

鲲鹏之变 S 基金系列研究 | （九）私募股权创投基金

向投资者实物分配股票的适用条件及关注要点

作者：北京股权交易中心、北京植德律师事务所

2024 年 8 月

实物分配股票作为正处于试点阶段的基金退出新型方式，从模式上看具有拓宽私募股权创投基金退出渠道、平滑二级市场波动、满足投资者差异要求、提高退出效率等优势，自试点推出以来即受到市场普遍关注。本期研究将对私募股权创投基金以实物分配股票进行退出时的适用条件、关注要点、实践案例以及相关减持及信息披露要求做出分析与提示。

一、实物分配股票的适用条件及关注要点

（一）实物分配股票的适用条件

2022 年 7 月 8 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于官网发布了题为《证监会启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点 支持私募基金加大服务实体经济力度》的文章，文章提到中国证监会已启动私募股权、创业投资基金向投资者实物分配股票试点工作，文章重点内容概括如下：

实物分配股票定义	私募基金管理人与投资者约定，将私募股权创投基金持有的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式向投资者（份额持有人）进行分配的一种安排
适用主体	私募股权基金、创业投资基金（以下合称“ 私募股权创投基金 ”）
适用股票	私募股权创投基金持有的上市公司首次公开发行前的股份
禁止情形	开展实物分配股票的私募股权创投基金不得存在以下情形： 1.基金是上市公司控股股东、实际控制人、第一大股东（含一致行动人） 2.基金持有上市公司股份尚未解除限售 3.基金持有上市公司股份依照有关规则或者承诺不得减持 4.基金持有上市公司股份涉及质押、冻结、司法拍卖 5.基金存在违法违规行为等情形
	接受实物分配股票的投资者不得存在以下情形： 1.投资者是该上市公司的实际控制人、控股股东、第一大股东（含一致行动人） 2.投资者是该上市公司董事、监事、高级管理人员 3.投资者不具备证券市场投资资格等情形
股票过户方式	非交易过户

减持要求	私募股权创投基金向投资者实物分配股票，应当适用《上市公司股东减持股份管理暂行办法》 ¹ 、《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）》等有关减持规定
减持额度管理要求	私募股权创投基金可以占用集中竞价交易减持额度进行股票分配，也可以占用大宗交易减持额度进行股票分配，占用减持额度后，相应扣减该基金的总减持额度
信息披露要求	私募股权创投基金应按照《上市公司股东减持股份管理暂行办法》以及信息披露有关规定，履行信息披露义务

2022年11月15日，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）发布《关于接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料的通知》，就私募股权创投基金申报实物分配股票的具体操作方案要求作出规定，具体如下：

适用主体情况	私募股权创投基金及其管理人情况，待分配股票的有关情况，基金及参与分配投资者是否满足方案的适用主体内容
减持规则适用情况	适用减持规则的方案及相应的分配安排，实物分配与集中竞价、大宗交易减持额度的使用情况
信息披露情况	分配前后履行信息披露义务的责任人，并明确预披露、进展披露和结果披露安排
非交易过户情况	非交易过户的股票数量，获分配的投资者情况，股票分配的定价方法，分配时间安排
内部交易和利益冲突情况	防范内部交易和利益冲突方案
决策情况	按照基金合同约定，就实物分配事项履行决策程序情况，如基金合同无事先约定，需全体投资者一致同意
基金托管人相关情况	与私募股权创投基金托管人相关的安排

（二）实物分配股票的关注要点

1. 适用主体及适用的股票类型

申请实物分配的基金必须为“私募股权、创业投资基金”；待分配的股票必须为“基金所持有上市公司首次公开发行前的股份”，即通过再融资、协议转让等方式取得的上市公司的股票暂不适用该退出方式。

2. 实物分配股票的申请主体以及申请方式

私募股权创投基金的基金管理人可通过线上邮件发送申请实物分配股票。具体方式为，符合条件的私募基金管理人可在充分论证基础上，结合通知规定制订具体操作方案并向中基协申报。目前就方案审核流程及审核时限尚无明确规则，实际审核程序需以中基协邮箱反馈情况为准，即对项目进行“一事一议”

¹ 试点通知规定实物分配股票适用的减持规则原系《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，但该规则已于2024年5月24日被《上市公司股东减持股份管理暂行办法》废止。

审核。

3. 实物分配股票属于一种特殊的减持行为

对于符合上述条件的私募股权创投基金，在实物分配股票时，需遵守《上市公司股东减持股份管理暂行办法》《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）》等有关减持规定，并在集中竞价或大宗交易的减持额度内，就分配股票数额进行管理。因此，在规则层面上，实物分配股票实质上属于一种特殊的减持行为。

