

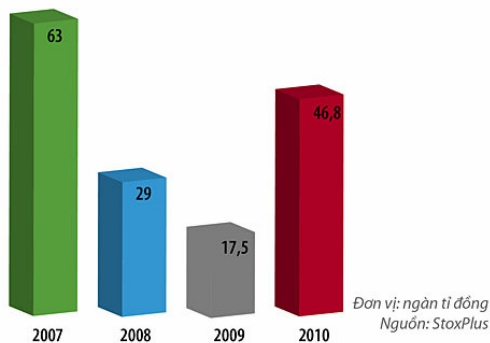
Hợp đồng góp vốn đầu tư - hình thức huy động vốn mới?

Huỳnh Hữu Đạt & Lương Ngọc Trâm Anh

Bộ phận Phân tích – CTCP Chứng khoán Âu Việt

Thị trường chứng khoán (TTCK) được xem là một kênh huy động vốn với chi phí thấp hơn đi vay, nhưng những điều kiện ràng buộc ngày càng chặt chẽ về Luật cũng như lo ngại của nhà đầu tư về vấn đề phát hành pha loãng đã khiến cho kênh huy động này đang trở nên kém hấp dẫn. Tuy nhiên, Luật Chứng khoán sửa đổi với hình thức “Hợp đồng góp vốn đầu tư” đang hé mở thêm một hình thức huy động vốn mới cho các doanh nghiệp.

Tình hình phát hành 04 năm qua



Lượng vốn huy động qua thị trường chứng khoán

Những năm gần đây, thị trường chứng khoán thể hiện rõ vai trò một kênh huy động vốn quan trọng cho các doanh nghiệp. Đặc biệt trong năm 2010, khi mà chi phí đi vay quá cao, nhiều doanh nghiệp đã tìm đến thị trường chứng khoán như giải pháp số một để huy động vốn cho sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên con đường huy động vốn qua TTCK không phải luôn rộng mở với các doanh nghiệp khi mà các hình thức huy động hiện nay còn rất nhiều điều kiện ràng buộc chặt chẽ:

Thực tế phát hành hiện nay

Phát hành ra công chúng – nhiều điều kiện ràng buộc: Với những điều kiện ràng buộc như vốn điều lệ trên 10 tỷ đồng, kết quả kinh doanh năm liền trước phát hành phải có lãi, không lỗ lũy kế, phải được Đại hội cổ đông (ĐHCD) thông qua làm nhiều doanh nghiệp nhỏ khó tiếp cận với hình thức huy động vốn này. Đặc biệt sau vụ việc Dược Viễn Đông bị buộc trả lại tiền cho nhà đầu tư do công bố thông tin sai trong Bản cáo bạch thì khả năng thời gian tới UBCK sẽ tăng cường vấn đề xét duyệt hồ sơ phát hành cho doanh nghiệp.

Phát hành riêng lẻ - tại sao vẫn bị ách tắc?

Việc hạn chế chuyển nhượng: Phát hành riêng lẻ mặc dù đơn giản về mặt thủ tục nhưng quy định hạn chế chuyển nhượng tối thiểu 1 năm kể từ ngày hoàn thành đợt chào bán theo Nghị định 01/2010/NĐ-CP về phát hành cổ phần riêng lẻ làm giảm hấp dẫn với nhà đầu tư. Ngoài ra trong bối cảnh hiện nay khi mà giá cổ phiếu của nhiều doanh nghiệp thấp gần bằng mệnh giá thì nhiều nhà đầu tư chiến lược sẽ thích lựa chọn việc mua trên thị trường tập trung hơn là mua cổ phiếu phát hành mới.

Vai trò của Sở Kế hoạch và Đầu tư: Đối với các công ty đại chúng, hạn chế chuyển nhượng chỉ mới là 1 vấn đề trong khi các công ty chưa đại chúng thì ngay cả việc xin được giấy phép phát hành cũng không dễ dàng gì. Theo Nghị định 01/2010/NĐ-CP thì Sở Kế hoạch và Đầu tư là Cơ quan nhà nước có

thẩm quyền quản lý chào bán cổ phần riêng lẻ trong trường hợp tổ chức chào bán là công ty chưa đại chúng. Tuy nhiên sau gần 1 năm được ban hành thì đến nay vẫn chưa có thông tư hướng dẫn nên Sở Kế hoạch và Đầu tư nhiều địa phương vẫn chưa thực hiện được việc duyệt hồ sơ phát hành riêng lẻ bên cạnh chức năng hiện giờ là cấp giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh. Điều này khiến khiến cho nhiều doanh nghiệp muốn tăng vốn thông qua con đường Phát hành riêng lẻ phải tìm hướng đi khác. Một số doanh nghiệp thì chuyển trụ sở chính sang tỉnh/ thành khác mà họ biết Sở Kế hoạch và Đầu tư nơi đó linh động hơn trong việc phê duyệt hồ sơ phát hành riêng lẻ; Một số khác thì thực hiện thủ tục chuyển nhượng cho những người thân, người lao động trong công ty để nâng số cổ đông lên 100 và trở thành công ty đại chúng để có thể nộp hồ sơ phát hành cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Hợp đồng góp vốn đầu tư – Hướng huy động vốn mới cho nhiều doanh nghiệp

Ngày 24/11/2010 tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa 12 đã thông qua Luật Sửa đổi, Bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán. Trong đó vấn đề được khá nhiều nhà đầu tư quan tâm là “Hợp đồng góp vốn đầu tư” được bổ sung vào điều 6 của Luật chứng khoán.

