

## 重整程序中的投资风险识别及其应对

作者：张尧 | 林风华 | 周昊文<sup>1</sup>

党的二十届三中全会指出，必须更好发挥市场机制作用，创造更加公平、更有活力的市场环境，实现资源配置效率最优化和效益最大化<sup>2</sup>。近年来，破产重整作为市场化、法治化的经济制度供给，由于具有引导企业顺应产业结构变革、以市场化方式优化资源配置的作用，已经成为许多企业摆脱债务泥沼、实现风险出清，从“危机”孕育“新机”的不二选择。更有专家提出“破产重整就是新一轮招商引资”，使生产要素重新焕发活力，释放和促进生产力<sup>3</sup>。

伴随着破产制度的不断完善和创新，作为一种特殊的投资方式，“重整投资”不仅受到产业投资人的认可，也受到了对于投资标的洁净度要求较高的PE基金、上市公司、央企国企等主体的追捧。相当长一段时间内，上市公司破产重整成为金融资产管理公司、证券投资基金、信托产品等金融机构炙手可热的投资标的。2023年全年，至少有15家上市公司完成破产重整。仅从2024年上半年股价评估，成功完成重整的15家上市公司中超90%的产业投资人和财务投资人账面均呈现浮盈，其中产业投资人账面浮盈多超70%，财务投资人账面浮盈多在30%到70%之间<sup>4</sup>。

然而，收益与风险并存，重整投资也出现了为数不少的失败案例，造成投资人出现不同程度的投资损失。在“严监严管”“长牙带刺”的新“国九条”（2024年4月12日《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》）背景下，上市公司护身符已被打破，“壳”资源价值进一步削减，重整投资风险显著上升。投资人在良莠不齐的众多重整项目中寻觅投资机会已属不易，除此之外，还需经历专业、复杂的破产重整程序之层层考验，重整投资的风险潜藏在重整程序的各个阶段。

本文拟从破产法专业角度、结合我们担任破产管理人、投资人顾问实践经验，深入剖析重整投资可能面临的各种风险，助力投资人穿透迷雾，有效识别和防范重整程序中相应的投资风险，实现投资人、债权人、债务人各方利益最大化，在破产重整的逆旅中淘到真金。

<sup>1</sup> 实习生隆晓玲对本文写作亦有贡献。

<sup>2</sup> 中国共产党中央委员会，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，2024年7月18日。

<sup>3</sup> 周志兵 袁超一，《相关部门、专家学者热议——“破产重整就是新一轮招商引资”》，《湖北日报》2023年8月15日第一版。

<sup>4</sup> 尹靖霏 庞宇，《23家上市公司破产重整，谁能“新生”？》，“界面新闻”2024年7月23日。

## 一、穿透迷雾 — 投资人遴选阶段的风险及应对措施

重整程序中，投资人招募是潜在投资者面临的第一道难关。作为一个双方甚至多方相互选择的过程，投资人招募阶段对投资人来说存在主、被动两个方面的风险。从投资人主动识别角度，可能存在企业信息披露不甚透明，投资价值与潜在风险识别难度较大的风险，例如企业存在财务造假、隐藏债务、项目合规瑕疵、可持续经营能力欠缺问题等；从投资人被动选择角度，投资人身份尚需管理人、债权人、债务人等各方通过一定程序选定确认，可能导致投资人的投资目的落空、产生较高的资金成本占用等风险。具体分析如下：

### （一）重整价值判断风险

对于重整企业进行合理估值，是判断企业重整价值的基础，关系到投资人筹融资成本的有效控制。实践中企业评估值畸高是投资人面临的一大风险。

例如，在 2022 年中金岭南及子公司参与东营方圆等 20 家公司重整投资案中，深交所下发监管关注函问询，管理人聘请的评估机构、公司聘请的评估机构、财务顾问对标的资产的评估值均不同，评估值分别为 104.39 亿元、86.48 亿元、66.59 亿元，差异巨大。中金岭南给出的说明是因采用的评估方法不同所引致。

重整企业的估值方法，一般包括清算价值法、类比法、重置成本法、收益现值法等<sup>5</sup>。清算价值法是根据以企业假设破产清算前提下的资产快速变卖价值来确定企业资产价值；类比法是按同类企业的市场价格进行评估，如市净法倍数法、市盈率法倍数法等；重置成本法是在某一时点及同等条件下重建一个与目标企业业务模式、产能、效率相同的企业所需要花费的成本；收益现值法是将重整企业未来预期的现金流以一定的贴现率进行折现估算重整企业的价值。

不同的估值方式会产生不同的估值结果，当前重整投资实务中缺乏对于重整企业统一、客观的估值方法。相较于清算案件，重整企业的估值需一定程度上考虑到企业现有净资产和未来的盈利情况，加总为重整企业估值。因此，应当回归对企业“持续经营能力”和“重整价值”判断的本质问题上来。“持续经营能力”决定了企业是否具有挽救意义，“重整投资价值”则决定企业是否具有挽救的可能性。对投资人而言，这两个方面将决定投资是否能够实现“回本”和盈利。

#### 1. 持续经营能力

持续经营能力是所有企业挽救价值的基础，对上市公司而言，持续经营能力更是企业“壳”价值的重要保障。企业的持续经营能力是对企业重整后发展前景的预期，需要从多角度进行识别，比如产业类型、市场前景、商品竞争力、企业资产状况、技术工艺、生产销售等。如果综合上述多项因素判别，企业市场前景暗淡，产品和服务不符合社会需求，则应当认定企业明显不具备持续经营能力，更宜通过破产清算，果断实现市场出清，避免一些本应破产清算的企业强行进行“忽悠式”重整，占用司法与社会资源。

