

REZUMAT

Prezenta lucrare analizează situația companiilor listate la bursă care se confruntă cu o ofertă de cumpărare/preluare ostilă sau nedorită din partea unei persoane, acționar sau nu. În această situație, singura salvare o reprezintă utilizarea măsurilor antipreluare. Însă condițiile folosirii lor, proporționalitatea și mecanismul activării lor face obiectul unei controverse aprinse în doctrina juridică corporatistă. De asemenea, vom analiza și poziția în care se află organul de conducere al societății țintă și obligațiile acestuia față de societate și acționari. În ultima parte a lucrării vom analiza câteva din cele mai uzitate măsuri antipreluare și cum funcționează acestea.

ABSTRACT

This paper will focus on the situation that occurs when a publicly traded company is faced with an unwanted offer to buy or a hostile takeover bid pursued by a person, shareholder or not. In this case, the only course of action that remains is to resort to defensive measures. But their framework, activation method and proportionality are the subject of a heated controversy in corporate legal doctrine. We will also analyze the position in which the management board of the target company is in as well as the fiduciary duties owed to the company and its shareholders. The final section of this paper will concentrate on some of the most commonly used defensive measures and how they work.

REZUME

Cet article se propose d'analyser la situation des sociétés cotées en bourse face à une offre d'achat ou de prise en charge hostile par une certaine personne, qui peut être actionnaire ou non. Dans cette situation, la seule chance c'est d'utiliser des mesures contre-prise-en-charge. Mais les conditions dans lesquelles ces mesures peuvent être utilisées, leur proportionnalité et de leur mécanisme d'activation représentent des sujets qui suscitent des vives controverses dans la doctrine juridique de l'entreprise. En outre, nous allons examiner la position de l'organe directeur de la société cible et aussi ses obligations envers la société et les actionnaires. Dans la dernière partie de l'article, on va se concentrer sur le fonctionnement des quelques mesures contre-prise-en-charge, qui sont les plus souvent utilisés aujourd'hui.

CUVINTE CHEIE:

Societate listată, piața de capital, ofertă de preluare, consiliul de administrație, măsuri antipreluare

KEY WORDS:

Publicly traded company, capital markets, takeover bid, management board, defensive measures

MOTS CLE

société cotée en bourse, marché des capitaux, offre de prise en charge, conseil d'administration, mesures contre-prise-en-charge

1. Introducere. În lumea economică de astăzi, societățile comerciale ating cea mai înaltă treaptă de performanță și reputație în momentul în care acestea devin publice iar titlurile emise sunt cotate pe o piață, reglementată sau nu, unde acestea sunt tranzacționate liber. Deschiderea unei societăți față de publicul investitor reprezintă un moment important și esențial în viața unei companii datorită semnificației acestui moment dar și a riscurilor pe care le presupune. Avantajele listării sunt multiple – facilitarea accesului la capital și la multiple posibilități de finanțare a activității, publicitate, etc. – dar există și dezavantaje – publicarea periodică și obligatorie a informațiilor privind societatea, expunerea la fluctuațiile pieței etc¹. Pentru tema pe care o analizăm, cel mai mare risc cu care o societate listată se confruntă este posibilitatea ca o persoană, fizică sau juridică, acționar sau terț, să dorească preluarea controlului în societate fără ca acționarii să dorească acest lucru și, eventual, organul de conducere să dea un aviz negativ preluării.

În sens larg, ofertele de cumpărare sau de preluare sunt acele oferte care au ca obiectiv achiziționarea unui număr îndeajuns de mare de acțiuni într-o societate cotată care să-i permită achizitorului dobândirea și exercitarea controlului în organele deliberative și de conducere ale acelei societăți pentru ca, în final, să-și poată impună strategia dorită. Din punct de vedere juridic, aceste oferte sunt o ofertă unilaterală de a contracta a unei persoane, adresată unui anumit public, ce are ca obiect cumpărarea valorilor mobiliare emise de o societate cotată; tranzacția se perfectează în momentul în care persoanele cărora le-a fost adresată oferta, deținători ale titlurilor respective, își manifestă voința în sensul vânzării acțiunilor. În România, oferta se derulează doar cu respectarea condițiilor impuse de Legea 297/2004 a pieței de capital și a legislației secundare – în special Regulamentul I/2006 privind emitenții și operațiunile cu valori mobiliare – emise de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, autoritatea de supraveghere și control a pieței de capital din România.

