

收購及合併委員會

委員會決定

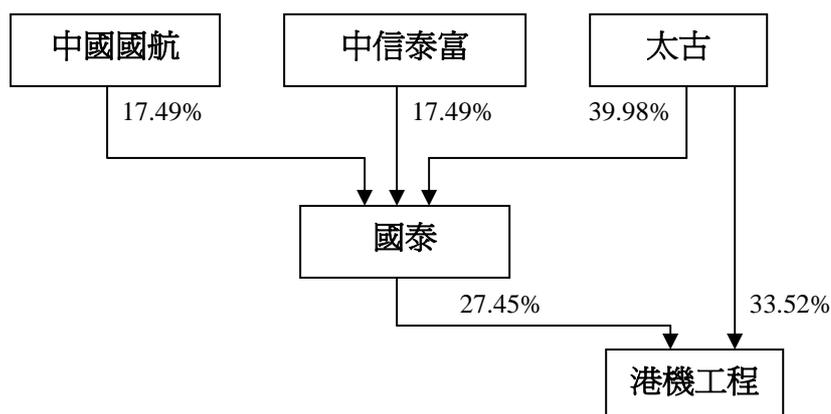
關於收購執行人員轉介收購及合併委員會（“委員會”）就應否寬免由於國泰航空有限公司（“國泰”）轉讓香港飛機工程有限公司（“港機工程”）權益予太古股份有限公司（“太古”）的附屬公司的建議而產生的強制要約責任作出裁定

聆訊的目的

1. 委員會在 2008 年 12 月 3 日舉行會議，考慮收購執行人員根據《公司收購及合併守則》（“該守則”）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。委員會需考慮是否同意收購執行人員所提出，應根據該守則規則 26.1 註釋內的註釋 6，寬免太古因國泰轉讓港機工程的權益予太古附屬公司的建議而引致的強制要約責任。

背景及事實

2. 太古多年來均為國泰的最大股東，並透過直接持股及於國泰的控制性權益而擁有港機工程的大多數權益。國泰及港機工程現時的股權架構如下：



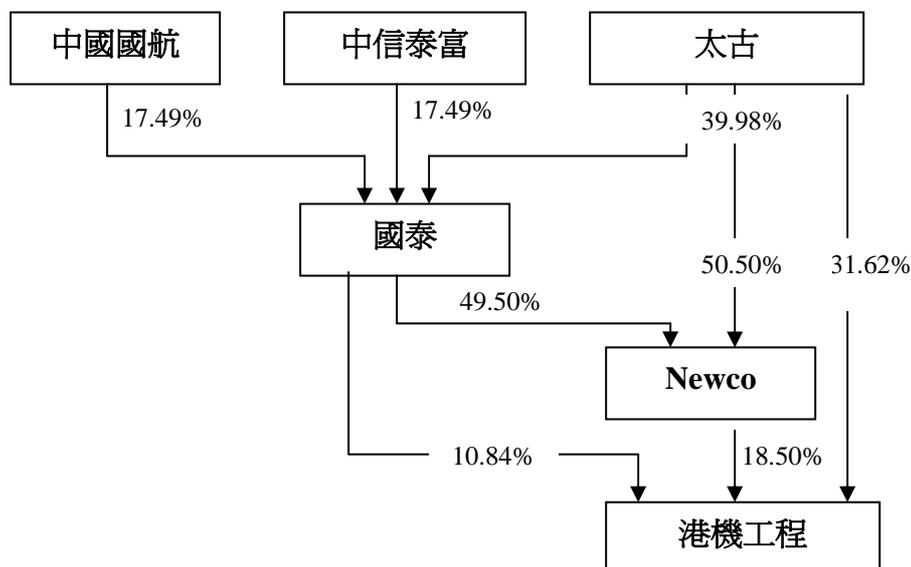
3. 根據由太古、中信泰富有限公司（“中信泰富”）及中國國際航空股份有限公司（“中國國航”）（以上三方合共持有國泰的 74.97% 股份）所訂立日期為 2006 年 6 月 8 日的股東協議，太古有權提名國泰的全部五名常務董事及四名非常務董事，另外有權提名國泰的主席。中信泰富及中國國航各自有權提名兩名非常務董事，其中一人可獲提名為國泰的副主席。此外，四名獨立董事可獲提名加入國泰董事局。因

