

继盛科通信IPO在6月21日成功通过科创板上市委审核之后，又一家挟“实控人”认定争议的企业也迎来了监管层对其IPO申请的关键之审。

2022年6月29日，上交所科创板上市委2022年第55次上市委会议拉开帷幕，这也是2022年上半年科创板最后一场上市委审议会议。该次会议的主要议题便是对中巨芯科技股份有限公司（下称“中巨芯”）的IPO申请是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行表决。

中巨芯便是这家与早前成功过会的盛科通信相类似，在实际控制人认定上屡受监管争议的拟IPO企业。

作为一家专注于电子化学材料领域，主要从事电子湿化学品、电子特种气体和前驱体材料的研发、生产和销售的企业，中巨芯设立的时间并不算长。

2017年年底由巨化股份协同另五家投资机构出资设立的中巨芯，虽然已经经过了近五年时间的发展，但在“由于部分产品尚处于客户认证阶段，新产线投产尚未实现规模效应，公司面临较高的折旧压力，且研发投入不断增大”的背景之下，业绩似乎一直差强人意，与多家拟科创板上市的企业一样，在此次IPO的报告期内的大多数时间内，中巨芯的扣非净利润依然处于亏损的状态。

而如此羸弱的业绩，中巨芯也在此次IPO申报材料中承认，在今后几年中“如果客户需求增长缓慢，公司产能利用率无法提升，或者产品认证不能达到预期，无法覆盖新增折旧和股份支付的影响”，中巨芯将继续面临扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润持续为负的风险。

据中巨芯最新提交的IPO招股书（上会稿）显示，纵然业绩未有大起色，但其此次IPO的融资计划却并不容小视，其拟计划发行不超过36931.9万股以募集15亿资金投向“中巨芯潜江年产19.6万吨超纯电子化学品项目”和补充流动资金，前者拟投入募集资金12亿，剩余3亿资金则悉数用于补充流动资金。

与已上市公司巨化股份（SH.600160）关联紧密的中巨芯，在成立近五年时间里，无论是在持股份额还是实际经营层面乃至关联交易中，巨化股份及其关联人士在中巨芯中几乎都被视为“控股”地位的存在。

但随着中巨芯此次IPO招股书的披露，其直接否决了巨化股份在其中的实控人地位，这便是引发其此次上市前期间审议中争议最大的问题所在。

“公司无控股股东和实际控制人”，在中巨芯此前向上交所递交的科创板上市申请资料中表示，其称，截至相关申请材料签署日，因巨化股份和国家集成电路产业投

资基金股份有限公司（下称“产业投资基金”）为公司并列第一大股东，持股比例均为 35.1999%，故公司处于无实控人状态。

“虽然产业投资基金与巨化股份并列中巨芯第一大股东，且持股比例皆超过了30%，但产业投资基金的在中巨芯中的身份更像是外部的财务投资者，诸多细节和相关协议文件都反映，在中巨芯中，无论是董事会的运作，还是重要高管的任命，包括企业的实际经营，巨化股份及其关联人士皆具有‘操控’权。”一位接近于监管层的知情人士告诉叩叩财讯，如何向监管层解释中巨芯的“无实际控制人”的认定和其与巨化股份的真正关系，是此次中巨芯IPO之旅能否得以顺利推进的关键。

“对巨化股份是否‘实控’中巨芯的认定，又关系到在最近两年内，中巨芯的实控人是否发生变化从而不满足上市要求的问题，也涉及到其是否应被认定为巨化股份‘分拆上市’，是否符合相关分拆政策的核定。”来自于沪上一家大型券商的资深保荐代表人认为。

正如上述资深保荐代表人所言，中巨芯的成立实质上更应被视为巨化股份“分拆”已上市资产的二次上市的资本运作。

据一位来自于巨化股份的内部人士向叩叩财讯承认，2017年底，中巨芯设立的目的便是为了承接巨化股份的相关内部资产并计划重新上市。

2018年初，原本由巨化股份100%控股的两家子公司——浙江博瑞电子科技有限公司（下称“博瑞电子”）和浙江凯圣氟化学有限公司（下称“凯圣氟化学”）的相关股权被其悉数挂牌转让，而接盘者便是在斯时刚刚成立的中巨芯。

如今，中巨芯已行至IPO冲关的档口，其核心资产便是博瑞电子和凯圣氟化学。

在2018年初巨化股份“剥离”分拆博瑞电子及凯圣氟化学之时，一份当年设立中巨芯时签订的核心文件便显示，当年各方出资设立中巨芯时的一个重要前提条件便是约定在2024年6月30日前完成证券交易所的上市。

