

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”）
就根據《收購守則》規則26.1向太陽城集團控股有限公司（現稱**LET Group Holdings Limited**）提出的強制全面要約的
適當要約價作出裁定

聆訊目的

1. 委員會於2022年8月11日舉行會議，考慮收購執行人員根據《公司收購及合併守則》（“《收購守則》”）及《公司股份回購守則》（合稱“兩份守則”）的〈引言〉第10.1項轉介的事宜，其中牽涉特別罕見、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：

因完成涉及收購（除其他事項外）4,991,643,335股太陽城集團控股有限公司（現稱**LET Group Holdings Limited**）（“太陽城”）的股份（“太陽城出售股份”）的相關買賣轉讓協議（定義見下文第22段）而觸發的《收購守則》規則26.1項下的強制全面要約的適當要約價是多少。

主要當事人

該公司

3. 太陽城是一家在開曼群島註冊成立的公司，其股份（“太陽城股份”）在香港聯合交易所有限公司主板上市（股份代號：1383）。
4. 截至2022年7月31日，太陽城合共有6,667,972,746股已發行股份及206,500,187份附有認購206,500,187股太陽城股份的權利的尚未行使購股權。
5. 太陽城主要透過以下五個分部經營業務：(i) 開發及銷售寫字樓、住宅及零售物業；(ii) 租賃零售住宅物業及提供物業管理服務；(iii) 提供酒店及綜合度假村一般顧問服務；(iv) 銷售旅遊相關產品及提供旅遊代理服務；及(v) 於菲律賓提供物業管理服務及交通運輸服務。

借款人及周先生

6. Star Soul Investments Limited (“**借款人**”) 是一家由曾任太陽城董事會主席兼執行董事的周焯華先生 (“**周先生**”) 全資擁有的公司，而他自2021年12月1日起辭任上述職位。

貸款人

7. 聯合融資有限公司、新鴻基結構融資有限公司及李成輝先生 (統稱 “**貸款人**”) 是根據《融資協議》 (定義見下文第14段) 向借款人提供三億港元的貸款 (“**該貸款**”) 的貸款人。李成輝先生是聯合集團有限公司 (股份代號：373) (“**聯合集團**”) 的行政總裁兼執行董事，並且是控制聯合集團約74.96%權益的Lee and Lee Trust的信託人之一。聯合融資有限公司是聯合集團的全資附屬公司。新鴻基結構融資有限公司是新鴻基有限公司 (股份代號：86) (“**新鴻基公司**”) 的全資附屬公司。聯合集團擁有新鴻基公司約73.08%的權益。

該貸款的主要抵押提供者

8. 名萃有限公司 (“**名萃**”) 是一家由周先生及鄭丁港先生 (“**鄭先生**”) 各擁有50%的公司。在相關買賣轉讓協議 (定義見下文第22段) 完成前，名萃是太陽城出售股份 (佔太陽城已發行股本約74.86%) 及由太陽城發行、本金總額為4.02億港元並於2022年到期的零息可換股債券 (“**名萃可換股債券**”) 的實益擁有人。
9. 星望有限公司 (“**星望**”) 是一家由周先生全資擁有的公司。在相關買賣轉讓協議 (定義見下文第22段) 完成前，星望是以下各項的實益擁有人：(i) 由太陽城發行、本金總額為1.77億港元並於2022年到期的零息可換股債券 (“**星望可換股債券**”) ；(ii) 由太陽城所結欠、本金額為3.03億港元及年利率為2%的承兌票據 (“**承兌票據貸款**”) ；及(iii) 由太陽城向星望 (作為認購人) 發行、本金總額為54.08億港元及年利率為5%的永久證券 (“**永久證券**”) 。
10. Better Linkage Limited (“**Better Linkage**”) 是一家由盧衍溢先生 (“**盧先生**”) 全資擁有的公司。在相關買賣轉讓協議 (定義見下文第22段) 完成前，Better Linkage是由太陽城發行、本金總額為1.2億港元並於2022年到期的零息可換股債券 (“**Better Linkage可換股債券**”) 的實益擁有人，而盧先生則 (直接及間接) 擁有7,000,000股太陽城股份的權益。盧先生是太陽城的執行董事。

代理人及抵押代理人

11. Wooco Secretarial Services Limited (“**Wooco**”) 是《融資協議》 (定義見下文第14段) 項下的代理人及抵押代理人。作為代理人及抵押代理人，Wooco以信託方式為貸款人持有為確保償還該貸款而押記的各項抵押，並獲授權行使其根據《融資協議》獲轉授有關 (除其他事項外) 強制執行該等抵押的若干權利及權力。《融資協議》訂明，Wooco與貸款人之間的關係僅為代理與委託人的關係，及在《融資協議》和相關抵押文件條款下的職責純屬機械式和行政性質。Wooco持有信託或公司服務提供者牌照。

要約人及 Champion Trade

12. 盧先生是Major Success Group Limited（“**Major Success**”）及Champion Trade Group Limited（“**Champion Trade**”）的最終實益擁有人。如下文第21和22段進一步所述，貸款人向Champion Trade轉讓該貸款及為該貸款設立抵押的所有抵押文件項下的全部利益和權利，以及Major Success對太陽城出售股份持有權益。Major Success是要約人。

禹銘

13. 禹銘投資管理有限公司（“**禹銘**”）是(i) 貸款人（在為確保償還該貸款而押記的各項抵押的招標程序方面）的財務顧問；(ii) 要約人在轉讓該貸款及已押記抵押方面的財務顧問；及(iii) 要約人在該股份要約（定義見下文第25段）方面的財務顧問。禹銘是一家獲證券及期貨事務監察委員會發牌以進行第1類（證券交易）、第4類（就證券提供意見）、第6類（就企業融資提供意見）及第9類（提供資產管理）受規管活動的法團。

