

公司股权融资与公司治理

摘要

本案例主要研究公司股权融资中容易引发的公司控制权分散问题,讨论公司为求发展而进行股权融资对公司股权构架、对公司治理的影响。通过案例学习,了解公司股权融资中股权构架设计的重要性,把握融资协议条款设计中的法律风险点及特别注意事项,认识公司股权融资中不同的股权构架对公司治理的正反两方面影响,从而引导学生全面熟悉我国公司股权融资中的实务问题,启发学生深入思考公司治理现代化的理论问题。

关键词

公司金融 股权融资 股权构架 公司治理 公司控制权

教学目标

(1)从案例教学的角度,借助实践中出现的公司股权高度集中与公司股权相对分散两个截然不同的股权构架实例,全面介绍公司股权融资中股权构架设计的意义、价值和融资协议条款设计的法律风险点,重点探讨公司股权构架对公司治理的影响及其相互之间的关系;

(2)通过学生对案例的阅读、分析,结合授课教师的指导,使学生对公司股权融资设计的整体方案以及不同公司不同股权融资设计所要求的法律框架有个较为全面的了解和把握,从而对公司股权融资过程中股权比例设计这一高端复杂的公司非诉业务有个更为深刻的理解;

(3)以案例的讲授作为切入点,引出公司股权融资中股权构架设计相关的理论问题,如公司控制权问题、公司治理问题、公司表决权问题等;

(4)对公司金融理论与实务问题进行思考与检讨,为学生进一步学习提供方向。

教学案例

引言

频频被曝光于大众视野之下的餐饮企业俏江南,融合了当下社会吸引眼球的诸多元素:号称中餐女王的张兰,京城四少之一的汪小菲,台湾明星大 S,还有高端餐饮,顶级会所,俏江南有着足够的气场和光环,但它为什么最终走到了卖股求生、卖盒饭救市的地步?作为一个家族企业,创始人张兰及其家族又是如何一步步地失去对俏江南的股份控制权的?从引入外部资本首次上市失败之后,俏江南陆续被转手,而张兰最终脱离与俏江南的直接关系,俏江南不幸沦为了餐饮企业转型失败的典型案例。但前面刚有败者,后面又有来者:2015年11月,又爆出“饿了么”引入滴滴出行作为战略投资者^[1]。可以说,引入资本、股权众筹正成为当下餐饮企业日渐青睐的融资选择,并正逐渐成为风潮。但如何与门口的“野蛮投资人”打交道,值得餐饮企业,也值得其他行业意欲引入资本者的深思。前车之撤后车之鉴,有了俏江南这种引入资本痛失控制权的反面案例,后来者中有的开始在资本引入方面倍加小心,如京东的刘强东,在公开发行业股份融资之际,设计了1股拥有20份投票权的特殊股以牢牢把握公司的控制权,但由此而带来的公司表决权高度集中后公司决策如何纠偏之存疑,则为此次股权融资中的双层股权构架设计留下了进一步探讨思考的空间。

第一部分:案情介绍

【反面案例】以俏江南股权融资案为例,讨论公司股权融资方案在设计上的法律风险

(一) 公司简介

俏江南起家于2000年。其创始人张兰,在上世纪的出国潮中,海外淘金两年带回2万美元,先是创办了其第一家餐馆阿兰酒家。之后又开了一家烤鸭大酒店和一家海鲜大酒楼,2000年,张兰卖掉前面创业的三家餐厅,用所得6000万现金创建了俏江南。凭借精准的市场定位和营销,俏江南很快风生水起,2005年,世界著名企业菲亚特集团提议以10亿美元入股俏江南,被张兰拒绝,这也使得她错过了高端餐饮连锁发展的黄金时机。彼时的张兰,一心想想要扩大经营,先走了加盟扩张之路,为后来的食品质量安全埋下了隐患;另一方面,公司经营

[1] 记者孟凡泽:滴滴出行入股饿了么,《京华时报》2015年11月26日。(2015年11月26日饿了么宣布,滴滴出行入股饿了么的协议签署和股权交割,已于11月24日完成。)

基本依赖于场地租赁,没有经营场所的产权^[1],这也为公司后期扩张发展带来了风险。2006年10月,张兰和其独子汪小菲在北京黄金地段创设了一家顶级时尚会所 LAN CLUB,总投资超过3亿元人民币,年租金高达2400万元;2008年,俏江南又在上海开了一家 LAN CLUB。两大会所的开设,花费了俏江南几年的净利润,影响到它后期的扩张和经营。

(二) 公司的股权融资与股权变动

2008年,为了支持门店扩张计划,张兰引入了国内知名投资方鼎晖投资,当时,俏江南被估值约20亿元,2008年12月俏江南宣布向鼎晖投资和中金公司出让10%的股份,融资3亿元,最终鼎晖出资2亿元成交。鼎晖以2亿的价格换取了俏江南10.53%的股权,并与张兰签署了“对赌协议”:如果俏江南不能在2012年实现上市,俏江南必须花高价从鼎晖投资手中回购股份。结果,俏江南未能上市,对赌失败,俏江南必须从鼎晖手中回购股份,而彼时的俏江南又无力回购股份,从而触发了一系列股权融资中签订的协议条款执行,最终导致张兰从俏江南出局。可以说,从创立俏江南到助推上市,再到失去控制权,创始人张兰之俏江南败局的形成,与其2008年的股权融资有着直接密切的联系。张兰也曾明确承认,俏江南的转折,就是从引入鼎晖投资开始的。

2014年,陷入资金难题的俏江南不得不选择卖身,私募基金 CVC CAPITAL PARTNERS(以下简称 CVC)以3亿美元购入俏江南82.7%的股权,另有13.8%及3.5%的股权分别由张兰及员工持有,至此,张兰彻底失去了对俏江南的控制权。2015年7月16日,俏江南官方发出声明,创始人张兰已不再担任公司董事会成员,至此,张兰彻底退出俏江南^[2]。

(三) 案例引发的思考

从最早的股权融资开始到最后的被踢出局,这一结果,可以说是由一系列的融资决策及反映决策的合同(协议)条款以及依照条款的执行行为所决定的。

在俏江南的股权融资中,最显而易见的问题就是“对赌条款”的设计出现了较大的漏洞。那么,在对赌条款的设计上,如何才能保证创业者既能融到资,又不被风投所订立的不合理条款过分限制?如何防止公司股权被迫转让?如何保障公司创始人对公司的控制权?

【正面案例】以京东的双重股权结构为例,讨论股权集中可能存在的问题

2014年5月,京东在美国纳斯达克证券交易所正式挂牌上市。根据京东上市时披露的IPO文件,京东商城董事长兼CEO刘强东持有该公司21%的股权,虽然其持股不算高,但是依靠所持有的特殊股,即1股拥有20份投票权的特殊股,刘强东控制着这家公司高达83.7%的投票权。这也意味着,如果没有刘强东在场,京东商城董事会就不能举行正式的会议,无法

[1] 闽南在线编辑:俏江南资产冻结之殇:详情解读俏江南上市张兰为何同时股权,2015年3月20日,http://www.minnanwang.cn/news/20150320/c_89588.html,最后访问2015年11月22日。

[2] 刘巍:《难忘俏江南:鼎晖投资快消版图之痛》,载《时代周报》2015年7月21日。

形成有效的决议。而现实中,近年在美国 IPO 的中国公司都采用了类似的双重股权结构。

这种相对集中的股权结构,从根本上讲使得公司控制权牢牢掌握在公司创始人刘强东的手中,任何情况下都不会发生控制权争端,保证了创始人的绝对控制权,防范了恶意收购,有利于公司的稳定发展。但是,另一些问题也同时显现出来,最为突出的就是如何保证公司决策的正确性。按照《公司法》规定公司重大事项需三分之二以上股东表决同意,京东在股权设计上予以刘强东 83.7% 的投票权,亦即他本人的意见就是公司意见,那么当他决策出现偏差时,其他股东如何行使权利否定其意见? 其他小股东的权益如何保障? 对刘强东的各项决策如何进行监督? 如何进一步吸引其他投资者?

