

OFERTA PUBLICĂ DE PRELUARE OBLIGATORIE

Sonia-Ștefania VIGDOROVITS*

Abstract: *The mandatory bid rule. A strong economy always boasts a strong stock market. The purpose of this article is to raise awareness towards the importance of capital markets, by referring to the obligations arising for a shareholder when taking over a listed company, with a particular focus on the mandatory bid rule. The mandatory bid rule is being discussed both in the light of Directive 2004/25/EC and of Romanian Law 297/2004 on capital markets, analyzing its application, the notion of control it implies, its deterrent effect upon investors, in an incentive to evaluate its (in)efficiency. This article should be a first step in promoting this underrated subject into a circle of intense legal debate.*

Key words: *stock market, capital market, mandatory bid rule, takeovers, target company, major shareholder, Directive 2004/25/EC, Law 297/2004 creeping-in.*

Cuvinte-cheie: *piața bursieră, piața de capital, oferta de preluare obligatorie, achiziții, societate-țintă, acționar majoritar, Directiva 2004/25/CE, Legea 297/2004.*

Listă abrevieri

AGA – Adunarea generală a acționarilor
B.V.B. – Bursa de Valori București
C.N.V.M. – Comisia Națională a Valorilor Mobiliare
Directiva – Directiva 2004/25/CE
LPC – Legea 297/2004 privind piața de capital

1. Oferta publică de preluare obligatorie în lumina legii române a pieței de capital și a Directivei europene privind ofertele publice de cumpărare

Rațiunea introducerii unui astfel de concept rezidă în perceperea ofertelor de preluare ca fiind o modalitate de selecție a întreprinderilor celor mai performante, precum și un veritabil **mijloc de restructurare și finanțare**¹. Cadrul legal al tranzacțiilor pe piața de capital este conturat de Legea nr. 297 din 2004 (LPC), în transpunerea Directivei 2004/25/CE. Directiva a fost adoptată în încercarea de a armoniza acțiunile de preluare (*takeovers*) a societăților comerciale cotate la bursă, reglementând

câteva principii de implementare precum: obligația de informare a acționarilor și angajaților asupra ofertei², reguli de reciprocitate și neutralitate³, protecția acționarilor minoritari și dreptul de *squeeze-out*⁴.

În cazul **tranzacțiilor transnaționale**, Directiva distinge între legea statului membru unde compania este listată pe o piață reglementată și cea a statului membru unde compania își are sediul, precum și între norme procedurale și norme materiale⁵. Astfel, în privința procedurii derulării ofertei de preluare obligatorii, precum și a prețului considerat ca echitabil se va aplica legea statului membru unde societatea este listată, iar normele aplicabile cu privire la societatea comercială în sine (exercitarea drepturilor de vot în cadrul AGA, acte constitutive, protecția angajaților etc.) vor fi preluate din legislația statului membru unde societatea își are înregistrat sediul.

Art. 5 din Directivă reglementează **oferta de preluare obligatorie (mandatory bid)**, care va fi declanșată atunci când o persoană fizică sau juridică deține ea însăși sau împreună cu persoanele cu care acționează în mod concertat valorile mobiliare ale unei societăți țintă listate, care îi conferă în mod direct sau indirect un anumit procentaj din drepturile de vot la societatea respectivă și deci controlul asupra societății. Procentajul drepturilor de vot necesare pentru a defini noțiunea de control este lăsat la latitudinea statelor membre.⁶

1.1. Noțiunea de ofertă publică de preluare în accepțiunea LPC

Ofertele publice de preluare se clasifică în voluntare și obligatorii. Este esențial de subliniat că ambele oferte reprezintă un **contract de adeziune**, deoarece este necesar acceptul acționarilor ai căror valori mobiliare urmează a fi cumpărate, deși condițiile contractuale sunt stabilite de către ofertant sau impuse prin norme legale, nefiind negociate.