背景及事實

《融資協議》

14. 借款人、貸款人與Wooco在2021年7月30日就該貸款訂立一份融資協議（“《**融資協議**》”）。該貸款的用途是為借款人提供一般營運資金。自提取日起首兩個月的利率為每年25.958441%，其後為每年24%。還款日為2021年12月30日，即由提取日起計五個月。
15. 根據《融資協議》押記或以其他方式轉讓予Wooco以確保償還該貸款的抵押（“**該等抵押**”）包括（除其他抵押外）：
 - (i) 永久證券；
 - (ii) 名萃可換股債券、星望可換股債券及Better Linkage可換股債券（統稱“**該等可換股債券**”）；
 - (iii) 承兌票據貸款；及
 - (iv) 太陽城出售股份（連同上述(i)、(ii)及(iii)統稱“**太陽城抵押**”）。
16. 周先生及盧先生為《融資協議》項下的擔保人。

違約事件

17. 太陽城在2021年11月29日發出公告，表示（除其他事項外）：
 - (i) 溫州市人民檢察院於2021年11月26日批准逮捕周先生；及
 - (ii) 澳門司法警察局逮捕並扣留周先生，並指稱周先生涉及不法經營賭博及清洗黑錢（統稱“**該事件**”）。周先生自2021年12月1日起辭任太陽城主席及執行董事。

18. 2021年12月8日，胡百全律師事務所代表貸款人和Wooco向借款人發出一封函件，當中表示“該事件構成違反《融資協議》第10條（陳述和保證）……依據《融資協議》第14.1.4條同時構成違約事件。依據《融資協議》第14.1.18條，該事件進一步構成違約事件。”胡百全律師事務所要求在該函件發出當日起五個營業日內立即償還該貸款及根據《融資協議》應計的所有利息。該函件抄送給盧先生。
19. 2021年12月16日，胡百全律師事務所向借款人發出另一封函件，當中表示由於債務尚未償還，因此“貸款人別無其他選擇，將強制執行抵押文件項下的抵押。”該函件抄送給盧先生、鄭先生、名萃、星望及Better Linkage。

強制執行抵押權益

招標程序

20. 根據禹銘於2022年5月25日的陳述：
 - (A) 在2021年12月的違約後，貸款人就收回該貸款可能採取的行動向禹銘尋求專業意見。禹銘建議貸款人向香港持牌法團發出邀請，以物色對該等抵押感興趣的專業投資者。
 - (B) 2021年12月中，貸款人要求禹銘為招標程序作好準備，禹銘遂著手編製招標文件。
 - (C) 2022年2月，禹銘擬備了一份意向表達邀請書（“該邀請書”）草擬本供貸款人審議。然而，鑑於當時香港可能因冠狀病毒病疫情而實施全民強制檢測及全港禁足，故此貸款人對是否展開該程序感到猶豫。
 - (D) 在或大約在2022年3月21日，香港政府擱置了全民強制檢測和全港禁足的計劃，禹銘遂與貸款人重新審視該邀請書。
 - (E) 2022年4月1日，禹銘向336家領有第6類牌照的持牌法團發送載有該邀請書的電子郵件。該邀請書包含該等抵押的詳細資料，並受密碼保護，而密碼只會應持牌法團的要求另行提供予它們。當中有五家不同中介機構作出回覆。
 - (F) 2022年4月7日，一家中介機構（領智企業融資有限公司（“領智”））代表盧先生表達了對該等抵押不具約束力的初步興趣。盧先生簽署了保密協議，並獲准進入與該等抵押有關的虛擬數據室。
 - (G) 盧先生在2022年4月21日透過領智提交了一份不具約束力的指示性要約，並授權他查閱買賣文件草擬本及發表意見。
 - (H) 2022年5月13日，盧先生透過其法律顧問提交了最終要約。由於盧先生是唯一出價的競投者，故此他成功中標。

買賣和轉讓的協議及強制要約

21. 2022年5月13日，Champion Trade與貸款人及Wooco訂立一份轉讓契據（“該貸款轉讓”），據此，貸款人以代價344,383,562港元向Champion Trade轉讓該貸款連同該等抵押（包括太陽城抵押）的全部利益和權利。這相當於《融資協議》項下尚未償還的總金額（包括該貸款的本金額和截至2022年5月13日為止的利息）。
22. 同日，由盧先生全資擁有的兩家公司（即Champion Trade與要約人）訂立了兩份有關買賣和轉讓的協議（“相關買賣轉讓協議”）。第一份協議（“《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》”）涉及要約人收購太陽城出售股份和該等可換股債券，以及向要約人轉讓永久證券和承兌票據貸款，而代價為344,383,557港元。第二份協議（“《買賣轉讓協議（其他抵押）》”）涉及要約人收購名萃和星望的股份，以及向要約人轉讓某些貸款（“其他抵押”），而象徵式代價為5港元（連同《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》項下的代價344,383,557港元，統稱“買賣轉讓代價”）。相關買賣轉讓協議於2022年5月13日完成。
23. 盧先生分別於2022年5月12日及2022年5月13日，透過以下方式取得合計金額為344,383,562港元的資金：(i) 由新鴻基財務有限公司（貸款人之一新鴻基結構融資有限公司的同集團附屬公司）提供為數4,500萬港元的定期貸款，該筆貸款為期12個月且由盧先生的若干其他資產作抵押；及(ii) 由結好證券有限公司授出為數299,383,562港元及為期六個月的保證金貸款融資，而所有太陽城抵押均已被按揭或轉讓，以確保償還保證金貸款。
24. 將部分太陽城抵押轉讓予結好證券有限公司須獲得太陽城同意。太陽城同意有關事項。
25. 在相關買賣轉讓協議完成前，盧先生（直接及間接）擁有7,000,000股太陽城股份的權益。緊隨相關買賣轉讓協議完成後，要約人及與其一致行動的人（包括盧先生）擁有合共4,999,853,335股太陽城股份的權益，佔太陽城約74.98%。要約人須：(i) 根據《收購守則》規則26.1對所有已發行太陽城股份（要約人或與其一致行動的人已擁有或同意收購的股份除外）作出股份要約（“該股份要約”）；及(ii) 對太陽城所有尚未行使的購股權作出購股權要約。
26. 太陽城股份自2022年5月13日起短暫停止買賣。2022年5月16日，禹銘向執行人員提交了一份公布草擬本（“《規則3.5公布草擬本》”）供其審閱。

