

香港 SPAC 将进港 — SPAC 再出发，中国企业跨境融资视角解读（三）

作者：汉坤律师事务所 薛冰 | 吴晓雪
香港联营律师行 李涛 | 邓芷皓 | 缪熙平

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（“**咨询文件**”），就建议在香港推行“特殊目的收购公司”（SPAC）上市机制以及为落实相关建议而订立的香港联合交易所有限公司证券上市规则（“**《上市规则》**”）修订稿公开征询市场意见，咨询有效期为45日，至2021年10月31日截止。

咨询文件分五章详细介绍了香港引入 SPAC 的背景、SPAC 的基本运作机制、对市场和投资者的主要益处及潜在风险，并有针对性地介绍了联交所为控制投资风险所拟议设置的各项监管及保障措施。

值得一提的是，咨询文件通过与美国、英国和新加坡等司法区域的 SPAC 上市规则进行的综合维度比较，详细解释了香港联交所拟议 SPAC 上市机制的市场拓展初衷及预期将为投资者提供的全面保障。针对每一具体问题，咨询文件均在其拟议上市机制后，以提问形式征询具体意见。咨询文件最后的附录 D 列明了联交所针对 SPAC 上市拟议对其《上市规则》的条文修订。

为了方便我们的客户和朋友快速了解联交所本次 SPAC 咨询文件的核心问题，我们特选取了本次咨询文件中关于 SPAC 于香港上市的重点问题总结如下：

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
在 De-SPAC 交易前		
投资者资格	<ul style="list-style-type: none">■ SPAC 股份及认股权证将仅允许专业投资者认购和买卖；■ SPAC 股份及 SPAC 认股权证将分别配发给至少 75 名专业投资者，其中包含至少 30 名机构专业投资者；■ 根据“专业投资者”的定义，原则上 SPAC 证券仅允许（1）持有至少 800 万港币投资组合的个人，（2）持有至少 4,000 万港币资产的信托公司，或（3）持有至少 800 万港币投资组合或至少 4,000 万港币总资产的公司或合伙购买；■ De-SPAC 交易完成后存续的上市公司（“继承公司”）的股份不受此限，允许不同投资者买卖。	与美国、英国和新加坡对投资者的宽松制度体系相比，本次咨询文件中，香港 SPAC 的投资者被设定为香港证券及期货条例项下的“专业投资者”，沿用香港市场一直以来的门槛，而且不包括散户。就此问题，实际上需要从一项更长久的制度构建思路进行综合评价，SPAC 项目的风险管控是市场上主要的司法辖区都较为关注的问题，我们一定程度上理解联交所采取该等理念的背景，但是否考虑设定一项较为灵活的转换或者过渡机制，以期尽可能积极地引导香港 SPAC 市场的活跃基础，是需要进行综合研判的一项制度探讨。

