

## 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”）對若干人士是否就萬德資源集團有限公司（“該公司”）一致行動，及如是，有否根據香港《收購守則》（“《收購守則》”）產生強制全面要約責任作出裁定

---

### 引言

1. 委員會在 2010 年 12 月 9 日舉行會議，考慮收購執行人員根據《收購守則》引言部分第 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. 委員會獲邀考慮以下事項：
  - (i) Merdeka Commodities Limited（“MCL”）及黎永雄先生（“黎先生”）（作為一方，統稱為“MCL 方”）與中建電訊集團有限公司（“中建電訊”）及其全資附屬公司 Manistar Enterprises Limited（“Manistar”）（作為另一方，統稱為“中建電訊方”）現時或曾經是否就該公司一致行動的人士；及
  - (ii) 如是，則 MCL 在 2010 年 11 月 23 日自 Manistar 取得該公司的 13.14% 投票權（“該項取得”）一事，有否導致強制全面要約責任產生。
3. 聆訊在發出短時間通知後召開，原因是收購執行人員認為在切實可行的範圍內盡快作出決定是重要的，倘若最終決定強制全面要約責任確已產生，可盡量令最少股東因該項公告延遲發出而受到不利影響。雖然這顯然會導致收購執行人員在委員會展開聆訊前事先對相關事實進行的調查工作受到限制，委員會仍贊同收購執行人員採取的做法。
4. 該公司已由中建資源集團有限公司易名為萬德資源集團有限公司，由 2010 年 11 月 5 日起生效。該公司亦曾在 2008 年易名，當時的原名是易貿通集團有限公司。

### 背景及事實

5. 該公司在 2002 年於創業板上市；自上市以來，中建電訊一直透過 Manistar 作為其大股東。在 2010 年 11 月 22 日辭去該公司董事會職務的麥紹棠先生（“麥先生”）及其他董事，均於 2006 年 4 月獲委任為該公司董事會成員，他們組成該公司全體執行董事。
6. 該公司在 2008 年與黎先生全資擁有的公司 MCL 訂立協議，據此，該公司同意以現金支付 7,800,000 港元及發行本金金額 776,880,000 港元的零息票可換股債券

（“可換股債券”）為代價，收購 MCL 全資擁有並於印尼巴布亞持有天然森林砍伐特許權的公司 Merdeka Timber Group Limited。可換股債券可按每股 0.10 港元兌換為該公司股份。可換股債券未予兌換的部分，可於 2011 年 8 月 12 日按本金金額償還。可換股債券其中一項條款是，倘兌換可換股債券後導致 MCL 及與其一致行動人士擁有該公司經擴大後已發行股本的 30% 或以上的權益，則 MCL 及其代名人無權兌換任何可換股債券。可換股債券的條款旨在使最初持有人不會因為兌換而觸發強制全面要約責任。儘管如此，不論由 MCL 及其代名人或其他人士進行兌換，預期都會大量攤薄現有股東的持股比例，並對該公司股份的擁有權分布構成重大影響。可換股債券未予兌換的部分，則對該公司構成非常重大的負債。