要約價的釐定

27. 要約人觸發了對太陽城股份的強制全面要約，這點並無爭議。要約人建議以現金方式，按每股太陽城股份0.0029港元的要約價作出該股份要約。根據《規則3.5公布草擬本》所載，該要約價與要約人根據《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》支付的每股太陽城出售股份的價格相同。

28. 禹銘在回應執行人員有關如何釐定要約價的疑問時，表示要約人按該等抵押各自的面值在該等抵押之間分配買賣轉讓代價。相關附錄摘錄於下文：

該等抵押	在該等抵押持有的權益 %	在該等抵押的 相關價值 港元	相關價值% %	分配金額 港元	
太陽城股份	4,991,643,335股太陽城股份	74.86%	279,532,027港元*	4.18%	14,390,578港元
名萃可換股債券	402,000,000港元零息 可換股債券	100%	402,000,000港元	6.01%	20,695,348港元
星望可換股債券	177,000,000港元零息 可換股債券	100%	177,000,000港元	2.65%	9,112,131港元
Better Linkage 可換股債券	120,000,000港元零息 可換股債券	100%	120,000,000港元	1.79%	6,177,716港元
承兌票據	本金額303,000,000港元	100%	303,000,000港元	4.53%	15,598,732港元
永久證券	5,408,000,000港元	100%	5,408,000,000港元	80.84%	278,409,053港元
股東貸款 名萃出售股份 星望出售股份	給予名萃、星望及太陽城的貸款 130,000股名萃已發行股份 1股星望已發行股份	100%	不適用	0.0001%	5港元
總計			6,689,532,027港元	100%	344,383,562港元

註：太陽城的相關價值是以太陽城截至最後交易日的收市價0.056港元乘已押記的4,991,643,335股太陽城股份計算所得。

29. 實質上，要約人是按一籃子該等抵押內的太陽城出售股份的相對百分比價值來分配買賣轉讓代價，藉此得出要約價：
- (A) 太陽城股份在2022年5月12日（首次暫停買賣前一日，即“最後交易日”）的收市價為0.056港元，因此4,991,643,335股太陽城出售股份的價值為279,532,027港元。其他太陽城抵押的價值則按其面值計算。
- (B) 為數279,532,027港元的款額相當於太陽城出售股份市值及所有其他太陽城抵押面值的總額約4.1786%。
- (C) 將《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》項下的344,383,557港元代價（即344,383,562港元 - 5港元）乘以4.1786%等於約1,439萬港元，即平均每股太陽城出售股份約為0.0029港元。
30. 禹銘建議的要約價0.0029港元較最後交易日的收市價0.056港元折讓約94.82%，及較截至2021年12月31日太陽城經審核綜合資產淨值每股太陽城股份約0.7239港元折讓約99.60%。
31. 執行人員對禹銘就涉及收購控制權和其他抵押的交易釐定要約價的計算方法表示關注。2022年6月6日，執行人員向禹銘表示，執行人員初步認為要約價應以要約人支付的全部代價（即344,383,562港元）為依據，故此要約價應為每股太陽城股份0.0690港元，而禹銘如有不同意見，執行人員便會將此事轉介委員會處理。
32. 執行人員建議的要約價0.0690港元較每股太陽城股份於最後交易日的收市價0.056港元溢價約23.21%，較於2022年8月10日（即緊接委員會聆訊日期前的交易日）的收市價0.163港元折讓約57.7%，及較截至2021年12月31日太陽城經審核綜合資產淨值每股太陽城股份約0.7239港元折讓約90.47%。

33. 2022年6月30日，禹銘向執行人員作出進一步陳述，基本上依然認為該股份要約應按每股太陽城股份0.0029港元的要約價作出（“《2022年6月30日陳述》”）。
34. 在太陽城發出公告，表示（除其他事項外）要約人在2022年5月13日觸發了對太陽城股份的強制全面要約，以及要約價取決於委員會的聆訊結果後，太陽城股份在2022年7月7日恢復買賣。

