

私人客户及财富管理——家族信托在 A 股 IPO 规则下的困境与破冰

作者: 李仲英 | 郭珣

家族信托系境外较为常见的家庭财富管理方式,通常系为家族财产管理、传承与税收筹划之目的;但受限於 A 股资本市场对发行人股权清晰、稳定的严格要求,过往 A 股 IPO 案例中家族信托的安排并不多见。2020 年以来, A 股资本市场出现不少家族信托安排被接受的 IPO 案例,本文试图立足于 A 股 IPO 规则关于股权清晰、稳定的基本要求及信托的典型特征,通过对相关案例进行对比分析,探讨家族信托与 A 股 IPO 规则的冲突及其破解可能。

一. 背道而驰——信托属性与 A 股 IPO 规则的冲突困境

在 A 股资本市场中,发行人/上市公司的控制权稳定、股权清晰一直系审核的重点关注问题。以 A 股 IPO 相关规则为例,主板、科创板及创业板 IPO 规则均对发行人相关股权清晰、控股股东及实际控制人所支配的发行人股份不存在重大权属纠纷作出了要求;其中,主板 IPO 规则对于股权清晰的要求为“发行人的股权清晰”,而科创板及创业板 IPO 规则要求“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰”。

上述对于股权清晰的要求在证券监管机构公布的 IPO 审核问答中亦有所体现。如对于控股股东设立在境外且持股层次复杂的,要求对发行人设置此类架构的原因、合法性及合理性、是否有各种影响控股权的约定等问题进行核查,并应说明发行人控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属是否清晰;针对发行人在全国股份转让系统挂牌期间形成资管计划、信托计划及契约型基金(以下合称“三类股东”)持有发行人股份的情形,提出了专项的核查要求,包括需核查确认发行人控股股东、实际控制人、第一大股东不属于“三类股东”,“三类股东”应依法设立并有效存续且纳入国家金融监管部门的有效监管;“三类股东”及

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

其管理人应已按照规定履行了相应的审批、备案、报告、登记程序;并需核查发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员及其近亲属、本次发行对中介机构及其签字人员是否直接或间接在“三类股东”中持有权益、“三类股东”是否已作出合理安排以确保符合锁定期及减持规则的要求。

家族信托天然的信托属性与 A 股 IPO 对于股权清晰稳定的要求存在冲突:

(一) 信托财产的权属不明确

《中华人民共和国信托法》(以下简称“《信托法》”)仅规定信托财产系由委托人“委托给受托人”¹,但并未明确信托财产的权属,亦未明确信托财产的中立性。实践中信托亦存在多层嵌套、通道业务为主的事务管理信托与主动管理信托之分,根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》以及相关司法判例精神,具体信托项下的信托关系、财产权属应结合具体信托文件等情况以其实质构成的法律关系确定其效力,并在此基础上依法确定各方的权利义务。信托财产的权属不确定性可能导致其无法满足 A 股 IPO 对于股权清晰的监管要求。

(二) 委托人、受托人、受益人权利冲突影响股权控制的稳定性

《信托法》下委托人、受托人、受益人的权利在一定程度上存在重合情形²。而海外信托项下对于信托财产的管理及决策机制更加灵活,存在更大的意思自治空间。如果委托人、受托人、受益人对信托持股的管理、处分存在分歧或无法形成一致意见,可能导致委托人或受托人无法对家族信托进行有效的控制,进而影响作为信托财产的拟上市公司股权的稳定性。

(三) 家族信托的撤销权、收益权变更等权限设置影响股权稳定

《信托法》第 21 条、第 51 条、第 53 条规定,委托人享有信托财产管理方法调整权、撤销信托或变更信托的权利;同时,一旦当事人协商同意后也会导致信托可能终止。常见的海外信托结构中亦存在可撤销信托/不可撤销信托之分,在可撤销信托项下亦赋予了相关信托当事人对信托的撤销权。前述情形导致信托存续存在不确定性,直接影响股权的稳定。

