

千呼万唤始出来——《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》落地

作者：蓝洁 迟卫丽

关于《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（简称“战投办法”）的修订，市场听见楼梯响动已经很久了。现行有效的战投办法颁布于2005年并于2015年被修正，在过去近十年间，有关部门曾于2018年和2020年两次颁布战投办法的修订草案并向社会征求意见，但是正式修订始终没有落地。关于前次的修订草案，读者可参见我们当时撰写的评论文章[《海问·观察 | 降低投资门槛，拓宽投资渠道——《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》修订草案简评》](#)。在上周五也就是2024年11月1日，正式修订稿终于千呼万唤始出来，新战投办法将自2024年12月2日起施行。

2020年的修订草案，可以说是改动幅度较大的一稿，其中提出的不少措施，包括降低外国投资者资产要求，降低持股比例门槛，缩短锁定期，以及允许跨境换股等，都令市场十分期待。而通览本次正式落地的新战投办法，可以看到市场的期待均得到满足，甚至还有更进一步的改革。结合九月底以来的一系列的刺激经济政策和证监会鼓励上市公司并购重组的政策导向，可以期待新战投办法的落地将助力于更大力度吸引外资，为资本市场注入新的活力。

新战投办法中落实2020年修订草案之修改建议的部分，我们在此不再赘述，为方便读者，仅对新战投办法之下外国投资者对上市公司进行战略投资的基本监管框架梳理如下（以粗体方式突出新战投办法在现行规则基础上的核心修改）：

谁能投	• 外国投资者类型：自然人（新增）、企业或其他组织 • 资产要求： ◦ 除非成为控股股东，否则实有资产总额不低于5000万美元或管理的实有资产总额不低于3亿美元即可；（新增） ◦ 如果成为控股股东，则实有资产总额不低于1亿美元或管理的实有资产总额不低于5亿美元
怎么投	• 认购上市公司定向增发，包括作为上市公司董事会提前确定的对象参与认购，以及作为通过竞价方式确定的发行对象参与认购（新增） • 协议转让 • 要约收购（新增，但实践中已有不少案例）
投多少	• 协议转让和要约收购：不低于5% • 定向增发：无 （原统一要求不低于10%）
锁定期	• 原则上12个月，证券监管规则有更长期限要求的，从其规定（原为三年）
支付手段	• 允许跨境换股；其中，以协议转让方式投资的，境外公司需为上市公司；对于以定向增发和要约收购方式投资的，境外公司可以为非上市公司（新增）
证券账户监管	• 按照证券登记结算机构有关规定开立“战略投资”的证券账户 • 该账户除了在限售期届满后可以卖出（自然人死亡/法人终止、司法扣划等特定情形之下在限售期内也可以卖出）、在继续进行战略投资的情形下可以买入之外，不得进行任何买卖
关于外国投资者 资质、外商投资 准入限制和国家 安全的监管	• 事前：如果涉及国家安全审查，需在投资前完成 • 事中：外国投资者和/或上市公司聘请中介机构，对是否涉及外资准入限制、影响国家安全、外国投资者是否符合资质条件要求进行尽职调查并出具报告；上市公司和中介机构可要求外国投资者对相关情形出具公开承诺，若有违反，所持股份不得转让、不参与分红和表决 • 事后：外国投资者或上市公司向商务部门报送投资信息，商务部门对此实施监督

关于本次修改落实的允许跨境换股这一亮点，我们在这里略展开探讨一下。跨境换股的本质，是境内的上市公司，或者转让境内上市公司老股的股东，获得了境外公司的股权，这一行为构成境内上市公司或者老股东的境外投资，也即业内俗称的ODI。对此，新战投办法第七条明确规定，跨境换股应当“符合国家对外投资管理有关规定，完成相关手续”。这里，“完成”境外投资相关审批程序的时间点值得关注，笔者理解需要在外国投资者投资获得境内上市公司A股之前就需要获得，因为是否完成了相关审批程序，不仅需要中介机构在尽职调查报告中出具明确意见的要点（第八条），也需要在上市公司相关的权益变动报告书中进行披露（第十六条），同时还是外国投资者得以开立证券账户进行相关A股的登记结算的前提条件（第十七条）。我们结合战略投资的三个路径来仔细推演一下跨境换股可能如何推进：

1. 定向增发：以跨境换股的方式认购上市公司定向增发的股份，外国投资者只能作为上市公司董事会提前确定的对象参与认购。此时的交易实际上构成上市公司发行股份购买资产，上市公司需要先行获得ODI的相关审批，才可以向外国投资者发行股份。现实中，上市公司预计可以在发股买资产的相关协议签署、重组预案或重组草案（适用仅召开一次董事会的情况）披露之后启动办理ODI的相关程序，并在交割之前完成ODI相关程序，以实现整个交易的顺利交割；

