

当 PEVC 遇到 IPO 系列之(六) ——境内基金参与港股基石投资的关注要点(中篇)

作者：张征轶 | 韩政

前言

作为“《当 PE/VC 遇到 IPO 系列》”文章的延续，我们在《境内基金参与港股基石投资的关注要点(上篇)》中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。今天，作为《境内基金参与港股基石投资的关注要点》的“中篇”，我们将聚焦境内基金确定港股基石投资标的后，实务中办理 ODI 手续的常见注意事项。

一. ODI 的基本要求

对于一个非私募股权基金的境内投资者而言，如一家境内企业，其若参与港股基石投资，资金出境的方式主要包括：境外直接投资(ODI)、合格境内机构投资者(QDII)、合格境内有限合伙人(QDLP)、合格境内投资企业(QDIE)。但对于境内基金而言，如我们在《境内基金参与港股基石投资的关注要点(上篇)》所述，其通过 QDII、QDLP 或 QDIE 参与港股基石均在私募股权投资基金的投资范围方面有相关的合规瑕疵，因此，从合规角度而言，留给境内基金的合规出境之道主要就是境外直接投资(ODI)。

通过 ODI 方式向境外直接投资的，则应根据《境外投资管理办法》(商务部令 2014 年第 3 号)、《企业境外投资管理办法》(国家发展改革委令 11 号)等相关规定，向商务部、发改委、外汇部门(或银行)办理 ODI 备案手续，并依法办理资金出境。具体如下：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

(一) 发改部门

根据《企业境外投资管理办法》相关规定，境外投资指中国境内企业直接或通过其控制的境外企业，以投入资产、权益或提供融资、担保等方式，获得境外所有权、控制权、经营管理权及其他相关权益的投资活动。中国境内企业开展境外投资，应当履行境外投资项目核准、备案等手续，报告有关信息，配合监督检查。需提交的材料主要包括《境外投资项目备案申请表》及相关材料，并说明投资必要性、资金来源、投资金额、中方投资额、项目内容等事项，发改委审核通过后出具《境外投资项目备案通知书》或核准文件。

其中，实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类项目，核准机关是国家发展改革委。实行备案管理的项目中，投资主体是中央管理企业(含中央管理金融企业、国务院或国务院所属机构直接管理的企业)的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元及以上的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元以下的，备案机关是投资主体注册地的省级政府发展改革部门。

(二) 商务部门

根据《境外投资管理办法》相关规定，境外投资指中国境内企业通过新设、并购及其他方式在境外拥有非金融企业或取得既有非金融企业所有权、控制权、经营管理权及其他权益的行为。商务部和省级商务主管部门按照企业境外投资的不同情形，分别实行备案和核准管理。对属于备案情形的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。

其中，中国境内企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理；其他情形的境外投资，实行备案管理。备案申请人通常需提交投资协议、公司章程或合伙协议、董事会决议或合伙人大会会议决议等文件，以证明投资项目的合法性和合规性。

(三) 外汇登记

拟进行境外投资的企业在取得前述发改部门核发的《境外投资项目备案通知书》和商务部门核发的《企业境外投资证书》后，应当通过银行向外汇管理局申请办理资金出境，并取得《业务登记凭证》。

二. 私募基金通过 ODI 参与港股基石的实务难点

(一) 对于投资比例、是否委派董事等方面的实务要求

实务中，境内基金跨境投资港股基石份额是否属于《境外投资管理办法》、《企业境外投资管理办法》规定的“境外投资”存在一定的争议。具体而言，基石投资不完全属于一级市场的股权投资，也有别于实时交易的二级市场股票，一般被称为一级半市场。而如上文第一部分所述，发改

委《企业境外投资管理办法》和商务部《境外投资管理办法》两个规定对境外投资的定义总体比较宽泛,均有投资于“境外其他权益”的兜底性表述,但两个规定中对于境外投资的列举式定义整体呈现出境内投资者对境外长期的权益投资行为,而不应包括短期的证券买卖。

此外,根据国家发改委于 2021 年公开发布的实务问答,“境内 A 公司在已持有香港企业 a 的 10% 股权情况下,继续在二级市场购买 2% 股权,属于直接投资,即属于 11 号令所称境外投资,适用 11 号令。根据《国家发展改革委关于发布企业境外投资管理办法配套格式文本(2018 年版)的通知》,项目实施前无法取得协议或类似文件的,投资主体作出合理、充分的说明后可以不提供相关附件。”

由此可见,监管对于境内投资者通过 ODI 方式参与境外证券投资的,倾向于有一定的门槛要求。实务中,根据我们在部分项目中的实务经验以及我们对相关地方主管部门的电话咨询,部分地方主管部门对境内投资者参与港股基石(尤其是 H 股上市公司)的 ODI 申报进行审查时,会要求境内投资者符合以下三个条件之一:

1. 在被投资企业所持股权比例达到一定门槛(通常为 10%);
2. 为前五大股东或前十大股东(占发行完成后总股本);
3. 对被投资企业有一定程度上的经营管理权(如在被投资企业委派董事)。

