# 对赌协议案例及其三种应用类型 (一)

来源：网络 作者：琴心剑胆 更新时间：2024-07-21

*第一篇：对赌协议案例及其三种应用类型 (一)对赌协议案例及其三种应用类型（对赌协议是投资协议的核心组成部分，是投资方衡量企业价值的计算方式和确保机制。对赌协议产生的根源在于企业未来盈利能力的不确定性，目的是为了尽可能地实现投资交易的合理和...*

**第一篇：对赌协议案例及其三种应用类型 (一)**

对赌协议案例及其三种应用类型（对赌协议是投资协议的核心组成部分，是投资方衡量企业价值的计算方式和确保机制。对赌协议产生的根源在于企业未来盈利能力的不确定性，目的是为了尽可能地实现投资交易的合理和公平。它既是投资方利益的保护伞，又对融资方起着一定的激励作用。所以，对赌协议实际上是一种财务工具，是对企业估值的调整，是带有附加条件的价值评估方式。

1.创业型企业中的应用

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。

1999年1月，牛根生创立了“蒙牛乳业有限公司”，公司注册资本100万元。后更名为“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”（以下简称“蒙牛乳业”）。2024年底摩根士丹利等机构与其接触的时候，蒙牛乳业公司成立尚不足三年，是一个比较典型的创业型企业。

2024年6月，摩根士丹利等机构投资者在开曼群岛注册了开曼公司。2024年9月，蒙牛乳业的发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛公司。同日，蒙牛乳业的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛公司。金牛和银牛各以1美元的价格收购了开曼群岛公司50％的股权，其后设立了开曼公司的全资子公司——毛里求斯公司。同年10月，摩根士丹利等三家国际投资机构以认股方式向开曼公司注入约2597万美元（折合人民币约2.1亿元），取得该公司90.6％的股权和49％的投票权，所投资金经毛里求斯最终换取了大陆蒙牛乳业66.7％的股权，蒙牛乳业也变更为合资企业。

2024年，摩根士丹利等投资机构与蒙牛乳业签署了类似于国内证券市场可转债的“可换股文据”，未来换股价格仅为0.74港元／股。通过“可换股文据”向蒙牛乳业注资3523万美元，折合人民币2.9亿元。“可换股文据”实际上是股票的看涨期权。不过，这种期权价值的高低最终取决于蒙牛乳业未来的业绩。如果蒙牛乳业未来业绩好，“可换股文据”的高期权价值就可以兑现；反之，则成为废纸一张。

为了使预期增值的目标能够兑现，摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定，从2024年～2024年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于50％.若达不到，公司管理层将输给摩根士丹利约6000万～7000万股的上市公司股份；如果业绩增长达到目标，摩根士丹利等机构就要拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。2024年6月，蒙牛业绩增长达到预期目标。摩根士丹利等机构“可换股文据”的期权价值得以兑现，换股时蒙牛乳业股票价格达到6港元以上；给予蒙牛乳业管理层的股份奖励也都得以兑现。摩根士丹利等机构投资者投资于蒙牛乳业的业绩对赌，让各方都成为赢家。

摩根士丹利对于蒙牛乳业基于业绩的对赌之所以能够划上圆满句号，总结归纳，该份对赌协议中有如下七个特点：一是投资方在投资以后持有企业的原始股权，如摩根士丹利等三家国际投资机构持有开曼公司90.6％的股权和49％的投票权；二是持有高杠杆性（换股价格仅为0.74港元／股）的“可换股文据”；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不是经营乳业，不擅长参与经营管理，仅是财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是蒙牛乳业虽然是创业型企业，但企业管理层原来在同一类型企业工作，富有行业经验；七是所投资的企业属于日常消费品行业，周期性波动小，一旦企业形成相对优势，竞争对手难以替代，投资的行业风险小。

2.成熟型企业中的应用

摩根士丹利投资上海永乐电器公司，是对赌协议在成熟型企业中应用的典型案例。上海永乐家用电器有限公司（以下简称“永乐家电”）成立于1996年。从业绩上看，永乐家电成立初年销售额只有100万元，到2024年已经实现近百亿元；在市场适应性上，永乐家电经历了家电零售业巨大变革的洗礼，是一家比较成熟的企业。

2024年1月，摩根士丹利和鼎晖斥资5000万美元收购当时永乐家电20％的股权，收购价格相当于每股约0.92港元。根据媒体报道，摩根士丹利在入股永乐家电以后，还与企业形成约定：无偿获得一个认股权利，在未来某个约定的时间，以每股约1.38港元的价格行使约为1765万美元的认股权。

这个认股权利实际上也是一个股票看涨期权。为了使看涨期权价值兑现，摩根士丹利等机构投资者与企业管理层签署了一份“对赌协议”。招股说明书显示，如果永乐2024年（可延至2024年或2024年）的净利润高于7.5亿元人民币，外资股东将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的约4.1％.净利润计算不能含有水份，不包括上海永乐房地产投资及非核心业务的任何利润，并不计任何额外或非经常收益。

由于摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议行权时间是2024年以后，目前尚无法知晓其结果，但从永乐电器2024年10月13日宣布其在港上市配售及公开发售股份的结果来看，永乐电器每股发售价定为2.25港元；到11月24日，永乐电器收盘价上涨到2.85港元。相对于摩根士丹利的原始入股价格，以及每股约1.38港元的认购权，摩根士丹利近期的收益回报已比较有保障。

在摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议中，通过总结分析，也有如下七个特点：一是投资方在投资以后低价持有企业的原始股权，如摩根士丹利永乐家电20％的股权；二是持有认购权杠杆性降低，认股价格为1.38港元／股；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不经营零售业，不参与经营管理，仅作财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是永乐是成熟型企业，经历了行业的变革与市场的洗礼；七是所投资的企业属于零售行业，规模效应明显，一旦企业形成相对优势，竞争对手则难以替代。目前，对赌已经使投资方达到了第一步赢利的目的。

