

国浩视点 | 国资基金参与港股基石、锚定投资法律实操要点

原创 杨娟 翟浩 应浩辉 国浩律师事务所 2026年4月3日 18:08 上海



引言

2025年，港股IPO市场迎来强势复苏，以合计募资超2,800亿港元登顶全球资本市场募资规模榜首。基石投资、锚定投资作为港股IPO的特色融资方式，其规模与活跃度同样呈现爆发式增长。在这其中，不少拥有国资背景的私募投资基金（“国资基金”）加速布局港股IPO投资领域，逐步成为基石、锚定投资市场中不可或缺的核心资金力量。如重庆产业投资母基金以21.76亿港元认购赛力斯、无锡市国资委实际控制的无锡金筹以约1.17亿港元认购先导智能等，均彰显着国资对产业链核心资产的布局逻辑。

在国资基金参与港股基石、锚定投资过程中，标的主体往往涉及香港、开曼、BVI等多个不同法域，同时港股IPO监管规则与内地亦存在诸多不同之处。因此，国资基金参与此类投资也面临着一系列规则与实操层面的困惑。作为长期深耕于私募基金领域的法律服务团队，我们曾就国资基金参与红筹架构重组的路径、方式以及关注要点撰写实务文章《[中国企业出海大背景下PE/VC境外上市退出的法律实务问题](#)》。本次，我们将系统梳理国资基金参与港股基石投资、锚定投资的操作流程，深入拆解核心注意事项，为国资基金开展相关投资实践提供参考与借鉴。

目录

- 一、2025年港股基石、锚定投资情况
- 二、港股基石投资与锚定投资的主要区别
- 三、国资基金参与港股基石、锚定投资的资金出境方式

四、国资基金参与基石投资流程（以ODI方式为例）

五、核心法律文件和主要内容（以基石投资为例）

六、国资基金参与港股基石、锚定投资的实务要点

01 2025年港股基石、锚定投资情况

根据Live Report大数据统计显示，2025年港股IPO市场中，高达78.07%的新股在发行过程中引入了基石投资者。从投资主体构成来看，当前港股基石投资的主力阵营清晰明确，主要包括各类基金、专业投资机构、地方产业投资平台以及上市公司。回顾近三年港股基石投资的发展轨迹，其增长态势尤为迅猛：2023年，共有46家完成IPO的上市公司引入了基石投资者，参与投资的基石投资者共计154名，累计投资金额达154.01亿港元。2024年，引入基石投资者的上市公司数量增至47家，基石投资者人数达到165名，总投资金额大幅增长至270亿港元。2025年，引入基石投资者的上市公司数量飙升至89家，较2024年增长近一倍；参与投资的基石投资者人数激增至585名，累计投资金额更是达到1,065.96亿港元，较2024年增长近3倍，较2023年增长超6倍，无论是参与主体数量还是资金规模，均创下历史新高。

锚定投资作为建簿配售环节的核心参与形式，是新股定价与发行稳定的重要支撑。与基石投资相比，锚定投资因无强制禁售期、参与流程更灵活等特点，成为投资机构平衡收益与流动性的主流选择之一。在2025年8月港交所IPO配售新规落地后，发行人须将发售股份中至少40%分配至建簿配售，为锚定投资提供了明确的份额保障，投资机构参与积极性显著提升。

02 港股基石投资与锚定投资的主要区别

在港股IPO的新股发售过程中，通常分为国际配售和公开发售。国际配售的投资者主要为基石投资者、锚定投资者及其他机构投资者，公开发售的投资者主要是散户投资者。基石投资与锚定投资作为新股发售阶段的重要投资安排，在投资者类型、投资时点、购买价格、禁售期、分配保障机制以及信息披露等核心维度均存在显著差异，主要区别梳理如下：

