

MUA THẦU TÓM VÀ PHÒNG VỆ CÔNG TY: KINH NGHIỆM LẬP PHÁP CỦA NHẬT BẢN VÀ HOA KỲ

Nguyễn Thị Lan Hương*

* TS, Khoa Luật, Đại học Quốc gia Hà Nội.

Thông tin bài viết:

Từ khóa: Mua thầu tóm công ty, phòng vệ thầu tóm, Luật Doanh nghiệp, Luật Chứng khoán

Lịch sử bài viết:

Nhận bài : 16/12/2019
Biên tập : 22/12/2019
Duyệt bài : 23/12/2019

Article Information:

Keywords: corporate taking-over bid; defensive measures to taking-over bid; corporate law; securities law.

Article History:

Received : 16 Dec. 2019
Edited : 22 Dec. 2019
Approved : 23 Dec. 2019

1. Các nguyên tắc áp dụng trong mua bán công ty

1.1. Bảo đảm hiệu quả hoạt động của công ty

Mua thầu tóm công ty là chuỗi hành vi thực hiện nhằm tới lợi ích kinh tế trong đó chủ thể mua chuyển giao tiền để có được quyền sở hữu đối với một số lượng cổ phần

Tóm tắt:

Ở Nhật Bản và Hoa Kỳ, mua thầu tóm và phòng vệ công ty phải tuân thủ Luật công ty (Luật CT) và Luật Chứng khoán (Luật CK), ngoài ra các án lệ của Tòa án cũng góp phần tiết chế hành động của các bên trong giao dịch thầu tóm thù địch và phòng vệ bất hợp pháp. Bài viết đề cập: 1) những nguyên tắc cơ bản về mua công ty, một số kinh nghiệm lập pháp của Nhật Bản và Hoa Kỳ về bảo đảm công bằng, hạn chế mua thầu tóm thù địch đối với công ty mục tiêu, biện pháp phòng vệ; 2) khái quát một số thương vụ mua bán công ty và bất cập phát sinh; đề từ đó: 3) kiến nghị hoàn thiện quy định của pháp luật về mua thầu tóm và phòng vệ công ty trong bối cảnh hiện tại ở Việt Nam.

Abstract:

In Japan and the United States, the corporate taking-over bid and defensive measures must comply with the corporate law and the securities law, in addition, the cases law also provide the contribution to curbing the actions of participants to transactions of hostile acquisition and illegal defensive measures. This article is focused on the mentions of 1) the basic principles of corporate acquisitions, legislative experiences of Japan and the United States on ensuring fairness, limiting the acquisition of hostile takeover towards the target corporates, defensive measures; 2) overview of some of the corporate acquisitions and the related matters that are resulted from the corporate acquisition; and 3) recommendations to further improve the legal provisions on acquisition and defense of the corporate in the current context in Vietnam

hoặc phần vốn góp, hoặc toàn bộ công ty, còn chủ thể bán đạt lợi ích giá trị như mong muốn. Về nguyên tắc, việc chuyển giao sở hữu dẫn tới hệ quả tất yếu là chuyển giao quyền quản lý, điều hành công ty, nhưng mục tiêu cuối cùng của mọi thương vụ mua bán phải duy trì hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của công ty mục tiêu.

Hiệu quả kinh doanh là đích hướng tới của người đầu tư, cũng là mục đích kinh doanh của doanh nghiệp¹. Việc duy trì hiệu quả công ty hậu mua bán có ý nghĩa quan trọng không chỉ đối với các đồng chủ sở hữu của công ty mà còn phải khẳng định vị thế mới của công ty trong lĩnh vực kinh doanh cũng như trong nền kinh tế. Hiệu quả là thước đo định lượng có thể được tính toán dựa trên cơ sở các dữ liệu về mặt kế toán và thể hiện ở nguồn thông tin do doanh nghiệp cung cấp. Việc thống nhất chuyên giao quyền sở hữu công ty và quyền điều hành dựa trên nguyên tắc pháp luật và các điều kiện bắt buộc giúp cho công ty mục tiêu có thể phát huy thế mạnh từ sự chuyển giao quyền sở hữu và quyền quản lý.

Thâu tóm công ty thù địch không phải hoàn toàn nhằm tính hiệu quả, mặc dù quyền sở hữu của bên chào mua đạt được trong sự thỏa thuận thống nhất về chuyển giao cổ phần hoặc phần vốn góp theo phương thức thỏa thuận hoặc khớp lệnh thu gom. Theo đó, để hạn chế thâu tóm thù địch thì bảo đảm hiệu quả của công ty mục tiêu phải được ghi nhận là một cam kết bắt buộc đối với chủ thể chào mua.

1.2. Bảo đảm lợi ích của các bên trong quan hệ mua bán công ty

Lợi ích là yếu tố mà các bên mua bán công ty mong muốn đạt được. Lợi ích đối với bên bán là được bán với giá cao nhất, còn bên mua mong muốn được mua với giá thấp nhất. Trong mua bán công ty, đầu giá công bằng là một nguyên tắc được đặt ra. Đối với mua gom có phiếu trên thị trường chứng khoán tập trung thì giá thị trường thông qua phương thức khớp lệnh là giá mua bán, hoặc mua bán theo phương thức

thỏa thuận. Còn khi chủ thể nhằm mục đích thâu tóm phải tuân thủ Luật CK về chào mua công khai.

Chào mua công khai là cơ chế bắt buộc đối với chủ thể chào mua, phải công khai thông tin chào mua, thực hiện chào mua theo thời hạn, trình tự, thủ tục luật định. Theo đó, bên chào mua thâu tóm có thể quyết định giá chào mua và công khai thông tin chào mua cũng như thực hiện chào mua theo trình tự, thủ tục luật định.

Còn đối với trường hợp mua bán khác, các bên thỏa thuận việc chuyển giao phần vốn góp hoặc toàn bộ công ty theo giá thỏa thuận có tham khảo thông tin tư vấn từ tổ chức định giá chuyên nghiệp. Thông thường định giá tài sản nói chung được xác định dựa trên các nguyên tắc kế toán: nguyên tắc giá gốc, nguyên tắc xác định theo giá thị trường².

