

## 收購及合併委員會

---

### 委員會決定

關於中國東方集團控股有限公司（“中國東方”，股份代號：581）獨立非執行董事就收購執行人員對 Mittal Steel Holdings AG（“ArcelorMittal”，在文義所需的情況下包括其最終控股公司）是否須承擔強制要約責任所作的決定提出的審核申請

---

### 引言

1. 委員會在 2014 年 9 月 25 日舉行會議，以考慮中國東方三名獨立非執行董事代表該公司就收購執行人員認為 ArcelorMittal 與麥格理銀行有限公司（“麥格理”）在 2014 年 4 月 27 日訂立及在 2014 年 4 月 30 日完成的安排並沒有導致 ArcelorMittal 須承擔強制要約責任的決定提出審核申請。有關申請是根據《公司收購、合併及股份回購守則》（“《收購守則》”）〈引言〉第 9.1 段提出的。有關條文規定，有意對收購執行人員的裁定提出爭辯的當事人，可以要求將該事項交由收購及合併委員會（“委員會”）審核。

### 背景及事實

2. ArcelorMittal 按照委員會在 2007 年作出的一項決定，就所有尚未由其或其一致行動人士擁有的中國東方股份提出收購要約。在這項要約完結時，ArcelorMittal 持有中國東方約 47% 已發行股本。由於中國東方的主席韓敬遠先生（“韓先生”）持有約 45% 已發行股本，公眾持有的股份數量不足以符合《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》（“聯交所”的“《上市規則》”）有關公眾持股量的規定。
3. 根據 ArcelorMittal 與韓先生在 2007 年 11 月 9 日訂立的協議，ArcelorMittal 有責任並已確實作出安排以符合《上市規則》有關公眾持股量的規定，其做法是按相同條款向 ING Bank（“ING”）及德意志銀行（“德意志”）（統稱“該等銀行”）分別出售 9.9% 及 7.5% 中國東方股份。
4. 有關條款概述如下：
  - 該等銀行各自以每股 5.7938 港元的價格購買中國東方股份，而中國東方股份在暫停買賣前的最後成交價為每股 6.01 港元；
  - ArcelorMittal 向該等銀行各自授出一項可在 2011 年 4 月 30 日行使的認沽權，根據有關認沽權，ArcelorMittal 同意以原本的購買價（按協定利率作出利息調整，及減去在有關認沽權的三年有效期內收取的任何股息）取得該等銀行購買的所有股份。這項認沽權全部以現金作為抵押。這項抵押品與購買價互相抵銷，因此當中並不涉及任何現金轉移，使得該等銀行均在不必付出

