

专题三 投资人面临的反向尽调

【用于话题设置的全文关键词】

投后管理 A股IPO 尽职调查 反向尽调 穿透核查 突击入股 调查问卷

投资人在投资企业时及在企业后续准备A股IPO的过程中，往往被企业及其聘请的中介机构要求提供相关资料并对相关事项进行确认、出具承诺¹等，就企业对投资人的这一尽调我们通称为“反向尽调”。当下令投资人感到困惑甚至反感的问题是，反向尽调来得越来越早，要求的资料越来越多，怀揣巨款竟然不被热烈欢迎？遇到这样的情况，我们先得说声恭喜，如果您锚定的不是特种行业²，企业的反向尽调来得早且细可能说明该企业申报IPO已经在望且准备工作非常扎实。恭喜之余，我们来结合监管规则及近期案例逐项分析下，反向尽调通常会要求提供哪些资料？依据及目的又是何？是否必须提供、能否有变通的空间？本专题的目的仍旧是，希望企业和投资人秉承互相理解的心态，在充分厘清监管本意的基础上相互配合，尽早完成A股IPO，实现共赢。

1、投资人在投资阶段可能被要求提供的资料？

关键词：摸底调查 基本信息 承诺配合

答：在投资阶段，企业可能已经要对投资人进行反向调查，该调查并非法定要求，目的主要是企业初步摸底核查投资人是否具备股东资格、基金类投资人是否完成私募基金相关程序、用于出资的资金来源是否合法等。根据摸底（配合）情况，如果企业及/或其中介机构判断引入某投资人会对企业的A股IPO造成阻碍，可能会忍痛舍弃该投资人的投资。

在投资阶段，由于距离企业IPO申报还有一定时间，因此反向尽调要求投资人提供的资料相较于后续IPO申报前要求提供的资料总体来说简单得多，一般限于投资人的营业执照、公司章程或合伙协议等基础文件，不会要求投资人在此阶段填写调查问卷、单独签署确认函/承诺函等；企业及其中介机构也会通过企信网等公开渠道对投资人进行摸底。

这一阶段是双方建立互信的关键阶段，因此我们建议投资人对于这些简单的尽调要求尽可能配合，同时也可以明确告知企业：（1）投资人的基本情况并非一成不变，非常全面完整的资料（比如完整穿透的股权结构图）现阶段提供意义不大；（2）投资人可以按惯例在投资交易文件中承诺，将来为企业A股IPO之目的会配合提供相关资料。

¹ 我们会在下一专题具体分析投资人需要出具的承诺函，因此本专题关于投资人配合事项的分析不包括投资人为A股IPO之目的出具的承诺函。

² 典型的比如军工行业、金融行业等，对股东资质有更高要求。本专题主要着眼于基于A股IPO目的而进行的反向尽调，暂不分析企业基于特定行业的股东资质要求对投资人的反向尽调。

2、投资人在A股IPO申报前可能被要求提供的资料？

关键词：财务信息 工商档案 调查问卷 三类股东

答：发行人在A股IPO的申报基准日后或临近申报基准日的时间，一般会对所有股东展开全面的尽职调查，范围明显大于投资阶段。这一阶段反向尽调目的主要系结合监管部门的要求，对股东的主体资格、股权权属是否清晰、是否存在代持、所持股权是否存在质押、冻结或其他权属纠纷、与各方是否存在关联关系等一系列事项进行全面核查，为此还会要求股东配合一系列的事项（其中关于股东穿透核查需要配合的事项详见本专题第6问及第7问）。常见要求包括但不限于：

（1）**组织类的基础性文件：**比如现行有效的营业执照、公司章程/合伙协议等组织性文件（如为境外机构股东，一般会要求提供商业登记证书、章程性文件、股东名册等）。这一类文件可能在投资阶段已经提供过，此时只需相应更新。对于投资人而言，通常提供该等资料难度不大，一般均可配合提供。

（2）**私募基金备案文件：**对于境内投资人而言，如果是境内私募基金，需要提供私募基金备案文件及私募基金管理人登记文件；如不属于前两者，则一般需要出具不属于私募基金或私募基金管理人的确认函；境外设立的基金因不适用境内关于私募基金备案及管理人登记的相关规定，因此该项文件需求不予适用。对于投资人而言，通常提供该等资料或作出确认的难度不大，也不属于投资人的保密信息，一般均可配合提供。

