

# iesirea de la tranzactionare-marea enigma a legislatiei pietei de capital

## ***Ce s-a întâmplat***

A fost odată, pe la începutul lunii februarie, un document, căruia i s-a spus „Dispunerea de măsuri” nr.2/2006 și care a deschis larg porți, în care multi nu îndrăzneau să creadă până atunci, pentru toți acei acționari majoritari care erau încurcați de listarea la bursă. În unele cazuri, societăți cumpărate ieftin de la stat pentru care se impunea marcarea unui profit substanțial, în altele, fuga de problemele create de cerințele de raportare și de minoritari au reprezentat motive îndeajuns de puternice pentru a fi convocate adunările generale care să hotărască ieșirea de la tranzacționare a emitentului respectiv.

În esență această Dispunere de măsuri, despre care ne-am formulat anterior o opinie, chiar după ce a produs primele efecte<sup>[1]</sup>, acorda acționarului majoritar posibilitatea de a impune în cadrul Adunării Generale Extraordinare a Acționarilor o hotărâre, adoptată în condițiile art. 115 din Legea nr.31/1990, care să aibă drept rezultat retragerea de la tranzacționare a emitentului respectiv. Practic, orice persoană care controla cel puțin 33% din drepturile de vot ale emitentului respectiv putea decide ieșirea de la tranzacționare a acestuia, dacă acționarii minoritari nu se puteau aduna și forma o coaliție care să depășească procentul deținut de acționarul majoritar. Singura problemă pentru un acționar majoritar care ar fi deținut sub 50% din drepturile de vot ar fi fost aceea a asigurării cvorumului necesar pentru a se putea ține în mod legal Adunarea Generală Extraordinară la a doua convocare, respectiv prezența unor acționari ce dețin 50% din capitalul social.

Astfel cum a fost formulată Dispunerea de măsuri nr.2/2006 care reglementa ieșirea de la tranzacționare a emitenților, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare nu avea nici un fel de competență să se pronunțe asupra acestei chestiuni, fiind pusă doar în postura de a lua act de hotărârea AGEA.

Ca element de noutate a fost introdus dreptul acționarilor minoritari care nu sunt de acord cu ieșirea de la tranzacționare la un preț legal, calculat de un expert autorizat, agreat de CNVM, prin folosirea a cel puțin două metode de evaluare recunoscute de standardele europene de evaluare (EVS).

## ***Ce a fost odată***

Pentru a putea înțelege fenomenul, trebuie spus că apariția Dispunerii...nr.2/2006 nu a fost întâmplătoare în acel moment. Până în 6 februarie 2006, legislația în vigoare a pieței de capital din România nu cuprindea nici o referire cu privire la posibilitatea de a ieși de

la tranzacționare doar prin actul de voință al Adunării Generale a Acționarilor, ci, din contră, cuvântul decisiv în această chestiune aparține CNVM-ului.

Nu este mai puțin adevărat ca legiuitorul român a fost lacunar în exprimare în toată această perioadă ce a urmat reînființării în 1995 a pieței de capital din România și până la această, de acum celebră, „Disponere...”nr.2/2006 emisă de CNVM.

Ieșirea de la tranzacționare a unei societăți emitente era lăsată de dispozițiile legale cu caracter general la latitudinea operatorului de piață. Singurul act normativ care vorbea în mod explicit de condițiile ce trebuie îndeplinite pentru ca o societate emitentă să nu mai fie tranzacționată pe piața de capital era Regulamentul Bursei de Valori București nr. 3, privind înscrierea valorilor mobiliare la cota bursei.

În art. 33 pct. d) din Regulamentul BVB nr. 3 era prevăzut în mod expres printre cazurile de retragere de la cota bursei a unei societăți acela al existenței unei hotărâri a acționarilor societății respective. Nici o alta dispoziție nu nuanta această posibilitate expres prevăzută în actul normativ menționat. Este adevărat că în Procedurile BVB de aplicare a regulamentului sus-mentionat se vorbea de necesitatea existenței acordului CNVM asupra retragerii unui emitent de la cota bursei.

Întorcându-ne în timp, în Legea nr. 52/1994 (prima reglementare a pieței de capital în România după 1989) se prevedea în art. 72:

„Valorile mobiliare înscrise la cota bursei de valori fac obiectul retragerii de la cota o dată cu radierea înregistrării lor în Oficiul de Evidența a Valorilor Mobiliare.

Comitetul bursei poate dispune retragerea de la cotă dacă apreciază că o piață ordonată a respectivelor valori mobiliare nu mai poate fi menținută sau restabilită.

