

## MỘT SỐ Ý KIẾN VỀ CHÀO MUA CÔNG KHAI TRONG LUẬT VIỆT NAM

Ls. Ts. NGUYỄN HẢI HÀ

Luật sư Đoàn luật sư Hà Nội và Đoàn luật sư Paris

### Thế nào là chào mua công khai ?

Chào mua công khai là khái niệm mới được đề cập trong luật chứng khoán năm 2006 nhưng không được định nghĩa trong luật (Điều 32) hay văn bản hướng dẫn thi hành (Thông tư 18 BTC năm 2007, Điểm 1- 3 Mục III).

”Chào mua công khai” có thể hiểu là việc một tổ chức hoặc cá nhân (“Bên chào mua”) thông báo công khai ý định mua một số lượng nhất định cổ phần phổ thông của một công ty đại chúng (“Công ty bị chào mua”), theo điều kiện nhất định, trong một thời gian nhất định và Bên chào mua không rút lại ý định mua hay thay đổi điều kiện trong suốt thời gian này.

Bên chào mua công khai, có thể đang là cổ đông hoặc nằm ngoài công ty bị chào mua, phải

- áp dụng các điều kiện chào mua công khai với tất cả cổ đông của công ty bị chào mua
- mua cổ phiếu từ bất kỳ cổ đông nào theo điều kiện đã công bố
- chấp hành đúng thời hạn chào mua công khai

Như vậy chào mua công khai phân biệt với đề nghị mua bình thường ở chỗ, trong trường hợp đề nghị mua bình thường:

- người mua có thể cùng lúc gửi đề nghị mua với điều kiện và mức giá khác nhau đến những đối tượng khác nhau, chẳng hạn bên mua gửi đề nghị mua với giá 200.000 VND một cổ phần tới cổ đông hay nhóm cổ đông đang chiếm 51% cổ phần, chào giá 80.000/cổ phần với cổ đông đang chiếm 5% cổ phần
- người mua có thể từ chối mua cổ phần của những người khác
- người mua có thể rút lại đề nghị mua hoặc thay đổi điều kiện nếu như đề nghị chưa được bên kia chấp nhận.

Việc bán cả gói cổ phiếu cho phép kiểm soát hoặc chi phối hoạt động ty bao giờ cũng được giá hơn là bán một vài cổ phiếu riêng lẻ. Bên mua sẵn sàng trả giá cao đối với cổ đông hay một nhóm cổ đông đang chiếm đa số và không mua hoặc chỉ trả bằng giá niêm yết đối với một cổ đông nhỏ khác. Chính điều này dẫn đến sự đối xử không công bằng, thiệt cho cổ đông thiểu số và cổ đông nhỏ nếu như việc mua và bán được thực hiện theo phương thức bình thường.

### Chào mua công khai bắt buộc

Để bảo vệ quyền của cổ đông nhỏ, luật pháp về chứng khoán các nước đều qui định khi mua một số lượng cổ phần tương đối lớn, đủ để chi phối hoặc kiểm soát công ty, thì bên mua bắt buộc phải thực hiện phương thức chào mua công khai. Khi đó mọi cổ đông lớn nhỏ, thiểu số hay đa số đều có quyền bán cổ phần với điều kiện như nhau và bên mua phải mua của tất cả mọi người với giá đã chào.

Điều 32, khoản 1 Luật chứng khoán Việt nam qui định phải chào mua công khai khi mà việc mua “*sẽ dẫn đến việc sở hữu từ 25% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành của một công ty đại chúng*”.

Qui định có những bất cập. Chẳng hạn mọi trường hợp mua cổ phần sau khi vượt ngưỡng 25% đều phải thực hiện chào mua công khai. Điều này gây phiền hà, tốn kém cho doanh nghiệp và chẳng giúp ích gì cho việc bảo vệ cổ đông nhỏ. Luật hiện đã có qui định buộc cổ đông hoặc nhóm cổ đông đang chiếm 5% cổ phần biểu quyết phải thông báo cho UBCK mỗi khi có sự thay đổi trên 1% cổ phần đang sở hữu (Điều 29). Vậy nên chẳng ta cần qui định các ngưỡng sở hữu mà mỗi khi việc mua vượt quá ngưỡng thì người mua mới cần phải thực hiện chào bán công khai. Các thay đổi về sở hữu dưới ngưỡng được thực hiện theo phương thức mua bán thường và sẽ chỉ cần thông báo theo qui định hiện hành.

