

# Dreptul acționarului majoritar de a-i exclude pe ceilalți acționari din societățile tranzacționate pe o piață reglementată de capital ( Dreptul de squeeze out)

Cristian Duțescu  
avocat Baroul București

## I. Evoluția concepției asupra caracterului absolut al dreptului de proprietate privată

Problema instituirii unor limite ale exercitării dreptului de proprietate este fundamentată pe viziunea contemporană din dreptul privat asupra acestui drept fundamental, prin abandonarea perspectivei conform căreia dreptul de proprietate avea un caracter sacru și inviolabil, astfel cum arăta, spre exemplu, art.19 din Constituția României de la 1866.

Adoptat în aceeași perioadă cu legea fundamentală a Principatelor Unite, Codul civil român, din anul 1864, având drept model codul civil francez elaborat în 1804 (Codul Napoleon), subliniază fără echivoc caracterul absolut al dreptului de proprietate.

S-a afirmat<sup>[1]</sup> că izvorul introducerii unui „caracter absolut” a dreptului de proprietate la începutul secolului XIX, atât din prisma cauzalității istorice, cât și din aceea a determinării sociale, îl reprezintă Revoluția franceză:

*„Revoluția a deslegat proprietatea, a suprimat piedicile ce-i stăteau în cale și i-a redat caracterul independent și liber de care se bucura în dreptul roman. Termenul absolut rezumă această transformare, și nu este neexact, dacă înțelegem că proprietatea are, sub codul civil, un caracter absolut în raport cu caracterul dependent pe care îl avea în evul mediu și până în 1789”.*

Odată cu dezvoltarea dimensiunii sociale a acestui drept fundamental<sup>[2]</sup>, conținutul instituției a devenit mai complex, prin introducerea în legile fundamentale a posibilității instituirii unor limite ale dreptului de proprietate de către legiuitorul de drept comun, nu numai din prisma exercițiului atributelor acestuia, dar și din aceea a păstrării dreptului însuși.

Este important de subliniat că aceste restricții, care au „diluat” caracterul absolut al dreptului de proprietate, au intervenit în mod substanțial în perioada posteroară primului război mondial, odată cu succesul doctrinelor de sorginte sau inspirație socialistă<sup>[3]</sup>. Constituțiile adoptate după primul război mondial au relevat această schimbare de abordare în filosofia dreptului. S-a dezvoltat astfel instituția proprietății publice, precum și aceea a interesului public.

## II. Fundamentarea existenței unor limite ale exercitării dreptului de proprietate asupra acțiunilor

Existența formală a unor limite ale dreptului de proprietate este stipulată de art. 44 alin. 1 teza a II a din Constituție, care stipulează posibilitatea de a se institui prin lege limitări ale dreptului de proprietate:

„Dreptul de proprietate, precum și creanțele asupra statului sunt garantate. Conținutul și *limitele acestor drepturi sunt stabilite de lege*” (s.n.)

Având caracterul de dispoziție generală, acest text normativ trebuie privit doar în corelare cu alte prevederi constituționale incidente. Articolul 44 alin. 7 din Constituție vorbește de anumite limitări ale exercitării dreptului de proprietate prin impunerea respectării unor sarcini instituite prin lege. Pe de altă parte, în articolul imediat următor-art. 45, este garantat accesul liber al persoanei la o activitate economică, acest lucru presupunând, în materia care face obiectul acestei lucrări, *posibilitatea oricărei persoane de a deține acțiuni ale oricărei societăți comerciale*.

Dispoziții aplicabile dreptului de proprietate asupra acțiunilor sunt conținute și de art. 135 și art. 136 din Constituția României. Astfel, în art. 135 alin. 2 pct. a) se instituie obligația statului de a asigura libertatea comerțului, iar în art. 136 alin. 5 se consacră principiul inviolabilității proprietății private, *„în condițiile legii organice.”*(s.n.). Această prevedere indică în mod indirect faptul că orice limitare a principiului inviolabilității proprietății private nu poate fi adusă decât prin lege organică.

Din perspectiva Convenției Europene a Drepturilor Omului, normele juridice care instituie posibilitatea limitării dreptului de proprietate se găsesc în cadrul art.1 din Protocolul adițional nr.1[4] la Convenția Europeană a Drepturilor Omului.

### Protecția proprietății

*Orice persoană fizică sau juridică are dreptul la respectarea bunurilor sale. Nimeni nu poate fi lipsit de proprietatea sa decât pentru cauză de utilitate publică și în condițiile prevăzute de lege și de principiile generale ale dreptului internațional.*

*Dispozițiile precedente nu aduc atingere dreptului statelor de a adopta legile pe care le consideră necesare pentru a reglementa folosința bunurilor conform interesului general sau pentru a asigura plata impozitelor ori a altor contribuții, sau a amenzilor.[5]*

În cadrul art.1 din Protocolul adițional nr.1 se realizează o distincție între limitele exercitării atributelor dreptului de proprietate (art.1 alin.2) și adoptarea unor dispoziții care duc la pierderea dreptului de proprietate.

Este totodată important de subliniat că „lipsirea unei persoane de proprietatea sa” nu poate fi efectuată, potrivit textului Convenției pentru Apărarea Drepturilor Omului, decât în ipoteza întrunirii a două condiții cumulative:

- existența unei cauze de utilitatea publică, interpretată în sensul mai larg al manifestării unui interes public și nu în cel restrictiv al impunerii unei forme unice a „privării de proprietate”, respectiv exproprierea sau naționalizarea;

- stabilirea acestor limite prin lege și în conformitate cu principiile generale ale dreptului internațional.

Se poate constata faptul că teza a II a art.1 alin.1 din Protocolul adițional nr.1 conferă legiuitorului național posibilitatea determinării condițiilor de exercitare a dreptului de proprietate.

De asemenea, se desprinde concluzia neechivocă în sensul că protocolul adițional permite legiuitorului național să impună norme legale privind folosința bunurilor într-un mod care să corespundă interesului public, social.

