

**PROPUNERI DE *LEGE FERENDA* REFERITOARE LA OFERTELE PUBLICE  
OBLIGATORII**

**TEMA Oferta publică de preluare**

Având în vedere statutul de stat membru al Uniunii Europene, legislația națională trebuie să reflecte principiile generale care izvorăsc din normele dreptului Uniunii Europene.

**Principiile generale aplicabile ofertelor publice de preluare sunt prevăzute în art. 3 alin. 1 din Directiva 2004/25/CE:**

- (a) toți deținătorii de valori mobiliare la societatea în cauză care aparțin aceleiași categorii trebuie să beneficieze de tratament echivalent; de asemenea, în cazul în care o persoană preia controlul unei societăți, ceilalți deținători de valori mobiliare trebuie protejați;
- (b) deținătorii de valori mobiliare la societatea în cauză trebuie să dispună de suficient timp și de suficiente informații pentru a putea lua o decizie privind oferta în deplină cunoștință de cauză: atunci când organul administrativ sau de conducere al societății în cauză oferă consiliere deținătorilor de valori mobiliare, acesta trebuie să-și prezinte avizul privind repercusiunile aplicării ofertei asupra locurilor de muncă, condițiilor de ocupare a forței de muncă și punctelor de activitate ale societății;
- (c) organul administrativ sau de conducere al societății în cauză trebuie să acționeze în interesul societății în integralitatea sa și nu poate să le refuze deținătorilor de valori mobiliare posibilitatea de a decide asupra avantajelor ofertei;
- (d) nu trebuie create piețe false pentru valorile mobiliare ale societății în cauză, ale societății ofertante sau ale oricărei alte societăți interesate de ofertă, astfel încât creșterea sau scăderea cursului valorilor mobiliare să devină artificială și funcționarea normală a piețelor să fie perturbată;

(e) un ofertant trebuie să anunțe o ofertă numai după ce s-a asigurat că poate furniza întreaga contrapartidă în numerar, în cazul în care o astfel de contrapartidă a fost oferită, și după ce a luat toate măsurile rezonabile pentru asigurarea furnizării oricărui alt tip de contrapartidă;

(f) societatea în cauză nu trebuie perturbată în activitățile sale pe motivul existenței unei oferte pentru valorile sale mobiliare după trecerea unui termen rezonabil.

### **Precizări:**

Prin Hotărârea Curții Europene de Justiție (Camera a patra) din 15 octombrie 2009 (cerere de pronunțare a unei hotărâri preliminare formulată de Cour de cassation — Luxemburg) — Audiolux SA s-a stabilit că

“Dreptul comunitar nu cuprinde un principiu general de drept conform căruia acționarii minoritari sunt protejați prin obligația acționarului dominant care achiziționează sau exercită controlul unei societăți de a oferi acestora posibilitatea de a le cumpăra acțiunile în aceleași condiții precum cele convenite la achiziționarea unei participații care conferă sau consolidează controlul acționarului dominant.”

Această soluție este necesar a fi nuanțată, întrucât interpretarea sa nu trebuie să vină în contradicție cu cu dispozițiile art. 5 alin. 4 din Directiva 2004/25/CE, respectiv cu art. 204 din legea română a pieței de capital, care stabilesc drept criteriu primordial de echitate a prețului cel mai mare preț plătit de ofertant în perioada anterioară ofertei (12 luni în legea română). Or, schimbarea controlului atrage obligativitatea ofertei publice de preluare în în maxim două luni de la atingerea limitei de deținere de 33% din drepturile de vot, conform art. 203 din Legea nr. 297/2004. În aceste condiții, prețul de ofertă ar trebui să fie cel puțin egal, dacă nu mai mare, cu prețul plătit pentru pachetul care a conferit dobândirea controlului.