7. 在該公司收購 Merdeka Timber Group Limited 後，黎先生獲委任為該公司其中一些附屬公司的董事會成員，但並無獲委任為該公司的董事會成員。反之，該公司委任另外兩名董事，直接負責管理該公司的林木項目。
8. 委員會獲悉在收購 Merdeka Timber Group Limited 前，麥先生控制的公司與黎先生控制的公司之間並無業務往來。此外，除該公司本身外，上述雙方其後亦無其他業務往來。
9. 在 2009 年期間，中建電訊方與黎先生之間的關係看來惡化。林木項目進展緩慢。獲委任管理林木項目的兩名董事不是自行辭職就是（據黎先生所說）已遭解僱。
10. 該公司在 2010 年 7 月 12 日公布已訂立有條件收購及股份認購協議，據此，該公司將以發行 1,200,000,000 股每股 0.10 港元的股份，及由賣方以現金按每股 0.10 港元認購 500,000,000 股新股為代價，收購中國甘肅省一個金礦的 28% 間接股權。此外，該公司亦獲授予認購該金礦餘下權益的期權。上述安排的先決條件是該公司須通過特別決議案更改其名稱，使其與中建電訊再無關連。
11. 如上述安排予以落實，該公司的持股量分布將會出現重大改變，賣方將會成為大股東之一，持股量與 Manistar 相若。MCL 的持股量將會被大幅攤薄。該安排亦會導致該公司涉足全新的業務範疇。黎先生對上述安排並無作出推薦，中建電訊在被問及時，亦表示不預期他作出推薦。儘管預期 MCL 方將會反對該建議，中建電訊顯然沒有採取行動，爭取其他股東支持該建議。
12. 在 2010 年 8 月 11 日舉行的股東大會上，關於更改公司名稱的特別決議案不獲通過。2,062,908,070 股股份投票贊成該決議案，幾乎全部由 Manistar 持有的 2,031,764,070 股股份所代表，佔該公司已發行股本 38.13%；1,957,096,000 股股份投票反對，當中包括 MCL 方持有的股份。
13. 在 2010 年 9 月下旬，黎先生向中建電訊提出，要求中建電訊採取行動延聘專業管理人員，使林木業務恢復起色。中建電訊回應，撤換管理層的先決條件是 MCL 按每股不低於每股 0.10 港元買入 1,000,000,000 股股份。在買入股份後，中建電訊在該公司董事會中委任的代名人將同意呈辭，並在董事會批准的前提下，由黎先生的代名人接替。雙方協商持續至 10 月，當時的討論看來圍繞按每股 0.094 港元取得 1,000,000,000 股股份，協商然後終止。

14. 該公司在 2010 年 9 月 30 日公布將建議一項特別決議案，將該公司的名稱更改為現行名稱。委員會覺得該項建議並非來自黎先生與中建電訊之間的協商。萬德（Merdeka）是印尼語中一個常見字詞，而除 MCL 外，看來與黎先生任何其他業務概無關連。更改公司名稱的決議案於 2010 年 11 月 5 日在無反對下通過，Manistar 及 MCL 方均投贊成票。
15. 該公司在 2010 年 11 月 12 日發表顯示持續虧損的中期業績後，黎先生再度接觸中建電訊，並重新展開協商。在進行該等協商時，MCL 方持有該公司 652,680,000 股股份，佔其已發行股本 12.25%。此外，MCL 方亦持有面值 504,880,000 港元的可換股債券，可兌換為 5,048,800,000 股股份，佔該公司現有已發行股本約 95%。Manistar 持有 2,031,764,070 股股份，佔該公司已發行股本 38.13%。在該公司董事會全體七名成員中，有四名董事為 Manistar 的代名人。雙方在 11 月 19 日同意：
  - Manistar 將向 MCL 出售該公司 700,000,000 股股份，作價每股 0.097 港元，導致 MCL 方的持股量增至 25.39%，而 Manistar 的持股量則減至 24.99%；
  - 中建電訊四名代名人將全體辭去該公司董事會職務，但會留任無薪顧問一段時間，有關安排可透過發出一個月通知予以終止；及
  - MCL 的代名人將獲委任為該公司董事會成員。
16. 正式協議在 11 月 22 日簽訂，並在該公司另行召開的多次董事會會議上接納上述辭任，並委任黎先生的代名人為董事會成員；委任新董事的會議僅由獨立非執行董事出席。

### 《收購守則》的有關條文

17. 《收購守則》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《收購守則》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股份所附帶的投票權。

18. 《收購守則》亦列出多個類別的人士，說明除非相反證明成立，否則這些人士將會被推定為與其他同一類別的人一致行動。以下是《收購守則》定義部分的相關說明：

“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：—

- (i) 一間公司、其母公司、附屬公司、同集團附屬公司、任何前述公司的聯屬公

司，以及任何前述公司是其聯屬公司的公司……”

