

当 PE/VC 遇到 IPO 系列之(三)——对赌安排及股东特殊权利

作者：张征轶 | 张格 | 韩政

前言

此前，我们已通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(一\)——以解决问题为导向的方法论](#)》一文总括式地介绍了 PE/VC(以下合称“基金”)遇到 IPO 相关法律问题的一般方法论；通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(二\)——股东核查\(上篇\)](#)》以及《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(二\)——股东核查\(下篇\)](#)》总结了 IPO 股东核查中涉及基金类股东的常见法律问题；接下来，我们将梳理和总结 IPO 审核中对股东对赌安排及股东特殊权利的监管要求。

第一部分 对赌协议

基金对外投资时经常都会与被投资企业或其控股股东、实际控制人签署以公司业绩、公司合格上市为主要对赌目标的对赌协议。在该等协议下，若相关承诺方未实现对赌目标，则股东方有权要求承诺方回购其部分或全部股权。该类协议一方面在法律层面可能影响发行人股权结构清晰性、控制权稳定性及发行人持续经营能力；另一方面在财务层面，相关对赌协议的解除时点及效力情况将影响发行人对相关基金股东投资款的会计处理方式，具体如下：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

问题类别	核查情形		监管要求
法律层面	- 一是发行人是否为对赌协议当事人 - 二是对赌协议是否存在可能导致公司控制权变化的约定 - 三是对赌协议是否与市值挂钩 - 四是对赌协议是否存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形		强制要求: 不得存在前述任一情形
财务层面 (仅适用于 <u>发行人</u> 具有 回购义务的对 赌协议)	在对赌协议解除时 若 已明确该对赌安排自 始无效	“自始无效”相关协议签订日在 IPO 财务报告出具日之前的	相关基金股东投资款在报告 期内可确认为权益工具
		“自始无效”相关协议签订日在 IPO 财务报告出具日之后的	需补充提供协议签订后最新 一期经审计的财务报告(即 IPO 报告期后延一期, 导致 IPO 延期申报))
	在对赌协议解除时 若 未约定该对赌协议自 始无效	发行人收到的相关基金股东投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算(即会导致会计处理上将股东投入的权益出资计为金融负债, 进而导致发行人股改净资产减少使得出资不实或者不满足发行条件之股本要求)	

对于上述监管要求, 通常存在以下难点:

- 在对赌协议当事人的选择问题上:** 越来越多基金类股东仅与被投企业的控股股东、实际控制人签署相关对赌协议; 即便基金投资入股时和被投资企业本身签署了对赌协议, 基金股东也通常会在企业 IPO 申报前配合将该等和拟上市公司签署的对赌条款予以终止, 转而仅保留其与被投资企业控股股东、实际控制人之间签署的对赌条款。
- 在相关对赌终止协议是否可附带效力恢复条款的问题上:**
 - 以发行人作为回购义务方的对赌协议必须彻底终止, 不得附带任何效力恢复条款;
 - 至于基金股东与发行人控股股东、实际控制人之间的对赌安排:
 - 个别案例在能充分论证发行人符合上文表格中的“四项要件”的前提下, 未对此类对赌予以终止仍然通过了交易所审核, 如司南导航(688592)等;
 - 少量案例虽然对该安排予以了终止, 但在附带了效力恢复条款的情况下仍然通过了交易所的审核, 例如锡南科技(301170)、绿通科技(301322)、海正生材(688203)、科捷智能(688455)等, 但我们也注意到该等少量案例申报时间主要集中在 2021 年及之前;
 - 此外, 也有部分案例未在申报前终止对赌安排, 或以附带效力恢复条款的方式进行终止, 后续在交易所审核过程中迫于监管多轮问询压力而中途对对赌安排进行了彻底终止;
 - 绝大部分案例在申报前对该类对赌安排进行了不带任何恢复条件的彻底终止。