Într-o decizie celebră pronunțată de Curtea Supremă a Statului California în cazul Jones versus H.F. AHMANSON & CO, în 1969<sup>1</sup> s-a stipulat fără echivoc faptul că acționarul majoritar nu va putea uza de puterea sa de control asupra societății în dauna acționarilor minoritari. Pornind de la acest principiu, s-a stabilit un drept al acționarilor minoritari la un preț echitabil, corespunzător prețului primit de acționarul majoritar pentru pachetul sau de acțiuni, chiar dacă acest pachet prezenta atractivitate sporită și beneficia de o primă la vânzare. Curtea Supremă a Californiei a stabilit că principiul echității reclamă ca și acționarii minoritari să beneficieze de această primă de vânzare.

În același timp, ar trebui limitată obligativitatea ofertei publice la situațiile în care o persoană singură sau împreună cu cele care acționează concertat dețin controlul asupra

---

<sup>1</sup> JONES v. H.F. AHMANSON & CO. (1969) 1 C3d 93[L.A. 29651Cal. Sup. Ct., 7 noiembrie 1969].

emitentului, eliminându-se extinderea acestei obligații și la cazurile în care, deși un acționar a atins pragul de 33% din drepturile de vot, nu deține controlul asupra emitentului. Dispozițiile art.5 alin. 1 din directivă fac vorbire de atingerea unui prag care „îi oferă controlul respectivei societăți”,

## MODIFICĂRI PROPUSE

### *Modificare propusă*

#### **I. Oferta publică obligatorie Art. 203**

(1) O persoană care, urmare a achizițiilor sale sau ale persoanelor cu care acționează în mod concertat, deține, direct sau indirect, mai mult de 33% din drepturile de vot asupra unei societăți comerciale, în cazul în care această deținere îi oferă controlul respectivei societăți este obligată să lanseze o ofertă publică adresată tuturor deținătorilor de valori mobiliare și având ca obiect toate deținerile acestora cât mai curând posibil, dar nu mai târziu de 2 luni de la momentul atingerii respectivei dețineri.

(2) Până la derularea ofertei publice menționate la alin.(1), toate (se elimină-~~drepturile aferente valorilor mobiliare depășind pragul de 33% din~~) drepturile de vot asupra emitentului sunt suspendate, iar respectivul acționar și persoanele cu care acesta acționează în mod concertat nu mai pot achiziționa, prin alte operațiuni, acțiuni ale aceluiași emitent.

(3) Prevederile alin.(1) nu se aplică persoanelor care, anterior intrării în vigoare a prezentei legi, au dobândit poziția de deținător a peste 33% din drepturile de vot, cu respectarea prevederilor legale incidente la momentul dobândirii.

(4) Persoanele prevăzute la alin.(3) vor derula o ofertă publică obligatorie, în conformitate cu prevederile alin.(1), numai dacă, ulterior intrării în vigoare a prezentei legi își majorează deținerile, astfel încât să atingă sau să depășească 50% din drepturile de vot ale respectivului emitent. Până la derularea ofertei publice, toate drepturile aferente acțiunilor achiziționate (se elimină-~~care depășese 50%~~) vor fi suspendate, iar respectivul acționar și persoanele cu care

acesta acționează în mod concertat nu mai pot achiziționa, prin alte operațiuni, acțiuni ale aceluiași emitent.

#### IA. Propunere de reglementare CNVM privind ofertele publice obligatorii

În vederea asigurării coerenței și a simplificării reglementărilor incidente se impune integrarea Instrucțiunii nr.3/2009 a CNVM privind deținerile directe și indirecte în Regulamentul CNVM nr.1/2006.

Ar fi necesar ca noua reglementare să prevadă explicit obligativitatea ofertei publice în orice situație în care se dobândește controlul asupra unor entități listate, inclusiv a celor tranzacționate în prezent pe Piața Rasdaq.

Noua reglementare ar trebui să prevadă aplicabilitatea dispozițiilor legale privind oferta publică de preluare obligatorie și în cazul societăților tranzacționate în cadrul ATS.

