

Protectia drepturilor actionarilor in viziunea Uniunii Europene

Procedura *squeeze out* conform Directivei Parlamentului European nr.25/2004¹

Lesirea de la tranzactionare este reglementata de legislatia promovata de Parlamentul European doar in ipoteza in care actionarul majoritar dobandeste marea majoritate a actiunilor unui emitent.

Parlamentul European a adoptat in luna aprilie 2004 aceasta Directiva, legiuitorul roman preluand dispozitiile europene in cadrul articolelor din Legea nr. 297/2004 ².

In aliniatul 24 al „Preambulului”, se recomanda statelor membre sa-si adapteze legislatia, astfel incat sa ofere posibilitatea unei persoane care a derulat o oferta publica de cumparare in urma careia a dobandit un anumit procent din totalul drepturilor de vot ale unui emitent sa poata sa pretinda actionarilor minoritari ramasi sa-i vanda actiunile.

In cadrul art. 15 din Directiva nr.25/2004 se prevad conditiile in care poate fi exercitat dreptul de *squeeze out* de catre o persoana care a derulat o oferta publica de cumparare. Mentionam ca legislatia romana a preluat in mod corect recomandările cuprinse in Directiva cu privire la pragul de detinere pe care trebuie sa-l atinga actionarul majoritar-ofertant pentru a putea exercita dreptul de *squeeze out*-pragul minim pentru a se putea exercita dreptul de *squeeze out*, este, conform art. 15 alin. 2 din Directiva, de 90% din totalul drepturilor de vot.

Marea problema intervine atunci cand se ajunge la modalitatea de calculare a pretului legal datorat de ofertant in procedura de *squeeze out*.

In primul rand, art. 15 alin.4 al Directivei prevede ca dreptul de *squeeze out* poate fi exercitat de catre ofertantul-actionar majoritar doar intr-un termen de trei luni de la finalizarea ofertei de cumparare. Legislatia romana lasa ofertantului posibilitatea exercitarii acestui drept si dupa expirarea celor trei luni (art. 206 alin. 4 din Legea nr. 297/2004).

Apoi, in art. 15 alin.5 din Directiva se prevede ca **pretul din procedura de *squeeze out* trebuie sa se intemeieze pe aceleasi elemente pe care a fost fundamentat pretul din oferta publica**. Legislatia romana, prin formularea art.206 alin. 4 teza finala, lasa posibilitatea pentru evaluator de a stabili pretul in baza unei metode agreate de Standardele Internationale de Evaluare, metoda care poate fi diferita de cea in baza careia a fost calculat pretul in oferta publica.

Ne aflam in prezenta unei nesocotiri evidente a dispozitiilor Directivei Europene, intrucat legea romana a pietei de capital permite, pe de o parte, exercitarea dreptului de *squeeze out* si dupa expirarea termenului de trei luni, iar pe de alta parte, permite stabilirea pretului intr-o maniera diferita de modul in care a fost determinat pretul din oferta publica de preluare. Prin aceste incalcare ale reglementarilor europene se poate ajunge la situatia de a se oferi in cadrul procedurii de *squeeze out* un pret de cateva ori mai mic decat pretul din oferta publica.

1 . DIRECTIVE 2004/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on takeover bids publicata in Jurnalul Oficial al Uniunii Europene L 142/23

2 . adoptata imediat dupa emiterea directivei si publicată în Monitorul Oficial nr. 571 din 29.06.2004

Intr-o asemenea situatie, este greu de sustinut in unele situatii ca se mai poate vorbi de un pret corect, astfel cum cer dispozitiile art. 15 alin. 5 teza I din Directiva. Singura protectie directa a actionarilor minoritari ramasi in societate dupa derularea ofertei publice ramane speranta ca actionarul majoritar va actiona cu buna credinta in cadrul procedurii de *squeeze out*.