#### 2. 重整投资价值

具备持续经营能力虽然可以一定程度证明企业具备挽救的意义，但如果企业资产负债率畸高，未来经营利润难以覆盖资金成本，债权清偿率不符合债权人预期，则尚难明确其具备重整价值。作为重整投资人，本质是以追逐价值洼地及利润空间为目的，对于企业重整投资价值的判断是其做出投资决策与否

<sup>5</sup> [美] 克里斯·M·梅林、弗兰克·C·埃文斯：《并购估值：构建和衡量非上市公司价值》，李必龙译，机械工业出版社。

的关键。

正如中金岭南在监管函回复中所述，“公司根据财务顾问、律师和资产评估机构等中介机构的尽调成果和估值分析报告，结合拟收购资产范围，经管理层决策和商业判断，确定本次对四家主业资产收购资产的投资估值为 60.53 亿元。”投资人应当以公司的财务情况、审计与评估报告为抓手，充分梳理、了解重整公司的实物资产情况，调查账外资产线索以及业务经营情况，发掘重整公司的经营价值，结合外部环境及政府支持情况等从微观、宏观多层面综合考虑、评估企业的重整价值<sup>6</sup>。或者说，对于重整投资人而言，投资价值的判断是“主观题”而非“客观题”，这也是目前重整案件投资人引入环节中往往发生错误理解的关键点。

## （二）遴选招募不确定性风险

重整投资人身份的确定过程往往伴随着多方博弈，不确定性较大。其一，不同的招募方式各具特点和优劣；其二，竞标条件“量身定制”问题突出，评标过程中暗箱操作也广为市场诟病。

### 1. 不同招募方式的风险

不同的招募方式对重整投资人参与案件的程度与效果有所不同。一般而言，重整投资人招募可以分为公开招募程序、非公开招募程序以及假马竞价程序三种，三种方式各有优劣，并在实践中均有所应用。

**公开招募**，即管理人面向市场以潜在意向投资方公开报名竞争的方式招募重整投资人。公开招募对于潜在投资人及全体债权人而言，有利于通过市场公开检验的方式确定债务人资产的市场价值，避免各方争议，但也存在信息发布范围局限、占用重整程序期、投资报名条件不统一、尽调时间有限和多次招募等问题。

**非公开招募**，即管理人定向邀请或协商选定投资人。非公开招募的方式有利于选择出相对更为契合困境企业实际状况的投资人，且具有匹配度高、沟通度深、接受度广等优势；<sup>7</sup>但也存在暗箱操作、排除竞争、利益输送或者其他道德和法律风险。目前重整实践中对采取非公开招募方式引入投资人持谨慎态度，一般可能还会履行必要的听证或表决程序，并且由于缺少市场价值检验，金融机构、国有企业等类型的债权人多有顾虑。

**假马竞价制度**，则兼顾了公开招募与非公开招募的优势，是近年来重整投资领域中一种创新型的投资人招募制度。一方面通过非公开定向协商方式先行确定一家潜在投资人作为“假马”投资人，提前确定投资底价及相关投资、退出条件，使各方对于重整投资效果具备最低的心理预期；另一方面通过公开招募的方式来面向市场吸引其他潜在投资人，最大程度吸引“真马”投资人的参与，使债务人的投资价值能够通过市场化竞争而达最大化；最终如无其他投资人参与也可保证“假马”投资人的“兜底”接盘，如有其他意向投资人参与竞争则可引入更具实力的“真马”投资人，而“假马”投资人则可以获得一定程度的“分手费”而主动离场。假马竞价制度在重整程序中可以达到“兜底保障、定点上推”的效果，有效提升各方对于重整计划实施的效果预期，极大提高重整成功的可能性。但由于缺少相关指引性规定，造成实践中的任意操作性较大，如分手费额度、投资条件的一致性及优先投资权的赋予等依然存在争议<sup>8</sup>。

<sup>6</sup> 张世君；郑侠：《破产企业重整价值的法律识别》，《法律适用》2023年第10期。

<sup>7</sup> 丁玉光、谭艳平：《破产重整执行阶段招募投资人方式分析——以新飞公司破产重整案为例》，第十二届“中部崛起法治论坛”论文汇编集。

<sup>8</sup> 张尧等：《“假马竞价”在破产重整投资人引入中的应用分析》，“天同诉讼圈”2022年5月26日。

意向投资人应当充分考虑到上述不同投资人招募方式的优势与风险，结合具体投资机会、投资标的的实际情况，通过与案件受理法院、管理人以及债权人等相关利益方的必要沟通，争取既契合自身投资意愿与能力，又能兼顾各方关切与预期的投资人引入方式。

## 2. 投资人竞标过程中的风险

由于重整程序中的债务人实际情况不尽相同，对投资人的需求也呈现个案差异化，因而可能造成招募条件设置上的人为操纵。部分重整案件中的管理人或债务人通常会结合重整需要而在招标文件中明确对意向投资人的法人性质、行业规模、财务数据、资金实力及行业经验等的特殊要求，一定程度上体现出“定制型”招募的痕迹。正因如此，在实际操作中可能引发实质定向招募问题。管理人或债务人在设置投标条件时，可能设置不合理的条件或明显倾向性的条件作为硬性要求，有意限制、排斥潜在投标人，为特定的意向投资人开方便之门，使得投资人招募程序“走过场”“明招暗定”。

