



信托：金融百货商店的 PE 营生

清科研究中心 傅喆

在各类金融机构中，信托公司素有“金融百货商店”之称，一方面由于其受托财产种类繁多，另一方面也因为其产品及其可投资范围最为广泛。同时，信托公司在可参与股权投资资金来源方面受限最少，可用固有资产及信托财产从事股权投资。以固有资产从事股权投资又可分为直接投资或通过信托计划投资两种方式。

清科研究中心最新发布的《保险、信托、商业银行抢滩中国股权市场》，通过调研发现，信托公司以固有资产从事股权投资多通过公司内部相关职能部门直接进行，而使用信托计划资金从事股权投资则多委托第三方机构担任投资顾问，例如：私募股权投资机构，聘用该类投资顾问产生的费用由信托财产（即信托本金加收益）承担。

信托计划的发行渠道包括自身客户认购、银行合作发行以及第三方理财机构代销，其中银行合作发行方式又可分为银信理财与银行代销两种。信托资金的募集一直是信托公司的软肋，银行作为主发行渠道重要性日益加剧，第三方理财机构的介入或可助信托摆脱完全依赖银行的发行方式。然而，作为销售银行、保险及证券投资产品的金融中介，第三方理财机构的监管划分仍旧没有明确，也不受现行法律法规约束，经营行为尚未得到规范，使投资人投资风险加大。

根据股权投资类信托产品在运作中是否有 VC/PE 投资机构参与、以何种方式参与，清科研究中心将信托公司参与股权投资的方式分为以下几种模式：

模式一：独立管理股权投资信托计划模式

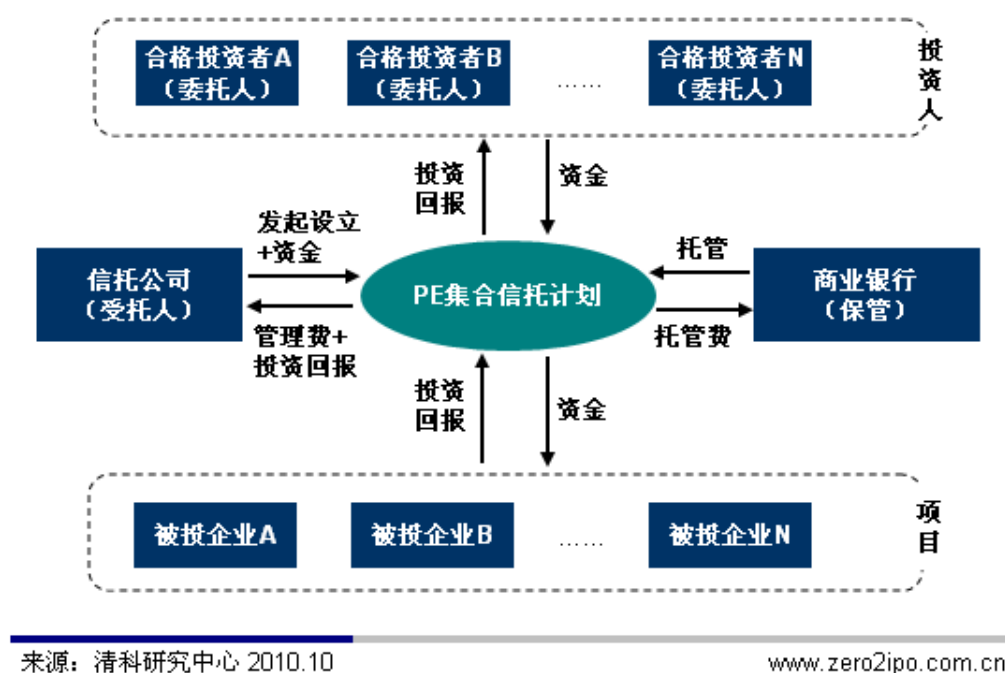
信托公司通过设立并发行股权投资信托计划的方式向合格投资人募集资金，再将信托资金投资于被投资企业。在股权投资信托计划设立时，合格投资者（即委托人）与信托公司（即受托人）之间签订《信托合同》，确立信托关系。此外，信托公司还将与保管银行签订《保管合同》，对信托计划资金进行保管。

在此模式下，信托公司既是信托计划的发行人，同时也是管理人，独立负责信托资金的投资运作。在信托计划期限内，信托公司将收取一定比例的管理费，管理费通常按照“固定+浮动”费率收取，其中固定部分约为信托财产的 1.0-2.0%/年，浮动部分则在信托财产清算并分配盈利时提取，通常在投资收益达到某一目标时，按照 10.0-20.0%的比例收取。同时，信托计划的保管银行还将收取一定比例的托管费。类似费用将全部由信托财产（即信托本金加收益）承担。