### **Đã bắt buộc nhưng vẫn phải xin phép ?**

Theo qui định thì việc chào mua công khai cần được đăng ký tại Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Tuy vậy, chào mua công khai chỉ được thực hiện sau khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận. Như vậy từ “đăng ký” đã biến thành “xin phép” và do vậy mà qui định trở thành thiếu tính logic.

Ví dụ nếu Ủy ban chứng khoán từ chối chấp thuận (dù có lý do hay không có lý do) thì phải chăng là bật đèn xanh cho Bên mua được đàm phán trực tiếp với cổ đông hoặc nhóm cổ đông nhất định và như vậy đâu còn mục đích bảo vệ cổ đông nhỏ của phương thức chào mua công khai nữa.

Về thời hạn xem xét và trả lời của UBCK, luật qui định thời hạn 7 ngày là hợp lý (tương đối ngắn). Trên thực tế thì chẳng có chế tài nào nếu UBCK trả lời quá thời hạn. Ngoài ra, theo hướng dẫn (ngoài luật) của Bộ tài chính thì hồ sơ không chỉ có tờ khai (đăng ký) mà còn phải kèm nhiều loại giấy tờ khác. Chẳng hạn nếu bên chào mua là pháp nhân thì phải nộp thêm “báo cáo tài chính đã kiểm toán của năm trước”. Vậy là một loạt các công ty không có báo cáo kiểm toán sẽ bị loại ra khỏi đối tượng chào mua công khai ?

Tóm lại, ta không khỏi có cảm giác “chào mua công khai” không còn là “nghĩa vụ” luật định mà việc “đi xin”. Vậy hãy trả lại cho việc đăng ký ý nghĩa nguyên thủy của nó.

### **Chủ động chào mua công khai**

Trong nhiều trường hợp, việc chào mua công khai có thể do bên mua chủ động tiến hành mặc dù không bị bắt buộc. Thí dụ sau đây chỉ minh họa cho một vài trường hợp trong số rất nhiều tình huống thực tế.

Công ty đại chúng X có cổ đông là

- công ty A chiếm 5%
- công ty B chiếm 25%
- công ty C chiếm 14%
- cổ đông công chúng chiếm phần còn lại (56%)

Trường hợp 1: Công ty A (hiện chiếm 5%) muốn mua thêm 19% để chi phối việc kiểm soát X. Cách tốt nhất với A là công bố ý định mua và đưa ra mức giá hấp dẫn hướng tới cổ đông công chúng là những người vốn ít thiết tha với việc quản lý nên sẵn lòng bán lại khi có giá hời. Như vậy, mặc dù không bị bắt buộc phải chào mua công khai (dưới ngưỡng 25%), nhưng công ty A vẫn sử dụng phương thức này để đạt mục đích.

Trường hợp 2: Sau vài năm, Công ty A muốn thôn tính X nên định mua tiếp 6% để trở thành cổ đông lớn nhất. Công ty C (chiếm 14%) không muốn X rơi vào tay A và cũng muốn tăng phần của mình. Nhân dịp A chào mua công khai, B cũng đưa ra lời chào mua 10% cổ phần với giá hấp dẫn hơn điều kiện mà A đang chào với hi vọng cổ đông công chúng thay vì bán cổ phần cho A sẽ bán cho mình. Như vậy, mặc dù Công ty C không bị bắt buộc phải chào mua công khai (dưới ngưỡng 25%), nhưng vẫn cần sử dụng phương thức này để phá kế hoạch của A và đạt mục đích của mình.

