



# 私募股权主理银行业务的风险问题 及对策研究

## 要 点

- 我行私募股权主理银行业务的投资标的包括 Pre-IP0、夹层融资、定向增发、股票收益权、并购、另类投资等六大类，合作机构涉及私募基金、信托、证券、基金管理公司等多种类型，可以满足融资客户债权、股权、并购等多种形式融资行为，并服务于私人银行高端客户、理财投资、信托投资等多种层次投资人的投资需求。
- 通过对业务流程、交易结构安排的梳理与分析，目前私募股权主理银行业务实践中存在的风险问题主要包括：集合投资工具设计漏洞；合作机构管理风险；集合投资工具差异化管理风险；风险错配引发的风险。
- 针对私募股权主理银行业务中的风险问题，报告提出了相应的风险管理建议，包括：优化合约设计，加强集合投资工具管理；整合有关合作机构管理制度、流程和要求，有效控制合作机构的数量与质量；控制投资范围，保障投资安全；加强风险管理工具的研发，有效控制声誉风险。

金融研究总监：詹向阳

博士后研究团队：

樊志刚 黄旭 韩斯玥 贺本岚 李楠  
谢尔曼 熊园 杨晓龙

执笔：李楠

Nan. lixd@icbc. com. cn

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 目 录

一、私募股权投资基金运作模式.....	2
二、我行私募股权主理银行业务风险分析.....	4
三、政策建议.....	9

## 图表目录

图 1 私募股权投资基金架构图.....	3
图 2 股权投资基金运作流程图.....	3
图 3 私募股权主理银行业务结构图.....	4
表 1 私募股权主理银行业务中的主体经济行为.....	5
表 2 私募股权主理银行业务 I 流程表.....	5



伴随着我国资本市场的发展、银行监管的趋严以及利率市场化进程的加快，我国商业银行主要依靠存贷款利差的盈利模式受到了越来越大的挑战。面对日益严峻的形势，工商银行在业务创新方面做了很多有益的探索。以金融资产服务业务为例，我行自 2011 年即开始相关业务的理论研究，截至目前已经开展 12 项金融资产服务业务，并制定《金融资产服务业务管理基本规定》等规定、制度、办法、规程 30 余个，业务开展、体系建设已初具规模。目前我行 12 类金融资产服务业务余额已达 8.5 万亿元，主要包括：资产托管、资产管理、代理销售、债券承销、委托贷款、私人银行、养老金受托管理、代理金融业务、私募股权主理银行业务、代理信托计划、PE 基金管理业务、资产证券化等。

金融资产服务各项业务中，私募股权主理银行业务是我行市场化程度最高、创新性最强的业务之一。私募股权投资基金一般是指从事私人股权（非上市公司股权）投资的基金，作为实体经济的重要融资途径，私募股权基金近年来发展迅速。私募股权主理银行业务指银行为私募股权基金管理人发起设立私募股权基金提供基金募集顾问、项目推荐顾问、投后管理顾问等综合顾问业务。交易结构包括私募基金、信托计划、资产管理计划等多种类型，交易结构复杂灵活，与传统银行信贷业务差异很大。

截至 2013 年底，我行私募股权主理银行业务余额达到 368 亿元，根据投资标的的不同，业务品种分为 Pre-IP0、夹层融资<sup>1</sup>、定向增发、股票收益权、并购、另类投资等六大类，合作机构涉及私募基金、信托、证券、基金管理公司等多种类型，可以满足融资客户债权、股权、并购等多种形式融资行为，并服务于私人银行高端客户、理财投资、信托投资等多种层次投资人的投资需求。随着该类业务规模的迅速增长，在业务实践过程中，风险管理体系、交易结构设计以及风险管理方法都累积了一系列问题。本报告拟从内部制度和外部合约两个角度梳理、分析业务实践中存在的风险，并提出相应的政策建议。

