

境外上市备案新时代系列（十） — 境外信托持股核查篇

作者：金融资管部 | 交易部

由于信托结构特有的风险隔离、财富传承等功能，在境外资本市场通过信托持股上市公司的方式广受欢迎。在近些年，境外上市的中概股项目中，我们也关注到越来越多的创始人、投资人、员工等通过境外信托结构持股的安排。相较而言，国内的上市监管对于信托持股安排非常谨慎，既往在 A 股市场中存在信托持股的先例较为罕见。不过，自科创板开启以来，市场上已经陆续出现一些境外信托持股的成功案例。在这样的背景下，此次备案新规更是对于信托持股安排作出了明确的监管规定，备受市场瞩目。

本文作为境外上市备案新时代系列的第十篇，就发行人股东通过境外信托持股在备案新规项下所应关注的核查要点和应履行的监管义务予以简要梳理，并结合既往的市场实践提出了一些观察和建议，谨供关注相关问题的客户和朋友们参考。

一、备案制下信托持股之监管规定

备案新规要求，对于发行人股东或上层出资人中含有信托安排的，应当在境外上市备案报告中披露股东的基本情况。针对不同的股东类别，备案新规作出了细化的规定：

- 控股股东、实际控制人为信托的，应说明信托设立时间、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；
- 主要股东（持有发行人 5% 以上股份或表决权的股东）为信托的，应说明信托设立时间、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；
- 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；
- 对于持有发行人股权或表决权小于 5% 的小股东，鉴于发行人境内律师在法律意见书中应披露所有现有股东的基本情况，因此，如小股东如为信托，通常也需按照上述要求披露基本信息；
- 发行人提交备案申请前 12 个月内入股的新股东，亦需要核查其基本情况。

就直接境外上市，在原有的针对 H 股上市的许可管理制度下，虽然发行人境内律师通常会在法律意见书披露全部股东或主要股东的基本情况，但申请报告中并不涉及股东信息的披露。同时，中国证监会在以往审核过程中会通过反馈问题对某些股东（例如申请前 12 个月内新增股东、某些自然人股东、股权变动较为频繁的股东、员工持股平台出资人等）是否含有信托安排予以关注，例如问询“是否存

在委托持股、信托持股等股份代持或以公司股份进行不当利益输送的情形”。

相较而言，备案新规的要求是证监会对于境外上市首次明确了对于发行人股东为信托的信息披露要求，这对于含有信托安排的发行人股东来说，会面临信息披露上的一些挑战，包括对信托所涉及的哪些主体进行披露、披露到何等程度等等。这里的信托，既包括单一自然人设立为家庭成员利益设立的信托，即通常所称的“家族信托”，也包括由公司主体设立的员工/高管激励信托。

二、境内发行上市监管中关于信托的规定

在备案新规发布同时，中国证监会亦颁布了针对境内发行上市全面实施注册制的一系列新规（“**注册制新规**”），注册制新规对于我们理解中国证监会的监管思路 and 态度具有一定的参考意义。

（一）股东核查

就境内上市而言，注册制新规采取较为严格的股东核查标准，对于主板、科创板和创业板的发行条件要求“发行人的股份权属清晰”，并且仍然要求对发行人全部股东进行穿透核查。同时，对于股东基本信息披露要求，股东类型现行划分标准为“法人”和“合伙企业等非法人组织”，而未涉及“信托”。

（二）境外控制架构

就境内上市而言，对于境外控制架构核查的基本要求为实际控制人实现控制的条线存在境外控制架构的，保荐机构和发行人律师应当对发行人设置此类架构的原因、合法性及合理性、持股的真实性、是否存在委托持股、信托持股、是否有各种影响控股权的约定、股东的出资来源等问题进行核查，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，以及发行人如何确保其公司治理和内控的有效性，并发表明确意见。

（三）“三类股东”核查

对于以往市场熟知的“三类股东”（即契约型基金、资产管理计划和信托计划）核查要求，最新的《监管规则适用指引—发行类第4号》要求：中介机构应核查确认公司控股股东、实际控制人、第一大股东不属于资产管理产品、契约型私募投资基金；中介机构应核查确认资产管理产品、契约型私募投资基金已作出合理安排，可确保符合现行锁定期和减持规则要求。

