

## 促讓普通投資者認購及併購交易和PIPE投資同步進行 增港SPAC吸引力

2023年4月19日,香港 - 有「亞洲SPAC教父」之稱的諾圻資本有限公司主席王幹文指出，香港的SPAC上市規則（「18B規則」）及相關實施做法，打破了SPAC形式上市的內在固有平衡，令在港SPAC方式上市發展緩慢。王氏就此作出多項建議，包括允許普通投資者參與SPAC認購及交易，取消發起人的提成權（earn-out right）及鼓勵權證採取現金行權，並建議允許SPAC併購交易和落實PIPE投資同步推進，以吸引更多優質併購目標。

王氏認為，香港 SPAC 從初期的備受期待到如今發展緩慢，與當前 SPAC 上市規則及相關實操做法打破了 SPAC 的內在固有平衡有很大關係。此前 SPAC 在美國能夠異軍突起，很重要的內在原因是，SPAC 能夠很好地平衡各參與方的利益，即投資者可通過贖回機制獲得下行風險保護以及通過權證行權獲得較佳的潛在回報，發起人可從中獲得激勵股份，目標公司則可以可控的成本快速上市融資。各參與方各得其所，SPAC 對其均具有較大的吸引力。當前 18B 規則及相關實操做法恰恰是打破了 SPAC 的這種平衡結構，削弱了 SPAC 對各方的吸引力。

### 僅限專業投資者參與 缺乏流動性

從投資者的角度，在完成併購交易前，香港 SPAC 僅限專業投資者參與認購及交易，且對專業投資者還有數量、結構及交易單位的要求。除此之外，香港 SPAC 的權證攤薄上限為 50%，與美國 SPAC 相比其吸引力明顯不足。其結果是，香港 SPAC 發售過程並不容易，整體發售規模不高（基本為 18B 規則規定的最低籌資額 10 億港元），國際投資者參與度低，上市後則只有少量專業投資者在交易，中間甚至多次出現零成交的情況，極度缺乏流動性。

從發起人的角度，18B 規則賦予發起人的利益較重。18B 規則允許 SPAC 向發起人授予提成權（earn-out right），據此，因發起人股份轉換而獲發行的繼承公司股份與提成股份的總數最多可至 SPAC 在上市之日已發行股份總數的 30%。另外，香港 SPAC 將發起人權證作為列支 SPAC 支出的機制，發起人權證數量為此普遍超過發起人股份數量。18B 規則一方面要控制權證的攤薄上限，另一方面又制造新的額外稀釋或攤薄令人難以理解。該等措施理應有利於吸引更多發起人進場，但市場上却普遍興趣寥寥。其原因在於，當前香港 SPAC 發起人的適格要求門檻較高，實操中却不甚明晰，上市審批的可預見性和

時效性低。目前未上市的 9 家 SPAC，其首次遞表日期距今普遍超過 1 年。該等未上市 SPAC 的發起整體質素較高，中間不乏極具影響力的專業機構，如中銀香港資管等。

### 發起人利益過重 股本稀釋比例高

從目標公司的角度，發起人利益過重，疊加实操中權證采取無現金行權，整體上對其構成了重大隱性成本。例如，SPAC 發行 3,500 萬份發起人權證，目標公司議定估值為 40 億港元，PIPE 投資額為議定估值的 15%，合併時贖回率為 50%，按當前实操做法，於繼承公司層面，基於發起人股份轉換、提成股份授予及全部權證無現金行權所帶來的股本單純稀釋比例最高可達 11.8%。這非常不利於吸引優質的目標公司進場。

此外，基於估值背書考慮，18B 規則要求 SPAC 應當於刊發併購交易公告之前落實 PIPE 投資，SPAC 上市模式內在的便捷性優勢可能將受到嚴重影響。18B 規則下，PIPE 投資的門檻較高，实操中並不容易落實。與此同時，SPAC 投資者自身亦需要一定時間來進行盡調及作出投資決策。從過往美國 SPAC 實踐來看，考慮市場波動風險，PIPE 投資者很少在併購交易較早期即作出投資承諾。將落實 PIPE 投資作為刊發 SPAC 併購公告的前置條件，可能將實質影響併購交易完成的時間。當前已上市香港 SPAC 無一家公布併購交易，不排除與該機制有關。

