

优惠再升级：上市公司私募基金股东减持规则更新

作者：娄斐弘 | 赵铭宗 | 冯哲豪

导语：证监会于2020年3月6日更新了创业投资基金减持上市公司股份规则，(1)扩大了适用主体范围(从“创业投资基金”扩大到“私募股权投资基金”)，(2)放宽了被投企业的认定条件(满足“早期企业”、“中小企业”或“高新技术企业”中任一即可)，(3)优化了基金投资期限和减持节奏期限的“反向挂钩”安排(投资期限越长，减持节奏可越快，投资期限超过五年可不受减持比例限制)。以上体现了国家鼓励私募基金对成长型创业企业、科技企业进行投资，促进创业投资对中小企业、科创企业起到积极作用的政策导向。

2020年3月6日，中国证券监督管理委员会(“证监会”)发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》(2020年修订)(中国证监会公告[2020]17号, “《2020版创投减持规定》”), 并将于2020年3月31日起施行。

该文件系对2018年3月证监会发布的《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》(中国证监会公告[2018]4号, “《2018版创投减持规定》”)的修订, 针对创业投资基金(并进一步扩大到了私募股权投资基金)减持其持有的上市公司首次公开发行前的股份作出了特别规定。

如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

为配合《2020 版创投减持规定》的实施，上海证券交易所、深圳证券交易所(各称为“交易所”)也分别于 2020 年 3 月 6 日同步更新了《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》(上证发[2020]14 号)和《深圳证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》(深证上[2020]143 号)(各称为“《2020 版创投减持交易所细则》”), 并同样将于 2020 年 3 月 31 日起施行。

此外，中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)也于 2020 年 3 月 6 日在其官方网站发布文章，宣布将进一步完善协会系统功能、更新操作指南等，以配合《2020 版创投减持规定》政策的实施。

一. 《2020 版创投减持规定》概述

关于上市公司股东减持其持有的上市公司股票，目前适用的核心规定是证监会 2017 年 5 月 26 日发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告[2017]9 号, “《减持规定》”), 以及交易所出台的相关配套实施细则(“《交易所减持细则》”).

《2020 版创投减持规定》、《2020 版创投减持交易所细则》实际上是在上述“基础规定”之上，针对创业投资基金(并进一步扩大到了私募股权投资基金)减持上市公司股份所作的“特别规定”。

根据《2020 版创投减持规定》，创业投资基金、私募股权投资基金(合称为“基金”)所投资符合条件的企业(“被投资企业”)上市后，通过证券交易所集中竞价交易、大宗交易方式减持其持有的发行人首次公开发行前发行的股份，可适用较《减持规定》更为优惠的减持政策，主要内容概述如下：

1. 《2020 版创投减持规定》适用的基金范围

根据《2020 版创投减持规定》第二条和第五条，可适用该规定的基金包括：(1)在基金业协会备案的“创业投资基金”；和(2)在基金业协会备案的“私募股权投资基金”参照适用。

此外，在《2018 创投减持规定》中要求，适用该规定的“创业投资企业”需符合“对外投资金额中，对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比 50%以上”。而在《2020 创投减持规定》中，该条限制要求已删除，对于基金的整体对外投资情况不再有上述限定要求。

通力观点：此前《2018 创投减持规定》中明确该规定适用的持股主体范围限于“在基金业协会备案的创业投资基金”(如是私募股权投资基金的，需要先变更为创业投资基金后方可适用)，而《2020 创投减持规定》直接扩大了适用范围，**明确对于“在基金业协会备案的私募股权投资基金”，也参照该规定执行。**

尽管：(1)根据基金业协会在其网站发布的《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》，“创业投资基金为主要向处于创业各阶段的未上市成长型企业进行股权投资的基金”，“私募股权投资基金为除创业投资基金以外主要投资于非公开交易企业股权的基金”，在基金业协会备案时两者备案门类不同；且(2)针对“创业投资基金”有 2005 年国家发改委等十部门发布的《创业投资企业管理暂行办法》予以特别规定，以及国家发改委、财政部、税务总局和证监会等后续发布的一系列针对“创业投资基金”的优惠政策文件中对可享有该等政策的“创业投资基

金”需符合的条件有特别限定(限于本文篇幅,具体限定和两种基金的具体监管规则差异不作具体展开),但在实践中,“创业投资基金”和“私募股权投资基金”并非泾渭分明。许多基金尽管在基金业协会备案为“私募股权投资基金”,但其所投项目的范围与“创业投资基金”所投项目的范围存在重合。本次《2020 创投减持规定》结合行业内实践情况,将“私募股权投资基金”也加入该规定适用的持股主体范围内。

