

新基建：再谈 QFLP 拥抱新基建投资

作者：钟荆惠 | 董施文¹

在持续优化外资参与境内金融市场、深化金融改革创新背景下，QFLP²制度作为资本市场开放过程中的过渡之举，从2010年开始在上海首先试点。近十年来，各地关于QFLP的有关政策在不断优化完善，试点规模也在不断扩大。据不完全统计，迄今为止全国已有18个地区在开展QFLP试点工作，可以说QFLP已经成为中国对外开放和跨境直接投资和资产配置的重要渠道和风向标。2022年初，上海临港、广东南沙、海南洋浦及宁波北仑等试点地区的QFLP实施细则及外汇管理操作指引先后出台，更具有里程碑意义。本文从上海QFLP试点出发，浅谈QFLP试点企业对新基建的若干投资案例，并浅析未来趋势，供大家参考。

一、上海 QFLP 试点企业的设立要求、管理模式与监管架构

不同地区的QFLP试点制度略有差异。本文现以首个QFLP试点地区——上海为例，依据上海市2010年出台的《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》（沪金融办通（2010）38号）（“《上海QFLP办法》”）³并结合实操经验，梳理了当地QFLP的设立要求、管理模式及监管架构。

QFLP试点企业，主要包括外商投资股权投资管理企业（QFLP基金管理人）外商投资股权投资企业（QFLP基金），各地试点通常都有“双落地要求”，即要求QFLP基金管理人和QFLP基金注册在同一地点⁴。就上海QFLP试点而言，其试点政策原则上要求QFLP基金管理人和QFLP基金同时落地上海，但实操中也存在例外情况⁵。

（一）上海 QFLP 试点企业设立要求

分类	QFLP 基金管理人 (外商投资股权投资管理企业)	QFLP 基金 (外商投资股权投资企业)
模式	公司制、合伙制	合伙制
名称	需加注“股权投资基金管理”字样	需加注“股权投资基金”字样

¹ 陈曦律师对本文的写作亦有贡献。

² QFLP (Qualified Foreign Limited Partnership, 外商投资股权投资企业)，指境外投资者参与投资设立的，以非公开方式向境外投资者募集资金，投资于境内非公开交易的企业股权的企业。

³ 目前上海市现行有效的QFLP试点办法为《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》（沪金融办通（2010）38号）参见：<https://www.waizi.org.cn/policy/42452.html>。

⁴ 例如苏州要求QFLP基金管理人及QFLP基金的住所必须在苏州工业园区内，且原则上注册在苏州自贸片区。

⁵ 本文提及的E公司是先于上海设立QFLP基金管理人，后于无锡设立QFLP基金。

分类	QFLP 基金管理人 (外商投资股权投资管理企业)	QFLP 基金 (外商投资股权投资企业)
注册资本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 不低于 200 万美元 ■ 出资方式限于货币形式 ■ 注册资本 (或认缴出资) 应当在营业执照签发之日起 3 个月内到位 20% 以上, 余额在 2 年内全部到位 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 不低于 1,500 万美元 ■ 出资方式限于货币形式 ■ 合伙人应当以自己名义出资, 除普通合伙人外, 其他每个有限合伙人的出资应不低于 100 万美元
主业范围	<ol style="list-style-type: none"> 1. 发起设立股权投资企业 2. 受托管理股权投资企业的投资业务并提供相关服务 3. 股权投资咨询及经审批或登记机关许可的其他业务 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家允许的范围内, 以全部自有资金进行股权投资 (但在实践中, QFLP 基金的投资范围已扩展到可投资优先股、定增、可转债夹层、不良债务等领域)⁶ 2. 为所投资企业提供管理咨询
高管人员/ 境外投资者	<p>具有至少 2 名同时具备下列条件的高级管理人员:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 有五年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历 ■ 有二年以上高级管理职务任职经历 ■ 有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验 ■ 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件, 且个人信用记录良好 	<p>合格境外投资者主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金 (FOF)、保险公司、银行、证券公司及联席会议认可的其他境外机构投资者组成, 应具备以下条件:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 在其申请前的上一会计年度, 具备自有资产规模不低于五亿美元或者管理资产规模不低于 10 亿美元 ■ 有健全的治理结构和完善的内控制度, 近 2 年未受到司法机关和相关监管机构的处罚 ■ 境外投资者或其关联实体应当具有 5 年以上相关投资经历 ■ 联席会议要求的其它条件
投资限制	暂未明确	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资 2. 在二级市场进行股票和企业债券交易 3. 从事期货等金融衍生品交易 4. 直接或间接投资于非自用不动产 5. 挪用非自有资金进行投资 6. 向他人提供贷款或担保

