

破局重生：101个重整投资实战指南（四） — 方案篇（上）

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。

今日推出第四期：《方案篇（上）》，带您拆解重整方案的底层逻辑，合理选择重整投资方式与风险隔离手段，设定重整投资价值锚点，实现资金安全与投资收益的最佳平衡。

方案篇（上）

一、什么是出售式重整？

所谓“出售式重整”，是指将破产企业的主要资产/主要业务出售给重整投资人，并将出售对价分配给全体债权人的模式。重整实操中，通常将破产企业的优质资产打包注入新设主体，投资人支付对价收购新设主体的股权，收购对价用于向债权人清偿债务。与“出售式重整”相对应的是传统的“存续式重整”，即通过出资人权益调整，将破产企业的股权出售给重整投资人，同时以投资人支付的对价以及破产企业的部分财产向债权人清偿债务。

如今越来越多的重整案件采用出售式模式，相比于传统的存续式重整，出售式重整有以下优势：

一是隔离历史遗留问题。在存续式重整模式下，投资人的收购标的是破产企业股权，而破产企业本身可能存在一些历史遗留问题，这些问题无法通过重整化解并将持续存在，例如：涉嫌犯罪的风险、涉嫌违规的风险、声誉风险等。对央国企、上市公司等合规要求严格的投资人而言，可能无法直接投资此类存在严重合规风险的企业。因此，需要借助出售式模式，将破产企业中的优质资产出售给新主体，将企业本身的历史遗

¹ 实习生李晴、王芷珊、邵泽亮对本文的写作亦有贡献。

留问题保留在原主体中。

二是隔离未知债务风险。根据《企业破产法》第九十二条之规定，债权人未依照本法规定申报债权的，在重整计划执行完毕后，可以按照重整计划规定的同类债权的清偿条件行使权利。即在存续式重整中，重整后的债务人企业可能仍需承担潜在未申报债权的清偿责任；而在出售式重整模式下，因债权债务关系的相对性，未申报的债权人仅能向原债务人企业主张权利，不能向新主体或重整投资人主张权利，这就在新老公司之间建立了一道债务防火墙。

三是避免高额的债务重组所得税。企业通过重整程序豁免部分债务，将取得高额的债务重整收益，根据《企业所得税法实施条例》等相关规定，债务重整收益也将计入企业所得税的应纳税所得额。因此，重整后的债务人企业通常将面临高额所得税负担。但在出售式重整模式下，债务重组收益所得税纳税主体仍为债务人企业，新设主体和重整投资人并不需要对债务人企业的所得税承担责任。

四是避免低效资产拖累投资人财务报表。在存续式重整模式下，部分低效资产如在短时间内无法处置，则重整后这些低效资产将持续拖累重整投资人的合并财务报表。而在出售式重整下，重整投资人只受让优质资产，不受让低效资产。因此，只有优质资产会在重整投资人控制的新主体中继续存续，而低效资产则被保留在债务人企业中，不会被纳入重整投资人的合并报表范围内。

五是避免了股东权益实际无法调整的风险。有的债务人企业的股权已经全部或大部分被质押，而在当前存续式重整的实操中，股权上的质权能否通过出资人权益调整而涤除尚存在较大争议。通常而言，需要重整投资人额外向质权人支付对价，质权人才会配合解除质押，进而才能顺利实施出资人权益调整。因此，在存续式重整中存在股东权益实际无法调整的风险。但在出售式重整模式下，重整投资人收购的是债务人企业的资产而非股权，就能避免前述风险。

二、什么是反向出售式重整？

不同于出售式重整，反向出售式重整中更具投资价值的不是破产企业的实体资产，而是附加在破产企业主体资格上的特定资质，也就是我们常说的破产企业“壳资源”。作为一种和主体资格密切绑定的资源类型，如特许经营许可、特级资格许可、特殊产品生产许可等行政许可等，是某些特殊企业开展经营活动的必要条件，破产企业的相关资质因其稀缺性也逐渐成为重整投资的关注对象。

反向出售式重整的出现就是为了让投资人在获得干净“壳资源”的同时，一揽子解决破产企业的债务问题。具体而言，反向出售式重整将破产企业的资产和负债进行分割，把破产企业的负债和部分资产转移至新设子公司名下，保留破产企业资质及必要的留存资产。投资人进场后获得破产企业的全部股权，投资款用于清偿新设子公司的全部债务。在重整计划执行完毕后，保留破产企业的主体资格继续经营，而将新设的子公司注销。

