



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی چارچوب قانونی ادغام و اکتساب در بازار سرمایه کشورهای منتخب

میثم حامدی
سید امیرحسین اعتصامی
وحید احمدیان



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: بررسی چارچوب قانونی ادغام و اکتساب در بازار سرمایه کشورهای منتخب

تهیه کنندگان: میثم حامدی، سید امیرحسین اعتصامی و وحید احمدیان

کد گزارش: ۹۸-۰۲-۲۰۱۹

تاریخ گزارش: اردیبهشت ۹۸

این گزارش در گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این گروه می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

بررسی چارچوب قانونی ادغام و اکتساب در بازار سرمایه کشور های منتخب

میثم حامدی، سید امیرحسین اعتصامی و وحید احمدیان

چکیده

رشد سریع شرکت ها یکی از مباحث با اهمیت در حوزه استراتژی است. شرکت ها همواره تلاش می کنند یک استراتژی اثر بخش در راستای کاهش هزینه ها، توانمندی مالی، گسترش بازار محصول یا خودکفایی در مواد اولیه داشته باشد. یکی از روش های مؤثر که در سالیان اخیر مورد استقبال بسیاری از شرکت ها و بالاخص بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته قرار گرفته است، روش ادغام و اکتساب و به اختصار M&A است. ادغام و اکتساب مقوله ای است مرتبط با حوزه های استراتژی بنگاه، مالی شرکتی و حاکمیت شرکتی که به مسائل مربوط به خرید و فروش و ترکیب دارایی شرکت ها می پردازد. با محدود شدن تعداد شرکت ها در صنایع و شکل گیری بازارهای با ساختار انحصار چندجانبه، شرکت های حاضر تلاش می کنند با اتخاذ سیاست های هماهنگ در قیمت گذاری، تصمیمات تجاری و همچنین تشکیل کارتل ها دست به تباری بزنند. بر این اساس قوانین آنتی تراست با هدف تحکیم قانونمندی بر رفتار این شرکت های بزرگ شکل گرفت تا سطح تمرکز و محدوده قلمرو آنها محدود و مشخص گردد.

به طور کلی ادغام و تملیک یا اکتساب، به فرآیندهای مربوط به ترکیب و اتحاد شرکت ها گفته می شود. ادغام و اکتساب شرکت ها با انگیزه های مختلفی صورت گیرد؛ هم افزایی مالی، مدیریتی و عملیاتی یک بنگاه تجاری، ایجاد انحصار در یک کسب و کار، کاهش هزینه ها و یا ریسک های یک بنگاه تجاری از جمله انگیزه های مهم در ادغام و اکتساب شرکت ها می باشد. ادغام و اکتساب در مورد شرکت های سهامی عام با خرید و انتقال مالکیت بخش قابل توجهی از سهام یک شرکت به یک شخص حقوقی دیگر انجام می شود. نکته حائز اهمیت در این نوع خریدهای تملیکی، قانون گذاری صحیح و نظارت نهادهای ناظر بازار سرمایه به منظور ایجاد حداکثر شفافیت، کشف قیمت منصفانه و جلوگیری از تضعیف منافع سهامداران شرکت می باشد. با توسعه بازارهای سرمایه و وجود پیچیدگی های خاصی که در این بخش از بازارهای مالی وجود دارد، اغلب کشورها قانون گذاری در حوزه ادغام و تملیک را از قوانین شرکت جدا کرده و به عنوان یک موضوع مستقل به وضع قوانین و مقررات پرداخته اند. این گزارش به مفاهیم ادغام و اکتساب و مقررات بازار سرمایه در این حوزه پرداخته است.

کلمات کلیدی: ادغام، اکتساب، قانون ویلیامز، بازار سرمایه

مقدمه

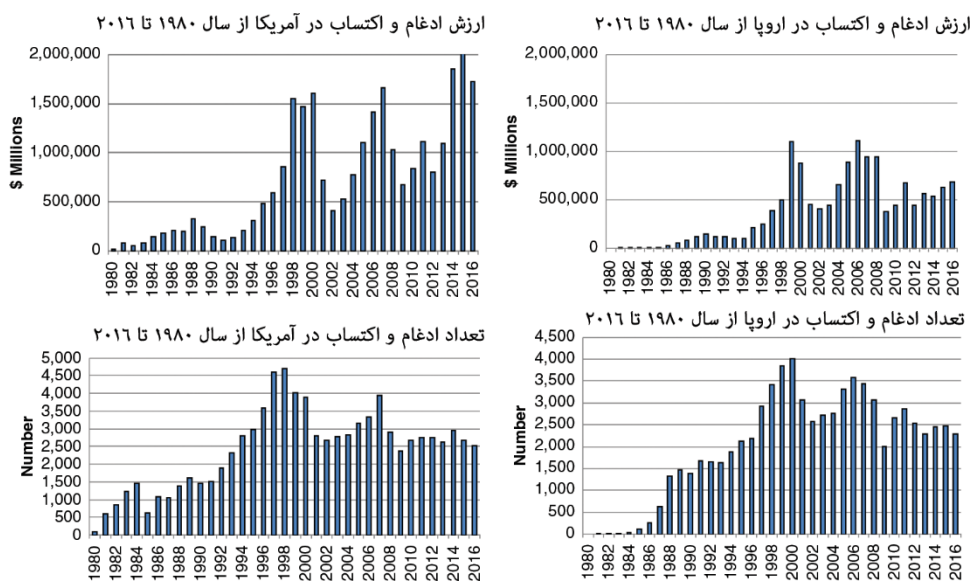
سرعت ادغام و تملک در اوایل دهه ۲۰۰۰ و پیش از بحران مالی ۲۰۰۷، افزایش چشم‌گیری داشت. آمارها نشان می‌دهند که تا پیش از سال ۲۰۰۸، حجم ادغام و اکتساب نه تنها در آمریکا بلکه در سایر کشورهای مطرح جهان نیز رشد زیادی داشته است. حداکثر مقدار ادغام و اکتساب در آمریکا در سال ۲۰۰۷ رخ داده و حداکثر این مقدار برای اروپا در سال ۲۰۰۶ بروز کرده است. اما پس از پایان بحران، سال ۲۰۱۵ بهترین سال ادغام و اکتساب در طول تاریخ آمریکا پس از تعدیل آن با نرخ تورم بوده، اما در اروپا همچنان همان سال ۲۰۰۶ بیشترین میزان ادغام و اکتساب را شاهد بوده است (با تعدیل نسبت به تورم، سال ۱۹۹۹ بیشترین حجم ادغام و اکتساب در اروپا صورت گرفته است). جدول شماره ۱، ده ادغام و اکتساب برتر از منظر ارزش در سرتاسر جهان را به تصویر کشیده است.