正因存在上述无法回避的困境,此前 A 股资本市场中,股东层面保留家族信托结构的 IPO 案例寥寥无几,却不少见为满足 A 股 IPO 规则要求而在申报前拆除家族信托结构的案例,较典型的如迈瑞医疗(股票代码:300760,于 2018 年 10 月 16 日在 A 股上市),曾搭建红筹架构于美国纽约证券交易所上市,其实际控制人曾通过信托计划间接持有并控制境外上市公司,后在拆除红筹架构时一并拆除了信托结构,改为由实际控制人控制的持股公司直接持有迈瑞医疗股份;又如奥普家居(股票代码:603551,于 2020 年 1 月 15 日在 A 股上市)案例,共同实际控制人之一曾通过家族信托间接对发行人控股股东实施控制,后于 2017 年 1 月拆除信托架构,改为通过其直接持股的公司持有发行人控股股东的股权。

¹ 《信托法》第二条。

² 《信托法》第二十条、第二十一条、第二十二条、第二十三条、第二十五条、第四十九条。

二. 柳暗花明——近期包含家族信托的 A 股 IPO 案例概览

随着中国资本市场的不断发展,中国证券监管机构对家族信托架构出现在持股架构中也逐步予以了一定程度上的谨慎认可。2020 年以来,A 股资本市场出现不少控股股东或第一大股东层面存在家族信托结构的 IPO 案例,且部分 IPO 案例中的家族信托安排亦得到了证券监管机构的认可。前述案例的简要情况如下表所示:

案例名称	上市板块	过会时间	家族信托持股情况	信托是否保留
三生国健 (股票代码: 688336)	科创板	2020 年 5 月 11 日	发行人系香港联合证券交易所主板上市公司三生制药下属控股子公司,发行人实际控制人 Lou Jing 通过其控制的三支信托(其中两支为家族信托)间接持有三生制药合计 22.22%的股份 ³ 。	是
芯原股份 (股票代码: 688521)	科创板	2020 年 5 月 21 日	发行人披露不存在控股股东及实际控制人, Wayne Wei-Ming Dai (戴伟民)与其配偶直接及间接持有的公司股份、以及其受托行使表决权的子女为受益人的信托基金持有的公司股份数合计为 5.6406%,其中,其及其配偶作为委托人、其子女为受益人的信托基金持有发行人第一大股东 VeriSilicon Limited 9.658%的股份(即间接持有发行人 1.73%的股份) ⁴ 。	是
凯赛生物 (股票代码: 688065)	科创板	2020 年 6 月 5 日	首次申报时,发行人招股说明书披露实际控制人通过其及其配偶、子女设立的境外信托合计持有发行人控股股东 100%的股权;发行人回复第二轮问询问题时,披露实际控制人及其配偶、子女已拆除信托结构并直接持有发行人控股股东合计 100%的股权 ⁵ 。	否
莱伯泰科 (股票代码: 688056)	科创板	2020 年 6 月 18 日	报告期内,发行人实际控制人对发行人的控制路径中曾存在信托架构;但发行人实际控制人已于 2018 年 1 月 5 日(提交 IPO 申请前)拆除信托架构并直接持有发行人股东的股权 ⁶ 。	否
盛美股份	科创板	2020 年 9 月 30 日	发行人控股股东为美国纳斯达克上市公司 ACM Research, Inc. (以下简称“ACMR”),发行人实际控制	是

³ 《三生国健药业(上海)股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》,2020 年 7 月 17 日, <http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=9900041739&stockCode=688336&announcementId=1208040061&announcementTime=2020-07-17>

⁴ 《芯原微电子(上海)股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》,2020 年 8 月 13 日, <http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=9900040648&stockCode=688521&announcementId=1208159528&announcementTime=2020-08-13>

⁵ 《<关于上海凯赛生物技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的第二轮审核问询函>之回复报告》,2020 年 5 月 15 日, <http://static.sse.com.cn/stock/information/c/202005/3643ee4bdc1245f6b5efecab4676f431.pdf>

⁶ 《莱伯泰科首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》,2020 年 8 月 27 日, <http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/announcement/index.shtml?productId=688056>

			人直接持有 ACMR 不低于 35%的投票权, 实际控制人及其配偶设立的两支家族信托合计持有 ACMR 1.65%的 A 类普通股及 0.39%的 B 类普通股(每股 A 类普通股拥有 1 票投票权, 每股 B 类普通股拥有 20 票投票权) ⁷	
--	--	--	--	--

