

当 PE/VC 遇到 IPO 系列之(二)——股东核查(上篇)

作者：张征轶 | 张格 | 韩政

前言

此前，我们已通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(一\)——以解决问题为导向的方法论](#)》一文总括式地介绍了 PE/VC(以下合称“基金”)遇到 A 股 IPO 相关法律问题的一些快速应对方法，接下来我们将聚焦基金客户常向我们咨询的 IPO 具体法律问题，梳理和解读该等法律问题的监管规定、审核实质、过往项目经验或最新审核情况，以供读者参考。

本文将探讨被投资企业 IPO 申报前其中介机构对基金类股东进行股东核查的主要难点。鉴于股东核查涉及内容较多，我们挑选四个较为重要的角度切入，并分“上篇、下篇”依次展示，本文作为“上篇”聚焦“股东核查的出发点”及“IPO 股东穿透核查”两个方面。

第一部分 股东核查的出发点

对于大部分基金而言，其通常不是拟上市公司的控股股东，IPO 中介机构对该等基金股东进行股东核查的出发点总体上可以归纳为三类：

- (一) 该股东持有的拟上市公司股权权属是否清晰无争议；
- (二) 该股东是否具备合法合规的股东资格；
- (三) 相关股东之间是否存在潜在利益输送。

虽然这三个要点在部分角度上存在一定的交叉或重合，但总体上这三个核查出发点具有较强的普适性。为便于大家进一步理解，我们将 IPO 中介机构针对发行人基金类股东开展股东核查时的常见核查事项及对应的核查出发点总结如下：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

序号	常见核查事项	主要涉及的核查出发点
1.	设立及存续合法性、基金纳入监管情况	出发点(二)
2.	资金来源、出资凭证、是否存在股权代持	出发点(一)(三)
3.	是否与发行人控股股东、实际控制人、董监高、客户和供应商、IPO 中介机构等存在关联关系	出发点(一)(三)
4.	股权转让的背景及其合理性	出发点(一)(三)
5.	股东穿透至最终持有人是否存在证监会离职人员及相关敏感投资者	出发点(二)(三)
6.	对于部分外商投资禁止或限制类行业, 基金上层 LP 中是否存在外资成分	出发点(二)
7.	基金上层是否存在“三类股东”(注)	出发点(二)(三)

注:“三类股东”指:“(i)银行非保本理财产品、资金信托,(ii)证券公司、基金管理公司等发行的资产管理产品等《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106 号)规定的产品,(iii)契约型私募投资基金”。

通过把握上述核查出发点, 有助于大家更好地理解 IPO 中介机构的相关核查诉求。对于上表中相对常规的核查事项本系列文章不作具体展开, 仅重点探讨上表中第 5、6、7 点相对复杂的问题; 受篇幅所限, 其中第 6 点及第 7 点将放在下一篇重点展开。

第二部分 IPO 股东穿透核查

股东穿透核查肇始于监管强力打击“影子股东”通过被投资企业 IPO 违规“造富”。2021 年 2 月 5 日, 中国证监会发布《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》全面细化中介机构对股东信息的核查责任, 首次要求中介机构对发行人股东层层穿透核查到最终持有人, 股东穿透核查的监管演变情况如下:

发布时间	法规标题	核心内容
2021 年 2 月 5 日	《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》	首次要求对发行人股东层层穿透核查到最终持有人, 说明前述人员是否存在法律法规规定禁止持股的主体、是否存在代持、是否存在利益输送等情形
2021 年 2 月 18 日 / 2 月 23 日	沪深交易所:《关于科创板落实首发上市企业股东信息披露监管相关事项的通知》/《关于创业板落实首发上市企业股东信息披露监管相关事项的通知》	依据《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》, 进一步明确了 IPO 中介机构在股东信息披露及核查方面的具体要求
2021 年 4 月 25 日	沪深交易所:《关于股东信息核查中“最终持有人”的理解与适用》	明确“最终持有人”的定义: (1)自然人, (2)上市公司(含境外上市公司)、新三板挂牌公司等公众公司,

		(3)国有控股或管理主体(含事业单位、国有主体控制的产业基金等), (4)集体所有制企业, (5)境外政府投资基金、大学捐赠基金、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品, (6)附条件的外资股东(若中介机构能以适当核查方式确认外资股东的出资人不存在境内主体, 并充分论证该外资股东入股发行人的价格不存在明显异常, 可将该外资股东视为“最终持有人”)
2021 年 5 月 28 日	中国证监会:《监管规则适用指引——发行类第 2 号》	- 明确了证监会系统离职人员核查要求的适用范围: 申请首次公开发行股票、存托凭证及申请在新三板精选层挂牌的企业 - 明确了“证监会系统离职人员”的定义 - 明确了“证监会系统离职人员不当入股”的定义: 1) 利用原职务影响谋取投资机会; 2) 入股过程存在利益输送; 3) 在入股禁止期(副处级(中层)及以上离职人员离职后三年内、其他离职人员离职后二年内)内入股; 4) 作为不适格股东入股; 5) 入股资金来源违法违规。 如果存在证监会系统离职人员不当入股情形的, 应当予以清理 - 离职人员入股属于发行人在全国中小企业股份转让系统挂牌期间通过集合竞价、连续竞价、做市交易等公开交易方式、参与向不特定合格投资者公开发行股票配售增加的股东, 以及因继承、执行法院判决或仲裁裁决取得发行人股份的股东, 不适用本指引(注: 申请北交所公开发行的企业通常会涉及该类股东, 对于该类股东无需穿透核查是否属于证监会系统离职人员)
2021 年 6 月 1 日	中国证监会:《关于提供证监会系统离职人员信息查询比对服务的通知》	明确保荐机构可在发行人提交辅导验收申请前, 向发行人所在地证监局提交查询申请, 但通常仅有一次查询机会
2021 年 6 月 15 日	沪深交易所:《关于进一步规范股东穿透核查的通知》	- 股东穿透核查时按照实质重于形式原则, 根据企业实际情况合理确定穿透核查范围, 审慎履行核查义务 - 把握好重要性原则, 避免免责式、简单化的

