



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



香港聯合交易所有限公司
香港交易所上市主管
陳翊庭女士台鑒：

就香港聯合交易所有限公司（聯交所）2021年9月17日就「特殊目的收購公司」（SPAC）上市機制刊發的諮詢文件，謹此奉函詳述某些選定的建議，懇請貴司研究考慮接納。

正如諮詢文件第一頁解釋，SPAC的吸引力在於它為成長型企業提供更快速靈活的融資路徑，但諮詢文件的多項建議卻大大削弱了SPAC的吸引力。正當北京交易所正在積極籌備中、上海交易所設立科創板並試點註冊制、英國修訂規例吸引SPAC到倫敦掛牌，各地交易所都在積極開闢當地市場的深度和廣度，香港卻反其道而行，進一步收窄上市市場：隨着2022年主板上市要求提高，創業板市場流動性不足，未來有融資需求的中型成長型公司將很難把香港視作首選上市地。

如果聯交所堅持只容許首次集資額至少達10億港元的SPAC在香港存在，變相以過分嚴苛的條件去把所有內地和本地中型成長型企業拱手相讓給美國、英國和星加坡等條件更寬鬆的交易所。單單在過去三年，一共有12家大中華及東南亞公司透過SPAC併購交易於美國上市。長此下去，香港恐怕會變成一個只有大型券商和投行能夠生存的環境，未來中小型本地金融服務商會逐步萎縮，香港的金融生態也將會失去多樣性，香港作為全球金融中心應該容納多元化及不同規模公司存在；當中，聯交所作為香港唯一的證券交易所責無旁貸。

為了積極拓展香港金融市場的廣度和深度，真正兼顧到市場風險控制和中型高成長型企業的融資需求，本協會建議聯交所把SPAC的上市最低門檻降低到與現時和創業板上市要求相符，在成功併購後，才根據繼承公司的過去業績和市值去決定它將會成為一家主板或創業板上市公司。

由於創業板的運作理念是本來就是「買者自負」，而且創業板上市申請人須刊載明顯的風險警告，而投資者亦須簽署聲明確認其知道有關風險，所以根本不存在影響香港主板高質素市場聲譽的問題，也不需要特別加上「僅限專業投資者認購」或要求「SPAC股份及SPAC權證均分別必須分發予總共至少75名專業投資者，當中須有至少30名機構專業投資者」等比其他市場SPAC機制嚴苛的要求。本協會相信這建議一方面能保持香港在國際金融市場的競爭性，維護香港金融生態的多樣性，一方面活化流通量低的創業板，真正實現多方互惠共贏。



鑒于現時《上市規則》行之有效，本協會主張 SPAC 的框架盡可能跟從現有上市框架，例如：對 SPAC 發起人按現時上市公司董事資格要求則可，繼承公司須確保其股份由至少 300 名股東持有去確保流通量，以及對繼承公司控股股東併購交易完成後設置跟從現時《上市規則》有關股份新上市後控股股東出售股份的規定。另外，本協會認為只要採用現有《上市規則》針對「反收購行動」的框架，便能夠以股東就 SPAC 併購交易投票表決和應用首次公開發售保薦人盡職審查規定等措施嚴密監控集成公司的質素，也能順利解決 SPAC 可能會被利用來規避新上市的定量及定性準則的風險，防止不符合標準的業務或資產上市。

隨著中美關係日趨緊張的情況下，不少內地企業會選擇美國以外的地方上市融資；故此，聯交所必須把握這個黃金機會積極推動香港 SPAC 發展，把本港 SPAC 市場做大做強，為內地和香港成長型企業提供融資渠道，更有效發揮香港在中國「十四五」規劃中的重要角色。

為了香港長遠的金融發展，本協會積極鼓勵聯交所把握現在香港政治穩定的環境，考慮帶頭推動集體訴訟機制在立法會通過，讓香港金融市場早日直接由司法制度監管，讓投資者透過私人訴訟遏阻舞弊行為的能力，不再需要監管機構「家長式」管治香港金融市場，以「保護投資者」的名義扼殺金融市場發展空間。