三. 实证分析——浅议家族信托在 A 股 IPO 规则下的兼容性

上述 A 股 IPO 案例中, 既存在申报前甚至审核过程中拆除家族信托架构的案例, 也不乏最终被证券监管机构接受、得以保留原家族信托安排的案例。总体而言, 发行人控股股东、实际控制人持有的发行人股份应不涉及信托架构, 否则可能与 A 股 IPO 规则关于控股股东、实际控制人所持股份权属清晰、稳定的实质条件相违背; 但前述原则存在例外, 即在境外上市公司分拆子公司于 A 股 IPO 的案例中, 如相关信托安排已存在于境外上市公司层面且已为境外资本市场接受, 即使该等信托结构存在于发行人控制权层面亦可能被证券监管机构接受。结合上述 IPO 案例中发行人的股权结构、信托安排及 IPO 申报过程中证券监管机构就信托安排的问询情况, 我们将从实证角度对家族信托在 A 股 IPO 规则下的兼容性进行初步探索:

(一) 发行人控股股东、实际控制人持有的绝大多数股份通常不涉及信托架构

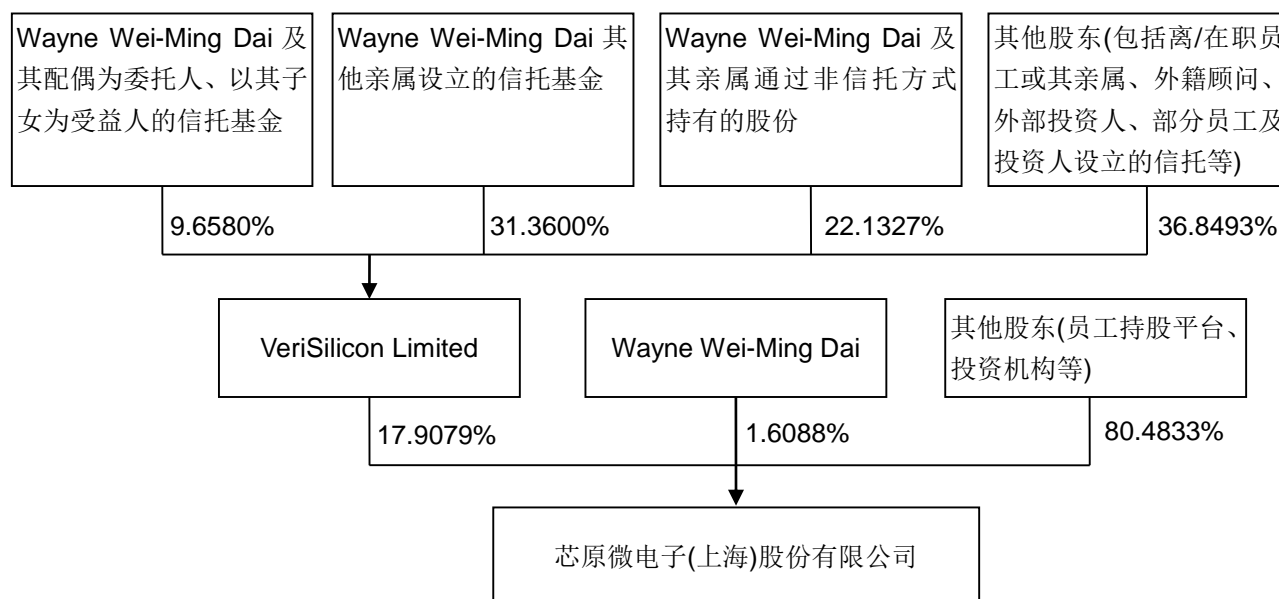
根据上述案例所适用的科创板注册办法的相关规定⁸, 控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份应当权属清晰, 不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。我们注意到, 被接受家族信托安排的典型案例中, 其或是不存在控股股东及实际控制人, 或是控股股东及实际控制人持有的多数股份并不涉及家族信托, 即家族信托安排不会影响发行人控股权的清晰稳定。

如盛美股份案例中, 发行人实际控制人 Hui Wang 本身即直接持有发行人控股股东不低于 35%的投票权, 其及其配偶设立的两支家族信托仅持有发行人控股股东极少量的股权(持有 1.65%的 A 类普通股及 0.39%的 B 类普通股); 交易所在一轮问询中问及 ACMR 上层的信托持股情况及控股股东所持发行人的股份权属是否清晰。发行人回复称, 实际控制人及其配偶、子女均系美国国籍, 其设立家族信托是为家族财产管理、传承与税收筹划之目的, 该等家族信托持有的 ACMR 股份比例较低, 不会影响发行人股份权属的清晰, 且除前述家族信托外, 实际控制人及其配偶、子女不存在委托持股、信托持股或其他特殊安排情形; 发行人控股股东 ACMR 所持有的发行人股份为其真实持有, 权属清晰, 不存在股份质押、委托持股、信托持股或其他特殊安排情形; 控股股东 ACMR 所持发行人的股份权属清晰。

