



琥珀金融帮



中经金融



中经社区金融

主编/张荣旺 编辑/夏欣 美编/李琼 校对/彭玉凤 zhenglipeng@cnet.com.cn 611982852@qq.com

2000亿资金蜂拥离岸信托 雷军、孙宏斌等富豪“移师”境外 B5

徐明星4亿入主前进控股 B7

多家基金公司高管变动 基金经理“离职潮”提前 B10

稻蕴资本陷易到“滑铁卢”

本报记者 屈丽丽 北京报道

所有的偶然都是必然。

2017年7月从乐视接盘，以控股股东入主易到的稻蕴资本集团有限公司(以下简称“稻蕴资本”)曾在2018年初定下小目标，“让易到回到自己应该的市场地位”。然而，令稻蕴资本创始人温晓东没有想到的是，一年之后，易到不仅没有成为他“未来事业的重要构成部分”，反而不得以一半的价格出让其持有的易到股权。

股权转让困境

“易到卖不掉的，很难。易到不成功，便成仁，未来烧钱行业一半都得死。”

稻蕴资本公布了“关于向全社会公开出让易到股权的声明”，向社会公开招募有意愿布局网约车行业、具有社会责任感的企业入股易到，并公布了联系人闫玮的电话和邮件。

到底什么样的“接盘侠”能够抛开易到的潜在风险，找到真正的协同价值如今仍无谜底。

而据消息人士透露，“在此之前易到曾错过了两次融资机会。”

或许，正是私下融资的失利以及“老赖”名单背后潜伏的债务风险，让一向低调的稻蕴资本走上前台，一方面与贾跃亭对战，另一方面公开寻找接盘人。这也进一步凸显了易到股权融资的困境。

应该说，这一困境由来已久，无论是易到创始人周航时代，贾跃亭时代还是现在的温晓东时代，围绕易到的股权融资一直不太顺畅。

还在周航时代的2015年，易到因为对资本能量的错误预判首尝“恶果”，“手里无粮”的易到因为无力参与补贴大战，“只能转着圈打外围，根本进不了核心战场”。最终，不得不出让70%的股权接受乐视投资。

紧接着进入贾跃亭时代，“充100送100”“寅吃卯粮”的政策虽然让易到重回行业第二的位置，为其在资本上的“解套”铺平道路，但也给易到的未来埋下了巨大的“包袱”。

专注产业投资的温晓东，勾勒了“文旅+出行”的宏伟蓝图，却由于对易到的债务风险缺少足够的预判而越陷越深。

2018年初，温晓东曾接受媒体群访，谈及易到实际资金缺口与其预期的差距时，温晓东表示，“绝对金额上跟我们的预期差不多，但实际操作上比我们的预期复杂。”

稻蕴资本最新发布的声明显示，“在其接手易到股份之时，贾跃亭承诺易到到股份整体负债不超过23亿元，但入主后才发现易到到股份整体负债由承诺的20余亿飙升

到近50亿元。此外，中泰创展通过易到股份提供给乐视的14亿元欠款无须稻蕴资本承担的承诺也未兑现。”

在这份声明发布前一个多月，受累于易到的债务问题，在产业投资领域纵横四年有余的稻蕴资本及温晓东被列入“老赖”名单。根据北京市第三中级人民法院公布的信息，易到大股东稻蕴资本因未

按执行通知书指定期限履行生效法律文书确定的给付义务，依照相关法律法规对稻蕴资本采取限制消费措施。

显然，时隔一年半之久，由贾跃亭一手创造又一手推倒的乐视系多米诺骨牌效应仍在发酵，在救助易到问题上，外界能看到稻蕴资本和温晓东的努力，但同时也看到了其面临的“融资难”和“商业模式再创新”的困境。这也恰恰是投资乐视系资本以及私募股权资金当下普遍面临的问题。

公开信息显示，2018年4月，中信银行通过其子公司信银投资完成对易到持股18.18%，但没有披露具体的融资金额。在此之后，来自赫美集团的融资虽然让易到再燃希望，但最后，却因种种原因无果而终，此后再无落地的融资信息发布。

几乎同一时期，滴滴获得了韩国未来资产Mirae Asset 2.648亿美元投资，并在2018年7月获得了Booking Holdings 5亿美元战略投资，这还不包括其2017年获得的高达95亿美元的战略融资。

同样专注出行领域的神州专车2018年的融资虽稍显低调，但其在2017年通过定向增发融资70亿元。

不难看出，在资本裹挟的网约车领域，缺少资本注入的易到已经越来越颓势。对比稻蕴资本两次声明披露的数据不难看出端倪：

2017年7月14日，稻蕴资本发布“关于易到的情况说明”中表示，“易到能够生存的核心在于超过4000万用户和600万平台车主，这将是稻蕴资本和易到奉若明珠的价值源泉。”

