

REVISTA ROMÂNĂ DE DREPT AL AFACERILOR

ROMANIAN BUSINESS LAW REVIEW

1/2020

COORDONATORI SECȚIUNE DREPT PRIVAT

Prof. univ. dr. Daniel Petruș SANDRU
Cărtăș juridic dr. Dragoș CAJIN

COORDONATOR SECȚIUNE DREPT PUBLIC

Prof. univ. dr. Steliana CHERȘOMIA

COORDONATOR SECȚIUNE DREPT PENAL



Wolters Kluwer
Romania

DREPT SOCIETAR

15 **Sebastian BODU**

Preluarea ostilă

CENTRUL PENTRU DREPTUL AFACERILOR TIMIȘOARA

43 **Lucian BERCEA**

Cuvânt înainte la rubrica permanentă a Centrului pentru Dreptul Afacerilor Timișoara

45 **Cătălin LUNGĂNAȘU**

Reprezentarea unei persoane fizice de o societate cu răspundere limitată. Implicații în dreptul procesual civil (*practică judiciară comentată*)

DREPTURI REALE

55 **Irina SFERDIAN**

Teoria generală a dezmembrării proprietății private. Considerații asupra posesiei și protecției juridice a dezmembrămintelor proprietății private

DREPTUL PROTECȚIEI CONSUMATORULUI

75 **Gabriel MIHAI**

Protecția drepturilor consumatorului european

86 **Teodora-Maria BANTAȘ-VĂDUVA**

Soluționarea conflictelor de legi din acțiunile în răspundere pentru produse defectuoase

DREPT FISCAL

99 **Raluca Elena GÂLEA**

Frauda în materia TVA: conturarea unor elemente obiective care permit dovedirea vinovăției

PROCEDURĂ CIVILĂ

131 **Dominic GIDRO**

Natura juridică și fundamentul acțiunii directe a utilizatorului din contractul de leasing împotriva furnizorului bunului în contextul O.G. nr. 51/1997 și al noului Cod civil

146 **Bogdan Sebastian GAVRILĂ**

Utilitatea mijloacelor de probă digitale în stabilirea adevărului judiciar

MONITORUL FUZIUNILOR & ACHIZIȚIILOR

157 **Camelia PĂTRAȘCU, Marcel BĂLȚESCU**

COVID-19 – caz de forță majoră în obligațiile contractuale?

PRACTICA NEUNITARĂ

165 Selecție a minutelor ședințelor profesionale trimestriale pentru analiza practicii neunitare a curților de apel din 2018 și 2019

SINTEZE DE JURISPRUDENȚĂ

201 Selecție de jurisprudență relevantă a curților de apel, din anii 2018 și 2019

dr. Sebastian BODU, MBA
formator, Institutul Notarial Român

ABSTRACT

Hostile takeover is the takeover public offer made despite the opposition of the management of a company. The reasons for the hostility are, in general, the fear of the management of the target company that will be replaced after taking over. The hostility is expressed, formally, by recommending the management of the target company made to its shareholders to accept or not the takeover offer of the acquirer. The best solution to avoid taking over is to manage the company in order to increase its value so that the shareholders are not tempted to sell their shares. In order to be prepared in the face of hostile takeover, the management of the company must be attentive to market movements with its stock. These measures are included in a plan previously developed by the management or are provided for in the articles of incorporation. Anti-takeover measures can be both proactive (prior to the preliminary announcement) and reactive (after the preliminary announcement). Proactive measures are the "poisoned pills", the sale or charging of assets, amendments to the articles of incorporation and the "golden parachute". The reactive measures include: acquiring their own shares, greenmail procedure, dividing the company, finding a competing bidder (white knight), recapitalizing, decapitalizing, indebtedness, selling or charging with assets, dividing, acquiring by the target company of others companies, launching an offer to buy or take over the tenderer (Pac-Man counter-attack) or notifying the competition authority about the economic concentration resulting from the takeover. Apart from the competing bidder, European law prohibits (following the English model, as opposed to the American one) anti-takeover measures. These prohibitions are the *no frustration* principle. The advantage of the system based on the *no frustration* principle is that it allows the offer of the buyer to reach the shareholders, the only ones able to decide on its acceptance or rejection. Given that the Law no. 24/2017 on issuers of financial instruments and market operations, by transposing *mutatis mutandis* the provisions of the Thirteenth Company Directive, drastically limits the freedom of the company management to launch anti-takeover measures, leaving each shareholder the almost complete freedom to accept or reject the offer, according to their own interest. Anti-takeover measures may be suspended by the general meeting of the target company, during the takeover bid, to disarm leadership in the fight against takeover, thus allowing shareholders to freely decide whether or not to sell their shares ("breakthrough rule"). The role of the *breakthrough rule* is,

^[1] Studiu prezentat la Conferința Europeană a Serviciilor Financiare, ediția 2020.

