

## 中国文化产业投资基金双周刊

第十期（2012年7月1日）

## 一、 热点评析及投资研判

本期主题：天使与魔鬼的博弈——对赌协议

## 1. 事件简述

近期，甘肃省法院的一起关于“对赌协议”的判例引起 PE 业内关注。对于江苏海富投资甘肃世恒公司所签署的对赌条款，法院一审、二审均判定无效。业内普遍认为，这是 PE 对赌协议无效的首个案例。

## 2. 背景分析

风险投资行业于上世纪六七十年代起源美国，在经历过半个世纪的洗礼后行业已相对成熟。对赌协议也发源于西方，英文名称为 Valuation Adjustment Mechanism，如果按照字面翻译就是一个估值调整机制。

对赌本质是一种期权。对赌协议就是投资方与融资方在达成融资协议时，对于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，对赌协议实际上是一种财务工具，是带有附加条件的价值评估方式。

其中，广义对赌主要包括对财务绩效、非财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行、管理层去向等指标进行约定考核。狭义对赌主要对部分财务绩效指标进行考核：

	达到目标	未达到目标
财务绩效	如企业实现一定销售额、总利润或税前利润、净利润或利润率、资产净值或几年内的复合增长率等财务性指标，则投资方按照事先约定的价格进行第二轮注资（或出让一部分股权给管理层）。	如企业收入未能达标，则管理层转让规定数额的股权给投资方，且投资方对公司的管理控制加强，如增加董事会席位等。

### 3. 研判观点

#### ■ 对赌协议有利于保护投资者利益，激励管理层超额完成业绩承诺：

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，避免因信息不对称等问题对投资者造成损失。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。

蒙牛案例被认为是中国第一例成功的对赌交易，投资人通过对赌协议激励了管理层的业绩，虽然支付了一部分股权，但业绩增长带来的收益提高也是显而易见的；而对于企业来说，能够在企业扩张需要资金的时刻引来大笔资金，可以有效抢占市场，增加业绩。

#### ■ 但在对赌协议强大诱惑及压力下，也可能将企业引向非理性的扩张，甚至导致财务作假，影响企业长期发展：

公司有时为了急于获得高估值融资，又对自己的企业发展充满信心，而忽略了企业自身经营状况和投资人指标要求的差距，以及经济大环境的不可控变数的情况。若对赌协议中隐含了不切实的业绩目标，在强势意志的投资者资本注入后，将会放大企业本身不成熟的商业模式和错误的发展战略，从而把企业推向困境。

因对赌协议而导致投资者及企业两败俱伤的案例也不为少数，最经典的案例之一为太子奶案例。因受三聚氰胺及国际金融危机等不可抗力的影响，太子奶财务危机全面爆发、资金链断裂，更没能达到30%的增长目标。最终，太子奶创始人李途纯出让所有股权给高盛、英联以及摩根士丹利，黯然离开一手创立的企业，太子奶也陷于破产重组，被政府接管的结局。而“对赌”失败也向资本市场传递了一个不祥的预兆，投资方面临着被资本市场遗弃的风险，手中的股权价值也因此变得大打折扣，这显然并非双方所愿。

#### ■ 证监会并不认可对赌协议，拟上市企业需在申报前清理对赌协议：

监管层曾在多次的保荐代表人培训中明确指出：“对赌协议在上会前必须终止执行。”具体而言，上市时间对赌、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 对赌协议已成为 IPO 审核的禁区，证监会要求保荐机构敦促发行人在上会之前须对 PE 机构所签署的上述五大类对赌协议进行清理。

