

破局重生：101个重整投资实战指南（二）——尽调篇

作者：杜文乐 | 李想 | 庞雅丹 | 潘洵 | 陈晓珊 | 郎佳莹 | 李鑫 | 周昊文¹

重整投资作为困境企业涅槃的黄金通道，既承载着产业资本的战略野心，也考验着投资人的专业智慧。当前，市场面临着诸多变革：新“国九条”重塑资本市场生态，最高院与证监会联合发文重构上市公司重整规则，房企纾困与保交楼政策密集落地。监管趋严与市场出清双重压力下，重整投资的机遇与挑战并存。

汉坤破产与重组业务团队深耕重整投资领域，作为管理人和投资人顾问亲历多起重大重整案件，现以101个真实场景中的典型问题为切口，对法律规则进行穿透式解读，对实务问题提出针对性策略，逐层拆解重整投资的隐秘角落。

敬请关注，共探破局之道，共同把握重整浪潮中的确定性机遇。

今日推出第二期：《尽调篇》，带您发掘困境企业核心资产权属雷区，解析隐形债务关键问题，有效应对程序规则下的现实困境，助力精准开展法律尽职调查。

尽调篇

一、法律尽调主要关注哪些事项？

对破产企业的法律尽调不仅是投资人是否参与重整投资的决策基础，也是后续制定重整投资方案的基础之一。重整实操中，意向投资人的法律尽调主要关注以下事项：

一是关键的合规性问题。这些问题甚至可能将直接决定是否值得对其进行投资。例如：对上市公司而言，是否存在面值/市值退市风险、是否存在《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》规定的可以认定为不具备重整价值的风险，是否存在非经营性资金占用、违规担保、财务造假等情形；对生产型企业而言，是否存在产能指标问题、环保问题、安全生产问题等；对房地产企业而言，是否存在保交楼问题、回迁安置问题、舆情信访维稳问题、施工质量问题、土地闲置被政府无偿收回的问题、农民工欠薪问题等。

二是资产情况。框定破产企业的财产范围，核查破产财产现状、保管状况、抵质押情况、查封冻结情况，核查是否存在体外资产，是否存在因租赁、融资租赁、所有权保留等情况导致的财产可能被取回的情形，应

¹ 实习生李晴、王芷珊、邵泽亮对本文的写作亦有贡献。

依法办理权属登记但尚未办理的资产以及未办理原因和相关障碍可否消除等。

三是负债情况。核查债权申报、审查情况，债务人、债权人会议对债权表的核查情况，法院对债权表的裁定确认情况，已知债权但未申报的情况，或有负债情况，破产企业与关联企业之间的关联债权债务关系等。

四是资质证照情况。核查破产企业是否存在特种经营资质，以及该资质是否能够转让、是否需要续期等。

五是重大经营事项。调查破产企业的主要业务来源、主要客户、主要供应商，重要待履行合同的继续履行可能性、待履行合同解除的法律后果承担等。

六是职工情况。调查职工债权的总体情况、职工薪资标准和结构、留守人员范围、有无劳务派遣、有无在关联企业交叉任职人员、员工对在重整后企业留任的预期、是否存在职工维稳风险等。

七是税务情况。调查破产企业适用的税率、重整后的税务申报情况、税收缴纳情况、税收优惠政策、有无税收处罚等。

八是注册资本缴纳情况以及对下属企业的出资义务履行情况。包括破产企业的注册资本是否实缴到位，股权有无抽逃出资行为，破产企业有无对外股权投资以及相应出资义务是否已经履行完毕等。

九是诉讼、仲裁、执行情况。诉讼包括但不限于破产企业作为原告、被告、上诉人、被上诉人、申请人、被执行人、第三人等，尤其关注作为被告一方的案件信息，诉讼类型覆盖民事、行政、刑事，尤其关注民事诉讼案件，特别是诉讼未决案件；仲裁包括商事仲裁和劳动仲裁等；执行案件包括但不限于企业协助执行、作执行申请人、作被申请人等，覆盖正在执行中和执行终本、执行终结案件。

