

从离岸视角看SPAC交易与传统IPO

服务范围 / 公司

地点 / 英属维尔京群岛, 开曼群岛

日期 / 2021年6月

离岸法域一直是搭建上市架构的热门地，在全球超过20个交易所里，离岸法域的身影频频出现。

在美国和亚洲的主要交易所中，离岸公司主要选择在开曼群岛、英属维尔京群岛和百慕大注册，而亚洲的IPO保荐人则偏好开曼群岛。

几十年来，许多中国和其他亚洲企业通过承销商主导的传统IPO赴美（纽交所或纳斯达克）上市。尽管在美上市面临的监管审查越来越严格，但中国企业仍前赴后继。就在本月，中国共享出行公司滴滴出行提交申请，滴滴正是利用开曼群岛注册的公司作为发行人，此次IPO可能成为美国今年最大IPO。

由于开曼群岛地理距离更近，在港交所主板上市的发行人中，开曼公司占近55%，远超其他地区注册的公司，2020年，在港交所的IPO中，近95%利用了开曼群岛注册的公司。开曼群岛的热度在2019年推出的上海交易所科创板中得以延续，第一家IPO上市的外国红筹公司就是在开曼群岛注册的发行人。迄今为止，在科创板注册上市或等待上市的所有红筹公司均在开曼群岛注册。

离岸SPAC

2020年，尤其是在美国交易所，特殊目的收购公司（即SPAC）再次流行起来，成为除传统IPO以外的一个热门上市途径。SPAC只是一个壳公司，没有业务运营，其目的就是通过IPO募资，募得的资金用来并购一家目标公司，整个过程被称为de-SPAC交易。与传统的IPO相比，通过de-SPAC交易上市用时更短，成本更低，且估值的确定性更高。

离岸法律专业机构

百慕大群岛 英属维尔京群岛 开曼群岛 根西岛 泽西岛
开普敦 香港 伦敦 新加坡

在2020年，有248家SPAC登陆美国交易所，募得830亿美元巨资用于未来的收购。SPAC热潮持续到今年，仅在2021年第一季度上市的SPAC数量（共298家）就超过了2020年全年。不过，最近的监管审查已导致SPAC IPO的数量急剧下降，在4月和5月仅有32家SPAC。

将美国公司作为收购目标的大部分SPAC都注册在特拉华州，而收购目标在美国以外的大部分SPAC则注册在离岸法域（主要是开曼群岛，其次是英属维尔京群岛），这是为了de-SPAC交易后的架构更高效，税务和法律事务也比在美国注册简单。2020年至2021年上市的所有SPAC中，有三分之一在开曼群岛注册成立。相比特拉华州，开曼群岛注册的有限责任公司（即LLC）越来越受欢迎，成为主要的募资载体。

尽管近期SPAC热度放缓，但我们仍注意到有大量亚洲投资人（包括中国的基金管理公司和家族办公室）希望成立离岸SPAC架构赴美上市，尤其是在科技领域。我们也看到很多离岸SPAC架构“东行”，来中国和东南亚寻找de-SPAC交易机会，毕竟，这里有相当数量的新兴企业，他们背靠风投基金和私募股权基金，增长前景可观。

尽管纳斯达克和纽交所是主要的上市地，几大亚洲法域也已在考虑接纳SPAC上市。目前，在亚洲，只有韩国和马亚西亚允许SPAC上市。鉴于SPAC的成功，港交所、澳大利亚和新加坡交易所正公开征询意见，拟将修改上市规则，允许SPAC在一定条件下上市。

随着越来越多SPAC在美国以外的地区上市，大量的de-SPAC交易以及来自亚洲保荐人的热情有增无减，我们预期，在以亚洲公司为收购目标的SPAC交易中，开曼群岛、英属维尔京群岛和其他离岸公司会越来越多。

为什么开曼群岛和英属维尔京群岛在SPAC和传统IPO中如此受欢迎？

答案相对简单：这两个地区政治和经济稳定，有一个可靠的法律体系（参照英国法设立），税收中性，能快速接入市场，成本较低，且一直与国际黄金标准接轨。自上世纪80年代末，在开曼群岛和英属维尔京群岛注册的离岸载体是中国上市潮中不可或缺的元素，亚洲其他国家和地区（以及美国）对这两个离岸法域也已相当了解。这两个地区的离岸构架广受全球交易所、机构和个人投资者、借款人、评级机构、承销商和监管部门认可。

这两个地区注册的离岸公司还有以下这些独特的特点使之更为适合SPAC以及传统IPO：

- 灵活——当地法律渐进，允许开曼和英属维尔京群岛公司“定制”公司章程，迎合保荐人的需求以及相关交易所的上市规则要求。例如，公司章程中可设置特定条文，允许发行适合SPAC模式的认股权证和不同类别的股份，规定SPAC如何进入de-SPAC交易，为防御性收购奠定法条基础，如分期分级董事会（staggered boards）和毒丸计划（poison pills），允许同股不同权，以及规定其他股东保护制度。开曼和英属维尔京群岛公司的章程中可以固定不限制收购目标，这一点对SPAC非常重要，毕竟SPAC的投资范围很广。
- 合并、收购和迁册——开曼和维尔京群岛参照特拉华州法律设立了直观的、有利于de-SPAC交易的法定合并规定，是美国律师所熟悉的。

