

当 SPAC 浪潮势不可挡——亚洲交易所如何应对及把握机遇？

什么是 SPAC 及其市场热度如何？

特殊目的收购公司（“SPAC”）是一种空壳公司或「空白支票」上市工具，其主要目的是寻找收购机会，从而推动另一家私营公司实现上市。简而言之，SPAC 由一支管理团队（亦称为发起人，sponsor）主导，并在尚未确定收购目标前，透过首次公开招股（IPO）筹集资金。

通常，透过首次公开招股（IPO）筹集的资金会存放于一个计息信托账户中。该等资金将于 SPAC 完成业务合并（即「De-SPAC」交易）时动用；倘未能于指定期限内物色合适的收购目标并最终清盘，有关资金则会退还予投资者。当合并成功完成后，SPAC 将达成其设立目的，并会获得新的股票代码，而被收购的目标公司则成为实际的上市主体ⁱ。

2020 年共有 248 宗成功完成 SPAC 首次公开招股，较 2019 年的 59 宗增加约四倍，并占当年美国 IPO 总数（450 宗）的一半以上（248/450 宗）。DraftKings 及 Open Lending 为 2020 年两家透过 SPAC 美国上市的两大大明星项目，分别于其 SPAC IPO 中筹集约 16.64 亿美元及 2.75 亿美元。

至于亚洲投资者方面，自 2020 年初以来，已有愈来愈多中港企业寻求透过 SPAC 上市。在过去两个月间，市场上已出现多宗 De-SPAC 公告，例如 Ace Global Business Acquisition Limited 与 **DayDayCook** 的合并。

DayDayCook 为一间专注于中国市场健康即煮、即热食品及植物肉产品销售与生产的公司，并曾于过往的 C 轮融资中获得富豪李家杰先生、恒基地产及香港中华煤气等投资；以及 Magnum Opus 与 **Forbes Global Media Holding Inc.** 的合并，后者为一家总部设于美国的全球媒体公司。

中港企业背景 SPAC 迅速兴起

与 2020 年仅有 17 家亚洲注册 SPAC 于美国上市相比，2021 年首四个月已有约 34 家亚洲区 SPAC 向纳斯达克提交 SPAC IPO 申请。根据 Refinitiv 数据，美国上市的 SPAC 对亚洲投资者具有相当吸引力，尤其是当其收购目标同样位于亚洲时更为显著。

PTK Acquisition Corporation 行政总裁 Peter Kuo 表示：「每一宗已公开申请的 SPAC 背后，估计尚有三至四宗尚未公开申请但正在积极探索 SPAC 机会的项目。」ⁱⁱ 香港交易所上市主管陈翊庭（Bonnie Chan）亦表示，许多公司已表达有意在香港探索透过 SPAC 上市的可能性。根据香港交易所的统计，目前共有 25 家在美国上市的 SPAC 以大中华区为总部，而近年亦约有 12 家亚洲公司透过 SPAC 完成并购上市。ⁱⁱⁱ 以下载为 2020 至 2021 年中港背景 SPAC 的近期案例：

表一：2020 年至 2021 年中港背景 SPAC 上市的部分近期案例

SPAC	注册地	IPO 筹资金额	交易前股票代码 (Pre De-SPAC)
Ace Global Business Acquisition Limited *	美国	4,000 万美元	ACBA
PTK Acquisition Corporation	香港	1.15 亿美元	PTK ^{iv}
Magnum Opus Acquisition Limited #	香港	2 亿美元	OPA
Bridgetown Holdings Limited	香港	5.5 亿美元	BTWN
Bridgetown 2 Holdings Limited	香港	2.99 亿美元	BTNB
Artisan Acquisition Corporation	香港	3.45 亿美元	ARTAU ^v
Angel Pond Holdings Corporation	中国	2.5 亿美元	POND ^{vi}
Trinity Acquisition Corporation	中国	2.5 亿美元	TRNYU ^{vii}
Silver Crest Acquisition Corporation	中国	2.5 亿美元	SLCR ^{viii}