类别	基石投资	锚定投资
投资者类型	机构投资者及高净值个人投资者	大型机构投资者为主
投资时点	IPO 之前与发行人签订认购协议，以 IPO 发行价格进入	一般在预路演及询价阶段即明确表达投资意向，并在簿记建档阶段非公开下单认购
购买价格	IPO 最终发行价格，无折扣	IPO 最终发行价格，可视情况取得一定折扣
禁售期	上市后至少 6 个月	无
分配保障	确定，在招股书中明确其将按约定认购一定数量的股份（需与基石投资协议一致）	不确定，不能保证一定能获得预期的配额，获配率比较有限
信息披露	需披露于最终版招股书，包括最终权益所有人、投资金额和投资比例等	不需要披露
是否可以撤单	基石投资协议具有法律约束力，不可以撤单	除非相关认购条款明确无法撤销，一般情况下，可以撤单
投资目的	基于战略考量，与发行人达成战略协同，或进行长线投资获取未来的增值收益	在新股上市初期，利用其较早参与认购对股价的引导作用，尽量争取上市首日股价的高涨，获取短期交易利润
是否有明确的制定规定	是港股 IPO 中的一项制度，有明确的规则规定	未规定在港股 IPO 制度规则中

03 国资基金参与港股基石、锚定投资的资金出境方式

（一）资金出境方式概览

国资基金在参与港股基石投资或锚定投资时，需重点考量并选择合适的资金出境方式。根据境外投资相关的监管规定，境内企业参与境外投资，资金出境方式主要包括：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）及合格境内投资企业（QDIE）。其中，ODI为直接投资方式，而QDII、QDLP、QDIE等均为通过特殊境外投资通道的间接投资方式。前述四种资金出境方式的主要区别如下：

类别	ODI	QDII	QDLP	QDIE
投资额度	没有固定标准, 根据项目的投资规模和需求而定	出海限额由外汇管理局根据市场情况和机构需求进行分配。每家获得QDII资格的机构都有一定的投资额度限制	出海限额由地方政府根据试点情况和市场需求进行分配。试点企业在获得额度后, 可在额度范围内进行投资	同 QDLP
申请机构	境内企业	境内金融机构 (包括商业银行、信托公司、证券公司、公募基金基金管理公司和保险公司等)	主要为符合条件的境外资产管理机构, 部分试点城市允许符合条件的境内私募基金管理人	境内金融机构 (包括商业银行、信托公司、证券公司、公募基金基金管理公司和保险公司)、股权投资基金管理企业及境外投资管理企业
审批机构	商务部、发改委、外汇部门	金融机构各自的监管部门及外管局	各地金融局及外管局	深圳等试点城市金融局、外管局
投资范围	境外非二级市场, 一级市场、股权市场、实体投资	境外证券市场 (主要为境外二级市场), 包括: 股票、债券、基金、挂牌交易的股权产品、衍生品等, 以各自监管规定为准	境外证券投资 (境外一级市场、二级市场)、大宗商品交易, 主要指向是交易所场内现货和衍生品交易, 包括: 非上市企业的股权和债券、境外上市企业非公开发行和交易的股票和债券、证券市场 (包括境外证券市场交易的金融工具等), 股权投资基金和证券投资基金、大宗商品、金融衍生品 (以各地区试点办法规定为准)	对比 QDLP, QDIE 的投资范围更广泛, 包括: 境外证券投资, 境外非上市公司股权、债权、对冲基金以及不动产、实物资产等

除以上四种资金出境方式外, 实践中还存在通过SWAP协议安排进行基石投资的案例。如近期完成发售的兆威机电 (02692.HK)、沃尔核材 (09981.HK) 等, 均有多家采用场外掉期的基石投资者参与其中。此类SWAP通常安排如下: 持牌机构设立场外掉期产品, 并由合格投资者参与认购。持牌机构作为名义投资者认购港股IPO股份, 再通过掉期协议将全部经济损益转移给投资者, 并在禁售期满后, 根据投资者终止场外掉期的要求出售股份并以现金进行结算。与前述四种资金出境方式相比, SWAP协议属于场外金融衍生品交易, 资金通常不实际出境。但对于国资

