

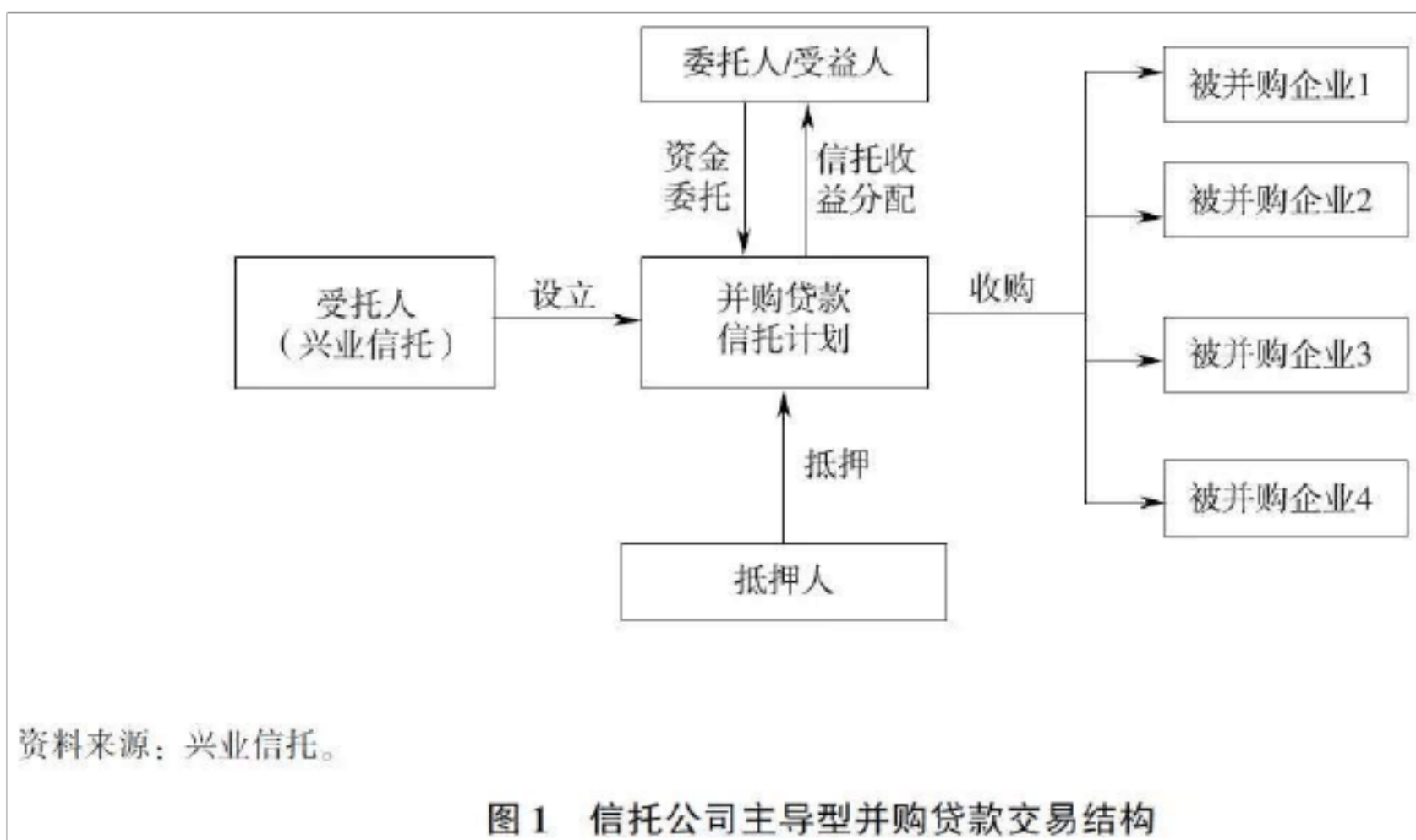
信托公司并购业务模式及案例分析

(一) 并购贷款模式

并购贷款模式是指信托计划募集资金以贷款方式投放资金实施并购。在不同的实施主体下，介入并购的资金信托主要表现为两种形式，即信托公司主导型和信托公司参与型。信托公司主导型，即信托公司设立信托计划，以信托公司自身为主体实施并购，并负责并购项目融资、投资、增值管理、退出以及收益分配的全过程。信托公司参与型，主要是指信托公司仅参与并购实施的某个过程，从具体的案例时间来看，主要是负责并购项目的前期融资，其提供方式主要是并购贷款等。

1. 信托公司主导型

(1) 交易结构。具体交易结构如图 1 所示。



(2) 模式要点。融资标的：不限制，上市公司与非上市公司均可。收购方式：目标企业为上市公司，一般采取协议收购方式取得上市公司母公司/控股股东的控制权，达到间接收购上市公司的目的；目标企业为非上市公司，一般采取增资扩股、现金购买资产、现金购买股权等方式。

退出方式：目标企业为上市公司，一般采取公开出售上市公司股权、上市公司母公司/控股股东溢价回购等方式；目标企业为非上市公司，一般采取股权转让、原股东溢价回购、挂牌转让等方式。