禹銘的論據

35. 禹銘將買賣轉讓代價向太陽城出售股份所作的分配（如上文第28及29段所述），實質上是按照太陽城股份的市價及其他太陽城抵押的面值的比例而作出（“分配方案”）。
36. 禹銘認為，要約人透過支付買賣轉讓代價收購不同的資產——永久證券、該等可換股債券、承兌票據貸款及太陽城出售股份。禹銘認為，“按該等抵押總面值的比例分攤購買該等抵押的代價是唯一合理的分配方式。任何其他方式都是主觀、不可靠，而且取決於大量會令原本簡單及透視的計算方法變得複雜的假設”。
37. 《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》明確訂明太陽城出售股份及其他太陽城抵押各自的購買價，以及有關分配是按照它們特定價值的比例而作出，這唯一公平的基準是如此客觀，若偏離了，便屬武斷和構成危險的主觀做法。
38. 永久證券、該等可換股債券和承兌票據貸款被發行給不同的實益擁有人——周先生、鄭先生和盧先生。舉例而言，星望可換股債券由周先生實益及全資持有，名萃可換股債券由周先生及鄭先生實益及平均持有，及Better Linkage可換股債券由盧先生實益及全資持有。
39. 永久證券、該等可換股債券及承兌票據貸款是太陽城的無抵押債務（“無抵押債務”），而當太陽城資產被提出申索時，無抵押債務的排序會在太陽城股份之前。該等可換股債券和承兌票據貸款將在2022年期間到期償還（首個到期日為2022年8月28日）。在無抵押債務違約的情況下，無抵押債務在申索中的優先排序較太陽城股份高，及預期有51億港元的巨額剩餘價值。該剩餘價值是以無抵押債務總面值64億港元的80%收回率計算得出，而收回率則在公司層面上以太陽城總資產54億港元除以總負債67億港元計算得出。然而，太陽城的股東將擁有的剩餘價值為零，而且太陽城股份會面臨除牌。因此，禹銘辯稱太陽城股份沒有實際價值，
40. 禹銘亦表示，考慮到2019冠狀病毒病疫情及全球旅遊業的狀況，如果太陽城被迫出售資產，太陽城資產淨值的赤字可能會更大。禹銘得出的結論是，允許要約人以每股太陽城股份0.0029港元的要約價作出要約，不僅顯示買賣轉讓代價是以公平方式分配，亦符合太陽城股東的最佳利益。
41. 禹銘確認，由於盧先生對該等抵押瞭如指掌，因此要約人並未就貸款轉讓及買賣轉讓協議委託其他公司對該等抵押進行估值。然而，貸款人委聘了德豪財務顧問有限公司（“德豪”）對太陽城抵押進行估值，但沒有發出正式報告。禹銘在尋求貸款人的批准後，向委員會提供由德豪簽發截至2021年12月31日的太陽城抵押的估值（“該估值”）。該估值採用與無抵押債務面值不同的其他估值方法，而禹銘沒有就有關方法發表意見。該估值獲提供予委員會，只是說明無擔保債務具有重大價值，而不是零價值。

42. 禹銘認為，執行人員以100%買賣轉讓代價來釐定要約價的做法是“基於錯誤理解及違反韋恩斯伯里式原則”。它認為，根據韋恩斯伯里式原則，執行人員在行使獲授予的酌情權時，必須考慮各項相關因素，例如無抵押債務及太陽城出售股份各自的重大和特定價值，無抵押債務的優先排序較太陽城股份高，以及它們是由不同的實益擁有人所持有。
43. 禹銘認為，執行人員的做法“除了為強行索取更高的要約價外，沒有任何可以理解的依據”。單單無抵押債務本身已達64億港元，如果採用執行人員的做法，便會完全抹煞有關價值，這顯然是不可接受的。禹銘指出，潘熙資深大律師（為盧先生提供意見的資深大律師）曾表示，如果執行人員拒絕承認無抵押債務的價值，這決定從公法角度而言實屬不理性。潘熙資深大律師的書面建議沒有提供予委員會或執行人員。
44. 對於執行人員關注到在太陽城的控股權益被收購時分配方案有掩藏（不論是蓄意或無意）要約人支付的任何控股權溢價的風險，禹銘在回應該關注事項時指出，作為密切參與自2021年12月展開的招標程序及其後自2022年5月進行的股份要約的財務顧問，它沒有發現操縱溢價的行為，以及如果在任何法律程序中被傳召作證，它會確認上述事項。此外，禹銘和貸款人在2022年4月的招標程序中廣泛接觸了336家領有第6類牌照的持牌法團，證明了它們的目標是盡量提高出售該等抵押的價格，同時無意中將操縱控制權溢價的風險降至最低。
45. 對於執行人員關注到如果分配方案獲接納，要約人便可“全權酌情決定”如何分配買賣轉讓代價，從而為未來各種交易結構開闢通道，禹銘在回應該關注事項時加以否認，並聲稱分配方案是以直接和客觀的計算和分配方式為依據。假如要約人行使“全權酌情決定權”，便會將要約價訂為每股太陽城股份0.00000001港元。
46. 禹銘不同意執行人員關於無抵押債務的收購構成《收購守則》規則25項下的特別交易的說法。
- 《收購守則》規則25訂明：
- “除非執行人員同意，否則在要約期內或要約已經過相當的計劃後或在有關要約截止後6個月內，要約人及與其一致行動的任何人不得與股東作出或訂立以下安排：買賣受要約公司證券或涉及接納要約的安排，而該等安排是載有不可擴展至全體股東的優惠條件的。”（底線後加，以示強調）
- 《收購守則》規則25的註釋5進一步訂明：
- “受要約公司向股東償還到期未付的債務，或股東將受要約公司到期未付的債項轉讓予要約人或與要約人一致行動的人的做法，可能會被視為本規則25所指的特別交易。如該項償還或轉讓是按一般商業條款進行的公平交易，並且符合規則25註釋4的所有規定，執行人員通常會就該項償還或轉讓給予同意。”
47. 禹銘辯稱，某些股東而非全體股東可享有的“優惠條件”是構成特別交易的先決條件。當太陽城資產被提出申索時，無擔保債務的優先排序較太陽城股份高。無擔保債務顯然具有重大價值。據禹銘所述，無抵押債務債權人預期可收回約80%，而買賣轉讓代價為無抵押債務面值的約5%（買賣轉讓代價344,383,562港元除以無抵押債務的64億港元面值）。因此，以較其面值大幅折讓95%的價格出售無抵押債務乃“非優惠條件”，對周

