

并购交易实务——通过重整程序收购困境企业

作者：张坚键 唐江山 孙奕 郑璐 沈钦

一、概述

近年来投资人通过重整程序收购困境企业的案例较多，许多濒临破产的企业通过重整方式“起死回生”，重新焕发活力。投资人通过重整程序收购困境企业存在一定优势，例如：投资人能通过这一特殊机会以较低对价投资标的公司；破产程序能够充分暴露出标的企业更多问题，尤其是各类债务问题；法律明确规定了重整期限，且重整计划草案审议依法采取多数决，避免与债权人逐一谈判，更为高效；重整计划经法院裁定批准后对全体债权人及债务人具有强约束力，增加投资安全性和确定性。

但是，相较于常规的投资并购项目，重整投资具有其特殊性，投资人参与重整程序收购困境企业需关注其中存在的问题及风险。

二、投资人参与重整投资需关注的问题及风险

（一）关注重整投资人的确定方式

现行法律法规没有限制重整投资人的确定方式，在实践中，可以通过公开招募、协商或推荐等多种方式确定重整投资人。投资人如希望对已进入重整程序或即将进入重整程序的企业进行投资并购，首先需要关注重整投资人的确定方式。

特别的，与通过和重整企业、管理人协商或由债权人推荐确定重整投资人等方式相较而言，公开招募方式更具有竞争性、公平性，但对于投资人来说也存在更大的不确定性，因此，在采用公开招募方式遴选重整投资人的情况下，投资人需要特别关注管理人发布的重整投资人招募公告的内容。

重整投资人招募公告的内容因案而异，但通常会包括以下几方面主要内容：

1. **重整企业基本情况、资产情况、负债情况等内容的简要介绍。**意向投资人可以通过该部分内容对重整企业现状有一个初步的整体了解，并作为是否参与报名和后续需要关注的内容的初步参考。
2. **对重整投资人的基本条件、报名注意事项等内容的说明。**意向投资人需要认

真阅读重整投资人招募公告中对投资人资格条件的基本要求（如对投资人资金实力的要求、无重大违法行为的要求等），判断自身是否初步符合参与遴选的基本条件。

3. **重整投资人招募流程说明。**该部分内容通常包括：投资人参加报名时间；需要缴纳的保证金类型（尽调保证金、投资保证金等）、保证金金额及缴纳方式和缴纳时间、保证金退还、使用以及没收情形；报名需要提交的材料；尽职调查工作的开展方式、时间；重整投资方案提交时间、重整投资方案主要内容；重整投资人遴选的整体流程等。意向投资人需要特别关注该部分内容，以便提早做好资金、材料等方面的准备，确保顺利参与后续重整投资人的遴选工作。

（二）充分深入全面的法律尽职调查

相较于常规的投资并购项目，重整投资是投资人对处于《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《企业破产法》”）第八章下的重整程序中的困境企业进行的投资并购。企业被人民法院受理重整意味着该企业不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力，或者有明显丧失清偿能力的可能，并且往往伴随着资金链断裂、核心资产存在被查封、扣押、冻结等限制、业务经营停滞、核心人员流失等各种复杂问题。而在重整投资中，企业原股东、破产管理人通常不会向投资人作出关于所提供材料和信息的真实性、准确性和完整性的兜底陈述与保证，投资人参与重整投资带有“买者自负”的意味。因此，针对存在较多问题且无人对投资人进行兜底的重整企业进行的投资，投资人需要格外重视尽职调查工作，在确定投资前进行充分、深入和全面的法律尽职调查尤为必要。

与常规的投资并购项目中的法律尽职调查类似，在重整投资中，投资人也需要关注重整企业股东及股权情况、重整企业的资产、负债、重大合同、重要经营资质、职工、税务、未决诉讼、仲裁、行政处罚等情况，但是重整投资法律尽职调查的关注点具有一定的特殊性，例如：

1. **关注管理人追缴股东出资的情况。**根据《企业破产法》的规定，重整企业出资人的出资义务在重整程序中加速到期，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制。管理人追缴出资所得将作为重整企业的财产。因此，在重整投资法律尽职调查中除关注原股东是否尚未完全履行对重整企业的出资义务、未缴出资金额外，还应当关注管理人在重整程序中向未完全履行出资义务的原股东追缴出资的进展和安排。
2. **关注重整企业的未申报债权情况。**重整程序中的“债权申报与审查”为投资人

