

PDF-CASE2016039

LT 公司引入风险投资的烦恼¹

案例正文

摘要：对于具有发展潜力的初创企业而言，风险投资的进入可为之提供资金支持和管理帮助，但与此同时也会对公司的控制权产生影响，特别是在风险投资的退出阶段，各方更是会因利益问题对退出方式产生巨大分歧。本案例描述了 LT 公司从吸引风险投资，到风险资本与之签订对赌协议、为之提供增值服务，到后来引发战略收购者的疯狂追逐，再到最后 LT 公司为阻止收购而与风投机构就公司控制权展开博弈，以及利益相关者介入纷争的过程。案例启发我们去思考如何正确对待风险投资、如何确保公司控制权等重要问题。

关键词：风险投资；增值服务；公司控制权；风投退出；战略收购

1 公司背景

1.1 LT 公司

LT 乳业有限公司成立于 2010 年，是一家专门研发、生产和销售乳制品的企业。LT 目前在华南、华东建立了完善的物流配送中心网络，并在这两大市场拥有 100 多家直营连锁店，400 多家加盟连锁店，并成立了产品研发中心。LT 公司的主要销售产品是酸奶冰淇淋，销售区域主要在华南和华东地区。目前 LT 的质量管理体系逐渐完善，公司通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境

1 本案例由北京交通大学的柯金川、吕甜撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例仅供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

管理体系认证和 ISO22000 食品安全认证体系认证。LT 公司发展很快，图 1 是这几年来的营业收入，至 2014 年营业总额达到近 3 亿元。

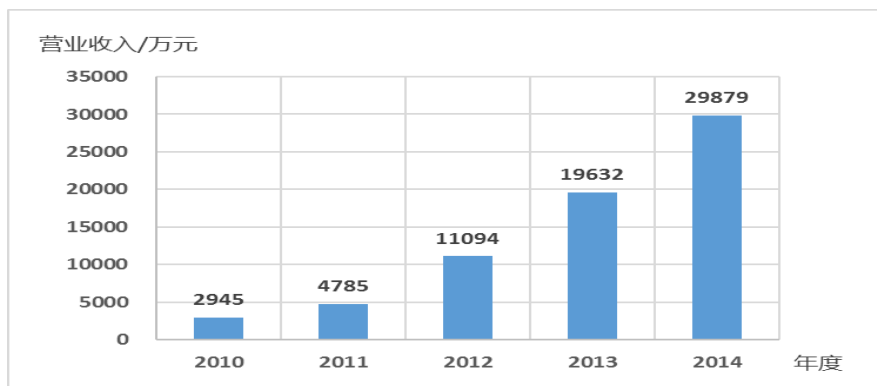


图 1 LT 公司营业收入

1.2 CDF 风险投资公司

CDF 投资有限公司（以下简称“CDF”）成立于 2004 年 8 月，是一家股权投资的创业投资机构，管理的基金规模超过 43 亿元人民币，投资领域涵盖健康、消费服务、环保、IT、新材料、制造、新能源、农业等八大板块。CDF 专注于“高科技、高成长、创新型、中小型”企业。选择目标企业有三条标准：一是拥有简单易理解的营业模式，二是拥有有眼光、有领导力、有诚信的企业家，三是能够持续发展。

2 创业与引入风险投资——蜜糖砒霜？

2.1 创业之始

李立新热爱美食，在国外读研的时期，他发现国外有一种国内没有的冰冻甜品备受消费者喜爱——酸奶冰淇淋。酸奶冰淇淋起源于 1970 年代美国东北部，最初因和冰激凌口感相似的而被视为它的替代品，但是与冰淇淋相比，它热量更低，仅为冰淇淋的六分之一。在北美、欧洲和日韩等地，酸奶冰淇淋已经开始逐渐取代冰淇淋，而国内还一片空白，敏锐的李立新发现了这个创业蓝海，渐渐萌生了自己创业的想法。

李立新的想法是仿照国外酸奶冰淇淋店的连锁店开设模式，从一家酸奶冰淇淋连锁店做起。连锁店使用相同的店面设计、店员服装和商品陈列，因此可以在

消费者心目中树立统一的品牌形象；连锁店还采取共同的经营方针、一致的营销行动，能够实现集中采购和分散销售的有机结合，可以降低经营成本，快速占领市场。

2007 年，为了开设第一家酸奶冰淇淋店，李立新、罗云和封鸿等人凑了 20 万元。其中，李立新出了 8 万元，罗云和封鸿各出 4 万元，其他等人共同出了 4 万元。开设连锁店最重要的是选址，李立新的选址原则是一定要在商业中心，在商业中心开设连锁店不仅仅可以保证人流和销量，而且可以在消费者心目中树立中高端产品的形象，这也为日后的发展打下了坚实的基础。经过实地考察，李立新等人选取了 G 城的一条步行街，在这条步行街开了第一家酸奶冰淇淋连锁店，并命名为 LT。这家酸奶店的成立，是 LT 公司发展的起点，自此以后，LT 酸奶冰淇淋品牌逐渐打响。

2.2 问题初现

LT 酸奶冰淇淋一经推出就获得了消费者的喜爱。这种新冰冻甜品既有冰淇淋的口感，又有酸奶的营养健康，却没有冰淇淋的甜腻味道和高热量，不仅仅俘获了喜爱冰淇淋但害怕高热量的消费者，也吸引了许多追求时尚的消费者。

第一家酸奶冰淇淋店成立才一个月，就收获了 4 万元的营业额，其后的每个月营业额也不断稳定增长，这给了李立新极大的信心，便琢磨着开新店。李立新的开店理念是宁缺毋滥，2007 年，只开设了 2 家直营店；2008 年，仅有 6 家直营连锁店；到了 2009 年，李立新及其创业团队继续不断开设新店，但是却发现一些比较严重的问题浮出了水面。