<sup>1</sup>夹层融资类主理银行业务：向投资于企业股权并约定时间以回购或第三方机构受让为退出方式的集合投资工具的合作管理机构提供的主理银行业务。

## 一、私募股权投资基金运作模式

### (一) 私募股权投资基金各方主体

私募股权投资基金的一般运作模式为，出资人共同出资设立投资基金，并一致同意通过签署《委托管理协议》聘请出资人之一为基金管理人进行资金的投资运作，通过与商业银行签署《托管协议》将投资资金托管于商业银行，基金的投资标的一般为企业股权，并通过所投资股权上市或被兼并收购退出，获取投资回报。

一般股权投资基金涉及到的市场主体主要包括：出资方、管理方、托管方。出资方以货币出资设立 PE 股权投资基金，享受基金投资回报，承担基金投资风险。管理方一般为 PE 基金管理公司，与 PE 基金签署委托管理协议，承担投资管理职责，收取管理费用（一般为每年基金管理规模的 2%），并分享超额收益，一般不承担基金投资损失风险（管理公司持有基金公司股份者除外）。托管方一般为商业银行，负责基金资金监管、划拨、日常管理等。股权投资基金的投资标的主要是未上市企业股权，投资退出方式一般有三种：被投资企业上市，持有股权通过二级市场退出；被投资企业被第三方收购，持有股权通过转让退出；通过股权回购退出。（如图 1 所示）

