

Share Deal กับ Property Deal...

รูปแบบไหน Secure มากกว่ากัน ใน M&A ?

การซื้อกิจการเปรียบเสมือน “สมบัติผัดกันชม”

หากยิ่งเปรียบเทียบมากขึ้นไปอีก ว่า “กิจการ” เป็นเหมือน “เสื่อตัวเก่ง” ที่เมื่อเปลี่ยนเจ้าของ ก็เหมือนเปลี่ยนคนใส่เสื่อ...เจ้าของเก่าเคยใส่แล้วถูกใจ ย่อมจัดเป็นเสื่อตัวเก่ง...เจ้าของใหม่ก่อนใส่เสื่อก็ถูกใจเช่นกัน...อยากใส่บ้าง อยาก

จัดเป็น “เสื่อตัวเก่ง” บ้าง...

เมื่อซื้อกิจการไปแล้วนำไปบริหารจัดการเองแล้วจะเป็น “เสื่อตัวเก่ง” ดั่งใจหวัง หรือจะเป็น “เสื่อตัวเก่า” ที่รอโละทิ้ง ก็เป็นอีกเรื่องหนึ่ง

มุมมองด้านกลยุทธ์ธุรกิจ การซื้อกิจการคือการสร้าง “ทางลัด” ในการขยายกิจการ (Shortcut Expansion) และ

นับว่าเป็นการ “ข้ามพื่น” การขยายกิจการแบบธรรมชาติ (Organic Growth) ที่เป็นการเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไป

นักธุรกิจไทยกับการสะสม “เสื่อตัวเก่ง”

เชื่อหรือไม่...นักธุรกิจไทยหลายท่านชอบสะสม “เสื่อตัวเก่ง” ไว้ใน “อาณาจักร” ของตนเอง ตัวอย่างเช่น ร้านอาหารญี่ปุ่น “โอโตยะ” ก็เป็น “เสื่อตัวเก่ง” อีกตัวหนึ่งที่กลุ่มเซ็นทรัลซื้อกิจการในไทย จากเจ้าของญี่ปุ่น นอกจากนั้น Central Restaurant Group ยังซื้อกิจการ KFC อีกกว่า 400 สาขาในไทย และจัดเป็นการขยายตัวด้าน Food Service ในอาณาจักรธุรกิจของกลุ่มเซ็นทรัล

หรือแม้แต่...กลุ่มคุณเจริญ ที่ได้ฉายาว่า “จอมเทคโอเวอร์” ก็ยังสะสม “เสื่อตัวเก่ง” ที่เป็นตำนานของวงการ

¹ Partner SCL Law Group, email : chinapat@siamcitylaw.com

ร้านหนังสือไว้ในอาณาจักรธุรกิจของตนเอง ด้วยการยอมจ่ายเงินเกือบ 1,200 ล้านบาท ซื้อ Asia Books ผ่านบริษัท เบอริลียูคเกอร์ จำกัด (มหาชน)...โดยมีนัยว่า Asia Books จะเป็นตัวตลาด e-book ต่อไปในอนาคต พร้อมกับ “ฐานข้อมูลสมาชิก” ที่เป็นกลุ่ม “หัวกะทิ” (Cream) และเป็น “ขาประจำ” ในตลาด นักอ่านหนังสือของไทย

ยังไม่แค่เท่านั้น...ในปี 2559 คุณเจริญยัง “ซื้อหุ้น” Big C ในไทยจาก Casino Group ฝรั่งเศษด้วยเงินมากถึง 120,000 ล้านบาท (3,000 ล้านยูโร) แต่ไม่ใช่ทั้งหมด เพราะ Big C อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้เมื่อคุณเจริญได้หุ้น Big C มาเกิน 50% จึงถูกบังคับให้ทำ Tender Offer เพื่อซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นส่วนที่เหลืออีกเป็นจำนวนเงินร่วม 80,000 ล้านบาท โดยรวมคุณเจริญใช้เงินซื้อหุ้น Big C ทั้งหมดประมาณ

200,000 ล้านบาท เรื่องที่น่าสนใจ คือ แหล่งเงินซื้อกิจการมาจากไหน ?