首先是发现了一些类似的酸奶冰淇淋店，这些后来者不仅模仿 LT 的店面布局，甚至连出售的产品也非常相似。LT 是从国外进口酸奶冰淇淋粉制作酸奶冰淇淋，这些后来者而也是，产品相似度非常高，这就导致 LT 难以再进入这些被占据的商圈开店。

除此之外，随着开设的连锁店数量越来越多，李立新及其创业团队越来越感到力不从心。李立新、罗云和封鸿等人不仅仅要负责经营指导、市场调研、财务管理、人员招聘，还要负责采购配送、门店选址等事情。但是他们几人也并非这些方面的专业人才，处理起来也是问题多多，而其他的员工，更是没有这个能力。

这两个问题目前看来不大不小，但是长此以往，必成大患，因此李立新暂停了开设新店的步伐，将所有心思都集中在解决这两个问题上。

其中产品问题最为严重。最初为简化制作程序，直接从国外进口酸奶冰淇淋粉来制作酸奶冰淇淋，但是这样一来，与国内其他品牌相比没有任何优势，在国

外品牌面前更是不堪一击。为长远计，必须要摆脱对酸奶冰淇淋粉的依赖。酸奶冰淇淋可以用酸奶冰淇淋粉制作，也可以用鲜奶、酸奶和鸡蛋等原料来配制。自己配制对于没有经验的李立新而言可以说是一切从头开始，但是为了形成自己的品牌，他下定决心彻底抛弃酸奶冰淇淋粉。

其次是人才短缺的问题，获得人才可以从外部引入，也可以内部培养。就目前而言，LT 并没有各个职能部门的专业人才，没有培养内部人才的土壤。两下抉择，只有先引入人才，然后创造留住人才的机制，最后再建立内部培养人才的制度。至于从何处引入人才，李立新还没有考虑好。

2.3 引入第一阶段风险投资

在成功掌握用鲜奶、酸奶等原料制作酸奶冰淇淋的方法之后，李立新逐渐替换了各店的原料和制作方法，并且重新开始扩张之路。LT 这一年来为了解决内部问题放缓了扩张的步伐，而它的竞争者却一步一步稳定成长，此消彼长，经过一年的发展，LT 越来越处于劣势地位。

扩张连锁店需要大量的资金，而 LT 前几年每年积累的资金大多用在了下一年的扩张上，后来又要研制产品，因此几乎没有资金再去扩张连锁店。若是筹资的话，又没有办法从银行获得贷款。除此之外，扩张之后需要更多的人来管理各个部门，然而目前人才短缺的问题还没有解决好。既缺资金又缺人才，李立新很是头疼。

正在李立新为资金短缺问题焦头烂额之时，CDF 为他送来了一场及时雨。说起 LT 公司和 CDF 之间的合作，可谓阴差阳错。CDF 是一家颇有名气的风险投资公司，黄琦是 CDF 的总经理。某天黄琦到 YX 金融大厦对一家风险公司进行调查，结果差强人意，而门口排起长队的 LT 酸奶冰淇淋却让他眼前一亮。

LT 最先吸引黄琦的是它的产品和火爆的人气。这些年，奶茶店到处都是，酸奶冰淇淋店却非常少见，火爆的人气则说明很有市场，如果能投资到这家公司，将连锁店开到各地……想到这里，黄琦迫不及待地约见了李立新。

有投资者约见自己，李立新十分惊喜，亲手为黄琦做了一杯酸奶冰淇淋。在这一杯酸奶冰淇淋的时间内，黄琦了解 LT 公司的具体状况。了解之后黄琦更加看好 LT，在两个月的尽职调查之后，CDF 敲定了与 LT 的合作。

CDF 对 LT 的资产进行估价后，决定投入一笔 200 万的现金，并与之签订了第一阶段的对赌协议。协议内容是：如果 2010 年和 2011 年 LT 公司的复合年增长率达到 40%，则 CDF 为 LT 公司投入下一轮风险资本，总额为 1200 万元；反之，则 LT 公司管理层以低价转让 12% 的股权给 CDF。这个对赌协议虽然看起来十分残

酷，李立新等人稍有不慎就会失去控制权地位，沦为风投公司的打工者，但是李立新很有自信，只要获得这一笔 200 万的资金，LT 想要达到协议中的目标根本不是难事，因此欣然同意了与 CDF 的合作。

2010 年 8 月，双方共同组建了 LT 乳业有限公司，注册资本为 500 万元。LT 公司的股权结构是 CDF 持股 40%，是第一大股东；李立新持股 24%，罗云和封鸿各持 12%，其他等人共同持有 12%。除此之外，CDF 还聘请了一支以陈思危为主的管理团队参与 LT 公司的经营管理。