Cho dù phương thức mua bán khác nhau nhưng kết quả cuối cùng của thương vụ mua bán là có sự chuyển giao sở hữu cổ phần hoặc phần vốn góp cũng như quyền quản lý công ty.

1.3. Hạn chế thâu tóm thù địch và vi phạm về phòng vệ công ty

Thâu tóm là mục đích của chủ thể chào mua công ty, thông qua mua cổ phần, phần vốn góp để thâu tóm công ty mục tiêu, thay thế cơ quan quản lý công ty. Thâu tóm thù địch tạo ra sự xung đột lợi ích giữa chủ thể mua công ty và các thành viên quản lý của công ty mục tiêu. Thâu tóm thù địch nhằm đạt mục đích thay đổi nhân sự hoặc toàn bộ thành viên quản lý, tạo ra sự bất ổn định và hiệu quả xấu đến hoạt động của công ty mục tiêu, do đó hành vi thâu tóm thù địch phải được kiểm soát trên cơ sở pháp lý nhất định.

1 Kinh doanh là việc thực hiện liên tục một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình, đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi (Khoản 16 Luật DN 2014).

2 Ở nước ta, Luật Kế toán năm 2015 quy định: "Giá gốc là giá trị được ghi nhận ban đầu của tài sản hoặc nợ phải trả. Giá gốc của tài sản được tính bao gồm chi phí mua, bốc xếp, vận chuyển, lắp ráp, chế biến và các chi phí liên quan trực tiếp khác theo quy định của pháp luật đến khi đưa tài sản vào trạng thái sẵn sàng sử dụng", còn "Giá trị hợp lý là giá trị được xác định phù hợp với giá thị trường, có thể nhận được khi bán một tài sản hoặc chuyển nhượng một khoản nợ phải trả tại thời điểm xác định giá trị (khoản 6 Điều 3).

Phòng vệ đầu tư là biện pháp mà công ty mục tiêu phải thực hiện trước diễn biến đầu tư. Công ty mục tiêu có thể phải áp dụng các biện pháp cần thiết để chống lại sự đầu tư thù địch. Biện pháp này phải được thực hiện bởi Hội đồng quản trị (HDQT) công ty mục tiêu và dựa trên cơ sở pháp lý nhất định trên nguyên tắc tôn trọng quyền và lợi ích của cổ đông. Ở Nhật Bản, tuy công nhận thực hiện biện pháp phòng vệ nhưng cũng có một số án lệ phù nhận chính sách công ty³. Còn ở Hoa Kỳ, việc mua đầu tư liên quan đến trách nhiệm của HDQT thực hiện nghĩa vụ ủy thác do cổ đông trao cho. Theo đó, HDQT có thể thực hiện nguyên tắc phán đoán kinh doanh (Business Judgment)⁴ và phải tuân thủ pháp luật vì lợi ích của cổ đông. Bên cạnh ghi nhận chính sách phòng vệ, một số án lệ của Tòa án cho thấy trách nhiệm của HDQT công ty mục tiêu là phải đưa ra biện pháp phòng vệ hợp lý.

2. Lập pháp về mua đầu tư và phòng vệ công ty ở Hoa Kỳ và Nhật Bản

2.1. Quy định mua đầu tư và phòng vệ công ty ở Nhật Bản

- Luật Công ty

Luật CT Nhật Bản ghi nhận các điều khoản có thể áp dụng trong phòng vệ công ty. Cụ thể là: i) thẩm quyền quyết định của các cơ quan nội bộ: thẩm quyền của Đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ) về chấp nhận chuyển nhượng hoạt động kinh doanh (Điều 467), thẩm quyền quyết định của HDQT chấp thuận bán cổ phần hạn chế chuyển nhượng cho bên thứ 3 trong mô hình CTCP có thiết lập các Ủy ban (Điều 138); nghĩa vụ của thành viên HDQT có lợi ích liên quan (Khoản

2 Điều 369), nghĩa vụ trung thực của thành viên HDQT⁵ (Điều 355); ii) Quy định về phát hành cổ phần và chứng quyền: phát hành cổ phần mới cho bên thứ 3 và cho cổ đông hiện hữu (Điều 199, Điều 201), phân phối quyền nhận cổ phần mới (Điều 243), đối tượng phát hành cổ phần (Điều 278), nội dung quyền nhận cổ phần (Điều 238).

Ngoài ra, có một số quy định về mua cổ phần trong mua bán sáp nhập: yêu cầu cổ đông nhỏ chuyển nhượng cổ phần sau mua bán sáp nhập (khoản 1 Điều 179); nghĩa vụ thông báo của cổ đông chi phối đặc biệt cho công ty mục tiêu và nhận được chấp thuận của công ty mục tiêu (khoản 3 Điều 179).

Các quy định trên cho phép CTCP với tư cách là công ty mục tiêu có thể thực hiện các biện pháp để phòng vệ mua đầu tư như duy trì cơ cấu cổ đông ổn định bằng phát hành cổ phần mới, phát hành chứng quyền nhằm hạn chế đầu tư.

HDQT có thẩm quyền quan trọng trong quyết định phòng vệ công ty, các thành viên HDQT phải thực hiện nghĩa vụ trung thực trong quản lý và chịu sự giám sát của HDQT. Còn cổ đông chi phối là cổ đông trên thực tế có ảnh hưởng đến hoạt động của CTCP, với tư cách là thành viên HDQT có thể có ý kiến mang tính quyết định phù hợp với bảo vệ lợi ích cổ đông và sự ổn định của công ty. Cổ đông lớn phải tuân thủ điều lệ, hợp đồng giữa các cổ đông, thực hiện nghĩa vụ trung thực, quản lý công ty tốt và vì lợi ích của công ty, tránh tình trạng bế tắc do quyền lực công ty rơi vào tay của cổ đông thiểu số⁶.

3 Chẳng hạn, án lệ với nội dung cho rằng quyết định của HDQT là vi phạm pháp luật trong việc phát hành cổ phần bí mật hoặc chia tách cổ phần không theo quy trình. Thông tin tham khảo từ: 敵対的買収に関する法規制、日本証券経済研究所、証券取引法研究会 2006年13号7, 8頁 - Pháp luật về mua bán thù địch, Viện Nghiên cứu chứng khoán, kinh tế Nhật Bản, năm 2006, tr. 7.8.