Pornind de la acest text al art.1 alin.2 din Protocolul adițional referitor la limitarea exercitării unor atribute ale dreptului de proprietate, s-a arătat[6] că practica Curții Europene a Drepturilor Omului a stabilit „o limită jurisprudențială, dată de atingerea substanței dreptului”, subliniindu-se teza fundamentală, potrivit căreia „nu trebuie să se ajungă la golirea de conținut a dreptului”.

### III. Privarea de proprietate asupra acțiunilor a unor subiecte de drept privat în beneficiul altui subiect de drept privat

-

#### *3.1. Dreptul de squeeze out. Noțiune și caractere juridice.*

Instituția juridică intitulată *squeeze out* a fost definit în doctrină[7] drept „obligarea acționarilor minoritari de a vinde acțiunile deținute acționarului majoritar care intenționează să preia controlul total asupra societății.” O asemenea definiție, corespunzând în linii generale instituției juridice prezente astăzi în dreptul Uniunii Europene, a fost formulată anterior adoptării Directivei Parlamentului și Uniunii Europene 2004/25/CE, la 21 aprilie 2004[8].

Anumite legislații au implementat acest drept de excludere de către acționarul majoritar a celorlalți acționari ai unei societăți pe acțiuni încă din prima jumătate a secolului XX. În sistemul de drept suedez, spre exemplu, un astfel de drept al acționarului majoritar există încă din 1944.

În Statele Unite, leagănul dreptului societar și al pieței de capital moderne, nu există *de lege lata* reglementări specifice în privința procedurii de *squeeze out* și a dreptului de *squeeze out*, aflat în patrimoniul acționarului majoritar. Chestiunea excluderii din societatea a celorlalți acționari, prin transferul forțat al dreptului de proprietate asupra acțiunilor, este lăsată la latitudinea actelor constitutive ale societăților comerciale, în

dreptul codificat existând, de regulă, numai o mențiune privind respectarea principiilor generale de drept, în cazul de față fiind vorba, desigur, de principiul acordării unei compensații echitabile.

Uniunea Europeană a ales calea legiferării elementelor juridice care conturează dreptul de *squeeze out* în cazul societăților admise la tranzacționare pe o piață reglementată. O asemenea soluție a fost justificată de realitatea că acest tip de societăți sunt situate *de plano* la nivelul cel mai de sus al încrederii investitorilor, publicului, fiind rezultatul *ipso facto* al admiterii la tranzacționare.

Dreptul de *squeeze out* este un drept subiectiv aflat în patrimoniul acționarului majoritar al unei societăți comerciale, *relativ, patrimonial, de creanță, accesoriu dreptului de proprietate asupra acțiunilor unui emitent*, afectat de o *dublă condiție*:

- deținerea unui anumit procent din capitalul social și drepturile de vot ale societății emitente;
- plata către acționarii minoritari, deținători ai restului acțiunilor emitentului a unui preț corect, stabilit de regulă în baza unor criterii predefinite; în cazul în care criteriile sunt clar definite în normele legale, suntem în prezența unui „preț legal”.

În legislația actuală a Uniunii Europene apare și o a treia condiție, respectiv aceea a derulării în prealabil a unei oferte publice de preluare.

### *3.2 Reglementarea dreptului de squeeze out în legislația Uniunii Europene și în cea românească. Condiții de exercitare.*

Instituția juridică a *squeeze out*-ului a fost introdusă în legislația Uniunii Europene în anul 2004 prin Directiva nr.25/2004, referitoare la ofertele publice de preluare.

Oferta publică de preluare, reprezintă un mijloc de protecție al acționarilor minoritari ai unei societăți comerciale tranzacționate pe o piață reglementată, astfel cum indică și paragraful 9 al Preambulului Directivei în cauză:

*„Este necesar ca statele membre să ia măsurile necesare pentru protecția deținătorilor de valori mobiliare, în special a celor cu participării minoritare, atunci când s-a preluat controlul societăților lor. Este necesar ca statele membre să asigure această protecție impunând persoanei care a preluat controlul unei societăți obligația de a lansa o ofertă care să propună tuturor deținătorilor de valori mobiliare din societatea respectivă achiziționarea tuturor participațiilor lor la un preț echitabil, în conformitate cu o definiție comună. Statele membre ar trebui să poată crea alte instrumente destinate protecției intereselor deținătorilor de valori mobiliare, cum ar fi obligația de a lansa o ofertă parțială atunci când ofertantul nu preia controlul societății sau obligația de a anunța o ofertă simultan cu preluarea controlului asupra societății.”*

Având în vedere acest deziderat, legiuitorul european a definit instituția ofertei publice de preluare în cadrul art.2 alin.1 lit.a) ca reprezentând:

*„o ofertă publică (cu excepția unei oferte făcute de însăși societatea în cauză) adresată deținătorilor de valori mobiliare ale unei societăți pentru achiziționarea tuturor acestor valori mobiliare sau a unei părți dintre ele, indiferent dacă oferta este obligatorie sau voluntară, cu condiția să urmărească sau să aibă ca obiectiv preluarea controlului societății în cauză în conformitate cu legislația națională.”*

Obligativitatea inițierii unei oferte publice după atingerea unui anumit nivel de deținere este stipulată în cadrul art.5 alin.1 al Directivei nr.25/2004:

*Atunci când o persoană fizică sau juridică deține, ca urmare a unei achiziții făcute de ea însăși sau de persoane care acționează în mod concertat cu ea, valorile mobiliare ale unei societăți în sensul articolului 1 alineatul (1), care, adăugate tuturor participațiilor la aceste valori mobiliare pe care le deține deja și celor deținute de persoanele cu care acționează în mod concertat cu ea îi conferă direct sau indirect un anumit procentaj din drepturile de vot la societatea respectivă, care îi oferă controlul<sup>[9]</sup> respectivei societăți, statele membre se asigură că această persoană este obligată să facă o ofertă în vederea protecției acționarilor minoritari ai societății respective. Această ofertă se adresează în cel mai scurt termen tuturor deținătorilor acestor valori mobiliare și se referă la toate participațiile lor, la prețul echitabil definit la alineatul (4)*

Potrivit alin.4 al art.5 din Directivă preț echitabil este considerat *„prețul cel mai ridicat plătit pentru aceleași valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acționează în mod concertat cu acesta, pe parcursul unei perioade, determinate de statele membre, de minim șase luni și maxim doisprezece luni care preced oferta.”*

Instituția „squeeze out”-ului a apărut drept o consecință a instituirii obligativității derulării unei oferte publice de preluare de către un acționar care a dobândit controlul asupra unei companii.

