

重整投资人的法律保护困境——投资人不安全感是重整失败的主因

■周懋宇 张涛卿

一、问题提出：重整投资人为什么“不敢来”

重整制度的本意，是让困境企业“起死回生”。但起死回生需要一个前提——有人愿意“输血”。实务的现实是：想输血的人很多，敢输血的人很少。

近年来，全国法院受理的破产重整案件中，重整计划获批后执行失败的情况并不鲜见。原因复杂，但有一个共同症结：重整投资人的不安全感。投资人在重整程序中投入真金白银，却始终处于一种“身份悬浮”的状态——他不是债权人，不是债务人，不是担保权人，现行《企业破产法》甚至没有为“重整投资人”留出一个明确的法律位置。

身份不清，权利就不清。权利不清，风险就无法预期。风险无法预期，资本就“用脚投票”。

不是没有投资人关注重整市场，而是制度没有给投资人足够的安全感。

二、投资人面临的三大法律风险

（一）信息不对称风险——“盲人摸象”式投资
重整投资人进入企业时，面对的是一个已经被债务、诉讼、经营困境反复消耗的“病体”。尽调的难度远超正常并购——债务人有隐匿财产的动机，管理人有接管不到位的可能，账册缺失、资产权属不清、隐性债务随时“爆雷”的情况屡见不鲜。

更关键的是，现行法律没有规定重整程序中的信息披露义务和瑕疵担保机制。投资人与管理人签订的投资协议，本质上是一份“信息不对称下的赌约”——投资人赌的是尽调没有遗漏，一旦遗漏，后果自负。

正常并购中，买方可以要求卖方做陈述与保证（representation and warranty），可以设置对赌条款、分期付款、尾款留置。但重整程序中，债务人已经丧失清偿能力，管理人不是“卖方”而是“接管者”，这些常规风控工具大多失灵。

投资人在重整中买到的，不是一份干净的资产，而是一堆“你不知道还有什么没发现”的风险。

（二）重整计划执行风险——批准容易执行难
法院批准重整计划，不等于重整成功。重整计划的执行才是真正的“深水区”。

实务中，投资人的资金往往分期投入——先付“诚意金”，再付“投资款”，最后根据经营指标付“尾款”。但重整计划获批后，债务人原经营管理层是否配合、债权人对执行方案是否再生争议、经营环

境是否恶化，都是变数。

更棘手的是“债务人变卦”。重整计划获批后，债务人原实际控制人或经营管理层可能以各种理由不配合资产交割、证照变更、印章移交，甚至暗中转移客户资源和商业渠道。投资人此时面临一个尴尬的处境：钱已经投了，控制权拿不到，而法院往往认为重整计划一经批准，执行问题即不属于司法干预范围。

从“批准”到“执行”，中间隔着一道制度真空。（三）退出机制缺失风险——进得来，出不去
重整投资人最怕的不是投错了，而是投错了之后走不掉。

正常投资有退出通道——股权转让、回购、清算。但重整投资人一旦进入，其身份与重整计划绑定。如果重整计划执行失败，案件转入清算程序，投资人的已投入资金如何处理？投资人是否享有别除权或优先权？投资人与新债权人（执行期间产生的新债务）的顺位如何排列？

这些问题，现行《企业破产法》几乎没有回答。

实践中，投资人面临两种结局：要么咬牙继续“输血”，明知是坑也得填；要么认亏离场，已投入资金按普通债权处理——排在一大堆优先权后面，能拿回多少全看运气。

进得来，出不去。这是投资人最大的恐惧。

三、现行制度供给的不足

投资人的恐惧从何而来？根子在制度供给的三个“空白”。

第一，法律地位空白。现行《企业破产法》用“重整计划执行人”“管理人”“债务人”等概念搭建了重整程序的主体框架，但“重整投资人”作为一个术语，在法律文本中几乎没有出现。投资人的权利义务，散见于各地法院的指引和管理人制定的招募文件，标准不一，效力存疑。一个连法律身份都没有的主体，谈不上权利保护。

