



# 香港SPAC 分析報告

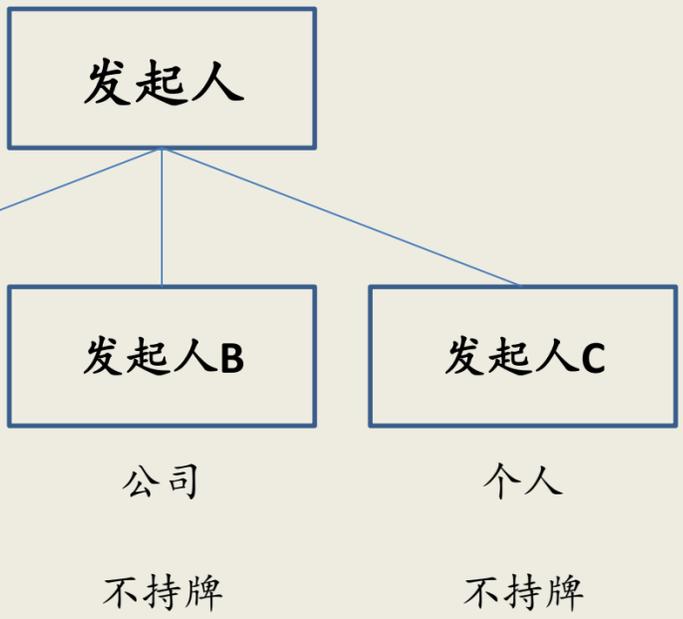
二零二二年二月



# 一. 香港SPAC条款

# 香港SPAC发起人及董事会构成举例

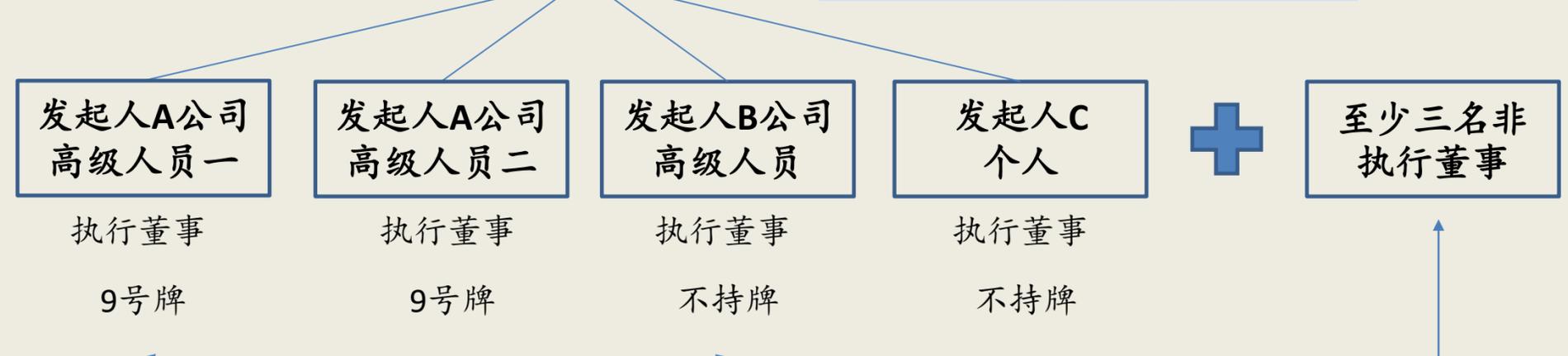
发起人可以是一个或多个，公司（或有限合伙基金）或个人



至少10%股份

有至少一名SPAC发起人是持有6或9号牌的公司（持牌SPAC发起人），而该持牌SPAC发起人须实益持有SPAC发行的发起人股份的至少10%

## SPAC董事会



SPAC董事在董事会担任的职位可以是执行或非执行，港交所不反对SPAC董事会内以独立非执行董事占大多数

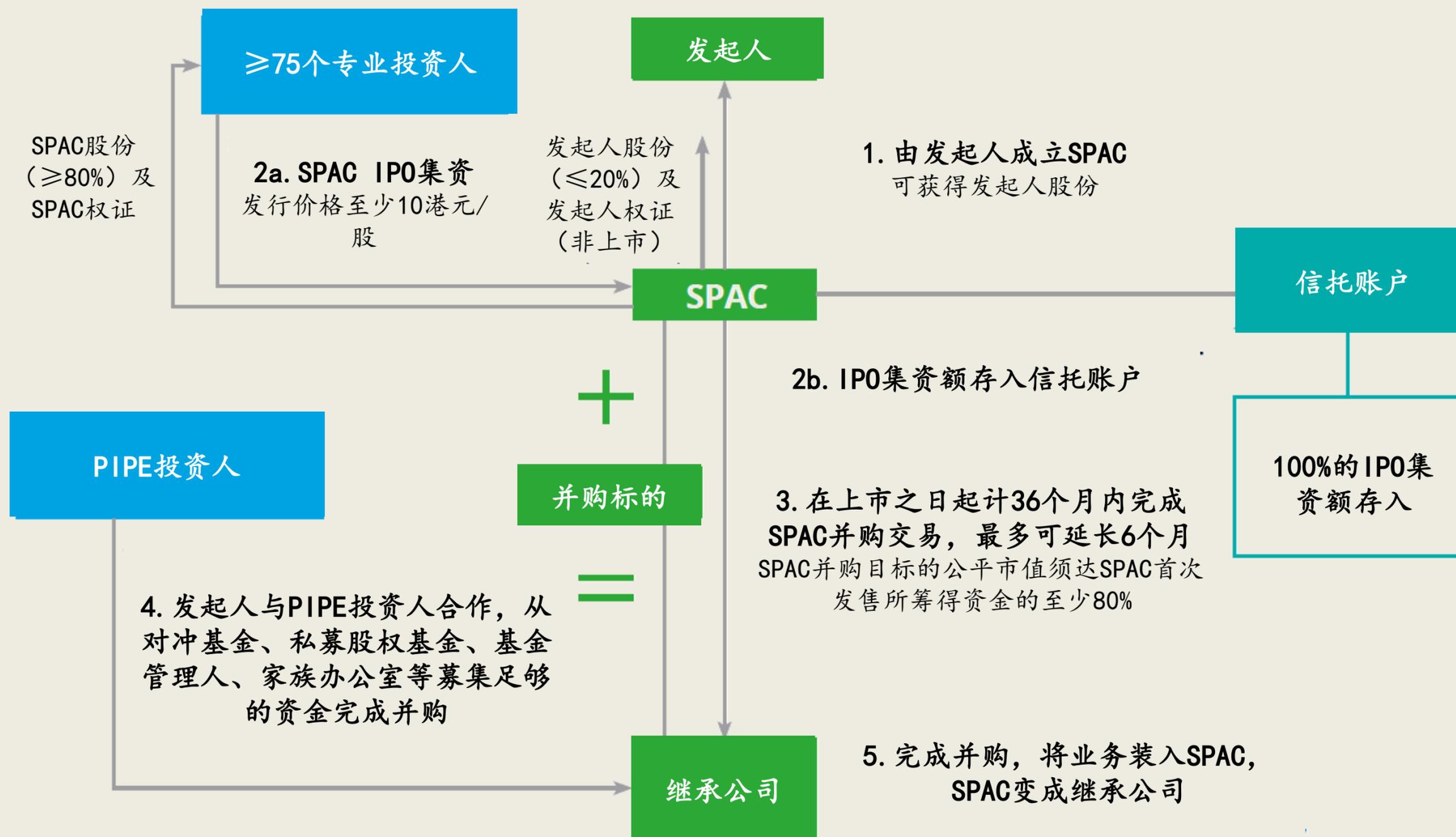
如果某发起人是公司并派代表到SPAC做董事，该SPAC董事必须是该公司发起人的高级人员

若SPAC发起人是个人，该人士必须为该SPAC的董事

SPAC的董事会须至少有三名独立非执行董事，须占至少三分之一的董事会成员

SPAC的董事会必须有至少两人持有香港证监会的6或9号牌。在这两人当中，必须有一人是6或9号牌公司发起人的高级人员

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (1)



# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (2)



## SPAC发起人的合适性及资格

“SPAC发起人”是建立SPAC及 / 或实益持有SPAC以名义代价只向该等人士发行的股份（发起人股份）之人士。发起人可以是一个或多个，公司（或有限合伙基金）或个人。