3.对赌协议在并购中的应用

并购也是一种投资行为。凯雷投资控股徐工集团工程机械有限公司就是对赌协议在并购中应用的典型案例。

徐工集团正式成立于1989年，在地方政府的牵头之下，徐工集团整合了数家工程机械制造公司。徐工集团工程机械有限公司在国内拥有比较强的核心竞争能力。从2024年到2024年，随着机械制造市场的再度回暖，徐工集团机械公司的核心产品都处于需求大于供给的状态。为了保持企业旺盛的发展潜力，徐工集团在企业机制改造上，一直在寻找与国际企业合作的结合点。

2024年10月26日，徐工科技（000425）披露，公司接到第一大股东徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工机械”）通知，徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）于2024年10月25日与凯雷徐工机械实业有限公司（以下简称“凯雷徐工”）签署《股权买卖及股本认购协议》与《合资合同》。凯雷徐工以相当于人民币20.69125亿元的等额美元购买徐工集团所持有的82.11％徐工机械股权，同时，徐工机械在现有注册资本人民币12.53亿元的基础上，增资人民币2.42亿元，全部由凯雷徐工认购，凯雷徐工需要在交易完成的当期支付0.6亿美元；如果徐工机械2024年的经常性EBITDA（经常性EBITDA是指不包括非经常性损益的息、税、折旧、摊销前利润）达到约定目标，凯雷徐工还将支付0.6亿美元。上述股权转让及增资完成后，凯雷徐工将拥有徐工机械85％的股权，徐工集团仍持有徐工机械15％的股权，徐工机械变更为中外合资经营企业。

凯雷徐工对于徐工机械的并购协议包括一项对赌的内容：如果徐工机械2024年的经常性EBITDA达到约定目标，则凯雷徐工出资1.2亿美元增资2.42亿元；如果徐工机械一年后的经营业绩达不到投资方要求，则出资6000万美元增资2.42亿元。在外资并购国内上市公司国有股权的过程中，以国有资产定价作为一项赌资，这还十分罕见。

凯雷徐工并购徐工机械的对赌协议结果如何，首先要看国家有关部门能否审批通过这种形式的对赌，其次要等到2024年以后揭晓经营业绩。但是这种形式对我们启发却很大，凯雷是一家财务型投资者，如何控制并购中的风险？首先是对目标企业的估价，估价是基于未

来业绩的，因而在徐工机械的并购中有6000万美元的不确定性：达到经营目标就用1.2亿美元增资2.42亿元，达不到经营目标就用6000万美元增资2.42亿元。在上述对赌协议中，可能是由于多方面的原因，对赌协议与经营者的关系没有披露。如果投资中的对赌协议与经营者无关，这是不正常的，但与没有对赌的并购定价相比，凯雷徐工并购徐工机械中的对赌协议已经对凯雷进行了一定的保护。

4、股改也见对赌身影

证券市场中的中小投资者，是典型的财务投资者，用什么来保护他们的利益？日前，国务院下发了《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》，以提高上市公司质量。而从国际企业对国内企业的投资案例来看，投资者与企业管理层建立一种基于业绩的对赌协议，可能成为保护他们利益的有效途径之一。

上市公司股权分置改革是我国目前资本市场中的一件大事，非流通股获得流通权需要向流通股支付一定的对价；流通股在获得一定的股份以后，包括非流通股在内的上市公司股份要获得增值，需要看上市公司经营者的努力程度，即投资者的增值与否同企业管理层的关系很大。因此，股权分置改革中，对赌协议有很大的应用空间。在目前上市公司的股改方案中，华联综超（600361）在应用对赌协议方面进行了尝试。

2024年7月19日，华联综超披露股权分置改革说明书，非流通股股东向流通股股东按照每10股流通股获得2.3股的比例支付对价，同时设置了一项对赌协议：如果公司2024年～2024年度扣除非经常性损益后净利润的年复合增长率低于25％，即如果2024年度扣除非经常性损益后的净利润未达到1.51亿元，非流通股股东承诺按照现有流通股股份每10股送0.7股的比例，无偿向支付对价的股权登记日在册的流通股股东追加支付对价，追加支付对价的股份总数总计为700万股。如果公司2024年至2024年度扣除非经常性损益后净利润的年复合增长率达到或高于25％，即如果2024年度扣除非经常性损益后的净利润达到或高于1.51亿元，追加支付对价提及的700万股股份将转用于公司管理层股权激励，公司管理层可以按照每股8元的行权价格购买这部分股票。

2024年8月22日，华联综超临时股东大会通过了股权分置改革方案。从其同期的股改对价支付行情看（见表1），在每10股流通股所得的送达率上，其市场行情是每10股流通股送3.353股以上，华联综超按每10股流通股获得2.3股的比例支付对价是偏低的；从以非流通股送出为参考指标的送出率上，其市场行情是每100股非流通股送出17.03股以上，华联综超的每100股非流通股送出15.22股的比例支付对价也不算高；但华联综超流通股股东还是认可该方案，说明华联综超股改中的对赌对于股民来说是一种信心支持，对于非流通股来说，也达到了少送出股份的目的。

股改是非流通股对流通股的对价，但实际所得到的价值离不开企业的业绩，企业业绩离不开企业管理层。因此，对赌的最终目的是双向激励，希望管理层赢了赌局，这样才能对投资者有一个真正的利益保障。

部分著名对赌协议及执行状况：

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：2024主要内容：2024至2024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目前状况：已完成，蒙牛高管获得了价值数十亿元股票

融资方：中国永乐投资方：摩根士丹利、鼎晖投资等签订时间：2024主要内容：永乐2024年（可延至2024年或2024年）的净利润高于7.5亿元（人民币，下同），外资方将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润等于或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的4.1％目前状况：永乐未能完成目标，导致控制权旁落，最终被国美电器并购

融资方：雨润食品投资方：高盛投资签订时间：2024主要内容：如果雨润2024年盈利未能达到2.592亿元，高盛等战略投资者有权要求大股东以溢价20％的价格赎回所持股份目前状况：已完成，雨润胜出

融资方：华润集团投资方：摩根士丹利、瑞士信贷签订时间：2024主要内容：两家投行将分别以现金4.5486亿港元认购1.33亿股华润励致（1193.HK）增发股票，合同有效期为5年。若和约被持有到期，且华润励致最终股价高于参考价（3.42港元），华润集团将向两家投行分别收取差价；若届时股价低于3.42港元，那么两家投行就会各自受到一笔付款目前状况：按最坏打算，华润可能亏损9亿港元

