

“本书正是业界一直期待的作品！”

——蒂莫西·霍尔特，霍尔特金融集团董事长兼首席执行官

REVERSE MERGERS

[美] 戴维·N. 费尔德曼 斯蒂文·德莱斯纳 著
丁薇 戴虹 译

反向 并购



非IPO型的公司上市

Taking A Company Public
Without An IPO



世纪出版集团 上海人民出版社

[美] 戴维·N. 费尔德曼 斯蒂文·德莱斯纳 著
丁薇 戴虹 译

反向并购

非IPO型的公司上市



REVERSE
MERGERS

Taking A Company Public
Without An IPO



世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

反向并购:非 IPO 型的公司上市/(美)费尔德曼
(Feldman, D. N.), (美)德莱斯纳(Dresner, S.)著;
丁薇,戴虹译. —上海:上海人民出版社,2007
书名原文:Reverse Mergers: Taking a Company Public
Without an IPO
ISBN 978-7-208-07129-2

I. 反... II. ①费...②德...③丁...④戴... III. 上市公司—
企业合并—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 091833 号

责任编辑 麻俊生
封面装帧 路 静

反向并购

——非 IPO 型的公司上市

[美]戴维·N. 费尔德曼 斯蒂文·德莱斯纳 著
丁薇 戴虹 译

出 版 世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

出 品  上海世纪出版股份有限公司高等教育图书公司
www.hibooks.cn
世纪高教 (上海福建中路 193 号 24 层 021-63914988)

发 行 世纪出版集团发行中心
印 刷 上海商务联西印刷有限公司
开 本 635×965 毫米 1/16
印 张 15.75
插 页 2
字 数 223,000
版 次 2007 年 7 月第 1 版
印 次 2007 年 7 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-208-07129-2/F·1613
定 价 30.00 元



献给我生命中的最爱：

秀外慧中的芭芭拉

天分超群的萨米

笑口常开的安德鲁



最近,华尔街发现上市的方法越来越多了,远不止 IPO 一招。这就使得更多的公司可以从上市中获益。上市之后更容易吸引投资人,这是因为上市之后的流通性更大。这种流通性也使得上市公司可以更有效地使用手中的股票来进行收购或奖励经理人。对于大批小公司来说,增加上市渠道是个好消息,因为他们中的大多数达不到投资银行在决定哪些公司可以顺利完成 IPO 时所使用的那些评判要求。

最流行的非 IPO 型上市技巧是反向并购(包括与 SPAC 公司的并购)和自我申报。以下这些知名公司均通过反向并购的渠道上了市:

- ☐ 得州仪器(Texas Instruments Inc.)
- ☐ 贝克夏尔-哈萨维公司(Berkshire Hathaway Inc.)
- ☐ 坦迪公司(Tandy Corporation)
- ☐ 西方石油公司(Occidental Petroleum Corporation)
- ☐ 缪瑞尔-西伯特公司(Muriel Siebert & Co., Inc)
- ☐ 布洛克巴斯特娱乐公司(Blockbuster Entertainment)
- ☐ 纽约证券交易所

另外一些公司虽不太知名,但是也很值得

玩味：

□ 2005 年 2 月，知名的 SFX 娱乐公司(SFX Entertainment)的前任老板、亿万富翁罗伯特·F. X. 西勒曼(Robert F. X. Sillerman)所带领的一群投资人，用 4 650 万美元收购了对空壳公司体育娱乐公司(Sports Entertainment Enterprises)，猫王姓名肖像权 85% 的收益，以及对他故居的运营权。之后，该公司摇身变为 CKX 公司，并追加完成了几项收购，包括 2006 年 4 月收购《美国偶像》电视秀的所有权，并用 5 000 万美元买下了拳王阿里的姓名和肖像权。

□ 2002 年，RAW 系统公司(RAE Systems)以每股 0.20 美元的价格完成了反向并购上市。本书撰写时(2006 年初)，该股票的价格为 4 美元。

□ 环球资源(Global Source)被反向并入仙童公司(Fairchild)，本书撰写时，其市值约为 4.3 亿美元。

过去六年间，非 IPO 型上市越来越受欢迎。2000 年起，完成的反向并购交易已增加了四倍。(见图 1.1，各年完成交易的数量)。所有的迹象表明：这种快速发展的趋势在未来仍将延续。