เบื้องหลัง “แหล่งเงิน” ในการซื้อกิจการ Big C คือ การกู้ยืมเงินจากธนาคาร และสถาบันการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศร่วม 15 แห่ง ทำให้เห็นภาพของการซื้อกิจการว่า “ใช้เงินคนอื่น” ก็ได้ (OPM : Other People Money) ซึ่งในแวดวง M&A เรียกว่า LBO (Leverage Buy-Out) ที่ใช้ Debt Financing เป็นแหล่งเงิน ต่างจากการ “ใช้เงินตนเอง” (MOM : My Own Money) ที่เลี่ยงการใช้เงินกู้ แต่ใช้เงินทุน หรือ Equity Financing การใช้เงินกู้เพื่อซื้อกิจการ ต้องระวังเรื่อง “ต้นทุนทางการเงิน” คือ ดอกเบี้ยเงินกู้

โดยปกติ LBO หรือการกู้เงินเพื่อซื้อกิจการนี้มักจะ “ไม่ถ่วง” แต่จะรีบคืนเงินกู้ในช่วงเวลาสั้นๆ 2-3 ปี เงินกู้ช่วงสั้นๆ แบบนี้ คือ Bridging Finance ที่ผู้ซื้อกิจการมักจะได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินที่เข้าใจการทำ M&A และผู้ซื้อกิจการต้องนำ “แหล่งเงิน” จากแหล่งอื่นมาชำระหนี้เงินกู้ โดยทั่วไป “แหล่งเงินอื่น” มักจะเป็นการระดมทุน (Equity Financing) จากตลาดหลักทรัพย์ฯ ในรูปแบบการ “เพิ่มทุน” จากผู้ถือหุ้น หรือระดมทุนในรูปแบบใหม่ที่ไม่ใช่ “หุ้นบริษัท” แต่ใช้ “ทรัพย์สินของกิจการที่ซื้อ” มา เป็นทรัพย์สินรองรับการระดมทุน (Underlying Asset)

Underlying Asset ที่มักจะนำมาทดแทนการระดมทุนด้วยหุ้น คือ (1) อสังหาริมทรัพย์ (Property) เพื่อนำมาตั้ง “กองทุนอสังหาริมทรัพย์” (Property Fund) หรือตั้ง “กองทรัสต์เพื่อการลงทุน

ในอสังหาริมทรัพย์” (REIT : Real Estate Investment Trust) และ (2) กระแสเงินสดหรือรายได้อนาคต (Future Cash Flow/Revenue) เพื่อนำมาตั้ง “กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน” (Infrastructure Fund) ทั้งนี้ การระดมทุนด้วย Underlying Asset เหล่านี้ต้องดำเนินการผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ และต้องได้รับอนุญาตให้กระทำได้

เมื่อเห็น “ภาพกว้าง” ดังที่กล่าวมา ผมวิเคราะห์ต่อไปว่าการคัดเลือก Big C สาขาที่ทำกำไรจาก “ค่าเช่าพื้นที่” น่าจะเป็น Underlying Asset สำคัญที่ “คุณเจริญ” จะเลือกนำมาใช้เป็น “แหล่งเงินทุน” เพื่อระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ในรูป “กองรีท” (REIT) และนำไปใช้คืนหนี้เงินกู้โดยเร็ว (สำหรับ Property Fund/REIT และ Infrastructure Fund นั้น ผมจะอธิบายให้ทราบรายละเอียดในอนาคต)

“เสียดวง” รายอื่น ?

