

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

作者：蓝洁 任建南 张高翊

2020年6月18日，商务部会同国资委、税务总局、市场监管总局、证监会、外汇局等5部门对《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（以下简称“《战投办法》”）的最新修订草案（以下简称“本次修订草案”）公开向社会征求意见。此前，商务部就曾于2018年7月31日发布过一次针对《战投办法》的修订草案（以下简称“2018年修订草案”），但是2018年修订草案最终未正式生效。连续两次颁布修订草案，而且本次修订草案修改力度大大高于2018年修订草案，显示出主管部门对于外国投资者战略投资A股上市公司（以下简称“战略投资”）制度改革的决心。本次修订草案对《战投办法》进行了全面的修订，基于我国经济持续快速发展、改革开放进一步深化的实践，有针对性地回应了《战投办法》在实践中遇到的投资门槛较高、投资方式较少以及管理体制与现行改革不衔接等问题。

目前，外国投资者投资A股上市公司，分享国内资本市场发展红利的渠道主要包括：（1）战略投资，（2）合格境外机构投资者（以下简称“QFII”）、人民币合格境外机构投资者（以下简称“RQFII”），（3）沪港通、深港通、沪伦通等互联互通机制。这三个渠道各有侧重，一般认为，与QFII和沪港通、深港通的短期交易性质的持股不同，战略投资是外国投资者对于A股上市公司的较长时期的、战略性的投资。因此，法规对于战略投资从投资者资质、投资模式、持股期限等方面都作出了要求。本次修订草案是对执行了15年的战略投资制度的一个相对全面的修订，从多个方面赋予了外国投资者投资A股上市公司更多灵活性。

本次修订草案的主要内容

一、明确《战投办法》的适用范围

从投资方式角度，本次修订草案明确了战略投资可以采用要约收购的方式进行，这是对实践中出现的多个外国投资者要约收购上市公司的交易模式的认可。根据本次修订草案，战略投资可以采用的方式包括：（1）协议转让；（2）定向增发；（3）要约收购；（4）其他。

与之相对应，本次修订草案还排除了其对外国投资者通过其他形式投资A股上市公司的适用。本次修订草案第二十六条明确规定了四种不适用于《战投办法》的情形：（1）QFII和RQFII对上市公司投资；（2）外国投资者通过沪港通、深港通、沪伦通等股票市场交易互联互通机制对上市公司投资；（3）外国投资者通过所投资的外商投资股份有限公司首次公开发行股票并上市的方式取得A股股份；以及（4）符合中国证监会有关规定的外国自然人在二级市场买卖上市公司股份或通过股权激励取得上市公司股份。

如果说以上两个修订都只是对现状的一种认可和澄清，本次修订草案在适用范围方面最实质的一个修订是：明确了外国投资者战略投资新三板公司应参照适用《战投办法》。近年来，国家对全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）的建立和发展尤为重视，新三板的成熟和完善对于我国建立符合各类投资需求的多层次证券市场交易体系而言至关重要。2018年6月10日，国务院颁布了《国务院关于积极有效利用外资推动经济高质量发展若干措施的通知》，其中第（十一）条明确了“比照上市公司相关规定，允许外商投资全国中

小企业股份转让系统挂牌公司”。在这一大背景下，本次修订草案第二十七条规定，“外国投资者对全国中小企业股份转让系统挂牌公司实施战略投资，参照本办法办理”。不过，实际操作中如何“参照”适用，是否有灵活处理的空间，还有待观察。笔者认为，如果将新三板挂牌公司全盘等同于上交所、深交所上市公司进行监管，似乎有违建立“多层次”证券市场交易体系的初衷。

二、大幅降低投资门槛

1. 降低资产要求

现行《战投办法》第六条第（二）项规定，外国投资者“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；或其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”。本次修订草案第四条第一款第（二）项规定，“外国投资者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；其中，外国投资者成为上市公司控股股东的，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”。相较于现行《战投办法》下对所有战略投资者统一适用的“实有资产总额1亿美元/管理资产总额5亿美元”资产门槛，本次修订草案对参股型战略投资者和控股型战略投资者的资产门槛进行了区分性规定，控股型战略投资仍沿用此前的资产门槛，但在参股型战略投资方面，资产门槛则有实质降低，为外国投资者在依据自身情况制定战略投资方案时提供了更多选择。