⁷ 《盛美半导体设备(上海)股份有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书》, 2020 年 9 月 18 日, <http://static.sse.com.cn/stock/information/c/202009/73939b61ee354325851fb0bf7cca285e.pdf>

⁸ 《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》第十二条

又如芯原股份案例中，发行人的简要股权结构如下图所示：



交易所在二轮问询中问及戴伟民的信托持股是否符合科创板注册办法关于“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰”的规定。发行人回复称，发行人无实际控制人、无控股股东，因此不涉及科创板注册办法关于“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰”的规定；作为发行人的第一大股东，VeriSilicon Limited 所持发行人股份权属清晰，不存在争议和纠纷；相关信托通过 VeriSilicon Limited 间接持有发行人的股份比例较小，不会对发行人的实际控制状态产生实质影响。

相反的，凯赛生物案例中，发行人控股股东为 Cathay Industrial Biotech Ltd. (以下简称“CIB”)，发行人实际控制人通过其及其配偶、子女设立的两支基金间接持有 CIB 合计 100%的股权。交易所在一轮问询⁹中问及发行人实际控制人及其配偶、子女通过境外信托基金间接持有发行人股份是否影响控制权清晰稳定，是否符合科创板注册办法及审核问答的相关规定；发行人从信托之委托人、受托人、受益人及其利益、信托撤销后的财产权归属等角度介绍了信托的决策机制，并引用信托法律意见称，鉴于发行人实际控制人及其配偶、子女能够变更受托人、随时无条件撤销和修改相关信托，发行人实际控制人及其配偶、子女能够有效控制相关信托；发行人及其配偶、子女已签署一致行动协议，明确最近两年信托及发行人均由实际控制人实际管理和控制，在发行人层面与实际控制人保持一致；实际控制人家庭通过其家族信托间接持有发行人股份，不会影响实际控制人家庭对发行人控制权的清晰稳定，符合科创板注册办法及审核问答的相关规定。交易所在二轮问询中，从一致行动协议的具体内容、信托决策、撤销机制的安排及二者是否存在冲突等角度进一步追问发行人实际控制人的认定是否准确、相关信托安排是否对发行人控制权稳定存在重大不利影响、是否会导致发行人存在实际控制人变更的风险、是否符合科创板注

⁹ 《<关于上海凯赛生物技术股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函>之回复报告》，2020年3月24日，<http://static.sse.com.cn/stock/information/c/202003/e187e4cf763c41c7ba30aeb098020ebd.pdf>

册办法相关规定。发行人在对交易所的二轮问询回复中，披露了实际控制人及其配偶、子女已通过持股架构调整直接持有控股股东 CIB 的全部股权，不再通过信托间接控制发行人。

(二) 在不影响发行人控制权清晰及稳定的前提下，家族信托持有的发行人股份比例通常较低

如在盛美股份案例中，其实际控制人及其配偶设立的两支家族信托仅持有发行人控股股东 ACMR(ACMR 持有盛美股份 91.67%的股份) 1.65%的 A 类普通股及 0.39%的 B 类普通股(每股 A 类普通股拥有 1 票投票权，每股 B 类普通股拥有 20 票投票权)；在芯原股份案例中，发行人董事长及其配偶设立的信托基金仅间接持有发行人 1.73%的股份。

但如上文所述，主板 IPO 规则与科创板及创业板 IPO 规则关于股权清晰的规定并不完全一致，主板 IPO 规则对于股权清晰的要求为“发行人的股权清晰”，而科创板及创业板 IPO 规则对于股权清晰的要求则为“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰”；前述规则差异反映 A 股不同板块对于股权清晰要求的把握亦可能存在一定差异，在科创板 IPO 中被接受的信托计划持有发行人少数股份的架构，在主板 IPO 中是否仍可被接受存在一定不确定性。