Theo Luật Chứng khoán sửa đổi thì *“Hợp đồng góp vốn đầu tư là hợp đồng góp vốn bằng tiền hoặc tài sản giữa các nhà đầu tư với tổ chức phát hành hợp đồng nhằm mục đích lợi nhuận và được phép chuyển đổi thành chứng khoán khác.”*

Như vậy, theo như định nghĩa mà Luật Chứng khoán sửa đổi đưa ra thì doanh nghiệp có thể đi vay nhà đầu tư một khoản tiền X, khi đến hạn trả nợ thì thay vì trả tiền cho nhà đầu tư thì doanh nghiệp có thể hoán chuyển khoản tiền X thành số cổ phần tương ứng, hay nói cách khác đây chính là việc hoán chuyển nợ thành vốn cổ phần.

“ Điều 6: Chứng khoán bao gồm:

- a) Cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ;
- b) Quyền mua cổ phần, chứng quyền, quyền chọn mua, quyền chọn bán, hợp đồng tương lai, nhóm chứng khoán hoặc chỉ số chứng khoán.
- c) *Hợp đồng góp vốn đầu tư;*
- d) *Các loại chứng khoán khác được thực hiện theo hướng dẫn của Bộ Tài chính.”*

“ Trích Luật chứng khoán sửa đổi “

Có thể nói hình thức này khá giống với hình thức trái phiếu chuyển đổi được các doanh nghiệp sử dụng trước đây, là việc hoán chuyển nợ thành vốn cổ phần. Tuy nhiên với trái phiếu chuyển đổi thì doanh nghiệp phát hành phải làm ăn có lãi trong năm trước đó mới được huy động bằng hình thức này, trong khi đó với Hợp đồng góp vốn đầu tư, thì theo ý kiến của chúng tôi thì đây là sự thỏa thuận về quyền và nghĩa vụ của hai bên nên sẽ không có sự ràng buộc về lỗ lãi.

Hiện nay chưa có thông tư hướng dẫn về “Hợp đồng góp vốn đầu tư” cũng như quy định về vấn đề hạn chế chuyển nhượng khi huy động vốn bằng hình thức này, tuy nhiên chúng tôi cho rằng dù có bị hạn chế chuyển nhượng 1 năm thì hình thức huy động này cũng ưu điểm hơn nhiều so với việc phát hành riêng lẻ. Vì Hợp đồng góp vốn đầu tư là sự thỏa thuận giữa hai bên nên tới một thời điểm nhất định, tùy vào tình hình thị trường, nhà đầu tư có quyền chọn lựa giữa việc nhận lại tiền hay chuyển thành cổ phiếu, tất cả vấn đề này sẽ được thỏa thuận trong Hợp đồng giữa hai bên khi ký kết ban đầu.

Nói một cách dễ hiểu thì Hợp đồng góp vốn đầu tư sẽ là một sự kết hợp giữa Phát hành riêng lẻ và Trái phiếu chuyển đổi.

Quyền lợi cổ đông hiện tại có thể bị ảnh hưởng?

Hiện nay Bộ Tài chính vẫn chưa ban hành văn bản hướng dẫn cho hình thức huy động vốn mới này. Dưới góc độ của chúng tôi thì văn bản hướng dẫn sẽ rất quan trọng, nếu không quy định chặt chẽ thì có thể gây tác động nhiều đến quyền lợi của các cổ đông.

Thứ nhất, với hình thức này, nếu như không có quy định rằng Hợp đồng góp vốn đầu tư này phải được ĐHCĐ thông qua trước khi ký kết thì có thể xảy ra trường hợp “tiền trạm hậu tẩu”, nghĩa là doanh nghiệp có thể đi vay tiền bên ngoài sau đó chuyển thành cổ phiếu và “ép” ĐHCĐ phải thông qua.

