

HANKUN

汉坤律师事务所

Han Kun Law Offices

汉坤专递

2021 年第 9 期（总第 173 期）

新法评述

- 1、创新型中小企业上市新机遇 — 初识“北京证券交易所”
- 2、SPAC 将进港 — SPAC 再出发，中国企业跨境融资视角解读（三）

新法评述

1、创新型中小企业上市新机遇 — 初识“北京证券交易所”

作者：李时佳 | 吴楷莹 | 李羽佳 | 吴一尘

随着 2021 年 9 月 2 日晚，习近平总书记在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞中宣布，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地，“北京证券交易所”（“北交所”）横空出世，成为了市场热议话题。

继习总书记的致辞后，证监会旋即发布了《证监会负责人就深化新三板改革设立北京证券交易所答记者问》，随后又发布了《坚持错位发展、突出特色建设北京证券交易所 更好服务创新型中小企业高质量发展》一文，对建设北京证券交易所的主要思路进行了阐述。次日，证监会召开新闻发布会，就北京证券交易所相关事项回答了记者提问，并发布了《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》及修订后的《证券交易所管理办法》等多项相关规则的征求意见稿。

在短短两天内，虽然北交所相关的具体规则尚未悉数登场，但我们已可从习总书记的致辞、证监会的相关文章、新闻发布会内容及其发布的北交所基础制度安排的征求意见稿中窥见其缘起、定位及制度特色之大框架，从而初识北交所。

一、缘起和定位

（一）缘起新三板精选层

北交所系以全国中小企业股份转让系统（简称“全国股转系统”，俗称“新三板”）精选层为基础组建，而新三板精选层肇始于全国中小企业股份转让系统于 2019 年 12 月 27 日发布的《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》（“《分层管理办法》”），并于 2020 年 7 月 27 日开市。根据全国股转系统官网公布的数据，截至 2021 年 9 月 3 日，新三板精选层有 66 家挂牌公司，虽然其公司数量、总股本规模远小于基础层及创新层挂牌公司，但精选层公司的股票流通性显著高于新三板其他分层上的公司，具体数据如下：

分层	挂牌公司数量	总股本 (亿股)	流通股本 (亿股)	成交股数 (万股)	成交金额 (万元)
精选层	66	108.44	50.54	18,004.60	262,726.83
创新层	1,250	1,295.66	766.48	12,292.94	73,314.33
基础层	5,983	3,446.06	2,146.27	5,950.50	19,237.58

诚如相关官员在证监会 2021 年 9 月 3 日的新闻发布会上所言，精选层经过一年来的实践，已经初步具备了服务中小企业的公开市场功能。而将精选层从新三板的一个分层板块转变为一家证券交易所，将精选层挂牌的非上市公众公司转变为证券交易所的上市公司，成为了北交所故事的起点。

（二）“一二三”原则

针对北交所的定位，证监会在其《坚持错位发展、突出特色建设北京证券交易所 更好服务创新型中小企业高质量发展》一文中，明确阐述了在北交所实施过程中将重点把握好“一个定位”“两个关系”“三个目标”的原则，具体如下：

1. 坚守“一个定位”。北京证券交易所牢牢坚持服务创新型中小企业的市场定位，尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段，提升制度包容性和精准性。
2. 处理好“两个关系”。一是北京证券交易所与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能。二是北京证券交易所与新三板现有创新层、基础层坚持统筹协调与制度联动，维护市场结构平衡。
3. 实现“三个目标”。一是构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排，补足多层次资本市场发展普惠金融的短板。二是畅通北交所在多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径。三是培育一批**专精特新**中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

基于上述原则，北交所将自身定位在服务创新型中小企业，与目前已有的两个注册制试点板块，即科创板和创业板一样均强调创新，但相较于科创板和创业板，其更多对应服务于创新型“**中小企业**”，服务对象相较于沪深交易所“**更早、更小、更新**”。基于以上定位和特点，北交所势必在发行上市条件、再融资机制以及持续监管要求、投资者适当性管理制度等方面需采用有别于沪深交易所的制度设计，并进而与沪深交易所之间“错位发展”，推动完善中国特色多层次资本市场体系。

二、制度特色及问题关注

如上文所述，北交所基于其定位和目标，将采用不同于沪深交易所的制度设计，以下我们将结合证监会新闻发布会内容及系列征求意见稿的条款，对作为“服务创新型中小企业的主阵地”的北交所的制度特色以及市场关注问题进行初步解析。

