

## 破局重生：101个重整投资实战指南（七） — 投资协议篇（下）

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

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。

今日推出第七期：《投资协议篇（下）》，分享我们对资产交割、退市风险、与重整计划衔接条款的建议。

### 投资协议篇（下）

#### 一、如何确定完成交割的标准？

重整投资协议的主要条款之一就是确认交割安排。对于上市公司重整而言，交割的标的主要是通过资本公积转增形成的上市公司股票，交割安排相对简单，股票划转至投资人指定的股票账户即可视为完成交割。

但对于非上市公司重整而言，交割的标的较为复杂，除了非上市公司的股权之外，还需要考虑破产企业的各类资产的交割，尤其是企业核心资产的交割。因此，在设计交割标准时可能需要设计一个“双层结构”：第一层安排，确保未来装入资产的“壳”能够完成交割，这类“壳”通常是公司股权或者有限合伙企业的合伙份额等持股架构；第二层安排，确保核心资产能够顺利装入“壳”中。

在大型非上市公司重整中，破产企业的资产类型纷杂、数量众多，且众多资产可能存在各式各样的瑕疵。因此，在设计资产交割安排时，可以采取以下措施：**一是分类设置交割标准**。例如按照股权资产、债权资产、知识产权、不动产、核心生产设备、低值易耗品等进行分类，然后按类型设计每类资产各自的交割条件。**二是设置“现状交割清单”**。对于管理人披露的存在瑕疵且只能“现状交割”的资产，单独列入“现状交割清单”，并约定豁免管理人和破产企业对列入该清单内资产的瑕疵担保义务，即投资人不因该资产存在已知的

<sup>1</sup> 实习生胡作东对本文的写作亦有贡献。

瑕疵而扣减重整投资款；对于未列入“现状交割清单”的资产，则约定管理人和破产企业必须确保其不存在瑕疵，如果存在瑕疵或无法完成交割，投资人将扣减相应的重整投资款。通过上述措施可以督促管理人、破产企业向重整投资人充分披露资产瑕疵，激励其主动消除买卖双方的信息不对称，增加交易的确定性。

## 二、什么是“现状承接”？

在重整投资协议谈判过程中，尤其是在出售式重整模式下，管理人常会提到一个词——“现状承接”，即管理人无法确保破产企业的资产毫无瑕疵，投资人应认可破产企业的资产现状，不能以资产存在瑕疵为由而向债务人企业或管理人主张违约责任。所谓瑕疵包括但不限于：行政许可过期或存在争议、土地闲置可能被政府收回、建筑物或构筑物缺少产权证、建筑物上存在违建部分、建筑物被他人非法占用、在建工程缺少许可证、应收款缺少完整的证据材料、股权归属存在诉讼争议、动产被损坏或灭失等。这些瑕疵往往是破产企业在过往长期经营中而逐渐累积形成，但在重整期间又难以彻底解决。

管理人之所以强调“现状承接”，主要出于以下三方面考虑：**一是增加方案确定性**。通过在重整投资协议中免除管理人和破产企业的违约责任，锁定重整投资价款金额，并据此制定重整计划草案，能够确保债权人按照重整计划的规定获得相应的现金清偿，防止重整计划执行出现重大不确定性。**二是降低管理人自身履职难度，提高重整效率**。管理人无须提前解决这些瑕疵，而是可以将相应风险转嫁给重整投资人承担，管理人可以将主要的精力放在推动重整程序上，确保重整程序能够按期完成。**三是实践中有些资产瑕疵确实仅靠管理人无法解决**，需要依靠重整投资人来游说地方政府、争取政策支持，或需要投资人在后续额外提供资金、资源支持才能解决。