第二部分:案件焦点问题分析论证与归纳总结

一、俏江南股权融资引发的问题——俏江南股权失控的风险点在哪里?

从俏江南的张兰一直避而不谈持股比例问题,到其不得不承认失去公司控股权,股权是俏江南问题争议的焦点。

2008 年张兰引入鼎晖投资,向其出让 10.53% 的股权融资 2 亿元,后因对赌失败,必须回购鼎晖手中的股份,而为了筹集资金回购股份,张兰不得不再次卖股,跟着鼎晖一起售出股份,从而使得俏江南走上了一条被收购的不归之路。根据媒体报道,私募基金 CVC 第一次计划收购俏江南,双方达成的协议是收购 69% 的股份,随后收购意向被解约;2014 年 1 月交割的收购案,CVC 收购了俏江南投资有限公司 82.7% 的股权,剩余股权是张兰持有 13.8%,员工持股 3.5%。而在此次发布声明之前,张兰方面一直未曾正面承认相关的股份占比。

控股权决定着一个企业的发展走向,随着企业的发展,创始人最终脱离企业并失去控制权的情况,在商业市场环境中并不少见。作为俏江南的创始人,面对俏江南股份控制权旁落他人之手的局面,张兰也只能表示,“无论谁买了俏江南,我都无条件地支持。为了企业,为了员工,只要俏江南需要我,我义无反顾”。但结果是 CVC 得到俏江南的控制权后,一看餐饮行业不景气,公司发展前景不好,转手又把俏江南的股份抛出,新东家香港保华接手后又把创始人张兰踢出了董事会。

可见,俏江南股权的几次转手,是张兰失去对俏江南的股份控制的重大因素。第一次是张兰为融资而主动出让给鼎晖 10.53%;第二次则是对赌失败后的鼎晖抛股实现投资退出,鼎晖手中的俏江南股权转入至 CVC,张兰被迫跟售,手中部分股权转入至 CVC;第三次则是 CVC 股权质押收购俏江南后,质押的俏江南股份再次转让至债权人香港保华。

问题是,俏江南为什么会由于 2008 年的那次股权融资而导致如此结局? 俏江南是否就错在不该进行股权融资? 还是由于股权融资中未能充分考虑融资可能导致的风险而致最后被动结局? 具体而言,是否是因为股权融资协议条款的制定未能充分考虑未来合约履行的风险而致? 事后证明,张兰在出让 10.53% 的股权进行股权融资时,与鼎晖投资签下了对赌上市的协议,结果俏江南未能上市,对赌失败,首先触发了股权融资协议中的股份回购条款,接着

又触发协议中的领售权条款,领售权条款又进一步触发清算优先权条款,导致最终被逼出局。既然如此,在股权融资协议的签订中,如何设计条款,既充分保障投资方顺利实现股权退出,又不至于让公司创始人痛失股份控制权?融资方和投资方在利益博弈的过程中如何实现双赢?尤其是股权融资方,如何在融资过程中保住自己的主动权,不让投资方牵着鼻子走,从条款设计上注意风险的防范,这是股权融资中不得不考虑的重要方面。

二、俏江南股权融资的几步败笔——俏江南股权失控的风险点详解

(一)俏江南错在哪里?——错在股权融资?否!

有评论焦点对准俏江南的融资,认为俏江南不该引入资本市场的“狼”,俏江南错就错在“引狼入室”。真是这样吗?俏江南错就错在去融资?错在拿股权去融资?否!

讨论一:俏江南要不要融资?

结论:要。

理由:资金链的紧张,是俏江南扩张发展中的最大牵制,而俏江南也总是在关键节点上摔跤。作为高端餐饮品牌,俏江南的上市并非空穴来风,要想实现扩张必定需要大量的资金,每家店面的前期硬件投入都十分巨大,只有通过资本运作,实现迅速扩张、形成规模效应之后,经营成本才会降下来^[1]。

(1)企业发展需要资金。不管是上市融资还是引入资本,核心目的都是为了让企业进行更大规模的发展,餐饮企业由于自身财务状况和盈利模式限制面临上市难,但并不代表餐饮企业不能融资或是引入资本。

(2)行业环境趋紧更需要资金。在中央一系列反腐措施之下,公务群体对高端餐饮的需求严重萎缩,国内高端餐饮遭遇销售困境,俏江南也不例外。行业环境趋坏之际,俏江南或将面临业绩下滑、现金流紧张等困境,而此时俏江南也正需要资金及时进行转型。

讨论二:俏江南可运用的融资手段有哪些?

结论:可运用的融资手段有限。

理由:俏江南作为非上市公司,融资手段有限,用股权来融资,即以出售股权为代价换取发展资金成为其迫不得已的选择。

公司的融资方式,即公司的融资渠道,它可以分为两大类:债务性融资和权益性融资,债务性融资包括银行贷款、发行债券和应付票据、应付账款等,其主要融资渠道有亲朋好友、银行及其他金融机构等;权益性融资主要指股权融资。其中,通过银行等金融媒介的融资,通常称作为间接融资;通过发行股票、债券等面向资本市场投资者的融资,称为直接融资。

债务性融资构成负债,公司负有到期偿还约定本息之义务,债权人享有要求债务人到期还本付息之请求权,债权人一般不参与企业的经营决策,对资金的运用也没有决策权。

[1] 失落的俏江南:风口浪尖下 高端餐饮业的败局之殇,来源:道本商业地产 2015.04.08, <http://m.winshang.com/news464399.html>,最后访问日 2015 年 11 月 22 日。

权益性融资是指向其他投资者转让公司的所有权,即用所有者的权益来换取公司运行所需要的资金。这将涉及到在公司的发起人、所有者和投资者之间分派公司的经营和管理责任。权益性融资可以让公司创办人不必用现金来回报其它投资者,而是与它们分享企业发展利润并承担公司治理责任,投资者以红利形式分得公司利润。权益资本的主要渠道有自有资金、亲朋好友的投资加入或风险投资公司的入股。

当一个身处发展中的公司需要额外的资本加入来使其经营计划获得成功,却又发现缺少抵押品或相关信用、能力来进行债务性融资时,一般会转而开展权益性融资。但在公司创始人及原股东可投入的资本已近极限、亲朋好友的投资加入又十分有限的情况下,公司可选择的较好的权益性融资方式,可能即为风险投资资本。但风投资本的要求普遍十分苛刻,他们总在努力寻找那些勇于开拓进取、经营方式积极向上的企业家和企业。而且,风投资本一般要求持有公司一定的股权,要求参与董事会,要求公司提供详细的财务报告和公司发展计划,列明公司的财务规划、发展计划、产品或服务的特征及市场竞争力、管理层能力等。在股本结构上,还要求公司管理层必须投入一定比例的资金,以约束管理层对公司的承诺。

