

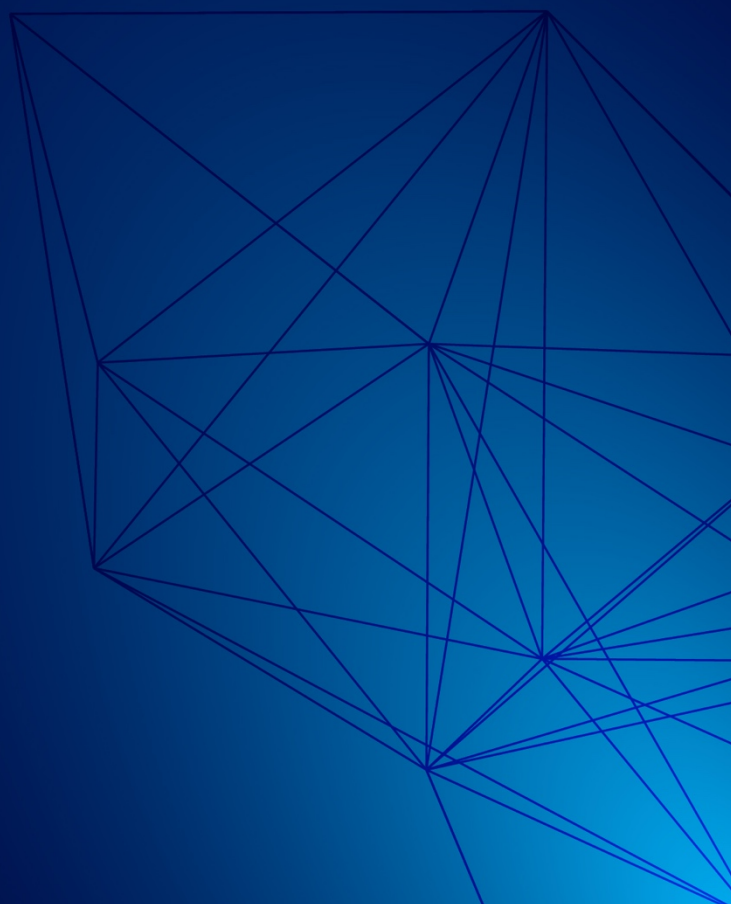


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 12 期 总第 98 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院
院长：海闻
执行院长：巴曙松
秘书长：本力
编辑：都闻心（执行） 曹明明 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院 (The HSBC Financial Research Institute at Peking University, 缩写HFRI) 成立于2008年12月, 研究院接受汇丰银行慈善基金会资助, 致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动; 立足粤港澳大湾区, 以全球视野, 构建开放的金融专业交流平台, 使金融教学与金融研究相互带动, 通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式, 为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持, 努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授, 执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

全面解析 SPAC

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

过大江（老虎证券合伙人）

赵颖（Edoc Acquisition Corp 董事、首席财务官）

张劲松（国际律所奥睿（Orrick）北京和纽约办事处全球合伙人）

一、SPAC 的总体情况和市场最新的发展

Special Purpose Vehicle 即 SPV，也就是中国人讲的“壳”，是一个特殊目标架构的实体。它的作用是上市媒介，目前主要是在美国市场的纳斯达克和纽约交易所上市，未来可能还会在港交所和其他交易所上市。上市后，它实际上是一个 SPV，生命周期是 12 个月到 24 个月，作用是在平均周期之内选一个或几个比较好的并购标的，通过反向并购，将并购标的重组，并再次融资，最后完成并购标的的上市过程。在纳斯达克或纽约交易所，上市的一个“壳”大概有两、三个亿，平均一个投资单位是一股加一个期权，大概为 10 美元，IPO 后在市场上就可以开始交易了。

在美国市场上，并购过程要完全符合美国的上市公司重大事件披

露条件，而这个过程最核心的是有非常好的标的，特别是有非常好的增长发展前景的标的，按照市场的估值是标的的 3-5 倍，在估值之后，就开始并购操作，在这个过程中同时可以进行债权或者股权的再融资，叫 PIPE (Private Investment in Public Equity)。交易其实是三步走，第一步是 SPAC 本身的上市，第二步就是找标的进行并购的操作，第三步最后进行再融资 PIPE 完成交易。

SPAC (Special Purpose Acquisition Company, 即特殊目的收购) 公司大概在 2003 年出现，在 2019、2020 年进入增长最快的阶段，无论是从增长的数量，还是每一个 SPAC 的量，都达到了非常高的水平，目前美国市场 SPAC 的发起人主要是 VC、PE 和对冲基金。从 2020 年看这个市场，美国市场 IPO (780 亿美元) 和 SPAC 融资量 (760 亿美元) 的数量基本各占一半。美国市场上，2021 年已经有大约 105 家 SPAC 上市，融资量大概为 280 亿美元，所以目前这个市场相对火爆，大概一个 SPV 有两三个亿的融资量，也有融资量更大的。如前所述，如果可以进入的标的估值可以是它的 3-5 倍，那么它可以吃下 5 个亿、10 个亿甚至 20 个亿的标的。目前标的行业主要是新经济行业，最多的是 TMT。对于这些科技类，特别是颠覆性科技类行业，比如电动车、自动驾驶、新能源的各种电池、医药类和基因工作，企业的范围主要在美国，也包括东南亚，目前也开始慢慢扩展到中国大陆的企业。

实际上，中国大陆企业也有一些之前被作为 SPAC 标的，比如和睦家、美联英语、优客工场。最近在市场上发行的 SPAC 的 PE 主要

是厚朴基金的方风雷，春华基金胡祖六和香港李泽楷发起的 SPAC，所以目前亚洲也已经开始进行 SPAC，比如 Lucid 汽车等。由于 Lucid 汽车热度较高，简单以此为例讲解一下。Lucid 汽车标价为大约 120 亿美元，SPV 本身股价 20 多个亿，然后再加上 PIPE 融资的 25 个亿，总共大概有 160 亿。PIPE 估价原来是 1 股 10 美元，但其股价飙升，CCIV 在宣布合并前最高达到了 60 美元，如果按照 PIPE15 块钱估值，Lucid 汽车的估值达到了 240 亿美元，如果按照公布股价调整后的 30 美元，给 Lucid 汽车估值 480 亿美元，相当于福特汽车估值。