（一）发行上市条件及程序

1. 发行上市条件

北交所的上市公司将包括存量和新增两部分，其中存量上市公司为已在精选层挂牌的公司（目前共有 66 家，在北交所运营前可能陆续增加正式进入精选层的公司），该等公司将从精选层平移到北交所上市；而新增上市公司为在新三板挂牌 12 个月的创新层公司，也就是说，将从目前已经挂牌的 1,250 家创新层公司及后续进入创新层的公司里符合相关条件的公司中产生。

关于在北交所首次公开发行的发行条件，中国证监会发布的《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）第二章“发行条件”章节总括性地规定了申请在北交所公开发行股票的基本条件，该等条件与此前适用于新三板挂牌公司的《非上市公众公司监督管理办法（2019 修正）》中向不特定合格投资者公开发行的条件基本一致，具体如下：

#	北交所发行条件	新三板公开发行条件
基本条件	具备健全且运行良好的组织机构。	具备健全且运行良好的组织机构。
	具有持续 经营 能力，财务状况良好。	具有持续 盈利 能力，财务状况良好。
	最近三年财务会计报告无虚假记载， 被出具无保留意见审计报告 。	最近 3 年财务会计文件无虚假记载。
	依法规范经营。	依法规范经营。
负面清单	发行人及其控股股东、实际控制人存在下列情形之一的，发行人不得公开发行股票：	
	最近三年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的 刑事犯罪 。	最近 3 年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的 刑事犯罪 。
	最近三年内存在 欺诈发行、重大信息披露违法 或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的 重大违法行为 。	最近 3 年内存在 欺诈发行、重大信息披露违法 或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的 重大违法行为 。
	最近一年内受到中国证监会 行政处罚 。	最近 12 个月内受到中国证监会 行政处罚 。

就北交所上市条件而言，尽管目前北交所的上市规则等配套规则尚未发布，但考虑到北交所将总体平移精选层各项基础制度，我们理解很可能并不会在新三板挂牌公司进入精选层门槛的基础上新增实质性条件。如果参考新三板挂牌公司进入精选层的条件，则在北交所上市，除需满足在新三板挂牌满 12 个月的条件（以及公司需要满足在创新层挂牌的条件）之外，还需要满足的财务指标要求及负面清单大体如下表所示。从该等条件来看，上市的市值要求低于科创板和创业板，公司盈利也并非必需，但对公司最近一期净资产的要求较高。

#	条件	内容
财务指标	满足右侧条件之一	市值 ¹ 不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1,500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%；或者最近一年净利润不低于 2,500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%。
		市值不低于 4 亿元，最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于 30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正。
		市值不低于 8 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%。

