



资本市场法律

外资投资 A 股上市公司：备案制带来的新变革（附最新案例解读）

智斌 | 梁宏俊

通常而言，外国投资者投资 A 股上市公司主要通过外国投资者以现金认购或收购 A 股上市公司的股份以及 A 股上市公司向外国投资者发行股份购买外商投资企业的股权等方式进行，自 2006 年《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，以下简称“《战投管理办法》”）生效以来，囿于《战投管理办法》对外国投资者的主体类型、资产规模、投资上市公司持股比例、锁定期等方面的严格要求，使得外国投资者参与 A 股上市公司并购重组交易时往往需要采用各式各样的交易结构设计以避免被要求适用《战投管理办法》的各项要求，一定程度上增加了交易成本及交易的复杂性。

2016 年 9 月 3 日，中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十二次会议通过《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国外资企业法〉等四部法律的决定》，自 2016 年 10 月 1 日起在全国范围内对外商投资实施准入前国民待遇加负面清单管理的新模式。随着我国外商投资管理体制走进备案制管理的 1.0 时代，笔者注意到外国投资者投资 A 股上市公司的法律适用和监管实践方面与过去审批制管理时代相比发生了较大的变化和突破，为外国投资者投资 A 股上市公司的方案设计提供了全新的思路。

一、备案制 1.0 时代：外国投资者投资 A 股上市公司适用法规的新变化

1. 现行外商投资管理制度主要法规概述

2016 年 9 月 3 日，中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十二次会议通过《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国外资企业法〉等四部法律的决定》，将不涉及国家规定实施准入特别管理措施的外商投资企业设立及变更，由审批改为备案管理。其后，商务部及相关部委相继发布了一些配套完善外商投资备案制管理的配套规定，与根据《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国外资企业法〉等四部法律的决定》修改的《中华人民共和国外资企业法》《中华人民共和国中外合资经营法》《中华人民共和国中外合作经营法》《中华人民共和国台湾同胞投资保护法》等四部法律、《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令 2009 年第 6 号，以下简称“《外资并购规定》”）、《战投管理办法》及《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》共同组成了备案制 1.0 时代下的现行外商投资管理制度体系的主要框架：

法规名称	发布机关	发布时间	实施时间
《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国外资企业法〉等四部法律的决定》	全国人民代表大会常务委员会	2016年9月3日	2016年10月1日
《中华人民共和国外资企业法（2016修正）》	全国人民代表大会常务委员会	2016年9月3日	2016年10月1日
《中华人民共和国中外合资经营企业法（2016修正）》	全国人民代表大会常务委员会	2016年9月3日	2016年10月1日
《中华人民共和国中外合作经营企业法（2016修正）》	全国人民代表大会常务委员会	2016年9月3日	2016年10月1日
《中华人民共和国台湾同胞投资保护法（2016修正）》	全国人民代表大会常务委员会	2016年9月3日	2016年10月1日
《国家发展和改革委员会、商务部公告2016年第22号》（关于将不涉及国家规定实施准入特别管理措施的外商投资企业设立及变更，由审批改为备案管理的公告）	国家发展和改革委员会、商务部	2016年10月8日	2016年10月8日
《外商投资产业指导目录（2017年修订）》	国家发展和改革委员会、商务部	2017年6月28日	2017年7月28日
《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》	商务部	2016年10月8日	2016年10月8日
《关于外国投资者并购境内企业的规定（2009修订）》	商务部，国务院国有资产监督管理委员会，国家税务总局，国家工商行政管理总局，中国证券监督管理委员会，国家外汇管理局	2009年6月22日	2009年6月22日
《外国投资者对上市公司战略投资管理办法（2015修订）》	商务部，中国证券监督管理委员会，国家税务总局，国家工商行政管理总局，国家外汇管理局	2015年10月28日	2015年10月28日

《外商投资准入管理指引手册 (2008年版)》	商务部外资司	2008年12月18日	2008年12月18日
----------------------------	--------	-------------	-------------

2. 外国投资者投资 A 股上市公司之法规适用分析

根据商务部于 2016 年 10 月 8 日发布的《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》(商务部令 2016 年第 3 号, 以下简称“《**外资备案管理办法**》”) 的第二条规定, “外商投资企业的设立及变更, 不涉及国家规定实施准入特别管理措施的, 适用本办法。” 因而, 判断外国投资者投资 A 股上市公司是否属于备案管理的范围, 首先需要厘清国家规定实施准入特别管理措施的范围。

