

# 家族信托持股企业IPO迎破局 政策进一步松绑有难度

证券时报记者 谭楚丹

家族信托持股企业在 A 股上市,近期已成为业内关注话题。

6 月初,长安信托称,该公司设立的股权家族信托间接持股公司在 A 股首发 (IPO) 上市,实现股权家族信托历史性突破。6 月中旬,科创板 IPO 项目振华新材通过上市委会议,其股权架构背后浮现云南信托设立的家族信托身影。

业内人士称,此两案例所涉家族信托持股比例虽然非常低,但意义非凡,不仅是中国证券业的标志性事件,更是信托业的里程碑事件。就在 6 月 15 日,沪深交易所发布《关于进一步规范股东穿透核查的通知》,明确对持股数量少于 10 万股或 0.01% 的股东,在合规原则下可不进行穿透披露。业内人士称,这间接向家族信托行业进一步释放了友好且积极信号。

多名受访人士向证券时报记者表示,展望未来,监管部门对家族信托间接持有 IPO 企业股权比例或会逐渐放开,但需要时间,而实控人通过家族信托持股企业在 A 股上市,仍存较大难度。

## IPO 穿透核查新规受家族信托欢迎

证券时报记者从投行人士处获悉,IPO 股东穿透核查要求得到进一步明确。6 月 15 日沪深交易所向保荐机构发出通知,明确约定在 IPO 股东穿透核查中,对持股较少、不涉及违法违规 造富”等情形的,保荐机构会同发行人律师实事求是发表意见后,可不穿透核查。其中,直接或间接持有发行人股份数量少于 10 万股或持股比例低于 0.01% 的,可认定为持股较少。

证券时报记者注意到,除投行人士和私募股权投资基金 (PE) 外,另有一群体也在为上述要求感到兴奋,那就是家族信托。多名信托业人士表示,上述监管意见对家族信托而言简直是雪中送炭。

北京一家信托公司家族办公室人士称,该消息“性质大于实质”。该人士解释,监管明确符合上述类型的股东不用再参照“三类股东”要求穿透核查,家族信托投资端和资产注入端相比以往稍微能开个口子。

信托领域业内人士称,在少量持股,未突破“利益输送”及“违法违规造富”监管原则和红线的基础上,可以不开披露家族信托的委托人和受益人,信托的私密性优势有望得以保持。

## 家族信托间接持股IPO落地

家族信托持股企业赴 A 上市一直以来存在争议,“三类股东”是主要障碍。除上述交易所在穿透核查要求上开的口子以外,近期多个 IPO 案例也让家族信托似乎迎来了好兆头。

据了解,“三类股东”指资管计划、契约型基金和信托产品。北京一名投行人士介绍,“三类股东”身份之所以敏感,原因如下:一是可能会因为产品存续期问题而造成股权变动,影响发行人股权稳定性;二是产品结构复杂,为代持提供便利;三是容易突破 200 名股东人数限制。在此背景下,监管层基本上要求 IPO 企业在申报前对“三类股东”进行清理。

今年 6 月初,长安信托称,该公司设立的股权家族信托间接持股公司在 A 股首发上市,成为国内首单。长安信托介绍,该次业务中采用“资金家族信托+SPV”的设立方式,由委托人先成立资金家族信托,家族信托企业有限合伙企业,再由有限合伙企业持有委托人的多家公司。

证券时报记者向长安信托内部人士了解具体 IPO 项目名称,对方讳莫如深。业内普遍认为,长安信托所指项目或为睿昂基因,在该案例中,长安信托对 IPO 企业的间接持股比例非常小。

招股书显示,杭州贝欣股权投资基金合伙企业 (有限合伙) (简称贝欣投资) 持有睿昂基因 1.5% 股权。根据天眼查 APP 信息,往上穿透后可看到一家名为杭州创纪实业有限公司持有贝欣投资 8.65% 股



权,该公司获杭州品格企业管理咨询有限公司 (有限合伙) (简称品格咨询) 全资投资,进一步穿透可看到长安信托与另一名自然人分别以 99% 和 1% 持股比例持有品格咨询。

另一单同样受到信托圈关注的案例是 6 月 11 日通过科创板上市委会议的振华新材,该案例与上述睿昂基因存在共性。

此次信托持股上市也是采用“资金家族信托+SPV”模式,且未公开披露委托人及受益人。招股书显示,苏州青域知行创业投资合伙企业 (有限合伙) (下称青域知行) 持有发行人 1.4687% 股权,在其背后层层架构中就有家族信托,即“云南信托-合禧世家 008 号家族信托”。根据发行人对监管层问询回复,云南国际信托最终间接持有 IPO 企业振华新材股权比例仅为 0.0059%。

