

投后管理实务之A股IPO投资人特殊权利终止与恢复

作者：蓝洁 许敏 丁锋

那些年，我们协助很多的企业完成了A股IPO，成绩斐然

那些年，我们协助大量的投资机构完成了不计其数的各轮次投资，业绩辉煌

BGM响起，BGM声停。。。

这些年，伴随中国资本市场的高速发展和有序扩容，我们等来了注册制，看到了科创板和改革的创业板，也迎来了崭新的北交所。我们的A股IPO项目和各类投资项目也不负众望，一直高歌前进，与此同时，这似乎没有交集的两类项目产生了越来越多的碰撞和火花。

有企业问我们：为什么投资机构如此硬气，在资料提供、穿透核查和承诺函签署等各项标准工作上总是吹毛求疵，提一堆意见，难道不知道完成一个A股IPO有多难么，何不遵循惯例加快项目进度呢，如若不成，以后融资的时候可千万要回避这些别扭的投资机构。

不不不，我们回复，大家需要增进理解和沟通。企业作为发行人筹划了如此之久的IPO才逐渐对A股规则有一些认识，而外部投资机构才开始介入企业的IPO进程，需要一定时间了解A股规则和项目痛点。无论如何，大家的总体目标是一致的。

有投资机构问我们，为什么企业还没上市就已经如此硬气，要求投资机构签署无数毫无头绪的文件，难道投资机构刚出完钱就已沦为“韭菜”？“韭菜”还不用签“不平等条约”，也没有这么多锁定期、窗口期和减持限制，以后投这类项目看来要更加审慎。

不不不，我们回复，大家需要增进理解和沟通。A股IPO监管规则繁复，企业准备A股IPO颇为不易，为减少IPO进程中的阻碍，企业会倾向于采用监管机构熟悉的、与市场惯例一致的处理方式，有时难免会对投资机构产生负面影响。无论如何，发行人尽快完成A股IPO也是符合投资机构的商业诉求的。

汇聚海问近卅年的资本市场经验，海问A股IPO团队与投资并购团队联袂呈现“PEVC投后指南之A股IPO”，为您详细拆解投资机构在入股拟A股IPO企业后将面临的种种问题。在此您将看到，在企业A股IPO进程中，投资机构将签署哪些文件，应对哪些调查，面临哪些潜在的风险或责任，将来有哪些退出限制等等。

必须说明的是，A股IPO监管规则繁复，既有案例的处理方式不尽相同，且不时会有新的案例及“窗口指导意见”出现。本系列话题所载观点基于我们对现有规则及监管尺度的理解并结合了过往的项目经验，可能存在未及时更新之处，敬请谅解，也欢迎随时联系我们提出您的宝贵意见。

专题一 投资人特殊权利的终止与恢复

投资人在投资企业时出于信息不对称以及维护自身作为中小股东的利益等考虑，在和被投企业及其股东签署的投资文件中一般会约定享有相关特殊股东权利，该等特殊权利的义务方一般是被投企业或者其他股东（更为常见的是创始人股东）。私募股权投资实践中常见的投资人股东特殊权利及对应的义务主体主要包括：优先清算权（公司和/或股东）、优先购买权（股东）、回购权（公司和/或股东）、拖售权（股东）、优先分红权（公司）、共同出售权（股东）、优先认购权（公司）、反稀释权（公司和/或股东）、信息权和检查权（公司）、否决权（公司）、董事/监事提名权（公司）、最惠国条款（公司）。

当企业后续申请A股IPO时，投资人股东享有的该等特殊权利却又在一定程度上不符合A股IPO监管部门的审核要求，因此该等特殊权利究竟该去该留、终止后是否还可在特定情形下予以恢复等，不时令投资人很困惑，也因此和企业之间产生不愉快。本专题试图从A股IPO监管部门的审核要求出发并结合近期的监管案例，对投资人股东特殊权利的终止/中止与恢复进行分析，希望对投资人股东和发行人/控股股东之间在此问题上的分歧提供一些解决思路。

1、投资人股东特殊权利为什么要终止？

关键词：同股同权、控制权稳定、持续经营能力、首发问答、发行上市审核问答

答：一般认为，发行人申请A股IPO时需要终止股东特殊权利，主要是因为股东特殊权利可能不符合股份公司（尤其是A股上市公司）“同股同权”的基本原则，并可能影响公司股权结构的稳定性（尤其是控制权的稳定性）及/或发行人的持续经营能力。涉及的主要规定如下：