Într-un document important al grupului de experți constituit de Comisia Europeană în vederea acordării de consultanță pentru elaborarea proiectelor de directive<sup>[10]</sup>, care a influențat spiritul normelor juridice cuprinse în Directiva ofertei publice de preluare, se arăta, în anul 2002, că **dreptul de squeeze out reprezintă o facilitate acordată** acționarului majoritar care deține o proporție covârșitoare din capitalul social de a achiziționa deținerile acționarilor minoritari. În doctrină s-a exprimat opinia<sup>[11]</sup> că dreptul de *squeeze out* a fost acordat acționarului majoritar ca o compensație pentru obligația sa de a iniția o ofertă publică obligatorie.

Sediul materiei privind instituția *squeeze-out*-ului se găsește în legislația Uniunii Europene în cadrul art.15 alin.2-5 din Directiva nr.25/2004. Dreptul de *squeeze-out* este conturat în cadrul alin.2:

*„Statele membre se asigură că un ofertant poate solicita tuturor deținătorilor de valori mobiliare rămase să-i vândă aceste valori mobiliare la un preț corect. Statele membre introduc acest drept în unul dintre cele două cazuri de mai jos:*

*(a) atunci când ofertantul deține valori mobiliare care reprezintă cel puțin 90 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 90 % din drepturile de vot ale societății în cauză*

sau

*(b) atunci când, după acceptarea ofertei, acesta a achiziționat sau s-a angajat ferm prin contract să achiziționeze valori mobiliare care reprezintă cel puțin 90 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 90 % din drepturile de vot care fac obiectul ofertei.*

*În cazul prevăzut la litera (a), statele membre pot stabili un prag mai ridicat, fără ca acesta să depășească 95 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 95 % din drepturile de vot.”*

Instituția juridică a „squeeze-out”-ului este conținută în legislația română în cadrul art. 206 din Legea nr.297/2004, privind piața de capital[12], norma juridică română fixând un prag alternativ care atrage nașterea dreptului de squeeze-out: deținerea a 95% din capitalul social sau achiziționarea unui procent de 90% din acțiunile vizate în cadrul ofertei.

Trebuie subliniat faptul că dispozițiile art.206 sunt vădit incomplete *de lege lata* în raport de finalitatea vizată în ultimă instanță de textul legal, respectiv delistarea. De asemenea, prevederile art.206 sunt prolixoase cu privire la existența sau inexistența unei obligații a acționarilor minoritari ai societății emitente de a încheia contractul de vânzare-cumpărare acțiunilor la solicitarea acționarului majoritar-ofertant.

Din acest considerent, a fost nevoie ca autoritatea pieței de capital să introducă la nivelul legislației secundare, în virtutea funcției sale de reglementare, norme juridice care să dezvolte și explicitizeze dispozițiile din cadrul legislației primare.

În acest context, dispoziția esențială în materie devine cea conținută de art.74 alin.8 din Regulamentul nr.1/2006, referitoare la obligația tuturor acționarilor minoritari de a transmite dreptul de proprietate asupra acțiunilor către acționarul majoritar care exercită dreptul de *squeeze out*:

*Acționarii existenți sunt obligați să vândă acțiunile deținute către acționarul care își exercită dreptul precizat la art.206 din Legea nr.297/2004 și pot comunica intermediarului modalitatea aleasă pentru realizarea plății acțiunilor ce le dețin respectiv mandat poștal cu confirmare de primire sau transfer bancar, în termen de maximum 12 zile lucrătoare de la data publicării anunțului menționat la alin.(1). În cazul în care o asemenea comunicare nu este făcută către intermediar, acesta efectuează plata acțiunilor prin mandat poștal cu confirmare de primire la adresa acționarului menționată în structura consolidată a acționariatului emitentului prevăzută la alin.(7).*

Potrivit dispozițiilor art. 74 alin. (1<sup>3</sup>) din Regulamentul CNVM nr.1/2006, dreptul prevăzut la art. 206 din Legea nr. 297/2004, respectiv dreptul de *squeeze out*, poate fi exercitat în termen de trei luni de la data închiderii ofertei publice de preluare . Acționarul care își exercită acest drept și intermediarul transmit la C.N.V.M. spre aprobare un anunț privind inițierea procedurii de retragere, ce cuprinde cel puțin informațiile prevăzute în anexa nr.27 a Regulamentului nr.1/2006 însoțit de următoarele documente:

a) raportul de evaluare întocmit conform prevederilor legale de un evaluator independent (dacă este cazul);

b) plic închis și sigilat conținând prețul la care urmează a se realiza retragerea acționarilor.

Autoritatea administrativă a pieței de capital este îndreptățită să aprobe sau să respingă exercitarea procedurii de *squeeze out* de către acționarul majoritar-ofertant. Neîndeplinirea condițiilor de formă prevăzute de art. 74 alin. (1<sup>3</sup>) din Regulamentul C.N.V.M. nr.1/2006 atrage neregularitatea anunțului de retragere, și, pe cale de consecință, respingerea de către C.N.V.M. a cererii de avizare a acestuia în vederea exercitării dreptului de *squeeze out*.