După modul în care se formează voința juridică de a contracta, oferta de cumpărare poate fi voluntară sau obligatorie. Aceasta din urmă reprezintă acea obligație instituită de lege în sarcina persoanei (sau grupului de persoane cu care acționează concertat) care a depășit, conform legislației române, pragul de 33% din drepturile de vot într-o societate emitentă, de a derula o ofertă publică de cumpărare adresată celorlalți acționari. Distincția este esențială din perspectiva faptului că în ofertele voluntare măsurile antipreluare pot fi folosite doar dacă au fost în prealabil autorizate cu acest scop de către acționarii întruniți în mod legal în cadrul unei adunări generale, pe când în cea obligatorie nu există această condiție, organul de conducere fiind cel care decide.

Măsurile antipreluare sunt acele măsuri defensive care au rolul de a proteja o societate listată precum și acționarii săi de posibilele oferte de cumpărare/preluare nedorite sau ostile din partea unui ofertant. Mecanismul și utilizarea lor reprezintă unul dintre cele mai controversate domenii din dreptul corporatist contemporan atât datorită ingeniozității lor juridice care, câteodată, se află la limita legii cât și datorită faptului că ele pun în discuție interesele celor 3 părți implicate: ofertantul, acționarii societății țintă și organul de conducere al acesteia.

¹ Gheorghe Piperea, *Drept comercial*, vol. I, ed. C.H.Beck, București, 2008, pag. 381

Măsurile antipreluare au apărut ca reacție la multiplele preluări ostile din anii 1980 de pe piața europeană și în special cea americană și au fost gândite cu scopul de a proteja o companie împreună cu toate persoanele interesate de soarta acesteia – *stakeholders* – respectiv acționarii, creditorii, angajații, etc. Pe parcursul anilor, măsurile antipreluare s-au dezvoltat îmbinând cu succes gândirea juridică și cea economică, evoluând într-o veritabilă armură a companiilor mari și cotate. În prezent, aprox. 85% din marile corporații americane au implementat cel puțin o măsură antipreluare².

2. Noțiunea de preluare ostilă și clasificări. Orice preluare a unei societăți se poate face fie prin absorbția acesteia sau prin schimbarea controlului în structura capitalului social. Pentru această din urmă ipoteză, legea prevede necesitatea derulării unei oferte publice de cumpărare/preluare. Primul pas în acest sens este depunerea documentației cerute de lege la CNVM și doar după obținerea autorizării din partea acestui organ intenția de preluare va putea fi adusă la cunoștința publicului prin publicarea unui anunț. Este foarte important de reținut faptul că odată anunțul publicat, oferta devine irevocabilă iar modificarea condițiilor ei se poate face pe parcursul derulării doar cu aprobarea CNVM. Notificarea societății țintă cu privire la derularea ofertei poate fi făcută atât înainte cât și după publicarea anunțului, fiind mai mult o formalitate ce interesează relațiile amiabile – sau nu – dintre persoanele implicate. După publicarea anunțului, organul de administrație al societății țintă trebuie să formuleze o poziție motivată cu privire la oportunitatea preluării pe care să o aducă la cunoștința acționarilor, angajaților și pieței, prin mijloacele de informare stabilite.

Într-o definiție succintă, preluarea ostilă este cea ofertă de cumpărare ce vizează dobândirea controlului asupra majorității drepturilor de vot ale unei societăți fără acceptul managementului acelei companii³. O preluare devine ostilă (*hostile takeover*) atunci când (i) ofertantul a notificat organul de conducere al societății țintă despre intenția sa, însă acesta a respins oferta și a sfătuit acționarii să nu o accepte sau (ii) ofertantul lansează oferta fără a fi notificat în prealabil organul de conducere al societății țintă despre intenția sa.

În doctrina americană s-a spus că există trei tipuri mari de oferte: **a)** oferta publică făcută pe piață, numită și oferta simplă; **b)** oferta făcută prin acumularea deținerilor (*creeping tender offer*), când sunt cumpărate suficient de multe acțiuni tranzacționate pe piață pentru a schimba managementul societății țintă cu unul care să nu se opună preluării; **c)** oferta publică prin acțiune concertată, când un acționar convinge alți acționari să susțină preluarea sau să voteze în favoarea schimbării managementului pentru a-l înlocui cu unul favorabil.

Doctrina canadiană a propus și ea o clasificare: **a)** preluări orizontale, când ofertantul și compania țintă sunt angajate în același sector de industrie sau comerț și sunt concurenți existenți sau potențiali pe aceeași piață; **b)** preluări verticale, când ofertantul și compania țintă se află într-o relație de tip furnizor – client (un producător auto cumpără un producător de componente electrice); **c)** preluări de tip conglomerat, când ofertantul și compania țintă aparțin unor sectoare diferite de activitate, fără a fi concurenți direcți și fără a se afla într-o relație de tip furnizor – client, dar ofertantul dorește să își diversifice business-ul.