Trường hợp 3: Công ty B (hiện chiếm 25%) muốn duy trì vị trí của mình đã sử dụng một phương thức khác đó là triệu tập Hội đồng quản trị và ra nghị quyết cho phép Công ty X mua lại 10% cổ phiếu của chính công ty X (cổ phiếu quỹ). Công ty X đương nhiên sẽ sử dụng phương thức chào mua công khai để đưa ra đề nghị hấp dẫn hơn cả A và C, nhờ đó công ty B không phải đầu tư thêm tiền mà vẫn phá được kế hoạch của A và C.

Theo điều 32, khoản 2, khoản 3 Luật chứng khoán thì việc chào mua công khai chỉ được thực hiện sau khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận. Tổ chức, cá nhân thực hiện hành vi chào mua công khai mà không gửi đăng ký chào mua đến UBCK thì bị phạt tiền và buộc phải chấp hành đúng quy định của pháp luật về chào mua công khai (Điều 126, k6)

Các qui định này không nói rõ nghĩa vụ đăng ký áp dụng với mọi trường hợp chào mua công khai hay chỉ bắt buộc với trường hợp chào mua bắt buộc. Trong trường hợp bên mua chủ động tiến hành việc chào mua trên đây, liệu có phải xin phép UBCK hay không? Nếu có xin phép thì liệu UBCK có từ chối hay không?

Nên chăng cần qui định rõ, ngoài những trường hợp chào mua công khai bắt buộc thì bên chào mua công khai chỉ cần thông báo với UBCK trước khi tiến hành. Chỉ

nên đặt vấn đề đăng ký hoặc cho phép nếu như việc chủ động chào mua công khai nhằm mục đích thôn tính để độc quyền (Vấn đề thuộc luật chống độc quyền).

## Tiến hành chào mua công khai

### 1. Ý kiến của Công ty có cổ phiếu được/bị chào mua công khai.

Luật chứng khoán hiện nay qui định như sau: “*Công ty đại chúng được chào mua công khai phải công bố ý kiến của công ty về việc chấp thuận hoặc từ chối việc chào mua. Trường hợp từ chối, công ty phải trả lời bằng văn bản và nêu rõ lý do. Văn bản trả lời của công ty phải có chữ ký của ít nhất hai phần ba số thành viên Hội đồng quản trị*” (Điều 32, khoản 10).

Quy định này thực ra không chính xác, lung củng và thậm chí là vô lý.

Thứ nhất, việc bán hay không bán cổ phần đang được chào mua là quyền tự do của các cổ đông (Điều 77, k1, d và Điều 87 khoản 5 Luật doanh nghiệp). Thứ hai, Hội đồng quản trị của công ty được chào mua chẳng thể “chấp thuận hay từ chối việc chào mua” mà chỉ có thể đưa ra khuyến cáo nên hay không nên tới các cổ đông công ty mà thôi. Thứ ba ý kiến khuyến cáo có thể chỉ là của đa số thành viên Hội đồng quản trị, chứ không hẳn đã là của toàn thể Thành viên Hội đồng quản trị, lại càng không phải của “Công ty” nói chung. Thứ nữa, nếu một số thành viên Hội đồng có ý kiến khuyến cáo ngược lại với đa số thì ý kiến của họ sẽ không được các cổ đông và UBCK biết đến.

Vì vậy, để đảm bảo tính rõ ràng và hợp lý, nên sửa lại khoản 10 điều 32 như sau “*Hội đồng quản trị của Công ty đại chúng có cổ phiếu được chào mua công khai có thể (chứ không phải là “Phải”) gửi khuyến cáo của mình (chứ không phải của “Công ty”) về việc chào mua công khai tới các cổ đông trong công ty. Khuyến cáo cần có chữ ký của ít nhất hai phần ba số thành viên Hội đồng quản trị và cần nêu ý kiến không tán thành nếu có*”.

Luật chứng khoán không nói rõ ai có trách nhiệm thông báo cho công ty bị chào mua công khai. Theo hướng dẫn của Bộ tài chính thì Bên chào mua có nghĩa vụ thông báo cho Công ty bị chào mua đồng thời với việc đăng ký tại UBCK.

