

諮詢文件

特殊目的收購公司



目錄

	頁次
摘要	1
第一章：背景	5
第二章：SPAC 的表現	14
第三章：潛在裨益	19
第四章：主要議題	24
第五章：可能的保障措施	29
引言	29
(A) 上市條件.....	30
I. 投資者的資格.....	30
II. 確保僅向專業投資者營銷及容許其買賣的安排	30
III. 交易安排.....	32
IV. 公開市場規定.....	34
V. SPAC 股份發行價.....	37
VI. SPAC 的集資規模.....	37
VII. 權證.....	39
(B) SPAC 發起人及 SPAC 董事	41
I. SPAC 發起人.....	41
II SPAC 董事	44
(C) 持續責任.....	46
I. 信託形式持有的資金	46
II. 發起人股份及發起人權證	47
III. 短暫停牌及停牌	49
(D) SPAC 併購交易規定	51
I. 應用新上市規定	51
II. SPAC 併購目標的資格.....	55
III. SPAC 併購目標的規模.....	55
IV. 獨立第三方投資	56
V. 攤薄上限.....	58
VI. 股東就 SPAC 併購交易投票表決.....	61
VII. 涉及關連 SPAC 併購目標的 SPAC 併購交易	62

VIII.	投票權與股份贖回權一致	64
IX.	股份贖回.....	65
X.	前瞻性資料	68
XI.	繼承公司股份的公開市場	70
XII.	禁售期	72
(E)	《收購守則》的適用情況	74
I.	SPAC 併購交易完成前.....	74
II.	SPAC 併購交易	75
III.	繼承公司.....	77
(F)	除牌條件.....	78
I.	期限.....	78
II.	清盤及除牌	80
(G)	相應修改及豁免情況	82
	釋義	84

附錄

- 附錄 A：私隱政策聲明
- 附錄 B：香港監管空殼公司的歷史
- 附錄 C：不同司法權區的比較
- 附錄 D：《上市規則》修訂建議

如何回應本諮詢文件

香港交易所全資附屬公司聯交所誠邀公眾人士在 **2021 年 10 月 31 日** 或以前，就本文件所討論事項或就其他可能會影響所討論事項的相關事項提出書面意見。

書面意見可透過以下網址和二維碼完成問卷呈交：

網址：https://hkex.syd1.qualtrics.com/jfe/form/SV_0AsFMSgQIMSZ9dk

二維碼：



如對是次諮詢有任何查詢，請致電：(852) 2840 3844。

回應者須注意，我們會在日後的諮詢總結內具名公開回應意見。若不願公開姓名 / 名稱，請於回應本文件時加以註明。有關我們處理個人資料的政策，見本文件附錄 A。

聯交所會將諮詢期內（至 **2021 年 10 月 31 日**）收到的回應意見加以考慮後再決定下一步的適當行動，屆時亦會刊發諮詢總結文件。

免責聲明

香港交易所及 / 或其附屬公司竭力確保本文件所提供的資料準確可靠，但不保證該等資料絕對正確可靠，對於任何因資料不確或遺漏又或因根據或倚賴本文件所載資料所作決定、行動或不行動而引致的損失或損害，香港交易所及 / 或其附屬公司概不負責（不論是民事侵權行為責任或合約責任或其他）。

摘要

目的

1. 本諮詢文件就修訂《上市規則》以在香港建立有關特殊目的收購公司(SPAC)的上市制度提出建議，並徵詢市場人士意見。本文作所用字詞的涵義載於下文「釋義」部分(見第84頁)。

背景

設立 SPAC 上市制度的理由

2. 透過 SPAC 進行上市通常被 SPAC 併購目標及其創始人視為較傳統首次公開發售吸引的另一方法，因為以這種方法上市或可縮短上市時間、提供較高的價格確定性及提升 SPAC 併購交易具體安排的靈活性，確保其符合 SPAC 併購目標及其創始人本身最大的利益。我們與持份者進行初步討論時，部分持份者表示現時不少上市申請人想以「雙軌」方式上市，即一方面申請透過傳統首次公開發售上市，另一方面也同時與數名 SPAC 發起人商討透過 SPAC 上市。
3. 美國上市 SPAC 的首次公開發售集資額於去年大幅上升，由 2019 年的 136 億美元升至 2020 年的 834 億美元¹。於 2021 年上半年，美國上市 SPAC 新股共 358 隻，首次公開發售所得款項達 1,110 億美元，已超過 2020 年全年數字(見第 45 及 46 段)。SPAC 上市數目急升後，美國證交會加強規管，部分人士相信這導致近期市場對 SPAC 的情緒回落(見第 57 至 62 段)。
4. 香港作為國際金融中心，與美國的證券交易所競逐爭取來自大中華及東南亞地區公司的上市。² 於過去三年，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(見第 107 至 110 段)。
5. 於香港引入 SPAC 上市制度與聯交所的策略一致，讓香港維持具競爭力的國際金融中心地位，繼續吸引大中華及東南亞公司於香港上市，否則這些公司可能會透過 SPAC 併購交易於其他地方上市。
6. 英國和新加坡最近均就完善或引入 SPAC 制度徵詢市場人士的意見(見第 64 至 68 段)。

設置保障的需要

7. 聯交所注意到美國證交會收緊了對美國上市 SPAC 的監管。美國證交會多次強調與 SPAC 上市有關的問題，包括對股東保障及披露標準的關注(見第 57 至 63 段)。這些都是 SPAC 架構(不管其在哪裡上市)常見的問題，所以亦是我們關注的問題。
8. 我們亦必須緊記美國與香港市場之間的重大分別。相較於美國，香港散戶參與市場的比例較高。此外，美國的監管制度較著重關注投資者透過私人訴訟遏阻舞弊行為的能力。因此，將美國的制度直接引入香港不一定適合或未必有利於維持香港市場質素。

¹ [SPAC Analytics](#)，取於 2021 年 4 月 16 日。

² 98.9%的香港上市發行人位於大中華或亞洲地區，其市值佔香港總市值的 96.1%。資料來源：彭博，取於 2021 年 8 月 31 日。

建議方針

9. 香港市場的聲譽是支撐香港作為具競爭力的國際金融中心的重要基石。香港市場向來以高質素的上市公司及穩定的交易市場買賣而聞名，吸引了更多一級發行人來港上市，以享有香港市場提供的較高估值及投資者提供的極高流動性。這聲譽有賴香港監管框架（包括《上市規則》）提供的保障。為維持此競爭力要素，香港必須設有相關保障措施，不僅要維持高質素市場的聲譽，更要將之提高。
10. 不少論者指出，近期美國 SPAC 急速崛起，造成 SPAC 供過於求，但可進行業務合併的 SPAC 併購目標公司卻相對有限。香港若像美國一樣出現 SPAC 上市供過於求的情況，可能會對 SPAC 發起人造成壓力，急於尋求進行低於標準的 SPAC 併購交易，反而削弱（而非加強）投資者可獲得的投資機遇，以後優質的新股可能會減少。
11. 在此基礎上，我們建議採取的做法，將有助確保只讓經驗豐富、聲譽良好、致力物色優質併購目標的 SPAC 發起人的 SPAC 上市。因此，本文件多項建議（如下文表 1 所概述）均旨在為 SPAC 上市申請人及 SPAC 併購目標公司設置較高的門檻。
12. 我們明白有關建議會使香港的 SPAC 上市制度比美國嚴格。然而，從我們於 2018 年進行的上市制度改革（允許生物科技公司、具有不同投票權架構的發行人及回流香港作第二上市的公司上市）可見，有關做法可達到非常成功的商業及監管效果。
13. 我們歡迎市場參與者就我們各項建議提供意見，協助我們制定可行的框架。

建議

14. 我們的主要建議概要載於下文表 1，詳情則載於第五章。實施有關建議所涉及的《上市規則》條文草擬本則載於本文件附錄 D。

表 1：設立 SPAC 上市制度的主要建議

主題	主要建議
進行 SPAC 併購交易前	
投資者的資格	• SPAC 證券將僅限專業投資者認購和買賣，並透過額外批准、監控及執行措施確保市場遵守這項規定 • SPAC 須將 SPAC 股份及 SPAC 權證各自分發予至少 75 名專業投資者，當中須有 30 名機構專業投資者
交易安排	• 首次發售日期起，SPAC 股份及 SPAC 權證可分開買賣，並透過若干額外措施減低與買賣 SPAC 權證有關的波動風險

主題	主要建議
攤薄上限	- 發起人股份以首次發售日期 SPAC 已發行股份總數的 20% 為上限，但可在繼承公司達到預設的表現目標後進一步發行最多 10% 的發起人股份（即提成部分）³ - 禁止發行可令持有人於行使後購買多於三分一股的權證 - 禁止： (a) 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%；及 (b) 所發行的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 10%
SPAC 發起人	- SPAC 發起人須符合適合性及資格規定，包括每家 SPAC 須有至少一名 SPAC 發起人為持有以下兩項的公司： (a) 由證監會發出的第 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 (b) 至少 10% 的發起人股份 - SPAC 發起人的任何重大變動均須經股東（不包括 SPAC 發起人及其緊密聯繫人）通過特別決議案批准。投票反對有關重大變動的股東須有股份贖回權。
集資額	SPAC 預期從首次發售集得的資金須至少達 10 億港元
SPAC 併購交易	
所有新上市規定全部適用	繼承公司將須符合所有新上市規定（包括委聘首次公開發售保薦人進行盡職審查、最低市值規定及財務資格測試）
獨立第三方投資	- 強制外來獨立 PIPE 投資，有關投資須： (a) 佔繼承公司預期市值的至少 25%（或至少 15%（若繼承公司於上市的前期市值超過 15 億港元））；及

³ 因此發起人股份總數以首次公開發售日期 SPAC 已發行股份的 30% 為限。

主題	主要建議
	(b) 使至少一家資產管理公司或基金（管理資產總值或基金規模至少達 10 億港元）於繼承公司上市之日實益擁有繼承公司至少 5% 的已發行股份
股東就 SPAC 併購交易投票表決	- SPAC 併購交易須於股東大會上經 SPAC 股東批准作實。於有關交易中擁有重大利益的股東⁴須放棄表決權，而若 SPAC 併購交易會使控制權有所轉變，SPAC 的任何原有的控股股東及其緊密聯繫人不得投票贊成該 SPAC 併購交易 - SPAC 股東只能贖回用於反對 SPAC 併購交易的 SPAC 股份
前瞻性資料	對 SPAC 併購交易的上市文件中任何前瞻性陳述採用現行規定，與首次公開發售的要求相同（包括申報會計師及首次公開發售保薦人須對有關陳述發出報告的要求）
繼承公司股份的公開市場	繼承公司須確保其股份由足夠數目的人士所持有，至少要有 100 名股東（而非新上市一般規定的 300 名股東）

徵求意見

15. 我們誠邀公眾人士對各項仍在制定階段的建議提出意見。聯交所對應否於香港實行 SPAC 制度並無既定立場，並希望藉本文件促動市場討論及收集公眾意見。我們將於考慮有關回應後刊發諮詢總結文件，詳列《上市規則》修訂的最終版本及落實建議的細節。市場人士回應時請說明理由。我們亦歡迎市場人士就本文件所載的前設條件及保障措施提出任何其他建議。

建議時間表及下一步

16. 如擬對本諮詢文件提出意見或回應，請於 **2021 年 10 月 31 日** 前提交。聯交所會考慮所收到的意見或回應，才決定下一步的適當行動並刊發諮詢總結文件。

⁴ 意思即指 SPAC 發起人及其緊密聯繫人不得投票表決。

第一章：背景

什麼是 SPAC？

17. SPAC 是一種殼股公司，透過首次公開發售集資，目的是在上市後一段預設時間（一般為兩年）內與一家營運中的公司的業務合併⁵。SPAC 本身並無業務運作，且除：(a) 首次公開發售所得款項⁶ 及 (b) 由 SPAC 發起人籌集以支付 SPAC 開支（見第 27 及 42 段）的資金外，並無其他資產。⁷
18. 除另有訂明外，下文所載為美國市場（SPAC 近年興起之市場）的做法。

SPAC 發起人

19. SPAC 一般由具有私募投資、企業融資及 / 或相關行業經驗的專業管理人（下稱 SPAC 發起人）組成。SPAC 投資者依靠 SPAC 發起人，物色一所適當的目標公司，再議定 SPAC 併購交易的條款，為他們的投資帶來回報⁸。

SPAC 單位

20. SPAC 一般會向首次公開發售投資者提供 SPAC 單位，由 SPAC 股份及 SPAC 權證（或 SPAC 權證的一部分）合訂而成⁹。SPAC 單位會以每個 10.00 美元的首次公開發售價發行。
21. SPAC 單位於首次公開發售時於證券交易所開始買賣，通常於 SPAC 招股章程刊發後的第 52 日便可拆分為 SPAC 股份及 SPAC 權證，再以不同的股票代碼買賣。¹⁰ 拆分 SPAC 單位與否通常是由單位持有人自行決定，而非自動進行。¹¹

SPAC 權證

⁵ 合併、股份交換、資產收購、股份購買、重組或其他形式的交易，統稱為「SPAC 併購交易」。

⁶ SPAC 首次公開發售所得款項通常會與透過發起人權證集得的資金分開保管。

⁷ 美國證交會，[《SPAC 須知 — 新投資者通告》\(What You Need To Know About SPACs - Updated Investor Bulletin\)](#)，2021 年 5 月 25 日（僅供英文版）。

⁸ 世達律師事務所(Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP)，[《SPAC：重塑歐洲公司的併購及首次公開發售》\(SPACs: Reshaping M&A and IPOs for European Companies\)](#)，2021 年 2 月 10 日（僅供英文版）。

⁹ 一個合訂單位可能包含不足一份的權證（每份權證均附有可購買完整一股 SPAC 股份的權利），或完整一份附有購買零碎 SPAC 股份權利的權證。

¹⁰ 美國凱來國際律師事務所(Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP)，[《SPAC 入門》\(A SPAC Primer\)](#)，2021 年 3 月 1 日（僅供英文版）；及註 7。

¹¹ 單位持有人須指示其經紀聯絡 SPAC 過戶代理，以將其 SPAC 單位拆分成 SPAC 股份及 SPAC 權證（有關例子請見日期為 2021 年 1 月 16 日的春華資本收購有限公司(Primavera Capital Acquisition Corporation) S-1 表格登記聲明(Form S-1 Registration Statement)，「有關證券的描述」(Description of Securities)，第 118 頁)。拆分 SPAC 單位後，不足一份的 SPAC 權證不會發行，只有完整的 SPAC 權證才會買賣。因此，若每個 SPAC 單位只有不足一份的零碎權證，投資者須購買足夠數目的 SPAC 單位才能收取或買賣完整的 SPAC 權證。

22. 將 SPAC 權證加入 SPAC 單位，用意是補償首次公開發售投資者在 SPAC 併購交易前未曾獲取的投資回報，因此 SPAC 權證常被視為吸引投資者參與 SPAC 首次公開發售的「甜頭」。¹² 若未有加入權證，機構投資者或寧願留待 SPAC 併購交易時參與一般都一同進行的上市後私募投資集資，屆時已對完成 SPAC 併購交易有更大確定性。
23. SPAC 權證會給予持有人權利，於指定時間按指定行使價購買一份 SPAC 股份（或不足一份 SPAC 股份）的權利。SPAC 權證發行時通常是「價外」權證，其行使價（通常為每股 11.50 美元）會高於一個 SPAC 單位的首次公開發售價格。
24. 於進行 SPAC 併購交易之前，自 SPAC 單位分拆出來的 SPAC 權證會按其本身的股票代碼於交易所買賣。
25. 完成 SPAC 併購交易後，視乎 SPAC 併購交易的架構，SPAC 權證可能會繼續生效而毋須更改條款，亦可能會被取消，再由繼承公司發行的權證（具有相同條款）取代。
26. SPAC 權證一般可於 SPAC 併購交易完成的 30 日後¹³ 或首次公開發售結束的 12 個月後¹⁴（以較後者為準）行使，並於 SPAC 併購交易的五年後失效。另外，SPAC 亦常規定，若 SPAC / 繼承公司的股份成交價高於某個指定的價格，則權證持有人必須行使其 SPAC 權證。¹⁵

SPAC 首次公開發售款項

27. 一般而言，透過 SPAC 發售集得的資金（減去與發售有關的費用及開支）會由計息信託

¹² 首次公開發售投資者若決定（於 SPAC 單位分拆為 SPAC 股份及 SPAC 權證後）於 SPAC 併購交易前出售或贖回其 SPAC 股份，其會獲補償由 SPAC 首次公開發售起至出售日期期間的投資額。見聯合研究第 24 頁及註 49。

¹³ SPAC 權證是否屬於《美國公認會計原則》(US Generally Accepted Accounting Principles)的《會計準則匯編》(Accounting Standards Codification，簡稱 ASC) 480-10-25-8 號項下的負債，須視乎行使有關權證後發行的股份是否可贖回。由於在 SPAC 併購交易完成後行使 SPAC 權證會導致繼承公司不可贖回的股份發行，訂明 SPAC 權證於 SPAC 併購交易完成後 30 日內不可行使將有助確保有關權證不會被視為 ASC 480-10-25-8 項下的負債（另見第 32 段）（請參閱德勤 [《有關 SPAC 交易的會計及美國證交會匯報考慮因素》\(Accounting and SEC Reporting Considerations for SPAC Transactions\)](#)，最後於 2021 年 9 月 14 日更新（僅供英文版））。

¹⁴ 這容許繼承公司可向美國證交會提交簡短登記聲明（表格 S-3），以於行使 SPAC 權證後登記發行股份的事宜。允許有關做法的條件是發行人成為申報公司已有至少 12 個月。發行人一般會選擇提交表格 S-3 而非表格 S-1（首次公開發售所須的登記聲明），因為所須的披露水平及審批程序較為簡單（見 SPAC Insider，[《美國證交會對 SPAC 使用表格 S-3 登記聲明的情況提出疑問》\(SEC Raises Questions on SPACs Use of Form S-3 Registration Statements\)](#)，2020 年 2 月 24 日，美國凱壽律師事務所(Arnold & Porter Kaye Scholer LLP)合夥人 Carol Anne Huff 著（僅供英文版））。

¹⁵ Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP，[《市場趨勢 2020/21：特殊目的收購公司》\(Market Trends 2020/21: Special Purpose Acquisition Companies \(SPACs\)\)](#)，「其他主要市場趨勢」(Other Key Market Trends)，2021 年 5 月 18 日（僅供英文版）。在經抽樣的大中華地區 SPAC 當中，全部均於其發行的 SPAC 權證條款中加入這方案。當中五間 SPAC 將成交價格門檻設於 16.5 美元；四間設於 18 美元；餘下一間則設於 24 美元。

戶口持有，直至 SPAC 併購交易完成或該 SPAC 清盤為止。

SPAC 併購交易

28. SPAC 上市後，SPAC 發起人會物色 SPAC 併購目標，並與其管理層磋商進行 SPAC 併購交易的條款。
29. 成功完成磋商後，SPAC 會就 SPAC 併購交易的條款訂立意向書 / 條款說明書，並就有關條款向 SPAC 及 SPAC 併購目標的董事會尋求批准。
30. 一般而言，SPAC 亦要就 SPAC 併購交易於股東大會尋求 SPAC 股東的批准。¹⁶SPAC 須向股東發出股東投票說明書或（若交易涉及換股）S-4 登記表格（包括股東投票說明書及招股章程），以尋求上述批准。於發出有關文件前，SPAC 須向美國證交會提交此文件的草擬本供其審批，以及回答美國證交會提出的任何問題。
31. 若 SPAC 併購交易獲 SPAC 股東批准，因有關交易而組成的公司會成為上市發行人並取代原來的 SPAC。SPAC 的股票代碼亦會改變，以反映發行人的名稱。一般而言，SPAC 併購交易會使 SPAC 併購目標的擁有人成為新發行人的控股股東。

股份贖回權

32. 就建議的 SPAC 併購交易尋求批准時，SPAC 會給予其股東權利，以贖回其所持 SPAC 股份，並按比例取回 SPAC 信託戶口持有的資金。¹⁷
33. SPAC 股東不一定要投票反對 SPAC 併購交易才能贖回其持股。SPAC 股東即使投票贊成 SPAC 併購交易，仍可選擇贖回其 SPAC 股份。
34. 聯合研究發現，在其 2019 至 2020 年的同一群研究對象中，贖回率的平均數及中位數分別為 58% 及 73%，當中四分之一的贖回率達 95% 以上。聯合研究亦發現，平均而言，在 SPAC 的機構投資者當中，92%（中位數為 98%）都會在 SPAC 併購交易結束前，透過贖回股份或向市場出售其股份，並退回其 SPAC 持股。¹⁸

上市後私募投資交易

35. SPAC 投資者擁有股份贖回權，再加上實際贖回率偏高（見上一段），使 SPAC 難以確定可用於達成 SPAC 併購交易條款的現金金額。所以，不少 SPAC（根據聯合研究，有關百分比為 83%）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，減輕上述顧慮。
36. SPAC 及 SPAC 併購目標通常會預備簡報，向同意將有關資料保密的準 PIPE 投資者進行匯報。然後，PIPE 投資者會與 SPAC 就 PIPE 交易訂立認購協議，有關協議會與 SPAC 併購交易協議同時簽署，並於簽署後立即公布。¹⁹
37. PIPE 投資者一般會按 SPAC 首次公開發售價格（即每股 10 美元）認購 SPAC 股份（無

¹⁶ SPAC 亦可能要取得 SPAC 併購目標股東的批准。這視乎 SPAC 併購目標於章程賦予其股東的權利而定。SPAC 可能與主要的 SPAC 併購目標股東訂立了協議，投票贊成 SPAC 併購交易。

¹⁷ 這一般會使 SPAC 投資者就其持有的股份獲得每股 10 美元。

¹⁸ 聯合研究，第 16 及 17 頁。機構投資者被定義為提供美國證交會 13F 季度報告的人士。

¹⁹ 摩根路馬斯律師事務所(Morgan, Lewis & Bockius LLP)，[《透過 SPAC 上市：現時 SPAC 保薦人及私人公司面對的問題》\(Going Public through a SPAC: Current Issues for SPAC Sponsors and Private Companies\)](#)，2020 年 12 月 2 日（僅供英文版）。

權證)²⁰。自 PIPE 交易集得的資金，一般而言平均佔 SPAC 為 SPAC 併購交易集得的全部外來資金（首次公開發售及 PIPE 交易）的 40% 左右。²¹ 聯合研究發現，在作為研究對象的 SPAC 當中的三分之一，其所籌集的資金大部分來自 PIPE 交易。

未能於 SPAC 的有效期內完成 SPAC 併購交易

38. SPAC 於首次公開發售刊發的招股章程中，會載有該 SPAC 完成 SPAC 併購交易的期限（通常為 24 個月）。其若未能於有關期限內完成 SPAC 併購交易，則必須：尋求 SPAC 股東批准延長該 SPAC 的有效期（通常為一年）；或將該 SPAC 清盤。若選擇清盤，SPAC 的投資者會按比例獲得該 SPAC 信託戶口持有的資金，而其 SPAC 權證會失去價值。²² 清盤後，SPAC 發起人會失去其於 SPAC 投資的價值（見下文第 42 段）。

SPAC 發起人誘因

發起人股份

39. SPAC 發起人會支付小量金額（通常為 25,000 美元）作為發起人股份。於首次公開發售結束時，這批股份通常約佔 SPAC 流通股份的 20%。這些股份一般編定為「B 類」股份，待將來進行 SPAC 併購交易時按一對一的基準（若有股份分拆、股息及其他調整則作別論）轉換為 SPAC 股份。這種分配發起人股份的做法被稱為「發起人獎勵」（the Promote），有助推動 SPAC 發起人成功完成 SPAC 併購交易。
40. 在 SPAC 上市備受追捧之際，美國的 SPAC 最近興起一股趨勢：為求與其他 SPAC 提供的「發起人獎勵」不同，SPAC 力求使 SPAC 發起人與 SPAC 投資者的利益盡可能一致。例如發起人獎勵（或當中一部分）可能要取決於繼承公司的表現，只有在該公司股份在預定的時間內達到若干預定門檻的情況下才可以獲取「提成」。
41. 發起人股份的權利一般與 SPAC 股份相同（包括有權就 SPAC 併購交易投票表決）。然而，發起人股份設有合約轉移方面的限制，且不附帶贖回股份或參與 SPAC 清盤的權利（見第 32 及 38 段）。²³ 轉售有關股份須根據《證券法》登記，或在獲豁免登記的情況下進行。²⁴

發起人權證

42. SPAC 發起人一般會購買發起人權證（作為單位（一般稱為「私人單位」或「私人配售單位」）的一部分或單獨購買（見第 299 段）），其價值足以涵蓋 SPAC 首次公開發售的包銷費、其他發售開支及物色 SPAC 併購目標所須的開支。有評論表示，SPAC 發起人相關的風險投資，一般佔首次公開發售所得款項總額的 2.3% 至 3.0%。
43. 發起人權證由 SPAC 發起人以私募方式（會於首次公開發售結束時一同結束）購買。發

²⁰ 孖士打（美國伊利洛伊州）（Mayer Brown LLP），[《十大實用技巧：SPAC 的 PIPE 交易》（Top 10 Practice Tips: PIPE Transactions by SPACs）](#)，2020 年 10 月 25 日（僅供英文版）。

²¹ 根據瑞士信貸集團股份有限公司，就 18 家於 2020 年 4 月至 2021 年 5 月宣布進行 SPAC 併購交易的 SPAC 而言，其進行的 PIPE 交易所計算出來的平均數；及聯合研究結果，第 15 頁。

²² 這一般會使 SPAC 投資者就其持有的股份獲得每股 10 美元。

²³ 在部分個案中，發起人股份的持有人亦無法建議或投票贊成有關公眾股東股份贖回權的 SPAC 條款修訂。

²⁴ 見註 10 的第一份參考資料。

起人權證被分類為「受限制證券」，因此不得於市場上轉售。此外，SPAC 發起人通常會同意於完成 SPAC 併購交易後的 30 天內不轉讓或出售發起人權證。

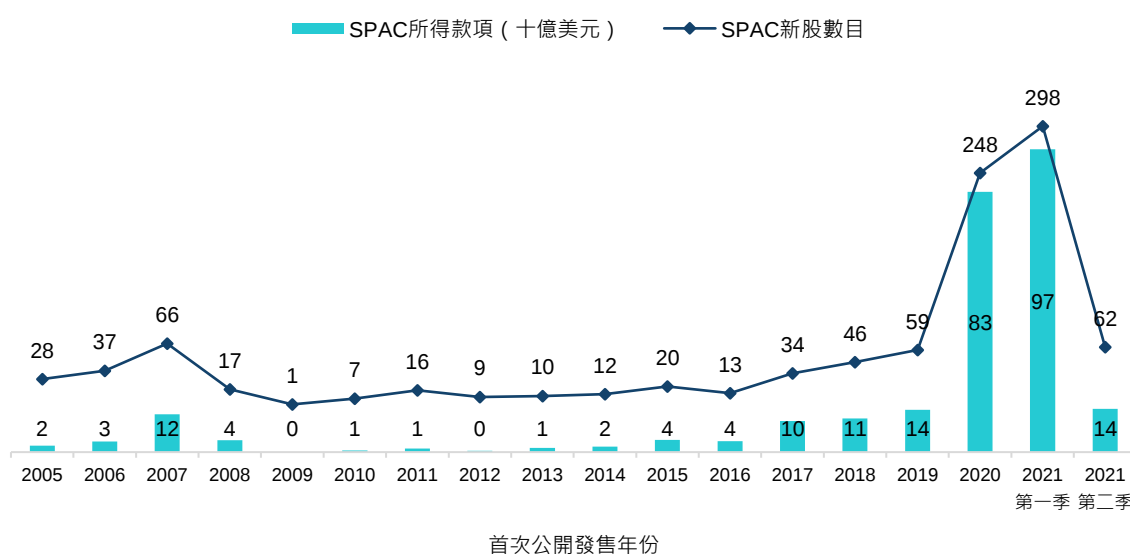
44. 發起人權證的條款通常較 SPAC 權證有利。舉例而言，(a) 若 SPAC / 繼承公司股份的成交價高於指定價格，發起人權證亦通常不是必須行使 (見第 26 段)²⁵ 及 (b) 其可按無現金基準行使 (即交出發起人權證以支付行使價，從而獲得若干數目的 SPAC 股份)。然而，發起人權證可行使及換股的時間，一般與 SPAC 權證相同 (見第 26 段)。

近期 SPAC 發行之急升情況

美國市場

45. 美國上市 SPAC 發行之量於 2017 年至 2019 年有所上升，至 2020 年更急劇飆升。SPAC 首次公開發售所得款項由 2017 年的 100 億美元上升至 2019 年的 136 億美元，再升至 2020 年的 834 億美元²⁶。於 2021 年上半年，美國上市 SPAC 新股共 358 隻，首次公開發售所得款項達 1,110 億美元，超過 2020 年全年數字 (見圖 1)。

圖 1：2005 年至 2021 年上半年期間美國 SPAC 首次公開發售所得款項及新股數目



(資料來源：普華永道²⁷及安永²⁸，取自 2021 年 7 月 13 日；及 Dealogic，取自 2021 年 4 月 15 日)

²⁵ 若 SPAC 向權證持有人發出贖回通知，權證持有人可於預定的贖回日期前行使 SPAC 權證。SPAC 亦可選擇要求權證持有人按無現金基準行使權證。

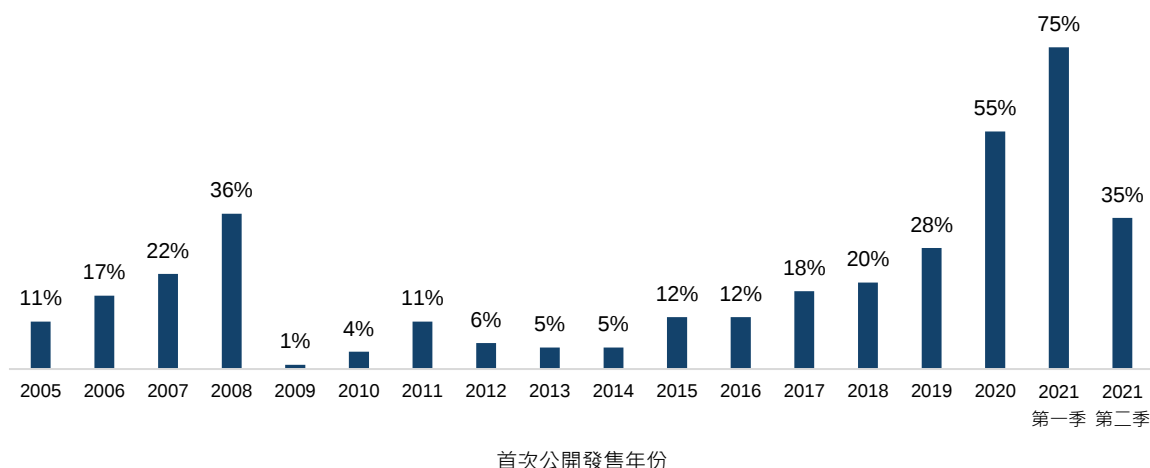
²⁶ [SPAC Analytics](#)，取於 2021 年 4 月 16 日。

²⁷ 普華永道，[《2021 年第二季資本市場透視》\(Q2 2021 Capital Markets Watch\)](#) (僅供英文版)。

²⁸ 安永，[《全球首次公開發售趨勢：2021 年第二季》\(Global IPO Trends: 2021 Q2\)](#) (僅供英文版)。

46. 2005 年 2019 年間 (包括首尾兩年) · SPAC 每年平均佔全部美國新股的 14% (按新股數目計) · 2020 年升至 55% · 2021 年上半年再升至 62% (見圖 2)。

圖 2 : 2005 年至 2021 年上半年 SPAC 佔全部美國新股的百分比 (按新股數目計)



(資料來源：普華永道²⁹，取於 2021 年 7 月 13 日；及 SPAC Analytics，取於 2021 年 4 月 16 日)

其他市場

47. 2020 年，英國只有兩隻 SPAC 新股上市，其他歐洲的交易所亦只有兩隻。但到了 2021 年上半年，英國和歐洲其他地方已分別有兩隻及 15 隻 SPAC 新股上市³⁰。儘管歐洲的 SPAC 新股數目遠少於美國，但歐洲的交易所報稱，市場於 2021 年對 SPAC 股上市的興趣愈來愈大。據報，德意志交易所預期，2021 年全年至少會有 12 隻 SPAC 新股上市³¹。部分投資銀行表示，2021 年下半年歐洲預期會有超過 30 隻 SPAC 新股上市，當中包括多達 15 隻待英國一經落實放寬有關 SPAC 的規則後便會在英國上市的 SPAC 新股 (見第 67 段)。³²
48. 儘管區內接納 SPAC 上市的國家不多 (馬來西亞及南韓)，亞洲投資者對 SPAC 新股的興趣亦愈來愈大。亞洲區 SPAC 發起人的 SPAC 新股數目，由 2016 年的零隻增至 2020 年的八隻。這些 SPAC 於 2020 年的集資額約為 15 億美元³³。
49. 愈來愈多在美國上市的 SPAC 亦已在亞洲 (包括大中華地區) 物色 SPAC 併購目標 (見第 109 段)。

²⁹ 普華永道，[《2021 年第二季資本市場透視》\(Q2 2021 Capital Markets Watch\)](#) (僅供英文版)。

³⁰ 標普智匯(S&P Global Market Intelligence)，取於 2021 年 7 月 29 日。

³¹ 標普智匯(S&P Global Market Intelligence)，[《歐洲證券交易所預期 SPAC 會於 2021 急升，但升幅不如美國》\(European stock exchanges expect SPAC surge in 2021, but not at US scale\)](#)，2021 年 3 月 29 日 (僅供英文版)。

³² 路透社，[《全球收緊 SPAC 監管之際，英國放寬 SPAC 規則》\(Britain eases SPAC rules as global watchdog puts sector on watch\)](#)，2021 年 7 月 28 日 (僅供英文版)。

³³ Dealogic，取於 2021 年 3 月 26 日。

近年 SPAC 發行量上升的潛在原因

市場波動

50. 於 2008 年及 2020 年，SPAC 新股在美國所有新股的佔比偏高（分別達 36% 及 46%）³⁴。該兩年都因全球性的事件（即全球金融危機及新冠肺炎疫情）造成市場大幅波動。若干市場評論指出，業務中斷、失業率創新高和市況難以預測，都可能會驅使公司加快集資，以維持償債能力及變現能力。
51. 在這些時候，SPAC 的吸引力可能較傳統新股高，因為 SPAC 被認為可提供較高的價格確定性，且可以更快取得資金（有關 SPAC 潛在裨益的討論詳見第三章）。

投資者興趣

52. 市場上亦有論者指出，與新冠肺炎疫情相關的封城情況引發散戶交投活動激增，亦使投資者對非傳統及初創企業有更大興趣。這些企業包括綠色科技、體育博彩或電動車製造商，通常都缺乏掛牌上市的可比對象，業務模式亦不及首次公開發售申請人成熟。³⁵
53. 有評論表示，相較於傳統首次公開發售，上述類型的企業較適合透過 SPAC 上市，因為專業 SPAC 發起人可能較首次公開發售的公眾投資者，更擅於為有關企業編配公平的價值（另見第 104 段）。

2021 年第二季 SPAC 發行量下跌的潛在原因

監管審查及訴訟風險

54. 2021 年第一季 SPAC 熱潮的終結正好碰上美國證交會於 2021 年 4 月加強對美國 SPAC 活動的監管（見第 59 至 60 段）。有評論表示這使 SPAC 面臨較高的訴訟風險，抑制了 SPAC 上升的趨勢。

私人投資

55. SPAC 發行量於 2020 年至 2021 年第一季上升，使尋求 SPAC 併購目標的 SPAC 愈來愈多。有評論指出，SPAC 併購目標的估值愈來愈高，促使 PIPE 投資者延遲其投資，以圖就 SPAC 併購交易爭取較有利的條款。PIPE 資金的減少，亦被指是美國 SPAC 新股升勢於 2021 年第二季放緩的部分原因。
56. 市場亦有評論表示，PIPE 投資的流動性低不足（受限於 SPAC 併購交易的時間及禁售期）及 SPAC 股價表現不佳（見第 77 至 78 段），都可能是近數個月窒礙 SPAC 集資的因素。

監管方面最新發展

美國

57. 在美國，SPAC 上市數目急升後，美國證交會加強監管³⁶。有評論表示這使市場對 SPAC

³⁴ 見圖 2。

³⁵ 例如電動車製造商 Fisker Inc 及網上博彩平台 Draftkings Inc。

³⁶ 美國證交會，[《證券法下的 SPAC、首次公開發售及責任風險》\(SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws\)](#)，於 2021 年 4 月 8 日由 John Coates（企業融資部代理總監）編撰（僅供英文版）。

的興趣銳減。³⁷

58. 2021年3月10日，美國證交會旗下的投資者教育與宣傳辦公室提醒投資者切勿僅因有名人參與便作出有關 SPAC 的投資決定。³⁸
59. 一個月後，於2021年4月8日，美國證交會企業融資部代理總監就 SPAC 的申請及披露中所載的前瞻性資料作出公開聲明³⁹。美國證交會指出，就美國而言，SPAC 其中一項相較傳統首次公開發售的一個優勢是，若 SPAC 於其就 SPAC 併購交易提交予美國證交會的申請中加入前瞻性資料，其可利用由美國《私人證券訴訟改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act) 提供的「避風港」，保障其免受後續的私人訴訟責任。對此說法，美國證交會表示：
- 「...最好的已是言過其實，但最壞的可能會造成嚴重誤導。事實上，在某程度來說，基於 SPAC 架構的潛在利益衝突，牽涉其中的人所面對的責任風險，反比傳統首次公開發售更高。」
60. 不久後，美國證交會於2021年4月12日就有關由 SPAC 發行的權證的會計及匯報考慮因素刊發員工聲明⁴⁰。總會計師辦公室根據有關由 SPAC 發行的權證條款的實況，得出以下結論：根據《美國公認會計原則》(US GAAP) 指引，SPAC 權證應被歸類為按公平值計算的負債，而非股權。
61. 2021年5月25日，投資者教育與宣傳辦公室更新了有關「SPAC 須知」(What You Need to Know About SPACs) 的投資者公告，以向投資者提供有關投資 SPAC 的知識，包括 SPAC 發起人及相關人士的經濟利益及動機。⁴¹
62. 翌日，美國證交會主席於美國眾議院小組委員會會議中作證。他引述聯合研究的結果 (SPAC 發起人獎勵會產生重大攤薄及成本)，表示其已就有關範疇的規則或指引，要求員工研究可向美國證交會提出的建議。他亦表示美國證交會會密切注視 SPAC 的每一個階段，以確保投資者受到保障。⁴²
63. 2021年7月13日，美國證交會宣布向一家 SPAC、其 SPAC 發起人、相關 SPAC 併購目標及其各自的行政總裁提出訴訟，指控其就一項擬進行的 SPAC 併購交易，於投資者

³⁷ 《金融時報》，[《有關 SPAC 的估算：監管機構會否使升勢放緩？》\(A reckoning for SPACs: will regulators deflate the boom?\)](#)，2021年5月4日 (僅供英文版)。

