



特殊机会投资市场观察报告之 掘金中国司法重整投资机会



普华永道



前言

随着中国破产法律法规及配套制度的日益健全，司法重整程序作为保障重整投资人合法权益的有效法律机制，其积极作用已被社会广泛认识。司法重整程序也逐渐成为解决困境企业的历史遗留问题、失衡的巨额债务、或有负债等的一种重要工具。得益于国家有关部门和最高人民法院的支持，近年来更多的利益相关方选择通过司法重整程序来挽救困境企业，使具有重整价值的企业得以继续发挥其应有的社会价值，司法重整案件的数量呈现出井喷式增长。而这也为关注司法重整投资领域的投资人提供了更多可供选择的标的和参与机会，从整体上带动了以司法程序为牵引的重整投资热度。对于投资人而言，参与复杂的重整投资，往往是机会与挑战并存。本观察报告从中国司法重整市场总体发展趋势出发，通过总结普华永道历史项目经验中的共性问题，以重整投资人财务顾问的视角浅谈重整投资机会及投资人面临的主要挑战及应对思路。



目录

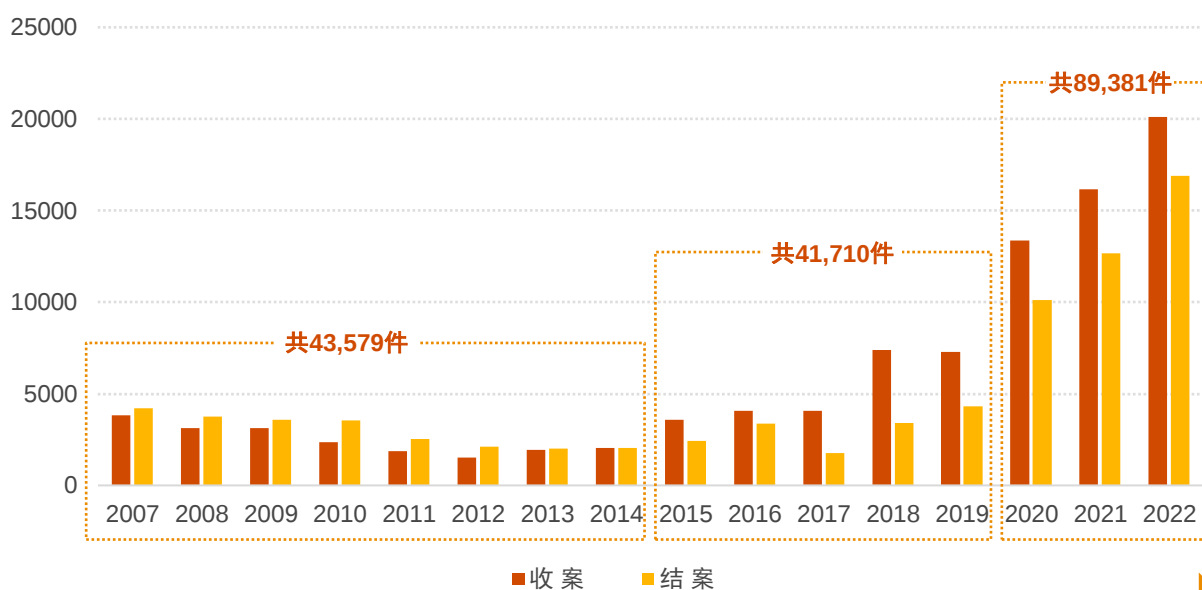
前言	1
目录	2
一、中国司法重整市场概览与投资机会	3
1. 破产类案件整体发展趋势概览	3
2. 上市公司重整发展趋势概览	5
3. 终止上市或暂停上市企业 - 通过重整得以重生	14
二、重整投资人面临的挑战	15
挑战一：项目总体管理	16
挑战二：与利益相关方的谈判博弈	18
挑战三：重整投资中财务尽职调查的特殊考量	19
挑战四：重整投资中税务方面的特殊考量	20
挑战五：重整交易方案的设计	21
挑战六：投后整合及业绩提升	24
三、结语	25

一、中国司法重整市场概览与投资机会

1. 破产类案件整体发展趋势概览

受益于企业破产相关立法及配套政策支持的日益完善，2020年至2022年全国破产案件数大幅超越历史期间，且呈现快速增长态势。

2007-2022年中国破产案件总体数据



数据来源：《〈破产法评论（第二卷）〉李曙光著》、中华人民共和国最高人民法院公报、普华永道整理分析



自现行《中华人民共和国企业破产法》（以下简称“《企业破产法》”）于2007年6月1日起施行后，2007年至2022年我国破产案件数量呈现三个阶段的变化：

（1）持续下降阶段（2007年至2014年）

2007年至2014年期间中国经济总量仍处于高速增长、不断攀升的阶段，而且社会对破产制度功能的认识不足且重视不够、破产相关配套制度尚不完善、社会资金及金融机构参与司法重整的程度较低、专业化团队缺乏等原因，全国破产案件数量出现不增反降的现象。出险企业也出于各种内外部原因选择避免破产，拖延企业问题，使得企业问题越来越复杂以及解决问题的难度越来越大，获取资金的成本飙升，陷入滚雪球似的债务恶性循环，直至失去挽救的价值。

（2）稳步增长阶段（2015年至2019年）

随着国家供给侧结构性改革政策的提出及持续深化，破产程序的实施环境相较前一阶段发生了变化。相关法律法规和制度的完善与建设，较大地提升了破产程序的效率和价值，为破产程序的后续快速发展夯实了基础。

为充分发挥《企业破产法》健全市场经济体制的作用，最高人民法院出台了多项措施，包括陆续制定了相关司法解释和司法政策性文件、积极推动了破产审判庭与破产法庭的建设、推出了“全国企业破产重整案件信息平台”等。国家有关部门也制定了相关的政策文件完善破产程序的配套制度，包括国家发展改革委、财政部、国资委、税务总局、市场监管总局、证监会、银保监会、人民银行等部门。

（3）快速增长阶段（2020年至2022年）

近年来，破产领域开始频繁地出现具有全国影响力的标志性案件，引起了社会的广泛关注和讨论，也引发了大众对破产程序的重新认知，越来越多的人对于破产不再是排斥的态度。同时，大型的破产案件也吸引了市场化的专业团队进入该领域深耕，提供各类中介服务。根据全国人民代表大会常务委员会执法检查组于2021年8月18日的“关于检查《中华人民共和国企业破产法》实施情况的报告”显示：

- 全国28家高级人民法院和284家中级人民法院编制了破产管理人名册，共纳入机构管理人5060家、个人管理人703人，各地成立了131家破产管理人协会；
- 全国设立了14个破产法庭、近100个清算与破产审判庭以及专门的合议庭。