對於聯交所提供的諮詢文件，本協會綜合市場參與者的經驗後有以下意見：

主題	問題	對於設立 SPAC 上市制度的主要建議的回應
I. 投資者的資格		
	1	本協會不同意在完成 SPAC 併購交易前，僅限專業投資者認購和買賣 SPAC 證券（見《諮詢文件》第 149 段），因為排除散戶或其他類別投資者不僅是不公平的，這也會大大減低流通量，而且由於 SPAC 有贖回權機制去保障投資者利益。香港的散戶投資者實際上比交易所預期的知識淵博得多，並且能夠理解 SPAC 投資的概念。



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



III. 交易安排

買賣 SPAC 證券的相關波動風險	3		本協會認為允許於首次上市之日至 SPAC 併購交易完成期間分開買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證的安排合適。
	4		本協會認為方案 2 (載於《諮詢文件》第 171 至 174 段) 足以減低 SPAC 權證極端波動及損害市場秩序的風險，並容許價格偏離百分比設定為 $\pm 30\%$ ，高於現時適用於小型股的 20%。方案 2 也會省卻過度依賴人手進行非自動對盤交易有關工序。

IV. 公開市場規定

持有人分布	5		本協會不同意 SPAC 在首次發售時，SPAC 股份及 SPAC 權證均分別必須分發予總共至少 75 名專業投資者 (任何一類均可)，當中須有至少 30 名機構專業投資者，因為設立比現在上市規則的要求嚴苛的要求只會減低成長型企業使用香港 SPAC 途徑上市的意欲。
	7		本協會同意 SPAC 上市時由公眾持有的證券中由持股量最高的三名公眾股東實益擁有的不應多於 50%，去防止股份過度集中。

V. SPAC 股份發行價

	11		本協會不同意 SPAC 發行 SPAC 股份的發行價須為 10 港元或以上，因為價格應該由市場來決定和讓 SPAC 發起人在釐定 SPAC 股價時可有更多商業上的靈活性。
--	----	--	---

VI. SPAC 的集資額

	12		本協會不同意規定 SPAC 預期首次發售時籌集到的資金至少為 10 億港元，因為這嚴苛的條件去把所有中型成長型企業拒諸門外，變相把本來以香港為首選上市地的
--	----	--	---



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



		<p>內地和本地成長型企業拱手相讓給英國和星加坡；長遠而言，中小型本地金融服務商會逐步萎縮，香港的金融生態也將會失去多樣性，香港作為全球金融中心應該容納多元化及不同規模公司存在。</p> <p>本協會建議把香港版 SPAC 的最低要求降低到與創業板水平可能會吸引到更多中型初創公司在香港市場融資；在成功併購後，才根據繼承公司的過去業績和市值去決定它將會成為一家主板或創業板上市公司。</p> <p>創業板買者風險自負、適合有風險容量的投資者的定位更適合 SPAC 的定位，又可以藉此活化流通量低的創業板。</p>
(B) SPAC 發起人及 SPAC 董事		
	16	<p>本協會不同意每名 SPAC 發起人須令聯交所滿意其個性、經驗及誠信以及信納其具備足夠的才幹勝任其職務，因為香港及內地證券市場從來並無 SPAC，這建議幾乎排除所有本地及中資券商成為成發起人的可能性，就發起人經驗及誠信而定，按現時上市公司董事資格則可，無須另設 SPAC 的規則，特別是一些較主觀性的要求。</p>
	17	<p>本協會不同意聯交所根據一些過分主觀性的要求刊發指引，例如 SPAC 發起人的個性、經驗及誠信向聯交所提供（並在其就首次發售刊發的上市文件中披露）的資料，因為要求會業界會無所適從。</p>
	18	<p>本協會不同意聯交所在決定 SPAC 發起人的合適性時，把要求訂立的太嚴苛，特別當美國、英國和新加坡均無要求 SPAC 發起人或 SPAC 董事具有特定資格或擁有任何牌照，定下如此嚴苛的標準只會減低企業到香港 SPAC 上市的意欲。</p>



