

破局重生：101个重整投资实战指南（五） — 方案篇（下）

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。

今日推出第五期：《方案篇（下）》，与您共同探讨出资人权益调整的各类路径，探究多种债权清偿方案的设计思考，有效实现投资目的与各方权益的动态平衡。

方案篇（下）

一、如何通过出资人权益调整进行投资？

在重整实践中，出资人权益调整方案是通过调整原股东权益并重新分配，为债务清偿和资源整合提供空间的重要制度安排。当企业资产不足以清偿全部债务时已无剩余财产向出资人分配，原股东的权益实质上已归零，对企业的“所有权”也已丧失经济意义。调整出资人权益（需经出资人组表决通过），一方面向外部投资人释放股权控制权或资产所有权，从而换取资金注入、资源整合或信用修复；另一方面为债权人争取更高清偿率提供了现实基础。投资人可综合考虑取得控制权、资产整合与处置、平衡债权人利益等需求，以不同的路径实现投资目的。

一是债务人主体存续，投资人持股债务人。当企业核心价值依附于原主体（如资质、牌照、品牌、资产）时，一般会保留原债务人主体资格。具体路径包括：（1）获得存量股份。原股东通过无偿或者有偿转让等方式让渡股权，投资人取得部分或全部的债务人股权；（2）获得增量股份。投资人对债务人企业增资，取得债务人股权；（3）收购债权，通过以股抵债清偿后获得控股权。

¹ 实习生李晴、王芷珊、邵泽亮对本文的写作亦有贡献。

二是出售式重整，投资人持股新公司。当原企业存在难以剥离的债务、诉讼或资质无法转移时，可通过资产剥离至新公司（SPV）实现“换壳重生”，即将核心资产（如生产线、土地使用权）注入新设的“干净”SPV，原企业继续承担历史债务。投资人向原企业支付现金收购 SPV 股权，转让款专项用于清偿原企业债务。

三是投资人通过新设平台公司/有限合伙企业间接持股。基于个案不同需求，在投资人直接持股的基础上衍生出多层结构：（1）产业优化整合需求。对于集团系列公司重整，有庞杂的资产类型及产业协同发展需求，投资人可能需要调整优化各业务板块。为此新设单个或数个平台公司，债务人股权划转至相应平台公司名下，再由投资人持股相应平台公司。（2）资产证券化需求。将优质资产、业务公司以出资方式注入证券化平台，由投资人持股证券化平台，未来申请上市，畅通重整投资人以及转股债权人的退出通道。（3）融资需求。通过设置有限合伙的优先、劣后结构，撬动融资杠杆，放大投资收益。优先级获得固定回报及小部分超额收益，其他收益归劣后级。

出资人权益调整后，与投资人同时持股的可能有原股东、债权人。如搭配以股抵债的债权清偿方案，对债权人实施债转股，则债权人直接持股债务人，或以其转股债权出资设立有限合伙企业、间接持股债务人。如保留了部分原股东权益，原股东仅让渡部分股权的，则重整后原股东仍持有部分债务人股权（详见后文）。

二、出资人权益调整中是否需要保留原股东部分权益？

当企业进入资不抵债状态时，股东权益在法理上已归零，但实务中仍存在保留部分权益的空间——这并非对股东特权的让步，而是基于重整可行性与重整效率的现实考虑，主要情形如下：

一是保护职工权益的需求。当股东身份与职工等群体利益深度绑定时，简单的清零股权可能会触发风险。必要的权益保留不仅可以起到经济补偿的效果，而且可以将保留的股权转化为“社会稳定器”，既避免破产企业核心人才的流失，又消解持股员工因“投资者”身份丧失而引发的维稳问题。

二是保护上市公司中小投资者的需求。上市公司出资人权益调整方案中一般不会让渡中小投资者的股票。上市公司重整涉及广大中小投资者等利益群体，如处理不当，极易引发社会不稳定因素。此外，债务人通过重整程序能够摆脱困境，改善经营基本面，化解退市风险，股票将获得价值支撑，中小投资者能够分享公司价值增长的红利，由此可以获得中小投资者对重整的信心和支持。

三是国资股权的特殊需求。一方面国有企业肩负“国有资产保值增值”等特殊使命，当然地希望保有其持有的股权权益；另一方面国资股东对于稳定各方信心、推动重整程序等发挥着不可替代的作用，例如推动重整审查审批工作、协助引入投资人、协调融资渠道等，有助于实现法律效果和经济效益的双赢。

四是平衡其他外部股东利益。基于外部股东对重整企业的发展和过错程度，可能对外部股东的出资人权益不调整。一方面，外部股东对重整企业出现困境和风险导致破产不负有过错责任，反而因原控股股东的过错行为受到损害。另一方面，部分外部股东曾支持企业发展，或是能为重整后企业带来产业资源。

