

收購及合併委員會

有關阿里健康信息技術有限公司 (前稱中信 21 世紀有限公司，股份代號 241) 的 委員會決定

聆訊目的

1. 收購及合併委員會（“委員會”）在 2016 年 4 月 22 及 23 日舉行會議，考慮收購執行人員根據《公司收購、合併及股份回購守則》（“《收購守則》”）〈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。因此，是次聆訊為非紀律聆訊。
2. 委員會獲邀就以下事宜作出決定：
 - 陳文欣先生（“陳先生”）與 Alibaba Group Holding Limited（與其一眾或當中任何一家附屬公司統稱為“Alibaba”）的附屬公司杭州阿里創業投資有限公司訂立的協議是否構成《收購守則》規則 25 所指的特別交易；
 - 及，如有關協議構成特別交易，Alibaba 就其收購阿里健康信息技術有限公司（前稱中信 21 世紀有限公司，股份代號 241，簡稱“21 世紀”）的多數權益而獲授予的清洗交易的豁免是否已被宣告無效；及
 - 是否已因此而觸發對並非由 Alibaba 或與其一致行動的人擁有的 21 世紀股份的強制全面要約責任，及如有此責任，將以哪個價格作出強制全面要約。

背景及事實

3. 21 世紀是在香港聯合交易所有限公司（“香港聯交所”）主板上市的公司，其主要業務之一是為醫療保健及其他行業開發產品質量電子監管網（“電子監管網”）。委員會獲悉，這是中華人民共和國（“中國”）內唯一可供醫療保健行業使用的電子監管網。電子監管網涉及向醫藥行業的製造商提供產品追蹤和物流資訊服務，及向消費者提供核實產品資料和其來源的服務。21 世紀集團透過其全資附屬公司中信 21 世紀（中國）科技有限公司（“21 世紀中國”）經營其醫藥行業的電子監管網業務，及透過其持有 50% 權益的附屬公司中信國檢信息技術有限公司經營其他消費品的電子監管網業務。
4. Alibaba 與 21 世紀之間的清洗交易在 2014 年 1 月 23 日公布，當時 21 世紀的最大股東是中國中信集團有限公司，其間接持股量合共為約 21.73% 附於 21 世紀股份的股票權權益；第二大股東是陳曉穎女士（“陳女士”），其間接持有約 21.11% 附於 21 世紀股份的股票權權益。在所有關鍵時間，陳女士是 21 世紀執行董事及

副主席，並留任至今，主要負責該公司的日常營運。她直至 2014 年 5 月 9 日為止都是 21 世紀的行政總裁。陳先生是陳女士的弟弟。他沒有參與 21 世紀（尤其是 21 世紀中國）的管理，及看來過往對中國醫藥行業沒有任何經驗。他的主要業務活動是管理 Shenzhen Golf Club Co., Limited，藉此他亦取得管理其高爾夫球練習場業務的權利。於 2014 年 1 月 23 日，陳先生持有約 0.49% 附於 21 世紀股份的投票權權益。他原本是在 2002 年當他將其擁有的公司 Joy Heaven Inc. 以 1,700 萬港元的代價（由現金 200 萬港元及新發行的 21 世紀股份組成）售予 21 世紀時取得 21 世紀的股份。

5. 陳先生亦是河北慧眼醫藥科技有限公司（“OpCo”）的唯一股東。該公司開發企業對客戶（B2C）藥品交易平台，供網上藥房出售非處方藥及相關產品。這項業務由黃建良先生負責管理，他過往曾經為 21 世紀工作，並自 2011 年起擔任陳先生的非正式顧問，直至其獲陳先生聘請出任常額職位為止。黃先生對中國醫藥行業的監管環境知之甚詳，尤其熟悉河北省食品藥品監督管理局（“河北食品藥品局”）及國家食品藥品監督管理總局（“國家食品藥品總局”）的規例及政策；而與該等政府機關的磋商均經黃先生進行。另一方面，陳先生並無參與 OpCo 的日常營運。
6. 由大約 2013 年 4 月起，21 世紀與 Alibaba 舉行了多次會議，陳女士通常都有出席。有關會議探討兩個集團之間有否潛在合作可能性，特別是因為他們均有涉足醫藥行業。當 Alibaba 獲悉 OpCo 正在向國家食品藥品總局申請許可證，以准許其經營網上藥房與消費者之間的非處方藥及其他相關產品網上交易平台時，對合作更感興趣。Alibaba 亦有申請有關許可證。結果，獲發出的許可證只有三個。在 OpCo 提出申請時，河北食品藥品局曾表示希望 OpCo 獲得 21 世紀中國的支持，因為電子監管網對有效營運網上銷售平台來說是必要的條件。基於這個原因，21 世紀中國是有關許可證申請書的其中一個簽署方。
7. 2013 年 11 月 12 日，OpCo 獲國家食品藥品總局發出首個企業對消費者試點許可證（“B2C 許可證”），此乃上述三個許可證的其中之一，有效期一年，期滿後可以續期。另一方面，Alibaba 的申請並不成功。許可證獲發出及 Alibaba 得悉此事後，雙方翌日便展開更為具體的磋商，當時 Alibaba 才首次獲告知 OpCo 是由陳先生全資擁有，而非其原先以為的是 21 世紀的附屬公司。在進行上述磋商期間，代表 21 世紀的主要是 21 世紀的首席技術官及替陳女士和其弟工作的兩名顧問。在尚未與 Alibaba 達成任何協議前，其中一名顧問便已成為了 21 世紀的首席財務官。陳先生聲稱，另一名顧問是向他提供意見。然而，當被委員會查問時，陳女士表示兩名顧問皆為她工作，而陳先生及其法律顧問均沒有對這個說法提出異議。雖然陳女士在委員會聆訊期間似乎已不復記憶，但 Alibaba 在其書面陳詞中述明，是陳女士本人被要求將 Alibaba 有關 OpCo 的建議書傳達給陳先生。陳先生顯然沒有積極參與磋商，他唯一的參與似乎只是在多份與收購 OpCo 有關的協議上簽署。
8. 2014 年 1 月 23 日，21 世紀宣布已與 Alibaba 訂立協議（“清洗交易”），據此 Alibaba 會以每股 0.30 港元的認購價認購 21 世紀的股份；此項認購須待本應導致的規則 26 下的強制全面要約責任獲授予清洗交易的豁免後方可作實。上述清洗