然而，在最新的股权转让声明中，稻蕴资本对易到相关数据的描述就已经模糊化——“易到目前开展业务城市100余个，拥有城市牌照60余个，数千万注册用户，数百万注册司机”。这让业界猜测易到面临着用户和注册司机流失的问题。

更糟糕的是，最有望接盘的网约车行业对易到的评价也缺乏支持力度。一位专车出行领域企业负责人就直言不讳地告诉记者，易到已经没有收购价值。“因为专车

资本，绝大多数私募股权基金遭遇募资难的问题。即便在2018年下半年及年底前后中央出台了一系列的金融松绑政策，但从实际效果来看并不显著。

所谓“大河有水小河满”，当稻蕴资本自身都遇到了整体融资市场不甚景气的情况下，需要持续投入的易到注定要受到影响。

正是这样的宏观背景，稻蕴资本坦承，“在网约车这种讲究布局的产业当中，稻蕴资本的能力犹如沧海一粟，尤其是在近期整体融资市场不甚景气的情况下，稻蕴资本亦难以再向易到进行持续性投入。”

为了尽可能地挽回损失，稻蕴资本开启了赴美讨债之路。有媒体报道

显示：美国东加勒比最高法院在2018年12月5日作出裁决，支持稻蕴资本提出的通过贾跃亭的提名人及其名下不同层次的离岸控股公司冻结贾跃亭在法拉第未来的股份的申诉。

2018年12月6日法院已书面签发了相应裁定。法院要求贾跃亭、FF Peak以及FF Top，在没有取得稻蕴资本书面事先同意的情况下，不得以任何方式转让、减损、处置、设置抵押权于其股权和资产之上。当天，上述裁定由FF Peak以及FF Top的代理人签收，裁定已经正式送达生效。

2018年12月13日，加州法院经过审理下发临时限制令，冻结Faraday Future(FF)中贾跃亭持有的33%股权及贾跃亭加州的四处房产。

公开信息显示：在贾跃亭从国内企业和机构掏走的880亿元人民币中，除了2位地产大佬、2位中国首富、21位明星之外，还包括13家银行、11家券商、21家公募、29家私募以及中国几大知名资本系。

一位不愿透露姓名的业内人士告诉《中国经营报》记者，“这些银行、券商、公募、私募如何爬出泥沼，还将面临怎样的问题，在稻蕴资本身上或许都有折射，这也让解构稻蕴资本既有热度又有普世价值。”



稻蕴资本入主易到后，易到近50亿元的整体负债把它也拉进泥沼。 本报资料室/图

出行行业的技术门槛本来就很低，有流量的公司改改软件就行。易到用户也流失得差不多了，100多个城市没什么意义，如果这些城市都没什么业务的话，铺300个城市也没有用。”

在上述负责人看来，“易到的问题在于一开始就没有找到清晰的定位和发展策略，之后没有大的资本支持，模式上也没有大的差异化，所以起不来。”

专注企业并购融资市场的专业人士李明(化名)告诉记者，“对很多企业来说，投资易到面临一个现实的问题，是债务风险对银行授信引发的连带效应。举例来说，一家在银行被授信AAA+的企业，需要没有负债以及或有负债，没有担保，会计审计没有保留意见，甚至没有(提示重大风险的)说明段落。但是，这样的企业一旦收购一家信用存在重大隐患的企业，该授信评级将面临被调整的风险，相应的授信额度也会缩减。”

所以，一家资信良好的企业在进行收购前往往先对收购目标进行层层剥离，分拆出优质资产再行买入。但从易到的商业模式看，这种剥离无疑非常困难。

很显然，稻蕴资本在易到上已经受到类似的拖累，当时把“一半精力用于易到”的温晓东在一年之后还被拉入了“老赖”名单。

李明告诉记者，“不管是并购，还是股权投资，对收购目标的尽调

要非常谨慎全面才有可能规避掉相关风险，其中涉及多种因素，包括要看其账面资产能否盘活；要看合同、业绩、市场占有率，上升或下降的趋势；团队执行力；盈利模式、资产情况，担保及负债情况，包括或有债务的情况；应收账款的情况，账期长短；产品在市场上受欢迎程度；周转率、负债率等。如果尽调的负债率是50%，那么一定要加上20%的浮余，才可能是负债率的真实水平。”

然而，稻蕴资本入主易到采用的却是“非常规模式”。“按照一个正常的像易到这样体量的收购，应该是一个冗长的过程，我们自己很清楚，为了保护自己，最佳选择应该是至少进入三四个月的冻结期。但考虑到一些社会稳定问题，易到将来的名誉问题、经营问题，我们基本是反常规运作，我们先拿钱，再进来了解情况。”温晓东曾这样告诉记者。