俏江南作为一家以轻资产运行的公司,无自有房产物权作为抵押而获得较大额度的抵押贷款,也无知识产权等用来质押以换取贷款,只能通过让渡股权的方式来换取资金。股权融资成为其迫不得已的不二选择。

(二)俏江南败在哪里?——业绩下滑+投机

俏江南的股权融资之路,始发于向公开市场融资,即面向资本市场投资者公开发行股份募集资金,但受制于公开发行股份并上市的条件限制,未能成功募股,转而引入风险投资资本,再次谋求上市,再次受阻……走上了一条公司资本扩张、公司创始人股份渐失的不归路。

A. 受制于上市条件——俏江南的业绩下滑

公司的发展壮大,离不开资金的支持;一旦公司受困于资金瓶颈,公司业务的发展寸步难行。而公司向公开市场融资,又离不开其业务基础及其所体现的盈利能力(尤其是持续盈利能力)。从这一角度而言,公司的业务状况,是公司发展的基础,是公司融资的基础,是公司最为根本的问题。

1. 俏江南的经营困局与公司上市

有公开资料显示,俏江南谋划上市期间,其经营困局就已经逐渐浮出水面,并被曝出。这或许是俏江南谋划上市失败的主要原因。

【理论学习】公司上市的条件——盈利标准

《证券法》第13条:公司公开发行新股,应当符合下列条件:

- (一)具备健全且运行良好的组织机构;
- (二)具有持续盈利能力,财务状况良好;
- (三)最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为;
- (四)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

上市公司非公开发行新股,应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件,并报国务院证券监督管理机构核准。

【法条释义】本条是对公司成立后公开发行新股条件的规定。具体有以下条件:

(1)具备健全且运行良好的组织机构。是指符合公司法关于公司组织机构的规定,且各机构运行状况良好。根据公司法的规定,股份有限公司应当设立股东大会、董事会、经理、监事会;上市公司还应当设立董事会秘书,设立独立董事。所以申请发行新股的公司应当设有这些机构,且这些机构能够依照公司法及公司章程的规定行使职权。

(2)具有持续盈利能力,财务状况良好。这是对公司经营状况、财务状况的概括性规定,目的是保护公众投资者的利益。

(3)最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为。这是对公司守法情况的规定。一是最近三年公司财务会计文件符合会计法的有关规定,其内容真实、准确、完整,没有虚假记载。二是在其他方面,最近三年公司无重大违法行为。

(4)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。本条只是对公开发行新股应当具备的主要条件作了规定,为了适应实践的需要,本条采取了授权条款的形式,授权国务院证券监督管理机构规定其他条件,报国务院批准。

2. 俏江南的持续盈利能力与公司上市

俏江南门店扩展速度不达预期,加盟店经营亏损,甚至拖欠员工工资,这些问题均成为增加盈利的障碍。相关资料显示,在鼎晖入股俏江南的2008年,俏江南仅有40余家门店,而截至2012年底,俏江南共有71家直营店和4家加盟店,2013年又新开了10余家门店,但这样的速度显然无法满足张兰每年开店百家的预期。另一方面,房子租金、人工费用等都在持续上升,就连上菜的服务员工资都要5000多元,还要交足社会保险,俏江南的利润率已降到历史低点。而其持续盈利能力的不强之问题,真真实实成为了公司谋求上市的绊脚石。

3. 俏江南的客户结构与公司上市

俏江南凭借其高端餐饮品牌形象,曾吸引了不少“三公”消费客户。限制“三公”消费之后,俏江南门店的人流量明显下滑。2013年,全国餐饮业陷入寒冬,行业23年来首次由两位数增长降为个位数增长,有的餐饮企业甚至陷入收入负增长。有记者曾在俏江南门店外随机采访,没有选择俏江南的顾客大部分认为其价格昂贵,还有不少消费者认为味道尚可,但没特色,性价比不高,而进去就餐的,大部分是团购顾客。俏江南为谋求新的利润增长点,于2014年5月开始推出盒饭业务。但它走大众化路线能否成功又有待观察:一是大众餐饮领域本身利润水平偏低,竞争相当激烈;二是转型后与其原来的高端餐饮定位、门店、人才资源相差太大,不利于充分利用已有资源,故存在一定风险。

B. 引入外部资本,对赌上市失败——俏江南的股权融资风险失控

俏江南向公开市场融资不成,转而引入投资者,计划通过风险投资者的加入,做大做强企业,再次谋求上市,故而签下对赌上市的股权融资协议。然而,由于未能充分预估股权融资的风险,尤其是对赌条款的风险,未能充分考虑投资方为保证股权顺利退出而设计的系列保护

条款对融资方的影响,不幸对赌失败,被迫跟售股份,进一步痛失股权,走进了一条被步步紧逼失去股权的死胡同。

1. 败局七部曲之第一步:引入鼎晖投资、对赌失败

2008年,张兰决定为大举扩张俏江南而引入外部投资者。据报道,当时鼎晖投资开出了3倍于一位潜在竞争对手的价钱,顺利赢得了张兰的首肯。2008年11月,鼎晖向俏江南注资2亿元人民币,占其10.53%的股权。

据多家媒体报道,鼎晖入股时,投资条款中设有“对赌协议”:如果非鼎晖方面的原因造成俏江南无法在2012年年底上市,那么鼎晖有权要求俏江南以股份回购的方式让其实现股权退出。

【理论学习】什么是对赌协议?

对赌协议(Valuation Adjustment Mechanism, VAM),最初被翻译为“对赌协议”,或因符合中国本土“好赌”之文化形象,故一直沿用至今,实际上与赌博无关,其直译意思为“估值调整机制”,“估值调整”更能体现其本质含义。本质上,对赌协议是期权的一种形式,它通过股权估值条款的设计,达到有效保护权益性投资人投资利益的目的。在国外投行对国内企业的投资中,对赌协议已有应用^[1]。

股权融资中的对赌协议,就是投资方与融资方在达成股权融资协议时,对未来不确定的情况进行一种约定。如果约定的条件出现,投资方可以行使一种权利;如果约定的条件不出现,融资方则行使一种权利。所以,对赌协议实际上就是期权的一种形式。

在俏江南引入鼎晖投资的股权融资方案中,二者约定的条件是俏江南在2012年底前实现上市。此条件成就,投资方鼎晖在二级市场抛出手中持有的俏江南股份,实现投资退出;条件不出现,投资方鼎晖无法在二级市场抛出俏江南股份,则有权以回购方式退出,俏江南有义务回购鼎晖手中的股份,助其实现投资退出。

【理论学习】什么是股份回购?

