

记者 | 周伊雪

编辑 | 文姝琪

瑞幸暴雷。

4月2日盘前，瑞幸咖啡披露公告称，在审计截至2019年12月31日的年报发现问题后，董事会成立了一个特别调查委员会。该调查委员会发现公司2019年二季度至四季度期间虚增了22亿人民币交易额，相关的费用和支出也相应虚增。

瑞幸称，此事系首席运营官刘剑以及向他报告的几名员工从事了某些不当行为，包括捏造交易。目前相关人员已停职。

关于此事还存在诸多疑点，包括公司管理层及董事会此前对于虚假交易是否知情，瑞幸上市的承销机构、审计财报的会计师事务所在其中是否尽责以及应当为虚假交易承担什么责任。

从2017年创立开始，瑞幸就一直是备受争议的公司。不止在于其高举高打的市场战略，还在于瑞幸短期内如火箭般蹿升的融资速度和估值。

瑞幸的创始团队和投资方关系极其紧密。瑞幸的创业故事也被认为是一个“熟人攒的局”。对此，瑞幸主要投资人、董事刘二海曾回应称，“再熟的朋友，也不会平白无故给我几百万美元，这都是投资行为，我们真金白银的投进来，说明我们认可这个模式，以及这样的估值。”

如今这个资本局随着曝出虚假交易宣告破灭。对于瑞幸曝出的虚假交易问题，界面新闻联系到刘二海，但截至目前未回应。愉悦资本方面则回应称：瑞幸是一家公众公司，以SEC官方披露信息为准。

“老朋友”的资本局

从创立到登陆资本市场，瑞幸仅仅用了18.5个月，刷新了一家从创立到IPO的全球最快记录。不过你如果了解瑞幸的操盘团队，对这样的速度就不会感到意外

。

瑞幸是由一群深谙资本游戏规则的“老朋友”们制造的。局中核心人物包括董事长陆正耀、CEO钱治亚，主要投资人愉悦资本合伙人刘二海和大钲资本合伙人黎辉。他们或许不那么懂咖啡，但是却极懂资本。刘二海曾说过，（创业公司）什么时候融资，融谁的钱，以及什么时候上市，他都和创始团队精密推演过。

在瑞幸之前，他们还曾联手打造过神州租车、神州优车两家公司，并将这两家公司分别送上了港股和新三板。在刘二海的个人简历上，瑞幸咖啡、神州租车和神州优车被作为典型投资案例列出。

无论是陆正耀、钱治亚、黎辉还是刘二海都与神州系有极深的渊源。陆正耀同时是神州租车和神州优车的创始人和董事长，钱治亚也是这两家公司的创始元老，并先后担任两家公司的COO(首席运营官)职务。

在神州租车和神州优车发展、融资直至上市的过程中，刘二海和黎辉都曾深度参与投资。

刘二海与陆正耀的交情最早可追溯至2005年。当时刘二海还在联想投资担任投资经理，两人相识第二年，刘二海就投资了陆正耀的早期项目“联合汽车俱乐部”。此后，陆正耀陆续创办神州租车、神州优车等项目，刘二海均参与投资。

黎辉曾任职美国华平投资亚太区总裁，此前职业生涯历经摩根士丹利和高盛。在华平投资期间，因投资神州租车与陆正耀建立了紧密关系。2016年，黎辉甚至还加入了神州租车的母公司神州优车担任副董事长，负责神州优车的战略和资本运作。

当钱治亚于2017年创办瑞幸时，这群老朋友又聚集在一起。陆正耀拿出数千万美元成为天使投资人。2018年7月，瑞幸完成2亿A轮美元融资，投资方为大钲资本、愉悦资本、新加坡政府投资公司（GIC）、君联资本。其中，大钲资本和愉悦资本分别为黎辉和刘二海所创立。君联资本则是刘二海的前东家。

五个月后的B轮融资，黎辉和刘二海继续追加投资。中金公司在这轮融资中成为瑞幸咖啡的新进投资方。短短的五个月内，瑞幸的投后估值从10亿美元翻倍涨至22亿美元。

中金公司的加入也有迹可循。原中金国际投资银行部执行总经理陈良芸与陆正耀早有相识。在中金期间，陈良芸负责了神州租车的赴美及其后在港上市的承销工作。2016年，陈良芸离开中金加入神州优车担任CFO和董秘，并全程参与神州优车的新三板挂牌上市。

在瑞幸上市时，中金与瑞士信贷、摩根士丹利、海通国际三家投行一起，成为瑞幸I

PO的承销商。大钲资本和愉悦资本也成为瑞幸上市前持股比例最高的投资方。

制造独角兽

作为一家咖啡公司，自成立以来，外界关注的不是瑞幸的咖啡多好喝，而是瑞幸各项数据和估值增长有多快。

在上市之前，18.5个月内，瑞幸的估值经过四轮融资迅速增至29亿美元。截至2019年3月底，共在28个城市开出2370家门店，累计交易客户1687万人次。按此计算，瑞幸已成为中国第二大咖啡连锁品牌，其曾宣称计划在2019年超越星巴克成为国内第一。

在中国的VC圈子里，早已经形成了一套制造独角兽的套路模式：一个市场空间巨大的行业，创始团队有过成功的创业经验，迅速融资，靠烧钱和补贴做大市场、提高用户数。不断增长的用户数和交易额又推高公司估值，吸引融资，如此反复。

瑞幸的不同之处在于，它比其他公司更要深谙这套法则，也比其他公司要更快。与其他公司相比，刘二海和黎辉所代表的VC资本在瑞幸的发展过程中参与程度更深。上述两家机构在瑞幸占有高比例股权，也深度参与瑞幸发展的各个阶段。

