

首席财务官

CFO WORLD

2009年01月号 总第45期
www.cfoworld.cn

 招商銀行 特约
CHINA MERCHANTS BANK

封面人物
三元股份 CFO
杨庆贵

2009

“钱与钱寻”

在萧条已成定局的2009年，本刊通过对资金供求态势的新一轮趋势性变化进行深入分析和前瞻性的预测，力求与广大CFO们共同探讨如何为企业生存发展“持续造血”以应对经济增长放缓的挑战。



ISSN 1673-3169



28 中国与全球金融新秩序

63 还原“对赌”本意

原本是投融资方在达成协议时对未来不确定情况进行约定的估值调整机制，由于企业家在资金饥渴的情况下投机意识和赌性作怪，时常演化成“双输”的对赌结局。只有还原“对赌”本意，才能理性化解其中的风险。

还原“对赌”本意

文/郝玉强 何锋年

“对赌协议”近来颇有被妖魔化的趋势。

2008年11月21日，摩根士丹利、英联以及高盛等投资机构通过执行对赌协议获得了中国太子奶控股有限公司(以下简称“太子奶”)的控股权。一时间“昔我美酒，今我毒药”、“谨防对赌协议的圈套”之类的评论不绝如缕。然而何为对赌协议？对赌协议有哪些可能的表现形式？为什么对赌协议在PE（私募股权）投资中频繁

出现？这些问题更应值得本土CFO们认真思考和关注。

原本不坏的出发点

估值调整机制(Adjustment Valuation Mechanism, AVM),是国外投资者在PE投资中运用得非常普遍的一种投资方式。近年来，此种投资方式在我国PE投资市场也被企业或企业管理层接受并频频使用。由于这种机制是投融资方在达成协议时对未来不确定情况的一种约定，因此在国内常将约定估值调整机制的协议称为“对赌协议”。

所谓的对赌协议，是指在私募股权投资中，投资方与被投资企业在条款清单(Term Sheet)及其他协议中约定：如果约定的某种情形出现，投资方可以行使估值调整的权利；如果约定的某种情形未出现，则融资方可行使该权利。对赌协议的内容与形式多种多样。以财务业绩作为指标或条件，以控股权或双方所持股份作为估值调整的对象，是比较常见的对赌条款。以

表 1

常用对赌协议条款	
条款类型	条款内容
财务业绩	1.若被投资企业完成预定的盈利目标，则投资方同意进行下轮融资或承诺向被投资企业管理层转让一定比例的股份 2.若被投资企业未完成预定的盈利目标，则管理层需转让一定数额的股权给投资方或投资方有权增加董事会席位。
非财务业绩	1.若企业在本轮融资结束后完成重大战略合作或获得其他重大融资，则投资方同意进行第二轮融资 2.若企业在本轮融资结束后未在协议约定的时间完成上市或公司股价未达到协议约定的水平，则企业管理层需转让一定数额的股份给投资者或由企业赎回投资方股份。
管理层	1.若企业的管理层在一定时期内仍然在任，则投资方需要向企业进行第二轮投资 2.若企业的管理层被解雇或发生其他变化，则企业需提前赎回投资方的投资。

下条款在投融资双方的对赌协议中也常用到(见表1):

对赌协议被中国企业熟悉并被吸引源于中国蒙牛乳业有限公司(以下简称“蒙牛”)的融资。蒙牛在2004年5月14日与三家境内外基金MS Dairy(摩根士丹利市场并购部为管理人)、CDH及CIC签订《股东协议》,协议中各方同意根据2004年度、2005年度及2006年度预设的盈利目标调整所占的本公司股权。2006年6月,上述三家投资者转让了其所持有的蒙牛可换股文据(convertible Instruments)。由于完成了业绩增长的预期目标,蒙牛管理层的股份奖励得以实现,而三家投资方也因转让可转换文据获得了丰厚的收益,真正实现了对赌协议的双向激励。

