

# 九机构助攻 钜盛华杠杆融资有术夺万科

证券时报记者 曾炎鑫

一家去年底账面资金只有3个亿的公司,能否在一年后拿下2000亿市值上市公司第一大股东席位?

实际上,宝能系旗下的钜盛华联合一致行动人前海人寿已成功做到了这一点。

在前通过资管计划拿下万科4.97%股权后,钜盛华及前海人寿对万科发起了第四次举牌,对万科的持股比例达到了20%,成为万科第一大股东。而钜盛华资本腾挪方式不仅让一般投资者感到好奇,就连深交所也于12月10日向钜盛华发函要求回应九个问题,其中明确要求钜盛华说明最后一次举牌资金来源和来源。

据证券时报记者测算,在最近不到半年时间里,钜盛华和前海人寿为了夺下万科第一大股东席位前后投入资金332.16亿元。而究其资金来源,可以发现钜盛华在此期间灵活运用融资融券、收益互换、股权质押和资管计划等四种加杠杆手段,大幅提高了资金运作效率。

期间涉及金融机构达9家,包括4家券商、4家资管公司和1家险企。

## 深交所询问:能否实际支配表决权

通过7只带杠杆的资管计划,钜盛华完成对万科的最后一次举牌,成功跃居万科第一大股东位置,而这也引发深交所发出关注函,询问钜盛华是否能够支配7只资管计划中的万科4.97%股份的表决权,也要求钜盛华说明具体出资情况。

回顾权益变动公告可发现,钜盛华当时通过南方资本、泰信基金和西部利得基金等3家公司的7只资管计划合计买入万科A股5.49亿股,占万科总股本的4.969%,从而发起了最后一次举牌。这7只资管计划都明确表示“可用于投资万科A股股票”,并且持股表决权都归属于委托人,如果万科召开股东大会,资产管理人要按照委托人的意见行使表决权。

此外,上述7只资管计划都明显带有杠杆属性,它们在产品描述中都提及了资金的分级结构,部分还明确区分了优先资金和劣后资金。例如,西部利得基金的宝禄1号和金裕1号都明确说明,该计划属于混合型资管计划,结构分级分优先级和劣后级;南方资本的安盛1号、安盛2号和安盛3号资管计划,都将合同期限及变更时间描述为“自优先级委托资金划入资管计划托管账户当日备案手续办理完毕并获得基金业协会书面确认之日起2年”,而广钜1号的资产管理方式表述为“混合型特定多个客户分级资产管理计划表”。

市场人士表示,钜盛华是资管计划的委托人已经没有疑义,有疑义的是,是否还存在其他委托人,钜盛华能否控制表决权,以及最关键的是:谁在三天时间内为钜盛华提供了充足优先级资金?这点不仅一般投资者感到好奇,深交所也忍不住要发函询问。

在关注函中,深交所还明确要求钜盛华说明“公司在资产管理计划中与管理人的具体关系”,以及“能否实际支配万科A股4.97%表决权”。同时,深交所还要求钜盛华明确说明本次取得万科4.97%股权所涉及须支付的资金总额、资金来源等情况,并予以补充披露”。按关注函要求,钜盛华需要在12月14日前针对深交所提出的9个问题,将相关意见及证明文件书面函告深交所,并对外披露。

## 收益互换:最高5倍杠杆买入

根据钜盛华披露的2014年年报,截至去年底,钜盛华总资产为283.13亿元,账面货币资金只有3.23亿元,全年净利润也不过2.62亿元。对此,业内人士表示,若只是这样的规模似乎还难以完成抢夺万科20%股权的“蛇吞象”壮举。

综合多方公开信息显示,钜盛华在今年内多方筹措资金,尤其是在连续举牌期间,涉及的资金包括融资、两融、收益互换、资管计划和股权质押等5种类型,后4种资金是明显有带杠杆的资金。

其中,收益互换曾帮助钜盛华一

口气拿下了万科8.38%股权。在2015年7月25日的举牌公告中,钜盛华和前海人寿对万科的联合持股首次突破10%,同时首次提及有3.81%的万科股权是通过收益互换的方式买入。

所谓收益互换,即钜盛华将现金形式的合格履约保障品转入证券公司,证券公司按比例给予配资后买入股票,该股份收益权归钜盛华所有,钜盛华按期支付利息,合同到期后,钜盛华回购证券公司所持有股票或卖出股票获得现金。有券商人士表示,由于收益互换采取保证金或预付金交易,因此交易具有较强的杠杆性,收益互换杠杆倍数普遍能放到2至3倍,部分收益互换的杠杆倍数更是高达5倍。

其后,钜盛华继续通过收益互换买入万科股权,最高时通过该方式实现持股8.38%。合作券商分别为银河证券、华泰证券、中信证券和国信证券。其中,可确定的是,钜盛华通过银河证券买入了2.69%万科股权,通过华泰证券买入了1.12%的万科股权。

## 钜盛华 质押万科7.28亿股

在举牌万科过程中,股权质押是钜盛华第二种最重要的资本运作手段。记者发现,在钜盛华质押万科7.28亿股的同时,钜盛华的法人股东宝能投资集团也在11月3日质押30.98亿股钜盛华股份。

