

Protecția acționarilor ca investitori internaționali

Shareholders Protection as International Investors

Carmen Tamara Ungureanu¹

Rezumat: Investitorii în acțiunile unei societăți urmăresc să beneficieze de creșterea valorii acestora și de participarea la dividende. În cazul în care societatea are dificultăți de orice natură și, ca o consecință, valoarea acțiunilor ei scade, acționarii vor fi prejudiciați. În prezentul studiu sunt analizate mijloacele de protecție a investitorilor-acționari, în context internațional. Întrucât tema este amplă, sunt surprinse doar aspectele ei esențiale prin prisma unei spețe soluționate recent de CJUE. În acest demers este stabilit, mai întâi, profilul acționarului prejudiciat, urmând ca ulterior să fie creionate mijloacele lui de protecție și, implicit, de acțiune pentru acoperirea prejudiciului suferit.

Cuvinte cheie: acționari internaționali, prejudiciu prin ricoșeu, protecția națională și internațională a acționarilor

Abstract: Investors in a company's shares aim to benefit from their increase in value and participation in dividends. If the company has difficulties of any kind and, as a consequence, the value of its shares falls, the shareholders will be harmed. In the present study, the means of protecting investors-shareholders, in an international context, are analyzed. Since the topic is broad, only its essential aspects are captured through the lens of a case recently solved by the CJEU. In this approach, first, the profile of the injured shareholder is established, and then his means of protection and, implicitly, of action to cover the damage suffered are drawn up.

Keywords: international shareholders, reflective loss, national and international protection of shareholders

Introducere

Dobândirea de acțiuni într-o societate comercială este o investiție care se poate dovedi fructuoasă, dacă societatea are o activitate care generează profit. Acționarul beneficiază de creșterea valorii acțiunilor sale și de participarea la dividende. Când societatea trece, însă, prin dificultăți, acestea se resfrâng și asupra acționarilor. Acționarul prejudiciat se bucură de o anumită protecție, care, în funcție de circumstanțe, poate să fie concentrată în sfera mijloacelor oferite de

¹ Profesor univ. dr., Facultatea de Drept, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași, e-mail: carmen.ungureanu@uaic.ro.

dreptul național sau poate să ia forma protecției prin intermediul dreptului internațional public.

Având în vedere amploarea temei, care nu poate fi tratată aici în plenitudinea ei, în continuare, va fi analizată situația investitorului prejudiciat prin prisma unei spețe soluționate recent de Curtea de Justiție a Uniunii Europene (în continuare, CJUE), *VEB v. BP* (C-709/19). Mai întâi vom fixa profilul acționarului prejudiciat (1), urmând ca ulterior să fie creionate mijloacele lui de protecție și, implicit, de acțiune pentru acoperirea prejudiciului suferit (2).

1. Acționarii prejudiciați

Pentru a analiza situația acționarului prejudiciat, vom prezenta, mai întâi, datele speței *VEB v. BP* (C-709/19), urmând ca apoi să discernem profilul acestuia din „masa” acționarilor.

La 12 mai 2021, CJUE s-a pronunțat în speța *VEB v. BP*, în care o asociație neerlandeză a acționarilor BP (*VEB-Vereniging van Effectenbezitters*) s-a îndreptat cu o acțiune colectivă împotriva BP (*British Petroleum*). Acțiunea colectivă a fost introdusă în Țările de Jos în 2015 ca urmare a accidentului din 2010 pe platforma de foraj petrolier *Deepwater Horizon*, închiriată de BP și situată în Golful Mexic, care a provocat cea mai mare scurgere de petrol din istorie². VEB a urmărit, în numele acționarilor care, cu trei ani înainte de accident, au cumpărat, au deținut sau au vândut acțiuni ale BP prin intermediul unui cont/societate de investiții din Țările de Jos, să obțină despăgubiri pentru prejudiciul suferit de aceștia constând în devalorizarea acțiunilor BP³.

VEB a arătat că fapta ilicită comisă de BP a constat în *comunicarea unor informații incorecte, incomplete și înșelătoare* privind programele sale de securitate și de mentenanță înainte de deversarea de petrol din 2010, amploarea acestei deversări și rolul și responsabilitatea societății BP în legătură cu această deversare, care a cauzat daune acționarilor. În absența faptei ilicite, cumpărarea sau vânzarea acțiunilor societății BP de către acționarii săi ar fi fost efectuată la un preț al pieței mai avantajos sau nu ar fi avut loc⁴.

Instanțele neerlandeze, inclusiv în apel, au respins acțiunea pe motiv de necompetență, întrucât au considerat că prejudiciul nu s-a produs în Țările de Jos. Curtea Supremă neerlandeză, însă, a adresat mai multe întrebări preliminare CJUE cu privire la interpretarea art. 7 (2) din Regulamentul Bruxelles I bis⁵, care privește competența în materie de răspundere delictuală.

² M. Lehmann, *A new piece in the puzzle of locating financial loss: the ruling in VEB v BP on jurisdiction for collective actions based on deficient investor information*, în *Journal of Private International Law*, vol. 18, nr. 1/2022, p. 1, DOI: 10.1080/17441048.2022.2060347.

³ Punctele 7-10 din hotărâre.

⁴ Punctul 11 din hotărâre.

⁵ Regulamentul (UE) nr. 1215/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 12 decembrie 2012 privind competența judiciară, recunoașterea și executarea hotărârilor în materie civilă și comercială, JO L 351/1, 20.12.2012.

Înainte de a discuta problema competenței internaționale a instanței pentru *prejudiciul pur financiar* și a legii aplicabile, trebuie făcute precizări cu privire la calificarea acționarilor și a prejudiciilor suferite de aceștia, plecând de la cadrul general pentru a ajunge la categoria specială de acționari pe piața de capital din care fac parte și aceia din acțiunea colectivă îndreptată împotriva BP.

1.1. Acționarii ca investitori. Tipuri de acționari

Acționarul ca investitor poate fi o persoană fizică, sau, mai frecvent, o persoană juridică, de exemplu, o societate comercială. Acționarul poate deține toate acțiunile unei societăți, poate fi acționar majoritar, minoritar, poate controla societatea sau nu⁶. El poate investi direct sau prin intermediar. Când investeste prin intermediar, acesta din urmă poate avea aceeași naționalitate/cetățenie cu acționarul sau poate avea o naționalitate/cetățenie diferită de aceea a acționarului, fie a statului gazdă a investiției ori a unui stat terț⁷.

Investitorul poate dobândi acțiuni într-o societate necotată la bursă sau în una cotate (admisă la tranzacționare pe o piață reglementată), în acest din urmă caz având un regim juridic parțial diferit de al acționarului în societăți necotate, regim special conferit de regulile aplicabile pieței de capital⁸.

Pe piața de capital, investitorul, în funcție de *influența* pe care o poate exercita asupra societății emitente de acțiuni, poate fi unul *strategic*, când achiziționează un pachet de acțiuni ce îi permite să *controleze* societatea emitentă (având cel puțin o treime din totalitatea drepturilor de vot în adunarea generală a acționarilor)⁹, un *investitor speculativ*, care nu este interesat să se implice în administrarea societății emitente de acțiuni, ci doar în obținerea de câștiguri pe termen scurt sau un *investitor de portofoliu*. Potrivit art. 2 lit. b) din OUG nr. 92/1997 privind stimularea investițiilor directe¹⁰, prin *investiție de portofoliu* se înțelege dobândirea de valori mobiliare pe piețele de capital organizate și reglementate și care *nu permit participarea directă la administrarea societății comerciale*. De regulă, investitorii de portofoliu sunt investitori speculativi, care investesc în acțiunile emise de mai multe societăți. Prin portofoliu se înțelege totalitatea acțiunilor deținute¹¹. O categorie a investitorilor de portofoliu sunt *investitorii instituționali* (instituțiile de credit, întreprinderile de asigurare, fondurile de investiții), care, deși nu controlează societatea emitentă a acțiunilor, influențează administrarea acesteia¹².

