

收購及合併委員會

委員會決定

關於轉介收購及合併委員會（“委員會”）就嘉漢林業國際有限公司（“嘉漢”）實行重組後會否觸發對綠森集團有限公司（“綠森”，股份代號：94）的連鎖關係原則要約作出裁定

聆訊目的

1. 委員會應臨時委員會（由持有大量由嘉漢發行、現已無力償還的票據的人士所組成）（“臨時委員會”）的顧問的要求並得到收購執行人員同意，於 2013 年 1 月 17 日舉行會議，考慮一宗根據《公司收購、合併及股份購回守則》（“《收購守則》”）《引言》第 10.1 項的規定轉介的個案，原因是該事宜牽涉特別罕見、事關重大或難於處理的爭論要點。

背景及事實

2. 嘉漢的股份曾在多倫多證券交易所上市。自 2011 年 6 月渾水公司（Muddy Waters L.L.C.）的報告刊出後，嘉漢便陷入嚴重財困，因而無法履行其已發行的某些票據下的若干責任。
3. 在 2012 年 3 月，嘉漢根據加拿大《公司債權人安排法》（“CCAA”）提出一項動議，要求在安大略省法院保護下重組其事務。根據所批出的 CCAA 指令的條款，嘉漢可考慮兩項重組方案建議。第一項方案涉及根據某些由法院頒令的出售程序向第三方出售嘉漢的資產。如該方案無法進行，另一項方案為將嘉漢的資產轉讓予一間將由嘉漢的債權人擁有的新公司或其全資附屬公司（統稱為“新控股公司”）。有關安排先後獲臨時委員會及持有合共約 72% 未償付票據的持有人的支持（“重組計劃”）。
4. 在出售流程中，並無就嘉漢的資產收到獲票據持有人接受的任何收購要約。事實上，所接獲的收購要約金額僅略多於嘉漢及其附屬公司（統稱為“嘉漢集團”）的現金及銀行結餘值。由於反應未如理想，出售流程遂於 2012 年 7 月終止。
5. 嘉漢進而向安大略省法院提交重組計劃，並於 2012 年 12 月 10 日獲安大略省法院及票據持有人批准。
6. 委員會無意詳述重組計劃的機制及詳細步驟。概括而言，重組計劃涉及以下事項：
 - 嘉漢會將其所有資產（包括其直接附屬公司的股份，但不包括某些主要為將由訴訟信託持有以就某些法律行動提供資金的現金資產）轉讓予新控股公司，以換取票據持有人及其他債權人解除對嘉漢的申索。此項安排一經落實，新控股公司將直接或間接持有嘉漢集團絕大部分資產；及
 - 票據持有人及某些與票據持有人享有同等申索權益的或有債權人可取得新控股公司的股份及票據，以及來自訴訟信託的所得款項的 75% 中的按比例份額。此項安排將令嘉漢集團絕大部分資產由票據持有人及可能包括若干其他債權人所擁有，目的是在一段期間內以對他們最有利的方式將有關資產變現，以盡可能清還嘉漢現時拖欠票據持有人及其他債權人的款項。

7. 完成後，預期由任何一名基金經理管理的基金均不會超過新控股公司 20% 的股份。；除基金經理與其所管理的基金之間存在推定一致行動關係外，無人知悉有關票據持有人之間是否有任何一致行動人士安排，但據稱出現以上情況的可能性極低。
8. 嘉漢轉讓予新控股公司的其中一項資產是 Sino-Capital Global Inc. (“SCGI”) 的全數已發行股本，而 SCGI 持有約相當於綠森 63.6% 投票權的股份，以及其他業務（主要為另一間從事木材製造的附屬公司 Homix Limited 所擁有的一項業務）。SCGI 所持有的綠森股權價值構成 SCGI 的重大部分乃不爭的事實，相當於其資產總值及淨值以及收益逾 60%。
9. 由於有關嘉漢集團現存的財務資料（主要關於其在中國內地的營運情況）有不明確之處，故令嘉漢集團的資產總值涉及頗多不明朗因素。不過，若以資產（主要為現金及銀行結餘）作為基礎，由於較易於確定其價值，SCGI 所持有的綠森股權的市值約為 3,500 萬美元，約佔有關資產價值的 10%。雖然有關票據的交投並不活躍，但它們近期的買賣價約相當於其票面值的 15% 至 17%，有助提升綠森的股權在有關資產中的比重至大約 10%。根據最新的財務資料所示，綠森的股權佔資產總值的相關比重不足 5%。

