

Principalele riscuri ale actionarului minoritar pe piata de capital

Atunci când vrei să faci bani pe piața de capital trebuie să fi conștient că devii partener de afaceri, adică coproprietar al unei companii, alături de oameni necunoscuți. Bineînțeles că sunt multiple avantaje în realizarea unei investiții într-o companie listată- gradul (teoretic) mare de transparentă, existența unor norme imperative care asigură protecția investitorilor etc., însă dacă rămâi acționar minoritar poți să simți și unele dezavantaje. Și atunci, poate te gândești dacă nu era mai bine să mergi ca ceilalți prieteni sau cunoscuți pe „imobiliare” și să lași altora bursa.

Riscurile la care este expusă o participație minoritară într-o companie sunt variate și pot să apară sub diverse forme. Cauza acestor riscuri trebuie căutată în dorința acționarilor care controlează compania de a obține profituri fără a ține cont de eventuala lezare a intereselor celorlalți acționari

Vom identifica aceste riscuri doar la nivel generic, întrucât am analizat pe tot parcursul acestei lucrări cazurile particulare de încălcare a drepturilor acționarilor, riscurile ce se nasc în momentul în care o persoană achiziționează un pachet de acțiuni al unei societăți, fără însă ca acest pachet să-i asigure controlul asupra acestei companii.

§1. Riscul expropriării[1]

Exproprierea reprezintă, după cum bine se cunoaște, operațiunea în care este pierdut dreptul de proprietate asupra acțiunilor. Exproprierea se poate realiza direct sau indirect. Riscul acționarilor minoritari este acela de a pierde dreptul de proprietate asupra acțiunilor în schimbul unei valori inferioare valorii reale.

O modalitate legală de expropriere directă este exercitarea dreptului de *squeeze-out*, prevăzut în legislația noastră de art. 206 din Legea nr. 297/2004. Potrivit acestui text,

urmare a derulării unei oferte publice de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, ofertantul (acționarul majoritar) are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul 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.

În momentul de față, prevederile art. 206 din Legea nr.297/2004 sunt inoperante, întrucât CNVM a pierdut un litigiu legat de delistarea Eurom Bank, fiind anulate astfel prevederile art. 74 alin.8 din Regulamentul CNVM nr.1/2006. Acest text impunea obligativitatea acționarilor rămași în societate după derularea unei oferte publice de cumpărarea de către o persoană care îndeplinea condițiile art. 206 din Legea nr.297/2004 de a vinde acțiunile deținute acționarului majoritar care își exercita dreptul de squeeze out. Prin anularea acestei norme legale, exercitarea dreptului de squeeze out nu mai este posibilă în momentul de față, după cum nici delistarea unei societăți nu mai este posibilă din inițiativa acționarului majoritar care își exercită acest drept.

Exproprierea indirectă se realizează prin mai multe modalități. Cele mai frecvente par a fi:

A. Lichidarea voluntară a societății. Operațiunea de lichidare poate fi *voluntară*, situație în care acționarul majoritar va putea adopta diverse strategii pentru a acorda acționarilor minoritari sume cât mai reduse drept contravaloare a acțiunilor deținute de aceștia: subevaluarea activelor, care sunt apoi preluate în natură de acționarul majoritar, vânzarea fictivă a activelor către interpuși ai acționarului majoritar în cadrul lichidării la sume inferioare valorii de piață a acestora etc.

B. Lichidarea forțată a societății prin contractarea unor datorii fictive – avem de-a face cu bancruta frauduloasă într-un asemenea caz.

C. Vânzarea majorității activelor societății la prețuri inferioare valorii reale. În acest caz, acționarii societății respective vor păstra un drept de proprietate asupra unor acțiuni a căror valoare reală va fi extrem de redusă comparativ cu momentul anterior operațiunii de înstrăinare. Practic, deși se păstrează dreptul de proprietate asupra acțiunilor, valoarea economică a acestora este drastic redusă, putând tinde spre zero. Vânzarea activelor este coroborată în unele cazuri cu operațiuni de „sifonare” a lichidităților din compania respectivă astfel încât drumul spre insolvență este astfel scurtat. În legislația română, orice act juridic de dobândire, înstrăinare, schimb sau de constituire în garanție a unor active din categoria activelor imobilizate ale societății, a căror valoare depășește, individual sau cumulativ, pe durata unui exercițiu financiar, 20% din totalul activelor imobilizate, mai puțin creanțele, vor fi încheiate de către administratorii sau directorii societății numai după aprobarea prealabilă de către adunarea generală extraordinară a acționarilor, în cazul societăților listate, iar în cazul societăților închise orice act juridic cu o valoare de peste 50% trebuie aprobat de AGEA. Principiile guvernantei corporative impun informarea publicului cu privire la tranzacțiile importante de acest gen.