Spre deosebire de oferta obligatorie, unde voința ofertantului se naște *ex lege*⁷, **oferta publică de preluare voluntară** nu implică deținerea controlului din partea ofertantului, ci doar intenția acestuia de a achiziționa mai mult de " 33 % din drepturile de vot", conform art. 196 alin. (1) din LPC. Această ofertă ar putea fi utilă dacă acționarul majoritar tinde spre delistarea societății, deoarece trebuie adresată tuturor deținătorilor de valori, dar este caracterizată de absența unor prevederi legale cu privire la prețul tranzacției.⁸ Ofertele publice de preluare devin **obligatorii** dacă se îndeplinesc cerințele art. 203 alin. (1) din LPC⁹:

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

Această prevedere se aplică doar societăților comerciale ale căror acțiuni sunt **tranzacționate pe o piață reglementată**, conform art. 1 alin.1 din Directiva 2004/25/CE, transpus prin art. 202 LPC.¹⁰ Oferta va deveni obligatorie de la data publicării anunțului de ofertă.

1.2. Sfera de aplicare a ofertei. Excepții

Dobândirea a mai mult de 33% din drepturile de vot asupra societății emitente nu va atrage niciodată obligativitatea derulării unei oferte publice de preluare, atunci când poziția majoritară a fost dobândită ca urmare a **unei tranzacții exceptate**. Aceste excepții (art. 205 alin. 2 LPC) sunt desigur de strictă interpretare și includ:

- a. dobândirea controlului în cadrul procesului de privatizare;
- b. achiziționarea de acțiuni de la Ministerul Finanțelor Publice sau alte entități abilitate legal, în cadrul unor proceduri de executare a creanțelor bugetare;
- c. transferurile de acțiuni realizate între societatea-mamă și filialele sale, precum și între filialele aceleiași societăți-mamă, deoarece o ofertă de preluare inițiată de societatea-mamă ar atrage altfel și obligația subsidiarei de a iniția oferta, existând prezumția acțiunii concertate¹¹;
- d. derularea unei oferte publice de preluare voluntară vizând toate deținerile celorlalți acționari.

Art. 205 LPC introduce la alin. (3) noțiunea dobândirii poziției formale de control (depășind pragul de 33 %) în **mod neintenționat**, atunci când s-a realizat în urma următoarelor operațiuni (tranzacții efectuate în afara pieței):

- a. reducere de capital prin răscumpărarea de către societate a propriilor sale acțiuni, urmată de anularea acestora;
- b. depășirea pragului de control prin exercitarea drepturilor de preferință, subscriere, conversie sau al convertirii acțiunilor preferențiale în acțiuni ordinare;
- c. fuziunea, divizarea sau succesiunea.¹²

În situațiile de dobândire în mod neintenționat a unui pachet de acțiuni care conferă peste 33% din drepturile de vot, titularul drepturilor are de ales între derularea unei oferte publice conform art. 203 LPC sau înstrăinarea unui număr de acțiuni corespunzător pierderii poziției de control (vânzarea acțiunilor ce exced pragul de 33%)¹³.

1.3. Noțiunea de control

Noțiunea de control a societății emitente, în sensul prevederilor art. 203 LPC, vizează **doar acțiunile care conferă drept de vot**, lăsând astfel neincidentă deținerea de acțiuni preferențiale¹⁴ sau participația la capitalul social. Simpla deținere a mai mult de 33% din drepturile de vot nu coincide întotdeauna cu exercitarea efectivă

a controlului, aceasta putând fi determinată și de factori precum existența altor acționari majoritari, posibilitatea de a exercita o influență dominantă asupra activității întreprinderii, de a numi sau revoca majoritatea membrilor managementului sau consiliului de administrație¹⁵. În situațiile în care cotele de participație sunt dispersate între mai mulți acționari (nedepășind 33%), în urma vânzării participațiilor unui acționar, este posibil ca un altul să devină majoritar, schimbându-se astfel controlul efectiv al societății-țintă fără să fie depășit pragul de 33 % de deținere a drepturilor de vot.

Controlul exercitat poate fi direct sau indirect¹⁶, prin intermediul unor structuri piramidale. Controlul direct va fi înțeles în sensul strict al deținerii a peste 33% din drepturile de vot, neavând relevanță **noțiunea materială de control** din legislația europeană, care poate consta și în puterea de a numi majoritatea membrilor consiliului de administrație/supraveghere sau în exercitarea efectivă a unei influențe dominante asupra societății-țintă.

