

创投基金实务指南之专题五：创投基金的退出优惠政策

作者：汤雪 叶郁欣

“创业投资”最早起源于美国，美国风险投资协会（NVCA, National Venture Capital Association）将创业投资定义为由创业投资机构投入到新兴、迅速发展、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。创业投资行业在美国已有近70年历史，其孵化并支持的独角兽上市公司在股市市值占比已超过50%。20世纪80年代，创业投资行业进入中国，国家科委和财政部联合几家股东于1986年共同投资设立了中国创业风险投资公司，成为我国大陆第一家专营风险投资的股份制公司。历经30余年的发展，中国的创业投资企业（“**创投企业**”）培育的独角兽上市公司，在股市市值占比已达到约35%^[1]。创投行业为创新创业企业的发展提供了重要的资本力量，在促进创业、培育新动能、带动就业等方面发挥着至关重要的作用，其健康的生态不仅有利于行业自身发展，更能有效引导和推动整个社会创新。

自2004年国务院颁布《国务院关于投资体制改革的决定》以来，国家及各级政府出台了一系列创业投资相关的监管规定及鼓励政策，引导和鼓励各类市场主体支持及投资未上市成长性、创新性创业企业。创业投资基金（“**创投基金**”）作为创业投资活动的重要参与主体，如何满足相关的监管要求及条件，灵活运用创业投资的鼓励扶持政策，已成为创投行业一个共同关注的热点话题。

结合海问多年对私募股权投资基金、PE/VC行业监管规则的理解及丰富的实践经验，我们将在《创投基金实务指南》系列文章中，详细解析创投基金的界定标准、资金募集、运营管理、项目投资及退出等环节涉及的监管规定及鼓励政策，助您轻松驾驭创投基金生命周期中可能遇到的各项法律及合规问题，在创投行业披荆斩棘，所向披靡。

如您希望获取《创投基金实务指南》，请点击文末的“[阅读原文](#)”/长按并扫描文末二维码，填写您的联络信息，我们将为您发送实务指南。

创投基金的市场化退出路径主要包括：（1）标的企业在中国境内或境外上市后，基金出售被投资企业股票退出（“**标的企业上市退出**”）；（2）基金向第三方转让标的企业的股权、出资份额或资产实现退出；及（3）标的企业解散、清算后，基金自标的企业取得分配。其中，标的企业上市退出通常被视为创投基金最理想的退出路径。

为鼓励创业投资基金投资于早期企业、中小企业、高新技术企业，发挥创投基金支持创业创新的引导作用，自2016年以来，国务院、中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）及中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）针对创投基金的标的企业上市退出路径出台了一系列反向挂钩机制的特殊政策，即满足一定条件的创投基金，上市解禁期与其上市前投资期限长短反向挂钩。

下文中，我们将详细解析创投基金在标的企业上市退出阶段适用的锁定期及减持相关政策及适用要求。

一、创投基金适用的锁定期优惠政策及适用条件



2017年6月2日，证监会发布《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》（“**《发行监管问答》**”）及《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》（“**《私募基金监管问答》**”），明确了A股首次公开发行审核中，创投基金作为发行人首次公开发行前（“**Pre-IPO阶段**”）已持股的股东在特定条件下豁免36个月锁定期的原则及要求。

1. Pre-IPO阶段股份锁定期的一般原则

则

||

针对Pre-IPO阶段发行人的股东所持有的股份有限公司公开发行股份前已发行的股份，一般股东（非控股股东、实际控制人）自发行人股票上市之日起12个月内不得转让；对于下述其他特殊股东，适用的锁定期一般原则如下：

- **控股股东、实际控制人：**自发行人股票上市之日起36个月内不得直接/间接转让。
- **发行人无控股股东、实际控制人：**在排除适用豁免条款的股东后从高到低合计位列持股比例前51%的股东，比照控股股东、实际控制人自发行人股票上市之日起36个月内不得直接/间接转让。

