

FANGDA PARTNERS
方達律師事務所

>> 2024

破产年度观察

目录

01

总论篇

01

前言

一、2024 年度重大事件回放

二、破产行业年度动态观察

- 《企业破产法》修改已近关键阶段，部门法协调问题引关注
- 多地发布破产审判白皮书，总结经验提升质效
- 破产案件办理难度有所增加，各方面面临的挑战明显
- 房企集团境外清盘压力持续，境内外债务协同化解难度大
- 上市公司迎重整关键年，保护中小投资者与“债权真实清偿”成重点
- 金融风险监管依旧趋严，金融机构破产稳中有新
- 特殊资产规模日趋增长，投资机遇备受瞩目
- 内地与香港跨境破产实践持续深入，合作机制日趋完善
- 小微企业破产审判实践逐渐推广，典型案例总结探索经验
- 多地个破配套规则日渐健全，相关实践举措更为丰富
- 行业自身建设逐渐完善，履职监督机制初见雏形

三、2025 年趋势展望

- 庭外重组等破产前工具备受重视，市场化运作将是成功关键
- 破产案件的增长趋势将持续，破产法功能将有效发挥
- 重整程序功能被特别强调，强裁制度的作用将迎来更多正视
- 重整的商业逻辑愈发清晰，投资人在重整中更加主动作为
- 跨境破产实体争议可能增加，司法审判水平将受考验

02

上市公司篇

10

前言

一、2024 年度上市公司重整规则的发展

二、2024 年度上市公司重整实践

三、2024 年上市公司重整的特点

- 上市公司重整在面对严格审查的同时，愈发受利益相关方期待
- 中小投资者保护及“债权真实清偿”受到不断加强
- “府院协调”机制优势进一步彰显
- 上市公司“风险化解 + 转型升级”成为重整重要目标
- 上市房企通过重整化解风险的路径受到关注

四、2025 年上市公司重整趋势展望

- 上市公司重整将持续面对高标准、严要求
- 上市公司重整参与方介入时机将更为提前
- 债权人及中小投资者的权益保护将被持续关注
- 上市房企通过重整实现涅槃重生的探索预计将持续进行

03

房地产篇

17

前言

一、2024 年大事记

- 1. 政策重要事件回放
- 2. 房企重整及重组事件

二、房企债务风险化解回顾

- 1. 融资协调机制推动应贷尽贷
- 2. 政策性保交房工作进入攻坚阶段
- 3. 项目公司共益债续建模式或将迎来巨大挑战
- 4. 集团层面的整体破产探索有望实现突破
- 5. 部分上市房企开始去地产化，代建、运管将成为布局重点
- 6. 行业标杆万科债务风险引发全民关注

三、2025 年房地产债务化解与破产趋势展望

- 1. 国资房企需提前应对可能的债务风险蔓延
- 2. 大型房企境内债务重组有望迎来新局面
- 3. 地产企业的涉税问题或将引发重视
- 4. 境内外破产程序的衔接有望出现新局面

04

金融机构破产篇

25

前言

一、2024 年重要时点

二、2024 年主线回顾

- 1. 继续“牢牢守住不发生系统性金融风险底线”
- 2. 金融稳定顶层设计进一步完善
- 3. “长牙带刺”，严字当头对股东、高管等各方追责问责
- 4. 金融机构破产案件稳妥推进，出现新的实践
- 5. 地方政府参与风险处置方式发生调整
- 6. “一省一策”有序处置中小金融机构风险
- 7. 继续防范和应对房地产企业债务风险
- 8. 防范化解地方债务取得积极成效

三、2025 年趋势展望

- 1. 金融机构破产立法将迎来新的发展
- 2. 金融机构破产案件数量预计将有所增加
- 3. 金融机构外部化险资金渠道有望拓宽
- 4. 中小金融机构风险化解继续面临攻坚战
- 5. 存款保险基金管理机构及行业保障基金管理机构有望发挥更大作用
- 6. 金融资产管理公司预计将在在中小金融机构化险中更有所作为

05

跨境破产篇

34

前言

一、2024 年跨境破产重要事件回放

二、2024 年跨境破产实践主线回顾

1. 内地与香港的跨境破产合作向纵深发展

2. 跨境破产承认审查标准再受关注

3. 香港维好诉讼再度升级并将尘埃落定

三、2025 年跨境破产立法与实践趋势展望

1. 基于承认申请的实体争议可能增多

2. 仲裁等争议解决方式有望助力跨境破产司法实践

3. 地产集团境外清盘程序预计将与境内实体的破产程序形成竞争格局

4. 跨境破产法治改革方向日渐明朗

06

破产投资篇

39

前言

一、2024 年重要案例回放

1. 股权投资案例

2. 共益债投资案例

3. 破产拍卖案例

二、2024 年破产投资市场回顾

1. 政策红利不断释放，激活破产投资市场“一池春水”

2. 破产投资的底层逻辑分化态势明显

3. 破产投资“入局者”增加，投资风险或将进一步分散

4. 重整投资两极分化趋势明显

5. 共益债融资热潮涌动，或将成为获取重整投资份额的“入场券”

6. 重整投资失败案例值得警惕

7. 共益债投资违约后出现退出障碍

三、2025 年重整投资趋势展望

1. 二次破产或将不再罕见，重整投资人退出困局需要进一步引起重视

2. 破产投资架构将更加市场化，商业属性的本质逐渐回归

3. 热度过后，破产投资的思路将更加理性

总论篇

>>>>>

前言

“2024 年，我们一起走过春夏秋冬，一道经历风雨彩虹，一个个瞬间定格在这不平凡的一年，令人感慨、难以忘怀。”

2024 年，世界经济缓慢复苏，但仍然面临地缘政治激烈冲突、贸易紧张和保护主义加剧、公共财政挑战等下行风险。各国经济政策普遍处于深度调整期，经济转型和科技创新为全球经济提供了动力、韧性和希望。

2024 年的 7 月，二十届三中全会胜利召开，绘筑了进一步全面深化改革、推进中国式现代化的宏伟蓝图，对经济体制改革重点领域和关键环节作出了战略部署。全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，要求“健全企业破产机制，探索建立个人破产制度，推进企业注销配套改革，完善企业退出制度。健全社会信用体系和监管制度”，从完善市场经济基础制度、构建高水平社会主义市场经济体制的大局为破产相关改革工作指明了方向。

2024 年，破产法治建设仍在深入推进，《企业破产法》自 2021 年以来第 3 次进入全国人大常委会年度立法计划拟初次审议名单之中；破产制度功能继续积极发挥，在助力妥善防范化解重大风险作用的同时，与各类拯救工具的分工与配合亦为实践所积极探索；破产法学研究也仍然是法学研究的热点和亮点，关于破产法的论坛、研讨会、业务交流会彼伏此起，全年热闹繁荣。

2025 年是“十四五”规划的收官之年，也是将全面深化改革推向纵深的关键之年。破产制度改革是新一轮改革的重要内容，破产制度的健全是判定高水平市场经济体制是否健全的一个重要标志。进一步用好破产制度，发挥好重整思维，通过破产工作助力新旧动能转换，提升企业治理效能，提高资产使用效益，服务高质量发展及新质生产力培育，是我们需要持续思考和实践的重大课题。

今年是方达破产组连续第三年推出《方达破产年度报告》系列文章，我们希望继续与您共叙 2024 年破产与债务重组行业热点话题，展望 2025 年破产法治的新发展和新趋势。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、2024 年度重大事件回放

2023 年底至 2024 年初，国际货币基金组织和世界银行联合开展第三次中国金融部门评估(FSAP)评估，并首次设立“破产和债务重组”评估议题，评估内容主要包括破产及债务重组的法律框架及实践、信用管理、债券违约等问题，深入了解我国破产法的法律规定、实践情况、改革方向等情况，用以衡量我国金融体系发展和金融风险状况，促进区域金融稳定。

1 月 18 日，国家发展改革委办公厅、市场监督管理总局联合印发《关于进一步做好信用修复协同联动工作的通知》（发改办财金〔2024〕33 号）。

1 月 29 日，香港高等法院对香港上市主体中国恒大集团（“中国恒大”，在开曼注册）正式颁布清盘令，并委任清盘人。

3 月全国两会期间，全国人大代表朱征夫、景柱、付喜国，全国政协委员李连祥、李正国、张奎就跨境破产、持续优化法治化营商环境、债权人权益保护、破产企业法定代表人个人信用修复、完善存款保险制度与司法破产之间的衔接、健全现代金融风险处置机制等热点问题提出建议。

3 月 14 日，人民法院案例库首发 13 件与破产有关的纠纷裁判要旨，具体涉及破产债权人超期提起债权确认之诉、“取回权”和“共益债务”的适用条件等典型问题。

4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10 号），共 9 个部分，又称资本市场新“国

九条”。这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔 10 年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件。

5 月 8 日，中国人大网公布全国人大常委会 2024 年度立法工作计划，《企业破产法》属于 23 件拟初次审议的法律案之一。

7 月 18 日，党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，要求“健全企业破产机制，探索建立个人破产制度，推进企业注销配套改革，完善企业退出制度。健全社会信用体系和监管制度”。

8 月 1 日，香港高等法院认可广西壮族自治区南宁市中级人民法院关于银河天成集团有限公司破产清算程序及其管理人的任命，赋予管理人在香港行使包括索取文件、保护资产和进行诉讼等多项权力。¹

8 月 29 日，深圳市中级人民法院（“深圳中院”）的法官向债务人郭某某、李某某夫妇送达裁定书，这是深圳中院首次裁定宣告一对夫妻债务人破产。

9 月，厦门市中级人民法院（“厦门中院”）依据《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》（“《试点意见》”），裁定认可壳氏环保科技集团有限公司（“壳氏环保”）在香港的债权人自动清盘程序以及清盘人身份，并允许清盘人根据《试点意见》的规定在内地履职。² 根据公开信息，该案系福建省审查认可的首例跨境破产司法协作试点案件。

9 月 7 日至 8 日，第四届海丝中央法务区论坛在福建厦门举办。最高人民法院审委会委员、民二庭庭长、联合国上诉法庭法官高晓力就我国跨境破产合作的法

律依据与实践情况发表主题演讲。

9 月 23 日，深圳市市场监管局发布公告，批准发布深圳市破产事务管理署（“深圳破产署”）申报的全国首个个人破产领域地方标准——《个人破产申请前辅导服务规范》。

10 月 9 日至 10 日，一年一度的新加坡破产会议召开，共有近三百位来自新加坡、中国内地、中国香港、日本、马来西亚、印度、印度尼西亚等地的律师、会计师、法官、学者等破产重组领域专业人士参加。此次会议主要讨论了相关国家及地区破产和重组领域的最新立法和司法发展趋势。

10 月 18 日，广州破产管理人协会成立十周年庆典暨管理人业务培训研讨会召开，北上广深四地管协合作协议签署。

10 月 19 日，第二届长三角破产管理人协会会长圆桌会议在南京召开。

10 月 29 日，最高人民法院印发《关于进一步规范网络司法拍卖工作的指导意见》，进一步规范网络司法拍卖行为。

11 月 16 日至 17 日，第 15 届东亚破产与重组论坛在日本大阪举行。论坛汇聚了来自中国、日本、韩国的专家学者、法官、破产管理人、破产辅助机构代表以及金融机构代表等三百余名嘉宾，共同探讨和交流亚洲破产与重组领域的最新发展和实践。

11 月 19 日，上海市浦东新区人民法院印发《关于办理破产适用浦东新区法规的实施规则（四）》，实现庭外重组与庭内重整的有效衔接。

11 月 29 日至 30 日，中华全国律师协会组织破产清算与并购重组法律专业委员会在四川成都举办新《公司法》视野下的破产重组业务交流会。

¹ [2024] HKCFI 2016.

² (2024) 闽 02 认港破 1 号。

12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。会议将“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”，作为明年要抓好的重点任务之一。

12月26日，最高人民法院发布《人民法院第六个五年改革纲要（2024—2028年）》，提出“完善破产审判制度，健全人民法院与政府部门协同配合、联动处置破产案件机制，完善跨境破产协助机制，推动健全企业破产机制，探索建立个人破产制度”，同时强调要完善执行程序与破产程序衔接机制、完善破产案件的审限管理、加强破产审判专门法院和专业化审判机构建设、加强破产专业化审判人才培养。

12月31日，最高人民法院、中国证监会联合发布《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》。最高法会同证监会在纪要中对近年来上市公司重整的热点及争议点进行了回应，进一步完善和明确了规则，提高了上市公司重整的透明度和可预期性。

二、破产行业年度动态观察

1. 《企业破产法》修改已近关键阶段，部门法协调问题引关注

根据中国人大网公布的全国人大常委会2024年度立法工作，《企业破产法》隶属于23件拟初次审议的法律案中。这是《企业破产法》自2021年以来第3次进入全国人大常委会年度立法计划拟初次审议名单，也意味着该法的修订再次进入关键阶段。

与此同时，与破产法律制度相关的其他部门法相继开展或完成修订工作。其中，新《公司法》已于2024年7月1日起正式施行；《金融稳定法》草案也于2024年6月25日提请十四届全国人大常委会第十次会议进行二次审议，二次审议稿已公开发布。

由于《企业破产法》的实施与众多关联法律法规密切相关，相应的衔接协调问题将直接关系《企业破产法》的实施效果。过去一年，有关新《公司法》等新修订

的部门法律对《企业破产法》修改工作影响的研究密集开展，《企业破产法》与刑法等部门法的衔接协调亦被深入讨论。如何处理破产法与其他法律的协调关系及如何在修法中促进制度协同、防止法律冲突，为理论界与实务界广泛关注。

2. 多地发布破产审判白皮书，总结经验提升质效

2024年，基于破产工作的重要意义，全国多省市法院发布相应白皮书，对近年来破产审判工作的基本情况、主要做法和办理成效、当前依然存在的问题、对后续破产审判工作的完善建议以及典型案例进行总结。

从成效来看，各地围绕营商环境优化对破产工作的新要求开展了系列举措，包括但不限于进一步建立健全破产审判机制、扩充企业挽救路径手段、优化破产公共服务体系、持续完善府院联动增强行政司法合力、加强对管理人选任和履职的监督等。从当前破产审判存在的问题来看，破产法律制度供给不足，个人破产及跨境破产制度相对空白，小微企业、金融机构和房地产企业等特殊主体的破产审判缺乏细化统一的裁判标准，破产审判队伍的专业化水平有待提升、破产案件审理周期长引发的监管不力等系各地破产审判中存在的常见问题。对于后续工作，进一步加强破产审判的规范化建设、完善破产审判的配套制度，提升破产审判队伍的专业化和国际化水平，通过审判工作宣介正确的破产文化理念等成为多地法院未来工作重点。此外，多地破产审判白皮书发布的典型案例涉及房地产、小微企业、上市公司等特殊主体的破产案件，亦有涉及执转破、预重整转重整、清算转和解及其他破产衍生争议案件，为后续提升破产审判工作质效总结经验、提供借鉴。

3. 破产案件办理难度有所增加，各方面面临的挑战明显

从案件情况来看，破产及强制清算案件数量在2024年继续呈上升趋势，案件类型仍以破产清算为主，重整和和解案件数量增幅明显，破产衍生案件数量同步

增长，债务人系小微企业的案件占比较高。值得一提的是，2024年1月15日，最高人民法院印发了“切实解决执行难”工作纲要（征求意见稿），提出要区分“执行难”和“执行不能”两种情况，给“执行不能”案件出路，强调要全面筛查终本案件库，梳理一批符合条件的“执转破”案件妥善办理。因此，2024年破产案件数量的增长，有部分原因因为执转破案件增加所致。破产案件的持续增加及破产案件的质效要求对法院及管理队伍均提出挑战。

另一方面，破产案件的办理风险加大、成功难度更高、行业隐患渐露。首先，破产案件的难度逐渐增加，需要化解的矛盾更多更复杂。其次，受整体经济及投资大环境影响，重整投资引入难度加大，重整计划成功执行的挑战凸显。第三，房地产行业深度调整及社会融资活动减少影响到金融机构的可调节资源，其对于大型破产案件的亏损吸收能力有所下降，与投资人、债务人等各方利益博弈更加激烈。再叠加风控体制倒逼下的反对票无责论，支持重整的难度大大增加。第四，管理人责任风险突出，在利益博弈复杂形势下，管理人作为风暴旋涡，极易遭受各方指责和挑战，管理人责任纠纷明显增加。第五，破产行业共同体在管理人报酬问题上出现认知差异甚至撕裂的端倪。管理人面临破产的窘境成为行业热议。部分法院对报酬计费基数、费率折扣、发放时点、甚至自垫费用提出较高要求，与管理人的行业生存现状明显不符，长此以往将严重影响破产案件的办理和破产工作的长远发展，严重影响破产管理人队伍的良性成长，甚至破产经过多年艰辛努力才初步建立起的破产行业对人才的吸引力，对此应予以高度关注。

4. 房企集团境外清盘压力持续，境内外债务协同化解难度大

继2024年1月中国恒大被香港高等法院颁布清盘令以来，又有包括世贸集团、碧桂园、远洋集团、德信中国、大发地产等在内的多家房企集团在境外注册主体被债权人提出清盘呈请，相关呈请提出的背景多为境外债务重组推进时间漫长、相关重组方案无法获得