二、SPAC 的设立、结构以及发行运行的关键因素

SPAC 的结构主要由几个部分组成，首先也是最主要的是发起人，也就是初始资本，风险资本即 Risk-Based Capital。在 SPAC 的运作中，投资人、证券承销商等都有一定的经济利益在其中。

发起人的风险和经济利益是什么？ 发起人主要出一小部分资金，数目大概是 SPAC 上市募资额的 3%-5% 左右，数额较大的 SPAC 百分比会相对小一些。这部分资金最主要是用来覆盖 IPO 的交易成本，包括承销商、法律顾问、财务顾问、审计师等费用，同时也包括 SPAC 的团队在上市之后到收购之前的运营成本，以及进行收购尽调的成本等，还有其他的第三方费用。发起人主要需要进行 3-5% 的正式出资，风险是如果并购没有做成，SPAC 解散而交易费用已经花掉，所以有可能失去 100% 出资，但同时回报可能是相当可观的。根据规则，发起人可以拿 IPO 全部融资额的 25%，相当于用很低的出资额就拿到

了 25% 的股权（或者上市后发起人的资产份额占 20%），这是相当高的杠杆。如果发起人在很短的时间内交易成功，回报会非常高，而且由于时间很短，所以 IRR 会非常高。发起人相对 IPO 的其他投资人，会有比较长的禁售期，禁售期通常是收购完成后的一年左右，最短的有 6 个月。如果股票的交易情况比较好，比如在 30 个交易日中有 20 天超过 12.5 元，则发起人有可能提早解禁。

IPO 的投资人的经济利益在哪里？ IPO 投资人最大的利益是有下行风险保护，在收购之前没有下行风险，同时又保持了股价上升的溢价空间，这就是 IPO 投资人的最大的经济利益。为什么投资人会有这样的经济利益？因为投资人在购买 SPAC 时，除了根据当时确定的价格，比如 10 美元一股，同时拥有 1/3 股至 1 股的认股权证（涡轮，Warrants），有些还获得在收购成功的时候无偿的转成 1/10 股的权益（Rights）。也就是说，投资人用 10 美元不仅买到一个干股，并且买到了其他的期权。而且投资人购买到的干股是受保护的，IPO 之后资金会放在第三方托管账户内。为什么投资人的干股是受到保护的？因为投资人在 SPAC 收购标的时有权投票，如果投资人对投资团队的操作不满意，可以将原来的投资额以及产生的短期投资的利息从第三方托管中取出。目前还有一些情况投资人可以拿回不止 100%，也就意味着投资人进行的是无风险投资。在目前的低利率的经济环境下，由于 SPAC 投资人进行的是无风险的债券投资，同时又保持了股权的上升空间，所以 SPAC 投资人有较大的经济利益。

券商承销商在 SPAC 中扮演什么样的角色,经济利益是怎样的?

承销商通常在 IPO 的阶段拿到 1.75%-2%左右的承销费,这部分由发起人的初始资本负担;在完成并购的时候能够收到 2.75-3.5%左右的 IPO 滞后承销费(Deferred Underwriting Fees),由于这部分钱是从付给被收购公司的钱中扣除,所以实质上是由被收购的公司负担。SPAC 比传统的 IPO 便宜很多是因为,传统 IPO 只支付一次承销费用,全部由 IPO 上市公司承担,而 SPAC 中,本身承销费用就相对较少,而且被收购公司只承担了后半部分的费用,所以对于被收购的公司来说经济利益上相对较好。由于目前 SPAC 市场比较火爆,很多的承销商为了拿到这个交易,也会出一部分的风险投资。

SPAC 上市路演 PPT 的第一张,会介绍 SPAC 的 IPO 结构,比如融资的金额、每股股价、包含多少权证、权益等。SPAC 融资主要用在了什么地方?除了放入第三方托管的 IPO 投资人认购金额,最大的一笔费用是承销费用,大概在 2%左右,另外一项比较大的开支是董事高管保险,最近由于 SPAC 越来越多,这部分费用翻了 3-4 倍,是目前比较大的支出。上市后还要留下一笔资金作为 SPAC 寻找标的、完成交易的运营费用,这部分通常定在 75 万美元左右,实际支出则因各个 SPAC 而异。

为什么现在 SPAC 这么火?它与传统 IPO 相比有什么好处?它与之前的反向并购有什么区别?为什么很多主流的公司都选择 SPAC 而不是传统 IPO?在目前利率非常低的经济大环境下,SPAC

是一种很有吸引力的可选媒介，有以下几个原因。对于投资人，SPAC 不仅有本金的保护，同时获有期权价值，由于目前无风险利率非常低，投资的机会成本非常低。同时，相比传统的 IPO，SPAC 有更长的窗口和更高的透明度，令投资人能够了解到并购上市的公司质量情况。这是由于 SPAC 从标的公开到交易完成窗口期较长，有两三个月左右证监会审批和 PIPE 融资时间，而传统 IPO 窗口期较短，只有在上市申请审核通过后公开招股路演的少数几个星期。而且 SPAC 是一个并购业务，没有像对于传统 IPO 存在的公布管理层对未来业务预测的限制，所以会在进行目标投资的时候公布标的公司未来业绩预测，投资者可以更清楚地了解投资标的的质量。

对于要上市的公司，SPAC 相对传统的 IPO 更加快速。传统 IPO 通常从准备到上市需要大概 9 个月到一年左右，在港股或者中国内地股市可能需要更长的时间。进行 SPAC 上市，如果公司方面配合到位，最短大概 4-6 个月就可以做完。相比于传统 IPO，承销费用对于被并购公司也便宜很多。同时，在 SPAC 中被并购公司对交易成功的可视程度相对于传统 IPO 更高。在 SPAC 中，公司可以在收购谈判过程就谈好定价，并且可以比较早地了解到可能的融资金额和融资结构。但在传统 IPO 中，只能在路演中看到订单的数量，再调整决定最终融资量和价格，所以具备很高的不确定性，而且传统 IPO 周期很长，资本市场大环境周期也会带来不确定性。所以在市场较好的时候，公司更倾向于选择 SPAC 这种较快的上市方式。对于发起人，SPAC 中可以

用 3-5%的资金翘起 25%的杠杆，如果 SPAC 做得比较顺利，可以同时做好几个 SPAC，在几个月之内的收益非常可观，因为如果 SPAC 成功 IRR 可以是非常高的，所以很多主流 PE 现在都开始在做发起人。

