

# 秦宝牧业疑携对赌协议闯关 IPO

## 由于中国证监会严格禁止,拟上市企业均将对赌“隐形”从而使风险积聚

■ 本报记者 陈青松

8年前,蒙牛与世界顶级投行“豪赌”最终胜出的震撼令人记忆犹新。蒙牛“对赌”事件后,诸多怀揣海外资本市场 IPO 梦想的国内企业前赴后继。

然而,在国内资本市场亦有“对赌协议”的实践者。近日,有多家企业被曝 IPO 前签订对赌协议,且对赌形式百出。4月初,陕西秦宝、隆鑫动力等拟上市企业被曝在申请 IPO 之前签订“对赌协议”。

分析称,国内企业 IPO 过程隐含“对赌协议”,虽然企业获得发展所需资金,但也在企业发展中埋下危险伏笔,还容易引发各类股权纠纷和公司治理等问题。

### IPO 阵前“隐形”对赌

企业存在的 PE 对赌协议在 IPO 审核时,一直被证监会所禁止。

然而据记者了解,随着国内 A 股市场高速增长,IPO 改革持续演进以及监管部门高压,在 IPO 阵前,无论是千方百计保证资金安全的私募机构、求“金”若渴的拟上市企业总围绕对赌想出各种五花八门的“锦囊妙计”,以此隐匿对赌协议。

近日披露招股书的陕西秦宝牧业股份有限公司(以下简称“秦宝牧业”)就出现对赌,倘若此次秦宝牧业闯关资本市场成功,新企业投资投资(以下简称“新企投资”)将大获丰收。

秦宝牧业官网显示,公司成立于 2004 年,公司产学研紧密结合,着力打造秦川牛杂交改良、标准化育肥、规模化屠宰加工及品牌化营销于一体的科技型现代肉牛企业。

《中国企业报》记者从秦宝牧业首次公开发行股票招股说明书获悉,本次发行股票类型为人民币普通股(A股)发行股数 2500 万股,每股面值人民币 1.00 元,发行后总股本 10000 万股,拟上市的证券交易所为深圳证券交易所。

招股说明书中,有对赌有关的详细信息:2008 年 3 月 10 日,秦宝牧业召开股东会,作出如下决议:原股东李文辉、李丽、柳光荣分别将其拥有的秦宝牧业 640 万元、640 万元、400 万元的出资额按 640 万元、640 万元、400 万元的价格转让给股东史文利。

本次股权转让的原因主要是 2008 年上半年公司从事的高档肉牛繁育、育肥业务尚处于投入期,对后续资金的需求迫切且需求量大,由于公司为中小企业,间接融资能力有限,公司发展面临资金短缺的瓶颈,急需从外部直接融资;而此时新企投资与实际控制人史文利正洽谈合作经营的事宜,但提出了业绩对赌的出资条件。李文辉、李丽和柳光荣不愿承担该等业绩对赌的风险,经各股东间协商,并综合考虑当时公司的经营业绩等问题,上述股东分别将其持有的秦宝牧业全部股权按原始出资额转让给史文利。至此,秦宝牧业正式变身成一家独资企业。

随后秦宝牧业召开股东会决议,公司注册资本由 4000 万元增至 6250 万元,其中新股东新企投资以等值人民币 4500 万元的美元现汇认缴新增的 2250 万元注册资本。2008 年 4 月 4 日,史文利与新企投资就增资事宜签署了《认购增资协议》和《合资经营合同》,该等法律文件中设置了关于强制出售权、股权回购等对赌条款。

按照秦宝牧业招股书披露,此次新企投资进场参照每股净资产双方定价价格为每股 2 元,新企投资正式持有公司 36.55% 的股权。四年后的如今,秦宝牧业披露招股书拟闯关资本市场,一旦闯关成功,新企投资将大获丰收。

此外,秦宝牧业截至去年年底,短期借款达到 1.58 亿元,表示近三个月共 1.86 亿元。对此,公司表示近三年负债



总额呈快速增长态势。2009 年末、2010 年末、2011 年末的负债总额较上年同期分别增加 10.08%、64.94%、81.07%。增长的主要原因是公司处于快速发展阶段,在业务规模扩张过程中对流动资产和固定资产投资的需求增大,公司自身内部积累已不能满足发展的要求,通过外部间接融资解决资金需求,导致负债规模持续增长。

对此,业内人士称,公司经营现金流净额和融资现金流净额均为正数,而投资现金流净额为负数,公司经营良好,通过筹资进行投资说明企业处于扩张时期,只要未来投资项目盈利能力强,未来发展可期。