证监会对于禁止对赌协议的主要理由是：首先对赌不符合国内的《公司法》等规定，包括优先受偿权和董事会一票否决等内容；其次是执行对赌可能造成拟上市企业股权及经营的不稳定，甚至引起纠纷，不符合《IPO 管理办法》中的相关发行条件。据介绍，对赌协议合法性的质疑大致来自三个方面：首先是对赌协议中双方权利义务明显不平等，特别是股息分配优先权、剩余财产分配优先权、超比例表决权等条款更是霸王条款，违反了公平原则，也违反了我国公司法同股同权的立法精神；其次是对赌协议的对赌目标促使企业为追求短期目标而非常规经营，因此无限增大了企业的风险，一定程度上会损害社会公共利益；再次是对赌协议的固定价格回购股权条款有变相借贷的嫌疑。

■ **对赌协议应是一种手段而并非目的，实操中应灵活运用以实现投融资双方共赢的目的：**

对赌协议在国际投资机构对国内企业的投资案例中被广泛采纳。但目前，对赌协议在我国资本市场还没成为一种制度设置，也没有得到法律的正式认可。从我国 PE 投资案例实操情况看，对赌协议在创业型企业中的应用比较常见，在成熟型企业中的实际应用则相对较少。近两年我国 PE 投资市场泡沫化现象十分严重，各类背景各异、资源丰富的 PE 机构遍地开花，但优质的投资项目却凤毛麟角。因此很多投资者更加关心是否有机会参与优质项目投资，对于对赌协议运用的关注度则普遍降低。

虽然对赌协议在传统融资协议中多有应用，是私募中的投资者保障利益的重要条款。但现实中不可避免的存在“不认赌服输”的投资方或者被投企业，一旦双方对簿公堂，对赌协议的合法性就要受到更加严格的审查。而对赌协议是否被司法判决承认，也将决定私募未来投资方案的设计。不幸的是，在被誉为“对赌条款无效第一案”的海富投资诉甘肃世恒一案中，对赌协议的地位并没有得到法律的承认。

因此，投资机构应更加关注企业所属行业的格局及发展动态、企业自身的核心竞争优势及拓展潜力、管理团队的基因及执行能力，而

非一味机械化教条式的去使用对赌协议。对赌协议签署的再华丽，在企业申报上市前也会被清理，在对簿公堂时也不具备绝对的法律效力。因此，投资机构应当辩证的去衡量对赌协议的作用，实操中应灵活运用以实现投融资双方共赢的目的。

## 二、 文化产业重要政策动向

### 1. 国家发展改革委

6月18日，国家发展改革委、新闻出版总署、教育部日前联合发出《关于中小学循环使用教材价格政策问题的通知》，要求自2012年秋季学期开始，循环使用教材正文印张、封面、插页价格按《国家发展改革委、新闻出版总署关于进一步加强中小学教材价格管理等有关事项的通知》（发改价格〔2006〕816号）（以下简称《教材价格管理通知》）附件相应基准价格上浮20%执行。

通知要求，根据《中小学教材价格管理办法》等有关规定，考虑到循环使用教材特殊性以及印制、装订要求相对较高，循环使用教材正文可使用105克纸张；循环使用教材正文印张、封面、插页价格按《教材价格管理通知》附件相应基准价格上浮20%执行。

### 2. 文化部

2012年6月，文化部文化市场司出版发行《2011中国艺术品市场年度报告》。该报告也是文化部文化市场司继2010年之后第三次发布关于我国艺术品市场年度发展情况的官方权威报告。该报告由文化部文化市场司主编，中央美术学院艺术市场分析研究中心（CAFA/AMRC）提供学术支持。《报告》显示，中国已经成为全球最活跃的艺术品市场。

《报告》指出，2011年我国艺术品市场的整体规模继续呈现快速增长，市场交易总额达到2108亿元，位居世界第一，年增长率为24%。其中，艺术品拍卖市场交易额为975亿元（港澳台地区拍卖市场成交额为148.68亿

元），画廊、艺术经纪和艺术品博览会的交易额为 351 亿元，艺术品出口额为 30 亿元，艺术品网上交易额为 12 亿元。现当代原创工艺美术品（工艺画、陶瓷、玉器、珠宝首饰、家具、织锦、刺绣、编织、地毯、漆器、金属等）的交易额为 590 亿元，艺术授权品、艺术复制品、艺术衍生品的交易额为 150 亿元。