融资方：深南电A投资方：杰润（新加坡）私营公司（高盛全资子公司）

签订时间：2024主要内容：合约有效期2024年3月1日至12月31日。当国际石油浮动价高于每桶62美元，深南电每月最多获利额30万美元；反之，国际油价每下跌1美元，高盛杰润则将多获利40万美元目前状况：执行中，深南电A已巨亏5亿元人民币

**第二篇：对赌协议的三种应用类型**

VAM的三种应用类型

1．创业型企业中的应用

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。

1999年1月，牛根生创立了“蒙牛乳业有限公司”，公司注册资本100万元。后更名为“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”（以下简称“蒙牛乳业”）。2024年底摩根士丹利等机构与其接触的时候，蒙牛乳业公司成立尚不足三年，是一个比较典型的创业型企业。

2024年6月，摩根士丹利等机构投资者在开曼群岛注册了开曼公司。2024年9月，蒙牛乳业的发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛公司。同日，蒙牛乳业的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛公司。金牛和银牛各以1美元的价格收购了开曼群岛公司50%的股权，其后设立了开曼公司的全资子公司——毛里求斯公司。同年10月，摩根士丹利等三家国际投资机构以认股方式向开曼公司注入约2597万美元（折合人民币约2.1亿元），取得该公司90.6%的股权和49%的投票权，所投资金经毛里求斯最终换取了大陆蒙牛乳业66.7%的股权，蒙牛乳业也变更为合资企业。

2024年，摩根士丹利等投资机构与蒙牛乳液签署了类似于国内证券市场可转债的“可换股文据”，未来换股价格仅为0.74港元／股。通过“可换股文据”向蒙牛乳业注资3523万美元，折合人民币2.9亿元。“可换股文据”实际上是股票的看涨期权。不过，这种期权价值的高低最终取决于蒙牛乳业未来的业绩。如果蒙牛乳业未来业绩好，“可换股文据”的高期权价值就可以兑现；反之，则成为废纸一张。

为了使预期增值的目标能够兑现，摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定，从2024年～2024年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于50%。若达不到，公司管理层将输给摩根士丹利约6000万～7000万股的上市公司股份；如果业绩增长达到目标，摩根士丹利等机构就要拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。

2024年6月，蒙牛业绩增长达到预期目标。摩根士丹利等机构“可换股文据”的期权价值得以兑现，换股时蒙牛乳业股票价格达到6港元以上；给予蒙牛乳业管理层的股份奖励也都得以兑现。摩根士丹利等机构投资者投资于蒙牛乳业的业绩对赌，让各方都成为赢家。摩根士丹利对于蒙牛乳业基于业绩的对赌之所以能够划上圆满句号，总结归纳，该份对赌协议中有如下七个特点：一是投资方在投资以后持有企业的原始股权，如摩根士丹利等三家国际投资机构持有开曼公司90.6%的股权和49%的投票权；二是持有高杠杆性（换股价格仅为0.74港元／股）的“可换股文据”；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不是经营乳业，不擅长参与经营管理，仅是财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是蒙牛乳业虽然是创业型企业，但企业管理层原来在同一类型企业工作，富有行业经验；七是所投资的企业属于日常消费品行业，周期性波动小，一旦企业形成相对优势，竞争对手难以替代，投资的行业风险小。

2．成熟型企业中的应用

摩根士丹利投资上海永乐电器公司，是对赌协议在成熟型企业中应用的典型案例。上海永乐家用电器有限公司（以下简称“永乐家电”）成立于1996年。从业绩上看，永乐家电成立初年销售额只有100万元，到2024年已经实现近百亿元；在市场适应性上，永乐家电经历了家电零售业巨大变革的洗礼，是一家比较成熟的企业。

2024年1月，摩根士丹利和鼎晖斥资5000万美元收购当时永乐家电20％的股权，收购价格相当于每股约0.92港元。根据媒体报道，摩根士丹利在入股永乐家电以后，还与企业形成约定：无偿获得一个认股权利，在未来某个约定的时间，以每股约1.38港元的价格行使约为1765万美元的认股权。

这个认股权利实际上也是一个股票看涨期权。为了使看涨期权价值兑现，摩根士丹利等机构投资者与企业管理层签署了一份“对赌协议”。招股说明书显示，如果永乐2024年（可延至2024年或2024年）的净利润高于7.5亿元人民币，外资股东将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的约4.1%。净利润计算不能含有水份，不包括上海永乐房地产投资及非核心业务的任何利润，并不计任何额外或非经常收益。

由于摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议行权时间是2024年以后，目前尚无法知晓其结果，但从永乐电器2024年10月13日宣布其在港上市配售及公开发售股份的结果来看，永乐电器每股发售价定为2.25港元；到11月24日，永乐电器收盘价上涨到2.85港元。相对于摩根士丹利的原始入股价格，以及每股约1.38港元的认购权，摩根士丹利近期的收益回报已比较有保障。

在摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议中，通过总结分析，也有如下七个特点：一是投资方在投资以后低价持有企业的原始股权，如摩根士丹利永乐家电20％的股权；二是持有认购权杠杆性降低，认股价格为1.38港元／股；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不经营零售业，不参与经营管理，仅作财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是永乐是成熟型企业，经历了行业的变革与市场的洗礼；七是所投资的企业属于零售行业，规模效应明显，一旦企业形成相对优势，竞争对手则难以替代。目前，对赌已经使投资方达到了第一步赢利的目的。

3．对赌协议在并购中的应用

并购也是一种投资行为。凯雷投资控股徐工集团工程机械有限公司就是对赌协议在并购中应用的典型案例。

徐工集团正式成立于1989年，在地方政府的牵头之下，徐工集团整合了数家工程机械

制造公司。徐工集团工程机械有限公司在国内拥有比较强的核心竞争能力。从2024年到2024年，随着机械制造市场的再度回暖，徐工集团机械公司的核心产品都处于需求大于供给的状态。为了保持企业旺盛的发展潜力，徐工集团在企业机制改造上，一直在寻找与国际企业合作的结合点。