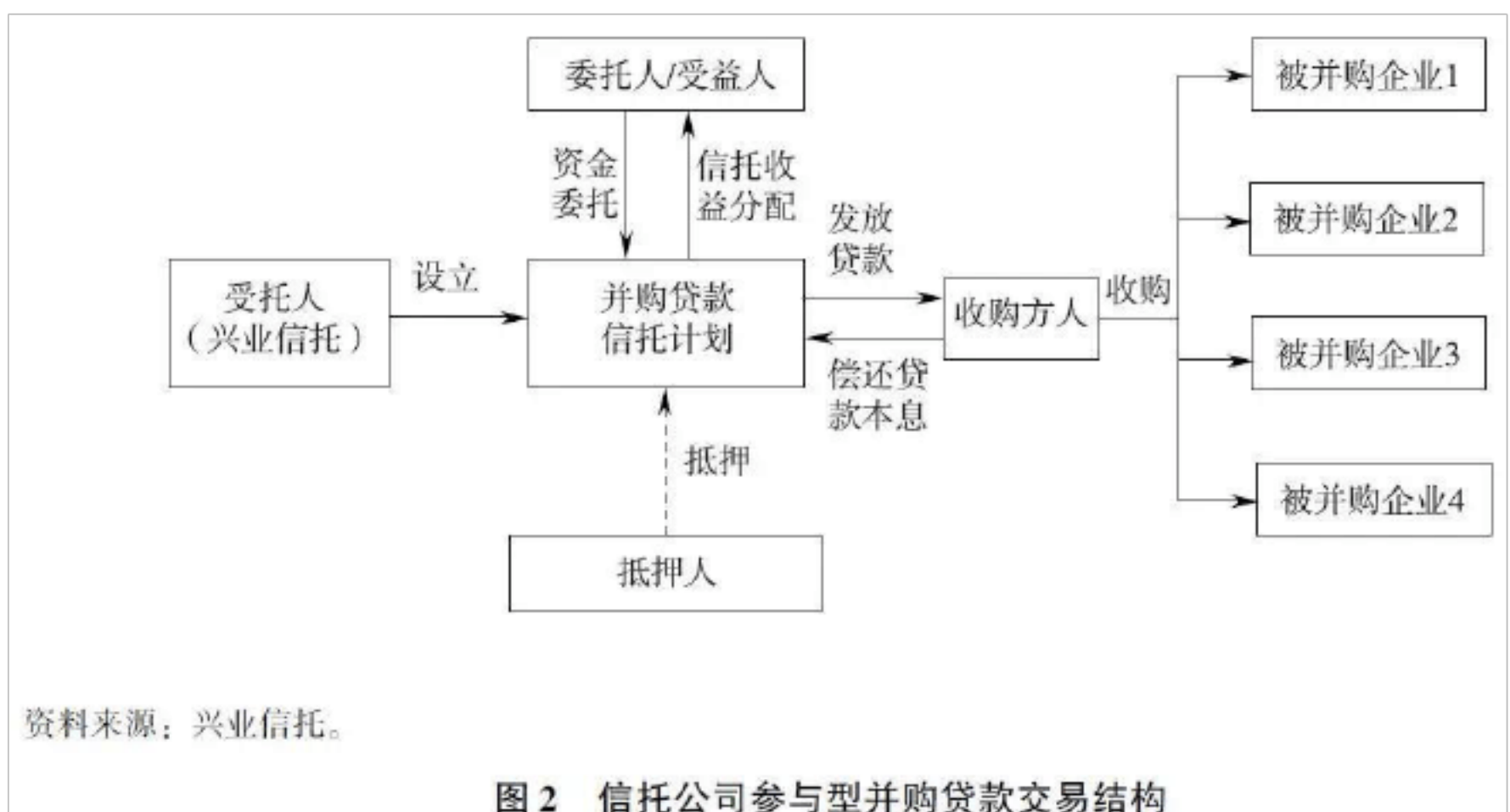
(3) 案例：爱建信托—杭州东田项目并购集合资金信托计划。

资金运用：受托人将信托资金加以集合运用，分别用于收购杭州东田巨城置业有限公司 49% 的股权，收购浙江龙盛集团股份有限公司对杭州东田巨城置业有限公司的债权和向杭州东田巨城置业有限公司发放信托贷款。

增信措施：一是以杭州东田巨城置业有限公司项目土地及在建工程抵押，以杭州东田巨城置业有限公司 51% 的股权质押；二是实际控制人钱益升及配偶提供无条件、不可撤销担保；三是办理强制执行公证。

2. 信托公司参与型

(1) 交易结构。具体交易结构如图 2 所示。



(2) 模式要点。

融资标的：大型国企、上市公司等。

提供资金方式：直接发放并购贷款等形式。

退出方式：收购方到期还本付息。

(3) 案例：中铁信托·铸信集团股权并购贷款项目集合资金信托计划。

资金运用：信托资金用于向成都铸信（集团）发放项目贷款，铸信集团将信托资金用于向成都聚锦商贸有限公司进行股权增资，信托到期由铸信集团偿还本金及利息，实现信托资金的安全退出，为加入本计划的信托受益人获取相应收益。

增信措施：铸信集团以所持有的成都铸信地产开发有限公司 100% 的股权为本次贷款提供质押担保，铸信集团法定代表人提供个人连带责任担保，确保信托

项目的正常运行和及时偿还贷款本息。

3. 并购贷款模式的变通

目前，对于信托公司发放并购贷款的主要监管依据如下。

(1) 《贷款通则》[中国人民银行令（1996 年 2 号）]。

(2) 《信托法》[中华人民共和国主席令第 50 号]。

(3) 《信托公司管理办法》[中国银行业监督管理委员会令（2007 年第 2 号）]。

(4) 《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2009 年修订）[中国银行业监督管理委员会令（2009 年第 1 号）]。

