

致財經版編輯

## 港推SPAC需兼顧發起人、投資者和合併目標公司利益

### 美國SPAC發起人就港交所「特殊目的收購公司」諮詢文件提建議

2021年10月18日，已完成發起四個在美國納斯達克上市特殊目的收購公司（“SPAC”）的發起人王幹文（Jason Wong）指出，香港要引進SPAC上市模式首要考慮有效平衡發起人、投資者和併購目標公司的利益。他認為香港交易所（「港交所」）的「特殊目的收購公司」諮詢文件中提出將投資者贖回SPAC股份與投票反對合併交易網綁，限禁SPAC單位所附權證對股權稀釋影響，以及容許擬上市公司（發行人）同時透過傳統方式上市和與SPAC商討合併雙軌並行等建議均可能影響發起人及投資者參與在香港以SPAC上市的意慾。

Norwich Investment Limited（“Norwich Investment”）創始人兼首席執行官王幹文以市場參與者的身份及結合其在美國SPAC上市的實操經驗，就港交所於2021年9月17日發佈之「特殊目的收購公司」諮詢文件提供意見，指出SPAC的優勢在於上市確定性強、週期短、費用可控等，為傳統IPO以外一個比較便捷、高效的上市方式。

### 將贖回股份與反對合併網綁會帶來負面影響

王幹文指出「特殊目的收購公司」諮詢文件規定SPAC股東只能贖回投票反對 SPAC 合併交易的 SPAC 股份，且SPAC 合併交易須於股東大會上經SPAC 股東批准。從發起人的角度來看，投資者的贖回權與反對票掛鉤且合併交易還須通過股東大會批准，將增加 SPAC 合併交易的不確定性，帶來更大的 SPAC 清算風險。他表示：實際上，美國 SPAC 市場早已驗證了贖回權與投反對票掛鉤會對 SPAC 的發起與合併產生重大負面影響，於2010年至2014年間美國上市的SPAC因無法完成合併而需清算的比率為33%至57%。2015年美國對SPAC規則進行調整，允許投資者不論贊成或反對都可行使贖回權。調整對發起人而言SPAC被清算的風險大幅降低，對併購目標公司來說，上市確定性更強，更多項目願意通過與SPAC合併上市。至2019年的清算大幅率下降到1.7%。

### 權證行權允許認購的股份數目低，影響初始投資者回報

諮詢文件中禁止發行可令持有人於行使後認購多於三分一股的權證，且禁止所發行的權證合計（即包括 SPAC 權證及發起人權證）會令行使後所獲得的股份多於該等權證發行時已發行股份數目的 30%。相對美國對此並無強制要求，新加坡則規定權證行權稀釋上限為50%，亦即香港SPAC提供給投資者的回報相對美國及新加坡

SPAC為低。另外，港交所將SPAC合併交易的期限設為24+12個月（美國通常於SPAC上市24個月內完成合併），這意味著香港SPAC需要比美國更長的時間完成合併，而投資者獲得的權證數量以及通過權證行權獲得的溢價增值回報更低，會很大程度上降低他們參與投資香港SPAC的意願。王幹文認為權證行權允許認購的股份數目應倣效美國交由市場去決定（以1份權證可認購1股普通股為限）。

## 權證行權並非零對價，簡單視為稀釋欠妥

併購目標公司合併時的估值通常是SPAC IPO募資金額的數倍，從繼承公司（併購目標公司）層面來看，權證行權所增加的稀釋效應其實並不大。以併購目標公司估值為SPAC IPO募資金額7倍為例，即便是1份權證可認購1股普通股，權證行權所導致的稀釋上限也只有12.5%（假定SPAC IPO的投資者選擇贖回全部股份，併暫不考慮PIPE投資影響）。更重要的是，權證行權價格並非是零對價，而是以高於SPAC IPO及PIPE投資（通常即為SPAC IPO價格）的價格進行行權（以美國為例，行權價通常為11.5美元）。權證行權價格高於SPAC IPO及PIPE投資價格，繼承公司不但可藉此再次獲得融資，同時也增加了公眾股東的持股數量，有助於其提高股份流通量，並進一步優化公司股東基礎。王幹文認為不應將權證行權簡單視為稀釋。