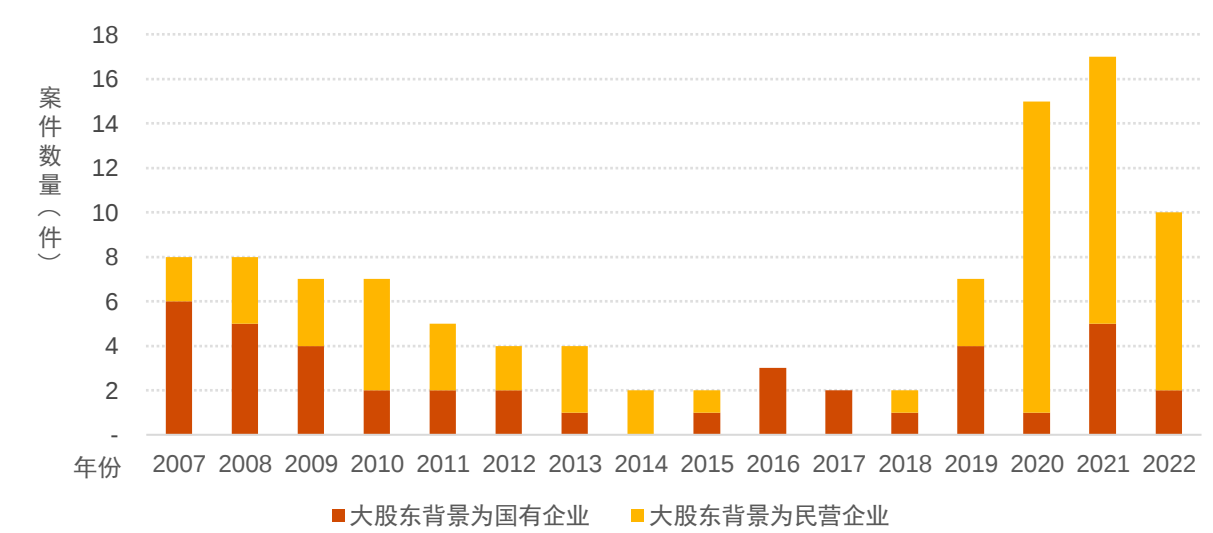
为全面提升营商环境，中央密集出台企业破产程序相关政策。以发改委、最高院等13部委于2021年联合印发《关于推动和保障管理人在破产程序中依法履职进一步优化营商环境的意见》（发改财金规〔2021〕274号）为例，该意见从优化注销变更制度、金融机构参与支持、便利破产涉税事务等方面全方位助力破产企业及管理解决企业破产程序中面临的诸多问题。其中，在便利破产企业涉税事务处理方面，意见明确指出财政部、税务总局应支持企业纳税信用修复、落实重整与和解中的所得税税前扣除政策，重整企业及相关投资人均可受益受惠。



2. 上市公司重整发展趋势概览

近年来，司法重整（以下简称“重整”或“破产重整”）作为一种企业风险出清和盘活的重要工具与资本市场的结合受到社会的广泛关注。上市公司重整投资也迅速成为传统特殊机会投资机构的新颖投资策略，同时也吸引了一部分行业头部企业和其他业务协同的金融机构的高度重视。上市公司破产重整案件的信息相较于非上市公司破产重整案件的信息更为公开，且截至2022年末的案件信息相较于2023年较为完整，因此普华永道选取2007年至2022年为分析期间以及上海证券交易所和深圳证券交易所公开发行的股票的上市公司为分析样本，分析国内上市公司重整的总体趋势，并探讨投资人视角下趋势背后的主要动因和发现，希望以此激发投资人对重整整体市场的思考。但也提请投资人注意，上市公司重整在很多细节上与非上市公司重整有较大不同。

上市公司重整破产案件每年受理数量及大股东背景情况

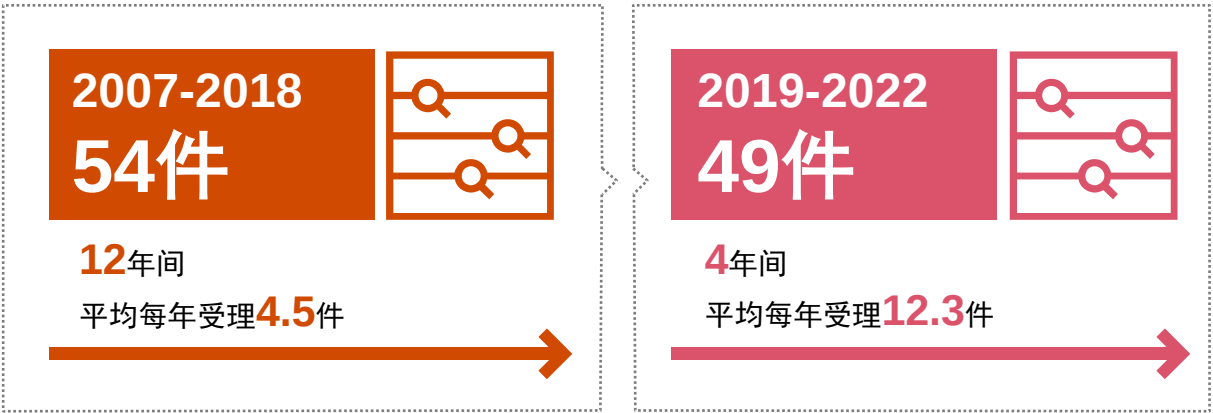


数据来源：上市公司公告及普华永道分析

据普华永道统计，自2007年现行《企业破产法》实施以来至2022年末，上市公司破产重整案件受理数共计达103件。上市公司破产重整案件受理的趋势与第一部分提及的“破产类案件整体发展趋势”大体一致，但个别年份呈现出较为不一致的情况。比如上市公司破产重整案件数量从2019年开始迅速增长，而2019年往前5年，每年的受理数量非常平稳，并未出现明显的增长情况。这可能是由于二级市场的特殊属性、重整案件受理的难度与监管环境差异导致过渡期的存在。同时，普华永道观察到，2022年的案件数量出现明显滑坡的情况，可能一定程度受到2022年的“退市潮”影响。虽然严格的退市新规让不少本意向通过重整程序“保壳”的上市公司不得不面对退市的结局，但从另一个角度来说，被裁定受理重整的上市公司质量可能也会因退市新规的出台而有所提升。

由于本轮上市公司重整的热潮始于2019年，普华永道在“上市公司重整趋势概览”后续的部分主要以2019年为分界线进行趋势分析。

(1) 本轮上市公司重整案件呈现爆发式增长，可供重整投资人选择的标的较多。



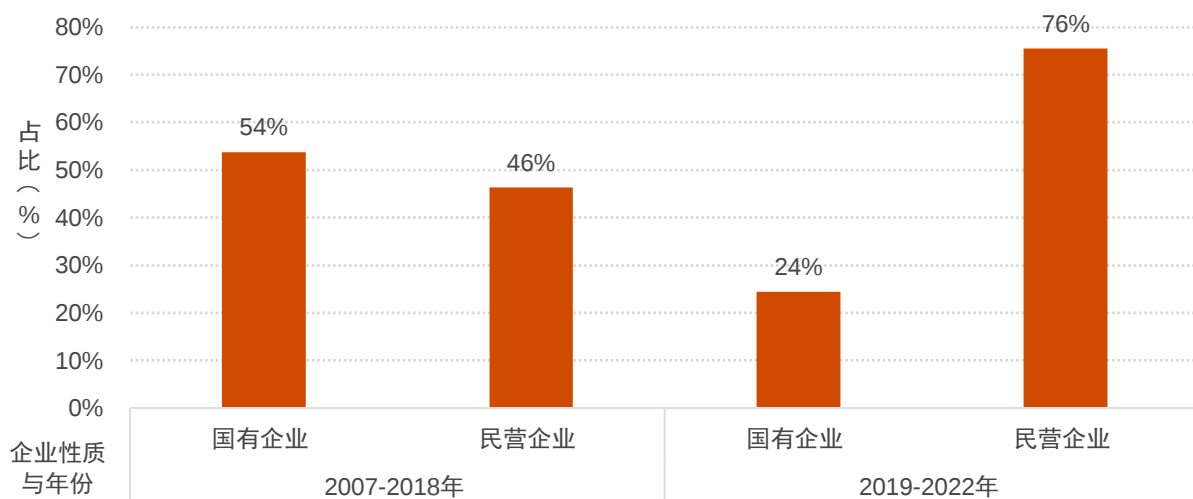
数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2019年至2022年4年间的上市公司破产重整案件数量达49件，几乎接近2007年至2018年12年间的上市公司破产重整案件的数量54件；而从年度平均案件数量来看，2019年至2022年期间的年度平均案件数量为2007年至2018年期间的2.7倍。



