

关于企业 IPO 对赌协议解除之相关案例整理

一、法律法规

《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》（以下简称“《创业板首发上市审核问答》”）《首发业务若干问题解答（2020 修订）》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》均规定，投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，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：

“一是发行人不作为对赌协议当事人；二是对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对赌协议不与市值挂钩；四是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。”

二、典型案例

（一）签订条件恢复条款过会的企业案例

➤ 铂力特（SH688333）：受理时间 2019.4.4、过会时间 2019.6.26

1、第一轮问询中关于对赌协议的问题（后续无对赌协议相关问询）

请发行人充分披露：（1）《增资协议》《增资协议之补充协议》及《增资协议之补充协议的终止协议》的具体内容；（2）是否已全面清理对赌协议，发行人是否仍作为对赌协议的当事人；（3）实际控制人折生阳对相关机构投资者的回购义务的资金来源，是否具备实际履约的能力，回购股份是否可能导致公司控制权的变化；（4）对赌协议是否存在严重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；（5）对赌协议对发行人可能存在的影响，并作重大风险揭示。

2、《补充/对赌协议》基本情况

2016 年 11 月，海宁国安、杭州沁朴、青岛金石与铂力特、铂力特实际控制人之一折生阳签署了对赌协议，就海宁国安、杭州沁朴、青岛金石作为机构投资者对发行人进行投资以及投资后的权利保障事宜进行了约定，其中特殊权利包括回购条款、转让限制、优先增资权、最优惠待遇等。

3、签订附条件恢复条款的终止协议

根据海宁国安、杭州沁朴、青岛金石与铂力特、折生阳签署的《增资协议之补充协议的终止协议》，各方同意对《增资协议之补充协议》中的回购条款、转让限制、优先增资权、

最优惠待遇进行解除，但未终止《增资协议之补充协议》中的下述条款，即“若上述申请文件未被中国证监会受理、或申请文件被公司撤回、或中止审查超过 12 个月、或申请被中国证监会终止审查或否决，以及因为其他原因导致甲方未能上市的，**则乙方承诺将按照本补充协议约定的回购条款与丙方另行签订回购协议履行回购义务**”。（备注：上述甲方为铂力特，乙方为折生阳，丙方为机构投资者。）

4、铂力特对赌协议未完全解除、附条件恢复条款过会

（1）对赌协议中回购条款、转让限制、优先增资权、最优惠待遇等已解除，未上市恢复条款予以保留；

经核查，公司对赌条款的触发条件未与市值挂钩：公司对赌条款的触发条件仅包括：1）发行人上市申请文件未被中国证监会受理，2）发行人上市申请文件被撤回，3）发行人上市申请被中止审查超过 12 个月，4）发行人上市申请被中国证监会终止审查或否决，5）其他原因导致发行人未能上市的事项。且上述协议中未约定与发行人市值相关的协议内容。据此，对赌条款的触发条件及其具体内容均未与发行人市值挂钩。

（2）发行人已不作为对赌协议的当事人；

（3）实际控制人折生阳对相关机构投资者的回购义务的资金来源主要为银行存款、合法财产变现收入、投资分红收益等，上述资产足以覆盖其履行对相关机构投资者的回购义务所需的资金额，因此折生阳具备较强的实际履约能力。

（4）回购股份不会导致公司控制权的变化，截至本招股说明书签署日，折生阳持股 29.07%为公司第一大股东，若回购义务被触发，则回购完成之后，折生阳将持有铂力特 23,443,715 股，持股比例为 39.07%，回购股份不会导致公司控制权发生变化。

（5）对赌协议不存在严重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。
最终铂力特未完全解除对赌协议、附条件恢复条款过会。