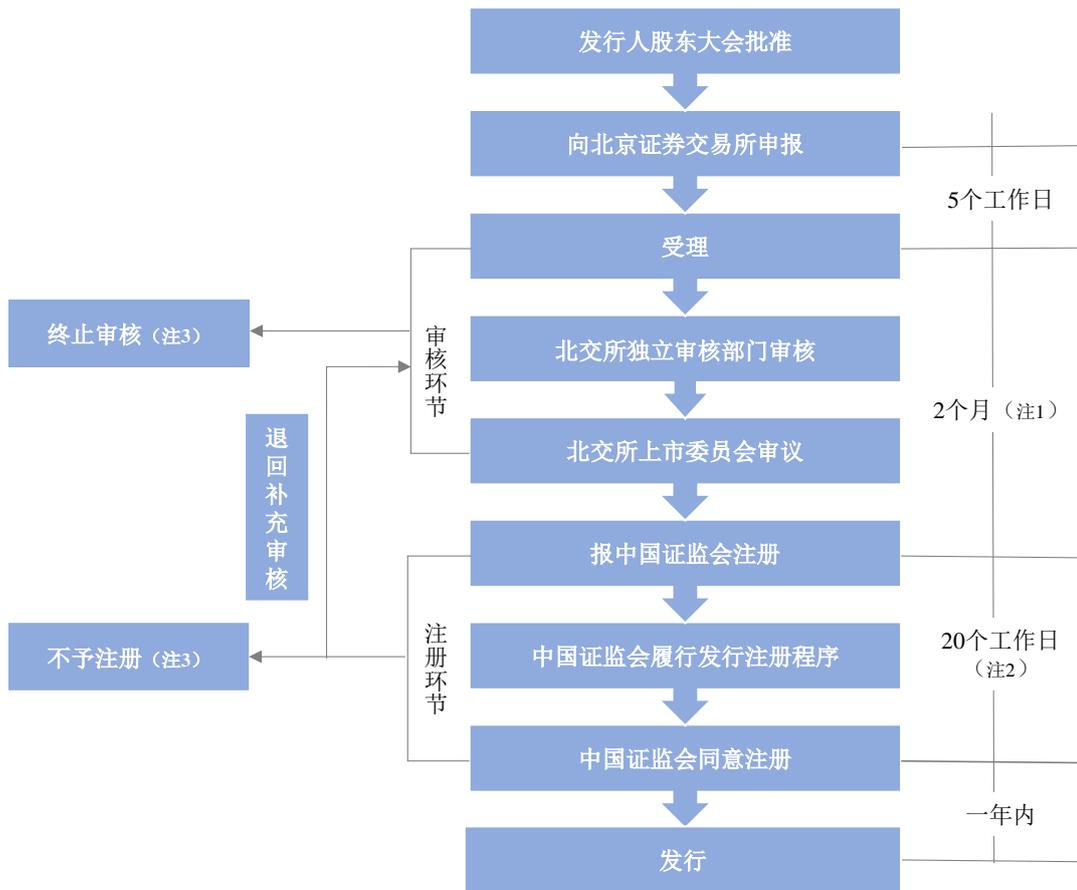
¹ “市值”指以挂牌公司向不特定合格投资者公开发行价格计算的股票市值。

#	条件	内容
		市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5,000 万元。
	除前述条件外， 同时满足 右侧所有条件	最近一年期末 净资产不低于 5,000 万元。
		公开发行的股份不少于 100 万股，发行对象不少于 100 人。
		公开发行后，公司股本总额不少于 3,000 万元。
		公开发行后，公司股东人数不少于 200 人，公众股东 ² 持股比例不低于公司股本总额的 25%；公司股本总额超过 4 亿元的，公众股东持股比例不低于公司股本总额的 10%。
		中国证监会和全国股转系统规定的其他条件。
负面清单	<p>挂牌公司或其他相关主体出现下列情形之一的，挂牌公司不得进入精选层：</p> <p>（一）挂牌公司或其控股股东、实际控制人最近三年内存在上述新三板公开发行条件中负面清单行为的；</p> <p>（二）挂牌公司或其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员最近 12 个月内被中国证监会及其派出机构采取行政处罚；或因证券市场违法违规行为受到全国股转系统等自律监管机构公开谴责；</p> <p>（三）挂牌公司或其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会及其派出机构立案调查，尚未有明确结论意见；挂牌公司或其控股股东、实际控制人被列入失信被执行人名单且情形尚未消除；未按照全国股转公司规定在每个会计年度结束之日起 4 个月内编制并披露年度报告，或者未在每个会计年度的上半年结束之日起 2 个月内编制并披露半年度报告；</p> <p>（四）最近三年财务会计报告被会计师事务所出具非标准审计意见的审计报告；</p> <p>（五）中国证监会和全国股转系统规定的，对挂牌公司经营稳定性、直接面向市场独立持续经营的能力具有重大不利影响，或者存在挂牌公司利益受到损害等其他情形。</p>	

2. 发行上市程序

在发行上市程序方面，北交所将试点证券发行注册制，继续延续此前科创板及创业板试点注册制的原则，以信息披露为中心，从中小企业实际情况出发，强化制度针对性、精准性和包容性，压实各方责任，提高违法成本，强化投资者保护。根据《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿）第三章“注册程序”的规定，在北交所进行发行上市的注册程序可概括为下图所示：

² 公众股东是指除以下股东之外的挂牌公司股东：（一）持有公司 10%以上股份的股东及其一致行动人；（二）公司董事、监事、高级管理人员及其关系密切的家庭成员，公司董事、监事、高级管理人员直接或间接控制的法人或者其他组织。关系密切的家庭成员，包括配偶、子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母。



注 1：实施现场检查，要求对有关事项进行专项核查等方式要求发行人补充、修改申请文件的时间不计算在内。

注 2：要求北交所进一步问询、对有关事项进行核查、对发行人现场检查等方式要求发行人补充、修改申请文件的时间不计算在内。

注 3：自决定作出之日起六个月内，发行人可以再次提出公开发行股票并上市申请。

3. 专精特新企业

在证监会提及的北交所“三个目标”中，“培育一批专精特新中小企业”亦格外引人关注。“专精特新”通常被理解为“专业化、精细化、特色化、新颖化”，其十年来常见诸于国家和地方的政策文件及重要讲话中，而“发展专精特新中小企业”更是于今年 7 月 30 日在中央政治局会议上被提及。在北交所的制度设计和政策执行中，很可能结合该类型企业的特点给予重点支持。

