

海问观察：强化信息披露，完善事中事后监管——《上市公司收购管理办法》 修订要点简评

作者：蓝洁 任建南 张高翊

2019年12月28日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称“新《证券法》”），并已于2020年3月1日起正式实施。为配合新《证券法》的落地执行，2020年3月20日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）公布了《关于修改部分证券期货规章的决定》以及《关于修改部分证券期货规范性文件的决定》（以下合称“修改决定”），针对新《证券法》中涉及增删和修订的一系列条款，系统性修改和更新了相应的配套规章和规范性文件（以下简称“本次修订”）。作为本次修订的重要组成部分，证监会本次对《上市公司收购管理办法》的一系列修订着力于强化信息披露管理、完善事中事后监管，是新《证券法》市场化、法治化、国际化方向的贯彻落实。本文拟对本次修订中《上市公司收购管理办法》的修订要点进行梳理和简要评析。

本次修订对《上市公司收购管理办法》中的多个条款进行了重大调整，经比对本次修订后的《上市公司收购管理办法》（2020修订）（以下简称“新《收购办法》”）与修订前的《上市公司收购管理办法》（2014修订）（以下简称“旧《收购办法》”），我们梳理了以下主要看点，供投资者关注。

一、 加强对持股 5%以上股东的权益变动监管

1. 延长交易限制期

根据旧《收购办法》，持股 5%以上股东每增减持 5%应当在事实发生之日起 3 日内公告权益变动报告书，并在事实发生后至公告后的 2 日内不得再行交易。新《收购办法》第十三条第二款将交易限制期的截止日从公告后 2 日延长到公告后 3 日。和旧法规一样，该款所规定的交易限制期仅适用于“通过证券交易所的证券交易”，即通过集中竞价和大宗交易方式进行增持或减持的证券交易。该规定是证监会在新《证券法》修订并明确相关主体的股票减持应当遵守证监会的相关限制规定¹之后相应做出的制度衔接举措。

2. 新增每增减持 1%的信息披露要求

根据新《证券法》第六十三条的规定，新《收购办法》第十三条第三款相应新增了对持股 5%以上股东每增减持 1%的信息披露要求。具体而言，当投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益达到 5%后，其持有权益每增加或减少 1%的，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予披露。值得注意的是，针对增减 1%的交易，投资人只有披露的义务，并无限制交易的义务，即该规定并未禁止该等投资者进一步买卖该上市公司股份。

¹ 根据新《证券法》第三十六条第二款，上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东，转让其持有的本公司股份的，不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定，并应当遵守证券交易所的业务规则。

3. 拓宽权益变动的信息披露范围，增加披露增持股份资金来源及股份变动时点

为配合新《证券法》第六十四条²中对于投资者信息披露规定的修订，新《收购办法》相应增加了投资者应在简式权益变动报告书（适用于收购股份达到5%但不足20%的情形）中披露的内容，除应披露旧《收购办法》中所规定的内容外，还应披露增持股份的资金来源，以及在上市公司中拥有权益的股份变动的时间及方式。而根据旧《收购办法》，只有在详式权益变动报告书中（主要适用于收购股份达到20%的情形），才需要披露资金来源。这一修订强化了“举牌”投资者的信息披露，有助于公开市场并购的有序推进。

作为配套措施，证监会亦相应修改了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书》，相应要求相关投资者在权益变动报告书和上市公司收购报告书中增加关于相关权益变动或收购的资金来源以及股份变动时间和方式的披露内容。

4. 强化违规增持股份的法律后果

新《收购办法》第十三条第四款明确了投资者对于违规增持股份的部分在一定期间内不得行使表决权。具体而言，对于违反新《收购办法》第十三条第一款及第二款而在相关交易限制期内仍然继续增持上市公司股份的，在买入后的36个月内，违规增持的投资者对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。这一规定对避免恶意收购、短线交易等违规行为具有重要意义。