Controlul indirect presupune imixtiunea unei terțe societăți, care devine acționar majoritar la rândul ei al societății care controlează societatea – țintă, indiferent de procentul drepturilor de vot deținut. În acest lanț de dețineri ar trebui să joace un rol important controlul efectiv, în sens material, deținut de către acționarul din vârful piramidei, și nu doar noțiunea de control formal, în limitarea art. 203 LPC. Deși noțiunea formală a controlului înaintată de către legiuitor ar putea fi justificată de principiul securității juridice, crescând predictabilitatea procesului de investiție, aceasta nu se pretează realităților de pe piața de capital, care este prin definiție un mediu dinamic.¹⁷

La stabilirea pragului de deținere, legiuitorul ar fi trebuit să evalueze mai în detaliu gradul de influență exercitat de acționari, prezența acestora în cadrul AGA și eventual, să stabilească și **alte criterii de definire a controlului**. Trebuie ținut cont și de categoria acțiunilor preferențiale, care deși nu conferă drept de vot, au o pondere importantă în determinarea controlului. Este firesc ca o schimbare a controlului asupra acționarului majoritar al societății-țintă să atragă și acordarea posibilității acționarilor minoritari de a se retrage, deoarece noua conducere își va impune propria viziune asupra cursului afacerii.¹⁸

1.4. Ofertantul și acțiunile concertate

Noțiunea de “**persoană care acționează concertat**” este definită în LPC la art. 2 pct. 23, articol care instituie o **prezumție** de acțiune concertată între:

- a) persoanele implicate¹⁹;
- b) societatea-mamă împreună cu filialele sale, precum și oricare dintre filialele aceleiași societăți-mamă între ele;

c) o societate comercială cu membrii consiliului său de administrație și cu persoanele implicate, precum și aceste persoane între ele;

d) o societate comercială cu fondurile ei de pensii și cu societatea de administrare a acestor fonduri.

Pentru ca mai multe persoane să acționeze în mod concertat nu este necesar niciun fel de înscris, fiind suficientă și o simplă înțelegere verbală, atâta vreme cât acestea colaborează (evident, de cele mai multe ori, confidențial) în vederea achiziționării societății-țintă. În unele situații, poate fi vorba și despre o coordonare convențională a drepturilor de vot deținute de mai mulți acționari. Acțiunea concertată poate fi prezumată²⁰ în cazul în care una dintre persoane o controlează pe cealaltă – acest gen de acțiuni ridică de multe ori și probleme concurențiale, pentru că acționarii se pot înțelege nu doar între ei, ci și cu societatea-țintă, în vederea constituirii unei poziții dominante pe piață. În dreptul anglo-saxon există opțiunea protejării ofertantului prin introducerea așa-numitei clauze de *material adverse change* în ofertă - aceasta conferă **dreptul ofertantului de a-și retrage oferta inițială** dacă intervin schimbări esențiale la nivelul societății pe care intenționează să o controleze.

1.5. Stabilirea prețului

Obligativitatea ofertelor publice de preluare derivă ex lege, deci și **prețul** va fi unul **legal**, stabilit potrivit normelor imperative definite de art. 204 LPC, având ca fundament principiul protecției investitorilor.²¹ Acesta are menirea de a proteja acționarii minoritari de un eventual abuz din partea ofertantului²², care va fi în consecință obligat să plătească un preț pe acțiune cel puțin egal cu cel mai mare preț plătit de acesta sau persoanele cu care acționează concertat în perioada de 12 luni anterioară ofertei. Cel mai mare preț urmează să fie determinat luând în considerare **toate operațiunile prin care ofertantul a dobândit acțiunile** obiect al ofertei, incluzând aici și oferte de cumpărare sau majorări de capital la care acesta a subscris.²³

Deși textul legal nu precizează în mod expres, considerăm că pentru a fi echitabilă, această contraprestație ar trebui să țină cont și de orice alte avantaje procurate ofertantului sau de obligațiile ce i-au revenit acestuia în perioada anterioară; autoritățile de supraveghere ale piețelor de capital au datoria de a verifica corectitudinea prețului.

