

破局重生：101个重整投资实战指南（十五） — 房地产企业重整篇

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。

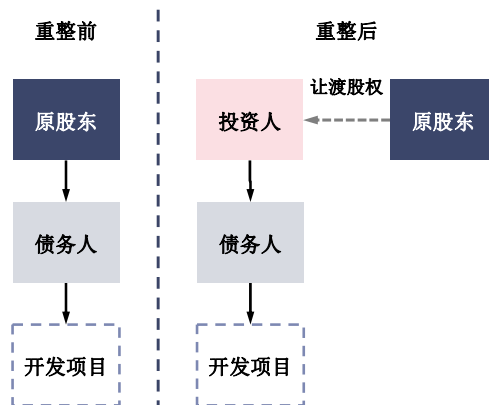
今日推出第十五期：《房地产企业重整篇》。本期聚焦房企破产投资三大核心模式、销售定价权关键价值，深入解析资产收购风险、共益债投资、各类优先权注意事项，以及重整资金支付时点设置等实操要点，助力精准把握房企重整中的核心环节与关键机遇。

房地产企业重整篇

一、房地产企业破产投资的主要模式有哪些？

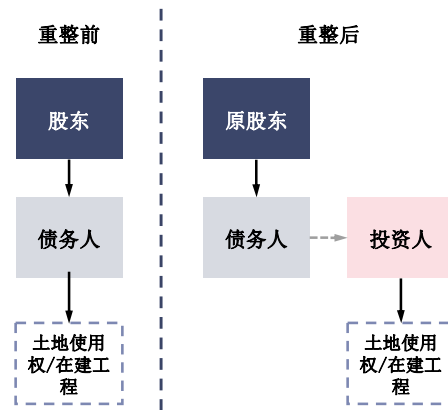
房企重整投资中，实践案例主要包括股权受让、资产受让及共益债投资三种主要投资模式，分述如下：

（一）受让破产企业股权模式



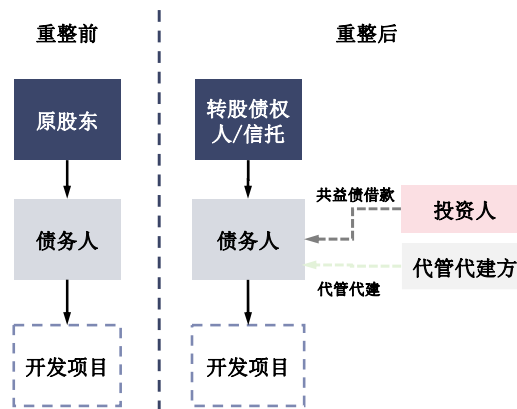
在重整计划的出资人权益调整方案中，原股东将股权转让给投资人，投资人操盘工程续建及运营。投资人在该模式下的主要考量因素包括：**一是**销售去化空间，一定周期内项目的滚动去化是否能够支撑后续项目工程建设和运营开支，项目资金主要来源于重整投资款以及项目销售回款。**二是**项目货值扣减支出部分是否还有剩余利润。支出部分包括根据重整计划应清偿的破产费用、共益债务、破产债权等，以及造价成本、代建费、管理费、营销费和税费等开发续建费用。存续式重整是传统的重整思路，让投资人直接享有了续建完成后的剩余利益，并且在税务方面也具有一定优势；但与此同时，这种模式也对投资人的项目管理、销售、运营能力等提出了较高的要求。

(二) 受让资产模式



管理人将项目土地使用权、在建工程等核心资产单独或整体打包出售给投资人，通过附加义务等方式约定由投资人完成续建工作，重整投资对价用于清偿债权。转让方式上，既有管理人公开拍卖，也有招募遴选投资人以及磋商方式等。直接承接资产，避免了破产企业后续面临的或有负债等潜在问题。但是，除了对于项目后续开发的评估测算，另需要考虑的是土地使用权、在建工程等交易税费，管理人可能会在公告中要求买受人代为缴纳/承担；同时，部分项目中资产的出售存在其他的附加义务，比如管理人可能要求投资人协助已售部分项目的竣工验收、协助产权登记等并承担相应费用。另需要注意，受让资产还涉及原项目的建设工程规划许可证、建设施工许可证等证照变更手续。

(三) 共益债投资模式



重整期间，重整投资人提供借款用于复工续建，并作为共益债务受偿。共益债投资模式下投资人参与重整程序的本质为债权投资，其核心在于通过《企业破产法》及相关司法解释明确投资借款的优先清偿顺位，再通过约定超级优先顺位、增加财产担保、封闭式资金监管等方式，增加资金的安全性。此类