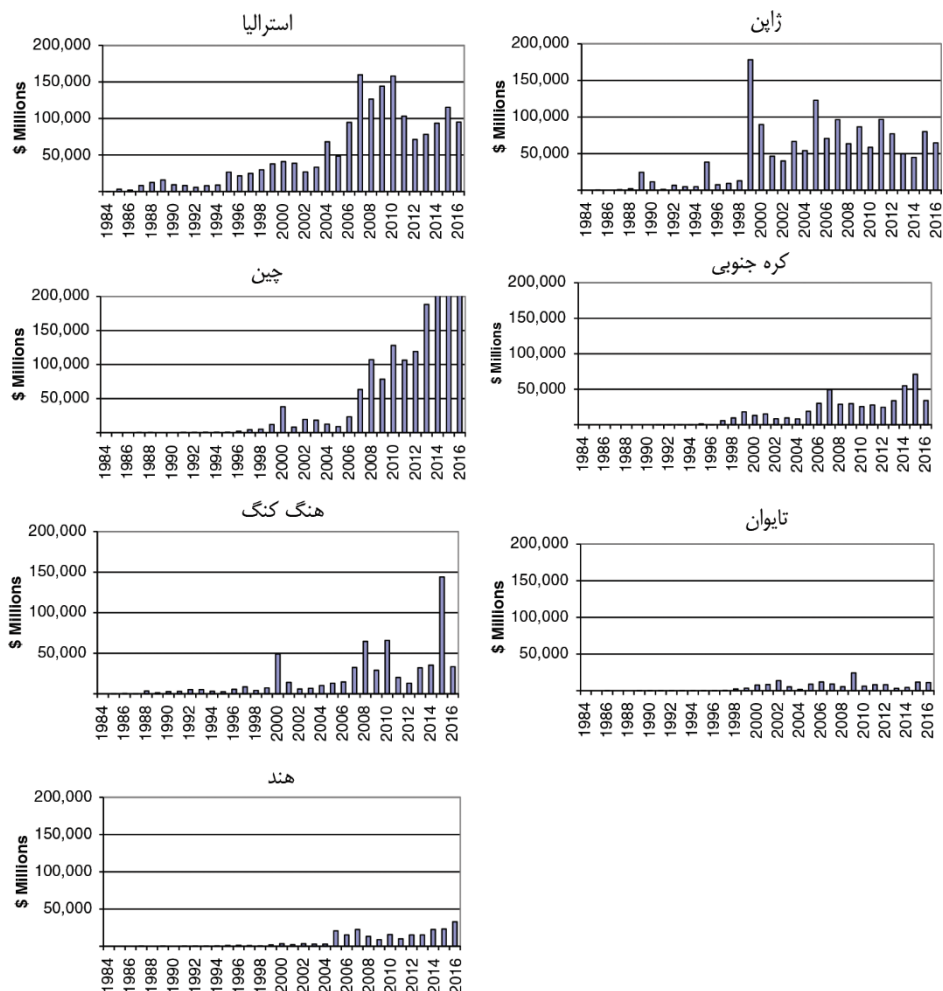
نمودار ۱- ده ادغام و اکتساب برتر در سرتاسر جهان از منظر ارزش معامله

کشور اکتساب کننده	اکتساب کننده	کشور هدف	شرکت هدف	ارزش معامله (میلیون دلار)	تاریخ مؤثر	تاریخ اعلام
United Kingdom	Vodafone AirTouch PLC	Germany	Mannesmann AG	202,785.13	4/12/2000	11/14/1999
United States	America Online Inc	United States	Time Warner	164,746.86	1/12/2001	1/10/2000
Luxembourg	Altice SA	Luxembourg	Altice SA	145,709.25	8/9/2015	6/26/2015
United States	Verizon Communications Inc	United States	Verizon Wireless Inc	130,298.32	2/21/2014	9/2/2013
Switzerland	Shareholders	Switzerland	Philip Morris Intl Inc	107,649.95	3/28/2008	8/29/2007
Belgium	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	United Kingdom	SABMiller PLC	101,100.89	10/4/2016	9/16/2015
Netherlands	RFS Holdings BV	Netherlands	ABN-AMRO Holding NV	98,189.19	11/2/2007	4/25/2007
United States	Pfizer Inc	United States	Warner-Lambert Co	89,167.72	6/19/2000	11/4/1999
United States	Exxon Corp	United States	Mobil Corp	78,945.79	11/30/1999	12/1/1998
United Kingdom	Glaxo Wellcome PLC	United Kingdom	SmithKline Beecham PLC	75,960.85	12/27/2000	1/17/2000

Source: Thomson Financial Securities Data, January 12, 2017.

همچنین آمار ادغام و اکتساب در آمریکا، اروپا و برخی از کشورهای دیگر در نمودارهای تصویر ۱ به نمایش درآمده است.





تصویر ۱- ادغام و اکتساب در آمریکا و برخی از کشورهای منتخب

انواع ادغام و اکتساب

ادغام و اکتساب را می‌توان از منظر مختلفی تقسیم‌بندی نمود. معمولاً سه دسته‌بندی کلی از ادغام و اکتساب وجود دارد:

- ۱- *ادغام از منظر شکلی: ادغام قانونی^۱؛ ادغام متقابل^۲، ادغام به شکل ترکیب^۳؛*
- ۲- *ادغام از منظر ارتباط کسب و کار: ارتباط افقی، ارتباط عمودی، ادغام به شکل اختلاط و ادغام متحدالمرکز؛*
- ۳- *سایر انواع ادغام: ادغام خصمانه^۴، ادغام دوستانه^۵، ادغام راهبردی، ادغام طولی^۱.*

^۱ Statutory Merger

^۲ Cross Merger

^۳ Consolidation Merger

^۴ Hostile Merger or Takeover

^۵ Friendly Merger

در این گزارش، با توجه به اینکه دسته‌بندی نوع ۱ و ۳ از منظر ظاهری به ادغام می‌پردازند و با توجه به اهمیت ادغام از منظر ارتباط کسب و کار، صرفاً به ادغام نوع ۲ پرداخته شده است. اما از آنجا که در حوزه قوانین و مقررات، ادغام خصمانه و دوستانه از اهمیت زیادی نیز برخوردار است، به این مورد نیز پرداخته شده است.

ادغام از منظر ارتباط کسب و کار

ادغام یا اکتساب معمولاً به صورت افقی^۱، عمودی^۲، اختلاط^۳ یا متحد المركز^۴ صورت می‌گیرد. ادغام افقی زمانی اتفاق می‌افتد که دو رقیب که محصولات و خدمات مشابهی دارند و هر دو در یک صنعت فعال هستند با یکدیگر ترکیب می‌شوند. برای مثال، در سال ۱۹۹۸، دو شرکت پتروشیمی اکسون (Exxon) و موبیل (Mobil) با ترکیبی به ارزش ۷۸٫۹ میلیارد دلار ادغام شدند. به عنوان مثال دیگر، در سال ۲۰۰۹ پی‌فایزر (Pfizer) شرکت ویس (Wyeth) را با ارزشی معادل ۶۸ میلیارد دلار اکتساب نمود. چنانچه ادغام افقی موجب شود تا قدرت شرکت ترکیب شده در بازار بیشتر شود و اثر ضد رقابتی داشته باشد، این ادغام ممکن است مشمول قوانین و مقررات ضد ایجاد تراست شود. در سال‌های اخیر، دولت آمریکا تا حدودی نسبت به این موضوع آزادانه واکنش نشان داده و ادغام‌های افقی را مشمول مقررات ضد تراست در نظر نگرفته است. اما در اروپا، کمیسیون اروپا تا حدودی نسبت به مواجهه با ادغام‌هایی که اثر ضد رقابتی داشته یا ممکن است رقبای قوی برای شرکت‌های اروپایی محسوب شوند، محتاطانه برخورد نموده است.