➤ 宏川智慧（SZ002930）：最近一次申报时间 2018. 1. 12、过会时间 2018. 1. 26

根据宏川智慧《招股说明书》，宏川智慧历次增资及股权转让的情况如下：

序号	日期	股本变化	增资或股权转让的价格 (元/出资额、元/股)	增资方或受让方性质	作价依据	是否存在对赌
1	2013年12月	第一次增资	1.50	公司实际控制人、控股股东	本次增资的价格参考宏川有限截至2013年11月30日未经审计的每份出资额对应净资产值1.36元为依据，并结合估值报告确认的价值确定为1.50元/出资额	否
2	2014年12月	第一次股权转让	3.06	公司实际控制人、员工持股平台	本次股权转让的价格参考宏川有限截至2014年11月30日未经审计的每份出资额对应净资产值1.32元，同时考虑宏川有限收购南通阳鸿对净资产的影响为依据，并结合估值报告确认的价值确定为3.06元/出资额	否
3	2014年12月	第二次增资	6.94	实际控制人控制的企业	本次增资的价格参考宏川有限截至2014年12月31日预计每份出资额对应净资产值4.34元为依据，并综合考虑公司经营业务发展情况以及未来预期盈利情况，确定为6.94元/出资额	否
4	2015年7月	股份公司第一次增资	7.50	市场独立第三方、员工持股平台	本次增资的价格参考公司2015年度预计净利润，以2015年度预计净利润的15倍市盈率为依据，确定为7.50元/股	是
5	2015年12月	股份公司在股转系统第一次定向发行	7.70	原股东	本次增资的价格参考股份公司第一次增资价格(7.50元/股)并适当溢价为依据，确定为7.70元/股	否
6	2016年3月	股份公司在股转系统第二次定向发行	12.00	市场独立第三方	本次增资的价格参考公司2016年度预计净利润，以2016年度预计净利润的22倍市盈率为依据，确定为12.00元/股	是

以股份有限公司的第一次增资为例：

1、《补充协议》基本情况

2015年7月27日，股份公司第一次增资时，公司本次增资前原股东林海川、宏川集团、宏川供应链、广达投资与百源汇投资、瑞锦投资、广晖投资、温氏投资、陈燮中、茅洪菊、潘建育、孙湘燕、莫建旭、廖静、周承荣、钟承平共12位投资者分别签署了《关于广东宏川智慧物流股份有限公司增资合同书之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）。《补充协议》存在对赌条款，约定发生如下两种情况之一时，本次增资12名投资方有权要求控股股东按《补充协议》确定的回购价回购投资方持有的公司全部或部分股权：“1.1 公司在中国企业会计准则下截至2015年12月31日的会计年度的净利润低于人民币8,000万元（大写人民币捌仟万元整，如2015年度有因实施股权激励产生的管理费用，则净利润的计算为‘会计报表净利润+因股权激励产生的管理费用’）；1.2 公司未能在2019年12月31日以前实现合格的首次公开发行。”

发生上述情况触发控股股东回购时，其回购价等于投资方要求控股股东回购的出资额对应的投资方投资款，加上按9%年利率计算的利息（单利计算方式），减去出资日至股权回购日期间收到公司分配的利润，计算公式为：回购价=回购的出资额对应的投资方投资款×（1+9%÷360×投资方实际持股天数）-收到公司分配的利润。

2、权利中止及自动恢复条款

《补充协议》中其他条款约定：“本补充协议自公司关于上市的议案通过股东大会审批之日起自动中止，若公司上市申请被中止或终止，本补充协议恢复效力。”

3、宏川智慧对赌协议未完全解除、附条件恢复条款过会

根据公司《招股说明书》，“本次增资签署的《补充协议》存在对赌条款，鉴于公司已于2016年6月16日召开2016年第四次临时股东大会审议通过了《关于公司申请首次公开发行股票并上市人民币普通股（A股）股票并上市的议案》等议案，已满足《补充协议》中约定的中止条款。”