4. 红筹企业能否登陆北交所

从目前公布的征求意见稿来看，北交所将允许差异化表决权安排的企业上市，但另一个有意思的问题是，参考其他注册制试点板块实践，符合创新型中小企业特征的红筹企业，未来是否也能够登陆北交所？从目前的制度来看，答案仍是否定的，因为北交所的上市企业来自于新三板的创新层或精选层企业，而目前尚无红筹企业在新三板挂牌的适用规则或先例，故红筹企业若拟登陆北交所，尚需新三板与红筹企业挂牌相关的制度先行出台。

（二）再融资制度

北交所的上市公司将实行“小额、快速、灵活、多元”的再融资制度，在吸收借鉴沪深交易所成熟做法的基础上，突出北交所市场特色，契合创新型中小企业需求，并设置有针对性的风险防控机制来强化投资者合法权益保护。

其中，**融资品种**将包括普通股、优先股、可转债等较为丰富的权益融资工具，进一步贴合中小企业实际需要；**发行方式**将包括向不特定合格投资者公开发行、向特定对象发行等多元的融资方式，并引入授权发行、储架发行、自办发行等灵活的发行机制，降低中小企业融资成本；**定价机制**上，坚持市场化导向，促进新老股东充分博弈，“以竞价为原则，以定价为例外”，对发行价格、规模等不做行政干预，强化投资者权益保护，进一步提高定价效率、规范发行秩序。

（三）公司上市后的持续监管制度

在公司上市后的持续监管方面，北交所将充分借鉴现有上市公司监管经验，形成符合中小企业特色的差异化制度，充分考虑上市公司为中小企业、与沪深交易所相比整体规模较小的特点，注重平衡企业规范成本，发挥市场约束机制和公司自治作用。其中较为值得关注的是：

- 1. 在股份减持方面**，考虑到北交所上市企业从公开市场产生，通过减持进行套利的空间有限，故相较于沪深交易所上市公司，放宽对主要股东、实际控制人和董监高减持时间和数量的限制，改为预先披露要求：前述股东拟在三个月内通过北交所集中竞价交易减持股份的总数超过公司股份总数百分之一的，应当在首次卖出的三十个交易日前预先披露减持计划（而沪深交易所的要求为，上市公司大股东在任意连续 90 日内集中竞价交易减持股份的总数不得超过上市公司股份总数的 1%）；
- 2. 在锁定期方面**，适当延长未盈利企业股份锁定期（具体细则将由北交所进一步发布）；
- 3. 在股权激励方面**，股权激励制度设计上借鉴科创板和创业板经验：持股 5% 以上的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女，作为董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的可以成为激励对象。在股权激励价格和比例等方面延续新三板现行规定：上市公司向激励对象授予的限制性股票的价格低于市场参考价 50% 的，或者股票期权的行权价格低于市场参考价的，应当符合北交所相关规定，并应当说明定价依据及定价方式；股权激励总数不得超过公司股本总额的 30%，同时单个激励对象不超过股本总额的 1%；
- 4. 在重大资产重组方面**，结合中小企业的特点，调整重大资产重组的认定标准，将按照《上市公司重大资产重组管理办法》第十二条³予以认定，其中营业收入指标的执行标准中，购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入不仅需占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到百分之五十以上，还需要超过五千万元人民币。

同时，在公司治理、持续信息披露、股份减持、股权激励、员工持股计划、重大资产重组、退市等方面，北交所将进一步制定具体实施规则。

³ 《上市公司重大资产重组管理办法》第十二条：上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：（一）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50% 以上；（二）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50% 以上；（三）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50% 以上，且超过 5,000 万元人民币。购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则，责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。

（四）交易制度和投资者适当性

1. 交易制度方面

北交所将实行连续竞价交易，新股上市首日不设涨跌幅限制，自次日起涨跌幅限制为 30%；而在其他板块，对于非 ST 上市公司而言，主板新股上市首日涨幅限制为 44%，此后日涨跌幅限制为 10%；科创板、创业板新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，此后日涨跌幅限制为 20%。相较而言，北交所上市公司的日涨跌幅更为宽松，市场更具弹性。