SPAC 要成功，需要有哪些成功因素？ 投资人在 IPO 和并购的时候，看的東西相关联，但不完全相同。主要在 IPO 的时候，因为 SPAC 法律规定不可以事先有明确的目标标的，所以在 IPO 的时候，投资人只能看 SPAC 运营团队、董事会和出资人，还有投资的理念和投资领域，在不同的时期有不同的热点，比如医疗卫生、信息技术一直是比较热的行业，这些行业也确实确实是高成长行业。同时，IPO 投资交易结构也是很重要的因素，有些公司为了吸引更好的投资需求，它可能会加一些好处，比如第三方托管账户中的超本金赎回。企业并购是 SPAC 最关键的一步，决定了 SPAC 最终成功与否。IPO 通常比较容易，而并购的时候是要作为长期投资的标的来审核的，所以看的要更广一些。就像在进行任何投资，不论是一级市场还是二级市场的投资，一定要看标的公司的团队运营、市场份额等标的的质量，同时还要用合适的价格，不能定价过高。这个问题在 SPAC 中很容易看出来，因为 SPAC 有更长的窗口期，更容易看出来投资人是否满意目前的定价。需要强调的是，在投资过程中，只看标的本身质量是不够的，还需要看其面对公开市场的准备度，也就是看是不是已经成熟到可以面对美国的资本市场和投资人，包括管理团队是否足够成熟以应对投资人，财务报告还有内部风险控制是不是能够达到在美国上市的标准，很多时候并

购没做成，都卡在这一关上，所以这是非常重要的因素。同时需要考虑并购交易结构，比如有多少是新引进 PIPE 投资人，有多少给公司既有投资者兑现，有多少是现金多少是股票等。

以我们做的 SPAC 举例来介绍投资人对 SPAC 的看法。对于 SPAC 的投资团队和管理团队，最重要的是管理团队和董事会是否在这个领域有经验，是否有成功先例，是否能够互补，以及是否有人脉。这是因为投资人在 IPO 阶段就要看团队是否有能力找到好的标的，是否能够做出正确的投资判断，能够做成功 SPAC。我目前任职的公司 Edoc Acquisition Corp 属于医疗健康领域。我们的董事长和 CEO Kevin Chen，除了有在华尔街进行组合投资的经验外，他的基金在美国投资了两百多家医院。而我本人除了在各大投行任职外，还担任过医疗健康私募基金的合伙人，同时担任过上市公司的董事和 CFO。另外，几位独立董事的专业知识，包括斯坦福医学院的博士，医院信息技术方面的专家和在医疗健康领域的投资经理，我们互补组合成为一个有力团队。另外一家由我担任董事的 D & Z Media Acquisition Corp 中，不仅许多董事是传媒领域的重量级人物，并且有很大比重的特别顾问。投资人在这个阶段更加看重的是在对标领域的专业技能和人脉。在美国的上市公司中，独立董事需要超过执行董事，所以每个董事会需要至少 2-3 个甚至更多独立董事，并至少有一个独立董事需要有能胜任审计委员会主席的专家资格，在财务报表审核上有专业技能。在组织结构方面，首席执行官和首席财务官是必需的，有些 SPAC 有 COO，

但不是必要的。对于发起人，最重要的是实力，不仅是资金上的实力，而且有人脉。由于发起人的经济利益非常高，现在很多基金和名人都参与 SPAC 领域，有明星效应固然对寻找好标的有帮助，但发起人最重要的是能够在 SPAC 的专注领域对 SPAC 给与有效的资金和人脉支持。

再来谈谈另外一个重要成功因素——SPAC 的并购交易结构。一般来说，收购的标的最好是 SPAC 的 IPO 规模的 3-5 倍或者更大。这是因为发起人有 IPO 融资的 25% 股权(或者 SPAC 整体的 20% 股权)，但不出资现金或者出资很少的现金，形成了较大的稀释作用。如果收购的标的和 SPAC 的规模相差不多，稀释作用就会非常明显；相反，如果标的规模较大，SPAC 投资者在剩余的股权结构中占据较小的部分，那么 SPAC 作为整体的 20% 相当于比较小的部分的 20%，对整体的影响较小。正是因为标的公司相对 SPAC 公司较大，通常需要引入 PIPE 投资者作为股权投资。举一个例子，资金来源和用途表是 SPAC 并购交易都要披露的，显示了公司在并购过程中各方出资额。收购对象的估值，在这个例子中假设为十亿美金，这是 SPAC 收购方和标的公司谈判的结果。第三方托管账号中的钱是 IPO 投资人的出资额，这个例子中假设为 2.5 亿美金；假设原有的债务继续转存，不做任何改变；剩下的现金出资需要由 PIPE 投资人出，能融多少 PIPE 这反映了投行的能力，以及投资人对于公司的兴趣；而标的公司的现有投资人则以接受新公司的股票的形式出资，这几部分组成了资金的来源。资

金使用主要是体现了资金中有多少是给目前的投资人套现出现金的，又有多少是并购后真正注资入公司的。付给现有投资人的现金占比是越小越好，这是因为这部分支出越小，就显示现有投资人对标的公司并购后的信心越大，如果留给标的公司作为运营成本的资金越多，对公司后续成长越有利。这是交易结构中投资人比较注重的部分。从交易后的股权结构看出，发起人股权占比只剩下较小的比例，只有百分之几。比例较大的主要是原公司的投资人，通常有 50% 甚至更多。同时还有 PIPE 投资人和 IPO 的公众投资者的股权转换。交易结构很大程度上会影响并购过程，IPO 的投资人是否稳定，以及在公布期间的股价变动，而这直接影响到并购结束之后的股价，所以交易结构需要谨慎设计。

三、SPAC 交易执行流程，从法律角度介绍 SPAC 的关键考虑因素

这部分主要介绍 SPAC 交易的执行流程和大家关心的法律问题。

总体而言，一个 SPAC 交易分两大阶段，第二阶段可以再细分为两小步。第一个阶段需要把 SPAC 的壳公司通过 IPO 上市，由于这个公司没有历史存续，完全是一个 SPV，所以这个过程比较迅速，8 周左右就可以完成从公司注册到公司 IPO，实现融资的目标，流程相当快。后面的第二阶段（也即第二步和第三步）术语上叫做“去 SPAC (De-SPAC)”的过程。这个过程可以分为两个部分，第一部分是自身的生命周期，传统上是 18 个月到 24 个月，目前市场越来越灵活，较

