

上市公司预重整信息披露规则构建

贺丹*

摘要:上市公司预重整信息披露是债务重组实践给证券市场信息披露规则设计提出的全新问题。预重整信息披露规则的构建应考虑预重整与依据破产法进行的正式重整之间的差异,在信息披露范围上涵盖庭外债务重组,同时规定可延迟披露的情形,以实现证券市场信息公开与上市公司拯救两者之间的平衡。

关键词:上市公司 预重整 法庭外债务重组
信息披露 延迟披露

上市公司债务重组实践给市场信息披露规则^[1]提出了全新的问题。在我国实践中,为提高企业拯救效率,结合了当事人自治的合同式重组与正式破产程序两者优势的预重整被较多应用。继二重集团预重整之后,上市公司中南文化、广州浪奇、安控公司等上市公司先后启动预重整。地方法院与政府部门也相继制定了预重整实施的相关司

* 北京师范大学法学院副教授。

[1] 本文研究的信息披露是指证券市场的公开信息披露,不涉及债务人在破产程序中对债权人及其他利益相关者所作的信息披露。

法、行政文件,其中部分文件中列明上市公司属于可以进行预重整的范围。^[2]

上市公司预重整将涉及包括投资者、债权人在内的利益相关者的权益调整,相关信息会对证券市场价格产生重大影响,对预重整信息披露的规范也已经引起相关部门重视。2022年1月7日,上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所股票上市规则》(2022年1月修订)、《深圳证券交易所股票上市规则》(2022年修订),^[3]其中均规定上市公司实施预重整等事项的,参照破产事项规定履行信息披露义务。^[4]另外,2022年3月31日,上海证券交易所、深圳证券交易所涉及破产重整信息披露事项的自律监管指引中也均对预重整有所涉及。^[5]两指引文件规定:“实施预重整等程序的上市公司,参照本指引规定履行信息披露义务。”“上市公司实施预重整、重整、和解、破产清算期间,原则上股票及其衍生品种不停牌,上市公司及有关各方应当切实做好内幕信息保密及内幕交易防控工作,分阶段披露破产事项的

[2] 参见《淄博市中级人民法院关于审理预重整案件的工作指引(试行)》(淄中法[2020]61号)第3条:“债务人符合下列情形之一的,可以进行预重整:(一)债权人人数众多,债权债务关系复杂,或职工安置数量较大,影响社会稳定的大型企业;(二)产业规模庞大,占据行业龙头或重要地位,对地区经济发展和金融环境稳定有重大影响的大型企业;(三)上市公司或对上市公司影响较大的关联企业;(四)其他直接受理重整申请可能对债务人生产经营产生负面影响或者产生重大社会不稳定因素的企业。”

[3] 参见《关于发布〈上海证券交易所股票上市规则(2022年1月修订)〉的通知》,载 http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stock/main/listing/c/c_20220107_5679269.shtml。《关于发布〈深圳证券交易所股票上市规则(2022年修订)〉的通知》,载 http://www.szse.cn/disclosure/notice/general/t20220107_590541.html。

[4] 两交易所关于预重整信息披露的规定均在其上市规则第七章“应当披露的其他重大事项”中的第五节“破产事项”中的第7.5.1条,条文为:“上市公司发生重整、和解、清算等破产事项(以下统称破产事项)的,应当按照法律法规、本所相关规定履行相应审议程序和信息披露义务。公司实施预重整等事项的,参照本节规定履行信息披露义务。”

[5] 参见《上海证券交易所上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项》,载 http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stock/main/listing/c/c_20220331_5700541.shtml。《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第14号——破产重整等事项》,载 http://www.szse.cn/lawrules/rule/stock/general/supervise/t20220331_592199.html。

进展,并充分提示相关风险。”“上市公司预重整程序转换或者结束时,上市公司应当及时披露预重整期间临时管理人的履职情况、预重整程序取得的成效、预重整与破产重整程序衔接安排等内容。”可见预重整的证券市场信息披露已经成为一个重要的实践问题。

此前的研究主要集中于破产重整的市场信息披露。预重整与正式破产重整存在差别,其灵活、效率、非正式特征对市场公开信息披露规则提出了新的挑战。基于这种差异,上市规则与指引文件征求意见稿均使用的是“参照”破产事项作出信息披露的规定。那么,预重整应当如何“参照”破产重整程序作出信息披露?这一问题又可以进一步延伸出以下问题:上市规则中提及的“预重整等事项”的范围应当如何明确?预重整与依据破产法进行的正式重整之间的差异是否会影响信息披露的要求?预重整信息披露如何在信息披露要求与上市公司企业拯救之间实现平衡?