评标方法和标准是否可执行、是否细化是保证招募结果公平性的关键，应当合理限制评标过程的自由裁量空间。有业内人士提出，评标的标准包括综合遴选标准和单一遴选标准：综合遴选标准将不同维度的要素配以不同权重加以量化，考察标准包括但不限于市场运营能力、行业影响力、资源整合能力、内部管理能力、偿债方案设计等，能够筛选出综合实力最强的投标人，但是也会造成偿债资金标准权重过低而引发债权人不满以及可操作性差等问题，容易引发争议和评标人员滥用权利；而单一遴选标准仅以偿债资金的高低作为唯一标准，可以筛选出提供重整资金最多的投资人，提高清偿率，但是忽视了对于重整企业后续继续经营的影响，且使得投资人仅仅竞争偿债资金容易造成投资人投资成本过高的问题。

我们认为，更宜综合利用两种评标标准，采取“评审+竞价”的遴选方式。首先根据综合遴选标准评分，确定一定的分数为入围分数线，超过该分数则可入围，然后在明确履行期限和付款方式等内容的条件竞价，可以有效避免投资人招募过程中的不公平风险<sup>9</sup>。

### （三）资金占用与安全风险

一般情况下，重整投资人需要历经缴纳投资保证金、标的公司尽职调查、确定投资对价、制定重整投资方案、债权人会议评议遴选等多个环节，才能最终确认身份，这一漫长的过程可能产生不小的资金投入成本。

资金占用期限与占用成本是投资人需要考量的重要因素之一，资金安全是重整投资人参与重整投资的基础。实践中，重整投资人招募可能会涉及三种类型的资金垫付：（1）投资人遴选保证金。主要证明重整投资人的财务实力，确认其能够承担后续的付款义务。一般会在重整投资人退出遴选时无息退还或者在确定重整投资人身份的情况下直接转化为重整投资款项。（2）尽职调查保证金。主要确保在投资人进行尽职调查过程中保守重整企业商业秘密。一般会在尽职调查结束时无息退还<sup>10</sup>。（3）重整投资保证金。在签订重整投资协议前后，会要求重整投资人提前缴纳部分保证金，作为重整投资人的履约保证，具有一定的违约保证的性质，一旦未充分履行重整投资义务，将没收保证金，同时重整投资人也将失去重整投资资格<sup>11</sup>。

总体来看，重整投资人在重整过程中需缴纳不菲的保证金金额，一旦资格获取失败，期间资金占用

<sup>9</sup> 孙瑞玺、苏守轩：《重整投资人招募和遴选存在的问题及解决建议》，“中国破产法论坛”2024年1月10日。

<sup>10</sup> 孙建、黄建东：重整投资人招募机制基础问题研究，《人民法治》2021年9月15日。

<sup>11</sup> 杨文珺、金雪怡：重整投资人违约问题探究，“企业破产与重组研究会”2022年2月15日。

产生的损失就足以令潜在投资者望而却步。同时，保证金能否做到专户监管，保证金在破产程序中的性质认定，保证金是否面临挪用或侵吞损失的风险等有关资金安全的控制问题也是重整投资人需要仔细考量的方面。

另一方面，投资人也需要付出其他的人力物力成本，如聘请顾问机构进行尽职调查、与管理人、债务人、政府部门进行沟通等。如果重整投资人的身份最终无法确定或重整失败，上述资金在破产程序中如何认定性质及如何归还势必将可能引发争议。

因此，对于重整投资人而言，合理筛选重整投资标的，甄别真正的重整投资机会，择优确认重整投资顾问机构，并在顾问机构协助下与管理人、债务人、债权人进行高效沟通，并尽可能加快重整投资人遴选程序，是把控重整投资人身份不确定性所带来风险的重要手段。重整投资人应当充分与各方主体明确保证金的支付比例、支付方式、性质认定以及监管方式，最大程度减少因为保证金而对投资利润的侵蚀及成本收回风险。

## 二、步步为营 — 重整计划设计阶段的风险及应对措施

重整程序是专业性极强的规范化程序，需要完成一系列法律政策的“规定动作”，从重整方案的初始制定到重整计划的最终表决，投资人处处存在“踩雷”的可能。同时，面对数量庞大的债权人，稍有不慎亦可能引发社会群体性事件或舆论风险。梳理市场上重整投资案例，投资人在重整程序中主要面临如下各项风险，我们结合自身实践经验同步提出应对和解决方案。

### （一）出资人权益调整拉锯

#### 1. 股权价格确定的风险

根据《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《企业破产法》”）规定，进入破产程序的公司一般处于资不抵债状态，出资人权益为负，但实践中原实际控制人、原股东往往坚持主张自身的出资人权益。此外，在上市公司重整项目中，因为存在公开买卖股票的市场，重整投资的本质就是以更加优惠的价格取得公司的股票。因此，各方对出资人权益调整的拉锯谈判，是重整投资重要一环。这一过程中，投资人应有相应的应对策略，避免可能产生的法律风险，具体而言：

##### （1）明确自身投资目的

投资人参与重整投资，应当首先确定自己是进行的财务投资还是产业投资。作为财务投资人，应当以最优惠的价格取得股权为目标开展谈判；作为产业投资人，应当以谋求公司控制权为目标开展谈判。但是需要注意的是，在重整投资过程中，财务投资人取得股权的价格一般会高于产业投资人。