2024年10月26日，徐工科技（000425）披露，公司接到第一大股东徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工机械”）通知，徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）于2024年10月25日与凯雷徐工机械实业有限公司（以下简称“凯雷徐工”）签署《股权买卖及股本认购协议》与《合资合同》。凯雷徐工以相当于人民币20.69125亿元的等额美元购买徐工集团所持有的82.11%徐工机械股权，同时，徐工机械在现有注册资本人民币12.53亿元的基础上，增资人民币2.42亿元，全部由凯雷徐工认购，凯雷徐工需要在交易完成的当期支付0.6亿美元；如果徐工机械2024年的经常性EBITDA（经常性EBITDA是指不包括非经常性损益的息、税、折旧、摊销前利润）达到约定目标，凯雷徐工还将支付0.6亿美元。上述股权转让及增资完成后，凯雷徐工将拥有徐工机械85%的股权，徐工集团仍持有徐工机械15%的股权，徐工机械变更为中外合资经营企业。

凯雷徐工对于徐工机械的并购协议包括一项对赌的内容：如果徐工机械2024年的经常性EBITDA达到约定目标，则凯雷徐工出资1.2亿美元增资2.42亿元；如果徐工机械一年后的经营业绩达不到投资方要求，则出资6000万美元增资2.42亿元。在外资并购国内上市公司国有股权的过程中，以国有资产定价作为一项赌资，这还十分罕见。

凯雷徐工并购徐工机械的对赌协议结果如何，首先要看国家有关部门能否审批通过这种形式的对赌，其次要等到2024年以后揭晓经营业绩。但是这种形式对我们启发却很大，凯雷是一家财务型投资者，如何控制并购中的风险？首先是对目标企业的估价，估价是基于未来业绩的，因而在徐工机械的并购中有6000万美元的不确定性：达到经营目标就用1.2亿美元增资2.42亿元，达不到经营目标就用6000万美元增资2.42亿元。在上述对赌协议中，可能是由于多方面的原因，对赌协议与经营者的关系没有披露。如果投资中的对赌协议与经营者无关，这是不正常的，但与没有对赌的并购定价相比，凯雷徐工并购徐工机械中的对赌协议已经对凯雷进行了一定的保护。

股改也见对赌身影

证券市场中的中小投资者，是典型的财务投资者，用什么来保护他们的利益？日前，国务院下发了《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》，以提高上市公司质量。而从国际企业对国内企业的投资案例来看，投资者与企业管理层建立一种基于业绩的对赌协议，可能成为保护他们利益的有效途径之一。

上市公司股权分置改革是我国目前资本市场中的一件大事，非流通股获得流通权需要向流通股支付一定的对价；流通股在获得一定的股份以后，包括非流通股在内的上市公司股份

要获得增值，需要看上市公司经营者的努力程度，即投资者的增值与否同企业管理层的关系很大。因此，股权分置改革中，对赌协议有很大的应用空间。在目前上市公司的股改方案中，华联综超（600361）在应用对赌协议方面进行了尝试。

2024年7月19日，华联综超披露股权分置改革说明书，非流通股股东向流通股股东按照每10股流通股获得2.3股的比例支付对价，同时设置了一项对赌协议：如果公司2024年～2024扣除非经常性损益后净利润的年复合增长率低于25%，即如果2024扣除非经常性损益后的净利润未达到1.51亿元，非流通股股东承诺按照现有流通股股份每10股送0.7股的比例，无偿向支付对价的股权登记日在册的流通股股东追加支付对价，追加支付对价的股份总数总计为700万股。如果公司2024年至2024扣除非经常性损益后净利润的年复合增长率达到或高于25%，即如果2024扣除非经常性损益后的净利润达到或高于1.51亿元，追加支付对价提及的700万股股份将转用于公司管理层股权激励，公司管理层可以按照每股8元的行权价格购买这部分股票。

2024年8月22日，华联综超临时股东大会通过了股权分置改革方案。从其同期的股改对价支付行情看（见表1），在每10股流通股所得的送达率上，其市场行情是每10股流通股送3.353股以上，华联综超按每10股流通股获得2.3股的比例支付对价是偏低的；从以非流通股送出为参考指标的送出率上，其市场行情是每100股非流通股送出17.03股以上，华联综超的每100股非流通股送出15.22股的比例支付对价也不算高；但华联综超流通股股东还是认可该方案，说明华联综超股改中的对赌对于股民来说是一种信心支持，对于非流通股来说，也达到了少送出股份的目的。

股改是非流通股对流通股的对价，但实际所得到的价值离不开企业的业绩，企业业绩离不开企业管理层。因此，对赌的最终目的是双向激励，希望管理层赢了赌局，这样才能对投资者有一个真正的利益保障。

**第三篇：对赌协议经典案例解析**

对赌协议经典案例解析

对赌协议最初由国外引进，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。

“对赌协议”也为本土投资机构所使用。2024年11月，东方富海等机构投资8000万元于无锡某太阳能公司，其中5000万元以增资方式进入公司股本，另外3000万元以委托银行贷款的方式借给企业，增资的资金直接换取企业股权，委托银行贷款的资金作为“业绩对赌”的筹码。协议约定，如果该企业完成2024、2024年预期目标，则3000万元的委托银行贷款无须归还投资人，且投资人在该企业中股权比例不变，从而令企业的估值得到提升。2024年，该公司超过预计业绩目标将近20%，并于2024年10月提前完成业绩目标，对赌实现双赢。

经典案例之一：

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：2024 主要内容：2024至2024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

目前状况：已完成，蒙牛高管获得了价值数十亿元股票

1999年1月，牛根生创立了“蒙牛乳业有限公司”，公司注册资本100万元。后更名为“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”（以下简称“蒙牛乳业”）。2024年底摩根士丹利等机构与其接触的时候，蒙牛乳业公司成立尚不足三年，是一个比较典型的创业型企业。

2024年6月，摩根士丹利等机构投资者在开曼群岛注册了开曼公司。2024年9月，蒙牛乳业的发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛公司。同日，蒙牛乳业的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛公司。金牛和银牛各以1美元的价格收购了开曼群岛公司50%的股权，其后设立了开曼公司的全资子公司——毛里求斯公司。同年10月，摩根士丹利等三家国际投资机构以认股方式向开曼公司注入约2597万美元（折合人民币约2.1亿元），取得该公司90.6%的股权和49%的投票权，所投资金经毛里求斯最终换取了大陆蒙牛乳业66.7%的股权，蒙牛乳业也变更为合资企业。

