

当 PEVC 遇到 IPO 系列之(五) ——境内基金参与港股基石投资的关注要点(上篇)

作者：张征轶 | 韩政

前言

近一两年来，随着港股 IPO 以及港股二级市场的持续火热，越来越多的国内 PE/VC(以下合称“基金”)参与到港股 IPO 的基石投资当中，其中既有民营股权投资基金，亦不乏国有股权投资基金(例如宁波国资机构作为基石投资者参投地平线机器人(09660.HK)，投资金额 1.099 亿美元，成为当年度地方国资单笔最大基石投资金额)。在这样的市场背景下，本所在工作中也收到越来越多基金客户对境内股权基金参与港股基石投资甚至锚定投资等方面法律问题的咨询，亦代表其中不少基金客户成功完成了多单港股基石投资项目。

借此机会，作为此前我们“《当 PE/VC 遇到 IPO 系列》”文章的延续，我们将我们在这类项目中遇到的境内股权基金参与港股 IPO 发行阶段投资的相关常见法律问题梳理，汇总成上、中、下三篇以及额外的专题篇，以供市场参考：(1)上篇：境内基金如何参与港股 IPO 发行阶段投资方可符合其投资范围要求；(2)中篇：境内基金参与港股基石投资的 ODI 注意事项；(3)下篇：境内基金进行港股基石投资的流程、协议与退出。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

一. 基石投资与锚定投资的基本概念

机构投资者参与港股发行定价阶段投资的主要途径包括基石投资和锚定投资，二者的概念在诸多境内机构认知中并不清晰。根据联交所主板上市规则及联交所相关咨询文件，基石投资者(即 Cornerstone Investor)是指在首次公开招股中，无论最终发售价为何，均会获得优先配发新申请人(即港股 IPO 企业)所发售股份的投资者，通常是为了表明投资者对新申请人的财政情况及未来前景抱有信心，另一方面，考虑到基石投资者的相关认购信息会在新申请人招股文件中披露，引入基石投资者也能向市场提供一些公信力，成为市场化信用背书工具。与之相对，锚定投资者(即 Anchor Investor)并未在法规层面予以明确，主要形成自商业惯例，灵活性较高，二者的主要区别如下：

要素	基石投资者	锚定投资者
投资时点	在 IPO 推介阶段，并发生在正式招股前	在簿记建档阶段非公开下单认购 (认购的系基石投资者未认购的配售部分)
投资者特点	机构投资者或高净值个人投资者	机构投资者为主
信息披露	需要在招股书中披露投资者身份、最终权益所有人、投资金额和投资比例等	无需公开披露锚定投资者具体信息
价格机制	按最终发行价格认购，无折扣，且认购款需在正式上市前全额支付	系按最终发行价格认购 (根据商业及簿记安排，或可视情况获取一定的折扣定价)
认购保障	具有确定性，按基石协议约定份额认购并披露于招股书中	份额不确定，按供需情况分配，并不保证分配
协议约束力	签订基石投资协议，不可撤单，具有法律约束力	认购承诺的订单，根据认购条款确定是否可撤销(通常可以撤销)
上市锁定期	至少 6 个月	无强制锁定期 (即上市首日即可流通)
法律性质	一级市场投资	通常不认定为一级市场投资

注：根据联交所于 2025 年 8 月 1 日刊发的《优化首次公开招股市场定价及公开市场规定咨询总结》，联交所决定保留现有的基石投资六个月禁售期规定，以维持投资者对发售的承诺。

从上文的对比可以看出，基石投资的主要优势系获配认购额度明确，考虑到至少六个月的禁售期，基石投资更适合于有长期战略投资需要的投资者参与。但一体两面的是，基石投资者在短期内无法迅速退出，从而不得不承受 IPO 企业上市半年后市场估值波动的风险。而锚定投资在参与认购时展现出不同的灵活性，锚定投资者可在上市询价首日下单，但无需承担签署具有法律约束力协议的责任，且无禁售期的束缚，投资周期和退出机制灵活。然而，锚定投资的获配比例通常较为有限，难以确保投资者能够获取预期的配额。

二. 境内股权基金能否参与锚定投资

《私募投资基金登记备案办法》第三十一条第二款规定：“私募股权基金的投资范围包括未上市企业股权，非上市公众公司股票，上市公司向特定对象发行的股票大宗交易、协议转让等方式交易的上市公司股票，非公开发行或者交易的可转换债券、可交换债券，市场化和法治化债转股，股权投资基金份额，以及中国证监会认可的其他资产。”

此外，《私募投资基金备案指引第2号--私募股权、创业投资基金》第十三条规定：“私募股权投资基金的基金合同、合伙协议或者公司章程(以下统称基金合同)应当约定主要投资行业、投资地域、投资阶段、投资集中度等，并符合私募股权基金投资范围要求。私募股权基金投资《登记备案办法》第三十一条第二款规定的资产的，应当符合下列要求：

.....