短的为 12 个月，较长的有 21 个月的生命周期的 SPAC 公司。在这个阶段公司要完成的任务是锁定并购目标，与目标公司完成尽调和谈判，如果同时进行 PIPE 融资，需要快速地与定向增发的投资人谈妥，一直到宣布交易。需要强调的是，这只是一个区间的概念，很多公司不需要这么久。第三步的 3-5 个月的意义在于，如果公司在第二步的生命周期末端才找到合适的目标公司，那么最后 3-5 个月的时间可以让公司完成交易的批准和交割，作为第二步的收尾。由于壳公司的生命周期可长可短，所以第三阶段也可以前移到第二步的时间表之内，这就是为什么目前市场上很多 SPAC 交易去 SPAC 的速度都比上面的时间表要快。

关于交易执行过程中的时间表，从工作组的角度，主要有两个部分，一部分是律师牵头的交易谈判和文本工作，另一部分是由投行牵头进行市场推广的过程。除了参与交易双方谈判和估值的工作，投行的另一个主要的任务是第二步的过程中寻找机构投资人或者 PIPE 投资人，牵头做市场营销的工作。其中包括要为 PIPE 投资人准备投资标的介绍资料（Investor Presentation），特别是 SPAC 公司投行需要和标的公司投行合作帮助标的公司准备反映合并后公司财务状况的预测模型。

以下简要介绍法律工作涉及的一系列交易文本的关键时点。在 SPAC 发起方锁定一个目标公司时，需要签署简单的意向书，在意向书签署完毕后有几个方面的工作需要完成，投行需要为机构投资人准

备准备投资标的介绍资料，目标公司与 SPAC 公司开始谈并购协议，同时需要准备与 PIPE 投资人的协议。第三个关键的时点是所有上述的协议签署后发布市场公告。在发布市场公告后的重头工作是准备主要的披露文件，也就是股东表决权意见书（Proxy Statement），其中很大的工作量是对目标公司过去 2-3 年会计报表的准备。会计报表的准备时间很大程度上决定了这一阶段工作的进度，如果目标公司在这方面工作筹备比较到位，可以很大程度上缩短交易时间表。第五个关键时间点是由 SPAC 的壳公司牵头递交股东表决权意见书，SEC 开始审核的过程。在 SEC 认可了股东表决权意见书之后，还有一个简短的路演过程，由于并购交易需要上股东大会表决，所以投行需要做一个简单的路演，对市场上的机构投资人去讲解并购交易对公司及投资人是有利原因，以及对目标公司估值的合理性。在市场营销的过程结束后，股东大会上股东表决批准这项交易，买卖双方就完成了合并，原来的目标公司成为了新的上市主体，成为在纳斯达克或者纽交所挂牌的上市公司，同时将之前 SPAC 的上市 ticker 改为新的上市主体的 ticker。

细化讲解一下 PIPE 的流程，SPAC 交易的一个优点是通过 PIPE 实现融资的目的。前面讲到，在买卖双方签署了意向书后，投行就开始帮助寻找 PIPE 投资人。虽然 PIPE 是私募，但是由于 SPAC 已经是上市公司，所以为了让投资人看到目标公司的信息，需要将投资人从墙外翻到墙内，才能让 PIPE 投资人看到公开市场上的股东看不到的

信息。这些信息包括哪些内容？最主要的是投行将买卖双方的信息合并，为投资人制作介绍合并后公司状况的 PPT，也即 investor presentation。这份 PPT 需要清晰讲解合并后公司的财务状况、运营状况以及业务重点。另外，投资人需要看到买卖双方需要签署的合并协议，目标公司如果进行过财务审计，投资人也需要看到该信息。在机构投资者先于市场拿到以上信息后，将通过完成尽调来决定是否成为 PIPE 投资人。PIPE 投资人还会收到目标公司合并后未来的业务规划和盈利预测，这些预测至少包括未来 2-3 年，甚至有些包括未来 5-7 年的预测。这些信息可以帮助机构投资者对公司未来的增长做出判断，这也是通过 SPAC 路径实现上市的一个优点。PIPE 的整个过程，从准备投资报告的材料，到进行市场营销，到与机构投资者或者 PIPE 投资人进行谈判，到最后签约，在比较理想的状态下，需要 4 周的时间。

SPAC 的交易执行过程需要几个不同的工作组配合完成，包括财务尽调、法律尽调、财务报表准备以及路演等。从法律方面看，交易文件主要包括三部分，包括买卖双方的交易文件、PIPE 投资人的交易文件以及合并之后从公司治理的角度制作的一系列法律文件，以上文件均需要在前述的时间表内完成。向 SEC 提交的股东表决权意见书是主要的法律披露文件，作用类似于 IPO 中招股说明书。同时，完成目标公司向上市公司过渡的过程也是非常重要的，因为很多走 SPAC 路线的公司没有做好向上市公司角色的转换，在合并完成后，

存续的公司需要在披露方面、监管方面都需要向公众公司的标准看齐，因此这方面的准备工作在合并前做的越多越好。

下面介绍一下在 SPAC 交易中，从交易设计和法律的角度需要重点考虑的几个问题。

首先，发起人非常重要，发起人需要牵头执行交易，同时协调外部的投行和律师顾问，把控交易的执行过程，所以发起人需要有很多年的投行或财务相关职场经验。另外，发起人需要有整合外部财务资源的能力，比如在找机构投资人的过程中，起到增信的作用，很多机构投资者之所以投资，是因为看中了这个发起人背后的财务实力，往往是通过发起人在金融圈的人脉，才能促成交易。如前所述，发起人在 SPAC 的发起阶段，进行了少量的投资，以维持从 IPO 到并购整个过程的交易费用。到了最后一步，如果 PIPE 融资不理想，还需要发起人再进一步增信，发起人在最后也可能会成为目标公司的 PIPE 投资者。从这些角度来说，发起人都是非常重要的。

其次，从交易价格的确定角度，SPAC 与 IPO 定价方式不同。IPO 是在 IPO 前一天的 24 小时之内，几个投行团队带领公司路演，根据路演的情况进行定价，所以 IPO 的定价必然会受到市场波动和宏观因素的影响。而 SPAC 的交易价格或者说目标公司估值是买卖双方一对一谈判得出的，从估值的角度看，有很大的确定性，较少受到外部市场环境的影响，所以这是 SPAC 的一个很大的优点。SPAC 投资人主要是市场上大的机构投资者，这些投资者，在买卖双方签署了意向

