

SPAC 上市过程中需理解和注意的问题

[摘要]随着美国证券监管机构和主要交易所对企业首次公开发行（Initial Public Offering, “IPO”）的监管和上市要求不断提高，中概股企业在美国资本市场 IPO 的难度也不断增加。在此情形下，包括美联英语（NASDAQ.METX）、开心汽车（NASDAQ.KXIN）在内的多家中概股企业纷纷另辟蹊径，选择与特殊目的并购公司（Special Purpose Acquisition Company, “SPAC”）合并的方式赴美上市。

随着美国证券监管机构和主要交易所对企业首次公开发行（Initial Public Offering, “IPO”）的监管和上市要求不断提高，中概股企业在美国资本市场 IPO 的难度也不断增加。在此情形下，包括美联英语（NASDAQ.METX）、开心汽车（NASDAQ.KXIN）在内的多家中概股企业纷纷另辟蹊径，选择与特殊目的并购公司（Special Purpose Acquisition Company, “SPAC”）合并的方式赴美上市。据统计，截至 2020 年 11 月 4 日，今年已有 169 家 SPAC 挂牌上市（此统计数据仅涉及 SPAC 自身完成挂牌的数量，不包含与目标公司成功完成的合并交易）。

2020 年 10 月 15 日，由李泽楷作为合伙人之一的 Bridgetown Holdings（NASDAQ.BTWNU）成功登陆纳斯达克资本市场。该公司是由盈科拓展集团（Hong Kong Pacific Century Group Co., Limited）和 Thiel Capital, LLC 作为发起人共同成立的 SPAC 公司，致力于寻找东南亚地区的技术、金融服务等领域公司实现合并。目前，该 SPAC 已完成募资，以 10 美元的价格公开发行 5500 万股，总募资额为 5.5 亿美元。

一、中概股通过传统 IPO 在美国上市的难点

美国的证券交易所对于企业 IPO 上市设有各种要求，如纳斯达克证券交易所（“纳斯达克”）对拟 IPO 上市企业所设的最低财务标准为经审计的财务年度最后一年有 500 万美元的净资产或者 75 万美元的净利润（鉴于本文主要介绍 SPAC，因此不对美国证券交易所完整的 IPO 上市标准做赘述）。

2019 年 9 月纳斯达克上市新规则公布后，一般情况下，拟 IPO 上市中概股企业除达到其他上市标准外，还需要满足 IPO 融资金额不低于 2500 万美元，或者，IPO 融资金额至少占 IPO 后总市值的 25%。特别对于中概股，来自美国的融资额需占 IPO 融资总额的 35%-50%；而来自中国大陆的融资额在 IPO 融资总额中占比最好低于 33%。

此外，美国传统 IPO 上市对中概股的公司治理结构方面也有一定要求。实践中，上市公司最好有两名来自美国的独立董事，以及 CFO 是一位具有美国审计经验或曾担任过美国上市公司 CFO 的人士。前述要求在一定程度上增加了许多中概股中小企业通过传统 IPO 方式上市的难度，促使众多企业另寻赴美上市路径。

二、SPAC 合并上市简介

SPAC 全称为 Special Purpose Acquisition Company，是美国证券市场一种比较成熟的、为公司上市服务的金融工具。该金融工具集上市、并购、私募投资等金融产品特征及目的于一体。SPAC 一般由一个或多个发起人（如金融机构、基金管理机构和券商等）发起成立，其后由美国券商公开募集，召集三百位以上美国股东；募集至少四千万美元的资金并将募集的资金存放于托管账户中，而 SPAC 运营管理所需的初始资金则需要先由发起人另行提供。

在该模式下，经过美国证监会批准后的 SPAC 就成为一家现金上市公司。而 SPAC 的“特殊目的”在于其上市的目的是在存续期内（“存续期”通常为 18-24 个月，特殊情况下可延期但需向 SEC 申请并获批准，同时可能需由股东大会通过）寻求与一家具有实际运营资产和增长前景的目标公司进行合并。当 SPAC 与目标公司进行合并交易时，因目标公司的估值规模一般大于 SPAC 的现金规模，因此，合并交易完成后，目标公司的股东会成为 SPAC 的实际控股股东，并控制董事会和管理层，进而使得目标公司成为新的营运主体。与传统 IPO 不同，SPAC 是以现有上市公司和资金去并购合适的目标公司，因此，目标公司通过该种方式实现上市，可称为“SPAC 合并上市”。

以下为 SPAC 合并上市流程示意图：



三、SPAC 合并上市中需注意的问题

对被合并的目标公司而言，采用 SPAC 合并上市的优点主要是：(1) 因 SPAC 本身已经是美国主板上市公司，因此，目标公司通过合并方式完成美国主板上市具有较高的确定性，一定程度上避免了传统 IPO 风险；以及 (2) 与传统 IPO 相比，目标公司所需的上市时间相对较短。在实践中，目标公司仍需要理解和注意该种上市方式中的一些问题：