- **与上述主体存在一致行动关系：**因一致行动关系的存在，通常会被中介机构/监管机构要求比照上述主体承诺锁定36个月。
- **突击入股：**在申报前一年内取得股份的，自取得股份之日起锁定36个月内不得直接/间接转让。特别地，申报前6个月内通过受让控股股东、实际控制人老股取得股份的，以及申报后取得股份且不会导致发行人重新申报的投资人，应比照控股股东、实际控制人进行锁定，即自发行人股票上市之日起锁定36个月。
- **作出锁定承诺：**在IPO的过程中自愿或被监管机构要求，从而作出了直接/间接锁定36个月承诺的股东，应当严格履行其申报时承诺。

2. 创投基金 Pre-IPO阶段股份的锁定期优惠政策

根据《发行监管问答》的规定，创投基金所持有的股份有限公司公开发行股份前已发行的股份，适用下述锁定期安排：

- **如发行人有实际控制人，且创投基金非实际控制人：**创投基金仍然适用锁定期一般原则，即自发行人股票上市之日起12个月内不得转让的锁定期政策。
- **如发行人没有或难以认定实际控制人，且创投基金非发行人第一大股东：**对于位列合计持股51%以上股东范围且符合下述特定条件的创投基金，可适用创投基金的特殊安排（即自发行人股票上市之日起12个月内不得转让），从而不再受限于前述36个月锁定期的一般性原则（“**创投基金锁定期优惠政策**”）。

1) 创投基金锁定期优惠政策的前提条件

根据《私募基金监管问答》的规定，为适用前述12个月的创投基金锁定期优惠政策，创投基金的基金管理人、创投基金本身及标的企业需同时满足下述条件：

创投基金锁定期优惠政策的前提条件

- **创投基金的基金管理人：**已在中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）登记，规范运作并成为基金业协会会员。
- **创投基金：**（1）截至首发企业发行申请材料接收日，创投基金投资该企业已满36个月；（2）按照《私募投资基金监督管理暂行办法》，已在基金业协会备案为“创业投资基金”。
- **首发企业：**创投基金首次投资该首发企业时，该首发企业成立不满60个月且同时符合以下条件：（1）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；（2）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。

注：投资时点以创投基金投资后，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。

其中，需提请基金管理人注意：

• **基金管理人的会员资质要求：**《私募基金监管问答》要求享受锁定期优惠政策的创投基金的基金管理人必须为基金业协会的会员。根据《中国证券投资基金业协会会员管理办法》的相关规定，基金业协会对会员实行分类管理，包括普通会员、联席会员、观察会员和特别会员。其中，私募股权、创业投资基金管理人在符合条件的情况下可以先申请成为观察会员，成为观察会员之日起满一年之后申请成为普通会员^[2]。

• **创投基金的备案“基金类型”要求：**《私募基金监管问答》要求创投基金已在基金业协会备案为“创业投资基金”，排除了在基金业协会备案为“股权投资基金”的基金或仅按照《创业投资企业管理暂行办法》在地方发改部门备案为创投企业的基金。

根据基金业协会发布的《资产管理业务综合报送平台产品备案业务操作指南》及资产管理业务综合报送平台（“AMBERS系统”）的操作系统要求，基金管理人在AMBERS系统产品备案界面一旦选择相应的“基金类型”后是不可修改的，因此，建议基金管理人审慎选择“基金类型”。

• **创投基金的投资方式：**根据《私募基金监管问答》的规定，创投基金需直接持有发行人股份。如创投基金通过SPV或其他未备案为创投基金的投资载体间接持有发行人的股份，则无法享受创投基金锁定期优惠政策。