2. 投资者适当性管理方面

根据《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》（征求意见稿），北交所的合格投资者应当符合中国证监会和北交所的投资者适当性管理规定，但目前尚未明确具体要求。根据 2021 年 9 月 3 日证监会新闻发布会的答记者问，北交所合格投资者的结构投资偏好和行为特征将与沪深交易所的一般散户有较大差异，与创新型中小企业的风险特征相匹配，将形成长期投资、理性投资的投资文化，预计整体市场运行相对平稳交易相对低频理性，持股期限相对较长，更加关注企业成长带来的中长期收益。基于以上内容，我们不妨来看看新三板尤其是精选层的合格投资者要求——与分层制度相配套，新三板目前实施差异化的投资者准入条件，对法人、合伙企业类型的投资者及个人投资者的要求如下（其中个人投资者还需要满足特定的投资经历、工作经历或任职经历）：

合格投资者类型	法人/合伙企业投资者门槛要求（实收资本/实收股本总额/实缴出资总额）	个人投资者门槛要求（申请权限开通前 10 个交易日日均证券资产）	交易权限范围
一类合格投资者	200 万元	200 万元	全市场
二类合格投资者	150 万元	150 万元	精选层、创新层
三类合格投资者	100 万元	100 万元	精选层

从以上总结中不难发现，较之于科创板和创业板，精选层的投资者门槛无疑更高，这与精选层公司业绩波动大，经营风险高的特点也相匹配。根据 2021 年 9 月 3 日中国证监会新闻发布会的内容，我们理解在未来一段时间内，北交所可能继续秉承精选层的投资者适当性管理要求，但不排除后续根据北交所上市公司的交易情况及市场需求进行评估及调整。

与投资者适当性管理相关的一个问题是，鉴于精选层已升级为北交所，对于公募基金而言，未来其投资于北交所上市公司股票或将无需再遵循证监会《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》项下的要求和限制及履行相关法律程序，即获得与投资沪深交易所上市公司同等的自由，从而令北交所市场获得更多的潜在投资者和投资资金，此问题尚待规则明确和实践的验证。

（五）北交所与沪深交易所、全国股转系统的关系

在与沪深交易所的关系方面，为促进形成各有侧重、相互补充的中国特色多层次资本市场体系，北交所将坚守服务创新型中小企业的初心和使命，坚持差异化的制度安排，突出市场特色，处理好与沪深交易所错位发展和互联互通的关系。北交所主要聚焦于创新型中小企业，相较沪深交易所而言，服务对象“更早、更小、更新”；同时，北交所还坚持转板机制，成熟的北交所上市公司未来还可以选择转板到沪深交易所，继续在资本市场谋求发展。

在与全国股转系统的关系方面，北交所与新三板现有创新层、基础层将实现统筹协调与制度联动。一方面，将构建新三板基础层、创新层到北交所层层递进的市场结构，在新三板基础层、创新层培育壮

大的企业，可以选择进一步在北交所上市；北交所退市公司符合条件的，可以退至创新层或基础层继续交易，存在重大违法违规的，应当直接退出市场；另一方面，从组织构成上看，北交所将由全国中小企业股份转让系统有限责任公司（“**全国股转公司**”）出资设立，即北交所作为公司制的证券交易所，将为全国股转公司的子公司；全国股转系统将统筹新三板基础层、创新层和北交所的建设、发展，实行“一体管理、独立运营”。

三、结语

设立北交所，是新三板改革进一步深化，多层次资本市场建设进一步完善的标志性事件，也是证券发行注册制试点的又一块试验田。初识北交所，我们已经窥见了其基于服务创新型中小企业的定位和制度特色之端倪，展望未来，一方面，我们期待北交所在公司上市条件和审核方面的更多包容性以及投资者适当性管理方面的放宽，并严格落实退市制度，从而使得更多优质企业有机会选择北交所上市，更多投资者有机会投资北交所上市公司，让北交所得以展现其作为一家证券交易所应有的生机与活力；另一方面，我们也期待北交所给创新型中小企业的资本市场之路带来新机遇，借助于经由北交所设立而进一步完善的富有层次、错位发展的资本市场体系，企业尤其是创新型中小企业能够选择适合自身情况的板块登陆，并可在未来借助相关板块互联互通的机制适时转板进阶，从而在资本市场的助力下，实现企业更快更好的发展！