19. 在此事宜上，由於 MCL 方及中建電訊方在該項取得後均持有該公司逾 20% 的投票權，因此雙方為聯屬公司。《收購守則》對聯屬公司的定義如下：

“如果一間公司擁有或控制另一間公司 20% 或以上的投票權，或如兩者均屬同一間公司的聯屬公司，則其中一間公司須當作是另一間公司的聯屬公司。”

20. 根據規則 26.1：

“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；
- (b) 兩個或以上一致行動而持有一間公司的投票權合共不足 30% 的人之中，任何一個或以上的人取得投票權，結果令他們合共持有該公司投票權的百分比增至 30% 或以上時……

……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……”

然而，《收購守則》規則 26.1 註釋 1 確認，在某些情況下，一致行動人士所取得的投票權並未導致其單一成員持有某一公司 30% 或以上的投票權，但可能仍產生強制要約責任。註釋 1 的相關部分指出：

“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。”

收購執行人員可能會基於規則 26.1 註釋 6(a) 所載的準則，信納某些情況並沒有形成新的一致行動關係，該註釋的相關部分指出：

“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。”

若持有控制權的股東（例如中建電訊方）只出售部分持股量，收購執行人員基於規則 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。”

21. 一致行動人士是藉著行使或可能行使投票權來行使其控制權，此為他們行使控制權的唯一方法，因此一致行動人士進行聯合投票屬預料之內。雖然不能因為股東聯合投票便確定他們存在一致行動關係，但視乎情況而定，聯合投票行動可能顯示該等股東一致行動。規則 26.1 註釋 4 就股東聯合投票作出以下說明：

“對於股東就若干決議聯合投票的行動，執行人員通常不會將這行動本身當作是應該引致作出要約的責任，但該情況可能被視為顯示該等股東一致行動。”

### 收購執行人員的論據摘要

22. 雖然無法確實指明 MCL 方與中建電訊方是在甚麼時間成為一致行動人士，但其一致行動關係肯定在 2010 年 11 月 19 日前（即原則上達成協議當日前）形成。該一致行動集團持有該公司股份所附帶的逾 50% 的投票權。
23. 由於不承認作出一致行動安排的人士往往會隱瞞有關安排，因此通常沒有直接證據顯示他們採取一致行動。在這情況下，通常須按事實作出推斷，從而確定有關人士屬一致行動人士。有關人士藉協商而達成該項取得，並作出安排以撤換該公司所有執行董事，證明他們積極合作，而合作目的是取得或鞏固控制權，而 MCL 無疑曾購入該公司股份。一致行動不一定指某一購買行動超越了收購界限；一致行動集團的任何成員作出的所有購買行動均與一致行動有關。

24. 該項取得實際上已導致有關人士形成新的一致行動集團，這關乎規則 26.1 註釋 6 所載準則。毫無疑問，該一致行動集團的領導人曾經改變，因為在該項取得完成後，一致行動集團須聽從黎先生及 MCL 的指示，而有關人士的持有量的均勢亦有重大改變。有關方面付出了很高的價格，較協定條款時的當前市價有大約 24% 的溢價，而與 2010 年 10 月中止的協商所顯示的市價比較，則代表著更高的價格和溢價。該等人士亦是最近才成爲一致行動集團。
25. 《收購守則》並無規定一致行動關係必須是持久的安排。一致行動集團可能是爲某一短期目的而成立。就本個案而言，雖然無法確定該一致行動關係在 2010 年 11 月 23 日後（即該項取得完成後）是否仍然持續，但這與判斷該一致行動集團在 11 月 23 日是否存在並無關連。
26. 至於規則 26.1 註釋 7 所載的準則，應注意的是，該準則並非唯一標準，以致可同時考慮其他相關因素，而且不一定要符合所有準則才能確定 MCL 方對中建電訊方餘下的投票權有顯著程度的控制權。MCL 向內幕人士購買股份一事已被確定，收購執行人員認爲，MCL 以高價取得該公司 13.14% 的持股量，顯示存在控制權溢價。
27. 此外，MCL 方及中建電訊方就該公司而言是定義所指的聯繫人，因而被推定爲互相一致行動的人士。有關人士可就這項一致行動推定提出反駁，但他們未能推翻這推定。就這方面而言，收購執行人員的做法是：透過一項交易取得某公司逾 20% 投票權的人，在緊接該項交易前須被視爲聯繫人。因此，MCL 在緊接該項取得完成前是聯繫人。