(5) 《上市公司收购管理办法》（2014 年修订）[中国证券监督管理委员会令第 108 号]。

(6) 《商业银行并购贷款风险管理指引》[银监发[2015]5号]。

允许发放并购贷款的金融机构包括商业银行和信托公司，由于同为银监会所监管，因此对银行相关业务的监管规定对信托公司具有一定的指导意义。在以上相关监管法规条文中，监管方面对并购贷款持鼓励态度，同时对借款人等加以约束，以规避并购贷款业务的风险。但《贷款通则》第二十条第三项规定，“不得用贷款从事股本权益性投资，国家另有规定的除外”，即信托公司无法通过发放并购贷款用于股本权益性投资。在此情况下，可以通过设立 SPV，以杠杆收购模式加以变通。具体架构如图 3 所示。

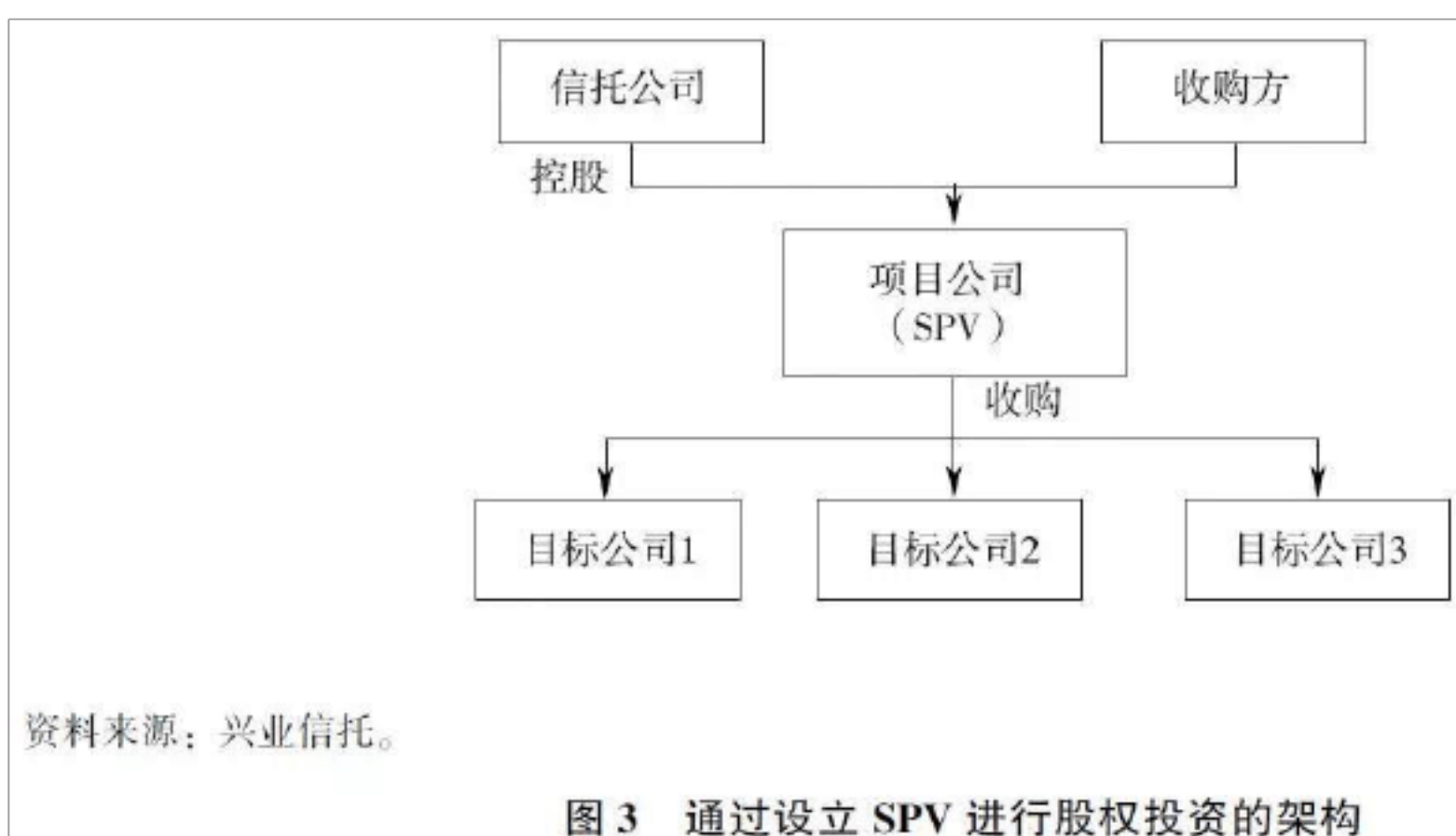


图 3 通过设立 SPV 进行股权投资的架构

变通后的操作模式如下。

(1) 由收购方确定目标企业，并初步确定价格及收购条件。

(2) 收购方与信托公司协商确定需募集的信托资金的规模及资金成本。

(3) 成立由信托公司控股、收购方参股的项目公司作为 **SPV**，收购方承诺到期回购信托公司所持项目公司股权，并提供相关的抵押/质押/担保。

(4) 由项目公司以自有资金收购目标企业。

(5) 在信托公司与收购方事先协定的时间，收购方向信托公司回购信托公司所持有的项目公司的股权，信托公司退出。

4. 并购贷款模式的优势

并购贷款模式具有灵活的交易结构和私密性较好等优势。具体来说，并购贷款能够采取发行信托计划、成立并购基金、与外部机构合作等多种方式来实现，并且可以采用股债结合以及结构化设计。信托公司可以通过放大杠杆的方式在短期内募集大量资金投入并购项目，在银行的并购贷款有额度限制时，信托公司可以形成错位竞争。在某些特定的情形下，信托公司可以在不暴露委托人的前提下帮助并购方实施收购。