(二) 投资首发企业股票、存托凭证(以下统称股票)的，**应当通过战略配售、基石投资(港股等境外市场)等方式，不得参与网下申购和网上申购。**

(三)投资上市公司股票的，应当通过定向增发、大宗交易和协议转让等方式，不得参与公开发行或者公开交易，但所投资公司上市后基金所持股份的未转让及其配售部分和所投资公司在北京证券交易所上市后基金增持部分除外；

(四)投资上市公司可转换债券和可交换债券的，应当通过非公开发行或者非公开交易的方式。”

根据上述规定，我们可以比较清晰地看到，“基石投资”是被监管明确允许的首发企业股票投资方式，而“网下申购和网上申购”则被明确禁止。那么港股“锚定投资”是否属于“网下申购”呢？对此相关法律法规并无明确界定，但从港股锚定投资的实践操作来看，锚定投资总体以短期交易作为主要投资目的，将其认定为一级市场的股权投资确实存在争议。但我们也关注到市场中有部分私募股权投资基金参与了部分港股 IPO 企业的锚定投资，我们提示境内私募基金注意，在参与港股锚定投资前，应当充分评估该等投资是否符合自身《合伙协议》以及基金业协会备案的投资范围，否则可能同时面临《合伙协议》项下的违约风险以及基金业协会的监管处罚。

三. 境内股权基金能否通过 QDII/QDLP/QDIE 等方式参与港股基石投资

(一) QDII

根据《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》第二条的规定，本办法所称合格境内机构投资者(以下简称境内机构投资者，即 QDII)，是指符合本办法规定的条件，经中国证券监督管理委员会批准在中华人民共和国境内募集资金，运用所募集的部分或者全部资金以资产组合方式进行境外证券投资的境内基金管理公司和证券公司等证券经营机构。包括符合特定的条件的银行、信托公司、证券公司、基金管理公司、保险公司等境内金融机构。

从该条规定可知，当前我国的 QDII 制度设计主要指向境外证券市场，尽管实践中 QDII 机构亦会参与部分港股基石投资，但其投资范围仍然以二级市场投资为主，投资范围极为广泛。对于境内

私募股权基金而言,即便其在相关 QDII 的投资合同中约定最终投资目标仅限于港股基石投资,但由于 QDII 本身属于进行境外证券投资的机构(保险类 QDII 除外),国内基金借道 QDII 在形式上仍然违反了《私募投资基金登记备案办法》及《私募投资基金备案指引第 2 号--私募股权、创业投资基金》中规定的私募股权基金不得参与二级市场股票、债券交易的相关规定;因此,境内基金通过 QDII 投资港股基石前应当充分关注 QDII 自身的投资范围要求。

另一方面,站在 QDII 本身的监管而言,国内基金通过借道 QDII 参与基石投资也存在合规问题。以证券类 QDII 为例,实务中常见的投资结构为:境内基石投资者作为委托人、证券公司作为管理人、银行作为托管人设立单一资产管理计划,基石投资者认购资管计划份额,资管计划使用计划项下的资金进行港股基石投资。然而,《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》对证券类 QDII 管理人的主动管理职责有明确要求,即证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责,不得有下列行为:“(一)为其他机构、个人或者资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务;(三)由委托人或其指定第三方下达投资指令或者提供具体投资标的等实质性投资建议。”而实务中通过证券类 QDII 参与港股基石投资的境内基金往往操作上与这一规定相违背。

(二) QDLP/QDIE

合格境内有限合伙人(Qualified Domestic Limited Partner,“QDLP”)制度试点于 2012 年,起源于上海,是指在中国境内面向合格投资者募集资金,设立 QDLP 基金,将在境内募集所得的资金在其获批的外汇额度范畴之内换汇后进行境外金融市场(包括但不限于公开证券市场)投资的跨境金融制度,QDLP 试点企业在获得批复后向国家外汇管理局申请对外投资的购汇额度。在试点地区中,还存在准许 QDLP 以跨境人民币开展境外投资的情形,币种选择更加灵活。QDLP 的制度设计,成为继合格境内机构投资者(QDII)、ODI、深港通、沪港通、沪伦通之后,境内投资者参与境外投资的又一重大渠道。继上海之后,深圳(名为 QDIE,与其他地区的 QDLP 无实质区别)、天津、青岛、北京、海南等地先后发布 QDLP 试点制度。

实践中,QDLP 的性质根据投资范围可登记为私募股权投资基金、私募证券投资基金、其他私募股权投资基金。以《海南省开展合格境内有限合伙人(QDLP)境外投资试点工作暂行办法》第十三条规定的投资范围为例,试点基金可以基金财产开展如下投资业务:

1. 境外非上市企业的股权和债券;
2. 境外上市企业非公开发行和交易的股票和债券;
3. 境外证券市场(包括境外证券市场交易的金融工具等);
4. 境外股权投资基金和证券投资基金;
5. 境外大宗商品、金融衍生品;
6. 经国家有关部门批准的其他领域。

既然 QDLP 可以投资境外一级市场,那么就有基金客户曾咨询本所:境内的 PE/VC 能否借道 QDLP

投资于港股基石投资项目呢？

这里面的关键在于 QDLP 本身属于私募股权投资基金、私募证券投资基金、其他私募股权投资基金。而希望参与港股基石投资的境内基金自身本身就属于私募股权基金，而非母基金(FOF)，其并不能投资于其他私募股权基金产品。因此，除非相关基金投资范围符合要求，否则境内基金借道 QDLP 投资于港股基石投资亦不可行。

结语

本文作为《境内基金参与港股基石投资的关注要点》的“上篇”，重点回答了境内基金参与港股 IPO 发行阶段投资时，如何操作才能满足其自身投资范围的要求，该等投资范围要求包括但不限于：不得投资于二级市场、不得参与网下申购和网上申购、私募股权基金不得投资于其他私募股权基金等等。后续，我们将在中篇、下篇中继续解答境内基金参与港股基石投资的热点法律问题。

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



韩政
+86 21 3135 8684
ryan.han@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 2026