1) 谁是真正的实控者？

“发行人自成立以来，巨化股份和产业投资基金持有的股权比例保持相同，发行人的单一股东依其持有的股份所享有的表决权不足以对股东会或股东大会的决议产生决定性影响，单一股东在董事会中提名的董事席位未超过董事会席位半数，无法单独控制公司的董事会，也无法单方面决定公司及其下属公司的经营决策”，在中巨芯向上交所递交的IPO申请中，其将自己界定为“无实际控制人”和“无控股股东”的“双无”状态。

但这一“双无”界定的合理性，在上交所对中巨芯的前期间询审核中便首当其冲成为了最大的质疑点。

从中巨芯设立至今，巨化股份和产业投资基金双双并列其第一大股东之位的格局的确自始至终未有改变。截至目前，二者在中巨芯中的持股皆为35.19999%。

仅从表面上看，巨化股份和产业投资基金的确在中巨芯中分庭抗礼，似乎谁都无法单独控制董事会和对公司的经营权作出决策。

但多份文件和企业经营细节却显示，上述持股均衡所表现出的“相互制衡”关系或仅是表面关系。在中巨芯中，扮演着“操盘”全局角色的依然是巨化股份及其关联人士。

首先泄露出巨化股份和产业投资基金所持有相同股份背后却“责权”不等疑云的则是来自于二者之前在成立中巨芯时签署的一份“对赌协议”。

公开信息显示，2017年12月，巨化股份、产业投资基金、远致富海、盈川基金、盛芯基金、聚源聚芯等共同投资设立中巨芯科技有限公司，注册资本10亿，这便是中巨芯的前身。其中，巨化股份以货币出资 39000 万元，产业投资基金以货币出资 39000 万元，远致富海、盈川基金、盛芯基金、聚源聚芯则分别以货币出资 10000 万元、8000 万元、2000万元、2000 万元。

表面看是包括巨化股份、产业投资基金等几家机构合资设立企业，但实际上更像是巨化股份利用相关资产剥离后进行的‘增资扩股’的变奏。

在中巨芯刚成立不久，巨化股份便将博瑞电子和凯圣氟化学的100%股权通过挂牌交易转让给了中巨芯，当年博瑞电子和凯圣氟化学的100%股权的转让价格则正好接近10亿，与中巨芯斯时的注册资本完全吻合。

虽然表面上是6家法人单位共同出资设立新公司，但在中巨芯成立的背后，巨化股份却与产业投资基金等其他五家出资公司签订了一份《出资人协议》，从这份名为《出资人协议》所规定的内容看，其更像是一份在诸多拟IPO企业增资扩股时与外部机构签署的“对赌协议”。

也就是在这份《出资人协议》中规定，以巨化股份为对赌方，“到 2024 年 6 月 30 日，如中巨芯科技未完成在证券交易所上市，巨化股份以外五方股东可以随时向巨化股份提出转让其所持有的部分或全部公司股权，要求巨化股份于转让方发出书面转股请求之日起（三（3）个月内）购买转让方所持有的部分或全部公司股权

，并向转让方支付相应股权转让款”。

“这明显就是常见对赌协议中对上市失败的回购约定，如果说在中巨芯中，巨化股份不存在‘主导’和‘操控’全局的作用，那么缘何与其持股数相同的产业投资基金不但没成为对赌责任承担的主体方，反而站在了对立面，这显然就已经说明，在中巨芯中，虽然产业投资基金与巨化股份持股相同，但在其中所扮演的角色却截然不同，产业投资基金更像是一个外部的财务投资者的角色，巨化股份才是负责中巨芯整体规划运作的实施主体，也就是常说的‘实际控制人’。”上述资深保荐代表人坦言，实践中俗称的“对赌协议”，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。

“作为能与巨化股份在中巨芯中‘分庭抗礼’存在的产业投资基金，却与巨化股份签下对赌的“回购协议”，如果二者之间在中巨芯中不存在真实‘地位’的差异，巨化股份缘何同意‘单抗’对赌协议？而产业基金作为巨化股份对赌的对立方的合理性又将如何解释？”上述保荐人代表补充道。