Directiva Uniunii Europene nr. 25/2004 reglementeaza in art. 16 dreptul de retragere -*sell out* al actionarilor minoritari ramasi in societate ca urmare a derularii unei oferte publice de preluare, aratandu-se ca statele membre trebuie sa garanteze exercitarea acestui drept la un pret corect. Regulile privind stabilirea acestui pret stabilite pentru dreptul de *squeeze out* se aplica *mutatis mutandis* si in cazul procedurii de *sell out*.

Reglementarile Uniunii Europene referitoare la participarea actionarilor la adunarile generale

La inceputul anului 2006 Comisia europeana a adoptat un Proiect pentru o Directiva europeana referitoare la exercitarea drepturilor de vot de catre actionarii societatilor inregistrate in statele membre care sunt tranzactionate pe o piata reglementata^{3 (1)}

Proiectul de Directiva adoptat de Comisia Europeana la data de 5 ianuarie 2006, ce urmeaza a fi supus spre aprobare Parlamentului European, contine o serie de recomandari extrem de importante pentru statele membre ale Uniunii Europene referitoare la participarea actionarilor la adunarile generale.

Statele membre ale Uniunii Europene trebuie sa introduca aceste prevederi in legislatiile nationale pana cel mai tarziu la data de 31.12.2007, conform art. 16 din acest Proiect de Directiva.

Convocarea adunarii generale

Conform art. 5 din Proiectul de Directiva, convocarea adunarii generale a actionarilor se va face cu cel putin 30 de zile inainte de data tinerii adunarii generale prima data. Proiectul

propus de Ministerul Justiției pentru modificarea Legii nr.31/1990 se refera la același termen de 30 de zile între data publicării convocatorului și data tinerii adunării.

Convocatorul trebuie să cuprindă cel puțin următoarele informații: indicarea exactă a *datei, locului și a ordinii de zi* a adunării generale; indicarea precisă și clară a *procedurilor* pe care acționarii trebuie să le îndeplinească *pentru a putea participa* la adunarea generală și pentru a putea să-și *exercite dreptul de vot*, inclusiv prin stabilirea *datei de referință*; o descriere clară și precisă a *mijloacelor* prin care acționarii pot participa la adunarea generală și își pot exercita dreptul de vot sau a locului de unde pot fi procurate aceste informații

3. DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC

o descriere clară și precisă a *modalității* în care poate fi procurat *textul integral al rezoluțiilor și documentelor ce vor fi supuse dezbaterii adunării generale*; *indicarea paginii de internet* unde se afla toate informațiile legate de adunarea generală.

Pe pagina de internet a societăților emitente trebuie înscrise următoarele informații referitoare la desfășurarea adunării generale: toate informațiile din convocator, numărul total de acțiuni și de drepturi de vot atasate; textul integral al rezoluțiilor și documentelor ce urmează a fi supuse dezbaterii adunării generale; forma utilizată pentru exercitarea drepturilor de vot prin reprezentant.

Introducerea de puncte pe ordinea de zi

Legislația Uniunii Europene acordă o importanță aparte dreptului acționarilor de a introduce puncte pe ordinea de zi a adunării generale, privind această prerogativă ca pe un element important al guvernării corporative.

Proiectul de Directivă conține o serie de dispoziții cu privire la dreptul acționarilor de a completa ordinea de zi cu chestiuni ce nu au fost avute în vedere de consiliul de administrație la redactarea convocatorului.

În art. 6 alin. 1 se stipulează, cu valoare de principiu, dreptul acționarilor, acționând individual sau colectiv, de a introduce puncte noi pe ordinea de zi.

În aliniatele următoare se arată că acest drept poate să sufere doar limitări cauzate de dețineri nesemnificative de acțiuni, astfel încât pot fi impuse anumite condiții privind participatia minimă care da dreptul la introducerea de puncte pe ordinea de zi a adunării generale. Aceste limitări nu trebuie să fie excesive, Directiva Uniunii Europene fiind în sensul că orice acționar care deține cel puțin 5% din capitalul social sau are o participatie de minim 10.000.000 Euro poate fără nici o îngrădire să-și exercite acest drept. Legislațiile naționale vor putea stabili praguri inferioare acestor valori pentru exercitarea dreptului de a introduce puncte noi pe ordinea de zi a adunării generale.