(2) 本轮上市公司重整热潮中，重整投资人的机会更多为通过重整程序实现对大股东背景为民营企业的上市公司进行投资和并购。

被裁定受理重整的上市公司企业性质统计

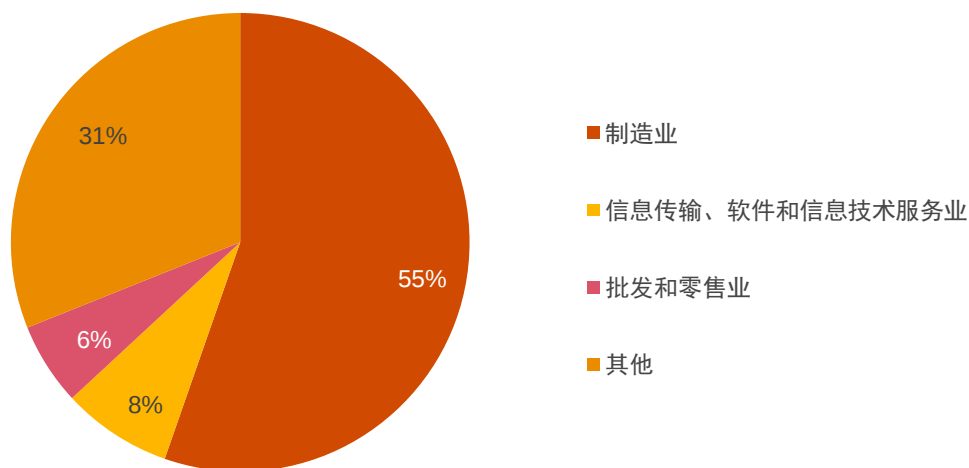


数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2007年至2018年期间被受理重整的上市公司的大股东背景为民营企业的案件占比与大股东背景为国有企业的案件占比几乎一致，但普华永道发现，2019年至2022年期间，民营企业为大股东的案件数量占比达到了76%，而国有企业为大股东的案件数量占比仅约为24%。

(3) 历史数据显示，通过重整来实现对制造业的上市公司的投资和并购的机会较多。从单个案件平均资产规模来看，批发和零售业后来居上，增幅最大。

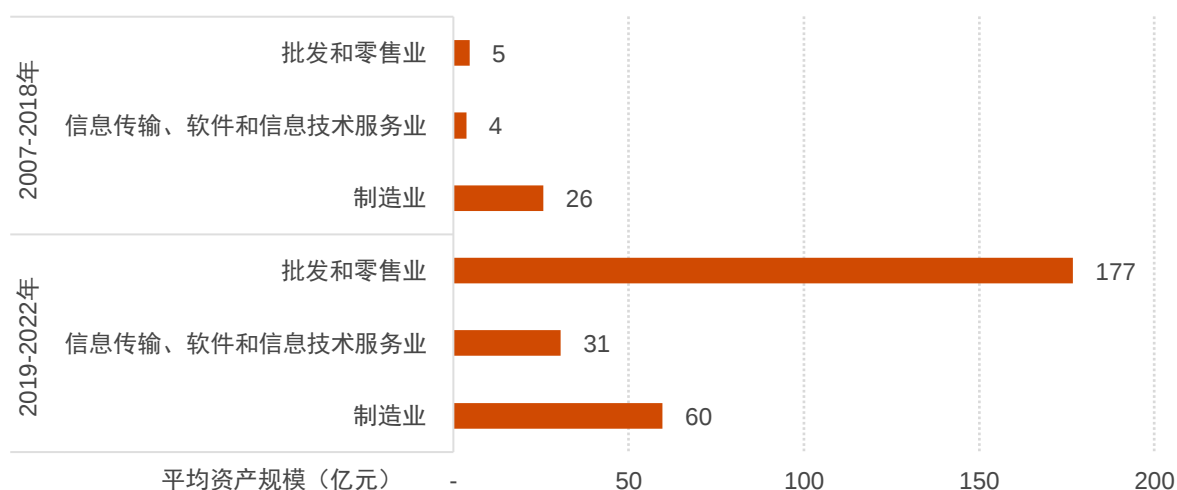
2007-2022年被裁定受理重整的上市公司所属行业占比



数据来源：上市公司公告、Wind及普华永道分析



前三大行业单个案件被裁定受理重整时的平均资产规模

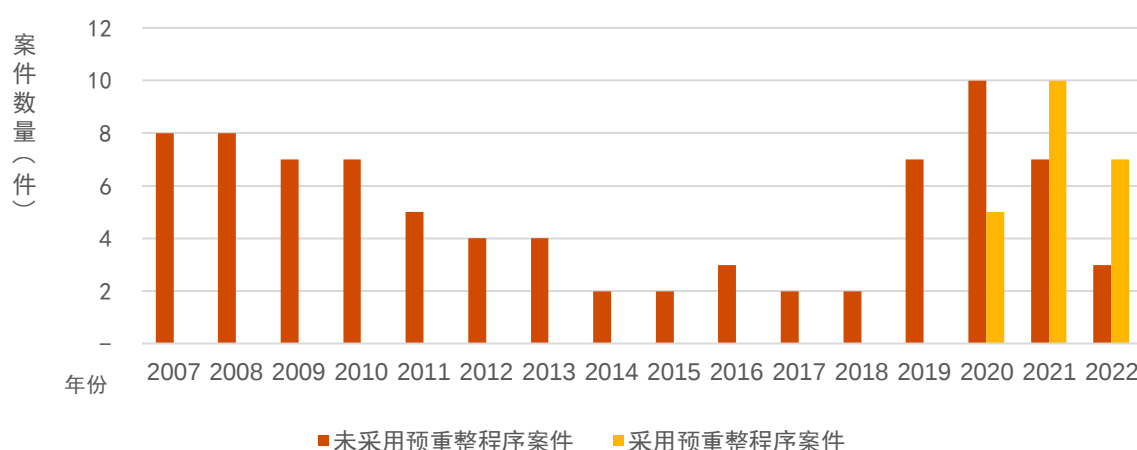


数据来源：上市公司公告及普华永道分析

普华永道以证监会对行业的分类为标准对被重整的上市公司进行分析，发现被重整上市公司所在的主要行业在2019年至2022年期间与2007年至2018年期间差异不大，整体上有71家来自于制造业、信息服务业、批发和零售业。其中，制造业占比最高，达被重整上市公司整体数量的55%。结合被受理重整当年末的资产规模来看，以上三个主要行业的单个案件平均资产规模在2007年至2018年期间和2019年至2022年期间出现了明显的差异。2007年至2018年期间制造业的单个案件平均资产规模为三个行业中最高，约为26亿元，大幅领先其余两个行业；而在2019年至2022年期间，三个行业的单个案件平均资产规模均大幅增加，其中批发和零售业的增幅最大，并大幅抛离其余两个行业，以单个案件平均资产规模177亿元攀升至三个行业之首。

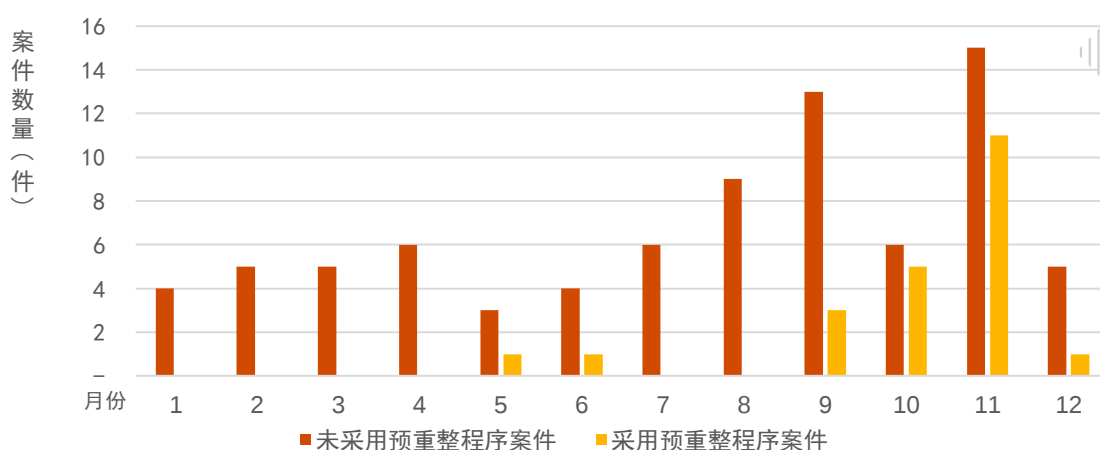
(4) 自2019年开始出现第一家A股上市公司被受理预重整开始（该公司于2020年被受理重整），通过预重整程序来启动重整程序案例的比例逐年激增，也意味着重整投资人需要更早介入项目来获得主动权。

