

# 再融资规则正式实施

作者：钱珍 肖骏妍

## 背景及综述

2020年2月14日，中国证监会正式颁布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（以下合称“《再融资规则》”），对上市公司再融资的规则进行了修订，并同步公布了《<关于修改上市公司证券发行管理办法的决定><关于修改创业板上市公司证券发行管理暂行办法的决定><关于修改上市公司非公开发行股票实施细则的决定>的立法说明》（“《立法说明》”）。

于去年11月8日，中国证监会已就前述规则的修订颁布了征求意见稿（“征求意见稿”），意在提升再融资的便捷性、提高股权融资比重，具体修订内容包括简化创业板非公开发行的负债率等发行条件（取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的要求，将前次募集资金使用情况由发行条件调整为信息披露要求）、调整发行定价基准日（上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日）、调整非公开发行股票定价（将发行价格由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折）、锁定机制（将锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月，且不适用减持规则的相关限制）、提高非公开发行股票对象数量（将主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10名和5名，统一调整为不超过35名）。关于该等内容，详见海问此前于公众号发布的[《海问观察：主板、创业板再融资办法启动修订》](#)。

本次正式颁布及实施的《再融资规则》与征求意见稿内容几乎完全一致，除《公司法》法条序号引用这一非实质修改外，仅有下述实质性修改：（1）就《再融资规则》适用的“新老划断”做出了更为有利上市公司的规定；（2）就“明股实债”（即上市公司控股股东、主要股东向再融资认购方提供财务资助）进行了更为严格的规定（详见后文分析）。

作为再融资改革的配套措施，在前述规则实施的同时，中国证监会对《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》（“《发行监管问答》”）进行了修订，将上市公司非公开发行股票的额度由“不得超过本次发行前总股本的20%”修改为“原则上不得超过本次发行前总股本的30%”。此外，中国证监会进一步明确创业板、主板（中小板）实施注册制尚需一定的时间，也即明确了除科创板外的上市公司再融资仍采取和过往相同的发行审核程序。

## 看点及评析

### 1、新老划断原则有利已获批文的企业

关于新规的法律适用，征求意见稿中规定，“修改后的再融资规则发布施行时，再融资申请已经取得核准批复的，适用修改之前的相关规则；尚未取得核准批复的，适用修改之后的新规则”。在该等新老划断原则下，再融资规则实施前获得批文的企业将受限于更为严格的定价及锁定期，极大增加此类企业的发行难度。正式颁布的《再融资规则》将新老划断时点由核准批文印发调整为发行完成时点，即“《再融资规则》施行后，再融资申请已经发行完毕的，适用修改之前的相关规则；在审或者已取得批文、尚未完成发行且批文仍在有效期内的，适用修改之后的新规则”，使已获得批文的企业亦可以受益于更为宽松的再融资政策。

### 2、加强对“明股实债”的监管

征求意见稿规定，“上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底收益或变相保底收益承诺，且不得**直接或间接**向发行对象提供财务资助或者补偿”。正式颁布的《再融资规则》较征求意见稿增加了对于前述人士利益相关方的限制，规定“上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底收益或变相保底收益承诺，且不得**直接或通过利益相关方**向发行对象提供财务资助或者补偿”。《立法说明》明确，前述修改系为加强对于明股实债行为的监管。

《再融资规则》的该等规定实质系对《证券发行与承销管理办法》中已有规定的重述及扩展，《证券发行与承销管理办法》第 17 条规定“发行人和承销商及相关人员……不得**直接或通过其利益相关方**参与认购的投资者提供财务资助或者补偿”。《再融资规则》明确涵盖了上市公司控股股东、实际控制人及主要股东，正面回应了实务操作中存在的主要股东通过垫资拟认购对象促成再融资项目的情形，同时也使得中介机构的核查难度进一步加大。就控股股东、实际控制人及主要股东“利益相关方”是否与“关联方”等同，是否需要在核查中对于主要股东关联方进行尽职调查、拟认购对象出具承诺函的范围等问题均需要通过实践进行摸索。

### 3、为上市公司收购方案提供更大灵活性

在本次《发行监管问答》修订前，上市公司非公开发行股票的上限为 20%，投资人较难仅通过认购非公开发行股票一次性获得上市公司的控制权，部分投资人会采取认购上市公司非公开发行股票、表决权委托、协议受让股份等多种形式相结合的方式，以获得适合比例的上市公司股份。《发行监管问答》修订后，非公开发行股票的额度变更为“原则上不得超过本次发行前总股本的 30%”，这使得制定上市公司收购方案时具有更大的灵活性，各方可以结合资金流入上市公司的需求等因素综合设计切实可行的方案。此外，上述修订是否意味着非公开发行的金额可以突破总股本 30%，具体何种情形可以突破 30% 上限，该等突破系个案审批还是有细化标准，这些问题都有待中国证监会进一步明确。

### 4、上市公司五独立的重要性

《再融资规则》在进一步精简发行条件的同时，依旧保留了“上市公司与控股股东或实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理”的五独立原则作为公开发行证券的发行条件。虽然《首次公开发行股票并上市管理办法》早在 2015 年已将发行人“独立性”移出发行条件，仅在招股书编报准则中要求明确披露，但由于《首发业务若干问题解答》及其前身“IPO 审核 51 条问答”对于资产完整性的强调，大多中介机构在实务中依旧要求拟上市公司保证较好的独立性，从而使其成为了“隐形的发行条件”。此次《再融资规则》中发行条件依旧保留该点，亦进一步佐证了发行人独立性的重要性。

### 结语

《再融资规则》解除了对于上市公司再融资的不必要限制，结合前期重组办法对于创业板借壳的松绑，一系列的利好政策势必会重新唤起一波“定增热”。同时，如何把握此次浪潮适当扩大上市公司资本，理性应对改革成为了上市公司及中介机构值得思考的问题。