

投后管理实务之投资人认购A股IPO新股

作者：许敏 丁锋

经历了漫长的尽调与反向尽调，回复了重重监管问询，被投公司终于进入A股IPO发行阶段，成功上市在即。在此阶段，为投资利益最大化，投资人还可能希望获得一定的新股配额。相较于未上市公司的股权投资，在A股IPO发行阶段，发行人及承销商掌握着选择新股认购主体、新股额度分配的主动权，投资人反而处于“被选择”的地位，而各板块差异化且纷繁复杂的发行承销规则，以及难以从公开渠道查询到的实践操作，更是进一步加剧了投资人与发行人及承销商的信息不对称。

投资人能否参与认购IPO新股？如何参与？能否作为战略投资者参与战略配售？投资人作为Pre-IPO股东能否参与战略配售？投资人需要注意哪些事项？本专题旨在通过梳理各板块的发行承销规则，并结合对注册制实施后各板块发行案例的观察，解答投资人在拟参与认购IPO新股时的常见问题。

1、投资人可以通过何种方式认购IPO新股？

关键词：网上发行 网下发行 战略配售 询价配售 直接定价发行

答：IPO新股发行通常有三种方式：（1）网下向特定投资者进行询价配售，即“网下询价发行”，通过网下询价方式最终确定IPO发行价格，（2）网上以确定的IPO发行价格向公众投资者进行定价发行，即“网上定价发行”，以及（3）以确定的IPO发行价格向战略投资者进行定向配售，即“战略配售”。并非每单IPO都会采用这三种方式，发行人和主承销商可能会选择其中的一种或两种，例如：（1）发行人公开发行人股票数量在2,000万股（含）以下且无老股转让计划的，发行人和主承销商可以采取自主协商直接确定发行价格的定价方式，此时则不存在前述“网下询价发行”环节，发行人和主承销商将以协商确定的发行价格进行网上定价发行和战略配售；不过，采取直接定价发行的定价方

式通常也意味着不会或极少情况下会存在“战略配售”环节；（2）由于科创板强制要求保荐机构子公司作为战略投资者进行跟投，故“战略配售”是科创板IPO必须采取的发行方式，而主板和创业板可能不会存在“战略配售”。此外，发行人和主承销商还可启用超额配售（绿鞋机制），即在前述发行的基础上，网上向公众投资者增发一部分新股。

投资人参与认购IPO新股的方式，与发行人IPO发行新股的上市板块、定价方式及发行方式相关。不过，在多种发行方式相结合的情形下，投资人仅可选择参与其中的一种发行方式以认购IPO新股，而不得同时参与。

2、三种发行方式在新股发行中的获配比例如何分配？

关键词：定价方式 初始发行 回拨 投资者数量 有效申购

答：若采取直接定价方式，IPO新股通常全部向网上投资者发行，不再安排网下询价和配售；若采取询价定价方式，网下、网上发行和/或战略配售在整体发行中的获配比例，受限于一定的初始发行比例、回拨机制以及相关发行方式项下投资者数量的要求。若前述三种发行方式在同次IPO发行时同时存在，则先确定及扣除向战略投资者配售部分，再确定网下网上发行比例。

扣除战略配售比例后，剩余部分的IPO新股将分别向网上、网下投资者发行。各板块承销规则均以公开发售后总股本是否超过4亿股为标准，对网下初始发行比例规定了差异化的数量和比例，原则上，在扣除相应的网下初始发行比例后的剩余比例，即为网上申购的初始发行比例。网上网下申购结束后，发行人及主承销商根据总体申购情况决定是否启用回拨机制，以对网上网下发行数量进行调节。

回拨的基本原则为：（1）若网下投资者申购数量低于网下初始发行量的，不得将网下发行部分向网上回拨，应当中止发行；若网上投资者申购数量不足

网上初始发行量的，可以回拨给网下投资者；（2）若网上投资者有效申购倍数超过网上初始发行数量的一定倍数，应当从网下向网上回拨一定数量的股票。沪深交易所各板块就前述网下初始发行比例、网上投资者有效申购数量超过网上初始发行数量的倍数档位及其对应的回拨比例存在差异。