### 3. 新闻出版总署

6 月 28 日，新闻出版总署日前发布《关于支持民间资本参与出版经营活动的实施细则》，提出继续支持民资投资印刷复制、出版发行以及数字出版等企业，并明确表示支持民间资本在党报党刊出版单位实行采编与经营“两分开”后，在报刊出版单位国有资本控股 51% 以上的前提下，投资参股报刊出版单位的发行、广告等业务，提高市场占有率。

根据《实施细则》，新闻出版总署将继续支持民间资本投资设立印刷复制企业，从事出版物、包装装潢印刷品及其他印刷品、可录类光盘生产和只读类光盘印刷复制经营活动；继续支持民间资本投资设立出版物总发、批发、零售、连锁经营企业，从事图书、报纸、期刊、音像制品、电子出版物等出版产品发行经营活动；继续支持民间资本投资设立网络出版包括网络游戏出版、手机出版、电子书出版和内容软件开发等数字出版企业，从事数字出版经营活动。

尤其需要注意的是，此次《实施细则》中明确提出，将支持民间资本在党报党刊出版单位实行采编与经营“两分开”后，在报刊出版单位国有资本控股 51% 以上的前提下，投资参股报刊出版单位的发行、广告等业务，提高市场占有率。

此外，还支持民间资本投资设立的文化企业，以选题策划、内容提供、项目合作、作为国有出版企业一个部门等方式，参与科技、财经、教辅、音乐艺术、少儿读物等专业图书出版经营活动。支持民间资本通过国有出版传媒上市企业在证券市场融资参与出版经营活动，支持国有出版传媒企业通过上市融资的方式吸收民间资本，实现对民间资本的有序开放。

#### 4. 教育部

6月18日，教育部为贯彻落实《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》，发布了《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》。

《意见》提出，充分发挥民间资金推动教育事业发展的作用，拓宽民间资金参与教育事业发展的渠道，制定完善促进民办教育发展的政策，健全民办教育管理与服务体系，引导民办教育健康发展。

《意见》指出，允许境内外资金依法开展中外合作办学。允许外资通过中外合作办学的境外一方依照《中外合作办学条例》及其实施办法参与合作办学。鼓励民间资金与我国境内学校合作，参与引进境外优质教育资源，依法举办高水平的中外合作办学机构。中外合作办学机构中境外资金的比例应低于50%。

#### 5. 国家旅游局

6月28日，国家旅游局发布《关于鼓励和引导民间资本投资旅游业的实施意见》。

意见提出，坚持旅游业向民间资本全方位开放，鼓励各类社会资本公平参与旅游业发展，鼓励各种所有制企业依法投资旅游产业。具体来说包括：鼓励民间资本经营和管理旅游景区，鼓励民间资本开发各类旅游产品；向民间资本全面开放旅行服务业、旅游饭店业、旅游购物餐饮娱乐等服务领域；鼓励民间资本投资旅游装备和用品制造业和旅游基础设施；支持参与国有旅游企业改制重组和引导中小旅游企业发展，支持民营旅游企业自主创新和科技进步和有条件的民营旅游企业“走出去”；为民间旅游投资提供法律、资金、金融、用地保障；完善全国旅游投资服务平台，指导和规范民间旅游投资，加强市场诚信体系建设，营造有利于民间旅游投资的良好氛围。

### 三、 国内外重要业内资讯

#### 1. 国内新闻

【新浪科技】6月18日，艺龙董事会今日宣布，已批准一项3000万美元的新股票回购计划。根据该计划，艺龙将最多回购3000万美元的公司普通股，包括美国存托股。艺龙目前计划利用手中现金进行此次回购。