⁶ Ch. Schreuer, *Shareholder Protection in International Investment Law*, în *Transnational Dispute Management*, 2005, p. 1, [Online] la <https://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=426>, accesat 26.12.2022.

⁷ Ch. Schreuer, *op. cit.*, pp. 11-15.

⁸ Pentru o listă completă a actelor normative naționale și europene, M.C. Popa, *Piețe de capital*, Editura Hamangiu, București, 2020, pp. 22-32.

⁹ M.C. Popa, *op. cit.*, p. 125.

¹⁰ Aprobată cu modificări și completări prin Legea nr. 241/1998, M. Of. nr. 483 din 16.12.1998, cu modificările ulterioare.

¹¹ M.C. Popa, *op. cit.*, pp. 125-127.

¹² Pentru detalii, M.C. Popa, *op. cit.*, pp. 127-130.

Aționarul are o serie de drepturi: dreptul de a participa la adunarea generală a acționarilor, dreptul de vot în adunarea generală, *dreptul de informare* cu privire la activitatea societății comerciale, dreptul la dividende, dreptul asupra părții cuvenite din lichidarea societății¹³, fiind supus principiilor fundamentale în raporturile cu societatea emitentă a acțiunilor, acelea de egalitate de tratament, *transparență*, bună credință, interzicerea abuzului și interesul social¹⁴.

Aționarul dobândește calitatea de investitor internațional dacă investește într-o societate de o naționalitate diferită de a lui sau de aceeași naționalitate, dar care face investiții în străinătate.

În speța în discuție, BP este o societate de petrol și gaze, cu societatea-mamă înregistrată în Marea Britanie, care își desfășoară activitatea la scară mondială, acțiunile sale ordinare fiind cotate la bursele din Londra și Frankfurt (Germania), iar „American Depository Shares”, derivate din acțiunile ordinare, fiind cotate la bursa din New York (Statele Unite ale Americii)¹⁵. Acționarii care s-au organizat în asociația VEB sunt, în marea lor majoritate, neerlandezi, domiciliați în Țările de Jos¹⁶. Ei au cumpărat, au deținut sau au vândut *acțiuni ordinare* ale BP prin *intermediul* unui cont de investiții/societăți de investiții din Țările de Jos¹⁷. Prin urmare, ei sunt *acționari care au investit într-o societate cotată la bursă, fiind supuși regulilor pieței de capital.*

1.2. Prejudiciii suportate de acționari. Ce fel de prejudiciu au suferit acționarii BP?

Acționarii pot fi prejudiciați prin acte sau fapte, care își au „originea” în interiorul societății sau prin acte ori fapte externe societății, care pot să provină chiar de la statul gazdă al investiției.

1.2.1. Prejudicierea acționarilor prin acte sau fapte, care își au „originea” în interiorul societății

Acționarii pot suporta daune *directe sau indirecte.*

a. Prejudicii directe

În principal, acționarilor le pot fi cauzate *prejudicii directe* atunci când sunt acționari minoritari. Noțiunea de *acționar minoritar* nu este definită în legislația din România. Dar, potrivit art. 2.2. din Legea 24/2017¹⁸, *acționarul semnificativ* este „persoana sau grupul de persoane care acționează în mod concertat și care deține direct sau indirect o participație de cel puțin 10% din

¹³ V. Nemeș, *Drept comercial*, ed. a II-a rev. și ad., Editura Hamangiu, București, 2015, p. 211.

¹⁴ M.C. Popa, *op. cit.*, p. 296.

¹⁵ Punctul 8 din hotărâre.

¹⁶ Punctul 13 din hotărâre.

¹⁷ Punctul 10 din hotărâre.

¹⁸ Legea 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață, M. Of. nr. 772 din 10.08.2021.

capitalul social al unei societăți sau din drepturile de vot;¹⁹, de unde s-ar putea deduce că acționarul minoritar ar fi acela care deține mai puțin de 10% din acțiuni sau din drepturile de vot.

Acționarii minoritari pot fi *direct* prejudiciați dacă:

- Sunt supuși unui *tratament discriminatoriu* în raport cu cei majoritari. De exemplu, nedistribuirea de dividende, fără o motivație legată de interesul social²⁰; eliberarea din funcții de conducere ale societății pentru a fi determinați să vândă acțiunile lor la un preț scăzut²¹.

- Se produce „*diluarea*” *valorii acțiunilor* lor în beneficiul acționarilor majoritari. De exemplu, atunci când are loc emisiunea de noi acțiuni (pentru un acționar majoritar); când acțiunile sunt vândute în cursul unei fuziuni și acționarii minoritari primesc o compensație neadecvată²²; când acționarii minoritari se retrag din societate ca urmare a unei oferte publice de preluare, fiind, de fapt, eliminați prin voința acționarilor majoritari (procedura de *squeeze-out*)²³; când majorarea capitalului social se face prin aporturi în natură din partea acționarilor majoritari, cu bunuri supraevaluate²⁴.

- Primesc *informații false sau înșelătoare* cu privire la emitenții acțiunilor pe piața de capital. Trebuie făcută precizarea că și acționarii majoritari ar putea fi prejudiciați în acest caz.

Potrivit *principiului transparenței pieței de capital*, emitenții acțiunilor tranzacționate pe o piață reglementată au obligația de a informa acționarii în mod adecvat, complet și la timp, încă din perioada procedurii de admitere la tranzacționare, continuând cu rapoarte periodice²⁵, precum și realizarea unei informări continue (*ad-hoc*) ori de câte ori intervin situații/evenimente care trebuie raportate, conform legislației în materie²⁶.

Încălcarea obligației de informare reprezintă un delict civil, care poate atrage răspunderea delictuală. Faptele ilicite bursiere pot fi *comisive* (când se furnizează informații extrem de optimiste sau, dimpotrivă, exagerat de pesimiste referitoare la emitentul acțiunilor) și *omisive* (când nu se divulgă informații care ar fi trebuit să fie comunicate potrivit legii)²⁷. Aceste delictive, indiferent de tipul

¹⁹ În acest sens, M.C. Miloș, *Considerații privind protecția investitorilor pe piața de capital din România*, în *Revista Română de Drept al Afacerilor*, nr. 5 /2020, p. 2, sintact.ro.

²⁰ M.C. Miloș, *op. cit.*, p. 2.

²¹ M. Gelter, *Mapping types of shareholder lawsuits across jurisdictions*, în S. Griffith, J. Erickson, D. H. Webber, V. Winship (eds.), *Research Handbook on Representative Shareholder Litigation*, Edward Elgar Publishing, e-book, p. 472, DOI 10.4337/9781786435347.

²² M. Gelter, *op. cit.*, p. 472.

²³ M.C. Popa, *op. cit.*, p. 323.

²⁴ M.C. Miloș, *op. cit.*, p. 3.

²⁵ Pentru România, a se vedea Legea 24/2017, titlul III, capitolul III (informarea periodică), capitolul IV (informarea continuă), titlul V (abuzul de piață), capitolul II (informații privilegiate), capitolul III (manipularea pieței), capitolul IV (obligații de informare).

²⁶ M.C. Popa, *op. cit.*, pp. 329-330.

