

当 PE/VC 遇到 IPO 系列之(二)——股东核查(下篇)

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。通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(二\)——股东核查\(上篇\)](#)》梳理了“股东核查的出发点”及“股东穿透核查”相关问题；本文将作为“下篇”接续探讨“股东核查”事项，聚焦“基金上层存在外资成分”、“三类股东”相关监管要求及其难点。

第一部分 基金穿透后存在外资成分

2020 年 1 月开始实施的《中华人民共和国外商投资法》明确的“外商投资”的定义较为广泛：“指外国的自然人、企业或者其他组织直接或者间接在中国境内进行的投资活动”。那么，若某些外商限制或禁止行业的拟上市公司的基金股东向上穿透多层后存在极小份额的外资成分，是否会对基金自身的股东适格性造成影响？对此，我们结合相关规定及项目经验，对部分较为常见的涉及外商投资限制或禁止的行业进行简要分析：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@linksllaw.com

业务类型	限制、禁止的具体要求	外资股比的计算
增值电信业务	增值电信业务的外资股比不超过50%(电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心除外)	根据《电信业务经营许可审批服务指南》(2023年版): (1)首先需要申请企业股东进行 <u>层层追溯</u> ,直至将每一层的外资成分予以发现; (2)若外方投资者(注1)为申请企业一级股东,直接填写其对申请公司的出资比例;若外方投资者为申请企业二级及以上股东, <u>需层层相乘每级股东的持股比例,折算出外方投资者对申请企业的出资比例</u> ; (3)外方投资者 <u>合计</u> 持有比例必须符合增值电信业务开放比例。
互联网文化经营及网络出版	禁止投资互联网新闻信息服务、网络出版服务、网络视听节目服务、互联网文化经营(音乐除外)、互联网公众发布信息服务	根据《互联网新闻信息服务许可事项服务指南》,在互联网文化经营和网络出版类业务中,需要企业在申报相关材料中填写其股权结构,且该等股权结构需 <u>向上层层穿透至自然人</u> ,同时申请企业应出具《无外资承诺书》,明确承诺 <u>申请者前述股权结构图</u> 中所有股东均不含外资成分。 换言之,对于该等行业,不允许间接层面含有任何外资成分。
干细胞及基因类	禁止投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用	由于是外商禁入行业,此前从事该类业务的境内公司若需引入境外投资者,通常通过搭建VIE架构进行(注2)。但对于是否允许该类公司间接股东层面含有外资成分暂无明确的书面规定。

注 1: 此处的“外方投资者”是指层层追溯后,最上层能体现为外商企业、自然人的投资者。如 L 公司(境外企业,持有 K 企业 20%股权)通过 K 合资企业持有申请企业 50%的股权,那么外方投资者为 L 公司,且 L 公司作为外方投资者的出资比例为 $20% \times 50% = 10%$;

注 2: 需要特别注意的是,若从事干细胞及基因类业务的公司同时涉及采集、保藏我国人类遗传资源,则还需遵守我国人类遗传资源监管相关规定。根据 2023 年 6 月 1 日最新生效的《人类遗传资源管理条例实施细则》之规定,“境外组织、个人通过投资关系、协议或者其他安排,足以对机构的决策、管理等行为进行支配或者施加重大影响的企业,不得在我国境内采集、保藏我国人类遗传资源”,这意味着 VIE 架构将不符合我国人类遗传资源的监管要求。**换言之,对于同时涉及“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”及“采集、保藏我国人类遗传资源”的公司而言,VIE 架构之路严格来讲已明确关闭。**

值得一提的是,并非所有外资限制、禁止类行业都会出台相关书面规定明确限制或禁止从业企业的上层间接股东含有小比例外资成分。但参考上表中互联网文化经营及网络出版的监管逻辑,对于外资禁止类行业,尤其是涉及互联网新闻、军工、基因、义务教育等高度敏感领域,当前政策下禁止任何比例(包括间接层面)的外资成分应是一个比较审慎的政策解读。上文提到的人类遗传资源监管为例,在此次新规出台之前,即原《人类遗传资源管理暂行办法》于 1998 年颁布以来,科技部在监管实践中一直将含有任何外资成分的实体均视为外方单位进行监管,直到目前新规才明确将“外方单位”定义为“外国组织及外国组织、

个人设立或者**实际控制**的机构”。因此，基金公司在对其可能投向前述行业的基金产品进行募资时，应提前考虑强监管情形下上层存在小比例外资成分对将来基金对外投资、基金被投资企业 IPO 可能造成的不利影响。

第二部分 三类股东

全面注册制推行以后，“三类股东”的监管标准也通过《监管规则适用指引——发行类第 4 号》得到统一，通常来讲所谓“三类股东”系指“(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”。针对“三类股东”的核查及处理，目前监管根据不同情况作出了不同的要求：

适用对象	监管要求	实践情况及常见解决方案
控股股东、实际控制人、第一大股东	不得为“三类股东”	<ul style="list-style-type: none"> ● 强制要求，否则不符合上市条件
其他股东中若存在“三类股东”	<p>要求 1: 确认该股东依法设立并有效存续，已纳入国家有效监管，并已按照规定履行审批、备案或报告程序，其管理人也已依法注册登记</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 强制要求，若该等三类股东未纳入监管的，待其完成相关监管登记或审批后，被投资企业方符合上市审核要求
	<p>要求 2: 通过协议转让、特定事项协议转让和大宗交易方式形成的三类股东，中介机构应对发行人控股股东、实际控制人、董监高及其近亲属，本次发行的中介机构及其负责人、高管、经办人员是否直接或间接在该等“三类股东”中持有权益进行核查并发表明确意见</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 应穿尽穿：除那种对公众公开发行的银行理财产品由于涉及人数众多可能无法穿透打开外，其余均应穿透至最终持有人，同时访谈管理人及穿透后出资人，确认不存在相关关联关系、利益输送等 ● 客观上无法穿透：若客观上无法完全穿透至最终持有人，则中介机构通常需要：(1)取得该产品的全套发行及认购文件，以核实该产品的基本发行情况、认购人数等，确认是否的确存在客观情况导致无法穿透；(2)获得相关间接股东或产品发行方出具的书面确认，以明确相关间接股东与拟上市公司无关联关系或利益输送的情形。
	<p>要求 3: 确认“三类股东”已作出合理安排，可确保符合现行锁定期和减持规则要求</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 主要关注相关产品存续或退出期限与拟上市公司股份锁定的匹配情况，是否已清晰约定产品到期后底层资产的处置方式，如无，则需进

		一步出具相关承诺函,明确具体处置安排,包括但不限于在必要时促成相关基金或产品延期等。
--	--	--

结语

以上梳理和总结主要系针对基金在被投资企业 IPO 申报前通常会遇到的股东核查中的重点问题。对于基金股东通常关心的“对赌协议的解除”、“股东特殊权利在上市前的终止”、“基金股东上市后减持退出”相关问题,我们将在下回分解。

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