2024年，摩根士丹利等投资机构与蒙牛乳业签署了类似于国内证券市场可转债的“可换股文据”，未来换股价格仅为0.74港元／股。通过“可换股文据”向蒙牛乳业注资3523万美元，折合人民币2.9亿元。“可换股文据”实际上是股票的看涨期权。不过，这种期权价值的高低最终取决于蒙牛乳业未来的业绩。如果蒙牛乳业未来业绩好，“可换股文据”的高期权价值就可以兑现；反之，则成为废纸一张。

为了使预期增值的目标能够兑现，摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定，从2024年～2024年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于50%。若达不到，公司管理层将输给摩根士丹利约6000万～7000万股的上市公司股份；如果业绩增长达到目标，摩根士丹利等机构就要拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。

2024年6月，蒙牛业绩增长达到预期目标。摩根士丹利等机构“可换股文据”的期权价值得以兑现，换股时蒙牛乳业股票价格达到6港元以上；给予蒙牛乳业管理层的股份奖励也都得以兑现。摩根士丹利等机构投资者投资于蒙牛乳业的业绩对赌，让各方都成为赢家。

投资特点分析：

摩根士丹利对于蒙牛乳业基于业绩的对赌之所以能够划上圆满句号，总结归纳，该份对赌协议中有如下七个特点：一是投资方在投资以后持有企业的原始股权，如摩根士丹利等三家国际投资机构持有开曼公司90.6%的股权和49%的投票权；二是持有高杠杆性（换股价格仅为0.74港元／股）的“可换股文据”；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不是经营乳业，不擅长参与经营管理，仅是财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是蒙牛乳业虽然是创业型企业，但企业管理层原来在同一类型企业工作，富有行业经验；七是所投资的企业属于日常消费品行业，周期性波动小，一旦企业形成相对优势，竞争对手难以替代，投资的行业风险小。

案例之二：

融资方：中国永乐

投资方：摩根士丹利、鼎晖投资等 签订时间：2024 主要内容：永乐2024年（可延至2024年或2024年）的净利润高于7.5亿元（人民币，下同），外资方将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润等于或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的4.1％

目前状况：永乐未能完成目标，导致控制权旁落，最终被国美电器并购

上海永乐家用电器有限公司（以下简称“永乐家电”）成立于1996年。从业绩上看，永乐家电成立初年销售额只有100万元，到2024年已经实现近百亿元；在市场适应性上，永乐家电经历了家电零售业巨大变革的洗礼，是一家比较成熟的企业。

2024年1月，摩根士丹利和鼎晖斥资5000万美元收购当时永乐家电20％的股权，收购价格相当于每股约0.92港元。根据媒体报道，摩根士丹利在入股永乐家电以后，还与企业形成约定：无偿获得一个认股权利，在未来某个约定的时间，以每股约1.38港元的价格行使约为1765万美元的认股权。

这个认股权利实际上也是一个股票看涨期权。为了使看涨期权价值兑现，摩根士丹利等机构投资者与企业管理层签署了一份“对赌协议”。招股说明书显示，如果永乐2024年（可延至2024年或2024年）的净利润高于7.5亿元人民币，外资股东将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，这相当于永乐上市后已发行股本总数（不计行使超额配股权）的约4.1%。净利润计算不能含有水份，不包括上海永乐房地产投资及非核心业务的任何利润，并不计任何额外或非经常收益。

由于摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议行权时间是2024年以后，目前尚无法知晓其结果，但从永乐电器2024年10月13日宣布其在港上市配售及公开发售股份的结果来看，永乐电器每股发售价定为2.25港元；到11月24日，永乐电器收盘价上涨到2.85

港元。相对于摩根士丹利的原始入股价格，以及每股约1.38港元的认购权，摩根士丹利近期的收益回报已比较有保障。

投资特点分析：

在摩根士丹利投资永乐电器的对赌协议中，通过总结分析，也有如下七个特点：一是投资方在投资以后低价持有企业的原始股权，如摩根士丹利永乐家电20％的股权；二是持有认购权杠杆性降低，认股价格为1.38港元／股；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不经营零售业，不参与经营管理，仅作财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是永乐是成熟型企业，经历了行业的变革与市场的洗礼；七是所投资的企业属于零售行业，规模效应明显，一旦企业形成相对优势，竞争对手则难以替代。目前，对赌已经使投资方达到了第一步赢利的目的。

案例之三：

融资方：深南电 投资方：杰润

深南电对赌杰润第一份合约： 有效期为2024年3月3日~12月31日，由三个期权合约构成。当浮动价（每个决定期限内纽约商品交易所当月轻质原油期货合约的收市结算价的算术平均数）高于63.5美元/桶时，公司每月可获30万美 元的收益（20万桶×1.5美元/桶）；浮动价低于63.5美元/桶，高于62美元/桶时，公司每月可得（浮动价 －62美元/桶）×20万桶的收益；浮动价低于62美元/桶时，公司每月需向杰润公司支付与（62美元/桶－ 浮动价）×40万桶等额的美元。

该合约的签订时间是2024年3月12日，代号为165723967102.11。当天，纽约商品交易所轻质原油期货价格指数收报106.81美元/桶。这个合约在当时看来，貌似风险不大，因为大部分市场人士认为，原油期价在12月31日前跌破62美元/桶的概率不高。

投资案例分析：

这份合约对于深南电的收益设计得如此“吝啬”——在62美元/桶上方，不管油价涨到什么位置，每月最多获得30万美元的收益；而对深南电的风险却设计得充满玄机——只要油价跌破62美元/桶，将按照40万桶的两倍于深南电收益计算量的系数，乘以62

美元/桶以下的差价，这将是一个亏损额巨大的 数字。假定今年年底前油价跌至40美元/桶，深南电每月将最多付出880万美元。而深南电2024年的全年净利润折合美元也不过1700多万美元。