- 《公司法》第126条规定：股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。
- 《首次公开发行股票并上市管理办法》（主板）第13条规定：发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。
- 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条及《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条均规定：发行人控制权稳定；控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰，最近2年实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。
- 《首发业务若干问题解答》第5条、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》第10条及《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》第13条，各板块关于投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的审核要求均一致，原则上要求发行人在申报前清理，但同时满足以下要求的可以不清理：（1）发行人不作为对赌协议当事人；（2）对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；（3）对赌协议不与市值挂钩；（4）对赌协议不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。保荐机构及发行人律师应当就对赌协议是否符合上述要求发表明确核查意见。发行人应当在招股说明书中披露对赌协议的具体内容、对发行人可能存在的影响等，并进行风险提示。

2、股东特殊权利与上述审核问答中提到的对赌协议之间的关系

关键词：股东特殊权利、对赌协议、估值调整机制、申报前清理

答：审核问答中规定“对赌协议”“估值调整机制”等类似安排原则上须在申报前清理，但并未明确投资人享有的其他股东特殊权利的处理要求。结合A股IPO监管部门在实践中针对发行人的问询问题（比如上交所所在迈威生物、长光华芯、超卓航空等案例中的问询问题，深交所所在卡莱特、日日顺、万凯新材等案例中的问询问题），投资人享有的所有股东特殊权利（而非仅仅限于“估值调整机制”）也可能需比照适用审核问答的规定在申报前清理。

3、股东特殊权利需要在什么时点终止？

关键词：股改基准日、申报基准日、辅导验收、首次申报、金融负债、回购权、反稀释权

答：实践中，发行人A股IPO通常会按照下述时间顺序推进：



过去较长时间内，股东特殊权利通常会在上述某个时点一次性被全部中止（较为常见的是在首次申报时

中止），但从近期实践来看，终止/中止的时点有被整体提前的趋势，更有部分权利被单独要求在更早的时点终止。具体而言：

（1）回购权、反稀释权等涉及发行人支付现金补偿的权利

中国证监会于2020年11月13日发布《监管规则适用指引——会计类第1号》规定，对于附回售条款的股权投资，投资方除拥有与普通股股东一致的投票权及分红权等权利之外，还拥有一项回售权，例如投资方与被投资方约定，若被投资方未能满足特定目标，投资方有权要求按投资成本加年化10%收益（假设代表被投资方在市场上的借款利率水平）的对价将该股权回售给被投资方。该回售条款导致被投资方存在无法避免向投资方交付现金的合同义务。从被投资方角度看，由于被投资方存在无法避免的向投资方交付现金的合同义务，应分类为金融负债进行会计处理。

基于上述会计处理对发行人财务报表的影响，根据我们过往项目经验，发行人及其IPO中介机构（主要是审计机构）可能会要求投资人享有的回购权、反稀释权等特殊权利中涉及由发行人承担支付义务的条款于股改基准日或者申报基准日前彻底终止（如益方生物案例中反稀释权、回购权项下涉及公司的义务及优先清算权于股改基准日终止；亚虹医药案例中回购权、反稀释权、优先清算权、拖售权项下涉及公司或其子公司为责任主体的约定于股改基准日终止；迪哲医药案例中回购权、反稀释权、优先清算权、共同出售权和拖售权等所有特殊权利于申报基准日终止）。

投资人若在具体项目上收到前述要求，我们梳理了如下沟通要点供双方在谈判时参考：

1）结合投资文件中投资人拥有的权利条款，分别由发行人及投资人的财务团队根据会计准则判断相关权利的约定是否确需发行人确认相应的金融负债；

2）如需发行人确认金融负债，分别由发行人及投资人的财务团队结合发行人的财务报表等文件判断需要确认金融负债的金额；

如可能会导致发行人于股改基准日的净资产低于拟折合的实收股本，则发行人提出于股改基准日终止该等特殊权利具有合理性，为共同达成股改并顺利实现申报的目的，投资人可以在充分平衡自身投资风险和公司顺利股改的基础上，判断是否同意终止发行人作为一方义务人的回购权等需由发行人承担特定支付义务或回报义务的条款。如最终同意终止，投资人仍可以坚持由控股股东、实际控制人或者第一大股东等主体作为回购权、反稀释权中的现金补偿等权利的义务主体的条款不能在此阶段立即终止；

