

## 收購及合併委員會

---

### 委員會決定

關於收購執行人員轉介收購及合併委員會（“委員會”）  
對若干人士是否就鴻興印刷集團有限公司（“鴻興”）一致行動及  
《公司收購、合併及股份購回守則》（“兩份守則”）下的相關事項作出裁定

---

### 引言

1. 委員會在 2011 年 4 月 12 日舉行會議，考慮收購執行人員根據兩份守則引言第 10.1 項轉介的事宜，該事宜牽涉特別罕見、事關重大或難於處理的爭論要點。
2. 委員會被要求考慮以下事項：
  - (a) 各當事人，即聯合株式會社（“聯合”）和已故的任昌洪先生（“任先生”）的家族（“任氏家族”），是否就鴻興一致行動的人士？
  - (b) 如是，則在有關向 Asia Packaging Company Limited（“Asia Packaging”）取得鴻興 29.9% 權益的建議收購行動（該項建議收購）完成後，會否因而觸發強制全面要約責任？
  - (c) 聯合與 Asia Packaging 之間是否訂有任何安排，實際上容許聯合在該項建議收購完成後，對 Asia Packaging 所持餘下 7.6% 的鴻興權益行使控制權？
3. 聯合與 Asia Packaging 已同意該項建議收購所涉及的買賣協議（“該買賣協議”）的條款，惟該買賣協議須待若干先決條件均告達成，包括收購執行人員確認該項建議收購不會觸發任何強制要約之後，方可簽立。依據該買賣協議：
  - (a) 聯合擬向 Asia Packaging 取得鴻興 29.9% 的持股權益。
  - (b) 聯合將支付每股 5.25 港元，較鴻興股份於 2011 年 2 月 16 日（即聯合與 Asia Packaging 訂立獨家協議當日）的收市價溢價約 52.2%。
  - (c) Asia Packaging 提名的董事將建議委任三名來自聯合的代名人加入鴻興的董事會，並須於該買賣協議落實後投票支持委任聯合的代名人。

### 背景及事實

4. 鴻興是一家在香港聯合交易所有限公司（“聯交所”）主板上市的公司，主要業務為書籍及包裝印刷、消費產品包裝、瓦通紙箱製造、以及紙張貿易。鴻興於 1950 年由任先生創立，任先生於 2010 年 12 月離世。鴻興由任氏家族經營已超過 60 年。任先生之子任澤明先生（“任澤明先生”）目前為鴻興的主席兼執行董事。緊接 Asia Packaging 於 2008 年認購新股之前，任氏家族持有鴻興約 50.53% 股權（見下文第 5 段），其現時於鴻興的持股權益約 33.39%。鴻興的董事會由十名董事組成（兩名執行董事、五名非執行董事及三名獨立非執行董事）。兩名執行董事及一名非執行董事由任氏家族提名，餘下四名非執行董事由 Asia Packaging 提名。

5. Asia Packaging 是一家由 CVC Asia Pacific Limited ( “CVC” ) 擔任顧問的基金所控制的公司。CVC 是一家私募股權及投資顧問公司。2008 年，Asia Packaging 以每股 2.70 港元現金，認購鴻興 323,500,445 股股份 ( 佔當時經擴大已發行股本約 35% ) ( “Asia Packaging 的該項認購” ) 。當時，Asia Packaging 由於按照 Asia Packaging 的該項認購取得 30%或以上投票權，因此依據兩份守則規則 26 的豁免註釋 1，申請並獲授予清洗豁免。在 Asia Packaging 的該項認購後，任氏家族於鴻興的股權，由 50.53%被攤薄至 32.85%，致使其成為鴻興的第二大股東。在該項建議收購訂立之前，Asia Packaging 在鴻興的持股權益為約 37.5%。
6. 聯合為一家在日本註冊成立的包裝方案公司，於東京證券交易所公開上市。1992 年 3 月 16 日，聯合收購鴻興的 100,000 股股份，佔鴻興股東權益約 0.01%。在該項建議收購訂立之前，聯合在鴻興持有 0.01%的持股權益。
7. 自 1995 年起，聯合及鴻興已在兩家於中華人民共和國中山市一家廠房營運造紙業務的外商投資企業 ( “造紙廠合資企業” ) 中擁有共同所有權權益，該兩家企業為中山聯合鴻興造紙有限公司及中山聯興造紙有限公司。造紙廠合資企業最初由聯合及鴻興分別持有 35%及 65%權益。繼 Asia Packaging 的該項認購之後，鴻興不希望擴展造紙廠業務，並於 2009 年向第三方 ( 包括任澤明先生的表親 Spencer Sung 先生 ( “宋先生” ) 全資擁有的一家公司 ) 出售 30%權益。2010 年，聯合向造紙廠合資企業注資 3,750 萬美元。此次注資後，聯合在造紙廠合資企業的持股權益增加至 62.8%，鴻興的權益被攤薄至 11.3%。鴻興持有 71%權益的另一家附屬公司持有造紙廠合資企業的 7.5%權益，而宋先生全資擁有的鴻基顧問有限公司則持有另外 3.1%權益。聯合與鴻興多年來一直 ( 並繼續 ) 透過參與每年舉行一次或兩次的造紙廠合資企業的董事會會議保持定期接觸，最近，由於聯合進行注資及造紙廠合資企業進行合併，雙方會面變得更加頻繁 ( 每兩三個月一次 ) 。聯合一直與鴻興的行政總裁 David Eitemiller 先生、鴻興的財務總監呂文耀先生以及宋先生保持接觸。