多数债权人支持，导致部分债权人逐步丧失信心和耐心，通过提请清盘的形式进一步向债务人方面施压。于此同时，以融创中国为代表的房企集团经债权人表决通过重组计划后，向美国法院提出《美国破产法》第15章项下的承认与协助请求。在融创中国案件中，美国纽约南区破产法院在综合考虑了债务人总部所在地、实际管理债务人的人员所在地、债务人主要资产所在地、债务人大多数债权人所在地、大多数争议适用法律的所属辖区、债务人开展正常业务的地点、债权人预期，以及债权人压倒性支持重组计划等因素后，认定债务人的主要利益中心在其提出第15章申请时以及之前的所有相关时间都在香港，故香港清盘程序为外国主要程序，有权执行香港计划，并有权获得其请求的相关救济。

虽然相关房企集团的境外债务重组谈判正在进行或因谈判破裂被动进入清盘程序，但该等境外程序尚未对房企集团在国内的项目公司产生实质影响。当前，国内多地“保交楼”任务基本完成，部分债务负担严重的中小型项目公司或自主求变或被动进入国内破产程序，境外清盘人仅凭股权难以对境内项目公司及相关司法程序施加控制或影响，后续境内外债务化解程序如欲形成一定程度的协同或配合，仍存较大变数和难度。

5. 上市公司迎重整关键年，保护中小投资者与“债权真实清偿”成重点

新“国九条”对上市公司重整工作提出新要求，明确要“深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局”。中国证券监督管理委员会（“证监会”）发布《关于严格执行退市制度的意见》，同时沪深交易所相继发布配套政策。同时，证监会发布系列关于上市公司并购重组的政策文件，包括但不限于《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》等，围绕上市公司重整的相关政策供给极大丰富。据不完全统计，过去一年，申请预重整、重整的上市公司约28家，共有12家上市公司在年内被法院裁定受理破产重整，2024年可谓上市公司重整关键之年。

证监会主席吴清、最高人民法院刘贵祥专委在不同场合多次强调在资本市场工作中保护中小投资者合法权益、科学核算“真实清偿率”的重要性。在 2024 年的上市公司预重整及重整案件办理中，*ST 花王、*ST 汉马等多家上市公司的重整计划均明确提及保护中小投资者合法权益相关内容，亦有 *ST 通脉等多家上市公司于重整计划中专门释明了以股抵债价格确定的依据与合理性，以及债权人对债务人的担保人及连带债务人享有的权利不受重整计划影响，进一步保障相关主体的受偿权益。后续，如何在上市公司重整中持续保障中小投资者合法权益和债权清偿的真实性，值得跟进关注。

6. 金融风险监管依旧趋严，金融机构破产稳中有新

2024 年 1 月，金融监管总局首次提出要“落实机构、股东、高管、监管、属地、行业六方责任”。对此，金融监管总局、中国证监会发布了《金融机构涉刑案件管理办法》《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》等一系列文件，进一步明确追责问责的监管机制。5 月，中共中央政治局会议审议通过的《防范化解金融风险问责规定（试行）》，进一步压实金融相关领域管理部门、金融机构、行业主管部门和地方政府的责任。

2024 年，人民法院审理的金融机构破产案件涉及信托机构、保险公司、财务公司、证券公司等不同类型的金融机构债务人，适用的程序主要为破产清算和破产重整。实践中亦呈现出新的实务发展趋势，即对于前期已经充分行政清理、确保不触发系统性风险的金融机构，或金融牌照存在出清或整合趋势的中小金融机构，不排除适用破产清算程序的可能；对于符合实质合并条件的，也可能适用实质合并程序进行破产清算或重整。

7. 特殊资产规模日趋增长，投资机遇备受瞩目

所谓“特殊资产”，通常是指由于原所有权人资不抵债等特殊原因而被第三方机构持有或等待处置变现以

偿还全体债权人的资产，例如银行等金融机构持有的不良贷款的抵质押物。这类资产的价格一般低于账面价值或持有成本，因具有较大的议价空间和获利可能引起投资者关注，与之相关的投资被视为“投资新蓝海”。当前，随着全球经济增速放缓和国内经济结构的深刻调整与变化，国内经济发展正逐渐从依靠增量投资拉动向存量效率拉动方向转变，特殊资产投资作为逆经济周期行业，正是实现存量效率提升的关键行业，对处置和化解风险具有重要意义。

自 2022 年国家从全局和战略高度提出要加快建设全国统一大市场以来，各地相继提出构建特殊资产统一大市场的目标，围绕特殊资产或不良资产话题举行的研讨会接连不断，北京等地还搭建了特殊资产投融资工作平台，为特殊资产领域的信息交互提供便利，助力提升特殊资产的市场化处置效率。从社会热议和实践情况来看，一方面上市公司重整在风险性和投资回报率方面颇具优势，已经成为特殊资产投资的热门领域，几乎每个上市公司重整案件均出现财务投资人井喷式报名的热闹景象。另一方面，在传统并购遇冷的情形下，由于破产投资日趋规范化且价格低廉，大型产业机构和 PE 基金以破产重整为新的并购赛道开展重整投资，其中恒力重工通过收购 STX 的破产资产成功成为国内领先的大型船厂，北京华软盈新资产管理有限公司收购新华联，智路资本在收购紫光集团后再次出手重整合力泰。与此同时，由于特殊资产投资项目缺乏统一定价标准且存在高度信息不对称问题，特殊资产投资具有高收益、高回报特点的同时，投资裹挟的风险问题也不容小视。

8. 内地与香港跨境破产实践持续深入，合作机制日趋完善

内地方面，继深圳中院、上海市第三中级人民法院（“上海三中院”）分别在“森信纸业破产案”、“浩泽国际集团破产案”中承认和协助香港破产程序以来，2024 年厦门中院受理并裁定认可了首宗跨境破产试点案件——“壳氏环保破产案”。至此，作为内地试点地区的上海市、广东省深圳市、福建省厦门

市均已积累了依据《试点意见》认可和协助香港破产程序的实务经验。香港方面，香港高等法院适用普通法规则，首次承认了启动于广西壮族自治区法院的破产程序，该案是《最高人民法院与香港特别行政区政府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议纪要》（“《会谈纪要》”）签署后，香港高等法院继“广东海外建设公司破产案”后第二次适用普通法规则承认内地试点地区以外地方启动的破产程序。基于内地试点城市对香港破产协助请求的积极回应，2024年香港高等法院又就香港李渊国际集团有限公司之事宜及就法院固有管辖权之事宜向厦门中院发出司法协助请求函，两地之间的合作基础进一步夯实。

除互认司法实践以外，以厦门市为代表的内地试点城市围绕《会谈纪要》《试点意见》进一步优化合作路径，如推出与香港开展跨境破产实践的15项具体细则、发布13类司法协助文书样式、对内地破产法律与香港破产法律区别之处预留制度衔接空间、成立破产实务工作专班高位推动跨境破产协作落实落地等。可以预见，内地与香港之间的跨境破产实践正在向纵深方向发展，且合作过程将因相关机制的日趋完善而更为流畅。

9. 小微企业破产审判实践逐渐推广，典型案例总结探索经验

2022年最高人民法院发布《关于充分发挥司法职能作用 助力中小微企业发展的指导意见》，2023年世界银行新公布的营商环境指标体系将“针对小微企业的破产程序”作为一项重要的考评指标。2024年以来，全国各地加快研究小微企业破产审判机制，如深圳破产法庭、深圳市破产实务管理署印发《关于加强府院联动协同 服务小微企业重整的行动方案》，通过创新前端服务机制、完善快速重整机制、加强府院联动机制等途径，进一步推动陷入财务困境小微企业的挽救工作。

部分相对早期探索小微企业审判实践的地方法院，相

继以发布典型案例的形式总结司法实务经验，宣介和推广小微企业破产审判机制。例如，上海破产法庭于2023年专门制定了《关于依法高效办理小微企业破产案件行动方案》，经过将近一年的审判实践，上海破产法庭于2024年3月从已审结的中小微企业破产案件中选取总结了10件典型案例。这些案例分别从运用重整和解制度挽救困境企业、处置盘活“专精特新”企业核心资产价值、完善企业治理结构平衡保护出资人或经营者利益、切实履行环境保护、职工权益保障的社会责任等方面体现了破产制度在中小微企业拯救重生、平衡保护以及支持创新、宽容失败方面的重要作用，为后续的司法审判工作提供经验和借鉴。

10. 多地个破配套规则日渐健全，相关实践举措更为丰富

党的二十届三中全会对探索建立个人破产制度进行了顶层部署。近三年，（类）个人破产实践在全国多地开启试点探索，相关配套规则日渐完善，经验做法也更为丰富。以深圳市个人破产审判实践为例，仅过去一年，深圳中院、深圳破产署相继发布了《关于审理个人破产清算案件的工作指引》《深圳市个人破产债务人清偿能力评估试行办法》《深圳市破产事务管理署组织个人破产庭外和解工作规程（试行）》等配套制度，进一步规范个人破产司法审判工作；同期，深圳市市场监管局发布《个人破产申请前辅导服务规范》，成为全国首个个人破产领域地方标准。为持续推动个人破产改革创新，深圳破产署牵头发起成立深圳市破产事务管理改革专家咨询委员会，以充分发挥咨询专家的“智囊团”和“思想库”作用，助力深圳个人破产改革试点更上一层楼。目前，厦门市正在积极推进通过特区立法的方式制定个人破产保护条例，全国其他省市亦有通过人大代表建议等方式推动个人破产的试点或地方立法。

11. 行业自身建设逐渐完善，履职监督机制初见雏形

2024年，破产管理人协会作为管理人队伍的自律组织，在自我服务、自我管理和自我监督方面有所提升。

在全国律协破产清算与并购重组法律专业委员会设置 11 个专门工作组、19 个业务研究小组之外，2024 年，多地破产管理人协会开始成立专业委员会，以在各专业领域充分发挥理论研究和业务引领作用。随着管理人在实践中不断积累经验并提升能力，管理人队伍内部存在的部分问题得到了相应的改善。但仍有不少问题影响办案质效。如部分管理人存在履职懈怠、履职不严谨、履职报告不主动、专业能力欠缺、综合能力有待提高、团队建设有待加强等问题。2024 年，出现了破产管理人协会对不当履职的破产管理人进行执业警示的案例。

外部监督层面，各地相继出台管理人考核办法，如上海市高级人民法院、上海市司法局联合印发《上海市破产管理人考核办法（试行）》，明确要加强对大标的破产案件管理人履职的监督，建立由法院委托第三方审计机制，对涉嫌违法犯罪的要依照相关法律规定移交公安等部门追究刑事责任。苏州市人民检察院印发《苏州市人民检察院破产检察监督案件审查指引（试行）》，进一步明确在管理人资格、管理人名册编制与管理、管理人是否忠实勤勉、管理人报酬、企业注销与终止履职等方面的检察监督要素。

三、2025 年趋势展望

1. 庭外重组等破产前工具备受重视，市场化运作将是成功关键

为深化诉源治理，实现企业破产前端与破产审判的有机衔接，全国多地相继成立冠以不同名称的破产前服务平台，比如破产前端服务中心、企业重组重整服务工作站、危困企业识别挽救中心、企业重整服务中心等，提供破产相关咨询服务、提供预重整和庭外重组服务、为破产衍生诉讼提供多元化解方案、与相关部门进行沟通协调和政策解读、对破产程序可能涉及的社会稳定风险进行评估等。同时，庭外重组中心也陆续出现。2024 年 1 月，上海虹口北外滩企业庭外重组中心挂牌成立，业务范围主要包括咨询服务，评估服务，协助困境主体实施庭外重组，产业及相关

政策指导，与司法重整衔接的支持服务，交易磋商，并设立“企业重组官”、“专家咨询委员会”和“专业服务机构”三大名录库，为市场主体提供各类服务，对符合要求的小微企业提供公益服务。此外，上海三中院于 2024 年底与上海市国际贸易促进委员会（“上海贸促会”）签订《关于建立庭外重组协作及破产衍生纠纷与仲裁衔接工作机制的备忘录》，探索通过上海贸促会下设的上海贸促国际商事调解中心开展庭外重组工作。除上海以外，广州市破产管理人协会印发《庭外重组、和解专业服务指引》，亦有多地就庭外重组理论与实务探索开展专题研讨。庭外重组等破产前工具的使用有望迎来实践潮，但唯有实现市场化运作才是成功发挥作用的关键。

2. 破产案件的增长趋势将持续，破产法功能将有效发挥

在目前的经济社会形势下，破产法基于其目标与基本功能，以及在当前特殊的承载作用，始终在政策中被点出、在实践中被期许。营商环境的优化永远在路上，FSAP 每五年将迎来一轮，破产制度的应用和改革不会停滞，破产案件的增长预计在 2025 年仍将持续。同时，特殊主体的破产也会面临新趋势和新挑战。“1+N”政策体系及《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》等将使上市公司重整继续面对高标准和严要求；出险房企在政策加持下有望通过重整程序实现“止血”“造血”功能；中小金融机构风险化解继续面临攻坚战。为保障破产法功能的实现，破产管理人的履职环境和履职保障、重整投资人利益的保护等问题将持续为业内所关注。利用人工智能助力和赋能破产案件办理也将继续有所发展和深入。

3. 重整程序功能被特别强调，强裁制度的作用将迎更多正视

2025 年 1 月 13 日，最高人民法院党组书记、院长张军在全国高级法院院长会议中指出，要加大破产案件办理力度，持续引导“可重整的不清算”，帮助“危

机”企业找寻“新机”，保住一家企业就可能稳住一整条产业链、千百人甚至更多人就业。重整制度能够切实做好挽救危困企业和其他市场主体，稳住我国当前经济发展的基本盘的工作，符合就业优先战略的实施要求，其价值在当前尤为凸显。在企业具备重整价值和重整可行性的前提下，应尽量促进企业重整成功。但目前部分金融机构债权人甚至国企债权人因决策压力等原因，对投票持消极态度。在类似情况下，如案件有合理的法律逻辑和足够的商业考量、符合法院强制定批准重整计划草案的条件，应充分利用强裁制度推动企业重整成功，避免部分债权人因内部问题影响整体利益，对重整程序造成钳制，否则强裁制度的价值无从彰显。一概否定强裁的做法会让该制度成为破产法中的“睡美人条款”，并不符合立法本意。实践中应该有准确适用强裁制度的正面案例出现。

4. 重整的商业逻辑愈发清晰，投资人在重整中更加主动作为

坚持重整优先的前提是企业具备重整价值。保壳式重整逐渐被抛弃，各方也开始不再片面追求重整这一结果本身。对于真正具有挽救价值的企业，具备可持续经营能力的企业，应当积极适用重整，而对于扭亏无望和产能落后的企业，应当依法适用清算。与此同时，破产重整是新的招商引资的理念愈加获得认同，重整投资人在程序中越来越得到重视，也愈加主动作为，破产重整从债务清理程序逐渐向并购重组程序过渡。

5. 跨境破产实体争议可能增加，司法审判水平将受考验

从当前境外代表向内地法院申请承认和协助的案件来看，相关主体并未形成真正意义上的对抗，而是聚焦于跨境承认程序本身。随着跨境破产司法实践的逐步发展，可以预见，更多围绕跨境破产承认与协助产生的实体争议可能出现，比如申请人可能面临利害关系人提出的挑战，包括但不限于对主要利益中心所在地及境外程序正当性的挑战。此外，香港高等法院正在审理境外债券持有人就“北大方正案”所涉维好争议

提起的终审程序，如后续终审判决维持上诉法庭作出的判决，支持境外债券持有人提出的维好索赔请求，则内地法院将很可能面临境外债券持有人提出的确权 and 偿付请求。同时，随着境内、外法院相继启动围绕房地产集团的境外母公司清算程序和境内项目公司破产程序，后续有无程序协调与合作的可能，这些都将考验内地法院的审判水平和审判智慧。

结语

“当前经济运行面临一些新情况，有外部环境不确定性的挑战，有新旧动能转换的压力，但这些经过努力是可以克服的。我们从来都是在风雨洗礼中成长、在历经考验中壮大，大家要充满信心。”

“惟变所出，万变不从。”中国式法治现代化建设与经济高质量发展的全面扎实推进，正是体现了我们积极创新与变革的姿态。破产法作为市场经济法律体系中的基础性法律制度，是我国市场经济改革的法治根基，有助于实现资源优化配置和企业优胜劣汰，充分激发市场内生动力和企业创新活力，是帮助经济发展和转型的重要工具。但客观而言，各方面对破产法的理解和认识离中央精神要求和经济转型需求还有较大差距，所有的“破人”仍需继续呐喊，继续传播，继续实践，继续创新。

我们建议，2025年应该“坚持更加注重系统集成，更加注重突出重点，更加注重改革实效”，不断强化破产制度的“整体效应、平台效应、放大效应和辐射效应”，“以首创性改革、引领性开放的姿态”加快形成具有国际竞争力的破产制度，“努力开创破产办理工作新局面，全面激发中国社会发展内生动力”。

上市公司篇

>>>>>

前言

2024年是上市公司相关制度的改革“大年”，一系列重磅政策的出台全方位推动上市公司高质量发展。随着上半年新“国九条”的颁布，“1+N”政策体系不断完善，资本市场开启了新一轮全面深化改革。相关新规也对上市公司重整工作提出了新的要求。2024年12月31日，最高人民法院（“最高院”）会同中国证券监督管理委员会（“证监会”）重磅发布《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（“《纪要》”），证监会同步配套发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项（征求意见稿）》（“《11号监管指引》”），为2024年上市公司重整画下了浓墨重彩的句号，也标志着我国上市公司重整的规则和实践开启了新的篇章。

