



# 收購通訊

## 摘要

- 有限責任合夥中的合夥人
- 由協議安排切換為合約性要約
- 就可換股證券的回購遵守《股份回購守則》
- 關於上市封閉式另類資產基金的新《應用指引 28》
- 收購及合併組季內工作的最新情況

## 有限責任合夥中的合夥人

私募股本基金通常以有限責任合夥的架構形式設立。我們不時接獲查詢，詢問就《收購守則》及《股份回購守則》(兩份守則)而言，有限責任合夥中的全部或某些指明合夥人是否會被視為一致行動。

根據“一致行動”第(7)類別的推定，“合夥人”被推定為彼此一致行動。相比之下，第(1)類別的推定列明，如股東持有某公司20%或以上的投票權，該等股東被推定為彼此及與該公司一致行動。

在有限責任合夥中，普通合夥人負責管理合夥資產；有限責任合夥人通常為被動投資者，除就普通合夥人或合夥其他重大條款的變更進行表決外，對合夥活動的影響有限。此外，有限責任合夥人亦可能不知悉其他有限責任合夥人的身分。

有鑑於此，我們認為有限責任合夥中的有限責任合夥人在性質上較接近公司股東，而非無限責任合夥中的合夥人；普通合夥人則較類似公司董事。因此，在實際情況中，如有限責任合夥中的有限責任合夥人之間僅因持有共同合夥權益而有所聯繫，且不持有該合夥20%或以上的經濟利益或就其重大事項享有20%或以上的投票權，執行人員便不會根據第(7)類別的推定，自動將該等有限責任合夥人視為彼此或與普通合夥人一致行動。

在評估某合夥人與相關有限責任合夥或由該合夥設立的任何收購工具之間的關係時，執行人員會依據第(1)及第(2)類別推定的精神作出判斷。因此，普通合夥人會被推定為與該有限責任合夥及相關收購工具一致行動；而有限責任合夥人如持有該合夥20%或以上的投票權或經濟利益，或以其他方式參與該合夥投資決策的制定或批准，亦會被作出相同推定。

一如既往，“一致行動”的判斷須視乎個別事實。在某些情況下，即使不符合推定，相關人士一方面仍可能基於具體情況，就兩份守則而言被視為一致行動人士；另一方面，他們亦可透過向執行人員提供相關資料，以推翻有關推定。執行人員在有需要時會作出必要的查詢<sup>1</sup>，以確定各方之間的關係。如對具體情況下如何應用一致行動人士規則有疑問，應諮詢執行人員。

## 協議安排與合約性要約之間的切換

一般原則<sup>4</sup>規定，要約人應經過審慎及以負責任的態度作出考慮後才公布要約。根據《收購守則》規則5及16.2，要約人在發出“確實意圖”聲明後，除非獲得執行人員同意，否則不得撤回要約，及只可在為落實修訂後的要約所必需時，並經執行人員批准的情況下，方能引入新條件。

執行人員曾接獲查詢，詢問要約人在要約期內，如因情況出現其在公布要約時的合理預期之外的變化，以致認為改用另一種交易架構更為合適，是否可將交易架構由協議安排改為合約性要約，

或反之。舉例而言，競爭要約在要約人建議透過協議安排取得某公司或將某公司私有化後公布。由於合約性要約通常被視為較協議安排的法定程序更具靈活性，故第一要約人可能會希望切換交易架構，以便更靈活地因應競爭要約調整其要約。

如交易架構被切換，交易的條件安排將不可避免地出現變化，因為合約性要約的接納條件在運作上與適用於協議安排的股東批准門檻截然不同<sup>2</sup>。因此，有關切換等同於撤回要約或引入新條件，而兩者均須取得執行人員的同意。

執行人員在考慮是否批准建議切換時，會顧及受要約公司獨立董事委員會及獨立財務顧問就建議切換對受要約公司股東的影響的意見。交易的具體情況亦是相關考慮因素，包括要約進程所處的階段、建議切換的原因<sup>3</sup>，以及對要約可落實性<sup>4</sup>的潛在影響。

如有關切換預期相當可能會增加要約成為無條件並因而得以落實的機會，則執行人員較可能積極考慮就有關請求給予同意。例如，相當可能會提

- 1 查詢事項可包括（例如）有關有限責任合夥人是否為有限責任合夥諮詢委員會或類似委員會的成員，以及該等委員會根據有限合夥協議所履行的職能及角色。
- 2 舉例而言，即使接納條件訂於75%（即與《收購守則》規則2.10下就批准協議安排所規定的百分比門檻相同），用以計算適用於合約性要約的百分比的分母為無利害關係股份的總數；而就協議安排而言，用於75%測試的分母則為於相關股東大會上親身或委派代表投票的無利害關係股份所附的票數。
- 3 舉例而言，當受要約公司董事會在公布協議安排後，採取行動令該協議安排失效，例如建議不向法院申請批准該協議安排及不於股東大會上尋求股東批准。
- 4 “可落實性”（deliverability）指要約成為或被宣布為無條件的可能性。

高要約可落實性的切換包括由協議安排改為設有50%接納條件的合約性要約，或由設有90%接納條件的合約性要約改為協議安排<sup>5</sup>。

為了申請執行人員對切換表示同意，要約人無需在其要約公布或文件中預先保留切換交易架構的權利。然而，要約人在取得同意後，必須在合理切實可行情況下盡快公布切換詳情，包括（但不限於）要約條款及條件的變更、經執行人員同意的經修訂時間表，以及要約人或其一致行動人士已取得的任何不可撤回承諾或意向書在有關切換後是否仍然有效。

