

再融资新规下战略投资者的认定标准和监管要求

2020年2月14日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）公布了新修订的《上市公司证券发行管理办法》（“《发行办法》”）、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》以及《上市公司非公开发行股票实施细则》（合称“《再融资新规》”）。《再融资新规》放宽了上市公司非公开发行的定价基准日、定价折扣以及锁定期限制等方面的要求。为支持上市公司引进战略投资者，《再融资新规》将战略投资者的锁定期由原来的36个月下调至18个月。此外，对于战略投资者，《再融资新规》规定定价基准日可以是非公开发行股票的董事会决议公告日，且认购协议的签署日可以是召开董事会的当日或者前一日。这意味着，战略投资者可以在认购协议中锁定交易价格（不低于基准日前20个交易日公司股票均价80%）。《再融资新规》出台后，市场反响热烈。但由于《再融资新规》本身并未明确战略投资者的认定标准，因此战略投资者如何认定成为市场非常关心的问题之一。

2020年3月20日，证监会公布了《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》（“《问答》”）¹，对上市公司按照《再融资新规》引入战略投资者的认定标准、引入程序等进行了明确。本文将简要介绍《问答》中对于战略投资者的认定标准和监管要求，并就前述认定标准下基金类投资者是否可以被认定为战略投资者，以及境外战略投资者的认定标准问题进行分析 and 探讨。

《再融资新规》下战略投资者的认定标准和监管要求有哪些？

1. 战略投资者的认定标准

根据《问答》，《再融资新规》下的“战略投资者”的认定标准如下：

- (1) 具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源，与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益；
- (2) 愿意长期持有上市公司较大比例股份，愿意并且有能力认真履行相应职责，委派董事实际参与公司治理，提升上市公司治理水平，帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值；
- (3) 具有良好诚信记录，最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任；
- (4) 此外，战略投资者还应当符合下列情形之一：

¹ 中国证券监督管理委员会，《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》，http://www.cs.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/fxbzcfg/fxbfxjgwd/202003/t20200320_372433.html?from=singlemessage&isappinstate=0

- (a) 能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力。
- (b) 能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升。

从上述内容可以看出，《问答》对战略投资者的要求集中在两个方面：一是强调长期持有和主动参与公司治理的意愿，而非短期投机或被动的财务投资；二是要拥有同行业或相关行业的核心技术或市场、渠道、品牌等战略性资源，从而能给上市公司带来内涵（即产业技术升级）或外延（即市场拓展）方面的能力提升，而不只是提供资金。

事实上，在《再融资新规》和《问答》出台之前，上市公司非公开发行中引入战略投资者的规则和实践一直存在，但规则本身并没有对战略投资者的认定标准进行明确。不过在实践中，交易所也会向上市公司问询“引入战略投资者对公司的战略意义”。从之前案例来看，上市公司的答复通常集中在三个方面：一是解决上市公司资金需求，二是优化公司治理结构，三是产业或业务赋能。其中，解决上市公司资金需求通常被放在首位，对于产业或业务赋能方面的论证比较简单，在有些案例中甚至没有提到。《问答》则强调和突出了对战略投资者在后两个方面的要求。虽然解决上市公司资金需求也是引入战略投资者的应有之义，但《问答》特别强化和明确了对产业或业务赋能方面的要求。预计这一方面将成为未来上市公司论证和监管部门问询的重点。因此，与之前的实践相比，《问答》实际上对战略投资者提出了更高的要求。

2. 严格战略投资者的引入程序

首先，在信息披露方面，《问答》要求董事会议案应当充分披露公司引入战略投资者的目的，商业合理性，募集资金使用安排，战略投资者的基本情况、穿透披露股权或投资者结构、战略合作协议的主要内容等。

其次，《问答》要求保荐机构和发行人律师应当勤勉尽责履行核查义务，并对下列事项发表明确意见：

- (1) 投资者是否符合战略投资者的要求，上市公司利益和中小投资者合法权益是否得到有效保护；
- (2) 上市公司是否存在借战略投资者入股名义损害中小投资者合法权益的情形；
- (3) 上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东是否存在向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺，或者直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿的情形。

最后，在董事会和股东大会决策方面，《问答》也提出了严格的要求，包括：

- (1) 在董事会层面，上市公司董事会应当将引入战略投资者的事项作为单独议案审议，并提交股东大会审议；独立董事、监事会应当对议案是否有利于保护上市公司和中小股东合法权益发表明确意见。
- (2) 在股东大会层面，上市公司股东大会对引入战略投资者议案作出决议，应当就每名战略投资者单独表决，且必须经出席会议的股东所持表决权三分之二以上通过，中小投资者的表决情况应当单独计票并披露。而之前，无论是规则还是实践，均没有要求股东大会就每名战略投资者单独表决。