任何財務開支的情況下取得中國東方的股權，因為 ArcelorMittal 實際上已透過認沽權的名義現金抵押品為整宗購買交易提供資金；

- 該等銀行各自因有關認沽權及訂立該等安排而獲支付費用；及
  - ArcelorMittal 可在其行使根據 2007 年 11 月 9 日的股東協議獲授的認購權後，要求該等銀行行使它們的認沽權。
5. 由於 ArcelorMittal 能夠強制該等銀行行使認沽權，令該等銀行在出售其中國東方股份方面受到相當大的限制，因為若 ArcelorMittal 要求該等銀行行使認沽權，它們便可能需要重新買入有關股份。雖然有關股東協議在 2008 年 5 月 9 日終止，但在與該等銀行的安排完成後數日，ArcelorMittal 與韓先生就雙方之間的協議的某些條文是否存續出現爭議，因此，ArcelorMittal 根據有關股東協議獲授的認購權的狀況存在不確定因素。
6. 在與該等銀行的安排訂立後，由於中國東方股份只曾在短時間內以每股 6.00 港元或以上的價格進行買賣，故該等銀行沒有出售其股份的誘因；除非有關安排獲續期或被取代，否則認沽權的行使將變得無可避免。
7. 2011 年 4 月，有關安排獲延期三年。
8. 在延期安排的有效期接近屆滿時，情況出現變化，聯交所在 2013 年底通知 ArcelorMittal，指該等安排不再符合《上市規則》有關公眾持股量的規定，即使該等安排再次延期，中國東方股份仍會因公眾持股量不足而被暫停買賣。此外，在 2014 年 3 月底，德意志通知 ArcelorMittal，指其不會再次將有關安排延期，並將會就其在 2014 年 4 月 30 日行使認沽權發出通知。此時，認沽權的行使價約為 6.50 港元，而有關股份在緊接 2014 年 4 月 29 日暫停買賣前的股價為 1.16 港元。
9. 雖然 ING 表示其會將有關安排續期或訂立大致類似的安排，但 ArcelorMittal 只有很短時間去物色德意志的替代者，否則在德意志行使認沽權時，ArcelorMittal 便會招致以每股約 6.50 港元提出強制要約的責任，而該價格較中國東方股份的最後成交價有約 460% 的溢價。在此情況下，ING 遂向 ArcelorMittal 引薦麥格理作為對手方，以取其合適性及能夠迅速地對有關建議作出回應。
10. 經磋商後，麥格理同意以下安排，據此其將會：
- 以每股 1.70 港元購買中國東方 7.5% 股權，即德意志原先持有的相同權益；
  - 獲 ArcelorMittal 授予一項全部以現金作為抵押的認沽權，據此，麥格理可於認沽權屆滿日期（即 2015 年 4 月 30 日）以 1.70 港元將其持有的中國東方股權售回予 ArcelorMittal。此項安排的結果是購買價會與現金抵押品互相抵銷，所以不會有任何資金轉移；
  - 就認沽權收取一項費用，而麥格理的一家附屬公司亦會收取介紹費，當中 75% 可用作抵銷 ArcelorMittal 日後應付的投資銀行費用；

- 獲付還其成本，包括法律費用及其負責繳付的印花稅；
  - 與 ArcelorMittal 合作恢復中國東方股份的買賣，而麥格理知悉訂立此等安排將會令該等股份暫停買賣；及
  - 就此項安排所涉及的一切風險獲得彌償，包括由其所引致的任何強制要約責任的成本。
11. ING 訂立一份修訂及重列協議，將認沽權以每股作價 1.70 港元延長多一年，而協議的其他條款與麥格理訂立的安排基本一致。
  12. 在訂立這些安排之前，ArcelorMittal 多次透過其法律顧問諮詢收購執行人員，以確定這些安排本身不會導致 ArcelorMittal 觸發《收購守則》規則 26.1 所訂的強制要約責任。《收購守則》〈引言〉第 6 段亦鼓勵當事人諮詢收購執行人員的意見。儘管該諮詢對收購執行人員不具約束力，但 ArcelorMittal 得知，收購執行人員基於獲提供的資料並不認為與麥格理訂立的該等安排會觸發強制要約責任。
  13. 與麥格理的協議在 2014 年 4 月 27 日簽訂。翌日，德意志就其行使認沽權一事發出通知。根據與德意志簽訂的協議，ArcelorMittal 能夠指示德意志以麥格理為股份承讓人來完成該行使通知。2014 年 4 月 30 日，隨著德意志行使認沽權及麥格理取得中國東方 7.5% 股權，有關安排已經完成。雖然在 ArcelorMittal 的設計下，該等安排得以同步完成，但法定權益披露具報顯示出一個隨著 ArcelorMittal 的股權及衍生權益變化而出現的四步曲過程。另外，為向印花稅署呈交而編製的買賣單據顯示，ArcelorMittal 以每股大約 6.50 港元的價格購入中國東方的股份，並以每股 1.70 港元的價格向麥格理出售該等股份。
  14. 2014 年 4 月 29 日，中國東方要求其股份暫停買賣，以待刊發有關其公眾持股量的公告。該份在 2014 年 5 月 5 日刊登的公告通知股東，因 ArcelorMittal 所採取的行動導致不再有充足的公眾持股量，故暫停買賣將會持續。事實上，在委員會聆訊召開時，暫停買賣尚未被撤銷。
  15. 2014 年 6 月 9 日，中國東方獨立非執行董事代表該公司致函收購執行人員，要求其裁定 ArcelorMittal 已觸發《收購守則》規則 26.1 所訂的強制要約責任。2014 年 8 月 21 日，收購執行人員裁定，強制要約責任沒有被觸發。得悉此決定後，獨立非執行董事遂在 2014 年 9 月 1 日要求委員會對該項決定進行審核。