4. 注意投资者意见对股票分配的影响

参照前述规定，除适用主体及适用的股票类型存在限制外，规则层面关于实物分配股票的要求相对宽松，为满足基金投资者差异化的需求，整个分配方案的制订及执行过程中的相关细节，主要依据投资者意见确定，主要包括：

（1）实物分配股票申请及具体操作方案，需按照基金合同约定的决策程序或经全体投资者一致同意方可提交申请；

（2）规则未明确要求参与实物分配的基金必须向其全体投资者分配股票，因此关于股票分配的方案，需要征求投资者意见来确定；

（3）规则未明确要求实物分配时间，因此不同投资者可以结合分配时股价情况以及相关税负成本，一次性或分批次进行分配；

（4）规则未明确实物分配时股票的对应价值，考虑到股票价值可能影响基金管理人及投资者的收益测算，因此股票价值可参考分配前若干个交易日股票价格由基金管理人与投资者协商确定。需要提示的是，应区分用于收益测算所计算的股票价值与用于财务处理和税务核算的股票价值。

5. 分配股票时注意匹配中证登非交易过户要求

由于实物分配股票的过户方式为非交易过户，因此实际分配时需要注意与中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）的股票非交易过户操作要求相匹配。

在实际应用中，未有明确规定实物分配股票是否符合《中国证券登记结算

有限责任公司证券非交易过户业务实施细则（适用于继承、捐赠等情形）

（2023 修订）》第三条第六款非交易过户的情形²“（六）中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）认定的其他情形。”，实际办理过程中需由私募股权创投基金向中基协提出申请，在中基协同意的情况下，由中基协协调证券交易所和中证登开展办理。

二、实物分配股票所涉减持限制及信息披露事项

（一）实物分配股票所涉减持限制

根据《上市公司股东减持股份管理暂行办法》《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）》以及沪深交易所关于股东减持的有关指引³规定，私募股权创投基金以大宗交易或集中竞价方式减持上市公司首次公开发行前股份的，对应的减持额度限制如下：

一般减持规则	集中竞价减持限制： 在连续 90 个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1% 大宗交易减持限制： 在任意连续 90 个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%
仅创业投资基金适用的特殊减持规则	在中国证券投资中基协备案的创业投资基金，其所投资符合条件的企业上市后，通过证券交易所集中竞价交易减持其持有的发行人首次公开发行前发行的股份，根据投资期限不同（以截至发行人首次公开发行上市日为基准计算），适用下列比例限制： (1) 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) 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) 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) 期限在 60 个月以上的，减持股份总数不再受比例限制 创业投资基金通过大宗交易方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，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

² 《中国证券登记结算有限责任公司证券非交易过户业务实施细则（适用于继承、捐赠等情形）（2023 修订）》第三条，本细则规定的证券非交易过户业务包括以下情形：（一）继承所涉证券过户；（二）捐赠所涉证券过户，指向基金会捐赠所涉证券过户，且基金会是在民政部门登记并被认定为慈善组织的基金会（不含境外基金会代表机构）；（三）依法进行的财产分割所涉证券过户，暂仅指离婚情形；（四）法人终止所涉证券过户；（五）私募资产管理所涉证券过户；（六）中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）认定的其他情形。

³ 指《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 15 号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 18 号——股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》

（二）基金属于上市公司大股东时应履行的信息披露义务

根据《上市公司信息披露管理办法》《上市公司收购管理办法》规定，上市公司持股 5%以上股东（即上市公司大股东）股份变动比例达 1%/5%时，应当履行相应信息披露义务。因此，如私募股权创投基金进行实物分配股票前持股比例超过 5%的，在实物分配过程中，应就其股份变动情况履行如下信息披露义务：

股份变动情况	信息披露义务内容
股份变动比例达 1%	拥有权益的股份占上市公司已发行股份的比例每增加或者减少 1%，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予公告
股份变动比例达 5%	拥有权益的股份占上市公司已发行股份的比例每增加或者减少 5%，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知上市公司，并予公告

三、实物分配股票的实践案例及现状分析

（一）实物分配股票的实践案例

1. 上海临理——全国首单实物分配股票案例

2022 年 10 月 14 日，中国证监会发布《证监会原则同意开展私募股权创投基金向投资者实物分配股票首单试点》的通知，原则同意上海临理投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海临理”）实物分配澜起科技股份有限公司（SH.688008，以下简称“澜起科技”）股票的试点申请。同日，上海临理取得了中基协出具的《关于原则同意上海临理投资合伙企业（有限合伙）开展实物分配股票试点的函》，中基协原则同意上海临理通过占用集中竞价交易减持额度的方式，向投资者实物分配澜起科技股票。