Reglementarea ramâne însă **criticabilă**, ținând cont de faptul că, **în cazul preluărilor indirecte**, prețul plătit de către noul acționar majoritar nu va fi pentru acțiunile emitentului, ci pentru deținerea controlului. Acest preț poate fi mult inferior prețului de tranzacționare al acțiunilor emitentului.²⁴ Criteriile subsidiare

de determinare a prețului²⁵ se dovedesc extrem de importante în astfel de situații, unde intervenția unui evaluator independent poate salva apariția unui dezechilibru între prestații. Cel mai mare preț plătit de către ofertant pe parcursul ultimelor 12 luni va putea fi majorat sau micșorat, în funcție de evenimentele care ar fi putut influența achiziționarea acțiunilor (manipularea pieței, acorduri între cumpărător și vânzător etc.). Desigur, prețul ofertei publice trebuie calculat în funcție de **momentul la care era scadentă obligația de publicare a ofertei** (nu mai tarziu de 2 luni de la atingerea pragului de control); altfel, ofertantul ar avea posibilitatea de a specula momentul în care valoarea acțiunilor emitentului este puternic depreciată și a tergiversa inițierea ofertei²⁶. Este interzis ca pe parcursul perioadei de acceptare a ofertei de preluare, ofertantul să încerce să obțină titlurile emitentului la un preț mai avantajos decât cel stabilit în ofertă.

1.6. Creeping-in

Art. 203 alin. (4) din LPC prevede că obligativitatea inițierii unei oferte publice de preluare nu se aplică persoanelor care au depășit pragul de 33% din drepturile de vot anterior intrării în vigoare a LPC. Totuși, aceștia “ vor derula o ofertă publică obligatorie (...), numai dacă, ulterior intrării în vigoare a prezentei legi își majorează deținerile, astfel încât să atingă sau să depășească 50% din drepturile de vot ale respectivului emitent.” Această regulă se adresează acționarilor care încearcă să își **construiască treptat o poziție dominantă** în cadrul structurii acționarilor, dar nu stabilește o marjă procentuală sau o anumită perioadă în care acționarul ar trebui să depășească pragul de 50%. Scopul acestei reglementări este evitarea unor manevre prin care acționarii majoritari ar încerca să se sustragă de la obligativitatea efectuării unei oferte publice.²⁷

1.7. Responsabilitatea societății-țintă

Conducerea societății-țintă este îndatorată să nu întreprindă acțiuni care ar putea avea ca efect **eșecul ofertei de preluare**. Încercarea de influențare a acționarilor se subscie acestor practici interzise.²⁸ Totodată, anumite clauze din actul constitutiv al societății, precum interdicțiile de înstrăinare a pachetelor de acțiuni stabilite în favoarea unui anumit acționar, contravin dispozițiilor LPC și vor fi deci anulabile.²⁹

Consiliul de administrație al societății-țintă nu are atribuții în încuviințarea ofertelor publice de preluare obligatorie, spre deosebire de cazul preluărilor voluntare, care implică obținerea avizului din partea organului de conducere. Principiile guvernării corporatiste presupun exercitarea într-o manieră onestă și echitabilă a atribuțiilor consiliului de administrație³⁰, membrii acestuia fiind datori să reprezinte

interesele societății și nu pe cele ale acționarilor care i-au propus. Fiindcă oferta de preluare obligatorie este fundamentată pe **principiul protecției acționarilor minoritari**, este necesar să se prevină o situație de blocaj venit din partea reprezentanților ofertantului în cadrul consiliului de administrație.

Astfel, **strategiile de prevenție** a unei preluări ostile pot consta în: schimbări în structura organizațională, majorări ale capitalului social prin aporturi în natură sau vânzarea activelor-cheie a societății-țintă; motivația ofertantului va fi astfel scăzută, deoarece prețul ofertei va crește considerabil ca urmare a unor astfel de operațiuni³¹. Să presupunem că un acționar majoritar, care deține 75% din drepturile de vot ale emitentului și deci puterea în cadrul AGA, efectuează un aport în natură la un preț supraevaluat; el va forța astfel restul acționarilor să subscrie acțiuni prin aporturi în numerar, pentru a nu le fi diluate participațiile.

1.8. Sancțiuni

Nerespectarea obligației de a adresa o ofertă de preluare tuturor deținătorilor de valori mobiliare va fi sancționată atât **civil**, cât și **administrativ**. În fază civilă, drepturile de vot ale acționarului ce exced pragul de 33% vor fi suspendate, dacă nu inițiază oferta în termenul legal de 2 luni de la atingerea respectivei dețineri. De asemenea, acestuia îi va fi interzis să mai dobândească titluri ale emitentului, indiferent prin ce mijloace. **Suspendarea drepturilor de vot** revine în atribuția consiliului de administrație al emitentului; în caz contrar, C.N.V.M. poate dispune, la cerere sau din oficiu, suspendarea drepturilor de vot.³² Sancțiunile administrative (avertismentul sau amenda, conform art. 273 LPC), pot fi dispuse de către C.N.V.M., în concordanță cu Regulamentul C.N.V.M. nr. 11/1997³³.