于SPAC上市时及持续于其存续期间：

- SPAC须令联交所信纳所有SPAC发起人的个性、经验及诚信能持续地适宜担任SPAC发起人，并信纳每名SPAC发起人具备足够的才干胜任其职务；及
- 有至少一名SPAC发起人是持有证监会所发出的第6类（就机构融资提供意见）及 / 或第9类（提供资产管理）牌照的公司（持牌SPAC发起人），而该持牌SPAC发起人须实益持有SPAC发行的发起人股份的至少10%。

### 关注问题：

问：是否可透过SPAC发起人的控股股东符合有关SPAC发起人的牌照规定？

答：若SPAC发起人本身并未持有必要的证监会牌照，但其控股股东符合有关牌照的规定，联交所亦会视该SPAC发起人为符合该规定，惟条件是：(a)SPAC能向联交所证明其已有足够的保障措施及 / 或承诺，确保控股股东监督SPAC发起人的责任；及(b)控股股东向联交所作出承诺，表示其会确保SPAC发起人符合适用的《上市规则》规定。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (3)



## SPAC董事的合适性

于SPAC上市时及持续于其存续期间：

- 如果某发起人是公司并派代表到SPAC做董事，该SPAC董事必须是该**公司发起人的高级人员**；
- 若SPAC发起人是个人，该人士**必须为该SPAC的董事**；
- SPAC的董事会必须有**至少两人**持有香港证监会的6或9号牌。在这两人当中，**必须有一人**是6或9号牌公司**发起人的高级人员**；
- SPAC董事在董事会担任的职位可以是**执行或非执行**，港交所不反对SPAC董事会内以**独立非执行董事占大多数**；
- 《上市规则》第三章将适用于SPAC：SPAC的董事会须**至少有三名独立非执行董事**，须占**至少三分之一**的董事会成员。SPAC亦须设立董事委员会（包括审计委员会、薪酬委员会及提名委员会）。

## SPAC 发起人 / 董事重大变动

在(1)单独或连同其紧密联系人控制或有权控制50%或以上已发行发起人股份的任何SPAC发起人（或如没有SPAC 发起人控制或有权控制50%或以上已发行发起人股份，则单一最大 SPAC 发起人）有重大变动；(2)任何持牌 SPAC 发起人有重大变动；(3)前述(1)及(2)的SPAC 发起人的资格及/或合适性有重大变动；或(4)任何持牌SPAC 董事有重大变动（SPAC 发起人 / 董事重大变动）时，该SPAC在该重大变动后的存续须：(i) 由SPAC股东在该重大变动之日起计一个月于股东大会透过特别决议案批准（相关SPAC发起人及其各自的紧密联系人必须就此放弃表决权）；及(ii) 联交所批准。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (4)



## SPAC发起人证券

### 发起人股份:

- SPAC上市时，发起人通常会持有「发起人股份」和「发起人权证」。发起人通常以**象征式（非常低）的价格**取得发起人股份；
- SPAC向发起人发行的发起人股份，**不得多于**SPAC在上市之日已发行股份总数的**20%**；
- 所有的发起人股份和发起人权证**都不能上市，也不能转让**。在SPAC并购交易完成后，发起人股份和发起人权证可按**一换一**的基准转换成继承公司的股份。

### 发起人权证:

- 发起人权证的发行价**不得低于**SPAC股份在该SPAC首次发售时的发行价的**10%**；
- 行使价必须比SPAC股份在首次上市时的发行价**高出至少15%**；
- 所有的权证（包括发起人权证和SPAC权证）获行使后发行的股份数目，**不得超过**该等权证发行时已发行股份数目的**50%**；
- 发起人权证**不得在SPAC并购交易完成日起计12个月内**行使；
- 发起人权证的条款**不得比**SPAC发行或授予的其他权证的条款**更有利**；
- 发起人权证的到期日由SPAC并购交易完成日期起计**不得少于1年及不得多于5年**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (5)



## 发起人提成权:

- SPAC 可以授予发起人一个提成权（earn-out rights），承诺在发起人找到好的并购目标、成功促使SPAC成功并购该目标、达到某些客观绩效目标后，继承公司将发行更多的继承公司股份给发起人；
- 根据(i)提成权而将发行的继承公司股份及(ii)发起人股份而将发行的继承公司股份，总数合计占SPAC在上市日已发行股份总数的**不多于30%**；
- 当过完禁售期（12个月）后以及当发起人提成权成为继承公司的股份后，发起人能卖继承公司的股份给任何类别的投资者，任何类别的投资者都可买卖继承公司的股份。

## 对发起人利益的限制:

- 在SPAC并购交易完成之前，发起人及其各自的董事和雇员、SPAC董事、SPAC雇员及其紧密联系人，严禁买卖任何SPAC的上市证券；
- 但是，港交所允许发起人在（a）SPAC上市时及（b）SPAC并购时认购股份。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (6)



## SPAC股东的证券

**SPAC股份**（即由SPAC发行的股份，而非为发起人股份）：

- 为SPAC上市目的，SPAC会向SPAC投资者（只能是专业投资者）发行「SPAC股份」和「SPAC权证」；
- 每股SPAC股份的发行价必须至少为**10港元**；
- 其SPAC股份的交易单位及认购额至少为**100万港元**；
- SPAC 预期从首次发售筹集到的资金必须至少为**10亿港元**；
- 从SPAC上市起至SPAC并购完成前这段时间，SPAC股份和SPAC权证就分开买卖，并只容许「专业投资者」认购和买卖；
- 在SPAC找到并购目标及并购完成后，SPAC会变成「继承公司」。SPAC股份会变成继承公司股份，SPAC权证可以转换成继承公司股份；
- 当SPAC股份/ SPAC权证成为继承公司股份后，SPAC投资者能卖继承公司的股份给任何类别的投资者，任何类别的投资者都可买卖继承公司的股份。

**SPAC权证**（即由SPAC发行的权证，而非为发起人权证）：

- 所有的权证（包括发起人权证和SPAC权证）获行使后发行的股份数目，**不得超过**该等权证发行时已发行股份数目的**50%**；
- 行使价必须比SPAC股份在首次上市时的发售价**高出至少15%**；
- 行使期于**SPAC并购交易完成后**才开始；
- SPAC权证的到期日由**SPAC并购交易完成日期**起计不得少于**1年**及不得多于**5年**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (7)



## 对SPAC 股东利益的保护:

- **资金保护:** SPAC上市募集的资金, 全部必须保存在由受托人或保管人管理的封闭式托管账户;
- **表决机会:** SPAC股东对以下的事项有权进行表决: 就发起人或董事的重大变动后的SPAC的存续、委任董事、发行期权、发行提成权、发起人之间转让发起人证券、SPAC并购交易、SPAC并购交易时的第三方投资、延长发出SPAC并购公告期限及延长完成SPAC并购期限;
- **股份赎回:** SPAC股东有这样的机会, 以不低于发行价 (不包括利息), 赎回所有或部分**SPAC股份**: 就发起人或董事的重大变动后的SPAC的存续、SPAC并购交易、延长发出SPAC并购公告期限及延长完成SPAC并购期限;
- **限制摊薄:** SPAC股份被SPAC权证、发起人股份、发起人权证及发起人提成权的摊薄, 受到一定程度的限制。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (8)



## 适用于SPAC的公开市场规定

对于每一个属SPAC初次申请上市的证券类别（即SPAC股份及SPAC权证），于上市时，有关证券须由足够数目的人士所持有（任何情况下均须至少有**75名专业投资者**，当中至少**20名须为机构专业投资者**（即《证券及期货条例》附表1第1部第1条所界定的「专业投资者」项下第(a)至(i)段所指的人士），而此等机构专业投资者必须持有至少**75%**的待上市证券）。

SPAC必须符合所有其他适用于新上市的公开市场要求，包括以下规定：即无论何时，已发行股份数目总额（及已发行权证数目总额）必须至少有**25%由公众人士持有**，以上市时由公众人士持有的证券中，由**持股量最高的三名公众股东实益拥有的百分比不得超过50%**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (9)



## 在SPAC首次发售中所筹集的款项

SPAC上市募集的全部资金（不包括发行发起人股份及发起人权证的所得款项），必须保存在由受托人或保管人管理的封闭式托管账户。托管账户中持有的款项不得发放给任何人士，除非是为了：

