



Octávio Viana*

A história da Oferta Pública (OPA) da Cimpor sempre poderia ser a de uma *operetta* em que se levaria à prática o eterno conselho de Voltaire de que “*anything that is too stupid to be spoken is sung*” e em que teríamos a Oferente como compositores e como maestro o regulador; nesse caso a única condição imposta seria divertir os destinatários. Acontece que aqui o assunto é sério de mais para se brincar e certamente nem o regulador e nem a Oferente, ainda que falhando na análise dos pressupostos, o pretenderam fazer enquanto pessoas de bem. Mas então o que falhou?

Num conto de Hans Cristian Andersen ninguém queira passar por tolo perante tão belo e aprimorado "Rei" deixando-se todos enganar por dois impostores que se faziam passar por "alfaiates" e que conseguiram convencer os demais da sua capacidade de criar trajes tão bonitos e de extraordinárias capacidades que os tornavam invisíveis perante a qualquer pessoa que não fosse qualificada para o cargo que ocupava. Assim, desde logo os ministros e depois o Rei, elogiaram tais trajes "mágicos" de forma a esconder a sua ignorância, foi depois a vez do povo ser colocado à prova, até que, do alto de uma árvore um menino, na sua inocência, espontaneidade e verdade gritou: "**O rei vai nu**". O rei ficou envergonhado e correu para dentro do seu palácio, mas os espertalhões já tinha fugido com os milhões.

Na Cimpor o que falhou, é que o rei também vai nu, repetindo-se o conto de Cristian Andersen, mas em que a monarquia, os tolos e os alfaiates são outros e onde a ATM – Associação de Invesidores tem sido o "menino" em cima da árvore a gritar para a realidade que é bem diferente daquela que foi "costurada" sobre pressupostos que não se vieram a verificar, como é por exemplo o caso do mecanismo de aquisição/alienação potestativa previsto no Código de Valores Mobiliários (CódVM). Acontece que agora ninguém quer passar por tolo e assumir que o "Rei Vai Nu". Mas vejamos porquê:

A permuta de ativos projetada entre a Intermecent e a Cimpor e conseqüentemente a transferência pela Intercement para a Votorantim dos ativos recebidos nessa primeira permuta, por troca com as ações pela Votorantim na Cimpor, representa, inequivocamente, uma segunda oportunidade da Votorantim alinear as suas ações a um preço igual ao da OPA lançada pela Intercement sobre a Cimpor (5.50 euros) e superior ao preço atual de mercado (3.30 euros), recurso que está manifestamente vedado aos restantes acionistas que não acedem a esse privilégio.

Ora, não havendo possibilidade:

(i) Dos acionistas remanescentes gozarem da mesma segunda oportunidade que a Vontorantim dispõe para venderem as suas ações ao mesmo preço que esta o vai conseguir, pois não existe mecanismo legal para o fazer, tendo em conta que tanto a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), como a própria Oferente afastou a hipótese de alienação potestativa (nos termos do 196.º do CódVM);

(ii) De garantir que a Oferente não venha adquirir as ações remanescente a um preço inferior, seja em por via de compras no mercado, seja por via de uma aquisição potestativa operada ao arrepio do artigo 490º do Código das Sociedades Comerciais (CSC);

(iii) De garantir que a Votorantim não vai receber um prémio pelas suas ações, uma vez que esse premio é já evidente pela diferença entre o preço de mercado e o preço de referência da permuta em



causa.

Temos de concluir que estamos perante um claro e evidente caso de discriminação dos acionistas, em que a Camargo e a Votorantim saem beneficiadas em relação aos acionistas remanescentes, porque estes não têm a mesma segunda oportunidade para vender a 5.50 euros como tem agora a Votorantim e porque após o controlo conseguido pela Camargo está esta agora em posição de comprar as ações remanescentes a um preço inferior.

Dito de outra forma, a referida troca vem colocar em causa o **princípio de igualdade de tratamento**, que como a administração da Cimpor bem sabe só poderia ser afastado (e não totalmente) caso os acionistas remanescentes tivessem acesso ao mecanismo de alienação potestativa, algo que não têm.