第二，信息披露规则空白。正常并购有完善的信息披露和陈述保证机制，重整程序中却没有。管理人的披露义务边界在哪里？披露不实的法律后果是什么？投资人能否基于披露瑕疵主张撤销投资协议？这些问题没有明确答案。信息披露是投资安全的基石，基石缺位，整个投资决策就是建在沙子上。

第三，退出保护机制空白。重整失败转清算时，投资人的权益如何保障？已投入资金是否享有优先受偿？投资人在执行期间新增的投入如何认定？法律沉默，实践中就各凭本事——法院不同，

结果不同。

三个空白叠加，构成投资人不安全感的制度根源。

不是投资人不够勇敢，而是制度没有给勇敢定价。

四、制度回应的路径

出路在哪里？不能靠管理人的“良心保证”，也不能靠法院的“个案协调”，必须有制度层面的回应。

第一，确立重整投资人的独立法律地位。在《企业破产法》修订中，应明确重整投资人的程序主体地位，赋予其独立的权利清单：知情权（查阅债务人财务资料、参与债权人会议）、异议权（对重整计划草案提出异议）、监督权（监督重整计划执行）。权利清单不是可有可无的装饰品，而是投资人安全感的制度锚点。

第二，建立信息披露瑕疵担保制度。借鉴正常并购中的陈述与保证机制，要求管理人在招募投资人时对披露信息的完整性、真实性承担瑕疵担保责任。如因披露不实导致投资人损失，投资人有权主张赔偿或调整投资对价。这一机制的核心理念是：信息风险应当由掌握信息的一方承担，而不是由“盲人摸象”的投资人承担。

第三，构建投资人退出保护机制。重整失败转清算时，应区分投资人已投入资金的性质——诚意金应于全额退还，经营性投入按共益债务优先清偿。同时，设置“退出窗口期”，允许投资人在特定条件下（如债务人严重违约、经营环境重大变化）主动退出，退出时已投入资金按优先债权处理。

三条路径，核心逻辑一致：让投资人“看得清、管得住、退得出”。看得清，信息透明；管得住，权利落实；退得出，兜底保障。

结语

重整制度的生命力，不在于法院批准了多少重整计划，而在于有多少困境企业真正“活了下来”。企业不能存活，取决于有没有人愿意输血；有没有人愿意输血，取决于制度给不给安全感。

投资人的不安全感，不是投资人的问题，是制度的问题。制度不去解决，重整市场永远是“看上去很美”。

（作者单位：贵州中正企业清算有限公司）

管理人履职风险的法律边界——勤勉尽责义务的模糊性与风险防范

■周懋宇 张发勤

管理人越来越“难当”。这不是一句牢骚，而是破产实务界正在蔓延的真实焦虑。近年来，管理人责任纠纷案件不断增多，债权人以“未勤勉尽责”为由将管理人诉至法院的案例屡见不鲜。问题不在于被诉本身——任何履职者都可能面对质疑。真正的困境在于：管理人不知道边界在哪里。

《企业破产法》第二十七条规定，“管理人应当勤勉尽责，忠实执行职务”。什么叫“勤勉”、什么叫“尽责”、什么叫“忠实”，法律没有展开，司法解释也没有细化。管理人拿着这句话去履职，就像拿着一张没有比例尺的地图去赶路——方向大致对，深浅不知道。

问题来了：义务标准模糊，履职边界不清，管理人如何自保？

一、风险的三个来源

管理人在破产程序中面临的履职风险，来自三个方向。

第一个方向：债务人“不配合”。《企业破产法》第二十五条第一项要求管理人“接管债务人的财产、印章和账簿、文书等资料”。但实务中，债务人原实际控制人隐匿财产、转移资产、虚假陈述的情况并不少见。有的债务人在法院裁定受理破产前就已将核心资产腾挪干净，留给管理人的是一堆空白；有的债务人拒不交出公章和账册，管理人不得不申请法院强制接管；还有的债务人在表面上配合，实务上在接管交接的间隙里继续转移客户资源和商业渠道。

管理人的尴尬在于：接管义务是法定的，但接管能力是有限的。法律给了管理人“接管”的职责，却没有给管理人“强制接管”的手段。遇到债务人抗拒，管理人只能求助于法院。而法院的强制力落实到具体执行层面，往往需要时间——这段时间里，财产可能已经被转移殆尽。

