

当 PE/VC 遇到 IPO 系列之(一)——以解决问题为导向的方法论

作者：张征轶 | 韩政

前言

近年来，随着我国 PE/VC(以下合称“基金”)的发展日益成熟，投资人(LP)对基金的评判也日趋全面和严格，IRR(内部收益率)不再是唯一标准，MOC(资本回报倍数)和 DPI(投入资本分红率或称现金回报率)等被越来越多的机构 LP 用来综合评判一支基金的业绩表现，尤其是 DPI 相关指标使得越来越多基金、甚至原本以早中期投资为主的创投基金加入到成长期至 Pre-IPO 的投资赛道，以期提升 DPI，满足 LP 的投资要求。在这样的市场背景下，本所在基金、资本市场工作中也收到越来越多基金客户对拟投标的企业 IPO 相关问题的咨询，这一点在成长期至 Pre-IPO 轮投资时尤为显著。

有鉴于此，通力律师事务所资本市场部和公司部联合推出“当 PE/VC 遇到 IPO 系列”文章，梳理和总结 PE/VC 涉及被投企业 IPO 的热门问题。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

作为“当 PE/VC 遇到 IPO 系列”文章的首篇，本着“渔”更重于“鱼”的考量，在本篇中我们暂不就 IPO 具体问题进行专业探讨，而是尝试站在基金的视角，从以下两个部分拆解相关人员遇到 IPO 问题的快速应对方法：(i) IPO 相关规定和常见法律问题的“速查手册”；(ii) 面对 IPO 具体法律问题的基本分析框架。藉此希望该方法能帮助从业伙伴较快提高在这类具体问题上的处理效率。

第一部分 IPO 相关规定和常见法律问题的“速查手册”

在 IPO 注册制全面落地的大背景下，IPO 审核标准总体上具有更加透明化和规范化的趋势，这客观上使得更多行业内的人能够快速了解和学习 IPO 审核的具体标准。

但另一方面，注册制的全面落地也伴随着监管规则的增多，大家或许在今年 2 月 17 日全面注册制的相关新闻中看过类似内容：“2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行……此次发布的制度规则共 165 部，其中……”。此外，相较过去，规则正以更快的节奏被持续修订和迭代，即便是专门从事 IPO 业务的律师也需要重新梳理大脑中的法规知识库并不断更新。

有鉴于此，本文简要梳理 IPO 监管的法规体系，列示其中常用规定，以期帮助基金相关人员在遇到 IPO 问题时能快速获取查询路径，迅速了解相关基本概念及一般性监管要求：

序号	问题类型	规定名称
1	基本上市条件及其适用意见	● 《首次公开发行股票注册管理办法》(适用于沪深交易所) ● 《证券期货法律适用意见第 17 号》：主要系针对《首次公开发行股票注册管理办法》中规定的同业竞争、实控人是否发生变更及其锁定期、重大违法行为、期权激励计划等问题的理解与适用 ● 《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法》(适用于北交所)
2	各上市板块行业定位具体标准	● 主板：暂无明确的行业指引(网传“负面清单”：五类红灯行业、五类黄灯行业，仅供参考) ● 科创板：《科创属性评价指引(试行)》《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》 ● 创业板：《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》 ● 北交所：《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务规则适用指引第 1 号》之“1-9 行业相关要求”
3	上市标准(财务/市值等)	● 《上海证券交易所股票上市规则》“首次公开发行股票上市”一节(适用于上交所主板) ● 《上海证券交易所科创板股票上市规则》“首次公开发行股票的上市”一节(适用于上交所科创板) ● 《深圳证券交易所股票上市规则》“首次公开发行股票上市”一节(适用于深交所主板) ● 《深圳证券交易所创业板股票上市规则》“首次公开发行的股票上市”一节(适