钜盛华11月11日的公告显示,钜盛华当时共持有万科9.26亿股,其中有7.28亿股质押给了鹏华资产,该部分股权占万科总股本的6.59%,占当时钜盛华所有持股的78.62%,以质押起始日收盘价计算,这部分质押股权市值达98.43亿元。

参考证券业一般给予主板股票四折、创业板三折质押率,以此计算,钜盛华该笔质押股权可以融到资金39.37亿元,如再考虑万科是大蓝筹股,钜盛华可以融到的资金或不止45亿元。

值得注意的是,钜盛华质押万科股票的同时,钜盛华大股东宝能投资集团也在质押钜盛华股权。全国企业信用信息公示系统显示,钜盛华在11月30日有一条股权质押记录,具体为:将深圳市宝能投资集团持有的30.98亿股质押给华福证券。

在完成对万科的股权质押后,钜盛华和前海人寿在11月20日对万科发起第三次举牌,两者持股比例突破15%,此时万科已经将上述收益互换的8.38%全部回购,但仍然有0.34%的股权是以融资融券方式持有。此后,在宝能投资集团质押了钜盛华30.98亿股后的第7天,钜盛华宣布通过资管计划对万科进行了第四次举牌,持股比例首次达到20%。

此外,尽管通过各种金融手段不断腾挪资金,钜盛华自身在此期间也在不断增资,今年以来已经增资5次,主要集中在8月、10月和11月,注册资本从101亿元增至163亿,法人股东只有深圳宝能物流公司和深圳宝能投资集团。

## 前海人寿投资和宝能集团多有交集

尽管有市场人士猜测,钜盛华对万科的举牌可能借助了前海人寿的保险资金,但就目前公开资料看,前海人寿没有披露过和钜盛华的关联交易。事实上,前海人寿的关联交易主要集中在2013年和2014年,且大部分都和宝能集团有关。其中,在前海人寿披露过的15起关联交易中,光是受让宝能集团旗下的资产和公司股权合计涉及资金25.48亿元。

具体而言,前海人寿在2013年有5起关联交易和宝能集团有关,包括向宝能地产和宝能商业购买宝能酒店投资公司40%股权、向宝能地产购买惠州宝能置业100%股权、向无锡宝能投资购买金融大厦15-38层写字楼,以及向韶关宝能置业购买韶关德丰源100%股权,合计耗资12.6亿元。

受让了上述公司股权后,前海人寿在2014年对这些公司先后开展了增资和借款,包括对宝能酒店投资增资8000万元、对韶关德丰源投资增资1亿元、对惠州宝能泰丰置业增资2.5亿元。

此外,前海人寿官网在2015年没有披露一起关联交易。

股票	举牌险资	持股比例
金融街	安邦保险	25%
同仁堂	安邦保险	5%
金风科技	安邦保险	5%
万科A	安邦保险	5%
欧亚集团	安邦保险	5%
大商股份	安邦保险	5%
万丰奥威	百年人寿	5%
南玻A	宝能系	25.05%
中炬高新	宝能系	20.11%
万科A	宝能系	20%
韶能股份	宝能系	15%
南宁百货	宝能系	10.01%
合肥百货	宝能系	6.72%
明星电力	宝能系	5.02%
浦发银行	富德生命人寿	20%
天宸股份	国华人寿	15%
华鑫股份	国华人寿	10%
新世界	国华人寿	10%
东湖高新	国华人寿	7.46%
有研新材	国华人寿	7.16%
国农科技	国华人寿	5.01%
三特索道	君康人寿	5.06%
兴业银行	人保系	14.06%
承德露露	阳光保险	5.03%
京投银泰	阳光保险	5.01%
中青旅	阳光保险	5%
凤竹纺织	阳光保险	5%

vanke 万科

## 九家金融机构助钜盛华拿下万科第一大股东席位

机构类型	机构名称	方式	买入或质押万科股权百分比
券商	华泰证券	收益互换	8.38% (已回购)
	银河证券		
	中信证券		
	国信证券		
基金公司或资管公司	南方资本	资管计划	3.94%
	泰信基金		0.75%
	西部利得基金		0.28%
保险公司	鹏华资产	股权质押	6.59% (未解押)
	前海人寿		一致行动人