尽管“现状承接”具有一定的合理性，但作为重整投资人需要注意，“现状承接”应以管理人充分披露信息为前提。如果管理人并未允许重整投资人对破产企业展开充分尽调，或管理人故意向重整投资人隐瞒重大资产瑕疵，则重整投资人可能将面临巨大投资风险。尤其是，若重整投资人在重整计划执行阶段才发现资产存在前所未有的重大瑕疵，重整投资人与管理人、破产企业之间往往陷入争议僵局，届时投资人可能面临诸多被动局面，除了管理人和破产企业之外，裁定批准重整计划的法院、积极支持重整的地方政府、众多债权人等都可能向重整投资人施加压力，要求重整投资人支付完全部重整投资款。

## 三、如何在重整投资协议中考虑退市风险？

上市公司重整完成后，投资人的工作并未结束：产业投资人仍需要持续运营上市公司，财务投资人仍处于股票锁定期未退出。为此在投资协议中可以提前考虑应对上市公司的各类退市风险。

**一是明确上市公司退市作为协议解除、违约情形**。结合沪深两所股票上市规则（2025年修订）以及当前的重整案例，可以考虑约定以下情况出现时投资人可解除/终止协议或作为上市公司违约情形：

1. 债权人会议未表决通过重整计划草案、未获得法院裁定批准、被法院宣告破产。以上情况即表明上市公司面临重整失败进而转入破产清算的风险。
2. 超过约定的重整计划裁定批准期限（或无法在当年底执行完毕重整计划）。对于多数重整的上市公司，重整当年度迫切需要完成重整以确认债务重组收益，达到净资产转正、消除审计非标意见事项等目标，因此需要根据债务重组收益的确认条件、执行重整计划所需时间倒推最终的完成时限。根据《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》（以下简称“《11号指引》”），确认债务重组收益的前提包括：投资款全额支付、根据重整计划新取得股份已登记过户并披露、债权人已获得偿付或偿债资源已预留至管理人账户。因此，还需要在重整计划执行中，预留投资人支付

重整投资款、资本公积转增及向投资人划转股票、处置资产等的必要时间。

3. 非因投资人原因的财务类退市。一方面，沪深两所股票上市规则将“扣除后的营业收入”指标从1亿元提高至3亿元，加上营业收入问题无法通过重整解决，无疑需要投资人关注营业收入存在问题（特别是在3亿元徘徊）的上市公司重整可行性。例如SC公司（600306）重整后，年报披露的营业收入未达到1亿元而退市。另一方面，上市公司上一年度否定意见涉及的事项可能无法在重整中解决，重整后仍无法获得无保留意见的审计报告而触及退市。
4. 非因投资人原因的重大违法类退市。上市公司存在欺诈发行、既往年度严重财务造假、既往年度报告虚假记载追溯调整后触及当年退市指标的风险。前述风险不一定能通过事先的尽职调查发现，亦无法在重整程序中解决前述问题。例如BT公司（603603）2022年重整后退市，因2020年及2021年资产负债表连续2年均存在虚假记载，金额合计达到5亿元以上且超过该2年年度期末净资产合计金额的50%。
5. 非因投资人原因的规范类退市。规范类退市包括沪深两所股票上市规则9.4.1条、9.4.2条规定的年报未按期披露或半数以上董事无法保证真实准确完整、会计报告重大差错或虚假记载未整改、信息披露或规范运作重大缺陷未整改、资金占用问题、内控报告问题等等。特别是对于财务投资人，需要注意产业投资人成为上市公司新控股股东/实际控制人后是否存在上述风险。
6. 非因投资人原因的交易类退市。上市公司常见的交易类退市有面值退市、市值退市。第一，重整后的上市公司可能因资本公积转增后股本扩大、除权后股价下降。第二，在各种负面信息的叠加影响下，上市公司股价极易受到拖累，甚至在1元附近徘徊。有迫切重整需求的上市公司已经面临着资不抵债、净利润为负等负面问题；更有甚者出现违规担保、资金占用、财务报表被会计师出具无法表示意见的报告等问题；或者上市公司所在行业出现负面信息等。第三，上市公司可能触及其他退市情形，导致股价下挫。例如KL公司（600260）因财务造假被证监会立案调查，股价持续下降最终面值退市。第四，随着市值指标（5亿元）的提高，小股本上市公司面临市值退市风险。
7. 陈述与保证条款。投资人还可考虑要求上市公司在陈述与保证条款中承诺财务记载真实、完整，信息披露合法合规，以及此前的财务记载及信息披露不涉及股票上市规则规定的强制退市情形。