二、需要向管理人索要哪些尽调资料？

在意向投资人尽调过程中，除了常规的尽调资料之外，意向投资人还可以向管理人索要以下资料：

一是管理人初步制定的重整方案。在部分重整项目中，管理人在发布重整投资人招募公告之前，就基于前期与相关方谈判沟通的情况，已经制定了相对完善的重整方案，包括出资人权益调整的比例、待处置资产的范围、留债额度、债转股份额等关键要素都已基本确定。因此，意向投资人投资必须先了解管理人所制定的重整方案，以及方案背后的各项约束条件。而在另外一些重整项目中，管理人并没有相对清晰的重整方案，在此情况下，意向投资人的发挥空间虽然更大，但反而需要更加谨慎，仔细考虑如何设计出既对己方有利又能平衡各方利益的方案。

二是债权人会议已经表决通过的议案。根据《企业破产法》第六十二条之规定，第一次债权人会议自债权申报期限届满之日起十五日内召开。因此，在意向投资人尽调时，可能已经开过债权人会议。债权人会议相当于破产企业的最高权力机关，所以意向投资人需要了解债权人会议已经表决通过的议案。

三是管理人选择继续履行的双务合同。对于管理人选择继续履行的双务合同，破产企业有义务继续履行合同，这类合同可能对重整后企业的经营产生重要影响，例如：PPP协议、与关键供应商/采购商签订的长期合同、主要办公场所的租赁合同、核心生产设备的融资租赁合同。

四是资产评估报告或相关工作底稿等。为了测算清算状态下的普通债权清偿率，以及确定抵质押财产的价值，通常情况下管理人都会聘请评估机构对破产企业的资产进行评估。有的项目中，评估机构会出具两份前提假设不同的评估报告，即一份是清算假设下的评估报告，一份是持续经营假设下的评估报告。有的项

目中，评估机构仅出具其中一份评估报告。管理人聘请的评估机构出具的评估报告，对意向投资人自己做资产定价有一定的参考价值。

五是审计报告或相关工作底稿等。并非所有的重整项目中管理人都会聘请审计机构对破产企业的财务报表进行重新审计，尤其是在上市公司重整中，上市公司本身就有自己的年审机构，管理人有时无需再另行聘请审计机构。管理人聘请的审计机构或破产企业自己的年审机构出具的评估报告，对意向投资人自己做资产定价有一定的参考价值。

六是债权申报与审查情况，以及未申报情况。意向投资人掌握债权方面的情况有两个作用，一是便于制定重整投资方案，二是了解主要债权人的信息以便于争取主要债权人的支持。

三、如何快速完成对破产企业的尽调？

《企业破产法》第七十九条规定，管理人应当自法院裁定债务人重整之日起6个月内，同时向法院和债权人会议提交重整计划草案。前款规定的期限届满，经管理人请求，有正当理由的，法院可以裁定延期3个月。换言之，从破产企业进入重整程序到正式提交重整计划草案，通常只有6个月的时间，最长不超过9个月。在此期间内，管理人必须完成债权审查、财产调查、接管诉讼仲裁案件、协调解除资产上的保全措施、维持日常经营、招募重整投资人、签订重整投资协议、制定重整计划草案、完成表决重整计划草案前的各项沟通工作等一系列事宜。因此，在重整实操中，管理人留给意向投资人实际开展尽调的时间往往不到30天，意向投资人完成尽调后还必须在管理人规定的期限内制定并提交重整投资方案。

事实上，意向投资人的尽调往往是不充分的，尤其是在大型企业重整案件中，意向投资人几乎不可能在短时间内完成全面尽调。某种意义上，重整投资有“赌”的成分。尽管如此，意向投资人仍可以采取以下策略，在时间、人力有限的情况下，最大限度地掌握破产企业的真实情况：

一是聚焦投资目标，紧抓主要矛盾。如果破产企业的业务板块众多、资产庞杂，则意向投资人应先明确本次投资的目标是取得其中哪一类业务或资产，并将主要精力放在这类核心业务或资产的尽调上，对于其他非核心业务或资产，了解总体情况即可，不宜投入过多精力或在细节上反复纠结。