2)锁定期优惠政策的申请认定

根据《发行监管问答》的规定，创投基金锁定期优惠政策的申请认定程序为：

- 由创投基金股东向保荐机构提出书面申请；
- 保荐机构和发行人律师核查是否符合相关认定标准；
- 在收到相关首发项目反馈意见后由保荐机构向证监会发行审核部门提出书面申请；
- 证监会发行审核部门进行认定，在认定时应当征求证监会相关职能部门的意见。

二、创投基金对上市公司股份减持的优惠政策



2020年3月6日，证监会发布《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）》（以下称“**《减持特别规定》**”），上海证券交易所、深圳证券交易所也分别公布了《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（2020年修订）》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（2020年修订）》（“**《减持实施细则》**”），对于创投基金通过集中竞价、大宗交易方式减持其持有的上市公司首发前的股份给予特别的政策支持。

1. 创投基金及标的企业的要

求

II

- **适用主体：**《减持特别规定》的适用主体为已在基金业协会备案的私募投资基金，“基金类型”可为“创业投资基金”或“股权投资基金”。
- **投资方式：**创投基金应为发行人的直接股东，即私募投资基金不能通过特殊目的载体（SPV）等方式进行间接投资^[3]。
- **标的企业：**创投基金直接投资的标的企业需为“早期企业”、“中小企业”或者“高新技术企业”。即符合下列任一条件即可：

减持优惠政策下标的企业应满足的条件（任一即可）

- 首次接受投资时，企业成立不满60个月；
- 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；或
- 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。

• **股东身份确权日：**股东身份确权日期参考招股说明书中披露的股东身份确权日期。以可转债方式投资的，按转股日期计算股东身份确权日期；初始投资企业被并购整合之后整体上市的，按对初始投资企业的投资日期计算股东身份确权日期。

• **季度更新要求：**基金管理人在申请《减持特别规定》有关政策时，应完成最近一期产品季度更新，季度更新填报有误的可通过产品季度更新的“重报”功能修改季度更新信息。

2. 创投基金减持的反向挂钩机制

1) 集中竞价

根据《减持特别规定》及《减持实施细则》，创投基金通过证券交易所集中竞价交易减持其持有的标的企业首发前发行的股份，适用下列比例限制：

	截至发行人首发上市日的 投资期限	减持时间段	减持股份总数
1	不满36个月	3个月/任意连续90日内	
2	36个月以上但不满48个月	2个月/任意连续60日内	不得超过发行人股份总数的1%
3	48个月以上但不满60个月	1个月/任意连续30日内	
4	60个月以上	不受限制	
注：投资期限自创投基金投资该首发企业金额累计达到300万元之日或者投资金额累计达到投资该首发企业总投资额 50%之日开始计算。创投基金若为上市公司大股东，在计算上述减持比例时，与其一致行动人的持股合并计算。下同。			

2) 大宗交易

根据《减持特别规定》及《减持实施细则》，创业投资基金通过大宗交易减持其持有的标的企业首发前发行的股份，适用下列比例限制：

	截至发行人首发上市日的 投资期限	减持时间段	减持股份总数
1	不满36个月	3个月/任意连续90日	
2	36个月以上但不满48个月	2个月/任意连续60日	不得超过发行人股份总数的2%
3	48个月以上但不满60个月	1个月/任意连续30日	
4	60个月以上	不受限制	
注：股份受让方在受让后不再受“六个月内不得转让其受让股份”的限制。			

3. 创投基金减持优惠政策的申请

II

根据基金业协会发布的《〈上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）〉系统操作指南》，创投基金在适用减持优惠政策前，该创投基金的管理人需在基金业协会AMBERS系统的“政策申请”-“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）”模块，为拟适用《减持特别规定》的基金及标的企业进行政

策申请。

如同一基金持有的多家标的企业均满足《减持特别规定》要求的，应对不同标的企业分别提起申请。



1)管理人需在AMBERS系统相应界面填写下列信息：

- 拟减持标的企业的名称、证券代码及标的企业所属的《减持特别规定》规定的企业类型（早期企业、中小企业或高新技术企业，高新技术企业应同时填写“高新技术企业证书”的发证时间）；
- 基金持有拟减持证券的对应股票账户；
- 基金的股东身份确权日期和标的企业首发上市日期； 及
- 管理人认为需要说明的其他问题等。