³⁸ 美國證交會，[《名人參與 SPAC – 投資者警示》\(Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert\)](#)，2021年3月10日 (僅供英文版)。

³⁹ 見註 36。

⁴⁰ 美國證交會，[《有關由特殊目的收購公司發行的權證的會計及匯報考慮因素的員工聲明》\(Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies\)](#)，於2021年4月12日由 John Coates (企業融資部代理總監) 及 Paul Munter (代理總會計師) 編撰 (僅供英文版)。

⁴¹ 見註 7。

⁴² 美國證交會，[《向美國眾議院撥款委員會金融服務及一般政府小組委員會作出的證供》\(Testimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government, U.S. House Appropriations Committee\)](#)，於2021年5月26日由主席 Gary Gensler 編撰 (僅供英文版)。

簡報及美國證交會申請文件中作出誤導性陳述。⁴³ 美國證交會主席於新聞稿中表示：

「有關個案顯示了 SPAC 交易的內在風險：在 SPAC 合併時很可能會獲取大額盈利的人，可能不會進行充足的盡職調查並誤導投資者。」

新加坡

64. 新交所於 2021 年 3 月 31 日刊發《有關特殊目的收購公司的建議上市框架諮詢文件》(Consultation Paper on Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies)。⁴⁴ 《新交所諮詢文件》就引入 SPAC 於新交所主板上市的主要上市框架之建議徵詢公眾意見，當中述及可能為少數股東提供的保障。
65. 新交所表示，其因應近年美國 SPAC 上市的市場發展及亞太區的潛在併購機遇而進行有關諮詢，又指其收到市場人士一再表示對在新加坡資本市場引入 SPAC 愈感興趣，認為 SPAC 可為資本市場參與者帶來利益，並可成為於新加坡及亞太區集資時，除卻傳統首次公開發售以外的另一種可行方法。
66. 2021 年 9 月 2 日，新交所對就《新交所諮詢文件》所收到的意見刊發回應。有關其 SPAC 制度的規則於 2021 年 9 月 3 日生效。於本文件「可能的保障措施」一節中，我們就建議中的每項保障措施列出新交所的相應 SPAC 制度作比較。

英國

67. 英國金融市場行為監管局於 2021 年 4 月 30 日刊發了其 SPAC 上市規則的修訂建議。⁴⁵ 這份《英國諮詢文件》指出，金融市場行為監管局旨在為投資者保障水平較高的 SPAC 提供另一種進入市場的途徑。金融市場行為監管局表示，這應該會使風險減低至一定的水平，使其一般毋須於 SPAC 找到潛在收購目標時暫停其上市地位，而這正是現時美國與英國 SPAC 制度的主要差別。
68. 金融市場行為監管局於 2021 年 7 月 27 日就《英國諮詢文件》刊發總結。經修訂的 SPAC 規則及指引於 2021 年 8 月 10 日生效。在本文件「可能的保障措施」一節中，我們就建議中的每項保障措施列出英國經修訂的 SPAC 規則作比較。

⁴³ 美國證交會，[《SEC 控告 SPAC、保薦人、合併目標及行政總裁就建議的業務合併作出誤導性的披露》\(SEC Charges SPAC, Sponsor, Merger Target and CEOs for Misleading Disclosures Ahead of Proposed Business Combination\)](#)，2021 年 7 月 13 日（僅供英文版）。

⁴⁴ 新交所，[《諮詢文件 – 有關特殊目的收購公司的建議上市框架》\(Consultation Paper – Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies\)](#)，2021 年 3 月 31 日（僅供英文版）。

⁴⁵ 英國金融市場行為監管局，[《特殊目的收購公司的投資者保障措施：上市規則修訂建議》\(Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules\)](#)，2021 年 4 月 30 日（僅供英文版）。

第二章：SPAC 的表現

69. 本章旨在檢視 SPAC 在其他市場的表現，以及將其與傳統新股的表現作比較。

SPAC 併購率

70. 在美國，SPAC 併購率（指 SPAC 完成收購的百分比）一直在較高水平。截至 2021 年 7 月 12 日，2015 至 2018 年間，在美國上市的 113 家 SPAC 當中（因此至少經過了 SPAC 一般為期兩年的收購期限），有 102 家（90%）已完成收購。⁴⁶

表 2: 2015 年至 2021 年*（包括首尾兩年）上市的 SPAC 的情況

年份	全年首次公開發售總數	SPAC 併購交易：		
		上市後已公布	上市後已完成	上市後已清盤
2015	20	0	17	3
2016	13	0	11	2
2017	34	0	31	3
2018	46	2	43	1
2019	59	12	42	1
2020	252	96	56	0
2021*	366	42	1	0
合計	790	152	201	10

*數據截至 2021 年 7 月 12 日

（資料來源：SPACInsider，取於 2021 年 7 月 12 日）

71. 2015 至 2018 年間（包括首尾兩年）在美國上市的 SPAC 發行人，平均花 22 個月完成 SPAC 併購交易。⁴⁷

72. 截至 2021 年 7 月 12 日，2015 至 2018 年間在美國上市的 SPAC 中，只有小部分（8%）因無法在期限內完成業務併購，須贖回流通在外的公開股票然後清盤。⁴⁸

⁴⁶ [SPACInsider](#)，取於 2021 年 7 月 12 日。

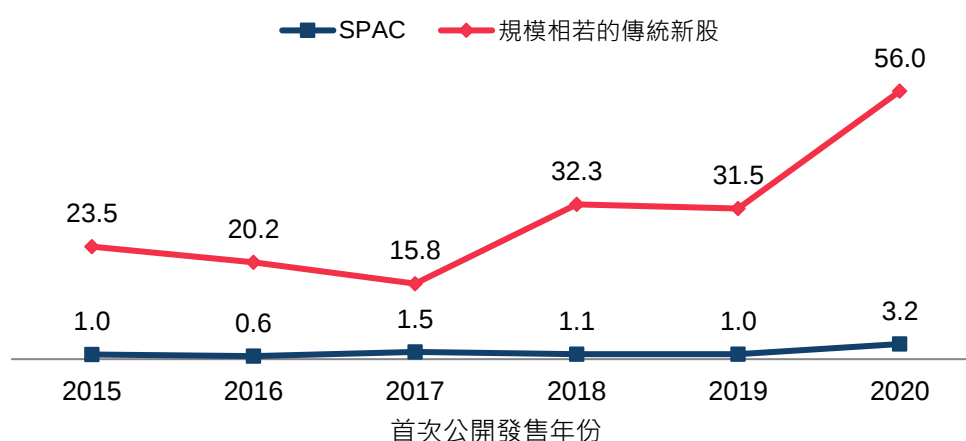
⁴⁷ 見註 33。

⁴⁸ 見註 46。

SPAC 併購前表現

73. 進行 SPAC 併購交易前的 SPAC 股價相當穩定。在交易公布前的階段，只有小部分 SPAC 錄得強勁回報或大幅虧損。截至 SPAC 併購交易公布前，SPAC 股價相較首次公司發售價格的平均超額回報不多於 10%。⁴⁹
74. 就上市後的股價表現而言，SPAC 普遍落後於傳統新股。2015 至 2020 年間（包括首尾兩年），在美國上市而規模與大部分 SPAC 上市繼承公司相若⁵⁰的傳統新股，股價在上市後首月平均升 25.15%。⁵¹ 相反，同期在美國上市的 SPAC，在上市之日起計首月的平均回報率低許多，只有 2.32%（見圖 3）⁵²。
75. SPAC 的表現不佳，可由以下原因解釋：SPAC 的性質為沒有業務經營的現金資產公司，其股價表現不受行業表現變化、自身財務狀況及前景等因素影響。

圖 3：2015 年至 2020 年上市的 SPAC 與傳統新股公司上市首月平均回報率 (%)



（資料來源：Dealogic 及彭博，取於 2021 年 3 月 26 日）

76. 在 SPAC 併購交易前，SPAC 新股僅有微小回報，可能是因為 SPAC 新股提供了「下行保護」，讓投資者在 SPAC 併購交易前有權贖回其在 SPAC 單位中的股份。

SPAC 併購後表現

77. 聯合研究顯示，SPAC 在合併後的股價表現普遍遜於傳統新股。2019 年 1 月至 2020 年 6 月期間（包括首尾兩月）合併的 47 家美國上市 SPAC 中，合併後三個月的平均回報率⁵³ 為 -2.9%，較同期的復興資本首次公開發售指數（Renaissance Capital IPO Index，用以追蹤美國新股上市後兩年的股價表現）低 13.1 個百分點。

⁴⁹ 納斯達克經濟研究，[《SPAC—前所未有的高速進程》\(A Record Pace for SPACs\)](#)，2021 年 1 月 21 日（僅供英文版）。

⁵⁰ 所得款項總額介於 1 億美元至 40 億美元的首次公開發售。

⁵¹ 彭博，取於 2021 年 3 月 26 日。

⁵² 見註 33。

⁵³ 每宗 SPAC 併購交易獲股東批准合併後三個月的股價回報。

78. 2020 年成功完成收購的美國上市 SPAC 中，收購後六個月的、與標普 500 指數比較的超額回報率中位數為負 27 個百分點，其中最高及最低的回報率分別較標普 500 指數的回報高 135 個百分點和低 108 個百分點。這顯示不同大小的 SPAC 存在廣泛的股價表現。⁵⁴

回報較高的 SPAC 發起人類型

79. 根據聯合研究，具備「高質素」SPAC 發起人（定義見下段）的 SPAC，在收購完成後的回報率高於其他 SPAC。表 3 列出該項發現，透過對比 2019 年 1 月至 2020 年 6 月期間（包括首尾兩月）進行合併的 47 家美國上市 SPAC 在合併後的平均回報率，顯示「高質素」與「非高質素」SPAC 發起人的差異。
80. 「高質素」SPAC 發起人指的是與名列 PitchBook⁵⁵、管理資產總值達 78 億港元或以上的基金相關的人士，又或是財富 500 強公司的前總裁/高級管理人員。⁵⁶ 2019 年 1 月至 2020 年 6 月期間（包括首尾兩月）進行合併的 47 家美國上市 SPAC 中，有 24 家的發起人符合「高質素」這一定義。

表 3：2019 年 1 月至 2020 年 6 月期間（包括首尾兩月）進行合併的 47 家美國上市 SPAC 在合併後的平均回報

SPAC 發起人類別	3 個月平均回報	6 個月平均回報	12 個月平均回報
高質素	+31.5%	+15.8%	-6.0%
非高質素	-38.8%	-37.6%	-57.3%
總計	-2.9%	-12.3%	-34.9%

（資料來源：聯合研究，第 34 頁。）

SPAC 的股價波動

SPAC 併購前的 SPAC 股價波動

81. 大部分在美國上市的 SPAC，在進行 SPAC 併購交易前的股價波動與債券類似，波幅小而股價只徘徊於首次公開發售價。⁵⁷ 相反，2020 年美國傳統新股在首個交易日的平均回報率為 38%，價格變化及波動也大許多。⁵⁸ 儘管如此，個別 SPAC 也有受市場謠言影響，推動其股價超出贖回價。
82. 市場觀察到，部分 SPAC 在傳出合併消息後旋即出現股價大升的現象。例如在 2020 年

⁵⁴ 高盛全球投資研究，[《首次公開發售 SPAC 透視》\(The IPO SPAC-tacle\)](#)，2021 年 1 月 28 日（僅供英文版）。

⁵⁵ [PitchBook Data, Inc.](#)，一家私募及公開金融市場數據供應商。

⁵⁶ 包括財富 500 強（美國最大的 500 家公司）以及財富世界 500 強（全球最大的 500 家公司）。見聯合研究，第 33 頁。

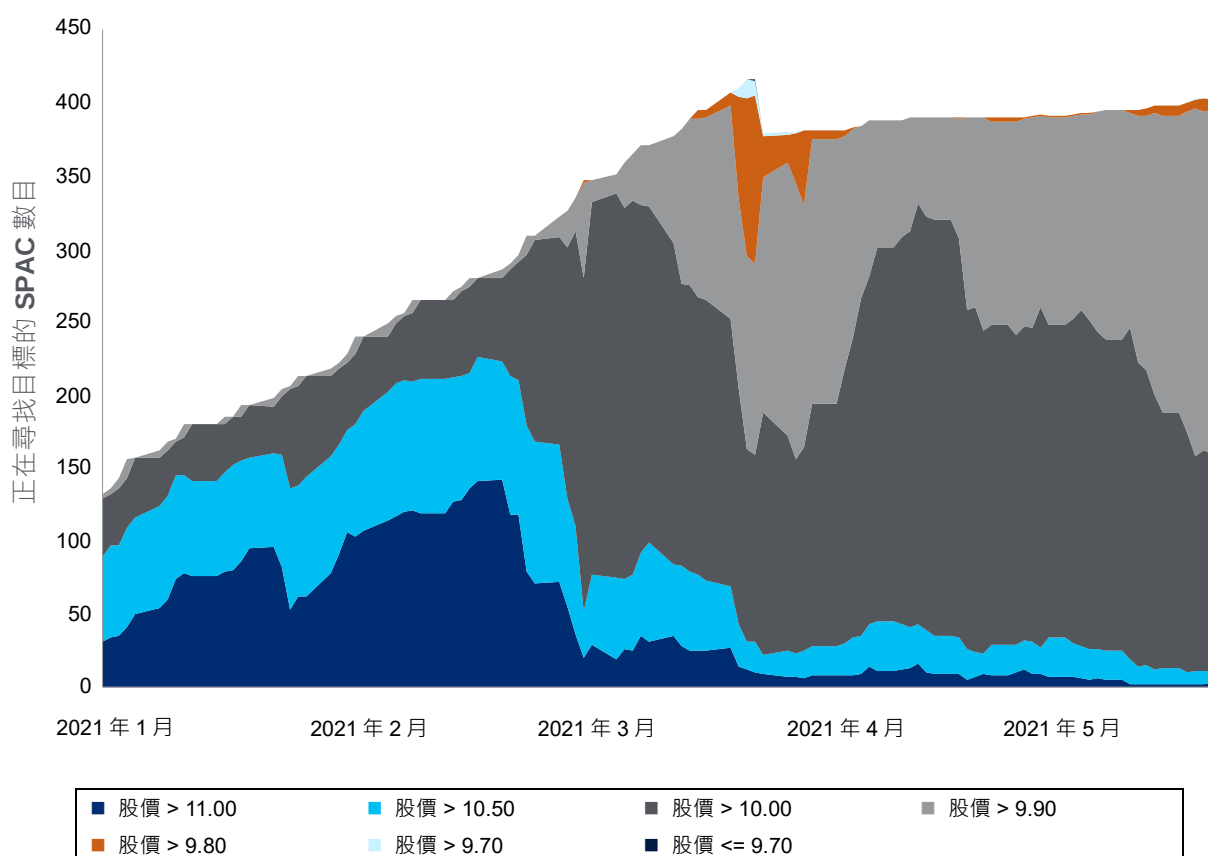
⁵⁷ 見註 49。

⁵⁸ 納斯達克經濟研究，[《新股上市首日股價升幅趨勢》\(Trends in IPO Pops\)](#)，2021 年 3 月 4 日（僅供英文版）。

12 月，類似的消息傳出後，一家 SPAC 的股價上漲至 13 美元以上，兩周後在建議的 SPAC 併購目標確認該消息後，該家 SPAC 的股價進一步攀升至 17.22 美元的歷史新高（較 10 美元的發行價高出 72%）。隨著合併傳言平息，該家 SPAC 的股價跌至 10.50 美元的低位（較歷來最高價低出 39.6%）。直至 2021 年 4 月，市場傳出另一宗合併傳言時，股價重拾升勢，單日升了 12.7%。在 SPAC 股價高於 10 美元時購入股份的投資者，由於只能以 10 美元贖回股份，若行使股份贖回權便可能會承受重大損失（有關 SPAC 股份的價格波動風險，見第 120 及 121 段）。

83. 尚在找尋 SPAC 併購目標的 SPAC，在 2021 年首兩個月的成交價一度高漲，但在監管機構加強審查後便即應聲下跌。然而，由於有信託戶口持有的現金作抵押，大部分 SPAC 的股價始終離發售價不遠（通常最多跌 3% 至 5%）。3 月末至 4 月中期間，監管審查進一步收緊，使 SPAC 股價再次急跌，但不久後便回復至原先水平（見圖 4）。

圖 4：美國上市的 SPAC 股價波動（2021 年 1 月至 5 月）



（資料來源：花旗的市場事件驅動部(Event-Driven Desk)，取於 2021 年 5 月 21 日）

SPAC 臨近完成 SPAC 併購時的股價波幅

84. 一般而言，在完成 SPAC 併購交易時，或在臨近完成前的最後階段期間，SPAC 的回報波動最大。2020 年完成收購的 55 家 SPAC 於合併公告發布起計一個月內的股價表現，

相對於標普 500 指數而言，其超額回報⁵⁹的標準差（波幅）高達 40%⁶⁰，而同年標普 500 指數的每月波幅只有 9.6%。⁶¹

SPAC 權證的價格波動

85. 與大部分的股份權證相同，SPAC 權證一般較 SPAC 股份有較高的波動性。研究顯示，在 SPAC 上市後，其權證價格旋即出現較大波動，而當 SPAC 併購交易的期限臨近時，權證價格的波動更會逐步增加。這可能是因為期限屆滿後 SPAC 或要清盤，屆時 SPAC 權證將會失去價值。⁶²

⁵⁹ 股東批准合併各 SPAC 併購交易後一個月的股價回報（超過同期標普 500 指數回報的部分）。

⁶⁰ 見註 54。

⁶¹ 見註 54。

⁶² 見註 49。

第三章： 潛在裨益

86. 本章載述香港設立 SPAC 上市制度的潛在裨益。

對 SPAC 投資者的裨益

87. 典型的 SPAC 架構設有以下機制保障 SPAC 投資者的利益。

股份贖回權

88. 一旦 SPAC 物色到 SPAC 併購交易機會，SPAC 的單位持有人便可選擇：成為由 SPAC 併購交易成立的公司股東，還是只贖回 SPAC 股份，並從 SPAC 首次公開發售所得款項中按比例取回有關款項。⁶³ 股份贖回權保證，若 SPAC 投資者不想成為繼承公司的股東，他們可避免（或至少減低）投資虧損。
89. 若股東以高於首次公開發售價格購買 SPAC 股份，股份贖回權作為保障的效用便會降低。

所得款項以信託形式持有

90. SPAC 首次公開發售從投資者籌集的款項由第三方於信託戶口持有，直至進行 SPAC 併購交易或 SPAC 因未能在指定時間內完成交易而被清盤為止。這保障所得款項的價值免受濫用及挪用。
91. 不過，要注意的是，此機制的效用取決於以下因素：(a) 持有該款項的第三方的性質，及其與 SPAC 發起人是否有關連；(b) 該第三方的法律及監管責任；(c) 信託戶口的位置以及司法及監管當局要調查是否容易；及(d) 該款項是否以相對安全且容易變現的附息金融工具形式持有。

股東表決

92. SPAC 發起人提出 SPAC 併購交易建議後，SPAC 股東有機會考慮該交易的條款，並可於股東大會上就是否批准該交易投票表決。若大部分 SPAC 股東認為交易不符合其最佳利益，其可拒絕該交易完成。香港的發行人現時須就被歸類為「主要交易」或更大規模的交易取得股東批准，因此這個好處並非 SPAC 架構獨有。
93. 股東表決作為保障的效用大小，要視乎利益與一般 SPAC 股東不一致的人士，能否也就 SPAC 併購交易投票表決。
94. 另外值得注意的是，在美國，投票贊成 SPAC 併購交易的 SPAC 股東仍可贖回其 SPAC 股份。若他們依然持有 SPAC 權證，該些股東亦可在 SPAC 併購交易後行使這些權證。對他們來說，投票贊成 SPAC 併購交易並無壞處，但若其投票反對，SPAC 權證卻要承受失去價值的風險。有論者指，在這些誘因下，大部分 SPAC 股東都會投票贊成 SPAC 併購交易，只有極小交易不被通過。⁶⁴

⁶³ 這一般會使 SPAC 投資者就其持股獲得每股 10 港元。

⁶⁴ 貝克博茨律師事務所(Baker Botts LLP)，[《經濟動盪下 SPAC 崛起》\(A Surge of SPACs in a Turbulent Economic Climate\)](#)，2020 年 7 月 27 日（僅供英文版）。

對 SPAC 併購目標的裨益

縮短上市時間

95. 據指，經 SPAC 上市的其中一個好處是，執行 SPAC 併購交易所需的時間較執行首次公開發售交易少。若有助確保發行人於估值最高的最佳時機上市，縮短執行時間便顯得相當重要。
96. 在美國，執行 SPAC 併購交易與首次公開發售的相對速度備受熱議。有論者指，SPAC 併購交易平均三至六個月便可成事，傳統首次公開發售則要 12 至 18 個月。⁶⁵ 其他論者指，兩者的執行時間差距較小⁶⁶，甚至認為完成兩者所需的時間並沒有明顯差異。⁶⁷
97. 不過，論者之間某程度上都同意：若目標公司只與 SPAC 發起人一方磋商，執行 SPAC 併購交易的時間的確可以較短。在此情況下，就交易條款達成共識所需的時間，較傳統新股簿記建檔短。⁶⁸ 但若 SPAC 發起人擬潛在 PIPE 投資者推銷該交易，執行時間較短的優勢便會打折扣。

價格和交易的確定性更高

98. 與傳統首次公開發售相比，SPAC 併購交易為目標公司提供更大程度的確定性，使其最後能夠以吸引的價格上市。這是因為在釐定公司上市價格時，傳統新股比 SPAC 牽涉更多的持份者。
99. 就傳統新股而言，首次公開發售申請人的定價權由包銷的投資銀行和簿記建檔過程控制。若首次公開發售申請人在過程中發現簿記建檔可能低估其價值，在此時更換包銷商以取得更佳估值已可能太遲，而且亦可能太昂貴。然而，在 SPAC 併購交易中，SPAC 併購

⁶⁵ 畢馬威企業諮詢，[《為何大量公司選擇 SPAC 而非首次公開發售》\(Why so many companies are choosing SPACs over IPOs\)](#)，取於 2021 年 5 月 4 日（僅供英文版）。

⁶⁶ 橋健資本(Bridgepoint Capital)，[《SPAC 與傳統 IPO 及反收購的對比》\(SPAC vs Traditional IPO & Reverse Takeover\)](#)：SPAC 併購交易（由意向書起計至結束為止）需時三至四個月，而傳統 IPO（由草擬招股章程起計至首次公開發售結束為止）則需時六至九個月，取於 2021 年 5 月 4 日（僅供英文版）。

⁶⁷ 文森艾爾斯律師事務所(Vinson & Elkins)，[《上市途徑大檢閱——首次公開發售、SPAC 併購或直接上市》\(Alternative Routes to Going Public – Initial Public Offering, De-SPAC or Direct Listing\)](#)，2020 年秋（僅供英文版）。德勤與世達(Skadden)在其一份上市指引中詳細估計，一隻新股由初步組織會議到結束為止需時四個月（德勤 / 世達，[《上市策略》\(Strategies for Going Public\)](#)第五版，「附錄 D：上市時間表」(Appendix D: A timetable for going public)（僅供英文版）。我們又比較了德勤的一份 SPAC 交易指引，當中指這些交易由進行盡職審查 / 磋商起計至交易結束為止需時四至六個月（德勤，[《私人公司財務總監對 SPAC 交易的考慮因素》\(Private-Company CFO Considerations for SPAC Transactions\)](#)，2020 年 9 月（僅供英文版）。

⁶⁸ Pitchbook，[《2020 年 SPAC 狂熱：空白支票公司好處甚多但非 IPO 程序的萬靈藥》\(The 2020 SPAC Frenzy Blank-check vehicles offer many benefits but are not a cure-all for IPO process\)](#)，2020 年 9 月 1 日（僅供英文版）。

目標親自與 SPAC 發起人商定價格，對定價過程有較大的控制權。⁶⁹

100. 不過，SPAC 股東若選擇贖回股份，將削弱定價的確定性。直至贖回截止之日前，贖回的規模尚屬未知之數。這對於 SPAC 併購交易能否如期結束造成不確定性（尤其當 SPAC 併購協議要求 SPAC 在贖回後至少持有某最低限額的現金）⁷⁰，並對於該交易結束時可向 SPAC 併購目標擁有人發行的現金和代價股份的數目，同樣造成不確定性。⁷¹

交易架構更靈活

101. SPAC 併購目標可就 SPAC 併購交易，在籌集更多資金、攤薄補償、管理層獎勵、禁售期或其他方面進行磋商，務求按本身要求度身安排上市細節。傳統新股一般沒有這種彈性，因為其須得到許多首次公開發售認購者的同意才能完成發售。
102. 此外，由於 SPAC 發起人具備內行專業與知識，以接管 SPAC 併購目標的全面管理，所以在 SPAC 併購交易中，目標公司本身原有的持股管理層可悉數套現退出持股。這個動作卻很大機會令傳統新股的估值大打折扣。⁷²

SPAC 發起人的專業知識

103. 首次公開發售申請人的估值是由首次公開發售包銷商透過簿記建檔、估量外部投資者的市場需求而釐定的。反之，SPAC 併購目標的價值則是由目標公司與 SPAC 發起人雙方磋商而釐定的。
104. SPAC 發起人通常都是在其擬物色 SPAC 併購目標的行業領域上的專家。若 SPAC 併購目標只有極少數同類型的上市發行人，又或面臨諸如增長期超長（例如電動車業務及生物科技公司）等不明朗或複雜性，SPAC 發起人的行業專業便對 SPAC 併購目標有利。相對於或會被公眾投資者看輕定價的首次公開發售申請人而言，SPAC 發起人的知識和專業，可為 SPAC 併購目標給出更準確的公平價值。
105. 不過，SPAC 併購交易最終還是須得到外部投資者（SPAC 股東）的批准。若 SPAC 股東不認同 SPAC 發起人與目標公司磋商出來的估值，他們便可能會選擇不批准交易，或選擇大量贖回股份。
106. SPAC 併購交易結束後，SPAC 發起人或想在從交易衍生出來的公司中擔任管理層角色。如此，SPAC 發起人的專業知識和業界人脈便會注入 SPAC 併購目標。這是傳統新股不

⁶⁹見註 64；及 Wachtell 律師事務所(Wachtell, Lipton, Rosen & Katz) · [《SPAC 的再現：觀察與考慮》\(The Resurgence of SPACs: Observations and Considerations\)](#)，2020 年 8 月 20 日（僅供英文版）。

⁷⁰ SPAC 可嘗試透過以下其中一種方式（或兩者並用），增加交易的確定性：(a) 在機構股東投資 SPAC 新股時，與他們訂立遠期購入協議，為贖回的規模設限；(b) 進行上市後私募投資。SPAC 發起人可放棄部分發起人股份，作為 (a) 及 (b) 的誘因。Wachtell 律師事務所(Wachtell, Lipton, Rosen & Katz) · [《SPAC 的再現：觀察與考慮》\(The Resurgence of SPACs: Observations and Considerations\)](#)，2020 年 8 月 20 日（第三頁）（僅供英文版）。

⁷¹ 聯合研究第 46 至 48 頁。

⁷² 吉布森律師事務所(Gibson Dunn & Crutcher LLP) · [《考慮投資 SPAC 時的九大因素》\(9 Factors To Evaluate When Considering A SPAC\)](#)，於 2019 年 3 月 11 日由 Gerry Spedale 及 Eric Pacifici 編撰（僅供英文版）。

對香港的潛在競爭裨益

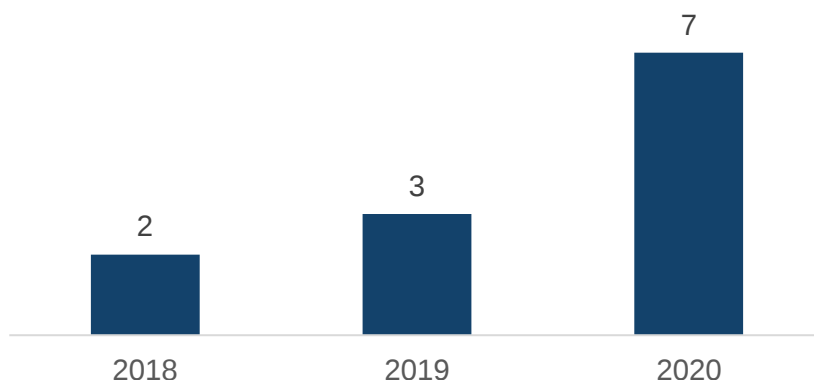
爭取 SPAC 來港上市

107. 截至 2021 年 7 月 13 日，有 25 家總部位於大中華區的 SPAC 在美國上市，首次公開發售所得款項共約 42 億美元（331 億港元）⁷⁴，當中 20 隻的總部設於香港，五隻的總部設於中國內地。此外，亦有數家總部不在這些地點的 SPAC 是以大中華區為業務重心。
108. 以物色大中華目標為重心的 SPAC 若能來港上市，可能有助確保這些目標公司選擇在香港而非美國上市。

爭取大中華與東南亞公司來港上市

109. 香港一直定位為主要金融中心，讓中國內地以外的大中華與東南亞公司於此上市和交易。但過去三年來，先後有兩家香港、八家中國內地及兩家新加坡公司透過 SPAC 併購交易在美國上市。截至 2021 年 7 月 13 日，這 12 家公司的市值合共約 260 億港元。⁷⁵
110. 在與我們進行初步討論時，持份者表示現時不少上市申請人想以「雙軌」方式上市，即一方面透過傳統首次公開發售上市，另一方面也同時與數名 SPAC 發起人商討透過 SPAC 上市。若香港市場亦可提供這種「雙軌」的方案，或有助爭取大中華公司來港上市。

圖 5：讓大中華及東南亞發行人於美國交易所上市的 SPAC 併購交易數目
(2018 至 2020 年)



(資料來源：Dealogic 及標普智匯，取於 2021 年 7 月 13 日)

更多不同投資機遇

111. SPAC 發起人或具備所需的專業知識，以物色高增長潛力、難以通過首次公開發售得到可觀估值的目標公司，再為他們安排上市（另見第 104 段）。

⁷³ 見註 72。

⁷⁴ 包括行使超額配發權的所得款項。資料來源：標普智匯，取於 2021 年 7 月 13 日。

⁷⁵ Dealogic 及標普智匯，取於 2021 年 7 月 13 日。

112. 若 SPAC 能令因估值問題而不傾向透過首次公開發售上市 (即使可能合資格) 的公司上市，它們便會為公眾投資者帶來過往本無緣參與、只有私募股權投資者才可享有的投資機遇。
113. 有些論者認為 SPAC 為公眾投資者開闢渠道，讓他們可受惠於早期公司的增長，而這以往一般只有私募基金的專業投資者才可投資。SPAC 為公眾投資者提供機會，透過股份和權證與專業的 SPAC 發起人一同投資，如同投資私募基金一樣，卻毋須支付這類基金所一般會收取的高昂管理費用。

第四章：主要議題

現時對「殼股活動」的限制

114. 為了維持香港市場的質素及聲譽，聯交所制訂了《上市規則》及指引，旨在打擊「造殼」、「養殼」以及將不合標準的資產及／或業務注入上市殼股公司，以圖規避首次公開發售規定的活動（本文件統稱「殼股活動」）。由於 SPAC 屬於現金殼股公司，因此上述限制同樣會阻遏 SPAC 上市。

上市之時

115. 如上市申請人全部或大部份的資產為現金及／或短期投資，其將不被視為適合上市。⁷⁶ 這旨在避免發行人在上市後利用這些資產收購及／或開展並不適合上市的新業務，規避聯交所的首次上市規定。
116. 申請主板上市的上市申請人必須具備不少於 3 個會計年度的營業紀錄⁷⁷，除非因應特定情況獲聯交所另作規定或豁免。⁷⁸ 聯交所認為上市申請人穩健的營業紀錄是證明其業務有實質內容、同時具備可行性及可持續性的基礎。

上市之後

117. 發行人經營的業務須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市⁷⁹；否則，其證券或會停牌⁸⁰，而發行人須在指定期限內補救有關事宜。若未能在規定期限內符合相關規定，發行人或會被除牌。⁸¹
118. 若上市發行人進行反收購行動⁸²，經擴大後的集團或將收購的資產必須符合適用於新申

⁷⁶ 《上市規則》第 8.05C 條。該條文不適用於透過第二十一章上市的投資公司、經營銀行業務的公司、保險公司或證券公司。

⁷⁷ 《上市規則》第 8.05(1)(a)；8.05(2)(a)；及 8.05(3)(a)條。

⁷⁸ 聯交所在以下情況接納較短的營業紀錄期：(i) 申請人計劃透過《上市規則》第 8.05(3)條下的「市值／收益測試」上市，而上市申請人的董事及管理層擁有至少三年的所需經驗，及經審計的最近一個會計年度的管理層維持不變（第 8.05A 條）；(ii) 上市申請人是根據《上市規則》第十八章上市的礦業公司（《上市規則》第 8.05B(1)條）；或新成立的「工程項目」公司（《上市規則》第 8.05B(2)條）；(iii) 發行人或其集團具備至少兩個會計年度的營業紀錄，而且，發行人令聯交所確信，發行人的上市符合發行人及投資者的利益，而投資者具有所需的資料就發行人及證券作出有根據的判斷（《上市規則》第 8.05B(3)條）；及(iv) 上市申請人是《上市規則》第十八 A 章下的生物科技公司（《上市規則》第 18A.02 條）。

⁷⁹ 《上市規則》第 13.24(1)條。

⁸⁰ 《上市規則》第 6.01(3)條。

⁸¹ 《上市規則》第 6.01A(1)條。

⁸² 《上市規則》第 14.06B 條。反收購行動是上市發行人的某項或某連串資產收購，而有關收購按聯交所的意見構成一項交易及／或安排（或一連串交易及／或安排），或者屬於一項交易及／或安排（或一連串交易及／或安排）的其中一部分；而該等交易及／或安排具有達致把收購目標上市的意圖，同時亦構成規避新申請人規定的一種方法。

請人的營業紀錄規定⁸³，而經擴大後的集團須符合《上市規則》下的所有其他新上市規定。⁸⁴

交易買賣相關問題

119. 我們在過去的檢討中發現，一些「造殼」和「養殼」活動使上市發行人保留極少業務活動，以致吸引投機炒賣，並且成為市場操控、內幕交易及股價異常波動的溫床，無一符合公眾投資者的利益，也降低投資者信心及整體市場質素。⁸⁵ SPAC 屬於沒有業務活動的現金殼股，因此同樣存在以上問題。

股價波動風險

120. SPAC 沒有業務活動，因此無法匯報如收入、盈虧及現金流等業績因素。投資者一般依靠這些因素來釐定股份的價值。所以，SPAC 的股價很容易受到投機炒賣以及市場傳言的其他因素影響，尤其當 SPAC 努力尋找合適的併購目標時，其潛在的結果往往會影響股價。
121. 一份針對韓國上市 SPAC 的市場研究報告⁸⁶指出，當地 SPAC 的股價波動是因為韓國市場以散戶為主。研究指出，散戶的投機活動往往將 SPAC 的股價推高至首次公開發售價格以上，削弱了 SPAC 向投資者提供股份贖回權的保障作用，因為 SPAC 單位只能以發售價（而不是散戶投資者購買時的高價）贖回。該研究也指出，由於機構投資者會利用散戶投機活動將自身的投資收益變現，投機活動會因此導致更大部分的 SPAC 單位落入散戶手中。

權證價格波動的額外風險

122. 市場研究中也提供了實證證據，證明在進行 SPAC 併購交易前的所有階段當中，SPAC 權證的價格波動一直遠高於 SPAC 股份（見第 85 段）。購買可換一股的權證成本通常較有關股份的現行市價低數倍。這種「槓桿」反映權證可發揮資本槓桿作用。然而，這亦表示任何股價變動都會在權證價格上放大，加劇其波動，為權證投資者帶來額外風險。⁸⁷

市場操控風險

123. 有持份者關注，SPAC 的股價極易受傳言影響，所以相對而言更容易受操控。例如，騙徒可以故意散播謠言，稱不久後就會進行 SPAC 併購交易，以圖推高股價至可讓其拋售

⁸³ 《上市規則》第 14.54(1)條。

⁸⁴ 《上市規則》第 14.54(1)條。

⁸⁵ 香港交易所，[《有關借殼上市、持續上市準則及其他《上市規則》條文修訂的諮詢文件》](#)，第 101 段。

⁸⁶ 韓國資本市場機構，[《韓國 SPAC 投資特性》\(The Characteristics of SPAC Investments in Korea\)](#)，登載於《資本市場觀點》(Capital Market Perspective) 期刊 2010 年第 2 卷第 3 號（僅供英文版）。

⁸⁷ 例如，若一家公司的股價為 1.50 港元，而轉換為該公司一股股份的權證價格為 0.50 港元，該權證的槓桿因子便是 3（1.50 港元 / 0.50 港元）。這表示該公司股價任何後續變動都會使權證價格變動幅度大三倍。

獲利的水平。

124. 2021年5月20日，聯交所與證監會聯合發布了涉及首次公開發售的失當行為的聲明，強調了「唱高散貨」計劃的危險性，並指出這些計劃通常利用社交媒體平台進行。⁸⁸ 這些平台也可以把 SPAC 的股價推高至發售價以上。

內幕交易的風險

125. 內幕消息指：
- (a) 只具體關於及某個別法團的消息；
 - (b) 並非普遍為進行（或相當可能會進行）該法團證券交易的市場界別所知的消息；及
 - (c) 如普遍為他們所知，則相當可能會對該法團證券的價格造成重大影響的消息。⁸⁹
126. 對於 SPAC 而言，內幕消息在不少情況下都可能會產生，但最主要的是涉及與潛在 SPAC 併購目標進行商議的消息。若是普通上市發行人宣布進行收購，其股價後來若有任何變動，亦會受投資者對發行人業務運作及所在行業現時及預期表現的看法所影響。另外，發行人的業務與收購目標合併後的成本及益處被如何看待，也會影響投資情緒。
127. 這些因素對於 SPAC 而言都毫不相干，因為 SPAC 本身沒有任何業務經營。SPAC 公布了 SPAC 併購協議後，其股價的任何變動將完全來自於該公告。這就意味著，相較於同樣磋商收購交易的普通上市發行人而言，若有人在 SPAC 公布交易前便掌握了有關內幕消息，比起普通上市發行人磋商同一樣收購交易的消息之情況，他會更有把握可從內幕交易中獲利。
128. 因此，上市 SPAC 出現內幕交易的概率會較普通上市發行人高。

管理質素問題

SPAC 發起人的合適性

129. 有人擔心，SPAC 發起人未必具備所需的知識及經驗，以物色可向 SPAC 投資者提供良好投資回報的收購目標。美國不少名人在社交媒體上支持 SPAC，或有導致投資者盲目跟風而投資 SPAC 的風險。美國證交會於 2021 年 3 月 10 日發出投資者警告，告誡投資者不要單憑名人參與就作出 SPAC 相關的投資決定。⁹⁰
130. SPAC 發起人也可能故意誤導投資者，誇大自己的能力。美國證交會已提醒說⁹¹，騙徒可能會偽造、誇大或隱瞞有關其背景的事實，而假冒為成功的專業人士。若其他人以訛傳訛，就會為 SPAC 發起人打造虛假的「成功訊號」及專業成就。

