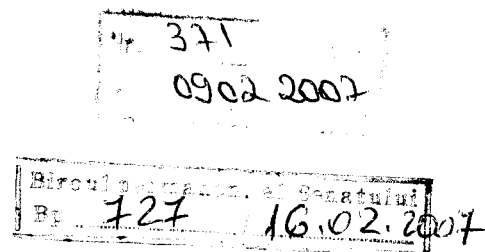




GUVERNUL ROMÂNIEI  
PRIMUL – MINISTRU



**Domnule președinte,**

În conformitate cu prevederile art.111 alin.(1) din Constituție, Guvernul României formulează următorul

## **PUNCT DE VEDERE**

referitor la *propunerea legislativă pentru modificarea art. 286<sup>1</sup> și art. 286<sup>2</sup> din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital*, inițiată de domnul senator Ionel Popescu din Grupul parlamentar al Alianței DA (Bp. 727/2006).

### **I. Principalele reglementări**

Această inițiativă legislativă are ca obiect de reglementare amendarea *Legii nr. 297/2004 privind piața de capital*, astfel încât textele art. 286<sup>1</sup> și art. 286<sup>2</sup>, modificate, să fie introduse ca art. 120<sup>1</sup> și 120<sup>2</sup>, având în vedere „*limitarea participării la capitalul social – tratament diferențiat aplicabil investitorilor*”, faptul că „*reglementarea actuală privind modul de calcul al nivelului participației la capitalul social al SIF-urilor încalcă principiul transparenței normelor legale*”, că în varianta actuală de text dispozițiile în vigoare sunt „*de natură să aducă atingere dreptului de proprietate privată*” și că „*limitarea participațiilor la 1% din capitalul social al SIF aduce atingere principiilor guvernantei corporative*”.

În esență, măsurile propuse au în vedere ridicarea pragului de „*1% din capitalul social al societăților de investiții financiare*” pe care îl poate dobândi cu orice titlu sau îl poate deține orice persoană „*singură ori împreună cu persoanele cu care acționează în mod concertat*” la 5% din

*acțiunile cu drept de vot emise”, pe care orice persoană le „poate dobândi direct, cu orice titlu.”*

Totodată, din textul propus se preconizează eliminarea obligației pentru persoanele care depășesc limita stabilită de a informa „*în maximum 3 zile lucrătoare societatea de investiții financiare, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare (CNVM) și piața reglementată*”, precum și obligației ca „*în termen de 3 luni de la data depășirii limitei (...) să vândă acțiunile care depășesc limita de deținere*”.

## **II. Observații și propuneri**

1. Majorarea pragului de la 1% la 5% trebuie să se facă în mod coerent, respectiv, din punct de vedere practic, distincția între calcularea procentului din capitalul social sau din totalitatea drepturilor de vot este deosebit de importantă deoarece, la acest moment, acționarii tuturor SIF-urilor ar fi trebuit să se conformeze dispozițiilor legale de a-și încadra cotele în 1% din capitalul social.

Sub acest aspect, din Expunerea de motive a Legii de aprobare a Ordonanței Guvernului nr. 41/2005 reiese că, prin măsurile adoptate Guvernul a urmărit ridicarea pragului maxim de deținere de acțiuni de la 0,1%, reglementat prin actele constitutive al SIF-urilor, la 1%, principala motivație fiind „*difuzia excesivă*” a capitalului social al SIF-urilor, datorat numărului extrem de mare de acționari.

Prin urmare, o nouă majorare a limitei trebuie să pornească de la efectele pe care le are majorarea operată în anul 2005 asupra structurii acționariatului. Este foarte clar că atât timp cât limita a fost stabilită pe cale statutară la 0,1%, în ce privește voința acționarilor SIF exprimată în AGA există un risc major de a nu fi decât voința consiliului de administrație sau a unor acționari minoritari deținând în mod concertat cote mai mari decât 0,1%.

În același timp, având în vedere numărul mare de acționari, este evident că acționarul obișnuit al acestor SIF-uri nu este acționarul diligent, mediu, care caută să se informeze asupra participației sale, ci este acționarul nediligent, dezinteresat, urmărind să primească doar dividendele aferente cotei sale care nu pot avea totuși o valoare prea mare.