^[2] Material extras din lucrarea *Tratat de drept societar*, de Sebastian Bodu, ed. 2. Editura Rosetti International, București, 2019.

therefore, to make the *no frustration* principle functional. The statutory clauses that become suspended are the statutory clauses of agreement or the particular conventions (extra-statutory) which have as their object the restriction of the free transfer of shares, the statutory restrictions on voting rights, the dual class voting shares. Unfortunately, the transposition of the Thirteenth Company Directive has been defective by our legislator, which creates confusion regarding the application of the *no frustration* principle.

Keywords: *hostile takeover, anti-takeover actions, no frustration principle, breakthrough rule*

REZUMAT

Preluarea ostilă este oferta de preluare făcută în pofida opoziției conducerii unei societăți. Motivele ostilității sunt, în general, temerea conducerii societății-țintă că va fi schimbată după preluare. Ostilitatea se exprimă, formal, prin recomandarea conducerii societății-țintă făcută acționarilor săi de a accepta sau nu oferta de preluare a achizitorului. Cea mai bună soluție pentru a evita preluarea este de a administra societatea întru creșterea valorii sale, astfel încât acționarii să nu fie tentați să-și vândă acțiunile. Pentru a fi pregătită în fața unei preluări ostile, conducerea societății trebuie să fie atentă la mișcările din piață cu acțiunile sale. Aceste măsuri sunt cuprinse într-un plan anterior realizat de management sau sunt prevăzute chiar în actul constitutiv. Măsurile antipreluare pot fi atât proactive (anterioare anunțului preliminar), cât și reactive (ulterioare anunțului preliminar). Măsuri proactive sunt „pilulele otrăvite”, vânzarea sau grevarea de sarcini a unor active, amendamente ale actului constitutiv și „parașuta de aur”. Printre măsurile reactive se evidențiază: dobândirea propriilor acțiuni, procedura *greenmail*, divizarea societății, găsirea unui ofertant concurent (*white knight*), recapitalizarea, decapitalizarea, îndatorarea, vânzarea sau grevarea cu sarcini a unor active, divizarea, achiziționarea de către societatea-țintă a altor societăți, lansarea unei oferte de cumpărare sau preluare a ofertantului (contra-atacul *Pac-Man*^[3]) sau sesizarea autorității de concurență cu privire la concentrarea economică rezultată în urma preluării^[4]. În afara ofertantului concurent, legislația europeană interzice (după model englez, opus celui american) măsurile antipreluare. Aceste interziceri constituie principiul neutralității (*no frustration*). Avantajul sistemului bazat pe principiul neutralității este acela de a permite ca oferta achizitorului să ajungă negreșit la acționari, singurii în măsură să decidă asupra acceptării sau

[3] Denumită astfel după un personaj al unui joc video.

[4] Ofertantul este însă obligat de lege să se adreseze Consiliului Concurenței, care emite o decizie de autorizare, de neautorizare sau de neobiecteune. Deciziile Consiliului sunt acte administrative ce pot fi atacate în contencios administrativ (art. 47¹ din Legea nr. 21/1996 privind concurența) de orice persoană ce se consideră vătămată în drepturile sale, recunoscute de lege (deci și de societatea-țintă, prin conducerea ei ostilă preluării). Câtă vreme ofertantul poate ataca această decizie, în calitate de „parte”, înseamnă că legea recunoaște că autorizarea sau neautorizarea fuziunii reprezintă un drept recunoscut de lege și nu un simplu interes ce nu ar putea fi protejat printr-o acțiune în contencios administrativ (pentru distincția dintre drept recunoscut de lege și interes, a se vedea Valentin Prisăcaru, *Tratat de drept administrativ român. Partea generală*. Editura Lumina Lex, București, 2003, pp. 166 și urm.).

respingerii ei. În condițiile în care Legea emitenților de instrumente financiare și operațiuni de piață, prin transpunerea *mutatis mutandis* a prevederilor din cea de-a Treisprezecea Directivă Societară, limitează drastic libertatea conducerii societare de a lansa măsuri antipreluare, lăsând fiecărui acționar libertatea aproape deplină de a accepta sau respinge oferta, conform propriului interes. Măsurile antipreluare pot fi suspendate de către adunarea generală a societății-țintă, pe perioada derulării ofertei de preluare, pentru a dezarma conducerea în lupta împotriva preluării, permițând astfel acționarilor să decidă liber dacă își vând sau nu acțiunile ofertantului („regula *penetrării*”). Rolul regulii *penetrării* este, deci, de a face funcțional principiul neutralității (*no frustration*). Clauzele statutare care ajung a fi suspendate sunt clauzele statutare de agreement sau convențiile particulare (extrastatutare) ce au ca obiect restricționarea liberului transfer al valorilor mobiliare, restricțiile statutare cu privire la drepturile de vot, acțiunile cu vot plural (*dual class voting*). Din păcate, transpunerea celei de-a Treisprezecea Directivă Societară s-a făcut defectuos de către legiuitorul nostru, ceea ce creează confuzie cu privire la aplicarea principiului neutralității.

