

《企业破产法》实施以来，管理人的工作主要围绕破产清算展开，随着破产重整实践的深入，债权清偿方式不断丰富和发展。纵观当前重整计划规定的债权清偿方案，主要有现金清偿、留债清偿、债转股等。随着市场实践的深入，引入新型金融工具进行债权清偿的方式也开始得到运用，一方面，债权清偿方式的演进使债权清偿方案更加灵活和多样化，另一方面，引入金融工具进行债权清偿使债权清偿呈现出投资性质，带来更大程度的不确定性。

本文以渤海钢铁重整计划中信托受益权安排为例，结合信托受益权清偿路径，就信托受益权清偿方式展开讨论分析，以期丰富和完善重整实践。

渤海钢铁信托受益权安排

2019年1月31日，天津市第二中级人民法院裁定批准了《渤钢系企业重整计划》。重整后渤钢系企业将一分为二，分别重组为“钢铁资产平台（新渤钢）”和“非钢资产平台（老渤钢）”。

钢铁资产平台引入战略投资者，参与钢铁资产控股平台与钢铁资产运营平台；非钢资产平台委托信托公司，成立信托计划，并引入资管公司进行管理。

钢铁资产平台债权清偿方式为现金清偿、留债分期清偿、债转股，非钢资产平台主要通过信托受益权份额进行清偿。

1. 信托计划的设立

非钢资产平台以其持有的流动资产、股权收益权等作为信托财产，由非钢资产平台或其指定的主体单独或共同作为委托人设立信托计划，债权人依据其对非钢资产平台的债权额分配相应的信托受益权份额。

鉴于股权收益权等不涉及原权利人名称的变更，为了保障信托计划持续稳定运营，非钢资产平台或指定的主体名下的相关资产可抵质押至信托公司。

2. 非钢资产平台的运营方案

非钢资产平台通过引入信托公司、资管公司发行信托产品，以信托受益权方式实现对债权的清偿。非钢资产平台、信托公司、资管公司均对债权人负责，接受管理人监督，债权人行使权利机构是信托受益人大会。

参与信托计划的债权人或其继受人依法享有对非钢资产平台、信托计划、受益人大会等知情权。在信托计划成立之后，债权人或受益人认为有必要对信托计划调整的

，可依据公司法、信托法、信托计划等规定依法进行调整。

3.信托受益权的分配

信托财产将进行分批、分期处置，处置所得将向债权人进行分配，分配方式如下：

(1) 若原债权存在有财产担保债权（含建设工程价款优先受偿权）或属于融资租赁公司债权，该类债权在获得信托受益权份额同时，仍保留对原担保财产或融资租赁物处置款项的优先分配权利。

(2) 在对优先受偿权人分配之后仍有剩余的，剩余资金按照非钢资产平台的运营方案予以使用（含对于信托受益权的清偿）。

信托受益权安排的结构分析

根据《信托法》的规定，结合破产实务，信托受益权安排的交易模型如下：

（一）信托财产-财产的收益权而非所有权

在渤钢系重整计划中，非钢资产平台以其持有的流动资产、股权收益权等作为信托财产，其中股权指渤钢本部所持有的其他非钢铁平台公司的股权以及纳入非钢资产部分的企业所持有的其他公司的股权。非钢资产平台的有财产担保债权，也将以信托受益权份额进行清偿，但以担保财产评估价值为限对担保财产处置变现价款享有优先分配权。

结合重整计划的其他安排可知，信托财产名义上是流动资产和股权的收益权，因股权的权能体现为管理权、处分权和收益权，而管理权和处分权通过信托计划的受益人大会的重大事项决策权和信托公司的管理处置权得以让渡给信托公司和受益人。两者结合起来，实际上流动资产和股权的全部权能已纳入到信托计划中。

在信托受益权结构设计中，委托人既无决策权，又无实际利益，但在名义上保有信托财产的所有权，究其原因，笔者以为与我国现行物权法定主义下一物一权原则有关，当然也出于避税考虑。实务中，普遍存在着资产收益权和股权收益权作为信托财产的情形，此种安排符合现实需要。

根据我国《信托法》第十条规定：“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。”因此，在渤钢系重整计划中，将非钢资产平台或指定的主体名下的相关资产抵质押至信托公司，是基于