当对赌变为投机或赌博

2007年以来经济环境的恶化以及2008年金融危机的爆发,使得在之前的

PE投资者在投资项目的筛选中,除了考察所投资企业的商业模式、赢利模式、市场状况、资金状况、运营数据、技术及研发水平与未来发展战略计划外,还非常重视所投资企业的实际控制人和管理层。从某种程度上说,PE投资是对“人”的投资。如何将“人”的能力发展到最佳,是PE投资者在投资中必须考虑的问题,而对赌协议正是投资者对实际控制人或管理层的重要激励机制。因此,通过一两个投资案例就认为海外投资者是通过对赌协议达到控制境内企业的论断无疑有些片面。据《财经》杂志报道,尽管目前以摩根士丹利为首的海外投资机构已经掌控了太子奶,但等待他们的是太子奶人民币10亿元数量级的银行贷款、半年没有领到工资的职工以及被拖欠贷款的全国供应商。这种状况应该不是专注于财务投资的海外投资机构愿意面对的结果。

当企业以及企业管理层需要缓解资

此,在不利的市场条件下,太子奶的遭遇就很可能发生在其他类似企业身上。

化解风险四步走

在这个金融危机肆虐后的寒冬,资金链已经绷紧的企业正在四处寻找PE投资者。尽管对赌协议中蕴藏着很大的风险,但在目前的市场状况下,企业家们似乎没有过多讨价的资本。而如何通过对赌协议条款的设计尽可能减少其中的风险,避免饮鸩止渴才是签订对赌协议的关键。

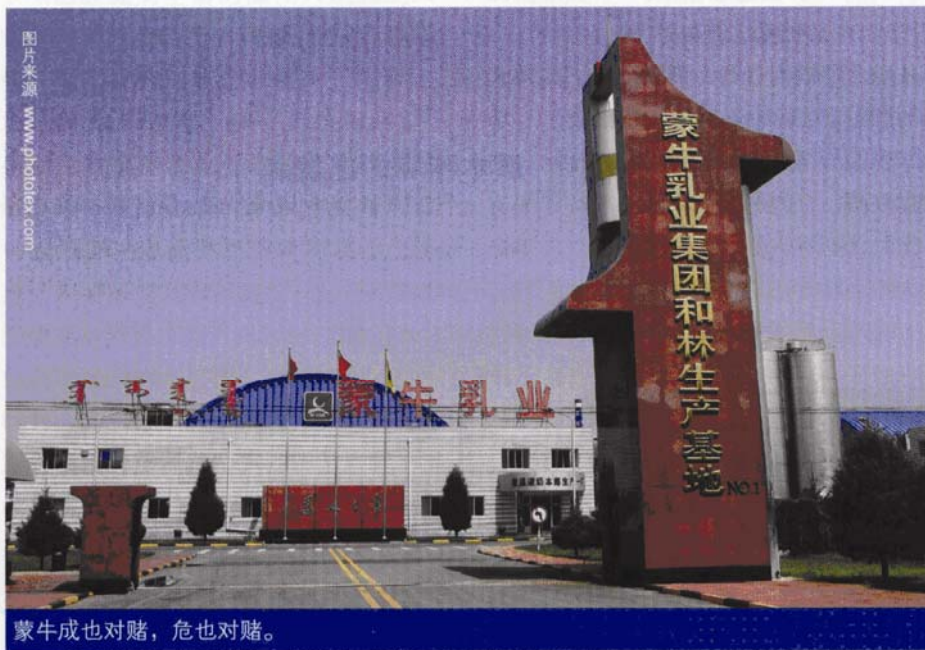
客观地为企业估值

任何投资最为关键与核心的内容就是对公司的评估(Pre-money Value),它代表的是公司在没有融资前的公允价值。由于该评估直接关系到投资机构的投资份额与投资回报,因此为尽可能的吸引投资方,企业管理层会尽可能对公司现状及公司未来发展给出较高的估值。在与投资方签订对赌协议时,企业家往往会设定过高的企业盈利目标或过高的业绩增长幅度。然而当这些条件一旦不能达到时,管理层可能会面临持股比例被稀释、对公司控制权削弱、甚至丧失控制权的情形。