可见，最新的核查要求仅针对了“资产管理产品”和“契约型私募投资基金”这两类产品，其中“资产管理产品”包含了“资金信托”这种特定形式的信托产品，但并未如此前一样将整个“信托计划”单列为一个核查的对象。

三、对于信托持股的监管关注要点

在境内企业境外上市备案制实施后，除需要在备案报告中披露控股股东、实际控制人、主要股东的“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”外，从中国证监会备案程序角度，将对信托持股关注哪些问题，仍可能视具体项目情况而定，但境内法律意见书和专项法律意见核查要点中并未明确要求中国律师对信托持股问题发表法律意见。

相比于境外上市，受限于股份权属清晰的发行条件，A股IPO中境外信托架构持股并不常见，在试点注册制阶段科创板、创业板虽有个例，但随着关于股份权属清晰发行条件的修改（详见下表），在全面注册制改制实施后将如何发展，仍有待进一步观察。

	全面实施注册制前（现已废止）	全面实施注册制后（现行有效）
主板	发行人的股权清晰	发行人的股份权属清晰
科创板	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	
创业板		

信托架构中通常会涉及委托人、受托人、受益人等诸多主体，其相互之间的法律关系较为复杂并具有相当的灵活性及个性化安排，因此审核部门通常会结合市场主体商议实践、立法目的、政策要求、监管目标等因素综合判断相关股权安排是否清晰稳定。审核实践中，权属清晰稳定通常需要满足于以下条件：从法律要求来看，应该权属分明、真实确定、合法合规、权能完整；从政策要求来看，不得存在资本无序扩张、违法违规致富、利益输送等情形；从监管要求来看，要防止大股东滥用优势地位，保护公众投资者合法权益，维护股票市场秩序，明确市场主体预期¹。

参照部分案例，监管部门可能要求披露信托的具体情况，如信托受益人的相关情况，相关信托协议的主要条款和内容，信托的设立时间、具体类型、运作方式、信托期限，相关权利、义务人及权利、义务安排，设立以来的信托表决权实际行使情况等，并要求保荐机构和律师对股份权属清晰性发表明确意见。

总体而言，现阶段的审核态度倾向于控股股东、实际控制人控制的相关股权中存在信托持股的，原则上应当予以清理；非控股股东、实际控制人控制的相关股权中存在信托持股的，在能充分披露有关信托结构信息、满足监管部门对于股权权属清晰稳定的要求的前提下，有机会得以保留。

四、既往实践观察

（一）海外家族信托持股境内上市公司的案例分析

中国企业境外上市备案中对信托的审查，尚未有具体的核查标准要求，也尚未有公开案例。但是海外家族信托持股境内上市公司的案例，仍然值得借鉴和参考。

经检索 A 股上市公司/IPO 申报公司公开披露的信息，2019 年科创板开放注册后，已有多家发行人的主要股东以海外家族信托持股，例如某 A 公司（无实控人）的董事长（外国国籍）以其海外家族信托间接持有发行人小于 2% 的股份；某 B 公司的第二大股东（香港籍）通过海外信托间接持有发行人近 20% 股份。对于实控人而言，通过海外家族信托持有发行人股份主要分为以下三种路径：

1. 发行人为境外上市公司分拆回境内的主体

家族信托作为海外成熟的财富管理和代际传承工具，境外上市主体的实控人通过海外家族信托持股已有充分的案例支撑，因此实操中境外资本市场认可的家族信托架构在 A 股 IPO 过程中可能更容易被接受。例如某 C 香港联合交易所主板上市公司分拆境内下属子公司某 D 公司于科创板上市，实控人（外国国籍，拥有中国永久居留权）除直接通过 C 公司间接持有发行人股份外，还通过海外家族信托合计间接持有发行人小于 10% 的股份。

但同为中概股，某 E 公司分拆境内子公司某 F 公司于科创板上市时的架构安排则更为波折。某 F 公司的三位创始人（均为中国国籍，无永久境外居留权）通过海外家族信托间接持有某 E 公司并间接享有对发行人的控制权，根据该公司科创板上市委审议会议结果公告，实控人通过海外家族信托间接持