3、投资人如何参与网下询价发行？

关键词：持有市值要求 证券业协会注册 禁止性情形 自主设置条件

答：总体而言，持有一定金额的非限售股份或存托凭证，具备丰富的投资经验和良好的定价能力，在中国证券业协会注册并遵守中国证券业协会的自律规则，且不具有禁止参与网下发行情形的主体可以参与网下询价发行。此外，发行人和主承销商可以根据中国证券业协会自律规则，设置网下投资者的具体条件。

Tips：“持有一定金额的非限售股份或存托凭证”怎么理解？

规则层面对于网下投资者的持有市值要求为，发行上市所在证券交易所基准日（以初步询价开始前两个交易日为基准日）前20个交易日（含基准日）的非限售股票和非限售存托凭证总市值的日均值应为1,000万元（含）以上。

不过在实践中，除特定类型的网下投资者外（系指主板的公募基金、养老基金、社保基金，科创板及创业板的科创主题/创业板主题封闭运作基金、封闭运作战略配售基金等），大部分IPO发行案例对于网下投资者的持有市值要求已从1,000万元提高到6,000万元（含）以上。

Tips：“在中国证券业协会注册并遵守中国证券业协会的自律规则”怎么理解？

具体指投资者应满足中国证券业协会的一般性注册条件并已完成注册。具体包括：（1）具备一定的证券投资经验：依法设立、持续经营时间达到两年（含）以上，从事证券交易时间达到两年（含）以上；个人投资者从事证券交易时间应达到五年（含）以上。经行政许可从事证券、基金、期货、保险、信托等金融业务的机构投资者可不受上述限制；（2）具有良好的信用记录：最近12个月未受到刑事处罚、未因重大违法违规行为被相关监管部门给予行政处罚、采取监管措施，但投资者能证明所受处罚业务与证券投资业务、受托投资管理业务互相隔离的除外；（3）具备必要的定价能力：机构投资者应具有相应的研究力量、有效的估值定价模型、科学的定价决策制度和完善的合规风险控制制度；（4）监管部门和中国证券业协会要求的其他条件等。

此外，投资人参与科创板、创业板上市公司IPO新股网下初步询价及网下发行的，还应满足以下特殊规定，具体包括：（1）投资者类型仅限于规则所列举的专业投资机构，包括：经中国证券业协会注册的证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者及符合一定条件的私募基金管理人等专业机构投资者；（2）若投资者类型为私募基金的，其私募基金管理人应满足符合科创板、创业板要求的注册条件。详见中国证券业协会《注册制下首次公开发行股票网下投资者管理规则》第四条、《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》第四条。

Tips：参与网下发行的主体不得具有哪些禁止性情形？

参与网下发行的主体不得为以下人士或机构，具体包括：

1. 发行人及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他员工；发行人及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员能够直接或间接实施控制、共同控制或施加重大影响的公司，以及该公司控股股东、控股子公司和控股股东控制的其他子公司；

2. 主承销商及其持股比例5%以上的股东，主承销商的董事、监事、高级管

理人员和其他员工；主承销商及其持股比例5%以上的股东、董事、监事、高级管理人员能够直接或间接实施控制、共同控制或施加重大影响的公司，以及该公司控股股东、控股子公司和控股股东控制的其他子公司；

3. 承销商及其控股股东、董事、监事、高级管理人员和其他员工；

4. 上述第（1）、（2）、（3）项所述人士的关系密切的家庭成员，包括配偶、子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母；

5. 过去6个月内与主承销商存在保荐、承销业务关系的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，或已与主承销商签署保荐、承销业务合同或达成相关意向的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员；

6. 通过配售可能导致不当行为或不正当利益的其他自然人、法人和组织；

7. 被中国证券业协会列入首次公开发行网下投资者黑名单/限制名单的投资者或配售对象；

8. 债券型证券投资基金或信托计划，在招募说明书、投资协议等文件中以直接或间接方式载明以博取一、二级市场价差为目的申购首发股票的理财产品等证券投资产品；

9. 该次发行的战略投资者。

上述第（2）、（3）项规定的禁止配售对象管理的公募基金不受相关限制，但应符合中国证监会的有关规定。上述第（9）项中，科创板和创业板规定，证券投资基金管理人管理的未参与战略配售的证券投资基金除外。

