

资本市场法律

新经济资本之路系列（一）：境外信托如何持股 A 股上市公司？——基于科创板 IPO 最新实践的探讨

作者：陈汉 | 王振禹 | 宋荟伊 | 胡晓毅

开篇之语：在创业融资的路径选择上，一直都有诸多“矛盾”的问题摆在创始人、企业和投资人面前。境内资本市场与境外资本市场的对比选择，是其中一项至关重要的方向选择难题。为了方便一直在路上的众多市场参与者有更清晰的战略和战术判断，汉坤律师事务所各专业领域专家，通过“新经济资本之路”的系列文章，为大家在境内外资本市场的探索之路中保驾护航。

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离岸信托结构持股上市公司的方式广受欢迎。相形之下，囿于股权结构清晰等要求，在以往通过境外信托结构持股拟申请 A 股上市发行人的情形较为罕见。为了满足上市审核要求，不乏在上市前拆除境外信托持股结构的案例¹，虽然也有个别案例在较为特殊的情形下设置了境外信托持股的安排²，但总体而言，处理拟申请 A 股上市的发行人中的境外信托持股仍应十分谨慎。

《首次公开发行股票并上市管理办法》要求“**发行人的股权清晰**，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷”——这通常被认为境外信托持股受限的一个主要原因。而《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》仅明确要求“**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**”。那么就科创板 IPO 而言，是否会视“控股股东、实际控制人”及“非控股股东、实际控制人”的不同身份而对境外信托持股的要求有所不同？

《科创板股票发行上市审核问答》规定，对于控股股东、实际控制人设立在国际避税区且持股层次复杂的，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**

¹ 例如 Z 上市公司，其共同实际控制人之一 F 某在英属维尔京群岛设立家族信托间接持有发行人的股权。上市前年，F 某拆除了信托持股结构，从而消除了其通过信托方式控制发行人股份的情形；又如 Y 上市公司，共同控制人 L 某、X 某曾分别通过注册于英属维尔京群岛的信托以及注册于境外的家族信托控制 Y 上市公司。在 Y 上市公司完成从纽约证券交易所的退市后回归国内 A 股的过程中，L 某、X 某均拆除了各自的信托持股结构，以消除境内上市实体 Y 上市公司股权结构中的境外信托持股情形。

² 例如 X 上市公司在 IPO 前即存在境外家族信托间接持股的情况，并且在 IPO 过程中并未拆除境外家族信托。其上层境外公司持有 X 上市公司发行前 20% 的股份，W 基金持有上层境外公司 98% 的股权，而 W 基金为专业投资基金，其投资人中有多个境外信托，其中包括部分家族信托。