⁸⁸ 證監會及香港交易所，[《有關涉及首次公開發售的失當行為的聯合聲明》](#)，2021 年 5 月 20 日。

⁸⁹ 證監會，[《內幕消息披露指引》](#)，2012 年 6 月，第 16 段。

⁹⁰ 美國證交會，《投資者警告及通訊》，[「名人參與 SPAC 事宜—投資者警誡」\(Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert\)](#)，2021 年 3 月 10 日（僅供英文版）。

⁹¹ 美國證交會，《投資者警告及通訊》，[「投資者警誡：警惕虛假或誇大陳述」\(Investor Alert: Beware of False or Exaggerated Credentials\)](#)，2015 年 6 月 3 日（僅供英文版）。

管理層的延續

131. 正當的 SPAC 發起人通常具備併購目標所在行業的相關知識和經驗，甚至有管理上市發行人的經驗。他們一般也會在 SPAC 進行併購交易所產生的公司，持有其中的經濟權益，因此或會在該公司中擔當管理角色。
132. 若 SPAC 併購目標的董事會成員在 SPAC 併購交易後改頭換面，則其以往的財務業績紀錄便成為較不可靠的未來業績指標。這是因為 SPAC 的新管理團隊不用對以往的業績紀錄負責，他們能否重現或進一步提高有關業績紀錄因此仍屬未知數。

市場質素問題

規避首次公開發售規定的風險

133. SPAC 屬於現金殼股公司，因此存在被用來規避首次公開發售的定量及定性準則的風險。若對 SPAC 併購目標設置較傳統首次公開發售寬鬆的準則，或會導致不合標準的業務及 / 或資產上市，損害市場的整體質素及聲譽。有關我們一直以來處理香港市場「殼股活動」的態度和處理的更多詳情，請見附錄 B。

SPAC 併購目標的估值

134. 申請人如欲在主板上市，上市時的市值至少為 5 億港元。⁹² 在首次公開發售中，申請人須透過接受認購者按簿記建檔而得的發售價購買其股份，以證明其符合市值規定。⁹³ 但進行 SPAC 併購交易並不需要這一簿記建檔過程，而是由 SPAC 併購目標與發起人協議商定其估值，有關條款一般經過外部第三方的上市後私募股權投資者（PIPE 投資者）協定及確認。
135. SPAC 併購目標的估值，只由相對小部分人決定，意味著交易的價值更容易被蓄意高估，以規避聯交所對新股公司施加的最低市值規定。這些企圖一旦成功，市場將會出現不合標準的上市業務/資產，損害市場整體質素。

股東保障問題

利益不一致

136. SPAC 發起人與投資者之間的利益應盡可能一致，避免 SPAC 發起人違背投資者的利益行事。然而，SPAC 的架構可能會導致這種利益不一致的情況。例如：
 - (a) SPAC 發起人可能獲發大量 SPAC 單位，相關金額或代價過大，與其建立及管理 SPAC 並尋找適合的 SPAC 併購目標所應得的報酬並不相稱；及 / 或
 - (b) SPAC 發起人可能獲發能認購繼承公司股份的權證，但其認購條款比 SPAC 投資者優惠。
137. 在上述兩個情況，SPAC 發起人的利益（又或減少潛在損失）都可能會驅使其物色、商

⁹² 這市值規定適用於選擇按《上市規則》第 8.05(1)條的「盈利測試」上市的申請人。除了「盈利測試」，申請人亦可從另外兩個涉及收益及 / 或現金流量規定的測試中選用一個，但前提是申請人須符合的最低市值規定遠高於 5 億港元（《上市規則》第 8.05(2)及(3)條）。

⁹³ 這預期市值將等同首次公開發售價乘以申請人上市時已發行股數。

談及接納並不符合 SPAC 投資者最佳利益的併購交易。

攤薄風險

138. 相較於投資傳統新股，投資者在 SPAC 的投資或較易遭受經濟利益攤薄風險。額外的攤薄風險源於：

- (a) **發行予 SPAC 發起人的發起人股份。**發起人股份一般都是以象徵式價格（即遠低於 SPAC 首次發售時發行 SPAC 股份的價格）發行予 SPAC 發起人。由於這些股份轉換成普通股時毋須 SPAC 發起人提供任何額外資金，因此換股會導致普通股的價值遭到攤薄；及
- (b) **SPAC 單位包括權證。**在美國，若 SPAC 投資者選擇贖回其股份，可以全數以發售價收回當初購買的股份，而且可以免費保留所持的 SPAC 權證。這些保留下來的 SPAC 股權一旦獲行使，SPAC 便會發行新股，攤薄已發行股數。隨著贖回的 SPAC 股份增多，攤薄效應也會愈大，因為每一次贖回都會令原有的 SPAC 權證佔未贖回股份的比例增加。如上文所述（見第 34 段），SPAC 股份的贖回率通常很高（根據聯合研究，平均數為 58%，中位數為 73%）。

SPAC 權證以「價外」方式發行，即行使價高於 SPAC 股份的發售價（通常為每股 11.50 美元）。因此，當權證持有人行使權利，按這行使價認購新發行的股份時，股東所持股份的價值會被攤薄多少，將取決於這行使價與所換股份現時買賣價之間的差額。

139. 如果 SPAC 進行上市後私募投資，向 PIPE 投資者籌募資金，則上述因素產生的攤薄金額將會減少。這是因為 PIPE 投資者一般是按 SPAC 股份的正價（10 美元）認購股份而不牽涉權證。然而，如上文所述，上市後私募投資平均僅佔 SPAC 併購交易所籌資金的 40%，彌補攤薄的作用有限。聯合研究估計，考慮到上市後私募投資的平均水平，因發行予 SPAC 發起人的發起人股份及 SPAC 權證而產生的股價攤薄效應，中位數分別為 7.7% 及 4%。⁹⁴

⁹⁴ 聯合研究，第 27 頁。

第五章：可能的保障措施

引言

140. 本章載述一些建議保障措施，務求在提供潛在裨益(第三章)與減低主要風險(第四章)之間取得平衡。過程中，我們無意將美國 SPAC 制度倒模複製，而是提出一個因應香港市場本身的風險和需要而度身訂造的制度方案。
141. 此外，基於上文所述原因 (見第 9 至 13 段)，我們建議採取措施，確保最後能夠上市的 SPAC，都是來自經驗豐富、聲譽良好、致力物色優質併購目標的 SPAC 發起人。因此，下文多項建議均旨在對 SPAC 上市申請人及 SPAC 併購目標訂下較高的上市門檻。
142. 在編備本章的建議前，我們曾會晤主要持份者，包括 SPAC 發起人、SPAC 投資者及市場從業人士。每個建議都列出他們在初步討論時所表達的觀點。這些會面與討論有助為我們的建議提供資訊，確保建議內容切實可行、符合市場慣例。

(A) 上市條件

I. 投資者的資格

不同司法權區的比較

143. 美國和英國均沒有限定專業投資者才可認購和買賣 SPAC 證券，並容許所有投資者（包括散戶）買賣這些證券。新交所亦不限新加坡的專業投資者認購和買賣 SPAC 證券。

持份者在初步討論中提出的意見

144. 參與初步討論者分為兩派，一派認為美國 SPAC 制度的一項主要裨益是容許散戶參與，另一派則相信散戶參與並非 SPAC 制度成功的要素。
145. 支持讓散戶參與的持份者認為，SPAC 機制可讓散戶受惠於早期公司的增長，而這以往一般只有私募基金的專業投資者才可投資。
146. 其他人則相信，實際上，SPAC 傾向以專業投資者為營銷目標及由他們進行買賣，所以香港亦不會因僅限這類投資者參與而影響 SPAC 制度的成功。
147. 不過，大部分參與者都認為，在香港，可作 SPAC 營銷目標的專業投資者對象為數不多。若聯交所考慮對持有 SPAC 證券所需的專業投資者設定最低數目規定，以確保市場公開，他們建議聯交所不要將門檻定於超乎實際的高水平。

建議

148. 我們相信專業投資者的確更能評估、監察和減輕 SPAC 的相關風險組合（有關我們對 SPAC 相關的主要風險評估，見第四章）。

進行 SPAC 併購交易前僅限專業投資者參與

149. 在進行 SPAC 併購交易前，我們建議僅限專業投資者認購和買賣 SPAC 證券。就這些建議而言，專業投資者包括機構專業投資者和個人專業投資者。⁹⁵ 這項限制不適用於繼承公司（所有類型的投資者均可自由轉讓繼承公司的證券）。

問題 1	您是否同意在完成 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）？ 請說明理由。
-------------	---

II. 確保僅向專業投資者營銷及容許其買賣的安排

建議

⁹⁵ 本文件所指的個人專業投資者指非機構專業投資者，並包括香港法例第 571D 章《證券及期貨(專業投資者)規則》下的任何個人及法團。相應地，這包括：(i) 擁有價值不少於 800 萬港元的投資組合的個人；(ii) 擁有價值不少於 4,000 萬港元的資產的信託法團；及(iii) 擁有價值不少於 800 萬港元的投資組合或價值不少於 4,000 萬港元的資產的法團或合夥。

150. 我們建議聯交所必須要確信 SPAC 已作充足安排，確保 SPAC 證券不會向香港公眾人士營銷或容許他們買賣（但不禁止向專業投資者營銷或容許其買賣）。

SPAC 規定

151. SPAC 將要符合下列規定：

- (a) 其 SPAC 股份的買賣單位及認購規模至少為 100 萬港元；基於技術理由，有關規定不適用於 SPAC 權證⁹⁶，買賣 SPAC 權證的專業投資者需要對潛在價格波動保持警惕；
- (b) 其須向聯交所證明，代 SPAC 出售證券的中介機構應按《證監會操守準則》下的「了解你的客戶」程序，要確信每一名承配人都是專業投資者；及
- (c) 其須向聯交所證明，在任何 SPAC 證券發售架構的所有其他方面，均不接受公眾參與（專業投資者除外）。⁹⁷

有關交易市場買賣的交易所參與者規定

152. 聯交所將實施措施，僅允許專業投資者參與 SPAC 證券交易市場買賣。

SPAC 交易所參與者批核程序

153. 我們建議建立適用於 SPAC 交易所參與者（即擬使用聯交所交易系統買賣 SPAC 證券的現有或新交易所參與者）的批核程序。在新的批核程序下，SPAC 交易所參與者將須呈交由負責人員發出的書面承諾，或聯交所要求的任何資料（例如相關政策及程序、系統監控等），表示其知悉並會遵守不得向非專業投資者的客戶推銷或允許其買賣 SPAC 證券的規定。
154. 所有 SPAC 交易所參與者均須經聯交所批准，才可於聯交所交易系統輸入 SPAC 證券的買賣盤或進行有關交易。

監控

155. 我們建議規定 SPAC 交易所參與者於 SPAC 的證券的每個買賣盤或每宗交易的文字欄中，確認有關買賣盤或交易是由或代表專業投資者提交（例如在文字欄中輸入「PI」字眼）。
156. 聯交所亦建議每半年揀選若干 SPAC 交易所參與者進行排定的主題性檢討，以檢查其有否遵守僅限專業投資者的 SPAC 交易規定。有關主題性檢討可包括要求提交開戶文件；客戶評估紀錄；以及落盤流程中驗證已提交 SPAC 買賣盤的客戶是否為專業投資者的措施。

執法

157. 聯交所會對被發現違反了僅限專業投資者買賣 SPAC 證券的規定的 SPAC 交易所參與

⁹⁶ SPAC 權證可否在上市之日起即單獨買賣尚在考慮當中（請見第 165 至 174 段）。由首次上市日期至 SPAC 併購交易為止，作為 SPAC 股份的購買權，SPAC 權證的理論價值大概在零與 SPAC 股價的一部分之間。因此，一個買賣單位的 SPAC 權證價值很可能會遠低於一個買賣單位的 SPAC 股份價值，而所以我們難以為 SPAC 權證設定最低買賣單位價值（若允許分開買賣），以幫助確保有關權證僅限專業投資者買賣。SPAC 併購交易完成後，仍未行使的 SPAC 權證會轉換為繼承公司的權證。

⁹⁷ 這些規定近似根據《上市規則》第二十一章上市的投資公司的營銷限制（見第 21.14(3)及 21.14(5)條，以及指引信 HKEX-GL17-10「有關第二十一章所述公司的指引」第 4 段）。

者採取執法行動，包括（但不限於）警告信、罰款以及暫時或永久禁止 SPAC 交易所參與者買賣 SPAC 證券。

158. 我們亦會向 SPAC 交易所參與者發出強制令，將確定違反聯交所有關僅限專業投資者買賣 SPAC 證券的規定的已結算倉盤解除。有關倉盤須於結算後三日內解除。SPAC 交易所參與者須作出適當的安排，確保客戶明白有關規定，並知悉不合資格的投資者或要因相關倉盤被強制解除而遭受的潛在虧損。

證券簡稱標記

159. 聯交所亦會向 SPAC 股份及 SPAC 權證的證券簡稱分配特殊的證券簡稱標記，以幫助市場分辨 SPAC 股份及 SPAC 權證與非 SPAC 發行人的證券。

問題 2	若問題 1 的答案為「是」，您是否同意《諮詢文件》第 151 至 159 段的建議，確保 SPAC 證券不會向香港公眾（不包括專業投資者）營銷，亦不會由香港公眾（不包括專業投資者）買賣？ 請說明理由。
-------------	---

III. 交易安排

不同司法權區的比較

160. 全球 SPAC 市場由美國主導。2021 年上半年，全球 380 隻 SPAC 新股（集資 1,140 億美元）當中，近 360 隻（集資 1,090 億美元）均於美國上市。因此，美國市場的模式可說是最具代表性的 SPAC 制度（包括就其交易安排的特徵而言）。
161. 在美國上市的 SPAC 一般容許投資者在 SPAC 首次公開發售後 52 起決定將 SPAC 單位拆分為 SPAC 股份及 SPAC 權證。及後，除 SPAC 單位外，SPAC 股份及 SPAC 權證同樣可按其交易自身的代碼分開買賣。SPAC 單位拆分與否通常是由單位持有人自行決定，而非自動進行（即投資者要提出分開買賣的要求）。⁹⁸
162. 根據英國過往及修訂後的 SPAC 制度，SPAC 股份及 SPAC 權證可分開買賣。《英國諮詢總結》列明，英國金融市場行為監管局在進一步考慮是否讓合訂單位上市，其方針將容後公布。⁹⁹
163. 《新交所諮詢文件》¹⁰⁰建議，在 SPAC 進行併購交易之前，SPAC 權證（或其他可轉換證券）都不得與 SPAC 股份拆開，反之應作為一個單位買賣。然而，《新交所回應文件》指出，基於回應人士提出的意見，新交所¹⁰¹允許將 SPAC 權證拆開，與美國的模式一致。

⁹⁸ 單位持有人須指示經紀聯絡 SPAC 過戶代理，將 SPAC 單位拆分為 SPAC 股份及 SPAC 權證。

⁹⁹ 《英國諮詢總結》第 2.5 段。

¹⁰⁰ 《新交所諮詢文件》第 18 頁第 2.2 段。

¹⁰¹ 《新交所回應文件》第 49 至 50 頁第 3.31 段。

164. 在德國的 SPAC 制度下，SPAC 股份及 SPAC 權證由首次上市起即可分開買賣。¹⁰²

建議

買賣 SPAC 證券的相關波動風險

165. 若 SPAC 單位開始上市後即可分為 SPAC 股份及 SPAC 權證，我們擔心股價波動因 SPAC 的性質而突然出現變化，有損 SPAC 證券的市場秩序。
166. 首先，權證的波動已一般較正股大。SPAC 股價的波動可能會使 SPAC 權證價格出現幾何級數的變動。其次，SPAC 權證不同於衍生產品權證，不會委任莊家或流通量提供者負責提供流通量。缺乏流通量可能會進一步放大 SPAC 權證的波動，損害市場秩序。
167. 鑒於以上憂慮，我們可考慮的做法是於 SPAC 併購交易完成前不准許分開買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證。持份者已告訴我們，這種做法可能會減低某些類型的投資者（例如因投資資本使用率較低而選擇持有權證（而非股份）的對沖基金）完全參與買賣 SPAC 證券的意欲，損害整體 SPAC 制度的流動性及吸引力。
168. 我們亦注意到，美國就 SPAC 單位的做法是在 SPAC 首次公開發售起的 52 天後，由單位持有人自行決定是否分開買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證。我們明白採取有關做法可於有關期間配合穩定 SPAC 單位的價格。然而，我們建議中的 SPAC 制度已限定 SPAC 單位僅限專業投資者買賣，因此將不准許穩定價格。
169. 因此，我們就應否允許於完成 SPAC 併購交易前分開買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證，¹⁰³以及在允許分開買賣的前提下，應透過哪些額外措施減低極端波動及損害市場秩序的風險，徵求市場意見。我們請市場對以下兩項措施提出意見。

方案 1：允許 SPAC 權證的非自動對盤交易

170. 在此方案下，為減低投資者進行投機交易的機會，擬買賣 SPAC 權證的專業投資者將須向 SPAC 交易所參與者提出報價要求，由 SPAC 交易所參與者就所要求的數量提供買賣報價。完成交易後，SPAC 交易所參與者（作為代理或類似的交易對手方行事）會根據現行的非自動對盤交易匯報規定向聯交所匯報交易。整個程序不會有任何自動化操作，買賣盤在中央限價盤紀錄中不會有交易前的透明度，但交易後的透明度仍會保留。

方案 2：允許 SPAC 證券的自動對盤（提供市場波動調節機制）及非自動對盤交易

171. 在此方案下，SPAC 證券的交易買賣盤可作自動對盤及非自動對盤交易，但自動對盤交易須受限於市場波動調節機制（市調機制）。
172. 聯交所現行的市調機制主要旨在防止如「閃崩」及程式演算錯誤的交易事故所引致的極端價格波動，從而保障市場健全。若證券的價格偏離其五分鐘前交易價格的 10%、15%

¹⁰² 《投資者收取 SPAC 股份及權證》(Investors receive SPAC shares of stocks and warrants)，德意志交易所現貨市場(Deutsche Börse Cash Market)[網站](#)（僅供英文版）。

¹⁰³ 若允許分開買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證，根據現行市場模式，SPAC 股份將納入開市前時段（須受限於上日收市價±15%的價格限制）及收市競價交易時段（須受限於收市競價交易時段參考價格±5%的價格限制），但如同現時上市公司的權證，SPAC 權證並不合資格納入開市前時段及收市競價交易時段。

或 20% (視乎有關證券的市值規模，有關百分比各有不同)，有關機制會觸發五分鐘的冷靜期。¹⁰⁴

173. 若觸發了冷靜期，受限於市調機制的證券可繼續買賣，但期間的價格會受到限制。這為市場參與者提供空窗期，讓其重新評估其策略（如有必要），並有助於市場波動期間恢復市場秩序。冷靜期結束後，交易會回復正常，繼續受市調機制監控。同一交易時段內可多次觸發市調機制。¹⁰⁵
174. 聯交所或會建議就 SPAC 權證制定特別的市調機制，價格偏離百分比設定為±50%以計及波動程度¹⁰⁶，但其他指標（例如適用時間、允許多次觸發、五分鐘的觀察期、五分鐘的冷靜期及冷靜期行為）與現有市調機制相同，以助投資者熟悉有關機制。聯交所亦可能會就 SPAC 股份採用類似的市調機制，價格偏離百分比設定為±30%，高於現時適用於小型股的 20%，但低於我們建議 SPAC 權證採用的 50%。請注意，若採納此模式，我們可能須進一步研究，以調整適當的指標（尤其是適用於 SPAC 股份及 SPAC 權證的價格偏離百分比）。

問題 3	您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 權證的安排是否合適？如否，您可有其他建議？ 請說明理由。
問題 4	若問題 3 的答案為「是」，方案 1（載於《諮詢文件》第 170 段）或方案 2（載於《諮詢文件》第 171 至 174 段）是否足以減低 SPAC 權證極端波動及損害市場秩序的風險？您可有任何其他可減低《諮詢文件中》所述有關交易安排風險的建議？ 請說明理由。若提出其他方案，請提供進一步的技術細節。

IV. 公開市場規定

不同司法權區的比較

175. 美國、英國及新加坡的制度均不限定專業投資者才可在 SPAC 完成併購交易前投資 SPAC。所以，這些國家的有關制度所採納的股東分布規定都與傳統首次公開發售的相關規定相若或只稍低。
176. 美國規定 SPAC 的股份須由至少 300 或 400 名整手持有人持有¹⁰⁷。英國（舊有和修訂

¹⁰⁴ 有關香港交易所市調機制的資訊圖表，見[連結](#)。

¹⁰⁵ 市調機制適用於上午及下午的持續交易時段，但兩個時段的首 15 分鐘及下午時段的最後 15 分鐘均不會有冷靜期。

¹⁰⁶ 有關美國上限 / 下限計劃 (US Limit Up/ Limit Down (LULD) Plan) 的詳情，見[連結](#)（僅供英文版）；儘管美國制度並不包括權利及權證，但有關制度會對上日收市價低於 0.75 元的證券施加+/-75%的價格帶，該價格帶為我們建議的 SPAC 權證佔用的價格範圍。

¹⁰⁷ 紐約交易所及納斯達克資本市場：300 名一手持有人（《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#)（僅供英文版）及《納斯達克規則》[第 5505\(a\)\(2\)及\(3\)條](#)（僅供英文版））；納斯達克全球市場及美國證券

後)的 SPAC 制度都沒有訂下 SPAC 股東數目的最低規定，但規定 SPAC 的股份其中 25%須由公眾持有¹⁰⁸。

177. 《新交所諮詢文件》最初建議 SPAC 已發行股份總數的至少 25%須由至少 500 名公眾股東持有¹⁰⁹。然而，考慮到市場回應指，根據在美國的觀察，SPAC 投資者主要由較多的機構投資者及較成熟的投資者組成，加上在公布 SPAC 併購交易前 SPAC 證券的交易活動有限，新交所決定降低股東分布門檻，僅規定 SPAC 首次公開發售時，SPAC 已發行股份總數的至少 25%須由不少於 300 名公眾股東持有。¹¹⁰

建議

持有人分布

178. 《上市規則》規定，如屬初次申請上市的證券類別，則於上市之時，有關證券須由足夠數目的人士所持有。數目須視乎發行的規模及性質而定，但在任何情況下，股東人數須為至少 300 人。¹¹¹ 這項規定旨在建立較廣泛的股東基礎，以協助確保上市後新上市證券有足夠流通量；所規定的數目是我們沿用已久、認為是確保公開市場所須的基準最低數目。
179. 上文建議於完成 SPAC 併購交易前 SPAC 證券應僅可向專業投資者營銷，且只有專業投資者可買賣有關證券（見第 149 段）。這表示合資格且願意於 SPAC 首次發售股份時認購其股份的投資者數目會遠少於傳統首次公開發售的投資者數目，因為非專業投資者將無法認購。
180. 如上文所述（見第 9 至 13 段），我們旨在讓經驗豐富、聲譽良好、致力物色優質 SPAC 併購目標的 SPAC 發起人所管理的 SPAC 上市。高質素的 SPAC 應可吸引大量來自規模龐大的投資者投資。我們建議 SPAC 於首次發售籌集至少 10 億港元的資金，以協助達到上述目的（見第 189 至 196 段）。因此，在建議制度下，SPAC 首次發售投資者總數可能會比並不同樣注重質素的 SPAC 制度下的投資者總數少。
181. 我們建議：
- (a) SPAC 須將 SPAC 股份及 SPAC 權證各自分發予至少 75 名專業投資者（任何一類均可¹¹²），當中須有至少 30 名機構專業投資者；
 - (b) SPAC 的 SPAC 股份及 SPAC 權證均分別須將至少 75%分發予機構專業投資者。
182. 我們並建議 SPAC 亦須符合以下現有規定：
- (a) 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

交易所：400 名一手持有人（《美國證券交易所公司指引》[第 102\(a\)條](#)（僅供英文版）及《納斯達克規則》[第 5405\(a\)\(2\)及\(3\)條](#)（僅供英文版））。

¹⁰⁸ 《英國上市規則》第 14.2.2(3)條。

¹⁰⁹ 《新交所諮詢文件》第 10 頁第 2.3 段。

¹¹⁰ 《新交所回應文件》第 12 頁第 2.37 段。

¹¹¹ 《上市規則》第 8.08(2)條。

¹¹² 機構專業投資者或個人專業投資者。

可多於 50%；¹¹³及

- (b) 至少要有 SPAC 已發行股份總數的 25%及至少要有 SPAC 已發行權證的 25%是由公眾持有。此公眾持股量規定並是一項持續規定。¹¹⁴

183. 我們就上述建議（第 181 及 182 段所載）是否能提供足夠流通量，以確保 SPAC 證券於 SPAC 併購交易完成前的市場公開徵詢回應人士的意見。我們亦就是否有任何其他聯交所應採納，以確保可維持 SPAC 證券的公開及流通市場的措施徵詢回應人士的意見。

SPAC 首次發售營銷設限後可作的豁免

184. 基於限制營銷的規定，我們建議 SPAC 可毋須：

- (a) 證明將有足夠公眾人士對 SPAC 的業務及尋求上市的證券感興趣；¹¹⁵
- (b) 確保公眾人士可自由轉讓其證券（但須確保其證券可於專業投資者之間自由轉讓）¹¹⁶；或
- (c) 確保採用公平的分配基準，以分配發售於公眾人士的證券。¹¹⁷

問題 5	您是否同意，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？ 請說明理由。
問題 6	您是否同意 SPAC 於首次發售時須將至少 75%的 SPAC 股份及至少 75%的 SPAC 權證分發予機構專業投資者？ 請說明理由。
問題 7	您是否同意 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%？ 請說明理由。
問題 8	您是否同意，在上市時及其後持續地，至少要有 SPAC 已發行股份總數的 25%及至少要有 SPAC 已發行權證的 25%是由公眾持有？ 請說明理由。
問題 9	您是否同意，《諮詢文件》第 181 及 182 段所載的股東分布建議將提供足夠流通量，以確保 SPAC 證券於 SPAC 併購交易完成前有公開市

¹¹³ 《上市規則》第 8.08(3)條。

¹¹⁴ 據《上市規則》第 8.08(1)條所載，包括若發行人預期在上市時的市值逾 100 億港元，聯交所可酌情接納較低的百分比（15%至 25%之間）。有關「公眾」的定義，見《上市規則》第 8.24 條。據《上市規則》第 8.24 條所載，聯交所不會視發行人的核心關連人士為「公眾人士」，亦不會視該人士持有的股份為「由公眾人士持有」。

¹¹⁵ 《上市規則》第 8.07 條。

¹¹⁶ 《上市規則》第 8.13 條。

¹¹⁷ 《上市規則》第 8.23 條。

場？您可有任何其他聯交所應採納以確保達到 SPAC 證券的公開及流通市場的措施？

請說明理由。

問題 10

您是否同意，基於限制營銷對象，SPAC 可毋須遵守《諮詢文件》第 184 段有關公眾興趣、可轉讓性（專業投資者之間的轉讓除外）及分配予公眾的規定？

請說明理由。

V. SPAC 股份發行價

不同司法權區的比較

185. 在美國，紐約交易所及納斯達克的規則規定 SPAC 的最低發行價為 4 美元¹¹⁸，但在兩所上市的 SPAC 的單位發行價普遍為 10 美元。英國舊有和修訂後的 SPAC 制度並無訂明 SPAC 單位的最低發行價。
186. 在新加坡，新交所最初建議 SPAC 的最低發行價為 10 新加坡元，其後《新交所回應文件》參考美國規定的最低發行價後將其修訂為 5 新加坡元。¹¹⁹新交所認為修訂後的最低發行價水平足可令散戶投資者謹慎考慮投資 SPAC 的相關風險，同時讓 SPAC 發起人在釐定 SPAC 股價時可有更多商業上的靈活性。

建議

187. 將價格定於 10 港元或以上有助確保每個價位的差距佔價格的百分比不高，有助減輕 SPAC 時而出現相對大的價格波動情況（見第 81 至 85 段）。
188. 我們建議規定 SPAC 發行 SPAC 股份的發行價為 10 港元或以上。

問題 11

您是否同意 SPAC 發行 SPAC 股份的發行價須為 10 港元或以上？

請說明理由。

VI. SPAC 的集資額

不同司法權區的比較

189. 美國的交易所並沒有規定 SPAC 首次公開發售集資的最低規模，但在納斯達克或紐約交易所上市的最低市值要求是 5,000 萬美元（3.88 億港元）、7,500 萬美元（5.83 億港元）

¹¹⁸ 《納斯達克規則》[第 5405\(a\)\(1\)條](#)（僅供英文版）；《納斯達克規則》[第 5505\(a\)\(1\)\(A\)條](#)（僅供英文版）；及《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#)（僅供英文版）。美國證券交易所規定的最低發行價為 2 美元（《美國證券交易所公司指引》[第 102\(b\)條](#)（僅供英文版））。

¹¹⁹ 《新交所回應文件》第 13 頁第 2.41 段。

或 1 億美元 (7.76 億港元) (視乎發行人選擇的市場而定)¹²⁰。

190. 英國最初就其修訂的 SPAC 制度時提出將最低首次公開發售集資額定於 2 億英鎊 (21 億港元)¹²¹，但於《英國諮詢總結》中將門檻調低至 1 億英鎊 (11 億港元)¹²²，回應市場指此更能反映英國市場內 SPAC 併購目標相對規模之意見。
191. 新交所並未為 SPAC 設定最低的首次公開發售集資額要求，但規定市值要達 1.5 億新加坡元 (8.69 億港元)¹²³，低於原本建議的 3 億新加坡元 (17 億港元) (絕大部分回應人士均認為就亞洲的 SPAC 併購目標的相對規模而言，原本建議的市值要求太高)¹²⁴。

持份者在初步討論中提出的意見

192. 有參與初步討論的持份者大多指訂下最低集資額是審慎的做法，而考慮到美國一般的 SPAC 規模，將金額定於 10 億港元較為合適。部分持份者則認為該金額過高，而 SPAC 可以透過上市後私募投資補足成功進行 SPAC 併購交易所需的差額。

建議

193. 我們相信，訂立最低集資金額規定可同時：(a) 證明 SPAC 發起人聲譽良好，專業投資者都相信 SPAC 發起人能夠以有利條款完成 SPAC 併購交易；及(b) 有助確保 SPAC 併購交易足夠大的規模，使繼承公司能符合上市最低市值規定 (已計及股份贖回和進行來自 PIPE 的額外資金)。
194. 過去三年，12 家透過 SPAC 併購交易在美國上市的大中華及東南亞公司當中 (見第 109 段)，僅四家(33%)是透過當初首次公開發售時集資 10 億港元或以上的 SPAC 進行。不過，這四宗 SPAC 併購交易的交易金額平均約 11.7 億美元 (90.7 億港元)，高於全部 12 宗交易合計的平均交易金額 (約 9.87 億美元 (76.5 億港元))。
195. 正如前文所述 (見第 141 段)，我們建議為 SPAC 上市及 SPAC 併購目標訂下高門檻。將 SPAC 首次發售時的最低集資門檻定於 10 億港元，應有助確保 SPAC 有足夠資金物色高質素且交易價值相對較高的 SPAC 併購目標。
196. 因此，我們建議規定 SPAC 預期上市時從首次發售籌集到的資金至少為 10 億港元。

問題 12	您是否同意規定 SPAC 預期首次發售時籌集到的資金至少為 10 億港元？ 請說明理由。
--------------	---

¹²⁰ SPAC 在納斯達克全球市場及納斯達克資本市場上市的最低市值規定分別為 7,500 萬美元 (5.83 億港元) 及 5,000 萬美元 (3.88 億港元)，在紐約交易所及美國證券交易所上市的最低市值規定分別為 1 億美元 (7.76 億港元) 及 5,000 萬美元 (3.88 億港元) (《納斯達克規則》[第 5405\(b\)\(3\)\(A\) 條](#) 及 [第 5505\(b\)\(2\)\(A\) 條](#) (僅供英文版)；《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) (僅供英文版)；及《美國證券交易所公司指引》[第 101\(c\) 條](#) (僅供英文版))。

¹²¹ 《英國諮詢文件》第 4.8 至 4.10 段。

¹²² 《英國諮詢總結》第 2.6 至 2.9 段。

¹²³ 《新交所回應文件》第 11 頁第 2.33 段。

¹²⁴ 《新交所回應文件》第 7 頁第 2.10 段。

VII. 權證

不同司法權區的比較

197. 在美國，紐約交易所明文規定，若 SPAC 在上市時發售單位，該等單位的權證須符合適用的首次上市標準¹²⁵。
198. 英國（舊有和修訂後）的 SPAC 制度並沒有規管 SPAC 權證，只規定 SPAC 首次公開發售的招股章程中必須披露權證的條款，以確保投資者可作知情評估。¹²⁶
199. 新交所將規定 SPAC 就其首次公開發售而發行或於 SPAC 併購交易完成前發行的 SPAC 權證（或其他可轉換證券）須符合新交所現行有關發行權證的規定。¹²⁷ 此外，這些證券須符合以下規定：
- (a) 行使價不得低於首次公開發售的普通股價格；
 - (b) 不能在 SPAC 併購交易完成前行使；
 - (c) 不得有權參與清盤分配及贖回；及
 - (d) 到期日不得超過：(i)招股章程所載的發行條款下的最高年期；或(ii)可完成 SPAC 併購交易的最長期限（以較早者為準）。¹²⁸

持份者在初步討論中提出的意見

200. 在初步討論中，多個參與者指能夠買賣 SPAC 權證可吸引一些機構投資者參與 SPAC 首次公開發售（例如對沖基金），有助確保 SPAC 能籌集足夠資金進行 SPAC 併購交易。

建議

201. 正如上文第四章所解釋（見第 120 至 121 段），SPAC 的股價很可能受投機活動和謠言波動，尤其在 SPAC 努力尋找合適的併購目標時，其潛在的結果往往會影響股價。SPAC 權證的價格波動很可能要比 SPAC 股份大（見第 85 段）。另外，發起人權證及 SPAC 權證被行使時會攤薄已發行 SPAC 股份的數目。
202. 為此，我們建議對 SPAC 權證及發起人權證引用《上市規則》第十五章及《第 4 項應用指引》的現行規定，但稍加修改如下：
- (a) 所有發起人權證及 SPAC 權證必須經聯交所及（於 SPAC 首次發售後）股東批准方可發行或授予¹²⁹；
 - (b) 所有發起人權證及 SPAC 權證的到期日由 SPAC 併購交易完成日期起計不得少於 1 年及不得多於 5 年，並且不得轉換為其他可於 SPAC 併購交易完成日期起

¹²⁵ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(f\)條](#)（僅供英文版）。

¹²⁶ 《英國諮詢文件》第 4.26 段。

¹²⁷ 《新交所主板規則》[第八章第六部](#)（僅供英文版）。

¹²⁸ 《新交所主板規則》[第 210\(11\)\(i\)條](#)（僅供英文版）。

¹²⁹ 《上市規則》第 15.02 條。

計不足 1 年內或超過 5 年後認購證券的權利¹³⁰；

- (c) 發起人權證及 SPAC 權證的主要條款，包括(i) 權證行使後將要發行的證券最高數目；(ii) 行使期及行使價；(iii) 轉讓權證的安排；(iv) 更改認購或購買證券的價格或數目的安排；及(v) 持有人在 SPAC 清盤時的權利以及參與任何證券分派及 / 或發售的權利，必須在 SPAC 為上市而刊發的上市文件中披露¹³¹；及
- (d) 發起人權證及 SPAC 權證在發行或授予後如要修改條款，須先獲得聯交所批准，除非有關更改是按照權證條款自動生效，則當別論。¹³²發起人權證及 SPAC 權證的條款如有更改，必須符合《第 4 項應用指引》(包括股東批准規定)¹³³。

203. 我們建議規定，發起人權證及 SPAC 權證要待 SPAC 併購交易完成後才可行使。我們認為此建議符合市場慣例 (見第 26 及 44 段)。
204. 為減低 SPAC 發起人與 SPAC 股東之間的利益不一致的風險，我們亦建議規定 SPAC 不得以低於公平價值的價格發行發起人權證，亦不得發行條款比 SPAC 權證的條款有利的發起人權證 (見第 44 段)。
205. 所謂更有利條款包括：(a) 可免於因繼承公司股份成交價高於規定價格而被迫行使權證 (見第 44 段)；(b) 可按無現金基準行使；及(c) 更佳權證換股比率。

問題 13	您是否同意應用有關權證的現行規定及《諮詢文件》第 202 段所載的建議改動？ 請說明理由。
問題 14	您是否同意，發起人權證及 SPAC 權證應在 SPAC 併購交易完成後才可行使？ 請說明理由。
問題 15	您是否同意 SPAC 不得以低於公平值的價格發行發起人權證，亦不得發行條款較 SPAC 權證更有利的發起人權證？ 請說明理由。

¹³⁰ 《上市規則》第 15.02(2)條。

¹³¹ 《上市規則》第 15.03 條。

¹³² 《上市規則》第 15.06 條。

¹³³ 《上市規則》第 4 項應用指引第 4C 段。

(B) SPAC 發起人及 SPAC 董事

I. SPAC 發起人

不同司法權區的比較

206. 紐約交易所規則¹³⁴訂明，在評估 SPAC 是否適合上市時，SPAC 發起人的經驗及 / 或往績紀錄等因素均會納入考慮範圍。
207. 英國 SPAC 制度（無論是舊有或修訂後）並無要求對 SPAC 發起人作出適合性評估。
208. 新交所在評估 SPAC 是否適合上市時，會考慮 SPAC 的創始股東的往績紀錄和聲譽以及其管理團隊的經驗和專業知識。¹³⁵新交所亦規定，如果創始股東及 / 或管理團隊的情況有重大改變而可能對業務合併成功與否造成關鍵影響，則有關變動須先獲得獨立股東通過特別決議案批准，SPAC 才可繼續上市，否則 SPAC 必須清盤。¹³⁶
209. 《新交所回應文件》亦訂明，SPAC 發起人及 SPAC 董事合計須認購相當於 SPAC 上市時市值的 2.5%至 3.5%的最低股本證券價值。¹³⁷
210. 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。

持分者在初步討論中提出的意見

211. 在與持分者的初步討論中，參與者表示同意 SPAC 發起人必須符合適合性和資格要求。幾名參與者強調，由於 SPAC 是新成立的現金資產公司，沒有營運紀錄，因此投資者更依賴 SPAC 發起人的資質以他們的最大利益行事。

建議

212. 由於 SPAC 都無經營往績紀錄，不同 SPAC 的分別主要在於 SPAC 發起人的經驗和聲譽，投資者在決定投資 SPAC 時也主要以此為依據。如 SPAC 發起人較熟練和有經驗，便有較大機會找到合適的 SPAC 併購目標並協商較有利於 SPAC 投資者的 SPAC 併購交易條款。此外，投資者信賴 SPAC 發起人，將資金予以付託，同時亦期望其就資金的用途以他們整體的最大利益行事。

