

当 PE/VC 遇到 IPO 系列之(四)——上市后基金股东的减持

作者：张征轶 | 韩政

前言

此前，我们已通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(一\)——以解决问题为导向的方法论](#)》一文总括式地介绍了 PE/VC(以下合称“基金”)遇到 IPO 相关法律问题的一般方法论；通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(二\)——股东核查\(上篇\)](#)》以及《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(二\)——股东核查\(下篇\)](#)》总结了 IPO 股东核查中涉及基金类股东的常见法律问题；通过《[当 PE/VC 遇到 IPO 系列之\(三\)——对赌安排及股东特殊权利](#)》一文针对性分析了 IPO 监管对“对赌安排及股东特殊权利”的最新处理要求。接下来，我们将梳理和总结基金类股东最关心的问题之一——“上市后基金股东的减持”，主要包括基金股东的锁定期要求(如突击入股的锁定期等)、上市后的减持路径及其基本程序要求等。

需要特别说明的是，北交所规则下对上市前股东的锁定期要求、上市后减持规则与沪深交易所皆有较大差异。例如，锁定期方面，在公司上市时已实现盈利的前提下，北交所仅要求控股股东、实际控制人及其亲属、10%以上股东所持股份上市之日起锁定 12 个月，其余股东均没有锁定期要求；减持程序方面，北交所要求 5% 以上股东、实际控制人、董监高计划通过集中竞价、大宗交易或协议转让减持股份的，均需要在首次卖出的 15 个交易日前，预先披露减持计划，而沪深交易所法规层面仅对集中竞价这一减持方式有此类要求。相关差异较多，为篇幅考虑，本文暂仅探讨沪深交易所上市公司直接股东股票锁定及减持相关规则。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@linksllaw.com

第一部分 锁定期要求

我们针对基金类股东可能适用的锁定期要求进行了全面梳理，具体如下：

情形	锁定要求	特别注释
发行人控股股东、实际控制人及其亲属、一致行动人	上市之日起 36 个月	注 1 -亲属的定义
发行人无控股股东、实际控制人	发行人股东应当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%	注 2 -例外情形
IPO 申报前 12 个月内新增股东(包括增资及股权转让方式)	新增股份自取得之日起 36 个月内不得转让	注 3 -例外情形 注 4 -“取得之日”定义
IPO 申报前 6 个月内发行人增资扩股	新增股份的持有人应当承诺新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定 36 个月	老股东参与增资扩股的，仅就增资扩股对应取得的股份适用该等锁定
IPO 申报前 6 个月内从控股股东或者实际控制人处受让的股份	比照控股股东、实际控制人的锁定要求，即上市之日起 36 个月内锁定	/
除上述特殊情形外的其他情形	上市之日起锁定 12 个月	/

注 1：“亲属”定义：依据《中华人民共和国民法典》第一千零四十五条之规定，亲属包括配偶、血亲和姻亲。“近亲属”指配偶、父母、子女、兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女。“家庭成员”指配偶、父母、子女和其他共同生活的近亲属。

注 2：例外情形：(1)员工持股计划；(2)持股百分之五以下的股东；(3)非发行人第一大股东且符合一定条件的创业投资基金股东无需参与该等锁定。

根据中国证监会于 2017 年 6 月作出的《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》，“符合一定条件的创业投资基金”是指符合下列五个基本条件的创业投资基金：(a)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。(b)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。(c)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。(d)按照《私募投资基金监督管理暂行办法》，已在中国证券投资基金业协会备案为“创业投资基金”。(e)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。

注 3：例外情形：(1)发行人直接股东如以持有发行人重要子公司(置换时资产、营业收入或利润占比超过 50%)股权置换为发行人股权的，如该股东自持有子公司股权之日起至 IPO 申报时点满 12 个月；(2)红筹企业拆除红筹架构以境内企业为主体申请上市，如该境内企业直接股东原持有红筹企业股权、持有境内企业股权比例为根据红筹企业持股比例转换而来，且该股东自持有红筹企业股权之日起至 IPO 申报时点满 12 个月，原则上不视为新股东。

注 4：“取得之日”定义：(1)若为增资方式取得，则以工商变更登记完成之日为准；(2)若为受让股权方式取得，对有限责任公司而言以工商变更登记完成之日为准、对股份公司而言则以企业向股东出具更新后的股东

名册之日为准；(3)此外，在部分情况下为满足会计处理要求，相关投资款项还需支付完成 50%，具体以审计师要求为准。

第二部分 持股意向相关承诺

企业 IPO 申报时，其全体股东均需就其各自的持股锁定期出具明确承诺，除了部分项目中少量关键股东为打消监管在相关问题上的疑虑而主动承诺超过法定强制要求的锁定期外，通常情况下，股东承诺的锁定期以上文的监管要求为准。

除此之外，对于持股 5%以上股东还需额外出具一份《关于持股意向及减持意向的承诺函》，即在承诺函中明确其持股锁定期结束后 24 个月内的减持意向，具体包括：

- 减持的价格预期、减持股数，不可以“根据市场情况减持”等语句敷衍。
- 将在满足何种条件时，以何种方式、价格在什么期限内进行减持；并承诺在减持前 3 个交易日予以公告，通过证券交易所集中竞价交易首次减持的在减持前 15 个交易日予以公告。
- 如未履行上述承诺，要明确将承担何种责任和后果。

