

轻舟易过万重山：上市公司并购重组改革及修订要点解读

作者：李时佳 | 李倚晴

中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）于2024年9月24日发布《关于深化上市公司并购重组市场改革意见》（“并购六条”）、《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》（“《重组管理办法征求意见稿》”），沪深交易所同步发布相关配套规则《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》及《关于就修订〈深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则〉公开征求意见的通知》，并公开征求意见。

本次制度修订，为继全面注册制改革之后对并购重组相关规则的首次重大修改，在监管政策导向以及实质制度调整方面均令人眼前一亮。在过去的5-6年期间，中国资本市场改革的重心主要在以注册制为核心的证券发行体制改革，同样，在此期间，上市公司并购重组的活跃程度也相较于2014-2016年期间有明显下降，这一方面是源于IPO与并购重组在一定程度上的“跷跷板”效应，更明确的IPO预期降低了市场上优质标的的数量，也造成估值谈判的难度；另一方面则是过往对上市并购重组在估值、对赌、支付方式等方面的监管要求与新兴经济领域企业并购的市场实际情况日益不适应，而且囿于此前对上市公司盲目跨界、“三高”并购、“类借壳”等行为负面影响的警惕，并购重组审核尺度一直处于趋严状态，使得有并购需求的上市公司也尽量选择现金且不构成重大资产重组的并购方案。然而，本次“并购六条”出台以及配套制度的修订明确展现了证券监管机构支持并购重组以及回应市场痛点的决心，在IPO收紧的市场环境下，将给上市公司转型升级、产业整合及一级市场投资退出带来新的机遇。

本文将结合并购六条及修订的具体制度内容，对本次改革方向、制度修订要点进行梳理及分析解读。

一、改革方向：“并购六条”助力市场化并购重组

（一）适当放开新兴行业的跨行业并购及未盈利资产收购

并购六条对跨界并购、未盈利资产收购进行了适当松绑。具体而言，包括：（1）支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性；（2）支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购；（3）不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。

首先，需要提示的是，本次改革并非对跨界并购的全面松绑，而是以引导资源向新质生产力方向聚集为目的，为上市公司产业转型升级和寻求第二增长曲线提供机会。上市公司进行该等跨界并购仍需证

明自身运作规范（需披露过去十二个月内的规范运作记录）且能够合理解释进行本次并购的商业逻辑。

其次，对于并购未盈利资产，在全面注册制下的重组管理办法修订中已经将“有利于增强持续盈利能力”修改为“持续经营能力”，弱化了对标的公司盈利性要求。但实践中，受限于上市公司并购的估值方法以及并购未盈利资产可能对上市公司每股收益摊薄的影响，仍存在较大的操作难度。本次“并购六条”明确提出可收购优质未盈利资产，但要求：（1）收购目的需符合“自身产业发展需要”；（2）并购标的需属于有助于“补链强链、提升关键技术水平”的优质企业；（3）在交易方案中需“不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排”。我们理解上述政策为具有相关科技创新属性及关键核心技术的未盈利企业拓宽了资本化渠道，但在相关交易安排中应如何合理地平衡市场化交易及中小投资者保护尚待在实践中探索及沟通确认。

（二）支持 A 收 A 以及私募基金收购上市公司

经过近几年注册制改革，A 股上市公司呈现价值分化，低溢价并且有产业协同价值的上市公司越来越多成为其他 A 股上市公司的并购标的（即“A 收 A”）。但此类交易完成后，一方面，如形成同业的 A 股上市公司控股另一家 A 股上市，则可能涉及同业竞争问题的解决和处理问题；另一方面，两家上市公司的双层治理结构，也会对决策和经营效率造成一定影响。

此次改革，进一步落实了证监会此前多次提及的支持上市公司之间的吸收合并的政策，再次强调，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。通过吸收合并方式进行上市公司之间的产业整合，将有效解决同业竞争、关联交易以及公司治理效率的问题。

此外，本次改革明确提出支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。尽管此前的监管政策亦不禁止私募基金收购上市公司，但由于私募基金存在控制人与出资人分离、存续期及多数为合伙企业形式的特点，其收购上市公司并通过上市公司进行产业整合可能会在控制权清晰、稳定、关联方认定等方面受到更为严格的监管及重点关注。此次对私募基金收购上市公司并进行产业整合表明支持态度，我们期待未来能够在相关规则及审核实践中对私募基金作为上市公司的控股股东/实际控制人给予更多包容政策。

（三）减少私募基金参与并购重组的股份锁定期

并购六条规定，对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”。

“反向挂钩”是指私募基金持有标的企业股权的期限越长，其通过并购重组换股取得的上市公司股份的锁定期相对越短，以此鼓励私募基金的长期投资，通过私募基金投资并协助企业成长后再回笼资金以进行下轮投资，从而促进“募投管退”的良性循环。此项制度此前在相关上市规则中已有使用，一定程度上有利于促进资本循环、提高投资人的投资热情；从投资人角度，亦有利于提高其资金流动性、降低投资风险。《重组管理办法征求意见稿》中对此项政策做了具体优化措施安排，具体落地规定请见下文分析。