3. **基金与控股股东就发行人未来业绩进行对赌是否属于“对赌协议与市值挂钩”**：通常来讲，“对赌协议与市值挂钩”指的是对赌条件明确指向企业市值或股价。而就发行人业绩进行的对赌而言，尽管某种程度上业绩会影响市值，但将业绩是否能与市值等同则难以断言。根据我们的梳理，目前，北交所存在部分带着业绩对赌条款申报的案例；但沪深交易所历史项目中，除在早两年存在少量附条件终止业绩对赌条款成功上市的案例，近一年的绝大部分项目都会在上市申报前将该等业绩对赌条款予以彻底终止。
4. **在涉及发行人作为回购义务方的对赌协议解除时点的问题上**：监管已明确要求对赌协议签署日落在 IPO 申报基准日之前，否则将触发 IPO 报告期的延期；近期在部分被监管检查的案例中，中介机构被监管要求提供可证明该等终止协议签署时点的客观留痕记录(如微信、邮件、快递往来等)，相关当事方应当充分关注此类审核风险。

第二部分 股东特殊权利条款

由于对赌条款常常和其他的不具有对赌特征的股东特殊权利条款约定在股东协议的同一章节中，广义上都属于“股东特殊权利”，以至于实践中大家容易将对赌条款的处理原则与一般的股东特殊权利条款的处理原则相混淆。

对于二者的区别，可以从条款内容以及 IPO 监管中的审核出发点分别比较：

1. 从条款内容角度：

对赌条款顾名思义是具有“对赌”特征的，狭义上通常指“以业绩目标、上市目标等为触发条件的股权回购安排”，广义角度上讲，“以现金或股权补偿、估值调整为特征的反稀释条款”也可能被视为一种具有对赌特征的条款。例如《科创板发行上市审核动态(2022 年第 1 期)监管案例通报》就曾把回售权、反稀释权、估值调整等股东特殊权利义务安排都视为对赌协议。但实践中通常仅从狭义角度理解对赌条款，即指“回购权条款”，而将回购权条款外的其他股东特殊权利归为一类进行统一的彻底清理(即不附带效力恢复安排)，例如反稀释条款、一票否决权、随售权、拖售权、优先分红权、优先清算权等。

2. 从 IPO 的审核出发点角度：

如前文所述，对赌协议(一般指回购权条款)的审核出发点主要在于其对发行人股权结构清晰性、控制权稳定性、可持续性经营等方面的潜在影响，监管总体上对此类条款给予了一定的论证空间，只要符合上文规定中所说的基本条件，并非所有的对赌条款都必须彻底终止。

而反稀释权、一票否决权、随售权、拖售权、优先分红权、优先清算权等条款则通常被认为属于在《中华人民共和国公司法》(以下简称“《公司法》”)规定的一般股东权利之外给予部分投资人一些特别权利，且该等特别权利与公司股东的表决权、知情权等密切相关。根据《公司法》第一百二十六

条关于“同种类的每一股份应当具有同等权利”的规定、上市公司内部治理的规范要求(如《(上市公司章程指引》等)以及 IPO 监管审核的实践操作, 该等超出法定股东权利范围的股东特殊权利条款应当 在企业申报 IPO 前彻底清理完毕, 通常不具有保留或附条件恢复的论证空间。例如, 我们注意到市场 上有部分案例(如 2022 年已成功登陆创业板的工大科雅)于申报前对控股股东、实际控制人承担义务 的反稀释条款仅进行“附带效力恢复安排”地终止, 后被交易所多轮问询后最终对该等条款予以了彻 底终止, 不附带任何效力恢复条款。

综合上述, (1)对于股权回购类对赌条款, 需要首先考量其是否触发本文第一个表格处所列示的四个禁止性 情形, 如存在则必须彻底终止; (2)如果该对赌条款涉及发行人承担回购义务的, 必须在解除该等对赌协议 时明确其“自始无效”, 且“自始无效”相关协议签订日应在 IPO 财务报告出具日之前; (3)对于发行人的控股 股东、实际控制人签署的对赌协议原则上亦应于 IPO 申报前终止, 具体处理方式可参考本文第一部分所述 并结合最新案例情况灵活考虑; (4)对于对赌协议以外的其他股东特殊权利条款, 如反稀释权、一票否决权、 随售权、拖售权、优先分红权、优先清算权等, 通常需要于 IPO 申报前彻底终止, 不得附带效力恢复条款, 至于是否必须在终止时约定相关条款自始无效, 监管对此暂无强制要求。

结语

下一期, 我们的“当 PE/VC 遇到 IPO 系列”文章将聚焦“基金股东上市后退出现节”, 敬请期待。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



张征轶
+86 21 3135 8727
zhengyi.zhang@llinkslaw.com



张格
+86 21 6043 3797
aurora.zhang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2023