

昊天資產管理有限公司

投資洞察

港版 SPAC 正式登陸

2021 年 12 月

一、 背景

2021年12月17日，香港交易及結算所有限公司(香港交易所)全資附屬公司香港聯合交易所有限公司(聯交所)公佈特殊目的收購公司(Special Purpose Acquisition Company, SPAC)的上市機制諮詢總結及修訂諮詢後的新規則，並宣佈於2022年1月1日起生效。

二、 SPAC 簡介

SPAC 本身並無業務，其唯一目的透過 IPO 募集資金後，收購具前景的未上市公司。SPAC 通常由互惠基金、對沖基金或知名投資者發起。SPAC 是一種空殼公司，透過首次公開發售集資，目的是在上市後一段預設時間內收購目標公司的業務。被收購的目標公司通常被稱為 SPAC 併購目標。該交易則稱為 SPAC 併購交易*。

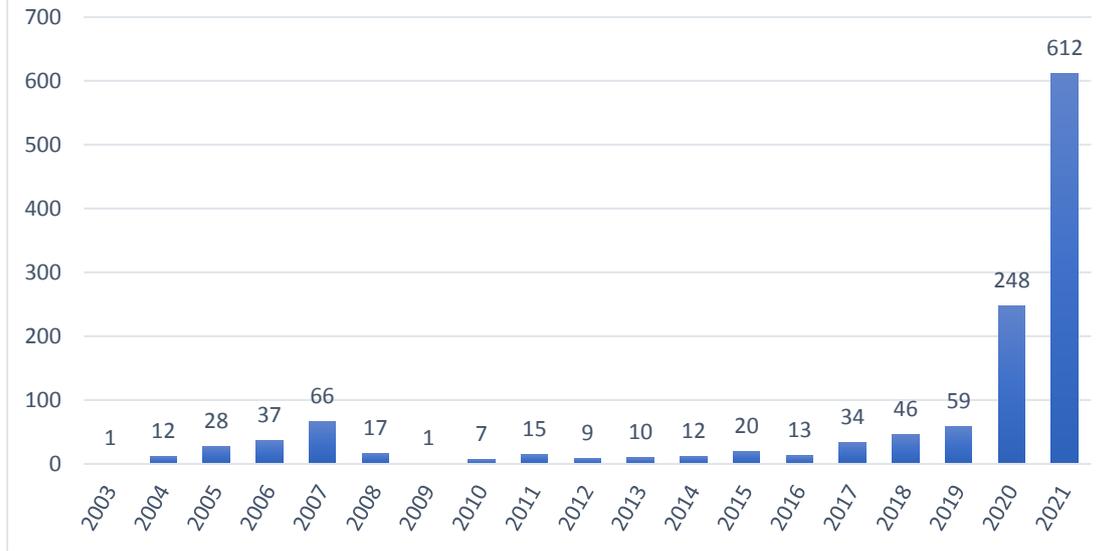
* SPAC 併購交易(De-SPAC Transaction): SPAC 對 SPAC 併購標的收購或業務合併，最終促成繼承公司***上市。

三、 SPAC 發展歷程

根據佛羅里達大學統計，早在1997年，美國就有第一個 SPAC 公司掛牌，在2007年景氣熱絡時達到小高峰，當年有66家，2008年金融海嘯重擊市場，當年度 SPAC 掛牌急降至17家，2009年更減少至1家。