书甚至在合并协议的主要条款都已经接近一致的情况下，才进行投资决定，而这些投资者通过投资行为，认可买卖双方的估值，为交易价格背书。

简单说一下股权结构表（Cap Table）。在法律上 SPAC 合并完成后，买卖双方合并在一起，原来的目标公司的股权结构表，包括目标公司的 ESOP 即管理层股权激励计划，很大程度上要投射到最后存续的公司上，在这个过程当中，双方要进行很多谈判和规划，最后经过投行在财务方面提供的专业意见，最终确定公司的 Cap table。

综上，SPAC 的交易过程是多方博弈和合作的过程，SPAC 的利益格局中，包括 SPAC 公司本身、SPAC 公司背后的发起人、目标公司中想留下以及想退出的股东、SPAC 在完成合并前后的公众股东。在买卖双方谈妥价格后，由于需要在股东大会上批准交易，所以其余各方都有争取 SPAC 股东同意的需求。

以上主要是市场上常见的或者有交集的交易架构。目前市场上不断的出现新的交易架构，比如 Edoc 对交易架构的创新，他们对 SPAC 的存续进行大幅度的缩短，作为项目的一个卖点。目前市场上对交易架构创新最多的是 pershing，由于 pershing 的融资金额比较大，所以进行了一系列的创新，比如发起人在设立 SPAC 公司时通过 forward purchase agreement 锁定额外的资金对交易过程进行增信等。

目前 SPAC 市场热度是非常高的，从 2020 年 7 月份开始爆发式增长，到 2021 年 1、2 月份，大约由 100 多家 SPAC 公司实现上市，

融资额在 2 至 4 亿美金，其中有少数规模非常大的 SPAC，比如 churchill、pershing 等，同时还有很多跨界的名人发起的 SPAC，比如前美国众议院议长 Paul Ryan。目前，有很多新玩家进入 SPAC 的市场，市场还在爆发性的增长。

以奥睿律师事务所已经交割的 10 个 SPAC 为例，主要涉及的行业包括医疗卫生行业、电动汽车行业、娱乐（游戏）行业、太空探索行业等。这些高科技行业和新兴行业，往往对投资人来说更难判断，而 SPAC 的优势在于帮投资人发现这些公司的价值和成长性。我们在伦敦市场也完成了两起 SPAC 交易，这说明 SPAC 有全球化的趋势，全球的市场都看中 SPAC 这个融资渠道。

最后，以 Faraday 为例对 SPAC 交易流程进行复盘。这个项目中可以看出 SPAC 交易架构有一定的灵活性。Faraday 项目原本的 SPAC 壳公司融资了大约 2 亿美金。SPAC 公司是由有地产背景的两个投资人发起的，最后找了一个电动车的标的公司。从中可以看出，虽然原本的投资目标是地产项目，但是可以在过程中根据市场的情况对投资目标进行改变。发起人单纯依靠地产业的经验很难找到合适的标的，所以他们邀请了外部投行 RMG 作为共同的发起人，而外部投行本身又提供了一些 PIPE 融资，提高整合目标公司的说服力。通过交易，发起人一共锁定了大约 7.75 亿的 PIPE 投资，而 SPAC 本身融资了 2.3 亿，一共大约 10 亿美金的融资。而 Faraday 的估值在 23 亿美金左右。最初 SPAC 的融资额和标的公司的估值大约相差 10 倍左右，通过

PIPE 融资来缩小差距。在并购结束后，SPAC 公司的创始人将代表买方，拿到合并后公司的一个董事席位。RMG，帮助 SPAC 公司找到很大一部分 PIPE 融资后，在合并之后也将得到一个董事席位。所以，在公司合并完成之后，需要根据每个案件的具体情况，根据 SPAC 过程中贡献力量的大小，对合并后公司的董事会的席位进行划分，各方通过妥协和博弈达成平衡。从融资额的角度，Faraday 原有的所有者权益大约为 16.25 亿，这部分反映老股东都没有套现离开，而是保留了原来的股权，原本 Faraday 有 6.71 亿的债务由合并后的公司来承接。在右边的资金用途表中，除了交易费用和支付债务之外，还包括一些股东通过债转股的方式保留股权，最后账上的现金是 7.48 亿，而这部分资金正是 Faraday 用来维持未来一年第一款汽车 FM91 量产所需的资金，所以通过 SPAC 帮助实现了未来一年的资金需求。在合并完成后，原有股东股份占比 51.1%，PIPE 股东占比 23%，债转股股东占比 17.2%，SPAC 的股份被稀释到 6.8%，SPAC 和发起人的占比较小，不到 9%。这个过程同样也是债务重整的机会，根据披露，创始人贾跃亭个人债务的债权人选择债转股的方式抵消债务，也实现了为公司减轻合并后债务的目标。

四、问答环节

Q1: 法律方面，SPAC 公布后会收到律所的诉讼，SPAC 面临的主要法律风险有哪些？通常发起诉讼原因是什么？最后如何解决？

A1: 美国有很强的诉讼文化，尤其是牵扯到上市公司的交易，诉讼是不可避免的。诉讼的发起人，往往是经常代表原告方的律师，他们去市场寻找股东并代表他们提起诉讼。对于 SPAC，诉讼风险有很多种可能性，比较常见是从披露的角度，因为 SPAC 需要在公开市场上进行披露，特别在完成 SPAC 交易之后，披露文件（也就是股东表决权意见书中的）内容，如果有虚假陈述，有可能成为诉讼的理由。SPAC 与传统的 IPO 不同的一个特点是，投行在 SPAC 交易的第二、第三部分过程中只是财务顾问，并不是传统 IPO 中的承销人。投行在 SPAC 的第一步中是作为承销人，但第一步中上市的只是简单的壳公司，需要的披露很有限，所以很少发生 SPAC 第一步完成后对 SPAC 壳公司提起的诉讼。大部分情况下，是在 SPAC 第二、第三步完成后，可能会有一些诉讼，主要还是针对虚假陈述或者披露方面的诉讼。

辩护也是在美国证券法下的一些辩护理由。由于投行在这个过程中不是承销人，投行的责任相对减轻。相比于传统 IPO，投行在财务数据的准备和尽调过程中起到的作用相对较小。

关于如何防范诉讼风险，在美国的诉讼文化环境中，没有办法阻止他人提起诉讼。对于 SPAC 公司，特别是对于其董事会和高管，买保险是很重要的保护自己的途径。在合并完成后 SPAC 变为公开上市公司，也应依法履行上市公司披露的责任。