² Catherine Shephard, *Public Companies and Equity Finance*, College of Law Publishing, London, 2007, pag. 78

³ Cristian Duțescu, *Legea privind piața de capital. Comentariu pe articole*, ed. C.H.Beck, București, 2009, pag 455

3. Rolul administratorilor. Tranzacționarea liberă și nerestricționată a titlurilor unei societăți cotate duce inevitabil la atomizarea și fragmentarea acționariatului acesteia datorită numărului foarte mare de acționari ce dețin o participație foarte mică. În consecință, conducerea și gestiunea afacerilor curente ale societății este încredințată managerilor iar acționarii vor supraveghea și controla activitatea acestora. De aceea, în cazul unei preluări ostile, rolul administratorilor este esențial și hotărâtor în ce privește derularea și rezultatul ofertei, deoarece ei sunt cei care cunosc cel mai bine situația și perspectivele de viitor ale societății.

Administratorii companiilor mari, cotate pe o bursă, sunt, de regulă, persoane cu o pregătire superioară de afaceri și management, astfel că activitatea lor, cariera și, implicit, reputația, sunt intrinsec legate de parcursul societății la cârma căreia se află. Astfel, ei au o aversiune față de riscuri mult mai ridicată ținând cont de faptul că viitorul lor este strâns legat de al societății, spre deosebire de acționarii acesteia care, de regulă, au investiții în mai multe companii și urmăresc obținerea unui profit.

Principalul risc cu care se confruntă societățile listate în cazul ofertelor de cumpărare/preluare este lipsa de transparență, respectiv dificultatea în a cunoaște cu adevărat persoana sau grupul de persoane care dețin controlul final și care urmăresc preluarea. Cunoașterea acestei informații este esențială atât din perspectiva viitorului societății și a strategiei acesteia de dezvoltare pe termen mediu și lung dar și din perspectiva protecției acționarilor care, conform principiilor de funcționare ale oricărei piețe de capital, trebuie să fie informați corect și complet pentru a putea decide în deplină cunoștință de cauză în privința vânzării sau nu a deținerilor lor. Schimbarea controlului poate duce și la modificarea lui *affectio societatis* în privința celorlalți acționari deoarece factorii economici pot fi hotărâtori în această situație iar acționarii minoritari, de cele mai multe ori, nu au coerența și forța necesară să se opună unui majoritar care își impune politica și numește majoritatea membrilor în organul de conducere al societății.

Aceasta este rațiunea pentru care legiuitorul european a impus obligativitatea derulării unei oferte de cumpărare prin Directiva 2004/25/EC, în situația în care o persoană tinde să obțină controlul asupra unui emitent prin obținerea unui număr de voturi peste un anumit prag. Este important să reamintim faptul că legislația română actuală permite recurgerea la măsurile antipreluare fără autorizare expresă din partea acționarilor doar în cazul ofertelor de cumpărare obligatorii, nu și a celor voluntare.

Practica corporatistă a arătat că nu toate ofertele de cumpărare ostile sunt în detrimentul societăților țintă, absorbite sau preluate. Am vorbit deja despre rolul organului de conducere și poziția riscantă în care acesta se află, poziție din care emite un aviz în privința preluării. Au existat însă numeroase cazuri de preluări ostile reușite care, în final, s-au dovedit a fi benefice atât pentru societatea țintă cât și pentru acționari chiar dacă organul de conducere s-a opus și a avizat negativ preluarea (*preluarea producătorului american de calculatoare și componente IT Compaq de către rivalul Hewlett - Packard*). De aceea, în Directiva 2004/25/EC, legiuitorul european (i) a statuat necesitatea limitării atribuțiilor consiliilor de administrație de a se lansa în operațiuni excepționale menite să blocheze o preluare dacă societatea țintă nu este împiedicată în mod nejustificat să își desfășoare activitatea și (ii) dorind protejarea transparenței și liberei

tranzacționări a valorilor mobiliare, a prevăzut necesitatea ca măsurile defensive ale societăților să fie transparente și să facă obiectul unui raport periodic prezentat AGA⁴.

Legislația română sau actele normative emise de CNVM nu fac vreo referire specifică la măsurile antipreluare și utilizarea acestora. Ele sunt însă menționate în secțiunea referitoare la oferta de preluare voluntară, în art. 197 și 198 din Legea 247/2004 care vorbesc despre derularea acestui tip de ofertă și rolul consiliului de administrație al societății țintă în această situație. Tendința legiuitorului român, în acord cu legislația comunitară, a fost de a elimina obstacolele – reprezentate de o posibilă poziție defensivă a consiliului – din calea libertății contractuale dintre ofertant și acționarii societății țintă. Aceștia din urmă trebuie să beneficieze de o libertate totală în privința deciziei lor astfel că art. 198 împiedică expres consiliul de administrație să întreprindă măsuri care vor afecta situația patrimonială a societății sau care au ca obiectiv blocarea preluării. Alineatul (2) al aceluiași articol enumeră cu titlu exemplificativ – dar nu și nu limitativ – acele operațiuni interzise a fi încheiate dacă sunt destinate să zădărnicească reușita ofertei (majorarea capitalului social, vânzarea de active, etc).