2024年，上市公司重整的市场实践进一步丰富和深入，但严格审查的基调没有改变且有强化趋势，中小投资者保护及“债权真实清偿”仍然被不断强调，“府院协调”等机制也越来越多地发挥作用并取得良好效果。通过重整实现上市公司“风险化解+转型升级”成为常见目标，上市房企通过重整化债的尝试也受到了关注。

我们认为，随着相关政策新规的落地，2025年的上市公司重整将持续受到严格要求，上市公司重整公开性、透明度和可预测性将得到进一步提高，上市公司重整参与方介入时机预计更早，并可能出现“热度与难度并存”的现象，上市公司重整中的产业经营逻辑、债权清偿安排、债权人与中小投资者保护等命题将仍然是“必答题”，上市房企通过重整实现涅槃重生的探索也将持续进行。

一、2024年度上市公司重整规则的发展

2024年4月12日，国务院发布了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（即“新‘国九条’”），标志着我国资本市场高质量发展

进入了新的篇章。随着以“严监严管”为导向的新“国九条”发布，相关配套规则陆续完善，资本市场“1+N”政策体系逐步形成，进一步强调了“严格上市公司持续监管”“加大退市监管力度”“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”等关键工作，对上市公司重整受理、重整投资、信息披露等工作提出了更为严格、更为详尽的要求。同时，上市公司并购重组相关制度规则持续优化，为上市公司通过并购重组提高资源配置效率、实现产业整合、发展新质生产力提供了进一步政策支撑。

2024年12月31日，由最高院会同证监会联合印发的《纪要》及证监会配套发布的《11号监管指引》则是在总结近年来上市公司重整案件审理情况的基础上，对上市公司重整实践的积极回应和引导。相关新规的发布将进一步完善和统一规则适用，提升上市公司重整工作的公开性、透明度和可预测性。

1. 资本市场“1+N”政策体系

新“国九条”是我国时隔10年再次专门出台的资本市场指导性文件。新“国九条”围绕“上市发行、退市制度、全链条监管”等方面提出了新的纲领性意见，明确提出“深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局”，突出了稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”“有棱有角”。

伴随着新“国九条”，2024年4月12日，证监会发布实施《关于严格执行退市制度的意见》，为实现进退有序、及时出清格局制定了进一步的退市标准。随后，沪深交易所相应修订完善并发布《上海证券交易所股票上市规则（2024年4月修订）》《上海证券交易所科创板股票上市规则（2024年4月修订）》《深圳证券交易所股票上市规则（2024年修订）》《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2024年修订）》等配套文件。至此，资本市场“1+N”政策体系基本形成，将有效保障资本市场进一步提升服务实体经济的能力，促进新质生产力发展。

2. 上市公司并购重组政策

2024年6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“**科创板八条**”），明确提出“支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应”“支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并”“严格执行退市制度”。

2024年9月24日，为进一步强化并购重组资源配置功能，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“**并购六条**”），提出要“支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐”。

新“国九条”、科创板八条及并购六条发布后，各地陆续发布支持上市公司并购重组的政策：

- 2024年10月24日，四川省人民政府办公厅印发《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》，提出“鼓励国有资本参与并购重组，支持国有上市公司通过资本市场优化资源配置”“用好科创板股债融资和并购重组‘绿色通道’”；
- 2024年11月27日，深圳市委金融办发布《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》，系全国首个由地方政府推动制定并公布全文的并购重组专项政策，提出“打造上市公司并购重组服务一流中心”等十二项具体措施，鼓励上市公司通过并购重组“向新质生产力方向转型发展”；
- 2024年11月27日，北京证监局与北京市委金融办联合举办北京辖区并购重组座谈会，北京证监局贾文勤局长在会上介绍了并购重组相关政策情况，鼓励市场主体规范运用并购重组等方式实现资源优化配置；

- 2024年12月10日，上海市人民政府办公厅印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》，明确11项具体举措，其中包括鼓励“传统行业上市公司，开展同行业、上下游并购和吸收合并，合理提升产业集中度”，“围绕产业升级、寻求第二增长曲线开展跨行业并购，注入优质资产，提升投资价值”。

3. 上市公司重整会议纪要及监管指引

2024年12月31日，在总结前期审理及监管实践的基础上，最高院会同证监会印发了《纪要》，为衔接《纪要》，证监会配套发布了《11号监管指引》，并向社会公开征求意见，该指引的意见反馈期已于2025年1月30日届满。

《纪要》在保留2012年《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》原有总体框架的基础上，以问题为导向，围绕坚持积极拯救和及时出清并举、强化债权人与中小股东利益保护、加强司法审判与行政监管协调的总体思路，在总结前期的审理及监管实践基础上，明确了裁判规则，优化了府院联动机制，以实现“明确市场预期、厘清各方权责、保护相关主体权益”的目标。《纪要》内容涉及九大方面，具体包括：上市公司破产重整案件的审理原则、案件的管辖、申请及审查、信息保密和披露、破产重整计划草案的制定及表决、重整计划的执行、加强司法审判与证券监管协作、庭外重组及关联方破产、以及退市公司重整。《纪要》的及时发布，有利于解决破产审判实践中的问题，统一上市公司重整案件裁判思路，强化审查审理工作的公开性、透明度和可预测性，对于有效拯救困境上市公司，防范化解风险，提升资本市场资源配置效率，切实提高上市公司重整质量，维护社会稳定和资本市场秩序等方面具有重要意义。

证监会研究起草的《11号监管指引》则主要关注于对证券监管相关核心事项进行细化明确，其主要内容包括：（1）明确职责分工，强化重整涉及证券市场相关事项及信息披露监管；（2）明确破产重整信息

披露要求，强化内幕交易防控；（3）优化重整计划草案规范要求，引导市场各方充分博弈，构建长效发展机制；（4）对严格做好债务重组收益确认提出要求；（5）强化承诺监管，引导督促履行业绩补偿承诺。随着《11号监管指引》的起草及后续的正式施行，将进一步加强上市公司破产重整监管，有效化解上市公司风险，推动提升上市公司质量，促进证券市场资源的优化配置。

二、2024 年度上市公司重整实践

根据对公开信息的不完全统计，2024 年度申请预重整、重整的上市公司共约 28 家，较 2023 年度约 27 家、2022 年度约 20 家有所增加。共有 12 家上市公司在 2024 年度被法院裁定受理破产重整，较 2023 年的 16 件有所减少，较 2022 年度的 10 件增加 2 件。按照受理时间的先后依次为：*ST 金科（000656）（注：本文采用截至 2024 年 12 月 31 日公司的股票简称，下同）、*ST 花王（603007）、ST 红太阳（000525）、*ST 有树（300209）、*ST 文投（600715）、*ST 通脉（603559）、*ST 傲农（603363）、*ST 中利（002309）、*ST 汉马（600375）、*ST 合泰（002217）、*ST 东园（002310）、仁东控股（002647）。

2024 年度受理破产重整的 12 家上市公司中，除 *ST 金科、仁东控股外，其余 10 家上市公司的重整计划已获法院裁定批准。此外，2023 年度受理破产重整的 ST 步步高，其重整计划亦于 2024 年内获裁定批准。重整计划中普遍提及的导致公司陷入危机的原因包括：因宏观经济下行、相关政策趋严、融资环境变化、主营业务收入持续下滑、行业周期影响、控股股东非经营性资金占用等原因，导致公司出现流动性困难、无法清偿到期债务等。

从受理时间上看，年内受理的 12 件上市公司重整案件中，除了 *ST 金科于 4 月受理外，其余 11 件都集中在下半年的 9 月 -12 月间受理，分布情况与往年类似，主要集中在下半年。全部 12 家上市公司重整受理均在新“国九条”颁布后。

从受理法院的地域分布上看，12 件重整案件涉及 8 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 件的省市有江苏省（3 件）、北京市（2 件）、福建省（2 件）。

三、2024 年度上市公司重整的特点

1. 上市公司重整在面对严格审查的同时，愈发受利益相关方期待

近年来，随着申请预重整、重整的上市公司数量维持在历史高位，相关规则及思路越来越细化、越来越有迹可循。无论是上市公司、债权人还是重整参与方对通过重整化解风险也越来越有信心、有期待。另一方面，法院受理的上市公司重整案件数量并未与申请案件的增长同步增加，体现了监管及司法审查标准的审慎性。此外，*ST 洪涛、ST 联络、ST 迪马、*ST 新纶 4 家上市公司在决定申请或被申请预重整、重整后因股价连续 20 个交易日低于 1 元钱而被“面值退市”。

被法院受理重整的 12 家上市公司中，10 家上市公司在尚未被交易所实施退市风险警示或其他风险警示时即申请预重整、重整，占比约 83%，较 2022 年的约 70% 及 2023 年的约 56% 均有所上升。该数据一定程度上反映出市场主体对通过重整化解债务危机采取了更为积极主动的态度，契合“早开药方”“要救早救”的重整精神，也有利于提升重整可能性和成功率。

此外，2023 年度终止重整程序的 15 家上市公司中，退市商城由于 2023 年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 1 亿元，已于 2024 年 5 月被上海证券交易所决定终止公司股票上市，反映出在退市力度不断加大的政策氛围下，上市公司重整后的持续经营能力仍然受到了严格的审视和监管，需要高度关注。

2. 中小投资者保护及“债权真实清偿”受到不断强调

2024年3月6日，中国证监会主席吴清在十四届全国人大二次会议的记者会上强调，“保护投资者特别是中小投资者合法权益是证监会最重要的中心任务，可以说没有之一，这也是资本市场监管工作政治性、人民性的直接体现”。2024年度，上市公司预重整及重整案件的办理中，各信息披露主体被要求严格落实信息披露义务，依法保障中小投资者知情权。本年度已获裁定批准的重整计划中，*ST 汉马、*ST 中利、*ST 有树等上市公司的重整计划均明确提及保护“广大中小投资者的合法权益”、确保“中小投资者、利益不受侵害”，*ST 花王、ST 红太阳的出资人权益调整方案还向中小股东进行了一定比例的转增股票分配。

最高人民法院刘贵祥专委在2023年10月第十四届中国破产法论坛主旨发言中提出了“强化兼顾公正与效率的理念”的要求，并特别谈到要科学核算“真实清偿率”，这给上市公司重整中债权清偿方案的设计及实施提供了指导精神。据不完全统计，在2024年经法院受理重整并裁定批准的10家上市公司重整计划中，对债权人的偿债方式主要有留债、转增股票抵债、资产设立信托偿债等；*ST 通脉、*ST 汉马、*ST 傲农、*ST 花王于重整计划中对以股抵债价格确定的依据和合理性进行了专门说明或出具了报告；有5家上市公司的重整计划明确规定债权人对债务人的担保人或其他连带债务人所享有的权利不受重整计划的影响，强调和保障了债权人向其他主体进一步追偿的合法权益。如何在上市公司重整中不断强调和坚守“债权真实清偿”是2024年上市公司重整中频繁出现的“必答题”。

3. “府院协调”机制优势进一步彰显

近年来，由属地政府组织成立的清算组或破产重整工作组担任上市公司管理人的破产重整案件比例呈现平稳态势，2022年度为40%，2023年度为44%，

2024年度为42%。2024年度已批准的重整计划中，多家上市公司重整计划均提及府院协调制度对上市公司重整成功的重要助力作用，例如*ST 花王重整计划中明确提到各级政府、法院、监管部门在预重整及重整全流程中的大力支持，*ST 文投重整计划中也提到“首都府院联动机制的充分发挥和积极作用”。2024年度上市公司的重整实践反映出府院协调机制对于上市公司重整的重要助推作用，并由此助力持续优化市场化、法治化的营商环境。

4. 上市公司“风险化解+转型升级”成为重整重要目标

通过对比上市公司原主营业务及通过重整引入的产业投资人主营业务，2024年度完成的上市公司重整中，既有重整后维持原主营业务的案例，也存在可能进行主营业务转型的案例。2024年法院裁定批准的上市公司经营方案中，“聚焦主业、集成创新”“转型升级”等同时构成了多频关键词。可以看出，通过重整实现上市公司“风险化解+转型升级”已成为重要目标，重整将更加聚焦于提升上市公司持续经营能力，也体现出重整制度回归核心价值功能、真正发挥拯救具备重整价值主体的作用。

5. 上市房企通过重整化解风险的路径受到关注

2024年4月，法院裁定受理*ST 金科及其全资子公司破产重整，*ST 金科成为近年来首家进入破产重整的上市房企。根据相关公告，2025年1月23日，*ST 金科发布了*ST 金科及其全资子公司的重整计划草案。

受各方面因素影响，近年来上市房企面临着诸多挑战，多家房企通过债务重组、债券展期等方式开展“自救”，力图恢复经营水平和流动性。随着破产重整正式进入出险上市房企的视野，上市房企“化债工具箱”得到进一步丰富，重整化解上市房企债务问题的路径尝试也受到广泛关注。

四、2025 年上市公司重整趋势展望

1. 上市公司重整将持续面对高标准、严要求

新“国九条”明确提出要深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局，从“严格强制退市标准”等五方面加大退市监管力度，预计对上市公司重整办理持续产生影响。2024 年 12 月 23 日，中国证监会新闻发言人王利军于答记者问中提到，“证券交易所股票上市规则对财务类、规范类、重大违法类、交易类四类退市情形分别明确了公开透明可预期的具体标准，今年上半年修订时也已经分类设置了过渡期”；针对被实施退市风险警示（*ST）的公司，“据了解，有不少正在或者已经通过改善经营、并购重组、破产重整等方式化解退市风险，相关情况请以公司信息披露为准”。

而年底重磅发布的《纪要》及《11 号监管指引》对于上市公司重整的审查审理进一步提出了更加具体的要求。例如，根据《纪要》第 5 条，向人民法院提交（预）重整申请时，上市公司住所地应当在该法院辖区内连续存续 1 年以上；破产重整的申请和审查方面，《纪要》明确了法院与证监会的协同联动机制，最高院将在充分考虑证监会意见的基础上，就重整原因、重整价值、重整预案的合法性等进行把关；《纪要》第 9 条规定，控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保的，原则上应当在进入重整程序前完成整改；《纪要》第 16 条规定，控股股东、实际控制人及其关联方因违法违规行对上市公司造成损害的，制定重整计划草案时应当根据其过错程度对控股股东及实际控制人支配的原有股权作相应调整，等等。《11 号监管指引》更是给出了具体量化的规范要求，例如广受关注的第七条要求审慎确定资本公积金转增股本数量，资本公积金转增比例不得超过每十股转增十五股；第八条规定重整投资人获得股份的价格，不得低于市场参考价的百分之五十，市场参考价为重整投资协议签订日前二十、六十或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一，等等。

预计在“1+N”政策体系、《纪要》、《11 号监管指引》及其他配套文件颁布的背景下，“带病闯关”的上市公司重整将受到严格审视，以“炒壳套现”为目的的重整投资将得以进一步严格限制，“僵尸空壳”“害群之马”类上市公司将受到严格出清，上市公司重整实践有望在更加公开、透明、可预期的规则环境下开展，我国上市公司重整规则体系的建立健全脚步将持续加快。

根据证监会发布的《11 号监管指引》起草说明的过渡期安排，“本指引自公布之日起施行；本指引公布之日前，法院已裁定受理上市公司破产重整申请的，无需适用本指引第七条转增比例限制及第八条股份定价相关规定”。据不完全统计，截至 2024 年 12 月 31 日，仍有约 17 家上市公司处于预重整阶段，尚未进入正式重整。随着新规的落地，相信很快将出现一批新规下的上市公司重整典型案例。

2. 上市公司重整参与方介入时机将更为提前

新“国九条”出台后，随着退市制度趋严，上市公司重整参与方须在短期内完成博弈。同时，随着我国破产保护法律文化建设的不断发展，社会各界、各市场主体对于上市公司重整的认同感、接受度也越来越高，预计上市公司重整参与方的参与积极性将保持旺盛、介入时机也会越来越早。特别是在《纪要》及其配套文件颁布后，规则及实践层面对于重整投资人均提出了更为严格的约束和要求，也再一次旗帜鲜明地强调，上市公司重整逻辑要回归到产业经营。《纪要》第 17 条规定“拟引入重整投资人的，重整投资人应当具有相应的资源和能力，重整计划草案中应当明确拟引入的重整投资人相关信息及其参与重整的条件、获得的股份数量和价格等内容。重整投资人认购股份应当以货币形式支付对价，并在支付全部价款后办理股票登记过户手续”。《11 号监管指引》第八条规定“重整投资人获得股份的价格，不得低于市场参考价的百分之五十”。相关规定进一步规范了上市公司重整投资行为，并提出了具体客观的、具备可操

作性的标准和要求，这将有助于重整投资人（特别是财务投资人）群体进行进一步的市场化良性竞争，更加专业、优质的重整投资人将更有望在市场上脱颖而出，进而确保上市公司借助投资人赋能更好地得到质量改善，提升持续经营能力，实现上市公司规范治理、高质量发展。

3. 债权人及中小投资者的权益保护将被持续关注

债权人是破产程序极其重要的参与者，保护债权人合法权益最为核心工作之一是要关注债权人的真实清偿率。特别就上市公司重整而言，资本公积转增股票抵债是现阶段最为常用且最具特色的偿债工具。对于如何在个案中科学、合理、有效确定偿债方案，《纪要》极具针对性地对实践中常见的信托偿债、以股抵债、有财产担保债权人权利保护等给出相当具体的规定和指引。在此规范背景下，预计上市公司重整中的债权清偿安排将被提出更高要求、受到更严格的审查，如何确定科学、合理的偿债方案预计将受到各界持续的高度关注。