五是原控股股东助力重整的需求。作为外部投资人进行重整投资时，亦不得不考虑原控股股东对重整企业的影响力。原股东在协助客户资源的平稳移交，或是历史债务的配合清理等方向都有着不可替代的先天优势。为此可根据具体情况考虑保留原控股股东的部分权益，换取重整程序有序推进。

六是股东以投资人身份“带资返场”。如 YR 集团重整中，创始人持有的 YR 控股 100% 股权不调整，将 100% 股权质押予债权人指定主体；同时承诺证券化平台“50 亿元净利润+三年 IPO”。在 DS 公司（300010）重整案中，原股东注资 2.93 亿元获得 3.66 亿股新股，同时承诺三年 2.8 亿元净利润，也将原股东利益与企

业重整效果深度绑定。

三、重整方案中的债权清偿方式包括哪些？

伴随重整企业所属行业、资产负债类型的多样性、复杂性增加，重整方案的债权清偿方式亦变得更加丰富。目前常见的债权清偿方式包括现金、债转股、留债展期、以物抵债、信托计划受益权清偿五类。具体选择单一或组合式的清偿方式则依个案而定，各类清偿方式的简要情况如下：

一是现金清偿，指使用现金清偿债务的方式。通常的重整案件均有该类清偿方式，债权人比较容易理解和接受。在此类清偿方式下，重整投资人可综合考虑所需资金体量、付款周期、是否分期支付、是否设置前置分配条件等因素进一步优化方案。

二是债转股清偿，指将债权人所持有的部分或全部债权转化为重整企业股权的清偿方式。该类清偿方式多出现于资产负债规模较大、投资人现金出资意愿不高，或短期内未招募到投资人但企业尚有重整价值、债权人被迫自救的重整案件中，各方通过时间换空间的方式解决问题。在此清偿方式下，债权人通常会关注债转股的价格是否公允、溢价抵债是否会丧失对其他连带债务人继续追偿的权利，以及未来股权的退出路径。

三是留债展期清偿，指对重整程序中确认的债权在重整计划获批后部分或全部保留予以延期清偿的方式。在此清偿方式下，各方比较关注留债金额、留债期限、利率标准、还款周期及每期金额、原有的抵质押及其他债权保障措施是否保留或追加新的保障措施。同时，债权人更加关注企业重整后的运营发展、盈利能力以及投资人实力等是否足以保障清偿落实到位。

四是以物抵债清偿，指通过重整企业或第三方资产抵偿债务的方式，比如：以重整企业持有的应收款、不动产、存货抵债，或者以原股东持有的重整企业股权抵债、投资人提供的非现金偿债资源抵债等。在此清偿方式下，各方除关注类似债转股清偿方式下的事项外，亦关注抵债资产所有权是否存在瑕疵、能否办理所有权转移手续等。

五是信托计划受益权清偿，指以重整企业部分或全部资产作为底层资产设立信托计划，通过信托计划受益权份额抵偿债务的方式。通常情况下，该类清偿方式多出现于资产负债规模巨大、结构复杂、有严格风险化解时限要求的特大型重整案件，近年来亦在应收账款金额较大、类型复杂的建筑施工类企业，以及存在瑕疵资产或其他不易处置资产的上市公司重整案件中逐步出现。在此清偿方式下，各方比较关注信托计划的设立安排、受益权份额登记期限、管理主体及权限、资产处置及分配安排、债权人监督权利等。

四、什么时候对普通债权人设置可选的清偿方案？

为普通债权人设置可选的债权清偿方案，其目的在于投资人成本可控的前提下最大限度争取债权人对重整计划草案的支持，其匡算的逻辑在于对投资人提供的现金、可转增股票数量、可抵债资产等偿债资源进行合理配置，以实现债权人支持、重整后企业运营平稳、投资人控制权稳定的综合效果。具体而言：

一是控制投资人成本。单一现金清偿虽能快速高效解决重整企业负债、独享没有负债的干净标的，但对投资人当下的资金要求颇高。在投资人的投资现金总量有限的情形下，提供债转股、资产抵债等非现金清偿方式能有效缓解投资人的资金压力，降低投资成本，且往往能够提高普通债权的综合清偿率。

二是匹配债权人偏好。对于债权人类型多样的案件，可选的清偿方案能够匹配不同债权人的偏好，例如生产经营类、民间借贷类债权人倾向于一次性或分期现金清偿，金融机构债权人易于接受留债展期清偿。

三是**维持企业重整后的持续经营能力**。留债展期清偿虽能缓和投资人当下的资金压力，但对投资人接手后的重整企业的现金流和持续经营能力提出更高要求，因此留债额度、利率和期限需结合企业重整后的盈利能力、投资人后续资金投入确定，避免留债债务过高引发企业“二次破产”。