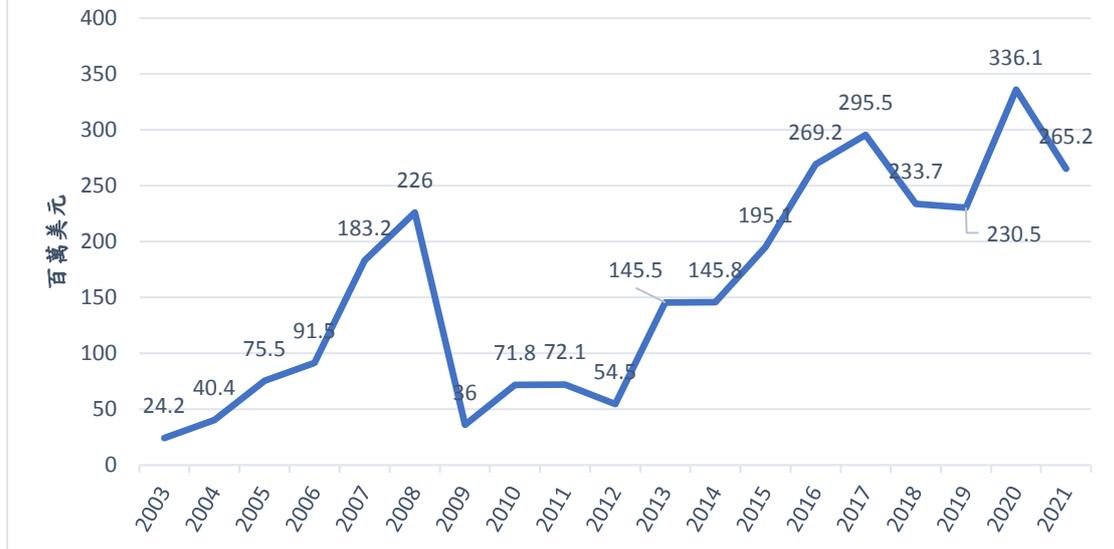
2020年各國因應疫情採取量化寬鬆政策，投資人積極尋求投資機會，故使得私募股權基金數目和交易金額增加，另一方面 SPAC 積極配合買賣，且在完成併購前資金都由第三方信託帳戶保管，相對安全，因此才讓上市規定相對寬鬆、成本更低的 SPAC 大受承銷商機構與私募股權基金青睞。

圖表一 美國歷年SPAC數量



資料來源：<https://spacinsider.com/stats/>，截至 2021 年 12 月 29 日

圖表二 SPAC平均上市市值



資料來源：<https://spacinsider.com/stats/>，截至 2021 年 12 月 29 日

四、 SPAC 的優勢

1. 對發起人而言，減少承銷商的參與和路演，SPAC 上市成功率高、成本低、融資便利，且發起人通常可允許 SPAC 向 SPAC 發起人提供提成權，在繼承公司滿足預先確定的業績目標的情況下，SPAC 發起人可以將提成權轉為繼承公司的普通股，在交易成功後獲得收益。
2. 對投資者而言，香港 SPAC 提供了一種新的投資產品，可以給“專業投資者”（詳請參閱香港證券及期貨事務監察委員會證券及期貨專業投資者相關規則）和發起人參與到對未上市公司（標的公司）的投資。
3. 香港與美國、英國和新加坡的規定一樣，無論 SPAC 股東對 SPAC 併購交易如何投票，其均可以要求 SPAC 贖回其股份，這將極大地降低 SPAC 併購交易的不確定性。
4. 對於標的公司而言，SPAC 為公司提供了一種新的上市路徑選擇，具有上市時間更短、價格和交易的確定性更高、交易架構更靈活等特點。相較於過往所謂的“借殼上市”，SPAC 公司為新設且沒有業務的公司，股權結構清晰，無歷史遺留債務問題，且無需由標的公司的股東向 SPAC 支付“殼價”。

五、 SPAC 潛在風險

1. 相對寬鬆的監管要求，意味著更容易為資料的隱瞞和造假提供機會。同樣都是向美國 SEC 提交的申請上市登記報告 (registration statement)，一般 IPO 企業公佈的資料更為詳盡，包括企業本身的業務、所在行業市場狀況，以及相關法規等。而 SPAC 因為本身是沒有業務的，所以沒有這些方面的資料披露。至於關於上市潛在風險披露方面，SPAC 的論述明顯較一般 IPO 少。
2. SPAC 不得提前鎖定目標併購的公司，招股書中只會說明欲完成併購的公司所在行業及地域。所以，投資者要到在上市後，在股東大會上就併購項目進行投票時，才得知自己真正投資的公司。投資者在 SPAC 上市時可能對未來收購的公司所知不夠全面。
3. 市場上的普遍觀點較傾向強調 SPAC 投資的潛在高回報，不過 SPAC 的回報表現，很大程度要視乎管理團隊和發起人的質素。史丹福大學的 Michael Klausner 和 Emily Ruan，以及紐約大學的 Michael Ohlrogge 對 47 家於 2019 年 1 月至 2020 年 6 月併購的 SPAC 進行研究，將樣本分成兩組。其中，只要符合以下條件的其中一項，則歸類為“高質 SPAC”：一是發起人與資產管理規模達 10 億美元以上的基金公司有關聯；二是 SPAC 的管理人員或發起人是《財富》世界 500 強公司的前總裁或高管人員。研究顯示，當 SPAC 完成併購後，整體樣本和非高質的 SPAC，從 3 個月後開始出現負回報的情況；然而，高質的 SPAC 在併購後的 6 個月內，仍能保持正回報表現。