一、预重整模式范畴及其对信息披露的影响

与破产重整等程序不同,我国现行法律并未对“预重整”这一概念作出界定,上市规则也并未对“预重整等事项”范畴作出界定。要明确预重整信息披露义务时点,需要对其范畴作出界定。

(一)“预重整相关事项”的范畴

债务重组是预重整的核心。债务重组的实质是当上市公司陷入债务困境时,为摆脱困境与其利益相关者(特别是债权人与股东)就此前确定的契约重新谈判的过程。在这一过程中,是否一定发生之后的正式重整,从而产生一个“预重整”的结果,并非全部是谈判当事人在谈判启动时所能预知的。“预重整”被纳入证券市场信息披露视野的原因是,当上市公司的债务重组谈判发生时,有可能对上市公司的利益相关者特别是投资者利益产生影响。

从投资者保护的角度,正式与非正式的债务重组谈判都应当纳入到信息披露的范围内。世界银行在对庭外重组进行分析时,认为正式破产程序和非正式破产程序之间并没有清晰的区分线。世界银行的法

庭外债务重组报告将处理债务问题的不同方法表示为一个正式程度逐渐增加的“方法集合”，如图 1 所示：

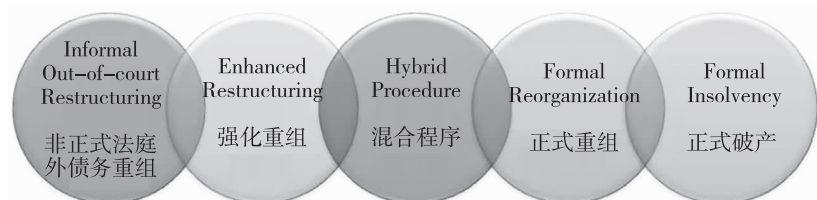


图 1 处理债务问题的不同方法

世界银行专家使用图 1 对债务人用于解决其债务问题的不同方法作出说明。图 1 中从左至右其“正式”程度不断增加，也就是外力介入当事人意思自治的程度不断加深。最左侧的非正式法庭外债务重组，是一种合同式重组，完全由当事人自行谈判达成债务重组协议。“强化重组”是指遵循自律性规范进行的庭外重组，债务人与债权人自愿遵循自律规范，英格兰银行支持下的“伦敦模式”重组便属于此类。最右侧的“正式破产”是指破产法中的破产清算。“正式重组”是指破产法中的破产重整。居中的被称为“混合程序”的债务重组方式，兼有合同式庭外重组的特点和司法介入特征，司法介入的形式多种多样，包括法院指定调停人、中止强制执行、法院承认债权人之间庭外协议等，常见的一种情况是“预先打包重组”（prepackage）^{〔6〕}。如果对照我国实践中出现的债务重组模式，之前所述的各地“预重整”模式应属于“混合程序”，而且是与“正式重组”极为接近甚至重叠的一种。而银保监会推动的通过银行业金融债委会进行的债务重组，由于其提供了一套行业内部规则，属于“强化重组”的范畴。前述不同层次的债务重组均可能对投资者权益产生影响，应当受到信息披露规则的规范。

信息披露的核心在于当上市公司出现可能影响证券市场交易价格的事件时，上市公司应将这些事件对市场披露，以确保市场主体在公平

〔6〕 Jose M. Garrido, *Out-of-court Debt Restructuring* (英文版), 2012. 中文译本参见《世界银行法庭外债务重组研究资料：法庭外债务重组》，郑志斌、刘玥译，贺丹审校，载王卫国、郑志斌主编：《法庭外债务重组》（第 1 辑），法律出版社 2017 年版。