交易的豁免須獲收購執行人員同意，以及（如獲授予有關豁免）須得到當時正待獨立財務顧問提供意見的 21 世紀股東批准後，方可作實。

9. Alibaba 的香港律師在進行盡職審查的過程中，發現陳先生以信託形式持有 21 世紀一家附屬公司的 1% 股權，而陳女士及其弟均為該公司的董事。Alibaba 堅持將這 1% 的股權出售，使陳先生與 21 世紀或其集團概無關連。Alibaba 及其香港律師便是在此情況下收到載有關於陳先生向 21 世紀出售 Joy Heaven Inc. 的資料的 2002 年通函的副本。
10. 在於 2013 年 12 月舉行的第一次各方會議上，Alibaba 的香港律師向其解釋《收購守則》的主要條文，包括除非收購執行人員同意，否則規則 25 下的特別交易應受到禁止。
11. 在 21 世紀及陳女士與 Alibaba 訂立清洗交易當日，陳先生與 Alibaba 訂立兩份協議：第一份協議是有關他以現金代價人民幣 300 萬元向 Alibaba 出售 OpCo；第二份是附帶協議，據此 Alibaba（除其他事項外）同意以商業上的合理努力將其就非處方藥的所有銷售業務轉讓給 OpCo 營運的互聯網平台經營。此外，各方同意將 OpCo 重組為離岸持股平台，陳先生會獲得當中的 10% 權益，而該平台會成為 Alibaba 在中國進行網上銷售非處方藥的唯一途徑。該等協議統稱為“OpCo 協議”，若 Alibaba 的業務轉讓給 OpCo 一事或離岸重組在六個月內仍未發生，或發給 OpCo 的 B2C 許可證未獲續期最少一年，則 OpCo 協議將會被終止或取消。
12. 有關清洗交易的通函在 2014 年 3 月 21 日發送給 21 世紀的股東。該通函及先前的公告均無提述 OpCo、B2C 許可證或 OpCo 協議。
13. 2014 年 4 月 7 日，清洗交易獲 21 世紀大多數股東經投票批准。鑑於陳女士作為訂約方參與了清洗交易協議，香港聯交所規定她與其任何聯繫人（包括其弟）均不應在股東大會上投票，因此陳女士及其弟均沒有在股東大會上投票。
14. 清洗交易於 2014 年 4 月 30 日完成。同日，陳先生與 Alibaba 訂立一份進一步附帶協議，據此陳先生承諾（除其他事項外）會盡合理的努力，協助 21 世紀中國及國家食品藥品總局以 Alibaba 信納的形式，就建設、操作、維護及管理“中國藥品電子監管網規管平台”落實框架協議。
15. 2014 年 11 月，OpCo 的 B2C 許可證獲續期一年，及雖然多項有關 OpCo 重組的條件有待履行，但已採取步驟成立一家新公司（“目標公司”），以收購 Alibaba 的網上藥品業務及於 OpCo 的經濟利益，導致陳先生獲得經擴大公司 9.56% 的股權。此百分比略低於在 2014 年 1 月 23 日訂立的附帶協議所訂明的百分比，原因是目標公司的業務範圍較在 1 月時原來擬訂的業務範圍有所擴大。
16. 2015 年 4 月 15 日，21 世紀宣布建議收購目標公司，當中 90.44% 的股權由 Alibaba 持有，而其餘股權由陳先生持有。這項收購的代價約為 195 億港元，涉及向 Alibaba 發行 21 世紀的股份及可換股債券，以及向陳先生發行 21 世紀的股份。基於 21 世紀股份的發行價為 5.28 港元，陳先生於目標公司的權益約值 16 億

