

更多IPO专业内容，请关注本头条，喜欢的也可以点赞。若有任何问题，可以随时评论留言咨询IPO相关的会计和税务处理

2023年中国证监会（以下简称“证监会”）发布《监管规则适用指引—发行类第4号》（以下简称“《4号指引》”），其中第4-3项对对赌协议进行了规定。自海富案之始，对赌协议一直是证券投资行业热议的主题，以下将对对赌协议的理解、司法裁判案例倾向、证监会新规、上市审核案例几个方面，对这个专题进行简要概述。

### • 01【理解对赌协议】

“对赌协议”是“估值调整机制”（Valuation Adjustment Mechanism）的普遍称呼，（《全国法院民商事审判工作会议纪要》，以下简称“《九民纪要》”）对其进行了定义，转换一下表述，即投资方与融资方达成的对未来目标公司的估值进行调整的协议，是为解决交易双方在股权性融资协议时，对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称等问题，以及降低代理成本而设计的包含股权回购、金钱补偿等的条款。

在私募股权投资中，“对赌”往往在投资协（股权转让协议或者增资协议等）或投资协议补充协议中的特殊权利条款形式呈现，常见的有业绩承诺、优先购买权、领售权、回购或金钱补偿、反摊薄、优先清算权、最惠国待遇等等，对应的是标的企业需要达到相应的财务指标（业绩承诺），也包括非财务指标（包括但不限于用户人数、产量、产品销售量、技术研发等）。

对赌协议条款存在于投资方与目标公司控股股东/实际控制人之间、投资方与目标公司之间、投资方与目标公司及其股东之间。

### 02【关于对赌协议效力的司法裁判】

2012年的“海富案”中，最高人民法院（以下简称“最高法院”）确立了“与股东对赌有效、与目标公司对赌无效”的裁判观点，此后多数法院延续该裁判观点认定与目标公司对赌的约定无效。

《九民纪要》规定，“对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议

.....投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于‘股东不得抽逃出资’及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求”。

由此，最高法院彻底改变了“海富案”确立的裁判规则，肯定了投资方与目标公司对赌的效力，争议集中到对赌协议的履行问题上。

以企业上市作为“对赌”条件的约定，是投融资双方签署投资协议时较为普遍的选择，但该种约定的效力在实践中存在争议，对于未能成功上市的补偿条款不应随意适用情事变更原则予以解除，应对该约定的有效性和可执行性进行判断。

### 03【拟上市企业对赌协议处理及证监会监管新规】

对赌协议在企业上市审核中因为可能影响企业股权权属清晰及控制权变动而对上市构成实质性障碍，同时也会对发行人持续经营能力和估值（市值）造成重大影响，因此，拟上市企业一般在上市申报时签署解除协议，彻底终止或解除对赌协议或投资协议中的特殊权利条款（如南芯科技688484）。

但有很小部分拟上市企业也采取不终止对赌协议，以签署附有效力恢复条款终止协议（上市前解除，若企业未能上市则效力恢复）作为解决办法（如英方软件688435、国能日新301162）。除此之外，四会富仕（300852）的做法也比较特殊，其保留了对赌协议（即发行人与投资方签署的股权受让补充协议），同时增加了一个条款——“关于投资方在目标公司未来引进新投资方豁免对赌的保证”。

对于保留对赌协议的拟上市企业，2月17号证监会发布的《4号指引》明确规定，投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，保荐机构及发行人律师、申报会计师应当重点就以下事项核查并发表明确核查意见：

- 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。

存在上述情形的，保荐机构、发行人律师、申报会计师应当审慎论证是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等方面的要求，不符合相关要求的对赌协议原则上应在申报前清理。

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。同时在《4号指引》中明确规定了IPO对赌协议自始无效会计处理：

解除对赌协议应关注以下方面：

(1)约定“自始无效”，对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之前的，可视为发行人在报告期内对该笔对赌不存在股份回购义务，发行人收到的相关投资款在报告期内可确认为权益工具；