2007-2022年被裁定受理上市公司重整案件数量按年统计



数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2007-2022年被裁定受理上市公司重整案件数量按月统计



数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2020年至2022年期间通过预重整程序成功启动重整程序案例数量合计达22件，占该期间总体案例比例的52%。从2022年单年数据来看，通过预重整程序成功启动重整程序的案例比例高达70%。同时，普华永道发现，约64%的此类案例的预重整程序受理时间均在重整程序开始前4至10个月，而每年被裁定受理重整案件的时间集中于当年的9月至11月。综合上述来看，若重整投资人希望在目标项目被裁定受理预重整前后介入项目，则须在目标项目预期完成重整程序或濒临退市当年年初或前一年下半年开始采取行动。



（5）本轮上市公司重整的效率明显高于以前年度。

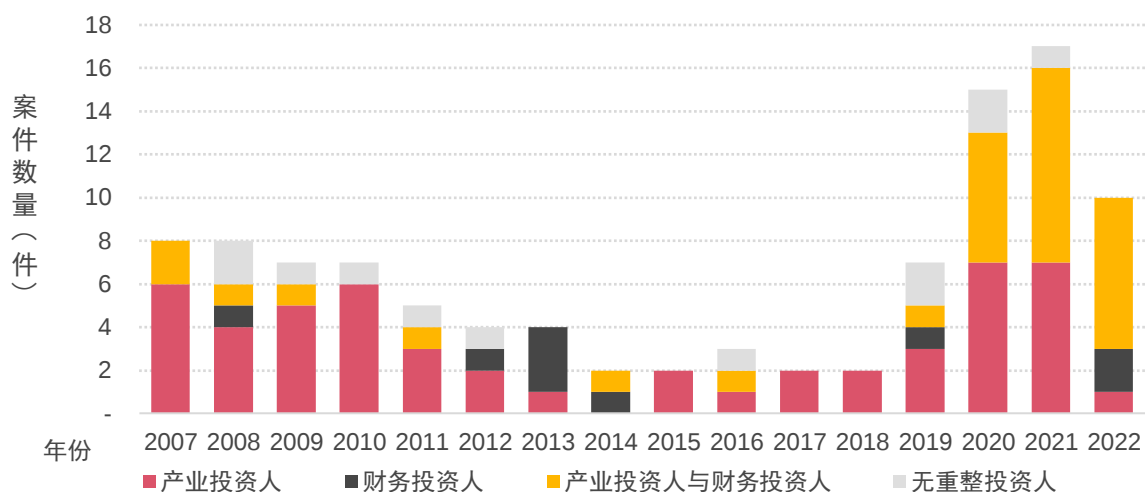
2007年至2018年的案件平均重整期（即“裁定受理重整至裁定通过重整计划的期间”）约为150天，而2019年至2022年的案件平均重整期约为100天。尤其是2022年的上市公司破产重整案件平均重整期仅为45天，充分体现了以破产法相关制度建设、配套政策支持落地效果良好，重整程序效率持续提升，为重整投资人创造了有利的投资环境。上市公司重整效率的提高也得益于预重整制度的建设和运用，原本属于正式重整程序的一部分工作前置到预重整程序中完成。同时，随着退市制度趋严，上市公司需要在被受理重整当年完成重整计划的表决通过，利益相关方迫于“保壳”压力须在短期内完成博弈。

结合上述对预重整程序、每月重整案件情况以及重整效率的分析，重整投资人可以预期其从跟踪到完成对一家上市公司的重整投资，需要长达一年左右的时间。若重整投资人资金准备相对充裕，则也可视情况在重整投资人招募期后再重点介入，但此时必不可少的需要聘用一支具有丰富重整项目经验的综合性顾问团队来增加该项目投资并购的成功率。



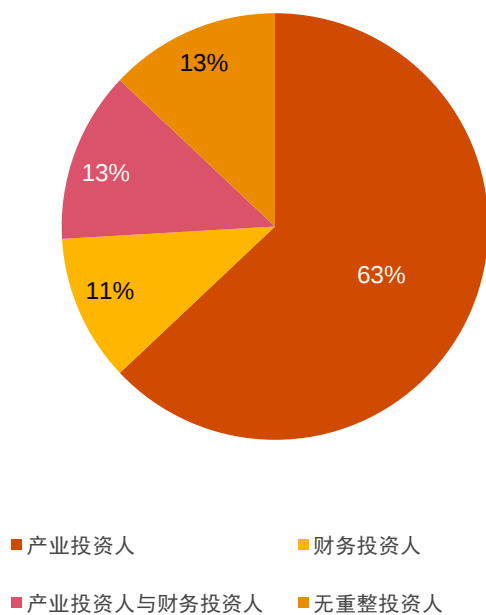
(6) 本轮上市公司重整投资的热潮中，重整投资人更倾向于以产业投资人与财务投资人联合体的方式参与。

2007-2022年重整投资人参与形式变化趋势



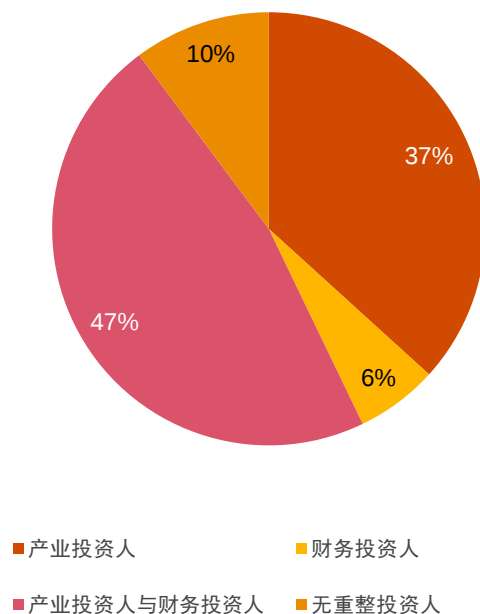
数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2007-2018年重整投资人参与的形式



数据来源：上市公司公告及普华永道分析

2019-2022年重整投资人参与的形式



数据来源：上市公司公告及普华永道分析

普华永道发现，2019年至2022年的上市公司破产重整案例中，47%的重整投资人是以产业投资人与财务投资人组成的联合体的形式共同完成投资；而在2007年至2018年期间，该比例仅为13%。仅有纯产业投资人参与的案例比例在2007年至2018年期间达到了63%，而到2019年至2022年期间，该比例下降至37%。出现这个现象的主要原因是本轮上市公司重整的重整投资人面临的案件更为复杂、竞争更为激烈，而且重整投资与并购这个策略也逐渐受到嗅觉敏锐的民营资本、一部分金融机构和资产管理公司等财务投资人的关注，他们愿意提供便利资金与产业投资人共同参与该类项目投资。作为产业投资人，借助财务投资人提供的资源和赋能，亦有利于其提高获得目标项目的成功率。



**(7) 本轮上市公司重整投资的热潮中，
资产管理公司直接作为重整投资人的
案例迅速增加，逐渐成为核心的重整
投资力量。**

普华永道根据整理的公开信息留意到，2007年至2018年长达12年间，资产管理公司为背景的重整投资人仅在2件案例中于重整期间作为投资人直接参与上市公司重整，可能由于资产管理公司的传统投资策略是以收购债权的方式为主，从而以债权人的方式间接参与上市公司的重整投资，或者以债转股股东的身份推动重整程序。而在2019年至2022年的4年间，资产管理公司以财务投资人的身份直接参与上市公司重整投资的案例已有11件，呈现迅猛增长的趋势。2019年以来，金融行业改革持续深化，监管持续引导金融机构回归本源、专注主业，五大资产管理公司积极主动寻找新的主业投资策略。2022年5月，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以及国有资本投资、运营公司等参与盘活存量资产。普华永道也关注到一些大型的非上市公司重整案件中出现了资产管理公司主动直接参与投资的活跃身影，资产管理公司在重整投资领域的策略也日趋多元化和复杂化，于重整程序的不同阶段以不同的身份和投资结构参与投资。然而，单就上市公司重整来说，由于减持规则以及标的体量的限制，一般而言，大型资产管理公司对其他上市公司财务投资人的冲击有限，但获取财务投资份额的话语权更高。普华永道预计，随着监管政策的引导和重整投资市场的持续活跃，资产管理公司对重整企业的投资的关注力度将进一步提高。