《收購守則》的有關條文

10. 《收購守則》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。”

11. 《收購守則》一般原則 2 訂明：

“如果公司的控制權有所改變、被取得或受到鞏固，有關人士通常必須向所有其他股東作出全面要約。如有計劃取得證券，以致有人可能會招致作出全面要約的責任，則該人必須在進行該項證券取得前，確保其有能力 and 持續有能力落實有關要約。”

12. 《收購守則》內有關產生強制要約責任的情況的條文載於規則 26.1，其相關部分如下：

“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；……

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）。”

規則 26.1 連同一般原則 1 及 2 乃為《收購守則》的核心條文及根本要旨，也表示香港是如何規管收購活動。除非收購執行人員寬免該項責任，否則當一名人士取得《收購守則》所適用的一間公司 30% 以上投票權時，該名人士有責任向其他股東提出強制要約，及須於提出該項要約時公平對待有關股東，以及給予屬於同一類別的股東類似的待遇。在取得《收購守則》條文所適用的一間公司的股份 30% 或以上投票權後，便會產生強制要約的責任，除非該項責任獲得收購執行人員寬免。有關人士必須直接聯絡收購執行人員，方可獲授予寬免。

13. 《收購守則》規則 26.1 註釋 8 闡述了連鎖關係原則的概念，內容如下：

“一個人或一致行動的一組人取得一間公司的法定控制權後（該公司不必是《收購守則》適用的公司），或會因此而取得或鞏固對第二間公司按本守則界定的控制權，原因是第一間公司本身持有該第二間公司的控制性權益，或第一間公司透過中介公司直接或間接持有該第二間公司的控制性權益，或第一間公司持有的投票權經與該人或該組人已經持有的投票權合計後，便會令致取得或鞏固對該第二間公司的控制權。在這些情況下，執行人員通常不會規定須根據本規則 26 作出要約，但下列任何一項情況則除外：—

- (a) 在該第二間公司的持有量構成第一間公司的重大部分。在衡量該等情況時，執行人員將考慮若干因素，當中（如適用）包括分別屬於有關公司的資產和利潤。就此等相對價值而言，60%或以上將通常會視為構成重大部分；或
- (b) 取得第一間公司控制權的其中一項主要目的，是要取得該第二間公司的控制權。

如果出現任何可能屬於本註釋範圍內的情況，應諮詢執行人員的意見，以確定當時的情況下，是否已產生本規則 26 規定的任何責任。

本註釋的“法定控制權”指一間公司對其附屬公司的控制程度。”

註釋 8 對規則 26.1 加以說明，預計在某些情況下，當取得一間直接或間接持有《收購守則》條文所適用的第二間公司的控制性權益的公司的法定控制權後，將無須作出強制要約。在正常情況下，除非符合以下兩項準則其中一項，否則不會觸發強制要約：在第二間公司的持有量構成第一間公司的重大部分，就此而言，佔第一間公司的資產和利潤 60%或以上通常會視為構成重大部分；或該項交易的其中一項主要目的是要取得第二間公司。該註釋亦明確指出，如果某宗交易可能屬於此註釋範圍，則在所有情況下均應諮詢收購執行人員的意見。

14. 一致行動人士之間的關係即使非常密切，在他們之間進行的任何股權轉讓仍可能會觸發強制要約。有關所有須作出強制要約的情況，如要避免該項要約的責任，均須取得收購執行人員的特別寬免。上述情況載於規則 26.1 註釋 6，有關部分如下：

“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……

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；……”

15. 規則 26 亦載有其他條文，可容許寬免由於取得投票權的控制權而產生的強制要約責任，當中包括委任接管人或清盤人的情況。規則 26 的豁免註釋 2 列明：

“雖然公司的接管人或清盤人在取得對另一間公司 30%或以上投票權的控制權時無須作出要約，本規則 26 的條文亦適用於向上述者購買證券的人。”

16. 在若干情況下，當進行挽救行動時，亦可以尋求豁免，但這顯然只適用於《收購守則》所適用的公司本身而非其大股東所遭遇的財政困難。規則 26 的豁免註釋 3 的相關部分如下：

“如果需要挽救的是公司的大股東而不是該公司本身，本規則 26 的規定通常不會准予寬免。該股東的處境對其他股東的情況可能無甚相干，因此向該等大股東購買證券的人，必須預期根據本規則 26 的規定，將有責任向所有其他股東作出要約。”

