



FANGDA PARTNERS
方達律師事務所

>> 2023
方达破产
年度观察



目录

01

总论篇

01

前言

一、2023 年度事件回放

二、破产行业年度动态观察

- 1.《企业破产法》修订工作稳步推进，破产政策资源持续丰富
- 2.多地法院召开破产审判工作会议，推动破产审判机制体系发展完善
- 3.优化营商环境举措频出，府院联动机制进一步夯实
- 4.融创开创新境外债务重组成功范例，出险房企重组工作加速
- 5.上市公司重整受理数量上涨，预重整、协同破产情形愈加普遍
- 6.金融机构破产持续深入，完善立法迫在眉睫
- 7.重整投资引入难度加大，重整计划执行问题显现
- 8.跨境破产个案突破，相关规则修订值得期待
- 9.小微企业破产问题备受关注，制度建设与实践模式初见雏形
- 10.个人破产与债务清理持续推进，制度规则趋于细化
- 11.管理人队伍持续壮大，行业自律与履职要求向纵深发展

三、2024 年趋势展望

- 1.案件数量预计持续增长，破产保护功能进一步发挥
- 2.随着企业债务危机的持续演进，中小型金融机构破产压力增强
- 3.作为挽救困境企业的良药，重整投资受关注程度空前
- 4.管理人履职问题备受审视，执业风险防控亟待重视
- 5.跨境破产合作有望进一步加深，相关法治建设可期迎来新境界

02

上市公司篇

10

前言

一、2023 年度上市公司重整规则的发展

二、2023 年度上市公司重整实践

三、2023 年上市公司重整的特点

- 1.上市公司与其子公司协同实施重整，整体化解上市公司困境
- 2.重整投资风险隐现，上市公司重整需进一步回归本源
- 3.首批可转债发行人完成重整，探索可转债风险处置有效路径
- 4.自行管理模式的适用比例进一步提高，债务人的主观能动性得到进一步释放
- 5.预重整适用比例进一步提高，制度优势进一步凸显

四、2024 年上市公司重整趋势展望

- 1.将进一步强调重整价值及通过重整真实提升上市公司质量
- 2.将进一步关注和强调中小投资人合法权益保护及对债权人的真实清偿
- 3.全面注册制“宽进严管”政策环境预计将持续影响实施破产重整的标准和要求

03

房地产篇

16

前言

一、2023 年大事记

1. 房企债务风险事件
2. 房企重组事件
3. 政策性支持

二、房企债务风险化解主线回顾

1. 中央政策前稳后松，供给需求两手抓
2. 房企违约风险持续释放，境外债务重组迎来新进展
3. 房地产企业破产案件同比小幅上升，以中小民营房企为主
4. 大型房企试水重整程序，头部房企的部分项目公司开始破产
5. 出险房企退市序幕逐渐拉开，地产行业出清速度加快
6. 政府保交楼工作成效显著，探索房企危机化解新样本
7. AMC 深度参与，成为房企重要纾困力量
8. 进一步明确商品房消费者绝对优先的法律规则，保护弱势群体利益

三、2024 年房地产债务化解与破产趋势展望

1. 房地产风险化解仍为重要课题
2. 房企纾困有赖金融资源投放
3. 大型房企境外债务重组有望迎来新局面
4. 破产程序将成为房企拯救与出清终局手段

04

金融机构破产篇

25

前言

一、2023 年重要时点

二、2023 年主线回顾

1. 防控风险作为金融工作永恒主题
2. 金融机构风险化解持续攻坚，监管机构前期介入发挥重要作用
3. 中小银行风险处置持续推进
4. 大型财富公司暴雷引发关注
5. 以打破刚兑来促进投资者教育
6. 强化金融机构及其股东主体责任
7. 行业保障基金发挥金融稳定器作用
8. 防范房地产企业和地方债风险进一步蔓延
9. 境外大型金融机构债务危机对跨境破产制度提出挑战

三、2024 年趋势展望

1. 金融机构破产制度可能迎来全面更新
2. 金融机构破产案件数量预计或有增长
3. 金融机构相关主体责任有望进一步压实
4. 中小金融机构和信托公司继续面临风险化解攻坚战
5. 金融机构破产有望与跨境破产协同发展



05

跨境破产篇

34

前言

一、2023 年跨境破产重要事件回放

二、2023 年跨境破产实践主线回顾

1. 中外跨境破产合作趋势持续向好
2. 跨境破产承认审查标准进一步发展
3. 内地维好义务方或将面临境外债权人新一轮的追偿行动
4. 中资地产境外债务重组使跨境破产问题走入大众视野

三、2024 年跨境破产立法与实践趋势展望

1. 中外跨境破产合作关系有望进一步加深和拓展
2. 由企业集团债务重组引发的平行程序协调问题愈加突出
3. 各法域对吉布斯规则的立场可能影响未来跨境重组实践走势
4. 新互认安排将成为内地和香港债权人开展跨域财产追索的重要工具
5. 我国跨境破产法制有望得以系统化完善

06

重整投资篇

39

前言

一、2023 年重要案例回放

二、2023 年重整投资市场回顾

1. 重整程序更加透明，重整投资市场参与主体更加多元
2. 大型非上市企业的重整投资人招募难度增加
3. 上市公司重整投资明显呈现母子公司联动特点
4. 上市公司财务投资竞争日趋激烈
5. 产业投资人改善经营能力的重要性愈发突出
6. 假马竞标和重整投资权拍卖更加流行

三、2024 年重整投资趋势展望

1. 上市公司财务投资的套利空间可能会收紧
2. 投资人的经营能力和信用将愈加受到债权人重视
3. 投资人对于重整标的选择和出价更加理性

总论篇

>>>>>





前言

日月其迈，时盛岁新。刚刚过去的 2023 年是世界变局加速演进的一年：国际形势格局发生重大变化，全球化、多边化遇到严重挑战，贸易冲突和单边制裁成为常态；虽然全球经济持续从新冠疫情等冲击中复苏，但经济增长仍然缓慢且不均衡，动力不足。中央经济工作会议指出，2023 年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。我国经济回升向好，长期向好的基本趋势没有改变，但仍然需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。会议要求要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题，有效提振信心和防范化解风险，房地产、地方债务和中小金融机构成为化解风险的三大重点领域。所以在当前的形势下，破产法在拯救市场主体、提升投资信心、优化营商环境、防范化解风险上背负了更大的责任和期待。2023 年，《企业破产法》修订工作仍在积极推进，破产实践持续发展，破产公共服务纵深拓展，正确破产文化日益培树，个人破产的呼声日益高涨，运用破产保护制度保护民营企业、保护民营企业成为市场新期待。

时序更替，华章日新。2024 年将是更加挑战，也同时充满机遇的一年。我们期待通过构建体系化的破产保护法律制度和良好的破产法律生态环境，更好地服务于“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”的时代主题，为优化市场资源配置、营造一流营商环境、实现社会公平正义贡献力量。

去年方达破产组首次推出《方达破产年度报告（2022）》系列文章，获得业内广泛关注。今年，我们继续推出《方达破产年度报告（2023）》系列文章，希望与您共叙 2023 年破产与债务重组行业热点话题，展望 2024 年破产法治的新征途。本报告共分六篇，分别是总论篇、上市公司篇、房地产篇、金融机构篇、跨境破产篇和重整投资篇。

一、2023 年度事件回放

1 月 16 日，北京市第一中级人民法院依据《企业破产法》第五条，承认德国亚琛地方法院作出的破产裁定，认可德国破产管理人身份并允许其在中国内地履行必要职责。

2 月 17 日，最高人民法院发布《最高人民法院关于完整准确全面贯彻新发展理念 为积极稳妥推进碳达峰碳中和提供司法服务的意见》，对涉及在建项目被纳入国家相关领域产业规划或产能置换范围的破产重整、破产和解或者破产清算案件提出指导意见。

3 月 30 日，上海市第三中级人民法院依据《企业破产法》及《关于开展认可和协助香港特别行政区破产程序试点工作的意见》（下称“《试点意见》”），承认香港浩泽国际集团有限公司在港强制清盘程序及清盘人身份，并允许清盘人于内地履职。

4 月 20 日，《最高人民法院关于商品房消费者权益权利保护问题的批复》公布，并自 2023 年 4 月 20 日起施行。

4 月 28 日，中共中央政治局召开会议，指出要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作；做好保交楼、保民生、保稳定工作；要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

5 月 1 日，世界银行正式发布 B-READY 指导手册和方法指南。中国大陆地区被纳入全球 190 个经济体中的第二批次测评经济体，测评周期将从 2023 年下半年开始至 2025 年。

6 月，全国首宗个人破产重整案件正式办结并执行完毕。

7 月 14 日，中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，要求按照市场化、法治化原

则，对陷入财务困境但仍具有发展前景和挽救价值的企业积极适用破产重整、破产和解程序；推动修订企业破产法并完善配套制度。

7月24日，中共中央政治局召开会议，指出要切实防范化解重点领域风险，适时调整优化房地产政策；要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案；要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。

9月7日，十四届全国人大常委会立法规划公布，包括三类立法项目。其中，第一类项目为“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”，共79件。《企业破产法》《金融稳定法》被列入第一类项目中。

9月26日，上海市第三中级人民法院依据《企业破产法》第五条，承认日本东京地方法院就某日本公司民事再生程序作出的启动民事再生程序的决定和指定监督委员的监督命令，并允许监督委员在一定条件内在中国境内监督该日本公司自行管理财产和营业事务。

10月10日，最高人民法院发布《关于优化法治环境 促进民营经济发展壮大的指导意见》，旨在依法保护民营企业产权和企业家合法权益、维护统一公平诚信的市场竞争环境。

10月21日、22日，第十四届中国破产法论坛在北京成功举办。本届论坛是新冠疫情平复之后的首届论坛，受到全国破产法同仁们的广泛关注和热情参与，参会嘉宾高达1100余位，征集会议文章860余篇，创下历届论坛之最。

10月30日至31日，中央金融工作会议在北京举行，要求有效防范化解重点领域金融风险，着力做好当前金融领域重点工作。

11月20日，融创中国发布公告，宣布境外债务重组各项条件已获满足，该日起正式生效。融创中国成

为首家完成境内外债务重组所有流程的大型房企。重组过程中，融创中国的债务重组协议安排获得了香港高等法院的批准，且向美国纽约法院申请了认可。

11月22日，中植企业集团有限公司向投资者发出《致歉信》，正式宣布暴雷，并披露了集团总资产账面金额及负债规模。

11月27日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的25条具体举措。

12月8日，中共中央政治局召开会议，指出2024年要坚持稳中求进工作总基调，改善社会预期，着力扩大国内需求，持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

二、破产行业年度动态观察

1.《企业破产法》修订工作稳步推进，破产政策资源持续丰富

全国人大财经委自2019年牵头成立起草组以来，针对《企业破产法》深入开展修法调研，广泛征求各方意见，对法律实施情况开展法律评估、课题研究、大数据分析，组织实施执法检查，对修法涉及的重大问题开展专题调研，委托有关部门和高校科研机构开展专题研究，多次召开起草组会议，加强沟通协调，积极推进起草工作。

9月7日，十四届全国人大常委会立法规划公布，包括三类立法项目。其中，第一类项目为“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”，共79件。《企业破产法》修改被列入第一类项目中。目前，全国人大财经委已经开展新一轮的破产法修改立法调研。



最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥认为，我国“需要一部独具中国特色、时代特色、实践特色的破产法，致力于解决破产法律制度目前供给不足的问题，致力于解决自然人、小微企业、金融机构等特殊主体破产面临的问题，充分发挥破产制度促进高质量发展的功能作用”，据此进一步建议本次《企业破产法》修订应着重关注三个方面问题：一是增加个人破产的法律规定；二是增加小微企业破产程序的特殊规定；三是增加金融机构破产制度。

7月19日，《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，意见提出，要完善市场化重整机制，推动修订企业破产法并完善配套制度。10月10日，为贯彻落实意见精神，最高人民法院发布《关于优化法治环境 促进民营经济发展壮大的指导意见》，要求依法拯救陷入财务困境但有挽救价值的民营企业。在个人破产法尚未完成立法的情况下，指导意见旗帜鲜明地提出，“积极推动建立个人债务集中清理制度，探索在破产程序中一体解决企业家为企业债务提供担保问题，助力‘诚实而不幸’的民营企业家东山再起，重新创业”。

上述政策的推出有利于增强民营企业通过破产制度彻底化解企业经营失败而导致的债务危机，破产政策供给进一步丰富。

2. 多地法院召开破产审判工作会议，推动破产审判机制体系发展完善

6月7日，最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥在全国法院破产审判工作座谈会上要求各级法院要树立符合高质量发展要求的能动司法、市场化法治化、兼顾公正与效率、强化整体协同等现代化破产审判理念，创新完善现代化破产审判工作机制，重点抓好营商环境建设、房地产企业重整、小微企业快速挽救和退出、队伍建设等重点工作。

为进一步贯彻落实全国法院破产审判工作座谈会精神，全国多地相继召开破产审判工作会议，明确破产

审判工作的大局站位，分析本地破产审判工作的特点难点，提出后一时期的工作要求。

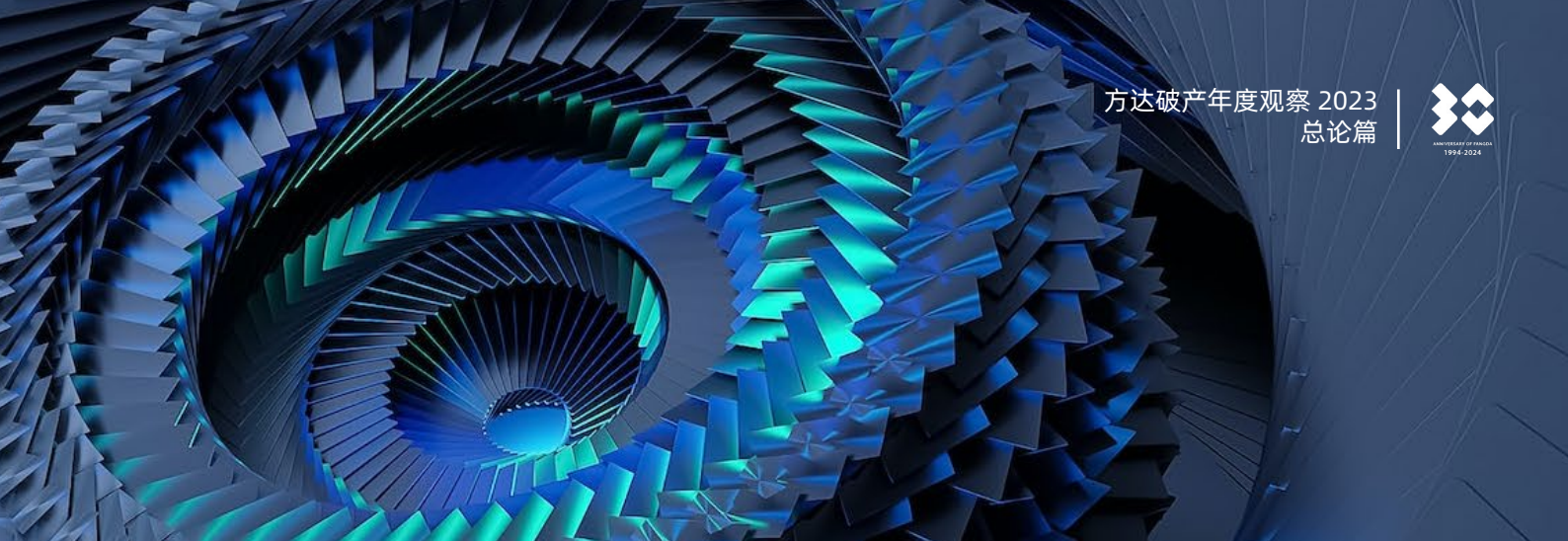
11月21日，最高人民法院遴选并公布了第38批指导性案例（指导性案例212-216号）。上海市第三中级人民法院审理的1宗破产案件入选，该案例明确了破产重整案件中环境污染治理共益债务认定规则，将环境污染治理作为实现重整价值的重要考量因素。

此外，多地法院审理的破产案件入选当地十大商事案件、十大经典案件等，破产案件的裁判尺度有望进一步统一。

3. 优化营商环境举措频出，府院联动机制进一步夯实

5月1日，世界银行发布了新的营商环境项目概念文件即“B-READY”项目，进一步细化了“办理破产”一级指标项下的具体评估子项。细化后的评估子项体现了三个支柱评价方向：第一，监管框架（法律层面）即破产程序的监管质量，包括破产程序的启动、债务人资产的管理、清算重组程序的范围、债权人参与、破产管理的专业知识要求、中小微企业的专门程序、跨境破产；第二，公共服务（事实层面）即办理破产机构和基础设施的公共服务水平，包括破产法庭或法官的专业化、法院自动化、破产程序服务的协同性和信息公开性、破产管理人的专业知识；效率（事实层面）即办理破产司法程序的便利度，包括法庭上清算重组程序的时间、法庭上清算重组程序的成本。