最终宏川智慧未完全解除对赌协议、附条件恢复条款过会。

➤ 2020年8月10日《创业板注册制发行上市审核动态》案例

1、《补充协议》基本情况

2016年，发行人A公司与C投资机构签署了《增资协议》；2017年，A公司及其实际控制人与C投资机构补充签署了《增资协议之补充协议》，协议约定了A公司及其实际控制人与C投资机构的回购条款、转让限制、优先增资权及最优惠待遇等对赌内容。

2、签订附条件恢复条款的终止协议

根据审核问答等相关规定，发行人不得作为对赌协议的当事人，因此，在申报发行上市申请前，A公司及其实际控制人与C投资机构签署了《增资协议之补充协议的终止协议》，各方同意对《增资协议》《增资协议之补充协议》中约定的回购条款、转让限制、优先增资权及最优惠待遇进行解除，但该终止协议约定了附条件恢复条款，即如果A公司股票未能获准发行上市或者A公司主动撤回发行上市申请时将恢复原对赌协议。

3、中介机构论证附条件恢复条款的终止协议的合规性、A公司附条件恢复条款过会

保荐机构及发行人律师进行了核查，认为相关对赌协议已清理，如发行人成功上市，相关条款均完全终止，符合审核问答的规定，附条件恢复条款属于发行人商业决策，仅在未能成功上市时触发，不会对发行人发行上市申请构成实质障碍。

（二）带对赌协议过会的企业案例

➤ 四会富仕(SZ300852)：最近一次申报时间2019.10.11、过会时间2020.5.14

1、《补充协议》基本情况

2017年12月，四会富仕、四会明诚、一鸣投资、天诚同创及实际控制人刘天明、温一

峰、黄志成与人才基金签署了《四会富士电子科技有限公司股权转让之补充协议》(以下简称“补充协议”),该补充协议涉及股权回购、公司治理、股权转让限制、优先认购权、反稀释、优先清算、投资人转让便利、平等对待等条款,上述条款均未触发。

根据四会富仕的《招股说明书》,四会富仕于 2019 年 5 月份提交创业板 IPO 申请时,人才基金与四会富仕及其实际控制人等相关方之间的业绩对赌、上市对赌等特殊权利条款未彻底清理,即虽因四会富仕提交 IPO 申请对赌协议自动失效,但若四会富仕撤回 IPO 申请、终止审查、被否等上市失败事件发生时,该等对赌协议将恢复效力。

2、解除《补充协议》中特殊权利条款,重新约定上市对赌条款

2019 年 6 月 12 日,中国证监会首轮反馈问题中提及:“说明股东与发行人及相关主体之间的对赌协议或类似安排,是否符合有关监管要求的规定”,鉴于此,人才基金与四会富仕及其实际控制人等相关方于 2019 年 9 月份签署补充协议二,彻底终止包括业绩对赌等特殊权利条款,但重新约定了上市对赌条款,具体如下:

补充协议二关于处理对赌的核心条款	评析
A、各方一致同意:将《补充协议》第一条整体修改为: 如公司未能在 2021 年 12 月 31 日前实现在上海或深圳证券交易所主板、中小板、创业板公开发行股份上市,或以人才基金同意的估值被上市公司收购、被其他公司整体现金收购,则人才基金有权要求四会明诚、一鸣投资、天诚同创和/或刘天明、温一峰、黄志成按照以下约定连带受让人才基金届时持有公司全部或部分股份。 若人才基金行使上述权利,则人才基金有权要求四会明诚、一鸣投资、天诚同创和/或刘天明、温一峰、黄志成按照人才基金届时拟转让股份对应的初始投资额加上按照百分之九年利率计算资金占用成本的总和,并扣除人才基金已收到的拟转让股份对应的现金分红所计算的转让价格(以下称“股份转让价格”或“股份转让价款”)受让人才基金的股份。	重新约定上市对赌条款,且发行人不作为对赌条款的义务主体。
B、自本补充协议二生效之日起,《补充协议》的其他特别权利约定(即公司治理、相关股东权利、效力等条款)即行终止。	彻底终止包括业绩对赌在内的其他所有特殊权利条款

