



IC图片

# 伞形信托冲击波

□本报记者 刘夏村

## 或将消失的伞形信托

一年前,张华开始为伞形信托新增业务而忙碌。而近期,这位信托经理却不得不通知他的客户,他们的伞形信托正在面临“被清理”。

这次清理始自8月末。张华得到的一份文件显示,监管机构要求,此番清理整顿工作的核心是彻底清除违法违规的配资账户,清理整顿工作的重点是违规接入的以恒生HOMS系统、上海铭创、同花顺为代表的具有分仓交易功能的信息技术系统。同时,这份文件表示,对于存量规模10亿元以下的券商,计划在9月11日前完成;存量规模在10亿-50亿元的,计划在9月18日前完成;存量规模在50亿-100亿元的,计划在9月25日前完成;存量规模在100亿-150亿元的,计划在9月30日前完成;存量规模在300亿元以上的,计划在10月31日前完成。

此番清理中,同样具有分仓特征的伞形信托亦被要求清理,信托公司陆续接到券商的清理告知函。来自多家信托公司的消息显示,券商执行的力度不尽相同,有的券商要求存量伞形信托业务在若干个交易日内全部卖出,停牌股票复牌以后3个工作日卖出,亦有券商要求只能卖出,不能买入,不过,券商基本是通过“断线”的方式来执行。业内人士解释说,因为伞形信托需要连接第三方交易系统,所以券商在给第三方交易系统的数据中不给买入的数据即可控制。

9月17日,证监会发布《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》。尽管这份文件被市场解读为监管态度有所缓和,但伞形信托仍在清理范围之内。文件显示,信托产品账户清理的范围包括在证券投资信托委托人份额账户下设立子账户、分账户、虚拟账户的信托产品账户;伞形信托不同的子伞委托人(或其关联方)分别实施投资决策,共用同一信托产品证券账户的信托产品账户。

那么,让监管层决心清理的伞形信托又是一种什么业务呢?所谓伞形信托,即在一个主信托账号,通过分组交易系统设置若干个独立的子信托,每个子信托便是一个小型结构化信托。信托公司通过其信息技术和风控平台,对每个子信托进行管理和监控。虽然共用一个信托账号,但每个子信托都是一个完全独立的结构化信托产品,单独投资操作和清算。其交易结构是:在原有的股东账户和信托账户下(一级母账户),通过设立二级虚拟子账户的方式,为多名资金量有限的投资者(劣后受益人)提供结构化的证券投资的融资服务。

这种早年间为解决信托证券账户匮乏的业务模式,在这轮牛市中凭借着成立速度快、较高杠杆、投资灵活等特点迎来了第二春。此外,一些配资公司更是借助外部交易系统将伞形信托

近期,张华(化名)电话的那头,不断有客户的抱怨、哭泣甚至是威胁。

一年之前,这位信托经理绝对不会想到,他所为之忙碌的伞形信托业务竟成为证券市场的焦点。8月末,存量伞形信托被监管机构要求清理,由此引发券商、信托两大金融机构的公开纠纷,甚至波及其他证券信托业务,成为目前影响A股走势的重要变量。

9月17日,证监会下发《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》,事情开始出现转机。多位业内人士认为,清理场外配资最坏的情况已经过去。这份文件已经显现政策趋于缓和,券商与信托的沟通协调将使受清理的账户资产或无需限期卖出,加之伞形信托存量已经大大减少,因此清理场外配资对市场不会构成太大影响,预计后期市场将逐步企稳。不过,种种迹象显示,作为一种证券信托业务,伞形信托或成为历史。

子单元再次分组,形成“伞中伞”,这类业务杠杆更高,投资门槛更低。2014年7月份以来,随着A股走牛,伞形信托业务迅猛发展,特别是今年3月份以后,一些信托公司的伞形信托业务“多得做不过来”。3月下旬,张华所在的信托公司也将伞形信托劣后级投资门槛由原来的100万元提升至500万元。那时他说:“现在资金规模低于500万元的,我们公司已经不做,人手不够用。”

然而,A股市场过高的杠杆引发监管层担忧,在随后的股灾中,包括伞形信托在内的杠杆

资金如多米诺骨牌般爆发危机,并加速了市场大跌,甚至一度被担心引发系统性金融风险,伞形信托由此面临“清算”。值得注意的是,据媒体报道,银监会近日约谈多家信托公司高管,主要说明证监会的清理态度,并要求信托公司积极配合,稳妥推进清理工作。