กลุ่มเครือซีเมนต์ไทย โดย SCG Paper ผู้ผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์ (คราฟต์) และกระดาษพิมพ์เขียนรายใหญ่ของไทย ยังมุ่งเน้นซื้อกิจการเพื่อหา “เสียดวง” ในไทยและในอาเซียน โดยเฉพาะในเวียดนามและอินโดนีเซียเพื่อมาเสริมเครือข่ายฐานการผลิตกระดาษบรรจุภัณฑ์ให้โตขึ้นมากกว่าเดิม...นัยว่าเป็นการซื้อ “เสียดวง” เพิ่มขึ้นจากที่มีอยู่แล้วในมาเลเซียและสิงคโปร์เพื่อให้มีฐานการผลิตที่เข้มแข็งในตลาดอาเซียน (AEC) โดยตั้งงบประมาณขั้นต่ำของการซื้อกิจการผลิตกระดาษไว้ไม่น้อยกว่า 1,000 ล้านบาทต่อ 1 โรงงาน...หวังว่า “เสียดวง” นี้จะเป็น “เสื่อสามาร” เหมือนเสื่ออีก



หลายตัวที่ SCG มีอยู่ในอาณาจักรธุรกิจของตน...ถึงตอนนั้น “ผู้ถือหุ้น” (รวมรายย่อยด้วย) คงยิ้มแก้มปริเมื่อเห็น “ประกาศจ่ายเงินปันผล” ของบริษัทหลังจากที่ “เสือสามารถตัวเก่ง” นี้ทำงานเต็มศักยภาพ

จากภาพของ SCG ที่มี “อายุกิจการ” มากกว่า 100 ปี เห็นได้ว่า “กิจการปูนซีเมนต์” ได้ขยายกิจการด้วยการทำ M&A ออกนอก Comfort Zone ไปไกลมาก ไม่ว่าจะเป็นกิจการ Petrochemical/Logistics/Paper/Construction หากว่าขยายกิจการใน “แบบธรรมชาติ” (Organic Growth) โดยไม่ใช้การซื้อกิจการอื่น อาจต้องใช้เวลาอีกไม่น้อย กว่าจะมี “อาณาจักรธุรกิจ” ที่ขยายตัวไปทั่วทั้งเอเชียแบบทุกวันนี้

ผู้ซื้อบงเค็บ “อะไร” ในกิจการของผู้ขาย

เมื่อปี 2554 มีข่าวที่น่าสนใจเกี่ยวกับการซื้อกิจการในธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มของไทย ในกรณีนี้ที่ผู้ซื้อกิจการอยู่ “นอกวงการ” ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (ธุรกิจคัลลิงสินค้า) แต่เข้าซื้อกิจการร้านอาหารโอบองแปง (Au Bon Pan) และร้านขนมและเครื่องดื่มแบรนด์ดังกินโดนัท (Dunkin Donut) ในไทยทั้งหมด

ผู้ซื้อกิจการในกรณีข้างต้นคือบริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกอบธุรกิจด้านคัลลิงสินค้าเพื่อเก็บเอกสาร และเริ่มมีแนวคิดใหม่ (Business Model) ในการทำธุรกิจ เช่น ในปี 2554 นำทรัพย์สินที่เป็นคลังเก็บเอกสารที่พระประแดงโอนขายให้แก่ “กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทรัพย์ศรีไทย” ทั้งนี้ ก่อนหน้านั้นในปี 2553 ผู้ซื้อกิจการรายนี้ได้ซื้อกิจการ “น้ำมันพีชทิพ” มาจากเจ้าของเดิม

เป็นภาพจิ๊กซอว์ที่น่าสนใจตรงที่ว่า “ทรัพย์ศรีไทย” เริ่มนำธุรกิจ “ต้นน้ำ” ของธุรกิจร้านอาหารคือน้ำมันพีช ไปต่ोजิ๊กซอว์กับธุรกิจร้านอาหารที่เป็นธุรกิจ “ปลายน้ำ” ก่อนจะไปถึงปากของลูกค้า...คำตอบของจิ๊กซอว์ภาพใหญ่คือเมื่อควบคุมได้ตั้งแต่ต้นทางจนถึงปลายทาง...ผลที่ตามมาคือการควบคุมการผลิต คุณภาพขนส่ง รวมไปถึงต้นทุนการผลิตแต่ละขั้นตอนจะทำได้ง่ายขึ้นและมีประสิทธิภาพมากขึ้น