Cuvinte-cheie: *preluare ostilă, măsuri antipreluare, principiul neutralității, regula penetrării*

Legislație relevantă: Legea nr. 24/2017, Legea nr. 31/1990

Dobândirea controlului (achiziția) asupra unei societăți, printr-o ofertă publică de preluare adresată acționarilor săi, poate fi susținută de conducerea societății (denumită societate-subiect al preluării^[5], „societate-ofertată”^[6] sau „societate-țintă”^[7]), poate fi tratată cu indiferență sau poate fi primită cu ostilitate.

Oferta publică de cumpărare a pachetului de control, făcută acționarilor societății-țintă în pofida opoziției conducerii sale, se numește, așadar, „preluare ostilă”^[8]. O preluare poate începe amiabil și poate continua cu ostilitate sau invers, poate începe cu ostilitate, dar se poate încheia amiabil^[9], iar o preluare amiabilă are avantajul că ofertantul poate derula un proces de investigare diligentă. Ofertantul poate fi o persoană fizică sau juridică, dar, în cvasitotalitatea cazurilor, este o societate comercială.

1. Motivele ostilității

Având în vedere că orice preluare are șanse mari să ducă la o înlocuire atât a consiliului de administrație, cât și, în continuare, a managementului, de multe ori membrii conducerii nu privesc cu ochi buni oferta, astfel că pot folosi diverse mijloace pentru a împiedica acceptarea ei.

^[5] Acest termen este folosit de Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, publicată în M. Of. nr. 571 din 29.06.2004, cu modificările și completările ulterioare (denumită în continuare „Legea pieței de capital”).

^[6] Acesta este termenul folosit de cea de-a Treisprezecea Directivă Societară.

^[7] Acesta este termenul folosit în SUA și Regatul Unit.

^[8] Graham Bannock, William Manson, *Dicționar internațional de finanțe englez-român*, Editura Universal Dalsi, București, 2000, p. 236.

^[9] Edwin L. Miller, Jr., *Mergers and Acquisitions. A Step-By-Step Legal and Practical Guide*. Wiley, Hoboken, 2008, p. 247.

În afară de conducerea societății-țintă, pot exista și alte categorii de persoane interesate ca preluarea să nu aibă loc: acționari minoritari, creditori, clienți, furnizori, syndicate. De exemplu, clienții sau furnizorii nu vor să continue afacerile cu societatea achiziționată de altcineva și însuflă această opoziție managementului. Sau oferta de preluare propune schimbul de acțiuni ale societății-țintă cu acțiuni emise de societatea-ofertantă în acest scop, pe care conducerea societății-țintă le consideră ca fiind supraevaluate^[10]. Nu în ultimul rând, având în vedere că, de cele mai multe ori, preluarea se face în scopul eficientizării societății, atât conducerea, cât și angajații se opun deoarece se așteaptă la disponibilizări și/sau vânzarea unor active (mai ales atunci când cumpărătorul este un investitor strategic, care de multe ori își finanțează preluarea printr-un credit) ori chiar la o lichidare (unii având chiar o reputație în a dezmembra societăți^[11]).

Deși spectrul schimbării controlului în societate este un mijloc de presiune asupra membrilor conducerii pentru a crește eficiența^[12], acesta nu este totuși suficient. Conducerea societății e în mod natural tentată să urmărească scopuri personale, care generează costuri ale agenției (*agency costs*), astfel că guvernanța corporativă presupune instituirea unor mecanisme solide de supraveghere și monitorizare a managerilor, precum și instrumente remuneratorii de stimulare a lor pentru a lucra în beneficiul acționarilor.

Pentru a evita sau a reduce, așadar, urmărirea scopurilor personale, conflictuale cu interesele societății și ale acționarilor, relativ la o ofertă de preluare, interesele conducerii pot fi aliniate intereselor acționarilor. Alinierea se face prin avantajele patrimoniale acordate membrilor conducerii în cadrul unui plan de participare la profit, sub forma acțiunilor sau opțiunilor de acțiuni. Cu cât acțiunile – existente sau rezultate din transformarea opțiunilor – sunt mai multe, cu atât membrii conducerii vor fi mai puțin ostili față de ofertă, mai ales că, după o preluare, prețul acțiunilor pe piață crește de obicei semnificativ^[13].