这一投资操作最终埋下隐患。在经历长达一年的融资困局之后，稻蕴资本向社会公开招募入股者。有打过闫玮电话的好事者告诉记者，“公示电话一直打不通，这意味着此行为很可能是迫于债权人压力不得不采取的缓兵之计。”

“易到卖不掉的，很难。”一位来自四大资产管理公司的负责人也告诉记者，“易到不成功，便成仁，未来烧钱行业一半都得死。”

商业模式创新误区

稻蕴资本为易到所设计的商业模式明显缺少对用户“大众化”设计，走向了创新的误区。

如果说资金问题是稻蕴资本在易到运营掣肘的话，那么，缺少足够清晰和差异化的商业模式则是其根源问题。

来看一下稻蕴资本入主易到后，对易到商业模式的设计。

记者梳理公开资料发现，温晓东先是提出了在产业链条上“从电力源头开始一直到出行”的模式设计，“(稻蕴资本)本身对新能源车、新出行有持续关注，之前投了一些新能源车公司、智能停车场管理公司、充电桩公司，包括一些数据管理公司，我们还投过一些电力公司，当时我们的想法还很大，就是从电力源头开始一直到出行。”温晓东称。

正是因为有上述产业地图式构架，对网约车的长期关注，因此，当机会出现的时候，稻蕴资本义无反顾地选择了易到，并在短短“四五个月”做出投资决定。先从乐视手上收购了60%左右的股份，半年时间内又对之前的老股东进行股权收购，最终如愿成为易到的绝对控股股东。

天眼查资料显示：易到运营方北京东方车云信息技术有限公司的大股东为王菲(温晓东秘书)，持股比例为33.82%，此外，上海哲蕴咨询合伙企业(有限合伙)、北京中泰创盈企业管理有限公司、鹰潭市信银风华投资有限公司(以下简称“信银风华投资”)的股权占比分别为28%、20%以及18.18%。

目前没有更多信息显示温晓东对北京东方车云信息技术有限公司的控制路径，但对持股比例来看，后者信银风华投资应该就是2018年4月投资易到的中信银行子公司信银投资控制的企业。

值得注意的是，温晓东对易到的业务规划，与其既往的产业投资确有关联，只是这种关联度及其商业模式的可行性存在问题。

公开信息显示：于2014年末才成立的稻蕴资本，注册资本为2亿元，旗下主要有12只“稻蕴系”产业投资管理基金，以及4只“稻蕴巨龙系”产业投资管理基金。公司法定代表人、自然人股东温晓东持股90%，共有7家关联公司，每家公司的注册资本均不超过2亿元。

不仅如此，媒体报道也显示，稻蕴资本直投了38家公司。从2015年开始，温晓东通过其执掌的主要资本运作平台稻蕴资本和蓝巨投资，除了控股日本名古屋上市

企业Esprit以及韩国KOSDAQ上市企业TO-WINGlobal两家海外企业外，还频繁参与A股上市公司定增，大肆跑马圈地。其中就包括恒大地产、首钢股份和西安民生等知名企业。

不过，在国内有公开披露信息的投资中，稻蕴资本的持股比例大多数在个位数，对易到高达60%~70%的持股绝对是少数，从这个角度看，不排除易到是稻蕴资本操盘实体经济运营的首个案例。

早在最初入主易到的情况说明中，稻蕴资本就明确提出了投资易到的重要背景，“近年来(公司)将文旅体育作为重点投资方向，先后在日本、韩国、马来西亚、瑞士等地进行了旅游资源的布局，未来我们将会携带优质的境外旅行服务回归国内，而我们认为出行服务是串联旅游业务的重要驱动力，尤其是易到‘高品质、差异化’的定位与稻蕴资本文旅旅游的布局十分契合。未来稻蕴资本仍将继续注入所需资金，并整合集团下属公司向易到提供价值资源。”

此后，“一体两翼”的战略思路被提了出来，按照温晓东的规划，“网约车的出现实际提供了一个平台，让需求端和供应端可以更有效率地结合在一起。以此为主体，上游可以结合汽车金融，因为我有足够的司机端用户，司机端对接汽车金融的时候又转换成了需求端，因此会存在车辆更新、车辆购买。”

“下游则可以结合境外出游。旅游目的地一直是我们公司比较注重的投资方向，境外出游的时候，司机可以提供很个性化的增值服务。”

然而，产业规划的逻辑再趋于完美，仍然需要企业的运营能力作为前提。尤其是互联网服务企业、平台的服务者(专车司机)和被服务者(用户)的命题没有解决的话，后面依然是空中楼阁。最终，拖欠供应商款项，缺少实力和决心自建客服，以及司机、用户加速流失的现实，验证了上述不能马上产生正向现金流的商业模式的失败。