如果因为接管不到位导致财产流失，债权人会追问：管理人是尽到了勤勉义务？管理人可以辩解称“是债务人不配合”，但这个抗辩不能成立，取决于法院对“管理人已经采取了合理措施”的认定——而“合理措施”的标准，恰恰是模糊的。

第二个方向：债权人“追责”。管理人在破产程序中同时面对债权人、债务人和法院三方。其中，债权人是极敏感的“监督者”。债权人的利益因破产而受损，而破产财产的清偿率往往不高，这种“肉少僧多”的局面让债权人及管理人的每一个决定都格外敏感。

债权人及管理人的追责，常见的路径有这么几条：一是质疑管理人对债权的审查结论——“为什么不确认我的债权？”“为什么把我列为普通债权人而不是优先债权？”二是质疑管理人对财产的处分行为——“这个资产是否卖便宜了？”“为什么不公开拍卖？”三是质疑管理人的报酬——“管理人拿了这么多钱，干了多少事？”

这些质疑里面，有的确实指向了管理人的履职瑕疵，但更多的是债权人因利益受损而产生的情绪性追责。问题在于，现行法律对管理人责任的构成要件虽然明确——违法行为、实际损失、因果关系、主观过错四要件缺一不可——但在“违法行为”的认定上，标准仍然模糊。债权人只需要证明“管理人做了什么”或“没做什么”，而管理人要证明的是“我已经尽到了合理的注意义

务”——这个证明标准是什么，法律没说。

第三个方向：管理人“自己犯错”。管理人不是完人。在接管、调查、处分、诉讼等各个环节，都可能出现过失。比如，接管时未能发现债务人账簿中的重大遗漏；调查时未能穷尽财产线索，遗漏了应收账款的追收；处分财产时评估程序不够严谨，导致资产被低价处置；诉讼中超过诉讼时效，导致追收债权的请求被驳回。

这些过失，有的属于“一般过失”，有的属于“重大过失”。按照最高人民法院在（2014）民申字第827号案件中的裁判要旨，管理人承担民事赔偿责任的过错标准应限定于“故意或重大过失”——一般过失不追责。这个标准是合理的，因为它给了管理人必要的履职空间。但问题在于，“重大过失”和“一般过失”的边界同样模糊。什么程度的疏忽算“重大”？什么程度的遗漏算“一般”？没有答案。管理人只能在被诉之后，才知道法院怎么认定。

二、勤勉尽责标准的困境

问题的根子，在于“勤勉尽责”四个字。注意义务：什么叫“尽职调查到位”？管理人的注意义务，核心是“善良管理人的注意”。这个标准要求管理人像一个具有通常注意能力的人一样，在相同地位和状况下所应当行使的注意程度。但“善良管理人”的标准本身就是一个主观判断——在破产实务中，管理人的专业背景不同（律师事务所、会计师事务所、清算公司），注意能力自然不同；案件类型不同（简单清算、复杂重整、关联企业合并破产），注意标准也应有区别。

用一个统一的标准去衡量所有管理人、所有案件，显然不合理。但不统一标准，就意味着管理人在履职时无法预判自己的行为会不会被认定为“未勤勉尽责”。这是一个“标准悖论”：标准太严，管理人不敢做事；标准太松，债权人利益无法保障。

忠实义务：利益冲突的隐蔽性。管理人的忠实义务，要求管理人不得利用自身地位为自己或某一方利害关系人牟取不当利益。违反忠实义务通常表现为利益冲突、自我交易等。但破产程序中的利益冲突，往往比公司治理中的利益冲突更隐蔽。

比如，管理人所在机构此前曾为债务人提供过法律服务，是否存在利益冲突？管理人聘用的工作人员与债务人原管理层有私人关系，是否影响独立性？管理人在处分资产时，买受人与管理人存在间接关联，是否构成自我交易？这些情形在实务中并不罕见，但《企业破产法》对此没有具体的回避规则，管理人往往只能靠“自觉”——而自觉的可靠性，显然不如制度。