La o analiză atentă a dreptului comparat, legiuitorul român, prin aceste prevederi, s-a înscris în tendința generală de a stimula dezvoltarea operațiunilor pe bursă ce au rolul de a uni investitorii cu oportunitățile de afaceri pe care ei le consideră potrivite, în încercarea de a crea un mediu economic stabil și consolidat. Restricțiile privind utilizarea măsurilor antipreluare în cazul ofertelor voluntare sunt firești, deoarece, așa cum se poate deduce din numele acesteia, atunci când un investitor consideră că o companie are mai mult potențial decât cel exploatat în prezent și hotărăște să investească în această companie, pentru realizarea planurilor lui este necesar ca el să obțină controlul în societate sens în care trebuie să ajungă la o înțelegere cu acționarii fără imixțiuni din partea terțelor persoane. În orice țară capitalistă, investițiile reprezintă motorul economiei iar ele nu trebuie în nici un fel înfrânate, cu atât mai mult pe piețele de capital.

4. Controversa iscată în jurul măsurilor antipreluare. În orice ofertă de cumpărare apare o problemă de principiu, respectiv oportunitatea acesteia față de interesele societății și a acționarilor. Pe lângă acest aspect, în marea majoritate a cazurilor, interesele managementului companiei țintă vor fi opuse față de cele ale acționarilor companiei. În vreme ce supraviețuirea managerilor depinde, în mare măsură, de activarea cu succes a măsurilor antipreluare și deci de blocarea preluării, acționarii companiei țintă, dacă sunt mulțumiți de condițiile propuse, ar putea fi interesați să accepte vânzarea deținerilor lor. Succesul oricărei oferte de cumpărare este strâns legat de prețul oferit de ofertant care trebuie, obligatoriu, să fie mai mare decât cel pe care acționarii l-ar putea obține în mod normal prin tranzacțiile de pe piață. În acest context, este nefiresc ca managerii unei societăți, fiind niște terți față de oferta adresată de către o persoană acționarilor, să intervină fără autorizarea prealabilă a acestora din urmă și să blocheze preluarea⁵.

Problema activării măsurilor antipreluare și a conflictului de interese pe care acestea le generează este un subiect foarte dezvoltat în literatura juridică, în special în țările care au o bursă foarte dezvoltată și activă, respectiv SUA, Marea Britanie, Germania, Japonia, etc. În aprecierea dacă

⁴ Paragrafele 16 și 18 din Directiva 2004/25/CE privind ofertele de preluare

⁵ Cristian Duțescu, *Legea privind piața de capital. Comentariu pe articole*, ed. C.H.Beck, București, 2009, pag. 471

managerii unei companii au acționat sau nu în interesul companiei oferite atunci când s-au folosit de mijloacele antipreluare, instanțele americane au recurs la cea mai accesibilă – dar nu și cea mai limpede – regulă: *business judgement rule*. Astfel, orice decizie de a recurge la măsurile antipreluare trebuie apreciată din perspectiva unei bune decizii de afaceri, în acord cu prudența și diligența datorată de orice bun administrator societății și acționarilor acesteia. Utilizând această interpretare, au fost enunțate câteva linii generale ce trebuie verificate pentru a analiza oportunitatea utilizării acestor măsuri. Un prim indiciu este atitudinea subiectivă a managerilor care au utilizat o măsură antipreluare: ei trebuie să arate că, la acel moment, au respectat existența regulii *business judgement* și obligațiile fiduciare datorate societății și că, în circumstanțele date, decizia luată a fost cea corectă. De asemenea, ei vor trebui să argumenteze poziția lor, conform căreia decizia lor – protejarea împotriva ofertei – a fost în interesul companiei. Un ultim indiciu este dat de existența unui considerent de afaceri valabil și legitim care i-a determinat pe manageri să acționeze în consecință.

Pe parcursul anilor, jurisprudența americană a evoluat și a impus o condiție suplimentară și prealabilă efectuării analizei potrivit regulii *business judgement rule*: directorii suspectați că nu au acționat în interesul companiei trebuie să facă dovada a două lucruri. Primul este faptul că au avut motive întemeiate să creadă că există un pericol real pentru politica și viitorul companiei sub controlul potențialului ofertant iar cel de-al doilea este ca măsura antipreluare folosită să fi fost rezonabilă și proporțională față de pericolul perceput⁶. Printre motivele întemeiate se numără interesele companiei, ale angajaților, ale acționarilor sau chiar și cele legate de identitatea ofertantului, deoarece transparența este o trăsătură importantă și esențială oricărei piețe de capital iar lipsa acesteia generează neîncredere și blocaje în derularea tranzacțiilor.