投资模式下，投资人需要考虑房产销售回款能否覆盖建设成本和共益债务本息，通过获得资金利息以实现投资回报。

与共益债投资配套的，部分项目可能同时由投资人指定主体作为代管代建方，或管理人公开招募。代管代建方主要提供项目开发全过程服务，包括项目规划设计、工程与成本管理、营销管理、交付管理等。基于代管代建产生的费用，系为全体债权人利益而产生的债务，符合共益债务的基本特征，实践中通常会被列入共益债务，在开发过程中随时清偿。具体清偿方案由各方磋商确定，例如 DB 实业重整案中，代建费用按照房地产项目实际销售合同回笼金额为标准，按季收取应收金额 40% 作为代建费，剩余 60% 的代建费劣后于共益债务融资本息受偿。

二、销售定价权为何是关键？

房地产企业重整项目中，企业的核心资产通常为未售房地产。部分项目中，偿债资源除了投资人提供的现金，还包括项目销售回款；销售回款同时也影响重整投资人的投资收益。房地产销售价格易受市场环境和政策的影响，因此销售定价的主体是谁、如何定价等事项将成为各方关注的焦点。

重整程序特殊性在于，根据《企业破产法》及相关司法解释，管理人处分债务人重大财产的（如销售定价权和定价形式），应当经债权人会议表决。议案、重整计划草案中通常采用的方式：**一是**管理人监管定价标准。例如 SH 房地产公司重整案，重整计划中规定，SH 国际社区四期房屋营销代理机构由投资人确定，但房屋销售价格需报管理人同意，销售资金专户管理并由管理人进行监管。**二是**按照投资人设定的销售均价设定销售价格，销售价格调整变动受管理人和债权人监管。例如 YH 置业重整案，投资人预测房产销售均价并制定销售计划，后续在预测均价范围内定价销售。同时规定，实际销售价格可以根据实际情况在一定范围内实时动态调整并告知管理人，如销售价格比重整计划草案预测平均价格范围下降超过 10% 的情形，则应经过债权人委员会表决同意。**三是**投资人取得调整销售定价的权限。例如 DB 实业公司重整案，重整计划规定共益债投资人有权在债务人逾期支付共益债本息的情况下，要求对房地产项目在售房屋进行即时降价销售，以满足共益债本息还款需求。同时，如房屋销售不畅或降价销售损害债权人利益的，则以实物进行清偿。

三、直接收购资产应关注哪些风险？

（一）权属瑕疵

在出售式重整过程中，管理人往往会在拍卖公告中注明以现状交付标的，投资人需要承担拍卖物上一切已知和未知的瑕疵。投资人在参与竞买之前，需要关注标的权属是否存在瑕疵这一核心要素；此外，标的物是否已完成竣工验收并交付使用、未竣工验收的情况下现有资料保管情况如何、标的物上是否有抵押以及在竞买成功后如何涂销抵押登记、标的物是否有大面积转包及长期租约等占用情形都是投资人需要关注的重点。

（二）税费承担

管理人通常会在拍卖公告中约定由投资人来承担标的物转让的税费。拍卖成交后，如果不按照《土地增值税暂行条例》等进行纳税，将可能影响在土地和房产管理部门办理相关的权属变更手续。投资人需要提前筹划税费，明确计税依据，与管理人、税务部门沟通确认税基计算方式，特别是可扣除项目成本的认定范围；关注分摊标准，若项目部分资产保留于破产企业、部分转让给投资人，需提前确定土地增值税清算中成本的分摊方法与计算口径；识别隐性成本，除土地增值税外，还需综合测算契税、印花税等可能产生的其他税费，全面评估实际投资成本。

（三）准入资格

由于部分项目用地的特殊性，比如科教用地、产业园用地等，有关部门往往对投资人还有额外的资格限制。在竞买之前，投资人需要与管理人、园区管委会等部门就受让、使用房地产项目的公司性质、营业收入、纳税额等条件进行进一步明确，避免因资格限制等导致竞买后无法成功办理转移登记手续。

四、进行共益债投资有哪些注意事项？

投资人注入的资金只有符合共益债构成要件并且依法被管理人/法院认定为共益债，才能享有优先受偿顺位，详细而言：

一是须经债权人会议决议或经法院许可。根据《企业破产法》及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》（“《破产法司法解释三》”）规定，破产受理后的共益债借款需经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前需经法院许可。报请法院许可的，需向法院先行提交载明投资主体、融资方式及清偿顺序的重整投资方案，获取法院书面确认其优先受偿属性。通过债权人会议表决的，可以将共益债方案作为独立议案表决，或写入重整计划草案中提请债权人会议表决。

投资人需注意在重整投资协议、重整计划草案等文件的磋商过程中明确借款的共益债务性质、共益债务的范围（例如包括借款本金、利息、罚息、滞纳金等）、如重整失败转入破产清算后如何清偿等。

二是建立担保保障机制。通常在房地产企业重整中还存在消费性购房人优先权、工程款优先债权、有财产担保债权等债权类型。投资人可根据《企业破产法》第七十五条和《破产法司法解释三》第二条等规定要求为共益债融资设定财产担保。此外，法律并未禁止当事人对自己的清偿权利顺位进行安排，实践中，投资人可与管理人、抵押权人、工程款优先权人磋商，由其承诺共益债最优先清偿，或是在每期销售回款中按比例部分清偿共益债借款、部分清偿抵押权等。