对回售责任“自始无效”相关协议签订日在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。

(2)约定“自始无效”的，发行人收到的相关投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算。

《4号指引》的“一个清理原则、四个条件及披露要求为例外”的基本要求，在此基础上增加了发行人的财务要求，整体来讲注册制下的监管要求并未放宽。

## 04【近期涉及对赌协议/特殊权利条款的上市公司案例】

### (一) 终止特殊权利条款的案例——南芯科技（688484）

律师工作报告内容摘录：

发行人与发行人各股东于2021年7月16日签署《关于上海南芯半导体科技有限公司之股东协议》（取代此前签署的股东协议），发行人与其股东之间不存在对赌协议，但约定了优先购买权、共同出售权、反

## 摊薄权

### 、回赎权、信

### 息权、核查权、领售权、最

### 惠条款等特殊权利条款

。发行人与发行人各股东已签署《关于上海南芯半导体科技股份有限公司之股东协议之补充协议》，对股东特殊权利条款进行了清理，主要约定如下：

“第一条 各方一致同意于终止生效日终止《股东协议》特殊权利条款的约定，即该等特殊权利条款自终止生效日起全部终止，终止后，特殊权利条款对各方自始不具有任何约束力和法律效力。为免歧义，各方一致确认，本协议项下的终止生效日系指：

（1）如涉及目标公司在特殊权利条款项下所承担的义务或责任，该终止时点指目标公司召开董事会会议审议通过关于首次公开发行股票并上市的相关议案并作出决议之日。自该时点起，目标公司不再负有特殊权利条款项下的任何义务或责任；

（2）如涉及创始人在特殊权利条款项下所承担的义务或责任，该终止时点指目标公司向上海证券交易所递交首次公开发行股票并上市的申请且该申请被前述交易所受理之日。自该时点起，创始人不再负有特殊权利条款项下的任何义务或责任。

第二条 各方确认，于终止生效日前，上述特殊权利条款项下的投资方股东因投资南芯科技而享有的特殊权利仍分别存续且有效。

第三条 各方确认，于终止生效日起，投资方股东此前因投资南芯科技而享有的特殊权利均已被彻底清理且不存在特定情况下将自动恢复执行的安排。

第四条 各方确认，截至本协议生效之日，各方同意豁免目标公司、创始人及持股平台于本协议生效之前于《股东协议》、所签署的投资协议（包括但不限于各轮增资协议等）项下的违约责任（如有），并各方确认其自身与其他股东就《股东协议》、所签署的投资协议（包括但不限于各轮增资协议等）不存在任何违约情形或其他争议、纠纷或潜在纠纷。

第五条 《股东协议》中第 9 条‘股东会’、第 10 条‘董事会’与公司股东签署的《上海南芯半导体科技股份有限公司章程》（以下简称‘《公司章程》’）相冲突的条款，应以《公司章程》的约定为准。”

截至 2022 年 6 月 15 日，与发行人相关的股东特殊权利已于本次发行上市

的董事会决议作出之日终止且不附恢复条款，由实际控制人承担义务相关的股东特殊权利将于本次发行上市申请受理之日终止且不附恢复条款，并且约定相关特殊权利条款对各方自始不具有任何约束力和法律效力。

## （二）附生效条件的终止案例——英方软件（688435）

招股意向书附录内容摘录：

反馈问题：

发行人存在部分附恢复条款的特殊权利约定自上市申请受理后自动终止，实际控制人胡军擎2021年10月与海通旭初签署《投资补充协议》，存在关于公司上市时间的股份回购权利约定。请发行人：提供与海通旭初相关对赌安排的协议文件。请发行人说明：

（1）相关特殊权利约定的主要内容，是否涉及对赌安排；

（2）2021年5月与海通旭初终止对赌安排后又新签对赌协议的原因，是否存在变相限制、影响控制权或关于业务开展的特殊约定，是否存在其他特殊利益安排；

（3）保留相关附恢复条款的约定及实际控制人与海通旭初的对赌安排是否符合《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》第10条的规定。请保荐机构、发行人律师对上述事项进行核查并发表明确意见。