关于国家规定实施准入特别管理措施的范围, 国家发改委和商务部于 2016 年 10 月 8 日发布的第 22 号公告规定, “经国务院批准, 外商投资准入特别管理措施范围按《外商投资产业指导目录(2015 年修订)》¹中限制类和禁止类, 以及鼓励类中有股权要求、高管要求的有关规定执行。涉及外资并购设立企业及变更的, 按现行有关规定执行。” 商务部条约法律司负责人于 2016 年 10 月 8 日就《外资备案管理办法》进行解读时进一步明确, “就外商投资准入特别管理措施范围内的投资, 对于涉及《外商投资产业指导目录(2015 年修订)》限制类和禁止类以及鼓励类中有股权要求、高管要求的领域, 不论金额大小或投资方式(新设、并购) 均将继续实行审批管理; 对于外国投资者并购境内非外商投资企业, 适用《关于外国投资者并购境内企业的规定》(商务部令 2009 年第 6 号), 其中涉及上市公司的, 适用《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)。对于外国投资者投资其他领域或采取其他方式投资的, 一律实行备案管理。需要说明的是, 外国投资者并购境内非外商投资企业完成后, 外商投资企业发生的变更事项, 如不涉及国家规定实施准入特别管理措施的, 也将实行备案管理。”

结合商务部条约法律司负责人对《外资备案管理办法》的解读, 我们理解, 在现行备案制管理体系下, 外国投资者投资 A 股上市公司的法律适用问题可以按照以下三种情形处理:

- 1) 外国投资者对外商投资准入特别管理措施范围内的行业的 A 股上市公司进行投资的(无论该 A 股上市公司是否为外商投资上市公司), 均继续实行审批管理, 根据《战投管理办法》第一条、第二条、第三条的规定, 应当适用《战投管理办法》由商务部审批;
- 2) 外国投资者对非外商投资的 A 股上市公司进行投资的(无论该 A 股上市公司所从事行业是否涉及外商投资准入特别管理措施范围), 属于《外资并购规定》所规范的外国投资者并购境内企业的交易行为, 根据《国家发展和改革委员会、商务部公告 2016 年第 22 号》应按现行有关规定执行, 须适用《战投管理办法》, 应当由商务部审批;
- 3) 所从事行业不涉及外商投资准入特别管理措施范围的外商投资 A 股上市公司引入新的外国投资者或现有股东中外国投资者持股比例发生变化的, 根据《外资备案管理办法》第二条的规定应当实行备案管理, 对于《外资备案管理办法》与《战投管理办法》的适用冲突问题, 根据《外资备案管理办法》第三十五条的规定并依新法优于旧法之原则, 无需适用《战投管理办法》由商务部审批, 直接适用《外资备案管理办法》第六条第四款办理备案手续。

¹ 国家发改委和商务部已于 2017 年 6 月 28 日发布国家发展和改革委员会、商务部令 2017 年第 4 号, 自 2017 年 7 月 28 日起施行, 《外商投资产业指导目录(2015 年修订)》同时废止。

汉坤提示:

- 1) 关于如何界定 A 股上市公司是否属于外商投资企业的问题,可以参考商务部外资司 2008 年 12 月 18 日发布的《外商投资准入管理指引手册》(2008 年版)第五部分第五条“关于并购的审批说明”第(一)项“并购适用对象”的说明,即外商投资企业应界定为:外国投资者及外商投资性公司在我国境内依法设立并取得外商投资企业批准证书和营业执照的企业,不论外资比例是否达到 25%。基于前述说明,并参考《战投管理办法》第二十一条对外商投资 A 股上市公司涉及外商投资企业批准证书管理的规定,我们理解,如果 A 股上市公司的外资股比例不低于 10%或者外资股比例虽低于 10%但第一大股东为外国投资者的,则会被界定为外商投资 A 股上市公司。
- 2) 虽然在商务部条约法律司负责人对《外资备案管理办法》的解读中,已明确要求外国投资者投资涉及外商投资准入特别管理措施范围内的外商投资 A 股上市公司时应实施审批管理,但并没有明确是否系适用《战投管理办法》进行审批,我们理解,从《战投管理办法》第二条来看,审批制管理下《战投管理办法》的适用范围应当是包括外国投资者投资外商投资 A 股上市公司的情形的,参考过往审批制管理下的商务部批准外国投资者对外商投资 A 股上市公司进行投资的案例也可以佐证这一观点。以惠而浦(中国)投资有限公司(境外法人)2014 年收购合肥三洋(股票代码:600983,现股票简称已变更为“惠而浦”)案例为例,合肥三洋系于 2000 年 1 月 7 日经对外贸易经济合作部[2000]外经贸资二函字第 16 号文件批准而由有限公司整体变更为外商投资股份有限公司,截至 2013 年 12 月 31 日,合肥三洋的第二大股东三洋电机株式会社(境外法人)的持股比例为 20.31%,合肥三洋依然系外商投资股份有限公司,但在惠而浦(中国)投资有限公司收购合肥三洋时商务部依然出具了商资批(2014)43 号《关于原则同意惠而浦(中国)投资有限公司对合肥荣事达三洋电器股份有限公司战略投资的批复》:原则同意惠而浦(中国)投资有限公司以协议方式受让三洋电机株式会社和三洋电机(中国)有限公司持有合肥三洋的全部股份,同时以现金认购合肥三洋非公开发行的人民币普通股(A 股)股票。