为进一步落实世界银行“B-READY”项目就“办理破产”方面提出的新指标和新要求，各地出台多项举措，包括完善府院联动机制和设立破产事务公共服务平台等平台，以畅通信息查询机制、规范解除保全机制、优化财产处置机制、指引破产程序中涉税事项处理、加强金融服务、加大企业重整和解政策支持力度、优化重整企业信用修复机制、加大破产府院协调联动力度等工作为重点，促进破产事务高效处理。



4. 融创开创境外债务重组成功范例，出险房企重组工作加速

受国内房地产行业深度调整等原因影响，国内大型民营房企自 2022 年开始陆续爆发债务危机，以恒大、融创、碧桂园等为代表的房企与境内债权人开展债务展期谈判的同时，也于今年相继推进境外债务重组工作。

2022 年 5 月，融创中国（HK.1918）公告表示无法按期兑付境外票据本息，确认境外美元债违约，自此于香港进行长达一年有余的境外债务重组工作。2023 年 9 月 19 日，依据《美国破产法典》第 15 章，融创中国向美国纽约南区破产法院提出申请，请求承认其在美国进行的债务重组法律程序，并给与司法协助措施。10 月 5 日，香港高等法院批准公司境外债务重组方案。11 月 17 日，美国纽约南区破产法院裁定批准融创中国提出的破产协助申请。

12 月 20 日，中国奥园（HK.03883）依据《美国破产法典》第 15 章，向美国纽约南区破产法院提出申请，请求其承认中国奥园境外债务重组法律程序，并给与司法协助措施。

由于大型头部房企前些年主要的融资渠道为境外美元债，而相较于国内债务的分散化和强担保性，境外债务通常更为集中且多属于信用类债务，境外债权人的重组接受度更高，重组法律规则更加透明和便利，因此在本轮房企危机爆发以来，多数房企选择先外后内的重组策略。以融创为代表的境外债务重组成功，有助于出险房企舒缓债务压力，稳定经营外部环境，集中精力在境内保经营和保交付，并通过销售和经营的改善实现境内债务的平稳化解，最终解除债务危机。

5. 上市公司重整受理数量上涨，预重整、协同破产情形愈加普遍

经初步统计，2023 年约有近 30 家上市公司被申请预重整或重整。从受理数量上看，2023 年度上市公

司重整案件受理数量为 16 件，较之 2022 年的 10 件有所增加，但未超过 2021 年的 17 件。

可以看到，预重整日渐成为上市公司利用重整解困的重要制度工具。2023 年度，有 24 家上市公司选择适用预重整程序，以提高重整工作的效率。原因在于一方面上市公司正式重整需经证监会和最高人民法院双重批准，取得路条时间较长，另一方面在于预重整程序不改变债务人原有的公司治理结构与公司治理机制，通常由债务人相对主导案件进展，辅以临时管理人的引导与帮助，能够有效降低债务人对于重整程序的抗拒和阻力。

同时，2023 年度，多家上市公司与其子公司、控股股东等协同破产，典型案例如正邦科技与正邦集团。从实践来看，该等协同重整有助于解决企业整体债务危机，最大化整合重整资源，在保留上市公司核心价值的基础上，有效化解上市公司母子公司的债务危机。

上市公司重整中剥离全部资产并在重整后实施重大资产重组的案例减少。上市公司重整从保壳套利逻辑回归产业经营逻辑，重整价值由单纯解决债务问题或避免退市，转变为更加注重提升企业质效和核心竞争力、促进企业长期可持续发展。

值得注意的是，*ST 泛海预重整程序于 4 月 21 日启动，最终于 12 月 1 日被北京市一中院决定终结，充分体现了对于不具备重整价值的上市公司，亦要实行及时出清及有序退出的原则。

进入下半年以后，由于 IPO 市场收紧，呈现出部分拟 IPO 企业通过破产重整获取上市公司控制权，为未来装入资产的新趋势。

6. 金融机构破产持续深入，完善立法迫在眉睫

部分持牌金融机构的风险化解持续深入。9 月 19 日，金融监管总局批复同意中能投资管理有限公司等八家公司筹建中能财险，业内预计中能财险将接盘天安财



险资产负债。部分高风险信托公司的风险化解工作亦取得实质性进展。

除大型牌照类金融机构外，各类小牌照金融机构进一步试水破产，华泰汽车金融有限公司是首家破产的汽车金融公司，天津国泰金融租赁有限责任公司是首家获批破产的金融租赁公司，北大方正集团财务有限公司亦获批进入破产程序。

虽然 2023 年度尚未出现商业银行、证券公司破产案件，但在中央要求“及时处置中小金融机构风险”的政策背景下，尤其是经济震荡下行的周期内，部分大型企业集团的债务危机以及房地产行业债务持续深入传导，风险金融机构的数量预计仍将不断攀升，金融机构破产还有进一步适用的空间。

与此同时，金融机构破产相关立法稳中有进。9 月，《金融稳定法》与《企业破产法（修改）》一同被列入十四届全国人大常委会立法规划第一类项目，即“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”。10 月，《国务院关于金融工作情况的报告》的下一步工作考虑包括“加快推进金融稳定法立法工作”“研究完善金融领域定期修法协调机制”。11 月，中国人民银行《中国货币政策执行报告（2023 年第三季度）》在下一阶段货币政策主要思路提到，要“健全金融稳定保障体系，推动金融稳定法尽快出台”。

借鉴美国次债危机，金融危机最大的风险来自于市场恐慌性传导。在未来高风险金融风险处置过程中，存款保障保险基金、信托业保障基金、保险业保障基金等行业风险管理工具将发挥切断风险、建立信心的积极作用。但由于行业救助基金的整体资金规模仍有不足，在前期已经对明天系和包商银行等实施救助的情况下，需进一步激发市场化机构的收购意愿和动力。

7. 重整投资引入难度加大，重整计划执行问题显现

受整体经济及投资大环境影响，加之重整案件的难度和复杂性逐渐增加，使得潜在投资人在考虑是否参与

重整时的考量因素明显增多，决策时间有所拉长，投资的信心有待增强，直接导致重整投资引入难度加大。同时，重整投资人的群体出现萎缩，来自外资的重整投资有所停滞，部分民营资本实力减弱，投资意愿下降甚至不再具备投资能力。以上因素恐影响重整制度拯救市场主体、提升企业产业层次等功能的落地。

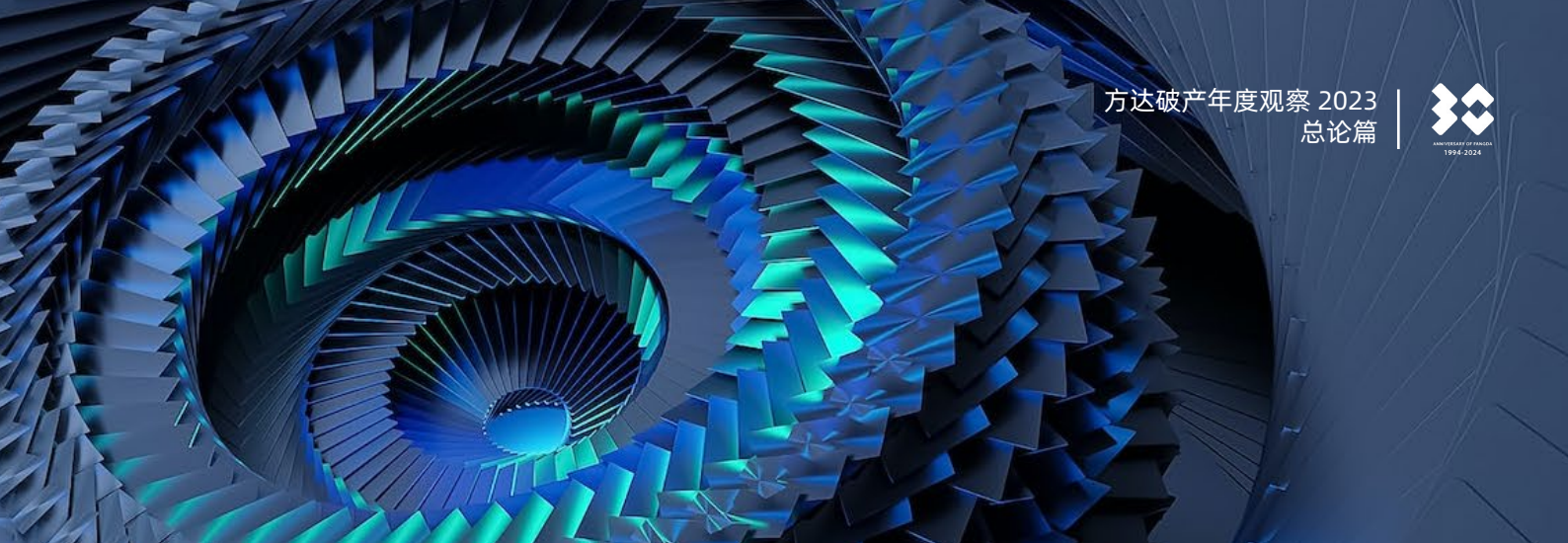
值得欣喜的是，部分 PE 机构开始关注破产投资市场。传统 PE 基金以少数股权投资、Pre-IPO 投资为主，随着国内破产市场制度的不断完善，破产司法环境持续透明化，以控股型收购为主的部分 PE 基金开始发力破产市场。

而从被注资的标的资产来看，重整投资多聚焦在上市公司、房地产公司和大型实业集团企业层面，多数中小企业在重整程序中仍面临难以招募投资人的普遍问题。近期甚至出现数起大型案件因重整投资人退出重整、未按重整计划履行重整投资义务等原因而被法院裁定终止重整程序，宣告债务人破产。

为应对重整实践中日渐频出的“投资人违约”情形，如《广东省高级人民法院关于审理企业破产案件若干问题的指引》第一百条第二款规定：“重整计划执行过程中，重整投资人不履行重整计划的，经债权人会议同意，管理人可以向人民法院申请由新的投资人承接原投资人的权利义务。”这体现了法院充分给予企业拯救机会的价值取向。但如何提升重整投资信心、拓展重整投资来源、促进重整投资市场健康发展是当前的重要课题。

8. 跨境破产个案突破，相关规则修订值得期待

2023 年，我国法院首次依据《企业破产法》第五条的规定，适用法律互惠原则承认德国和日本破产程序，认可破产管理人、监督委员身份，并允许其在一定条件内于内地依法履职。特别的，在上海市第三中级人民法院审理的承认并协助日本民事再生程序一案中，首次明确中日两国就民商事判决中对彼此不予承认的先例并不当然适用于跨境破产案件，对于我国完善跨



境破产承认审查标准具有重大意义。

继深圳市中级人民法院于 2021 年依据《试点意见》承认首例香港破产程序，时隔一年后，上海市第三中级人民法院于香港浩泽国际集团有限公司强制清盘一案中，依申请承认案涉香港强制清盘程序与清盘人身份，进一步夯实了内地法院依据《试点意见》与香港方面开展跨境破产合作的积极意愿。

5 月 17 日，香港高等法院依据普通法承认广东海外建设总公司于广州市中级人民法院进行的破产程序，认可内地管理人身份，并赋予内地管理人在香港履职的职权。该案系自 2021 年最高人民法院和香港特别行政区政府签署《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和协助破产程序的会谈纪要》后，香港高等法院承认和协助的首个广东省破产程序。

年内数个跨境破产主题（分）论坛相继于各地召开，跨境破产法律制度的修订备受关注。结合此前各方观点，本次跨境破产法律制度的修订很可能以专章形式呈现，有学者呼吁借鉴 UNCITRAL 示范法的基本框架，对跨境破产的管辖权、外国破产管理人的准入、外国破产程序的承认和救济等问题予以进一步细化。

9. 小微企业破产问题备受关注，制度建设与实践模式初见雏形

小微企业是我国民营企业发展的重要力量，不仅数量庞大，更是解决了大量的社会就业问题。在国家大力发展壮大民营经济的进程中，如何挽救风险抵抗能力较弱、但仍具挽救价值的小微企业愈加重要。

5 月，在世界银行正式发布的 B-READY 指导手册中，已明确将小微企业的专门程序纳入办理破产三大支柱指标的子类中，并为该等专门程序设计了三项评价指标，分别为：（1）可得性和适格性，即破产法中设有专门适用于小微企业的特殊程序，明确债务人、债权人适用该等程序的准入门槛；（2）程序可转换，即该等特殊程序是否可能由简化重整转化为清算程

序；（3）债务清偿，即破产法中明确规定小微企业债务人免除债务所需达到的标准。

多地法院于 2023 年出台关于小微企业破产的相关文件，主要关注点在于程序的简化、信息化和标准化方式的应用、债务人有关人员的留任、出资人权益保留、引入“默示同意”等规则对表决机制的优化、庭外多元债务化解机制的探索等，探索小微企业破产案件办理创新机制，不断积累相关审判经验。

10. 个人破产与债务清理持续推进，制度规则趋于细化

截至 2023 年 8 月底，深圳市中级人民法院共裁定受理破产申请 172 件，已批准重整计划 69 件，达成和解协议 5 件，宣告债务人破产 1 件，裁定免除剩余未清偿债务 2 件。¹6 月 20 日，深圳破产法庭向全国首宗个人破产案件债务人梁某送达民事裁定，依法免除其未清偿债务，这意味着我国破产制度的标志性事件全国首宗个人破产重整案已正式执行完毕。另据 6 月 1 日深圳市破产事务管理署公布的“个人破产申请前辅导制度”实施一周年的运行情况，深圳累计完成个人破产申请前辅导 1508 人次，劝退不符合条件的辅导对象 774 人次，占比超 50%。

4 月，浙江省高级人民法院发布 2022 年浙江法院个人债务集中清理报告。根据报告，浙江全省法院共受理个债清理案件 835 件，审结 688 件。其中，与企业破产案件一并受理的个债清理案件共 14 件，办结 10 件。在 688 件已审结的个债清理案件中，共成功清理 216 件，成功清理率约三分之一。

过去一年，多地出台个人破产与债务集中清理的意见，相关规则得以进一步细化，各方面对个人破产制度的共识进一步建立。最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥建议，本次《企业破产法》修订应纳入

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/7z8ySaBfUAPKBYS5skzHUg>, 2023 年 11 月 30 日访问。

个人破产的法律制度，认为个人破产法律制度既是因应社会主义市场经济条件下个人消费所占比重日益增加的现实需要，也是解决企业主为企业承担沉重的担保责任后无力继续创业创新的有效途径。

11. 管理人队伍持续壮大，行业自律与履职要求向纵深发展

世界银行 B-READY 指导手册中关于“破产管理人的专业化”的考察指标包括资格性要求、剥夺资格的条件、选任和免职机制，及对管理人是否进行专门培训等，体现了世界银行对破产执业专业化的态度。

过去一年，一方面全国管理人队伍的规模持续壮大，省级、地市级破产管理人行业协会继续在各地开花。同时，多地法院出台举措，从工作要求、团队管理、案件评价、报酬确定等方面进一步规范管理人的履职事宜。破产管理人的行业自律与提升也日益深化：全国律协破产清算与并购重组专业委员会设立了 11 个专门工作组专项牵头破产法培训、研究等工作，设立了 19 个专业工作组，对破产重整、破产投资、特殊企业破产、跨境破产等进行特定的研究工作；多地破产管理人协会出台规定，对自律管理、职业培训等提出要求。

另一方面，管理人的尽责履职以及责任风险要求更高。2023 年出现了管理人被债权人进行巨额索赔的案件；管理人严重违反勤勉尽责要求的个别案件亦为业界广泛关注。事实上，管理人的履职压力与日俱增，目前的破产案件中需要平衡和解决的问题更多，对破产案件的处理达到良好效果提出更多的挑战。虽然很多案件中管理人的报酬与付出并不成比例，但是个别案件的超高报酬引发了对管理人行业整体报酬收紧的趋势，个别管理人成员的不当行为亦不利于对整个管理人队伍的正面评价。这都会严重影响管理人的履职积极性，不利于破产管理人队伍的建设与发展，继而影响破产法深入实施和营商环境的持续优化，需要引起高度重视。

三、2024 年趋势展望

1. 案件数量预计持续增长，破产保护功能进一步发挥

虽然各界普遍预测今年中国经济持续回升有望，但受经济周期等相关客观因素的影响，市场主体所承载的债务偿付压力及经营压力依旧较大，企业的流动性情况依旧不容乐观，更多数量的企业可能出现破产原因。