分析称,一级市场的对赌协议应当非常普遍,主动披露者亦是寥寥无几。另据记者了解,像上述秦宝牧业并非特例,近日有媒体报道称,机构投资者入股“双成药业”暗存对赌协议。五家境内机构投资者入股海南双成药业股份有限公司时,皆存在对赌补充协议,对此双成药业《招股说明书》并未如实披露,涉嫌虚假披露。媒体对此问题多次采访双成药业及其保荐人,皆拒绝回应。

### 君子协定 PK 监管审核

据记者了解,我国监管层对拟上市公司存在的 PE 对赌协议问题非常敏感,相关对赌协议是我国 IPO 审核的禁区。证监会要求,IPO 企业如果存在对赌协议,必须在上市之前清理干净。上市前对赌、股权对赌协议、业绩对赌协议、董事会一票否决权安排、企业清算优先受偿协议等五类 PE 对赌协议均在排斥之列。

据悉,证监会禁止对赌主要考虑

两点:一是对赌就意味着特殊情形下的不平等条约,同股而不同权,尤其是一些霸王条约如股息分配优先权、剩余财产分配优先权、超额表决权、董事一票否决制等等,违反了公平原则,也违反了《公司法》同股同权的立法精神;二是对赌将拟上市公司变成一个赌注,对赌协议的对赌目标促使企业为追求短期目标而非规范经营,因此无限增大了企业的风险,很可能导致股权和经营的动荡,一定程度上会损害社会公共利益。

在主板及创业板的 IPO 管理办法中,均要求发行人股权清晰,股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷,这被解读为监管层要求披露对赌、严控对赌的政策根源之一。

重庆索通律师事务所高级合伙人、金融证券部主任马云律师表示,监管部门认为,对赌协议的存在,可能会导致公司股权的调整,如公司股权存在不稳定或潜在纠纷的,则不符合 IPO 管理办法有关上市的基本条件。另外,对赌条款的存在,也可能损害到中小股东的利益。不合理的“对赌”具有风险放大器的效用,尽管招股书企业陷入困局的根本原因在于企业自身决策失误、市场环境逆转等等因素,但毫无疑问,对赌协议的存在及未来的被执行可能会对可能进一步加重企业面临的后果,使得企业雪上加霜甚至一败涂地。

然而,业内人士称,在中国 IPO 市场高速增长和执行特殊发审政策的大背景下,目前我国的 PE 尤其是 VC 市场,在实际运作投融资过程中,对赌协议相当普遍,相当一部分的项目都存在有各种各样的对赌方式。

《中国企业报》记者了解到,此前国内有不少案例显示,有的投资协议通过“技术处理”被拆成几份常规协

议从而掩盖对赌。其中,最为常见的是经过技术处理的诸多“君子约定”。具体来说,就是在上市之前形式上清理对赌协议,而将对赌协议转入地下,披露的主合同符合证监会规定,而补充合同才包括回购、估值调整等对赌条款,甚至只是股东间的“君子协定”。

报道称,一家浙江拟上市公司的招股书披露,2009 年 4 月增资扩股,由此获得一笔来自 VC/PE 的投资款。但该款款项在 2008 年就到了该公司账上,列为其他应付款中拟投资款。而该笔款项的占用情况和资金成本却并未披露。这实际上隐含着一种可转债的对赌:若当业绩达标时,PE 就增资入股;若不达标,则以委托贷款计高利率。

国内一位不愿透露姓名的创投机构合伙人张先生在接受《中国企业报》记者采访时表示,国内 A 股市场禁止对赌,因此机构不会违背国家法律法规和企业对赌,但为了保障机构的利益,不能让风险过大,因此有时需要融资企业的一些承诺,“当然,合作的形式可以多样化,是否需要披露,终止,一般情况下很难说清楚”。

“此外,暗藏的对赌协议背后隐藏着诸多风险,即使跨过上市门槛也不会万事大吉,此前已有案例证明,因为对赌而引爆虚假信息披露和股东之间的纷争,甚至闹上法庭。”张先生对《中国企业报》记者说。

在接受《中国企业报》记者有关“对赌协议”和目前上市进程的采访时,秦宝牧业董秘牛晓功并未直接否认与陕西秦宝签订过“对赌协议”。

牛晓功向记者表示,公司已按照证监会的要求,将“对赌协议”内容在招股说明书内进行了披露。由于还处在静默期内,不便透露其他内容。“一切以招股说明书的内容为准。”

