

收購及合併委員會

委員會的決定

關於執行人員轉介委員會以便就是否應因美國雷曼兄弟亞洲投資有限公司(“雷曼”)或控制雷曼、受雷曼控制或所受控制與雷曼一樣的人士(“雷曼集團”)在要約期內以現金取得中信國際金融控股有限公司(“中信國金”)的股份而根據《公司收購、合併及股份購回守則》(“該守則”)規則 23.1(b)的規定提供現金選擇一事作出裁定

聆訊的目的

1. 委員會於 2008 年 7 月 23 日舉行會議，研究執行人員根據該守則〈引言〉第 10 項作出的牽涉特別罕見、事關重大或難於處理的爭論要點的轉介，以便就是否應因雷曼集團在要約期內以現金取得中信國金的股份而根據該守則規則 23.1(b)的規定提供現金選擇一事作出裁定。

背景及事實

2. 於 2007 年年底及 2008 年期間，雷曼向在中國註冊成立的國有企業中信集團提出了多項有關其上市附屬公司中信國金的建議，並從 2008 年 4 月起特別就一項假如落實便會導致中信國金私有化的建議展開工作。
3. 於 2008 年 6 月 3 日，中信國金公布已接獲中信集團的全資附屬公司 Gloryshare Investments Limited (“要約人”)就建議透過一項獲法院批准的協議安排進行私有化而提出的建議。根據該私有化建議的條款，中信國金現時的大股東西班牙對外銀行(Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.)(“BBVA”)會將其於中信國金的持股權益由大約 15%增至 30%，即要約人或其集團成員會持有中信國金餘下的股份。應中信國金的要求，中信國金的股份已自 2008 年 6 月 3 日上午 9 時 41 分起暫停在香港聯合交易所買賣。
4. 在 6 月 3 日的公布發出前及中信國金的股份暫停買賣前的一段時間，雷曼集團內負責自營交易業務的部門會定期買賣中信國金及中信銀行股份有限公司(“中信銀行”)的股份，而中信銀行的股份將成為建議的協議安排下，應付予協議安排的成員的代價的一部分。在有關股份暫停買賣後但恢復買賣前，雷曼曾(看來是在要約人的堅持下)要求並已獲執行人員確認，該等交易由於是在對雷曼集團以要約人顧問的身分參與有關交易一事毫不知情的情況下進行，因此不會被視為是與要約人一致行動的人取得股份。基於這項確認，雷曼集團的“公開”部門在 2008 年 6 月 11 日前進行的任何自營交易(即有別於投資銀行業務的出售及交易活動)，均與委員會席前的事宜無關。
5. 在 2008 年 6 月 10 日前，雷曼已獲要約人正式委聘為其顧問。據出席聆訊人士所知，這是雷曼首次在受該守則規限的收購中獲委聘為顧問，而要約人及中信國金亦在該日按照該守則規則 3.5 的規定發表聯合公布，列明該私有化建議的條款。總括而言，根據有關的協議安排，協議安排的成員會就所持有的每股中信國金股份收取一股中信銀行“H”股及現金 1.46 港元作為註銷其股份的代價。由於預期有關股份將於翌日恢復買賣，雷曼集團遂發出一份 R6 通告，藉以實施最高級別的交易限制，禁止對中信國金及中信銀行的股份進行除代理交易以外的一切自營交易。據與會人士所

知，這是雷曼集團首次在香港發出 R6 限制。假如這項限制當時發揮作用，理應能夠停止雷曼集團對該等股份進行的一切自營交易，但如就在中信國金的股份暫停買賣前所訂立的合約進行交收，則作別論。雷曼集團更自翌日起為旗下的交易員開辦培訓班，以確保他們全面遵守該 R6 通告的規定。