17. 正如上文所述，規則 26.1 確實給予收購執行人員以至委員會酌情權以寬免作出強制要約的規定，儘管除了規則 26.1 的註釋及規則 26 的豁免註釋所明確允許的情況外，這項酌情權很少被行使。除此之外，根據《收購守則》〈引言〉部分第 2.1 項所述，收購執行人員及委員會擁有凌駕性的酌情權，以於其：

“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

18. 規則 26 是《收購守則》的核心條文，反映了作為該規則基礎的一般原則 1 及 2，規定須在取得或鞏固一間公司的控制權時作出要約，以及全體股東均應獲得類似待遇，從而讓他們有機會在該等情況下以相同價格出售其股份。
19. 當根據規則 26.1 註釋 8 所載的連鎖關係原則間接取得控制權時，同一原則也適用。在本個案中，新控股公司將會在實施重組計劃後取得一間公司（即第一間公司，在本個案中為 SCGI）的法定控制權，因而取得第二間公司綠森的控制權（定義見《收購守則》）。不論重組計劃的其他環節如何，該註釋的措辭毫不含糊，顯然適用於重組計劃的這個環節。
20. 該註釋過往在類似情況下亦是按此方式詮釋和執行。其中特別值得提出的參考個案，是於 2007 年當一間《收購守則》適用的公司 A-S China Plumbing Products Limited（“A-S China”）連同 American Standard Group 浴室及廚房業務旗下其他多間公司被取得控制權時所觸發的強制要約責任。正如本個案一樣，註釋 8 規定對該宗涉及收購 A-S China 控股公司的較大宗交易中的這個元素進行單獨審查，而並非與有關交易的其他元素一併審查。草擬該註釋的原意顯然是希望以此作為方針。
21. 由於已確定該詮釋適用於本交易，故此只會在符合以下兩項準則其中一項的情況下，才會觸發作出強制要約的責任：第二間公司的持有量構成第一間公司的重大部分，而就此等相對價值而言，60%或以上將會視為構成重大部分；或取得第一間公司的控制權的主要目的是要取得第二間公司的控制權。
22. 執行人員認同，倘若新控股公司取得的是嘉漢的法定控制權，在無須顧及該等涉及頗多不明朗因素的業務的情況下，綠森的間接股權相對於嘉漢集團的已明確的資產而言將並不重大。然而，這並非新控股公司所訂立的交易。重組計劃的機制涉及多項將資產轉讓予新控股公司的獨立交易（各自互為彼此的先決條件），執行人員因而須根據註釋 8 及連鎖關係原則檢視轉讓 SCGI 的建議。就此而言，綠森的股權對 SCGI 而言顯然屬於重大。
23. 由於超過 60%的界線便通常會被視為構成重大部分，故不需要確定訂立交易的主要目的，原因是鑑於其重大程度，有關交易在定義上會被視為以取得控制權作為主要目的。然而，收購執行人員相信取得綠森的控制權必定是交易的其中一個主要目的，但不必是唯一的。綠森是嘉漢集團唯一的上市資產，於 2013 年 1 月 9 日的市值約為 4.52 億港元，故此嘉漢於 SCGI 及綠森擁有的權益肯定屬於重大。事實上，委員會獲臨時委員會的財務顧問告

知，要是重組計劃並不包括 SCGI 及綠森在內，最初同意重組計劃的票據持有人便會拒絕接受重組計劃。

24. 收購執行人員並不認為重組計劃可與接管人或清盤人接管控制權相提並論。接管人或清盤人是臨時獲委任人，具有法例所訂明的權力和責任。有關建議安排並無設定時限，而鑑於其目標是避免即時清盤以盡量提升債權人的回報，故此並無將 SCGI 或綠森的權益變現的即時責任。換言之，新控股公司可無限期持有資產，而新控股公司及其附屬公司的董事將會擔當較接管人或清盤人更為長遠及主動的角色。
25. 此外，規則 26 的豁免註釋 2 似乎特別指向清盤人或接管人，而非董事在某些情況下採取或可與清盤人或接管人的角色相提並論的行動時的角色。事實上，該註釋重申，如果清盤人或接管人取得一間《收購守則》條文所適用的公司的控制性權益，便須作出要約。
26. 聆訊進行期間，亦有參考規則 26 的豁免註釋 3 第 2 段所載有關挽救行動的指引。該註釋明確指出，大股東的財政狀況通常不能構成去寬免因採取行動應付有關財政困難而可能引起的要約責任的理由，而這正是嘉漢目前的情況。這與收購執行人員對註釋 8 所載的連鎖關係原則的理解一致。