有關人士應盡早諮詢執行人員的意見。

## 就可換股證券的回購遵守《股份回購守則》

就《股份回購守則》而言，“股份”包括附有認購或購買由一家公司或其附屬公司直接或間接發行股份的權利的證券。因此，在香港作第一上市的發行人或其任何附屬公司，如透過場外交易或全面要約回購其已發行的可換股證券、認股權證或期權，便須遵守《股份回購守則》的規定，除非該項交易構成獲豁免股份回購，或已根據《股份回購守則》規則8獲得寬免（例如，因為經考慮該公司的事實及情況，被回購證券較類似債務證券而非股本證券）。

“獲豁免股份回購”定義中的第(2)項，指“**按照**附於被回購的股份的**條款及條件而進行**的股份回購，而該等條款及條件容許或規定有關股份回購**毋須事先取得有關股份擁有人的同意**”（加入粗體以作強調）。《應用指引16》（於2009年發布，並於2023年修訂）明確指出，對“附於有關股份的條款及條件”的提述不限於指在發行時附於有關股份的最初條款及條件，亦適用於在回購時有效的相關條款及條件。

考慮到我們曾處理涉及贖回或購買證券的不同個案，現謹此釐清，“獲豁免股份回購”定義中的第(2)項旨在指無需就回購本身及其條款及條件（例如應付代價）與被回購證券的持有人另行磋商或另行達成協議的情況。換言之，如發行人在場外或透過全面要約方式提出回購，且相關持有人可酌情決定是否按發行人提出的回購價格出售其持股，則該回購不屬於該定義第(2)項下的“獲豁免股份回購”。

我們已修訂《應用指引16》，以釐清“獲豁免股份回購”的涵義。如發行人對《股份回購守則》在擬進行回購方面的應用有任何疑問，或認為其符合資格獲根據《股份回購守則》規則8授予寬免，應諮詢執行人員的意見。

經修訂的《應用指引16》將於2026年7月1日生效。

經修訂的《應用指引16》的標示版本及無標示版本可於證監會網站的“[〈監管職能〉](#)—[〈企業活動〉](#)—[〈收購合併事宜〉](#)—[〈應用指引〉](#)”一欄取覽。

5 假設其他商業條款維持不變或與之前大致相同。

## 關於上市封閉式另類資產基金的新《應用指引28》

上市封閉式另類資產基金（**上市另類資產基金**）是指獲證監會根據《證券及期貨條例》第104條及《單位信託及互惠基金守則》（《**單位信託守則**》）第8.11條認可並根據《主板上市規則》第二十章於聯交所上市，主要投資於私人低流動性資產的封閉式集體投資計劃。證監會於2025年2月發出通函，釐清其在認可上市另類資產基金時所考慮的相關要求；其後又在2026年6月30日發布常見問題，當中進一步闡述與上市另類資產基金相關的收購及要約規定<sup>6</sup>。

為配合該等常見問題，執行人員於2026年6月30日發布新的《應用指引28》，就兩份守則對在香港作第一上市的上市另類資產基金的適用範圍，向市場提供指引。

如《應用指引28》所述，鑑於上市另類資產基金與房地產投資信託基金（房地產基金）於管治架構方面的相似之處，我們對上市另類資產基金的整體處理方式，大致沿用適用於房地產基金的做法。

詳情及進一步指引請參閱《**應用指引28**》，而其可於證監會網站的“[〈監管職能〉](#)—[〈企業活動〉](#)—[〈收購合併事宜〉](#)—[〈應用指引〉](#)”一欄取覽。

## 收購及合併組季內工作的最新情況

2026年1月至3月，我們接獲15宗與收購有關的個案（包括私有化、自願及強制全面要約、場外及全面要約股份回購）、兩宗清洗交易個案和58宗要求作出裁定的申請。

### 常用連結

- 《公司收購、合併及股份回購守則》
- 應用指引
- 決定及聲明
- 過往的《收購通訊》

6 為維持公平競爭並確保妥為遵守《單位信託守則》第8.11(i)條，除非事先另行獲證監會准許，否則所有影響上市另類資產基金（不論是以法團或非法團形式設立）的收購、合併及股份回購，均須遵守（其中包括）兩份守則的原則及規則。上市另類資產基金的組成文件亦應訂明，上市另類資產基金不得發行、回購或贖回該上市另類資產基金的任何單位/股份，除非及直至該等發行、回購或贖回已按照適用的法律及監管規定（包括《單位信託守則》及兩份守則）進行，惟另行獲豁免者除外。

《收購通訊》的所有期號載於證監會網站（[www.sfc.hk](http://www.sfc.hk)）“[〈資料庫〉](#)—[〈通訊〉](#)—[〈收購通訊〉](#)”一欄。

歡迎讀者回應本通訊和提供寶貴意見。請將意見電郵至 [takeoversbulletin@sfc.hk](mailto:takeoversbulletin@sfc.hk)。

如欲以電郵方式收取刊物，只需在證監會網站（[www.sfc.hk](http://www.sfc.hk)）訂閱並選擇《收購通訊》即可。

證券及期貨事務監察委員會  
香港鰂魚涌華蘭路18號  
港島東中心54樓

(852) 2231 1222  
[enquiry@sfc.hk](mailto:enquiry@sfc.hk)  
[www.sfc.hk](http://www.sfc.hk)