港元。上述交易根據香港聯交所的《上市規則》構成一項反收購，及在就此而進行的審批程序期間，陳先生於 21 世紀的股權曝光。

17. 2016 年 3 月 31 日，21 世紀宣布，由於最終截止日期屆滿，及鑑於中國的醫療與保健業在監管上有重大不確定因素，故此將不會再繼續進行對目標公司的建議收購。
18. 在 OpCo 獲發 B2C 許可證後於 2013 年 11 月 13 日舉行會議之時，21 世紀股份的收市價為 0.51 港元。緊接股份暫停買賣以待發出 2014 年 1 月 23 日的公告前，21 世紀股份的收市價為 0.83 港元。2014 年 1 月 24 日，在刊發清洗交易的條款後，股份恢復買賣，當日 21 世紀股份的收市價為 3.92 港元。此後，21 世紀的股份一直以介乎 14.32 港元至 2.19 港元的價格買賣，及大多數時間均超過 4.00 港元。委員會進行會議時，21 世紀的股份以介乎 5.31 元至 5.01 港元的價格買賣。

《收購守則》的有關條文

19. 《收購守則》的基本原則是要令股東在收購或合併交易（就此目的而言包括清洗交易的豁免交易）中得到公平的對待。此乃載於一般原則 1：

“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。”

20. 為了落實此項一般原則，要約人或有意要約人及與其一致行動的人與受要約公司的股東之間的交易受《收購守則》規則25所禁止。由於規則25的註釋列舉出會被視為特別交易的例子及這些交易的處理方法，謹此引述規則25及其註釋的全文：

“附有優惠條件的特別交易

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。”

規則25的註釋：

1. 補回差價及其他安排

附有特別條件的安排，包括承諾向股份賣方補回售價與其後任何成功要約的價格之間的差價的任何安排或任何其他補回差價的安排。作出擬接納要約的不可撤回承諾，連同在要約未能成功時出售股份的期權，亦將被視作為該等安排。

由要約人與某個與其一致行動的人訂立的安排，以便這與其一致行動的人，可根據要約人承擔所有風險及獲得所有利益的原則，購買受要約公司股份，該等安排便不受本規則25禁止。但載有給予這與其一致行動的人一項利益或可能利益（除正常開支及因持有股份而產生的費用外）的安排通常受到禁止。如有疑問，必須諮詢執行人員的意見。

2. 中間人費用

受要約公司股東因參與推廣要約而將會得到報酬的情況，亦受本規則約束。除非能顯示出有關安排是按一般商業條款訂立，以及提供同樣服務但在該段時間並非股東的人，將有權收取不少於該金額的報酬，否則執行人員通常不會同意該項報酬。與受要約公司任何其他股東分享該項報酬的做法是不能接受的。在本註釋可能有關的所有情況下，都必須盡早諮詢執行人員的意見。

3. 管理層保留權益

有時要約人可能希望安排受要約公司的管理層在有關業務中延續其在財政上的參與。可以達致上述效果的方法眾多，但執行人員關心到須確保的原則是，與權益股權有關的風險及回報應適用於管理層所保留的權益。例如，執行人員通常不會認為保證以原來的要約價作為認購權的最低價的安排是可以接受的。作為授予同意的條件，執行人員通常會要求受要約公司的獨立顧問公開聲明，以其意見認為，與受要約公司的管理層作出的安排是公平和合理的。此外，如要約人及受要約公司的管理層合共持有受要約公司超過5%的權益股本，執行人員亦通常需要該等安排獲受要約公司的股東在股東大會上批准。在該股東大會上，投票的股東必須為獨立股東。在決定是否需要舉行股東大會時，特別是當有關權利是可以在要約期內行使時，可轉換證券、認股權證、期權及其他認購權的持有量亦可能與此有關。在本註釋可能有關的所有情況下，均應諮詢執行人員的意見。

4. 將受要約公司資產處置

在某些情況下，要約人可能對受要約公司內若干資產沒有興趣。如果受要約公司的股東試圖取得該等資產，該項交易的條件可能會賦予該股東一項特別利益；無論如何，該項安排無法擴展至全體股東。執行人員通常會同意該等交易，但受要約公司的獨立顧問必須公開聲明，表示其認為該交易的條件是公平合理的，並且該交易必須在受要約公司股東大會上獲得批准。在這個股東大會上，投票的股東必須不涉及該交易或在交易中並無利害關係（而非只純粹是受要約公司的股東）。凡在有關期間後才出售資產，執行人員將會審查該交易是否有事先安排的成分。

若其他交易的情況類似，例如是與受要約公司的股東進行的涉及要約人資產的交易，則執行人員會考慮允許進行該等程序。

5. 償還股東貸款

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。”

21. 《應用指引17》概述收購執行人員對於特別交易的現行做法，相關部分如下：

“委員會認同執行人員對於特別交易的現行做法，現概述如下：

- (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；
- (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。

以下為上述第三項安排的一些例子：

- (a) 要約人與一名股東之間的資產出售行動 — 在一般情況下，這類資產出售行動無法擴展至全體股東。資產出售若構成特別交易且不能量化（例如出售品牌或涉及商譽的資產），便較難處理，以致這類交易的利益不能擴展至所有股東；
- (b) 要約人與一名股東訂立的業務協議、股東協議或其他合作協議 — 同樣，要就一項協議（特別是合作協議）釐定客觀價值，即使不是沒有可能，也是非常困難的；及
- (c) 受要約公司與即將退出的股東或將退任的高層管理人員訂立的服務及管理協議 — 這類協議的激勵條款可包括提供更吸引人的合約條款、要約人授予認股權，又或成為要約人董事局其中一員。由於這類關乎管理層的激勵條款可以涉及重大利益，執行人員認為，就有關服務或其他管理合約請求執行人員給予同意的程序，必須與出售受要約公司資產的一樣，須符合同等嚴格的要求（即註釋4的所有規定均應適用）。

