

境外上市备案新时代系列（五） — 境内企业境外上市投资人篇

作者：交易部

长期以来，境内企业境外上市是投资机构投资退出的主要方式之一。境外上市备案制对境外直接上市和境外间接上市实行统一的监管模式，优化了直接境外上市及全流通原有审核程序，同时增加了对间接境外上市的备案要求。对于私募股权投资基金等投资机构而言，备案制既为其投资和未来退出增加了更多选择空间，也为其带来一些新的挑战，尤其是股东核查方面。

本文作为境外上市备案新时代系列的第五篇¹，我们将从境内企业投资人的视角，就境外上市中投资人作为发行人股东的信息披露及核查要求予以概要总结，谨供参考。

一、投资人作为主要股东面临穿透披露的要求

对于投资人而言，备案制下，无论是直接境外上市还是间接境外上市，针对股东信息披露，尤为值得注意的是，备案报告中对发行人的主要股东应进行穿透披露：

- **主要股东：**指持有发行人 5%以上股份或表决权的股东。
- **以穿透为原则：**主要股东应穿透至自然人、上市公司（含境外上市公司）、新三板挂牌公司等公众公司、国有控股或管理的主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等）、集体组织、境外政府投资基金（含主权财富基金）、大学捐赠基金、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品。
- **例外：**主要股东为境外私募基金等的，如不属于单纯以持股为目的的持股主体或持股平台，且入股价格不存在明显异常的，可不穿透，但其出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体（包括法人、具有中国国籍的自然人和非法人组织）的，应当穿透说明有关情况。
- **无控股股东、实际控制人的情况：**无控股股东、实际控制人的，应参照对发行人控股股东及实际控制人的要求说明第一大股东以及对发行人有重大影响的股东情况。

对于境内上市，中国证监会、证券交易所提出了较为严格的股东穿透核查标准及要求，但在直接境外上市审核中，以 H 股上市为例，此前中国证监会并未明确要求对发行人股东进行穿透核查；而境内企业间接境外上市，在此之前由于不涉及中国证监会监管，不存在穿透核查的监管要求，不过，股东核查需要遵守境

¹ 在本文中适用但并未在本文中明确定义的术语或定语，适用该等术语或定语在“境外上市备案新时代系列”文章中赋予的含义。

外上市地相关规则及要求。本次备案新规明确了，对发行人主要股东以层层穿透为原则，同时考虑到境外私募基金的特殊情况，允许满足特定条件的境外私募基金不作穿透。

境外私募基金是间接境外上市项目中的主流投资人。备案新规中要求对发行人主要股东进行穿透核查的标准系参考 A 股，虽然约定境外私募基金作为穿透披露的例外，但是，备案新规未明确境外私募基金的认定标准，而且境外私募基金需配合发行人及其律师对入股价格合理性进行核查。同时，若其出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体的，应当穿透披露说明，其实质上仍有一定的核查义务。

对此，参考 A 股上市项目的实践经验，未来投资人在境内企业境外发行上市项目中，将会被发行人要求配合提供其自身及其各层出资人股权结构的相关资料、出具书面确认或承诺、接受访谈等方式进行核查，而投资人为了满足被投企业的核查要求，建议更前置地考虑或开展对其出资人的尽职调查工作，收集必要的资料或取得相应确认。

二、投资人作为“突击入股”股东时的注意事项

境外上市实践中，境内企业往往在上市前进行融资或搭建红筹架构重组，因而会在发行人上市前形成“突击入股”。备案制下，在首次发行及上市中，发行人境内律师应对以下新增股东情况进行核查并发表明确结论意见：

- **发行人提交境外发行上市备案申请前 12 个月内新增股东：**对新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，并出具明确结论性意见。
- **提交备案申请后股东发生变化的：**应比照前述要求核查。影响控制权的，应当更新备案材料。

本项核查要求借鉴了目前 A 股上市审核要求，但是，并没有参照 A 股对“突击入股”投资人增加上市后股份锁定的要求。

值得探讨的是，间接境外上市中，对于境内企业早期投资人，因发行人重组而外翻为境外上市主体的股东，在发行人层面的入股时间落入上市申请前 12 个月内期间的，是否能免于适用上述“突击入股”股东披露要求，有待实践中进一步观察。而参考目前 A 股最新的审核要求，如发行人为拆除红筹架构以境内主体申请上市的，其直接股东系由原红筹企业下翻为境内上市主体的股东的，原则上可不视为“突击入股”新股东。从该等境内上市审核变化来看，在境外上市核查中采用这一例外原则，存在一定的讨论空间，这也将一定程度上影响投资人参与发行人融资或重组的决策。

