

案例正文：

收购万科，宝能资本大戏如何落幕？¹

摘要：深圳市宝能投资集团是一家以房地产业、物流业、高科技产业为核心的集团化企业。目前公司系统内净资产约 10 亿元。伴随着宝能系的发展壮大，集团董事长姚振华制定了“地产+保险”的发展战略。自 2015 年 7 月起，宝能系耗资百亿人民币在股票二级市场强势收购在深交所上市的万科股票，目标直指第一大股东的位置。然而，收购万科绝非易事，万科管理层通过寻找“白衣骑士”、施加舆论压力、停牌等反收购措施阻止宝能系顺利获得公司控制权。如今万科又欲借道资产重组，将经营、价值理念相近的深圳地铁集团纳为战略盟友，万科管理层阵营的实力无疑得到空前壮大。宝能该如何应对这个局面，是当下姚振华迫切需要解决的一个棘手问题。

关键词：宝能系；姚振华；收购；万科

0 引言

2016 年 3 月 13 日，黄昏，中国深圳，夕阳透过办公室的落地窗洒在写字台上。办公室的陈设极其简单，写字台前坐着一位眉头紧锁的中年男士，手中夹着半支点燃的香烟，倚在椅子靠背上，看起来略感疲惫。他是姚振华，宝能系公司的掌门人，还不到“知天命”的年纪，却已控制了宝能系 49 家核心企业。他正在思考在明天公司董事会会议的议题-如何应对万科引入深圳地铁集团这一重组方案。

自 2015 年 7 月以来，对万科的股权收购一直是宝能系重要的资本运作项目，该项目的成败直接影响到宝能系未来的战略转型。现在万科在 A 股股票停牌近三个月之后，筹谋许久的资产重组事项日前终获实质性进展。万科昨晚公告显示，公司 3 月 12 日与深圳市地铁集团有限公司签署合作备忘录，根据备忘录内容，万科将在本次重组中购买深圳地铁集团下属公司（下称“目标公司”）的全

-
1. 本案例由华东师范大学经济与管理学部的范学俊、杜德、金超龙、高正扬、王兆琛撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

部或部分股权，由此实现地铁集团部分优质地铁上盖物业项目资产的注入。

现如今宝能面临两难抉择：以拿下万科控股权为目的，宝能系前期已消耗了数百亿资金，其中不乏以资管计划方式所借入资金。相较于宝能系前期的持续追高买入，反观深圳地铁集团在本次重组中则计划向万科注入 400 亿-600 亿元资产，并有望取代宝能系成为万科新的第一大股东。因此，对宝能系而言，若在日后的股东大会中放行本次重组，那么其“控股万科”大计将基本宣告流产；若日后其投出反对票对本次重组设障，后续是否还有充足的资金弹药以及现有持股潜在的“爆仓”风险则是其亟需考虑的问题。更何况，万科方面盟友众多，即便宝能系否掉本次重组，其最终能否控股万科也充满了未知数。

显然，针对本次重组的利弊权衡，将决定宝能的这次“宝万之争”的最终走向。现在姚振华面前的写字台上放着进、守、退三个可供选择的方案，他必须决定明天将向董事会推荐哪个行动方案。

1 神秘潮企：宝能帝国

1.1 灵魂人物：姚振华

出生于 1970 年的姚振华，祖籍广东潮汕，现年 46 岁。行事具有典型的潮汕风格。低调、内敛、果断。目前担任深圳市宝能投资集团董事长、前海人寿董事长、广东潮联会名誉会长等职务。1988 年至 1992 年就读于华南理工大学工业管理工程和食品工程双专业，获双学士毕业。1992 年姚振华大学毕业，受邓小平南方谈话的鼓舞赴深圳创业，从深圳“菜篮子工程”起步，并于 1997 年设立深圳市新保康蔬菜实业有限公司（为宝能集团前身）。1998 年，他在福田区开发了建筑面积 9.93 万平米，名为中港城的商业房项目，并于 2000 年正式开盘，由此进入到房地产开发领域，并以黄金地段、超低成本获得了过亿的超级利润。带着“卖菜”和中港城的积累，2002 年，姚振华通过公开拍卖竞得了深业物流集团 25% 的股份，也由此进入宝能系“一进、一拆、一分”的发展史。2010 年姚振华与王石等人一道，成为《特区拓荒牛卅载竞风流》上榜人物之一，被称为“隐形的地产大鳄”。

正如中国大多数处于发展中的民营企业一样，老板就是主心骨、就是一切。对于宝能系来说，姚振华的决定就是公司的未来，就是宝能系的灵魂人物，其在宝能系中发挥着不可替代的作用。从带领宝能系“开疆拓土”，到建立“宝能帝国”，姚振华做事果断、艰苦奋斗、充满激情，却为人十分低调，做事都亲力亲为。也许正是因为他的性格原因以及白手起家的缘故，所以姚振华似乎并不

满足于现状，他知道只有自己不断前进才能满足自己的内心。

1.2 宝能集团：庞大帝国

深圳市宝能投资集团是一家以房地产业、物流业、高科技产业为核心的集团化企业。集团自创立以来，重视资产质量、战略规划及可持续发展能力的培育，目前公司系统内净资产约 10 亿元。宝能集团旗下包括综合物业开发、金融、现代物流、文化旅游、民生产业等五大板块，下辖宝能地产、前海人寿、钜盛华、广东云信资信评估、粤商小额贷款、深业物流、创邦集团、深圳建业、深圳宝时惠电子商务、深圳民鲜农产品多家子公司。

宝能集团是 2000 年由潮商姚振华在深圳创立。2003 年宝能集团入股深业物流集团前（简称：深圳物流，下同），一度控股达到 46.52% 股权。2006 年深圳物流由于控股股东之间对未来公司运营无法统一意见而进行分拆，分拆的结果是宝能集团拿到深业物流品牌的使用权以及部分土地和房屋，从而宝能集团完成资本的原始积累。2005 年宝能集团投资深圳太古城获得巨大成功，从而让宝能集团看到城市综合物业开发的商业契机。2009 年宝能集团开始发力布局全国业务，逐渐在华南、华北、东北、西北等 30 个重点城市，综合物业开发进驻全国七大区域。2012 年宝能集团联合发起成立前海人寿保险股份有限公司，宝能系从此将金融纳入其版图中，而钜盛华和前海人寿也成为其进入资本运作的核心。至此，宝能系构筑了一个集地产、金融、物流、医疗、农业等众多产业的庞大商业帝国。

