



# Распаковывающая SPAC

Для частных быстрорастущих компаний вопрос привлечения средств всегда является актуальным. Не менее актуальным является вопрос выхода из своих инвестиций для инвесторов таких компаний. Буквально на каждом мероприятии, посвященном рынку прямых и венчурных инвестиций в России, вопрос об exit является одним из ключевых. При этом помимо традиционных вариантов выхода (продажа стратегу или IPO), в последнее время стал очень востребованным упрощенный механизм превращения частной компании в публичную посредством размещения акций SPAC (special purpose acquisition company) с последующим слиянием с целевой операционной компанией. Ниже мы постарались схематично описать основные этапы и сроки этого механизма.

Если рассматривать создание SPAC с точки зрения управляющей команды, в основе SPAC лежит та же идея, что и в основе частных инвестиционных фондов (private equity и венчурных фондов). Однако, если управляющие команды инвестиционных фондов (general partners) привлекают средства частных инвесторов (limited partners), то управляющая команда SPAC привлекает средства публичных инвесторов (в том числе розничных) через биржу.

На сегодняшний день наибольшее распространение SPAC получили в США, где начиная с 1980х годов blank-check компании привлекают средства посредством IPO для целей последующей покупки компаний. В 2020 количество SPAC на финансовых рынках США достигло рекордного количества. По данным SPAC Data, в 2020 году было проведено в общей сложности 248 SPAC IPO, собравших рекордные \$ 83,34 миллиарда долларов США. Это более чем на 400% больше, чем количество SPAC IPO в 2019 году.

Однако данный инструмент существует и в других юрисдикциях. Легальное определение SPAC, к примеру, закреплено на законодательном уровне в Малайзии и Корее: в Малайзии в нормах «мягкого права» - Equity Guidelines от 8 мая 2009 г., в Корее - в Указе Президента о введении Закона о финансовых инвестиционных услугах и рынках капитала от 4 ноября 2011 года. При этом, по открытым данным, на сегодняшний день на малайзийской бирже (KLSE) провели IPO только пять [SPAC](#).

SPAC набирает популярность и в других юрисдикциях. В январе 2021 года Сингапурская биржа - Singapore Exchange Limited ("SGX") предложила изменить критерии листинга и допустить к листингу SPAC. Такая же возможность на данный момент рассматривается и в Гонконге. Министр финансов Гонконга Пол Чан заявил о необходимости "изучить подходящие режимы листинга для повышения конкурентоспособности Гонконга как международного финансового центра при одновременной защите интересов инвесторов".



## 1. Формирование sponsor vehicle и SPAC (1 месяц)

- Управляющая команда SPAC создает sponsor vehicle. Это отдельная компания (чаще всего LLC, регистрируемая в штате Делавэр), которая создается исключительно с целью спонсирования SPAC. Создателями SPAC выступают, как правило, предприниматели с именем, либо управляющие компании известных венчурных фондов, например, венчурные фонды Science Inc. (SPAC Science Strategic Acquisition Corp. Alpha (SSACA), Lerer Hippeau (SPAC Lerer Hippeau Acquisition Corp.), Khosla Ventures (SPAC Khosla Ventures Acquisition Co.) and Advancit Capital (SPAC Advancit Acquisition Corp. I).
- Спонсоры (управляющая команда) перед IPO оплачивают первоначальные затраты на запуск SPAC, которые составляют примерно 5% от запланированных поступлений от IPO. В обмен на финансирование SPAC на предварительной стадии IPO, спонсоры получают около 20% акций SPAC (founders shares). Эти акции автоматически конвертируются в обыкновенные акции после завершения сделки по приобретению target-компании.
- Управляющая команда (sponsor vehicle) регистрирует новую компанию – SPAC Public Company (SPAC PubCo). Для целей листинга на NASDAQ или NYSE обычно SPAC создаются в форме C-Corporation, однако, нет ограничений на создание SPAC и в иных юрисдикциях.
- Привлекаются финансовые консультанты, аудиторы, юридические консультанты и андеррайтер.
- На данном этапе также обычно определяется размер SPAC и количество выпускаемых акций (юнитов). Он варьируется от \$50,000,000 и выше. К примеру, если размер SPAC составляет \$100,000,000, то SPAC выпускает 10,000,000 акций (юнитов). По общему правилу, SPAC должен привлечь в ходе IPO примерно ¼ стоимости предполагаемой target-компании. Поскольку первоначальные поступления от IPO обычно покрывают 25 % покупной цены target-компании, после того как SPAC и target-компания согласуют условия сделки, структуру и оценку, они могут привлечь дополнительный капитал для завершения сделки по приобретению.