发行人律师核查后的回复意见：

（1）相关附恢复条款的特殊权利约定已不可撤销地终止且自始无效；

（2）与海通旭初终止对赌安排后又新签对赌协议具有合理原因，协议中不存在变相限制、影响控制权或关于业务开展的特殊约定，不存在其他特殊利益安排；

（3）保留实际控制人与海通旭初的对赌安排符合《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》第10条的规定。

## （三）附生效条件的终止案例——国能日新（301162）

律师工作报告内容摘录：

2017年9月30日，融和日新、和信新能、嘉兴微融与国能有限全体股东通过签署《增资协议》增资公司，融和日新、和信新能及嘉兴微融与雍正及丁江伟分别于2017年10月15日签署了《增资协议的补充协议》，融和日新与雍正及丁江伟分别于2019年2月及2020年6月24日签署了《增资协议的补充协议(二)》、《增资协议的补充协议(三)》，和信新能、嘉兴微融与雍正及丁江伟分别于2020年3月18日、2020年4月30日签署了《增资协议的补充协议(二)》，前述补充协议存在具有对赌性质、股东特别权利约定的相关条款，约定了外部投资者关于业绩补偿、回购权、共同出售权及优先受让权等特殊权利及上述权利的解除和恢复条件。

2019年7月20日，徐源宏、财通投资及发行人签署了《徐源宏和财通创新投资有限公司关于国能日新科技股份有限公司之股份转让协议》，2019年7月21日，财通投资与发行人签署了《国能日新科技股份有限公司股份认购协议》，财通投资以股权受让方式及增资方式投资公司。同日，财通投资、雍正、徐源宏及发行人签署了《关于国能日新科技股份有限公司之〈股份认购协议〉、〈股份转让协议〉的补充协议》，并于2020年10月23日签署了《关于国能日新科技股份有限公司之〈补充协议〉的备忘录》，该补充协议及备忘录存在具有对赌性质、股东特别权利约定的相关条款，约定了外部投资者关于回购权、优先购买权及共售权等特殊权利及上述权利的终止和恢复条件。

以上内容包括了对赌条款终止的内容，也包括附条件恢复条款法律效力的内容，包括但不限于撤回上市申请或者上市申请未被有权机构审核通过等，补充协议中约定的各项条款自动恢复法律效力。

发行人律师认为，前述对赌条款不存在可能导致发行人控制权变化的约定，且发行人不作为对赌协议当事人。该对赌协议不与发行人市值挂钩，不存在影响发行人持续经营能力或其他严重影响投资者权益的情形。因此，上述对赌条款不构成发行人本次发行上市的法律障碍。

#### (四) 保留对赌协议的案例——四会富仕(300852)

律师工作报告概述：

报告详细披露了发行人与人才基金(深圳市人才创新创业二号股权投资基金合伙企业(有限合伙))、中瑞汇川(深圳市中瑞汇川投资发展中心(有限合伙))签订的关于公司股权转让的补充协议，其中包括了同行的特殊权利条款，同时增加了一个条款——“关于投资方在目标公司未来引进新投资方豁免对赌的保证”：目标公司、甲方及丁方保证目标公司未来以任何方式(包括但不限

于增资扩股、转让老股的方式)引进新投资方时,任何条款不得将本协议投资方作为业绩对赌和回购的责任主体之一,业绩对赌和回购条款中免除投资方的连带责任,如违反本条约定,投资方有权要求甲方中任何一方或丁方中任何一方以最新投资作价回购投资方所持股权份额。

### 综上所述

,全面注册制之下A股IPO对“对赌协议”的监管要求并没有放宽的迹象,仍然坚持以彻底终止为基本原则,同时,监管适用规则指引仍然沿用“一个清理原则、四个条件(即对赌协议中发行人不作为对赌协议当事人,不存在可能导致公司控制权变化的约定,不与市值挂钩,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,且声明恢复条款仅在未能上市的情况下才会触发)及披露要求为例外”的基本要求,并在此基础上增加了发行人的财务要求。

拟上市企业在签署投资协议设置特殊权利条款时,还是需要遵守上述原则,避免因受到审核监管重点关注而增加上市难度,延长上市审核时间,甚至对上市构成实质性障碍。

来源刘玉霞