同时，我国证券市场是中小投资者占绝大多数的市场。无论从过去一年上市公司重整实践来看，还是本次《纪要》及《11号监管指引》的具体条款，都从多角度对中小投资者权益保护措施进行强调和细化。为了实现资本市场的高质量发展和持久生命力，基于我国资本市场客观情况，未来在上市公司重整中预计将更加深刻、全面地强调和关注对中小投资者的保护。

4. 上市房企通过重整实现涅槃重生的探索预计将持续进行

2024年3月9日，住房和城乡建设部部长倪虹在十四届全国人大二次会议民生主题记者会上表示“对严重资不抵债、失去经营能力的房企，要按照法治化、市场化的原则，该破产的破产，该重组的重组”。房地产行业已进入“大浪淘沙”阶段，如何实现风险出清成为大型房企尤其是上市房企面临的重要问题。随

着4万亿“白名单”等强有力制度的推出，出险房企在政策加持下有望通过重整程序实现“止血”“造血”功能。而上市房企作为行业标杆及代表，其通过重整实现涅槃重生的探索预计将不断深化、持续进行。

房地产篇

>>>>>

前言

2024 年，“止跌回稳”成为房地产市场的主旋律，中央多次部署促进房地产市场的平稳健康发展。中央部委和地方政府层面，对房地产行业的政策从融资端进一步走向销售端，多地取消限购、降低首付比例并实施“认贷不认房”，全方位松绑楼市。在宽松信贷政策的刺激下，部分城市的商品房销量和房价短期内呈现攀升和回暖态势，市场筑底迹象愈发明显。而大型房企的债务风险进一步蔓延至混合所有制企业，甚至部分国有企业开始出现资金链紧张和转型。在销售持续疲软形势下，前几年的项目公司共益债重整模式迎来新的挑战。值得欣慰的是，大部分房企仍在坚定推进债务化解和重组工作，部分企业取得突破性进展，房地产行业的韧性仍值得期待。

一、2024 年大事记

1. 政策重要事件回放

1 月 5 日，住房和城乡建设部、国家金融监管总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求各省级住房和城乡建设部门、国家金融监管总局各监管局建立省级房地产融资协调机制，加强协调配合，更加精准支持房地产项目合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。

1 月 24 日，中国人民银行办公厅、国家金融监管总局办公厅发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。

3 月 5 日，两会政府工作报告优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。

4 月 30 日，中共中央政治局召开会议探讨房地产新发展模式，会议首次明确“保交房”是三方责任、首次提出优化增量住房的政策措施、强调启动住房“去库存”战略。

5 月 7 日，自然资源部办公厅发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，指出要合理控制新增商品住宅用地供应，根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局 and 结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。同时，要继续大力支持保障性住房用地的供应，统筹盘活各类存量土地用于保障性住房建设。

5 月 17 日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。何立峰强调，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。当日，住房和城乡建设部、中国人民银行、自然资源部举行例行吹风会介绍相关政策。

同日，中国人民银行、国家金融监管总局发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》，明确首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。

7 月 21 日，党的二十届三中全会明确加快构建房地产发展新模式，租购并举，“保障+市场”住房体系建设，改革商品房预售制、完善房地产税收制度、土地制度改革等均是重要方向。

9 月 26 日，中共中央召开政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，房地产调控政策再次迎来拐点。

9 月 29 日，中国人民银行发布公告，要求各家商业银行原则上应在 2024 年 10 月 31 日前对符合条件的存量房贷开展批量调整。对于加点幅度高于 -30 基点的存量房贷利率进行调整，预计平均降幅 0.5 个百分点左右。

10月12日，财政部表示，将叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳，允许专项债券用于回收闲置土地、收购存量商品房。

10月17日，国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会，指出2024年底前将白名单项目信贷规模增加到4万亿元，城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都纳入“白名单”，满足项目合理融资需求。

11月8日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，宣布增加6万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务，分三年实施。此外，从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。两者总计增加地方化债资源10万亿元。

11月13日，财政部、税务总局、住房城乡建设部联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确加大住房交易环节契税优惠力度，积极支持居民刚性和改善性住房需求；降低土地增值税预征率下限，缓解房地产企业财务困难。

12月12日，中央经济工作会议指出要持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。

2. 房企重整及重组事件

1月29日，香港高等法院针对中国恒大集团的清盘呈请进行聆讯，最终法院颁布清盘令。法官称，中国恒大集团至该日仍然没有提出具体的重组方案，案件延至该日已是足够。

2月1日，融信中国宣布，公司已经与主要债权人达成初步重组协议，涉及债务规模超过100亿元人民币。

5月10日，融信中国近期提出了公司境内债务重组方案，目前融信对“20融信01”、“20融信03”和“19融信01”提出的展期方案显示，债券的本金余额计划在3年内分6期兑付。

2月28日，碧桂园在公告中披露，公司收到一份清盘呈请，涉及一笔本金约16亿港元的未支付定期贷款及应计利息。

3月30日，大连万达商管集团与太盟投资集团、阿布扎比投资局、穆巴达拉投资公司、中信资本、Ares在大连正式签署投资协议，上述5家机构将联合向大连新达盟商业管理有限公司投资约人民币600亿元，合计持股60%，大连万达商管持股40%。

4月22日，重庆市第五中级人民法院裁定受理金科股份的重整申请，金科股份成为近年来A股首家正式进入重整程序的大型上市房企。12月13日，金科股份及重庆金科与上海品器联合体签署了重整投资协议，金科将获得超过33亿元的资金支持。

4月29日，旭辉控股集团境外债务重组迎来关键性突破，公告显示，旭辉已与债权人小组就全面方案原则上达成一致。此次旭辉的“全面提案”涉及6个选项，包含了本金削减、债转股及发行新债券或贷款，目标削减约33亿美元至40亿美元的境外债务，约合人民币239亿元至290亿元。

7月8日，Seatown Private Credit Master Fund作为贷款人之一，向香港高等法院对富力地产旗下的酒店控股平台兆晞有限公司提交清盘呈请。9月3日，担保代理人委任接管人，对兆晞等相关资产进行接管。

9月4日晚间，中梁控股关于境外债务重组方案的进展公告称，占计划债务约79%的同意债权人已加入重组支持协议，而获得75%以上债权人的支持正是重组计划落地的积极指标。

10月22日，美的置业发布公告称，董事会已在当日落实完成了建议分派及可能出售事项。完成相关事

项后，房地产开发业务的财务业绩不再在美的置业的综合财务报表内入账，标志着美的置业正式完成重组。

11月28日，旭辉集团公告称，合计持有适用债务未偿还本金总额约87.36%的债权人已正式签订或加入重组支持协议。

12月2日，世茂集团公告称，经双方同意，已撤销针对公司的清盘呈请。截至公告日，约79.06%的计划债权人已通过加入或同意加入债权人支持协议，表明对拟议重组的支持。

2025年1月21日，融创中国公告称，公司全资附属公司融创房地产集团有限公司十笔债券的重组方案已全部经相关债券持有人会议审议通过，意味着融创总规模154亿元的境内债重组整体宣告成功。

2025年1月27日，万科发布公告，郁亮申请辞去公司董事会主席职务，祝九胜申请辞去公司董事、总裁等一切职务，朱旭申请辞去公司董事会秘书等职务。2月5日，万科任命一批深圳国资背景高管，万科作为混合所有制房企正式迎来国资强势入主。

2025年2月6日，远洋集团公告称，英国法院批准的重组计划的所有相关条件均已达成，英国重组计划已于2025年2月5日（伦敦时间）生效。远洋集团的境外重组方案适用了英国于2020年6月生效的《UK Corporate Insolvency and Governance Act 2020》，该法案的最大优势在于赋予了法官强制批准重组计划的权利。远洋集团境外重组四个组别中有两个组别未获通过，但英国法庭最终依据该法案裁定批准重组计划，远洋集团成为首个境外债重组计划获得法院强裁支持的境内房企。

二、房企债务风险化解回顾

1. 融资协调机制推动应贷尽贷

为促进房地产市场平稳健康发展，2024年年初，国

家金融监管总局会同住房和城乡建设部建立了城市房地产融资协调机制（以下简称“融资协调机制”），支持并完善金融机构应贷尽贷，要加大“白名单”项目把关、推送、问题项目修复以及贷款投放力度，切实满足房地产项目合理融资需求。在融资协调机制支持下，金融机构对“白名单”内项目“应贷尽贷”，贷款实现专款专用、封闭管理。对于不符合条件的项目，由融资协调机制组织房地产企业针对性做好问题修复，推动项目尽快符合“白名单”要求。与现行的开发贷款政策相比，纳入“白名单”的房地产项目更易获得金融支持、开展项目建设，保障购房人合法权益。

根据公开报道，截至2024年11月18日，“白名单”项目贷款审批通过金额超过3万亿元。国家金融监管总局召开的2025年监管工作会议上披露，2024年“白名单”项目审批通过贷款超5万亿元，融资支持力度巨大。其中，据初步统计，全国已有超1000个问题项目经协调机制修复后纳入“白名单”，获得银行融资支持近2000亿元。

2. 政策性保交房工作进入攻坚阶段

自2022年7月中央政治局会议提出“保交楼、稳民生”以来，各地政府大力推进保交楼工作，实质性化解了大量具有债务风险和交付风险的房地产项目。2024年5月17日，何立峰副总理在全国切实做好保交房工作视频会议上作出全面部署，要求打好商品房烂尾风险处置攻坚战，要求压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，有力推进保交房工作。2024年全年，交付住房338万套，完成保交房工作的既定目标。

进入攻坚阶段以来，“白名单”和融资协调机制对于相关项目的支持力度更大，项目公司依靠新增融资和政府背书恢复施工、完成交付，有助于实质性保障购房人权益。

如我们此前分析，房地产项目的债务风险处置，因其涉众性，与其他市场主体的出清有较大差异，大部分

项目公司依靠政策性保交房工作实现处置。然而，在保交房政策支持下仍然难以推进的项目，将最终进入司法程序，由股东、金融机构、施工单位、购房人各方共同分担和承受相关风险。

3. 项目公司共益债续建模式或将迎来巨大挑战

近年来绝大多数烂尾楼项目的破产案件采用了共益债续建模式，投资人借助共益债在破产程序中的优先权，甚至通过取得优先于工程款和抵押权的超级优先权的方式对烂尾楼进行续建和盘活。共益债投资模式一方面对投资人所提供的资金给予了极大的安全保障，另一方面又为债权人留存了续建成功后销售的潜在收益，受到了债权人和投资人的普遍欢迎。

然而，随着近两年房地产市场的深度回调，尤其是销售端的量价双跌，导致早前投入的共益债投资人面临严重的退出困难。对于房地产项目公司而言，销售去化才是共益债投资实现最终闭环的核心环节。

一旦销售不畅，共益债权人将与其他债权人产生冲突，一方面共益债的长期计息将吞噬项目的或有收益，另一方面共益债投资人通常有较为刚性的退出时间，其通常亦享有降价销售权，要求快速降价销售以回笼资金，此时则将导致共益债投资人与在先破产债权人发生利益冲突。

另外，破产程序本身所固有的多数决机制带来了相对复杂的博弈态势，即便共益债有较好的风控措施，但在实际执行风控措施时，一方面破产债权人将通过债权人会议或者债委会给共益债退出设置障碍，另一方面破产程序中诉讼和执行措施的禁止亦实际限制了共益债权人可采取的救济。在部分案件中已经出现项目公司二次破产或者变更重整计划，共益债权人被迫接受以房抵债等现象。

当前房地产市场总体上仍在调整转型过程中，投资人在投放共益债时针对市场销售去化应当做极限压力测试，充分考量项目营运定位匹配性，提前预判冲突形势下司法程序中各方动作变形带来的相关后果。

4. 集团层面的整体破产探索有望实现突破

以金科股份为例，其已完成破产重整的主要工作，重整投资人已经全部完成签约，且已于 2025 年 2 月 18 日召开第二次债权人会议，目前已经表决通过，金科股份成为大型上市房企重整成功的首起案例。由于金科股份与大部分国内房企不同，其系 A 股上市公司，其重整基本逻辑更近似于一般的上市公司重整，而未突出房地产企业的特色，对于港股上市房企的借鉴作用可能相对有限。但即便如此，如其重整成功仍将对房企集团债务重组增添更多信心。

与之相反，以中国恒大集团为例的部分大型房企恐将迎来破产清算大结局。2024 年 1 月 29 日，香港高等法院颁令对中国恒大集团进行清盘，并指定清盘人。随后，清盘人开始处置中国恒大集团的相关资产，中国恒大集团下属的国内部分体量巨大的楼盘亦开始进入破产处置程序。

虽然大型房企境外重组已经告一段落，但是房企的境内重整，尤其是集团层面的统一债务化解仍未形成有效案例。大型集团化房企的债务化解仍在艰难探索中。

5. 部分上市房企开始去地产化，代建、运管将成为布局重点

由于地产开发业务财务负担过于严重，部分上市房企开始加速去地产化，转型轻资产业务。以美的置业为例，其于 2024 年 6 月 23 日公告称将进行股权重组，计划采用实物方式分派，把全资持有的房地产开发业务产权线从上市公司重组至控股股东。2024 年 10 月 22 日，美的置业董事会已在当日落实完成了建议分派及可能出售事项，标志着美的置业业务重组完成。剥离开发业务后，美的置业将围绕“开发代建 + 物管服务 + 资产运营 + 房地产科技”的业务模式开展经营。

2025 年 1 月 21 日，央企中交地产发布《重大资产重组公告》和《关于筹划重大资产出售暨关联交易的提示性公告》，拟将房地产开发业务相关资产及负债转让至控股股东中交房地产集团。交易完成后，中交

地产将聚焦于物业服务、资产管理与运营等轻资产业务，实现业务的战略转型，预计将降低公司资产负债率，优化资产结构，提升可持续经营能力和盈利能力。

除美的置业和中交地产外，金科股份在本次破产重整中也宣称将转型成为轻资产运营服务商，重整完成后，将布局“投资管理、开发服务、运营管理、特殊资产”四大业务板块。

上市房企之所以转型代建和运营管理等轻资产业务，标志着房地产开发业务已经成为上市公司无法托举和承受的巨大亏损，即便房地产行业回暖，开发业务也将不再成为房企的发力重点。与此同时，代建业务由于与开发业务的适配性较高，快速成为各家房企转型重点，但由于整体代建市场容量有限，客观上难以容纳巨大的开发业务从业人员，亦无法匹配过往开发业务的高利润、高增长、高绩效。代建业务能否拯救房地产行业面临巨大的拷问。

6. 行业标杆万科债务风险引发全民关注

自成立以来，万科一直是地产行业标杆和优等生。2024年年初，万科企业股份有限公司的信用评级被国际三大评级机构之一的穆迪下调至“垃圾级”，并将万科所有评级列入评级下调观察名单，并警告未来可能进一步下调。2024年，万科陆续出售了南翔印象城MEGA、上海松江印象城项目、七宝万科广场、深圳湾超总基地等优质资产，通过大宗交易回笼百亿资金，但上述瘦身措施仍未能阻止万科滑入债务危机。2025年1月27日，万科发布2024年度业绩预告公告，预计2024年归属于上市公司股东的净利润亏损约450亿元，使得万科的债务危机更加公开化。

作为国内最早提出活下去战略的头部房企，万科陷入债务危机引发了全民热议，进一步让社会认识到房地产行业债务危机不再归责为某个企业的经营战略问题。除实力国企外，整个行业的头部房企幸存者寥寥。

在债务重组（典型如华夏幸福）、破产重整（典型如金

科股份）、清盘（中国恒大）之外，万科作为房企优等生的化险路径亦将给其他出现债务风险的国资房企带来借鉴意义。

三、2025年房地产债务化解与破产趋势展望

1. 国资房企需提前应对可能的债务风险蔓延

目前出险房企已经从民营性质全面蔓延至混合所有制房企，金地集团、远洋集团和万科股份为代表的混合所有制房企在本轮债务危机下无一幸免，部分央企国企房地产企业开始在市场上出现资金面紧张的情况。如果市场形势短期内仍然不能有所改善，央企国企房地产企业可能将承受较重的财务压力。如何切断和防范房地产风险进一步向金融风险蔓延，已经成为当下的重要课题。

2. 大型房企境内债务重组有望迎来新局面

2022年至2023年，大量房企如碧桂园、融创、富力、龙光、世茂等推出境外债务重组方案，以化解境外债务问题。在境外债务化解取得阶段性成果后，房企也开始推进境内债务化解方案。

根据融创中国于2024年11月14日披露的境内债券端债务重组方案，在初步完成境外债务重组后，融创拟为标的债券提供债券重组方案，包括现金要约收购、股票及/或股票经济收益权兑付、以资抵债和全额长展期共四个选项。后续融创也将通过召开债券持有人会议的形式推进本次债券重组方案。

我们合理预见，随着境内债务重组和破产重整案例的突破，大型房企的境内债务有望在2025年内取得新的进展，不排除更多企业开始通过整体重组和破产重整方式化解债务。

3. 地产企业的涉税问题或将引发重视

在部分房企的项目公司清理过程中，土增税清缴已经成为房企难以承受的重担。随着保交付工作的陆续完成，大量项目公司沉淀了严重待清缴土增税，即便保留了少量自持资产，企业亦无力通过变现资产来化解税务负担。由于税款的公法属性和强制性，部分房企在处理债务时甚至将税款的迫切性提升至交房之前，宁可优先保障税款而拒绝投入资金进行续建。在部分房企破产重整案件中，已经陆续出现对税款债权进行以物抵债或者留债分期等非常规清偿方式，足见税款的解决难度之大。

