

# 瀚一 律師事務所

## HAN YI LAW OFFICES

SUITE 1801, TOWER I, HUAYI PLAZA  
2020 WEST ZHONGSHAN ROAD, SHANGHAI 200235, CHINA  
TELEPHONE: (86-21) 6083-9800  
[www.hanyilaw.com](http://www.hanyilaw.com)

### Memorandum to: Our Clients and Friends

#### 证监会发布再融资新规、多举措鼓励 PIPE

2020年2月14日，中国证监会（“证监会”）发布了《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》（统称“再融资新规”）及《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（修订版）》（“监管问答”），自发布之日起实施。此前，证监会于2019年11月曾发布再融资新规的相关征求意见稿（即《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定（征求意见稿）》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定（征求意见稿）》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定（征求意见稿）》；统称“征求意见稿”）。

除了在新老划断适用规则和禁止兜售定增（见以下2(g)和(h)）等方面的调整之外，再融资新规基本体现了征求意见稿的全部核心内容，加上监管问答扩大了发行规模（见2(d)），此次新政大幅松绑了此前上市公司非公开发行股票的相关规则，其中，尤其是允许灵活的定价规则，以及缩短锁定期、明确不适用减持规则等均为重大变更，有望显著激发定增市场的活力，为上市公司和拟向上市公司进行投资的投资人（包括私募股权和创业投资基金对上市公司的投资，Private Investment in Public Equity, “PIPE”）提供了良好的政策土壤。

#### 1. 再融资政策简要历史回顾

再融资规则于2006年制定（创业板则于2014年制定），证监会于2017年及之后对再融资政策进行了多次调整，主要包括：

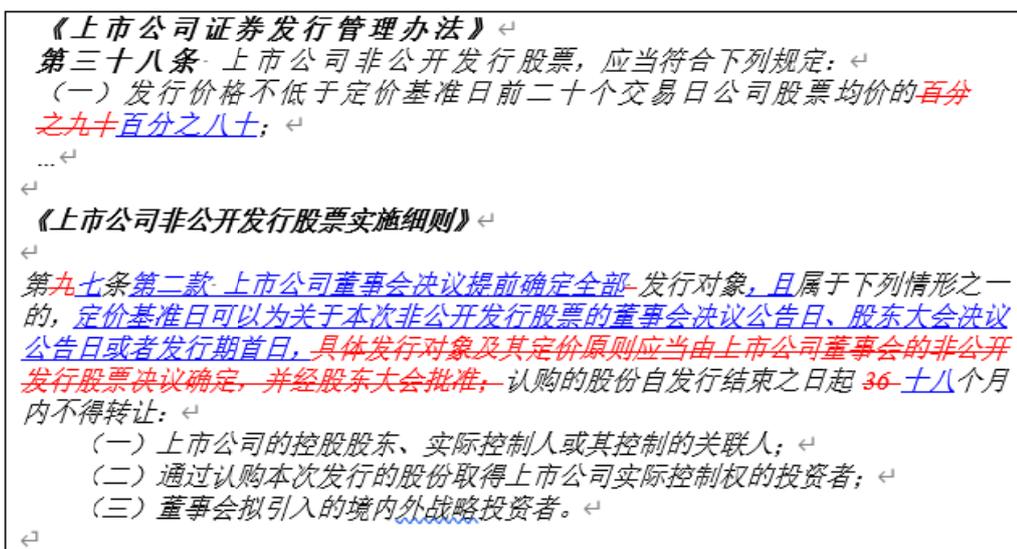
- **2006年、2014年制定定增规则：**2006年，证监会制定《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》（该细则于2011年进行微小的非实质性修订），为上市公司定向增发提供政策依据；2014年，证监会制定《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，为创业板上市公司发行证券提供法规依据；
- **2017年2月收紧定增规则：**证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》，并发布了《发行监管问答——关于引导上市公司融资行为的监管要求》，多方面收紧定向增发的监管政策（比如将定价基准日限制为股票发行期首日，首次限制拟发行股份数量不得超过本次发行前总股本的20%，要求非公开发行股票的

董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月);

