

拨云见日_全新境内外 IPO 规则下如何进行股东穿透核查

2023 年 2 月 17 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）发布关于 A 股全面实行股票发行注册制规则，相关分析具体见“**海问·观察 | 全面注册制正式实施**”。同日，中国证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“**《管理试行办法》**”），相关具体见“**海问·观察 | 境外发行上市备案制新规落地**”。

境内 A 股上市全面注册制改革新规以及境外上市备案制新规甫一发布，立刻引起各类市场参与主体广泛讨论。其中，一个绕不开的问题就是“**股东穿透核查**”，我们基于实务经验对全新境内外 IPO 规则下如何进行股东穿透核查进行系统梳理和解读，以期能够在千头万绪中为大家提供一点帮助。

股东穿透核查规则

1. A 股 IPO 股东穿透核查规则

在境内 A 股上市过程中，需要对股东进行穿透核查并不是一个新命题。早些时候，监管部门并未官方发布明确的穿透核查指引，相关要求主要散见于监管部门对企业上市申报材料的反馈意见、问询函、保代培训材料、“窗口指导意见”等。

2021 年 2 月 9 日，中国证监会发布了《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》（以下简称“**《股东信息披露指引》**”），对股权代持、突击入股、入股价格异常等问题提出了核查要求。自此，股东穿透核查进入了恒纪元，在 A 股 IPO 项目中，穿透核查报告动辄几百页，甚至会更多……

现行有效的穿透核查监管规则主要如下：

序号	规则名称	发布时间	核心内容
1.	《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》	2021.02.09	(一) 关于股份代持： 发行人应当真实、准确、完整地披露股东信息， <u>发行人历史沿革中存在股份代持等情形的，应当在提交申请前依法解除。</u>
2.	《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》	2021.02.18	(二) 关于突击入股： 发行人提交申请前 12 个月内新增股东的，披露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，新增股东是否存在股份代持情形等。
3.	《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》	2021.02.23	(三) 关于入股价格异常： 历次股东入股的背景和原因、入股形式、资金来源、支付方式、入股价格及定价依据；如发行人历史沿革中存在股东入股价格明显异常的情况，对于股权架构为 <u>两层以上且为无实际经营业务的公司或有限合伙企业的，应当对该股东层层穿透核查到最终持有人，说明是否存在股份代持、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的情形等。</u> (四) 关于股东适格性： <u>直接或间接持有发行人股份的主体是否具备法律、法规规定的股东资格，与本次发行中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在亲属关系、关联关系、委托持股、信托持股或其他利益输送安排；发行人股东是否以发行人股权进行不当利益输送。</u>
4.	《监管规则适用指引——发行类第 2 号》	2021.05.28	按照《股东信息披露指引》等对股东信息进行核查时，应当关注是否涉及中国证监会系统离职人员入股的情况，如存在离职人员不

			当入股情形的，应当予以清理 ¹ 。
5.	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》	2021.04.25	<p>“最终持有人”包括以下类型：</p> <p>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，或者穿透核查至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）、集体所有制企业、境外政府投资基金、大学捐赠基金、养老金、公益基金以及公募资产管理产品。</p> <p>除此之外的<u>外资股东</u>，如果中介机构能以适当核查方式确认<u>外资股东的出资人不存在境内主体</u>，并充分论证该<u>外资股东入股发行人的价格不存在明显异常</u>，可将该<u>外资股东</u>视为“最终持有人”。</p>
6.	沪深交易所《关于进一步规范股东穿透核查的通知》	2021.06.15	<p>一、在对股东穿透核查时按照<u>实质重于形式</u>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，切实防范利用上市进行利益输送、违法违规“造富”等行为。</p> <p>二、股东穿透核查应当把握好重要性原则，避免免责式、简单化的核查。<u>对于持股较少、不涉及违法违规“造富”等情形的</u>，保荐机构会同发行人律师实事求是发表意见后，<u>可不穿透核查</u>。</p> <p>三、持股较少可结合持股数量、比例等因素综合判断。原则上，<u>直接或间接持有发行人股份数最少于 10 万股或持股比例低于 0.01%的</u>，可认定为持股较少。</p>