Practica americană a mai identificat următoarele motive de ostilitate față de preluare: orgoliu, lipsă de experiență, probleme legate de evaluare (corporația-țintă se auto-evaluează mai scump decât este evaluată de corporația ofertantă), temeri ale finanțatorilor, angajaților sau clienților, lipsa încrederii în cei care negociază, teama de o neintegrare ulterioară, probleme în situațiile financiare, probleme de mediu etc.^[14]

Uneori, preluarea ostilă este singura cale de a achiziționa o corporație, dar, dacă nu intervin alte variabile, procedura operațiunea generează costuri suplimentare. În primul rând, prețul din ofertă va fi mai mare. În al doilea rând, vor fi costuri post-preluare, în speță costuri de integrare, mai ales când corporația achizițioară nu intenționează să lichideze corporația preluată, ci să continue activitatea, caz în care va trebui să plătească suplimentar pentru a păstra anumiți manageri și angajați de ale căror cunoștințe are nevoie în continuare^[15]. De aceea, o reconsiderare a ofertei

[10] William J. Carney, *Essentials of Mergers and Acquisitions*. Wolters Kluwer (Law & Business), New York, 2009, pp. 130-131.

[11] De exemplu, *Elliott Associates*, principalul acționar al Fondului Proprietatea, este parte a grupului *Elliott Management Corporation*, un fond speculativ de investiții (*hedge fund*) considerat vulturesc (*vulture fund*).

[12] Robert W. Hamilton, *Corporations*, 4th Edition. West Publishing Co., St. Paul, Minnessotta, 1997, p. 368.

[13] William A. Klein, John C. Coffee, Jr., *Business Organization And Finance*. The Foundation Press, New York, 1996, p. 167.

[14] Andrew J. Sherman, Milledge A. Hart, *Mergers and Acquisitions from A to Z*, 2nd Edition, Amacom, New York, 2006, p. 230.

[15] Brendan McSweeney – *Takeover Strategies, Competitive Bidding, and Defensive Tactics*, în *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford University Press, Oxford, 2012, de David Faulkner, Satu Teerikangas, Richard J. Joseph, p. 294.

corporației achiziitoare, fără a aștepta ca managementul să lanseze măsuri antipreluare, poate fi uneori considerată o salvare a unor cheltuieli^[16].

Nu în toate cazurile conducerea societății se opune preluării doar pentru a-și salva funcțiile. În unele cazuri, se poate opune deoarece este convinsă că valoarea societății va crește în viitorul apropiat, dar nu poate face publice aceste informații, astfel ca acționarii să țină cont de ele și să respingă oferta.

De exemplu, un producător de medicamente care lucrează la dezvoltarea unui nou produs nu poate face publică o astfel de informație, considerată de o maximă confidențialitate anterior brevetării, deoarece ar duce la replicarea produsului de către concurenți. Un alt exemplu ar fi acela în care societatea are niște litigii nededuse judecății ce grevează asupra valorii sale, dar conducerea societății este pe cale să le tranzacționeze extra-judiciar cu costuri minime, care însă, la fel, nu pot fi făcute publice astfel încât acționarii să țină cont de situație^[17]. În cazuri precum cele de mai sus (și nu doar atunci când conducerea societății crede că poate obține o ofertă mai bună) se poate spune că, opunându-se preluării^[18], se acționează chiar în interesul acționariatului.

Legislația engleză (ca și cea europeană) cere conducerii companiei să acționeze exclusiv în interesul acționarilor, atunci când aceste interese sunt convergente, astfel că temerea de preluare, inclusiv ostilă, este binevenită, întrucât pune presiune pe management să mulțumească acționarii care, altfel, ar fi tentați să accepte oferta achizitorului^[19].

2. Inițierea ofertei. Poziția conducerii societății și a acționarilor ei față de oferta de preluare

Oferta de preluare voluntară poate fi amiabilă (*friendly takeover*), atunci când managementul nu se opune preluării societății de către achizitor, sau poate fi ostilă (*hostile takeover*), atunci când managementul se opune.

În primul caz, managementul permite achizitorului să se adreseze liber acționarilor potențial vânzători, ba chiar facilitează vânzarea („vinde” oferta către acționari^[20]), mai ales când are un interes în acceptarea schimbării controlului ori chiar îl inițiază sau participă la el, situație în care interesul managementului pentru preluarea societății de către achizitor poate ridica probleme de abuz administrativ, care generează *costuri ale agenției*. În al doilea caz, managementul recomandă acționarilor-destinatari să nu accepte oferta.

[16] Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 3rd Edition. John Wiley & Sons, New York, 2002, p. 168.

[17] William J. Carney, *op. cit.*, p. 130.

[18] Conform art. 3 paragraful (1) lit. c) teza I din cea de-a Treisprezecea Directivă Societară, consiliul de administrație trebuie să acționeze în interesul societății, ca întreg.

[19] Paul L. Davies, Sarah Worthington, *Gower and Davis' Principles of Modern Company Law*, 9th Edition, Thomson Reuters (Professional), London, 2012, p. 1011.