- 2017 年 5 月 定增投资人适用减持新规: 证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》, 将通过定向增发方式持有股份成为公司持股 5%以上股东也纳入大股东监管, 即在锁定期结束后, 该等投资者还需遵守每 90 日通过集中竞价交易减持不超过 1%、通过大宗交易减持不超过 2%且受让方在此后 6 个月不得转让等大股东减持限制;
- 2018 年 11 月 适当放宽定增规则: 证监会再度发布了《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》, 整体放松相关定增限制 (比如前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的, 相应间隔从 18 个月原则上缩短至 6 个月);
- 2019 年 11 月 证监会发布征求意见稿, 大幅鼓励定增;
- 2020 年 2 月 14 日, 中国证监会正式发布再融资新规。

## 2. 再融资新规主要内容

### (a) 放松定价规则、战略投资者可选定灵活的定价基准日



(注: 创业板规则做了类似修改, 此处略)

瀚一简述: 再融资新规调整非公开发行股票定价机制, 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; 同时, 对于上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且其中包括战略投资者的, 定价基准日不仅包括一般情况下的发行期首日, 还可以为相应董事会决议公告日或股东大会决议公告日。《上市公司非公开发行股票实施细则》于 2017 年进行了一次大的调整, 在此之前, 定价基准日也包括董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日, 因而对于战略投资者而言, 本次再融资新规的修改基本上回到了

2017 年之前的规则。对于投资人而言，以上规则的松绑意味着更多的议价和溢价空间，尤其对于战略投资人而言，鉴于其定价基准日可以提前至董事会决议公告日、股东大会决议公告日，发行定价和市场价格的差价可能更大。

值得注意的是，证监会并没有对《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条（原规则第九条）里面的“战略投资者”进行明确定义。一般情况下，上市公司可能会从管理与资源整合、资本市场认可度等多方面角度分析相关投资人是否构成“战略投资者”，实务中，对于董事会决议中已经提前确定的投资者（控股股东及其关联方除外），一般多被认定为“战略投资者”，需要遵守较长的锁定期（见本第 2(b)部分），同时也应能适用更加灵活的定价机制。再融资新规生效后，以上相关实践是否会发生改变，还尚待观察。

**(b) 显著加快退出时间：锁定期减半、且不适用减持规则**

**《上市公司证券发行管理办法》** ←  
**第三十八条** 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定： ←  
(一) 发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的 ~~百分之九十五~~ **百分之八十**； ←  
(二) 本次发行的股份自发行结束之日起，~~十二个月内~~ **六个月内** 不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，~~三十六个月内~~ **十八个月内** 不得转让； ←  
(三) 募集资金使用符合本办法第十条的规定； ←  
(四) 本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。 ←  
←  
**新增第七十五条**：依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。 ←  
←  
**《上市公司非公开发行股票实施细则》** ←  
←  
**第九十七条第二款** 上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的，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，具体发行对象及其定价原则应当由上市公司董事会的非公开发行股票决议确定，并经股东大会批准； 认购的股份自发行结束之日起 ~~36~~ **十八** 个月内不得转让： ←  
(一) 上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人； ←  
(二) 通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者； ←  
(三) 董事会拟引入的境内外战略投资者。 ←  
←  
**第十八条** 发行对象属于本细则第九十七条第二款规定以外的情形的，上市公司应当在取得发行核准批文后，按照本细则的规定以竞价方式确定发行价格和发行对象。发行对象认购的股份自发行结束之日起 ~~12~~ **六** 个月内不得转让。 ←  
←  
董事会决议确定部分发行对象的，该部分发行对象不得参与竞价，但应当接受竞价结果；并应当明确在没有通过竞价方式产生发行价格的情况下，是否继续参与认购、认购数量及价格确定原则。 ←  
←

（注：创业板规则做了类似修改，此处略）

瀚一简述：将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月。另外，值

值得注意的是，根据将于 2020 年 3 月 1 日生效的新《中华人民共和国证券法》（“**新《证券法》**”），在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股票的锁定期从原来的在收购行为完成后的“12 个月”延长至“18 个月”，此次再融资新规关于控制人、实际控制人及其控制企业认购股份的锁定期的要求，与新《证券法》的修改思路基本一致。基于以上，通过协议转让与非公开发行方式收购上市公司股份的锁定期均将会被统一为 18 个月（现行《上市公司收购管理办法》与此相关的相关规则也应在近期修改，以体现新《证券法》的相关修订）。