4 Nguyên tắc phán đoán kinh doanh được hình thành trên án lệ phát triển thành luận thuyết về phòng vệ công ty. Cụ thể là người quản lý phải thực hiện chính sách phòng vệ vì lợi ích của công ty.

5 Thành viên HDQT có nghĩa vụ tuân thủ pháp luật, điều lệ, nghị quyết của cổ đông, thực hiện chức vụ trung thực vì lợi ích CTCP (Điều 355 Luật CT).

6 江頭憲治郎、『株式会社法』有斐閣出版社 (Egashira, Sách Luật CTCP, Nxb. Yuhikaku, năm 2006 tr. 283.

Luật Giao dịch hàng hóa tài chính⁷

Ở Nhật Bản, Luật Giao dịch hàng hóa tài chính (Luật HHTC) quy định nghĩa vụ công bố thông tin và nghĩa vụ chào mua công khai, quy định này tương áp dụng khi các chủ thể dự định mua cổ phần nhằm đầu tư công ty⁸.

Chào mua công khai là việc công bố thông tin mua cổ phần đối với một số chủ thể không xác định bên ngoài sở giao dịch chứng khoán tập trung. Luật HHTC quy định nghĩa vụ bắt buộc của người mua với quy mô lớn. Do việc mua với số lượng cổ phiếu lớn có thể ảnh hưởng tới quyền chi phối và quyền kinh doanh của công ty nên chủ thể chào mua phải có nghĩa vụ công bố thông tin chào mua và bảo đảm đối xử công bằng giữa các cổ đông.

Luật HHTC quy định các chủ thể có nghĩa vụ báo cáo thông tin về chào mua công khai bao gồm: công ty niêm yết và công ty có một số cổ đông nhất định có nghĩa vụ nộp báo cáo về chứng khoán có giá chào mua ở bên ngoài Sở giao dịch chứng khoán (khoản 2.1 Điều 27). Các trường hợp mua công khai bao gồm: i) Trường hợp tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trên 5% thông qua phương thức mua ở bên ngoài thị trường giao dịch HHTC (trừ trường hợp mua từ sở ít người); ii) Trường hợp sở hữu tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trên 1/3 tổng số cổ phiếu phát hành mua từ số ít người ở bên ngoài thị trường HHTC; iii) Trường hợp tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trên 1/3 tổng số cổ phiếu phát hành bằng mua đặc biệt; iv) Trường hợp tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trên 1/3 tổng số cổ phiếu phát hành do mua cả ở cả bên trong và bên ngoài thị trường HHTC (mua nhanh chóng); v) Trường hợp tỷ lệ sở hữu cổ phiếu trên 1/3 tổng số cổ phiếu phát hành do thực hiện bằng chào mua công khai cạnh tranh; và vi) Trường hợp tỷ lệ sở hữu

cổ phiếu trên 1/3 tổng số cổ phiếu phát hành tiến hành trong trường hợp chào mua công khai cạnh tranh.

Cụ thể hóa Luật HHTC, Quy chế niêm yết chứng khoán của Sở giao dịch chứng khoán Tokyo quy định công ty niêm yết phải có cam kết trong thực hiện chính sách phòng vệ (Điều 442).

Trong trường hợp áp dụng chính sách phòng vệ, công ty niêm yết phải thực hiện các nghĩa vụ: i) công khai kịp thời và đầy đủ nội dung cần thiết liên quan đến chính sách phòng vệ mua công ty; ii) điều kiện phát động hoặc hủy bỏ chính sách phòng vệ (người quản lý không được tùy tiện quyết định chính sách phòng vệ); iii) chính sách phòng vệ không được trở thành nguyên nhân tạo ra sự bất ổn về giá cổ phiếu cũng như thiệt hại không dự đoán được cho nhà đầu tư; iv) chính sách phòng vệ phải tôn trọng quyền của cổ đông và bảo đảm thực hiện quyền của cổ đông. Sở giao dịch chứng khoán có quyền công bố thông tin vi phạm của công ty niêm yết (khoản 3 Điều 508).

Ngoài ra, Quy chế này còn quy định trong trường hợp công ty áp dụng chính sách phòng vệ tạo ra bất lợi cho cổ đông thực hiện quyền của mình, công ty sẽ bị hủy niêm yết nếu trong vòng 6 tháng không khắc phục sự bất lợi đó (khoản 17 Điều 601).

Như vậy, ở Nhật Bản, về cơ bản, Luật CT và Luật HHTC đã quy định tương đối đầy đủ quyền và nghĩa vụ cơ bản của bên mua đầu tư, công ty mục tiêu. Quy định của Luật CT cho phép HĐQT quyết định thực hiện biện pháp phòng vệ, còn Luật HHTC quy định nghĩa vụ của chủ thể chào mua đầu tư, trình tự, thủ tục chào mua nhằm bảo vệ cổ đông, ổn định hoạt động quản lý và kinh doanh của công ty mục tiêu cũng như trật tự thị trường.

7 Luật giao dịch chứng khoán được sửa đổi, bổ sung năm 2006 và với Luật này, Luật giao dịch chứng khoán đổi tên thành Luật HHTC.

8 Nhật Bản sửa đổi Luật CK năm 1971 quy định chế độ công bố thông tin và bảo đảm thủ tục công bằng theo mô hình của Hoa Kỳ Năm 1990, Luật CK sửa đổi theo mô hình của Cộng đồng Châu Âu bổ sung quy định về nghĩa vụ chào mua số cổ phần còn lại với giá công bằng sau đợt chào mua công khai.

2.2. Quy định về mua thầu công ty ở Hoa Kỳ

Ở Hoa Kỳ, Luật liên bang, luật các bang có quy định về chào mua thầu công ty, ngoài ra, án lệ của Tòa án cũng là nguồn pháp luật quan trọng.