二、 优化上市公司收购的监管

本次修订的另一个重心是针对构成上市公司收购情形的监管的优化。总体而言，修订体现了强化收购人行为规范、同时优化审批模式的精神，在规则明确、披露升级的前提下，取消要约收购豁免的行政审批，将责任下沉到市场行为主体。在新《收购办法》之下，上市公司收购人在制定、公布收购方案时需要更加谨慎，不仅交易方案的变更受到明确限制，而且也要准备接受更长的锁定期；但是，符合条件的收购人可以直接免于发起要约收购而无需事先申请行政豁免，大大便利了交易的推进。

1. 取消要约收购义务豁免的行政许可，由申请豁免转向符合条件自动免除

这方面的修订是对新《证券法》第七十三条³中关于免除发出要约规定的落地执行。

² 根据新《证券法》第六十四条，第六十四条依照前条规定所作的公告，应当包括下列内容：

- （一）持有人的名称、住所；
- （二）持有的股票的名称、数额；
- （三）持股达到法定比例或者持股增减变化达到法定比例的日期、增持股份的资金来源；
- （四）在上市公司中拥有有表决权的股份变动的时间及方式。

³ 根据新《证券法》第七十三条，采取协议收购方式的，收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。但是，按照国务院证券监督管理机构的规定免除发出要约的除外。

根据旧《收购办法》第四十七条，对于因在上市公司中拥有权益达到 30%且继续进行收购而负有要约收购义务的收购人，若符合该办法第六章规定的相关豁免情形，**经向证监会申请**，可以免除要约收购义务。与之对应，旧《收购办法》第六章“豁免申请”规定了具体的豁免情形和申请豁免的程序。因此，根据原第六章的规定，除了原第六十三条第二款所列示的情形之下投资人可以不必提出豁免申请而直接办理股份交割之外，投资人均需先向证监会申请豁免，证监会作出豁免决定或者逾期未提出异议的，才可以进行股份交割。

在本次修订中，证监会改变了上述事前审批模式，将全部情形都改为收购人可以直接免于发出要约，无需事前申请证监会的行政许可。根据新《收购办法》第四十七条，收购人符合规定情形的，可以免于发出要约。新《收购办法》的第六章也由原来的“豁免申请”更名为“免除发出要约”，除了继续规定可以免除发出要约的情形之外，删除了向证监会提出申请的相关规定。这可以说是本次《收购办法》修订的一大亮点。在新《收购办法》的监管模式下，收购人将可以自行判断是否符合第六章中的免于发出要约条件，当然，在判断收购人符合免除发出要约收购条件时，仍应由律师事务所等专业机构出具专业意见⁴。这一举措充分体现了证监会落实“放管服”、变事前严控为事中事后监管的简政放权理念，也减轻了上市公司收购人的程序性负担，有利于释放市场活力。我们注意到，在新《证券法》生效之后，新《收购办法》公布之前，市场上已经有未经证监会批准而直接免除发出要约的案例。本次修订中，新《收购办法》从规则层面进一步给出了更为明确的依据。

作为新《收购办法》的配套规范性文件，《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 16 号——上市公司收购报告书》亦根据新《收购办法》的上述调整相应增加了专门章节规定。具体而言，该准则在第二章中单独增加了新的第六节“免于发出要约的情况”，规定了在免于发出要约的情况下，上市公司收购人应在其收购报告中额外披露如下内容：

- (1) 免于发出要约的事项及理由、本次收购前后上市公司股权结构，以及证监会或证券交易所要求的其他内容；
- (2) 采取协议方式收购的，应当披露原控股股东及关联方针对其对上市公司负有的未清偿负债、未解除担保等损害上市公司利益情形的解决方案；
- (3) 为挽救出现严重财务困难的上市公司而对其进行收购的，应当披露切实可行的重组方案，以及上市公司董事会及独立财务顾问对该方案出具的意见；
- (4) 有关本次股权变动的证明文件，表明本次受让的股份是否存在质押、担保等限制转让的情形。

2. 明确要约收购条件及变更限制

⁴ 根据经本次修订后的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 16 号——上市公司收购报告书》第三十九条，收购人应当聘请律师事务所就本次免于发出要约事项出具法律意见书，该法律意见书至少应当就下列事项发表明确的法律意见，并就本次免除发出要约事项发表整体结论性意见：

