

**Către:** Nelu Maftai

**Beneficiar:** Rulmenți S.A. Bârlad

**Obiect:** Opinie juridică

**Data:** 28.05.2024

Stimați domni,

Prin adresa nr. 2530/21.05.2024, acționarul minoritar Evergent Investments a cerut opinia consiliului de administrație al societății Rulmenți S.A. (denumită în continuare „Societatea”), cu privire la oportunitatea și avantajele pe care operațiunea de listare o va aduce atât societății, cât și acționarilor săi. Vă solicităm să aveți în vedere întocmirea materialului cu respectarea analizei SWOT, astfel încât toți acționarii să aibă o imagine fidelă a avantajelor și dezavantajelor unei astfel de operațiuni.

Opinia juridică va cuprinde avantajele și dezavantajele listării Societății.

Primiți, mai jos, opinia juridică,

cu stimă,  
dr. habil. Sebastian Bodu, MBA  
profesor de Drept comercial

## OPINIE JURIDICĂ

La modul general, cel mai important avantaj al admiterii la tranzacționare îl reprezintă accesul la finanțare prin emisiuni de valori mobiliare, mai ieftină, simultan sau alternativ cu finanțarea prin credit bancar, mai scumpă. Accesul la finanțare din partea publicului subscritor al acțiunilor nou emise lărgeste foarte mult baza de investitori, în special în momentul listării, societatea emitentă finanțându-și astfel proiecte de dezvoltare, introducerea de noi produse sau reducerea datoriilor. Spre deosebire de societatea admisă la tranzacționare, unde sursele de finanțare sunt mult mai diversificate, societatea de tip închis se finanțează preponderent prin credit bancar și mai greu prin aport de capital din partea unor terți (alții decât acționarii actuali), cu rara excepție a investitorilor instituționali, al căror capital este mai scump decât creditul bancar, dar are alte avantaje. Un al doilea avantaj al admiterii la tranzacționare este lichiditatea valorilor mobiliare emise, orice deținător, indiferent de mărime (dar preponderent cu pachete mici), putând ușor să își transforme investiția (sau orice parte din ea) în bani, printr-o simplă tranzacție de valori mobiliare. În cazul societății de tip închis, acționarii minoritari sunt captivi, fără posibilitatea de a-și valorifica investiția, iar acționarul majoritar va putea vinde numai unui cumpărător interesat, după negocieri strânse cu privire la valoarea societății. Un al treilea avantaj al societății admise la tranzacționare este acela că poate achiziționa o altă societate, oferind acționarilor acesteia din urmă, în loc de bani, acțiuni emise în acest scop. Interesul unei societăți în a-și vedea acțiunile tranzacționate, respectiv cu transferabilitatea limitată, depinde de numărul acționarilor și de raporturile dintre aceștia.

La același mod general, cel mai mare dezavantaj al listării este aceea că cerințele de transparență obligă managementul societății să afecteze mult timp raportărilor către acționari (prin BVB) și ASF. Un alt dezavantaj este acela că managementul se va concentra asupra rezultatelor pe termen scurt, mai ales că *bonusurile* sunt, în componenta lor cea mai mare, legate de performanțele anuale. De neglijat nu sunt nici costurile listării, precum și costurile cu administrarea și conducerea, plus raportarea.

Practica internațională arată că atunci când acționariatul este numeros și dispersat, interesul tuturor acționarilor este acela de a păstra caracterul listat al societății, pentru a beneficia de lichiditatea investiției lor și de dreptul de retragere, dacă participația minoritară ajunge sub un anumit prag. Or, Societatea a fost delistată prin hotărârea adunării generale extraordinare din 17 februarie 2015, cu votul a 97,9586% din capitalul social (unanimitatea acționarului reprezentat în ședință, deci toți cei interesați), astfel că apare ca lipsit de consecvență din partea acționarului majoritar ca acum să listeze Societatea. Atunci când capitalul social este concentrat, precum în prezent în Societate, aceeași practică internațională arată că interesul este acela de a păstra societatea închisă sau, dacă e listată, de a o delista.