²⁷ V. Verdeș, *Considerații privind răspunderea civilă delictuală în domeniul bursier cu privire la fapte ilicite ce țin de nerespectarea regimului informațional*, în *Revista Română de Drept al Afacerilor*, nr. 11/2013, p. 13, sintact.ro.

lor, distorsionează atitudinea și modalitatea de a acționa pe piața de capital a acționarilor vizați, conducând la cauzarea de daune: acționarii, în situația prezentării optimiste, vor fi determinați să cumpere noi acțiuni sau să le păstreze pe cele deținute deja, iar în prezentarea situației pesimiste, vor fi impulsionați să vândă acțiunile pentru a limita pierderile, în ambele situații suferind prejudicii²⁸.

În spațiul UE este aplicabil Regulamentul MAR (*Market Abuse Regulation*)²⁹.

În speța *VEB v. BP*, VEB a invocat încălcarea de către BP a *obligațiilor sale de informare* (ca emitent al acțiunilor) față de acționari. A susținut că *devalorizarea acțiunilor nu a fost cauzată de riscurile piețelor financiare, ci de furnizarea de către BP a unor informații incorecte, incomplete și înșelătoare privind deversarea de petrol, BP nerespectându-și astfel obligațiile legale de informare. Astfel, acționarii au luat decizii de investiție pe care nu le-ar fi adoptat dacă faptele ar fi fost prezentate în mod corect și complet. Din momentul în care informația exactă a fost cunoscută, valoarea acțiunilor lor a scăzut, cauzându-le astfel un prejudiciu*³⁰.

b. Prejudicii indirecte

Acționarii unei societăți pot suporta și prejudicii *indirecte* sau *prin ricoșeu*, care, de regulă, se materializează în *scăderea valorii acțiunilor* lor. Asemenea daune apar atunci când *însăși societatea, ca entitate juridică independentă, suferă prejudicii*. De exemplu, consiliul de administrație/directoratul (mandatarii sociali) iau decizii de afaceri în mod neglijent, încheie contracte care obligă societatea față de terți, cum ar fi garantarea unor credite, comit fraude; acționarii majoritari (o societate, o instituție financiară, o familie, un guvern) încheie contracte cu societatea în interes propriu, intrând în conflict cu acționarii minoritari³¹ ș.a.

Deși, în speța analizată (*VEB v. BP*) prejudiciul a constat în scăderea valorii acțiunilor (datorită nerespectării obligațiilor de informare, pe care le are societatea emitentă față de acționari), în acest caz prejudiciul nu s-a răsfrâns direct asupra societății emitente și indirect asupra acționarilor, ci este un prejudiciu direct suportat de acționari.

Regula este că, în sistemele de drept naționale³², prejudiciul prin ricoșeu, suportat de acționari, nu este un prejudiciu reparabil³³. Dreptul la despăgubiri revine numai societății prejudiciate. În sistemul de *common law* există principiul

²⁸ V. Verdeș, *op. cit.*, p. 13.

²⁹ Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind abuzul de piață (regulamentul privind abuzul de piață), JO L 173, 12.6.2014.

³⁰ Punctul 15 din hotărâre.

³¹ M. Gelter, *op. cit.*, p. 471.

³² De exemplu, în Australia, Canada, China, Franța, Germania, Hong Kong, Țările de Jos, Marea Britanie, Statele Unite ale Americii; în acest sens, V. Korzun, *Shareholder claims for reflective loss: how International Investment Law changes Corporate Law and Governance*, în *University of Pennsylvania Journal of International Law*, vol. 40, nr. 1/2018, p. 199, [Online] la <https://scholarship.law.upenn.edu/jil/vol40/iss1/5>, accesat 25.12.2022

³³ În același sens, V. Verdeș, *op. cit.*, p. 18.

no reflective loss, în temeiul căruia acționarii nu pot primi despăgubiri pentru daunele ce au fost cauzate societății³⁴.

În dreptul românesc, dreptul la acțiune aparține adunării generale a acționarilor. Astfel, potrivit art. 155(1) din Legea 31/1990 a societăților, „Acțiunea în răspundere contra fondatorilor, administratorilor, directorilor, respectiv a membrilor directoratului și consiliului de supraveghere, precum și a cenzorilor sau auditorilor financiari, pentru daune cauzate societății de aceștia prin încălcarea îndatoririlor lor față de societate, aparține adunării generale...”. Numai în cazul în care adunarea generală *nu* introduce acțiunea în răspundere și nici nu dă curs propunerii unuia sau mai multor acționari de a iniția o asemenea acțiune, *acționarii reprezentând, individual sau împreună, cel puțin 5% din capitalul social* au dreptul de a introduce o acțiune în despăgubiri, *în nume propriu, dar în contul societății* [art. 155¹(1)]. Această acțiune este echivalentul *derivative action* din sistemul de drept american³⁵, în care acționarii se îndreaptă în numele societății, de exemplu, împotriva directorilor societății pentru încălcarea obligațiilor lor fiduciare.

1.2.2. Prejudicierea acționarilor prin acte sau fapte, care își au „originea” în exteriorul societății

Prejudiciile pot fi, și în acest caz, *directe și indirecte*.

Prejudiciile *directe* apar, de exemplu, în cazurile în care acțiunile/titlurile sunt anulate sau acționarii sunt expropriati de titlurile lor de valoare³⁶.

Prejudiciile sunt *indirecte* atunci când societatea este aceea care suportă paguba, de exemplu, prin exproprierea pentru cauză de utilitate publică, prin modificarea legislației, prin blocarea activității societății din motive legate de protecția mediului, etc. În aceste cazuri, acționarii suportă prejudicii indirecte, prin ricoșeu. Spre deosebire de prejudiciul prin ricoșeu, când persoana responsabilă vine din interiorul societății emitente, dacă cel care poate fi tras la răspundere este un terț față de societate, de exemplu, este statul gazdă al investiției sau unități ale sale, atunci acționarii au șansa reparării prejudiciului prin ricoșeu în fața tribunalelor arbitrale de investiții.

2. Mijloace de protecție și acțiune a investitorilor prejudiciați

Așa cum am arătat deja, în principiu, acționarii minoritari sunt aceia care suferă prejudicii. Este posibil, însă, ca și acționarii majoritari să se afle în situația de a fi prejudiciați direct sau indirect prin actele și faptele comise sau omise

³⁴ J. Chaisse, L. Zhuoyue Li, *Shareholder Protection Reloaded. Redesigning the Matrix of Shareholder Claims for Reflective Loss*, în *Stanford Journal of International Law*, vol. 52, nr. 1/2016, pp. 54-58.

³⁵ V. Korzun, *op. cit.* p. 201.

³⁶ J. Arato, K. Claussen, J. Lee, G. Zarra, ‘Reforming Shareholder Claims in ISDS’, *Academic Forum on ISDS Concept Paper 2019/9*, 17 September 2019, [Online] la <https://www.jus.uio.no/pluricourts/english/projects/leginvest/academic-forum/papers/papers/arato-reforming-shareholder-claims-isds-af-9-2019.pdf>, accesat 25.12.2022.

ale mandatarilor sociali³⁷. Ei au la dispoziție o serie de mecanisme, prevăzute în dreptul național, pentru obținerea de reparații. Atunci când prejudiciul este cauzat de factori externi societății, care provin de la statul gazdă al investiției sau de la entități ale statului gazdă, acționarii ancorați în mediul de afaceri internațional au și posibilitatea utilizării regulilor internaționale de protecție a investiției lor.

2.1. Protecția acționarilor prin mijloace de drept național

Întrucât acționarii vizați sunt cei internaționali, mijloacele de drept național aplicabile includ și regulile de drept internațional privat³⁸ cu privire la competența soluționării litigiilor și la legea aplicabilă. Astfel, pentru a putea soluționa pe fond o acțiune în răspundere civilă delictuală pentru repararea prejudiciului, mai întâi trebuie stabilită competența instanței, iar apoi legea aplicabilă. Vom avea în vedere doar spațiul european, în care a fost realizată o armonizare parțială a *normelor materiale*, mai ales în ceea ce privește piața de instrumente financiare.