Acest drept trebuie exercitat cu suficient de mult timp înainte de data adunării generale pentru ca acționarii să poată lua cunoștința de modificarea ordinii de zi, de noile rezoluții propuse dezbaterii.

Accesul la adunările generale

Articolul 7 al Proiectului de Directivă stabilește libertatea accesului oricărui acționar la adunările generale, indiferent dacă este persoană fizică sau juridică, fără formalități suplimentare, în afara celei de identificare a acționarului respectiv.

Se prevede de asemenea, necesitatea stabilirii unei date de referință pentru identificarea acționarilor îndreptățiți să participe la adunarea generală. Data de referință nu va fi anterioară cu mai mult de 30 de zile datei fixate pentru adunarea generală. Fiecare stat membru va comunica data de referință stabilită în legislațiile naționale către Comisia Europeană care va publica aceste informații în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene.

La adunările generale se va putea participa și „prin mijloace electronice”, conform art. 8 din Proiectul de Directivă. Sunt interzise de normele europene orice limitări sau restrângeri ale dreptului de a participa la adunările generale prin mijloace electronice, cu excepția reglementărilor ce servesc la identificarea acționarilor. Identificarea se va face inclusiv în baza semnăturii electronice.

Dreptul de a adresa întrebări conducerii societății

Dreptul de a adresa întrebări conducerii societății emitente este recunoscut și ocrotit de art. 9 din Proiectul de Directivă. Întrebările se pot adresa oral în cadrul ședinței adunării generale, sau în scris sau în format electronic înainte de adunarea generală.

Emitentii sunt datori să răspundă la aceste întrebări, orice refuz de a răspunde fiind justificat doar de protecția confidențialității afacerilor societății.

Răspunsurile pot să fie înscrise pe pagina de internet a emitentului.

Reglementările Uniunii Europene referitoare la dreptul de vot

Proiectul de Directivă a Parlamentului European, aprobat de Comisia Europeană la data de 05.01.2006, conține o serie de referiri la exercitarea dreptului de vot de către acționarii societăților comerciale înregistrate în statele membre ale Uniunii Europene.

În esență, acestea se referă la votul dat prin mandat, votul exercitat în avans prin corespondență, votul exercitat de un custode al acțiunilor conform instrucțiunilor proprietarului acestora și contabilizarea voturilor.

Reamintim ca reglementarile respective vizeaza societatile tranzactionate pe o piata reglementata.

Votul exercitat prin reprezentant

Proiectul de Directiva stabileste, la nivel de principiu, in cadrul art. 10 alin. 1 teza 1, *dreptul oricarui actionar de a isi exercita dreptul de vot in adunarile generale prin mandat*. Se prevede, de asemenea, ca nu pot fi impuse nici un fel de limitari ale dreptului de a vota prin reprezentant in cadrul adunarilor generale, altele decat cele legate de capacitatea juridica a actionarului.

Prin exceptie de la acest principiu, in anumite situatii particulare, limitativ enumerate de art. 10 alin. 1 subparagr.2, statele membre pot stabili limitari ale reprezentantului de a exercita dreptul de vot in mod discretionar:

- in cazul in care mandatarul se afla cu emitentul in relatii de afaceri, de familie sau in alte situatii similare;
- in cazul in care mandatarul detine pachetul de control al emitentului;
- in cazul in care mandatarul face parte din managementul emitentului sau al unuia dintre actionarii care detine pachetul de control al emitentului.

Se prevede, pe de alta parte, ca un actionar poate imputernici o singura persoana sa il reprezinte in adunarea generala si sa exercite drepturile de vot in numele sau. Un mandat poate reprezenta mai multi actionari (art. 10 alin. 2), fiind stipulat expres ca el poate sa exercite in sensuri diferite drepturile de vot in privinta carora a fost imputernicit (mandatarul poate vota „pentru” in numele unor actionari si „impotriva” sau sa se abtina in numele altora), importanta avand doar respectarea mandatului primit.