Decizia de retragere de la cota bursei de valori a unor acțiuni oferite public sau a altor valori mobiliare purtătoare de creanțe asupra emitentului se face cu avizul Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare.”

Singura limitare a transformării unei societăți listate într-o societate închisă o reprezenta necesitatea avizului CNVM. Această măsură nu implică însă și obligativitatea societății de a răscumpăra titlurile deținute de acționarii care nu mai doreau să rămână într-o societate netranzacționată.

În sistemul normativ supus regimului Legii nr. 52/1994 a existat și Instrucțiunea nr.3/2000 emisă de către CNVM privind retragerea de pe piețele de valori mobiliare reglementate a societăților comerciale care nu mai întrunesc condițiile de societate deschisă. Conform acestei reglementări, opera CNVM, societățile comerciale deschise la care numărul de acționari era mai mic de 50 acționari și/sau capitalul social era mai mic de 100 milioane lei erau considerate societăți comerciale închise și urmau a fi retrase de la tranzacționare. Date fiind aceste dispoziții, reducerea capitalului social sub limita a constituit o modalitate eficace de a retrage o societate de la tranzacționare de către acționarul majoritar.

Este adevărat că fosta OUG nr. 28/2002 a păstrat în mod indirect și implicit condiția obligatorie a autorizării de către CNVM a ieșirii de la tranzacționare a unei societăți, în art. 42 alin. 3, însă nici o prevedere a legislației secundare nu a vizat dreptul acționarilor

minoritari care intenționau ieșirea din societate de a vinde titlurile lor, la un anumit preț stabilit de dispozițiile legale, societății emitente.

Interpretarea dată în multe situații ansamblului de norme ale OUG nr. 28/2002 a fost în sensul imposibilității ieșirii de la tranzacționare a societății doar în baza acordului de voință al acționarilor exprimat în cadrul Adunării Generale Extraordinare. O asemenea interpretare, posibilă în condițiile reglementării eliptice, avea drept principal temei rolul CNVM de protejare a investitorilor de pe piața de capital. O delistare a unei societăți, cu modificările cerințelor de transparență aferente, dar și cu posibilitatea modificărilor actului constitutiv în sensul creșterii controlului efectiv exercitat de acționarul majoritar (fapt dificil pentru o societate listată), ar fi adus o atingere serioasă drepturilor investitorilor-acționari minoritari.

În această situație, unicele texte de lege aplicabile care reglementau transformarea unei societăți în societate închisă au rămas art. 136 și art. 138 din OUG nr. 28/2002. Aceste două articole stipulau cazurile și condițiile în care putea avea loc retragerea obligatorie de pe piețele reglementate. În ceea ce privește retragerea voluntară a societății emitente, interpretarea sus-menționată, fără a avea un caracter oficial, a paralizat orice inițiativă a acționarilor de a vota ieșirea societății de la tranzacționare.

### ***Ce este în legea pieței de capital***

Din păcate nici Legea nr. 297/2004 nu a realizat nici un progres în acest sens.

Actuala lege a pieței de capital nu a reglementat decât situațiile în care CNVM sau operatorul de piață hotărâsc, din diverse motive, retragerea de la tranzacționare a valorilor mobiliare, ignorând cu desăvârșire posibilitatea ieșirii voluntare de la tranzacționare a societății emitente, în baza votului exprimat cu majoritatea cerută de lege pentru Adunările Generale Extraordinare. Singurul text de lege care ar fi putut avea aplicabilitate în această materie era cel al art.234 pct. d):

„ CNVM poate... să decidă că 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.”

Așadar, conform actualei legi, nici o persoană fizică sau juridică și nici o autoritate statală, în afara CNVM-ului nu pot decide delistarea unei societăți admise la cota unei piețe reglementate.

Cu toate acestea, conducerea CNVM și-a asumat la începutul lui februarie răspunderea de a completa legea pieței de capital, degrevând Parlamentul României de această sarcină dificilă. Rezultatul acestei asumări trebuia să poarte un nume, și de aceea i s-a spus, „Disponerea de măsuri” nr.2/2006.

### ***Ce a rezultat***

Piața de capital nu a avut o reacție rapidă la apariția acestui act normativ.

Actul normativ despre care discutăm n-ar fi trebuit să stârnească o mare agitație dacă aplicarea sa s-ar fi făcut cu un oarecare bun-simț. Bineînțeles că marea problemă a delistărilor decise de AGEA în baza Dispunerii emise de CNVM a fost prețul pe care urmau să-l primească acționarii minoritari. Posibilitatea determinării acestui preț în baza oricăror două metode specificate în Standardele Europene de Evaluare a generat o tendință oarecum firească de a se alege metodele care aveau drept rezultat prețul cel mai mic. Astfel a fost de pildă posibil ca prețul oferit acționarilor minoritari de un emitent[2] să fie aproximativ jumătate din prețul de tranzacționare pe piața de capital, în vădită contradicție cu orice noțiune de preț echitabil așa cum apare aceasta în Directivele Parlamentului European.