由上观之，包括中国证监会、沪深交易所在内的监管部门对股东穿透核查提出了全方位的核查要求，但是在实践中，经常存在股东不能完全配合核查的情形。需要注意的是，根据本次全新修订的《首次公开发行股票注册管理办法》，发行人的股东配合相关机构开展尽职

¹ 根据《证券时报》2021年6月24日的报道，沪深交易所相关负责人接受采访时表示：“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”。

调查和其他相关工作已经上升为一项明确的法定责任和义务,如因自身工作致使发行人所报送的注册申请文件和披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,中国证监会将视情节轻重,对相关主体采取不同监管措施。

2. 境外 IPO 股东穿透核查规则

从明文规定角度来说, H 股 IPO 过程中,中国证监会仅在《股份有限公司境外公开募集股份及上市(包括增发)审核关注要点》中对股东核查问题作出了较为笼统的规定,“按照《非上市公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》计算,发行人及其控股股东、实际控制人、重要控股子公司的股东人数是否超过 200 人”。但从审核实践的角度,中国证监会在 H 股项目的审核中,基本已经按照 A 股 IPO 的标准进行问询,具体请见本文第三部分“H 股 IPO 穿透核查实践”。

中国证监会发布的《管理试行办法》及《监管规则适用指引——境外发行上市类第 2 号: 备案材料内容和格式指引》将过往 H 股项目审核实践中有关股东核查的要求予以固化,并移植了诸多 A 股的监管理念,新要求将统一适用于包括红筹模式在内的境外上市项目。

境外上市备案制新规有关股东核查的相关内容具体如下:

序号	核查事项	核心内容
1.	控股股东、实际控制人	<p>实际控制人应穿透至最终的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、自然人等。</p> <p>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。</p>
2.	持有发行人 5% 以上的主要股东	<p>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。</p> <p><u>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。</u></p>
3.	其他股东	列表简要说明除上述股东外的其他股东情况。
4.	最近一年新增股东	发行人提交境外发行上市备案申请前 12 个月内新增股东的，发行人境内律师应当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，新增股东是否存在法律法规规定禁止持股主体直接或间接持有发行人股份的情形进行核查。
5.	关联关系	现有股东之间的关联关系、一致行动关系等情况。
6.	股东人数	境内企业直接境外发行上市的，发行人境内律师应当按照《中华人民共和国证券法》及非上市公众公司监督管理相关规定，核查发行人股东人数是否超过 200 人并出具明确结论性意见。
7.	受益所有人 ²	需要列表说明发行人（直接境外上市模式下）或主要境内运营实体（间接境外上市模式下）受益所有人情况。受益所有人按照中国人民银行、国家市场监督管理总局相关规定确定。

² 与《公司法》上的“实际控制人”不同，“受益所有人”指的是最终拥有或实际控制市场主体，或者享有市场主体最终收益的自然人。受限于篇幅及本文讨论重点，本文将不会对此进行展开分析。

3. 简评

如果将境内 A 股 IPO 的股东穿透规则和境外上市的股东穿透规则两相比较，我们不难发现，境外上市的股东穿透规则在很大程度上是借鉴了目前 A 股 IPO 规则中的相关要求。如本文第三部分“H 股 IPO 穿透核查实践”所述，中国证监会在目前 H 股 IPO 项目的审核中，基本已经按照 A 股 IPO 的标准在进行问询。

不过，由于《管理试行办法》将境内企业直接、间接境外发行上市纳入统一管理，原本不受监管的红筹模式上市企业也需要按照最新规则进行股东核查。相较于 H 股模式上市而言，红筹上市企业股东背景可能会有更多、更复杂的外资成分，加之境外公司形式、保密义务等诸多因素，要求全部股东予以配合，估计难度不低。