此外,《2020 版创投减持规定》也删除了在《2018 创投减持规定》中关于“创业投资企业”需符合“对外投资金额中,对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比 50%以上”的限制要求,进一步体现了《2020 版创投减持规定》将重点聚焦在基金希望减持的具体“被投资企业”本身是否符合该规定要求上的监管思路。

2. 被投资企业需满足的条件

根据《2020 版创投减持规定》第三条,被投资企业需至少满足下列情形中的任意一条:

- (1) 首次接受投资时,企业成立不满 60 个月;
- (2) 首次接受投资时,企业职工人数不超过 500 人,根据会计师事务所审计的年度合并会计报表,年销售额不超过 2 亿元、资产总额不超过 2 亿元;
- (3) 截至发行申请材料受理日,企业依据《高新技术企业认定管理办法》(国科发火[2016]32 号)已取得高新技术企业证书。

通力观点:《2018 版创投减持规定》中规定的被投资企业包括“早期中小企业”(即需同时符合上述第(1)和(2)项标准)或“高新技术企业”(即符合上述第(3)项标准)两种。本次《2020 版创投减持规定》对适用的被投资企业标准进行重新划定,将此前的“早期中小企业”拆分为“早期企业”或“中小企业”,明确“早期企业”、“中小企业”、“高新技术企业”均为适格被投企业类别。

此外,关于上述标准中被投资企业“首次接受投资时”具体是指什么时候,我们的理解如下,并有待后续实践中再进一步检验:

- (1) 基于该规定的上下文理解,所谓“首次接受投资时”应指被投资企业“首次接受基金投资时”(而非被投资企业“首次接受其他任何类别投资人投资时”)。
- (2) 关于“首次接受基金投资时”具体是指基金签署投资协议,还是在工商部门完成变更,以及如果基金进行多轮投资的情况下如何确定“首次接受投资时”等细节问题,《2020 版创投减持规定》没有进一步规定。可供参考的是,在证监会 2017 年 6 月 2 日针对创业投资基金锁定期相关问题(在本文第二部分会展开论述)发布的《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》(“《创投锁定期规定”))中也有类似“创业投资基金首次投资该首发企业时,该首发企业成立不满 60 个月、职工人数不超过 500 人、年销售额不超过 2 亿元、资产总额不超过 2 亿元等”限制规定,并特别明确上述“投资时点以创业投资基金投资后,被投资企业取得工商部门核发的营业执照或工商核准变更登记通知书为准。相关指标按投资时点之上一年末的数据进行认定。投资时点以第一次投资为准,后续对同一标的企

业的投资均按初始时点确认。”尽管《2020 版创投减持规定》中并没有直接确认“首次接受投资时”的定义可直接参照《创投锁定期规定》中解释，但我们理解《创投锁定期规定》中的解释应具有一定参考价值。

3. 基金通过集中竞价方式交易时减持的“反向挂钩”安排

根据《2020 版创投减持规定》第二条，基金通过证券交易所“集中竞价交易”方式减持其持有的发行人首次公开发行前发行的股份，适用下列比例限制：

- (1) 截至发行人首次公开发行上市日，投资期限不满 36 个月的，在 3 个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%；
- (2) 截至发行人首次公开发行上市日，投资期限在 36 个月以上但不满 48 个月的，在 2 个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%；
- (3) 截至发行人首次公开发行上市日，投资期限在 48 个月以上但不满 60 个月的，在 1 个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%；
- (4) 截至发行人首次公开发行上市日，投资期限在 60 个月以上的，减持股份总数不再受比例限制。

投资期限自基金投资该首次公开发行企业金额累计达到 300 万元之日或者投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额 50%之日开始计算。

通力观点：《2018 版创投减持规定》中规定了投资期限在 36 个月以下、36 个月至 48 个月、48 个月以上的三档减持节奏，且投资期限计算截止日为“发行申请材料受理日”。《2020 版创投减持规定》增设了 60 个月以上一档，明确基金对被投企业的投资期限超过 5 年的项目，减持节奏不受限制。同时，将投资期限的计算截止日放宽为“首次公开发行上市日”，将从申报材料受理到完成上市之间的期间也纳入投资期限的计算范围。

此外，在《2020 版创投减持交易所细则》中，将上述“3 个月内”、“2 个月内”和“1 个月内”直接明确为“任意连续 90 日内”、“任意连续 60 日内”、“任意连续 30 日内”，更方便理解。

