划（草案）》，并提请表决。	<p>管理人依据《重整投资方案》及相关投资文件，制定《重整计划（草案）》。</p> <p>管理人组织召开债权人会议，表决《重整计划（草案）》，并由法院裁定确认。</p>
阶段六 重整计划履行	根据重整计划安排，投资人付款后，并参与项目后续开发管	根据重整计划或投资协议的安排，投资人向管理人支付投资款项，并落实增信措施（如需）。

阶段	主要内容	具体步骤
	理过程。	根据重整计划或投资协议的安排，由投资人或受托方负责目标项目的后续开发管理、销售管理，或者重整计划所约定的其他安排。
		根据重整计划或投资协议的安排，管理人或投资人将目标项目的销售所得款项用于清偿共益债本息和破产债权。

## （二） 共益债投资的保障措施

为确保投资人向债务人提供共益债借款后可以优先获得清偿，降低共益债投资的潜在风险，投资人可以采用如下保障措施：

### 1、 程序确认—债权人会议表决通过及报告债权人委员会

从法律规定角度，根据《破产法解释三》第二条规定：“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，人民法院应予支持”。并且，根据《企业破产法》第六十九条的规定：“管理人实施下列行为，应当及时报告债权人委员会：...（四）借款；...”。因此，根据现行法律及司法解释的规定，重整期间借款依法应当经过债权人会议表决通过，并且管理人还应当将借款情况向债权人委员会（如有）报告。

从实际需求角度，企业在破产重整期间借款，虽然能够在一定程度上帮助企业恢复重生，但由于借款作为共益债务通常具有清偿优先权，一旦经营失败或债务的增加并没有达到目的时，其他债权人债权的受偿比例将存在被降低的风险。有鉴于此，虽然共益债务是为所有债权人共同利益而设定的

债务，但是并非所有债权人均愿意承担这种风险。因此，为避免因程序问题而产生争议或影响法院对共益债务的认定，共益债方案应当取得债权人会议表决通过，以降低债权人后续提出异议的可能性。

### 2、 司法确认—共益债的优先退出权益需得到法院确认

虽然《破产法解释三》第二条确认了为债务人继续营业所作的借款为共益债权，但考虑到破产债务投资仍存在巨大风险，在投资前获得破产受理法院的司法确认，能够进一步确保投资将被认定为共益债务并优先清偿。需要注意的是，根据现行法律及司法解释，法院确认并不是共益债设立的前置条件，这与债权人会议须表决通过作为前置条件不同。实务中，在提交债权人会议表决前，管理人可以先向法院提交重整投资实施方案（其中明确投资人、投资方式、优先清偿等内容），并征求法院的指导意见，再由法院以适当方式予以答复，以确保后续资金的优先偿还性。

### 3、 文件确认—在重整投资文件中明确借款性质

为确保投资人提供共益债借款后可以优先获得清偿，投资人应当在《重整投资方案》、《重整投资协议》、《重整计划》等文件（以下合称“重整投资文件”）中明确以下内容：

(1)明确投资款项的性质。投资人在重整投资文件中均应明确约定投资款项的性质为借款，用途限于维持企业的继续经营，通常是用于支付企业特定项目的继续运营过程的支出和相关费用，管理人和债务人不得将该款项挪用。

(2)明确投资款项的清偿优先权。投资人在重整投资文件中均应明确约定：若重整成功，共益债本息在清偿时应至少与法定优先债权处于同一顺位；若重整失败，投资人已投资的共益债中未使用资金应予以退回。对因使用共益债资金实现的增值部分，投资人至少应有权获得第一顺位优先受偿。

#### 4、 设定担保

根据《企业破产法》第七十五条规定：“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”。因此，投资人可以要求债务人用其财产为本次共益债借款提供抵押担保，并进行登记备案。实务中，进入破产程序的债务人通常已经无权利负担的“干净资产”可供设定担保，投资人可以视情况要求债务人的关联方或者第三方提供担保。

#### 5、 资金监管

除采取上述保障性措施外，为加强债务人资金监管，以免资金在重整程序中被挪用或滥用，投资人还可以考虑采取如下资金监管措施：

(1)投资人将共益债借款资金支付至专项账户，由投资人和管理人共同管控。具体而言，通过设立监管账户、在银行预留印鉴、共同保管U盾及财务专用章等方式对资金进行共同管控，根据制定资金使用计划对资金使用进行审批，确保资金用途符合约定。

