

“保交楼”背景下房企的纾困挽救路径

——基于Z市纾困基金案例分析

傅梦露

浙江振邦律师事务所律师 浙江省诸暨市 311810

摘要: 受全球经济形势持续低迷以及三年疫情影响,我国地产投资增速在2021年下半年进入下行通道,加之房地产行业“三条红线”的融资紧缩政策,将行业推入了恶性循环中。2022年,在中央政治局会议提出“保交楼、稳民生”的背景下,多项利好政策集中出台,全国多个纾困基金设立以挽救楼市,本文以浙江省首个保交楼纾困基金实操为出发点,在对该案例进行分析的基础上,探讨纾困基金对房企的纾困挽救路径的启示,以期对理论实务有所裨益。

关键词: 房地产企业;保交楼;稳民生;纾困基金

1. 房企行业困境及保交楼背景概述

1.1 行业困境,房企陷恶性循环

受全球经济形势持续低迷影响以及疫情超预期发展,我国地产投资增速在2021年下半年进入下行通道,加之房地产行业“三条红线”的融资紧缩政策触发了行业的下行,并将行业推入了恶性循环中。一方面,地产开发商资金链急剧收紧,信用风险上升;另一方面,金融机构、投资者、购房者对地产行业信心下降,2021年9月恒大暴雷后,房企的债务危机接连爆出,市场负面情绪加剧,也影响房地产领域集合信托产品规模快速下降。

1.2 政策回调,维稳房地产行业发展

2022年7月28日中央政治局会议提出,要稳定房地产市场,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策用足用好政策工具箱,支持刚性和改善性住房需求,压实地方政府责任,保交楼、稳民生。在此定性下,2022年8月,住建部、财政部、人民银行等有关部门纷纷出台了相关措施,通过专项借款撬动、银行贷款跟进,维护购房人合法权益,精准聚焦“保交楼、稳民生”,明确了通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付,严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付,实行封闭运行和专款专用。^[1]同年8月底,国务院常务会议再次针对房地产领域提出支持刚性和改善性住房需求,地方要“一城一策”用好政策工具箱,灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。

2. 纾困基金参与房企纾困的典型路径

中央和地方多措并举保交楼措施取得了初步良好效果,总的来看,“保交楼”对稳定房地产市场预期,恢复市场信心,确保不发生系统性风险具有积极意义。去年11月,笔者所在Z市的首个楼市稳保纾困基金项目已落地,该基金设母基金和资金将,子基金首期出资为7亿元,目前已经投入且房屋即将竣工交付。据悉该基金也是全省首个房地产稳保纾困基金落地项目,本文将通过这一典型案例的分析,对“保交楼”背景下房企的纾困挽救路径予以探讨。

2.1 案情概况

A地产公司,系浙江省Z市的龙头地产企业旗下的项目公司,开发的X楼盘项目占地面积约10万 m^2 ,建设规模超30亿,主要建设住宅及相应地下室、办公楼,公寓楼等一体化建筑,总建筑面积33万 m^2 。项目建设期从2021年2月至2024年年底交付,在保交楼纾困基金进入前已有几栋楼结顶。

因资金链断裂,导致项目处于半停工状态,负债约21亿元,其中土地使用权已全部抵押,不少供应商纷纷起诉,A公司遂向Z市政府寻求纾困。Z市国有平台设立规模为7亿元的纾困基金,通过“债务重组+管理重构”多元手段,对该项目进行盘活,积极推进保交楼、稳民生。目前,该项目已全面复工复产,项目其他区域正在按规划建设,并已陆续对外销售。

2.2 纾困方案

2.2.1 基金设立与退出

在保交楼、稳民生原则指导下，根据Z市房地产市场平稳健康发展攻坚行动工作专班相关文件精神，Z市地方国有平台与基金管理人共同设立壹号稳保纾困基金，基金规模7亿元，纾困期2年，通过债权投资方式，助力房企解困，基金设决策委员会，决策委员会对重要事项进行评议并作出决定，如签署对外协议、房源网签（撤销）方案、纾困资金安排、利润分配等。在退出机制上，基金采取累进阶梯性收益方式退出：3个月内退出的，以7%年化收益率计；3—6个月内退出的，以8%年化收益率计；6—12个月内退出的，以9%年化收益率计；12个月以上退出的，以10%年化收益率计。如基金在纾困期满后2年内未能退出，则纾困基金有权以市场化形式处置未完成销售商品房，或直接要求以房抵债。

