

破局重生：101个重整投资实战指南（六） — 投资协议篇（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。

今日推出第六期：《投资协议篇（上）》，与您共同设计更契合重整前、中、后全流程的协议条款，探讨合同权益转让的“实用功效”。

投资协议篇（上）

一、重整投资协议与一般投资并购协议的区别是什么？

重整投资协议与一般投资并购协议均涉及股权/资产转让、投资款支付等内容，但重整投资协议还需考虑是否符合《企业破产法》相关规定、是否能够衔接具体的重整程序，与通常的股权、资产收购协议存在一定的差异，主要包括以下几方面：

一是交易对象。重整投资协议的签约主体一般为债务人企业、投资人、管理人。将管理人纳入签约主体具有必要性：一方面，重整程序中，债务人已无独立意志，债权人会议才是决策机构，管理人代表债权人会议与投资人签署协议。另一方面，明确管理人的监督、协调、协助的义务，也是重整程序以及重整计划执行的实际需要。

二是投资款支付与调整。（1）投资款的确定与调整。通常投资并购协议会保留估值调整、投资款调整的内容。对于非上市公司重整，因债务清偿变动（如提供可选留债、债转股清偿方案的）会影响企业重整后的估值，以此调整重整投资款的金额；虽然重整中可通过司法协助执行等实施资产交割，增加了交割的确定

¹ 实习生胡作东对本文的写作亦有贡献。

性，但仍需要考虑核心资产灭失、无法交割导致的对价调整。对于上市公司重整，因投资人认购股票单价已明确，一般重整投资价款总额不变；较少的情况是因抵债股票数量变动而调整投资人受让股票数量，进而调整投资款。此外，通过公开竞价方式确定投资人的，拍卖款即为投资款，难以作出调整。（2）投资款的支付条件。重整投资款支付，不仅与股权交割、资产交割挂钩，也与重整计划裁定批准挂钩——即在重整计划裁定批准后期支付全部或部分投资款。

三是资产收购与处置。在股权收购中，除目标公司与原关联企业债权债务可能作特殊安排外，其他资产的处置一般在收购后自行处理，并不作特殊约定。在资产收购中，主要围绕标的资产进行约定。对于重整投资而言，投资人可以根据自身需求在协议中一并明确资产处置方案。一方面，使重整后企业达到“干净”状态——即剔除“低效、有毒”资产，留存“优质、有效”资产。另一方面，还可以丰富偿债资源，将重整企业部分资产分类或整合后，对债权人实施以股抵债、资产抵债、信托受益权抵债等。

四是债务确认与清偿。（1）负债情况方面，一般投资并购中，对被投资企业的负债情况主要依靠尽职调查以及企业披露的负债数据，并要求卖方在协议中对目标公司的负债状况做保证与承诺。重整程序中经过债权申报、审查与法院裁定确认后，重整企业负债得到全面的梳理和司法确认。（2）债务重组方面，重整投资协议可以明确各类债权的清偿方案，并衔接到重整计划中。此外，《企业破产法》第十八条赋予管理人解除双方均未履行完毕合同的权利，投资人根据重整企业经营需要、成本控制等因素，可在协议中明确需要继续履行的合同并附清单。

五是其他承诺与保证。重整投资协议还会涉及一些特殊的承诺与保证，需要结合个案情况、职工安置、中小投资者保护等综合确定。例如在 XG 公司（600117）重整中，投资人承诺“重整后继续保留全体在职员工与企业的劳动关系，工龄连续计算”；在 CY 公司（300391）重整中，投资人承诺“重整投资完成后，上市公司不发生迁址”等。部分案件中，针对上市公司出现未履行的业绩补偿、非经营性资金占用、违规担保等问题，投资人也针对性地提供解决方案或承诺。

六是违约责任。重整投资协议的违约责任条款需要注意结合《企业破产法》规定和重整实践。债务人违约的情况下：（1）投资人已支付的投资款本息由管理人返还；如投资款已按重整计划使用的，未返还部分作为共益债务，在破产清算程序中随时清偿。（2）违约金、损害赔偿约定受限。一方面，约定违约金的情况较为少见，也会增加与管理人的谈判难度；另一方面，如按一般约定“违约方赔偿因其违约给守约方造成的实际损失”，从受偿上需要考虑是否符合《企业破产法》规定的共益债务的条件。

二、重整投资协议如何与重整程序衔接？

重整投资协议的签约和履行，贯穿重整申请审查、预重整/庭外重组、重整期间以及重整计划执行阶段。为此需要结合各阶段工作情况以及重整计划执行效果，在重整投资协议中予以考虑。

一是时限约定。重整受理前（预重整或庭外重组阶段）签署的投资协议，可以考虑对重整受理时限作出安排，项目停滞不前的时候保留退出权利。重整受理后，管理人或债务人应 6 个月内提交重整计划（草案），有正当理由可申请延期 3 个月。可依据投资人时间控制需求，约定重整计划草案提交债权人会议时限。另外，部分上市公司有净资产转正进而保壳的需求，要在当年年底前完成重整并确认债务重组收益的，也可以考虑明确重整计划提交或获得法院裁定批准的时限。

二是保证金转换与返还。在投资人招募遴选程序中，投资人已缴纳保证金，那么该笔保证金在后续重整中需要关注：（1）保证金在重整程序中能否转化为重整投资款。从资金效率角度，保证金直接转为重整投资款，比支付重整投资款后管理人再退还保证金更合适。（2）保证金利息。如招标公告未明确是否仅退还保证