2、香港 SPAC 将进港 — SPAC 再出发，中国企业跨境融资视角解读（三）

作者：汉坤律师事务所 薛冰 | 吴晓雪
香港联营律师行 李涛 | 邓芷皓 | 缪熙平

2021年9月17日，香港联合交易所有限公司（“**联交所**”）刊发咨询文件（“**咨询文件**”），就建议在香港推行“特殊目的收购公司”（SPAC）上市机制以及为落实相关建议而订立的香港联合交易所有限公司证券上市规则（“**上市规则**”）修订稿公开征询市场意见，咨询有效期为45日，至2021年10月31日截止。

咨询文件分五章详细介绍了香港引入 SPAC 的背景、SPAC 的基本运作机制、对市场和投资者的主要益处及潜在风险，并有针对性地介绍了联交所为控制投资风险所拟议设置的各项监管及保障措施。

值得一提的是，咨询文件通过与美国、英国和新加坡等司法区域的 SPAC 上市规则进行的综合维度比较，详细解释了香港联交所拟议 SPAC 上市机制的市场拓展初衷及预期将为投资者提供的全面保障。针对每一具体问题，咨询文件均在其拟议上市机制后，以提问形式征询具体意见。咨询文件最后的附录 D 列明了联交所针对 SPAC 上市拟议对其《上市规则》的条文修订。

为了方便我们的客户和朋友快速了解联交所本次 SPAC 咨询文件的核心问题，我们特选取了本次咨询文件中关于 SPAC 于香港上市的重点问题总结如下：

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
在 De-SPAC 交易前		
投资者资格	<ul style="list-style-type: none"> SPAC 股份及认股权证将仅允许专业投资者认购和买卖； SPAC 股份及 SPAC 认股权证将分别配发给至少 75 名专业投资者，其中包含至少 30 名机构专业投资者； 根据“专业投资者”的定义，原则上 SPAC 证券仅允许（1）持有至少 800 万港币投资组合的个人，（2）持有至少 4,000 万港币资产的信托公司，或（3）持有至少 800 万港币投资组合或至少 4,000 万港币总资产的公司或合伙购买； De-SPAC 交易完成后存续的上市公司（“继承公司”）的股份不受此限，允许不同投资者买卖。 	与美国、英国和新加坡对投资者的宽松制度体系相比，本次咨询文件中，香港 SPAC 的投资者被设定为香港证券及期货条例项下的“专业投资者”，沿用香港市场一直以来的门槛，而且不包括散户。就此问题，实际上需要从一项更长久的制度构建思路进行综合评价，SPAC 项目的风险管控是市场上主要的司法辖区都较为关注的问题，我们一定程度上理解联交所采取该等理念的背景，但是否考虑设定一项较为灵活的转换或者过渡机制，以期尽可能积极地引导香港 SPAC 市场的活跃基础，是需要进行综合研判的一项制度探讨。
交易安排	<ul style="list-style-type: none"> 上市后 SPAC 股份及 SPAC 认股权证将分开买卖； 将设置措施（包括买卖 SPAC 认股权证时自动对标市场波动调节机制（VCM）及仅允许人工买卖 SPAC 认股权证等），以降低买卖 SPAC 权证的波动风险。 	允许 SPAC 股份与 SPAC 认股权证分开买卖，符合市场上活跃的主要资本市场的惯例；但该等便利某种程度上确实将造成 SPAC 证券尤其是 SPAC 认股权证的价格波动风险。我们认为给予不同 SPAC 证券种类分开买卖的灵活性还是有必要的。咨询文件中拟议的保障措施预计将有效降低波动风险。
摊薄上限	<ul style="list-style-type: none"> 发起人股份不得超过首次公开发售日的所有已发行股份总数的 30%； 行使权证后所持有的股份比例同样不得超过已发 	本次咨询文件中采取的政策取向，与新加坡 SPAC 制度中的逻辑体系有相近之处。SPAC 项目中的发起人，与 De-SPAC 目标公司的原有股东在利益上的综合平

