

美国买壳上市分析(六)

卢少平

上期我们介绍了 Form-10SB “空头支票”壳公司，本文将讨论近年在美国市场逐渐活跃的另一类壳公司——特种目的并购公司（Specified Purpose Acquisition Corporation，以下简称 SPAC）。

SPAC 最早始于上世纪 90 年代中期，当时市场上总共才制造了十几个 SPAC。随着 90 年代末期美国股市一路劲升，IPO 市场逐渐旺盛，SPAC 也就停顿下来。美国 IPO 市场自 2001 年开始步履维艰并于 2003 年走入谷底，时至今日，IPO 对大多中小企业而言，仍然是可望不可及。在这种背景下，SPAC 在 2003 年又卷土重来，且来势凶猛、愈演愈烈。

SPAC 是由有良好背景、良好记录的发起人，以及券商、投资人共同制造的带有大量现金的上市壳公司，它的目的是在约定时间内完成与某一指定行业或指定地区内某一有业务、有资产、有业绩的实体公司的合并，进而成为真正的上市公司。

SPAC 的出现与兴起，还须从 1992 年 SEC 根据美国 1933 年证券法而起草制订的 419 条款谈起。1992 年，为了控制那些空壳公司在通过首发股票（IPO）向投资人募集资金运作中及反向并购（买壳上市）运作中的种种欺诈行为，以保护投资人利益，SEC 根据美国 1933 年颁布的证券法制订了 419 条款。它的重大意义是，当时 SEC 在面对反向并购存在的种种欺诈行为时，没有选择禁止该项证券运作，而是通过明细的规则使得该项运作规范、安全与合法。

根据 419 条款定义，具有下列特征的公司为“空头支票公司”：

1. 公司处在起步阶段（Development Stage）；
2. 公司通过发行低价股票（Penny Stock）；
3. 公司没有业务，没有商业计划书，其唯一目的就是寻求与某些未知的有业务的公司合并。

对于这些“空头支票公司”，419 条款规定，在扣除承销商佣金外，公司通过 IPO 公开发行股票募集资金的全部融资开支不得超过总融资额的 10%，所募集的资金扣除融资支出及预留少量必要费用外，其余款项必须全部存入托管账户。同时，这些公司为募集资金发行给投资人的股票也必须被托管，从而这些股票在反向并购完成前不得买卖交易。

被托管的股票与资金只有在下列条件符合时方可解冻：

1. “空头支票公司”必须同意并购一家价值不低于总融资额 80% 的有业务的公司；
2. 投资人在收到关于被并购公司的类似于招股说明书的详细文件后有机会再次确认其投资；
3. 并购必须在股票发行之日起 18 个月内完成，否则托管资金必须全部退回给所有投资人。

如果股票发行公司具有 500 万美元的资产，或证券公司为其包销融资 500 万美元或以上，则公司不受 419 条款限制。目前市场上所有的 SPAC 因为发行股票融资都在 500 万美元以上，因此不受 419 条款的限制。但为了吸引投资人及不给 SEC 盘查理由，SPAC 的操作团队往往自愿接受 419 条款的部分限制。

从零开始制造 SPAC 壳公司

第一步：类似于 Form-10SB 壳公司，首先在美国德拉瓦州注册一个壳公司，说明公司成立的目的是通过发行上市股票融资，然后用上市公司所融得的资金并购某一预定行业或某一特定地区内的有业绩的公司，从而成为真正的上市公司。

第二步：由证券公司包销壳公司的股票，按照正常的 IPO 股票发行程序向 SEC 提交 S-1 报表申报将发行的股票。一般情况下，SPAC 发行股票的模式是发行股票与期权（Warrant）的组合

单位，而不是单单发行普通股票。常用的做法是每一单位由一个普通股与两个认股权构成，每一单位价格为 6 美元。以期权认购股票时认购价设定为 5 美元。SPAC 股票融资一般不低于 2000 万美元。

第三步：在向 SEC 提交 S-1 的同时，向 OTCBB 或 AMEX 提出挂牌申请。建立托管账户，以便将大部分融资存入该帐户。待 S-1 生效时壳公司的股票与期权便可同时在相应的股票市场交易了。

上面制造 SPAC 的步骤并不复杂，与一个有业绩的公司上市发行股票相似，但这里关键点是发行股票的公司是一个全新的，人造的，没有资产，没有业务的空壳公司。我们知道，即便是一个有资产，有业绩的正常公司要想在美国股票市场上市都不是一件容易的事，更何况是一个空壳公司。那么 SPAC 凭什么能够发行股票上市并融得大量资金呢？它的关键是 SPAC 的结构。

SPAC 的结构

1.SPAC 的发起人是不同于一般人的杰出人士。几个普通人组建一个空壳公司要想上市发行股票是不会有人的。一般而言，发起人必须是某些行业的资深人士，有成功的从业记录，良好的社会基础。在不久前的一个案例中，赫赫有名的苹果电脑的创建人之一史蒂夫·沃兹尼亚克(Steve Wozniak)就作为发起人之一创造了一个 SPAC。

2.SPAC 的股本设置，假定公司在首次融资后的总股本为 500 万股，那么发起人总共加起来大约为 100 万股，即 20%。发起人取得的这 100 万股需要付出什么代价呢？他们显然不需要支付每股 5 美元。他们除了押上个人的背景，资源及个人信誉外，还须首先拿出相当于总融资额 5%—10% 的保证金以确保 SPAC 的目标得以实现。一般的约定是，发起人将保证金存入一个特别的托管账户，当市场上正在交易的 SPAC 的期权价格下降至某一约定价位以下时，SPAC 的股票承销商有权动用托管帐户内的保证金购买期权，以保持反向并购完成前期权价格的稳定。其余的 400 万股以股票单位发行给投资人，用以获得 2400 万美元的融资。

3.SPAC 自愿接受 419 条款的限制，除了承销商佣金外，只留了少量的资金应付公司日常开销，将约 90% 的融资金额存入了托管账户。

4.SPAC 自行约定在 S-1 生效的 18 个月内完成反向并购有业务的公司，被并购公司的价值不得低于总融资额的 80%，且并购价格公平。逾期则 SPAC 将被迫自动解散，托管账户资金全部退回给投资人。

5.同时，在详尽的被并购公司资料与并购意向书提交后，还需要投资人投票决定是否同意该项并购，如果代表超过 80% 资金的投资人赞同，则并购照常进行，但不赞成的投资人仍可选择按照比例抽回托管账户的资金，退出 SPAC（这种情况尚未见到）。如果代表超过 20% 资金的投资人不同意，则该项并购流产。实际操作显示，该项表决过程通常需要几个月时间。

6.很多情况下，承销商除一些实际开支外，延迟收取佣金。这部分佣金也被存入托管账户。只有在 SPAC 成功完成反向并购时，承销商才能实现其主要收益。

下期将继续介绍与讨论 SPAC 的运用。