ทรัพย์ศรีไทยเดิมทำธุรกิจที่มีรายได้ประจำ (Fixed Income) จากค่าบริการและค่าเช่าพื้นที่ในการจัดเก็บเอกสารและคัลลิงสินค้า แต่ปัจจุบัน Business Model เปลี่ยนเป็น “ธุรกิจเงินสด” (Cash Business) ที่รับเงินสดจากมือของลูกค้าโดยตรงทำให้การบริหาร “กระแสเงินสด” (Cash Flow Management) ทำได้ดีและง่ายขึ้น...เมื่อ “cash is king” และ



“ถ้าอะไรเป็นเพียงตัวเลข” เมื่อสิ้นปีหรือทุกไตรมาส หลายกิจการได้เริ่มขยายอาณาจักรเข้าสู่ธุรกิจเงินสดจึงเป็นภาพที่เห็นได้บ่อยและมากขึ้นในปัจจุบัน

สิ่งที่น่าสนใจยิ่งกว่าคือทรัพย์สินไทยเลือก “ซื้อหุ้น” (Share Deal) ของกิจการทั้งสองแทนที่จะ “ซื้อทรัพย์สิน” (Property Deal) ของกิจการ ... เพราะอะไร ???

เมื่อทราบรายละเอียดของการซื้อขายกิจการนี้แล้ว จึงทราบว่าสิ่งที่ทรัพย์สินไทยต้องการคืออะไร จึงทราบได้ว่าทำไมต้อง “ซื้อหุ้น” แต่ไม่ “ซื้อทรัพย์สิน”

ก. ผู้ขายกิจการเป็นเจ้าของสิทธิที่ได้รับแฟรนไชส์ของร้านโอบองแปง แต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทย (Master Franchise) พร้อมสาขาอีก 43 แห่ง

ข. ผู้ขายกิจการเป็นเจ้าของแฟรนไชส์ของร้านดังกินโดนัทไทยพร้อมสาขาอีก 201 แห่ง

เหตุผลสำคัญคือเจ้าของกิจการทั้งสองรายเป็นผู้รับสิทธิแฟรนไชส์ (Franchisee) จากเจ้าของแฟรนไชส์ในต่างประเทศ (Franchisor) เพื่อทำธุรกิจร้านอาหารในไทยที่นับได้ว่ามีมูลค่าทางการตลาดสูงมาก ดังนั้น การทำสัญญาแฟรนไชส์ใหม่กับ Franchisor จึงควรหลีกเลี่ยง เพราะต้องเริ่มการเจรจาใหม่ แต่หันไปใช้การ “เข้าประตูหลัง” (Back-door entry) ด้วยการซื้อกิจการของ Franchisee

หากผู้ซื้อกิจการ (เจ้าของใหม่) ซื้อกิจการด้วยการซื้อทรัพย์สินก็จะได้แค่ทรัพย์สินของกิจการแต่ไม่ได้ “สิทธิในการทำธุรกิจ”

นอกจากนั้น การเจรจาทำสัญญาแฟรนไชส์ใหม่กับ Franchisor อาจไม่ได้เงื่อนไข และข้อตกลงของสัญญา