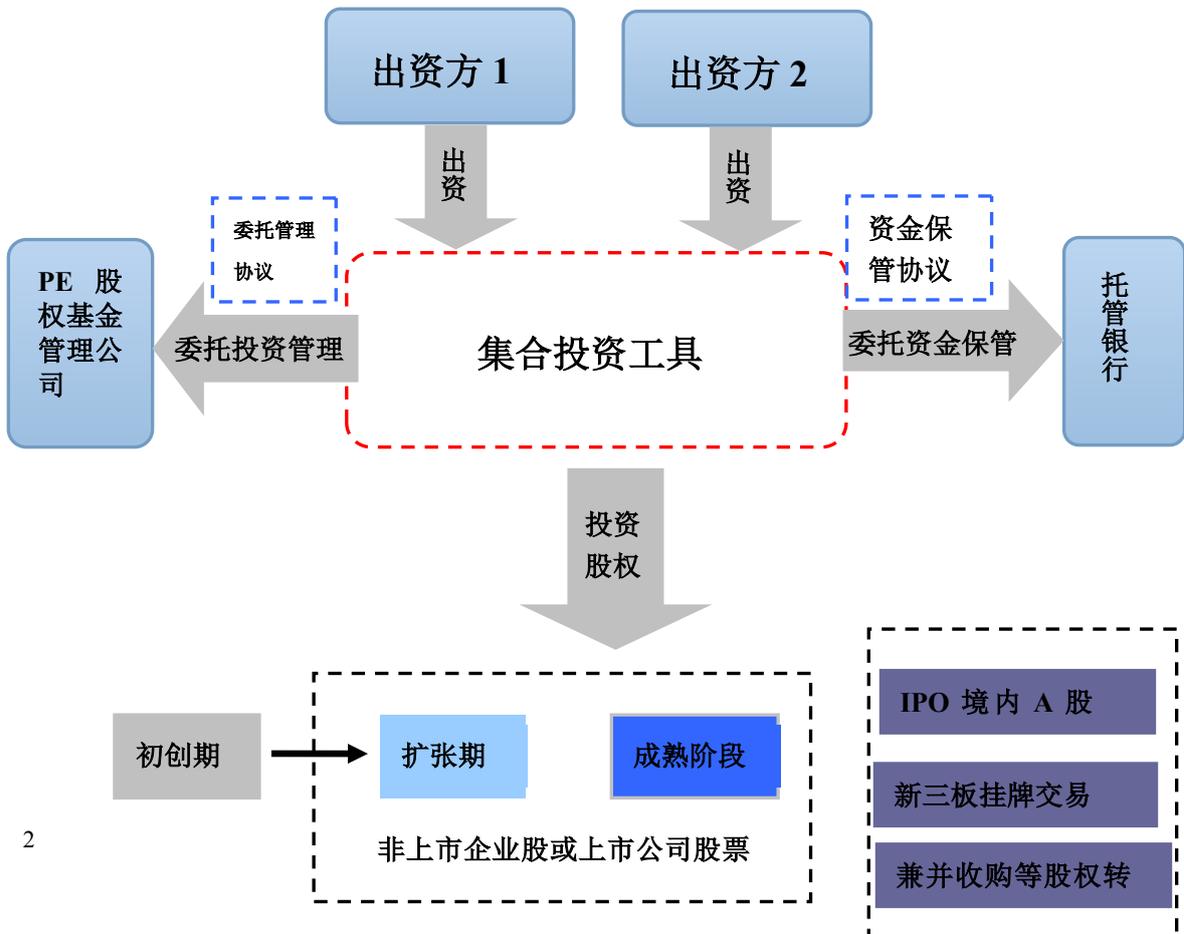




图 1 私募股权投资基金架构图

(二) 股权投资基金的投资流程

一般股权投资基金的业务运作流程包括：项目开发 and 立项、立项项目执行、投资决策和执行、投资后持续管理、退出决策和执行等五个步骤（如图 2 所示）。从业务流程来看，对于一个股权项目投资而言，投资决策关键节点包括以下几个方面：第一，投资项目开发。项目组负责项目开发、项目可行性研究、尽职调查、项目建议书撰写、起草报批相关合同、投后管理。第二，投资项目决策。根据授权，投资决策委员会审议投资项目，并做出立项、投资、否决等决策；授权范围外，报公司董事会决策。第三，投后管理及退出安排。投资决策的关键点确定，是我们在下文进行业务风险挖掘的基础。