6. 按照規則 3.5 的規定，2008 年 6 月 10 日的公布須包含對雷曼集團持有與中信國金股份有關的已發行衍生工具所作出的披露(如取得該等資料的話)。沒有證據顯示雷曼內負責向要約人提供意見的人員在該公布發表時知道雷曼集團有已發行的衍生工具和雷曼已獲委聘為要約人的顧問。
7. 於 2008 年 6 月 11 日上午 9 時 30 分，中信國金的股份在香港聯合交易所恢復買賣，雷曼集團的 R6 交易限制亦告生效。同日，雷曼集團為取得該守則所訂的“獲豁免自營買賣商”資格而向執行人員呈交草擬申請。這項申請其後雖遭撤回，但可重新提出。
8. 於 2008 年 6 月 11 日，雷曼集團以每股介乎 6.15 港元至 6.17 港元的價格買入 31,000 股中信國金股份，目的是重新調整與一名客戶就 MSCI 香港指數訂立的現有掉期交易所進行的對沖。同日，雷曼集團再買入 179,000 股中信國金股份，買入價為每股 6.22 港元至 6.23 港元不等，目的是將場外向客戶的出售所引致的短倉平倉。同日，又有額外 72,000 股中信國金股份獲買入，買入價為每股 6.23 港元至 6.24 港元不等。這宗交易是由於一名客戶在沒有知會雷曼集團任何職員的情況下，透過雷曼的直接入市系統執行一項“雷曼表現掉期交易”而產生的。
9. 於 2008 年 6 月 13 日，雷曼集團再買入 41,000 股中信國金股份，買入價為每股 6.23 港元至 6.27 港元不等，目的是為前一天為利便客戶而進行的一宗交易所造成的短倉補倉；在該宗交易中，雷曼集團一名交易員向一名客戶出售了同一數目的股份。6.27 港元是雷曼集團在要約期內為買入中信國金股份而支付的最高價格。
10. 沒有意見認為當時要約人或 BBVA 知道該等購買交易正在進行。事實上，要約人曾表示其有充分理由預期雷曼不會以有損私有化建議或使其變得更為複雜的方式行事。
11. 雷曼集團的合規及監控部門在獲悉出現該等購買交易時，已即時通知執行人員。
12. 顯然，對自營交易的限制並不奏效，而雷曼集團的系統亦難以將自營交易和代理交易區分。因此，有關方面作出了自 2008 年 6 月 17 日起禁止中信國金股份一切交易的決定，並於該日將中信國金的股份代號從雷曼集團所有交易系統剔除。
13. 於 2008 年 6 月 23 日，由於一名客戶按照一份先前訂立的衍生工具合約的條款自動交付股票，雷曼集團於是以每股 5.446 港元的價格買入 369,000 股中信國金股份。雷曼以自己是履行先前訂立的合約為由，不同意執行人員將這宗購買交易納入為在要約期內發生的交易。執行人員的立場是：應在衍生工具合約可能引起的一切交易進行前，事先就該等交易諮詢執行人員，而這宗交易亦應納入為與規則 23.1(b)的適用情況有關的交易。然而，就委員會席前的事宜而言，委員會無須就應否納入這宗購買交易作出裁定；這宗購買交易的納入與否，並非其決定的關鍵所在。
14. 中信國金的股份在恢復買賣後的成交量相當可觀。若將雷曼集團進行的交易計算在內，在 2008 年 6 月 11 至 16 日期間買賣的中信國金股份數目約達 1 億 9,000 萬股，期內最低的每日成交量超過 2,600 萬股。

15. 值得注意的是，雷曼集團買入及持有的股份不得在為批准該私有化建議而召開的協議安排會議上進行投票。該私有化建議的結果，不大可能會受該等購買交易或雷曼集團可能持有的任何其他中信國金股份所影響。此外，該守則規則 21.2 禁止要約人或與其一致行動的人未經執行人員事先同意而在要約期內出售受要約公司的股份。因此，雷曼集團所持有的股份，在未經執行人員事先批准的情況下，一概不得出售。

該守則的有關係文

16. 該守則的首項原則是：在要約中，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。基於這個原因，要約人及與其一致行動的人均不得在要約期內買賣受要約公司的股份。一般而言，以較現金要約的要約價為高的價格購買股份，會導致要約價提高至已支付的最高價格；如像今次一樣涉及證券交換要約的話，以現金購買股份則會導致有關要約附有全數現金選擇，而每股股價同樣會是已支付的最高價格。該守則亦在受要約公司的股份的交易方面，對要約人的財務顧問（尤其是身為提供多種服務而大部分業務為基金管理及自營交易的金融集團的成員者）施以嚴格的約束。該守則在這方面毫不含糊，任何應聘就受該守則規限的交易提供意見的財務顧問，均應充分了解對其本身及其集團其他成員施加的約束。

有關公平待遇及類似待遇的規定，載於該守則一般原則 1。一般原則 1 訂明：

“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。”

17. “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。”

18. “一致行動”的定義包含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：

……

- (5) 一名財務顧問或其他專業顧問（包括股票經紀）與其客戶（就該顧問的持股量而言），以及控制該顧問、受該顧問控制或所受控制與該顧問一樣的人（但身為獲豁免自營買賣商者則除外）……”*

