

SPAC IPO 与传统 IPO

去年，特殊目的收购公司（SPAC）在华尔街大获成功，作为公司另类上市途径的 SPAC 数量达到前所未有的水平。根据 2021 年 10 月 16 日《哈佛商业评论》的一份报告，仅在 2021 年第一季度，295 家新成立的 SPAC 就募集了创纪录的 960 亿美元¹。截至 2021 年 12 月 20 日，609 家新成立的 SPAC 募集了大约 1620 亿美元，平均每次 IPO 的规模为 2.66 亿美元。

开曼群岛和英属维尔京群岛（BVI）是受欢迎的 SPAC 司法管辖区。这要归功于两地公司法对 SPAC 的适宜性、两地的灵活性、税收中性、市场熟悉度，并购交易中在必要时将住所变更为其他司法管辖区的能力，以及简单明了的法定兼并制度。其中，法定兼并制度常用作并购交易（即收购或兼并已确定的目标企业）的手段。

在发起人的支持下，由经验丰富的管理团队领导的 SPAC 将募集现金收购或兼并特定行业或产业的目标公司。就美国上市而言，SPAC IPO 和传统 IPO 相同，均应履行美国证券交易委员会（SEC）的审批程序。

两者的主要差异与证券、交易文件、程序所需时间、发售文件披露内容的多少以及基金发行估值有关。

证券

在 SPAC IPO 中，向投资者出售的单位通常由一股 A 类股份和可认购一股 A 类股份的零星权证组成。构成单位的这两类证券可在 IPO 的 52 天后单独交易，但不得在满 52 日之前交易。转让 A 类股份不受限制，而且投资者可在评估目标企业的潜在回报后，于并购交易之前赎回投资或维持投资。

相比之下，B 类股份向发起人发行，构成“发起人奖励”，通常可在并购交易时按一比一的比例转换为 A 类股份。B 类股份附带有在并购交易交割前任免 SPAC 董事的权利。在美国的证券交易所上市的开曼群岛或 BVI 公司会选择上市发行美国存托凭证（ADR）而非直接上市发行股票。

每份 ADR 是美国存托股份所有者权益的证据，而美国存托股份则代表相关存托机构持有的 IPO 公司的股份权益。

交易文件

从开曼群岛和 BVI 角度而言，适用于传统 IPO 程序的关键法律文件为上市文件，包括招股说明书、经修订并重述的公司组织章程大纲及细则（IPO 大纲及细则），监管机构、交易所、存托机构、注册及过户代理人或经纪商或承销商规定的开曼群岛、BVI 法律意见书，以及必要的公司批准文件。

此外，为了上市而对企业集团进行上市前重组可能也需要相关文件，可能包括相关承销协议、存托协议或托管协议。

从开曼群岛和 BVI 角度而言，适用于 SPAC IPO 的关键法律文件与以上类似，其中包括：上市申请书（对于在美国的证券交易所上市）、经修订并重述的 SPAC 组织章程大纲及细则（SPAC IPO 大纲及细则）、公开备案时关于拟于募股时发行的股份的有效性等事项的法律意见书，每位承销商、注册和过户代理人要求的文件，以及必要的公司批准文件。

重大合同将在适当阶段进行审查，其中包括承销协议，私募和公募权证协议、投资管理

¹Harvard Business Review. "SPACS: What you need to know." as of 16 October 2021

信托协议、过户代理和注册服务协议以及登记权协议。

IPO 大纲及细则或 SPAC IPO 大纲及细则需要附上一份表格，该表格应满足公司或 SPAC 拟上市的美国相关证券交易所的要求以及开曼群岛或 BVI 的法定要求。

成本和时间

SPAC 的设立和上市需要八至十二周。传统 IPO 需要必要的筹备工作，营业中的公司上市需要六到十二个月（或更长时间）。

SPAC 耗时更短的原因有二：第一，SPAC 并非营业中的公司，不必接受旷日持久的尽职调查；其次，SPAC 上市申请书中要披露的信息有限。因此与传统 IPO 相比，SPAC IPO 的发起人享有明显的成本和时间优势。