这两个法域都没有适用于上市公司的收购准则或立法（除非这家公司在开曼、英属维尔京群岛受监管，或者如果是开曼公司，公司在开曼交易所上市），没有法规禁止财政补助，也不限制董事会在面对真实的或可能的收购或合并邀约时可利用的防御机制（以董事会信义义务为前提）。

开曼和英属维尔京群岛公司可迁册到其他地区，反之亦然，不触发资产处理，也不要求责任的更新。

这些规定非常灵活，也给IPO前重组和收购提供了除典型的换股以外的新方案。这些规定使收购变得更快、更简单，成本更低，因此尤其适合SPAC。

中美之间关系紧张，美国监管部门对在美上市的中国公司实行更严格的监管审查，在中国内地（或香港）进行二次上市会带来更高估值倍数，这些因素促使了最近开曼和英属维尔京群岛公司的私有化热潮，这些公司通常通过协议安排、要约收购和法定合并进行私有化。

- 监管考虑——公司在开曼或英属维尔京群岛以外的地区上市时不需要注册或提交招股说明书。因此，发行人可专注于相关交易所的上市规则要求，不需要考虑开曼群岛或英属维尔京群岛的法律要求。同样，发行股票或转让股票（或存托凭证）时不需要获得开曼群岛或英属维尔京群岛的监管批准。

- 股息和分配——开曼和英属维尔京群岛有灵活的资本维持规则，允许进行分配，也允许股份赎回和回购，只要公司章程中没有任何限制（并以公司符合适用的偿付能力标准为前提）。
- 董事——不要求董事或高管居住在开曼群岛或英属维尔京群岛。
- 外国私人发行人身份——如果搭建的结构恰当，在美国交易所上市的开曼或英属维尔京群岛的公司还可享受“外国私人发行人”的身份，这样，公司须遵守的披露和财务报表的要求减少，被豁免美国的委托代理规则，在一些关键的公司治理要求方面，还可申请“母国”标准。

未来展望

尽管投资人对SPAC的兴趣当下可以和传统IPO媲美，但仍然有稳定数量的中国公司（以及东南亚科技公司）利用离岸架构进行传统IPO上市，尤其是在科创板、纳斯达克和纽交所上市。

也有人推测通过SPAC上市的泡沫很快会破裂并卷土重来。事实上，由于美国证监会加强对SPAC的审查，并且在今年4月发布指南，从2020年持续到2021年第一季度的这股SPAC狂热在近期已逐渐减弱。但是，亚洲的发起人和潜在的目标公司仍然看好SPAC。

哪一家亚洲交易所将成为亚洲地区SPAC的首选，以及亚洲是否会成为下一个SPAC繁荣的地区，还有待观察，但可以肯定的是，随着越来越多亚洲SPAC上市，大量手握充足现金的SPAC竞相并购目标公司，开曼群岛和英属维尔京群岛在全球资本和并购市场中将继续扮演重要角色。如果说2020年是SPAC之年，那么2021年将会是de-SPAC之年。

离岸带头人

凯瑞奥信律师事务所的全球公司业务团队是离岸律所中规模最大、知名度最高的团队之一，为涉及公司法的各个方面提供法律服务，包括SPAC和传统的IPO、并购（包括de-SPAC交易）、合资公司、重组以及债务和证券国际公认的证券交易所的上市等。

我们在新加坡和香港的“全方面服务”办公室为亚洲客户提供普通话和马来语服务，并在实地为客户提供关于百慕大、英属维尔京群岛、开曼群岛和泽西岛法律相关的服务。

凯瑞奥信律师事务所新加坡办事处的公司业务团队已经为许多中国/亚洲客户和承销商提供有关离岸公司在科创板以及美国和亚太地区证券交易所IPO及上市有关的建议。

续



联系方式

新加坡



百慕大群岛、英属维尔京群岛与开曼群岛法律

麦安腾 Anthony McKenzie

管理合伙人 - 银行与金融, 公司, 投资基金

直线 +65 6911 8311

电邮 anthony.mckenzie@careyolsen.com



联系我们

Carey Olsen Singapore LLP
10 Collyer Quay #29-10
Ocean Financial Centre
Singapore 049315

T +65 6911 8310

E singapore@careyolsen.com



关注我们



请访问 careyolsen.com
了解我们的公司业务团队



请注意

请注意，本简讯仅就其有关的事宜提供非常普通的概述，不拟作为法律意见，且不得加以依赖。

© Carey Olsen 2021.