为实现保交楼和项目公司的良性退出，或许税务机关可能会对房地产行业所面临的特殊税务难题出台相关政策。

4. 境内外破产程序的衔接有望出现新局面

因融资模式的特殊性，大部分头部房企为境外上市公司。在进入境外清盘后，如何与境内程序衔接已经成为地产企业的新课题。境外清盘程序如何与内地破产程序或债务重组程序相衔接，预计将在 2025 年迎来新的实践。以中国恒大集团为例，除向内地法院申请承认与执行香港清盘程序外，清盘人如何参与恒大境内主体的破产程序，如何参与分配境内资产，将给中国破产制度带来新的探索。境内资产是否将因香港清盘而加入进入破产程序，与境外清盘程序形成竞争格局，亦有待进一步观察。更加值得关注的是，在本轮地产企业债务处置中，常见的美元债、港股上市、维好安排都纷纷受到冲击和中国法检验，未来境外资本市场是否对内地赴港融资企业产生制度性价差。在本轮房企破产程序中，中国的跨境破产制度也将迎来新挑战，有望进一步优化。

金融机构破产篇

>>>>>

前言

2024 年，金融机构风险处置整体延续了 2023 年确立的思路，“牢牢守住不发生系统性金融风险底线”。在“强监管严监管”的要求下，金融风险防范化解工作稳中有进，追责问责机制、金融机构破产、机构改革、中小金融机构风险处置等方面都有了新发展。

一、2024 年重要时点

1 月 5 日，国家金融监督管理总局（“**金融监管总局**”）官网披露，同意筹建广西农村商业联合银行股份有限公司、海南农村商业银行股份有限公司、四川农村商业联合银行股份有限公司，开启今年农信社改革序幕。

1 月 16 日，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上指出，金融监管要“长牙带刺”、有棱有角。

4 月 23 日，四川省成都市中级人民法院裁定受理四川信托有限公司（“**四川信托**”）破产重整申请。该院后于 9 月 27 日裁定批准《四川信托有限公司重整计划》。

5 月 27 日，中共中央政治局会议审议通过《防范化解金融风险问责规定（试行）》。

6 月 3 日，国资委召开扩大会议，要求“各中央企业原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构，对服务主业实业效果较小、风险外溢性较大的金融机构原则上不予参股和增持”，对中央企业参与金融机构风险处置产生重大影响。

6 月 28 日，北京市第一中级人民法院发布公告，中植企业集团有限公司（“**中植集团**”，中融国际信托有限公司第二大股东）的破产管理人申请对中植集团与 247 家企业进行实质合并破产，其中包括陕西中泰创展典当有限公司、坤盛国际融资租赁有限公司等地方金融组织。

6 月 28 日，全国人大公开对《金融稳定法（草案二次审议稿）》征求意见。

8 月 2 日，上海金融法院裁定受理安邦保险集团股份有限公司（“**安邦保险**”）破产清算案件。该院后于 9 月 29 日裁定对安邦保险、安邦财产保险股份有限公司等 7 家公司进行实质合并破产清算，并于 11 月 25 日裁定宣告该 7 家公司破产。

8 月 28 日，金融监管总局批复同意中能财产保险股份有限公司受让天安财产保险股份有限公司（“**天安财险**”）保险业务，标志着“明天系”保险公司风险处置工作完成。

8 月 30 日，贵州省贵阳市中级人民法院裁定批准中天金融集团股份有限公司（“**中天金融**”）等十三家公司的重整计划，中天金融拟彻底剥离房地产业务，并继续控股中融人寿保险股份有限公司（“**中融人寿**”）和中天国富证券有限公司（“**国富证券**”）。

10 月 22 日，北京市第一中级人民法院裁定认可了中关村证券股份有限公司（“**中关村证券**”）破产清算案件最后一次破产财产分配方案。

11 月 5 日，金融监管总局原则同意新华联控股集团财务有限责任公司（“**新华联财务公司**”）进入破产程序。

11 月 8 日，全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。

二、2024 年主线回顾

1. 继续“牢牢守住不发生系统性金融风险底线”

2023 年 10 月底召开的第六次中央金融工作会议强调“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”。2024 年的金融机构风险处置工作延续了这一主题。

2024 年 7 月，党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》要求“筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系”。自 1 月召开的金融监管总局 2024 年工作会议，至 12 月召开的中央经济工作会议，各级会议一再重申“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。2024 年 11 月《国务院关于金融工作情况的报告》也再次强调了这一点。

具体工作层面，2024 年延续并深化了 2023 年防范化解金融风险隐患的工作思路。根据 2023 年和 2024 年《国务院关于金融工作情况的报告》，防范化解金融风险隐患的六方面工作事项分别如下：

2023 年工作事项	2024 年工作事项
继续处置中小金融机构风险	稳妥化解 重点 中小金融机构风险
维护房地产市场平稳运行	支持房地产市场平稳 健康 发展
支持防范化解地方融资平台债务风险	金融支持地方政府融资平台债务风险化解 取得积极成效
严厉打击非法金融活动	防范 和打击非法金融活动
防范金融市场风险联动和外部冲击	有效应 对外部风险冲击
构建防范化解金融风险长效机制	完善金融风险防范、 预警和处置机制

整体而言，2024 年防范化解金融风险隐患工作更为重防范、抓重点、重成效。具体而言，**第一**，更加全面地搭建金融风险防范、化解、处置框架。例如，将构建金融风险“防范化解”扩展至“防范、预警和处置”；对于非法金融活动由“严厉打击”扩展至“防范和打击”。**第二**，攻坚事项突出重点。例如，将中小金融机构风险处置聚焦于重点机构，由此，“高风险中小银行处置取得积极进展”。背景情况是，据 2023 年底央行发布的《中国金融稳定报告（2023）》，国内现存 337 家高风险金融机构无一例外均为中小银行。**第三**，工作着眼于积极效果。例如，对于外部冲击由“防范”调整为“有效应对”；对于地方融资平台债务风险由“防范化解”进展为“取得积极成效”。

2. 金融稳定顶层设计进一步完善

2024 年 6 月 28 日，《金融稳定法（草案二次审议稿）》（“**《二审稿》**”）公开征求意见。《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，草案修订可以反映金融稳定顶层设计的变动情况。较之《金融稳定法（草案）》（“**《一审稿》**”），《二审稿》的主要修订如下¹：

第一，呼应 2023 年 3 月《党和国家机构改革方案》。《二审稿》明确中央金融工作领导机构及其职责，在“总则”中对中央金融工作领导机构及其职责作出规定，相应删去《一审稿》中关于国家金融稳定发展统筹协调机制的组成、职责等相关内容。

第二，进一步明确金融风险处置的央地权责分工。**一是**对于全国性银行、证券基金期货经营机构、中央金融企业及其控股金融机构的风险处置，由国务院金融管理部门牵头组织实施。**二是**对于地方中小金融机构、农村金融机构的风险处置，由其注册地所在省、自治区、直辖市人民政府牵头组织实施。**三是**对于其他金融机构、私募基金管理机构的风险处置，由其注册地

¹ 参见 http://www.npc.gov.cn/npc//c2/c30834/202406/t20240626_437718.html。

所在省、自治区、直辖市人民政府会同国务院金融管理部门组织实施。

第三，根据第六次中央金融工作会议要求，强化“依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管”的相关内容。**一是**强化金融风险防范。增加规定国务院有关部门、省级人民政府按照职责分工履行防范和依法查处非法金融活动的责任。**二是**完善金融风险防范制度，加强金融风险的监测、识别、预警和早期纠正，正式明确了国务院金融管理部门“早期纠正机制”的职能。

需要指出的是，较之《一审稿》，《二审稿》关于金融机构破产相关的内容没有发生实质性变动。破产是金融风险处置手段之一，并且被处置金融机构的债权人以及其他利益主体在金融风险处置中的所得应当不低于被处置金融机构直接破产清算时的所得。

3. “长牙带刺”，严字当头对股东、高管等各方追责问责

2024年1月，在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上，习近平总书记强调，“金融监管要‘长牙带刺’、有棱有角”。“长牙带刺”成为2024年金融监管的核心关键词，主要体现如下：

第一，2024年5月，中共中央政治局会议审议通过《防范化解金融风险问责规定（试行）》，进一步压实了金融领域相关管理部门、金融机构、行业主管部门和地方党委政府的责任。会议强调，“要切实抓好《规定》的贯彻落实，坚持严字当头，敢于较真碰硬，敢管敢严、真管真严，释放失责必问、问责必严的强烈信号，推动金融监管真正做到‘长牙带刺’、有棱有角，将严的基调、严的措施、严的氛围在金融领域树立起来并长期坚持下去”。²

第二，强化对机构、股东、高管、行业的追责力度。2024年1月，金融监管总局2024年工作会议首次提出要“落实机构、股东、高管、监管、属地、行业六方责任”。根据上海监管局党委书记、局长王俊寿的解读，六方责任分为三个层面，股东、高管责任是最核心的“内环”；机构、行业责任是“中环”，其中还包括追究第三方机构责任；监管部门、地方政府责任是“外环”。³

对于机构、股东、高管、行业的追责问责，金融监管总局、中国证监会发布了《金融机构涉刑案件管理办法》《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》等一系列追责问责的监管规定。其中，金融监管总局发布的《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》《金融租赁公司管理办法》等文件均强化了股东责任，要求财产保险业“依法推动问题机构股东优先吸收风险损失”，金融租赁公司通过章程确定股东义务，“明确发生重大风险时相应的损失吸收与风险抵御机制”等。

第三，行政处罚和监管措施的力度加强。2024年1月，金融监管总局处罚局发表专栏文章，将行政处罚“长牙带刺”的意义解读为突出“严”的基调，坚持“准”的原则，落实“快”的要求。⁴为实现“长牙带刺”，2024年行政处罚的数量大幅提升，以中国证监会为例，《2024年上半年证监会行政执法情况综述》显示，2024年上半年，中国证监会合计罚没款金额85亿余元，超过去年全年总和。

4. 金融机构破产案件稳妥推进，出现新的实践

2024年，各类金融机构相继出现进入破产程序的情形。人民法院审理了四川信托、安邦保险、新华联财务公司、中关村证券等各类金融机构破产案件，范围涵盖信托机构、保险公司、财务公司、证券公司等，适用程序包括破产清算和破产重整。整体而言，

² https://www.moj.gov.cn/gwxw/ttxw/202405/t20240527_499433.html。

³ <https://www.eeo.com.cn/2024/0305/641798.shtml>。

⁴ http://www.cbimc.cn/content/2024-01/16/content_505713.html。

2024 年金融机构破产案件数量不多，显露出如下值得关注的趋势：

第一，对于该破产清算的金融机构，适用破产清算。2024 年，安邦保险、新华联财务公司等金融机构相继适用了破产清算程序，其中安邦保险为首例保险公司破产清算案件。

对金融机构适用破产清算的可能考虑包括：**一是**对于大型金融机构，前期经过充分的行政清理，确保不触发系统性金融风险。例如，对于安邦保险于 2018 年 2 月由原银保监会接管，在随后的两年时间里，原银保监会成功处置了安邦资产 2 万多亿元，并兑付了中短存续期理财型产品保单 1.5 万亿元，切实保障了保险消费者的合法权益，为后续司法程序的顺利进行奠定了坚实基础⁵。**二是**对于中小型金融机构，涉及的金融牌照可能有出清或整合的趋势。例如，新华联财务公司曾于 2023 年 1 月被原银保监会驳回破产重整申请，后于 2024 年 11 月由金融监管总局获批进行破产清算。背景即是财务公司有持续出清的趋势，2023 年以来，重庆力帆财务有限公司、吉林森林工业集团财务有限责任公司等相继获批解散，新风祥财务有限公司、北大方正集团财务有限责任公司等相继获批进入破产程序。**三是**金融牌照的价值被理性看待，不被过度高估，从而依法通过其本该适用的破产清算程序退出市场。

第二，对金融机构适用实质合并破产。2024 年 9 月，上海金融法院裁定对安邦保险、安邦财产保险股份有限公司、安邦基础设施投资有限责任公司等 7 家公司进行实质合并破产清算。此前，2024 年 6 月，北京市第一中级人民法院发布公告，对中植集团等 248 家公司被申请实质合并破产清算，其中包括陕西中泰创展典当有限公司、坤盛国际融资租赁有限公司等地方金融组织。

通常而言，金融机构基于其法人主体的独立性以及监管要求，原则上不应与其关联公司人格混同。金融机构的法人人格独立性是其持有金融牌照的重要基础。值得进一步观察的是，如金融机构已构成人格混同，且适用重整程序，理论上是否可以通过重整程序实现整改，继而保有金融牌照。

5. 地方政府参与风险处置方式发生调整

类似于往年，2024 年，行政机关（通常为地方政府和监管机构）以维护金融稳定为目的的介入和救助往往对案件进程起到关键作用，且行政机关组建的清算组常在破产案件中继续担任管理人。例如，四川信托自 2020 年开始面临风险，2020 年 12 月，四川省政府会同原中国银保监会开始对其实施管控并进行风险处置。经过近三年的努力，2023 年 7 月形成并报送了风险处置方案。随后，在 2024 年 4 月获得国家金融监管部门的批复和法院的受理⁶，并由清算组担任管理人。最终，四川信托重整计划于 9 月底表决通过，自然人投资人后于 10 月起陆续回收款项。

不同于往年，地方政府参与金融机构风险处置的方式发生两项主要调整：

第一，组建地方金融委员会办公室，牵头落实属地责任。2024 年初，各地相继根据 2023 年 3 月《党和国家机构改革方案》改组成立了金融委员会办公室、金融工作委员会、地方金融管理局，由分管金融的副省长（或副市长等）担任金融委员会办公室主任、金融工作委员会书记，由地方金融管理局局长担任主管日常事务的金融委员会办公室副主任、金融工作委员会副书记⁷。

对于金融机构风险处置，牵头落实属地责任的职能部门由金融发展局调整为金融委员会办公室，主要影响如下：**一是在**强化“党管金融”的同时，一定程度降

⁵ 李曙光：《论金融风险处置的司法机制》，载《法律适用》2024 年第 12 期。

⁶ 李曙光：《论金融风险处置的司法机制》，载《法律适用》2024 年第 12 期。

⁷ <http://thfr.com.cn/post.php?id=99574>。

低风险处置的实施阻力。金融发展局属于政府的职能部门，金融委员会办公室属于党的职能部门。有学者认为，对于金融机构风险处置，无法完全指望常规性的（同时也是刚性的）国家法律资源及时有效地化解市场与社会风险，党的“在场”一方面可以强化国家法律的权威性，降低法律实施的成本，另一方面还能够以一种相机抉择的方式来“柔性地”化解金融市场风险和社会稳定风险，为金融市场秩序的维持提供了信心和信用支持⁸。二是牵头部门行政级别提升，由分管金融的副省长（或副市长等）担任主任，可以协调更多行政资源。事实上，在机构改革前，重大金融机构的风险处置通常即由分管金融的副省长（或副市长等）挂帅。

第二，受“退金令”和地方财政困难双重影响，未来可能有更多市场化招募战投的金融机构。具体而言，一方面，“退金令”使得不以金融为主业的央企原则上无法参与化险。2024年6月，国资委召开扩大会议，要求“从严控制增量，各中央企业原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构，对服务主业实业效果较小、风险外溢性较大的金融机构原则上不予参股和增持”⁹。不到3个月，已有超过10家央企、国企挂牌转让或清退金融企业股权，涉及银行、保险、信托、小贷、融资担保等金融机构¹⁰。另一方面，当前地方财政普遍存在压力，难以额外投入资金用于化险。如果当地没有具有实力的地方国企，地方政府只能另行招募外部战投。

6. “一省一策”有序处置中小金融机构风险

2024年1月，金融监督管理总局2024年工作会议将“全力推进中小金融机构改革化险”列为年度重点任务目标之首。近年来，中小金融机构风险处置一直是防范化解金融风险的重点工作之一。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¹¹。

中小金融机构风险处置延续了2023年的处置思路。2023年12月，金融监管总局党委书记、局长李金泽在接受专访时指出，要推动“一省一策”“一行一策”“一司一策”制定风险处置方案¹²。在2024年11月的公开讲话中，他再次指出，有序推进中小金融机构改革化险，“一省一策”制定风险处置方案，重点地区高风险机构处置取得实质性进展，农信社和村镇银行改革稳步实施¹³。

所谓“一省一策”，主要分为四种模式。一是成立统一法人的省级农商银行，将全省农信机构合并为统一法人，涉及上海、北京、辽宁等省份。二是组建省级农商联合银行，即辖内基层农信机构，共同出资组建具备完善法人治理结构的省级农商联合银行，涉及浙江、河南、山西等省份。三是改制为金融控股公司，即成立升级金融控股公司，参股或控股辖内农信机构，涉及宁夏、陕西等省份。四是改制为金融服务公司，由辖内各农信机构共同出资组建联合金融服务公司，涉及广东省¹⁴。

在政策推动下，2024年度，中小银行正在加速通过合并、解散等方式整合。中国银行业协会2024年11月发布的《全国农村中小银行机构行业发展报告2024》显示，机构改革方面，山西、河南、辽宁、四川、

¹¹ <http://www.pbc.gov.cn/jinrongwending/ju/146766/146772/4979810/index.html>。

¹² https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202312/content_6918285.htm。