### *3.3 Efectele juridice create de exercitarea dreptului de squeeze out.*

În ceea ce privește derularea procedurii de *squeeze out*, trebuie remarcat că necesitatea izvorâtă din imperfecțiunea textului Legii nr.297/2004 a generat introducerea în Regulamentul CNVM nr.1/2006 a prevederilor art.74 alin.11-13, care indică modalitatea în care este finalizată procedura de *squeeze out*:

*(11) Dovada realizării plăților către acționarii îndreptățiți și a constituirii contului menționat la alineatul anterior este transmisă entității care ține evidența acționarilor emitentului în vederea efectuării transferului de proprietate asupra acțiunilor plătite, către acționarul care își exercită dreptul precizat la art.206 din Legea nr.297/2004 în termen de maximum trei zile lucrătoare de la expirarea termenului de la alin.(9).*

*(12) Transferul dreptului de proprietate este efectuat în maximum patru zile lucrătoare de la primirea documentelor menționate la alin.(11).*

*(13) În termen de maximum două zile lucrătoare de la operarea transferului prevăzut la alin.(11) intermediarul notifică C.N.V.M. cu privire la finalizarea procedurii aferente retragerii acționarilor și transmite anexat dovada efectuării transferului de proprietate către acționarul care își exercită dreptul precizat la art.206 din Legea nr.297/2004, în vederea retragerii de la tranzacționare a societății emitente.*

Aceste dispoziții din cadrul legislației secundare vizează așadar procedura de trecere forțată din patrimoniul acționarilor minoritari în patrimoniul acționarilor majoritari a acțiunilor societății emitente deținute de cei dintâi.

În literatura juridică s-a relevat faptul că, în absența unei norme imperative ce instituie obligația de a contracta, acționarii minoritari ar putea fi tentați să refuze oferta acționarului majoritar ce a derulat o ofertă publică, în speranța negocierii și obținerii unui preț superior<sup>[13]</sup>. Din această cauză, nodul gordian al acestei probleme îl reprezintă prețul ofertei.

Exercitarea dreptului de *squeeze out* de către un acționar majoritar care a derulat o ofertă publică adresată tuturor celorlalți acționari și pentru toate deținerile acestora, și care a atins pragul legal ce dă naștere dreptului în discuție, produce două efecte principale:

a) oferantul-acționar majoritar devine proprietarul tuturor acțiunilor deținute de acționarii minoritari;

b) societatea emitentă este retrasă de la tranzacționare

În mod evident, procedura exercitării dreptului de *squeeze-out*, respectiv a încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni între ofertantul-acționar majoritar și acționarii minoritari este discutabilă din punct de vedere al păstrării unei aparențe a libertății de voință.

În privința efectelor juridice ale exercitării dreptului de *squeeze out*, în literatura juridică franceză recentă, [14] s-a făcut vorbire de existența unei veritabile „oferte publice de retragere” în cazul exercitării dreptului de *squeeze out*.

O asemenea abordare este pe deplin justificată având în vedere similitudinile existente între procedura exercitării dreptului de *squeeze out* și cea instituită în cazul ofertei publice de cumpărare. Un important element de legătură important între cele două proceduri îl constituie și obligativitatea existenței unei avizări prealabile a condițiilor de derulare din partea autorității administrative a pieței de capital. Apoi, modalitatea de determinare a prețului oferit celorlalți acționari este cvasi-similară.

Potrivit dispozițiilor art.74 alin. (2) și (3) din Regulamentul CNVM nr.1/2006 acțiunile emitentului în privința căruie este exercitată procedura de *squeeze out* sunt suspendate de la tranzacționare începând cu data avizării de către C.N.V.M. a anunțului aferent. Ulterior aprobării de către C.N.V.M., anunțul este adus la cunoștința publicului prin intermediul pieței pe care se tranzacționează, prin publicare, pe website-ul C.N.V.M. și în două ziare financiare de circulație națională, în termen de cel mult trei zile lucrătoare de la data aprobării și se publică ulterior în Buletinul C.N.V.M.

Suspendarea de la tranzacționare are drept obiectiv blocarea realizării de transferuri ale dreptului de proprietate asupra acțiunilor în perioada în care se exercită procedura de *squeeze out*. De la data avizării de către C.N.V.M. a anunțului de retragere, acționarii minoritari ai emitentului vizat de respectiva procedură își pierd dreptul de dispoziție asupra acțiunilor. Celelalte atribute ale dreptului de proprietate mai pot fi exercitate până în momentul trecerii forțate a acțiunilor în patrimoniul acționarului majoritar, ca urmare a finalizării procedurii de *squeeze out*.

Între momentul avizării de către C.N.V.M. a anunțului de retragere și momentul transferului acțiunilor în contul acționarului majoritar, acționarii minoritari pot exercita atributul folosinței, având dreptul, spre exemplu, să participe și să voteze în calitate de acționari la adunările generale convocate în intervalul sus-menționat. Ei vor fi îndreptățiți să primească și dividende, în situația în care data de înregistrare a adunării generale care a stabilit dividendul pe acțiune este anterioară finalizării procedurii de *squeeze out*. În calitate de titulari ai dreptului de proprietate asupra acțiunilor vizate de o procedură de *squeeze out*, acționarii minoritari vor putea exercita și dreptul de preferință în cazul



unor majorări de capital social derulate după aprobarea de către C.N.V.M. a anunțului de retragere, însă înainte de finalizarea procedurii.

De altfel, efectuarea unei majorări sau reduceri de capital social în perioada de derulare a unei proceduri de *squeeze out* având drept consecință modificarea numărului de acțiuni deținute de acționarul majoritar-ofertant sau/și de acționarii minoritari conduce la caducitatea anunțului de retragere și a avizului C.N.V.M. prin care acesta este aprobat și la nelegalitatea continuării procedurii de *squeeze out*. Nu este admisibil, fiind contrar spiritului legislației pieței de capital, să fie finalizată o procedură de *squeeze out* după ce a fost modificat numărul de acțiuni. Argumentul cel mai important în sprijinul acestei teze îl reprezintă acela că, prin modificarea numărului de acțiuni, în mod inevitabil ar trebui modificat și prețul de acțiune, întrucât prin creșterea sau scăderea numărului de acțiuni valoarea societății emitente se împarte la un număr mai mare sau mai mic de acțiuni, oricum diferit de cel avut în vedere la stabilirea prețului de retragere în cadrul procedurii de *squeeze out*.

### 3.4 Drept comparat privind procedura exercitării dreptului de *squeeze out*

Pe teritoriul Uniunii Europene există transpuneri apropiate în legislațiile naționale a prevederilor Directivei 2004/25/CEE referitoare la dreptul acționarului majoritar ce a derulat o ofertă publică de cumpărare, obligatorie sau facultativă, de a exercita dreptul de *squeeze out*, având drept obligație corelativă îndatorirea acționarilor minoritari de a-și înstrăina participațiile la un anumit preț stabilit potrivit unor norme legale.