[20] Paul Davies, Klaus Hopt și Wolf-Georg Ringe – *Control Transactions*, în *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3rd Edition. Oxford University Press, New York, 2017, de Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hamman, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe, Edward Rock, p. 208.

Opoziția față de preluare vine atât din partea managementului societății-țintă, cât și, mai departe, a consiliului său de administrație, respectiv de supraveghere, exprimată, formal, prin recomandarea negativă cu privire la oportunitatea preluării, transmisă întâi Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF), conform art. 31 alin. (1) din Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață (denumită în continuare „Legea emitenților de instrumente financiare și operațiuni de piață”), iar ulterior exprimată chiar în fața adunării generale, convocată special pentru a-i informa pe acționari despre această poziție, și care trebuie însoțită de:

- (i) argumentele care stau la baza recomandării;
- (ii) punctul de vedere al conducerii cu privire la efectele preluării asupra întregii activități a societății, în special a locurilor de muncă și
- (iii) opinia cu privire la strategia viitoare a ofertantului referitoare la societatea-țintă (precizată de cel dintâi în anunțul preliminar), precum și cu privire la eventualele efecte pe care aceste planuri le pot avea asupra angajaților și asupra zonei în care societatea își desfășoară activitatea.

Mai mult, același punct de vedere este adus și la cunoștința angajaților societății-țintă, direct sau prin reprezentanți sindicali, atunci când există [art. 59 alin. (3) din Regulamentul privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață].

Argumentarea recomandării este necesară pentru a putea vedea câtă obiectivitate este în poziția conducerii, având în vedere că membrii săi își pot urmări interesul personal de a nu risca acceptarea unei schimbări a controlului asupra societății, schimbare ce le-ar putea afecta înseși funcțiile. Argumentele care stau la baza recomandării ar trebui, de asemenea, să se bazeze pe o opinie externă independentă (de la o bancă de investiții), în special cu privire la conținutul ofertei, precum prețul oferit și perspectivele societății după preluare^[21].

Ostilitatea conducerii nu intră însă în sfera de aplicare a dispozițiilor art. 144³ din Legea nr. 31/1990 privind societățile (denumită în continuare „Legea societăților”) cu privire la abținere pe motiv de conflict de interese, deoarece administratorii nu au un interes într-altă societate, conflictul de interese venind din interior, adică între propriile interese și interesele acționarilor pe care trebuie să le protejeze în exercitarea mandatului, după cum prevede generic chiar art. 144¹ alin. (4) din Legea societăților. Dacă, însă, conducerea are și calitatea de ofertant, ca în cazul unui *MBO* (*Management Buy Out*), atunci recomandarea ar trebui cu atât mai mult însoțită de opinia externă independentă.

Organul de administrație al societății-țintă nu este obligat să permită ofertantului accesul la registrele sale. De asemenea, conform art. 144¹ alin. (5) și (6) din Legea societăților, membrii consiliului de administrație nu au voie să divulge informațiile confidențiale și secretele comerciale ale societății, la care au acces în calitate de administratori. Conținutul și durata obligațiilor sunt stipulate în contractul de administrație.

Este discutabil dacă informarea acționarilor cu privire la existența unor asemenea secrete ar putea avea loc în fața acționarilor întruniți în ședința adunării generale convocate (și) în scopul

^[21] Paul Davies, Klaus Hopt și Wolf-Georg Ringe – *Control Transactions*, în op. cit., de Reinier Kraakman ș.a., p. 226.

de a le recomanda acceptarea sau respingerea, de către fiecare în parte, a ofertei de preluare, chiar și atunci când dezvăluirea se solicită cu majoritate^[22], dat fiind că o majoritate raportată la o prezență mică este, raportată la totalul drepturilor de vot, o minoritate.

Chiar și în cazul în care contractul de administrație permite conducerii, iluzoriu, lansarea unor măsuri antipreluare, nu putem ignora conflictul legislativ între dispozițiile art. 144¹ alin. (5) și (6) din Legea societăților și art. 31 alin. (3)-(5) din Legea emitenților de instrumente financiare și operațiuni de piață, acesta din urmă interzicând conducerii lansarea aproape a oricărei măsuri antipreluare.

Acest conflict apare atunci când recomandarea de respingere a ofertei de preluare se bazează pe informații confidențiale (de exemplu, societatea este pe punctul de a breveta un produs foarte vandabil).

Interesul acționarilor este mai bine protejat atunci când aceștia sunt liberi să accepte sau să respingă oferta, chiar cu riscul de a ignora situații excepționale ce ar putea da conducerii credința că, recomandând respingerea ofertei de preluare, acționează în interesul acționarilor. Dacă există o astfel de credință, ea nu poate fi decât expusă în cadrul adunării generale convocate în scopul prezentării poziției conducerii, inclusiv prin a sugera acționarilor, cu bună-credință, dar și cu prudența protejării informațiilor confidențiale, că există elemente ce nu pot fi făcute publice, dar care pot face ca păstrarea acțiunilor sau acceptarea unei alte oferte să fie mai profitabilă decât vânzarea lor în cadrul ofertei neagreate.