摸清重整企业的负债情况提供了便利。针对已向管理人申报的债权，通过管理人审查、债权人会议核查和人民法院裁定确认，债权金额得以明确和固定，具有一定的确定性。尽管大多数债权人会较为积极地在人民法院确定的债权申报期限内或重整程序中向管理人申报债权，但未在前述期限内申报债权的债权人在重整计划执行完毕后的一定期限内仍然可以向重整后的企业主张权利，相应的债权得到确认后有权按照重整计划规定的同类债权的清偿方式受偿。因此，投资人在尽调时除关注已申报债权的确认情况外，也需要关注重整企业账面有记载但债权人未申报的债权的规模，以及重整企业账面虽未记载但已知的债权人未申报的债权（例如，债权涉及未决诉讼或仲裁但原告或申请人未申报债权）的规模，在后续重整投资方案设计时需要明确该等未申报债权的处理方式，为该等未申报债权预留相应的偿债资源。

3. **关注重整企业核心资产受限原因和对应处理方案。**重整企业的核心资产往往被抵押或质押用于担保重整企业或其关联主体债务的履行，而因债务逾期重整企业被起诉或被申请强制执行的情况下，其财产也通常被人民法院采取查封、扣押或冻结等保全措施。根据《企业破产法》的规定，人民法院受理破产申请后，有关债务人财产的保全措施应当解除。但针对被抵押、质押的财产，相关担保措施的解除与对应的“有财产担保债权”的清偿相关，通常情况下会在重整计划草案中明确担保措施的解除。此外，不少重整企业也会采用融资租赁的方式进行融资，对应的融资租赁物可能是重整企业生产经营所必需，为此，投资人需要关注融资租赁物的状况以及融资租赁合同的履行情况，以便在重整投资方案中明确融资租赁物的处置方案。
4. **关注当事人均未履行完毕的合同的处理。**《企业破产法》赋予了管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同决定解除或者继续履行的权力。如果当事人均未履行完毕的合同对于重整企业来说是维系其生产、经营所必须的且管理人选择继续履行该等合同的，则重整企业因继续履行该等合同而产生的债务属于共益债务，由债务人财产随时清偿。因此，投资人在对重整企业尽职调查时也需要关注重整企业继续履行的合同类型、合同金额、履行情况，预估共益债务规模。
5. **关注破产费用及共益债务的构成、金额及实际承担主体等。**与常规的企业投资并购不同，破产程序中会产生两种特殊的债务类型，即破产费用和共益债务。根据法律规定，破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿，在重整中通常需要全额清偿。但一般情况下，大额的破产费用和共益债务也需要由投资人的重整投资款项承担。因此，破产费用和共益债务的实际承担主体也会

影响投资人的投资款项金额，在尽调时对此需要予以关注。

6. **关注重整企业的重要业务经营资质对于投资人是否存在特殊要求。**投资人愿意投资陷入困境的重整企业可能是出于对重整企业拥有的某些特殊业务经营资质的兴趣。但部分特殊业务经营资质可能对于持有该资质的企业的股东、实际控制人的外资持股比例、资产规模、存续时长等存在限制，或者法律法规规定持有该资质的企业的股东、实际控制人发生变更时，需要取得相应主管部门的批准，在尽调时需对上述问题进行关注及研究，该问题在管理人反向尽调环节亦会被重点关注。

(三) 制作重整投资方案

重整投资方案系管理人或者债务人制作重整计划草案的基础，因此，重整投资方案需要涵盖重整计划草案的主要内容，通常包括方案前提与假设、重整投资主体、重整交易架构、债权分类及调整、清偿方案、重整投资价款支付安排、经营方案与职工安置方案、重整投资涉及的行政监管和审批事项等组成部分。为便于遴选重整投资人，在部分公开招募投资人的项目中（尤其是一些大型破产项目），管理人可能会制定重整投资方案指引，投资人需按照指引规定的架构和内容制作重整投资方案。投资人在制定重整投资方案的过程中，需重点关注以下事项：

1. 重整模式和投资路径的选择

存续式重整和出售式重整是实践中挽救困境企业普遍采用的两种重整模式。存续式重整，顾名思义，重整完成后债务人主体资格得以存续，债务人原有的具有重整价值的资产和事业依旧由债务人继续持有和经营，重整投资人通过出资人权益调整获得债务人的控股权。在司法实践中，一个企业的重整通常会优先考虑适用存续式重整。因为存续式重整往往有利于保存最多的社会资源，依附于企业外壳的各种市场资源都可以继续发挥创造财富的正能量效应。¹