		用于深交所创业板) ● 《北京证券交易所股票上市规则(试行)》“向不特定合格投资者公开发行股票并上市”一节(适用于北交所)
4	常见审核问题	● 沪深交易所 IPO 法律类问题:《监管规则适用指引——发行类第 4 号》(北交所无特别规定的,可参照适用) ● 沪深交易所 IPO 财务类问题:《监管规则适用指引——发行类第 5 号》(北交所无特别规定的,可参照适用) ● 沪深交易所 IPO 股东核查及突击入股等相关问题:《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》《监管规则适用指引——发行类第 2 号》(北交所无特别规定的,可参照适用) ● 《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务规则适用指引第 1 号》

第二部分 面对 IPO 具体法律问题的基本分析框架

上述“速查手册”可供大家在尝试快速了解 IPO 审核的基本概念和一般要求时参考,对于复杂的问题往往还需要发行人上市中介机构根据发行人客观情况进行具体论证,在必要时还需与监管部门提前沟通。因此,要深入厘清 IPO 具体问题及其解决方案具有一定难度;但对于基金相关人员而言,若能掌握一些“快速了解 IPO 最新审核实践”的基础方法论,不仅有助于提高工作效率,更重要的是,长此以往,也将有能力对“标的公司管理层或其中介机构给出的 IPO 相关分析是否靠谱”迅速作出大致判断。

一般情况下,面对具体的 IPO 问题可采用如下“三步分析法”:

1. 根据上述第一部分所整理的“速查手册”迅速了解相关基本概念和监管规定;
2. 对于规定不够明确或具体的,可通过相关信息披露数据库查询近 1-2 年已通过交易所上市委员会审核的公司中是否存在涉及该类问题的案例,了解最新监管实践要求;
3. 结合标的公司的客观情况,根据上述规定和案例所展示的审核思路,在合法合规、真实准确、商业合理的原则框架内展开论证。

需要特别说明的是,以上“三步分析法”只是一个基础性的分析方法,并非“万能钥匙”,对于复杂问题往往还有赖于经验丰富的 IPO 中介机构作出针对性的分析,但该“三步分析法”可以提供方法论上的参考。

接下来,我们选取一个常被咨询的法律问题为例,简要展示一下上述基本分析框架。该问题是:“**目前沪深交易所 IPO 审核对发行人报告期内关联销售的占比是否存在明确的红线?拟投标的企业最近三年向第二大股东销售产品占其营业收入均超过 30%且最近一年超过 40%是否将构成其在沪深交易所 IPO 的实质障碍?**”

1. 法规定位

按上述速查手册之“沪深交易所 IPO 法律类问题”，打开《监管规则适用指引——发行类第 4 号》，搜索“关联交易”，发现监管对关联交易审核也只有原则性规定，其中也仅规定发行人和控股股东、实际控制人关联交易相应占比达到 30%情况下的核查及论证要求：

4-11 关联交易

中介机构在尽职调查过程中应当尊重企业合法合理、正常公允且确实有必要的经营行为,如存在关联交易的,应就交易的合法性、必要性、合理性及公允性,以及关联方认定,关联交易履行的程序等事项,基于谨慎原则进行核查,同时请发行人予以充分信息披露,具体如下:

(1)关于关联方认定。发行人应当按照《公司法》《企业会计准则》和中国证监会、证券交易所的相关规定认定并披露关联方。

(2)关于关联交易的必要性、合理性和公允性。发行人应披露关联交易的交易内容、交易金额、交易背景以及相关交易与发行人主营业务之间的关系;还应结合可比市场公允价格、第三方市场价格、关联方与其他交易方的价格等,说明并摘要披露关联交易的公允性,是否存在对发行人或关联方的利益输送。

对于控股股东、实际控制人与发行人之间关联交易对应的营业收入、成本费用或利润总额占发行人相应指标的比例较高(如达到30%)的,发行人应结合相关关联方的财务状况和经营情况、关联交易产生的营业收入、利润总额合理性等,充分说明并摘要披露关联交易是否影响发行人的经营独立性、是否构成对控股股东或实际控制人的依赖,是否存在通过关联交易调节发行人收入利润或成本费用、对发行人利益输送的情形;此外,发行人还应披露未来减少与控股股东、实际控制人发生关联交易的具体措施。