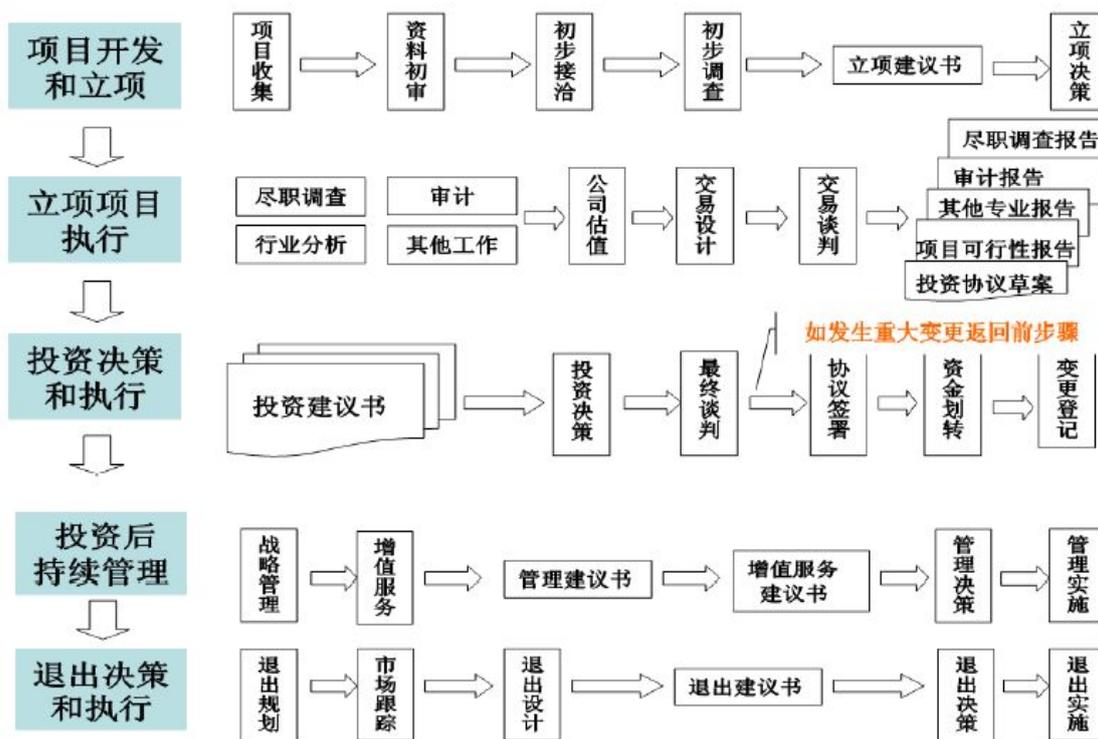


图 2 股权投资基金运作流程图

(三) 私募股权基金分类

从企业组织形式角度，私募股权基金分为公司制和有限合伙制两大类。因涉及公司所得税、退出清算便捷性等因素的考虑，一般以有限合伙制基金居多。在公司制私募股权基金中，私募股权基金为独立法人主体，需缴纳公司所得税，各出资人承担有限责任，按股权比例分享投资收益，承担投资风险。有限合伙制私募股权基金中，私募基金无需缴纳公司所得税，出资人分为有限合伙人（LP）与普通合伙人（GP），其中有限合伙人以出资额为限承担有限责任，普通合伙人则对私募基金的亏损承担无限连带责任，一般合伙制私募基金聘请普通合伙人为基金管理人，负责基金的投资运作。

## 二、我行私募股权主理银行业务风险分析

### （一）私募股权主理银行业务

在私募股权主理银行业务中，我行主要通过资金募集与投资项目推荐，向合作机构提供相关咨询服务获取相关收入（图3）。我行充分挖掘我行或市场中的融资客户和融资项目，引入私募股权基金管理人等合作机构设立集合投资工具，通过向我行私人银行高端客户、理财投资计划销售集合投资工具募集资金，完成项目投资。在私募股权主理银行业务中，由银行发起、投资者出资设立集合投资工具，并与合作机构签署《委托投资管理协议》，委托合作机构对投资工具进行管理，我行作为财务咨询顾问与合作机构签署《主理银行顾问协议》，承诺为合作机构提供寻找、筛选投资项目等相关服务，并收取相关咨询费用以及分享超额收益。（表1）

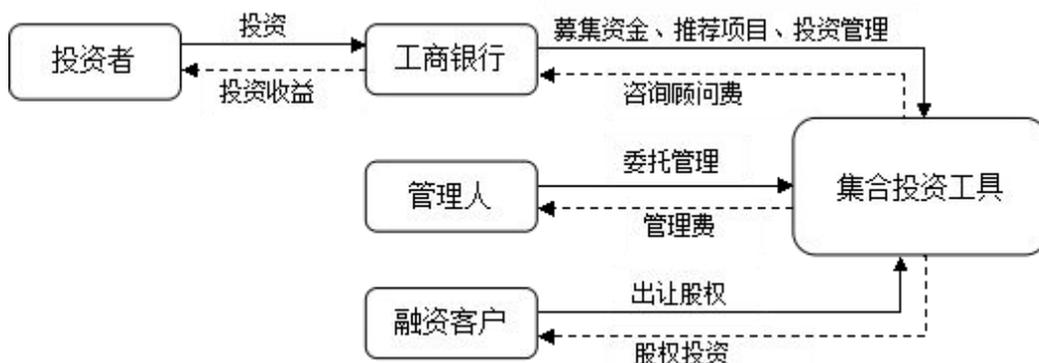


图3 私募股权主理银行业务结构图



表 1 私募股权主理银行业务中的主体经济行为

经济主体	经济行为	职责职能	收益形式
工商银行	1、为集合投资工具募集资金； 2、为集合投资工具推荐投资项目； 3、为集合投资工具提供投后管理服务。	提供顾问、咨询服务	咨询顾问费
投资者	资金供给方，有投资需求，出资参与集合投资工具投资。	提供投资资金	投资收益
集合投资工具	以股权或股权类产品为投资标的，通过委托管理方式进行投资运作，通过投资退出后的资产增值为投资者谋取收益。	提供投资平台	——
管理人	集合投资工具的委托管理人，负责集合投资工具的日常管理与投资运作。	提供投资服务	管理费
融资客户	资金需求方，有融资需求，以股权融资方式，提供标准化或非标准化股权类投资标的。	提供投资标的	融资资金