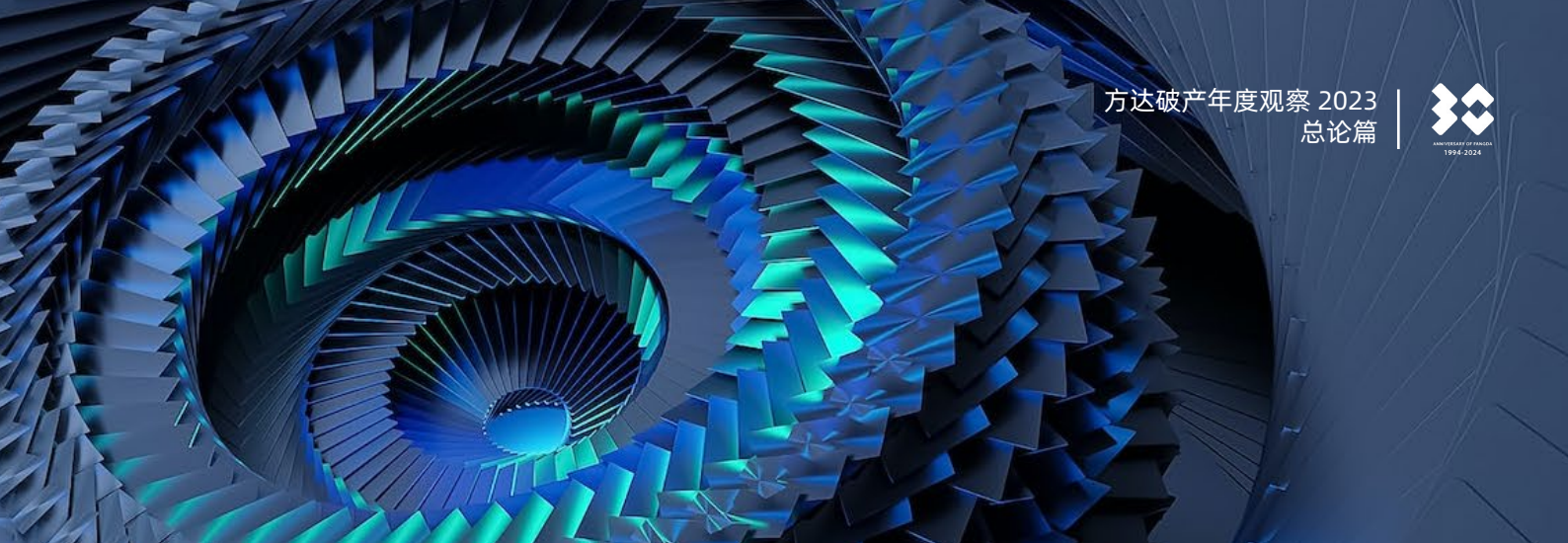
根据公开数据显示，截至 2023 年 6 月，全国范围内已公开的破产案件中，房地产行业系涉案企业集中分布行业。据不完全统计，仅 2023 年 1 月至 8 月间，全国便有 1300 余家建筑类企业被裁定进入或申请进入破产程序。

可以预见，受前期房地产企业频繁暴雷影响，相关行业压力可能进一步向处于同产业链的建工企业蔓延，引起建工企业的大面积亏损并最终进入破产程序。与此同时，破产保护制度进一步得到认可，企业家对于破产制度和重组效果的认识进一步加强，部分企业在危机之初即开始主动寻求破产保护。

2. 随着企业债务危机的持续演进，中小型金融机构破产压力增强

较之大型金融机构，中小金融机构通常存在分散经营能力弱、自身造血能力差、风险管理能力不足等特点，加之受到宏观环境影响，现阶段已成为金融机构中的风险聚集领域。据不完全统计，2023 年已有至少 8 家中小型金融机构宣布解散，相关机构涉及辽宁千山金泉村镇银行、昭通昭阳富滇村镇银行、巴彦融兴村镇银行等，年内另有数家金融机构获批进入破产程序。

与此同时，随着经济周期的深度调整，部分债务规模巨大和集中度高的企业破产，包括大型头部房企愈加泥足深陷，进一步将风险持续传递至金融机构，尤其是资产质量较差的以信托公司、中小农商行、城商行为代表的银行类金融机构以及融资租赁公司等准金融机构。



随着国家进一步推进、落实中小银行不良资产处置、严格中小金融机构准入标准和监管要求、推动村镇银行结构性重组等监管调控政策，包括政府发债、注资、清理不合格股东、清理不良资产、注入优质资产等手段将成为中小银行改革化险的有力举措，未来更多数量的中小型金融机构可能走向破产的道路。由于金融机构的专业性和强监管属性，未来在金融机构风险处置工作中，监管和法院需高度协作，共同发力化解风险。

3. 作为挽救困境企业的良药，重整投资受关注程度空前

重整作为经济下行时期的兼并重组，是名副其实的挽救困境企业的良方。近期，重整投资市场吸引了社会各界的广泛关注，且该等关注程度将继续保持高位。一方面，日趋增多的重整案件需要投资人通过资产式投资、股权式投资或债权式投资的形式助力负债企业重生；另一方面，以破产重整方式切入困境企业，对投资人而言具有高回报、风险可控以及便于实现特殊目的等多重优势，因此，越来越多的投资人开始将目光从传统意义上的并购交易转向重整投资赛道。

但不容否认，目前重整案件中对于投资人的招募需求与社会层面投资人的投资需求并未良好匹配。形成该问题的原因是多方面的，与法院层面、管理人层面、政府层面乃至投资人自身层面都或多或少有关。溯及本质，造成前述问题的根本原因可一定程度上归结为良好的破产法律生态环境尚未完全形成，市场化法治化国际化的重整思维仍有缺失。重整投资市场的培育需要时间，借助《企业破产法》修订及营商环境优化的东风，我们期待在坚定实施“市场化破产”的道路上，我国的重整投资市场将大有可为。

4. 管理人履职问题备受审视，执业风险防控亟待重视

近年管理人队伍规模呈几何数量扩张，随之而来的是来自法院、债务人、债权人及各界对管理人履职问题的关注和拷问。从公开信息来看，各方对于管理人履职问题的审视主要集中在管理人的资格准入、选任方式、业务水平、团队成员的稳定性、受监督意识、报酬标准、履职便利化措施落地实施等方面。作为办理破产的重要力量，在我国加速建设一流营商环境进程中，管理人履职问题亦将成为焦点议题。

另据不完全统计，受破产案件数量增长、管理人业务水平参差、案件复杂程度上升，以及各方维权意识增强等因素影响，管理人责任纠纷案件裁判数量自2018年起陡增，相关执业风险多见于：接管、管理和处分债务人财产，债权申报与审查，债务人企业的经营与管理，案件矛盾冲突处置等方面。对于愈加增多的执业风险，管理人应予重视，不断提高履职能力，积极提前管理风险。

5. 跨境破产合作有望进一步加深，相关法治建设可期迎来新境界

2023年，我国的跨境破产实践在个案层面取得突破进展，体现出我国法院正在以愈加积极和开放的司法理念面对日趋增多的跨境破产国际合作诉求，并已然意识到跨境破产承认与协助同一般涉外民商事判决的承认与执行存在显著差异，且正在个案实践中积极探索和完善承认外国破产程序的审查标准。

2024年，中外跨境破产合作关系有望进一步加深和拓展，并相应提升内地法院对跨境破产案件的审查时效。而此前社会各界广泛呼吁的跨境破产法制建设问题，有望在本次破产法修订中得到系统性的回应。以上都有助于推动我国涉外法治建设迎来新境界。

上市公司篇

>>>>>

前言

2023 年，经过 4 年的试点后，股票发行注册制正式在全市场推开，常态化退市机制已经逐步落地。在此背景下，上市公司重整中应坚持市场化、优胜劣汰导向，要做好投资者保护安排、促进上市公司改善质量并实现可持续发展的功能定位得到进一步强调，破产重整作为解决困境上市公司问题的重要途径取得越来越多的共识，本年度的上市公司重整亦呈现出新的发展和趋势。

一、2023 年度上市公司重整规则的发展

2 月 17 日，证监会及各证券交易所等发布关于全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，全面实行股票发行注册制正式实施。其中，证监会有关部门负责人就全面实行股票发行注册制答记者问时特别强调“畅通强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道，促进上市公司优胜劣汰”。

6 月 21 日，证监会进一步发布了《关于深化债券注册制改革的指导意见》以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，标志着债券注册制改革全面落地。其中，《关于深化债券注册制改革的指导意见》第 10 条明确提出了支持“推动通过破产重整方式有效出清违约债券”。作为包括可转换公司债券等公司债券的重要发行主体，上市公司重整同样构成了债券注册制改革背景下违约债券的重要出清手段。

7 月 14 日，中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，提出“鼓励民营企业盘活存量资产回收资金。坚持精准识别、分类施策，对陷入财务困境但仍具有发展前景和挽救价值的企业，按照市场化、法治化原则，积极适用破产重整、破产和解程序”。

11 月 27 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，该通知系对《关于促进民营经济发展壮大的意见》提出的具体举措，其中包括支持民营企业上市融资和并购重组。

各地法院继续开展完善破产制度探索。其中，值得关注的是，10 月 11 日，拉萨市中级人民法院（“**拉萨中院**”）发布《关于审理上市公司预重整案件的工作指引（试行）》，对上市公司预重整的申请、审查、预重整方案及提请监督、效力延伸等内容进行了规定。该指引系地方法院首次针对上市公司预重整发布专门的工作指引，其中第十条对预重整方案逐层提报至证监会，以及证监会出具无异议函后法院最终裁定受理破产重整的流程作了较为完整的规定。

二、2023 年度上市公司重整实践

根据公开信息的不完全统计，2023 年内约有 27 家上市公司自行申请或被债权人申请预重整及 / 或破产重整，普遍提及的导致公司陷入危机的原因包括：受宏观经济下行、国家信贷政策收紧、公司违规对外担保及自身经营策略等内外部因素共同影响，导致公司经营况况恶化、流动性困难严峻，进而陷入经营困境和财务危机。

2023 年度，共有 16 家上市公司被法院裁定受理破产重整，按照受理时间的先后依次为：*ST 明诚（600136）、*ST 京蓝（000711）、*ST 西钢（600117）、*ST 金一（002721）、*ST 正邦（002157）、*ST 广田（002482）、*ST 洲际（600759）、*ST 步步高（002251）、*ST 凯撒（000796）、*ST 商城（600306）、*ST 全筑（603030）、*ST 新联（000620）、*ST 豆神（300010）、*ST 东洋（002086）、*ST 榕泰（600589）、*ST 中捷（002021）。

从受理数量上看，2023 年度受理的上市公司重整案件数量为 16 件，较之 2022 年的 10 件有所增加，



略低于 2021 年的 17 件。上市公司重整案件数量企稳回升，体现出全面注册制下的退市常态化并不等于将仍有挽救价值的上市公司简单一退了之，破产重整已成为与强制退市、主动退市、并购重组等退出渠道并列的常态化退出渠道之一。

从受理时间上看，年内受理的 16 件上市公司重整案件中，6 件于 6 月 -7 月间受理，其余 10 件集中于 9 月 -11 月间受理，分布情况与往年类似。

从受理法院的地域分布来看，16 宗重整案件涉及 12 个省市的中级人民法院，地域分布较为分散。其中，受理重整案件数量大于 1 宗的省市有北京市（3 件）、广东省（2 件）、海南省（2 件）。

三、2023 年上市公司重整的特点

1. 上市公司与其子公司协同实施重整，整体化解上市公司困境

上市公司因经营的客观需要，往往形成了多层级的企业集团，上市公司作为控股平台直接或间接对企业集团成员进行管控。由于母子公司之间相互担保及企业集团之间业务的关联性等要素，一旦企业集团中的某一重要成员出现债务危机，其他成员往往也会因为连锁反应陷入困境。在此情况下，仅对上市公司进行破产重整，可能尚不足以解决上市公司面临的困境。即便上市公司本体重整成功，重整后能否真正恢复持续经营能力，将存在较大不确定性。为此，2023 年度部分上市公司重整案件采用了上市公司母子公司联动破产的方式，以彻底化解上市公司债务危机、真正提高上市公司持续经营能力。按照协同程度由高到低，可分为以下几类。

第一类模式为对母子公司的重整案件进行协调审理，统一制定重整计划，*ST 凯撒即采用了此种模式。根据《凯撒同盛发展股份有限公司及其六家子公司重整计划》，海南省三亚市中级人民法院对 *ST 凯撒及其

六家子公司实施协调审理，程序中统筹各类资源，具体措施包括统一引入重整投资人、统一解决合规问题、统一安排偿债资源、统一制定清偿方案、统一制定重整计划。

第二类模式为对母子公司的重整案件进行协调审理，但分别制定重整计划草案、且草案的清偿方案基本一致，*ST 新联、*ST 正邦即采用了此种模式。以 *ST 新联为例，北京市第一中级人民法院（“北京一中院”）于 2023 年 11 月 14 日裁定受理 *ST 新联及其两家下属核心子公司的重整申请，并对三家公司破产重整进行集中协调审理。此后，北京一中院于 2023 年 12 月 15 日同日裁定批准 *ST 新联及其两家下属核心子公司的重整计划，并于 12 月 29 日裁定确认三家公司重整计划执行完毕、并终结重整程序。

第三类模式为同时受理母子公司重整、但不进行协调审理，母子公司分别制定重整计划草案，草案的清偿方案不一致，*ST 西钢即采用的此种模式。西宁市中级人民法院于同日受理 *ST 西钢及其参股公司青海西钢矿冶科技有限公司（“矿冶科技”）的重整申请，后亦于同日批准二公司的重整计划、于同日确定二公司的重整计划执行完毕。对比 *ST 西钢及矿冶科技重整计划中的普通债权清偿方案，税款滞纳金豁免比例、剩余普通债权的以股抵债比例及债权豁免比例均存在差异。

2. 重整投资风险隐现，上市公司重整需进一步回归本源

2023 年之前，尽管也曾出现经历过重整的上市公司退市的情况，但该等情况均发生在重整完成的多年之后。因此，在上市公司重整投资市场始终流传着“无一失败”的传说。然而“不败神话”在 2023 年被打破。上海证券交易所（“上交所”）于 2023 年 6 月 30 日对 *ST 庞大（601258）的股票予以摘牌，其股票终止上市为参与上市公司重整的投资人敲响了警钟。围绕 *ST 庞大重整计划履行的相关问题并未因退市而终结，上交所于 2023 年 11 月 15 日做出“关于对

庞大汽贸集团股份有限公司重整投资人予以公开谴责的决定”，对重整投资人未履行重整业绩承诺补偿义务的违规行为予以公开谴责；*ST 庞大亦公告拟通过诉讼向重整投资人追索业绩承诺补偿。

如果 *ST 庞大的失败可以归结为重整投资人违反重整计划等行为造成，那么，*ST 博天（603603）的情况则更值得重整投资人关注。2023 年 12 月 8 日，公司收到证监会北京监管局下发的《行政处罚及市场禁入事先告知书》，认定公司通过多种方式虚增或虚减营业收入、利润，导致 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年年度报告存在虚假记载。公司 2020 年及 2021 年资产负债表虚假记载金额合计 1,954,795,259.94 元，且占该 2 年披露的年度期末净资产合计金额的 138.06%。公司虚假记载的信息披露违法行为持续时间长，虚假记载金额大、占比高，严重损害证券市场秩序。公司上述情形触及《上海证券交易所股票上市规则（2023 年 8 月修订）》第 9.5.1 条第（一）项、第 9.5.2 条第一款第（四）项规定的重大违法强制退市情形，可能被实施重大违法强制退市。如根据行政处罚决定书认定的事实，公司触及重大违法强制退市情形，公司股票将被终止上市。相应公告发布后，*ST 博天的股价出现连续跌停，退市风险骤增，而此时其重整财务投资人锁定期尚未届满，实际已经遭受严重亏损。

以上两个案例充分揭示了上市公司重整投资的风险。最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥于 2023 年 10 月 21 日在中国破产法论坛的讲话中指出，仅为“保壳”的重整是“忽悠式重整”，将对市场未来带来风险。因此，对困境上市公司的重整价值应该进行慎重识别。

对于具备重整价值的上市公司，还应当严格审核重整方案，既要解决债务问题，也要通过重整解决营业问题，实现上市公司质量的根本改善，建立持续经营能力。上市公司重整正逐渐从保壳套利逻辑回归产业经营逻辑，由单纯解决债务问题、避免退市，转变为更加注重提升企业质效和核心竞争力、促进企业长期可持续发展。

3. 首批可转债发行人完成重整，探索可转债风险处置有效路径

ST 花王（603007）于 2022 年 5 月进入预重整程序，系首个进入预重整程序的可转债发行人。此后，除花王转债（113595.SH）发行人外，正邦转债（128114.SZ）、搜特转债（128100.SZ）、蓝盾转债（123015.SZ）、全筑转债（113578.SH）发行人也陆续进入预重整或重整程序。截至 2023 年底，前述 5 家可转债发行人中，ST 花王处于预重整阶段，*ST 正邦、*ST 全筑的重整计划已获法院裁定批准并执行完毕，*ST 搜特、蓝盾退（300297）已于年内被法院裁定不予受理重整申请并退市。

在监管机构与法院的共同指导下，在 2023 年内，探索并实践了上市公司重整叠加可转债的相应处理规则。根据 *ST 正邦、*ST 全筑、ST 花王的相关公告，法院正式受理重整后，可转债将保留 15 个自然日的交易期限，以及 30 个自然日的转股期限。从保留交易期、转股期安排的客观效果上看，重整受理后，绝大部分可转债将选择在转股期届满前转股。正邦转债余额从受理重整当日的约 7.50 亿元，下降至转股期结束后的约 0.29 亿元，降幅为 96.13%；全筑转债余额相应从约 2.69 亿元下降至约 0.69 亿元，降幅为 74.35%。根据 *ST 正邦及 *ST 全筑的实践操作，对于转股期届满后仍未转股的可转债，将作为无财产担保的普通债权、按照重整计划规定的清偿方案进行清偿。