4. 基金通过大宗交易方式交易时减持的“反向挂钩”安排

根据《2020 版创投减持交易所细则》¹，基金通过“大宗交易”方式减持其持有的发行人首次公开

¹ 《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则(2020 年修订)》(上证发[2020]14 号)第三条：创投基金在其所投资符合条件的企业上市后，通过大宗交易方式减持其持有的首次公开发行前股份的，适用下列比例限制：(一)截至首次公开发行上市日，投资期限不满 36 个月的，在任意连续 90 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%；(二)截至首次公开发行上市日，投资期限在 36 个月以上但不满 48 个月的，在任意连续 60 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%；(三)截至首次公开发行上市日，投资期限在 48 个月以上但不满 60 个月的，在任意连续 30 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%；(四)截至首次公开发行上市日，投资期限在 60 个月以上的，减持股份总数不受比例限制。大宗交易的出让方与受让方应当遵守《减持细则》(作者注：指《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》(上证发[2017]24 号)，“《减持细则》”)第五条第二款的规定，受让方受让的股份不适用《减持细则》第五条第三款的规定。

发行前股份的,适用下列比例限制:

- (1) 截至首次公开发行上市日,投资期限不满 36 个月的,在任意连续 90 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%;
- (2) 截至首次公开发行上市日,投资期限在 36 个月以上但不满 48 个月的,在任意连续 60 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%;
- (3) 截至首次公开发行上市日,投资期限在 48 个月以上但不满 60 个月的,在任意连续 30 日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%;
- (4) 截至首次公开发行上市日,投资期限在 60 个月以上的,减持股份总数不受比例限制。

此外,在上述情况下受让方受让的股份可不适用《交易所减持细则》中规定的“受让方在受让后 6 个月内,不得转让所受让的股份”的限制。

通力观点: 《2020 版创投减持规定》第四条中对于基金“通过大宗交易方式”减持,规定“股份出让方、受让方应当遵守证券交易所关于减持数量、持有时间等规定”,即留给交易所来规定。据此,交易所在对应的《2020 版创投减持交易所细则》中特别作出了上述规定,即, 对通过大宗交易方式减持同样设置了四档减持节奏,并首次明确基金通过大宗交易减持项下,受让方无需受到《交易所减持细则》中规定的“在受让后 6 个月内,不得转让所受让的股份”的限制,这一政策将实质性地增加受让方对通过大宗交易从基金处受让上市公司股份的兴趣。

二. 其他相关提示说明

1. 基金减持前还是需适用锁定期要求

需要提示的是,基金减持其持有的上市公司股份,首先还需满足锁定期要求。仅在锁定期期满后,才能按照《2020 版创投减持规定》项下的减持节奏进行减持。

根据《公司法》规定²,对于上市公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。该条规定系法律层面刚性要求,除非修改《公司法》,否则难以突破。同时,根据交易所《股票上市规则》³等相关规定,上市公司控股股东和实际控制人所

《深圳证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则(2020 年修订)》(深证上[2020]143 号)第四条:符合条件的创业投资基金,在其投资的早期企业、中小企业或高新技术企业上市后,通过大宗交易方式减持其持有的首次公开发行前股份的,适用下列比例限制:(一)截至首次公开发行上市日,投资期限不满三十六个月的,创业投资基金在任意连续九十个自然日内,减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之二;(二)截至首次公开发行上市日,投资期限已满三十六个月不满四十八个月的,创业投资基金在任意连续六十个自然日内,减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之二;(三)截至首次公开发行上市日,投资期限已满四十八个月不满六十个月的,创业投资基金在任意连续三十个自然日内,减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之二;(四)截至首次公开发行上市日,投资期限已满六十个月的,创业投资基金减持股份总数不受比例限制。前款交易的股份受让方在受让后不受“六个月内不得转让其股份”的限制。

² 《公司法》第一百四十一条:公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

³ 《上海证券交易所股票上市规则(2019 修订)》(上证发[2019]52 号)第 5.1.5 条:发行人向本所申请其首次公开发行股

持股份自上市公司股票上市之日起 36 个月内不得转让, 对于发行人没有或难以认定实际控制人的, 要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定 36 个月, 直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的 51%。

在上述规定基础上, 对于创业投资基金作为上市公司股东需适用的锁定期要求, 证监会同样也有优惠政策。根据证监会 2017 年 6 月 2 日发布的《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》(即“《**创投锁定期规定**》”)规定,“发行人有实际控制人”的, 非实际控制人的创业投资基金股东, 股份锁定期遵照《公司法》规定, 为一年; 而对于创业投资基金的特别优惠(“**创投锁定期特别优惠**”)在于, 如“发行人没有或难以认定实际控制人的”, 对于非发行人第一大股东但位列合计持股 51%以上股东范围, 并且“符合一定条件”的创业投资基金股东, 股份锁定期为一年, 而非上一段所述的类似情形下股东所适用的 36 个月锁定期。