- 满足SPAC股东的股份赎回要求；
- 完成SPAC并购交易；
- 将募集资金退回予SPAC股东；
- 在SPAC清盘或结业后，将募集资金退回予SPAC股东。

此外，SPAC在SPAC并购交易前产生的开支，不得使用托管账户的款项支付。但是，托管账户中持有的款项所获得的任何利息或其他收入，可供SPAC用于支付其开支。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节（10）



## SPAC的开支

港交所认为，发起人可以从至少以下方法，应付SPAC的支出：

- 托管账户中持有的款项所获得的任何利息或其他收入；
- 发行发起人权证给发起人（**SPAC通过发行发起人权证给发起人而得到的资金，可以不存入托管账户**）（港交所规定，发起人权证的发行价不能低于SPAC股份发行价的10%）；
- 发起人向SPAC提供**贷款**（但须遵守适用的《上市规则》规定（包括关联交易规定））。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (11)



## 委任SPAC首次公开发售保荐人

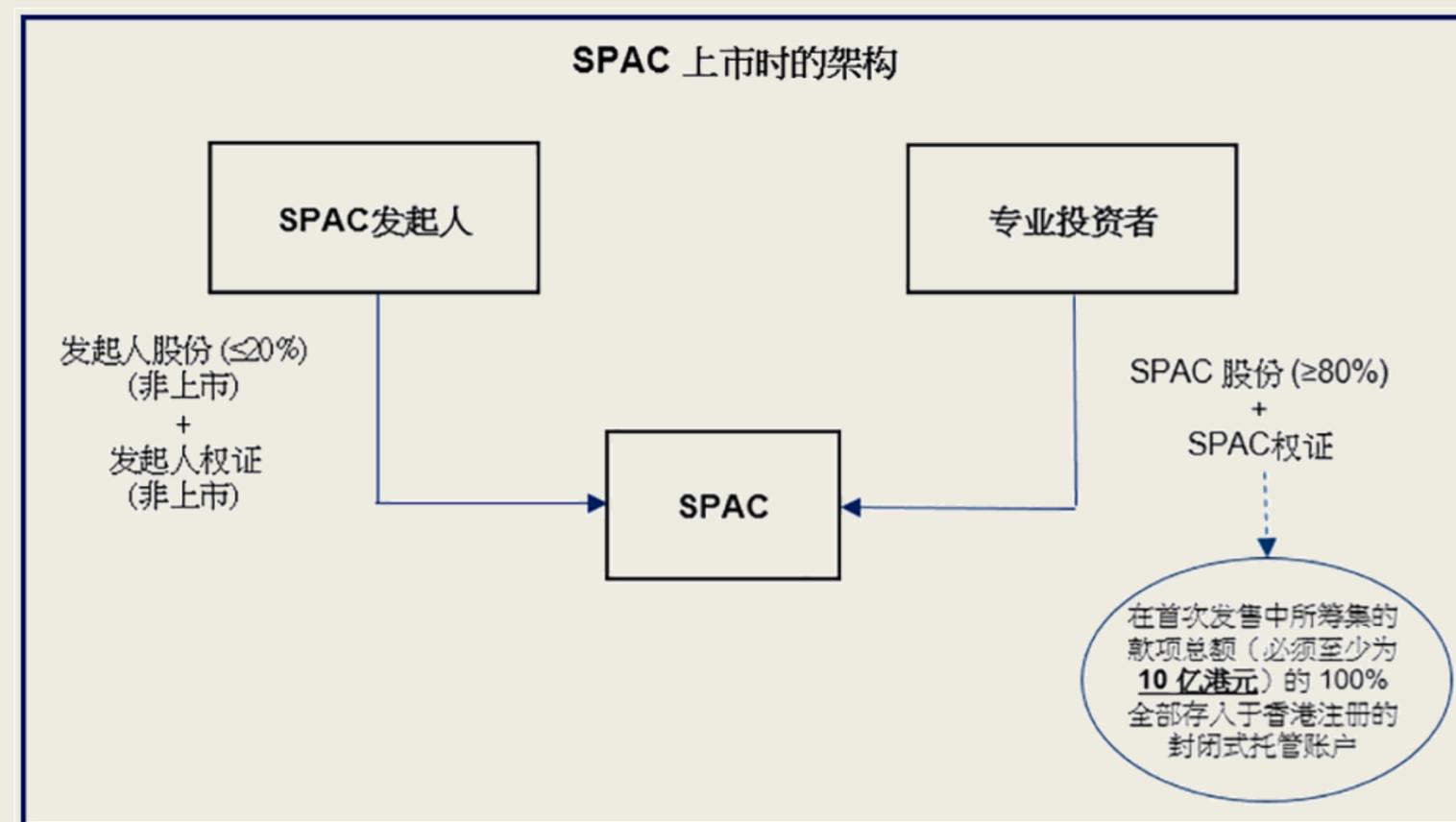
SPAC上市申请人须委任保荐人协助其上市申请。保荐人应按照《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第 17 段和《上市规则》第 21 项应用指引进行尽职审查（其中应包括SPAC发起人及SPAC的内部监控是否符合《上市规则》的规定等事宜），然后才提交“大致完备”的上市申请。

有关SPAC的上市申请不得于首次公开发售保荐人获正式委任日期起计未足一个月（而非适用于其他新上市申请或适用于进行 SPAC 并购交易须满两个月的规定）所时呈交。

## SPAC 证券的交易安排及买卖限制

SPAC必须申请将SPAC股份及SPAC权证上市，两者在初步上市之日起就分开买卖。

在SPAC并购交易完成之前，SPAC发起人及其各自的董事和雇员、SPAC董事、SPAC的雇员以及该等人士的紧密联系人均严禁买卖任何SPAC的上市证券。



# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (12)



## SPAC 并购目标的资格

**类别** – 任何行业（除第21章的投资公司外）都可被SPAC并购。

**规模** – SPAC并购目标的公平市值须达SPAC首次发售所筹得资金的至少**80%**，即至少要港币8亿或以上；

**应用新上市规定** – 除上述公平市值要求，继承公司必须符合适用的新上市规定，包括：市值要求（如要求更高）、财务要求、业绩期、委聘保荐人、尽职调查、文件规定等等；

**涉及关连目标** – 若SPAC并购交易属《上市规则》第十四A章下的关连交易，SPAC须遵守相关适用规定。除此以外，SPAC必须：

- 证明建议交易相关的**利益冲突极微**；
- 有充分理由支持其声称交易会**按公平交易基础**进行之说法；及
- （附注：可证明上述两项事宜的有关说法的例子包括：(a) 证明SPAC及/或其关连人士（包括SPAC发起人及SPAC董事，以及任何此等人士的联系人）并非SPAC并购目标控股股东；及 (b) SPAC并没有向关连人士支付现金代价，而向关连人士发行的代价股份设有12个月的禁售期。）
- 在上市文件内加入交易的**独立估值资料**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节（13）



## 上市规则与指引

### 「盈利测试」

- 具备不少于3个会计年度的营业记录（参阅《上市规则》第4.04条），而在该段期间，新申请人**最近一年**的股东应占盈利不得低于**3,500万港元**，及其**前两年**累计的股东应占盈利亦不得低于**4,500万港元**。上述盈利应扣除日常业务以外的业务所产生的收入或亏损；
- 至少前3个会计年度的管理层维持不变；及
- 至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变。

### 「市值/收益/现金流量测试」

- 具备不少于3个会计年度的营业记录；
- 至少前3个会计年度的管理层维持不变；
- 至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变；
- 上市时**市值至少为20亿港元**；
- 经审计的最近一个会计年度的**收益至少为5亿港元**；及
- 新申请人或其集团的拟上市的业务于**前3个会计年度**的现金流入合计至少为**1亿港元**。

### 「市值/收益测试」

- 具备不少于3个会计年度的营业记录；
- 至少前3个会计年度的管理层维持不变；
- 至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变；
- 上市时**市值至少为40亿港元**；及
- 经审计的最近一个会计年度的**收益至少为5亿港元**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (14)



## 独立第三方投资

在SPAC发出SPAC并购公告时，SPAC需要证明已落实会获得独立第三方投资（必须是「专业投资者」）。最低投资总额视乎并购目标的议定估值而定：

SPAC并购目标议定估值 (A)	独立第三方投资占(A)的最低百分比
< 20亿港元	25%
20亿港元 - < 50亿港元	15%
50亿港元 - < 70亿港元	10%
≥ 70亿港元	7.5%
> 100亿港元	根据具体情况考虑豁免