## （二）业务风险情况分析

按照目前我行对于该业务的运作模式，在投资项目的筛选和投资决策中，我行具有话语权，每一笔股权投资项目均需通过我行股权投资项目的审批流程，投后管理及退出由我分行与第三方管理机构协作完成。根据我行私募股权主理银行业务制度体系，业务实践流程主要包括几个关键节点：第一，合作机构或融资客户向业务发起行提出融资申请，集合投资工具及融资项目发起、调查、审查；第二，集合投资工具及融资项目审批通过，我行相关部门与合作机构、融资客户签署相关协议，设立集合投资工具；第三，我行通过产品销售部门销售设立的集合投资工具募集资金；第四，我行及合作机构对于集合投资工具完成投资运作、投后管理及投资退出等工作（如表 2 所示）。下面就目前业务流程的相关制度与合约设计，分析我行私募股权主理银行业务存在的风险问题。

表 2 私募股权主理银行业务流程表

步骤	参与部门	工作内容	风险问题
第一步	业务发起行投行部、机构部、信审部、代审会、有权审批人	集合投资工具发起、调查、审查	1. 管理方代理投资风险； 2. 投资工具的股东代理风险
第二步	业务发起行	合约设计与签署	1. 投后管理的监督与决策风

			险 2. 投资工具资金管理风险 3. 融资客户资金使用监管风险
第三步	发起行投行部、私人银行部、 个金部、结算与现金管理部、 机构部、托管部	资金募集	投资客户风险偏好不明确
第四步	业务发起行投行部、项目所在地 分支行、授信业务部	运作管理	不同类型投资工具管理差异化问题

1. **资金募集。**从现行交易结构设计看，部分主理银行业务中我行承担集合投资工具的部分资金募集工作，并代理该部分出资人的投资权益，但是当我行代理投资人在集合投资工具中所占份额较低，相比于其他集合投资工具出资人的出资比例处于劣势时，我行将有可能失去对该集合投资工具的控制权，即失去对集合投资工具管理中重大事件的决策权。在该情况下，当出资方之间的利益有冲突时，我行所代表的出资方利益将可能受到侵害，面临风险，即产生股东代理成本问题。通过我行认购集合投资工具的出资人因投资管理人决策失误而受到投资损失后，可能将追究我行相关责任，使我行面临声誉风险。

2. **投资决策——投前。**我行在私募股权主理银行业务中，通过顾问咨询的角色把控相关投资决策风险。根据交易结构安排，我行与集合投资工具管理方签订的《私募股权主理银行业务顾问咨询协议》约定，对于股权投资项目，无论是我行推荐项目，还是管理方推荐项目，均需同时通过我行和管理方双方的审查审批程序，并最终由集合投资工具的投资决策机构做出最终投资决策。因此，投资决策的风险基本可由我行对项目的审查审批程序控制。但是，在交易结构的设计中，虽然《顾问咨询协议》对于项目投资有相关约束，但在业务实践过程中对于合约的执行情况并未有相关机制进行事前监督，无法有效预防合作机构因违反协议出现违约投资行为所造成的损失，而只能进行部分事后处置。



3. **存续期管理——投后**。私募股权主理银行业务的存续期管理是个重要的问题。集合投资工具完成投资后的管理工作分为两类，一类是投资项目的存续期重大事项决策和资金划拨完成之后的项目管理，另一类是集合投资工具设立完成后的日常维护与管理。在现有的业务实践中，投后管理可能存在以下风险：

第一，投资项目的投后管理。一般而言，集合投资工具中，无论是私募股权基金还是各类资产管理计划，投资项目的投后管理均由集合投资工具的委托管理人负责，由集合投资工具的董事会、股东会定期听取汇报。投后管理工作的核心是投资项目风险监控，主要通过跟踪监督和及时做出重大决策来完成，需要有专门人员持续跟踪宏观经济、市场环境、政策变化、企业经营等情况，并做出及时分析判断，并提交有权审批部门审议决策。