2023 年 1 月 30 日，澜起科技发布《澜起科技关于股东拟进行股票实物分配的提示性公告》，称其收到上海临理出具的《关于拟进行股票实物分配的告知函》，上海临理计划将其持有的澜起科技不超过 730.778 万股（对应 0.64% 股份）股票向其投资者进行股票实物分配，并以非交易过户的方式登记至上海临理部分合伙人名下。同日，澜起科技发布《股东集中竞价减持股份计划公告》，称上海临理及其一致行动人计划以集中竞价交易方式合计减持澜起科技不超过 1,537.3584 股（对应 1.36% 股份）。

2023年4月25日，澜起科技发布《澜起科技关于股东进行股票实物分配的进展公告》，称上海临理已完成首批股票实物分配，将其持有的365.3888万股股票非交易过户到其部分合伙人名下。2023年7月25日，澜起科技发布《澜起科技关于股东股票实物分配完成的公告》，称上海临理已将其持有的另外365.3892万股股票非交易过户到其部分合伙人名下。

点评：上海临理本次以占用集中竞价额度进行实物分配股票的过程中，虽然同时以集中竞价方式在二级市场进行减持，但在其实物分配股票公告以及集中竞价减持股份计划公告披露后的180日内，实物分配股票与集中竞价减持股份合计数量未超过澜起科技总股本的2%，符合前述减持规则项下集中竞价减持90日内不超过1%的规定。

此外，上海临理本次股票分配过程中，未分配其持有全部澜起科技股份，且在其告知函所述计划分配的股票范围内分两次进行分配。因此，实践中基金进行实物分配股票的，可以仅就其持有的部分上市公司股票进行分配，且在其计划分配的股票总数范围内可一次或分批次进行分配。

2. 北京服务基金——北京首单实物分配股票案例

2024年2月6日，北京服务新首钢股权创业投资企业（有限合伙）（以下简称“北京服务基金”）取得中基协出具的《关于原则同意北京服务新首钢股权创业投资企业（有限合伙）开展实物分配股票试点的函》，中基协原则同意北京服务基金通过占用集中竞价交易减持额度的方式，向投资者实物分配北京八亿时空液晶科技股份有限公司（SH.688181，以下简称“八亿时空”）股票。

2024年2月28日，八亿时空发布《八亿时空关于股东拟进行股票实物分配的提示性公告》，称北京服务基金计划将其持有的八亿时空1,155.4661万股股票（对应8.59%股份）向其投资者进行股票实物分配，并以非交易过户的方式登记至北京服务基金相关合伙人名下。2024年3月28日，八亿时空发布《八亿时空关于股东股票实物分配完成暨股份权益变动的提示性公告》，称北京服务基金已将其持有1,155.4661万股股票非交易过户到其相关合伙人名下。

点评：北京服务基金在实物分配股票过程中，虽然1个月内以占用集中竞价额度的方式分配八亿时空8.59%股份，超过一般减持规则项下90日内集中

竞价减持不得超过 1% 的规定。但由于北京服务基金属于创业投资基金，且基金投资八亿时空期限超过 60 个月，因此根据创业投资基金适用的特殊减持规则，其实物分配比例不受限制。

此外，北京服务基金作为八亿时空原持股 5% 以上股东，在其完成实物分配后的当日即发布了《八亿时空简式权益变动报告书（北京服务基金）》，就其股份变动情况进行披露，符合前述上市公司大股东信息披露要求。

（二）实物分配股票的现状分析

自实物分配股票试点以来，除上述上海临理以及北京服务基金两单成功案例外，尚未见到其他案例。结合同时期中国证券二级市场表现以及政策变化情况，影响实物分配股票成功案例数量的因素可能包括以下三点：

1. 减持政策持续收紧

自 2023 年起，国务院、中国证监会发布多项规定，通过强调控制上市公司股东减持总量，严格规范大股东减持，严格规范绕道减持行为等方式，持续收紧减持政策⁴，以稳定二级市场波动。实物分配股票作为一种特殊的减持行为，虽然分配路径系由基金向其投资者直接分配，未实际在二级市场减持，原则上不会造成上市公司股价大幅波动。但在减持政策持续收紧的背景下，审核机构从严把握审核尺度，这可能导致实物分配申请通过审核的难度提高。

2. 中国证券二级市场表现整体欠佳，投资者就分配方案决策时可能较为谨慎

区别于传统私募基金的分配方式，实物分配股票时基金向投资者分配的系股票而非现金。这就要求投资者获分股票后，自行决定在二级市场的退出节奏。考虑到 A 股证券市场自 2023 年上旬开始持续表现低迷，如股票价格无法满足