ادغام و اکتساب عمودی عبارت است از ترکیب شرکت‌هایی که رابطه خریدار و فروشنده دارند یا به عبارت دیگر دو شرکتی که در یک صنعت فعالند و محصولات و خدمات مشابهی تولید می‌کنند؛ اما تفات این دو در مرحله تولید محصول نهایی است. به عنوان مثال، در صنعت عینک‌سازی آمریکا، یک شرکت ایتالیایی به نام لوکراتیکا (Luxottica) از طریق اکتساب برخی از شرکت‌های آمریکایی وارد بازار این کشور شد. این شرکت، با اکتساب برخی از خرده فروش‌ها مانند شرکت‌های تولید لنز عینک مانند لنزکرافترز (LensCrafters) و سانگلز هات (Sunglasses Hut) و همچنین برندهای مشهوری همچون رین (Ray-Ban) و اوکلی (Oakley) بازار خود را در آمریکا توسعه داد. برای برخی، اعطای مجوز اینچنین ادغام عمودی بزرگی و بهره‌مندی از بازار آمریکا از سوی نهادهای ناظر، عجیب به نظر می‌رسید. در سال ۲۰۱۷ لوکراتیکا برنامه خود برای ادغام با شرکت فرانسوی تولید لنز به نام اسیلور (Essilor) را اعلام کرد که در صورت عدم مغایرت با قوانین و مقررات ضد تراست، شرکتی به ارزش بازار ۴۹ میلیارد دلار تشکیل می‌شود.

ادغام و اکتساب به شکل اختلاط زمانی رخ می‌دهد که شرکت‌ها رقیب یکدیگر نیستند و رابطه خریدار و فروشنده نیز ندارند. در ادغام به شکل اختلاط، دو شرکت در دو صنعت متفاوت فعالند و محصولات و خدمات متفاوتی ارائه می‌کنند. به عنوان مثال، شرکت فیلیپ موریس (Philip Morris) که یک شرکت فعال در حوزه تنباکو است، جنرال فودز (General Foods) را در سال ۱۹۸۵ به

^۱ Arm's Length Merger

^۲ Horizontal

^۳ Vertical

^۴ Conglomerate

^۵ Concentric

ارزش ۵۶ میلیارد دلار، شرکت کرافت (Kraft) را در سال ۱۹۸۸ به ارزش ۱۳،۴۴ میلیارد دلار، و در سال ۲۰۰۰ شرکت نابیسکو (Nabisco) را به ارزش ۱۸،۹ میلیارد دلار اکتساب نمود. نکته قابل توجه این بود که شرکت فیلیپ موریس که بعدها نام خود را به آلتریا (Altria) تغییر داد، از جریانات نقدی حاصل از کسب و کار خود در حوزه غذا و تنباکو استفاده نمود تا وابستگی خود به کسب و کار داخلی تولید تنباکو را کاهش دهد و بیشتر به سمت تولید مواد غذایی روی آورد. این تغییر رویکرد و کاهش وابستگی به تولیدات تنباکو به این دلیل بود که صنعت تنباکو در آمریکا با رکود مواجه شده بود؛ اما در عرصه بین‌المللی همچنان مشتریان خود را داشت و بالعکس صنعت مواد غذایی در آمریکا پر رونق بود. این شرکت در نهایت به دلیل دعاوی قضایی مختلف علیه شعبه تولید تنباکو در آمریکا، و اثرگذاری آن بر قیمت سهام، به‌طور کامل از صنعت تنباکو خارج شد.

در سال‌های اخیر چهره ادغام و اکتساب به شکل اختلاط تغییر کرده است. در حال حاضر، اقتصادهای جهان با کانگلومریت‌های جدید اقتصادی مانند شرکت آلفابت (Alphabet) که شرکت مادر گوگل (Google)، آمازون (Amazon)، و شاید تا چندی دیگر فیس‌بوک (Facebook) است مواجهند. این شرکت‌ها رشد خود را از یک خط اصلی تجاری که جریانات نقدی بسیاری به همراه داشت آغاز کردند و از طریق ادغام و اکتساب به حوزه‌های دیگر شعبه زدند. برای مثال، شرکت آلفا/گوگل اندروید (Android)، یوتیوب (YouTube)، و ویز (Waze) را کنترل می‌کند. فیس بوک نیز اینستاگرام (Instagram)، واتس‌آپ (WhatsApp) و اوکیلیوس (Oculus) را اکتساب نموده است. در سوی دیگر، آمازون زاپوس دات کام (Zappos.com)، کیوا سیستمز (Kiva Systems)، توییچ (Twitch) و در سال ۲۰۱۷ هول فودز (Whole Foods) را اکتساب نموده است. ترکیب این شرکت‌ها و ایجاد سوپرمارکت‌های جدید، با کانگلومریت‌های قدیمی به نظر متفاوت می‌رسد اما برخی از ویژگی‌های آن مشابه است.

در ادغام متحدالمرکز، چندین شرکت در یک صنعت که مشتریان مشابهی دارند اما محصولات و خدمات آنها متفاوت است با یکدیگر ادغام می‌شوند. محصولات این شرکت‌ها مکمل یکدیگر است. به‌عنوان مثال، اگر شرکتی که سیستم‌های کامپیوتری تولید می‌کند با شرکت تولید کننده UPS ادغام می‌شود. در مثالی عینی، کوکاکولا شرکت ویتامین واتر (Vitamin Water)، هانست تی (Honest Tea)، فیوز بورچ (Fuze Beverage)، و کورپاور (Core Power) را اکتساب نموده است.

نقش آفرینان فرایند ادغام و اکتساب

زمانی که یک شرکت قصد اکتساب یا ادغام با یک شرکت دیگر را دارد، معمولاً برای انجام این کار از خدمات وکلا، حسابداران و متخصصین ارزشگذاری استفاده می‌نماید. در ادغام‌های بزرگ، که شرکت‌های سهامی عام درگیر فرایند ادغام هستند، فروشندگان و خریداران از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) استفاده می‌کنند. شرکت‌های تأمین سرمایه مجموعه‌ای از خدمات شامل کمک به انتخاب شرکت هدف مناسب، ارزشگذاری شرکت هدف، مشاوره در حوزه راهبرد ادغام و اکتساب، و تأمین مالی انجام معامله را ارائه می‌نمایند.

آنچه بدان باید توجه نمود این است که دنیای ادغام و اکتساب شدیداً به فرایند ارزیابی بایسته (ریزکاو)^۱، متکی است. زمانی که پای پول کلانی در میان است، نقش آفرینان این عرصه باید تا جایی که می‌توانند اطلاعات کافی به دست آورند و تحلیل‌های مقتضی انجام دهند. در زیر به اشخاص حقیقی و حقوقی که در فرایند ادغام و اکتساب نقش آفرینی می‌کنند اشاره شده است.