雖然被推定為一致行動的人士有可能成功反駁一致行動的推定，但實際上，就要約期一經展開後已屬同一集團的財務顧問及人士而言，由於該守則旨在規範的，不僅是有關財務顧問，亦包括該財務顧問所屬的集團，因此一致行動這項推定極難推翻。在本個案中，儘管委員會接納雷曼集團的交易是在要約人不知情的情況下進行，而且決定進行該等交易的考慮因素與有關要約並無關連，但雷曼卻不曾嘗試反駁本身是與要約人一致行動這項推定。雷曼顯然接納在要約期開始後，雷曼集團全部成員即被認為是與要約人一致行動的人士。委員會同意這個取向。

19. 該守則亦確認，如屬提供多種服務的金融集團，該守則對財務顧問及其集團施加的約束可能會影響到與提供意見予要約人毫無關係的其他活動。為減輕由此引起的多

項問題，同時豁免某些交易不被視作一致行動人士之間的交易，該守則載有條文向基金經理和自營買賣商提供豁免。本個案所關乎的是該守則訂明的獲豁免自營買賣商資格。執行人員在聆訊中確認，雖然執行人員沒有考慮這方面的全面呈述，但如雷曼集團當時已取得獲豁免自營買賣商資格的話，其在 2008 年 6 月 11 日或之後作出的所有購買交易看來可獲得豁免。獲豁免自營買賣商的定義為：

“純粹爲了就相關證券而進行衍生工具套戥或對沖活動（例如清結現有衍生工具、就現有衍生工具進行無風險對沖、指數相關產品或指數基金套戥），或爲了在要約期內進行獲執行人員同意的其他類似活動而以自營方式買賣證券，以及就兩份守則的目的而言，獲執行人員認可爲自營買賣商的人。

獲豁免基金經理及獲豁免自營買賣商的定義的註釋：

1. *以全權委託方式管理投資帳戶的人及自營買賣商可向執行人員提出申請，要求給予獲豁免資格，並需遵守執行人員作爲給予該獲豁免資格的條件而施加的任何規定。執行人員通常會要求申請獲豁免自營買賣商資格的申請人，在提交其申請時，向執行人員述明其打算以自營方式買賣的證券及其他投資工具。這項披露責任是一項須持續遵守的責任，尤其是在要約期開始及在要約期內必須遵守。（見規則 22。）……”*
20. 委員會接納，要約期隨著 2008 年 6 月 3 日的公布發出後展開，至目前尚未結束。根據該守則，要約期：

“由建議要約或可能要約（不論是否附有條款）的公布時間起計。”

21. 2008 年 6 月 10 日的公布是按照規則 3.5 的規定發出的。根據規則 3.5，初步公布所載的資料應包括由要約人或與其一致行動的任何人所訂立的與受要約公司有關的已發行衍生工具的詳情。該規則亦確認，由於受到在要約公布前必須保密的規定所限，故上述詳情未必能即時提供，但如出現這種情況，應諮詢執行人員的意見。此外，執行人員認爲，有可能成爲要約人的財務顧問的人士應在接納委聘前，確定哪些衍生工具很可能屬已發行衍生工具，並以此作爲其內部程序的一環。規則 3.5 的有關部分及註釋 1 訂明：

“當公布作出要約的確實意圖時，該份公布必須包括：—

……

- (d) *任何關於受要約公司的證券，由要約人或任何與其一致行動的人士所訂立的已發行衍生工具的詳情……*

規則 3.5 的註釋：

1. *顧問是其成員之一的集團的持有量*

基於保密的理由，爲了在公布內列入顧問所屬集團（見“一致行動”的定義中第(5)類別）的其他成員的任何在受要約公司股份的持有量的詳情，或就該等股份而持有或訂立的期權或衍生工具的持有量的詳情而進行查訊，並非審慎的做法，而這點已是公認的。在這種情況下，應在作出公布後盡快取得有關詳情及諮詢執行人員的意見。如屬重大的持有量，將須進一步發表公布……”

對於提供多種服務的金融集團，以上規定要求盡快取得有關衍生工具及其他類似安

排的資料，如未能事先取得這些資料，便應諮詢執行人員的意見。在本個案中，由於中信國金股份當時已暫停買賣，雷曼集團自 2008 年 6 月 3 日起其實已無須顧及保密方面的考慮，可以著手在集團內部收集整理上述資料。雷曼在此事上與執行人員或曾有過的任何初步討論，看來都不能作為定論，其後亦已被其他事情所替代。在聆訊期間，無人提出證據證明上述資料是否已收集整理。