在投资项目实现退出后，信托公司会先从信托财产中扣除约定比例的管理费用，再将资本收益返还给投资人。如果信托公司在发起设立股权投资信托计划时，使用部分自有资金认购信托计划份额，那么在投资项目实现退出、取得投资收益后，信托公司在收取管理费的同时，也将获得相应额度的投资回报。

然而，由于大部分信托公司尚不具备运作股权投资能力，采取这一模式运作的信托计划并不多见。

独立管理股权投资信托计划模式



来源：清科研究中心 2010.10

www.zero2ipo.com.cn

模式二：聘用投资管理顾问模式

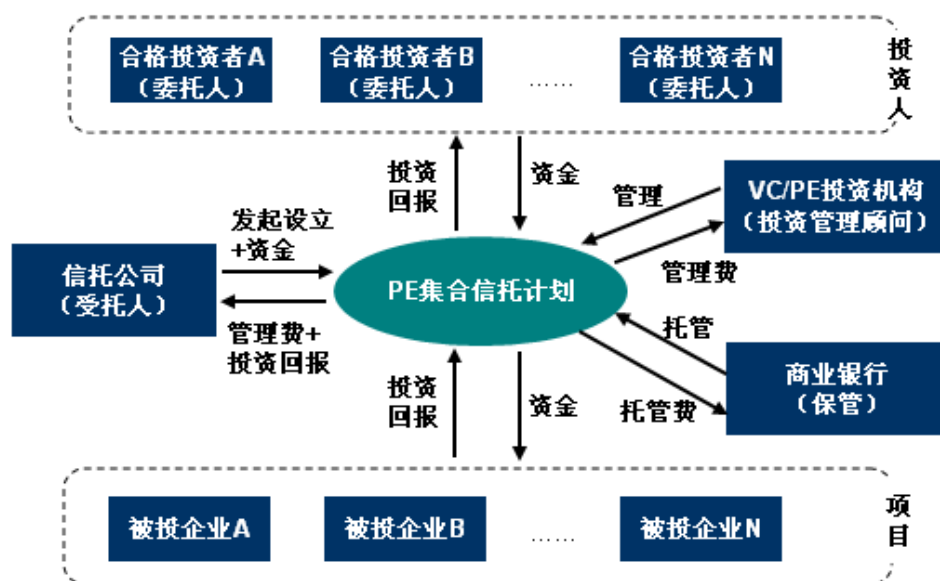
这一模式与上述“独立管理股权投资信托计划”类似，不同的是，信托公司负责股权投资信托计划的设立与发行，但并不直接负责相关的投资决策与操作，而是将信托资金的管理运作交由其聘用的投资管理顾问（例如 VC/PE 投资机构）负责。在与投资管理顾问的合作中，信托公司负责信托资金的募集、信托财产的监管与风险隔离，投资机构主要负责项目投资决策、后续管理与项目退出。

除模式一中与投资人签署的《信托合同》以及同保管银行签订的《保管合同》外，信托公司需再与 VC/PE 投资机构签订《投资管理顾问合同》，授权投资管理顾问。同模式一一样，在信托计划运作中产生的一切费用，都将由信托财产（即信托本金加收益）承担。但对于投

资者来说，除信托公司收取的管理费用外，“聘用投资管理顾问模式”还将产生一定的投资管理顾问费用，收取方式与信托公司管理费相似。待信托计划从被投企业中退出后，信托公司会先从信托财产中扣除约定比例的管理费用及利润分成，再将资本收益返还给投资人。如果信托公司使用部分自有资金认购信托计划份额，在投资项目退出后，信托公司在收取管理费的同时，也将获得一定的投资回报。

投资管理顾问除负责信托计划的投资决策、管理与运作外，有时还将按照信托计划中的相关协议，代信托计划持有被投企业股权，借此规避证监会对于信托计划不得作为企业上市发起人股东这一政策限制。同时，还有投资管理顾问同意以自有资金与信托资金共同投资，并保证公平管理、进退同步。虽然这一做法可以规避政策限制，但是一旦投资顾问涉及法律纠纷，将有可能影响到代持的信托财产，存在较大的法律风险。