### 多項針對性建議提升港 SPAC 吸引力

綜上，當前香港 SPAC 面臨的窘境是，投資者進場受限或對其吸引力不夠，發起人利益過重但進場困難，目標公司隱性成本高而上市效率未知。王氏認為，必須針對性解決上述各參與方的痛點問題，恢復 SPAC 的內在平衡架構，為此，其提出了香港 SPAC 2.0 版的建議：

- 1) 香港 SPAC 應允許普通投資者參與認購及交易，以提升市場流動性。香港證監會於今年 2 月曾就應否允許持牌虛擬資產平台運營者向零售投資者提供服務徵詢市場意見。與更具風險屬性的虛擬資產相比，香港 SPAC 已為投資者提供了贖回保護，並有強制 PIPE 投資提供估值背書、繼承公司需符合新上市規定及需委任保薦人等相關制度來為投資者提供保障。
- 2) 適當提升權證的攤薄上限（如 1 股 SPAC 股份配發 1 份權證），採取對於投資者而言更具吸引力及更加市場化的做法，以吸引全球投資者參與。
- 3) 18B 規則和实操中進一步明晰 SPAC 發起人的適格要求，提高 SPAC 上市審批的可預見性和時效性。

- 4) 20%的發起人股份對發起人而言已經有足够的商業誘因，取消發起人提成權，並由發起人直接參與認購 SPAC 上市時發售的 SPAC 股份，（即與美國 SPAC 采取以 private place 方式認購 SPAC 上市時發售的投資單元相當，以此減少發起人權證行權的潛在稀釋影響）。
- 5) 在削減發起人利益的基礎上，采取現金行權。現金行權模式下，基於權證行權新增發行的股份系以高於 SPAC 首次發售發行價格 15%的行權價格獲得現金認購，對繼承公司而言這將帶來額外融資並增厚其每股資產淨值（NAV）。
- 6) 允許併購交易和落實 PIPE 投資同步推進，兼顧估值背書與併購交易推進效率，SPAC 上市模式在整體上應具便捷性優勢，由此吸引更多優質的併購目標。

王幹文表示，他提出香港 SPAC2.0 版的建議，與港交所當前對香港 SPAC 的整體定位並不衝突，港交所旨在引進優質的發起人，增加併購目標估值的約束機制以及規範併購交易等做法，正是過往美國 SPAC 所欠缺或不足的。需要檢視、優化和完善的是，如何令投資者、發起人和目標公司的利益和訴求得到平衡和兼顧，進而吸引其參與其中，並在不降低市場整體質素的情況下，吸引優質目標公司快速上市融資，最終體現 SPAC 的獨特優勢。在本次分享會之後，王氏及其團隊將進一步收集更多專業意見，並儘快形成建議報告呈交給香港交易所。

香港 SPAC 落地一年多來發展不盡如人意。截至目前，共有 14 家香港 SPAC 遞表，中間只有 5 家獲批上市，去年第二季度後僅有 1 家香港 SPAC 新增發起。已上市的 5 家香港 SPAC 在上市後成交量偏低，目前亦均未公布併購交易。



(諾圻資本有限公司主席王幹文先生)



(諾圻資本有限公司主席王幹文先生)

- 完 -

發稿：諾圻資本有限公司

代行：智策企業推廣顧問有限公司

傳媒查詢：智策企業推廣顧問有限公司

蕭嘉裕

電話: 2801 6198 / 9029 1865

電郵: [sky@corporatelink.com.hk](mailto:sky@corporatelink.com.hk)

邱婷婷

電話: 2801 7393 / 6483 5579

電郵: [nicole@corporatelink.com.hk](mailto:nicole@corporatelink.com.hk)