三、股份代持

备案新规要求，在首次发行及上市中，发行人境内律师应核查发行人是否存在股份代持情形：

- 发行人存在股份代持等情形的，发行人境内律师应当对股份代持形成原因、演变情况、合法合规性、是否存在纠纷或潜在纠纷、是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，出具明确结论性意见。

在备案新规之前，发行人是否可以存在股份代持主要基于上市地的境外证券监管机构的要求。当然，由于此前直接境外上市需要取得中国证监会许可，而中国证监会对于该类上市的审核通常参照 A 股审核要求对于发行人股权清晰稳定的要求较高，对于存在股份代持态度比较谨慎。在备案新规下，尤其是境内直接上

市中，如发行人如实披露投资人存在股份代持但未进行代持还原或清理，能否顺利完成备案，仍有待观察。同时，投资人保留代持也仍需满足上市地境外证券监管机构的要求。

四、特殊股东权利的终止安排

特殊股东权利是投资人在作为发行人股东期间的重要保证，包括确保投资人的收益及退出，特殊股东权利的终止安排是对投资人的权利、义务的重大调整。目前备案新规中，对于特殊股东权利的披露要求包括：

- 备案报告中需要列表简要说明估值调整机制等特殊股东权利安排的情况；此外，发行人如果存在特别表决权股份或类似安排的，需要说明：（1）特别表决权安排的基本情况；（2）持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围，以及不适用特别表决机制的特殊事项；（3）差异化表决安排可能导致的控制权变更等相关风险和对公司治理的影响。
- 法律意见书中需要说明特殊股东权利安排或者涉及股份的特殊约定情况。

从前述内容来看，备案新规强调信息披露和事中事后监管，对于特殊股东权利安排并无明确的终止要求，但是，该等披露要求也意味着中国证监会对于特殊股东权利安排会予以关注。尤其是针对直接境外上市，过往中国证监会对于直接境外上市项目审核未明确提出特殊股东权利的披露和终止要求，但中国证监会在境外上市审核反馈中会对部分上市项目提出关于特殊股东权利终止方面的要求，其反馈要求拟上市公司就股东特殊权利是否真实、彻底终止进行反馈，并要求律师就股东特殊权利终止的真实性、彻底性出具核查意见；因此，备案新规实施后，在确保符合上市地规则情况下，直接境外上市中披露的投资人特殊股东权利是否可以保留，有待进一步观察。

除了中国证监会对于特殊股东权利的关注外，特殊股东权利终止也需要遵守境外上市地的相关法律法规要求。以香港上市为例，香港上市规则亦对特殊股东权利终止有所规定，对于特殊股东权利的终止要求主要是：对于首次发行前的投资人所取得的有关公司及股东的特殊权利，一般而言，在该等特殊权利中，如果不延伸至所有其他股东的特殊权利在上市时需要终止，以符合所有股东都受平等对待的一般原则。但是，如果是允许投资人撤回投资的，除非该等撤回投资权只能在上市没有发生的情况下行使且该等权利在上市时终止，否则必须要在 A1 前终止。另外香港上市规则对于不满足特殊表决权安排设置条件的，也需要终止该等安排。

另外，需要提示的是，由于直接境外上市的境内企业需为股份有限公司，实践中，境内企业（除直接设立为股份有限公司的除外）基本需要经过有限责任公司整体变更为股份有限公司（“股改”）的过程。根据《公司法》要求，有限责任公司变更为股份有限公司时，折合的实收股本总额不得高于公司净资产额。而考虑到回购权、反稀释权等存在公司支付现金补偿情形的股东特殊权利可能被认定为金融负债并影响公司股改基准日的经审计账目净资产（例如导致净资产为负数或低于股改后的股本数额要求），发行人及其中介团队（尤其是审计机构）可能会要求投资人享有的回购权、反稀释权等股东特殊权利中涉及公司承担支付义务的条款于股改审计基准日前彻底终止，以避免由此影响公司的股改审计基准日的净资产额。