事实上，对于“用户演化路径”，北京大学光华管理学院组织与战略管理系主任路江涌曾指出，“在创业阶段，只有抓住小而精的天使用户，才能研究他的痛点需求，和竞品找到差异性，用户才会选你。”

下转 B2

记者观察

稻蕴资本、易到双重融资难题连环扣

文/屈丽丽

摆在稻蕴资本和易到面前的，其实是一道双重融资难题。只要一方得解，另一方面势必就会从容许多。

然而，2018年的稻蕴资本遇到的不仅仅是易到的巨大“窟窿”，同时还有国内资本史上的最冷的寒冬。被称为“史上最严”的资管新规于2018年4月正式出台之后，来自一家权威机构的内部统计显示：私募基金募资规模创新低，基金市场流动性不足。2018年上半年，国内的VC/PE完成募集的基金数量为425只，同比下降19.51%；募资规模折合341.12亿美元，更是同比骤降74.59%。

不仅如此，作为私募股权基金LP的银行、保险也出现了收紧趋势，有分析显示，“悬而未决的理财新规直接影响银行表外理财资金达21万亿元，而这恰恰是私募基金资金主要来源。此外，中美贸易摩擦爆发后，保险资金投资趋于保守，中国保险资金对外投资明显出现大幅下降，2018年8月投资为-948亿元。”

与此同时，2018年内证券市场流动性不足，直接表现为：IPO募资规模创近两年新低，再融资规模更接近零；IPO及再融资受到诸多限制，令VC/PE退出受阻。VC/PE资金吃紧，大大提升了创业企业的融资难度；A股成交量也持续萎缩。在此大背景下，不仅仅是稻蕴

资本，绝大多数私募股权基金遭遇募资难的问题。即便在2018年下半年及年底前后中央出台了一系列的金融松绑政策，但从实际效果来看并不显著。

所谓“大河有水小河满”，当稻蕴资本自身都遇到了整体融资市场不甚景气的情况下，需要持续投入的易到注定要受到影响。

正是这样的宏观背景，稻蕴资本坦承，“在网约车这种讲究布局的产业当中，稻蕴资本的能力犹如沧海一粟，尤其是在近期整体融资市场不甚景气的情况下，稻蕴资本亦难以再向易到进行持续性投入。”

为了尽可能地挽回损失，稻蕴资本开启了赴美讨债之路。有媒体报道

显示：美国东加勒比最高法院在2018年12月5日作出裁决，支持稻蕴资本提出的通过贾跃亭的提名人及其名下不同层次的离岸控股公司冻结贾跃亭在法拉第未来的股份的申诉。

2018年12月6日法院已书面签发了相应裁定。法院要求贾跃亭、FF Peak以及FF Top，在没有取得稻蕴资本书面事先同意的情况下，不得以任何方式转让、减损、处置、设置抵押权于其股权和资产之上。当天，上述裁定由FF Peak以及FF Top的代理人签收，裁定已经正式送达生效。

2018年12月13日，加州法院经过审理下发临时限制令，冻结Faraday Future(FF)中贾跃亭持有的33%股权及贾跃亭加州的四处房产。

不过，记者委托的美国律师查阅了东加勒比法院网站和westlaw，都没有找到上述所说的判决书。“有时候如果当事人因为涉及商业秘密申请不公开的话，判决书不会公开。”该律师告诉记者，“同时，根据美国法院的惯例，临时限制令的时间一般是3个月到一年，所以接下来贾应该进行还债，如果不能还债的话，到期就会面临被拍卖的局面。”

在上述律师看来，“因为贾跃亭的债权人因为太多，大家对这个案子都盯得比较紧，谁先去起诉，谁先查封，谁先拍卖其财产谁就是大佬了(有可能优先受偿)，所以大家都抢着去做。”

国外的案件获得了些许转机，但在国内，由于融资难引发的资金链问

题，稻蕴资本也面临着诉讼和争议。

2019年1月11日，最高人民法院发布的“稻蕴资本、中国长城资产管理股份有限公司辽宁省分公司借款合同纠纷二审民事判决书”显示，驳回了稻蕴资本的上诉请求，同时判决高达1211601.63元的案件受理费由稻蕴资本负担。

在这起错综复杂的涉及地产、抵押、担保以及融资服务费的诉讼中，引人注目的是工行辽阳分行就稻蕴资本集团下属企业的未偿贷款向长城资产管理股份有限公司辽宁省分公司的债权转让问题。正是这个案件，让外界有机会看到了稻蕴资本在地产领域的布局以及同样的资金难题。