

[DOI]10.12315/j.issn.1673-8160.2021.04.019

中国企业海外融资的模式—SPAC 融资模式研究

吴海燕

(聚美集团,北京 100029)

摘要:本文介绍了SPAC融资模式的相关概念,阐述了中国概念的SPAC在国际金融市场运行机制和操作方式,并就中国概念的SPAC成长与稳定性进行了分析,旨在促进中国海外融资企业对SPAC模式规律性的认识,建立起海外企业规避融资风险的方略,赢得SPAC融资模式下的竞争优势。

关键词:中国企业;海外融资;SPAC模式;方略研究

如何适应海外融资市场游戏规则、确保海外融资的稳定是中国企业海外融资不可回避的问题。二十一世纪初兴起的SPAC融资模式,因其具有时间短、成本低、融资能力强和政策上的优势,同时具有减轻国内行业限制、满足公司整体战略布局目标要求的市场优势,为中国企业有效吸纳海外资本,寻找海外融资渠道提供了可能。这就要求中国海外企业融资企业深化对SPAC模式的理解,赋予中国概念SPAC模式新的内涵,提升国际金融大环境下抵御风险的能力,促进海外企业融资市场逐渐成熟灵活和安全。

一、SPAC 模式概述

(一)SPAC 模式概念

SPAC模式最直接的意思就是“特殊目标收购公司”。SPAC模式本质是集“直接上市、合并、反向收购、私募等多种金融市场特征于一身”的创新型金融模式。对中国海外企业融资而言,SPAC模式拓宽了中国海外企业融资的渠道、丰富了融资理念,使中国概念的SPAC模式成为包括美国在内的国际融资业备受推崇的融资模式。

(二)SPAC 模式性质

SPAC模式于21世纪初由美国率先提出,经过近二十年的实践发展已经成为国际金融市场一种成熟的、通用的融资模式。首先,SPAC形式上,一般会被作为业已上市的私募基金来对待,通常由金融市场专业投资人团队发起,由市场经验丰富的私募金融团队管理,通过资本市场公开上市募集资金。此后,SPAC管理团队将筹集到的资金作为原始发展股金,通过市场咨询寻找到符合合作条件、具有潜力的实业公司合并上市,实现SPAC投资收益达到融资及套现目标。其次,SPAC方式上,实际建立的是只有现金而没有实业资产,通过借壳上市进行创新融资的方式。再次,虽然SPAC已经上市私募基金,但是它与普通私募基金方式又有很大区别。区别在于SPAC借助建立借壳上市的途径,提前解决了上市所需融资和退出问题。SPAC与公开募集也有不同之处,原因是SPAC模式下不需要建承销团进行股票私募,仅通过发行人采取以委托为主的承销商销售,并且发行公司和发行人考虑招募对象都局限在合格投资范畴内,而私募只能在“合格机构购买者”之间进行转让证券交易。^[1]

二、SPAC 运作机制及交易规则

(一)SPAC 运作机制

SPAC模式源自金融市场,又区别于金融市场,其运作机

制本质上属于金融资本运作范围。因此,SPAC模式选择投资银行作为金融交易的组织者和股权销售安排者的属性没有发生变化。一是SPAC模式的交易结构和运作模式规定了融资过程对投资银行的相关要求与通常情况下存在不同。也就是投资银行必须把特殊目标公司设立借壳公司作为运作根本,通过特殊融资支付收购项目金额成为股权构成中具有目标公司的控股母公司。然后借用母公司进行股市上市和相关运作。SPAC融资模式在金融管理团队和专业管理人员安排上,SPAC借壳公司的组织者与股权销售的实际控制,通过信托形式发行股票与股权到上市股份市场,经过市场化运作取得预期收益。二是SPAC模式是在一定的运作机制和交易规则下进行的。首先,SPAC模式和传统的融资模式相比共同之处在于,都是通过寻找投资银行并以此为依托发行股票,并通过市场评估和按照股市上市标准寻找符合条件的投资者进行合资。在此基础上,投资银行和投资方共同设置一个借壳公司或称特殊目标收购公司,通过并购对象实现集中上市进行股票交易运作。三是在寻找并购对象过程中,SPAC模式的优势之一:就是对融资对象选择上没有特别的偏向、寻找目标的“门槛儿”比较低,对寻找目标公司的资产规模要求不是很高。因此,SPAC融资模式往往成为急需资金支持的高成长企业投资青睐的对象。SPAC模式的优势之二:就是能够成为SPAC并购的目标公司,其本身在竞争壁垒、商业底蕴、经营业绩以及市场成熟程度方面比同行业有明显优势,符合SPAC对并购公司运营者组织者、金融管理团队经验以及人员综合能力高的要求。四是在经营业绩选择方面,SPAC模式一般选择资信度高、业绩突出、在金融市场有竞争优势的特殊目标公司并购,从选定公司或者资产到上市时间一年之内完成。逾期不能完成并购并且不能上市发行股票进行交易的信托基金将被取消。与此相反,达到相关要求SPAC多数都在美国挂牌交易,交易之后根据经营业绩和表现、符合转板要求的可以转到纳斯达克股市进行挂牌交易。^[2]

