

# 汉坤法律评述

2025 年 12 月 12 日

HANKUN  
汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

北京 | 上海 | 深圳 | 香港 | 海口 | 武汉 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷

## 破局重生：101 个重整投资实战指南（十三） — 上市公司重整篇（中）

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

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。

今日推出第十三期：《上市公司重整篇（中）》。为您介绍投资实践中可能遇到的实施主体变更、出资人权益调整、投资条件/承诺等问题。

### 上市公司重整篇（中）

#### 一、上市公司重整投资实施主体的变更或指定？

确定重整投资人身份后，产业投资人变更的情况较为少见。产业投资人谋求重整后上市公司控制权情况下，变更将会引发上市公司控制权变动的风险，例如在 HYNY（002321）重整中，产业投资人子公司作为 GP 设立有限合伙企业作为持股主体，GP 份额转让予另一 LP 的实际控制人，引起交易所关注。对于财务投资人而言，除常见的投资人招募公告中规定可独立报名、与产业投资人组成联合体报名外，还可能涉及如下指定情形：产业投资人负责组织确定财务投资人的，由其负责指定；牵头财务投资人组织确定的，由其负责指定。有几点应当关注：

一是投资协议约定方面。原则上，各方已签订的投资协议中应明确各类投资人的身份、认购股票数量及单价、非投资人违约等特殊情况下不得随意变更等核心内容。基于各方利益保护及市场预期等考虑，投资协议明确的持股主体不得随意变更，即使发生约定的需要调整重整投资或实施主体、认购股票数量及单价等情形的，新主体在满足招募公告规定条件的前提下，亦需各方根据投资协议约定履行必要的程序，并满足相关监管规则要求。

二是投资人根据重整计划取得转增股票之日起锁定期（产业投资人 36 个月、财务投资人 12 个月）内

不转让或者委托他人管理，如果在获得股票后实施转让，有变相减持以及违反股份锁定承诺的风险。

**三是**投资人如指定无关联关系的第三方作为投资主体并分散持股的，可能引发监管关注。例如在 THFW（300008）重整案中，投资人并未直接受让股票，而是指定非关联的公司/自然人受让股票，深交所即发出关注函问询是否存在变相转售股份、收取通道费等情况，被指定主体是否符合重整投资人招募条件等，被指定主体的资金来源，是否存在股份代持，是否刻意分散持股，规避减持规定和信息披露要求。

**四是**注意避免代持风险。例如 SD（600734）重整案中，投资人 A 通过重整获得的股票实际上已转让给 B，股票未交割系代 B 持有，不符合《上市公司收购管理办法》第三条规定，被证监局出具警示函。

## 二、上市公司重整过程中出资人权益调整有哪些方案？

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。在上市公司重整实践中，“存量股份直接让渡”已较为少见，主要因为上市公司大股东持股普遍存在高比例质押。而“资本公积转增股本”通过将公司账面的资本公积转增为新股，一部分用于向债权人抵偿债务，另一部分则用于引入重整投资人并获取其支付的现金对价。

在一般的“资本公积转增股本”模式之上，实践还演化出了更精细的“转增后差异化让渡”设计。比如在 HW 公司（603007）重整案中，公司在进行资本公积转增后，控股股东被要求让渡其获得的全部转增股份，而其他股东则只需让渡部分转增股份。这种差异化安排旨在解决控股股东资金占用、违规担保等历史遗留问题。

对于投资人而言，需要结合收购目的对持股份额进行前瞻规划：（1）对于旨在获取控股权的产业投资人而言，需关注 30%的要约收购红线。根据《上市公司收购管理办法》等，一旦持股达到或超过这一比例，继续增持将触发出全体股东发出全面要约的义务。（2）对于财务投资人而言，需关注 5%的“重要股东”持股比例。根据《证券法》《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》等，持股上市公司 5%以上的股份即成为“重要股东”，其任何减持行为都将受到相关法律法规的严格规定，比如转让比例、时限限制、转让披露等。多名财务投资人组成联合体投资时，还需特别确认彼此不构成一致行动关系，以免合并计算持股而被动触线。

## 三、何为一致行动人？

当前重整投资实践中，监管部门会关注重整投资人之间是否构成一致行动关系。根据《上市公司收购管理办法》，如被认定为一致行动人的，将会受到相应的规制，如前文所述的 5%“重要股东”义务、30%的要约收购义务等。

一致行动人属于上市公司监管治理的重要范畴，指的是通过协议、合作、关联关系等合法途径，扩大其对上市公司股份的控制比例或巩固对上市公司的控制地位，在行使上市公司表决权时，采取相同意思表示的两个以上自然人、法人或其他组织。根据《上市公司收购管理办法》第八十三条，在没有相反证据的情况下，投资者被认定为一致行动人的情形主要包括：投资者之间有股权控制关系；投资者受同一主体控制，但若共同控制人为国资性质的除外；投资者的董监高中的主要成员同时在另一个投资者处担任董监高，或与投资者持有同一上市公司股份；投资者之间存在合伙、合作、联营等经济利益关系等。