二是通常业务大于法律大于财务。由于尽调时间有限，首先需要从整体业务上判断是否值得并购、商业逻辑是否合理；其次是考察核心业务或资产是否具有重整程序化解不了的重大法律瑕疵或风险；最后再考虑破产企业的债务问题以及重整后的财务情况等，因为破产企业历史上的所有债务问题几乎都可以在重整中一次性解决。简而言之，意向投资人尽调的重心在业务端和资产端，而非负债端，负债端的问题基本都可以借助管理人的工作成果得以化解。

三是利用管理人的工作成果。管理人自身有义务受理债权申报、开展财产调查，管理人还可能聘请专门的审计机构、评估机构、财务顾问等对破产企业的资产负债进行梳理，因此可以尽可能利用管理人及其聘请的中介机构的工作成果。但需要注意的是，管理人与意向投资人的目标并不一致，需要对其工作成果进行甄别，尤其在业务端和资产端，必要时意向投资人需要自行聘请法律顾问、审计机构、评估机构、财务顾问对相关资料进行深度梳理。

四、如何对一些特殊资产快速尽调？

在大型企业重整中，由于意向投资人尽调时间较短，破产企业的核心资产又难以通过常规尽调方式进行快速核查，有时必须采取一些特殊的尽调手段进行辅助核查，帮助意向投资人快速判断核心资产的价值，相关情况难以穷尽，试举3例如下：

一是海外资产。有些境内破产企业的海外资产在非英语国家，例如油气资产、矿产等，意向投资人在短时间内可能也无法找到合适的所在国律师对资产权属进行深入而全面地核查，意向投资人或境内律师单纯审阅相关权属文件又难以判断海外资产的真实性和完整性。此时，一方面，有必要进行实地走访查看海外资产的相关标志信息，以及对破产企业在海外负责管理海外资产的工作人员进行访谈；另一方面，如果该海外资产系破产企业通过跨境并购而取得，有必要走访为并购提供融资的金融机构。通常而言，为并购提供融资的金融机构前期已经对海外资产的情况有过深入而详细地了解，甚至可能正在实际监管海外资产的现金流。

二是大型工业生产线。炼钢厂、焦化厂、化工厂等大型工业生产线涉及的资产数量庞大而复杂，而且随时处于动态变化中，单纯审阅固定资产清单明细无法将生产线设备等与清单进行一一对应，短时间内也无法对其进行一一盘点。此时，意向投资人可以先派出技术人员查看生产线的整体运转情况，确认生产线整体是否能够正常运转，在此基础上再对核心生产设备的权属文件进行核查即可，尤其需要通过动产融资统一登记公示系统对核心生产设备是否进行了抵押、融资租赁进行核查，而无须对全部资产进行一一盘点。

三是大量应收款。有些破产企业的主要资产之一就是大量的应收款，意向投资人根本无法对其进行逐笔核查。此时，需要对应收款按金额从高往低进行排序，先核查金额最大的应收款，再对剩余应收款进行随机抽查；此外，管理人聘请的审计机构也会对破产企业的应收款进行核查，可以请求审计机构提供相应的函证文件进行辅助判断。

五、破产企业可能存在哪些隐性债务？

在破产重整程序中，债权人会向管理人申报债权，管理人依法审核债权，并根据债权申报情况、审核情况编制债权表，将债权表提交债务人和债权人会议核查；对于经债务人、债权人会议核查无异议的债权，由法院裁定确认。其中，管理人提交债务人和债权人会议核查的债权表上，通常包括管理人审查确认的债权、暂缓确认的债权，以及不予确认的债权；而管理人最终提交法院裁定确认的债权，系经管理人审核确认并经债务人、债权人会议核查无异议的债权。

此外，根据《企业破产法》第四十八条之规定，债务人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用，所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用，以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金，不必申报，由管理人调查后列出清单并予以公示。

通常而言，当债务人进入重整程序后，主要债权人都会积极申报债权，尤其是金融机构债权人基于合规的考虑基本都会积极申报债权，所以管理人编制的债权表，再加上管理人调查后公示的职工债权清单，基本能够反映破产企业主要的负债情况。但是，在债权表和职工债权清单之外，仍然隐藏着破产企业的其他债务，需要进一步核查，主要包括以下6类：

一是记载于破产企业财务报表内但尚未申报的债务。此类债务需要结合债务人的财务报表进行核查，并与债务人的财务负责人、管理人聘请的审计机构进行充分沟通。重整实践中，出现这类债务的原因大致包括：

