

瑞幸咖啡，妖娆赴死



北京时间2020年5月20日，已经停牌43天的瑞幸咖啡恢复交易，却不是王者归来，而是盘前闪崩50%，一如所料。

1美元的退市线在前面招手，但是瑞幸很可能撑不到“一美元退市”的终点。纳斯达克的“退市通知”让结局提前到来。

01

“被摘牌”的意料之外、情理之中

北京时间5月19日晚间，瑞幸咖啡在官网发布通知，公司于5月15日收到了美国证券交易委员会上市资格部门的书面通知，纳斯达克交易所决定将公司摘牌。

这不是“死刑立即执行”的最后判决。因为根据纳斯达克上市中心网站的信息显示，上市公司必须在收到摘牌通知的7个自然日内提出召开听证会的请求，公司可以选择口头或书面形式的听证会，听证会费用为10000美元。

听证会上，企业约有50分钟时间进行陈述，听证委员会通常在听证会后的30天内公布书面决定，在此之前上市公司可以继续维持上市。

也就是说，只要瑞幸愿意，还将在纳斯达克继续存在一段时间。但是，在纳斯达克的摘牌决定公布之后，“维持继续上市”对瑞幸而言会相当难熬。北京时间的5月20日凌晨，纳斯达克表示，计划于美国东部时间5月20日上午7点（北京时间5月20日晚上7点）恢复瑞幸咖啡的交易。

如果没有“接盘侠”大举支持，瑞幸的股价很不乐观——4月7日，美股开盘前，瑞幸咖啡宣布停牌，当时瑞幸咖啡股价报4.39美元，跌幅18.4%，总市值11.11亿美元。

一个多月里，事态非但没有改善，还有持续恶化的迹象。中国监管部门的介入，钱治亚、刘剑被要求辞职，一片片乌云飘过。期望市场自动修复股价，显然不太现实。

纳斯达克给了瑞幸一击“绝杀”，通知其摘牌的强硬手段是史上罕见——至少此前20年未见先例，如此“大杀器”的用意也不难理解。

首先，瑞幸4月2日自曝之后，成为2001年安然事件以来性质最为恶劣的造假事件，在事件定性上已经没有翻盘可能。非常事件必须以非常手段来应对，纳斯达克没有其他选择。

其次，瑞幸在一片争议声中以一年半时间的“冲刺式”上市，旋即爆雷。参与其发行、审计、评级的多家机构饱受质疑，延烧至纳斯达克的声誉只是时间问题。加速瑞幸退市的快刀斩乱麻，尽快让事件转入行政监管及司法的专业领域，有利于相关各方止损。

还有，瑞幸事件爆发时间节点微妙，影响超出了经济领域。纳斯达克并

不希望因这一事件引致美国政府对市场活动的干预加大，及时切割瑞幸有利于减少后续的冲击。这对现有中概股以及有待上市的中概股多少都算有利。

因此，虽然瑞幸咖啡董事长陆正耀针对“摘牌”一事，表示出乎意料，站在纳斯达克的角度看却是情理之中。甚至在纳斯达克“封杀”之前，种种迹象表明，瑞幸已经被资本市场彻底抛弃。

02

香港两场官司透露出的“死亡信息” 纳斯达克的“绝杀”之前，瑞幸在香港地区的两场官司已经传出了“死亡信息”。

外媒Debtwire援引5月6日的法庭文件报道称，瑞幸咖啡董事长陆正耀的旗下公司已经起诉瑞信（瑞士信贷集团，2006年，更名为瑞士瑞信银行），这就是所谓“瑞幸起诉瑞信”。

实际上，起诉方并不是瑞幸，而是陆正耀的旗下公司、瑞幸股东之一的Haode Investment，要求后者就涉嫌违反一项已被加速的5.32亿美元贷款安排中的职责作出赔偿。

这是一起贷款爆仓事件。瑞信于4月3日代表其香港分行、高盛、巴克莱、CICC Hong Kong Finance、海通国际投资和摩根士丹利发出强制性提前还款事件通知。

另据美港电讯4月7日消息，在瑞幸咖啡（LK.O）股东Haode Investment公司（借款人）发生违约之后，根据一项价值5.18亿美元的保证金贷款安排，贷款人将对抵押品行使贷款人权利，即采取强制执行程序，涉及76,350,094股瑞幸咖啡美国存托股（ADS）。