(二) 上海 QFLP 试点基金管理的三种模式

上海 QFLP 试点发展十多年来, 根据“QFLP 基金管理人股东”是否为外资背景以及“QFLP 基金投资者”是否为境外投资人该两项标准, 已从传统的“外资管外资” (QFLP 基金管理人和 QFLP 基金

⁶ 在实践中, QFLP 基金的投资范围已扩展到可投资优先股、定增、可转债夹层、不良债务等领域, 来源: https://www.shanghai.gov.cn/nw4411/20200813/0001-4411_1440713.html。

均面向合格境外股东或投资者)模式扩展至包括“外资管内资”(QFLP基金面向合格境内投资者)以及“内资管外资”(QFLP基金管理人面向合格境内股东)在内的三种管理模式⁷。

现如今,在这三种管理模式下,境内基金管理人可以受托管理面向境外投资者募集资金的QFLP基金,而境外的基金管理人也可以受托管理面向境内投资者募集资金的私募基金,如下表所示:

No.	监管模式	图示
1.	外资管外资 QFLP基金管理人 和QFLP基金均面 向合格境外股 东或投资者	<p>The diagram shows a horizontal line separating the Offshore region (top) from the Onshore region (bottom). In the Offshore region, there are two boxes: '境外股东' (Overseas Shareholders) and '境外合格投资者' (Qualified Overseas Investors). Arrows from both point down to a box 'QFLP基金管理人' (QFLP Fund Manager) in the Onshore region. An arrow from 'QFLP基金管理人' points to a box 'QFLP基金' (QFLP Fund) in the Onshore region. An arrow from 'QFLP基金' points down to a box '被投资企业' (Invested Enterprise) in the Onshore region.</p>
2.	外资管内资 QFLP基金面向合 格境内投资者	<p>The diagram shows a horizontal line separating the Offshore region (top) from the Onshore region (bottom). In the Offshore region, there is a box '境外股东' (Overseas Shareholders). An arrow points down to a box 'QFLP基金管理人' (QFLP Fund Manager) in the Onshore region. In the Onshore region, there is also a box '境内合格投资者' (Qualified Domestic Investors). An arrow from '境内合格投资者' points to a box 'QFLP基金' (QFLP Fund) in the Onshore region. An arrow from 'QFLP基金管理人' also points to 'QFLP基金'. An arrow from 'QFLP基金' points down to a box '被投资企业' (Invested Enterprise) in the Onshore region.</p>
3.	内资管外资 QFLP基金管理人 面向合格境内股 东	<p>The diagram shows a horizontal line separating the Offshore region (top) from the Onshore region (bottom). In the Onshore region, there is a box '境内股东' (Domestic Shareholders). An arrow points to a box 'QFLP基金管理人' (QFLP Fund Manager) in the Onshore region. In the Offshore region, there is a box '境外合格投资者' (Qualified Overseas Investors). An arrow points down to a box 'QFLP基金' (QFLP Fund) in the Onshore region. An arrow from 'QFLP基金管理人' also points to 'QFLP基金'. An arrow from 'QFLP基金' points down to a box '被投资企业' (Invested Enterprise) in the Onshore region.</p>