Mandatarul va avea aceleasi drepturi sa faca declaratii sau sa adreseze intrebari in cadrul adunarii generale ca si orice actionar, cu exceptia situatiei in care i s-a interzis expres, prin mandatul primit, acest lucru.

Desemnarea mandatarului in vederea exercitarii dreptului de vot in adunarea generala nu trebuie sa fie supusa de legislatiile tarilor membre ale Uniunii Europene nici unei restrictii (art. 11 alin. 1). Reglementarile interne trebuie sa stabileasca in mod clar mijloacele de identificare ale actionarului si ale mandatarului.

Mandatarul poate fi desemnat prin mijloace electronice, care vor fi reglementate de asa natura incat sa serveasca strict identificarii mandantului-actionar si a mandatarului (art. 11 alin. 2). Per a contrario se deduce ca mandatul electronic va fi supus in rest conventiei partilor.

Votul exercitat in avans prin corespondenta (votul ”in absentia”)

Actionarii pot sa isi exercite dreptul de vot, proportional cu actiunile detinute, in avans, prin intermediul postei sau al postei electronice (e-mail), conform art. 12. In aceasta situatie, votul este exercitat inainte de tinerea adunarii generale.

Statele membre trebuie sa instituie reglementari care sa serveasca la identificarea actionarilor care isi exercita in acest mod dreptul de vot. Nici o constrangere sau limitare a exercitarii votului „*in absentia*” nu este permisa in legislatiile nationale.

Votul exercitat de un custode conform instructiunilor actionarului

In art. 13 este stipulat dreptul oricarei persoane de a-si pastra actiunile in contul altei persoane fizice sau juridice, intr-un cont individual sau intr-un cont colectiv (*omnibus account*). Aceasta prevedere este extrem de necesara intrucat, datorita structurii afacerii, marii investitori pe piata de capital nu obisnuiesc sa isi deschida direct conturi de actiuni la intermediari, ci opereaza prin custozii, in general prin banci custode. Bancile custode, detinand de regula si conturile banesti ale investitorilor, sunt capabile sa efectueze toate operatiunile legate de tranzactiile pe piata de capital in numele clientilor lor (brokerul ce opereaza pe piata de capital va avea o relatie directa cu banca custode, neavand contact cu adevaratul proprietar al actiunilor).

Acesti custozii, executa operatiuni in conturile de actiuni si banesti la instructiunile clientilor lor, adevaratii actionari ai societatilor emitente.

Proiectul de Directiva interzice statelor membre sa promoveze in legislatie masuri de natura a limita dreptul persoanelor fizice sau juridice de a isi pastra actiunile la custozii si de a-si exercita drepturile ce deriva din dreptul de proprietate asupra acestor actiuni prin intermediul acestor custozii.

Astfel, nu este permis sa se instituie norme care sa impuna transferul temporar al actiunilor din conturile colective in conturi individualizate in vederea exercitarii drepturilor atasate actiunilor respective (art. 13 alin. 2).

Custozii nu vor putea sa fie impiedicati sa exercite drepturile de vot in numele clientilor lor-actionari, cu conditia dovedirii faptului ca au primit instructiuni privind sensul exercitarii drepturilor de vot atasate actiunilor ce le tin in custodie de la acesti clienti. Custozii trebuie sa pastreze inregistrariile ordinelor privind exercitarea drepturilor de vot cel putin un an de zile.

In cazul in care un „custode” pastreaza intr-un cont colectiv actiunile mai multor investitori, el va putea exercita in mod diferit drepturile de vot atasate actiunilor tinute in custodie.

Prin derogare de la exercitarea votului prin mandat prevazuta la art. 10 alin. 1 din Proiectul de Directiva, in vederea exercitarii drepturilor de vot, un „custode” va putea imputernici cate o persoana pentru fiecare investitor care isi pastreaza actiunile intr-un cont colectiv. In acest mod, fiecare investitor care isi pastreaza actiunile intr-un cont colectiv deschis la banca „custode” va avea reprezentantul sau in adunarea generala, desi actiunile sale apar inregistrate pe numele bancii custode.

