

恒大境外债务重组 投资人为何同意最长 12 年展期？

“必须从负债端的重组进行，通过债务管理和重组，让企业获得短期喘息的时间窗口，为资产端的恢复创造机会。”

2023 年 5 月 12 日晚间，中国恒大集团(03333.HK，下称恒大)发布公告称，该公司收到广州中院就深圳国际仲裁院此前仲裁裁决发出的执行通知书。恒大与旗下公司凯隆置业，以及恒大控股股东、执行董事许家印均为被执行人。这是实控人许家印在恒大债务危机爆发以来，首次成为被执行人。

此次仲裁申请人背后为中信信托。2016 年 9 月恒大计划将恒大地产作为主体，借壳深深房 A(000029.sz)，由此实现回 A 上市。恒大地产先后于 2016 年至 2017 年三次共计引入 1300 亿元战投资金，其中大部分用于偿还中国恒大此前发行的永续债。中信信托是战投之一，持有增资后的恒大地产约 1.6% 股权。由于借壳失败，中信信托要求中国恒大、恒大地产、凯隆置业及许家印履行增资协议列明的回购承诺，并支付仍拖欠的分红、违约金及收益，合约 60.61 亿元。

恒大的系统性危机于 2021 年集中爆发，出险至今将近两年，中信信

托只是众多债权人中的一家。恒大的债权人遍布境内、境外，因此恒大的债务重组也分为境内、境外两部分。

据了解，恒大境内债务部分，该展期的此前已经展过一轮，目前还没有提起境内债务整体重组；境外重组部分，恒大已公布的债务重组方案引入分组概念，共分为四组，目前有两组的债权人通过率已经超过75%。现在恒大当务之急是要缓和境外债权人的情绪。

有行业人士分析，一般而言，债务重组需要企业具备可持续经营能力，恒大是否还具备这一条件，还值得观察。对于后续问题，恒大要先集中精力解决境内保交楼，解决大问题之后，监管部门可能会继续追责算账。

I. 四组中有两组通过

恒大境外债务重组初步方案已于2023年3月22日公开，即针对不同类型债务安排了三组重组方案。

第一组债务包括A组和C组两类：A组是以恒大为发行主体，已违约及未到期的10笔美元债、1笔私募债和1笔港元可转换债券；C组则是由恒大或其境外主体提供担保或回购承诺的或有债务及部分私募债，共计14笔。

恒大设置了两个备选方案。方案一之下，两类债权人分别可按 1:1 的比例将旧债券置换成恒大发行的三笔新债券。新债券期限为 10 至 12 年，票面利率分别为 2.0%至 4.0%不等。方案二，两类债权人可按 1:1 的比例债转股，或者选择置换新债券和债转股结合。其中，中国恒大计划发行的新债券期限为 5 至 9 年，票面利率分别为 5.0%至 7.5%不等;债转股则通过置换成与恒大物业、恒大新能源汽车和恒大股票挂钩的强制可交换债券及与恒大物业、恒大新能源汽车股票挂钩的票据来实现。

第二组和第三组债务分别是以景程有限公司(下称“景程公司”)为发行主体、由恒大地产境外子公司天基控股担保的的 4 笔美元债和由天基控股提供担保的其他境外债务。景程公司是天基控股旗下公司。二者将分别发行 5 笔和 4 笔新债券置换持有人旧债，期限为 4 年至 8 年不等，票面利率介于 5.5%至 8.5%之间，涉及的本金总额分别为 65 亿美元和 8 亿美元。

根据恒大 4 月 3 日发布的公告，恒大境外债务重组方案引入分组概念，已与债权人特别小组的成员共计签订了四组重组支持协议，即 A 组重组支持协议和 C 组重组支持协议对应第一组重组方案，景程重组支持协议、天基重组支持协议分别对应第二组和第三组重组方案。上述至少当未偿还债务本金总额 75%的债权人有效投标并签订重组

支持协议，单组重组方案方能通过并实施。

据了解，4月14日下午，美国律师事务所 White&Case 组织部分恒大境外债权人开会，具体讨论境外债务重组初步方案，并商榷各自对这份方案的表决意见。参会的境外债权人主要涉及由恒大或其境外主体提供担保或回购承诺的或有债务及部分私募债；由天基控股提供担保的其他境外债务。这些境外债权人均不是恒大现有债权人特别小组成员，也尚未签订任何重组支持协议。他们代表现阶段对境外债务重组方案持反对意见的一方。这意味着，恒大与境外债权人关于重组方案的博弈仍在进行。