此外，再融资新规明确规定，定增取得的股份不适用减持规则的相关限制。2017 年 5 月，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，将上市公司持股 5%以上股东也纳入大股东监管，即在锁定期结束后，该等投资者还需遵守每 90 日通过集中竞价交易减持不超过 1%、通过大宗交易减持不超过 2%且受让方在此后 6 个月不得转让等大股东减持限制。

通过以上大幅缩短锁定期以及排除适用减持规则，投资人通过定增取得的上市公司的股份最快能够在 6 个月到期后即可退出；对于战略投资人则最快能在投资后 18 个月完成退出。如前所述，按照目前的实践做法，对于董事会决议中已经提前确定的投资者，一般多被认定为“战略投资者”，而需遵守 18 个月锁定期的要求。

### (c) 放宽创业板再融资发行条件

<p><b>《创业板上市公司证券发行管理办法》</b> ←</p> <p><b>第九条</b> 上市公司发行证券，应当符合《证券法》规定的条件，并且符合以下规定： ←</p> <p>（一）最近二年盈利，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；<b>但上市公司非公开发行股票的除外；</b> ←</p> <p>（二）会计基础工作规范，经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性，以及营运的效率与效果； ←</p> <p>（三）最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红； ←</p> <p>（四）最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具保留意见或者<b>带强调事项段的无保留意见</b>审计报告的，所涉及的事项对上市公司无重大不利影响或者在发行前<b>重大不利影响已经消除；</b> ←</p> <p><del>（五）最近一期未资产负债率高于百分之四十五，但上市公司非公开发行股票的除外；</del> ←</p> <p><del>（五六）</del>上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理。上市公司最近十二个月内不存在违规对外提供担保或者资金被上市公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。 ←</p> <p>←</p> <p><b>第十一条</b> 上市公司募集资金使用应当符合下列规定： ←</p> <p><del>（一）前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致；</del> ←</p> <p><del>（二）</del>本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定； ←</p> <p><del>（二）</del>除金融类企业外，本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司； ←</p> <p><del>（三四）</del>本次募集资金投资实施后，不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。 ←</p>
---

**瀚一简述：**不同于主板，创业板再融资需符合一些额外要求，尤其是“连续 2 年盈利”这一实质性条件。本次修改取消了这项要求（就定增而言），此外，也取消了上市公司最近一期末资产负债率高于 45%的要求，并将创业板前次募集资金基本使用完毕、且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。此举将有利于刺激创业板的再融资需求。

#### (d) 扩大发行规模限额

《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》(2020 版) ←  
←  
二是上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的 30%~~20%~~。 ←

**瀚一简述：**证监会发布再融资新规的同时，发布了《发行监管问答——关于引导上市公司融资行为的监管要求》。“不得超过本次发行前总股本的 20%”的发行规模限制在 2017 年 2 月版本的监管问答里首次设定，并在 2018 年版本中延续。2020 版的监管问答适当放松了发行规模，将其上调至“原则上不得超过本次发行前总股本的 30%”。

#### (e) 增加认购对象人数

《上市公司证券发行管理办法》 ←  
第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定： ←  
(一) 特定对象符合股东大会决议规定的条件； ↓  
(二) 发行对象不超过 ~~十~~三十五名。 ←  
←  
发行对象为境外战略投资者的，应当 经国务院遵守国家的相关 部门事先批准规定。 ←

**瀚一简述：**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。此外，鉴于近年来外商投资监管体系的改革，发行对象为外国投资者的，不再需商务部批准，而原则上由工商进行一站式审核（如果涉及特别管理措施）或登记即可（目前还在《外商投资法》的实施过渡期，部分规则尚待清理，比如涉及关联并购的情况）。再融资新规据此将发行对象为境外战略投资者的原“批准”要求修改为“遵守国家的相关规定”，具体要求需视情况而定。

#### (f) 延长批文有效期

《上市公司证券发行管理办法》 ←  
第四十七条 自中国证监会核准发行之日起，上市公司应在 ~~六个月内~~十二个月内发行证券；超过 ~~六个月内~~十二个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。 ←