Așadar, considerăm că o majorare atât de semnificativă de la 1% la 5% trebuie analizată, dincolo de o problematică socială extrem de semnificativă, în primul rând prin raportare la efectele pe care le are precedentă majorare. În opinia noastră, o ridicare atât de bruscă a pragului poate genera fluctuații prea mari asupra cursului acțiunilor SIF-

urilor, creând cadrul pentru efectuarea unor speculații prea mari într-un timp foarte scurt.

2. Propunerea de calculare a cotei maxime prin raportare la dobândirea „directă” de către orice persoană a cotei maxime, în loc de raportarea la „dobândirea cu orice titlu” „sau deținerea direct sau împreună cu persoanele cu care acționează în mod concertat” reprezintă, de asemenea, o modificare semnificativă.

Avem în vedere că Legea nr. 297/2004 a acoperit în mod coerent, atât ipoteza dobândirii directe, cât și cea a dobândirii împreună cu persoanele cu care acționează concertat. Prin urmare, considerăm că și în cazul SIF-urilor este necesar ca stabilirea unui prag maxim, oricare ar fi acesta, să aibă în vedere dobândirea în mod direct și dobândirea în mod concertat, în alte condiții dispozițiile propuse fiind lipsite de eficiență practică.

3. Propunerea de eliminare a obligației de informare a societății, a CNVM și a pieței reglementate trebuie reanalizată deoarece această obligație este deja stabilită pentru celelalte entități reglementate și nu se justifică reglementarea distinctă a unui regim juridic special sub acest aspect pentru SIF-uri în detrimentul principiului transparenței piețelor reglementate. În plus, deoarece SIF-urile sunt entitățile cu cea mai semnificativă activitate pe piețele reglementate considerăm că li se impune principiul egalității de tratament a investitorilor și principiul transparenței ca principii de ordine publică.

4. Considerăm că propunerea de eliminare a obligației acționarilor de a vinde acțiunile care depășesc limita de deținere în termen de 3 luni de la data depășirii, poate fi susținută, având în vedere că această măsură vizează dispoziția ca atribut esențial al dreptului de proprietate al acționarilor. Instituirea obligației de a-și vinde propriile bunuri pentru acționari, pe lângă suspendarea dreptului de vot, considerăm că este o restrângere a dreptului lor de proprietate fără a fi îndeplinite condițiile expres prevăzute de art. 53 din Constituția României, republicată, respectiv nu se poate susține necesitatea unei asemenea măsuri într-o societate democratică, atât timp cât această măsură nu asigură un just echilibru între interesele acționarilor și interesele generale. Sub acest aspect, considerăm că nu se poate susține că o măsură care pune subiecte de drept determinate în imposibilitatea de a-și exercita dreptul de proprietate este necesară într-o societate democratică.

Observăm că, textul art. 283 diferă în mod semnificativ de cel al art. 286<sup>1</sup>, deoarece prevede cu caracter general, pentru orice entități reglementate, că dobândirea în moduri contrare legii – respectiv cu depășirea cotelor prevăzute – a unor participații la capitalurile sociale este o operațiune ilicită. Stabilirea acestui ilicit comercial justifică în cadrul art. 283 intervenția autorității în materie, CNVM. Cu toate acestea, în ipoteza intervenției CNVM, această autoritate nu ajunge să dispună cu privire la dreptul de proprietate al acționarului, ci CNVM adoptă o decizie referitoare la autorizarea sau nu a dobândirii. Dacă dobândirea nu este licită, atunci revine entității reglementate să ia măsuri expres și limitativ prevăzute de lege.

5. În concluzie, deși prin majorarea pragului de 5%, în mod previzibil se poate anticipa o reducere a gradului de atomizare a acționariatului SIF-urilor, față de faptul că marea majoritate a acționarilor SIF nu sunt profesioniști și nu au cunoștințele minime necesare pentru a realiza importanța practică a participațiilor pe care le dețin, considerăm că măsura de majorare trebuie să asigure un just echilibru între interesele acestor acționari și interesul SIF-urilor de a-și menține și dezvolta poziția deja dobândită pe piața de capital. Este evident că un acționar nediligent nu poate fi protejat împotriva tendinței previzibile de speculare a titlurilor SIF în urma unei majorări atât de semnificative a pragului maxim de deținere (avem în vedere că în urma unei astfel de majorări cererea pentru aceste titluri va crește dar acționarii nediligenti vor vinde cel mai probabil la valoarea nominală titlurile, 0,1 lei, și, probabil, în rare cazuri vor vinde la prețul de pe bursă, în medie aproximativ 3 lei). Măsurile adoptate cu privire la SIF-uri trebuie să respecte principiile de egalitate și transparență pe piața de capital, în ideea de a fi protejate interesele investitorilor, or, măsurile propuse pot duce la atomizarea bruscă a acționariatului SIF-urilor.