【中国网】6月18日，华谊兄弟与中国电信旗下天翼视讯宣布将在“微电影”产业方面展开全面合作。据悉，双方将依托中国电信1.2亿天翼手机用户和8000万宽带用户的用户资源，致力于打造国内最大的付费“微电影微剧”发行平台，天翼视讯此举被视为成功向娱乐产业链上游的延伸，借助其付费视频服务的强大优势，开始对“微电影”产业商业模式进行革新。

【新浪科技】6月18日，据知情人士透露，受Facebook IPO后股价疲软的影响，原本计划IPO的浏览器创业公司UCWeb正在与百度展开初步合作谈判。此次潜在的合作可以使UCWeb在疲软的经济环境中实现部分退出，而百度则可以获得一款成功的新应用，借此为该公司的移动搜索网站和应用商店等业务吸引流量。尽管UCWeb的具体价位不明，但国内媒体猜测，其估值最高可达10亿美元。

【新浪科技】6月20日，拉手网周二撤回了向美国证券交易委员会提交的IPO计划，该公司原本计划在IPO交易中发行价值最多1亿美元的美国存托凭证。拉手网今天向美国证券交易委员会提交文件，申请撤回IPO计划。在5月18日Facebook IPO交易失败以后，当前的美国IPO市场正处于低谷阶段，几乎没有公司提交IPO申请。

【新浪科技】6月20日，美国视频游戏公司Epic Games周二称，该公司已经与腾讯达成一项协议，目标是打入盈利能力很高和迅速发展中的亚洲市场。

【新浪娱乐】6月20日，中国红利影视基金（China Holly-Movie Fund）在上海国际电影节举办成立发布会，该基金是中国国内第一家国际型影视基金，首期规模4亿元人民币。中国红利影视基金，是老鹰资本与北京星邦美纳娱乐文化传媒有限公司共同专注于中国影视制作及其关联领域投资管理的专业私募基金，是中国国内第一家国际型影视基金，首期规模3年内投入4亿元人民币，将全部投资于中国地区内的影视制作及娱乐、媒体项目。

【网易科技】6月21日，盛大在线宣布盛大广告进军互联网展示广告领

域。盛大在线CEO、盛大集团高级副总裁称，互联网广告在中国发展非常迅速，目前已经是仅次于电视广告的第二大媒体。盛大在过去一年也开始涉及到展示广告领域，今年正式进入该领域。

【新浪科技】6月22日，酷6传媒今日宣布，以每股2.91美元的价格回购李善友及其创业团队所持酷6传媒所有股份。据悉，李善友及创业团队目前持有酷6传媒总计274万股，约占酷6传媒5.46%，此次交易将涉及资金总计797万美元。

【新浪科技】6月23日，浙报传媒召开股东大会审议通过重大资产收购方案，浙报传媒拟通过定向增发与自筹资金相结合的方式，收购杭州边锋、上海浩方各100%股权，标的资产预估值合计约32亿元。其中拟定向增发募资不超过25亿元，其他资金自筹解决。其中浙报控股承诺认购规模不低于10%。

【中国证券报】6月25日，北京新影联院线副总经理高军表示，上半年国内共上映了115部电影，其中国产片85部，票房收入仅占全国总票房收入的30%左右；而30部进口影片，票房收入占到了全国总票房收入的七成。高军指出，相比前两年热钱纷纷进入的盛况，目前很多国产片已经开始面临融资难的问题。

【新浪科技】6月25日，软通动力今日宣布，已正式签署协议，收购加拿大商业智能及数据管理服务提供商Abovenet国际有限公司。软通动力董事长兼首席执行官刘天文先生表示，“此次并购，不仅使软通动力初具规模的商业智能服务能力得到进一步的提升，还使我们获得了更广泛的市场覆盖和客户服务能力。我们期待与新同事紧密协作，向全球客户交付具有高附加值的商业智能及数据服务。”

【新浪科技】6月26日，小米董事长兼CEO雷军今日表示，小米已经完成新一轮2.16亿美元融资，公司整体估值达到40亿美元。同时他放言小米五年内不会上市。此外，雷军也透露小米今年二季度开始已有超过10%的商业利润。