¹³ http://www.cbimc.cn/content/2024-11/19/content_534380.html。

¹⁴ https://fddi.fudan.edu.cn/_t2515/b4/ff/c18985a701695/page.htm。

⁸ 黄韬：《“党管金融”的法治内涵》，载《交大法学》2024年第4期。

⁹ <https://news.cctv.com/2024/06/04/ARTIJmeADKwvq6uguMv3vYmw240604.shtml>。

¹⁰ <https://www.chinatimes.net.cn/article/139058.html>。

广西等地农合机构改革方案落地实施；新疆、四川多地成立地市统一法人农商银行方案获批；村镇银行加速整合，近 30 家县域银行机构市场化退出或吸收合并解散¹⁵。

2024 年度，没有中小金融机构获批进入破产程序的案例。

7. 继续防范和应对房地产企业债务风险

2024 年，房地产企业债务危机频发。今年以来，从中央到地方，一揽子促进房地产市场止跌回稳措施密集出台，房地产市场出现积极变化¹⁶。

根据 2024 年《国务院关于金融工作情况的报告》，支持房地产市场平稳健康发展，属于防范化解金融风险隐患的重点事项之一。其核心内容在于风险防范，具体包括：下调并统一全国层面个人住房贷款最低首付比例，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，下调住房公积金贷款利率；推进城市房地产融资协调机制落地见效；新增 5000 亿元抵押补充贷款额度支持保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设，建立健全住房租赁金融政策体系。为此，2024 年，金融监管部门发布了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》《关于做好经营性物业贷款管理的通知》《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》等一系列配套规定。

对于已出险的房地产企业，为避免风险传导至金融机构，值得关注的措施主要包括：

一是对构成金融机构问题股东的房地产企业进行重组或出清，以恢复金融机构持续合规经营。例如，中天金融等十三家公司进行了实质合并重整，重整计划于

2024 年 9 月获法院裁定批准，彻底剥离了房地产业务（其早期的主业），保留了金融业务。根据重整计划，中天金融继续控股中融人寿和国富证券，并拟回填中融人寿资产规模约 267.50 亿元、回填国富证券资产规模约 22.19 亿元，以实现其持续合规经营；重整后，外部战投将作为中天金融第一大股东。

二是依法依规落实机构、股东、高管、行业等各方责任。对于行业责任的落实，最受瞩目的是 2024 年 9 月中国证监会对普华永道的行政处罚。考虑到“普华永道不只是简单的审计失职、失效行为，它在一定程度上掩盖甚至纵容了恒大地产财务造假和欺诈发行公司债券，严重侵蚀法律和诚信基础，严重损害投资者合法权益，严重破坏市场信心”，中国证监会没收普华永道全部业务收入，并处以顶格罚款¹⁷。

三是通过对房地产企业进行破产或其他处置措施，实现金融机构债权回收（详见《破产年度观察（2023）：房地产篇》）。

8. 防范化解地方债务取得积极成效

根据 2024 年《国务院关于金融工作情况的报告》，为防范地方债务危机传导至金融机构，金融支持地方政府融资平台债务风险化解取得积极成效。

今年最值得关注的化债措施为 2024 年 11 月全国人大常委会批准的《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。根据该议案，地方化债“三箭齐发”：**一是**安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；**二是**从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；**三是**2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

¹⁵ <https://www.china-cba.net/Index/show/catid/14/id/44250.html>。

¹⁶ https://www.gov.cn/zhengce/202412/content_6991766.htm。

¹⁷ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_28731271。

财政部部长蓝佛安在新闻发布会指出，上述三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻¹⁸。

此外，遵循第六次全国金融工作会议的工作思路，今年还出台了一系列与化债相关的政策文件。根据第六次全国金融工作会议精神，要“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”。地方债务具有较强的传导性，极易向资金方即上游金融机构传导，尤其是地方性中小金融机构。地方债务平稳展期和置换，将大大有利于提前防范和化解金融机构风险。

三、2025 年趋势展望

1. 金融机构破产立法将迎来新的发展

2024 年，金融机构破产制度有了新的发展。2024 年 4 月 16 日，全国人大常委会发布 2024 年立法工作计划，《企业破产法（修改）》被列为初次审议的法律案，进入了新的立法阶段，未来有望进一步完善金融机构破产的相关规定。2024 年 6 月 28 日，《金融稳定法（草案二次审议稿）》公开征求意见，对于金融机构风险处置的整体框架作出了新的规定。2025 年，上述法律的立法进程有可能迎来实质性推进。

如我们在往年的破产年度观察所述，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预计将有所增加

2024 年，多起金融机构破产案件被各地法院列为典型案例。1 月，由《法律适用》编辑部等评选的 2023 年度“全国破产经典案例”中，“新华信托股份有限公司破产清算案”位列第一。3 月，上海破产法庭将“凯京融资租赁（上海）有限公司预重整转重整案”列为 2023 年度典型案例。5 月，北京破产法庭将“包商银行股份有限公司破产清算案”列为五周年典型案例。

截至目前，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。随着第一批金融机构破产案件的办理完成，通过破产程序出清和化解金融机构风险的经验初步完成积累，破产程序有望成为金融机构出清的重要渠道，各方不再对金融机构破产望而生畏。

对于金融机构破产案件，可以展望的是：**第一**，由于金融机构的专业性、复杂性、涉众等因素，金融机构破产案件备受法院重视，相关实践经验是未来立法的重要参考和基础；**第二**，在金融机构改革化险的大背景下，随着各类金融机构破产案件都有了实践先例，且随着配套法律规定、保障基金制度的日益完备，金融机构破产案件的数量可能会有所增加。

3. 金融机构外部化险资金渠道有望拓宽

2024 年，随着“退金令”的发布，不以金融为主业的央企原则上无法参与金融机构化险，且纷纷退出其原先参股的金融机构。在此背景下，金融机构风险处置所需的外部化险资金，需要通过其他途径筹集。参考近年来的风险处置实践，值得关注的是来源包括地方国资、民营企业、行业基金。

¹⁸ https://www.gov.cn/zhengce/202411/content_6985669.htm。

近年来,地方国资为多家金融机构化险资金主要来源。例如,四川信托引入的战投为蜀道投资集团有限责任公司(四川省地方国资),其还另行出资收购了自然人投资人的信托受益权;申能财产保险股份有限公司(主要由上海市地方国资发起设立)收购承接了“明天系”的天安财险。

民营企业也是金融机构风险处置的主力之一。例如,粤民投另类投资(珠海横琴)有限公司作为战投,通过中天金融等十三家公司实质合并重整案控股了中融人寿和国富证券;比亚迪汽车工业有限公司作为战投,通过重整程序全资持有易安财产保险股份有限公司。

4. 中小金融机构风险化解继续面临攻坚战

根据2024年12月中央经济工作会议部署,2025年经济工作的重点包括“有效防范化解重点领域风险,牢牢守住不发生系统性风险底线”,其中列明的重点领域包括房地产(已连续三年被列为重点风险)和中小金融机构(已连续两年被列为重点风险)。

根据会议部署,对于中小金融机构,要稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。¹⁹

对于中小金融机构,除中小银行外,中小型非银金融机构也值得关注,尤其是信托公司。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,资产质量仍在持续承压,包括中融信托在内的新一批高风险信托公司风险持续暴露。

近年来,部分信托公司风险处置已取得积极成效。例如,四川信托于今年重整成功;而去年完成重组和更名的建元信托也实现扭亏为盈,并在2024年上半年

延续业绩涨势²⁰。2025年,信托公司的风险处置情况值得关注。

5. 存款保险基金管理机构及行业保障基金管理机构有望发挥更大作用

与一次审议稿一致,《金融稳定法(草案二次审议稿)》规定,“金融机构被接管或者被撤销的,国务院金融管理部门可以指定存款保险基金管理机构、行业保障基金管理机构担任接管组织或者实施清算。存款保险基金管理机构、行业保障基金管理机构依法采取相关风险处置措施”。

参照域外经验,由存款保险公司等行业保障基金直接作为接管人对出险金融机构进行接管,由于其作出兜底资金方的责任和化解风险的权利相一致,再加上相对于政府部门而言其市场化程度更高,其直接作为接管人往往处置效果和效率往往更好。

而过去几年的金融风险化解过程中,存款保险基金管理机构及行业保障基金管理机构更偏重于扮演资金方和接盘方的角色,而整体风险化解工作则通常由监管部门或者地方政府直接下场牵头主持。由于存款保险基金管理机构及行业保障基金管理机构的市场化、公共化、专业化属性,在立法进一步明确职责且该等基金参与金融机构风险处置的经验愈加丰富后,其有望未来在风险处置中发挥更大作用。

6. 金融资产管理公司预计将在在中小金融机构化险中更有所作为

近年来,中央政策着力于引导金融资产管理公司(“AMC”)参与中小金融机构化险,尤其是2022年《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》(银保监办发〔2022〕62号,“62号文”)搭建了AMC参与中小金融机构改革化险的框架。在此基础上,金融监管总

¹⁹ <http://politics.people.com.cn/n1/2024/1213/c1024-40381049.html>。

²⁰ http://www.cbimc.cn/content/2024-12/18/content_536349.html。



局发布了落实该指导意见有关事项的通知（金办便函〔2024〕474号）、《金融资产管理公司不良资产业务管理办法》（金规〔2024〕17号）等规定，进一步提供政策支持。根据62号文，AMC可以进一步为并购方或地方政府提供咨询意见或制定兼并重组方案，发挥财务顾问类功能。同时，地方金融监管机构改革后，地方金融委员会办公室在金融化险工作中的资源调度能力和作用更加强大，地方AMC参与属地中小金融机构化险的空间更大。

2024年内，随着中小金融机构化险工作的深入推进，多家AMC已在化险工作中发挥较大作用。在监管机构要求下，AMC以收购、托管、清算、委托清收等相关方式对中小金融机构开展化险工作。例如，自2019年起，山东省金融资产管理股份有限公司分三个阶段参与恒丰银行股份有限公司风险处置，于2024年获批自中央汇金投资有限责任公司处受让150亿股，成为该行第一大股东。根据公告，2025年2月，该笔交易完成交割，山东金资正式控股恒丰银行，且山东金资一跃成为全国最大的地方AMC，其合并报表资产总额更超过东方资产、中信金融资产和长城资产，仅次于信达资产。根据公开信息，2024年，受相关部门委托，中国信达成立专项工作组，先后参与多省中小银行改革化险工作。

我们预期，在政策引导和中小金融机构攻坚战要求下，2025年AMC有望在中小金融机构风险处置中扮演更加重要的角色，发挥更大的作用。

跨境破产篇

>>>>>

前言

2024年7月，党的二十届三中全会胜利召开。全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》对涉外法治建设进行了战略部署。跨境破产作为涉外法治建设的重要组成部分，其制度改革与实践趋向备受社会关注。随着《企业破产法》修订工作的持续推进和跨境实践的进一步发展，我国跨境破产制度优化的总体方向日渐明朗，对以互惠为代表的规则理解也愈加开放，内地与香港之间的跨境破产合作关系亦向纵深发展，更多争议问题有望得到立法与司法层面的系统回应。

一、2024年跨境破产重要事件回放

1月，北京市第一中级人民法院审理的全国首例适用法律互惠原则承认德国破产程序案件——Dr.A R 申请承认德意志联邦共和国亚琛地方法院破产裁定书，入选“新时代推动法治进程 2023 年度十大提名案件”。

1月18日，深圳市破产事务管理署与香港破产管理署签署《香港特别行政区政府破产管理署 深圳市破产事务管理署合作安排》（“《合作安排》”），加强深港破产法律事务合作。

1月29日，香港高等法院对香港上市主体中国恒大集团（“中国恒大”，在开曼注册）正式颁布清盘令，并委任清盘人。

3月全国两会期间，全国人大代表朱征夫等提出在《企业破产法》中明确跨境破产的规定等建议，最高人民法院办公厅后答复表示：“我们十分赞同您提出在《企业破产法》中加入跨境破产规定的建议，经与全国人大财经委沟通了解，《企业破产法》（修订草案）增设跨境破产专章，完善了跨境破产制度设计，对我国破产程序的域外效力和申请域外司法协助的路径、境外破产程序获得国内司法协助的方式等作了规定。”

5月，福建省厦门市中级人民法院（“厦门中院”）出台《申请认可和协助香港特别行政区破产程序的工

作指引（试行）》（厦中法发〔2024〕26号），从认可和协助的程序范围、协助申请的提交路径和方式、法院内部审查流程、香港管理人的履职限制、破产重大事项的处理等15个方面细化操作规程，进一步落实《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》（“《试点意见》”），为涉港跨境破产司法协作提供具体操作指南。

5月9日，青岛市中级人民法院（“青岛中院”）发布“青岛国际商事法庭域外法查明典型案例”。其中，案例五系青岛中院根据《企业破产法》第五条第二款及《民事诉讼法》相关规定，结合华东政法大学外国法查明研究中心的查明意见，推定我国法院和英属维尔京群岛（“BVI”）法院之间在跨境破产命令承认方面存在法律互惠，并据此承认BVI破产命令的案件。¹

5月10日，香港高等法院上诉法庭作出判决，推翻了原讼法庭夏利士法官（Harris J）于2023年5月作出的驳回“北大方正案”四个原告中的三个原告就维好协议提出索赔的判决。²同年6月，北大方正集团有限公司（“北大方正”）申请许可向香港终审法院上诉，并于7月获得上诉许可，该案目前正在香港终审法院审理中。

7月26日，香港高等法院根据《试点意见》向厦门中院发出司法协助请求函，请求为香港李渊国际集团有限公司的清盘程序及清盘人提供协助。³

8月1日，香港高等法院认可广西壮族自治区南宁市中级人民法院关于银河天成集团有限公司（“银河天成”）破产清算程序及其管理人的任命，赋予管理人在香港行使包括索取文件、保护资产和进行诉讼等多项权力。⁴根据公开信息，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

¹ (2020) 鲁 02 民初 1443 号。

² [2024] HKCA 445.

³ [2024] HKCFI 1971.

⁴ [2024] HKCFI 2016.

要》（“《会谈纪要》”）后，香港高等法院依据普通法原则承认和协助的首个广西壮族自治区破产程序。

9月7日至8日，第四届海丝中央法务区论坛在福建厦门举办。最高人民法院审委会委员、民二庭庭长、联合国上诉法庭法官高晓力对我国跨境破产合作的法律依据和实践情况进行介绍。对于互惠原则的理解，高晓力提到，我国“逐渐形成了从事实互惠到法律互惠到推定互惠越来越开放的解释互惠原则的司法态度”。

9月，厦门中院依据《试点意见》裁定认可壳氏环保科技有限公司（“壳氏环保”）在香港的债权人自动清盘程序以及清盘人身份，并允许清盘人根据《试点意见》的规定在内地履职。⁵ 根据公开信息，该案系福建省审查认可的首例跨境破产司法协作试点案件。

10月9日至10日，新加坡破产会议召开。会议期间，区域重组与破产组织论坛（Regional Restructuring and Insolvency Organisations Forum, RRIOF）发起设立。中华全国律师协会破产清算与并购重组法律专业委员会主任、方达律师事务所合伙人季诺参与了RRIOF成立仪式，并作为观察员见证了《区域重组与破产组织机构间的谅解备忘录》的签署。该备忘录的签署为未来我国参与东南亚及更广泛国家和地区的破产对话和司法协作迈出了重要一步。

11月16日至17日，第15届东亚破产与重组论坛在日本大阪顺利举行。此次论坛汇聚了来自中国、日本、韩国的专家学者、法官、破产管理人、破产辅助机构代表以及金融机构代表等三百余名嘉宾。中方代表团与各国代表共同就“各国近年破产领域新进展”“破产程序中担保权益的关键问题”“对大量消费者造成损害的公司破产程序”“协助承认和执行外国破产程序”“各国热点主题 - 庭外重组等”“重组中公司的估值”等破产领域的重点议题展开交流和探讨。

12月13日，福建省发改委公布2024年第三批优化营商环境工作典型经验做法，厦门中院报送的“出台全国首部涉港跨境破产司法协作指引 服务支撑国内国际双循环新发展格局”成功入选。

二、2024年跨境破产实践主线回顾

1. 内地与香港的跨境破产合作向纵深发展

内地方面，继2021年两地签署《会谈纪要》以来，深圳市中级人民法院（“深圳中院”）与上海市第三中级人民法院（“上海三中院”）已分别在“森信纸业破产案”、“浩泽国际集团破产案”中认可和协助了香港破产程序。2024年，厦门中院依法受理并裁定认可了首宗跨境破产试点案件——“壳氏环保破产案”。至此，作为内地试点地区的上海市、广东省深圳市、福建省厦门市均已积累了依据《试点意见》认可和协助香港破产程序的实务经验。

香港方面，继2023年香港高等法院在“广东海外建设公司破产案”中适用普通法规则承认试点地区以外地方的破产程序以来，2024年香港高等法院再次适用普通法规则承认了广西壮族自治区南宁市启动的破产程序，进一步释明了即便是内地试点地区以外地方启动的破产程序，香港高等法院仍可适用普通法规则予以承认和协助。

此外，根据公开信息，除互认司法实践以外，广东省深圳市、福建省厦门市相继采取与香港方面签署合作安排、交流框架协议或出台指引文件的形式，进一步夯实合作基础、优化合作路径。

2. 跨境破产承认审查标准再受关注

此前我国与作为“注册地天堂”的离岸法域并无直接开展跨境破产司法互认的先例。在涉及复杂股权嵌套关系的企业破产案件中，内地多通过在香港上市主体与BVI、开曼等离岸法域产生司法层面的间接连结。2024年，青岛中院推定我国和BVI之间在跨境破产