四是**稳定投资人控制权**。如前所述，债转股可能导致股权分散，从而对公司治理造成潜在冲击，因此设计转股方案时需控制转股数量，并视情况采用引入 SPV 作为持股平台等方式稳定投资人对重整企业的控制权。

五、是否要对债权人实施债转股？

《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》的出台，掀起了我国新一轮市场化债转股热潮。近年来，债转股的清偿方案因其能够兼顾债务人化债需求与债权人共享经营收益需求，在上市公司、大型企业重整案中并不罕见。总体而言，债转股主要有以下意义：（1）降低重整企业负债规模，优化资产负债结构。通过实施债转股，债权人的部分或全部债权自转化的股权完成变更登记之日起即告消灭，重整企业负债规模缩减。（2）节省投资人资金成本，提高资源配置效率。债转股以股权及其远期收益作为偿债资源，不占用现金资源。这一方面有利于降低投资人的资金成本；另一方面，在投资资金总量确定的情形下，越多债权人选择债转股，将释放出越多现金流向生产运营。（3）推动股权结构多元化，增加重整企业资源。实施债转股后，债权人的身份转变为重整企业的股东，能够在融资、上下游产业协同、治理结构优化等方面为重整企业赋能。

但是，债转股推动股权结构多元化的另一面是股权分散对公司治理的潜在冲击。投资人（尤其是战略投资人）着眼于企业重整后的长期规划，而大部分转股债权人更关注短期收益和退出安排，各异的利益取向可能导致股东会决策效率低下。为确保对重整企业的控制权，投资人可以考虑采取如下措施：

一是**控制转股数量**。为保证投资人取得控股股东地位，投资人需持有重整企业超过 50%的股权；如前述标准无法达到，则需实际支配超过 30%的股份表决权，或者持股比例接近 30%且避免其他股东持股比例过高或过于集中。此外，投资人还可以通过与其他股东一致行动、表决权委托等方式进一步强化对重整企业的控制。

二是**必要时回购股权**。对于倾向于短期持有股权的转股债权人而言，股权回购是其乐于接受的一种退出方式。因此，当股权分散对重整后企业的决策形成、实施等各环节已造成阻碍时，投资人可以考虑向该等转股债权人回购股权，以巩固自身控制权。

三是**设置 SPV 作为持股平台**。由投资人和转股债权人共同设立合伙企业持有重整企业的股权，其中投资人担任普通合伙人（GP），债权人担任有限合伙人（LP），能够一定程度上稳定投资人对重整企业的控制权。

六、为何要为普通债权人划出小额清偿线？

小额清偿线是指在普通债权人组内划定的债权清偿分界线，每家债权人在分界线以下的债权获得全额清偿，分界线以上的剩余债权按比例清偿，其实质是普通债权的分段清偿。就小额普通债权的清偿而言，实务中另外两种常见的方式是：（1）在普通债权组中单设小额债权组，该小额债权组清偿比例高于其他普通债权组；（2）不区分小额普通债权和小额普通债权，均以同一比例清偿。相较于前述两种方式，划定小额清偿线获得了投资人的广泛青睐，主要原因包括：

一是**有利于提高重整计划草案表决效率**。重整计划草案需经各表决组人数过半、金额三分之二以上同

意方为通过。普通债权组往往因人数众多、金额差异大而难以达成一致意见。如对全部普通债权人按照同一比例清偿，人数占优的小额债权人或因清偿金额低而欠缺支持动力，这将导致重整计划草案表决效率低下，造成程序拖延，甚至可能导致重整计划草案未获通过而需要进行二次表决。相比于前述高昂的沟通成本和程序成本，在普通债权组划出小额清偿线，给予小额债权人高比例甚至全额清偿所需资金量较低，并能够有效提升小额债权人的投票积极性，促成重整计划草案表决通过，效果优于其他小额普通债权的清偿方式。

二是有效避免在普通债权人之间制造矛盾。在偿债资源限定的情况下，在普通债权组中单设小额债权组并给予其清偿利益倾斜，必然影响其他组外债权人的利益，组外债权人尤其是债权金额临近分组界限的债权人将对分组依据、清偿比例差异的合理性提出强烈异议，阻碍程序推进。而在划定小额清偿线的模式下，大额债权人和小额债权人在分界线内均能获得全额清偿，大额债权人在分界线以上又能获得额外清偿，从而实现双方利益的最佳兼顾。

三是有助于化解涉众案件的维稳风险。如重整企业涉及证券虚假陈述、债券违约、信托产品爆雷、大规模逾期交房、预收押金未退等特殊情况而存在大量小额普通债权人时，通过在普通债权中划定小额清偿线并给予该类债权人大额甚至全额清偿，有助于程序顺利推进。

七、金融机构为何往往倾向于留债？

在我国现行法律框架和破产重整实践中，金融机构往往更倾向于选择“留债展期”作为债务清偿方式，这一现象是监管导向、清偿比例和风险控制等多重因素综合作用的产物，其背后的主要逻辑如下：

