

“私有化”交易：开曼群岛合并制度、“公平值”和异议股东权利综述

服务范围 / 重组及破产

地点 / 开曼群岛、香港和新加坡

日期 / 2017年8月

在凯瑞奥信香港分所和新加坡分所于最近成立之际，我们特此撰写本文，回顾了开曼群岛的合并制度、“公平值”和异议股东权利，以供我们的亚洲客户参考。随着此新兴领域的法律发展，我们将继续定期提供更新。

引言

由在海外证券交易所（通常是纽约或伦敦）上市的控股公司拥有的中国内地企业越来越多地利用开曼群岛公司合并法将上市公司私有化及撤销上市，以将业务在中国证券交易所重新上市。¹

开展这类交易的一个主要商业动机是同一项业务在中国证券交易所通常可取得的股价大幅上升。金融评论家认为出现这种现象的原因可能是：(i)中国的资金被迫留在中国境内；(ii)中国具吸引力的投资选择相对较少；(iii)西方投资者不完全了解中国企业；及(iv)在主要海外证券交易所上市的成本及须遵守的监管规定增加。

这种做法十分普遍且持续增加，这从下列数据可得到证实：仅2015年和2016年就有37家公司在美国退市，综合交易价值超过330亿美元²。2017年这种趋势仍在延续。

合并制度：法律框架概述

将已上市的开曼群岛控股公司私有化的最常见做法是援引公司法（经修订）（“法律”）第XVI部的开曼群岛法定合并制度³。

简要地说，即成立一家新的开曼群岛公司⁴，将其与已上市的开曼群岛目标公司合并。⁵ 合并的条款写入正式的合并计划中。董事会（或董事会辖下特别委员会）将会考虑计划，并委聘一名财务专家就股份要约价“公平性”向其提供意见。经董事会批准后，必须有三分之二的公司⁶股东投票赞成合并。

上市公司寻求私有化会受到合并制度下的三分之二股东批准门槛的限制。私有化亦可以通过收购和“排挤式合并”流程或实施一项计划或安排的方式实现，但这些方法涉及更高的股东支持门槛及/或法院参与。

成功进行私有化合并满足的主要要求包括下列各项：

- 在征求适当的顾问意见后制定合并计划。
- 委任一名财务专家就合适的要约价向董事会（或董事会辖下的特别委员会）提供意见。
- 公司董事必须批准书面的合并计划。
- 计划必须以公司股东特别决议案（要求三分之二的大多数股东同意）的方式批准。⁷
- 必须取得公司授出的固定或浮动抵押权益持有人的同意。
- 公司董事必须声明（其中包括）公司具备偿债能力、合并后公司将具备偿债能力及合并属真诚善意，并无意图欺骗无担保债权人。

公司在取得所有必要的批准和同意后，可将计划送交至公司注册处处长存档，并且计划将开始生效。

¹开曼群岛公司在这些结构中通常用作上市工具。

²金融时报中国商业与金融板块，2017年2月28日，Henry Sender。

³这些条文亦适用于公司“整合”。在本文中，我们仅用于指合并。

⁴通常为就此唯一目的注册成立的特殊目的公司。

⁵为简单起见，在本文中，我们将现有上市公司及新公司统称为“公司”。

⁶或公司章程可能订明的更高数字。

⁷或公司章程可能订明的更高数字。

异议股东的权利

私有化目标公司中反对计划合并的股东获法律赋予一定的权利。首先，这些股东可基于合并无效或违法的理由向法院申请救济。在实际操作中，这种理由很少产生，但如果支持合并的当事人未遵守适用法律规定，合并确实可能会被叫停。

其次，如果满足若干先决条件，这些股东可援用一项其核心是指控他们的股份要约价被低估价值的程序。除非公司和股东随后就股份的“公平值”达成一致意见，否则法院将需要决定股份的公平值。

“异议股东” / “公平值” 条文

“异议股东” / “公平值” 条文载于法律第238条，并由越来越多的判例法补充。第238条将在提议私有化交易中心怀不满的股东转为有权获得其所持股份“公平值”付款的“异议股东”，启用这一条的方法是要求股东在合并投票前妥善告知公司其反对合并。完成这步后，股东即符合第238条下有关异议股东的资格。