先生和鄭先生造成損害。

48. 更重要的是，周先生自2021年11月27日起被羈留扣押，因而並未參與任何有關貸款轉讓和買賣轉讓協議的磋商或簽立。結果，周先生因無法自行參與磋商而受到不公平對待，以致他在無擔保債務的價值方面蒙受重大損失。此外，太陽城股份及其他太陽城抵押的轉移是由因周先生被捕而引致的該貸款違約所觸發，這超出了所有牽涉在內的當事人的控制或預期範圍，故執行人員不應將貸款轉讓、太陽城出售股份及其他太陽城抵押的轉讓以及周先生缺席磋商，與一項理應由控股股東為其自身額外利益而訂立的特別交易劃上等號。
49. 在委員會文件中，執行人員引述了數個市場先例，以闡明執行人員過往曾要求在釐定強制全面要約的適當要約價時，應採用由要約人向退股股東支付的總金額所涉及的利益作為依據；並同時引述了一個屬於《收購守則》規則25註釋5所指的交易的先例。禹銘反駁指，所引述的先例與本個案之間在事實上存在顯著分別，並因此得出結論認為並不存在任何特別交易。
50. 禹銘表示，該貸款和其後的該貸款轉讓及該等抵押轉移並非以旨在規避《收購守則》的方式來建構，亦非為了將控制權由周先生轉移至盧先生而設計。禹銘的主要理由包括：-
- (A) 貸款人及借款人均為獨立第三方。該貸款於2021年7月建構，而《融資協議》則於2021年7月30日經公平磋商後訂立，而當時為周先生被捕前四個月。根本無人能事先知道他會被捕，而為了進一步闡明該貸款的真實性，禹銘提供了證據，以證明該貸款的利息在周先生被捕前均獲準時支付。
 - (B) 貸款人當時是透過高度透明的招標程序出售該等抵押，並向336家第6類持牌法團發出了意向表達邀請書。禹銘接獲來自五家不同中介機構的意向表達書，而盧先生則是唯一競投人。
 - (C) 禹銘對於周先生與盧先生在周先生被捕前的密切關係，沒有異議。然而，盧先生認為二人的關係已在周先生被捕後完全切斷，而且假如他當初知道或預視到周先生會被捕，便不會將Better Linkage可換股債券質押，亦不會為該貸款提供擔保。
 - (D) 在該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議完成後，周先生仍欠盧先生1,680萬港元的罰息，因此盧先生與周先生處於不同立場之上。
51. 在委員會聆訊中，禹銘要求委員會考慮兩個假設情況，並詢問委員會在每個情況下會否裁定應採用整筆貸款金額來釐定要約價。第一個情況是，被質押的是一項重大的房地產資產而非無抵押債務，而該房地產資產的價值遠高於該貸款的金額。第二個情況是，該貸款的金額遠高於受要約公司的市值。

執行人員的論據

52. 執行人員認為，本個案須謹慎地權衡下列因素：(a) 要約人的利益及其可就太陽城出售股份分配買賣轉讓代價的商業自由；(b) 《收購守則》規則25下有關特別交易的規定背後的根本原則；及(c) 少數股東的利益。

53. 執行人員認為在本個案中，有三種可能用來釐定要約價的方法，分別是：
- (1) 上文第28及29段所述的分配方案
 - (2) 太陽城股份的市價（“市價方案”）
 - (3) 如下文第62段所述要約人根據相關買賣轉讓協議所支付的買賣轉讓代價總額（“總代價方案”）

(1) 分配方案

54. 儘管分配方案似乎是以透視方式來計算總代價，但若要將要約人支付的代價價值分配至一籃子有抵押資產，此方案未免過於簡單，並可能會對要約人為取得太陽城的控制權而支付的實際代價造成誤導。
55. 執行人員對於禹銘提出的買賣轉讓代價分配方法有所保留。在《2022年6月30日陳述》中，禹銘提到太陽城可能面對財困，並可能需進行某種形式的債務重組及／或集資活動。執行人員認為，分配方案在概念上是將太陽城出售股份的市值與無抵押債務下的未償還本金額作出比較，但有別於太陽城股份的市場成交價，由於無抵押債務的面值無法反映該等債務的價值可能會因太陽城的情況而出現的任何折讓，故該方案本身存在固有缺陷。這自然意味著根據分配方案分配予太陽城出售股份的價格固然會較少。
56. 執行人員亦尤其關注到，若其單純地接納要約人可全權酌情決定如何分配買賣轉讓代價這個做法，便會為未來各種交易結構開闢通道，使每當有上市公司的控股權益與其他資產一併出售時，即可利用無法反映控股權溢價的交易結構（但當計算向少數股東提出的要約價時，理應計及有關溢價）。此做法亦與一般原則1相悖，理由是所有股東均應獲得公平待遇，而屬於同一類別的股東必須獲得類似的待遇。
57. 禹銘表示，《融資協議》下的貸款人在訂立《融資協議》後，並無從名萃取得對太陽城股份所附帶的投票權的控制權。
58. 名萃是一家由周先生及鄭先生以相等份額擁有的投資控股公司。星望及Better Linkage是分別由周先生及盧先生全資擁有的投資控股公司。由於它們只是投資控股公司，故執行人員會穿透這些公司，並認為收購該等抵押（太陽城出售股份除外）是要約人（或與其一致行動的人士）、周先生與鄭先生之間作出的安排，及構成《收購守則》規則25所指的特別交易。首先，除非執行人員給予所需的同意，否則一般不會允許特別交易。於2022年5月13日完成的相關買賣轉讓協議，不但令要約人觸發了強制全面要約，還令它因在未獲執行人員事先同意下完成特別交易而違反了《收購守則》規則25。分配方案將無法把來自上述特別交易的利益擴展至強制全面要約下的其他太陽城股東。
59. 從執行人員的角度看來，儘管兩份守則與交易在財務上或商業上的利弊無關，但當執行人員相信某交易的建構方式旨在規避兩份守則內的保障少數股東機制，例如規則25下有關特別交易的規定，或如該交易與一般原則相悖，執行人員便會介入處理。