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
交易安排	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市后 SPAC 股份及 SPAC 认股权证将分开买卖； ■ 将设置措施（包括买卖 SPAC 认股权证时自动对市场波动调节机制（VCM）及仅允许人工买卖 SPAC 认股权证等），以降低买卖 SPAC 权证的波动风险。 	<p>允许 SPAC 股份与 SPAC 认股权证分开买卖，符合市场上活跃的主要资本市场的惯例；但该等便利某种程度上确实将造成 SPAC 证券尤其是 SPAC 认股权证的价格波动风险。我们认为给予不同 SPAC 证券种类分开买卖的灵活性还是有必要的。咨询文件中拟议的保障措施预计将有效降低波动风险。</p>
摊薄上限	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发起人股份不得超过首次公开发售日的所有已发行股份总数的 30%； ■ 行使权证后所持有的股份比例同样不得超过已发行股份总数的 30%。 	<p>本次咨询文件中采取的政策取向，与新加坡 SPAC 制度中的逻辑体系有相近之处。SPAC 项目中的发起人，与 De-SPAC 目标公司的原有股东在利益上的综合平衡是一个很微妙的话题，SPAC 发起人有对“奖励”价值的自我驱动力，这理应也是 SPAC 存在的市场基础。但如何进行利益平衡，我们亦倾向于建议探索一定时期的制度规范引导作用，进而交给市场通过商业实践形成示范规则。</p>
SPAC 发起人资格限制	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 发起人须符合合适性及资格规定； ■ 须至少有一名 SPAC 发起人为证监会 6 号或 9 号牌照持牌公司，并持有至少 10% 的发起人股份； ■ SPAC 发起人的任何重大变动须经股东（不包括 SPAC 发起人及其紧密联系人）特别决议批准。投票反对该等重大变动的股东须享有股份回购权。 	<p>综合比较过去几年涉及到中国背景的 SPAC 项目，SPAC 的发展并非一帆风顺。其中一个很尴尬的现实问题——领先的会计师事务所等专业服务机构对 SPAC 项目的参与热情度以及风控顾虑，都能感受到市场对其的复杂态度。</p> <p>我们赞同对 SPAC 发起人的条件设置一定的门槛，这对打造香港 SPAC 市场发展的坚实基础应当有积极的作用。</p> <p>另外，中资背景机构参与 SPAC 发起人角色涉及到的中国监管问题仍值得引起重视。</p>
集资规模	<ul style="list-style-type: none"> ■ 预期从上市筹集的资金须至少达 10 亿港元。 	<p>集资规模与英国和新加坡的要求基本符合，高于美国 SPAC 上市的门槛。考虑到大中华区资本市场的热度，这个集资规模符合我们的预期，相对合理。</p>
发行价格	<ul style="list-style-type: none"> ■ 每一股份单元的认购价格不低于 10 港币。 	<p>对单元认购价格设置门槛有利于进一步防控价格波动风险，亦符合美国、新加坡等其他资本市场的惯例。</p>
SPAC 董事会	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 董事会过半数席位须由 SPAC 发起人的高管担任，且 SPAC 发起人对 SPAC 股东及 SPAC 本身负有忠诚尽职义务。 	<p>我们支持对 SPAC 发起人的尽职义务及职责予以明确，并要求 SPAC 发起人的高管担任 SPAC 董事会的多数董事，这符合主流资本市场实践，也有助于 SPAC 交易市场的秩序稳定和风险管控。</p>
募集资金去向	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 上市所募集的资金需全额存托在托管账户内，仅在下述情形下方可释放：（1）De-SPAC 交易完成，（2）符合条件的股份回购，或（3）向 SPAC 股东返还资金。 	<p>SPAC IPO 的募集资金的安全性至关重要。当然，是否一定需要做到 100% 存入托管账户，我们理解仍需要汇总征集更多维度的参考意见，以在保障安全性的同时提高一定的市场热情及效率。</p>
针对 De-SPAC 交易的规定		
适用新上市规定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 继承公司须符合所有新上市规定，包括聘用 IPO 保荐人完成尽职调查、最低市值规定及财务资格测试。 	<p>咨询文件中的这一点要求看似与其他司法辖区的 SPAC 要求类似，但是从保护市场发展的效率角度来看，在 De-SPAC 交易中设定较为严苛的门槛势必会对交易效率带来一定的影响，这将可能成为香港 SPAC 市场是否能够快速健康发展的一项重要议题。</p>