保留一定的交易期限及转股期限，能够更为充分地保障可转债持有人的交易权及转股权，避免恐慌情绪，帮助市场回归理性。通过给予充分的交易期和转股期，并配合对投资人充分的风险提示，将有效推动可转债通过市场化方式得到妥善处置，降低上市公司负债规模，优化资产负债结构，有利于重整的顺利实施。同时，可转债进一步转股将提高可供上市公司实施转增股本的资本公积金，增加上市公司的偿债资源，最终有利于提高债权人的真实清偿率。



鉴于可转债在重整受理后仍保留一定的交易期和转股期，上市公司的负债规模仍处于变动当中，重整计划草案的制定应充分考虑和预估可转债的转股情况。
*ST 正邦及 *ST 全筑均在可转债的交易期届满后即发布重整计划草案，并在转股期届满后对草案的相关数据进行更新，兼顾了数据准确性与草案公告的信息披露及时性要求。

随着可转债发行人重整案例的增加，预重整及重整程序中对可转债的风险处置方案逐渐成熟和完善，为后续可转债发行人的破产重整案件提供了可遵循的先例，有助于可转债的发行人、持有人更加妥善地在重整程序中处理好可转债的相关风险，实现各方共赢。

4. 自行管理模式的适用比例进一步提高，债务人的主观能动性得到进一步释放

2023 年度内重整计划获法院裁定批准的 15 宗上市公司重整案件，全部采用了在管理人的监督下自行管理财产和营业事务模式（“自行管理模式”），占比达 100%。而据不完全统计，该等比例在 2021 年约为 58%，2022 年约为 73%。可见，近年来上市公司采用管理人监督下的自行管理模式的比例逐渐提高，甚至已成为上市公司重整案件的“标配”。

从适用条件上看，具备重整价值的上市公司往往具备适用自行管理模式的条件。该等上市公司通常内部治理架构完整、运作正常，具备自行管理的客观能力。从适用效果上来看，由于上市公司往往业务情况复杂、专业程度高，由熟悉公司情况的高管团队和技术骨干团队进行自行管理，将有助于稳定公司的日常经营，维持公司资产价值，最大程度降低重整对上市公司原有经营秩序的冲击。

特别就上市公司重整的信息披露方面，《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 13 号——破产重整等事项》（“《上交所 13 号文》”）及《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 14 号——破产重整等事项》（“《深交所 14 号文》”）均规定，进入破

产程序的上市公司采取管理人管理运作模式的，信息披露义务人为管理人及其成员；采取管理人监督运作模式的，上市公司的董事会、监事会和高级管理人员应依法依规履行信息披露义务。上市公司依法依规进行信息披露，为投资者提供决策的主要依据，是证券市场有效发挥作用的必要前提。上市公司往往建立起了专门的证券部门负责信息披露工作。通过适用管理人监督下的自行管理模式，继续由上市公司相关部门人员负责上市公司的信息披露工作、由管理人依法进行监督，有利于最大程度保证披露信息的真实、准确、完整，信息披露及时、公平，保障广大投资人及其他利益相关方的知情权，尽可能降低重整期间的股价异动。

5. 预重整适用比例进一步提高，制度优势进一步凸显

2023 年度内裁定批准重整计划的 15 件上市公司重整案件中，除 *ST 西钢外，其余 14 家上市公司在受理正式重整前均启动了预重整程序，适用预重整程序的上市公司占比为 93%。而据不完全统计，2022 年审结的上市公司重整案件中，仅有约 64% 的上市公司适用了预重整程序，2021 年这一比例约为 58%。可见，与自行管理模式类似，预重整也逐渐成为上市公司破产重整所青睐的制度工具。

近年来，各地法院陆续针对预重整发布了操作指引，拉萨中院还于年内特别就上市公司预重整发布了工作指引；同时，各地法院及中介机构通过实践操作积累了丰富的案件经验，预重整制度日趋成熟。预重整有利于更加准确的识别困境公司的重整价值及重整可能，且不改变债务人原有的公司治理结构与公司治理机制，减少对重整程序的阻力。更加重要的是，上市公司正式重整需经证监会和最高人民法院双重批准，而在等待获得批准前则可以通过预重整先行完成各项重整工作。在预重整过程中由各利益相关方进行充分的沟通与协商，有利于化解上市公司重整及其准备阶段中的诸多难题，节省重整时间，提高重整效率，增加上市公司重整成功的可能性，因而得到了日益广泛的适用。

四、2024 年上市公司重整趋势展望

1. 将进一步强调重整价值及通过重整真实提升上市公司质量

随着 *ST 庞大等实施重整后退市案例的出现，预计各方将更加关注通过破产重整实现真正提高上市公司持续经营能力的重要目的。预计 2024 年度，上市公司重整将更注重以重整价值为维度的筛选。相较于重整后彻底变更主营业务，借助投资人资源禀赋进一步优化提升原有主营业务及既有企业价值的方案预计将获得更高的关注度。

2. 将进一步关注和强调中小投资人合法权益保护及对债权人的真实清偿

长期以来，对中小投资者合法权益的保护始终都是上市公司重整中的关键词。而债权人同样作为上市公司重整最为重要的参与方之一，其获得的实际清偿情况也一直以来都是上市公司重整工作的重中之重。

最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥于 2023 年 10 月 21 日在第十四届中国破产法论坛主旨发言中强调，破产审判工作要强化兼顾公正与效率的理念，“确保所有当事人合法权益得到依法妥善保护和公平对待，使破产案件处理结果符合人民群众对公平正义的期待”，科学核算重整中的真实清偿率。预计在接下来的上市公司破产重整中，持续强调中小投资人合法权益保护，科学核算、严格落实债权人的真实清偿预计将持续成为各方关注和强调的重点。

3. 全面注册制“宽进严管”政策环境预计将持续影响实施破产重整的标准和要求

随着全面注册制改革的不断深化，在“宽进严管”的整体政策氛围下，上市公司实施破产重整的标准预计将进一步科学化、理性化，企业的融资需求和投资者的市场化选择和权益保护将得到更良好的回应，进而提升上市公司质量，推动资本市场生态健康可持续发展。

房地产篇

>>>>>

前言

2023 年，虽然房地产行业的至暗时刻已过，复苏通道开启，但是整体回暖态势较弱，仍在谷底徘徊。政策层面，中央及各部委密集释放房地产市场利好信号，各地市的房地产市场调控松绑政策力度加大。2023 年 7 月，中共中央政治局会议以“房地产市场供求关系发生重大变化”定调楼市，中央和地方政府随后持续发力，供给需求两手抓，以北京上海为代表的一线城市松绑房贷政策，号召金融机构积极参与房企纾困工作，加大金融支持。但从市场角度来看，由于销售疲软，融资途径不畅，年内违约风险再次蔓延至混合所有制房企和国企背景大型房企。值得欣慰的是，以融创为首的部分房企率先完成境外债务重组，成功上岸。而就整个行业来看，房地产作为经济“稳定器”，如何顺利走出底部区间，顶住经济下行压力，为各方所密切关注。

一、2023 年大事记

1. 房企债务风险事件

6 月 23 日，建业地产（00832.HK）发布内幕消息公告称，市场情况持续恶化，全面停止境外债务支付，标志着建业地产前一轮的国企纾困未能实质性改善财务恶化状况。

8 月 10 日，碧桂园在港交所发布公告，预计上半年净亏损约 450 亿 -550 亿元，引发市场动荡。

8 月 14 日，远洋控股集团（中国）有限公司发布公告称，因并未于 8 月 13 日支付一笔票据在 2023 年前 7 月产生的 2094 万美元利息，导致发生票据项下之违约事件，故票据将自 8 月 14 日上午 9 时整起于港交所停牌，直至作出进一步通知。房企债务违约风险开始向混合所有制房企蔓延。

10 月 10 日，碧桂园宣布，公司预计无力偿还一笔 4.7 亿港元的到期境外债务，同时也预期将无法在相关宽限期内履行其所有境外债务款项的偿付义务。

10 月 16 日，金地集团公告董事长凌克辞职。次日开盘，金地集团股债双杀，股价一度触及跌停，债券跌超 20%。

10 月下旬，万科股价波动剧烈，美元债收益率飙升至 48% 和 53%，引起市场强烈关注。深圳市国资委亲自下场，提振投资者信心。

11 月 29 日，宝龙地产披露内幕消息称，2025 年 4 月到期的 1591.625 万美元票据项利息应付日期在 10 月 30 日，宽限期 30 天，但截止于公告日（11 月 29 日）公司仍然无法支付。

据不完全统计，年内公告无法兑付的房企还包括融信中国（03301.HK）、阳光城（000671.SZ）、荣盛发展、恒盛地产（00845.HK）、中梁控股、弘阳地产（01996.HK）、中骏集团、禹洲集团、正商实业等。

2. 房企重组事件

1 月 29 日晚间，华夏幸福披露境外间接全资子公司美元债券债务重组进展。公告称，英格兰及威尔士高等法院于英国时间 1 月 23 日召开裁决庭审，庭审裁决了华夏幸福境外债协议安排重组生效。

3 月 3 日，世茂集团拟对旗下 7 只债券进行债务重组，本金自 2024 年 6 月起分 13 期兑付。

5 月 5 日晚间，花样年控股发布公告，披露关于境外债务重组的最新进展。占花样年现有债务工具 76.44% 的持有人已加入重组支持协议，按照香港及开曼法院相关规定，重组方案获得 75% 同意即可通过。



5月22日晚，金科股份发布《关于公司被债权人申请重整的提示性公告》，公告指出，金科股份已被债权人申请破产重整。随后金科股份发布公告，拟主动向法院申请预重整及重整。

7月5日，天誉置业宣布，为保障所有债权人的公平合理利益，正在探索若干选项于百慕达进行公司债务重组，并已在百慕达法院申请委任“低度干预”临时清盘人及提出清盘呈请。

7月24日，中南建设公告表示，旗下美元债券JIAZHO 11.5 04/07/24的重组计划已获得48.6%的债权人支持。

9月22日晚间，中国恒大公告称，公司原定9月25日、9月26日有关建议重组的相关协议安排会议将不会举行。

11月20日，融创中国发布公告，宣布境外债务重组各项条件已获满足，并于当日正式生效，化解约900亿人民币债务风险。

11月20日，中梁控股披露境外债务重组方案进展。中梁控股表示，截至公告日期，持有现有债务未偿还本金总额约92%的同意债权人已加入重组支持协议，并承诺采取一切必要的行动，在计划会议上投票支持重组计划。

11月29日，中国奥园发布公告，宣布境外重组方案已获得债权人投票通过，待相关法院聆讯裁决后正式生效。

3. 政策性支持

1月13日，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟重点推进21项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡。

2月20日，证监会宣布启动了不动产私募投资基金试点工作。同日，中国证券投资基金业协会发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》。

7月10日，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》（“金融16条”）有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。

7月24日，中共中央政治局会议召开。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

7月31日，李强总理主持国务院常务会议时强调，要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。

8月3日，央行召开金融支持民营企业发展座谈会。潘功胜行长要求，要精准实施差异化住房信贷政策，满足民营房地产企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。

8月25日，住建部、央行、金融监管局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。

8月27日，《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》发布。根据安排，房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。此政策放宽上市房企的再融资条件，能够缓解经营困难房企阶段性的资金压力，有助于化解房企经营风险、改善市场预期。

8月31日，央行、金融监管总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。通知的重点政策在两方面：一是统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市；二是公布降低存量首套住房贷款利率的具体操作方案。

10月30日-31日，中央金融工作会议召开。会议指出，要促进金融与房地产良性循环，并强调要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

11月17日，央行、金融监管总局、证监会三部门召开金融机构座谈会，强调各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，并重点提出了“三个不低于”指标要求，主要为：各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

11月27日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、全国工商联等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，强调保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求。

12月14日晚间，北京、上海同步发布下调一、二套房首付比例及放宽普通住宅认定标准的通知，将二套房首付比例下调至40%和50%，一线城市迎来新一波楼市松绑。

二、房企债务风险化解主线回顾

1. 中央政策前稳后松，供给需求两手抓

2023年上半年，中央和地方政策层面整体平稳推进，继2022年救市基调的基础上进行局部优化调整。以七月份中共中央政治局会议定调“我国房地产市场供求关系发生重大变化”为分水岭，2023年下半年，房地产行业需求端、供给端纷纷加力，相继提出纾困举措，促进房地产市场盘活存量，缓解房企资金链紧张，减弱房企偿债压力。

2023年全年，“降库存、抓回款”成为大部分房企重要课题。从需求端来看，政府对于房市的调控政策持续松绑，并最终将北京、上海这两个调控最为严格的城市放宽了销售限制。

政策层面，年初，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，引导优质房企资产负债表回归安全区间。年中，继央行延期“金融16条”适用期限至2024年年底，证监会亦明确上市房企再融资不受破发、破净、亏损限制，以期放宽房企融资条件，缓解经营困难房企阶段性的资金压力。年末，三部门召开的金融机构座谈会上提出“三个不低于”指标，据悉监管机构拟提出“50家房企白名单”。金融端利好政策无疑对房地产市场提供了有利支持，但基于缺少落地机制、内部免责制度缺位、经济大环境影响等因素，距离政策的真正落地和执行尚有较长距离，多数房企融资难的基本面尚未改变，特别是已出险房企和中小房企。

从市场来看，房地产行业销售仍然持续下滑，市场预期并不乐观。克而瑞地产研究11月30日数据显示，今年前11个月百强房企实现销售操盘金额49,536.5亿元，同比降低14.4%。目前大多数规模房企整体陷入负增长的困局，前11月累计业绩同比降低的房企数量超过六成。销售端的持续下滑进一步增加房企现金流困难，房企债务危机尚未见底和趋好。



2. 房企违约风险持续释放，境外债务重组迎来新进展

2023 年以来，民营房企违约风险持续释放，新增违约房企主要为此前发生债券展期或境外债券违约的企业。从具体违约原因来看，主要系受宏观经济环境、行业环境等因素影响，房企销售情况持续下滑，加之融资渠道收紧，导致公司流动性出现困难，且调整兑付期限和利率后仍未能得到有效改善，企业持续经营能力不断下降。

在地产行业深度调整、债务违约频发的大环境下，债务重组成为众多房企脱困求生的重要手段。今年以来，部分房企的境外债务重组工作出现重大进展。以融创中国为典型，11 月 20 日，融创中国宣布境外债务重组各项条件已获满足，即日起正式生效。这意味着融创成为首家完成境内外债务重组所有流程的大型房企。据测算，境内外债务重组完成后，融创整体化解约 900 亿元人民币的债务风险。除融创中国外，碧桂园、中国奥园、花样年控股、中梁控股等房企的债务重组工作亦已取得较大突破。但与此同时，恒大集团境外债务重组拉锯两年仍面临重重困难。

值得注意的是，相关房企的境外债务重组动作因向美国法院寻求破产保护，在国内舆论上引起较大风波。实际上，从法律程序而言，中国房企向美国法院寻求破产保护系典型的跨境破产司法程序，属于原债务重组司法程序下的附属安排。原因在于，该类房企发行的境外债券主要受纽约法管辖，在香港或离岸法庭对债务重组协议裁定批准后，发行人向美国法院申请承认该等批准裁定，以使得相关法院命令在美国生效。一旦在香港等地的债务重组程序获得美国确认，美国法院将中止并不再受理债权人诉讼，从而保障企业海外资产不被无序分割。重组房企此举旨在防止个别债权人哄抢企业海外资产，保护企业债务重组程序顺利进行。

而对境内债务处置和保交楼工作而言，申请认可程序本身的影响有限，即便境外法院最终未认可境外重组程序，境外债权人申请执行境外重组主体持有的境内资产，也须以境内法院承认境外法院判决作为前提。

通过境外债务重组和国内公开债券展期，出险房企有望实现债务松绑。而在此基础上，如何盘活存量项目、加快销售去化才是能否最终“上岸”之关键。

3. 房地产企业破产案件同比小幅上升，以中小民营房企为主

根据“全国企业破产重整案件信息网”的不完全统计¹，截至 2023 年底，全国破产企业共 11619 家，其中房地产企业 1109 家，占比 9.55%，较 2022 年同比增加 19.76%。

从企业性质来看，1109 家破产房地产企业中，国有企业和集体企业合计 25 家，外商投资企业和港、澳、台投资企业合计 15 家，其他民营企业 1069 家，民营企业占全部破产房地产企业的 96.39%。

从企业规模来看，1109 家破产房地产企业中，注册资本在 5,000 万元以上的有 377 家，在 1,000 万元至 5,000 万元之间的有 484 家，在 1,000 万元以下的有 248 家；职工数量在 1,000 人以上的有 3 家，在 100 人至 1,000 人之间的有 21 家，在 100 人以下的有 1085 家。同时符合注册资本 5,000 万元以上、职工数量 100 人以上的大型房地产企业仅有 18 家，其他中小型房地产企业共有 1091 家，中小房地产企业占全部破产房地产企业的 98.38%。

¹ 参见“全国企业破产重整案件信息网”之“债务人信息”专栏：<https://pccz.court.gov.cn/pcajxxw/pctzr/tzrdh?lx=1&sfzmtzr=0>，最后访问日期 2023 年 12 月 22 日。