反向出售式重整特有的“保资质+去债务”模式，最大限度地保留了破产企业的主体资质等重要无形资产，并且将原企业的负债进行剥离，逐步在建筑施工类企业、石油化工类企业等特殊企业的破产重整案件中受到越来越多的青睐。

在反向出售式重整中，投资人必须关注以下两个主要风险：**一是“壳资源”无法成功转移的风险。**在参与反向出售式重整之前，投资人首先要关注的就是“壳资源”转移的问题。其焦点在于：在具备特殊资质的破产企业将其资产、负债及相关技术人员的劳动关系转移至平台公司的时候，主管行政机关是否会对破产企业的特定资质进行重新评估。因为资产和负债的转移影响到了公司的资信能力、业务能力及人员配置等，在此种情况下资质能否继续保留、继续保留之后是否有潜在的处罚风险等是投资人参与此类投资之前必须关

注的问题。二是**重整计划执行完毕后未申报债权的风险**。投资人参与反向出售式重整的核心目的就是得到干净的“壳资源”，如果重整计划执行完毕后，破产企业仍有潜在的未申报债权，将直接影响到投资人的后续经营。为避免此类风险，投资人可以在协商制定重整计划中对未申报债权的债权人进行权利行使上的限制，对其主张权利的对象、清偿规则等作出明确约定。目前我国的司法实践中，已有判例确认了重整计划对于未申报债权的债权人的强制约束力。

三、上市公司重整投资的“锚点”是什么？

所谓“锚点”，是指判断的参考点或基准。在上市公司重整投资中，财务投资人的投资逻辑较为简单，就是“二级市场套利”，赚取认购资本公积转增股票的价格与股票二级市场交易价格之间的差价。只要认购资本公积转增股票的价格足够低，同时股票二级市场的交易价格又足够高，自然就有丰厚的投资收益。计算公式非常简单：

$$\text{重整投资收益} = (\text{二级市场减持价格} - \text{重整中认购价格}) \times \text{认股数量} - \text{其他成本}$$

其中，认购资本公积转增股票的价格、数量以及其他成本，均是由投资人和管理人等利益相关方通过谈判商定的，属于投资人可控的价格。而最关键的股票二级市场交易价格，则受多重因素的影响。除了重整完成后企业的基本面之外，还与宏观经济环境、股票市场整体行情等因素相关。但其中至少有一个价格基准点是在重整方案设计之初就可以相对确定的，这就是股票除权除息日的开盘参考价。所以，如果能够锚定除权除息日的开盘参考价，就基本能够测定重整投资的浮盈基准。

对于上市公司重整而言，需要向交易所申请调整除权（息）参考价格公式。原因在于，当上市公司总股本增加但每股股票所代表的企业实际价值有所减少时，需要在事实发生之后，从股票价格中剔除这部分因素，由此发生的对股票价格进行调整的行为，就称为除权。除权通常发生在两种情形下：一是，价格明显低于市场价格的配股；二是，股本增加但所有者权益并未发生变化的资本公积转增股本或送股。但是，上市公司重整不仅不会稀释原股东的权益，反而能够提升净资产，所以需要根据实际情况调整除权参考价格的计算公式。调整的逻辑如下：

一是计算本次重整中资本公积转增股权的平均价。平均价 = (转增股票抵偿上市公司债务的金额 + 重整投资人受让转增股票支付的现金) ÷ (抵偿上市公司债务转增的股份数 + 有投资人受让的转增股份数 + 向原股东分配导致流通股份增加数)

二是根据重整方案调整除权参考价格计算公式。除权（息）参考价 = [(股权登记日股票收盘价格 - 现金红利) × 转增总股本 + 转增股份抵偿上市公司债务的金额 + 重整投资人受让转增股份支付的现金] ÷ (转增前总股本 + 抵偿上市公司债务转增的股份数 + 由重整投资人受让的转增股份数 + 向原股东分配导致流通股份增加数)

三是比较股权登记日股票收盘价格与平均价。如果股权登记日股票收盘价格低于或等于平均价，则表示原股东权益并未被稀释，即上市公司除权除息日的股票开盘参考价无需调整；如果股权登记日股票收盘价格高于平均价，则股票应按照调整后的除权（息）参考价作为开盘参考价。

重整实践中的情况是，由于上市公司重整能够通过股票抵债大幅度增加净资产，所以通常无需调整除权除息日的股票开盘参考价；即使个别情况需要调整的，调整后的除权除息日的股票开盘参考价与前收盘价的差额也相对较小。因此在重整投资方案制定阶段，可以用估计的调整后的除权（息）参考价来大致测算浮盈基准。