法条链接:

《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》

第一条 为了规范股权分置改革后外国投资者对 A 股上市公司(以下简称上市公司)进行战略投资,维护证券市场秩序,引进境外先进管理经验、技术和资金,改善上市公司治理结构,保护上市公司和股东的合法权益,按照《关于上市公司股权分置改革的指导意见》的要求,根据国家有关外商投资、上市公司监管的法律法规以及《外国投资者并购境内企业暂行规定》,制定本办法。

第二条 本办法适用于外国投资者(以下简称投资者)对已完成股权分置改革的上市公司和股权分置改革后新上市公司通过具有一定规模的中长期战略性并购投资(以下简称战略投资),取得该公司 A 股股份的行为。

第三条 经商务部批准,投资者可以根据本办法对上市公司进行战略投资。

第二十一条 投资者减持股份使上市公司外资股比低于 25%,上市公司应在 10 日内向商务部备案并办理变更外商投资企业批准证书的相关手续。

投资者减持股份使上市公司外资股比低于 10%，且该投资者非为单一最大股东，上市公司应在 10 日内向审批机关备案并办理注销外商投资企业批准证书的相关手续。

《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》

第二条 外商投资企业的设立及变更，不涉及国家规定实施准入特别管理措施的，适用本办法。

第六条 属于本办法规定的备案范围的外商投资企业，发生以下变更事项的，应由外商投资企业指定的代表或委托的代理人在变更事项发生后 30 日内通过综合管理系统在线填报和提交《外商投资企业变更备案申报表》（以下简称《变更申报表》）及相关文件，办理变更备案手续：

.....

其中，合并、分立、减资等事项依照相关法律法规规定应当公告的，应当在办理变更备案时说明依法办理公告手续情况。

前述变更事项涉及最高权力机构作出决议的，以外商投资企业最高权力机构作出决议的时间为变更事项的发生时间；法律法规对外商投资企业变更事项的生效条件另有要求的，以满足相应要求的时间为变更事项的发生时间。

外商投资的上市公司及在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司，可仅在外国投资者持股比例变化累计超过 5% 以及控股或相对控股地位发生变化时，就投资者基本信息或股份变更事项办理备案手续。

3. 外国投资者投资 A 股上市公司适用外商投资管理程序的判断

根据上述分析，我们可以依照以下逻辑顺序对现行外商投资管理制度下外国投资者投资 A 股上市公司的管理程序问题进行判断：

- 1) 首先，应当判断被投资 A 股上市公司是否为外商投资 A 股上市公司。对于外国投资者投资境内非外商投资 A 股上市公司的，属于《外资并购规定》所适用的外国投资者并购境内企业的交易行为，无论该被投资上市公司是否涉及外商投资准入特别管理措施范围（按有效适用的《外商投资产业指导目录》中有关规定执行），均应当适用《战投管理办法》由商务部实施审批制管理，即应当取得商务部同意该外国投资者对被投资上市公司进行战略投资的批复。
- 2) 其次，要判断被投资 A 股上市公司所从事行业是否涉及外商投资准入特别管理措施。如果是外国投资者投资外商投资 A 股上市公司的，则还需要进一步判断被投资上市公司（涉及收购资产的，还需要将拟收购的标的资产纳入判断范围）所从事行业是否涉及《外商投资产业指导目录》所列明的外商投资准入特别管理措施范围，如属于外商投资准入特别管理措施范围的，则不得实行备案管理，而应当继续按照审批制进行管理，我们理解，应当适用《战投管理办法》取得商务部同意该外国投资者对被投资上市公司进行战略投资的批复。
- 3) 最后，对于确认可以实行备案制管理的，依照《外资备案管理办法》进行备案。如果外国投资者投资的外商投资 A 股上市公司所从事行业并不涉及《外商投资产业指导目录》列明的外商投资准入特别管理措施范围，则确认属于可以实行备案制管理的情形，无需取得商务部同意该外国投资者对被投资上市公司进行战略投资的批复，而应当适用《外资备案管

理办法》第六条的规定，可仅在该上市公司的外国投资者持股比例变化累计超过 5% 以及控股或相对控股地位发生变化时，就投资者基本信息或股份变更事项办理备案手续。

二、实行备案制管理后外国投资者投资 A 股上市公司的最新案例研究

为了进一步研究和印证实行备案制管理后外商投资备案管理制度对外国投资者投资 A 股上市公司法律适用和管理程序的影响，我们选取了 2016 年 10 月 8 日《外资备案管理规定》生效之后四个具有代表性的案例进行分析：