3. 终止上市或暂停上市企业 - 通过重整得以重生

目前市场上关于上市公司重整的研究大多关注重点在于重整程序、重整方案、重整时间、重整管理人、债务清偿及重整效果等内容，而对于一些特殊状态公司的重整关注较少。实践中，特殊机会投资市场和生态日趋完善，重整程序在一些特殊状态公司上的运用也逐渐成熟，市场对企业价值保留的应用覆盖范围也更加丰富起来。

普华永道通过研究梳理上市公司重整案例，发现部分上市公司陷入困境后由于多种原因未能在“保持正常上市地位”的时间段内完成重整，从而导致陷入暂停上市、终止上市的境地。但这些公司后续不懈努力，通过重整恢复了持续经营能力，并以向证券交易所申请恢复上市、重新上市等方式再一次回归资本市场，实现了重生。

普华永道分析了近十多年来暂停上市后通过重整恢复上市，及终止上市后再通过重整重新上市共9个案例发现，其中重整后恢复上市的公司有6家，重整后重新上市的公司有3家。**终止上市或暂停上市企业的案例中，原大股东背景为国有控股公司的案例通过重整得以重生的比例相对较多，而原大股东背景为民营控股公司的案例均需要完成更换实际控制人以及通过向公司注入新的资产才能在重整后得以重生。**普华永道注意到，上述9个案例中，有6家公司的原大股东为国有控股公司，在重整过程中均未发生实际控制权的变更，其中仅有1家公司获得了新的资产注入，但该新的投资人仍隶属于原国有背景实际控制人；剩余3家公司的大股东为民营控股公司，在重整过程中均发生了实际控制权变更，且新的投资人均为民营（含自然人），均向重整后的公司注入了新的资产。

终止上市后通过重整重新上市相较暂停上市后通过重整恢复上市的难度更大。顺利的情况下，能在4至5年内完成重新上市已属不易。主要是由于退市公司重整上市的监管制度和《上市规则》近十年来发生了多次修订，使得退市公司重新上市门槛显著提高。同时，自2020年3月新《中华人民共和国证券法》正式生效施行以来，市场出清力度加大，“暂停上市”也逐渐退出了历史舞台，“暂停上市”被取消后直接并入“终止上市”，未来市场需要面对越来越多“终止上市”的情形。重整程序可作为对上述具有特殊价值公司基本面调整的有力工具，解决一些特定或者历史遗留问题，使其存在重新出发，甚至实现重新上市的可能性。

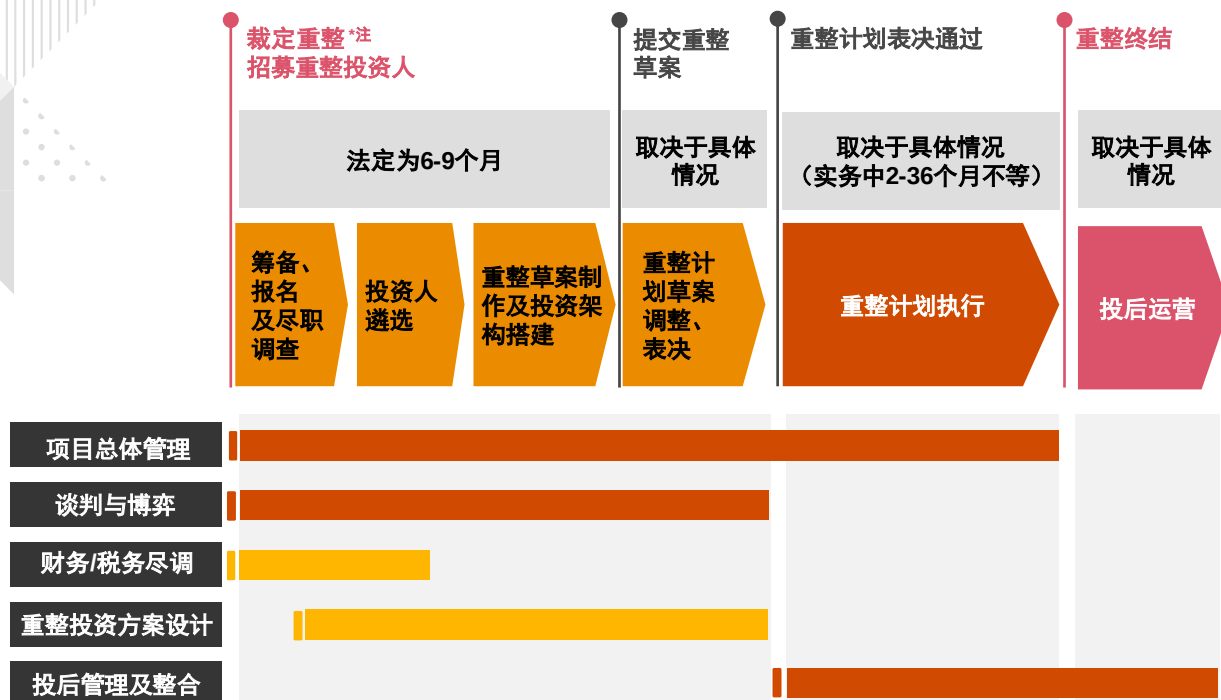
二、重整投资人面临的挑战

重整投资的机会伴随着显著的风险与挑战，重整投资人在面对心仪项目时，却困于重整项目的特殊风险与挑战而迟疑不前。一方面，大部分的投资人对于重整投资相当陌生，而重整投资本身也涉及司法及监管的约束，其复杂程度和落地难度超过一般的并购交易项目。因此，不论是从投资流程上来说，还是从尽职调查、价值评估、风险控制、交易结构与税务优化等方面来说，绝大部分未曾完整实际操作过重整投资的投资人均面临了无从下手的窘境，甚至困扰于如何选择中介机构以及如何确定中介机构的服务范围，在整个交易的一开始就暴露于认知不对称与信息不对称的风险中。另一方面，重整投资市场的高速发展所带来的新挑战，比如愈来愈激烈的投资人之间的竞争、具有地区差异化的重整投资人遴选流程、利益相关方角色与筹码的转变等，这些新的变化与挑战甚至让一部分有经验的重整投资人陷入经验主义的陷阱中，而错失已付出大量努力的优质项目。

普华永道认为，重整投资市场竞争加剧的趋势下，重整投资人需要通过对投资过程中的精细化管理，以及科学的投后整合管理与资源匹配，来应对重整投资中的挑战，以真正实现被投标的困境反转、盘活的效果。

普华永道企业重整服务团队通过总结过往的重整投资财务顾问项目、破产管理人项目、重整企业的债权人财务顾问项目的经验，归纳总结了常见重整投资人面临的主要挑战如下图：

2007-2022年重整投资人参与形式变化趋势



注：上图仅示意性展示重整的一般流程，实践中若涉及预重整程序，则会在进入重整程序前完成投资人遴选。部分投资人也可能会选择在进入预重整/重整前开展尽调或财务摸底工作，时间表亦会因受到诸多不确定因素影响而面临延长/调整。