6. În perioada 15-19 ianuarie 2007, CNVM a participat, în calitate de membru, la întâlnirile Comitetului European de Valori Mobiliare, precum și la întâlnirile Comitetului European al Reglementatorilor de Valori Mobiliare. În cadrul acestor întâlniri s-au purtat discuții ample cu privire la adoptarea unor reglementări aplicabile organismelor de plasament colectiv care includ atât organisme de plasament colectiv în valori mobiliare, cât și alte categorii de organisme de plasament colectiv. În acest context, considerăm că adoptarea unei poziții de către CNVM cu privire la propunerea legislativă trebuie să aibă în vedere și aspectele

legislației europene în dezbatere, precum și implicațiile asupra activității societăților de investiții financiare rezultate în urma modificării legislației privind societățile comerciale prin intrarea în vigoare a Legii nr. 441/2006 pentru modificarea și completarea Legii nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată, și a Legii nr. 26/1990 privind registrul comerțului, republicată.

7. Menționăm că, pe parcursul procesului de aderare a României la Uniunea Europeană, reprezentanții Comisiei Europene au exprimat în repetate rânduri critici privind instabilitatea legislativă din România. În acest context, trebuie analizat dacă o nouă modificare a legii, ce ar viza limitele de deținere de acțiuni și/sau drepturile de vot aferente acțiunilor emise de societățile de investiții financiare, ar fi de natură să genereze confuzie în rândurile investitorilor pe piața de capital din România.

În același timp, un alt impediment rezultă și din precizările în legătură cu unele documente elaborate de Comisia Europeană ce vizează organismele de plasament colectiv nearmonizate cu prevederile Directivei Europene 85/611/EEC privind dispozițiile legale, reglementare și administrative cu privire la anumite organisme de plasament colectiv în valori imobiliare.

Astfel, în conformitate cu prevederile „Cărții albe pentru extinderea cadrului legislativ pentru o piață unică în cazul fondurilor de investiții” (*White Paper on enhancing the single market framework for investment funds – COM (2006) 686*), publicată de Comisia Europeană în noiembrie 2006, la punctul 3 al acestui document care prezintă strategia avută în vedere de Comisia Europeană în ceea ce privește fondurile deschise de investiții, se stabilește ca obiectiv pentru Comisie „studierea eventualelor costuri, beneficii și riscuri ce ar decurge din instituirea unui cadru legislativ pentru o piață unică privind produsele de retail nearmonizate (n.n. organismele de plasament colectiv nearmonizate)...”

În lista acțiunilor pe care le implică punerea în aplicare a acestei Cărți Albe sunt incluse la pct. C, următoarele:

- noi cercetări cu privire la politica de investiții pentru fondurile armonizate și nearmonizate precum și la riscul și performanțele aferente – publicarea rezultatelor: sfârșitul anului 2007;
- raportul Comisiei către Consiliu și Parlament privind evaluarea necesității dezvoltării cadrului legislativ al pieței unice pentru unele fonduri nearmonizate orientate spre retail și opțiunile posibile: jumătatea anului 2008.

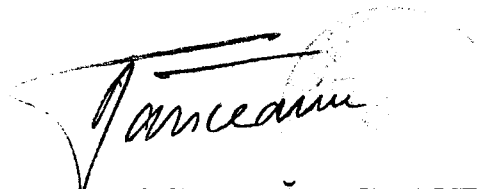
În contextul în care societățile de investiții financiare se încadrează în categoria altor organisme de plasament colectiv (A.O.P.C.),

nearmonizate și în măsura în care la nivelul Uniunii Europene se va emite o directivă în acest domeniu urmând a fi implementată în legislația națională, ceea ce va determina implicit modificarea prevederilor legale existente, apreciem că o nouă modificare a Legii nr. 297/2004 ar accentua instabilitatea legislativă din România.

### **III. Punctul de vedere al Guvernului**

Având în vedere aspectele menționate, **Guvernul nu susține adoptarea acestei inițiative legislative în forma prezentată.**

Cu stimă,



**Călin POPESCU - TĂRICEANU**

Domnului senator **Nicolae VĂCĂROIU**

Președintele Senatului