然而，出于一系列原因（如投资人对债务人历史遗留问题的担忧、投资人仅对债务人的部分业务板块有投资兴趣等），越来越多的大型企业破产重整项目采用了出售式重整的模式。在出售式重整模式下，债务人将具有重整价值的资产和事业转让给重整投资人或其指定主体，并以转让取得的对价、留存资产等清偿其所负债务，债务人在按照重整计划清偿完毕债务并处理完毕留存资产后予以注销。

¹ 《破产法》（第四版），王欣新著，中国人民大学出版社，第338页。

从重整投资人的视角而言，其向管理人提交的重整投资方案中需要明确选择的重整模式和具体的投资路径，两种重整模式存在各自的优势和劣势，如何选择需要结合个案的具体情况进行分析判断。

	存续式重整	出售式重整
优势	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 通常不涉及复杂的资产重组，投资路径相对简单，交易架构搭建过程中产生的税负较低 ◆ 重整完成后债务人主体存续，债务人的经营资质通常可以继续持有 ◆ 若债务人持有的经营性资产（例如子公司股权）对于持有人存在一定要求（如主体设立及存续时间等）的，或者变更持有人将会触发第三方权利或外部批准程序的，则存续式重整可以避免引发前述问题 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 重整投资人通常会新设主体承接债务人的资产和事业，可以避免承担依附于债务人主体资格上的历史遗留问题可能产生的风险 ◆ 重整投资人通常无需承担债务人因债务豁免产生的相应税负 ◆ 若债务人存在账外未申报债权，重整投资人通常无需额外支付投资价款 ◆ 若债务人拥有众多业务板块，而重整投资人仅对其中部分业务板块有投资兴趣的，该模式可以提供相对便捷的投资路径
劣势	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 重整投资人需要承担依附于债务人主体资格上的历史遗留问题可能产生的风险 ◆ 重整完成后债务人因债务豁免可能会产生大额税负 ◆ 若债务人存在账外未申报债权且该等债权人在重整计划规定的期间内主张权利并获得生效裁判支持的，债务人需要按照重整计划规定的同类债权清偿方案进行清偿 ◆ 若债务人拥有众多业务板块，而重整投资人仅对其中部分业务板 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 重整计划执行期内通常需要进行较为复杂的资产重组，导致执行周期较长，交易架构搭建过程中产生的税负较高 ◆ 若债务人本身持有重要的生产经营资质，由于重整完成后债务人注销，该等资质将无法被承继 ◆ 若经营性资产对于持有人存在一定要求的，或者变更持有人将会触发第三方权利或外部批准程序的，则出售式重整需要提前考虑前述问题并予以解决

	存续式重整	出售式重整
	块有投资兴趣的，该模式下债务人需于事前或者事后将其他业务板块予以剥离	

2. 以联合体形式投资需关注的问题

在大型企业破产重整项目中，债务人大额的负债规模决定了对投资人较大的资金投入需求，作为牵头方的产业投资人常常会寻求与若干财务投资人在资金方面的合作。因此，相较于常规的投资并购项目，这些破产重整项目的重整投资主体常现联合体的身影，管理人发布的投资人招募公告中也会明确是否接受两个或者两个以上的投资人以联合体的形式参与重整投资以及联合体牵头方、其他联合体成员各自需要满足的条件。以联合体形式参与重整投资的，投资人除了需在重整投资方案中予以明确外，还需在联合体层面的交易文件中对合作形式、各方权利义务、责任承担等方面进行安排。

实践中，联合体的组织形式以有限合伙企业和有限责任公司居多，相较于有限责任公司，有限合伙的组织形式具有表决机制、利润分配灵活的特点以及税负等方面的优势。但是，鉴于在《公司法》下有限合伙企业不得成为一人有限责任公司的唯一股东²，在没有以股抵债安排或者为原出资人保留权益的情况下，需要引入投资人控制的其他主体持有债务人的少部分权益。

此外，联合体以及重整完成后债务人的控制权认定及治理安排也是实务中各方比较关注的问题。一方面，作为联合体牵头方的产业投资人，其更多关注的是重整完成后能否实际控制债务人，能否对重整后的债务人实现合并财务报表；另一方面，作为联合体其他成员的财务投资人，其更多关注的是在联合体和债务人层面能够享有哪些权益，能否防止产业投资人滥用控制地位损害其投资利益。从促成重整投资交易达成、平衡各类投资人利益的角度出发，为了不影响债务人的控制权认定，财务投资人可考虑仅就联合体及债务人有权决策机构审议的部分重大事项（如公司章程/合伙协议修改，注册资本增加或者减少，合并、分立、解散或者变更组织形式，股权/出资份额转让、出质，联合体转让、质押或者以其他方式处置所持债务人股权，联合体对外担保等）时要求享有一票否决权，且前述一票否决事项应避免涉及年度财务预算、经营计划以及高级管理人员任免及薪酬等事项。财务投资人对于前述事项享有