SPAC 發起人的個性、經驗及誠信

213. 我們建議規定，SPAC 在上市時和直至 SPAC 併購交易完成之前，都須令聯交所滿意每名 SPAC 發起人的個性、經驗及誠信以及信納其具備足夠的才幹勝任其職務。

¹³⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 \(f\)條](#)（僅供英文版）。

¹³⁵ 《新交所回應文件》應用指引 6.4「特別目的收購公司的要求」（第 80 頁第 2.1 及 2.2 段）。

¹³⁶ 《新交所回應文件》第 52 頁第 4.5 段。

¹³⁷ 就市值為(a)1.5 億至 3 億新加坡元；(b)3 億至 5 億新加坡元及(c)5 億新加坡元以上的 SPAC 而言，最低股本參與百分比分別為 3.5%、3%及 2.5%。見《新交所回應文件》第 34 頁第 2.136 段。

214. 我們建議刊發指引，列出以下方格 1 所示、SPAC 在首次上市時須為每名 SPAC 發起人向聯交所提供的資料。聯交所將按這些資料決定每名 SPAC 發起人是否合適，並有權要求提供有關任何準 SPAC 發起人的背景、經驗或其他商業利益的進一步資料。

方格 1：須為每名 SPAC 發起人提供的資料

SPAC 發起人的經驗

- (a) 擔任 SPAC 發起人的經驗，包括相關工作年數及曾發起的 SPAC 的名稱。
- (b) 就(a)所述的每家 SPAC：
 - (i) 首次公開發售的集資金額；
 - (ii) 擬進行 SPAC 併購交易目標公司類型的描述（例如規模和行業）；
 - (iii) 發起人獎勵的金額和條款；
 - (iv) SPAC 的首次公開發售日期與 SPAC 併購交易完成之日相隔多久；
 - (v) 在任何 PIPE 中的集資金額；
 - (vi) 任何 SPAC 併購交易所涉的 SPAC 併購目標的描述概要；
 - (vii) 在任何 SPAC 併購交易之前贖回股份的 SPAC 股東的百分比；
 - (viii) 投票反對任何 SPAC 併購交易的 SPAC 股東的百分比；
 - (ix) 任何 SPAC 併購交易的條款詳情（包括代價）；
 - (x) 在行使所有 SPAC 權證及轉換所有發起人股份和所有發起人權證後，沒贖回的 SPAC 股東在繼承公司的任何價值攤薄百分比；
 - (xi) 進行任何 SPAC 併購交易後繼承公司的市值；
 - (xii) 進行任何 SPAC 併購交易進行後繼承公司的績效指標（絕對績效指標和相對於相關指標的績效）；及
 - (xiii) SPAC 是否被清盤及退還資金給 SPAC 投資者。

投資管理經驗

- (c) 代表第三方投資者提供專業投資管理的經驗及 / 或向專業 / 機構投資者提供投資諮詢服務的經驗，包括就每個職位有關以下的描述：
 - (i) 角色及職責；
 - (ii) 所管理的投資的類型和覆蓋地域；
 - (iii) 基金規模；
 - (iv) 基金的投資目標和政策；及
 - (v) 所管理基金的績效指標（例如資產淨值）；絕對績效；以及與所管理其他主要基金和相關指數相比的相對績效。

其他相關經驗

- (d) 與 SPAC 發起人在擬上市的 SPAC 中擔當的角色相關的任何其他經驗（例如管理 SPAC 擬併購對象所屬行業的業務），並解釋該工作經驗與 SPAC 發起人的

角色有何關係；

需提供的其他資料

- (e) 所持有牌照的詳情，包括發牌年份及發牌機構；
- (f) 任何其他商業利益的詳情，特別是當該利益(1)直接或間接與 SPAC 就擬 SPAC 併購目標構成競爭或可能構成競爭；及 / 或(2)與 SPAC 物色 SPAC 併購目標的行業構成競爭或可能構成競爭；及
- (g) 任何影響 SPAC 發起人的誠信及 / 或勝任能力而違反法律、規則及規例的行為及任何其他事宜。

215. SPAC 必須在其為上市而提交的上市文件中包括方格 1 中所列資料，資料須更新至最後實際可行日期。

216. 基於上述原因(見第 9 至 13 段)，聯交所旨在讓一些由能力及經驗高於平均標準的 SPAC 發起人所管理的 SPAC 上市。我們的建議指引將指出，如能證明 SPAC 發起人具有以下經驗，則對 SPAC 發起人較有利：

- (a) 連續三個財政年度或以上管理平均合共價值至少 80 億港元的資產；或
- (b) 於目前或曾經為恒生指數或同等旗艦指數成份股¹³⁸的發行人擔任高級行政職務（例如行政總裁或營運總監）。

牌照規定

217. 為了確保 SPAC 發起人質素高並與其他 SPAC 投資者的利益更一致，我們建議，SPAC 在上市時及在其整個存續期中，都至少要有一名 SPAC 發起人持續持有(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¹³⁹；及(ii)發起人股份的至少 10%。

SPAC 發起人的重大變動

218. 由於 SPAC 發起人肩負物色合適收購對象的重任，投資者對其寄予厚望，因此我們建議，當管理 SPAC 的 SPAC 發起人或其資格及 / 或適合性有任何重大改變時，該重大變動須由股東於股東大會透過特別決議批准（SPAC 發起人及其各自的緊密聯繫人不得就該決議投票表決）。重大變動的例子包括：

- (a) 有 SPAC 發起人離任或加入；
- (b) SPAC 發起人的控制權有變；
- (c) SPAC 發起人的證監會牌照遭撤銷；
- (d) 任何影響 SPAC 發起人的誠信及 / 或勝任能力的而違反相關法律、規則及規例的行為及其他相關事宜；及
- (e) 聯交所認為或會影響 SPAC 發起人的資格及 / 或適合性的任何其他改變。

¹³⁸ 見 <https://www.hsi.com.hk/chi/indexes/all-indexes/hsi>。

¹³⁹ 按《證券及期貨條例》附表 5 所規定。

219. 我們也建議，在就 SPAC 發起人的重大變動表決前，SPAC 股份持有人可選擇按 SPAC 首次發售時的股份發行價另加累計利息贖回其股份。請參閱下文有關股份贖回和贖回程序的建議（見第 348 至 360 段）。
220. 我們也建議，如果 SPAC 未能在在 SPAC 發起人出現重大變更後一個月內獲得所需的股東批准，SPAC 的證券須停牌而且 SPAC 必須退還其首次發售所籌得的資金予其股東，並根據下文規定進行清盤及退市（見第 435 和 436 段）。

問題 16	您是否同意每名 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？ 請說明理由。
問題 17	您是否同意聯交所應刊發指引，列出 SPAC 應就每名 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，包括《諮詢文件》方格 1 所示的資料？另外就每名 SPAC 發起人的個性、經驗及誠信而言，可有其他資料應提供或毋須提供哪些資料？ 請說明理由。
問題 18	您是否同意聯交所在決定 SPAC 發起人的合適性時，應將《諮詢文件》第 216 段所述標準視作有利因素？ 請說明理由。
問題 19	您是否同意須有至少一名 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%？ 請說明理由。
問題 20	您是否同意在 SPAC 發起人的情況或其資格及 / 或適合性有任何重大改變時，該重大變動須經由股東於股東大會透過特別決議批准（SPAC 發起人及其各自的緊密聯繫人不得投票表決），而如果未在 SPAC 發起人出現重大變更後一個月內獲所需股東批准，則 SPAC 的證券須停牌而且 SPAC 必須退還其首次發售所籌得的資金予其股東，並按照《諮詢文件》第 435 和 436 段規定的程序）清盤及退市？ 請說明理由。

II SPAC 董事

221. 除了《上市規則》項下對董事的現行規定（包括誠信責任及個性、經驗及品格要求）¹⁴⁰外，SPAC 董事會的大多數董事必須是（持牌或非持牌）SPAC 發起人的人員（定義見《證券及期貨條例》），代表提名他們的 SPAC 發起人行事。¹⁴¹

¹⁴⁰ 主要見《上市規則》第三章。

¹⁴¹ 見[證監會網站](#)所載的持牌人士類別列表。

222. 我們作出以上建議，是為了確保 SPAC 發起人對 SPAC 的表現負責，並對 SPAC 投資者及 SPAC 整體履行以應有技能、謹慎和勤勉行事的誠信責任。

問題 21

您是否同意 SPAC 董事會的大多數董事必須是 (持牌或非持牌) SPAC 發起人的人員 (定義見《證券及期貨條例》)，代表提名他們的 SPAC 發起人行事？

請說明理由。

(C) 持續責任

I. 信託形式持有的資金

不同司法權區的比較

223. 美國的證券交易所規則要求，SPAC 在首次公開發售所籌集的款項總額的 90% 須存入獨立保管人開立的託管賬戶、「受保障的存管機構」¹⁴²或註冊經紀或交易商開立的獨立賬戶¹⁴³。
224. 《英國諮詢總結》要求 SPAC 分隔在首次公開發售中從公眾股東籌集的資金，惟部分資金可保留用作支付 SPAC 的營運開支，但應在 SPAC 招股章程中披露有關金額¹⁴⁴。為提供靈活性，該文件指出英國金融市場行為監管局不擬規定 SPAC 的首次公開發售款項中須被分隔的百分比或以信託形式持有或存入託管賬戶。¹⁴⁵
225. 《新交所回應文件》指出，SPAC 必須(i)將其首次公開發售中所籌集的款項總額的 90% 存入一個由獨立託管代理開設並營運的信託賬戶，而該託管代理須是新加坡金融管理局認可的持牌金融機構；及(ii)將所得款項投資於現金或至少 A-2 級的現金等價短期證券，直至 SPAC 併購交易完成。¹⁴⁶

持分者在初步討論中提出的意見

226. 在初步討論中，參與者表示同意 SPAC 的首次公開發售資金應被分隔並存入封閉式信託賬戶，並表示這安排符合美國市場一貫做法。

建議

227. 我們認為，確保 SPAC 籌集的資金得到充分保護尤為重要，因為只有這樣，這使股東選擇贖回股份時或一旦 SPAC 清盤時，資金才可退還給股東。
228. 我們建議要求 SPAC 在首次發售中所籌集的款項總額(不包括透過發行發起人股份及發起人權證籌集的資金) 要 100% 全部存入位於香港的封閉式信託賬戶。
229. 該信託賬戶必須由符合《單位信託及互惠基金守則》第四章的資格和義務規定的受託人 / 保管人運作。¹⁴⁷

¹⁴² 按《聯邦存款保險法》第 3(c)(2)條所定義。

¹⁴³ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(a\)條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(a\)條](#) (僅供英文版) 。

¹⁴⁴ 《英國上市規則》第 5.6.18AG(2)條。

¹⁴⁵ 《英國諮詢總結》第 2.10 至 2.12 段。

¹⁴⁶ 《新交所回應文件》第 25 頁第 2.96 及 2.98 段。

¹⁴⁷ 受託人 / 保管人必須是(a) 根據《銀行業條例》(香港法例第 155 章) 而獲發牌的銀行；(b) 根據《受託人條例》(香港法例第 29 章) 第 VIII 部註冊的信託公司，並且是上述銀行或(d)項所指從事銀行業務的機構的附屬公司；(c) 根據《強制性公積金計劃條例》(香港法例第 485 章) 第 2(1)條定義為受

230. 我們建議 SPAC 在首次發售中所籌集的資金總額必須以現金或現金等價物的形式持有，例如銀行存款或由政府發行的信用評級為 A-2 或以上的短期證券，其最低信用評級為 (a) 由標普作出的 A-1 評級；(b) 由穆迪投資者服務作出的 P-1 評級；(c) 由惠譽評級作出的 F1 評級；或(d) 由聯交所認可的信貸評級機構作出的同等信用評級¹⁴⁸。
231. 我們建議，除非為了以下目的，否則 SPAC 不得使用上述以信託方式持有的資金：(a) 將資金退還給選擇了贖回 SPAC 股份的 SPAC 股東；(b) 為了完成 SPAC 併購交易或(c) 在第 435 段所述的情況發生後將資金退還給 SPAC 股東。
232. 為確保 SPAC 產生的所有費用均由 SPAC 發起人承擔，除前段所述情況外，以信託形式持有的資金所產生的利息收入將不能發放給 SPAC (例如，用以履行 SPAC 的納稅責任)。

問題 22	您是否同意 SPAC 在首次發售中所籌集的資金總額須 100%全部存入位於香港的封閉式信託賬戶？ 請說明理由。
問題 23	您是否同意該信託賬戶必須由符合《單位信託及互惠基金守則》第四章的資格和義務規定的受託人 / 保管人運作？ 請說明理由。
問題 24	您是否同意 SPAC 在首次發售中所籌集的資金總額必須以現金或現金等價物 (例如銀行存款或由政府發行的短期證券，其最低信用評級為 (a) 由標普作出的 A-1 評級；(b) 由穆迪投資者服務作出的 P-1 評級；(c) 由惠譽評級作出的 F1 評級；或(d)由聯交所認可的信貸評級機構作出的同等信用評級) 的形式持有？ 請說明理由。
問題 25	您是否同意以信託方式持有的 SPAC 首次發售資金總額 (包括該等資金應計的利息收入)，除《諮詢文件》第 231 段所述情況外，一概不得用作其他用途？ 請說明理由。

II. 發起人股份及發起人權證

233. 發起人股份的分配稱為「發起人獎勵」(the Promote)，有助推動 SPAC 發起人成功完成 SPAC 併購交易。SPAC 發起人會為此支付小量金額，這些股份會於進行 SPAC 併購交易時轉換為 SPAC 股份 (見第 39 至 41 段)。

託人的信託公司；或(d) 在香港以外地方註冊成立而持續地受到審慎規管及監督的從事銀行業務的機構，或獲認可作為計劃的受託人 / 保管人及受到證監會所接納的海外監管機構的審慎規管及監督的實體。

¹⁴⁸ 有關建議評級是基於摘錄自[證監會《操守準則》](#)附件 C 的短期風險承擔的信用質素等級 1 項下的較低評級，並與[香港特別行政區政府債券計劃](#)的本地貨幣短期信貸評級一致。

234. SPAC 發起人一般會購買若干發起人權證 (作為單位的一部分或單獨購買)，涉及價值足以涵蓋 SPAC 首次發售的包銷費、其他發售開支及物色 SPAC 併購目標所需開支等。(見第 42 至 44 段)。

不同司法權區的比較

235. 在美國，發起人股份受合同轉讓限制，如須轉售亦須根據《證券法》進行登記，或根據豁免登記的情況轉售。
236. 發起人權證屬於「受限制證券」，不得在市場上轉售。此外，SPAC 發起人通常同意在 SPAC 併購交易完成後 30 天內不轉讓或出售發起人權證。
237. 英國目前並無限制發起人股份及發起人權證的發行及轉讓，也不擬施加任何限制。
238. 《新交所回應文件》規定，SPAC 的創始股東、管理團隊、控股股東及其各自的聯繫人均須遵守股份禁售期，其於 SPAC 上市之日所直接和間接有效持有的全部或部分 SPAC 股權，一概不得轉讓或出售，直至 SPAC 併購交易完成為止。¹⁴⁹

建議

239. 由於 SPAC 是新成立的現金資產公司，無營運紀錄，其日後成功與否取決於 SPAC 發起人能否物色到合適的 SPAC 併購目標並協商對 SPAC 投資者有利的 SPAC 併購交易條款。此乃受發起人獎勵財務上的激勵而作出的。因此我們相信發起人獎勵不應落入非 SPAC 發起人的人士手中。

發起人股份及發起人權證的發行限制

240. 我們建議只有 SPAC 發起人才可於上市之時及之後實益持有發起人股份及發起人權證。

發起人股份及發起人權證的轉讓限制

241. 我們建議發起人股份及發起人權證不得有上市資格，而 SPAC 不得批准任何人轉讓任何發起人股份或發起人權證的合法擁有權¹⁵⁰予非原本獲發行這些股份的人士。我們建議獲配發、發行或給予任何發起人股份或發起人權證的 SPAC 發起人於 SPAC 上市時及之後須繼續為發起人股份或發起人權證的實益擁有人。
242. 我們建議，有限合夥企業、信託、私人公司或其他工具可以代 SPAC 發起人持有發起人股份及 / 或發起人權證，惟前提是此安排不會導致實益擁有權轉移。

SPAC 證券的買賣限制

243. 在第五章中，我們解釋了 SPAC 證券涉及內幕交易的風險較高 (見第 126 至 128 段)。有見及此，我們建議禁止 SPAC 發起人 (包括其董事及僱員)、SPAC 董事和 SPAC 僱員以及其各自的緊密聯繫人在 SPAC 併購交易完成前買賣任何 SPAC 證券，意即在此期間，這些人士不應買賣 SPAC 股份、SPAC 權證、發起人股份或發起人權證。

¹⁴⁹ 《新交所回應文件》第 37 頁第 2.147 段。

¹⁵⁰ 包括轉讓這些證券的經濟利益或轉讓這些證券所附投票權的控制 (透過投票代理或其他方法)。

問題 26	您是否同意應該只有 SPAC 發起人才可於上市之時及之後實益持有發起人股份及發起人權證？ 請說明理由。
問題 27	如問題 26 的答案為「是」，您是否同意對發起人股份及發起人權證的上市及轉讓施加《諮詢文件》第 241 至 242 段所述的限制？ 請說明理由。
問題 28	您是否同意我們所建議，禁止 SPAC 發起人（包括其董事及僱員）、SPAC 董事和 SPAC 僱員以及其各自的緊密聯繫人在 SPAC 併購交易完成前買賣 SPAC 的證券？ 請說明理由。

III. 短暫停牌及停牌

不同司法權區的比較

244. 在美國和新加坡，如果 SPAC 無法將商業談判的內容保密，因應對市場的公平和知情權的風險，SPAC 須遵守的短暫停牌及停牌規定也與其他上市發行人相同。¹⁵¹
245. 在英國，在進行近期有關 SPAC 的諮詢之前，英國的上市規則採取較保守的做法，表明只要 SPAC 開始「考慮」進行 SPAC 併購交易，便須立即聯絡英國金融市場行為監管局，討論是否需要停牌。¹⁵²在這種情況下，英國金融市場行為監管局將採用「可反駁的假設」，假定市場上關於擬議交易的公開資料並不足夠，亦假定 SPAC 無法準確評估並讓市場知悉其財務狀況。如果 SPAC 無法令英國金融市場行為監管局信納情況並非如此，英國金融市場行為監管局便會將 SPAC 停牌。¹⁵³
246. 因應英國金融市場行為監管局的目標及最近的市場發展（包括《英國上市檢討報告》的建議），經修訂的英國上市規則規定，如果 SPAC 符合以下標準，英國金融市場行為監管局通常會認為毋須停牌：符合首次公開發售的最小規模（見第 190 段）；設定於兩年期內完成 SPAC 併購交易（見第 417 段）；明確披露 SPAC 的結構和安排；SPAC 併購交易獲股東批准（見第 315 段）；及為 SPAC 股東提供贖回選項（見第 344 段）。¹⁵⁴

¹⁵¹ 《紐約交易所上市公司手冊》第 202.06 條（僅供英文版）；《納斯達克規則》第 IM-5250-1 條（僅供英文版）；及《新交所主板規則》第 1303 條（僅供英文版）。

¹⁵² 《英國上市規則》第 5.6.6R(1)條。英國金融市場行為監管局將認為 SPAC 正考慮進行反收購的情況包括：(1)SPAC 已與 SPAC 併購目標的董事會接洽；(2)SPAC 已與 SPAC 併購目標進入獨家期；或 (3)SPAC 已獲准開展盡職審查工作（無論是否受限制的情況下）（《英國上市規則》第 5.6.7G 條）。

¹⁵³ 《英國諮詢文件》第 3.14 段。

¹⁵⁴ 《英國上市規則》第 5.6.18AG 條。

持份者在初步討論中提出的意見

247. 參與討論的人士基本上同意，聯交所應依循現行有關短暫停牌及停牌的规定，以處理 SPAC 與 SPAC 併購目標商議內容潛在洩露的情況。

建議

248. 我們相信，遵守現有規定可盡量延長 SPAC 上市證券可予買賣的時間而同時保護股東免受內幕消息發布不均所影響，因此我們建議將現行的短暫停牌及停牌政策套用於 SPAC。¹⁵⁵
249. 這即是說，若 SPAC 合理相信有關 SPAC 併購交易磋商的內幕消息機密或已洩露或合理認為有關消息相當可能已洩露，而未能及時刊發公告，SPAC 必須在合理切實可行的情況下盡快申請短暫停牌。
250. 為維持市場公平有序及持續交易，聯交所亦預期 SPAC 採取有效而適當的措施，將該等資料保密，包括訂立可予以執行的保密承諾、專業人士之間傳閱文件草稿時使用代號名稱等。SPAC 也須履行其在《證券及期貨條例》第 XIVA 部分項下的責任。
251. 聯交所只會在有合理疑慮內幕消息已經洩露及 / 或有實際保密困難的情況下，方會同意 SPAC 短暫停牌。在大部分情況下，SPAC 的股份會在緊隨其刊發內幕消息後的下一個交易時段恢復買賣。

問題 29	您是否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) ? 請說明理由。
--------------	--

¹⁵⁵ 見《上市規則》第 6.02 至 6.10A 條以及香港交易所指引信 HKEx-GL83-15「有關短暫停牌的指引」。

(D) SPAC 併購交易規定

I. 應用新上市規定

不同司法權區的比較

252. 美國的交易所對因 SPAC 併購交易而產生的繼承公司採用較嚴謹的資格規定。此外，美國有關 SPAC 併購交易的盡職審查及文件規定與首次公開發售方面的規定類似。¹⁵⁶
253. 納斯達克規定繼承公司須完全符合首次上市規定¹⁵⁷。紐約交易所的規則訂明繼承公司須符合若干最低股價、市值及公眾持股量規定。¹⁵⁸ 紐約交易所亦會評估上市申請，以釐定有關交易是否屬借殼上市（即試圖規避首次上市規定）。若確定為借殼上市，紐約交易所會向有關繼承公司採用其所有首次上市規定。¹⁵⁹
254. 紐約交易所及納斯達克均會將未有符合上述規定的繼承公司停牌及除牌。
255. 在英國 SPAC 制度（舊有及修訂後）下，繼承公司須符合適用於其股份上市類別（「高級」或「標準」）的首次上市規定。¹⁶⁰由於英國上市規則將 SPAC 併購交易視為反收購行動，有關的文件及盡職審查規定均與首次公開發售無異。若繼承公司尋求高級上市，則須委任首次公開發售保薦人¹⁶¹。
256. 新交所規定因 SPAC 併購交易而產生的繼承公司應符合首次上市規定。¹⁶²《新交所回應文件》表示須委任財務顧問（相當於首次公開發售保薦人的認可發行管理人）就 SPAC 併購交易進行首次公開發售要求相同的盡職審查。建議中新交所就 SPAC 併購交易的文件規定與首次公開發售相同。¹⁶³

持份者在初步討論中提出的意見

257. 部分持份者指出，對 SPAC 併購目標不設量化財務資格規定是 SPAC 的主要優勢之一，

¹⁵⁶ 請注意，美國並無相當於香港的「保薦人制度」，就首次公開發售或 SPAC 併購交易均沒有須委任首次公開發售保薦人的規定。

¹⁵⁷ 納斯達克允許尋求首次上市的公司從一系列的財務資格測試中作出挑選，並提供三個分部的選擇：納斯達克全球精選市場（測試最嚴格）；納斯達克全球市場；及納斯達克資本市場（測試最寬鬆）（《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\)條](#)（僅供英文版））。

¹⁵⁸ 緊隨完成 SPAC 併購交易後，繼承公司須有：(i) 每股股價至少 4.00 美元（31 港元）；(ii) 全球市值至少 150,000,000 美元（11.65 億港元）；(iii) 公眾持股總市值至少 40,000,000 美元（3.11 億港元）；及符合(iv) 有關就首次公開發售上市的公司適用的股東及公眾持股規定（《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01B 條](#)〈收購公司的準則〉(Criteria for Acquisition Companies)（僅供英文版））。

¹⁵⁹ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01B 條](#)〈收購公司的準則〉(Criteria for Acquisition Companies)及[第 703.08\(E\)條](#)（僅供英文版）。

¹⁶⁰ 適用於高級上市或標準上市的財務資格規定並不高。申請人毋須證明其達到最低收入或盈利，並僅須於上市時達到 700,000 英鎊（750 萬港元）的最低市值（《英國上市規則》第 2.2.7 條）。

¹⁶¹ 《英國上市規則》第 8.2.1 條。

¹⁶² 《新交所回應文件》第 59 頁第 4.34 段。

¹⁶³ 《新交所回應文件》第 60 頁第 4.35 段。

亦是其受歡迎的理由。其他持份者表示委任首次公開發售保薦人的規定會減低 SPAC 併購成交的速度，但這亦是 SPAC 較首次公開發售優勝的主要因素之一。

258. 持份者亦表示委任首次公開發售保薦人就 SPAC 併購交易進行盡職審查會降低交易的確定性，因為 SPAC 發起人與 SPAC 併購目標之間的磋商結果會因要視乎首次公開發售保薦人調查結果而變得不確定。他們指若為免有不合標準的資產及 / 或業務上市，在 SPAC 併購交易當中議定鎖定安排（包括提成鎖定安排）反而可能得到較好的監管及保護。

建議

259. 如上文所述（見第 251 及 252 段），美國的交易所對因 SPAC 併購交易而產生的繼承公司施加嚴謹的上市資格規定，與新上市規定接近甚或相同。然而，美國的交易所（尤其是納斯達克）為新上市申請人提供許多不同的財務資格測試及市場分部，繼承公司符合至少其中一項規定的機會較大。
260. SPAC 併購交易會帶來新業務及資產上市。因此，類似於英美的做法，我們建議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¹⁶⁴。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。這會使香港市場整體的質素和聲譽受損（見第 133 段）。

適合性及資格規定

261. 我們建議對 SPAC 併購交易採用新上市規定，即繼承公司須符合所有新上市規定（包括最低市值規定¹⁶⁵及財務資格測試¹⁶⁶）。
262. 現時，《上市規則》規定反收購行動的目標須通過新上市的財務資格測試。另外，因反收購行動而產生的公司須符合所有新上市規定（財務資格測試除外）¹⁶⁷。這種做法可確保有關目標獨自亦能通過財務資格測試，而不受加入進行交易的上市發行人的財務往績紀錄所產生的正面或負面影響。
263. SPAC 既是沒有任何業務的現金空殼公司，其財務往績紀錄不會對財務資格測試結果有重大的正面或負面影響。因此，我們認為毋須另再要求 SPAC 併購目標符合新上市的財務資格測試，而是建議所有新上市規定（包括財務資格測試）均僅適用於繼承公司。

有關管理層及擁有人維持不變的規定

264. 這表示繼承公司將須符合適用於新上市的管理層及擁有人維持不變的規定。因此，SPAC 併購交易若涉及多個 SPAC 併購目標，有關目標必須為於適用的往績紀錄期間屬於同一管理層及擁有人的集團公司。

¹⁶⁴ 《上市規則》第 21 項應用指引；及證監會《操守準則》第 17 段。

¹⁶⁵ 《上市規則》第 8.09(2)條；或第 8A.06 條（適用於具有不同投票權架構的公司上市）；或第 18A.03(2)條（適用於生物科技公司上市）。

¹⁶⁶ 《上市規則》第 8.05 條；第 8.05A 條；或第 8.05B 條。

¹⁶⁷ 《上市規則》第 14.06C(2)條；第 14.54(1)條。

委任首次公開發售保薦人

265. 首次公開發售保薦人為香港上市制度獨有，美國並無此職能。香港的首次公開發售保薦人會協助編備新申請人的上市文件、進行合理的盡職審查諮詢、確保遵守上市申請程序以及合理盡力解決所有由聯交所就上市申請提出的問題（以及其他責任）。¹⁶⁸
266. 我們建議繼承公司委任至少一名首次公開發售保薦人協助其上市申請。¹⁶⁹ SPAC 最遲須於上市申請日期兩個月前正式委任首次公開發售保薦人。¹⁷⁰
267. 若發行人在考慮透過 SPAC 上市之餘同時考慮透過傳統首次公開發售申請上市（即採取「雙軌」的方法申請上市），聯交所於評定申請人有否達到最短委聘期（兩個月）的要求時，首次公開發售保薦人於「雙軌」下的過程中進行的盡職審查均計算在內。然而，首次公開發售保薦人必須是繼承公司就其上市申請所正式委聘。
268. 繼承公司委任的首次公開發售保薦人當中須至少有一名符合《上市規則》第三 A 章有關公正及獨立的規定。

盡職審查規定

269. SPAC 將須向聯交所提供充足的資料，證明繼承公司符合上市往績紀錄規定（包括 SPAC 併購目標的財務資料（以會計師報告為基礎））。
270. 獲委任的首次公開發售保薦人須進行首次公開發售保薦人盡職審查¹⁷¹，以讓其可作出《上市規則》附錄十九的以下聲明（其中包括）：(a) 繼承公司符合《上市規則》第八章的所有條件；及繼承公司的上市文件載有充足資料，使合理的人皆可據此而對繼承公司的財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見。¹⁷²

文件規定

SPAC 併購公告

271. SPAC 釐定 SPAC 併購交易的條款後，須立即刊發公告公布交易，當中須載有《上市規則》就交易及反收購行動規定須披露的所有資料¹⁷³。聯交所或不時就 SPAC 併購公告中須披露的內容發出指引。
272. SPAC 併購交易的公告刊發前須先提交予聯交所，待聯交所確定對公告沒有進一步意見後才可刊發。¹⁷⁴
273. SPAC 須於 SPAC 併購公告中訂明其預期刊發上市文件的日期。¹⁷⁵

¹⁶⁸ 請參閱《上市規則》第 3A.11 條。

¹⁶⁹ 請參閱《上市規則》第三 A 章。

¹⁷⁰ 與《上市規則》第 3A.02B 條一致。

¹⁷¹ 根據《上市規則》第 21 項應用指引及及證監會《操守準則》第 17 段的規定。

¹⁷² 請參閱《上市規則》附錄十九。

¹⁷³ 與《上市規則》第 14.58、14.60、14.61 及 14.62 條一致。

¹⁷⁴ 與《上市規則》第 13.52(2)條一致。

¹⁷⁵ 與《上市規則》第 14.57 條一致。

274. 我們建議 SPAC 併購交易須遵守《上市規則》所有其他與交易有關的適用規定。¹⁷⁶
上市文件規定
275. 我們建議 SPAC 併購交易須遵守《上市規則》第九章所載有關新上市申請的程序及規定。¹⁷⁷這表示：
- (a) SPAC 須提交由首次公開發售保薦人填妥的上市申請(A1 表格)，並須附上接近定稿且「大致完備」的上市文件；¹⁷⁸及
 - (b) 上市文件須待聯交所向 SPAC 確認其對有關文件沒有進一步意見後才可刊發。¹⁷⁹
276. 就 SPAC 併購交易刊發的上市文件須載有新上市申請人須提供的所有資料以及須就反收購行動提供的資料¹⁸⁰。
277. 有關上市文件須於上市發行人發出通告召開股東大會以通過 SPAC 併購交易的同時或之前，送交 SPAC 股東(見第 319 至 321 段)。¹⁸¹
278. 鑒於繼承公司須有公開市場的規定(見第 379 段)，我們認為 SPAC 併購交易相當於公開發售，因此我們會規定就 SPAC 併購交易刊發的上市文件須符合《公司(清盤及雜項條文) 條例》項下的相關招股章程規定(尤其是包括披露規定¹⁸²)。

上市批准

279. 我們建議 SPAC 併購交易條款應包括以下條件：有關交易須待繼承公司的上市申請獲聯交所批准後才可告完成。
280. 如上文所述(見第 136 及 137 段)，SPAC 發起人有誘因去完成 SPAC 併購交易，即使該交易並不符合整體 SPAC 股東的最佳利益。我們的建議可防止最後完成的 SPAC 併購交易所衍生出來的乃並未獲上市批准的繼承公司，這樣的結果相信並不符合 SPAC 股東的利益，因為並不是 SPAC 當初上市及其股東投資其中的原意。

首次上市費

281. SPAC 須就 SPAC 併購交易向聯交所繳交不可退回的首次上市費。¹⁸³

問題 30 您是否同意聯交所應對 SPAC 併購交易應用《諮詢文件》第 259 至 281 段所載的新上市規定？ 請說明理由。
--

¹⁷⁶ 與《上市規則》第 14.34 至 14.37 條、第 14.54 至 14.57 條及第 14.57A 條一致。

¹⁷⁷ 與《上市規則》第 14.57 條一致。

¹⁷⁸ 與《上市規則》第 9.03(1)及(3)條一致。

¹⁷⁹ 與《上市規則》第 9.07 條一致。

¹⁸⁰ 請參閱《上市規則》第 14.63 及 14.69 條。

¹⁸¹ 與《上市規則》第 14.57 條一致。

¹⁸² 《公司(清盤及雜項條文) 條例》附表 3。

¹⁸³ 與《上市規則》第 14.57 條一致。SPAC 亦須就其上市支付首次上市費。有關首次上市費金額，請參閱《上市規則》附錄八。

II. SPAC 併購目標的資格

不同司法權區的比較

282. 美國及英國方面對 SPAC 可接觸的目標公司類型並無限制，只要最後的繼承公司符合適用規定即可¹⁸⁴。新交所明確指出 SPAC 併購交易可涉及生命科技公司以及礦業、石油及天然氣公司¹⁸⁵。

持份者在初步討論中提出的意見

283. 部分參與初步討論的人士提出我們該明確指明生物科技公司為合資格的 SPAC 併購目標，因為在美國，具有生物科技專業知識的 SPAC 發起人便常以生物科技公司為 SPAC 併購交易的目標。

建議

284. SPAC 或可為有業務運作的 SPAC 併購目標提供傳統首次公開發售以外的上市途徑。我們建議不應將投資公司(定義見《上市規則》第二十一章)列為合資格 SPAC 併購目標，因為這些公司可按傳統首次公開發售以外的另一個既有的獨立及不同的機制申請上市。
285. 為免生疑問，生物科技公司及礦業公司將可合資格成為 SPAC 併購目標，前提是有關公司須遵守其適用的新上市規定。SPAC 亦可透過 SPAC 併購交易成為具有不同投票權架構的繼承公司，前提是 SPAC 併購目標及 SPAC 併購交易後形成的架構符合《上市規則》的所有適用規定。

問題 31	您是否同意「投資公司」(定義見《上市規則》第二十一章)不能作為合資格 SPAC 併購目標？ 請說明理由。
--------------	---

III. SPAC 併購目標的規模

不同司法權區的比較

286. 美國的證券交易所一般規定 SPAC 併購目標的公平市值須為信託持有的所得款項的至少 80%¹⁸⁶。新交所亦有同一規定。¹⁸⁷《英國諮詢總結》則並無相同規定。

持份者在初步討論中提出的意見

287. 參與者一般同意香港應跟從美國證券交易所有關 SPAC 併購目標公平市值的規定。

¹⁸⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01B 條](#) (僅供英文版)；及《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\) 條](#) (僅供英文版)。

¹⁸⁵ 《新交所諮詢文件》問題 15(b)。

¹⁸⁶ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) (僅供英文版)；《美國證券交易所公司指引》[第 119\(b\) 條](#) (僅供英文版)；及《納斯達克規則》[第 IM-5101-2 條](#) (僅供英文版)。

¹⁸⁷ 《新交所回應文件》第 30 頁第 2.118 段。

建議

288. 我們建議 SPAC 併購目標公平市值須達 SPAC 自首次發售籌集的資金（進行任何股份贖回前）的至少 80%，以助確保 SPAC 併購目標都是有足夠實質的業務支持其上市。
289. 我們亦徵詢回應人士，聯交所應否規定 SPAC 將所得款項淨額（即首次開發售的所得款項加上市後私募投資減股份贖回的資金）一部分用作 SPAC 併購交易的代價。可能會有人關注到，若繼承公司能保留全部有關款項，或會令交易後其大部分資產全是現金或大部分是現金，使其成為不適合上市的「現金資產公司」。¹⁸⁸
290. 不過，我們明白市場通常是以股份來支付 SPAC 併購交易的代價，SPAC 所籌得的現金則留作繼承公司未來發展之用。因此，施加這項規定恐怕會令繼承公司在這方面比不上循傳統 IPO 上市的公司。我們亦不覺有哪個海外司法權區有這樣的規定。

問題 32	您是否同意 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%？ 請說明理由。
問題 33	聯交所應否規定 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？ 請說明理由。
問題 34	若問題 33 的答案為「是」，您認為應否規定 SPAC 集資所得款項淨額（首次發售所得款項加 PIPE 投資減股份贖回的資金）中須動用至少 80%作為進行 SPAC 併購交易的資金？ 請說明理由。

IV. 獨立第三方投資

不同司法權區的比較

291. 美國及英國並無規定 SPAC 須獲得獨立第三方投資才可完成 SPAC 併購交易，亦未有就有關投資的規模訂立任何規定。
292. 新交所雖沒規定須獲得 PIPE 投資以完成 SPAC 併購交易，但同意 PIPE 投資可為投資者提供 SPAC 併購交易估值方面的驗證，並發揮額外的制衡作用。因此，新交所就進行 PIPE 投資的情況下撤回其最初要求委聘獨立估值師的建議，改為 SPAC 須於給股東的 SPAC 併購交易通函中披露為何涉及 PIPE 投資者便可解決獨立估值問題。¹⁸⁹若（其中包括）¹⁹⁰SPAC 併購交易並無 PIPE 投資，則須委聘獨立估值師。¹⁹¹

¹⁸⁸ 見《上市規則》第 8.05C(1)條。

¹⁸⁹ 《新交所回應文件》第 30 及 31 頁第 2.123 及 2.125 段。

¹⁹⁰ 新交所亦規定，若 SPAC 要收購 / 合併礦業、石油及天然氣目標以及物業投資 / 發展目標，便須委聘獨立估值師。這與新加坡在傳統首次公開發售方面的要求一致。

¹⁹¹ 《新交所回應文件》第 31 頁第 2.124 段。

持份者在初步討論中提出的意見

293. 在與持份者進行的初步討論中，聯交所提出了 SPAC 發起人可能會為讓 SPAC 併購交易所衍生的繼承公司符合新上市最低市值規定而蓄意抬高 SPAC 併購目標的估值的風險。聯交所表示，由於參與磋商 SPAC 併購交易條款的人數不多，相信有關風險會增加。
294. 部分參與有關討論的人士認為抬高繼承公司估值的風險可透過以下一個或多個因素減低：(a)公布 SPAC 併購交易後市場對有關交易的反應（反映於 SPAC 股價下跌）；(b)SPAC 股東若認為 SPAC 併購交易的條款不吸引可贖回股份；及(c) SPAC 獲外來資金投資而完成 SPAC 併購交易，驗證公司價值。