对于何谓“符合一定条件”, 证监会于 2017 年 6 月 2 日针对此问题特别发布《私募基金监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的认定标准》, 规定需同时满足下述全部条件: (1)创业投资基金首次投资该首发企业时, 该首发企业成立不满 60 个月; (2)创业投资基金首次投资该首发企业时, 该首发企业同时符合以下条件: 经企业所在地县级以上劳动和社会保障部门或社会保险基金管理单位核定, 职工人数不超过 500 人; 根据会计师事务所审计的年度合并会计报表, 年销售额不超过 2 亿元、资产总额不超过 2 亿元; (3)截至首发企业发行申请材料接收日, 创业投资基金投资该企业已满 36 个月; (4)已在中国证券投资基金业协会备案为“创业投资基金”; (5)该创业投资基金的基金管理人已在中国证券投资基金业协会登记, 规范运作并成为中国证券投资基金业协会会员。

由此可见, 可能是由于上述规定早于《2020 版创投减持规定》出台, 适用“创投锁定期特别优惠”时需符合的条件, 与可适用《2020 版创投减持规定》时需符合的条件并不完全相同, 且并没有将“创投锁定期特别优惠”可适用的基金范围从“创业投资基金”扩大到“私募股权投资基金”。

未来证监会是否有可能参照《2020 版创投减持规定》的修订思路, 将适用“创投锁定期特别优惠”需符合的条件进一步优化, 甚至扩大至可适用私募股权投资基金, 还有待进一步观察。

当然, 如在发行人上市时, 基金作为上市公司股东还作出较上述法定锁定期更严格的锁定期承诺(还可能包括减持限制承诺)的, 则还需进一步遵守该等更严格的锁定期承诺。

票上市时, 控股股东和实际控制人应当承诺: 自发行人股票上市之日起 36 个月内, 不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行股份, 也不由发行人回购该部分股份。

《深圳证券交易所股票上市规则(2019 修订)》(深证上[2019]245 号)第 5.1.6 条: 发行人向本所提出其首次公开发行的股票上市申请时, 控股股东和实际控制人应当承诺: 自发行人股票上市之日起三十六个月内, 不转让或者委托他人管理其直接或者间接持有的发行人公开发行股票前已发行的股份, 也不由发行人回购其直接或者间接持有的发行人公开发行股票前已发行的股份。

中国证券监督管理委员会《首发业务若干问题解答(一)》(2019 年 3 月 25 日发布): 发行人控股股东和实际控制人所持股份自发行人股票上市之日起 36 个月内不得转让, 控股股东和实际控制人的亲属所持股份应比照该股东本人进行锁定。对于发行人没有或难以认定实际控制人的, 为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响, 审核实践中, 要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定 36 个月, 直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的 51%。

2. 管理人如何申请适用《2020 版创投减持规定》

根据基金业协会 2020 年 3 月 6 日在其官方网站发布文章⁴，私募基金管理人要申请适用《2020 版创投减持规定》政策的，仍然需在基金业协会的资产管理业务综合报送平台 (<https://ambers.amac.org.cn>) 进行申请。根据上述系统中现有相关填报页面及其提示说明，基金管理人需填报基金产品信息、基金对拟减持企业的投资情况、拟减持企业信息等内容，并上传相关证明材料，系统将根据上述填报信息自动生成可适用的减持节奏，基金业协会将在申请材料齐备之日起 20 个工作日内办理完成有关申请(作者注：即通过一次性申请，确定该基金可适用的减持节奏，并非是在每次预备减持时对拟减持具体数量进行申请，申请时无需填写单次拟减持的具体数量)。

基金业协会在上述文章中进一步说明，基金业协会将升级完善上述系统功能，确保更新后系统于 2020 年 3 月 31 日按时上线，并同步发布新版系统操作指南。此外，由于“创业投资基金”、“私募股权投资基金”均可适用该新规，因此，基金业协会在上述文章中也表示，不再要求申请机构提交“创投基金”证明材料，并将申请的办理时限由原来材料齐备后 20 个工作日缩减为材料齐备后 10 个工作日，便利申请机构尽快适用政策。基金管理人对此可予以持续关注。

感谢通力资本市场业务领域王利民、陈军两位合伙人参与讨论并对本文提出修改建议。

⁴ 《尊重市场规律、简化认定标准、促进长期资本形成—中国证监会修订<上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定>》，链接为 http://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhyw/202003/t20200307_7317.html，最后访问日期为 2020 年 3 月 9 日。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



娄斐弘
+86 21 3135 8783
nicholas.lou@llinkslaw.com



王利民
+86 21 3135 8716
leo.wang@llinkslaw.com



陈军
+86 21 3135 8759
baker.chen@llinkslaw.com



赵铭宗
+86 21 3135 8682
kyle.zhao@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2020