安全性和未来的对抗效力考虑，此种安排，与现有融资租赁中采取抵押的方式对抗第三人的做法相似。

（二）委托人在信托受益权安排中的身份

在信托受益权交易结构设计中，存在着委托人的权利问题，可能在重整计划中不会对委托人权利作出明确安排，因为信托财产只是收益权，而未转移所有权，所以委托人仍在名义上享有一定的权利，如召开股东会会议。

但事实上，股东会很难发挥重大作用，实质决策权已转至受益人大会，因核心机构董事会由受益人大会掌控，所以，笔者认为原股东更多是代持性质。

（三）受托人——信托公司受托后的再委托

《信托法》第三十条规定，“受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理。受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。”在渤钢系企业破产重整案中，信托公司与委托人签订信托合同，然后委托资产管理公司对资产进行管理和处置。

对于资产管理公司与信托公司的决策权限，重整计划并未安排，如果信托公司将核心权利委托给资产管理公司，则信托公司有“通道业务”之嫌。但如果信托公司保留核心管理职责，并且强化对资产管理公司的监督与管理，加之在实际运作中信托公司履行适当性义务，此种安排可以有效整合信托公司的专业性和资产管理公司的专业性，免“通道业务”之嫌。

（四）受益人通过信托受益权转让取得收益权

就一般的资产收益权和股权收益权而言，由委托方将资产收益权和股权收益权委托给信托公司，信托公司发行信托计划，信托受益人以资金进行认购，从而取得信托受益权，信托计划再向委托方提供货币资金。在渤钢系企业重整计划中，债权人通过《财产权信托计划信托受益权转让协议》取得信托受益权。

事实上，信托受益人也即债权人将其对渤海钢铁系企业的债权作为对价，一旦重整计划获得批准，其对渤钢系企业所享有的债权将由信托公司享有，信托公司不向非钢平台提供资金支持，而是集中受让债权并通过管理和处置信托财产进行追索。

（五）信托财产的管理与处置

在渤钢系企业重整计划中，只提及由资产管理公司对于非钢资产进行分期、分批处

置，并且在信托计划到期前，由受益人大会根据资产处置情况决议是否对信托期限予以延期。对于如何处置和管理，并未作出明确的安排，笔者理解，在法院受理重整申请至重整计划执行期间，由于资产的复杂性和规模性，管理人不可能在此期间作出全面的重整计划，因此未明确安排具体的管理和处置方案。

根据重整计划整体安排，私以为，信托财产的管理和处置主要包括以下内容：

1. 对于非钢资产进行准确的识别，例如，有持续经营价值的和没有持续经营价值的，经营性资产和非经营性资产，可转让资产与不可转让资产；
2. 对于不同资产，根据其具体情况制作不同的管理和处置方案，如有的持续经营，有的停止经营，有的进行拍卖，有的引入投资人，有的移交给地方政府等等；
3. 在受益人大会同意管理和处置方案后，执行管理和处置方案。

按照我们理解，对于非钢资产平台的资产，实际上采取另外一个程序去处置，只不过处置的主体由破产管理人变为了信托公司和资产管理公司。

信托受益权安排的优点

自渤海系企业重整案将信托金融工具引入债权清偿体系中以来，利用新型金融工具搭建债务清偿通道已成为重整实践中备受关注的探索领域。据公开报道，目前已经有多个破产企业采取信托受益权的安排，比如天津物产集团、银亿系企业和吉林森工系企业。

我们注意到，采取信托受益权安排的破产企业往往都是集团企业，规模大、业务多、资产复杂。之所以采取信托受益权安排，基于信托受益权安排存在以下优点：

1. 确保优质资产的整体性和独立性

许多集团企业基于“多元化经营，分散经营风险”的原则，不断进行业务扩张，并且在经营中不注意风险隔离，一旦面临破产便是关联企业合并破产的集体效应，如渤海钢铁48家企业合并破产，联盛集团32家，“中江系”30家，天津物产44家，“汉唐证券系”46家，辉山乳业高达83家。