建議

295. 我們同意參與初步討論的持份者的意見——SPAC 併購目標估值不實的風險可透過獨立第三方（例如 PIPE 投資者）驗證而減低。因此，我們建議要求 SPAC 向外來獨立的 PIPE 投資者取得資金，以完成 SPAC 併購交易。
296. 為充分證明 SPAC 發起人與 SPAC 併購目標擁有人磋商得出的估值並非捏造，我們建議規定外來獨立的 PIPE 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，則我們可接納較低的百分比（15%至 25%）。
297. 我們亦建議規定 SPAC 併購交易中至少一名獨立 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（或基金規模至少達 10 億港元的基金）。這公司或基金作出的投資須使其於繼承公司上市之日實益擁有繼承公司至少 5%的已發行股份。
298. 我們建議，釐定 SPAC 併購交易中的 PIPE 投資者的獨立性時，採用對獨立財務顧問所應用的相同準則。¹⁹²

問題 35	您是否同意聯交所應要求 SPAC 向外來獨立的 PIPE 投資者取得資金，以完成 SPAC 併購交易？ 請說明理由。
問題 36	若問題 35 的答案為「是」，您是否同意聯交所應規定外來獨立的 PIPE 投資須構成繼承公司預期市值的至少 25%（若預期繼承公司上市時的市值超過 15 億港元，則較低的比率（15%至 25%）亦可接受）？ 請說明理由。
問題 37	若問題 35 的答案為「是」，您是否同意 SPAC 併購交易中至少一名獨立 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（或基金規模至少達 10 億港元的基金），而該公司或基金作出的投資須使其於繼承公司上市之日實益擁有繼承公司至少 5%的已發行股份？ 請說明理由。

¹⁹² 見《上市規則》第 13.84 條。

問題 38	若問題 35 的答案為「是」，您是否同意採用有關獨立財務顧問的規定去釐定外來 PIPE 投資者的獨立性？ 請說明理由。
--------------	--

V. 攤薄上限

不同司法權區的比較

299. 美國的慣例及規定並未就轉換發起人股份以及行使 SPAC 權證和發起人權證對 SPAC 投資者持股價值造成的攤薄效應設置任何上限。發起人股份一般約佔 SPAC 首次公開發售結束時其已發行股份的 20%。
300. 在美國，發起人權證會獨立或作為釘在一起的單位（包括按特定的股份權證比率釘在一起的 SPAC 股份及發起人權證）的一部分，在與首次公開發售的同時進行的私人配售中向 SPAC 發起人發行。¹⁹³若發起人權證是獨立發行，新的 SPAC 股份並沒隨附發行，因此攤薄效應會較大。
301. 《英國諮詢總結》表明，SPAC 必須披露 SPAC 併購交易（包括由 SPAC 發起人持有或向其發行的證券及 PIPE 交易）可能造成的攤薄影響，以讓 SPAC 投資者就 SPAC 併購交易作出充分知情的決定。¹⁹⁴
302. 為減輕攤薄風險，新交所對於 SPAC 就其首次公開發售發行的權證會對 SPAC 要約後已發行股本（包括發起人股份）產生的攤薄影響施加了不得多於 50% 的攤薄上限¹⁹⁵，同時繼續讓 SPAC 權證可分開交易（見第 163 段）。新交所進一步規定有關限制（連同對股東造成的攤薄影響）須於 SPAC 首次公開發售招股章程及有關 SPAC 併購交易的通函內披露。
303. 此外，考慮到發起人股份乃完成 SPAC 併購交易即可得到的獎勵（而非與繼承公司的長遠成功掛鉤），且是 SPAC 主要特點當中造成攤薄的關鍵因素之一，新交所改變了其於《新交所諮詢文件》的立場¹⁹⁶，決定對發起人股份施加限制，發起人股份不得超過 SPAC 上市時已發行股份總數的 20%，因為新交所相信這有助 SPAC 發起人與獨立股東的利益一致，並減低對不贖回股份的股東的潛在攤薄影響。¹⁹⁷

持份者在初步討論中提出的意見

304. 數名參與初步討論的人士表示若干事宜（例如每個 SPAC 單位的股份與權證比例以及獎勵的規模）應是 SPAC 發起人的商業決定。他們認為市場自會決定 SPAC 股東基於 SPAC 發起人的往績紀錄及聲譽願意接受的攤薄水平。

¹⁹³ 在經抽樣的大中華地區 SPAC 當中，七間發行了發起人權證，作為釘在一起的單位的一部分，其餘三間則獨立發行發起人權證。就該三間 SPAC 而言，有關獨立發行的發起人權證一般佔首次公開發售時發行的權證總數（SPAC 權證加發起人權證）約 30% 至 40%。

¹⁹⁴ 《英國諮詢總結》第 2.44 及 2.5 段。

¹⁹⁵ 《新交所回應文件》第 50 頁第 3.32 段。

¹⁹⁶ 《新交所諮詢文件》問題 14。

¹⁹⁷ 《新交所回應文件》第 54 及 55 頁第 4.16 及 4.17 段。

305. 部分參與人士表示獎勵的提成結構(所有或部分獎勵只有在繼承公司達到預設的表現目標的情況下才可行使)或可讓 SPAC 發起人與 SPAC 投資者的利益更加一致,但獎勵水平過高可能會造成大幅攤薄。持份者表示,近期常見的提成結構往往涉及「鎖定」(ratchet)安排,即高於某初始百分比的獎勵分為數部分,在與越來越高的績效目標門檻相繼達到時,即可一一行使,以 SPAC (於首次公開發售結束時)的流通股數的 30%為限。
306. 其他參與者認為聯交所應採納與現有的反攤薄措施一致的規定。

建議

307. 發起人股份、發起人權證及 SPAC 權證在被轉換/行使時,可能會對選擇不於 SPAC 併購交易前贖回 SPAC 股份的投資者所持有的 SPAC 股份造成攤薄(見第 138 至 139 段)。
308. 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%¹⁹⁸。
309. 《上市規則》亦對供股、公開發售及特別授權配售後被攤薄的持股價值施加上限。若理論上會造成 25%或以上的攤薄影響,則上市發行人不得進行這類公司行動。¹⁹⁹ 聯交所之前曾表示其認為 25%或以上的價值攤薄會對股東造成壓迫。²⁰⁰

披露規定

310. 我們建議規定 SPAC 須(於向股東發出以就 SPAC 併購交易取得批准的通函中)完整披露(按數目及價值計)若然交易獲批准及完成,對未有贖回 SPAC 股份的股東可能會造成的攤薄影響。

可能攤薄的上限

311. 除上文所述的披露規定外,我們就對由轉換發起人股份及行使 SPAC 發出的權證造成的最大可能攤薄施加上限是否適當徵詢市場意見。若市場較支持此做法,我們建議禁止 SPAC:
- (a) 向 SPAC 發起人發行相當於該 SPAC 於上市日期已發行股份總數 20%以上的發起人股份,另如果發起人股份可轉換為 SPAC 股份,該轉換只能按一換一的基準進行;及
 - (b) 發行可讓持有人在行使後獲得多於三分一股股份的 SPAC 權證或發起人權證;²⁰¹
 - (c) 發行若獲即時行使(不論有關行使是否獲允許),會使股份發行數目大於有關權證發行時已發行股份數目的 30%的權證(包括 SPAC 權證及發行人權證);
 - (d) 發行若獲即時行使(不論有關行使是否獲允許),會使股份發行數目大於有關權證

¹⁹⁸ 《上市規則》第 15.02(1)條。

¹⁹⁹ 《上市規則》第 7.27B 條。有關價值攤薄是透過比較「基準價格」與「理論攤薄價格」計算。

²⁰⁰ 聯交所於 2017 年 9 月 22 日在香港交易所網站刊登的《有關上市發行人集資活動的諮詢文件》第 21 至 28 段。

²⁰¹ 這表示投資者須持有至少三隻 SPAC 權證或至少三隻發起人權證才可將其轉換為一股股份。

發行時已發行股份數目的 10%的發起人權證。

312. 若符合以下條件，我們可接納 SPAC 的請求，讓其於完成 SPAC 併購交易後向 SPAC 發起人額外發行發起人股份（「**提成部分**」）：
- (a) 發起人股份總數(包括提成部分)不多於該 SPAC 上市時的已發行股份總數的 30%；
 - (b) 提成部分與客觀表現目標掛鉤（例如繼承公司於指定財務期間的經審核財務報表中呈報的目標收入或溢利水平）。為減輕被操控的風險，有關表現目標不應由繼承公司股價變動或交投量變動的因素所釐定；
 - (c) SPAC 股東於就批准 SPAC 併購交易而召開的股東大會中通過批准提成部分；及
 - (d) 批准 SPAC 併購交易的決議案須包括該提成部分。
313. 我們建議，SPAC 向 SPAC 發起人授出的任何反攤薄權，必須不會使 SPAC 發起人持有的股份多於 SPAC 首次發售時持有的發起人股份數目。
314. 若 SPAC 進行任何股份分拆或合併，並因此使發起人股份及 SPAC 股份轉換的數目須調整，則若聯交所信納任何有關調整均是按公平合理的基準進行，且不會使發起人有權獲得的發起人股份或 SPAC 股份比例高於其在 SPAC 上市日期原本可獲得者，聯交所可接納發起人股份數目的變動。

問題 39	您是否較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？ 請說明理由。
問題 40	若問題 39 的答案為「是」，您是否同意《諮詢文件》第 311 段建議的反攤薄機制？ 請說明理由；若有其他可予考慮的攤薄上限機制建議，請一併提出。
問題 41	若問題 39 的答案為「是」，您是否同意若符合第 312 段所述的條件，則聯交所應接納 SPAC 提出發行額外發起人股份的請求？ 請說明理由。
問題 42	您是否同意授予 SPAC 發起人的任何反攤薄權均不應使其持有的股份多於其於 SPAC 首次發售時持有的發起人股份數目？ 請說明理由。

VI. 股東就 SPAC 併購交易投票表決

不同司法權區的比較

315. 美國的證券交易所未有規定 SPAC 併購交易必須經由股東批准(除非交易涉及須經股東批准的股份發行)²⁰²。然而，取得股東批准是普遍的做法。
316. 根據《英國諮詢總結》，SPAC 併購交易須獲大多數 SPAC 公眾股東 (不包括 SPAC 發起人及 SPAC 董事) 批准，其才會放寬現時須於完成 SPAC 併購交易前停牌的立場 (見第 244 段)。²⁰³
317. 新交所原本建議 SPAC 併購交易須於股東大會中獲 SPAC 獨立股東 (不包括 SPAC 的創始股東、管理團隊及其各自的聯繫人) 簡單多數票批准。²⁰⁴然而，《新交所回應文件》表示新交所會允許所有 SPAC 股東就其各自持有的 SPAC 股份 (但不包括發起人股份) 對 SPAC 併購交易投票表決，以提供足夠的交易確定性。²⁰⁵

持份者在初步討論中提出的意見

318. 參與初步討論的人士同意規定 SPAC 併購交易須經股東投票表決及對於有關交易中有重大利益的股東的投票權施加限制。

建議

319. SPAC 併購交易須經股東投票表決及對於有關交易中有重大利益的股東的投票權施加限制的規定與我們有關須予公布的大型交易的規定普遍一致。
320. 我們建議 SPAC 併購交易須於股東大會上經 SPAC 股東批准作實。股東書面批准不能取代召開股東大會。²⁰⁶
321. 我們建議規定若股東於有關交易中有重大利益，則該股東及其緊密聯繫人不得於相關股東大會上投票表決。這表示：
- (a) SPAC 發起人及其緊密聯繫人不得投票表決；及

²⁰² 以下股份發行須經股東批准：(a) 發行量達已發行股本的 20%以上 (《納斯達克規則》[第 5635\(a\)\(1\) 條](#) (僅供英文版)；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(c\) 條](#) (僅供英文版) 及《美國證券交易所公司指引》[第 712\(b\) 條](#) (僅供英文版))；(b) 任何董事、高級人員或重大股東於目標中個別持有 5% (或合共持有 10%) 或以上權益；而發行股份會使已發行普通股或投票權增加 5%或以上 (《納斯達克規則》[第 5635\(a\)\(2\) 條](#) (僅供英文版)；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(b\) 條](#) (僅供英文版)；及《美國證券交易所公司指引》[第 712\(a\) 條](#) (僅供英文版))；及(c) 發行股份會使發行人控制權有變 (《納斯達克規則》[第 5635\(b\) 條](#) (僅供英文版)；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(d\) 條](#) (僅供英文版)；及《美國證券交易所公司指引》[第 713\(b\) 條](#) (僅供英文版))。

²⁰³ 《英國諮詢總結》第 2.28 段。

²⁰⁴ 《新交所諮詢文件》第 17 頁第 9.1 段。

²⁰⁵ 《新交所回應文件》第 42 頁第 2.168 段。

²⁰⁶ 與《上市規則》第 14.55 條一致。

- (b) 若 SPAC 併購交易會使控制權有所轉變，SPAC 的任何原有的控股股東及其緊密聯繫人不得投票贊成相關決議案。²⁰⁷
322. 任何就完成 SPAC 併購交易而獲得外來投資（包括 PIPE 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。

問題 43	您是否同意《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？ 請說明理由。
問題 44	若問題 43 的答案為「是」，您是否同意《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？ 請說明理由。
問題 45	若問題 43 的答案為「是」，您是否同意任何就完成 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？ 請說明理由。

VII. 涉及關連 SPAC 併購目標的 SPAC 併購交易

不同司法權區的比較

323. 美國方面，SPAC 須根據美國證交會的指引，考慮在其招股章程及股東投票說明中披露 SPAC 發起人、董事、高級人員及聯繫人有否擁有 SPAC 併購目標的權益²⁰⁸。此外，美國交易所所有關相關方交易的規則規定，SPAC 的審核委員會或獨立董事須檢視及監督這類交易²⁰⁹。
324. 根據《英國諮詢總結》，若任何 SPAC 董事與 SPAC 併購目標（或該目標的附屬公司）有利益衝突，SPAC 董事會須刊發聲明，表示就 SPAC 的公眾股東而言建議中的交易屬「公平及合理」，而這聲明須反映有合適資格的獨立顧問的意見，並須於股東就 SPAC 併購交易投票表決前預留充裕時間刊發。²¹⁰
325. 《新交所回應文件》表示，若 SPAC 併購交易被視為「利益人士交易」，現行有關該等

²⁰⁷ 與《上市規則》第 14.55 條一致。

²⁰⁸ 美國證交會企業融資部，[《企業融資披露指引：第 11 號議題「特殊目的收購公司」》\(CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 “Special Purpose Acquisition Companies”\)](#)，2020 年 12 月 22 日（僅供英文版）。

²⁰⁹ 《納斯達克規則》[第 5630 條](#)（僅供英文版）；《紐約交易所上市公司手冊》[第 314 條](#)（僅供英文版）；及《美國證券交易所公司指引》[第 120 條](#)（僅供英文版）。

²¹⁰ 《英國諮詢總結》第 2.33 及 2.38 段。

交易的規定²¹¹ (包括須委聘獨立財務顧問的規定) 將適用。²¹²此外, SPAC 向股東發出的上市文件及通函中應披露 SPAC 發起人、SPAC 董事及其各自的聯繫人的潛在利益衝突以及減輕有關衝突的措施。²¹³

持份者在初步討論中提出的意見

326. 參與初步討論的人士認為聯交所應對涉及關連目標的 SPAC 併購交易沿用現有的規定。

建議

327. 我們於上文敘述了 SPAC 併購目標及繼承公司估值不實 (見第 134 至 135 段)、或為符合新上市規定而造假的風險。若 SPAC 併購交易涉及關連目標公司, 則這風險會更高。這種估值過高的情況亦可能被用於將價值轉移至 SPAC 併購目標的控股股東, 損害 SPAC 股東的利益。
328. 然而, 我們明白在某些情況下, 完全禁止進行關連交易可能會造成不必要的限制, 因此我們可在符合下文所述條件的前提下允許進行屬關連交易的 SPAC 併購交易。

「關連人士」的定義

329. 《上市規則》項下有關關連交易的規定將適用於 SPAC 併購交易, 而 (就此目的而言) SPAC 發起人; SPAC 受託人 / 託管人; SPAC 董事及任何上述人士的聯繫人均會被定義為「關連人士」。²¹⁴
330. SPAC 併購交易若會為上述任何人士 (透過其於有關交易所涉及實體的權益) 帶來利益, 即會被視為「關連交易」。²¹⁵

現有的關連交易規定

331. 若 SPAC 併購交易被視為關連交易, 則除上述有關取得獨立 SPAC 股東批准的規定 (見第 318 至 321 段), 有關 SPAC 亦須遵守以下及其他適用於關連交易的規定²¹⁶:

(a) 設立獨立董事委員會以就以下事宜向 SPAC 股東提供意見:

- (i) 關連交易的條款是否公平及合理;
- (ii) 關連交易是否按一般 (或更佳的) 商業條款進行;
- (iii) 關連交易是否符合 SPAC 及其股東的整體利益; 及
- (iv) 如何就關連交易投票表決。

獨立董事委員會的成員必須全部是於有關交易中並無重大利益的獨立非執行董事。

²¹¹ 《新交所主板規則》[第九章](#) (僅供英文版)。

²¹² 《新交所回應文件》第 31 頁第 2.124 段。

²¹³ 《新交所主板規則》[第 625\(13\)條](#) (僅供英文版); 及《新交所回應文件》應用指引 6.4 「特別目的收購公司的要求」(第 38 頁第 7.1(n)段)。

²¹⁴ 如《上市規則》第 14A.07 條項下「關連人士」的定義所闡述。

²¹⁵ 與《上市規則》第 14A.23 條一致。

²¹⁶ 見《上市規則》第 14A.32 至 14A.48 條。

- (b) 委任獲聯交所接納的獨立財務顧問，就上文(a)所述的事宜向獨立董事委員會及股東提供建議。

332. 就 SPAC 併購交易向股東發出的通函須包括：

- (a) 由獨立董事委員會發出的函件，當中載有其就上文第 330 段所述的事宜提供的意見，並須符合《上市規則》的相關規定；及
- (b) 由獨立財務顧問發出的函件，當中載有其意見及建議。

333. 獨立財務顧問須符合《上市規則》的所有相關規定。

額外規定

334. 此外，SPAC 須遵守《上市規則》有關關連交易的適用規定，另外並要：

- (a) 證明相關收購事項中的利益衝突極微；
- (b) 有充分理由支持其聲稱交易會按公平交易基礎進行之說法。可支持有關說法的理由例子包括：
- (i) 證明 SPAC 及其關連人士並非 SPAC 併購目標的控股股東（即其可行使或控制行使的投票權不足 30%，又或並無「董事會控制權」）；及
- (ii) 並沒有向關連人士支付現金代價，而向關連人士發行的代價股份設有 12 個月的禁售期；及
- (c) 在所有情況下均在向股東發出以供其批准 SPAC 併購交易的通函內提供獨立估值資料。

335. 《上市規則》項下有關關連交易規定的現有例外情況及豁免亦將適用於 SPAC 併購交易。

問題 46

您是否同意《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）？

請說明理由。

VIII. 投票權與股份贖回權一致

不同司法權區的比較

336. 美國的交易規則規定，若為就 SPAC 併購交易取得股東批准而召開股東大會，投票反對 SPAC 併購交易的公眾股東²¹⁷須有權贖回其 SPAC 股份²¹⁸。然而，有關規則並不禁止 SPAC 向投票贊成 SPAC 併購交易的公眾股東提供有關股份贖回權。若並未召開有

²¹⁷ 公眾股東不包括 SPAC 的高級人員及董事、SPAC 贊助人、該公司創始股東及其各自的家庭成員及聯繫人，或持有已發行股份總數 10% 以上的實益持有人。

²¹⁸ 《納斯達克規則》第 IM-5101-2(d) 條（僅供英文版）；《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06(b) 條（僅供英文版）；及《美國證券交易所公司指引》第 119(d) 條（僅供英文版）。

關股東大會，則所有股東均須有股份贖回權²¹⁹。實際上，SPAC 發起人受合約約束，不得行使其股份贖回權(無論是發起人股份或 SPAC 股份)。

337. 《英國諮詢總結》並無禁止向投票贊成 SPAC 併購交易的 SPAC 股東提供股份贖回權。
338. 在《新交所回應文件》中，新交所更改了原本將股東贖回權與其 SPAC 併購交易投票決定掛鈎的建議²²⁰，改為跟從美國的做法，允許所有獨立股東有股份贖回權(不論其投票決定如何)，因為其認為高贖回率並非主要攤薄來源。²²¹

持份者在初步討論中提出的意見

339. 數名參與初步討論的人士不支持不向投票贊成 SPAC 併購交易的 SPAC 股東提供股份贖回權。他們認為讓 SPAC 股東可贖回股份會增加大多數股東投票贊成 SPAC 併購交易的機會，提升 SPAC 併購交易可成功完成的確定性。

建議

340. 儘管不是很多參與初步討論的持份者有此看法，但我們認為 SPAC 股東只能在其投票反對第 352 段所述其中一項事宜的情況下贖回 SPAC 股份。有此限制應有助確保股東可就交易事宜投票表決可用作檢視交易條款合理與否的有用工具，當有助遏止舞弊(例如抬高估值)。
341. 儘管這可能會減低批准的確定性，但我們認為就真正的交易而言，這亦會令較少 SPAC 投資者選擇贖回其 SPAC 股份，或可補償上述缺點。另外，這亦應有助確保未有贖回股份的股東的利益不會因為另一群利益與其不一致的人士所作的表決而受損。
342. 為免生疑問，SPAC 股東若選擇贖回所有或部分股權，其將有權保留其持有的任何 SPAC 權證。這可確保其在 SPAC 併購交易完成前以信託方式持有而沒有回報的投資得以補償(見第 22 段)。

問題 47	您是否同意 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？ 請說明理由。
--------------	---

IX. 股份贖回

不同司法權區的比較

343. 美國的證券交易所規則規定 SPAC 須讓股東可選擇贖回其股份及按比例取回當時其信託戶口中的累計部分金額一(減應付稅項及交予管理層作營運資金用途的金額)²²²。

²¹⁹ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(e\)條](#)(僅供英文版);《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(c\)條](#)(僅供英文版);及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(e\)條](#)(僅供英文版)。

²²⁰ 《新交所諮詢文件》第 17 頁第 1.1 段。

²²¹ 《新交所回應文件》第 46 頁第 3.16 及 3.17 段。

²²² 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\)&\(e\)條](#)(僅供英文版);《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(b\)&\(c\)條](#)(僅供英文版);及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(d\)及\(e\)條](#)(僅供英文版)。

344. 為防止累積大批股份及收購人試圖利用股份贖回脅迫 SPAC 以遠高於市價的價格(或其他不合理的條款)購買有關股份,有部分美國上市 SPAC 對股份贖回施加了限制。有關限制一般被稱為「猛犬規定」(bulldog provisions),即對 SPAC 股東(連同其一致行動人士)可贖回的公眾持股百分比設限(一般為 10%至 20%)。²²³ 美國的證券交易所規則允許 SPAC 實施贖回限制,贖回股份不得低於 SPAC 首次公開發售時售出的 SPAC 股份的 10%。²²⁴
345. 《英國諮詢總結》指出股東應有股份贖回權,可於 SPAC 併購交易完成之前行使,當中訂明一個分開來保管的所得資金固定金額或固定比例(減 SPAC 預先協定的營運成本)。²²⁵
346. 《新交所回應文件》規定:
- (a) 給予獨立股東²²⁶贖回其股份的權利,並讓其按比例取回 SPAC 併購交易時以信託持有的部分金額,前提是 SPAC 併購交易獲批准並於許可的時間內完成;²²⁷
 - (b) 信託持有的金額所獲得的利息和收入可用於支付與 SPAC 首次公開發售有關的行政費、一般營運開支及為尋求及完成 SPAC 併購交易的有關開支,但毋須分隔開來供投資者全數贖回其首次投資金額²²⁸;及
 - (c) 於特殊情況下提取託管資金須經所有 SPAC 股東(就其持有的 SPAC 股份)透過特別決議案以及新交所批准。²²⁹
347. 與美國慣例一致,新交所容許 SPAC 限定股東贖回的股份數目不少於 SPAC 上市時已發行股份的 10%。此限額必須在 SPAC 的招股章程以及有關徵求股東批准 SPAC 併購交易的通函中披露²³⁰。

持份者在初步討論中提出的意見

348. 參與初步討論的人士同意 SPAC 股東應有權選擇按首次公開發售價格贖回其股份,並表示這與美國慣例一致。

建議

349. 我們建議強制規定 SPAC 須提供股份贖回權。我們亦建議選擇股份贖回的股東應可按比例取回當初 SPAC 首次發售按股份發行價籌集的資金的 100%另加應計利息。
350. 這可確保有關創立及維持 SPAC 的所有開支透過認購發起人股份及發起人權證由 SPAC

²²³ 在經抽樣的大中華地區 SPAC 當中,四間有此「猛犬規定」。

²²⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(b\)條](#) (僅供英文版);及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(d\)條](#) (僅供英文版)。

²²⁵ 《英國諮詢總結》第 2.39、2.40 及 2.43 段。

²²⁶ SPAC 的創始股東、其管理團隊及其各自的聯繫人除外。

²²⁷ 《新交所主板規則》[第 210\(110\)\(m\)\(x\)條](#) (僅供英文版)。

²²⁸ 《新交所回應文件》第 26 頁第 2.104 段。

²²⁹ 《新交所回應文件》第 26 頁第 2.102 段。

²³⁰ 《新交所回應文件》第 46 頁第 3.18 段。

發起人自行承擔，而若其沒能完成 SPAC 併購交易，有關開支即不能收回。由於 SPAC 發起人會視此為「風險資本」，這應有助確保 SPAC 發起人的利益可進一步與不擬贖回股份的 SPAC 股東一致。

351. 請注意，若 SPAC 股東是在二級市場以高於 SPAC 首次發售價格購買 SPAC 股份，當其贖回股份時，並不能全數收回當初投資金額。

選擇贖回股份

352. 我們建議規定在以下情況，SPAC 須為股東提供選擇按 SPAC 首次發售價格（加應計利息）贖回其所有或部分持股的機會：
- (a) 股東就管理 SPAC 的 SPAC 發起人的重大變動或 SPAC 發起人的資格及 / 或適合性的重大變動（見第 218 至 220 段）投票表決；
 - (b) 股東就 SPAC 併購交易投票表決；及
 - (c) 股東就有關延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限（見第 425 段至 428 段）的建議投票表決。
353. 我們亦建議禁止 SPAC 對 SPAC 股東（單獨或連同其聯繫人）可贖回的股份數目設限。這是為了確保 SPAC 股東若投票反對上述決議案，可按 SPAC 首次發售時的 SPAC 股份發行價收回其投資金額，並確保其對有關事宜的表決並不受任何股份贖回方面的限制影響。
354. 由於《收購守則》將適用（見第 394 至 415 段），因此一般而言，如果 SPAC 購買大批股份而觸發全面收購建議責任，SPAC 將無法向部分（但不是全部）股東支付溢價。如此一來，在聯交所上市的 SPAC 需要實施「猛犬規定」（bulldog provisions）（見第 343 段）以防大批累積持股的需要應可降低。

股份贖回程序

355. SPAC 將須提供可作有關選擇贖回股份的期限，該期限由就批准第 351 段所述相關事宜召開的股東大會的通告日期開始，至該有關股東大會日期結束。
356. 發出有關股東大會通告須符合 SPAC 的章程文件及《上市規則》的規定。²³¹有關通告亦須告知股東，只有投票反對相關的表決事項（即第 352 段所載的任何一項事宜）的股份可要求贖回（見上文第 VIII 節「投票權與股份贖回權一致」）。
357. SPAC 將須給股東選擇贖回股份的期限與股東大會通知期同時進行的規定與美國慣例一致，且可：
- (a) 確保股東於相關股東大會開始前有充分時間得知放棄表決或投票贊成表決事項均不能選擇贖回股份；及
 - (b) 盡量縮短完成 SPAC 併購交易所需的時間（持份者曾表示這是此類交易優勝於傳統首次公開發售的主要優勢之一）。
358. 我們建議 SPAC 股東可贖回其用於投票反對相關事項（見第 351 段）的部分或全部 SPAC 股份。然而，任何投票贊成、棄權又或未能就相關事宜投票表決的股份均不可贖回。

²³¹ 見《上市規則》附錄三，第 7(2)段；附錄十三 a，第 3 段；附錄十三 b，第 3(1)段；及附錄十四守則條文 E.1.3。

359. 除非贖回股份的選擇附帶交付相關數目的股份，否則 SPAC 不得接納有關選擇。
360. 股東就 SPAC 併購交易進行表決（見第 351(b)段）時，股份的贖回須待 SPAC 併購交易完成方才作實。若 SPAC 併購交易並未成功完成，SPAC 的資金將繼續由受託人持有，SPAC 可於其後再申請另一 SPAC 併購目標上市時動用有關資金。
361. 我們建議，SPAC 股東贖回股份及向有關 SPAC 股東退回資金的程序須於 SPAC 併購交易完成後的五個營業日內完成。
362. 若股東就 SPAC 發起人的重大變動或延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限（見第 352 (a)及(c)段）的建議投票表決，我們建議股份贖回須於相關股東大會日期起計一個月內完成。

問題 48	您是否同意在《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）？ 請說明理由。
問題 49	您是否同意應禁止 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？ 請說明理由。
問題 50	您是否同意《諮詢文件》第 355 至 362 段所述的建議贖回程序？ 請說明理由。

X. 前瞻性資料

不同司法權區的比較

363. 有評論表示，SPAC 於美國較傳統首次公開發售優勝的其中一點是，若其有於就 SPAC 併購交易向美國證交會提交的資料中加入前瞻性陳述，根據《私人證券訴訟改革法案》提供的「避風港」條文，SPAC 可免承擔後續的私人訴訟責任。若有關陳述被發現不實，據稱除非發行人在作陳述時已知其屬不實，否則有關發行人亦毋須承擔有關作出不實陳述的責任。然而，於 2021 年 4 月 8 日，美國證交會企業融資部代理總監作出公開聲明，反對有關說法（見第 59 段）。
364. 在英國，有關 SPAC 併購交易的通函中所載的盈利預測須符合現有規定，包括其須附上聲明，確認有關預測是在所列假設的基準上妥為編備，而有關的會計基準與上市發行人的會計政策一致。²³²
365. 《新交所回應文件》指出，盈利預測及 / 或估算必須完全遵守法定責任以及現行上市規則規定²³³，當中規定載有預測的 SPAC 併購交易通函包括以下內容：

²³² 《英國上市規則》第 13.5.32R(2)條。

²³³ [2018 年《證券及期貨\(投資要約\)\(證券及證券衍生產品合約\)規例》附表五](#)第六部第 13 至 17 段(僅

- (a) 財務顧問的報告，確認其認為有關預測是經過審慎周詳查詢後作出；
- (b) 作出預測時依據的主要假設詳情，包括商業假設；及
- (c) 繼承公司核數師確認其已審閱有關預測的依據及假設、會計政策及計算方式。²³⁴

持份者在初步討論中提出的意見

- 366. 在初步討論中，參與人士提到 SPAC 併購目標通常仍處於發展初期，其財務往績紀錄無法反映其增長潛力。因此，其前景必須透過盈利預測顯示。
- 367. 部分持份者亦提到就提供前瞻性資料而言 SPAC 似乎比首次公開發售有利（見第 363 段）。亦有意見指若盈利預測須經首次公開發售保薦人及申報會計師簽署認可，SPAC 未必會於股東通函內加入盈利預測。
- 368. 然而，其他參與人士認為應引用現有的保障措施。亦有人提議若前瞻性預測所涉及的時間與繼承公司的 SPAC 發起人股份的禁售期掛鉤，則前瞻性陳述應可毋須經首次公開發售保薦人及申報會計師簽署認可。

建議

- 369. 如本節上文所述，SPAC 是現金資產公司，有機會被利用來規避新上市的往績紀錄規定、讓不符合標準的業務及 / 或資產上市（見第 133 段）。另外 SPAC 併購目標的估值亦有被抬高的風險，以達到新上市的最低市值規定（見第 134 及 135 段）。其中一種做法就是在有關 SPAC 併購交易的上市文件中加入過於樂觀的前瞻性陳述。
- 370. 因此，我們認為降低有關 SPAC 的前瞻性陳述的規定並沒有根據，且仍然認為有關陳述須按合理基準編制，並由獨立人士按與首次公開發售規定的同一標準驗證。
- 371. 因此，我們建議就 SPAC 併購交易編備的上市文件（見第 274 至 276 段）不得（籠統或詳細地）提及未來盈利或載有按假設未來盈利水平作出的股息預測（除非有正式的盈利預測支持有關資料）。²³⁵
- 372. 若有關 SPAC 併購交易的上市文件中載有前瞻性陳述，我們建議其必須遵守新上市規定，因此必須：
 - (a) 清晰、明確及以清楚直接的方式展示，並須列明作為基準的主要假設（包括商業假設）；
 - (b) 按與發行人日常採用的會計政策一致的基準編備，並須由申報會計師審閱及作出報告，而其所提交的報告必須刊載於上市文件內²³⁶；
 - (c) 載有來自為交易而委任的首次公開發售保薦人的報告，證明其信納有關預測是在董事經過審慎周詳的諮詢後作出，而其所提交的報告必須刊載於上市文件

供英文版)；及《新交所主板規則》第 1012 及 1013 條（僅供英文版）。

²³⁴ 《新交所回應文件》第 61 頁第 4.40 段。

²³⁵ 與《上市規則》第 11.16 條一致。

²³⁶ 《上市規則》第 11.17 條。

內；及²³⁷

(d) 涵蓋的期間須與發行人的財政年度一致²³⁸；及

(e) 提供盈利預測所用的假設。²³⁹

問題 51 您是否同意 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（見《諮詢文件》第 371 及 372 段）？

請說明理由。

XI. 繼承公司股份的公開市場

不同司法權區的比較

373. 在美國制度、英國制度及新加坡推行的制度下，繼承公司會繼承 SPAC 的股東基礎（其並未受限於僅可向專業投資者推銷及與容許其買賣的限制措施）。因此，有關制度都採用其一般的股東分布規定。
374. 美國方面，繼承公司的股份分配須符合證券交易所的首次上市準則，即至少 100 萬或 110 萬股公眾持股及至少 300 或 400 名持有一手（100 股）的持有人。²⁴⁰
375. 英國方面，新上市規定適用於繼承公司，當中包括公司的公眾持股量須達 25%，但不包括最低股東配股規定。²⁴¹
376. 《新交所回應文件》表示繼承公司於上市時須遵守新交所現有上市規則的股權分布及分配規定²⁴²，即公眾持股量須為 12% 至 25% 之間（視乎繼承公司市值而定），並須至少有 500 名股東。

建議

377. 由於繼承公司亦須符合的新上市規定，與透過傳統首次公開發售上市的發行人須符合的

²³⁷ 《上市規則》第 11.17 條。

²³⁸ 《上市規則》第 11.18 條。

²³⁹ 《上市規則》第 11.19 條。

²⁴⁰ 就紐約交易所及納斯達克全球市場而言，至少 110 萬股由公眾持有的股份及 400 名持有一手（100 股）的持有人（《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01 條](#)及[第 102.01A 條](#)（僅供英文版）；《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\)條](#)（僅供英文版）；及《納斯達克規則》[第 5405\(a\)\(2\)及\(3\)條](#)（僅供英文版））。就美國證券交易所而言，至少 100 萬股由公眾持有的股份及 400 名持有一手（100 股）的持有人（《美國證券交易所公司指引》第 [119\(f\)](#) 及 [102](#) 條（僅供英文版））。就納斯達克資本市場而言，至少 100 萬股由公眾持有的股份及 300 名持有一手（100 股）的持有人（《納斯達克規則》[第 5505\(a\)\(2\)及\(3\)條](#)（僅供英文版））。

²⁴¹ 《英國上市規則》第 6.14 或 14.2.2(3)條。

²⁴² 《新交所主板規則》[第 210\(1\)\(a\)條](#)（僅供英文版）。

規定無異，我們認為沒必要規限只有專業投資者才可買賣繼承公司的證券。²⁴³然而，由於公眾投資者將可買賣繼承公司的股份（公眾可能大感興趣），繼承公司上市後或即有股價波動的風險。

378. 如上文所述（見第 178 段），現時《上市規則》規定發行人於上市時須有至少 300 名股東。²⁴⁴有關規定旨在建立廣泛的股東基礎，以協助確保新上市證券有足夠流通量。有關規定的數目是制定已久、被認為是確保公開市場而言屬必要的的基準最低數目。
379. 由於我們建議可投資 SPAC 的人士僅限於專業投資者，在進行 SPAC 併購交易時，其股東基礎可能會比 300 名少很多，即使強制規定 SPAC 須進行上市後私募投資去完成 SPAC 併購交易會令這基礎擴大（見第 295 至 297 段）。
380. 因此我們建議，儘管繼承公司須確保其股份由足夠數目的人士所持有，但有關數目可為至少 100 名股東（而非一般規定的 300 名股東）。
381. 根據我們建議的規定，SPAC 須：於首次發售籌集至少 10 億港元（見第 196 段）；吸引最多達繼承公司市值 25% 的上市後私募投資額（見第 296 段），這些規定應有助確保繼承公司為相對大型的發行人，其規模應可減輕有關股份上市後大幅波動的風險。

現有公開市場規定適用

382. 為進一步減低與較小股東基礎有關的價格波動及流動性風險，我們建議以下現有規定適用：
- (a) 任何時候繼承公司須有已發行股份總數的至少 25% 由公眾持有。²⁴⁵
- (b) 於繼承公司上市之日，由首三名最大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%。²⁴⁶
383. 我們並不建議規定繼承公司將股份公開發售作為 SPAC 併購交易的一部分。如上文所述（見第 98 至 103 段），SPAC 的其中一項優勢是其可經由相對較少人數磋商得出估值，提供傳統首次公開發售以外的上市途徑。若規定要公開發售，這優勢便大打折扣。
384. 我們就上述建議（見第 380 及 382 段）徵詢回應人士的意見，看看大家是否認同有關建議可提供足夠的流通量以確保繼承公司證券有公開市場，從而抵銷繼承公司上市後恐怕其股份交投即見大幅波動的風險。我們亦就可有任何其他聯交所應採取以確保有公開市場的措施徵詢回應人士的意見。

問題 52	您是否同意繼承公司須確保其股份由至少 100 名股東（而非一般規定的 300 名股東）持有，以確保其股份由足夠數目的人士持有？ 請說明理由。
問題 53	您是否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

²⁴³ 因此，上文有關 SPAC 市場營銷及交易的限制規定（見第 150 至 159 段）並不適用於繼承公司。

²⁴⁴ 《上市規則》第 8.08(2) 條。

²⁴⁵ 如《上市規則》第 8.08(1) 條所載，包括聯交所酌情決定就上市的預期市值高於 100 億港元的發行人接納較低百分比（15% 至 25%）。

²⁴⁶ 與《上市規則》第 8.08(3) 條一致。

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%？

請說明理由。

問題 54

《諮詢文件》第 380 及 382 段所述的股東分布建議是否足以確保繼承公司的證券有公開市場？抑或還有一些聯交所可以採取以確保有公開市場的其他措施？

請說明理由。

XII. 禁售期

不同司法權區的比較

385. 美國的證券交易所並無有關 SPAC 的禁售期規定。一般而言，於美國上市的 SPAC 會自發對 SPAC 發起人及繼承公司控股股東持有的證券施加禁售期（由 SPAC 併購交易完成起計 12 個月）。
386. 《英國諮詢總結》並無任何有關繼承公司禁售期的規定。
387. 《新交所回應文件》提供了與現時首次公開發售相關規定一致的禁售期規定²⁴⁷。視乎繼承公司可符合的量化準則²⁴⁸，SPAC 的創始股東及管理層、繼承公司的控股股東及擁有其 5%或以上權益的執行董事以及其各自的聯繫人均須遵守由完成 SPAC 併購交易日期起計最少六個月至最多 12 個月不等的禁售期。²⁴⁹