的信息基础上开展交易。债务重组是公司摆脱财务困境的一种方式,其启动与实施均有可能对公司的股份债务状况产生重大影响,当属应当披露的信息。从投资者保护的角度,符合这一实质的做法均应纳入信息披露规则规范范围。

(二) 司法实务中的两类“预重整”

我国不同地区实施的预重整实践均依据本地发布的有关“预重整”的相关行政、司法文件启动。最早一份涉及预重整的司法文件是《浙江省高级人民法院关于企业破产案件简易程序若干问题的纪要》(浙高法〔2013〕153号),在这份纪要中“预登记”制度可以用于预重整,如第8条第2款规定:“企业破产预登记期间,占已知债权(含担保债权)总额二分之一以上主要债权人召集,可以比照企业破产法的相关规定建立债权人联络、协商机制并开展相关工作。”这份纪要同时规定了在预登记期间所作出的承诺以及形成的相关方案在进入重整后的效力。第9条第2、3款规定:“债权人在预登记期间对债务清偿方案所做的不可翻悔的承诺,在债务人进入企业破产和解或重整程序后,相关承诺对承诺方仍然具有拘束力。法院受理企业和解或重整申请后,可以以预登记期间(含集中管辖期间)形成的债务清偿方案或资产重组方案为基础,由债务人或管理人制定和解协议草案或重整计划草案,通过债权人会议予以确认。”在这些文件中,由行政机关发布的只有一份,即《温州市人民政府办公室关于印发〈企业金融风险处置工作府院联席会议纪要〉的通知》(温政办函〔2018〕41号),该份会议纪要明确了预重整工作的有关问题,即第2条规定:“……(三)预重整程序由属地政府启动,并指定入选人民法院管理人名册的中介机构负责具体工作;人民法院对相关工作进行指导和监督。(四)债务人企业进入预重整程序应由属地政府发布书面文件予以确认。发布文件的时间作为预重整程序正式启动的时间。(五)人民法院根据政府文件由立案部门立‘引调’案号交破产审判业务庭;破产审判业务庭负责预重整阶段的法律指导和监督……(九)重整计划草案由债务人或管理人制定,并提交债权人会议进行预表决。同意重整计划草案的表决票效力可以带入重整程序。”《全国法院破产审判工作会议纪要》(法〔2018〕53号)第22条提出,探索推行庭外重组与庭内重整制度的衔接。在企业进入重整程序

之前,可以先由债权人与债务人、出资人等利害关系人通过庭外商业谈判,拟定重组方案。重整程序启动后,可以重组方案为依据拟定重整计划草案提交人民法院依法审查批准。之后,《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法[2019]254号)第115条规定庭外重组协议效力可以延伸到重整程序中,为各地法院探索预重整制度提供了指引。2019年后,各地法院发布了数十份涉及预重整的司法文件。

这些关于预重整的司法、行政文件中,对预重整的界定存在差异。其中一部分文件将预重整明确为程序,并有明确的启动时点,如《北京破产法庭破产重整案件办理规范(试行)》(京一中法发[2019]437号)第27条规定,本规范所称“预重整”,系指为了准确识别重整价值和重整可能、降低重整成本、提高重整成功率,人民法院在以“破申”案号立案后、受理重整申请前指定临时管理人履行本规范第36条规定的职责,债务人自愿承担本规范第38条规定的义务,由临时管理人组织债务人、债权人、出资人、重整投资人等利害关系人拟定预重整方案的程序。一些指引文件要求法院对启动预重整作出决定,如《南京市中级人民法院关于规范重整程序适用提升企业挽救效能的审判指引》(宁中法审委[2020]1号)第19条规定,受理重整申请前,对于具有重整原因的债务人,为提高程序内重整效率和成功率,经债务人同意预重整并获得政府、主管部门等支持意见后,由法院听证审查决定对债务人进行预重整。作为程序启动的预重整,法院往往会指定预重整期间的管理人,相关指引也对预重整中达成的协议在重整程序中的效力认可作出规定。