3. 强化对战略合作可落实性方面的要求

《问答》的一大特点是强调了对战略投资者与上市公司之间战略合作的可落实性方面的要求，主要包括对战略投资协议的要求以及强化事后监督。

根据《问答》，仅仅符合战略投资者的认定标准还不够，战略投资者和上市公司还应签订战略合作协议。实际上，在《再融资新规》出台前的实践中，交易所也会对上市公司与战略投资者之间是否签署战略合作协议或达成相关安排进行问询。但从案例来看，对战略合作协议的要求是相对宽松的。一些案例中双方签署的只是原则性的战略合作框架协议；还有一些案例中双方没有签署单独的战略合作协议，只是在股份认购协议中原则性地提出双方要建立战略合作关系，进行战略合作。而《问答》明显强化了对战略投资协议的要求。不仅明确要求上市公司和战略投资者必须签署战略合作协议，还进一步对战略合作协议的约束力和可执行提出了要求。首先，《问答》要求战略合作协议必须具有法律约束力，因此，意向性的战略合作协议是无法满足要求的。其次，《问答》要求战略合作协议必须是可执行的，要求战略合作协议应当作出切实可行的战略合作安排，并对战略合作协议的具体内容提出了要求，包括：战略投资者具备的优势及其与上市公司的协同效应，双方的合作方式、合作领域、合作目标、合作期限、战略投资者拟认购股份的数量、定价依据、参与上市公司经营管理的安排、持股期限及未来退出安排、未履行相关义务的违约责任等。

《问答》还强调了对战略合作落实情况的事后监督机制，主要包括以下两个方面：

- (1) 跟踪披露义务。即上市公司应当在年报、半年报中披露战略投资者参与战略合作的具体情况及其效果。
- (2) 保荐人的持续督导义务。在持续督导期间，保荐机构应当持续关注战略投资者与上市公司战略合作情况，督促上市公司及战略投资者认真履行战略合作协议的相关义务，切实发挥战略投资者的作用；发现上市公司及战略投资者未履行相关义务的，应当及时向监管机构报告。

这意味着战略投资者并不是通过发行认购阶段的审核就可以高枕无忧，战略合作的具体落实情况会在后续受到保荐人、市场和公众以及监管机构的持续监督。考虑到《问答》对战略投资协议约束力和可执行方面的要求，如果届时战略合作协议的约

定未能落实，不排除会受到监管机构的问询（包括上市公司是否已根据战略合作协议的违约机制，追究相应的违约责任）。这就要求上市公司要慎重地选择战略投资者。在战略投资者选定后，战略投资者和上市公司还要慎重地对待战略合作协议；根据双方的实际情况，认真寻找战略合作的衔接点、领域和项目，仔细起草战略合作协议的条款，以保证未来战略合作的可落实性。

基金类投资者是否可以作为战略投资者？

从《问答》的监管要求可以看出，《问答》对于战略投资者还是设置了相当严格的准入门槛。因此，《问答》一经公布，便在市场上引起了基金类投资者的高度关注。目前，在《再融资新规》生效后公布的上市公司非公开发行预案中，很多案例中的战略投资者均有基金类投资者。《问答》公布后亟待解决的问题是，基金类投资者是否可以被认定为战略投资者？

《问答》中强调，战略投资者应当具备核心技术或者市场、渠道、品牌等战略性资源，能够对上市公司进行产业或业务赋能。而传统上，基金作为一种投资工具，其主要功能是进行资金的募集和投资。因此，对于一般的基金类投资者而言，尤其是证券类投资基金，显然难以满足战略投资者的要求。但是，对于一些产业投资基金或者在行业细分领域深耕多年的股权投资基金而言，由于其投资者往往具有深厚产业背景，或者其已经在行业内进行了广泛的产业布局，积累了同行业或上下游行业大量优质的被投资企业资源，如果基金有能力将其投资者或被投企业的技术、市场、渠道等战略性资源进行整合并导入上市公司，提升上市公司的能力，我们认为这类基金也可以满足对战略投资者在资源能力方面的要求。

从实践来看，《再融资新规》出台后，已有按照上述类似逻辑论证的案例。根据公开案例的检索结果，《再融资新规》出台后，截至目前，已有三家上市公司非公开发行中引入基金类战略投资者受到了交易所的问询，其中已有两家进行了回复。其中一家是大连电瓷集团股份有限公司（“**大连电瓷**”）（股票简称：大连电瓷 股票代码：002606），其引入的基金类战略投资者为杭实股权投资基金管理（杭州）有限公司（“**杭实基金**”）。在3月18日对交易所问询的回复中，大连电瓷论证杭实基金属于战略投资者的核心是，强调杭实基金政府产业基金性质，以及其控股股东杭实集团的背景所带来的战略合作前景。另一家是凯莱英医药集团（天津）股份有限公司（“**凯莱英**”）（股票简称：凯莱英 股票代码：002821），其引入的基金类战略投资者为高瓴资本管理有限公司（“**高瓴资本**”）。在3月20日（即《问答》发布的同一天）对交易所问询的回复中，凯莱英论证高瓴资本属于战略投资者的核心是，强调高瓴资本在医疗健康领域有非常宽广的产业布局，与发行人的业务有着很强的关联性；高瓴资本将积极推动发行人与其投资的生物科技公司建立业务合作关系等。