## 2. Процесс IPO SPAC (8+ недель)

- После того, как спонсоры вносят необходимое финансирование на счет SPAC, привлекается аудиторская фирма для проведения аудита.
- После проведения аудита, компания подает в SEC форму проспекта S-1 (пример [здесь](#)). Проспект IPO SPAC, а также иные отчеты находятся в базе данных SEC [EDGAR](#). Согласно «правилу 135 дней» и стандартам SAS 72, проспект эмиссии, используемый в связи с размещением ценных бумаг, не может содержать финансовую отчетность старше 135 дней с даты составления баланса, включенного в финансовую отчетность.
- D&O Insurance (Directors and Officers Insurance). На ранней стадии IPO стоит начать процесс страхования ответственности директоров и должностных лиц. В силу того, что SPAC является публичной компанией, есть риск судебных исков от публичных инвесторов, в случае если в регистрационном заявлении SPAC допущены ошибки, либо есть какие-либо упущения.
- Когда SEC одобряет поданную компанией форму S-1, SPAC готов к листингу на фондовой бирже и к IPO.
- Следующим этапом управляющая команда и привлеченные андеррайтеры проводят роуд-шоу для продвижения SPAC.
- В США акции SPAC могут быть размещены на NYSE или NASDAQ.
- Для привлечения средств посредством IPO, SPAC выпускает юниты (units) для публичных инвесторов. Установленных правил относительно цены нет, но большинство SPAC-компаний устанавливают цену в \$10,00. Одним из исключений стал SPAC Pershing Square Tontine Holdings, Ltd., установивший цену в \$20,00 за юнит. Юниты SPAC состоят из одной обыкновенной акции и варранта. Каждый варрант дает право держателю приобрести одну обыкновенную акцию по фиксированной цене. Каждый варрант может быть исполнен через 30 дней после завершения покупки target-компании. Его срок истекает через пять лет.
- Держателям публичных юнитов SPAC предоставляются следующие права: (1) право голосовать за или против приобретения избранной управляющей командой target-компании; (2) право выкупа своих акций. Права по «акциям учредителя» (founder shares управляющей команды) идентичны правам держателей публичных юнитов, за исключением того, что по ним возможна корректировка (при уменьшении доли в капитале), а также по данным акциям отсутствует право выкупа (redemption right). Спонсоры также приобретают варранты (founder warrants) у компании по рыночной цене.



|                                    | NASDAQ  | NYSE   |
|------------------------------------|---|--|
| Требования к эмитенту              | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Количество держателей лота (пакет из 100 ценных бумаг) должно быть не менее 300</li><li>➤ Не менее 50% держателей лота должны владеть свободнообращающимися акциями, рыночной стоимостью не менее \$ 2500 долларов</li><li>➤ Должно быть не менее 1,000,000 свободнообращающихся акций.</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Количество держателей лота должно быть не менее 300</li><li>➤ Должно быть не менее 1,100,000 свободнообращающихся акций.</li></ul>   |
| Рыночная стоимость                 | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Совокупная рыночная стоимость SPAC должна быть не менее \$ 50,000,000</li><li>➤ Рыночная стоимость свободнообращающихся акций должна быть не менее \$ 15,000,000</li><li>➤ Цена на акцию на момент первичного предложения должна быть не менее \$ 4</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ Совокупная рыночная стоимость SPAC должна быть не менее \$ 100,000,000</li><li>➤ Рыночная стоимость свободнообращающихся акций должна быть не менее \$ 40,000,000</li><li>➤ Цена на акцию на момент первичного предложения должна быть не менее \$ 4</li></ul>                                       |
| Счет                               | Не менее 90% поступлений от IPO и любой параллельной продажи SPAC долевых ценных бумаг, должны быть депонированы на трастовый счет  |  |
| Крайний срок завершения сделки M&A | В течение 36 месяцев с даты вступления в силу заявления о регистрации IPO, SPAC должен завершить одну или несколько сделок по приобретению предприятий, совокупная рыночная стоимость которых составляет не менее 80% активов, хранящихся на трастовом счете SPAC (за исключением любых отложенных сборов андеррайтеров и налогов, подлежащих уплате с дохода, полученного на депозитном счете) | SPAC будет ликвидирован, если в течение определенного периода времени, не превышающего трех лет, если сделка по приобретению не состоялась. Биржа незамедлительно начнет процедуры делистинга в отношении любого SPAC, который не завершит сделку в течение (i) периода времени, указанного в ее учредительных документах, или (ii) трех лет |
| Корпоративное управление           | SPAC должны отвечать всем требованиям к корпоративному управлению   |  |