此，根據股東協議，太古有權提名董事局 17 名成員中的九名成員，即董事局的大多數。

4. 除各股東承諾支持延續及定期續訂國泰與香港太古集團有限公司(為太古的直接控股公司)之間的管理服務協議，以及國泰與中國國航之間的營運協議外，股東協議內並無任何條文載有保留事宜及關於國泰或其全資附屬公司港龍航空有限公司的日常營運管理而必須經股東協議各方一致同意，或在中信泰富及中國國航不得參與投票的情況下經國泰絕對大多數董事通過的事宜(在國泰與中國國航之間的營運協議內所訂明者除外)。因此，太古在處置於港機工程持有的全部或部分投資或行使附於股份的投票權時，不受股東協議的任何條文管限。
5. 上述安排將在太古實益持有國泰的 30% 或以上股份或是國泰的最大股東的情況下繼續，如中信泰富或中國國航的持股量減少至 5% 或以下，上述安排即告終止。股東協議另有條文規定當三方的持有量均勢有所改變時採用的提名董事方法，但該等條文與委員會席前的事宜無關。股東協議亦規定，未經其他協議方書面同意，太古不得增持國泰股權至 44.9% 以上或(在若干情況下) 49.9% 以上。
6. 根據香港太古集團有限公司分別與國泰及港機工程訂立的管理服務協議，香港太古集團有限公司向兩間公司提供多項管理服務，包括由太古集團職員提供全職或兼職服務。
7. 儘管太古有合約權利提名國泰董事局的大部分成員，太古與收購執行人員均同意，按香港《公司條例》的定義，國泰並非太古的附屬公司。此外，太古的帳目並沒有將國泰的業績合併在內，僅顯示國泰為聯屬公司。
8. 太古已考慮向國泰提出建議，使國泰可以高於港機工程股份的現行市價，套現其於港機工程持有的部分權益，但同時鞏固太古對港機工程的控制權，以反映太古視港機工程為一項長期投資。
9. 就本決定而言，無須在此詳述建議交易的確切機制。如落實建議交易，由太古持有的港機工程 1.90% 已發行股份，及由國泰持有的港機工程 16.60% 已發行股份，將轉讓予一間新公司(“Newco”)。太古及國泰將分別持有 Newco 的 50.5% 及 49.5% 權益，而國泰實際上套現其持有的港機工程約 7.46% 已發行股份。
10. 向 Newco 轉讓港機工程股份的價格尚未敲定，但預期每股港機工程股份為 95 港元及不高於港機工程股份於 180 個交易日的成交量加權每股平均價。根據太古的財務顧問的計算，於 2008 年 11 月 26 日的成交量加權平均價為 106.56 港元。
11. 港機工程的股價在聆訊期間及之前一個月當中的大部分時間維持於每股 70 港元或以下。因此，每股港機工程股份 95 港元的實際轉讓價與市價比較，溢價約為 35.7% 或以上。於 180 個交易日的成交量加權平均價與當前市價比較，溢價約為 52.2%，與參考轉讓價 95 港元比較，溢價約為 12.2%。
12. 作為安排的一部分，國泰與太古將訂立股東協議，據此，國泰有權提名 Newco 五名董事中的兩名董事，以及港機工程的兩名董事。委員會得悉，由於港機工程向國

泰提供重要服務，因此國泰希望保留對港機工程的營運的實際影響力。目前並無任何安排賦予國泰提名港機工程董事局成員的權力。

13. 在建議轉讓落實後，國泰及港機工程的股權架構將如下：



14. 如落實上述安排，太古將透過持有港機工程的直接股權及 Newco 的法定控制權，使港機工程成為太古的附屬公司。因此，太古於港機工程直接及透過附屬公司間接持有的股權將由 33.52% 增至 50.12%。另一方面，雖然國泰透過 Newco（將成為國泰的聯屬公司）保留間接股權，國泰可直接行使附於港機工程股份的股票權由 27.45% 減至 10.84%。

該守則的有關條文

15. 該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。”

16. 該守則內“一致行動”的定義包括多類被推定為互相一致行動的人，包括：

“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：

- (1) 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……”

17. 該守則內有關一致行動集團的一名成員向另一名成員取得投票權，而導致買方的持

有量超逾該守則的觸發點的規定，以及執行人員寬免因此而產生的強制收購要約責任時將考慮的因素，載於規則 26.1 註釋內的註釋 6(a)及 7。註釋 7 與委員會席前考慮的事宜無關。註釋 6(a)的相關部分如下：

“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。

如果出現以下情況，執行人員通常會寬免取得該等投票權的人履行作出此全面要約的責任：

- (i) 取得該等投票權的人是一公司集團的成員，而該公司集團是由一間公司及其附屬公司組成，及該人是從該公司集團的其他的成員取得該等投票權……”

18. 該守則將附屬公司界定如下：

“附屬公司的涵義與《公司條例》(第 32 章)中該詞所指的相同，並且包括資產、負債及業績是合併於(或當它們是在有關日期擬備的話，亦將會合併於)某實體的財務報表當中的任何其他實體。”