În *Germania*, dreptul de *squeeze out* este exercitat în conformitate cu prevederile *Legii privind achiziția de valori mobiliare și preluările (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG)*[15]. Inițial, decizia de exercitare a dreptului de *squeeze out* trebuia supusă încuviințării formale a Adunării Generale a Acționarilor. Această condiție avea un caracter eminentemente formal, având în vedere deținerile ofertantului-acționar majoritar la capitalul social al emitentului. După modificarea legii din anul 2006, în dreptul german a fost introdusă obligativitatea aprobării condițiilor derulării procedurii de *squeeze out* de către Tribunalul regional competent.

Prețul la care se exercită dreptul de *squeeze out* sau valoarea de compensare a acționarilor minoritari este stabilit în funcție de situația economică a societății la data adunării generale și nu poate fi mai mic de prețul mediu de tranzacționare calculat pentru ultimele trei luni.

În *Marea Britanie*, dreptul ofertantului-acționar majoritar de a cumpăra deținerile acționarilor minoritari este statuat de prevederile Legii societăților comerciale din 2006 (*Companies Act 2006*)[16]. În cadrul Secțiunii (articolului) 979 din acest act normativ se prevede dreptul ofertantului-acționar majoritar de a notifica orice deținător de acțiuni ale emitentului în legătură cu intenția sa de a achiziționa respectivele acțiuni. Acționarii minoritari au la dispoziție un termen de șase săptămâni pentru a formula în scris cereri de retragere din societate, acceptând implicit în mod expres oferta acționarului majoritar.

După expirarea termenului de șase săptămâni de la transmiterea notificării respective, ofertantul-acționar majoritar este ținut, potrivit Secțiunii 981, să plătească contravaloarea acțiunilor la care s-au referit notificările respective.

În *Franța*, literatura juridică<sup>[17]</sup> a făcut vorbire de existența unei veritabile „oferte publice de retragere” în cazul exercitării dreptului de *squeeze out*. O asemenea abordare este pe deplin justificată având în vedere similitudinile existente între procedura exercitării dreptului de *squeeze out* și cea instituită în cazul ofertei publice de cumpărare. Un element de legătură important între cele două proceduri îl constituie și obligativitatea existenței unei avizări prealabile a condițiilor de derulare din partea autorității administrative.

### *3.5. Dreptul de squeeze out, ca formă de privare de proprietate din perspectiva normelor constituționale care garantează proprietatea*

Problema existenței unei coliziuni între dispozițiile care reglementează procedura *squeeze out*-ului și exigențele constituționale din cadrul art. 44 alin.1 a fost adusă în fața Curții Constituționale, o singură dată, în anul 2007.

Excepția de neconstituționalitate a fost ridicată de către o persoană fizică într-un litigiu, având drept obiect „acțiune în constatare”, în contradictoriu cu o societate emitentă tranzacționată pe piața Rasdaq, cu Depozitarul Central SA și cu Comisia Națională a Valorilor Mobiliare.

Litigiul a vizat procedura ieșirii de la tranzacționare a emitentului, prin aplicarea dispozițiilor art. 206 din Legea nr.297/2004, precum și ale art.74 din Regulamentul CNVM nr.1/2006,. Persoana fizică ce a ridicat excepția de neconstituționalitate avea poziția procesuală de reclamant, legitimarea procesuală activă fiind fundamentată pe calitatea de acționar al pârâtei-societatea emitentă.

Prin Decizia nr.515/29.05.2007, Curtea Constituțională a respins excepția, fundamentându-și soluția pe dispozițiile art.44 alin.1 teza a II a din Constituție, care conferă legiuitorului „competența de a stabili limitele dreptului de proprietate.”

În temeiul acestei dispoziții constituționale, se arată în considerentele deciziei de respingere, art.206 din Legea nr.297/2004 a instituit o restrângere a exercițiului dreptului de dispoziție în privința acțiunilor deținute la o societate comercială. În acest sens, este prevăzută obligația de vânzare a acțiunilor deținute de acționarii minoritari ai unei societăți comerciale numai în urma derulării unei oferte publice de cumpărare adresate tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora.

Curtea Constituțională a arătat că dreptul ofertantului de a cumpăra acțiunile nevândute în cadrul derulării ofertei publice de cumpărare se naște numai în situațiile în care deține acțiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social ori în cadrul derulării ofertei

publice de cumpărare a achiziționat mai mult de 90% din acțiunile vizate de ofertă. Totodată, Curtea Constituțională a subliniat faptul că exercitarea acestui drept este condiționată de oferirea unui preț echitabil.

Considerăm că soluția instanței de contencios constituțional, corectă pe fond, este insuficient motivată din perspectiva justificării soluției adoptate de către legiuitorul ordinar de limitare a dreptului de proprietate asupra acțiunilor prin crearea cadrului legal care permite privarea de proprietate a unor subiecte de drept privat în beneficiul altui subiect de drept privat.

În privința limitelor legale ale dreptului de proprietate, s-a precizat în doctrină<sup>[18]</sup> că acestea sunt instituite „fie în interes public-atunci când urmăresc să protejeze un interes general-fie în interes privat-atunci când au fost stabilite pentru protecția unui interes individual”.

Totodată s-a arătat<sup>[19]</sup> că limitele legale instituite în interes privat „intră în domeniul de aplicare al art.44 alin.(7)” din Constituție și constau în servituțiile legale și naturale.

Rămâne astfel de identificat acel interes public, necesar, de natură a constitui o justificare acceptabilă a depozitării unor persoane de dreptul de proprietate asupra acțiunilor în situația îndeplinirii anumitor condiții imperative de către beneficiarul acestei privări de proprietate, acționar majoritar într-o societate tranzacționată pe piața de capital.

#### *IV. Interesul public ocrotit de normele juridice care conturează dreptul de squeeze out.*

Apreciem că acordarea acționarului majoritar care îndeplinește anumite condiții legale, a dreptului de exercitare a procedurii de *squeeze out* corespunde unui interes public, general. Normele juridice naționale care reglementează acest drept, dar și prevederile art.15 din Directiva nr.25/2004 au drept temei fundamental art.1 alin.1 teza a II a din Protocolul nr.1.