A 股 IPO 穿透核查实践

我们根据公开资料，分别选取科创板和创业板两个案例，来观察在实践中 A 股 IPO 的穿透规则是如何具体落实的：

1. 炬光科技（688167.SH）

公司名称	西安炬光科技股份有限公司（“炬光科技”，2021 年 11 月 16 日科创板过会）
反馈问题	<p>首轮问询函问题 1、关于股东信息披露：</p> <p>请发行人：（1）按照《股东信息披露指引》的要求对股东相关情况进行补充披露；……请保荐机构、发行人律师按照《股东信息披露指引》的要求，对股份代持、突击入股、入股价格异常、股东适格性等信息进行核查。</p> <p>第二轮问询函问题 5.4、关于股东信息披露核查：</p> <p>根据股东信息披露核查报告：持有公司 10 万股以上的自然人股东（包括直接持股和间接持股）不存在系证监会系统离职人员的情况。请保荐机构、发行人律师结合相关监管要求，说明是否存在重大性原则标准以下、可能涉及证监会系统离职人员不当入股的情形。</p>
穿透标准	首轮问询阶段，根据重大性标准，对持有 10 万股以下的股东未作进一步穿透。

	在第二轮问询阶段，对全体股东一穿到底。
核查方式	1、查阅发行人自然人股东身份证、机构股东营业执照、公司章程/合伙协议、机构股东出具的股东穿透表、全体直接股东出具的声明、部分间接股东提供的身份证/营业执照、公司章程/合伙协议等资料； 2、对机构股东进行穿透核查，梳理持有公司 10 万股以上的自然人股东（包括直接持股和间接持股），获取其身份信息，其后前往当地证监局进行关于证监会系统离职人员信息查询比对的核查.....
结论	对于机构股东严格采取一穿到底的核查方式，特别是对发行人是否存在证监会系统离职人员入股的情形进行充分全面的核查验证。

2. 德龙激光（688170.SH）

公司名称	苏州德龙激光股份有限公司（“德龙激光”，2022年3月4日科创板过会）
反馈问题	首轮问询函问题 17、关于股东信息披露： 请发行人、保荐机构、发行人律师结合《股东信息披露指引》及相关规则，进一步说明对股东信息核查是否存在未穿透至最终持有人的情况；存在上述情况的，是否涉及利用公司上市进行利益输送、违法违规“造富”等行为，关于股东信息核查与披露是否符合各项监管要求。
穿透标准	按照实质重于形式原则，根据发行人实际情况，结合持股数量、比例，对直接或间接持有发行人 1.1 万股以上的上层机构股东或权益持有人均一穿到底。
核查方式	取得穿透至最终持有人出具的说明和调查表；向当地证监局申请信息比对，并取得比对结果。
结论	按照实质重于形式原则，对于持股数量较少的股东未完全穿透至最终持有人。

3. 凌玮科技（301373.SZ）

公司名称	广州凌玮科技股份有限公司（“凌玮科技”，2022年9月26日创业板过会）
反馈问题	审核中心意见落实函问题 6、关于股东核查： 请保荐人、发行人律师按照《监管规则适用指引——发行类第 2 号》的要求对证监会系统离职人员入股进行全面深入核查，逐条认真落实核查工作，提交专项核查说明。
穿透标准	一穿到底。
核查方式	1、查阅直接持有发行人股份的自然人股东的身份证、调查表、出资凭证、出具的承诺函； 2、查阅直接持有发行人股份的机构股东的营业执照、合伙协议、工商内档资料； 3、查阅企查查出具的关于发行人机构股东的股权穿透分析报告，获取发行人机构股东的上层股东的相关信息； 4、对于合伙制股东，（a）如仅有自然人合伙人，取得其全部合伙人出具的承诺函；（b）如上层存在机构合伙人，取得其出具的穿透至自然人/政府部门/上市公司的股权结构图，并查阅上述股权结构中涉及的自然人股东的身份证，机构股东的营业执照、公司章程/合伙人协议等资料，并取得穿透后的部分直接或间接股东出具的承诺函.....
结论	对于全体股东严格采取一穿到底的核查方式，特别是对发行人是否存在证监会系统离职人员入股的情形进行充分全面的核查验证。

