



1

陈晓与摩根士丹利及鼎辉：对赌输掉永乐电器

2004年家电连锁市场“市场份额第一位、盈利能力第二位”的竞争格局下，跑马圈地的能力取决于各自的财力。相比而言，国美与苏宁先后在港股及A股实现上市，打通了资本市场的融资渠道，因而有力支持了各自的市场扩张。

而未实现上市的永乐电器在资金供给上则困难多了，为了配合自己的市场扩张，陈晓转而开始寻求私募股权基金(PE)的支持。经过大半年的洽谈，永乐电器最终于2005年1月获得摩根士丹利及鼎晖的5000万美元联合投资。其中，摩根士丹利投资4300万美元，占股23.53%;鼎晖投资700万美元，占股3.83%。

正是这次融资，让陈晓与包括摩根士丹利及鼎晖在内的资本方签下了一纸“对赌协议”，规定了永乐电器2007年净利润的实现目标，陈晓方面则需要根据实现情况向资本方出让股权或者获得股权。

陈晓要想在这场赌局中不赔股权，意味着他2007年至少要完成6.75亿元的净利润指标。问题是，摩根士丹利设立的利润指标是否合理?永乐电器2002年至2004年的净利润分别为2820万元、1.48亿元和2.12亿元，显然这个盈利水平与6.75亿元的目标还差得太远。而摩根士丹利的理由是，永乐电器过去几年的净利润增长一直保持在50%以上的速度，按照这样的速度计算，2007年实现6.75亿元的目标不存在太大的困难。

获得融资之后的陈晓，明显加快了在全国扩张的步伐。一方面强势扩张自营连锁店，另一方面大肆收购同行。2005年5月至7月之间，永乐迅速收购了河南通利、厦门灿坤、厦门思文等地域性家电连锁品牌。

2005年10月14日，永乐电器登陆香港联交所完成IPO，融资超过10亿港元。

但是，在企业上市的表面光鲜背后，陈晓开始明显感觉到经营寒流的到来，其跨区域扩张的困局开始初现端倪。上市一个月之后，永乐电器无奈对外承认“外地发展不顺”的事实。其2005年全年净利虽然由2004年的2.12亿元大幅增加至3.21亿元，但是其单位面积销售额却下降了2.8%、毛利率下降了0.6%。

2006年4月24日，永乐公告披露“预计上半年的利润低于去年同期”。此消息发布之后，永乐电器的股价毫无悬念地连续下挫。永乐的投资人摩根士丹利，也在此期间立刻减持了手中50%的永乐股票。

此时牵动陈晓神经的，或许已不再是股价的下挫以及摩根士丹利的套现，而是一年前签下的那纸对赌协议。按照永乐电器披露的业绩预警，2006年的全年业绩很可能低于2005年的3.21亿元，那么2007年要实现6.75亿元净利润的希望就会变得非常渺茫，这就意味着陈晓要赔3%~6%的企业股权给摩根士丹利。

有没有什么方法可以快速增加企业的盈利？这个问题，陈晓从2006年年初开始就一直在琢磨。

2006年7月25日，国美与永乐正式对外公布了两家合并的方案：国美电器通过“现金+股票”的方式，以52.68亿港元的代价全资收购永乐电器，收购完成之后，原永乐的股东全部转变成国美的股东，而永乐则成为国美的全资子公司并从香港联交所退市。

2006年8月14日，永乐电器公布了该年的半年报，上半年永乐最终获利1501.8万元，相比2005年同期净利润1.4亿元，跌幅高达89%。

随着永乐90%以上的股东接受国美的要约收购，永乐电器退市已成定局，永乐方面承诺的以永乐电器(HK0503)股票与大中进行资本层面股权置换已无法兑现，永乐接受国美要约收购直接构成对大中的违约，最终导致双方合作中止。

2006年11月，陈晓低调出任国美电器总裁。虽然他在国美拥有少量股权(不足4%)，但显然已经不再是当年永乐时代一言九鼎的大股东了，而更像是黄光裕所聘请的职业经理人。

2

太子奶李途纯对赌：英联、摩根士丹利、高盛输掉太子奶

太子奶曾于1997年底以88888888元夺得中央电视台日用消费品的标王。据传言，该公司董事长李途纯在夺得标王时，身上所剩无几。无疑，太子奶曾经想通过一举夺得标王大赚一笔。但事与愿违，在奶制品同行业来比较的话，在价格、质量、性能各方面指标并不输阵、付出巨额广告费用的太子奶只能市场中分得极小的一块蛋糕。

太子奶为实现上市计划，于2006年引入英联、高盛、摩根士丹利等三大投行“对赌”，借款7300万美元给李途纯，之后又介绍花旗集团、新加坡星展银行等6家国际银行，为太子奶提供了5亿元人民币的无抵押、无担保、低息3年期信用贷款。

根据这份对赌协议，在收到7300万美元注资后的前3年，如果太子奶集团业绩增长

股权。彼时太子奶实现连续10年的复合增长率超过100%，给了李途纯很大的底气。

借助这些资金，李途纯开始疯狂扩张。2008年，由于高速扩张，太子奶被曝资金链断裂。

2008年8月，太子奶集团开始陆续被曝资金链断裂，随后陷入了严重的债务危机。三大投行以再注资4.5亿元的承诺让李途纯交出所持的61.6%股权。2009年1月湖南株洲政府注资1亿元，由高科奶业托管太子奶，并从三大投行手中要回61.6%股权，交回李途纯，并抵押给高科奶业代为行权。然而，这些举措并未救活负债累累的太子奶。根据德勤审计的结果显示，集团负债高达26亿元左右。

在资金链趋于断裂，销售业绩急剧下降的双重压力下，李途纯签订的那份“对赌协议”被迫提前履行，他不得不将自己持有的股权全部出让。

3

张兰对赌鼎辉输掉俏江南

2000年，拥有10年餐饮经验与资金积累的“海归”张兰，在北京国贸开办了第一家俏江南餐厅，从此迎来了属于她和俏江南的一个时代。从2000年到2010年，10

年间,俏江南通过不断创新的菜品和高端餐饮的定位,在中国餐饮市场上赢得了一席之地。其业务也逐步向多元化发展,衍生出包括兰会所在在内的多个业态。

公开资料显示,俏江南在2000年创建之初即已实现盈利,连续8年盈利之后,2007年,其销售额达10亿元左右。2009年,张兰首次荣登胡润餐饮富豪榜第三名,财富估值为25亿元。

2008年9月30日,俏江南与鼎晖创投签署增资协议,鼎晖创投注资约合2亿元人民币,占有俏江南10.526%的股权。

而俏江南与鼎晖创投签署的投资条款也有所谓的“对赌协议”:如果非鼎晖方面原因,造成俏江南无法在2012年底上市,则鼎晖有权以回购方式退出俏江南。2012年底是当初双方约定上市的最后期限。也有说法称,俏江南如果无法在2012年年底上市,另一种结果是张兰将面临失去控制权的风险。

2011年3月,俏江南向证监会发行部提交了上市申请,但在随后的数月内,俏江南未能收到相关政府部门的书面反馈意见。

**如果觉得我们的内容好看
记得点关注哦**

每天都有好文章推荐!

头条 @北大法宝学堂