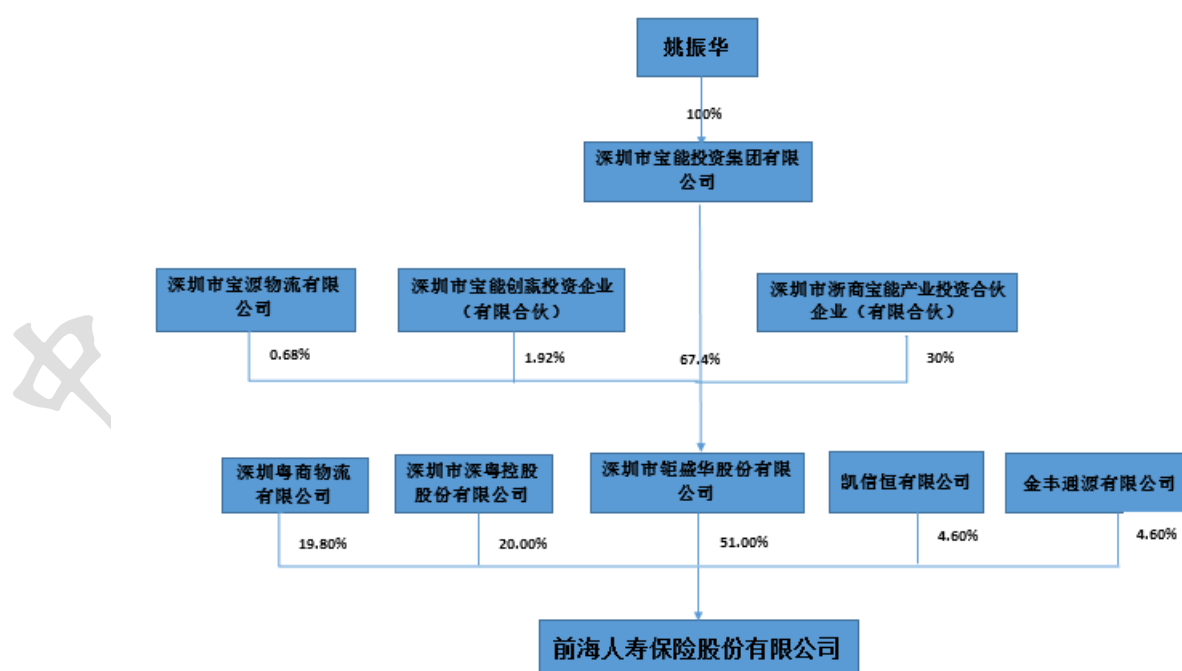


图 1 “宝能系”部分企业的股权结构

在宝能系的庞大商业帝国里，前海人寿保险股份有限公司（简称：前海人寿，下同）与深圳市钜盛华实业有限公司（简称：钜盛华，下同）是宝能系进行资本运作的核心。前海人寿于 2011 年 9 月获准筹备，2012 年 2 月获得保监会批准成立，发展十分迅速，其战略布局为 5 年内成为优秀寿险公司，10 年进入国内一流寿险公司行列，15 年内打造成世界知名优秀寿险公司，最终发展成为综合金融服务集团。截止到 2016 年 4 月，前海人寿及钜盛华持有 5% 以上的上市公司包括华侨城、中炬高新、韶能股份、明星电力、中国金洋、南宁百货、南玻集团、合肥百货。

2 收购万科：意欲何为

2.1 战略转型：地产保险

在宝能系的庞大帝国中，房地产是其重要的业务分支。宝能方面在商业地产方面有着雄心万丈的蓝图，亦多次对外公布自己的“商业计划”。宝能曾不止一次透露，将用 5 年时间，投资 1200 亿元，至 2018 年开发建设 40 座创新型购物中心，全部统一自持经营。5 年建 40 个购物中心，有市场人士称，这也就意味着平均每年要有 8 个在建，每个项目的平均投资额需要投入将近 30 亿元。目前宝能的房地产已经进入 30 个城市，在建和在售项目接近 60 个。但是宝能毕竟是后起之秀，由于经验不足，实力有限，所以房地产业务布局仍主要是三四线城市。尤其是进入 2015 年，在京沪深一线城市的房价继续大涨的局面下，三四线房产由于库存压力，使房产价格涨幅有限，在三四线城市拥有巨额地产的宝能如芒刺在背。宝能系在地产上深度套牢，非常危险，过去三年甚至只卖了不到 100 亿元，2015 年甚至在安徽芜湖退回三宗土地，损失了 1.3 亿元保证金。

宝能芜湖总经理助理李刚表示，主动退地是为了调整投资节奏，规避地产商集中开发所产生的风险。宝能集团目前在全国布局的 21 个城市里，除芜湖外，楼市不景气的三线城市还有肇庆、云浮、惠州、韶关、赣州、扬州等，而二线城市中，包括沈阳、大连、石家庄、西安等地房地产也出现了明显过剩。虽然退地是个案，却掀开了宝能集团作出战略调整的一角。实际上，宝能集团已计划全面收缩传统地产业务，转而加大在产业园区孵化、教育、医疗、农产品物流园等新业态上的投资。因此，姚振华十分希望控制一个一线房地产品牌帮他解套，并且长期来看帮助宝能系旗下房地产业务进行战略转型，即将房地产业务布局从三四线城市转移到一线城市。

除房地产战略转型以外，宝能一直想利用旗下保险公司高速增长的保险资

金与房地产行业进行对接，形成一个保险业、房地产业相互促进的生态圈，从而促进集团实现爆发式的增长。然而现在摆在他们面前的是宝能集团缺乏相应的品牌效应、资金实力和运作能力。宝能系希望寻找一个大型的房地产企业作为平台进行嫁接，从而实现“房地产+保险”战略，快速实现地产业和保险业的高速发展。

收购兼并是快速实现企业发展战略目标的有效手段。此时，收购一家标的良好房产企业作为宝能系的嫁接平台，完成房地产和保险业生态圈的构建，帮助宝能系旗下房地产业务向一线城市布局的转型，是姚振华能想到最稳妥的投资方案。一个收购万科的大胆想法渐渐萌生。

2.2 锁定目标：龙头万科

姚振华对万科关注已久。首先，万科本身质地优良。万科企业股份有限公司成立于 1984 年，1988 年进入房地产行业，由于长期在住宅市场开发领域保持了较高的专业化程度，万科在房地产市场上取得了巨大的成就。2010 年万科销售金额破千亿大关，成为国内第一家年销售额超千亿的专业住宅开发企业。2015 年，得益于一、二线城市房地产市场的快速复苏，万科实现销售面积 2067.1 万平米，销售金额 2614.7 亿元，销售规模居全球同行业领先地位。如今，万科已走遍全国 68 座城市，成为中国约 200 万家庭的信赖之选。就规模而言，万科在 2008 年的总资产规模就高达 1192 亿元，高居上市房企榜首，到 2014 年资产规模增长至 5084 亿元，增长幅度为 326.51%，年平均增长率为 46.64%。可见，从总资产规模看，万科堪称中国房地产行业排头兵，可谓名至实归。

在经过二十多年的发展，万科成为国内最大的住宅开发企业，年均住宅销售规模在 6 万套以上，业务覆盖珠三角、长三角、环渤海三大城市经济圈以及中西部地区，共计 62 座大中城市，树立了万科良好的企业形象。