Dispozițiile actualei Instrucțiuni CNVM nr.3/2009 privind deținerile indirecte trebuie să fie incidente și în cazul în care acționarul majoritar direct este o persoană juridică non-profit, asociație sau fundație, aflată sub controlul unei anumite entități, inclusiv în situația în care acționarul majoritar direct este o Asociație a Salariaților de tip PAS, înființată în vederea facilitării accesului salariaților unei societăți la dobândirea pachetului majoritar de acțiuni în procesul de privatizare. În cazul în care o persoană dobândește în fapt, direct sau indirect controlul asupra PAS și, pe cale de consecință, controlul asupra unui emitent listat, acea persoană ar trebui obligată la efectuarea ofertei publice de preluare. Sancțiunile prevăzute de art. 203 alin.2 ar trebui aplicate în orice situație în care este dobândit controlul asupra unui emitent, inclusiv dacă acest control se exercită prin intermediul PAS.

#### IB. Propunere privind reglementarea situației juridice a Asociațiilor Salariaților (PAS)

O normă din cadrul legislației primare ar trebui să stabilească, în consonanță cu dispozițiile legale privind asociațiile și fundațiile (actuala OG nr. 26/2000), și soluția legală în cazul desființării PAS, respectiv transmiterea acțiunilor în patrimoniile membrilor care au creditat PAS pentru a dobândi pachetul de acțiuni de la stat. Orice act juridic încheiat pe durata de existență a PAS între membrii acestuia, referitor la acțiuni ale emitentului, nu ar putea avea decât

natura juridică de antecontract. Dacă ulterior desființării PAS, foștii membrii ai acestei asociații înstrăinează acțiunile deținute către o persoană cu care au intrat în raporturi juridice anterior desființării PAS, iar aceasta din urmă dobândește peste 33% din drepturile de vot, ia naștere obligativitatea ofertei publice. Dacă persoana care controla PAS a efectuat oferta publică în perioada de existență a PAS, atunci, evident, că după desființarea acestuia și după transferul acțiunilor în patrimoniul său, ar trebui să fie scutită de obligația de a mai efectua o altă ofertă publică.

## II. Prețul ofertei

Art.204.- (1) Prețul oferit va fi cel puțin egal cu cel mai mare preț plătit de ofertant sau de persoanele cu care acesta acționează în mod concertat în perioada de 12 luni anterioară (se elimină „ofertei”) datei dobândirii controlului. Data dobândirii controlului de către o persoană fizică sau juridică va fi stabilită de C.N.V.M., fiind reprezentată de unul dintre următoarele momente:

a) momentul începând cu care deține direct sau indirect peste 33% din drepturile de vot la aceasta;

b) momentul începând cu care poate să numească sau să revoce majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori alte persoane cu putere de decizie în societatea respectivă;

c) momentul începând cu care poate exercita o influență semnificativă asupra entității la care este acționar sau asociat, în virtutea unor clauze cuprinse în contracte încheiate cu entitatea respectivă sau a unor prevederi cuprinse în actul constitutiv al acestei entități;

d) momentul începând cu care devine acționar sau asociat al unei entități și:

- poate numi singur, ca rezultat al exercitării drepturilor sale de vot, majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori majoritatea conducătorilor filialei în ultimele două exerciții financiare, sau

- poate controla singur, în baza unui acord încheiat cu ceilalți acționari sau asociați, majoritatea drepturilor de vot.

(2) Dacă prevederea de la alin.(1) nu poate fi aplicată, prețul oferit va fi determinat în conformitate cu reglementările C.N.V.M., cu luarea în considerare cel puțin a următoarelor criterii:

a) prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare dobândirii controlului;

b) valoarea activului net al societății, conform ultimei situații financiare auditate anterioare dobândirii controlului;

c) valoarea acțiunilor rezultate dintr-o expertiză, efectuată de un evaluator independent, în conformitate cu standardele internaționale de evaluare; expertiza va lua în considerare situația economică a societății emitente din momentul dobândirii controlului.