În concluzie, întrebarea care se pune este dacă folosirea unei măsuri antipreluare de către managerii societății țintă se datorează faptului că aceștia acționează cu bună-credință în interesul societății și al acționarilor (respectând astfel obligațiile fiduciare de care sunt datori) sau dacă se folosesc de aceste măsuri pentru a-și asigura propria supraviețuire și a-și apăra propriile interese (încălcând deci aceleași obligații fiduciare). Pentru a răspunde la această întrebare este necesară o analiză detaliată a varietăților de măsuri antipreluare existente, a motivației pentru folosirea acestor măsuri și o individualizare a relațiilor în care se află ofertantul, ofertatul și celelalte persoanele interesate. Toate aceste însă vor trebui plasate într-un context mai larg, reprezentat de cadrul legal național și cultura juridică corporatistă specifică fiecărei țări.

5. Activarea și mecanismul măsurilor defensive

5.1 Noțiune. Măsurile defensive sau preventive sunt acele măsuri luate de acționarii unei societăți înainte de lansarea unei oferte de preluare și sunt considerate veritabile armuri care au menirea de a proteja societatea și acționarii acesteia. Aceste măsuri au rolul de a descuraja și de a face foarte costisitoare orice acțiune ce are ca scop realizarea unei schimbări de control încercând să-l determine pe potențialul ofertant să caute o altă țintă. Ele sunt înțelese în doctrina engleză⁷ ca un *exercițiu în a construi ziduri* pentru că scopul acestor măsuri este de a ridica bariere eficiente cu scopul de a face societatea neatractivă pentru cei interesați. Menirea lor este de a

⁶ Catherine Shephard, *Public Companies and Equity Finance*, College of Law Publishing, London, 2007, pag. 132

⁷ Catherine Shephard, *op.cit.* pag. 240

transforma compania într-o țintă dificilă, pentru orice tentativă de preluare necesitând mai mult timp, mai multe pregătiri și considerabil mai multe resurse financiare din partea ofertantului.

Funcționarea eficientă și corectă a oricărei burse presupune transparența și obligația companiilor listate de informare continuă, astfel că aducerea la cunoștința publicului despre existența acestor măsuri este inerentă și obligatorie. Acest aspect are, în mod ciudat, atât efecte pozitive – persoanele interesate pot fi foarte ușor descurajate de la a încerca o preluare cât și efecte negative – orice persoană, cu adevărat interesată, poate face toate pregătirile necesare din timp pentru a se asigura de succesul preluării, dacă își propune acest lucru. Finalitatea este însă aceeași: protecția companiei și descurajarea potențialilor ofertanți.

5.2 Pastilele otrăvite (poison pills). Cele mai frecvent folosite măsuri antipreluare defensive sunt pastilele otrăvite. Acestea diferă de la caz la caz, dar au unele caracteristici comune. Ele pot consta în modificarea drepturilor de vot ale acționarilor existenți conform unui plan de dinainte stabilit de către managementul companiei sau în oferirea spre vânzare către o anumită categorie de acționari de titluri ale companiei la un preț cu mult redus față de cel al pieței. Aceste pastile se activează doar în situații expres stabilite conform planurilor întocmite de management prin actele interne ale companiei și, de regulă, sunt ascunse de potențialii ofertanți.

Drepturile suplimentare de vot modifică regula o acțiune – un vot și se poate aplica în cazul tuturor categoriilor de acțiuni, dacă există mai multe. Această tehnică se mai numește și *split vote* și conferă deținătorului unei acțiuni drepturi de vot suplimentare acțiunilor efectiv deținute. Este important de precizat că orice drepturi suplimentare stabilite prin aceste pilule (în special cele de preferință pentru cumpărarea de noi acțiuni) nu sunt tranzacționabile separat pe bursă iar activarea lor este afectată de o condiție suspensivă, exterioară voinței acționarilor. De regulă cele două evenimente care declanșează aceste drepturi sunt (a) un acționar, potențial ofertant, cumpără acțiuni peste un anumit prag într-o societate sau (b) a trecut un anumit număr de zile de la lansarea unei oferte publice prin care un ofertant dorește să devină proprietarul companiei iar acționarii au decis să refuze oferta. Odată ivite aceste situații, conducerea companiei, cu aprobarea acționarilor, va emite o decizie prin care va aplica planurile.

