

新聞稿
即時發佈 | 2021 年 11 月 17 日

具有香港特色的 SPAC 上市框架

港交所於 10 月份完成對特殊目的收購公司 (SPAC) 的公眾諮詢。諮詢文件中建議的 SPAC 框架與實施細節均屬高技術含量，相信一般普羅大眾很難完全理解諮詢文件中有關建議安排的因果關係。整份諮詢文件的建議框架只建基於 SPAC 在完成併購目標公司前只容許專業投資者參與。無疑，這前設有別於其他主要資本市場，如美國、英國、以及鄰近的新加坡。因為這些市場均容許散戶投資者從 SPAC 在市場首次公開招股起就參與買賣。

SPAC 於過去幾年在美國十分熾熱，股票是否有充份流通性，成為 SPAC 能否發展起來的一個重要因素。其中，散戶能夠直接參與在美國上市 SPAC 的首次公開招股，無疑為 SPAC 在找到併購目標前的股票流通性帶來一定幫助。但是，散戶在此階段的參與並不是零風險。據美國的經驗，市場上對於 SPAC 的併購活動流言蜚語往往為 SPAC 的股價帶來波動，沒有足夠投資知識的散戶會較容易在過程中蒙受損失。

港交所建議的 SPAC 框架在 SPAC 完成併購前只容許專業投資者參與，雖然市場上有聲音指此舉或今日後來港上市的 SPAC 途徑在國際舞台上欠缺競爭力，但相信港交所基於保護投資者的考量，才會作出這建議。儘管雷曼迷債事件發生至今已經超過 10 年，大家現在想起雷曼事件仍是猶有餘悸。如何於維持競爭力與保護投資者之間取得平衡並不容易。縱觀港交所當前的建議框架，CFA 協會與香港特許金融分析師學會 (CFA Society Hong Kong) (下稱「我們」) 有以下的觀察：

1. 規避監管行為

為了保護投資者利益，港交所在過去幾年對借殼上市的企業進行嚴謹的上市前審查。港交所已表明 SPAC 並非等同放寬對借殼上市的監管。我們認為企業可以通過 SPAC 併購活動加快其上市步伐，但並不代表我們支持對企業的上市要求有所放寬，不然，SPAC 會淪為規避監管行為的工具。

2. 對 SPAC 發起人的要求

港交所在諮詢中對發起人的資質要求建議是相當嚴格，要求包括 SPAC 發起人的經驗、資產管理及其他相關經驗等。一些對美國 SPAC 發起人的研究顯示，SPAC 在併購後的回報和發起人的質素掛勾。雖然發起人的質素並不是影響 SPAC 併購後回報的單一因素，但提高對發起人資質要求是維護市場有效運作的好方法。

3. 獨立股東的投票權

SPAC 的運作在不同階段或許也會存在一些利益衝突。其中一個比較明顯的是發起人一般會希望在最終限期前完成併購交易。在一個典型的 SPAC 中，發起人能無償獲得發起人股票，而發起人在這層面與獨立股東也希望能獲得可觀回報。所以，建議中只容許獨立股東就發起人鎖定的目標公司及其負責收購條款談判項目投票，也可以是一個有效避免利益衝突的方法。

4. 對獨立非執行董事的要求

諮詢文件中並沒有交代 SPAC 在首次公開招股時，是否要遵從上市條例中要求董事局有最少三名獨董或三分之一人為獨董的要求。我們認為獨董在 SPAC 的公司管治中扮演著一個重要角色。如果 SPAC 併購涉及關聯交易，獨董的參與便變得更重要。

5. 信息披露

根據諮詢文件，上市文件及與股東信函將會是主要的信息披露途徑。鑑於 SPAC 運作的複雜性，我們認為就某些環節作出更多披露會有助增加交易的透明度。以下是一些值得考慮增加披露要求的例子：

- SPAC 股權贖回及行使有效認股權證對 SPAC 股東利益攤薄的效果
- SPAC 股東利益攤薄效果的情景分析
- 徵費與收費水平
- 目標公司的估值方法

我們希望港交所日後可以清楚交代 SPAC 需要為股東提供的收購合併資料列表，好讓投資者有足夠資料去評估有關交易。

6. 在上市公司的私募股權投資 (PIPE)

我們建議 PIPE 在 SPAC 的投資應該是一個商業決定，而不是強制的要求。PIPE 在 SPAC 的投資在美國被視為對目標公司及其估值的認可。由於 PIPE 一般會對其投資進行嚴謹的盡職審查，一般投資者可能會覺得有 PIPE 投資者參與，便能證明目標公司是間可靠企業。

但由於現時香港的 SPAC 要求首次公開招股保薦人負責對目標公司進行盡職審查，以上提及對 PIPE 的期望於現在的建議框架下並不適用。另外，並非每一個 SPAC 都需要從 PIPE 投資者募集更多的資金。

7. 股東權益攤薄上限

我們大致上同意應該為股東權益攤薄設上限。我們認為現在建議從認股權證導致的股東權益攤薄 30% 上限相對較低，因此建議將上限改為 50%。

8. 募集資金在併購前的使用上限

諮詢文件中建議發起人在 SPAC 併購完成前不能使用 SPAC 首次招股募集回來的資金。雖然我們明白這要求是為了保障 SPAC 的股東，但是，要求發起人承擔所有費用實在有點嚴苛。此舉或令 SPAC 發起人選擇其他資本市場集資。所以，本會建議把併購完成前的資金使用上限調整到 5%。

我們理解港交所的建議框架是結合了保持市場競爭力及保護投資者的考量，但整個建議框架設計都是基於併購前只容許專業投資者參與；如果港交所最後決定修改這項設定，本會建議港交所就修訂方案再次進行公眾諮詢。

我們已就是次諮詢向港交所作出詳細回應，詳情可以參閱 https://cfasocietyhongkong.org/wp-content/uploads/2021/10/HKEX-SPAC-consultation_CFAI-CFAHK-response_20211029.pdf。

傳媒聯絡:

香港特許金融分析師學會

Eric Chiang / Ryan Lam

電話: (852) 2530 9200 / (852) 2523 2917

電郵: eric.chiang@cfahk.org / ryan.lam@cfahk.org

CFA 協會

Mary Leung / Dennis Eng

電話: (852) 8228 8820

電郵: mary.leung@cfainstitute.org /
dennis.eng@cfainstitute.org