2. 缩短锁定期

锁定期的缩短是市场期待已久的一个变化。根据现行《战投办法》第五条第一款第（三）项，外国投资者通过战略投资取得的上市公司A股股份，在取得该等股份后的三年内不得转让。实践中，长达三年的锁定期要求使相当一部分外国投资者对投资A股上市公司望而却步。2018年修订草案即提出将锁定期缩短为12个月，本次修订草案保留了这一修订。如果落实此项修订，对于外国投资者而言无疑是重大利好。

不过，针对锁定期的变化，有两个细节问题在本次修订草案中没有得到明确：第一是同一控制下的内部转让是否也需受锁定期的限制，第二是新老规定的衔接问题（例如，遵守现行《战投办法》规定并已经锁定了两年的外国投资者，新规生效之后是否可以立即转让股份）。对于战略投资A股的大型境外企业集团而言，这两个细节问题对于他们在中国的投资部署会产生较大影响。我们期待能在最终稿或者相关问答中予以明确。

3. 降低相关持股比例要求

根据现行《战投办法》，外国投资者不论是通过定向增发、协议转让还是要约收购的方式进行战略投资，其首次投资完成后取得的股份比例均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）¹。实践中，该等10%的首次投后持股比例要求给潜在外国投资者带来了较大的资金压力；此外，实践中，在上市公司发行股份购买资产、定向增发等交易里，涉及到外国投资者作为交易对方时，也经常会出现外国投资者无法满足前述比例要求的情形，从而导致这一条在个别项目中的实际执行并不完全一致。

¹ 请见现行《战投办法》第五条第（二）项。

本次修订草案对三种战略投资方式的首次投后持股比例要求进行了不同程度的降低。对于外国投资者通过认购上市公司定向发行新股方式实施的战略投资，直接取消了持股比例要求²；对于以协议转让方式实施的战略投资，其持股比例要求由原来的10%降至5%³；而对于以要约收购方式实施的战略投资，预定收购的上市公司最低股份比例也从原来的10%降至5%⁴，而5%实际上是所有协议收购和要约收购都需要遵守的比例要求。这意味着，外国战略投资者和采取同样投资方式的国内的长期投资者实际站在了同一起跑线上。这无疑为外国投资者在选择战略投资方式时提供了更大的选择空间。

4. 允许外国自然人投资上市公司

根据现行《战投办法》第六条第一款第（一）项，外国投资者应为“依法设立、经营的外国法人或其他组织”，不包括外国自然人。本次修订草案的第一条明确了进行战略投资的外国投资者包括符合条件的外国自然人。不过，外国自然人作为外国投资者也需要满足与法人或其他组织同样的资产要求，这使得笔者对这一修订的实际意义也略有怀疑：毕竟，通过个人账户持有资产总额5000万美元或者管理的资产总额不低于3亿美元的自然人应该为数不多。而且，除在境内工作的外国人和参与股权激励的外国员工已可以依法开户并持有A股上市公司股票之外，外国自然人还可以通过QFII、RQFII、交易所互联互通机制等渠道投资A股上市公司，这些渠道在投资方式、比例和锁定期方面都更加灵活，战略投资渠道对他们的实际利用价值也有待观察。

三、允许跨境换股

现行《战投办法》并未对跨境换股进行相关规定，而由于《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“10号令”）⁵的规定，跨境换股长期以来处于准“禁区”之中，需要获得商务部的批准（该批准在事实上很难获得）。我们理解，这是因为跨境换股涉及境内居民的对外投资以及由此引发的外汇监管、境内境外公司的价值匹配等问题。对跨境换股的准“禁止”，很大程度上影响了外国投资者投资A股上市公司的手段。现实中，越是大型的投资并购类交易，其对价越可能使用股份或者股份与现金的结合、而不是以纯现金方式进行。

本次修订草案第五条明确了可以跨境换股形式进行战略投资，其中：（1）对于采取协议转让方式的跨境换股战略投资，作为支付对价的境外公司需满足公司合法设立、近三年未受到重大处罚、股份可依法转让或股份系合法增发等一般性条件，此外境外公司还应为上市公司；（2）对于以上市公司定向发行新股或要约收购方式实施战略投资的，除应满足一般

² 请见本次修订草案第十条。

³ 请见本次修订草案第十一条。

⁴ 请见本次修订草案第十二条。

⁵ 10号令第二十九条：外国投资者以股权并购境内公司所涉及的境内外公司的股权，应符合以下条件：

- （一）股东合法持有并依法可以转让；
- （二）无所有权争议且没有设定质押及任何其他权利限制；
- （三）境外公司的股权应在境外公开合法证券交易市场（柜台交易市场除外）挂牌交易；
- （四）境外公司的股权最近1年交易价格稳定。

