

# 城投试水债务重组

本报记者 石健 北京报道

近日,有城投公司债务重组方案在市场上流出。根据协议条款,投资人将作出一定的让步,其权益也将受到一定的影响。如何在债务重组过程中减少对投资人的影响?城

## 建议试点制

结合存量城投债规模大小、利差高低等因素,预计针对城投债的债务重组大概率会从少数省份率先试点。

记者注意到,自2020年开始,有少量城投公司相继出现非标逾期的情况。随着兑付工作一直未能妥善解决,今年开始,已经有城投公司开始进行债务重组工作。对此,有业内人士分析认为,“从2020年开始,多地监管部门出台政策压降城投非标业务,实际上就是在给一些存在风险的城投公司敲响了警钟,从源头遏制风险。但是,由于部分城投公司的债务体量较大,最终还是走向债务重组。”

某从事破产重组的公司负责人告诉记者,债务重组是在不改变交易对手的情况下,经过债务人和债权人的协定或者法院裁定,就清偿债务的时间、金额或方式等重新达成协议的交易。“债务重组在一定程度上对投资人影响较大,要作出一定的让步,重组公司通过进行超长债务展期、延付利息,将损害投资人利益关系,债务重组主要涉及债券和融资租赁。债务重组有三种形式,第一种债务人转让资产给债权人,以清偿债务的债务重组方式。第二种债务人将债务转为资本,债权人的债权转为股权的债务重组方式,俗称债转股。第三种减少债务本金,降低利率变更还款方式等修改其他债务条件。”

与此同时,天风证券关于城投债务重组的研报也提到,对于债权人而言,展期和重组都有一定的影响,对于债券持有人而言,重组概率较低,借新还旧和展期概率较高。投资者需要合理分析在总体债务风险可控背景下,上述操作对于投资组合的影响。

Wind显示,截至目前,我国存

投公司面对债务重组应该做好哪些准备?中证鹏元研发部高级董事袁荃荃在接受《中国经营报》记者采访时说:“如果城投债被纳入债务重组的范围,建议以试点的形式有序开展,目的在于确保债券市场健康有序发展,确保金融市场总体稳定。”

量城投债的规模达到13.81万亿元,在信用债总体规模中的占比达到52.48%;存量城投债的数量为18722只,在信用债总体数量中的占比达到64.65%。显然,城投债已占据信用债市场“半壁江山”。另外,据中诚信国际研究,2022年城投债到期及回售规模或超3万亿元,城投债务规模呈现增长趋势。

对此,袁荃荃认为,对于债务重组,城投首先应该保持审慎态度。“城投应该保持‘零违约’的态势。如果需要进入债务重组的,应该按照法定程序进行。”

对于今年已经有城投公司进入债务重组模式,袁荃荃建议,如果城投债被纳入债务重组的范围,应该在中央的严密部署之下,建议以试点的形式有序开展。“结合存量城投债规模大小、利差高低等因素,预计针对城投债的债务重组大概率会从少数省份率先试点,原因在于部分省份的区域已被市场所充分预期,且存量债券规模较为适中,针对其辖内的城投债开展债务重组的必要性和迫切性,风险相对可控。同时,对于存量债券规模过大的省份,无论是属于强区域,如东部沿海省份,还是弱区域,如西南等地区,针对其辖内的城投债开展债务重组都不具备推行条件;对于存量债券规模偏小的省份如西北等地区,针对其辖内的城投债开展债务重组基本不会产生大的影响,具备较好的推行条件,若经评估认为确有必要开展的,也很可能较早试点。”