因此,企业家对对赌协议中的各项承诺应建立在系统分析与专业机构的有效评估及建议的基础之上,设定恰当的对赌筹码。一般而言,中等难度的对赌目标对于企业家的努力水平具有最佳的激励效果。此外,企业家在为企估值及设定目标时,还需要树立规则意识与风险防范意识,了解条款之间的利弊与后果。

警惕市场风险与行业风险

从对赌协议的签订至最终履行,通常会有较长的一段时间。如何避免这段不确定期内的风险需要企业家谨慎考虑对赌协议条款。金融危机与经济增长速度放缓,会使对赌协议显现其魔鬼的一面,但这也恰恰说明企业家在签订对赌



蒙牛成也对赌,危也对赌。

融资中与投资方签过对赌协议的企业危机四伏且逐渐显露。对对赌协议的抱怨与排斥也多了起来。然而,错误并不在于对赌协议本身。

金压力,往往会在一定程度上忽略市场影响、企业盈利能力以及其他重大不利变化或不可控事件的影响,使得对赌协议更像是企业家的投机或者是赌博。因

协议条款时忽略了可能存在的市场风险。

太子奶因对赌协议而易主，除了管理层对市场风险的忽略，还有一个重要的原因就是—直存在的行业风险。三聚氰胺对奶制品行业的打击并不仅仅证明只有奶制品行业才存在行业风险，其他如运输、能源、IT等行业都存在其固有



短短一年间，太子奶从天堂落入地狱，对赌因此而备受指责。

的风险。而这些都应当是企业家在签订对赌协议时需要考虑的。

因此，签订一份具有一定灵活性的对赌协议对于企业家而言可能会降低不少风险。除了合理估值基础上作出的盈利预期(或其他承诺)，还可列明就盈利预期可能进行调整的事项。包括：因为经济环境、金融形势、市场波动等原因导致企业盈利未满足预期；疫情、灾害以及其他不可抗力对企业盈利造成的重大不利影响等。

留出“退路”

对于企业家来说，签订对赌协议时，不能只看到获得投资后企业的经营前景与赢得对赌协议后收到的丰厚利益，还要考虑未达到对赌协议中的承诺时，企业所需承担的风险是否已经超过其承受范围，以避免企业在执行对赌协议后面临破产清算的状况。

因此，企业在对赌协议中应当约定必要的“保底条款”。比如说若企业的实际利润与预期利润每相差100万元，企业将向投资者无偿转让一定数额的股份，但投资者因此而获得的股权不得超过公司总股权的10%等，以避免“一刀

切”式的巨大风险。

多样化的对赌条款

在市场状况低迷的情况下，单纯的财务目标对于投融资双方来说都不是最后的选择。企业家们可能会因为无法实现对赌协议中的盈利预期而丧失股权或公司的控制权，而投资者们获得的可能是价值缩水的股份或负债累累的企业，不符合一般财务投资者的投资策略。

因此，包括管理层去向、赎回补偿、企业行为等其他非财务性的目标，同样可以作为对赌协议约定的内容。多样化的条款可使对赌协议更加均衡可控。

同时，要清醒的意识到的企业的成功或失败并不是因为对赌协议“赌”出来的。对赌协议中有投融资双方巨大的博弈成分，但这种博弈更多的是带着激励的目的使投融资双方最终双赢，而非是在投机亦或赌博。中国企业与企业家们与国内外PE投资者在对赌协议中尽可能的控制并降低风险，除了企业与企业家良好的品质外，还需要对“对赌”本身有正确全面的认识，对对赌协议有谨慎的考虑。

缺少融资经验并不会延误企业融资，但丰富的融资经验却会帮助企业在融资过程中争取更多的主动性和利益。投资方在与企业协商条款清单或投资意向书时，通常会说“这是惯例，如果想获得资金，这些条款一般都需要接受”。但企业如果有财务或法律顾问的帮助，了解一定的投资条款，这些所谓的“惯例”都可以协商解决。在目前的市场环境下，借助专业的团队对行业、行业发展、盈利目标等条款的内容以及可能出现的后果做出财务上和法律上的详尽分析，对于需要融资的企业尤为重要。