前款第（三）、（四）项不适用于本章第三节所规定的特殊目的公司。

条件外，作为支付对价的境外公司股份不必来自于境外上市公司。⁶

笔者认为这可称为本次修订草案中的最大亮点，倘若正式生效，则极大丰富了外国投资者投资A股公司，以及境内公司和股东对外投资的手段和渠道。这对于深化境外投资改革、推进人民币国际化进程都将产生重要影响。

四、深化“放管服”改革

1. 与外商投资信息报告制度衔接

2020年1月1日生效的《外商投资法》以及与之配套的《外商投资法实施条例》和《外商投资信息报告办法》，确立了外商投资信息报告制度，商务主管部门的职能已发生较大转变。

在上述背景下，现行《战投办法》下关于战略投资完成后须向商务主管部门进行备案的一系列规定⁷不宜再继续适用。因此，为了与上述生效的法规相衔接、完善外商投资信息报送制度，本次修订草案将外商投资信息报告作为实施战略投资的程序性要求，明确商务主管部门的监督检查职责，并明确商务主管部门将针对未按规定报送投资信息的外国投资者及上市公司依法予以处罚⁸。

2. 严格自律管理、强化信息披露

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将更有赖于投资者的自律管理及充分的信息披露。针对该等需求，在自律管理方面，根据本次修订草案第六条及第二十五条，外国投资者进行战略投资，应当聘请相关中介机构对战略投资是否符合本次修订草案中所列的战略投资条件进行尽职调查并发表意见；对于不尽责的中介机构，证监会将根据《证券法》的有关规定予以处罚。在强化信息披露方面，本次修订草案第十三条规定外国投资者、上市公司应在权益变动报告书、要约收购报告书、上市公司收购报告书等相关文件中就战略投资是否符合《战投办法》规定进行信息披露。

⁶ 本次修订草案第五条：外国投资者以其持有的境外公司股权，或外国投资者以其增发的股份作为支付手段对上市公司实施战略投资的，还应符合以下条件：

（一）境外公司合法设立并且注册地具有完善的公司法律制度，且境外公司及其管理层最近3年未受到境内外监管机构重大处罚；战略投资通过协议转让方式实施的，境外公司应为上市公司；

（二）外国投资者合法持有境外公司股份并依法可转让，或外国投资者合法增发股份；

（三）符合《境外投资管理办法》的规定，完成相关手续；

（四）符合《证券法》《公司法》及国务院、中国证监会的相关规定。

⁷ 外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法（修订）（商务部令2017年第2号）第七条：“外国投资者战略投资非外商投资的上市公司，属于本办法规定的备案范围的，应于证券登记结算机构证券登记前或登记后30日内办理备案手续，填报《设立申报表》。”

《商务部关于外商投资企业设立及变更备案管理有关事项的公告》（商务部公告2017年第37号）第三条：“《备案办法》所称“战略投资”指《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（商务部、证监会、税务总局、工商总局、外汇局令2005年第28号）规定的外国投资者对上市公司战略投资。”

⁸ 请见本次修订草案第十条、第十一条、第十二条、第十六条以及第二十四条。

本部分项下的修订均系本次修订草案的全新内容，未曾在2018年修订草案中出现，这也是战略投资制度在《外商投资法》及其配套法规生效的大背景下与外商投资信息报告制度相衔接的必然举措，反映了弱事前监管、加强信息披露、落实相关市场主体责任的“放管服”市场化改革思路。

五、其他

此外，本次修订草案还与国家国有资产管理、税收、公司登记、外汇管理、反垄断审查、国家安全审查、境外投资管理和金融机构管理等制度相衔接，明确外国投资者战略投资应符合相关要求，为后续的配套改革预留了空间（详见本次修订草案第五条、第八条、第九条、第十八条、第十九条、第二十条、第二十一条、第二十二条）。

结语

本次修订草案在明确《战投办法》适用范围、拓宽投资渠道、降低投资门槛等诸多方面，延续了2018年修订草案中的提议，反映了我国外商投资法律制度改革最新成果，顺应了现阶段外商投资A股市场的最新实践，标志着主管部门坚定不移地鼓励和支持外商投资A股证券市场的态度与决心。如本次修改草案能顺利通过与实施，将为我国A股上市公司吸纳优质外国投资者提供巨大便利，从而进一步推动我国资本市场向更高层次开放与发展。我们对此充满期待。