#### MCL 方及中建電訊方的論據摘要

28. 由於 MCL 方及中建電訊方的回應大致相若，現將雙方的回應綜述如下。
29. 現有證據強烈指出，MCL 方及中建電訊方並無合作，事實上彼此相當不信任對方。這一點反映於 2010 年 11 月 22 日各董事在分開舉行的董事會會議上辭任及獲委任的方式，而有關委任新董事的會議更只有獨立非執行董事出席。促成該項取得的協商之所以展開，是由於黎先生希望在該公司的林木項目得不到專業管理並持續錄得虧損的情況下保障其投資。有關協商所圍繞的是，中建電訊方堅持，除非以原來的成本每股 0.10 港元或相近價格出售其部分投資，否則他們不會支持管理層的任何變動。他們希望彌補其部分投資成本，即合作撤換管理層所涉及的代價。此等安排旨在撤換管理層，但他們如此行事的方式並沒有導致《收購守則》所指的控制權改變。《收購守則》是以所持投票權的一個確切百分比，而非管理層或董事局內的代表，來界定控制權的。
30. 與該項取得之前數月內的股份成交價比較，MCL 爲該公司股份所支付的價格並不算高。無論如何，達成協議時當前成交價所出現的溢價，是由於中建電訊方堅持盡量取回其原來的成本所致，而不是控制權溢價。
31. 在本個案中，沒有任何跡象顯示 MCL 方對中建電訊方持有的餘下股份有任何控制權。這個持股量相當於該公司股份所附帶的投票權的 24.99%，屬規則 26.1 註釋 7

所述的“該公司資本的顯著組成部分”，而非遠低於 MCL 的持股量。在此情況下，《收購守則》推定“相應地存在較大的獨立成分”。

32. 中建電訊方全體代名人辭去董事會職務，乃出於中建電訊方的意願，希望對該公司的投資不會以聯繫人的權益入帳，而將顯示為“可供出售”的投資。如此一來，該公司目前招致的虧損便不會對中建電訊的綜合業績造成影響。
33. 在此情況下，鑑於無論在協商及完成該項取得之前或之後均不存在一致行動人士安排，持股量增至不足 30% 水平一事不應導致強制全面要約責任產生。