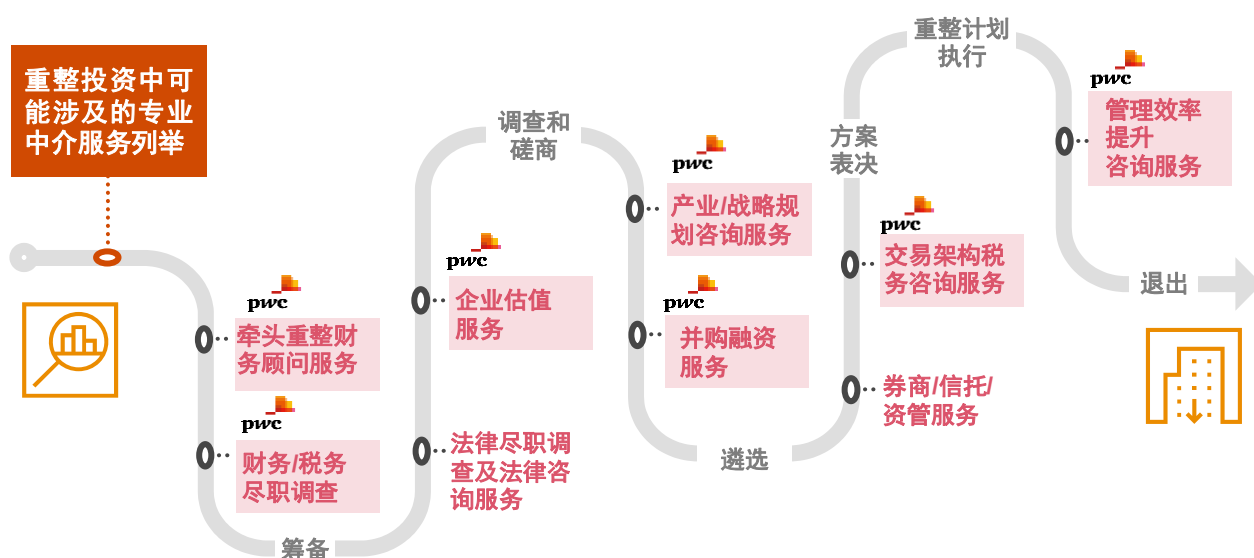
挑战一：项目总体管理

重整投资往往具有项目周期长、各环节推进节奏松紧不一、程序受限、流程复杂、利益相关方众多等特点，这对重整投资人的项目管理能力和关键节点的把握能力构成重大挑战。

▶ 难以根据项目特点判断其所需要的中介团队服务内容；同时，需要管理较多中介团队，一定程度上会分散重整投资人的精力，从而影响其对自身关注核心事项的判断。

由于重整项目之间差异较大，若无大量的重整案例实操经验，过往零星的重整投资经验难以复制应用。近年重整投资环境的迅速发展和优化，重整投资经验丰富的产业资本也有可能陷入经验主义的陷阱，未能及时调整适应市场的策略而错失优质的重整标的。项目成功的关键在于选对合适的各类中介机构团队，并协调好各中介之间的深度合作才能帮助重整投资人穿透云雾，识别清楚重整企业的核心价值以及财务、税务、法律、合规、经营等方面的重大风险，并在重整投资方案中进行充分的考量和安排。以下为可供重整投资人选择的常见专业服务类型：

重整投资咨询中涉及的中介机构服务



重整投资与并购策略对绝大部分投资人来说还是一种比较陌生的策略，导致这部分投资人并不了解各类专业服务在重整程序中的具体服务内容、作用及必要性，可能会出现专业服务内容与项目实际情况不匹配的情形，从而增加投资人的投资成本和时间成本。此外，在中大型重整项目中，一般都会涉及多个中介顾问团队之间的合作，而团队之间的磨合与协调将直接影响工作成果和项目的顺利落地。对各顾问团队的管理需要重整投资人付出较多的时间与关注，重整投资人团队可能会因此造成精力分散，无法聚焦于投资价值发现与投资决策准备工作。并且，若存在一部分专业服务的缺失，必然也意味着一些重整项目特殊的重大风险未能在投资前识别。

► 受诸多难以预估的外部因素影响，项目可能延宕反复。

通常而言，重整项目须在司法程序和案件实际要求的时间框架下进行。然而，实践中，重整项目可能会因重整计划草案的调整而延期。若是预重整和清算转重整的项目，则导致延期的因素会更多，比如投资人招募情况不理想、关键利益相关方诉求无法契合或发生重大变化、投资人遴选的标准存在地区差异并反复变化等情况。这些外部因素将导致项目时间表存在较高不确定性，极大地考验了投资人的耐性、调整能力和应对能力。

► 囿于交付物的种类、对手方的复杂构成及时间约束，投资人面临多重压力。

以书面形式准备内部投决所需材料以及向外部利益相关方交付的各项方案、论证/分析报告是重整投资中最重要的底层支撑工作之一。通常而言，重整投资团队的内外部交付物主要包括财务尽职调查报告、税务尽职调查报告、法律尽职调查报告、重整交易路径分析、交易路径税务优化方案、投资可行性研究报告、重整投资方案、未来产业运营方案、融资方案等。国资背景投资人的内部审批程序往往更为严格，一般需要额外出具审计报告和评估报告等常规必要文件。对于交付物不同的使用场景，重整投资人需要有针对性的考量。同时在不同的阶段和情境下，对外信息披露的程度也有所不同，需要避免产生不必要的冲突或使得自身在竞争中处于不利地位。重整投资人团队在某些攻坚阶段往往超负荷运作，容错率较低。

普华永道建议，重整投资人，特别是产业投资人，在有相对明确的意向重整标的以后，聘用一支具备综合服务能力与重整项目管理经验的专业顾问团队负责牵头，来协调、对接各中介机构及梳理其工作成果。同时，应基于项目的实际情况，制定具备一定灵活度的项目时间表/行动计划，既要确保项目能在司法程序和管理人要求的时间框架内有序推进，又要预留一定的灵活度应对突发事件，还要在恰当的时间引入对口的专业服务，及时完成相关报告和方案的交付。





挑战二：与利益相关方的谈判博弈

中大型的重整项目往往牵涉较多利益相关方，需要面对激烈的谈判与博弈过程。主要的利益相关方包括法院、地方政府、税务局、管理人、债权人、债务人的管理层及股东、职工、投资竞合方等。债务人的原控股股东可能要求保留其一定股比（甚至实际控制人地位）；地方政府有产业方面的要求和规划；债权人对于清偿率以及清偿方式有一定的要求；若重整企业为上市公司或新三板公司/两网及退市公司等非上市公众公司，还需要接受证监会的监管。此外，随着资产管理公司在重整项目上的参与程度越来越高，也越来越活跃，其特殊的业务属性，使其在重整项目里的身份也变得多样和复杂。然而，这些利益相关方的博弈点，不仅仅是与重整投资人一一对应或对立的，也包括其与其他利益相关方之间的利益考量。因此，重整投资人如何利用和化解众多博弈点、如何与各利益相关方进行合作也会直接影响到项目的成败以及项目推进进度。

► 利益相关方众多，诉求不一致，如何在谈判角力中占据主动是重整投资人需要面对的难点。

由于利益相关方的目标不尽相同，甚至是冲突的，重整投资方案往往是多方谈判博弈的结果。重整投资人需要基于自身或顾问团队对重整程序的理解、与重整项目中不同利益相关方交手的经验以及对各利益相关方内部关于目标项目的看法或处理方式的了解，在重整程序的不同阶段掌握主动权，从而增加被遴选为重整投资人和重整计划草案获得表决通过的成功率。特别地，重整方案的制定需要持续与管理人、债权人沟通谈判，且债权人往往“人数众多、各执己见”，且其心态和诉求亦会在项目不同阶段发生变化，加剧了谈判的难度，投资人需要在分别了解不同债权人的诉求后，灵活使用有针对性的谈判策略，且不同策略所对应的投资成本上的差异，也需要通过量化分析清晰呈现，以便投资人决策。

► 各利益相关方对项目的认知错位，加剧谈判的摩擦。

重整谈判中投资人经常面临由于各方对于债务人情况的认知不统一而带来的挑战。实践中，重整投资人通过聘用专业的顾问团队执行了详细的尽职调查程序，对重整企业有较为充分的了解，但债权人、地方法院及政府部门、投资合作方等利益相关方可能因其工作侧重点不同而未获取或关注到同等程度的信息，从而忽略了债务人蕴含的重大风险（特别是财务、税务和法律方面的风险），导致进行了详尽尽职调查的重整投资人在谈判中提供的资源与对手方的预期存在落差，加剧谈判的阻力，最终导致重整程序难以推进。破产管理人专业素质的提高能够减少上述摩擦，这也是为何近年来在大型重整案件中，出现较多不同领域的专业顾问作为联合管理人或清算组成员的原因。