针对证监会首轮反馈问题的回复:

补充协议二符合《首发业务若干问题解答(一)》关于对赌协议的规定,具体分析如下:

(1) 补充协议二已经解除了公司应该承担的义务,仅为公司股东之间的对赌安排,公司不作为对赌协议当事人,符合发行人不作为对赌协议当事人的规定;

(2) 本次发行前,公司实际控制人刘天明、温一峰和黄志成三人合计能够实际支配公司 86.79%的股份表决权,上述股权回购不存在导致公司控制权变化,符合对赌协议不存在

可能导致公司控制权变化的规定；

(3) 公司未能在 2021 年 12 月 31 日前实现在上海或深圳证券交易所主板、中小板、创业板公开发行股份上市，或以人才基金同意的估值被上市公司收购、被其他公司整体现金收购，补充协议二约定人才基金有权要求四会明诚、一鸣投资、天诚同创和/或刘天明、温一峰、黄志成回购其持有的股权，上述股权回购不与公司市值挂钩，符合对赌协议不与市值挂钩的规定；

(4) 补充协议二约定股权回购等事宜，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。

3、签订《补充协议三》，进一步明确了合格上市后回购条款终止的事宜

虽有首轮反馈问题的回复，中国证监会于四会富仕上会前又向四会富仕下发了《关于四会富仕电子科技有限公司做好发审委会议准备工作的函》，其中告知函的问题 7 就对赌协议问题继续追问，具体如下：

告知函问题 7 的具体内容	评析
关于对赌协议。发行人及相关主体与人才基金之间存在对赌协议类似安排，截至目前存在尚未解除的情况。请发行人补充说明：	——
(1) 相关文件中有关股权回购或业绩补偿条款的具体内容，对赌承诺业绩的确定依据，有关业绩承诺是否均已完成，是否存在触发前述对赌条款的违约情形；	业绩对赌虽已终止，但仍关注业绩承诺条款的履行情况
(2) 上述对赌协议未解除的原因，相关中止、终止的特殊条款在合格上市后是否仍旧存续，是否存在损害其他投资者利益的安排或风险；	关注对赌协议未解除的原因，并对合格上市后是否仍有对赌条款心存疑虑
(3) 相关主体间的对赌安排是否存在潜在争议或纠纷，是否存在应披露而未披露的情形及其他利益安排，是否影响发行人股权结构清晰、稳定。请保荐机构、律师和会计师发表核查意见。	关注对赌安排是否存在争议或纠纷，是否影响发行人股权结构清晰、稳定以及披露的完整性等

针对告知函的问题 7 的回复：

针对上述告知函问题，人才基金与四会富仕及其实际控制人等相关方于 2020 年 3 月份签署了补充协议三，进一步明确了合格上市后回购条款终止的事宜，即：“如四会富仕在 2021 年 12 月 31 日前实现在上海或深圳证券交易所主板、中小板、创业板公开发行股份并上市，或以人才基金同意的估值被上市公司收购、被其他公司整体现金收购的，回购条款终止”。

与此同时，人才基金、四会富仕的实际控制人均就“相关主体间的对赌安排不存在潜在争议或纠纷，不存在应披露而未披露的情形及其他利益安排”事宜出具书面声明。

此外，就对赌协议未解除的原因，IPO 律师以“人才基金为控制风险，实现国有资产

保值增值，上述补充协议未终止回购条款”为由进行答复。

4、四会富仕于 2020 年 5 月 14 日带对赌协议过会

（三）签订附条件恢复条款后又最终解除的企业案例

➤ 皖仪科技(SH688600)：受理时间 2019.12.25、过会时间 2020.4.28

1、《补充协议》基本情况

皖仪科技、皖仪科技控股股东臧牧，于 2009 年 11 月与安徽创投、林茂签订了含业绩承诺、股份回购、反摊薄权等对赌条款的增资扩股补充协议。

2、签订附条件恢复条款的终止协议

2019 年 10 月 31 日发行人、发行人控股股东以及投资人签订《补充协议的补充约定》(简称“《补充约定》”)，约定《补充协议》中约定的第四条“业绩承诺、现金补偿和特别奖励”、第六条“本次增资的其它相关约定”中止履行。但附加自动恢复条款，具体内容如下：