臨時委員會的論據摘要

27. 重組計劃由嘉漢提出，現已獲安大略省法院批准，其最終目的是盡可能滿足債權人的申索。基本上，嘉漢的股東會被其債權人取代。重組計劃的機制旨在盡量有效達成此目的。轉讓 SCGI 及其於綠森的控制性權益的建議，屬重組計劃的其中一項元素，不應被分開處理。而且，相對於嘉漢集團根據重組計劃所須轉讓的資產總值，SCGI 以其價值而言亦非重組計劃的核心元素。在根據《收購守則》評估轉讓 SCGI 予新控股公司的建議時，要審查的應該是交易的實質內容（即由嘉漢的債權人有效地取代其股東），而非交易的形式。
28. 整體而言，綠森控制權的轉讓並不構成重大部分。雖然嘉漢曾經公開表示不能倚賴其財務報表，但是臨時委員會的顧問在提交予收購執行人員的書面陳述中指出，即使存在此一重大的保留意見，在沒有其他財務資料的情況下，也只能參考所獲得的資料來計算能否通過重大性測試。根據該等財務資料，不論按任何標準來衡量，綠森的控制性權益佔須轉讓予新控股公司的資產均不足 5%。聆訊期間，委員會獲告知，以現金及銀行結餘為主的已明確價值資產為基準，綠森的控制性權益佔該等資產約 10%。因此，即使按此標準來衡量，綠森亦不構成重大部分。
29. 至於目的測試，重組計劃的主要目的並非要取得綠森的控制權。這純粹是債權人需要控制嘉漢集團絕大部分資產而附帶引起或造成的後果。重組計劃是讓債權人取回約 20 億美元欠款其中若干部分的最佳可行方法。臨時委員會堅持 SCGI 應與嘉漢集團根據重組計劃須予轉讓的所有其他資產一併轉讓，理由是他們希望盡量提高債權人能取回的金額，而不是因為綠森特別重要。
30. 重組計劃是為應付嘉漢無力償債的情況而設。與即時出售資產相比，重組計劃令債權人取回較高金額的可能性比較大。有關方面曾嘗試即時出售資產，但所接獲的要約金額與嘉漢集團的現金及銀行結餘金額沒有重大分別。CCAA 程序是一項破產程序。這是即時清盤以外的另一項選擇，如果沒有 CCAA 程序，即時清盤將會是唯一的選擇。然而，重組計劃是一個讓債權人取回欠款的程序，因此應被視為與清盤類似，當中嘉漢集團的資產權益完全屬其債權人所有。有別於清盤，新控股公司雖然沒有任何法律責任，亦不受法院監督的程序所規限，無須在切實可行的範圍內盡快變現資產，但重組計劃的最終目的是要以對債權人最有利的方式將有關資產變現。

31. 與 2007 年的 A-S China 交易比較，臨時委員會相信嘉漢集團與新控股公司之間的交易截然不同。A-S China 交易是一宗由自願買方與自願賣方自發進行的商業交易。買方可自行決定是否購買控制 A-S China 的公司，而整體業務的購買價顯然最少有一部分是取決於 A-S China 的價值。買方似乎亦希望取得 A-S China 的全部股份，並撤回其在香港的上市地位。有別於 A-S China 的交易，繼續進行重組計劃並非出於酌情的策略性原因，反而是為無奈的債權人取回其欠款的方法。