另一些预重整指引文件更重视解决庭外重组与庭内重整的衔接问题,预重整没有明确的启动时点,如《重庆市第五中级人民法院预重整工作指引(试行)》中所称“预重整”,指衔接庭外重组和庭内重整,对债务人与债权人等利害关系人达成的符合该指引规定的庭外重组协议在重整申请受理后予以确认的程序。破产申请受理前,庭外商业谈判的期间称为预重整期间;破产申请受理后,可以庭外达成的重组协议为依据拟定重整计划草案。这份指引文件将预重整分为两类:一是破产申请前的预重整;二是破产申请审查阶段的预重整。“破产申请前的预重整”完全由当事人自行谈判,法院不介入。“破产申请审查阶段的预

重整”,法院弱介入,出具预重整备案通知书。预重整备案通知书应当载明预重整期限、预重整辅助机构、债务人应开展的工作、禁止滥用预重整等内容。

可见,在现有各地的“预重整”实践中,“预重整”的内涵并不一致,有些“预重整”在法院或行政机关指导下进行,有明确的启动时点,而有些“预重整”则并非如此。因此,无法一律通过“进入预重整”来确定其信息披露义务的产生时点。

(三) 预重整信息延迟披露的逻辑

将庭外债务重组纳入信息披露视野并不意味着其与正式重整采用同样的披露规则,两者的差异要求信息披露规则作出调整。证券市场信息披露的一般规则是在信息成熟后,应对市场作出披露,以确保市场参与者对信息的公平获知。但庭外重组信息或者预重整的庭外重组阶段的信息披露却有其特殊性,对债务重组信息的延迟披露反而有利于保护投资者利益。

在庭外重组的信息披露规则中,债务重组信息的延迟披露是法律规制的核心,其逻辑在于:

其一,延迟披露庭外债务重组信息可以更好地促成债务重组的成功。庭外债务重组的核心是私密谈判。债务人与债权人通过私密谈判达成债务重组协议的优势存在于以下方面。私密谈判可以避免因企业正式破产程序开始而引发的关注,可以更有效地保护债务人企业的商誉;私密谈判可以更高效地达成协议,而且当事人之间可以更自由地根据债务人情况确定协议的内容,而无须受到破产法的约束。^[7]

其二,延迟披露可以避免更坏结果的发生。在大多数情况下,在债务重组谈判未达成协议时,发行人庭外重组的信息一旦对市场披露,市场投资者可能迅速丧失对发行人证券的信心,从而导致发行人不可避免地进入破产程序。此时,债务人、债权人与投资者的权益均会受到不利影响。

[7] See Jose M. Garrido, *Out-of-court Debt Restructuring*, World Bank Publications – Books, The World Bank Group, Number 2230, October, 2012.

二、预重整信息披露差异处理的国际经验

庭外重组信息的延迟披露需要实现信息公开与债务人重组成功二者之间的均衡。在国际上,涉及资本市场发行人的前述不同层次的债务重组均有出现,当市场发行人进行债务重组,以摆脱债务危机时,如何对市场作出信息披露也已经纳入法律视野。美国与欧盟通过两种不同做法对庭外重组的延迟披露作出了规范。美国通过判例确认了相关规则,欧盟则通过明确法律规则对此作出了规定。

(一) 美国判例:未披露申请破产之考虑不构成误导

美国对于庭外重组期间的信息披露的判例原则主要体现在贝利思诉施瓦兹(Beleson v. Schwartz)^[8]一案中。贝利思为证券集团诉讼的牵头原告,代表在2003年6月30日至7月15日购买了洛拉尔空间与通信公司(Loral Space & Communications Ltd.,以下简称“洛拉尔公司”)证券的投资者提起诉讼。被告为洛拉尔公司及公司董事长兼首席执行官施瓦兹。在这一案件中,纽约南区法院认为发行人洛拉尔公司未披露其就破产出售事宜进行谈判不违反证券法。2002年,洛拉尔公司出现财务困难,负债22亿美元,该公司试图采取措施摆脱财务困境。此时,国际通信卫星公司(Intelsat Ltd.)有意购买其公司资产。2003年,国际通信卫星公司要求洛拉尔公司申请破产以完成资产交易。2003年5月27日,施瓦兹召开董事会,讨论将此次资产出售作为预重整部分。5月30日,双方同意此次资产出售通过《美国破产法》“363条出售方式”^[9]进行,即在进入重整程序后,由法院批准此项交易。2003年6月24日,洛拉尔公司向其债权人提供了现金流量预测报告,该报告假设公司将与债权人达成和解,同时公司将于30日内申请

[8] 599F. supp. 2d 519(S. D. N. Y. 2009).