۱. شرکت‌های تأمین سرمایه

کاری که شرکت‌های تأمین سرمایه برای مشتریان انجام می‌دهند، بسته به اینکه در طرف خرید هستند یا در طرف فروش، تاحدودی متفاوت است. در طرف خرید، این شرکت‌ها می‌توانند مشتریان خود را برای تهیه و ارائه پروپوزال (طرح پیشنهادی خرید) که ساختار خاص معامله در آن ذکر می‌شود، کمک کنند. این شرکت‌ها می‌توانند ارتباطات اولیه با فروشنده یا نماینده وی را برقرار سازند و همچنین انجام ارزیابی بایسته و ارزشگذاری شرکت را انجام دهند. مواقعی که شرکت تأمین سرمایه به خریدار پیشنهاد ورود به ادغام را می‌دهد، از پیش نسبت به انجام این کارها اقدام می‌نماید.

در طرف فروش، شرکت‌های تأمین سرمایه با مشتری مشورت می‌نمایند و یادداشت اکتسابی^۲ ایجاد می‌نمایند که برای خریداران بالقوه ارسال می‌شود. شرکت تأمین سرمایه خریدارانی را رصد می‌کند که تمایل به انجام معامله و توانایی انجام آن را دارند. معمولاً آنهایی که واجد شرایط معامله هستند، باید پیش از دسترسی به اطلاعات مالی کلیدی فروشنده، قرارداد یا موافقت‌نامه محرمانه‌ای را امضا کنند. زمانی که افراد واجد شرایط خاصی باقی بمانند، جزئیات اطلاعاتی بیشتری در اختیار خریدار قرار داده می‌شود تا امکان ارزیابی بایسته برای وی فراهم شود. شرکت‌های تأمین سرمایه غالباً ارتباط با خریداران و شرکت‌های تأمین سرمایه آنها که پیشنهادهای خرید را ساماندهی می‌کنند، مدیریت می‌نمایند. شرکت تأمین سرمایه با فروشنده تعامل می‌کند تا طرح‌های پیشنهادی خریداران را ارزیابی نماید و طرحی که بیشترین مزیت را برای فروشنده دارد انتخاب نماید.

۲. مشاوران حقوقی و حسابداران

باتوجه به فضای حقوقی پیچیده‌ای که ادغام و اکتساب دارد، وکلا و حقوق دانان نیز نقش مهمی در فرایند یک ادغام یا اکتساب موفق ایفا می‌کنند. شرکت‌های حقوقی نقش بسیار مهمتری در تملک‌های خصمانه (در مقایسه با اکتساب دوستانه) که در ادامه به آن پرداخته شده است، دارند؛ چراکه بخشی از فرایند مقاومت شرکت هدف از طریق مانوری است که حقوق‌دانان اجرا می‌نمایند. در برخی از کشورها مانند آمریکا، مشاوران حقوقی موظفند نزد کمیسیون بورس و اوراق آمریکا (SEC) اطلاعات تفصیلی خود را ثبت نمایند. لازم به یادآوری است که هم در ادغام و اکتساب عمومی و هم در خصوصی، فرایند ارزیابی بایسته حقوقی اجرا می‌شود.

حسابداران نیز به واسطه فرایند ارزیابی حسابداری که انجام می‌دهند، نقش مهمی در ادغام و اکتساب دارند. علاوه بر این، حسابداران وظایف دیگری اجرا می‌کنند؛ از جمله تهیه پیش‌بینی صورت‌های مالی در صورت ادغام^۳ مبتنی بر سناریوهایی که از سوی مدیریت اعلام می‌شود.

^۱ Due Diligence

^۲ Acquisition Memorandum

^۳ Pro Forma Financial Statments

علاوه بر اشخاصی که در بالا بدان اشاره شد، متخصصین ارزشگذاری نیز نقش مهمی در فرایند ادغام و اکتساب دارند. این افراد ممکن است از سوی خریدار یا از سوی شرکت هدف (فروشنده) جهت تعیین ارزش شرکت به کار گرفته شوند. معمولاً متخصصان ارزشگذاری مدلی ایجاد می‌کنند که مفروضات مختلفی از جمله نرخ‌های متفاوت رشد، درآمد یا هزینه‌ها را مد نظر قرار می‌دهد. از آنجایی که احتمالات متفاوتی در مدل به کار گرفته می‌شود، مبتنی بر هر یک از مفروضات، ممکن است ارزش متفاوتی برای معامله ایجاد شود.

فرایند موافقت بر ادغام

در ایالات متحده، هر ایالت قوانین و مقررات ادغام و اکتساب شرکت‌های سهامی خاص خود را دارد. این مقررات ممکن است برای شرکت‌های خارجی یا داخلی متفاوت باشند. زمانی که هیئت مدیره شرکت‌ها به توافق برسند، مصوبه‌ای درخصوص پذیرش معامله امضا می‌نمایند. این مصوبه باید نام شرکت‌هایی که درگیر معامله هستند و نام شرکت جدیدی که ایجاد می‌شود را در بر گیرد. این مصوبه باید شرایط مالی معامله و دیگر اطلاعات مرتبط مانند روش تبدیل اوراق بهادار هر شرکت به شرکت جدید را توضیح دهد. اگر تغییری در اساسنامه شرکت ایجاد شود، باید به‌طور شفاف در مصوبه ذکر شود.

برای شرکت هدف، در فرایند انجام معامله، زمانی وجود دارد که در آن باید موافقت سهامداران نیز اخذ شود. در معاملاتی که خریدار ۲۰ درصد یا مقادیر بیشتری از سهام خود را جهت تأمین مالی خرید شرکت هدف استفاده می‌کند، مقررات بورس نیویورک، نزدک و آمکس، موافقت سهامداران شرکت خریدار را نیز الزام می‌کند.

معاملاتی که به شکل دوستانه طی فرایند مذاکره بین مدیران دو یا چند شرکت صورت می‌گیرند، معمولاً از سوی سهامداران مورد توافق قرار می‌گیرند. پس از موافقت سهامداران، برنامه ادغام باید نزد سازمان دولتی مربوطه (منظور سازمان ثبت یا وزارت کار و ...) به ثبت رسد. زمانی که سازمان دولتی اعلام می‌کند که اسناد و مدارک به‌صورت کامل و صحیح نزد آن ثبت شده است، گواهی یا مجوز ادغام ارائه می‌کند. پس از اخذ مجوز، ادغام باید با ارائه اطلاعاتی نظیر شرایط و دلایل ادغام، نحوه حسابداری و اثرات مالیاتی ادغام، صورت‌های مالی آتی شرکت جدید، و سایر اسناد و مدارک مربوطه نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ثبت شود. پس از انجام معامله، شرکت هدف (فروشنده) موظف است از طریق فرم ۱۵، پایان یافتن ثبت عمومی اوراق بهادار خود نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار را اعلام نماید.

چارچوب مقرراتی ادغام و اکتساب در کشورهای مختلف

۱. ادغام و اکتساب در آمریکا

الزامات قانونی حاکم بر ادغام و اکتساب در ایالات متحده، تا حد زیادی بستگی به این موضوع دارد که ادغام یا اکتساب، از نوع دوستانه است یا خصمانه. بر مبنای این دسته‌بندی، مقررات ادغام و اکتساب بسته به اینکه معاملات با وجه نقد انجام شود یا از سهام برای تأمین مالی فرایند ادغام و اکتساب استفاده شود، متفاوت است.