不过由于上述两个案例的回复时间在《问答》发布之前或与《问答》发布在同一天，而且从回复内容看，也没有完全体现《问答》的全部要求。因此，上述两个案例的回复应

该不是依据《问答》做出的。因此，以上关于基金类战略投资者的论证逻辑是否能被监管机构接受，还有待根据《问答》出台后的相关案例实践进一步考察和验证。

境外战略投资者的认定标准

根据《发行办法》的规定，发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。我国就外国投资者对境内上市公司进行战略投资制定了专门的监管规则，即《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（“《战投管理办法》”）。《战投管理办法》最早于2005年12月31日由商务部、证监会、国家税务总局、国家工商总局和国家外汇管理局联合发布；2015年10月28日，根据商务部令2015年第2号进行了修订，并沿用至今。虽然《战投管理办法》中并没有使用“战略投资者”的说法，但结合中国现有的法律法规体系，我们理解《发行办法》中提到的境外战略投资者，应该是指根据《战投管理办法》对上市公司进行战略投资的外国投资者；《发行办法》中提到的“国家的相关规定”应该是指《战投管理办法》以及相关的外商投资法律法规和产业政策。

根据《战投管理办法》的规定，对上市公司进行战略投资的外国投资者应当符合以下要求：

- (1) 依法设立、经营的外国法人或其他组织，财务稳健、资信良好且具有成熟的管理经验；
- (2) 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；
- (3) 有健全的治理结构和良好的内控制度，经营行为规范；
- (4) 近三年内未受到境内外监管机构的重大处罚（包括其母公司）。

2018年7月30日，商务部发布了《关于修改〈外国投资者对上市公司战略投资管理办法〉的决定（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”）。《征求意见稿》允许外国自然人对上市公司进行战略投资，并且对于外国投资者不成为上市公司控股股东的情况，降低了对外国投资者的资产规模要求，即降低为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，或其实际控制人的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。在外国投资者成为上市公司控股股东的情况下，其条件与现行《战投管理办法》一致。但截至目前，《征求意见稿》尚未正式生效。

从上述规定可以看出，《战投管理办法》对于境外战略投资者的认定标准，与《问答》中关于战略投资者的认定标准是有差别的。《问答》强调战略投资者要拥有核心技术或市场、渠道、品牌等战略性资源，能给上市公司带来能力上的提升，并不强调和突出投资者的资产规模或资金实力。而无论是现行有效的《战投管理办法》还是《征求意见

稿》，其并没有强调投资者要拥有核心技术或市场、渠道、品牌等战略性资源，而是强调境外投资者自身的资产规模或管理的资产规模。特别是“管理的实有资产规模”一项，明显是为境外的各类基金和资产管理公司设置的（而如上文所述，这类投资者的优势通常在于资金实力而非产业或行业资源）。因此，目前的《战投管理办法》和《问答》对于战略投资者的定位还是有一定的差别的。造成这一差别的原因也许是在于，《战投管理办法》更多是一部外商投资的监管规则，其主要监管部门是商务部（虽然证监会也参与其中），其角度是如何引进、利用和管理外资；而《问答》是证券发行方面的监管规则，其监管部门是证监会，其角度是如何有利于上市公司发展和保护公众股东。

由此引发的一个问题是，对于境外战略投资者而言，如果要根据《再融资新规》认购境内上市公司非公开发行的股份，除需要满足《战投管理办法》的认定标准外，是否还需要同时满足《问答》中的战略投资者认定标准？《问答》本身并没有就这个问题做出说明。虽然《发行办法》规定了“发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定”。但这里的“应当遵守”是理解为“应当另行遵守”还是“应当同时遵守”，《发行办法》自身也没有做出说明。关于这一问题，还有待未来的规则更新或市场实践给出答案。

小结

总体而言，虽然《再融资新规》在定价基准日、定价折扣以及锁定期限制等方面放宽了对上市公司再融资的要求，但为了防止监管套利和让战略投资者真正发挥“战略”作用和意义，证监会加强了上市公司引入战略投资者的门槛和监管要求。在这一背景下，上市公司需要更加慎重和仔细的挑选战略投资者，而战略投资者也需要深入挖掘和梳理自身的战略性资源，为接受市场和监管机构更加严格的审视做好准备；同时，上市公司和战略投资者还需对双方的战略合作，做好有实质意义和内容规划，以便在未来接受可落实性方面的检验。



本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、蒋梦舒对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。