一个月后，据最新了解，四组中，目前有两组同意率已经超过 75%，另外两组还没过，不过预计最后应能通过。

II. 境内外对展期看法不同

根据多家机构数据，美国高收益债期限占比最高的是 6-10 年期(含)，达到 69%；其次 10-15 年期(含)占比 19%；15 年期以上、1-5 年期(含)各占比 6%。境内期限占比最高的则是 1-5 年期(含)，高达 83%；其次 5-10 年期(含)占比 12%；1 年以内(含)占比 4%；10-15 年期(含)占比 1%。可以看出，海外投资人可接受期限明显更长。

据了解，包括恒大在内的房企在初次和境内债权人沟通的时候，每家债权人最初都要求1年之内还款，每个月拿10%的分期付款，但企业的现金流根本无法支持，最后多家房企勉强谈判到2-3年、3-5年。

相比于其他房企的境内重组，恒大的境外债务重组非常值得关注的点就在于延期展期的期限。上述境外重组方案提到的四组债务分别延期展期至“10至12年” / “5至9年”、“4至8年”、“4至8年”。

然而，这样较长的延期展期境外债务重组仍吸引了不少国际基金的参与，这也引起多数业内人士的好奇：究竟这些海外投资人看重了恒大的什么价值？一家美国基金表示，据其测算，恒大相当于4000亿美元的债务重组，“这是有史以来最大的单体债务重组，怎么可能不参与？”

专业人士介绍，境外债务重组市场上秃鹫基金谈判，核心就是融资企业的现金流假设。如果这家企业2-3年内还不出钱，境外投资人会允许企业最初的2-3年不用付任何利息和本金，且拉长债务还款期限到10年甚至20年。有些投资人可能会发出疑问：“10年、20年过后，这钱还能还上吗？”前述专业人士表示，谁都无法判断那时候资产端能不能恢复，但“10年、20年后这家企业恢复正常经营状态的概率，要远远超过这家企业1年内就能还得起钱的概率。”

同时，海外基金的想法是：给企业足够长的时间，让市场认为该企业有机会回到正常经营状态，那么该企业二级市场的债券就有可能从违约时几乎归零的价格回到正常价格。这样，通过债务重组，不仅最后有更大的概率拿到本金，而且在二级市场上也有机会赚回自己的收益。

有行业人士分析，日本房地产行业自上世纪 90 年代危机爆发以来，花了 20 年还没有修复完；美国 2008 年次贷危机到现在，地产市场的恢复也至少用了 5 年。“所以，时间是非常重要的。”问题就在于，对于中国房企来说，现在是资产端和负债端都出现了问题，并且资产端的修复需要的时间更漫长。

那么，如何让这些出险房企获得休养生息的时间？“必须从负债端的重组进行，通过债务管理和重组，让企业获得短期喘息的时间窗口，为资产端的恢复创造机会。”前述债务管理资深人士表示，通过债务管理环节来减轻债务立即到期的压力，调整债务期限结构，以时间换空间，是目前解决房企债务问题的要务。因此，多数房企的债务管理核心都是在向投资人讲：希望能再宽限几年，为资产端的修复争取时间。

投资人最关心的就是：请给出一个确切时间，是不是债权人同意展期 3-5 年，这家房企就能活下去？“没人能给出确切的答案。但是，如果给这家企业足够长的时间，将境内公开市场债务进行重组和展期，

是一个解决问题的方向。”前述债务重组资深人士表示。

目前，境内市场上讨论最多的就是遵义模式。作为首家银行贷款整体重组的城投，遵义道桥于同年 12 月 30 日晚间公告，此次银行贷款重组规模共计 155.94 亿元，重组期限调整为 20 年，利率降为年化 3%至 4.5%，前 10 年不还本只付息，后 10 年分期还本。

接近恒大债务重组人士认为，如果能给恒大一个遵义模式，将债务展期至 20 年，恒大可能也能活下来。但亦有行业人士认为，一般来说，债务重组需要企业具备可持续经营能力，恒大在这点上已明显存疑；特别是在未来当解决境内保交楼后，恒大及其相关责任人恐怕难免因过去的违规违法行为而被追责，企业未来的经营发展也因此存在诸多变数。