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
	行股份总数的 30%。	衡是一个很微妙的话题，SPAC 发起人对于“奖励”价值的自我驱动力，这理应也是 SPAC 存在的市场基础。但如何进行利益平衡，我们亦倾向于建议探索一定时期的制度规范引导作用，进而交给市场通过商业实践形成示范规则。
SPAC 发起人资格限制	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 发起人须符合合适性及资格规定； ■ 须至少有一名 SPAC 发起人为证监会 6 号或 9 号牌照持牌公司，并持有至少 10% 的发起人股份； ■ SPAC 发起人的任何重大变动须经股东（不包括 SPAC 发起人及其紧密联系人）特别决议批准。投票反对该等重大变动的股东须享有股份回购权。 	<p>综合比较过去几年涉及到中国背景的 SPAC 项目，SPAC 的发展并非一帆风顺。其中一个很尴尬的现实问题——领先的会计师事务所等专业服务机构对 SPAC 项目的参与热情度以及风控顾虑，都能感受到市场对其的复杂态度。</p> <p>我们赞同对 SPAC 发起人的条件设置一定的门槛，这对打造香港 SPAC 市场发展的坚实基础应当有积极的作用。</p> <p>另外，中资背景机构参与 SPAC 发起人角色涉及到的中国监管问题仍值得引起重视。</p>
集资规模	<ul style="list-style-type: none"> ■ 预期从上市筹集的资金须至少达 10 亿港元。 	集资规模与英国和新加坡的要求基本符合，高于美国 SPAC 上市的门槛。考虑到大中华区资本市场的热度，这个集资规模符合我们的预期，相对合理。
发行价格	<ul style="list-style-type: none"> ■ 每一股份单元的认购价格不低于 10 港币。 	对单元认购价格设置门槛有利于进一步防控价格波动风险，亦符合美国、新加坡等其他资本市场的惯例。
SPAC 董事会	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 董事会过半数席位须由 SPAC 发起人的高管担任，且 SPAC 发起人对 SPAC 股东及 SPAC 本身负有忠诚尽职义务。 	我们支持对 SPAC 发起人的尽职义务及职责予以明确，并要求 SPAC 发起人的高管担任 SPAC 董事会的多数董事，这符合主流资本市场实践，也有助于 SPAC 交易市场的秩序稳定和风险管控。
募集资金去向	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 上市所募集的资金需全额存托在托管账户内，仅在下述情形下可释放：（1）De-SPAC 交易完成，（2）符合条件的股份回购，或（3）向 SPAC 股东返还资金。 	SPAC IPO 的募集资金的安全性至关重要。当然，是否一定需要做到 100% 存入托管账户，我们理解仍需要汇总征集更多维度的参考意见，以在保障安全性的同时提高一定的市场热情及效率。
针对 De-SPAC 交易的规定		
适用新上市规定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 继承公司须符合所有新上市规定，包括聘用 IPO 保荐人完成尽职调查、最低市值规定及财务资格测试。 	咨询文件中的这一点要求看似与其他司法辖区的 SPAC 要求类似，但是从保护市场发展的效率角度来看，在 De-SPAC 交易中设定较为严苛的门槛势必会对交易效率带来一定的影响，这将可能成为香港 SPAC 市场是否能够快速健康发展的一项重要议题。
独立第三方投资比例	<p>强制性的第三方 PIPE（定向增发）投资，以验证继承公司的估值，具体而言：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 独立第三方投资必须占继承公司预期市值的至少 15%（若预期市值超过 15 亿港元）至 25%，且 ■ 须使至少一家规模超 10 亿港元的资产管理公司或基金作为受益人拥有继承公司于上市日已发行股份的至少 5%。 	我们充分理解咨询文件对于独立第三方投资之重要性的价值判断；但在资本市场健康发展的制度框架体系中，“独立性”是否就足以成为在 De-SPAC 交易的语境下对交易风险的有效对冲和管理尚待观察，我们仍需要考虑制度干预带来的市场反作用力冲击。
股东大会	<ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易须经 SPAC 股东大会批准，且不包括 	De-SPAC 交易中，可能涉及到的潜在关联交易问题，