Требования к листингу акций SPAC на NASDAQ и NYSE

### 3. Поиск target-компании (18-24 месяцев)

➤ Управляющая команда SPAC приступает к поиску возможных target-компаний для поглощения. Согласно правилам SEC, SPAC не может идентифицировать конкретную target-компанию до закрытия своего IPO, и SEC требует, чтобы SPAC указал в своем проспекте, что не имеет какой-либо конкретной target-компании. Фактически, если до IPO будет подписан term sheet с target-компанией, SEC может предположить, что именно целевая компания должна провести IPO, а не SPAC, что противоречит цели использования SPAC в качестве альтернативы традиционному IPO для target-компании. Чаще всего управляющая команда обозначает только сектор (индустрию) или географическое месторасположение target-компании в форме S-1, поданной при регистрации. Согласно правилу NASDAQ IM-5101-2 (b), максимальный срок для осуществления сделки может составлять 36 месяцев, однако на практике срок составляет от 18 до 24 месяцев.

➤ SPAC может приобрести только частную компанию или компании, или их части, совокупная рыночная стоимость которых составляет не менее 80% активов, хранящихся на трастовом счете SPAC.



➤ Обычно SPAC приобретает акции только одной target-компании, однако, бывают и исключения. В 2017 г. SPAC Acasta Enterprises Inc. ("Acasta") (TSX: AEF), листинг которого проходил на фондовой бирже Торонто, приобрел 100% акций Apollo Health & Beauty Care Partnership, JemPak Corporation и Stellwagen Group ("Stellwagen"). Данный SPAC первый в истории осуществил сделку по приобретению сразу трех компаний (multiple acquisition).

➤ При осуществлении сделки по приобретению target-компании возникает вопрос о том, будет ли управляющая команда SPAC, которая привлекла средства в ходе IPO SPAC, в конечном итоге входить в руководство компании. Этот вопрос решается в процессе переговоров между SPAC и target-компанией.

➤ M&A RWI Insurance (M&A representations and warranties insurance). RWI предоставляет страховую поддержку покупателю, если заверения и гарантии продавца окажутся ошибочными.

#### **4. Получение одобрения акционеров (5-6 месяцев)**

➤ Правила SEC требуют одобрения акционеров SPAC до завершения сделки. Поэтому для завершения требуется, чтобы SPAC подала в SEC форму S-4, получила комментарии SEC, внесла необходимые изменения, после чего данная форма отправляется акционерам SPAC и проводится собрание акционеров. Письмо с комментариями SEC включает описание любых недостатков и упущений, выявленных в ходе проверки, а также может включать запросы о предоставлении дополнительной информации от компании, если SEC считает, что раскрытие информации не соответствует требованиям SEC или не содержит информацию, которая может быть существенной для инвесторов. Количество комментариев в письме SEC может варьироваться от нескольких до 100 и более.