## 兩份守則的有關條文

8. 兩份守則對 “一致行動” 的定義如下：

*“一致行動的人包括依據一項協議或諒解 ( 不論正式與否 ) ，透過其中任何一人取得一間公司的投票權，一起積極合作以取得或鞏固對該公司的 “控制權” ( 定義如下 ) 的人。”*

委員會作出的多項決定確定了 “一致行動” 須符合的三項條件：有多於一人依據一項協議或諒解積極合作；其合作目的是取得或鞏固兩份守則的條文所適用的公司的控制權；及當中有至少一人積極合作以取得該公司的股份所附帶的投票權。

9. 根據規則 26.1：

*“除非獲執行人員授予寬免，否則當—*

(a) ……

(d) 兩個或以上一致行動而合共持有一間公司不少於 30%、但不多於 50%投票權的人之中，任何一個或以上的人取得額外投票權，結果令他們在該公司合共持有的投票權百分比，以截至及包括取得上述投票權當日之前的 12 個月期間該等人合共所持的投票權的最低百分比計算，增加超過 2%時；

該人須按本規則 26 所列基礎，向該公司每類權益股本……的持有人……作出要約。”

若持有控制權的股東（例如 Asia Packaging）只出售部分持股量，收購執行人員根據規則 26.1 註釋 7 “將會關注在該等情況下，賣方與買方就投票權之間的安排會否容許買方對餘下投票權作出重大控制，在這種情況下通常必須作出全面要約。”該註釋接著說明以甚麼準則判斷對餘下的投票權的控制程度：

“對判斷是否存在重大的控制權，很明顯是需要視乎個別情況而定。然而，作為指導方針，執行人員將會視下列情況為存在某種顯著程度的控制權：—

- (a) 如果賣方並不是“內幕人士”，則對餘下的投票權有顯著程度的控制權的可能性較低；
- (b) 就投票權付給很高的價格將會傾向意味著正在取得所有持有量的控制權；
- (c) 如果當事人就餘下的投票權商議期權，則有關當事人可能較難令執行人員信納並沒有存在重大的控制權。另一方面，凡餘下的投票權本身是該公司資本的顯著組成部分（或甚至在某些情況下，在絕對意義上來說，這代表著大額的款項），則可推定為相應地存在較大的獨立成分；及
- (d) 出售部分控制性持有量的賣方在選擇買方時，如果買方對該公司日後的經營方式與賣方的設想是合理地相配合的，賣方自然會選擇這個買方。此外，取得一間公司重大持有量的買方，自然會要求委派代表進入有關公司的董事局，或者會要求賣方支持這項要求，作為購買有關持有量的一個條件。因此，在沒有其他證據可證明買方對餘下的投票權有顯著程度的控制權的情況下，這些因素將不會令執行人員作出結論，認為有關當事人須作出全面要約。”

### 收購執行人員的論據摘要

10. 執行人員相信，本個案的事實及情況令人嚴重關注到，聯合與任氏家族可能是一致行動人士，因為他們看來相當可能已達成某種非正式的諒解或協議，透過取得投票權積極合作以取得或鞏固控制權。執行人員在得出這項意見時非常重視以下因素：
  - (a) 任氏家族與聯合之間早已存在長期關係，任先生與聯合的前行政總裁在 1995 年之前已首次接觸。自 1995 年起，聯合和鴻興已在造紙廠合資企業中擁有共同權益。這個事實並不因該項建議收購是由 CVC 所發起的而有所改變。凡有可能進行一項收購，而各當事人隨後會晤並達成諒解，則關於進行該項收購的可能性實際上是由誰提出的問題，即變得無關重要；
  - (b) 聯合與鴻興多年來一直透過參與造紙廠合資企業的董事會會議保持定期接觸；
  - (c) 任氏家族、聯合及 Asia Packaging 在 2011 年 1 月 19 日出席了一次晚餐會議，任氏家族在會上表示希望 Asia Packaging 股權的買家是其認識的人士，這顯示任氏家族有意保障其在鴻興的持續主導地位。此外，鑑於聯合和任氏家族在該項建議收購完成後的鴻興持股量相當接近（分別為 29.9% 和 33.39%），雙方在陳詞中指他們事前均沒有想到日後彼此間可能會出現敵對關係，及沒有想到在該情況下可以採取哪些行動保障各自權益的說法，並不可信；