Ví dụ 1: Doanh nghiệp A vay của ông B số tiền 10 tỷ đồng dưới hình thức Hợp đồng góp vốn đầu tư. A và B thỏa thuận với nhau rằng, đến thời điểm năm YYYY thì khoản nợ này sẽ được chuyển thành số lượng cổ phiếu tương ứng. (Lưu ý: Theo Luật doanh nghiệp thì đối với những khoản vay dưới 50% tổng giá trị tài sản thì không cần ĐHCĐ thông qua trừ khi điều lệ doanh nghiệp có quy định khác)

Tuy nhiên, theo Luật chứng khoán thì để có thể chuyển khoản nợ thành cổ phần thì vấn đề này phải được ĐHCĐ thông qua. Do đó trong hợp đồng giữa 2 bên có thể kèm theo điều khoản là:

- 1. Việc chuyển đổi thành cổ phiếu sẽ được trình ĐHCĐ thông qua trong ĐHCĐ thường niên năm YYYY.*
- 2. “Nếu ĐHCĐ không thông qua việc chuyển 10 tỷ đồng thành cổ phiếu thì A sẽ phải trả cho B tiền gốc cộng với lãi suất”.*

Với điều khoản này, Ban Lãnh đạo doanh nghiệp có thể liên kết với ông B để ép ĐHCĐ vào thế “không thông qua không được”. Chỉ bằng cách đưa ra một mức lãi suất cao thì nếu như ĐHCĐ không thông qua thì các cổ đông sẽ bị thiệt hại do doanh nghiệp phải chi ra một khoản tiền lớn để trả nợ gốc kèm theo khoản lãi suất cao hơn cả việc đi vay ngân hàng. Bên cạnh đó việc lãi vay có được chuyển thành cổ phiếu hay không cũng là một khía cạnh quan trọng. Với ví dụ trên, nếu lãi suất cho vay là 15%, thì như vậy khoản lãi vay 1,5 tỷ đồng sẽ được chuyển thành cổ phiếu hay trả bằng tiền cho ông B cũng cần được cân nhắc. Sẽ có trường hợp 2 bên đưa ra một mức lãi suất cao bên cạnh việc ép ĐHCĐ thông qua còn nhằm mục đích biến khoản lãi vay này thành cổ phiếu.

Thứ hai, về giá chuyển đổi, nếu không có quy định cụ thể thì Ban Lãnh đạo công ty và ông B có thể lợi dụng việc này để đầu cơ cổ phiếu của doanh nghiệp A.

Ví dụ 2: nếu không quy định giá chuyển đổi cụ thể, Ban Lãnh đạo công ty sẽ thỏa thuận với ông B giá chuyển đổi là 10.000 đồng/ cổ phiếu. Như vậy số tiền 10 tỷ đồng của ông B sẽ được chuyển thành 1 triệu cổ phiếu. Trong trường hợp giá cổ phiếu công ty A đang được giao dịch với mức giá 20.000 đồng/ cổ phiếu thì ông B có thể bán khống 1 triệu cổ phiếu công ty A với giá 20.000 đồng/ cổ phiếu. Sau đó dùng 1 triệu cổ phiếu vừa được chuyển đổi để trả lại. Như vậy Ban lãnh đạo công ty A và ông B sẽ có được một khoản lợi nhuận lớn.

Hướng giải quyết

Hợp đồng góp vốn đầu tư, hình thức huy động vốn mới hứa hẹn sẽ mở thêm một cánh cửa mới cho doanh nghiệp tiếp cận vốn được dễ dàng. Nhưng đây cũng có thể là con dao hai lưỡi cho chính các cổ đông và doanh nghiệp nếu không được kiểm soát. Như hai ví dụ chúng tôi đã phân tích ở trên, quyền lợi cổ đông sẽ bị ảnh hưởng nếu có sự liên kết nhằm trục lợi cho cá nhân của Ban lãnh đạo doanh nghiệp và bên cho

vay. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các văn bản hướng dẫn sắp ban hành nên nhắm vào giải quyết các vấn đề sau đây nhằm bảo vệ cho quyền lợi của các cổ đông:

- Hợp đồng góp vốn đầu tư phải được ĐHCĐ thông qua trước khi được ký kết.
- Khoản lãi suất cho vay (nếu có) phải quy định một mức khung phù hợp với thị trường, tránh trường hợp thỏa thuận mức lãi suất quá cao nhằm chuyển lãi vay thành cổ phiếu.
- Giá chuyển đổi phải tham chiếu theo giá thị trường để hạn chế hoạt động đầu cơ trục lợi của Ban lãnh đạo và bên cho vay.

Tuy nhiên, văn bản hướng dẫn nên có độ mở nhất định, bởi vì nếu Luật quy định quá chặt chẽ về việc hình thức này phải được Cơ quan quản lý phê duyệt hay một mức giá chuyển đổi quá cứng nhắc mà không linh hoạt theo thị trường ... thì vô hình chung sẽ khép lại một cánh cửa vừa được mở ra. Do đó, chúng tôi cho rằng văn bản hướng dẫn rõ ràng là cần thiết để bảo vệ quyền lợi cổ đông nhưng cũng nên theo hướng mở để đây thật sự là một hình thức huy động vốn mới dễ dàng hơn cho doanh nghiệp.