

新《证券法》对大股东增减持监管处罚全面升级

张保生* 周伟** 郭晓英***

摘要:新《证券法》对大股东增减持信息披露要求全面升级,显著加重了违规增减持的监管和处罚力度,明确限制了违规增持股东的表决权,大幅提升民事赔偿责任,大股东增减持或将迎来最强监管时代。

关键词:新《证券法》 大股东增减持 信息披露 监管升级

2019年12月28日新修订的《证券法》历经4次审议终获通过,并自2020年3月1日起开始施行。面对A股市场不断上演的“野蛮人”与“守门员”的博弈戏码,有的大股东在二级市场违规减持“割韭菜”等现象,新《证券法》给出重磅回应。

一、新《证券法》对增减持的监管力度全面升级

上市公司大股东权益变动制度的核心是“信息披露+慢走规则”,新《证券法》在秉持该基本规则的基础上,进一步提高了权益变动的披露标准,细化了信息披露要求,完善了“慢走规则”,从而形成了更严格、规范的大股东权益变动制度。大股东权益变动更加公开、透明,有利于充分保障投资者知情权,使监管力度显著升级。

(一)最严披露标准:持股比例达到5%后,每变动1%均应履行信息披露义务

本次《证券法》修订在大股东权益变动制度方面最值得关注的亮点是,将持股比例达到5%后的大股东权益变动披露标准,由每变动5%进行信息披露升级至每变动

* 北京市中伦律师事务所合伙人。

** 北京市中伦律师事务所合伙人。

*** 北京市中伦律师事务所律师。

1% 即应披露,即确立了更严格的大股东权益变动信息披露制度。

(二) 新增披露要求:增持股份的资金来源和股份变动的时间和方式

修订前的《证券法》并未规定权益变动时应披露增持股份的资金来源,而《上市公司收购管理办法》仅规定在编制详式权益变动报告书时应披露资金来源。

新《证券法》对权益变动的信息披露内容新增规定,无论是在持股达到 5% 时,还是当持股 5% 后每增加 5%、每增加 1%,均需披露增持股份的资金来源以及有表决权的股份变动的时间及方式。

新《证券法》要求披露增持股份的资金来源、股东变动的时间及方式,有利于加强对上市公司收购资金的监管,有助于投资者作出更准确的投资判断,亦将对高杠杆收购、敌意收购、违规收购等收购乱象起到明显的遏制作用。

(三) 完善“慢走规则”:持股每变动 5% 的限制买卖期,延长至公告后三日

新《证券法》将持股比例达到 5% 后每变动 5% 的限制买卖期由“在报告期限内和作出报告、公告后二日内”,修改为“在该事实发生之日起至公告后三日内”。修改后的表述更加严谨、准确,限制买卖期限延长一日。

(四) 特殊情形豁免:授权证监会作出豁免规定

新《证券法》新增规定,针对持股比例达到 5% 及其后持股比例每变动 5% 的情况,特别授权证监会可就相关信息披露及限制买卖等义务作出豁免规定,赋予证监会对于特别情况的规则制定权。

(五) 规则更加规范:明确适用股份仅限于有表决权的股份

本次《证券法》修订将权益变动制度的适用股份限定于有表决权的股份,明确只有有表决权的股份才需要披露权益变动,将不具有表决权的股份排除在外,体现了权益变动制度主要规制上市公司收购行为的立法主旨。

二、新《证券法》对违规增持和减持的处罚力度显著加重

大股东违反权益变动规则、违规增减持的违法行为,一直是证券监管机构查处打击的重点,在新《证券法》将显著提高证券违法违规成本作为修法重要原则的背景下,对大股东违规增减持的行政处罚力度亦明显加重,违规增减持构成信息披露违法违规的罚款金额显著提升。

根据新《证券法》第 197 条的规定,对信息披露义务人违反信息披露义务的行政

处罚,由之前的30万元至60万元罚款,修改为如果未按照规定报告或履行信息披露义务的,处以50万元至500万元罚款,如果披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,处以100万元至1000万元的罚款。对直接负责的主管人员、其他直接责任人员、控股股东、实际控制人的行政处罚幅度也大幅提高。