股份回购,是指公司按照一定程序购回发行或流通在外的本公司股份之行为。是通过大规模买回本公司发行在外的股份来改变公司资本结构的方法。

《公司法》第142条 公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:

- (一)减少公司注册资本;
- (二)与持有本公司股份的其他公司合并;
- (三)将股份奖励给本公司职工;
- (四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。

公司因前款第(一)项至第(三)项的原因收购本公司股份的,应当经股东大会决议。公

[1] 摩根士丹利等机构投资蒙牛,是对赌协议在创业型企业中应用的典型案例,融资方:蒙牛乳业,投资方:摩根士丹利等三家国际投资机构,签订时间:2003年,主要内容:2003至2006年,如果蒙牛业绩的复合增长率低于50%,以牛根生为首的蒙牛管理层要向外资方赔偿7800万股蒙牛股票,或以等值现金代价支付;反之,外方将对蒙牛股票赠予以牛根生为首的蒙牛管理团队。结果:双赢—2004年6月,蒙牛业绩增长达到预期目标,摩根士丹利等机构“对赌”的期权价值得以实现,给予蒙牛管理层的股份奖励也得以兑现。

司依照前款规定收购本公司股份后,属于第(一)项情形的,应当自收购之日起十日内注销;属于第(二)项、第(四)项情形的,应当在六个月内转让或者注销。

讨论分析:鼎晖投资设置股份回购条款的合法性、合理性如何?

(1)合法性:在俏江南引入鼎晖投资的股权融资方案中,二者约定:若俏江南无法在2012年底前上市,鼎晖有权以回购方式退出俏江南。这属于《公司法》第142条中规定的“股东要求公司收购其股份”之情形,双方自由约定、约定合法的情况下,此约定当为有效。

(2)合理性:按照风险投资基金PE的运作方式,其每个项目的投资周期均为现金投入、现金退出,投入之际即需要谋求退出通道。投资人的退出通道最典型的有两个,一为IPO即上市;二为并购,即被第三方收购,投资人顺势套现退出。鼎晖要求俏江南在2012年底前实现上市,基本合理。因为通常一个有限合伙制基金的存续期间为十年左右,从它募集资金、对外进行项目投资,再到资金回笼、基金清盘,需要十年左右时间。在这十年中,前4年处于投资阶段,一般是募集到资金后找项目投资,第5年开始则会要求退出,第5-7年会把投资项目陆续要求退出,以保证第十年时实现所有项目变现,然后把收回的现金归还其有限合伙人。鼎晖是在2008年投资的,要求俏江南在4年之内必须上市,按照这个时间表,若一切顺利,上市之后还有1年左右的锁定期,这样5年就过去了,5年过后,他要套现不能一次性把股票抛掉,还有个持续的过程,可能持续一年半载,这就需要6-7年时间,所以鼎晖设置这个回购条款是为了保障其顺利实现股权退出,设立4年上市也是相对比较合理的时间点。

2. 败局七部曲之第二步:冲刺A股H股上市受挫^[1]

俏江南引入鼎晖投资后,双方曾经有过一段美好的“蜜月期”,且俏江南在2011年3月向中国证监会递交了A股上市申请,但在2012年1月份证监会披露的终止审查企业名单中,俏江南赫然在列。对此,俏江南曾表示,考虑到中国证券监督管理委员会就餐饮行业相关审核政策至今尚未颁布,且公司递交材料均已超过6个月有效期。结合当前资本市场状况,公司决定就上市方案做进一步的研究,因此主动提出申请撤回首次公开发行A股的上市申请材料。

A股IPO谋求失败后,在明知港股估值更低的情况下,俏江南还是不得已将上市的目标转向了H股的港交所。在转战H股途中,俏江南又碰到了新壁垒“10号文”。在10号文颁布前,中国国籍人士在中国所经营的企业,将股权从境内转入自己成立的境外公司,比较容易通过审批。10号文颁布后^[2],中国公民境内资产转移到自己的境外公司持有,需要去外管局审批登记。为求顺利上市,张兰不得已更改国籍至加勒比岛国,2012年年中,俏江南通过了香港联交所聆讯,获准于香港上市,但之后,俏江南一直未能实现挂牌交易。对此,张兰的解释是港股市场投资者对中餐标准化有疑义,而外界的推测则是当时的俏江南已经身陷财务泥沼难以自拔。

3. 败局七部曲之第三步:对赌失败

引入鼎晖投资之后,因金融危机后经济复苏缓慢,高端餐饮发展模式不明确,俏江南并未

[1] 桂小笋:《张兰资产被冻结 俏江南IPO屡次受挫》,《证券日报》2015年3月23日。

[2] 《关于外国投资者并购境内企业的规定》,商务部2006年第10号文件。

完成注资时的业绩许诺,使鼎晖陷入僵局,双方矛盾剑拔弩张。张兰一度对媒体抱怨说,引进鼎晖投资是俏江南最大的失误,媒体又对此进行了夸大宣传,导致双方关系紧张。顶着资金压力剧增的俏江南,多次与鼎晖发生“口水战”,最终以鼎晖的退出而告一段落。鼎晖投资靠对赌协议的保护,实现被动退出,其实现的回报率还不到一倍;而张兰则因为俏江南最终没能实现在2012年底上市的目标,触发了“股份回购条款”的启动条件。假设鼎晖投资在协议中要求每年有20%的内部回报率的话,从2008—2013年,5年正好翻倍,即2008年2亿元的原始投资,2013年要求4亿元退出,俏江南必须拿出4亿元回购鼎晖投资持有的10.53%俏江南股份。

4. 败局七部曲之第四步:被迫出售股权

而当时的俏江南,处于经营非常困难的时期,它的门店从70个缩减至50个,根本就拿不出4亿元现金去回购鼎晖所持有的股份。如若这样,鼎晖投资就无法实现股权投资退出了。

鼎晖的股份回购条款看似无法实现了!此时,它亮出了杀手锏——领售权条款。该条款的宗旨,就是让公司的大股东抛出手中持有的公司股份,以此回笼现金支付给投资方。

【理论学习】什么是领售权条款?

领售权,是指风险投资基金强制公司原有股东参与投资者发起的公司出售行为的权利,风投有权强制公司的原有股东(主要是指创始人和管理团队)和自己一起向第三方转让股份,原有股东必须依风投与第三方达成的转让价格和条件,参与到风投与第三方的股权交易中去。通常是在有人愿意收购、而某些原有股东不愿意出售时运用,这个条款使得风投可以强制出售投资股权实现退出。在这里,领售,即领衔出售,领售权条款,也被称作强制随售权条款,这个条款一旦触发,会强制公司创始人股东随领售人一起出卖股份。该条款一般表述如下:在公司符合IPO之前,如果多数A类优先股股东同意出售或者清算公司,剩余的A类优先股股东及普通股股东应该同意此交易,并以同样的价格和条件出售他们的股份。

领售权条款意味着,公司出售与否的投票表决,并不按照股东持股的多少来进行,换句话说,公司是否被卖之命运,并不掌握在持股比例最高的股东手中,也不掌握在创始人股东手中,而是掌握在领售权人手中。可以说,领售权条款是对股份公司按持股比例进行表决的表决机制的特殊破解,它对风投而言,具有重要意义,即保证其在合适的时机实现顺利退出!但它对公司的创始人而言,堪比一把带血的刀子,公司创始人为融资而刀口舔血,面临巨大的风险!因为从法理上讲,公司的创始人理应保障股权投资人的合理退出要求,即在保证入股自由的时候亦应保证退出自由,无退出自由则无进入,只有退出自由才能吸引投资者进入。因此,对公司的创始人而言,必须通过精心的条款细节设计,来控制领售权条款可能给自身带来的风险。