2.1.1. Competența jurisdicțională

În materia răspunderii civile delictuale pentru stabilirea competenței jurisdicționale este aplicabil Regulamentul Bruxelles I bis. Potrivit art. 7(2) „O persoană care are domiciliul pe teritoriul unui stat membru poate fi acționată în justiție într-un alt stat membru.[...] în materie delictuală și cvasidelictuală, în fața instanțelor de la locul unde s-a produs sau riscă să se producă fapta prejudiciabilă.”

Indiferent de tipul de prejudiciu, direct sau indirect (prin ricoșeu), dacă răspunderea este delictuală sau quasidelictuală, competența se stabilește potrivit Regulamentului Bruxelles I bis.

În cauza VEB v. BP, instanța supremă neerlandeză a solicitat să se stabilească dacă art. 7 (2) trebuie interpretat în sensul că materializarea directă, într-un cont de investiții, a unui prejudiciu pur financiar rezultat din decizii de investiții adoptate în urma unor informații ușor accesibile pe plan mondial, dar incorecte, incomplete sau înșelătoare provenite de la o societate internațională cotate la bursă permite competența internațională a unei instanțe a statului membru în care este stabilită banca sau întreprinderea de investiții în registrul căreia este înscris contul, atunci când societatea menționată nu era supusă unor obligații legale de publicitate în acest stat membru³⁹. CJUE a răspuns că o asemenea competență nu era previzibilă pentru pârât (BP) și că este competentă doar instanța din statul membru în care BP a îndeplinit, în vederea cotării sale la bursă, obligațiile legale de

³⁷ V. Verdeș, *op. cit.*, p. 14.

³⁸ Fiecare stat are propriul drept internațional privat, caracterul internațional fiind dat de existența elementului/elementelor de extraneitate, adică de împrejurarea de fapt care face ca un raport juridic concret să vină în contact cu cel puțin două sisteme de drept diferite.

³⁹ Punctul 22 din hotărâre.

publicitate. Numai acolo BP poate în mod rezonabil să prevadă existența unei piețe de investiții și angajarea răspunderii sale⁴⁰.

Cu alte cuvinte, investitorii suferă prejudicii la locul de tranzacționare a acțiunilor. Domiciliul lor sau contul de investiții nu are nici o relevanță în ceea ce privește localizarea prejudiciului⁴¹.

Trecând dincolo de speța *VEB v. BP*, dar tot în contextul răspunderii civile delictuale, de data aceasta pentru *frauda organelor de conducere a societății*, cauza Wirecard⁴² oferă o abordare utilizată de un acționar prejudiciat, care, deși pare a fi abuzivă, a avut succes.

Investitorul reclamant a invocat aplicarea art. 8(1) din Regulamentul Bruxelles I bis, care prevede că: „O persoană care are domiciliul pe teritoriul unui stat membru mai poate fi acționată în justiție, atunci când este unul dintre mai mulți părtași, în fața instanței de la domiciliul oricăruia dintre aceștia, cu condiția ca între cereri să existe o legătură atât de strânsă încât să fie oportună examinarea și judecarea lor în același timp pentru a se evita riscul pronunțării unor hotărâri ireconciliabile în cazul judecării separate a cauzelor.”. Acțiunea a fost introdusă în fața unui tribunal austriac de către un investitor austriac împotriva auditorului german al Wirecard. În același timp, el a chemat în judecată un membru al consiliului de supraveghere al Wirecard cu domiciliul în Austria, care este singurul membru al consiliului de supraveghere care locuiește în circumscripția instanței austriece.

⁴⁰ Punctele 34 și 35 din hotărâre.

⁴¹ M. Lehmann, *The new piece...op. cit.*, p. 9.

⁴² Wirecard a fost o societate cotate la bursă, cu sediul în Germania, care, înființată în 1999, a început prin activități de procesare a plăților pentru jocurile de noroc online și pornografie. În 2006 a trecut în domeniul bancar odată cu achiziționarea băncii XCOM. Banca, redenumită Wirecard, a avut licențe de la Visa și Mastercard, putând emite carduri de credit și gestiona bani în numele comercianților. Acțiunile Wirecard au atins un vârf de 191 euro în august 2018⁴², societatea valorând 24 de miliarde de euro (<https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db>, 1.12.2022.). Grupul avea peste cincizeci de filiale, iar cele mai profitabile erau cele care operau în Singapore, India și alte țări asiatice. Printre clienții Wirecard se numărau Aldi, Lidl, Ikea, precum și în jur de 100 de companii aeriene. Firma de audit EY a auditat situațiile financiare anuale ale Wirecard și pe cele ale grupului Wirecard, pentru anii 2009-2018, nedescoperind vreo problemă. Cu toate acestea, timp de cinci ani, începând din aprilie 2015, *Financial Times* a publicat mai mult de șaisprezece articole în care a prezentat posibile fraude la Wirecard. În 2018 Wirecard a angajat o firmă de avocatură în Singapore pentru a verifica contabilitatea, care nu a făcut descoperiri cu efecte semnificative asupra situațiilor financiare anuale. După ce *Financial Times* a descoperit alte neconcordanțe și ca răspuns la presiunile din partea investitorilor și a publicului, Wirecard a solicitat firmei de audit KPMG să efectueze o „investigație specială” la jumătatea lunii octombrie 2019. La 27 aprilie 2020, KPMG a constatat că numeroase înregistrări financiare nu au putut fi confirmate, deoarece documentele nu au fost furnizate sau nu au fost puse la dispoziție în formă originală. La 18 iunie 2020, EY a refuzat să certifice conturile Wirecard, constatând că 1,9 miliarde euro în două bănci asiatice nu au putut fi găsite. La 25 iunie 2020, Wirecard și-a declarat insolvența. Prețul acțiunilor a rămas în jur de 100 de euro până la refuzul auditorilor de a certifica conturile, iar apoi s-a prăbușit sub 2 euro. (Informații disponibile pe site-ul financial Times, <https://www.ft.com/content/4901a824-f862-4b7c-8b16-7e1ae088e729>, accesat 24.10.2022; Th.M.J. Möllers, *The Wirecard accounting scandal in Germany, and how the financial industry failed to spot it*, *The International Lawyer*, vol. 54, nr. 3/ 2021, pp. 326-327.).

Chiar dacă auditorul a pretins că reclamantul a creat în mod artificial situația, astfel încât să fie îndeplinite condițiile art. 8(1), Curtea Supremă austriacă a considerat nu a fost probată o fraudă la lege, că art. 8(1) este aplicabil și că are competență să soluționeze cele două cereri. În doctrină⁴³ s-a afirmat că legătura dintre cele două acțiuni introduse era *quasi-inexistentă*. Astfel, auditorul și membrul consiliului de supraveghere sunt complet independenți unul de celălalt și au sarcini diferite; auditorul furnizează rapoarte despre situația financiară a societății, iar consiliul are datoria de a supraveghea consiliul de administrație. Deși, atât auditorul, cât și consiliul de supraveghere trebuie să verifice situația financiară a societății, răspunderea lor este diferită, iar instanța ar putea ajunge la concluzia că auditorul este responsabil, dar consiliul de supraveghere nu, sau invers. Prin urmare, nu există pericolul unor hotărâri ireconciliabile, așa cum prevede art. 8 (1).

2.1.2. Legea aplicabilă⁴⁴

Pentru soluționarea litigiilor privind prejudiciile suportate de acționari, legea aplicabilă în spațiul european se stabilește în funcție de calificarea litigiului ca făcând parte din materia contractuală sau delictuală.