2.4 创业者与职业经理人

陈思危等人的到来，让总经理李立新颇有危机感，但是他也相信这支团队的能力，他们可以暂时解决人才短缺问题。陈思危等人介入 LT 的经营管理之后，首先就提出帮助 LT 公司尽快铺开市场，对此李立新一开始十分抗拒。李立新的性格比较谨慎，相比较于大刀阔斧开拓市场而言，他认为一步一步慢慢发展优质连锁店更能站稳脚跟，与其求量，不如求质。李立新的想法不能说不不对，但是却不适应公司如今的发展状况。前一年 LT 公司为了集中精力解决内部问题，放缓了扩张的脚步，而后来者却加速扩张，因此相对于它们而言发展进程慢了两三年，在这种情形下，现在首要的任务就是夺回市场。此前 LT 公司在李立新的带领下一直秉持着“宁缺毋滥”的原则只开设直营店，虽然能够树立良好的品牌形象和企业形象，并且为公司获取利润和第一手信息，但是发展速度太慢。而加盟店却可以在只投入品牌、经营管理经验等的条件下迅速形成规模经营，不但可以快速占领市场，还可以在短期内获得回报，并快速提升无形资产，因此陈思危给出的建议就是采取“直营+加盟”的方式开设连锁店，并且以加盟为主。虽然李立新最初不是很能接受公司要按照别人的意愿去发展，可是也不得不承认陈思危等人提出的建议十分正确，勉强同意他的方式。在接受加盟之后，LT 公司的连锁店数量有了大幅增长。2010 年获得风投之后，当年新开 5 家直营店，接受 23 家店的加盟；到了 2012 年，LT 公司已经在华南地区拥有 50 多家直营连锁店，150 多家加盟连锁店。

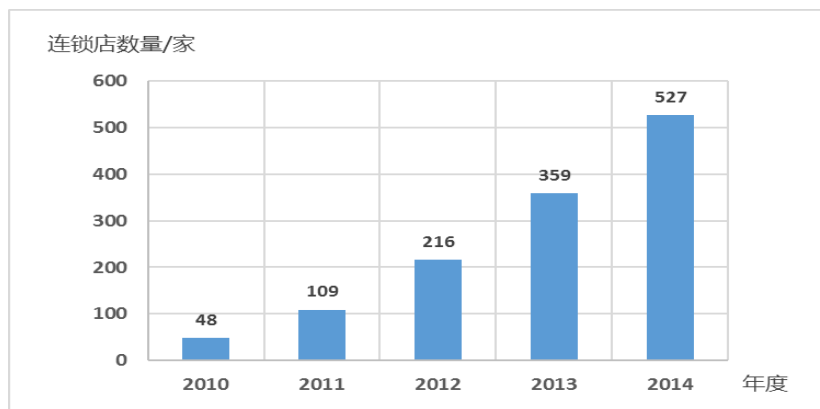


图 2 LT 公司连锁店数量增长

陈思危等人给出另一个建议就是不断改进产品，并且尽快为之申请专利。目前整个中国酸奶冰淇淋市场上几乎所有的品牌都是用酸奶冰淇淋粉制作酸奶冰淇淋，算是形成了一个同质化竞争的市场，而 LT 公司推出以鲜奶、酸奶等原料制作的酸奶冰淇淋，可谓异军突起，能够力压其他品牌。但是李立新等人忙于各种事务，掌握配方之后疏忽了产品的改进。在陈思危等人的引导和 CDF 的技术支持下，LT 不仅仅改进了用鲜奶和酸奶等原料配制酸奶的配方，推出了几款经典产品，还发明了挤出特有造型的方法，并申请了专利。

除此之外，陈思危团队经过慎重考虑，强烈建议抛弃从市面上购买的酸奶，而尝试自己去发酵。酸奶冰淇淋中酸奶的发酵是非常重要的环，发酵决定了酸奶中包含益生菌的数量多少，而这正是酸奶冰淇淋的卖点之一，如此重要的一环，必不能由他人之手掌控。还有就是增加水果、坚果、巧克力豆、橡皮糖和饼干等配料来增加消费者的选择。除此之外，还从国外引入了自助酸奶冰淇淋机，尝试推出让消费者自行操作机器来选择不同的口味和配料的消费方式。

相比起李立新而言，陈思危更富有远见卓识，因此也更敏锐洞察市场。自从陈思危开始介入 LT 公司的经营管理，他就在一次次决策中有意无意地树立威信。一开始李立新团队会对陈思危团队的决策提出反对意见，后来发现他所做出的决策更明智，就渐渐不再反对。陈思危通过一点一滴的渗透掌握了发言权，最终成为了 LT 公司的总经理，而李立新为代表的原始创业团队则是一步步离开权利中心，从公司的大股东兼管理层成为了单纯的股东。总经理这个职位，非能者不能居之，陈思危比李立新更有才华和眼光，终究要代替他成为领导 LT 公司发展的人。

2.5 谋局布棋

随着 LT 公司连锁店数量的不断增多和产品质量的不断增强，LT 公司的酸奶

冰淇淋品牌越来越出名，销售额也稳定增长，这的确令人欣喜，但是陈思危却敏锐察觉到暗流涌动，风雨欲来。

虽然目前中国的酸奶冰淇淋市场还没有火爆起来，但是各个企业已经开始预热，国外许多酸奶冰淇淋品牌逐渐进入中国市场，国内许多大冰淇淋企业也将酸奶冰淇淋独立出来研制。如何布好一盘棋局，让 LT 在面临国内外大企业的强势进攻时依然能屹立不倒呢？陈思危审视着 LT 公司，细细思考它的优势和劣势。

LT 目前能在华南地区酸奶冰淇淋市场上占据优势地位的主要原因是根本没有有力的竞争者。目前国内外品牌还没有全面进军这个市场，因此市场上和 LT 竞争的只有一些小企业，而它们的产品都是用酸奶冰淇淋粉制作的，在 LT 独特的配方和自己发酵的酸奶面前而言几乎没有竞争力，所以 LT 才能有这一段快速发展的好时光。除此之外，LT 公司在华南地区开设了 200 多家连锁店，也算是提前占有了一定市场份额。