独立第三方投资者进行的投资必须使其**实益拥有**继承公司的上市股份。

**资深投资者的重大投资** – 独立第三方投资至少**50%**的价值是来自不少于三名具有以下任一特征的投资者：管理资产总值至少达**80亿港元**的资产管理公司；或基金规模至少达**80亿港元**的基金。由管理资产总值至少达**80亿港元**的基金管理公司所管理的基金，也会被视为符合。

## SPAC并购交易须获股东批准

SPAC并购交易须于股东大会上经SPAC股东批准作实。SPAC发起人及其各自的紧密联系人必须放弃表决权。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (15)



## 刊发有关SPAC并购交易的公告及完成SPAC并购交易的期限

SPAC必须：

- 在上市之日起计**24**个月内刊发有关SPAC并购交易的公告；及
- 在上市之日起计**36**个月内完成SPAC并购交易。

联交所可批准上述两个期限**延长最多6个月**，前提是延期决定须已在股东大会上获股东通过普通决议予以批准（SPAC发起人及其各自紧密联系人必须就该决议放弃表决权）。

## 适用于继承公司的公开市场规定

继承公司上市时须至少有**100**名专业投资者。

继承公司必须符合适用于新上市的所有其他公开市场要求，包括以下规定：即无论何时，已发行股份数目总额必须有至少**25%**由公众人士持有，及上市时由公众人士持有的证券中，由持股量最高的三名公众股东实益拥有的不得超过**50%**。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节（16）



## 委任保荐人

- 继承公司必须于上市申请日期的至少两个月前委任至少一名独立保荐人协助其申请上市；
- 港交所不反对SPAC并购目标在同时考虑(i)透过SPAC并购交易上市和(ii)传统上市（「双轨」）。港交所于评定申请人有否达到上述保荐人的最短委聘期（两个月）规定时，会将SPAC并购目标的保荐人于整个「双轨」过程中进行的尽职审查列入计算之中。然而，保荐人必须是继承公司就其上市申请所正式委聘。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (17)



## 《收购守则》的应用

倘若 SPAC 并购交易会导致 SPAC 并购目标的拥有人取得继承公司的30%或以上的投票权，证监会通常会豁免应用《收购守则》规则 26.1（关于强制要约）。

## 禁售期

SPAC发起人在**SPAC并购交易完成日期起计12个月内**不得出售其实益拥有的任何继承公司证券。

对继承公司**控股股东**于继承公司上市后出售其持有的该公司股份设置跟从现时《上市规则》有关股份新上市后控股股东出售股份的限制。这表示于继承公司上市后**首六个月内**，控股股东不得出售其所持有的股份，以及在该公司上市后的**第二个六个月**期内，不得出售其持股以致出售持股后其不再是控股股东。

# 香港SPAC上市的步骤及条款细节 (18)



## 股份赎回

在股东就以下事宜投票表决之前，SPAC须为股东提供可选择**赎回其所有或部分**SPAC股份持股的机会（以每股不低于SPAC股份在SPAC首次发售时的发行价的金额赎回）：

- SPAC发起人 / 董事重大变动后SPAC的存续；
- SPAC并购交易；及
- 有关延长SPAC刊发SPAC并购交易的公告的期限或完成SPAC并购交易的期限。

## 停牌 → 退回资金 → 除牌

在以下情况下，联交所可将SPAC停牌：

- SPAC未能期限（包括已获延长的期限）内刊发SPAC并购交易的公告或完成SPAC并购交易；或
- SPAC发起人 / 董事重大变动发生后，SPAC未能就SPAC的存续取得必要的股东批准。

SPAC必须在停牌后一个月内退回其在首次发售中筹集的资金，按比例将托管账户中的款项分派或支付予所有SPAC股份的持有人。

在SPAC退回资金后，联交所将取消SPAC证券的上市地位。

# 香港与其他市场SPAC上市条款的差别 (1)

	联交所(HKEX) (建议)	新交所 (SGX)	纽交所 (NYSE)	纳斯达克 全球市场 (NGM)	纳斯达克 资本市场 (NCM)
SPAC 集资规模	10 亿港元以上	未要求,但 SPAC 市值须大于 1.5 亿新元 (约 1.1 亿美元)	未要求,但 SPAC 市值须大于 1 亿美元	未要求,但 SPAC 市值须大于 7500 万美元	未要求,但 SPAC 市值须大于 5000 万美元
发起人资格	须符合适合性及资格规定, 至少一名 SPAC 发起人为 SFC 的 6 和/或 9 号牌持牌机构	发起人往绩记录和管理团队专业知识	考虑发起人经验及往绩记录	未做要求	未做要求
投资者资格	仅限专业投资者	未做要求			
公开市场规定	须配售给至少 75 名专业投资者, 其中 20 名为机构投资者 (机构投资者至少持有 75% 的股份)	至少 25% 已发行股份由至少 300 名公众股东持有	400	400	300
最低每股/单位价格	10 港元	5 新元	4 美元; 通常 SPAC 以每单位 10 美元上市发行		
是否允许同股不同权	无相关规定	不允许	无相关规定, 但通常会分为发起人股与投资者股两类		
发起人最低投资份额	至少一名发起人持有至少 10% 的发起人股份	根据 SPAC 市值, 份额可为 2.5%~3.5%	无相关规定		

# 香港与其他市场SPAC上市条款的差别 (2)

## 獨立PIPE投資的規模

改為按議定的SPAC併購目標估值（議定估值），因應不同規模的SPAC併購目標而設置不同門檻：

議定估值（十億港元）	獨立PIPE投資佔議定估值的最低百分比
<2	25%
2-5	15%
5-7	10%
=> 7	7.5%
>10	視乎具體情況考慮豁免

## 資深投資者的重大投資

改為規定上文所述的獨立PIPE投資至少要有50%來自至少三名機構投資者，三者的資產管理總值須分別至少達80億港元。

	联交所(HKEX) (建议)	新交所 (SGX)	纽交所 (NYSE)	纳斯达克 全球市场 (NGM)	纳斯达克 资本市场 (NCM)
发起人权证占已发行总股份的上限	20%	20%	无相关规定		
IPO 到完成并购的时间	36个月，24个月须公告De-SPAC，最多可延长12个月	24个月，最多可延长12个月	36个月，但一般约定在18-24个月完成De-SPAC		
须存放在受托账户中的募集资金最低比例	100%	90%	90%，但市场惯例为100%		
SPAC 并购交易审批标准	继受公司须符合相关交易所关于IPO的规定				
SPAC 并购交易的股东会批准要求	须过半数 SPAC 股东赞成，但不包括发起人及其他拥有重大权益的股东	须过半数 SPAC 股东赞成，并受限于章程			
独立第三方投资	见左图	没有规定			
赎回权	全体股东享有	仅限独立股东享有	全体股东享有，但一般发起人会承诺放弃赎回权		
锁定期(发起人)	12个月	6个月(相关要求的发起人需就所持股份的50%再多履行6个月的锁定期)	无相关规定，市场惯例为完成并购后的6-12个月		