持份者在初步討論中提出的意見

388. 在與持份者進行的初步討論中，參與人士普遍同意 SPAC 發起人應遵守關於 SPAC 併購交易完成後出售其發起人股份及發起人權證的限制。參與人士表示這是美國方面的慣例。他們又認為聯交所對控股股東施加的限制，應與現時新上市後適用的限制一致。

建議

389. 禁售期旨在協助驗證上市文件中的披露資料。有關文件可為潛在投資者提供一個有關發行人當前財務狀況的「快照」，讓潛在投資者大概了解控股股東對發行人未來一段日子（一般至少 12 個月）的意向。禁售有助確保參與編制上市文件的人士的經濟利益在整個禁售期內與其他股東一致，從而證明有關資料屬實。²⁵⁰
390. 就 SPAC 併購交易而言，建議中的禁售期應有助驗證於上市文件中向投資者展示的有關 SPAC 併購目標及繼承公司估值的資料。有關資料將有助證明 SPAC 發起人及繼承公司

²⁴⁷ 《新交所主板規則》[第 229 條](#)（僅供英文版）。

²⁴⁸ 若繼承公司通過《新交所主板規則》[第 210\(2\)\(a\)或\(b\)條](#)（僅供英文版）的盈利能力測試，禁售期便為由完成 SPAC 併購交易起計至少六個月。若繼承公司通過《新交所主板規則》[第 210\(2\)\(c\)、210\(8\)或 210\(9\)條](#)（僅供英文版）的市值測試，全部持股的禁售期便為由完成 SPAC 併購交易起計至少六個月，而再之後的六個月內須禁售原持股的至少 50%）。

²⁴⁹ 《新交所主板規則》[第 210\(11\)\(h\)條](#)（僅供英文版）。

²⁵⁰ HKEX-GL89-16，《有關「控股股東」事宜及相關上市規則影響的指引》，第 5.2 段。

控股股東均按真誠原則自行商議出有關的交易條款，並承諾確保有關交易條款的效力。

SPAC 發起人禁售

391. 我們建議對 SPAC 發起人於 SPAC 併購交易完成後出售其於繼承公司 (包括發起人股份及發起人權證) 所持權益設置限制。
392. 我們建議，由完成 SPAC 併購交易起計 12 個月內，SPAC 發起人不得出售其所持有的有關證券，並規定發行人權證條款須訂明，發行人權證於該段期間內不可行使。

控股股東禁售

393. 我們建議對繼承公司控股股東於繼承公司上市後出售其持有的該公司股份 (及其他證券 (如適用)) 設置限制。
394. 我們建議，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。²⁵¹這表示於繼承公司上市後首六個月內，控股股東不得出售其所持有的股份，以及在該公司上市後的第二個六個月期內，不得出售其持股以致出售持股後其不再是控股股東。

問題 55	您是否同意對 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？ 請說明理由。
問題 56	若問題 55 的答案為「是」，您是否同意： (a) 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) 發行人權證完成 SPAC 併購交易日期起計 12 個月內不得被行使？ 請說明理由。
問題 57	您是否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？ 請說明理由。
問題 58	若問題 57 的答案為「是」，您是否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(見《諮詢文件》第 394 段) ？ 請說明理由。

²⁵¹ 《上市規則》第 10.07 條。

(E) 《收購守則》的適用情況

395. 《收購守則》適用於影響香港公眾公司、其股本證券在香港作主要上市的公司及其單位在香港作主要上市的房地產投資信託基金的收購、合併和股份回購，不論該公司的註冊國家、管理地點或營業地點和資產所在地。《收購守則》的主要目的，是要令受上述收購活動影響的公司股東（或房地產投資信託基金單位持有人）得到公平的對待。
396. 《收購守則》的第2項一般原則規定：
- 「如果公司的控制權有所改變、被取得或受到鞏固，有關人士通常必須向所有其他股東作出全面要約。如有計劃取得證券，以致有人可能會招致作出全面要約的責任，則該人必須在進行該項證券取得前，確保其有能力和持續有能力落實有關要約。」
397. 由於預期所有 SPAC 均會在香港作主要上市，因此表面看來，《收購守則》應適用於 SPAC。
398. 然而，考慮到香港擬設立的 SPAC 制度的獨特之處，並兼顧在該公眾公司的控制權轉移時保障股東利益的需要，聯交所與收購執行人員已在何種情況下就《收購守則》應適用於本文件提出的 SPAC 上市制度的情況和方式諮詢收購委員會。

I. SPAC 併購交易完成前

399. SPAC 將在香港作主要上市，除了須遵守註冊地之法律及規例外，應不受其他司法管轄區的法律及規例所約束。因此，我們建議《收購守則》在 SPAC 併購交易完成之前適用於 SPAC。此安排將確保即使在這段期間內出現控制權轉移（定義見《收購守則》），股東仍可獲得相同待遇並可選擇離場。
400. 如果《收購守則》不適用，或會出現股東被剝奪離場機會的不理想情況，例子如下：
- (a) 因為《上市規則》並無「一致行動」的概念，因此當一些人採取「一致行動」取得30%或以上的投票權時，將毋須作出強制性公開要約；及
- (b) 由於SPAC發起人通常在首次發售時持有SPAC股份的20%，而根據本文件中提出的建議須不得參與任何有關SPAC併購交易的議案表決（見第320段），因此如果有第三方持有SPAC的投票權的40%或以上，便在SPAC併購交易中擁有多數票，能夠在不觸發強制性公開要約下否決SPAC併購交易。

反對適用《收購守則》的論點

401. 或會有人爭議，透過取得投票權而獲得《收購守則》下的控制權不會改變 SPAC 的實際控制權，作這樣嘗試並不太可能，因為無論其他股東取得多少投票權，SPAC 發起人在 SPAC 併購交易完成前多數都控制了 SPAC 的董事會。透過《收購守則》取得控制權的人士將無法決定 SPAC 併購交易的架構，也不能揀選 SPAC 併購目標。他們極其量可以（如上文第 399 (b)段所示）透過獲得 SPAC 投票權的 40%或以上，行使否決任何潛在 SPAC 併購交易的權利。
402. 雖然獲得《收購守則》下的控制權的人並不容易從 SPAC 發起人手中奪取任何實際控制權，但收購執行人員並不認為這原因足以支持在 SPAC 併購交易完成之前不該應用《收購守則》。雖則實際控制權可以證明附帶事項，例如是否有意取得公司的控制權，但根

據《收購守則》，控制權的定義是持有公司 30%或以上的投票權，無論有關持股是否賦予實際控制權。

建議

403. 在諮詢收購委員會後，收購執行人員建議《收購守則》應在 SPAC 上市期間適用於 SPAC。
404. 有此提議的主要理由在：
- (a) 雖然在SPAC併購交易完成之前提出要約的可能性可能很低，收購執行人員仍認為，《收購守則》於長達36個月（完成SPAC併購交易的期限）內不適用是不理想的做法。收購執行人員特別擔心，倘若這段期間容許作出不受監管的要約，或會令人有機可乘，恐怕會導致有序市場風險。
 - (b) 作為在香港作主要上市的公司，SPAC應受《收購守則》的監管制度所約束，因此不適宜在SPAC上市期間全面豁免遵守《收購守則》。
 - (c) 雖然SPAC投資者按照本文提出的建議贖回股份可能構成《公司股份回購守則》下的「獲豁免股份回購」，但如果SPAC希望在贖回制度外進行回購，《公司股份回購守則》能為SPAC投資者提供保障。

問題 59 您是否同意在 SPAC 併購交易完成之前，《收購守則》應適用於 SPAC？
請說明理由。

II. SPAC 併購交易

405. 收購執行人員考慮過《收購守則》應用於 SPAC 併購交易是否適宜，因為若然應用，在 SPAC 併購交易完成後，SPAC 併購目標的擁有人就會成為繼承公司的新控股股東。若全面應用《收購守則》，那麼該擁有人將須根據《收購守則》規則 26.1 作出強制性公開要約，或根據規則 26 的豁免註釋申請清洗交易的寬免。
406. 在傳統的公眾公司中，投資者通常根據業務的基本資料及現有管理團隊的能力作出投資決定。控制權轉移或會導致業務目標及 / 或管理方向有所改變。在這種情況下，《收購守則》對維護股東利益的角色便非常重要，因為其訂立了一套規則，指示在公司控制權轉移時如何為股東提供符合公允的離場出路。
407. 但與傳統公眾公司不同的是：
- (a) 根據本文件提出的建議，SPAC 投資者全都是專業投資者；
 - (b) SPAC 投資者須依靠 SPAC 發起人的能力與經驗，尋找合適的 SPAC 併購目標及確定 SPAC 併購交易可帶來的潛在價值和回報；及
 - (c) 起初，SPAC 投資者乃投資在有意收購 SPAC 併購目標的工具，對 SPAC 併購交易完成後出現控制權轉移抱有很大期望。SPAC 併購目標的擁有人通常會獲發行代價股份，以確保其在 SPAC 併購交易完成後仍對繼承公司產生重大影響以便進行管理。

408. 收購執行人員認為，這些重要分歧正正解釋了為何須就《收購守則》適用於 SPAC 併購交易採取不同做法。
409. 收購執行人員認為，由於 SPAC 的性質獨特，期望或要求 SPAC 併購目標的擁有人因為完成 SPAC 併購交易而作出強制性公開要約是於理不合，而或期望 SPAC 併購目標的賣方因為進行了 SPAC 併購交易而「收購」SPAC 投資者(或更甚是将繼承公司私有化)亦是不合邏輯。
410. 基於以下原因，收購執行人員也認為採用清洗交易的寬免制度並不合適：
- (a) 清洗交易的寬免背後的理念是，當獨立股東面對其所投資的公司發行新股而導致控制權轉移並構成公司行動時，獨立股東可有機會批准或拒絕轉移或鞏固控制權。然而，如上文所述，SPAC 投資者在開始投資時應已預期 SPAC 併購交易會進行，及控制權可能有所轉移，而凡進行 SPAC 併購交易也必然會導致 SPAC 的控制權轉移。倘若投資者不同意建議中之 SPAC 併購交易，大可投票反對並行使股份贖回權。
 - (b) 清洗交易的寬免制度規定要有 75%的獨立股東批准豁免及 50%的獨立股東批准相關交易。這實質上將批准 SPAC 併購交易的投票門檻從 50%提高至 75%。如果有正當的監管理由支持將 SPAC 併購交易的批准門檻提高至 50%以上，應於 SPAC 的整體監管制度中處理，而非透過《收購守則》處理。
 - (c) 此外，無論清洗交易批准門檻是 50%還是 75%，如果未獲得清洗交易的寬免，SPAC 併購目標的擁有人須先作出強制性公開要約然後才進行 SPAC 併購交易。但如上文所述，考慮到 SPAC 的特質，要求 SPAC 併購目標的擁有人在 SPAC 併購目標「上市」後立即提出要約並不合乎邏輯(或會導致繼承公司被私有化)。

建議

411. 經諮詢收購委員會後，收購執行人員建議，倘若 SPAC 併購交易將會導致 SPAC 併購目標的擁有人取得 30%或以上的投票權，則通常應豁免應用《收購守則》規則 26.1。SPAC 併購目標的擁有人須在 SPAC 併購交易公布之前向收購執行人員提出正式申請。
412. 如果有第三方(不是 SPAC 併購目標的擁有人)在 SPAC 併購交易完成後將會獲得繼承公司在《收購守則》下的控制權(或以其他方式透過達到 2%自由增購率來鞏固控制權)，則收購執行人員一般不會豁免其遵守《收購守則》規則 26.1。
413. 原因是，雖然 SPAC 投資者一般會預期 SPAC 併購目標的擁有人成為繼承公司的控股股東，以確保該擁有人可在 SPAC 併購交易完成後繼續對 SPAC 併購目標的業務產生重大影響並對其進行管理，但如果第三方獲得繼承公司的控制權就不是一樣的說法。在任何情況下，如果完成 SPAC 併購交易會導致第三方(不是 SPAC 併購目標的擁有人)成為繼承公司的新控股股東，即應事先諮詢收購執行人員。
414. 在豁免 SPAC 併購目標的擁有人遵守《收購守則》規則 26.1 時，收購執行人員將考慮多種因素，例如(但不限於)：(a) SPAC 併購目標的擁有人及與其一致行動的各方各自持有 SPAC 股份的數量，以及於 SPAC 上市期間他們在 SPAC 併購交易公布之前的任何交易；及(b) SPAC 併購目標的擁有人與 SPAC 發起人及與其一致行動的各方之間的關係。為免生疑問，如果在任何情況下，收購執行人員認為不適合向 SPAC 併購目標的

擁有人授予豁免，則《收購守則》規則 26.1 將適用於相關 SPAC 併購交易。

415. 如果建議獲得採納，收購執行人員提議，向市場從業員發出新的應用指引（包括申請豁免遵守《收購守則》規則 26.1 所需的資料）。

問題 60 您是否同意，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？ 請說明理由。

III. 繼承公司

416. 為免生疑問，收購執行人員認為《收購守則》將全面適用於繼承公司，因為預期繼承公司將是典型的香港上市公司。

(F) 除牌條件

I. 期限

不同司法權區的比較

417. 美國的證券交易所規則一般規定，SPAC 必須在首次公開發售後 36 個月內完成 SPAC 併購交易，期限不予延長²⁵²。可是許多在美國上市的 SPAC 都會自行將期限定為 24 個月。
418. 《英國諮詢總結》規定的期限為 24 個月（如獲公眾股東批准可最多延長 12 個月²⁵³）。在有限情況下，24 個月或（若延長）36 個月的期限可再延長最多 6 個月而毋須股東批准，例如，已召開股東大會討論 SPAC 併購交易或已獲得股東批准但需要更多時間敲定 SPAC 併購交易細節。在上述情況下，必須在該 24 個月或（若延長）36 個月的期限屆滿前通知市場。²⁵⁴
419. 《新交所諮詢文件》最初建議將期限定為 36 個月（經獨立股東²⁵⁵通過特別決議批准並在向新交所提出申請後可予延長）²⁵⁶。為鼓勵 SPAC 儘快物色適合的目標而不會長期託管股東投資，新交所於《新交所回應文件》中將有關期限改為 24 個月，並有以下可將期限延長最多 12 個月的選項²⁵⁷：
- (a) 若 24 個月期限結束前已訂立有關 SPAC 併購交易的具約束力協議，有關期限可自動延長而毋須經股東批准；及
 - (b) 除上文(a)所述情況外，SPAC 若擬延長期限必須分別尋求新交所批准及 SPAC 股東透過特別決議案²⁵⁸批准。

持份者在初步討論中提出的意見

420. 在聯交所與持份者的初步討論中，參與者普遍表示傾向將完成 SPAC 併購交易的期限定為少於 36 個月，並指出美國一向將此期限定為 24 個月。

建議

421. 我們不希望設定太緊迫的期限，令 SPAC 發起人進行的 SPAC 併購交易既非最理想又不符合 SPAC 投資者最佳利益。但我們也認為 SPAC 的存續期應盡量縮短，以免出現與

²⁵² 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(b\)條](#)（僅供英文版）；《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(e\)條](#)（僅供英文版）；及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(b\)條](#)（僅供英文版）。

²⁵³ 公眾股東指非創始股東、SPAC 贊助人或董事的股東。

²⁵⁴ 《英國諮詢總結》第 2.17 和 2.21 段。

²⁵⁵ 不包括股東、管理層及其各自的聯繫人。

²⁵⁶ 《新交所諮詢文件》第 4.1 和 4.2 段。

²⁵⁷ 《新交所回應文件》第 21 頁第 2.76 及 2.78 段。

²⁵⁸ SPAC 的創始股東、其管理層及各自的聯繫人可根據其各自於 SPAC 的持股（不包括所持發起人股份）就延長期限投票表決。

現金資產公司有關於的問題（例如其股票的投機交易）。

422. 我們也同意，如果我們建議 SPAC 須委任一名首次公開發售保薦人對 SPAC 併購目標進行盡職審查（見第 264 至 269 段），為符合此要求，SPAC 所需的時間或要比沒有同等首次公開發售保薦人制度的美國公司一般所需時間為多。

423. 因此，我們提出以下可延長的期限，並建議 SPAC：

SPAC 併購公告期限

- (a) 在上市之日起 24 個月內刊發 SPAC 併購公告。²⁵⁹

SPAC 併購交易期限

- (b) 在上市之日起 36 個月內完成 SPAC 併購交易。²⁶⁰

期限前未能完成的後果

424. 我們建議，如果 SPAC 未能在 SPAC 併購公告期限內刊發 SPAC 併購公告，或未能在 SPAC 併購交易期限內完成 SPAC 併購交易，SPAC 的證券須立即停牌。
425. 在停牌期間，除非獲准延長期限，否則 SPAC 必須將其自首次發售籌集的資金退還給股東，並根據下文「清盤及除牌」一節所述建議清盤及除牌（見第 434 和 436 段）。

要求延長 SPAC 併購期限

426. 我們建議允許 SPAC 向聯交所要求延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限。SPAC 必須提出聯交所認為合理的理由支持其延期要求。²⁶¹
427. SPAC 在提出要求時必須向聯交所確認，延期決定已在股東大會上以股東普通決議通過（SPAC 發起人及其各自緊密聯繫人不得就該決議投票表決）。我們建議任何該等的延期期限最長為六個月。
428. 聯交所有酌情權決定批准或拒絕上述延期要求。²⁶²

股份贖回機會

429. 我們也建議，SPAC 股份的持有人在股東大會上投票決定是否延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限之前，可選擇按其股份於 SPAC 首次公開發售時的發行價另加應計利息贖回股份，惟須遵守上文所述的股份贖回程序（見第 354 至 360 段）。
430. 聯交所認為，上述機制讓 SPAC 股東有機會考慮繼續持有 SPAC 投資的風險和好處，並可選擇收回投資以保障個人利益。

²⁵⁹ 於 SPAC 上市日期起計滿兩周年當日的午夜結束。

²⁶⁰ 於 SPAC 上市日期起計滿三周年當日的午夜結束。

²⁶¹ 為免生疑問，如 SPAC 因為須對聯交所或證監會所作的決定提出上訴及等待上訴程序完成而申請延長期限，聯交所會視之為合理的延期理由。

²⁶² 我們建議上市科有權作出第一次決定，而 SPAC 有權就該決定向上市委員會提出上訴。

問題 61	您是否同意聯交所應限定 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) ? 請說明理由。
問題 62	您是否同意如果 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 (見《諮詢文件》第 424 及 425 段) ? 請說明理由。
問題 63	您是否同意只要 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 可向聯交所提出延期要求 (見《諮詢文件》第 426 和 427 段) ? 請說明理由。

II. 清盤及除牌

不同司法權區的比較

431. 在美國，如果 SPAC 未能在規定的期限內完成 SPAC 併購交易，便必須從相關證券交易所除牌²⁶³。紐約交易所並明確要求 SPAC 須接著清盤，並禁止 SPAC 發起人參與涉及在首次公開發售前持有的普通股或於首次公開發售之時透過私人配售購買的普通股 (包括任何發起人權證涉及的相關股份) 的清盤分配²⁶⁴。
432. 《英國諮詢總結》規定，如果 SPAC 併購交易未能於所規定的期限內完成，SPAC 在首次公開發售中的所得款項總額 (不包括用以支付預先議定的 SPAC 經營成本的款項) 須盡快分配給公眾股東。²⁶⁵
433. 《新交所回應文件》規定，如果 SPAC 未能(i) 在規定的期限內完成 SPAC 併購交易或(ii) 如第 208 及 419 段所述獲得股東批准，則 SPAC 必須清盤及除牌。進行清盤分配時，SPAC 須在切實可行範圍內盡快向股東 (不包括創始股東、管理團隊及其聯繫人在上市之前或因上市而擁有或購得的所有股權證券) 按比例支付在清盤分配時以信託形式持有的金額 (扣除應付稅款和與清盤分配相關的直接費用及包括應計利息和收入)。²⁶⁶

持份者在初步討論中提出的意見

434. 在初步討論中，參與者普遍表示同意，如果 SPAC 未能在規定的期限內完成 SPAC 併購交易便須清盤及除牌。

²⁶³ 《納斯達克規則》第 IM-5101-2 條 (僅供英文版) ; 《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06(e)及(f)條 (僅供英文版) ; 及《美國證券交易所公司指引》第 119(f)條 (僅供英文版)。

²⁶⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06(e)及(f)條 (僅供英文版)。

²⁶⁵ 《英國諮詢總結》第 2.17 段。

²⁶⁶ 《新交所主板規則》第 210(11)(n)(ii)條 (僅供英文版)。

建議

435. 我們建議，如果 SPAC 未能(a) 在適用的期限 (包括已獲延長的期限) 內公布 / 完成 SPAC 併購交易 (見第 422 至 427 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集之款項的 100%按股份發行價另加應計利息全數退還給股東 (為免生疑問，不包括發起人股份持有人)。
436. 向股東退還有關資金後，SPAC 必須清盤。聯交所將在 SPAC 清盤完成後自動取消其上市資格。²⁶⁷

問題 64

您是否同意，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)？

請說明理由。

問題 65

若問題 64 的答案為「是」，您是否同意(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？

請說明理由。

²⁶⁷ 根據《上市規則》第 6.01 條。

(G) 相應修改及豁免情況

建議

437. 基於 SPAC 都是新成立的現金資產公司，無業務營運（或業務營運紀錄），而成立的目的是為了進行 SPAC 併購交易，我們建議可豁免其遵守以下規定或為其修改規定：
- (a) 就首次公開發售的保薦人進行的盡職審查，首次公開發售保薦人應在適用的範圍內遵守《證監會操守準則》第 17 段和《上市規則》第 21 項應用指引；
 - (b) 新上市公司的盈利、收益、現金流和業績紀錄規定²⁶⁸；
 - (c) 關於新申請人的股本不得包括任何所擬附帶投票權利與其股本權益不成合理比例的股份之規定。²⁶⁹但僅限於 SPAC 可按象徵式價值向 SPAC 發起人發行發起人股份，而發起人股份附帶股東大會投票權，及可能附帶提名及 / 或委任他人加入 SPAC 董事會的特別權利；
 - (d) 在新上市申請人的上市文件的會計師報告中列出財務業績紀錄²⁷⁰；
 - (e) 發行人經營的業務（不論由其直接或間接進行）須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市²⁷¹；
 - (f) 全部或大部份的集團資產為現金及 / 或短期投資時是否適合上市²⁷²；
 - (g) 有關現金資產公司是否適合上市的規定²⁷³；及
 - (h) 從上市日期起計 12 個月內，不得進行任何收購、出售或其他交易或安排（或一連串的收購、出售或其他交易或安排），以致上市發行人在申請上市時的上市文件所述的主要業務，出現根本性的轉變²⁷⁴。
438. 我們建議修改有關新申請人或其代表不得於首次公開發售保薦人獲正式委任日期起計未足兩個月時呈交上市申請的規定。²⁷⁵ 若 SPAC 申請上市，我們建議將上述期限縮減至一個月。我們認為應讓首次公開發售保薦人有充足時間完成盡職審查以決定 SPAC 發起人及 SPAC 的內部監控是否符合《上市規則》的規定等事宜，然後才提交「大致完備」

²⁶⁸ 《上市規則》第 8.05 和 8.09 條。我們建議 SPAC 毋須遵守市值規定，因為我們預計它們的市值將主要基於其首次發售集資額，但我們建議 SPAC 須符合最低首次發售集資規模（見第 193 至 196 段）。

²⁶⁹ 《上市規則》第 8.11 條。

²⁷⁰ 《上市規則》第 4.04(1)條。

²⁷¹ 《上市規則》第 13.24 和 6.01(3)條。

²⁷² 《上市規則》第 8.05C 條。

²⁷³ 《上市規則》第 14.82 條。

²⁷⁴ 《上市規則》第 14.89 和 14.90 條。

²⁷⁵ 《上市規則》第 3A.02B 條。因為申請人並無經營業務，所以首次公開發售保薦人在提交上市申請之前須需作出的盡職審查也很有限。

的上市申請。²⁷⁶

439. 我們建議 SPAC 應如其他上市發行人一般遵守相同的定期財務匯報規定，但考慮到 SPAC 本身並無經營業務，因此我們諮詢回應人士可會認為適宜作出豁免，使 SPAC 在進行 SPAC 併購交易前不用遵守《上市規則》的披露規定（例如企業管治及環境、社會及管治匯報規定），或為 SPAC 修改這些規定。

問題 66	您是否同意由於 SPAC 的性質，其應獲豁免遵守《諮詢文件》第 437 段所述的規定？ 請說明理由。
問題 67	您是否同意我們所建議，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？ 請說明理由。
問題 68	您是否同意基於 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？ 請說明理由。

²⁷⁶ 如進行 SPAC 併購交易，則需要遵守首次公開發售保薦人獲正式委任須滿兩個月的規定（見第 266 段）。

釋義

詞彙	釋義
「 生物科技公司 」 (Biotech Company)	與《上市規則》第 18A.01 條所界定者具相同涵義
「 董事會控制權 」 (board control)	對董事會具大多數控制權
「《 公司（清盤及雜項條文）條例 》」 (CWUMPO)	香港法例第 32 章《公司（清盤及雜項條文）條例》
「 SPAC 併購公告 」 (De-SPAC announcement)	公布 SPAC 併購交易的最終條款的公告
「 SPAC 併購公告期限 」 (De-SPAC Announcement Deadline)	SPAC 必須刊發 SPAC 併購公告的期限（見第 422(a)段）
「 SPAC 併購目標 」 (De-SPAC Target)	SPAC 併購交易中擬併購的目標公司，本身有其業務營運的非上市發行人
「 SPAC 併購交易期限 」 (De-SPAC Transaction Deadline)	SPAC 必須完成 SPAC 併購交易的期限（見第 422(b)段）
「 延長 SPAC 併購期限 」 (De-SPAC deadline extension)	延長 SPAC 併購公告期限或 SPAC 併購交易期限
「 SPAC 併購交易 」 (De-SPAC Transaction)	SPAC 與 SPAC 併購目標之間最終促成繼承公司上市的業務合併
「 交易所 」或「 聯交所 」 (Exchange)	香港交易所旗下全資擁有的附屬公司香港聯合交易所有限公司
「 交易所參與者 」 (Exchange Participant)	指符合以下條件的人士：(a)根據《交易所規則》可在本交易所或透過本交易所進行買賣；及(b)其姓名或名稱已獲登錄在由本交易所保管的、以紀錄可在本交易所或透過本交易所進行買賣的人的列表、登記冊或名冊內（與《上市規則》第一章所載的定義相同）
「 GEM 」	聯交所營運的 GEM
「 《證券業報告書》 」	以戴維森先生為首的證券業檢討委員會撰寫的報告書，委員會的工作之一是檢討當時分別負責規管證券業及期貨業的有關政府部門的組織、權

詞彙	釋義
(Hay Davison Report)	力、管理和運作，以及就確保市場完整和保障投資者所應作出的改革提出建議
「香港交易所」 (HKEX)	香港交易及結算所有限公司
「個人專業投資者」 (Individual Professional Investor)	定義與《證券及期貨條例》附表 1 第 1 部第 1 條第(j)段的「專業投資者」相同，即《證券及期貨（專業投資者）規則》（香港法例第 571D 章）所述的以下人士： (a) 《證券及期貨（專業投資者）規則》（香港法例第 571D 章）第 4、6 及 7 條所述的信託法團、法團或合夥；或 (b) 香港法例第 571D 章《證券及期貨（專業投資者）規則》（香港法例第 571D 章）第 5 條所述的個人
「內幕消息」 (Inside Information)	與《證券及期貨條例》第 307A 條所界定者具相同涵義
「機構專業投資者」 (Institutional Professional Investor)	定義與《證券及期貨條例》附表 1 第 1 部第 1 條第(a)至(i)段的「專業投資者」相同
「首次公開發售」 (IPO)	首次公開發售，就本文件所討論的於香港實行 SPAC 上市制度的建議而言，包括由 SPAC 向專業投資者首次發售 SPAC 股份
「首次公開發售保薦人」 (IPO Sponsor)	任何根據《證券及期貨條例》持牌或註冊可進行第6類受規管活動、根據其牌照或註冊證書可從事保薦人工作，並（如適用）根據《上市規則》第 3A.02條獲委任為保薦人的公司或認可財務機構
「聯合研究」 (Joint Study)	《認真探究特殊目的收購公司》（“ A Sober Look at SPACs ”），由Michael Klausner（史丹福大學法學院教授）、Michael Ohlrogge（紐約大學法學院助理教授）和Emily Ruan（史丹福大學法學院研究員）於2020年10月28日發布的聯合研究（僅供英文版）
「上市委員會」 (Listing Committee)	聯交所的上市委員會。詳情請參閱 香港交易所網站
「上市文件」 (Listing Document)	有關上市申請而刊發或建議刊發的招股章程、通函或任何同等文件（包括債務償還安排及／或其他形式的重組安排計劃的文件及介紹上市的文件）
「《上市規則》」 (Listing Rules 或 Rules)	《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（除非另有說明，否則概指《主板上市規則》）
「倫敦交易所」 (LSE)	倫敦證券交易所
「主板」	聯交所主板

詞彙	釋義
(Main Board)	
「中國內地」 (Mainland China)	就本文件而言，指中華人民共和國，但不包括香港、澳門及台灣地區
「納斯達克」 (NASDAQ)	美國的納斯達克證券市場
「紐約交易所」 (NYSE)	紐約證券交易所
「投資者教育與宣傳辦公室」 (OIEA)	美國證交會轄下的投資者教育與宣傳辦公室
「上市後私募投資」或「PIPE」 (PIPE)	在美國市場而言，指私募投資公開股票，即以預定價格（或匯率）在私人配售中購買普通股（或可轉換為普通股的優先股）；就香港市場而言，指為完成 SPAC 併購交易而進行的外部第三方投資，而該等投資在公布進行 SPAC 併購交易之前已經議定、並被列作該交易的其中一部分條款
「專業投資者」 (Professional Investor)	指機構專業投資者或個人專業投資者
「發起人獎勵」 (Promote)	SPAC 發起人完成 SPAC 併購交易後，以發起人股份的形式所獲得的財務獎勵
「發起人股份」 (Promoter Share)	SPAC（通常以象徵式代價）只向 SPAC 發起人發行的股份（與 SPAC 股份不同類別），作為發起人建立和管理 SPAC 的財務獎勵
「發起人權證」 (Promoter Warrant)	SPAC 只發給 SPAC 發起人的權證（與 SPAC 權證不同類別），權證持有人有權購買 SPAC 股份
「招股章程」 (Prospectus)	《公司（清盤及雜項條文）條例》第 1 部第 2 分部界定的招股章程
「股東投票說明書」 (Proxy Statement)	美國上市公司就需要股東批准的併購交易向美國證交會提交的公開文件
「房地產投資信託基金」或「REIT」 (REITs)	房地產投資信託基金
「反收購行動」 (RTO)	與《主板上市規則》第 14.06B 條界定者相同，即上市發行人的某項或某連串資產收購，而有關收購按聯交所的意見構成一項交易及 / 或安排（或一連串交易及 / 或安排），或者屬於一項交易及 / 或安排（或一連串交易及 / 或安排）的其中一部分；而該等交易及 / 或安排具有達致把收購目標上市的意圖，同時亦構成規避有關新申請人規定的一種方法
「S-4 登記聲明」 (S-4 registration statement)	美國上市公司若進行併購交易而涉及向目標公司的股東提供和出售證券以及交換要約時，須為當中所發行證券的登記而向美國證交會提交的公開文件

詞彙	釋義
「經抽樣的大中華地區 SPAC」 (Sampled Greater China SPACs)	於美國上市，並於2017年8月至2020年11月期間與以中國內地及 / 或香港為基地的SPAC併購目標完成SPAC併購交易的SPAC
「美國證交會」 (SEC)	美國證券交易委員會
「證監會」(SFC)	香港證券及期貨事務監察委員會
「《證監會操守準則》」(SFC's Code of Conduct)	《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》
「《證券及期貨條例》」 (SFO)	《證券及期貨條例》(香港法例第571章)
「新交所」 (SGX)	新加坡交易所
「《新交所諮詢文件》」 (SGX Consultation Paper)	新交所於2021年3月31日刊發的《特殊目的收購公司的建議上市框架諮詢文件》(Consultation Paper on Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies) (僅供英文版)
「《新交所回應文件》」 (SGX Response Paper)	新交所於2021年9月2日刊發的《特殊目的收購公司的建議上市框架回應文件》(Response Paper on Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies) (僅供英文版)
「新交所主板」 (SGX Main Board)	新交所的主板
「標普 500 指數」 (S&P 500 Index)	標準普爾500指數
「SPAC」	特殊目的收購公司，即本身並無營運業務的發行人或尋求上市發行人，其唯一成立目的為於預定時間內進行有關與目標進行業務合併的交易，以讓有關目標上市
「SPAC 董事」 (SPAC directors)	包括以任何職稱擔任 SPAC 董事職位的人
「SPAC 僱員」 (SPAC employees)	SPAC 的僱員
「SPAC 交易所參與者」 (SPAC Exchange Participant)	擬使用聯交所的設施買賣 SPAC 股份及 SPAC 權證的交易所參與者
「SPAC 投資者」 (SPAC Investor)	在 SPAC 首次發售或之後成為 SPAC 的投資者，並持有任何 SPAC 單位、SPAC 股份或 SPAC 權證

詞彙	釋義
「SPAC 上市期間」 (SPAC Period)	SPAC 維持上市地位直至完成 SPAC 併購交易之期間
「SPAC 發起人」 (SPAC Promoter)	建立和管理 SPAC 的專業管理人，通常有私募股權、企業融資及 / 或行業經驗。在美國市場，SPAC 發起人也稱「SPAC 贊助人」(SPAC sponsor)
「SPAC 股份」 (SPAC Share)	(除發起人股份外) SPAC 的股份
「SPAC 單位」 (SPAC Unit)	SPAC 的單位，由某個比例的 SPAC 股份與 SPAC 權證合組而成的 SPAC 單位
「SPAC 權證」 (SPAC Warrant)	(除發起人權證以外) 可賦予持有人購買 SPAC 股份權利的權證
「繼承公司」 (Successor Company)	完成 SPAC 併購交易而出現的上市發行人
「《收購守則》」 (Takeovers Code)	證監會的《公司收購、合併及股份回購守則》
「收購執行人員」 (Takeovers Executive)	證監會企業融資部執行董事或任何獲其轉授權力的人
「收購委員會」 (Takeovers Panel)	證監會的收購及合併委員會
「《英國諮詢文件》」 (UK Consultation Paper)	英國金融市場行為監管局於 2021 年 4 月 30 日刊發的《CP21/10：特殊目的收購公司的投資者保障措施：上市規則修訂建議》(CP21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Proposed changes to the Listing Rules) (僅供英文版)
「《英國諮詢總結》」 (UK Conclusions Paper)	英國金融市場行為監管局於 2021 年 7 月 27 日刊發的《PS21/10：特殊目的收購公司的投資者保障措施：上市規則修訂》(PS21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules) (僅供英文版)
「《英國上市檢討報告》」 (UK Listing Review)	於 2021 年 3 月 3 日刊發的《英國上市檢討報告》(UK Listing Review) (僅供英文版)
「《英國上市規則》」 (UK Listing Rules)	由英國金融市場行為監管局頒布的規則，載於金融市場行為監管局手冊中的 上市規則資料冊 (僅供英文版)
「《美國證券法》」 (US Securities Act)	美國《1933 年證券法》(經不時修訂) 以及據其頒布的相關規定及規例

詞彙	釋義
「《單位信託及互惠基金守則》」 (UT Code)	《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊》第 II 節所載的《單位信託及互惠基金守則》
「市場波動調節機制」或「市調機制」 (Volatility Control Mechanism 或 VCM)	聯交所旨在保障市場秩序免於因極端價格波動而受損的機制
「不同投票權」 (weighted voting right 或 WVR)	附帶於某特定類別股份而大於或優於普通股投票權的投票權力，或與受益人於發行人股本證券的經濟利益不相稱的其他管治權利或安排
「不同投票權架構」 (WVR structure)	產生不同投票權股東的發行人架構

私隱政策聲明

私隱政策聲明

香港交易及結算所有限公司以及其不時的附屬公司（統稱「**本集團**」）（在本私隱政策聲明中，各自稱為「**香港交易所**」、「**我們**」或「**本集團成員公司**」，視適用情況而定）明白根據香港法例第 486 章《個人資料（私隱）條例》（該「**《條例》**」）其在收集、持有、處理、使用及 / 或轉移個人資料方面的責任。個人資料的收集只限作合法且相關的用途，並會採取一切實際可行方法去確保我們持有的個人資料準確無誤。我們將會根據本私隱政策聲明使用我們不時所收集閣下的個人資料。

我們定期檢討這項私隱政策聲明，並可能不時加以修訂或加入具體指示、政策及條款。本私隱政策聲明如有任何重要修訂，我們會通過閣下提供給我們的聯絡方式通知閣下，也會按該《條例》的規定，讓閣下可以透過屆時通知閣下的途徑選擇拒絕接收此類修訂通知。否則，關於通過香港交易所網站或其他方式而提供給我們的個人資料，閣下繼續使用香港交易所網站或繼續維持與我們的關係即被視為同意並接受此項私隱政策聲明（不時修訂）。

如對這項私隱政策聲明或我們如何使用閣下的個人資料有任何疑問，請通過下文「聯繫我們」所載的任何一個通訊渠道與我們聯繫。

我們會採取一切實際可行方法確保個人資料的安全，以及避免個人資料在未經授權或意外的情況下被取用、刪除或作其他用途。這包括在實物具體上、技術上及程序上的適當安全措施，確保只有經授權人士才能取用個人資料。

請注意：如閣下沒有向我們提供個人資料（或有關閣下代理人的個人資料），我們可能無法提供閣下要求的資訊、產品或服務又或無法處理閣下的要求、申請、訂購或登記，亦可能無法執行或履行監管職能（定義見下文）。

目的

我們或會為了以下目的而不時收集閣下的個人資料（包括但不限於閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼、電郵地址、出生日期和登入名稱）：

1. 處理閣下的申請、訂購及登記使用我們的產品及服務；
2. 執行或履行香港交易所以及任何由其作為認可控制人的公司（定義見香港法例第 571 章《證券及期貨條例》）的職能（「監管職能」）；
3. 向閣下提供我們的產品和服務，以及與此相關的賬戶管理；
4. 進行研究和統計分析；
5. 處理閣下應聘香港交易所職位或工作的申請，以評估閣下是否為適合人選，並向閣下的前僱主進行相關的背景查證；及
6. 與上列任何一項有直接關聯的其他目的。