[9] “363条出售方式”是指根据《美国破产法》第363条,企业进入破产程序后,其在正常经营范围之外的资产出售需经过法院批准。近年来,企业在重整中往往根据此条由法院批准出售其主要资产。参见贺丹:《通用公司重整模式的破产法分析》,载李曙光、郑志斌主编:《公司重整法律评论》(第2卷),法律出版社2012年版。

破产。原告主张资产收购的尽调事宜在 2003 年 6 月 30 日已经开始。最终在 2003 年 7 月 12 日至 13 日间双方达成协议,国际通信卫星公司以不低于 10 亿美元的价格收购资产。2003 年 7 月 14 日,洛拉尔公司董事会批准了交易,并决定提出破产申请。2003 年 7 月 16 日,双方签署资产收购协议,国际通信卫星公司支付 10.6 亿美元购买资产,洛拉尔公司申请破产。在当日开市前,洛拉尔公司公告其资产收购以及其申请第十一章重整的消息。根据原告主张,在 2 日内,洛拉尔公司的股价由 3.01 美元降至 2003 年 7 月 16 日的 30 美分。原告于 2003 年 8 月 11 日起诉,主张被告违反证券法的信息披露义务。

在这一案件中,证券发行人洛拉尔公司进行的便是一种较为典型的预重整。债务人在申请破产重整前谈判并达成资产收购协议,之后申请进入破产重整程序,并通过适用《美国破产法》第 363 条,在法院批准下完成资产出售。法院在审理中的主要关注点是如果要求发行人对其资产出售作出披露,会给发行人以及投资者造成不利影响,同时法院考虑的另外一方面问题是未披露信息是否会对社会公众造成误导。法院基于以下事实认为:洛拉尔公司未披露其预重整信息不会导致对市场投资者的误导。第一,被告提交证据证明洛拉尔公司此前已经披露其不佳的财务状况以及亏损状况。洛拉尔公司做了每 10 股折合为 1 股的反向股份拆分,但仍留有 22 亿美元债务。第二,洛拉尔公司已经对公众披露以下情况,其普通股价值为 1.11 亿美元,而其债务为股份价值的 20 倍。第三,洛拉尔公司已经预警市场其股票价格将降低,并且其并无足够现金支付其债务。第四,洛拉尔公司股价一直在走低,《华尔街日报》已经将公司债券评级为“垃圾”债券。第五,相关的出版物已经报道,分析师预测洛拉尔公司将会申请第十一章破产重整。因此,法院认为洛拉尔公司糟糕的财务状况已经通过其信息披露为公众所知晓,公司未披露其计划申请破产这一事项并不会给市场造成误导。法院同时认为,要求公司将其考虑申请破产的事项作出披露,将“对公司及其管理层造成不可承受的负担”,如果施加这一要求,所有有可能进入破产程序的公司在其作出信息披露后,由于投资者信心的丧失,这些公司都将不可避免地进入破产程序。法官认为,要求公司对其破产计划作出披露的要求将可能提前阻断公司可以保留其经营可能性和避

免破产的其他尝试的可能。^[10]

(二) 欧盟规则:延迟披露须满足特定条件

欧盟相关规则规定于《欧盟市场滥用条例》(EU Market Abuse Regulation – EU MAR)中,该条例于2016年7月3日生效。该条例的立法形式意味着其对所有成员国具有约束力。即使在英国,这一条例也由2020年12月31日通过的《2018年退出欧盟法案》[European Union (Withdrawal) Act 2018]^[11]纳入英国法律。2019年《脱欧市场滥用条例》对《欧盟市场滥用条例》作出修改,以确保条例在英国有效运作。^[12]

在《欧盟市场滥用条例》序言部分第50项中将法庭外债务重组作为可以延迟披露的情形作出了特别说明。其认为,正在进行的谈判或相关事宜的结果或正常进程可能会受到公开披露的影响。特别是,如果发行人的财务生存能力面临严重和迫在眉睫的危险,即使并不在其准据适用的破产法范围内,但由于公开披露信息将严重损害现有和潜在股东的利益,并破坏旨在确保发行人长期财务复苏的具体谈判的达成,信息的公开披露可以被延迟一段有限的时间。

