

资本市场法律热点问题

《上市公司重大资产重组管理办法》的修订及其对科创板的适用探讨

2019年6月20日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）就修改《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组办法》”）向社会公开征求意见，这意味着《重组办法》近期将进行新一轮的修订。总体而言，证监会《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（以下简称“《〈重组办法〉征求意见稿》”）拟进一步提高《重组办法》的“适应性”和“包容度”，这反映了资本市场的新近诉求以及监管部门姿态的最新调整。

拟调整的相关规定，对本次拟调整的核心内容以及证监会对上市公司重大资产重组的监管态度进行分析，并结合目前重大资产重组规则在科创板上的适用问题进行探讨，以供各方参考。

一、《〈重组办法〉征求意见稿》出台的立法背景

本次《〈重组办法〉征求意见稿》公告前，境内上市公司重大资产重组的相关监管立法主要经历了下述历程：

本文旨在通过梳理《〈重组办法〉征求意见稿》

序号	时间	法规名称	发文字号	主要修改内容
1	2008年	《上市公司重大资产重组管理办法》	中国证券监督管理委员会令 第53号	沿用《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》基本框架，开始系统性地对上市公司重大资产重组进行监管
2	2011年	《上市公司重大资产重组管理办法(2011修订)》	中国证券监督管理委员会令 第73号	(1) 明确借壳上市要求；(2) 明确发行股份购买资产要求；(3) 明确配套融资要求
3	2014年	《上市公司重大资产重组管理办法(2014修订)》	中国证券监督管理委员会令 第109号	(1) 简政放权，下放权力。将部分审核交由交易所监管；(2) 明确创业板不允许借壳上市；(3) 明确借壳上市标准参照首发上市条件；(4) 取消发行股份购买资产设置规模下限
4	2016年	《上市公司重大资产重组管理办法(2016修订)》	中国证券监督管理委员会令 第127号	(1) 明确借壳上市不得进行配套融资；(2) 规定借壳上市中的累计首次原则的期限由永久变更为60个月；(3) 借壳上市指标增加净资产、营业收入、净利润、主营业务根本变化等指标，以及规定证监会可以兜底地认为上市公司发生根本变化的其他情形；(4) 进一步强化违法及失信的相关约束

在上述《重组办法》的修改过程中，证监会等监管部门还不时通过“问题与解答”的形式对上市公司重大资产重组中的具体问题进行指导，该等“问题与解答”涉及的点包括但不限于“发行股份购买资产发行价格调整机制”、“上市公司指定报刊披露”、“IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易”、“上市公司重大资产重组前发生业绩‘变脸’或本次重组存在拟置出资产情形”、“上市公司业绩补偿承诺”、“上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金”、“并购重组业绩补偿”、“标的资产曾拆除VIE协议控制架构的信息披露要求”、“上市不满三年进行重大资产重组（构成借壳）信息披露要求”、“再融资募投项目达到重大资产重组标准时相关监管要求”等，以此回应市场实践中的各类疑难问题点。

《重组办法》的历次修订，体现了证监会总体上对上市公司并购重组的监管态度由宽松到收紧的趋势。本次《<重组办法>征求意见稿》，总体提升了监管部门对于上市公司重大资产重组的包容度，反映了中国经济新常态下监管部门“放松管制、加强监管、推进创新、改进服务”的思路。

二、《<重组办法>征求意见稿》的主要安排

1、有条件允许创业板借壳上市

有条件允许公司在创业板借壳上市是本次修改最重要的亮点之一。根据《<重组办法>征求意见稿》的安排，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，此举在总体上能促进创业板块资本平台和优质资产对接，实现并购重组的资源配置作用，将有限的资金及上市公司资源更好导入到优质资产中。

总体而言，从《<重组办法>征求意见稿》的安排来看，有条件允许创业板借壳上市有助于促进创业板公司不断转型升级，落实资本市场支持科技创新的理念。可以预见的是，新的《重组办法》实施后，将有效增加市场上市壳资源的供给量，至于可能引致的恶意炒壳问题，仍在证监会的进一步监管安排当中。然而，在科创板同样定位于高新技术产业和战略性新兴产业领域，且其上市通过率很高的

情况下，有多少企业会选择通过创业板借壳上市的途径登陆资本市场（况且操作中仍有诸多限制），仍可能令市场存在一些疑虑。

同时，《<重组办法>征求意见稿》所提及的“符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产”如何界定尚不明确，有待通过实践案例来检验，亦有待监管部门对此的进一步明确。

2、借壳上市放开配套融资的限制

《<重组办法>征求意见稿》取消了借壳上市不得进行配套融资的规定。根据《上市公司重大资产重组管理办法（2016修订）》（以下简称“**2016年《重组办法》**”）的规定，借壳上市与配套融资需相分离，分步进行，这虽然可能在一定程度上规避市场对于借壳上市的热情，但在另一个层面上也延缓了上市公司资产重组的效率，增加了上市公司的成本。

借壳上市一直以来都是市场关注的热点，关于允许或限制借壳上市所带来的利弊众说纷纭。就本次《<重组办法>征求意见稿》放开对于借壳上市配套融资的限制，在目前的中美贸易战新形势及国家战略的情况下，有助于更多借助二级市场的力量（包括越来越宽松的外资进入中国股市的资金）支持上市公司置入优良的新形态资产改善上市公司现金流，并引导二级市场的资金向符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产转移。