三是健全资金监管。可以通过设立监管账户、预留印鉴卡等方式对资金进行严格管控，确保资金的使用符合约定用途。同时，可以通过聘请专业机构监督工程进展，或指定主体作为代管代建方等方式及时知悉项目进展。此外，在项目销售阶段可以要求定期汇报销售情况及销售面积，在关键节点及时实现回款。

五、房企重整投资中，需要注意的优先权有哪些？

对于共益债投资而言，虽然《企业破产法》赋予优先清偿顺位，但仍有消费性购房人受偿权、建设工程款债权、有财产担保债权等优先权利影响共益债受偿。即便是通过整体承接项目公司股权的方式参与重整投资，各类优先权的清偿亦是项目续建开发中无法绕开的部分。

（一）消费性购房人

消费性购房人关于房屋交付的请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权。针对消费性购房人的清偿方式以交付房屋为主，如无法交付则优先退还其购房款，因此投资人应当考虑在所收购的资产中将消费性购房人预留房屋部分予以剔除。“消费性购房人”在认定上有两个条件：**（1）“以居住为目的”。**房屋登记用途可以作为重要参考因素。原则上购房人应只有1套房屋，但购买的房屋在面积上仍然属于满足基本居住需要的可以认为是“以居住为目的”。司法实践中涉及“以物抵债”的一般不属于“以居住为目的”。**（2）购房人必须“支付全部价款”。**付清全款的最后期限在一审辩论终结前，破产程序中缴清全款的通常可以接受。

（二）网签备案购房人

仅完成“商品房预售合同网签备案”的购房人，通常不对房产享有优先受偿权。但在“保交楼”政策背景下，管理人在处理此类合同时主要会有两种思路：一是选择继续履行，这要求有足够的房源确保交付，同时会挤占投资人后续的可售资源；二是解除合同并将购房款返还请求权转为普通债权，但考虑到社会稳定等因素，这类债权在债权清偿时可能会给予一定倾斜，进而需要额外偿债资源。因此投资人必须彻底清查网签合同明细，并在投资方案中明确其处理方式与成本，做好相应的资金预留。

（三）建设工程价款优先受偿权

根据《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》第三十五条的规定，承包人就其承建工程享有建设工程价款优先受偿权。投资中需严格区分“破产前的工程债权”与“破产后的续建共益债”：破产前工程债权应当属于破产债权，仅对程序前完成的工程部分享有优先权；破产受理后为项目续建新产生的工程款，性质上属于共益债务，应当根据相关共益债借款协议的安排优先受偿。

（四）拆迁过渡费/拆迁补偿/安置回迁房权利

被拆迁人的安置补偿权益包括过渡费、补偿款或回迁房请求权，因其涉及基本的生存保障与社会稳定，在实践中享有极高的优先性，常与消费性购房人债权并列。投资人在尽调中需逐一核实拆迁协议，准确把握应安置户数、面积及未履行义务，并将此部分成本作为项目的刚性支出来足额评估与预留。

（五）抵押权

投资人需关注并核查抵押登记簿，重点区分抵押范围，即明确“仅抵押土地使用权”还是“抵押在建工程”。对于破产受理后续建投入所形成的资产价值，原则上不应属于原抵押权的覆盖范围，在与抵押权人谈判时，可据此争取其明确对续建部分不主张权利或对清偿顺位作出让步，以保障投资人新增投入的安全。

（六）其他共益债

除专项共益债借款外，重整期间为项目续建、运营必然会产生其他共益债务，如管理费、新生税费和营销费等。这些债务原则上与投资人的专项共益债借款处于同一清偿顺位，投资人需关注自身提供的共益债融资与该类经营费用的清偿来源、清偿比例等。

六、如何设置重整资金支付时点？

一是支付时点与重整程序推进的关键法律节点相挂钩。投资人支付资金的前提，是取得对项目的合法控制地位。因此，除保证金外，首笔或前期资金的支付可以安排在重整计划获得法院裁定批准之后。后续款项则可以与公章证照、财务资料、管理权的移交，以及投资主体股权或项目公司工商变更登记地完成相结合，确保每笔支付均对应投资人法律地位的巩固和实际控制的落实。

二是支付时点与项目资产风险解除及工程建设的实质进展相挂钩。重整资金的拨付须密切关联项目中具体风险的化解状态：例如，在项目资产上设定的抵押、查封等权利限制被依法解除并办理注销登记后，可以安排部分资金的支付；在房屋被占用的情况下，应在完成清退、实现资产“干净”交付后支付对应款项；尤其对于享有优先权的消费性购房人、回迁安置户等特殊群体，其权益的实现进度也可以作为付款的重要节点。

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

李想

电话： +86 755 3680 1906

Email: xiang.li@hankunlaw.com