

# 险资寻“私”瞄准好故事

## 尝试发力专项基金 加大夹层基金投入

□本报记者 李超

保险机构在获准设立私募基金后，政策为险资运用指明了新的方向。保监会人士表示，目前已有的两只私募基金先行探索，而更多险资的涉足也将被鼓励。中国证券报记者获悉，保险机构渴望介入私募基金的兴趣渐浓，冀望借此打通投资养老、医疗等产业链的渠道，获取可观的投资收益。与此同时，一些机构正在尝试在专项型基金上发力，对接国企混改项目或可以讲出“好故事”的成长性行业，并在夹层基金方面投入更多注意力。

然而，保险资金在谨慎论证和遴选项目的同时，依然面临多方挑战。对于私募基金的理解、投资人员在项目中的话语权、基金发起人构成的法律关系等细节，仍有待进一步明确或破局。分析人士认为，在保险资金投资私募基金实务操作成功案例寥寥无几的情况下，有必要进一步明确多个管理人模式是否符合监管要求，并逐步尽可能把控信息不对称的风险。同时，如何避免关联交易导致所募集资金无法全部用于既有合伙人的下属投资项目等细节，也有待继续商讨。



IC图片

### 险资获准干“私”活

9月11日，保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》(简称《通知》)，明确提出保险资金可以设立私募基金，险资运用因此再度松绑一环。《通知》立足支持国家战略和实体经济发展，结合保险资金期限长、规模大、负债稳定等特点，对设立保险私募基金进行具体规范。

某保险机构投资管理人士表示，相比于原来险资在投资决策环节中话语权有限的情况，未来险资在成为合伙人后，在相关业务操作中面临更大的主动发展空间。长期来看，政策的松绑有利于保险资金锻炼和提高投资管理水平。

保监会保险资金运用监管部市场处处长贾飙表示，在原来的投资框架下，保险资金无法投资设立或参股私募基金。但随着宏观经济和行业的发展，多个方面的需求逐步涌现，使得监管层开始研究险资参与这一灵活投资形式的可能，“社会资本要加大股权投资的力度，尽可能降低贷款的比重。而保险资金如果要加大股权投资力度，就要有一定的合适的方式，私募基金是加大股权投资最好的方式和途径。”

从保险资产管理的角度看，在经历资金运用权上收的集中化、专业化的保险资管1.0版改革和2012年以来拓宽险资投资范围的保险资管2.0版改革之

后，3.0版的改革将着眼于更大的投资空间。贾飙表示，市场化改革后，保险资金还没有完全享受到实体经济高增长带来的好处，且保险投资在追随传统的金融市场时有随波逐流的状况。“最近讨论较多的是资产荒的问题，银行、信托都在找好的项目对接实体经济，而保险资管要走的路还很长，包括保险资管协会近期正在考虑非标资产估值等工作都是保险资管3.0提出的对接实体经济的最基础要求。”

特别是在权益类投资和固定收益类投资不确定性增强之际，以私募基金作为灵活的投资通道缓解再投资压力，成为保险资金，特别是久期明显的分红险等寿险资金关注的焦点。保险机构人士对中国证券报记者透露，对已经积累较多股权投资经验的大型险企而言，设立私募基金提供更好的投资机制，比如跟投、利益分成、股权激励机制等，且更市场化、专业化。多家保险机构正在积极申请设立私募基金，并积极调研和论证适合自身特点和偏好的基金形式，全国范围内的人才搜寻也在进行当中。

投中研究院分析人士表示，大型保险机构基于自身资金、渠道、资源、人员配置以及投资能力的优势，更倾向于进行直接股权投资；中小型的保险机构由于自身资源以及投资能力有限，更加倾向于对PE进行配置，其中有些保险机构在投资股权基金时会要求PE机构提供一些较好的项目跟投机会，把“股权基金+跟投”作为一种配置策略。此外，保险资金将增加对VC的配置需求，以及加大对海外股权投资基金的配置，也成为当前险资股权投资投资的新趋势。

### 掘金行业“好故事”

险资可涉足的私募基金类别和投向在《通知》中得以明确，政策支持保险资金设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创投基金及相关母基金，重点投向国家支持的重大基础设施、战略性新兴产业、养老健康医疗服务、互联网金融等产业和领域。无论是已设立的两方私募基金还是正在谋划设立的基金，都在尝试借助成长空间较大的行业掘金“好故事”的投资价值。

贾飙表示，新兴战略产业基金包括节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业、新材料等方面，保险资金在投资相关产业方面存在巨大的发展空间。从目前的情况看，已有两方试点保险私募基金运作顺利，收益也相当不错。