（四）进一步放宽重组条件、优化对价支付及配套融资安排

在具体审核层面，并购六条提出将提升监管包容度，除重申此前既有审核政策如支持以多元化评估方法为基础协商定价、向第三方购买资产可协商不设置业绩承诺、多元化支付方式等之外，明确提出将：

1. 适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。在具体规则层面，将原发股购买资产

的实质条件之一“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”放宽至“不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。

2. **建立重组股份对价分期支付机制。**监管层面进一步落实了市场化监管思路，允许上市公司结合并购标的后续经营情况灵活设置股份支付的安排。
3. **试点配套募集资金储架发行制度。**该项制度将允许上市公司在获得一次核准后，灵活地选择发行窗口期，通过分期发行的方式筹集资金。

上述审核政策调整均有相关具体规定落地，具体请见下文分析。

（五）简化审核流程

在审核流程方面，在“小额快速”审核机制外，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”；新建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并、优质上市公司进行不构成重大资产重组的发行股份购买资产两种情形，精简审核流程，缩短审核注册时间。本次制度修订中对简易审核程序已有部分具体落地规定（具体请见下文），尚有待后续其他相关制度的进一步出台。

二、具体举措：重组管理办法及配套规则的修改及解读

（一）重组股份对价分期支付机制、配套募集资金储架发行制度落地

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
<p>第三十三条 自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册文件失效。</p>	<p>第三十三条修改为：自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。</p> <p>属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册决定失效。但申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过四十八个月未实施完毕的，注册决定失效；募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。</p>

汉坤解读：在以往的并购重组交易中，现金对价可以分期支付以保障业绩承诺或其他类型对赌/付款条件的实现，但股份对价限于监管规则对批文有效期的限制，只能一次性发行。一旦发生出售方违约或需要履行补偿义务，该等股份对价的回收注销可能会受限于该等股份上是否存在质押、冻结等权利限制。本次改革继开放多元化支付方式后，允许用于支付对价的股份分期发行，进一步适配市场化的Earnout支付、里程碑支付或其他附条件分期支付的机制，并将申请一次注册、分期发行股份购买资产交易的批文有效期延长至48个月，有利于上市公司在窗口期内灵活安排支付节点。

此外，试点配套融资的分期发行，也有利于避免单次大规模发行对股价造成较大波动压力，同时也可以减轻限售股同期大规模解禁对市场的冲击。但此次改革中，发行股份配套募资的批文期限暂未做调

整，按照《上市公司证券发行注册管理办法》，自证监会注册决定作出之日起一年内有效。

(二) 优化产业并购审核政策，提高对同业竞争和关联交易的包容度

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
<p>第四十三条 上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：（一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性；……</p> <p>上市公司为促进行业的整合、转型升级，在其控制权不发生变更的情况下，可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产。所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。</p>	<p>第四十三条修改为：上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：</p> <p>（一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力，不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易；……</p> <p>上市公司所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，上市公司应当充分说明并披露最近十二个月的规范运作情况、本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。</p>

汉坤解读：以往并购重组项目审核要求原则上不新增同业竞争及关联交易，且对此审核要求较高，根据项目具体情况可能构成项目审核的实质性障碍。但随着全面注册制改革的落地，对于同业竞争及关联交易的 IPO 要求已逐步改为不存在“导致重大不利影响”的同业竞争及不存在“严重影响独立性或者显示公平”的关联交易，本次该等标准的变化亦在并购重组监管规则中予以体现，从而给予上市公司进行同一控制下的资产并购整合、A 收 A 或者私募基金（特别是并购基金）收购上市公司进行产业整合等类型的交易更多的实操空间。

相关修订表述延用了全面注册制后上市规则对同业竞争问题的规定，但本次修订未明确该等“重大不利影响”的具体判断标准（如是否可参考上市规则中对重大不利影响的量化判断标准），有待后续出台细则指引、解释性文件或结合项目实践予以进一步明确。

此外，虽如上文所述，本次改革适当放开了跨行业并购，但要求增加披露最近十二个月的规范运作情况、本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。

(三) 完善锁定期规则，支持上市公司之间吸收合并

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
<p>第四十九条 换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照本办法有关规定执行。</p> <p>上市公司发行优先股用于购买资产或者与其他公司合并，中国证监会另有规定的，从其规定。</p> <p>上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于购买资产或者与其他公司合并</p>	<p>第四十九条修改为：换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照本办法有关规定执行。上市公司之间换股吸收合并的，被吸收合并公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人换股取得的股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让。构成上市公司收购的，还应当遵守《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定。</p> <p>上市公司发行优先股用于购买资产或者与其他公司</p>

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
	合并，中国证监会另有规定的，从其规定。 上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于购买资产或者与其他公司合并。

汉坤解读：为鼓励上市公司之间吸并整合，参考短线交易限制对被吸并方控股股东设置 6 个月锁定期；如构成上市公司收购的，执行《上市公司收购管理办法》的 18 个月锁定期要求；对被吸并方中小股东不设锁定期。