4. 市場上的 SPAC 能否如期完成併購值得觀察。SPAC 上市後，下一步便要尋找合適的未上市公司進行併購。本輪 SPAC 上市的熱潮，從 2020 年起，截至 2021 年 12 月 29 日，累計已有逾 860 家 SPAC（如圖表一）需要在 2023 年首季度前完成併購交易，SPAC 尋找併購企業的需求較以往明顯增加，可能會出現僧多粥少的情況。

六、 亞洲各國 SPAC 發展情況

在亞洲，2009 年，韓國成為亞洲國家中首個引入 SPAC 上市的國家，並在 2010 年出現了首家 SPAC 上市公司。在亞洲中發展相對成熟。根據 S&P Global Market Intelligence 的資料，在 2020 年，韓資公司背景的 SPAC 上市有 19 家。另外，南韓是少數已有 SPAC 監管框架的亞洲國家，其制度主要以美國的模式作參考。

馬來西亞證券委員會亦在 2009 年制定了專門針對 SPAC 的特定監管框架，並納入馬來西亞公司法監管體系。馬來西亞首家 SPAC 上市可追溯至 2011 年 6 月，不過此後只有 4 家 SPAC 於 2013 至 2015 年間上市。而這 5 家 SPAC 中，其中 3 家已經清盤。

新加坡交易所於 2021 年 3 月 31 日發佈了 SPAC 上市的徵求意見稿，在聽取投資公司、銀行、律師事務所等人士的回饋意見後，於 9 月 2 日正式公佈了 SPAC 上市新規定。其中，最大的亮點是新規對 SPAC 的最低市值確定為 1.5 億新加坡元（約等於 1.1 億美元），與美國納斯達克和紐約證交所規定較為一致。新加坡新規較多參考了美國做法，例如，新規要求 SPAC 在上市後兩年內完成併購交易，在某些情況下可延期一年；新規對被收購企業的財務預測和期權的會計處理做了細緻規定，資訊披露標準與新加坡 IPO 一樣。

七、 香港 SPAC 正式推出

以下為聯交所在 2021 年 9 月 17 日刊發的諮詢文件提出的建議，與在將會實施的新規定的主要分別如下表：

項目	建議	修訂內容											
1.	首次上市的公開市場規定												
	SPAC 證券須分配給至少 30 名機構專業投資者 ³ 。	採納建議，但機構專業投資者人數下調為至少 20 名。											
2.	SPAC 董事												
	SPAC 董事會大多數成員須為提名其出任董事的 SPAC 發起人的代表。	改為規定 SPAC 的董事會須至少有兩人為第 6 類或第 9 類證監會持牌人（包括一名代表持牌 SPAC 發起人的董事）。											
3.	投票權與股份贖回權一致												
	只有投票反對 SPAC 併購交易的 SPAC 股東才可贖回 SPAC 股份。	改為加強獨立 PIPE（上市後私募）投資 ⁴ 的規定（見下文第 4 項），對 SPAC 併購交易的條款及估值作更嚴格的監管審查。											
4.	強制性獨立 PIPE 投資												
	<p><u>獨立 PIPE 投資的規模</u></p> <p>獨立 PIPE 投資須佔繼承公司預期市值的至少 25%，若繼承公司於上市的預期市值超過 15 億港元，則可只佔 15% 至 25%。</p> <p><u>資深投資者的重大投資</u></p> <p>至少一名獨立 PIPE 投資者須為管理資產總值至少達 10 億港元的資產管理公司或基金，該 PIPE 投資須使此投資者於 SPAC 併購交易完成後實益擁有上市發行人至少 5% 的已發行股份。</p>	<p><u>獨立 PIPE 投資的規模</u></p> <p>改為按議定的 SPAC 併購目標估值（議定估值），因應不同規模的 SPAC 併購目標而設置不同門檻：</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>議定估值（十億港元）</th> <th>獨立 PIPE 投資佔議定估值的最低百分比</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><2</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>2-5</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>5-7</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>=> 7</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>>10</td> <td>視乎具體情況考慮豁免</td> </tr> </tbody> </table> <p><u>資深投資者的重大投資</u></p> <p>改為規定上文所述的獨立 PIPE 投資至少要有 50% 來自至少三名機構投資者，三者的資產管理總值須分別至少達 80 億港元。</p>	議定估值（十億港元）	獨立 PIPE 投資佔議定估值的最低百分比	<2	25%	2-5	15%	5-7	10%	=> 7	7.5%	>10
議定估值（十億港元）	獨立 PIPE 投資佔議定估值的最低百分比												
<2	25%												
2-5	15%												
5-7	10%												
=> 7	7.5%												
>10	視乎具體情況考慮豁免												
5.	權證攤薄上限												
	SPAC 不得發行若獲即時行使，會使股份發行總數大於有關權證發行時已發行股份數目的 30% 的權證（整體權證上限）。	<ul style="list-style-type: none"> • 整體權證上限增至 50% • 須更明確披露所有權證的攤薄影響 • 股份權證比率不設上限，發起人權證攤薄亦不設上限⁵ 											