金本金的，则需考虑约定退还本金及相应利息。（3）返还方式。一旦重整计划无法获得表决通过/批准的，保证金本金和利息按照共益债予以随时清偿。

三是重整计划执行完毕的标准。重整计划执行期限与管理人监督期限挂钩，也会影响到会计处理的相关认定，因此建议投资人结合重整方案，对重整计划执行完毕的标准进行约定：（1）结合重整投资人获得股权的情况。上市公司重整的，以往案件以转增股票划转至管理人账户作为执行完毕的条件之一，这有尽快获得债务重组收益确认的考虑。《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》出台后，建议投资人考虑以获得转增股票作为执行完毕条件之一。非上市公司重整的，原股东让渡的存量股或增资产生的新股是否已登记至投资人指定主体名下。（2）结合资产处置方案。一方面，重整企业由投资人取得控制权，并入投资人合并报表。重整企业的非保留资产的处置会影响投资人报表，需关注需拍卖、变卖、协议转让完成或相应信托计划是否有效设立。另一方面，出售式重整中核心资产的交割是核心交易安排，更需要在执行完毕标准中予以明确。（3）考虑债权清偿工作的完成。对于上市公司而言，如为尽早确认债务重组收益，可以约定“需以现金清偿的债务对应的现金支付至管理人账户，需清偿给债权人的股票也过户到管理人指定账户²”。对于非上市公司而言，考虑约定管理人实施完毕债权清偿工作：现金清偿完成、留债协议签约或留债通知送达、抵债资产（权益）已转让给债权人等。

除了将执行完毕的标准落实到重整计划（草案）外，还应考虑约定投资人可要求管理人根据实际执行情况延长重整计划执行期限。

四是管理人监督职责。虽然重整计划执行法定主体是债务人，但仍有部分工作实际需要管理人实施、协助，重整投资人可以考虑在投资协议中明确。例如，重整程序中未申报债权的审查工作，预留偿债资源的分配与清偿，实施补充分配；协调监管机构对重整计划执行涉及事项的审批；向法院申请协助执行通知书，解除重整企业资产涉及的查封、冻结等司法限制措施以及抵质押措施，实施资产交割过户，或对相关资产进行保护性查封；协调相关政府部门对企业信用修复；重整计划执行完毕前重整企业历史遗留问题、维稳问题的协调处理；代表债务人参加重整计划批准前已启动的诉讼、仲裁等。

五是协议的生效与解除。在生效要件上，重整投资协议通常自各方签署之日起生效。特殊的情况，例如：重整交易需要监管机构审批等，以获得审批作为生效要件；预重整阶段签署的，可以考虑法院裁定受理债务人重整作为生效要件。在解除要件上，几类常见情形需要考虑：未能获得监管机构审批的；未能通过反垄断执法机构对经营者集中的审查的；因重整计划未获人民法院裁定批准的；非因投资人过错重整计划执行不能的；债务人拒不执行、客观上无法执行重整计划的；债务人被宣告破产的；投资人未能全部取得相应股权/股票等。

三、投资人可否指定其他主体承接合同权益？

重整实践中，有时会出现一家重整投资人承接整个重整投资项目或一定的投资份额，并在签署重整投资协议之后，将其在重整投资协议项下的权利分割转让给其他主体的情况。从目的上看，大致分为以下四种类型：

一是为了提前变现。例如，在上市公司重整中，财务投资人在签订重整投资协议之后、正式划转股票之前，就通过出售其投资份额而提前套现离场，以此规避 12 个月的锁定期承诺，加快资金周转效率。尽管目前尚无明确法律规定对此予以限制，但此种做法在实践中易引发监管机构和债权人质疑，部分管理人会在重

² 《上市公司执行企业会计准则案例解析（2024）》。

整投资协议层面对投资人的此种行为进行约束和限制。

二是为了加杠杆融资。例如，在上市公司重整中，重整投资人自身的资金实力不足，需通过融资才能支付全部重整投资款，即需要通过结构化主体进行融资，引入优先级和夹层级资金。该重整投资人仅持有结构化主体的劣后份额，既能实现对股票的控制，又能降低实际投资额。为此，重整投资人将指定结构化主体来持有股票。但根据证券交易所的自律监管指引，重整投资人取得相关股份的资金来源需要如实披露，未如实披露可能涉及信披合规风险。此外，针对此种情形，可能会有监管机构要求必须穿透披露全部持股结构，且持股链条上的相关主体均须承诺锁定 12 个月，不得通过任何方式减持或变相减持。

三是为了隔离风险。针对重整投资人指定同一控制下的 SPV 持股或持有资产的情形，在确定不会引发债权人质疑以及衍生其他风险的情况下，实践中大部分管理人愿意给予重整投资人一定的合理调整空间。

四是为了加快产业转型。整体收购破产企业全部业务板块的重整投资人，有可能希望在签订重整投资协议之后，就提前处置破产企业的低效业务板块，以此加快企业的产业转型升级，同时也能够帮助重整后的企业快速回流现金。针对重整投资人的此种诉求，管理人可能主要考虑三方面的因素：（1）是否会影响重整投资人的支付；（2）是否与“整体重整”的既定大方向产生严重冲突；（3）重整程序的整体推进时间安排。如果没有相关阻碍，重整投资人便有空间与管理人就此进行磋商。

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