Problema esențială nu este însă aceea că CNVM a acordat acționarilor (în fapt acționarului majoritar) unei societăți admise la tranzacționare posibilitatea de a decide delistarea emitentului, cu obligația de a achita un anumit preț minoritarilor care doresc retragerea din societate. Nodul gordian al chestiunii delistărilor îl reprezintă **nepermisa adăugare la lege** care este efectuată de actele emise de către CNVM.

Legea pieței de capital prevede, astfel cum am arătat o singură situație în care se poate ieși de la tranzacționare, respectiv, cu aprobarea CNVM, conform art. 234 lit.d). Este extrem de greu de susținut că Dispunerile sau Regulamentele CNVM pot să completeze sau să modifice legea pieței de capital. De aceea, un mare semn de întrebare planează asupra legalității acestor acte normative emise de către CNVM.

## **Șovăielile CNVM**

Legislația secundară a pieței de capital este de câțiva ani într-un echilibru extrem de fragil. Orice adiere ce vine peste această zonă are șanse să modifice ceva din cadrul de reglementare. Un frumos exemplu, dar care nu face obiectul acestor rânduri, îl reprezintă, cazul așa-zisei acțiuni concertate a acționarilor SIF-urilor.

În povestea delistărilor nehotărârile din această primăvară ale conducerii autorității de reglementare și control a pieței de capital, au creat până în final o impresie, poate nereală, de discriminare între emitenții ale căror adunări generale au decis delistarea.

După „Dispunerea...” nr.2, CNVM-ul, observând probabil denumirea oarecum nepotrivită a actului normativ care a produs un seism pe piața de capital, a decis să modifice Regulamentul nr.1/2006[3], pe care îl publicase în Monitorul Oficial la începutul lunii ianuarie. Astfel a apărut o completare a art. 87 din respectivul Regulament care relua practic dispozițiile din „Dispunere...”.

După ce AVAS-ul a contestat însă hotărârea AGEA prin care s-a decis delistarea Vel Pitar, iar QVT Fund și Brodhurst au atacat hotărârea de ieșire de la tranzacționare a SC ASIGURAREA ROMÂNEASCĂ-ASIROM SA, se consideră că este necesar un nou act

normativ, sugestiv intitulat tot „Dispunere de măsuri”, și anume „Dispunerea...” nr.8 din 15 iunie 2006. Vorbim în această situație de o reacție logică a CNVM-ului față de valul de critici venite din partea actorilor pieței de capital. Nu este mai puțin adevărat că în acea perioadă protagoniștii pieței începeau să vorbească de posibilele ieșiri de la tranzacționare ale Petrom-ului sau ale BRD-ului, foarte posibile în contextul legislației în vigoare în acel moment. De aceea, poate că și pericolul unei astfel de posibilități a împins CNVM-ul să ia măsuri.

Schimbarea este radicală. Prevederile de abia adoptate ale Regulamentului nr.1/2006 sunt suspendate. Din acel moment nu se mai poate ieși atât de ușor de la tranzacționare, prin simpla hotărâre a AGEA, ci doar dacă în ultimile 12 luni anterioare publicării convocatorului AGEA s-au înregistrat mai puțin de 50 de tranzacții cu acțiunile emitentului respectiv, iar aceste tranzacții nu au depășit 1% din totalul acțiunilor reprezentând capitalul social al emitentului. În același timp, art.3 din „Dispunerea...” nr.8/2006 stipulează în mod expres că prevederile respective nu retroactivează, adică delistările decise până la momentul apariției acestui text normativ se supun reglementărilor „Dispunerii...” nr. 2 și ale art. 87 din Regulamentul nr.1. Cu alte cuvinte, cine a apucat să iasă de tranzacționare doar prin hotărâre AGEA până la apariția acestei „Dispuneri...” nu se supune noilor condiții restrictive privind numărul și volumul tranzacțiilor.

Apare însă o problemă extrem de serioasă- aceea a inegalității de tratament între societățile ale căror adunări generale au decis delistarea înainte de și cele ale căror adunări generale hotărăsc delistarea după această dată.