2)管理人需上传下列文件：

- 管理人签章的《政策申请承诺函》；
- 《首次公开发行股票上市公告书》及拟减持标的企业的《招股说明书》（以验证“股东身份确权日期”和“首次公开发行上市日期”）；
- 基金在中国证券登记结算有限公司网站的证券账户变动明细截图（以确认账户信息、拟减持标的以及是否购买二级市场股票等）； 及
- 标的企业符合《减持特别规定》条件（即为早期企业、中小企业或高新技术企业）的证明文件。

基金业协会将在申请材料齐备之日起10个工作日内办理完成有关申请，并在符合条件的创投基金公示信息页面上添加“适用《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）》”的标识。在拟减持上市公司股份锁定期结束且相关申请办理完成之后，创投基金即可根据《减持特别规定》减持该上市公司的股份。管理人需注意：享受《减持特别规定》优惠政策的范围仅限成功申请政策的基金和标的企业。基金管理人管理的其他基金和其他标的企业的减持政策仍适用减持一般规则。

4. 减持政策案

例

II

根据我们的公开检索，近期创投基金适用《减持特别规定》减持上市公司股份的部分案例如下：

减持方式	优惠政策	公告时间	上市公司名称	减持创投基金名称	备案时间	拟减持时间	持股比例	拟减持比例
集中竞价	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%	2022.02.23	寒武纪	苏州工业园区古生代创业投资企业(有限合伙)	2020.07.10	自减持公告披露之日起3个交易日后的6个月内	2.56%	- 通过集中竞价交易方式减持的，在任意连续60日内减持比例不超过公司股份总数的1% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过2.56%
		2022.04.29	康龙化成	天津君联闻达股权投资合伙企业(有限合伙)	2017.05.31	自减持公告披露之日起15个交易日后的6个月内	5.37%	- 通过集中竞价交易方式减持的，在任意连续60日内减持比例不超过公司股份总数的1% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过1.86%
	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%	2022.01.19	南卫股份	苏州蓝盈创业投资合伙企业(有限合伙)	2015.04.21	自减持公告披露之日起15个交易日后的6个月内	5.86%	- 通过集中竞价交易方式减持的，在任意连续30个自然日内减持比例不超过公司股份总数的1% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过5.86%
		2022.03.08	武进不锈	建银资源久鑫(天津)股权投资有限公司	2014.06.04	自减持公告披露之日起15个交易日后的6个月内	3.14%	- 通过集中竞价交易方式减持的，在任意连续30个自然日内减持比例不超过公司股份总数的1% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过3.14%
	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	2022.04.12	元琛科技	南海成长精选(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2014.04.09	自减持公告披露之日起15个交易日后的6个月内	12.2%	通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过7.3%
		2022.04.25	华恒生物	江苏高投创新价值创业投资合伙企业(有限合伙)	2014.04.29	自减持公告披露之日起15个交易日后的6个月内	6.94%	通过集中竞价交易减持比例不超过3%
	截至首次公开发行上市日，投资期限已满36个月不满48个月的，创投基金在任意连续60个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%	2022.02.23	寒武纪	苏州工业园区古生代创业投资企业(有限合伙)	2020.07.10	自减持公告披露之日起3个交易日后的6个月内	2.56%	- 通过大宗交易方式减持的，在任意连续60日内减持比例不超过公司股份总数的2% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过2.56%
		2022.04.29	康龙化成	天津君联闻达股权投资合伙企业(有限合伙)	2017.05.31	自减持公告披露之日起3个交易日后的6个月内	5.37%	- 通过大宗交易方式减持的，在任意连续60日内减持比例不超过公司股份总数的2% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过1.86%
	截至首次公开发行上市日，投资期限已满48个月不	2022.01.19	南卫股份	苏州蓝盈创业投资合伙企业(有限合伙)	2015.04.21	自减持公告披露之日起3个交易日后的6个月内	5.86%	通过大宗交易方式减持的，在任意连续30个自然日内，减持比例不超过公司股份总数的2%