【新浪科技】6月26日，四维图新昨晚发布公告称，2011年6月至2012年6月期间，公司持股5%以上股份的股东四维航空遥感有限公司通过以大宗交易方式累计减持公司无限售条件流通股1884万股，占公司总股本的3.59%。

【新浪科技】6月27日，酷6传媒正式宣布，以每股2.91美元的价格回



购李善友及其创始团队所持的所有酷 6 股份，涉资 797 万美元。2010 年 6 月，酷 6 借壳成为中国首个登陆纳斯达克的视频公司。自此，在经历 CEO 更换、裁员纠纷、业务转型等多重风波后，酷 6 已经彻底划清与李善友的关系，全面“盛大化”。

【新华网】6 月 28 日，国家广电总局发展研究中心在京发布《中国广播电影电视发展报告（2012）》（2012 年广电蓝皮书）。报告显示，2011 年全国广播影视总收入超过 2800 亿元人民币。2011 年我国有线广播电视入户率达 49.43%，用户首次突破 2 亿户，其中数字电视用户突破 1 亿户。全年电影票房超过 131 亿元人民币，增长近三成，实现了中国电影城市票房连续 9 年以平均 30% 的速度增长。报告还预测，2012 年中国广播影视产业仍将以 15%—20% 的速度增长，广电业总收入将在 2012 年突破 3000 亿元人民币大关。

【新浪科技】6 月 28 日，腾讯与 Groupon 宣布，F 团与高朋网将合并为一家全新公司。F 团方面表示，公司新的名字仍在讨论中，目前仍然使用之前的公司名称——北京卡拉互动科技有限公司。新公司将结合 F 团和高朋网双方的优势，更好地服务中国团购市场的消费者。

【新浪娱乐】6 月 29 日报道，继零点场票房破 600 万创下华语影史新纪录之后，于 6 月 28 日上映的电影《画皮 2》继续高歌猛进，以首日票房破 7000 万的成绩再创华语影史首日及单日票房最高纪录。在今年上半年华语片市场整体低迷的情况下，《画皮 2》创下全国影院的黄金场占有率超过 50%，全天平均占有率超 40% 的超强战绩。

## 2. 国际新闻

【Bloomberg】6 月 18 日，Everything Everywhere 前首席执行官汤姆·亚历山大已经与 Orange 和 T-Mobile 就 Everything Everywhere 的收购问题展开了初步的洽谈，涉及金额将达 80 亿英镑。这将是英国有史以来最大的私人股本收购交易，亚历山大昨日向两家私募股权投资公司 KKR 和 Apax 融资，将获得 30 亿英镑的财政支持。

【Bloomberg】6 月 19 日，美国无线技术开发和专利授权厂商 InterDigital 周一称，该公司已经同意以 3.75 亿美元的价格向英特尔出售约 1700 项无线技术专利。两家公司表示，预计这项交易将在第三季度中完成。目前，英特尔正致力于将业务范围拓展到电脑芯片业务，试图进军移动设备芯片领域。

【Bloomberg】6 月 19 日，甲骨文宣布，该公司董事会已经批准了一项计

划，内容是将甲骨文现有股票回购计划的总金额提高最多 100 亿美元。甲骨文还宣布，公司董事会计划按每股 6 美分的价格向普通股股东支付季度股息，在 2012 年 8 月 3 日向截至 2012 年 7 月 13 日收盘为止的在册股东发放。同时，报告显示，甲骨文第四财季每股收益和总营收均超出华尔街分析师预期，从而推动其盘后股价上涨 3% 以上。

【投中集团】6 月 20 日，为销售人员提供邮件跟踪服务的创新公司 Yesware 宣布近日获得 IDG Ventures 领投，谷歌风投、投资公司 Foundry Group 等参与投资的 400 万美元融资，这是 Yesware 继去年获得 100 万美元种子基金后的又一轮融资。