§2. Riscul diluării

Participațiile acționarilor minoritari pot fi diluate prin următoarele metode:

1. *Majorarea capitalului social* prin ridicarea sau nerespectarea dreptului de preferință.

În unele situații nu este nevoie să fie încălcat dreptul de preferință, întrucât acționarii minoritari nu vor achiziționa noi titluri ale unui emitent care le încalcă drepturile și interesele, riscul investițional fiind ridicat datorită atitudinii managementului și suspiciunilor privind scurgerea de fonduri din compania respectivă. Pe de altă parte, în cazul unui emitent nelichid pe piața de capital sau a unuia nelistat, acționarii minoritari nu își vor majora expunerea prin participarea la majorarea de capital social, deoarece momentul ieșirii din societate și a valorificării titlurilor respective este incert.

1. *Emiterea de obligațiuni convertibile în acțiuni* cu ridicarea sau nerespectarea dreptului de preferință.

C. *Fuziunea*. În cazul fuziunilor, cota de participare la capitalul social al noii entități rezultate în urma fuziunii va fi diminuată fie că este vorba de acționarii societății absorbite, fie că este vorba de cei ai societății absorbante, fie că este vorba de acționarii societăților care se contopesc. Din acest motiv se acordă acționarilor care nu sunt de acord cu operațiunea de fuziune dreptul de a se retrage din societate și acela de a primi un preț stabilit pe baza unor criterii legale pentru acțiunile lor. În sistemele de drept în care protecția acționarilor minoritari este puternică, aceștia vor putea obține un preț favorabil pentru titlurile lor fie prin negociere cu acționarul majoritar care a impus operațiunea de fuziune^[2], fie prin intermediul instanței, atunci când acționarul majoritar încalcă normele de drept care ocrotesc interesele acționarilor minoritari.

D. *Vânzarea unei părți importante din active* la prețuri inferioare valorii de piață. Deși numărul de acțiuni ale acționarilor minoritari rămâne același, valoarea economică a acestora este mult redusă.

§3. Imposibilitatea înstrăinării acțiunilor

Ieșirea de la tranzacționare a unei societăți reprezintă o atingere fundamentală adusă intereselor și drepturilor investitorilor pe piața de capital, care au realizat investiția tocmai în considerarea calității de societate listată a emitentului respectiv. Interesul acționarului majoritar de a delista emitentul vine în vădită contradicție cu interesele acționarilor minoritari, care sunt puși în situația de a pierde orice valoare economică încorporată de titlurile respective. Interesul acționarului majoritar este de a controla o societate fără a fi nevoit să dea socoteală acționarilor minoritari, fără a fi obligat să îi informeze în legătură cu operațiunile economice efectuate și fără a informa terții (Bursa, CNVM) permanent în legătură cu situația societății. Interesele acționarilor minoritari sunt de a cunoaște permanent situația societății în care au investit și de a-și putea vinde în orice moment participațiile.

În cazul în care societatea emitentă se retrage de la tranzacționare și nu mai există un preț stabilit pe piața de capital pentru acțiunile sale, dar, mai important, nu mai există nici

atractivitate pentru investitori de a achiziționa aceste titluri, acționarii minoritari ajung „captivi”, neputând valorifica în niciun mod acțiunile deținute.

În plus valoarea acestor acțiuni se reduce considerabil ca urmare a ieșirii de la tranzacționare și a încetării obligațiilor de transparență și protecție a investitorilor stipulate de legislația pieței de capital.