2. 案例研究

摘选我们通过数据库整理的市场上近两年关联交易占比较高但已通过交易所审核的部分 IPO 案例：

板块	证券简称	企业性质及所属行业	关联交易占比	关联关系	IPO 结果
科创板	芯动联科	外商投资企业 信息传输、软件和信息技术服务业	2019 年至 2022 年 6 月各期, 关联销售占比分别为 6.86%、18%、26.81%、41.72%	发行人根据实质重于形式原则, 将与北方电子院(发行人持股 5% 以上的股东)受同一控制的其他企业作为发行人关联法人, 并将发行人对该等公司的销售认定为关联销售	上市时间: 2023 年 6 月

创业板	明阳电气	民营企业 配电开关控制设备制造	2019 年至 2022 年 6 月各期, 发行人向关联方明阳智能的销售占比分别为 4.53%、13.57%、19.59% 和 35.33%	关联客户明阳智能为发行人控股股东	上市时间: 2023 年 6 月
科创板	科捷智能	民营企业 科学研究和技术服务业	2018 年至 2021 年 6 月各期, 发行人向关联方顺丰的销售占比分别为 43.99%、21.55%、45.12% 及 76.29%	关联客户顺丰为发行人 5% 以上股东	上市时间: 2022 年 9 月
科创板	思林杰	民营企业 信息传输、软件和信息技术服务业	2018 年至 2021 年 6 月各期, 发行人向关联方精实测控的销售占比分别为 3.78%、9.82%、13.98%、34.68%	关联客户精实测控为发行人 5% 以上的自然人股东对外投资并担任董事的企业	上市时间: 2022 年 3 月

3. 论证思路

市场通常认为关联销售占比不能超过 50% 是某种程度上的审核“红线”，不过实践中还是要回到那句俗话“具体问题具体分析”——在上述过会案例中我们可以看到，既有个别关联销售占比远超 30% 甚至超过 50% 的情况，亦有个别审核时报告期内关联销售占比逐年提升的案例。深入看完以上案例中监管的具体问询以及中介机构的答复思路，不难发现其审核逻辑始终围绕上文所展示的《监管规则适用指引——发行类第 4 号》中的基本论证要点，以表格中的“思林杰”IPO 为例，其中介机构从以下多个多角度论证关于相关关联交易的必要性、合理性和公允性，最终该问题未构成上市障碍：

- (1) 关联方采购大额增加的真实客观背景(客户精实测控确认其在苹果产业链中取得的订单逐年增长导致);
- (2) 客户采购发行人产品后的最终使用或销售情况及客户自其他供应商采购同类产品情况;
- (3) 关联销售价格与发行人其他客户相比不存在重大差异(对报告期内各产品销售价格逐项比价);
- (4) 关联客户对发行人的股权投资协议中不存在采购和业绩的相关约定等。

不过需要强调的是，与上表中类似的案例并不多见，上述案例并非总是具有直接的参考意义，一个拟上市企业的关联采购及关联销售情况是否符合监管要求，始终需要围绕《监管规则适用指引——发行类第 4 号》中的要点作针对性的审慎核查和论证。

结语

总而言之，正如上文截取的《监管规则适用指引——发行类第4号》的部分内容所说——“应当尊重企业合法合理、正常公允且确实有必要的经营行为”，注册制时代，发行人和中介机构本着合法合规、真实准确、客观合理的角度作充分的核查、披露及论证，加之发行人较为不错的企业综合质量，部分问题可能并非企业 IPO 的实质障碍。当然反之亦然，随着市场的发展，也需要关注过往可行的情况在新实务中是否适用，在注册制改革稳步向前的过程中，及时系统梳理相关要求、总结市场最新动态显得尤为必要。接下来，我们将在“当 PE/VC 遇到 IPO 系列”文章中对基金涉及的被投企业 IPO 具体热门问题逐一分解，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

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