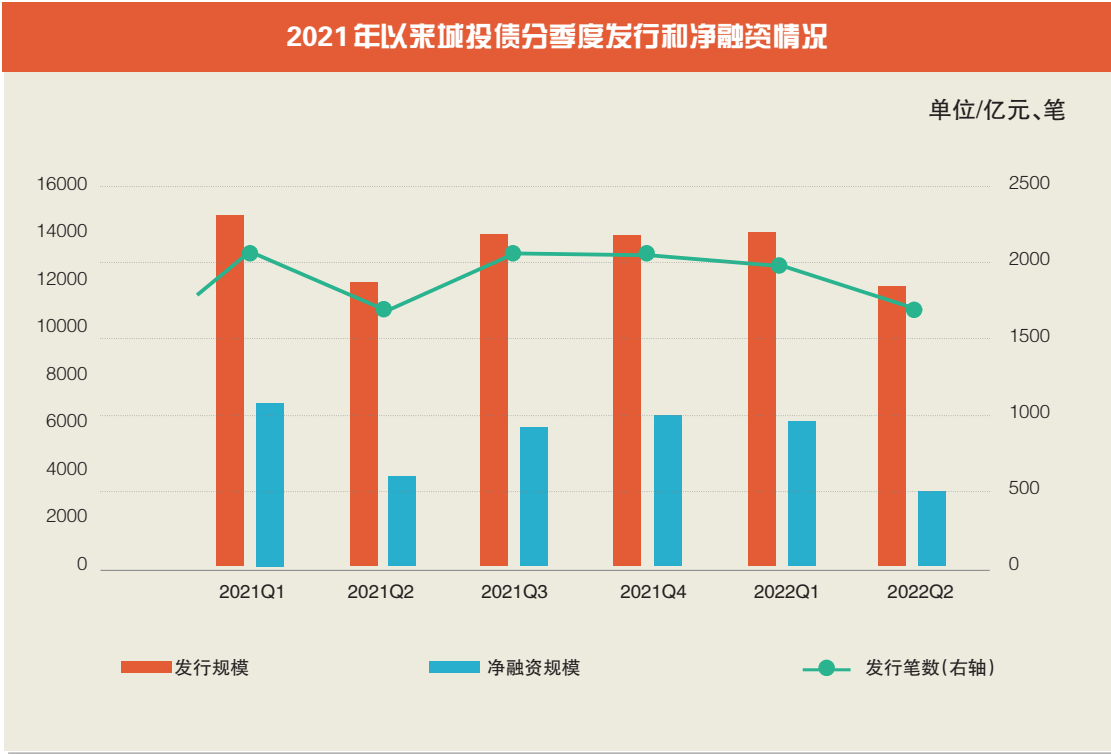
## 可选方案

债务重组中较多采用“展期+降利息”的方案,也有一些采用“展期+调升利息”的方式促成债务置换,此外还有一部分采用资产抵偿的方式,债转股的情形最少。

记者注意到,目前市场上并未有城投公司通过官方渠道正式公布“一揽子”的债务重组方案,只有针对少部分债务与部分相关债权人协商进行重组的情况。

袁荃荃告诉记者,从实践情况看,目前实施过债务重组的城投公司主要包括以下特征:一是资产质量一般,流动性较弱,即时变现能力一般。但中长期而言有相对稳定且持续的变现能力,比如拥有收费路产、租赁物产、旅游景区等;二是存量债务规模较大,短期内集中到期债务较多,偿债能力暂时性不足。但中长期而言有望通过资产运营、业务开展、外部支持等产生利润和现金流,并逐渐充实偿债资金,让公司重新焕发生机。从市场上已有的案例来看,债务重组中较多采用“展期+降利息”的方案,也有一些采用“展期+调升利息”的方式促成债务置换,但这种处理方法只能暂时缓解城投公司的偿债压力,实质上却又增加了利息负担,此外还有一部分采用资产抵偿的方式,债转股的情形最少。

对于化解存量债券的具体举措来说,袁荃荃建议,一是采取“展期+降利息”,通过展期来缓解债务到期的需求,通过调降利率来实质性减少利息负担;二是现金偿付,通过对持有的资产如商业用房、酒店、厂房等,进行处置和获取政府支持来取得一定的偿债资金。需要提醒的是,资产处置过程较为漫长,且过程中要防止因过度压价而造成国有资产流失;同时获取政府支持应注意合规,避免涉及违规新增隐性债务和虚假化债;三是采取资产抵偿,直接把资产转移给债权人以抵偿债务,但考虑到金融机



数据来源:中鼎控股

构接手相关资产后会面临运营上的挑战,所以符合条件的资产较为有限;四是由城投公司和债权人共同寻找符合条件的资产收购方,把资产和债务全部带走,也即债权人需要重新与资产收购方就偿债方案协商约定,新方案下的债务利息也会较原债务利息率有所下降,但应高于“展期+降息”形式下的利息水平,原因在于变更偿债主体后,债权人所面临的回收风险可能会加大,需要有更多的风险溢价以促成这一选择。

袁荃荃认为,在当下的背景之下,还可以通过政府主导参与城投债务重组,“可以整合优化国有资产,将优质的资产、资源等注入到城投公司,提升其信用资质,

增强其再融资能力,降低其融资成本,同时提高其资产运营效率和造血能力,逐步通过经营收益来化解存量债务。”

今年以来,防范化解隐性债务已经成为各地方政府和城投平台的重要任务之一。国务院1月发布《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》,文件明确指出“按照市场化、法治化原则,在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下,允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务,与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转”。