法定程序概述如下：

- 异议股东必须在就建议合并进行投票前递交书面的反对意见，表明如果合并获得投票批准，其要求就其所持股份获得付款。
- （如合并获得批准）在投票后的20日内，公司必须向异议股东发出批准通知。
- 异议股东随后可在20日内向公司发出通知，说明其持反对意见的决定及持股详情，以及要求就其所持股份获得公平值付款。
- 公司必须在随后7日内提出书面要约，按订明价格购买股份
- 如果异议股东与公司未在接下来的30日内就将支付价格达成一致意见，则公司必须（及股东可以）根据法律第238条递交请愿书，要求法院裁决股份的公平值。

在早期阶段激活公平值裁决程序（上文第1至4点）的股东费用相对较少，而一旦启动正式的法院审理程序（上文第5点），费用将会增加。

法院裁决“公平值”

开曼群岛已有两个公平值审判案件。⁸ 这些案件的判决，连同并未进入审判程序或目前提交至法院的案件中的多个重要中间判决，已相当详细地确立了适用于公平值案件的法律框架、原则和程序。

开曼群岛的制度与加拿大和特拉华的法例拥有相似之处。因此，在形成开曼群岛公平值案件法理的过程中可适当借鉴这些司法辖区现有的大量判例法。

凯瑞奥信随后的文章将深入探讨开曼群岛公平值判例法。然而，就本概述而言，下列主要原则值得注意：

- 公平值是指截至批准合并的股东会议日期，一名股东按适当比例应占公司持续经营业务的价值。
- 合适的估值方法将在考虑到公认的估值技术后，取决于特定公司的情况。
- 不得因为是对少数股东的股份进行估值而采用折让，亦不得因强制收购股份而采用溢价。
- 公司和异议股东可就公平值举出其自身的专家证据。另外，专家可编制一份联合报告，对证据进行交叉质证。
- 公司必须提供所发现的足够信息，使专家就价值发表意见。
- 在某些案件中，异议股东可能有权获得公司预先支付合并的要约价和权益。

很明显，在经过审判的两个公平值案件中，异议股东就其股份获支付的价格大幅提高。以我们自身的经验而言，许多其他公平值案件都是在启动法律程序、交换专家报告后但在审判前经双方同意得以解决的。显然，在公司向股东提供的详细信息协助下及考虑各自的专家报告后，双方通常能够就公平值达成一致意见，而无需法院作出正式裁决。

⁸ Integra Group案（Jones J, 2015年8月20日）；Shanda Games Limited案（Segal J, 2017年4月25日）。

续

主要联系人

如欲获得进一步信息或专业意见，请联系以下律师：



马睿达 Michael Makridakis
香港合伙人

D +852 3628 9001
E michael.makridakis@careyolsen.com



Jan Golaszewski
开曼群岛合伙人

D +1 345 749 2018
E jan.golaszewski@careyolsen.com



麦安腾 Anthony McKenzie
新加坡合伙人

D +65 6653 4337
E anthony.mckenzie@careyolsen.com



联系我们

Carey Olsen (Hong Kong) LLP
香港康乐广场1号
怡和大厦4120室

T +852 3628 9000
F +852 3628 9090
E hongkong@careyolsen.com

Carey Olsen
PO Box 10008
Willow House
Cricket Square
Grand Cayman KY1-1001
Cayman Islands

T +1 345 749 2000
F +44 1481 739081
E cayman@careyolsen.com

Carey Olsen Singapore LLP
Level 11
Marina Bay Financial Centre
Tower 1
8 Marina Boulevard
Singapore 018981

T +65 6653 4330
F +65 6653 4331
E singapore@careyolsen.com



关注我们

请访问careyolsen.com
了解我们的重组及破产团队

请注意，本简讯仅就其有关的事宜提供非常一般的概述，不拟作为法律意见，且不得加以依赖。© Carey Olsen 2017