4. 汉仪股份（301270.SZ）

公司名称	北京汉仪创新科技股份有限公司（“汉仪股份”，2022年5月9日创业板过会）
反馈问题	第二轮问询函问题 2、关于股东信息披露核查：

	<p>请保荐人、发行人律师：（1）按照《监管规则适用指引——发行类第2号》的要求对发行人披露的股东信息进行全面深入核查，逐条认真落实核查工作并提交专项核查说明。</p> <p>（2）说明发行人上层机构股东或权益持有人是否已完全穿透至自然人、境内外上市公司、新三板挂牌公司、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）、集体所有制企业、公益基金等最终持有人，如否，说明具体情况及未能完全穿透的原因、相关持股比例及影响。</p>
穿透标准	根据重大性标准，对于持股较少、不涉及违法违规“造富”等情形，且无法取得联系、亦无法通过公开渠道进行穿透核查的间接股东，未进一步穿透。
核查方式	对于未作进一步穿透的间接股东，取得其对应的发行人直接股东提供的入股相关文件及承诺与确认函，以证明其入股发行人具有合理性，入股价格公允，已足额支付相关价款，资金来源为其自筹合法资金，不存在明显异常情况；不涉及利益输送、违法违规“造富”等情形。
结论	原则上采用一穿到底的标准。但中介机构在已履行勤勉尽责义务的情况下，对于持股较少、不涉及违法违规“造富”等情形且无法取得联系、亦无法通过公开渠道进行穿透核查的间接股东，通过取得其对应的发行人直接股东出具的承诺与确认函，以作为实事求是发表意见、不进行穿透核查的根据。

案例总结：

（一）关于核查标准

从上述案例可知，关于 A 股 IPO 实操过程中的股东穿透核查，既存在根据重要性原则，对于持股较少的主体（直接或间接持有发行人股份数最少于 10 万股或持股比例低于 0.01%）未完全穿透的案例，也存在为满足是否存在证监会系统离职人员等核查要求“一穿到底”的情况。

这体现出在相关规则的落地过程中，存在股东穿透核查标准不一致的问题。我们理解，标准不一致问题的出现，存在规则上的困惑，根据《股东信息披露指引》《关于进一步规范股东穿透核查的通知》等要求，发行人股东需同时满足“入股交易价格明显异常”“股权结

构两层以上且无实际经营业务”两个条件才应当进行全面穿透核查；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。但从审核实践来看，为了判断是否存在证监会系统离职人员，必须对发行人股东进行一穿到底，而不论其持股数量多少、比例高低。针对证监会系统离职人员入股情况的核查，最为有效的手段为发行人向地方证监局申请进行证监会系统离职人员信息查询比对，为此，发行人需将其直接或间接的自然人股东的基本信息（姓名、身份证号码）予以报送，从这个角度看，在股东穿透核查时“一穿到底”又是必需的。

综上所述，在目前 A 股 IPO 项目实际执行过程中，基于谨慎的角度，越来越多的拟上市企业及中介机构在征得股东配合的情况下执行“一穿到底”的核查标准。

（二）关于核查手段

股东穿透核查最基本的手段是获得发行人提供的工商资料、进行网络检索等，但究竟是否能够进行完全穿透核查，关键还在于股东的配合程度，理想的状态是发行人的股东及其向上穿透的每一层股东均能按照要求提供资料，但受限于诸多因素，逐一联系到全部最终持有人恐怕都是一个不小的困难。