(3) În situația în care persoana menționată la art. 203 alin. (1) nu inițiază oferta publică de preluare în termen de două luni de la data dobândirii controlului, prețul de ofertă, calculat potrivit dispozițiilor art. 204 se majorează cu 0,1% pe zi de întârziere, până la momentul în care este depusă la Comisia Națională a Valorilor Mobiliare întreaga documentație aferentă ofertei publice

### **III. Exercițarea dreptului de squeeze-out și retragerea de la tranzacționare**

#### **Art. 206**

##### ***Reglementarea actuală***

(1) Urmare a derulării unei oferte publice de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, ofertantul are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul ofertei, în maxim trei luni de la data închiderii ofertei, să-i vândă respectivele acțiuni, la un preț echitabil, dacă acesta se află în una din următoarele situații:

- a) deține acțiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social;
- b) a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând mai mult de 90% din cele vizate în cadrul ofertei.

(2) În situația în care societatea a emis mai multe clase de acțiuni, prevederile alin.(1) se vor aplica separat pentru fiecare clasă.

(2)<sup>1</sup> Deținătorii valorilor mobiliare rămase în urma ofertei publice de preluare sunt obligați să vândă respectivele valori mobiliare către acționarul care își exercită dreptul prevăzut de art. 206 alin. (1), transferul dreptului de proprietate intervenind de drept intervenind în termen de patru zile de la data transmiterii către depozitarul central a dovezilor privind realizarea plății contravalorii valorilor mobiliare respective către acționarii îndreptățiți.

(2)<sup>2</sup> Dreptul prevăzut de dispozițiile art. 206 alin. (1) nu poate fi exercitat în situația în care societatea, după data închiderii ofertei publice de preluare a emis noi acțiuni.

(3) Prețul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare obligatorii, precum și în cadrul unei oferte publice de preluare voluntare, în care ofertantul a

achiziționat prin subscrierile din cadrul ofertei, acțiuni reprezentând mai mult de 90% din acțiunile vizate, se consideră a fi un preț echitabil.

(4) În situația menționată la alin.(3), prezumția referitoare la prețul echitabil se aplică numai în situația în care ofertantul își exercită dreptul precizat la alin.(1), în termen de 3 luni de la data finalizării respectivei oferte. În caz contrar, prețul va fi determinat de un expert independent, în conformitate cu standardele internaționale de evaluare.

(5) Prețul determinat de un expert independent se aduce la cunoștința publicului prin intermediul pieței pe care se tranzacționează, prin publicare în Buletinul C.N.V.M., pe website-ul C.N.V.M. și în 2 ziare financiare de circulație națională, în termen de 5 zile de la întocmirea raportului.

(6) Societatea emitentă este retrasă de la tranzacționare ca urmare a finalizării procedurii de exercitare a dreptului prevăzut de art. 206 alin. (1).

#### **IV. Retragerea de la tranzacționare la inițiativa CNVM**

##### **Art. 234**

###### ***Actuala reglementare***

Lit.d) CNVM poate...

să decidă ca valorile mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată să fie retrase de la tranzacționare, în condițiile în care consideră că, datorită unor circumstanțe speciale, nu se mai poate menține o piață ordonată pentru respectivele valori mobiliare

necesită o reformulare întrucât actuala reglementare nu asigură protecția investitorilor, respectiv dreptul de retragere.

###### **Propunere**

##### **Art. 234<sup>1</sup>**

(1) Retragerea de la tranzacționare a valorilor mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare se va putea efectua numai cu respectarea dispozițiilor art. 203-206 (n.r. ofertă publică de preluare și exercitarea dreptului de squeeze out de către acționarul majoritar).

(2) Retragerea de la tranzacționare prevăzută de art. 234<sup>1</sup> nu va fi condiționată de îndeplinirea condițiilor prevăzute de art. 206 alin. (1) lit.a) sau b)