- (1) 债权人因内部决策困难或对破产程序不了解而故意不申报债权；
- (2) 虽记录于财务报表内，但债权金额较小，债权人已遗忘这笔债权；
- (3) 债权人有望从其他担保人处全额受偿而故意不申报债权，后续将由担保人向破产企业行使追偿权；
- (4) 虽记录于财务报表内，但并非需要真实清偿的债务，而是特殊的会计账务处理；
- (5) 破产企业希望在完成重整后悄悄全额清偿的特殊债权，债权人和破产企业可能会达成默契，债权人

故意不在破产程序中申报债权，以规避债权人会议和法院的核查。

二是尚未申报的保证债务。保证债务在会计上属于或有负债，不在财务报表中确认，只是在财务报表附注中披露。因此当破产企业进入重整程序时，其保证债务可能仍然是表外债务，如果债权人未向管理人申报债权，仅核查破产企业的财务报表可能无法发现保证债务。

三是破产企业为其他主体的债务提供的财产担保。严格从法律定性上而言，破产企业提供的财产担保并非破产企业的一项债务，而仅仅是赋予债权人的一项担保物权。但从重整实操上看，对这一担保物权的清偿方式，往往参照破产企业的有财产担保债权的担保财产价值能够覆盖部分的清偿方式。需要注意的是，在一些重整项目中，管理人并不会将此类担保物权作为有财产担保债权而载入债权表。

四是管理人选择继续履行的双务合同中的债务。管理人选择继续履行的合同中，既存在破产企业对合同相对人的合同权利，也包含破产企业对合同相对人的合同义务，例如支付相应的合同价款等。在重整程序内，根据《企业破产法》第四十二条之规定，因管理人或者债务人请求对方当事人继续履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务，将作为共益债务优先清偿；在重整程序结束后，若该合同尚未终止，重整后的债务人仍须履行合同义务。

五是破产企业对子公司或参股公司尚未履行的出资义务。破产企业尚未履行的出资义务是否属于破产债权，在实操上和学理上都存在争议，子公司或参股公司有时并不会就破产企业未履行的出资义务向管理人申报债权。重整实操中，除非破产企业将未完成实缴出资的股权转让给第三方，且第三方已经完成实缴出资，否则破产企业未来仍可能向子公司或参股公司履行出资义务或承担相应的出资责任。

六是潜在的诉讼、仲裁纠纷。在破产企业进入重整程序时尚未发生但未来可能发生的诉讼、仲裁纠纷，也有可能为破产企业新增债务。该部分债务不仅难以发现，而且债务规模难以根据现有资料预计，只能在诉讼、仲裁结果出现后才能锁定债务规模，例如：证券虚假陈述纠纷、环境侵权纠纷、产品责任纠纷等。

六、刑事“涉案财产”是否属于破产财产？

重整案件常涉及与刑事案件交叉的问题。对于刑事追赃与破产程序如何衔接，目前还欠缺足够的法律法规指引，在具体案件办理中各地做法也不尽相同。2024年2月29日，《人民法院报（理论周刊）》开设“法答网精选问答”栏目，发布了最高人民法院咨询答疑的第一批10个问题，其中就回答了刑事判决认定的“涉案财产”是否属于破产财产这一问题。其要旨在于，“涉案财产”是一个比较笼统的提法，具体要看“涉案财产”是否属于“赃款赃物”：

第一，如果刑事判决泛泛地认定破产企业财产属于涉案财产，没有明确破产企业的哪些财产属于赃款赃物的，应由刑事案件合议庭作出进一步说明，或作出补正裁定。不能说明或者作出补正裁定的，可由刑事被害人作为破产程序中的普通债权人申报债权。相应地，所谓“涉案财产”也就不属于“赃款赃物”，而属于破产财产。