乍一看 LT 的确优势颇多，可是细细想来，如果要面临国内外大企业的强势进攻，LT 目前拥有的这一点优势根本不算什么。国内许多冰淇淋和乳品企业都成立了自己的研发中心专门研制酸奶冰淇淋，国外的品牌则是有好几十年的技术的积累，而 LT 虽然有自己独特的技术，甚至申请了专利，却没有一个专门的研发中心，难以形成技术优势。技术上未必占优势，论及资金雄厚程度，更是远远不及。国内外大企业雄厚的资金可以支撑它们快速扩张占领市场，LT 虽然已经在华南地区打下了一定基础，却没有能力去抵御冲击。

说到劣势，陈思危不由得更加头疼起来。LT 公司的连锁店数量和销售额在原有创业团队的带领下在过去几年有了快速增长，然而这可喜的增量背后，却藏着一个不小的隐患。连锁店数量和销售额的大量增长意味着采购的鲜奶数量也不断增长，然而 LT 公司这两年飞速扩张，导致物流配送中心的建设速度远远落后于连锁店扩张的速度。这样一来，分散在华南地区的 200 多家连锁店中有许多家店都无法及时获得鲜奶和酸奶补充，只能从各自采购鲜奶。无法集中进货，导致连锁店无法发挥规模经济的作用，难以节约生产成本，2010 年有 48 家连锁店，2011 年有 109 家连锁店，相应的营业成本分别为 2500 万元和 4200 万元，营业成本几乎是与连锁店数量同比例增加，因此几乎完全没有发挥连锁店的规模效益，除此之外，还会因为鲜奶货源的不同，导致产品味道有差异，从而影响公司口碑。

获取竞争力的关键是利用核心技术推出核心产品，因此陈思危认为这盘棋上非常重要的一子就要落在产品研发上。国内冰淇淋和乳品企业都成立了酸奶冰淇淋研发中心，LT 也要抓紧成立自己的产品研发中心，唯有如此，才能继续保持产品的优势。

建立产品研发中心固然重要，但是配送中心的建设也是不可或缺的一子。配送中心是连锁经营的中枢，它一端连接着厂商，另一端则连接着各个店铺。如果物流配送中心建设不到位，就会导致连锁店发展到一定数量便停滞不前，会严重影响其后续发展。此外，配送能力的强弱还直接决定了连锁企业经营成本的高低，从而影响企业的盈利能力。LT 公司在过去几年专注于扩张市场而忽略了配送中心的建设，很大原因是因为缺少这方面的经验，目前有了 CDF 的鼎力支持，这个问题就可以迎刃而解了。

产品和渠道有了保障，货源就是最大的问题。站在战略的高度上考虑问题，陈思危提出了联合上游鲜奶生产厂家的计划。一旦联合了上游的牛奶生产厂家，从此以后 LT 不仅仅拥有了稳定的供货商，还能形成产供销一条龙的产业链。

建立研发中心和配送中心，联结上游生产厂家这三子一落下，局势便成。此后无论面对的是何等冲击，LT 公司都不会一击即倒。

2.6 引入第二阶段风险投资

至 2012 年 LT 公司在华南地区拥有 50 多家直营店，平均每家店每月的营业额也达到 10 万，但是由于配送中心建设落后于发展速度，没有实现连锁经营节约成本的作用，除此之外，研发产品和扩张占去了大量资金，目前 LT 公司根本没有足够资金独自完成产品研发中心和配送中心网络的建设。

因为 LT 公司在过去两年中达到了对赌协议中的目标，因此可以获得 CDF 下一阶段的资金注入。对于 LT 公司而言，或是幸事；对于李立新等创业者而言，却未必如此。此前的李立新管理层队伍和 CDF 以股权及以下一阶段的投资为赌注，迫使李立新不得不为了保住控制权，或者说是获得下一阶段的投资而将公司的管理经营权让与他人。

CDF 主动提出了为 LT 公司注入第二阶段风险投资的建议，依照协议，CDF 为 LT 公司注入 1200 万元风险资本，此外，李立新也提出注入 400 万元。截止 2011 年 12 月 31 日，LT 公司公允价值为 2400 万，如果按照投资方投入的资金占增资后的 LT 公司净资产公允价值的比例确定投资方在 LT 公司所占的股权比例，LT 公司的股权结构变为：CDF 持股 54%，成为 LT 公司的实际控制人；李立新持股 24.4%，罗云和封鸿各持 7.2%，其他等人共同持有 7.2%。

李立新等创业者对于 CDF 这一阶段的风投颇有异议，CDF 即将成为公司的实际控制人，这对于李立新等人而言难以接受。此前李立新既是迫于第一次对赌协议的压力，同样也是真心信服陈思危等人的能力，才心甘情愿将公司的管理权交与陈思危，但是这一次如果再失去控制权，LT 公司就几乎完全落入 CDF 手中。

正在李立新为此心烦之时，陈思危找到他，表明了合作的想法。对于陈思危而言，CDF 是风险投资商，他正是因 CDF 重金聘请才来到 LT 公司，可这并不意味着他会一直支持 CDF。陈思危是职业经理人，而以 CDF 的逐利本质，若是在利益和 LT 公司的长远发展中做一个选择，必定会选择利益，因此陈思危和 CDF 在短期内可合作，长期必定会发生冲突。但是对于陈思危而言，李立新等人既是股东，也是创业者，更是原来的管理层。相比较于 CDF，李立新更愿意支持对 LT 公司发展有利的决定，因此陈思危和李立新虽然曾经关于公司的发展问题产生争议，可若是利益一致，也能够合作下去。

对于李立新而言，CDF 已经用事实给了他教训，陈思危却为 LT 公司的发展做出了不少贡献，若是一定要选择一个同盟，陈思危是不错的选择。因此，他提出了管理层激励方式，即基于 LT 公司业绩增长的对赌协议。协议内容为：如果 LT 公司从 2012 年到 2014 年的净利润达不到 800 万、1500 万和 2000 万，则 CDF 要更换管理层；如果 2014 年 LT 公司的净利润达到 2500 万，则 CDF 和李立新无偿将 10% 的股权激励给 LT 的管理层，并且增加管理层在董事会的席位。