当发行人出现以下情形之一时，《补充协议》上述中止条款自动恢复：发行人未在本《补充约定》签订之日起十二个月内向中国证券监督管理委员会或证券交易所提出发行申请；或，中国证券监督管理委员会或证券交易所对发行人的发行申请作出中止审核超过 6 个月、终止审核、不予核准的决定或发行人撤回发行申请的；或，发行人通过发行审核后没有能够成功发行股票的。如中国证券监督管理委员会或证券交易所对发行人的发行申请作出予以核准的决定且发行人首发上市成功的，则《补充协议》第六条“本次增资的其它相关约定”永久解除。

3、上交所首轮问询“附条件恢复条款的终止协议”是否符合规定、一一回复符合“《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”

问询：结合中止条款自动恢复的约定，说明相关对赌条款的存在是否符合《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。

回复：根据《补充协议》约定，业绩承诺主体及股权回购主体为发行人控股股东臧牧，发行人在《补充协议》中不承担任何对赌性质的义务或责任，发行人不作为《补充协议》中需承担义务或责任的当事人。《补充协议》中不存在可能导致公司控制权变化的约定；《补充协议》中不存在与市值挂钩的约定；《补充协议》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。

综上，发行人相关对赌条款的存在符合《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。

4、上交所第二轮问询、回复“完全解除自动恢复条款”

问询：请发行人：（1）说明《补充协议》约定的对赌条款的实际执行情况，是否对相关对赌期限进行了更新；除《补充约定》外，相关对赌当事人是否签署过其他补充协议或约定，如有，说明协议或约定的主要内容；（2）结合《补充协议》《补充约定》的具体条款内容，说明发行人作为上述《补充协议》《补充约定》的当事人所承担的权利、义务或责任，不属于对赌协议当事人的依据的充分性；《补充协议》上述中止条款自动恢复是否符合相关监管要求。

请发行人律师结合《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》第 10 条规定，对上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：2020 年 4 月 8 日发行人和投资人又签订《终止协议》，对《补充协议》及《补充约定》均进行终止，相关对赌当事人之间的对赌约定及中止条款自动恢复约定均已完全终止。

➤ 国科环宇：受理时间 2019.4.12、上会未通过时间 2019.9.5

1、《补充协议》基本情况

2016 年 1 月 8 日，达晨创坤、国科鼎奕、航空创投、中诚基石、上海多顺等投资人（合称“投资人股东”）与空应科技、张善从、夏琨和众智联合（合称为“原股东”）及环宇有限签署了《增资协议》及《增资补充协议》，约定了投资人股东享有优先于原股东的一系列权利，主要包括“回购权”、“共同出售权”、“股权转让限制”、“优先受让权与随售权”、“优先认购权”、“反稀释权”等。

2、上交所首轮问询对赌协议是否符合规定、回复“签订附条件恢复条款的终止协议”

问询：发行人及其控股股东、实际控制人与发行人其他股东之间是否存在对赌协议等特殊协议或安排；如有，披露其签订时间、权利义务条款、违约责任等具体情况，是否存在纠纷或潜在纠纷，是否清理完成，是否对公司控制权产生不利影响，公司目前控制权是否稳定，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。

回复：（1）发行人历史上曾存在对赌协议等特殊协议或安排（篇幅限制，不再一一列示）；（2）前述特殊协议或安排已经终止（具体内容参见下文“3、签订附条件恢复条款的终止协议”）；（3）发行人目前的控制权稳定。截至目前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。