➤ Если управляющая команда не находит target-компанию или не получает одобрение большинства акционеров, то сделка считается не состоявшейся, а публичные акционеры получают деньги обратно вместе с процентами. Акции учредителей и warrants, в свою очередь, истекают. Для закрытия сделки требуется одобрение большинства акционеров. Исторически сложилось так, что SPAC не может приступить к приобретению, если 20% публичных акционеров осуществили свое право выкупа акций, но порог может достигать и 40%.

➤ Сделка по приобретению target-компании (de-SPACing, или business combination) похожа на типичную сделку M&A. Она структурируется следующим образом:

- ✓ *подписание Letter of Intent (LoI), то есть, протокола о намерениях;*
- ✓ *подписание Exclusivity and Confidentiality Agreements (соглашений об эксклюзивности и конфиденциальности);*
- ✓ *проведение Due Diligence. Target-компания также должна провести тщательную проверку спонсора SPAC, инвесторов и потенциальной структуры управления после слияния со SPAC;*



- ✓ *подписание SPA или Merger Agreement с target-компанией.*

## 5. Закрытие сделки

- После завершения процесса слияния, target-компания становится публичной компанией, а инвесторы получают акции в новой компании.
- Согласно Правилу 13а-11 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года, в течение четырех дней после завершения сделки компания должна подать в SEC форму Super 8-K. Начиная с даты подачи формы Super 8-K, акции и warrants учредителей спонсора блокируются на срок, который составляет 12 месяцев («lock-up period»). Основная цель «lock-up» периода состоит в том, чтобы помешать спонсорам «наводнить» рынок большим количеством акций. Поскольку это может привести к понижению цены акций сразу после того, как компания станет публичной.
- Согласно Правилу 405 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года, SPAC становится ineligible issuer (неподходящий эмитент), который не имеет права использовать проспект (free writing prospectus) в своем IPO или последующих предложениях в течение трех лет после завершения сделки.

## Отличия SPAC от традиционного IPO

|                                    | De-SPAC   | Традиционное IPO  |
|------------------------------------|---|---|
| Время проведения                   | 3-4 месяца (с момента подписания Соглашения о намерениях до закрытия сделки)  | 6-9 месяцев (с момента подготовки проспекта эмиссии до закрытия)  |
| Цена акций                         | Прежде чем объявить о сделке, SPAC и целевая компания договариваются о фиксированной оценке. Это означает, что после начала торговли акциями волатильность снижается  | Цена определяется на стадии IPO, вследствие чего высокая волатильность  |
| Дисконт и комиссия за андеррайтинг | При IPO SPAC типичная структура дисконтирования заключается в том, что 2% от поступлений от IPO выплачивается при закрытии IPO, а еще 3,5% зачисляются на трастовый счет и выплачиваются андеррайтерам при закрытии сделки de-SPAC. Если сделка de-SPAC не происходит, отложенная скидка в размере 3,5% никогда не выплачивается андеррайтерам и используется вместе с остатком средств на трастовом счете для выкупа публичных акций | При традиционном IPO андеррайтеры обычно получают дисконт в размере около 5%, который они удерживают из поступлений от IPO при закрытии |

Отличия IPO SPAC от обычного IPO



## Преимущества

Преимущества для target-компаний:

- ✓ *SPAC - способ для небольшой компании привлечь денежные средства без необходимости проводить собственное IPO, поскольку на рынке мало интереса к IPO небольших компаний;*
- ✓ *репутация и опыт спонсоров SPAC могут оказать существенное влияние на оценку компании.*

Преимущества для управляющей команды и спонсоров SPAC:

- ✓ в обмен на спонсирование SPAC на стадии предварительного IPO спонсоры получают 20% акций основателя SPAC;
- ✓ у управляющей команды также есть возможность получить прибыль от увеличения стоимости объединенной компании.

Посредством SPAC IPO привлекаются значительная сумма для совершения сделки по покупке и объединению бизнеса. Этот процесс привлечения капитала может быть проще, чем привлечение аналогичного количества наличных денег на частных рынках.

**Соуправляющий партнер Lurye, Chumakov & Partners**  
**Владислав Лурье**

**(!) Важно: данный материал не является юридической или инвестиционной консультацией и опубликован исключительно в информационных целях.**