需要注意的是，尽管上述方式可以测定重整投资的浮盈基准，但是财务投资人通常有 12 个月的承诺锁定期限，最终的股票减持价格取决于股票价格在重整完成后的持续市场表现，以及锁定期限届满后的减持节奏。

四、非上市公司重整投资的“锚点”是什么？

如果说上市公司重整的“锚点”在于重整完成后的股票二级市场价格，那么非上市公司重整的“锚点”则在于重整完成后投资人所持有的公司权益。因此，重整投资方案通常也围绕着测定重整完成后投资人所持有的公司权益，以及确定投资款与投资人所持有的公司权益之间的比例（即 PB 倍数，市净率）来设计。

之所以围绕着重整完成后的投资人所持有的公司权益来制定重整投资方案，主要是因为两个方面：一是，因存在留债展期清偿、重整中未偿还的共益债借款等因素，重整后的公司可能仍需要承担部分债务。换言之，尽管重整可以基本上消灭公司的债务，但重整后的公司并非绝对意义上没有任何负债；二是，部分债权人通过债转股清偿方式持有部分重整后公司的权益，或出资人权益调整方案保留了部分原股东的权益，导致投资人无法享有重整后公司的 100% 权益。

重整完成后投资人所持有的公司权益 = [（重整时公司全部资产的估值 + 投资人支付的投资款 + 资产处置获得的现金对价 - 清偿债务的现金 - 被处置资产的估值） - （留债展期清偿金额 + 重整中未清偿的共益债借款）] × 重整后投资人持有的股权比例

只有在纯粹的资产出售式重整中，即只是单纯地向重整投资人出售资产，重整投资人不承接股权也不负担任何其他义务的情况下，重整投资人才只需要围绕资产本身的价值设计重整投资方案。但这类纯粹的资产出售式重整，通常发生在破产清算中，或规模较小的企业中。在大型企业出售式重整中，投资人在承接资产的同时经常需要承接资产上附着的义务，或被出售的资产是事先装入 SPV 中并以股权的形式出售。

五、如何剥离低效、有毒资产？

低效资产一般指使用效率较低、收益能力较弱的资产；有毒资产通常指流动性差、存在法律纠纷或监管问题等潜在风险的资产。在重整中，常见的低效、有毒资产如重整企业的应收账款、长期股权投资、维护成本大于收益的固定资产等，该类资产既非企业的重整价值所在，又可能因存在潜在风险而对重整程序推进造成阻碍。有鉴于此，剥离低效、有毒资产是重整投资的一项重要工作。低效、有毒资产主要有以下处置方式：

一是由管理人通过公开拍卖直接变价。如果低效、有毒资产的数量较少，往往可以直接通过公开拍卖的方式进行剥离。但需要注意的是，对在重整计划执行期间进行资产拍卖，有的法院、债权人或抵押权人会要求参照一个较高的资产评估价设置起拍价格，流拍之后只能降价 20% 再进行拍卖。由于起拍价设置较高，实际拍卖成交的周期可能会远超预期。

二是打包归入信托计划并用于向债权人抵债。对于数量较多、变现难度较大的有毒资产，目前较为流行的做法是将其全部打包装入信托计划，并用信托计划份额向债权人抵债。这样做的好处在于，可以一次性将全部低效资产进行剥离，剥离的效率高。同时，由于信托计划独特的法律性质，信托财产具有独立性，对原债务人、投资人、债权人均可实现风险隔离效果。低效、有毒资产在装入信托计划中再进行处置，不受重整计划执行期限的约束，可以拉长资产处置的周期，最大限度提升低效、有毒资产的变现价值，使债权人实际受偿比例进一步提高。

三是指定重整投资人兜底承接。在部分重整项目中，为了提升低效、有毒资产处置的确定性和效率，可以直接要求重整投资人兜底承接，相当于将处置低效、有毒资产的任务转嫁到具有处置能力的重整投资人身

上。出于提前锁定投资人身份、提高遴选过程中的竞争优势等因素的考虑，具有一定的不良资产处置能力的重整投资人会愿意接受此种安排。

四是由接受财务资助的第三方承接。对于某些有毒资产，由于附着了诸多额外的风险和义务，其实际价值甚至可能为负数，例如某些已实际严重资不抵债且涉及维稳风险的标的公司的股权。这些有毒资产通过拍卖的方式即使降价到 0 元也无法最终成交，重整投资人出于合规和优化财务报表的考量也无法承接，纳入信托计划可能导致相关维稳风险无法妥善化解。在有的项目中，为了处置此种有毒资产，甚至需要额外向有毒资产的承接方提供财务资助，即后续由具有风险处置能力的承接方先承接资产，实现资产剥离出表，再由其妥善化解相关维稳风险。