3、签订附条件恢复条款的终止协议

投资人股东与发行人签订《特殊条款解除的承诺函》，自国科环宇正式完成 IPO 申报文件提交之日起，投资人股东依据《增资协议》第八条之 8.1“董监事席位”、8.2“子公司董事

席位”、8.3“继任董监事席位”、8.4“投资方的公司治理”和 8.5，第十八条之 18.3“补偿义务”、18.4“共同意思表示”、18.8“章程必备条款之一”、18.10“文件效力”和 18.11“权利中止与恢复”，以及，《补充协议》第一条之“回购权”和“共同出售权”，第二条之“限期解决”，第三条之“股权转让限制”、“优先受让权与随售权”，第四条之“增资”、“优先认购权”、“反稀释权”、“最惠国待遇”、“权益性融资”等条款享有的权利自动终止。国科环宇和原股东无须履行前述条款项下的义务。但附加自动恢复条款，具体内容如下：

约定“如国科环宇自 IPO 申报文件提交之日起 12 个月内未完成股票发行及上市，视为本承诺函自动撤回，本承诺函终止的条款、权利应立即恢复法律效力，该等条款的法律效力应被视为自始一直有效。（以下简称“自动恢复条款”）”

问询：根据发行人及保荐机构对首轮问询函第 1 题的回复，如国科环宇自 IPO 申报文件提交之日起 12 个月内未完成股票发行及上市，视为投资人股东的承诺函自动撤回，承诺函终止的条款、权利应立即恢复法律效力，该等条款的法律效力应被视为自始一直有效。

请发行人补充披露投资人股东增资协议及其补充协议相关条款如恢复履行对公司控制权、持续经营及其他投资者权益可能产生的影响。

请保荐机构和发行人律师核查“对赌协议”中止履行是否符合《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》等监管要求并发表明确意见。

回复：为顺利推进发行人的 IPO 工作，达晨创坤、国科鼎奕、陕航高创、中诚基石、上海多顺等投资人（合称“投资人股东”）已经出具《特殊条款解除的补充承诺函》，表明“且自本承诺函出具之日，前述自动恢复条款视为无效且自始不存在”，完全解除了自动恢复条款。

三、小结

根据《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》（以下简称“《创业板首发上市审核问答》”）《首发业务若干问题解答（2020 修订）》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》等，对于对赌协议中的具体对赌内容不符合首发问答的四点要求的，则必须彻底终止。

符合首发问答的四点要求的，保荐机构和发行人律师逐条发表意见的，则可签署附恢复条款的终止协议（铂力特（SH688333）），或带对赌协议过会（四会富仕（SZ300852））。但皖仪科技（SH688600）尽管对首发问答的四点要求逐一进行回复，但为保障顺利被投资企业上市，投资方最终仍与实控人签署完全的终止协议。

对于首发问答的四点要求一般回复方式如下：

1、发行人不作为对赌条款当事人：实务中解释发行人未负协议义务且不是协议责任的承担方，因此，发行人不是对赌协议的当事人。

2、对赌条款不存在可能导致公司控制权变化的约定：实务中解释对赌协议若触发回购条件，会造成股权结构的变化，但不会导致公司的控制权发生变更。

3、对赌条款不与市值挂钩：实务中解释对赌协议的触发以未成功首发上市为条件之一，如若成功注册则失效，故不与市值挂钩。

4、对赌条款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：实务中对赌协议通过补充协议修改后，特殊条款均已终止结束，剩下的多以回购义务为主，解释多以若发生回购情形，不存在可能严重影响公司持续经营能力或其他严重影响投资者权益的情形居多。

对比皖仪科技(SH688600)与铂力特（SH688333），铂力特成功带附恢复条件的终止协议过会，而皖仪科技签署最终终止协议，二者之间一点区别为皖仪科技其他特殊条款未终止，铂力特除回购义务外其他特殊条款已经终止。