在审查重整投资协议过程中，各方亦会关注重整投资主体之间是否存在一致行动情形。实践中可能从如下几个方面提出论证或处理：一是出具书面承诺函，承诺不存在一致行动人关系。例如 SHQP（603107）问询函回复，相关方出具《关于不存在一致行动关系的声明》；二是内部决策机构和决策机制相互独立，例如

MT 公司（688420）问询函回复，各方按照公司章程约定的表决机制独立表决等，说明各方之间无一致行动的执行和约束机制，不存在一致行动关系。三是证明各方之间不存在股权控制关系。例如根据章程、工商档案以及确认函，公司股权结构分散，没有能够控制公司的单一股东或一致行动人，因此与公司之间不存在股权控制关系。

#### 四、上市公司重整投资中同业竞争问题？

同业竞争，是指控股股东及其所控制的其他企业开展与上市公司相同或相似的业务，致使双方在市场上形成直接或间接的竞争关系。《公司法》第二十二条、第一百四十八条、《上市公司治理准则》第六十七条、《上市公司重大资产重组管理办法》第四十四条、《上市公司收购管理办法》第十七条、第六十六条等均要求控股股东、实际控制人应当采取有效措施避免同业竞争。如重整投资人将成为上市公司控股股东、实际控制人的，需考虑若涉及同业竞争问题如何处理。

**一是**重整投资人将资产注入上市公司。例如 ZB（002157）重整案，产业投资人与公司在生猪养殖等业务方面存在竞争关系。承诺重整完成 2 年内，启动业务/资产注入上市公司的法定程序，并在重整完成后的 4 年内完成相关业务及资产的整体上市。

**二是**重整投资人或上市公司业务、资产剥离或停产。例如 FSTG（600399）重整案中，投资人承诺重整完成之日起的 5 年内，通过行使股东权利，采用包括但不限于资产出售、重组、吸收合并等方式进行彻底整合，最终消除同业竞争。LX 集团重整案中，投资人承诺 5 年内综合运用资产重组、资产注入或其他合法方式解决投资人控制的非上市相关资产的同业竞争问题。非重整情况中，SBDB（603231）在招股说明书中明确，除了将部分业务纳入上市公司外，剩余业务公司停止生产，与员工解除了劳动关系，注销了《食品生产许可证》并进行工商注销。

**三是**非竞争性承诺，上市公司具有优先经营机会等。ZB（002157）重整案，投资人承诺若获得有关与上市公司具有直接竞争关系的投资、开发及经营机会，上市公司优先享有。FSTG（600399）重整案中，重整后实控人控制的子公司与上市公司在部分细分领域存在同业竞争。投资人及其关联方承诺相关公司不以任何形式直接或间接从事与上市公司相同或类似业务，亦不以任何形式直接或间接从事与上市公司产生实质同业竞争关系的钢铁产品的生产。

**四是**过渡期间的现金分红暂扣、委托经营等。例如 ZB（002157）重整案，若未能在承诺期限内完成业务/资产注入上市公司的法定程序，则委托上市公司全面托管相关业务/资产的生产经营。上市公司有权将超过承诺期限后的应付该股东的现金分红予以暂时扣留。

#### 五、上市公司重整投资可能涉及什么承诺或投资条件？

重整投资人招募过程中，或重整协议磋商、重整计划草案制定时，除了产业资源的引入、流动资金的提供外，基于个案情况可能需投资人作出承诺以符合相关投资条件，常见的情形包括：

- (1) 业绩承诺。例如 DS（300010）重整案中，产业投资人对重整后 3 年归属于母公司净利润分别或合计金额的最低线作出承诺；未完成的以现金方式予以补足。
- (2) 职工安置。例如 XG（600117）重整案中，重整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，在企业经营效益稳步增长的基础上，逐步提高员工收入，解决职工安置问题。

- (3) 提供共益债借款。例如 CY (300391)、MJ (300506)、HW (002217) 等预重整或重整案件中，投资人招募条件中明确提供共益债务融资的优先考虑，或需在（预）重整期间须为上市公司提供流动性资金支持。
- (4) 上市公司不迁址。该类型条件较为常见，例如 JF (000908)、AN (603363)、YS (300209) 等重整案中，产业投资人承诺重整后上市公司不变更注册地址，或将符合上市公司主导产业的项目落地上市公司注册地。
- (5) 解决违规担保、资金占用、证券虚假陈述等问题。例如 ZL (002309) 重整案中，产业投资人承诺如对潜在证券虚假陈述民事赔偿责任预留的偿债资源不足的，由产业投资人负责按照同类性质债权清偿方案或提供对应等值财产兜底补足。HTY (000525) 重整案中，投资人承诺在重整计划执行完毕时未解决的资金占用将以现金方式兜底解决，财务投资人对前述兜底责任按比例承担。

关于承诺兑现问题，根据《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》第 22 条，经人民法院裁定批准后，重整计划对债务人、债权人、出资人、重整投资人均有约束力，各方当事人应当严格执行，非经法定程序不得变更。重整计划中相关事项构成公开承诺的，当事人应当严格按照中国证监会的相关规定履行。对业绩补偿承诺，除中国证监会明确的情形外，原则上不得变更。因此，如投资人在重整计划中作出了相应的承诺但未兑现的，需要承担相应的违约责任。

## 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)