الف: ادغام دوستانه - تأمین مالی نقدی: در این رویکرد، خریدار ملزم است نیابت‌نامه‌ای^۱ را تهیه کرده و در آن، معامله ادغام را به طور کامل تشریح کند و این فایل را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارسال نماید. فایل اولیه ارسال شده، توسط کمیسیون مورد بررسی قرار می‌گیرد و پیشنهادهای و اصلاحات احتمالی کمیسیون، قبل از نهایی شدن نیابت‌نامه، در آن لحاظ می‌گردد. نیابت‌نامه نهایی به همراه یک کارت وکالت^۲ به سهامداران ارسال می‌شود تا آن را پر کنند و باز پس فرستند. در نهایت، معامله باید در جلسه مجمع عمومی توسط سهامداران تأیید شود و متعاقب آن، معامله می‌تواند تکمیل گردد.

ب: ادغام دوستانه - تأمین مالی با استفاده از سهام: این فرآیند از بسیاری جنبه‌ها مشابه ادغام دوستانه مبتنی بر وجه نقد است با این تفاوت که اوراق بهادار مورد استفاده برای خرید سهام شرکت هدف باید ثبت شود. معمولاً خریدار این کار را با ارسال بیانیه ثبت انجام می‌دهد. هنگامی که تقاضای پذیرش مورد موافقت نهاد ناظر قرار گرفت، بیانیه ثبت و نیابت‌نامه را می‌توان برای سهامداران ارسال نمود. بدیهی است، معاملاتی نیز وجود دارند که در آنها، ترکیبی از سهام، وجه نقد و حتی سایر اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرند.

ج: ادغام خصمانه - پیشنهاد خرید نقدی: خریدار، در ابتدا اطلاعات مربوط به پیشنهاد خرید^۳ را برای سهامداران هدف تهیه و منتشر می‌کند. چنین پیشنهادهایی باید مطابق الزامات قانون ویلیامز^۴ انجام شود. نکته‌ای که وجود دارد این است که بر خلاف ادغام‌های دوستانه، در این رویکرد، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، هیچ فرصتی برای اظهار نظر در مورد مطالب ارسال شده به سهامداران قبل از انتشار آنها ندارد. با این وجود، کمیسیون ممکن است در طول دوره پیشنهاد، بررسی‌های لازم را انجام دهد.

د: ادغام خصمانه - پیشنهاد خرید با استفاده از سهام: خریدار در مرحله اول و قبل از ارسال اطلاعات مربوط به پیشنهاد خرید برای سهامداران شرکت هدف، بیانیه ثبت را برای بررسی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارسال می‌کند و تا حصول نتیجه درخواست، منتظر می‌ماند. احتمال دارد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، پیشنهادهای و اصلاحاتی را برای تقاضای پذیرش ارسال شده از سوی خریدار در نظر گیرد که تنها با انجام آنها، تقاضا قابلیت اجرا پیدا می‌کند. پس از اینکه تقاضای پذیرش به نتیجه نهایی رسید، ادامه فرآیند، مشابه ادغام تهاجمی از نوع پیشنهاد خرید نقدی خواهد بود.

قوانین حاکم بر ادغام و اکتساب در ایالات متحده

قوانین متعددی در ایالات متحده وجود دارند که می‌توانند بر فرآیند ادغام و اکتساب شرکت‌ها تأثیرگذار باشند. سه دسته اصلی این قوانین عبارتند از قوانین مرتبط با اوراق بهادار^۵، قوانین تجارت ایالتی^۱ و قوانین آنتی تراست^۲ (ضدانحصارگرایی). در ذیل به اصلی‌ترین مقررات و اقداماتی که باید از سوی خریدار یا شرکت هدف صورت بگیرد، پرداخته شده است.

^۱ proxy statement

^۲ proxy card

^۳ Hostile deal—cash tender offer

^۴ tender offer materials

^۵ Williams Act

^۶ Hostile deal—stock tender offer

^۷ securities laws

• الزامات مربوط به ثبت فرم 8K

قانون بورس اوراق بهادار آمریکا (۱۹۳۴)، شرکت‌ها را ملزم به ثبت فرم 8K (افشای اطلاعات با اهمیت)، طی حداکثر ۱۵ روز تقویمی بعد از رویدادهای مهم کرده است. از جمله این رویدادهای مهم، اکتساب و واگذاری بخش بااهمیتی از دارایی‌ها و شرکت‌ها است. در این اثنا، لازم است حداقل اطلاعات زیر در قالب فرم 8K به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارسال شود:

- ✓ توصیفی از دارایی‌های اکتساب شده یا واگذار شده؛
- ✓ مبلغ یا ماهیت مابه‌ازای دریافتی یا پرداختی؛
- ✓ اطلاعات مربوط به اشخاصی که دارایی‌های آنها اکتساب شده است؛
- ✓ در مورد اکتساب از نوع خرید، منابع مورد استفاده برای تأمین مالی خرید؛
- ✓ صورتهای مالی شرکت اکتساب شده.

اکتساب زمانی با اهمیت فرض می‌شود که دارایی‌های اکتساب یا واگذار شده یا مبلغ پرداخت شده یا دریافت شده در ادغام و اکتساب، بیش از ۱۰ درصد ارزش دفتری دارایی‌های ناشر باشد. نکته مهم در آستانه تعیین شده این است که ممکن است برخی از شرکت‌ها اکتساب‌هایی کمتر از مقدار ۱۰ درصد ترتیب دهند تا نیاز به ثبت فرم 8K نداشته باشند. اما این آستانه، یک مقدار تجمعی نیز محسوب می‌شود (یعنی مجموع اکتساب‌های یک شرکت نیز در صورت عبور از آستانه ۱۰ درصدی، مشمول ثبت فرم 8K می‌شود).

• ثبت فرم S-4

زمانی که یک شرکت سهامی، قصد دارد سهام جدیدی را برای اکتساب شرکت هدف منتشر کند، بایستی انتشار سهام جدید را از طریق ثبت فرم S-4^۳ نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ثبت و افشا نماید. فرم S-4 شبیه فرم S-1 است که شرکت‌ها در زمان اولین انتشار عمومی سهام آن را ثبت می‌کنند، اما جزئیات کمتری دارد. مقررات بورس نیویورک (NYSE) و نزدک (NASDAQ) و همچنین اکثر قوانین شرکت‌های دولتی الزام می‌دارند زمانی که شرکتی بیش از ۲۰ درصد سهام منتشره^۴ خود را صرف اکتساب یک شرکت هدف می‌کند، باید تأیید سهامداران قبلی را دریافت کند. در این خصوص، فرم S-4 اطلاعات قابل توجهی را در مورد اهداف و جزئیات معامله ادغام و اکتساب برای سهامداران قبلی فراهم می‌آورد. برای مثال، زمانی که شرکت فیزر^۵ شرکت وایت^۶ را در سال ۲۰۰۹ در قالب معامله مبتنی بر وجوه نقد و سهام خریداری کرد، فرم ۳۵۱ صفحه‌ای S-4 را ثبت کرده بود.^۷

^۱ State corporation laws

^۲ antitrust laws

^۳ www.sec.gov/about/forms/forms-4.pdf

^۴ Outstanding Shares

^۵ Pfizer

^۶ Wyeth

^۷ <http://ccbn.tenkwizard.com/xml/download.php?format=PDF&ipage=6232028>.