在俏江南的案例中,当俏江南无力回购鼎晖投资所持有的俏江南股份之际,鼎晖启动了“领售权条款”。按照领售权的标准条款,如果说多数A类优先股股东同意出售或清算公司,则其余股东都必须同意此交易,并且以相同的价格和条件出售他们手中的股份。情景切换到俏江南案例中,如果鼎晖同意卖俏江南,张兰只能同意,不能不执行该条款。所以当时鼎晖投

资就找到了欧洲最大的一家私募股权基金公司 CVC Capital Partners(下称“CVC”),相关信息最早在 2013 年 10 月被媒体报道。

至 2014 年 4 月底,CVC 宣布,已获得相关监管部门批准,完成对俏江南控股权的收购。而且该公司在俏江南持股比例已达 82.7%〔1〕,成为俏江南的第一大股东。这高于此前媒体报道的张兰 3 亿美元出让 69% 的股权。其中,鼎晖投资转让 10.53% 的股份,张兰跟随出售 72.17% 的股份,整个是 82.7%。

媒体亦报道此举背后的原因,是张兰为了履行和鼎晖投资的对赌协议,不得已贱卖股权向鼎晖支付股权回购款。张兰触发了股份回购条款,鼎晖投资退出俏江南。

讨论:为什么俏江南的卖价只增加 3 亿元,却让张兰丧失了 72.17% 的股份?

鼎晖投资转让 10.53% 的股份,张兰跟随出售 72.17% 的股份,整个是 82.7%,这个股份数量已经超过 50%,股份转让超过 50%,可以视作为一个清算事件。清算事件又会触发鼎晖投资俏江南时所签订的清算优先权条款。

【理论学习】什么是清算优先权条款?它会导致什么后果?

根据双方约定,出售股份的钱要优先保证鼎晖 2 倍的回报,如果有多余才可以分给张兰,如果没有多余,张兰就是颗粒无收。2008 年鼎晖入股俏江南时,俏江南的估值是 19 亿元多一点,鼎晖投资以 2 亿元换得 10.53% 的股权;到 2013 年,俏江南卖给 CVC,估值才 22.1 亿元,鼎晖持有的 10.53% 的股份只值 2 亿多,张兰出售 72.17% 的股份,才能获得 15.95 亿元不到,鼎晖所要求的 2 倍回报不足部分由大股东张兰补上,张兰拿出 4 亿元补偿鼎晖,实际她自己套现约为 12 亿元左右。

5. 败局七部曲之第五步:股权被质押

CVC 接手鼎晖投资抛过来的俏江南股权,事实上它也知道是“烫手山芋”,作为有经验的私募股权基金,它首先为自己的投资设置了“安全阀”以控制投资风险。

安全阀之一,是压低股权交易价格,它给俏江南的股权估值才 22.1 亿元,比鼎晖投资 2008 年时 19 亿元多的估值才增加了 3 亿元。

安全阀之二,是采用“杠杆收购”的方式,用尽可能少的现金去收购俏江南的股权,用尽可能少的自有资金去收购俏江南,剩余的收购资金则依靠外部债权融资来完成,且日后的还款依靠其收购的公司所产生的内部现金流去偿还。

CVC 为了收购俏江南,设立了一个特殊目的壳公司“甜蜜生活美食集团控股有限公司”(以下简称“甜蜜生活”),以达成并购目的,CVC 把壳公司的股份质押给银行,拿到银行融资后,加上自有资金,支付现金给鼎晖和张兰,鼎晖和张兰把他们 82.7% 的股份转给“甜蜜生活”。之后,壳公司再把俏江南吸收合并,成为其内部一分子,注销原有的俏江南,再将“甜蜜生活”更名为“俏江南”,这样,壳公司欠银行的钱就变成俏江南所欠的钱了,日后还款也就依靠俏江南所产生的现金流了。

〔1〕 赵卓:俏江南困局:屡次上市碰壁 张兰痛失控股权,《时代周报》2014 年 8 月 7 日。

CVC 收购俏江南,总共只花了3亿美元(22.1亿元),CVC通过“杠杆收购”,将俏江南的股份质押给银行,获得银行贷款1.4亿美元,再发行债券募集1亿美元,而它自己只掏了6000万美元,就完成了并购,有效地将风险控制在了最小范围之内。由于俏江南是被CVC设立的特殊目的公司“甜蜜生活”所吸收合并的,所以最终被质押到银行的所有股份,包括张兰的少部分股份。

6. 败局七部曲之第六步:股权被债权人银行所接管

CVC 收购俏江南之后,原指望用俏江南所产生的现金流偿还贷款,但其于2014年4月完成俏江南的收购之后,整个高端餐饮行业不景气,俏江南的经营状况未能好转,最终无法用其现金流去偿还贷款,只好由CVC自己掏钱去还,但它又不想陷得太深,所以就不偿还1.4亿美元的贷款,干脆放弃俏江南的股权由银行接管。最终,银行团派香港保华接管了俏江南。张兰提请仲裁说CVC未经其同意就质押了包括她持有的13.8%股份在内的俏江南全部股权,该理由是不能成立的——因为,俏江南是被CVC所设立的“甜蜜生活”吸收合并的,“甜蜜生活”用公司全部股份质押融资,质押股份在先,质押后再吸收合并俏江南,所以,被质押到银行的所有“甜蜜生活”股份,包括它所吸收的俏江南张兰的少部分股份。而且,在CVC收购俏江南之际,应该早就设计好了并购俏江南的具体方案及一揽子协议,其中必定包括以股权融资获取并购资金的方案及股权质押条款,张兰同意签字后方能办下银行贷款,否则后续不可能进展下去。

7. 败局七部曲之第七步:张兰被踢出董事会

早在CVC拿下俏江南之际,就有业内人士分析,此举对俏江南而言吉凶难料,虽然CVC内有着红筹教父梁伯韬之类的资本高手,或许能完成俏江南的上市梦,但CVC对企业的投资一般只有几年,如果转型不成功,俏江南可能面临再次易主或拆分的可能,大股东的变更,将给俏江南的发展带来很大不确定性。

而在2014年CVC收购俏江南时,其大中华区主席梁伯韬曾经表示,随着入股俏江南,配合该公司原有的管理团队,相信将进一步发挥俏江南的品牌实力;交易完成后,张兰将继续担任俏江南董事长一职,负责公司策略性的发展。当时张兰也表示,“作为品牌创始人,我与俏江南有着很深的感情,但是我真诚相信这一合伙关系将在后面的日子,带给俏江南一个光明的未来。”然而好景不长,2015年7月就布满了“CVC 倒手卖掉俏江南,传张兰被踢出董事会”的传言^[1]。对于张兰的“离开”,外界有评价是“被出局”,张兰发布律师声明对此否认。不过,其辩护律师称,张兰重返俏江南董事会已不太可能。^[2]

最终,俏江南在冲击IPO无果之后,股权几经易主,今后能代表俏江南的人将不再是其创始人张兰,而是新主人香港保华顾问有限公司(下称“保华”)。同时,俏江南也由最初的纯民

[1] 陈俊宏:急躁的俏江南:中国餐饮业拥抱资本失败启示,来源:网易财经 2015-07-28, http://www.cb.com.cn/deep/2015_0728/1145782.html,最后访问日 2015 年 11 月 22 日。

[2] 苏龙飞:张兰鼎晖 CVC 博弈背后:从打黑工到俏江南 最终净身出户,来源:中国经济网, http://finance.ifeng.com/a/20151124/14088027_0.shtml,最后访问日期 2015 年 11 月 28 日。