Cea mai utilizată formă de pastilă otrăvitoare se întâlnește sub forma unei pastile de tipul *flip-in* care prevede faptul că odată ce evenimentul din condiție s-a împlinit, unul sau mai mulți acționari – mai puțin ofertantul sau potențialul ofertant – vor avea posibilitatea de a cumpăra acțiuni normale (sau dintr-o anumită categorie, dacă există și este prevăzut expres) la un preț inferior valorii lor de piață. Rezultatul este că deținerile ofertantului vor fi diluate considerabil iar costul efectiv pentru a duce la bun sfârșit preluarea va deveni mult mai mare decât cel anticipat inițial la lansarea ofertei deoarece vor exista mai multe acțiuni pe piață care vor trebui cumpărate pentru a obține controlul. Precizăm că dacă activarea acestei clauze se face după lansarea ofertei de preluare, deși ofertantul va fi diluat sub pragul de 33%, el va fi în continuare obligat la derularea ofertei de cumpărare obligatorie deoarece această obligație se naște la momentul depășirii pragului iar diluarea survenită ulterior nu este de natură să stingă această obligație. Orice soluție contrară ar duce la eludarea legii și ar valida o ipoteză în care o persoană ce depășește intenționat pragul de 33% și care nu dorește derularea unei oferte de preluare, va vinde din deținerile sale sub acest prag pentru a se exonera de derularea ofertei.

Unele clauze de *flip-in* pot să prevadă posibilitatea ca organul de conducere al societății țintă să răscumpere drepturile suplimentare astfel activate la un preț minim, astfel că potențialul ofertant va fi obligat să vină la masa de negocieri dacă dorește să ajungă la o înțelegere mai avantajoasă privind preluarea. Eficiența unor astfel de clauze este dată de faptul că acționarii au de ales între a păstra compania și a-l dilua pe ofertant pentru a-i descuraja intenția de preluare sau de a-l forța pe ofertant să negocieze și să le ofere un preț mai bun decât cel oferit inițial. Se observă astfel încă un rol al măsurilor antipreluare – anterior activării acestora, ofertantului i se dă posibilitatea să-și modifice prețul pentru a evita o preluare mult mai costisitoare.

Un alt tip de pilulă otrăvită este atunci când există o clauză ce permite o negociere directă între ofertant și acționarii societății țintă (*permitted bid*) asupra prețului și a altor detalii, ocolind astfel organul de conducere și orice imixtiune din partea acestuia. O variație suplimentară o reprezintă și situația în care, atunci când negocierile cu ofertantul în privința prețului nu conduc la rezultatul dorit, acțiunile ordinare ale unor acționari – de regulă, ale fondatorilor – dobândesc drepturi exorbitante de vot astfel că ei vor putea depăși orice dețineri ale ofertantului și păstra controlul asupra companiei (*chewable pill*). La prima vedere, o astfel de pilulă poate duce cu gândul la un șantaj, ținând cont și de principiul irevocabilității ofertei, deoarece ofertantul are de ales între a accepta fără rezerve prețul impus de acționari sau a suporta costuri mult mai mari decât cele anticipate inițial, chiar cu riscul de a nu dobândi în final controlul.

Indiferent de mecanismul exact al pilulei otrăvite, toate au rolul de a descuraja un potențial ofertant să lanseze oferta sau, în cazul în care acesta dorește totuși să-și continue demersurile, să-l forțeze pe acesta să negocieze direct cu acționarii companiei ofertate. În concluzie, aceste mecanisme prezintă un avantaj incontestabil pentru acționarii societății țintă deoarece aceștia vor avea la dispoziție mai mult timp pentru a cântări oferta ce li s-a făcut, vor putea negocia direct cu ofertantul în vederea obținerii unui preț mai mare sau vor putea căuta o altă companie, mai favorabilă, cu care să se înțeleagă în privința unor termeni reciproc avantajoși. Însă mecanismul acestor clauze, respectiv activarea unor prevederi suplimentare și otrăvitoare după lansarea unei oferte irevocabile și fără ca ofertantul să fi avut posibilitatea să le cunoască, alimentează controversa din jurul acestui subiect.

6. Măsuri conținute în actul constitutiv. Există o serie de prevederi cu rolul de protecție împotriva preluărilor ostile ce pot fi inserate în actul constitutiv pe a căror publicitate se mizează pentru a descuraja potențialii ofertanți.