Haode Investment的起诉就是阻止这一“强平”行为，值得一提的是Haode Investment申请禁制令，以禁止瑞信在香港以外的任何司法管辖区启动法律程序。无论这个官司的后续如何，瑞信代表的国际贷款人提前掐断了瑞幸的“水管”。

另一起在香港针对瑞幸的诉讼更为直白，这次瑞幸是被告。5月15日上午，14家境外投资者起诉瑞幸咖啡案在香港开庭。这14家都是债券投资者，而且都是最近才入“局”瑞幸。

今年1月，瑞幸宣布发行总金额最高为4亿美元的“可转换优先偿付债券”，票面利率0.75%，每半年支付一次，2025年1月15日到期，认购方可以行使超额认购权，额外获得6000万美元的额度。发行人不提供任何抵押。

“可转换”意味着在到期前，债券持有人可以按照54.60美元/股，将债券转换为瑞幸普通股。如果瑞幸能够实现“在2021年底开出10000家门店”的公开目标，那么这笔可转换优先偿付债券无疑捡了大漏——1月17日，号称拥有近

5000家门店的瑞幸股价一度创下了51.38美元。如果“万店”目标实现，股价逼近百元也不意外。

进则低价购股，退则回本取息，谁敢说这不香？4亿美元与额外的6000万美元额度在短短一周时间内即被抢购一空。然而，这些投资者手头的债券还没有捂热，浑水做空、瑞幸自曝接踵而至，一枕黄粱。

债券的金融属性不同于股票，司法路径更为简明，这就有了投资人正式打响索赔第一枪——干净利落地“法庭见”。而这还只是一个开始，发起起诉的14家投资者所持债券面值接近2亿美元，不到当时发行总量的一半。

“可转债坑”还不是全部，1月增发股票的大坑与之等量齐观。发债同时的900万股增发，加之超额配售的135万股，合计1035万，每股42美元，较7个月前IPO时发行价的257%，一共募集了4.3亿美元。

03

饕餮的资本盛宴

瑞幸的“接盘侠”队伍相当壮观。仅2019年四季度，就有64家机构进入瑞幸，如今大多淹死“小蓝杯”的杯底。

CRGI、孤松资本、摩根大通三家机构投资者在1月31日浑水匿名做空报告发布后并未有“撤离”打算，CRGI甚至一度增持8.8%。摩根大通在浑水做空报告发布后也曾增持5.87%，在4月2日瑞幸自曝财务造假次日其将股份减持至1.60%。CRGI、孤松资本在4月3日清仓瑞幸，彻底认栽。

这些国际资本豪门竟然在小小的咖啡杯中损失惨重，堪称中概股历史上罕见的“韭菜宴”。有韭菜汁的滋养，瑞幸曾经是一桌带着“那味儿”的财富盛宴——当然，这只有少数人能享受到。

董事长陆正耀和瑞幸前CEO钱治亚曾经因“小蓝杯”的高歌猛进身价暴增。2019年10月10日，胡润百富榜发布，陆正耀家族排名第195位，财富值180亿元人民币。同一榜单上，钱治亚以57亿元位列第736位。

2020年2月26日，《2020世茂深港国际中心·胡润全球富豪榜》显示陆正耀家族的财产达到240亿元人民币。同一榜单上，钱治亚女士的身价也涨到了120亿元人民币，身价翻番，“进步”幅度超过了老陆。

两位大佬不仅身价涨了，套现也很成功。根据瑞幸2020年1月8日披露的二次招股文件，董事会主席陆正耀、公司CEO钱治亚、陆正耀的亲属Sunying Wong分别质押了所持有ADS的30.0%、46.8%、100.0%，合计质押的ADS占到公司总ADS的24.1%。

一头是“不差钱”的财富猛增，另一头大举质押瑞幸股权的动作。陆、钱的饕餮相过于露骨，副作用不可避免——甩锅很难。瑞幸4月2日自曝22亿造假时，“大锅”套在COO刘剑头上时，迎来一片“嘘”声。

刘剑不是董事会成员，只有区区十万期权，还得十年为期，那么“敢拼”图什么？钱治亚被辞职后，有媒体评论说“不是断臂求生，只是陆正耀剪了一个指甲”，那么4月2日的刘剑连指甲都算不上，只能算是个皮屑……