2. Privire comparativă și critică

Luând în considerare reglementările din dreptul comparat, putem constata că în SUA, spre exemplu, nu există obligația de a iniția o ofertă de preluare obligatorie³⁴, accentul căzând pe **transparența tranzacțiilor** (subzistă obligația de a anunța autoritatea de reglementare cu privire la achizițiile efectuate). În majoritatea statelor membre, obligația de lansare a ofertei apare la atingerea pragului de 30%, cu excepția Franței, unde controlul este definit și de deținerea a 1/3 din capitalul social, sau Poloniei, unde pragul este identic cu cel din legislația românească.³⁵

Apreciem că, în absența obligativității ofertei publice obligatorii, procesul preluării societăților comerciale cotate la bursă ar fi opac și nu ar asigura protecția acționarilor minoritari, care urmăresc în primul rând încasarea dividendelor și doar pe plan secund influențarea emitenților. Mai mult, este criticabilă noțiunea de control

stabilită de legiuitor, care este influențată de uniformizarea la nivel european, dar nu ține cont de reglementările specific naționale ale societăților comerciale.

Piața de capital se concentrează pe maximizarea investițiilor, dar formalismul acestor oferte obligatorii pare să îngreuneze investitorii, care sunt **descurajați de prețul foarte ridicat** al unor astfel de oferte³⁶. Piața de capital din România nu prezintă o atractivitate deosebită pentru investitorii străini, iar utilă s-ar dovedi crearea unei piețe regionale de investiții în estul Europei.³⁷

Există numeroase avantaje ale investițiilor la bursă, în special atragerea unui capital substanțial, cu protejarea concomitentă a investitorilor. Dacă aruncăm o privire asupra documentației C.N.V.M., putem constata un număr foarte mic de oferte publice de preluare obligatorii în derulare, în ciuda amenzilor aplicate. Soluțiile ar putea consta în implicarea sporită a autorităților de supraveghere a pieței, sau pur și simplu într-o modificare legislativă care să ușureze tranzacționarea.

* Sonia-Ștefania VIGDOROVITS, studentă anul IV la Facultatea de Drept, Universitatea "Babeș-Bolyai" din Cluj-Napoca; sonia.vigdorovits@yahoo.com

¹ G. Piperea, *Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar*, Ed. All Beck, București, 2005, p.671.

² Un exemplu de încălcare a acestei obligații îl constituie ascunderea de către Oltchim față de conducerea B.V.B. a unei amenzi în valoare de 14 milioane de euro, aplicată de Asociația Națională pentru Protecția Mediului, în urma omisiunii Oltchim de a depune certificate emisie de gaze cu efect de seră. Un astfel de incident ar fi avut efecte majore asupra evoluției tranzacțiilor acțiunilor Oltchim la B.V.B. și ar fi trebuit adus de îndată la cunoștința investitorilor.

³ Statele membre pot opta pentru implementarea sau nu a Art. 9 și 11 din Directivă. Art. 9 menționează că orice acțiune de blocare a unei oferte de preluare exercitată de consiliul de administrație al unei societăți trebuie aprobată de către AGA, iar art. 11 îi permite ofertantului să ignore orice blocaje venite din partea emitentului, fie ele restricții de transfer a valorilor mobiliare, clauze de agrement etc.

⁴ Odată ce un ofertant ajunge să dețină majoritatea valorilor mobiliare ale companiei-țintă, acesta poate solicita tuturor deținătorilor să-i vândă valorile mobiliare rămase la un preț echitabil, atunci când deține acțiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social sau a achiziționat în cadrul unei oferte publice de cumpărare mai mult de 90% din acțiunile vizate. Acționarii minoritari se bucură și ei la rândul lor de dreptul de a iniția ei înșiși o ofertă de vânzare (*sell-out*) către ofertant. Efectul exercitării dreptului de squeeze-out constă în retragerea emitentului de la tranzacționare.

⁵ Silja Maul, Athanasios Koulouridas, *The Takeover bids Directive*, German Law Journal, 2004, p.355, accesibil la <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=411>.