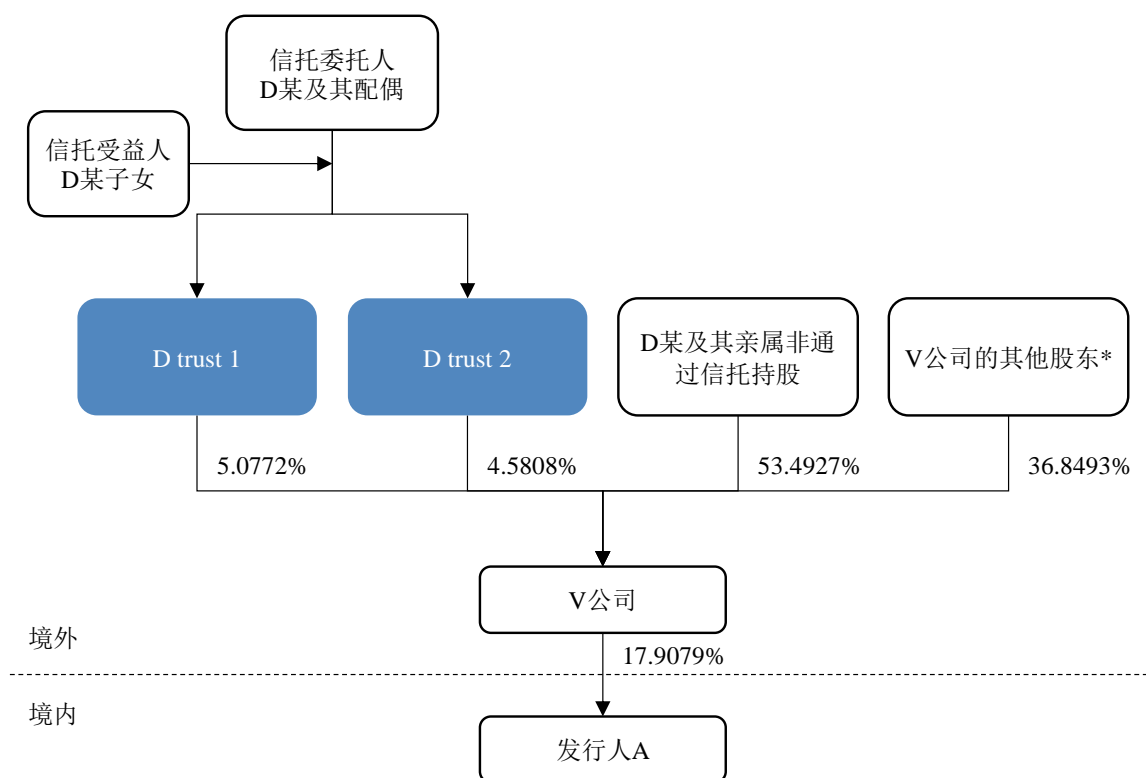
委托持股、信托持股、是否有各种影响控股权的约定、股东的出资来源等问题进行核查，说明发行人控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属是否清晰，以及发行人如何确保其公司治理和内控的有效性，并发表核查意见。那么，对于控股股东、实际控制人而言，在充分披露境外信托持股的前提下，是否允许保留境外信托持股架构？

本文将就科创板部分案例中涉及境外信托的持股安排进行梳理及分析，并据此分享我们的一些观察和思考。

一、非“控股股东、实际控制人”的境外信托持股

（一）发行人 A——“无控股股东、实际控制人”情形下的境外家族信托持股

根据发行人 A《招股说明书（注册稿）》披露的信息，发行人无控股股东、实际控制人；D 某（美国国籍）系发行人的董事、总裁、核心技术人员；发行人的第一大股东为开曼公司 V（“V 公司”），持股比例为 17.9079%；根据发行人对于上海证券交易所（“上交所”）问询的回复，“以 D 某及其配偶为委托人、其子女为受益人的信托基金合计持有 V 公司 9.658% 的股份，间接持有发行人 1.7295% 股权”。根据 D 某的书面确认，以 D 某及其配偶为委托人、以其子女为受益人并作为 V 公司股东的信托基金为 D Trust 1 和 D Trust 2。D 某及其境外家族信托基金在发行人 A 持股情况简图如下所示：



*注：包括但不限于发行人离/在职员工、外部投资人在内的其他股东。

D 某及其境外家族信托基金持股的情况受到了上交所的关注。在《审核问询函》中，上交所提出了“D 某与其配偶直接及间接持有的、以及其受托管理的子女信托基金的基本情况，包括信托基金的设立时间、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，是否影响其持股权属的清晰”这一问题。