□□□□ Moore □□

*□□ 2021 □ 8 □ 26 □□□□ DayDayCook □□

#□□ 2021 □ 8 □ 26 □□□□□□□□□□ Forbes □□□



香港交易所 SPAC 制度咨询——审慎策略的体现？

在亚洲地区，新加坡在争夺 SPAC 市场方面明显采取更为进取的策略。新加坡交易所（SGX）已宣布新规则，允许 SPAC 自 2021 年 9 月 3 日起于主板上市。其他亚洲交易所，如日本交易所及印尼证券交易所，其相关政府机构亦表示正考虑引入自身的 SPAC 上市制度。

另一方面，香港交易所近年在持续上市规定及首次公开招股申请方面一向以较为严格著称。市场一直密切关注香港交易所何时公布其 SPAC 上市规则，以及该等规则是否能吸引具有经验的 SPAC 投资者参与。

迟来总比不来为佳，香港交易所于 2021 年 9 月 17 日展开为期 45 天的咨询，就建立本地 SPAC 上市制度征询市场意见。然而，设立一个快速推进的 SPAC 上市机制，表面上与香港交易所近年所推行的上市政策方向（以审慎及提高门槛为主）似乎存在一定矛盾。因此，市场普遍预期相关 SPAC 上市规则将较美国更为严格。在此情况下，当 SPAC 上市门槛接近传统 IPO 要求时，相关制度便更容易获得各持份者的认同，尤其是一直支持香港交易所可持续发展策略（包括其审慎及循序渐进引入 SPAC 制度方针）的市场参与者。

香港交易所建议的 SPAC 规定与新加坡交易所及纳斯达克的相关要求对比如下表所示：

表二：SPAC 上市规定之比较

上市规定	美国 (NASDAQ 及纽约证券交易所)	香港交易所（建议规定）	新加坡交易所
股份发行价格	最低发行价格为 4 美元	发行价格为 10 港元或以上	最低发行价格为 5 新加坡元
集资金额	最低市值要求： - NASDAQ: 5,000 万美元 - 纽约证券交易所: 5,000 万美元	最低市值不少于 10 亿港元	最低市值为 1.5 亿新加坡元
SPAC 发起人	具备 SPAC 发起人的相关经验及 / 或往绩记录	至少包括一名持有证监会（SFC）牌照的 SPAC 发起人，且该发起人须持有不少于 10% 的发起人股份	具备创办股东的往绩及声誉，以及 SPAC 管理团队的经验与专业能力
投资者适合性	并无特定限制	于 De-SPAC 交易完成前仅限专业投资者参与	并无特定限制
股东投票权及赎回选择	于 De-SPAC 交易中投反对票的公众股东，须享有赎回其所持 SPAC 股份的权利	SPAC 股东须于进行 De-SPAC 交易前获提供赎回其股份的选择权	所有独立股东不论其投票决定，均享有赎回其股份的权利
锁定期	不设强制限制，但一般于完成 De-SPAC 交易后为期 12 个月	于完成 De-SPAC 交易后为期 12 个月的锁定期	自完成 De-SPAC 交易之日起最少 6 个月至最多 12 个月的锁定期
收购目标	在符合上市规定的前提下，并无特定限制	不得包括投资公司（根据《上市规则》第 21 章之定义）。惟生物科技公司及矿业公司可作为合格的 De-SPAC 收购目标	明确涵盖涉及生命科学公司以及矿业、石油及天然气公司的 De-SPAC 交易
De-SPAC 交易期限	须于首次公开招股后 36 个月内完成（不得延期）。惟实务上，许多在美国上市的 SPAC 会自愿设定较短的 24 个月期限	须于上市日期起 24 个月内作出公告，并须于上市日期起 36 个月内完成交易	须于 24 个月内完成，并可选择延长最多 12 个月