(二) “PE+上市公司”模式

“PE+上市公司”模式指的是由丰富的私募股权投资基金管理经验的机构充当 **GP** 与上市公司或上市公司大股东或其关联公司一同作为并购基金的发起人，成立有限合伙制并购基金。2011年9月，天堂硅谷在国内首创了上市公司与 **PE** 机构“联姻”投资的并购合作模式，并广为流传。

从上市公司在并购基金中不同角色定位的角度，可将 **A** 股“PE+上市公司”模式细分为三类：第一类，以 **PE** 机构为主导，上市公司仅作为资金提供方参与，不参与基金的投资管理，仅获取财务收益，此模式下多为“1家 **PE**+**N**家上市公司”型的基金结构，各出资人之间地位相同；第二类，上市公司仅作为 **LP** 参与设立，但基金是围绕上市公司产业布局而成立的，上市公司与 **PE** 机构共同参与投资决策，该模式一般可简化为“1家 **PE**+1家上市公司”；第三类，上市公司既作为 **LP** 又作为 **GP**，与 **PE** 机构共同管理并购基金的各项事务。

1.上市公司作为资金提供方参与并购基金

此模式下，PE机构作为普通合伙人设立基金，多家上市公司共同参与，仅作为有限合伙人出资参与并购基金。在该模式下，并购基金的运作以PE机构为主导，上市公司仅提供并购融资，寻求投资收益，不参与基金的投资管理。基金结构可简化如下。

导，上市公司仅提供并购融资，寻求投资收益，不参与基金的投资管理。基金结构可简化如下。

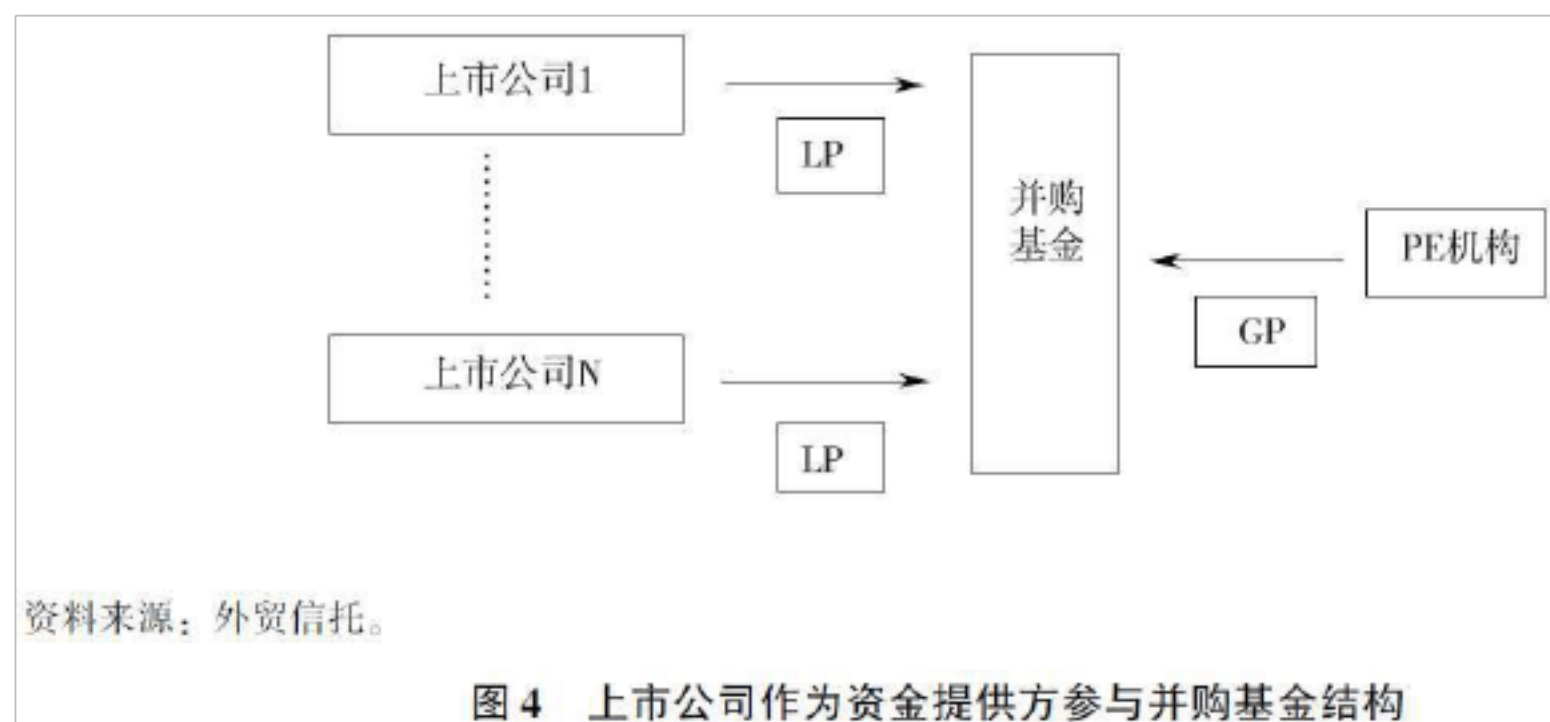
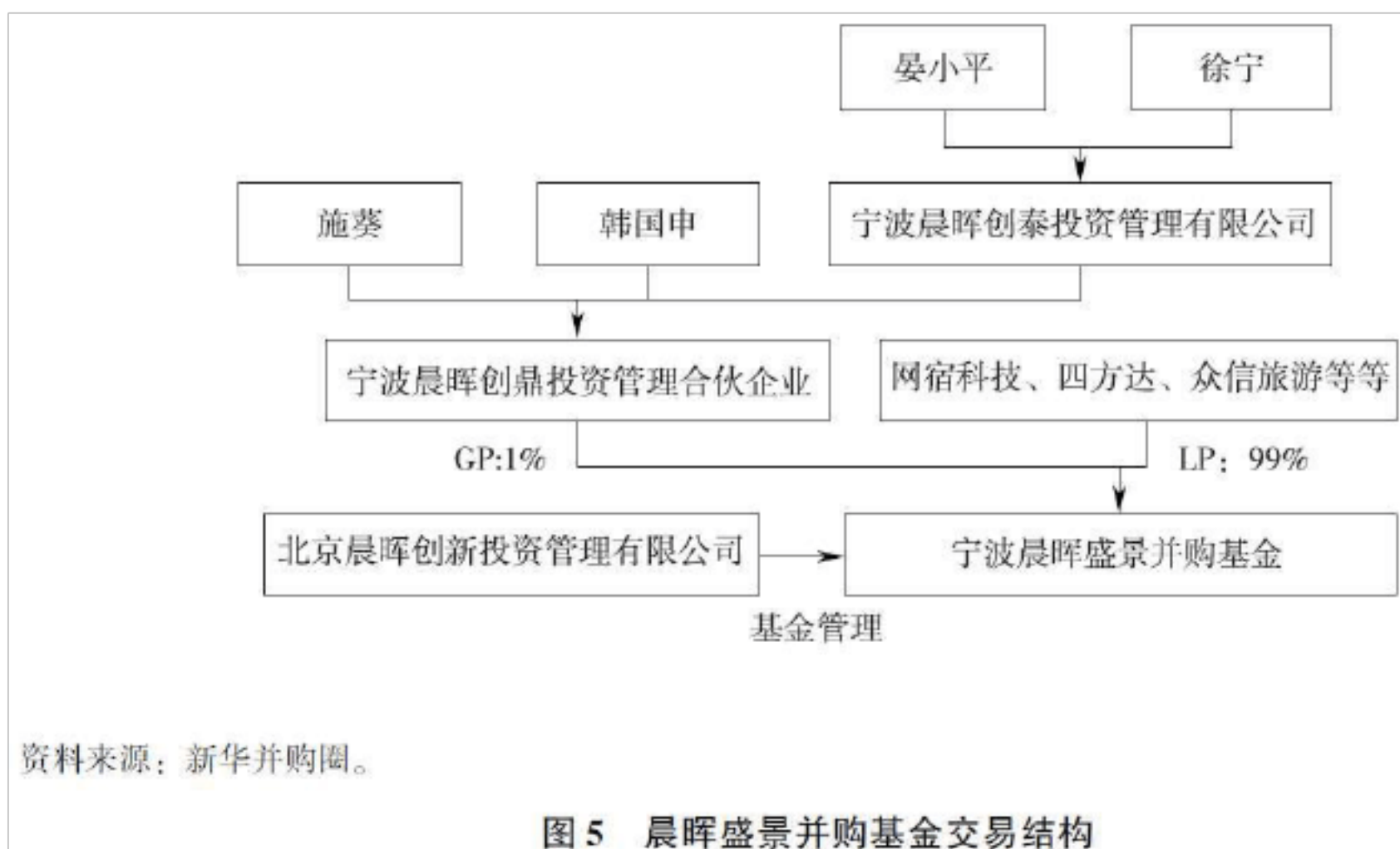


