

從華爾街到本土：中國私有化交易的演變

引言

中美地緣政治緊張局勢從多方面深刻影響著投資者對在美上市中國企業的長期前景判斷，導致多家在紐約證券交易所（New York Stock Exchange）和納斯達克（NASDAQ）等主要證券交易所上市的中資開曼群島企業的上市證券價格波動。隨著美國《外國公司問責法》（Holding Foreign Companies Accountable Act）等法例的實施，不符合美國審計要求的企業面臨退市風險，這帶來了巨大的不確定性。與此同時，中國政府也對海外上市和資料安全施加限制，使監管環境更趨複雜。

在這種雙重不確定性下，眾多中國企業開始重新審視在美上市的益處和風險。自 2020 年起，包括阿里巴巴、京東在內的多家在美上市中國企業已陸續完成在香港聯交所的雙重主要上市或第二上市，預計未來將有更多企業採取類似策略。而在某些情況下，對於那些難以實現雙重主要上市或第二上市的企業，上市公司創始人和管理層可能會考慮通過私有化或「私有化」交易（即公司通過成為開曼群島私人公司完成私有化），從而實現從美國證券交易所退市。2020 年至今，已有超過 30 家中國上市公司通過私有化方式從美國證券交易所退市。

私有化流程

在典型的私有化交易中，公司創始人和管理層可能會聯合私募股權機構和機構投資者，並在融資機構（包括大型中資銀行和國際銀行的投行部門）的支持下，向相關公司的股東和上市公司證券（例如美國存託憑證）持有人提出要約，以現金回購這些股份／美國存托憑證，而原有上市股份／美國存托憑證將被註銷。交易完成後，收購方將成為退市私人

公司的所有權人。為符合創始人和管理層的利益，公司董事會通常會成立由其無利害關係成員組成的特別委員會，以公允原則與收購方進行交易談判。

開曼群島合併

這類交易通常依據《開曼群島公司法》（Cayman Islands Companies Act）法定合併機制所規定的開曼群島合併程序完成。在此機制下，開曼群島上市公司與一家專門為私有化交易設立的開曼群島公司（通常稱為「合併子公司」）進行合併，作為收購方全資擁有的控股母公司旗下的子公司。

合併完成後，開曼群島公司與合併子公司將成為同一法律實體，而開曼群島公司被視為存續，合併子公司將被註銷。通過這一法律程序，收購方的控股公司最終成為存續開曼群島公司的唯一股東，並承接原上市公司所有資產和負債。

公司完成私有化後，創始人和管理層可通過業務重組提升企業價值，並制定策略，包括未來可能在中國重新上市（該市場可能賦予企業更高估值及回報），也可能通過併購或出售（trade sale），以實現投資增值退出，獲得更理想的回報。

異議股東

如果公司私有化交易獲得公司股東大會特別決議通過（通常需經出席會議股東所持表決權的三分之二以上通過），即使部分股東反對交易條款，交易仍可繼續進行。不過，根據開曼群島合併機制，對合併交易持異議且擬就股份對價提出異議的股東，可與公司啟動強制性協商程序，以確定股份的公允價值。若公司與異議股東未能在規定

期限內就股份公允價值達成一致，異議股東可向開曼群島法院提出申請，由法院最終裁定股份的公允價值。這一司法程序是開曼群島的重要訴訟領域，開曼群島法院審理了大量與公允價值有關的案件，並採用不同的估值方法來確定公允價值。這些案件包括：

- *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。

在上述每個案例中，開曼群島法院均裁定，異議股東應獲得的股份公允價值高於原私有化交易中的出價。不過，法院裁定的溢價幅度在不同案件中存在顯著差異。

協議安排

根據《開曼群島公司法》（*Cayman Islands Companies Act*），「協議安排」是另一種不適用異議股東制度的替代程序，實際上為法院監督下的併購流程。與合併交易相比，「協議安排」具有獨特優勢，它不賦予異議股東就股份對價提起訴訟的權利，從而為交易提供了確定性。但「協議安排」也存在限制——與開曼群島合併交易不同，相關利益方（如收購方及其關聯方）不能投票贊成該協議安排。「協議安排」不僅要獲得多數股東支持，還需取得出席股東大會並投票的股東中 **75%** 的贊成票，才能通過。這一要求在實際操作中可能很難實現，尤其是當公司股權結構較為分散時。

目前看來，在美國證券交易所上市的中資開曼群島公司仍普遍傾向於採用合併方式完成私有化交易。隨著越來越多在美上市中國企業面臨美國日益嚴厲

的監管措施以及強制退市風險，我們預計未來在中短期內，私有化交易數量將持續增長。

專業支援

如您對私有化交易有任何疑問，歡迎隨時聯絡以下專業人士或您在邁普思集團的慣常聯絡人。

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

Nick Stern 施禮康
+852 6407 7898
nick.stern@maples.com

2025年6月
© 邁普思集團

本簡訊僅向邁普思集團的客戶及專業聯絡單位提供一般資訊，其內容並非巨細無遺，亦非提供法律建議。

本文乃其英文版本的中文譯本，僅供參考。如有歧義，概以英文版本為準。