商业判断规则能否适用？这是学界争议最激烈的问题。公司法上的商业判断规则，是指董事在善意、知情、理性地相信符合公司最佳利益的情况下作出的商业决策，即使后来被证明是错误的，也不承担赔偿责任。这一规则的底色是“司法克制”——法院不应当用事后的判断取代事前的商业决策。

管理人在破产程序中也需要作出大量商业判断——是否继续营业、是否履行待履行合同、如何处置资产、如何制定重整方案。这些决策涉及

对市场价值的判断，本质上属于商业决策范畴。那么，商业判断规则能否适用于管理人？

目前的主流观点是“有限适用”：对于涉及商业判断的决策行为（如资产处置价格、合同履行选择），可以参照适用商业判断规则；对于纯粹程序性事项（如债权审查、会议召集），则不适用，管理人应严格遵守法定程序。但这个“有限适用”的边界在哪里，法律和司法解释均未明确。管理人在作商业决策时，尚且不清楚是否有法律依据托底。

三、风险防范的制度路径

管理人的履职风险，不能只靠“小心做事”来化解。制度层面的回应，才是根本出路。

第一，细化履职标准清单。现行法律的原则性规定，已经无法满足实务需要。应当通过司法解释或指导性文件，将“勤勉尽责”具体化为可操作的履职标准清单——接管环节应当完成哪些动作、调查环节应当穷尽哪些线索、处分环节应当遵循哪些程序、诉讼环节应当注意哪些时效。清单不是给管理人加负担，而是给管理人划跑道——跑道上跑，就不会被追责；跑道外跑，就别喊冤。

第二，完善管理人责任保险制度。管理人责任保险是分散发履职风险的市场化化工具。目前，上海已由人保财险在全国率先推出“破产管理人执业责任保险”，广西实现了全区覆盖，七台河等地也在推广。但全国层面尚未建立统一制度，保险范围、保额、费率等关键内容缺乏统一标准，多数管理人的投保意识仍然淡薄。应当推动管理人责任保险从“地方试点”走向“全国统一”，使其成为管理人履职的“标配”——就像医生买医疗责任险一样自然。

第三，建立履职免责的“安全港”规则。这是最关键的一条。所谓“安全港”，是指管理人在满足特定条件后，即便履职行为导致了损失，也不承担赔偿责任。安全港的构成要件可以参照商业判断规则的设计：管理人善意、知情、理性地作出决策，且不存在利益冲突——符合这些条件，即进入安全港。安全港不是给管理人“免责”的特权，而是给管理人“敢做事”的底气。没有安全港，管理人的最优策略就是“什么都不做”——而什么都不做，恰恰是对债权人利益最大的损害。

结语

管理人制度的健康运行，取决于一个基本平衡：义务要敢于让人知道该做什么，保护要充分到人免于去做。

现行制度的问题，不在于义务太重，而在于义务太模糊；不在于保护太少，而在于保护没有制度化。法条的原则性要求，给了法院自由裁量的空间，却让管理人无所适从。当履职的边界靠“事后认定”而不是“事前预判”来划定，管理人的每一步都如履薄冰——不是因为冰面太滑，而是因为不知道冰面有多厚。

把跑道划清楚，把保险买到位，把安全港建起来。管理人不缺专业能力，缺的是制度给的安全感。制度不给安全感，再优秀的人也不敢接这个活。

（作者单位：贵州中正企业清算有限公司）

建设工程价款优先权、抵押权与购房人权益的顺位之争——房开破产中购房人权益的顺位之争

■周懋宇 丁梦颖

家庭人口情况综合判断，没有统一答案。

焦点二：抵押权与消费购房人优先权，抵押权人有没有抗辩空间？

消费购房人优先于抵押权人，这一点也没有争议。法理基础同样是生存权优先于财产权。但抵押权人并非没有抗辩路径。实务中常见的抗辩有三：一是质疑购房人是否符合“消费者”身份——购房人名下到底有没有其他住房？是不是以居住为目的？二是质疑购房合同的签订时间——是否在抵押设立之后？是否向法院查封之前？三是质疑付款的真实性——购房款是否实际支付，还是走了一笔“过桥资金”？

