

2023年2月20日

全面注册制下的A股上市公司并购实务展望

一、序言

癸卯年春节长假刚结束，中国证监会、上交所、深交所及北交所三大交易所即于2月1日发布了全面实行股票发行注册制主要制度规则和相关配套业务规则，开始向社会公开征求意见。

在征集了社会意见后，中国证监会即于2023年2月17日迅速发布了全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。根据中国证监会的公告，此次发布的制度规则共165部，其中证监会发布的制度规则57部，证券交易所、全国股转公司、中国结算等发布的配套制度规则108部。新规内容涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法、投资者保护等各个方面（以上统称“全面注册制新规”或“新规”）。

根据我们的学习解读，全面注册制新规涵盖三大交易所的所有A股现行市场的证券发行行为，新规对A股证券发行条件和审核程序、信息披露、中介机构职责和监管措施等证券发行行为进行了全面的制度重构，规则内容体系全面庞大，是中国证券监管部门基于前期科创板和创业板试点的经验进行的总结和优化。新规内容体现了监管者在现阶段对中国证券市的证券发行注册制的成熟框架体系构想，以及对A股市场监管实操的整体优化思路。

发行和并购是互相紧密关联的。A股市场证券发行底层审核监管制度变革必然会对A股公司的并购也带来重大的变化。本文希望从并购交易的视角去小结和分析全面注册制的制度变化，并从交易实务的角度去分析和展望全面注册制的推行对于A股公司的并购及我们的相关业务可能产生的影响。

二、全面注册制新规与A股并购交易相关的主要变化

本文所指的A股上市公司并购应为广义的并购概念，不仅包括A股上市公司收购管理办法下的各项上市公司收购行为，也包括现实操作中的上市公司各项权益变动和各类重组行为，还包括合并分拆等行为，其中既包括控制权发生转移的交易也包括控制权不变的交易。

虽然上市公司并购的表现形式非常多样化，但在实务操作中，却通常主要通过几类有代表性的方法手段实现（该方法手段也是在A股上市公司规则和监管多年的演进过程中形成的有规则可依的主要交易路径），其中包括但不限于：上市公司的股份转让（多表现为协议转让、要约收购、二级市场增持减持等）、上市公司以非公开发行方式向并购方定向发行股份、并购重组方和上市公司进行发行股份购买资产的重大资产重组交易等¹。通常的并购交易中，为了完成并购交易的具体目标，收购人会筹划或选择上述并购手段和路径之一种或多种，以

¹ 在对上市公司标的股份进行转让或发行认购的交易的同时，现实操作中还会伴随对股份进行股东投票权委托、放弃或控制权安排承诺等

非股份交易方式。该等交易通常是主要并购交易的伴生交易行为。在本文中暂不将其作为主要的分析方向。

期针对目标上市公司的不同具体情况完成其既定并购目标。

为了有利于聚焦全面注册制对于并购的影响，我们将基于现行的主要并购交易路径分析和探索全面注册制可能带来的具体变化影响。

（一） A 股股份转让交易

A 股股份的转让通常表现股份协议转让、要约收购中的转让及二级市场转让几种，总体上未受全面注册制新规的具体影响：

— 协议转让：全面注册制新规没有对现行的上市公司收购管理办法、上交所和深交所的上市公司协议转让办法做出修订；

— 要约收购：全面注册制新规未有涉及强制性要约收购义务或主动要约方面的制度。然而，在注册制下发行股份交易触发了相关的要约收购义务时，还会需要涉及现有收购管理办法与注册制发行制度的合并运用和衔接的问题；

— 大宗交易/集中竞价交易市场收购：全面注册制新规未有实质改变。

（二） 上市公司增发股份交易

A 股并购交易中，并购方参与上市公司的证券发行（通常为非公开发行，包括董事会决议前确定特定的发行对象的发行及询价确定特定发行对象的发行）是并购的重要方法和手段之一。

全面注册制新规包括了全新的《上市公司发行证券注册管理办法》（证监会令【第 208 号】）、《证券发行和承销管理办法》（证监会令【第 207 号】）和各证交所的股票和证券发行审核管理办法，对于上市公司证券发行规定了全新的机制。下面的这些修改要点对于并购交易会产生重大的变化：

