

# 解密2007 太子奶折戟海外上市

## 如何不被资本绑架? 如何符合海外上市苛刻法案? 太子奶案例对当前中国企业仍有警示作用

■ 本报记者 陈青松

太子奶,一个曾经全国知名的民族品牌。太子奶,一个曾经创造了无数神话的民营企业。

然而席卷全球的金融危机爆发以来,太子奶就一直处在舆论的风口浪尖,流言纷飞、光环尽失、步履维艰。太子奶的创始人李途纯,也从之前备受赞誉的企业家变成人人唾弃的对象,更是从之前星光闪耀的获奖台跌落身陷囹圄。

很多人疑问:是什么因素使太子奶这个从小的民营小厂,十年之内一跃发展为营销网络和基地遍及大江南北的国内乳酸菌巨擘,而且相继开创了国内二十多个“第一”?最终又是什么让这个昔日红极一时的明星企业瞬间从天堂跌落?全国数以百万计的中小民营企业家们从太子奶身上应该得到什么样的启迪?那些快速成长的企业,那些欲与或正与国外资本打交道的企业家们,应该注意些什么?



在上市前虽然保持着高速增长,但在筹备上市的这一二年里,更换上市地耽误时间精力不说,又恰逢国际金融危机爆发、天灾人祸不断,生产经营严重受阻。 CNS供图

## 1 国际投行三顾茅庐

在太子奶与国际大投行合作期间,当时的舆论普遍认为,善于等待的李途纯,把握准了发展趋势,十年之后的2006年,他的太子奶集团似乎在顷刻间脱颖而出,成为了国际顶尖投资银行趋之若鹜的“香饽饽”。高盛、摩根士丹利、英联等世界顶级的投资银行,都是在“三顾茅庐”之后,才得以拿到太子奶的股权。中国企业高山仰止的世界投资银行巨头们,在太子奶面前,表现出从未有过的礼贤下士、恭敬谦卑。

事实真是如此吗?真实的内幕又是什么呢?

在娃哈哈、蒙牛等商界巨头的阴影下忍辱负重多年之后,太子奶终于厚积薄发,要奋起直追了。2007年1月7日,李途纯在人民大会堂正式向全球发布私募成功暨筹划海外上市的消息。这一计划一旦实现,太子奶则将成为中国快速消费品海外上市的“第一股”。

对于投资者的选择,李途纯有自

己的标准。“太子奶首先是个民族企业,所在的市场也是中国人的市场。对于投资和合作,中方必须处于绝对控股地位,能够有利于太子奶很好地吸收先进的管理理念,消化先进的技术。”

在此基础上,太子奶进一步明确了对合作者的选择标准:第一,世界顶级的机构;第二,有利于太子奶品牌形象的提升以及技术和管理的进步;第三,最好能在饮料业、乳业成功的投资经历。

事实上,摩根士丹利、高盛和英联并不是最早和太子奶进行谈判的,相反他们介入的时间都比较晚,都是在2006年才与太子奶开始接触。不过却后来居上,独具慧眼。且三家都是在最短的时间,甚至是一天之内决定投资并签下合同,成功地将太子奶拥入怀中。

虽然介入的时间比较晚,但是这三家投资机构的优势却是显而易见的:摩根士丹利和高盛是世界上名列前茅的投资机构,英联与摩根士丹利(加上鼎辉),有一起投资蒙牛的成功经

历。2006年又顺利运作无锡尚德在纽约证券交易所上市,使之成为中国民营企业在纽约证券交易所上市的第一股。

而真正确定合作意向,进入实质性谈判是在2006年9月中旬。但是在这之前的选择是最困难的,不同的投资者有不同的价值,很难取舍。

在合作目标达成一致之后,此后的谈判反而相当顺利。这场开始于2006年7月的私募股权投资谈判,9月即达成了意向。11月,7300万美元的私募资金全部到位。用时仅3个多月,整个私募过程可谓波澜不惊,几乎是水到渠成。

太子奶与三家国际顶级投行的私募协议主要内容是:私募基金7300万美元注资后,公司创始人持有太子奶普通股7.79亿股,私募基金共同持有太子奶优先股3.54亿股。私募基金有权在未来将所持有的优先股以1:1的比例转化为普通股,转换比例将根据太子

奶实际利润情况作调整。

协议内容同时约定:太子奶向私募基金承诺50%的净利润增长率。如果净利润增长低于50%,则增发优先股,增加私募基金的持股比例;如果净利润增长高于50%,则增发普通股于原股东,摊薄私募基金的持股比例。同时约定公司须在三年内上市。以上核心内容是后来被全国媒体炒得沸沸扬扬的所谓“对赌协议”。