در معاملات مبتنی بر معاوضه سهام^۱ هر دو شرکت اکتساب‌کننده و شرکت هدف، نیابت‌نامه و امیدنامه^۲ مشترکی را در قالب فرم S-4 برای کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارسال می‌کنند. نیابت‌نامه^۳ مورد بحث، همچنین برای اخذ تأییدیه، به سهامداران شرکت هدف ارسال می‌شود. اگر لازم باشد که سهامداران شرکت اکتساب‌کننده نیز این معامله را تأیید نمایند، نیابت‌نامه برای آنها نیز ارسال می‌شود. تمام این فایل‌ها، باید حداقل ۱۰ روز قبل از ارسال به سهامداران، به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) ارسال شده باشند. مفاد رضایت‌نامه^۴ کتبی^۲ باید حداقل ۲۰ روز قبل از جلسه مجمع عمومی فوق‌العاده در اختیار سهامداران قرار داده شود تا آنها بتوانند معامله را در جلسه مجمع تأیید کنند. در صورت تأیید توسط سهامداران، ادغام مورد نظر، بلافاصله پس از ارائه یک گواهی ادغام^۳ از ایالتی که شرکت هدف در آنجا به ثبت رسیده و فعالیت می‌کند، قابل اجرا است.

• قانون ویلیامز

قانون ویلیامز جهت افشای گسترده‌تر شرکت‌هایی که قصد ادغام و اکتساب دارند، مخصوصاً اکتساب به شکل پیشنهاد خرید (Tender Offer)، تدوین شده است. بخش 13(d) این قانون، ایجاد سیستمی را ملزم می‌کند که هشدار به موقع برای سهامداران و مدیران شرکت هدف را فراهم می‌آورد که به آنها هشدار می‌دهد تهدیدی بر کنترل شرکت ممکن است بوجود آید. این بخش، خریدار را (که سهام شرکت هدف را از طریق بازار آزاد، پیشنهاد خرید یا خرید خصوصی خریداری کرده است) ملزم می‌کند تا زمانی که مالکیت وی به ۵ درصد از سهام منتشر شده شرکت هدف رسید را افشا نماید. این آستانه حتی زمانی که پیشنهاد خرید وجود نداشته باشد، اجزایی می‌شود. افشای اطلاعات از طریق تکمیل و ثبت فرم 13D صورت می‌پذیرد. چنانچه گروه مشخصی از افراد اقدام به خرید یا پیشنهاد خرید سهام شرکت هدف نمایند و مالکیت آنها به بیش از ۵ درصد رسد این گروه از افراد نیز موظفند فرم مربوطه را تکمیل نمایند.

• فرم 13D

فرم 13D باید نزد SEC و بورس‌هایی که سهام ناشر در آنها معامله می‌شود و همچنین نزد ناشر ثبت گردد. ثبت نزد SEC از طریق سامانه EDGAR صورت می‌گیرد. ثبت باید طی ۱۰ روز تقویمی پس از اکتساب ۵ درصد از سهام منتشر شده ناشر صورت گیرد. برخی افراد مانند شرکت‌های کارگزاری که از جانب معالیه‌گران سهم نگهداری می‌کنند (به‌نام خود) یا متعهد پذیرهنویسی که حداکثر تا ۴۰ روز می‌تواند بیش از این مقدار سهم نگهداری نماید، از الزام بر ثبت معافند.

فرم 13D افشای موارد ذیل را الزامی می‌داند:

^۱ Stock-for-Stock Transactions

^۲ Written Consent Materials

^۳ Certificate of Merger

- نام و آدرس شرکت ناشر و نوع اوراق بهادار اکتساب شده؛ به عنوان مثال، شرکت ممکن است بیش از یک رده اوراق بهادار (سهام) داشته باشد. در این حالت، شرکت خریدار باید رده اوراق بهادار که حداقل ۵ درصد از آن را اکتساب نموده است، اعلام نماید؛

- اطلاعات تفصیلی در خصوص اطلاعات هویتی و سوء سابقه فرد حقیقی که اطلاعات را ثبت می کند؛
- تعداد واقعی سهامی که در تملک خریدار است؛
- قصد بر معامله. در این حالت خریدار ملزم است اینکه آیا قصد کنترل شرکت را دارد یا صرفاً قصد سرمایه گذاری در اوراق بهادار را دارد، اعلام نماید؛
- منابع وجوه که برای تأمین مالی اکتساب مورد استفاده قرار گرفته است. به عنوان مثال، میزان وابستگی به بدهی، باید افشا شود.

علاوه بر این، خریدار ملزم است تا تمام معاملات خود روی سهام شرکت هدف را که طی ۶۰ روز گذشته پیش از ارائه پیشنهاد خرید صورت داده است را افشا نماید.

در بخش 13d-2 صراحتاً به این نکته اشاره شده است که افزایش یا کاهش ۱ درصدی در مقدار سهامداری به عنوان اطلاعات با اهمیت محسوب شده و ناشر موظف به افشای فوری آن است. افشای فوری در اینجا منظور بازه زمانی ۱۰ روز تقویمی برای اتفاقاتی است که از اهمیت بسیار زیادی برخوردار نیستند؛ اما برای رخدادهایی که اثر قابل توجه دارند انتظار می رود ثبت اطلاعات طی حداکثر ۲ روز کاری صورت گیرد.

• فرم 13G

کمیسیون بورس و اوراق بهادار تدبیر خاصی را برای سرمایه گذارانی که (معمولاً سرمایه گذاران حقوقی) ۵ درصد یا بیش از ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند، اما بیش از ۲ درصد از سهام را در ۱۲ ماه گذشته اکتساب نموده اند و تمایلی به کنترل شرکت ندارند، وضع نموده است. این سرمایه گذاران ملزمند تا فرم 13G که جزئیات کمتری دارد را نزد SEC ثبت نمایند. فرم 13G باید در ۱۴ فوریه هر سال ثبت شود. به این سهامداران معمولاً ذینفعان نهایی ۵ درصدی اطلاق شده است. تغییر در قصد مالکیت یا اقدام به تملک یا نفوذ قابل توجه در شرکت باید با افشای فرم 13D همراه باشد.

• فرم ۲۵

پس از پایان ادغام و اکتساب شرکت هدف، خریدار یا شرکت هدف، خارج کردن سهام شرکت هدف از بورس را از طریق تکمیل فرم ۲۵ و ثبت آن نزد SEC و اخذ موافقت این نهاد اعلام می کنند.