营企业变为外商投资企业。^[1]

纵观俏江南的案例,从最早的股权融资开始到最终被踢出局,实际上是由一系列的股权交易条款决定的。首先是触发了股份回购条款,接着又触发了领售权条款,领售权条款又进一步触发了清算优先权条款。之后迫于无钱偿付鼎晖投资的2倍收益,又不得不再卖股份,从而一步步地痛失股权,痛失对公司的控制权。

第三部分:俏江南的失败给与我们的启示

餐饮企业,以及由此扩大至所有企业,在自身发展过程中,必须直面发展到一定阶段后遭遇的资金瓶颈和由此带来的融资需求,但绝不能只闻到“融资”这只大饼的诱人香味而无视融资的法律风险。对于任何一家企业而言,苦练内功,改善公司治理,提升公司盈利能力和信用基础,才是真正的出路。

针对我国餐饮企业的特点,即规模比较小,标准化程度比较低,地域性比较强,它要想做大做强,必定要借助资本力量的参与、支持和推动才能快速扩张。

目前,针对中小企业融资而推出的股权托管交易中心,其目的是吸引风险资本投入,引入战略投资者。北京严氏麻辣香锅餐饮有限公司、魏老香餐饮管理(北京)有限公司、安徽尚京餐饮集团和广州海记餐饮企业管理有限公司等餐饮企业,均于2015年上半年在北京股权托管交易中心挂牌寻求融资。对此,业内专家提示,风险依然存在。北京特许经营交易所董事长、北京现代金融研究院院长刘文献表示,众筹模式最大的风险在于投资人之间的关系并不稳定,商业项目的运作能力也参差不齐,在企业管理和决策上都有很大风险^[2]。

可以说,没有夯实公司治理基础就进行大规模的扩张,对俏江南这样的餐饮企业,无论从租金成本、人力成本而言都是巨大挑战,而在高速的发展中如何保证商品(餐饮企业的商品则是菜品)的质量,保证供应链的完善,保证单店的持续盈利能力,保证食品安全不出纰漏,保证内部管理不掉链子,这些都是俏江南这样的企业,不得不回答的公司问题。从表层次看,这些是公司管理问题;而从深层次看,这些即为公司治理问题。因为公司的整个管理,与公司掌控在谁的手中,公司的掌门人贯彻什么样的经营理念和管理理念,以及制定什么样的公司章程等密切相关,说白了,就是由谁来制定公司经营方针,由谁来贯彻执行,由谁来监督执行的问题。在一个股权变动频繁、股份控制权又旁落于追求短期投资收益的风投手中的俏江南案例中,我们看到了公司治理的明显缺失。这对于公司的未来发展,极为不利。

反观在美国上市的京东,由于它采用了双重股权结构,有效保住了公司创始人对公司的控制权,这对创业企业而言,十分关键。创业企业一方面需要引入资金发展壮大,另一方面更需要有专业的创始人团队、理性的管理团队对公司进行有效的治理,才能确保企业从根基上

[1] 记者金彧、刘素宏:曝光俏江南张兰被出局疑云:重回不太可能,《新京报》2015年7月24日。

[2] 中国餐饮业拥抱资本失利俏江南并非个例,发展导报数字报2015年7月28日, <http://epaper.sxrb.com/shtml/fzdb/20150728/242430.shtml>, 最后访问提起2015年11月25日。

良性、健康地发展。可以说,股权结构设计的好坏,将直接影响公司的长期持续稳健发展,合理安排股权结构,就是要处理好从外部进行股权融资与公司创始人团队、管理团队之间的关系,实现公司中不同利益主体之间的利益平衡。但是,京东那样的双重股权结构,由于它不会赋予投资者太大的话语权,遭到了主张优良公司治理人士的批判。他们认为,大量权力集中在少数人手里,是不民主的做法,与保护股东权益原则相违背。也正是由于它违背股东权益保护原则,容易引发投资者的担忧,伦敦、香港等证券交易所已对双重股权结构下达了禁令,这也是使得阿里巴巴当初与港交所谈判失败,转赴美国上市的原因。

总之,公司发展中离不开融资,而在股权融资中,必然绕不开由融资而引起的股权构架变动及其背后的公司控制权变化。在我国现行《公司法》背景下,还允许设计 Facebook、京东那样的表决权不同的 A 类股和 B 类股之双重股权结构;在我国,只能在股权融资中,掌握好融资总额及与此相对应的持股比例设计,防止由股权融资而引起原股东股权过度稀释、从而丧失公司控制权。未来,从推动“大众创业、万众创新”而言,修改《公司法》,推出种类股,或许是个不错的选择。虽然目前对双重股权结构有争议,但通过实践,通过不断地质疑,才能更加清楚地认识到制度存在的理由,并进一步地予以修正、更改和完善,才能实现更为良好有效的公司治理,才能最大程度地平衡和保护好公司创始人和公司投资者的利益。

教学手册

教学对象及目标

本案例可供法学、金融学教学使用,主要适用于民商法学硕士、法律硕士、金融学硕士(资本市场方向)的案例教学课程使用。

本案例借助实践中真实发生的公司股权融资实例,重点介绍了我国公司股权融资方案的设计及其法律风险的防范,和对公司治理的影响。其中深入探讨了对赌协议的本质及设计、股份回购条款、领售权条款、清算权条款的设计及运用,并且也广泛涉及了企业公开上市发行股票的法定条件、流程及相关法律关系主体的义务。通过学生对案例的阅读、分析,结合授课教师的指导,使学生对公司股权融资的方案设计及不同条款在方案中的运用有个较为熟悉的把握,从而对股权融资这一复杂的融资过程及其伴随的法律风险有更为深刻的理解;同时,以案例的讲授为切入点,引出公司股权融资过程中相关的理论问题(如股权转让规则、股份回购制度、股权质押融资、公司控制权问题、资本市场融资权利保障问题等),从而对之进行思考与检讨,为学生进一步学习提供方向。

教学内容

1.《公司法》规范的公司行为,主要是什么行为?为什么?

主要是公司的投融资行为。《公司法》规范有两条主线,一为公司的组织行为,即公司股

股东会、董事会、监事会为标志的公司治理结构的构架；二为公司的资本行为，从公司设立之际的出资，到公司扩张发展中的再融资（如增资扩股等），直至公司清算时剩余财产清理分配等，《公司法》着重对公司的出资行为、融资行为、对外投资行为、对外担保行为等进行规范。所有这些行为，均牵涉到公司与公司股东之间，股东与股东之间，公司与债权人之间等公司利益主体之间的利益平衡问题，并与公司信用密切相关。

2. 在我国，公司的融资方式主要有哪几种？各有什么特点？

主要介绍以下几组融资方式及其特点：

- (1) 直接融资、间接融资
- (2) 股权融资，债券融资
- (3) 公募，私募
- (4) IPO，公司债券

3. 股权转让与股份回购有什么区别？

- (1) 股份转让及股份转让规则：《公司法》第 71 条。
- (2) 股份回购及股份回购限制：《公司法》第 142 条。

4. 什么是对赌协议？对赌协议的常见主要类型有哪些？其效力如何？

对赌协议 (Valuation Adjustment Mechanism, VAM)，又称估值调整协议，是私募股权投资 (PE) 中常用的一种价值调整机制与合同安排。“对赌协议”并不是简单的赌博合同，而是近几年来在我国资本市场上新兴的一类以“估值调整机制”为基础的融资方式，其核心条款是对于目标公司是否可以实现某种业绩或目标，做出正反两种或然性的约定。