对于构成上市公司收购的情形,收购人未按规定履行上市公司收购的公告、发出收购要约义务的,监管机构可根据新《证券法》第196条的规定,对收购人责令改正,给予警告,并处以50万元以上500万元以下的罚款。

三、新《证券法》对限制期内违规交易的处罚尚待明确

一直以来,对于大股东违反“慢走规则”、在限制买卖期限内买卖证券的行政处罚罚则,理论界和实务界一直存在争议。在执法实践中,证券监管部门认为该情形构成2014年《证券法》第204条规定的“在限制转让期限内买卖证券的”行为,并据此处以买卖证券等值以下罚款的行政处罚。

对此,理论界多有批评之声。批评者认为,2014年《证券法》第204条^①是2014年《证券法》第38条^②的罚则,该规定的“在限制转让期限内买卖证券的行为”主要指2018年《公司法》第141条^③和2014年《证券法》第47条^④规定的公司发起人、持股5%以上的股东以及董事、监事、高级管理人员等特殊主体,在1年内或者6个月内不得转让证券的规定。而2014年《证券法》第86条规定,短暂的禁止买卖期限,主要是

① 2014年《证券法》第204条规定:“违反法律规定,在限制转让期限内买卖证券的,责令改正,给予警告,并处以买卖证券等值以下的罚款。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。”

② 2014年《证券法》第38条规定:“依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖。”

③ 《公司法》第141条规定:“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况,在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。”

④ 2014年《证券法》第47条规定:“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。但是,证券公司因包销购入售后剩余股票而持有百分之五以上股份的,卖出该股票不受六个月时间限制。公司董事会不按照前款规定执行的,股东有权要求董事会在三十日内执行。公司董事会未在上述期限内执行的,股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。公司董事会不按照第一款的规定执行的,负有责任的董事依法承担连带责任。”

考虑给上市公司、上市公司的其他股东以及整个证券市场投资者以足够的时间了解行为人持股变化这一重大事件并作出相应的投资判断。如果将权益变动中的违规行为与2014年《证券法》第38条规定的“禁止限制期限内交易”等同,均处以“买卖证券等值以下”的罚款,属于将较轻的违法行为苛以重罚,与行政处罚“过罚相当”原则和2014年《证券法》第204条的立法本意并不相符。也正因存在诸多质疑,证券监管部门即使适用2014年《证券法》第204条进行处罚,通常也仅在买卖证券等值金额的10%以下进行罚款,而并非全额罚款。

但遗憾的是,对于该问题的争论,新《证券法》并没有给出明确答复,反而让人愈加困惑。

我们注意到,新《证券法》第36条将2014年《证券法》第38条规定的“限定的期限内不得买卖”,改为“在限定的期限内不得转让”。同时新增1款规定上市公司持股5%以上的股东等相关主体“转让其持有的股份的,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,并应当遵守交易所的业务规则”。在此基础上,新《证券法》第186条将2014年《证券法》第204条修改为“违反本法第三十六条的规定,在限制转让期内转让证券,或者转让股票不符合法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的,责令改正,给予警告,没收违法所得,并处以买卖证券等值以下的罚款”。据此,新《证券法》第36条已不适用大股东增持的情形,但其所规制的“在限定的期限内不得转让”是否包括大股东违规减持的情形,给人们留下了极大的解读和探讨空间。

笔者认为,从新《证券法》第36条第2款规定大股东转让股份不得违反“持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定”的文义解释来看,违反第36条的情形不仅限于在1年内或者6个月内不得转让证券的限售期限规定,似也可包括大股东违反“慢走规则”的违规减持情形。有学者亦解读该条规定为证监会的减持规定提供了法律基础。在此情况下,对于大股东违规减持行为,应可根据新《证券法》第186条给予买卖证券等值以下的罚款。

但从体系解释和立法目的的角度分析,新《证券法》第186条明确规定该条仅适用于违法转让股票的情形,不包括大股东违法违规增持股票的情形,如果在大股东违反权益变动披露要求和“慢走规则”的情况下,只因增持行为和减持行为的不同就分别适用轻重差异巨大的不同罚则,显然没有合法、合理的立法价值取向依据。因此,将新《证券法》第186条有关“给予买卖证券等值以下的罚款”的规定解读为不适用