图4 上市公司作为资金提供方参与并购基金结构

该模式的典型特点是“1家PE+N家上市公司”。众多上市公司仅作为LP，PE机构作为独立的GP，独立决定投资事宜。对于PE机构来说，在并购基金投资过程中，既能够独立判断投资方向，又能得到上市公司的支持；对于上市公司来说，主要作用是提供并购融资，更多的目的是为了获得财务收益。

以晨晖盛景并购基金为例。晨晖盛景并购基金成立于2015年5月，晨晖资本为GP，搭伙多家上市公司。1期有10亿元的基金，作为LP出资人的相关上市公司超过10家。

第一，基金结构与规模。晨晖盛景并购基金目标募集规模为10亿元，其中，宁波晨晖创鼎投资管理合伙创业作为基金普通合伙人认缴基金规模的1%，其他有限合伙人认缴剩余部分，根据相关上市公司公告，截至2015年5月21日，参与晨晖盛景并购基金的拓尔思、通光线缆等5家上市公司分别认缴3000万元，四方达公司认缴7000万元。晨晖盛景并购基金的基金管理人为北京晨晖创新投资管理有限公司，其交易结构如下。



第二，资金募集。普通合伙人在合伙企业的总认缴出资额达到3亿元之后，或于其认为适当时间宣布首次交割。所有合伙人均应以人民币现金方式对合伙企业出资。合伙人认缴出资分两期实缴，每次实缴比例为50%；首期实缴出资使用到四分之三时，合伙人缴纳第二期出资。

第三，基金投资。基金投资方向为TMT、大消费及创新升级传统产业。

第四，决策机制。合伙企业的执行事务合伙人为宁波晨晖创鼎投资管理合伙企业。普通合伙人下设投资决策委员会，合伙企业所有对外投资、投后管理重大事项及投资退出等相关重大事宜，均需投资决策委员会审议通过后，方可实施。投资决策委员会由3名委员组成，包括2名关键人士及关键人士另行确定的1名委员。每名委员每人有一票表决权，每个提交表决的项目应经三分之二以上委员同意方可通过，晨晖资本合伙人晏小平拥有一票否决权。