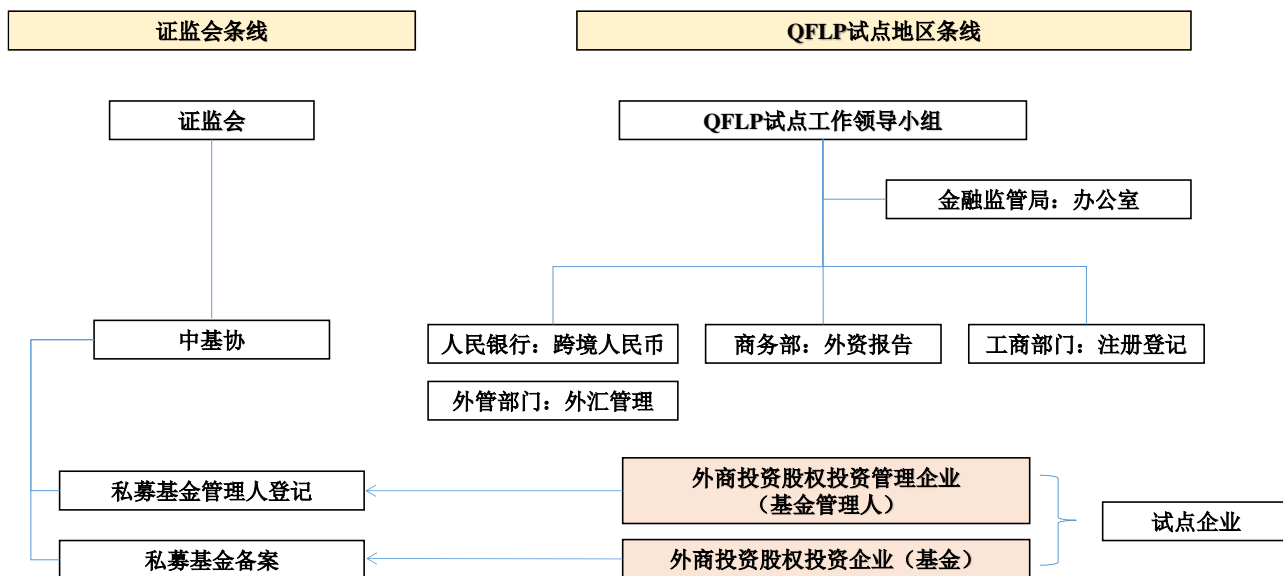
(三) 上海 QFLP 试点企业的监管框架

除上文中对 QFLP 试点企业的“设立要求”及“管理模式”外,《上海 QFLP 办法》对 QFLP 基金管理人和 QFLP 基金的申请审核流程作出了规定。在 QFLP 试点的监管框架下,上海市地方金融监管局扮演了重要角色。实操中,在申请 QFLP 试点资格时,申请人所递交的申请材料均需提交至金融局有关部门进行预沟通⁸,市金融局也会针对申请人的申请材料提出一定的指导性意见并对所提交的材料进行

⁷ 参见上海市人民政府官方网站: https://www.shanghai.gov.cn/nw4411/20200813/0001-4411_1440713.html 同时可参考图解金融《QFLP 试点政策最全解析》<https://mp.weixin.qq.com/s/n4S8ovJGKBgSfPo-CfGMsw>。

⁸ 虽然《上海 QFLP 办法》规定现今仍然生效,但经过若干年发展,现在已经不再是首先交由商务部门审查。其中一些规定已经不再适用。据了解,今年下半年或者明年年初《上海 QFLP 办法》有可能会进行一次较大规模的修订。

针对性辅导。在预沟通结束后，市金融局将会组织外管部门、商务委、市场监督管理局等 11 家政府部门共同参与外商投资股权投资企业试点工作联席会议（以下简称“**联席会议**”），以共同审议推进相关试点工作、协调解决试点过程中的有关问题。其中，市金融局承担联席会议的日常工作，负责出具审查意见、受理外商投资股权投资企业的试点申请并组织审定、组织获准企业的备案管理，同时负责组织制定与外商投资股权投资企业的相关扶持政策并督促落实⁹。



此外，经联席会议评议通过支持基金管理公司及基金设立后，相关负责人员将函商市场监督管理部门以协助投资人进行注册登记。在市场监督管理部分注册登记后，于境内募资的 QFLP 基金管理企业和 QFLP 基金还需在中基协完成私募基金管理人登记和私募基金备案。此外，如果该 QFLP 基金属于发改委体系下的创业投资企业，视情况还应根据《创业投资企业管理暂行办法》（国家发展和改革委员会令 第 39 号）第三条的规定在发展改革部门完成创业投资企业备案。