目前我行在私募股权主理业务中，对于投资项目的投后管理由项目所在行配合管理人共同完成，可能出现以下问题：投后管理工作的职责分工不够明确，可能出现分头管理，也可能出现交叉管理，尤其投后管理过程中面临重大问题决策，如是否要求启动回购、投资标的企业重大事项决策需做出判断并参与投票、以及被投企业未来经营形势的判断并需做出的相关决策等。在这些决策中，我行与管理人之间的意见协调、监督执行等可能存在漏洞，即在投后管理中，对于重大问题决策，我行能否及时知晓、参与，并有效决策等相关问题。如果交易结构的设计中并未与合作机构建立有效合作机制和制约机制，则可能会造成，已投项目管理不当，形成投资损失。

第二，投资工具的日常维护管理。在投资工具设立之后，除主营投资业务之外，还包括沉淀资金的日常运作管理等经营事项，即投资工具总体额度可投多个项目，而这些项目一般不会在工具设立初期一次性投资完成，而是分批分阶段完成，因而会造成投资工具投资账户上在很长一段时期内沉淀大量资金，这将涉及部分流动性管理工作。一般而言，这些经营事项会按照投资管理协议约定，授权给管理人完成，不需像投资决策一样，需逐一通过委托人决策机构。但基金的日常管理中，可能存在违规投资的现象，包括沉淀资金被运用于一些章程、法律法规规定投资范围之外的投资标的，造成资金资产损失。这类风险的控制完全取决

于集合投资工具管理人对于国家相关法律法规、公司制度规定的理解执行，和对流动性管理工作的风险意识。而目前我行业务实践中缺乏对做为管理人的合作机构日常基金管理行为有效监督，容易产生代理风险问题。

**4. 投资退出。**我行目前私募股权主理银行业务中，投资的退出安排包括：被投资企业上市，投资工具所持股权通过资本市场（包括三板市场）退出；股权转让，因被投企业被兼并收购或其他原因，投资工具所持有股权被第三方收购；股东回购，企业经营情况触发对赌协议条款，投资工具所持有股权由原股东回购。比较三种退出方式的收益情况：被投企业上市，通过资本市场退出，从目前情况来看回报最高，属股权投资成功案例；第三方收购股权，说明被投企业经营情况良好，具有较好市场前景，行业内其他产业投资者愿溢价收购，一般也会具有较好收益，同时会大大减短退出周期；夹层融资退出，按照协议安排，投资工具未行权益认购权，由原股东赎回股本；股东回购，一般属于企业经营业绩不达标、上市周期过长等因素触发对赌协议的回购条款，投资收益一般为协议约定的固定回报，回报偏低，属于投资失败后的补偿机制。

投资退出可能出现的风险包括以下几个方面：第一，宏观经济风险。股权投资周期较长，一般都在三年以上，宏观经济的波动对于行业发展、企业经营状况有不可抗力影响，经济恶化可能导致投资标的企业遭遇系统性风险。第二，政策风险。从目前情况来看，企业上市的进程受到 IPO 政策影响较大，随着资本市场的波动，IPO 停止或解禁的风险较难预期。第三，市场风险。从目前新股发行情况和未来 IPO 政策发展方向来看，一级市场股权投资价格与二级市场股票价格之间的差距越来越小，甚至出现倒挂。可以想象，未来随着 IPO 审批制度的放开，新股发行 PE 值可能将进一步下行，即股权投资通过被投资企业上市退出的收益率将逐渐降低，同时考虑投资周期较长，这可能会造成投资回报远低于预期。第四，回购保障的执行风险。当企业因业绩未达预期，经营出现恶化时，大股东或第三方是否有能力、有意愿执行回购条款存在不确定性，股权投资的风险保障机制可能失灵，造成基金本金损失。