4、投资者通过网下询价配售的股票是否有锁定期？

关键词：网下发行 锁定期 倡导建议 比例

答：目前主板、科创板、创业板三个板块关于网下发行新股锁定期的相关

规则和实践存在差异，具体如下：

	主板	科创板	创业板
规则层面	未规定	以摇号抽签方式抽取公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等6类中长线资金对象中10%的账户，对其获配股份进行持自发行人股票上市之日起6个月的锁定。	用摇号限售方式或比例限售方式，安排一定比例（网下配售对象中10%的账户/网下投资者获配证券数量的10%）的网下发行证券设置不低于6个月的限售期。
实践层面	近三年在主板发行上市的案例多数未设置锁定期，少数对网下一定比例的股票进行6个月、12个月不等的锁定期安排。	按照规则执行。	摇号限售或比例限售均有采用，锁定期为6个月。

5、投资人参与网上申购的条件和锁定期？

关键词：持有市值要求 无限售 放弃认购 6个月

答：规则层面对于网上投资者的持有市值要求为，持有相应市场非限售股份和非限售存托凭证总市值1万元（含）以上的投资者均可以参与网上申购，投资者持有的市值以投资者为单位，按其T-2日（T日为发行公告确定的网上申购日）前20个交易日（含T-2日）的日均持有市值计算。需要注意的是，已参与初步询价的网下配售对象，无论是否属于有效报价，均不能再参与网上发行。

投资者通过网上申购获得的股票无流通限制及限售期安排，自公开发行的股票在交易所上市之日起即可流通。

请注意：投资者连续12个月内累计出现3次中签但未足额缴款的情形时，自证券公司及托管人等结算参与人最近一次申报其放弃认购的次日起6个月（按180个自然日计算，含次日）内不得参与新股、存托凭证、可转换公司债券、

可交换公司债券的网上申购。放弃认购的次数按照投资者实际放弃认购前述各类证券的次数累计计算；投资者持有多个证券账户的，其任何一个证券账户发生放弃认购情形的，放弃认购次数累计计算；不合格、注销证券账户所发生过的放弃认购情形也纳入统计次数。

6、投资人参与战略配售的可能性？

关键词：资格认定 数量限制 配售比例 投资者数量

答：参与到战略配售中的投资者相较于网上、网下投资者能够以较高的确定性获得更多的配售股份数量，可能在一定程度上更能满足投资人的投资预期，不过规则上对于战略投资者具有较为严格的资格认定标准及数量限制。

各板块对于实施战略配售的条件、新股发行规模档位划分以及不同档位所对应的战略配售比例、战略投资者数量的具体差异如下：

上市 板块	实施战略配售的条件	战略配售比例	战略投资者数量
主板	4亿股≤首次公开发行股票数量	获配股票的总量不超过公开发行股票数量的30%。（实践中，超大规模上市项目中战略配售比例往往突破30%的上限，如中国移动、中国电信、京沪高铁、邮储银行、中国人保等）	不超过20名
科创板	4亿股≤首次公开发行股票数量	获配股票的总量 <u>原则上</u> 不得超过公开发行股票数量的30%，超过的应当在发行方案中充分说明理由	不超过30名
	1亿股≤首次公开发行股票数量在<4亿股		不超过20名
	首次公开发行股票数量<1亿股	获配股票的总量不得超过公开发行股票数量的20%	不超过10名
创业板	1亿股≤首次公开发行股票数量	获配股票的总量 <u>原则上</u> 不超过公开发行股票数量的30%，超过的应当在发行方案中充分说明理由	<u>原则上</u> 不超过35名
	首次公开发行股票数量<1亿股	获配股票的总量不得超过公开发行股票数量的20%	不超过10名