(2)投资人对企业经营销售情况进行监管。根据已制定的经营方案，对企业经营进度实时跟踪，

要求破产管理人及时披露目标项目的开发、销售及回款情况。目标项目产生回款后，需进行资金归集并设定销售回款达到一定金额后，按约定比例留存一定的经营所需款项，剩余部分可提前申请清偿。

#### 四、共益债投资的实务问题

除在共益债投资前取得破产受理法院和管理人对于具体借款安排的法律性质认定和清偿顺位、方案的司法确认以及依法通过债权人会议表决程序确认等风险防控措施外，在法律层面上而言，目前采用共益债的方式参与重整项目投资仍然面临着以下的争议问题。

(一) 共益债借款利息能否认定为共益债务进行清偿仍存有争议

《破产法司法解释三》第二条明确，在一定情形下，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，人民法院应予支持。但是，该条款并未明确区分本金与利息，从而使得再融资利息是否应当得到保护产生争议。《企业破产法》第四十六条第二款规定：“附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”。因此参照《企业破产法》的规定，破产程序中的融资似乎亦不应计算利息。广东省高级人民法院在深圳市亿商通进出口有限公司与东莞市清溪金卧牛实业有限公司破产债权确认纠纷案((2014)粤高法民二破终字第2号)中，支持此观点：“参照《中华人民共和国企业破产法》第四十六条第二款：“附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”的规定，亿商通公司主张借款利息缺乏法律依据”。但绍兴市中级人民法院在太仓仁德化纤有限公司、浙江南方石化工业有限公司破产债权确认纠纷((2017)浙06民终2014号)中认为，在返还共益债务时，应当一并返还共益债务的利息。

目前司法实务中多数观点支持借款利息应视

为共益债务。主要理由在于：

(1) 共益债借款产生的利息发生在破产受理后，且共益债投资最终也使得全体债权人的清偿率得以提升，从中受益。

(2) 《企业破产法》第四十六条关于停止计息的规定针对的是有权申报的在破产受理前形成的债权，而不应适用于共益债务。且该条文的字面本身也不宜作扩大解释，不具备参照适用的合理性。

(3) 如果共益债投资的方案已经依法获得债权人会议表决通过或者在第一次债权人会议之前获得了法院的许可，则该方案在程序上已经具备了合法性。如果方案中明确写明共益债投资应计收的利息及具体计算方式、法律性质的认定、清偿顺位的安排等事项，则管理人应按照已确认的方案执行。

(4) 若不认可共益债融资利息的共益债务破产地位，不考虑政策与政治因素，市场上的重整主体将几乎难以获得共益债融资，因为理性的投资主体不会将资金投入毫无投资收益且风险较高的项目之中。从商业合理性的角度来看，承认共益债融资利息共益债务的性质是必要的。

(二) 为破产重整公司继续经营而新签订的买卖合同、租赁合同等经营性合同项下的合同债务是否属于共益债务仍未明确

《企业破产法》第四十二条规定：“*人民法院受理破产申请后发生的下列债务，为共益债务：(四) 为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务*”。因此，根据《企业破产法》的规定，为债务人继续营业而产生的债务，应当被认定为共益债务。但《破产法解释三》第二条仅对借款进行了规定，并未涉及为破产重整公司继续经营而新签订的买卖合同、租赁合同等经营性合同项下的合同债务如何处理的问题。另外，

目前尚无相关的最高人民法院指导性案例。因此，目前为破产重整公司继续经营而新签订的经营性合同项下的合同债务是否属于共益债务仍未明确。在重整的实践中，存在由于原经营管理层滥用职权进行非法关联交易，或者通过订立偏离市场价格的买卖合同、租赁合同等经营性合同变相受贿导致企业财务状况恶化乃至破产的现象。因此共益债投资人往往需要聘请独立的专业第三方职业经理人团队介入重整企业的日常经营管理，往往新的经营团队在甄别破产前订立的合同是否应当继续履行之时会决定终止不合理的合同、重新选择合同相对方订立新的合同，从而达到降低企业运营成本、优化企业生产经营之目的。此时，为企业继续经营而新订立合同债务的履行在本质上亦是為了全体债权人的清偿利益，作者认为应当认定为共益债务。但是，是否所有的为债务人继续营业而新签订的合同债务均应认定为共益债务？如果不是，那么认定为共益债务的合同标准是什么？以及对于该等合同共益债务性质的确认，是由管理人确定，还是由法院确定，还是由债权人会议或债权人委员会表决确定？目前仍不明确，尚存争议，有待实践和司法进一步解决。