国内资金+SPV 家族信托模式创立者李魏律师向证券时报记者表示,振华新材此次所涉信托持股比例虽然较低,但意义重大。监管机构

未来会逐步开放家族信托持股比例限制,让境内上市与财富传承规划相结合,提升境内上市的服务水平与国际竞争力。”

北京市中伦律师事务所权益合伙人孟宪石律师向记者表示,近期成功案例的出现利好投资端。他解释,过去一些产业基金寻找 LP (有限合伙人) 时并不接受家族信托投资,或要求家族信托投资前需拆除信托架构,主要担心信托架构影响 A 股 IPO 进程。这些案例出来后,我觉得未来会有很多人将家族信托作为投资平台进行对外投资。”

## 监管关注控制权是否清晰稳定

从上述案例可看出,目前受监管部门认可的家族信托持股 IPO 企业,其特点主要在于“少量持股、间接持股”。

孟宪石律师分析,目前监管层对于家族信托持股 IPO 企业的项

目,主要关注实际控制人的认定、控股权是否清晰、是否存在利益输送和内幕交易。

记者梳理监管问询了解到,面对凯赛生物,上交所要求发行人说明实际控制人及其配偶、儿子通过境外信托基金间接持有发行人股份的原因,是否规避境内监管,根据美国和中国的相关法律,是否影响控制权清晰稳定;要求提供信托协议、一致行动协议等相关文件及其翻译件,并在招股说明书中披露其中的重要条款。在二轮问询中,还了解家族信托受托人决策机制与《一致行动协议》是否存在冲突,是否对发行人控制权稳定存在重大不利影响;受托人之间对相关事项的决策机制,若受托人意见不一致如何解决等。

据了解,已经上市的凯赛生物此前在申报时实际控制人及其配偶、儿子曾经设立境外信托以间接持有发行人股份,最终在监管问询下拆了信托架构。而在振华新材问询中,上交所主要关注“三类股东”出资的资金来源是否合法合规,是否存在股份代持、委托持股等情况;要按照《科创板股票发行上市审核问答(二)》核查,并披露信息。

## 实控人短期难突破制度障碍

尽管上述两单家族信托持股 IPO 案例为“少量且间接持股”,但

已是信托圈内的里程碑事件。展望未来监管政策趋势变化,家族信托能否在控股股东、实际控制人、第一大股东层面有所突破,业内的共识是短期难度很大。

此前有业内人士认为,去年已上市的三生国健和今年 6 月 10 日提交注册的盛美股份,均属于实际控制人通过境外信托持股境外上市公司进而控制发行人的情形,已经突破制度障碍。

对此,孟宪石认为上述观点存在误读,他解释,主要因为 IPO 股东穿透核查只需穿透到自然人或上市公司即可,而三生国健和盛美股份是家族信托持股境外上市公司,境外上市的子公司分拆到 A 股上市,海外家族信托和 A 股上市公司之间尚有一层海外上市公司阻隔。所以两单案例的成功并不能解读为在实控人层面的监管松绑。

在孟宪石看来,下一步监管部门可能对家族信托间接持股比例会逐渐放开,但需要时间。从目前监管环境来看,持股比例超过 5% 以上的股东或实控人通过家族信托持股在 A 股上市,仍然存在非常大的难度。

华北一家信托公司人士对此也表示认同。他表示家族信托只是个法律结构,不影响认定实际控制人,监管松绑要求大势所趋;但在第一大股东和实际控制人方面,不会有制度性突破。

业内人士认为,未来政策如何演变,关键在于监管机构如何看待家族信托与传统信托业务的区别。李魏表示,证监会之所以限制信托计划持股上市,主要是担心信托计划通常为集合信托,投资人众多,容易影响股权清晰稳定与人数上监管要求。其实,家族信托委托人通常是单一自然人,受托人依据委托人意愿与信托文件管理处分信托财产,受益人为他益,且信托财产独立,合理的信托架构比一般有限公司更加稳定可控。

## 机构调研银行热度有增无减“包邮区”银行备受追捧

证券时报记者 谢忠翔

今年上半年,相比去年同期,各类投资机构调研上市银行的热度有增无减,调研次数和广度也有所扩大。统计数据显示,今年以来共有 14 家银行被调研,调研总次数和参与机构数量已较去年同期。整体上,银行股仍延续低估值行情,上市银行中近八成股价低于净资产。