这些抗辩中，第二项尤为关键。如果购房合同签订在抵押设立之后，且购房人明知房屋已设立抵押仍购买，能否仍享优先权？《民法典》第四百零六条规定抵押人可以转让抵押财产，但抵押权不受影响。这意味着购房人买的是带抵押的房，其权利应当后于抵押权——但这与法律〔2023〕1号的规则是否冲突？目前没有定论。管理人在此处的审查需要格外谨慎。

焦点三：非消费购房人——投资性购房者有没有优先权？

没有。法律〔2023〕1号明确保护的只是“以居住为目的购买房屋”的商品房消费者。购买商铺、写字楼、车位等经营性用房的，不属于消费购房人，其权利与普通债权无异。购买多套住宅用于投资的，同样不适用——《执行异议和复议规定》第二十九条要求“用于居住且名下无其他用于居住的房屋”，投资客名下有多套房，自然不符合。

这里有一个实务痛点：有些购房人买的虽然是住宅，但签约时并非自住，而是“炒房”。后来房价跌了，才主张自己也是“消费者”。管理人怎么判断购房人的真实目的？目前只能从几个外在标准推断——购房人的家庭人口与房屋面积是否匹配、是否在同城已有其他住房、付款方式是否正常按揭还是全款短期持有。说到底，“消费”与“投资”的界分，靠的不是购房人怎么说，而是客观事实呈现什么。

三、实务建议

规则理清了，但落到实务中怎么操作？三个层面的建议。

第一，以“生存权优先”为底层逻辑梳理顺位判断。房开破产中的权利顺位，核心矛盾不是“谁的权大”，而是“谁的权利更值得保护”。法律已经给出了答案——生存权优于经营权、经营权优于财产权。管理人在审查购房人权益时，应当始终回到这个底层逻辑：这个人买的房子是用来住的还是用来赚钱的？用来住的，优先保护；用来赚钱的，按市场规则排队。这个判断比任何技术细节都要重要。

第二，建立消费购房与投资购房的实质认定标准。不能只看购房合同上写的是“住宅”就认定是消费购房，也不能只看购房人名下有没有房产就一刀切。实质认定需要三步走：一看用途——是住宅还是商办；二看需求——家庭人口与房屋面积是否匹配居住需要，是否在同城已有其他住房；三看行为——是正常按揭购房还是全款短期持有，有没有“一买一套”的投资痕迹。三步走完，消费与投资的界分基本清晰。

第三，未完工楼盘续建中要处理好三方权益的协调。很多房开破产案件的资产是“烂尾楼”——房子没盖完，续建需要资金，续建资金往来共益债务融资。续建完成后，房屋价值提升，但三方权利人的顺位不变。这里的关键问题是：续建费用是否享有共益债务优先权？如果享有，它排在消费购房人之前还是之后？实务中多数观点认为，续建费用属于共益债务，优先于建设工程价款优先权和抵押权，但不优先于已成立并有效的消费购房人交付请求权——因为消费购房人的权利在破产前已经“锁定”，续建只是在实现这个权利。但也有人主张，如果续建直接增加了房屋的市场价值，续建费用应当从增值部分中优先扣除。这个问题目前没有统一答案，管理人需要根据个案情况，在重整方案或财产分配方案中明确处理规则，并获得债权人会议的认可。

结语

房开破产的顺位之争，表面是法律规则的技术问题，底子是社会价值的排序问题。法律把生存权排在前面，把经营权排在中间，把普通财产权排在后面——这个排序不是随意的，是对“人比钱重要”这个常识的制度回应。

但在实务中，这个排序要落地，靠的不是口号，是标准。消费购房人的认定标准、部分付款购房人的补缴期限、以房抵债购房人的排除规则、续建费用的顺位定位——每一个环节都需要管理人给出清晰的判断。规则不清晰的地方，恰恰是管理人专业价值的所在。

顺位之争的终局答案，不在于法律怎么规定，而在于管理人怎么运用。法律给了方向，管理人走路径。路径走对了，三方权益各得其所；路径走偏了，一个好端端的破产案件，可能变成一场各方都不服的混战。

（作者单位：贵州中正企业清算有限公司）