二者区分的原因在于，产业投资人一般拥有更加专业的产业背景和同业经营能力，产业投资人后续的运营计划是决定公司重整是否成功的关键。各方更加倾向让产业投资人持有多数股权并长期经营，为此设定了较低的股权价格和较长的限售锁定期。而财务投资人一般仅作为重整资金支持的补充力量，在企业步入正轨后便可抽身获利，为此设定了相对较高的股权价格和较短的限售锁定期。但是，作为财务投资人，可以通过与产业投资人绑定的方式，沟通取得更加优惠的价格，实践中，也不乏案例确定财务投资人与产业投资人取得股票的价格一致的情况。例如\*ST 明诚财务投资人与产业投资人取得股票的成本均为 0.98 元/股、\*ST 尤夫财务投资人与产业投资人取得股票的成本均为 2.71 元/股。

## (2) 采取合理谈判方式

股票价格的确定依据无外乎以下因素：股票当前价格、债权人转股价格、公司资产的价值、债权的清偿方案、原股东利益的保留。而重整投资人应当在对公司的实际资产、经营情况进行充分调查后，确认自己以承债、现金、资产置换或者其他最有利于自己取得收益以及债权人获得清偿的方式介入，并采取合理的策略与重整各方包括管理人、原股东、债权人乃至审计与评估机构进行沟通谈判，争取以最低的成本取得自己的目标，实现更高的投资回报率。

## 2. 股权锁定期风险

产业投资人和财务投资人的另一重大实质区别是股权锁定期不同，这就导致两种身份的投资周期差异巨大。2022年3月，沪、深交易所相继发布关于破产重整等事项的自律监管指引，规定重整投资人取得上市股份后，产业投资人（即成为控股股东或实际控制人的）36个月内不得转让其直接和间接持有的上市公司股份；其他重整投资人的限售期限仅为12个月。因此，虽然产业投资人相较一般财务投资人可以更为低廉的价格取得上市公司股票，但将面临3倍的锁定期限，必须慎重评估未来获利机会，并充分考察业务经营能力匹配程度，避免过于追求短期股价浮盈而忽视超长的投资周期损失。

## 3. 股权收购触发的风险

在上市公司重整程序的出资人权益调整阶段，可能影响投资回报率的法律风险主要包括：潜在要约收购义务和重整后的股价除权。

### (1) 要约收购

要约收购，即投资人取得公司超30%股权控制权后，可能产生的向全部股东发出要约的义务。<sup>12</sup>强制要约一旦启动，就会导致重整投资金额大大超出原有预期的不利后果。实践中，投资人可以考虑通过《上市公司收购管理办法》第62条第1款第二项之规定，以上市公司面临严重财务困难为由豁免强制收购义务。

例如，在\*ST化工重整案中，辽宁方大通过重整程序获得\*ST化工55.92%的股份，触发了全面要约收购义务，但是其以该项规定为由，向中国证监会提出豁免要约收购义务的申请，并取得证监会批复同意。

### (2) 股价除权

在上市公司的重整中，经常出现由于大比例的资本公积金转增股本，重整投资人以低价取得股权，导致公司资产无法支撑股本而触发除权的情况<sup>13</sup>。一旦除权触发，公司股价大幅度下挫，将直接影响投资收益。例如，\*ST莲花重整案中，重整投资人取得股票的成本为1.70元/股，除权前收盘价格为2.58元/股，在不除权的情况下，每股重整投资人可以取得0.88元的利润。但是由于触发除权，除权后股价降至2.38元/股，每股投资收益减少了0.2元，因除权导致投资人减少了近5亿元的利润。

因此，投资人应在现有法律、法规允许的范围内，利用已有制度政策，最大程度避免投资风险。理

<sup>12</sup> 根据《上市公司收购管理办法》第23条、24条、47条之规定，要约收购可分为自愿要约和强制要约。强制要约为投资者因协议收购或者其他原因导致其持有的一个上市公司的股份超过30%时触发的法定义务，投资者应当发出全面要约或部分要约。第47条第3款进一步规定，收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，对于超过30%的部分，如不符合豁免要约收购的情形，应当发出全面要约。第56条、第57条则规定了间接收购情形下的要约收购义务。

<sup>13</sup> 查达来：上市公司破产重整公积金转增股本除权问题探究——基于2019年六大重整成功案例的实证分析，《金融法苑》2020年第3期。

解要点包括：其一，债权人转股清偿时实际上是以高价取得股权，这与重整投资人低价取得股权的影响产生了抵销效应；其二，重整投资人取得股权与直接的资本公积金转增不同，是为了优化公司债务结构，改善经营与资产情况，有利于公司持续发展；其三，除权本身就是用看得见政策规定来调整看不见的市场，实践中已出现了不少投资人以低价受让股权但未触发除权的先例，例如\*ST盐湖、\*ST沈机、\*ST中绒等。

## （二）重整偿债方案设计的利益平衡

偿债方案设计往往是建立在投资人投资方案基础之上，关乎债权实际清偿效果，决定了公司资产负债结构的变化以及债权人的接受度，是整个重整程序中各方的重点关切，也是确定重整投资人的重要参考条件。

实践中，一般由重整投资人在参与遴选招募程序中提出重整偿债方案。因此，重整投资人在制定偿债方案时应当充分且合理兼顾并协调各方利益，尽力提高债权清偿率，争取各方支持与认可，顺利当选。

