

合并程序获判合理：迈普思集团在 58 同城 14 亿美元合并公允价值评估案中成功抗辩

开曼群岛大法院在 58 同城公允价值评估案中确认每股公允价值为 56 美元

对开曼群岛估值判例法而言，这是一项具有重大意义的裁决。开曼群岛大法院（简称“大法院”）裁定，58.com, Inc.（简称“58 同城”或“该公司”）的异议股东所持该公司股份的公允价值为每股美国存托股份（简称“ADS”）56 美元，即私有化价格。上述诉讼在该公司于 2020 年 9 月进行的由管理层主导的 87 亿美元私有化交易后提起。该交易是当时中国企业最大规模的私有化交易。

该判决由大法院首席法官（Chief Justice of the Grand Court）Hon. Justice Margaret Ramsay-Hale 作出，全面驳回了异议股东的主张：合并价格不应被纳入考量，而公允价值应仅依据现金流折现（discounted cash flow）分析，评估为每股 ADS 约 105.78 美元（较合并价格高出 89%）。

58 同城合并的背景

合并时，58 同城运营着中国最大的在线分类信息平台。该公司由姚劲波（Michael Yao）先生于 2005 年创立，在纽约证券交易所（NYSE）上市，股票代码为“WUBA”。

2020 年 4 月，该公司宣布收到私募股权基金鸥翎投资 Ocean Link 提出的私有化提议，价格为每股 ADS 55 美元。58 同城独立董事特别委员会随之成立，由 Fenwick & West LLP 及 Houlihan Lokey 担任顾问，负责评估该提议并代表该公司少数股东进行谈判。

2020 年 6 月，历经多轮谈判、尽职调查，并取得 Houlihan Lokey 出具的公平意见后，特别委员会与 Quantum Bloom Group Ltd 签署了合并协议。Quantum Bloom Group Ltd 是由姚先生牵头并由 Ocean Link I、华平投资（Warburg Pincus）及 General Atlantic 共同组成的财团所拥有的实体，价格为每股 ADS 56 美元。该合并于 2020 年 9 月 7 日召开的临时股东大会上获得批准。

庭审中，58 同城传唤了特别委员会的两位成员、Houlihan Lokey 的一位代表、姚先生、鸥翎投资 Ocean Link 的一位负责人，以及 58 同城的首席财务官，就合并过程作证。大法院亦取得了华平投资（Warburg Pincus）、General Atlantic 及 58 同城财务顾问的庭审前证言。

专家关于公允价值的意见

58 同城的专家认为，合并价格是“公允价值非常重要的指标”（*very important indicator of fair value*），他将其与“调整后市场交易价格”（AMTP）相融合，得出公允价值为每股 ADS 54.18 美元的结论。他断定，且该公司也主张，合并价格应作为公允价值的上限。

异议股东方的专家未将合并价格纳入考量，其论点包括：合并价格由姚先生事先决定；后续交易流程不过是走个过场；缺乏“竞购条款”（**go-shop clause**）是一项关键缺陷；以及结构性冲突使合并程序并不可靠。他亦未采纳“调整后市场交易价格”，理由是他声称 58 同城的股票市场缺乏效率，并且他已识别出“重大非公开信息”（**MNPI**）。他完全依赖基于 **General Atlantic** 为该合并编制的内部预测所做的现金流折现分析，得出每股 **ADS 105.78 美元** 的公允价值数据。

大法院认可合并价格作为公允价值的最佳依据

大法院驳回了异议股东对合并程序的批评。依据枢密院在 *Maso Capital Investments Ltd v Trina Solar Ltd [2025] UKPC 48* 案中确立的原则，法官裁定“可靠性”（**reliability**）属于“定性评估”（**qualitative assessment**），而非“二元门槛”（**binary threshold**）；交易过程中的瑕疵，并不当然排除将合并价格作为证据考量。

大法院否定了“调整后市场交易价格”，认为其不够可靠，理由是对“重大非公开信息”（**MNPI**）的“前瞻”（**roll-forward**）分析存有疑虑；大法院也否定了异议股东的现金流折现分析，认为其得出的估值远超所有同期定价基准。最后，大法院裁定合并对价成为最可靠的价值指标。

大法院作出这一裁决时，指出了支持合并价格可靠性的五项关键因素：

1. 该交易是在该公司股票处于一个运行良好的公开市场这一背景下进行的；
2. 合并对价是由具备丰富商业经验且掌握充分信息的参与者经协商交易的产物；
3. 买方团自行对该公司进行了评估，并与特别委员会协商价格；
4. 特别委员会作出了独立判断，而非简单接受最初的提议；及

5. 缺乏其他竞标价格，反映出实际买家的范围有限，而非因姚先生身兼双重身份而造成的任何压价效应。

对开曼群岛公允价值评估判例法的启示

该判决实质上认可了在管理层主导的私有化交易中，合并价格可以作为公允价值的可靠指标，但前提是该私有化的交易过程足以体现出信息充分的参与者在可明确识别的经济条件下进行了真正的协商。该判决确认了，开曼群岛法院不会强加刻板的清单或程序模板，而是会全面且基于具体事实来评估合并过程的可靠性。

Caroline Moran 与 **Malachi Sweetman** 指示 **Mac Imrie KC** 王室御用大律师及 **One Essex Court** 的 **Richard Boulton KC** 王室御用大律师，自合并之时起，历经 2024 年 6 月至 9 月间为期六周的庭审，并在庭审后提交有关枢密院在 *Trina Solar* 案的重要裁决的陈词中，担任该公司的法律代表。

开曼群岛股权公允价值评估与并购诉讼的联系人

如需了解更多详情或有任何疑问，请联系您惯常的迈普思集团联系人或以下任何一位联系人。

开曼群岛

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

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

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

香港

Jean Bao 鲍泮粲顾问律师

+852 2522 9333

jean.bao@maples.com

新加坡

Cherrin Wong 黄诗齐顾问律师

+65 6922 8400

cherrin.wong@maples.com

2026年5月

© 迈普思集团

本文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。