《欧盟市场滥用条例》第17(1)条规定,发行人和排放配额市场参与者(Emission Allowance Market Participants – EAMPs)应尽快向公众通报与他们直接相关的内部信息。第17(4)条规定发行人和排放配额市场参与者可延迟向公众披露内部信息,前提是以下三个条件必须同

[10] See Richard J. Corbi, *Nondisclosure of Planned Corporate Bankruptcy Does Not Violate Federal Securities Law*, *American Bankruptcy Institute Journal*, 28.6 (2009), p. 32 – 33,73.

[11] See Craig, Paul, *Constitutional Principle, the Rule of Law and Political Reality: The European Union (Withdrawal) Act 2018*, *Modern Law Review* 82.2 (2019), p. 319 – 350.

[12] See FCA, *Market Abuse Regulation*, https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation?__cf_chl_captcha_tk__=O6P7jEsjeVja.FYZ3vpXefKgS_P_Vpp55Y32flBjcDI-1641437407-0-gaNycGzNGVE, 2022年1月5日访问。《欧盟市场滥用条例》的欧盟实施措施也由《2018年退出欧盟法案》纳入英国法律,并通过FCA2019/45规定进行了修订。FCA 2019/23和FCA 2019/26分别对《市场行为资料手册》(Market Conduct Sourcebook)和《披露指南和透明度规则资料手册》(Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook)进行了修改。

时得到满足:一是立即披露可能会损害发行人或其他发行许可市场参与者的合法权益;二是延迟披露不可能误导公众;三是发行人或排放配额市场参与者能够确保该信息的保密性。

这三个条件中的第一个条件所提及的“合法权益”指被欧洲证券市场管理局明确确定包含通过法庭外债务重组方式达成谈判的权益。《欧盟市场滥用条例》第17(11)条要求欧洲证券市场管理局(ESMA)向发布相关指南,对延迟披露内幕信息的合法利益以及延迟披露可能误导公众的情况作出指引。^[13] 欧洲证券市场管理局在其指引中明确,可能构成“合法权益”的一种情况是,发行人的财务生存能力处于严重和紧迫的危险之中,尽管尚未被纳入破产法规范的范围,但立即公开披露内幕信息将严重损害现有和潜在股东的利益,危及旨在确保发行人财务复苏的谈判的结束。

《欧盟市场滥用条例》第17(4)条提到的另外两个条件是对延迟披露的限制。也就是说并非任何情况下,债务重组均可以获得延迟披露的权利。发行人必须保证延迟披露不会对公众造成误导,以及这一内部信息能够被严格保密。这里需要进一步解释的是何种情况下不会对公众造成误导。基于条例的授权,欧洲证券市场管理局在其指南中对于延迟披露“可能误导公众”的情形提供了示例。有三种情况:一是发行人拟延迟披露的内幕信息与发行人先前就内幕信息所指事项发布的公告存在实质差异。二是发行人打算延迟披露的内幕信息表明发行人此前公开宣布的财务目标不大可能达成。三是发行人打算延迟披露的内幕信息与市场预期相反,这些市场预期基于发行人之前曾向市场释放的信息形成,如通过采访、路演或其他发行人组织或经其批准的交流。也就是说,判断延迟披露是否会误导公众的重点是看延迟披露的信息是否与市场预期相一致,这种市场预期的形成与发行人此前向市场发布的信号紧密相关。这里的市场预期可以考虑金融分析师的评论等情况。例如,发行人此前已经向市场披露了自己的财务危机,此时延

[13] See *European Securities and Markets Authority, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf.

