

“天人果汁”定增迷雾重重

“原始股”投资纠纷再起

□本报记者 高改芳

搭中概股回归“顺风车”而沉渣泛起的股权投资“骗局”开始暴露风险：股权投资项目到期无法偿付的情况时有发生。相关数据显示，我国股权投资纠纷案件司法文书数量在2013年为4,852份；2017年增长至35,320份。中国股权投资纠纷案件数量总体呈逐年增长趋势。这一现象也引起监管部门注意。各地股交交易市场从去年开始清理整顿。业内人士分析，今后国内区域性股交市场只服务于本区域内企业，这样便于风险的排查和追索。



视觉中国图片

天人果汁投资迷雾重重

李先生还告诉中国证券报记者，据中介业务员说，上述项目仅上海的融资额就超过1.3亿元，投资人至少有36名。

《定向增发股份认购合同的回购协议》写明：如无不可抗力，天人果汁保证在2017年12月31日前完成在创业板、全国中小企业股份转让系统或同类型证券交易所挂牌并公开转让；若无不可抗力，丙方（天人果汁）未能在2017年12月31日前完成创业板、全国中小企业股份转让系统或同类型证券交易所的挂牌工作，甲方（天人国际）同意受让乙方（投资人）所持有的天人果汁集团股份有限公司的份额，并根据乙方的实际投资额，按照年化收益10%支付乙方利息，支付的利息按乙方的实际投资时间计算。

投资者爆料称，虽然2017年12月31日的期限已过，天人果汁并没有实现新三板挂牌，但天人国际拒绝回购。公司的解释是“2017年12月21日合德堂收购了新三板公司摩艾客（836666），这就说明天人果汁挂牌了”。

上市与否的纠纷

客的股份，并且可以通过转让摩艾客的股份实现退出。但无一投资人被告知持有相应股份。

中国证券报记者查询后发现，深圳合德堂由合德家传控股集团有限公司100%持股，合德家传控股集团有限公司又由合德堂控股（香港）有限公司，也就是前文所说的天人国际100%持股。可见，深圳合德堂与注册地在西安的天人果汁之间并无持股关系。

对此，天人果汁相关人士回复中国证券报记者提问时表示，投资者可以在公司证券部登记，公司后续办理退出时会电话通知他们，投资者是可以现金退出的。买了摩艾客的“壳”，天人果汁会注入摩艾客，所以天人果汁已经算是“登陆”新三板了。

当记者问道“投资者是否算持有摩艾客的股份时”，该人士称是要换成摩艾客的流动股才算持股。“但换成流通股的办理流程不对外公开……国外公司是不能直接回A股上市的，中间必须有公司进行中转，反向并购。摩艾客就是这样的壳。”该人士在电话里称。

天人果汁前述人士明确了两点：投资者可以办理退出登记，但退出要通过资本市场，所以需要时间；天人果汁已经实现新三板挂牌了，因此没有违约。该人士在电话里解释，纳斯达克上市的FTFT控股了天人果汁。所以美国上市公司可以通过天人果汁增发股份实现回购。天人果汁是通过深圳合德堂进行收购的。

关注跨区域股权投资纠纷

当投资者意识到天人果汁的股权投资很可能以失败告终后，2018年1月，有人向上海警方报案，但警方称由于资金打到西安，应当到西安报案。之后投资人赶到西安报案，西安警方称事件发生在上海，应当在上海办。

对此华东政法大学陈岱松教授对记者表示：首先，如果天人国际的股东中并没有中粮集团、建设银行等，但该公司和中介机构在路演中却做了上述表述，那么涉嫌虚假宣传和虚假销售。其次，天人果汁在新三板挂牌和其控股股东收购新三板挂牌企业是不能画等号的，而且回购合同中对期限和应完成事项均有明确表述，应当触发回购。最后，私募产品的销售有200人的规模限制。如果私募机构分拆产品销售给超过200人，那么就涉嫌违规。

分析人士表示，股权投资的管辖权问题是投资者目前遇到的最大难题。值得关注的是，监管已经在区域性股交市场规范方面，对跨区域股权投资划明红线。2017年1月20日，国务院办公厅印发并实施的《关于规范发展区域性股交市场的通知》明

确，区域性股交市场不得为所在省级行政区域外的企业私募证券或股权的融资、转让提供服务。对不符合本条规定的区域性股交市场，省级人民政府要按规定限期清理，妥善解决跨区域经营问题。

自今年3月1日起，上海市正式实施《关于推进本市区域性股交市场规范健康发展的若干意见》（简称“《意见》”）。《意见》明确上海市金融办要按照要求，与上海证监局建立监管合作和信息共享机制，配合其对市场规范运作情况进行监督检查，对市场风险进行预警提示和处置督导。

规范、限制企业在区域性股交市场异地挂牌，是否对企业在异地进行股权融资也限制呢？某投资公司负责人对记者表示，目前并没有限制企业跨区域股权融资的政策。但是由于IPO趋紧、市场资金稀缺、一级市场企业价格虚高等问题叠加，跨区域股权融资难度加大。

牛法网发布的《中国股权投资纠纷案件蓝皮书（2013-2018）》显示，随着近年来中国股权投资的高速发展，以及私募基金期限的陆续到期，中

国即将迎来股权投资的退出潮。根据股权投资的一般规律，平均只有20%的投资能顺利通过上市、并购成功退出，其余80%的投资只能清理、清算、清退等非正常退出。据统计，未来3年，将有3万亿金额的股权投资需要非正常清退，而其中相当一部分需要通过诉讼、仲裁等法律手段解决。