Considerăm că interesul public ocrotit de legiuitorul care a instituit procedura de *squeeze out* îl constă în respectarea principiului fundamental al dreptului societar în general și al pieței de capital în special:.

Este adevărat, pe de altă parte că filosofia legiuitorului *principiul protecției investitorilor* european care a adoptat norma juridică din cadrul art.15 al Directivei nr.25/2004, s-a întemeiat și pe necesitatea salvagădării interesului economic al investitorului care a dobândit într-o proporție covârșitoare acțiunile unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată.

Atât în cazul exercitării dreptului de *squeeze out*, cât și în situația ofertei publice obligatorii, avem de-a face cu o limitare a libertății contractuale, respectiv a atributului dreptului de dispoziție, ce nu poate fi acceptată decât dacă servește unui interes public.

Ofertantul-acționar majoritar, care adepășit un anumit prag legal (în cazul ofertei publice obligatorii potrivit legii române pragul este de 33% din capitalul social și totalul drepturilor de vot) nu va putea să ofere orice preț celorlalți acționari ai emitentului, ci numai acel preț care este calculat potrivit normelor legale incidente. Ofertantul-acționar majoritar este obligat de o normă legală imperativă să inițieze oferta publică de preluare (cumpărare) obligatorie, să aloce sume considerabile în acest scop, chiar dacă acesta nu are intenția de a contracta.

Exclusivitatea modalității de achiziție de către acționarul majoritar a acțiunilor emitentului, care dă naștere în patrimoniul acestuia a dreptului de *squeeze out*, are o semnificație clară: prețul plătit de acționarul majoritar este considerat a fi un preț corect („*fair price*”), îndeajuns de ridicat pentru a da satisfacție acționarilor minoritari confrunțați cu dobândirea controlului asupra societății de către un acționar, într-o manieră covârșitoare.

În aceste condiții, acționarului care a atins pragul de deținere de 95% sau care a dobândit în cadrul unei oferte publice peste 90% din acțiunile vizate, având în vedere sumele importante investite în titlurile emitentului respectiv, i se acordă de legiuitor posibilitatea de a dobândi totalitatea acțiunilor societății emitente, desigur la un preț pe acțiune ce trebuie să corespundă exigențelor unui preț corect, calculat potrivit unor dispoziții legale imperative. Dezideratul asigurării unui preț corect este conturat de dispozițiile art.15 alin.5 din Directiva nr.25/2004 fiind transpus în legislația română în cadrul art.204 din Legea nr.297/2004.

În același timp, textul legal european ia în considerare și interesele acționarilor minoritari ai societății emitente în cauză.

Având în vedere faptul că aceștia dețin împreună o participație redusă la capitalul social al emitentului, controlând un număr de voturi care nu le conferă nicio posibilitate de a influența în vreo modalitate activitatea societății, este firesc să li se acorde dreptul de retragere din compania respectivă, la un preț echitabil. În cel mai fericit caz pentru acești acționari minoritari, dacă s-ar coagula toate eforturile lor, ar putea valorifica în mod colectiv anumite drepturi conferite de legislația societăților comerciale, fără a putea impune adoptarea niciunei decizii în cadrul adunării generale a societății. Acționarii minoritari rămași într-o societate în care se poate exercita din punct de vedere legal dreptul de *squeeze out* au o deținere cumulată inferioară unui nivel de 10% din capitalul social al emitentului (în România inferioară nivelului de 5% , potrivit art. 203 din Legea nr.297/2004).

În aceste circumstanțe, interesul acestor acționari minoritari de a păstra deținerile la capitalul social al emitentului devine minim.

Trebuie subliniată și prezența în Directiva nr.25/2004 a unui drept „în oglindă” a acționarilor minoritari ai unei societăți controlate de o persoană care a derulat o ofertă

publică de cumpărare ajung la o deținere de cel puțin 90% din capitalul social al societății emitente sau care a achiziționat în cadrul acestei oferte peste 90% din acțiunile vizate. Este vorba de dreptul de *sell out*, conturat de dispozițiile art. 16[20]:

*„Statele membre se asigură că un deținător de valori mobiliare rămase poate cere ofertantului să-i cumpere aceste valori mobiliare la un preț corect”*

În mod asemănător ofertei publice obligatorii și conform principiului *ubi eadem ratio, ibi idem lex*, elementul esențial al procedurii de exercitare a dreptului de *squeeze out* îl reprezintă prețul oferit acționarilor minoritari rămași în societate după derularea ofertei publice de preluare (obligatorii sau voluntare). Acest preț, având caracterul unui preț legal, întrucât este calculat în baza unor criterii impuse de normele legale incidente, este stabilit, de asemenea, în beneficiul acționarilor minoritari, investitori pe piața de capital, reprezentând o aplicare a principiului protecției investitorilor.

Obiectivul legiuitorului atunci când a determinat condițiile și procedura exercitării dreptului de *squeeze out* a fost, în mod indubitabil, acela de a acorda ocrotire intereselor legitime ale acționarilor minoritari, confrunțați cu situația exercitării unui control absolut din partea acționarului majoritar, dar și cu intenția acestuia de a retrage de la tranzacționare societatea emitentă. Este bine de știut că, în situația unei societăți netranzacționate pe o piață reglementată criteriile de transparență și drepturile acționarilor minoritari sunt substanțial diluate, astfel încât interesul acestora de a-și păstra deținerile la capitalul social al respectivului emitent este minim.

Dincolo de aceste elemente importante care reclamă necesitatea asigurării unei protecții investitorilor rămași într-o societate în care acționarul majoritar deține peste 90% din capitalul social, argumentul central în sprijinul tezei potrivit căreia instituția dreptului de *squeeze out* (de excludere) a fost concepută în beneficiul acționarilor minoritari ai emitentului, îl reprezintă reducerea drastică a posibilității de înstrăinare a titlurilor respective.