在穷尽努力后仍然无法取得间接股东资料的，作为替代方案，发行人及其中介机构可以通过网络核查的方式对发行人机构股东的上层股东进行穿透式核查，并需由发行人股东就其直接或间接的自然人股东的持股情况按照核查要求出具专项确认函或承诺。

不过在未能完全获得上层股东的配合情况下，虽然通过公开网络手段完成了穿透检索，如何取得相关自然人股东的身份信息以供核对是否存在证监会系统离职人员会是另一个难题。如果无法取得自然人股东的身份信息，机构股东是否能够出具文件确认其穿透后自然人出资人不存在（或存在）证监会系统离职人员？

三 H 股 IPO 穿透核查实践

中国证监会在审核 H 股 IPO 项目时，会将其反馈问题在官方网站³予以公告，如下是我们梳理的中国证监会近年来的高频反馈问题：

³ http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101935/zfxxgk_zdggk.shtml?channelid=8f3f0d4be56b4f8aa8183b3234b88ede。

序号	中国证监会反馈问题
1	按照《非上市公众公司监管指引第 4 号——股东人数超过 200 人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》（证监会公告[2013]54 号）要求，计算你公司及其控股股东、实际控制人、重要控股子公司的股东人数是否超过 200 人；如超过，请补充提供有关申请文件并履行有关程序。
2	请补充说明你公司非自然人股东的详细情况（核查至自然人）及股东人数认定依据。
3	据材料，你公司本次申请前集中发生多次股权转让行为，请详细说明并充分披露该等股东股权结构（逐层穿透最终实际控制人至自然人或国资主管部门）、入股的具体情况、原因、入股价格及定价依据等，该等股东与其他股东、董事、监事、高级管理人员、担任本次发行的中介机构及其负责人或高级管理人员是否存在亲属关系、关联关系、委托持股、信托持股或其他利益输送安排，是否存在法律法规规定禁止持股主体直接或间接持有你公司股份的情形。你公司及下属公司是否对该等股东入股提供了财务资助等。
4	请补充说明你公司股东之间是否存在关联关系或一致行动关系，及上述存在关联关系或一致行动关系股东的股权控制关系（穿透至自然人或国资管理部门）。

由于中国证监会并不会将前述反馈问题的回复予以公开，因此我们将不会向大家呈现案例的细节。但根据我们参与的 H 股上市项目经验，H 股项目在实务中大量的借鉴和运用了 A 股 IPO 项目的核查思路。比如，在 H 股项目中，也会将直接或间接持有发行人股份数最少于 10 万股或持股比例低于 0.01% 的股东作为是否进一步穿透的标准等。不过，与 A 股 IPO 相比，还是存在以下两点显著不同：

第一，H 股 IPO 审核过程中并不需要核查证监会系统离职人员，因此，即便是上层自然人股东无法提供相关身份信息，也并不会对回复中国证监会的问题产生实质性影响。

第二，对于境外股东，如果能够证明其并非以专门投资于发行人为目的设立的持股平台，且入股价格不存在明显异常的，通常可以不再向上穿透。我们理解，这一原则已经被境外上市备案新规予以明确，但本次新规进一步向 A 股穿透规则进行了靠拢，还进一步要求该等股东的出资人、执行事务合伙人、实际控制人中不存在境内主体，否则仍应穿透。

在《股东信息披露指引》发布之前，对于如何对私募基金进行穿透核查并无明确、统一的标准，在项目执行过程中，甚至一度以私募基金股东的“知名与否”作为是否继续进行穿透的标准。

考虑到境外私募基金股东自身的特殊性，《股东信息披露指引》明确提出：对于外资股东，如果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”，即可不再进行穿透。境外上市备案新规也基本重申了《股东信息披露指引》确定的这一原则。