Q2: 为什么近期 SPAC 市场火爆？SPAC 与一般 IPO 有什么区别？会不会是昙花一现的情况？

A2: SPAC 最近两年十分火爆的很大一部分原因在于它的机会成本降低了很多。由于目前全世界的利率都非常低，尤其美国市场的利率尤其低，SPAC 的机会成本下降很多。所以 SPAC 相当于固定收益加股权的投资工具，它固定收益部分的替代品的机会成本很低，所以 SPAC 相当于是利率较高的无风险固定收益，同时保留了股权投资。

关于 SPAC 市场还会继续火爆多久，如果将来利率持续低迷，SPAC 火爆的宏观环境依旧存在。另外，目前主流市场已经对 SPAC 进行了充分的应用，并且大众在投资中也意识到 SPAC 只是另外一种较好的上市渠道，通过 SPAC 上市的公司，总体来说质量上升，甚至很多成为了很光鲜的投资案例。所以我认为 SPAC 会继续维持，并且成为主流 IPO 的有效替代品。当然股市及经济发展都有周期，股市下跌周期时对 SPAC 也会有影响

Q3: 应该如何成为 SPAC 投资者？SPAC 二级市场的情况是怎样的？

A3: SPAC 对于投资者的这个好处主要是可以保护本金，在 SPAC 存续期间最差的情况也能够归还本金，在好的情况下，SPAC 成功、股价上升，同时权证上升。对于 IPO 股东来说，投资者投资股价购买到一份股权加一部分的权证份额，在 SPAC 存续期间会有较好的无风险回报。

作为二级市场投资者，SPAC 的 IPO 股权需要通过在承销商有账户才能认购。二级市场投资者也有其他几种办法，一个是在二级市场

上寻找已经开始交易的，并且交易量比较大，发起人拥有比较强大的管理团队和顾问团队的来进行操作，也可以对市场上比较大的 SPAC 的 ETF 进行投资。二级市场的风险和波动性都比较大，所以投资人要谨慎。

Q4: SPAC 主要能够发行的主要要素是什么？

A4: 在组建 SPAC 的过程中，最重要的是发起人出资作为最初的风险资本，并且要找有经验的团队进行承做，尤其是 CEO 和 CFO 作为主要操作人，以及董事会成员和顾问，需要有足够的人脉去完成这部分任务。同时要找专业的投行团队作为承销商，同时需要专业的会计和法律公司，让第三方专业的人员帮助将 SPAC 操作好是非常重要的。

Q5: 在美国或中国大陆，标的公司的上市要求是什么？

A5-1: 首先标的公司必须成长到一定程度，本身已经准备好上市了，或者就是跳一跳可以够到上市的标准，而上市的标准在各个行业有很大不同。在大陆和香港上市公司要求必须有盈利，但在美股盈利也不是必须的要求，特别是高成长的行业，所以取决于行业的不同，没有一定要求营收或盈利的数额，因为不同的行业定价对于营收的倍数是不同的。比如 SPAC 规模是 10 亿美金，预计可以收购 3-5 倍甚至更大的标的，希望标的质量好并且能够融到 10 亿甚至更多的 PIPE，总交易规模大约 50 亿。有些行业比如远程医疗大约二三十倍的价格营收率，甚至可能是三四十倍，有些相对传统的行业，比如医院，可

能价格营收率 10 倍都不到，所以很难一概而论需要多少营收或盈利，但市场是按照刚刚提到的大体的规模操作的。

A5-2: 我同意标的没有统一的标准，更多取决于行业。由于目前中国内地市场目标公司通过 SPAC 美国上市的不多，所以对大家有参考意义的更多是美国市场的市场实践。美国市场的标的公司更多是成长型公司，比较集中在刚刚提到的几个行业中，还有一个共性是在 VC 市场上做到第三轮左右的公司，这部分公司如果走传统的上市路径，每一年再做一轮新的融资，可能需要再等 2-3 年，而 SPAC 提供了一个快车道。

从财务的角度没有一定的标准，也不要求盈利，这些公司的共性是，通过 SPAC、公司的估值、业务规划和盈利预测的方式更容易被投资人理解，所以这些公司会选择 SPAC 这条路。由于市场上大部分 SPAC 的融资额在一定区间，一定程度上决定了目标公司的估值大概的范围。如果是目标公司它本身估值已经很高，比如中国内地市场上很多行业的独角兽，估值在 60-70 亿，可选择的匹配的 SPAC 可能相对较少，比如 pershing 通过 SPAC 融资了 40 亿，需要找更大的标的公司进行合并，但是达到这个量级融资额的 SPAC 非常少。

Q6: SPAC 在并购过程中是否能够成功？没有成功通常是因为什么原因？比如中国的微商业态通过正规的 IPO 很难成功上市，通过 SPAC 的方式是否有可能上市？

A6-1: 首先需要澄清，通过 SPAC 上市的公司不一定是质量差，或者传统 IPO 无法上市的公司，相反尤其是近两年的市场上通过 SPAC 上市的公司很多完全可以通过 IPO 上市，只不过认为通过 SPAC 上市更加迅速，也相对没有那么昂贵，更看重 SPAC 所具有的优势。有些公司与传统 IPO 相比还差一点点，比如一两年，但是它是个高成长的公司，只不过把上市提前了一点。但是整体来讲，标的公司必须要准备好上市，在公司的管理能力方面、面对二级市场投资人的经验和技巧方面、财务报表披露方面和内部风控方面，都需要是能够达到上市的要求，才能够通过 SPAC 上市，否则哪怕公司质量、业务再好，也不能在二级市场上一直存在。从统计的角度，历史上只有 5%左右的 SPAC 没有并购成功，但目前 SPAC 越来越多，这个比例有可能提高。所以，在 SPAC 交易过程中找的标的是非常重要的，而且需要团队的协作和控制，因为 SPAC 只有 18-24 个月，如果在一个标的上花费太多的时间，但没有成功，再次寻找标的进行操作的时间就可能不够，最后导致 SPAC 失败，所以需要在寻找标的的时候眼光比较准。