Dacă este vorba despre acțiuni cotate la bursă, care fac parte din categoria instrumentelor financiare, la nivelul UE s-a realizat o oarecare uniformizare a *regulilor materiale* aplicabile piețelor de instrumente financiare, prin directivele și regulamentele UE în materie.

În ceea ce privește normele conflictuale, acestea acoperă doar o parte a aspectelor referitoare la instrumentele financiare, de regulă, doar aspectele patrimoniale, cum ar fi, de exemplu, apartenența lor (cui aparțin instrumentele financiare)⁴⁵. Normele conflictuale din sectorul pieței de capital nu privesc conținutul instrumentelor financiare, adică *drepturile și obligațiile* ce le presupun⁴⁶.

Conținutul instrumentelor financiare este supus *legii contractului* părților, fiind aplicabile regulile de conflict din Regulamentul Roma I⁴⁷ (art. 3 –autonomia de voință a părților în alegerea legii aplicabile contractului). Prevederile art. 1(2) (d) din Regulamentul Roma I, conform cărora sunt excluse din domeniul lui de aplicare „(d) obligațiile rezultate din cambii, cecuri și bilete la ordin, precum și alte instrumente negociabile, în măsura în care obligațiile care decurg din astfel

⁴³ M. Lehmann, (*Ab*)Use of Article 8(1) of the Brussels I bis Regulation in Wirecard, în blog-ul EAPIL din 20 octombrie 2022, [Online] la <https://eapil.org/2022/10/20/abuse-of-article-81-of-the-brussels-i-bis-regulation-in-wirecard/>, accesat 22.12.2022.

⁴⁴ O parte din analiza care urmează cu privire la legea aplicabilă în materie de instrumente financiare a fost preluată din lucrarea autoarei, *Drept internațional privat european în raporturi de comerț internațional*, Editura Hamangiu, București, 2021, pp. 207-210.

⁴⁵ M. Lehmann, *Financial Instruments, Bonds & Loans, Cheques, Bills of Exchange and Guarantees in Private International Law*, 2016, p. 8, în Basedow, Rühl, Ferrari & de Miguel, *European Encyclopedia of Private International Law*, 2016, [Online] la <https://ssrn.com/abstract=2849363>, accesat 12.12.2022.

⁴⁶ M. Lehmann, *Financial ...*, *op. cit.*, p. 8.

⁴⁷ Regulamentul (CE) nr. 593/2008 al Parlamentului European și al Consiliului din 17 iunie 2008 privind legea aplicabilă obligațiilor contractuale (Roma I), JO L 177/6, 4.7.2008.

de instrumente negociabile *derivă din caracterul lor negociabil;*” nu sunt aplicabile în ceea ce privește conținutul instrumentelor financiare, deoarece drepturile și obligațiile care reprezintă conținutul acestora *nu derivă din caracterul lor negociabil*⁴⁸.

În ceea ce privește *legea aplicabilă acțiunilor*, de regulă, raporturile dintre societatea emitentă și acționar sunt supuse legii care reglementează funcționarea societății (*lex societatis*).

Emiterea/emisiunea și distribuția de instrumente financiare trebuie însoțită de publicarea unui prospect. Regulamentul (UE) 2017/1129 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată⁴⁹ stabilește cerințele privind elaborarea, aprobarea și difuzarea prospectului care urmează să fie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată care este situată sau care funcționează într-un stat membru [art. 1(1)]. Legislația românească corespunzătoare este Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață⁵⁰.

În plus, emitenții de valori mobiliare au obligația de a publica informații periodice și continue, așa cum reiese din Directiva 2004/109/CE privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată⁵¹ (care se regăsesc în Legea nr. 24/2017). Această directivă are ca scop îmbunătățirea informării investitorilor cu privire la emitenții de valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată care își au sediul sau își desfășoară activitatea într-o țară a UE. Directiva obligă țările UE să publice informații financiare periodice cu privire la veniturile lor pe tot parcursul anului financiar, în plus față de informarea continuă privind deținerea unor procentaje semnificative din drepturile de vot.

Prin urmare, regulile cu privire la transparența informațiilor sunt reguli de drept public. *Legea aplicabilă este aceea a statului pe teritoriul căruia instrumentul financiar este tranzacționat.* Dacă instrumentul financiar este tranzacționat pe o piață reglementată, bursieră, atunci legea aplicabilă este aceea aplicabilă bursei. Dacă instrumentul financiar este tranzacționat *over-the-counter*, pe piața extrabursieră, legea aplicabilă este aceea a statului unde instrumentul financiar

⁴⁸ M. Lehmann, *Financial...*, op. cit., p. 8.

⁴⁹ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE, JO L 168/12, 30.6. 2017.

⁵⁰ M. Of. nr. 772 din 10.08.2021.

⁵¹ Directiva 2004/109/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 decembrie 2004 privind armonizarea obligațiilor de transparență în ceea ce privește informația referitoare la emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și de modificare a Directivei 2001/34/CE, JO L 390, 31.12.2004.

este oferit la tranzacționare⁵². Aceeași lege ar trebui să fie aplicabilă și răspunderii pentru informațiile false sau pentru omisiunea de informații din prospect⁵³.

Cu toate acestea, în dreptul internațional privat european, pentru stabilirea legii aplicabile *răspunderii*, neexistând reguli de conflict special elaborate pentru această situație, se aplică regulile generale din Regulamentul Roma II cu privire la legea aplicabilă obligațiilor necontractuale⁵⁴. Potrivit art. 4 (1) legea aplicabilă obligațiilor necontractuale care decurg dintr-o *faptă ilicită este legea țării în care s-a produs prejudiciul*, indiferent în ce țară are loc faptul cauzator de prejudiciu și indiferent de țara sau țările în care se manifestă efectele indirecte ale respectivului fapt.

În cauza *Harald Kolassa c. Barclays Bank* (C-375/13) CJUE a stabilit că prejudiciul suferit de un investitor ca urmare a unor informații false în prospect se consideră că a avut loc în statul de domiciliu al investitorului, unde are și contul bancar. În speță s-a făcut interpretarea Regulamentului Bruxelles I, în materia competenței cererilor introduse de consumatori și cu privire la materia delictuală. Dacă același raționament s-ar aplica și pentru stabilirea legii aplicabile, atunci, așa cum s-a arătat în literatura juridică⁵⁵, determinarea legii aplicabile ar fi imprevizibilă pentru emitentul instrumentului financiar (obligat la publicarea prospectului), putând fi legea oricărui stat în care se produce un prejudiciu.

În *VEB v. BP*, deși situația de fapt prezintă asemănări cu aceea din *Harald Kolassa c. Barclays Bank* (ambele având la bază informațiile incomplete sau înșelătoare pe piața de capital primite de reclamanți), *comunicarea de informații incorecte, incomplete și înșelătoare* apare pe *pieța secundară*, pe când în *Harald Kolassa c. Barclays Bank* informațiile erau furnizate pe *pieța primară*⁵⁶. Pe piața primară, instrumentele financiare, pentru analiza noastră, acțiunile, sunt *emise*, de exemplu, de către o societate cotate la bursă. Pe piața secundară acțiunile sunt *tranzacționate* între investitori, prin intermediari. Piața primară și piața secundară sunt supuse unor reglementări diferite⁵⁷. Astfel, în ceea ce privește prospectul, conform Regulamentului (UE) 2017/1129, acesta este destinat pieței primare, pentru că trebuie publicat *înainte* ca instrumentul financiar să fie emis. Dimpotrivă, regulile cu privire la informarea continuă a investitorilor privește piața secundară. În *VEB v. BP* *informațiile incorecte, incomplete și înșelătoare* priveau piața secundară⁵⁸. Obligativitatea informării investitorilor reiese din Regulamentul MAR, potrivit căruia emitentul acțiunilor trebuie să facă publice, de îndată ce este posibil, *informații privilegiate* care se referă în mod direct la emitentul respectiv, asigurându-se că informațiile privilegiate sunt publicate într-un mod care să permită accesul rapid și evaluarea completă, corectă și promptă a

⁵² M. Lehmann, *Financial... op. cit.*, p. 9.