22. 收購執行人員會否授出清洗交易的豁免，受限於尋求寬免的人是否遵守《收購守則》內某些規則，及如未能遵守有關規則，即使給予寬免亦可能會被宣告無效。規則25是其中一條相關規則。《收購守則》附表VI〈清洗交易指引註釋〉第2段規定須遵守規則25，相關部分如下：

“……要獲得[清洗交易的]寬免，必須符合以下條件：

……(d) 尋求寬免的人或集團已遵守《收購守則》下述規則（如適用）：

……

(x) 規則25（特別交易）；……”

23. 《收購守則》鼓勵當事人如對擬作出的行動有任何疑問，便應諮詢收購執行人員的意見。這點於《收購守則》〈引言〉第6.1項中訂明：

“如果當事人或其顧問對擬採取的行動是否符合一般原則或規則有任何疑問，均應事先諮詢執行人員的意見。這樣，當事人便可以清楚知道正確行事的準則，從而盡量避免因貿然行事而可能違反該兩份守則。”

24. 由於在聆訊中所引起的爭議是關乎委員會應否在其感到執行《收購守則》會造成不恰當的情況下行使其酌其權，故在此載錄《收購守則》〈引言〉第2.1項的字眼，當中載列詮釋《收購守則》的方式：首先是參考其一般原則，然後參考具體規則以落實該等一般原則，最後是參考一般原則的精神以求達到其背後的目的。委員會亦就此擁有酌情權可在若干情況下修改或放寬某項規則。第2.1項訂明：

“兩份守則採用一套共通的定義及一般原則。一般原則基本上是在進行收購、合併或股份購回時所須遵守的良好操守準則的聲明。一般原則所使用的是含義廣泛的普通用語，並沒有界定其準確的應用範圍或界限。執行人員及委員會根據一般原則的精神來應用該等原則，及可以透過修改或放寬守則條文的語言所產生的效果，以求達到一般原則背後的目的。

除了一般原則之外，每份守則都載有一系列規則，其中有些實際上擴充一般原則的內容和載述一般原則應用的實例，其他的規則是管轄特定類別的收購、合併或股份購回的程序規則。雖然規則所使用的語言較一般原則的詳細得多，但它們像一般原則一樣，都必須經過詮釋才能達到其背後的目的。因此，每份守則都可通過一般原則，適用於任何規則中未有涵蓋的特定情況。因此，必須遵守規則的精神及其具體條文，而執行人員及委員會如認為在某個案的特殊情況下，嚴格執行規則會造成不必要的限制或沉重的負擔，或在其他方面造成不恰當的情況時，便可能會各自修改或放寬規則的執行。”

收購執行人員的論據摘要

25. 規則 25 以直接明確的措辭擬訂，而檢定某項安排是否一項特別交易，是一道關乎事實的問題。在進行清洗交易的同時，清洗交易豁免申請人 Alibaba 與 21 世紀股東陳先生訂立了一項安排，當中附有無法擴展至其他股東的優惠條件。故此，OpCo 協議屬一項特別交易。
26. 規則 25 旨在發揮一般原則 1 的實際效力，即屬於同一類別的股東必須獲得相類似的待遇，而其背後的目的並非局限於旨在鼓勵股東影響要約或清洗交易的結果的安排。從字面上理解，該規則及其註釋明確指出，有關條文並不限於旨在影響交易對手的股東接納要約或投票贊成清洗交易的特別交易。規則 25 的註釋並無規定須具誘因。相反，在註釋所提供關於收購執行人員或會給予同意的特別交易的例子中，徵求同意的一方有責任證明（其中包括）沒有涉及誘因。儘管如此，有關安排通常須取得獨立股東的批准及收購執行人員的同意。雖然 Alibaba 認為收購執行人員將不會同意涉及以下情況的特別交易：向一名股東提供誘因或明顯

激勵，使其以特定方式行使有關要約或認購的權利，但是這並不表示收購執行人員會在相反情況下給予同意。在無需向股東提供誘因或明顯激勵的情況下，有關安排仍可構成規則 25 所指的特別交易。倘若 **Alibaba** 的論據是正確的話，規則 25 中禁止收取特別利益的股東投票的規定便屬不必要。