直接營銷

如閣下已經給予同意而其後並無撤回，我們也可能會使用閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址，用以寄送宣傳資料，就香港交易所以及本集團其他成員公司的金融和資訊服務進行

直接營銷活動。

如不希望收到我們的宣傳和直接營銷資料，或不希望收到某類宣傳和直接營銷資料，又或不希望在某種途徑收到此類材料，請通過下文「聯繫我們」所載的其中一種通訊渠道聯絡我們。為確保可以迅速處理閣下的要求，請提供閣下的全名、電郵地址、登入名稱及所訂閱產品及 / 或服務的詳情。

身份證號碼

我們也可能會根據適用法律或規例又或任何對我們有管轄權限的監管者的要求而收集並處理閣下的身份證號碼，另外亦可能因為需要識別閣下的身份而（在不抵觸該《條例》的前提下）收集並處理閣下的身份證號碼。

轉移閣下的個人資料作直接營銷

除非閣下已經拒絕，否則我們可能會將閣下的姓名、郵寄地址、電話號碼和電郵地址轉交本集團其他成員公司，使其可向閣下寄送宣傳資料，就其金融和資訊服務進行直接營銷活動。

其他轉移個人資料的情況

為了以上一個或多於一個目的，閣下的個人資料可能會被：

1. 轉交予本集團其他成員公司，而使本集團（在香港或其他地方）的相關人員獲得閣下的個人資料；就此，閣下同意將閣下的個人資料轉離香港；
2. 提供予任何向香港交易所及/或本集團在香港或其他地方的其他成員提供行政、電訊、電腦、付款、追收欠款、資料處理或其他服務的代理、承判商或第三方；及
3. 轉交予其他人士（收集資料時會通知閣下）。

我們如何使用 cookies

閣下通過香港交易所網站查閱我們的資訊或服務時，應當留意到網站有使用 cookies。Cookies 是指儲存在閣下瀏覽器內的資料檔。閣下進入香港交易所網站時，網站即在閣下瀏覽器內自動安裝並使用 cookies。香港交易所網站使用兩種 cookies。

Session Cookies：一種只在閣下瀏覽香港交易所網站期間留存於瀏覽器內的短暫性質 cookies，用處在於取得並儲存配置資訊及管理網站，包括「攜帶」資訊以隨閣下瀏覽網站的不同版頁，譬如以免閣下每到一個版頁也要重新輸入資訊。Session cookies 也會用來編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料。

Persistent Cookies：一種留存於瀏覽器內較長時間的 cookies，用以編備關於香港交易所網站使用的匿名統計資料，或追蹤和記錄使用者的習慣偏好。

香港交易所網站所用的 cookies 不包含個人資料。閣下可以更改瀏覽器或網路安全軟件中的設定，拒絕接受瀏覽器內的 cookies。不過，這樣或會令閣下不能使用或啟動香港交易所網站中的某些功能。

法律與法規的遵守

香港交易所及本集團其他成員公司或要為了遵守適用法律及規例，或遵守法院指令、傳票或其他法定程序（無論於香港或其他地方），或遵從政府機關、執法機構或類似機構（無論位於香港

或其他地方)提出的要求,又或執行或履行監管職能,而必須保留、處理及/或披露閣下的個人資料。香港交易所及本集團其他成員公司或須披露閣下的個人資料,以履行與閣下的協議,或保護我們或我們僱員的權利、財產或安全,又或執行或履行監管職能。

公司重組

隨著我們持續發展業務,我們可能會重組集團架構或出現控制權易手或業務合併。在這些情況下,閣下的個人資料或會按這份私隱政策聲明或另一份將會通知閣下的私隱政策聲明而移交繼續運營我們業務或類似服務的第三方。此等第三方或在香港以外的地方,就此等收購或重組而使用閣下個人資料的地點也可能不在香港。

查閱及更正個人資料

根據該《條例》,閣下有權查明我們是否持有閣下的個人資料、取得資料的備份及更正任何不準確資料,也可以要求我們通知閣下其持有資料的種類。如欲查閱有關資料,須使用個人資料私隱專員(「私隱專員」)指定的表格(可於私隱專員公署的官方網站下載)或經此連接提出。

<https://www.pcpd.org.hk/english/publications/files/Dforme.pdf>

如欲查閱和更正個人資料,或查閱有關政策與常規以及我們所持有資料種類,應以書面及郵遞形式提出要求(見以下「聯繫我們」)。

我們或會因應閣下查閱資料要求而產生的行政及實際成本而收取合理的費用。

終止或取消

任何時候如果閣下在我們的賬戶或與我們的關係被取消或終止,我們會隨即在合理情況下盡快終止處理閣下的個人資料,但也可按合理需要而保留有關資料,合理的需要包括:資料歸檔;解決實際或潛在的爭議;遵守適用法律及規例;履行與閣下的任何協議;保障我們及我們僱員的權利、財產或安全;以及執行或履行我們的職能、義務及責任等。

一般資料

本私隱政策聲明中英文本如有差異,概以英文版為準。

聯繫我們

郵寄:

香港中環康樂廣場 8 號

交易廣場二期 8 樓

香港交易及結算所有限公司

個人資料隱私主任

電郵:

DataPrivacy@HKEX.COM.HK

香港監管空殼公司的歷史

多年來，聯交所多次檢討《上市規則》並採用不同做法，務求改善對借殼上市及殼股活動的監管。聯交所曾三管齊下打擊殼股活動（見 2018 年 6 月 29 日的[新聞稿](#)）：

- (a) 更嚴格地審批上市申請人是否適合上市，杜絕申請人透過首次公開發售「造殼」；
- (b) 提高上市發行人適用的持續上市準則，遏止「造殼」及「養殼」活動；及
- (c) 收緊反收購規則，防止借殼上市（尤其是涉及殼股公司）現象。

下表列出《上市規則》及其指引歷年來針對空殼公司問題所作出的修訂：

日期	香港的監管發展
1988 年 5 月	證券業檢討委員會發布報告書（又名《證券業報告書》 ²⁷⁷ ）。《證券業報告書》載有一項關於空殼公司及收購活動的觀察，指上市申請人：「採用收購已上市但業務已不再活躍的公司的策略」，而「牽涉人士公開表示此舉是為了避免嚴格遵守上市程序（透過確保在作出投資前已發布建議投資的所有詳情來保障投資大眾）」。 ²⁷⁸ 《證券業報告書》建議，任何不再交易的公司都應取消上市，若這些公司被收購，並擬對業務作重大變動，則應全面遵守上市規定。 ²⁷⁹
1993 年 5 月	證監會與聯交所發布聯合公告，表示已提高對「借殼」上市的監管，確保少數股東的權益得到保障，並列出規管反收購行動的原則。
1993 年 8 月	就 1992 年檢討《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》諮詢市場 ²⁷⁹ 後，《上市規則》於 1993 年 8 月修訂，新增條文禁止發行人在新上市首 12 個月進行任何會令上市文件所述主營業務有根本性改變的收購、出售或其他交易。 聯交所當時解釋道 ²⁸⁰ ：「這是支持我們制止『借殼上市』的另一個舉措」，及避免「令其他國家以為香港市場製造空殼公司，或香港上市公司的業務都具投機性、欠缺深度和誠信，影響香港的聲譽」。
1998 年 1 月	《上市規則》增設第 17 項應用指引，規範處理長期停牌公司的程序，令長期停牌公司若未能在指定時間內向聯交所呈交並實施有效復牌

²⁷⁷ 1987 年 10 月股市暴跌後，時任港督委任了由戴維森先生領導的證券業檢討委員會，對（其中包括）當時分別負責監管證券及期貨市場的政府部門的組成、權力、管理及運營進行檢討；並提出修訂建議，以確保市場持正操作及保障投資者。

²⁷⁸ 《證券業報告書》第 5.27 段。

²⁷⁹ 《有關 1992 年檢討〈香港聯合交易所有限公司證券上市規則〉的諮詢文件》於 1992 年 12 月刊發。

²⁸⁰ Edd Joanna 在 1993 年 9 月 25 日匯報的「《上市規則》修訂與企業管治」。

日期	香港的監管發展
	建議便會被取消上市地位。
1999 年 5 月	《1998/1999年對香港聯合交易所有限公司證券上市規則若干章節所作檢討的諮詢文件》 建議，「須予公布的交易」中應新增一個名為「反收購行動」的類別，以處理借殼上市的問題。根據規則修訂建議，若收購事項屬會令上市發行人控制權有變的一項(或一連串)交易或安排的其中一部分，將被視為反收購行動。不過，最後《上市規則》未有因是次諮詢而作出修訂。
1999 年 7 月	《GEM規則》於1999年7月22日發布，當中特設「反收購行動規則」，列明若發行人收購資產會令發行人的控制權有變，或具有達致將擬收購的資產上市的意圖，同時亦構成規避新申請人規定的一種方法，便會分類為「反收購行動」。參與會構成「反收購行動」的交易的發行人將視為新申請人，必須遵守一切新上市程序及上市要求。
2003 年 3 月	刊發《檢討證券及期貨市場規管架構運作專家小組報告書》。 ²⁸¹ 報告其中一項發現是市場愈發對來聯交所上市的公司的質素存疑，包括認為上市只是為了「造殼」，方便之後出售。報告建議我們務必處理好市場質素問題並立即作改進。
2004 年 3 月	就企業管治事宜的上市規則修訂建議諮詢市場²⁸²後，《上市規則》於2004年3月31日修訂，首次在《主板上市規則》加入反收購行動規則。《GEM規則》則擴大了「反收購行動」的定義的範圍，若發行人收購資產會令其業務出現根本性轉變，交易會視作反收購行動。《主板上市規則》亦就「反收購行動」採用了相同的規定。 就首次上市及持續上市資格及除牌程序有關事宜之上市規則修訂建議諮詢市場²⁸³後，修訂後的《上市規則》於2004年3月31日生效，進一步釐清在「反收購行動」交易(包括在拯救公司的情況下注入資產)中，經擴大集團或將注入的資產須遵守建議中的首次上市資格準則(業績紀錄/財務標準要求)。這是要確保所有有意到聯交所上市的申請人(特別是擬買殼上市者)均是在公平的基礎上競爭。 聯交所注意到部分市場從業人士視經營失敗但擁有上市地位的公司仍有價值(就好像上市地位本身已有其價值似的)，又解釋若發行人作為公司實體經營失敗，其空殼公司(沒有足夠資產或業務的上市公司)亦沒有資格將其上市地位視作一項具價值的資產，或沒有資格維持其上市地位，除非有符合首次上市準則的資產被注入。此規定背後

²⁸¹ 財政司司長於2002年9月26日委任專家小組檢討香港證券及期貨市場的規管架構。

²⁸² [《諮詢文件》](#)於2002年1月刊發，[《諮詢總結》](#)於2003年1月發布。

²⁸³ [《諮詢文件》](#)於2002年7月刊發，[《諮詢總結》](#)於2004年1月發布。

日期	香港的監管發展
	的原則，在於避免原本並不具備資格的上市申請人規避首次上市準則，改以買殼形式取得上市地位 ²⁸⁴ 。
2014 年 5 月	刊發就根據《上市規則》14.06(6)條執行有關反收購行動規定的指引 GL78-14 ，載述聯交所當前應用反收購行動規定的做法。如一項交易可以順利通過明確測試，聯交所亦會應用原則為本的測試，以考量收購事項是否擬將準備收購的資產上市、作為規避新上市規定的一種方法。
2015 年 12 月	刊發有關現金資產公司規則的指引信 GL84-15 。聯交所當時注意到，上市公司引入投資者注入大量現金的大規模集資活動有上升趨勢。指引信提供指引，闡釋聯交所如何就該等個案應用現金資產公司規則（《上市規則》第 14.82 至 14.84 條），以處理發行人設立新業務時透過注資上市空殼公司而規避新上市規定。
2016 年 6 月	刊發有關申請人是否適合上市的指引信 GL68-13A 。聯交所當時留意到，有多家上市發行人在上市後監管規定的禁售期結束不久即出現控股股東變動或逐漸減持其權益的情況，並認為此現象的其中一個原因在於該等發行人着眼於其上市地位所帶來的利益，而非公司本身業務發展或資產增長，令人關注這些申請人是否適合上市。指引信旨在提供指引，闡釋一些規模及前景均與其求取上市地位所付出的成本或上市目的不匹配的新申請人是否適合上市。
2017 年 1 月	證監會與聯交所刊發了《有關創業板股份股價波動的聯合聲明》。證監會關注到 GEM（時稱創業板）新股配售的股權非常集中，而且這些公司的股價波動極大。該聲明就證監會對 GEM 上市申請的監管方針提供指引。
2018 年 2 月	就檢討創業板及修訂《創業板規則》及《主板規則》諮詢市場 ²⁸⁵ 後，《上市規則》於 2018 年 2 月 15 日修訂，以反映 GEM 作為中小型公司市場的新角色。這些修訂的其中一個關注點，在於處理「個別公司或濫用創業板(GEM)較主板上市門檻低的規定進入香港資本市場，純粹為了得到上市地位所附帶的溢價而非發展本身業務，導致創業板(GEM)上市公司潛在殼股的數目持續增加」。 ²⁸⁶ 主要修訂包括：(a) 取消簡化轉板申請程序，就轉板引入強制首次公開發售保薦人規定；(b) 提高 GEM 及主板申請人上市時最低市值規定及上市發行人證券的最低公眾持股價值，及提高 GEM 申請人的最

²⁸⁴ 《有關首次上市準則及持續上市責任的上市規則修訂建議諮詢意見總結》第 120 段。

²⁸⁵ 《諮詢文件》於 2017 年 6 月刊發，《諮詢總結》於 2017 年 12 月發布。

²⁸⁶ 《諮詢文件》第 12(b)段。

日期	香港的監管發展
	低現金流規定；及(c) 將 GEM 控股股東的上市後禁售期由一年延長至兩年。
2018 年 6 月至 8 月	就除牌及《上市規則》其他修訂諮詢市場²⁸⁷後，有關上市發行人是否適合繼續上市的指引信 GL96-18 於 2018 年 6 月刊發，就會令聯交所根據《上市規則》第 6.01(4)條考量發行人是否適合繼續上市時感到有疑慮的情況(包括上市發行人可能呈現「殼股」特徵)提供指引。 之後，《上市規則》於 2018 年 8 月 1 日再作修訂，設下除牌框架，以便將不再符合持續上市準則的發行人適時除牌，並讓市場了解除牌程序。主要修訂包括：(a) 新增一項除牌準則，令聯交所可在主板發行人持續停牌滿 18 個月 (GEM 發行人：持續停牌滿 12 個月) 後將其除牌；及(b) 允許聯交所刊發除牌通知，列明若發行人未能在通知指定時間內復牌，聯交所有權將其除牌，或在適用情況下立即將發行人除牌。
2019 年 10 月	就借殼上市、持續上市準則及其他《上市規則》條文修訂諮詢市場後²⁸⁸，《上市規則》於 2019 年 10 月 1 日作出修訂，以優化反收購規則及持續上市準則，處理市場上不斷演變的借殼上市活動及提高對殼股活動的監管。聯交所注意到與空殼公司交易及造殼相關的市場活動有所增加，惹來投機炒賣，並且成為市場操控及內幕交易的溫床，令市場出現不必要波動。 主要修訂包括：(a) 借殼上市：修訂反收購規則的定義，將指引信 GL78-14 及 GL84-14 編納成規，並修改明確測試至適用於在發行人控制權有變的 36 個月內來自發行人控股股東的非常重大的收購事項，及收緊反收購規則及極端交易的合規規定；以及(b) 持續上市準則：修訂《上市規則》第 13.24 條 (足夠的業務運作)，規定發行人須有足夠的業務運作及擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市；及修訂《上市規則》第 14.82 及 14.83 條 (現金資產公司)。 聯交所亦刊發下列指引信，就《上市規則》經修訂條文的應用提供指引： - 有關應用反收購行動規則的指引(HKEX-GL104-19) - 有關大規模發行證券的指引(HKEX-GL105-19) - 有關業務充足水平的指引(HKEX-GL106-19)

²⁸⁷ 《諮詢文件》於 2017 年 9 月刊發，[《諮詢總結》](#) 於 2018 年 5 月發布。

²⁸⁸ 《諮詢文件》於 2018 年 6 月刊發，[《諮詢總結》](#) 於 2019 年 7 月發布。

日期	香港的監管發展
2019 年 7 月	證監會於 2019 年 7 月 26 日刊發 《有關證監會對借殼上市及殼股活動的方針聲明》，闡釋證監會在根據《證券及期貨（在證券市場上市）規則》及《證券及期貨條例》行使其法定權力以處理涉及借殼上市及殼股活動的個案時一般採取的方針。證監會注意到與借殼上市及殼股活動相關的問題引起廣泛關注，而借殼上市的手法層出不窮，令其較難偵測或規管。

不同司法權區的比較

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
(A)	上市條件		
I.	投資者的資格		
	- 沒有限制 - 容許散戶投資者可參與首次公開發售		
II.	確保僅向專業投資者營銷及容許其買賣的安排		
	不適用。		

²⁸⁹ 根據《英國諮詢總結》的新修訂規則。

²⁹⁰ 根據《新交所回應文件》上市規則的最終版本。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
III.	交易安排— SPAC 股份及 SPAC 權證分開買賣		
	• 可以；單位持有人並可在上市 52 日後有權將 SPAC 單位轉換為 SPAC 股份及 SPAC 權證	• 可以 • 英國金融市場行為監管局目前正考慮是否容許合訂單位上市²⁹¹	• 可以²⁹²

²⁹¹ 《英國諮詢總結》第 2.5 段。

²⁹² 《新交所回應文件》第 49 頁第 3.31 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
IV.	公開市場規定		
	紐約交易所： • ≥ 300 名持有一手的持有人²⁹³及 110 萬股公眾持有股份²⁹⁴ 美國證券交易所： • ≥ 400 名公眾股東及 100 萬股公眾持有股份；或 • ≥ 800 名公眾股東及 50 萬股公眾持有股份²⁹⁵	沒有最低規定，但要求 25% 公眾持股百分比²⁹⁸	SPAC 至少要有 25% 已發行股份由至少 300 名公眾股東持有²⁹⁹

²⁹³ 「一手」持有人指持有 100 股或以上不受限制證券的股東。

²⁹⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#)（僅供英文版）。

²⁹⁵ 《美國證券交易所公司指引》[第 102\(a\)條](#)（僅供英文版）。

²⁹⁸ 《英國上市規則》第 14.2.2(3)條。

²⁹⁹ 《新交所回應文件》第 12 頁第 2.37 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	納斯達克資本市場： • ≥ 300 名持有一手的持有人及 100 萬股公眾持有股份²⁹⁶ 納斯達克全球市場： • ≥ 400 名持有一手的持有人及 110 萬股公眾持有股份²⁹⁷ • 所有市場板塊均無規定公眾持股百分比		

²⁹⁶ 《納斯達克規則》[第 5505\(a\)\(2\)及\(3\)條](#) (僅供英文版) 。

²⁹⁷ 《納斯達克規則》[第 5405\(a\)\(2\)及\(3\)條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
V.	SPAC 股份發行價		
	4 美元 ³⁰⁰ SPAC 的單位發行價普遍為 10 美元	沒有規定	5 新加坡元 ³⁰¹
VI.	SPAC 的集資規模		
	沒有規定集資的最低規模，但設最低市值規定：	所籌得現金款項總額合計 ≥1 億英鎊 (11 億港元) ³⁰⁵	沒有規定集資的最低規模， 但要求 SPAC 市值須達 1.5 億新加坡元 ³⁰⁶ (8.69 億港元) 或以上

³⁰⁰ 《納斯達克規則》[第 5405\(a\)\(1\)條](#) (僅供英文版) ；《納斯達克規則》[第 5505\(a\)\(1\)\(A\)條](#) (僅供英文版) ；及《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) 。美國證券交易所規定的最低發行價為 2 美元 (《美國證券交易所公司指引》[第 102\(b\)條](#) (僅供英文版)) 。

³⁰¹ 《新交所回應文件》第 13 頁第 2.41 段。

³⁰⁵ 不包括 SPAC 發起人或會提供的任何資金。這是豁免停牌推定的條件 (見本表(C)-III 「短暫停牌及停牌」) 。

³⁰⁶ 《新交所回應文件》第 11 頁第 2.33 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	美國證券交易所及納斯達克資本市場： • 5,000 萬美元³⁰² (3.88 億港元) 納斯達克全球市場： • 7,500 萬美元³⁰³ (5.83 億港元) 紐約交易所： • 1 億美元³⁰⁴ (7.76 億港元)		

³⁰² 《美國證券交易所公司指引》[第 101\(c\)條](#) (僅供英文版) ；及《紐約交易所上市公司手冊》[第 5505\(b\)\(2\)\(A\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁰³ 《納斯達克規則》[第 5405\(b\)\(3\)\(A\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁰⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
VII. SPAC 權證			
	- 紐約交易所規定，必須符合權證的首次上市規定³⁰⁷ - 行使價通常為每股 11.5 美元； - 通常在 SPAC 併購交易完成後又或首次公開發售日期起計滿 12 個月（以較後者為準）可予行使；及 - 通常在 SPAC 併購交易完成後第五年又或被 SPAC 贖回的日期（以較早者為準）到期	就 SPAC 權證的具體條款沒有特別規定，但 SPAC 招股章程中必須披露 SPAC 權證的條款³⁰⁸	- 必須符合現行規定³⁰⁹； - 行使價$\geq$ SPAC 股份招股時的發售價； - SPAC 併購交易完成前不可行使； - 不得享有清盤分配及股份贖回權；及 - 到期日不得超過：(a)招股章程所載的發行條款下的最高年期；或(b)可完成 SPAC 併購交易的最長期限（以較早者為準）³¹⁰

³⁰⁷ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(f\)條](#)（僅供英文版）。

³⁰⁸ 《英國諮詢文件》第 4.26 段。

³⁰⁹ 《新交所主板規則》[第八章第六部](#)（僅供英文版）。

³¹⁰ 《新交所主板規則》[第 210\(11\)\(i\)條](#)（僅供英文版）。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
(B)	SPAC 發起人及董事		
I.	SPAC 發起人		
	合適性及資格		
	紐約交易所：評估 SPAC 是否適合上市時， SPAC 發起人的經驗及 / 或往績紀錄是考慮 因素之一 ³¹¹	沒有規定	SPAC 是否適合上市應考慮： - 創始股東的往績紀錄和聲譽；及 - 管理團隊的經驗和專業知識³¹²

³¹¹ 《紐約交易所上市公司手冊》第 102.06 (f) 條 (僅供英文版) 。

³¹² 《新交所回應文件》第 52 頁第 4.5 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	最低參股佔比		
	沒有規定	沒有規定	SPAC 發起人及 SPAC 董事合共持有 SPAC 上市時市值的 2.5%至 3.5% ³¹³
	牌照 / 資格規定		
	沒有規定	沒有規定	沒有規定

³¹³ 對於市值介乎(a) 1.5 億至 3 億新加坡元；(b) 3 億至 5 億新加坡元；及(c) 超過 5 億新加坡元的 SPAC 而言，其最低參股百分比分別為 3.5%、3%及 2.5%。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	<i>SPAC 發起人的重大改變</i>		
	沒有規定	沒有規定	須由獨立股東³¹⁴透過特別決議批准，否則 SPAC 必須清盤及退市³¹⁵

³¹⁴ 重大變化包括 (a) SPAC 招股時獨立股東決定投資所主要依賴的創始股東基本背景發生重大變化，例如創始股東的控制權因收購出現變化；及(b) SPAC 管理團隊出現離任及 / 或更替撤換，而並非出於身故、喪失工作能力及疾病等自然停任原因。

³¹⁵ 《新交所回應文件》第 52 頁第 4.5 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
II.	SPAC 董事		
	現行的企業管治獨立性規定適用，包括： - 董事會的大多數董事必須是獨立人士³¹⁶；及 - SPAC 的審核委員會的董事必須全是獨立人士³¹⁷	SPAC 的審核委員會的大多數董事 (包括主席) 必須是獨立人士³¹⁸	董事委員會的大多數董事(包括相關主席)必須是獨立人士³¹⁹

³¹⁶ 《納斯達克規則》[第 5605\(b\)條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 303A.01 條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 802\(a\)條](#) (僅供英文版) 。

³¹⁷ 《納斯達克規則》[第 IM-5605-4 條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 303A.07 條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 803\(B\)\(2\)\(a\) 條](#) (僅供英文版) 。

³¹⁸ 英國金融市場行為監管局，[《披露指引與透明度規則》\(Disclosure Guidance and Transparency Rules\)](#)第 7.1.1A 及 7.1.2A 條 (僅供英文版) 。

³¹⁹ 《新交所主板規則》[第 210\(11\)\(g\)條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
(C)	持續責任		
I.	信託形式持有的資金		
	SPAC 在首次公開發售所籌集的款項總額的 90%須存入獨立保管人開立的託管賬戶、 「受保障的存管機構」 ³²⁰ 或註冊經紀或交易 商開立的獨立賬戶 ³²¹	- 沒有規定最低百分比；及 - 部分資金可保留用作支付 SPAC 的營運 開支³²²	SPAC 在首次公開發售所籌集的款項總額的 90%必須： - 存入獨立託管代理（新加坡金融管理局認可的持牌金融機構）的信託賬戶；及 - 投資於現金或至少 A-2 級的現金等價短期證券³²³

³²⁰ 按《聯邦存款保險法》第 3(c)(2)條所定義。

³²¹ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(a\) 條](#)（僅供英文版）；《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#)（僅供英文版）；及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(a\)條](#)（僅供英文版）。

³²² 有關指明金額必須於 SPAC 招股章程中披露（《英國諮詢文件》第 4.11 及 4.12 段）。

³²³ 《新交所回應文件》第 25 頁第 2.96 及 2.98 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
II.	發起人股份及發起人權證		
	<i>轉讓 / 出售限制</i>		
	<u>發起人股份：</u> 受合同轉讓限制，如須轉售亦須根據《證券法》進行登記 (另行豁免者除外) <u>發起人權證：</u> 不得在市場上轉售；另通常在 SPAC 併購交易完成後 30 天內不得轉讓或出售	沒有規定	SPAC 的創始股東、管理團隊、控股股東及其各自的聯繫人(直接或間接)持有的股權自上市日期起不得轉讓/出售，直至 SPAC 併購交易完成為止³²⁴

³²⁴ 《新交所回應文件》第 37 頁第 2.147 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
III.	短暫停牌及停牌		
	如果 SPAC 無法將商業談判的內容保密，交易所可採用停牌/短暫停牌政策 ³²⁵	如果符合有關以下方面的若干標準，SPAC 併購公告後有關停牌的「可駁回推定」(見內文第 245 段) 不適用： • 集資規模 (見上文(A)-VI 「 SPAC 的集資規模」)； • SPAC 併購完成期限 (見下文(E)-I 「期限」)； • 明確披露 SPAC 的結構和安排； • SPAC 併購交易獲股東批准 (見下文(D)-VI 「股東就 SPAC 併購交易投票表決」)；及	如果 SPAC 無法將商業談判的內容保密，交易所可應用停牌/短暫停牌政策 ³²⁷

³²⁵ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 202.06 條](#) (僅供英文版) ；及《納斯達克規則》[第 IM-5250-1 條](#) (僅供英文版) 。

³²⁷ 《新交所主板規則》[第 1303 條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
		為 SPAC 股東提供贖回選項 (見下文 (D)-IX 「股份贖回」)³²⁶	
(D)	SPAC 併購交易規定		
I.	應用新上市規定		
	繼承公司適用的首次上市規定		
	紐約交易所： 須符合最低股價、市值及公眾持股量規定 ³²⁸	須符合適用於其上市類別(「高級」或「標準」)	必須符合首次上市規定 ³³¹

³²⁶ 《英國上市規則》第 5.6.18AG 條。

³²⁸ 緊隨完成 SPAC 併購交易後，繼承公司須有：(i)每股股價至少 4.00 美元 (31 港元) ；(ii)全球市值至少 150,000,000 美元 (11.65 億港元) ；(iii) 公眾持股總市值至少 40,000,000 美元 (3.11 億港元) ；及符合(iv)有關就首次公開招股上市的公司適用的股東及公眾持股規定 (《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01B 條](#) 〈收購公司的準則〉 (Criteria for Acquisition Companies) (僅供英文版)) 。

³³¹ 《新交所主板規則》[第二章](#) (僅供英文版) (包括定量上市準則、公眾持股佔比及分布要求，以及董事、行政人員及控股股東的品格及誠信等定性規定) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	若認定是「借殼上市」，須全面遵守首次上市規定 ³²⁹ 。 <i>納斯達克：</i> 必須全面符合相關市場分部 / 板塊適用的首次上市規定。	的首次上市規定 ³³⁰	
	<i>盡職審查及文件規定</i>		
	相當於首次公開招股規定		
	<i>委任首次公開招股保薦人</i>		
	沒有規定(美國沒有類似的「首次公開發售保薦人機制」)	若繼承公司在「高級上市」類別上市，則須委任首次公開發售保薦人	必須委任財務顧問(即認可發行管理人，等同於首次公開發售保薦人)

³²⁹ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01B 條](#)〈收購公司的準則〉(Criteria for Acquisition Companies) (僅供英文版) ；及[第 703.08\(E\)條](#) (僅供英文版) 。

³³⁰ 視乎繼承公司在 SPAC 併購交易完成後將會在哪個市場上市。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
II.	SPAC 併購目標的資格		
	沒有規定 SPAC 併購目標的類型，只要繼承公司符合上述新上市規定即可	沒有規定 SPAC 併購目標的類型，只要繼承公司符合上述新上市規定即可	明確指出 SPAC 併購交易目標可包括生命科技公司以及礦業、石油及天然氣公司 ³³²
III.	SPAC 併購目標的規模		
	公平市值 >= 信託持有的所得款項的 80% ³³³	沒有規定。	公平市值 >= 信託持有的所得款項的 80% ³³⁴

³³² 《新交所諮詢文件》問題 15(b)。

³³³ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06 條](#) (僅供英文版); 《美國證券交易所公司指引》[第 119\(b\)條](#) (僅供英文版); 及《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(b\) 條](#) (僅供英文版)。

³³⁴ 《新交所回應文件》第 30 頁第 2.118 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
IV.	獨立第三方投資		
	沒有規定	沒有規定	沒有規定；但要求發行人若不進行 PIPE 投資便須委任獨立財務顧問 ³³⁵
V.	攤薄上限		
	- 沒有就攤薄或發起人股份作出詳細規定 - 發起人股份一般佔 SPAC 首次公開發售結束時已發行股份的 20%	須披露 SPAC 股份一旦贖回會對普通股東造成的攤薄影響 ³³⁶	- 就 SPAC 首次公開發售時發行的權證轉換而成的股份而言，攤薄上限為 SPAC 邀請後已發行股本（包括發起人股份）的 50%³³⁷ - 發起人股份以 SPAC 上市時已發行股份總數的 20% 為限³³⁸

³³⁵ 《新交所回應文件》第 30 及 31 頁第 2.123 及 2.125 段。

³³⁶ 《英國諮詢總結》第 2.44 及 2.5 段。

³³⁷ 《新交所回應文件》第 50 頁第 3.32 段。

³³⁸ 《新交所回應文件》第 54 及 55 頁第 4.16 及 4.17 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
VI.	股東就 SPAC 併購交易投票表決		
	- 若 SPAC 併購交易涉及下列其中一項股份發行，則必須經股東表決： - 發行量達已發行股本的 20% 以上³³⁹； - 任何董事、高級人員或重大股東於目標中個別持有 5% (或合共持有 10%) 或以上權益，而發行股份會使	須經大多數公眾股東同意 (不包括 SPAC 的創始股東、SPAC 贊助人或董事)³⁴²	須經大多數 SPAC 股東同意，包括 SPAC 創始股東、管理團隊及其各自的聯繫人分別就其所持的 SPAC 股份³⁴³

³³⁹ 《納斯達克規則》[第 5635\(a\)\(1\)條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(c\)條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 712\(b\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁴² 《英國諮詢文件》第 4.18 及 4.21 段。

³⁴³ 《新交所回應文件》第 42 頁第 168 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	流通普通股或投票權增加 5%或以上³⁴⁰；或 3. 發行股份會使發行人控制權有變³⁴¹ • SPAC 發起人通常可參與表決。		

³⁴⁰ 《納斯達克規則》[第 5635\(a\)\(2\)條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(b\)\(ii\)條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 712\(a\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁴¹ 《納斯達克規則》[第 5635\(b\)條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 312.03\(d\)條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 713\(b\)條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
VII.	涉及關連目標的 SPAC 併購交易		
	• SPAC 發起人、董事、高級人員及聯繫人持有的 SPAC 併購目標的權益應在招股章程及股東投票說明書中披露³⁴⁴ • 在相關方交易規則適用的情況下，SPAC 的審核委員會或獨立董事須進行檢視及監督³⁴⁵	• 若有 SPAC 董事與 SPAC 併購目標 (或其附屬公司) 有利益衝突，應在就 SPAC 併購交易表決前，預先由董事會發出一份「公平合理」聲明，當中附有合資格及獨立顧問的建議。³⁴⁶	• 現有的利益人士交易規定適用³⁴⁷。 • 應在上市文件及通函中披露 SPAC 發起人、SPAC 董事及其各自的聯繫人的潛在利益衝突以及減輕有關衝突的措施³⁴⁸。

³⁴⁴ 美國證交會企業融資部，[《企業融資披露指引：第 11 號議題「特殊目的收購公司」》\(CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 “Special Purpose Acquisition Companies”\)](#)，2020 年 12 月 22 日 (僅供英文版)。

³⁴⁵ 《納斯達克規則》[第 5630 條](#) (僅供英文版) ；《紐約交易所上市公司手冊》[第 314 條](#) (僅供英文版) ；及《美國證券交易所公司指引》[第 120 條](#) (僅供英文版)。

³⁴⁶ 《英國諮詢文件》第 2.33 至 2.38 段。

³⁴⁷ 《新交所主板規則》[第九章](#) (僅供英文版)。

³⁴⁸ 《新交所主板規則》[第 625\(13\)條](#) (僅供英文版) ；及《新交所回應文件》應用指引 6.4 「特別目的收購公司的要求」 (第 38 頁第 7.1(n)段)。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
VIII.	投票權與贖回權一致		
	• 沒有規定。 • 若召開股東大會，投票<u>反對</u> SPAC 併購交易的公眾股東³⁴⁹必須有權贖回股份³⁵⁰ • 若並未召開有關股東大會，則所有股東均須有贖回權³⁵¹ • 實際上，SPAC 發起人受合約約束，不得行使其股份贖回權(無論是發起人股份或	• 沒有規定 • 投票支持 SPAC 併購交易的公眾股東³⁵²可贖回 SPAC 股份	• 沒有規定 • 所有獨立股東均可贖回股份³⁵³

³⁴⁹ 不包括 SPAC 的管理人員及董事、贊助人、創始股東及其各自的家庭成員及聯繫人，又或持有已發行股份總數 10% 以上的實益持有人。

³⁵⁰ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\) 條](#) (僅供英文版); 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(b\)條](#) (僅供英文版); 及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(d\) 條](#) (僅供英文版)。

³⁵¹ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(e\) 條](#) (僅供英文版); 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(c\)條](#) (僅供英文版); 及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(e\) 條](#) (僅供英文版)。

³⁵² 有關「公眾股東」的定義，見本表 (D)-VI 「股東就 SPAC 併購交易投票表決」。

³⁵³ 《新交所回應文件》第 46 頁第 3.16 及 3.17 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	SPAC 股份)		
IX.	股份贖回		
	<i>應收款額</i>		
	- 按比例收取信託形式持有的累計部分金額 (減應付稅項及交予管理層作營運資金用途的金額) ³⁵⁴ - 容許設股份贖回上限，但不得少於上市時所售出 SPAC 股份的 10%³⁵⁵	受分隔保管的所得資金之固定金額或固定比例 (減 SPAC 預先協定的營運成本) ³⁵⁶	按比例取回 SPAC 併購交易進行時信託持有的部分金額 (減去上述金額所產生而可用作有關 SPAC 首次公開發售的行政費、一般營運開支及為尋求及完成 SPAC 併購交易的有關開支的利息及收入) ³⁵⁷

³⁵⁴ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(d\)及\(e\)條](#) (僅供英文版) ; 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(b\)及\(c\)條](#) (僅供英文版) ; 及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(d\)及\(e\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁵⁵ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(b\)條](#) (僅供英文版) ; 及《美國證券交易所公司指引》[第 119\(d\)條](#) (僅供英文版) 。

³⁵⁶ 《英國諮詢總結》第 2.39 段、2.40 段及 2.43 段。

³⁵⁷ 《新交所諮詢文件》第 17 頁第 1.1 段 ; 及第 13 頁第 5.2 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
			- 在特殊情況下要提取代管資金，須分別由全體 SPAC 股東通過特別決議案批准及取得新交所許可³⁵⁸ - 容許設股份贖回上限，但不得少於 SPAC 上市時已發行股份的 10%³⁵⁹
X.	前瞻性質資料		
	尚未確定 SPAC 可否就提交給美國證交會的文件中加入有關 SPAC 併購交易的前瞻性質	必須符合《招股章程規例》現行規定³⁶¹；及	必須遵守法定責任以及現行上市規則規定³⁶³，於 SPAC 併購交易通函中作出以下披露： 財務顧問的報告，確認其認為有關預測是經過審慎周詳查詢後作出；

³⁵⁸ 《新交所回應文件》第 26 頁第 2.102 段。

³⁵⁹ 《新交所回應文件》第 46 頁第 3.18 段。

³⁶¹ 歐洲聯盟委員會第 2019/980 號法規^{英國版}附件 1 (僅供英文版) 。

³⁶³ [2018 年《證券及期貨（投資要約）（證券及證券衍生產品合約）規例》附表五](#)第六部第 13 至 17 段；及《新交所主板規則》第 [1012](#) 及 [1013](#) 條 (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	料啟用「安全港」機制 ³⁶⁰	須附上聲明，確認有關預測是在所列假設的基準上妥為編備，而有關的會計基準與上市發行人的會計政策一致³⁶²	- 作出預測時依據的主要假設詳情，包括商業假設；及 - 繼承公司核數師確認其已審閱有關預測的依據及假設、會計政策及計算方式。
XI.	繼承公司股份的公開市場規定		
	紐約交易所： >= 400 名持有一手的持有人及 110 萬股公眾持有股份³⁶⁴ 美國證券交易所/納斯達克資本及全球市場：	25%的公眾持股量規定³⁶⁵； - 沒有最低股東分布規定	- 公眾持股量須為 12%至 25%之間 (視乎發行人市值而定)；及 >=500 名股東 ³⁶⁶

³⁶⁰ 美國證交會，[《證券法下的 SPAC、首次公開招股及責任風險》\(SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws\)](#)，於 2021 年 4 月 8 日由 John Coates (企業融資部代理總監) 編撰 (僅供英文版)。

³⁶² 《英國上市規則》第 13.5.32R(2)條。

³⁶⁴ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 802.01 條](#)及[第 102.01A 條](#) (僅供英文版)。