于大股东违规增减持的情形,似乎更为妥当。

鉴于新《证券法》对于限制买卖期限内交易的行政处罚罚则规定得不甚明确,证券监管机构未来对于该问题的执法态度,还有赖于在相关规则中予以明确。

四、新《证券法》限制违规增持股份的表决权

关于违规增持取得的股份是否享有表决权,一直是上市公司收购纠纷,尤其是敌意收购纠纷中的法律争议焦点。

2014年《证券法》第213条^①将限制表决权规定在行政法律责任条款中,因此,司法实践通常认为,限制表决权的权力仅限于证券监管机构。深圳市中级人民法院在“康达尔案”^②、上海市第一中级人民法院在“上海新梅案”^③中均认为,对违规增持责令改正的事项应由证券监管机构依其行政职权依法作出行政处罚决定,而是否全面履行改正义务亦应由作出行政处罚决定的证券监管机构予以审查认定,在证券监管机构未作出限制表决权的决定的情况下,上市公司及董事会无权限制股东违规增持部分的股东权利。2014年《证券法》的规定以及司法实践的态度,使在上市公司敌意收购过程中,即使收购人被行政处罚,其股东权利的行使也不会受到实质影响。

新《证券法》彻底摒弃了将限制表决权规定在行政责任条款的做法,而是在其第63条新增第4款规定,违规买入上市公司有表决权的股份的,在买入后36个月内,对超过规定比例部分的股份不得行使表决权。上述规定可以说是此次《证券法》修订中对大股东权益变动制度的最大突破。

新《证券法》对违规增持股份的表决权限制问题已摆脱行政权力前置的困局,为司法机关和上市公司等民事权利主体限制表决权提供了法律依据,该重大变化亦将对上市公司敌意收购引发的一系列问题有所规制。而其具体效果如何,则有待实践检验。

^① 2014年《证券法》第213条规定:“收购人未履行上市公司收购的公告、发出收购要约等义务的,责令改正,给予警告,并处十万元以上三十万元以下的罚款;在改正前,收购人对其收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权……”

^② 参见“深圳市康达尔(集团)股份有限公司与京基集团有限公司公司决议撤销纠纷二审案”,深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号《民事判决书》。

^③ 参见“上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王某某证券欺诈责任纠纷案”,上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》。

五、新《证券法》下的民事赔偿责任显著加重

(一) 强化收购人的民事赔偿责任,规范上市公司收购

新《证券法》第196条第2款规定:“收购人及其控股股东、实际控制人利用上市公司收购,给被收购公司及其股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任。”该条改变了2014年《证券法》将收购人利用上市公司收购损害被收购公司及其股东合法权益应承担的行政责任和民事责任的规定糅杂在同一款的做法,设专款明确规定收购人利用上市公司收购损害公司及股东利益应承担民事赔偿责任,将对规范上市公司收购提供更有力的制度保障,也可为中小投资者维权提供更明确的权利救济基础。

(二) 明确大股东应承担虚假陈述民事赔偿责任,建立诉讼新机制

新《证券法》第85条将未依法履行披露信息义务应当承担证券虚假陈述民事赔偿责任的主体统一规范为信息披露义务人。证券虚假陈述民事赔偿责任的主体不再以发行人、上市公司为中心,据此,大股东违规增减持构成信息披露违法的,大股东作为民事赔偿责任主体应不再存有争议。

同时,新《证券法》还探索建立符合中国国情的“证券集体诉讼”制度,建立了“默示加入”“明示退出”的诉讼机制,信息披露义务人未来将面临的证券虚假陈述民事赔偿责任无疑将大大加重。

新《证券法》对上市公司收购中大股东权益变动的披露义务要求更严格,处罚力度大幅加重,使违规成本显著提高,而证监会、证券交易所也可能会就权益变动制度推出后续实施细则。可以预见,在“注册制”时代下,依法全面从严监管必将成为证券监管的主旋律,未来针对大股东违规增减持的行政处罚力度和民事赔偿责任将明显加大,上市公司大股东、收购方等资本市场相关主体均应本着敬畏之心,以使其增减持行为更为谨慎与合规。