注1：最终战略配售数量与初始战略配售数量的差额部分首先回拨至网下发行。

注2：科创板和创业板试行保荐机构相关子公司跟投制度，并允许发行人高级管理人员和核心员工设立专项资产管理计划参与战略配售。在确定战略配售占IPO新股发行数量的整体占比后，扣除保荐机构跟投、专项资产管理计划获配的股票数量，剩余数量为向市场主体进行战略配售的部分。

注3：科创板自律委行业倡导建议提出，建议首次公开发行股票数量低于8,000万股且预计募集资金总额不足15亿元的企业不安排除保荐机构相关子公司跟投与高级管理人员、核心员工通过专项资产管理计划参与战略配售之外的其他战略配售。

7、投资人参与战略配售需符合的条件？

关键词：12个月 自主确定 选取标准 核查 披露

答：原则上，参与发行人战略配售的投资者，应当具备良好的市场声誉和影响力，具有较强资金实力，认可发行人长期投资价值，愿意持有发行人首次公开发行证券12个月以上，并按照最终确定的发行价格认购其承诺认购数量的发行人股票；此外，战略投资者应当能够对发行人的业务产生协同效应或者能够为发行人提供战略性资源或支持。

目前主板规则未明确规定战略投资者的具体标准，实践中主要系由发行人及主承销商自主确定并在发行安排及初步询价公告中披露。近三年中国移动、中国电信、中金公司、京沪高铁、邮储银行、工业富联等发行规模超大的主板IPO项目所确定的战略投资者具体标准主要包括：（1）具有良好市场声誉和市场影响力，代表广泛公众利益的投资者；（2）与发行人具备战略合作关系或长期合作愿景，且有意愿长期持股的投资者；（3）具有长期投资意愿的国有企业或其下属企业；（4）国家级投资基金；（5）大型保险公司或其下属企业；（6）国家主权基金与合格境外投资者。

科创板及创业板借鉴主板早期战略配售的实践经验，在规则层面对战略投资者的类型进行明确，主要包括以下六类：（1）与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业；（2）具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业；（3）以公开募集方式设立，主要投资策略包括投资战略配售股票，且以封闭方式运作的证券投资基金；（4）参与跟投的保荐机构相关子公司；（5）发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划；（6）符合法律法规、业务规则规定的其他战略投资者。

上述六类投资者标准较为概括抽象，需由主承销商针对具体投资者的选取标准、配售资格以及是否存在禁止性情形进行核查论证，并聘请律师相应出具法律意见书。2020年10月16日，上交所转发《上海证券交易所科创板股票公开发行自律委员会促进证券公司优化科创板股票发行承销工作行业倡导建议》

（“科创板自律委行业倡导建议”），对战略投资者基础性要求以及大型企业或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业参与战略配售等具体情形下的

核查披露提出建议，并建议承销机构勤勉尽责开展相关核查工作，依法审慎发表核查意见，协助发行人自主理性实施战略配售、提升内在价值。

8、战略配售协议有哪些值得关注的地方？

关键词：签约主体 佣金 锁定期 先决条件 陈述保证 投资者保护 缴款退款

答：相较于企业未上市时的股权融资协议，战略配售协议更类似制式文本，主要约定认购流程，可沟通的空间较为有限，通常值得关注的地方有：

- 签约主体：一般由发行人、主承销商及战略投资者共同签署，实践中也存在仅由发行人与战略投资者双方签署的情况。

- 申购金额及最终获配股份金额/数量：通常在签署战略配售协议时，IPO发行价格尚未确定，战略投资者就其拟定的申购金额所能最终获配的股份数量亦存在不确定性。受限于规则层面就战略配售总量在IPO新股整体发行规模中的上限限制，发行人和主承销商通常会在签署协议时明确约定其有权调整战略投资者最终获配的股票金额，从而调节战略投资者最终获配的股份数量。

- 佣金及费用：战略投资者需自行承担因投资发生的费用（如聘请中介机构），该等费用通常不会约定由发行人承担。此外，战略投资者通常需要按照投资金额的比例向承销商支付新股配售经纪佣金。