【Bloomberg】6 月 21 日，市场研究公司 ComScore 的最新调查显示，5 月，Facebook 美国独立用户访问量出现下滑，不过用户在该社交网络上平均花费的时间略有增长。

【Bloomberg】6 月 22 日，由英特尔旗下科技投资部门牵头的一个财团已经对俄罗斯在线零售商 KupiVIP 提供了一个 3800 万美元的融资回合，这家公司正准备在两年时间里于纽约 IPO 上市。

【Bloomberg】6 月 24 日，RIM 正在考虑将手机制造业务从通信网络业务中剥离，并独立上市，甚至将其出售。亚马逊和 Facebook 是潜在买家之一。此外，RIM 的通信网络业务也可能被出售，买家可能是苹果或谷歌。另一个备选方案是保持公司的完整性，但将部分股权售予一家更大的科技公司，如微软等。

【Bloomberg】6 月 26 日，微软宣布，已同意以 12 亿美元收购企业社交网络服务商 Yammer，支付方式为现金，这项交易将允许微软向企业用户提供类似于 Facebook 的服务。Yammer 成立至今已有四年，其用户人数为 500 万人，这家公司所提供的服务允许企业员工免费加入一个安全的、私人的社交网络，然后让公司能很容易地将草根运动转变为遍及企业内部的战略性计划。

【网易科技】6 月 27 日，位于纽约的电子商务初创公司 Jirafe 宣布，近日它们在 A 轮融资中成功获得 700 万美元投资。主要投资人为：风投公司 Foundry Group 和投资公司 First Mark Capital。Jirafe 公司成立于 2010 年，它们一直致力于为网上商店店主打造高效的网店管理平台，对产品销售和网络营销提出建议，以提高网店的营业收入。

【Bloomberg】6月27日，闪存制造商 SanDisk Corp 周二宣布，已同意收购企业存储软件制造商 Schooner Information Technology Inc，以拓展其在企业存储市场的足迹。此项交易的财务条款未予透露。Schooner 开发的闪存优化数据库和数据存储产品将对 SanDisk 的企业产品组合构成补充。交易完成后，该公司的员工将加入 SanDisk 的企业存储解决方案团队。

【Bloomberg】6月28日，AOL 今日宣布，计划回购价值 4 亿美元的公司股票，作为回报股东的第一步。AOL 此前曾通过向微软出售专利获得 11 亿美元。AOL 此次将以“荷兰式拍卖”招标回购这 4 亿美元股票，包括 2011 年 8 月 2.5 亿美元回购招标中剩余的 4000 万美元。根据规定，AOL 股东可以以每股 27 美元至 30 美元的价格向 AOL 出售部分或全部股票。周三，AOL 股价收于 27.31 美元。

【中国新闻网】6月28日，新闻集团发表声明，正式对外宣布集团将一分为二，分拆为两家独立的上市公司运营，出版和娱乐业务分离。默多克仍将担任这两家公司的董事长。这是新闻集团成立 30 多年来最大规模重组。分拆后的传媒娱乐公司将包括 20 世纪福克斯电影公司，福克斯广播电视网，以及福克斯新闻频道。出版公司将包括新闻集团在美国、英国与澳大利亚的报纸发行，以及图书、教育和市场营销等相关业务。

【Bloomberg】6月30日，据知情人士透露，维旺迪计划出售其所持有的 61% 动视暴雪股份。如果无法找到卖家，该公司将在公开市场抛售部分股票。维旺迪股价已经跌至 9 年新低，迫使董事长让-雷恩·佛尔多面临重组压力，而由于动视暴雪是上市公司，也使得该公司的股票成为维旺迪流动性最强的资产。这部分资产的价值约为 81 亿美元。

【Bloomberg】7月1日，由索尼及已故流行天王迈克尔杰克逊名下公司各持 5 成股权的合资公司 Sony/ATV 前日宣布，以 22 亿美元收购英国唱片公司 EMI，交易完成后，Sony/ATV 将成为全球最大音乐版权商。