(2) 市價方案

60. 執行人員所考慮的第二個方案是以太陽城股份的市價作為要約價。
61. 執行人員認為，此方案僅適合於要約人並未支付代價的個案。在那些個案中，並不會出現某些股東可能會就有關股份而較其他股東獲得更高代價的情況，亦無須顧慮有否支付任何控制權溢價，因為根本沒有溢價。有鑑於此，考慮到盧先生支付了明確的代價，執行人員並不認為市價方案就本個案而言是適當的。

(3) 總代價方案¹

62. 根據總代價方案，每股太陽城股份的要約價是透過將整筆買賣轉讓代價（即344,383,562港元）除以太陽城出售股份的數目（即4,991,643,335股）來釐定，所得的結果為每股太陽城股份0.0690港元。執行人員認為此方案是根據一般原則1（即要求所有股東均獲得公平待遇）而擬定，並顧及到《收購守則》規則25下的考慮因素。

一般原則1及執行人員的做法

63. 一般原則1述明：

“所有股東均須獲得公平待遇，而屬於同一類別的股東必須獲得類似的待遇。”

64. 執行人員通常會依循一般原則1，要求在釐定強制全面要約的適當要約價時，採用由要約人向退股股東支付的總金額作為依據。執行人員提述了三個市場先例，分別為向海航科技投資控股有限公司（股份代號：2086）提出的連鎖關係原則要約，向有線寬頻通訊有限公司（股份代號：1097）提出的連鎖關係原則要約，以及向百靈達國際控股有限公司（股份代號：2326）提出的無條件強制全面要約。上述三宗個案都採用了不少於由各要約人支付的總代價的價格來釐定要約價。

規則25及特別交易

65. 規則25禁止要約人或與其一致行動的人在要約期間內“與股東”訂立“以下安排”：
“該等安排是載有不可擴展至全體股東的優惠條件的”。此規定與規則25背後為達致一般原則1的目的相符，並旨在確保（除其他事項外）股東均獲得公平待遇。就某些特別交易而言，只要符合規則25註釋所訂明的程序保障規定（即須由獨立股東作出大多數投票和獲獨立財務顧問提供公平和合理的意見），便可獲得執行人員的同意。
66. 規則25的其中一個重要宗旨是防止部分股東在某項要約中的得益多於其他股東。特別交易的存在亦可能會直接或間接地對要約人為取得某公司的控股權益而準備支付的代價金額造成影響，並與股東對某項要約的考慮息息相關。
67. 《應用指引17》將執行人員對於特別交易的做法概述如下：
- (i) *“若特別交易安排可以擴展至全部其他股東，便應擴展至全體股東；*

¹ 在委員會文件中，“總代價方案”稱為“合計方案”。

- (ii) 若特別交易安排**無法擴展**至全體股東，**但**交易對手的股東收取的特別利益**可以數量表示**，特別利益的價值便應適當地在要約價中反映出來；
- (iii) 若特別交易安排**無法擴展**，而交易對手的股東收取的特別利益亦**不能量化**，執行人員或會在適當的情況下就有關交易給予同意，但有關交易必須符合規則25註釋4的規定，特別是(a) 受要約公司的獨立財務顧問必須公開聲明，表示其認為該項交易的條款是公平合理的；及(b) 該項交易必須在受要約公司的股東大會上獲得批准，而投票的股東並不涉及該項交易或在交易中並無利害關係。”（粗體後加，以示強調）
68. 執行人員表示，他們認為規則25註釋5已清楚指出償還或轉讓股東貸款屬一項特別交易，並就此類特別交易訂明了相關的同意及審批程序。執行人員提述了向 Incutech Investments Limited（股份代號：356）（“Incutech”）提出的強制全面要約，當中以認購 Incutech 股份所得的款項來償還債務的做法被視為規則25註釋5所指的特別交易，並已遵循相關的同意及審批程序。
69. 執行人員認為，無抵押債務與規則25註釋5所指的股東貸款類似，因此轉移無抵押債務屬一項在規則25下被禁止的特別交易。然而，要約人在完成了有關轉移後，即告違反了規則25下的禁止規定，並且不能藉由根據《應用指引17》通過同意程序而利用規則25註釋5所能帶來的好處。執行人員亦不認為由太陽城股東進行“具追溯力的追認”屬適當做法，理由是：(a) 註釋5是對於規則25下禁止特別交易的概括規定的一項寬免，而任何人一旦違反了該禁止規定，都不應在事後依賴該寬免（換言之，該人並非“清白”）；及(b) 假如太陽城的獨立股東否決該特別交易，則並非單純地將有關交易“解除”便能了事，因為強制全面要約已因太陽城股份的轉移而被觸發。遵循執行人員及委員會過往的做法，強制全面要約一經觸發，各當事人便不能“消除”有關交易，且不得不繼續進行強制全面要約。
70. 對於禹銘指，周先生因該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議而蒙受損失，正好表示並無任何優惠條件擴展至他，因此不應當作特別交易來考慮，執行人員對此觀點不表贊同。凡某股東在某項交易或安排中獲得額外利益（不論他在該安排中是虧蝕還是獲利），即有優惠條件存在。執行人員提述了委員會就阿里健康信息技術有限公司（股份代號：241）一案作出的決定。在該個案中，阿里巴巴爭論指，優惠條件僅在其令資產價值大於本可從第三方獲取的價值（即收取人必須從特別交易獲利）的情況下才會出現，但委員會駁斥了這個論點。優惠條件純粹是股東已獲取的某些價值或利益，而不一定是超出被售資產的價值的部分。
71. 經權衡各方面的因素後，執行人員得出的結論是，總代價方案對本個案而言是最適當的做法，因為要約人在完成規則25所禁止的特別交易時，即告違反了規則25。因此，來自特別交易的任何利益應擴展至強制全面要約下的所有其他股東。再者，總代價方案是一個防規避機制，以防止制定企圖將額外溢價／利益由買方轉移至賣方（但沒有將該溢價／利益擴展至要約中的其他股東）的潛在交易結構。