資料來源：https://www.hkex.com.hk/News/Regulatory-Announcements/2021/211217news?sc_lang=zh-HK

1. 減少 SPAC 上市時分配給機構專業投資者的最少人數，由最少 30 名機構專業投資者減至最少 20 名；

2. 容許更高的權證攤薄上限，整體權證上限增至 50%，但須於就 SPAC 併購交易編備的上市檔中明確披露由 SPAC 發行的所有權證的攤薄影響，股份權證比率不設上限，發起人權證攤薄亦不設上限；

為了更好地激勵潛在 SPAC 投資者，權證攤薄上限達 50%，這意味著 SPAC 可以發行使持有人有權最多購買發行該等權證時已發行股數 50% 的權證。此外，針對(i)權證與股份比率和(ii)發起人權證分別設定上限的規定已取消。發起人股份的上限將繼續為已發行股份總數的 20% 不變。

3. SPAC 的董事會必須最少有兩人是第 6 類或第 9 類香港證監會持牌人(包括一名代表持牌 SPAC 發起人的董事)；但聯交所將考慮根據具體情況豁免牌照要求。例如，如果 SPAC 發起人擁有等同于香港證監會頒發的第六類和/或第九類牌照的海外資格，則其可獲得豁免。

4. 投票權與股份贖回權一致，加強獨立上市後私募投資(Private Investment in Public Equity, PIPE**)的規定，對 SPAC 併購交易的條款及估值作更嚴格的監管審查；

5. 根據 SPAC 併購目標的議定估值引入一個隨著 PIPE 規模遞減(詳見下表)的 PIPE 最少佔比機制，並規定 PIPE 須來自資深投資者指(a)資產管理規模(“**資產管理規模**”)至少達 80 億港元(而不是 10 億港元)的資產管理公司，(b)資金規模至少達 80 億港元的基金，或者(c)資產管理規模至少達 80 億港元的基金經理人管理的基金。該要求表明了聯交所對高品質目標公司適用高品質機制的重視。

**獨立 PIPE(上市後私募投資)，根據聯交所規定，就香港市場而言，指為完成 SPAC 併購交易而進行的第三方投資，而該等投資在 SPAC 併購公告刊發之前已經承諾作出。

目前香港 SPAC 投資者僅限於“機構專業投資者”及“個人專業投資者”（詳請參閱香港證券及期貨事務監察委員會證券及期貨專業投資者相關規則）。聯交所提出此等限制的原因在於聯交所認為“專業投資者”更能有效評估、監察及減輕 SPAC 的相關風險。

八、 與美國和新加坡 SPAC 對比

在部分市場觀點看來，修訂後的內容比原來的建議內容更加貼合市場，總體來說比較接近香港聯合交易所有限公司證券上市規則第 21 章上市的投資公司所須遵守的限制規定，一般允許發行 SPAC 的前提是有較多的機構投資者認同，其投資者資格門檻比較高。另外港版 SPAC 不是給較小型公司而是更加有利於規模較大的公司、其操作成本和維護成本都是比美國 SPAC 高的，其集資規模最低門檻也是比美國 SPAC 要求高不少。