六、何时需要考虑设置 SPV？

在我国破产重整司法实践中，设立特殊目的实体（SPV）已成为一种重要的操作手段，其背后蕴含着法律与商业的双重逻辑。SPV 的设立不仅能够有效隔离风险、优化资产结构，还能显著提升重整效率，为企业重生注入新的活力。

一是隔离风险。在重整过程中，企业往往面临复杂的财务和法律风险，通过将特定资产或业务转移至 SPV，能够有效隔离这些风险，避免其对破产企业整体运营的负面影响。例如，在涉及多笔债务或诉讼纠纷的重整案件中，将优质资产注入 SPV 可以防止因债权人追索或司法查封造成对核心业务的干扰。这种“防火墙”机制不仅保护了企业的核心资产，还为后续的重整计划实施提供了稳定的基础。

二是资产清晰化。SPV 的设立有助于将破产企业的资产与负债进行清晰划分，避免企业整体经营困境对优质资产的拖累。通过将特定资产（如不动产、知识产权或核心业务等）注入 SPV，可以使其独立运营并实现价值最大化。此外，SPV 的独立性和透明性更易于吸引外部投资者参与重整。投资者可以通过认购 SPV 股权或债权的方式参与重整，而不必直接介入破产企业的复杂债务关系。这种设计不仅降低了投资风险，还有利于为重整企业引入新的资金和资源。

三是提高重整效率。SPV 的设立能够显著提高重整效率和成功率。通过将特定资产或业务置于独立的法律实体中，可以更加清晰地界定资产权属和价值，确保资产的真实、合法和有效转移。此外，SPV 的独立运营也有助于在重整期间维持业务的连续性，避免因破产程序导致市场信心下滑。

SPV 的设立在我国破产重整实践中具有显著优势，尤其是在集团公司的重整中发挥着重要作用，这一做法既符合法律层面对风险隔离和公平清理债权债务的要求，又契合商业逻辑中提升资产价值和吸引投资的需求。

七、如何使用信托工具？

作为财产独立、设计灵活的金融工具，信托在近年来愈发频繁地出现在破产重整、特别是大型上市公司重整实践中。2023 年 3 月，原银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，明确将破产受托服务信托划分至风险处置服务信托的范围内，破产重整信托的地位也正式获得官方文件的认可。

信托是委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿为受益人的利益或特定目的进行的资产管理行为。简单而言，信托就是“受人之托，代人理财”的一种金融工具。实践中虽然破产重整服务信托因不同的案件特点而展现出多样化的安排，但本质上还是信托业务在破产程序中的具体展开。具体而言，破产重整服务信托是信托公司接受破产企业/平台公司的委托，对全部或者部分财产进行委托管理并设置财产权信托，以信托受益权的方式进行债权清偿的安排。在信托存续期内，信托公司按

照受益人大会的决议管理和处置信托资产，并按照约定向受益人进行分配。

破产重整信托将信托业务融入破产重整实践中，为重整投资安排和债权清偿等提供了多样化的金融工具选择，越来越多地得到了投资人和债权人的认可。一方面，信托工具的“破产隔离”属性使得投资人在进行重整投资时可以进行有效的风险隔绝，显著降低了投资过程中的潜在风险；另一方面，信托工具的“专业化管理”特点提高了破产财产的管理及处置效率，使得债权人的债权清偿得到多一重的专业服务保障。

八、破产重整服务信托有哪些应用模式？

破产重整信托展示出的灵活性和多样性使得其在每个案件中的具体安排都不尽相同，但信托“受人之托，代人理财”的使命又使其基本架构变得有规律可循。在我国的重整实践中，常见的破产重整服务信托大致可以分为存续式破产重整信托、出售式破产重整信托、转股式破产重整信托、留债式破产重整信托共四类，其基本的模式主要如下：

存续式破产重整信托。重整企业的股东/新设立的持股平台作为委托人，全体债权人作为受益人，以重整企业的股权设立信托计划，通过引入投资人提供的资金进行债权清偿。在破产重整企业按照信托计划对受益人（债权人）进行清偿后，将股权转让给投资人，促成投资人进场。比如海航集团实质合并重整案中就将 321 家企业的股权转移至信托计划，通过信托计划统筹债务清偿和板块运营。

出售式破产重整信托。将重整企业的资产分为核心资产和非核心资产，由投资人承接核心资产，将投资人不愿承接的非核心资产设立信托计划，交给受托人进行经营处置，以向债权人分配信托利益的方式实现债权清偿。这种安排一方面减轻了投资人的投资负担，另一方面也给债权人提供了补充分配的可能。比如正邦科技重整案中就通过出售式重整将待处置资产转移至信托计划，有效提高了重整的效率。