### 決定及理由

34. 委員會認為，並無證據顯示 MCL 方與中建電訊方在 11 月展開協商之前是一致行動人士。依聆訊期間得悉的情況看來，雙方關係在某程度上一直存在敵意和不信任感。2010 年 8 月 11 日為批准更改名稱而召開的第一次臨時股東大會的表決結果顯示，雙方立場對立。由於“萬德 (Merdeka)” 此名稱與該公司的林木項目有關，而 (就委員會所知) 與黎先生除 MCL 以外的其他業務權益並無關連，雙方在 2010 年 11 月 5 日就有關更改該公司名稱這項不具爭議的決議案聯合投票，本身並非證明一致行動的證據。
35. 協商出售部分持股量一事本身亦不應構成一致行動。規則 26.1 註釋 7 以隱含的方式確認此點：除購入部分控制性持股量權益一事外，還須有其他因素顯示買方對餘下股份有顯著程度的控制權，及控制權實際上已在一致行動人士安排下改變；即使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 (惟本個案的情況並非如此)，也不例外。假如協商及完成出售僅部分控制性權益一事可構成一致行動的充分證據，則所有該等交易均會受規則 26.1 註釋 1 所規限。然而，這並非《收購守則》在 2002 年引入規則 26.1 註釋 1 第二段的目的，其措辭顯示有關條文只能在若干情況下施行，而不具一般適用性。就此而言，委員會注意到，在其以往關乎或可能關乎規則 26.1 註釋 1 條文的決定中，一致行動人士在進行有關改變持股量的協商之前已經存在，及／或有關人士之間的協議預期會在持股量出現改變後持續有效 [見委員會過去所發表有關下列公司的決定：中國東方 (2007 年 12 月 6 日)；永亨銀行 (2008 年 8 月 29 日)；及香港飛機工程有限公司 (2008 年 12 月 10 日)]。因此，按照規則 26.1 註釋 1 的原意施行其條文的先決條件是，一致行動人士相當可能在展開協商前便已存在、預期會在該項取得完成後繼續存在，或有其他因素顯示在純粹協商及落實出售僅部分控制性持股量的範圍外存在一致行動人士關係。儘管委員會同意，一致行動人士安排可以是短暫的，但在本個案中，若要證明 MCL 方與中建電訊方之間存在一致行動人士關係，必須有其他因素支持。因此，就此事而言，由於不存在一致行動人士關係或上述其他因素，委員會認為規則 26.1 註釋 6(a) 所載的準則並不適用。
36. 倘若在展開協商前並無既有的一致行動人士，或除協商出售僅部分持股量以外便無其他因素，則在該項取得的完成日期後必須有著明顯跡象顯示存在一致行動人士安排，或應有某些證據證明買方對餘下股份有顯著程度的控制權。在聆訊期間，有關方面並無提出直接證據證明存在這種安排。黎先生顯然對中建電訊應如何經營該公司的方式持有不同意見；正因如此，他當初才與中建電訊接洽。至於可能

顯示存在規則 26.1 註釋 7 所述安排的因素，最具相關性的是 MCL 為該公司股份所支付較市價為高的價格。支付該價格的理由已於上文論述。即使沒有這項解釋，若與該公司的淨資產及不久前的股份買賣價和成交價比較，能否將該價格形容為“很高的價格”也值得商榷。就此，委員會亦注意到，黎先生取得該公司更高持股量的另一可行方法是按每股 0.10 港元的換股價將其持有的可換股債券轉換為股份，而該換股價較協定收購價為高。此外，賣方是“內幕人士”，但就受控制公司而言，這並非重大因素。在考慮這些因素時，須同時顧及以下事實：餘下股份是該公司股本的顯著組成部分，幾乎相等於 MCL 方的持股量在該公司股本中所佔的百分比，價值之高遠非售予 MCL 的股份可比。有鑑於此，並基於委員會所知有關此事的事實及向其作出的申述，委員會認為，MCL 所支付較市價為高的價格並非顯示對餘下股份有顯著程度的控制權的決定性因素。

37. 委員會在達致決定時，無須決定任何人在涉及將某公司的股份所附帶的投票權增至 20% 或以上的交易中，何時成為經推定的一致行動人士。委員會認為，在本個案中，無論是緊接事件之前或緊接事件之後，該項推定（如適用的話）已被推翻。
38. 基於其所知事實及向其作出的申述，委員會裁定，並無充分證據推斷 MCL 方與中建電訊方在 11 月展開協商起至該項取得完成為止的期間內與對方一致行動。故此，雖然管理層出現變動，但 MCL 方並無取得控制權，因為其綜合持股量從未達到該公司股份所附帶的 30% 或以上投票權。因此，委員會認為，無論是黎先生或 MCL 均無須因該項取得而承擔強制全面要約責任。

2010 年 12 月 20 日

出席聆訊的當事人：

收購執行人員

黎永雄先生及 Merdeka Commodities Limited，由史密夫律師事務所擔任顧問

中建電訊集團有限公司及 Manistar Enterprises Limited，由盛德律師事務所擔任顧問