## PIPE 投資股比要求過高，構成合併時的融資壓力

諮詢文件中要求引入獨立第三方投資（PIPE），王幹文表示贊同，並指這將有助提高合併估值的公允性及合併交易的透明性。惟王氏對於是否有必要要求PIPE投資須佔SPAC的繼承公司預期市值的至少15-25%則提出質疑。SPAC合併交易須於股東大會上經SPAC股東批准，即是有50%以上的IPO募資金額將保留下來。如 PIPE投資還須佔繼承公司預期市值的25%（或15-25%），SPAC合併時公眾投資者的持股比例比常規IPO還要高，也會使併購目標公司在合併時面臨巨大的融資壓力。實際上，不同的項目可能會有不同的融資需求，應交由企業按自身規模和情況來決定融資安排。

## 雙軌上市對發起人不公平

諮詢文件中允許發行人（上市申請人）以「雙軌」方式上市，可一方面透過傳統IPO上市，也可同時與數名SPAC發起人商討透過與SPAC合併取得上市地位。港交所認為“雙軌”制有助於爭取大中華區的公司來港上市，王氏認為此安排對SPAC發起人不公平，因為SPAC在合併期限如無法在規定期限內完成合併，SPAC將面臨清算。「雙軌」制將更大程度增加 SPAC合併失敗或清算的風險。

## SPAC IPO 只限機構投資者買賣，或提升散戶風險

諮詢文件中要求在完成SPAC合併交易前僅限專業投資者可以認購或買賣SPAC股票。這意味著一方面普通投資者不能享受到 SPAC IPO時的保本機制，另一方面反而要以更高的價格從二級市場買入股份。這也可能造成最終結果與港交所希望保護普通投資者的初衷相違背，王幹文建議港交所在該條款上要審慎考慮。

## 延長禁售期將控股股東與投資者利益深度綁定

王幹文認為香港應考慮適當延長繼承公司控股股東的禁售期限，可以將控股股東的禁售期限延長至合併後12個月，與對發起人的要求保持一致，讓控股股東的利益與投資者利益更深度綁定。於合併時尚未盈利的公司，可參照中國科創板上市規則，控股股東、董監高人員及核心技術人員在公司實現盈利前不得減持首發前股份（可考慮以5年或3年為限）。

## 香港具核心優勢成為亞洲 SPAC 中心

香港的金融中心地位對吸引全球資金投資具有優勢。香港背靠中國大陸，可以對接眾多的科技企業資源。根據國家科技部的最新數據，中國目前高新技術企業數量已突破20萬家，有大量企業的上市融資需求無法得到滿足。加上，最近受滴滴事件影響和中美關係緊張，中國可能適當收緊對赴美上市的監管，這些情況將有利於吸引內地科技企業考慮以SPAC形式來港上市。

SPAC上市模式備受關注及重視的主要原因在於，其在傳統IPO上市模式之外開闢了一個可行的、更為便捷的上市通道。這一點已在美國市場得到了充分驗證。王幹文表示：「SPAC上市模式的核心優勢在於其很好地平衡了各方利益，形成一個均衡的監管架構，從而建立起一個便捷、高效且兼顧各方利益的上市方式。過高的門檻和限制可能會破壞SPAC上市模式均衡的監管架構，降低香港SPAC的吸引力。」

## 王幹文簡介

王幹文先生 (Jason Wong) 為Norwich創始人兼首席執行官。Norwich Investment Limited 是一家成立於 BVI的投資企業，亦是Tottenham Acquisition I Limited (Nasdaq: TOTA) 的發起人，TOTA是一家於納斯達克公開上市的特殊目的收購公司，於2020年12月成功完成合併。王氏至今已成功發起4個美國納斯達克上市SPAC，另有2個SPAC在申請於美國納斯達克上市過程。王氏在亞太地區擁有逾20年私募基金 (PE) 投資經驗，是亞洲最早參與發起美國SPAC的人士之一，參與創建了2008年環球金融危機後第一家在美國上市的亞洲SPAC。王氏已發起了包括Tottenham Acquisition I Limited (Nasdaq: TOTA) 及Ace Global Business Acquisition Limited (Nasdaq: ACBA) 在內的多家亞洲SPAC，發起的SPAC數量在亞洲處於領先地位，在業內被稱為「亞洲SPAC教父」。

- 完 -

發稿： Norwich Investment Limited  
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  
王鳳琴 電話：2801 7761/ 9086 8623

電郵：sky@corporatelink.com.hk  
電郵：lorna@corporatelink.com.hk