如不存在可能导致发行人股改基准日净资产低于拟折合的实收股本的情形，则更进一步判断是否会因确认金融负债而对发行人于申报基准日的财务数据产生比较实质的影响，从而投资人可以和发行人友好协商沟通是否可以延迟该等权利的终止时间。我们注意到，亚信安全（2021年3月12日科创板获受理、2021年9月30日提交注册）、普瑞眼科（2020年7月31日创业板获受理、2021年7月9日上市委会议通过）、翱捷科技（2020年12月15日科创板获受理、2021年7月22日提交注册）、迪哲医药（2021年3月10日科创板获受理、2021年11月9日注册生效）、采纳股份（2020年12月23日创业板获受理、2021年11月7日提交注册）、千味央厨（2020年6月12日主板获受理、2021年9月6日上市）、德昌股份（2020年6月24日主板获受理、2021年10月21日上市）等近期A股IPO案例中涉及发行人为回购权承担主体等股东特殊权利均并非在股改基准日、也非申报基准日，而系在更晚的时间点才终止；同样地，如最终同意于申报基准日终止发行人承担特定支付义务或回报义务的权利条款，投资人仍可以坚持由控股股东、实际控制人或者第一大股东等主体作为回购权、反稀释权中的现金补偿等权利的义务主体的条款不能在此阶段终止。

（2）其他特殊权利

除了回购权、反稀释权中的现金补偿等涉及发行人支付现金或特定回报义务的权利外的其他特殊权利，投资人与发行人可协商沟通于辅导验收、首次申报等比较晚的时间点才终止，我们梳理了如下沟通要点供双方在谈判时参考，具体如下：

其他股东特殊权利虽可能涉及发行人作为一方义务人，但发行人并不会实质承担支付现金或其他回报的义务，主要是系配合股东行使相应权利并承担协助、通知等义务，原则上不会对发行人股改基准日或申报基准日的财务数据或财务报表产生实质影响；

其他股东特殊权利在辅导验收或首次申报才终止的近期A股IPO的案例并不少见，比如益方生物案例中除公司在反稀释权、回购权项下的义务及优先清算权外的其他特殊权利、亚虹医药案例中除回购权、反稀释权、优先清算权、领售权中涉及公司或其子公司为责任主体外的其他特殊权利、亚信安全、普源精电、普瑞眼科、采纳股份、翱捷科技、德昌股份、千味央厨。尤其是普瑞眼科、采纳股份、翱捷科技、德昌股份等案例的其他股东特殊权利是在首次申报材料获受理之日起才终止；

实践中也可能会遇到是否于辅导验收时就需要终止股东特殊权利的问题，此时，投资人与发行人至少要考虑：(i)当地证监局是否有明文规定或书面要求；(ii)查看当地证监局所辖区域内近期申报A股IPO企业的公开披露文件，是否存在未在辅导验收阶段而在首次申报时才终止特殊权利的较新案例；(iii)如最终双方达成一致于辅导验收时终止相关股东特殊权利，建议将终止时点明确为提交辅导验收申请材料前一日、提交辅导验收申请材料当日或证监局为辅导验收之目的现场检查之日等比较明确的时间点，避免有歧义或有争议的时间点表述。

4、股东享有的特殊权利是否可以设置恢复条款？

关键词：恢复条款、对赌协议、市值挂钩、控制权变化、持续经营能力

答：科创板及创业板注册制实施后的一段时间内，曾短暂出现过与发行人或控股股东等主体约定的股东特殊权利终止协议中带恢复条款并顺利通过监管部门审核的案例（比如铂力特、福光股份、金科环境、海晨物流等），但随着凯龙高科、极米科技等一系列案例在中国证监会注册环节被要求对恢复条款予以整改，股东特殊权利终止的同时能否附恢复条款的问题再一次被推上风口浪尖。

结合近期的市场案例，还是有比较多的案例设置了特殊权利的恢复条款，比如迪哲医药、亚信安全、普源精电、普瑞眼科、采纳股份、亚虹医药、翱捷科技、万祥科技等，只是不同案例附恢复条款的股东特殊权利范围有所不同，但基本是按照是否满足《首发业务若干问题解答》、科创板或创业板审核问答规定的条件来把握，即（1）发行人不作为股东特殊权利协议的当事人；（2）不存在可能导致公司控制权变化的约定；（3）未与发行人市值挂钩；（4）不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。

如何理解“发行人不作为对赌协议的当事人”

结合近期市场案例，我们没有检索到发行人仅作为签署交易文件的一方就认定属于对赌协议当事人的案例，关于如何界定“发行人是否为对赌协议的当事人”，大家存在不同的标准，比较宽松的认定标准包括发行人是否承担支付现金或特定回报的义务（比如迪哲医药、华大智造，发行人承担支付现金或特定回报的股东特殊权利终止，但其中可能由发行人承担配合、通知、协助、提供材料等一般性的义务仍属于可恢复的范围），发行人是否承担回购义务或与回购相关的责任（比如普瑞眼科，除回购权外的其他涉及股东承担一定义务的知情权、优先认购权仍属于可恢复的范围）；比较严格的认定标准则是发行人是否在该等特殊权利项下承担任何义务而限于仅支付现金或特定回报的义务（比如极米科技、亚信安全、亚虹医药）。