### 《收購守則》的有關條文

16. 《收購守則》對一致行動的定義如下：

“**一致行動 (Acting in concert)**：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。

在不影響本項定義的一般適用範圍的情況下，除非相反證明成立，否則下列每一類別的人都將會被推定為與其他同一類別的人一致行動：……

- (9) 任何就取得投票權向其他人（或與其一致行動的人）提供（直接或非直接）融資或財政援助（包括與取得投票權有關的融資的任何直接或非直接再融資）的人，但在日常業務過程中提供貸款的《銀行業條例》（第155章）所指的認可機構除外。”

17. 規則 26.1 列明必須作出強制要約的情況。該規則的相關部分訂明：

“必須作出強制要約的情況

除非獲執行人員授予寬免，否則當—

- (a) 任何人不論是否透過在一段期間內的一系列交易而取得一間公司30%或以上的投票權時；……
- (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（不論該類權益股本是否附有投票權）的持有人，以及向該人或與其一致行動的人持有的任何一類有投票權的非權益股本的股份持有人，作出要約（另見規則36）。”

18. 雖然強制要約通常是在一人或多名一致行動的人士超逾收購要約觸發點，即30%，或持有一家公司不少於30%但不多於50%的投票權並增加超過2%持股量時被觸發，但在某些情況下，即使一致行動集團的持股量改變沒有導致超逾收購要約觸發點，但仍有可能產生《收購守則》下的後果。上述內容載於規則26.1註釋1，該註釋的相關部分內容如下：

“在某些情況下，一致行動集團的組成可能會有所改變，以致實際上形成新的一致行動集團或集團的均勢有重大改變。例如當一致行動集團的一名成員將所持有的股份全部或大部分售予一致行動集團內其他現有成員或另一人時，這情況便會出現。執行人員將採用下文，特別是本規則26.1註釋6(a)及7列出的準則，並且可能縱使在沒有單一股東持有30%或以上股份的情況下，仍要求有關人士作出全面要約。”

19. 規則26.1註釋6(a)的相關部分訂明：

“從另一成員取得投票權

假如某一致行動集團持有一家公司合共30%或以上的投票權，而該集團的個別成員因向另一成員取得投票權而持有30%或以上的投票權，或如其持有量已介乎

30%與50%之間，而在任何12個月期間再取得超過2%投票權，通常便會產生作出要約的責任。

除本規則26.1註釋7列明的因素外，執行人員在考慮是否寬免要約的責任時，將顧及的因素包括：

- (i) 該集團的領導人或最大的個別持股量是否已有所改變及該集團內持有量的均勢是否有重大改變；
- (ii) 為取得該等股份所支付價格；及
- (iii) 一致行動的人之間的關係及他們採取一致行動的時間有多久。”