Una din condițiile listării este aceea ca un număr suficient acțiuni să fie distribuite publicului. Pe piața AeRO se consideră că s-a distribuit publicului un număr suficient de acțiuni atunci când sunt distribuite publicului într-o proporție de cel puțin 10% din capitalul subscris, reprezentat de această clasă de acțiuni. Motivul obligativității unui procent minim de dispersie este acela că un număr rezonabil de acțiuni trebuie să floteze liber; dacă toate acțiunile ar fi concentrate în mâinile câtorva acționari, nu se poate vorbi de lichiditate. Bursa de Valori București calculează gradul de dispersie ca raport între numărul de acțiuni distribuite public și numărul total de acțiuni emise și aflate în circulație ale unui emitent (art. 1 alin. (1) pct. 34 din Codul BVB).

În prezent, structura capitalului social al Societății arată o deținere concentrată în care acționarul Bera Holding deține 90,7034%, Evergent Investments 6%, Broadhurst 1,25, doar restul de 1,86% persoane juridice și 1,42% persoane fizice fiind acționari care ar flota dacă Societatea ar fi una listată. Pentru a atinge procentul de 10% de flotare liberă după listare, ar trebui ca fie Societatea să facă o ofertă publică inițială primară, fie ca Bera Holding să facă o ofertă publică inițială secundară. În ambele cazuri, procedura ar reduce diluarea acționarilor existenți, respectiv a celui majoritar (singurul care ar putea iniția o ofertă secundară), chestiune pe care acesta din urmă nu este neapărat benefică. Chiar dacă Societatea nu a înregistrat profit în ultima perioadă, acționarul majoritar (cel mai implicat, odată ce numește administratorii) poate îmbrățișa cu optimism ideea redresării ei în viitor, astfel că o diluare a deținerii va duce la o reducere a dividendelor încasate.

Ideea de ofertă publică primară apare atunci când o companie se dovedește de succes în faza antreprenorială, când a folosit resursele fondatorilor și creditele bancare, astfel că se poate hotărî să treacă la o nouă etapă: listarea. Motivul pentru care o societate de tip închis hotărăște să se listeze este acela de a avea acces la nouă și importantă sursă de finanțare, care să îi asigure creșterea și dezvoltarea. În speța de față, Societatea nu este deloc într-o stadiu antreprenorial și cu atât mai puțin într-unul de avânt comercial. Din contra, este pe pierdere din 2018. În plus, Societatea nu a mai distribuit dividende din 2008, ceea ce o face din start neatractivă pentru investitori.

Informații ar putea fi date generale despre situațiile financiare dar și informațiile financiare esențiale, motivele ofertei și destinația sumelor obținute, factorii de risc, istoria emitentului, o privire de ansamblu asupra lui, ca afacere, informații despre cercetare și dezvoltare, brevete și licențe, trenduri și alte informații utile despre emitent și valorile mobiliare oferite. Toate aceste informații sunt necesare pentru că subscriitorii, în calitate de investitori, respectiv ASF, în calitate de instituție publică abilitată să vegheze la siguranța investițiilor acestora, să aibă posibilitatea de a analiza până la cel mai mic detaliu riscurile investiției. La modul concret, o ofertă publică derulată de Societate ar trebui să presupună dorința de capitalizare în vederea finanțării unui program de investiții, lipsa unui atare program face oferta derizorie și fără șanse de succes.

Informațiile prospectului acoperă trecutul societății, nu perspectivele viitoare, deși investiția le privește pe acestea din urmă (viitoarele performanțe și profituri). O prezentare a informațiilor istorice reprezintă, însă, cea mai puțin costisitoare metodă de informare, precum și cea mai de încredere, odată ce se bazează pe date certe, care se bucură de comparabilitate și de o facilă posibilitate de verificare. Iar actualele date despre Societate nu sunt cele mai măgulitoare. Informațiile despre investițiile preconizate ale Societății – care ar trebui să-i crească valoarea în viitor, astfel ca investitorii să parieze pe această creștere subscriind în cadrul ofertei publice – trebuie prezentate în prospectul de emisiune. Această chestiune ține de fundamentele legislației pieței de capital.