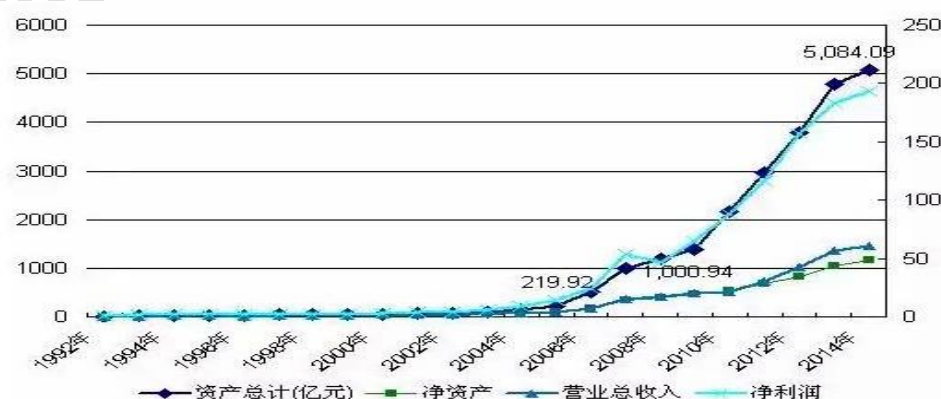


图 2 1992 年——2014 年万科的规模变化

第二，万科的股权结构十分分散。华润作为最大股东始终扮演着财务投资人的角色，这就造成了公司在股权意义上的实际控制人缺位，这种状况也降低了控制万科的难度；

表 1 2014 年末万科股权结构

股东名称	占总股本比例(%)
华润股份有限公司	14.91
香港中央结算(代理人)有限公司	11.91
国信证券-工商银行-国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划	3.3
安邦人寿保险股份有限公司-稳健型投资组合	2.13
GIC PRIVATE LIMITED	1.32
刘元生	1.21
UBS AG	1.08
全国社保基金一零三组合	0.72
中国建设银行-博时主题行业股票证券投资基金	0.65
南方东英资产管理有限公司-南方富时中国 A50ETF	0.65
其它	62.12
合计	100

第三，万科具有优秀的管理和经营成果，近三年万科现金流量稳定，累计分红也是高居行业第二位，属于标准的蓝筹股，股价相对稳定，在适宜的市场环境下具备一定的上升空间，符合监管要求，也符合前海人寿保险资金稳健和收益安全的资产配置要求；

第四，万科和宝能系都有房地产业务，收购的话可以形成业务配合，形成协同效应，帮助宝能系的房地产业务完成战略转型，实现公司高效发展。

但收购万科依然存在一定的隐患。虽然万科的事业合伙人计划还没有真正

成熟²，在还没有认真研究过万科的公司章程之前，不能够准确了解章程的防御能力。君安证券曾经对万科的收购最终无功而返，说明获取万科的实际控制权绝非易事。

2.3 出动律师：研究章程

为确保整个计划万无一失，姚振华以每小时 1 万人民币的价格雇请的深圳顶尖几十名公司法并购专家解答对万科进行并购的相关问题。

姚振华抛出了此次并购计划的相关疑问：第一个问题是万科的股票有没有 A、B 股之分，即公司创始人是否拥有一票否决权，是否拥有一票等于别人 20 票的权利？第二个问题是万科大部分董事是否由股东而不是由公司创始人提名？能否中途更换任期未届满的董事？第三个问题是万科是否有毒丸计划，能防止恶意收购？

律师团给出的答案是令人满意的。对于第一个问题而言，万科的公司创始人，也就是王石，没有为自己保留公司的控制权。根据《万科公司章程》第十五条和第四十七条，万科股东是同股同权。创始人没有一票否决权，没有保留创始人一票等于别人 20 票的权利。对于第二个问题而言，万科创始人丧失了对公司大部分董事的提名权。根据《万科公司章程》第九十七条和一百二十一条，万科董事由股东提名。股东可以随时更换董事，无论是否任期届满。这等于说万科创始人，无法掌握公司董事会，丧失了对公司的实际控制权。第三，公司没有毒丸计划。即使定向增发，方案需要临时股东大会通过。”

姚振华听完律师专家的意见后，立即召开董事会商议收购万科相关事项。为了防止收购的消息提前泄露，姚振华还亲自对所有知情人进行叮嘱，一旦宝能系达成收购万科意向，将会构成内幕消息，内幕消息的知情人在 6 个月内进行相关股票买卖将违反《证券法》，情节严重者甚至可能触犯《刑法》。

2.4 融资安排：煞费苦心

宝能系的董事会已经进行了五个小时，姚振华与公司董事分享了关于收购万科的想法，但是收购预案被“并购资金来源”问题阻断，迟迟未获通过。由于万科资产规模巨大，加之大股东华润集团的国资背景，获得万科实际控制权的难度可想而知，最为重要的就是并购资金能否顺利接续。

宝能系如果想单靠其公司实力收购万科，是几乎不可能的事情。最终，董事会决定，宝能系向浙商银行股份有限公司（简称：浙商银行，下同）融得优

²事业合伙人计划本质上也是股权激励的升级版，万科设立有限合伙制的盈安合伙作为操作平台，符合条件的各级万科雇员成为盈安合伙的合伙人，将资金委托盈安合伙代为购买万科 A 的股票。符合条件的各级万科雇员成为盈安合伙的合伙人，将资金委托盈安合伙代为购买万科 A 的股票。

先资金，构建结构化资产管理计划完成第一层杠杆融资。宝能系将以钜盛华及一致行动人前海人寿作为收购主体，并且成立浙商宝能产业投资合伙企业（简称：浙宝基金，下同）作为筹资主体。

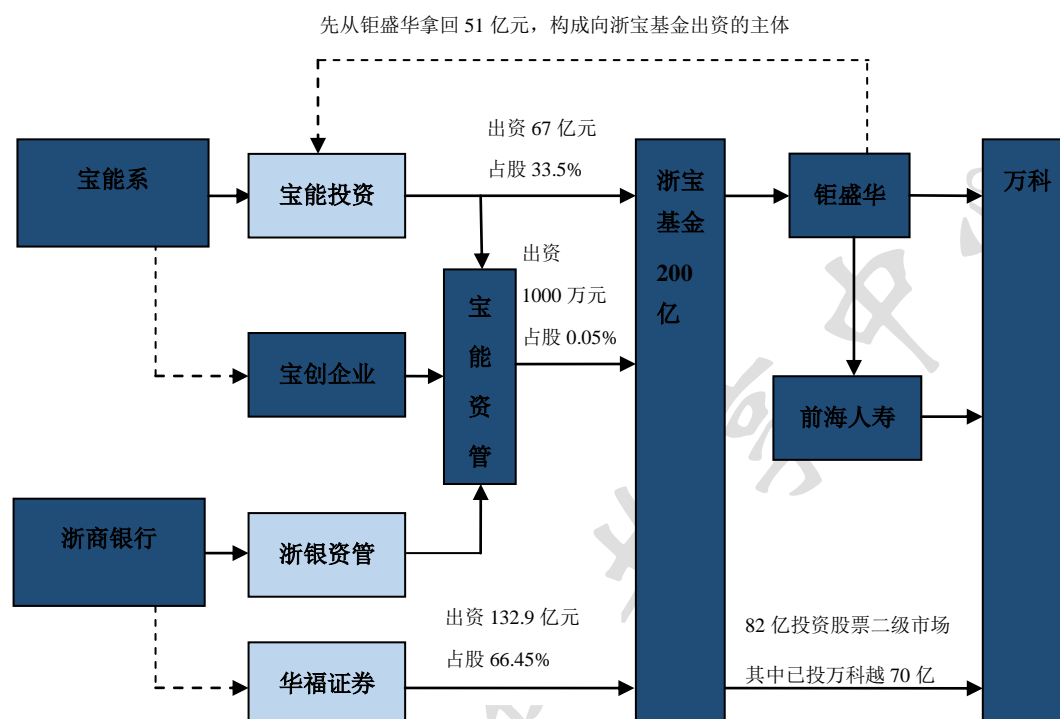


图3 宝能系融资安排

具体融资方案简单来说就是，首先钜盛华账面上约19亿元³，钜盛华可以利用银行信贷融通资金先收购一部分万科股票，或者质押前海人寿股权进行融资，然后质押一部分持有的万科股票融资51亿元给宝能投资，加上自有的16亿元，共计67亿元出资。由宝能资管出资1000万元作为基金发起人设定浙宝基金，认购劣后级，宝能投资为有限合伙人，出资67亿元，认购同样为劣后级。华福证券作为浙商银行理财资金进入通道，为有限合伙人出资132.9亿元，认购优先级。而后钜盛华可以利用融资融券、收益互换、资产管理计划等筹集资金。初步估计可以以钜盛华19亿自有资金获得高达520亿元的资金量。