- 锁定期：在战略配售中，投资者获配股票受限于不少于12个月的锁定期的法定要求。在锁定期限内，投资者不能通过任何形式转让获配股票。

- 先决条件：通常仅以取得证监会同意核准发行/同意注册为协议的生效条件，在核准文件/注册决定有效期内（主板有效期为6个月，科创板、创业板有效期为1年）未完成发行的，则战略配售协议终止。

- 发行人陈述保证：受限于路演推介规则的合规要求，发行人不能向战略投资者提供公开披露信息以外的其他信息；在战略配售协议中，发行人通常亦不会对其业务、资产、运营合规性等方面向投资人作出陈述保证以及特殊赔偿

承诺。

· 投资者保护：于战略投资者获得发行人股份之时，发行人已经是一家公众公司，出于同股同权等规则要求，战略投资者并无可能要求发行人承诺诸如回购、反稀释、优先认购、优先清算、董事高管提名权等条款。不仅如此，（1）与“股价/市值”挂钩的安排（如股价未达到约定价格的补偿承诺）；（2）承销费用分成、返还经济佣金、支付介绍费；（3）发行人承诺在上市后认购战略投资者管理的证券投资基金等事项为规则所禁止。

· 缴款与退款：战略投资者缴款时间通常不应迟于该次发行网上、网下申购日前第三个交易日前，具体以《战略投资者缴款通知书》所载时间为准。在最终获得配售股票金额被调低的情况下，主承销商将在一定期限内将超额缴款部分按照原路径退还。

9、战略配售协议就够了么？

关键词：投资者承诺 实际持有 自有资金 限售期 利益输送

答：投资人如拟作为发行人A股IPO的战略配售投资人，除了战略配售协议（战略合作协议/备忘录，如有），根据规则要求和实操做法，发行人及主承销商还会要求投资人出具承诺函，承诺事项包括：（1）为本次配售股票的实际持有人，不存在受其他投资者委托或委托其他投资者参与本次战略配售的情形；（2）资金来源为自有资金，且符合该资金的投资方向；（3）持有本次配售的股票在限售期内不通过任何形式转让。

科创板和创业板进一步要求，符合战略配售条件的证券投资基金等主体不受上述（1）和（2）项限制，并额外要求战略投资者就其与发行人或其他利益关系人之间不存在输送不正当利益的行为出具承诺。此外，注册制下，参与配售的保荐机构相关子公司还应当承诺，不得利用获配股份取得的股东地位影响发行人正常生产经营，不得在获配股份限售期内谋求发行人控制权。

投资人违反所出具的战略配售承诺，可能被交易所采取监管措施和/或纪律处分。

10、通过战略配售认购的股票是否有锁定期？

关键词：12个月 24个月 协商

答：战略配售不构成申报前12个月突击入股，规则要求战略投资者配售的股票持有期限不少于12个月，科创板、创业板中参与战略配售的保荐机构相关子公司获得配售的股票应当锁定24个月，持有期自公开发行的股票上市之日起计算。发行人可以根据市场情况、投资人身份、与投资人的合作意向等因素设置更长的锁定期限，例如，实践中主板IPO对非国有全资企业作为投资人参与战略配售的，锁定期通常为36个月以上。

11、境外投资人是否可以参与战略配售？以何种方式参与？

关键词：QFII 国家主权基金 战略合作备忘录

答：规则层面并未限制境外主体参与战略配售，但考虑到一般境外投资人受限于“战略投资A股上市公司”的条件和程序，陆港通的交易方式又不支持认购新股，结合市场案例来看，QFII是目前境外投资者参与首次公开发行战略配售的主要路径。

从近期的主板案例来看，发行人及主承销商通常将境外主体限定为“国家主权基金与合格境外投资者或其下属企业”。例如，阿布达比投资局、文莱投资局参与了中金公司的战略配售，淡马锡富敦投资有限公司参与了京沪高铁的战略配售。

科创板及创业板方面，除国家主权基金外，其他类型的QFII也参与过战略配售，包括：（1）非境外主权基金QFII，如伟华电子有限公司（生益电子）；（2）QFII产品，如SVIC No.33 New Technology Business Investment L.L.P（格科微）；（3）保荐机构境外跟投主体，如瑞士联合银行集团（前沿生物、昊海生科）也参与了战略配售。就前述境外战略投资者，除保荐机构境外跟投主体外，均以“与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业”的身份参与，与发行人签署了战略合作备忘录，并承诺认购本次战略配售股票的资金来源为其自有资金。