投资机构人士表示，保险不太喜欢主动型基金，而在探索借壳、并购上市等基金投资业务方面需求较大。目前，除了大型保险机构，一批中小型保险公

司也在积极参与，如百年人寿就投了很多私募股权基金。保险机构的参与体现出其对私募股权投资的重视程度正逐渐提高。但另一方面，具体项目是否适合保险资金，在产品估值等方面都会出现很多变数，且部分中小保险公司投资决策流程复杂，尚未对投资私募股权基金进行适当授权等，都是未来有待解决的问题。

华旸表示，合源资本已投资的项目涉及TMT、环保、医疗健康等领域公司，未来主要退出渠道包括新三板、战略新兴板和并购退出。保险资金股权投资特点目前呈现投资增速较快的特点，但整体占比仍然偏低。近期一些机构投资UBER、蚂蚁金服、滴滴打车，说明行业在探索股权投资方面有了更多的动作。下一步，专项型的基金可能成为重点推进的项目。针对某一企业的混改项目，或某一行业(如民航业)的基金或将受到关注。

### 部分细节尚待明晰

一到两个PE基金之外，其他保险机构的操作鲜有成功案例，这一方面是由于政策给管理保险资金的机构设置了较高门槛，同时对于可投基金类型也进行了限制；另一方面则是由于保险公司本身打法谨慎。

接近保监会的人士表示，此次提出保险资金可以设立私募基金，题中之意包括推动保险资金建立规范化的基金治理结构，方式既可以是公司制，也可以是合伙制，同时回避了“契约制”的提法，“因为契约制绕不开税收问题，保监会还需与有关部门进一步沟通，以厘清各方面的法律关系。”

天元律师事务所人士近日撰文称，对于合伙制私募基金而言，发起人应为普通合伙人；对于公司制私募基金而言，发起人则一般是公司的发起股东。保监会发布的《通知》明确将发起人与基金管理人予以区分，较之于《保险资金投资股权投资暂行办法》的规定更加明晰界定。目前，除保险资产管理公司外，还有包括人保资本投资管理有限公司、人保投资控股

有限公司、长江养老保险有限公司等在内的多家非保险资产管理公司的专业管理机构可以开展类似的保险资产管理业务。从保监会态度来看，人保资本投资管理有限公司等类保险资产管理公司的下属机构同样可以担任保险私募基金的发起人，因此，主要受到限制的还是获准可以开展保险资产管理业务的养老保险公

司。上述法律从业者认为，目前业内普遍存在的多个管理人模式，既有符合《通知》要求的，又有不符合《通知》要求的，如何适用法律规定尚需进一步明确。此外，在保险投资私募基金过程中常出现的关联交易问题上，《通知》相关规定或将导致无法将私募基金所募集资金全部用于既有合伙人的下属投资项目，除非通过多只私募基金为各自之间合伙人融资的方式来予以规避，也是保险私募基金未来投资项目的多元化和市场化中有待商讨的话题。

### 险资开拓投资新天地

□本报记者 李超

率的下行使得保险资金运用遭遇更大的挑战，考虑偿二代对险企资本的约束，保险资金在权益类投资和固定收益类投资方面亟待提升投资管理水平，风险管理能力的强化也应被列为重点工作。

#### 投资渠道拓宽

2015年以来，保险资金运用的限制进一步放开，投资渠道的拓宽为行业对进一步风险分散配置提供了支撑。接近监管层的人士表示，近年来，保险业陆续探索债权投资计划、股权投资计划和项目资产支持计划等投资品种。债权投资计划为保险资金以债权方式服务实体经济提供了新的空间，股权投资计划尝试解决实体经济长期资本供给不足的问题，项目资产支持计划则在寻求国内证券化领域盘活存量资产的新方式。虽然一些投资品种目前仍处于起步阶段，但随着保险业内外机构对于险资运用研究和实际操作的力度增强，未来投资存在可观的增量空间。

#### 震荡做加法，还是减法

股市在6月开始出现大幅调整后，保险资金先后经历数次投资策略方向的研判。进入9月以来，股市震荡幅度相对减弱，保险资金在对板块和相关个股进行调研之后，在投资判断上出现了分化。虽然整体上，保险资金认为价值投资理念仍是需要坚持的投资基本原则，但对于何时扫货，何时落袋，投资管理人士仍持不同意见。

整体而言，保险业资金运用在2015年以来获取可观收益。接近保监会的人士表示，前三季度，全行业资金运用的财务收益率超过5%，年化收益率超过8%，借助资本市场的上升行情，险资在权益类资产配置方面已经提前实现年初的投资目标。