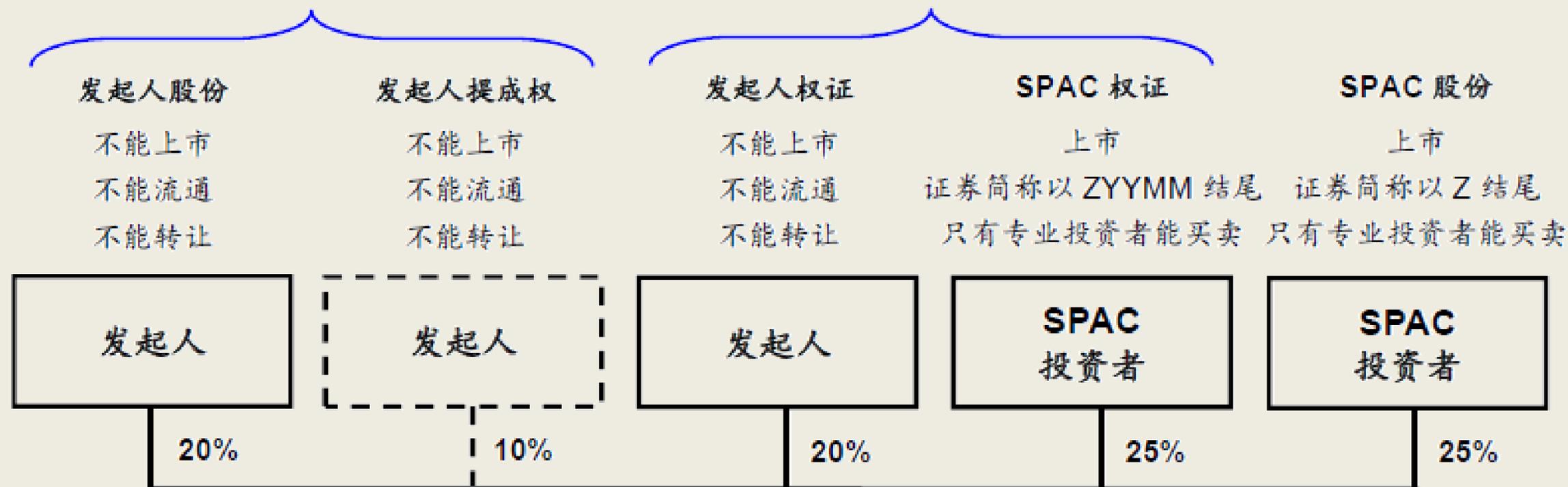


# 二.HK SPAC上市及并购股权 架构图

# SPAC 上市时的股权架构图

根据 (i) 提成权而将发行的继承公司股份及 (ii) 发起人股份而将发行的继承公司股份，总数合计占 SPAC 在上市日已发行股份总数的不多于 30%

所有的权证（包括发起人权证和 SPAC 权证）获行使后发行的股份数目，不得超过该等权证发行时已发行股份数目的 50%



发起人可以非常低价取得发起人股份

SPAC 向发起人发行的发起人股份，不得多于 SPAC 在上市日已发行股份的 20%

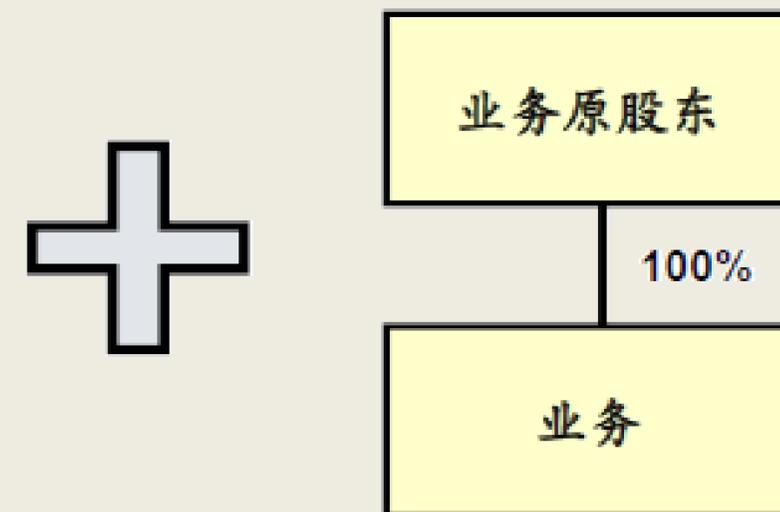
在 SPAC 上市时，SPAC 不得向发起人授予提成权，但 SPAC 上市文件可以列出提成权的详情

在 SPAC 并购时，如果股东通过 SPAC 并购议案和提成权议案，SPAC 可以向发起人授予提成权

发起人可以非常低价取得发起人权证

SPAC 从首次发售筹集的资金总额，必须至少为 10 亿港元

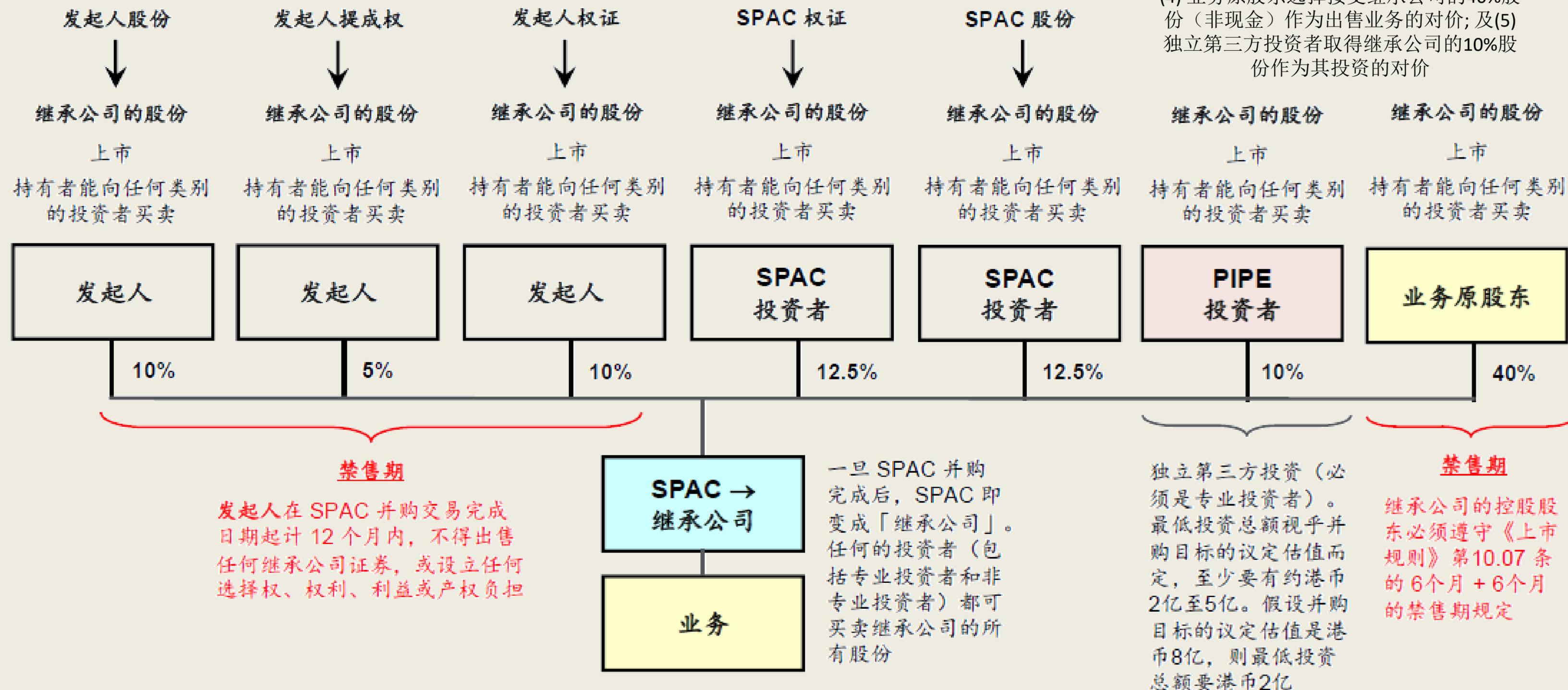
SPAC 股份的交易单位 (board lot size) 及认购额，必须至少为 100 万港元



并购目标的公平市值须达 SPAC 首次发售所筹得资金的至少 80%

# SPAC 并购后的股权架构图

假设：(1) 从首次发售筹集的资金总额是 10 亿港元；(2) 并购目标的公平市值至少要港币 8 亿；(3) 独立第三方投资者的资金总额是港币 2 亿、并无其他第三方投资者；(4) 业务原股东选择接受继承公司的 40% 股份（非现金）作为出售业务的对价；及(5) 独立第三方投资者取得继承公司的 10% 股份作为其投资的对价





# 三. 美国 SPAC Case Study

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(1)

Lucid是一家来自美国加州的电动汽车公司，于2021年7月23日正式通过De-SPAC上市，为迄今为止规模最大的SPAC并购。

- SPAC公司Churchill Capital Corp IV于2020年4月30日于美国特拉华成立，于2020年7月30日IPO上市。Sponsor公司为Churchill Sponsor IV LLC，主要人员为前花旗银行家Michael Klein。
- SPAC公司最初仅打算募资11.5亿美元的Class A unit，后提升至18亿美元的Class A unit，最终IPO后行使超发权益，共募集20.7亿美元的Class A unit股份，即2.07亿股Class A股份和4,140万股认股权证。发行人为花旗、高盛和摩根大通。
- Sponsor公司通过支付2.5万美元认购5,175万股Class B股份（其中675万股在IPO后分配给承销商），又以每权证1美元的价格认购4,285万股权证。
- 其中2.5万美元用于最初SPAC公司的设立，4,285万美元用于支付2%的承销费用和其他相关费用。