委員會的決定及理由

特別交易及適當的要約價

72. 由於本個案關乎一系列獨特的事實及情況，並涉及到多名當事人，故在為該股份要約決

定適當的要約價時，必須了解引致該股份要約的交易的實質內容。

73. 本個案的背景概述於上文第14至26段。委員會贊同執行人員的觀點，認為應穿透有關投資控股公司（分別為借款人、名萃、Champion Trade及Major Success）。藉由上文第21及22段所述的該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議，貸款人得以收回該貸款，並將該貸款下的抵押權益以344,383,562港元的代價轉讓予盧先生，而該代價相當於該貸款的本金額與截至該貸款轉讓的日期（即2022年5月13日）為止尚未支付的利息的總和。盧先生透過要約人取得了太陽城出售股份（連同其他太陽城抵押）的權益，繼而觸發了強制全面要約責任。
74. 委員會留意到，該貸款轉讓並無就每項抵押權益的代價載列任何分項數字，而且從該貸款轉讓的條款中清楚可見，該協議旨在將貸款人收回該貸款及相關抵押權益的轉讓記錄在案。
75. 實質上，盧先生(i) 清償了周先生在該貸款下結欠貸款人的債務；及(ii) 取得了原本為確保償還該貸款而押記的一籃子抵押（包括太陽城出售股份）的所有權及利益。
76. 該貸款轉讓構成了《收購守則》規則25所指的特別交易。這是為清償周先生在該貸款下結欠貸款人的債務而作出的安排的一部分。清償周先生在該貸款下的債務屬一項擴展至某股東（即周先生）但沒有擴展至太陽城全體股東的優惠條件。鑑於已清償的債務金額為344,383,562港元，故該優惠條件顯然可予量化。
77. 規則25背後的目的源於一般原則1，該原則規定同一類別的所有股東必須獲得相類似的待遇。這是《收購守則》的一項根本原則。規則25旨在防止部分股東在某項要約中的得益多於其他股東，而《應用指引17》清楚訂明，凡某股東所收取的利益可以數量表示，該利益的價值便應適當地在要約價中反映出來。
78. 基於上述分析，委員會認為，該股份要約的適當要約價應藉由將344,383,562港元除以太陽城出售股份的數目（4,991,643,335股）來釐定，而所得的結果為每股太陽城股份\$0.0690港元（向上調整至小數點後四個位）。
79. 禹銘提出爭辯，指周先生就無抵押債務蒙受了重大的價值損失，因此並不存在向周先生提供優惠條件，但委員會並不贊同此說法的立論點。委員會在阿里健康信息技術有限公司一案中作出的決定是，優惠條件是一項可令股東根據與要約人訂立的安排獲取正數價值或利益的條件，並僅此而已。換言之，優惠條件是否存在並非取決於相關股東在有關安排中是整體上獲利還是虧損。清償周先生在該貸款下的債務就是他所獲得的正數價值。他有否蒙受虧損或所收取的代價是否超出該等被轉移抵押的價值，對於釐定是否存在規則25所指的特別交易並無關聯。
80. 禹銘又爭辯指，由於周先生因被逮捕及拘留而沒有參與該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議的任何磋商或執行，故本個案應與理應由控股股東為其本身的額外利益而制定的特別交易區別開來，但委員會並不贊同此論點。從規則25及其註釋的措辭可見，股東在有關安排下收取利益的意圖並非釐定是否存在特別交易的因素。重要的是利益有否而非為何擴展。遵循此分析，委員會無須就本個案中的一連串交易在本質上是否完全符合公平原則，或是否旨在將控制權由周先生轉移至盧先生，達致意見。