² 《中华人民共和国公司法》第五十七条第二款规定，本法所称一人有限责任公司，是指只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司。

一票否决权将可能导致联合体和债务人被视为由产业投资人和财务投资人共同控制，从而可能使得其成立联合体并进行重整投资触发经营者集中申报的义务。

(四) 配合管理人的反向尽调

出于对意向投资人履约能力及投资确定性的谨慎考量，重整投资中（尤其是大型破产重整项目）管理人可能会在最终确定重整投资人之前对意向投资人进行反向尽调，要求意向投资人按照管理人要求提交相关材料及说明。一般而言，管理人开展反向尽调关注的重点如下，投资人应积极配合、如实披露：

1. 投资人的基本信息

管理人一般会要求投资人提供或说明公司注册资本、所处行业、主营业务、章程/合伙协议等基本信息及材料，控股股东及实际控制人的基本情况，公司过往在与重整企业相同或相关行业的业绩经验、投资经历及管理团队情况，公司参与本次重整投资的现实考虑，公司如果取得重整企业控制权后的发展规划及实施计划，公司及其控股股东/实际控制人是否存在可能影响本次重整投资的重大处罚、诉讼等负面情况。如果是以联合体形式参与重整投资的，管理人一般重点关注联合体牵头方。在一些涉及特殊行业的项目中，可能还需要投资人披露其是否存在被列入实体企业清单或被制裁的风险。

2. 投资人的出资结构、资质情况

在一些重整项目中，受限于重整企业开展业务所需的特种资质许可、政府主管部门监管要求以及重整企业本身客户/供应商的要求，管理人会对投资人的出资结构、资质等情况进行反向尽调。例如：重整企业持有军工相关资质或涉及军工保密业务，管理人将对投资方（如以联合体形式投资的，联合体组成成员均需纳入考虑）是否具备外资成分、穿透后外资成分占比进行严格审查，并综合考虑投资人参与重整投资是否可能触发在国家国防科技工业局、国家发展改革委、商务部等部门的前置审批或备案手续以及履行该等手续所需时限、获得批准的现实可能性，以及投资人参与重整投资对重整企业维持特殊资质、履行现有业务合同的影响。对于涉及直接或者间接投资金融机构的项目，管理人将核查投资人是否满足监管部门相关规定中对于股东财务状况、业务情况、持有同类金融牌照的参控股子公司情况等方面的要求。

如经过反向尽调，管理人认为投资人参与重整投资对重整企业现有业务资质及客户/供应商的维护、业务合同的继续履行等将产生不利影响，或需要相关主管部门额外审批或豁免相关资质要求从而实质影响重整投资进度，或认为

投资人未能满足相关监管规定或资质要求的，管理人将重点关注投资人是否在重整投资方案中提出切实可行的解决或补救措施。需要注意的是，在多轮竞争的大型重整项目中，上述情况将成为遴选评委会确定最终重整投资人的重要考量因素之一。

3. 投资人的资金来源及资信证明

为确保投资人具备参与重整投资的资金实力，保障出资确定性，并确保重整资金来源的合法合规性，管理人在反向尽调时可能会要求投资人提供征信报告、审计报告、评估报告、预测现金流量表及利润表等能够证明财务状况及资信情况良好的材料。并且，管理人可能会要求投资人说明拟用于本次重整投资的资金来源、融资策略、融资渠道、资源调度计划并提供相应的证明文件，例如自有资金证明、银行融资资金证明、社会融资资金证明等。

4. 投资人所需履行的内部决策

管理人可能关注投资人参与重整投资所需履行的内部决策，包括是否就参与本次重整投资取得必要的内部批准、提交最终重整投资方案及签署重整投资协议所需经历的内部决策流程及时间。在联合体投资的情况下，联合体本身及成员单位的内部决策情况均需向管理人披露。

（五）签署重整投资协议

通常情况下，在债权人会议表决重整计划草案前，管理人会与最终确定的重整投资人签署重整投资协议，以有约束力的协议形式固定重整投资人在重整投资方案及重整计划草案项下的权利义务安排。重整投资协议一经签署并生效后对重整投资人产生约束力，若违反重整投资协议的约定，重整投资人将承担违约责任。较常规投资并购项目中签署的投资协议，重整投资协议有其自身的特点，主要体现在以下方面：