双方在英属开曼群岛注册一家公司,这样对其未来海外上市提供了诸多便利。关于投资细节,知情人士透露,高盛参与投资的是旗下的对冲基金,摩根士丹利旗下的投资者应该为特殊账套基金,而英联使用的则是自有资金。至于估值方式,则是参照太子奶的市值溢价10倍,约20亿元。

该桩生意的牵头人是陈柏松——这位英联投资有限公司亚太区执行合伙人在成功联手太子奶后回忆:“我们早在4年前运作蒙牛上市时就关注这家企业,只是一直没有机会直接接触。”

## 2 橄榄枝为何伸向太子奶

这三家国际顶级投行为什么最终将橄榄枝伸向太子奶,它们选择太子奶的理由是什么呢?

陈柏松认为,英联投资太子奶的原因主要有三点。第一,太子奶是全国最大的乳酸菌产品的饮料企业,该公司拥有独特的发酵技术,知名的品牌及高效的营销团队。第二,公司的创始人李途纯近十年来一直致力于推动乳酸菌行业在中国的发展,把企业做成中国最大的乳酸菌生产企业。他们认可李途纯是一位十分优秀的企业家,他善于营销,善用人才,培育人才,并且有宏大的野心。第三,受益于居民购买力的提高和健康意识的增强,中国的乳制品行业将快速发展,2005年已达到了100亿美元的规模。未来五年,乳饮料市场每年会以年均

超过20%的速度增长。太子奶打造了广大消费者认知的品牌,建立了行业的领导地位。英联相信太子奶集团在李途纯的带领下,一定能实现太子奶集团的扩张和上市计划……

同样,摩根士丹利中国区主席杨凯也讲述了他们当初投资太子奶的两个理由。

第一,和企业的领导人李途纯有直接的关系。因为在摩根士丹利投资任何一家企业的时候,首先看到、观察、研究的是一家企业领导人的方向感、决策能力是什么。摩根士丹利经过认真地考察,得到非常满意的结果。

第二,除了产品和市场,太子奶还获得摩根士丹利的信任,还来自于以李途纯为首的企业领导团队。太子奶的核心团队成员大部分是业务出身,

有长期的一线市场经验。并且企业也非常重视员工的后续教育,尤其是管理层的能力提升。李途纯亲自到清华大学进修了EMBA的学业,还把他的团队很多高层人员也送到了中国知名学府学习MBA。一个企业仍然把课堂、学习、交流知识、信息放在决策重要的地位,他们觉得这样的团队是前途无量的。

高盛投资亚太区董事总经理胡祖六坦言,高盛之所以青睐太子奶,基于两个基本的判断:一是中国乳业市场的发展格局将发生根本变化,普通奶的消费量将呈下降趋势,而乳酸菌奶的消费量将呈直线上升趋势,正在中国进入发展的临界点。AC尼尔森调查表明,在中国液态奶市场中,蒙牛、伊利、光明的销售量之和已占整

个市场容量的50%。太子奶凭借乳酸菌奶饮料的细分市场,在第二阵营中处于领先地位,在2002年、2003年都保持了100%以上的销售增长率。二是太子奶在中国乳酸菌奶饮料市场,占据着72.6%的市场份额,完全可以培育成国际型企业。胡祖六还说,作为三家投资机构的大佬之一,作为投资者,作为股东,会成为太子奶忠实的伙伴,尽其所能,在未来和太子奶共同成长。

用陈柏松的话来说,太子奶是中国最大的发酵乳酸菌奶生产企业,这就是三家投行决意投资太子奶的最大原因。作为战略投资者,刚刚打造了乳品行业“蒙牛神话”的风投们也希望通过太子奶在资本市场再创蒙牛奇迹。

## 3 纽交所抛来“绣球”

太子奶取得私募成功后,全球最大的证券交易所——纽约证券交易所也开始向它招手。

2007年1月7日,在北京人民大会堂举行的“中小企业借助国际资本壮大民族产业高峰论坛暨太子奶集团成功引进海外资金新闻发布会”上,被特邀出席新闻发布会的纽约证券交易所亚太区执行董事杨戈则表示,现在国际资本市场对于中国的企业非常看好,对于中国的消费概念公司越来越热。中国公司海外上市的历程,以前是国有企业,后来是科技型企业,从去年开始,越来越多的消费概念的中国公司在美国上市取得非常大的成功。有代表性的如上海的“如家快捷酒店”等。中国经济发展了,普通老百姓收入提高了,他们的消费理念和消费水平都在提高。