3 资本无情

3.1 痛失上市机会

CDF 投入的 1200 万元资金到位以后，陈思危也开始执行谋篇布局的计划。在 CDF 的帮助下，于 2012 年 8 月建立了 LT 产品研发中心，为了增加卖点，满足消费者的多样化需求，每 3 个月定期推出新产品。

为了帮助 LT 公司尽快完善华南地区的配送中心建设，CDF 特意聘请了一支为国外连锁巨头做物流配送的团队来 LT 公司，为其规划物流配送中心的建设，并传授经验。在这支团队的帮助下，2012 年 4 月，LT 公司在华南境内构建了一个初步的物流配送网络，这个配送网络的节点是一个个配送中心，每个配送中心都设立在 100 家连锁店的中心位置，其辐射半径大约为 200 公里。在建立好物流配送中心之后，LT 公司的经营成本得到了控制，公司的盈利能力有了大幅增强，LT 公司的销售净利润率和营业利润率都有了较大幅度的增加，其中销售利润率从 6% 增加到 10% 左右，营业利润率则从 8% 增加到 13% 左右。销售净利润率和营业利润率都是衡量企业获利能力的指标，根据这两个指标变化的情况来看，陈思危此举帮助 LT 公司减少了经营成本，使得 LT 获利能力有显著提升。

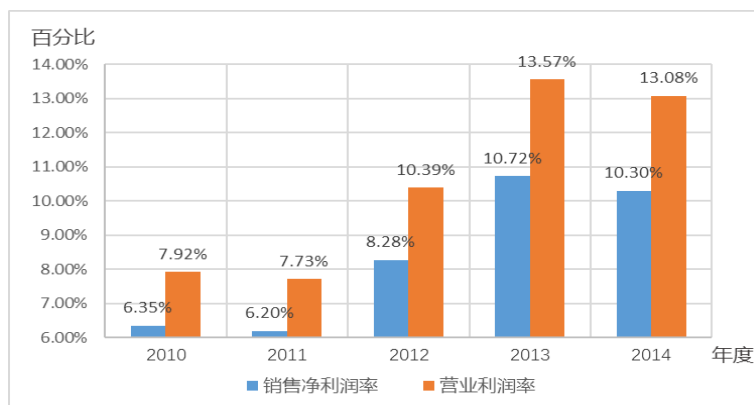


图4 获利能力指标

在建立产品研发中心和完善配送中心的建设之余，LT 公司还一边利用 CDF 的关系网络与附近较大的牛奶生产厂家形成了合作伙伴关系。

LT 公司的布局逐渐成型，从此在华南市场的地位难以撼动。此前陈思危就有进入华东市场的意图，早早派遣了一支队伍到华东进行市场调研，如今市场调研已经完成，又有华南市场的成功经验可以借鉴，就开始逐步推进进入华东市场的计划。仿照华南市场的模式，陈思危在华东地区也采取“直营+加盟”的方式铺开连锁店，并且为了尽快占据市场，连锁店的开设以加盟店为主；吸取了华南市场经验，这次陈思危特别注意配送中心与连锁店的同步建设；除此之外，陈思危还花 1000 万从国外引入了 2 条最先进的酸奶生产线，还为所有连锁店配备了最新的 Stoelting 酸奶冰淇淋机。

CDF 投资 LT 公司已经 5 年有余，这在几年中，LT 借助 CDF 的资金和增值服务在成长潜力和盈利能力等各个方面都有了较大的进步，步入了高速发展期，未来 LT 公司的发展更多依赖于自身而非增值服务，因此 CDF 到了准备退出的时候。

目前全国宏观经济状况发展比较平稳，股票市场状况则比较火爆，从 2009 年到 2014 年，股市熊市逐渐走到尾声，牛市即将到来。于 LT 而言，天时地利人和，正是上市的好时机。对 CDF 而言，CDF 投入风险资本已经 5 年，LT 也在自己的帮助下从一个初创企业发展成高速成长期的风险企业，如果能在本轮牛市之初帮助 LT 上市，则能在较短的时间内获得足够丰富的回报，是最理想的退出方式。风险企业家和风险投资者都看好这次机会，双方便敲定以上市方式退出，此后各方都开始紧锣密鼓准备上市事宜。

2014 年到 2015 年各方都在全力以赴准备在国内中小板的上市事宜，2015 年上半年的牛市更是给了投资者信心，也给了 LT 和 CDF 积极信号，然而好运气并非每一次都眷顾 LT 公司。天有不测风云，股市更是难以预料，上半年异常火爆的股市到了 6 月中旬开始暴跌，其严重程度堪称股灾，投资者始料未及，LT 和 CDF 也只能扼腕叹息。从 6 月到 8 月，股市经历了两轮暴跌，这两轮暴跌冲散

了投资者的投资热情，也让 LT 公司不得不放弃这一次的上市机会。

3.2 得而复失

作为风险投资机构，CDF 投资一家企业的目的只是抛售所持股份，从中赚取巨额利润。因此在 LT 上市无望后，CDF 就开始寻求出售 LT 股权的机会。

之前 CDF 和 LT 公司关于 2012 年到 2014 的业绩签订了一个对赌协议，如果 LT 公司在 2014 年的净利润达到 2500 万，则 CDF 无偿将 10% 的股权转移给 LT 的管理层；反之，则有对应的惩罚。而 LT 公司在 2014 年的净利润达到了 2925 万，超过了目标，因此 LT 公司管理层陈思危等人获得 CDF 和李立新无偿转让的 10% 的股份。