قوانین حاکم بر ادغام و اکتساب در انگلیس

قوانین و مقررات حاکم بر ادغام و اکتساب و به صورت کلی تصاحب در انگلیس مبتنی بر فرایندهای خودانتظام است که از سوی شرکت و صنعت اعمال می‌شوند. مبنایی‌ترین اصل در مقررات انگلیس در این حوزه، به قانون شهر در خصوص ادغام و اکتساب^۱ مشهور است که اذعان می‌دارد در ادغام و اکتساب با تمام سهامداران باید به صورت برابر و منصفانه برخورد شود. این قانون همچنین تلاش می‌کند تا شرکت‌های هدف را از اتخاذ تدابیر ضد اکتساب (Antitakeover) بدون اخذ موافقت سهامداران، منع نماید. علاوه بر این، این قانون الزام می‌کند تا سرمایه‌گذارانی که ۳۰ یا بیش از ۳۰ درصد سهام یک شرکت را اکتساب نموده‌اند و عملاً کنترل شرکت را در اختیار دارند، موظفند تا مابقی سهام را به بالاترین قیمتی که برای سهام پرداخت نموده‌اند، خریداری نمایند. به این موضوع غالباً مقررۀ اجباری^۲ اطلاق شده است. همچنین خریدار موظف است اطلاعات مربوط به قیمت خرید را صرفاً مطابق با این قانون افشا نماید و چنانچه شایعه‌ای پیرامون قیمت خرید رخ دهد، خریدار موظف است نسبت به آن شفاف‌سازی نماید.

نهادهای تنظیم‌گر مختلفی ناظر و مؤثر بر فرایند ادغام و اکتساب هستند. برخی مسئولیت نظارت بر حفظ رقابتند، برخی مسئولیت نظارت بر منافع سهامداران را دارند، و برخی منافع ملی و عمومی. نهادهای اصلی دخیل در فرایند ادغام و اکتساب در انگلیس عبارتند از:

- ۱- پانل ادغام و تملک^۳: مسئولیت اصلی اجرای قانون شهروندی در خصوص ادغام و اکتساب و همچنین مسئولیت اصلی نظارت بر اقدامات انجام شده در حوزه ادغام و اکتساب بر عهده این نهاد است؛
- ۲- نهاد ناظر بر اجرائیات مالی^۴: که نظارت بر خدمات مالی، تشکیل شرکت جدید، افشای اطلاعات و ... را بر عهده دارد؛
- ۳- مقام ناظر بر بازارها و رقابت^۵: مسئولیت نظارت بر ادغام‌ها و اکتساب‌هایی را دارد که مداخلات رقابت در آن مطرح می‌شود؛
- ۴- وزارتخانه‌ها: در برخی ادغام‌های بزرگ که منافع ملی ممکن است به خطر افتد یا کنترل متمرکز بیش از اندازه‌ای در اختیار یک شرکت قرار گیرد، برخی وزارتخانه‌ها نیز درگیر موضوع ادغام و اکتساب می‌شوند.
- ۵- کمیسیون اروپا^۶ (EC): تا قبل از خروج کامل انگلیس از اتحادیه اروپا، کمیسیون اروپا ناظر بر ادغام‌های درون منطقه‌ای است.

پانل ادغام و تملک یک نهاد مستقل محسوب می‌شود که در سال ۱۹۶۸ تأسیس شده است. نقش اصلی این نهاد اجرای قانون شهر است؛ مجموعه‌ای از قوانین و مقررات الزام‌آور که شرکت‌های پذیرفته شده در انگلیس (مانند شرکت‌هایی که در بورس لندن پذیرفته شده‌اند) ملزم به رعایت آنها هستند. نکته مهمی که باید بدان توجه نمود این است که این نهاد دخالتی در جزئیات و موضوعات مالی نمی‌کند (یعنی این نهاد توجه نمی‌کند که آیا ادغام معامله خوبی است یا نه) بلکه پانل ادغام و تملک بر برخورد منصفانه با تمام ذینفعان و اینکه فرایند ادغام شفاف صورت بگیرد، نظارت می‌نماید.

^۱ City Code of Takeovers and Mergers: شهر به قسمتی از لندن اطلاق می‌شود که مرکز مالی انگلیس است. شهر در انگلیس معادل وال استریت در آمریکا است.

^۲ Mandatory Bid Rule, or the “Put up or Shut up Rule.”

^۳ The Panel on Takeovers and Mergers

^۴ Financial Conduct Authority

^۵ Competition and Markets Authority

^۶ European Commission

اكتساب منافع كنترلی یک شرکت، توسط نهاد ناظر بر اجرائیات مالی (FCA)، نظارت می‌شود. اکتساب ممکن است مشمول فرآیند قوانین رقابت شود، که تحت نظارت مقام ناظر رقابت و بازارها (CMA) قرار می‌گیرد. هر دو نوع فرآیند و تخصیص قدرت میان دو نهاد ناظر عمومی، وظیفه قانون‌گذاری خدمات مالی و اجرای رقابت را بر عهده دارند.

بخش دوازدهم قانون بازارها و خدمات مالی (FSMA) مصوب سال ۲۰۰۰، مربوط به نظارت بر کنترل شرکت‌های پذیرفته شده است. این قانون شرکت‌ها را موظف می‌کند تا در موارد ذیل FCA و مقام نظارت احتیاطی (PRA) مطلع سازند:

- ۱- اکتساب برنامه‌ریزی شده منافع کنترلی شرکت هدف (اساساً اکتساب ۱۰ درصد از سهام یا قدرت رأی دهی شرکت به‌طوری که نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت بوجود آید)؛
- ۲- افزایش برنامه‌ریزی شده منافع در شرکت هدف؛
- ۳- قصد بر کاهش منافع در شرکت هدف.

بخش دوازدهم قانون به FCA و PRA اختیار می‌دهد تا به‌صورت مشروط یا بدون شرط، اکتساب را بپذیرند یا با آن مخالفت کنند یا در منافع کنترلی تغییری ایجاد نمایند. این بخش معیارهایی را شامل می‌شود که طبق آن موافقت یا رد نهاد ناظر مربوطه باید اعلام شود. در نهایت باید اذعان داشت که نقش FCA انگلیس به هیچ عنوان مشابه نقش SEC در آمریکا نیست و مقررات انگلیس، الزامات متعدد و ویژه‌ای در این حوزه برای نهاد ناظر مد نظر قرار نداده‌اند.

نقش نهاد ناظر بازار سرمایه در فرایند ادغام و اکتساب سایر کشورها

فرانسه

در فرانسه، ادغام و اکتساب نسبت به سایر کشورهای اروپایی بیشتر صورت می‌گیرد. پیشنهاد خرید در فرایند ادغام و اکتساب توسط نهاد ناظر بر بازارهای مالی^۱ نظارت می‌شود. خریداران که معمولاً از طریق نمایندگان مالی مانند بانک‌ها عمل می‌کنند، باید افشای اطلاعات خود را نزد این نهاد انجام دهند. ثبت اطلاعات باید طی پنج روز کاری پس از آستانه‌های مختلف مالکیت که از ۵ درصد شروع می‌شود تا دو سوم سهام منتشر شده شرکت، صورت گیرد. خریدارانی که سهام بیشتری اکتساب می‌کنند باید درصد سهامداری خود را به‌صورت روزانه افشا نمایند. پیشنهاد خرید سهام شرکت باید برای حداقل ۲۵ روز کاری و حداکثر ۳۵ روز کاری باز باشد. خریدارانی که کنترل شرکت هدفی که مشغول اکتساب سهام آن هستند را در اختیار نگرفته‌اند، می‌توانند داوطلبانه قیمت پیشنهادی خرید برای مابقی سهام را ارائه کنند، اما اگر خریدار کنترل شرکت هدف را به دست آورد، ملزم به ارائه قیمت پیشنهادی است. همچنین فرانسه قانون مقابله با تملک دارد که امکان محافظت مدیران شرکت هدف از انواع تملک را می‌دهد (بر خلاف برخی از کشورها که مدیران را ملزم می‌کنند تا پیشنهاد خرید را برای عموم سهامداران افشا نمایند). در سال ۲۰۱۴، مقررات تملک اصلاح شد و یک آستانه حداقل ۵۰ درصدی برای پذیرش تملک تعیین نمود. در صورتی که خریدار نتواند ۵۰ درصد سهام شرکت را تملک کند، تملک مورد قبول واقع نمی‌شود.