### 三、政策建议

#### (一) 风险问题归纳

通过对私募股权主理银行业务流程、交易结构安排等内容的梳理与分析，目前业务实践中存在的风险问题可归纳为以下方面：

1. **集合投资工具设计风险。**集合投资工具是主理银行业务的投资平台，我行代理的投资客户资金通过这个平台投资股权类投资标的，这种交易结构下存在代理风险。具体包括以下几类：第一，股东代理风险。当集合融资工具股东结构复杂，我行投资客户在其中份额较低时，我行可能丧失对集合融资工具的投资控制权，其他股东可能在重大问题决策中出现合谋，导致我行代理的投资客户的利益受到侵害。第二，投资代理风险。在集合投资工具的交易结构设计中，第三方机构作为集合投资工具的投资管理人，负责基金的日常管理与投资，管理人不承担或较小承担投资风险，同时享受超额收益，有激励选择风险偏好高的投资标的，形成投资代理风险。第三，资金管理风险。在目前业务模式中，集合投资工具的资金管理全权委托于管理人，我行对于集合投资工具沉淀资金的流动性管理缺少监督，容易发生流动性资金运作违规事件，造成财产损失。第四，融资客户资金监管风险。集合投资工具完成投资，将资金划入融资客户之后，投资资金的及时、合理、合规使用是投资标的保值增值、投资项目顺利退出的重要保证，因此，融资客户资金监管缺失将加大投资业务风险。

2. **合作机构管理风险。**私募股权主理银行的业务实践中，合作机构管理的问题可以归纳为以下几个方面：第一，合作机构种类丰富，合作机构风险管理能力、机制差异性较大，合格的合作机构是降低业务风险的必要条件，但目前我行缺乏有效管理机制对于合作机构进行筛选。第二，合作机构投后管理的职责、义务不明晰。私募股权主理银行业务中，我行与基金管理公司签订主理银行财务顾问协议，将协助基金公司进行投后管理做为我行提供的一项财务顾问服务，但有关合同、协议中未明确融资客户有配合我行进行投后管理的义务，我行对部分融资客户的投后管理工作难以落实。第三，业务实践的交易结构设计中存在签约方和投后管理方不一致的问题，影响风险管理效率，存在风险管理隐患。因我行缺

乏有关合作机构管理的基本要求和流程，有关分行与合作机构也缺乏联系机制，对此类签约方和投后管理方不一致的情况，业务发起分行往往缺乏对融资客户进行检查、监测等投后管理工作的依据，对我行募集资金风险情况的判断也很可能与合作机构出现偏差，影响了投后管理的及时性和有效性。第四，我行对合作机构的管理机制尚不完善。对合作机构的管理分散，政策制度缺乏协调性。并且针对不同类型项目，我行缺乏能综合权衡业务拓展和风险控制等各项因素的综合评价标准。

**3. 集合投资工具差异化管理风险。**目前我行集合投资工具投资标的包括：Pre-IP0 股权、夹层融资股权、定向增发股权、股票收益权、并购目标股权、另类投资股权等等。与债权类标的相比，股权类标的风险差异很大，投资业务的尽职调查和风险管理办法一定程度上缺少针对性，尤其无法从流程、制度的层面充分揭示每一类标的的风险收益水平，这导致投资项目的风险控制更多依赖于项目人员与审批人员的能力与水平，缺少制度层面的标准化风险控制手段。

**4. 投资客户与融资客户风险偏好错配带来的风险问题。**私募股权主理银行业务本质是服务性业务，即通过商业银行提供的集合投资工具平台服务满足投资客户投资需求与融资客户融资需求，使得融资客户的资金需求与投资客户的资金供给相匹配，使得投资客户的资金获得资产增值，融资客户的生产经营活动获得资金支持，得以顺利开展。由于融资客户信用资质、生产经营项目的风险程度的差异，导致融资客户提供的股权类投资标的预期收益水平、风险暴露程度有所差别；而不同投资者由于其投资经验、资产净值、预期收益、风险偏好、流动性水平的差异，对所投资的标的的风险收益偏好也有所区别。目前，我行对于主理银行业务中投资客户没有进行分级对待，对于投资标的没有严格风险等级划分。在业务开展过程中，存在投资风险收益需求与投资标的的风险水平错配，导致能够承担高风险的投资客户的高收益预期难以得到满足，而低风险偏好的投资客户暴露在相对较高的投资风险中。这种错配在目前市场环境下，可能加剧我行在主理银行业务中的声誉风险暴露。