	Without Option to Purchase Additional Units	Option to Purchase Additional Units Exercised in Full
<b>Gross proceeds</b>		
Gross proceeds from units offered to public <sup>(1)</sup>	\$1,800,000,000	\$2,070,000,000
Gross proceeds from private placement warrants offered in the private placement	37,450,000	42,850,000
Total gross proceeds	<u>\$1,837,450,000</u>	<u>\$2,112,850,000</u>
<b>Estimated offering expenses<sup>(2)</sup></b>		
Underwriting commissions (2.0% of gross proceeds from units offered to public, excluding deferred portion) <sup>(3)</sup>	36,000,000	41,400,000
Legal fees and expenses	300,000	300,000
Printing and engraving expenses	35,000	35,000
Accounting fees and expenses	40,000	40,000
SEC/FINRA Expenses	579,686	579,686
Travel and road show	20,000	20,000
Directors and officers insurance premiums	325,000	325,000
NYSE listing and filing fees	85,000	85,000
Miscellaneous expenses <sup>(4)</sup>	65,314	65,314
Total estimated offering expenses (other than underwriting commissions)	<u>1,450,000</u>	<u>1,450,000</u>
Proceeds after estimated offering expenses	<u>\$1,800,000,000</u>	<u>\$2,070,000,000</u>
Held in trust account <sup>(3)</sup>	\$1,800,000,000	\$2,070,000,000
Percent of public offering size	100%	100%

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(2)

- Lucid成立于2007年，最初专注于电动汽车电机和动力系统，于2016年转型生产电动车整车。
- Lucid的高管皆来自其他主要汽车生产商。CEO是前特斯拉的工程部门主管，负责model S的研发。
- Lucid的前期投资者包括清华控股、三井住友银行等，于2019年获得沙特主权基金10亿美元的投资。沙特主权基金从而成为公司最大股东。
- Lucid主打高端电动汽车，现推出车型Lucid Air，美国国内售价为7.74万美元起步。Lucid Air的性能、续航能力全面碾压特斯拉的旗舰车型。Lucid Air于2021年10月起已实现部分交付。
- Lucid在电池等方面拥有技术优势。
- Lucid已在美国亚利桑那州建设生产工厂，计划通过四个阶段的扩张，在未来几年将产能扩大至每年40万辆。



Lucid Air效果图  
图片来源：公司官网

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(3)

- SPAC公司在其招股书中提及了收购目标的要求（注：但是最后收购的Lucid并没有符合第1和第5点）：
  1. Generates Stable Free Cash-Flow.
  2. Would Benefit Uniquely from our Capabilities.
  3. Is Sourced Through our Proprietary Channels.
  4. Has a Committed and Capable Management Team.
  5. Has the Potential to Grow Through Further Acquisition Opportunities.
- 2021年2月22日，SPAC公司宣布于Lucid签订并购协议，收购作价是117.5亿美金 + Lucid及其子公司持有的现金及等价物 - Lucid及其子公司所有的负债。收购将以换股的方式完成，以SPAC公司Class A股份每股10美元的价格向Lucid原股东完成收购。
- 2021年2月，SPAC公司引入PIPE投资者，以15美元每股的价格发行166,666,667股Class A股，引入25亿美元PIPE投资，其中13,333,333股由Lucid的合并前的大股东认购。
- 2021年7月23日，De-SPAC正式完成。所有Class B股份全部转化成合并后公司的普通股。

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(4)

对比Lucid通过SPAC上市和特斯拉2010年直接IPO上市，可以发现美国SPAC上市的一些优势：

## 1. 估值逻辑不同：

- 通过SPAC上市公司的定价由二级市场投资人通过二级市场交易SPAC公司class A股决定的，而传统IPO的定价根据市场反馈进行定价；
- 传统IPO上市的公司是先发布招股书，再进行路演，最后进行定价。而对于SPAC上市的公司，二级市场投资者仅通过新闻或市场传言就通过股票交易进行定价。例如Lucid于2021年2月22日签订合并协议，于2月23日于SEC系统发布公告，但其股价自2021年1月11日就开始大幅炒作，从1月8号收盘价10.3美元大幅上升至2月22日收盘价每股57.37。2月23日公告发布后，股价开始下跌，并之后维持在20-30美元之间。Lucid合并后的招股书在De-SPAC完成一个月后的2021年8月24日才公布。
- SPAC上市给予更高的估值定价。特斯拉上市时估值的P/S在大约11倍左右，截至2022年2月的P/S比率也在17倍左右。Lucid现在的产品状态较2010年IPO时的特斯拉很相似（有新产品推出，但还没有实现大规模生产），但市场给予Lucid的估值更为乐观，P/S比率达到1万倍以上。

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(5)



图片来源: Investing.com

资料来源: 公开资料

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(6)

## 2. 披露的要求不同:

- 披露的时间。按上文所述，传统IPO是上市前披露招股书，SPAC上市是在De-SPAC完成后。
- 披露的财务数据更简单。Lucid上市时仅披露了过去两个财年的财务信息，而特斯拉上市时披露了过去三个财年的财务信息，且Lucid披露了更少的财务细节。
- 内容更简单。Lucid的招股书花了较大的篇幅描写了SPAC公司和De-SPAC过程中的结构，对公司本身情况的披露较特斯拉少很多（Lucid很可能利用了SPAC上市披露少的特点防止商业机密的泄露，例如Lucid的电池性能、续航里程远高于特斯拉）。此外，特斯拉的招股书中包括行业数据、定向增发等数据，但这些在Lucid招股书中没有出现。因此，通过SPAC上市能够减少过往融资历史和投资人相关的信息披露。
- 上市募集资金的使用说明更简单。特斯拉的招股书中有非常详细的资金使用计划，而Lucid仅寥寥几笔带过这部分。
- 也有些新闻认为，通过SPAC上市能够减少潜在投资者在上市前对公司进行尽职调查和实地考察，从而避免商业机密的泄露。

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(7)

## 3. SPAC上市稀释的股权更多

- Lucid完成De-SPAC上市后，原股东的股权从100%稀释至73.7%。被稀释的26.3%中，SPAC公司的sponsor获得3.2%，SPAC公司的class A股东获得12.8%，PIPE投资者获得10.3%。
- 而特斯拉完成IPO后，原股东的股权被稀释至84.1%。被稀释的15.9%中，公众投资者获得12.8%，私募配售投资者获得3.1%。

	Share Ownership in Lucid Group Pro Forma Combined	
	Number of Shares	% Ownership
Lucid shareholders <sup>(1)</sup>	1,193,226,511	73.7%
Churchill Sponsor <sup>(2)</sup>	51,750,000	3.2%
Churchill public stockholders	206,978,356	12.8%
PIPE Investors <sup>(3)</sup>	166,666,667	10.3%
Total <sup>(4)</sup>	1,618,621,534	100.0%

	Shares Purchased		Total Consideration		Average Price Per Share
	Number	Percent	Amount (in thousands)	Percent	
Existing stockholders	78,287,617	84.1%	\$ 324,622	56.3%	\$ 4.15
New public investors	11,880,600	12.8	201,970	35.0	17.00
Private Placement investor	2,941,176	3.1	50,000	8.7	17.00
Total	93,109,393	100.0%	\$ 576,592	100.0%	

图片来源：Company Prospectus

# 案例分析 - Lucid Group, Inc.(8)

对Lucid的SPAC sponsor的投资回报进行估算可得：

- Sponsor的总支出是4,287.5万美元，包括4,285万美元用于购股权证的认购，2.5万美元用于公司注册。
- 购股权证的执行价格为11.5美元，即股价在11.5美元以上购股权证才能获利。
- 若Lucid的股价能够维持在现在的范围，股价每股20美元则sponsor的回报率达28倍，股价每股30美元则回报率达约49倍。
- 即使Lucid股价大幅下跌，跌破每股10美元，sponsor依然能够获得回报。
- 若De-SPAC失败，SPAC无法找到合适的并购标的，则sponsor血本无归。