¹ Autorite des marches financiers or “AMF”

قانون فرانسه حامی سهامدارانی است که سهم را به صورت بلندمدت نگهداری می کنند. سهامدارانی که سهامشان را برای دو سال یا بیشتر نگهداری کنند بصورت اتوماتیک دو برابر حق رأی دریافت می کنند (گرچه مواد قانونی برای منع آن وجود دارد).

آلمان

به طور کلی آلمان متمایل به حمایت از مدیران و پذیرش بیشتر اقدامات ضد تملک و اکتساب است. در آلمان و همچنین در هلند، سیستم تعیین عضو هیئت مدیره از سوی کارکنان شرکت وجود دارد به طوری که مدیران شرکت می توانند به عنوان عضو هیئت مدیره و به نمایندگی از کارکنان شرکت در آن حضور داشته باشند. همچنین، نمایندگان بانک ها نیز که بستانکاران اصلی شرکت محسوب می شوند در هیئت مدیره حضور دارند. لذا، ادغام و اکتساب صرفاً با رأی هیئت مدیره و پذیرش سهامداران صورت نمی گیرد. حافظین منافع کارکنان و بستانکاران نیز در هیئت مدیره باید به این موضوع رأی مثبت دهند. ادغام و اکتساب از سوی BaFin که نهاد ناظر یکپارچه بازارهای مالی است نظارت می شود.

در آلمان زمانی که خریدار آستانه مشخصی را اکتساب می کند، باید الزاماً پیشنهاد خریدی برای کل شرکت ارائه دهد. این پیشنهاد باید برای حداقل ۲۸ روز کاری و حداکثر ۶۰ روز کاری برای عموم باز باشد. شرکت های هدف ملزمند تا طی دو هفته دریافت پیشنهاد را اعلام نمایند. پیشنهادهای خرید باید در روزنامه های مورد توافق افشای عمومی شود. ادغام های خصمانه در آلمان به دلیل مالکیت های متقاطع که طی سال های متمادی ایجاد شده است، به خصوص هلدینگ های بانکی بزرگی که متمایل به حمایت از مدیران هستند، معمول نیست.

چین

ادغام و اکتساب ذیل قانون اوراق بهادار چین قرار می گیرد و از سال ۱۹۹۹ اجرایی شده است. این قانون رویه های مربوط به اکتساب شرکت های سهامی از طریق قرارداد میان طرفین را مد نظر قرار داده است. طبق قانون اوراق بهادار چین، مالکان ۵٪ یا بیشتر از سهام شرکت های سهامی باید سهامداری خود را نزد کمیسیون قانونگذاری اوراق بهادار چین، بورس مربوطه و شرکت ناشر ظرف سه روز از خرید، افشا کنند. در جایی که سهامداری به ۳۰٪ برسد، سهامدار از خرید بیشتر سهم منع می شود مگر آنکه پیشنهاد خرید کامل شرکت را داشته باشد. این موضوع به قانون خرید اجباری مربوط می شود. قیمتی که خریدار باید پرداخت کند بر اساس قیمت منصفانه تنظیم می شود. مانند دیگر کشورها، ثمن معامله می تواند پول نقد یا اوراق بهادار باشد، ولی اگر اوراق بهادار نقدینگی نداشته باشد باید خریدار از گزینه وجه نقد استفاده کند.

جمع بندی

ادغام و اکتساب رشد قابل توجهی در دو دهه اخیر (علی رغم فراز و فرودهای پس از بحران های مالی) داشته است. عوامل متعددی در فرایند ادغام و اکتساب دخیلند و انواع متنوعی از فرایندها را می توان به ادغام و اکتساب نسبت داد. علاوه بر این، نهادهای مختلفی ممکن است که نظارت بر فرایند ادغام و اکتساب را بر عهده داشته باشند اما سؤال اصلی اینجاست که نهاد ناظر بازار سرمایه در کشورهای مختلف در این فرایند چه دخالتی می کند. بررسی های صورت گرفته نشان می دهد که نهاد ناظر بازار سرمایه از دو جنبه بر فرایند ادغام و اکتساب ورود می کند: ۱- حفظ حقوق سهامداران و ۲- افشای اطلاعات دقیق و به موقع. در مود اول، در صورت

تصویب ادغام و اکتساب در مجمع از سوی سهامداران عمده، نهاد ناظر باید منافع سایر سهامداران را نیز مورد نظر قرار دهد و تمامی اسنادی که از سوی نماینده شرکت در اختیار نهاد ناظر قرار می‌گیرد مورد بررسی قرار گرفته و نهاد ناظر می‌تواند ادغام را منع، موافقت یا اصلاح نماید. در زمینه افشای اطلاعات نیز نهاد ناظر ذینفعان را ملزم به افشای موارد متعددی می‌نماید تا سهامداران با آگاهی کافی تصمیم‌گیری نمایند. نظارت نهاد ناظر تا زمان درخواست حذف ثبت اوراق بهادار شرکت ادغام شونده از فهرست اوراق ثبت شده، ادامه خواهد داشت.

- 1- Brent A. Olsen, Publicly Traded Corporations, Governance, Operation and Regulation (New York: Thompson-West, 2005), 14–19.
- 2- Bryon E. Fox and Eleanor M. Fox, Corporate Acquisitions and Mergers, 2nd ed. (New York: Matthew Bender, 1994).
- 3- Dennis Block, Understanding Securities Laws 2013 (New York: Practicing Law Institute, August 9, 2013), 13.
- 4- Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 744 F.2d 47 (2d Cir. 1985).
- 5- Kennecott Copper Corp. v. Curtiss-Wright Corp., 584 F.2d 1195 (CA2 1978).
- 6- Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Seventh Edition. Patrick A. Gaughan. 2018 John Wiley & Sons, Inc. Published 2018 by John Wiley & Sons, Inc.
- 7- Pierre Servan-Schreiber, Armand W. Grumberg, and Arash Attar, “France,” in Mergers and Acquisitions: 2005/06 (London: Practical Law, 2005–2006).
- 8- S-G Securities, Inc. v. Fuqua Investment Co., 466 F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978).
- 9- Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. (SD NY 1979), aff’d 632 F.2d 355 (CA2 1982), cert. denied, 460 U.S. 1069 (1983).
- 10- Iosco Report, Takeover Regulation in the Jurisdictions of Some IOSCO Emc Members, Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions, January 2006.