第二，如果刑事判决对破产企业特定财产明确为“赃款赃物”（包括按上述第一点通过进一步说明或补正裁定明确特定财产为赃款赃物），原则上应尊重刑事判决的认定，并依据《最高人民法院、最高人民检察院、公安部关于办理非法集资刑事案件若干问题的意见》第九条第四款关于“查封、扣押、冻结的涉案财物，一般应在诉讼终结后返还集资参与人。涉案财物不足全部返还的，按照集资参与人的集资额比例返还。退赔集资参与人的损失一般优先于其他民事债务以及罚金、没收财产的执行”的规定，将此部分财产从破产财产中剔除出去，由刑事程序退赔给有关被害人。

第三，判断涉案财产范围还应注意以下特殊事项：

- (1) 非法集资参与者优先于其他民事债务的财产范围限于“涉案财产”即赃款赃物，不能扩大到被告人的其他合法财产。也就是说，第九条所规定的优先于其他民事债务，是指被明确认定为非法集资等犯罪行为涉及的赃款赃物，而不应扩大财产范围，优先于其他民事债务受偿。
- (2) 刑事判决虽判令追缴、退赔“赃款赃物”，但该赃款赃物之原物已不存在或者已与其他财产混同的，被害人的损失在破产程序中只能与其他债权按损失性质（通常为普通债权）有序受偿。比如，刑事判决判令追缴刑事被告人 100 万元，但该 100 万元在被告人处并无对应的（被查封之）赃款时（即缺乏原物时），该追缴只能在破产程序中与其他普通债权一起有序受偿。
- (3) 刑事判决中的涉案财产被刑事被告人用于投资或置业，行为人也已取得相应股权或投资份额的，按照《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第四百四十三条和《最高人民法院关于刑事裁判涉财产部分执行的若干规定》（以下简称“《刑事涉财产执行规定》”）第十条第二款、第三款的规定，只能追缴投资或置业所形成的财产及收益，而涉案财产本身不应再被追缴或者没收。
- (4) 涉案财产已被刑事被告人用于清偿合法债务、转让或者设置其他权利负担，善意案外人通过正常的市场交易、支付了合理对价，并实际取得相应权利的，按照《刑事涉财产执行规定》第十一条第二款的规定，亦不得追缴或者没收。

七、什么是管理人反向尽调？

在重整投资过程中，不仅意向投资人会对破产企业进行尽调，在有的重整项目中，管理人也会对意向投资人进行反向尽调。尤其是在投资人招募条件较为宽松的项目中，管理人往往有必要对意向投资人的背景进行反向尽调。管理人对意向投资人进行反向尽调，主要是为了核查以下情况：

一是意向投资人的实际履约能力。重整实操中，有的意向投资人会专门成立 SPV 报名，即使 SPV 满足基本的报名要求，其最终的实际履约能力还是要看背后实际出资人是否有充足的履约能力；有的并购基金先让国资背景的 GP 报名，最终由全是自然人组成的 LP 来实际出资，即出现报名意向投资人与实际出资人不符的情况；此外，有的意向投资人参与重整投资的资金主要来源于融资或募资，而非自有资金，这将极大地影响意向投资人履约的稳定性。

二是意向投资人是否符合报名条件。在意向投资人报名时，管理人会根据意向投资人提供的报名文件进行初步审核，但意向投资人的实际情况可能与报名文件所载情况并不相符，而管理人又无法通过审阅报名文件和公开信息检索来发现这一情况，所以管理人可能会要求意向投资人进一步提供能够证明其符合报名条件的证明文件，或对意向投资人进行实地走访，或采取其他方式进行验证。

三是意向投资人的产业背景。管理人在遴选重整投资人时，意向投资人与破产企业之间是否具有产业协同性也是一个重要考虑因素，这不仅与重整计划中的经营方案密切相关，而且与地方政府招商引资、解决职工分流等诸多问题相关。

四是其他合规因素。例如，在上市公司重整中，需要核查重整投资人与上市公司及其董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人等是否存在关联关系或者一致行动关系；重整投资人之间是否存在关联关系或者一致行动关系以及是否存在出资安排；重整投资人取得上市公司股份是否涉及国家产业政策、行业准入等事项，是否存在代他人持有的情形；是否为契约型基金、信托计划或资产管理计划等不得成为上市公司控股股东、实控人的情形；以及根据反垄断法相关规定是否达到经营者集中的申报标准等。

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：

杜文乐

电话： +86 755 3680 1991

Email: wenle.du@hankunlaw.com