¹ 参考科创板、创业板发行上市审核动态。

有发行人股份已通过审核。但在最终的上市文件中，为简化发行人的持股架构和持股层级，实控人家族信托均已拆除，实控人最终通过两层 BVI 公司持有发行人股份。

2. 实控人通过海外家族信托间接持有极少比例股份

在不影响发行人控制权清晰及稳定的前提下，实控人通过海外家族信托持有极少量发行人股份也已有成功案例，例如某 G 公司的实控人（外国国籍）及其配偶、子女的海外家族信托间接持有发行人 1%左右的股份。对于“极少比例”的定义，我们认为通常应控制在 1%左右，超过这个比例则将带来更多的挑战性。例如某 H 公司（创业板审核中）的实控人之一（外国国籍）除个人间接持有发行人股份以外，还通过两个家族信托合计间接持有发行人约 8%股份，在深交所问询后，发行人为简化持股架构和层级对信托架构进行了拆除。

3. 实控人通过海外家族信托间接持有大部分发行人股份

除上述中概股拆分子公司回境内的案例以外，实控人通过海外家族信托大比例持有发行人股份的路径尚未有成功上市的先例。我们注意到某 I 公司（科创板审核中）的三位实控人（均为中国国籍，无境外永久居留权）通过海外信托持有超过 15%的股份、某 J 公司（已上市）的实控人及其配偶、子女（均为外国国籍）通过家族信托间接控制发行人超过 30%股份的案例中，发行人均在交易所问询后拆除了信托架构。

（二）监管机构核查要点

综合上述案例的交易所审核问询函，交易所对于以海外家族信托为顶层架构的发行人关注的核心在于是否影响发行人和/或实控人的股份权属清晰要求²、信托架构是否会构成发行上市的法律障碍。为此，交易所通常要求发行人披露：信托设立时间、具体类型、运作方式、信托的性质、信托期限、权利义务人及相关的权利义务安排、设立以来的信托表决权实际行使情况等，并充分论证信托持股及该种持股架构是否符合权属清晰的规定。在前文的案例中，我们注意到某发行人对家族信托作出了较为详尽的披露，内容涵盖：

- 每一信托的受益人、受益份额、与信托设立人的关系；
- 信托设立日期、信托类型、信托期限、信托相关主体（设立人、受托人、受益人、保护人）、信托财产；
- 引用信托契约中的具体条款，以说明设立人、受托人、受益人、保护人各自的权利义务；
- 家族信托的运作方式：即受托人受委托管理信托财产，除发生信托契约项下特定事由，未经保护人同意不得处分信托财产，受托人行使任何限制性权力受保护人监督；
- 信托项下两层 BVI 公司的表决权实际行使情况。

进一步地，如果家族信托通过境外主体持有发行人股份（例如某 A 公司的董事长家族信托系在开曼公司层面持股、某 G 公司的实控人家族信托系在控股股东美国公司层面持股），则交易所将进一步问询境外股东是否存在其他信托持股的情形，以进一步论证控股股东/第一大股东所持有的发行人股份权属是否清晰。例如在某 A 公司的往来问询函中，第一大股东开曼公司应要求作出了如下披

² 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（2020 年修订）》（已被《首次公开发行股票注册管理办法》废止）第十二条第（二）项：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。

露：

- 开曼公司近两年持股结构、董事长及其亲属近两年在开曼公司的持股数量、比例等；
- 董事长和/或其亲属及其配偶设立的海外家族信托的设立时间、设立人、受托人、受益人、持有开曼公司股份数量、间接持有发行人的股份比例；
- 开曼公司层面信托主体的表决权安排及表决权实际行使情况，包括：各信托主体的信托性质、信托文件中关于股东权利的约定、是否委托行使开曼公司的股东权利。

（三）监管机构核查涉及的相关披露文件

发行人提交 IPO 申请文件并经交易所审查后，交易所通常会经过多轮审核问询的方式要求发行人对家族信托持股的权属清晰问题进行论证，发行人律师将通过法律意见书/补充法律意见书、发行人及保荐机构将通过回复报告、最终通过招股说明书对相关问询进行公开回复及说明。在论证过程中，发行人律师核查的法律文件主要包括：