In ceea ce priveste stabilirea numarului de voturi exprimate intr-o adunare generala, Proiectul de Directiva stipuleaza ca vor fi luate in considerare, in mod obligatoriu, toate voturile exprimate in legatura cu fiecare rezolutie supusa aprobarii.(art.14).

Legislatia Uniunii Europene referitoare la dreptul la informare

De la sfarsitul anilor 70 Uniunea Europeana a incercat sa stabileasca cadrul pentru asigurarea unui acces echitabil la informatie pentru toti investitorii din pietele tarilor membre.

Prima Directiva incidenta a fost cea cu nr.79/279, referitoare la conditiile necesare admiterii la tranzactionare a unei societati dintr-un stat membru. Prin aceasta reglementare s-a stabilit in esenta obligativitatea publicarii tuturor informatiilor esentiale care pot avea incidenta asupra cursului instrumentelor financiare admise la tranzactionare.

In 1982 a fost emisa Directiva nr.82/121 referitoare la publicarea in mod periodic a informatiilor in legatura cu societatile admise la tranzactionare, astazi abrogata. La 17 aprilie 1989 a fost adoptata Directiva 89/298/EEC, referitoare la redactarea, examinarea si publicarea prospectelor de oferta in cazurile in care instrumente financiare admise la tranzactionare sunt oferite publicului. Potrivit acestei reglementari, un prospect trebuie publicat cel mai tarziu in momentul in care oferta este adusa la cunostinta publicului (art.9). Directiva Parlamentului European nr.71/2003 a reunit toate reglementarile anterioare referitoare la prospectele de oferta publica, creand un cadru modern pentru asigurarea unei informari prompte, complete si adecvate a investitorilor pe pietele de capital din statele membre.

Directiva 88/627/CEE adoptata la data de 12 decembrie 1988 contine reguli referitoare la informatiile care trebuie aduse la cunostinta publicului in cazul in care se transmite un pachet semnificativ de actiuni ale unui emitent admis la tranzactionare. Conform normelor din acest document, obligatia de informare incumba atat vanzatorului pachetului semnificativ, cat si cumparatorului. Aceasta directiva a fost incorporata, impreuna cu alte acte normative in Directiva nr.2001/34, referitoare la admiterea instrumentelor financiare la tranzactionare si la publicarea informatiilor necesare referitoare la aceste valori mobiliare. Pe langa determinarea conditiilor ce trebuie indeplinite pentru admiterea la tranzactionare a emitentilor pe una din pietele Uniunii Europene, reglementarea sus-mentionata face aplicarea principiului protectiei investitorilor, stipuland obligativitatea informarii permanente a investitorilor pe durata intregii perioada cat emitentul este tranzactionat pe o piata reglementata.

In statele Uniunii Europene este in vigoare Directiva Parlamentului European nr. 109 din 15.12.2004 referitoare la armonizarea cerintelor de transparenta in legatura cu

informatiile referitoare la acei emitenti ale caror valori mobiliare sunt admise la tranzactionare pe o piata reglementata.

Reglementarea europeana se intemeiaza pe principiul obligativitatii emitentilor de a publica informatii complete, relevante, clare, corecte si in timp util in vederea asigurarii increderii investitorilor si a realizarii de catre acestia a unei evaluari corecte a performantelor economice si a valorii activelor emitentului respectiv.

In principiu, legislatia romana a pietei de capital a inceput sa se adapteze reglementarilor europene, preluand o mare parte din prevederile Directivelor in vigoare in reglementarile CNVM. Cateva diferente in privinta asigurarii transparentei pietelor reglementate subzista insa, chiar daca Regulamentul CNVM nr. 1/2006 (cu mici modificari reia dispozitiile Regulamentului nr. 13/2004) reprezinta o aplicare in legislatia interna a directivei europene.