2.2.2 纾困模式

纾困基金采用债权投资对项目公司纾困，纾困基金总规模为7亿元，按项目公司公司已取得预售许可证且未售的价值10.77亿元商品房（普通住宅）以备案价6.5折，通过买卖方式网签备案至纾困基金名下，并在自然资源部门对相关商品房全部完成预告登记。

纾困基金按需支付至项目公司监管账户，纾困基金原则上仅用于项目公司后续产生的应付工程款及利息。但考虑到前期应付未付工程款及到期商票未兑付，为确保各施工单位正常施工、减少社会不稳定因素，经纾困基金同意后允许项目公司根据实际需要支付部分欠款。

项目公司根据纾困方案将已网签商品房推向市场销售。在纾困基金运行过程中，如已网签房源货值按照6.5折折算后仍足以覆盖项目公司实际使用的纾困基金金额的，则无需向纾困基金追加提供可售房源；否则项目公司应提供新可售房源网签至纾困基金名下。当已网签商品房面向市场销售时，实际购房人支付的首付款归结至监管账户后，由建设部门撤销原网签合同备案，同时自然资源部门依申请办理原预告登记解除工作后，建设部门再行为实际购房人办理网签手续。

项目公司可自由向市场销售已网签至纾困基金之外的其他可售房源，销售回款资金用于支付后续工程款后、利息等，但优先用于偿还纾困基金；如仍有盈余的，根据“一企

一策”的政策要求，归集到政府指定的安全账户，但不得挪用至其他项目使用。

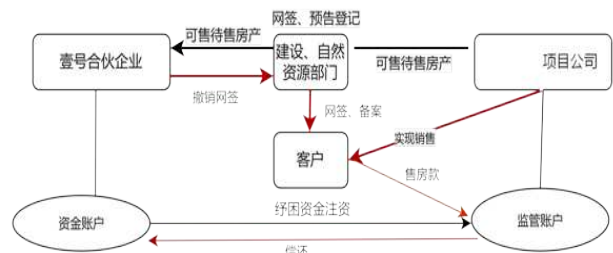


图1 纾困流程图

2.2.3 监管措施与政府支持

项目公司公司的印鉴、账户等，由纾困基金与原抵押权人共管；项目公司按月度编制资金使用计划和销售计划，有纾困基金与原抵押权人、市房地产专班审批后方可使用资金。

2.3 纾困基金参与房企纾困的现实意义

2.3.1 助推信心修复、化解潜在风险

稳保基金被高度重视，是因为“保交楼”基金能够快速缓解房地产企业资金链断裂的现状，使得停工项目恢复建造，从而妥善化解部分地方房地产市场风险，稳定市场、回复投资者与购房者以及上下游供应链的信心。现阶段消费者徘徊观望，担心楼盘烂尾而不敢进市场，房企拿地谨慎，市场良性循环受阻，稳保基金对稳市场和信心恢复意义重大，在纾困基金进场后，销售形式逐渐复苏、集团股票回涨即是明证。

2.3.2 筑牢防范系统性风险的安全底线

从风险的本质上看，过往监管不足和盲目并购积累的过度金融化是房地产业困境形成的原因之一，加之其金融化、泡沫化倾向比较强，是金融体系最大灰犀牛。从国家“稳地产”的工作要求来看，必须要通过维护房地产行业平稳发展，防范房地产市场和金融市场风险，实现房地产行业软着陆。保交楼稳保基金作为区域金融的“稳定器”，引入资金“活水”，扩大房地产行业资金渠道，缓解房地产行业融资困境，保证房企未完工项目的后续开发和平稳运行；另一方面，可以凭借其丰富的经验及专业能力，助力提升资产处置力度和处置效率，提高房企风险化解和出清的速度，从而维护房地产市场稳定。