III. 重组需高收益债市场

2022 年以来，国内房地产市场近期景气度下行，房企销售复苏不及预期，违约事件频发。截至 2022 年末，销售排名前 50 名的房企中已有 23 家房企发生过债券违约，占比达 46%。由于延期展期时间短、分期偿付密集，部分房企被迫二次展期。随着房企展期次数增多，增信资源逐步耗尽，展期方案每况愈下。

多位房地产业分析师介绍，房企债务结构与其他制造业等企业有很大不同：大量优先级高的债务沉淀在房企项目公司层面，如果出险，可基于单个项目单独协商处置；大量的公开市场债务如债券、担保和商票，则在集团母公司层面。

母公司是维持房企整体生产经营、品牌形象的关键，如果母公司层面的债务得不到解决，会影响整个集团所有项目的信用和资金流问题。债券持有人数量众多、展期谈判难度巨大，一旦单笔债券违约，还可能迅速引发各类债务交叉违约，造成难以控制的连环风险。另外，债券信息公开舆情冲击力强，若无法给企业提供足够平静期，密集到期违约的负面压力将严重影响房企生产经营及销售恢复。因此，公开市场的债券管理，是保障母公司正常运营的重点。

这时需要推出境内或境外整体债务重组方案，以时间换空间化解风险。2022年8月起，房企境内公开市场债务重组启动推进。根据梳理，富力地产重组8笔债券累计135亿元，其中约120亿元将于半年内到期，重组后延期展期至约3-5年。龙光集团重组21笔债券累计223亿，其中120亿将于半年内到期，重组后加权平均到延期展期至约3.6年，其中最短的3年，最长的4年多。融创中国重组10笔债券累计160亿元，其中114亿元将于半年内到期，重组后加权平均到延期展期至约3.5年。世茂地产183亿元也将半年内即将到期的债券延期展期至3-5年。

这些重组获得了二级市场的认可，上述几家房企债务重组完成后，股价、债券的交易价格都有提升。为了最后有更大的概率拿到本金，也为了能在二级市场有机会赚回收益，债务重组越来越被境内市场所接受。

前述资本市场人士表示，从债务重组角度看，一个多层次、工具丰富的债券市场在主动债务管理中不可或缺，建立一个特定的高收益债券流转市场，并配以市场规则和科学合理的估值评估体系，迫在眉睫。这将不仅解决企业融资功能，也承担债务交易转让和支付工具功能，还为不同偏好投资者提供更丰富的选择。

“与海外成熟市场相比，境内债务重组市场最大痛点在于缺少相关工具，”前述人士举例，比如境外成熟的债转股、债转定向可转债、债转优先股，以及实物抵债等，在境内很多时候用不了，能用的工具就是展期、增加担保，同时引入资本化、分组重组的概念，仅是勉强完成境内重组，还是需要多元化的工具才能完成化险。

其次，境外市场高收益债券的容量和各细分类型精细度远高于境内，境内的评级区分度有限，大量集中在 AAA 和 AA+，风险预警和风险揭示功能不足且效率滞后。比如，境内在 2020 年前，AA-还是不错的评级，现在却是最差的，连 AA 现在在很多债券人的眼里都已经是垃

圾债。“境内投资人在区分高收益债时，常以收益率而不是评级来划分可投资性。”一位信托公司投资经理表示。

投资人方面，高收益债券存在流动性风险，此前境内债市投资者整体风险偏好较低，但过去一年里明显不同以往，境内高收益债券投资人如雨后春笋般增多，但在专业路径、资金规模、风险偏好等方面，距成熟市场还有差距。一些小型私募基金甚至推出“委托债权投资”等产品，通过拆分、代持等方式，规避私募发行投资者数量和合格投资者门槛限制，“但这个市场应是严禁个人投资者入场的。”前述债务管理人士表示。

中介方面，债权人的受托管理人境外市场常由专业的第三方律师或信托机构担任；境内则主要由该期债券主承销商担任。主承销商是帮助房企承销债券的，和受托管理人身份有天然利益冲突。

由于房地产行业不景气，拿地减少，也间接导致财政压力提高，城投压力日益加剧。截至 2022 年底，全国城投债券余额 13.79 万亿元，债务压力已对地方财政形成挤压，市场化债举步维艰。长远来看，房企的债务重组模式值得被复制推广，既可以成为地产行业下一步风险化解的起点，也为包括地方平台在内的其他风险防控化债提供启示。