■ 普华永道建议，重整投资人应根据谈判对手方的组成和特点，提前识别关键对手方的核心诉求，有针对性地制定谈判策略和顺序。普华永道以其与债权人合作/谈判的丰富经验，可协助投资人以不同债权人的利益考量为出发点，分类制定谈判策略工具箱和投资成本量化分析，并根据项目推进及谈判情况灵活调整，以最大程度保障重整方案的表决通过。此外，建议与管理人、债权人等利益相关方建立常规的沟通机制，有的放矢地分享尽职调查发现，既有利于期望值管理，亦可减少不必要的冲突和资源浪费。

挑战三：重整投资中财务尽职调查的特殊考量

重整投资中财务尽职调查与常规并购交易尽职调查的关注点与可获取的数据及资料存在较大差异。通常而言，常规并购交易财务尽职调查的目标项目是一个经营活动处于正常状态的公司，尽职调查的重点关注领域包括公司经营模式、盈利质量、运营效率、收入成本费用的趋势及对应的驱动因素等。但重整投资交易中，目标项目为困境企业，这类企业往往存在诸如已较长时间处于经营停滞或非正常经营状态、内控制度缺失、公司治理失效等情况。因此，由于重整项目近年的常规财务数据可能已不具备参考意义，投资人难以基于近期常规的历史数据评价重整企业的真实经营价值，常规并购交易尽职调查工具已难以满足投资人的需求。另外，虽然重整程序中的标的企业由法院指定的管理人接管，但重整程序中管理人职责繁杂且时间表紧凑，加之重整企业往往存在账册遗失、管理混乱等情况，均使得管理人难以在接管企业后快速了解企业全貌。在程序中执行的工作和产生的专业交付物往往难以全面满足投资人的需求。

普华永道建议，重整投资人在财务尽职调查工作中，应当重点关注重整企业的“当下”与“未来”，即企业目前的资产负债状况、基于现有核心资产生产能力的经营预测、重大风险敞口以及其他可能导致重整失败的实质性障碍等，以及参与重整投资后，困境企业在重整投资人资本或产业赋能下，扭转经营局面的路线图及可行性。而对于历史经营数据的考量，可能需要视具体情况来选择合适的、可执行的审阅期间。





挑战四：重整投资中税务方面的特殊考量

重整投资方案的设计不可“坐而论道”，在未充分考量税务风险的情况下，投资落地和方案执行将面临重大阻碍。重整投资人若未能在投前充分识别重整相关的重大税务风险，在投后欲进行补救时，往往为时已晚。

- **债务重组产生的税务风险：**重整过程中较为重要且被广泛关注的风险是因债务豁免等形成的债务重组收益而产生的企业所得税，特别是债权清偿方案涉及到股权清偿的情况。重整企业原则上无法实现向债权人定向转股，因此该操作可能被税务机关认为发生多步交易，从而导致重整企业产生税务负担。
- **重整投资人投资成本认定产生的税务风险：**重整投资人自身面临的主要税务风险是由于出资人权益调整方案导致的，在重整方案中的相关描述和实际执行步骤存在瑕疵的情况下，会对重整企业产生较大税务负担。
- **重整企业自身税务风险：**重整企业因历史上不规范的税务处理导致的遗留税务风险。
- **重组产生的税务风险：**重整方案中的股权和资产重组安排导致的交易税务负担。

普华永道建议，由于重整交易的税务问题较为复杂，仅通过常规的税务尽职调查厘清债务人的税务风险及敞口并不足够，还需要依靠重整税务专家提供重整交易方案的交易架构税务咨询服务，以及重整交易方案执行过程中的税务指导和与当地主管税务机关进行沟通谈判等有利于投资人的税务咨询服务。





挑战五：重整交易方案的设计

重整交易方案的复杂性是每位重整投资人必须要跨越的难关。如何合理的运用重整程序赋予的特殊工具箱，将看似已支离破碎的企业重新修复，对重整投资人的耐心和专业度提出了较高的要求。重整投资人也应当意识到工具箱中不同工具都存在其固有限制，可能在解决某单项风险的同时产生新的风险。重整投资人需要综合考量，从多个角度充分论证，接受“两害取其轻”的交易路径，在可能接受范围内承受一定风险，并尽可能的减小风险敞口。

因此，重整交易方案的设计考量如果仅仅包含破产管理人要求提供的涉及《重整计划草案》所必需的基础信息往往是不够的，还需要综合考量财务尽职调查、税务尽职调查、法律尽职调查、业务尽职调查以及谈判博弈的结果，在方案中选择可行路径并就相关风险提前规划应对措施。然而，在实践中，即使只按照破产管理人要求提供的涉及《重整计划草案》所必需的基础信息，但由于重整交易方案的调整方式和事项安排相较于常规并购交易方案更为特殊和多样（并不意味着个案可执行，一事一议），部分投资人也难以准确挑选出有利于己方的选项。

▶ 出资人权益调整方案

出资人权益调整直接影响重整完成后重整投资人对重整企业的持股比例/控制程度，同时，基于重整交易中提升债权受偿率和降低重整投资人成本的双重考量，出资人权益调整是重整交易方案中关键的构成部分，且过渡到重整计划草案后需经出资人组表决通过。一般来说，实践中出资人权益调整方式包括但不限于原股东无偿让渡股权、原股东有偿让渡股权、资本公积转增、缩股等。但实践中，会遇到各种执行上的困难，比如原股东股权被冻结和质押、资本公积不足而不满足转增条件、缩股方案无法通过等情况。

普华永道建议，重整投资人应充分结合自身及外部关键利益相关方的诉求（比如原出资人、债权人、财务投资人等），通过专业论证并在合适的时间点与相关部门做好预沟通，挑选出符合标的企业实际情况的出资人权益调整工具，避免出现方案无法执行、执行风险过高或执行难度较大的情况。

▶ 债权清偿方案

债权清偿方案会直接影响到重整计划草案是否能够获得债权人会议的表决通过，同时存在竞争方的时候，也会影响到重整投资人为成功遴选而付出的投资成本，且与重整后用于生产经营的资金铺排直接挂钩。债权人往往对企业重整情景下的债权清偿率抱有较高的预期，不同类型的债权人对于不同清偿方式的接受程度也存在差异（而同一债权人在不同阶段的预期也可能持续发生变化）。如何在有限的偿债资源和债权人预期之间取得平衡，成了重整投资人面临的一大难题，也是部分其他利益相关方需要与重整投资人共同面对的问题。其次，实务中处于投资人招募阶段的重整企业也有可能面对无法完成对或有债权的全面摸排和测算，其不确定性对于投资人而言始终是一大隐患。

普华永道建议，重整投资人除了在尽职调查工作中摸清债权情况和债权人的意向，对不同组别的债权人进行定制化的偿付安排；还需要有针对性地对或有债权进行摸排，并模拟分析这些或有债权的体量及影响，并在重整方案中对此类债权的清偿安排作出明确约定和制定防御手段。

资产处置/剥离方案

中大型重整企业经营范围广泛，资产结构复杂且质量参差不齐，若不能细致的针对每项资产进行识别，并制作相应的处置方案，使得一些低效、无效资产混杂在被收购的资产包中，会对重整后刚获得新生的企业造成重大负面影响，也意味着重整投资人支付了一部分无效的投资款。另外，重整投资人还需要关注到一些特殊资质无法转移的问题，如何匹配不同的重整方式或者有哪些重整方式可供选择，也是重整投资人需要面对的关键挑战。同时，即使是重整投资人考虑到低效、无效资产的剥离，以及选择了适用的重整方式，但中大型重整项目一般会涉及到复杂的资产重组方案，税务风险排查的工作亦必不可少。