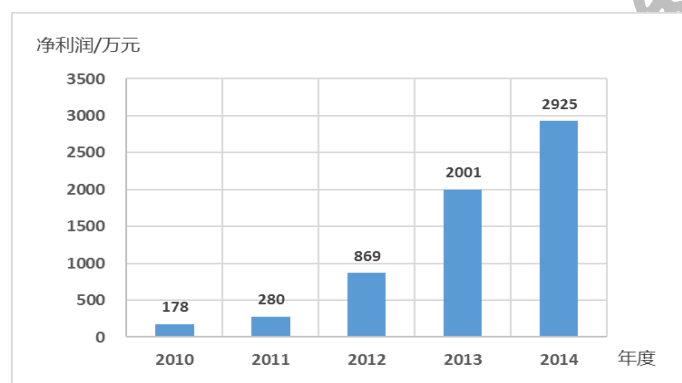


图 5 LT 公司净利润增长

获得股权转让之后，LT 公司的股权结构变为：CDF 持股 48.9%，为第一大股东；李立新持股 22.2%，陈思危等管理层持 10%，罗云和封鸿各持 6.3%，其他等人共同持有 6.3%。

如今在陈思危等管理层的努力下，LT 公司达到了业绩目标，陈思危获得股权转让，李立新如愿以偿，CDF 终究没有获得控制权。但是没有想到，CDF 早有打算。

为了达到利益最大化，CDF 还是想先控股，左右公司的决策，从而把 LT 公司整体出售，而不仅仅是转让自己手中的股份。但是 CDF 知道李立新、罗云和封鸿三人一体，想要获得他们的股权转让基本不可能，陈思危等管理层更是无望，只能从其他人入手。在 CDF 的辗转努力下，其他人原本持有的 6.3% 的股权落入了 CDF 的手中，这样一来李立新等人就失去了控制权。

3.3 GM 展露收购意向

GM 乳业是中国领先的高端乳品引领者，其主营业务是各类乳制品的开发、生产和销售，包括鲜牛奶、新鲜酸奶、乳酸菌饮品、常温牛奶、常温酸奶和奶粉等。作为中国乳品行业最大规模的乳制品生产、销售企业之一，GM 在多年前就看中了酸奶冰淇淋这个新兴市场。在国内其他乳品和冰淇淋大企业都在为进入酸奶冰淇淋市场而成立酸奶冰淇淋研发中心或向国外品牌取经之时，GM 却选择了静观其变。静观其变是为了谋而后动，在 GM 看来，与其花费大量的人力物力与时间成本去研发产品和开拓市场，不如“坐享其成”。等待市场中的小企业们在最初的激烈竞争之后角逐出优质的、有潜力的企业，再选择合适的机会收购它。

根据 GM 多年来对于酸奶冰淇淋市场的关注，LT 是最符合收购要求的企业。在 LT 公司还没有获得第二轮风险投资之前，或许它只能是一个备选企业，有一部分市场和产品，却没有真正能够站稳脚跟的优势。但是当 LT 获得第二轮风险投资后，它就成了 GM 必夺的对象。获得第二轮风投之后，LT 迅速在华南、华东市场布局，不仅成立了产品研发中心，稳固了技术优势；还完善了配送中心网络的建设，将生产成本逐渐控制下来；甚至与上游生产厂商合作，保证了鲜奶的供应。LT 的布局可以说是为 GM 未来进入酸奶冰淇淋市场奠定了良好的基础，核心技术、分销渠道和奶源都有了。

此前 LT 公司一直发展比较顺利，直到最近传出上市失败的消息，GM 决定趁此时机一举拿下它。GM 首先与 LT 公司的管理层进行接触，但是陈思危等人的反应比较冷淡，没有将经营多年的企业拱手让人的意向，因此 GM 转而与 LT 的第一大股东——CDF 协商。

在 CDF 看来，除了上市之外，以并购方式退出是最好的方式，并购不仅仅能比 IPO 更快地收回投资，而且只要找到合适的收购者，CDF 就能以高价将 LT 卖出。此时 GM 找上门来，对 LT 志在必得，正是那个“合适的”收购者。LT 不但拥有专利产品及其配方，还拥有遍布华南和华东市场的配送中心及连锁店，是 GM 眼中的完美猎物。只要收购了 LT，GM 就可以快速进入酸奶冰淇淋市场，完成其战略目的。如此一来 GM 绝不会让 LT 落入其竞争对手之手，用高价来全部收购 LT 公司是必然，这正是 CDF 所预见的。

3.4 控股权之争

CDF 这边不成问题，只要 GM 愿意付出足够丰厚的价格，就能够获得 CDF 手中的股权，然而 LT 管理层冷淡的态度让人很难猜测其真实想法。为了说服陈思

危等人，GM 抛出了一个足够有吸引力的筹码，GM 提出在并购之后除了不改组 LT 公司原有的管理层，并提出了一个股份期权报酬激励计划。

GM 提出的这个条件的确有很大的诱惑力，LT 公司的管理层不仅可以通过 GM 的整体收购实现股权的变现，获得一大笔资金，还能继续经营管理 LT 公司，让 LT 公司按照自己的意愿发展。条件如此丰厚，而陈思危的态度却由冷漠转变成了坚决拒绝。在陈思危看来，LT 公司目前发展的很好，只要按照规划继续发展下去，未来一定能抓住合适的机会上市。但是 GM 作为预谋许久的战略收购者，一旦并购了 LT，就会把它变成 GM 的附属，从此以后 LT 公司就会失去其独立性，公司未来的长远发展必定会受到并购方战略计划的限制，从而难以维持自身的发展目标。