中国证券报记者从业内人士处获悉，一些保险机构在投资操作方面坚持长期持有，但在6月后，由于主动或被动的因素未将前期浮盈落袋，客观上使得投资收益缩水，部分投资甚至由盈转亏。投资管理人士对于后市的判断出现了分化，在权益类资产配置上应该做加法还是做减法的争议由此而起。

另一方面，多家保险机构对于宏观经济形势的基本判断大致趋同，认为结构性风险暴露和利率、汇率的发展而言，自身的投资能力提升成为下一步的挑战。机构人士表示，目前保险资金在运用领域方面涉及较广，但机构间投资偏好和投资能力依然存在较大差异。大型保险公司及一些中型保险公司或借助自有投资团队和项目资源，或借助股东优势，将保险资金运用到支持实体经济发展项目的项目。从行业内保险资管机构的发展而言，保险资产管理机构在保险资金运用领域具有自身独特的优势，但

#### 就行业发展而言，自身的投资能

### 近半信托公司备案私募基金管理人

□本报记者 刘夏村

近期，信托公司备案私募基金管理人的热情不减。中国证券投资基金管理业协会的信息显示，在刚刚过去的9月份，又有6家信托公司完成备案，截至目前，已经有31家信托公司，至少23家信托专业子公司备案成为“私募基金管理人”。

业内人士看来，资本市场正为越来越多的信托公司所重视，分业监管体制下，备案私募基金管理人有助于信托公司更好地开展此项业务。与此同时，一些信托公司亦借此逐步提升其证券投资主动管理能力。

#### 近半信托公司备案

9月29日，国投泰康信托备案私募基金管理人。至此，目前已经31家信托公司备案成为私募基金管理人，这意味着，在全部68家信托公司中，有近乎一半成为“私募基金管理人”。

从备案时间来看，万向信托在去年10月23日完成登记，成为第一家备案私募基金管理人的信托公司，此后陆续有一些信托公司进行登记，特别是今年二季度以来，就有24家信托公司“扎堆”备案。除此之外，据相关研究人士不完全统计，目前至少有23家信托公司旗下的私募子公司完成备案。

某备案的信托公司研究人士认为，目前信托公司以及信托公司旗下的私募子公司“扎堆”备案私募基金管理人，一个大的逻辑是资本市场越来越受到信托公司的重视。实际上，近年来受宏观经济下行因素影响，信托公司传统的房地产信托、政信合作等业务愈发难做，不少信托公司甚至陷入兑付危机的“泥淖”，而去年下半年以来A股走牛则为信托公司打开一扇新的“大门”。彼时，多家此前较少从事证券投资业务的信托公司公开表示，在2015年，资本市场将是其最为重要的业务方向之一。

#### 契约型基金诱惑

国投泰康信托表示，私募投资基金经理人资格的获得，进一步丰富了公司业务实施的路径。今后公司可通过发行契约型基金，开展跨市场私募基金管理业务。在为客户提供更为丰富的金融产品的同时，也为公司打造多元化资产管理平台、开拓各类私募基金管理业务打下基础。

业内人士进一步表示，备案私募基金管理人后，信托公司通过发行契约型私募基金或有限合伙基金，在一定程度上使得操作更为灵活。具体而言，通过上述方法开展业务时，可以不用受到相关信托业务的监管约束，进一步扩大投资范围，同时无须占用信托公司的净资本、不用缴纳信托行业保障基金，降低信托公司展业成本。此外，通过上述方式发行相关产品，可以避免在企业定增或者转板时因信托计划而导致定增限制或者信托计划持股无法上市。实际上，中国证券报记者了解到，目前已经有备案的信托公司发行了契约型基金和有限合伙基金。

此外，中国证券报记者了解到，今年以来，已经有一些信托公司开始借助发行私募基金来探索主动管理的证券投资业务。一家正在从事这一业务的信托公司人士认为，在私募基金环境之下，信托公司没有刚性兑付的压力，更愿意去尝试主动管理的业务。他透露，目前信托公司尝试这类业务的一种方式是先发行一只契约型私募基金，再对合作另外一只有限合伙基金的有限合伙人(LP)，投资顾问作为普通合伙人(GP)。该人士认为，尽管这一交易结构仍需投顾，但对于信托公司而言，已经是发行一只主动管理的证券投资产品。业内人士认为，目前信托公司的证券投资能力较弱，只能通过这种方式逐步发展。长期来看，信托公司需要适时摆脱对其他金融机构投资顾问方面的依赖，增强主动投资管理的投入。