**瀚一简述：**将再融资批文有效期从 6 个月延长至 12 个月，方便上市公司选择发行窗口。

### (g) 禁止兜底定增

《上市公司非公开发行股票实施细则》<sup>6</sup>

**新增第二十九条：**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保收益或变相保底保收益承诺，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。<sup>6</sup>

瀚一简述：根据《证券发行与承销管理办法》，发行人和承销商及其相关人员“不得直接或通过其利益相关方向参与认购的投资者提供财务资助或者补偿”。实践中，存在不少上市公司的控股股东、实际控制人或其关联方向认购人承诺保底定增或提供其他财务资助或补偿的情况。为加强“明股实债”行为的监管，再融资新规进一步要求上市公司的控股股东、实际控制人、主要股东均不得实施类似行为，包括向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺，或提供财务资助或者补偿（正式稿在《增求意见稿》的基础上将受限范围进一步扩大到以上主体的关联方）。

### (h) 以发行时间作为新老划断的时间点

根据征求意见稿，在规则适用方面，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，则适用修改之后的新规则。证监会吸取了部分反馈意见，将适用再融资新规的“新老划断”的时间由核准批文的印发时间调整为发行完成时点，即再融资新规施行后，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。此举为便利已取得批文但未完成发行的项目适用再融资新规，便利企业融资、节约监管资源。

## 3. 几点补充

### (a) 在“注册制”过渡期，暂时依然适用“核准制”

新《证券法》规定证券发行实施注册制，授权国务院对注册制的具体范围、实施步骤进行规定，并据此删除了原《证券法》下上市公司非公开发行新股“应报证监会核准”的要求。但再融资新规中依然保留了“证监会核准”的要求。对此，证监会在其修改说明中特别解释道“预计创业板尤其是主板（中小板）实施注册制尚需一定的时间，新《证券法》施行后，这些板块仍将在一段时间内继续实施核准制，核准制和注册制并行与新《证券法》的相关规定并不矛盾”。实践中，不排除证监会可能会加快再融资核准时间的可能性，以实现向“注册制”的过渡。

### (b) 投资人为境外战略投资者的情况

值得注意的是，如果投资人为境外投资人，则除了再融资新规，投资人还需符合《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（2015年修正）（“《战投办法》”）的相关要求。《战投办法》制定于2005年（2015年仅做了很小的变动），制定时

的政策、法律背景已经发生了很大的变化。商务部曾于 2013 年和 2018 年先后两次尝试对《战投办法》进行修订，但都未正式成文，主要修订包括：

- (i) 3 年锁定期：《战投办法》要求外国投资者通过战略投资方式取得的上市公司 A 股股份 3 年内不得转让。2018 年征求意见稿将该锁定期缩短至 12 个月（但《证券法》和中国证监会、证券交易所对股份限售期有其他规定的，从其规定）；
- (ii) 首次投资持股不得低于 10%：根据《战投办法》，首次投资完成后取得的股份比例不得低于该公司已发行股份的 10%（但特殊行业有特别规定或经相关主管部门批准的除外）。2018 年的征求意见稿删除了以上限制。

此外，外国投资者还需符合其自身或境外母公司境外实有资产总额不低于 1 亿美元或管理的境外实有资产总额不低于 5 亿美元等主体要求。<sup>1</sup>

根据此前与商务部的非正式沟通以及近年来的相关实践，2005 年版本的《战投办法》虽然依然有效，但实践中，不乏突破前述 3 年锁定期和 10%持股下限的案例（但主要涉及发行股份购买资产的情况）。在目前《外商投资法》实施、内外资统一监管，以及新《证券法》实施注册制、放宽定增锁定期要求的整体监管趋势下，《战投办法》现行规则已经给实践带来不少困扰，我们理解有必要进行尽快修订。

© 瀚一律师事务所

2020 年 2 月 16 日

---

<sup>1</sup>另外一个主要的程序性要求，即外国投资者通过战略投资向上市公司投资需取得商务部的批准。在近年来《外商投资法》及其配套法律法规的修改中，已经不再需要商务部批准，原则上由工商进行一站式审核（如果涉及特别管理措施）或登记即可（目前还在《外商投资法》的实施过渡期，部分规则尚待清理，比如涉及关联并购的情况）。