1. 有限的投资人保护条款

基于前文提到的“买者自负”理念以及现状交付的原则，与常规投资并购项目中签署的投资协议不同，管理人通常不会就涉及投资标的以及债务人的相关情况做出任何陈述和保证；债务人的原控股股东、实际控制人在多数情况下自身面临债务危机且因出资人权益调整将丧失对债务人享有的权益，其亦无能力和动力向投资人做出前述陈述和保证。此外，重整投资协议通常不会约定交割后义务、特殊赔偿责任等条款，其约定的违约责任条款主要系针对投资人发生违反出资义务、违反其出具的相关承诺以及单方终止重整投资等情

形。因此，该等交易条款的设计并不足以覆盖投资人参与重整投资面临的风险，该特点亦决定了投资人在重整投资前对债务人进行全面、充分尽职调查的必要性。

2. 投资价款支付条款

重整投资通常涉及的投资金额较大，且重整具有失败的风险，为保护投资人利益、降低投资风险，重整投资协议中可以视与管理人沟通谈判情况，约定重整投资款分期支付，每期均可设置付款需满足的先决条件，常见的付款时点包括重整计划经法院裁定批准且本次重整投资通过国家市场监督管理总局反垄断局经营者集中审查（如涉及）、经营性资产转入投资人指定的资产承接主体的交割手续办理完成等。

需注意的是，在公开招募投资人的重整项目中，投资价款的支付条件亦是遴选评委会衡量投资方案优劣的重要考量因素。在数家投资人提供的偿债资源接近的情况下，简易的支付节点及付款先决条件设置将更能使得投资方案脱颖而出。

3. 投资协议的生效、实施及解除条款

出于投资人权益保护、增加交易确定性之考虑，重整投资协议通常约定协议经各方法定代表人（负责人）或其授权代表签字并加盖公章之日起生效，并将重整计划经法院裁定批准且本次重整投资通过国家市场监督管理总局反垄断局经营者集中审查（如涉及）作为重整投资协议实施的先决条件。

重整投资协议可以考虑约定的解除情形通常包括：（1）经各方协商一致以书面形式解除；（2）重整投资协议签署后超过一定期间，重整计划仍未获法院裁定批准；（3）本次重整投资未能通过国家市场监督管理总局反垄断局经营者集中审查（如涉及）；（4）债务人不执行或者不能执行重整计划且无修正案的；（5）法院宣告债务人破产；（6）一方违反重整投资协议约定（包括违反协议项下陈述、保证条款）致使不能实现协议目的；（7）因不可抗力致使不能实现协议目的；（8）相关法律、法规、规范性文件规定的其他情形。重整投资协议解除后，不影响守约方要求违约方赔偿损失的权利。

（六）重整投资中其他需关注事项

1. 关注沟通的重要性

投资人在重整程序中应注重与管理人、管理人聘请的破产审计及评估机构（如果管理人允许投资人直接沟通的话，一般情况下投资人需要在管理人陪

同下与其聘请的中介机构进行沟通)、债委会及主要债权人、职工代表、方案可能涉及的各个政府监管部门、法院、债务人原出资人等进行持续、充分的沟通。

保持沟通能够帮助投资人更好地了解重整程序进度（在多层竞争的大型项目中尤为重要）、债权人及职工的核心诉求、债务人原出资人的诉求、各主管部门的监管口径（对于投资涉及特殊资质或业务领域的企业，相关主管部门的监管口径显得尤为重要）等，该等沟通结果将直接影响重整投资方案的设计思路，“对症下药”方能提升重整投资方案被认可的可能性及现实可操作性。

2. 关注重整中的维稳风险

如果项目涉及职工集资债权、P2P 债权、人数众多的中小购房者债权等，投资人在方案设计时还要关注维稳风险，有针对性地设计债务调整及清偿方案，以确保重整方案能平稳解决该等涉众、敏感债权。

三、结语

投资人通过重整程序收购困境企业系近年来较为常见的特殊机会投资方式，投资人在该等交易中可以以更低的成本获得相对优质的资产，且可以通过司法程序在一定程度上保障交易的安全性及高效性，困境企业也可通过重整程序摆脱沉重债务负担，发挥财产价值，重新焕发生机。但投资重整企业本身也存在较多风险及问题，投资人在投资时需擦亮眼睛，全面、审慎考虑，以最大限度降低风险、保障交易安全及收益、实现各方共赢的交易目标。