第三部分 减持方式及程序要求

对于持股低于 5%的基金股东而言，在企业上市后仅能通过交易所集中竞价、大宗交易两种方式进行市场化减持；若持股达到或超过 5%，则还能通过协议转让方式减持。

(一) 持股达到或超过 5%的股东：

针对持股达到或超过 5%的股东在集中竞价、大宗交易、协议转让三种不同减持方式下减持额度限制、程序要求，我们通过表格整理如下(受篇幅所限，下表对相关规则细节进行了适当简化)：

需要特别说明的是，持股达到或超过 5%的股东减持股份至低于 5%后：(1)通过集中竞价交易、大宗交易、协议转让减持股份至低于 5%之日起 90 日内，通过集中竞价交易、大宗交易继续减持的，仍应当继续遵守下表中有关集中竞价、大宗交易减持的规定；(2)通过协议转让减持股份至低于 5%之日起 6 个月内，出让方及协议转让受让方应继续遵守下表中关于集中竞价减持的规定，且双方共用任意连续 90 个自然日内 1%的减持额度上限：

事项	沪深交易所减持限制及要求	沪深交易所信息披露要求
以任何方式每减持 1%		事实发生的次日通知该上市公司，并予公告
每减持 5%(以变化幅度为准)		事实发生之日起 3 日内披露权益变动报告书
以持股 5%为刻度，自上而下减持跨过 5%刻度时(比如从 6.15%降至 4.99%，或者从 6.15%协议转让 5%至 1.15%)		事实发生之日起 3 日内披露权益变动报告书

事项	沪深交易所减持限制及要求	沪深交易所信息披露要求
集中竞价	额度限制: 任意连续 90 个自然日通过集中竞价交易减持股份的总数, 不得超过公司股份总数的 1%	事前: 首次卖出的 15 个交易日 前披露减持计划 事中: 在减持计划披露的减持时间区间内, 在减持数量过半或减持时间过半时, 应当披露减持进展情况 事后: 股份减持计划实施完毕或在股份减持时间区间届满后的 2 个交易日 内予以公告
大宗交易	额度限制: 任意连续 90 个自然日通过大宗交易方式减持股份的总数, 不得超过公司股份总数的 2% ; 受让方限售: 大宗交易受让方在受让后 6 个月 内, 不得转让所受让的股份	实践中, 通常会在披露集中竞价的减持计划时一并涵盖此种减持方式, 以便给市场一定预期, 一般减持计划公告之日起 3 个交易日 后即可启动大宗交易减持
协议转让	转让比例限制: 除同一控制下转让等法定情形外, 出让方单个协议转让比例均不得低于上市公司股份总数的 5% ; 且单个受让方受让比例不少于公司股份总数的 5% 共用额度: 大股东通过协议转让方式减持其所持有的特定股份, 出让方、受让方应当在 6 个月 内共同遵守任意连续 90 个自然日通过集中竞价交易减持股份合计不得超过公司股份总数的 1% 的规定, 即共用该 1% 的减持额度	事中/事后: 协议转让事实发生之日起 3 日 内披露权益变动报告书(实践中, 通常会在披露集中竞价的减持计划时一并涵盖此种减持方式)

(二) 持股低于 5%的股东

对于拟减持时持股比例低于 5%的股东, 若其拟减持的股票系于公司上市前取得或通过公司上市后非公开发行股份而取得(以下简称“特定股份”), 由于持有特定股份的股东往往在信息、成本等方面相较于二级市场的中小股东具有明显优势, 其集中减持对市场冲击相对较强, 因而监管对该等股份的减持设置了一定的限制。若股东同时持有特定股份以及其于二级市场购买的股份, 首次减持时通常视为其优先减持的是特定股份部分, 从而适用特定股份的减持要求。

对于该等持股低于 5%但持有特定股份的股东减持, 相关减持限制简要梳理如下:

事项	减持限制及要求
集中竞价	● 任意连续 90 个自然日 内通过集中竞价交易继续减持的, 该等减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%
大宗交易	● 任意连续 90 个自然日 内通过大宗交易继续减持的, 该等减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2% ● 大宗交易受让方在受让后 6 个月 内, 不得转让所受让的股份

第四部分 减持新政

中国证监会于 2023 年 8 月 27 日发布减持新政，该等新政的主要内容如下：

1. 上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，**控股股东、实际控制人**不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，**第一大股东及其实际控制人**比照上述要求执行。
2. 从严控制**其他上市公司股东**减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。
3. 中国证监会正在抓紧修改《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，提升规则效力层级，细化相关责任条款，加大对违规减持行为的打击力度。

上述减持新政主要针对上市公司控股股东、实际控制人；根据我们对公开市场信息的查询，上述新规发布后，沪深交易所不少上市公司相关主体(包括控股股东、实际控制人以外的其他股东)选择提前终止既有减持计划或不再发布新的减持计划；这一方面是上述减持新政中“从严控制其他上市公司股东减持总量”这一政策的体现，也不乏市场主体基于市场客观情况响应号召，以表达其对自身上市公司长期发展的信心。

结语

至此，我们“当 PE/VC 遇到 IPO 系列”文章暂时告一段落，后续若市场出现新的重要动态，我们将择机继续更新本系列文章。IPO“全面注册制”落地已近一年，市场主体审时度势、复杂博弈；监管政策动态演化、推陈出新。我们希望能始终站在务实、专业的立场，分享我们的思考和经验，以期对各位有些许助益。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



张征轶
+86 21 3135 8727
zhengyi.zhang@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

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
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 2023