1. 现行的股份增发直接报送中国证监会进

行核准的机制变更为报送交易所审核后再向中国证监会注册的审核监管。优化发行审核注册程序，沪深交易所主板、创业板、科创板上市公司证券发行适用相同的发程序。

2. 更加注重信息披露，但简化发行条件，向不特定对象发行股票需满足积极条件和消极条件，但向特定对象发行股票仅需满足消极条件。明确上市公司董事会决议提前确定全部发行对象的，可以自行销售。

3. 首次引入分类的审核程序，人民币三亿元且不超过最近一年末净资产百分之二十的股份发行，适用非常简短的简易程序，且可以由股东大会授权给董事会适时实施。其它证券发行交易适用普通的交易所审核再由证监会审核的普通程序。

4. 发行审核时间极大缩短并加强了可预期性。简易程序实行 2 日受理、3 日完成交易所审核意见、3 个工作日证监会注册的超快程序；普通程序则适用 2 个月内交易所审核意见、证监会 15 日内进行注册的一般程序。相较现行核准制下可能长达 1 年以上的发行申请过程，注册制将极大缩短项目审批的时间，增强市场主体对于增发全过程的时间可预期性。

前述这些变化对于并购都会起到非常实质和正向的鼓励作用，使向特定对象增发成为并购方更愿意主动考虑的综合方案之一。

与此同时，我们也期待着现有的非公开发行办法细则有更优化的修订。

（三） 上市公司重大资产重组交易

在实务操作中，并购方也常常通过和上市公司进行发行股份购买资产交易完成对上市公司的并购。发行股份购买资产交易属于上市公司重大资产重组办法规范的交易类型之一。发行股份购买资产交易在现有规则框架下又分为一般的发行股份购

买资产交易和构成重组上市的发行股份购买资产交易，即“买壳上市交易”。实践中这两种交易都经常在并购交易中出现作为主要交易手段。

发行股份购买资产交易涉及股份发行交易，在现行法律和上市规则框架下是需要由中国证监会进行核准监管的领域，也是全面注册制的重要修订目标。本次全面注册制新规中包含《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令【第 214 号】）及各交易所的重大资产重组审核规则。新规对于重大资产重组的监管及程序进行了全面修订，特别重点的是再造了发行股份购买资产型交易的程序框架。

下面我们即从并购交易的角度对新规做出的主要修订做出一点小结：

1. 重大资产重组交易的触发条件及发行股份购买资产的分类标准没有发生特别重大变化，但将发行股份购买资产由证监会直接核准的现行制度改为由交易所审核、向证监会注册后再发行的制度；

2. 对发行股份购买资产审核和注册时间进行了明确限定，如，上交所和深交所规则都规定在审核发行股份购买资产交易时，应在 5 日内由交易所决定是否受理、中国证监会 15 日内决定是否注册、交易所审核和中国证监会注册时间不超过 3 个月（不含重组审核问询时间。对于不构成重组上市的，回复交易所问询时间总计不超过 1 个月；构成重组上市的回复交易所问询时间总计不超过 3 个月）；对于不涉及发行股份的一般重大资产重组（如，现金类交易），则由上市公司直接公告及交割，交易所实行自律性监管；

3. 发行股份购买资产交易中的发行价格空间进一步扩大：上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 80%，市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前二十个交易日、六十

个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。而现行重大资产重组管理办法的这个价格下限是 90%；此外，允许在发行股份购买资产的董事会决议中明确，在证监会注册前，如上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整；

4. 明确规定上市公司对于带有境外结构的红筹企业进行重大资产重组应当采用中国会计准则编制或者调整的财务数据。此规则将再一次引发对于协议控制结构，即 VIE 架构的红筹结构进行重组的可能性的讨论；

5. 规定了一系列证监会和交易所的事中事后监管措施，强调独立财务顾问的督导和责任；

6. 交易所规则明确规定重大资产重组的审核规则有广泛的适用性：上市公司发行存托凭证、优先股、可转换为股票的公司债券、定向权证购买资产或者募集配套资金，或者实施涉及股份发行的合并、分立的，信息披露要求、审核程序等应参照适用重大资产重组规则。