- (d) 聯合的顧問為聯合與任氏家族的會議而擬備的指引顯示，倘若任氏家族無意減持其鴻興股權，聯合願意與任氏家族的成員結為合作夥伴，日後共同發展鴻興的業務。執行人員認為，這不但顯示雙方有密切的互信關係，還顯示雙方預期在聯合取得有關股份後維持長遠關係；
- (e) 任氏家族和聯合均在陳詞中表示，雙方從未就聯合在鴻興的董事會席位安排進行討論，執行人員認為有關陳詞亦不可信。再者，在該晚餐會議期間，各當事人曾討論若干實質事宜，包括任氏家族對於處置其鴻興股份及在鴻興成功私有化後繼續持股等事的取態，這也加深了執行人員的疑慮；
- (f) 執行人員認為有一點非常重要，就是聯合為取得鴻興 29.9%權益而準備支付的收購價，與有關股份於 2011 年 2 月 16 日的收市價比較，每股溢價約 52.2%（若與 2011 年 4 月 1 日的收市價比較，則溢價約 67.73%），而在取得該權益後，聯合將成為鴻興第二大股東。執行人員亦注意到，建議的收購價較鴻興的資產淨值（載於其最新的中期報告）溢價約 68.44%，而按鴻興最近期刊發的年報所載的數據計算，該收購價的市盈率為 25.86 倍；及
- (g) 執行人員認為，本個案的事實及情況傾向顯示，規則 26.1 註釋 7 所列的關注並不適用於現時討論的情況，因此應對上文第 2(c)段提出的問題給予否定的答案。

#### 聯合的論據摘要

- 11. 聯合指出，凡一名投資者擬在現有股東擁有控制性股權的情況下成為新的高持股量股東，則委員會如要裁定各當事人一致行動，必須獲提供資料證明各當事人除了暫時意見一致或彼此有某程度的共識外，曾採取進一步行動。聯合認為，在本個案中，執行人員除提供環境證據顯示各當事人互相認識及曾經會晤外，並無提出其他證據支持其初步裁斷，指本個案具備構成一致行動的三項元素，而僅因其中一方提出以高價收購有關股份便推測各當事人必定已就共同控制權達成諒解。
- 12. 聯合表示：
  - (a) 各當事人並無積極合作。任氏家族充其量只是被動地順從聯合的建議收購。
  - (b) 沒有證據顯示聯合可能透過與任氏家族達成協議或諒解（例如就日後增加股息、合併業務或投票支持某些即將表決的決議案而達成協議）獲得任何利益。0 執行人員斷言各當事人必定已串謀行動，以委任聯合的代名人加入鴻興的董事會及一般而言在日後控制該公司，但聯合堅稱並沒有就董事會席位達成任何協議。
  - (c) 聯合有非常確實且令人信服的理由以建議的價格及條款作出有關投資。聯合會在其用以釐定價值的現金流量折現法的估值範圍內，取得策略性少數投資。

#### 任氏家族就 Asia Packaging 的售股過程提出的論據

- 13. 任氏家族聲稱，他們在售股過程中擔當的角色非常被動，並強調其沒有能力影響該過程的結果。尤其是，任氏家族表示並不知悉有關個別競投機制、每名競投人擬取得的股權百分比或任何董事會安排的任何細節。此外，任氏家族亦因任先生於 2010 年底離世而分散了注意力。