(一) SPAC 上市时的“募资”不等同于传统 IPO 的“融资”

根据相关法律规定，SPAC 募集的资金（不低于 4000 万美元）将全额存入托管账户，直到 SPAC 完成合并交易才释放，即合并交易交割后新上市公司方可获得托管账户中的资金。但是如前所述，SPAC 的合并交易需要经美国证监会和交易所审核，且由 SPAC 的董事会或者股东会决定是否同意合并交易。

对于反对合并交易的股东，可以撤资退出。SPAC 合并交易时，募资款，特别是非机构出资者的资金，有较高机会由投资者撤回。换句话说，SPAC 募集的 4000 多万美元的资金，并不会在合并中投到目标公司中。因此，SPAC 上市时进行的募资非传统意义上的融资。

SPAC 的实质为空白支票公司 (Blank Check Company)。根据美国相关法律规定，在满足一定条件之前，空白支票公司不得公开进行交易，但美国证监会允许拥有 500 万美元以上净资产的 SPAC 公开进行交易。纳斯达克曾经提议，在纳斯达克资本市场上市的 SPAC 需有 500 万美元以上的有形资产净值 (Net Tangible Assets)；纽约证券交易所也曾经提议 SPAC 的最低资本至少为 500 万美元[3]。虽然前述要求仅为两家交易所的提议且尚未实施，但实践中为确保 SPAC 不被视为空白支票公司并正常进行公开交易，通常在合并交易交割时，SPAC 的托管账户中会保留至少 500 万美元的资金。

（二）目标公司需考虑“期权”问题

SPAC 上市发行的证券为“SPAC 单位”（Unit），通常一份 SPAC 单位的售价为 10 美元，包含一股 SPAC 普通股（Ordinary Share）以及一个 SPAC 的认股权证（Warrant）或其他权益。根据 SPAC 的规模、发起人的知名度和过往业绩等因素差异，每个认股权证在行权时通常可以获得二分之一或三分之一的普通股。且 SPAC 上市完成后，SPAC 单位、普通股和认股权证可以分别在市场上交易。因此，实践中，当一名投资人反对合并交易并撤资时，上市公司注销的是其持有的 SPAC 单位中的普通股，而该名投资者仍拥有认股权证，且该认股权证在 SPAC 完成合并交易后，符合一定条件的情况下，该名投资者就会要求行权，尽管新上市公司会收到投资者支付的对价，但行权价会低于届时的股价，新上市公司会面临据此增发股份而产生的溢价损失。

（三）目标公司需重视“护盘”问题

对于 SPAC 发起人而言，其在 SPAC 设立时可以获得创始人股份（一般在 SPAC 完成挂牌上市后发起人拥有约 20% 的股份），且实践中 SPAC 发起人通常会赞同合并交易，并将作为股东继续留在新上市公司中。则对于目标公司股东而言，完成合并交易后，他们无法如传统 IPO 的原始股东那样获得 100% 的上市公司股份（不考虑公众股东的情况下），且其在合并交易完成后获得的上市公司股份至少有 6 个月的锁定期。这意味着，相较于传统 IPO 上市，目标公司的股东不仅在合并交易过程中会面临股份稀释问题，且在其股份的锁定期内，留下的原 SPAC 股东将进行股票交易。该种情况下，相对于传统 IPO，更不利于新上市公司稳定股价，影响做市效果。

（四）SPAC 合并上市的周期

尽管 SPAC 合并上市相较于传统 IPO 的优点之一为上市周期短和成本低，但值得注意的是，SPAC 合并上市周期中还需要考虑到中国境内目标企业的重组、尽职调查、审计、评估等事项的时间，也要考虑到美国证监会和 SPAC 所在证券交易所的审理时间，整个 SPAC 合并上市仍需要约 7 - 8 个月的时间。

综上，尽管 SPAC 合并上市存在需要注意的问题，但考虑到近年的全球环境，与传统 IPO 相比，SPAC 合并上市对企业赴美上市更具确定性。因此，SPAC 合并上市受到越来越多企业的青睐。此外，对于投资人而言，其也可以考虑自行设立 SPAC 用于并购其他优质企业，实现快速成功的退出。

我公司在以美国资本市场为主的境外上市领域有深刻的了解和丰富的实践经验，曾代表 SPAC 或标的公司操作过多起 SPAC 合并上市。如有 SPAC 合并上市相关问题，欢迎联系我们进行咨询。

联系我们：

美国华尔街上市融资事务所

地址： 41-25 Kissena Boulevard, Queens, New York 11355,
United States

美国纽约法拉盛缅街凯西娜大街 41-25 号百利大厦 104 室

热线： +1 9179751888

微信： m9179751888