3 收购过程：跌宕起伏

2015年6月到7月，A股市场出现历史上跌幅最大、持续时间最长的股市暴跌，上证指数从5178点最低跌到3373点，最大跌幅达34.86%，在此期间，万科A（000002）最低跌至12.31的相对低位。根据宝能系制定的收购预案，此时，在二级市场上买入万科股票变为了最佳也是最为快速的收购方式，姚振

³钜盛华的自有资金包括截止2014年12月31日的账上现金3.2亿元，以及2015年1月至10月的经营现金流净额16.2亿元。

华当机立断，从7月10日开始，宝能系以钜盛华为收购主体，在二级市场购入万科5%的股权，“万宝之争”终于由此展开。紧接着宝能系分别以钜盛华和前海人寿为收购主体在二级市场买入万科股票，以15.04%的持股比例代替华润集团成为万科的第一大股东。

3.1 争夺股权：见招拆招

2015年9月1日，正当姚振华在考虑下一步计划的时候，万科的管理层开始渐渐意识到危险的存在，请来了第一位“白衣骑士”华润集团。8月31日和9月1日华润集团买入万科近4000万股，耗资近5亿元，使华润集团的持股比例达到了15.29%，又超越了宝能系的15.04%，重新夺回第一大股东之位。

万科果然还是找了华润集团这棵大树。此番华润的增持在一定程度上会给外界造成华润集团与宝能系争夺万科股权的印象，进而抬高万科股价，如果宝能系适时将股票高价卖出，也不失为一种办法。但姚振华志不在此，此意在入主万科，短期的盈利不能成为影响大局的理由，当然，如果宝能系还是按照战略需求继续增持万科股票，收购成本肯定会进一步增大，资金问题再一次成为了并购中最重要的问题。

转念一想，姚振华冷静下来。之前的融资安排成为行动的保障条件，目前宝能系持有万科股票的成本仍然比较低，仍可以按照之前的融资安排，甚至还可以通过使用回购收益互换、质押股票、进一步设立资管计划，扩大资金量，但是这仍需要一段时间进行沟通、操作。

之后宝能系旗下公司钜盛华通过鹏华资产进行股权质押，质押万科约6.59%的股份，同时也将前海人寿股权进行股权质押。然而钜盛华上述质押6.59%的万科股份所融到的资金毕竟有限。所以钜盛华转而投向资管计划。

2015年11月25日，钜盛华又与西部利得基金等三家机构签署资产管理计划合同约定，资管计划可用于投资万科A股股票，且资产管理人需按照委托人意见行使表决权。11月27日至12月4日，短短一周之内，钜盛华与三家资管机构管理泰信基金、南方资管、西部利得基金签订合同，共同成立7只资管计划共买入万科A股票5.49亿股，占公司总股本的4.97%。

至此，钜盛华及其一致行动人前海人寿合计持有万科A股股票22.11亿股，占公司总股本的20.008%，再次取代华润成为公司第一大股东。然而宝能系并未就此止步。12月10日、11日，钜盛华相继增持万科1.91亿股、7864.15万股，共耗资52.51亿元。两次增持后，钜盛华及其一致行动人合计持股24.81亿股，持股占比22.45%。12月15日、18日，钜盛华又分别买入万科1.18亿股、8196万股，两次增持约耗资42.46亿元，宝能系合计持股比例占比24.26%。

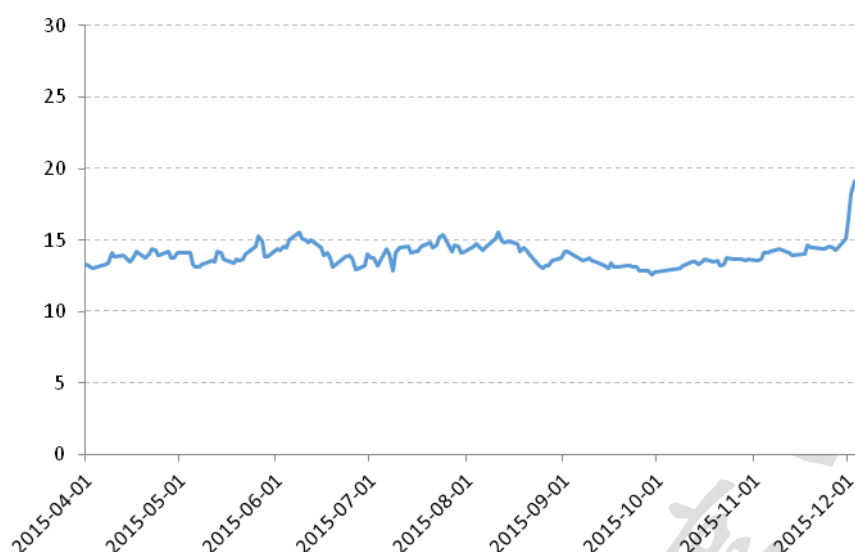


图 4 万科股价（元）

3.2 安邦杀入：战局迷离

就当姚振华以为事情即将告一段落时，宝万之争却“半路杀出个程咬金”。2015 年 12 月 7 日，安邦保险集团（简称：安邦集团，下同）举牌万科。

截止到 12 月 7 日，安邦保险集团通过其旗下安邦人寿保险、安邦财产保险、和谐健康保险及安邦养老保险合计持有公司股份 5.53 亿股，占公司总股本的 5%。“战况”开始变得更加扑朔迷离起来，参与人的目的也越来越复杂。

姚振华又一次进入回忆，在万科 2015 年一季度报表中，安邦已经退出万科前十大股东之列。而此时正是我们宝能跟万科最为关键的阶段，它们的目的又是何在呢？难道安邦是万科找来的“白衣骑士”，还是安邦只是真如其所言只是趁这个机会充当财务投资者，从股价中获利？抑或是现在宝能系最不想看到的安邦和万科管理层成为一致行动人？

按照安邦集团的公示，此次增持主要是出于对万科未来发展前景的看好，其在未来 12 个月内将根据证券市场整体状况并结合万科的发展及其股票价格情况等因素，决定何时增持万科的股份及具体增持比例。

果不其然，2015 年 12 月 17 日安邦保险继续增持万科 A 股股票 1.05 亿股，18 日又再度买入 A 股股票 2287.29 万股，这两日增持后，安邦保险合计斥资约 28.24 亿元，持有的万科股票比例已攀升至 7.01%。