（3）**财务信息等文件：**最近一年及一期的审计报告及财务报表。这项材料可用来核查股东是否有足够的资金实力对发行人进行投资，并从侧面印证是否属于代持、股权上是否存在质押等影响股权清晰及稳定性的因素。此项要求单从名称上看会令投资人觉得敏感，甚至个别项目上发行人还会要求三年一期的审计报告及财务报表，因此投资人通常会问及，该等文件需求的目的是什么，都有谁能看到？首先，三年一期的财务信息并非法定要求，可以与发行人合理沟通；其次，这些资料仅是作为中介机构的核查底稿，发行人一般不会将相关信息对外披露。因此，如果投资人没有特别考虑，原则上可以向发行人及其中介机构提供一年一期的财务信息，实在有困难的再与发行人合理协商是否有替代措施。

（4）**境外法律意见书/备忘录：**境外股东聘请其注册地符合资格的律师事务所出具关于自身法律状况的法律意见书/备忘录，内容一般会包括境外股东的基本信息、是否依法设立并有效存续、投资发行人是否履行其注册地规定的所有程序、股权有无质押等，这主要是为了支持境内发行人的律师和保荐机构向监管部门出具相关核查意见，属于A股IPO项目中常规合理的要求。对于境外投资人而言，只要法律意见书/备忘录的范围限于前述范围，我们理解提供该项文件的难度不大。建议境外投资人在与发行人及其中介机构明确法律意见书/

备忘录范围的前提下，聘请其日常合作的境外律所出具这样的法律意见书/备忘录。

(5) **股权转让价款的支付凭证、完税凭证等财务凭证：**这些都是为了验证投资真实性的基础尽调材料。由于股权转让发生在股东之间，发行人一般不掌握该等文件，所以只能依赖于股东配合提供。这也是常规合理的要求，而且这些文件虽然繁琐，但并无特别敏感之处，也不涉及额外成本，建议投资人尽量配合提供。如果是投资人的增资款支付凭证等文件，发行人应已掌握，则无必要从投资人处获取。

(6) **工商登记全套档案：**查看工商登记全套档案是IPO中介尽职调查的惯常动作，因为工商登记文件比较有权威性，可以印证公司和股东提供的资料。实践中，如果该项材料提供难度比较大，投资人可以与发行人及其中介机构协商，要求其通过企信网等公开途径检索获知投资人的工商变更信息，从而减少工作量。

(7) **填写调查问卷：**A股IPO实践中，发行人及其中介机构对投资人展开尽调的方式，除了审阅上文提到的书面文件外，还会依赖投资人填写的调查问卷。调查问卷并无固定的格式和内容，不同中介机构的版本可能有所差别，但一般会包含如下事项：

- ✓ **基本情况：**实收资本、主要生产经营地、主营业务及与发行人主营业务的关系、出资结构图、与其他股东之间是否存在关联关系或一致行动关系、是否属于需要标记为SS或CS的国有股东等。对于投资人而言，作出该等确认的难度不大，一般均可配合确认；
- ✓ **入股相关情况：**入股发行人的原因背景、入股价格及定价依据、入股形式、资金来源、支付方式、入股是否已履行了必要的内外部审批程序、是否属于双方的真实意思表示等。对于投资人而言，作出该等确认的难度不大，一般均可配合确认；
- ✓ **股权清晰及权属、三类股东：**包括所持股权有无代持的情形，所持股权是否存在质押、冻结、权利受限或权属争议纠纷、直接或间接股东中是否存在契约型基金、信托计划或资产管理计划等三类股东³等情形。投资人有时反馈，其很难掌握间接层级股东的相关信息，因此难以对所有层级的股东中是否存在代持/三类股东的情形进行确认。这种情况下，投资人可考虑与发行人沟通，基于自身能掌握的信息及获取信息的渠道的有限性，是否可不对间接股东的代持情况/三类股东情况进行确认，或者投资人可仅基于向其间接股东合理问询后实际获知

³如直接或间接股东中存在三类股东，发行人及其中介机构一般会另行发出关于三类股东的专项核查清单。除非三类股东为发行人的第一大股东、控股股东或实际控制人，其他直接股东或间接股东中存在三类股东一般不会被要求清理，只是需要配合发行人及其中介机构核查该等三类股东的信息，包括但不限于是否依法设立并有效存续、是否已纳入国家金融监管部门的有效监管、发行人及其控股股东、实际控制人、董监高、中介机构及相关人员等主体是否在三类股东中拥有权益。