一是资本充足率压力。商业银行应当符合《商业银行资本管理办法》规定的资本充足率监管要求，资本充足率是指商业银行持有的资本与风险加权资产之间的比率，“风险加权资产”包括信用风险加权资产、市场风险加权资产、操作风险加权资产。根据《商业银行资本管理办法》附件3之“表内资产风险权重表”，商业银行对一般企业债权的风险权重为100%，而被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内的风险权重为400%，因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权投资的风险权重为400%，其他股权投资的风险权重为1250%。若按照重整计划实施债转股，商业银行通过“以物抵债”被动持有工商企业股权，在2年的处置期限内，其风险权重为400%，超过2年的处置期限，则其风险权重上升至1250%。若实施展期清偿，商业银行持有的仍为对一般企业债权，其风险权重为100%。因此，相较债务展期清偿，债转股可能对商业银行资本充足率造成较大压力。

二是抵债资产流动性及估值问题。根据《中华人民共和国商业银行法》之规定，银行通过以物抵债被动持有的资产通常应在2年内予以处置。一方面，除上市公司股票流动性较高外（处置时仍需要符合限售期、减持数量、信息披露等要求），其他类型的股权、信托受益权的处置较为困难。另一方面，对股权或信托受益权的估值受到评估方法、定价基准日的影响，若企业后续经营失败，可能导致股权价值归零或信托资产贬值，真实清偿率偏离较大。

三是提高账面清偿率需求。如前所述，转股或信托受益权价格计算标准多样，估值与实际价值可能存在差异，影响债权实质清偿率测算。但是通过展期留债维持债权人地位，则能够以时间换空间，在避免清偿顺序劣后的同时，往往还能够获得高于直接现金清偿的清偿率。

八、如何应对重整程序中未申报债权的风险？

未申报债权，即债权人未在重整计划执行完毕之前申报但仍受法律保护的债权。未申报债权人在重整计划执行期间不得行使权利，在重整计划执行完毕后，如其债权权利应受法律保护，可以要求债务人按照重整

计划中规定的同类债权清偿方案进行清偿。重整计划执行完毕之日起三年内未主张权利的，债务人不再对该部分债权承担清偿责任。如果未申报债权的金额过大，既有可能影响公司重整后正常经营的现金流，又会加重投资人的投资成本，因此需要投资人关注：

一是评估预测未申报债权规模。重整投资中需要注意针对可能发生的债权进行预测，整体预估所需的偿债资源。未申报但可能发生的债权主要来源于：账面已记载但未申报的债权、账面未记载但实际存在的债权（如对外担保、正在进行的诉讼）、证券虚假陈述的赔偿义务等。对于账面已记载但未申报的债权，通过将重整企业账面负债与申报债权进行比对即可进行初步预估；对于账面未记载的债权，可通过尽职调查、公开信息获知的对外担保情况、涉诉信息，暂以担保的主债权金额、诉讼标的金额预估；对于证券虚假陈述的赔偿义务，可考虑督促债务人聘请中介机构出具损失核定报告，评估预计赔偿金额。

二是明确预留偿债资源及偿债资源不足的方案。未申报债权通常均会在重整计划中参照同类债权清偿比例，预留偿债资源，预留偿债资源期间不计息。对于普通债权提供可选以股抵债方案的情况下，可考虑结合现金流情况将默认选项设为现金/留债，有助于提升重整计划执行效率，提高债转股比例的确定性。当偿债资源不足时，在不优于同类债权清偿安排的前提下，设定替代清偿方案：（1）预留现金不足的，考虑债务人以自有资金清偿，或处置低效资产所得清偿。（2）预留抵债资产（如股票、信托受益权等）不足的，可通过债务人购买相应资产后向债权人抵偿，或按抵债物价值折成现金清偿。购买资产成本可以考虑设定上限，选择抵债价格、资本公积转增日价格、债权人主张权利日价格孰低值。（3）与债权人协商其他清偿方案。

三是关注重整投资人兜底风险。管理人可能要求投资人对偿债资源不足时进行兜底。例如 DF 公司（002086）重整计划规定对于证券虚假陈述责任纠纷相关的未申报债权，如预留偿债资源不足，则由重整投资人按照投资比例兜底清偿。因此，投资人在与管理人就重整投资协议、重整计划草案谈判的过程中，需要关注是否有兜底清偿责任的要求，结合重整企业运营情况、未申报债权规模、投资成本等方面综合考虑是否作出兜底承诺。

四是可考虑出售式重整隔离债务。可以考虑出售式重整模式，将未申报债权风险隔离。如重整企业核心价值为公司的具体业务或者实物资产，可采取出售式重整模式，将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，债务保留在重整企业。

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