而此时此刻，宝能系累计持股万科 A 股 24.26%；以王石为核心的万科管理

层阵营则持股约 20.64%，其中包括华润持股 15.29%，长期支持管理层的刘元生 1.21%，万科盈安合伙 4.14%。而目前安邦保险持有万科 7.01%的股份，若华润、安邦和万科管理层形成一致行动人，合计股份约为 27.65%，将超过宝能系的“24.26%”。

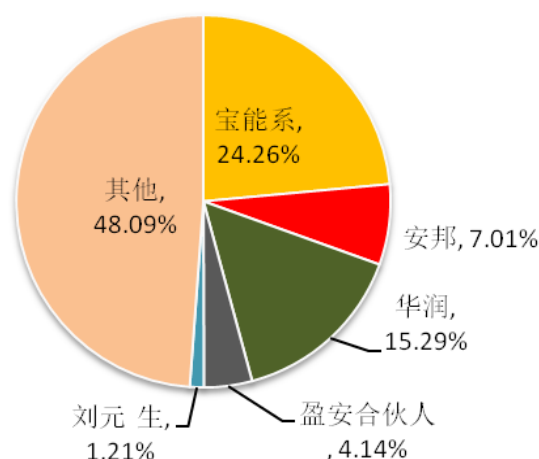


图 5 万科停牌前股权结构

3.3 万科反击：硝烟弥漫

对姚振华来说，一波未平一波又起，万科集团创始人、董事会主席王石 2015 年 12 月 17 日在万科内部会议中明确提出“不欢迎宝能系成为万科的第一大股东”，认为宝能系“信用不够”，宝能系的入主可能会毁掉万科“最值钱的东西”，即万科的信用。此时舆论对宝能系极为不利，王石以极具煽动性的讲话将宝能系推到“门口的野蛮人”的位置上，舆情几乎一边倒地认为宝能系对万科实行的股权收购是“入侵”行为。

作为资本市场“弄潮儿”的姚振华自然清楚，王石这番讲话是利用舆论来打情感牌，让收购无法继续进行，此时，如果他高调反驳甚至与王石正面冲突只会加剧舆论的偏见，反之，如果放低姿态，甚至表态宝能系支持万科现有的管理层并且未来也将继续配合万科管理层的工作，将会有助于平息事态，能够扭转不利局面，进一步完成收购。姚振华强忍着心中的愤懑，依然保持在镜头前的神秘，不公开露面也不公开发表言论，宝能系的主要诉求也变为单纯的财务投资需求，并不想撼动万科现有的管理层。虽然王石在媒体面前大打感情牌，把万科看作是自己的女儿，斥责“野蛮人”妄图霸占万科，攫取万科管理层多年苦心经营的成果，姚振华依然保持沉默，紧锣密鼓地安排下一步收购计划。

2015 年 12 月 18 日，在经历连续两日涨停后，万科管理层向深圳证券交易

所申请万科 A 股票于当日下午 13:00 临时停牌。这突如其来的变故使宝能系无法延续之前在二级市场买入万科股票进而公开标购、要约收购的策略，无法估计的停牌时间也给杠杆资金运作并购的宝能系当头一棒，万科通过停牌来拖延并购事项的策略似乎立竿见影。

几乎是停牌的同时，万科的管理层开启了北京、深圳、香港的拜票之旅，邀请万科的主要公募、私募基金以及其他大股东支持万科管理层的相关决策，与管理层结为一致行动人，保持万科的平稳发展态势。

万科的一系列反收购举动不仅引起资本市场的广泛关注，更给宝能系的收购计划带来了重重阻力，停牌、拜票、舆论武器，老牌上市公司快速而精准的反收购策略让姚振华一时应接不暇。

2016 年 3 月 13 日，万科发布公告称，已与深圳地铁集团于 12 日签署战略合作备忘录。万科拟主要以新发行股份方式，收购深圳地铁集团所持有的目标公司的全部或部分股权，预计交易规模介于人民币 400 亿元至 600 亿元之间。如交易成功，未来深圳地铁集团将成为万科长期的重要股东。情况看起来似乎对宝能系越来越不利，整个局势有可能向有利于万科管理层的方向发展。

4 尘埃落定？何去何从

智囊团队经过反复研讨，向姚振华提交了进、守、退三个方案。

4.1 进：单刀直入

万科与深铁集团的合作看似从根本上扭转了“战局”，实际上仍然存在着很大的不确定性，那就是华润集团的态度，而华润集团的态度开始摇摆并强势加入控制权争夺中，在一定程度上为宝能系提供了极好的继续增持股票谋取控制权的机会。宝能系可以利用第一大股东的地位，一方面向华润集团抛出橄榄枝，声称想要向华润集团出售所持有的万科股票，与华润集团达成同盟，协同华润集团一起反对向深铁集团定向增发股票的相关议案，使万科管理层主导的资产重组失败，另一方面出售时提出华润集团无法承受的溢价，拖延时间，为进一步融资赢得机会，待万科股票复牌之后，宝能系对万科股票进行公开标购，在股份占比上获得绝对优势，进而变更万科的实际控制人。

该方案并非空穴来风，华润集团在 3 月 18 日的股东大会之后在引入深铁集团的问题上与万科管理层发生分歧，体现出华润集团有可能不甘心再仅作为财务投资者，而是想进一步获取万科的实际控制权。但是，此时的宝能系和华润集团是相互需要、相互依靠的关系，任何一方与万科管理层达成一致行动，都会导致另一方取得控制权的计划失败。以宝能系为例，如果华润集团与万科

管理层达成一致行动，宝能系即使仍旧作为万科的第一大股东，其决定权或者操盘的主导权其实已经被架空。单就股权占比来看，停牌前宝能系占比 24.26%，这个比重看似是第一大股东，但和万科第二大股东华润集团及其一致行动人的所有股份相比，已经完全没有优势。停牌前，华润持股 15.25%，安邦 7.01%，管理层 4.14%，仅这三大集团持股就已经达到了 26.4%，超过宝能系股权占比。反观华润集团则更为被动，必须与宝能系合作，才有可能获得万科的控制权。

姚振华的脸上露出一丝笑容。这个方案如果能够成功实施，宝能系将如愿以偿获得万科的实际控制权，迎合险资的投资回报、资金安全性等需求，获取万科稳定收益；同时，万科作为地产业的龙头，具有卓越的品牌效应，宝能系现有的三、四线城市房地产，经过万科品牌的重新包装和相关配套服务，将有可能受到购房者的青睐，加速库存去化，为公司业务转型打下基础；最后，万科拥有稳定的现金流和较强的市场竞争力，能够成为公司的明星业务板块，加快公司战略转型。

然而事情恐怕不会如此顺利。2015 年 12 月 10 日，深圳证券交易所（简称：深交所，下同）公司管理部针对 11 月 27 日至 12 月 4 日宝能系与三家资管机构管理机构泰信基金、南方资管、西部利得基金共同买入的 4.97% 万科 A 股票，向宝能系旗下的钜盛华(收购主体)发出《关注函》，一连抛出了九大关注事项，要求钜盛华及财务顾问在 12 月 14 日前答复并给出证明文件。其中着重强调钜盛华增持万科过程中存在的三大问题：信息披露、资金来源和是否拥有七个资管计划手中的股份表决权。