(二)SPAC 交易规则

中国海外融资企业利用SPA在美国上市以及进行国际融资的方式,与传统意义上的通过IPO在美国上市运作模式、融资方式具有本质区别,这种区别在SPAC交易规则的制定上也得到鲜明体现。一是根据美国证券法融资条例对SPAC交易设置有严格“游戏规则”,主要受如下条件限制。首先,对于设立的借壳公司收购企业,要根据融资风险等级及要求进行上

市前期运作。其次,除了扣除承销商佣金之外,还要求通过IPO发行股票募集的资金不能超过总融资额一成的规定。再次,募集资金扣除融资的余额必须全部存入并购公司指定的托管账户中。也可以理解为被募资金、发给投资人的股票也必须被托管。二是由证券公司包销借壳公司的股票在SPAC模式下,它的发行股票与认证股票的权益关系,通常需要一个或两个以上的股权证构成,且股票融资最低限额应该在二千万美元以上。三是SPAC在股本设置方面必须以五百万股以上作为首次融入的股份额度,同时还要有总融资额五至十个百分点的保证金,由发起人将保证金存入指定的托管账户,确保SPAC目标的实现。在完成上市进入股市正常交易后,SPAC股权证价格通过托管账户保证金购买权证以维持当前价格的稳定。四是SPAC股权发行一至四年以内,假如某个普通股在一月内出现20天交易价格高于发行价的情况,股权证可在股权行权的任何区间内规定价格赎回。而对于被托管的股票以及权证也存在着解冻的可能,但是基本条件必须是借壳公司同意并购。另外,如果出现总融资额超过八成的投资人被收购后,必须以文件形式确定其投资解冻后托管的股权和权益交易证,方可恢复到之前规定的交易模式,前提条件是两者必须分开运行交易。^[3]

三、中国海外企业融资SPAC模式方略

(一)中国海外企业融资SPAC模式及运行原则

中国海外企业融资SPAC模式的运用前提,首先要正视SPAC为海外企业融资提供一种新方式,缓解“融资瓶颈”的现实。其次要加强对国际私募发行中的购股期权、反稀释权等陌生领域融资“游戏规则”的研究,趋利避害,防范风险,确保海外融资企业的预期实现。

(二)中国海外企业融资SPAC模式本身优点

中国海外企业融资SPAC模式的优点可以归纳为。一是私募资金难度小,借壳公司重组、完成上市转板周期短,成立借壳公司成本及前期费用较低,融资能力强、风险小,同时还有国家政策上的支持优势。另外,SPAC资本架构非常灵活,有利于创始人团队和投资人灵活设置条款,发挥如降低股权的稀释方面的独特优势。