19. 由 2001 年 10 月 19 日起，根據該守則規定引致強制收購要約責任的觸發點由 35%降低至 30%，並設有過渡安排，適用於在調整觸發點前持有附於公司股份的 30%或以上但少於 35%投票權的人士或一致行動集團。過渡安排由 2001 年 10 月 19 日起為期十年。過渡安排載於規則 26.6，相關部分如下：

“介乎 30%至 35%之間的持有量

若一人或兩名或以上一致行動的人在緊接本規則實施日期 2001 年 10 月 19 日前，持有一家公司 30%或以上但少於 35%的投票權，則只要有關持有量維持在該個範圍內及有關持有量在該日起 10 年內維持在該個範圍內：

- (a) 就該名或該等人士而言，《收購守則》(本規則 26.6 除外)在詮釋及應用時應猶如規則 26.1(a)及(b)所述的 30%觸發點為 35%……”

20. 規則 26.1 是該守則的核心條文，載有引起強制收購要約責任的情況。規則 26.1 的

相關部分如下：

“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；[或]*
- (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（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）。”

- 21. 該守則的其中一項基本原則是在收購要約的情況下公平對待所有股東。該項條文載於一般原則 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。”

決定及理由

- 22. 由於有關事宜涉及的正反意見看來相當平衡，而且任何決定都很可能會成為日後類似交易的先例，因此委員會認為收購執行人員將此事項轉介委員會處理是正確的做法。作出這項決定殊不容易，因為該守則要求行使主觀判斷。儘管如此，委員會最終達致的決定，是一致同意作出的。
- 23. 毫無疑問，太古和國泰可推斷為與港機工程有關的一致行動人士，而事實上亦是如此。
- 24. 在決定適用於本個案的強制收購要約觸發點時，委員會認為，由於太古在 2001 年 10 月 19 日後繼續直接持有港機工程 30%以上但少於 35%的已發行股本，故此規則 26.6 的規定適用。太古作為港機工程有關的一致行動集團的其中一員，有關的觸發點為 35%。
- 25. 如建議交易落實，太古的持股量（包括其附屬公司 Newco 所持有的股份）將由 33.52%增至 50.12%，而港機工程將成為太古的附屬公司。實際上，太古與 Newco 理應將會形成新的一致行動集團，但兩者的關係為控股公司與附屬公司，因此前者肯定能夠行使附於後者持有的股份的投票權，而不論該附屬公司是否全資擁有，兩間公司的總持股量應一併計算。順帶一提，太古在陳詞中以應佔基準來計算本身及國泰的持股量，但我們認為，按照該守則的規定，這樣做並不正確，因為附屬公司所持有的某公司股份的所有投票權都應計算在內，而不應因為要反映該附屬公司並非全資擁有此一事實而將有關投票權調減。

26. 根據該守則規則 26.1 註釋 6(a)，當一致行動集團的個別成員向另一成員取得投票權而導致買方的持有量超逾該守則所訂的觸發點時，“通常”會產生作出強制收購要約的責任。這必須是大前提；只有在較特殊的情況下才可作出讓步，授予寬免。
27. 該註釋接著列出考慮授予寬免時“將”顧及的因素，但從“包括”一詞可清楚看到，這並不表示委員會或收購執行人員考慮運用酌情權授予寬免時不得理會其他因素。註釋所列明的準則固然是必須顧及的因素，惟其他事項也可在考慮之列。
28. 此外，註釋 6(a)提到規則 26.1 註釋 7 所列明的考慮因素，但各方一致同意，註釋 7 列出的因素與委員會席前的事宜並無關連。
29. 註釋 6(a) 以兩段文字說明授予寬免的準則，第一段提出的準則與一致行動集團成員在並非純屬內部事務（若可這樣概括地形容）的情況下取得投票權有關，而這準則普遍適用於一般的一致行動集團成員。第二段的準則只適用於一致行動集團的個別成員向關係特別密切的另一位成員取得投票權的情況，而兩位成員的關係可以是一間公司與其附屬公司，或某人與其近親、有關係信託或由該人或其近親控制的公司。當第二段所述人士互相轉讓附於股份的投票權時，強制收購要約責任“通常”會獲得寬免。
30. 就本個案而言，國泰必須符合附屬公司的定義，太古才可按照註釋 6(a)第二段所述的準則獲得寬免。該守則已界定“附屬公司”的涵義。簡單而言，附屬公司指《公司條例》所界定的附屬公司，或其業績是合併於或將會合併於另一實體的帳目的實體。雖然國泰與太古曾簽定上文所提及的股東協議和管理服務協議，但各方同意，國泰在定義上並非太古的附屬公司。
31. 雖然國泰並非太古的附屬公司，但太古認為，若按撰文原意解讀第二段（而這也是太古建議應採用的解讀方式），便會發現國泰與太古的關係符合有關準則。委員會並不同意這個論點。第二段清楚說明該準則所涵蓋的人士，特別是因為所涉及的集團是由一間母公司與其附屬公司所組成。被推定為屬一致行動人士的聯屬公司被排除在外並非疏忽所致。除非能證明兩間公司的關係是母公司與附屬公司或同系的附屬公司（根據該守則內附屬公司的定義），否則不可按第二段的準則對公司授予寬免。這是註釋 6 有關部分的目的。就本個案而言，由於國泰在定義上並非太古的附屬公司，因此不可按第二段的準則向太古授予寬免。
32. 如要授予寬免，委員會最起碼必須考慮第一段列明的準則。總括而言，該準則與以下各項有關：一致行動集團的領導人的變動、持有量的均勢是否已重大改變、為取得該等股份所支付的價格，以及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。
33. 太古在若干方面毫無疑問符合第一段的要求。太古是與港機工程有關的一致行動人士的領導人，而且已表明有意繼續擔當這個角色。一致行動集團成員之間的關係明顯密切。國泰自成立初期便與太古有密切關連，並採用太古的標誌。雙方關係歷史悠久，遠在該守則出現之前便已存在。
34. 因此，委員會須研究的關鍵事宜是，建議中持有量均勢的改變是否重大，以及所支