事到如今，不管是皮屑、指甲还是断臂，乃至曾经“元气满满”的老陆本人，前途可能已经没有什么悬念。美国监管部门的定调之高有目共睹，这次中国监管部门的积极调查合作更是罕见。在整个太平洋的压力面前，百亿身家也罢，人脉深厚也好，都是“然并卵”。

尚有悬念的是所谓“神州系铁三角”的另外两“角”、瑞幸上市前最大的外部机构投资者——黎辉的大钲资本、刘二海的愉悦资本。在A轮和B轮投资中，大钲注资近1.8亿美元，愉悦资本投资了1.2亿美元。他们和陆正耀、钱治亚

都是“小蓝杯”缔造者，打造这把“中概股大镰刀”。

大钲资本的进退较为清晰。今年1月8日，大钲资本就减持了瑞幸咖啡3840万股，持股比例从14.79%下降至12.15%、套现2.3亿美元，减持后已收回当初对瑞幸资本的投资，但仍是瑞幸最大的机构股东。

大钲的说法是，这次减持是为了募集第二期基金——老股搭售以配合后续发行募资在美股上市公司中确实有，说得过去。按照《华尔街日报》的报道，黎辉知悉瑞幸的造假问题后，暂缓第二期基金对瑞幸的投资。也就是说，这次减持事实上落袋为安了。

公开信息显示，大钲对瑞幸最终减持至8.59%，减持幅度达到了6.2%，保守估计套现4亿美元左右，全身而退。从现有公开信息看，黎辉的大钲资本进退有序，看不出明显的破绽。成果也不错，保本之余，还有一倍左右的盈利。瑞幸的不幸，大钲的“侥幸”。

愉悦资本的情况有些扑朔迷离，在瑞幸的IPO说明书中显示，愉悦通过三家实体持有瑞幸16.13%的股份。

3月27日愉悦资本创始及执行合伙人刘二海卸任瑞幸咖啡审计委员会成员一事，愉悦资本方面对第一财经独家回应称，根据证券法规定，公司上市一年后，审计委员会成员都需要由独立董事担任，刘二海的卸任属于正常换届。

愉悦资本还强调称，至今尚未抛售一股瑞幸股票。此前刘二海也曾公开表示，“我和钱治亚一股股票都没卖，舍不得。”

4月4日愉悦资本在致合伙人的信中，就瑞幸咖啡一事作了回应。信称，愉悦资本闻听此事非常惊讶，大家的利益都受到了损害，因为未出售瑞幸的任何一股。

反正刘二海所称“一股没卖，舍不得”的好搭档、他亲昵地称之为“表姐”的钱治亚女士的“一股没卖”，大家都看懂了——“质押”是两个字，“卖”是一个字，小学生也看得出两者的不同。

到底“一股没卖”是文字游戏，还是超出文字层面的真实情况，会成为“灵魂之问”，刘二海迟早要做出回答。要么对愉悦的投资者，要么对太平洋两岸的监管机构，还有香港和美国的法庭。

瑞幸的故事脚本推进到今天，可以有把握地说“真相会迟到，但不会缺席”。等着，不着急。

03

结语

终场铃声没有响起之前，戏还要演下去。瑞幸还在“正常经营”，虽然各种迹象表明，它可能从未正常过。

财务造假的后果可大可小。在没有做空机制、没有集体诉讼的伪市场中，一张罚单了事，这就是个小事，甚至不是事。虽然所有人都明白这种撒谎和欺诈对资本市场乃至经济运作都是致命的毒药，但是依然如故。

可笑的是，在投资环境大为不同的彼岸案发后，“国货之光”、“割洋韭菜”还在广为传颂。还有死忠粉理直气壮地山呼“我就念折扣券的好”。“精致的利己主义者”看来，只要于“我”有利，一切都无所谓。但是，很快他们就会看到，“有利”只是深渊前的一毫米而已。

瑞幸的结局，其实已经不那么重要。但它留下的阴影却会成为中国企业走向海外资本市场的鸿沟天堑，多少中国企业的梦想和未来将会被“小蓝杯”吞噬？

“我就念折扣券的好”的小白们有没有意识到其中的损失？

洋洋自得的“精致利己”，却是最粗糙的愚蠢和卑劣，表征了人类的预见力会退化到何种地步。毫无道德感的智商自负，只会成为“专业人士”的饵料，比如在小蓝杯的甜腻中慢慢淹死。