2. 上市公司作为LP参与设立与管理并购基金

此模式下，往往只有一家上市公司作为LP与PE机构合作设立并购基金，该并购基金的投资围绕上市公司产业布局而进行。在基金管理方面，上市公司虽然仅作为LP，但也部分参与基金的投资管理。在出资方面，也有多种灵活安排，上市公司或控股股东可以提供全部或部分出资，部分资金也可由GP募集。GP

方面也可灵活安排，可以是 PE 机构、PE 机构子公司或其他金融机构，也可由其中任意机构组成 GP 联合体。其基金结构可简化如下。

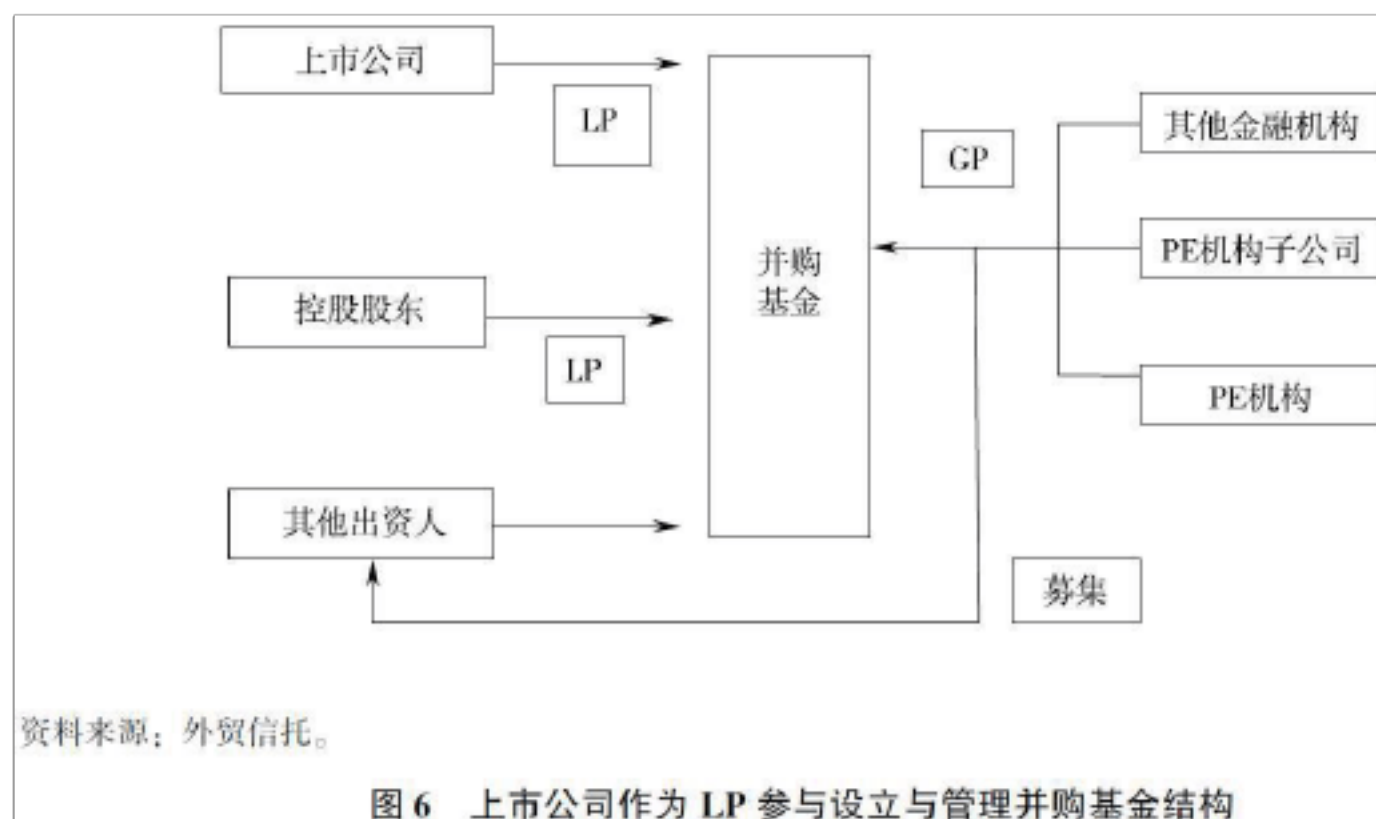
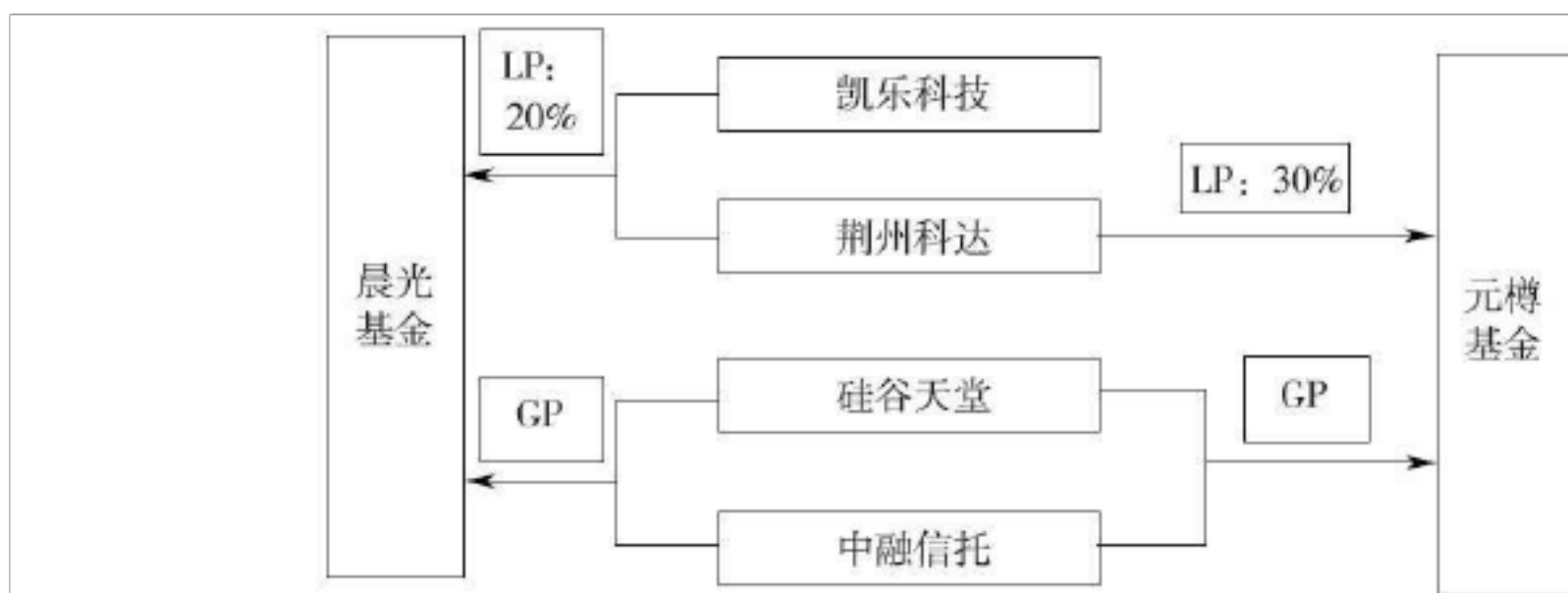


