

从华尔街到本土：中国私有化交易的演变

引言

中美地缘政治紧张局势从多方面深刻影响着投资者对在美上市中国企业的长期前景判断，导致多家在纽约证券交易所（New York Stock Exchange）和纳斯达克（NASDAQ）等主要证券交易所上市的中资开曼群岛企业的上市证券价格波动。随着美国《外国公司问责法》（Holding Foreign Companies Accountable Act）等法例的实施，不符合美国审计要求的企业面临退市风险，这带来了巨大的不确定性。与此同时，中国政府也对海外上市和信息安全施加限制，使监管环境更趋复杂。

在这种双重不确定性下，众多中国企业开始重新审视在美上市的益好和风险。自 2020 年起，包括阿里巴巴、京东在内的多家在美上市中国企业已陆续完成在香港联交所的双重主要上市或第二上市，预计未来将有更多企业采取类似策略。而在某些情况下，对于那些难以实现双重主要上市或第二上市的企业，上市公司创始人和管理层可能会考虑通过私有化或“私有化”交易（即公司通过成为开曼群岛私人公司完成私有化），从而实现从美国证券交易所退市。2020 年至今，已有超过 30 家中国上市公司通过私有化方式从美国证券交易所退市。

私有化流程

在典型的私有化交易中，公司创始人和管理层可能会联合私募股权机构和机构投资者，并在融资机构（包括大型中资银行和国际银行的投行部门）的支持下，向相关公司的股东和上市公司证券（例如美国存托凭证）持有人提出要约，以现金回购这些股份 / 美国存托凭证，而原有上市股份 / 美国存托凭证将被注销。交易完成后，收购方将成为退市私人

公司的所有权人。为符合创始人和管理层的利益，公司董事会通常会成立由其无利害关系成员组成的特别委员会，以公允原则与收购方进行交易谈判。

开曼群岛合并

这类交易通常依据《开曼群岛公司法》（Cayman Islands Companies Act）法定合并机制所规定的开曼群岛合并程序完成。在此机制下，开曼群岛上市公司与一家专门为私有化交易设立的开曼群岛公司（通常称为“合并子公司”）进行合并，作为收购方全资拥有的控股母公司旗下的子公司。

合并完成后，开曼群岛公司与合并子公司将成为同一法律实体，而开曼群岛公司被视为存续，合并子公司将被注销。通过这一法律程序，收购方的控股公司最终成为存续开曼群岛公司的唯一股东，并承接原上市公司所有资产和负债。

公司完成私有化后，创始人和管理层可通过业务重组提升企业价值，并制定策略，包括未来可能在中国重新上市（该市场可能赋予企业更高估值及回报），也可能通过并购或出售（trade sale），以实现投资增值退出，获得更理想的回报。

异议股东

如果公司私有化交易获得公司股东大会特别决议通过（通常需经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过），即使部分股东反对交易条款，交易仍可继续进行。不过，根据开曼群岛合并机制，对合并交易持异议且拟就股份对价提出异议的股东，可与公司启动强制性协商程序，以确定股份的公允价值。若公司与异议股东未能在规定

期限内就股份公允价值达成一致，异议股东可向开曼群岛法院提出申请，由法院最终裁定股份的公允价值。这一司法程序是开曼群岛的重要诉讼领域，开曼群岛法院审理了大量与公允价值有关的案件，并采用不同的估值方法来确定公允价值。这些案件包括：

- *Re Integra Group* [2016] 1 CILR 192;
- *Shanda Games Limited* [2017] CIGC J0425-1;
- *Qunar Cayman Islands Ltd*, 2019 (1) CILR 611;
- *Nord Anglia Education*, 2018 (1) CILR 164;
- *Trina Solar Limited* [2020] CIGC J0923-1; 及
- *iKang Healthcare Group, Inc.* KY 2023 GC 73。

在上述每个案例中，开曼群岛法院均裁定，异议股东应获得的股份公允价值高于原私有化交易中的出价。不过，法院裁定的溢价幅度在不同案件中存在显著差异。

协议安排

根据《开曼群岛公司法》（*Cayman Islands Companies Act*），“协议安排”是另一种不适用异议股东制度的替代程序，实际上为法院监督下的并购流程。与合并交易相比，“协议安排”具有独特优势，它不赋予异议股东就股份对价提起诉讼的权利，从而为交易提供了确定性。但“协议安排”也存在限制——与开曼群岛合并交易不同，相关利益方（如收购方及其关联方）不能投票赞成该协议安排。“协议安排”不仅要获得多数股东支持，还需取得出席股东大会并投票的股东中 **75%** 的赞成票，才能通过。这一要求在实操中可能很难实现，尤其是当公司股权结构较为分散时。

目前看来，在美国证券交易所上市的中资开曼群岛公司仍普遍倾向于采用合并方式完成私有化交易。随着越来越多在美上市中国企业面临美国日益严厉

的监管措施以及强制退市风险，我们预计未来在中短期内，私有化交易数量将持续增长。

专业支持

如您对私有化交易有任何疑问，欢迎随时联系以下专业人士或您在迈普思集团的惯常联系人。

Karen Zhang Pallaras 张那
+852 9313 1190
karen.zhangpallaras@maples.com

Nick Stern 施礼康
+852 6407 7898
nick.stern@maples.com

2025年6月
© 迈普思集团

本简讯仅向迈普思集团的客户及专业联系单位提供一般信息，其内容并非巨细无遗，亦非提供法律建议。

本文乃其英文版本的中文译本，仅供参考。如有歧义，概以英文版本为准。