Interesul de a investi în titlurile unei societăți care, chiar dacă este tranzacționată pe o piață reglementată, este dominată de un acționar ce deține peste 90% din capitalul social și drepturile de vot, este vădit diminuat, întrucât ceilalți acționari nu pot influența sub nicio formă deciziile care vizează activitatea societății. Neputând influența politica economică a societății în ipoteza în care ar deveni acționari, potențialii investitori nu sunt atrași să achiziționeze titlurile respectivului emitent, astfel încât acționarii existenți, care intenționează să-și înstrăineze participațiile, sunt aduși în situația de a nu-și mai găsi contrapartea, rămânând „acționari captivi” în societatea respectivă, deși, formal, există o piață reglementată pe care pot să-și valorifice titlurile deținute. În cel mai fericit caz, ei își vor putea înstrăina deținerile la prețuri vădit inferioare celor care ar fi fost obținute în condițiile unui *free float*[21] mai ridicat.

Această caracteristică a imposibilității încheierii tranzacțiilor de vânzare de acțiuni sau a încheierii lor la prețuri reduse este vădit mai pregnantă în situația în care societatea este

delistată, neexistând astfel o piață pe care să se poată tranzacționa în mod ordonat titlurile respective.

Având în vedere că orice contract de vânzare-cumpărare, și cu atât mai mult tranzacția bursieră, se încheie ca urmare a incidenței legii cererii și a ofertei, absența cererii în privința unui bun, fie el și o acțiune admisă la tranzacționare pe o piață reglementată, conduce la împiedicarea, în mod obiectiv, a exercitării dreptului de dispoziție, dar mai ales, la imposibilitatea recuperării valorii investiției. Dorim să subliniem că rațiunea primordială a investiției în instrumente financiare o reprezintă obținerea de profit, iar motivația intrinsecă a realizării plasamentului în respectivele valori mobiliare constă în existența unei piețe organizate, în sistemul căreia există premisele de a se găsi în mod facil contrapartea pentru încheierea tranzacțiilor. Lipsa unuia dintre cele două elemente fundamentale ale funcționării oricărei piețe, și anume a cererii, reprezintă o situație contrară celei care a generat rezoluția internă a investitorului în momentul în care a achiziționat respectivele titluri.

Desigur că obiectivele unei investiții rămân o chestiune caracterizată de subiectivism, marcată de particularitățile fiecărui caz în parte. În mod obiectiv însă, achiziționarea unui număr de acțiuni inferior pragului de 5% sau chiar de 10% din capitalul social al unui emitent admis la tranzacționare, nu poate fi privită decât drept o investiție ce are drept obiectiv primordial revânzarea la un preț superior a participației, întrucât acționarul respectiv nu beneficiază de niciunul dintre drepturile specifice conferite de normele speciale din legea societăților comerciale și din legislația pieței de capital. Astfel, apare ca esențială pentru această categorie de acționari problema menținerii unei piețe în cadrul căreia să se poată forma un preț în baza legii cererii și a ofertei. Absența unei astfel de piețe este de natură să aducă prejudicii acționarilor în discuție, ei fiind aduși în situația de a nu-și mai putea recupera valoarea investiției.

Acestea au fost, considerăm, argumentele principale care au determinat legiuitorul european să acorde o protecție sporită acționarilor minoritari în ipoteza în care acționarul majoritar ajunge să dețină peste 90% din capitalul social.

Înainte de adoptarea Directivei nr.25/2004 existau numeroase situații în care acționarii minoritari rămâneau captivi în societăți retrase de la tranzacționare, neputându-și valorifica sub nicio formă deținerile. În acest mod investiția lor în valorile mobiliare ale emitentului retras de la tranzacționare, pentru care nu mai exista o piață prin intermediul căreia să se stabilească un preț în baza jocului cererii și al ofertei, rămânea blocată pe termen nedeterminat.

Pentru a remedia această situație profund nefavorabilă investitorilor-acționari minoritari, legiuitorul european a introdus dreptul de *squeeze out*, care nu poate fi exercitat decât la un preț corect (legal) și dreptul de *sell out*.

Intenția legiuitorului a fost de a asigura ocrotirea intereselor acelor acționari minoritari pasivi, care nu sunt informați, fie cu privire la derularea unei oferte publice de preluare și a exercitării ulterioare a dreptului de *squeeze out*, fie cu privire la consecințele exercitării dreptului de *squeeze out*, respectiv delistarea societății. Obiectivul normei

juridice este acela de a evita ca acești acționari să rămână captivi într-o societate retrasă de la tranzacționare, în care voința acționarului majoritar se impune în mod nelimitat în cadrul adunărilor generale, neexistând nicio posibilitate de influențare a formării voinței sociale din partea acționarilor minoritari.

Cu alte cuvinte, legiuitorul a ales să protejeze, prin instituirea unei limite a dreptului de proprietate asupra acțiunilor, interesele economice ale acționarilor minoritari confrunțați cu riscul abuzului de majoritate, în cazul unei societăți în care o persoană deține direct sau indirect, individual sau în mod concertat cu alte persoane, peste 90% (95% în legislația română) din capitalul social și drepturile de vot.

Această protecție este dusă până la privarea de proprietate, întrucât interesul economic al unui acționar minoritar nu este acela de a deține un număr de acțiuni fără valoare, ci acela de a-și valorifica respectivele titluri la un preț corect.

Legiuitorul a privit, în mod absolut corect, investiția pe piața de capital nu ca pe o dobândire a dreptului de proprietate asupra unor titluri, ci ca pe o plasare de fonduri în valori mobiliare în scopul obținerii de profit de pe urma revânzării acestora. Esențială este așadar valoarea economică a investiției și nu păstrarea dreptului de proprietate asupra unor titluri fără valoare.

Relevant în sprijinul acestor susțineri este și textul art.207 din Legea nr.297/2004 care reglementează, transpunând în legislația internă dispozițiile art.16 din Directiva Parlamentului European nr.25/2004, dreptul acționarilor minoritari rămași în societate în urma unei oferte publice de preluare, de a solicita acționarului majoritar care a atins pragul de 95% din totalul drepturilor de vot și din capitalul social sau a achiziționat în cadrul ofertei peste 90% din acțiunile vizate, răscumpărarea acțiunilor, exercitând astfel dreptul de *sell out*. Acest text legal reprezintă o garanție suplimentară și subsidiară celei stipulate de art. 15 din Directiva nr.25/2004 a salvagărdării valorii economice a investiției realizate pe piața de capital.

