

联交所就特殊目的收购公司进行咨询

2021 年 9 月 17 日，香港联合交易所有限公司（“联交所”）刊发[咨询文件](#)，就于香港推行特殊目的收购公司（“SPACs”）上市机制的建议征询市场意见。咨询截止日期为 2021 年 10 月 31 日。

主要建议

进行 SPAC 并购交易前（包括成立 SPAC）

- **投资者的资格**
SPAC 证券将仅限专业投资者认购和买卖，并必须至少有 75 名专业投资者，而其中 30 名须为机构专业投资者。
- **集资规模**
SPAC 预期从首次发售募集的资金须至少达 10 亿港元。
- **交易安排**
SPAC 股份及 SPAC 权证可分开买卖，并针对 SPAC 权证的买卖制定额外措施。
- **SPAC 发起人**
SPAC 发起人须符合相关适合性及资格的规定，且每家 SPAC 必须有至少一名 SPAC 发起人为 (i) 证监会持牌公司，并(ii) 持有至少 10%的发起人股份。
- **发起人股份和所有权证的摊薄上限**
发起人股份以首次发售日期的所有已发行股份总数的 30%为限，另外行使权证所造成的摊薄比率同样限于 30%。

SPAC 并购交易

- **所有新上市规定全部适用**
继承公司必须符合传统公开发售/反向收购的上市规定，但最少股东数目为 100 名而非一般规定的 300 名。
- **强制外来独立 PIPE 投资**
这类投资须占 (i) 继承公司预期市值的至少 15%至 25%（视乎继承公司的市值大小），及 (ii) 使至少一家资产管理公司或基金于继承公司上市之日拥有继承公司至少 5%的已发行股份。
- **股东投票表决**
须于股东大会上经 SPAC 股东批准作实，且 SPAC 发起人及在有关交易中拥有重大利益的股东须放弃表决权。
- **股份赎回权**
在 (i) 进行 SPAC 并购交易；(ii) SPAC 发起人发生变动；和(iii) 延长完成期限前，必须先给予 SPAC 股东赎回股份的选项，但投票赞成相关事项的 SPAC 股东除外。
- **完成期限**
必须在 SPAC 上市之日起 24 个月内宣布 SPAC 并购公告，并在 36 个月内完成交易。

背景

SPAC 是一种空壳公司，通过首次公开发售筹集资金，目的是为了在上市后一段预设期限内收购目标公司（“SPAC 并购目标”）的业务（“SPAC 并购交易”）。

尽管 SPAC 上市机制对香港资本市场而言是新事物，但它在美国已有多年的发展历史，近年来更是日益受到企业青睐。引入 SPAC 上市制度将为香港吸引大中华及东南亚公司赴港上市提供另一途径，避免这些公司因希望透过 SPAC 并购交易上市而选择其他上市地，从而保持香港的全球竞争力。

然而，SPAC 的“空壳”特征势必引发投资者对香港市场素质和股东权益保护的担忧。鉴于香港资本市场的声誉是支撑香港作为具有竞争力的国际金融中心的重要基石，若要在香港成功推行 SPAC 上市制度，关键是必须实施相关保障措施，从而不仅维持而是提高香港高素质市场的声誉。

为了在市场发展与质量之间取得良好平衡，本咨询文件中的 SPAC 上市制度方案与美国市场相比更为严格，其旨在确保仅具备丰富经验及良好声誉，且致力物色优质并购目标的 SPAC 发起人能够进行 SPAC 上市，因此为 SPAC 上市申请人和 SPAC 并购目标设定了较高门槛。

咨询文件的主要建议概述如下。

进行 SPAC 并购交易前

(A) 投资者的资格

由于与 SPAC 相关的风险，例如在进行 SPAC 并购交易前的价格波动及发生内幕交易的风险，联交所建议在 SPAC 并购交易前，仅限专业投资者¹认购和买卖 SPAC 证券，并透过额外批准、监控及执行措施确保市场遵守这项规定。

由于上述限制措施，合格且愿意在 SPAC 首次发售股份时认购其股份的投资者数目将远少于传统首次公开发售的投资者数目。因此，联交所不要求 SPAC 至少有 300 名股东，而是建议 SPAC 必须 (i) 将 SPAC 股份及 SPAC 权证各自分发给至少 75 名专业投资者，当中须有 30 名机构专业投资者，以及 (ii) 将至少 75% 的 SPAC 股份及 SPAC 权证分别分发给机构专业投资者。

此外，现有的公开市场规定应适用于 SPAC，因此 (i) 持股量最高的三名公众股东实益拥有的 SPAC 股份及 SPAC 权证各自不可多于 50%；及 (ii) 至少有 25%（当市值超过 100 亿港元时，可接纳 15% 至 25% 之间）的 SPAC 股份和 SPAC 权证分别由公众持有。