2. 要约收购：我国的《上市公司收购管理办法》允许收购人采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券的发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告，并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作；收购人以未在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，必须同时提供现金方式供被收购公司的股东选择，并详细披露相关证券的保管、送达被收购公司股东的方式和程序安排。这些原则规定与新战投办法中允许以上市和非上市公司的股份作为支付手段获得A股上市公司股份的规定一致。但是，在A股的要约收购实践中，由于以证券作为支付方式所引发的审计、估值、尽职调查等要求，以及收购人需要将用于支付的全部证券交由证券登记结算机构保管的操作规定，以证券来进行要约收购的案例十分罕见，我们预期在新规生效之后，也不会成为外国投资者以要约方式战略投资的主流方式；

3. 协议收购：这里需要注意，以股份支付的方式进行协议收购A股，境外公司应当为上市公司。此时，应该获得ODI审批的是协议出售A股的老股东。老股东应当先获得ODI的审批，然后才可进行相关A股的登记过户。需要注意的是，老股东购买境外上市公司的股份，可能还会触发境外资本市场的披露要求，需要老股东、外国投资者和境内A股公司统筹安排。

此外，相对于2020年的修订草案，新战投办法还有几个细节值得寻味：

一是进一步强化了中介机构在战略投资中的看门人作用。随着《外商投资法》的颁布和我国在外商投资领域全面进入负面清单管理模式，商务部门已经全面退出对于外商投资的事前管理，而是转为事中和事后的监管和服务。由于商务主管部门的职能转变，外国投资者进行战略投资的合规性更有赖于投资者和上市公司的自律管理及充分的信息披露。对此，新战投办法明确了在外国投资者的战略投资项目中，需要聘请财务顾问、保荐机构或者律师事务所等中介机构担任顾问；中介机构需要对于外资准入限制、国家安全、外国投资者是否符合资质条件等事项进行尽职调查、出具报告、逐项发表专业意见并予以披露。新战投办法还赋予中介机构和上市公司要求外国投资者出具公开承诺的权利，如果外国投资者在这些核心领域出现虚假陈述和违法行为，其所持股份的分红、表决等核心权利将丧失。值得一提的是，新战投办法规定，在中介机构出具的报告中，应该对于外国投资者及其一致行动人持有上市公司的股份的情形进行全面梳理，包括通过QFII、RQFII、互联互通甚至持有上市前的股份

等情形所获得的股份，而不仅仅限于在本次交易中获得的股份。

二是关于外国投资者参与上市公司定向增发的渠道。在我国，上市公司定向增发，根据发行对象的确定方式，可以分为两种：向董事会提前确定的对象发行，以及通过竞价的方式发行。二者的发行价格均可以在定价基准日的市场价格的基础上最多有八折优惠。二者的不同之处在于，一是前者的定价基准日可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日之一，后者则只能为发行期首日；由于前者可以提前锁定发行价格，因此也俗称“锁价发行”；二是前者的锁定期为十八个月，而后者的锁定期为六个月。本次修订之前，包括2020年的修订草案，都没有提及外国投资者通过竞价方式参与定增来实现对A股公司的战略投资，外国投资者多作为董事会提前确定的发行对象来参与。随着上市公司定增规则的变化，通过这一方式参与定增，还需要满足其他一些条件，即，需要是证监会规则下A股上市公司的“战略投资者”。注意此“战略投资者”非本文所述的外国战略投资者，而是针对A股公司而言，具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源，谋求双方协调互补的长期共同战略利益的投资者。仅仅满足战投办法下的外国投资者资格条件，不一定构成证监会定增语境下的“战略投资者”。因此，实践中，产业投资人的外国投资者往往有机会论证其符合证监会定增语境下的“战略投资者”要求，而财务投资人的外国投资者通过定增方式进行战略投资往往受到掣肘，有时则选择绕道通过QFII参与竞价发行的方式获得股份。新规之后，我们预期外国投资者将结合锁定期、与上市公司的战略协同、操作便利、未来交易路径等多种因素，选择参与定增的路径。

综上，四年的等待终有回响，新战投办法可以说是相当全面地回应了市场的期待，外国投资者投资A股的路径得以进一步拓宽；同时，在赋予外国投资者准入前国民待遇的外商投资新时代，新战投办法也进一步落实了关于产业政策、国家安全等核心问题的事中、事后监管，压实中介机构和市场参与者的责任，强化信息披露和自律监管。我们期待办法的落实将进一步推进高质量的对外开放，提升资本市场的健康和活力。

2024-11-04