	香港聯交所	新交所	紐約交易所	納斯達克全球市場	納斯達克資本市場
集資規模	10 億港元以上	未要求，但 SPAC 市值須大於 1.5 億新元（約 1.1 億美元）	未要求，但 SPAC 市值須大於 1 億美元	未要求，但 SPAC 市值須大於 7500 萬美元	未要求，但 SPAC 市值須大於 5000 萬美元
發起人資格	須符合適合性及資格規定，至少兩名 SPAC 董事會成員為證監會持牌公司	發起人往績記錄和管理團隊專業知識	考慮發起人經驗及往績記錄	未做要求	未做要求
投資者資格	SPAC 證券需分配給至少 20 個機構投資者	未做要求	未做要求	未做要求	未做要求
最低公眾持股人數	繼承公司 *** (Successor Company) 須至少有 100 名股東	至少 25% 已發行股份由至少 300 名公眾股東持有	400	400	300
最低每單位價格	10 港元	5 新元	4 美元，通常以每單位 10 美元上市發行		

同股不同權	無相關規定	不允許	無相關規定，但通常會分為發起人股與投資者股兩類
發起人最低投資份額	至少一名發起人持有 10%的發行人股份	根據 SPAC 市值，份額可為 2.5%~3.5%	無相關規定
發起人提成股份上限	10%	20%	無相關規定
IPO 到完全並購的時間	36 個月，最多可延長 6 個月	24 個月，最多可延長 12 個月	36 個月，但一般約定在 18-24 個月完成 De-SPAC Transaction*
須存放在受託帳戶中的募集資金最低比例	100%	90%	90%，但市場慣例為 100%
SPAC 並購交易審批標準	符合相關交易所關於 IPO 的規定，且估值將受到嚴格審查	繼承公司須符合相關交易所關於 IPO 的規定	
SPAC 並購交易的股東會批准要求	須過半數 SPAC 股東贊成，但不包括發起人及其他擁有重大權益的股東	須過半數 SPAC 股東贊成，並受限於章程	
獨立 PIPE 投資	PIPE 投資為必須，按不同規模的並購估值有 5 檔最低門檻（7.5%-25%，估值越高，所必須的最低 PIPE 投資要求越低）	沒有規定	
獨立 PIPE 投資人要求	PIPE 投資至少要有 50%來自至少三名機構投資者，三者的資產管理總值須分別至少達 80 億港元	沒有規定	

權證攤薄限制	整體權證的攤薄上限為 50%， 須披露攤薄後的影響	沒有規定	
贖回權	全體股東享有	僅限獨立股東享有	全體股東享有，但一般發起人會承諾放棄贖回權
鎖定期	12 個月	6 個月（相關要求的 發起人需就所持股 份的 50%再多履行 6 個月的鎖股期）	無相關規定，市場慣例為完成並購後的 6-12 個月

資料來源：競天公誠律師事務所及昊天資產管理有限公司

*** 繼承公司：完成 SPAC 併購交易而出現的上市發行人。

免責聲明

本文乃由香港的昊天資產管理有限公司(香港灣仔港灣道 6-8 號瑞安中心 25 樓)在網站分發發送。本文僅供一般傳閱及參考用途。

本文就近期經濟及相關商業環境提供基本概要，僅供參考。本文不打算給讀者提供依賴作投資、會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議在必要時尋求適當的專業意見。

我們對於任何第三方資料的準確性及/或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

本文的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。

建議您就相關投資及本文內容審慎行事。如您對本文的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文只提供一般性資料，文內所載的內容，不應被視為投資研究、出售或購入投資產品的意見或建議。文內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，並提供目前預測或未來的事件預估。相關的前瞻性陳述對未來表現或事件概不作出保證，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。

本文所載內容反映昊天資產管理有限公司於編製本文時的觀察，可能隨時變更。這些觀察未必代表昊天資產管理有限公司目前的投資組合分佈。昊天資產管理有

限公司的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

昊天資產管理有限公司對更新本文內的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，不作出任何承諾。本文並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。

無論基於任何原因，本文所載之部分或全部內容均不得複製或進一步發放予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分派本文屬違法，則不得於該司法管轄區內分派本文。所有未經允許之複製或使用本文，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文所載之過去業績並不代表將來的表現。本文所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。

©版權昊天資產管理有限公司 2021，版權所有。

未經昊天資產管理有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