投资人对重整偿债方案的设计需要实现三个目标：（1）应当尽力提高债权人的清偿率，以确保可以在重整投资人招募过程中脱颖而出；（2）应当结合重整企业实际情况，合理兼顾企业财务状况、经营能力和偿债进度，确保可执行性；（3）应当兼顾重整投资人自身利益，合理控制投资成本，强化投资担保措施，确保重整投资资金安全及收益预期。

不难看出，上述债权清偿率、重整方案可执行性、投资人收益三者之间存在天然矛盾，由于各方诉求不同，可能造成重整偿债方案在沟通及表决过程中的僵持对抗。因此，平衡上述矛盾因素极度依赖投资人的商业判断、实操经验及谈判技巧，必要时还需要第三方辅助机构提供专业支持。

目前，重整程序中主要采用的几种常见偿债方案设计工具包括：

### 1. 现金清偿

现金清偿，指直接用现金来清偿债权人的债权。现金清偿是最容易为债权人所接受的清偿方式，但受限于重整程序中债务人资金状况及投资人财务压力所限，额度一般极为有限。一般主要用于偿付如职工债权、社保债权、税款债权以及部分小额债权等额度较小或涉及民生类的债权，且在偿付过程中须兼顾同类债权同等对待的原则。部分重整案件中，现金清偿也作为一种偿债激励举措，以换取债权人在债务本金额度上的让步。

### 2. 债转股清偿

转股清偿，是通过将债权人持有的债权转化为对债务人股权的方式实现债务的抵偿。从法律性质上来说，债转股可以解释为债权人以债权进行出资的行为<sup>14</sup>，亦有解释为以股权代物清偿的行为<sup>15</sup>。转股清偿是上市公司使用较多的债权清偿方案，如2023年度经法院裁定批准重整计划的15家上市公司均采用了债转股作为清偿债权的手段，其优点在于可以发挥资本市场资本流动的效应，有助于转股债权人的股权流转与退出。而对于非上市公司而言，选择转股的债权人更看重重整后债务人的长远发展与产业前景，通过股权收益来逐步化解债务损失。

<sup>14</sup> 王欣新：再论破产重整程序中的债转股问题——兼对韩长印教授文章的回应，《法学》2018年第12期。

<sup>15</sup> 韩长印：破产法视角下的商业银行债转股问题——兼与王欣新教授商榷，《法学》2017年第11期。

### 3. 留债清偿

留债清偿，指债权人与债务人达成留债计划，对于债务采取更新、延长还款期限，变更还款金额与条件等方式重新达成一致意见，并在重整程序中予以司法认可。重整程序中的留债清偿期限多在 1 至 5 年之间，自法院裁定批准重整计划草案之日起算。实践中债务人多会向留债债权人支付一定的利息补偿，以时间换空间的方式实现债权人的逐步偿付。部分重整案件中的留债期限也对应不同的本金偿债比例，以实现“多债长出，少债短出”的效果，鼓励债权人以本金豁免的方式换取更短的留债清偿期。

### 4. 打折清偿

打折清偿，指将债权以一定的比例直接削减，仅清偿部分债权，剩余部分由债权人予以减免的清偿方案。随着重整实践的逐步积累，打折清偿从最初的统一强制性逐步转化为债权人自由选择或与其他偿债方式的组合搭配。虽然打折清偿意味着一定比例债权的必然损失，但仍为经营性债权人所接受，部分已完成拨备出表的金融债权人接受度也较高。但技术层面确定打折额度需要基于一定的数据参考与对比，包括结合企业未来的盈利能力及投资人资金投入规模等因素，以避免造成债权人选择阶段的决策障碍。

### 5. 以物抵债清偿

以物抵债，指以债务人所合法持有的资产或权益按照一定方式抵偿对债权人的债务。以物抵债的范围较为广泛，在上市公司及大型公司重整实践中较为常见的是以信托受益份额抵债，也有部分重整案件中以对外债权、对外股权投资、固定资产等类型资产抵债的情况。在房地产企业重整案件中，因为缺乏重整投资或资金不足，也常采用“以房抵债”的清偿方式，充分盘活利用企业存量资产。

因此，投资人可结合重整程序中债务人的实际情况，灵活运用与组合偿债方式，关注不同清偿方案的受众群体及组合效果，通过多种偿债方案的组合来降低单一清偿方案的缺点，有效减少投资成本的同时争取更多债权人对投资方案的支持。

## （三）不同重整投资模式风险

重整企业历史遗留问题繁多，解决难度大，且极易引发各类投资风险，对重整投资人而言，必须理性选择重整投资模式，控制风险。

### 1. 股权投资模式的风险与应对

投资人可以通过重整现金投入、债转股等方式以较低的资金成本获取目标公司的股权。目的是简化流程，对重整企业进行价值投资、获取长期收益及兼顾税费成本的控制。但是股权投资存在着目标公司股权因股东债务被质押冻结，或重整计划执行过程中出现大量未申报或有债权的情形，增加投资风险。

面对该种风险，首先，投资人在投资前应当充分尽调了解重整企业的情况，包括股东情况、债权申报情况、涉诉情况等；同时，在重整投资协议中，投资人应注重构建自身权益保护体系，如要求明确债务人和管理人的信息披露义务，如果违反相应的信披义务则应当承担缔约过失责任；最后，对于或有债务还可以要求在重整计划中合理测算并预留偿债资源用以清偿或有债权，对逾期申报的债权提前应对，避免在完成重整投资后利益受损。