陈思危意志如此坚定，GM 便先派人与其他股东——李立新、罗云和封鸿等人协商，只要他们都同意被收购，仅持有 10% 股权的陈思危等管理层就没有任何办法再阻止收购。然而令 GM 意外的是，这三位股东也坚决反对被收购，尤其是李立新。其他两位股东的不同态度让 GM 找到了可趁之机，于是派人暗中与之协商。在 GM 的游说鼓动下，罗、封二人也不再坚定。罗云、封鸿等人之前跟着李立新奋斗多年，这些年更是极力支持陈思危的工作，然而这些年公司盈利不少，年终利润却极少用于分红，而是用于下一年的发展，对此几个人都没有异议，可是长期如此，难免会滋生不满的情绪。这一次 GM 提出的收购计划正戳中几人心中的痛处，能让几人变现手中的股份，获得一笔不小的资金，罗、封几人求之不得。但是碍于多年情分，也只得严词拒绝，如今在 GM 的极力游说下，罗云、封鸿等人在心中已经逐渐倾向于被 GM 收购，却也不得不考虑李立新和陈思危的想法，只能悄悄与 GM 达成合作协议。

3.5 收购与反收购之明争暗斗

李立新和陈思危自从上次合作之后就坚定站在同一战线，二人本想通过对赌夺回 LT 公司的控制权，这样一切都可以回到正确的轨道上，却没料到 CDF 留了后手，即便暂时夺回了控制权，CDF 也有能力让己方的队友“叛变”，重新拿回控制权。CDF 对于己方队伍的瓦解分化对李立新形成巨大的打击，自己引以为傲的信任和忠诚在诱惑面前不堪一击。这一次的教训让李立新再一次受到了教训，两人对于如何反击 GM 的收购更加谨慎起来。

目前 GM 与 CDF 正在协商股权转让事宜，一旦决定下来，就会向其他股东发出股权优先购买权转让征询函，这正是二人翻盘的机会。目前还没有发出征询函，就意味着有更多的时间来应对。一旦发出征询函，其他股东就要考虑是否行使优

先购买权，而这个时间期限只有 30 天。如果其他股东不行使优先购买权，则视为同意股权转让，那么 30 天的期限一到，CDF 手中持有的 52.9% 的股份就将落入 GM 手中，GM 将成为 LT 公司的实际控制人，此时一切都成定局，再怎么采取补救措施也无济于事了。但是如果二人决定行使优先购买权，一切都还有挽回的可能。如果能够通过行使优先购买权受让 CDF 手中的股权而重新获得公司的控制权，则可随之化解 GM 的收购压力。

两人对于这唯一的机会很是谨慎，希望能找到一个绝对稳妥、又不需要付出太多现金的受让比例。李立新和陈思危作为股东，可以主张全部行使或者部分行使优先购买权。如果主张全部行使，那么基于《公司法》所规定的同等条件，要付出和 GM 一样多的资金来购买 CDF 手中的股份，然而以其李立新和陈思危等几人之力量，根本无法承担如此巨额的现金支付，因此只能主张部分行使。目前李立新手中持有的股份为 22.2%，陈思危等管理层手中持有的股份为 10%，罗云、封鸿手中各持 6.3%，总共为 44.8%，只需要再获得 5.3% 就可获得公司的控制权。然而有了上一次的经验教训，也看出罗云、封鸿等人对于收购虽然表面上不动声色，心中却另有想法，李立新不敢再坚信他们这一次依然会站在自己身边。如果不考虑这些人，需要获得 17.9% 的股份才能得到控制权。罗、封等人是否可信、如何抉择受让的股份比例，成为了李立新和陈思危需要认真思考的一个大问题；除此之外，如何获得如此巨额的资金同样令人头疼。

正在李立新和陈思危等人为未来这一战奔走筹资之时，GM、CDF 和罗云、封鸿也在密谋如何说服李立新和陈思危同意股权转让。历数两人这些年为了 LT 公司的发展和夺回控制权所做的努力，就知道他们绝不会如此轻易罢休。

既然无法说服，GM 和 CDF 等就打算迫使他们答应。目前几方争执的焦点就是股权，对方知道若是 CDF 手中的股份转移到 GM 手中，他们就几乎没有回天之力，因此 GM 和 CDF 断定陈思危和李立新若是要反击，必定从股权方面下手，也就是行使优先购买权。虽说以陈思危等人和李立新目前的能力，想要筹集到巨额资金来获得 CDF 手中的股份，从而获得 LT 公司的控制权来实现成功阻击 GM 收购的目的几乎没有可能，但是也不排除能筹集到足够多的资金。为了杜绝任何可能，CDF 和 GM 协商从根本上阻止陈思危和李立希行使优先购买权，也就是通过修改公司章程来剥夺股东的优先购买权。

股东大会决议修改公司章程，需要代表三分之二以上表决权的股东通过。目前 CDF 方只持有 55.2% 的股权，罗云、封鸿各持 6.3%，想要通过剥夺股东优先购买权的公司章程，CDF 至少还要得到罗云和封鸿的支持。罗、封二人原本只想将股权转让给 GM，不想再做任何伤害李立新和陈思危情感的事情，如此一来，要在股东大会上公开表明自己的态度，二人觉得颇为为难。义利难以两全，二人最终