转股式破产重整信托。在部分债权人受相关法律法规的规定限制不能持股或因股东人数限制而无法持股的情况下，转股的债权人作为委托人和受益人，以其持有的股权设立信托计划，由受托人进行经营处置，并按转股债权人相应的信托份额予以分配。比如东方园林重整案中就通过引入“双信托”架构，在规避《公司法》对于股东人数的限制的同时，通过优先级涉及保障了特定债权人的利益。

留债式破产重整信托。在留债安排复杂、执行难度较大的情况下，留债债权人作为委托人和受益人，以其债权设立信托计划，交给受托人进行清收管理，并按照债权的份额予以分配。比如在广东某地产项目重整案中就提出了“现金+信托受益份额”方案清偿债务：工程款和职工债权现金清偿，其他债权通过信托受益权分配。信托计划存续期间，项目收益优先用于偿债，剩余部分分配给出资人，平衡了多方利益。

在重整程序中引入信托工具并非放之四海而皆准的选择，标的资产是否适合设立信托计划、信托公司是否拥有足够的执行信托计划的能力，都是在引入信托工具前需要思考的问题。一方面，**标的资产是否适合设立信托计划。**这是在引入信托工具之前最需要思考，也是最为根本的问题。设立信托计划本质是希望通过时间来换取空间，通过对标的资产的运营、管理、清收、处置以达到清偿债权人的最终目的。如果标的资产的盈利能力/处置价值堪忧，引入信托工作只会延长债权人的债权清偿时间，短暂地造成债权清偿的“假象”。这种情况下引入信托工具无异于“画蛇添足”，很有可能损害债权人的合法权益。另一方面，**信托公司是否有能力完成信托计划的执行。**不同于法院监督下的破产财产变价与分配程序，信托计划中的财产处置更具有商业安排的特征，直接受到受益人大会的监督。在破产法和信托法没有做好衔接的背景下，如果不对信托公司的能力进行充分评估、不能设置好完备的监督措施，而盲目引入信托工具，则很有可能造成破产财产的变价处置脱离法院和管理人的监督，甚至损害债权人的合法权益。信托计划的执行直接反映信托公司的综合能力，因此在引入信托工具之际要充分考虑信托公司的综合能力，高度重视信托公司的遴选，并加强信托计

划执行期间的监督和管控。

九、预留运营资金为何重要？

在设计重整投资方案时，重整投资人如果没有切分部分重整投资款作为重整后的公司运营资金，而将其全部重整投资款用于清偿债务，这可能会导致重整后的企业立即再次陷入流动性危机，投资人也不得不额外为重整后的债务人企业提供融资。

在重整投资人遴选过程中，意向投资人之间最终比拼的指标可能集中在重整投资款总额上，但是重整投资款如何使用却并非各利益相关方的首要关心问题。事实上，重整投资款并非只有清偿存量债务一种用途，也可以用于补充重整后债务人企业的流动性或作其他专项使用，例如专项研发费用、专项污染治理费用、专项“保交楼”滚动开发资金等。对于重整投资人而言，切分部分重整投资款作为预留运营资金有三大好处：

一是降低收购成本。对于将取得重整企业控制权的投资人而言，从合并报表的角度，重整投资款中切分出来的预留运营资金，在投资人取得重整企业的控制权后又再次进入投资人的合并报表范围。这部分资金实际几乎一直都在投资人的控制之下，并未流出其体系外。

二是修复企业估值。对于进入重整程序的企业而言，其账面资金基本已所剩无几，如果不及时为企业注入流动资金，企业正常经营将难以持续开展，企业员工也会持续流失。所以，如果能切分部分重整投资款作为重整后的公司运营资金，不仅有助于企业恢复正常经营，而且有助于企业估值修复。

三是防止二次破产。有的企业重整完成后，虽然其自身没有即将到期的大额债务需要清偿，但是其子公司仍急需资金清偿即将到期的大额债务，如果不能尽快向子公司输血，帮助子公司清偿债务，子公司有可能也会陷入破产危机。

在重整实践中，适当地切分部分重整投资款作为重整后的公司运营资金，并不一定会遭到全体债权人的激烈反对。此种做法虽然会降低债权人的现金清偿比例，但是也能在一定程度上提升重整后企业的价值和抗风险能力，对于通过债转股、留债方式获得清偿的债权人而言，未必是一件坏事。

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