对赌协议的常见主要类型有：(1) 按照投资方式的不同，分为基于增资的对赌和基于股权转让的对赌；(2) 按照对赌主体的不同分为：投资方与目标企业大股东、实际控制人对赌与投资方与目标企业的对赌；(3) 按照对赌标的的不同分为：“赌业绩”、“赌上市”和其他对赌；(4) 按照对赌筹码的不同分为：现金对赌（现金补偿），股权对赌（股权回购或转让）和其他对赌。其对对赌双方的利弊作用，参见前述案例资料中有关对赌协议的理论学习部分。

关于对赌协议的效力问题，要求同学们课外查阅最高人民法院关于 PE 对赌协议效力的审判案例。

5. 什么是领售权？领售权条款的启动带来什么影响？

参见前述案例资料中的理论学习部分。

6. 什么是清算权优先权条款？它会导致什么后果？

参见前述案例资料中的理论学习部分。

7. 什么是杠杆收购？

参见前述案例资料中的理论学习部分。

8. 中小企业由于自身轻资产、低信用等特质，从银行间接融资难度大，应否保障中小企业的融资权利？如何保障？

中小企业的发展，往往受困于金融即资金瓶颈，中小企业要发展，就必须融资。所以

说,金融权利也是一种发展的权利,如果中小企业享受金融权利并实现金融权利,那么也就意味着相应地获得了发展的权利。金融界应建立一种有效、全方位为社会各阶层和群体提供金融服务的体系,有必要推行普惠金融。贷款权、融资权是普惠金融的关键性权利。

要求同学们课外拓展思考中小企业融资权问题,以及融资权平等问题。

9. 什么是股票发行审核制? 什么是股票发行注册制?

提醒同学们课外多关注我国证券市场的变化,《证券法》的修订进展,关注股票发行审核制到注册制的变化。

预期效果

通过本案例的学习,帮助学生了解和掌握公司股权融资方案设计的重要性,初步掌握股权融资方案的设计中必须注意把控的法律风险点,以利于学生在今后类似的公司非诉业务中,能够从自己所代表的利益方出发,去设计股权融资中的融资方方案条款和投资方方案条款,学会去识别股权交易中对手方方案可能给己方造成的风险,以充分发挥法务工作者在风险投融资业务中的风险把控工作价值。

教学计划

本案例可以作为专门的案例教学课进行讲授,整个案例可安排4个课时,每课时45分钟。如下课堂设计,仅供参考:

1. 课前计划

安排学生阅读案例及相关参考资料,熟悉整个案例流程,对案例中提出的问题进行思考。

2. 课中计划

- (1) 介绍教学目的,明确讨论主题;
- (2) 分组讨论问题及解决对策,告知发言要求;
- (3) 小组代表发言,提出解决方案,并对其他小组的提出的方案进行评述;
- (4) 教师进行引导性分析,并做最后归纳总结。

3. 课后计划

布置学生课后进一步细化了解股权融资的方案设计要点,并参与实习,了解实践中所涉及的相关法律问题,学会方案书的制作。

课堂时间安排

1. 案例学习(1个课时)

了解案情,掌握案例中股权融资协议条款设计细节,尤其是股份回购条款、领售权条款、清算权条款等。

2. 理论学习(1个课时)

对案例涉及的股权融资中的重点概念,如股权融资、股份回购、对赌协议等加以学习。

3. 深入讨论(2个课时)

讨论一:为求上市融资而引入资本、扩张门店等等,能否真正改善企业经营,从而保证公司融资目的的实现?

结论:不能。

理由:俏江南冲击 IPO 未果,事实上与其存在以下问题相关:①盈利问题:餐饮业不景气,公司持续盈利能力成问题;②财务问题:财务不透明,资金进出缺乏相应的凭证;③现金问题:收入不明和安全隐患;④标准问题:餐饮行业在各方面缺乏定性的标准;⑤食品安全问题:食品安全问题对餐饮行业的影响很大;⑥信息传递问题:对店面信息掌控的不及时;⑦管理问题:缺乏合理有效的管理。在上述问题中,管理问题十分必要,这一问题再上升一步而言,就是俏江南这样的家族企业如何提高综合管理水平、实现现代化的公司治理,对于提升公司信用,提升以信用为基础的融资能力,十分必要且重要。但是,俏江南在没有真正花大力气改善公司治理的情况下,盲目求大,急于引进外部资本,留下了较大的风险敞口,以致于当约定的上市条件没有成就之际,痛失股权,并一步步陷入泥沼。

事实上,盲目引入资本、扩张门店,隐含着巨大的风险点:

(1)公司控制权旁落他人手中。俏江南与鼎晖投资签订的是股权融资协议和股权对赌(股权回购)协议,俏江南必须以约定的价格转让给投资方鼎晖一定比例的股权,“赌输”的话又必须回购投资方鼎晖持有的全部俏江南股份,而回购对价往往是投资方投资款本金加上某种表现形式的高额固定收益之总和。当融资方无法偿付巨额回购款时,投资方又事先预设了领先抛售股权、融资方跟售的方案以保护自身利益,由此,融资方被拖入逐渐地扩大丧失公司股权的不归路,直至公司控制权旁落他人手中。

(2)公司的经营管理失控。风投的长处,多数在于提供资本而非良好的公司经营管理方案及团队。鼎晖投资董事长吴尚志曾在公开场合坦承,鼎晖强在金融、法规、产品设计等,但在企业管理方面是弱项。甚至鼎晖内部也曾有观点认为:“好的 PE 不应该过多去掺和企业自身的管理”,这种说法助长了鼎晖内部对投后管理业务的不够重视。因此,俏江南在引入鼎晖投资之后,在公司治理方面未能得到鼎晖的通力协助而大幅提升。后期俏江南引入 CVC,曾寄希望于随着 CVC 的加入,相继从财务、管理等方面给其以助力及提升,并在战略上能从不同角度给予指导,从而将俏江南品牌的潜力充分发挥出来,在品牌的多元化和品牌本身的受众群体上做出相应调整。但结果如前文所述,CVC 一看俏江南业务不行,立马就想全身而退,它依然和其他风险投资者一样,追求的是短期投资收益而非长期经营公司获得盈利。

(3)为求财务指标达标而伪造账款失信。俏江南因为是非上市公司,没有对外公布过财务报表,但外界推测,为了 IPO 的财务达标,其存在财务造假嫌疑。餐饮企业多数不主动开具发票,收入成本无法量化(如采购无法提供发票,没有稳定的价格,难以数据化);所以对财务数据、销售业绩等进行人为操纵的空间较大,而且在俏江南,资金进出无相应凭证,财务核算又缺乏全面的财务数据,再加财务信息不透明,很容易走上为短期达标而忽视公司长期信用

的偏路。

(4)资金链断裂。俏江南、重庆小天鹅等餐饮企业面临的问题,都伴随上市失败而来。这些餐饮企业过多地将希望寄托在上市成功融资上,为此不惜冒着资金链断裂的风险,大规模扩张或是调整店面,甚至伪造账款。可以说,导致问题出现的根本原因是忽略企业发展,抱着投机的心理押宝上市融资。而餐饮企业又普遍上市困难。

讨论二:案例中公司控制人是如何一步步失去公司控制权的?

