

LTS: Trong hai số báo trước, *TBKTSG* đã đăng bài điểm lại và bình luận một số quy định của hai luật mới (Luật Doanh nghiệp 2020 và Luật Đầu tư 2020) có liên quan trực tiếp đến giao dịch sáp nhập - mua lại doanh nghiệp (M&A). Số báo này, *TBKTSG* giới thiệu bài cuối: hoạt động M&A sẽ ra sao dưới tác động của Luật Chứng khoán và Luật Cạnh tranh.

BỘ TỬ LUẬT MỚI VÀ HOẠT ĐỘNG M&A

PHẦN 3:

Sự kiểm soát của Luật Chứng khoán và Luật Cạnh tranh đối với M&A

Luật sư TRƯƠNG HỮU NGŨ

CÔNG TY ĐẠI CHỨNG CHÀO BÁN CHỨNG KHOÁN RIÊNG LẺ

Có hai nhóm quy định trong Luật Chứng khoán 2019 (có hiệu lực từ 1-1-2021) sẽ ảnh hưởng lớn đến giao dịch M&A là quy định về chào bán riêng lẻ (*private offerings*) và chào mua công khai (*tender offers*). Những quy định này sẽ trở nên có liên quan trong các trường hợp như (i) bên mua là một công ty đại chúng tiến hành chào bán chứng khoán riêng lẻ để hoán đổi cổ phần của một công ty không phải là một công ty đại chúng, (ii) công ty mục tiêu là một công ty đại chúng bán cổ phần mới phát hành cho nhà đầu tư theo phương thức chào bán chứng khoán riêng lẻ hoặc (iii) bên mua mua cổ phần có quyền biểu quyết của công ty mục tiêu là công ty đại chúng đến mức cần phải chào mua công khai.

Trong giao dịch phát hành chứng khoán riêng lẻ, bên mua chỉ có thể là nhà đầu tư chiến lược và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (điều 31.1b). Nhà đầu tư chiến lược là nhà đầu tư được đại hội đồng cổ đông lựa chọn theo các tiêu chí về năng lực tài chính, trình độ công nghệ và có cam kết hợp tác với công ty trong thời gian ít nhất ba năm (điều 4.17). Một cá nhân, tổ chức được chứng nhận là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp

trên cơ sở năng lực tài chính hoặc có trình độ chuyên môn về chứng khoán (điều 11.1).

Những quy định này sẽ khiến cho giao dịch hoán đổi chứng khoán giữa một công ty đại chúng và một công ty không đại chúng trở nên khó thực thi. Chẳng hạn như bên mua là một công ty đại chúng muốn mua lại một công ty khởi nghiệp (*startup*) bằng việc phát hành riêng lẻ cổ phần của mình để đổi lấy cổ phần của các cổ đông của công ty khởi nghiệp kia. Với quy định mới, cổ đông của công ty khởi nghiệp hoặc là lựa chọn gán bỏ ít nhất ba năm với bên mua để được thừa nhận là cổ đông chiến lược hoặc phải thỏa mãn điều kiện (chẳng hạn như là một cá nhân có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu là 1 tỉ đồng) để được coi là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp.

Nếu có thể lựa chọn tư cách là nhà đầu tư chiến lược hay nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, có lẽ bên mua sẽ lựa chọn là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp bởi vì nếu là nhà đầu tư chiến lược, bên mua sẽ không được chuyển nhượng số cổ phần mua được từ giao dịch trong vòng ít nhất là ba năm, trong khi thời hạn hạn chế chuyển nhượng áp dụng cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp chỉ là một năm kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán. Ngoài ra, bên mua là nhà đầu tư chứng khoán

chuyên nghiệp được quyền chuyển nhượng số cổ phần mua được trong một giao dịch chào bán chứng khoán riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp khác (điều 31.1c). Thời gian hạn chế chuyển nhượng có thể dài hơn theo thỏa thuận trong hợp đồng giữa bên mua và công ty mục tiêu.

CHÀO MUA CÔNG KHAI

Một trong những thay đổi lớn trong quy định về chào mua công khai đó là bên mua sẽ phải thực hiện chào mua công khai cổ phiếu của công ty mục tiêu nếu như, sau khi giao dịch mua dự kiến kết thúc, bên mua và người có liên quan của bên mua sở hữu “gián tiếp” từ 25% trở lên số cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty mục tiêu (điều 35.1a). Ví dụ, bên mua dự định mua cổ phần phổ thông của công ty mục tiêu mà số cổ phần này lại đang được một công ty A nắm giữ. Khi đó nếu bên mua mua toàn bộ cổ phần, phần vốn góp của công ty A thì bên mua có thể được xem là “gián tiếp” mua cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty mục tiêu và vì vậy, phải tiến hành chào mua công khai nếu như số cổ phiếu có quyền biểu quyết đó đạt mức luật định.

KIỂM SOÁT TẬP TRUNG KINH TẾ

Luật Cạnh tranh 2018 (có hiệu lực từ ngày 1-7-2019) có nhiều quy

định điều chỉnh giao dịch M&A (còn gọi là tập trung kinh tế, bao gồm sáp nhập, hợp nhất doanh nghiệp, mua lại, liên doanh và các hình thức tập trung kinh tế khác theo quy định của pháp luật). Nghị định 35/2020/NĐ-CP hướng dẫn chi tiết luật này đã cụ thể hóa ngưỡng thông báo tập trung kinh tế. Đó là về mức tài sản trên thị trường Việt Nam, tổng doanh thu bán ra hoặc doanh số mua vào trên thị trường Việt Nam, giá trị giao dịch hoặc thị phần kết hợp mà nếu đạt các mức này thì các bên phải thông báo cho Ủy ban Cạnh tranh quốc gia trước khi thực hiện.