Suspendarea de la tranzacționare a emitentului, datorită unor demersuri ale acționarului majoritar, reprezintă o altă formă în care sunt afectate interesele acționarilor minoritari, prin imposibilitatea exercitării dreptului de dispoziție asupra acțiunilor, pe o perioadă limitată este adevărat. În scopul prevenirii unor astfel de acțiuni abuzive, reglementările europene în vigoare limitează perioada de suspendare, decisă de autoritatea de reglementare și control sau de către operatorul de piață la maxim 10 zile lucrătoare.

§4. Riscul neparticipării la profitul obținut de societate

Acționarul majoritar poate să impună în adunarea generală o hotărâre în sensul reînvestirii profitului realizat de companie sau a includerii acestuia în rezerve. Neacordarea de dividende reprezintă un risc major pentru un investitor care a achiziționat titlurile emitentului în considerarea acestui obiectiv.

Acționarul majoritar preferă să nu acorde acționarilor minoritari nicio sumă de bani din profitul obținut, ci să-l reinvestească, direcționându-l către entități pe care le controlează.

Acționarii minoritari pot avea surpriza să constate că după ce au ieșit din societate ca urmare a unei operațiuni de delistare a unei companii care a înregistrat întotdeauna pierderi sau, atunci când a obținut profit, l-a reinvestit, în mod miraculos aceasta va avea un parcurs ascendent, iar beneficiile rezultate vor fi distribuite în întregime sub formă de dividende.

În unele legislații (de exemplu Carolina de Nord – SUA), este prevăzut un drept specific al acționarilor ce au anumite dețineri din capitalul social de a solicita acordarea de dividende, indiferent de decizia impusă în AGA de acționarul majoritar.

§5. Riscul scăderii valorii acțiunilor datorită operațiunilor desfășurate de administratorii și directorii societății

În varianta cea mai optimistă, rezultatele companiei pot fi deficitare datorită unor decizii de afaceri neinspirate ale persoanelor care ocupă funcții de conducere.

În varianta pesimistă, managementul companiei încheie acte juridice care au drept efect scurgerea de fonduri din societate și favorizarea unor terțe entități controlate prin interpuși de manageri sau de acționarul majoritar. Este vorba de așa-numitele *related parties transactions*, noțiune tradusă în legislația pieței de capital din România prin

sintagma *tranzacții cu persoane implicate*. S-a constatat^[3] că tranzacțiile cu persoane implicate sunt reduse și produc efecte restrânse în societățile în care există mulți acționari, o structură restrânsă a consiliului de administrație, un director general independent și bine plătit, precum și administratori care beneficiază de prime din profitul societății.

Un semnal de alarmă pentru acționarii minoritari în privința operațiunilor derulate de consiliul de administrație îl reprezintă nivelul de numerar deținut de companie. Cu cât procentul de numerar păstrat de societate este mai ridicat cu atât riscul derulării unor operațiuni dăunătoare pentru interesele companiei și ale acționarilor ei (a celor minoritari, căci este de presupus că acționarii care dețin controlul beneficiază de pe urma operațiunilor respective) crește. Din această perspectivă, în statele unde drepturile acționarilor sunt mai bine protejate nivelul de numerar deținut de companii este considerabil mai scăzut față de statele cu o mai slabă protecție a acționarilor minoritari^[4].

O altă variantă de încălcare a intereselor acționarilor minoritari o reprezintă acordarea unor remunerații și beneficii exagerat de mari managementului și altor funcționari ai societății, aceasta fiind și o modalitate de „ieșire” legală a lichidităților din companie.

[1] Utilizăm termen de expropriere în sens larg și nu în sensul limitat de legislația civilă română la operațiunea derulată de o entitate de drept public. În accepțiunea folosită pe parcursul acestui capitol, exproprierea poate fi realizată de orice acționar majoritar.

[2] E. Croci, Intragroup M&A Minority shareholders protection and legal origin, Financial Management Association, European Conference, studiu, aprilie 2007, p. 4, www.fma.org/Barcelona/Papers.

[3] E.A. Gordon, E. Henry, D. Palia, Related Parties Transactions: Associations with Coporate Governance and Firm Value, rru.worldbank.org/PapersLinks/Rights – Shareholders, p. 6.

[4] A. Dittmar, J.M. Smith, H. Servaes, International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings, School of Business Administration, University of Washington, Journal of Finance and Quantitive Analyses, vol. 38, nr. 1, Martie 2003, p. 111.