(三) 共益债与其他优先债权的清偿顺位冲突

根据《破产法解释三》第二条的规定，符合条件的“为债务人继续营业而借款”被认定为共益债务后，对于担保物权的保护，司法解释作了两个层次的规定：其一，不得影响此前已就债务人特定财产设定担保的债权人的清偿利益；其二，如果出借款项的人认为共益债务还不足以提供保障的情况下，管理人或者自行管理的债务人可以为继续营业中发生的借款设定抵押担保，当然这也应当符合《企业破产法》第 69 条、第 26 条规定的报告债权人委员会或者在第一次债权人会议召开之前需经人民法院许可的程序要件。为新借款设定抵押担保

的情形下，如果抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的，应当按照《物权法》第 199 条规定的顺序清偿。

对于房地产企业的共益债投资，往往还会遇到共益债的清偿顺位与建设工程优先权、购房款优先权等其他优先债权清偿顺位的冲突问题。对于这个问题，目前法律与司法解释并未作出明确的规定。实践中，对于该等的问题解决，往往有赖于管理人组织协调各方进行充分的沟通与协商，并在此基础上形成备忘录、协议等书面合意。同时，为获得程序上的合法性，管理人将协商确定的方案提交债权人会议表决通过是妥当的做法。在制定债权清偿方案时，管理人应考量的因素，至少应包括以下：一是各类优先债权的金额大小与所占比例；二是共益债投资对于实现各类其他优先债权比例影响的大小；三是各类其他优先债权产生的原因以及是否是由共益债投资人所聘请的相关方依法参与重整所产生的优先债权（例如房地产重整企业共益债投资人聘请的烂尾工程续建施工方因工程续建而产生的建设工程款优先债权）；四是各类优先债权人的特殊性以及对社会稳定影响的大小；五是项目投资收益回款的预期金额与预期时点。

#### （四）共益债制度的待完善之处

如上所述，现行法下的共益债投资制度仍有不少规则空白和有待完善之处，有待今后的司法实践乃至立法加以改进。归纳总结如下：

第一，共益债借款利息能否认定为共益债务进行清偿仍有待加以制度明确。此处不再赘述。

第二，为破产重整公司继续经营而新签订的买卖合同、租赁合同等经营性合同项下的合同债务是否属于共益债务仍未明确。此外，是否所有为债务

人继续营业而新签订的合同债务均应认定为共益债务？如果不是，那么认定为共益债务的合同标准是什么？以及对于该等合同共益债务性质的确认，是由管理人确定，还是由法院确定，还是由债权人会议或债权人委员会表决确定？目前仍不明确，尚存争议，有待加以制度明确。

第三，对于共益债债权与建设工程优先权、购房款债权等其他优先债权之间的清偿顺位冲突，目前没有明确的规定，仍有待加以制度明确。

## 五、结语

将重整期间的借贷资金定性为共益债务，赋予其优先受偿的法律效力，可以降低投资人的风险，从而有利于提高贷款人对重整中债务人提供资金的意愿，增加债务人重整成功的可能性。

企业重整中以借款方式融资并纳入共益债务优先清偿在一定情况下是非常具有优势的，特别是对于债权债务关系复杂、规模较大而又急需恢复建设的房产企业而言，以“共益债投资”形式投向具有续建价值的房地产项目，由于其投资回报率清晰明了，对广大购房人及其他债权人更能彰显程序中的公平正义，亦能够通过资金注入快速恢复建设，对维护债权人利益大有帮助。不仅如此，对于投资人而言，在将借款纳入共益债后也极大加强了其参与重整的信心，有助于其实现“风险可控”、“互利共赢”的债权投资。

目前对于共益债务在破产重整程序中的投资尚处在实践探索阶段，法律层面还存在不少模糊之处，但是，随着后疫情时代房产企业的恢复发展，共益债投资作为破产企业的新兴融资方式将会有着广阔的前景与发展。

赵敏 合伙人 电话：86 21 2208 6220 邮箱地址：zhaom@junhe.com  
刘啸森 律师 电话：86 21 2208 6355 邮箱地址：liuxs@junhe.com  
徐念祖 律师 电话：86 21 2283 8231 邮箱地址：xunz@junhe.com  
乔予 律师 电话：86 21 2283 8343 邮箱地址：qiaoyu@junhe.com  
李梦雨 律师 电话：86 21 2283 8369 邮箱地址：limengyu@junhe.com

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