聘用投资管理顾问模式



来源：清科研究中心 2010.10

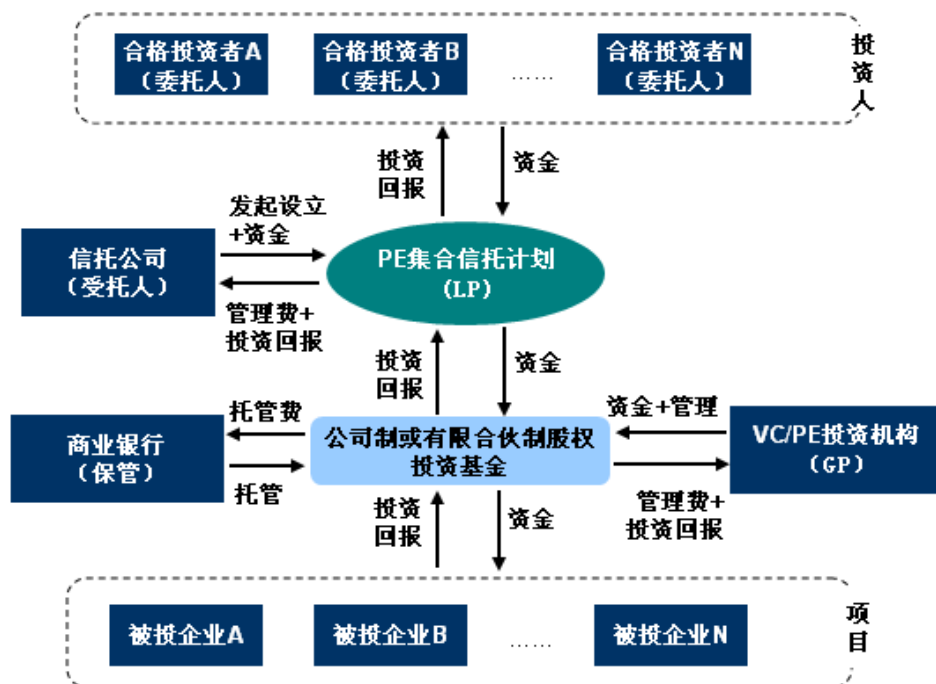
www.zero2ipo.com.cn

模式三：参股私募股权投资基金模式

在上述两种模式中，均是由信托计划作为投资主体向相关企业进行股权投资。然而，信托计划不具备法律资格，也不符合证监会对于公司上市前股东人数及信息披露方面的要求，不能够作为上市企业的发起人，为信托计划以 IPO 渠道退出设下了障碍。从被投资企业角度看，这一问题可能影响企业的上市进程，在接受投资时就将信托资金拒之门外。于是有信托公司采取以信托计划参与设立有限合伙制或公司制股权投资基金的方式，以该基金作为企业法人参与未上市公司股权投资，希望能够借此规避政策风险。

如图所示，股权投资信托计划作为 LP 或股东，将信托资金作为出资注入到股权投资基金（有限合伙制或公司制）中去。同时，VC/PE 投资机构作为普通合伙人，也将认购不低于 1.0%的股权投资基金份额，并负责股权投资基金的投资、管理及相关运作。例如建银国际旗下的建银医疗保健股权投资基金，即是采取的由信托计划及其他出资人共同发起设立公司制股权投资基金方式成立，由建银国际医疗保健投资管理有限公司负责管理。

参股私募股权投资基金模式



来源：清科研究中心 2010.10

www.zero2ipo.com.cn

模式四：固有资金直接投资模式

根据银监会发布的《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》，信托公司可将不超过其上年末净资产 20.0%的固有资产用于股权投资。从各信托 2009 年年报中体现的固有资金长期股权投资情况来看，信托公司多对金融类机构进行股权投资，投向实业的资金规模占比较小。

表 1 2009 年底部分信托公司固有资产从事股权投资情况

信托公司名称	余额（单位：人民币万元）	被投资企业名称
华润深国投信托	469,436.57	国信证券股份有限公司
国元信托	249,377.61	国元证券股份有限公司、淮南通商农村合作银行、安徽桐城农村合作银行、安徽天长农村合作银行、徽商银行等
上海国际信托	219,874.56	上海证券有限责任公司、上海浦东发展银行股份有限公司、香港申联投资发展有限公司、上投摩根基金管理有限公司、申银万国证券股份有限公司等
重庆信托	124,521.95	重庆三峡银行股份有限公司、益民基金管理有限公司、重庆银行股份有限公司等
对外经济贸易信托	77,108.88	冠通期货经纪有限公司、诺安基金管理有限公司、宝盈基金管理有限公司、太平洋证券股份有限公司、中国化学工程股份有限公司等
西部信托	56,951.00	西部证券股份有限公司、长安银行股份有限公司、陕西秦龙电力股份有限公司等
中信信托	55,166.68	泰康人寿股份有限公司、信诚基金管理有限公司、中信锦绣资本管理公司等
国投信托	39,560.09	国投瑞银基金管理有限公司、红塔证券股份有限公司、国投财务有限公司等
北京国际信托	29,007.00	国都证券有限责任公司、江泰保险经纪有限公司
中泰信托	9,417.60	大成基金管理有限公司、华泰证券股份有限公司等
百瑞信托	8,165.58	郑州银行股份有限公司、巩义浦发村镇银行股份有限公司等
昆仑信托	6,358.72	开联信息技术有限公司、上海大众保险股份有限公司等
联华信托	3,705.24	上海联信筑城投资管理有限公司、紫金矿业集团财务有限公司等

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16452

