

## “突击入股”新定义 — 简评 IPO 企业股东信息披露指引

作者：吴楷莹 | 郑烁珠 | 王振禹

近日，A股首次公开发行股票（或存托凭证）并上市（“IPO”）方面新规频出，接踵于有关IPO现场检查的一系列规则之后，证监会于2021年2月5日又公布了可谓重磅的《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》（以下简称“《指引》”），对IPO中发行人股东的股权代持、“突击入股”、穿透核查、利益输送等问题提出了更为具体和具有针对性的信息披露要求。《指引》公布仅一天，已激起市场上的热烈反响，本文拟从投资人和拟上市公司的关注重点出发，初步快速解读《指引》。

### 一、“突击入股”新定义

《指引》的十一条内容中，最吸引市场眼球的莫过于其关于“突击入股”的新规则：

发行人提交申请前12个月内新增股东的，应当在招股说明书中充分披露新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，新增股东是否存在股份代持情形。

上述新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起36个月内不得转让。

以上规定就发行人申报前12个月内新增股东的核查、披露要求与现行IPO审核问答（下称“审核问答”）相关内容及实际执行要求并无实质性差异，但在对股份自愿锁定承诺的要求方面出现了较大变化：

在《指引》发布前，根据审核问答的规定，挂钩自愿承诺“加长版”锁定期的“突击入股”时间段为IPO申报前6个月，且区分对**发行人增资扩股**和**受让取得股份**适用不同的规则，其中申报前6个月内进行**增资扩股**的，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3年，申报前6个月内从**控股股东或实际控制人**处受让的股份，比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定（即上市以后3年）。而本次《指引》则统一要求“上述新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起36个月内不得转让。”

#### （一）基于核心要素的规则解读

细究《指引》中关于自愿承诺“加长版”锁定期的要求，其包含了“新增股东”“新增股份”“自取得之日”三个核心要素：

## 1. “新增股东”

该等表述并不区分投资人成为股东的方式是增资扩股还是受让股份，即通过**受让老股**取得公司股份的股东也落入了监管范围，并且，《指引》**不区分**转让方是何种性质的主体，也即使并非从控股股东或实际控制人处受让股份的股东，如果取得了“新增股份”（如以下第2点的讨论），也需要出具相关承诺，这对于 Pre-IPO 轮融资中，从拟上市公司小股东处甚至是自身关联方处受让了股份的投资人来说，无疑并非“突击入股”时间区间的量变，而是纳入“突击入股”适用主体与否的质变，该等“加长版”锁定期要求对此种投资人的影响最为突出。

另一个问题是，从字面来看，仅针对新增股东有此要求，则已经是公司股东的投资人在“突击入股”时间段内追加投资并不受《指引》本条的约束。在审核问答的规则下，投资人通过增资方式“突击入股”的，由“新增股份持有人”就“新增股份”承诺更长的锁定期，实践中，对于系公司原有股东在“突击入股”时间段内追加投资的，该等股东所持股份锁定期可分段处理，即就“突击入股”期间的新增股份承诺锁定 36 个月，而对其早前投资所获的股份仍承诺上市后 12 个月内锁定。《指引》的该条规定能否仅从字面上理解，并使得原有投资人即使在“突击入股”期间内追加投资也不需要作出“加长版”锁定承诺，仍待进一步观察。

## 2. “新增股份”

在审核问答中与“突击入股”的“加长版”锁定期对应的问答项下，“新增股份”的字样仅出现于增资扩股的场景，那么，在《指引》中，新增股份是否也包含通过受让取得的股份，即对公司而言是“老股”，但对新增股东自身而言属于“新增股份”？结合指引第九条中对可豁免适用《指引》项下的核查和股份锁定要求的情形的列举（其列举的豁免情形即包括一些特殊的老股转让交易），以及参考证监会官方网站上于《指引》同日发布的题为《证监会发布申请首发上市企业股东信息披露指引》的要闻（“**证监会要闻**”）来看，其对《指引》相关内容介绍道：“二是加强临近上市前入股行为的监管。要求提交申请前 12 个月内入股的新股东锁定股份 36 个月，并要求中介机构全面披露和核查新股东相关情况”，我们理解答案是肯定的。