付的價格。

35. 如前所述，如建議交易落實，太古於港機工程持有的投票權便會從 35.52% 增至 50.12%，而國泰可行使港機工程股份的投票權則會從 27.45% 減至 10.25%。太古將取得港機工程的法定控制權，而且可無須就此請示其他人。太古可自由取得更多股份而不會招致該守則所指的強制收購要約責任，不論該等股份是透過行使其在與國泰的協議之下的優先認購權而取得（假如國泰有意將其透過 Newco 持有的於港機工程的應佔權益變現），或從任何其他人士取得。就該守則的條款而言，如一項交易會導致一致行動集團某成員本身的持有量由低於控制性權益（在本個案中為少於 35%）增至超過 50% 的法定控制權，以致規則 26.1 的條文不再適用，該項交易即屬重大。即使太古與國泰之間的一致行動集團關係是那麼密切和長久，亦難以令人對建議交易有相反的看法。
36. 在價格問題上，太古提出了多項論據以減低與國泰將因實際出售其於港機工程的部分股權而取得的價格相比之下，當前市價的重要性，並且就太古對港機工程長期投資潛力的評估與單純的控制權溢價作出區分。太古認為，與於 180 個交易日的成交量加權平均價 106.56 港元比較，國泰將取得的價格是合理的；該成交量加權平均價是參照一段約九個月期間的成交價計算得來的。在該段期間，市況明顯顯著轉壞，各行各業的前景也普遍變差。情況如此不明朗，令人質疑，以與目前市況截然不同的昔日市況來局部衡量有關價格，是否合乎邏輯。另外，太古強調港機工程股份交投疏落，但基於所獲證據，委員會認為並無任何令人信服的證據證明港機工程股份的交投量會對每日釐定其股價的做法構成不利影響。太古的財務顧問向收購執行人員提供的港機工程股價對照恒生指數比較圖似乎顯示，港機工程的表現雖然在年度內大部分時間均較恒生指數遜色，但卻頗為準確及一致地跟隨恒生指數的走勢。委員會接納，每日交投量未必能反映大批股份易手的價格。為誘使某人出售股份，往往必須提出較市價有重大溢價（不論該溢價如何釐定）的收購價。當購買交易若非獲得寬免便會導致出現強制收購要約時，委員會必須考慮其他股東是否能獲得平等對待，因為這是該守則的一項基本原則。在本個案中，建議的價格明顯反映了太古相信國泰會接受以出讓港機工程重大股權的市場溢價及一個國泰可普遍建議其股東接受的溢價。該溢價與當前價格比較屬重大溢價，而當前價格應是作出任何比較時的起步點。如價格是在考慮就規則 26.1 所指的強制收購要約授予寬免時所須顧及的因素之一，該註釋必然預期重大溢價是決定不授予寬免時的重要因素。就此，收購執行人員通知委員會，以往根據註釋 6 授予的幾乎所有寬免均不涉及支付溢價。因此，目前討論的事宜並不常見。該註釋沒有就甚麼價格才符合寬免準則提供進一步指引，但委員會認為，有關溢價之高已遠遠超過授予寬免時預期可接受的價格水平。
37. 鑑於一致行動人士的持有量的均勢出現重大改變及基於價格理由，委員會得出的結論是，寬免因落實建議交易而產生的規則 26.1 所指的強制收購要約責任的做法，並不完全符合註釋 6(a) 第一段的要求，因此不應授予寬免。

2008 年 12 月 10 日

出席委員會聆訊的當事人：

收購執行人員

太古股份有限公司

蘇皇融資亞洲有限公司——太古股份有限公司的財務顧問

司力達律師樓——太古股份有限公司的法律顧問