深交所要求钜盛华说明公司在上述资管计划中与管理人的具体关系，以及公司是否可实际支配万科 4.97% 股份的表决权。倘若不能实际支配该等表决权，钜盛华则需按照其在前述资管计划中的具体持有份额或资金比例情况，说明其目前拥有万科 4.97% 股份的具体权益、对管理人行使股份表决权的影响，以及所涉不同资产管理计划的不同资产管理方式对公司享有相关权益的具体影响⁴。

深交所同时要求钜盛华根据相关规定，明确说明本次为取得万科 4.97% 股份所涉及须支付的资金总额、资金来源等情况⁵。而且深交所要求钜盛华说明宝能系成为万科第一大股东的具体日期和持股比例，并说明是否遵守了相关规定⁶。

⁴钜盛华回复具体参阅附件 4

⁵根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 16 号——上市公司收购报告书》第三十四条的规定，如果收购人资金或者其他对价直接或者间接来源于借贷，其应简要说明借贷协议的主要内容，包括借贷方、借贷数额、利息、借贷期限、担保及其他重要条款。

⁶《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》第 4.1.6 条明确指出，相关股东或者实际控制人

不光深交所发出《关注函》，中国证券监督管理委员会（简称：证监会，下同）和中国保险监督管理委员会（简称：保监会，下同）、中国银行监督管理委员会（简称：银监会，下同）也对此事做出回应。2015年12月23日，保监会发布《保险公司资金运用信息披露准则第3号：举牌上市公司股票》，对保险机构披露举牌信息进行了重点规范，其中提到保险机构举牌上市公司，运用保费资金的，应列明相关账户和产品投资余额、可运用资金余额、平均持有期及现金流情况。

2015年12月25日证监会召开新闻发布会⁷，新闻发言人张晓军表示，证监会高度关注宝能举牌万科一事，目前证监会正会同银监会、保监会对此事进行核实研判。

想到这里，姚振华的表情马上变得复杂起来，监管层态度的转变使得这种方案也蕴藏着一些风险。首先，宝能系收购万科所需要的资金一部分来源于前海人寿的万能险，其特点为资金量大、投资期限短，与长期股权投资行为有很大矛盾。而经过监管层的多次问询和加强监管，险资进行的并购活动受到一定限制，后续收购万科仍然需要大量的资金，这将导致宝能系面临极大的资金压力，一旦融资链条断裂，将会导致整个计划失败。更为致命的是，前期在二级市场收购万科股票时所筹得的高成本资金给公司带来了巨大的财务负担，资金来源和资金运用的期限错配过于严重，再融资难度较大。其次，获得万科控制权对宝能系并非最大化收益的选择，宝能系如果将万科私有化，重新包装上市的成本极高而收益较低，而现有的万科能够提供的盈利不会像高科技企业一样出现爆发式增长，无法给宝能系带来高收益。最后，先利用华润集团对万科股权的渴望与华润集团修好，又在复牌之后反水，将会造成宝能系和华润集团之间的隔阂，破坏原本和睦的合作关系。

4.2 守：以静制动

宝能系作为万科的财务投资者，仍然维持原有的公司治理结构，不参与万科相关业务的决策，这与2000年万科引入华润集团作为“白衣骑士”解围有异曲同工之处。

如果事态最终发展如此，除意欲获得万科控制权的华润集团以外，各方利益基本都能够得到均衡。就重组方案来看，万科的管理层极力强调引入深铁集团作为战略投资者的重大意义，“万科开发地铁上盖，引进深圳地铁是万科在资产重组、往前发展中业务上非常好的选择，且这是我和万科管理层的整体想法。”王石面对采访时这样说。这确实是一种能够给A股市场投资者带来足够想象力

⁷http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201512/t20151225_288655.html

的重组方案，对提升万科股价有很大帮助，虽然深圳地铁目前的盈利状况并不好，前几年一直仰赖财政补贴，港铁模式还有待进一步深化，但最具诱惑力的是，一经重组马上就能唾手可得昂贵无比的深圳土地，这绝对是增厚利润的实在利好。同时，作为混合所有制企业产生的新形式，万科的股票将会更受二级市场投资者的青睐。

对宝能系来说，同意万科的重组方案与万科管理层达成一致，一方面有利于重新建立友好的合作关系，进而有机会利用万科优质的资源合作开发三、四线城市的地产，促进宝能系战略转型。另一方面，此次资产重组若获通过，将会对二级市场股价有一定提振作用，由于前期的白热化抢筹，万科的股价被抬升至相对高位，而经历 2016 年年初的暴跌，股指在低位运行，如果万科就此复牌，必然会导致股价下挫，对持有大量万科股票的宝能系来说极为不利，因此，以财务投资者的身份进入万科，对宝能系来说也是一种很好的选择。当然，作为财务投资者，宝能系可以暂时“退出”万科的控制权争夺，出售一部分万科股票偿还前期杠杆资金，降低投资风险，减少资金期限错配，获取长期稳定收益。而且财务投资者的角色也并非一成不变，等待恰当的机会仍然可以对万科的控制权进行争夺，可以实现真正的“以静制动”。

现实往往不如想象中那么美好，姚振华刚刚准备舒展的眉头又一次紧锁，这种方案也并非万全之策。宝能系退居财务投资者之后，华润集团、深铁集团、万科现任管理层以及其他潜在竞争者对万科控制权的争夺并不会停息，这种争夺将会增加对万科股权投资的不确定性，导致宝能系想要长期投资万科获取稳定回报的目标受到干扰。而且现任万科管理层并对宝能系的态度并不友好，可能会造成双方的合作出现裂痕难以为继，这将直接导致这次资本运作的失败。另外，如果现在采取“以静制动”的策略进行应对，相当于宝能系放弃了原有的主动权，被动接受万科控制权争夺的结果，这无疑加大了投资风险，如果真的要去做财务投资者，先保证这次收购行动能够全身而退，等待万科控制权之争平息之后，再对公司的治理结构和经营状况重新评估，万科的状况明朗化之后再以财务投资者的身份进驻万科，将会获得更加确定性的收益。

4.3 退：金蝉脱壳

利用万科管理层极力推动的重组方案，将宝能系所持有的万科股票以高溢价出售给华润集团，宝能系“金蝉脱壳”。

实际上，在万科股权之争前，华润集团与宝能系并非陌生人。2013 年 8 月份，华润集团子公司华润置地耗资 109 亿元拍下深圳前海一宗地块，但这一地价款超出华润置地内部单个项目授权。由此，华润置地引来“宝能系”合作，

双方为此项目成立了一家合资公司。不过，宝能方面并没有出钱，对华润集团来说筹得另外 9 亿元并非难事，但若关系一般，华润集团完全没有必要找宝能系加入。同年 11 月份，华润集团旗下华润深国投信托发起一项信托计划，优先级 18 亿元资金中，2 亿元用于向宝能地产增资，持有后者 18% 股权，并用于深圳宝能公馆项目开发建设；另 16 亿元用于宝能地产江西赣州项目的开发建设。虽然随着信托计划结束，华润信托转让了在宝能地产的股份，但两者之间的关系显然也因为这些合作进一步加深。