普华永道建议，重整投资人谨慎识别有重整价值的资产，并视情况考虑承接主业的核心资产，运用合适的重整方式和重组工具对无效、低效资产实现剥离，帮助标的企业甩掉包袱，实现轻装上阵；并且在投资团队中配备专业的重整税务师，结合税务师对资产处置方案的税务影响的分析测算，进行综合考量，选择最优的资产处置路径是重整成功的关键之一。关于重整方式，举例来说，实践中部分重整案件会采取出售式重整的方式，将重整企业具有持续经营能力的优质资产及业务转移至新设平台，将无效、低效资产保留在原标的企业中，这种重整方式不仅隔离了无效、低效资产对核心资产未来业绩表现的影响，还避免了原标的企业的历史遗留问题对重整后的企业产生拖累。此外，反向出售式重整是一些有特殊“壳”价值重整标的的另一种重整方式，将核心优质资产保留在重整企业内部，将无效、低效资产向外剥离，常见于有“保壳”、“保资质”企业的重整方案中。但重整投资人在上市公司重整投资过程中使用反向出售式重整方案时需要注意，剥离经营资产可能导致标的企业净资产指标不满足上市标准而面临退市的风险。另外，破产重整服务信托作为一种重要的创新型金融工具在重整案件资产处置方案中的运用逐渐普遍，在一些中大型重整案件中发挥了积极作用。破产重整服务信托能充分满足当事人的意思自治，根据资产特质、投资人需求及债权人需求等因素，以更加灵活的方式清偿债务、剥离资产，保障各方利益。但破产重整服务信托的成功运用基础是重整投资人能对重整企业的资产进行充分的甄别、筛选及提炼。

经营方案及业绩承诺

经营方案的优劣往往是遴选重整投资人的重要参考标准之一，也是实现目标项目困境反转的重要依据和路径。而与经营方案关联的不合理的业绩承诺/对赌，可能会导致重整失败，使得重整企业难以实现困境反转。实践中，部分重整计划的经营方案缺乏具体的实质内容，在牵涉地方就业和社会稳定的中大型重整项目中，很难获得地方法院及监管部门的支持，也难以使得大部分被转股的债权人或原中小股东信服。然而，站在重整投资人角度，在较早的阶段披露出详细的产业经营方案可能会导致其在谈判或竞争中处于劣势地位，并且中大型重整项目和上市公司重整项目的信息公开程度较高，过于细致的经营方案也可能导致自身商业机密泄露，同时，也会给后续的发展增加条条框框的限制。另外，过于脱离实际的产业经营方案也会导致转股债权人提出更多的要求，比如要求重整投资人在重整方案中基于该产业经营方案进行业绩承诺或对赌，可能会增加重整投资人未来的投入和履行承诺的压力。因此，如何合理地展示经营方案，也是一门学问。

普华永道建议，重整投资人一方面应当提交具有可行性和对重整后目标项目的业绩和财务状况合理预测的经营方案，另一方面，做好信息披露的管理工作，依据重整程序中不同阶段和谈判博弈情况来逐步释放详细的经营方案内容。当然，为合理建立债权人和管理人的预期和信心，重整投资人也需要避免在关键节点仍未充分披露经营方案内容的情况。

竞合方的潜在合作

随着重整市场的健康发展，重整投资人在优质重整项目中会遇到更多的竞争者，也会陆续出现各种形式新的资金合作方。在超大型案件中甚至会有产业方之间的联合。那么，重整投资人是否能整合到重整行业内合适的合作方资源，组建一个强大的联合体或者快速接受新型的合作方式，对其在优质重整项目中的胜出至关重要。参与重整的投资人主要分为产业投资人和财务投资人两大类型，投资人可以根据自身情况，考虑与其实力互补/协同的投资人合作，以避免竞争并提高遴选成功率，也便于合作共同为重整后的标的企业赋能，更早实现困境反转。重整投资联合体通常以“产融结合”为主，也有“国民结合”、“中外结合”、“产产结合”的情况。联合体能有效地实现优势互补，创造更大的经济和社会价值。然而，在重整投资这样的细分投资领域，如何组局找到匹配的竞合方，以及在重整程序紧凑的时间框架下就合作形式、交易架构、出资比例、资金铺排、经营决策安排、利益分配、风险承担及退出方案等事项达成一致，均对重整投资人的业内资源禀赋、项目管理能力、谈判能力及决策效率提出了较高的要求。

普华永道建议：

重整投资人在项目接洽初期就应当开始寻找潜在合作方，或者借助顾问团队的行业内资源进行筛选，并在投前尽调、谈判博弈的过程中，及时地在目标项目利益相关方中识别可合作的目标；

重整投资人还需要把握好与竞合方的合作时间节点和节奏，关键节点需要与重整程序匹配。防止出现在重整程序关键节点，合作协议、交易架构、资金筹集等关键工作还未完成的情况；

重整投资人应当尽早与潜在合作方进行充分沟通，也应当对重整领域里常见的合作方有一定的了解。各种有意向参与重整项目的合作方从资金实力、产业背景、投资风险偏好、目标收益等方面来看，均存在较大差异。重整投资人需要根据自身情况，对合作方进行筛选并准备投资预案。部分看上去优质的合作方，可能会由于个别关键事项在前期沟通不充分，影响重整投资方案最终的落地与执行，导致操盘方手忙脚乱，并顶着巨大压力解决问题；

此外，值得注意的是，重整投资人在与潜在合作方沟通过程中，应充分考虑保密性，限定并缩小项目团队内部的知情范围，以防行动信息提早暴露，影响利益相关方的预期或合作关系受到其他方的恶意阻挠，从而导致目标项目的获取成本升高，甚至项目搁置、投资失败。

挑战六：投后整合及业绩提升

成功参与重整投资不能代表重整的成功，能否实现企业价值的恢复，真正做到从“重整”到“重生”还有赖于重整投资人的投后管理、产业赋能和协同等方面的投入。实践中，部分重整投资人参与投资后由于管理缺失和整合不到位，投后效益较差，导致重整企业即便减轻了债务负担后依然未能扭亏为盈，甚至成为投资人的累赘。

普华永道建议，重整投资人应在参与重整投资前结合自身禀赋，客观地评价投后管理的难度及能为困境企业匹配的资源；同时，还须明确经营目标、行动路径和退出安排，定期复核企业经营情况，切忌成为“甩手掌柜”。派驻经营管理经验丰富的管理人员上任重整企业的关键岗位，或指派外部专业团队对重整企业实施财务/经营监控，可有效帮助重整投资人掌握企业重整完成后的经营状况，做好投后管理工作。



三、结语

在全球经济持续震荡、国际地缘政治冲突加剧、房地产市场持续承压等多重挑战的宏观环境下，金融风险问题已成为市场热议的话题。同时，由全国人大财经委提请审议的《企业破产法》（修改）作为比较成熟的法律草案列入十四届全国人大常委会立法规划的消息，引起了业内同行的振奋。近年来，重整投资策略迅速进入投资人的视野，然而，重整的复杂性和特殊性也使得投资人产生焦虑和无所适从，难以更进一步深入的参与这片蓝海策略市场。当下重整投资市场处于突然爆发增长的阶段，市场上和投资团队中必然缺乏重整方面有经验的专业人员，导致重整投资人在重整项目中对于价值与风险的分析和量化不够全面。普华永道企业重整服务团队作为长期服务于破产领域的专业团队，期待与有意参与重整投资的投资人建立长期稳定的沟通渠道，携手业内合作方，共同为投资人和社会创造价值，促进重整市场的健康成长。



联系我们



庄日杰

普华永道中国企业重整服务主管合伙人
+852 2289 5010
victor.yk.jong@hk.pwc.com



陈曦月

普华永道中国企业重整服务合伙人
+86 (20) 3819 2212
susan.hy.chen@cn.pwc.com



郭庭廷

普华永道中国企业重整服务合伙人
+86 (21) 2323 2610
tim.guo@cn.pwc.com



刘振宇

普华永道中国企业重整服务合伙人
+86 (10) 6533 2208
chen.lau@cn.pwc.com

www.pwccn.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2023 普华永道。版权所有。普华永道系指普华永道网络及/或普华永道网络中各自独立的成员机构。

详情请进入www.pwc.com/structure。