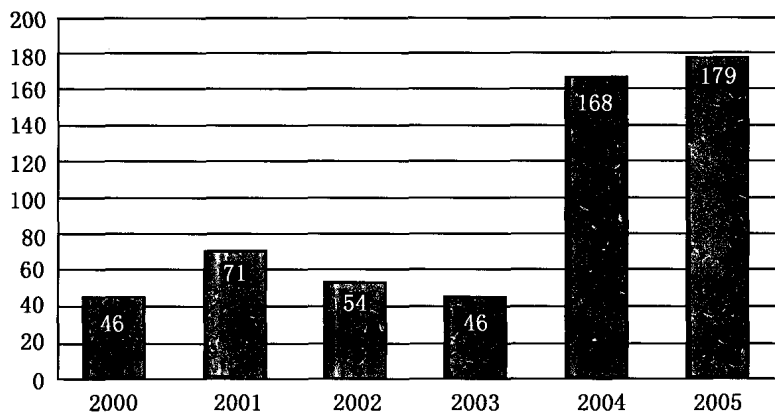


图 1.1 各年反向并购量

原因如下。第一，网络泡沫破裂后，自 2000 年底开始，IPO 市场几乎关闭。想上市的公司只能另找出路。第二，这些非传统的上市方式相比 IPO 有额外的好处，特别是对那些希望筹集 300 万到 2 000 万美元的公司，好处尤为突出。第三，新的 SEC 监管和执法政策使得反

向并购完全浮出水面,成了合法的进入资本市场的方式。(第二章将讲述,20世纪70、80年代,从事非IPO型上市工作的人处于阴暗状态)。第四,过去几年中,愿意投资与非IPO型上市相关联的PIPE人员数量大增。PIPE的定义如下:私人募集的即将上市的公司股本或与股本相关的证券,通常要求立即登记向投资人卖出的股份。曾几何时,PIPE投资人时时观望寻找即将上市的公司进行投资。

反向并购的理念很简单,但却很强大,即为了使股票在公开市场交易,非上市公司并入上市公司。(上市公司或有少量日常业务,因此被称为空壳公司)。该上市公司可能经历了破产、出售,也可能是纯为非上市公司投资而创立的公司。无论如何,基本做法都是一样的,即非上市公司收购上市公司的多数股份,并购上市公司,完成后自己就成为在公开市场上交易的上市公司。

而自我申报手法是利用了SEC的监管规定,即允许非上市公司通过自愿遵循同于上市公司的规则(呈报同样的文件)而成为上市公司。在同意了自愿遵守SEC报告制度后,公司取得上市地位,继而可以向公共市场发行股票或完成PIPE。

本书的阅读对象既可以是个中老手,也可以是上路新手。截至本书撰写时,还没有出现过其他解释该业务,即与反向并购、自我申报相关的法律问题的书。我的目的是为公司的CEO、CFO、律师、会计师、咨询顾问、投资银行家等专业人员提供一个有用的文本。请注意,本书的读者群不局限于律师,涉及法律的部分都用了深入浅出的语言。

本书是我在拥有23名律师的费尔德曼-威斯登-史密斯(Feldman Weinstein & Smith)律师所工作了13年后,对于非IPO型上市手法的一次最为全面的总结。在此期间,与数百名考虑反向并购、自我申报的客户进行了合作。我的朋友及合作者斯蒂文·德莱斯纳以他编辑(《PIPE:指导私人投资上市股本》(*PIPEs: A Guide to Private Investments in Public Equity*)),蓬勃财经出版社2005年出版)和众多PIPE及反向并购商业会议组织者的经历,用自己的智慧丰富了本书的内容。

本书的结构

本书分为四部分。第一部分包括反向并购的业务。第1章讨论

了上市的优缺点。第 2 章比较了反向并购与 IPO 的益处异同。第 3 章讲述了空壳市场的概况、组建过程及基本的交易结构。空壳市场的发展日新月异,主要还是因为近期 SEC 的规则变更。第 4 章评估了著名的 419 法规出台后的历史,该法规曾一度终止了白手建空壳的做法。第 5 章描述了通常伴随着上市的融资,尤其是 PIPE 投资。深入讨论了生物科技、娱乐、科技和体育等行业的几个具体的交易案例。还讨论了披露和估值问题。反向并购后的一个重大挑战是为公司新加入交易的股票建立和赢得市场支持。第 6 章详细讨论了改变市场态度的问题。有时 IPO 的做法是在上市后打造明星股票,而反向并购却需要更多耐心才能得到市场的支持。第一部分的最后一章即第 7 章介绍如何规避反向并购中的不法分子。这里总结了不良空壳公司和投资银行家常用的伎俩,也总结了可靠合法的行为规范。就像华尔街的其他业务一样,反向并购领域也是鱼龙混杂。当联邦政府和州政府为 20 世纪 90 年代末期 IPO 中涉及非法行为的承销商施以重罚(20 亿美元)时,IPO 遭受重创。反向并购也受到了牵连,我们许多人仍在努力为反向并购正名。