A6-2: 首先 SPAC 只有 12-24 个月的时间窗口去做项目，在这个过程中会有前面找到的标的公司都没有成功，而后面第四家第五家标的才成功的情况，但由于一旦通过 SPAC 的 IPO 进行了融资，就会有成交压力，最终找到合适的公司去实现合并。从另一个角度看，SPAC 的机制是类似于信托的，在 SPAC 上市的时候，公众投资人相当于对这笔钱进行了类似信托的操作，委任市场上有交易经验，特别对本行

业有经验，能够做出价值判断的团队去寻找合适的项目，对于团队找来的项目，经过尽调，在确认是合适的标的后，以合适的价格去实现合并。

最后交易完成还需要通过两道关口的检验。一道是 PIPE 投资人，PIPE 投资人是机构投资人，比公众投资人更有经验，他如果同意以 IPO 对应的价格，或者折扣后的价格（但是一般折扣会很小），进行投资，说明他们是认可管理团队进行的尽调，是对交易增信的一个步骤。第二道是 SPAC 的公众投资人，SPAC 交易最后需要在股东大会上进行表决，如果公众投资人不喜欢这个项目，他们可以行使赎回的权利并离开。还有一种情况，为了能够增加成交的确定性，公众投资人可以一边行使赎回权力，一边在股东大会中表决同意通过合并。SPAC 可以通过这些机制维护交易的价值的确性和公平性。

Q7: 对于香港市场，如果落实 SPAC，可能遇到哪些要求？与美国有哪些不同之处？

A7-1: 从市场机制角度，美国市场 SPAC 的火爆情况后导致带动了全球的资本市场的投资者和基金。无论在中国内地或者香港，本地公司需要通过在美国资本市场上 SPAC 的方式来实现 IPO。目前伦敦交易所已经有通过 SPAC 上市的公司，新加坡也在考虑过程中。SPAC 这个产品在美国并不是新的产品，它已经持续很长时间，所以并不是需要对目前的法律架构下进行任何的变动，就可以容纳的新的上市模

式。但香港现有的资本市场规则是否可以容纳 SPAC，这个问题需要香港市场监管方面的权威人士来解答。

A7-2: 补充一下伦敦的 SPAC，有点像美式期权和欧式期权的区别，与美国的 SPAC 稍有不同，伦敦的 SPAC 最后的并购不需要公众投资者表决，只需要 SPAC 的董事会表决。我们今天谈到的都是美国 SPAC 的操作。

Q8: 目前很多国内的 PE/VC 机构也有兴趣在美国担任 SPAC 的发起人，国内 PE/VC 去美国发起 SPAC 是否有法律或者程序方便的障碍？这些 PE/VC 机构去美国发起 SPAC 后，如果想并购自己曾经投资过的资产，这种类似于关联交易的操作是否有法律上需要处理的地方？

A8-1: 对于第一个问题，目前市场已经有先例，以中国大陆或者香港为基地的投资机构作为发起人，在开曼设立公司，在美国通过 SPAC 上市，也就是流程中的第一步 SPAC 上市的过程，这个在市场上已经有好几起先例，美国市场也没有把中国背景投资人发起的 SPAC 区别对待，对于交易的成功率而言，更重要的是发起人或者机构拥有境外市场的融资经验。

第二个问题是严格的披露问题，如果在进行第一步的时候，投资机构已经有意向，无论是对曾投资的公司或在市场上已经谈过的公司，都需要在做第一步 IPO 的时候对市场披露已有的意向，否则披露会出现重大遗漏的问题。

对于发起人之前投资组合中曾投资的公司是否可以作为标的公司的问题，我认为是可以探讨的，特别是如果先前的投资组合公司只是少数股权，而经过市场上的寻找过程，最后认定最合适的标的公司还是曾投资的公司，这个问题通过公开披露应该可以完成 SPAC 下面的交易步骤。

A8-2: 如果存在潜在的关联交易，需要有足够的文件显示，在 SPAC 过程中对标的公司有足够公正的评估，并且寻找了足够多的标的公司，在定价时足够公平公正，并且最好有第三方的评估，证明 SPAC 的操作不是利益输送。在 SPAC 的 IPO 的阶段有严格的规定，不能与标的公司提前交涉确定收购意向。

A8-3: 如果只是在市场上进行市场调查，寻找热点行业，或中国意向公司较多的行业，是没有问题的，也有专业团队进行相关的操作。但如果已经与目标公司做了接触，就会触发披露问题，因为在股东表决权意见书中需要将 SPAC 公司的董事会和管理团队寻找目标公司的过程完整披露，特别是如果已经有意向书则需要进行披露，如果不做披露，会成为虚假陈述问题，董事会在将来的诉讼中存在责任问题。

从这个角度，董事会和管理人员需要站在公众股东的角度去尽职尽责地完成诚信义务，如果没有做到刚才提到的公正的方式，那么都有可能成为将来诉讼的对象。目前市场上有一部分 SPAC 公司会通过引进第三方的方式，背书一份价格公允意见书来增强交易价格的公正性。制度设计上，如果发起人有明确意向，要通过 SPAC 并购特定的

公司，需要在第一步进行披露。在美国市场上这样的情况是非常少的，大部分是 SPAC 完成上市后，再找领域内合适的目标公司去谈。目前提出这类问题的中国的投资界的朋友比较多，但是这个问题需要非常慎重的考虑。

Q9: PIPE 的价格也是按照 10 美元一股进行投资的吗? Edoc Acquisition Corp 的股票现在处于怎样的情况?

A9: 公司股票目前是在正常交易，价格在 10 美元多一点，权证和权益已经分开交易。PIPE 通常是 10 美元，但是不排除在公布之前价格已经随市场价格变动的情况。同时，因为要给 PIPE 投资者一定的空间，尤其 PIPE 投资者有几个月的禁售期，所以 PIPE 通常有对目前市场价格的折扣。

Q10: SPAC 对于标的公司的风险如何?