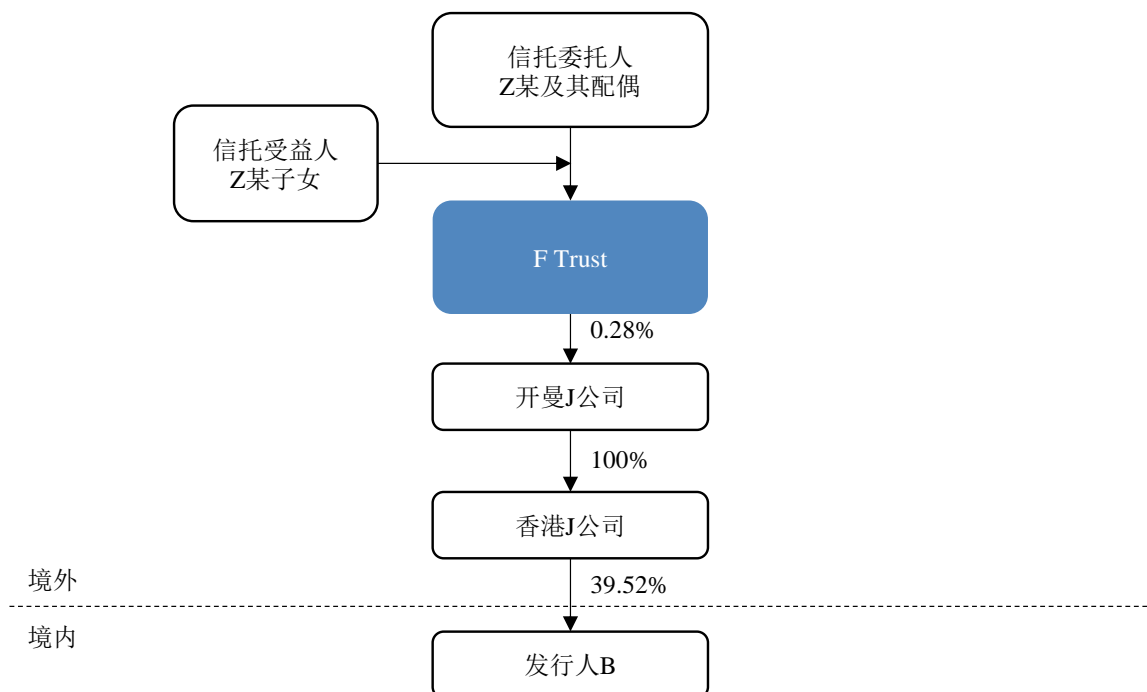
发行人律师在说明受托人及其权利义务安排、受益人及其权利义务安排以及信托运作方式后发表意见认为：“作为 V 公司股东的两个信托基金均为不可撤销的信托基金，期限较长，有利于投资稳定性。鉴于家族信托在境外为常见的财产处理安排，具有较为成熟的运作机制，上述信托基金通过 V 公司间接持有发行人股份不会影响发行人持股权属的清晰。”

发行人律师在法律意见书中进一步论述了“发行人无实际控制人、无控股股东”的状态，并据此认为“发行人不涉及《注册管理办法（试行）》第十二条第（二）项关于‘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。”

此外，根据《招股说明书（注册稿）》的披露，包括 D 某及其境外家族信托基金在内，V 公司的股东中共有 10 家信托，除了 D 某及其亲属外，也出现了第三方投资人通过信托持股的情形。发行人律师就此发表的法律意见是：“V 公司现有股东中存在的信托系境外自然人股东根据境外法律和惯例、以其持有的 V 公司股份作为信托资产设立的信托；根据开曼律师出具的法律意见书，该等信托持有股份由 V 公司合法发行；V 公司持有发行人股份（占发行人股份总数的 17.91%）权属清晰；该等信托通过 V 公司间接持有发行人的股份比例合计 7.39%，占比较小，不会对发行人的实际控制状态产生实质影响”。

（二）发行人 B——极小比例的境外家族信托间接持股

根据发行人 B《招股说明书（注册稿）》披露的信息，F Trust 持有开曼 J 公司 0.28% 的股份，开曼 J 公司持有香港 J 公司的 100% 的股权，香港 J 公司持有发行人 39.52% 的股权，据此 F Trust 间接持有发行人 0.11% 的股份，持股结构如下：



F Trust 委托人为中国台湾地区自然人 Z 先生及其妻子（美国籍自然人），三名受益人均系委托人的子女（均为美国籍自然人）。

就此，在《审核问询函》中，上交所提出了：“招股说明书及申报材料披露……开曼 J 公司的股东

F Trust 为 Z 某的家族信托……请保荐机构及发行人律师……（2）说明开曼 J 公司股权是否清晰，是否存在委托持股、信托持股、影响控股权的约定等情况”这一要求。