Atunci când acționariatul unei corporații americane este dispersat, managementul este mult mai puternic, astfel că pot fi reglementate măsuri statutare de reacție împotriva preluărilor ostile. Invers, atunci când acționariatul este coagulat, puterea managerilor este mult redusă. Prezența unor investitori sofisticati cu dețineri semnificative scade puterea managementului de a impune clauze statutare antipreluare, deoarece acești investitori au interesul, pe de-o parte, să lase managementul să știe că, dacă nu performează, o preluare a societății este oricând posibilă, iar ei își vor pierde funcțiile și, pe de cealaltă parte, vor avea întotdeauna nevoie de cât mai multe variante de maximizare a venitului din investiție, astfel că piedicile conducerii corporației în calea vânzării acțiunilor nu ar fi în interesul lor^[23].

Existența unor clauze statutare ce prevăd supermajorități (majorități calificate) necesare adoptării hotărârilor favorizează managementul, întrucât fac, de asemenea, aproape imposibilă amendarea actului constitutiv, inclusiv pentru a elimina clauzele care blochează preluările ostile, caz în care doar legea mai poate împiedica activarea măsurilor antipreluare.

Companiile europene continentale, spre deosebire de cele americane și britanice cu acționariat dispersat (*outsider system*), prezintă o coagulare a acționariatului în mâinile unei singure persoane, grup de persoane sau a unei familii, care deține controlul (*insider system*^[24]), restul acțiunilor fiind liber tranzacționabile pe piața de capital. În multe cazuri chiar mari companii funcționează ca societăți de tip închis. De aceea preluările ostile sunt aproape imposibil de pus în practică în astfel de condiții, ceea ce face ca însăși delistarea să fie folosită ca metodă de a împiedica preluarea.

^[22] Pentru o opinie favorabilă, a se vedea I.L. Georgescu, *Drept comercial român*, Editura All Beck, București, 2002, vol. II, p. 333.

^[23] Robert W. Hamilton, *op. cit.*, p. 370.

^[24] Termenii de *outsider* și *insider* au fost propuși de profesorii englezi Julian R. Franks și Colin Mayer.

Cea mai generală metodă de a evita o preluare este ca valoarea societății să fie mare, iar acționarii să fie suficient de satisfăcuți de indicatorii săi de performanță, astfel încât să nu fie tentați a accepta o ofertă de preluare, deși acest lucru nu este o garanție 100% sigură, în funcție de situația concretă.

O societate valoroasă poate fi, din contră, râvnită pentru a fi preluată: numerar în exces, disponibil pentru plata de dividende sau pentru cumpărarea propriilor acțiuni, în locul reinvestirii profitului.

Anterior crizei declanșate în 2008, pentru a-și mulțumi acționarii, societățile au mărit cuantumul distribuțiilor către acționari, finanțându-și investițiile din credite^[25] (mai ales că erau creditele erau ieftine), comportament care le-a redus gradul de solvabilitate și le-a făcut vulnerabile față de preluare.

La fel de generală este „metoda” de a stabili relații foarte bune cu acționarii mari, precum cei instituționali, cărora să li se prefigureze profituri mari din investițiile realizate de societate, însă o relație privilegiată cu aceștia presupune și furnizarea de informații confidențiale, ce excedează acelor informații la care acționarii – chiar și semnificativi – au dreptul în baza dreptului la informare. Și aici există reversul medaliei, în sensul că aceste informații, odată cunoscute de acești acționari, pot fi folosite pentru a evalua obiectiv o ofertă de preluare^[26].

Intențiile de preluare pot fi însă descoperite de conducerea unei societăți-țintă chiar anterior recepționării anunțului preliminar, din faptul că societatea achizitoare își devolează planurile de extindere^[27].

Un prim semnal concret că o societate devine țintă este acela că acțiunile sale devin brusc obiectul unor tranzacții prin care societatea potențial achizitoare sau o persoană care acționează concertat cu aceasta își sporește cota de participare la capitalul ei social, deci în pregătirea lansării unei oferte de cumpărare^[28], de obicei ostile.

Un astfel de „cap de pod” (*toehold*^[29]) este util întâi pentru că reduce numărul valorilor mobiliare pentru care ar trebui făcută oferta, deci automat și costurile ei (deoarece prețul ofertei, pentru a fi atractiv, trebuie să fie mai mare decât prețul de tranzacționare la care au fost cumpărate celelalte acțiuni, prin adăugarea unei prime de control) și apoi pentru că creează un avantaj în fața unor alți ofertanți, care ar trebui să facă un efort financiar suplimentar pentru a concura^[30].