基金而言，往往存在对场外金融衍生品投资的限制。因此，国资基金能否通过SWAP进行港股基石投资仍有待观察。

(二) 国资基金资金出境重点关注事项

1. ODI

ODI，即境外直接投资，是国资基金最常见的资金出境方式。在审核中主要涉及发改委备案/审核（区分敏感与非敏感项目，发放《境外投资项目备案通知书》）、商务部门备案/审核（同样根据投资项目的敏感程度实施核准或备案管理，发放《企业境外投资证书》）与外汇管理（凭前两部门发放文件由银行代办）。

对于国资基金而言，还应特别关注：（1）在常规境外投资备案基础上，国资基金需先履行国资前置审批、三重一大决策及资产评估等（如有）监管要求。（2）国资基金通常在其合伙协议中约定投资方向及投资范围。因此，国资基金开展投资时，需严格遵循基金合伙协议中的约定，并且严禁进入负面清单领域。

2. QDII

QDII，即合格境内机构投资者，主要由各境内金融实体向其各自的监管机构申请QDII资格，并向国家外汇局申请QDII额度，获得批准后发行QDII产品。国资基金通过认购QDII产品间接认购于港股基石份额。相较于ODI方式，通过QDII额度出境通常由持额度的机构内部审批即可。

对于国资基金而言，需要注意的是：（1）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，“合格境内机构投资者是指.....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。”又根据《政府投资基金暂行管理办法》的规定，对于政府投资基金，在运作过程中对于投资证券投资基金存在一定限制。且从近期案例来看，如太平洋资管、富国基金通过QDII投资英矽智能，中邮理财、洛阳科创通过QDII投资宁德时代等，主体均为国有企业而非基金。因此，国资基金能否通过QDII进行港股基石投资仍有待观察。（2）从监管实践来看，对香港资本市场的上市公司基石投资，不属于对证券市场挂牌交易的普通股的投资行为。国资基金通过QDII参与投资，其自身虽然无需办理ODI手续，但QDII仍有可能被要求办理ODI审批。实践中，曾存在因QDII未办理ODI手续而受到处罚的案例，可参见我们此前撰写的[《从一则处罚案例看QDII参与基石投资或定增的ODI审批》](#)。

3. QDLP与QDIE

QDLP，即合格境内有限合伙人，是国资基金通过认购试点境外投资基金管理企业设立的基金间接认购于港股基石份额（因QDIE相当于深圳版的QDLP，在此不再赘述）。在审批时效方面，QDLP受限于基金设立（含中基协备案）及托管账户开立流程，加之目前投资于港股基石份额原则上需参照一级市场投资管理，仍须向发改委申请ODI备案，因此整体耗时较采用ODI更长。

对于国资基金而言，需要注意的是：根据相关监管规定，QDLP需备案为私募基金。又根据《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》及部分地区母基金管理办法等规定，要求子基金原则上以直投项目方式进行投资，控制基金层级。因此，子基金通过投资QDLP间接参与港股基石投资，将受到嵌套层级相关监管限制，相关安排亦可能与其母基金的管理规定存在冲突。从近期案例来看，较少有子基金通过投资QDLP间接参与港股基石投资的案例。

04 国资基金参与基石投资流程（以ODI方式为例）

与普通市场化机构相比，国资基金在参与港股基石投资过程中，除需遵循港股上市规则及跨境投资监管要求外，还需履行国有资产保值增值、重大事项审批报备等特殊义务，兼顾投资效益与监管合规。基于上述流程与义务要求，结合港股基石投资常规周期及国资审批/备案等实务特点，国资基金参与港股基石投资的一般流程如下：

阶段	主要事项	预估时间节点
投资前准备	筛选契合国资战略的港股 IPO 标的公司，开展立项评估	T-6 月
尽职调查	牵头开展法律、财务、业务等专项尽调，重点核查标的公司港股上市合规性	T-5 至 T-4 月
搭建投资架构	根据尽调结果设计投资架构，完成境内外主体设立与银行、证券账户开户（如需）	T-4 至 T-3 月
国资监管审批	根据实际情况履行内部投决会等机构审议，完成国资监管部门审批/备案	T-4 至 T-3 月
ODI 备案	向发改、商务、外汇部门完成 ODI 登记，取得全套备案凭证	T-3 至 T-2 月
基石投资协议谈判与签署	起草、修订基石投资协议（CIA），与发行人、保荐人等开展谈判，定稿后签署 CIA	T-1 月
资金出境与打款	通过 ODI 通道完成资金境内外划转，按 CIA 约定足额缴纳认购款及相关费用	T-1 月
股份交付	完成股份登记，正式成为目标公司股东	T 日（上市日）
股份禁售及投资退出	履行股份禁售义务（至少 6 个月）；根据实际需求制定减持计划，于禁售期其结束后通过二级市场或协议转让等方式退出	T+6 月起