12、Pre-IPO股东能参与战略配售吗？

关键词：Pre-IPO股东 获配比例 战略合作备忘录

答：规则上未限制或禁止发行人Pre-IPO股东（或其关联方）通过战略配售进一步增持公司的股票，但应满足战略投资者标准并签订战略配售协议。从市场案例来看，科创板上市企业的战略投资者名单中不乏有发行人Pre-IPO股东（或其关联方）的身影，例如：

发行人	战略投资者及其自身/关联方在发行人持股情况	与发行人关系	在战略配售中获配比
中芯国际 688981	中国信息通信科技集团有限公司，系中芯国际第一大股东大唐控股（香港）投资有限公司（该次发行前持股15.77%）的唯一股东。	第一大股东关联方	8.60%
	国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司（“大基金二期”），其关联方鑫芯（香港）投资有限公司系中芯国际第二大股东（该次发行前持股14.62%）。	其他股东关联方	15.12%
生益电子 688183	广东省广新控股集团有限公司，持有发行人控股股东生益科技（600183）22.11%股份，系生益科技第一大股东。	控股股东关联方	26.39%
	东莞科技创新金融集团有限公司，直接及间接合计持有生益科技15.95%股份，其全资子公司东莞市国弘投资有限公司（“国弘投资”）系生益科技的第二大股东；国弘投资直接持有生益电子9.71%股份。	控股股东和其他股东关联方	16.84%
	伟华电子有限公司，持有生益科技14.24%股份，系生益科技第三大股东。	控股股东关联方	18.72%
沪硅产业 688126	上海华虹（集团）有限公司，其第二大股东国盛集团系该次发行前持有沪硅产业30.48%股份的并列第一大股东。	第一大股东关联方	8.98%
盛美上海 688082	上海张江科技创业投资有限公司，该次发行前直接持有盛美上海0.39%股份。	其他股东	2.82%
	上海国盛（集团）有限公司，持有盛美上海股东上海集成电路产业投资基金股份有限公司7.02%的股份。	其他股东关联方	5.63%
	上海科技创业投资（集团）有限公司，持有盛美上海股东上海集成电路产业投资基金股份有限公司35.09%的股份。	其他股东关联方	8.45%
珠海冠宇 688772	OPPO广东移动通信有限公司，系持有珠海冠宇该次发前3.38%股份股东的关联方。	其他股东关联方	10.30%
优刻得 688158	中移资本控股有限责任公司，系优刻得该次发行前的直接股东，持股4.95%。	其他股东	47.28%
澜起科技 688008	英特尔半导体（大连）有限公司，系Intel Capital Corporation实际控制的企业，Intel Capital Corporation在该次发行前直接持有澜起科技10%的股份。	其他股东关联方	33.34%

通过对目前已在科创板上市企业中存在Pre-IPO股东（或其关联方）参与战略配售的十余例案例进行分析，我们关注到：

1. 投资者最终获配份额占比与其或其关联方在发行上市前的持股比例无必然关联，由发行人根据投资者的持股意愿以及合作关系进行分配。

2. 发行人的控股股东或其关联方参与战略配售较为少见。虽然规则上没有限制和禁止控股股东参与战略配售，但从监管审核的角度，需要对控股股东和/或其关联方与发行人存在战略合作关系以及不存在利益输送进行充分论证和说明。对于已在境外上市的发行人，其控股股东/第一大股东自身或通过关联方参

与战略配售时，可能需关注境外上市地交易所规则下关联交易应履行的审议程序及信息披露要求与A股IPO方面信息披露要求的衔接。

3.除投资于中芯国际的大基金二期属于“具有长期投资意愿的国家级大型投资基金或其下属企业”外，绝大多数战略投资者均是以“与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业”的身份参与战略配售，并与发行人签署了战略合作备忘录、战略合作协议或类似文件。

2022-01-13