二、QFLP 试点规则与地产行业有关的限制性规定及分析

一直以来，我们理解房地产领域的境外投资人对于通过 QFLP 投资于地产行业有关资产项目（包括住宅、商业、办公、厂房、仓储设施等）抱有很大的兴趣，为此，我们亦简要梳理了上海、北京及海南等地有关 QFLP 基金的投资限制要求并将主要内容摘录如下：

地区	上海 (明确要求)	海南 (明确要求)	北京
限制	<p>QFLP 基金不得从事以下业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资 2. 在二级市场进行股票和企业债券交易 	<p>不得从事以下业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资 2. 二级市场股票和企业债券交易，但经过海南省地方金融监督管理局、中国证 	<p>第十四条 试点基金募集的境外资金可用于以下支出：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 非上市公司股权 2. 上市公司非公开发行和交易的普通股（含定向发行新股、大宗交易、协议转让

⁹ 参《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》（沪金融办通（2010）38号）第四、五条。
<https://www.waizi.org.cn/policy/42452.html>。

地区	上海 (明确要求)	海南 (明确要求)	北京
	3. 从事期货等金融衍生品交易 4. 直接或间接投资于非自用不动产 5. 挪用非自有资金进行投资 6. 向他人提供贷款或担保	券监督管理委员会海南监管局中国人民银行海口中心支行、海南省市场监督管理局等管理部门认可的投资标的除外 3. 期货等金融衍生品交易 4. 投资于非自用不动产 5. 挪用非自有资金进行投资 6. 向非被投企业提供 贷款或担保	等), 可转换为普通股的优先股、债转股和可转债, 可作为上市公司原股东参与配股 3. 夹层投资、私募债、不良资产 4. 参与投资境内私募投资基金 5. 法律法规允许的其他业务

各地试点政策在 QFLP 基金的投资限制及要求方面均有一定差异。在监管口径方面, 上海及海南对外投资投资境内不动产领域的举措持有较为保守谨慎的审查态度, 并以上述负面清单的形式明确列出了“QFLP 基金不得直接或间接投资于非自用不动产”的规定。其他地区如北京、深圳¹⁰等地, 虽未明确类似限制性负面清单 (而是以正面清单的方式予以罗列), 但受制于 QFLP 基金的外汇资本金本身还应遵守外汇监管方面政策对于外汇资本金结汇用途的相关限制, 而该限制性规定中即包括“境外资本金结汇所得人民币资金 (除房地产企业外), 不得用于建设、购买非自用房地产”一项¹¹, 故我们理解各地在实质上同样一定程度地存在对于不动产领域投资的限制。

但是, 以上限制性规定是否说明境外投资人无法通过 QFLP 试点对境内地产领域进行投资呢? 我们认为亦不尽然。一方面, 该政策实施已久, 外资准入规定在政策实施后调整较多, 实操中已经存在突破该等规定的先例, 上海市地方金融监管局于 2021 年 5 月 10 日公布《QFLP 试点案例二: 世邦魏理仕环球支持物流基础设施建设》一文¹², 文章指出“2017 年, 世邦魏理仕环球 (CBRE) 投资成为上海 QFLP 试点企业, 并于 2018 年成功发起设立首只中国物流基金, 总股本规模达到募集上限 55 亿人民币”。另一方面, 上海市地方金融监管局亦于 2021 年 4 月 14 日发布《上海 QFLP 试点十周年回望》一文¹³, 文章指出“**要稳步拓宽投资领域, 允许试点基金投资仓储物流设施、城市更新改造等领域**”。我们认为, 以上均是监管部门在 QFLP 投资不动产领域方面发出的利好信号。

结合上海市地方金融监管局发布的公开文章, 以及通过公开渠道搜索到的 QFLP 落地案例, 我们理解 QFLP 试点在仓储物流设施以及城市更新改造等领域具有适用前景。根据笔者的经验, **投资者以电商物流仓储项目进行投资申报, 或该投资旨在对存量资产进行盘活、收购困境企业股权以重振烂尾楼、提升周边区域商业发展的, 监管层面对于此类有利于城市发展、提升城市居民生活水平的投资是持支持和鼓励态度的。**虽然境外投资人具体是否能够成功落地 QFLP 试点企业仍需“一事一议”, 但以上监管态度与口径足以振