此外，我们注意到，近期案例中仍存在由发行人作为股东特殊权利的一方当事人并带有恢复条款的（比如翱捷科技案例中发行人承担售股权及反摊薄权下的义务，万祥科技、科美诊断案例中发行人承担反稀释权下的义务）。

前述不同案例的把握标准均可供投资人与发行人沟通设置恢复条款的范围时参考。

如何理解“不与发行人的市值挂钩”

A股IPO监管部门之所以不允许相关约定与发行人市值挂钩的条款，我们理解，可能是为了防止投资人为追求自身的投资利益而故意操纵发行人股票交易价格，而导致股票交易价格背离发行人的正常市场交易价格，进而影响股票市场交易秩序及公众投资者的权益。从目前的案例来看，标准也不尽统一，比如2019年12月5日在科创板上市的硕世生物，近期因其未在IPO时披露并清理相关的特殊权利条款而被上交所采取监管措施，硕世生物的实际控制人也因此被上交所通报批评。上交所在监管函中认为，投资人入股硕世生物的控股股东时与其实际控制人签署了含硕世生物上市前/后的回售权、反稀释权、估值调整等特殊权利，且上市后回售权的安排与硕世生物的市值挂钩，属于应当披露并在申报前予以清理的安排而未披露且未在申报前予以清理，因此硕世生物及其实际控制人、保荐机构及发行人律师均被采取了相应的监管措施。

不过，我们也注意到，华大智造（2020年12月7日科创板获受理，2021年9月10日提交注册）有与股东约定合格IPO并将合格IPO与发行人的市值挂钩，发行人及其中介机构在上交所的反馈回复中明确回复该安排不符合上交所的审核问答，但该等安排已于申报基准日全部中止并自上市之日起自动终止，终止后将对方无约束力，只有在特定情形下才予以恢复，因此投资人无法根据该等安排对发行人的IPO及发行定价构成任何影响。上交所对于此问题没有再提出进一步的问询，中国证监会关于华大智造的首轮注册反馈亦未问询此问题。

如何理解“不导致公司控制权变化”“严重影响发行人持续经营能力的情形”

投资人与发行人股东尤其是实际控制人之间约定的特殊权利，大部分都设置了可以恢复的安排。从近期A股IPO案例中，并未看出何种特殊权利会落入“导致控制权变化”“影响持续经营能力”的范畴。但我们注意到有的案例（比如亚虹医药）中约定投资人行使所有可恢复的股东权利时不应导致发行人控制权发生变化且不会导致出现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，该处理方案亦可供投资人与发行人沟通时参考。

6、股东享有的特殊权利在何时可以恢复？

关键词：股改后一定时间、辅导验收、受理、撤回、被否决、终止审核、未完成上市

答：投资人在和发行人及其股东协商沟通特殊权利恢复条款时，还会综合考虑恢复条款触发的情形，我们结合近期的案例，梳理了如下常见的恢复情形，供双方谈判时参考：

自发行人改制为股份公司之日起一定时间内（比如12个月）或者自公司向证监局提交辅导验收申请之日起一定时间内（比如3个月）未通过证监局辅导验收，或证监局作出不予辅导验收的决定，或发行人主动撤回辅导验收申请；

发行人在通过证监局辅导验收之日起一定期限内（比如6个月或12个月）未取得有关证券监管部门对发行人上市申请的受理函；

有关证券监管部门作出不予受理、不同意公司的上市申请、否决其上市申请或其他终止审核的决定；

发行人的上市申请因任何原因被撤回、退回或撤销；

发行人的上市保荐人撤回对发行人的上市保荐；

经发行人的上市保荐人及发行人董事会根据其他客观条件合理认定发行人上市申请将无法获得通过；

出现因涉嫌违法违规被行政机关调查、司法机关侦查而被审核机关终止/中止上市申请审查且行政机关、司法机关的调查、侦查结果对发行人上市申请构成实质障碍的；

发行人未在向有关证券监管部门正式递交上市申请之日起一定期限内（比如18个月）通过该证券监管部门的审核；

发行人在收到有关证券监管部门准予公司发行上市的决定起一定期限内（比如12个月）未完成上市。

整体而言，由于A股IPO关于上述事项的具体审核要求尚处于不断细化、完善的过程中，实践案例的具体情况也比较多元化，投资人与发行人在讨论具体的特殊权利是否应终止、何时终止、是否可附带恢复条款等问题时，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。

2021-12-02