05 核心法律文件和主要内容（以基石投资为例）

基石投资协议（Cornerstone Investment Agreement，简称“CIA”）是基石投资交易的核心法律文件，其通常由发行人、保荐人、基石投资者及担保人等相关主体共同签署。其中，关键条款的惯常性内容如下：

- 1.投资安排主要约定：**基石投资者按最终发售价认购股份，发行人向基石投资者交付相关股份，基石投资者支付相应对价，包括总投资金额、经纪佣金及征费等。
- 2.交割条件通常包括：**香港公开发售及国际发售之包销协议已签署并生效；联交所上市委员会已批准股份上市及买卖；不存在具有禁止性效力的法律、法规或命令；基石投资者所作的声明、承诺及保证均真实、准确及完整等。

3.基石投资者限制主要包括：约定基石投资者禁售期（一般不少于6个月），以及禁售期届满后如基石投资者处置股份亦需提前通知发行人与保荐人；基石投资者及其紧密联系人直接及间接于发行人已发行股本总数中总持股量在任何时候应少于发行人全部已发行股本的10%；不得签署任何违反香港上市规则的补充函件或其他安排等。

4.基石投资者的承诺与保证通常包括：同意本次基石投资安排将依法公开披露并向香港监管机构备案，最终发售价按照全球发售相关条款及条件确定，已就本次发行开展相应调查及独立意见，本次基石投资遵守现行法律法规，以及其他惯常承诺与保证事项。

此外，除基石投资协议外，基石投资相关文件还可能包括基石投资意向书、用于办理资金出境手续（如ODI手续）的股份认购协议等。基石投资意向书并非必备文件，仅为推进项目合作之用，一般不具有法律约束力。鉴于办理资金出境手续时正式基石投资协议通常尚未签署，股份认购协议主要用于满足办理资金出境手续要求。

06 国资基金参与港股基石、锚定投资的实务要点

（一）国资基金参与基石投资是否可以存在“保底”安排

从内地监管规则角度看，适用于中国境内上市公司的《上市公司证券发行注册管理办法》规定：“上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象做出保底保收益或者变相保底保收益承诺。”在相关争议中，法院倾向于认为保底承诺因扰乱证券市场秩序、损害社会公共利益，从而将其认定无效。而在港股基石投资中，上市公司、控股股东提供的保底承诺同样明确违反港交所上市规则。进一步来看，如果该等保底安排未在聆讯文件中披露的，更可能构成违反香港《证券及期货条例》第298条“披露虚假或具误导性的资料以诱使进行交易”，继而违反香港法律规定。

虽然有上述法律规定，并不意味着“保底”安排一律被认定为无效。根据惯例，基石投资协议多为标准版本，且争议解决措施通常约定为香港仲裁/法院管辖，但“保底”安排往往存在于独立的“补充协议”中。而针对该补充协议，可能约定为香港法院/仲裁管辖，也可能约定为内地法院/仲裁管辖。由于香港法院/仲裁的案例并不予以公开，根据我们检索到的内地公开案例来看，内地法院/仲裁对于港股基石投资中的保底安排却往往被认定为有效：

首先，从适用法律和管辖角度看，存在裁判机构认为，虽然基石投资协议约定为香港仲裁，但补充协议约定为内地法院/仲裁，系独立的争议解决约定，如基石投资人根据差额补足协议本身提起仲裁，且差额补足协议约定了明确的仲裁条款，应属有效。