22. 規則 23.1(b)列明在要約期內購買受要約公司的股份的後果：

……必須作出現金要約，但執行人員給予同意的情況除外—

……

(b) ……凡受要約公司正受要約的任何類別的股份是由要約人或任何與其一致行動的人士，在要約期內以現金購買(但見本規則 23.1 註釋 5)，則就該類別股份而提出的要約必須以現金形式作出或附有現金選擇，及要約價格不得少於該要約人或與其一致行動的任何人，在要約期內就該類別股份已支付的最高價格……”

根據規則 23.1(b)，如要約人或與其一致行動的人在要約期內購買有關證券，該規則對有關證券交換要約(就本個案而言即當時向中信國金的協議安排的成員作出的要約)所產生的作用是，要約人須按上述購買中已支付的最高價格提供全數現金選擇。該守則並沒有微不足道交易的概念。一如該守則其他有關購買股份所附帶的表決權的規則，該規則並沒有明確地區分不同的購買數額，所以當中的條文同等地適用於購買一股或大量股份的交易。如將該規則應用於本個案，雷曼集團的購買交易令致其有責任提供以每股 6.27 港元買入中信國金股份的全數現金選擇。這會將有關要約的現金部分由約 26 億港元增至 109.2 億港元至 111.6 億港元之間，視乎已發行的期權及可換股債券是否已全部行使或轉換而定。結果，完成要約所需的現金會大幅增加，至於向中信國金的協議安排的成員提出的目前只涉及不太多現金的股份交換建議，其性質亦會大大改變。

23. 雖然作出要約是一致行動集團的主要成員的責任，但根據該守則規則 36，這也可以是其他人士的責任，尤其是觸發提高要約價或規則 23 所要求的全數現金選擇的一方，亦即可能與本個案有關的情況。規則 36 訂明：

“除要約人外，與其一致行動的集團的每名主要成員，都可能會根據有關個案的情況有責任提出要約。

規則 23、24 及 26 的主要責任，通常由取得證券以致產生有關規則所指的責任的人士承擔。如果該名人士並非一致行動集團的主要成員，有關責任可由一名或以上的成員承擔，及在特殊情況下，由一致行動集團的其他成員承擔……”

24. 該守則亦授予執行人員及委員會一般性的酌情權，如執行任何規則會造成不必要的限制或沉重的負擔，便可修改或放寬該規則的執行。該守則〈引言〉第 2.1 項訂明：

“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。”

可供委員會考慮的方案

25. 執行人員轉介這宗個案予委員會處理時，提出以下三個可行的回應方案，分別是：

- 儘管規則 23.1(b)在這宗個案中有其適用性，但由於根據該守則〈引言〉第 2.1 項，委員會可行使獲賦予的酌情權寬免該規則的規定，有關取得不應導致必須提供現金選擇；
- 有關方面必須按照規則 23.1(b)的要求，以每股 6.27 港元的股價提供現金選擇，否則可能會面對紀律制裁；或
- 假如委員會決定有必要按照規則 23.1(b)的要求提供現金選擇，應向雷曼集團而非一致行動集團的主要成員(要約人)施加該項提供現金選擇的責任。

在這三項可行方案中，執行人員明確指出不支持採納第三項方案，並僅為完備起見而載入該方案供委員會考慮。

雷曼集團及要約人均強烈指出，委員會應行使酌情權寬免提供現金選擇的要求。他們並無提出論點證明規則 23.1(b)不適用，只表明在這情況中該規則的要求應予寬免。簡言之，就此所提出的理據如下：相較交易涉及的中信國金股份數目來說，購買交易所涉股數相對微不足道；有關交易不但與要約無關且對要約產生負面作用；假如雷曼集團當時已獲授予獲豁免自營買賣商的資格，其所有購買交易理應可獲豁免遵守有關規則的要求；中信國金的公眾股東在事件中並無任何明顯的損失；由於要約人不知悉有關購買交易，加上鑑於財務顧問在要約中的立場，要約人有充分理由預期財務顧問所採取的行動不會損害或令私有化建議更為複雜，在這情況下，提供現金選擇的要求將會對要約人的融資要求及私有化建議構成影響；以及相對雷曼集團沒有防止出現若干涉及較少量股份的交易來說，提供現金選擇的要求將會構成不相稱且過於嚴苛的回應。