对于任何潜在投资人来说，全盘接收集团企业的资产和业务都是不现实的，如果资产强求投资人接收，可能会影响到投资人的投资意愿，同时，也会稀释优质资产的价值。

通过信托受益权的安排，使得破产企业的资产剥离、分割更具有可操作性，有利于确保优质资产的整体性和独立性，在此基础上引入重整投资人，可打消重整投资人的顾虑，减少重整投资人的负担，重整工作更容易成功。

2.使非核心资产不被仓促处置

根据《企业破产法》的规定，制定重整计划有严格的期限要求，最长不得超过裁定重整后9个月。而在实践中，对于业务复杂的关联企业破产，管理人不可能在短时间内将所有的资产和业务都找到合适的、价格最大化的处置方式，而只能将焦点放在核心资产和业务上。如果苛求管理人对所有资产进行处置，管理人只能采取将所有资产打包的方式处理，或者仓促采取拍卖的方式处理，这都不利于实现债权人的清偿利益最大化。

而信托受益权的安排将为非核心资产的处置提供一个充裕的空间，使得管理人不必在破产程序中为所有的资产和业务找到适合的投资人，也不必仓促进行拍卖处置。

3.以信托公司和资产管理公司取代替理人，保持资产管理方的中立性

企业进入破产程序后，具有不可逆性，原有的实际控制人和管理层往往被视为“败军之将”，受到质疑。在此情况下，如果没有新的公司治理安排，由原来的实际控制人和管理层继续负责企业的经营或资产处置，无法为债权人所接受。因此，对于非核心资产，其管理和处置仍应当由中立的第三方进行主导为宜。

在信托受益权安排中，信托公司和资产管理公司实际上取代了管理人的职责，确保破产程序中中立的第三方主导资产处置和营业事务的延续性，避免了债权人“一切回到破产前”的担忧。

4.将债权利益证券化，债权转让更加便利

在信托受益权的安排中，通过破产程序中对债权金额、清偿顺序的集中审查确认，债权人的债权转化为信托计划中的信托受益权，有确定份额，有统一的决策机关，有统一的执行主体，债权人的债权清偿利益实现证券化，客观上形成了转让的便利。

在经济生活中，“垃圾债券”市场存在着一种投资人，通过购买已经违约的债券，通过诉讼追偿、资产重组、资产置换、破产清偿等方式处理不良债权，从中获利，该类投资者被称为“秃鹫投资者”。秃鹫投资者给予债权人更多的选择，同时，也为破产企业注入了活力（许多秃鹫投资者有资源整合能力）。

通过信托受益权的安排，让秃鹫投资者有了开展债权收购的基础，事实上，渤海钢铁信托计划设立后，有债权人就已经开始转让债权了，如平安银行。

5. 债权人的权益并未受到削减

在一般重整计划程序中，债权人的债权要进行一定程度的调整（实务中通常称为“削债”），而调整建立在模拟破产清算清偿率的基础上，这种调整可能因为幅度过大超过债权人可接受的程度，故债权人难于接受。

对于信托受益权安排来说，债权人的权益至少在形式上没有被调整，反而是有所加强。在信托受益权安排中，作为信托财产在理论上相当于抵债给了债权人整体，担保债权人的利益得以平移，普通债权人的部分债权金额转换为信托受益权的份额（该份额又以债权金额为基础），至少就该部分债权而言，信托受益权并未进行调整，至于未来的清偿利益多寡，不取决于信托受益权安排本身，而取决于未来资产的管理与处置情况。因此，债权人从心理上对于信托受益权不会过度抵制，也无抵制之必要。

总体来说，信托受益权安排属于结合我国国情、根植于破产实践的一项创新举措，有其独特的工具价值，也有其广泛的适用空间。

结语

重整计划的信托受益权安排，体现了破产程序中引入新的清偿安排、治理工具的重要性，同时，也说明信托法等一系列法律制度成为破产法新的“边疆”。信托受益权安排作为新生事物，丰富了债权清偿实践，我们相信，随着实务经验的增加，也必将越来越完善。在此，借用徐阳光老师的一句话，与破产业务同仁共勉：

“虽然我们取得了了不起的成就，破产制度的改革与完善也遇到了最佳的历史时机，但我们破产法治事业建设的征程依然漫长。”

本文源自中国信托登记有限责任公司