企业的实际控制人，主要是从其是否能把控董事会、股东会、全面负责掌控企业的经营层面事务等几个方面去认定。

上述《出资人协议》所透露出的蹊跷对赌事项，已经将巨化股份和产业投资基金在中巨芯中的实际所处地位的差异化得以侧证。

再来看中巨芯的董事会、股东会的架构。

据中巨芯最新更新的招股书披露，中巨芯的最新一届董事会共由9名董事组成，其中非独立董事共6名。

这6名非独董中，2名来自于巨化股份、2名来自于产业投资基金，1名来自于衢州恒芯企业管理合伙企业（有限合伙）（下称“恒芯企业”）、1名为职工董事。

中巨芯称“董事会作出决议，实行一人一票，普通事项应由占全体董事二分之一以上的董事表决通过”，中巨芯中来自于巨化股份的董事仅两名，远未达到全体董事二分之一的数量。

但事实上却似乎并非如此。

在中巨芯目前在任的6名非独董中，除了董事长童继红和董事刘云华来自于巨化

股份外，另外由恒芯企业提名的董事陈刚以及职工代表董事吴桂芳，皆与巨化股份关联颇深。

恒芯企业即为中巨芯的员工持股平台。由其提名的董事陈刚，另一个身份便是中巨芯总经理。

据陈刚的个人简历显示，出生于1969年的他，为巨化股份的资深老员工。其于1990年进入任巨化股份旗下的浙江衢化氟化学有限公司担任科员以来，30余年时间里，皆在巨化股份及其关联企业中任职。

2018年，在中巨芯成立后并收购博瑞电子之时，出任博瑞电子总经理的便是陈刚。

“当年巨化股份出售博瑞电子等资产剥离单独运作成立中巨芯的资本事件背后，陈刚的推动作用颇大，可以说当年的事件，几乎是由其主要一手操盘。”上述来自于巨化股份的内部人士告诉叩叩财讯，包括电子产业基金等外部投资机构的引入，陈刚皆牵头洽谈寻找资金等。

在中巨芯成立之后，陈刚顺利地出任了新筹建的中巨芯总经理一职，负责掌舵新企业的整体经营。

提名和推选陈刚出任中巨芯总经理一职，也正是巨化股份。

在中巨芯成立之初各方签订的《出资人协议》中，除了存有“对赌”回购条约外，还明确写有“中巨芯有限董事长由巨化股份推荐，经全体董事选举产生.....，公司设总经理和财务负责人各一名，由巨化股份推荐，董事会决定聘任或解聘”。

也就是说中巨芯的董事长、总经理、财务负责人的位置和人选皆由巨化股份“把控”。

虽然中巨芯在向监管层解释“巨化股份推荐的董事长和总经理是否能够必然通过董事会的选举和聘任”的质疑时称“相关人选是否能够当选由公司董事会最终决定，巨化股份推荐的董事长和总经理人选不必然可以通过董事会的选举和聘任”。但按照《出资人协议》所规定，即便该次推选的人员未获得通过，但继续推荐的人选权力也依然由巨化股份把控。

除了来自恒芯企业的董事陈刚实则“代表”着巨化股份外，职工董事吴桂芳也是巨化股份关联系统中的“老人”，其早在2015年6月便开始在当时还由巨化股份100%控股的博瑞电子担任专员、经理等职务。

写到这，不难看出，中巨芯六名非独立董事中，有4名皆来自于巨化股份一派，可见，巨化股份一派在中巨芯的董事会中的掌控已并非如中巨芯所言的那般“薄弱”。

同样，在股权结构上，巨化股份和产业投资基金皆持有中巨芯35.1999%的股权比例平分秋色并列第一大股东位置。

但如果算上由陈刚实际控制的员工持股平台恒芯企业所持有的的中巨芯那9.743%的股权，同属于巨化股份“一派”的持股比例将接近45%，将产业投资基金的持股份拉开更长的差距。

“种种细节之下，我觉得巨化股份及其关联人被认定为中巨芯的实际控制人更为合理。”上述资深保荐人代表表示。

不得不承认，巨化股份在中巨芯中的实际“控盘”，大部分规定与细节与中巨芯成立之时的《出资人协议》的约定相关。

但据中巨芯一方称，2021年11月，巨化股份与各方已签订《特殊条款解除协议》，对《出资人协议》中的有关约定予以了解除。

“如果说《出资人协议》的存在实际上奠定了巨化股份在中巨芯中的实际控制人地位，那么随着《特殊条款解除协议》，这是否意味着在中巨芯中，巨化股份与产业投资基金的责权正式对等？那么这是否也意味着中巨芯在2021年11月之后正式成为了无实控人企业？这是否又该认定中巨芯实控人在最近两年内发生了变化了？”上述保荐人代表告诉叩叩财讯，对于拟科创板IPO的企业，监管层明文规定，需在两年内未发生实控人变动，否则，将被视为不符合上市发行的条件。