Luật Williams là luật sửa đổi Luật CK năm 1934. Luật này ban hành nhằm tạo cơ hội đối xử công bằng cho cổ đông trong quyết định thương vụ mua bán công ty. Luật này điều chỉnh về chào mua công ty ở 2 khía cạnh: Một là: quy định nghĩa vụ công khai về việc chào mua của chủ thể chào mua (offeror) và hai là quy định về thủ tục thực hiện chào mua. Điều 13 (d) của Luật quy định về nghĩa vụ công bố thông tin. Nếu chủ thể chào mua đã đạt được tỉ lệ sở hữu cổ phần nhất định, chủ thể này có nghĩa vụ công khai thông tin về chào mua: hoàn cảnh, minh chứng, nguồn tiền để mua; mục đích chào mua bao gồm cả kế hoạch thanh lý công ty mục tiêu hoặc tạo ra sự thay đổi chính trong hoạt động kinh doanh và mở rộng năm giữ công ty mục tiêu.

Điều khoản 14 (d) Luật William quy định nguyên tắc cơ bản của cuộc chơi (basis rules of the game). Cụ thể là: chủ thể chào mua phải chào mua ít nhất trong 20 ngày còn cổ đông được chào mua có phần có thể rút khỏi đợt chào mua trong 7 ngày. Nếu số cổ phần dự định bán nhiều hơn cổ phần dự định chào mua thì việc mua bán phải tiến hành theo cơ sở tỉ lệ (pro-rata).

Luật William buộc các chủ thể chào mua phải công khai mục đích mua, đưa ra kế hoạch tương lai trong thay đổi mục đích và trả cùng một giá cho các cổ phần bán ra. Các quy định Luật CK quy định trách nhiệm đối với gian lận giải trình của người chào mua⁹.

Ngoài ra, ở Hoa Kỳ, giao dịch mua

thầu công còn chịu sự chi phối của Luật án lệ. Giải quyết tranh chấp về mua thầu công chịu ảnh hưởng lớn phần quyết của Tòa án trong đó phải kể đến các bản án xét xử của Tòa án Dalawase (Dalawase case law)¹⁰. Bản án của Tòa án này có ảnh hưởng đến áp dụng tại các Bang¹¹.

- Một số quan điểm xét xử của Tòa án tối cao Dalaware về thầu công ty

(i) Án lệ của Tòa án tối cao Dalaware đã hạn chế quyền tự do của HĐQT của Công ty Revlon, Inc.v.MacAndrew & Forbes Holdings, Inc. Tòa án cho rằng một khi việc mua bán đang thực hiện, nghĩa vụ của người quản lý phải thực hiện vì phòng vệ và duy trì công ty sang tối đa hóa lợi ích của cổ đông với giá bán cổ phần cao nhất¹².

(ii) Trong vụ kiện của Công ty Paramount Commc's, Inc.v.v Time, Inc., Tòa án tối cao Dalaware kéo dài thời gian cho HĐQT của công ty thực hiện biện pháp phòng vệ chi định, ngay cả sau đó biện pháp phòng vệ không thể thực hiện và công ty đã bị bán¹³. Tòa án cho rằng, HĐQT công ty mục tiêu cần cân nhắc các yếu tố khác liên quan đến chủ thể chào mua thầu như lượng thông tin công bố cho cổ đông, điều kiện gắn với chào mua thầu và thời hạn chào mua ngoài cân nhắc yếu tố tiền tệ¹⁴.

(iii) Phán quyết đối với Unocal v. Mesa Petroleum Co

Trong phán quyết đối với Công ty Unocal về áp dụng chính sách phòng vệ, Tòa án tối cao Dalaware cho rằng: "(i) Có cơ sở hợp lý khi tin rằng có sự nguy hiểm đối với chính sách và hiệu quả hoạt động của công ty mục tiêu; (ii) chính sách phòng vệ nhằm chống lại sự đe dọa thầu công. Trong trường hợp này, nếu người quản lý chứng minh sự đe dọa thầu công ảnh hưởng xấu đến công

9 Security Exchange Act of 1934, §14 (e), 15 USC § 78 n (1995); 17 C.F.R § 240.14 e 1-3 (2008).

10 Dalaware Department of State: Division of Corporations. About Agency, <http://www.corp.dalaware.gov/aboutagency.shtml>.

11 William Magnuson, "Take over Regulation in the United State and Europe: And Institutional Approach. Pace Int'l L.Re, p.214.

12 See Revlon, Inc v.MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., (1985), 506 A.2d 173, 182 Del. 1985

13 See Paramount Comm'ns, Inc.v. Time Inc. (1989) A.2d 571, p.1140, Del. 1989

14 Sdd (chú thích 13) p.1153

ty thì chính sách phòng vệ được áp dụng là hợp lý¹⁵.

Như vậy, Hoa Kỳ công nhận việc mua thâu tóm công ty cùng với hoàn thiện cơ sở pháp lý về chào mua công khai nhằm hạn chế thiệt hại cho công ty mục tiêu, cũng như đưa vào khuôn khổ kiểm soát đối với chủ thể chào mua thâu tóm. Ngoài ra, công nhận áp dụng Án lệ cùng với áp dụng các quy định của Luật CK có ý nghĩa quan trọng trong dung hòa mâu thuẫn trong thực hiện mục đích của bên chào mua thâu tóm và mục đích phòng vệ của HĐQT công ty mục tiêu, cũng như buộc chủ thể thâu tóm phải cam kết về hiệu quả hoạt động của công ty hậu mua bán.

3. Thực tiễn chào mua thâu tóm công ty ở Việt Nam

"HĐQT của CTCP Sữa Việt Nam - Vinamilk (VNM) đã quyết định mua cổ phiếu GTN của CTCP GTNFoods là CTCP niêm yết để đạt tỷ lệ sở hữu 75% vốn điều lệ của công ty này. Thương vụ mua bán của Vinamilk với GTNFoods bắt đầu được thực hiện từ đầu tháng 3/2019 với động thái chào mua cổ phiếu GTN từ phía Vinamilk. Vinamilk thâu tóm công ty mẹ của thương hiệu sữa Mộc Châu với mục đích đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc"¹⁶.