但在股权投资中，更为合理的方案是提前谋划搭建风险隔离平台，控制风险的范围。一类是充分考虑税费成本的情况下设立 SPV 用作重整投资的主体；另一类是借助信托这一工具实现特定资产的风险隔离。



### (1) SPV 作为重整投资平台

不少重整案例中，投资人会选择设立 SPV（Special Purpose Vehicle，特殊目的载体）作为重整投资的平台。重整投资中的 SPV 与一般意义上资产证券化（ABS）业务中的特殊目的载体并非完全一致，但都具有项目独立、风险隔离的特点。

例如，在北大方正重整案件中，重整投资人即采取两层 SPV 架构实现最大程度的风险隔离。第一层为，重整主体北大方正集团以优质保留资产设立新平台公司，即新方正集团。第二层为，重整投资人出资设立持股平台公司，并通过持股平台公司收购控制新方正集团。第一层架构实现了北大方正集团优质板块与待处置低效资产的有效分割，有利于切断历史遗留问题，并迅速恢复主体业务正常经营。第二层架构则为重整投资人自身隔离风险，以持股平台公司作为融资和投资主体，可以保护母公司免受项目潜在风险造成的不利影响。

### (2) 信托计划作为特殊资产承接处置平台

除被投资者选中的保留资产外，其他待处置资产也具有相应经济价值。但这些资产短期内又无法立即处置，甚至会拖延破产重整流程<sup>16</sup>。在此情形下，实践中一般采取设立信托计划方式，实现待处置资产清理、确权和处置。

例如，在海航集团等 321 家公司实质合并重整案件中，海航集团将尚未招募到投资人的板块均整合进由中信信托与光大信托联合成立的海航集团破产重整专项服务信托计划，并用信托受益权抵偿债权。

## 2. 出售式重整模式的风险与应对

出售式重整是将债务人具有活力的营业的全部或部分出让给投资人，使之在新的企业中得以继续经营存续。出售式重整能够帮助投资人获取优质资产、避免低效资产占用投资成本。同时，由于出售式重整因仅仅转让的是债务人资产，根据债务关系的相对性，未申报的债权人仅能向原债务人企业主张权利，而不能向新公司或投资人主张权利，建立了债务人与投资人之间的防火墙。

但是，出售式重整也存在天生不足。首先，投资人无法获得危化品、药品等生产许可、建筑业资质等与法人主体密切相关且不具备可转让性的资产；其次，债务人企业的资产上大多设置了抵押权等担保物权，投资人受让该资产可能面临担保物权人行使担保物权或受让时约定投资人承担补充清偿责任，增加投资人的投资成本和风险；最后，出售式重整容易产生交易欺诈、损害债权人利益，可能无法得到债权人会议和法院的支持。

针对无法转让的特殊资产，司法实践中已经产生反向出售式重整的交易架构，帮助投资人获取壳资源等。例如，温州中城集团破产重整中投资人获取了具有建筑施工总承包特级资质的中城集团 100% 的股权，而将无效资产转移至中城集团子公司，由子公司负责清偿债权人。

对投资人而言，出售式重整中应当重点关注待售资产的权利有效性及现存权利限制，通过前期尽调合理评估资产的价值和投资的成本，并注意在投资协议中以条款形式固定谈判沟通成果。

## 3. 共益债务投资模式的风险与应对

根据《企业破产法》第 42、43 条规定，为债务人继续营业而产生的债务为共益债务，由债务人财

<sup>16</sup> 李韵石：解析北大方正破产重整，《法人》2023 年 4 月总第 230 期。

产随时清偿。共益债务投资实际上就是为企业经营提供现金流，而随着现金流的增加、经营状况的改善使全体债权人能够在债权清偿上间接受益。因为《企业破产法》对于共益债务投资给予了优先清偿的地位，提供了稳定的投资收益的法律保障，且获取投资回报的周期短，因此适合追求短期价差收益的财务投资人。

但是共益债务投资仍然面临着重整企业无法恢复持续盈利能力、资产不足以清偿全部共益债务的风险。同时，因为共益债务优先于其他债权人，大量的共益债务可能过度占用偿债资源，由此引发纠纷，出于兼顾债权人诉求和对于共益债务负担必要性的考察，还存在共益债的债权性质不被法院和其他债权人认可的风险。

应对以上两个风险，首先，对于重整企业无法恢复持续盈利能力、资产不足以清偿全部共益债务的风险，投资人应当尽量取得债务人财产或者其他具备偿债能力的主体的担保，同时加强对于资金的监管，明确资金使用的用途；其次，投资人与管理人在确定采取共益债务投资方式前应当与债权人会议以及法院充分沟通，先行取得各方书面认可后再进行投入，以防风险。

#### （四）重整计划磋商表决风险

投资人提出的重整方案，将由管理人或债务人形成重整计划草案交付债权人会议协商表决，表决通过后方可向法院申请裁定确认并生效。税款债权、职工债权、社保债权一般采用全额现金清偿，因其权益未受影响而无需参与表决。需要进行磋商表决的主要是权益受到调整的出资人组、有财产担保债权组以及普通债权组。在实践中，参与表决的利益相关方可能在债权金额、清偿期限及清偿方式上均会不同程度的受到重整计划的影响，重整程序中面临方案表决未获通过而被动清算的风险。尤其是对于大中型重整案件而言，满足重整计划的表决金额及人数双重标准往往存在现实上的难度。