(三) 已被境外资本市场接受的家族信托架构在 A 股 IPO 过程中可能更容易被接受

三生国健案例中，其家族信托架构并不属于上文所述的两种情形，但最终仍被证券监管机构接受。三生国健系香港联合证券交易所主板上市公司三生制药下属控股子公司，发行人实际控制人 Lou Jing 通过其控制的三支信托(其中两支为家族信托)间接持有三生制药合计 22.22%的股份，并与其他自然人签订的一致行动协议控制三生制药 5.26%的股份。交易所在问询阶段要求结合实际控制人在相关信托基金及受托人中根据协议或者其他法定或者约定的权利、三生制药其他持股比例较高的股东对三生制药的影响，进一步说明实际控制人对三生制药的控制权及其稳定性，但并未如凯赛生物案例重点问询相关信托安排是否影响发行人实际控制人的认定、是否对发行人控制权稳定存在重大不利影响等事项。最终三生国健在保留前述信托架构的情况下顺利通过了证券监管机构审核。

与之形成鲜明对比的、前文提及的凯赛生物案例，其与三生国健上市板块相同、审核时间相近，控股股东及实际控制人层面均涉及信托架构，但凯赛生物却于二轮问询回复过程中解除信托架构(凯赛生物的具体情况详见上述第(一)部分)，其与三生国健相关情况的对比如下表所示：

	三生国健	凯赛生物
上市板块	科创板	科创板
信托架构是否涉及控制权	是	是
提交上市申请日期	2019 年 10 月 31 日	2019 年 12 月 10 日
过会日期	2020 年 5 月 11 日	2020 年 6 月 5 日

是否拆除信托架构	否	是
是否涉及境外上市公司分拆	是	否

三生国健的公开披露信息未明确其信托安排被接受的具体原因，但从上述三生国健与其同时期申报、股权架构类似的凯赛生物案例的对比情况分析，三生国健的信托持股安排存在于境外上市公司的股东层面且已为境外资本市场接受可能系证券监管机构最终认可保留其信托结构的关键。值得注意的是，在被认可保留信托结构的盛美股份案例中，其信托安排亦存在于境外上市公司股东层面，同样符合前述特征。

(四) 境内家族信托在 A 股 IPO

近期市场案例中，还出现了间接少数股东中存在境内家族信托的情形，如振华新材。其曾于新三板挂牌，申报时间接股东层面存在包括家族信托在内的“三类股东”，目前已通过上海证券交易所科创板上市委员会审议；证券监管机构在审核过程中，主要系根据上文关于“三类股东”的审核问答要求中介机构核查并发表意见(详见本文第一部分)。

值得注意的是，2021 年 2 月以来，证券监管部门陆续出台了关于股东信息披露核查的相关文件，要求对发行人的间接股东穿透披露至自然人、国有控股主体等“最终持有人”，同时规定了对于持股较少(如直接或间接持有发行人股份数量少于 10 万股或持股比例低于 0.01%)、不涉及违法违规“造富”等情形的部分股东可不进行穿透核查。在新的股东核查要求下，家族信托及其背后委托人、受益人能否在保护家族信托隐私性的同时配合完成证券监管机构相关股东核查要求，将对境内家族信托持有拟上市公司股权提出新的挑战。

四. 返璞归真——关于 A 股 IPO 规则下家族信托的一点思考

发行人的股权权属清晰、控制权稳定系 A 股 IPO 审核过程中的重点关注问题；主板 IPO 规则要求“发行人的股权清晰”，而科创板及创业板 IPO 规则要求“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持股份权属清晰”。近期 IPO 案例中出现的部分被证券监管机构接受的家族信托安排及其体现的一些典型特征(如发行人控股股东及实际控制人持有的绝大多数股份通常不涉及家族信托、家族信托持股比例较低等)为家族信托安排与中国境内资本市场的结合和发展提供了可能性及操作空间。对于拟通过搭建家族信托持股架构进行财富规划的拟上市公司创始人、股东等高净值人士，建议根据发行人自身的股权分布、特别是控股权持股情况，结合届时 A 股 IPO 对家族信托安排接受案例的典型特征，合理搭建信托持股架构、设置信托决策机制(如委托人、受托人、受益人及保护人的权利义务安排、信托是否可撤销、信托撤销后的财产权属等)以满足 A 股 IPO 规则对股权权属清晰、控制权稳定的要求。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



李仲英
+86 21 3135 8796
harriet.li@llinkslaw.com



王小刚
+86 21 6043 3988
+852 2592 1978
steven.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021