由上可见，本次规则体系非常详细地规定了发行股份购买资产这类重组交易的审核程序和时限，必然使交易有更清晰的程序规则和时间预期。对于市场交易实践而言这种变化是非常正向积极的。

三、本次全面注册制必将增强各类并购交易的专业性、可预期性和可操作性

无论是从理论上看还是在上市公司并购实务中，公司股份及其它证券发行和上市与上市公司的并购交易其实是互相关联的，是你中有我、我中有你的关系。

如前所述，全面注册制的推进虽然重点关注的是股份发行由交易所审核再向中国证监会注册的基础制度，但其会对上市公司并购带来诸多深远的

变化。我们预期这些重要变化可能包括：

（一） 全面注册制是监管理念的实质转变，会进一步利好公开市场并购行为

全面注册制的实质是“要素资源市场化配置体制”的完善，是学习借鉴国际成熟资本市场的政府监管与市场监管机制并结合中国现阶段特点的平衡的改革措施。全面注册制的改革目的是实现原由政府机关承担和实施的发行审核权力下放由交易所来主要承担，行政权力机构将着重于制度设计、最终登记及事中事后监管的职权。相对于现有的中国证监会事无巨细亲力亲为为发行审核工作模式，新规无疑会大大提高效率，有利于增加市场的活力。对于并购交易而言，并购方参与认购新股和参与上市公司发行股份购买资产交易的效率理论上会得到实质提高。

（二） 全套注册制政策着重规定审核注册程序和时效，会极大提高项目的效率

相较于目前的新股发行、重大资产重组规则，本次全面注册制新规在每类发行交易上都重点规定了发行审核的具体流程，在发行申请受理、审核、问询、答复反馈、出具审核意见、进行注册等各个环节都规定了详细的流程和严格的时限，还对延期、中止、暂停、终止、不予注册的时间程序和条件都有详细而系统的规定。按全面注册制新规的规则时间推演而进行并购交易，必将大大缩小现行制度下进行涉及发行股份的并购交易的时限，大大增加交易时间和结果的可预期性。无论从短期看还是长期看，注册制的此项变化一定会有利促进市场并购交易的开展。同时我们也期待并相信，当市场交易方、交易所等监管机构熟悉并熟练操作注册制下的各项流程后，审核时间可期进一步得到优化缩短。

（三） 全面注册制将对中介机构的专业性和责任心提出更高要求，有利于市场环境的进化发

展

在全面注册制的语境下，中国证监会的审核权力和职能得到分解和下放，交易所作为一线监管机构的审核权限加强、对于事中事后的监管和问责权限加强，各类型发行交易的程序精密化、技术性加强，对于券商、财务顾问、律师的专业性和“看门人”职责责任要求也增加了。这一系列的变化必将促进券商、财务顾问、律师不断提高项目的专业能力、合理合法规划和执行并购项目、控制项目的财务、法律风险。促进各中介机构在完成项目的同时尽最大努力控制执业风险。我们可预期全面注册制下，假以时日，市场的所有主体，包括各专业机构的并购业务专业性会得到更大的提高，这也同时意味着市场环境的优化和良性发展。

（四） 全面注册制将会利好跨境并购和跨境跨证券市场交易及要素资源配置

此项变化预期是基于下面各因素的综合作用：

- 全面注册制下中国政府证券监管职能及政府与证券市场的关系进一步与国际通行的监管实践一致

- 信息披露的触发时点与文件内容要求与国际市场交易规则和监管习惯进一步靠拢

- 交易程序和时间进一步缩短、具体细节程序也通过规则明确规定

- 跨境并购的外资监管制度与实践的不断完善，尤其是预期外资战略投资上市公司规则结合注册制能很快更新

基于上述，笔者相信 A 股市场内的外资并购及 A 股公司跨境并购重组交易将更具可操作性，效率会越来越提高、会朝着成熟国际市场的交易周期水准不断迈进。

四、并购实务应对策略及结语

全面注册制对于证券市场并购律师在多方面提出了更高的要求，要求并购律师在复杂多样的上市公司并购交易中起到更为核心的专业作用。笔者认为在相对于目前常规的上市并购业务，全面注册制下并购律师可以从下面几个方面加强交易的专业性，更好更高水平实现核准制下的并购业务向全面注册制并购业务的过渡与进化：

