

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16/19 楼
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港

香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London
Riverside, London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

《证券法》修订解读(二)——持股变动的信息披露规则

作者: 吕红 | 邹野

《中华人民共和国证券法》(《证券法》)已由第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议于 2019 年 12 月 28 日修订通过, 并自 2020 年 3 月 1 日起施行。就《证券法》修订对资产管理业务的影响, 本所将通过一系列的资产管理法律评述进行解读。

本文系该等系列的第二篇, 探讨《证券法》修订后资管产品持股变动的信息披露规则。一方面, 与普通投资者买卖股票一样, 资管产品作为投资者买卖股票也可能触及《证券法》和《收购办法》项下的权益变动或者收购信息披露标准; 另一方面, 资管产品作为投资者, 在该等信息披露方面所面临的具体情境更为复杂。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

一. 举牌规则

持股变动	举牌	暂停交易
持股达到 5%时	√	√
持股达到 5%以后, 每增持或减持 5%	√	√
持股达到 5%以后, 每增持或减持 1%	√	X

修订后的《证券法》第六十三条中的前两款系对修订前的《证券法》第八十六条进行的修订, 后两款则为本次《证券法》修订特别补充的规定。以下将逐款说明。

(一) 持股达到 5%

修订前的《证券法》第六十三条第一款	修订后的《证券法》第八十六条第一款
通过证券交易所的证券交易, 投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时, 应当在该事实发生之日起三日内, 向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告, 通知该上市公司, 并予公告; 在上述期限内, 不得再行买卖该上市公司的股票。	通过证券交易所的证券交易, 投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的 有表决权 股份达到百分之五时, 应当在该事实发生之日起三日内, 向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告, 通知该上市公司, 并予公告, 在上述期限内不得再行买卖该上市公司的股票, 但国务院证券监督管理机构规定的情形除外。

1. 强调“表决权”的归属

目前, 按照《上市公司收购管理办法》(《收购办法》)的规定, 投资者在一个上市公司中拥有的权益, 包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份; 投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算; 投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5% 时, 履行举牌及暂停交易等相关义务。可见《收购办法》已经强调“表决权”的归属。

我们理解, 《证券法》中的“有表决权”并非指享有法定的表决权, 而是指可以实际支配表决权。《公司法》规定, 股东出席股东大会会议, 所持每一股份有一表决权。表决权系股东因持有股份而享有的法定权利, 但享有表决权并不意味着表决权仅可由股东支配, 股东可以通过合法方式将表决权让渡于其他方(例如以下两个表决权让渡、合并计算持股比例并举牌的案例)。

案例一: 万科 A 于 2016 年 4 月 9 日发布《关于股东表决权让渡的提示性公告》等公告。根据该公告披露, 钜盛华将其直接持有的万科 A 的股份所对应的全部表决权让渡给前海人寿, 将其通过 4 个资管产品获得的表决权亦让渡给前海人寿。而在此之前, 4 个资管产品的管理人将该等资管产品因持股万科 A 的股份而享有的表决权已经

通过协议约定的方式让渡给了钜盛华。

案例二：根据 2016 年 2 月 25 日公布的《西安博通资讯股份有限公司简式权益变动报告书》，“陕国投·朱雀(一)期证券投资集合资金信托计划”、“平安财富·投资精英之朱雀集合资金信托计划”、“陕国投·朱雀 13 期证券投资集合资金信托计划”这三个产品的管理人并不完全一致，但该等产品的投资顾问协议均约定了管理人授权朱雀行使其所投资股票的表决权。

2. 明确授权证监会豁免举牌规则的适用

根据 2007 年中国证监会原基金监管部对于公募基金持股变动的信息披露问题的指导，第一，对于一家基金公司管理下的几只公募基金持有某一上市公司的股份累计达到 5%的，是否披露，由基金公司自己选择；第二，鉴于基金公司没有要约收购的功能，在当前市场环境下，不鼓励基金公司进行披露；第三，要防止基金公司通过披露集中持股的行为引导市场操作股票。即，多只基金合并持股 5%以上可豁免举牌规则的适用(但单只公募基金持股 5%以上仍然要遵守举牌规则)。

与之相关的是，就基金公司专户产品等私募资管产品，截至目前，中国证监会并没有相关豁免举牌的规定。在此情况下，我们理解，对于专户产品等私募资管产品，仍然要适用《证券法》《收购办法》中的一般性规定，即，除非有让渡表决权的情形(例如，基金公司在 2016 年《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》施行之前发行的分级专户产品或者在中国证监会禁止通道业务之前发行的通道产品中，常见让渡表决权的安排)，同一基金公司发行的专户产品(无论单一资管产品还是集合资管产品)，应当合并计算持股比例，并履行举牌义务。

我们理解，《证券法》修订后，专户产品的举牌规则应当保持不变；在证监会另行规定公募基金的举牌规则之前，基金管理人理论上也可继续遵循 2007 年中国证监会的指导原则。这也跟 2018 年上交所和深交所发布的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》(《信息披露指引征求意见稿》)中所体现的立法思路一致。