迟披露债务重组信息并不会给市场造成误导。但如果发行人此前释放的信息是财务状况良好,那此时延迟披露其进行债务重组的事实就会误导公众。

三、我国的规则设计

上市公司预重整证券市场信息披露规则构建,需要考虑对证券市场信息公开与上市公司企业拯救两者之间的平衡。证券市场信息公开从终极意义上讲是对投资者公平交易权利的维护。证券产品的价格判断高度依赖于信息,确保证券市场信息获取的公平性,使所有的投资者得以在同样的信息基础上开展证券交易,对于证券市场发展至关重要。与此同时,通过债务重组拯救陷入财务困境的上市公司,可以保全上市公司的营运价值,使较大范围内的利益相关者因此获益。这些利益相关者包括债权人、雇员以及持有上市公司在证券市场上发行与交易的全部证券的持有人,甚至在这些证券存在衍生金融产品时,也涉及其衍生金融产品投资人的利益保护。

目前我国上市规则所界定的预重整信息披露规则是“参照破产事项”作出信息披露。这种参照实施具体可以包括以下内容。

(一) 根据是否存在司法介入区别对待不同情形的预重整

“预重整”与其类似事项的实质是上市公司为摆脱债务困境所进行的债务重组。由于各地对“预重整”范围界定存在差异,“预重整”界定无法直接以各地方司法、行政文件作为参引。同时,如果仅以法院启动的“预重整”作为考虑信息披露义务的时点,又有可能遗漏在自律规则下进行的债务重组或者完全合同式的债务重组。

预重整在其实施过程中,往往由正式破产程序之前的重组谈判部分以及进入正式破产程序的两部分构成。从我国实践来看,进入正式破产程序前的谈判环节包括三种可能:一是完全合同谈判的债务重组。二是有部分行业自治规则介入的债务重组,例如通过金融机构债权人委员会的债务重组,由于金融机构债委会依据《中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》(银监办便函

[2016]1196号)以及之后中国银保监会、发展改革委、中国人民银行、中国证监会制定的《金融机构债权人委员会工作规程》进行,这些规则中规定有债权人多数决原则,能够较好地提升谈判效率。^[14] 三是由司法文件所规定的预重整,司法文件规定的预重整又可以分为可明确开始时点的预重整与无法明确开始时点的预重整。可明确开始时点的预重整主要是在法院有明确起始时点,包括在法院进行预登记、在法院以“破申”字号立案等。

对于上述三种情况的预重整,尽管均应纳入信息披露规范范围,但在具体的信息披露要求中应有所区别。对于完全合同式的预重整以及金融机构债委会预重整,应允许其在符合条件的情况下暂时延迟披露。对于能够明确进入地方司法文件所称“预重整”程序的债务重组谈判,则应在其在法院预登记或预重整立案之日起产生信息披露义务。

(二) 设置债务重组信息的延迟披露规则

基于上市公司债务重组与预重整前期的实践考量,信息披露规则应当许可发行人在一定期间内延迟披露其债务重组谈判事项。但这一延迟披露应当满足两个条件:一是延迟披露不会给市场造成误导。也就是在债务重组进行的当时,对发行人财务状况的市场预期与发行人的真实状况不存在较大差别,依据发行人此前公布的信息,市场主体并不会因发行人暂时未公开债务重组信息而受到损害。反之,如果市场预期认为发行人不存在财务问题,那么此时发行人应当披露其处于财务困境的事实。二是债务重组信息被严格保密。此时债务重组信息的知情人,包括公司内部人、被纳入债务重组谈判的债权人以及有可能存在的重整融资方、发行人资产收购方等利益主体均属于内幕信息知情人。他们有条件接触和获得实质性的非公开信息,因此,在债务重组内幕信息公开前,上述知情人对其所知悉的信息负有保密义务,不得据此买卖股票,也不得泄露此信息或者建议他人买卖股票。

[14] 债委会重大事项的确定,原则上应当同时符合以下条件:一是经占金融债权总金额的2/3以上比例债委会成员同意;二是经全体债委会成员过半数同意。

四、结语

预重整的信息披露问题有其自身的复杂性,并非简单“参照”破产事项所能完成。预重整信息披露规则的构建应考虑预重整与依据破产法进行的正式重整之间的差异。信息披露的范围应既包括国内被称为“预重整”的相关程序,也涉及其他法庭外债务重组行为。同时,信息披露规则应明确规定可以延迟披露的情形,以实现证券市场信息公开与上市公司企业拯救二者之间的价值均衡。

(编辑:姜沅伯)