##### 1. 出资人组

出资人组由重整企业原股东组成，针对出资人权益调整方案进行表决。表决规则与股东会的表决规则一致。一般情况下，重整企业的原股东出资人权益将进行较大比例的调整，甚至全部予以调整，以实现对出资人、债权人权益的对等。但在上市公司重整、创始人效应等特殊情形下，如何释明重整逻辑并借助规则最大化促成表决通过，极其考验投资人和管理人的专业水平与沟通斡旋能力。

##### 2. 有财产担保债权组

有财产担保债权组一般由建工优先权、抵押权等权利人组成，依据其优先权金额行使表决权。有财产担保债权一般将在优先权范围内 100%留债清偿，并将多定留债利息作为保障，而不在优先权范围内的债权则按照普通债权予以清偿。应当充分运用谈判工具箱中的留债期限和利率两项利器，争取协商空间。既要彰显出有财产担保债权的优先清偿性，又要兼顾企业的偿债能力及财务指标。

##### 3. 普通债权组

普通债权组指对债务人财产不享有优先清偿权的债权，是重整案件中的主要债权人群体。由于表决标准要求同时满足债权人人数超过二分之一，债权金额超过三分之二，因此普通债权组的表决是重整案件中的主要难度所在。为了争取该组的表决通过，需要在偿债方案的设计上下功夫，通过综合偿债方案的搭配，充分满足不同类型债权人的诉求。多数重整计划中的普通债权组也会涉及小额债权的特殊偿付安排，其余则主要通过非现金偿付方式实现债权人的远期高比例偿付安排，以整体公平但符合个性化条件的偿债计划争取普通债权组的广泛同意。

### （五）税务成本风险

重整过程中，债务人通过以非货币资产清偿债务、债权转股权、债务豁免等方式将取得巨额的债务重组收益，相应税费成本将造成投资成本的大幅上升或偿债资源的过度占用。根据有关规定，企业取得的债务重组收入，除另有规定外，均应一次性计入确认收入的年度计算缴纳企业所得税。现行税务法规中，仅对满足特定条件下承继破产企业土地及房产的情况给予了减免契税的优惠政策，除此之外，并未针对破产企业专门出台特殊的政策法规。因此，完成破产重整的债务人企业将面临缴纳巨额企业所得税的沉重负担，进而影响投资人进行重整投资获得的实际收益。根据实践经验，企业破产重整过程中产生的债务重组所得，一般可以先弥补现存亏损（如有），亦有可能适用特殊性税务处理而递延缴纳所得税。详情可见张尧、姜冬妮等撰写的《[汉坤·观点企业破产：法律问题与税务挑战的平衡艺术](#)》。

## 三、慎终如始 — 重整计划执行期间风险及应对措施

重整计划表决通过后，投资人并非可以高枕无忧。后续的执行过程，直接影响重整投资方案各项设想的落地情况，是决定重整投资实际回报率的关键。实践中，重整计划执行期间将面临或有债务增多、重整计划执行受阻、企业信用难以修复、股票价值波动等四方面潜在风险，必须对此拥有明确认知。

### （一）逾期申报债权等或有债务浮现

针对逾期申报债权，重整程序相较于破产清算给予了债权人更多保护。《企业破产法》对重整程序中的逾期申报债权采取了“并不当然失权”的宽松立法态度，仅规定逾期申报债权人可在重整计划执行完毕后得到相应清偿，并承担补充申报的审查费用，并未作出其他实质性限制。这导致投资人执行完毕重整计划后仍然有承担大量负债的可能。

例如，\*ST 盛润重整案中，重整计划执行完毕后补充申报债权额高达 14537.81 万元；在\*ST 海龙、ST 超日重整案中，重整计划执行完毕后两公司均因证券虚假陈述产生了大量的破产债权，法院认为应按照重整计划规定的同类债权即普通债权的清偿条件进行清偿。

针对上述逾期申报的债权，实践中可采用以下处理手段：

#### 1. 在重整计划中明确规定清偿主体

重整计划本质为债务人、债权人、原股东以及投资人达成的合意，投资人投入资金作为偿债资源，以获取投资回报。作为风险分担手段，投资人在投资谈判之初，即可以要求在重整计划中明确规定，逾期申报债权由债务人另行清偿，将投资成本框定在已知债权范围内。

#### 2. 管理人在偿债资金中预留相应份额

投资人和管理人可以选择对现有偿债资源进行合理分配，并为逾期申报债权预留出相应份额。如果出现逾期申报的债权，在重整计划执行完毕后，可用预留的资金进行清偿。如果没有逾期申报债权或者预留份额清偿后尚有结余，则可以将剩余资金再次分配。

虽然通过上述风险分担或者资金预留方式，可以最大程度避免投资人追加投资的直接风险，但是仍无法阻却重整企业债务增加的现实境况。因此重整投资人在参与投资之前，应当尽可能就潜在债权进行充分调查，合理预估或有债权规模，避免出现投资测算失效、收益无法覆盖成本的不利情形。

### 3. 无正当理由不申报失权制度

现行《企业破产法》规定的逾期未申报债权法律后果较为宽松，但是也滋生了债权人通过不申报或少申报债权增加债权清偿比例，以及债权人不积极主动行权导致投资人投资成本和风险的增加等问题。

部分案件中创新性运用无正当理由不申报失权制度，因此投资人也可以建议债务人和管理人在重整计划中规定无正当理由未申报的债权不得再主张权利。而上海市浦东新区先行先试，颁布了《完善市场化法治化企业破产制度若干规定》，第6条规定了重整保护期制度，未申报债权人不得在重整计划执行期间和重整保护期内行权，以及无正当理由不申报失权制度，债权人无正当理由未在法院规定的债权申报期内申报债权的，视为放弃债权，债务人不再向该债权人承担清偿责任。