Thương vụ mua bán cổ phần dẫn đến sáp nhập CTCP sữa Mộc Châu vào CTCP Vinamilk cho thấy có sự đồng thuận trong mục đích phát triển của Vinamilk và công ty mục tiêu, nên việc mua thâu tóm mang lại hiệu quả và lợi ích cho các bên, đặc biệt giúp cho Vinamilk mở rộng quy mô vốn và tài sản.

Còn trong thương vụ bán CTCP Kinh Đô Bình Dương của CTCP Kinh Đô - Công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, CTCP Kinh Đô đã bán CTCP Kinh Đô Bình Dương cho Mondelez International của Hoa Kỳ với giá 10.000 tỷ đồng vào năm 2015¹⁷. Thương vụ mua bán này cho thấy sự tự do trong quyết định bán công ty nhằm tối đa hóa lợi nhuận của cổ đông¹⁸.

Ngoài ra, thương vụ mua bán cổ phần của Ngân hàng Sacombank vào cuối năm 2011 dẫn tới thay đổi vị trí người đại diện theo pháp luật và chủ tịch HĐQT của Ngân hàng đã từng gây chú ý trong dư luận. Tháng 11/2011 có tin đồn mua thâu tóm Ngân hàng Sacombank, sau đó, tại ĐHDCĐ thường niên ngày 26/5/2012, Chủ tịch HĐQT Ngân hàng Sacombank¹⁹ đã công bố thông tin chuyển giao trách nhiệm quản trị, điều hành. Tháng 2/2012, đại diện nhóm mua thâu tóm có số cổ phiếu đại diện 51% vốn điều lệ của Ngân hàng đã đưa ra yêu cầu thay đổi ban lãnh đạo Sacombank, ĐHDCĐ đã bầu các thành viên HĐQT mới và bổ nhiệm Tổng giám đốc mới.

Qua vụ việc tại Sacombank, có thể thấy pháp luật hiện hành còn bất cập trong quy định hạn chế mua thâu tóm thù địch và phòng vệ công ty. Thực chất, việc thực hiện mua thâu tóm để giành quyền biểu quyết tất yếu dẫn đến thay đổi cơ cấu HĐQT của công ty mục tiêu, chủ tịch công ty và người đại diện theo pháp luật thay đổi cũng chính là dấu hiệu thay đổi phương hướng kinh doanh theo chủ trương của bên thâu tóm. Nếu không quy định nghĩa vụ của bên chào mua thâu tóm thì không thể phủ nhận sự bất lợi sẽ xảy ra cho công ty mục tiêu.

15 Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d pp 946 (Del. 1985)

16 Tham khảo: Linh Nga "Nghìn tỷ gián tiếp "thâu tóm" sữa Mộc Châu, Vinamilk được gì?" tải từ: <https://enternews.vn/nghin-ty-gian-tiep-thau-tom-sua-moc-chau-vinamilk-duoc-gi-146565.html>.

17 Năm 2015, Mondelez International mua 80% cổ phần của Công ty CP Kinh Đô Bình Dương với giá khoảng 370 triệu USD (gần 8.000 tỷ đồng). Đồng thời, Công ty CP Kinh Đô đổi tên thành Công ty CP Tập đoàn Kido (Kido Corporation). Năm 2016, Mondelez thâu tóm 20% còn lại trong năm 2016. Tài sản của Công ty Kinh Đô là 4 nhà máy, 5 công ty thực phẩm, 300 nhà phân phối, 200.000 điểm bán lẻ và sản phẩm được xuất khẩu tới 30 quốc gia...

18 Kinh Đô công bố chi tiết thương vụ Mondelez mua 80% cổ phần Kinh Đô Bình Dương, ngày 11/11/2014, <http://taic-hinhplus.vn/kinh-do-coog-bo-chi-tiet-thuong-vu-mondelez-mua-80-co-phan-kinh-do-binh-duong-17270.html>

19 Ông Đặng Văn Thành giữ chức Chủ tịch HĐQT Sacombank từ ngày 15/7/1995 và là người có công lớn trong việc đưa Ngân hàng Sacombank này thành một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn và uy tín tại Việt Nam.

4. Một số kiến nghị

4.1. Cần có định nghĩa về đầu tư công ty và phòng vệ

Luật Đầu tư năm 2014 quy định đầu tư kinh doanh là việc nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư để thực hiện hoạt động kinh doanh thông qua việc thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp của tổ chức kinh tế; đầu tư theo hình thức hợp đồng hoặc thực hiện dự án đầu tư (khoản 5 Điều 3). Trong khái niệm này, mua cổ phần, phần vốn góp là hình thức của mua bán công ty đang hoạt động.

Mua bán công ty về bản chất là quan hệ chuyển giao quyền sở hữu giữa bên bán và bên mua, cũng chính là hoạt động đầu tư. Ở Việt Nam, hoạt động mua bán công ty trên thị trường đa dạng, đặc biệt có sự hiện diện của công ty mục tiêu là CTCP được hình thành từ cổ phần hóa công ty nhà nước. Từ những bất cập của mua đầu tư thù địch kể trên, cần thống nhất cơ sở pháp lý điều chỉnh hoạt động mua bán công ty nhằm hỗ trợ quá trình xác lập trật tự sở hữu mới và quản lý kinh doanh công bằng và minh bạch. Theo đó, Luật Đầu tư cần quy định các nguyên tắc cơ bản trong mua bán công ty, quyền và nghĩa vụ cơ bản của các bên mua bán nhằm bảo vệ công ty mục tiêu cũng như nâng cao trách nhiệm của các chủ thể trong bảo vệ và phát triển sản nghiệp kinh doanh.

4.2. Quy định các điều khoản đảm bảo cho phòng vệ công ty theo Luật Doanh nghiệp

Luật DN năm 2014 quy định về nguyên tắc tự do chuyển nhượng cổ phần, đây là nguyên tắc bảo đảm quyền của định đoạt cổ phần cũng như tạo ra thị trường mua bán công ty. Ngoài ra, Luật DN quy định một số quyền giúp cho HĐQT thực hiện chính sách phòng vệ như quyền mua cổ phần với tư cách là cổ đông hiện hữu, ưu tiên phân phối cổ phần cho một số đối tượng...