还是选择了利。

3.6 鹿死谁手

GM、CDF 和罗云封鸿等人协商好之后，CDF 作为 LT 的大股东便提议召开股东大会。陈思危和李立新二人在看到这一次提议的事项是剥夺自己的股权优先购买权时，就明白对方已经夺得先机，自己没有任何机会了。对方主动提议召开股东大会，那么必定有十分把握通过决议，这样一来行使优先购买权这条路就彻底被封死了。CDF 一招致命，不仅让两人多日来为筹资所做的努力全都白费，还不给他们留下任何退路，只能被迫接受 LT 被并购的命运。GM 的正面进攻、CDF 的利益至上和罗云封鸿的背后一刀，让陈思危心灰意冷，斗志全无。当初陈思危在为筹资作出最后的努力时就想着尽人事、听天命，如今真正面临，才感觉到痛心疾首。痛苦的陈思危自看到提议之日起，就将自己与外界完全隔绝开来，连劝说他不要放弃的李立新也不见，一个人在办公室思考了许久，烟头扔了一地。在这三天里，陈思危下定决心，如果 LT 公司一定要被 GM 并购，那么自己可以同意将所持股份转移给 GM。

陈思危的沉寂引起了其他几方的注意。在 GM 看来，陈思危这是对 LT 将被并购这件事作出了妥协，李立新也不足为患，GM 胜局已定，一切都只要按照流程走下去即可。既然陈思危不会影响到 GM 的收购，因此 GM、CDF，甚至是罗云和封鸿都并没有对他的态度太过在意，反而是另一群人对于陈思危的消沉十分关注。

这一群人在这次关乎 LT 公司命运的抉择中几乎被所有人忽视，却是 LT 公司的利益相关者，这些人包括 LT 公司的员工、供应商和加盟商等。这些年 LT 公司在陈思危的带领下越做越大，越做越好，这些群体也从中获利不少，因此十分信任陈思危的能力，并不希望他成为此次利益纷争的牺牲者。对于 LT 公司的内部员工而言，陈思危的出现让 LT 公司发生了质的变化，陈思危是他们的支撑，如果陈思危不再领导他们了，也就没有必要继续留在这个公司了；除此之外，他们虽然很感激 CDF 这些年为 LT 公司的发展做出的贡献，却不能忍受 CDF 翻脸无情，将 LT 公司说卖就卖，因此极力反对 LT 公司被并购。对于供应商而言，如果 LT 公司被 GM 并购，而 GM 有自己的牛奶生产基地，以后说不定就会终止合作，直接从内部供货，这样一来就会失去一个长期稳定的大买家，对于供应商而言损失不言而喻，是绝对不能容忍的。对于加盟商而言，这些年与陈思危合作十分愉快，未来如果要换一个合作对象，对方未必能像陈思危一样给予现在这样宽厚的条件；此外如果并购，酸奶冰淇淋也只能是 GM 的业务之一，不但不能得到 GM 的全

力支持，GM 说不定还会借助 LT 原有的连锁店推出 GM 的产品，这样一来加盟商也要面临较大的风险，一方面店内的陈设要随之变化，员工也要接受新的培训，经营理念也会生变化，最重要的是销售的产品未必能带来同样的利润，因此加盟商对于 LT 被并购也十分抗拒。

陈思危以为自己孤掌难鸣，却不曾料想还有这么多人站在他的身后，只是被他忽视了。被忽视的 LT 公司的员工、供应商和加盟商在之前的股权争夺战之中并没有表现出倾向，只是静观其变。如今局势大定，GM 收购 LT 几乎成为定局，陈思危更是抛下一切不闻不问，LT 的利益相关者再也不能坐视不管。在 CDF 提议召开股东大会后的第五天，LT 公司的一些员工代表、供应商代表和加盟商代表会见了 LT 公司以罗云、封鸿等为代表的董事会成员，提出了希望保留陈思危和李立新股权优先购买权的诉求。对此，罗云封鸿等人暂时未做回应。三天之后，华南地区的员工开始大规模的罢工行动；于此同时，华南、华东地区的核心供应商也开始停止供货，LT 陷入断粮的危机之中；除此之外，不少加盟商也纷纷表示将尽快退出加盟。在接下来的时间里，LT 公司陷入一片混乱之中。

罗云、封鸿等人也不得不重新考虑站队的问题，毕竟如果工人全都罢工辞职，加盟商也纷纷离开，这对于 LT 的伤害十分巨大，如果真为了一己私利对 LT 形成这么大的伤害，罗、封等人终究于心不忍。罗、封等人犹豫不决，CDF 和 GM 却觉得这些人既是为了利而来，那么许以重利，他们就会息声敛口。在 CDF 和 GM 看来，只要 GM 承诺给 LT 的员工足够好的待遇，他们就会安心继续待下去；对于供应商，只要答应他们继续合作，保证他们可以继续供货即可解决问题；对于加盟商，采取同样的政策，保证他们的利益即可。

股东大会的日期一日日逼近，GM 与这些利益相关者联系的次数也更加频繁起来。沉寂了许久的陈思危，看到各方为自己、或是说为他们各自的利益而做出的努力，也决定振作起来，开始积极寻求各方的帮助。

陈思危、李立新、罗云、封鸿、CDF、GM、LT 员工、供应商和加盟商，任何一方都在为自己的利益进行明争暗斗。股东大会将如何落幕，谁都无法知道。

(案例正文合计 13,380 字)

Delimma for LT Company to Introduce Venture Capital

Abstract:

The introduction of venture capital not only provides funds and management support for start-up enterprises with great development potential, but also gives rise to a threat to the control of enterprise, especially in the venture capital exit stage. This case describes the introduction of venture capital by LT Company, agreement on gambling with VC, value-added service, scrambling for equity, anti-acquisition by strategy investors, as well as the debates among shareholders involved. It inspires the shareholders to think about how to deal with the venture capital and ensure the control of enterprise.

Key words: Venture capital; value-added service; enterprise control; venture capital exit; strategic buyout.