## 宁波银行最受青睐

近日,宁波银行迎来美银证券和摩根大通两家公司的调研。Wind 数据显示,年初至今已有 203 家机构密集参与宁波银行的调研会议,当属最常被“光顾”的上市银行,参与机构数与去年基本一致。

今年以来,各类投资机构对上市银行的调研较去年更为活跃。Wind 数据显示,年初至今,苏州银行、无锡银行、张家港行和宁波银行等 14 家上市银行受到机构 70 次调研,调研机构总数高达 529 家,无论从涉及的银行、调研次数,还是机构参与数量,均较去年同期有明显增幅。

被调研的银行中,既包括宁波银行、张家港行和上海银行等往年热度较高的银行,也包括上市不久的次新股银行,如重庆银行和厦门银行等。上年受调研热度第二、第三的渝农商行和常熟银行,今年相对“冷清”,调研机构数量已不同以往。

总体来看,经济发达的“包邮区”中小银行颇受各类投资机构青睐,14 家被调研银行中有 8 家位于江浙沪地区。从调研次数来看,苏州银行、无锡银行、张家港行排在前三,成为最频繁被“光顾”的上市银行,分别被调研了 16 次、12 次和 8 次。若从参与机构数量看,对宁波银行调研的机构达 203 家,无锡银行达 97 家和上海银行 48 家,位居调研机构数前三。

证券时报记者注意到,在调研上市银行的投资机构中,基金公司和证券公司为绝对“主力”,两类机构数合计达 358 家,占调研机构总数的 67.7%。另一方面,调研机构中不乏国际知名机构,例如喜马拉雅资本、摩根大通、淡马锡、Capital group、贝莱德等均参与了宁波银行的调研活动。

## 资产质量、净息差等问题备受关注

证券时报记者注意到,今年各类投资机构在调研上市银行时较关注的问题包括银行资产质量、净息差,以及房地产贷款集中度等。此外,疫情影响之下,小微企业贷款的投放、普惠金融、财富管理业务的布局等也受到各机构的追问。

例如,美银证券、摩根大通在 6 月 16 日对宁波银行的调研中,就询问了该行的息差情况。宁波银行表示,将从资产端调整投放策略,在负债端强化成本管控。

广发基金等机构对苏州银行调研时,特别关注到该行个人消费贷不良率同比有所回升。苏州银行回应称,数字银行网贷业务在 2020 年受到新冠肺炎疫情的冲击,一定程度上出现了资产质量的下滑。

也有机构提问无锡银行资产质量、前 10 大客户的违约风险、延期还本付息的影响等。无锡银行表示,2021 年该行将继续保持不良贷款处置的常态化,做到应收尽收,严防在经济下行时期不良率反弹。

## 银行股走势分化明显 31 家仍破净

整体上看,各机构对今年上市银行的关注度在提升,但就目前股价而言,A 股上市银行仍普遍维持在“破净”状态。截至 6 月 22 日收盘,39 家上市银行中,有 31 家银行的股价低于净资产,市净率低于 1 倍。市净率最高的为宁波银行,为 2.22 倍。

股价表现上,经历一季度业绩的催化作用,银行板块录得较大涨幅,进入二季度后,银行股表现又呈现震荡行情。证券时报记者据 iFinD 统计,截至 6 月 22 日,今年银行涨幅处于各细分行业第 8 位置,年初至今累计涨幅为 7.40%,低于同期创业板 10.64% 的涨幅。6 月份至今,银行跌幅达 4.6%,在各行业排名中位居第 18 位。

单家股价来看,各银行呈现较大分化。除刚刚上市的齐鲁银行外,今年累计涨幅超 30% 的银行股为江苏银行和南京银行,分别上涨 40% 和 35%;招商银行、成都银行、平安银行的累计涨幅达 20% 及以上;而厦门银行跌幅超 30%,郑州银行跌幅超 17%,重庆银行、青农银行、青岛银行和西安银行等,均下跌超 10%。

安信证券认为,当前银行业资产质量呈现改善的趋势,不良生成速度明显放缓,资产质量改善程度也呈现分化,如长三角地区资产质量明显更优。同时,今年二季度以来,银行股超额收益收窄的核心矛盾是经济增长动能放缓,机构投资者对银行股加仓意愿不高。基于市场对银行股的各种担忧,后续仍依靠业绩验证或者经济数据超预期驱动。