杨戈还表示,他们非常欢迎太子奶能够到美国证券交易所上市,因为

他们觉得会给太子奶提供很多帮助。比如对太子奶的品牌、今后在普通大众消费者、商业伙伴方面的影响力都会有大的提高。而且,在纽交所上市可以参与全世界行业里面的整合,高盛、摩根士丹利、英联恰恰也是在新交所上市的无锡尚德的投资组合,太子奶完全有可能再一次复制尚德的成功。

太子奶集团此番冲击海外资本市场,一旦成功,太子奶就将拥有一个新的支点,而有了这个支点,太子奶将完全有能力撬动中国的乳业市场,从而引爆中国的“第三次乳业革命”。

有关专家也认为,太子奶多年来押注乳酸菌奶未来市场,并迅速在全国范围内抢先战略布局,标志着中国乳酸菌奶饮料业即将全面进入“高峰备战期”和新一轮的白热化大战,而“大鱼吃小鱼,快鱼吃慢鱼”的市场法

则将决定该行业的生存和发展。

太子奶私募成功以及筹划美国上市的行为,正是该法则的集中体现。

“我们现在已经做好了所有的准备,来迎接即将到来的乳酸菌奶发展高峰,如果美国上市成功,我们更有信心在中国打响一场把高科技奶普及到千家万户的战役!”李途纯信心百倍地表示。

但是,太子奶是否未来就会在纽交所上市呢?国务院发展研究中心金融研究所所长、经济学家夏斌提醒说,希望投资者要谨慎选择上市地。当时横亘在太子奶美国上市前最大的一座大山,是令许多企业喟然寒蝉的《萨班斯法案》。众所周知,2001年安然公司和世界通信公司粉饰财务报表的事件被曝光并相继倒闭。

为了挽救美国上市公司岌岌可危的公信力,拯救风雨飘摇的资本市

## 4 止步于上市前夜

利益永远是最可靠的朋友。

海外投资基金常规获利途径是,先投资于企业股权(或可转换债券等证券化资产),然后通过操作海外IPO(第一次公开募股)上市,出售给其他机构投资者或行业相关企业、原股东和管理层回购等多种方式退出,从而获取高额回报。基金进入的时间基本在企业上市前一到二年,投资期限多在三到五年以内。投资方式不一定要求控股,可以只获取部分股权,如高盛、摩根士丹利以及英联注资7300万美元仅占有太子奶(开曼)控股有限公司30%的股份。

在一年前的太子奶私募新闻发布会上,三家国顶投行代表坦言:“如果太子奶不上市,我们肯定不会投。”

所以,私募成功后的太子奶,接下来最重要的事情之一,就是向海外证券市场——全力以赴进军。

谁着急上市?对于技术的追求,李途纯孜孜不倦。而事关上市,他却显得从容不迫。

早在2005年,太子奶已被湖南省政府列入国内A股上市首选企业,用李途纯的话说,“我们不想过早在国内上市。而且我至少接触了全球投行排名前30名老板,但总是提不起兴趣。”

可见,当初太子奶是不想上市的。

2007年1月7日人民大会堂新闻发布会,当被问到太子奶为什么要上市,何时上市,何地上市时,李途纯则回答说:“近三年有很多国际一流的机构跟我们有过很密切、长期的联系,我们不想上市。就是直到美联的陈柏松老总联系资金投进的头一天,我还说我们不想上市。”

当然国内上市高额隐性成本也是李途纯的担忧之一。同时他表示,国内许多上市公司都是圈钱不做事,太子奶“不屑与其为伍”。

但是私募后事情就不一样了。在太子奶北京总部宽大的会议室里,李途纯的面前摆着两样东西:一瓶插着吸管喝了一半的太子奶,一部不时震动的手机。

“刚才胡祖六先生的电话,谈上市的事情。”李途纯放下手机,向客人表示,现在三家投资银行比他着急上市的事。

无独有偶,太子奶私募资金全部到位后,2006年12月5日约翰·塞恩致李途纯表示希望太子奶前往美国纽交所上市。

英联亚太区总裁陈柏松也曾坦言,“如果太子奶不上市,我们肯定不会投。”