³⁶⁵ 《英國上市規則》第 6.14 或 14.2.2(3)條。

³⁶⁶ 《新交所主板規則》[第 210\(1\)\(a\)條](#) (僅供英文版)。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	- 與 SPAC 上市規定相同，詳見上文(A)-IV「公開市場規定—股東分布」 - 所有市場分部/板塊均無規定公眾持股百分比		
XII.	禁售期		
	沒有明文規定 實際操作中，禁售期一般為 SPAC 併購交易完成後 12 個月³⁶⁷	沒有規定	禁售期為 SPAC 併購交易完成後最少 6 個月及最多 12 個月³⁶⁸，視乎繼承公司能達到哪一項量化準則³⁶⁹

³⁶⁷ 此乃通常對 SPAC 發起人及繼承公司控股股東施加的合同限制。

³⁶⁸ SPAC 的創始股東及管理層；控股股東以及在繼承公司持有 5%以上權益的執行董事及其各自的聯繫人均須遵守禁售期規定。

³⁶⁹ 《新交所主板規則》[第 229 條](#)及[第 210\(11\)\(h\)條](#) (僅供英文版) 。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
(E)	除牌條件		
I.	期限		
	SPAC 併購公告期限		
	沒有規定		
	SPAC 併購交易期限		
	- 首次公開招股起計 36 個月，不再延期³⁷⁰ - SPAC 一般均自行以 24 個月為限	首次公開發售起計 24 個月；取得公眾股東批准可延長最多 12 個月³⁷¹	首次公開發售起計 24 個月；取得 SPAC 股東³⁷³ 通過特別決議案批准以及新交所許可後可予延長最多 12 個月³⁷⁴

³⁷⁰ 《納斯達克規則》[第 IM-5101-2\(b\) 條](#) (僅供英文版) ; 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(e\)條](#) (僅供英文版) ; 及《美國證券交易所公司指南》[第 119\(b\) 條](#) (僅供英文版) 。

³⁷¹ 《英國諮詢文件》第 4.15 段。有關「公眾股東」的定義，請見本表 (D)-VI 「股東就 SPAC 併購交易投票表決」。

³⁷³ SPAC 的創始股東、管理團隊及其各自的聯繫人可就其分別持有的 SPAC 股份 (不包括持有的發起人股份) 而就延期投票表決。

³⁷⁴ 《新交所回應文件》第 21 頁第 2.76 及 2.78 段。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
		在少數特定情況下可進一步延長 6 個月，毋須股東批准³⁷²	若 24 個月期限屆滿前已就 SPAC 併購交易簽訂有約束力的協議，則可延期而毋須股東批准
II.	清盤及除牌		
	若未能符合 SPAC 併購交易期限須除牌及 / 或清盤		
	- 除牌：紐約交易所及納斯達克明文規定。 - 清盤：僅紐約交易所明文規定。	- 除牌：沒有訂明。 - 清盤：明文規定。	除牌及清盤：明文規定。

³⁷² 例如有關 SPAC 併購交易的股東大會已經召開又或已取得股東批准，而需要更多時間去落實 SPAC 併購交易。這類延期必須在 24 個月或（若延期）36 個月屆滿前通知市場。

	美國 (紐約交易所和納斯達克)	英國 ²⁸⁹ (倫敦交易所主市場)	新加坡 ²⁹⁰ (新交所主板)
	<i>有權參與清盤分配</i>		
	紐約交易所明確規定 SPAC 發起人的下列 SPAC 股份不能參與清盤分配： - 在首次公開發售前持有的股份；或 - 於首次公開發售之時透過私人配售購買的股份（包括任何發起人權證涉及的 SPAC 股份）³⁷⁵	公眾股東³⁷⁶將獲得首次公開發售所得款項總額，不包括用於支付先前所議定 SPAC 營運開支的資金³⁷⁷	須向 SPAC 股東³⁷⁸按比例支付於清盤分配時以信託形式持有的金額（扣除應付稅款和與清盤分配相關的直接費用及包括應計利息和收入）³⁷⁹

³⁷⁵ 《紐約交易所上市公司手冊》[第 102.06\(e\)及\(f\)條](#)（僅供英文版）。

³⁷⁶ 有關「公眾股東」的定義，請見本表 (D)-VI 「股東就 SPAC 併購交易投票表決」。

³⁷⁷ 《英國諮詢文件》第 4.16 段。

³⁷⁸ SPAC 的創始股東、管理團隊及其各自的聯繫人在 SPAC 首次公開發售前擁有或因 SPAC 首次公開發售購得的所有股本證券均不得參與清盤分配。

³⁷⁹ 《新交所主板規則》[第 210\(11\)\(n\)\(ii\)條](#)（僅供英文版）。

《上市規則》修訂建議

(A) 概要

下表概述了本文件提出的建議以及落實這些建議所需訂立的相應《上市規則》條文：

建議	建議《上市規則》條文
(A) 上市條件	
I. 投資者的資格	
進行 SPAC 併購交易前，僅限專業投資者買賣	18B.03、18B.62
II. 確保僅向專業投資者營銷及容許其買賣的安排	
SPAC 規定	18B.03
交易所參與者規定（二級市場交易適用）	聯交所將對交易所規則及規例以及期權交易規則作相應修訂，以落實有關建議
股份代號簡稱標記	關於編配予 SPAC 證券的股份代號簡稱標記，聯交所將會刊發相關指引
III. 交易安排	
首次發售日期起 SPAC 股份及 SPAC 權證分開買賣	18B.06
IV. 公開市場規定	
持有人分布	18B.05
因 SPAC 的首次發售營銷限制而可作出的豁免	18B.04
V. SPAC 股份發行價	18B.07
VI. SPAC 的集資額	18B.08

建議	建議《上市規則》條文
VII. 權證	18B.09、18B.10(2)及(3)、18B.14(2)、18B.27
(B) SPAC 發起人及 SPAC 董事	
I. SPAC 發起人	
SPAC 發起人的個性、經驗及誠信要求	18B.14(3)、18B.15、18B.16
SPAC 發起人的重大變動	18B.29 至 18B.31
II. SPAC 董事	18B.17
(C) 持續責任	
I. 信託形式持有的款項	18B.18 至 18B.21
II. 發起人股份及發起人權證	
發起人股份及發起人權證的發行及轉讓限制	18B.22 至 18B.25
SPAC 證券的買賣限制	18B.32
III. 短暫停牌及停牌	所有現有規定均適用
(D) SPAC 併購交易規定	
I. 應用新上市規定	
適合性及資格規定、盡職審查規定	18B.34
委任首次公開發售保薦人	18B.35
文件規定（公告）	18B.41 至 18B.45
文件規定（上市文件）	18B.46 至 18B.49
上市批准	18B.33
首次上市費	18B.34
II. SPAC 併購目標的資格	18B.36

建議	建議《上市規則》條文
III. SPAC 併購目標的規模	18B.37
IV. 獨立第三方投資	18B.38 至 18B.40
V. 攤薄上限	18B.26、18B.10(1)、18B.11、18B.12
VI. 股東就 SPAC 併購交易投票表決	18B.50 至 18B.53
VII. 涉及關連 SPAC 併購目標的 SPAC 併購交易	
「關連人士」的定義	18B.54
現有的關連交易規定	所有現有規定均適用
額外規定	18B.55
VIII. 投票權與贖回權一致	18B.58
IX. 股份贖回	
選擇贖回股份	18B.56、18B.60
股份贖回程序	18B.57 至 18B.59、18B.61
X. 前瞻性資料	所有現有規定均適用
XI. 繼承公司股份的公開市場	18B.63
XII. 禁售期	
SPAC 發起人禁售	18B.28、18B.64
控股股東禁售	18B.65
(E) 《收購守則》的適用情況	
I. SPAC 併購交易完成前	收購執行人員建議可向市場從業員發出新的應用指引 (包括申請豁免遵守《收購守則》規則 26.1 所需的資料)，藉以提供進一步指引。
II. SPAC 併購交易	
III. 繼承公司	
(F) 除牌條件	

建議	建議《上市規則》條文
I. 期限	
SPAC 併購公告期限及 SPAC 併購交易期限	18B.66、18B.67
期限前未能完成的後果	18B.70、18B.71
要求特殊目的收購公司併購交易延長期限	18B.68、18B.69
股份贖回機會	18B.56(3)
II. 清盤及除牌	18B.70、18B.71
(G) 相應修改及豁免情況	
18B.73 至 18B.75	

(B) 《上市規則》修訂稿正文

第一章

總則

釋義

...

1.01 在《上市規則》內，除文意另有所指外，下列詞語具有如下意義：

...

“特殊目的收購公司”
(special purpose
acquisition
company) 或
(SPAC)

沒有經營業務的上市發行人或尋求上市發行
人，其成立的唯一目的是在預定期間內就業務
合併與目標公司進行交易，並達致把目標公司
上市

“《單位信託及互惠
基金守則》”
(UT Code)

《證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有
關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品
的手冊》第II節所載的《單位信託及互惠基金守
則》

...

第十八 B 章

股本證券

特殊目的收購公司

範圍

《上市規則》適用於上市或尋求上市的特殊目的收購公司及繼承公司，一如適用於其他發行人，惟特殊目的收購公司及繼承公司須受本章所載列或提及的附加規定、修訂條文或例外情況所限制。

特殊目的收購公司若預期難以完全符合相關規定，應聯絡本交易所。

釋義

18B.01 以下定義適用於本章內容：

“特殊目的收購公司併購目標” 特殊目的收購公司併購交易中擬併購的目標公司

(De-SPAC Target)

“特殊目的收購公司併購交易” 特殊目的收購公司與特殊目的收購公司併購目標進行之

(De-SPAC Transaction)

間最終促成繼承公司上市的業務合併

“個人專業投資者”

《證券及期貨條例》附表 1 第 1 部第 1 條所界定的「專

(Individual Professional Investors)

業投資者」項下第(j)段所指的人士

“機構專業投資者”

《證券及期貨條例》附表 1 第 1 部第 1 條所界定的「專

(Institutional Professional Investors)

業投資者」項下第(a)至(i)段所指的人士

“專業投資者”

機構專業投資者或個人專業投資者

(Professional Investor)

“發起人股份”

特殊目的收購公司以名義代價只向特殊目的收購公司

(Promoter Share)

發起人發行的股份 (與特殊目的收購公司股份屬不同類別)，作為發起人建立和管理特殊目的收購公司的財務獎勵

<u>“發起人權證”</u>	<u>特殊目的收購公司只向特殊目的收購公司發起人發行的權證（與特殊目的收購公司權證屬不同類別）</u>
<u>(Promoter Warrant)</u>	
<u>“特殊目的收購公司董事”</u>	<u>特殊目的收購公司的董事</u>
<u>(SPAC Director)</u>	
<u>“特殊目的收購公司發起人”</u>	<u>建立和管理特殊目的收購公司的人士</u>
<u>(SPAC Promoter)</u>	
<u>“特殊目的收購公司股份”</u>	<u>特殊目的收購公司的股份（發起人股份除外）</u>
<u>(SPAC Share)</u>	
<u>“特殊目的收購公司權證”</u>	<u>特殊目的收購公司發行的權證（發起人權證除外）</u>
<u>(SPAC Warrant)</u>	
<u>“繼承公司”</u>	<u>因特殊目的收購公司併購交易完成而產生的上市發行</u>
<u>(Successor Company)</u>	<u>人</u>
<u>“權證”</u>	<u>由特殊目的收購公司所發行或賦予可購買股份的權</u>
<u>(warrant)</u>	<u>利，包括特殊目的收購公司權證及發起人權證</u>

上市條件

基本條件

18B.02 《上市規則》第 8.05、8.05A、8.05B 及 8.05C 條不適用於特殊目的收購公司。

禁止向公眾人士營銷及容許其買賣

18B.03 本交易所必須要確信已有充足安排，確保特殊目的收購公司證券不會向香港公眾人士營銷或容許他們買賣（而不禁止向專業投資者營銷或容許其買賣）。為此，特殊目的收購公司將要符合下列規定：

- (1) 其特殊目的收購公司股份的交易單位及認購額至少為 100 萬港元；
- (2) 其須向本交易所證明銷售證券的中介人本身及其代表於進行《操守準則》所載「認識你的客戶」程序時已確信各配售人均為專業投資者；及
- (3) 其須向本交易所證明，在特殊目的收購公司證券發售架構的所有其他方面均不接受公眾人士參與（專業投資者除外）。

註： 要符合本條規定，特殊目的收購公司的首次發售不得涉及公開認購部分。

18B.04 《上市規則》第 8.07、8.13（除了特殊目的收購公司的證券只限於專業投資者之間自由轉讓）及 8.23 條以及《第 18 項應用指引》不適用於特殊目的收購公司的首次發售。

公開市場規定

18B.05 在《上市規則》第 8.08(2)條基礎上作出修訂：對於每一個屬特殊目的收購公司初次申請上市的證券類別，於上市時，有關證券須由足夠數目的人士所持有（任何情況下均須至少有 75 名專業投資者，當中至少 30 名須為機構專業投資者，而此等機構專業投資者必須持有至少 75%的待上市證券）。

註： 特殊目的收購公司必須符合所有其他適用於新上市的公開市場要求，包括《上市規則》第 8.08(1)條的規定，即無論何時，已發行股份數目總額（及已發行權證數目總額）必須至少有 25%由公眾人士持有，以及第 8.08(3)條的規定，即上市時由公眾人士持有的證券中，由持股量最高的三名公眾股東實益擁有的百分比不得超過 50%。

交易安排

18B.06 特殊目的收購公司必須申請將特殊目的收購公司股份及特殊目的收購公司權證上市，
兩者在初步上市之日起就分開買賣。

發行價

18B.07 尋求上市的特殊目的收購公司股份的發行價必須至少為每股 10 港元。

集資額

18B.08 在上市時，特殊目的收購公司從首次發售籌集的資金總額必須至少為 10 億港元。

權證

18B.09 特殊目的收購公司發行或授予所有權證之前：

- (1) 必須獲得本交易所批准；及
- (2) 如屬特殊目的收購公司上市後才發行或授予的權證 (除非權證是由特殊目的收購公司董事根據股東按照《上市規則》第 13.36(2)條給予的一般性授權而發行，則作別論)，另須獲得股東在股東大會上批准。

18B.10 特殊目的收購公司發行或授予的每份權證必須符合以下各項：

- (1) 賦予持有人可認購特殊目的收購公司或繼承公司股份不多於三分一股份的權利；
- (2) 行使期於特殊目的收購公司併購交易完成後才開始；及
- (3) 權證的到期日由特殊目的收購公司併購交易完成日期起計不得少於 1 年及不得多於 5 年，並且不得轉換為其他於特殊目的收購公司併購交易完成日期起計不足一年失效或超過五年才失效的認購證券權利。

18B.11 於特殊目的收購公司發行或授予而未行使的全部權證行使時，若所有上述權利即時予以行使 (不論有關行使是否獲允許)，可發行的特殊目的收購公司股份數目不得超過權證發行時已發行股份數目的 30%。

18B.12 於特殊目的收購公司發行或授予而未行使的全部發起人權證行使時，若所有上述權利即時予以行使 (不論有關行使是否獲允許)，可發行的特殊目的收購公司股份數目不得超過權證發行時已發行股份數目的 10%。

18B.13 《上市規則》第 15.02 條不適用於特殊目的收購公司。

上市文件的內容

18B.14 除《上市規則》附錄一 A 所載的資料外，特殊目的收購公司須在上市文件中披露下列各項：

- (1) 在上市文件封面顯眼位置刊載以下聲明：只有專業投資者可獲發行或買賣特殊目的收購公司的證券，以及該上市文件僅分發予專業投資者；
- (2) 《上市規則》第 15.03 條就特殊目的收購公司發行或授予的所有權證所要求的資料；
- (3) 《上市規則》第 18B.15 條所述的有關特殊目的收購公司發起人的資料（截至最後實際可行日期）；
- (4) 全面披露特殊目的收購公司的架構；
- (5) 在顯眼位置披露投資特殊目的收購公司所涉及的主要風險因素（包括其證券的流通性及波動相關的風險因素）；
- (6) 其收購授權及條件（包括進行特殊目的收購公司併購交易的目標公司的業務界別、資產類型或地理區域）；
- (7) 其經營策略，包括選擇特殊目的收購公司併購目標的準則；
- (8) 董事聲明特殊目的收購公司並未就任何潛在的特殊目的收購公司併購交易達成任何具有約束力的協議；
- (9) (a) 特殊目的收購公司發起人、特殊目的收購公司董事、高級管理層及其緊密聯繫人對特殊目的收購公司作出的初始投資的條款；及(b)有關上述人士在特殊目的收購公司併購交易完成之前或之後獲得的利益及 / 或獎勵的條款（包括為初始投資提供折扣的理由、有關利益及 / 或獎勵的價值，以及對上述人士的利益與其他股東的利益是否一致的評論）；
- (10) 在顯眼位置披露：(a)特殊目的收購公司發起人就發起人股份而言的股權出資相對較少以及其他已知攤薄因素或事件會對股東造成的攤薄影響；(b)權證的行使；及(c)為盡量減少攤薄對股東的影響而採取的任何措施；及
- (11) 特殊目的收購公司股東的表決權、股份贖回權和清盤權，包括若贖回股份及特殊目的收購公司清盤時計算權益分配比例的基礎。

特殊目的收購公司發起人及特殊目的收購公司董事

特殊目的收購公司發起人

18B.15 特殊目的收購公司須於上市時及持續於其上市期間令本交易所信納每名特殊目的收購公司發起人的個性、經驗及誠信能持續地適宜擔任特殊目的收購公司發起人，並信納其具備足夠的才幹勝任其職務。要證明上述內容，特殊目的收購公司必須確保：

- (1) 在上市時及其後持續地均至少有一名特殊目的收購公司發起人是持有證監會所發出的第 6 類（就機構融資提供意見）及 / 或第 9 類（提供資產管理）牌照的公司；及
- (2) 按本交易所要求（登載於本交易所網站並不時予以修訂）向其提供所需資料。

註： 本交易所所有權要求特殊目的收購公司就任何建議的特殊目的收購公司發起人提供有關其就本第 18B.15 條所要求的個性、經驗及誠信的進一步資料。

18B.16 至少須有一名符合《上市規則》第 18B.15(1) 條的特殊目的收購公司發起人實益持有特殊目的收購公司發行的發起人股份的至少 10%。

特殊目的收購公司董事

18B.17 除了符合《上市規則》的要求外，特殊目的收購公司董事會的大多數董事必須是（持牌及非持牌）特殊目的收購公司發起人的高級人員（定義見《證券及期貨條例》），並代表提名他們的特殊目的收購公司發起人行事。

持續責任

信託賬戶

18B.18 特殊目的收購公司必須將其在首次發售中所籌集的款項總額的 100%（不包括發行發起人股份及發起人權證的所得款項）全部存入位於香港的封閉式信託賬戶。

18B.19 《上市規則》第 18B.18 條所述之信託賬戶必須由符合《單位信託及互惠基金守則》第 II 部分第四章的資格和義務規定的受託人 / 保管人運作。

18B.20 《上市規則》第 18B.18 條所述之款項必須以現金及現金等價物的形式持有。

註： 就本規則而言，本交易所將把由政府發行而至少符合以下信用評級的短期證券視為現金等價物：(a) 由標準普爾作出的 A-1 評級；(b) 由穆迪投資者服務公司作出的 P-1 評級；(c) 由惠譽評級作出的 F1 評級；或(d) 本交易所可接受的信用評級機構的同等評級。

18B.21 《上市規則》第 18B.18 條所述之信託賬戶中持有的款項 (包括其任何應計利息) 不得發放給任何人士，除非是為了：

- (1) 支付選擇了贖回特殊目的收購公司股份的特殊目的收購公司股東；
- (2) 完成特殊目的收購公司併購交易；或
- (3) 按《上市規則》第 18B.71 條將資金退回予特殊目的收購公司股東。

註： 特殊目的收購公司在特殊目的收購公司併購交易前產生的開支不得使用《上市規則》第 18B.18 條所述之款項支付。

發起人股份及發起人權證

18B.22 特殊目的收購公司不得申請將發起人股份或發起人權證上市。

18B.23 獲配發、發行或授予任何發起人股份或發起人權證的特殊目的收購公司發起人，在特殊目的收購公司上市時及之後均必須一直是發起人股份或發起人權證的實益擁有人。

註： 若特殊目的收購公司發起人訂立任何安排而令另一人士有權獲得發起人股份的經濟利益或控制發起人股份所附的投票權 (透過投票代理或其他方法)，本交易所將視之為實益擁有人有所改變。

18B.24 特殊目的收購公司只能向特殊目的收購公司發起人配發、發行或授予發起人股份或發起人權證。

註： 特殊目的收購公司可向有限合夥、信託、私人公司或其他工具配發、發行或授予將這些證券，讓他們代特殊目的收購公司發起人持有該等證券，前提是該項安排不會導致證券的實益擁有權轉移至特殊目的收購公司發起人以外的人士。

18B.25 除特殊目的收購公司發起人股份或發起人權證原本的配發、發行或授予對象外，特殊目的收購公司不得認證任何發起人股份或發起人權證的法定所有權轉讓給其他人士。

註： 若將這些證券的法定所有權轉讓予有限合夥、信託、私人公司或其他工具以代原本獲配發、發行或授予該等證券的特殊目的收購公司發起人持有，而不會導致證券的實益擁有權轉移至非特殊目的收購公司發起人者，特殊目的收購公司可認證該等轉讓。

18B.26 (1) 特殊目的收購公司向特殊目的收購公司發起人配發、發行或授予的發起人股份，不得多於特殊目的收購公司在上市之日已發行股份總數的 20%。

註： 在符合以下要求的前提下，本交易所可在特殊目的收購公司完成特殊目的收購公司併購交易後接受其要求向特殊目的收購公司發起人發行額外發起人股份（「提成部分」）：

- (a) 發起人股份總數（包括提成部分）佔特殊目的收購公司在上市之日已發行股份總數的不多於 30%；
- (b) 提成部分與客觀表現目標掛鉤（例如繼承公司在指定財務期間的經審計財務報表中呈報的目標收入或溢利水平）。為減輕被操控的風險，有關表現目標不應由繼承公司股價變動或交投量變動的因素所釐定；及
- (c) 特殊目的收購公司股東已在《上市規則》第 18B.50 條所述就批准特殊目的收購公司併購交易而召開的股東大會中批准提成部分。

批准特殊目的收購公司併購交易的決議案中須包括該提成部分。為避免產生疑問，《上市規則》第 18B.51 條的規定適用，特殊目的收購公司發起人及其緊密聯繫人不得就相關決議案投票表決。

- (2) 若發起人股份可轉換為特殊目的收購公司股份，該轉換只能按一換一的基準進行。
- (3) 特殊目的收購公司向特殊目的收購公司發起人授予的任何反攤薄權，必須不會導致特殊目的收購公司發起人持有多於特殊目的收購公司上市時持有的發起人股份數目。

註： 若特殊目的收購公司分拆或合併股份而令發起人股份及其可轉換成的特殊目的收購公司股份的數目需要調整，則本交易所接受發起人股份數量更改，惟前提是其須信納任何此等調整均屬公平合理，且不會令特殊目的收購公司發起人有權獲得的發起人股份或特殊目的收購公司股份的比例高於其原本在特殊目的收購公司上市之日有權獲得的比例。

18B.27 任何發起人權證的發行價不得低於公平價值，而其條款不得比特殊目的收購公司發行或授予的其他權證的條款有利。

註： 更有利條款的例子包括：(a) 可免於因繼承公司股份成交價高於規定價格而被迫行使權證；及(b) 其可按無現金基準行使；(c) 權證換股比率較特殊目的收購公司發行或授予的其他權證更佳。

18B.28 發起人權證不得在特殊目的收購公司併購交易完成日起計 12 個月內行使。

特殊目的收購公司發起人的重大變動

18B.29 在(1)管理特殊目的收購公司的特殊目的收購公司發起人或(2)特殊目的收購公司發起人的資格及 / 或適合性有任何重大變動時，該重大變動須由特殊目的收購公司股東於股東大會透過特別決議批准（相關特殊目的收購公司發起人及其各自的緊密聯繫人不得就此投票）。

註 1：就本條規則而言，重大變動包括但不限於以下情況：

- (a) 有特殊目的收購公司發起人離任或加入；
- (b) 特殊目的收購公司發起人的控制權有變；
- (c) 特殊目的收購公司發起人的證監會牌照遭撤銷；
- (d) 任何影響特殊目的收購公司發起人的誠信及 / 或勝任能力而違反相關法律、規則及規例的行為及任何其他事宜；及
- (e) 本交易所或會認為影響特殊目的收購公司發起人的資格及 / 或適合性的任何其他改變。

註 2：召開股東大會不能以股東書面批准代替。

18B.30 在就《上市規則》第 18B.29 條所述的特殊目的收購公司發起人重大變動表決前，特殊目的收購公司股東（發起人股份的持有人除外）須有機會按《上市規則》第 18B.56 條選擇贖回其股份。

18B.31 若特殊目的收購公司未能獲得《上市規則》第 18B.29 條下所需的股東批准，則特殊目的收購公司必須根據《上市規則》第 18B.70 至 18B.72 條進行清盤及除牌。

買賣限制

18B.32 在特殊目的收購公司併購交易完成之前，以下人士及其緊密聯繫人嚴禁買賣任何特殊目的收購公司的上市證券：

- (1) 特殊目的收購公司發起人（包括其董事和僱員）；及
- (2) 特殊目的收購公司的董事和僱員。

特殊目的收購公司併購交易規定

應用新上市規定

18B.33 特殊目的收購公司併購交易條款應包括以下條件：除非取得本交易所就繼承公司的股份授予的上市批准，否則特殊目的收購公司併購交易不可告完成。

18B.34 繼承公司須符合《上市規則》的所有新上市規定。

註：這包括《上市規則》第八章的所有適用規定以及《上市規則》第九章有關新上市的申請程序及規定。繼承公司須遵守的規定包括發出上市文件及繳付不

予退還的首次上市費。在適用的情況下，《上市規則》第八A、十八及十八A章也適用。

18B.35 (1) 繼承公司必須根據《上市規則》第三A章委任至少一名保薦人協助其申請上市。保薦人必須符合《上市規則》第三A章的規定，包括按第3A.07條所規定至少一名保薦人必須獨立於特殊目的收購公司及繼承公司。

(2) 繼承公司須於上市申請日期的至少兩個月前正式委任保薦人。

註：若特殊目的收購公司併購目標在考慮透過特殊目的收購公司上市的同時考慮自行申請上市（即採取「雙軌」的方式申請上市），則本交易所於評定申請人有否達到最短委聘期（兩個月）的要求時，會將特殊目的收購公司併購目標的保薦人於整個「雙軌」的過程中進行的盡職審查列入計算之中。然而，保薦人必須是繼承公司就其上市申請所正式委聘的。

特殊目的收購公司併購目標的資格

18B.36 特殊目的收購公司不得尋求透過特殊目的收購公司併購交易而將受《上市規則》第二十一章約束的投資公司上市。

18B.37 在簽訂具有約束力的特殊目的收購公司併購交易協議時，特殊目的收購公司併購目標的公平市值須達特殊目的收購公司首次發售所籌得資金（進行《上市規則》第18B.56條所述之任何股份贖回前）的至少80%。

獨立第三方投資

18B.38 特殊目的收購公司併購交易的條款必須包括來自獨立第三方投資者的投資。

18B.39 從《上市規則》第18B.38條所述獨立第三方投資者籌集所得的資金須佔繼承公司預期市值的至少25%。

註：若繼承公司於上市的預期市值超過15億港元，則本交易所或可接納介乎15%至25%之間的一個較低百分比。

18B.40 《上市規則》第18B.38條所述的第三方投資者必須：

(1) 符合與《上市規則》第13.84條中適用於獨立財務顧問者一致的獨立性規定；
及

(2) 包括至少一家管理資產總值至少達10億港元的資產管理公司，或至少一個基

金規模至少達 10 億港元的基金。這公司或基金作出的投資須使其於繼承公司上市之日實益擁有繼承公司至少 5% 的已發行股份。

特殊目的收購公司併購交易公告

18B.41 特殊目的收購公司必須在特殊目的收購公司併購交易的條款落實後盡快作出公布。

18B.42 《上市規則》第 18B.41 條所述的公告內容必須符合《上市規則》第 14.58 至 14.62 條（如適用）。

註： 本交易所或不時在本交易所的網站就《上市規則》第 18B.41 條所述的公告內容規定發出指引。

18B.43 在刊發《上市規則》第 18B.41 條所述的公告前，特殊目的收購公司須先將公告呈交予本交易所，在本交易所對公告再沒有進一步意見前不得刊發公告。

18B.44 特殊目的收購公司須於《上市規則》第 18B.41 條所述的公告中訂明其預期刊發特殊目的收購公司併購交易上市文件的日期。

18B.45 特殊目的收購公司必須遵守有關須予公布的交易及反收購行動的所有適用規則，包括《上市規則》第 14.35 至 14.37 條、14.54 至 14.57 條以及 14.57A 條。

上市文件規定

18B.46 特殊目的收購公司必須就特殊目的收購公司併購交易發出符合《上市規則》規定的上市文件。

註： 這是指上市文件必須符合《上市規則》第十一章的規定，包括第 11.16 至 11.19 條關於盈利預測的規定，以及第 14.63 及 14.69 條關於反收購行動的規定。

18B.47 《上市規則》第 18B.46 條所述的上市文件，在本交易所向特殊目的收購公司確認其對有關文件沒有進一步意見前概不得刊發。

18B.48 就特殊目的收購公司併購交易刊發的上市文件須載有：

- (1)** 《上市規則》規定新上市申請人須提供的所有資料；
- (2)** 《上市規則》第 14.63 及 14.69 條規定須就反收購行動提供的資料；
- (3)** 特殊目的收購公司併購交易對於沒贖回股份的特殊目的收購公司股東的持股量及股份價值造成的攤薄效應（無論是源於發起人股份、發起人權證及

特殊目的收購公司權證的轉換或行使，還是在特殊目的收購公司併購交易過程中任何其他證券的發行)；及

- (4) 特殊目的收購公司在繼承公司上市後擬如何為特殊目的收購公司的權證交易提供流通量。

18B.49 特殊目的收購公司發出就通過特殊目的收購公司併購交易召開的股東大會的通知時，必須同時或在發出通知之前向特殊目的收購公司股東寄發《上市規則》第 18B.46 條所述的上市文件。

股東表決

18B.50 特殊目的收購公司併購交易須於股東大會上經特殊目的收購公司股東批准作實。召開股東大會不能以股東書面批准代替。

18B.51 若股東及其緊密聯繫人於有關交易中有重大利益，則該等人士不得於《上市規則》第 18B.50 條所述的相關股東大會上投票表決。

註： 特殊目的收購公司發起人及其緊密聯繫人不得參與投票表決。

18B.52 若特殊目的收購公司併購交易導致控制權有所轉變，特殊目的收購公司的任何原有的控股股東及其緊密聯繫人不得於《上市規則》第 18B.50 條所述的股東大會上投票贊成相關決議案。

18B.53 任何第三方投資的條款必須載於《上市規則》第 18B.50 條所述的股東大會上有待股東投票表決的相關決議案中。

涉及關連特殊目的收購公司併購目標的特殊目的收購公司併購交易

18B.54 就特殊目的收購公司而言，《上市規則》第 14A.07 條關於「關連人士」的定義將改為包括：特殊目的收購公司發起人；特殊目的收購公司的受託人或託管人；及特殊目的收購公司董事，以及上述人士的聯繫人。

註： 《上市規則》有關關連交易的規定亦按上述修改而適用於特殊目的收購公司併購交易。

18B.55 特殊目的收購公司須遵守《上市規則》第十四 A 章有關關連交易的適用規定，如特殊目的收購公司併購交易屬《上市規則》第十四 A 章下的關連交易，特殊目的收購公司必須：

- (a) 證明建議交易相關的利益衝突極微；

- (b) 有充分理由支持其聲稱交易會按公平交易基礎進行之說法；及
- (c) 所有情況下均在批准特殊目的收購公司併購交易的公告內加入交易的獨立估值資料。

註：可支持《上市規則》第 18B.55 (a) 及 (b) 條的有關說法的理由，例子包括：

- (i) 證明特殊目的收購公司及／或其關連人士並非特殊目的收購公司併購目標的控股股東；及
- (ii) 特殊目的收購公司並沒有向關連人士支付現金代價，而向關連人士發行的代價股份設有 12 個月的禁售期。

股份贖回

18B.56 在召開股東大會以通過以下事宜之前，特殊目的收購公司須為股東提供可選擇按特殊目的收購公司首次發售價格（另加應計利息，利息金額按《上市規則》第 18B.18 條所述以信託賬戶持有的金額按比例計算）贖回其所有或部分持股的機會：

- (1) 《上市規則》第 18B.29 條所述的特殊目的收購公司發起人重大變動；
- (2) 《上市規則》第 18B.50 條所述的特殊目的收購公司併購交易；或
- (3) 《上市規則》第 18B.66 或 18B.67 條所述的延長期限。

18B.57 特殊目的收購公司必須為其股東就作出《上市規則》第 18B.56 條所述的選擇提供時間，該期限由就批准《上市規則》第 18B.56 條所述相關事宜召開的股東大會的通告日期開始，至該股東大會日期結束。股東大會通告亦須告知股東，只有用以表決反對上文第 18B.56 條所載相關事宜的股份方可贖回。

18B.58 除在股東大會上投票反對相關決議案的特殊目的收購公司股份外，特殊目的收購公司不可接納股東按《上市規則》第 18B.56 條選擇贖回股份。如果股東僅運用部分股權表決反對相關決議，則只可贖回該數量的股份。

註：任何表決贊成、棄權又或沒有表決的特殊目的收購公司股份一概不得贖回。

18B.59 特殊目的收購公司股東贖回股份及向有關特殊目的收購公司股東退回資金的程序須於以下期限內完成：

- (1) 就《上市規則》第 18B.56(2)條所述的股東表決：相關特殊目的收購公司併購交易完成後的五個營業日內；及

(2) 就《上市規則》第 18B.56(1)或(3)條所述的股東表決：相關股東大會日期起計一個月內。

18B.60 特殊目的收購公司不得對特殊目的收購公司股東(單獨或連同其緊密聯繫人)可贖回的股份數目設限。

18B.61 除非贖回股份的選擇附帶交付相關數目的股份，否則特殊目的收購公司不得接納有關選擇。

繼承公司

繼承公司證券的公開市場

18B.62 《上市規則》第 18B.03 條所載有關禁止向公眾人士營銷及容許其買賣的規定不適用於繼承公司。

18B.63 就繼承公司的上市而言，《上市規則》第 8.08(2)條關於公司上市時須至少有 300 名股東的規定改為至少 100 名。

註： 繼承公司必須符合適用於新上市的所有其他公開市場要求，包括《上市規則》第 8.08(1) 條的規定，即無論何時，已發行股份數目總額必須至少有 25%由公眾人士持有（但本交易所可酌情接受《上市規則》第 8.08(1)(d)）及 8.08(3) 條所訂的較低百分比，即上市時由公眾人士持有的證券中，由持股量最高的三名公眾股東實益擁有的不得超過 50%。

禁售期

18B.64 特殊目的收購公司發起人在特殊目的收購公司併購交易完成日期起計 12 個月內不得出售上市文件所示為其實益擁有的繼承公司證券，或就該等證券訂立任何協議出售有關證券，或設立任何選擇權、權利、利益或產權負擔。

18B.65 就於繼承公司上市後出售持有的該公司股份（及所持其他證券（如適用））而言，繼承公司控股股東必須遵守《上市規則》第 10.07 條的規定。

除牌條件

期限

18B.66 特殊目的收購公司必須在上市之日起計 24 個月內刊發《上市規則》第 18B.41 條所述的特殊目的收購公司併購公告。

註： 特殊目的收購公司可向本交易所提交延長第 18B.66 條所述的期限的要求。

18B.67 特殊目的收購公司必須在上市之日起計 36 個月內完成特殊目的收購公司併購交易。

註： 特殊目的收購公司可向本交易所提交延長第 18B.67 條所述的期限的要求。

延長期限

18B.68 特殊目的收購公司若按《上市規則》第 18B.66 或 18B.67 條向本交易所要求延長有關期限，必須提供相關理由並向本交易所確認延期決定已在股東大會上以股東普通決議通過（SPAC 發起人及其各自緊密聯繫人不得就該決議投票表決）。

18B.69 本交易所保留酌情權，批准或拒絕任何按《上市規則》第 18B.68 條提交的延期要求。

註： 為回應按本條提交的延期要求而獲本交易所批准的任何延長期限最多為六個月。

清盤及除牌

18B.70 在以下情況下，本交易所會立即將特殊目的收購公司停牌：(1)特殊目的收購公司未能符合《上市規則》第 18B.66 條或 18B.67 條規定的期限（無論是否已延長）；或(2)特殊目的收購公司未能在特殊目的收購公司發起人出現重大變動後一個月內按《上市規則》第 18B.29 條規定就該改變取得必要的批准。

18B.71 若根據《上市規則》第 18B.70 條被勒令停牌，特殊目的收購公司必須在停牌後一個月內將其在首次發售中籌集的資金另加應計利息（按《上市規則》第 18B.18 條所述以信託賬戶持有的金額計算），按比例退回給所有特殊目的收購公司股份持有人。特殊目的收購公司必須在退款後在可行範圍內盡快自願清盤。

註： 本交易所將在特殊目的收購公司清盤後自動取消特殊目的收購公司的上市地位。

18B.72 在清盤後，特殊目的收購公司必須根據《上市規則》第 13.25(1)條就自願清盤及取消上市地位一事刊發公告。

例外情況

18B.73 以下規定及條文不適用於特殊目的收購公司及其上市：

(1) 《上市規則》第 4.04(1)條—在新上市申請人的上市文件的會計師報告中列出財務業績紀錄；

- (2) 《上市規則》第 6.01(3)及 13.24 條—發行人經營的業務 (不論由其直接或間接進行) 須有足夠的業務運作並且擁有相當價值的資產支持其營運，其證券才得以繼續上市；
 - (3) 《上市規則》第 8.11 條—僅限於特殊目的收購公司可按名義價值向特殊目的收購公司發起人發行發起人股份，而發起人股份附帶股東大會投票權，及可能附帶提名及 / 或委任他人進入特殊目的收購公司董事會的特別權利；
 - (4) 《上市規則》第 14.82 條—現金資產公司是否適合上市；及
 - (5) 《上市規則》第 14.89 及 14.90 條—從上市之日起計 12 個月內，不得進行任何收購、出售或其他交易或安排 (或一連串的收購、出售或其他交易或安排)，以致上市發行人在申請上市時的上市文件所述的主要業務出現根本性的轉變。
- 18B.74 就保薦人進行的盡職審查，保薦人應在適用的範圍內遵守《操守準則》第 17 段及《上市規則》第 21 項應用指引。
- 18B.75 《上市規則》第 3A.02B 條有關新申請人或其代表呈交上市申請的規定改為特殊目的收購公司不得於保薦人獲正式委任日期起計未足一個月時呈交上市申請。

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk
電話 +852 2522 1122
傳真 +852 2295 3106