20. 儘管規則26.1註釋1亦提及註釋7，但註釋7列出的準則與本個案的情況無關。

### 中國東方的論據摘要

- 21. 中國東方的論據建基於三項主要論點。第一，ArcelorMittal與德意志簽訂的協議規定，ArcelorMittal須先以每股約6.50港元的價格向德意志取得股份，才可以每股1.70港元的價格向麥格理出售有關股份。這點從權益披露具報及（經向ArcelorMittal查詢後而得知）向印花稅署呈交的成交單據的編製方式（當中清楚顯示ArcelorMittal以每股約6.50港元購入股份）得到證明。其後發生的事情並不重要，ArcelorMittal在向德意志購買股份前持有中國東方股份附帶的投票權少於30%，而在緊隨向德意志購買股份後則持有約37.5%投票權。若此事屬實，便須按規則26.1(a)所規定，以每股約6.50港元的價格作出強制要約。
- 22. 第二，麥格理與ArcelorMittal是一致行動人士。麥格理屬於一致行動定義中第9類別所界定的被推定一致行動人士，及實質上是作為ArcelorMittal的“安全港”。雙方之間的交易無需現金支出，對麥格理而言亦無任何不利因素的風險。當中看來並不存在對中國東方的任何真正投資興趣。麥格理看來對透過持有中國東方股份取得投資回報不感興趣；任何派息只會降低認沽權的價格。雖然購入了大量股份，但其從未接觸過該公司。
- 23. 此外，有別於ING及德意志的原有安排，認沽權的價格與中國東方股份的最後成交價相比，有重大溢價。因此，即使是在不大可能發生的恢復買賣的情況下，麥格理亦不大可能有機會按高於認沽權價格的售價賣出股份，因此麥格理將其持有的中國東方股份變現的機會甚微，而麥格理必然在一開始便知道此情況。
- 24. 麥格理因向ArcelorMittal提供便利而賺取大額費用，而且其所有成本（包括印花稅）實際上均由ArcelorMittal支付。麥格理亦就一切損失及法律責任獲得彌償，包括如委員會有所要求，其須作出的強制要約。麥格理亦向ArcelorMittal承諾會盡一切努力支持ArcelorMittal以恢復中國東方股份的公眾持股量及令中國東方股份的暫停買賣得以撤銷。

25. ArcelorMittal與麥格理之間的安排並無提及尋求麥格理透過行使中國東方股份附帶的投票權來提供協助的任何其他情況。此舉未免令一致行動人士安排的存在過於明顯。一致行動人士鮮有以文件記錄其安排。就此而言，委員會參考了倫敦收購委員會就Guinness/Distillers個案作出的決定，當中指出僅僅是“一次點頭，一個眼色”便足以確認一致行動人士的安排。雖然委員會本身就港泰國際控股有限公司一案作出的決定〔決定 — 1999年6月24日〕中指出Guinness個案中引述的“一次點頭，一個眼色”並不包括短暫或一瞬即逝的事情，但有關安排無需明示亦可存在。雖然雙方並無聯合投票的協定，但麥格理的顧問本身曾表示，麥格理一般不會行使其投資的股份所附帶的投票權，故此ArcelorMittal獲確認麥格理至少是持中立態度的。再者，日後由麥格理提供顧問服務的任何投資銀行交易都會有費用回贈安排，這對於ArcelorMittal構成了與麥格理發展業務關係的誘因。反過來說，為了發展投資銀行關係，麥格理亦有與ArcelorMittal合作的誘因。
26. 簡而言之，ArcelorMittal與麥格理之間的安排強烈顯示當中存在一致行動人士的安排，而毫無疑問，一致行動的推定從未遭到反駁。
27. 第三項論點是，由ArcelorMittal磋商達成的安排導致一致行動集團出現重大改變。如ING及德意志之前與ArcelorMittal是一致行動的，於2014年4月30日之前的某個時間，德意志已決定其欲終止這些安排，並為終止這些安排發出通知，表示其不再是一致行動人士。因此，在麥格理取得中國東方的股權之前，舊有一致行動人士已將其持有的中國東方股份所附帶的投票權權益由約47%減至39.5%，而麥格理（作為新的一致行動人士的成員）購買股份令一致行動人士的總持有量回升至47%，因而產生規則26.1(d)所訂的強制要約責任。
28. 若要提出另一項論點，便要引用委員會在永亨銀行有限公司〔決定 — 2008年8月29日〕及香港飛機工程有限公司〔決定 — 2008年12月10日〕兩宗個案中所採用的原則。就此而言，須顧及規則26.1的註釋6(a)所載的條件。儘管一致行動人士的領導人並無改變，但成員之間的均勢因一名成員完全退出一致行動集團而有重大改變（與永亨銀行有限公司一案不同的是，當中紐約銀行（Bank of New York）只是減持了權益）。這成為了收購執行人員不應寬免強制要約責任的一項因素，而若非如此，早已獲得寬免。
29. 接著就是價格的問題。在本個案中，有關方面支付了非常高昂的價格（如所支付的價格實際上是每股中國東方股份6.50港元），並較香港飛機工程有限公司一案中太古股份有限公司所支付的溢價為高（如按每股中國東方股份1.70港元的價格計算）。這亦都說明不應授予寬免。
30. 至於最後一項關乎各當事人關係的因素，有別於家族成員或公司集團的成員，此一致行動人士的成員之間的關係的密切程度並不足以支持強制要約責任的寬免。
31. 最後，即使ArcelorMittal與麥格理及該等銀行之間的安排理應獲得寬免，現在亦不可授予具追溯效力的寬免。