(B) 集资规模

由于联交所的目标是让具备丰富经验及良好声誉，并致力物色优质 SPAC 并购目标的 SPAC 发起人进行 SPAC 上市，联交所建议将 SPAC 首次发售时的最低集资门槛定于 10 亿港元，且 SPAC 股份的发行价至少为每股 10 港元，买卖单位及认购规模至少为 100 万港元。

联交所认为，设定 10 亿港元的最低集资金额门槛有助于证明 SPAC 发起人声誉良好，并确保 SPAC 并购交易有足够大的规模，使继承公司²能符合上市最低市值的规定。

¹ 在本咨询文件中，“专业投资者”指机构专业投资者和个人专业投资者，机构专业投资者的定义与《证券及期货条例》附表 1 第 1 部第 1 条的“专业投资者”相同。“个人专业投资者”是指非机构专业投资者，即《证券及期货（专业投资者）规则》（香港法例第 571D 章）下的任何个人和法团。这包括 (i) 拥有价值不少于 800 万港元的投资组合的个人；(ii) 拥有价值不少于 4,000 万港元的资产的信托法团；及 (iii) 拥有价值不少于 800 万港元的投资组合或价值不少于 4,000 万港元的资产的法团或合伙。

² 继承公司是指因 SPAC 并购交易完成而产生的上市发行人。

(C) 交易安排

尽管联交所担心与买卖 SPAC 证券相关的波动风险，尤其是 SPAC 权证的分开买卖，其缺乏流通量可能会进一步加剧波动性，损害市场秩序。但持份者们表示，不准许分开买卖 SPAC 股份及 SPAC 权证可能会降低某些类型的投资者（例如因投资资本使用率较低而选择持有权证（而非股份）的对冲基金）完全参与买卖 SPAC 证券的意向，从而损害 SPAC 制度整体的流动性及吸引力。

因此，联交所针对以下方面征求市场意见：1) 应否自首次上市之日起至 SPAC 并购交易完成期间允许分开买卖 SPAC 股份及 SPAC 权证，以及 2) 在允许分开买卖的前提下，应透过方案 1（允许 SPAC 权证的非自动对盘交易）还是方案 2（允许 SPAC 证券的自动对盘及非自动对盘交易）的额外措施来降低极端波动及损害市场秩序的风险。

由于 SPAC 证券涉及内幕交易的风险较高，联交所建议禁止 SPAC 发起人（包括其董事及雇员）、SPAC 董事和 SPAC 雇员以及各自的紧密联系人在 SPAC 并购交易完成前买卖任何 SPAC 证券。

(D) SPAC 发起人

SPAC 发起人（在美国又称为“SPAC 赞助人”）是指建立和管理 SPAC 的专业经理人，通常具有私募股权、企业融资和/或行业经验。

由于 SPAC 是新成立的现金资产公司，没有营运记录，因此 SPAC 的投资者主要依赖有资质的 SPAC 发起人以他们的最佳利益行事。因此，联交所建议 SPAC 发起人必须符合相关的适合性和资格要求，每名 SPAC 发起人须令联交所满意其个性、经验及诚信以及信纳其具备足够的才干胜任其职务³。

此外，为了确保 SPAC 发起人素质高并与其他 SPAC 投资者的利益更一致，联交所建议 SPAC 在上市时及在其整个存续期中，都至少要有一名 SPAC 发起人持续持有 (i) 证监会发出的第 6 类（就机构融资提供意见）及/或第 9 类（提供资产管理）牌照；及(ii) 至少 10%的发起人股份。

由于 SPAC 发起人肩负物色收购对象的重任，投资者对其寄予厚望，联交所建议当 SPAC 发起人有任何重大变动时，该重大变动须由股东大会透过特别决议批准（SPAC 发起人及其各自的紧密联系人不得就该决议投票表决）。

联交所还建议发起人股份及发起人权证⁴仅可向 SPAC 发起人发行，且它们不得有上市和买卖资格，因为联交所认为发起人股份及发起人权证属于对 SPAC 发起人的奖励，不应落入非 SPAC 发起人的人士手中。

最后但同样重要的一点是，SPAC 发起人会面临禁售期的有关规定。自 SPAC 并购交易完成日起 12 个月内，SPAC 发起人不得出售其所持有的有关证券（包括发起人股份及发起人权证），且不得行使发起人权证。联交所认为此禁售期建议应有助验证于上市文件中向投资者展示的有關 SPAC 併購目標及繼承公司估值的資料。