从审理进展来看，1109 家破产房地产企业中，已结案的有 588 家，审理中的有 309 家，预重整的有 212 家。

从上述统计数据来看，截至 2023 年底，国内房地产企业破产案件数量较 2022 年有所增加，且以中小民营房企为主，整体比例和趋势与 2022 年保持一致。尤为突出的是，房地产企业采取预重整的案件数量大幅增加，较 2022 年同比增长 66%。

4. 大型房企试水重整程序，头部房企的部分项目公司开始破产

5 月份，金科股份的债权人向重庆市第五中级人民法院申请破产重整。随后，金科股份董事会决议通过对公司提起重整及预重整申请。金科股份与其他大型房企的显著不同在于其系 A 股上市公司，而 A 股上市公司破产重整需经证监会和最高人民法院双重批准。加之，房地产行业集团公司在本轮危机中的破产重整较为罕见，至 5 月份申请以来至今尚未获得法院受理。

就民营房企债务重组而言，目前取得明显进展的主要系境外债。一方面，境外债的担保措施较弱，发行主体通常为控股公司或附属公司，并不直接持有资产，境外债权人的手段相对有限；另一方面，境外债务重组法律体系比较完善且债权人相对更易于接受重组条件。而就境内债务而言，除华夏幸福借助庭外重组完成境内债务重组外，大部分国内房企均未能有效重组境内债务。

相较于庭外债务重组而言，破产重整更能彻底化解债务危机，有效解决债权人钳制以及境内金融机构贷款重组的程序障碍。我们去年曾预判，2023 年可能出现进入破产重整的大型房企集团。金科股份预计将创下国内房企重组先例。

值得注意的是，地产业务营收超半数的另一家 A 股上市公司泛海控股股份有限公司未能顺利从预重整转

入重整程序，将面临面值退市。此外，另一家重庆民营房企协信远创自 2021 年进入破产重整以来经历了多轮博弈。根据协信远创管理人公告，协信远创破产重整计划草案首轮表决失败。由此可见，大型房企进入重整程序前后，如何面对重整价值及重整可能性的拷问、如何妥善平衡好各方利益极为关键。

考虑到房企集团进入破产程序的难度与复杂性，部分大型头部房企的单个重点项目逐渐进入破产程序。以祥生地产为例，祥生地产旗下的蝶恋花项目开发主体上海聚博房地产开发有限公司通过预重整 + 重整方式，引入共益债务，实现复工续建。该项目位于上海市虹口区核心区，评估货值高达 300 亿元，系祥生地产的核心资产。祥生地产通过重整程序与债权人进行谈判，最终形成引入共益债进行续建的重整思路，通过续建销售实现正向现金流，对债务进行重组和安排，成功复工。项目公司单独破产不失为房企定点拆弹的重要思路。

5. 出险房企退市序幕逐渐拉开，地产行业出清速度加快

2023 年 6 月，川系开发商蓝光发展已正式退市，成为 2023 年首家从 A 股退市的房企。截至目前，*ST 宋都 (600077.SH)、ST 泰禾 (000732.SZ)、ST 阳光城 (000671.SZ) 等也已相继退市，*ST 泛海亦因股票收盘价连续二十个交易日低于 1 元 / 股，即将面临退市。

从港股市场来看，2023 年 4 月，前江西“千亿元房企”新力控股在港交所被除牌，成为 2023 年上市房企退市第一股。佳源国际 (02768.HK) 随后于 5 月 2 日被香港高等法院颁令清盘，成为本轮出险房企中首个被清盘的百强房企。12 月 27 日，三盛控股被港交所取消上市地位。

除此之外，目前处于停牌状态且遭到停牌预警的上市房企亦不在少数，出险房企已陆续陷入退市倒计时。在触发强制退市的情况下，公司融资渠道将进一步受

限，引发房企资金缺口骤增、信用评级下降、经营状况进一步恶化等连锁反应；同时，退市负面情绪亦将传导至购房市场，对于项目销售更为不利。

在内外经济环境影响下，资本市场对房地产行业预期逐渐走低，房企退市一方面是经营恶化和市场环境影响的结果，另一方面也是房地产行业加速出清和重整的必然过程。从整体来看，此次退市风险的房地产公司占整体板块内的权重影响不大。随着地产行业逐步调整和探底，不少经营粗放、高杠杆、高负债的房企先行进入退市、破产等程序，地产行业出清速度呈现加快的迹象。

6. 政府保交楼工作成效显著，探索房企危机化解新样本

2023年，在房企集团纾困艰难徘徊之际，项目层面的“保交楼”工作成果斐然。据住建部数据，截至今年8月初，全国“保交楼”专项借款项目总体复工率接近100%，累计完成住房交付超过165万套，首批专项借款项目住房交付率超过60%。12月21日，在全国住房和城乡建设工作会议上，住建部党组书记、部长倪虹强调，2024年将做好四大板块、18个方面工作。其中，“保交楼”工作落实属地责任，加强预售资金监管，加快预售制度改革。

相较于破产程序的极限博弈，在政府保交楼项目中更多采用政府协调和封闭监管路径，以高效快速的行政力量保障民生工程，成为本轮房产危机化解的一大主旋律。通过行政程序的主动作为，避免了大量房企涌入法院，大幅减轻了司法机构在本轮房地产危机中的压力。

7. AMC 深度参与，成为房企重要纾困力量

自2022年11月房地产“金融16条”推出后，2023年以来，AMC积极开展房企纾困行动，成为房地产行业纾困的重要力量。根据克而瑞研究中心监测的数据，从2022年12月到2023年6月底，AMC介入的房企纾困有14宗，除了未披露金额的项目外，

纾困资金超过484亿元，涉及房企包括中国恒大、融创中国、佳兆业、旭辉集团、中南建设及德信中国等出险房企。

根据中国信达公布的数据，截至2023年10月末，中国信达年内共投放房地产风险化解项目38个，规模188亿元，保障30642套商品房按期交付，带动1187亿元项目复工复产。此外，中国信达综合运用收并购、纾困代建、共益债投资等多种手段，推动构建房地产发展新模式，积极探索例如“成立Pre-REITs基金—收购商业资产—运营赋能—通过资产证券化等手段实现退出”等业务模式。

根据东方资产公布的数据，截至2023年6月末，东方资产已累计开展房地产风险化解项目47个，推动保障3.68万套商品房按期交付。在东方资产于12月举办的房地产企业债券风险化解研讨会上，东方资产亦表示将对国有、民营等各类房地产企业一视同仁，按照市场化、法治化原则，积极参与房地产市场风险化解，助力金融强国建设。

就单个项目来看，2023年1月3日，中国华融披露，在上海市黄浦区政府的支持下，中国华融携手以浦发银行牵头的6家银行组成的银团，协同中信信托等中信集团成员单位，实施了融创集团上海董家渡纾困项目，项目总规模85亿元。另外，根据金科股份公告，金科股份已与中国长城下属的长城国富签署战略合作协议，由长城国富对金科股份进行纾困。

从今年的趋势来看，AMC与房企的合作更加广泛。例如，绿城中国、绿城管理分别与长城资产及其子公司长城国富置业于今年七月份签署战略合作协议，双方将在涉房涉地不良资产处置等业务领域开展战略合作。华夏幸福与地方性AMC浙商资产亦签署了战略合作协议，双方将就各自存量业务、“AMC+保交楼”业务开展战略合作。这充分说明“AMC+代建”纾困模式已经跑通，有助于该模式的进一步推广应用。

8. 进一步明确商品房消费者绝对优先的法律规则，保护弱势群体利益

相比于一般破产案件而言，房企破产案件的债权结构更为复杂，涉及包括建设工程优先权、商品房消费者优先权、抵押债权、工程款债权、供应商债权、拆迁债权、非法吸收公众存款的受害债权人、普通民间借贷债权人等诸多类型的债权。

房地产企业破产案件的权利顺位冲突明显且立法层面未予以明确解答，在实践操作中存在诸多争议，管理人以往只能依据部分会议纪要或参考执行程序等相关规定确定债权优先顺位。其中，最为突出的问题之一为房地产企业破产程序中如何保障购房人权利问题，尤其是在无法交房的情况下，购房者的购房价款返还请求权是否优先于建设工程款债权和抵押权的问题。

2023 年 4 月 20 日，最高人民法院发布了《关于商品房消费者权利保护问题的批复》（法释〔2023〕1 号），明确商品房消费者优先权、建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权之间的权利顺位关系。

一方面，该批复解决了《最高人民法院关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》被废止导致消费者购房人权利保护无法可依，只能参照《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》认定的问题；另一方面，该批复再次强调了“居住性”，明确了只支付了部分价款的商品房消费者，在一审法庭辩论终结前已实际支付剩余价款的，可以适用“商品房消费者以居住为目的购买房屋并已支付全部价款，主张其房屋交付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的，人民法院应当予以支持”的规定，对于消费者购房人的权利保护作出了更为明确的规定。

然而，对于房地产企业破产程序中面临的非居住用房的购买人保护问题仍然尚无法律规定。实践中，法院和管理人仍然需要在保障民生和维护社会稳定大局，与保障建设工程款债权人和抵押权人合法利益之间进行艰难平衡。

三、2024 年房地产债务化解与破产趋势展望

1. 房地产风险化解仍为重要课题

受疫情影响以来，首批出险的房地产企业主要以民营房地产企业为主，其原因除民营企业经营方式更为激进外，金融机构对民营企业和国有企业的支持力度不同亦有影响。但从近期来看，部分国央企背景的房企如远洋、金地等亦出现财务紧张的情况，甚至强如万科也遭遇股债双杀，市场消息面风声鹤唳。

当前，市场信心仍然亟需加强，预计未来一年房地产行业仍将以保交付和保经营为主旋律，债务风险仍需较长时间消化。只有通过销售去化以及融资困难等难题得到有效解决，方能遏制房企违约风险的进一步释放，有效防范房地产领域风险。

2. 房企纾困有赖金融资源投放

根据国家统计局数据统计²，1—11 月份，全国房地产开发投资 104,045 亿元，同比下降 9.4%；1—11 月份，房地产开发企业到位资金 117,044 亿元，同比下降 13.4%。其中，国内贷款 14,227 亿元，下降 9.8%；利用外资 42 亿元，下降 35.1%；自筹资金 38,505 亿元，下降 20.3%；定金及预收款 39,583 亿元，下降 10.9%；个人按揭贷款 19,982 亿元，下降 8.1%。

自房企债务危机爆发后，政府在房地产融资方面紧锣密鼓陆续出台大量支持性政策，鼓励金融机构对房地产行业加大纾困力度。但从 2023 年的政策实施效果来看，金融机构纾困资源仍然更多向资信较好的国企

² 参见国家统计局官网，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202312/t20231215_1945574.html，最后访问日期 2023 年 12 月 22 日。

房地产企业倾斜，金融机构向出险房企提供大量资金支持案例较为少见，出险房企仍然面临融资难、现金流紧缺的风险。

未来，如要真正缓解房地产企业债务危机，除房企自身债务规模、经营模式等内部调整外，房企纾困工作仍需要大量外部“输血”。为此，如何进一步细化中央和地方政策，使得金融机构纾困工作更具可操作性和可落地性，将是下一步重要研究方向。

3. 大型房企境外债务重组有望迎来新局面

根据融创中国披露的债务重组方案，融创中国将约百亿美元境外债务分为降杠杆、留债展期两大板块进行重组，为债权人提供了可转换债券、强制可转换债券、转换为部分融创服务股权、置换新票据等多种灵活选项。随着融创重组方案的成功，结合市场反馈来看，债权人对于可转换债券、强制可转债（MCB）等方式展现出了较高的认购意向。

融创中国的境外重组方案，尤其是采用强制可转换债券等方式，为其他类似的境外重组房企提供了较好的案例模板。可以预见，未来其他境外重组的房地产企业将借鉴融创中国等在先案例，境外债务重组工作的推进亦将逐渐成熟化。

4. 破产程序将成为房企拯救与出清终局手段

自2021年房地产行业爆发危机以来，房企的债务化解经历了观望、躺平、境外债务重组、退市等多个阶段。随着债务风险的持续累积，部分房企已无法通过庭外重组或展期方式解决债务，最后只能进入破产程序。而从社会稳定角度来看，在政府强力督导下，具备保交付条件的项目已经取得重大进展，对于剩余无法通过保交楼解决的项目，最终也只能主动或被动走向破产程序。

随着新时代的到来，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，房地产行业在高速增长时代所隐藏的债务风险已经浮出水面，而破产程序则是实现房企的拯救或出清、化解房地产风险的终局解决方案。

金融机构破产篇

>>>>>



前言

防控风险是金融工作的永恒主题。实现金融机构规范有序市场退出，对于局部风险以及系统性风险的防控均具有重要意义。2023 年，在着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险的背景下，全国金融机构破产相关的政策、立法和实践稳中有进，金融机构风险处置工作将日益稳妥有序地深入推进。

一、2023 年重要时点

1 月 19 日，中国银行保险监督管理委员会（“**中国银保监会**”）以新华联控股集团财务公司不符合《企业集团财务公司管理办法》第五十一条规定为由，驳回其提出重整的申请。

2 月 1 日，华融国际信托有限责任公司（“**华融信托**”）发文称公司新老股东已完成交接工作，股权重组已完成。

3 月 1 日，《银行保险机构消费者权益保护管理办法》施行。

3 月 16 日，中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，组建国家金融监督管理总局（“**金融监管总局**”）。

4 月 28 日，中共中央政治局召开会议，指出要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作；做好保交楼、保民生、保稳定工作；要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

5 月 6 日，原中国银保监会批复同意比亚迪汽车工业有限公司受让易安财产保险股份有限公司（“**易安财险**”）全部 10 亿股股份；同月 12 日，原中国银保监会批复同意“易安财产保险股份有限公司”名称变更为“深圳比亚迪财产保险有限公司”。

5 月 26 日，重庆市第五中级人民法院裁定宣告新华信托股份有限公司（“**新华信托**”）破产。

6 月 1 日，金融监管总局批复同意海港人寿保险股份有限公司（“**海港人寿**”）开业，深圳监管局于 9 月 13 日批复同意其整体受让恒大人寿保险有限公司资产和负债。

6 月 9 日，天津市滨海新区人民法院裁定受理华泰汽车金融有限公司（“**华泰汽车金融**”）的破产清算案件。

6 月 20 日，金融监管总局批复同意中汇人寿保险股份有限公司（“**中汇人寿**”）开业，其将依法全面受让天安人寿保险股份有限公司资产和负债。

6 月 28 日，金融监管总局批复同意瑞众人寿保险有限责任公司（“**瑞众人寿**”）开业，其将依法全面受让华夏人寿保险股份有限公司资产和负债。

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，指出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案；要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。

9 月 7 日，《中华人民共和国金融稳定法》《企业破产法（修改）》等列入十四届全国人大常委会立法规划。

9 月 15 日，中融国际信托有限公司（“**中融信托**”）公告称，公司部分信托产品无法按期兑付。11 月 22 日，中融信托的第二大股东中植企业集团有限公司发布致歉信，预估公司净资产约为负 2600 亿元。

9 月 19 日，辽宁农村商业银行股份有限公司（“**辽宁农商银行**”）注册成立。

10 月 11 日，《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》发布。

10 月 17 日，金融监管总局批复同意天津国泰金融租赁有限责任公司进入破产程序。

10月31日，中央金融工作会议举行，防范化解重大风险是会议主线之一。

12月8日，中共中央政治局召开会议，指出2024年要坚持稳中求进工作总基调，改善社会预期，着力扩大国内需求，持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

12月24日，四川信托有限公司（“四川信托”）发布自然人投资者签约方案。

二、2023 年主线回顾

1. 防控风险作为金融工作永恒主题

2023年10月底召开的第六次中央金融工作会议为金融发展指明前进方向，会议强调“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”，延续了2017年第五次全国金融工作会议关于“把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”的要求。2023年，防控风险是机构改革、立法工作、行政监管工作的重要组成部分。

根据2023年3月《党和国家机构改革方案》，防控系统性金融风险相关的机构改革事项主要包括三个方面：第一，在原国务院金融稳定发展委员会基础上组建中央金融委员会，配合组建中央金融工委。这一转变将加强党中央对金融工作的集中统一领导，负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等¹；第二，人民银行管理体制从大区分行制度重回省分行制。这一转变可能的意义在于，对于一些有可能会形成的重大金融风险或系统性金融风险，省级分行制度较大区分行制度在监管操作方面更为灵活²；第三，

在原中国银保监会基础上组建金融监管总局，进一步整合监管职能。中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，中国证监会的投资者保护职责均划入金融监管总局。2023年11月的“三定方案”进一步明确了金融监管总局的15大监管职责，并明确了在打击非法金融活动、金融消费者权益保护工作、行政执法与刑事司法衔接机制等方面的工作中与其他部门的职责分工。