1. 郑煤机（601717）发行股份及支付现金购买亚新科一系列标的公司股权

郑煤机发行股份及支付现金购买亚新科一系列标的公司股权的基本交易信息如下：

上市公司	郑州煤矿机械集团股份有限公司
上市公司性质	郑煤机于2010年8月3日在上海证券交易所实现A股上市，其后于2012年12月5日在香港联合交易所实现H股上市，截至2016年6月30日，郑煤机股份总数为162,112.20万股，其中A股137,788.78万股，H股24,323.42万股，H股占郑煤机股份总数的15.00%，郑煤机为 A+H外商投资股份有限公司 。
交易概述	郑煤机拟向亚新科（中国）投资有限公司发行股份购买亚新科国际铸造（山西）有限公司100%股权和亚新科噪声与振动技术（安徽）有限公司8.07%股权，拟以支付现金的方式向亚新科（中国）投资有限公司及其他交易对象分别购买亚新科噪声与振动技术（安徽）有限公司91.93%股权、仪征亚新科双环活塞环有限公司63%股权、仪征亚新科铸造有限公司70%股权、亚新科凸轮轴（仪征）有限公司63%股权、CACG LTD. I的100%股权。
取得A股股份的外国投资者	亚新科（中国）投资有限公司，其系 外商投资性公司 ，交易完成后将取得郑煤机9,322.0338万股，约占总股本的5.35%（考虑配套融资影响）。
交易进程	2016年12月28日，郑煤机已收到中国证监会核发的《关于核准郑州煤矿机械集团股份有限公司向亚新科（中国）投资有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]3190号）。

根据郑煤机公告的本次交易报告书披露，在该重组项目申报之初，郑煤机及其财务顾问均认为郑煤机应当向商务部申请办理外国投资者对上市公司战略投资审批手续，郑煤机已于 2016 年 8 月 1 日取得河南省商务厅出具的《行政许可受理通知书》，河南省商务厅已于 2016 年 8 月 16 日将《河南省商务厅关于外国投资者对郑州煤矿机械集团股份有限公司战略投资的请示》报送商务部审批，商务部已于 2016 年 9 月 6 日受理本次外国投资者对上市公司战略投资审批事项。

随后《外资备案管理办法》于 2016 年 10 月 8 日生效，郑煤机认为，郑煤机作为 A+H 股上市的外商投资股份有限公司，不再适用《战投管理办法》，不需要取得商务部原则性批复，而应适用《外资备案管理办法》，需在本次交易实施后在国家郑州经济技术开发区商务局履行境外投资者及持股信息变更备案手续，但上述备案不属本次重大资产重组实施的前置审批程序。

根据郑煤机公告的《关于本次重大资产重组相关情况说明的公告》披露，就本次重组是否适用《战投管理办法》问题，郑煤机亦与国家商务部及河南省商务厅进行了沟通，上述主管部门认可本次交易应适用《外资备案管理办法》，商务部已将此前受理的郑煤机关于外国投资者对郑州煤矿机械集团股份有限公司战略投资的请示材料退回，终止审批。

2. 南京医药（600713）2016 年非公开发行股票

南京医药 2016 年非公开发行股票的基本交易信息如下：

上市公司	南京医药股份有限公司
上市公司性质	截至2017年3月31日，南京医药股份总数为897,425,598股，其中第二大股东 Alliance Healthcare Asia Pacific Limited（注册于香港）持有107,691,072股，占南京医药股份总数的12.00%，南京医药为 外商投资股份有限公司 。
交易概述	由包括Alliance Healthcare Asia Pacific Limited在内的8名认购对象以现金方式认购南京医药非公开发行的305,343,511股股份，其中Alliance Healthcare Asia Pacific Limited认购36,641,221股。
取得A股股份的外国投资者	Alliance Healthcare Asia Pacific Limited，其注册于香港， <u>交易完成后将持有南京医药144,332,293股，约占总股本的12.00%。</u>
交易进程	2017年6月20日，南京医药非公开发行A股股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

根据南京医药申请本次非公开发行的反馈意见回复报告披露，南京医药已于 2016 年 9 月 22 日根据《战投管理办法》以及江苏省商务厅的要求将本次非公开发行所涉外国投资者 Alliance Healthcare Asia Pacific Limited 对南京医药进行战略投资事宜的相关申请文件报送至商务部行政事务服务中心，并取得申办事项材料接受单（受理单号：1720160922001）。

但商务部外国投资管理司于 2016 年 10 月 9 日电话通知南京医药，南京医药现为外商投资企业，Alliance Healthcare Asia Pacific Limited 认购南京医药本次非公开发行股票所涉及的外商投资企业变更事项，适用 2016 年 10 月 8 日发布的《外资备案管理办法》，商务部不再出具关于引入境外战略投资者的批准文件，南京医药已收到江苏省商务厅转退回的全套申请文件。

3. 青岛金王（002094）发行股份及支付现金购买杭州悠可 63%股权

青岛金王发行股份及支付现金购买杭州悠可化妆品有限公司 63%股权的基本交易信息如下：

上市公司	青岛金王应用化学股份有限公司
上市公司性质	2001年4月2日，外经贸部以“外经贸资二函[2001]294号”文件，批复同意金海公司（青岛金王前身）以整体变更方式改制为外商投资股份有限公司，截至2016年12月31日，青岛金王股份总数为377,245,234股，其中第二大股东佳和美资产管理有限公司（注册于香港）持有39,065,603股股份，占青岛金王股份总数的10.36%，青岛金王为 外商投资股份有限公司 。