27. **Alibaba** 亦辯稱，規則 25 旨在禁止要約人與股東訂立安排，因為他是一名股東。雖然規則 25 確實適用於有關安排，但從措辭上看來，該規則所涵蓋的交易範疇更為廣泛。註釋 2、3、4 及 5 明確視有關安排為特別交易，當中股東並非以股東的身分，而是作為中間人、管理層、資產的買方及債權人的身分行事。
28. 規則 25 適用於要約人與股東之間的安排，即使要約人並不知悉該人是一名股東。2008 年有關金匯投資（集團）有限公司的個案有助說明這一點，該公司因在要約期內向一名股東出售資產而不慎違反規則 25 的規定。在該個案中，收購執行人員根據註釋 4 的規定，批准將有關交易提交予獨立股東表決。該公司在其股份要約結束前取得批准。規則 25 本身或其註釋並無提及須有任何認知。該規則及其註釋適用於事實，而事實上陳先生是一名股東，無論 **Alibaba** 知悉與否。
29. 即使事實上某安排可能是公平合理或按公平價值作價，但這並不表示該安排不能賦予無法擴展至全體股東的特別利益。規則 25 的註釋 4 及 5 所指的安排有助說明這一點，當中規定獨立財務顧問須表示其認為該交易的條件是公平合理的。有關意見並不代表沒有對相關股東賦予特別利益，當然也不代表規則 25 不再適用。
30. **Alibaba** 承認當時正進行探討性磋商，但表示這與事先安排並不相同。執行人員並不接納此論據，認為與陳先生的安排在性質上已超出探討的範疇。規則 25 並無規定須存在著一份合約；安排便已足夠。安排較協議或合約擁有更廣泛的涵義，且無需具法律約束力。事實上，**OpCo** 協議遠超於協議或合約的範疇：這是一系列受若干條款規限的合約。此外，於目標公司的權益屬或然性質或附帶條件這一事實，並不表示其沒有重大價值。該或然或附帶條件的權益的價值應反映特別條件，而不是如 **Alibaba** 的專家證人所指，所收取的代價與其公平價值之間的差額。
31. **Alibaba** 在陳詞中提述多宗倫敦的案例。雖然在某些情況下，參考倫敦收購委員會的做法，對詮釋《收購守則》方面提供了有用的指引，但在檢視倫敦的案例時，應採取審慎的態度並顧及該等案例本身的情況。由於各市場存在差異及有不同的關注事項，故在應用某項規則上會有分別。在香港，大部分上市公司受其董事會成員控制，有別於倫敦的情況。此外，《倫敦守則》有關禁止特別交易的規定（與管理層保留權益有關的特別交易除外）並不適用於清洗交易。委員會就勵晶太平洋集團有限公司[2000年3月30日]所作的決定已確認這一點，當時委員會決定，其無需詳細瞭解現時倫敦收購委員會的做法都可就某個案作出決定。
32. 最後，**Alibaba** 表示，收購執行人員的詮釋範疇並不可行，因為肯定有不少要約人的集團成員公司，在不知道交易對手是股東的情況下，已在要約期間或之後與他們訂立安排。對此，收購執行人員要求委員會在檢視本個案時顧及個案本身的情況。這並不是一項與要約人的一致行動人士進行的間接交易。**OpCo** 協議及清洗交易有密切聯繫，而並行展開的磋商涉及相同的緊密關連人士。

33. 委員會詢問收購執行人員，鑑於陳先生與其姊的密切關係，即使他不是一名股東，收購執行人員會否因而認為 OpCo 協議屬於規則 25 的範圍內。收購執行人員回答時表示，它會因其密切關係而感到關注，且對它來說，他們在行事時二位一體。毫無疑問，倘若該事宜在申請清洗交易的豁免時提出，收購執行人員便會就他們之間的關係作進一步查詢。事實上，由於陳先生是一名股東，故無須進行有關查詢工作。
34. 倘若 OpCo 協議是一項特別交易，下一條問題是委員會是否應宣告清洗交易的豁免為無效。就此，考慮到《收購守則》〈引言〉第 2.1 項，收購執行人員認同 Alibaba 的觀點，認為委員會有酌情權裁定清洗交易的豁免並無失效。委員會僅應在所有相關情況均顯示其值得行使它的酌情權時，方可這樣做。就此，收購執行人員指出（其中包括）OpCo 在接洽河北食品藥品局及國家食品藥品總局時與 21 世紀有密切聯繫；為 21 世紀或陳女士工作的人士明顯牽涉兩項交易的磋商及陳先生沒有任何實質參與；Alibaba 的香港律師試圖刪除陳先生為 21 世紀旗下一家附屬公司的股東的紀錄；Alibaba 承認起初曾探討將 OpCo 及其非處方藥網上平台與 21 世紀合併的可能性；以及 Alibaba 在知悉陳女士與其弟的密切關係時沒有徵詢收購執行人員的意見。這並不是一項技術性事宜。21 世紀的股東被剝奪了《收購守則》內有關屬於同一類別的股東必須獲得相類似待遇的基本保障。基於所有事實及一般原則 1 和規則 25 的重要性，清洗交易的豁免應被宣告無效。
35. 倘若清洗交易的豁免被宣告無效，便會產生強制全面要約責任。那麼問題是，應以哪個價格作出要約。收購執行人員駁斥了要約價應為 0.30 港元的觀點，原因是該價格並未反映陳先生所獲得的優惠條件，而這取態與規則 25 和應與其一併閱讀的《應用指引 17》，以及中國東方集團控股有限公司和鄭州燃氣股份有限公司的案例一致。在這些個案中，要約價曾被提高以反映特別交易中的優惠條件。
36. 在此事上，收購執行人員為確定合適的要約價，審視了多項不同的基準，然而每項基準都被證明不能令人滿意。收購執行人員因此認為最合適的案例是玉郎國際集團有限公司一案[1990 年 10 月 10 日]，當時的收購委員會（委員會的前身）裁定，要約價應該是要約責任被觸發時的市場價格。在玉郎一案中，兩名曾各自取得玉郎股份的股東聯合採取以下行動：其中一名股東利用由另一名股東安排的按揭所得的款項來贖回其在另一項按揭安排下所抵押的股份。在上述該等安排下，該另一名股東有權就抵押的股份進行投票。玉郎一案並無涉及收購股份（可作為決定要約價的基準）所附帶的投票權。倘若委員會同意玉郎一案是合適的案例，那麼 21 世紀股份的要約價將會是該等股份在委員會宣告清洗交易的豁免無效當日的交易價。倘若以 2016 年 4 月 22 日星期五（委員會作出決定前的交易日）的收市價為基準，在強制全面要約下將要支付的 21 世紀股份的每股價格將會是 5.11 港元。