3. 纾困基金挽救房企的路径完善

纾困基金的概念并非首次提出，早在2018年，美国逆全球化的负面影响波及，中美经济周期分化加剧了外部环境的不确定性的背景下，中国股市出现大幅波动、较多上市公司及其控股股东面临流动性危机，流动性风险与信用风险交替传染并扩大的趋势，基于此，纾困专项基金应运而生，用以纾解民营企业融资困境以及股权质押风险。

从国际视野看，最早的纾困基金可溯源至2010年5月开始的欧债危机，是欧债危机期间欧盟和国际货币基金组织设立的用以缓解各成员国债务压力的一种应急机制，核心目的在于纾解债务国的流动性压力并防止欧盟国债务违约造成的风险扩大化，因此纾困基金的本质是一种短期应急机制和风险防火墙，^[2]当时欧盟和国际货币基金组织共同设立了总规模为7500亿欧元的纾困基金，并及时投放给希腊及南欧的部分国家，使其顺利偿还已经到期的债务。此后，纾困基金被广泛应用。

3.1 明确纾困基金的模式

纾困基金是一种特殊背景下形成的金融救助机制，当前尚未有明确法定概念，通常所谓狭义概念下的纾困基金指的是，在缓解民营企业流动性压力及上市公司大股东股权质押风险而设立的专项投资载体，其中包括金融机构设立的特定资产管理计划和政府主导下设立的私募投资基金。^[3]

纾困基金运作模式主要包括两大类：债权型纾困和股权型纾困，债权型纾困主要是由纾困基金被纾困企业提供债权融资；股权型纾困的方式包括协议转让、定向增发、获取实际控制权等方式获取被纾困公司的股权或控制权。^[4]不同的纾困模式会产生不同的经济后果，债权型纾困模式能够较快缓解企业的流动性风险，股权型纾困模式有利于改善长期融资能力，加强国有资本和民营企业的战略合作。

在保交楼、稳民生背景下，从既有的纾困类型看，由政府牵头发起设立的“保交楼”纾困基金属于债权型纾困基金，目前已有多家落地。如最早的郑州市房地产纾困基金，由郑州市国家中心城市产业发展基金股份有限公司作为母基金出资设立，按照郑州市政府印发的《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，“按照‘政府引导、多层级参与、市场化运作’原则，由中心城市基金下设立纾困专项基金，规模暂定100亿元，采用母子基金方式运作，相关开发区、区县（市）据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立

子基金，并按照项目及子基金设立情况，资金分期到位。”^[5]可见，房企纾困基金具有如下特征：政府主导、资金规模大、落地速度快；市场化运作，纾困基金是一种考虑收益的基金投资模式，不仅仅只有纾困目的，也要追求收益，保证国资保值增值；灵活机动性，纾困基金通过市场化方式运作，吸引不同类型的社会资本，在运作模式上具有较高的灵活性。

3.2 严格筛选被纾困企业

纾困基金的现有规模并不足以纾困所有出现问题的房地产企业，同时，并非所有出现风险的房企都是纾困基金的纾困对象。筛选合适的纾困对象，即是纾困基金必须首先明确和设立规则的重要事项也是保证纾困成功的重要前提和基础。不同企业的纾困价值不同，纾困基金应当对被纾困企业的选择也应有所取舍。一般认为，政府纾困针对的是有发展前景，曾为地区经济做出重大贡献的公司、成长性较好但面临流动性困境的企业。