就防控风险涉及的立法工作，《金融稳定法》《企业破产法（修改）》于2023年9月被列入十四届全国人大常委会立法规划第一类项目，即“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”。其中《金融稳定法》将全面搭建金融风险防范、化解、处置机制的基础框架；金融机构破产制度体系极有可能成为《企业破产法（修改）》修订的重要内容（详见《破产年度观察（2022）：金融机构破产篇》³）。2023年10月，《国务院关于金融工作情况的报告》的下一步工作考虑包括“加快推进金融稳定法立法工作”“研究完善金融领域定期修法协调机制”。2023年11月，中国人民银行《中国货币政策执行报告（2023年第三季度）》在下一阶段货币政策主要思路提到，要“健全金融稳定保障体系，推动金融稳定法尽快出台”。2023年12月，中国人民银行《中国金融稳定报告（2023）》进一步提出，要抓紧推进中国人民银行法、商业银行法、保险法等相关法律的修订工作，与金融稳定法“共同形成有机整体”。

就防控风险涉及的行政监管工作，根据2023年10月《国务院关于金融工作情况的报告》，持续防范化解重大金融风险，确保金融风险整体可控的相关工作分为六个方面：一是继续处置中小金融机构风险；二是维护房地产市场平稳运行；三是支持防范化解地方融资平台债务风险；四是严厉打击非法金融活动；五是防范金融市场风险联动和外部冲击；六是构建防范化解金融风险长效机制。在监管规定方面：第一，

¹ http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202310/t20231021_432324.html。

² 吴晓灵、李曙光、郭雳：《金融改革与法律监管》，载《中国法律评论》2023年第3期。

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/z9APLlAfIOJ1Mc2cTR6pmA>。



2023 年，金融监管总局发布了《银行业金融机构国别风险管理办法》《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》《商业银行资本管理办法》《系统重要性保险公司评估办法》《保险销售行为管理办法》《商业银行金融资产风险分类办法》等一系列规定，中国证监会也就《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》公开征求意见，上述监管规定完善了金融机构风险监测评估和预警，着力强化了早期纠正硬约束；第二，金融监管总局完善了破产的相关监管规定，于 2023 年 7 月发布了修订后的《汽车金融公司管理办法》，在原规定基础上进一步明确汽车金融公司可以适用重整、和解或破产清算，并于 2023 年 7 月发布《非银行金融机构行政许可事项实施办法（征求意见稿）》，拟明确非银行金融机构及境内外相关子公司申请破产的程序要求，并拟将监管部门的审批期限定为 3 个月。

2. 金融机构风险化解持续攻坚，监管机构前期介入发挥重要作用

2023 年，各类金融机构相继出现进入破产程序的情形。本年度，人民法院审理了新华信托、易安财险、华泰汽车金融、北大方正集团财务有限公司等各类金融机构破产案件，范围涵盖信托机构、保险公司、汽车金融公司和财务公司等，适用程序包括破产清算和破产重整。

就财务公司来看，监管机构明确不支持对财务公司进行单独破产重整，多家企业集团的财务公司进入破产清算程序。原银保监会对于新华联控股集团财务公司的破产重整申请，直接以不符合《企业集团财务公司管理办法》第五十一条规定为由予以驳回。而针对北大方正集团财务有限公司、新风祥财务有限公司，金融监管总局均批复同意其破产清算申请。

本年度内，新类型的金融机构破产案件情况如下：华泰汽车金融是首家适用破产程序的汽车金融公司；天津国泰金融租赁有限责任公司是首家批复同意破产的金融租赁公司。

在金融机构破产和风险金融机构风险处置案件中，地方政府和监管机构以维护金融稳定为目标的介入和救助往往起到关键作用。例如，在新华信托、易安财险等一系列破产案件中，前期均有接管组或政府工作组介入。在华夏人寿保险股份有限公司、天安人寿保险股份有限公司等金融机构风险处置过程中，同样涉及行政机关接管。地方政府和监管机构前期介入或接管后，通常将针对金融机构形成具有可操作性的风险处置方案，上报有关部门同意后予以执行。该方案通常将综合考虑风险处置涉及的各项事项，必要时动用公共资源予以救济，有效降低了风险处置的不确定性，对风险处置顺利进行起到关键作用。

3. 中小银行风险处置持续推进

中小银行抵御外部风险能力较弱，在复杂严峻的形势下，中小银行的风险不断累积。根据中国人民银行统计数据，截至 2022 年末，全国 346 家高风险金融机构中，大部分为区域性中小银行，其中 314 家为农合机构（包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社）和村镇银行高风险银行，16 家为城市商业银行⁴。

近年来，中小银行风险处置一直是防范化解金融风险的重点工作之一。2023 年 4 月及 7 月的中共中央政治局会议均对中小金融机构的化险工作提出要求。根据 2023 年 10 月《国务院关于金融工作情况的报告》，“有序化解高风险中小金融机构风险”的工作思路为“推动兼并重组，该出清的稳妥出清”。当月，国务院还颁布了《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》，其中“着力防范化解重点领域金融风险”的三项意见中有两项涉及中小银行，包括加快中小银行改革化险和完善中小银行治理机制。国务院在总结已有实践的基础上提出“以省为单位制定中小银行改革化险方案。以转变省联社职责为重点，加快推进农信社改革。按照市场化、法治化原则，稳步推动村镇

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongwending/ju/146766/146772/4979810/index.html>.

银行结构性重组”；“构建高风险机构常态化风险处置机制，探索分级分类处置模式，有效发挥存款保险基金、金融稳定保障基金作用”。

2023 年 10 月，第六次中央金融工作会议要求“及时处置中小金融机构风险”。对此金融监管总局党委书记、局长李云泽在接受专访时指出，要抓住当前有利时机，坚持市场化法治化原则，加大力度推进风险处置，推动“一省一策”“一行一策”“一司一策”制定风险处置方案，并推动中小银行机构优化结构、提质增效等措施⁵。

在此背景下，2023 年大量中小银行被解散，解散方式主要包括自行解散、被主发起行吸收合并、改制成为主发起行分支机构等。例如，2023 年 4 月，辽宁千山金泉村镇银行股份有限公司因被鞍山银行股份有限公司收购而获批准解散；2023 年 7 月，重庆梁平澳新村镇银行有限责任公司拟通过解散方式实现退出；2023 年 11 月，北京大兴华夏村镇银行有限责任公司因被华夏银行股份有限公司吸收设立为支行而获批准解散。

值得关注的是，各省的农商行还在农信社改革的框架下进行合并。例如，2023 年 9 月，辽宁农商银行由沈阳农村商业银行股份有限公司联合辽宁省内 30 家农信联社组建成立，承接沈阳农村商业银行股份有限公司及 30 家农信联社所有债权和债务。11 月，河南农村商业联合银行股份有限公司和山西农村商业联合银行股份有限公司分别揭牌。

4. 大型财富公司暴雷引发关注

2023 年，金融领域最大的风险事件莫过于中植集团暴雷。中植集团依托旗下中融信托和四大财富公司，在资本市场领域广泛开展投资。据报道，巅峰时期中

植集团同时投资超 55 家上市公司，资产规模规模过万亿。自 6 月起，中植系理财产品陆续无法兑付。11 月 22 日，中植集团向投资者发出《致歉信》，就相关产品陆续发生实质性违约向投资者致歉，披露了公司总资产账面金额约 2000 亿元，债务本息规模约 4200-4600 亿元，已严重资不抵债。随后，北京市公安局朝阳分局通报称，依法对“中植系”所属财富公司涉嫌违法犯罪立案侦查，对解某某等多名犯罪嫌疑人采取刑事强制措施。

12 月 17 日，海银财富官宣主动退出，对存续业务进行梳理。

由于财富管理业务的门槛较低，涉及投资人数量众多，多数理财产品投资去向为房地产项目。受机构自身财富管理能力所限和地产行业深度调整影响，部分财富公司理财产品难以兑付，社会投资者难以退出，风险持续累积和蔓延。在财富公司的清理过程中，应该坚持追责和化险同步推进，对于财富公司展业过程中的违法犯罪乱象应当严厉打击，同时坚持市场化法治化原则对于债务风险进行化解，并加强对财富管理行业的有效监管。

5. 以打破刚兑来促进投资者教育

各类金融机构均涉及吸收社会不特定公众资金的情况。在各类金融机构的风险处置及破产案件中，如何妥善应对社会投资人均是重点工作之一。

金融机构的社会投资人保护，一方面有赖于存款保险基金等兜底保护，另一方面深度依赖合格投资者的自律。在金融机构风险处置工作中，社会投资人的稳定和保护往往是地方政府和监管机构的首要考虑，在此基础上，打破刚兑和投资者教育仍然是重要前提。

本年度，打破刚兑是金融机构风险处置的重要前提。例如，2023 年 3 月原中国银保监会《关于规范信托公司信托业务分类的通知》要求信托公司不得以任何形式承诺信托财产不受损失或承诺最低收益。在金融机构风险处置实践中，为充分保障金融消费者的合法

⁵ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202312/content_6918285.htm。



权益，往往会考虑将偿债资金优先清偿社会投资人债权，但仍然坚持打破刚兑原则。例如，四川信托的自然人投资者清偿方案为，按信托受益权金额设置累进的清偿率，清偿率第一档为 100 万元以下，清偿率为 80%；最后一档为 1000 万元及以上，清偿率为 40%⁶。

本年度，金融消费者权益保护的监管体系已进一步完善，而有体系的金融消费者权益保护实际上是建立金融投资者门槛和投资者教育的基础。第一，在今天的机构改革中，原中国银保监会、中国证监会涉及金融消费者保护职能均归入金融监管总局。金融监管总局有权集中调配金融消费者保护相关的监管资源。第二，金融消费者权益保护的相关规定已进一步完善。2023 年 10 月发布的《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》提出要提升社会公众金融素养和金融能力，健全金融消费者权益保护体系；金融监管总局于 2023 年施行了《银行保险机构消费者权益保护管理办法》《人身保险产品信息披露管理办法》《保险销售行为管理办法》等一系列规定。其中，《银行保险机构消费者权益保护管理办法》明确了金融消费者的八大基本权利，并要求银行保险机构发生涉及消费者权益问题的重大事件，应当根据属地监管原则及时向监管机构报告。

6. 强化金融机构及其股东主体责任

2022 年 12 月 30 日，全国人大常委会对《金融稳定法（草案）》公开征求意见。与前次央行征求意见稿相比，强化了金融机构及其股东的主体责任。2023 年金融机构破产和风险处置案件进一步延续了这种趋势。

2023 年，全国人大、国务院和金融机构总局的一系列文件都要求压实金融机构及其股东主体责任。例如，2023 年 10 月《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》第 7 条要求“压实金融机构及其股东主体责任，压实地方政府、金融监管、行业主管等

各方责任”；2023 年，金融机构总局发布的《商业银行资本管理办法》《国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》等文件都列明了可以采取责令控股股东转让股权或者限制有关股东权利的适用情形。

本年度的金融机构风险处置及破产案件中，压实金融机构及其股东主体责任的主要方式为：依法清退问题股东持有的股权，对有关责任人员依法追责。例如，在各起破产金融机构破产清算案件中，原股东被依法清退；对于出险的新华信托、四川信托、雪松国际信托股份有限公司等金融机构，其有关责任人员均被监管机构依法追责。

值得关注的是，厘清股东的责任和权利也是金融机构风险处置工作中的一大难题。受限于监管措施的局限性，在股东不配合的情况下，如何有效促进金融机构的风险化解将成为新的难题。根据公开信息，继金融监管总局陕西监管局下发《行政监管强制措施决定书》，对长安国际信托股份有限公司（“长安信托”）的三家民营股东采取限制股东权利的监管措施后，2023 年 11 月，长安信托引入西安财金投资管理有限公司增资成为第一大股东，招来三家限权民营股东的反对，并已于近期针对长安信托和西安财金投资管理有限公司提起诉讼⁷。

7. 行业保障基金发挥金融稳定器作用

2023 年，信托业保障基金、保险保障基金、存款保险基金等行业保障基金主要通过出资入股方式参与风险处置。通过出资入股并行使股东权利，行业保障基金可以在补充流动性的同时参与公司治理，化解相关金融风险。

2023 年 2 月，信托业保障基金正式受让华融信托

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/p8didhwcAArYkxFc776syg>。

⁷ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_25768363。

76.79% 股权，总价 61.52 亿元。2023 年 6 月，保险保障基金经批准出资设立中汇人寿、瑞众人寿、海港人寿 3 家保险公司，分别承接天安人寿保险股份有限公司、华夏人寿保险股份有限公司、恒大人寿保险股份有限公司 3 家风险保险公司的保单负债、有效资产及全部机构网点等，保险保障基金的出资数额分别为 66.4 亿元、226 亿元、37.5 亿元。

值得关注的是，存款保险基金还跨行业受让了保险公司的股权。信泰人寿保险股份有限公司 2023 年 10 月发布的公告显示，自上一次披露股权结构（2022 年第三季度末）开始，保险保障基金和存款保障基金已成为其第一大股东，均持股 34.7%；该保险公司拟进一步引入浙江省 4 家国有企业进行增资。

8. 防范房地产企业和地方债风险进一步蔓延

2023 年，房地产企业债务危机和地方债务（包括地方政府债务、地方融资平台债务）危机频发。就房地产企业而言，恒大集团、碧桂园集团等特大型房企接连启动境内外债务重组；据不完全统计，2023 年 1-8 月，1300 多家建筑企业进入破产程序⁸。就地方债务而言，2023 年 10 月地方政府债务余额首次突破 40 万亿元关口，在不到 2 年的时间内增加 10 万亿元，据推测地方融资平台债务规模在 2022 年底可能已超过 70 万亿元⁹，并且本年度已有地方融资平台被申请破产的公开报道¹⁰。

由于金融机构是房地产企业债务和地方债务涉及的主

要债权人¹¹，且债务体量非常巨大，该等债务的出险或将导致金融机构的个别债务风险，乃至系统性金融风险。2023 年 10 月《国务院关于金融工作情况的报告》将维护房地产市场平稳运行、支持防范化解地方融资平台债务风险作为金融风险防范主要工作。第六次中央金融工作会议进一步将房地产市场、地方政府债务列入监管的重点风险领域，强调要“健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”。

为落实党中央相关政策，防范房地产企业债务危机和地方债务危机传导至金融机构，金融监管部门已出台一系列配套规定。例如，2022 年 11 月《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》要求积极配合做好受困房地产企业风险处置，包括做好房地产项目并购金融支持、积极探索市场化支持方式；2023 年 2 月，原中国银保监会和中国人民银行联合发布《商业银行金融资产风险分类办法》，不要求资产重组后必须划为不良资产，或为后续商业银行参与债务重组提供标准和动力，在制度上助力金融机构配合地方政府化解债务¹²，也将助力金融机构应对房地产企业重组。

9. 境外大型金融机构债务危机对跨境破产制度提出挑战

2023 年，硅谷银行、瑞士信贷银行、美国第一共和银行、签名银行等大型境外金融机构相继陷入债务危

⁸ <https://finance.sina.com.cn/cj/2023-10-08/doc-imzqkhr5989408.shtml>。

⁹ <https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-05-06/doc-imysvwi2968429.shtml>。

¹⁰ 根据中泰信托 7 月 28 日发布的“贵州凯里项目贷款集合资金信托计划重大事项信息披露报告”，其已向上海金融法院递交执行转破产申请，要求对贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司、黔东南州凯宏城市投资运营（集团）有限责任公司予以破产清算。

¹¹ 例如，商业银行是地方政府债券的主要持有人，截至 2023 年 10 月，总规模 39.8 万亿元中，商业银行持有的规模达 32.9 万亿元。中央结算公司对 2023 年 10 月债券持有者结构的统计信息见 https://www.chinabond.com.cn/zsjs/zsjs_tjsj/tjsj_tjyb/?level=3###。

¹² 石健：《与金融机构联动 地方化解债务风险初见成效》，载《中国经营报》2023 年 6 月 19 日，第 B8 版。

机。最终，相关债务危机通过行政接管（硅谷银行、签名银行）、收购（如瑞士信贷银行、美国第一共和银行）等方式得到化解。上述大型金融机构由于涉及境外债权人、境外分支机构和对外投资，其债务危机存在跨境传导的情形，但对中国金融市场冲击有限。例如，受硅谷银行债务危机波及，其英国子公司最终被汇丰银行 1 美元收购，但中国境内的浦发硅谷银行未受到直接冲击。

上述债务危机案件对系统性金融风险防范提出了新的挑战。第六次中央金融工作会议指出，当前国际经济金融形势瞬息万变，全球金融风险频发，要防止外部金融风险对国内产生冲击，要“防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振”。

上述债务危机案件也对跨境破产制度提出了新的挑战。如何承认与执行涉及境外金融机构的破产司法文书，如何跨境保护金融市场主体的合法权益等问题，均有待未来立法及司法实践的进一步回应。

三、2024 年趋势展望

1. 金融机构破产制度可能迎来全面更新

2024 年，金融机构破产制度有望迎来全面更新。2023 年 9 月，《金融稳定法》《企业破产法（修改）》已被列入全国人大常委会列为“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”，有望在整合《党和国家机构改革方案》相关事项、综合各方意见基础上正式颁布。《非银行金融机构行政许可事项实施办法》等涉及金融机构破产的监管规定也有望正式颁布。

如我们在《破产年度观察（2022）：金融机构破产篇》所述，对于金融机构破产的立法协调推进及全面更新，可能的影响如下：第一，有望改变“碎片化”的金融机构破产立法的现状，全面搭建金融风险防范、化解、处置机制的基础框架，并提供具备可操作性的规范。第二，有望厘清行政监管机关行政处置和法院司法破产两个阶段的工作特点、工作重点、目标任务、职权