¹⁰ 参见《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》(2021 年 2 月 8 日实施): QFLP 基金可依法在境内开展以下业务: 1. 投资非上市公司股权; 2. 投资上市公司非公开发行和交易的普通股, 包括定向发行新股、大宗交易、协议转让等; 3. 可作为上市公司原股东参与配股; 4. 为所投资企业提供管理咨询。

¹¹ 《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》(汇发〔2016〕16 号) 第四条。

¹² <https://jrj.sh.gov.cn/QFLP185/20210513/f1e051bace0b4354b64d176b977bbc8b.html> 上海市地方金融监管局:【QFLP 试点案例二】世邦魏理仕环球支持物流基础设施建设。

¹³ 国际知名机构云集 创新发展成果涌现——上海 QFLP 试点十周年回望。

奋人心。

三、以新基建为投资方向的 QFLP 试点案例分析

我们通过公开渠道查询到，在 QFLP 试点下，境外投资者通过申报**仓储物流基础设施建设、产业园区基础设施建设**等方式进军地产领域已有些许成功案例。总体看来，与监管方面鼓励具有先进技术和经验的外商投资股权投资企业和外商投资股权投资管理企业设立于本地的态度和立场保持一致。

（一）C 公司通过 QFLP 试点支持物流基础设施建设

2017 年，C 公司经多部门联席会议审核评估，获批开展物流基础设施建设（物流仓储）项目，并于 2018 年成功发起设立首只中国物流基金，标志其成功进军我国物流地产领域。如今，该总认缴出资额为 55 亿元人民币的中国物流基金已募集完成。据报道，这一股权投资基金旨在投资中国主要城市中位于战略位置的物流资产，并聚焦服务于上海在线消费的长三角仓储物流资产。

就物流基金的设立过程而言，C 公司首先于 2017 年 12 月 1 日在上海设立 C 基金管理人，后该基金管理人于 2018 年 11 月 12 日与澳大利亚某 L 集团共同设立 C 股权投资基金合伙企业（有限合伙）。C 公司在中国有超过 20 年的投资经验，境内投资额超过 30 亿美元。截至 2018 年底，C 公司投资境内直接投资存量超过 10 亿美元。

由上述 C 公司的案例可见，通过 QFLP 试点仓储物流项目进驻中国地产领域是可行之径，境外优质地产企业如果在仓储物流领域具有丰富的资源及成功的管理经验，可尝试通过 QFLP 申请试点，如能通过多政府部门的联席会议审批并履行有关备案手续，有望籍此进一步开展相关地产基金募集及投资业务。

（二）D 公司通过 QFLP 试点支持产业园区基础设施建设

该案例是境外投资者在上海自贸区成立的首支 QFLP 产业园区基金。2016 年，经上海市金融办特批，D 公司在上海自贸区成立 D 股权投资基金管理有限公司（“D 基金管理人”），后于 2016 年 12 月 8 日联手 Z 公司共同成立 100 亿规模的 D 股权投资基金，致力于投资中国一线及部分 1.5 线城市的产业园区项目。D 股权投资基金以产业园区基础设施为主要投资方向的 QFLP 基金，同时也是规模最大的上海本土 QFLP 产业园区基金。

由上述 D 公司的案例可见，通过 QFLP 试点产业园区项目进驻中国地产领域亦是可行之径，境外优质企业如果在产业园区等领域具有丰富的资源及成功的管理经验，也可尝试通过 QFLP 申请试点，同样有望籍此进一步开展相关地产基金募集及投资业务。

（三）E 公司通过 QFLP 试点布局中国境内电商物流仓储项目

该案例是一则全球领先的物流地产平台/境外上市公司通过设立 QFLP 基金布局中国境内物流仓储的近期案例。E 公司于 2017 年 12 月 8 日在上海成立 Y 股权投资基金合伙企业（有限合伙），主要用于投资仓储地产。除此之外，E 公司于 2017 年 4 月 10 日设立 Z 股权投资基金管理有限公司，后该股权投资基金管理公司于 2021 年 11 月 30 日在江苏省无锡市与香港另一家公司（持有受益权 99%）等共同设立 W 股权投资合伙企业（有限合伙），总体规模达到 3.1 亿美元，将根据公司全球化战略，布局中国境内高质量的电商物流仓储项目。