交易概述	青岛金王拟通过发行股份及支付现金相结合的方式向马可孛罗电子商务有限公司、杭州悠飞品牌管理合伙企业（普通合伙）及杭州悠聚品牌管理合伙企业（普通合伙）购买杭州悠可化妆品有限公司63%的股权。
取得A股股份的外国投资者	马可孛罗电子商务有限公司，其注册于香港，交易完成后将取得青岛金王5,388,011股，约占总股本的1.32%（考虑配套融资影响）。
交易进程	2017年4月21日，青岛金王已收到中国证监会核发的《关于核准青岛金王应用化学股份有限公司向杭州悠飞品牌管理合伙企业（普通合伙）等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]555号）。

根据青岛金王公告的本次交易报告书披露，马可孛罗电子商务有限公司拟以其持有的杭州悠可化妆品有限公司股权作为对价认购青岛金王定向发行的股份。鉴于马可孛罗为注册于香港特别行政区的公司，青岛金王就本次交易可能涉及的外国投资者对上市公司进行战略投资的审批事项依次向即墨市商务局、青岛市商务局分别报送了申请文件，青岛市商务局于2017年1月4日印发提交商务部外资司批复的请示文件（青商资字〔2017〕1号），同意将青岛金王申请材料上报，青岛金王已于2017年1月6日将相关申请材料上报至商务部。

2017年1月16日，商务部向青岛市商务局下发《关于青岛金王应用化学股份有限公司引进外国投资者适用管理程序问题的函》（商资产函〔2017〕27号），经核定青岛金王系外商投资上市公司股份有限公司，依据《战投管理办法》、《外资并购规定》的规定，外国投资者收购外商投资企业的股权不属于并购境内企业的范畴，故将申请资料退回，交由青岛市商务局办理²。

4. 飞凯材料（002094）发行股份及支付现金购买和成显示100%股份

飞凯材料发行股份及支付现金购买江苏和成显示科技股份有限公司100%股份的基本交易信息如下：

上市公司	上海飞凯光电材料股份有限公司
上市公司性质	飞凯材料系经上海市商务委员会《市商务委关于同意上海飞凯光电材料有限公司转制为外商投资股份有限公司的批复》（沪商外资批[2010]2762号）批准以整体变更方式设立的外商投资股份有限公司，截至2017年3月31日，飞凯材料股份总数为364,000,000股，其中第一大股东香港飞凯控股有限公司（注册于香港）持有195,822,900股股份，占飞凯材料股份总数的53.80%，飞凯材料为 外商投资股份有限公司 。
交易概述	飞凯材料拟通过发行股份及支付现金的方式购买张家口晶泰克显示科技有限公司、江苏联合化工有限公司、深圳市汉志投资有限公司、陈志成、江苏新材料

² 由于我们无法查阅《关于青岛金王应用化学股份有限公司引进外国投资者适用管理程序问题的函》（商资产函〔2017〕27号）的全文，故无法全面了解商务部认定该案例中管理程序认定问题的完整理由，但基于我们对外国投资者投资A股上市公司法律适用和管理程序问题的分析，我们认为，除了要论证青岛金王系外商投资上市公司从而不属于外资并购境内企业行为外，还应论证本次交易完成后青岛金王经营业务亦不会涉及外商投资准入特别管理措施范围，方可确定排除《战投管理办法》的适用。

	产业创业投资企业（有限合伙）、邱镇强、ZHANG HUI（张辉）等7名交易对方持有的江苏和成显示科技股份有限公司100%股权。
取得A股股份的外国投资者	陈志成、邱镇强系香港籍自然人，ZHANG HUI（张辉）系加拿大籍自然人，陈志成、邱镇强、ZHANG HUI（张辉）该三名境外自然人通过本次交易将分别取得飞凯材料1.02%、0.82%和0.34%的股份（考虑配套融资影响）。
交易进程	2017年7月21日，飞凯材料收到中国证券监督管理委员会核发的《关于核准上海飞凯光电材料股份有限公司向张家口晶泰克显示科技有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2017]1279号）。

根据飞凯材料公告的本次交易报告书披露，飞凯材料与和成显示目前所从事行业均属于《外商投资产业指导目录（2015年修订）》中的鼓励外商投资产业目录，并且不存在股权要求、高管要求，因此根据《国家发展和改革委员会、商务部公告2016年第22号》以及《外资备案管理办法》的规定，飞凯材料作为外商投资股份有限公司的变更事项实行备案管理；同时，和成显示在本次交易完成后将成为飞凯材料全资子公司，即和成显示将变更为内资企业，根据前述规定，和成显示届时需要履行相应的备案手续。