# 上海光明 122 亿控股 维他麦意在“曲线自救”?

■ 本报记者 李金玲

5 月 3 日,光明食品集团以 12 亿英镑(约合 122 亿元人民币)的企业价值,收购英国食品企业 Weetabix(维他麦)60% 股份。此次并购是迄今为止中国食品企业最大一笔海外并购。《中国企业报》记者了解到,本次交易有待中国政府和监管机构审批以及反垄断审批,预计将于 2012 年下半年完成交割,目前没有进一步财务细节对外公布。

虽然近几年国际化之路并非一帆风顺,但光明食品集团一直积极寻求海外并购的机会。国内其他食品行业巨头“走出去”的步伐也在加快。

分析认为,当前国内食品安全事故频发,已然将国内食品巨头置身于食品行业的信任危机之上。这不仅使国内消费者对国产品牌忠诚度丧失信心,也使洋品牌有了进入国内市场,抢占市场份额的可乘之机。

“对于国内食品安全信任度的重建并非短期内能够达到。”中投顾问食品行业研究员向健军接受《中国企业报》记者采访时表示,不排除国内食品巨头通过洋品牌在国际上的品牌效应而重新赢得消费者的信任,保住国内市场份额的企图。

### 中国食品企业最大海外并购

此次收购由光明食品与 Lion Capital LLP(以下简称“Lion”)基金联合宣布:根据双方的协议,光明食品将收购维他麦 60% 的股份。企业价值为 12 亿英镑(包括企业股权和负债)。余下的 40% 股份将继续由 Lion 资本和管理层持有。

维他麦是英国乃至全球领先的谷物类食品制造商,总部设在英国北安普敦郡,产品出口逾 80 个国家。资料显示,2010 年,维他麦的销售收入近 4.5 亿英镑,税前利润 2040 万英镑。

早在 2004 年,维他麦被 Lion 收购。自从 8 年前购买维他麦后,Lion 通过分红迄今已获得三倍于当初股权投资的收益。

此次收购标志着光明食品通过具有代表性的维他麦品牌进入英国以及全球食品市场。同时,光明食品广阔的零售平台也将为维他麦提供一条进入中国市场的便捷路径。

光明食品集团董事长王宗南称,光明食品将推动维他麦业务的增长和国际业务的成功,同时,将会聚焦在亚洲市场的潜力,特别是中国,市场对于健康及便利食品的需求正与日俱增。

### 国际化进程屡屡受挫

近年来,光明食品集团一直积极寻求海外并购的机会。自 2010 年初至今,仅有媒体报道的,光明集团就已进行过 5 次以上海外收购行动,如 2010 年收购新西兰新莱特乳业 51% 股权;2011 年 9 月,收购澳洲品牌企业玛纳森食品公司 75% 股权。

光明食品其他一些海外收购未获成功,包括对澳大利亚糖业公司 CSR、美国营养食品公司健安喜、英国联合饼干公司以及法国酸奶企业优诺的股权收购,均以失败告终。

龙品锡市场研究中心认为,此次收购计划是光明集团海外收购的又一步。事实上,光明食品的国际化之旅走得并不顺利,其曾在两年时间踏遍欧洲、美洲、澳洲,四处寻觅合适的并购标的,而“两年四败”则成为光明食品国际化过程中的尴尬写照。

中投顾问食品行业研究员向健军接受《中国企业报》记者采访时表示,从内部因素看,光明企业自身实力并未达到国际化水平,在其他国际市场的发展中缺少具体的发展规划。另外,我国企业并购需要经过政府的层层审批,耗时较长,在海外市场上存在一定的负面影响。从外部因素看,在竞购中的竞争者不乏国际级的大企业,无论是资金实力还是品牌影响力都不可小觑,光明与这类企业存在一定差距,因而处于竞购的劣势地位,从收购法国优诺这一并购案例就可见一斑了。

有了前几次失利的教训,光明食品在海外收购方面逐渐低调起来,即使在签署协议的前一天,光明食品对外依然“守口如瓶”。

### 海外并购终将化解消费者信任危机?

分析人士认为,在国内食品安全事故频发的背景下,中国食品企业变身“洋企业”,目的显然在于通过“洋品牌”所达到的国际标准,获得国际市场认可和国内消费者的信任,进而重新杀回国内市场“曲线自救”。

除了光明食品,国内食品业巨头海外并购的步伐也在逐渐加快。

2010 年以来,中粮集团相继收购了智利葡萄酒酿造企业比斯克特酒庄和法国波尔多的维奥酒庄。2011 年 7 月份,中粮集团宣布持有澳大利亚糖业公司 Tully Sugar 接近 99% 的股份。而新希望集团的海外目标则是新西兰的一家主要经营农资和畜牧业的农业公司。