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



	19		本協會同意須有至少一名 SPAC 發起人持有(i)證監會發出的第 6 類 (就機構融資提供意見) 及/或第 9 類 (提供資產管理) 牌照; 及(ii)發起人股份的至少 10%。
(C) 持續責任			
III. 短暫停牌及停牌	29		本協會同意聯交所將現行有關短暫停牌及停牌的政策套用於 SPAC (見第 249 至 251 段)。
(D) SPAC 併購交易規定			
I. 應用新上市規定	30		本協會同意聯交所應對 SPAC 併購交易應用《諮詢文件》第 259 至 281 段所載的新上市規定, 按與反收購行動相同的做法考慮有關交易 (即視為新上市), 包括採用我們的首次公開發售保薦人盡職審查規定。這可解決 SPAC 可能會被利用來規避新上市的定量及定性準則的風險。容許這種規避行為可能會導致不符合標準的業務及/或資產上市。
III. SPAC 併購目標的規模			
	32		本協會不同意 SPAC 併購目標的公平市值應達 SPAC 自首次發售籌集得的所有資金 (進行任何股份贖回前) 的至少 80%, 因為併購無論如何都需要經過股東批准, 寧願讓市場自行定價, 否則會出現 SPAC 為了達到監管要求而增加併購目標估值的情況。
	33、34		本協會認為聯交所不應規定 SPAC 所籌集款項 (SPAC 首次發售所得款項加 PIPE 投資減股份贖回的資金) 中必須有一部分用於 SPAC 併購交易, 因為併購無論如何都需要經過股東批准, 寧願讓市場自行定價, 否則會出



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



			現 SPAC 爲了達到監管要求而增加併購目標估值的情況。
IV. 獨立第三方投資			
	35		雖然 83% 的 SPAC 都會在 SPAC 併購交易結束後進行上市後私募投資 (PIPE) 交易，向機構合格投資者發行新證券，但本協會不同意聯交所強行限制 SPAC 必須向外來獨立的 PIPE 投資者取得資金，以完成 SPAC 併購交易，因爲併購目標的融資方案和方法應由 SPAC 因應市場自行擬定選擇公開發售或 PIPE。
V. 攤薄上限			
	39		本協會支持聯交所對由轉換發起人股份或行使 SPAC 發出的權證造成的最大可能攤薄施加上限，現行《上市規則》對因行使權證而發行的股份數目設定攤薄上限，訂明因行使權證而發行的證券不得超過發行人已發行股份數目的 20%。
VI. 股東就 SPAC 併購交易投票表決			
	43		本協會同意《諮詢文件》第 320 段的建議，SPAC 併購交易須於股東大會上經由 SPAC 股東批准作實，與現在行之有效的《上市規則》對於反收購行動的要求一致。
	44		本協會同意《諮詢文件》第 321 段的建議，若股東於 SPAC 併購交易有重大利益，股東及其緊密聯繫人須於相關股東大會中就有關批准 SPAC 併購交易的相關決議案放棄投票權。



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



	45		本協會同意任何就完成 SPAC 併購交易而獲得外來投資的條款均須載於股東大會上有待股東投票表決的相關決議案中。
VII. 涉及關連 SPAC 併購目標的 SPAC 併購交易			
	46		本協會同意《諮詢文件》第 327 至 334 段的建議，若 SPAC 併購交易涉及的目標公司與 SPAC、SPAC 發起人、SPAC 受託人／託管人、SPAC 董事或任何上述人士的聯繫人有關連，聯交所該應用《上市規則》項下有關關連交易的規定（包括第 334 段的額外規定）。
VIII. 投票權與股份贖回權一致			
	47		本協會不同意 SPAC 股東只能贖回其投票反對第 352 段所述其中一項事宜的 SPAC 股份，因為 SPAC 的贖回權機制去保障投資者利益的重要一環，而且其他國家的 SPAC 也沒有這樣如此嚴苛的限制。
IX. 股份贖回			
	48		本協會同意在《諮詢文件》第 352 段所述的三個情況下，SPAC 應須向持有其股份的股東提供選擇贖回其所持有的全部或部分股份的機會（以全額補償 SPAC 首次發售時有關股份發行價另加應計利息）。
	49		本協會同意應禁止 SPAC 對 SPAC 股東（單獨或連同其緊密聯繫人）可贖回的股份數目設限。
	50		本協會同意《諮詢文件》第 355 至 362 段所述的建議贖回程序。
X. 前瞻性資料			