图 6 上市公司作为 LP 参与设立与管理并购基金结构

该模式的特点是，上市公司参与并购基金的投资与管理。上市公司不仅寻求财务投资回报，其主要目的在于战略并购需要。PE 的加入可以扩大上市公司并购融资来源。除了上市公司及关联方的出资外，普遍由 GP 对外募集资金。在基金收益方面，披露的案例普遍使用优先/劣后结构的转型并购基金，如金石一乐普医疗产业投资并购基金。

以凯乐科技的并购基金为例。根据 2015 年 2 月 1 日凯乐科技发布的公告，其联合控股股东荆州科达及第三方投资机构硅谷天堂、中融信托共同发起专门为公司产业整合服务的两只并购基金，即晨光基金和元樽基金。

第一，基金结构与规模。成立的两只基金目标规模均是 5 亿元，并购基金设立的参与方包括上市公司凯乐科技、控股股东荆州科达、硅谷天堂、中融信托。并购基金成立后，由硅谷天堂与中融信托指定的关联企业共同担任基金普通合伙人和执行事务合伙人，对基金设立、投资、管理、退出等日常事务进行管理。其基金结构如图 7 所示。



资料来源：新华并购圈。

图7 凯乐科技的并购基金结构

第二，基金募集。此次拟设立的并购基金包括晨光基金和元樽基金。基金存续期为3年，其中投资期为1年，退出期为2年，经过投资决策委员会同意后，基金存续期可以延长1年。

晨光基金首期规模为不少于2亿元，其中凯乐科技或荆州科达作为基金的有限合伙人，出资比例不低于每期基金规模的20%，硅谷天堂和中融信托负责基金交易结构设计、发行，以及通过自筹资金或募集资金，认缴其余不高于80%的基金有限合伙人出资份额。

元樽基金一次募集到位，其中荆州科达作为基金的有限合伙人，出资总额不低于1.5亿元，出资比例不低于基金总规模的30%；硅谷天堂和中融信托负责基金交易结构设计、发行，以及通过自筹资金或募集资金，认缴其余不高于70%的基金有限合伙人出资份额。

第三，基金投资。晨光基金定位于通信产业链上下游优质企业的投资、并购，元樽基金定位于上市公司内部资产并购、剥离、重组。

第四，日常管理。在业绩报酬方面，收取管理费标准为并购基金净资产规模的2%，按年向GP支付。扣除基金管理费、税收等成本后，如果不进行下一轮投资，则首先分配优先级出资人的本金、优先收益，并提取并购基金普通合伙人20%的业绩报酬，剩余的超额收益在优先级出资人和劣后出资人之间按照约定的梯级比率进行分配。