在瑞幸之前，融资、烧钱、以闪电战抢夺市场、上市就已经是陆正耀屡试不爽的打法。而刘二海和黎辉等资本也在过往押注陆正耀的经历中赚到过钱。

早在2007年，陆正耀成立神州租车，并在2010年底拿到联想控股的12亿元投资，其后迅速开启烧钱模式。将汽车租赁价格下调了30%-50%打价格战。2014年，神州租车在港股上市，首日涨幅达到29%。

神州优车的故事也如出一辙。从2015年7月到2016年5月不到一年的时间，神州优车进行了四轮融资，先后引入华平投资、云峰投资、浦发银行等多家战略投资者，总融资额超过100亿元。2016年7月，创立还不到20个月的神州优车登上新三板，交易首日市值高达417亿元，成为“新三板股王”。

神州租车上市一年后，黎辉代表华平投资减持了神州租车 7.09% 的股票，套现 3.96 亿美元，扣除2亿美元投资本金，实现1.96 亿美元收益。两年后，从2016起，神州租车的净利润开始下滑严重，现在神州租车的股价已经跌至上市时的三分之一。

神州优车自2016年上市至今，还没有实现经营盈利。

对于外界对瑞幸亏损却高估值的质疑，刘二海曾激烈地回应：“长期不赚钱，永远不赚钱，那是骗子公司。但短期不赚钱，意味着长期不赚钱吗？将来要赚钱，那得靠谁？得靠我们这些在一级市场上没有形成共识的时候去率先发现的投资人，得靠股票市场上这些机构投资者，我们是拿我们的钱在做事情，打嘴仗不顶用。”

2020年1月8日，大钲资本减持了瑞幸3840万股，持股比例从14.06%下降至12.15%，套现2.3亿美元。大钲资本表示，此次减持后，已收回当初对瑞幸资本的投资。同时，大钲资本仍然是瑞幸咖啡最大的机构股东，并持续看好瑞幸的长期发展前景。

瑞幸的最新披露的股权信息显示，截至2020年1月8日，陆正耀家族合计持有55%股权，为最大股东，此外，钱治亚及家族信托持有25.22%股权，愉悦资本仍持有瑞幸咖啡14.10%股权。

迷局仍未完全揭开

在4月2日公开的这份特别独立委员会出具的调查报告中，涉及22亿元虚假收入的“罪魁祸首”指向了公司COO刘剑。

据瑞幸此前披露，其在2019年前三季度营收分别为3.61亿元、9.09亿元和15.4亿元。虚增的收入几乎相当于二三季度收入的总和（24亿元）。

此次特别委员会由瑞幸的三位独立董事组成，包括邵孝恒、朴天若和魏源宗。邵孝恒自2019年5月起开始担任瑞幸咖啡独董，浑水的报告中指控邵孝恒称，其曾在18家在美上市的中国公司担任董事，其中4家被控存在欺诈行为，另外有5家是反向收购的借壳公司。

朴天若和魏源宗都是瑞幸在3月27日新任命的独立董事，朴天若曾在人人网等公司担任独董和审计委员会主席，魏源宗曾在正大集团负责供应链管理。

与陆正耀和钱治亚一样，刘剑同为神州系出身，在2008年至2015年曾担任神州租车车辆管理中心负责人，2015年之后担任神州优车收益管理负责人。2018年，刘剑加入瑞幸咖啡担任COO，并在2019年2月起成为公司董事。

据《瑞幸闪电战》（该书作者自称曾深入瑞幸咖啡内部，与一线员工及各部门高管进行访谈）一书中披露，瑞幸公司的COO负责监测每日的公司运作，并直接报告给CEO，需要全面负责公司的市场运作和管理；参与公司整体规划，完善公司运营管理等。从瑞幸的组织架构来看，COO可以被认为是除了CEO之外负责日常运营的二

号人物。

刘剑曾如此概括自己的职责范围：“简单来说，与收入、成本相关的事物我都要管。我要监控所有部门运行的指标，包括效率指标、财务指标。”

目前，瑞幸的董事会共计10名成员，除了4名独立董事外，另外六名董事为公司的创始人、高管及投资方：陆正耀、钱治亚、郭谨一（高级副总裁）、刘剑、黎辉和刘二海。

在这份调查报告出炉之后，有关瑞幸的谜团没有变的更少，而是更多了。

从3月27日设立调查委员会至4月2日，短短5天时间，由三名独立董事（包括两位首次接触瑞幸的独立董事）就调查出瑞幸虚增22亿元交易额的惊天信息。如果COO刘剑的个人造假行为已经持续了三个季度，公司管理层及董事会却对此完全不知晓，这与常理不相符。

有律师分析称，后续SEC的调查重点将是公司管理层及董事会是否对造假行为知情以及是否尽力做挽救。

如果后续调查显示公司管理层参与或者知情数据造假，则将面临巨额罚款和诉讼。如果完全不知情，至少说明该公司管理存在严重漏洞，这也会令瑞幸咖啡一蹶不振。

“瑞幸咖啡作为法人，是财务造假的主要受益者，甩锅给COO个人是很难成立的，COO个人也很难凭一己之力完成这种级别的造假行为，预计瑞幸咖啡以及管理层均会被SEC调查并最终承担各自应有的责任。”上海杰赛律师事务所证券部主任王智斌对界面新闻分析称。

除了瑞幸公司董事会和高管团队外，链条上的其他中介结构，包括上市时保荐机构、律所、审计财报的会计师事务所在其中是否有失职之处也有待更多调查。

（界面新闻记者余晓晨对此文亦有贡献）