本项目突破双落地限制，在上海设立 QFLP 基金管理人后于无锡设立 QFLP 基金¹⁴，可能是出于商业目的的考量，并与监管部门进行了友好协商。

E 公司的案例也同样证明通过 QFLP 试点仓储物流项目进驻中国地产领域是可行之径，境外优质物流地产企业如果在仓储物流领域具有丰富的资源及成功的管理经验，可尝试通过 QFLP 申请试点，如能通过多政府部门的联席会议审批并履行有关备案手续，有望藉此进一步开展相关地产基金募集及投资业务。

综上，为便于大家比照查看，上述所提及案例的有关信息整理总结如下：

*	C 公司	D 公司	E 公司	
地点	上海	上海	上海	无锡
成立日期	2018 年 11 月 12 日	2016 年 9 月 21 日	2017 年 12 月 8 日	2021 年 11 月 30 日
币种	美元现汇	人民币现钞	人民币现钞	人民币现钞
投资方向	仓储物流项目	产业园区项目	仓储物流项目	仓储物流项目

四、以中国境内商业不动产为投资方向的 QFLP 试点案例分析

除上述三则案例之外，我们亦关注到一则境外投资机构通过在上海设立 QFLP 合伙企业募集基金拓展投资夹层项目的案例。2016 年 5 月，北京 L 资产管理有限公司于北京市登记成立，由上市公司 L 股份有限公司、韩国 H 银行及其他战略投资机构共同出资设立，是国内另类资产投资领域具影响力的投资机构，主要包括夹层与信用投资、不动产投资和股权投资三大类。

L 资管公司通过上海 Y 股权投资管理有限公司及在上海设立的 QFLP 合伙企业，联合韩国 H 金融集团及旗下公司在韩国募集资金，最终实现资金入境，于 2019 年第三季度完成了首支 QFLP 基金投资，投资总规模约 20 亿元人民币。据悉，投资标的位于北京市某区核心商圈内的写字楼资产，总建筑面积约为 5.8 万平方米，属于区域内稀缺性优质资产，因此，该案例是一则将境外资金与境内优质商业不动产相结合的投资案例。

据公开报道，L 资管公司此次 QFLP 试点资格的落地，获得了很多上海市金融局、外管局、商务委、工商和浦东新区政府及金融部门等多家政府部门的政策指导与支持。该项目非常高效，自 2019 年 5 月启动预沟通，到上海 QFLP 试点工作联席会审议通过，再到一期资本金投放到位，仅耗时 4 个多月¹⁵。

考虑到 QFLP 试点在业务投向上的限制，未来监管部门对于 QFLP 试点资格拥抱中国商业不动产领域的态度存在较大不确定性，秉持着个案各议的原则，且从笔者目前的观察来看，监管口径存在锁紧、趋严之可能性。因此，上述之先例并不能视为监管部门对于 QFLP 试点资格允许进入中国商业不动产领域的证明。

五、总结

总体而言，QFLP 试点的流程逐步简化、门槛逐渐降低、投资范围逐步扩大、外资退出路径日趋灵活等

¹⁴ 惠山市政府：携手 ESR，惠山首支 QFLP 获批试点资格 <http://www.huishan.gov.cn/doc/2021/11/26/3512020.shtml>。

¹⁵ 来源：<https://sghexport.shobserver.com/html/baijiahao/2021/03/10/379091.html>，2022 年 05 月 08 日访问。

已成为各地区试点政策的基本走向。目前，单从政策层面来看，合伙制 QFLP 企业相较于一般的外商投资企业（FIE）仍具有一定优势¹⁶，因为同时兼具一定的政策扶持，所以 QFLP 的优势仍然存在。

我们认为，未来一段时间内，对于境外投资者通过申报**仓储物流基础设施建设、产业园区基础设施建设、盘活存量资产、收购困境企业股权**等项目，设立 QFLP 试点企业并进军新基建领域的举措，监管部门的支持态度仍十分明朗，可谓前景广阔。

¹⁶ 如一般外商投资企业需要有利润才能进行分红、退出流程较为复杂、投资范围较窄、资金汇出渠道不畅、结汇人民币使用不够便利等。

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：

董施文

电话： +86 21 6080 0202

Email: shiwen.dong@hankunlaw.com