決定及理由

32. 委員會認同收購執行人員對規則 26.1 註釋 8 的詮釋，認為其焦點頗為狹窄，及純粹著眼於某宗交易（無論這宗交易是否較大宗交易的一部分），而在該交易中，當取得一間公司的法定控制權後，會因此而取得或鞏固對第二間公司的控制權（定義見《收購守則》）。顯然，這也是該註釋過去一直以來的詮釋。
33. 有關交易無疑是一連串較大宗交易（全部互為彼此的先決條件）的一部分，而新控股公司將取得 SCGI 的法定控制權，及該公司持有綠森的控制性權益。在任何情況下，當要取得受《收購守則》條文所規限的公司的控制權時，必須考慮引起強制要約責任的可能性。這一點是《收購守則》的根本要旨，其中一般原則 1 及 2 以及規則 26.1 是《收購守則》的核心條文。註釋 8 述明，在正常情況下，除非符合兩項準則其中之一，否則不會產生強制要約的責任。儘管如此，凡出現任何屬於該註釋範圍內的情況，不論其重要性或目的為何，均強制規定須諮詢收購執行人員的意見。由於在向安大略省法院提出申請前，重組計劃內的某個元素將屬於該註釋範圍已顯而易見，故臨時委員會或其顧問理應一開始便諮詢收購執行人員的意見。如果有這樣做，便可避免很多麻煩。
34. 該註釋有關諮詢收購執行人員的規定與規則 26 的條文一致。在任何情況下，取得控制權而可能引起強制要約，均須知會收購執行人員，除非收購執行人員已准予寬免，否則將產生強制要約的責任。就此而言，規則 26.1 註釋 6 的措辭具有指導性。一般而言，如果一致行動集團其中一名成員向另一名成員取得的股權相等於或超過規則 26.1 所載的百分率界線，除非收購執行人員予以寬免，否則將會產生強制要約的責任。這包括一間全資附屬公司向另一間全資附屬公司取得控制性權益。雖然在此情況下收購執行人員一般都會給予寬免，但收購執行人員向委員會表示，假如上述行動的目的是重組集團公司以避免連鎖關係原則要約，則不會給予寬免。在任何情況下，申請人均須提供進行集團內轉讓的原因，方可獲收購執行人員給予寬免。
35. 此外，委員會認為，規則 26.1 註釋 8 沒有因為訂立交易的原因而將交易分門別類，而是劃一適用於債務重組及該註釋所涵蓋的任何其他商業安排。
36. 倘若將 SCGI 的法定控制權轉讓予新控股公司的交易屬於規則 26.1 註釋 8 的範圍，以及要在單獨考慮這宗轉讓的情況下解讀該註釋，則綠森的控制性權益對 SCGI 而言顯然十分重大，因為 SCGI 有超過 60% 的資產及收益來自綠森。既然已符合重大性測試的準則，故無需深究交易的主要目的。
37. 委員會亦同意收購執行人員所指，重組計劃不能與委任清盤人或接管人相提並論，以及規則 26 的豁免註釋 2 所述的豁免將因此不適用於新控股公司。在正常情況下，該註釋僅適用於委任清盤人或接管人，因為該等條款在香港已獲得廣泛理解。
38. 然而，該等公司及有關各方大部分所涉及的安排顯然與香港並無關聯，但卻受到《收購守則》的條文掣肘。因此，委員會曾經考慮是否行使酌情權，以寬免新控股公司，使其無須在重組計劃實施後隨即就並非由其或其一致行動人士持有的綠森股份提出強制要約。這項酌情權載於《收購守則》〈引言〉部分第 2.1 項（上文有所引述）及規則 26.1 本身的措辭。

39. 儘管委員會對臨時委員會現時的困境深表同情，但委員會認為規則 26.1 註釋 8 的措辭含義清晰，以及對於考慮收購持有《收購守則》條文所適用的另一間公司的控制性權益的公司的法定控制權的人士而言，有關註釋的影響亦十分明確，且有關條文亦按其訂立原意及過往一直以來對其詮釋的方式運作。有鑑於此，看來並沒有恰當理由根據《收購守則》〈引言〉第 2.1 項修訂註釋 8 的應用範圍。有關註釋旨在告知各方，轉讓控制性權益的間接擁有權，在任何時候均屬《收購守則》條文範圍，故此在任何時候均應諮詢收購執行人員的意見。顯然，較明智的做法是在有關安排落實之前而非如本個案般在之後才諮詢收購執行人員的意見。
40. 雖然規則 26.1 本身容許寬免強制要約的責任，但委員會認為，如果以規則 26 及其註釋沒有具體列明的理由寬免強制要約的責任，便可能成為一個危險的先例。由於上述原因，委員會決定其不宜行使酌情權以寬免新控股公司就綠森的強制要約責任。因此，如果重組計劃按其現時的條款實施，將會觸發對綠森提出強制要約的責任。

出席聆訊的當事人：

收購執行人員

Moelis & Company — 臨時委員會的財務顧問

霍金路偉律師行 — 臨時委員會的香港法律顧問

Goodmans LLP（通過電話） — 臨時委員會的加拿大法律顧問

2013 年 1 月 31 日