Những quy định này ít nhất sẽ gây khó khăn cho hai trường hợp sau. Thứ nhất, bên mua tham gia mua đấu giá cổ phần của doanh nghiệp khi Nhà nước thoái vốn mà đạt ngưỡng thông báo tập trung kinh tế. Khi đó, bên mua phải chịu chi phí tuân thủ nghĩa vụ thông báo trong khi không chắc chắn rằng mình có trúng đấu giá hay không. Ngoài ra, pháp luật hiện hành dường như không sẵn sàng cho trường hợp đã trúng đấu giá nhưng thuộc diện tập trung kinh tế bị cấm. Thứ hai, thời hạn thẩm định việc tập trung kinh tế có thể dài hơn thời hạn tối đa mà bên mua phải thực hiện chào mua công khai. Hơn nữa, pháp luật hiện hành cũng chưa cho phép bên mua rút lại đề nghị chào mua công khai trong trường hợp bị cấm thực hiện tập trung kinh tế.

Thị phần kết hợp không còn là yếu tố duy nhất để quyết định một giao dịch M&A có bị cấm hay không. Luật mới đánh giá tác động hoặc khả năng gây tác động hạn chế cạnh tranh một cách đáng kể của giao dịch dựa trên nhiều yếu tố, chẳng hạn như khả năng doanh nghiệp tăng giá hoặc tăng tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu sau tập trung kinh tế, khả năng doanh nghiệp sau tập trung kinh tế

loại bỏ hoặc ngăn cản doanh nghiệp khác gia nhập hoặc mở rộng thị trường và các yếu tố đặc thù trong ngành, lĩnh vực mà các doanh nghiệp tham gia tập trung kinh tế.

Điều này cũng có nghĩa là cơ quan quản lý cạnh tranh sẽ xem xét tác động về mặt kinh tế của giao dịch một cách tổng quan, đầy đủ và hợp lý hơn. Các quy định này cũng sẽ mở đường cho các bên trong giao dịch đưa ra các lập luận rằng giao dịch sẽ không gây tác động hoặc có khả năng gây tác động hạn chế cạnh tranh một cách đáng kể trên thị trường Việt Nam hoặc là có tác động tích cực đến cạnh tranh. Chẳng hạn như các bên có thể chứng minh rằng rào cản gia nhập thị trường (*market entry barriers*) là không cao và các đối thủ cạnh tranh khác có thể dễ dàng gia nhập thị trường nếu doanh nghiệp sau tập trung kinh tế tiến hành tăng giá hay giảm sản lượng cung ứng. Những lập luận khác như sức mạnh thương lượng của bên mua (*power buyer defense*), hiệu quả mà vụ tập trung mang lại (*efficiency defense*) cũng có thể được các bên sử dụng.

Hay như các bên cũng có thể đưa ra các yếu tố đặc thù trong lĩnh vực có liên quan để khẳng định rằng giao dịch M&A dự kiến sẽ không gây tác động xấu đến cạnh tranh. Có thể lấy vụ General Dynamics năm 1974 ở Mỹ để minh họa cách mà những yếu

tố đặc thù trong một lĩnh vực cụ thể sẽ ảnh hưởng đến khả năng hạn chế cạnh tranh của doanh nghiệp. Trong vụ này, Chính phủ Mỹ kiện Công ty General Dynamics vì cho rằng thương vụ trong đó Công ty Material Service (tiền thân của General Dynamics) thu tóm Công ty United Electric Coal Companies vi phạm Luật Chống độc quyền (Clayton Act) bởi vì vụ thu tóm này gây hạn chế cạnh tranh một cách đáng kể trong ngành sản xuất và phân phối than đá tại các thị trường liên quan. Tòa án Tối cao Mỹ đã đánh giá những yếu tố đặc thù trong ngành này để cho rằng giao dịch đó đã không gây ra và cũng không có khả năng gây ra hạn chế cạnh tranh một cách đáng kể. Thứ nhất, Tòa án Tối cao Mỹ cho rằng than đá đã và đang không thể cạnh tranh với các nguồn năng lượng khác. Thứ hai, kể từ năm 1954, ngành sản xuất điện trở thành ngành tiêu thụ than đá nhiều nhất. Thứ ba, hầu như toàn bộ than đá được bán cho ngành điện theo các hợp đồng dài hạn, với giá bán đã được ấn định trước trong thời hạn giao hàng cụ thể và như vậy công ty mục tiêu không thể tự ý tăng giá hay giảm sản lượng cung ứng trong tương lai. Ngoài ra, tòa án cũng đánh giá rằng trữ lượng của các mỏ than còn lại của công ty mục tiêu là ít ỏi và thậm chí chỉ một phần nhỏ khối lượng than trong số trữ lượng còn lại đó là chưa được bán theo các hợp đồng dài hạn đã ký kết để từ đó có nhận định về khả năng cạnh tranh trong tương lai của công ty mục tiêu.

Những quy định mới một mặt giúp Nhà nước quản lý tốt hơn hoạt động M&A, mặt khác đòi hỏi các bên trong giao dịch nhận diện và xử lý các thách thức, rào cản về mặt pháp lý để có thể thực hiện giao dịch một cách đúng pháp luật, tránh hạn chế rủi ro pháp lý trong khi vẫn đạt được mục tiêu thương mại cao nhất. ■