(三)SPAC对投资者的优势

SPAC对投资者的优势表现在,一是由于SPAC托管账户中的资金管理采取投资者将投入资金全部、一次性整笔款项立即放入SPAC托管账户中的融资方式。一方面,可以在预期合并时赚取少量利息,极大消除了下行风险;另一方面,对于SPAC与良好的合并候选人合作增加了潜在上涨可能性,既可增强下行保护,又使承担该风险变得价有所值。二是对处在过渡阶段期间以及其之后的交易股票和认股权证的投资者,能够增加与更好的特定目标公司合并的概率。SPAC投资者可以根据SPAC宣布交易后股市走向,有效把握出售其股票的时机,达到按成本出售股票避免损失的目的,最终实现通过维持认股权证的持有产生良好回报。三是有利于满足SPAC方案中的时间限制要求,确保融资经营的SPAC团队能在指定时间内找到目标,尽量避免出现合并发生前产生的锁定和流动性不畅的局面。四是有利于SPAC对投资者和有限合伙人把更高的资金投入作为融资发展预期目标,发挥出基金管理团队风险投资管控的优势,确保SPAC交易中投资者在投资决策

中有更加充分的发言权、应对风险投资的选择权、否决权。

(四)SPAC对并购目标的优势

SPAC对并购目标的优势表现在,改变了传统模式下的自我申请、经过IPO来确定SPAC的弊端。更加有利于发挥根据传统的反向合并交易中的关键优势。一是SPAC并购目标过程更快,它可以根据并购目标的具体要求,进行有针对性的筛选前期市场调研比IPO更加快捷。同时在SPAC交易规则规定资金由承销商事先筹集,减少了与承销商进行谈判节约费用。二是在SPAC模式运用之前,传统的IPO由于存在时机决定一切的弊端,使并购目标错过正确的“窗口”偶然因素被无限放大。而SPAC模式下没有IPO所谓“窗口”被关闭的限制,SPAC市场时刻处于活跃状态,解除了并购者因金融不稳定或宏观冲击关闭IPO窗口的造成延误的忧虑,消除了因无法通过融资机构投资者筹集资本、更改发行价格的风险。三是SPAC模式下能够更好地发挥管理人员知识渊博的优势,尤其是在SPAC合并中通过设立公司内部或董事会中担任关键顾问岗位、保留至少一名管理团队关键人员的做法,一方面能够减轻公司在并购过程中的融资专业技术不足的压力,另一方面也能极大降低完成关键交易后、没有达到投资者目标的融资风险。四是SPAC对并购目标的交易规则中,没有设立首次公开募股的门槛,这对不会减持但仍具有较大潜在增长前景的公司来说是最佳选择;SPAC通常规定少于五百万美元有现金的规定,对并购公司即刻产生资本增值有积极影响,也成为促进交易目标价值实现的积极因素。

(五)SPAC模式的劣势和注意事项

对SPAC模式的劣势和注意事项要从以下几个方面加以重视,一是SPAC模式下的所有交易最终成交价都是并购双方谈判的结果,被并购公司的股份价格通常会远低于IPO价格低。二是SPAC模式不是金融环境下永恒不变的“制胜法宝”,其规律性和运用方式并非一成不变的。中国海外企业融资过程尤其要加强对通过SPAC方式上市的现金借壳公司,有效加强在OTCBB上市及收购完成后转板过程中面临风险的防范。三是在应对国外公司计划并购国内资产时,要坚持执行《外管局75号文》的限制规定,采用反向收购的方式进行。而在跨境换股的细则未经批准、没有正式出台之前的任何海外上市方式,中国海外融资企业要密切关注国内政策的风险。

四、结语

中国企业海外融资SPAC模式对于拓展海外融资渠道,缓解制约企业发展的“融资瓶颈”压力发挥了重要作用。在我国逐渐走向世界舞台中心、海外融资市场日趋活跃的新形势下,海外融资企业管理者要加深对对其运作风险的认识,科学慎重选择适宜的融资方式,有效规避各种国际金融风险,减少国际融资交易规则陌生造成的损失,提升中国海外企业实现价值的稳定性,促进我国资本市场多层次建设和和谐发展。

参考文献

- [1]张锐.美国股市SPAC的创新运作与价值评判[J].对外经贸实务,2021(05):14-18.
- [2]吴国鼎.SPAC市场:机遇还是陷阱?[J].世界知识,2021(07):64-65.
- [3]马克·贝克,汤筠露.特殊目的并购公司的蛮荒生长[J].金融市场研究,2021(02):54-63.