

# Listarea secundară a Fondului Proprietatea. Efecte asupra BVB



Prof. Univ. Dr. Gheorghe Piperea



avocat Alexandru Rățoi

cundară a fondului, la bursa din Varșovia. O serie de piedici au împiedicat listarea, printre care reglementarea insuficientă a unei astfel de operațiuni în dreptul românesc, dar și întreruperea legăturilor cu depozitarul polonez, la care s-a adăugat contextul nefericit al naționalizării fondurilor de pensii poloneze.

Să ne reamintim că lentoarea listării FP la BVB surprindea CEDO în 2010; la doi ani și jumătate de la decizia inițială de listare secundară, în septembrie 2014, reprezentantul Franklin Templeton în România ne spunea că "prin listarea secundară a FP (la Londra) vrem să atragem investitori pentru acțiunile din portofoliul FP care nu au plasamente în România". Adică investitorii instituționali, activi pe bursa londoneză, care nu și-au deschis conturi în România, cu fonduri sau active în administrare de aproximativ 100 mld. \$.

Momentul ideal pentru listare ar fi fost, potrivit Franklin Templeton, sfârșitul lunii octombrie, începutul lunii noiembrie, listarea devenind efectivă într-o săptămână de la lansare.

Perspectivile păreau foarte bune: FP ar fi al treilea fond după valoarea activelor nete și a capitalizării pe piață din cele 422 de fonduri active pe bursa londoneză; după alte surse, ar fi chiar primul fond raportat la valoarea activului net și al patrulea după capitalizarea pe bursă.

Cu toate acestea, în decembrie 2014, fondul american Elliot Management Corp., propune suplimentarea ordinii de zi a adunării generale din 21 ianuarie 2015 cu un nou punct: prelungirea mandatului administratorului referitor la listarea pe bursa londoneză.

Cine întârzie avântul listării secundare? "Părintele" exigent - Autoritatea de Supraveghere Finan-

ciară (ASF) - respingea un proiect de regulament în noiembrie 2014, care permitea listarea unui emitent tranzacționat la bursă în România la o altă bursă dintr-un stat al Uniunii Europene prin intermediul *titlurilor de interes*, (CDI - CREST Depository Interest). O soluție neagreată de administratorul fondului, care arăta că listarea nu a fost posibilă întrucât aprobările ASF nu au fost obținute. Ulterior, Autoritatea arată că "*liberalizarea interconectării Depozitarului Central din România cu piețele de capital din statele membre va continua potrivit termenelor prevăzute în regulamentul UE nr. 909/2014*".

Cum se va face, efectiv, listarea secundară? Probabil tot prin intermediul depository interest sau a unor instrumente similare, fără emisiune de acțiuni.

Simplist, aceste *depository interest* reprezintă "holograme" ale acțiunilor existente care ar urma să fie decontate pe (o) bursa londoneză, respectiv pe piața Specialist Fund Market, nu pe piața principală (LSE), incompatibilă cu acest tip de instrumente.

Elaborat, depository interest permit tranzacționarea pe o piață londoneză a unor acțiuni dintr-o companie neînregistrată în Marea Britanie sau în anumite fonduri de investiții străine, care nu ar putea fi direct tranzacționate prin CREST, echivalentul din Marea Britanie a Depozitarului central S.A., de unde și denumirea de CDI - CREST Depository Interest (<http://the-international-investor.com>).

CDI nu înseamnă că fondul respectiv e listat pe LSE. Titlurile sunt tranzacționate, astfel cum arătam, *off-exchange*, pe alte piețe, putând fi cumpărate și vândute prin intermediul majorității

brokerilor londonezi, de regulă la același cost cu o acțiune britanică. Totuși, prețul ar putea fi mai ridicat decât pe piața locală, din cauza intermediarilor succesive.

Chiar și o astfel de listare, pe o piață secundară, *over-the-counter*, ar fi pozitivă, acordând o mare vizibilitate FP dacă luăm în considerare activul net impresionant de 3,34 mld. Euro, evident superior altor societăți listate pe aceeași piață, al căror activ net se situează la 6-700 milioane Euro.