81. 從規則25的註釋及《應用指引17》可見，並非所有特別交易均一律被禁止。就某些特別交易而言，只要符合規則25註釋所訂明的程序保障規定（即須由獨立股東作出大多數投票和獲獨立財務顧問提供公平和合理的意見），便可能會獲得執行人員的同意。
82. 委員會察悉禹銘在委員會聆訊中確認，當該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議訂立時，其知悉規則25的潛在影響，但其不認為存在優惠條件。鑑於清償該貸款下的債務及轉讓無抵押債務均牽涉到當時身為太陽城控股股東的周先生，以及規則25訂明除非獲得執行人員同意，否則一概禁止特別交易，故要約人及禹銘理應在該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議完成前，就有關安排是否屬於一般原則1及規則25的涵蓋範圍內諮詢執行人員的意見，以避免違反規則25（請同時參閱下文第83及87段）。
83. 要約人因完成了該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議而違反了規則25。由於有關註釋及《應用指引17》所訂明的程序保障規定旨在提供一個允許特別交易的方法，而非追認已發生的特別交易，故要約人不可再援引該等程序保障規定。
84. 委員會已仔細考慮委員會文件所載列的全部三個方案，並為完整起見，在下文述明其對每個方案的看法：

分配方案

85. 委員會注意到，相關買賣轉讓代價的分配是盧先生在並無與獨立第三方進行任何公平磋商的情況下，獨自釐定。禹銘提出了多個論點以支持無抵押債務具有重大價值和有關分配的合理性，並認為執行人員所提出的總代價方案完全忽視了無抵押債務的重大價值，而根據資深大律師的意見，有關決定從公法角度而言實屬不理性。禹銘亦提供了由德豪簽發的該估值，當中採納了與分配方案截然不同的方法。
86. 如要對每項太陽城抵押進行估值，可採用多種不同方法，而即使採納同一種方法，太陽城抵押的估值亦會因使用了不同的假設而受到影響。委員會對於這個觀點並無置疑。委員會聆訊的目的是要為該股份要約釐定適當的要約價，而非裁決將《買賣轉讓協議（太陽城抵押）》內的買賣轉讓代價在太陽城抵押之間進行分配的方式在商業上是否合理。它們是兩件不同的事宜。委員會確認，儘管兩份相關買賣轉讓協議的訂約雙方均是由盧先生全資擁有，但仍可能有合理的理由支持盧先生對買賣轉讓代價作出的分配。然而，每項太陽城抵押獲分配的實際金額及評估有關資產的方法，都不是委員會的關注事項。委員會決定按該貸款及未付利息的總額（與買賣轉讓代價相同）釐定要約價，並非漠視無抵押債務的價值。該等無抵押債務的價值（不論金額為何）仍是源自它們各自的協議及／或文書。然而，就構成委員決定的基礎的特別交易考慮因素而言，委員會並無須就每項無抵押債務的價值達致意見。
87. 委員會認同無抵押債務或具有重大價值，並理解到有人會爭論指在344,383,562港元中有一部分是用來支付這些資產的。然而，本個案所關注的是，周先生獲得了根據規則25應擴展至太陽城其他股東的特別交易利益。若要約人欲爭辯該筆款項的任何部分不應被視為給予周先生的利益，便應在完成該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議前，諮詢執行人員的意見並取得其同意，以及遵循《應用指引17》下的程序保證規定。該貸款轉讓及相關買賣轉讓協議一經完成，便剝奪了太陽城少數股東可在獨立財務顧問就有關特別交易安排的公平性及合理性提供意見的情況下考慮該安排的機會。在此情況下，委員會認為採納分配方案並不適當。

88. 儘管委員會無須處理禹銘在委員會聆訊中提出的兩個假設情況，但委員會仍就規則25如何應用於該等情況方面，進行了探討：

第一個假設情況乃假設周先生所質押的並非無抵押債務，而是一項具有重大價值（遠超該貸款的金額）的房地產資產。如上文第75、76及87段所闡述，該特別交易安排是指清償周先生在該貸款下的債務。以其他具有較高或較低價值的質押資產取代無抵押債務並不會對分析有所影響。

第二個假設情況則假設貸款金額遠高於被質押資產的價值。同樣的分析將會適用，而此情況甚至會引起更大的關注——該股東會獲得大額利益（即獲清償的大額債務），而除非獲得執行人員的同意並已遵循《應用指引17》的程序保障規定，否則此利益的價值應擴展至少數股東。

市價方案

89. 鑑於盧先生支付了明確的代價，故市價方案就本個案而言並不適當。這點執行人員或禹銘均無提出爭議，而委員會亦表示贊同。

總代價方案及規則25註釋5

90. 執行人員認為，要約人向周先生收購無抵押債務構成了一項特別交易，而從該收購獲取的利益應擴展至所有其他太陽城股東。委員會贊同收購無抵押債務屬規則25註釋5的涵蓋範圍內，因為該收購是一項將太陽城到期未付的債務轉讓予要約人的安排。
91. 如上文第75及76段所闡述，委員會認為，清償周先生在該貸款下的債務屬一項特別交易，因此應採用該貸款及未付利息的總額來釐定要約價。由於該金額與買賣轉讓代價的金額相同，故委員會就要約價作出的決定亦與執行人員在總代價方案下所提出的建議相同。
92. 最後，委員會希望將以下事項記錄在案：委員會聆訊結束時，委員會決定口頭摘要簡報中所給予的理由若與本書面決定內的理由之間存在任何差異，概以書面理由為準。

2022年8月27日

出席委員會聆訊的當事人：

收購執行人員

陳樂信資深大律師（委員會的程序事宜法律顧問）

禹銘投資管理有限公司（要約人的財務顧問）

勞氏律師行（要約人的法律顧問）

太陽城集團控股有限公司（該公司）

領智企業融資有限公司（該公司的財務顧問）

註腳：盧先生並無被禁止出席委員會聆訊。