⁶ Raportul privind aplicarea Directivei 25/2004. A se vedea http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.

⁷ C. Duțescu, *Legea privind piața de capital. Comentariu pe articole*, Ed. C.H. Beck, București, 2009, p. 442.

⁸ Dregger/Kalss/Winner, *Das österreichische Übernahmerecht*, Ed. Linde, Viena, 2007. Retragerea de la tranzacționare poate interveni de drept, în temeiul art. 87 alin. 4 lit. a, atunci când avem un singur

acționar majoritar, iar ceilalți își exercită dreptul de retragere conform art. 206 LPC. Un exemplu eșuat de delistare îl constituie cel al societății Zentiva București, deoarece producătorul francez Sanofi-Aventis a reușit să controleze doar 78,31% din Zentiva. Sursa: http://www.sfin.ro/articol_18601/sanofi-aventis_a_regandit_delistarea_zentiva_bucuresti.html.

⁹ Considerăm că nu poate fi vorba despre o încălcare a libertății contractuale în cazul ofertelor de preluare obligatorii, pentru că prezumția consimțământului ofertantului reiese întocmai din achiziția de titluri peste pragul stabilit legal. Așadar, legiuitorul înțelege să interpreteze achiziționarea unui pachet de acțiuni conferind peste 33% din drepturile de vot în sensul intenției clare a acționarului de a controla societatea.

¹⁰ LPC definește în art. 125 piața reglementată ca fiind având următoarele trăsături:

„a. funcționează regulat, b. reglementările emise și supuse aprobării C.N.V.M definesc condițiile de funcționare, de acces pe piață și de admitere la tranzacționare a unui instrument financiar, c. respectă cerințele de raportare și transparență în vederea asigurării protecției investitorilor.” Menirea pieței reglementate este să asigure confruntarea unor interese multiple de vânzare și de cumpărare exprimate de terți pentru instrumente financiare.

¹¹ Această excepție prezintă și riscuri serioase de eludare a legii, atunci când pentru a evita efectuarea unei oferte de preluare obligatorii și plata unui preț legal, mai ridicat, pachetele de control asupra emitentului se transmit indirect, prin filiale. Spre exemplu A, acționar la emitentul X, va transmite pachetul său de 40% obținut în urma unei oferte de preluare voluntară filialei sale Y, tranzacția fiind una exceptată. Înțelegându-se cu o altă societate B să îi ofere controlul asupra emitentului, B va prelua filiala Y, în mod indirect, controlând astfel și emitentul.

¹² Potrivit dispozițiilor art. 242 LPC, acționarii unei societăți admise la tranzacționare, care nu sunt de acord cu hotărârile luate de AGA cu privire la fuziuni sau divizări, care implică alocarea de acțiuni ce nu sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată, au dreptul de a se retrage din societate și de a obține de la aceasta contravaloarea acțiunilor, potrivit art.134 din Legea nr. 31/1990.

¹³ În cazul fuziunilor prin absorbție, apreciem că nu ar fi incident cazul inițierii unei oferte de preluare după fuzionare, ținând cont de faptul că societatea emitentă, absorbită, își încetează existența conform art.250 din Legea nr. 31/1990. Modul neintenționat de obținere a unei dețineri de peste 33% din drepturile de vot la societatea-țintă poate viza acționarii majoritari ai acesteia, care pot fuziona, participația lor depășind astfel pragul de 33%. Înstrăinarea acțiunilor care depășesc pragul de 33% din drepturi de vot pare să rezolve problema teoretic, dar mai există și necesitatea găsirii unor cumpărători.

¹⁴ Acțiunile cu drept de vot multiplu la o societate cotate pe piața bursieră sunt inadmisibile, deoarece contravin principiului egalității acționarilor.

¹⁵ G. Piperea, op.cit., p. 672.

¹⁶ Fondul de investiții american QVT, acționar minoritar la The Rompetrol Group, a solicitat acestora efectuarea ofertei publice de preluare a acțiunilor celorlalți deținători, în urma schimbării acționarului majoritar în favoarea KazMunayGaz. Sursa: <http://www.wall-street.ro/articol/Piete-de-capital/56317/Fondul-de-investitii-QVT-solicita-TRG-realizarea-ofertei-obligatorii-de-preluare.html>.