从上述文件内容来看,城投公司债务重组是可能涉及隐性

债务的。对此,袁荃荃认为,实践中,城投公司进行债务重组是否涉及隐性债务并不确定,原因在于每一笔债务是否属于隐性债务是很难从公开市场查证的,需要更层次地调查。总之,城投公司在提出债务重组方案之前,一定要做充分的自查,最好能同时聘请专业第三方机构客观评估自身的经营风险、财务风险等,以准确地判断自身是否符合进行债务重组的相关条件,否则即便提出了债务重组,也很难被债权人信服和接受。不过,目前来看,城投公司所开展的债务重组都经过了各方的严密论证,方案制定方面也比较谨慎,与债权人之间的沟通也比较充分,风险总体可控。

# 城投转型走进深水区 提升投融资能力急需“补短板”

本报记者 李晖 上饶报道

今年以来,国务院、国家发展改革委和中国人民银行多次提出基建适度超前支持稳增长,让城投公司市场融资预期进一步拉高。与此同时,严禁新增隐性债务的要求并未放松。这也促使转型进入“深水区”的城投公司,必须在保证发展质量的前提下深入探索多元

## 亟须明确转型发展方向

自今年4月中国人民银行等部门提出“支持地方政府适度超前开展基础设施投资,保障融资平台公司合理融资需求”已有数月,但从市场反应看,多数城投公司仍较难突破融资障碍,这也指向了城投发展转型的深层次问题。

罗桂连在常年调研中发现,目前困扰城投公司发展的主要矛盾体现为五个问题:一是单个企业实力偏弱,难以实现规模效应和公共资源有效利用;二是各中小平台单独融资,累计的大规模、高成本融资,严重依赖借新还旧,存在较高的区域性债务风险;三是功能重叠错位导致各平台公司同质化发展问题严重,企业之间业务重叠和资源竞争现象突出,协同联动不足;四是主要仍依赖

发展路径。

在近期上饶城投集团的专题学习会上,上海国有资本运营研究院投融资中心首席专家罗桂连博士在《从创新融资视角探索地方融资平台公司市场化转型》专题报告中指出:当前地方政府投融资平台公司面临着数量多资源分散、功能定位重叠问题突出、市场运作盈利能力偏弱、融资渠道

于政府性项目代建收入,经营性现金流和盈利性不足,自我造血和市场运作能力很弱;五是城投公司对纳入合并报表范围内的很多子公司无控制能力,仅为报表合并关系,公司治理和内部管理混乱。此外债务风险防范、对外投资决策、投资担保等业务的决策流程和制度体系亟待建立。

上述问题也导致当前城投公司面临较突出的融资难题——主要依赖本地银行融资和高成本的租赁、信托等短期融资方式,利用资本市场直接融资能力受限,公开发债规模较小,流动性风险大,成本很难管控。

在罗桂连看来,地方政府投融资平台存在的底层逻辑在于城镇化投融资的几个“错配”因素:

有限创新不足、公司治理与内部管理混乱等问题。急需改变以前被动接受投融资任务的模式,根据城市发展规划和战略,主动策划谋划特定行业专项规划和重大项目,为政府高水平投资决策做好基础性工作,切实提高投资效率,通过有效投资积累核心资产,享受城市发展红利,实现可持续和高质量发展。

一是前期10年左右的集中高强度投资,在未来几十年甚至上百年的时间才能逐步回收投资;二是大部分市政基础设施项目本身缺乏经营性现金流量,但有强大的外部性,可以支持区域长期综合财力的持续增长;三是起步期土地等公共资源的价格很低,经过20~30年发展后往往可以增长几十倍,远超过累积的资金成本;四是往往只能借到3年以内的贷款,有效还款却是20年以后的事情,完全消化债务需要40年以上的时间……

“投融资平台的转型发展,应当从政府的‘融资SPV’转型发展为‘政府投资公司’,从只管‘找钱还钱’转型为‘公共资源利用主体、公共项目实施主体和公共利益实现主体’。”罗桂连认为。

## 发展模式转型升级

近年来,国内城投公司由“公益性项目建设”向“城市综合运营”的定位转型,渐成行业共识。

一位中部地区城投公司一把手向记者透露:早期,城投发展主要以土地要素为核心驱动,以领任务式的代建业务为主;近年来,城投“去行政化”趋势进一步明确,政府业务和市场化业务双轮驱动成为方向,类似矿产、水电煤等资源的特许经营权开发正在成为核心驱动。“我们目前也按照这一思路重新整合的业务板块,在投资端加大产业渗透布局,强化产业链上下游协同发展。”他表示。

在罗桂连看来,地方投融资平台公司未来必须通过资源、业务、机构和人才的实质性整合,转型发展成为“利用市场化机制推进城市高质量发展、构建商业模式实现机构可持续发展、积聚核心资产享受城市发展红利”的国有资本投资运营公司和城市综合运营服务商。