范围、行为效力，推动两个阶段的良好衔接和配合。第三，有望明确金融机构破产的特殊规则，例如金融机构破产的条件、破产申请主体、对利益相关方的限制、行政清理措施的效力、特殊清偿规则、行业保障基金等特殊主体的代位权、金融消费者的特殊保护规则、管理人的任职资质等问题。

2. 金融机构破产案件数量上升空间较大

金融机构破产制度的完善对于司法实践的推动作用不言而喻。例如，2022 年 10 月《企业集团财务公司管理办法》修订并新增债权人、债务人申请破产的相关规定后不久，北大方正集团财务有限公司即适用了破产程序。

截至目前，受理金融机构破产案件的基础法律框架已相对完备。一方面，尽管《企业破产法（修改）》《金融稳定法》尚未正式颁布，各主要类型金融机构的破产申请及审批流程均有法可依，相关监管规定也在持续细化完善。另一方面，审理金融机构破产的专门法院或法庭已相继组建，例如上海金融法院、北京金融法院有权集中管辖所在地金融机构破产案件。

我们注意到，尽管各类金融机构破产已有先例，但金融机构破产案件总量并不多。其原因可能在于，金融机构风险处置实践中，申请破产往往仅为金融风险处置的方式之一，与重组、接管、托管、撤销相并列，即使金融机构具备破产原因，不必然适用破产程序。

然而，随着防范系统性金融风险攻坚战持续深入，对于民营股东控制的高风险金融机构，仅凭行政程序和监管机构难以有效推进风险处置工作，通过法治化的破产程序彻底消除股东钳制，化解涉众风险，将使得破产程序在金融风险处置工作中发挥重要作用。

较之金融机构的整体数量，金融机构破产案件的数量预计将有所增长。特别地，对于中小银行，其存量高风险机构超过 300 家，但在 2023 年没有适用破产程序的案例，2024 年可能会出现相关破产案件。

3. 金融机构相关主体责任有望进一步压实

2022 年 12 月的《金融稳定法（草案）》强化了金融机构及其股东、实际控制人的主体责任，要求在金融风险处置阶段，金融机构应当切实履行风险处置的主体责任，穷尽自救手段，采取一切必要措施清理债权债务，挽回损失；金融机构的股东、实际控制人按照恢复和处置计划或者监管承诺补充资本，对金融风险负有责任的股东、实际控制人依法承担相应赔偿责任，归还违反规定占用或者转移的资金。

尽管压实金融机构相关主体责任已成为金融机构风险处置的主线之一，但在金融机构风险处置实践中，全面落实《金融稳定法（草案）》涉及的压实主体责任相关事项仍存在法律障碍。例如，尽管监管机构可以要求银行保险机构启动实施恢复计划，进而落实补充资本、红利回拨等事项，但强制执行该等要求可能存在法律障碍。又如，对于银行业金融机构，监管机构无法责令对金融风险负有责任的非控股股东对外转让股权。再如，对于风险金融机构，在其不配合的情况下，监管机构难以责令其先行穷尽自救手段。

如何在现行法律框架基础上进一步压实金融机构及其股东、实际控制人的责任，有待未来立法及风险处置实践共同予以回应。

4. 中小金融机构和信托公司继续面临风险化解攻坚战

目前，中小金融机构、房地产企业、地方债务成为系统性金融风险防控的关键词。2023 年度中共中央政治局会议反复提及相关要求。2023 年 10 月《国务院关于金融工作情况的报告》关于“防范化解金融风险隐患情况”主要进展情况及成效的 6 项内容中，前 3 项即专门针对该 3 类机构。随后第六次中央金融工作会议再一次聚焦该 3 类机构，要求“及时处置中小金融机构风险”“建立防范化解地方债务风险长效机制”“促进金融与房地产良性循环”。

房地产企业债务危机和地方债务危机容易传导至中小金融机构，尤其是中小银行。鉴于商业银行是房地产企业债务、地方债务涉及的主要债权人，房地产企业债务和地方债务的出险或将导致商业银行的债务风险，尤其是抵御外部风险能力较弱的中小银行的债务风险。根据《国务院关于金融工作情况的报告》列明的工作思路，如中小银行难以应对外部风险成为高风险金融机构，则“推动兼并重组，该出清的稳妥出清”，出清过程中可能适用破产程序。

除中小金融机构外，信托公司的大考也将持续。一方面，个别信托公司出险后重组长期无果，投资人维权压力日益增加，正在进行风险处置的四川信托、中融信托等案件无不涉及大量投资人。另一方面，房地产行业风险暴露后，信托公司作为房地产融资主力军，部分信托公司因房地产业务占比较大，资产质量持续承压。

5. 金融机构破产有望与跨境破产协同发展

大型金融机构由于涉及境外债权人、境外分支机构和对外投资，其破产案件往往具有跨境因素。在第六次中央金融工作会议要求着力推进金融高水平开放的政策背景下，金融机构风险处置案件的跨境因素有增加的趋势。未来境外大型金融机构的破产案件可能涉及中国境内的股东、债权人以及资产，未来中国境内金融机构的破产案件也可能涉及境外股东、债权人以及资产。此前，雷曼兄弟公司破产案件即涉及其在中国境内的下属公司、中国境内的多家债权人；安邦保险集团股份有限公司的风险化解过程中，即涉及其境外资产的处置问题。

我们期待金融机构破产与跨境破产制度协同发展。如何承认与执行涉及境外金融机构的破产司法文书，如何在境外执行涉及中国金融机构的破产司法文书，如何跨境保护金融市场主体的合法权益等问题，都有待未来立法及司法实践的进一步回应。

跨境破产篇

>>>>>

前言

2023 年是我国改革开放 45 周年，我国推进高水平对外开放的坚持未曾改变。在“开放引领发展、合作共赢未来”的新时代，完善的跨境破产法治作为涉外法治建设的重要组成部分，能够解决我国与国际社会在跨境破产领域存在的诸多冲突与矛盾，使得国际投资和经贸往来中产生的债权债务问题得以有效处理，对于营造安全稳定、可预见的经济交往环境具有重要意义。2023 年，我国在承认和协助域外破产程序领域取得突破性进展。同时，若干涉中资企业重大跨境重组案件引发社会各界对跨境破产法律制度与司法实践的关注。

一、2023 年跨境破产重要事件回放

1 月 16 日，北京市第一中级人民法院依据《企业破产法》第五条的规定，适用法律互惠原则承认德国亚琛地方法院作出的破产裁定，认可德国破产管理人身份并允许其在中国内地履行必要职责。¹从公开信息来看，该案系我国法院首次适用《企业破产法》第五条承认德国破产程序的案件。

3 月 30 日，上海市第三中级人民法院（下称“上海三中院”）依据《企业破产法》和《最高人民法院关于开展认可和协助香港特别行政区破产程序试点工作的意见》（下称“《试点意见》”），承认香港浩泽国际集团有限公司在香港的强制清盘程序及清盘人身份，允许清盘人在内地依法履职。²从公开信息来看，该案系继深圳市中级人民法院于 2021 年依据《试点意见》承认首例香港破产程序以来，内地法院依据《试点意见》承认的第二例香港破产程序。

5 月 17 日，香港高等法院依据普通法承认广东海外建设总公司于广州市中级人民法院进行的破产程序，

认可内地管理人身份，并赋予内地管理人在香港履职的职权。³从公开信息来看，该案系自 2021 年最高人民法院和香港特别行政区政府签署《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和协助破产程序的会谈纪要》（下称“《会谈纪要》”）后，香港高等法院承认和协助的首个广东省破产程序。

5 月 18 日，香港高等法院就诺熙资本有限公司等诉北大方正集团有限公司一案中维好协议的执行性问题作出判决，明确了维好义务是具有约束力且可强制执行力的合同义务。⁴因该等判决仅支持北大方正集团有限公司对香港方正资讯有限公司承担维好违约责任，诺熙资本有限公司等方面已提起上诉。

8 月 17 日，中国恒大集团（开曼群岛注册，HK.3333）及其间接持有的两家境外公司景程有限公司（英属维尔京群岛注册）、天基控股有限公司（香港注册）依据《美国破产法》第 15 章，向美国纽约南区破产法院提出申请，请求承认其于同年 4 月和 7 月分别在英属维尔京群岛和香港启动的债务重组法律程序，并给予司法协助措施。12 月 15 日，中国恒大集团公告称，公司于 2023 年 4 月 3 日签订的每一份重组支持协议的期限已至，且无法被延长。

9 月 7 日，十四届全国人大常委会立法规划公布，《企业破产法》修改被列入“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”所属的第一类项目（共 79 件）。

9 月 26 日，上海三中院依据《企业破产法》第五条的规定，适用法律互惠原则承认日本东京地方法院就某日本公司民事再生程序作出的启动民事再生程序的决定和指定监督委员的监督命令，并允许监督委员在一定条件内在我国境内监督该日本公司自行管理财产和营业事务。从公开信息来看，该案系中国法院首次承认和协助日本破产程序⁵。

¹ （2022）京 01 破申 786 号。

² （2022）沪 03 认港破 1 号。

³ [2023] HKCFI 1340.

⁴ [2023] HKCFI 1350.

⁵ （2021）沪 03 协外认 1 号。



9月底，全球多位著名破产法学者向联合国贸易法委员会提交公开信，主张废除主要利益中心概念，重构跨境破产的管辖规则。对此，亦有学者持相反意见。

10月21日，最高人民法院审判委员会副部级专职委员刘贵祥在第十四届中国破产法论坛发表主旨讲话，强调我国破产法治国际化水平正在显著提升。

11月4日，第14届东亚破产与重组论坛在杭州召开，论坛进行了中、日、韩三国破产领域工作的年度回顾与报告。专设跨境破产主题中国分论坛，进一步探讨中国跨境破产领域的重难点问题。

11月17日，美国纽约南区破产法院批准中国融创（HK.1918）于香港进行的债务重组法律程序，裁定承认香港债务重组程序及代表人身份，并给予司法协助措施。

11月19日，粤港澳跨境破产法论坛在广州召开，内容涉及跨境破产立法与实践、内地与香港跨境破产合作、跨境破产重整与破产金融、跨境破产法税务与破产清算等前沿议题。

11月23日，香港高等法院就壳氏环保科技集团有限公司债权人自愿清盘一案向厦门破产法庭发出司法协助请求。⁶

12月20日，中国奥园（HK.3883）依据《美国破产法》第15章，向美国纽约南区破产法院提出申请，请求其承认中国奥园域外债务重组法律程序，并给与司法协助措施。⁷

二、2023 年跨境破产实践主线回顾

1. 中外跨境破产合作趋势持续向好

继2021年厦门海事法院首次适用《企业破产法》第五条承认新加坡破产程序并予以司法协助后，我国法院又于2023年先后依据该条款承认并协助了德国破产程序和日本破产程序。另自《会谈纪要》签署后，内地法院已依法承认和协助两例香港破产程序，香港高等法院则首次依据普通法承认并协助于内地试点地区以外省市启动的破产程序。

上述案件表明，我国法院正在以愈加积极和开放的司法理念面对日趋增多的跨境破产国际合作诉求，同时，对于启动于内地更广泛地区的破产程序，香港也在以普通法为依据予以最大限度的认可和协助。

2. 跨境破产承认审查标准进一步发展

在承认并协助日本破产程序一案中，上海三中院全面审查了案涉日本破产程序是否具有集体性特征、中日之间是否成就法律互惠关系、是否存在不予承认的事由，以及日本管理人（系监督委员）的身份与职务，并首次明确中日两国就民商事判决中对彼此不予承认的先例并不当然适用于跨境破产案件。

上述案件表明，我国法院已然意识到跨境破产承认与协助同一般涉外民商事判决的承认与执行存在显著差异，且正在个案实践中积极探索和完善承认外国破产程序的审查标准。

3. 内地维好义务方或将面临境外债权人新一轮的追偿行动

2023年上半年，香港高等法院先后在“北大方正破产案”和“清华紫光破产案”⁸中作出判决，明确维好协议对于内地的维好提供方具有约束效力。从判决

⁶ [2023] HKCFI 3054.

⁷ Case No. 23-12030.

⁸ [2023] HKCFI 1572.

结果来看，香港高等法院驳回了前案件中原告公司提起的大部分求偿金额（目前该案原告公司已提起上诉），而在后案件中支持了原告公司提出的求偿金额（包括债权本金、应计利息及相关成本费用）。造成两项判决结果差异的最主要原因在于债券违约与内地维好方进入破产程序的时序问题。根据案涉维好协议及回购权益承诺协议的规定，被告公司应尽最大努力获得监管部门的批准，以便其履行维好相关义务。而当债权违约发生于内地维好提供方进入破产程序之后时（如“北大方正破产案”），事实上即便内地维好提供方尽最大努力也无法获得监管部门批准，此时该等维好义务应被免除。

上述案件表明，维好协议对内地维好提供方具有约束力，但该等义务仍有被豁免（或部分豁免）的空间，这主要取决于在不同时间节点，维好提供方取得中国内地监管部门批准的可能性。对于已经取得香港维好判决支持的境外公司，其势必会于内地采取更进一步的行权措施，其后续行权路径及内地管理人与法院的应对，值得关注。

4. 中资地产境外债务重组使跨境破产问题走入大众视野

自 2022 年起，内地困境房企已然感受到了由境外债权人追偿行动带来的巨大压力。2023 年，更有恒大集团、融创集团、中国奥园等大型中资房企在境外美元债重组过程中相继寻求美国法院的跨境破产司法协助（即美国破产法第 15 章程序，系相对于域外完整破产程序而言的辅助程序）。短期内，有关“中国龙头企业实控人寻求美国破产保护”的舆论四起，引起社会各界对跨境破产以及第 15 章程序的高度关注。

上述情况表明，在跨境破产国际合作日趋常态化的时代，国内对于“跨境破产”的认知和理解仍然不足。目前，以大型中资房企为代表的境内企业，多通过构建跨境嵌套式的股权架构以达到境外融资等多重目的，而向美国法院提出跨境破产司法协助请求恰是其境外债务重组过程中的关键一环。简言之，该等境内

企业在美提请第 15 章程序的主体系其境外发债实体（注册于开曼群岛、英属维尔京群岛、香港等地），境外重组中的债务主要为受纽约州法管辖的美元债，且持有美元债的债权人多位于美国，申请第 15 章程序的主要目的是使得根据开曼群岛法律、英属维尔京群岛法律、香港法律等达成的债务重组安排在美国境内发生法律效力，根据少数服从多数原则，避免不同意境外债务重组安排的少数债权人在美国法院单独起诉债务人，从而获得不公平的优先受偿权利。因此，申请第 15 章程序系境内企业重组境外美元债务的常见策略，但不排除可能会对境内部分债权人（与境外债券持有主体相关的债权人）产生一定影响，但该种影响应属于域外破产程序协调所产生的正常影响。

三、2024 年跨境破产立法与实践趋势展望

1. 中外跨境破产合作关系有望进一步加深和拓展

2023 年，内地法院通过适用《企业破产法》第五条成功协助了德国和日本破产程序，为后续中德、中日开展跨境破产合作提供了互惠基础。尤其是在中日两国之间存在彼此拒绝承认和执行民商事判决先例的情况下，我国法院首次明确该等先例并不当然适用于跨境破产案件，这对于中日两国未来加深跨境破产领域合作具有重大意义。随着内地法院逐渐适用《企业破产法》第五条开展域外破产程序的承认和协助，未来我国内地有望与全球更广泛的国家和法域开展跨境破产国际合作。

跨境破产是一个对审查时效要求极高的司法领域，较长的审查时效无异于为全球各地债权人瓜分债务人财产提供了可乘之机，跨境破产国际合作的意义也将因此大打折扣。客观来看，较之域外法院承认我国破产程序的审查时效，内地法院承认域外破产程序的审查时效依然偏长。形成该等差异的原因，一方面是因为内地法院对于域外破产程序审查标准的认知尚不统一；另一方面，相关司法实践经验不足使得内地法院对于域外破产程序的审查缺乏一套相对成熟的审查流



程。随着中外跨境破产合作关系有望进一步加深和拓展，内地法院对跨境破产案件的审查时效可期进一步提升。

2. 由企业集团债务重组引发的平行程序协调问题愈加突出

2023 年以大型房企为代表的大量中资企业集团已陆续启动境内债务重组与境外债务重组程序，该等境外重组程序通常会横跨开曼群岛等离岸法域，以及香港和美国等地。当重组企业涉及房地产等国内敏感行业时，境内各方对于境外重组程序的立场和态度，可能会对境外重组程序产生直接影响。

未来，随着企业集团跨境重组平行程序日益增多，如何实现境内外重组程序的协调有序开展，平等保障境内外债权人的知情权、参与权和受偿权，该等问题将日渐紧迫且愈加突出。

3. 各法域对吉布斯规则的立场可能影响未来跨境重组实践走势

吉布斯规则（Gibbs Rule）要求受一国法律管辖下的债务不可在外国破产或外国重组计划下予以削减或解除，除非债权人自愿接受该等外国程序管辖。对此，香港法院长期坚持这一立场，并在近期审理的数个案件中重申其对吉布斯规则的遵循。⁹ 而美国法院则认为，在外国债务重组程序符合相关要求的前提下，如管辖权合理且符合宽泛意义上的正当程序要求，则美国法院可以承认境外重组程序中对美国法律管辖下的债务进行调整或免除。¹⁰ 针对香港法院的上述立场，在未来内地与香港的跨境破产司法实践中，如内地破产程序中产生的重整计划涵盖受香港法律管辖的债务，该等重整计划能否得到香港法院的承认，将对两地未来开展更深层次的跨境破产合作产生影响。

4. 新互认安排将成为内地和香港债权人开展跨域财产追索的重要工具

2019 年最高人民法院与香港律政司共同签署《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民商事案件判决的安排》（下称“《新互认安排》”），并计划于 2024 年 1 月 29 日在两地同步实施。届时，双方于 2008 年签署的《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行当事人协议管辖的民商事案件判决的安排》即“旧互认安排”将失效。

相较于旧互认安排，《新互认安排》不再将具有书面管辖协议作为互认的前置障碍，并在此基础上进一步扩大可被互认的判决类型，既包括民商事案件生效判决，也包括刑事案件中有关民事赔偿的生效判决，并进一步将可互认判决内容扩大到非金钱判项。最高人民法院表示，《新互认安排》叠加《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行婚姻家庭民事案件判决的安排》后，两地法院 90% 左右的民商事案件判决将有望得到相互认可和执行。¹¹ 民商事诉讼作为债权人追索债务人资产的惯常路径，《新互认安排》的生效有望成为两地债权人开展跨域追索的重要制度工具。

5. 我国跨境破产法制有望得以系统化完善

《企业破产法》的修订工作仍在持续推进。此前社会各界广泛呼吁的跨境破产法制建设问题，有望在本次修法中得到系统性的回应。结合此前各方观点，本次跨境破产法律制度的修订很可能以专章形式呈现，有学者呼吁借鉴 UNCITRAL 示范法的基本框架，对跨境破产的管辖权、外国破产管理人的准入、外国破产程序的承认和救济等问题予以进一步细化。

¹¹ 最高法：内地与香港民商事领域司法协助基本全覆盖，http://www.locpg.gov.cn/jsdt/2021-01/22/c_1210990360.htm，2023 年 12 月 9 日访问。

⁹ [2022] HKCFI 1686.