⁵ (2024) 闽 02 认港破 1 号。

命令承认方面存在法律互惠，并据此承认 BVI 破产命令的案件，引起了各方的关注和讨论。

其中，能否推定我国与 BVI 之间存在法律互惠关系引发热议。争议之处主要在于：（1）BVI 虽于 2003 年采纳《UNCITRAL 跨境破产示范法》（“《示范法》”），并将相关规则内化为《破产法案》第十八章，但该章节尚未生效；（2）根据现行 BVI 关于承认的规定（即《破产法案》第十九章），BVI 法院仅对特定法域（即通常与 BVI 存在较强关联关系的法域，不包括中国内地）选任的代表予以承认，而依法允许发布的协助命令应系《破产法案》第十九章列明的命令；（3）普通法层面的协助对象，仅限于依据《破产法案》第十九章被 BVI 法院承认的来自特定法域的代表。目前来看，来自中国内地的代表能否在 BVI 取得承认和协助具有一定难度和不确定性，相关实践走向有待进一步跟进和观察。

3. 香港维好诉讼再度升级并将尘埃落定

针对“北大方正案”所涉维好争议，香港原讼法庭于 2023 年 5 月作出判决，认为北大方正对其中三名债券持有人的违约事件发生于其进入破产程序之后，即便北大方正尽最大努力也无法在破产程序中取得监管部门批准，因此北大方正的维好义务应被免除。2024 年 5 月 10 日，香港高等法院上诉法庭推翻上述判决。上诉法庭的主要观点之一在于，其认为原讼法庭没有考虑到北大方正可能有多种方式履行维好协议中约定的流动性义务，且并非所有方式均依赖于监管部门的批准。上诉法庭认为，违约事件与内地维好方进入破产程序的时序并不影响维好方应当履行的义务，并对三名原告合计约 17 亿美元的损失作出声明救济（declaratory relief）。

当前该案仍在终审审理当中，根据香港实行的三审终审制度，后续出具的终审判决将对案涉维好争议作出终局认定。如终审法院维持上诉法庭作出的判决，则三名债券持有人很可能通过 2024 年 1 月启动实施的《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》（“《新互认安排》”）于内地开展行权行动，事件结果将对境内维好方、依赖维好协议进行交易的离岸债权人等各方具有重要意义，且可能进一步影响未来的跨境交易安排。

三、2025 年跨境破产立法与实践趋势展望

1. 基于承认申请的实体争议可能增多

从当前境外代表向内地法院申请承认和协助的案件来看，相关主体并未形成真正意义上的对抗，而是聚焦于跨境承认程序本身。随着跨境破产司法实践的逐步发展，可以预见，更多围绕跨境破产承认与协助产生的实体争议可能出现，比如申请人可能面临利害关系人提出的挑战，包括但不限于对主要利益中心所在地及境外程序正当性的挑战。《试点意见》亦为该等异议提供了救济路径，即“人民法院应当自收到认可和协助申请之日起五日内应当通知已知债权人等利害关系人，并予以公告。利害关系人有异议的，应当自收到通知或者发布公告之日起七日内向人民法院书面提出。人民法院认为有必要的，可以进行听证”。

2. 仲裁等争议解决方式有望助力跨境破产司法实践

2024 年 12 月 4 日，上海仲裁委员会与上海三中院、上海市破产管理人协会共同签署《关于加强破产案件衍生纠纷与仲裁衔接工作机制的会商纪要》（“《会商纪要》”），旨在建立破产衍生纠纷与仲裁衔接机制。根据上海仲裁委员会主任刘晓红的介绍，《会商纪要》有利于发挥仲裁机制在解决破产衍生纠纷案件中的制度优势，进一步释放司法资源、平衡债权人利益、维护社会稳定。该等文件的签署，表明内地司法审判机构已然意识到法院审判与机构仲裁之间存在合力的空间和可能。相应的，国际层面也在开展国际商事仲裁与跨境破产关系的研究和讨论，并一定程度上认可国际商事仲裁能够为跨境破产提供高效的争议解决机制。从当前的国际实践来看，不同国家的仲裁机构对于破产程序影响的认识程度不同，当仲裁程序与破产程序存在竞合时采取的策略也不同。未来，随着

国内法院和仲裁机构对破产与仲裁关系认知的进一步深化，不排除跨境破产与仲裁程序能够在我国实现某种程度上的协调与合力，使得跨境破产中的部分争议可以通过仲裁方式予以高效解决，同时仲裁程序也会纳入有关破产考量因素，最终促成破产与仲裁间的良性互动。

3. 地产集团境外清盘程序预计将与境内实体的破产程序形成竞争格局

除中国恒大被清盘外，2024 年多家房企集团被宣布申请清盘，进一步引发业内对于地产集团清盘程序对境内资产处置的关注。自中国恒大被清盘以来，其香港清盘人尚未直接接管境内实体，且境内核心控股主体亦尚未进入破产程序，而中国恒大在境内的多家项目公司已经陆续在不同区域进入破产程序。从目前的实践来看，由于境内债权人的债权优先于境外股东的股权，在无法形成境内外协同破产或者协同债务重组的局面下，境外清盘人仅单纯依靠股权接管难以有效控制。而在境外清盘人接管压力下，境内实体亦主动求变，境内实体债权人或主动发起诉讼、执行程序，或对境内实体提起破产程序，预计未来将形成境外清盘程序与境内破产程序的竞争格局。

4. 跨境破产法治改革方向日渐明朗

2024 年，最高人民法院通过相关渠道披露跨境破产法治改革的进一步动向。根据最高人民法院办公厅对全国人大代表建议的回复，以及高晓力法官在第四届海丝中央法务区论坛上的主题演讲，《企业破产法》修改有望吸收《示范法》的部分内容，以专章形式规定跨境破产司法合作，明确我国破产程序的域外效力和申请域外司法协助的路径，以及境外破产程序获得国内司法协助的方式等相关内容。

破产投资篇

>>>>>

前言

得益于破产法律制度的愈加完备、破产司法程序的愈加透明，破产程序中资产定价优势和清洁功能更加凸显，再加之经济下行周期中破产投资标的供给更加丰富，破产投资机会逐渐进入主流并购基金的视野，破产投资业务逐步从小众市场演变成主流市场。破产投资市场在充满机会的同时也面临新的挑战。一方面，破产程序的功能逐渐被广泛认知，使得更多投资标的在更早期进入破产市场，破产标的的投资价值能够更好的得以保留；另一方面，金融机构维权意识的强化和风险承受能力的收紧使得破产投资博弈的难度更大，成交周期更长。不良资产投资常常被称为是“坏时代的好生意”。在破产投资市场日益火热的当下，如何在“好生意”的诱惑下精准识别投资风险，又平衡各方利益取得成交结果，对投资人来说是一场耐心和智慧的考验。

一、2024 年重要案例回放

1. 股权投资案例

4月25日，步步高商业连锁股份有限公司（“**步步高股份**”）与物美科技集团有限公司等产业投资人以及深圳招商平安资产管理有限责任公司等财务投资人签署《重整投资协议》。7月1日，湖南省湘潭市中级人民法院公告裁定批准《步步高商业连锁股份有限公司及其十四家子公司重整计划》，并终止步步高股份重整程序。

7月19日，四川省什邡市人民法院裁定批准四川宏达（集团）有限公司、四川宏达实业有限公司合并重整计划草案并终止其重整程序，其重整计划确定了蜀道投资集团有限责任公司为重整投资人。

9月13日，嘉寓控股股份公司公告称已确定北京道荣合利科技集团有限公司和北京久银投资控股股份有限公司组成的联合体为重整投资人，并于九月份签署了相关重整投资协议。

10月1日，福建傲农生物科技集团股份有限公司（“**傲农生物**”）公告称，傲农生物、傲农生物临时管理人

与泉发外贸联合体成员泉州发展集团有限公司等共14家投资人分别签署了《福建傲农生物科技集团股份有限公司重整投资协议》。12月9日，福建省漳州市中级人民法院裁定批准《福建傲农生物科技集团股份有限公司重整计划》并终止傲农生物的重整程序。

10月16日，南京红太阳股份有限公司（“**红太阳股份**”）与云南合奥产业合伙企业（有限合伙）、管理人签署《重整战略投资人投资协议书》。同日，红太阳股份及管理人分别与共青城胜恒投资管理有限公司、芜湖跃益企业管理中心（有限合伙）、北京博雅春芽投资有限公司签署《重整财务投资人投资协议书》。11月1日，江苏省南京市中级人民法院裁定批准红太阳股份重整计划，并终止其重整程序。

11月6日，文投控股股份有限公司（“**文投控股**”）和管理人与首都文化科技集团有限公司（“**首文科集团**”）签署《重整投资协议》，首文科集团以产业投资人身份参与重整投资。同日，文投控股和管理人分别与河南资产管理有限公司、深圳市德远投资有限公司（代表德远英华私募证券投资基金）等七家主体签署《重整投资协议》，该等主体以财务投资人身份参与重整投资。11月25日，北京市第一中级人民法院裁定批准《文投控股股份有限公司重整计划》，并终止其重整程序。

11月9日，汉马科技集团股份有限公司（“**汉马科技**”）公告称，根据《招募公告》的相关安排，结合吉利商用车集团提交的重整投资方案及其对财务投资人的遴选，确定由产业投资人吉利商用车集团及其指定的员工主体、财务投资人共同作为重整投资人。11月8日，临时管理人、吉利商用车集团与汉马科技签署了重整投资协议。同日，临时管理人、吉利商用车集团、汉马科技与中国银河资产管理有限责任公司等12家财务投资人分别签署了重整投资协议。12月11日，安徽省马鞍山市中级人民法院公告裁定批准汉马科技重整计划并终止其重整程序。

11月14日，有棵树科技股份有限公司（“**有棵树公司**”）公告称，公司管理人确定深圳市天行云供应链有限公司联合体为有棵树公司重整产业投资人。同日，其与产业投资人签署《重整投资协议》。12月

5 日，湖南省长沙市中级人民法院裁定批准重整计划并终止有棵树公司重整程序。根据公告，平潭沃承投资有限责任公司、深圳璀璨私募股权投资管理有限公司、深圳市招商平安资产管理有限责任公司等主体经公开招募及遴选被确认为有棵树公司的财务投资人，并已签署《重整投资协议》。

11 月 15 日，花王生态工程股份有限公司（“**花王股份**”）、管理人与重整产业投资人苏州辰顺浩景企业管理合伙企业（有限合伙）、徐良及重整财务投资人上海恺博私募基金管理有限公司、罗秋娥签署《花王生态工程股份有限公司重整投资协议》。同日，江苏省镇江市中级人民法院裁定批准花王股份重整计划并终止其重整程序。

11 月 19 日，中通国脉通信股份有限公司（“**中通国脉**”）、管理人与产业投资人新疆金正实业集团有限公司（“**金正集团**”）签署《重整投资协议》。11 月 28 日，管理人、产业投资人金正集团、中通国脉及中国信达资产管理股份有限公司吉林省分公司等 7 家财务投资人分别签订了《重整财务投资协议》。12 月 10 日，吉林省长春市中级人民法院公告裁定批准中通国脉重整计划，并终止中通国脉重整程序。

11 月 22 日，金科地产集团股份有限公司（“**金科股份**”）重整案及重庆金科房地产开发有限公司（“**重庆金科**”）重整案中，最终确认上海品器管理咨询有限公司及北京天娇绿苑房地产开发有限公司联合体为金科股份及重庆金科中选重整产业投资人，并于 12 月 13 日签署了《产业投资协议》。12 月 27 日，金科股份、重庆金科、管理人、产业投资人与 5 家财务投资人分别签署了《财务投资协议》，五家财务投资人分别为青岛兴怀投资合伙企业（有限合伙）、青岛兴芷投资合伙企业（有限合伙）、重庆国际信托股份有限公司、海南陆和私募基金管理有限公司、北京昊青私募基金管理有限公司。

11 月 25 日，合力泰科技股份有限公司（“**合力泰**”）发布公告称，已确定杭州骋风而来数字科技有限公司及四川发展证券投资基金管理有限公司联合体、北京智路资产管理有限公司作为重整投资人暨产业合作伙伴，并签订了相关《预重整投资协议》。

12 月 3 日，北京东方园林环境股份有限公司（“**东方园林**”）和管理人分别与产业投资人国联基金联合体及由国联产业投资基金管理（北京）有限公司发起设立的专项重整基金北京国朝东方绿能股权投资基金合伙企业（有限合伙）、北京朝阳环境集团有限公司签署《重整投资协议》，并于同日分别与财务投资人国寿财富管理有限公司、深圳申优资产管理有限公司签署《重整投资协议》。

12 月 6 日，江苏中利集团股份有限公司（“**中利集团**”）公告称，中利集团、管理人已与产业投资人常熟光晟新能源有限公司签署《重整投资协议》，并分别与 China Orient Enhanced Income Fund 等共 17 家财务投资人签署《重整投资协议》。

12 月 19 日，重庆三圣实业股份有限公司公告称其与产业投资人河北冀衡集团有限公司（“**冀衡集团**”）、冀衡集团指定的财务投资人深圳市高新投集团有限公司、重庆镭登恩私募证券投资基金管理有限公司签署了《重整投资协议》。

2. 共益债投资案例

6 月 7 日，合力泰收到福州中级人民法院送达的（2024）闽 01 破申 33 号《批复》，许可公司在预重整期间借款不超过 5.07 亿元用于生产经营。目前，合力泰、合力泰清算组已与多家共益债投资人签署完成借款协议，并已收到多笔共益债借款款项。

7 月 17 日，中利集团公告称，苏州中院于 2023 年 7 月 19 日裁定受理其全资子公司常州船用电缆有限责任公司（“**常州船缆**”）的重整申请，并指定中利集团清算组担任管理人。截至目前，常州船缆债权人会议依法表决通过了《共益债务方案（二）》，同意常州船缆与厦门建发新兴能源有限公司通过共益债务方式开展铜材等原材料采购方面的合作，本次合作额度将在不超过 5,000 万元范围内滚动使用。本次共益债方案已经过苏州中院书面批复同意。

8 月 9 日，江苏德龙镍业有限公司等四家公司管理人公开发布共益债投资人招募公告，拟招募投资人以共益债方式提供融资，借款额度高达 20 亿元。

8月15日，有棵树公告称，拟在预重整期间与北京久荣咨询合伙企业（有限合伙）（“北京久荣”）签署《共益债务融资协议》，北京久荣向公司提供不超过本金5,000万元（含本数）的共益债务借款。9月27日，有棵树与北京久荣经充分协商，双方一致同意取消签署《共益债务融资协议》。

9月9日，甘肃金阳光伏股份有限公司公告称，其收到酒泉市中级人民法院送达的《关于甘肃金阳光伏股份有限公司引入共益债的批复》（（2024）甘09破申1号），许可公司在预重整期间引入整体额度不超过3亿元的借款，用于公司及下属核心子公司的日常经营。

10月29日，汉马科技公告称，其子公司安徽华菱汽车有限公司（“华菱汽车”）在2024年5月30日收到马鞍山中级人民法院送达的（2024）皖05破6号之四《复函》，许可华菱汽车为继续营业而借款，借款整体额度不超过5亿元，年利率不高于全国银行间同业拆借中心发布的一年期贷款市场报价利率（LPR）的2倍。

3. 破产拍卖案例

1月9日，上海华信国际集团有限公司等七十家关联公司合并破产清算案中拍卖标的“上海市徐汇区兴国路111号翡翠苑花园20套住宅及车库”拍卖成交，成交价格为1,401,983,410元，竞价轮次为44次。

7月2日，重庆栩宽房地产开发有限公司管理人和重庆铁兴房地产开发有限责任公司清算组联合委托拍卖的重庆佳程广场拍卖成交，成交价格为625,364,585.07元，竞价轮次为1次。

7月17日，上海颐圣投资发展有限公司破产清算案中拍卖标的“上海市黄浦区外马路974号房产及车位等不动产”拍卖成交，成交价格为830,724,995.2元，竞价轮次为83次。

二、2024年破产投资市场回顾

1. 政策红利不断释放，激活破产投资市场“一池春水”

随着破产投资对于资源优化配置、产业优化升级作用的不断提升，破产投资作为新一轮招商引资的功能更加受到认可，各地政府部门陆续释放和完善关于破产投资的利好政策，为破产投资提供更多便利，以吸引更多市场主体入局。

例如，在2024年3月15日发布的《北京市发展和改革委员会等21部门关于印发北京市深化破产制度改革优化营商环境若干措施的通知》中，各部门明确提出“多渠道支持企业重整”，包括“创新推广重整投资人招募模式”、“鼓励金融资产管理公司等专业机构运用多样化金融工具为重整企业提供服务，推动企业不良资产盘活。支持各类基金在破产程序中依法依规为具有市场价值、符合国家产业政策方向的重整企业提供融资支持，鼓励符合条件的金融机构依法设立不良资产处置基金，参与企业重整、和解。”

根据天津市高水平开放高质量发展领导小组办公室发布的《关于引发扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案落实工作清单的通知》，天津市“积极争取合格境外有限合伙人外汇业务试点政策”，“进一步放宽以投资为主业的外商投资企业资本金使用范围，允许投资不良资产、地产、私募不动产基金、破产重整企业的共益债等领域。”