的情况进行确认；

- ✓ **负面信息确认：**是否存在尚未了结或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚等情形。投资人有时会反映因为投资人自身的情况复杂，要求确认是否存在诉讼、仲裁或行政处罚情况存在困难。投资人可以考虑与发行人协商沟通仅确认是否存在与其所持股权权属相关的诉讼、仲裁或行政处罚事项或将确认范围限定于某个金额以上的重大诉讼、仲裁或行政处罚；
- ✓ **股东适格性确认：**直接或间接股东是否具备法律法规规定的股东资格，与发行人及其董监高、发行人的主要客户及供应商、发行人的中介机构及其相关人员之间是否存在关联关系、亲属关系或其他利益输送安排。投资人有时反馈需要确认有无关联关系、亲属关系或其他利益输送安排的主体范围比较广，存在一定难度。这种情况下，投资人可要求发行人及其中介机构提供该等主体的具体名单（自然人含身份证号码、机构含其股权结构及董监高信息）并由投资人进行确认；对于间接股东的该等情形，投资人可要求仅基于向其间接股东合理问询后实际获知的情况进行确认；
- ✓ **对外投资情况：**根据监管规定，5%以上的股东构成发行人的关联方，关联方的范围和与之发生的关联交易需要在招股书中进行披露。投资人有时反馈要求其填写所有的对外投资情况难度较大。我们理解，如果持股在5%以下，应该是有空间与发行人探讨不予提供的，因为5%以下的股东并不构成关联方，规则也并未明文要求这些股东提供对外投资详情；其次该等对外投资信息一般也可通过公开途径检索。持股5%以上的投资人在收到该等要求时的注意事项详见本专题第3问。

3、5%以上的投资人股东可能被额外要求提供的资料？

关键词：关联方 公开途径 控制的企业

答：为判断及核查发行人的关联方及关联交易之目的，除上述第2问提到的所有投资人需要配合的事项外，发行人对于5%以上的股东还会额外要求其配合关联方核查事项，主要系被要求提供其控制的企业的的基本信息、现行有效的营业执照、组织性文件、工商登记全套档案等。针对该等要求，投资人可以考虑从如下方面与发行人协商沟通：（1）除科创板外，主板及创业板的关联方认定规则未明文将5%以上的机构股东控制的企业也界定为发行人的关联方，是否需要将该等企业认定为关联方，可以基于实质重于形式的原则进行个案沟通；

（2）如最终确定需要将5%以上机构股东控制的企业认定为关联方，也可讨论将提供的信息限于该等企业的名称、成立时间、主营业务、股权结构及其他基本信息，而这些企业现行有效的营业执照、章程或合伙协议、工商登记全套档案等资料所包含的信息，有的可以

通过公开途径查询，有的则对于关联方的认定并无帮助，是否确有必要提供可以探讨；

(3) 持股5%以上的投资人还可考虑将对外投资范围限于其控制的企业，因为根据相关规则只有这些企业才构成发行人的关联方；或者至少在首次申报的时候这样限定，待后续监管部门问询要求时再补充提供非控制的对外投资情况。

4、在A股IPO申报前突击入股的投资人可能被额外要求提供的资料？

关键词：突击入股 战略关系 实际控制人

答：突击入股（即投资人在发行人提交首次申报材料前12个月内通过增资或股权转让的方式投资发行人）一向是A股监管部门的关注重点，因为监管部门担心可能会有权钱交易、利益输送、违法违规“造富”等一系列不当入股的问题。因此，在这一个时间段内投资入股的股东，还将面临额外的核查要求，主要如下：

(1) 是否属于发行人的战略投资者及具体的战略关系⁴：这一点较为抽象，但本质上是希望投资人能通过其与发行人的战略关系来论证解释突击入股的合理性。为此，如确实存在战略合作关系，投资人可考虑与发行人协商，在投资文件中就将双方的战略关系进行阐述，并在申报阶段依此口径回复；

(2) 新增股东为法人的，需提供其实际控制人；如为合伙企业的，需提供普通合伙人及其实际控制人、有限合伙人的信息并提供其普通合伙人或有限合伙人的基础性材料（如营业执照、公司章程/合伙协议等）⁵：实践中有些投资人会反馈由于自身的股权/出资结构相对复杂（如国资、境外基金结构等多种复杂情形），要确定其实际控制人存在一定难度，而且合伙协议属于投资人与其客户之间的保密文件不能对外提供。如果可以论证投资人没有实际控制人，则可以免于提供部分文件。投资人也可以考虑与发行人沟通，是否可以仅提供合伙人的信息而不提供章程/合伙协议等敏感信息，或者与发行人签署保密协议后才提供相关文件。

5、投资人在A股IPO申报后的审核阶段可能会被要求提供的资料？

关键词：问询 代持 三类股东 客户供应商 国资监管 一致行动

答：提交A股IPO申请材料后的审核阶段，监管部门还可能针对特定股东提出问询，因此发行人及其中介机构仍可能会对相关股东展开针对性核查，以便回复相关问询。据观察，近期监管部门针对股东的问询热点包括但不限于股权代持（美埃科技，科创板，已于2021年9

⁴ 如发行人拟申请于主板上市，则对于所有股东均需确认该等内容而并非针对突击入股股东。

⁵ 如发行人拟申请于科创板上市，对于新增合伙企业股东需要提供其普通合伙人的信息。

月17日提交注册)、三类股东(罗曼股份,主板,已于2021年4月26日上市)、5%以上股东(或其实际控制人)对外投资企业是否存在与发行人客户或供应商重合的情形(趣睡科技,创业板,已于2021年11月26日提交注册)、股东之间的一致行动关系或关联关系(固克节能,创业板,已于2021年10月29日提交注册)、国有股东情况及是否履行相应的国资监管程序(翱捷科技,科创板,已于2021年12月14日注册生效)等。

6、股东穿透核查新规下,投资人一般会被要求额外提供的资料?