第二部分涉及法律事务和陷阱。第 8 章描述了交易结构和完成并购协议中的事务。也讨论了著名的“反向三角并购”。空壳资本结构和可使用股票数量也在此进行了讨论。随着交易后空壳名称的变更,各方如何兑现他们的承诺和声明是另一件事情。第 9 章描述了反向并购中最重要的一部分:尽职调查。这包括为那些曾经有业务的公司验明正身,也包括努力避开或缩小有问题的或混乱的空壳的风险(这是两种不同的问题)。还讨论了最近 SEC 在新的法规制定中瞄上的,对其合法性存在置疑的所谓脚注 32 空壳。这些公司很具有迷惑性,他们貌似上市的真实公司,可实际上从开始创办时该公司就是假的,或有在并购后会被剥离或关闭的很小的业务。第 10 章详细讨论了监管体制。特别是探寻了在安然和世界电讯倒闭后,2002 年通过的《萨奥法案》。这部法案就上市公司的行为规范提出了许多改变的要求——大多数是好的改变。但其结果是导致了上市成本增加。本章还讨论了 2005 年 6 月制定的 SEC 新规则,要求反向并购的公司在交易完成后,立即大量增加披露。通过这些规则的出台,SEC 希望打击坏人,同时可以保证这些技巧使公司在创办时就是完全合法的。

第三部分具体讨论了自我申报和其他非 IPO、非反向并购的上市方法。自我申报的方法有两种：或者通过登记转售以允许业已存在的股票开始交易，或者通过提交 10—SB 表格，使公司列于 SEC 强制报告名单中。当公司完全报告后，如股东有能力不通过单独去 SEC 登记股份而出售股份，交易便可开始。第四部分讲述了非 IPO 型上市手法中最新的一些动向。第 14 章讲述了最近开始流行的 SPAC 手法。所谓 SPAC 是特殊目的收购公司的缩写，指上市空壳，其创建的目的就是为了让公司上市。它筹集的大笔资金，可用于后来并购的非上市公司。SPAC 的股份可以交易（大多数的其他方法制作的空壳的股票则不能交易），SPAC 的投资人需要评估和批准并购。每个 SPAC 通常都有行业或地点上的侧重，并有具备该行业经验的管理团队来评估潜在并购对象。在本书撰写的 2006 年初，自 2004 年起创立的 SPAC 公司已达到 80 家，其中 38 家成功完成了 IPO。这些空壳的筹资规模一般在 2 000 万美元到 1 亿美元之间。目前还有一种潮流，就是在第 15 章中所讨论的 10—SB 表格公司。SEC 对于这些公司的偏好似乎超过其他的空壳公司（如根据 419 法规创立的公司）。我们就处理过近百起这类型的公司。本书的最后一章第 16 章，回顾了目前的其他几个问题：PIPE 投资人和投资银行家从“上市风险资本”中受益的强烈愿望，可能在反向并购市场中得到满足。还涉及到与中国公司交易带来的“人民币风潮”及 SPAC、10—SB 空壳的未来前景，等等。本章引用了六七位业界领袖的名言，他们中有的的是投资银行家，有的是会计师，有的是风险资本家。