当时,基于对人民币汇率升值的强烈预期和中国经济的持续高速增长,海外投资基金正掀起第二次进军中国的热潮。

但是海外上市同样面临着风险,成本关和治理关是太子奶上市必须通过的两道关卡。

客观地说,由于民营企业在急剧膨胀过程中,常常带有浓厚的家族色彩。在创业初期,选用财务人员的标准往往是可靠的“自己人”,而忽视科学规范的财务准则的建立,公司内部控制系统不健全,与海外交易所有关上市公司的治理要求尚且存在差距。

另外,随着监管机构对上市公司的要求越来越严格,上市企业所承担的监管成本也与日俱增。据了解,上市企业要达到美国“萨班斯法案”中“404条款”的标准,仅第一年投入的费用就需要460万美元,融资成本一般约占融资额的10%以上。

苛刻的监管和高昂的成本让不少国内企业不禁望而却步。“我无论做什么事情都是全身心投入进去,不留后路。”这是李途纯对自己性格的一句简短总结,他说除了具体时间和地点暂不确定外,太子奶上市不会有变。

上市融资,特别在海外上市融资,还意味着企业从经营管理、财务管理、行政管理到项目管理等各个方面,全面与国际接轨,采用国际化现代企业的管理模式。

然而,从现代企业基业长青的三个基本标准:股权结构完善、战略目标清晰、管理制度严格三个方面分析,太子奶在体制、资金管理、营销等各个方面准备得并不是非常充分。

所以,太子奶上市进程并不十分顺利——去美国上市,遇“萨班斯法案”改为香港上市;中途又重组一次,将已转到境外7个子公司重组其中三个公司先上市,借鉴雨润模式。还有,在市场运作方面,太子奶也不够理想。以蒙牛当年为例,其之所以能顺利在香港上市,首先是在2002年成功引入善于为企业进行海外上市“包装”的摩根士丹利、鼎晖投资和英联投资等三家著名国际投资公司;其次,自1999年创立开始,蒙牛一直保持惊人的发展速度,增长率达200%以上。而反观太子奶,在上市前虽然保持着高速增长,但在筹备上市的这一二年里,更换上市地耽误时间精力不说,又恰逢国际金融危机爆发、天灾人祸不断,生产经营严重受阻。

### 记者手记

## 如何与外资投行共舞

■ 陈青松

国际投资银行的投资经理们,总是深居浅出,甚至于有点“神出鬼没”,让有意和它们携手的国内企业,总感觉它们是那么的遥不可及。那么,这些投资银行大佬到底都在关注什么,在关注谁,又会将手中的橄榄枝伸向谁呢?

成长性是第一要素。

在很长一段时间内,能够进入高盛、摩根这些国际金融巨头投资视野,并最终能让其慷慨解囊的,都是新兴行业中的“后起之秀”。以高盛为例,出资3500万美元购买了中国平安保险公司6.8%的股份;出资6000万美元收购了中国网通2.4%的股份;出资5000万美元收购了中芯国际4.0%的股份;牵手英联等财团共出资8000万美元购进了无锡尚德的55.77%的股份。

而与太子奶集团的联姻,更是国际投行找到最佳利益结合点的经典之作。2006年7月开始接洽,9月达成意向,11月,7300万美元的私募资金全部到位,高盛、摩根士丹利、英联等三家巨头完成了在中国效率最高的一场投资。

此外,外资投行还关注以下方面的内容:企业股权流动性。私募基金投资基金的投资目的在于通过培育企业成长壮大,以退出实现投资收益,并不断接手新企业。因此,私募股权基金偏好股权流动性较好的企业。同时,一家企业在发展过程中,也可能不断被不同基金所投资。这种以市场价值为基础的高流动性更符合资本市场的发展要求。企业的产业属性。民营企业所属的产业是国际私募基金关注的重点方面,而产业的发展方向属于夕阳产业还是朝阳产业,应当符合国际上的通行看法,因此民营企业应参照国际发展趋势,把握所属行业。

企业的管制水平。民营企业多由亲朋好友商议组建,一般很难采用科学的管理体制来控制风险。而国际私募股权投资基金非常关注企业自身的治理水平。因此,民营企业在引进私募基金的时候,应重点关注自身管理水平。

企业在行业内的竞争能力。私募股权投资基金关心企业成长性,因此对企业在行业内的竞争力非常关注,但其衡量标准也很灵活。有的企业规模、效益都很一般,但是在特定的区域内和行业具备相对的发展潜力,有望在未来几年实现产业目标,可能也会受到私募基金基金的认可。