大宗交易	限公司自上市之日起满60个月的,创投基金在任意连续30个自然日内减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%						通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过5.86%	
	2022.03.08	武进不锈	建银资源久鑫(天津)股权投资有限公司	2014.06.04	自减持公告披露之日起6个月内	3.14%	- 通过大宗交易方式减持的,在任意连续30个自然日内,减持比例不超过公司股份总数的2% - 通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过3.14%	
	截至首次公开发行上市日,投资期限已满60个月的,创投基金减持股份总数不受比例限制	2022.03.07	德固特	青岛常春藤创业投资中心(有限合伙)	2014.04.22	自减持公告披露之日起3个交易日后的6个月内	4.29%	通过集中竞价交易与大宗交易合计减持比例不超过2.14%
		2022.04.25	贝泰妮	天津红杉聚业股权投资合伙企业(有限合伙)	2014.03.17	自减持公告披露之日起3个交易日后的3个月内	21.58%	通过大宗交易或协议转让方式合计减持比例不超过4%

1.本段数据来源于麦肯锡发布的《透视中国创投生态，抓住十年黄金期》，原文链接如下：
<https://www.mckinsey.com.cn/%e9%80%8f%e8%a7%86%e4%b8%ad%e5%9b%bd%e5%88%9b%>

2.根据《中国证券投资基金业协会会员管理办法》及《会员管理相关问答》，私募股权、创业投资基金管理人申请成为观察会员所应具备的条件如下：（1）在协会备案的基金规模不低于一亿元，或备案的创业投资基金投向中小微企业、高新技术企业基金规模不低于一千万元；（2）拥护协会《章程》，接受协会自律管理，遵守协会自律规则和业务规范；（3）履行诚实信用、谨慎勤勉义务，遵循自愿、公平原则，保护投资人合法权益；（4）最近三年不存在严重违法违规情形及其他不良诚信记录；（5）高级管理人员应具有相关工作经验，具备协会自律规则要求的基金从业资格，且不存在其他违规任职的情形；（6）按要求向协会提交了最近一年经审计的财务报告，相关财务指标合理，并应当保障持续经营需要。

根据《中国证券投资基金业协会会员管理办法》及《会员管理相关问答》，私募股权、创业投资基金管理人申请成为普通会员所应具备的条件如下：（1）自成为观察会员之日起满一年；（2）私募股权、创业投资基金管理人备案的基金规模不低于二十亿元或备案的创业投资基金投向中小微企业、高新技术企业基金规模不低于一亿元；（3）拥护协会《章程》，接受协会自律管理，

遵守协会自律规则和业务规范；（4）履行诚实信用、谨慎勤勉义务，遵循自愿、公平原则，保护投资人合法权益；（5）最近三年不存在严重违法违规情形及其他不良诚信记录；（6）高级管理人员应具有相关工作经验，具备协会自律规则要求的基金从业资格，且不存在其他违规任职的情形；（7）按要求向协会提交了最近一年经审计的财务报告，相关财务指标合理，并应当保障持续经营需要。

3.根据基金业协会发布的《<上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定(2020年修订)>系统操作指南》，创投基金通过特殊目的载体（SPV）等方式间接投资的，该创投基金不适用《减持特别规定》。



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

往期回顾

[创投基金实务指南之专题一：创投基金的监管体系](#)

[创投基金实务指南之专题二：创投基金的设立及募集](#)

[创投基金实务指南之专题三：创投基金的税收优惠政策](#)

创投基金实务指南之专题四：私募基金设立和投资中的反垄断申报

2022-06-30