案例之四：

融资方：碧桂园 投资方：美林

2024年2月15日，碧桂园宣布发行可转债融资，并将融资的一半金额19.5亿港元作为抵押品，与美林国际订立了一份以现金结算的公司股份掉期协议。碧桂园当时表示，公司有意回购股份，但公众流通量只有16.86%，如果在市场上回购，可能会令公众流通量低于15%的要求(一般上市公司要求公众流通量在25%以上，但因碧桂园市值较大，所以获豁免降至15%)。当日后这批债券被换成股份，届时便可以回购股份，而签订上述掉期协议，目的便是令公司锁定未来的回购成本。该项合约的年期为2024年。

根据协议，若最终价格高于初步价格，则公司将向美林收取款项；若最终价格低于初步价格，则美林会收取款项。初步价格将按股份掉期公式厘定，而最终价格将参考指定平均日期有关股份价格的算术平均数。简而言之，碧桂园赌的是股价涨，美林赌的是股价跌。

对赌巨亏12.415亿元

在去年8月份碧桂园宣布其半年业绩的时候，有关其股价对赌协议将出现的巨额亏损就已经显露头角，以2024年6月30日的收盘价计算，该股份掉期的公允值损失约为4.428亿元人民币。

而随着去年第四季度香港恒生指数大跌，碧桂园更是下跌惨重。去年2月15日，碧桂园宣布签订股价对赌协议当天的收市价为6.82港元，而在12月31日，其股价已跌至1.9港元，不到一年，碧桂园的股价已经累计下跌超过70%。

股价大跌，令碧桂园不得不承受上述股价对赌协议的亏损。年报显示，以去年12月31日碧桂园的收市价计算，上述股份掉期合约的公允值损失扩大至约为12.415亿元人民币。在股价对赌亏损的拖累下，去年碧桂园净利润大幅下滑了66.7%，为13.78亿元

人民币。在2024年，该公司净利润高达42亿元人民币。

对赌协议的执行只可能有两个结果，双赢或双输。

创业团队输的时候，投资人肯定也要输。这似乎有悖于市场上普遍的认识—创业团队达到协议要求，投资人虽然付出了部分股权，却得到估值上升的回报；未达到协议要求，投资人则可通过更多的股权甚至企业控制权来弥补股价下跌的损失，因此，无论创业团队能否达到对赌目标，投资人都能获利。这一逻辑忽略了一个重要前提，即资本的募集不可能没有代价，一个错误的投资决策，即使收回了成本，也难以弥补其融资成本，更不用说在风险投资中还有众多连成本都收不回的项目。从投资人的角度看，我们希望企业赌赢，企业赌赢是双赢，赌输则是双输。只不过签了对赌协议后，对企业形成了一定制约，可以尽量减小投资人的损失。

其它对赌案例一览表：

1、融资方：雨润食品 投资方：高盛投资 签订时间：2024 主要内容：如果雨润2024年盈利未能达到2.592亿元，高盛等战略投资者有权要求大股东以溢价20％的价格赎回所持股份

目前状况：已完成，雨润胜出

2、融资方：华润集团

投资方：摩根士丹利、瑞士信贷 签订时间：2024 主要内容：两家投行将分别以现金4.5486亿港元认购1.33亿股华润励致（1193.HK）

增发股票，合同有效期为5年。若和约被持有到期，且华润励致最终股价高于参考价（3.42港元），华润集团将向两家投行分别收取差价；若届时股价低于3.42港元，那么两家投行就会各自受到一笔付款

目前状况：按最坏打算，华润可能亏损9亿港元

3、融资方：太子奶

投资方：高盛、英联以及摩根士丹利

1996年，李途纯创建湖南太子奶集团生物科技发展责任公司，主打发酵乳酸菌乳饮料产品。“太子奶”三个字亦曾是全国的驰名商标，更是所在地株洲市政府的纳税大户。

但就在太子奶成立的十年后，一切开始发生变化。2024年11月，英联投资与太子奶集团合资成立离岸公司中国太子奶(开曼)控股有限公司，注资4000万美元，同时其他两大外资股东摩根士丹利、高盛分别注资1800万美元和1500万美元。有消息称，在高盛、英联以及摩根士丹利联合注资太子奶集团7300万美元之际，实已暗含对赌协议。据公开信息显示，在双方最终7300万美元融资协议条款中，暗藏如下内容：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超过50%，就可调整(降低)对方股权；如完不成30%的业绩增长，太子奶集团董事长李途纯将会失去控股权。而在当时，太子奶连续10年的复合增长率超过100%，确实给了李途纯很大的底气。但是李途纯以赌徒的心态与国外私募基金对赌，筹资到手后又盲目激进，先后在湖北、江苏昆山、四川成都等地投入15亿元建设生产基地，市场战线也随之越拉越广，其间，遭国家宏观调控和银根紧缩以及金融危机的影响，再加上三聚氰胺事件爆发，太子奶受累行业低迷，李途纯的做大谋略和上市梦遭到了毁灭性的重挫。

截至2024年7月28日，太子奶全国销售额只完成了当年计划36亿元的26.75%。太子奶很快陷入了严重的债务危机中。据株洲市政府组建的第三个太子奶问题调研小组的调查评估，太子奶的总负债额已高达26亿元之多。2024年10月23日，在投行的压力下，李途纯终于在一份“不可撤销协议”上签字，约定双方必须在一个月内完成股权

转让。

4、融资方：中国动向 投资方：摩根士丹利

2024年3月25日，中国动向在发布年报的同时，宣布在与摩根士丹利长达3年的对赌中获胜。这家运营着著名运动服装品牌“Kappa”的公司，因其业绩超过预期，根据协议管理层将获得大摩无偿转让的1%股份。

**第四篇：蒙牛的对赌协议案例**

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。

1999年1月，牛根生创立了“蒙牛乳业有限公司”，公司注册资本100万元。后更名为“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”（以下简称“蒙牛乳业”）。2024年底摩根士丹利等机构与其接触的时候，蒙牛乳业公司成立尚不足三年，是一个比较典型的创业型企业。