¹⁷ Theodor Baums, *Low balling, creeping-in und deutsches Ubernahmerecht*, p.22, accesibil la <http://www.ilf-frankfurt.de/ILF-Working-Papers.117.0.html>.

¹⁸ C. Duțescu, op.cit., pag. 475.

¹⁹ Următoarele categorii sunt definite ca persoane implicate, la art. 2 pct. 22 LPC:

- a) persoane care controlează sau sunt controlate de către un emitent sau care se găsesc sub un control comun;
 - b) persoane care participă direct sau indirect la încheierea unor acorduri în vederea obținerii sau exercitării în comun a drepturilor de vot, dacă acțiunile, obiect al acordului, pot conferi o poziție de control;
 - c) persoane fizice din cadrul societății emitente care au atribuții de conducere sau control;
 - d) soții, rudele și afinii până la gradul al doilea ale persoanelor fizice menționate la lit. a) - c);
 - e) persoane care pot numi majoritatea membrilor consiliului de administrație în cadrul unui emitent;
- ²⁰ Dregger/Kalss/Winner, op.cit., p.45.
- ²¹ C. Duțescu, op.cit.,p. 480.
- ²² Protecția acționarilor minoritari are la bază și corecta informare a publicului, pentru a se evita manipularea deciziei acționarilor.
- ²³ A se vedea: http://www.avocatnet.ro/content/articles/id_16260/Achizițiile-indirecte-pe-piata-de-capital-Oferta-publica-de-preluare-obligatorie.html
- ²⁴ C. Duțescu, op. cit., p. 481.
- ²⁵ Art. 204 alin. 2 din LPC enumeră următoarele criterii subsidiare de determinare a prețului :
- a) prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare derulării ofertei;
 - b) valoarea activului net al societății, conform ultimei situații financiare auditate;
 - c) valoarea acțiunilor rezultate dintr-o expertiză, efectuată de un evaluator independent, în conformitate cu standardele internaționale de evaluare.
- ²⁶ Dregger/Kalss/ Winner, op.cit., p.305.
- ²⁷ De exemplu, art. 22 alin. (4) din legea austriacă privind achizițiile (Übernahmegesetz), presupune obligativitatea unei oferte de preluare obligatorii în cazul în care acționarul care deține controlul societății-țintă își mărește participația cu minim 2% pe parcursul unui an.
- ²⁸ Dacă anumite activități pot fi încadrate în planul normal de desfășurare a activității societății vizate, iar aceste inițiative au fost luate înainte de publicarea ofertei, ele vor putea fi continuate.
- ²⁹ Art. 11 din Directiva 25/2004 prevede că eventualele restricții privind transferul valorilor mobiliare prevăzute în actul constitutiv al societății sunt inopozabile ofertantului pe perioada de acceptare a ofertei.
- ³⁰ S. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, G. Piperea, *Legea societăților comerciale. Comentariu pe articole*, Ed. C.H. Beck, București, 2009, p. 567.
- ³¹ Vezi C. Duțescu, op.cit., p.639.
- ³² C. Duțescu, op. cit., p.479.
- ³³ Oricum, aceste amenzi rămân derizorii comparativ cu valoarea enormă a ofertelor nedepuse. A se vedea http://www.money.ro/cnvm-a-dat-amenzi-de-30-000-lei-actionarilor-care-nu-au-lansat-oferte-de-milioane-de-euro_150826.html, precum și buletinele oficiale ale C.N.V.M, accesibile la <http://www.cnvmr.ro/buletin/buletine.html>.
- ³⁴ Theodor Baums, op.cit. p.18.
- ³⁵ Herbert Smith, Gleiss Lutz, Takeovers directive: implementation and impact, accesibil la www.herbertsmith.com.
- ³⁶ Exemplul societății "Omega Procom", care, după ce a fost notificată că trebuie să lanseze o ofertă de preluare publică, și-a diminuat participația de la 91,71% din capitalul social al "Agromec" Târnăveni la 30,99%. Sursa: http://www.bursa.ro/s=piata_de_capital&articol=57374.html.
- ³⁷ Există tratative de unificare a piețelor de capital din Viena, Budapesta și București. A se vedea http://m.fin.ro/articol_7203/valul-de-fuziuni-a-cuprins-pietele-de-capital-din-intreaga-lume.html.