Listarea secundară înseamnă celebritate, însă aceasta reprezintă un pas normal având în vedere că schimbarea de paradigmă a vehiculului de despăgubire cu vocație ratată operase deja. Să ne amintim că, la nici 10 ani de la crearea sa cu un scop declarat, participația în FP este majoritar străină, titlurile FP fiind continuu achiziționate de străini, românii cedând participațiile la un preț diminuat per acțiune față de prețul "real", rezultat din activul net. În plus, toate marile companii din Europa centrală au făcut un *initial public offering (IPO)* pe 2-3 burse în etape primare ale dezvoltării lor și s-a dovedit a fi un pas câștigător.

Esențial este ca această listare secundară să fie dublată și de asigurarea lichidității fondului prin tranzații frecvente și consistente.

Efectul asupra BVB ar putea opera doar prin refracție, nu direct, dacă "hologramele" tranzacționate pe piața secundară londoneză ar deveni foarte lichide.

Ar mai trebui amintit că dorința (voită sau ne-voită) de "celebritate" a fondului datează de înainte de listarea acestuia la BVB. În 2009, titlurile FP erau tranzacționate pe Bursa din Viena prin intermediul unor instrumente financiare derivate, iar în 2014 unul dintre acționarii instituționali importanți, Royal Bank of Scotland (RBS), cu o deținere estimată de Reuters la 3,23% din capitalul social al fondului, a cumpărat acțiuni pe care le-a vândut investitorilor străini sub formă de *warrant*.

Fondul Proprietatea are deja o vocație pierdută, nemaifiind vehiculul de despăgubire imaginat în 2005. Deja Ministerul Finanțelor a început emiteria de titluri de despăgubire pentru proprietarii depozitați de regimul comunist, iar Ordonanța 165/2013, "încuviințată" de Consiliul European și, indirect, de CEDO, a intrat în vigoare, schimbând regulile din această materie. Toate acestea sunt motive suficiente să încurajăm tânărul fond de investiții să "plece" în Europa în căutarea unei celebrități pe care mulți o anticipează deja. ■

Asemenea unui tânăr profesionist, înzestrat și cu perspective, Fondul Proprietatea oscilează între vocație ratată și dorință acerbă de celebritate.

Participația semnificativă în FP a fondului american Elliot Management Corp. (15,23% din capitalul social, conform datelor furnizate de Reuters), deținut la rândul său de omul de afaceri Paul Singer, este privită cu invidie în presa străină, care califică FP drept "*Paul Singer's Hidden \$600 Million Romanian Gem*" ([www.valuewalk.com](http://www.valuewalk.com)).

O "nestemată" a economiei românești care înregistrează de doi ani încoace o creștere economică substanțială, FP înregistrează în portofoliul său dețineri în cele mai importante companii energetice românești, de unde și calificarea de *energy fund*.

Vocația ratată a unei poziții inițial declarate, la momentul constituirii sale în 2005, de a fi un vehicul de despăgubiri *efective* pentru proprietarii depozitați ilegal în perioada comunistă, dar prea puțin susținută de realitate.

Iluzia unor despăgubiri scriptice, încurajată de autorități, dar sancționată în 2010 de Curtea Europeană a Drepturilor Omului. De reținut, în contextul dezvoltărilor ulterioare, paragraful 227 din hotărârea Maria Atanasiu și alții contra României din 12 octombrie 2010: "*Curtea este surprinsă de lentoarea cu care înaintează procedura de cotare la bursă a Fondului Proprietatea, deși această cotare a fost prevăzută încă din anul 2005*".

Dorința acerbă de celebritate a unui vehicul de despăgubiri *iluzorii* devenit fond de investiții prin denaturarea scopului său inițial, care aspiră la o listare secundară pe London Stock Exchange (LSE), dar care va fi "recompensat" cel mult cu o listare secundară pe o piață *off-exchange* sau *over-the-counter* pentru că orice altă listare pe o piață principală din alt stat ar fi practic imposibilă având în vedere mecanismul utilizat, respectiv CDI (CREST Depository Interest).

Și dacă nu era suficient, un părinte sever întârzie materializarea ambițiilor tânărului nostru fond.

Listat pe Bursa de Valori București (BVB) din 2011, FP a devenit rapid cheia de boltă a bursei noastre, care înregistra în 2009 "căderi" ale SIF-urilor de până la 93% și aproape își pierdea rațiunea de a fi.

Și cum *local business means boring business*, acționarii FP au decis în aprilie 2012 listarea se-