## 向委員會呈交的其他資料內所提出的論點

32. ArcelorMittal的法律顧問解釋，在設計有關安排時已非常審慎，務求使ArcelorMittal在完成有關安排期間從未持有在德意志持有的認沽權下相關股份所附帶的投票權。原訂合約准許ArcelorMittal作出指示，將股份轉移至其提名的人士。此外，行使認沽權的表格亦指明，ArcelorMittal可提名承讓所發行的股份的人士。所以，雖然有兩項交易，即ArcelorMittal向德意志購買股份及將股份售予麥格理，但ArcelorMittal從未持有由麥格理取得的股份所附帶的投票權。有關股份的實物股票是直接由德意志的中央結算系統帳戶轉移至麥格理的帳戶。
33. 有關交易的先後次序非常重要。ArcelorMittal與麥格理的協議是在德意志行使認沽權之前達成，這樣麥格理便可獲提名為在該認沽權下相關股份的承讓人。實際買賣已於2014年4月30日同時完成。就此而言，收購執行人員確認，其認可同時完成的交易，且已認可同時交易有一段時間。然而，收購執行人員會仔細考慮每宗個案的事實及情況，並已至少三次確認同時完成的交易不會引致全面要約責任。
34. 任何欲恢復公眾持股量的努力顯然並不成功。ArcelorMittal曾建議，藉由兩名大股東沽售股份配合中國東方發行新股來恢復公眾持股量，惟韓先生堅持任何恢復公眾持股量的建議應只涉及ArcelorMittal。在此情況下，實在難以看出公眾持股量如何可得以恢復。在沒有恢復公眾持股量的情況下，麥格理以高於每股1.70港元的價格沽出任何中國東方股份的機會看來同樣渺茫。因此，中國東方的股份很可能會在ArcelorMittal與ING及麥格理的協議生效期間一直暫停買賣，而有關協議將於2015年4月30日結束。
35. 由於ArcelorMittal只有僅多於一個月的時間去物色德意志的替代者，故此亦強調可與麥格理就安排進行磋商的時間不多。儘管如此，該等安排和ArcelorMittal與該等銀行之間的原來安排十分類似。雖然當事人不清楚將認沽權的價格定為每股1.70港元的原因何在，但此價格顯然是進行磋商時的討論重點。然而，這似乎是ArcelorMittal願意沽售中國東方權益的最低價，而且此價格並無因股份有可能長時間暫停買賣而遭人為地壓低。
36. 儘管與該等銀行及麥格理訂立了安排，ArcelorMittal仍繼續將其於中國東方的權益列作為持有47%權益的聯營公司。ArcelorMittal在最近刊發的帳目載有一項附註，說明ArcelorMittal為何沒有“取消確認”於中國東方的17.4%持股量，原因是ArcelorMittal透過認沽權仍會因這項投資而繼續承受重大風險及獲得回報。
37. 麥格理堅稱，其並非純粹代持中國東方的股份，亦非為該等股份提供“安全港”。麥格理有絕對自由按其意願行使該等股份附帶的投票權，而即使其承諾會盡一切努力支持ArcelorMittal恢復公眾持股量，亦不會影響其就任何其他事宜投票的自由。雖然麥格理過去一般不會行使其持有的股份所附帶的投票權，但在其投資的公司的已發行股本中，其所佔持股量都相對較低，大部分均遠低於1%。假如有任何建議能提高投資價值，麥格理便會投票贊成。麥格理是因為相信中國東方的股份真的存在上升潛力，才與ArcelorMittal訂立有關安排。麥格理曾查閱有關中國東方的公開資料，其間特別注意到其每股資產淨值遠高於每股1.70港元，故