Alibaba 的論據摘要

37. Alibaba 同意，規則 25 源自一般原則 1，而其背後的目的目的是落實一般原則 1 的規定。該規則所針對的不當行為，主要是指向某股東（以其股東身分）提出某項具優惠條件的安排，藉此誘使他接受某項要約或（就本個案而言）支持清洗交易。本個

案完全缺乏此項動機。事實上，陳先生及陳女士均沒有憑他們持有的21世紀股份投票支持清洗交易。另外，陳女士只不過是董事會內九名董事的其中一員，單憑她支持清洗交易，並不足以保證該交易可獲得董事會批准。再者，陳先生在21世紀的持股量微不足道，而他和Alibaba之間的協議與清洗交易互不相干，並且是完全獨立的安排；而該兩項安排並非互為條件。基於上述理由，陳先生與Alibaba之間的協議並不屬規則25所涵蓋的範圍內。

38. 為闡明上述差別，Alibaba的律師將規則25適用的交易與違反該規則的交易加以區分。該規則可能適用的交易是指在沒有顧及某人是否股東的情況下所訂立的交易。該律師舉例指，公用服務公司的客戶有可能是其股東，雖然該公用服務公司並不知悉此事。若規則25涵蓋了所有該等交易，要遵從該規則實際上並不可能，尤其是當交易不屬該規則背後的目的所涵蓋的範圍之內。
39. Alibaba在訂立清洗交易之時，並不知道陳先生的股東身分。在不知悉此事實的情況下，實在難以看出該規則針對的“不當行為”可如何發生。就此，Alibaba提述了一份由英國收購委員會（Takeover Panel）轄下的守則委員會（Code Committee）發表的諮詢文件，當中提到《倫敦守則》（City Code）規則16（即《收購守則》規則25的對應規則）的限制：“一般應只在要約人或與其一致行動的任何人知道或理應知道建議與其訂立相關安排的人士是受要約公司的股東或以其他方式持有受要約公司的股份權益的情況下適用”。Alibaba在香港及中國的律師已進行了詳細而適當的盡職審查，但卻沒有發現陳先生持有21世紀股份。
40. 2002年通函雖然提供了有關21世紀與陳先生之間就該公司向他取得Joy Heaven Inc.而進行的關連交易的資料，但據稱閱讀該份文件的目的並非在於確立陳先生是否股東，而是要了解他以信託方式持有21世紀一家附屬公司1%權益的相關安排。再者，該宗交易發生於清洗交易前約12年，而在香港進行的盡職審查則以清洗交易之前三年為限。
41. OpCo協議本身並無包含任何優惠條件。該協議是一項按公平原則進行的交易，據此，陳先生所收取的代價不多於他應收的水平。他透過OpCo擁有一項具備價值的許可證，並以該許可證來換取現金和目標公司的或有或附有條件的少數股權。若這是一項純粹反映市值的交易，當中便不可能包含任何超出市值的價值（多出的價值相當於一項優惠條件）。故此，絕對不應把與Alibaba訂立相關協議時不可能得知的價值計入上述安排之內。陳先生在目標公司持有的股權於2015年4月15日所具有的價值根本無法在一年多前預測得到。另外，Alibaba方面亦提述了倫敦收購委員會（London Panel）在British & Commonwealth Holdings plc / Mercantile House Holdings plc一案中就《倫敦守則》規則16所作的裁定，當中確認了優惠條件是指其中包含了超出及高於其市場價值的特別利益的一項條件。
42. 在收購執行人員致委員會的文件內，陳先生及其姊被提述為推定的一致行動人士。Alibaba並不認為，“股東”的涵義會引申至包括具有與被推定為一致行動人士類似的關係的人士，而且此引申涵義並不符合過往對該規則的詮釋。因此，Alibaba的香港法律顧問看不到有任何須事先諮詢收購執行人員意見的理由。一致行動人士的活動是指有關人士以取得或鞏固控制權為目標而作出的安排，但在本