Đối với mua đầu tư, chủ thể dự định mua đầu tư có thể đang sở hữu cổ phần và muốn tăng số lượng cổ phần sở hữu để giành quyền quyết định những vấn đề quan trọng của công ty, trong trường hợp này, các tranh chấp công ty có thể xảy ra do tranh giành quyền lực. Theo đó, hoàn thiện cơ sở pháp lý phòng vệ trước đầu tư thù địch là cần thiết. Tham khảo kinh nghiệm của Nhật Bản, Luật CT có nhiều điều khoản giúp cho HĐQT thực hiện chính sách phòng vệ chống lại đầu tư thù địch như quy định về phát hành cổ phần mới và phương thức chào bán cho cổ đông hiện hữu và phương thức chào bán riêng lẻ cùng với quy định về nghĩa vụ trung thực của thành viên HĐQT²⁰...

Ở nước ta, cần bổ sung các quy định liên quan đến mua bán, sáp nhập công ty, chẳng hạn quy định về nghĩa vụ của cổ đông lớn, quy định rõ nghĩa vụ trung thực của người quản lý trong mua bán công ty, đồng thời thống nhất với Luật CK về quy định về nghĩa vụ của chủ thể chào mua đầu tư sở hữu trên 90% tổng số cổ phiếu, buộc phải chào mua số cổ phiếu còn lại²¹. Ngoài ra, Luật DN có thể quy định cho phép doanh nghiệp thỏa thuận trong Điều lệ về các điều khoản có thể kiểm soát được tình trạng mua đầu tư.

4.3. Về quy định chào mua công khai và trách nhiệm của chủ thể chào mua công khai

Ở nước ta, Luật CK được ban hành năm 2006 và sửa đổi, bổ sung năm 2010 đang có hiệu lực thi hành có những điểm tương đồng với Luật HHTC Nhật Bản và Luật CK Hoa Kỳ quy định nghĩa vụ chào mua công khai, báo cáo chào mua khi đạt ngưỡng nhất định, và chào mua hết số cổ phiếu còn lại khi đạt được mục đích đầu tư. Cụ thể là Luật CK năm 2006 được sửa đổi, bổ sung năm 2010 quy định có 3 trường hợp phải chào mua công khai, trong đó có trường hợp tổ chức, cá nhân

20 Xem mục 2.1 của bài viết này

21 Theo Điều 35 Luật CK năm 2019.

ty thi chính sách phòng vệ được áp dụng là hợp lý¹⁵.

Như vậy, Hoa Kỳ công nhận việc mua thâu tóm công ty cùng với hoàn thiện cơ sở pháp lý về chào mua công khai nhằm hạn chế thiệt hại cho công ty mục tiêu, cũng như đưa vào khuôn khổ kiểm soát đối với chủ thể chào mua thâu tóm. Ngoài ra, công nhận áp dụng Ấn lệ cùng với áp dụng các quy định của Luật CK có ý nghĩa quan trọng trong dung hòa mâu thuẫn trong thực hiện mục đích của bên chào mua thâu tóm và mục đích phòng vệ của HĐQT công ty mục tiêu, cũng như buộc chủ thể thâu tóm phải cam kết về hiệu quả hoạt động của công ty hậu mua bán.

3. Thực tiễn chào mua thâu tóm công ty ở Việt Nam

“HĐQT của CTCP Sữa Việt Nam - Vinamilk (VNM) đã quyết định mua cổ phiếu GTN của CTCP GTNFoods là CTCP niêm yết để đạt tỷ lệ sở hữu 75% vốn điều lệ của công ty này. Thương vụ mua bán của Vinamilk với GTNFoods bắt đầu được thực hiện từ đầu tháng 3/2019 với động thái chào mua cổ phiếu GTN từ phía Vinamilk. Vinamilk thâu tóm công ty mẹ của thương hiệu sữa Mộc Châu với mục đích đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc¹⁶.”

Thương vụ mua bán cổ phần dẫn đến sáp nhập CTCP sữa Mộc Châu vào CTCP Vinamilk cho thấy có sự đồng thuận trong mục đích phát triển của Vinamilk và công ty mục tiêu, nên việc mua thâu tóm mang lại hiệu quả và lợi ích cho các bên, đặc biệt giúp cho Vinamilk mở rộng quy mô vốn và tài sản.

Còn trong thương vụ bán CTCP Kinh Đô Bình Dương của CTCP Kinh Đô - Công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, CTCP Kinh Đô đã bán CTCP Kinh Đô Bình Dương cho Mondelez International của Hoa Kỳ với giá 10.000 tỷ đồng vào năm 2015¹⁷. Thương vụ mua bán này cho thấy sự tự do trong quyết định bán công ty nhằm tối đa hóa lợi nhuận của cổ đông¹⁸.

Ngoài ra, thương vụ mua bán cổ phần của Ngân hàng Sacombank vào cuối năm 2011 dẫn tới thay đổi vị trí người đại diện theo pháp luật và chủ tịch HĐQT của Ngân hàng đã từng gây chú ý trong dư luận. Tháng 11/2011 có tin đồn mua thâu tóm Ngân hàng Sacombank, sau đó, tại ĐHĐCĐ thường niên ngày 26/5/2012, Chủ tịch HĐQT Ngân hàng Sacombank¹⁹ đã công bố thông tin chuyển giao trách nhiệm quản trị, điều hành. Tháng 2/2012, đại diện nhóm mua thâu tóm có số cổ phiếu đại diện 51% vốn điều lệ của Ngân hàng đã đưa ra yêu cầu thay đổi ban lãnh đạo Sacombank, ĐHĐCĐ đã bầu các thành viên HĐQT mới và bổ nhiệm Tổng giám đốc mới.

Qua vụ việc tại Sacombank, có thể thấy pháp luật hiện hành còn bất cập trong quy định hạn chế mua thâu tóm thù địch và phòng vệ công ty. Thực chất, việc thực hiện mua thâu tóm để giành quyền biểu quyết tất yếu dẫn đến thay đổi cơ cấu HĐQT của công ty mục tiêu, chủ tịch công ty và người đại diện theo pháp luật thay đổi cũng chính là dấu hiệu thay đổi phương hướng kinh doanh theo chủ trương của bên thâu tóm. Nếu không quy định nghĩa vụ của bên chào mua thâu tóm thì không thể phủ nhận sự bất lợi sẽ xảy ra cho công ty mục tiêu.