- 信托适用法的执业律师出具的法律意见书；
- 信托相关主体就持股路径的书面确认；
- 信托持股 SPV 的注册登记资料、公司章程、调查表等；
- 信托持股 SPV 权益转让的有关协议；
- 信托受托人出具书面说明文件（即 Trust Declaration）；
- 发行人律师对委托人及受托人的访谈等。

值得注意的是，区别于仅提供披露信托核心角色的信托受托人书面说明文件，在前述的一些案例中亦对家族信托的核心文件—信托契约（Trust Deed）进行了全面审查，更有发行人细化到引用了信托契约的具体条款以说明各信托角色的权利义务及其安排。此外，为进一步保障和完善权属清晰的要求，在某个发行人的申报文件中，发行人中介机构进一步审查了：（i）设立人和保护人出具的承诺函，承诺不会改变家族信托的现有安排，（ii）所有受益人出具的确认函，确认其依据信托契约真实享有对信托财产的收益权，与任何其他第三人之间就信托财产不存在代持或者其他利益安排，不存在任何争议或潜在纠纷。

五、观察和建议

（一）应对过渡期的安排

《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》将于 2023 年 3 月 31 日起实施，如果拟于境外发行上市的公司可以满足证监会《关于境内企业境外发行上市备案管理安排的通知》中关于“存量企业”的要求（即 3 月 31 日前已获得境外监管机构或者境外证券交易所的同意，例如香港市场已通过聆讯、美国市场已同意注册生效等，且在 2023 年 9 月 30 日前完成境外发行上市的），则目前不需按照新规完成备案，信托结构可参照新规出台前的境外上市企业常规安排继续正常操作。但即便作为存量企业，在后续的境外增发或其他再融资事项发生时，仍然需要按照备案新规履行相应的备案要求。

如果拟于境外发行上市的公司无法成为“存量企业”，则根据新规中《境外发行上市类第 2 号：备

案材料内容和格式指引》，控股股东、实际控制人及其他持有发行人 5%以上股份或表决权的主要股东，如通过信托持股的，信托需要被穿透核查，需要说明信托设立的时间、类型及运作方式、期限、各信托当事人权利义务安排及受益人情况。**有鉴于此，我们理解备案新规项下并不排斥信托持股结构本身，但确实就信托结构的披露规定了更为细化的要求。**

对于有望在 2023 年 3 月 31 日前成为存量企业且距离再融资尚有充分时间的情况下，境外上市主体可以考虑仍采用衔接境外信托持股的方案继续推进。在后续再融资间隔期内，可以预期的一定数量积累的其他存量企业的再融资备案和在新规生效后进行首次备案的境外上市企业中的信托核查和披露可作为比较可靠的案例参考，境外上市主体可以届时判断是否需要调整对信托架构为再融资备案目的进行调整。

（二）境外信托如何处理较为符合监管预期

综合前文中现有 A 股上市公司的核查情况及新颁布的新规和指引，对于拟赴境外上市的中概股公司中存在信托结构的情况，向监管机构进行备案披露所要求带来的主要影响包括（如为存量企业，则影响应包括以下 2 和 3 点）：

1. 信托结构本身会被穿透核查，核查要点和核查依据可参考本文第四部分“既往实践观察”。此外，结构搭建过程中的税务问题及中国籍受益人的外汇合规问题（如有）也可能引起监管关注；
2. 涉及额外的披露文件的准备（例如前文所述的受托人声明函、各信托角色的承诺函等），可能延长公司境内完成备案的时间；
3. 信托的受益人、结构信息等面向监管机构的披露，可能导致设立个别信托本身希望达到信息保密、代持间接还原等设立目的受一定影响。

综上，我们认为境外上市备案新规中对信托持股的审查，更主要是基于对相关中国籍自然人的属人管辖的审查，侧重在外汇合规、利益输送等监管审查角度；实践中也将对信托架构的设定及受益人的安排，有了更多的合规要求。而对于信托持股的持股稳定性等，原则上依然属于拟上市的交易所从技术层面审查的内容。

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：

陈汉

电话： +86 10 8525 4683

Email: han.chen@hankunlaw.com