⁵³ *Idem*.

⁵⁴ Regulamentul (CE) nr. 864/2007 al Parlamentului European și al Consiliului din 11 iulie 2007 privind legea aplicabilă obligațiilor necontractuale (Roma II), JO L 199/40, 31.7.2007.

⁵⁵ M. Lehmann, *Financial... op. cit.*, p. 10.

⁵⁶ M. Lehmann, *A new piece...op. cit.* p. 4.

⁵⁷ *Idem*.

⁵⁸ *Ibidem*, p. 5.

acestora de către public [art. 17 (1) Regulamentul MAR]. Prin informații privilegiate se înțeleg informațiile cu caracter precis, care nu au fost făcute publice, care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți sau la unul sau mai multe instrumente financiare și care, în cazul în care ar fi făcute publice, ar putea influența semnificativ prețul instrumentelor financiare în cauză sau al instrumentelor financiare derivate conexe [art. 7(1)(a) Regulamentul MAR].

Prin urmare, legea aplicabilă este legea de la locul unde obligația de informare trebuie prestată, mai precis, legea de la locul de tranzacționare a acțiunilor, adică legea pieței secundare⁵⁹. Așa cum am precizat și în cazul determinării competenței jurisdicționale, investitorii suferă prejudicii la locul de tranzacționare a acțiunilor. Deci legea aplicabilă obligațiilor necontractuale care decurg dintr-o *faptă ilicită este legea țării în care s-a produs prejudiciul*, adică legea țării de la locul de tranzacționare a acțiunilor.

2.2. Protecția acționarilor prin mijloace de drept internațional public

Dacă acționarul intră în raporturi contractuale cu un stat sau entități ale acestuia, direct sau indirect (de exemplu, fiind acționar al unei societăți care are calitatea de investitor străin într-un stat gazdă), atunci poate fi supus unor reguli de drept internațional public. Norme de drept internațional public se aplică și în situația în care investitorul străin nu a contractat direct sau indirect cu statul gazdă, dar acesta din urmă (statul gazdă) a încălcat drepturi ale investitorului străin cu privire la *tratamentul* aplicat investiției, recunoscute prin tratatele bilaterale sau multilaterale de investiții. De exemplu, statul gazdă a expropriat investiția fără a acorda despăgubirile cuvenite, i-a aplicat investitorului străin un regim discriminatoriu, ș.a.

Acționarii BP din speța folosită ca pretext pentru analiza acționarilor ca investitori internaționali, nu pot opta pentru protecția dreptului internațional al investițiilor, întrucât prejudiciul nu provine din fapte ilicite ale statului gazdă al investiției, ci din „interiorul” societății emittente a acțiunilor. Cu toate acestea, în continuare vom explica ce soluții circumscrise dreptului internațional public ar avea un acționar prejudiciat, direct sau indirect de statul gazdă al investiției.

2.2.1. Acțiunile reprezintă o investiție internațională protejată?⁶⁰

Pentru a răspunde la întrebare trebuie clarificat, mai întâi, care investiții pot beneficia de protecție în dreptul internațional al investițiilor.

Prin dreptul internațional al investițiilor, care face parte din dreptul internațional public, protecția investitorilor și a investițiilor lor, de regulă, se realizează prin Tratatate Bilaterale de Investiții (*Bilateral Investment Treaties* -BITs)

⁵⁹ *Ibidem*, p. 6.

⁶⁰ O parte din această secțiune a fost preluată și actualizată din lucrarea autoarei, *Dreptul comerțului internațional*, Editura Hamangiu, București, 2018, pp. 92-95.

sau multilaterale. Investițiile protejate sunt definite în fiecare BIT în parte, neexistând o definiție a investiției, universal acceptată⁶¹.

Semnificația noțiunii de investiție este stabilită, de regulă, cu ocazia soluționării litigiilor dintre investitorii străini prejudiciați și statele gazdă prin arbitrajul organizat în cadrul ICSID (*International Centre for Settlement of Investment Disputes*). ICSID aplică Convenția de la Washington din 1965 pentru reglementarea diferendelor relative la investiții între state și persoane ale altor state⁶². Conform art. 25 (1) din Convenție, investitorul trebuie să facă o probă dublă: să dovedească faptul că operațiunea litigioasă este o investiție în sensul BIT-ului și că este o investiție în sensul Convenției de la Washington. În Convenție, noțiunea de investiție nu este definită, însă, în practica arbitrală ICSID, în speța *Salini v. Maroc* din 2001 a fost formulată o definiție, general aplicabilă, indiferent de formulările din BIT-uri⁶³. Astfel, investiția străină directă este protejată dacă trece testul Salini, adică atunci când aduce un aport financiar, care nu trebuie să aibă un quantum inferior costului mediu al arbitrajului investițiilor, care are o anumită durată (3-5 ani), care presupune un anumit risc economic suportat de investitor și care participă la dezvoltarea economică a statului gazdă.

În BIT-urile de ultimă generație, abordarea a suferit schimbări în sensul că protecția internațională a fost extinsă dincolo de investițiile directe, ce satisfac testul Salini, la investițiile de portofoliu (în acțiuni, obligațiuni) și la alte investiții indirecte (de portofoliu), cum ar fi contractele de asistență tehnică, de transfer de drepturi de proprietate intelectuală, ș.a.⁶⁴. Investiția în *acțiuni sau părți sociale* este considerată o investiție directă și nu una de portofoliu, de exemplu, în optica *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), care a identificat 5 forme/categorii de *investiții directe*⁶⁵, printre care și orice tip de acțiuni/obligațiuni în societăți constituite sau orice formă de participare financiară. Aceeași abordare apare și în art. 8.1 din CETA (*Comprehensive Economic and Trade Agreement*) încheiat în 2017 între UE și Canada⁶⁶, provizoriu în vigoare⁶⁷.

⁶¹ A. de Nanteuil, *Droit international de l'investissement*, Editions A. Pedone, Paris, 2014, p. 155; M. Audit, S. Bollée, P. Callé, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, LGDJ, Montchrestien, 2014, p. 220.

⁶² România a ratificat Convenția de la Washington din 1965 prin Decretul nr. 62/1975 (B. Of. nr. 56 din 7 iunie 1975).

⁶³ A. de Nanteuil, *op. cit.*, p. 168.

⁶⁴ V. Korzun, *op. cit.*, p. 213.

⁶⁵ UNCTAD, *Bilateral Investment Treaties 1995–2006: Trends in Investment Rulemaking*, p. 8, [Online] la: http://unctad.org/en/Docs/iteia20065_en.pdf, accesat 10.12.2022.

⁶⁶ Acord Economic și Comercial cuprinzător (CETA) între Canada, pe de o parte, și Uniunea Europeană și statele sale membre, pe de altă parte, JO L11/23, 14.1.2017.

⁶⁷ Decizia (UE) 2017/38 a Consiliului din 28 octombrie 2016 privind aplicarea cu titlu provizoriu a Acordului economic și comercial cuprinzător (CETA) dintre Canada, pe de o parte, și Uniunea Europeană și statele sale membre, pe de altă parte, JO L11/1080, 14.1.2017.