从技术的层面而言，在借壳上市同时募集配套资金时，上市公司需遵守股票非公开发行的相关法律法规规范：（1）股份锁定期的要求。如配套融资对象为实际控制人或控股股东，其取得股份的锁定期为36个月；其他投资者的股份锁定期为24个月；（2）募集股份数量的限制，要求融资发行股份数量不能超过交易前上市公司总股本的20%。该等要求在一定程度上仍限制了借壳上市情形中对募集配套资金的安排。

3、缩短借壳上市中“累计首次原则”的计算期间

根据《<重组办法>征求意见稿》，将借壳上市中“累计首次原则”的计算期间由上市公司控制权发生变更之日起60个月缩短至36个月。

证监会对“累计首次原则”计算期间的问题呈现逐步放松的趋势，从最初借壳规则没有控股权取得期限的排除规定，到2016年《重组办法》规定的60个月期限，再到此次征求意见稿的36个月，相关的规则改变有助于促使收购人控制上市壳公司后加快注入优质资产，但如何进一步遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等市场乱象，仍需监管的进一步强化。

4、取消借壳上市的净利润测算指标

在2016年《重组办法》中，借壳上市指标增加净资产、营业收入、净利润、主营业务根本变化等指标。根据《<重组办法>征求意见稿》，在认定是否构成借壳上市时，删除净利润这一测算指标，此举能避免注入体量不大的资产就触及借壳标准，从而延缓了上市公司产业整合效率的情形。

本次《<重组办法>征求意见稿》虽然取消借壳上市净利润指标，但仍保留资产总额、营业收入、净利润、主营业务根本变化等指标，这也体现了证监会严控恶意炒壳的监管态度。

5、简化信息披露要求

《<重组办法>征求意见稿》简化了借壳上市的信息披露要求，上市公司只需选择在一种报刊上进行披露即可。这一修订简化了信息披露程序，节省了上市公司的运作成本，也适应了互联网时代背景下信息披露方式的革新。

三、《重组办法》对科创板的适用探讨

《<重组办法>征求意见稿》新增第六十二条，规定“中国证监会对科创板公司重大资产重组另有规定的，从其规定。”而《上海证券交易所科创板股票上市规则》第十一章专门对科创板上市公司实施重大资产重组的行为进行了概要性规定，其中要求“上市公司应当依照《上市公司重大资产重组管理办法》及中国证监会其他相关规定、本规则及本所其他规定，实施重大资产重组”。

结合上述《<重组办法>征求意见稿》及《上海证券交易所科创板股票上市规则》来看，《重组办法》总体上仍适用于科创板，但鉴于科创板本身在发行、

上市及上市后监管方面存在其独立的性质，因此尚需证监会另行研究特定规则予以规定。在目前科创板尚无一家企业真正上市的情况下，监管仍有相当的时间琢磨并设计相应制度。

我们理解证监会针对科创板所设计的重组规则将可能涉及以下几个方面：

第一，在监管审核方面，科创板上市公司发行股份购买资产、合并、分立等涉及发行股票的审核权限落在上海证券交易所（以下简称“交易所”）层面，同时经证监会注册后进一步实施，这与科创板试行注册制的逻辑一脉相承。有关该等流程的进一步安排，仍有待于证监会明晰；

第二，为促进主营业务整合升级和提高科创板上市公司持续经营能力，科创板上市公司进行重大资产重组、发行股份购买资产时，规则将可能限制和规范其对交易标的的选择，以避免不符合科创板定位的资产通过重大资产重组（包括借壳上市）的形式进入科创板上市公司体内。在此情况下，如何确保上市公司重大资产重组的协同性和上市公司控制标的资产的能力，将可能会是证监会制定监管规则的一个重点；

第三，由于科创板相较于主板或创业板，更加注重发行人及中介机构对信息的披露，我们理解这一理念亦将渗透到科创板上市公司重大资产重组之中。在此情况下，科创板上市公司实施重大资产重组中，将履行何等信息披露义务以及披露的程度，可能会由证监会以“问题与解答”等形式予以明晰。

四、总结

并购重组是上市公司实现产业升级、谋求新发展的重要途径。《<重组办法>征求意见稿》优化了有关借壳上市的规定，提升了上市公司重大资产重组的包容度，有助于促进资本市场的吐故纳新和优胜劣汰，我们期待监管机构不断推进市场化改革，支持上市公司（包括后续的科创板上市公司）通过并购重组提升内生动力。我们亦将对本次《<重组办法>征求意见稿》的后续进展保持密切关注，特别是持续关注科创板领域实施重大资产重组的相关监管。

(本页无正文)

王 毅 合 伙 人 电 话： 86 21 2208 6282 邮 箱 地 址： wangyi@junhe.com
蒋文俊 合 伙 人 电 话： 86 21 2208 6357 邮 箱 地 址： jiangwj@junhe.com
尚世鸣 合 伙 人 电 话： 86 21-2208 6203 邮 箱 地 址： shangshm@junhe.com
何廷财 律 师 电 话： 86 21-2208 6027 邮 箱 地 址： hetc@junhe.com
赵丹妮 律 师 电 话： 86 21-2283 8293 邮 箱 地 址： zhaodn@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”。