A10-1: 对于发起投资人，在并购之前最大的风险是 SPAC 团队是否能够做成并购，因为如果并购不成功，所有的价值都没有了。对于 IPO 或二级市场投资人的风险，就像一般证券投资风险，即使并购做成了，但是如果没有足够的 PIPE 或交易结构不是很好，SPAC 不是很成功或者比较艰难，这种情况都会影响合并之后的公司上市后的表现。因为在 SPAC 后，合并的公司就是独立的上市公司，就像任何上市公司一样的，看市场对于公司的看好程度和价格的比较。所以需要仔细看团队是否能够将业务做成并且做好，并且有合适的定价，才能够继续上升。在并购后需要是看公司长远的成长性，由于公司的合

并短期之内有上涨的空间，但如果公司长期成长性不是很好，和任何一个二级市场公司一样，长远来说不算是个好的投资。从管理团队的角度，也就是管理人员和董事会的角度，最大的风险就是是否对投资人尽了诚信责任（Fiduciary Duty），秉着尽职尽责公平公正的原则做完交易，保护投资人利益。

A10-2: 所谓的风险要看是站在 SPAC 架构中哪一个利益群体的角度去考虑。

对于 SPAC 第一步的 IPO 投资者，他们的风险相对来说是非常小的。即使在最坏的情况下交易没有成功，或是 SPAC 股东大会没有通过，由于他们的资金锁在信托账户中，他们仍然可以将本金加上一点国债投资收益撤回来。在这个基础上因为权证的存在，在完成合并之后按照行权价格行权，他们还有一定的上涨收益。SPAC 的 IPO 的投资者主要是部分投资基金，投资人能够大概预期在合并完成后的回报，甚至是接近双位数字的回报。

对完成合并后的二级市场上的流通股的投资者，他们的风险不是 SPAC 产品特有的。通过 IPO 直接上市的散户和股东面临同样的风险。

对于 PIPE 投资者，因为有禁售期会留下来，他们面临的风险与二级市场的公众股东的风险本质上没有区别，但有一定特点，特点在于定价机制。因为 SPAC 的定价是一对一谈出来的，并且在这个定价过程中可以包含公司的盈利预测，所以这个定价机制是双刃剑，一方面有利于成长型公司的内在价值被发现，另外一方面 2-3 年甚至更久

的财务预测是有待验证的。所以如果说有风险，很大程度上也是来自于这方面。

对于 SPAC 发起人、董事和管理人员，风险大部分情况来自于诉讼方面的风险，因为他们是 SPAC 第一步 IPO 融资金额的信托人，有尽职的诚信义务，通过财务尽调、法律尽调等方式，通过谈判发现尽量合理公正的价格。如果在这个过程中有做的不完善的地方，将来投资人无论从盈利预测的角度，还是披露文件中有虚假陈述或重大的遗漏，都有可能成为诉讼的依据。这个风险从本质上来说和通过 IPO 直接完成上市的中概股公司的风险本质上没有区别，但也有它的特点。

Q11: 为什么没有很多医药研发公司通过 SPAC 上市?

A11: 医药研发公司有 SPAC 上市先例，但相对来说，进行 SPAC 上市的医疗卫生技术、医疗卫生诊断、服务等领域公司较多。生物科技领域有自己的特点，这个领域的公司两级分化严重，如果公司好的情况下，IPO 非常简单，很快就进行了上市；如果公司不好的情况下，通过 SPAC 上市也比较困难。所以在医疗卫生领域，更多进行 SPAC 的是大型的服务型企业。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百五十三期（2021年2月28日）内容整理而成，特邀嘉宾为老虎证券合伙人过大江博士、Edoc Acquisition Corp 的董事和首席财务官赵颖女士、国际律所奥睿（Orrick）北京和纽约办事处全球合伙人张劲松先生。

过大江博士现任老虎证券合伙人，致力于发展投资银行和销售交易等机构证券业务。在此之前，过博士曾任华兴资本首席战略官，主要职责包括战略规划，战略投资和国际业务发展。中信证券投行部首席运营官，中信证券战略规划部负责人，中信证券国际（美国）首席执行官，并在中金公司香港美国担任高管职务。过博士曾有十几年任职于花旗集团全球市场部、苏格兰皇家银行、苏黎世金融服务再保险公司，专注于资产证券化和衍生产品业务。他在纽约保险学院和圭尔夫大学担任助理教授，在同行评审的金融期刊上发表了许多学术论文。他在多伦多大学获得金融经济学博士学位，并拥有 CFA 特许证书。

赵颖女士现任 Edoc Acquisition Corp 的董事和首席财务官，这是一家在纳斯达克上市的专注于医疗卫生方向的特殊目的收购公司（SPAC）；她还担任 D&Z Media Acquisition Corp 的董事和审计委员会主席，这是一家在纽交所上市的专注于媒体和教育技术的特殊目的收购公司（SPAC）；担任纳斯达克上市的生物制药公司 Beyond Spring

Inc.和金融科技公司 Urban FT 的董事会成员；担任元明资本（一家跨国私募股权基金公司）的风险投资合伙人。她此前曾担任 Whittle School and Studios 的全球首席财务官，这是一家总部位于纽约的全球营利性私立教育企业，得到了大型私募股权基金和捐赠基金的支持。赵颖女士曾任百世集团首席财务官，这是一家上市前估值超过 30 亿美元的中国独角兽公司，主要投资者包括阿里巴巴、软银、高盛、世行国际金融公司和其他大型私募基金，目前在纽约证券交易所上市；曾任美国美林银行董事总经理和摩根大通执行董事，在总部、全球企业和投资银行业务部门担任高级职位，工作横跨广泛的领域，包括资金部、流动性产品、资本管理、风控，及交易银行和企业银行部门的区域首席财务官/首席运营官；也曾在美国运通企业战略规划和风险投资业务部、高盛投资银行部、联邦快递公司企业融资/企业发展等部门任职。她曾在纽约、伦敦、新加坡、香港和中国大陆工作，管理过遍布四大洲的团队。

张劲松先生现任国际律所奥睿（Orrick）北京和纽约办事处全球合伙人。他的业务涉及多个行业领域，包括金融服务、科技（含汽车技术、生命科学和金融科技），以及能源与基础设施等。张律师在纽约、中国香港和中国内地法律服务市场均执业多年，作为一位获得《亚太法律 500 强》认可的国际并购律师，他的业务专注于涉及中国并购与私募股权交易。此外，他还为跨国公司、金融机构和私募股权基

金，就一般公司业务、资本市场和监管合规事宜提供咨询，并拥有帮助中国客户解决在美监管和合规领域问题的丰富经验。张律师先后获得美国杜克大学法学博士、美国西北大学凯洛格商学院 EMBA 学位。他目前担任杜克法学院国际顾问委员会委员，并获委任为杜克法学院 Senior Lecturing Fellow。在复旦大学就读期间，他曾获得中国国际贸易领域最高学术奖——安子介国际贸易研究奖，并保持了跨学科研究的浓厚兴趣。他在工作之余为纽约非盈利机构全美华人金融协会担任义务总法律顾问。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的內部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