收购窗口

在 SPAC IPO 中，SPAC 必须在确定期限（通常为十八至二十四个月）内完成对目标企业的收购。SPAC 可迅速行动，以锁定 SPAC 目标并完成 de-SPAC（即并购交易），相对较快的原因是其以信托形式持有大量现金储备。SPAC 如果未能在规定期限内收购企业，则必须清算，并将通过 SPAC IPO 募集的所有资金退还给投资者。

补偿

SPAC 发起人获得的所谓“发起人奖励”，通常占 IPO 后 SPAC 已发行股本的 20%。发起人因提供成立和运营 SPAC 所需的经济资本而在 IPO 到 de-SPAC 期间承担风险，发起人奖励是对这一风险的补偿。发起人奖励实际上稀释了公众股东在 IPO 中的所有权。

审查较少

完成传统 IPO 需要公司接受 IPO 筹备期内长达数月的严格审查，可能导致与估值方法直至 IPO 定价有关的不确定性。SPAC 卖的是管理团队，而不是产品和有经营记录的公司，因此通常无需接受同等程度的审查。

赎回和 PIPE

在 SPAC IPO 中，投资者能够赎回 A 类股份，这导致可供 SPAC 完成收购的资金金额存在不确定性。此外，发起人能否通过上市后私募投资（PIPE）或从其他投资者手中获得额外资金以完成收购，也存在不确定性。

能否获得上述额外资金严重依赖于市场状况和经济形势，而且获得额外资金会对 SPAC 的股权结构产生稀释效应。在传统 IPO 中，投资者无法通过赎回股份从公司拿回自己的钱，不会出现此类问题。

承销费

SPAC 有吸引力的特点之一是 SPAC IPO 的承销费通常较低，在 5.5% 左右，而投资银行对传统 IPO 收取的费用则为 7%。

展望未来

自 2021 年初以来，在监管审查不断加强（例如，SEC 会计指导日渐严厉）和市场采取“观望”态度的背景下，SPAC IPO 市场却带来了一些暖意，美国 SPAC IPO 市场的主要吸引力，即流动性和交易量，可能会在中期内继续。

当然，这两个方面今后都会遇到挑战。SPAC 在完成 IPO 和随后的 de-SPAC 过程中面临许多监管、法律和商业障碍，包括购买适当金额和类型的保险等。

对于传统 IPO，考虑到公司的活动，特定上市地规定的股东批准比例水平、披露和最低盈利能力要求等因素，以及数据安全、数据隐私等地缘政治因素，上市地的选择是个越来越迫切的问题。

尽管存在这些挑战，只要准备好应对不确定性正在变为常态的日益复杂的监管环境，谋求在 2022 年募集资金的公司、基金管理人和发起人仍然有各种机会，无论是采用传统 IPO 还是 SPAC IPO 途径。

关于作者

新加坡及香港

Matt Roberts 是 Maples 集团旗下迈普达律师事务所的亚洲企业事务主管及合伙人。他擅长为金融机构、上市公司和非上市公司、资产管理人和发起人就合并收购、特殊目的收购公司（SPACs）、私募股权投资、企业合资、重组、公司治理和资本市场事宜（包括首次公开招股，二次发行和优先股融资）提供法律意见。此外，他在设立、构建及重组离岸投资基金方面拥有丰富的经验。

Matt Roberts 马伯茨

+65 8388 8567 / +852 3690 7405

matt.roberts@maples.com

香港

Richard Holden 是 Maples 集团旗下迈普达律师事务所香港分所的企业事务律师，他擅长为金融机构、上市公司和非上市公司、资产管理人和发起人就合并收购、特殊目的收购公司（SPACs）、私募基金、企业合资、重组、公司治理和资本市场事宜（包括首次公开募股和二次发行）提供法律意见。此外，他在设立、构建及重组私募基金及对冲基金方面拥有丰富的经验。

Richard Holden 何瑞德

+852 3690 7519

richard.holden@maples.com

2022 年 2 月

© MAPLES GROUP

本文章仅向 Maples 集团的客户及专业联系单位提供一般信息，其内容并非巨细无遗，亦非提供法律建议。本文乃其英文版本的中文译本，仅供参考，如有歧义，概以英文版本为准。