曾炎鑫/制表 周靖宇/制图

# 险资举牌:考验险企风控能力时刻来临

证券时报记者 潘玉蓉

保险资金在二级市场举牌上市公司潮近期引起舆论沸腾。

保险行业经营模式复杂,如此疯狂举牌的背后隐藏着哪些秘密?近日,证券时报记者就险资举牌主要问题采访了业内人士,为读者梳理分析问题的逻辑,提供更多看问题的视角。

## 举牌动力:缓解偿付能力压力是主因

时至岁末,保险公司迎来了两张重要报表的编制时刻。一张是给股东和相关人群使用的资产负债表,另一张是提交监管部门的偿付能力报告。

对一般工商企业而言,最重要的是第一张表,但对于保险企业,第二张表几乎决定了来年所有业务规划和投资规划,是保险公司必须提前筹划的重中之重。

要理解岁末险资举牌潮,改善偿付能力是一个重要视角。

日前,富德生命举牌浦发银行、前海人寿举牌万科,均是持股刚刚超过20%。其背后重要动因来自,如果持股不足20%,在偿付能力报告中该笔投资将以公允价值来认可,这对于动态监管中的保险公司偿付能力来说是巨大的成本,因为一旦市场大跌,偿付能力达标压力将变得非常大。当持股超过20%之后,该投资可以转为长期股权投资以权益法记账,被投资企业的利润可以按比例体现在利润表和偿付能力报告中,不仅增厚了保险公司利润,还减轻了偿付能力压力。

为何地产、银行等大蓝筹股频频被保险公司狙击?其实,其中也有偿付能力的考量。今年7月股市大幅波动时,保监会曾经发文提高了两个重要比例:一是对保险资金投资蓝筹股监管比例提高,二是对保险资金投资蓝筹股的资产认可比例提高。根据该办法,保险公司可以主动调整资产配置结构,将手中的中小股票换成蓝筹股,也能减轻资本占用。

尽管举牌是为了编制更有利的利润表和偿付能力报告,布局来年,但是,举牌本身也是一件消耗资本的事情,保险公司是否完全合规操作,能否应对当前的各种风险?这些问题也受到市场的关注。

保险资金在二级市场举牌一事已经引起有关部门警惕。12月11日,保监会发文《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》,提醒保险公司关注资产配置的潜在风险。同日,一份规范高现金价值保单的文件征求征求意见。据了解,高现价保单与险资举牌的资金来源密切相关。

## 潜在风险:考验保险业能否玩转高收益理财

12月11日,保监会出台的上述相关文件中,重点强调了当前保险投资的成本收益错配风险、期限错配风险、流动性风险。保监会虽未明确指向近期保险资金在二级市场的操作,但提示的几大风险与举牌的资金来源相关性较大。

在二级市场上举牌的常客,都是近年市场上保费跨进千亿俱乐部的黑马。

安邦保险、华夏人寿、前海人寿等黑马保险公司的崛起之路,均是依靠“资产驱动负债”模式,即通过投资带来的高收益反哺承保,向市场给出高收益的理财保险产品来吸纳保费,实现规模扩张。

走传统“负债驱动资产”道路——即先收保费再配置资产的保险公司,近年也转变思维,近年开始提出“双轮驱动”,注重资产配置、提高保单收益。

对于道路的选择,业界一直有分歧。一位保险界重量级人士曾在公开场合表示,寿险公司应该回归保险本源,即注重基本保障,而非销售量但退保率也高居不下的理财产品。然而,被这位人士否定的做法却在保险行业大受欢迎,尤其新设的保险公司,纷纷走上资产驱动负债的道路。

随着资产荒的出现,寻找高收益资产的难度加大,考验保险行业能否玩转高收益理财产品的时刻来临了。监管部门有理由在此时做出摸底测试。

有业内人士担心,如果保险行业过于害怕风险而不是提高管理风险的能力,会让保险公司回到保守的老路上,投资收益长期低下,错失行业机会也是一种风险。

“保险资产配置要在各种复杂变量中寻求平衡,错配是一种中性的配置方法,它包括期限错配、规模错配、流动性错配等多方面内容。错配本身无所谓好坏之分,只要能守住底线,应该鼓励各家公司进行差异化经营。”一位寿险公司人士表示。

方法和道路没有对和错,关键是这些风险在行业里的真实状况如何?距离守住不发生系统性风险的底线还有多远?是到了即将拉响警报的时刻,还是在少数公司出现,无关行业整体大局?对

于这些问题,监管部门正要求保险公司进行针对性压力测试,尚未有正式结论。

## 后市:举牌玩法还能持续多久

与险资举牌潮齐头并进的,是A股上市公司即将新设保险公司或者收购保险公司股权的公告。证券时报记者粗略统计,10月份至今至少有12家上市公司发出类似公告。

资本市场的聚焦放大功能,让保险业成为各路资本争抢的香饽饽。但是,即将正式实施的“偿二代”,可能让一些将保险业理解为高杠杆融资平台的资本大算盘落空。

已经筹备3年的“偿二代”目前正在过渡期,未来2年内有望正式实施。偿二代体系将过去保险行业的规模导向改为风险导向,将保险公司风险管理能力与最低资本要求挂钩。它将给保险行业的融资功能产生巨大影响。

偿二代实施后,一掷千金的举牌行为背后将需要雄厚的资本金做支撑。因为偿二代体系下,保险公司投资股市对资本的占用将大大提高,比偿一代提高了大约3倍。

一位保险精算业务人士认为,在“偿一代”时代,保险公司能够大卖高收益理财产品,是因为这种做法对资本占用不明显甚至还可以创造资本。但偿二代下,高现金价值类保单的销售规模会更严格地与资本挂钩,对资本的占用也会大大提高。