上述三个条件均不符合的,实务中将无法办理港股基石投资的 ODI 手续,境内基金参与港股基石需提前与当地主管部门沟通并预留充足时间,以明确材料要求和备案条件。

但需要注意的是,如果参与基石的投资者是发行人现有股东,还有更为严格的主体要求。根据香港联交所《新上市申请人指南》第 4.15 段第 13 条的规定,香港联交所在考虑同意向现有股东或其紧密联系人配售证券并豁免其遵守《主板规则》第 10.04 条时,要求须满足以下条件:

1. 基础投资协议并无任何较其他基础投资协议对现有股东或其紧密联系人更为优待的重大条款;
2. 除作为基石投资者获保证分配证券外,现有股东或其紧密联系人并未获得特别优待;
3. 现有股东(1)于发售前在申请人的投票权低于 5%;(2)并非核心关连人士或其紧密联系人;(3)无委任董事的权力或任何其他特别权利。此外,分配予现有股东或其紧密联系人不会影响发行人遵守公众持股量的规定,而有关分配的详情会于上市文件及/或配发结果公告披露。

(二) 是否必须设立境外 SPV 再投资于拟上市公司

对于境内基金通过 ODI 方式参与港股基石投资,是否必须在香港或 BVI 等地设立 SPV 作为中间投资主体?仅从 ODI 监管本身角度出发,是否需要设立 SPV 需根据拟上市公司的上市架构确定:(1)若为红筹架构的港股拟上市公司,由于被投资标的本身即开曼主体,从 ODI 监管角度并非必须设立中间层 SPV。(2)但若被投标的是 H 股拟上市公司,由于其本身系注册于中国境内的股份

有限公司，因此路径上通常需要设一个香港 SPV，通过香港 SPV 再投资于拟上市公司。

根据我们的实务经验，即便没有强制要求，部分境内基金也会选择在香港设立一家 SPV，以境外 SPV 作为基石投资的持股主体，从而便于资金出入境的统筹。例如，基石投资者将来退出时在二级市场出售股票所得可以先汇集到该 SPV 中，然后在法规要求的时间内统一或分批资金回境，从而增加换汇的灵活性。

三. “通道化”资金出境的合规风险

我们在《境内基金参与港股基石投资的关注要点(上篇)》中提到过，实务中部分境内基金通过 QDII 的实现跨境基石投资。但通过 QDII 方式进行资金出境是否还需额外取得 ODI 手续，对此没有单一的结论，需结合具体情况分析，实践中稍有不慎就会触发合规问题。

对此，国家发改委于 2021 年 8 月在官网发布的实务问题中包含了这这个问题的答复：

问题原文：32.甲省(市)开展合格境内机构投资者(QDII)、合格境内有限合伙人(QDLP)、合格境内投资企业(QDIE)等试点工作，其中适用范围可能包含境内企业投资获得境外非上市企业股权、获得境外上市企业非公开发行和交易的股票、投资境外私募股权投资基金等构成境外投资的情形。投资主体通过 QDII、QDLP、QDIE 等途径开展境外投资是否需要履行境外投资核准、备案手续？

答复原文：投资主体通过 QDII、QDLP、QDIE 等途径开展境外投资，有关投资活动属于 11 号令第二条所称境外投资的，投资主体应按照 11 号令履行境外投资有关手续。

国家发改委只提供了一个原则性回答，我们结合保利文化及中信信托 QDII 行政处罚案进一步看一下监管的实务标准。根据外汇管理局京汇罚[2021]11 号行政处罚决定书及保利文化发布的公告，外汇管理局北京外汇管理部认为保利文化在 2019 年通过中信信托 QDII 项目投资数字王国集团有限公司(00547.HK)定向发行股票的过程中，在境外投资资金汇出境前未取得有效的发改委核准文件或备案文件，违反了《外汇管理条例》第十七条、第三十九条、《企业境外投资管理办法》第三十二条的相关规定，对保利文化处以高达 2300 多万元的处罚。根据外汇管理局京汇罚[2021]10 号行政处罚决定书，外汇管理局北京外汇管理部认为中信信托违反了《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》第十二条(即“严禁信托公司向境内机构出租、出借或变相出租、出借其境外可利用的投资账户”)，并基于《外汇管理条例》第四十七条对其作出行政处罚。

结合发改委的问答及上述保利文化的处罚案例，若一项投资实质系境内主体与拟上市公司之间的基石交易(如境内主体直接和港股拟上市公司之间签署基石协议等)，QDII 提供通道，则该情形实质属于《企业境外投资管理办法》项下的跨境投资，应当额外办理 ODI 手续，否则存在违规处罚风险。例如在保利文化的处罚案例中，正是保利文化自身作为投资主体参与港股上市公司的定增，保利文化本身并没有履行境外投资登记审批，被处罚也就不足为奇了。

结语

本文作为《境内基金参与港股基石投资的关注要点》的“中篇”，重点回答了境内基金通过 ODI 参与港股基石投资的实务问题，包括但不限于 ODI 的具体要求、通过 QDII 等途径跨境投资是否豁免 ODI 手续等。后续，我们将在《境内基金参与港股基石投资的关注要点(下篇)》中继续解答境内基金参与港股基石投资涉及的基本流程、主要协议、未来退出和资金回流等方面的法律要点。

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