根据飞凯材料公告的本次交易报告书披露，鉴于飞凯材料在本次交易前即为外商投资股份有限公司，结合中国商务部条约法律司负责人对《外资备案管理办法》解读以及独立财务顾问、律师相关人员向中国商务部咨询的意见，本次交易所涉及的陈志成、邱镇强、ZHANG HUI（张辉）三名境外自然人取得飞凯材料1.02%、0.82%和0.34%的股份的行为，不属于外国投资者并购境内非外商投资企业的范畴，不适用《外资并购规定》，亦不适用《战投管理办法》，不需要履行中国商务部关于外国投资者对上市公司进行战略投资的审批程序。

5. 案例点评与启示

从上述四个案例来看，从监管实践层面印证了笔者此前对法律适用问题的分析，亦即在外国投资者以现金方式或资产方式认购A股上市公司股份的交易中，**如果可以同时满足下列条件，则可以排除《战投管理办法》的适用，免于就该次交易取得商务部同意外国投资者对上市公司进行战略投资的批复：**

- 1) 发行股份的上市公司本身属于外商投资股份有限公司；
- 2) 发行股份的上市公司以及本次交易拟注入上市公司的标的企业所从事行业并不涉及《外商投资产业指导目录》列示的外商投资准入特别管理措施的。

可见，在外商投资备案制管理体系下，**对于所在行业不涉及外商投资准入特别管理措施的外商投资A股上市公司而言**，在引入外国战略投资者以及与外国投资者进行并购重组的方案设计方面，会有更多的灵活空间：

- 1) 在上市公司通过非公开发行股票引入外国战略投资者方面，在该上市公司所在行业不涉及外商投资准入特别管理措施的前提下，对上市公司而言，由于无需适用《战投管理办法》，该等外国战略投资者可以不受《战投管理办法》关于主体资格、资产规模、持股比例的限制，扩大了上市公司对外国战略投资者的选择范围；对于外国战略投资者而言，在后续上

市公司再次进行非公开发行时，外国战略投资者可以直接参与上市公司的非公开发行，无需取得商务部批准，有利于外国战略投资者维持其在上市公司的持股比例，避免因上市公司非公开发行融资行为而被稀释。以南京医药 2016 年非公开发行股票为例，南京医药曾于 2014 年 1 月 29 日取得《商务部关于原则同意 ALLIANCE HEALTHCARE ASIA PACIFIC LIMITED 战略投资南京医药股份有限公司的批复》（商资批[2014]74 号），商务部原则同意南京医药股份有限公司向 ALLIANCE HEALTHCARE ASIA PACIFIC LIMITED 非公开发行不超过 107,691,072 股的 A 股普通股，占发行后公司股本总额的 12%，其后 2016 年南京医药非公开发行股票时，ALLIANCE HEALTHCARE ASIA PACIFIC LIMITED 再次以现金参与认购南京医药定向增发的股票，从而得以维持其持有南京医药的股份比例不被稀释，根据公告文件披露，商务部表明就该次交易将不再出具关于引入境外战略投资者的批准文件，南京医药 2016 年非公开发行 A 股股票申请已于 2017 年 6 月 20 日获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

- 2) 在上市公司并购外商投资企业方面，在该上市公司所在行业不涉及外商投资准入特别管理措施的前提下，对上市公司而言，如果可以确保拟收购的外商投资企业从事行业不涉及外商投资准入特别管理措施的，那么即使该上市公司采用发行股份方式向外国投资者支付并购对价也可以免受《战投管理办法》的限制，从而大大丰富了上市公司并购外商投资企业时支付手段的选择。
- 3) 对境外自然人投资者而言，由于《战投管理办法》的适用范围明确不包括境外自然人，因而在过往境外自然人参与认购 A 股上市公司股份的交易中往往存在较大的交易不确定性，甚至于可能出现重组交易已经取得中国证监会核准但因无法取得商务部批复而被迫调整方案中止审查的情况³，外商投资备案制管理体系下则打开了境外自然人投资者投资 A 股上市公司的一条制度性通道。以飞凯材料发行股份及支付现金购买和成显示 100% 股份的案例为例，在飞凯材料该次重组交易可免于适用《战投管理办法》取得商务部批复的情形，陈志成、邱镇强、ZHANG HUI（张辉）该三名境外自然人也得以通过本次重组交易顺利取得飞凯材料的 A 股股票。

三、备案制 2.0 时代制度红利猜想：简评《外商投资企业设立及变更备案管理办法（征求意见稿）》

2017 年 5 月 27 日，商务部在其官方网站公布了《外商投资企业设立及变更备案管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《**外资备案管理办法（意见稿）**》”）并向社会各界征求意见。《外资备案管理办法（意见稿）》与现行《外资备案管理办法》相比，最大的变化就是将外国投资者并购境内非外商投资企业也纳入备案制管理的适用范围。可以预见，待《外资备案管理办法（意见稿）》生效后，外商投资备案制管理体系将走入 2.0 时代，除国家规定实施准入特别管理措施的领域外（按照《外