关键词: 穿透核查 股权结构 证监会系统离职人员 持股较少 适当限缩

答:为了规范发行人股东层面存在的权钱交易、利益输送、证监会系统离职人员不当入股等市场乱象,中国证监会自2021年2月5日开始出台了一系列核查披露规则,沪深交易所也各自跟进出台了相关指引(合称“穿透新规”)。穿透新规陆续出台后,发行人要求投资人配合的事项开始陆续加码,实践中投资人被要求提供的材料主要如下:

(1) 投资人的层层股权穿透结构图,一般需要穿透至上市公司(含境外上市公司)、新三板挂牌公司、国有持股平台、国家主权基金、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、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品。实践中投资人一般亦难以获得其间接股东的股权结构情况,发行人与投资人可以协商是否可以以公开途径核查取得的股权结构图作为双方均认可的穿透结构图;

(2) 要求投资人的间接股东(具体层级可能会因不同项目的要求有所区别,下同)提供营业执照、公司章程/合伙协议或工商登记档案。实践中投资人获取该等全部信息的难度较大,可以结合自身的实际情况考虑与发行人沟通是否适当限缩提供的范围,并由投资人在自身力所能及的范围内尽可能提供相关的材料,比如可考虑在监管部门规定的持股较少的股东范围内(直接或间接持有发行人股份数量少于10万股或者持股比例低于0.01%的,下同)可以不纳入穿透核查范围;

(3) 要求投资人的间接股东填写内容与直接股东几乎一致的调查问卷或确认函:让所有层级的股东均填写调查问卷或出具确认函难度确实非常大,投资人可以结合自身的实际情况考虑与发行人沟通是否适当限缩提供的范围,并由投资人自身、投资人的实际控制人或者投资人的管理人等主体来出具相应的确认函,但确认的范围可能也需要做合理的限缩,同理,可考虑在监管部门规定的持股较少的股东范围内可以不纳入穿透核查范围;

(4) 为核查间接股东中是否存在证监会系统离职人员入股的情形,要求提供投资人各间接股东中的自然人股东的身份证号码或者护照号:如上所述,基于协调间接股东的难度,投资人可以结合自身的实际情况考虑与发行人沟通是否适当限缩提供的范围。同理,在监管

部门规定的持股较少的股东范围内可以考虑不纳入穿透核查范围并豁免提供相应的信息。

穿透新规给发行人、中介机构及外部股东均带来了巨大的工作量，发行人担心工作量巨大且极易出错，外部股东担心层层穿透的资料如何获得、确认。好在，根据对近期案例持续跟踪，穿透新规的执行似乎出现了一些灵活空间，我们也会保持密切关注。此外，除非入股情况存在异常被特别问询，在穿透核查中提供的信息一般不会公开披露，所以投资人至少在这方面还能有所安慰。

7、当穿透新规遇上境外投资人？

关键词：境外投资人 保密义务

答：穿透新规遇上境外投资人，语言、法律和文化的碰撞可以说是让难度加倍，发行人及其中介机构不得不务实地采用一些变通方式来处理境外投资人的穿透核查问题。参考近期孩子王（301078）、格科微（688728）等案例中公开披露的关于境外投资人的核查手段，境外投资人可考虑用以下思路与发行人沟通：

（1）通过适当方式（包括但不限于前述的境外法律意见书/备忘录，下同）确认其出资人中不存在中国境内的主体，或确认其出资人持有发行人的股份数属于持股较少的范围内，进而就此出具确认函，以替代提供层层股权穿透结构图及间接层级股东的基础材料等；

（2）通过适当方式确认其出资人中不存在证监会系统的离职人员，进而就此出具确认函，以替代要求提供层层自然人股东的身份证号码或护照号等。

整体而言，A股IPO中关于股东核查的具体审核要求仍处于不断完善的过程，实践案例的具体情况也因不同发行人及中介机构的把握尺度呈现多元化，因此，投资人与发行人在讨论所提供的材料或应确认的事项等问题时，需要结合最新的审核政策、监管案例以及项目的具体情况来个案分析。