Așa cum am precizat, în ofertele de cumpărare voluntare sau obligatorii, organele de conducere ale societății ofertate au un rol esențial. Ele sunt primele notificate de această intenție și tot ele trebuie să formuleze o poziție motivată cu privire la această operațiune, poziție pe care trebuie să o comunice acționarilor și pieței pe care este admisă la tranzacționare societatea. Cum membrii unui consiliu de administrație sunt, în fapt, reprezentanții acționarilor, este foarte probabil ca aceștia din urmă să țină cont de avizul celor dintâi, făcând astfel mai dificil de adus la îndeplinire intenția ofertantului, în cazul unui aviz negativ. De aceea, pentru ca o astfel de ofertă să aibe succes, ofertantul încearcă în unele cazuri să dobândească o deținere suficientă încât să își impună proprii reprezentanți în consiliul de administrație al societății care să susțină preluarea sau să convingă și alți acționari, prin reprezentanții lor, să facă același lucru.

În acest context au apărut clauzele de schimbare eşalonată a administratorilor (*staggered board amendments*). Aceste clauze sunt introduse în actul constitutiv pentru protejarea consiliului de administrație al societății și prevăd un număr fix de administratori care pot fi schimbați într-o anumită perioadă de timp, doar cu aprobarea AGA (de exemplu, într-un an pot fi schimbați cel mult o treime din membrii consiliului de administrație). O astfel de măsură câștigă mai mult timp acționarilor care cunosc intenția de preluare și, reversul, îl costă același timp pe ofertantul interesat. În aceste condiții, o preluare ostilă făcută prin surprindere este total exclusă.

Consiliului de administrație poate fi protejat suplimentar – în special când membrii acestuia sunt și acționari importanți – și prin existența așa-numitelor parașute de aur (*golden parachutes*) care sunt, în fapt, pachete de compensații suplimentare, agreeate contractual, ce trebuie plătite acelor directori sau administratori care sunt schimbați în urma preluării. Acestea vor trebui plătite în cazul în care are loc o schimbare a controlului asupra companiei, dar, în această ipoteză, preluarea a avut deja loc și s-a finalizat cu succes iar costul parașutelor nu poate fi într-atât de mare încât să nu poată fi plătit de noul acționar majoritar. Ele nu au, deci, un rol important ca măsură antipreluare, dar în cazul companiilor medii sau mici se pot dovedi totuși eficiente atunci când sunt totalizate costurile efective ale preluării și se face analiza oportunității acesteia.

Alte măsuri antipreluare conținute în actul constitutiv pot prevedea majorități diferite și mult mai ridicate necesare pentru aprobarea unei preluări, de exemplu 75% din toate drepturile de vot existente. Astfel de clauze sunt foarte eficiente pentru a evita o preluare prin aborbție. Pot fi prevăzute și majorități mai mici necesare pentru aprobarea utilizării de măsuri antipreluare de către organul de conducere.

O altă măsură eficientă ar fi introducerea unor clase diferite de acțiuni (*dual capitalization*), când un număr limitat de acțiuni cu drepturi de vot sau puteri exorbitante (*golden share*) sunt oferite fondatorilor sau altor acționari importanți. Aceștia trebuie convinși să renunțe la acțiunile lor pentru ca oferta să aibe succes. În Italia, astfel de tipuri de acțiuni sunt foarte răspândite deoarece marile companii listate au fost la bază – și sunt în continuare – afaceri de familie, iar aceștia vor să păstreze controlul asupra afacerii.

7. Măsuri antipreluare active. Se recurge la această categorie de acțiuni atunci când intenția de preluare a fost făcută publică și când acționarii companiei ofertate nu sunt mulțumiți de oferta făcută sau nu doresc să renunțe la controlul deținut în companie.

7.1 *Tactica pac – man.* Această tactică presupune ca acționari societății țintă să lanseze la rândul lor o contraofertă pentru preluarea aceleiași societăți. Legislația română prevede posibilitatea lansării unei contraoferte, cu condiția expresă ca prețul acesteia din urmă să fie cu cel puțin 5% mai mare decât cel oferit în oferta inițială. De asemenea, nu este exclus ca unul sau mai mulți acționari ai societății țintă să lanseze o ofertă de preluare chiar împotriva ofertantului. Această tehnică agresivă este utilizată mai ales în SUA.

7.2 *Greenmail.* Această tehnică este una de șantaj și privită ca fiind foarte egoistă. Când în societatea țintă există deja un acționar cu dețineri semnificative și cu suficiente resurse financiare pentru a lansa o contraofertă sau a o bloca pe cea existentă, acesta încearcă să-l determine pe

oferant să-i plătească o primă – suplimentară față de valoarea acțiunilor deținute – pentru ca acest lucru să nu se întâmple.

7.3 Crown jewel defense. Această măsură presupune ca societatea țintă să vândă cele mai importante și profitabile active ale sale unei companii prietenoase, pentru a reduce atractivitatea preluării. Recurgerea la această tehnică este foarte riscantă și, în lipsa unui partener de afaceri de încredere, poate duce la consecințe neprevăzute și negative pentru toate părțile implicate. De asemenea, așa cum am precizat anterior, în cazul ofertei publice de cumpărare voluntare și în lipsa unei aprobări exprese din partea acționarilor întuniți în AGA, legea română interzice consiliului de administrație orice acțiuni care ar putea diminua activele societății țintă sau care urmăresc eșecul ofertei.