În cazul în care o societate nu este admisă la tranzacționare pe piața pe care a solicitat, va publica un anunț în termen de 3 zile lucrătoare de la data comunicării respingeri de către operatorul de piață, într-un cotidian de circulație națională. Dacă oferta publică a fost inițiată în vederea admiterii la tranzacționare pe acea piață anume, investitorii pot solicita restituirea sumelor depuse în vederea dobândirii respectivelor valori mobiliare, aceștia nefiind obligați să rămână investitori într-o societate care nu și-a atins scopul derulării ofertei publice. Solicitarea de restituire va fi trimisă în maximum 60 de zile de la data publicării anunțului. Consecințele arătate de regulament sunt rezultatul faptului că o ofertă publică neîncheiată cu admiterea la tranzacționare (pe o anumită piață, eventual) se consideră că nu a avut loc niciodată, ceea ce presupune repunerea părților în situația anterioară, adică anularea titlurilor, respectiv restituirea banilor către cei care au subscris. Sumelor restituite nu li se percep speze, deoarece subscriitorii nu pot fi ținuți să plătească daune de orice fel pentru lipsa de succes a ofertei, drept urmare toate aceste speze vor cădea în sarcina ofertantului. La aceste sume se adaugă și costurile derulării ofertei, care sunt foarte mari (taxă de autorizare, comision de intermediere, onorarii avocațiale ș.a.).

În opinia noastră, riscul eșecului listării este uriaș, risc pe care Societatea nu și-l poate asuma pentru a satisface interesele particulare ale unui acționar minoritar care crede că poate să-și ușureze ieșirea din Societate (*exit*) printr-o listare ce i-ar permite să-și vândă acțiunile printr-una sau mai multe tranzacții pe piața secundară. Dacă oferta publică primară și listarea eșuează, acționarul minoritar nu pierde nimic (sau, cel puțin, nimic direct, deoarece pierderile sunt ale Societății, astfel că cel mai mare perdant indirect este acționarul majoritar Bera Holding).

Situația unei oferte publice secundare nu este diferită, în cazul ăsta costurile eșecului fiind suportate direct de către ofertantul Bera Holding. În plus, șansele unei oferte publice secundare sunt și mai mici ca cele ale unei oferte primare, având în vedere nu doar situația Societății, ci și faptul că o astfel de procedură nu este una de finanțare societară, astfel că investitorii nu pot fi atrași într-o astfel de procedură decât prin rezultate spectaculoase – prezente și potențial viitoare – ale companiei (precum Hidroelectrică sau One Properties, singurele de care ne amintim în istoria recentă a pieței de capital).

Intuim că singurul motiv pentru care un acționar minoritar ar dori listarea, în urma unui vot în adunarea generală, nu are nicio legătură cu interesul social, ci doar cu dorința de a-și crea,

pe riscul și costul altuia, o nouă cale de ieșire din Societate. Dacă un acționar minoritar instituțional – care are, totuși, acces la piața financiară, spre deosebire de un investitor nesofisticat – nu a găsit până acum un cesionar dispus să-i cumpere acțiunile, este posibil și din cauză că, în acest moment, nu există un apetit pentru investitori în ceea ce privește Societatea. Dacă pe viitor acest lucru se va schimba vom vedea la acel moment.

Dacă un acționar minoritar nu a putut negocia un preț care să-i facă acțiunile vandabile, pentru Societate sau pentru acționarul său majoritar este cu atât mai greu să conceapă un preț pe acțiune în scopul derulării unei oferte publice, unde marea masă a subscriitorilor sunt investitori retail, prețul fiind cel mai important element. O sub-subscriere ar cauza Societății probleme în atragerea de unei finanțări viitoare, iar intermediarului probleme de a plasa valorile mobiliare nesubscrise pe care le-a garantat.