发行人律师出具的法律意见书说明，“根据信托设立相关文件及 Z 某出具的《XX 法人股东信息调查表》，F Trust 委托人为中国台湾地区自然人 Z 某及其妻子（美国籍自然人），受益人均系委托人的子女（三名受益人均均为美国籍自然人），F Trust 为 Z 某的家族信托……香港 J 公司为发行人的控股股东……开曼 J 公司股份权属清晰，除已披露的 Z 某的家族信托外，不存在委托持股、信托持股、影响控股权的约定等情况”。

《招股说明书（注册稿）》亦进一步说明“F Trust 并非直接持有发行人股权，且间接持有发行人的股权比例比较低，不会对发行人控股权稳定和实际控制人认定构成重大不利影响。除上述信托以外，开曼 J 公司不存在委托持股和影响控股权的约定。”

（三）发行人 C——境外美元基金的民事信托代持关系得以保留

根据发行人 C《招股说明书（上会稿）》披露的信息，发行人 C 的股东开曼公司 N（“N 公司”）持有发行人 0.08% 的股份。根据 N 公司的书面说明，其所持有的发行人股份系根据信托关系代若干美元基金持有。该等美元基金的有限合伙人合计 38 名，主要为境外私募股权基金、其他境外基金（如捐赠基金、大学基金、家族基金等）、个人及法律服务提供者。发行人进一步说明，除上述情况外，发行人不存在委托持股、信托持股或其他利益输送安排。

在《审核问询函（二）》中，上交所提出：请发行人说明上述民事信托关系是否符合相关法律法规的规定，是否存在纠纷或潜在纠纷，是否影响发行人的股权清晰稳定。

就该等问询，发行人律师在《补充法律意见书》中发表的意见为“为管理之便利，N 公司下游投资原则上由其最终普通合伙人通过信托关系登记持有，包括但不限于持有发行人在内的数十家被投企业。上述代持安排乃为提高管理效率之目的，符合当地法律规定，代持各方不存在任何现实或潜在的纠纷；且除本情况说明披露的情况外，不存在其他代持股权的特殊安排”。

（四）发行人 D——知名专业基金背后的境外家族信托持股

发行人 D 的前身为某香港联交所上市公司旗下独立的业务主体，自 2011 年起逐步开始搭建了协议控制架构（VIE 结构），后自 2015 年 11 月起逐步拆除 VIE 结构。根据《招股说明书（注册稿）》披露的信息，在持有发行人 5% 以上股份的主要股东中，有三家知名专业基金向上穿透的有限合伙人中存在境外家族信托基金。