同意該等安排的內容。麥格理與ArcelorMittal就該等安排進行磋商時，並未能預視到ArcelorMittal與韓先生就恢復公眾持股量而訂立任何協議的可能性，會如目前看來一樣渺茫。至於費用的問題，以麥格理這種機構的規模而言，進行這類交易收取有關的費用似乎亦很正常。

38. 收購執行人員亦確認，由於該等安排要在緊迫的時間內完成，令其在回應ArcelorMittal提請收購執行人員就如何看待該等安排給予指引的要求時備受壓力。這亦是為何收購執行人員在其評估的較後期才對一致行動的推定作出考慮的主因。總括而言，收購執行人員認為麥格理與ArcelorMittal並非一致行動人士，理由是有足夠因素反駁這項推定。即使收購執行人員在這觀點上見解有誤，其決定並非取決於此。倘若麥格理為推定的一致行動人士，ING及德意志亦將如是。在以下兩種情況中，各當事人均沒有超逾規則26.1所訂的觸發點，即持有超過30%的投票權或（如持股量介乎30%及50%）投票權增加2%或以上。在正常情況下，如並無超逾觸發點，便不會引致須作出強制要約。
39. 規則26.1的註釋1並不適用於所有與一致行動集團的持股量變動有關的個案。只有在一致行動集團的均勢有重大變動或實際上已形成新的一致行動集團的情況下，該註釋才會適用。在這方面，該註釋以一致行動集團的一名成員將所持有的股權全部或大部分售予一致行動集團的另一名成員的情況作為例子。在本個案中，一致行動集團的均勢並無重大改動。雖然註釋6(a)所列出的準則與本個案並非特別相關，但該註釋仍指示收購執行人員須顧及這些準則。本個案的一致行動集團的領導人維持不變，而兩家金融機構之間的均勢亦沒有變化。所支付的價格似乎不足以反映是以溢價來換取控制權。同樣地，一致行動人士的成員之間是否已建立長久的關係並非尤其相關。
40. 永亨銀行有限公司及香港飛機工程有限公司兩宗個案均與本個案有顯著分別。在永亨銀行有限公司一案中，各項安排旨在鞏固馮氏家族的地位。當紐約銀行（Bank of New York）擬出售一個較大百分比的投票權時（有關百分比遠高於麥格理現時於中國東方所持有者），有部分曾售予馮氏家族。此外，一致行動人士的成員之間訂立了合約安排，而該等合約安排明顯鞏固了馮氏家族於一致行動集團內的地位。至於香港飛機工程有限公司的個案，太古股份有限公司為直接及透過一家非全資附屬公司取得法定控制權，並超逾了《收購守則》所訂的觸發點。
41. 最後，規則26.1的註釋1並沒有要求當事人取得收購執行人員的寬免。應由執行人員採取主動，就一致行動集團內並無導致超逾收購觸發點的變動有否產生強制要約責任作出決定。雖然收購執行人員被指示須考慮與註釋6(a)及7所訂者（該等準則處理授予寬免的基準）相同的準則，但這並沒有改變上述觀點。