Într-un proiect UNCTAD⁶⁸ prin care se urmărește culegerea conținutului BIT-urilor din întreaga lume, din 2584 de BIT-uri numai 31 exclud investițiile⁶⁹ de portofoliu din protecția internațională prin intermediul lor⁷⁰, iar din 31, 21 sunt BIT-uri încheiate de Turcia cu alte state.

Așadar, răspunsul la întrebarea din subtitlu este că acțiunile sunt considerate investiții care pot beneficia de protecția dreptului internațional al investițiilor.

2.2.2. Cum sunt protejați investitorii internaționali în acțiuni?⁷¹

Fie că prejudiciile sunt directe, fie că sunt prejudicii prin ricoșeu, investitorii internaționali în acțiuni pot iniția un arbitraj în cadrul ICSID împotriva statului gazdă pentru repararea prejudiciului.

Referitor la prejudiciile prin ricoșeu, deși, așa cum am arătat, în legislațiile naționale regula este că acționarii nu pot formula acțiuni în despăgubire, dreptul internațional al investițiilor schimbă regulile prin aceea că permite acționarilor să declanșeze acțiuni în despăgubire pentru prejudiciul prin ricoșeu prin intermediul arbitrajului investițiilor, indiferent dacă societatea ai căror

⁶⁸ [Online] la: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements/ii-mapping>, accesat 16.10.2022.

⁶⁹ Într-un act normativ românesc recent, OUG nr. 14/2022 (Ordonanța de urgență a Guvernului nr. 46 din 14 aprilie 2022 privind măsurile de punere în aplicare a Regulamentului (UE) 2019/452 al Parlamentului European și al Consiliului din 19 martie 2019 de stabilire a unui cadru pentru examinarea investițiilor străine directe în Uniune, precum și pentru modificarea și completarea Legii concurenței nr. 21/1996, M. Of. nr. 379 din 18 aprilie 2022), care nu aduce atingere acordurilor și convențiilor internaționale la care România este parte [art. 1(2)], altfel spus, nu influențează semnificația noțiunii de investiție din BIT-uri, *investiția străină directă* este definită ca fiind „investiția de orice natură efectuată de un investitor străin cu scopul de a stabili sau de a menține legături durabile și directe între investitorul străin și întreprinderea vizată sau o unitate organizatorică separată a unei întreprinderi, cărora le sunt puse la dispoziție aceste fonduri sau urmează să le fie puse la dispoziție pentru desfășurarea unei activități economice în România, și care îi permit investitorului străin să exercite un control asupra administrării întreprinderii. O investiție străină directă se efectuează, de asemenea, când există o schimbare în structura de proprietate a unui investitor străin persoană juridică, dacă această schimbare în ceea ce privește persoana juridică face posibilă exercitarea unui control, în mod direct sau indirect, de către o: 1. persoană fizică ce nu este cetățean al unui stat membru al Uniunii Europene; 2. persoană juridică al cărei sediu social nu se află într-un stat membru al Uniunii Europene sau 3. altă entitate juridică, fără personalitate juridică, organizată în temeiul legilor unui stat care nu este membru al Uniunii Europene”. [art. 2 b)]. Accepțiunea investiției străine directe din OUG nr. 14/2022, servește numai la stabilirea cadrului legal și instituțional de aplicare a Regulamentului (UE) 2019/452 de stabilire a unui cadru pentru *examinarea investițiilor străine directe în Uniune*, în scopul *protejării intereselor esențiale de securitate și ordine publică*. Acest act normativ exclude din sfera lui de aplicare *investițiile de portofoliu*, definite în Legea nr. 241/1998 ca fiind „dobândirea de valori mobiliare pe piețele de capital organizate și reglementate și care nu permit participarea directă la administrarea societății comerciale” [Legea nr. 241/1998 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 92/1997 privind stimularea investițiilor directe (M. Of. nr. 483 din 16.12.1998) cu modificările și completările ulterioare.].

⁷⁰ V. Korzun, *op. cit.*, p. 214.

⁷¹ C.T. Ungureanu, *Drept internațional privat european în raporturi de comerț internațional*, Editura Hamangiu, București, 2021, pp. 196-197.

acționari sunt a făcut demersuri în justiție sau arbitraj ori nu⁷². În funcție de prevederile din BIT, dreptul la o asemenea acțiune aparține nu numai acționarilor majoritari sau care controlează societatea, ci și acționarilor minoritari.

Începând cu anii 70 tribunalele arbitrale au recunoscut dreptul acționarilor de a introduce cereri de arbitraj în mod individual pentru obținerea de despăgubiri⁷³. După hotărârea pronunțată de Curtea Internațională de Justiție (Haga), în cauza *Barcelona Traction (Belgia c. Spaniei)*⁷⁴ când s-a constatat tendința acceptării ideii acțiunilor introduse în despăgubirea acționarilor pentru prejudicii indirecte⁷⁵, au urmat și alte hotărâri pe aceeași linie. Astfel, Curtea Internațională de Justiție a admis în 1989 în cauza *ELSI*⁷⁶ că SUA este îndreptățită să introducă o acțiune împotriva Italiei în despăgubirea naționalilor săi, acționari într-o societate cu sediul în Italia. În cauza *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, tribunalul arbitral în cadrul ICSID a precizat că nu există vreun obstacol în dreptul internațional actual cu privire la conceptul de a admite cereri introduse de către acționari, independent de societatea ai căror acționari sunt, chiar dacă acești acționari sunt minoritari sau acționari care nu controlează societatea⁷⁷. Același raționament a fost urmat în cauza ICSID *Enron v. Argentine Republic*⁷⁸.

Acțiunile în arbitrajul investițiilor pentru prejudiciul prin ricoșeu pot avea consecințe negative importante cu privire la: obținerea de despăgubiri duble, hotărâri arbitrale contradictorii, cost ridicat. Acționarii protejați prin BIT au drepturi prioritare față de societate, creditorii societății și alte persoane interesate (*stakeholders*), cum ar fi de exemplu, salariații⁷⁹. Regula instituită în drepturile naționale, prin care acționarii nu pot fi despăgubiți pentru prejudiciul prin ricoșeu, nu înseamnă că nu se recunoaște prejudicierea lor, ci că este mai eficient, mai predictibil și mai corect ca societatea să fie aceea despăgubită, evitându-se

⁷² V. Korzun, *op. cit.*, p. 194.

⁷³ *Ibidem*, p. 209.

⁷⁴ *Barcelona Traction, Light and Power Company* era o companie de utilități canadiană care opera în Catalonia, Spania, dar care era proprietatea societăților belgiene de tip holding SOFINA și SIDRO. În anii 1960 guvernul Spaniei a impus restricții străinilor care aveau afaceri în Spania. Acționarii belgieni de la *Barcelona Traction* au pierdut bani, iar Belgia a solicitat despăgubiri pentru prejudiciul cauzat cetățenilor săi, acționari ai companiei *Barcelona Traction, Light and Power Company*, ca urmare a unor acte contrare dreptului internațional comise de organele statului spaniol. Spania, pe de altă parte, a susținut că cererea Belgiei era inadmisibilă sau nefondată. Într-o hotărâre pronunțată la 5 februarie 1970, Curtea a constatat că Belgia nu avea calitatea de a exercita protecția diplomatică a acționarilor unei companii canadiene în ceea ce privește măsurile luate împotriva acesteia în Spania. De asemenea, a subliniat că adoptarea teoriei protecției diplomatice a acționarilor ca atare ar deschide ușa către creanțe concurente din partea diferitelor state, care ar putea crea o atmosferă de nesiguranță în relațiile economice internaționale. În consecință, din moment ce statul în care societatea era înregistrată (Canada) a avut posibilitatea să acționeze, Curtea a considerat că guvernului belgian nu îi putea fi conferit *jus standi* și a respins cererea Belgiei. ([Online] la: <https://www.icj-cij.org/en/case/50>, accesat 8.11.2022)

⁷⁵ Ch. Schreuer, *op. cit.*, p. 4.