15 Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d pp 946 (Del. 1985)

16 Tham khảo: Linh Nga “Nghìn tỷ gián tiếp ‘thâu tóm’ sữa Mộc Châu, Vinamilk được gì?” tải từ: <https://enternews.vn/nganh-ty-gian-tiep-thau-tom-sua-moc-chau-vinamilk-duoc-gi-146565.html>.

17 Năm 2015, Mondelez International mua 80% cổ phần của Công ty CP Kinh Đô Bình Dương với giá khoảng 370 triệu USD (gần 8.000 tỷ đồng). Đồng thời, Công ty CP Kinh Đô đổi tên thành Công ty CP Tập đoàn Kido (Kido Corporation). Năm 2016, Mondelez thâu tóm 20% còn lại trong năm 2016. Tài sản của Công ty Kinh Đô là 4 nhà máy, 5 công ty thực phẩm, 300 nhà phân phối, 200.000 điểm bán lẻ và sản phẩm được xuất khẩu tới 30 quốc gia...

18 Kinh Đô công bố chi tiết thương vụ Mondelez mua 80% cổ phần Kinh Đô Bình Dương, ngày 11/11/2014, <http://taic-binhplus.vn/kinh-do-cong-bo-chi-tiet-thuong-vu-mondelez-mua-80-co-phan-kinh-do-binh-duong-17270.html>.

19 Ông Đặng Văn Thành giữ chức Chủ tịch HĐQT Sacombank từ ngày 15/7/1995 và là người có công lớn trong việc đưa Ngân hàng Sacombank này thành một trong những ngân hàng thương mại cổ phần lớn và uy tín tại Việt Nam.

4. Một số kiến nghị

4.1. Cần có định nghĩa về thầu tóm công ty và phòng vệ

Luật Đầu tư năm 2014 quy định đầu tư kinh doanh là việc nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư để thực hiện hoạt động kinh doanh thông qua việc thành lập tổ chức kinh tế; đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp của tổ chức kinh tế; đầu tư theo hình thức hợp đồng hoặc thực hiện dự án đầu tư (khoản 5 Điều 3). Trong khái niệm này, mua cổ phần, phần vốn góp là hình thức của mua bán công ty đang hoạt động.

Mua bán công ty về bản chất là quan hệ chuyển giao quyền sở hữu giữa bên bán và bên mua, cũng chính là hoạt động đầu tư. Ở Việt Nam, hoạt động mua bán công ty trên thị trường đa dạng, đặc biệt có sự hiện diện của công ty mục tiêu là CTCP được hình thành từ cổ phần hóa công ty nhà nước. Từ những bất cập của mua thầu tóm thù địch kể trên, cần thống nhất cơ sở pháp lý điều chỉnh hoạt động mua bán công ty nhằm hỗ trợ quá trình xác lập trật tự sở hữu mới và quản lý kinh doanh công bằng và minh bạch. Theo đó, Luật Đầu tư cần quy định các nguyên tắc cơ bản trong mua bán công ty, quyền và nghĩa vụ cơ bản của các bên mua bán nhằm bảo vệ công ty mục tiêu cũng như nâng cao trách nhiệm của các chủ thể trong bảo vệ và phát triển sản nghiệp kinh doanh.

4.2. Quy định các điều khoản đảm bảo cho phòng vệ công ty theo Luật Doanh nghiệp

Luật DN năm 2014 quy định về nguyên tắc tự do chuyển nhượng cổ phần, đây là nguyên tắc bảo đảm quyền của định đoạt cổ phần cũng như tạo ra thị trường mua bán công ty. Ngoài ra, Luật DN quy định một số quyền giúp cho HĐQT thực hiện chính sách phòng vệ như quyền mua cổ phần với tư cách là cổ đông hiện hữu, ưu tiên phân phối cổ phần cho một số đối tượng...

Đối với mua thầu tóm, chủ thể dự định mua thầu tóm có thể đang sở hữu cổ phần và muốn tăng số lượng cổ phần sở hữu để giành quyền quyết định những vấn đề quan trọng của công ty, trong trường hợp này, các tranh chấp công ty có thể xảy ra do tranh giành quyền lực. Theo đó, hoàn thiện cơ sở pháp lý phòng vệ trước đầu thầu tóm thù địch là cần thiết. Tham khảo kinh nghiệm của Nhật Bản, Luật CT có nhiều điều khoản giúp cho HĐQT thực hiện chính sách phòng vệ chống lại thầu tóm thù địch như quy định về phát hành cổ phần mới và phương thức chào bán cho cổ đông hiện hữu và phương thức chào bán riêng lẻ cùng với quy định về nghĩa vụ trung thực của thành viên HĐQT²⁰...

Ở nước ta, cần bổ sung các quy định liên quan đến mua bán, sáp nhập công ty, chẳng hạn quy định về nghĩa vụ của cổ đông lớn, quy định rõ nghĩa vụ trung thực của người quản lý trong mua bán công ty, đồng thời thống nhất với Luật CK đề quy định về nghĩa vụ của chủ thể chào mua thầu tóm sở hữu trên 90% tổng số cổ phiếu, buộc phải chào mua số cổ phiếu còn lại²¹. Ngoài ra, Luật DN có thể quy định cho phép doanh nghiệp thỏa thuận trong Điều lệ về các điều khoản có thể kiểm soát được tình trạng mua thầu tóm.