⁴ 2023 年 8 月 27 日，中国证监会发布《中国证监会进一步规范股份减持行为》，要求从严控制其他上市公司股东减持总量。2024 年 3 月 15 日，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，要求严格规范大股东减持行为，有效防范绕道减持，并严厉打击各类违规减持行为。2024 年 4 月 12 日，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，强调对大股东减持进行严格规范，并按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。2024 年 5 月 24 日，中国证监会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，再次强调将持续强化对股东减持行为的监管，严厉打击、从严惩处违规减持行为，维护市场交易秩序。

投资者投资预期，则各投资者可能在分配方案制订时较难形成统一意见，致使分配事项较难通过投资者决策。

3. 实物分配股票的税法规定尚不明确，存在私募基金及投资者需额外资金缴纳税费、投资者需超额纳税的可能性

在传统分配方式下，私募基金处置上市公司股票后，通常以现金形式向投资者进行分配。以合伙制基金为例，此种分配方式下，私募基金处置上市公司股票后需依法缴纳增值税，投资者在私募基金向其分配现金后缴纳相应的所得税，缴税过程实质上发生在同一环节，税务处理相对比较明确。

而在实物分配方式下，私募基金以实物形式向投资者分配股票，再由投资者于二级市场自行减持，实质上涉及实物分配以及投资者减持两个缴税环节。由于现行税法规则针对实物分配股票并未有明确的规定，实际操作过程中存在私募基金及投资者需额外资金缴纳税费、投资者需超额纳税的可能性。具体而言：

(1) 在实物分配环节中，就私募基金而言，以实物形式分配股票虽然不属于惯常的股票交易行为，但由于股票所有权于分配过程中发生变化，税务机关仍可能基于法律上股票所有权关系变化的角度，认定股票分配行为应视同股票转让行为进行税务处理。此时即使实物分配未实际产生现金流，私募基金仍需额外的资金缴纳增值税。就投资者而言，虽然其所得属于股票而非现金，但仍需根据其所获股票价值缴纳所得税⁵。

(2) 在投资者减持环节中，如投资者属于法人主体，即使私募基金分配时已缴纳增值税，但法人投资者仍需要按照“金融商品转让”核算增值税⁶。此外，投资者在二级市场减持股票时，还需根据股票卖出价与获得股票时点的股价差额作为投资收益，缴纳相应的所得税。特别地，在投资者为自然人时，由于其在获得股票时已缴纳所得税，如其减持时出现股票价格下跌，在现行规则缺少

⁵ 如投资者为法人主体，则其所获股票属于非货币形式收入；如投资者为自然人主体，则其所获股票属于有价证券的，投资者应根据票面价格和市场价格核定应纳税所得额。

⁶ 根据《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》，个人从事金融商品转让业务免征增值税。因此，自然人投资者减持股票无需缴纳增值税。

退税机制的情况下，将出现自然人投资者额外承担税负成本的情况。

基于上述，相较于传统分配方式，在实物分配方式下投资者完成减持退出所涉缴税程序更为复杂，且存在私募基金及投资者需额外资金缴纳税费、投资者超额纳税的可能性。这可能导致私募基金及投资者对实物分配方式退出采取更为谨慎的态度。

结语

目前基金向投资者实物分配股票以实现退出的通道在规则层面不存在障碍。但考虑到该等退出方式目前尚处于试点阶段，规则层面关于审核程序、过户方式、税收依据等具体操作标准尚未落地，且实践中可参考案例较少，因此实际操作过程中监管机关的态度具有关键性作用。计划进行实物分配股票的基金可在与中国证监会、中基协、中证登以及相关监管机构（例如税务部门）充分沟通的基础上实施相关分配事宜，以促进其顺利完成退出。

北股交编辑负责人：林智勤、张凌云

植德编委会：金有元、钟凯文、周峰、刘雄平

执行编辑负责人：罗寒

本期执行编辑：张雨晨、范雅君

若您有意就本系列研究涉及的相关议题以及法律实务问题进一步交流或探讨，欢迎与北京股权交易中心编辑负责人张凌云（zhanglingyun@bjotc.cn）或者植德律师事务所执行编辑负责人刘雄平律师（xiongping.liu@meritsandtree.com）联系。

鲲鹏之变 S 基金系列研究

北京股权交易中心与北京植德律师事务所联合推出 S 基金系列研究，引用“鲲之大”“鹏之背”寓意私募股权二级市场及 S 基金巨大的体量与潜能；“鲲鹏之变”，一则体现“鱼鸟嬗变”所带来的流动与互通，二则预示“化而为鸟”的腾飞与跃进。

鲲鹏之变 S 基金系列研究将围绕 S 基金市场发展与试点政策、常见交易模式与架构设计、法律尽调关注要点、交易文件关键条款、估值定价以及税务筹划等方面，进行系统性分析与解读。我们期盼与市场各参与方共同见证中国私募股权二级市场及 S 基金的“鲲鹏之变”。