在筛选区域内符合纾困条件的房地产企业时，必须先对企业进行充分尽职调查，以防做出错误决策，结合实务，选择的被纾困企业应满足如下条件：

3.2.1 短期流动性困难，但盈利能力较好

纾困基金本身是一种特殊的、暂时的金融救助制度，相较于政府引导产业基金，纾困基金更注重与“立竿见影”的效果，因此与短期流动性困难，但未来尚有较好盈利能力的企业较为适配。存量房地产项目中，最重要条件的条件之一就是未来销售收入能否实现以及能够覆盖项目投资，因此，房企未来收益的确定性以及能否覆盖前期投入和成本，是纾困资金决定是否进行纾困的重要指标。一般而言，纾困政策规定国资平台所选择的标的企业往往具有一下特点：首先该企业基本面良好，发展符合国家重大战略规定，核心竞争力在保证国家财政收入、拉动经济增长方面发挥不可或缺的作用，但该企业采取激进的扩张策略和经营管理理念落后导致其暂时陷入财务状况恶化、融资压力加大的窘境。为了限制国有资产流入僵尸企业，纾困基金在筛选被纾困方时要做到以下几点：首先国资平台应秉持救急不救穷的纾困原则，应事先对标的企业的财务状况、经营成果、现金流等因素做出全面评估；其次，国资平台还可以采取“建设模糊性概念”，即选择民营企业时遵循非确定原则和非固定的救助名单，进而倒逼标的企业加强公司治理提高信息披露水平，采用纾困资金加大研发投入、扩大市场份额以提高其核心竞争力，

逐步纾困资金依赖达到自救的效果。

3.2.2 诉讼、执行案件较少

如房企存在大量诉讼、强制执行案件的，其主要资产，包括土地使用权、在建工程、股权等大概率存在查封、冻结，若上述强制措施未能解除，房企无法实现销售，则对纾困基金的退出构成重大风险和挑​​战。此种情况下，通过司法重整或预重整解封解冻后再行盘活资产更为适当。

3.2.3 道德风险较小

纾困基金采用市场化运作模式，因此虽则目的为纾困，但也是盈利性基金，如房企存在关联方占用、挪用资金，与股东、关联公司存在混同，财务、公司制度混乱等有明显道德瑕疵的，容易降低纾困基金效率甚至导致国有资本流失，因此并不符合纾困基金的选择标准。

3.3 加强纾困基金的预期管理

国内外学者大多认为政府对企业尤其是民营企业的纾困中发挥了重要作用，因各地方政府有义务推动当地经济增长，尤其是当经济出现波动时，政府在市场情绪调解、市场逾期规划中发挥这重要作用乃至引导作用，政府通过一系列积极举措，可以减轻投资者对市场的负面情绪，通过释放正面信息和规划市场远景，有利于提高投资者对市场的预期且提升投资者信心，进而促进经济的正面增长。

4. 结语

房地产行业大面积面临流动性风险以来，为挽救行业危机，防止房地产企业出险给上下游行业及民生带来的重大不稳定影响，党中央和地方政府相继出台并落地了多项纾困

政策和纾困举措，并取得了良好救市效果。保交楼纾困基金是各纾困举措中的重要措施，由地方政府或国有平台发起设立纾困基金，充分利用国有资本，并积极探索引入社会资本参与，对困境房地产企业进行帮扶纾困，补充企业的流动性来源，可以快速有效的纾解危机。但在纾困基金挽救困境房企的路径上，一是要明确纾困基金的模式为债权投资模式；二是要谨慎筛选合适的被纾困房企，防止道德风险；三是要加强纾困基金的预期管理，建立良好的信息披露机制。在这一路径下，各级政府可以有序选择纾困目标、合理调整扩大纾困范围，为房地产的健康发展提供有力支持。

参考文献：

- [1] 《“保交楼”措施持续推进》，载《中国房地产》2022年9月15日。
- [2] 吴梓境、张波.《纾困基金的运行机理、投资模式与创新路径》，载《河北经贸大学学报》2019年5月。
- [3] 张亚骏.《国有纾困基金的动机与模式研究——以“唐人神”和“金一文化”为例》，上海财经大学工商管理学院2020年硕士学位论文。
- [4] 侯兰.《债权型纾困和股权型纾困的动因与后果——基于华鹏飞和怡亚通的对比案例研究》，中央财经大学会计学院2022年硕士学位论文。
- [5] 许倩.《百亿级楼市纾困基金首单落地，郑州“保交楼”走出全国第一步》，载《中国房地产报》2022年08月15日。