Quy định này cũng thiếu thực tế vì nhiều trường hợp bên chào mua muốn giữ kín kế hoạch của mình, chỉ thông báo vào phút chót để đảm bảo tính bất ngờ. Ngoài ra sau khi việc chào mua được công bố ra công chúng, thì công ty được chào mua có đủ thời gian để tổ chức phản công vì đợt chào mua phải kéo dài ít nhất là 1 tháng.

### 2. Rút lại đăng ký chào mua

Sau khi công bố công khai và trong suốt thời gian chào mua (tối thiểu một tháng và tối đa là 2 tháng), Bên chào mua không được rút lại chào mua công khai hoặc tùy tiện rút bớt điều kiện ưu đãi (được tăng giá chứ không được hạ giá). Như vậy Bên được chào mua mới có được đảm bảo chắc

chấn về đề nghị chào mua và mới có thể lựa chọn. Trường hợp rút lại đăng ký chào mua phải được xử lý như ngoại lệ.

Theo hướng dẫn của Bộ tài chính (ngoài luật) thì trong “trường hợp bất khả kháng” hoặc, sau thời hạn chào mua, nếu số lượng cổ phiếu đăng ký bán nhỏ hơn số lượng đăng ký mua thì bên chào mua có thể đề nghị UBCK cho rút lại đăng ký chào mua.

Quy định này thuận cho Bên chào mua (nếu không đạt được mục đích sở hữu được số lượng cổ phần đủ chi phối hoặc kiểm soát công ty thì không sẽ mua) nhưng sẽ bất lợi cho các cổ đông nhỏ. Hiện nay việc “cầm cân nảy mực” thuộc về UBCK. Nếu không có qui định và giải thích rõ ràng thế nào là “nhỏ hơn”, thế nào là “trường hợp bất khả kháng” thì quyền lợi của cổ đông nhỏ sẽ bị thiệt thòi.

### 3. Quyền của cổ đông được chào mua

Ngược lại với Bên chào mua, Cổ đông được chào mua có quyền tự do thay đổi ý định bán cho đến phút chót. Cổ đông đã đăng ký bán thậm chí đã đặt cọc cổ phiếu theo một đợt chào mua công khai “có quyền rút cổ phiếu vào bất cứ thời điểm nào trong thời gian chào mua”. Quy định này nhằm đảm bảo cổ đông được chào mua không bị ràng buộc và có thể bán cổ phiếu cho người chào mua với giá cao nhất.

Tuy vậy theo qui định hiện nay cổ phiếu của công ty đại chúng phải được đăng ký tập trung tại Trung tâm lưu ký chứng khoán. Công ty đại chúng thực hiện đăng ký này. Trước khi thực hiện giao dịch, cổ phiếu của công ty đại chúng cũng phải được lưu ký tập trung tại Trung tâm lưu ký chứng khoán. Bên chào mua, về phần mình, cũng phải chỉ định một Công ty chứng khoán làm đại lý. Vì vậy, có lẽ nên qui định cụ thể hơn trình tự đăng ký bán cổ phần, thay đổi đăng ký bán, việc lưu ký cổ phiếu trước khi giao dịch và mối liên hệ 3 bên Công ty bị chào mua, Trung tâm lưu ký và Công ty chứng khoán đại lý của Bên chào mua để bảo đảm Cổ đông thực hiện hữu hiệu được quyền bán của mình trong một đợt chào mua.

Nếu sau đợt chào mua, Bên chào mua nắm giữ từ 80% trở lên số cổ phiếu đang lưu hành thì cổ đông thiểu số còn lại được bảo đảm quyền rút khỏi công ty bằng cách đề nghị bán lại cho Bên chào mua với giá mua đã trong thời gian 30 ngày. Quy định này cũng nhằm đảm bảo quyền lợi cổ đông thiểu số, tránh tình trạng cổ phiếu sụt giá.