Având în vedere evidența înregistrărilor la depozitar sub forma conturilor globale, emitentul nu poate vedea în orice moment situația acționariatului său, ci doar atunci când depozitarul consolidează conturile. Obligația de informare cu privire la depășirea pragurilor, prevăzută

^[25] Amar Bhidé, *Why Not Leverage Your Company To The Hilt?*, Harvard Business Review, vol. 66, nr. 3, 1988, p. 98.

^[26] Brendan McSweeney – *Takeover Strategies, Competitive Bidding, and Defensive Tactics*, în op. cit., de David Faulkner, Satu Teerikangas, Richard J. Joseph, p. 296.

^[27] Art. 9 paragraful (2) subparagraful (2) din cea de-a Treisprezecea Directivă Societară prevede că statele membre pot stabili ca interdicțiile față de măsurile antipreluare să funcționeze și mai devreme, de exemplu atunci când conducerea societății-țintă realizează („becomes aware”) că lansarea unei oferte de preluare este iminentă.

^[28] Patrick A. Gaughan, op. cit., p. 169.

^[29] Brendan McSweeney – *Takeover Strategies, Competitive Bidding, and Defensive Tactics*, în op. cit., de David Faulkner, Satu Teerikangas, Richard J. Joseph, p. 292.

^[30] Edwin L. Miller, *Mergers and Acquisitions. A Step-By-Step Legal and Practical Guide*. Wiley, Hoboken, 2008, p. 275.

la art. 69 din Legea emitentilor de instrumente financiare și operațiuni de piață, este de un folos limitat în acest caz, ultima obligație, înainte de pragul de control de 33%, fiind la 25%, interval în care potențialul ofertant se poate rapid apropia de pragul de control (*down-raid*^[31]). Iar sistemul de drept românesc al pieței de capital nu permite clauze statutare care să adauge praguri intermediare de raportare a deținerii [art. 69 alin. (5) din Legea emitenților de instrumente financiare și operațiuni de piață].

În alte cazuri, devoalarea intenției de preluare a unei societăți poate să aibă loc anterior recepționării anunțului preliminar prin însăși tatonarea managementului societății societății-țintă de către managementul societății achizitoare. Atunci când cel dintâi este refractar, societatea achizitoare trebuie să fie pregătită inclusiv pentru o preluare ostilă, dacă o astfel de preluare mai prezintă interes după ce conducerea societății-țintă lansează măsuri antipreluare, în caz că are timp, înainte de recepționarea anunțului preliminar.

În dreptul american se înregistrează o reacție a consiliului de administrație față de intențiile acționarilor de a bloca măsurile antipreluare. De exemplu, dacă acționarii numesc un administrator pe un loc vacant pentru a modifica raportul de forțe în interiorul consiliului, administratorii ostili preluării amendează actul constitutiv măbind numărul membrilor săi (de exemplu, de la 7 la 9) și aleg persoane interimare care să ocupe aceste funcții^[32]. Instanța sesizată a decis că astfel de acțiuni ale consiliului lovesc în votul acționariatului și nu se poate susține că ar fi în sfera atribuțiilor de loialitate ale consiliului^[33].

3. Măsuri concrete antipreluare versus neutralitate

Nu de multe ori în practica internațională, opoziția conducerii (management și administrație) nu se limitează la simpla persuasiune asupra acționarilor de a nu da curs ofertei societății achizitoare, ci sunt puse în practică diferite măsuri menite să modifice situația financiară sau juridică a societății-țintă, astfel încât să nu mai fie atractivă pentru preluare.

Aceste măsuri sunt cuprinse într-un plan anterior realizat de management sau sunt prevăzute chiar în actul constitutiv. Măsurile antipreluare pot fi atât proactive (anterioare anunțului preliminar), cât și reactive (ulterioare anunțului preliminar). Oricum, deoarece o societate poate rapid dezvolta și pune în practică măsuri antipreluare, deosebirea dintre ele, în funcție de momentul exercitării, devine irelevantă. Mai ales că ele sunt reversibile, atunci când conducerea societății renunță la ostilitate^[34].

În afară de recomandarea adresată acționarilor de a accepta sau nu oferta, Legea emitenților de instrumente financiare și operațiuni de piață, ca și cea de-a Treisprezecea Directivă Societară a cărei transpunere o reprezintă, interzice – cu o singură excepție (după cum vom vedea) – inițierea oricăror măsuri antipreluare de către conducerea unei societăți comerciale devenite obiect al unei oferte de preluare.

[31] Brendan McSweeney – *Takeover Strategies, Competitive Bidding, and Defensive Tactics*, în *op. cit.*, de David Faulkner, Satu Teerikangas, Richard J. Joseph, p. 291.