具体来说,融资平台应当站在全市一盘棋的高度,组织各方面高水平专业机构编制全市交易批发市场、物流仓储冷链、水务燃气固废、光伏风电新能源、矿产资源、砂石建材、高品质片区开发、邻里中心、停车场充电桩、新型基础设施等行业的专项发展规划和投资计划,主动策划谋划包装项目,提高投资效率,形成经营性现金流,积累核心资产。

但城投平台的转型很难一蹴而就,中证鹏元评级通过调研就发

现,在城投转型“城市运营商”的过程中,更多公司仍是沿着固有路径发展,只有极少数城投企业能够创新性整合利用内外部资源,解决城市发展的痛点。一些城投企业转型后盈利能力仍较差,背后反映的是城投企业市场化机制不成熟,市场化项目运作能力仍然较差。部分城投在类金融、融资性贸易、收购外地上市公司、市场化股权投资等方面,出现巨额投资损失。

这也折射出这种转型需要从多个层次协同推进。作为典型的“一把手”工程,地方投融资平台转型不仅是公司自身挑战,也关系着地方国资国企整合的决心。

在罗桂连看来,这种转型发展需要从体制、职责、机制、组织、业务、管理等多个层次推动。“体制上,需要让地方政府层面明确融资平台在公共体系中的地位、职责和机制上,需要明确不同共部门间的职责划分促进协同合作。目前大部分地方投融资平台公司转型,仅限于公司内部的业务和管理层次,普遍不愿意进行机构合并,很少站在全市发展的高度,无法推动体制和机制上的革新,导致大多数转型效果一般。”他表示。

比如在重大项目管理机制转型上,他建议城投公司应该从被动接受投资任务到立足全市发展大局主动谋划并牵头落地实施重大项目,形成高水平的实施方案后,再提交政府研究决策及统筹重大项目的轻重缓急排序和投资

计划安排,构建通过有效投资形成核心资产的制度机制。

此外,在理顺与财政的协同发展机制方面,他建议城投公司与财政建立起合法规范、协同合作、相互支撑,建立公益性项目的实施和补偿机制,明确土地出让收益的产生、提升、分配和流转机制,展示有为政府对政府投资公司的全力支持,提升金融机构的信心。

融资平台还应当通过市场化方式,依托存量资产和公共资源,策划包装重大项目或子公司,引进相关行业国内外一流的合作伙伴,提高资产的运营管理和资产运作效率。遵循城市不断升级迭代的发展规律,养熟捂牢核心资产,最大限度享受城市发展红利。灵活运用抵质押融资、租赁、合资、资产转让、股权转让、并购贷款、ABS、类REITs、REITs、IPO等多元化方式,利用有利的融资环境、政策与条件,有效盘活存量资产,化解政府隐性债务并缓释国企存量债务风险。

罗桂连强调,经营性现金流培育是转型发展的起点,核心资产培育积累和战略性新兴产业投资是长期可持续发展的根本。同时,应当推进政府监管制度和公司治理改革,各政府部门、各功能区、事业单位主动支持,配合政府投资公司发挥一线主力军作用,统一思想一盘棋运作,确保其强动力、高效率、无摩擦运行,发挥政府投资公司的政治、体制、融资和专业优势。

上接 B7

## 具有抗风险特征

从投资端来看,绿色债券又有何优势?郭海飞告诉记者,绿色债券的投资价值主要体现在长期性和稳定性,在获取收益的同时也在践行社会责任,支持绿色

低碳环境保护。不过由于债券募集规模较大,所以通常不直接面向个人投资者募资。若个人投资者希望投资,可以通过参与投资于绿色债券的绿色基金,从而间接购买绿色债券,也可以选购发行绿色债券、ESG表现良好的企

业股票。

不过,钱立华也指出,尽管较低的绿色债券发行利率,对发行人发行绿色债券形成一定优势,但对投资人而言,却不利于回报要求较高的投资人。

也需要注意的是,绿色债券

投资中同样存在风险。郭海飞表示,在绿债投资中,最大的风险是绿色债券募集资金没有投向节能减排降碳效益良好的真实的绿色低碳项目,而是被企业挪用到了其他项目,如何识别判断真正的绿色项目是一大难点。

目前,绿色债券募集说明书披露了募投项目预估产生的环境效益,但是在资金使用过程中和项目建设完成运营后的实际环境效益并没有披露,大部分也没有跟踪监测,监管部门也尚未强制要求发行企业披露募投项目所产

生的实际环境效益,从而导致绿色债券所产生的实际环境效益尚不明确。郭海飞建议,未来应强制发行企业委托第三方独立机构跟踪监测和定期披露,确保绿色债券募集资金用于货真价实的绿色项目。