個案中卻沒有作出此類安排。另外，Alibaba堅稱其並無與陳先生一致行動，亦無理由如此行事。

43. 總括來說，OpCo交易並不在規則25的涵蓋範圍內，亦不屬於該規則旨在規管的交易類別；該交易完全是與清洗交易毫無關連的獨立事宜。Alibaba沒有理由認為其當時正與一名股東進行交易，而有關安排並無包含優惠條件。即使在某些技術層面上，該交易的確屬於該規則的涵蓋範圍，惟《收購守則》的〈引言〉第2.1項給予委員會一項明確的酌情權，可以根據該規則背後的目的豁免或修改該規則的適用範圍。
44. 假如委員會認定OpCo協議屬一項特別交易，該協議現時可由股東予以糾正。此做法較堅持以任何股東都極不可能接受的價格提出強制全面要約更為適當。要評估有關優惠條件的價值，幾乎全無可能，而在此等情況下，遵照規則25的註釋及《應用指引17》所採取的做法，一般會是尋求獨立股東的批准，以及徵求獨立財務顧問確認有關條款是公平合理的。若未能取得該項批准，則可按照委員會的指示安排解除有關安排。
45. 至於一旦須提出強制全面要約所涉及的要約價問題，該要約只可作價0.30港元。這是Alibaba據以取得21世紀多數權益的價格。任何其他作價均為妄定的價格。

委員會的決定及理由

46. 基於下文所載的原因，OpCo協議顯然是規則25所指的特別交易。這是21世紀的一名股東和Alibaba或與其一致行動的人，在清洗交易已經過相當的計劃後至交易完成後六個月期間內訂立的安排，且該項安排附有不可擴展至其他股東的優惠條件。
47. 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類似的待遇。這是《收購守則》的一項根本原則。從規則25的註釋及《應用指引17》可見，該規則所針對的交易遠遠不止於股東被誘使接受或促成一項要約或清洗交易的那些類型。收購執行人員或委員會無需顯示誘因是上述安排背後的目的。在就無法擴展至其他股東的特別交易安排進行舉例時，《應用指引17》在分段(b)特別提及“要約人與一名股東訂立的業務……或其他合作協議”。OpCo協議在某程度上屬於業務協議。
48. Alibaba提出論點，指OpCo協議與清洗交易無關，及彼此並非互為條件。委員會駁回該論點。顯然OpCo協議是Alibaba所提建議的一個重要（即使並非至關重要）的部分，其中也包括取得21世紀的大多數股權。OpCo持有的許可證具備價值，被視為對Alibaba的非處方藥網上平台的發展而言不可或缺；而由21世紀中國開發的電子監管網亦同樣重要。事實上，陳先生與Alibaba在2014年4月30日訂立的附帶協議特別將兩者聯繫起來。該協議規定陳先生須承諾協助21世紀中國及國家食品藥品總局，就建立、操作、維護及管理電子監管網規管平台執行框架協議。OpCo協議及清洗交易在磋商期間亦不被視為獨立於彼此而存在。有關的磋商工作同時進行，並主要由同一群21世紀的員工或陳女士的私人顧問負責，偶爾陳女士也親自參與。OpCo協議及清洗交易在同一天簽訂及在同一天完

成，或第二份附帶協議在清洗交易完成的當日簽訂，並非巧合。陳先生參與上述任何安排的唯一證據，是他在達成條款後在相關協議上簽署。

49. Alibaba 的香港法律顧問在其陳詞中反覆述明，他們與 Alibaba 均不知道陳先生是 21 世紀的股東。香港法律顧問告知委員會，他們當然知悉與陳先生簽訂的 OpCo 協議，並且知道他是陳女士的弟弟。鑑於兄弟姊妹關係的親密程度，香港法律顧問理應關注到，即使陳先生不是股東，OpCo 協議也可能在一般原則 1 及規則 25 的覆蓋範圍內，並理應該諮詢收購執行人員。然而，在此事上，委員會無須決定是否應當為了達致規則 25 背後的目的，而將“股東”一詞的涵義擴展至包括與股東聯繫極為密切的人士。
50. Alibaba 或其顧問是否知道陳先生是一名股東並不重要。Alibaba 曾獲其香港顧問簡單介紹了《收購守則》的主要條款，並獲悉規則 25 的規定。Alibaba 及其香港法律顧問亦從其獲提供的資料中知悉，陳先生在 2002 年成為 21 世紀的股東。Alibaba 及其顧問所要做的僅僅是詢問他在 OpCo 協議訂立之前是否仍是一名股東，然而，不論出於甚麼原因，並沒有作出這樣的查詢。
51. 最後，委員會認為，OpCo 協議是一項附有優惠條件的安排。Alibaba 提出論點，指優惠條件應該只是令資產價值大於本可從另一方獲取的價值的一項條件。由於 OpCo 協議不屬這個情況，規則 25 不應適用。委員會並不接納這一論點。規則 25 的註釋清楚顯示，優惠條件在有關文意中是指可能令有關股東受惠的條件，即並非顯然不利的條件，而非一項超逾某資產或服務的市價的代價。因此，看來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。上述論點與委員會在中國東方集團控股有限公司一案[2007 年 12 月 6 日]中的決定一致。當時一名潛在要約人與一名控權股東訂立了多項安排，根據當中所載的優惠條款，該股東可能已獲取價值，雖然有關安排包含可能已將價值降低的條款。
52. 在本個案中，將 OpCo（其實質上持有 B2C 許可證）出售以換取現金，及可能因而獲得 Alibaba 非處方藥網上平台的 10%（其後已調低至 9.56%）股權一事，顯然導致陳先生收取了正數的代價。這足以構成規則 25 適用的安排。委員會無需決定所收取的代價是否高於 OpCo 的價值。
53. 倘若 OpCo 協議正如委員會所認為屬於一項特別交易，便顯然違反了規則 25，原因是收購執行人員並無就此給予同意。因此，倘若收購執行人員是在（除其他事項外）須遵守規則 25 的規定下，向 Alibaba 授予清洗交易的豁免，如 Alibaba 違反規則 25，將會令清洗交易的豁免被宣告無效，除非委員會行使其酌情權，令該項清洗交易的豁免維持有效。
54. Alibaba 提出論據，指委員會應行使其酌情權，原因是《收購守則》〈引言〉第 2.1 項允許其這樣做。然而，委員會並不認為其將清洗交易的豁免宣告為無效，會在某個案的特殊情況下，導致對執行規則 25 及附表 VI 的施行造成不必要的限制或沉重的負擔，或在其他方面造成不恰當的情況。《收購守則》附表 VI（當中訂明（其中包括）會導致清洗交易的豁免申請失去資格的交易）及《收購守則》