□□□□□□□□ 2021 □ 9 □ 13 □□ SPAC □□□□□□ Moore □□

亚洲谁是最合适的选择？香港交易所与新加坡交易所之间的角力战

随着 SPAC 的发展趋势，不难预期其于未来或有可能较传统 IPO 更为普及。根据最新美国股市数据，截至 2021 年 9 月，SPAC IPO 已占美国全年 IPO 总数的 63%。新加坡交易所（SGX）作为亚洲首个 SPAC 上市交易所，无疑把握先机，积极回应市场对新上市渠道的殷切需求；反观香港交易所，则仍然维持其一贯审慎的监管方针。

在此背景下，部分具备丰富经验的投资者或已选择于纳斯达克进行 SPAC 上市，而处于边缘位置的市场参与者则可能倾向于透过新加坡交易所上市 SPAC。若 SPAC 上市的核心理念在于速度及投资弹性，则香港的 SPAC 上市定位或相对偏向保守，更接近传统 IPO 模式。然而，此取向亦有助于维持市场稳定性。

整体而言，目前市场尚未出现明确的「胜出者」，惟交易所能凭借其先行优势，在现阶段占据领先地位。

我们如何提供协助？

在大华国际交易咨询服务有限公司，我们拥有一支由财务分析师及会计师组成的专业团队，具备丰富经验，为客户提供估值及财务尽职调查服务，涵盖 De-SPAC 交易、并购（M&A）、财务报告、上市及诉讼等用途。

如欲了解我们如何为 贵公司提供相关专业支援，欢迎与我们的董事马志坚联络。

馬志堅, CFA, CAIA, MRICS

交易諮詢服務董事

T +852 2738 4633

E kennethma@moore.hk



成功上市的關鍵因素為何？

較大的交易規模帶來較高成功機會

一般而言，SPAC 收購的目標公司規模通常為其信託賬戶金額的三至五倍。此倍數的主要目的在於減輕發起人股份攤薄等多種形式的稀釋影響。

發起人與投資者之間的激勵平衡

在市場慣例下，SPAC 發起人通常於完成 De-SPAC 後，以名義代價獲得約 20% 的股份（即推廣股份）。SPAC Alpha 的一項研究指出：「在發起人願意放棄部分利益的交易中，其股價表現通常優於發起人保留全部推廣股份的交易。」

換言之，發起人保留越多推廣股份，長期股價表現往往較弱。因此，為吸引上市後私募投資（PIPE）參與並支持長期交易表現，發起人適度讓渡部分報酬是一項重要的策略決定。

成功交易往往具備強大的管理團隊

SPAC 交易的成功亦取決於其背後管理團隊的質素，包括其專業經驗及市場影響力。根據一項涵蓋 2015 年至 2019 年 36 宗 SPAC 的分析，由具營運背景人士主導（operator-led）的 SPAC，其表現較其他 SPAC 高出約 40%，並較其所屬行業表現高出約 10%。

所謂「由營運者主導」，是指 SPAC 的主席或行政總裁具備過往企業高層營運經驗。該等團隊能更有效地選擇行業及目標公司，並在併購後承擔更多責任。此外，具知名度的投資者擔任發起人，亦可憑藉其聲譽及市場影響力，提升 SPAC 的集資能力。

ⁱ Investopedia, "Special Purpose Acquisition Company (SPAC)"

ⁱⁱ South China Morning Post, "Asian investors and targets remain hot on SPACs, as fundraising by blank-cheque companies cools"

ⁱⁱⁱ Reuters, "Hong Kong proposes new listing regime for SPACs with tight restrictions"

^{iv} PTK, "PTK Acquisition Corp. Announces Closing of \$115 Million Initial Public Offering"

^v The Standard, "Artisan Acquisition raises US\$300m in US"

^{vi} Renaissance Capital, "SPAC Angel Pond Holdings prices downsized \$250 million IPO, formed by Alibaba co-founder Simon Xie"

^{vii} NASDAQ, "Consumer-focused SPAC Trinity Acquisition files for a \$250 million IPO"

^{viii} NASDAQ, "Private equity firm's consumer SPAC Silver Crest Acquisition files for a \$250 million IPO"