7.4 Majorarea capitalului social. Este poate cea mai simplă măsură antipreluare. Are scopul de a-l dilua semnificativ pe ofertant, profitând de incapacitatea acestuia de a dobândi acțiuni peste pragul de 33% stabilită de art. 203 alin. (2) din Legea pieței de capital, dacă acest prag a fost deja atins și trebuie derulată oferta obligatorie. Trebuie menționat că în cazul în care acționarul care a depășit deja pragul de 33% decide totuși să subscrie la majorarea de capital social, acțiunile subscrise de acesta nu vor putea fi anulate decât printr-o decizie judecătorească, căci consiliul de administrație nu are atribuții jurisdicționale pentru a constata încălcarea legii. Acționarii existenți trebuie să vina cu suficiente fonduri pentru a realiza majorarea de capital, făcând astfel mult mai costisitoare operațiunea de preluare pentru ofertant. Reamintim faptul că, în ipoteza în care un acționar a depășit pragul de 33% iar ulterior a fost demarată procedura majorării capitalului social, obligația de derulare a ofertei se menține chiar dacă prin diluare acționarul respectiv coboară sub pragul legal.

7.5 Emisiunea de obligațiuni în favoarea acționarilor. O altă tehnică antipreluare activă și foarte eficientă prezintă un dublu avantaj pentru societatea țintă și pentru acționarii acesteia. În cazul lansării unei oferte ostile, societatea se împrumută de la acționarii existenți printr-o emisiune de obligațiuni în favoarea acestora. În condiții normale, aceste obligațiuni vor avea o scadență pe termen mediu sau lung și beneficiază de o dobândă preferențială. Însă ele conțin o clauză de *call* (exercitarea discreționară a unei opțiuni într-un contract de către o singură parte) ce duce la o scadență anticipată în favoarea acționarilor, ce poate fi activată doar în cazul schimbării controlului în societatea emitentă. Cu alte cuvinte, dacă acționarii pierd controlul în societate, aceștia au posibilitatea să ceară anticipat răscumpărarea obligațiunilor deținute, adăugând astfel la costul total al operațiunii de preluare. Singurul neajuns al acestei tehnici este, ca și în cazul majorării de capital social, că acționarii trebuie să vină cu suficienți bani de acasă pentru a da eficiența necesară acestei măsuri.

8. Concluzie. Măsurile antipreluare reprezintă în continuare un subiect controversat din mai multe puncte de vedere și au fost criticate deoarece ele sunt adeseori folosite ca armă de șantaj pentru a constrânge ofertantul să ofere un preț mai bun. Totuși, rațiunea lor principală este de a proteja societatea și interesele acționarilor și, cât timp protecția oferită de aceste măsuri este proporțională și nu aduce atingere drepturilor și intereselor legitime ale ofertantului, ele vor fi utilizate și pe viitor ca veritabile armuri pe piețele bursiere. Dar, din păcate, unii jucătorii de pe aceste piețe s-au dovedit de multe ori a fi agresivi sau netransparenți, în detrimentul societăților vulnerabile și acționarilor acestora.

Bibliografie

1. Gheorghe Piperea, *Drept comercial*, vol. I, ed. C.H.Beck, București, 2008
2. Gheorghe Piperea, *Societatile comerciale, piata de capital, acquis comunitar*, ed. All Beck, Bucuresti, 2005
3. Cristian Duțescu, *Drepturile acționarilor*, ed. C.H.Beck, București, 2009
4. Cristian Duțescu, *Legea privind piața de capital. Comentariu pe articole*, ed. C.H.Beck, București, 2009
5. Cârpenaru Stanciu, David Sorin, Predoiu Marian Cătălin, Piperea Gheorghe, *Legea societăților comerciale. Comentariu pe articole*, ed. C.H.Beck, București, 2009
6. Viviane de Beaufort, *European Governance in the Age of Takeover Bids*, ed. Economica-Droit des affaires, Paris, 2009
7. Ross Geddes, *IPOs and Equity Offerings*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2005
8. Catherine Shephard, *Public Companies and Equity Finance*, College of Law Publishing, London, 2007
9. *Corporate Take-Overs and Defensive Tactics: Protecting the Rights and Interests of Stakeholders*, Moya K. Mason, Sweet & Maxwell, London, 2011
10. Legea 297/2004 a pieței de capital
11. Regulamentul 1/2006 privind emitenții și operațiunile cu valori mobiliare
12. Directiva 2004/25/CE privind ofertele de preluare