## （二）风险管理政策建议



针对四类风险管理问题的分析，拟从以下几个方面提出相关政策建议：

**1. 优化合约设计，加强集合投资工具管理。**针对目前业务实践中交易结构设计所存在的代理风险、资金管理风险、资金监管风险等问题，建议通过合约协议与内部制度的优化，控制业务管理成本的同时有效管理几类风险，具体包括两个方面：第一，投资运作的全程管理。针对不同业务类型，通过主理银行协议关键条款设计的优化，保证我行在投资运作的事前、事中、事后都有充分话语权，在投资资金流动性管理工作中也能做到有效监督，保证投资运作和投资资金的安全。第二，风险与效率的平衡。业务制度与合约设计在强化风险控制，降低集合投资工具风险的同时，还需考虑到风险管理的成本，即业务批量开展后，风险可控的同时能否保证投资业务的运作效率和收益。因此，对于主理银行业务协议设计需综合考虑有效监督、决策权力与激励机制三个因素。

**2. 建议整合有关合作机构管理制度、流程和要求，有效控制合作机构的数量与质量。**第一，目前合作机构管理分散在各个业务管理部门，不同合作机构管理制度、流程和要求等缺乏统一协调，建议统一整合、梳理有关合作机构管理的基本制度、流程和标准等，包括合作机构准入、限额、选择、投后、评估（我行定期对合作机构履约尽职情况进行评价，根据评价结果及时调整合作策略和内容）、退出等环节的基本管理制度，规范各环节的标准、流程和要求。第二，为保证合作机构的质量，建议规范合作机构准入标准，控制合作机构准入数量，优选资本、管理、经营业绩、品牌等优秀的合作机构。同时，明晰合作机构、签约行、产品管理部门、业务经办支行、融资客户等有关各方的职责、义务和权利，细化总行相关部门投后管理职责，避免因履职不当带来的风险。第三，总行有关业务管理部门或分行要加大对合作机构按约履职尽责的督导力度，督促合作机构按照协议、合同约定履行投后管理工作职责，对不按约履职尽责的合作机构要有行之有效的惩罚措施。

**3. 控制投资范围、保障投资安全。**一是在业务启动之初，对于投资退出渠道、退出时间、退出方式、退出收益等关键问题做出明确安排。二是严格控制投资方向，避免无法通过信贷审查的业务通过私募股权主理银行业务变相募集资

金。建议加强对信贷业务重点关注风险行业的融资客户的经营及兑付能力、相关合作机构履约情况、信息披露情况等加强审查审批与风险控制，并且对存在潜在风险问题的与合作机构做好沟通及投资退出安排。

**4. 加强风险管理工具的研发，有效控制声誉风险。**针对投资风险偏好错配的问题，建议一方面从业务管理制度的设计上入手研究，通过制度设计引导前台业务人员匹配投资者与投资标的的风险偏好。另一方面研究开发风险管理工具，包括投资者风险偏好量化指标体系、投资产品预期收益评价指标体系、投资产品风险暴露水平评级指标体系等风险管理工具的研究。在风险管理工具开发的基础上，优化“合格投资者准入”的相关规定，不仅是简单的对投资者进行准入审核，还要量化投资者偏好，对其预期收益水平和风险承担能力进行分级；同时，应该补充、完善融资项目的尽职调查、审查、审批要点，注重融资标的的价值评估，对投资标的的预期收益与风险暴露水平进行分级。在此基础上，促使投资偏好分级与投资标的的分级相对应，做到投资风险偏好匹配管理。