其次，从实体角度来看，如果交易方未明文约定适用的准据法，法院/仲裁机构可能直接适用内地法律。同时，因内地的监管规则不适用于香港上市公司，裁判机关倾向于认为，仅仅违反香港《上市规则》不足以否认合同效力，并直接认定香港上市公司及控股股东提供的差额补足协议有效。

需要特别注意的是，对于采用H股上市（非红筹架构）的公司，其注册地为中国内地；而对于进入“港股通名单”的公司，内地投资者也可进行交易。这两类情形均与内地公司/投资者产生直接联系，内地法院/仲裁可能会根据前述规定将差额补足协议纳入内地法律及规章的规制范围。此

外，根据前文所述，签署差额补足协议并且未于招股书中披露本身可能构成香港《证券及期货条例》中“披露虚假”的情形，具有一定程度的违法性。因此，对于在基石投资进行“保底”安排仍需投资人谨慎加以考虑。

(二) 国资基金参与港股基石投资是否有门槛比例

从监管规则来看，国资基金参与港股基金投资在办理ODI过程中并无“最低投资比例”门槛的规定。但根据本团队了解到的实务案例情况，针对境内投资者通过ODI参与港股基石投资的情形，部分地方主管部门在进行审查过程中，会要求投资者需符合以下条件中的任意一项：完成投资后，其持股比例达到10%以上；被投资企业完成发行后，其成为前五大或前十大股东；其有权参与被投资企业的经营管理相关事项，如委派董事等。

以上条件与基石投资规则存在一定冲突（如基石投资者委派董事与基石投资者的独立性要求存在矛盾），且根据近期的案例观察，例如重庆产业投资母基金（地方国资基金）投资赛力斯、湖南湘江智聘产业投资基金（地方国资基金）投资希迪智驾等，上述基石投资者的持股比例均未达到10%，且均未在被投资企业委派董事。由此可见，前述实务要求中的相关审查条件并非刚性，各地主管部门在实际操作中或存在一定的空间和弹性把握。建议国资基金在办理ODI申报前，主动与所属地主管部门进行沟通，提前了解并确认具体的审核口径和适用要求。

(三) 投后退出资金是否必须调回境内

国资基金参与港股基石投资、锚定投资并退出的，其投后退出资金原则上须调回境内。根据《中国人民银行国家外汇管理局关于境内企业境外上市资金管理有关问题的通知》（将于2026年4月1日实施），注册在境内的股份有限公司经中国证监会备案，直接境外发行上市或发行境外存托凭证的，其境内股东因减持、转让境内企业境外股份等所得资金，原则上应及时调回境内。调回方式可自主选择人民币或外币两种形式。此外，《资本项目外汇业务指引（2024年版）》同样规定，境内股东减持境外上市公司股份所得资金原则上应及时调回境内，因此该收益调回要求同样适用于红筹架构下的港股上市公司。

不过，根据《关于发布境内机构境外直接投资外汇管理规定的通知》（2009年发布，现行有效）的规定，境内机构境外直接投资所得利润可留存境外用于其境外直接投资。境内机构将其境外直接投资所得利润以及其所投资境外企业减资、转股、清算等所得资本项下外汇收入留存境外，用于设立、并购或参股未登记的境外企业的，应就上述直接投资活动到所在地外汇局办理境外直接投资外汇登记手续。

此外，对于国资基金境外投资企业自身退出形成的资金（相当于经营利润），如在境外进行再投资的，还应根据《境外投资管理办法》及《商务部办公厅关于做好境外投资管理工作的通知》等相关规定，在完成境外法律手续后向商务主管部门履行报告义务。

▶ 作者简介



杨娟

国浩北京合伙人

业务领域：境内外股票发行和上市、上市公司重大资产重组、跨境并购等

邮箱：yangjuan@grandall.com.cn



翟浩

国浩北京合伙人

业务领域：投资基金与私募股权、企业重组与并购、公司上市

邮箱：zhaihao@grandall.com.cn



应浩辉

国浩北京律师

业务领域：投资基金与私募股权、企业重组与并购、公司上市

邮箱：yinghaohui@grandall.com.cn

【特别声明：本篇文章所阐述和说明的观点仅代表作者本人意见，仅供参考和交流，不代表本所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。】