与传统的产业投资不同，专业化投资机构在破产投资中扮演举足轻重的角色，地方政府也在着力培育更加专业的不良资产投资机构和更加常态化的破产投资环境。未来，在外汇、基金监管等领域，破产投资的利好政策或将持续释放，重整投资市场热度亦有望继续维持。

2. 破产投资的底层逻辑分化态势明显

近年来，随着破产投资市场逐渐成为主流并购市场的一部分，尤其是资本市场的监管变化，参与者的身份和底层投资逻辑也愈加清晰。结合我们近年处理相关

重整投资案件的经验来看，市场主体参与破产投资的逻辑主要有以下几类：

第一，产业链并购整合。产业投资人作为破产市场的核心参与者，无论是债务人，还是债权人、财务投资人，都希望在锁定产业投资人的前提下完成破产重整。由于大型重整案件往往通过留债、债转股等方式对债权人进行清偿，产业投资人的实力和品牌背书是债权人接受重整方案、且与债务人长期共存的重要因素之一。而与之相对，产业投资人则能够通过破产投资程序，低价取得优质资产，快速实现产业规模扩张，整合产业链上下游，实现做大做强产业的目的。产业并购仍然是破产投资的根本逻辑。值得关注的是，产业投资者的类型在逐渐丰富和多元化，除了传统的实业企业，投资集团和并购型基金开始被视为产业投资人。以合力泰破产重整投资人为例，半导体领域的知名基金智路资本即作为产业合作伙伴加入投资人行列。

第二，上市公司破产重整财务投资的获利逻辑。近几年来，上市公司破产重整财务投资成为热门赛道，动辄数十家财投报名参与重整。以汉马科技为例，仅有一家产业投资人报名，而有 32 家财务投资人报名。经过近几年的重整招募实践，部分财务投资人已经将上市公司破产重整财务投资业务异化为类定增业务，以较低价格获取上市公司股票为投资逻辑，在经过一年锁定期后抛售退出。相较于常规资本市场中的定增业务，重整财务投资一方面定价较低，另一方面审批程序依托于破产重整程序本身，投资确定性较高，受到以资产管理公司、民间活跃资本的广泛认可。财务投资人在上市公司中最重要的功能是提供现金和分担投资风险，部分案件中财务投资人需要承担分摊违规担保和大股东资金占用等隐形投资成本，但整体上而言，财务投资人对于重整程序所强调的改善和提升债务人经营能力的作用逊于产业投资人。

第三，以 AMC 为主的投行化财务投资逻辑。近年来，AMC 不断强调对于破产投资业务的重视，一方面是响应监管部门关于回归本源的业务转型要求，另一方面大型破产投资项目的复杂性和资金密集属性有利于获取高额利润。相较于一般的投入，大型 AMC 在破产投资领域有先天优势且在快速布局，其一，AMC

在不良资产领域中的专业能力较为突出，在交易结构设计、瑕疵资产处置方面有着较强优势，其二，AMC 本身通常是重要债权人，且与金融机构有天然密切联系，其三，大型 AMC 内部协同其内部分子公司，具备收债、配资、证券、信托、基金等全链条金融资源，有助于为产业投资人打造完整投资方案，其四，AMC 具备较强的沟通协调能力。因此，部分 AMC 开始转型以牵头重整人角色深度参与和获取破产投资项目，尤其是资金需求巨大、利益关系复杂的大型非上市公司重整案件。

第四，债权人“自救式”破产投资。重整案件中，债权人的债权清偿利益往往有所减损，尤其是对于有财产担保债权人而言，在常规重整方案项下，担保财产的价值可能会被低估，且清偿时限和条件较为受限。为降低损失，部分重整案件中，主要债权人开始尝试躬身入局，从债权人身份转变为重整投资人或者程序主导者，化被动地位为主动，通过联合产业投资人，激励内部高管团队或者引入外部职业经理人对债务人实施联合自救式重整。在大债权人作为产业机构的情况下，大债权人可以转身为重整投资人。在大债权人作为金融机构的情况下，部分金融机构通过联合产业投资人的方式共同重整，部分案件由于外部投资人条件引入困难，亦可由债权人主导方式进行转股自救。

第五，债务人和解型重整。部分案件中，由于外部投资人缺失，或者债务人自身经营基础较好而仅仅是因为客观环境导致流动性困难，开始尝试不引入外部投资人，而是由债务人以达成债务和解的方式进行重整。在此类项目中，往往不会有新的产业投资人，可能伴随有部分财务投资人在保障投资安全前提下注入部分流动资金。部分房地产项目公司共益债重整即采用此种模式，在部分集团型重整案件中也有类似案例。

第六，部分案件中地方政府和国资出手频繁。一方面，各地政府更加认可重整投资是新一轮招商引资的机会；另一方面，多数国资入主运作的核心逻辑会偏向于实现纾困和协同并行，发挥地方风险化解和统筹资源配置的作用，促进国有资本布局优化和产业结构升级。无论是技术、运营还是融资和授信层面，地方国资的入主都能够为重整企业带来多维赋能，在近年

来部分产业面临周期波动的背景下，地方国资的入主对于熨平周期波动亦具有积极意义。

3. 破产投资“入局者”增加，投资风险或将进一步分散

除了传统的不良资产管理公司以外，近年来参与破产投资的市场主体愈发趋于多元化，国企、地方民企成为重要参与方，过往对资产洁净程度偏好较高的 PE 基金和外资企业亦开始试水破产投资，从近年案例来看，亦不乏信托机构、上市公司直接作为重整投资人的案例。从今年部分上市公司发布的公告来看，湖北广济药业股份有限公司发布了拟参与山东百盛生物科技有限公司等四公司破产重整案件的公告，上工申贝（集团）股份有限公司发布了拟通过参与美国 ICON Aircraft, Inc. 及其关联方的破产重整的方式购买相关有效资产的公告。

在大型企业集团重整案件中，拼盘式重整投资亦是常见的组合方式之一，由于部分大型企业集团业务布局较广且分散，不同类型、行业的投资人对于不同板块的资产偏好存在差异，故在这类大型重整案件中，不同领域的投资人可能会组成联合体参与投资，并对重整企业的资产进行切割后再分别买受。

我们认为，目前重整投资主体和组合模式的多元化，在一定程序上分散了单一投资人的投后风险，也逐渐使整体行业趋于市场化和成熟化。但真正具备全链条投资能力的专业化破产投资机构，尤其是具备产业整合能力的专业投资机构，目前仍极为稀缺。在目前整体的重整投资生态体系已经初步形成的背景下，未来的市场竞争会日趋激烈。不同类型、领域的投资人如何在重整投资市场求生存、求发展，首先必须找准自身的市场定位，聚焦于自身资源和核心能力，才能在市场上形成独特的竞争优势。

4. 重整投资两极分化趋势明显

如我们在去年发布的《破产年度观察（2023 年）：重整投资篇》所述，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，在经济低位运行环

境下，重整投资人的招募难度大幅增加，实力雄厚的产业投资人普遍采取更加谨慎的投资策略。从今年的整体局势来看，这种现象并未得到改观，两极化趋势甚至愈发明显。

一方面，上市公司重整投资竞争极为激烈。上市公司由于壳资源紧缺、财务状况的透明度高、重整周期极为紧凑，一直是破产投资市场极受关注的投资标的。从去年的市场情况来看，以傲农生物、汉马科技、中利集团等上市公司重整案件为例，重整投资人往往多达十几家，很多投资人在企业陷入危机之初且进入重整或预重整程序前就开始主动接洽债务人，并开始为其量身定制重整方案。此外，从上市公司财投的报价趋势也可以看出，投资人对于热门标的投资份额的竞争异常激烈，价格几乎已经成为唯一的评价因素，获利空间或将持续收窄。

另一方面，非上市公司仍面临重整投资人招募严重困难的局面，重整周期较此前几年明显拖长。重整程序内牵涉主体众多，利益博弈激烈，重整案件的顺利通过需要取得地方政府、法院、管理人、原股东方、有财产担保债权人、普通债权人等多方的认可，多数投资人缺乏破产投资经验，对投资风险难以量化评估，较易出现摇摆趋势，导致投资博弈周期拉长。与此同时，受外部环境影响，投资人的投资意愿有所下降，部分投资人在投资过程中往往以退出作为极限施压手段，导致投资博弈难度加剧。

5. 共益债融资热潮涌动，或将成为获取重整投资份额的“入场券”

相较于常规的重整股权投资而言，共益债投资不参与企业生产经营，不受股权锁定和退出的限制，同时亦由于破产法的特殊规则而享有优先、随时偿还的特殊制度价值。由于破产投资风险较高，共益债利率一般高于银行贷款利率，能够获取一定的高额收益。目前市场中已经出现专注于共益债投资的投资机构，除传统 AMC 外，部分信托公司和券商资管公司亦开始设立单独部门开展共益债投资。该等投资者主要是看重共益债投资的安全性高、退出优先级高的特点。而与此同时，随着对优质重整标的的竞争愈演愈烈，

在部分案件中，投放共益债甚至已经演变成成为投资人拿到重整投资份额的入场券。以 2024 年 12 月 23 日刚刚被法院裁定批准重整计划的合力泰重整案为典型，在合力泰重整财务投资人遴选程序中，15 家报名财务投资人提交了有约束力的重整投资报价方案，5 家共益债投资人现场决定是否行使在共益债借款本金范围内，同等条件下优选转为合力泰财务投资份额的优先权。经遴选委员会确认，最终按照“价格优先、额度优先”的原则确定了 12 家财务投资人中选。

除了上市公司财股份额的争夺外，也有越来越多的重整企业提出要求意向投资人在正式确定投资人身份之前提前投放共益债的诉求，主要目的是在保障资金安全性的同时，暂时帮助企业过渡和缓解重整期间的资金压力。对于投资人而言，提前投放共益债权在保障资金安全性的同时，也能提前了解和熟悉企业基本情况，相对锁定投资人身份，在后续的重整投资中获取先发优势。

6. 重整投资失败案例值得警惕

随着重整投资市场热度的持续增长，部分机构获得了较高收益，但高收益往往也伴随着高风险。少数投资人遭遇了严重的重整投资滑铁卢。

以 *ST 商城为例，在 2023 年年底执行完毕重整计划后，由于 2023 年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 1 亿元，于 2024 年 5 月被上海证券交易所决定终止公司股票上市。根据公告显示，重整投资人中国新兴资产管理有限责任公司、深圳市泓凯投资发展合伙企业支付人民币 4.5 亿元的重整投资款以每股 5.6 元的价格受让 8035.71 万股 *ST 商城转增股票。鉴于 *ST 商城退市，重整投资人高达 4.5 亿元投资款亏损惨重。

此外，2024 年内，*ST 洪涛、ST 联络、ST 迪马、*ST 新纶等 4 家上市公司在向法院申请重整后仍然因股价连续 20 个交易日低于 1 块钱而被“面值退市”，导致其重整价值严重缩水。

重整投资失败原因主要为两类，其一，前期在重整投

资过程中尽调不清晰，未发现标的本身的固有风险，尤其是财务风险和法律风险未能充分识别；其二，重整本身仅对债务做了安排，经营和管理模式没有调整，重整完成后公司基本面和信用没有得到改善，很快会面临新的资金困难和经营困境。甚至部分以“产业投资人”身份参与的投资人并非真正意义上的产业投资人，仅以财务投资人的资金来削减负债完成重整，部分公司在重整后仍由原实控人继续主导经营，很快陷入新的经营困难，甚至二次破产的局面。

国务院于 2024 年 4 月出台的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》中明确提出“加大退市监管力度”、“深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局”。无论从近年上市公司完成破产重整前后股价的短期涨幅，还是企业重整后整体估值波动来看，都对财务投资人的安全退出提出了更高的风险和挑战。在退市风险加大的背景下，如何实现全身而退，是需要思考的重要课题。

于管理人和债权人而言，需要对重整投资人的产业能力和资金实力进行详细、深入的了解，在重整计划、投资协议等交易文件中对于重整企业和债权人予以充分的权益保障。投资人的实力偏弱、投机心理可能会增加重整企业经营失败、二次破产的风险。在参与的重整投资人与重整标的不适配的情况下，或许强行引入投资人并不必然能改变企业困局，反而可能给债权人造成二次伤害。

7. 共益债投资违约后出现退出障碍

前几年共益债投放相对火热，而部分案件共益债退出期限较长，尤其是房地产项目公司重整案件中，共益债退出往往依赖于楼盘去化情况。在房地产深度调整形势下，部分重整项目并未如预期完成去化，导致共益债无法退出。在共益债违约后，即使共益债优先于普通债权，甚至部分案件中取得了超级优先权，在项目货值不足情况下，共益债投资人退出面临严峻的程序障碍。一方面，破产程序中，共益债权人无法单独执行拍卖债务人财产，另一方面共益债权人单独起诉违约亦存在部分程序障碍。同时，部分案件以延长重

重整计划执行周期或者变更重整计划草案的方式，导致共益债权人无法通过破产清算方式实现退出，使得共益债权人的法律救济程序悬空，已经成为部分共益债投资人面临的困境。

三、2025 年重整投资趋势展望

1. 二次破产或将不再罕见，重整投资人退出困局需要进一步引起重视

就目前重整实践来看，大部分企业至多经历一次破产程序，出现二次破产的案例极为罕见。但部分案件原重整方案存在固有缺陷，甚至是为重整而重整，另外有部分企业（尤其是房地产项目公司）受经济环境下的剧烈影响，导致出现二次破产的危机，通常表现为无法按照原重整计划安排定期清偿留债债权，或者无法按原承诺或预测取得相应的经营效果。在进入二次破产的情况下，债权人和投资人如何保护自身利益，目前法律上尚无明确路径。在非因投资人原因导致的二次破产情况下，原投资人的投资是否作为新的出资人权益全部清空，是否有持续履行重整投资承诺的义务，如何在重整计划草案中对于不可抗力、原有资产瑕疵和或有债务进行规避，在重整计划草案已经规定投资款可退回的情况下，投资款和原破产债权清偿顺位如何确定，已受偿债权人是否有义务退回受偿款，将陆续出现新的争议，也需要投资人提前思考和设计方案。

2. 破产投资架构将更加市场化，商业属性的本质逐渐回归

与成熟的并购市场不同，破产投资作为高度非标业务，深度依赖于公开、透明、可预期的法治环境。在早期的破产实践中，由于破产法律制度尚未健全，破产实践相对较少，破产投资高度依赖于管理人，尤其是律师的统筹指导，商业博弈在较大程度上让位于法律博弈。

时至今日，随着破产市场的高度繁荣，已经初步形成体系化、透明化的破产法律和实践安排，破产投资的

商业属性逐渐回归。其一，投资人和债权人从商业角度提出的要求和博弈因素，远多于破产程序本身；其二，传统商法属性的公司法、证券法、财务规则更多介入破产实践，而不再一味强调破产规则压倒其他法律规则；其三，庭外重组再度受到重视，相较于传统的庭内重整程序，庭外重组更加注重商业谈判。

从交易架构而言，破产投资模式也在升级迭代，除了通过收购破产企业股权、向破产企业投放债权等方式直接参与破产投资外，亦有市场主体已经尝试从收购主要债权、收购企业资产等角度切入，通过债权人的身份或以债转股股东的身份参与重整程序。从整个重整周期来看，无论是重整前、庭外重组、预重整、正式重整程序还是重整计划执行阶段，投资人都有可能在重组的不同阶段以不同架构和投资路径入局。

我们预测，未来也会有更多的金融产品、金融工具被运用到破产案件中，值得期待的是 REITS、强制可转债等新的工具运用于境内破产市场。而随着破产案件复杂性的增加、从业人员专业化程度的提升，简单程式化模板已无法适用于所有案件，破产投资交易架构和策略也需要不断创新，我们相信未来投资人在破产市场的角色将更加重要。

3. 热度过后，破产投资的思路将更加理性

近年来，抱着“buy cheap”的理念，早先入局的投资者已经提前尝到了破产投资的甜头，越来越多“玩家”开始入局破产投资赛道，破产投资的热度仍在持续不断增加。由于传统并购市场的萎缩、AMC 业务的转型，预计破产投资市场的热度仍将维持相当长一段时间。但与此同时，我们也高度关注热度背后的种种隐患和危机，资本套利的投机逻辑能否在破产投资市场中长期存在，财务投资人的核心竞争力如何展现，产业投资人如何提高对破产市场的认知，识别真正的风险和在多方交易中妥协，是需要破产投资市场参与各方在实践中不断摸索、复盘和调整的问题。

但无论是对于产业投资人还是财务投资人而言，我们认为，投资者应当更加关注投资标的是否具备真正的价值、重整后能否改善经营基本面。破产程序的目标

不是服务于资本套利,而是实现市场资源的优化配置,把好的资产交给真正能盘活和改善的人手中。对于投资人而言,破产投资应当提高投资属性,降低投机属性,更精准地识别投资价值和投资风险。

在经济深度调整的当下,破产投资市场的供给端仍将涌现大量优质标的,等待真正的价值投资者去发现和收获。优秀的破产投资人首先应当有一双识别资产的慧眼,还要善于引导各方在博弈中形成交易,而最重要则是要有改善经营的能力。在不确定性的市场中,优质标的才是最重要的确定性。

北京办公室

朝阳区光华路1号
北京嘉里中心北楼27层
邮编: 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
邮编: 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

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
邮编: 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
邮编: 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
嘉里建设广场一座9楼
邮编: 518048

电话: +86755 8159 3999
传真: +86755 8159 3900

新加坡办公室

莱佛士坊1号#55-00
莱佛士坊一号1座
邮编: 048616

电话: +65 6859 6789
传真: +65 6358 2345