É sabido, como bem refere Camara (2000)^[1], que *o lançamento de uma de uma OPA, por si, constitui um factor de pressão superior sobre os destinatários quando comparado com a associada a uma vulgar proposta contractual, em consequência do fundamentado receio de que os acionistas que não aceitem a oferta fiquem sujeitos a uma nova correlação de forças que os façam cair com “um pacote minoritário de ações, o que provoca uma erosão no seu valor”* conforme Bebucuk^[2] (citado por Camara, 2000) defende.

Ora, sem precisar de *legal opinions* de reputados professores que muitas vezes se afastam da realidade, assim se entende o quanto é inaceitável, à luz do aludido princípio de igualdade de tratamento que faz parte da doutrina portuguesa, nomeadamente do artigo 197.º do CódVM, **que o controlo da Camargo seja alcançado por meio de uma negociação especial com outro acionista e que lhe confere especiais privilégios, nomeadamente permitindo-lhe uma segunda oportunidade de vender no pós-OPA quando a nova correlação de forças está definida, algo vedado aos restantes acionistas que apenas se podem sujeitar ao deprimido preço de mercado provocado pela OPA e consequente diminuição de liquidez e *free float*, a ameaça de uma troca de ativos que retira valor à empresa e de uma gestão dominada por interesses maioritários.** Socorrendo-nos do douto entendimento de Camara, é o mesmo que dizer *que a Votorantim ganhou um benefício imediato com o tratamento privilegiado que lhe foi concedido, ao afastar desde logo a pressão superior que recai sobre os destinatários da Oferta que não gozavam da garantia de uma segunda oportunidade para vender depois de definido o novo quadro da Sociedade* só conhecido depois de apresentados os novos resultados da Oferta.

Provavelmente tanto a CMVM como a Oferente esperavam poder encerrar esta OPA sem os problemas que agora se colocam julgando que podiam afastar esse cenário por via de uma aquisição potestativa ao abrigo do artigo 194º do CódVM ou então com a justificação de que os acionistas podiam deitar mão ao uso da alienação potestativa nos termos do artigo 196.º do aludido código. Acontece que o tiro saiu pela culatra e nem o estudo minucioso das diversas variáveis e implicações da OPA e da projetada permuta de ativos afastou a ideia de uma vitória absoluta que afinal o mercado veio a recusar conceder, não permitindo o preenchimento dos requisitos para que operassem a aquisição potestativa por via do artigo 194º CódVM e matassem assim este problema – provavelmente tal concessão a um negócio estranho como este baseou-se em *legal opinions* que a realidade e os resultados se encarregaram de tolher a razão.

A CMVM deveria, no correto exercício das suas funções, ter impedido uma troca/OPA nestes moldes, o que não fez, pelo que as consequências desses erros de julgamento e de calculo estão agora a ser pagos



pelos acionistas remanescentes e, diríamos, até pelo próprio mercado que vê assim a confiança económica-jurídica necessária para tomar decisões fortemente abalada.

O certo é que **a diferença entre os 5.50 euros a que Votorantim vai alienar as suas ações nesta privilegiada segunda oportunidade e o preço de 3.30 euros em mercado vai ser suportada pela Sociedade à custa da troca de ativos, o que significa que são os restantes acionistas que vão suportar esse custo de agência.**

Os acionistas remanescentes da Cimpor certamente desejam um final feliz para esta *operetta*. Mas aqui o fim será outro, mais assente na moral do que no romantismo, tal e qual a conclusão que se chegou no conto do “Rei vai nu”. Dito isto, é legítimo que qualquer um se dirija à ATM dizendo que esta faz parte do conto o “Rei vai nu”, mas que tenha a honestidade intelectual de a colocar no seu real papel, o de menino de consciência dos tolos.

* Presidente da ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, doutorando em gestão de empresas e autor do livro “Estudos no Mercado de Capitais” editado pela ATM e patrocinado pela NYSE EuronextLisbon.

As opiniões expressas neste texto são-no a título exclusivamente pessoal.

[1] PAULO CAMARA, O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, N.º 7, Abril 2000

[2] LUCIEN ARYE BEBCHUCK, The Pressure to Tender: an Analysis and a Proposed Remedy, Delaware Journal of Corporate Law, Vol.12 (1987), 911-949.