- (一) 收购人是否具有合法的主体资格；
- (二) 本次收购是否属于《收购办法》规定的免除发出要约情形；
- (三) 本次收购是否已经履行法定程序；
- (四) 本次收购是否存在或者可能存在法律障碍；
- (五) 收购人是否已经按照《收购办法》履行信息披露义务；
- (六) 收购人在本次收购过程中是否存在证券违法行为等。

这方面的修订是对新《证券法》第六十八条及第六十九条⁵关于要约收购规定的落地执行。

新《收购办法》第三十九条第三款对要约收购的变更做出了进一步限制。具体而言，变更要约收购不得存在降低收购价格、减少预定收购股份数额、缩短收购期限或证监会规定的其他情形。这一规定将以往证监会的监管实践以法规的形式予以明确和统一，强化了收购人的义务，有利于监管的透明和保障上市公司中小股东权益。

根据新《收购办法》第三十九条第二款，在收购人对上市公司发起的要约收购中，上市公司发行不同种类股份的，收购人可以针对持有不同种类股份的股东提出不同的收购条件。这反映了中国上市公司股份设置多样化的进程，有利于投资者根据实质情况灵活设计要约收购的交易结构。

3. 延长上市公司收购的锁定期

在上市公司收购中，收购人所取得的股份应当受限于锁定期，即收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后的一定期间内不得转让。新《证券法》第七十五条已经将上市公司收购的锁定期由 12 个月延长至 18 个月。本次修订中，新《收购办法》亦对新《证券法》的规定进行落实，在第七十四条中将该等锁定期延长至 18 个月。锁定期的延长进一步保障了上市公司股权架构和治理体系的稳定性，使得上市公司能更加有效地避免其控制权过于频繁地更替。

三、 其他主要修订要点

1. 明确对证券服务机构的整体要求

该修订亦是根据新《证券法》第十章（证券服务机构）的相关规则修订⁶进行的配套落实。具体而言，关于上市公司收购中的证券服务机构的总体要求，新《收购办法》第九条增加了第五款，为上市公司收购出具资产评估报告、审计报告、法律意见书的证券服务机构及其从业人员，应当遵守法律、行政法规、中国证监会的有关规定，以及证券交易所的相关规则，遵循本行业公认的业务标准和道德规范，诚实守信，勤勉尽责，对其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性承担责任。该新增规定是对新《证券法》下充分明确证券服务机构整体要求、切实落实中介机构责任这一监管思路的具体延伸。

⁵ 根据新《证券法》第六十八条，在收购要约确定的承诺期限内，收购人不得撤销其收购要约。收购人需要变更收购要约的，应当及时公告，载明具体变更事项，且不得存在下列情形：

- （一）降低收购价格；
- （二）减少预定收购股份数额；
- （三）缩短收购期限；
- （四）国务院证券监督管理机构规定的其他情形。

根据新《证券法》第六十九条第二款，上市公司发行不同种类股份的，收购人可以针对不同种类股份提出不同的收购条件。

⁶ 根据新《证券法》第一百六十条第一款，会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，应当勤勉尽责、恪尽职守，按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。

2. 增加备查文件

在上市公司收购人在公告收购报告书时应一并提交的备查文件方面，对于旧《收购办法》第五十条第一款第（五）项规定的“收购人及其控股股东或实际控制人的核心企业和核心业务、关联企业及主营业务的说明”这一项备查文件，新《收购办法》在同一项内增补了符合具体情况时的进一步文件要求。具体而言，收购人或其实际控制人为两个或两个以上的上市公司控股股东或实际控制人的，还应当提供其持股 5%以上的上市公司以及银行、信托公司、证券公司、保险公司等其他金融机构的情况说明。

结语

证监会本次对《上市公司收购管理办法》的修订是新《证券法》修订所引领的配套制度改革的重要一环，充分贯彻落实了本轮制度革新所展现出的市场化、法治化和国际化方向，体现了国家证券监督管理机关在上市公司收购中重视信息披露、致力于完善事中事后监管的趋势。我们期待在新《收购办法》之下，针对 A 股上市公司的收购活动将以更加透明、有序和市场化的方式推进。