[32] Acest procedeu a fost denumit „Blasius”, după numele corporației supusă judecătii [dosarul *Blasius Industries, Inc. vs. Atlas Corp.*, 564 A2d 651 (Delaware Ch. 1988)].

[33] William J. Carney, *op. cit.*, p. 139.

[34] Paul Davies, Klaus Hopt și Wolf-Georg Ringe – *Control Transactions*, în *op. cit.*, de Reinier Kraakman ș.a., p. 216.

Universal vorbind, principalele măsuri proactive antipreluare, pe care conducerea unei societăți-țintă le poate lansa, sunt următoarele: „pilulele otrăvite”, vânzarea sau grevarea de sarcini a unor active, amendamente ale actului constitutiv și „parașuta de aur”. *Pilulele otrăvite (poison pills)* sunt emisiuni de valori mobiliare (acțiuni ordinare, acțiuni preferențiale convertibile în acțiuni ordinare sau opțiuni de subscripție ori de conversie în acțiuni ordinare), activate atunci când cineva achiziționează, conform unei prevederi statutare, mai mult de 10-20% din acțiunile cu drept de vot.

Amendamentele la actul constitutiv constau în clauze care cer majorități calificate (supermajorități) pentru adoptarea anumitor hotărâri, în special privind alegerea membrilor consiliului de administrație (de exemplu, prin înlocuirea doar a unei părți și nu a întregului), prevederi privind prețul minim la care acțiunile pot fi cumpărate, acțiuni cu vot plural sau fracționat ori acțiuni de aur.

Parașuta de aur reprezintă o clauză de încetare a contractului managerilor și/sau administratorilor însoțită de despăgubiri sub forma unor sume forfetare semnificative, plătibile într-un anumit interval de timp de la schimbarea controlului în societate. Există însă și opinia^[35] conform căreia parașuta de aur nu este o măsură antipreluare, ci una propreluare, deoarece membrii conducerii societății vor fi mai interesați să încaseze despăgubirea decât să-și păstreze funcțiile, ceea ce îi va face, deci, să nu fie ostili preluării, ci din contră.

Printre măsurile reactive se evidențiază: dobândirea propriilor acțiuni, procedura *greenmail*, divizarea societății, găsirea unui ofertant concurent (*white knight*), recapitalizarea, decapitalizarea, îndatorarea, vânzarea sau grevarea cu sarcini a unor active, divizarea, achiziționarea de către societatea-țintă a altor societăți, lansarea unei oferte de cumpărare sau preluare a ofertantului (contra-atacul *Pac-Man*^[36]) sau sesizarea autorității de concurență cu privire la concentrarea economică rezultată în urma preluării^[37].

„Pilulele otrăvite” (*poison pills*) au fost inventate de avocatul american Martin Lipton, faimos în domeniul preluărilor. Acesta i-a sfătuit pe *El Paso General Electric* cum să evite o preluare din partea *General American Oil*, în 1982, și apoi pe *Lenox*, pentru a nu fi preluată de *Brown Foreman*, în 1983.

Lenox era tranzacționată la aprox. \$60 per acțiune, iar oferta făcută acționarilor săi de către *Brown Foreman* a fost de \$87 per acțiune, reprezentând de 20 de ori mai mult câștigul per acțiune (*Earnings per Share* sau *EPS*) din anul precedent, deci o ofertă greu de refuzat. Pentru a descuraja preluarea, *Lenox* a emis gratuit acționarilor săi acțiuni preferențiale convertibile în acțiuni ordinare la un raport de schimb de 1/40, acțiuni care ar fi diluat, după conversie, pachetul de control.

[35] William A. Klein, John C. Coffee, Jr., *op. cit.*, p. 168.

[36] Denumită astfel după un personaj al unui joc video.

[37] Ofertantul este însă obligat de lege să se adreseze Consiliului Concurenței, care emite o decizie de autorizare, de neautorizare sau de neobiectiune. Deciziile Consiliului sunt acte administrative ce pot fi atacate în contencios administrativ (art. 47¹ din Legea nr. 21/1996 privind concurența) de orice persoană ce se consideră vătămată în drepturile sale, recunoscute de lege (deci și de societatea-țintă, prin conducerea ei ostilă preluării). Câtă vreme ofertantul poate ataca această decizie, în calitate de „parte”, înseamnă că legea recunoaște că autorizarea sau neautorizarea fuziunii reprezintă un drept recunoscut de lege și nu un simplu interes ce nu ar putea fi protejat printr-o acțiune în contencios administrativ (pentru distincția dintre dreptul recunoscut de lege și interes, a se vedea Valentin Prisăcaru, *Tratat de drept administrativ român. Partea generală*, Editura Lumina Lex, București, 2003, pp. 166 și urm.).