³ 根据正泰电器（601877）于 2016 年 11 月 20 日披露的一系列公告，正泰电器原发行股份购买资产交易方案中的发行对象包括了钱秀兰、Zhixun Shen、Xindi Wu、HONG, Frederick Wing Wah 等四名境外自然人，该次重组交易已于 2016 年 9 月 8 日经中国证监会上市公司并购重组审核委员会 2016 年第 66 次会议审核通过，后由于本次重大资产重组需履行的商务部门审批事项的具体办理程序因政策调整等原因尚需与主管部门进一步明确，并待明确后方可实施本次重大资产重组，从而决定向中国证监会申请中止审查本次重大资产重组并调整重组方案，原发行对象钱秀兰、Zhixun Shen、Xindi Wu、HONG, Frederick Wing Wah 不再作为本次发行股份购买资产的交易对方。调整方案并申请恢复审查后，该次重组交易获得了中国证监会《关于核准浙江正泰电器股份有限公司向正泰集团股份有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]3031 号）核准。

商投资产业指导目录（2017年修订）》执行），外商投资企业的设立和变更事项（无论是绿地投资方式还是外资并购方式，但外资并购方式中的关联并购除外）均实行备案制管理。

下面笔者将结合《外资备案管理办法（意见稿）》本次修改中涉及外国投资者投资 A 股上市公司相关的主要条款，对备案制 2.0 时代外国投资者投资 A 股上市公司可能发生的重要变化进行猜想：

1. 外国投资者战略投资不涉及国家规定实施准入特别管理措施的非外商投资 A 股上市公司的，采用备案制管理，无需再取得商务部批复

根据《外资备案管理办法（意见稿）》第二条规定，“外商投资企业的设立及变更，不涉及国家规定实施准入特别管理措施的，适用本办法。”

根据《外资备案管理办法（意见稿）》第五条第二款规定，“由于并购、战略投资、吸收合并等方式，非外商投资企业转变为外商投资企业，属于本办法规定的备案范围的，参照本条第一款办理设立备案手续，填报《设立报告表》。其中，外国投资者战略投资非外商投资的上市公司的，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。”

汉坤点评：

《外资备案管理办法（意见稿）》第五条第二款是对外国投资者并购境内非外商投资 A 股上市公司情形下备案操作的规定，对于不涉及国家规定实施准入特别管理措施的非外商投资 A 股上市公司，外国投资者对其进行投资时，在证券登记结算机构证券登记前或登记后 30 日内办理备案手续即可，无需取得商务部批复。

2. 明确外商投资上市公司引入新的外国投资者以及原外国投资者完全退出的备案要求

根据《外资备案管理办法（意见稿）》第七条第一款的规定，“外商投资的上市公司引入新的外国投资者股东，属于备案范围的，应于证券登记结算机构证券登记前或登记后 30 日内办理变更备案。”

根据《外资备案管理办法（意见稿）》第七条第二款的规定，“外商投资的上市公司及在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司，外国投资者持有该公司股份的比例每累计变化 5% 以上，或者控股、相对控股地位发生变化时，应就投资者基本信息或股份变更事项办理备案手续。单个外国投资者出售其所持上市公司全部股份，上市公司应办理变更备案。”

汉坤点评：

《外资备案管理办法（意见稿）》第七条第一款是对外商投资 A 股上市公司引入新的外国投资者情形下备案操作的规定，与第五条第二款外国投资者并购境内非外商投资 A 股上市公司情形下的备案操作规定相同，这表明未来《外资备案管理办法（意见稿）》生效后，是否涉及外商投资准入特别管理措施将作为区分采取备案制管理或审批制管理的主要判断标准，如果未涉及外商投资准入特别管理措施的，无论是外资并购非外商投资企业（关联并购除外）抑或外商投资企业股东变更，均采取备案制管理。此处需要注意，对于外商投资 A 股上市公司引入新的外国投资者的情形，不管新的外国投资者投资比例高低，均应当履行备案手续。

《外资备案管理办法（意见稿）》第七条第二款是对外商投资 A 股上市公司现有股东中的外国投资者股份比例变化（股份比例累计变化 5% 以上或控股、相对控股地位发生变化）时的备案要求，并特别规定单个外国投资者出售其所持 A 股上市公司全部股份（即使股份比例累计变化不足 5%）也需要进行备案。

3. 外国投资者并购非外商投资企业中的关联并购仍须适用审批制管理

根据《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》中“外商投资准入特别管理措施（外商投资准入负面清单）说明”中第四条的解释，“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司并购与其有关联关系的境内公司，涉及外商投资项目和企业设立及变更事项的，按现行规定办理。”