Sponsor 投资	Sponsor 退出时股价	Class B股价值	购股权证价值	Sponsor 回报率
42,875,000	10	450,000,000	-	950%
42,875,000	5	225,000,000	-	425%
42,875,000	2	90,000,000	-	110%
42,875,000	20	900,000,000	364,225,000	2849%
42,875,000	30	1,350,000,000	792,725,000	4898%
42,875,000	De-spac失败	-	-	0%

# 香港案例分析

至SPAC上市条例生效资金，港交所共收到4份SPAC公司的招股书，尚未由SPAC正式上市和De-SPAC的案例。

- 4份招股书只是简单的初稿，大部分篇幅是关于法律条款，且存在不少疏漏，无披露实质性的信息。
- 香港SPAC的运营资金来源与美国不同，除出售B类股和认股权证的所得，香港SPAC还增加了发起人对SPAC公司的无息无担保贷款。
- 从4个案例的股权结构来看，李宁的SPAC对A类股的稀释更大。

SPAC公司名称	发起人公司股东	并购方向	运营资金来源	SPAC公司股权结构	保荐人	审计师	备注
Aquila Acquisition Corporation	招银国际资产管理有限公司(90%)， AAC Mgmt Holding Ltd(10%)	重点关注亚洲（特别是中国）的“ 新经济”行业（例如绿色能源、生 命科学、先进科技与制造行业）内 有科技赋能的公司	1. 已透过发行B类股份取得所得款项以及 发行发行人权证取得所得款项 2. 与发起人订立贷款融资，提供营运资 金信贷额最高10百万港元（贷款融资为 免息，无供担保，且贷款融资的任何部 分均不可转换为任何股份、权证或其他	A类:1,000,000,000股； B类:100,000,000股	MS, CMBI	DBO	AAC Mgmt Holding Ltd为招银资管的高 级管理层控股的公司
TIGER JADE ACQUISITION COMPANY	泰欣资本有限合伙基金(90%)， 龙石资本管理有限公司(10%)	关注为市场潜力巨大的多个细分行 业考虑在内，包括生物科技、医疗 器械、医疗保健服务及消费医疗。 并提出三好收购标准：好业务，好 公司，好估值	1. 来自泰欣资本基金的贷款协议，为一 笔15百万港元的免息无抵押贷款融资， 且不以SPAC公司资产作担保。	A类:3,000,000,000股； B类:300,000,000股	UBS	DBO	泰欣资本是泰格医药 为主要LP的公司，SP AC聘请泰格医药的大 股东叶小平作为顾问
Trinity Acquisition Holdings Limited	李宁(33%)， LionRock Capital (Cayman) Limited(42%)， Astrapto Capital Partners (HK) Limited(25%)	在全球性消费领域生活方式及消费 相关行业进行收购，包括在中国具 有巨大增长潜力的运动及运动相关 品牌	1. 发行B类股份及发行人权证募集的所得 款项 2. 发起人为SPAC公司提供营运资金信贷 额度高达3.0百万港元的贷款融资	A类:900,000,000股； B类:100,000,000股 且B类股份不会超过上市日 期已发行股份总 数的20%	JPM, CS	DBO	李宁是LionRock Capital的主要LP， 同时李宁和LionRock Capital之前已经成 立了一个美国SPAC
Interra Acquisition Corporation	春华资本Primavera Capital Acquisition (Asia) LLC(60%)， 农银国际资产管理有限公司及子公司A BCI AM Acquisition Limited(40%)	聚焦大中华地区从事创新科技、消 费及新零售、高端制造、医疗健康 及气候行动等领域的高增长型公司	1. 发起人提供总额为10百万港元的无抵 押贷款融资 2. SPAC公司与发起人订立本金为1,950,0 00港元的承兑票据	A类:3,120,000,000股； B类:312,000,000股	农银国际， JPM	KPMG	



# 四. 关注问题回答



# 关注问题回答(1)

1. 如果一个SPAC筹资1亿美元，所需要的费用大概是多少？发起人占多少股份？SPAC IPO有多少股份给投资人？

答：见右表，以美国SPAC为例，总发行费用约为260万美元。

假设创始人出资300万美元获得权证，权证的价格为SPAC IPO价格的1/10，创始人所得权证占总股本的30%。

以香港SPAC的条款为例，SPAC在IPO时有关证券须由至少20名机构专业投资者持有至少75%的待上市证券。

拟议交易条款			
交易规模	1亿美元	投行承销费 (SPAC IPO)	2.00%
单位价格	10美元	投行承销费 (De-SPAC)	3.50%
单位数量	1000万份	投行总承销费	5.50%
发起人投资比例	3.00%		
发起人投资额	300万美元		
		金额 (\$)	百分比
<b>总资金</b>			
总要约金额		100,000,000	
创始人权证私募所得的总金额		3,000,000	3.00%
总金额		103,000,000	
<b>预计发行费用</b>			
包销折扣和佣金 (前期部分)		2,000,000	2.00%
法律费用		160,000	
会计费用		50,000	
美国证监会/监管局费用		115,000	
差旅和路演		10,000	
纳斯达克上市及备案费用		75,000	
董事及高级管理人员责任保险		150,000	
印刷及雕刻费用		25,000	
杂项费用		15,000	
总发行费用		2,600,000	
收益 (扣除发行成本)		100,400,000	
营运资金 (不在信托账户中)		400,000	0.40%
资金 (在信托账户中)		100,000,000	100.00%

## 关注问题回答(2)

2. 如果DE-SPAC不成功，有多少钱能回给投资人？

答：以右图为例，如果DE-SPAC不成功，IPO集资所得的1亿美元资金（在信托账户中）将全部返还给投资人。

拟议交易条款			
交易规模	1亿美元	投行承销费 (SPAC IPO)	2.00%
单位价格	10美元	投行承销费 (De-SPAC)	3.50%
单位数量	1000万份	投行总承销费	5.50%
发起人投资比例	3.00%		
发起人投资额	300万美元		
		金额 (\$)	百分比
<b>总资金</b>			
总要约金额		100,000,000	
创始人权证私募所得的总金额		3,000,000	3.00%
总金额		103,000,000	
<b>预计发行费用</b>			
包销折扣和佣金 (前期部分)		2,000,000	2.00%
法律费用		160,000	
会计费用		50,000	
美国证监会/监管局费用		115,000	
差旅和路演		10,000	
纳斯达克上市及备案费用		75,000	
董事及高级管理人员责任保险		150,000	
印刷及雕刻费用		25,000	
杂项费用		15,000	
总发行费用		2,600,000	
收益 (扣除发行成本)		100,400,000	
营运资金 (不在信托账户中)		400,000	0.40%
资金 (在信托账户中)		100,000,000	100.00%

## 关注问题回答(3)

3. 为什么一家公司选择SPAC上市，而非正常IPO?

答：以香港SPAC为例，SPAC上市相较传统上市的优势如下：

(1) **估值**：SPAC并购目标的估值是直接由有关企业、SPAC发起人及投资者一同洽商所得；相较传统的上市申请，估值一般要经过一轮由银行主导的建簿程序，并涉及数以百计的机构及零售投资者参与整个过程。相信有部分企业倾向通过SPAC并购上市，因为在估值的过程中，PIPE投资者可以花足够的时间和资源评估SPAC并购目标的业务，并达至双方皆同意的估值。特别是有些企业是在创新前沿的新经济公司，所以市场上可能只有很少参与者有足够的专业知识能评估这些企业的价值；

(2) **定价和交易条件**：与传统上市相比，藉SPAC上市的目标私人公司更能够掌控定价和交易条件。因为所出售股份的价格乃透过与SPAC管理团队磋商所决定；

(3) **利用发起人的行业经验和人脉**：与具经验的SPAC发起人合作或有助提高公司价值。发起人和SPAC管理团队往往具有特定行业的相关专业知识和人脉关系。例如，可以藉发起人和SPAC管理团队之力物色到有利可图的投资机会。

## 关注问题回答(4)

4. 选择SPAC上市的公司是什么样的？找美国SPAC的案例做详细分析，以及计算发起人团队的回报率？

答：以美国SPAC为例，选择SPAC上市的公司大致有以下特点：

1. 还未实现盈利、商业模式不成熟，且缺乏可比较对象，传统IPO不会给予高估值的公司。
2. 有核心技术和顶尖的科技，不希望因为因为IPO而泄露机密（通常也不太差钱），例如电池公司QuantumScape, Lucid也算。
3. 部分公司可能会面临较大的法律风险，传统IPO可能会受到承销商和监管机构拒绝的，比如2020年很火的在线博彩行业（在线博彩不是在美国所有州都合法的），代表公司Draftkings。
4. 有些公司曾经经历过融资负面新闻的，比如说WeWork曾经尝试IPO失败的。