基于前述，我们根据过往项目经验，投资人需要注意对于特殊股东权利的终止安排，具体如下：

| 时间点 | 适用上市情形 | 要求 |
|-----|--------|--|
| 股改 | 直接境外上市 | 审计要求： 由于回购权、反稀释权等存在公司支付现金补偿情形的股东特殊权利可能被认定为金融负债并影响公司股改基准日的经审计账目净资产（例如导致净资产为负数或低于股改后的股本 |

| 时间点 | 适用上市情形 | 要求 |
|------|-----------|--|
| | | 数额要求) 可能被要求终止。 |
| 上市申报 | 直接或间接境外上市 | 中国证监会要求: 应在备案时披露, 但未明确规定终止时间。 |
| | | 境外上市地要求 (以香港联交所为例) 如果是允许投资人撤回投资的, 除非该等撤回投资权只能在上市没有发生的情况下行使且该等权利在上市时终止, 否则必须要在 A1 前终止; 不符合 WVR 设置条件的特殊表决权安排需要在 A1 前终止。 |
| 上市完成 | 直接或间接境外上市 | 中国证监会要求: 应在备案时披露, 但未明确规定终止时间。 |
| | | 境外上市地要求 (以香港联交所为例): 不延伸至所有其他股东的特殊股东权利需要在上市时终止。 |

五、投资人的股份锁定

如前述, 投资人通过被投资企业境外上市退出, 其锁定期是投资人需要关注的重要问题, 其不仅关系到投资人何时可以取得投资回报, 还与投资人的投资期和存续期息息相关。根据现行有效的法律法规, 被投资企业在不同的上市地面临不同的股份锁定, 主要锁定期如下:

| 适用上市情形 | 主要锁定期 |
|-------------|---|
| 直接境外上市 | 公司公开发行股份前已发行的股份, 自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让; |
| | 公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有公司股份总数的百分之二十五; 离职后半年内, 不得转让其所持有的公司股份。 |
| 间接境外上市 (港股) | 一般投资人无法定股份锁定要求, 但通常承销商会要求上市前投资人协议锁定 6 个月; |
| | 控股股东在上市之日起 6 个月内 (GEM 为 12 个月) 不得出售其上市前持有的股份; 在接下来的 6 个月内 (GEM 为 12 个月) 不得因出售其持有的股份导致其丧失控股股东地位; |
| | 基石投资人在上市之日起 6 个月内不得出售其持有的基石投资部分的股份。 |
| 间接境外上市 (美股) | 没有任何规则要求, 但是承销商通常要求公司上市前的所有股东和公司的内部人士在上市后 180 天内, 除非取得承销商的书面同意, 否则不得售股, 具体通过签署锁定协议实现。 |

本次备案新规在股份锁定方面的变化, 主要集中在直接境外上市的材料要求中, 在许可制下, 股东出具的股份锁定承诺系向中国证监会申请直接境外上市的申报材料; 而在备案新规中则无此项要求。但是由于直接境外上市情况下的锁定期要求主要基于《公司法》规定, 因此, 该等锁定期仍无法避免或突破。

六、备案新规中其他涉及投资人事项的核查

备案新规对于股东的披露和核查要求都有明确要求，对于董事、监事、高级管理人员也有相关披露要求，除前述已涉及的股东事项外，还需要注意以下内容：

1. 投资人基本信息的披露：除一般的法人或合伙企业需要披露的成立时间、注册资本、注册地、股东构成外，需要特别注意的是：（1）需要说明现有股东之间的关联关系或一致行动关系；（2）如果投资人是信托，则需要说明信托设立时间、类型及运作方式、期限、各信托当事人权利义务安排及信托受益人等情况。因此，采取信托方式的投资人需要做好信息披露准备。
2. 投资人委派董事、监事的基本信息披露：如果存在投资人委派的董事、监事，则需要注意该等外派董事、监事需要披露相关信息，包括性别、年龄、国籍及境外居留权、主要从业经历、持有发行人股份情况，以及与发行人相关主体的关联关系。
3. 投资人为国有企业的程序要求：根据《国资委办公厅关于进一步明确非上市股份有限公司国有股权管理有关事项的通知》规定，非上市股份有限公司拟首次在证券交易所申请发行股票并上市，其股东符合《上市公司国有股权监督管理办法》规定情形的，由国有资产监督管理机构进行标识管理。同时，备案新规中也明确要求对发行上市是否涉及国资管理的审批、备案或核准程序，是否已依法履行进行核查并发表意见。因此，如投资人为国有企业，在被投资企业上市过程中，投资人需要取得国有股权标识；如参与全流通，则还需要取得国有股份转为境外上市股份的有关批复文件。
4. 协议控制架构（VIE）中投资人注意事项：备案新规中明确要求境内律师核查境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等，因此，如境外投资人投资并参与 VIE 架构的发行人的经营管理，应符合法律法规及协议约定。

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或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

王瑾

电话： +86 10 8525 5542

Email: jin.wang@hankunlaw.com

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com

赵婉媚

电话： +86 755 3680 6549

Email: wanmei.zhao@hankunlaw.com