1. 思特威（688213.SH）

公司名称	思特威（上海）电子科技股份有限公司（“思特威”，2021年10月29日科创板过会）
外资股东	存在多名外资股东，不再逐一列示。
穿透方式	<p>直接股东中的外资股东：通过查阅其上层股权结构、股东调查问卷、关于股东信息披露的确认函，发行人股东 WEALTH VENTURES、CLASSICALLY 的出资人不存在中国境内主体，且入股发行人价格不存在明显异常，认定为“最终持有人”。</p> <p>间接股东中的外资股东：通过查阅股权结构、股东背景、股东出具的确认函，间接外资股东持有发行人股份数量少于 10 万股或持股比例低于 0.01%，根据《关于进一步规范股东穿透核查的通知》的规定，该等外资股东持股较少，不再穿透。</p> <p>本案例中，监管部门专门就未完全穿透的外资股东采取的替代核查措施是否充分进行了问询，在相关股东出具专项确认说明未穿透外资股东穿透后的股东/出资人不存在境内主体，以及论证发行人股东入股价格不存在明显异常后，未再进一步问询。</p>
结论	未能完成最终穿透的，采取替代性措施，具体为要求发行人股东出具确认，说明其股权结构中不存在中国境内主体。

2. 禾川科技（688320.SH）

公司名称	浙江禾川科技股份有限公司（“禾川科技”，2021年11月19日科创板过会）
外资股东	Alpha Achieve Limited（“越超公司”，一家注册于中国香港的公司），持有13.57%股份。
穿透方式	<p>越超公司共有3名股东，均为境外合伙制私募基金，且该等私募基金的普通合伙人相同。</p> <p>对私募基金的普通合伙人：就其上层合伙人，如其背后存在境内主体的，穿透到最终自然人；如其背后不存在境内主体的，由越超公司、私募基金及其普通合伙人出具专项说明和承诺函，确认背后不存在其他境内实体。</p> <p>对私募基金的有限合伙人：就其上层合伙人，遵循能穿尽穿原则，对于未能完成最终穿透的，如其持有发行人股份比例在0.01%以上且持股数额超过10万股的，委托中国出口信用保险公司进行核查，获得了该等有限合伙人向上穿透一层的股东名单，同时，由越超公司、私募基金及其普通合伙人出具专项说明和承诺函，确认背后不存在其他境内实体。</p>
结论	<p>对于普通合伙人向上的控制条线，采取一穿到底原则。</p> <p>对于有限合伙人向上遵循能穿尽穿原则，对于未能完成最终穿透的，区分持有发行人股份比例是否在0.01%以上且持股数额超过10万股，采取替代性。在此过程中，发行人直接股东、其上层合伙人、普通合伙人出具专项说明，确认其背后不存在境内主体。</p>

3. 软通动力（301236.SZ）

公司名称	软通动力信息技术（集团）股份有限公司（“软通动力”，2021年9月10日创业板上市）
外资股东	发行人有8名境外机构股东，包含 Foreign Partners、Venturous、班诺香港、光大财务、CEL Bravo、晋汇国际、FNOF Easynet 和领富中国。
穿透方式	<p>重大标准下的完全穿透：Foreign Partners、Venturous、班诺香港和光大财务4家境外股东，将持有发行人10万股以上的股东完全穿透至自然人、境内外上市公司、新三板挂牌公司、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）、集体所有制企业、公益基金等最终持有人。</p> <p>未能完全穿透：CEL Bravo、晋汇国际、FNOF Easynet 和领富中国4家境外股东，由于境外机构投资人注册地监管要求、投资人间的协议约定、隐私保护等原因，发行人和中介机构无法取得股东结构中部分境外间接股东的股东名册。但依据前述境外间接股东出具的相关说明，该等境外间接股东的股权结构中均不存在位于中国境内的主体；同时说明和确认其入股定价的公允性。</p>
结论	未能完成最终穿透的，采取替代性措施，具体为要求境外间接股东出具确认，说明其股权结构中不存在中国境内主体。