宝能系与华润集团之间过往的合作经历，为此次宝能系将万科股票出售给华润集团增加了可能性，这既迎合了华润集团想要获得万科控制权的主观愿望，也为此次宝能系参与万科股权争夺的资金提供了很好的退出机会。与此同时，万科管理层推动的资产重组为宝能系提供了绝佳的提价机会，即使华润不愿收购宝能系所持有万科股权，在二级市场上抛售股票也更为容易。

想到这里，姚振华的嘴角开始上扬。如果按照这种方案实施，宝能系现在要做的就是与华润集团重修旧好，尽量促成万科管理层的重组计划，提升万科的股价估值，获得更高的溢价收益。这比起获得万科控制权更加简单，万科作为根基深厚、大股东资源丰沛的上市公司，取得控制权是极为困难的，知难而退、顺水推舟能够短期内让宝能系获得较高的收益，不失为一种权宜之计。这种短期的计划也能够迎合宝能系的资金来源，能够成功地通过高杠杆获得高收益，同时降低投资久期拉长导致的收益不确定性上升。而相比较之下，万科董事会的几个席位对宝能系来说实现收益的周期较长，即使宝能系获得万科控制权，能否利用好万科的现有资源快速实现战略转型也尚未可知。

但事情远没有姚振华所想的这样简单、顺利。如果市场得知宝能系有意将万科股权全部售让给华润集团，那么华润集团将会对万科之后的公司治理结构和正常经营产生重大影响，为了不稀释自身的股权，华润集团完全有可能否决万科的重组计划，那么由华润集团控制的万科将会丧失很多让二级市场投资者炒作的题材，对股价产生较大的负面影响。更加值得注意的是，根据财新的分析，华润集团需要拿出 2015 年全年的净利润才能勉强让宝能系保本出局，这远远无法满足宝能系的要求，华润集团有限的财力是制约宝能系售让股权盈利的重要因素，如果仅仅部分售让股权，宝能系持有的剩余股权将会有遭受更大损失的可能性。其次，宝能系就此退出将会损失一个极佳的投资标的，在市场愈演愈烈的“资产荒”环境下，如万科一样能够获得稳定收益、风险相对有限的投资标的屈指可数，放弃这个投资机会意味着损失未来的稳定收益，机会成本较高。

5 尾声

“吡”，姚振华划亮了一根火柴，点燃了含在口中的香烟，脑中一遍又一遍地演绎着“万宝之争”的可能结局。他曾经历了无数资本市场的大风大浪，面对如今强劲的对手，依然心存忌惮。他定了定神，长长地吸了一口香烟，尼古丁刺激着他略带疲惫的大脑。这注定又是一个不眠之夜，他露出自信的神情，自语道，“哈，真有意思啊！”

第二天，太阳仍旧会照常升起，但是宝能系的路将通向何方，难题依然留给了姚振华。

（案例正文字数：12428）

Dose Baoneng Caught in a Dilemma?

Abstract:

This case is mainly about the decision process of Baoneng acquiring Vanke. With the growth of Baoneng, Yao Zhenhua, the actual controller of Baoneng, developed a "real estate + insurance" development strategy. Baoneng chose Vanke as acquisition targets in order to better cater to the company's development strategy. However, acquiring Vanke is not such easy. The actual controller of Vanke want to prevent Baoneng obtain control of the company by seeking "white knights", applied public pressure, suspension and other methods. Moreover, the participation of China Resources Group, AIB Group, the Shenzhen Railway Group and others brought a great deal of uncertainty in this acquisition. Can Baoneng win the “battle” with Vanke? Yao Zhenhua started wandering since faced with strong opponents and increasingly complex environment.

Key words: Baoneng; M&A; Yao Zhenhua; Vanke

附录

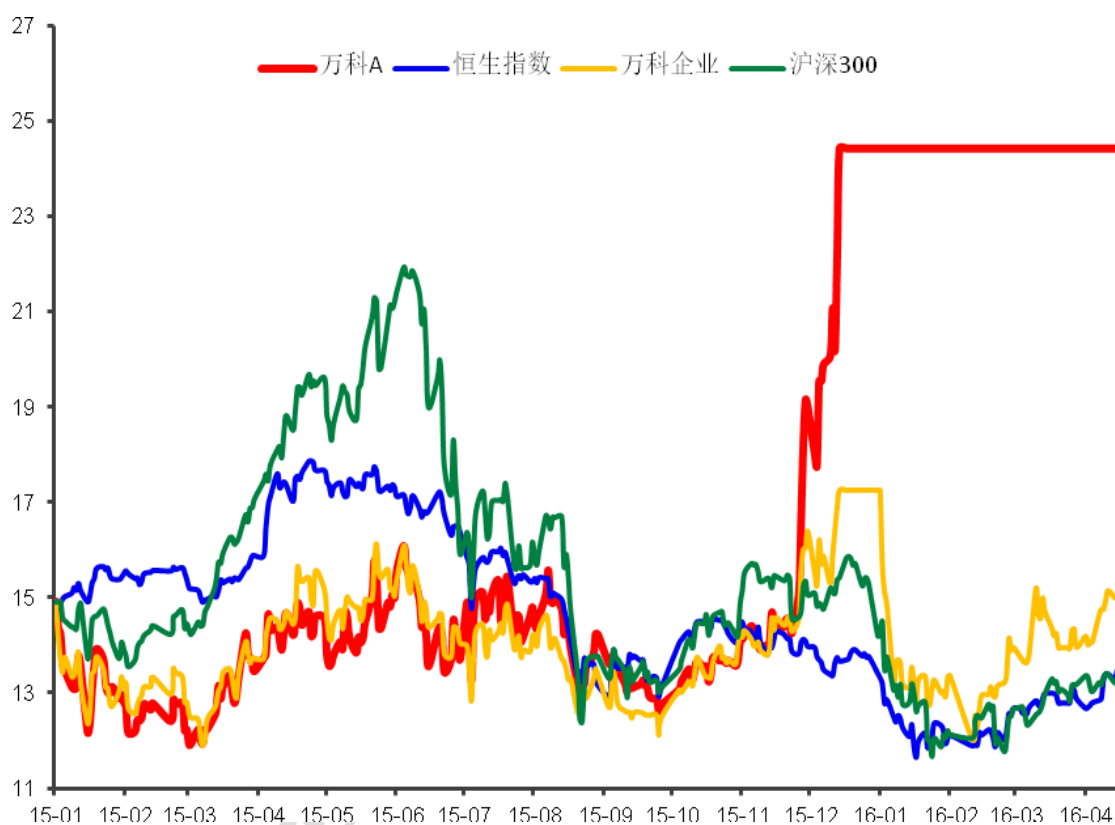
附件 1：宝能举牌、收购史

日期	目标公司	过程	结局
2010 年 3 月 21 日	华侨城 A	宝能系实际控制人姚振华旗下公司占据了两个席位，前海人寿和钜盛华。通过举牌，宝能系一举取得 12.1% 股权。	在这场拉锯股权大战中，宝能系以失败告终。
2010 年 6 月 18 日	深振业 A	6 月份，宝能系凶猛举牌大举吃进深振业 A 股权。在宝能系取得 5% 的股权之后，深振业 A 的第一大股东深圳国资也开始发力。截至当年 7 月 30 日，深圳国资通过一致行动人的不断吸筹已握有 27.06% 的股权；而宝能系手中股权也仅有约 7.4% 左右，根本对深圳国资第一大股的位置造不成威胁。随后，宝能系和深圳国资又互有交锋。	经过四年缠斗，深圳国资已经增持到 34%，而宝能系则减持到 5% 以下。
2015 年 9 月 8 日	中炬高新	从今年 4 月份起，前海人寿四度举牌中炬高新。9 月 8 日，中炬高新昨日抛出了一份 45 亿元的定增方案。前海人寿再次彰显其强大的资本实力，其与一致行动人包揽定增股份，以合计 34.02% 的持股比例入主又一家上市公司，宝能系掌门人姚振华将成为公司新的实际控制人。借此，前海人寿及其关联方有望控股这家以调味品、汽车配件、房地产为主业的上市公司。	宝能系掌门人姚振华将成为公司新的实际控制人。

