

合併程序獲判合理：邁普思集團在 58 同城 14 億美元合併公允價值評估案中成功抗辯

開曼群島大法院在 58 同城公允價值評估案中確認每股公允價值為 56 美元

對開曼群島估值判例法而言，這是一項具有重大意義的裁決。開曼群島大法院（簡稱「大法院」）裁定，58.com, Inc.（簡稱「58 同城」或「該公司」）的異議股東所持該公司股份的公允價值為每股美國存託股份（簡稱「ADS」）56 美元，即私有化價格。上述訴訟在該公司於 2020 年 9 月進行的由管理層主導的 87 億美元私有化交易後提起。該交易是當時中國企業最大規模的私有化交易。

該判決由大法院首席法官（Chief Justice of the Grand Court）Hon. Justice Margaret Ramsay-Hale 作出，全面駁回了異議股東的主張：合併價格不應被納入考量，而公允價值應僅依據現金流折現（discounted cash flow）分析，評估為每股 ADS 約 105.78 美元（較合併價格高出 89%）。

58 同城合併的背景

合併時，58 同城運營著中國最大的在線分類信息平台。該公司由姚勁波（Michael Yao）先生於 2005 年創立，在紐約證券交易所（NYSE）上市，股票代碼為「WUBA」。

2020 年 4 月，該公司宣佈收到私募股權基金鷗翎投資 Ocean Link 提出的私有化提議，價格為每股 ADS 55 美元。58 同城獨立董事特別委員會隨之成立，由 Fenwick & West LLP 及 Houlihan Lokey 擔任顧問，負責評估該提議並代表該公司少數股東進行談判。

2020 年 6 月，歷經多輪談判、盡職調查，並取得 Houlihan Lokey 出具的公平意見後，特別委員會與 Quantum Bloom Group Ltd 簽署了合併協議。Quantum Bloom Group Ltd 是由姚先生牽頭並由 Ocean Link I、華平投資（Warburg Pincus）及 General Atlantic 共同組成的財團所擁有的實體，價格為每股 ADS 56 美元。該合併在 2020 年 9 月 7 日召開的臨時股東大會上獲得批准。

庭審中，58 同城傳喚了特別委員會的兩位成員、Houlihan Lokey 的一位代表、姚先生、鷗翎投資 Ocean Link 的一位負責人，以及 58 同城的首席財務官，就合併過程作證。大法院亦取得了華平投資（Warburg Pincus）、General Atlantic 及 58 同城財務顧問的庭審前證言。

專家關於公允價值的意見

58 同城的專家認為，合併價格是「公允價值非常重要的指標」（*very important indicator of fair value*），他將其與「調整後市場交易價格」（AMTP）相融合，得出公允價值為每股 ADS 54.18 美元的結論。他斷定，且該公司也主張，合併價格應作為公允價值的上限。

異議股東方的專家未將合併價格納入考量，其論點包括：合併價格由姚先生事先決定；後續交易流程不過是走個過場；缺乏「競購條款」（**go-shop clause**）是一項關鍵缺陷；以及結構性衝突使合併程序並不可靠。他亦未採納「調整後市場交易價格」，理由是他聲稱 58 同城的股票市場缺乏效率，並且他已識別出「重大非公開資訊」（**MNPI**）。他完全依賴基於 **General Atlantic** 為該合併編製的內部預測所做的現金流折現分析，得出每股 **ADS 105.78** 美元的公允價值數據。

大法院認可合併價格作為公允價值的最佳依據

大法院駁回了異議股東對合併程序的批評。依據樞密院在 *Maso Capital Investments Ltd v Trina Solar Ltd [2025] UKPC 48* 案中確立的原則，法官裁定「可靠性」（**reliability**）屬於「定性評估」（**qualitative assessment**），而非「二元門檻」（**binary threshold**）；交易過程中的瑕疵，並不當然排除將合併價格作為證據考量。

大法院否定了「調整後市場交易價格」，認為其不夠可靠，理由是對「重大非公開資訊」（**MNPI**）的「前瞻」（**roll-forward**）分析存有疑慮；大法院也否定了異議股東的現金流折現分析，認為其得出的估值遠超所有同期定價基準。最後，大法院裁定合併對價成為最可靠的價值指標。

大法院作出這一裁決時，指出了支持合併價格可靠性的五項關鍵因素：

1. 該交易是在該公司股票處於一個運行良好的公開市場這一背景下進行的；
2. 合併對價是由具備豐富商業經驗且掌握充份資訊的參與者經協商交易的產物；
3. 買方團自行對該公司進行了評估，並與特別委員會協商價格；
4. 特別委員會作出了獨立判斷，而非簡單接受最初的提議；及

5. 缺乏其他競標價格，反映出實際買家的範圍有限，而非因姚先生身兼雙重身份而造成的任何壓價效應。

對開曼群島公允價值評估判例法的啟示

該判決實質上認可了在管理層主導的私有化交易中，合併價格可以作為公允價值的可靠指標，但前提是該私有化的交易過程足以體現出資訊充份的參與者在可明確識別的經濟條件下進行了真正的協商。該判決確認了，開曼群島法院不會強加刻板的清單或程序模板，而是會全面且基於具體事實來評估合併過程的可靠性。

Caroline Moran 與 **Malachi Sweetman** 指示 **Mac Imrie KC** 王室御用大律師及 **One Essex Court** 的 **Richard Boulton KC** 王室御用大律師，自合併之時起，歷經 2024 年 6 月至 9 月間為期六週的庭審，並在庭審後提交有關樞密院在 *Trina Solar* 案的重要裁決的陳詞中，擔任該公司的法律代表。

開曼群島股權公允價值評估與併購訴訟的聯絡人

如需瞭解更多詳情或有任何疑問，請聯絡您慣常的邁普思集團聯絡人或以下任何一位聯絡人。

開曼群島

Caroline Moran
+1 345 814 5245
caroline.moran@maples.com

Malachi Sweetman
+1 345 814 5233
malachi.sweetman@maples.com

Mac Imrie KC 王室御用大律師
+1 345 814 5238
mac.imrie@maples.com

香港

Jean Bao 鮑灃察顧問律師
+852 2522 9333
jean.bao@maples.com

新加坡

Cherrin Wong 黃詩齊顧問律師
+65 6922 8400
cherrin.wong@maples.com

2026年5月
© 邁普思集團

本文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。