据清科研究中心的研究数据显示,去年以来,我国食品饮料行业并购案例已达 32 宗,金额达 102 亿元人民币。而在此前的 2005—2010 年 6 年中,我国食品饮料行业并购案例总数仅为 49 宗,金额近 200 亿元人民币。

另有分析认为,光明食品屡次实施海外并购,一来,可加大海外扩张,整合全球资源,拓宽海外市场;二来,成功拓展自身产业链,实现企业多元化发展;与此同时,还将快速提升品牌在国际上的认知度及影响力。

从 2008 年开始,光明食品的走出去步伐进一步加快,储备以及实施项目日益增多。在 2009 年 8 月收购南英茂糖业 60% 股权,2010 年 11 月收购新西兰新莱特乳业 51% 股权、2010 年 11 月收购四川全兴酒业 67% 股权以及在粮食、饲料、房地产、出租车、品牌代理等业务实现并购的同时,海外的许多并购项目随即映入光明食品集团的眼帘。



本报记者 林瑞泉/摄

# “绿大地”案一审开庭:原审判决无效 罪名又增两项

■ 王研

昆明中院 5 月 7 日对昆明市检察院提起公诉的云南绿大地生物科技公司、何学葵、蒋凯西、庞明星、赵海丽、赵海艳涉嫌欺诈发行股票罪、违规披露重要信息罪、伪造金融票证罪、故意销毁会计凭证罪一案进行公开庭审。相比之前官渡区法院审理时,增加了后两项罪名,庭审预计持续两天。

2011 年 9 月,绿大地公司涉嫌欺诈发行股票罪一案在昆明市官渡区人民法院开庭审理,此后该院判决绿大地公司犯欺诈发行股票罪,判处有期徒刑 4 年,并处罚金 400 万元;何学葵等 5 人犯欺诈发

票罪,判处有期徒刑 3 年缓刑 4 年至有期徒刑 1 年缓刑 2 年不等。2012 年 1 月,昆明市检察院对此案作出了《刑事起诉书》,认为判决确有错误,原审法院对欺诈发行股票罪部分量刑偏轻,应当认定被告人及被告人何学葵、蒋凯西、庞明星、赵海丽、赵海艳在不具备首次公开发行股票并上市的条件情况下,为了虚增资产、虚增收入以达到在深圳证券交易所发行股票并上市的目的,登记注册了一批由绿大地公司实际控制或者掌握银行账户的公司,并利用相关银行账户操控资金流转,采用伪造合同、发票、工商登记资料等手段,少付多列,将款项支付给其控制的公司,虚

助国外资本的力量在海外上市,因此,越来越多的国际投行对我国中小民营企业对赌项目常常在境外 IPO,国内最早的对赌案例要数 2003 年蒙牛与摩根士丹利、鼎晖、英联投资签订的“对赌协议”,最后各方都成为赢家,也成为对赌条件下海外上市成功的经典案列。

然而,总结中国公司在与国外资本的对接中,毕竟输多赢少。碧桂园、永乐电器、中华英才网等知名企业都曾不幸在“对赌”中翻船。

据《中国企业报》记者了解,虽然“对赌协议”是发达资本市场常用的一种投融资机制,但在我国目前法律环境下,其法律效力还没有得到明确。主要原因是国内资本市场并非成

热资本市场,在一些情况下,“对赌协议”的益处被缩减,风险却被放大。最为关键的是对赌标准设定过高,利益明显偏向机构投资者一方。而大多数情况下,机构投资者富有经验,而融资方缺乏经验,强大压力和诱惑,也可能将企业引向非理性的扩张,最终导致失去公司的控制权甚至覆灭。

马云律师认为,面对资本的诱惑,企业是否接受对赌,要根据自身实际情况慎重决定。即使接受对赌,企业也应做到以下几点:一是预期不要太高,尽可能合理降低对赌条件;二是要聘请专业人士参与并协助设计对赌机制、审查对赌条款;三是要给自己设置保险栓,不能因为对赌失败而导致企业关闭或破产。

在庭审中,何学葵和蒋凯西均表示自己已对检方指控的罪名不知情。何学葵更表示,因受到来自公司、办案机关等巨大压力,自己做过不真实的供述。自己在 2010 年之后才对指控的罪名知情,是公司相关人员背着自己做这些事情的。