根据《信息披露指引征求意见稿》起草说明，目前 A 股市场中资管产品大额持股的情形越来越多，对于前期市场实践中屡次出现的投资者利用各类通道实际控制上市公司股份的情况，《信息披露指引征求意见稿》按照《收购办法》对“权益”的界定逻辑，明确了资管产品持有上市公司股份的权益归属判断标准，即实际支配表决权的一方被视为权益归属方。通常情况下，由于管理人对资管产品负有管理义务，能够支配所持股份的表决权，因此原则上视为管理人拥有资管产品所持上市公司股份权益，管理人管理的资管产品所持同一上市公司股份应当合并计算。但是如果根据约定或者其他原因，管理人不能实际支配表决权的，管理人应当披露表决权的实际支配方。投资者实际支配资管计划的表决权的，应当将该资管计划所持全部股份与该投资者持股数量进行合并计算，并履行相应信息披露义务。此外，《信息披露指引征求意见稿》还明确了社保基金、养老保险基金、企业年金、公募基金持有同一上市公司的股份数量不合并计算。

(二) 持股达到 5%以后增持或减持 5%

修订前的《证券法》第六十三条第二款	修订后的《证券法》第八十六条第二款
投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后，其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五，应当依照前款规定进行报告和公告。 在报告期限内和作出报告、公告后二日内 ，不得再行买卖该上市公司的股票。	投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的 有表决权 股份达到百分之五后，其所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少百分之五，应当依照前款规定进行报告和公告， 在该事实发生之日起至公告后三日内 ，不得再行买卖该上市公司的股票， 但国务院证券监督管理机构规定的情形除外 。

1. 持股比例达到 5%以后，每增减持持股比例达 5%，需暂停交易的天数由“二日”增加到“三日”。
2. 强调“表决权”的归属以及明确授权证监会豁免举牌规则的适用，详见(一)中的解读。

(三) 持股达到 5%以后增持或减持 1%

修订后的《证券法》第八十六条第三款
投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之五后，其所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少百分之一，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予公告。

第八十六条第三款系本次修订补充的新规定。

修订前的《证券法》项下，持股变动披露间隔是 5%，修订后的《证券法》对此进行了完善，要求拥有表决权的股份达到或超过已发行股份的 5%后，每增加或减少 1%的，投资者应当在该事实发生的次日通知上市公司，但披露前后无需暂停交易。

此举与《信息披露指引征求意见稿》中的设计方向一致。

(四) 举牌后未履行暂停买入义务的后果

修订后的《证券法》第八十六条第四款
违反第一款、第二款规定买入上市公司有表决权的股份的，在买入后的三十六个月内，对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

第八十六条第四款亦系本次修订补充的新规定。

违反《证券法》第八十六条前两款关于举牌后暂停买入规定买入上市公司有表决权的股份的，修订后的《证券法》规定，在买入后的 36 个月内，对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

该等规定比《收购办法》的规定更为严格，禁止行使表决权的期限明显拉长。

根据《收购办法》，上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

二. 信息披露相关责任

修订后《证券法》设置专章(第四章)规定信息披露义务人的信披义务，要求发行人及法律、行政法规和证监会规定的其他信息披露义务人应当及时依法履行信息披露义务。否则，将承担相关法律责任。

(一) 民事责任

修订前的《证券法》第六十九条	修订后的《证券法》第八十五条
发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的， 发行人、上市公司 应当承担赔偿责任.....	信息披露义务人 未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的， 信息披露义务人 应当承担赔偿责任.....

修订后的《证券法》在法律层面明确规定除发行人、上市公司以外的信息披露义务人亦应当就其未履行或未正确履行信息披露义务之不作为或作为对投资者承担民事赔偿责任。

(二) 行政责任

修订前的《证券法》第一百九十三条	修订后的《证券法》第一百九十七条
发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以 三十万元以上六十万元以下 的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 三万元以上三十万元以下 的罚款。 发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以 三十万元以上六十万元以下 的罚款。对直接负责的主管人员和其他直	信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以 五十万元以上五百万元以下 的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 二十万元以上二百万元以下 的罚款..... 信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以 一百万元以上一千万元以下 的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 五十万元以上五百万元以下 的罚款.....

接责任人员给予警告，并处以 三万元以上三十万元以下 的罚款。	
---------------------------------------	--

.....

修订后的《证券法》针对未履行及未正确履行信息披露义务的信息披露义务人及其主管人员和其他直接责任人员的处罚金额显著增加，违法成本大幅提高。

三. 小结及客户提示

在规则方面，修订后的《证券法》缩短了信息披露的间隔，提高了信息披露的频率，并在其他方面做出了相关调整和补充。基金公司等资管机构应当充分理解该等规则调整和补充。

在责任承担方面，修订后的《证券法》首次在法律层面明确提及除发行人、上市公司以外的信息披露义务人应当就其未履行或未正确履行信息披露义务之不作为或作为对投资者承担民事赔偿责任，且针对未履行及未正确履行信息披露义务的信息披露义务人及其主管人员和其他直接责任人员的行政责任亦有所调整，行政处罚之金额显著提高。因此，基金公司等资管机构应当充分重视此次《证券法》修订后的信息披露规则变化。

在此基础上，我们建议基金公司等资管机构及时梳理、修订相关业务流程、内控管理制度，加强对信息披露人员及合规人员的培训，严格按照《证券法》《收购办法》等规定及时、准确、完整的履行信息披露义务，以及采取其他必要措施因应《证券法》修订带来的挑战。

此外，我们理解，《证券法》修订以后，中国证监会及上海证券交易所、深圳证券交易所亦可能很快修订其现行监管规则、自律规则。基金公司等资管机构应当留意该等规则的变化，并遵照执行。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com



邹 野
+86 21 3135 8659
eric.zou@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。