³ 咨询文件阐明，联交所认为具备以下经验的 SPAC 发起人将较为有利：(i) 连续三个财政年度或以上管理平均合共价值至少 80 亿港元的资产；或 (ii) 于目前或曾经为恒生指数或同等旗舰指数成分股的发行人担任高级行政职务（例如行政总裁或营运总监）。

⁴ “发起人股份”通常以象征式价格仅向 SPAC 发起人发行，作为发起人建立和管理 SPAC 的财务奖励。“发起人权证”一般由 SPAC 发起人按足以涵盖 SPAC 产生的费用和开支的价值购买。

(E) 发起人股份和所有权证的摊薄上限

为减轻投资者持有的 SPAC 股份被摊薄的风险，联交所就是否对由于转换发行人股份及行使 SPAC 发出的权证而造成的摊薄效应设置上限，征询市场意见。若市场较支持此做法，联交所建议禁止 SPAC：

- 向 SPAC 发起人发行相当于该 SPAC 于上市日期已发行股份总数 20% 以上的发起人股份，而在继承公司达到预设的表现目标后可进一步发行最多 10% 的发行人股份（即发行人股份总数以首次公开发售日期 SPAC 已发行股份的 30% 为限）；
- 发行可让持有人在行使后获得多于三分之一股份的 SPAC 权证或发行人权证；
- 发行如果行使会使股份发行数目大于有关权证发行时已发行股份数目的 30% 的权证（包括 SPAC 权证及发行人权证）；及
- 发行如果行使会使股份发行数目大于有关权证发行时已发行股份数目的 10% 的发行人权证。

联交所还建议 SPAC 向 SPAC 发起人授出的任何反摊薄权，必须不会使 SPAC 发起人持有的股份多于 SPAC 首次公开发售时持有的发起人股份数目。

此外，联交所建议规定 SPAC 须在 SPAC 并购交易通函中完整披露假设交易完成，对没有赎回 SPAC 股份的股东在数目和价值方面可能造成的摊薄影响。

SPAC 并购交易

(A) 所有新上市规定全部适用

- *视为新上市*

鉴于 SPAC 并购交易会带来新业务的上市，联交所建议应按与反向收购行动相同的做法来考虑 SPAC 并购交易（即视为新上市），从而解决 SPAC 可能会被用来规避首次公开发行的定量及定性准则的风险。

这意味着继承公司须符合所有上市规定⁵，例如《上市规则》第八章下的最低市值规定及财务资格测试，以及相关上市文件应载有前瞻性陈述的现有要求（例如申报会计师及首次公开发售保荐人须对盈利预测出具报告的要求）。

此外，若 SPAC 并购交易被视为关连交易，联交所建议相关交易应适用现有的关连交易规定。

- *公开市场规定*

继承公司还须符合现有的公开市场规定（参见本文“进行 SPAC 并购交易前”中“(A) 投资者的资格”的最后一段），但联交所建议继承公司至少要有 100 名股东而非一般上市规定的 300 名股东，因为可投资 SPAC 的人士仅限于专业投资者，所以在进行 SPAC 并购交易时，其股东基础可能会比 300 名少很多。

- *SPAC 并购目标的规模*

为确保 SPAC 并购目标都是有足够的业务实质支持其上市，联交所建议 SPAC 并购目标的公允市值须至少达到 SPAC 首次发售所筹集资金（进行任何股份赎回前）的 80%。联交所还进一步建议 SPAC 须将所得款项净额（即首次公开发售的所得款项加上上市后私募投资减股份赎回的资金）的一部分用作 SPAC 并购交易的代价，以避免在完成交易后 SPAC 大部分资产全是现金或大部分是现金，从而使其成为不适合上市的“现金资产公司”。

⁵ 具有不同投票架构的公司（第八 A 章）、矿业公司（第十八章）和未有收益的生物科技公司（第十八 A 章）将可合格成为 SPAC 并购目标，前提是有关公司须遵守其适用的上市规定。但根据联交所的当前建议，投资公司（第二十一章）不能成为合格的 SPAC 并购目标。

(A) 所有新上市规定全部适用 (续)**- 委任首次公开发售保荐人**

与首次公开发售一样，联交所建议 SPAC 必须委任至少一名首次公开发售保荐人协助继承公司进行上市申请。首次公开发售保荐人将须就 SPAC 并购交易进行与传统首次公开发售相同的尽职审查。

首次公开发售保荐人最迟须于上市申请日期两个月前正式委任。但对于 SPAC 的上市申请，联交所建议将上述期限缩减至一个月，因为申请人并无经营业务，所以首次公开发售保荐人在提交上市申请之前须作出的尽职审查有限。