		核查。对于持股较少、不涉及违法违规“造富”等情形的，保荐机构会同发行人律师实事求是发表意见后，可不穿透核查 ● 明确“持股较少”的定义：原则上，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%的，可认定为持股较少。从近一年案例来看，大部分拟上市公司均采用该标准进行穿透。
2021 年 6 月 24 日	沪深交易所相关负责人就股东信息披露核查相关事项答记者问	沪深交易所负责人强调，监管部门在审核注册过程中，将始终坚持刀刃向内、从严监管，发现系统离职人员入股拟上市企业的，不论持股数量多少、比例高低，都将按照防范离职人员不当入股相关规定开展审核、复核等工作

上表相关法规均能从公开途径迅速获取，因此对于法规中明确的细节要求，本文不作赘述。对于股东穿透核查，总体上呈现两方面特点：

1. **穿透范围明晰化：**监管对股东穿透核查范围的界定方面逐渐规范、更加明晰。例如在规则出台早期，监管要求“一穿到底”，后结合实践情况出台“重要性原则”，即股东穿透的范围在经中介机构发表明确意见后可限定在“持有发行人股份数量不少于 10 万股且持股比例不低于 0.01%的股东”中。
2. **穿透监管常态化：**上述穿透核查工作目前已经常态化，可以预见的是，“打击影子股东通过 IPO 违规造富”这一监管目标在未来较长一段时期内都不会发生实质变化。例如，我们注意到，在规则层面已明确了“10 万股/0.01%”这一重要性原则的同时，监管也在对外释放窗口信号时强调“发现系统离职人员入股拟上市企业的，不论持股数量多少、比例高低，都将按照防范离职人员不当入股相关规定开展审核、复核等工作”。这总体上反应了监管在股东穿透核查事项上保持着实质上的一贯性，因此我们也会看到如今仍有 IPO 项目对发行人股东采取“一穿到底”的方式进行股东穿透核查，以避免潜在的审核阻碍。

因此，对于 IPO 中介机构而言，在具有客观可行性的前提下，尤其对于上层间接股东中确实存在证监会系统离职人员的敏感项目，考虑采用“一穿到底”的原则进行充分穿透或许对于发行人 IPO 审核的顺利度具有一定的帮助。

对于基金而言，在基金募集时应当适当关注其上层 LP(尤其是份额较大的 LP)穿透至最终持有人的相关背景情况，尽量避免因上层存在证监会系统离职人员而对基金被投企业将来 IPO 造成不利影响。当然，实践中负责基金募集的同事短时间内对上层出资人作全面穿透具有客观难度，即便穿透完成可能也无法确认其是否属于证监会系统离职人员，基于我们过往经验，有两个具有较强可行性的方法可供基金相关同事参考，从而尽量减少该类情形带来的潜在不利影响：

- (1) 募集时, 通过数据库查询那些已被 IPO 项目公开披露存在证监会系统离职人员的母基金名称, 与基金拟募集的出资人及其上层情况进行初步比对, 至少能一定程度发现该类已被“曝光”的出资人;
- (2) 募集时请出资人承诺其上层不存在证监会系统离职人员, 或承诺若其上层存在相关离职人员, 则将来会配合被投资企业 IPO 中介机构以及监管的**审核意见出具相关承诺或予以整改。该等 IPO 中介机构要求的书面承诺通常包括的内容为:**
 - (i) 其上层存在的证监会系统离职人员的姓名及其基本背景;
 - (ii) 其是否系为投资发行人而专门设立, 其间接投资发行人的资金是否为合法募集资金;
 - (iii) 其是否存在通过利用职务影响谋取发行人投资机会、利益输送等不当入股情形(“不当入股”的定义具体参见上文表格)。

一般情况下, 在出具上述承诺函的前提下, 且上层的证监会系统离职人员持股数量符合上文所提及的“持股较少”标准的, 加之 IPO 中介机构充分的披露及论证, 通常不会被要求强制清退该类证监会系统离职人员; 但若相关离职人员不符合“持股较少”标准, 且中介机构又无法通过现有资料充分论证相关基金不存在“不当入股”情形的, 尤其是当上层出资人涉及重大案件的, 则可能被监管要求清退该类出资人, 清退方式包括但不限于间接层面相关出资人转让其出资份额, 甚至直接股东在可行的情形下退出持股等。

结语

以上梳理和总结主要系针对基金在被投资企业 IPO 申报时通常会遇到的部分股东核查问题; 下一篇我们将继续探讨“基金上层存在外资成分”、“三类股东”这两个常见的股东核查事项, 敬请期待。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



张征轶
+86 21 3135 8727
zhengyi.zhang@llinkslaw.com



张格
+86 21 6043 3797
aurora.zhang@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

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

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 2023