## 決定及理由

42. 委員會認為，在衡量該等安排時，要以有關定義中第9類別一致行動的推定為考量起點，假如當事人之間的安排符合該定義，除非當事人能夠確立相反證明，否則它們會被推定為一致行動人士。就該推定提出反駁屬麥格理的責任。就此而言，按照過往做法，麥格理將須為反駁該推定提出令人信服的理據。
43. 有一點無庸置疑，就是ArcelorMittal本身並非一家認可財務機構，卻向麥格理提供了財務援助。兩家公司之間的安排讓麥格理在無須支付任何款項及無須承擔任何財務風險（此風險實際上已因認沽權安排及ArcelorMittal給予的彌償保證而得以紓減）的情況下，取得7.5%中國東方權益。這難免會令人斷定，有關安排的主要目的是要促使一家財務機構暫時持有中國東方股權，而該財務機構因如此行事而獲支付可觀費用。假如沒有此類安排，ArcelorMittal便須購入德意志所持有的中國東方股權，繼而以非常高的價格觸發規則26.1所訂的強制要約責任。
44. 儘管當事人並無就聯合投票達成任何明確的諒解或協議（其實，即使它們有意作出有關安排，將其以文件記錄下來反而令人感到詫異），但雙方均具有就中國東方共同合作的誘因，而麥格理亦親自承認其未有致力加深對中國東方的認識或與其管理層會面。
45. 該等安排未必一定是只為代ArcelorMittal暫持股份的目的而作出的。在某些情況下，該等安排會為麥格理帶來較其收取的費用為高的投資回報。不過，此等情況必然屬次要的考慮因素，而在委員會聆訊之時（若非聆訊之初），以高於1.70港元的價格出售中國東方股份的成功機會已是渺茫。
46. 故此，基於上述種種理由，委員會不認為麥格理曾反駁有關推定，並因而推定它與ArcelorMittal一致行動。
47. 鑑於該等安排大同小異，因此亦可將ING及德意志推定為與ArcelorMittal一致行動的人士。一致行動人士在其存在的整段期間內，持有中國東方股份所附帶的47%投票權。
48. 委員會得出的另一結論是，ArcelorMittal一方面完成與德意志之間的協議，而另一方面完成與麥格理之間的協議，此安排在任何時候都不曾令ArcelorMittal取得額外投票權，因為該等投票權直接由德意志轉移予麥格理。故此，ArcelorMittal並未因超逾強制要約的觸發點而產生強制要約責任。
49. 雖然該等安排並無令一致行動人士的合計持股量增加，亦沒有令一致行動集團的任何成員超逾強制要約的觸發點，但一致行動集團卻因麥格理取代德意志而有所改變。在此情況下，規則26.1的註釋1要求收購執行人員考量一致行動集團有否重大改變，並指示收購執行人員按照註釋6(a)及7列出的準則評估有關改變。
50. 無疑，一致行動集團的領導人仍維持不變，而其與一致行動集團其他成員之間的合約關係大致上亦沒有改變（認沽權的行使價降低除外）。ArcelorMittal與兩家財務機構所構成的一致行動人士之間的均勢亦維持不變。這正是本個案與永亨銀

行有限公司一案在案情上的分別所在。假如一致行動集團的領導人明確地謀求鞏固目標公司的控制權，而在轉移某一致行動人士持有的少數權益時涉及引入策略性投資者，則可能要作別論。不過，本個案沒有牽涉此種情況。

51. 至於註釋6(a)所列的其他準則，則難以看出當中與本個案有何關聯。由於麥格理實際上並無就其股權支付款項，故難以認定該等安排的目的是要以溢價來換取控制權，而且購買價及認沽權的價格越高，認沽權獲行使的機會便會越大，反而會導致股份重歸ArcelorMittal手中。此外，該項安排若是以代ArcelorMittal暫持股份為主要目的，該段關係的時間長短便無關宏旨。該段關係純粹關乎一家財務機構（可以是眾多財務機構中任何一家）促成ArcelorMittal實踐其意圖達到的目標。
52. 鑑於委員會所得的結論是一致行動人士並無出現重大改變，故一致行動集團並無成員根據規則26.1的註釋1產生任何強制要約責任。

2014年10月14日

當事人：

收購執行人員

中國東方集團控股有限公司（透過其獨立非執行董事），其法律顧問為蘇利文·克倫威爾律師事務所

ArcelorMittal，其法律顧問為年利達律師事務所

德意志銀行，其法律顧問為高偉紳律師行

ING

麥格理銀行有限公司，其法律顧問為安理國際律師事務所