各項規則（將繼續適用於清洗交易）的明顯意向是，如未能遵守清洗交易的豁免獲批給時所依據的基礎，便應導致有關豁免被宣告無效。

55. 規則 25 是對嚴格執行一般原則 1 的一項重大讓步。收購執行人員並非必然會就一項特別交易（特別是在該規則的註釋中並無具體涵蓋的特別交易）給予同意。收購執行人員並無表示，如在清洗交易的豁免申請提出之時已知悉 OpCo 協議，其仍會給予同意。在正常情況下，如清洗交易的豁免所須遵守的某項規則遭違反，便應導致清洗交易的豁免被宣告無效。此舉將會促使清洗交易的豁免的成功申請人須嚴守紀律，以符合授予有關豁免的條件。
56. 有關建議指，與其把清洗交易的豁免宣告為無效，OpCo 協議可交由獨立股東（他們將會按照規則 25 註釋 4 所擬訂的方式獲提供獨立意見）追認。委員會認為此建議在實施上存在困難。首先，這會假定收購執行人員從一開始便擬對 OpCo 協議給予同意，惟實情卻未必如此。此外，倘若 21 世紀的獨立股東表決反對 OpCo 協議，便會產生困難，原因是委員會無權強制該協議的訂約方解除協議。
57. 倘若清洗交易的豁免在規則 25 遭違反後被宣告無效，Alibaba 便有責任提出強制要約（除非該項責任獲得寬免）。規則 26.1 的措辭清楚顯示，強制全面要約責任是可以在收購執行人員（及據此，委員會）同意下獲得寬免。然而，鑑於此規則為《收購守則》中的核心規則，故此除了根據規則 26.1 的註釋及規則 26 的豁免註釋允許授予寬免的情況外，只在非常特殊的情況下才可授予寬免。
58. 在本個案中，委員會認為任何要約均須以 0.30 港元（即 Alibaba 認購 21 世紀的股份，從而令其成為 21 世紀的主要股東的價格）作為起步點。委員會並不認為玉郎的個案可以作為合適的案例。在玉郎的個案中，並無涉及購買股份所附帶的投票權；而在本個案中則顯然有此情況。
59. 委員會及收購執行人員所面對的困難，是要對反映陳先生所獲得的優惠條款的基準要約價 0.30 港元作出調整。在訂立 OpCo 協議的時候，不肯定他會否獲得任何目標公司的股份。此項或然或附帶條件的權利顯然具有價值，但卻難以設定其確切價值。
60. 委員會亦曾考慮自公布與 Alibaba 訂立協議以來 21 世紀的股價表現。於 2015 年 9 月 30 日，21 世紀的未經審核綜合有形資產淨值約為每股 0.19 港元，然而，在清洗交易公布後一段較長期間內，21 世紀股份的交易價高出此金額及向 Alibaba 發行 21 世紀股份的價格數倍。21 世紀的絕大部分（如非全部）股價升幅顯然源於 Alibaba 本身及市場對 Alibaba 能夠為 21 世紀增值的期望。按市價提出要約，會導致 Alibaba 需要就主要由於預期 Alibaba 會為 21 世紀帶來的貢獻而產生的價值，支付一筆龐大金額。這似乎既不公平，亦不合理。此外，不論委員會釐定應就基準要約價 0.30 港元增加何等額外價值，相對於 21 世紀股份的當前市價或該等股份自清洗交易公布以來超過兩年期間的交易價而言，該價值極不可能會是一個重大數值。基於上述原因，委員會決定寬免 Alibaba 在收購執行人員授予其的清洗交易的豁免被宣告無效後，原應會產生的強制全面要約責任。

61. 最後，委員會希望將以下事項記錄在案：聆訊結束時，若在委員會決定口頭摘要簡報中所給予的理由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。

2016年5月17日

當事人：

收購執行人員，其法律顧問為李律仁先生

Alibaba Group Holdings Limited，其法律顧問為余若海，S.C.、司力達律師樓及富而德律師事務所 專家證人—洛希爾（香港）有限公司

陳曉穎女士，其法律顧問為馮華健，S.C.及陳浩銘律師事務所

陳文欣先生，其法律顧問為毛樂禮先生（Mr. Jose-Antonio Maurellet）及美邁斯律師事務所

阿里健康信息技術有限公司，其法律顧問為德普律師事務所