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
独立第三方投资比例	<p>强制性的第三方 PIPE（定向增发）投资，以验证继承公司的估值，具体而言：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 独立第三方投资必须占继承公司预期市值的至少 15%（若预期市值超过 15 亿港币）至 25%，且 ■ 须使至少一家规模超 10 亿港币的资产管理公司或基金作为受益人拥有继承公司于上市日已发行股份的至少 5%。 	<p>我们充分理解咨询文件对于独立第三方投资之重要性的价值判断；但在资本市场健康发展的制度框架体系中，“独立性”是否就足以成为在 De-SPAC 交易的语境下对交易风险的有效对冲和管理尚待观察，我们仍需要考虑制度干预带来的市场反作用力冲击。</p>
股东大会批准	<ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易须经 SPAC 股东大会批准，且不包括 SPAC 发起人及其紧密联系人或其他拥有重大权益的股东的投票； ■ 若 De-SPAC 将导致控制权变更，则 SPAC 公司原控股股东及其紧密联系人不得投票赞成该交易； ■ SPAC 股东只有权赎回投票反对 De-SPAC 交易的 SPAC 股份。 	<p>De-SPAC 交易中，可能涉及到的潜在关连交易问题，是不同司法辖区 SPAC 制度里很容易出现系统性问题的技术点。我们理解设定可预期且透明化的信息披露准则、持续的市场诚信监管规则和必要的惩戒机制，是解决这一问题的关键。</p>
股份赎回	<p>在下述情况发生前，SPAC 须先给予股东赎回股份的权利：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易； ■ SPAC 发起人有变动，或 ■ 达成并公告 De-SPAC 交易条款或完成 De-SPAC 交易交割的期限延长。 	<p>不同于美国规则，咨询文件并不对 SPAC 股东赎回股份的份额、比例、价格等设置任何限制；这个机制有其合理性，监管保障的天平更向投资者倾斜，无形中也给 SPAC 发起人增加了交易风险和限制。</p>
前瞻性信息	<ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易上市文件中的任何前瞻性陈述应适用现行《上市规则》，与一般 IPO 适用同等要求，包括须由上市申报会计师及上市保荐人就该等前瞻性陈述出具报告。 	<p>考虑到 SPAC 的特性，其上市文件中的前瞻性陈述，特别是关于未来财务预期的陈述，是投资者的关注点之一。在美国的 SPAC 规则讨论中也一直有是否应对 SPAC 前瞻性陈述的准确性给予“安全港”豁免的讨论。咨询文件明确了联交所不会对 SPAC 上市文件中前瞻性陈述的准确性降低责任要求，这也符合近期各国对 SPAC 交易加强监管的总体趋势。</p>
继承公司股份的公开市场	<p>继承公司股份应至少由 100 名股东持有。</p>	<p>相较于一般上市公司需要至少 300 个股东以保证流动性的要求，理解联交所出于减少 SPAC 公司的股价波动反而将股东数量要求降低，我们认为考虑到 SPAC 公司的特殊性，这一点也合理。</p>
De-SPAC 交易完成后		
锁定期	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 发起人在 De-SPAC 交易完成后的 12 个月内不得转让或处置其持有的继承公司的股份； ■ 控股股东锁定期适用一般上市项目中对控股股东的锁定期（上市后前 6 个月内禁售；上市后的第 7-12 个月内，不得对继承公司股份进行任何将使其丧失控股地位的处置）。 	<p>从亚洲地区主要资本市场制度比较而言，目前香港资本市场的锁定期要求已经较为市场化，尤其是和现行 A 股市场的锁定制度进行比较的情况下。我们同意联交所在锁定期上采取的提议思路，甚至这一安排都值得我们的 A 股市场予以技术借鉴和参考。</p>
清盘及除牌		
向股东退还资金	<ul style="list-style-type: none"> ■ 如果 SPAC 未能在 24 个月内公布 De-SPAC 交易，或未能在 36 个月内完成 De-SPAC 交易，SPAC 必 	<p>我们支持对 De-SPAC 的完成时限设置适当的宽松机制，尤其是面向中国的目标公司的交易项目，很自然</p>

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
	须清盘并将筹得的所有款项，另加应计利息退还给股东。随后联交所将对该 SPAC 除牌。	会涉及到目标项目主体进行跨境重组、取得一系列监管批准的不确定性等区域特点，在交易时间表上确实需要给予一定的灵活机制，这将为 De-SPAC 市场的不同参与方创造出适当宽松的交易制度环境。

咨询文件传递了香港联交所希冀开辟新兴渠道，积极吸引各方资本来港投资，进一步提升其国际金融中心地位的决心。咨询文件内拟议的各项门槛限制和保障措施，则反映了联交所力求使具有雄厚实力和稳固背景的 SPAC 发起人以优质 SPAC 并购为目标在港上市并完成交易的态度，以此维护香港资本市场秩序，稳定投资者信心。

当然，咨询文件中的几项建议，特别是限制 SPAC 证券仅限专业投资者认购、对 SPAC 发起人资格和牌照的要求以及独立第三方投资比例（25%）等，均集中体现了相较美国等其他市场的 SPAC 上市规则更为严格的制度理念，要同时满足上述几项要求难度不小，市场参与者难免会感到一定程度的压力。我们合理推测业界会对部分拟议规则的可操作性提出积极的调整建议和意见。我们将尽快结合市场关心的问题向联交所反馈我们的专业意见，也期待与客户及朋友们共同探讨，为香港 SPAC 制度的完善贡献专业力量。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com

吴晓雪

电话： +86 21 6080 0566

Email: dana.wu@hankunlaw.com

李涛

电话： +852 2820 5668

Email: tao.li@hankunlaw.com

邓芷皓

电话： +852 2820 5628

Email: ethle.tang@hankunlaw.com

缪熙平

电话： +852 2820 5606

Email: felix.miao@hankunlaw.com