⁷⁶ [Online] la: <https://www.icj-cij.org/en/case/76>, accesat la 8.11.2022.

⁷⁷ ICSID Case No. ARB/01/8, [Online] la: <https://www.italaw.com/cases/288>, accesat 2.12.2022.

⁷⁸ ICSID Case No. ARB/01/3, [Online] la: <https://www.italaw.com/cases/401>, accesat 2.12.2022.

⁷⁹ V. Korzun, *op. cit.*, p. 196.

astfel ca acționarii să primească despăgubiri de două ori pentru același prejudiciu (o dată prin acțiunea întreprinsă direct de către ei și a doua oară de către societate); de asemenea, pârâțul se apără o singură dată și nu de mai multe ori pentru aceeași faptă ilicită⁸⁰. S-a afirmat⁸¹ că admiterea despăgubirilor pentru prejudiciul prin rigoșeu în *arbitrajul investițiilor* afectează *structura societății*, în sensul că acționarii care obțin hotărâri arbitrale se îndreaptă împotriva bunurilor societății, cu prioritate față de creditorii ei, iau decizii pe care ar trebui să le ia organele de conducere a societății, că numai unii dintre acționari pot iniția acțiuni în arbitraj, datorită costului ridicat, că societatea nu va mai avea abilitatea de a obține credite și a se redresa.

Totuși, admiterea acestor acțiuni ca o formă de protecție internațională a investitorilor, a fost o soluție necesară pentru situația în care legislația statului gazdă condiționează acceptarea investitorilor străini pe teritoriul național de constituirea unei societăți având naționalitatea statului gazdă⁸². În cazul litigiilor de competența unui tribunal arbitral ICSID, acești investitori nu s-ar putea bucura de protecție. Într-o asemenea situație, societatea s-ar putea îndrepta împotriva statului gazdă în temeiul Convenției ICSID⁸³ numai dacă este controlată de un acționar străin [art. 25(2)(b)] și criteriul controlului este inclus în BIT. Deci, societatea cu naționalitatea statului gazdă nu este considerată investiție străină, dar acționarii străini care dețin acțiuni ale societății sunt considerați investitori străini și se pot folosi de BIT.

Concluzii

Având ca pretext o speță soluționată de CJUE, a fost făcută o radiografie sumară a acționarului ca investitor internațional și a mijloacelor lui de protecție prin mecanisme naționale și internaționale. La nivelul regional al UE, pentru acțiunile cotate la bursă, care fac parte din categoria instrumentelor financiare, s-a remarcat realizarea unei oarecare uniformizări a *regulilor materiale* aplicabile piețelor de instrumente financiare, prin directivele și regulamentele UE în materie.

Indiferent de tipul acționarilor, am arătat că aceștia pot fi prejudiciați, direct sau indirect prin actele și faptele comisive sau omisive ale mandatarilor sociali ori prin acelea provenind de la statul gazdă al investiției. Spre deosebire de dreptul național, unde, ca regulă, acționarii nu sunt despăgubiți decât pentru prejudiciile directe, nu și pentru cele prin rigoșeu, în dreptul internațional al investițiilor prejudiciul prin rigoșeu este unul reparabil, cu consecințe, mai ales, negative asupra societății comerciale prejudiciate direct. Acest sistem este supus, în prezent, unei reforme în cadrul UNCITRAL (*United Nations Commission on International Trade Law*)⁸⁴, nepierzându-se din vedere faptul că protecția

⁸⁰ *Ibidem*, p. 222.

⁸¹ *Ibidem*, p. 224.

⁸² Ch. Schreurer, *op. cit.*, p. 5.

⁸³ Această denumire este folosită pentru convenția de la Washington din 1965.

⁸⁴ [Online] la https://uncitral.un.org/en/working_groups/3/investor-state, accesat 25.12.2022.

investitorilor internaționali reprezintă cheia promovării comerțului internațional și a liberalizării investițiilor⁸⁵.

Referințe

- Arato, J., Claussen, K., Lee, J., Zarra, G., *Reforming Shareholder Claims in ISDS, Academic Forum on ISDS Concept Paper*, nr. 9/2019, [Online].
- Audit, M., Bollée, S., Callé, P., *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, LGDJ, Montchrestien, 2014.
- Chaisse, J., Zhuoyue Li, L., *Shareholder Protection Reloaded. Redesigning the Matrix of Shareholder Claims for Reflective Loss*, în *Stanford Journal of International Law*, vol. 52, nr. 1/2016, pp. 51-94.
- de Nanteuil, A., *Droit international de l'investissement*, Editions A. Pedone, Paris, 2014.
- Gelter, M., *Mapping types of shareholder lawsuits across jurisdictions*, în Griffith, S., Erickson, J., Webber, D.H., Winship, V. (eds.), *Research Handbook on Representative Shareholder Litigation*, Edward Elgar Publishing, e-book, pp. 459-482, DOI 10.4337/9781786435347.
- Korzun, V., *Shareholder claims for reflective loss: how International Investment Law changes Corporate Law and Governance*, în *University of Pennsylvania Journal of International Law*, vol. 40, nr. 1/2018, pp. 189-254.
- Lehmann, M., *A new piece in the puzzle of locating financial loss: the ruling in VEB v BP on jurisdiction for collective actions based on deficient investor information*, în *Journal of Private International Law*, vol. 18, nr. 1/2022, pp. 1-27, DOI: 10.1080/17441048.2022.2060347.
- Lehmann, M., *(Ab)Use of Article 8(1) of the Brussels I bis Regulation in Wirecard*, în blog-ul EAPIL din 20 octombrie 2022.
- Lehmann, M., *Financial Instruments, Bonds & Loans, Cheques, Bills of Exchange and Guarantees in Private International Law*, pp. 1-50, în Basedow, Rühl, Ferrari & de Miguel, *European Encyclopedia of Private International Law*, 2016.
- Miloș, M.C., *Considerații privind protecția investitorilor pe piața de capital din România*, în *Revista Română de Drept al Afacerilor*, nr. 5/2020, sintact.ro.
- Möllers, Th.M.J., *The Wirecard accounting scandal in Germany, and how the financial industry failed to spot it*, în *The International Lawyer*, vol. 54, nr. 3/2021, pp. 325-360.
- Nemeș, V., *Drept comercial*, ed. a II-a rev., Editura Hamangiu, București, 2015.
- Popa, M.C., *Piețe de capital*, Editura Hamangiu, București, 2020.
- Schreuer, Ch., *Shareholder Protection in Internațional Investment Law*, în *Transnational Dispute Management*, 2005, [Online].
- UNCTAD, *Bilateral Investment Treaties 1995–2006: Trends in Investment Rulemaking*, [Online].
- Ungureanu, C.T., *Drept internațional privat european în raporturi de comerț internațional*, Editura Hamangiu, București, 2021.
- Ungureanu, C.T., *Dreptul comerțului internațional*, Editura Hamangiu, București, 2018.
- Vanhonnaeker, L., *Shareholders' Claims for Reflective Loss in International Investment Law*, thesis, 2018, [Online].
- Verdeș, V., *Considerații privind răspunderea civilă delictuală în domeniul bursier cu privire la fapte ilicite ce țin de nerespectarea regimului informațional*, în *Revista Română de Drept al Afacerilor*, nr. 11/2013.

⁸⁵ Pentru detalii, L. Vanhonnaeker, *Shareholders' Claims for Reflective Loss in International Investment Law*, thesis, 2018, pp. 147-154, [Online] la <https://escholarship.mcgill.ca/concern/theses/s1784p10r> accesat 26.12.2022.