关键要素	联交所的主要建议	汉坤观点
批准	<p>SPAC 发起人及其紧密联系人或其他拥有重大权益的股东的投票；</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 若 De-SPAC 将导致控制权变更，则 SPAC 公司原控股股东及其紧密联系人不得投票赞成该交易； ■ SPAC 股东只有权赎回投票反对 De-SPAC 交易的 SPAC 股份。 	<p>是不同司法辖区 SPAC 制度里很容易出现系统性问题的技术点。我们理解设定可预期且透明化的信息披露准则、持续的市场诚信监管规则和必要的惩戒机制，是解决这一问题的关键。</p>
股份赎回	<p>在下述情况发生前，SPAC 须先给予股东赎回股份的权利：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易； ■ SPAC 发起人有变动，或 ■ 达成并公告 De-SPAC 交易条款或完成 De-SPAC 交易交割的期限延长。 	<p>不同于美国规则，咨询文件并不对 SPAC 股东赎回股份的份额、比例、价格等设置任何限制；这个机制有其合理性，监管保障的天平更向投资者倾斜，无形中也给 SPAC 发起人增加了交易风险和限制。</p>
前瞻性信息	<ul style="list-style-type: none"> ■ De-SPAC 交易上市文件中的任何前瞻性陈述应适用现行《上市规则》，与一般 IPO 适用同等要求，包括须由上市申报会计师及上市保荐人就该等前瞻性陈述出具报告。 	<p>考虑到 SPAC 的特性，其上市文件中的前瞻性陈述，特别是关于未来财务预期的陈述，是投资者的关注点之一。在美国的 SPAC 规则讨论中也一直有是否应对 SPAC 前瞻性陈述的准确性给予“安全港”豁免的讨论。咨询文件明确了联交所不会对 SPAC 上市文件中前瞻性陈述的准确性降低责任要求，这也符合近期各国对 SPAC 交易加强监管的总体趋势。</p>
继承公司股份的公开市场	<p>继承公司股份应至少由 100 名股东持有。</p>	<p>相较于一般上市公司需要至少 300 个股东以保证流动性的要求，理解联交所出于减少 SPAC 公司的股价波动反而将股东数量要求降低，我们认为考虑到 SPAC 公司的特殊性，这一点也合理。</p>
De-SPAC 交易完成后		
锁定期	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 发起人在 De-SPAC 交易完成后的 12 个月内不得转让或处置其持有的继承公司的股份； ■ 控股股东锁定期适用一般上市项目中对控股股东的锁定期（上市后前 6 个月内禁售；上市后的第 7-12 个月内，不得对继承公司股份进行任何将使其丧失控股地位的处置）。 	<p>从亚洲地区主要资本市场制度比较而言，目前香港资本市场的锁定期要求已经较为市场化，尤其是和现行 A 股市场的锁定制度进行比较的情况下。我们同意联交所在锁定期上采取的提议思路，甚至这一安排都值得我们的 A 股市场予以技术借鉴和参考。</p>
清盘及除牌		
向股东退还资金	<ul style="list-style-type: none"> ■ 如果 SPAC 未能在 24 个月内公布 De-SPAC 交易，或未能在 36 个月内完成 De-SPAC 交易，SPAC 必须清盘并将筹得的所有款项，另加应计利息退还给股东。随后联交所将对该 SPAC 除牌。 	<p>我们支持对 De-SPAC 的完成时限设置适当的宽松机制，尤其是面向中国的目标公司的交易项目，很自然会涉及到目标项目主体进行跨境重组、取得一系列监管批准的不确定性等区域特点，在交易时间表上确实需要给予一定的灵活机制，这将为 De-SPAC 市场的不同参与方创造出适当宽松的交易制度环境。</p>

咨询文件传递了香港联交所希冀开辟新兴渠道，积极吸引各方资本来港投资，进一步提升其国际金融中心地位的决心。咨询文件内拟议的各项门槛限制和保障措施，则反映了联交所力求使具有雄厚实力和稳固背景的 SPAC 发起人以优质 SPAC 并购为目标在港上市并完成交易的态度，以此维护香港资本市场秩序，稳定投资者信心。

当然，咨询文件中的几项建议，特别是限制 SPAC 证券仅限专业投资者认购、对 SPAC 发起人资格和牌照的要求以及独立第三方投资比例（25%）等，均集中体现了相较美国等其他市场的 SPAC 上市规则更为严格的制度理念，要同时满足上述几项要求难度不小，市场参与者难免会感到一定程度的压力。我们合理推测业界会对部分拟议规则的可操作性提出积极的调整建议和意见。我们将尽快结合市场关心的问题向联交所反馈我们的专业意见，也期待与客户及朋友们共同探讨，为香港 SPAC 制度的完善贡献专业力量。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤专递》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：

北京 金文玉 律师：

电话： +86 10 8525 5557

Email: wenyu.jin@hankunlaw.com

上海 曹银石 律师：

电话： +86 21 6080 0980

Email: yinshi.cao@hankunlaw.com

深圳 王哲 律师：

电话： +86 755 3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com

香港 陈达飞 律师：

电话： +852 2820 5616

Email: dafei.chen@hankunlaw.com