## 3. “自取得之日”

此要素是对“突击入股”的“加长版”锁定起算时点的规定，即《指引》并不会真实地引发市场上戏称的“大家都是实控人”的效果，因为对控股股东、实际控制人而言，其承诺的三年锁定期的起始点为公司上市之日。也就是说，从 IPO 申报到上市那一刻的历程即使再漫长，也不会让实际控制人的承诺锁定期“打折”；但对于“突击入股”的投资人而言，如果其投资的公司申报后仍然征途漫漫，则申报后到上市之间的时间将“折抵”其承诺的锁定期，鉴于投资人还需要遵守公司法项下上市后 12 个月的法定锁定期，所以，“突击入股”投资人虽然承诺了《指引》项下的“加长版”锁定期，但实际上其可以开始减持的时点也许只略晚于法定锁定期，甚至仅法定锁定期满即可开始减持。

与“自取得之日”相关的实务上的另一个问题是，取得股份的时点以何时为准。审核问答中曾经明确，增资扩股新增股东的 36 个月锁定期起算时点为“**发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日**”，我们理解在《指引》的“突击入股”新规之下，审核机构基于其一贯逻辑应也会认可以股权变更完成工商变更登记的时点为准（如果公司已经为股份公司，其股份转让可不进行工商变更登记，此时理解可考虑以更新股东名册时间为准）。但是，如果 Pre-IPO 轮投资相关协议约定的付款先决条件之一为完成增资/股权转让相关的工商变更/更新股东名册，而实际付款和股份交割的时点更晚，鉴于《指引》并未就起算时点进行明确，则理解也不排除在实际项目中要求对取得之日按照实际交割时点认定。

(二) 与其他规则的竞合关系及豁免情形

1. 适用板块及规则竞合

此前有关“突击入股”锁定期的要求在审核问答（主板、科创板、创业板分别适用其对应的审核问答）中规定，尽管《指引》并未明确适用板块，从本次《指引》出台背后的强监管视角出发，我们理解其将在主板、科创板和创业板均适用。

另一个值得讨论的问题是，审核问答规定，申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定（即上市后 3 年内锁定），此项锁定期要求实质上比《指引》规定的更为严格。在《指引》实施后，若现行审核问答未作进一步修改，此项锁定要求很可能还需要继续执行，未来是否有放松空间仍待观察。

基于以上分析，以下表格简单对比“突击入股”股东与实际控制人/从实际控制人处受让股份的股东所适用的锁定期之间的关系：

主体/期间	入股到申报期间（假设不超过 12 个月）	申报到上市期间	上市后 12 个月	上市后 12 个月满之后的 24 个月	备注
“突击入股”股东（假设不存在其他特殊情况）。	在作出锁定承诺前可转股（但鉴于《指引》项下的“加长版”锁定期，受让方将有所顾虑）；作出锁定承诺后不得转股（开始锁定）。	锁定	锁定	取得股份之日起满 36 个月不锁定。	
控股股东/实际控制人及其控制的股东。	投资人通常要求其未经投资人同意不得转股。	锁定	锁定	锁定	
申报前六个月从控股股东、实控人处受让股份的股东。	同“突击入股”股东，视情况也可能叠加投资人对控股股东/实际控制人的要求。	锁定	锁定	锁定	基于叠加适用《指引》和审核问答的假设，未来是否有放松空间待观察。

2. 豁免

《指引》规定了可申请豁免其项下的自愿承诺“加长版”锁定期的情形，包括发行人在全国中小企业股份转让系统挂牌、境外证券交易所上市交易期间通过集合竞价、连续竞价交易方式增加的股东，以

及因继承、执行法院判决或仲裁裁决、执行国家法规政策要求或由省级及以上人民政府主导取得发行人股份的股东。

上述豁免情形中，并不包括实践中常见的发行人拆除红筹架构重组、股东自其关联方受让股份、股东调整自身持股架构等情形，在未来审核中，该等情形能否基于最终权益人未发生变更等理由主张不适用特殊锁定承诺，尚待进一步观察。

另一个可提示的点是，如果公司在申请 IPO 之前拟进行员工股权激励，且其对该等激励项下直接持有公司股份的持股主体（通常为员工持股平台）拟适用比较宽松的锁定期（此种设想并不常见，在设计上还需要避免由控股股东来控制该等持股主体，从而避免其适用上市后三年的锁定期），则如果该等持股主体构成“突击入股”，也会被《指引》的锁定规则所打击。所以，如果公司有前述设想，则需要尽早在公司层面完成持股主体的入股。