แฟรนไชส์เดิมที่ผู้ขายกิจการเคยได้เนื่องจากสภาพการณ์เปลี่ยนแปลงไป ยอดขายของร้านอาหารทั้งสองแห่งในหลายปีที่ผ่านมาได้พิสูจน์ให้เห็นว่าร้านอาหารทั้งสองรายไปได้ดีเพียงใดในไทย อำนาจต่อรองในสัญญาแฟรนไชส์ใหม่ย่อมน้อยกว่า Franchisor... ทางออกคือ การถอดเสื้อจากเจ้าของเดิมมาให้ทรัพย์สินไทยใส่แทน สัญญาแฟรนไชส์ยังคงเดินหน้าต่อไปโดยไม่สะดุด แต่อาจมีกรณีที่ต้องแจ้งให้ Franchisor ทราบว่ามีการเปลี่ยนแปลงเจ้าของ “อย่างมีนัยสำคัญ”

กรณี “ทรัพย์สินไทย” ที่ขยายกิจการออกนอก Comfort Zone เข้ามาสู่ “สนาม Food Service” นั้น เป็นเพียงตัวอย่างหนึ่งใน Food Service ที่มีการซื้อขายกิจการกัน ตัวอย่างอื่นที่เห็นได้ชัดเจนใน Food Service อีกรายคือ Pace Development อยู่ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซื้อกิจการ Food Service จาก Dean & DeLuca ในต่างประเทศ

ผู้ขายกิจการ “คิดจะขายกิจการ” ตั้งแต่เริ่มทำธุรกิจหรือไม่

เมื่อมองจากมุมมอง “ทรัพย์สินไทย” ผู้ซื้อกิจการไปสุดอีกฝั่งหนึ่งคือมุมมองของผู้ขาย พบว่า “เจ้าของหุ้น” ที่ถือหุ้นบริษัทผู้ขายนั้นเป็น “บริษัทที่ถือหุ้นเพื่อการลงทุน” (Holding Company) ในบริษัทที่ทำกิจการร้านอาหาร (Operating Company) ทั้งสองรายนั้น เป็นบริษัทที่จดทะเบียนจัดตั้งในมอริเชียส (Mauritius)

เมื่อเห็นมอริเชียสทำให้ผมตาโต เพราะใครไปตั้งบริษัทโฮลดิ้งในต่างประเทศ โดยเฉพาะมอริเชียสแล้ว... แสดงว่า “คิดลึก คิดยาว” แบบ Exit with happiness

โดยเฉพาะประเด็นภาษี

ชื่อ “มอริเชียส” ไม่เป็นพิษไม่เป็นภัย... เพราะมอริเชียสเป็นหมู่เกาะที่อยู่ในมหาสมุทรอินเดียไม่ไกลจากไทย และนับเป็น Tax Haven แห่งหนึ่งที่บริษัทจดทะเบียนทั้งหลายในตลาดหลักทรัพย์ฯ นิยมไปจัดตั้งบริษัทลูกหรือบริษัทในเครือเพื่อทำธุรกรรมระหว่างประเทศหรือธุรกรรมในต่างประเทศล้วนๆ โดยมีเหตุผลหลักคือ (1) ลดผลขาดทุนและค่าใช้จ่ายจากการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (2) ภาษีต่ำ (ภาษีบริษัท 0 - 3%)

เมื่อพูดถึง Tax Haven ท่านผู้อ่านลองอ่านต่อไปแบบ... อ่านให้จบก่อนด่วนสรุป... ว่า Tax Haven ไม่ได้เลวร้ายเสมอไป เพราะมอริเชียสเป็น Tax Haven ชั้นดีจัดอยู่ใน White List (ตรงข้ามกับ Black List) และมี “อนุสัญญาเพื่อการเลี่ยงการจัดเก็บภาษีซ้อน” (Double Tax Agreement) กับไทยมาหลายปีแล้ว และยังมีสายการบินที่เดินทางไปมอริเชียสที่เป็น Regular Flight ประจำสัปดาห์...