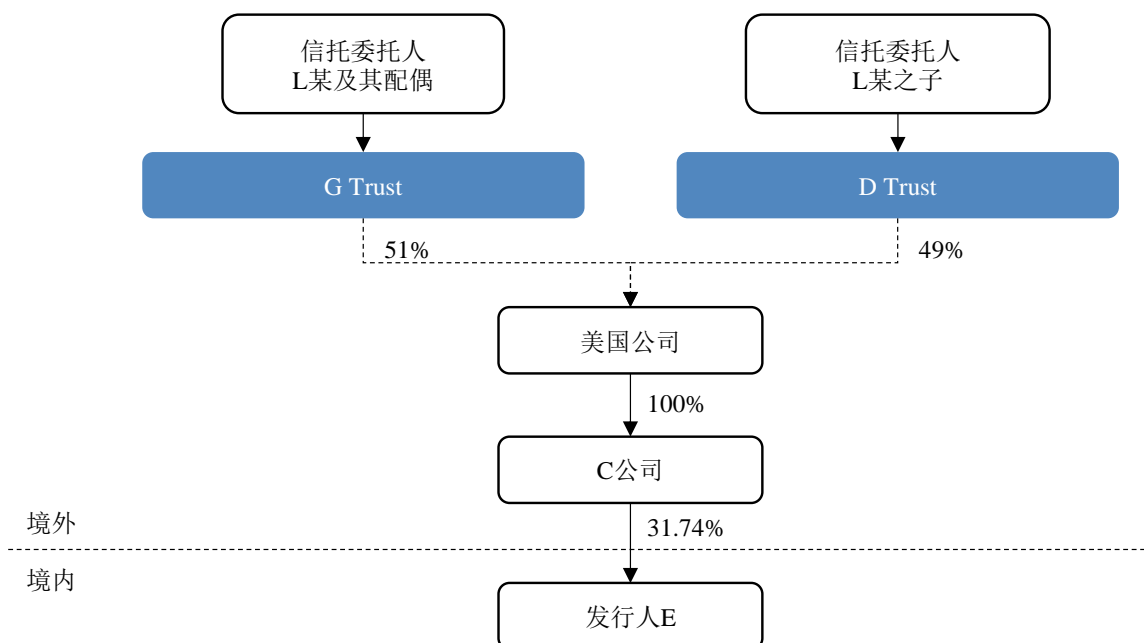
发行人律师区分境内投资人和境外投资人的持股情况分别发表的意见是“发行人境外投资人及其直接股东/合伙人就其持有的发行人股份，不存在委托持股、信托持股、对赌协议等特殊协议或利益输送安排”。相较境外投资人部分，发行人律师对于境内机构股东及其直接和间接合伙人/股东均发表了意见：“发行人的境内机构股东及其直接和间接合伙人/股东均不存在委托持股、信托持股、对赌协议等特殊协议或利益输送安排”。

值得关注的是，在红筹结构拆除之前，该等知名专业基金均是发行人 D 红筹结构中的开曼实体的投资人，故其对于发行人的持股是为了实现其在红筹拆除之后的上市主体层面权益的平移，该等权利回落的持股安排具有较为充分的合理性。

二、“控股股东、实际控制人”的境外信托持股

(一) 发行人 E——实际控制人在上市审核过程中清理境外家族信托持股

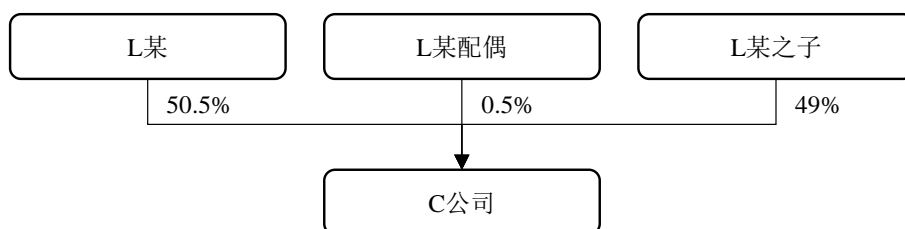
根据发行人 E《招股说明书(注册稿)》披露的信息,发行人的控股股东为开曼公司 C(“C 公司”),持有发行人 31.47%股份,实际控制人为 L 某(美国国籍)及其配偶、子女。根据《招股说明书(申报稿)》披露的信息,C 公司的股权结构如下:



注:虚线表示间接持股关系,本图为略去了部分间接持股实体信息后的简图。

上交所《审核问询函》就上述境外信托基金间接持股的原因,是否规避境内监管,是否符合控制权清晰、稳定的要求进行了问询。根据《补充法律意见书(一)》,G Trust 系 L 某及其配偶为委托人的境外家族信托,D Trust 系 L 某之子为委托人的境外家族信托。设立境外家族信托是美国常见的家庭财富管理方式,L 某夫妇及儿子均系美国国籍,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。因发行人控股股东 C 公司此前曾考虑在境外上市,故按照境外持股的商业惯例搭建了多层持股架构,其并非为规避境内监管设置。上述安排符合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。

尽管发行人律师给出了上述法律意见,发行人实际控制人的境外家族信托安排可能并未获得上交所的认可。审核期间,美国公司向 L 某及其配偶、子女转让 C 公司的 100% 股权。转让完成后,C 公司的股权结构如下:



根据《补充法律意见书(三)》,本次持股架构调整后,L 某家庭不再通过 G Trust、D Trust 间接持

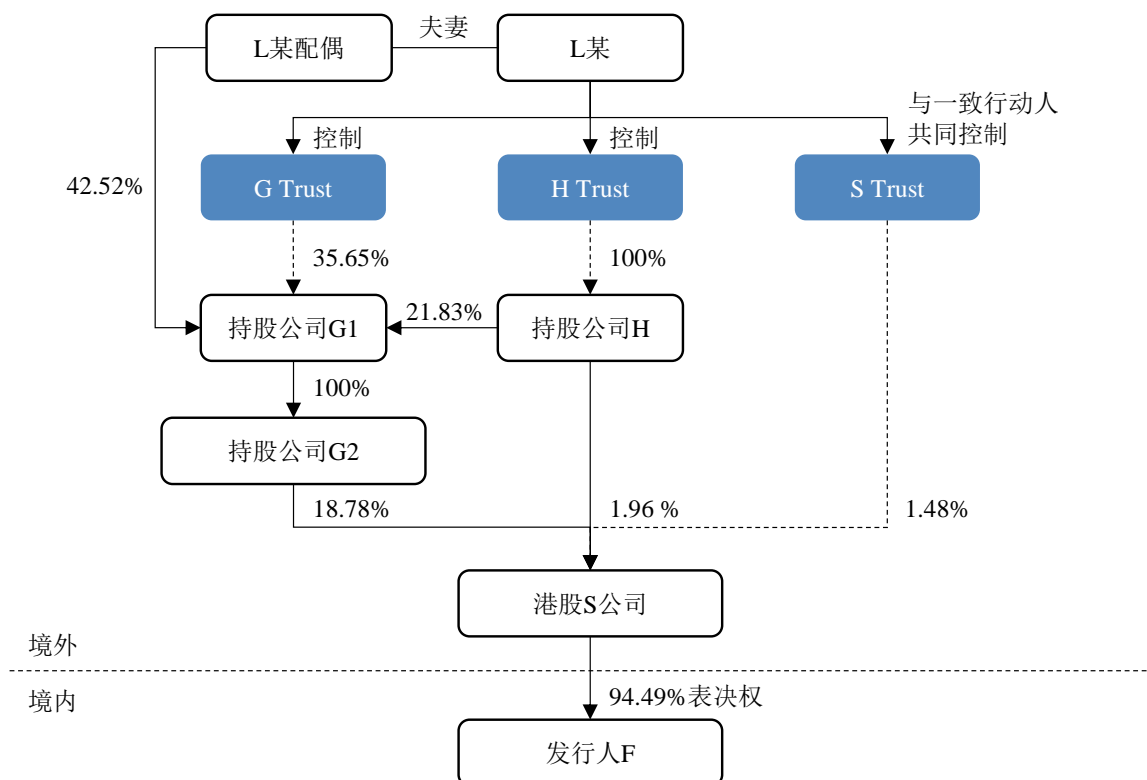
有发行人股份，信托事项已不会对发行人的控制权稳定产生影响。

(二) 发行人 F——实际控制人在境外已上市公司的信托结构持股得以保留

发行人 F 是香港联合交易所主板上市公司 S (“**港股 S 公司**”) 的下属控股子公司。根据《招股说明书 (注册稿)》披露的信息，在本次发行前 L 某通过港股 S 公司及其他关联方等合计控制发行人 F 94.49% 的股份的表决权，为发行人 F 的实际控制人。L 某非中国国籍，拥有中国永久居留权。本次发行完成后，L 某仍为发行人 F 的实际控制人。《招股说明书 (注册稿)》进一步披露：