汉坤点评：

根据《外资并购规定》第十一条的规定，“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”外国投资者并购境内非外商投资企业中的关联并购一直是商务主管部门重点监管的对象，自《外资并购规定》实施以来，实践中尚无依据《外资并购规定》第十一条规定报商务部审批的关联并购交易先例。《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》中的这段说明再次表明商务主管部门对关联并购的严厉监管态度，虽然在《外资备案管理办法（意见稿）》生效后，由外国投资者并购境内非外商投资企业一般情况下可以不再适用《外资并购规定》，但如果涉及关联并购的，依然要按照《外资并购规定》由商务部进行审批。

除了上述三点新变化之外，由于备案制管理下的《外资备案管理办法（意见稿）》与此前审批制管理下实施的《外资并购规定》和《战投管理办法》并非完全和谐配套，相关规则存在较多的适用冲突，故未来仍会有一些外国投资者投资境内 A 股上市公司的法律适用及管理程序问题有待商务主管部门进一步厘清，笔者就此抛砖引玉简要分析如下：

1. 《战投管理办法》除审批管理规定以外的其他监管要求是否仍需适用？

《外资备案管理办法（意见稿）》第三十七条规定，“商务部于本办法生效前发布的部门规章及相关文件与本办法不一致的，适用本办法。”

汉坤点评：

在过去审批制管理下，对于外国投资者投资 A 股上市公司的交易行为，明确属于《战投管理办法》的适用范畴，需适用《战投管理办法》予以规制，但在《外资备案管理办法（意见稿）》生效后，在 A 股上市公司所在行业不涉及外商投资准入特别管理措施的情况下，外国投资者投资该 A 股上市公司的交易行为将适用《外资备案管理办法（意见稿）》实施备案制管理，这样外国投资者投资 A 股上市公司的同一个交易行为就会同时涉及《外资备案管理办法（意见稿）》和《战投管理办法》两个规章的适用冲突，虽然从《外资备案管理办法（意见稿）》第三十七条来看，对于《外资备案管理办法（意见稿）》已有明确规定的事项，明确应优先适用《外资备案管理办法（意见稿）》，没有争议，但对于《外资备案管理办法（意见稿）》没有规定而《战投管理办法》有明确规定的事项（比如对外国投资者管理资产规模、持股比例、锁定期等要求），对于外国投资者们又是否还有有效的约束力呢？

虽然从目前已知的备案制管理下外国投资者投资 A 股上市公司可免于适用《战投管理办法》提

交商务部审批的四个案例实践来看，似乎在免于适用《战投管理办法》进行审批的情况下，《战投管理办法》除审批管理规定以外的其他监管要求在实践中似乎也已经没有了约束力，但这样的操作在法规适用的冲突规则方面似乎仍缺乏坚实的依据。当然，也不排除后续商务部有可能对《战投管理办法》进行配套修订，以进一步明确和厘清审批制管理和备案制管理等不同情况下外国投资者投资 A 股上市公司所应遵守的差异化监管要求。

2. 外国投资者以普通的境外公司股权进行跨境换股投资外商投资 A 股上市公司是否仍会存在障碍？

《外资备案管理办法（意见稿）》第八条第一款规定，“外商投资企业或其投资者办理外商投资企业设立或变更备案手续，需通过综合管理系统上传提交以下文件：……（八）涉及外国投资者以境外公司股权作为支付手段，需提供境内企业的《企业境外投资证书》。”

汉坤点评：

囿于《外资并购规定》第四章“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”相关规定的限制，一般理解，外国投资者以境外公司股权并购境内公司（俗称“**跨境换股**”）时通常要求作为支付对价的境外公司股权应当为：(1) 在境外公开合法证券交易市场（柜台交易市场除外）挂牌交易的境外公司股权；或(2) 特殊目的公司（指中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司）股权。对于不属于特殊目的公司且不在境外公开合法证券交易市场（柜台交易市场除外）挂牌交易的境外公司股权，绝大多数情况下无法作为支付对价由外国投资者用以认购境内上市公司股份，这在一定程度上限制了 A 股上市公司在实施海外并购时支付对价手段的运用。

在外商投资备案制管理体系下，外商投资 A 股上市公司向外国投资者发行股份购买资产时理论上可以无需适用《外资并购规定》，这样的话《外资并购规定》关于“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”的相关要求也就无法对外商投资 A 股上市公司产生限制，外国投资者以普通的境外公司股权（指不符合《外资并购规定》第四章对跨境换股监管要求的境外公司股权）与外商投资 A 股上市公司进行跨境换股也就存在理论上的可探讨空间，本次《外资备案管理办法（意见稿）》新增的关于外国投资者以境外公司股权作为支付手段时应提交的备案资料的规定亦容易让人产生这样的联想，但在未来的监管实践中是否可以进行该等跨境换股操作仍有待在《外资备案管理办法（意见稿）》生效后由商务主管部门进一步厘清，我们亦将对此予以持续关注。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤智斌律师（+8610-85255525; bin.zhi@hankunlaw.com）联系。