4.3. Về quy định chào mua công khai và trách nhiệm của chủ thể chào mua công khai

Ở nước ta, Luật CK được ban hành năm 2006 và sửa đổi, bổ sung năm 2010 đang có hiệu lực thi hành có những điểm tương đồng với Luật HHTC Nhật Bản và Luật CK Hoa Kỳ quy định nghĩa vụ chào mua công khai, báo cáo chào mua khi đạt ngưỡng nhất định, và chào mua hết số cổ phiếu còn lại khi đạt được mục đích thầu tóm. Cụ thể là Luật CK năm 2006 được sửa đổi, bổ sung năm 2010 quy định có 3 trường hợp phải chào mua công khai, trong đó có trường hợp tổ chức, cá nhân

20 Xem mục 2.1 của bài viết này

21 Theo Điều 35 Luật CK năm 2019.

và người liên quan²² nắm giữ 25% cổ phiếu có quyền biểu quyết mua tiếp từ 10% trở lên cổ phiếu biểu quyết của công ty đại chúng. Có thể hiểu rằng việc chào mua thêm 10% số cổ phiếu trở lên sẽ làm gia tăng số lượng cổ phần sở hữu và việc sở hữu này có thể tác động nhất định đến cơ cấu sở hữu trong công ty, đặc biệt khi mức sở hữu đạt tới tỉ lệ 51% cổ phiếu biểu quyết hoặc hơn tỉ lệ này.

Nghĩa vụ báo cáo với Ủy ban chứng khoán Nhà nước và công khai chào mua cũng chính là công khai khả năng đầu tư với công ty mục tiêu. Đây chính là cơ sở giúp cho công ty mục tiêu nhận biết và áp dụng các biện pháp cần thiết để phòng vệ trước nguy cơ bị đầu tư.

Gần đây, theo diễn giải của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cho rằng khi công ty sở hữu 25% vốn điều lệ thì khi chạm ngưỡng 10% kể từ mức này, tức 35% trở lên đều phải chào mua công khai. Còn nhà đầu tư thì cho rằng không chào mua công khai khi thực hiện mua thêm cổ phần tại công ty đại chúng với tỷ lệ nhỏ hơn 10% vốn điều lệ của công ty mục tiêu, nhưng mua xong thì chạm ngưỡng 35%, 45%, 55% vốn điều lệ bị coi là làm sai và bị xử phạt vi phạm²³. Như vậy, quy định nghĩa vụ chào mua công khai theo Luật CK năm 2006 được sửa đổi, bổ sung năm 2010 được hiểu không thống nhất về mục đích của quy định chào mua công khai là công bố thông tin cảnh báo cho thị trường và công ty mục tiêu về khả năng công ty mục tiêu bị đầu tư, nên việc quy định định lượng mua tiếp 10% cổ phần là chưa hợp lý.

Bắt cập này đã được khắc phục trong Luật CK mới được Quốc hội thông qua ngày 26/11/2019 và sẽ có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2021. Điều 35 Luật này quy định các trường hợp phải chào mua công khai và đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

bao gồm: i) Tổ chức, cá nhân và người liên quan dự kiến mua cổ phiếu có quyền biểu quyết đang lưu hành dẫn đến trực tiếp hoặc gián tiếp sở hữu đạt từ 25% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty đại chúng (điểm a khoản 1); ii) tổ chức, cá nhân và người liên quan nắm giữ 25% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của một công ty đại chúng dự kiến mua tiếp dẫn đến trực tiếp hoặc gián tiếp sở hữu đạt hoặc vượt mức 35%, 45%, 55%, 65%, 75% số cổ phiếu có quyền biểu quyết của một công ty đại chúng (điểm b khoản 1). Khi những chủ thể này nắm giữ từ 90% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của một công ty đại chúng thì phải mua tiếp số cổ phiếu do các cổ đông còn lại nắm giữ trong thời hạn 30 ngày theo các điều kiện về giá chào mua và phương thức thanh toán tương tự với đợt chào mua công khai (điểm c khoản 1). Với quy định này, bắt cập nêu trên đã được khắc phục.

Bên cạnh đó, Ủy ban chứng khoán Nhà nước là cơ quan tiếp cận thông tin chào mua công khai, giám sát việc tuân thủ pháp luật. Tuy nhiên, quy định này vẫn mang ý nghĩa hình thức mà chưa gắn với trách nhiệm của bên chào mua về kế hoạch hậu chào mua sẽ áp dụng đối với công ty mục tiêu. Bởi vậy, Nghị định quy định chi tiết thi hành Luật CK năm 2019 cần thiết phải quy định cụ thể hơn về nghĩa vụ cam kết trong chào mua công khai, nhằm hạn chế tình trạng đầu tư thủ địch ảnh hưởng sự ổn định của bộ máy quản lý và hiệu quả kinh doanh của công ty mục tiêu hậu chào mua. Trong quá trình này, có thể tham khảo kinh nghiệm lập pháp và kinh nghiệm xét xử của Nhật Bản và Hoa Kỳ để tạo ra khuôn khổ pháp lý bền vững, nhằm hạn chế đầu tư thủ địch, tạo cơ hội phòng vệ hợp pháp cho công ty mục tiêu ■

- 22 Người có liên quan là cá nhân hoặc tổ chức có quan hệ với nhau trong các trường hợp bao gồm: Doanh nghiệp và người nội bộ của doanh nghiệp đó; Doanh nghiệp và tổ chức, cá nhân sở hữu trên 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết hoặc vốn góp của doanh nghiệp đó; Tổ chức, cá nhân mà trong mối quan hệ với tổ chức, cá nhân khác trực tiếp, gián tiếp kiểm soát hoặc bị kiểm soát bởi tổ chức, cá nhân đó hoặc cùng với tổ chức, cá nhân đó chịu chung một sự kiểm soát; Cá nhân và bố đẻ, mẹ đẻ, bố nuôi, mẹ nuôi, bố chồng, mẹ chồng, bố vợ, mẹ vợ, vợ, chồng, con đẻ, con nuôi, con dâu, con rể, anh ruột, chị ruột, em ruột, anh rể, em rể, chị dâu, em dâu của cá nhân đó; Quan hệ hợp đồng trong đó một tổ chức, cá nhân là đại diện cho tổ chức, cá nhân kia; Tổ chức, cá nhân khác là người có liên quan theo quy định của Luật DN (Khoản 46 Điều 4 Luật CK 2019)
- 23 Xem Trúc Chi, "Chào mua công khai: Cần hiểu thông nhất", Đầu tư chứng khoán ngày 14/6/2018; <https://tinnhaohungkhoan.vn/chung-khoan/chao-mua-cong-khai-can-thong-nhat-cach-bieu-232208.html>.