หากว่ามอริเชียสเป็น Tax Haven ที่ “ไม่ดี” ทำไมรัฐบาลไทยจึงไปทำอนุสัญญาภาษีซ้อนด้วยทั้งที่มอริเชียสเป็นประเทศที่รัฐบาลไทยตกลงทำอนุสัญญาภาษีซ้อนมาหลายปีก่อนพม่าเสียอีก และมอริเชียสเริ่มใช้บังคับอนุสัญญาภาษีซ้อนกับไทยเมื่อต้นปี 2555

Exit With Happiness in Mauritius

มอริเชียสไม่เก็บภาษีจากเงินปันผล ดอกเบี้ย ค่าสิทธิที่บริษัทที่จดทะเบียนจัดตั้งในมอริเชียสแบบ GBC1 (Global Business Companies Category 1) ได้จ่ายออกไปให้แก่



ผู้รับเงินได้ในต่างประเทศ ยิ่งไปกว่านั้น มอริเชียสไม่เก็บภาษีจาก “กำไรจากการขายหุ้น” (Capital Gain) เว้นแต่หุ้นนั้นเป็นหุ้นของบริษัทมอริเชียส ที่ทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Developer)

จากภาพย่อเมื่อไม่นานมาต่อกันเป็นภาพใหญ่จึงเชื่อได้ว่า ผู้ขายกิจการที่ตั้งบริษัทโฮลดิ้งไว้ก่อนในมอริเชียส ไม่ได้ขายหุ้นในบริษัทไทยโดยตรง แต่ขายหุ้นของบริษัทมอริเชียสให้แก่ผู้ซื้อกิจการ เพราะกำไรจากการขายหุ้นในมอริเชียสไม่ถูกเก็บภาษี...หากเป็นการขายหุ้นในบริษัทไทยโดยตรง กำไรส่วนนี้ต้องเสียภาษีในไทยเต็มๆ ทั้งภาษีเงินได้นิติบุคคล (20%) หรือภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา (สูงสุด 35%) รวมไปถึงจนถึงอากรแสตมป์

สำหรับติดตราสารการโอนหุ้นอีก 0.1%

หากผู้ขายไม่ได้ตั้งบริษัทมอริเชียสไว้ตั้งแต่แรกของการทำธุรกิจ...แต่เพิ่งมาตั้งบริษัทมอริเชียสเพื่อจัดโครงสร้างการถือหุ้น (Shareholding Restructure) ก่อนที่จะขายกิจการออกไป...จะถือว่ามีความเสี่ยงภาษีหรือไม่? มองได้มากกว่าหนึ่งมุม...

...มุมแรก...เจตนาของเอกชนและคู่สัญญาในการทำสัญญาย่อมมีความศักดิ์สิทธิ์และต้องได้รับการเคารพ มุมนี้เป็นมุมของฝ่ายเอกชนที่ยึดตามหลักกฎหมายแพ่งและพาณิชย์

...มุมที่สอง...เจตนาของเอกชนต้องไม่กระทบต่อผลประโยชน์ของรัฐ จึงต้องดู “เนื้อหา” มากกว่า “รูปแบบ”

(Substance over form) มุมนี้แน่นอนต้องเป็นมุมมองของรัฐที่ยังไม่มี “หลักการ” ให้ยึดถือ แต่เริ่ม “รู้ทัน” เอกชนมากขึ้น

...มุมต่อไป...มุมที่ไม่มองก็ไม่ได้... มุมมองนี้เป็นมุมของศาลเมื่อเอกชนกับรัฐมีข้อพิพาททางภาษีที่เห็นไม่ตรงกัน...ซึ่งไม่มองก็ไม่ได้เพราะเป็นหน้าที่ของศาลที่ต้องยุติข้อพิพาท

โดยเฉพาะเร็วๆ นี้ มีคดีภาษีหลายคดี ที่ฝ่ายเอกชนต้อง “มองตามมุม” ของศาลให้ดี จะ “มองต่างมุม” ไม่ได้แล้ว เพราะผลคำพิพากษาหลายคดีนั้น... เอกชนผู้เสียภาษีแพ้วราบคาบอย่างน่าใจหาย ทำให้ผมมีเรื่องวิเคราะห์ได้อีกหลายเดือน

