

证券法热点问题

重大资产重组近期新规要点

自2011年8月11日《上市公司重大资产重组管理办法》修订以来，中国证监会和交易所对于上市公司重大资产重组出具了一系列的指引和规范，为明晰起见，本文特此对相关指引和规范进行梳理。

一、相关指引和规范

1. 中国证监会网站不时发布的《常见问题解答》;
2. 上海证券交易所《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录》第一号至第八号（2012年8月3日）;
3. 深圳证券交易所《信息披露业务备忘录第13号——重大资产重组》（2013年3月18日）、《上市公司业务办理指南第10号——重大重组停牌及材料报送》（2013年4月10日）、《中小企业板信息披露业务备忘录第17号：重大资产重组相关事项》（2013年3月21日）、《创业板信息披露业务备忘录第13号：重大资产重组相关事项》（2012年3月30日）;
4. 交易所的实践做法。

二、重要问题总结

1. 发行股份购买资产的发行对象数量

早些时候，一般认为发行股份购买资产也属于非公开发行的一种，除适用《上市公司重大资产重组管理办法》外，还需适用《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》等关于上市公司非公开发行的规定，发行对象不得多于10名。但在2012年7月16日的中国证监会公布的

常见问题解答中，中国证监会明确区分了非公开发行股票募集资金与发行股份购买资产，认为如果要求发行对象不超过10名，发行股份购买资产往往就不能一次性买入标的公司的全部股权或控股权，会对上市公司并购重组效率产生影响。因此，中国证监会按照证券法关于公开发行的200人限制¹，规定上市公司实施并购重组中向特定对象发行股份购买资产的发行对象数量限制原则上不超过200名。

对于200人的限制是按照直接股东计算还是追溯至最终权益人，我们目前的意见倾向于参照IPO的原则，追溯至最终权益人。当然追溯也不是简单的一追到底，还要考虑具体情况，如股东是否单纯持股公司等。另外，如果直接股东与间接股东身份重合，我们也倾向于认为属于1个发行对象。我们近期处理的一个重大重组案例中，目标公司的直接股东为45名自然人和一家公司，该公司又有159名自然人股东，但159名自然人股东中部分股东与目标公司直接股东重合。对此情况我们将其作为一个发行对象看待，并据此认为不涉及发行对象超200人问题。

2、如何理解借壳上市中的“经营实体”

对于借壳上市，修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》第十二条的要求是：“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的

¹ 《证券法》第十条第二款规定：有下列情形之一的，为公开发行：

- （一）向不特定对象发行证券的；
- （二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；
- （三）法律、行政法规规定的其他发行行为。

合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100%以上的，除符合本办法第十条、第四十二条规定的要求外，上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在 3 年以上，最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元”。

在此之前，对于借壳重组中注入上市公司的资产形式，可以是股权、资产的集合或两者的组合。如注入上市公司的是资产的集合，会模拟其财务数据。

但《上市公司重大资产重组管理办法》修订后，中国证监会在 2012 年 1 月 19 日公布的重组问答中明确规定，经营实体应当是依法设立且合法存续的有限责任公司或股份有限公司，持续经营时间应当在 3 年以上，但经国务院批准的除外。据此，借壳上市中注入上市公司的资产形式将仅限于股权。

3、如何理解“持续经营时间应当在 3 年以上”

借壳上市中，经营实体还要满足“持续经营时间应当在 3 年以上”的条件。证监会对此条件并无明确解释，但上海证券交易所于 2012 年 8 月公布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第七号—借壳上市的标准和条件》中首次明确：“有关“经营实体持续经营应当在 3 年以上”的规定，应当遵守《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用—证券期货法律适用意见第 1 号》和《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“发行人最近 3 年内主营业务没有发生重大变化”的适用意见—证券期货法律适用意见第 3 号》的相关规定。”

据此，借壳上市中，上市公司拟购买的资产应当已在上市公司收购人控制下连续 3 年持续经营，且在此期间主营业务未发生重大变化。此规则虽然为上海证券交易所规定，但我们理解，深圳证券交易所上市公司也应同样适用。

与实际控制人和主营业务三年无重大变化相关的是董事、高级管理人员是否也要保持三年无重大变化？参照借壳与 IPO 趋同的原则，我们倾向于做同样要求，但尚待与监管部门进一步确认。

4、配套融资的适用范围

《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见第 12 号》规定：上市公司发行股份购买资产同时募集的部分配套资金，主要用于提高重组项目整合绩效，所配套资金比例不超过交易总金额 25%的，一并由并购重组审核委员会予以审核。

2013 年 7 月 5 日，中国证监会公布的关于配套融资的重组问答中，明确规定：

(1) 募集配套资金提高上市公司并购重组的整合绩效主要包括：本次并购重组交易中现金对价的支付；本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用的支付；本次并购重组所涉及标的资产在建项目建设、运营资金安排；补充上市公司流动资金等。

(2) 属于以下情形的，不得以补充流动资金的理由募集配套资金：上市公司资产负债率明显低于同行业上市公司平均水平；前次募集资金使用效果明显未达到已公开披露的计划进度或预期收益；并购重组方案仅限于收购上市公司已控股子公司的少数股东权益；并购重组方案构成借壳上市。

值得注意的是，之前保代培训中的说法是借壳上市不允许配套融资，而该问答明确借壳上市情况下不得以补充流动资金的理由募集配套资金，其他理由，如现金对价、整合费用等，应仍在许可之列。

按照法规的要求，配套资金应不超过交易总金额的 25%。对于交易总金额的计算，从现有案例看，应为重大资产购买的对价与配套融资金额之和。为此目的，在有关协议和文件中，可能需要将“交易”定义为重大资产购买和配套融资。

5、利润补偿的方式

按照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定，采取收益法等基于未来收益预期的估值方法对注入资产定价的，上市公司应当披露三年的盈利预测数，交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

如采取以上市公司股份进行利润补偿，对于三年内实际盈利不足利润预测的情况，交易对方是逐年进行补偿还是三年一并进行补偿，实践中上海证券交易所和深圳证券交易所的态度有所不同。深圳证券

交易所上市公司中，已经有要求交易对方采取当年立即补偿的方式的案例。具体操作中可能还需与交易所提前沟通，了解最新监管动态。

米兴平 合伙人 电话：86-10 8519 2422 邮箱地址：mixp@junhe.com

刘 鑫 律 师 电话：86-10 8519 1222 邮箱地址：liuxin@junhe.com

本文仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。