“现在看来,伞形信托这一业务将要成为历史了。”张华说。

## 纠结的利益链

实际上,早在今年2月和4月,证监会就两次针对券商参与伞形信托业务下发“禁令”。不过,彼时这两道“禁令”并未取得明显效果。

究其原因,则与伞形信托独特的利益链条有关。在伞形信托业务中,除了需要借助杠杆炒股的劣后级客户外,主要是证券公司、信托公司、银行三类机构,相对应的监管部门分别是证监会、银监会。具体而言,券商得到客户杠杆投资需求后,再寻找信托公司渠道,由后者发行信托计划,对接银行理财资金,并指定挂靠到券商营业部,融资方即可进行操作。在这一链条中,券商往往是伞形信托业务的发起方,其利益诉求则是赚得交易佣金;信托公司在其中赚取千分之五左右的通道费,虽然费率较低,但规模做大后信托公司的收入亦较为可观;而作为优先级客户的银行理财资金,亦有着相当的积极性。业内人士认为,在现有金融监管格局之下,受利益驱动,对券商“禁令”难显实质性效果。实际上,中国证券报记者了解到,“禁令”下发之后的4、5月份,正是伞形信托业务最为“疯狂”的时候。

然而,随着此后证监会监管力度的加大,伞形信托的利益链亦开始面临考验,特别是此轮清理存量业务以来,昔日的“合作伙伴”信托公司与券商纠纷不断。值得注意的是,在清理场外配资的强大压力之下,一些券商甚至以是否连接外部交易系统为标准,一度对证券类信托产品“一刀切”,引发市场哗然。

某信托公司证券业务部负责人介绍,信托公司的证券产品主要有三类,其一是伞形信托,其二是单账户结构化信托,其三是没有杠杆的管理型产品。由于风险控制等原因,上述三类产品均与外部交易系统连接。多家信托公司人士透露,上周初,部分券商要求管理型证券信托产品放弃原有的外部交易系统,整体平移至券商交易平台。事实上,管理型产品没有杠杆,并不涉及配资,而且绝大多数是阳光私募产品。这让信托公司人士难以接受,某信托公司甚至计划不惜为此与券商打官司。

前述信托公司证券部负责人说,阳光私募产品连接外部交易系统,其目的在于方便信托公司下单和风控。信托公司通过外部交易系统设定个性化的风控标准,在此基础上接收投顾的投资建议并快速下单。该负责人认为,如果将

产品平移至券商交易平台,导致该产品与信托公司现有资管体系难以衔接,将导致此类产品风控难度加大。亦有相关人士表示,此举还有可能影响到产品的投资流程,甚至使下单速度变慢,对一些短线风格的私募影响尤其明显。

## 最坏的情况已经过去

转机出现在9月17日。

当日,证监会下发《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》,首次明确表示信托产品账户清理的范围,即一是在证券投资信托委托人份额账户下设立子账户、分账户、虚拟账户的信托产品账户;二是伞形信托不同的子伞委托人(或其关联方)分别实施投资决策,共用同一信托产品证券账户的信托产品账户;三是优先级委托人享受固定收益,劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令的股票市场场外配资。

证监会还表示,积极做好与客户沟通、协调工作,不要单方面解除合同、简单采取“一断了之”的方式。证券公司应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式,可以采取将违规账户的资产通过非交易过户、“红冲蓝补”等方式划转至同一投资者的账户,或者取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。此外,9月16日、17日,银监会约谈多家信托公司负责人。多方信息显示,约谈中,银监会对于清理清理伞形信托“意见中性”,并表示要加强业务合规性管理。

多位证券信托业务人士认为,上述《意见》首次明确清理范围,对管理型产品予以区别对待,强调券商不要单方面解除合同,并且未对清理作出时间限制,显示监管态度已较之前有所缓和。某信托公司证券业务负责人则期待更为宽松的政策,不过他也表示,即便按照目前的政策,清理伞形信托已经不会对市场构成太大影响。他说:“毕竟,目前伞形信托存量规模已经很少,估计最多两三千亿元,而且在未有时间限定的前提下,与券商协商以多种方式使得持有股票不必急于卖出。”

华泰证券亦在近日发布研报认为,券商与信托的沟通协调将继续积极推进,账户清理有利于中长期市场的健康发展,前期因场外配资引发的市场急涨急跌不利于引导投资者理性投资。初步预测伞形信托规模不到2000亿元,市场担忧的单一结构信托产品清理将更多采取转入券商PB系统,其他涉及非实名账户、结构化的规模体量在前期清理后当前规模较小,账户清理后期影响前几日前已提前反应,预计后期市场将逐步企稳。华泰证券在这份研报中说:“最坏的情况已过去”。

对于张华而言,最坏的时候也已过去。9月17日之后,他将新情况反馈给客户,并建议他们观望。电话那头,至少少了很多抱怨甚至威胁。