导言

1 为什么要上市/1

上市的好处/1

上市的坏处/5

权衡利弊/9

第一部分 反向并购的业务

2 IPO,还是反向并购/13

反向并购较 IPO 的优势/16

反向并购较 IPO 的劣势/22

3 空壳公司和交易结构/24

上市空壳公司/24

反向并购交易结构/29

完成交易/33

4 419 法规介绍/35

419 法规/35

5 融资/42

如何不进行反向并购/43

融资如何带动交易/46

时间和金钱/51

6 赢得市场支持/53

建立市场支持的挑战/54

IPO 是否保证强大的市场支持? /56

如何建立反向并购后的市场支持/58

股价涨跌/63

7 旁门左道/64

几件“坏人”坏事/65

“坏人”伎俩/69

坏投资银行家的伎俩/73

寻找好人先生/75

第二部分 法律事务陷阱

8 交易的机制/79

围绕股东批准的结构和执行问题/79

避开股东批准的结构方法/81

股份拆分/82

其他法律事务/91

补充:寻找能干历练的顾问/95

9 尽职调查/96

调查的基本内容/97

净壳、脏壳和乱壳(以及脚注 32 空壳)/98

尽量减少意外情况的发生/110

10 监管机制/111

实施《萨班斯法案》/111

2005 年 6 月 SEC 规定发生变化:反向并购被进一步合法化
(但难度增加了)/114

那么,这究竟是好事还是坏事呢? /122

第三部分 其他上市捷径

11 自我申报/127

关于自我申报/128

在一个团队中,“我”不存在/137

12 SB—2 表/138

如何使股票可以交易? /138

通过 SB—2 表转售登记进行自我申报/142

SB—2 表自我申报机制/145

SB—2 表小结/151

13 10—SB 表/152

通过 10—SB 表登记进行自我申报/152

其他上市方法概述/156

何去何从? /161

第四部分 制造空壳以及当前趋势

14 特殊目的收购公司/165

SPACs 简介:GKN 的经历/166

SPAC 卷土重来/168

剖析 SPAC/171

SPACs 的优势/173

SPACs 的缺点/175

接下来是不是该轮到小型 SPAC 了? /179

SPACs 总结/181

15 10—SB 表空壳/182

创建 10—SB 表空壳的方法/183

与 10—SB 表空壳相关的法律问题/193

10—SB 表空壳的优缺点/199

SPACs 和 10—SB 表空壳的小结/203

16 专家点评:展望未来/204

最新进展/205

中国的开放/206

路在前方/212

致谢/214

术语表/216

公司在决定以怎样的方式上市之前，首先必须搞清楚的是，要不要上市。或者，就像霍尔特金融集团（Halter Financial Group）的蒂姆·霍尔特（Tim Halter）那样问问客户：“假使除了股票能公开交易，公司的其他情形保持不变，是否还是上市更划算？”

上市的好处

总体而言，上市的好处可以归结为五点：更容易引入资本；有更大的流动性；可以以收购或战略合作方式带动成长；以股票期权吸引、挽留高层经理；增加股东对管理层的信任。

引入资本

相比非上市公司，上市公司更容易筹资。这其实和任何一个非上市公司的具体情况无关，是上市公司的五大特征使其比私人公司对投资者来说更有吸引力。

第一，不管业绩好坏，美国的上市公司必须定期向美国证券交易委员会和公众详细披露财务状况和其他重要事项。对信息披露的要求建立了投资者对上市公司的信任，因为一旦上市，要想掩盖

问题, 就比私人公司难得多。

对于投资者来说, 上市公司更容易引入资本的第二大好处是, 他们的投资更容易变现。投资非上市公司的人, 难免成天担心“退出策略”, 并总在寻找那些最终打算出售或上市的公司。如果公司已经上市, 投资变现并退出的能力就大大提高了。通常, 上市公司的投资者能够在投资后的 3~5 个月公开出售其股份。这显然比风险投资家要强得多, 他们一般希望 3~5 年后有人接盘。投资者可以将上市公司的股票在公开市场交易这个事实, 为其投资带来了流动性。

第三大好处是, 公司在融资过程中实现了向上市公司的转变, 而私人公司通常要接受私人股权投资者和风险投资者的限制和约束。风险投资家将自己定位为管理层的合作伙伴, 并要求在多项公司决策中拥有否决权。通常, 一旦上市后, 投资者便会停止这些要求。这样, 即便一个非上市公司能够吸引私人股权投资者, 它仍然会希望考虑上市, 因为通常而言, PIPE(私人投资公开发行的股票)投资者或其他的上市公司投资者对公司行为和决策的限制较少。

第四大好处是, 公司上市后融资时, 市场对其估值更高。市场对于上市公司股票的估值大约是同等情形的非上市公司的两倍。当融资成为上市的部分目的时, 投资前的公司估值(被称为 pre-money value)几乎总比私人股权投资者对同一公司的估值要高出许多。以这种思路, 就很容易理解流动性溢价。

虽然上市公司比非上市公司更容易融资, 但这并不足以构成上市的充分条件, 那些纯粹为了圈钱而上市的公司是自讨苦吃。走了这一步棋的公司常常会追悔, 其中相当一部分最终还不得不退市, 最终成为私人公司了事。要想从上市中获得收益最大化, 以下的特点也不可忽视。