2) “分拆上市”背后的“独立性”难题待解

正如上文所言，如今中巨芯的IPO在实质上更像是巨化股份的“分拆”上市，即在2018年初，巨化股份将博瑞电子和凯圣氟化学股权通过剥离，重新设置了由自己“操盘”的中巨芯，通过引资，引入了产业投资基金等外部财务投资者。

据中巨芯此次IPO招股书披露，其公司自身为控股型公司，未实际从事生产活动，具体生产活动均由下属公司从事。目前其下设有3家全资子公司，分别是凯圣氟化学、博瑞电子与中巨芯湖北，其中凯圣氟化学控股1家子公司凯恒电子；博瑞电子控股1家子公司博瑞中硝。中巨芯湖北则是在2021年5月才刚刚设立。

中巨芯主营的电子湿化学品业务由凯圣氟化学和凯恒电子开展，而电子特种气体和前驱体材料业务主要由博瑞电子和博瑞中硝开展。

“如果按类分拆上市的标准，那么就需要对中巨芯与巨化股份之间的独立性问题进行重点拷问和关注了。”上述资深保荐代表人坦言。

恰恰，中巨芯与巨化股份之间繁复的关联交易和盘根错节的关联关系，或是最难经得起独立性的质疑的。

公开资料显示，在此次中巨芯IPO报告期内，其与巨化集团发生的关联交易颇多，包括采购能源、服务及设备、租赁房屋用于办公及研发等，其中仅采购劳务便涉及包括巨化集团、巨化实业、巨化股份在内的 20 余个主体。

更值得重点指出的是，在中巨芯成立近5年来，其一直与巨化集团共用巨化集团内部的SAP系统。

SAP 系统是企业资源管理系统，主要包括生产控制（生产计划管理）、采购和销售（采购、库存及销售管理）、财务管理（会计核算、财务管理）等模块。其中，其中生产控制模块主要包括生产计划、物料需求计划等；采购和销售模块主要包括客户及供应商信息查询、库存管理、销售订单的管理等；财务管理主要包括总账核算、应收/付账核算、收入成本核算、报表编制、财务分析等。

直到2021年12月，也就是在中巨芯即将正式向上交所递交科创板上市申请前夕，其才“独立购置 SAP 系统服务器并搭建完成配套数据系统平台，确保SAP系统与巨化集团保持物理隔离，并由公司自行负责后期系统维护管理工作”。

此外，中巨芯曾在巨化集团下属财务公司开立账户并存放资金。

按照“分拆上市”的审核关注标准，除了“独立性”问题外，也需要关注的是被分拆的拟上市企业具备很强的持续经营和盈利能力，并且分拆上市的资产与上市公司能够有效的区分，不存在损害上市公司投资者利益的情形。

中巨芯承认其此次IPO的资产几乎皆来自于上市企业巨化股份，但其也同时否认存在损害上市公司投资者利益的情形。

但是否存在损害投资者利益的情形，则还需要监管层作出进一步判定，但可以肯定的是，在博瑞电子和凯圣氟化学等股权从上市公司巨化股份剥离出来近4年的时间里，纵然目前中巨芯盈利能力依旧羸弱，IPO报告期内扣非净利润累计亏损数千万

，但相关资产的估值却呈几何级数增长。

据2018年4月16日，巨化股份与中巨芯有限签署《浙江博瑞电子科技有限公司100%股权和浙江凯圣氟化学有限公司100%股权交易合同》（合同编号：Z180024）显示，巨化股份将其持有的博瑞电子100%股权和凯圣氟化学100%股权以9.39亿元的价格转让给中巨芯。

如今，中巨芯闯关IPO，以其发行不超过36931.9万股以募集15亿资金的募资计划估算，其整体估值则已经达到60亿。较2018年，已经整整上涨5倍有余。

6月29日晚间，在本文截稿之前，上交所科创板上市委2022年第55次上市委会议审议结果出炉，中巨芯成功通过审核，在上市委会议现场，其有关“无实控人认定”和关联交易问题皆遭到了重点问询。

虽然中巨芯已成功通过了上市委审议会议这一IPO把门之审，但其后迎接它的证监会注册程序中，有关质疑能否顺利获得证监会的首肯，结果也同样值得期待。

本文源自叩叩财讯