4. 唯万密封（301161.SZ）

公司名称	上海唯万密封科技股份有限公司（“唯万密封”，2021年12月30日创业板过会）
外资股东	上海紫竹小苗朗新创业投资合伙企业(有限合伙)（“紫竹小苗”），直接持有发行人1.49%股份。紫竹小苗的合伙人广州赛富建鑫中小企业产业投资基金合伙企业（有限合伙）多层往上后存在境外私募基金 SAIF Partners IV L.P.
穿透方式	<p>SAIF Partners IV L.P.为一家设立并注册在开曼群岛的有限合伙基金，受普通合伙人 SAIF IV GP, L.P.的控制和管理；其有限合伙人共计88名，包括86家境外机构投资人和2名境外自然人，有限合伙人中无中国境内企业或中国大陆籍自然人。</p> <p>对普通合伙人：背后结构相对简单，按照一穿到底进行穿透，最终为7名自然人。</p> <p>对有限合伙人：概括性说明上述86家境外机构投资人中，有9家境外养老基金、8家境外大学捐赠基金、6家境外公益基金（并未逐一列示），该等机构所持合伙企业份额占 SAIF Partners IV L.P.权益比例为49.47%，对应间接持有发行人股份比例为0.0055%。就此，赛富淞元（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）出具专项说明：上述86家机构投资人均为境外机构，出于当地法律保护及保密原则的考虑，其不愿透露自身的股东/合伙人信息。通过公开渠道无法获得86家境外机构投资人的上层出资人的穿透资料，因此，无法进一步获取 SAIF PartnersIV L.P.有限合伙人中的86家境外机构投资人上层出资人穿透信息，但可确定上述境外机构投资人的上层出资人不存在境内主体。</p>

结论

对于普通合伙人向上的控制条线，采取一穿到底原则。

对于有限合伙人遵循能穿尽穿原则，未能完成最终穿透的，采取替代性措施。如解释该等境外机构当地法律保护及保密原则的要求，并由相关主体出具专项确认，确认其背后不存在境内主体。

案例总结：

受限于境外地区监管规定、对投资人的保密义务及其他相关约束，境外基金（特别是知名境外基金）的股东穿透适用一穿到底标准存在现实困难和障碍，实践中不乏发行人及中介机构在穷尽可行的核查手段后仍无法对境外私募基金进行穿透的案例。

对于确实不能完成最终穿透的，需要采取一定的替代性措施，该等措施通常包括：（1）境外股东提供上层投资人的构成情况说明，列举投资人的类型和对应的出资比例；（2）对于无法穿透的境外私募基金，由中介机构核查其所对应的发行人直接股东的入股价格是否存在异常，并由境外私募基金承诺其上层投资人不存在境内主体。

五 我们的建议

1. 给拟 IPO 企业的建议

（1）在企业融资过程中，要对潜在投资人进行适当的“反向尽调”，避免引入对企业后续 IPO 可能带来障碍的投资人股东。如何对投资人进行反向尽调，具体请见“海问·观察 | 投后管理实务之 A 股 IPO 投资人面临的反向尽调”；

（2）在融资文件中设置适当的条款，约定投资人在发行人未来上市过程中配合开展尽职调查、股东穿透核查的义务，形成股东充分配合公司上市进程的共识；

（3）在启动境内外上市计划后，采取“一穿到底”的标准对上层股东穿透情况进行核查，节约监管部门的审核时间，以期加快上市进程。

2. 给投资人的建议

（1）在对拟 IPO 企业进行投资时，适当、适度关注标的公司的既有股东情况。当然，我们理解，这与所投资标的公司的融资轮次、上市时间表等诸多因素相关，需要视具体项目而定；

（2）投资人可以形成一套自身股东穿透核查的文件资料，用于后续被投企业的穿透核查，统一对外披露的口径。毕竟在全面注册制新规施行后，这也将会成为股东的一项法定义务。