流动性

通过将投资变现, 流动性为所有投资者提供了更好的退出战略。新投资者并不仅仅是那些想在适当时候退出的人。有时候, 公司上市的主要原因, 是公司的创始人、前投资者和持股的高管希望将资金从公司变现一部分资金, 却又不想一股脑儿出售或失去对公司的实际控制权。有多少股东, 就有多少希望变现的原因。

当面临这种情形时,最紧要的是避免公司内部的抛售狂潮。原因有二:一,如果过多的内部投资者出售股票,那些创立公司的元老会失去继续关注公司成长的动力。二,内部出售会引来华尔街的注意。通常而言,内部投资者的大量出售会打消外部投资者的热情。因此,公司应该征求顾问的意见,并设计出妥当的、既能获利又足够审慎的出售计划。

举例说,我先前的一个客户通过反向并购将公司上市。不久后,公司的创始人开始积极地出售其手中的股份。在股价急剧下跌前,他售出了将近 500 万美元的股份。这个行为使得本打算投资该公司的人失去了兴趣。如今该公司已经关门破产。据传,美国证券交易委员会不久将就创始人的出售是否构成内幕交易展开调查。

另一个客户采用了更周到的方法,结果大获成功。他就公司内部人士出售股份的时间、频率和数量做出了限定。每一次内部人出售股票前,他都就是否涉及内幕交易的风险咨询法律顾问。如今公司不断发展,股价稳步上升,创始人也以缓慢却不失精明的方式售出了总数不小的股份,一步步实现了其退出战略。



实践窍门

新近上市公司的高管切记:胃口不能太大。

以收购或战略合作带动成长

除了融资之外,上市的最主要原因是通过收购、合资企业或战略合作带动成长。如前文所述,投资者更乐意向上市公司提供融资,即便融资的目的是为了实现收购。此外,上市公司常常可以使用其股份来作为货币或“临时凭证”,和其他补偿一起支付给那些被收购或合作的公司员工。在某些情形下,股份更是惟一的补偿。

总体而言,补偿的股份价值会超出约定的交易价值,其原因在于股价有可能会下滑。换言之,如果公司将以 2 000 万美元被收购,其中包括 1 000 万美元的现金,卖方可能会要求等同于 1 200 万或 1 300 万的股份来抵补股价波动的风险。买方作为上市公司通常会同意这个

条件,因为用股票来收购不必筹集现金。这也使得公司可以把现金用作其他目的、储备等。

管理层的股票期权

很多公司都发现吸引高素质的管理人才难度很大。上市公司在高管人员的薪酬方面比私人公司更有优势,再次胜出,因为它们可以把股票期权和其他股权激励作为薪酬包的一部分,也就是把他们与上市公司铐在一起的“金手铐”。上市公司的最高层得到的薪酬往往高得过分,但是薪资明细通常表明其巨额薪酬中很大的比重是以股票或股票期权支付,而非工资。(股票期权也并非公司高层的专宠,关于微软、易趣和其他公司的秘书变身百万富翁(婆)的故事也是屡见不鲜。)

非上市公司当然也可以建立自己的股票期权计划,然而,和这类公司其他的投资问题一样,这一计划也产生了流动性的问题。非上市公司的管理层知道,除非出现某种形式的流动性事件,否则持有股票并不能换来钞票。非得上市、出售或启动大规模派息,才能把股票变成现钞。而上市公司的股票期权就要通用得多。

对于领导上市公司的管理层,股票期权的吸引力在于:由市场评判的公司业绩和管理层激励程度互为一体,期权持有人为了使股价上升,会竭尽全力提高公司业绩。行权的时间表取决于其为公司效力的年限,这也有利于激励员工长期为公司服务。据我所知,很多高层将任职于公司的计划延长,就是为了保证能等到行权的那一天。

对管理层的信心

由于美国证券交易委员会披露规定的要求,上市公司的股东相信,公司管理层的行为以及日常运营会更透明。美国证券交易委员会要求公司定期报告财务状况(包括当期与上期的变更理由)、管理层薪酬、关联交易、重大合同、流动性、资本来源等。上市公司根据美国证券交易委员会的规则披露信息,目的是为了让股东对于公司的运营及遇到的挑战更加了然于心。

而另一方面,各个州的法律通常会从数量和类型上限制非上市公司的股东可以获取的信息。因此,在一年内不止一次看到财务报表和