但该制度可能因违反《企业破产法》第92条第2款的规定存在合法性质疑，投资人仍然需要与地方政府、法院密切沟通，关注地方性政策。

#### （二）重整计划执行不能及变更

重整计划执行过程中，由于法规政策调整、市场行情波动、突发公共事件、不可抗力事件、筹资发生困难等诸多因素，重整计划也可能出现执行不能情况。一旦重整计划陷入执行不能境地，宣告破产便成了悬在重整参与方头上的达摩克利斯之剑。为避免直接宣告破产导致重整参与方的利益遭受严重损害，《企业破产法》及相关规定提供了重整计划变更、执行期限延长、监督期限延长等缓冲机制。实践中已有对重整计划执行变更制度的实践案例，并且，根据统计，投资人违约已成为重整计划变更的主要事由之一。对投资人而言，需要充分了解当前市场重整计划执行变更的现状与突出问题，提前谋划，避免因自身违约而导致丧失投资人身份，乃至造成重整失败。详情可见杜文乐、潘洵撰写的[《汉坤·观点：重整计划执行变更之观察》](#)。

#### （三）企业信用修复风险

企业信用修复，是恢复企业造血能力的关键之一。原破产企业失信信息，不但影响企业正常融资渠道，甚至可能对生产经营、业务销售产生干扰，从而影响投资人投资收益。因此，重整投资人入主重整企业后，应当尽快完成企业信用修复工作。

##### 1. 纳税信用

纳税信用，指纳税人在缴纳税款及其他税收义务方面的记录和信用评价。实践中，税款债权一般为全额清偿，清偿完毕后，债务人向税务主管部门自行申请，即可实现纳税信用修复。需要注意的是，税款产生的滞纳金从法律上一般认定为普通债权，如重整计划规定普通债权为留债或打折清偿，纳税信用修复难度将显著提高。

##### 2. 工商信用

工商信用，主要包括“国家企业信用信息公示系统”“信用中国”等国家公开平台对企业信用状况的公示。系统记录涵盖公司行政处罚、经营异常名录、严重违法失信名单等，如不消除，将严重影响企业商誉和社会公信力。

##### 3. 金融信用

金融信用，指中国人民银行和商业银行对客户信用状况进行评估和记录的信息，主要包括客户的信用历史、还款记录、贷款余额、信用额度、欠款情况等。根据《商业银行金融资产风险分类办法》有关

规定，金融资产按照风险程度分为五类，分别为正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类，后三类合称不良资产。过多的不良资产类信用记录，将导致企业信用额度降低、借贷利率升高，甚至无法进行新增融资借款，干扰重整后企业正常经营发展。

#### 4. 司法信用

司法信用，主要指企业诉讼案件，尤其是被申请强制执行、被列入失信被执行人名单等情况。进入重整程序后，针对债务人企业的执行与保全措施将因《企业破产法》规定暂时中止，但针对企业或其主要负责人员的不良司法信用记录仍将持续留存。

针对上述各类不良信用记录，目前国家层面已有《加快完善市场主体退出制度改革方案》（发改财金〔2019〕1104号）《关于推动和保障管理人在破产程序中依法履职进一步优化营商环境的意见》（发改财金规〔2021〕274号）等监管政策法规，对重整企业的信用修复给出了原则性指导。但实践操作中，仍应与属地政府、法院、人民银行等部门进行充分沟通，借助破产重整“府院联动”机制力量，实现企业信用重建。

#### （四）股票价值波动及行业监管

对于上市公司重整投资者，投资收益与股票价格的涨跌息息相关。市场情绪乐观时，在受理重整以及重整计划执行完毕两个重大阶段，因为名义负债问题得以解决、企业获得重生，会产生股价的拉升效应。如乐观情绪维持，重整投资人收益将获得保障。例如 ST 飞马重整案中，2019 年 9 月 3 日申请预重整、2020 年 1 月 22 日受理预重整，股价均连续 3 个涨停；2021 年 11 月 18 日重整计划执行完毕后，股价又大幅拉升，三个月内涨幅超 80%。

但市场情绪无法预计，实践中并非所有的重整企业均受到市场热捧。例如，\*ST 商城重整案中，重整后股价最高达到 14.5 元/股，但短短数月之内，股价大跌至 2.57 元/股，甚至低于重整投资人取得股票的价格。究其原因，\*ST 商城的重整并未引入产业投资人，5 位重整投资人均以财务投资人的身份向公司提供资金支持。重整完成后，公司的控制权未发生变更，企业经营能力未能得到显著提升，市场竞争力严重不足，导致业绩未达预期、触发退市红线。

前事不忘，后事之师。困境中的公司往往债权债务关系复杂、公司治理结构庞杂，不少还存有资金占用、违规担保等历史问题，破产重整复杂程度高。建议重整投资人应当择优选聘具有重整经验的顾问机构，充分做好尽职调查工作，留足充分的尽调时间，在财务、行业、法律等方面均做实做细，完善披露风险，独立性判断。同时，更要避免一味追求“短平快”投资收益，真正关注标的企业重整价值，方可实现重整投资“无往不利”。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 张尧

电话： +86 21 6080 0386

Email: [yao.zhang@hankunlaw.com](mailto:yao.zhang@hankunlaw.com)