



宝能系实际控制人姚振华

万科董事会主席王石

起底宝能系资金链

宝能是如何筹集到这么多资金的？又是如何一步步增持成为万科第一大股东的？新华社记者近期就此进行了调查。

图解



万科5%的股权 (图一)

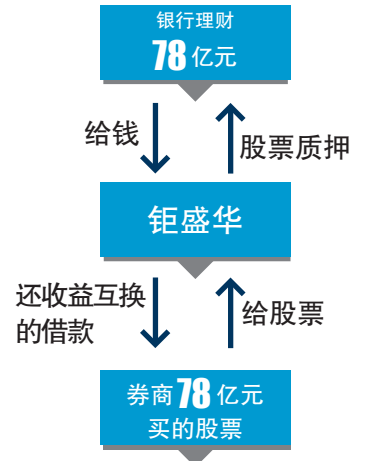


万科超过15%的股权 (图二)



资管计划

买万科股票



(图四)

图片和数据来源：新华社
本版制图/陈海冰

增持万科三步走

宝能通过旗下的钜盛华公司大举买入万科。

根据记者获得的资料，这一阶段钜盛华以自有资金约39亿元，以1：2的杠杆撬动券商资金约78亿元，购买万科股票。这期间的杠杆主要是通过与中国、国信、银河等券商开展融资融券和收益互换实现的。至此，前海人寿和钜盛华持股万科比例合计超过15%。(见图二)

第二步，在从去年7月下旬开始的一个多月时间里，除继续通过前海人寿增持万科占比1.66%的股票外，

两种方式成为宝能购买万科股票的主要来源。

一方面，银行理财资金置换券商资金。宝能引入建设银行理财资金约78亿元替换前期的券商收益互换等带来的资金。

另一方面，银行理财资金成立投资公司间接增持万科。2015年11月，宝能出资67亿元作为劣后，浙商银行132.9亿元作为优先，通过华福证券、浙商宝能资本构建有限合伙基金，规模最终达200亿元。这笔资金通过增资、股东借款等形式进入钜盛华。此

后，钜盛华用其中的约77亿元作为劣后，广发、平安、民生、浦发等银行出资155亿元作为优先，共计约233亿元，通过证券公司和基金公司资产管理计划，继续增持万科。(见图三)

此外，记者调查发现，民生银行还通过民生加银的资管计划向宝能系钜盛华融资8亿元。

截至2015年12月24日，宝能系持股万科合计24.27%，其中前海人寿6.66%，钜盛华17.61%。至此，宝能系买入万科股票耗资430亿元左右，账面浮盈230亿元余。

银行理财和保险是资金主力

财充当了优先级，按照两倍的杠杆向宝能提供了资金。

“很难说这些银行理财资金直接进入了股市，从这一点来说没有违规迹象，但是实质上银行理财资金间接投资了二级市场，并在其中发挥了重要作用。”一位知情人士说。

根据记者获得的报告，按照浙商宝能合伙协议的约定，浙商宝能合伙基金的资金已经可以直接用于收购上市公司股份。但浙商银行去年12月24日公开回应，其理财资金投资认购华福证券资管计划132.9亿元作为优先，仅用于钜盛华整合收购非

上市公司金融股权，不可用于股票市场二级市场投资。

除浙商银行之外，宝能系资金中出现了多家银行的身影。根据记者获得的资料，2015年10月19日至11月19日，钜盛华分10笔通过鹏华资管的定向资管计划向深圳市建行办理了股票质押，由此获得总计78亿多元的银行理财资金，用于置换券商收益互换购买的股票。(见图四)

据了解，钜盛华之所以拆分为10笔进行操作是因为置换过程需要首先归还收益互换的借款资金，股票过户后才能再作股票质押，这就需要一笔过桥

资金。钜盛华无力一次完成置换。

“每次质押，钜盛华会买入1万股中集集团的股票一并质押，这是根据深圳建行的需求，将质押的股票由单一股票变为股票组合。”一位知情人士告诉记者。

对宝能资金的相关问题，宝能负责人姚振华在提供给记者的书面回复中说，前海人寿投资万科的资金属于保险资金，完全合规合法。钜盛华投资万科的资金来源包括自有资金和依法依规的外部融资，外部融资方式包括两融、资管计划和收益互换。上述资金来源风险可控、合法合规。

杠杆倍数成迷局

11.8亿元的净资产撬动了前海人寿104亿元的保险资金投资万科。考虑这一因素后计算，宝能资金杠杆为4.9。但这一说法并未得到专业机构的确认。

除此之外，有参与调查的人士怀疑，浙商宝能

投入钜盛华的200亿元资金中有不少于70亿元用于收购前海人寿老股东的股权，而相关老股东与宝能集团有明显的关联关系，这部分资金可能回流至宝能体系

内。如果扣除这一部分，宝能的杠杆比例应该更高。

北京大学教授周其仁认为，英雄不问出处，但英雄的钱要问明来路，尤其是用于大型上市公司收购的钱，特别要清清楚楚交代。因为自家的钱还是借来的钱以及用不同方式借来的钱，内含不同的行为逻辑。

中国政法大学民商经济法学院副教授王军认为，高杠杆带来较高风险，法律和监管当局应要求收购方进行更多、更细致、更深入的信息披露，增强透明度。

记者赵晓辉 许晟 杨毅沉 潘清（新华社北京7月7日电）

博弈

三大争端各执一词

观念之争——针锋相对

“我们投资万科既是去年股灾时响应国家号召的救市行动，又是‘新国十条’背景下保险资金对接实体经济的内在要求。”姚振华说，我们投资万科股票是希望分享投资回报，做万科的战略投资人。

“我刚开始接触姚振华时，他说宝能是想做财务投资者。”王石说，但明显宝能是想控制公司，做一些“想做”的事。

利益之争——锱铢必较

今年3月，万科宣布将以定向增发的方式引进深圳地铁作为战略合作者。这一方案遭遇宝能系及事件角力另一方华润的明确反对。“该重组方案严重违背上市公司和股东利益最大化原则。”姚振华说，经测算，万科对深圳地铁增发后，现有股东的权益将被摊薄约5%。

“引入深圳地铁既能解决万科的股权之争，又符合万科的战略转型需求。具体的增发价格还可以谈，是个技术问题。”王石说，从长远利益看，由于获得了深圳地铁优质项目的“优先权”，所有股东几年后的收益就足以覆盖摊薄产生的成本，合作能得到资本市场的最大认同。

人事之争——罢免董事

6月26日，宝能系提议召开临时股东大会，罢免包括王石、郁亮等在内的董事、监事，万科股权之争骤然升级。

姚振华表示，作为万科的第一大股东，投入最多，迫切希望万科能够健康发展。但本届董事会无视股东利益行事，强行要引进深圳地铁，我们这才提议罢免董事会和监事会，符合条件的人选依然可以通过选举重回岗位，这并非外界所说的“血洗”董事会。

王石则说：“宝能成为大股东才几个月，就要罢免整个董事会、赶走整个管理层。他们真有能力管好这家公司吗？这像一股投资者的想法吗？”（新华社北京7月7日电）

监管

监管部门高度关注

围绕万科控制权争夺，舆论广泛关注。国资委、证监会、保监会等监管部门都对此作出回应。

证监会新闻发言人张晓军7月1日表示，万科事件各方应着眼长远，把保护投资者利益、促进公司长远发展放在首位。（新华社北京7月7日电）