**二是明确资金退出优先性。**如出现非因投资人原因导致的上市公司退市的，考虑明确约定一定期限内管理人/债务人应向投资人返还投资金额本息；如投资款已按重整计划的规定使用，则以未返还投资款本息额度为限，在上市公司后续程序中作为共益债务优先受偿；若可引入新投资人的，由新投资人提供的资金向原投资人置换已按重整计划使用的资金。

**三是追加追偿主体。**重整的上市公司如违约，其清偿能力亦十分有限。为此可以考虑通过协议、担保函等方式，由原控股股东、实控人对非投资人原因的退市情形承担连带责任。

#### 四、重整计划与重整投资协议约定不一致怎么办？

重整计划是破产重整程序中的核心法律文件，经法院批准后对全体债权人均具有约束力；而重整投资协议则是投资人与债务人或其他相关方在重整程序启动前或过程中达成的商业安排。根据重整投资协议制定的重整计划（草案）将提交债权人、法院甚至政府有关部门审阅，经过多轮磋商、审阅对投资协议内容修订并列入重整计划（草案）中，由此可能出现不一致的情形。实际案件中，“事后救济”存在困难，投资人更应当注意“事先预防”。

**一是风险预防：协议约定与草案确认。**在重整投资协议签署阶段，投资人可以在要求投资协议中明确：

(1) 投资人事先确认：仅允许“管理人/债务人在不影响投资者权益的情况下，对协议约定的部分内容进行调整并列入重整计划草案”；并且要求“重整计划（草案）提交表决前，应获得投资人就重整计划（草案）内容进行的书面确认”。(2) 投资人退出通道保留：当修改已影响投资人权益时，投资人有权单方面解除投资协议，并退还已缴纳的保证金/投资款本息。

在重整计划（草案）制定阶段，投资人应当与管理人、债务人紧密沟通，确保重整投资协议的条款在重整计划（草案）中得到体现；有条件的情况下，投资人甚至可以参与重整计划（草案）的实际起草工作。因与债权人、监管机构的沟通、磋商过程中形成的修改，核查确认是否实质性影响了投资权益。在重整计划（草案）提交债权人会议前，核对确保与重整投资协议的一致性。

**二是矛盾处理：协商调整与方案变更。**如果重整计划经法院裁定批准后进入执行阶段，发现与重整投资协议存在不一致，通常只能以协商方式解决。一方面，生效的重整计划对包括投资人、债权人、债务人等各方有约束力；另一方面，一般重整投资协议已明确“投资人同意受到重整计划约束”，并设置“效力条款”——重整投资协议与重整计划不一致的，以重整计划为准。

如投资人希望变更重整计划的，应当考量表决通过并获得裁定批准的可行性。申请变更重整计划具体方案内容的，程序上需先由债权人会议对“是否同意变更重整计划”进行表决；表决通过并经法院裁定后，再由因重整计划变更而遭受不利影响的债权人组和出资人组对变更后的重整计划进行表决，之后提请法院裁定批准。如投资人不继续按照重整计划的规定执行的，管理人可能根据投资协议、重整计划之规定追究投资人的违约责任。

综上，处理重整计划与重整投资协议约定不一致的关键，在于事先通过协议设计将商业诉求“嵌入”重整程序，事后在法律框架的范围内探索“协商”方案。

## 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](mailto:wenle.du@hankunlaw.com)