（四）反向挂钩机制鼓励私募基金参与并购重组

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
<p>第四十六条 特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。</p> <p>属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象应当公开承诺，在本次交易完成后三十六个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起二十四个月内不得转让。</p> <p>（注：第十三条第一款规定的交易情形为重组上市）</p>	<p>第四十六条修改为：特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。</p> <p>属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象应当公开承诺，在本次交易完成后三十六个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起二十四个月内不得转让。</p> <p>特定对象为私募投资基金的，适用第一款、第二款的规定，但有下列情形之一的除外：（一）上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满六十个月，且不存在第一款第（一）项、第（二）项情形的，以资产认购而取得的上市公司股份自发行结束之日起六个月内不得转让；（二）属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满六十个月，且为除收购人及其关联人以外的特</p>

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
	定对象的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起十二个月内不得转让。

汉坤解读：新增私募基金的反向挂钩机制，概括而言，私募基金对标的公司的投资期限满五年的，在第三方交易（即私募基金未处于交易前后的上市公司控制权条线中）中换股取得股份的锁定期限由12个月缩短为6个月，重组上市中私募基金作为中小股东的锁定期限由24个月缩短为12个月。该制度与上市规则中的锁定期反向挂钩规则类似，私募基金早投即可早退。有利于鼓励在公司持股较久，进入退出期需退出分配的基金，选择通过与上市公司并购重组的方式实现退出。

（五）新设重组简易审核程序

现行《重大资产重组管理办法》	《重组管理办法征求意见稿》
<p>第二十七条 证券交易所设立并购重组委员会（以下简称“并购重组委”）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内基于并购重组委的审议意见，形成本次交易是否符合重组条件和信息披露要求的审核意见。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p>	<p>第二十七条修改为：证券交易所设立并购重组委员会（以下简称“并购重组委”）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内基于并购重组委的审议意见，形成本次交易是否符合重组条件和信息披露要求的审核意见。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p> <p>证券交易所采用简易审核程序的，不适用第一款、第二款规定。证券交易所应当制定简易审核程序的业务规则，并报中国证监会批准。</p>
<p>第二十八条 中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定，按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p> <p>.....</p>	<p>第二十八条修改为：中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p> <p>.....</p>

汉坤解读：《重组管理办法征求意见稿》中对重组简易审核程序作出了概要性规定，在具体审核制度上，上交所、深交所同步发布了配套的重组审核规则的征求意见稿/修订稿，并公开征求意见，新增专节对简易审核程序作出特别规定，主要修订内容总结如下：

1. 适用情形

两类交易可适用简易审核流程，一是上市公司之间换股吸收合并，二是优质上市公司（指重组董事

会决议公告日前连续 20 个交易日股票收盘总市值均超过 100 亿元，且最近两年交易所对上市公司信息披露质量评价为 A）发行股份购买资产且不构成重大资产重组的交易。

2. 负面清单

即使满足上述适用情形，在存在以下三类情形下不得适用简易审核程序，一是上市公司或其控股股东、实际控制人最近 12 个月内收到证监会行政处罚或交易所、其他全国性证券交易所公开谴责，或其他重大失信行为；二是中介机构或者其相关人员在 12 个月内受到证监会行政处罚或者交易所、其他全国性证券交易所纪律处分；三是交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形。

3. 审核机制

对于符合简易审核程序条件的重组交易，交易所将在 2 个工作日内受理。独立财务顾问就本次交易发表了明确肯定意见的，交易所重组审核机构不进行审核问询，亦无需提交并购重组委员会审议，受理后 5 个工作日内出具审核意见。

需要注意的是，交易所对适用简易审核程序的相关重组交易加强事后监管，如存在违反简易审核程序相关规定行为的，将按照相关规定从重处理。

三、结语

继新“国九条”及“科创八条”后，监管层面在优化资本市场、促进上市公司高质量发展方面陆续推出了多种优化举措，此次一系列并购重组改革及相关具体制度的落地，可预期的将一定程度上提振市场对并购重组的信心，提高资本市场的整体活跃度，有利于促进境内资本市场进一步优化资源配置及健康稳定发展。

对于并购重组不同于证券发行，每一个交易都涉及存在多元利益需求的各方进行博弈，交易结构及条款也各不相同。但受限于上市公司并购重组的监管规则要求，上市公司作为参与方的并购重组，往往需要带着镣铐跳舞，在监管规则要求的范围内找到各方的利益平衡点。本次改革，我们注意到监管机构在很多方面给予了上市公司更多的空间对交易条件进行市场化谈判，以免交易各方被迫“削足适履”。但该等放宽也是建立在上市公司严格遵守信息披露及公司治理规则要求，合理利用监管规则进行产业转型升级或整合的基础之上，对于“忽悠式”重组、不合规的市值管理行为、违规“保壳”行为以及并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，证券监管机构仍将从严监管，以维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。面临资本市场改革的政策机遇，纵使已是轻舟，也要谨慎小心地把稳舵盘，方可行稳致远，翩然驶过万重山。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李时佳

电话： +86 10 8516 4236

Email: shijia.li@hankunlaw.com