此外，若 SPAC 并购目标采取“双轨”的方式上市（即透过 SPAC 上市之余同时考虑自行透过传统首次公开发售申请上市），则联交所在评定申请人是否达到最短委聘期（两个月）的要求时，会将首次公开发售保荐人于整个“双轨”的过程中进行的尽职调查列入计算之中。

(B) 强制外来独立 PIPE 投资

由于 SPAC 并购目标估值不实的风​​险可透过独立第三方验证而减低，联交所建议要求 SPAC 向外来独立的 PIPE 投资者取得资金，以完成 SPAC 并购交易。

为充分证明 SPAC 发起人与 SPAC 并购目标拥​​有人磋商得出的估值并非捏造，联交所建议规定外来独立的 PIPE 投资应占继承公司预期市​​值的至少 25%。若继承公司于上市时的预期市​​值超过 15 亿港元，则联交所可接纳较低的百分比（15%至 25%）。

联交所还建议规定 SPAC 并购交易中至少一名独立 PIPE 投资者须为管理资产总值至少达 10 亿港元的资产管理公司或基金规模至少达 10 亿港元的基金。该公司或基金做出的投资须使其于继承公司上市之日实益拥有继承公司至少 5%的已发行股份。

(C) 股东投票表决

为保护股东权益，联交所建议 SPAC 并购交易，包括任何为完成 SPAC 并购交易而获得外来投资（如 PIPE 投资）的条款，须在股东大会上经 SPAC 股东批准作实。

此外，与须予公布的大型交易的现有规定一样，联交所希望对在 SPAC 并购交易中拥有重大利益的股东的投票权施加限制。因此，SPAC 发起人及其紧密联系人不得在相关股东大会上就相关决​​议案投票表决，且若 SPAC 并购交易会​​使控制权有所转变，SPAC 的任何原有控股股东及其紧密联系人不得投票赞成相关决​​议案。

(D) 股份赎回权

为保障 SPAC 投资者的利益，联交所建议在以下情况，SPAC 须为股东提供选择按 SPAC 首次发售价格加应计利息赎回其所有或部分持股的机会：

- 股东就管理 SPAC 的 SPAC 发起人的重大变动或 SPAC 发起人的资格及/或适合性的重大变动投票表决；
- 股东就 SPAC 并购交易投票表决；及
- 股东就有关延长 SPAC 并购公告期限或 SPAC 并购交易期限（参见下文“(E) 完成期限”）的建议投票表决。

为确保股东就交易事宜的投票表决可作为检视交易条款合理与否的有效手段并遏止滥用行为（例如抬高估值），同时确保未有赎回股份的股东的利益不会因为另一群利益与其不一致的人士所作的表决而受损，联交所建议若股东投票赞成上述决​​议，则 SPAC 不可接纳有关股东选择赎回其表决赞成的 SPAC 股份。

(E) 完成期限

考虑到太紧迫的期限会令 SPAC 发起人进行的 SPAC 并购交易既非最理想又不符合 SPAC 投资者的最佳利益，但 SPAC 的存续期也应尽量缩短以免出现与现金资产公司有关的问题（例如其股票的投机交易），联交所建议 SPAC 应自上市之日起：

SPAC 并购公告期限 – 24 个月内宣布 SPAC 并购交易

SPAC 并购交易期限 – 36 个月内完成 SPAC 并购交易

联交所还建议允许 SPAC 申请将 SPAC 并购公告期限或 SPAC 并购交易期限延长最长六个月。延期要求应首先征得股东同意，而联交所也保留酌情权可拒绝该延期要求。

如果 SPAC 未能在 24 个月内宣布 SPAC 并购交易或未能在 36 个月内完成有关交易，SPAC 须清盘并将筹集到的资金加应计利息退还给股东。联交所将在 SPAC 清盘完成后自动取消其上市资格。

如贵方对本期内容有任何疑问，欢迎联系以下资本市场合伙人和总监。

刘国贤

执业技术及资本市场主管合伙人
毕马威中国
+852 2826 8010
paul.k.lau@kpmg.com

刘大昌

资本市场咨询组合伙人
毕马威中国
+852 2143 8876
louis.lau@kpmg.com

文肇基

资本市场咨询组合伙人
毕马威中国
+86 10 8508 5548
terence.man@kpmg.com

邓浩然

资本市场咨询组合伙人
毕马威中国
+852 2833 1636
mike.tang@kpmg.com

谭晓林

资本市场咨询组总监
毕马威中国
+852 2978 8188
elton.tam@kpmg.com

kpmg.com/cn

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2021 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与英国私营担保有限公司 — 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国香港印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威独立成员所全球性组织中的成员授权许可下而使用的商标。