（一） 全面理解和吃透规则。全面注册制的规则下，不同的发行行为之间有更一致的内在逻辑关联，系统理解新规、理解其与核准制规则的变化及基础原因，尽量做到知其然也知其所以然。

（二） 做好更精准的项目结构设计。一个专业的交易结构设计更加有利于客户掌握交易进程，最终全面、有序地取得一个上市公司的目标股份乃至控制权。全面注册制新规下，增发、重组、转让交易从单个交易规则看各自都有了更为清晰细致的时间表。这种变化在理论上应该更便于一个并购律师去设计多个子交易并行的复杂并购结构。然而，与此同时，在新规则框架下各类型的发行交易时间会缩短，交易所问询专业以及密集度也会增加，我们预期这些变化也会在实践中带来新的操作难度并由此增加结构设计的难度。这也要求我们在项目的可行性论证和可能出现的审核问题的预案上面具有更精准的判断力和更强的应对能力。

（三） 交易文件的专业性需要与时俱进。全面注册制简化和加整了相关发行交易程序，给了交易主体在交易安排上更多的选择权。与此同时，市场对于交易的文件内容专业性会产生更大的要求。我们已经感受到近年的 A 股并购交易文件已经比多年前的文件内容和交易机制上都更复杂了，交易所和证监会也更能接受更多的复杂交易条款安排了。我们预期，以放权为核心的全面注册制下，并购交易文件更加不会是“格式化”和“制式”的，并购律师需要更多思考项目需要，为具体项目打造

更专业的、充满个案特征的全面注册制并购交易文件。

（四） 项目的信息披露文件要求发生了系统性变化。信息披露是律师在 A 股上市公司并购中的重要工作。全面注册制新规大幅修订了各式披露文件的要求，比如要求减少事实性的描述和对基础背景的重复介绍、加强业务的描述、加强实质问题的分析和风险因素的披露等。这些都是信息披露内容的质的变化。并购律师需要第一时间去理解这些变化，协助并购方或被并购方客户及时适当披露。

（五） 更好的项目交易流程控制和问题解决技巧

全面注册制下的并购交易最主要的一个新特点可能就是“快”，一个又快又准的项目流程控制能力是对 A 股并购律师提出的新要求。除了文本工作、规则熟悉这些常规的业务能力外，并购律师需要在全面注册制的过渡期间迅速积累项目经验，了解监管对于具体项目问题的监管政策变化，方可又快又准做好全面注册制新规下的并购项目。

（六） 做好准备，应对 A 股公司复杂跨境并购

因疫情及其它原因，近两年 A 股市场的外资并购项目数量和规模都非常有限。我们期待全面注册制的推进能促进 A 股市场的跨境并购交易，期待能有更多数量和更大影响力的 A 股并购交易，期待见证国际交易与 A 股注册制新规在实践中的碰撞、适应和落地。对此，我们需要从语言、规则、国际交易新动态等各方面跟进学习，为今后的这类复杂交易做好准备。

（七） 全面注册制要更强大的律所内核和质量控制保障支持

全面注册制加强了对专业机构的执业责任的要求，与此对应必将提高问责的强度。要做到每个

并购项目的质量，这必然要求律师事务所建立并做好内核工作，使得每一个项目都反映了全所的最新和最高的质量标准。

综上，根据我们对全面注册制规则草案及正式颁布的新规的解读，我们相信全面注册制对于市场化的上市公司并购行为会带来重要而深远的积极

变化。从实务角度我们需要做好自身准备应对变化。

最后，囿于篇幅，本文仅立意于全面注册制对于上市公司并购交易的框架性影响分析。对于具体的并购问题，我们还将适时在未来的研究文章中进一步探索讨论。

周 舫 合伙人 电话：86-10 8553 7729 邮箱地址：zhoufang@junhe.com

陈贵阳 合伙人 电话：86-10 8553 7795 邮箱地址 chenguiyang@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