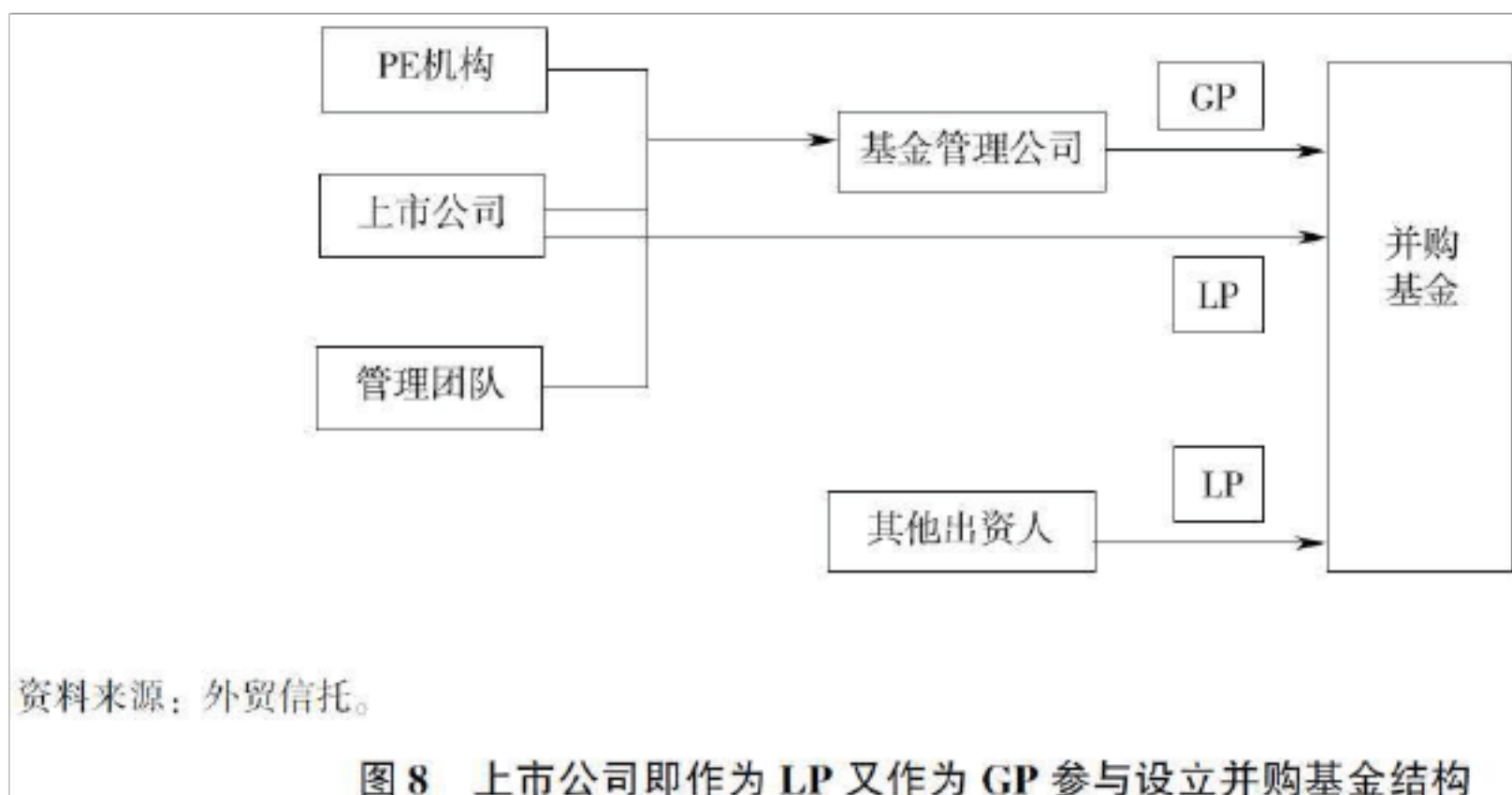
第五，决策机制。在投资决策方面，投资决策委员会委员由荆州科达委派 1 名代表、硅谷天堂委派 1 名代表、中融信托委派 1 名代表，涉及并购基金的投资、退出、分配等重大事项均需委员一致同意才可生效。

在投资流程上，晨光基金由四方共同组建项目小组，负责筛选标的公司，按照硅谷天堂的投资流程进行尽职调查，直至完成投资。基金优先投资于荆州科达及凯乐科技推荐的项目；原则上项目投后管理与表决主要由上市公司委派的经营管理团队负责，硅谷天堂和中融信托有权对资金和投资决策进行监管，并向凯乐科技提出建议。

第六，退出约定。退出方式包括：第一，在约定条件下，并购基金投资或并购项目可以按照市场评估价格和每年 12% 的溢价孰高的原则，优先增发注入到上市公司，但上市公司不承担担保等兜底义务。约定的条件包括但不限于符合上市公司发展战略方向与目的、上市公司董事会或股东大会审议通过、证监会审核通过等。第二，项目除优先注入乙方上市公司平台外，也可以遵循收益最大化原则，视条件通过新三板挂牌转 A 股、出售给其他产业集团或上市公司、挂牌转让等方式实现退出。

3.上市公司既作为 LP 又作为 GP 参与设立并购基金

在该模式下，并购基金的设立方式通常为上市公司与私募基金共同成立基金管理公司，以基金管理公司作为 GP、以上市公司部分出资作为 LP 共同成立并购基金。此时上市公司既是 LP 又是 GP，并使用优先/劣后结构对外募资。其基金结构可简化如下。



PE 机构的利

益相关联系更加紧密，对并购基金投资项目的运作参与度更深。在该模式下，并购项目的风险会进一步降低，同时 PE 机构的退出也会更加方便、安全。

以南通罗华产业投资基金为例。基金成立于 2015 年 5 月，罗莱家纺 5 月 19 日发布公告称，公司全资子公司南通罗莱商务咨询有限公司拟使用自有资金 2 亿元与加华裕丰股权投资管理合伙企业合作设立产业投资基金。

第一，基金结构与规模。基金设立的目标规模为 2.02 亿元。南通罗莱商务咨询有限公司以其控股子公司南通德臻资本投资管理合伙企业与加华裕丰股权投资管理合伙企业及 3 名自然人共同发起设立注册资本为 300 万元的南通罗华资产管理合伙企业。南通罗莱商务咨询有限公司将与南通罗华资产管理合伙企业共同发起设立南通罗华产业投资基金。其中，南通罗莱商务咨询有限公司作为基金的有限合伙人认缴出资 2 亿元，占出资总额的 99.01%。南通罗华资产管理合伙企业作为普通合伙人出资 200 万元，占出资总额的 0.99%。基金结构如图 9 所示。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/798050066126006117>