決定及理由

26. 在缺乏能成功反駁一致行動推定的論據的情況下，雷曼集團所有成員均屬被推定為與要約人一致行動的人士。相關定義第 5 段下有關被推定為一致行動人士的定義已充分說明這點。一旦要約的詳情已公布及要約期已展開，不論雷曼集團每次購買中信國金股份時是否已顧及到有關要約，或被推定的一致行動集團的其他成員是否知悉該等購買，除非預先獲得執行人員的明確豁免，否則雷曼集團購買中信國金股份的所有交易都與規則 23.1(b)的適用情況有關。購買交易的數額亦與該規則的適用情況無關。因此，在沒有規則 23.1(b)的寬免的情況下，該守則要求須以要約期內支付的最高股價亦即每股中信國金 6.27 港元的價格提供現金選擇。
27. 委員會繼續需決定是否適宜考慮按照該守則〈引言〉第 2.1 項行使酌情權寬免遵守規則 23.1(b)的規定。在這個案中，透過規則 23.1(b)的應用，財務顧問集團成員為不涉及要約的目的而購買相對較少量的股份，結果對要約人構成潛在嚴重的不利後果，足以改變甚至可能會損害要約人的私有化建議。這些情況應令致委員會有必要考慮行使酌情權，在這情況中寬免規則 23.1(b)的應用。
28. 委員會考慮過雷曼及執行人員對其作出的陳述後達致決定，認為應行使酌情權在這宗個案中寬免提供現金選擇的要求，理由如下：
 - 相較於要約所涉的數額及中信國金股份的總交投量而言，與要約並無關連的該等購買交易的數額相對來說非常細小；

- 鑑於該等購買交易對股份的買賣價或交投量只有微不足道的影響，購買交易對公眾股東構成的影響亦屬微不足道，因此對於公眾股東在要約下所獲對待的公平性及平等性，並無重大程度的損害；
- 由於要約人本身並無購買有關股份，並且在雷曼集團在 2008 年 6 月 11 日或之後購買有關股份的時候，要約人對該等購買交易概不知情，在這情況下，施加須提供現金選擇的要求將會對要約人構成重大的不利影響，結果會大大提高私有化建議的現金成分，同時會改變私有化建議的條款及可能出現的結果。
- 假如根據規則 36 作出決定，要求雷曼集團承擔作出要約的主要責任，這項補救措施將會與購買交易所涉金額不相稱。

其他觀察及建議

29. 目前在委員會席前進行的聆訊並非紀律研訊，而是按照該守則〈引言〉第 10 項提出的轉介。某項事宜轉介委員會處理後，預期委員會所達致的決定會公布，此舉亦能協助市場加深瞭解該守則的規定及施行的目的。委員會現以這項精神來就有關事宜提出若干觀察結果，因為這些觀察可能較有關事宜有更為普遍的應用。雷曼在這宗事件上的表現，並不符合客戶、監管者及該公司本身訂下的標準，而雷曼本身已承認這點且對此表示遺憾。看來雷曼集團本身完全沒有作好準備。雷曼集團記憶所及亦從來沒有在香港以此身分行事，並且看來當時沒有條件在一段合理時間內收集到涉及衍生工具及其他未清償承擔的相關資料、限制交易的程序從未接受過測試，所設立的系統並不足夠，以及在交易限制實施前集團交易員沒有預先獲得適當的培訓。假如雷曼當初有申請及已取得獲豁免自營買賣商的資格，這個尷尬情況將可能得以避免。假如能在雷曼獲充分知會其衍生工具及其他類似持倉資料的基礎上預早諮詢執行人員，在這宗個案中所遇到的若干困難可能得以減少或甚至可以避免。委員會有鑑於在這個案中已發生的情況，且希望類似情況不再發生，委員會現提醒收購交易的從業員及當事人，該守則明確要求應該預早諮詢執行人員，及假若有可能會影響適當考慮有關事宜的情況，便須作出充分披露。此外，對於那些提供多種服務同時又積極參與基金管理及自營交易業務的金融集團，假若其涉及或有意涉及受該守則管轄的企業融資活動及交易的話，委員會促請這些金融集團注意獲豁免自營買賣商資格的好處，並且必須及早申請以便適時獲取這項資格。

2008 年 7 月 29 日

出席委員會聆訊的當事人：

執行人員

美國雷曼兄弟亞洲投資有限公司(要約人的顧問)，由史密夫律師事務所擔任顧問

Gloryshare Investments Limited (要約人)，由齊伯禮律師行擔任顧問

Jones Day，即中信國際金融控股有限公司(受要約公司)的顧問

年利達律師事務所，即西班牙對外銀行(與要約人一致行動的人士)的顧問

0807119/ic/dc/cw