关于发起人团队的回报，以香港SPAC为例（如后两页所示）：

发起人初始投入资金：4,000万港元（20%发起人股份+20%发起人权证）+发起人提供的无息贷款

完成并购后发起人的股份占比：25%

完成并购继承公司估值为：20亿港元

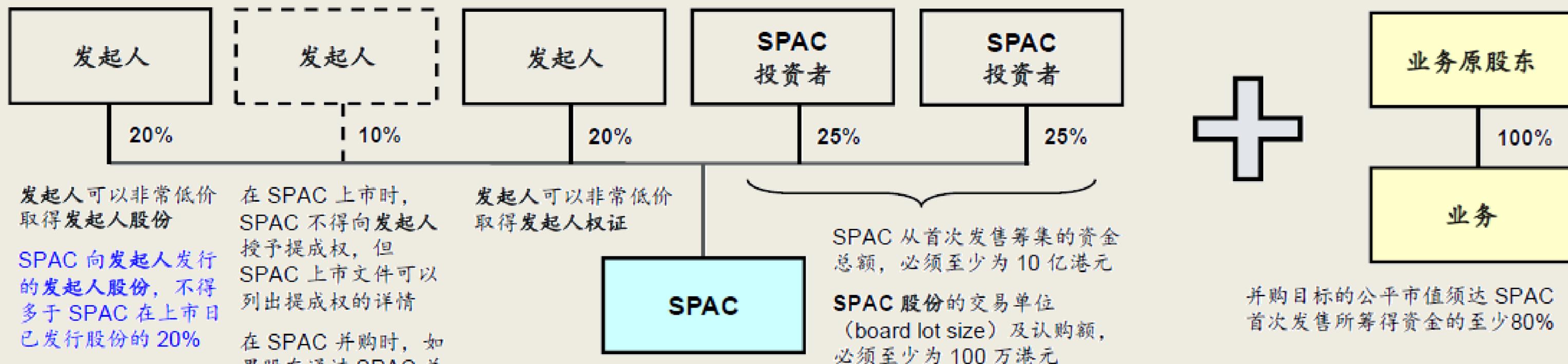
假设完成并购一年后估值无变动，则发起人股权价值为5亿港元，为初始投入的12.5倍。

# 关注问题回答(4)

根据 (i) 提成权而将发行的继承公司股份及 (ii) 发起人股份而将发行的继承公司股份，总数合计占 SPAC 在上市日已发行股份总数的不多于 30%

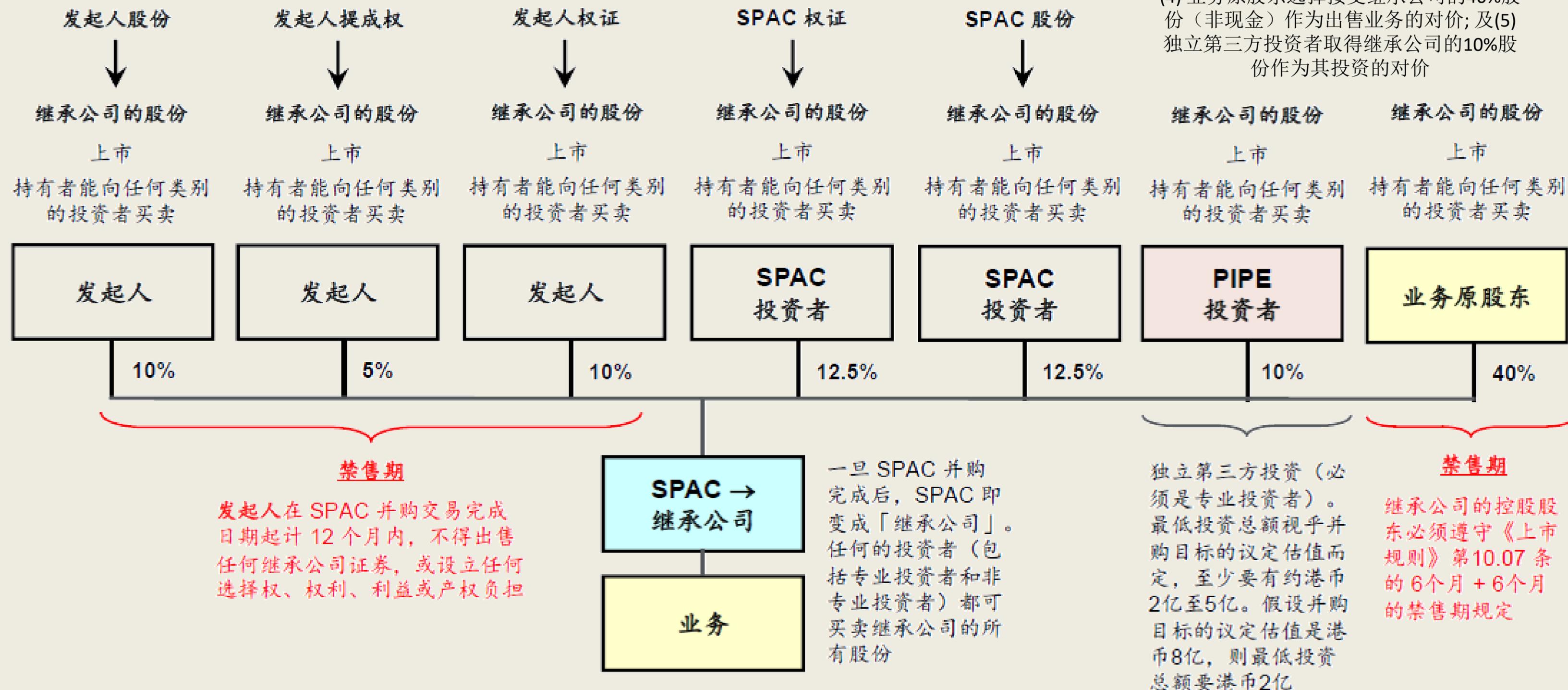
所有的权证（包括发起人权证和 SPAC 权证）获行使后发行的股份数目，不得超过该等权证发行时已发行股份数目的 50%

发起人股份	发起人提成权	发起人权证	SPAC 权证	SPAC 股份
不能上市	不能上市	不能上市	上市	上市
不能流通	不能流通	不能流通	证券简称以 ZYYMM 结尾	证券简称以 Z 结尾
不能转让	不能转让	不能转让	只有专业投资者能买卖	只有专业投资者能买卖



# 关注问题回答(4)

假设：(1) 从首次发售筹集的资金总额是10亿港元；(2) 并购目标的公平市值至少要港币8亿；(3) 独立第三方投资者的资金总额是港币2亿、并无其他第三方投资者；(4) 业务原股东选择接受继承公司的40%股份（非现金）作为出售业务的对价；及(5) 独立第三方投资者取得继承公司的10%股份作为其投资的对价



## 关注问题回答(5)

5. 继承公司原股东、PIPE投资人分别拿多少股份？权证有多少应如何计算？

答：

1. 继承公司原股东拿多少股份，以继承公司的估值而定，同样的例子，假设SPAC IPO集资10亿港元，PIPE投资2亿港元，继承公司估值为8亿港元，则继承公司原股东在DE-SPAC后的股份占比为： $8 / (10 + 2 + 8) = 40\%$ ；
2. 完成DE-SPAC后，SPAC投资人的股权占比为25%，PIPE投资人股权占比为10%；
3. 权证的计算也要看厘定的条款，在DE-SPAC后1:1转换成继承公司股权，行使价必须比SPAC股份在首次上市时的发行价高出至少15%。

6. PIPE是怎么运作的？为什么香港一定要有PIPE，美国有没有强制？

答：港交所规定DE-SPAC必须获得PIPE投资，PIPE指上市后私募投资，为完成SPAC并购交易而进行的独立第三方投资，而该等投资在公布进行SPAC并购交易之前已经议定、并被列作该交易的其中一部分条款。

由于美国DE-SPAC的质量良莠不齐，香港设立PIPE投资的主要目的是通过PIPE投资人的认可来保证DE-SPAC的质量，同时借助PIPE投资人的专业性，以更公平的方式厘定继承公司的估值。

美国并无强制DE-SPAC一定要有PIPE投资。

谢谢！