2015 年 11月 17日	韶能股份	11月17日，韶能股份公告称，拟向前海人寿及其一致行动人钜盛华定增募资不超过32亿元。这次，宝能系走的又是先举牌后定增的老西路。截止到2016年4月22日，前海人寿持有韶能股份1.62亿股股份，占公司总股本的15.00%。	前海人寿成为第一大股东
2015 年	明星电力	明星电力公告称，截至9月17日，前海人寿通过集中竞价交易买入公司1625.95万股，买入价格区间在9.9元至12.25元，占公司现有总股本的5.02%，已成为公司第四大股东，粗略计算本次举牌成本约1.82亿元。	前海人寿成为第四大股东
2015 年 9月 17日	合肥百货	合肥百货9月17日两公司晚间发布公告，前海人寿通过集中竞价交易买入合肥百货39,074,381股，占合肥百货现有总股本的5.01%。公告显示，前海人寿分两次买入合肥百货股份。8月以8.12-8.65元/股买入33,354,417股，另外9月以7.13-7.7元/股买入5,719,964股，本次举牌成本合计约3.22亿元。	前海人寿成为第二大股东
	中国金洋	港交所资料显示，中国金洋的控股股东姚建辉，为宝能集团、钜盛华、前海人寿的实际控制人姚振华的胞弟。姚氏兄弟实际掌控了中国金洋近七成股权(姚建辉50.01%，前海人寿19.59%)。加上一致行动人叶伟青，则持股达72.49%。自此，中国金洋，成功化身为未来姚氏兄弟于香港资本操作的平台。	

2015 年 10月 21日	南宁百货	10月21日晚间,南宁百货公告称,截止至当日,前海人寿再次增持公司股份 2723.42 万股,增持比例占公司股份总数的 5%。增持后,前海人寿持有公司股份 5451.42 万股,占南宁百货股份总数的 10.01%。9月21日,前海人寿通过上海证券交易所集中交易方式增持南宁百货股份至 2728 万股,占公司股份总数的 5.01%,也是首次超过公司总股本的 5%。	前海人寿持有公司股份总数的 10.01%,成为第二大股东
2015 年 5月7日	南玻集团	2015年5月7日,南玻A发布权益变动报告书,宣布前海人寿的持股比例由 5.02%升至 10.04%。11月2日,南玻A再次发布权益变动报告书,公告前海人寿及其一致行动人的持股比例升至 25.05%。	前海人寿及其一致行动人的持股比例升至 25.05%,成为第一大股东
2015 年 12月 28日	新天地集团	12月28日,前海人寿保险股份有限公司以 14.19 亿元成功竞得杭实集团所持新天地集团 73.9%股权。前海人寿竞得股权后,将同时以其购买挂牌转让标的相同的每股单价、以现金出资方式对新天地集团进行增资扩股,并同步实施企业核心管理团队增资持股。增资扩股后,原企业法人杭州市实业投资集团有限公司股权由 100%缩至 15%。	

附件 2：万科 A 和万科企业股价走势比较



数据来源:wind 数据库

图 1 万科 A 和万科企业股价走势比较

附件 3：深圳钜盛华股份有限公司关于深圳证券交易所函

【2015】第 538 号的回复

见 PDF 文件。

全国Mini-MBA职业经理双证班 (29年热招管理培训项目)



允许提前获取证书 全国招生

你可能准备跳槽或者求职,却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧,但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大,因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

29年成熟项目: 企业管理难题 1对1 咨询辅导+免费 MBA 职业经理海量赠课=全新实战模式 (+ 教授互动微信: 122285053)

全国迷你 MBA 职业经理双证书班®, 全国招生, 毕业颁发双证书, 近期开课. 咨询电话:13684609885

【招生专业】

认证项目	颁发双证	企管辅导
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国: 工商管理 MBA 课程实战班 100%	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《IE 工业工程师》MBA 高等教育双证	高级 IE 工业工程师资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《人力资源管理师》MBA 双证书班	高级人力资源管理师资格证书+2 年制 MBA 高等教育证	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证	1280 元

哈尔滨美华企业管理有限公司（前身：美华管理人才学校成立于1995年：是国内最早举办MBA实战教育的专业化办学单位之一）。美华人侧重于把复杂的知识简单化，深奥的理论通俗化，迄今为止，已为社会培养“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训。旗下：美华管理传播网开辟了公益MBA教育的先河，全面开放MBA工商管理专业教学资源库已近30年，品牌机构、信誉保障！

【报名须知】

1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)

2、交费后请及时电话通知确认，以便于收费当日为你办理票据邮寄等手续。



【证书样本】（全国招生 函授学习 权威双证 请速充电）

（高级职业经理资格证书样本）



（两年制研究生课程高等教育结业证书样本）



【缴费方式】企业管理咨询业务卡（支持网转、柜台办理和自动取款机办理）

方式一	支付宝	支付宝账户：13684609885 户名：徐传有 微信转账：122285053 （学校唯一指定官方微信号/经理圈）
方式二	企业账户	企业帐号：562080100100076073 账号户名：哈尔滨美华企业管理有限公司 开户银行：兴业银行 哈尔滨新阳支行
方式三	中国银行	卡号：6217855300007073962 户名：徐传有 开户行：中国银行哈尔滨爱建支行
方式四	邮政储蓄	卡号：6217992600016909914 户名：徐传有 开户行：哈尔滨南马路支行
方式五	工商银行	卡号：6222083500001062507 户名：徐传有 开户行：哈尔滨市道外区太平桥支行
方式六	农业银行	卡号：6228450176006094464 户名：徐传有 开户行：道外支行民众分理处

可以选择任意一种方式缴纳费用（建议首选工商银行账户）。收费当日展开管理辅导、特快专递票据等！

【咨询电话】13684609885

【学校网站】<http://www.mhyy.net>

【微信客服】122285053 【微信公众号】MHJY1999

知识产权专利：

参加管理咨询 送MBA课程学习

知识产权专利：TSA-01-20211111908016799

针对个人职场能力提升开发的管理咨询管理辅导业务-结合管理咨询、职业测评、管理辅导、赠送MBA管理课程、职业生涯规划等

你该充电了！

中国第一代管理教育机构-美华管理传播网 火热招生 请速参加