我国股权投资纠纷案件司法文书数量在2013年为4,852份；2014年增长至20,893份；2015年稍有回落，为17,926份；2016年爆发式增长至35,288份；2017年与2016年持平略有增长，为35,320份。从数据及分析来看，中国股权投资纠纷案件数量总体呈逐年增长趋势，并将在2018年迎来新的爆发点。

陈岱松教授指出，由于股权投资是高风险投资领域，因此投资者应当格外谨慎。投资前要尽可能多地了解被投资企业的信息，尤其是境外上市公司或挂牌公司。“应当设定合格投资人的门槛，比如金融资产300万以上才能进行股权投资。这其实也是对普通投资者的保护。”陈岱松教授指出。

股权投资市场冰火两重天

□本报记者 高改芳

前几年蜂拥至股权投资市场的资金已经显著推高了项目估值。小村资本董事长冯华伟日前对中国证券报记者表示，当前市场中，一二级市场估值倒挂的现象的确存在，特别是在诸如互联网文娱等前期热门领域。这一方面是由于前几年的市场投机过热、大量资本流入造成的，另一方面与资产端成长新兴行业的筹码稀缺有关。低流动性、高成长性和发展不确定性，造成了一二级市场估值体系的差异，也导致一级市场的估值回归相对于二级市场会相对滞后一点。

一二级市场估值出现倒挂

冯华伟称，这一年多时间中，一级投资市场也在逐步回归理性，具体表现在前期的高估值热门领域，出现了部分新一轮融资有价无市或者干脆主动降估值的情况。不过“独角兽”项目估值仍在快速上涨。

有投资机构负责人告诉中国证券报记者，目前Pre-IPO项目动辄就是20倍、30倍的市盈率，加上二级市场估值中枢下调，一二级市场套利空间急剧收窄，估值倒挂已成为现实。

例如影视传媒领域，随着2016年的热度下降和估值回归，当前的二级市场影视龙头估值已经降至20-25倍左右，但一级市场则依然存在一些估值虚高的情况。例如今年年初上会的长城影视并购首映时代（股东为顾长卫、蒋雯丽、马思纯等知名艺人）一案，虽然首映时代的估值已经从13.5亿元下调至12.1亿元，但就披露的财务情况来看，对比2016-2017年的业绩，估值在20-30倍之间，且业务的波动性较大、可预测性偏弱。这一问题当然也引起了监管层的关注，此次并购最终被否决了。

冯华伟指出，对于需要承担风险的股权投资市场而言，成长空间的初创企业和细分领域的龙头企

业享有相对较高的估值是合理的，也是符合中长线投资逻辑的，不能单纯地以财务指标作为估值的唯一基准，当年的BAT就是最好的例子。所以，整体而言，基于行业成长空间和团队创业能力的价值判断才是我们投资的出发点。

一级市场回归理性

冯华伟透露，这一年多时间中，一级投资市场也在逐步回归理性。以乐视体育为例，作为曾经的热门领域明星项目，乐视体育自面世以来就一路受到追捧：A轮及A+轮融资8亿元，估值28亿（2015年5月）；B轮融资80亿元，估值215亿（2016年4月），阿里系和万达系参与抢筹；即使是在母公司层面已经出现资金问题的2017年年中，依然对外宣布完成了25亿元B+轮融资，投后估值达到240亿元。

但随着乐视体系风险的逐步暴露，很多早就存在的现金流和资金账户混乱问题浮出水面。此

后包括核心版权业务转售殆尽、管理层大量离职、职员数量锐减等问题更是雪上加霜，目前的重组进展依然缓慢，变卖资产也难以为继，虽然最新的估值尚不得而知，但从明星股东要求回购无果等众多现象来看，相对于巅峰期的240亿估值，当前的残值是不容乐观的。

“一级市场本质上和二级市场一样，但一级市场的交易频率低，所以降估值没那么明显，可能会撑到上一轮融的钱都花完了，想融新一轮但又没人愿意投的时候才会主动降。有时会看到账面估值很高，但真卖估值回落的情况。也有的公司发展不如预期，不敢融新的，更有甚者直接到了破产的边缘。”

冯华伟总结道：“不过一级市场估值回落也是个案，还不是普遍现象。但同时应当关注的是，只要是‘独角兽’项目，仍旧估值高涨，扎堆投资体量大项目来降低风险。”

记者手记

“四步走”筛选私募股权投资项目

□本报记者 高改芳

根据清科旗下私募通数据统计，2017年中国股权投资市场共发生投资案例数量10,144起，涉及投资金额合计达到1.2万亿元人民币，同比分别增长11.2%、62.6%。但另一方面，市场上从来都有打着“私募股权投资”旗号，行“非法集资”之实的虚假项目。

律师和投资公司的相关人士均认为，只要投资前做好充分的信息查询，识别这些虚假股权投资并不难。

首先应当明确的是，一个股权投资项目涉及发行方、融资方、托管方或者投资顾问方等。要对这些机构逐一查询官方网站，打客服电话咨询，是否有这个项目。真实了，再看项目的期限、收益分配。

一个股权投资项目开始向合格投资人私下募集资金时，应当是已经在中国证券投资基金业协会完成备案登记的。投资者在中国证券投资基金业协会的网站上都能查到相关信息。如果没有查到，投资者就要提高警惕了。

其次，私募股权投资项目只能针对合格投资人，也就是个人投资者的最低投资额在100万元以上，一个项目总的投资者人数不能超过200人。如果私募机构、中介机构通过分拆项目，或者更多人拼凑投资金额至100万元，都是变相规避监管。应当回避这样的项目。

再次，投资者可以到工商局查询发行方实缴资本；如果是金融行业的，可以到一行两会等监管部门网站查一查发行方有没有相关的牌照或者许可证；看发行方发行过哪些产品，有什么产品已经清算，收