În aceste condiții, privarea de proprietate, în cadrul procedurii de exercitare a dreptului de *squeeze out*, dacă se realizează la un preț corect, *slujește intereselor acționarilor minoritari, satisfăcând dezideratul instituirii limitelor dreptului de proprietate în interes public*.

---

[1] C.Hamangiu, I.Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu, *Tratat de drept civil român*, vol- II, Editura Națională S.Ciornei, București, 1929, p.3

[2] V.Stoica, *Drept civil, Drepturile reale principale*, vol.I, Ed.Humanitas, București, 2004, p.242

[3] C.Hamangiu, I.Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu, *op.cit.*, p.48

[4] Protocolul adițional nr.1 la Convenția Europeană a Drepturilor Omului (denumit și „Protocolul adițional”, în timp ce celelalte acte normative prin care a fost completată Convenția nu conțin sintagma „adițional”, fiind numerotate începând cu numărul 2) a fost adoptat la Paris la 20.III.1952

[5] <http://www.echr.coe.int/NR/rdonlyres/E7126929-2E4A-43FB-91A3-B2B4F4D66BEC/0/RomanianRoumain.pdf> . Traducerea oficială în limba română, aflată pe website-ul Curții Europene a Drepturilor Omului, utilizează formularea „*Nimeni nu poate fi lipsit de proprietatea sa decât pentru cauză de utilitate publică...* ». Textul oficial în limba engleză, conținând sintagma, « public interest », acoperă o arie mai largă, permițând legiuitorului de drept comun să instituie limite ale dreptului de proprietate dincolo de cadrul strict al exproprierii.

[6] C.Bîrsan, *Convenția europeană a drepturilor omului, Comentariu pe articole*, vol.I, „Drepturi și libertăți”, Editura C.H.Beck, București, 2005, p.1003

[7] D.L.Scott, *Wall Street Words*, Ediția 3, Houghton Mifflin Reference Books, London, 2003, p.355

[8] Publicată în „Jurnalul Oficial al Uniunii Europene” *L 142 din 30.aprilie 2004*

[9] Potrivit art.4 pct.31 din Directiva 2004/39/CE-MiFID, raportat la art.1 din a VII a Directivă a Consiliului, Directiva **83/349/EEC, control înseamnă situația în care o întreprindere (persoană)**

(a) deține majoritatea drepturilor de vot ale acționarilor sau asociaților la o altă întreprindere (filială) sau

(b) are dreptul de a numi sau revoca majoritatea membrilor organelor administrative, de conducere sau de supraveghere ale unei alte întreprinderi (filială) și este simultan acționar sau asociat la întreprinderea în cauză sau

(c) are dreptul de a exercita o influență dominantă asupra unei întreprinderi (filială) al cărei acționar sau asociat este, în temeiul unui contract încheiat cu întreprinderea în cauză sau al unei clauze din actul constitutiv sau statutul întreprinderii în cauză, dacă legislația sub incidența căreia intră filiala permite ca ea să fie supusă unor astfel de contracte sau clauze. Statele membre pot să nu impună ca întreprinderea-mamă să fie acționar sau asociat al filialei. Statele membre ale căror legislații nu prevăd astfel de contracte sau clauze nu sunt obligate să aplice această dispoziție sau

(d) este acționar sau asociat al unei întreprinderi și:

(aa) fie majoritatea membrilor organelor administrative, de conducere sau de supraveghere ale întreprinderii în cauză (filială) care au îndeplinit aceste funcții în cursul exercițiului financiar în cauză, în cursul exercițiului precedent și până la momentul întocmirii conturilor consolidate au fost numiți doar prin exercitarea drepturilor sale de vot;

(bb) fie controlează singură, în temeiul unui acord încheiat cu alți acționari sau asociați ai întreprinderii în cauză (filială), majoritatea drepturilor de vot ale acționarilor sau asociaților întreprinderii în cauză. Statele membre pot adopta dispoziții mai detaliate privind forma și conținutul acestor acorduri

[10] *Report of The High Level Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe*, cunoscut și sub numele de *Winter Group Final*



Report, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf) p.113

[11] S. M. Bartman, *European Company Law in Accelerated Progress*, Centre for European Company Law., Editura Kluwer Law International, 2006, p.122

[12] publicată în Monitorul Oficial nr. 571/29.06.2004

[13] R. R.Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. J.Hopt, H. Kanda, E. B.Rock, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach.*, Oxford University Press, 2006, p.183

[14] T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des Marches Financieres*, Editura Economica, Collection Corpus, Paris, 2005, p.620

[15] [http://www.bafin.de/cln\\_011/nn\\_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/w\\_pueg\\_en.html](http://www.bafin.de/cln_011/nn_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/w_pueg_en.html)

[16] [http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga\\_20060046\\_en\\_56#pt28-ch3-pb2-11q979](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en_56#pt28-ch3-pb2-11q979)

[17] T. Bonneau, F. Drummond, op.cit., p.620

[18] F.Baias, *Articolul 44 Dreptul de proprietate privată* în „Constituția României. Comentariu pe articole” de I.Muraru, E.S.Tănăsescu, D.A.Tofan, F.Baias, V.M.Ciobanu, V.Ciolei, I.Condor, A.Crișu, Șt.Deaconu, A.Popescu, S.Popescu, B.S.Guțan, M.Tomescu, V.Vedinaș, I.Vida, C.Zamșa, Ed.C.H.Beck, București, 2008, p.443

[19] idem

[20] Preluat în legislația română în cadrul art. 207 din Legea nr.297/2004

[21] Într-o definiție oficială a BVB, Free Float reprezintă o *estimare* a proporției acțiunilor care nu sunt deținute de acționari semnificativi, <http://www.bvb.ro/ListedCompanies/SocietatiMain.aspx?t=1&m=bse>

În general, free float reprezintă „proporția de acțiuni (din capital social – n.n.) deținută de acționari care sunt dispuși să le tranzacționeze”. Acest parametru măsoară cât de multe instrumente financiare sunt în mod rezonabil lichide, <http://moneyterms.co.uk/free-float>.