### ***Realitatea este cruda***

Actele normative emise de CNVM denumite dispuneri de masuri sunt în realitate niste fantome, în sensul că, din punct de vedere legal ele, nu există. Un articol uitat de multa lume, art. 10 alin. 1 din Legea nr. 24/2000 modificată și republicată, privind normele de tehnică legislativă pentru elaborarea actelor normative, spune că **pentru ca un act normativ să intre în vigoare, acesta trebuie publicat în Monitorul Oficial al României.**

**Dispunerea de masuri care a iscat toată nebunia pe piața de capital nu a fost niciodată publicată, în scurta ei existență de 4 luni, în Monitorul Oficial.**

Asadar, lucrurile sunt simple: Dispunerea nr. 2/2006 e indubitabil un act normativ care nu a intrat în vigoare niciodată și deci nu poate să producă nici un fel de efecte juridice[4]. **Ca atare, toate delistările hotărâte de adunările generale în temeiul dispunerii nr.2/2006 sunt absolut nelegale, întrucât hotărârile AGEA sunt lovite de nulitate absolută.**

### ***Ce ar putea fi***

Pentru un jurist al CNVM-ului care ar urma să apere instituția într-un proces de contencios-administrativ în care ar fi atacate aceste acte normative care au intrat și ieșit din vigoare în această primăvară-vară a anului 2006, sarcina ar fi extrem de dificilă.

Avem pe de-o parte o lege, foarte lacunară, dar deocamdată în vigoare, iar pe de altă parte două „Dispuneri...” și un Regulament, e drept cu articolul- care ne interesează (87) suspendat[5], care aduc modificări de substanță legii. Aceste adăugiri sunt în mod evident dincolo atât de litera, cât și de spiritul Legii nr.297/2004.

Atacarea cu succes în contencios-administrativ a oricăruia dintre aceste acte normative, fie pe calea acțiunii directe, fie pe cale de excepție ar putea pune sub semnul întrebării validitatea tuturor actelor juridice încheiate în temeiul acestor acte emise de către CNVM, inclusiv a hotărârilor Adunărilor Generale care au decis delistarea.

În acest context, apar ca necesare hotărârile unor instanțe[6] de a suspenda efectele hotărârilor AGA de delistare până la soluționarea irevocabilă a litigiilor ce au ca obiect anularea acestor hotărâri pe temeiul încălcării Legii pieței de capital nr. 297/2004.

Oricum, haosul creat de avalanșa de reglementări contradictorii emise în acest an de către CNVM în domeniul ieșirii de la tranzacționare a emitenților ar putea fi stăvilat doar prin asumarea de către această instituție a rolului conferit de legea pieței de capital, acela de autoritate de supraveghere și control.

Normele juridice privind delistarea unor societăți nu pot fi adoptate, în contextul creat de Legea nr. 297/2004 decât prin actul de voință al Parlamentului, singurul organism în măsură să modifice piața de capital. CNVM-ul poate formula o inițiativă legislativă, însă, sub nici o formă nu se poate subroga forului legislativ. Cele două „Dispuneri de măsuri”, ca și art. 87 alin.4 lit.d și alin. 5-10 din Regulamentul nr.1/2006 riscă în momentul de față să fie anulate de instanțele de judecată, fapt ce ar avea efecte grave asupra credibilității instituției emittente.

Pe de altă parte, până când Parlamentul va modifica legea pieței de capital ar fi legal și echitabil să se găsească o formulă astfel încât toate delistările hotărâte în temeiul actelor emise de CNVM să aibă același regim, indiferent de momentul desfășurării adunării generale

---

[1] „Investiții și profit” nr.3/2006, pag.63-64

[2] cazul Asirom, emitent care se tranzacționa la un preț de peste 0,6 RON/acțiune, în timp ce prețul oferit acționarilor minoritari a fost de 0,34 RON/acțiune.

[3] Regulamentul nr.1/2006 a apărut la începutul lunii ianuarie 2006 pe site-ul CNVM, rămânând timp de peste două luni goală rubrica referitoare la Ordinul de aprobare și la Monitorul Oficial în care a apărut. În fapt, acest regulament a fost aprobat prin Ordinul CNVM nr.3/2006.

[4] Este unanim acceptat in doctrina dreptului administrativ ca un act administrativ normativ produce efecte juridice din momentul publicarii sale-A.Iorgovan, "Tratat de drept administrativ", Ed. A IV a, 2005, vol II, p.68

[5] Este de discutat si dacă „Dispunerea de măsuri” nr.8 act normativ nepublicat in Monitorul Oficial, deci inexistent, poate afecta un act normativ, respectiv Regulamentul nr.1/2006 care a fost publicat în Monitorul Oficial, intr nd în vigoare la data acestei publicări.

[6] Sent.com.5871/29.06.2006, prin care s-a suspendat hot r rea AGEA a SC ASIROM SA nr.3/27.03.2006