2024年6月，摩根士丹利等机构投资者在开曼群岛注册了开曼公司。2024年9月，蒙牛乳业的发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛公司。同日，蒙牛乳业的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛公司。金牛和银牛各以1美元的价格收购了开曼群岛公司50%的股权，其后设立了开曼公司的全资子公司—— 毛里求斯公司。同年10月，摩根士丹利等三家国际投资机构以认股方式向开曼公司注入约2597万美元（折合人民币约2.1亿元），取得该公司90.6%的股权和49%的投票权，所投资金经毛里求斯最终换取了大陆蒙牛乳业66.7%的股权，蒙牛乳业也变更为合资企业。

2024年，摩根士丹利等投资机构与蒙牛乳业签署了类似于国内证券市场可转债的“可换股文据”，未来换股价格仅为0.74港元／股。通过“可换股文据”向蒙牛乳业注资3523万美元，折合人民币2.9亿元。“可换股文据”实际上是股票的看涨期权。不过，这种期权价值的高低最终取决于蒙牛乳业未来的业绩。如果蒙牛乳业未来业绩好，“可换股文据”的高期权价值就可以兑现；反之，则成为废纸一张。

为了使预期增值的目标能够兑现，摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定，从2024年～2024年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于50%。若达不到，公司管理层将输给摩根士丹利约6000万～7000万股的上市公司股份；如果业绩增长达到目标，摩根士丹利等机构就要拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。

2024年6月，蒙牛业绩增长达到预期目标。摩根士丹利等机构“可换股文据”的期权价值得以兑现，换股时蒙牛乳业股票价格达到6港元以上；给予蒙牛乳业管理层的股份奖励也都得以兑现。摩根士丹利等机构投资者投资于蒙牛乳业的业绩对赌，让各方都成为赢家。摩根士丹利对于蒙牛乳业基于业绩的对赌之所以能够划上圆满句号，总结归纳，该份对赌协议中有如下七个特点：一是投资方在投资以后持有企业的原始股权，如摩根士丹利等三家国际投资机构持有开曼公司90.6%的股权和49%的投票权；二是持有高杠杆性（换股价格仅为0.74港元／股）的“可换股文据”；三是高风险性（可能输给管理层几千万股股份）；四是投资方不是经营乳业，不擅长参与经营管理，仅是财务型投资；五是股份在香港证券市场流动自由；六是蒙牛乳业虽然是创业型企业，但企业管理层原来在同一类型企业工作，富有行业经验；七是所投资的企业属于日常消费品行业，周期性波动小，一旦企业形成相对优势，竞争对手难以替代，投资的行业风险小。

**第五篇：对赌协议财务案例分析**

对赌协议/价值调整协议(Valuation Adjustment Mechanism)

是一种带有附加条件的价值评估方式。是投资机构与融资企业在达成协议时，双方对于未来不确定情况的一种约定。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。

风险投资一般期限较长，投资人进入企业后往往不参与具体的经营管理事务，加之国内目前没有更多的机制和手段，保护投资人的利益，对赌逐渐成为行业惯例。对赌是创业团队努力工作的压力和动力，也是投资者控制投资成本、保护自己的手段。

对赌的内容，通常可以分成两类：业绩保障、退出保障。

①业绩对赌：要求企业在一个阶段内，营收达到一定指标。如未达标，投资机构就会要求企业管理层，退还部分投资本金、或增加其在企业的持股比例，以保证投资前后估值不变。其他补偿方式还可以是增加董事会席位等。

②退出保障：要求企业在一定时间内，以上市或其他形式提供资本获利了结的渠道。如果到期未能上市，则企业管理层需要以约定的溢价，回购投资机构的股权。

对赌协议”的形式多种多样，不仅可以赌被投资企业的销售收入、净利润等财务绩效，还可以涉及非财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层去向等方面。例如，对赌互联网企业的用户数量、技术研发企业的技术实现阶段、连锁企业的店面数量等非财务指标。

摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定：从2024年～2024年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于50％。

If达不到→公司管理层将以1美元价格，转让约6000万-7000万股的上市公司股份给ms。

If业绩达到目标→摩根士丹利就拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。

2024年6月，蒙牛达到预期目标。摩根士丹利在抛出“可换股文据”时的蒙牛股票价格，已达到6港元以上。

由于经营压力，碧桂园发行了5亿美元可换股债券。为了保证债券对投资者的吸引力，美林国际为碧桂园定制了一份掉期协议。根据约定：可换股债券在2024年4月至2024年2月的5年时间内，可以转换成碧桂园的普通股票，换股价为每股股票9.05港元，并可在香港联交所正常交易买卖。（假设未来5年，碧桂园股价一直低于9.05港元，则债券持有者无法高位抛售获利。）

根据协议内容，不管市场股价如何变动，这些掉期股份未来交易价锁定在6.85港元。即使碧桂园股价低于该值，投资者还是可以以6.85港元套现，差价由碧桂园支付。

协议签订不久，国内房地产形势恶化，2024年12月24日，股价仅1.91元。可见，如果将股价纳入对赌协议，对企业经营没好处。对赌，多少是跟管理层能够影响的因素——业绩相关的，没有人会去赌他们决定不了的因素，比如股价。

3．认股权证

认股权证是一个“权利”，但非责任。它赋予持有者在预定的“到期日”，以预定的“行使价格”，购买或沽出“相关资产”（如股份、指数、商品、货币等）。

假设你手上有一个行使的权利，以100万港元购入一座指定物业。若该物业现在价格为100万港元，那么你的权利基本没用，因为它不会带来任何优惠。如果该物业现在价格为120万港元，则你就可以用100万港元购入一座价值120万港元的物业，你再在市面上抛出，便赢利20万港元。

一年期限的权利会比只有半年期限的权利值钱；半年期限的权利会比只有3个月期限的权利值钱。因为期限愈长，就表示行使这个权利的机会愈大（时间越长，市场更可能会上涨）。认股证的价值最终取决于“这个权利有多少机会被行使”。

4．蒙牛融资历程

2024年开始，蒙牛开始考虑一些上市渠道。首先他们研究当时盛传要建立的深圳创业板，但是后来创业板没做成，这个想法也就搁下了。同时他们也在寻求A股上市的可能，但是对于蒙牛当时那样一家没有什么背景的民营企业来说，上A股恐怕需要好几年的时间，蒙牛根本就等不起。他们也尝试过民间融资。不过国内一家知名公司来考察后，对蒙牛团队说他们一定要求51%的控股权，对此蒙牛不答应；另一家大企业本来准备要投，但被蒙牛的竞争对手给劝住了；还有一家上市公司对蒙牛本来有投资意向，结果又因为它的第一把手突然被调走当某市市长而把这事搁下了。