1. G Trust 间接持有港股 S 公司的若干股份，进而间接持有发行人 F 超过 5% 的股份，G Trust 的唯一信托履行监督人为 L 某，受托人在作出 G Trust 的投票决策时会遵循履行监督人 L 某的意见；
2. H Trust 间接持有港股 S 公司的若干股份，进而间接持有发行人 F 约超过 5% 的股份，L 某作为投资决策人控制 H Trust；
3. S Trust 间接持有港股 S 公司的若干股份，进而间接持有发行人 F 约 1.40% 的股份。S Trust 的咨询委员会成员为 L 某及三名自然人 (“**其他成员**”)，涉及 S Trust 的投资职能、责任、权利及义务均归属于咨询委员会，投资决策由咨询委员会成员过半数通过。基于 L 某及其他成员签署的《一致行动协议》及发行人 F 的公告文件，其他成员为 L 某的一致行动人；

据此，L 某作为实际控制人通过境外信托持股及控制发行人 F 的结构图如下：



注：虚线表示间接持股关系，本图为略去了部分间接持股实体信息后的简图。

上交所在《审核问询函》中要求发行人“说明受托人所持发行人 F 的权益及其构成，结合 L 某在 H Trust、G Trust、S Trust、受托人中根据协议或者其他法定或者约定的权利、港股 S 公司其他持股比例较高的股东对港股 S 公司的影响，进一步说明 L 某对港股 S 公司的控制权及其稳定性。”

发行人律师根据受托人提供的确认文件认为 L 某对于 H Trust、G Trust、S Trust 拥有控制权。进一步地，L 某通过港股 S 公司及控制发行人 F 89.96% 股份的表决权，通过其他关联方控制发行人 F 4.54% 的股份的表决权，合计可以控制发行人 F 94.49% 股份的表决权，并在港股 S 公司的董事会和管理层中发挥着重大影响作用，为发行人 F 的实际控制人；并且，根据 L 某与其他成员签署的《一致行动协议》，以及基于港股 S 公司股权较为分散的情况，L 某可持续对港股 S 公司实施控制，从而可持续对发行人 F 实施控制，具有较强的稳定性。

发行人律师在法律意见书中发表意见认为“控股股东、实际控制人和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人 F 的股份权属清晰，最近两年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷”。

三、总结与展望

通过对于上述案例的梳理，我们理解：

1. 就非控股股东、实际控制人的境外信托持股而言，在充分说明持股比例、解释该等信托持股具有合法合理性、不存在任何现实或潜在的纠纷、不会对发行人的控制权及其稳定性产生不利影响的前提下，是有可能通过上市审核的。例如发行人 A 案例中，非作为控股股东、实际控制人的外籍高管设置的境外家族信托；发行人 B 案例中，外籍个人投资人的境外家族信托；以及发行人 C 和发行人 D 案例中，作为知名投资机构有限合伙人的境外家族信托及知名投资机构持股中的信托代持安排等；
2. 就控股股东、实际控制人的境外信托持股而言，从发行人 E 案例来看，实际控制人将其全部股份用境外信托持股的方式最终在上市审核过程中进行了拆除；而在发行人 F 案例中，外籍实际控制人通过境外信托持股境外上市公司港股 S 公司，进而控制发行人 F 的情形，却没有受到太多的挑战，这可能是因为港股 S 公司本身即为上市公司，保留原来在上市公司之上的信托持股结构具有现实合理性，亦不会对发行人 F 的股权清晰及控制权稳定性产生实质影响；
3. 根据我们对现有科创板上市公司案例的观察，被上市审核所接受的境外信托均不是由中国大陆自然人设立的。因此，对于中国大陆自然人设立的境外信托持股结构，需要更为谨慎地处理，为了避免影响上市审核的进度，应与上市审核部门做好充分的预先沟通；
4. 发行人 F 是从境外上市公司分拆后在科创板上市，发行人 A、发行人 B 及发行人 D 均属于拆红筹后在科创板上市，对于这些发行人持股结构中已有的境外信托结构，审核机构均采取了现有法规框架下审慎包容的态度，这也契合当前企业回归境内资本市场的趋势。

在科创板以外，创业板注册制改革的大门也已经正式开启，随着科创板及创业板各项创新制度的落地，“中概股”回归 A 股步伐的加快，以及境内资本市场制度面向适应性和包容性的迅速迭代和进化，境外信托持股 A 股上市公司有望迎来更为丰富的实践和更广阔的空间。

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