### （三）新老划断

与《指引》项下的其他规则对已进行 IPO 申报的项目也适用不同，《指引》明确，其“突击入股”锁定期要求对已进行 IPO 申报的企业可以豁免，即已申报企业仍然按照申报前 6 个月作为“突击入股”与否的划断时点，且取得股份的方式区分增资和转股，以及尤其是对申报前很短期间内从小股东处受让股份入股的股东并不强制要求“加长版”锁定承诺。

另外，需要提示的是，《指引》和此前的审核问答有关“突击入股”的问题均是针对自愿承诺“加长版”锁定期的规定，实际上，锁定期届满之后，对已经成为了 A 股上市公司股东的投资人们而言，其持有的上市公司股票也并非“想卖就能卖”，其减持节奏仍然受限于证监会、交易所对于股份减持进度的规则限制以及该等股东自身关于减持的承诺项下的约束。就减持相关的规则，可以参考我们在汉坤公众号上的往期文章：[《上市公司股东减持限制及信息披露要求汇总》](#)和[《鼓励创业投资基金再出新政——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〉》](#)。

## 二、《指引》的其他主要关注点

除以上对“突击入股”锁定期的重新定义之外，结合《指引》原文及证监会要闻，《指引》还在重申发行人股东适格性的原则要求、加强对入股交易价格明显异常的自然人股东和多层嵌套机构股东的穿透核查、进一步压实中介机构责任、注重形成监管合力等方面做了监管加码，主要关注点包括：

1. 将以往实践中从严监管的问题进行了明确。主要体现在对股份代持的核查和上市申请前清理提出明确要求，且对于科创板和创业板不仅限于控制权条线；要求发行人在申报时出具和公开披露专项承诺，说明其股东是否存在如下情形：（一）法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份；（二）本次发行的中介机构或其负责人、高级管理人员、经办人员直接或间接持有发行人股份；（三）以发行人股权进行不当利益输送。为满足上述要求，发行人有必要对其股东进行穿透核查。
2. 对入股交易价格明显异常的特定股东加重穿透核查力度。明确两类股东：自然人、股权架构为两层以上且为无实际经营业务的公司或有限合伙企业，如果该股东入股交易价格明显异常，中介机构需要进行更为严格的穿透核查并说明是否存在《指引》第一条（代持）、第二条（持股违法违规、中介机构人员、不当利益输送）的情形。
3. 进一步压实中介机构责任。要求中介机构应当勤勉尽责，依照《指引》要求对发行人披露的股东信息

息进行核查。中介机构发表核查意见不能简单以相关机构或者个人承诺作为依据，应当全面深入核查包括但不限于股东入股协议、交易对价、资金来源、支付方式等客观证据，保证所出具的文件真实、准确、完整。这意味着中介机构将承担更为严格的独立核查责任，公司股东们在 IPO 申请前收到的中介机构调查问卷的内容可能更为细致，被要求提供的材料更为广泛（证监会还在《指引》中要求股东予以配合），且中介机构还需要进一步引入各种公开渠道来对发行人的股东进行更加广泛和深入的调查，可能造成中介机构核查工作量的大幅提升。

4. 注重形成监管合力。发行人股东存在涉嫌违规入股、入股交易价格明显异常等情形的，可以要求相关股东报告其基本情况、入股背景等，并就反洗钱管理、反腐败要求等方面征求有关部门意见，共同加强监管。

### 三、结语

正如证监会要闻所言，《指引》系为进一步加强制度约束，证监会在梳理总结监管实践中行之有效做法的基础上，结合实际有针对性地完善和强化部分监管要求而做出的，结合《指引》的内容来看，我们理解其会对 IPO 以及以境内 IPO 为退出预期的股权投资市场产生相当的影响，也将带来前述市场上的许多交易结构调整和交易各方之间的博弈。就《指引》运行中的实践问题，我们也会持续关注，并欢迎相关投资人和公司与我们交流探讨。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 吴楷莹

电话： +86 10 8525 4658

Email: [kaiying.wu@hankunlaw.com](mailto:kaiying.wu@hankunlaw.com)