(1)股权融资协议中的“对赌条款”埋下隐患。公司为求发展,选择了股权融资的道路,于2008年引入鼎晖投资,转让10.53%的股份融资2亿。如果仅仅只是出让10%左右的股份,还不至于丧失公司的控制权。但是,在2008年股权融资方案的设计中,设置了上市对赌和股份回购,这给俏江南的公司创始人张兰留下了巨大的隐患。

(2)去家族化改造进一步让出股权。为实现公司上市目标,俏江南加强现代化公司治理,进行去家族化改造,在鼎晖投资的建议下,张兰让利约8000万元人民币,将不到10%的股份转让给了时任高管,导致其对公司的控制权进一步下降。

(3)对赌失败导致股权进一步丧失。客观上,2013年,全国餐饮业陷入寒冬,行业23年来首次由两位数增长降为个位数增长,低迷一直延续到2014年,俏江南上市更加遥遥无期,这为张兰在2014年失去俏江南的控股权埋下了现实祸根。而从法律角度来看,俏江南在2012年底上市未果,触发股份回购条款,张兰无足够的现金支付股份回购款,又进一步触发领售权条款,领售权条款又触发公司清算权条款,条款执行步步被动、步步被逼后退,最终导致82.7%的股权落入CVC手中。

(4)被股权质押融资收购后再遭抛弃。CVC从鼎晖投资手中受让俏江南的股权,已经做好了对自身投资风险的预设和控制,其通过设立子公司、采用杠杆收购的方式,用大部分的股权融资款加少量的自有资金完成了对俏江南的收购,其后,俏江南经营低迷,干脆直接放弃俏江南的股权,由股权质押贷款的债权人银行接管股权。张兰持有的公司股份再次易主,落入到银行手中;而张兰自身,亦被踢出公司董事会,只剩下少量的俏江南持股。

其他讨论:参见前述案例资料中的讨论部分。

思考题和实践题

1. 公司利用股权融资,应如何防范公司控制权旁落他人手中的法律风险?

2. 案例二中,京东的刘强东牢牢把控住了对公司的控制权,会否引发难保公司决策始终正确之问题?

3. 以公司的集体决策即集体意思之形成和对外表意为基础的公司治理结构,如何与股权融资联动改良?

4. 股权转让与股票上市、一级市场与二级市场之间有何关系?如何有效运用股权实现从资本市场的融资?

参考文献

(一) 著作类:

1. 刘俊海:《现代公司法》(第三版)(上下册),法律出版社2015年版。
2. 范健、王建文:《公司法》(第四版),法律出版社2015年版。
3. 施天涛:《公司法论》(第三版),法律出版社2014年版。
4. 赵旭东:《公司法论》(第二版),中国政法大学出版社2013年版。
5. 赵万一:《公司治理的法律设计与制度创新》,法律出版社2015年版。
6. 邓峰:《代议制的公司:中国公司治理中的权力和责任》,北京大学出版社2015年版。
7. 徐志新:《公司设立与股权纠纷》,中国民主法制出版社2014年版。
8. 韩慧博:《上市公司股权融资:现状、问题与展望》,经济日报出版社2014年版。
9. 李占英:《公司章程制定实务与条款设计指引》(修订版),法律出版社2014年版。
10. 闫屹:《我国公司债券市场发展滞后的制度因素研究》,人民出版社2012年版。

(二) 论文类:

1. 姚宏、王范、张晓红:《家族企业股权结构的影响因素研究——以希望集团为例》,载《管理案例研究与评论》2011年第3期。
2. 陈文、王飞:《负债融资约束与中国上市公司股权融资偏好》,载《投资研究》2013年第7期。
3. 王正位、朱武祥:《股权融资管制与公司融资行为》,载《投资研究》2013年第11期。
4. 原雪梅、何国华:《股权结构、公司治理与公司绩效——基于家电行业上市公司的实证研究》,载《上海金融》2007年第7期。
5. 刘林:《股权融资偏好模型分析与治理改进设计》,载《金融研究》2006年第10期。

(三) 报纸类

1. 刘巍:《难忘俏江南:鼎晖投资快消版图之痛》,载《时代周报》2015年7月21日。
2. 金彧、刘素宏:《曝光俏江南张兰被出局疑云:重回不太可能》,载《新京报》2015年7月24日。

(四) 网络资料类:

1. 苏龙飞:从刷盘子到创建俏江南,最终被净身出户!张兰与资本间的互博全程解读 http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzAwNDQwODYxMg==&mid=400898070&idx=3&sn=a1b5a552451c45bc1b67aa7159624e7f&scene=2&srcid=1120TG24WjMllcCMxW7VinDR&from=timeline&isappinstalled=0#wechat_redirect,2015年11月20日访问。
2. 中国产业信息研究网:俏江南之殇:中国餐饮业拥抱资本失败启示, <http://www.china1baogao.com/news/20150724/8418848.html>,2015年11月19日访问。
3. 失落的俏江南:风口浪尖下 高端餐饮业的败局之殇, <http://m.winshang.com/news464399.html>,2015年11月18日访问。

4. 俏江南资产冻结之殇详情解读 俏江南上市张兰为何痛失股权? http://www.minnanwang.cn/news/20150320/c_89588.html, 2015年11月18日访问。
5. 石剑:在京东即将上市之际,AB股权结构究竟意味着什么?, <http://cn.technode.com/post/2014-05-20/jingdong-shuangcengguquanjiegou/>, 2015年11月19日访问。
6. 和讯网-创投频道-专题:对赌之殇——首个对赌协议被判无效, <http://pe.hexun.com/2012/sxddwx/>, 2015年11月19日访问。

附件

俏江南大事记

2000年:俏江南首家餐厅在北京CBD开业,2002年俏江南餐厅进驻上海。

2005年:众多投资者上门谈合作。

2008年:店面扩张计划遭遇金融危机,引入风险投资鼎晖创投2亿元,占俏江南总股本的10.55%。并与鼎晖创投签订了挂钩IPO的对赌协议,从此上市成为双方共同目标。

2011年:俏江南试图A股上市,但最终登上了证监会披露的2012年度IPO申请终止审查企业名单,无缘A股。

2012年:作为政协委员的张兰被曝变更国籍,有分析称其是为赴港上市铺路。虽已通过聆讯,但最终还是告吹。

2013年:俏江南被传资金链紧绷,全年开店仅10家。同时,自2012年开始“八项规定”“六项禁令”等政策也让整个高端餐饮行业陷入冰点。

2014年:俏江南及张兰本人均证实,俏江南易主,CVC收购俏江南从而获得控股权。

2015年7月:俏江南公告称,保华接手CVC掌管俏江南,张兰不再担任俏江南董事会成员,且不再处理或参与俏江南的任何事务。

参考法律法规和判例

- 1.《中华人民共和国公司法》(2013年最新修订)
- 2.《中华人民共和国证券法》(2005年)
- 3.《中华人民共和国担保法》(1995年)
- 4.《首次公开发行股票并上市管理办法》(2015年最新修订)
- 5.《关于外国投资者并购境内企业的规定》(2006年)等
6. 最高人民法院关于PE对赌协议效力问题的再审判决书(2012)民提字第11号

(李立新,上海大学法学副教授,民商法教研室主任,treesky99@163.com)