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



	51		本協會同意 SPAC 應須就有關 SPAC 併購交易的上市文件中所載的前瞻性陳述遵守現有的規定。
XI. 繼承公司股份的公開市場			
	52		本協會不同意繼承公司須確保其股份由至少 100 名股東持有，而非一般規定的 300 名股東，因為 300 名公眾股東才足以確保市場足夠公開。
	53		本協會同意繼承公司須符合以下現有規定：(a)任何時候其已發行股份總數至少有 25%是由公眾持有；及(b)於繼承公司上市之日，由首三名最大的公眾股東實益擁有的繼承公司由公眾人士持有的證券不得多於 50%。
	54		本協會認為《諮詢文件》第 380 及 382 段所述的股東分布建議不足以確保繼承公司的證券有公開市場，應跟隨現有公開市場規定確保其股份由至少 300 名股東持有。
XII. 禁售期			
	55		本協會同意對 SPAC 發起人於 SPAC 併購交易完成後出售其於繼承公司的持股設置限制，因為與現行法規一致。
	56	a	本協會同意聯交所應對 SPAC 發起人出售其於繼承公司的持股施加禁售期，由完成 SPAC 併購交易日期起計為期 12 個月。
		b	本協會同意發起人權證完成 SPAC 併購交易日期起計 12 個月內不得被行使。
	57		本協會同意對繼承公司控股股東於 SPAC 併購交易完成後出售所持股份設置限制。



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION



	58		本協會同意有關限制應跟從現時《上市規則》有關股份新上市後控股股東出售股份的規定。
(E) 《收購守則》的適用情況			
	59		本協會同意在 SPAC 併購交易完成之前，《收購守則》應適用於 SPAC。
	60		本協會同意倘若 SPAC 併購交易完成後將會導致 SPAC 併購目標的擁有人取得繼承公司 30%或以上的投票權，則在符合《諮詢文件》第 411 至 415 段所述例外情況及條件下，收購執行人員一般應豁免適用《收購守則》規則 26.1。
(F) 除牌條件			
	61		本協會同意聯交所應限定 SPAC 在 24 個月內刊發 SPAC 併購公告並在 36 個月內完成 SPAC 併購交易（見《諮詢文件》第 423 段）。
	62		本協會同意如果 SPAC 未能符合 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限，聯交所應將其停牌，並可以根據今天條例 61 條召開股東大會。
	63		本協會同意只要 SPAC 延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限的決定已在股東大會上經股東批准（SPAC 發起人及其各自的緊密聯繫人不得投票表決），則 SPAC 可向聯交所提出 6 個月的延期要求。
	64		本協會不同意如果 SPAC 未能(a) 在上述的適用期限（包括已獲延長的期限）內公布／完成 SPAC 併購交易（見第 423 至 428 段）；或(b) 在 SPAC 發起人出現重大變更後一個月內就該變更獲得所需的股東批准（見第 218 和 219 段），則 SPAC 的證券須停牌而且 SPAC 必須在停牌的一個月內按比例將在首次發售中籌



Established 1979

香港證券業協會 HONG KONG SECURITIES ASSOCIATION

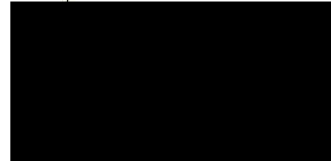


		集之款項的 100%另加應計利息全數退還給股東（不包括發起人股份持有人）。本協會認為是否加利息全數退還給股東應該由發起人根據市場反應決定，而不是硬性規定。
	65	本協會同意(a) 向股東退還有關資金後，SPAC 必須清盤；及(b) 聯交所應在 SPAC 清盤完成後自動取消其上市資格。
(G) 相應修改及豁免情況		
	66	本協會同意由於 SPAC 的性質，其應獲豁免遵守《諮詢文件》第 437 段所述的規定。
	67	本協會同意諮詢文件的建議，有關 SPAC 或代表其所作的上市申請不得於首次公開發售保薦人獲正式委任日期起計未足一個月（而非原本規定的兩個月）前呈交。
	68	本協會同意基於 SPAC 在相關期間內應並無經營業務，因此應豁免其在 SPAC 併購交易前遵守任何《上市規則》的披露規定，或為其修改任何規定。

本協會懇請閣下領導的聯交所就上述建議進行研究，期望能夠得到適切回應。謝謝！

端此，並頌
崇祺！

香港證券業協會
主席



李惟宏 敬啟

2021年10月29日