14. 任氏家族表示，他們並不感到有失去鴻興控制權之虞，故認為沒有需要保障其在該公司的主導地位。任氏家族的 33.34% 股權已可令他們在股東大會上行使某程度的控制權，而該公司未經任氏家族的同意，不可撤銷上市地位及進行私有化。
15. 任氏家族稱，他們沒有表示屬意任何特定競投人，並認為所有入選的競投人均充分達到國際或地區水準。任氏家族相信，上述每名競投人皆能提供長期股東支持，因此會成為非常稱職的股東。
16. 任氏家族承認他們與聯合的關係建立已久，但認為這段關係不應被自動詮釋為一致行動的關係。任氏家族舉例表示，過去曾經出現任氏家族與聯合在公事上意見分歧的情況。就任氏家族而言，與聯合的關係全然是由商業因素所驅動。任氏家族堅稱，相互尊重及長期關係不一定會轉化成合作或協議。
17. 最後，雖然執行人員將注意力集中在鴻興與聯合透過造紙廠合資企業所建立的關係，但任氏家族指出，與鴻興或聯合的整體業務比較，造紙廠合資企業的業務規模非常小。

### **Asia Packaging / CVC 的論據及向聯合出售股權的過程**

18. CVC 的陳詞主要就售股所涉及的選拔程序及估值提出意見，特別是該估值是否代表要就控制權支付款項，或是否得到其他充分的業務及商業理由支持。
19. CVC 指出，其挑選中標者時，是以價格、確定性及完成交易的速度作為準則。CVC 傾向將全部股權出售，並指示 JP Morgan，假如只能出售一部分股份，便以較高價格沽出，原因是 CVC 將須承擔可能以較低價格處置餘下股份的風險。
20. 最終入選競逐建議出售的競投人皆由 JP Morgan 透過本身的資料搜集而物色及推薦參與售股過程，而非經由任氏家族或 CVC 物色及推薦的。據 CVC 申述，有關過程是在公平交易的情況下進行的。CVC 可自由轉讓其鴻興股權，在出售同意或任何優先購買權方面，對任氏家族並無負有義務。
21. CVC 表示，任氏家族完全沒有參與挑選競投人及過程中的任何洽商，並稱任氏家族是在有關當事人就購股協議的條款完成洽商並達成協議以及簽訂獨家協議之後，才在與鴻興所有其他董事（包括獨立董事）舉行的董事會會議上獲悉交易的結構及買方身分。
22. 就 Asia Packaging 持有的餘下鴻興股權而言，CVC 相信售股完成後，鴻興的股價應會向好以反映業務真正價值，原因之一是該公司會得到一名具財力及豐富行業知識的股東支持，而且新股東可能會為該公司帶來協同效益。

### **JP Morgan 以單獨會面方式陳述售股過程**

23. 基於涉及其他潛在買方的商業敏感性理由，經聯合及任氏家族的同意，他們及其各自的顧問在 JP Morgan 向委員會陳述售股過程時避席。
24. 委員會委會已清楚了解由 JP Morgan 進行的售股過程。

## 決定及理由

25. 總括而言，委員會經考慮獲呈述的證據後，無法裁定有足夠證據證明聯合與任氏家族曾就該項建議收購一致行動。有鑑於此，該項建議收購不會引致全面要約責任。
26. 雖然聯合與任氏家族彼此認識，但委員會根據所得的證據並不信納他們曾“積極合作”以取得或鞏固擁有權。
27. **Asia Packaging** 設立的售股程序似乎具有透明度，這程序由一名獨立方（即 **JP Morgan**）管理，並有其他潛在競投人參與其中。雖然聯合擬於交易完成時就該 29.9% 股權支付的價格將如上文第 10(f) 段所述大幅高於市價，而且聯合顯然是希望避免因取得 30% 或以上的鴻興權益而觸發作出全面要約的責任，但並無證據顯示聯合擬對 **Asia Packaging** 將持有的剩餘股權具有任何控制權或影響力。因此，即使該溢價包含了對 **Asia Packaging** 就其在市場上出售剩餘股權時有可能收取的較低價格而作出的補償，但大額溢價的存在本身並不能證明會因此而取得 30% 或以上投票權的權益。
28. **Asia Packaging** 亦已向執行人員保證，表示他們會盡一切合理的努力盡快處置其持有的剩餘 7.6% 股權。根據 **Asia Packaging** 作出的申述，委員會信納聯合不會就該剩餘股權行使控制權。

2011 年 5 月 24 日

出席聆訊的當事人：

收購執行人員

聯合株式會社

野村國際(香港)有限公司及野村證券株式會社——聯合株式會社的財務顧問

胡家驃律師事務所聯同亞司特律師行——聯合株式會社的法律顧問

**Asia Packaging Company Limited**，由 **CVC Asia Pacific Limited** 擔任顧問的基金所控制

**JP Morgan**——**Asia Packaging Company Limited** 的財務顧問

高偉紳律師行——**Asia Packaging Company Limited** 的法律顧問

已故的任昌洪先生的家族

謝爾曼·思特靈律師事務所——已故的任昌洪先生的家族的法律顧問