2024年初，股东会、董事会均同意，在法国巴黎百富勤的辅导下上香港二板。为什么不能上主板？因为当时由于蒙牛历史较短、规模小，不符合上主板的条件。这时，摩根士丹利与鼎晖（私募基金）通过相关关系找到蒙牛，要求与蒙牛团队见面。见了面之后摩根等提出来，劝其不要去香港二板上市。众所周知，香港二板除了极少数公司以外，流通性不好，机构投资者一般都不感兴趣，企业再融资非常困难。摩根与鼎晖劝牛根生团队应该引入私募投资者，资金到位，帮助企业成长与规范化，大到一定程度了就直接上香港主板。

牛根生是个相当精明的企业家，对摩根与鼎晖提出的私募建议，他曾经征询过很多专家意见，包括正准备为其做香港二板上市的百富勤朱东，眼看到手的肥肉要被私募抢走，朱东还是非常职业化地给牛根生提供了客观的建议，他认为先私募后上主板是一条可行之路。

本土投资者和海外投资者的竞争的起点是不公平的，由于外汇管制、法律系统不完善、投资工具不灵活、对资方权益保护不到位等原因，国内投资受到了相对较多的限制。而海外投资者可以把企业“拉出去”“玩”，用海外比较完善的法律来保护他们的利益、创造各种好的激励机制。

摩根等私募品牌入股蒙牛，提高了蒙牛公司的信誉，在为蒙牛获取政府的支持和其他资源方面有帮助。对于早期承受过不正规竞争压力的蒙牛来说，吸引摩根等私募品牌入股也能给其带来一定的政治支持与保护。

在国内有一个误区：中国企业家长期在A股的融资环境下，总感觉上市是要求人的，是企业求投行。其实在美国、香港，只要你企业素质好，能吸引投资者，是投行来求你。摩根等海外投资银行在做私募投资时，就是利用了国内企业家这个心里误区，把握他们想上市的诉求，来使谈判更有利于己方。

02-6月，ms在开曼群岛注册了China Dairy（开曼公司）。毛里求斯公司是它的全资子公司。

02-9月，蒙牛发起人离岸注册了金牛，蒙牛的投资人、雇员等注册了银牛。透过金牛银牛，来完成对蒙牛的间接持股。

根据开曼公司法，公司股份分A、B两类，A类1股有10票投票权，B类1股只有1票投票权。Ms投资2597万美元，购得开曼公司B类股票48980股。金牛银牛则以1美元/股的价格，购得开曼公司A类股票5102股。因此，蒙牛与M S的股份数量之比是9.4％/90.6％，但投票权之比是51％/49％。

蒙牛管理团队所持的股票，在第一年只享有战略投资人ms所持股票十分之一的收益权。

Ms与蒙牛定下：如果蒙牛实现增长目标，一年后，蒙牛可以将A类股按1拆10的比例转换为B类股。这样，蒙牛管理层的股权，就能与投票权比例一致。

开曼公司把这2597万美元，认购了毛里求斯公司的98％的股份。而毛里求斯公司又用此笔资金，收购了大陆蒙牛乳业66.7%的股权。开曼公司从一个空壳公司，变成了在中国内地有实体业务的控股公司。ms持有蒙牛股份就为32.68％（＝开曼49％\*内地66.7％）。蒙牛高层持有的蒙牛股份就为67.32％（=开曼控股内地的51％\*66.7％+内地自己控股的1-66.7％）（也=1-ms的比例=1-32.68%=67.32%）。

第一次注资后，迅速成长中的蒙牛对资金的需求仍然十分巨大。

03-10月，ms再次向蒙牛的海外母公司注入3523万美元，购买3.67亿股蒙牛可换股证券。约定未来转股价为0.74港元/股（04-12月后可转30%，05-6月后可全部转股）。

可转股证券——说白了就是对融资公司没把握，你经营得不好我投入的资金就算你的债务，到期还我本利。你经营得好，我可以将债权转为股权，享受股票升值及股息收益。

可转股证券的目的是：①换股价格，锁定了ms的投资成本，保证了一旦蒙牛业绩出现下滑时的投资风险。②并没有在发行同期增加公司股本规模，不摊薄管理层的持股比例，保证管理层的绝对控制与领导。③保证公司每股业绩 的稳定增长，为上市前的财务做好准备。

但是，如果蒙牛不能续写业绩增长，摩根完全有能力罢免牛根生。牛被要求做出五年内不加盟竞争对手的承诺，“因失业而创业”的东山再起之路就被封堵了。

04-6月，蒙牛乳业在香港上市（上市主体是开曼公司，国内的蒙牛是开曼的子公司），共发售3.5亿股。其中2.5亿股为新发股票，1亿股是ms出售来套现的，套现了3.925亿港元（13.925亿IPO融资中的3.925亿，被摩根士丹利等分走了）。

04-12月，ms行使第一轮可转股证券，增持股份1.105亿股。之后立即以6.06港元的价格抛售了1.68亿股，套现10.2亿港元（＝1.68亿股\*6.06元）

05－6月，ms行使第二轮全部剩余的可转股证券，换得股份2.58亿股，并将其中的6261万股奖励给了管理层的代表——金牛。同时，ms把手中的股票（3.16亿股）全部抛出变现（包括奖给金牛的6261万股），价格4.95港元/股，共套现15.62亿港元（=3.16亿股\*4.95元）。蒙牛的管理层获得了3.1亿港元的私人财富（=6261万股\*4.95元）。

Ms等两轮共投入了6120万美元（4.77亿港元）。上市时套现3.925亿港元（1亿股）+04-12月套现的10.2亿港元（1.68亿股）+ 05-6月套现的12亿港元（2.5亿股，未计入金牛的6261万股）=三次套现总额高达26.125亿港元，ms等的投入产出比近550%。

本DOCX文档由 www.zciku.com/中词库网 生成，海量范文文档任你选，，为你的工作锦上添花,祝你一臂之力！