¹⁰ Case No. 22-10707 (MG).

重整投资篇

>>>>>

前言

随着破产重整对于大型企业债务危机化解的重要性日益凸显，破产重整作为新一轮招商引资的定位也愈加受到政府和业界的认可。伴随着破产制度的不断完善和透明，作为一种特殊的投资方式，重整投资不仅受到产业投资人的认可，也受到了对于投资标的洁净度要求较高的PE基金、上市公司、央企等主体的追捧。而对于上市公司重整而言，财务投资份额几乎成为金融资产管理公司、证券投资基金、信托产品等金融机构炙手可热的投资标的。然而，投资活动在极大程度上受限于经济大环境的影响，2023年重整投资在供给市场繁荣的基础上呈现出博弈难度更大、上市公司与非上市公司冷热不均的特点。

整体而言，重整投资具有双重属性，一方面，重整投资的标的企业处于重整程序中，是特殊不良资产，需要遵循严格的司法程序；另一方面，重整投资本质仍然属于投资并购交易，适用并购交易的基本规则。近几年来，从业者不再仅仅强调重整投资的司法属性，而是更加关注商业交易属性。对于产业投资人而言，投资重整企业是极大的挑战，更是难得的并购机会。2023年，越来越多的优质产业企业开始积极关注重整投资机会，运用重整投资手段扩大产业规模和整合上下游产业。

一、2023年重要案例回放

2023年5月31日，华晨中国在港交所公告称，沈阳汽车有限公司经遴选被确认为华晨汽车集团控股有限公司（“**华晨集团**”）重整投资人。8月2日，沈阳市中级人民法院公告裁定批准《华晨汽车集团控股有限公司等12家企业实质合并重整计划》并终止华晨集团等12家企业重整程序。

2023年8月5日，江西正邦科技股份有限公司（“**正邦科技**”）公告称，正邦科技管理人与江西双胞胎农业有限公司等投资人签署重整投资协议。根据正邦科

技公告，截至9月19日，正邦科技的控股股东正邦集团有限公司及江西永联农业控股有限公司、管理人与重整投资人已签署重整投资协议。

2023年8月14日，上海市市场监督管理局官方发布公示，厦门象屿集团有限公司与忠旺集团系列企业管理人、辽宁忠旺集团有限公司等二百五十三家公司订立重整投资协议，拟收购辽宁忠旺精制投资有限公司的铝加工业务。

2023年10月17日，西宁特殊钢股份有限公司（“**西宁特钢**”）公告称，西宁特钢管理人与北京建龙重工集团有限公司（“**建龙集团**”）等投资人签署重整投资协议。同日，西宁特钢控股股东西宁特钢集团有限公司管理人与建龙集团亦签署重整投资协议。建龙集团同时重整西宁特钢和西钢集团。

二、2023年重整投资市场回顾

1. 重整程序更加透明，重整投资市场参与主体更加多元

对破产重整企业进行投资作为一种特殊投资机会，过往主要参与者通常为有整合上下游需求的产业投资人，以及对于不良资产较为熟悉且以财务投资为主的金融资产管理公司。然而，破产重整通常属于高度非标业务，往往呈现如下几个特点：一是有严格的法律程序，相对于常规的并购交易而言，司法程序对重整投资并购的影响巨大，而常规的产业投资人往往对此不够熟稔；二是破产程序的决策主体异常多元，重整程序中投资人并无固定的交易对手，交易条件的谈判需要与管理人、债权人、债务人、法院以及地方政府等多方主体进行，交易难度系数成倍增加；三是破产资产瑕疵的尽调难度较大且缺乏卖方担保机制。在此三重难度叠加下，对于资产洁净程度偏好较高的主体，比如PE基金和上市公司过往通常较少关注或不会直接参与重整投资。

近几年来，为响应营商环境优化要求和适应破产市场发展，破产法律制度愈加健全，专业破产法庭的建设愈加受到重视，破产重整案件的处理愈加透明，社会各界对于破产现象也更加认可，同时以专业法官和管理人代表的主要从业者群体的法律知识和商业技巧亦不断提升，在经济下行周期内，部分优质资产迎来了巨大的投资获利机会。

在此背景下，部分外资机构和 PE 基金开始重视和参与破产重整投资。而对于上市公司而言，由于其股东大会决策的复杂性和信披制度的严格要求，过往并非合适的破产重整投资主体，但在破产重整交易日渐活跃且规则愈加明晰的背景下，上市公司也开始逐渐试水重整投资。

2. 大型非上市企业的重整投资人招募难度增加

重整投资活动作为并购活动的一种也受限于整体经济环境的约束。从近几年的大型非上市企业的重整实践来看，在经济低位运行环境下，重整投资人的招募难度大幅增加，部分案件需通过多轮招募方能确定正式投资人，少数案件因无法招募到投资人而最终以债权人自救的方式集体转股。

以华晨集团实质合并重整为例，2023 年 2 月 23 日，华晨集团等 12 家企业管理人启动了第三次投资人公开招募。据报道，华晨集团第二轮已招募到多家民营企业投资人，但首轮重整计划草案表决失败。随后，华晨集团管理人启动了上述第三次招募。5 月 31 日，华晨中国在港交所公告称，沈阳汽车有限公司经遴选被确认为华晨集团重整投资人。公开信息显示，沈阳汽车有限公司为沈阳市国资下属企业。

相较于早期重整投资市场上的政府托底而言，近几年来，一方面大型企业破产案件更加频繁，另一方面政府财力相对收缩后托底能力下降，因此重整投资主体的市场化色彩更加鲜明。

就重整投资人招募难度而言，其主要原因在于经济下行周期下，实力雄厚的产业投资人普遍采取更加谨慎的投资策略。与此同时，债权人参与破产程序的程度不断深入，在投资人遴选、重整计划草案表决等方面的意识不断觉醒，话语权也逐渐提高。由此伴生的是，主要债权人更加积极主动地通过破产程序中的相关规则与投资人博弈，包括通过首轮表决否决的方式进行博弈，以最大程度引导投资人提高报价。

3. 上市公司重整投资明显呈现母子公司联动特点

2023 年度出现多起上市公司及其母公司、下属子公司分别被法院裁定重整，并协调审理的案例，如 *ST 新联、*ST 正邦、*ST 凯撒、*ST 西钢等，明显呈现出上市公司与下属子公司、控股股东与上市公司联动重整的特点。

就上市公司而言，毋庸置疑，其上市地位本身构成重要的重整资源，参与重整的投资人也极度关注其上市公司本身的价值。而对于控股股东而言，由于其主要资产通常为上市公司股票，在破产前的举债中往往已经对股票进行大量质押。进入破产程序后，控股股东的重整难度极大，关键在于股票质押权人与普通债权人之间的博弈极为剧烈，可用于普通债权人清偿的资源往往极为有限。而对于上市公司下属子公司而言，其往往是上市公司的重要经营实体，在上市公司重整过程中，通过上市公司注入股票、现金等核心偿债资源，继续保留上市公司的控股地位，以实现上市公司集团的整体债务化解。

在上述背景下，投资人往往必须同时参与集团和上市公司及下属子公司三重投资。对于上市公司及其下属核心经营子公司而言，重整投资人有极强动力参与。而对于控股股东而言，投资人参与投资的兴趣通常不高。然而在整体化解集团债务的背景下，投资人通过全面参与控股股东和上市公司重整程序进而提高重整投资方案的吸引力，成为市场上的一个主流选择。对于投资人而言，如何合理规划各层级的投资方案和投资路径，如何优化和控制整体投资成本、缓释投资风险成为新的投资命题。

4. 上市公司财务投资竞争日趋激烈

最近几年上市公司重整投资普遍采取产业投资人 + 财务投资人模式。财务投资模式成为金融机构所关注的投资新产品，尤其是以金融资产管理公司为代表，以证券公司和信托产品为补充的金融机构开始广泛参与上市公司破产重整中的财务投资。

从市场价格来看，财务投资人的入股价格普遍略高于产业投资人，相较于产业投资人直接给重整企业带来新的管理、业务和品牌资源外，财务投资人更多贡献现金资源。同时，上市公司财务投资因其安全性和收益普遍较高，其竞争也愈发激烈。为锁定财务投资份额，财务投资人开始比拼重整投资的介入时点和深度。一方面，多数财务投资人普遍在破产项目尚未走向市场时即已前期介入；另一方面，对于部分需要额外支持的上市公司而言，财务投资人也需要扮演麻烦问题清理者的角色，比如化解资金占用、提供共益债融资等。

5. 产业投资人改善经营能力的重要性愈发突出

2023 年 6 月 30 日，重整已经结束两年半的庞大汽贸集团股份有限公司（“庞大集团”）被上海证券交易所终止上市。回溯来看，2019 年 9 月 5 日，河北省唐山市中级人民法院裁定受理庞大集团重整。同年 12 月 30 日，法院裁定确认庞大集团重整计划执行完毕。根据重整计划，深圳市深商控股集团股份有限公司、深圳市国民运力科技集团有限公司和深圳市元维资产管理有限公司组成的联合体为庞大集团的重整投资人，重整投资人同时承诺庞大集团 2020 年、2021 年、2022 年的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 7 亿元、11 亿元、17 亿元，或三年归属于母公司所有者的净利润合计达到 35 亿元。若最终实现的归母净利润未达到前述标准，由重整投资人以现金方式予以补足。

2023 年 4 月 28 日，庞大集团披露 2022 年年度报

告及审计报告。庞大集团 2020 年、2021 年和 2022 年实现归母净利润分别为 5.80 亿元、9.02 亿元和 -14.41 亿元，3 年合计实现归母净利润为 0.41 亿元。根据重整计划的规定，重整投资人需补足的业绩承诺补偿款为 34.59 亿元。虽然上海证券交易所多次发出监管工作函和问询函，但是庞大集团投资人未能按照重整计划履行补足承诺。随后，庞大集团终止上市。尽管监管机构已经启动对庞大集团及其重整投资人的处罚和追责，但庞大集团退市已然给债权人和中小股民造成巨大损失。

破产重整并不是灵丹妙药，只有回归债务重整本源，改善经营能力和盈利能力，才能实现最终的重整成功。在当前的大型重整案件中，无论是否为上市公司，通行的普通债权清偿方式主要为以股抵债，产业投资人投入的直接现金一般不多，且主要用于解决重整案件的刚性支出和后续经营，债权人的退出主要依赖于公司未来的经营或者资本市场表现。有实力的产业投资人除支付现金取得股权外，更是以自身经营实力、行业经验为背书，提高重整后债务人的生产经营，进而通过股权价值的提升来实现债权人的清偿和退出。

6. 假马竞标和重整投资权拍卖更加流行

传统投资人招募往往会以发布投资人招募公告方式进行，投资人可以较为深入和持续地参与重整程序，包括聘请中介机构开展尽调、提交重整投资方案、签署重整投资协议、参与重整计划制定等工作。好处在于可以对重整程序进行一定程度的主导和把控，劣势在于前期成本较高，在遴选和最终表决环节可能功亏一篑。

近年来，开始涌现假马竞标方式为主的重重整投资权拍卖模式。在此模式下，管理人以拍卖重整投资权方式招募投资人，价格成为重整投资竞价的唯一因素。以阿里拍卖平台为例，2023 年阿里拍卖平台上重整投资人资格挂拍逾 270 次。其中，拍卖成交金额最高的为浙江伊美薄膜工业集团有限公司（“伊美薄膜”）

重整投资人资格招募。根据公开资料显示，2023 年 3 月 3 日，浙江省义乌市人民法院裁定受理了伊美薄膜重整案，并于 4 月 10 日裁定伊美薄膜等 8 家公司实质合并。9 月 1 日，法院裁定批准该案重整计划。12 月 3 日，伊美薄膜公司管理人在阿里拍卖破产强清平台对伊美薄膜公司重整投资人资格进行拍卖。根据拍卖平台信息显示，该次拍卖共有 4 人报名，竞买方通过 34 次竞买胜出，成交价高达 4.32 亿元。

与传统公开招募方式相比，重整投资权拍卖模式主要适用于两类企业，一类是在重整期限内未能招募到投资人的案例，另一类是企业资产比较简单明确，对于投资人的经营能力要求不高的企业。而相较于传统公开招募方式来看，重整投资权拍卖型案件对于管理人的案件把控能力和商业架构设计能力要求更高。相对于整个重整投资市场而言，重整投资权拍卖模式仍然属于少数，但可以体现出重整投资市场的日益繁荣和完善。

大损失。以金融机构为代表的债权人未来将更加重视重整投资人的产业运营能力，更加关注重整计划的经营方案，也将更加深刻地认识到只有可持续的盈利能力才是重整真正的基石。

3. 投资人对于重整标的选择和出价更加理性

过去几年，少数大型重整案件中投资人在出价时不理性的追高，导致重整投资成本严重高企。同时，由于重整时限较为紧迫，少数案件的尽调并不充分，重整投资人在入主后发现重整企业资产质量远不达预期，出现严重投资亏损。未来一段时间，由于外部经济环境仍然持续困难，产业投资人的投资活动将愈加谨慎，对于大型重整投资案件的报价将更加理性和保守，重整投资的博弈难度可能更大，投资周期可能进一步延长。

三、2024 年重整投资趋势展望

1. 上市公司财务投资的套利空间可能会收紧

随着上市公司重整中财务投资市场的日益活跃，财务投资模式和财务投资人的入股价格日益引发各方思考。对于上市公司重整而言，单个财务投资人存在较强的可替代性，财务投资价格存在一定的套利空间，甚至在一定程度上财务投资呈现出标品化特点。未来随着上市公司重整规则的日益完善，财务投资的套利空间可能会被进一步压缩。

2. 投资人的经营能力和信用将愈加受到债权人重视

过往案件中，债权人对于重整投资人的遴选往往偏重于价格而忽视了投资人的经营能力和信用。然而部分案件中，少量投机性投资人以高价摘得重整投资权后，并未真实出资或者掏空重整企业，导致债权人蒙受更

北京办公室

朝阳区光华路1号
北京嘉里中心北楼27层
中国北京市 100020

电话: (8610) 5769 5600
传真: (8610) 5769 5788

广州办公室

天河区珠江新城珠江东路6号
广州周大福金融中心66楼
中国广州市 510623

电话: (8620) 3225 3888
传真: (8620) 3225 3899

香港办公室

中环康乐广场8号
交易广场1期26楼
中国香港

电话: (852) 3976 8888
传真: (852) 2110 4285

南京办公室

鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼38层
中国南京市 210005

电话: (8625) 8690 9999
传真: (8625) 8690 9099

上海办公室

石门一路288号
兴业太古汇
香港兴业中心二座24楼
中国上海市 200041

电话: (8621) 2208 1166
传真: (8621) 5298 5599

深圳办公室

福田区中心四路1号
嘉里建设广场T1座9楼
中国深圳市 518048

电话: (86755) 8159 3999
传真: (86755) 8159 3900