



Na qualidade de representantes da ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, partilhamos abaixo uma leitura técnica e jurídica da Oferta Pública de Aquisição obrigatória lançada pela Visabeira sobre a Martifer, centrada na identificação dos cenários relevantes e dos respectivos riscos para os accionistas minoritários.

A análise desta operação deve estruturar-se em dois cenários principais, mutuamente exclusivos, com probabilidade e perfis de risco distintos.

(i) Cenário 1 (central): atingimento dos 90% na OPA e consequente aquisição potestativa ao abrigo do artigo 194.º do Código dos Valores Mobiliários

O cenário que, em termos probabilísticos, deve ser considerado central consiste no atingimento, pela oferente, de pelo menos 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da Martifer até ao apuramento dos resultados da OPA.

Caso esse limiar seja atingido, a oferente poderá exercer o mecanismo de aquisição potestativa previsto no artigo 194.º do Código dos Valores Mobiliários, por se tratar de uma aquisição potestativa de mercado, subseqüente a uma oferta pública de aquisição geral.

Neste enquadramento:

- os accionistas minoritários são forçados a alienar as suas acções;

- a Martifer será excluída de negociação em mercado regulamentado com efeitos imediatos;

- a contrapartida mínima será, em princípio, a da OPA, isto é, €2,057 por acção, salvo se existir maior preço pago ou acordado pela oferente ou por entidades relevantes entre o apuramento dos resultados da oferta e o registo da aquisição potestativa pela CMVM.

Este ponto é essencial. A aquisição potestativa prevista no artigo 194.º do CVM surge como consequência da OPA e não como uma nova avaliação autónoma da sociedade. A contrapartida da OPA foi determinada nos termos do artigo 188.º do CVM, tendo por referência os critérios legais aplicáveis às ofertas obrigatórias, designadamente o maior preço pago ou acordado pela oferente no período relevante e o preço médio ponderado em mercado regulamentado.

A intervenção da CMVM não equivale a uma avaliação autónoma da Martifer segundo o método de justo valor que cada investidor entenda preferível. A CMVM verifica o cumprimento dos critérios legais aplicáveis à contrapartida e pode actuar quando entenda que esta não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa. Coisa diferente é pretender transformar a convicção subjectiva de alguns investidores sobre o valor intrínseco da empresa numa obrigação automática de pagar uma contrapartida superior. Essa passagem não existe por geração espontânea.

Pode haver investidores que entendam que a Martifer vale substancialmente mais. Pode haver outros que considerem o preço razoável. Essa divergência é legítima e faz parte do mercado. Mas a percepção individual de justo valor não elimina o enquadramento legal da oferta nem a presunção, pese embora susceptível de discussão ou impugnação nos termos legalmente admissíveis, de que a contrapartida apurada segundo os critérios do artigo 188.º é a contrapartida relevante para efeitos da operação.

Assim, a decisão de vender ou não vender não deve ser tomada apenas com base numa convicção subjectiva sobre o valor intrínseco da empresa. Deve incorporar também:

- o risco jurídico;

- o risco económico;

- o risco de liquidez;

- o risco de ficar preso numa sociedade com free float substancialmente reduzido e, consequentemente, com menor liquidez;

- o risco de o mercado aplicar um desconto estrutural a uma posição difícil de alienar.

A recusa de venda na OPA não elimina o risco de saída. Apenas o pode transformar num processo diferido, menos controlável e, em caso de aquisição potestativa, tendencialmente convergente para a mesma contrapartida. Nesse cenário, o accionista que não venda agora poderá apenas suportar o custo de oportunidade até ao momento em que a aquisição potestativa produza efeitos e a contrapartida seja recebida.

Sem prejuízo disso, não se exclui que possa existir litigância em torno da aplicação do regime, da suficiência da contrapartida ou da tentativa de afastar a presunção de equidade do preço apurado segundo o artigo 188.º do CVM. Essa litigância, contudo, é incerta, onerosa e dependente de demonstração jurídica e económico-financeira robusta. Não deve, por isso, ser confundida com uma garantia de obtenção de preço superior.



Do ponto de vista económico-financeiro, este cenário traduz-se num quadro de:

- perda de controlo sobre o momento de saída;

- ausência de upside adicional certo;
- exposição a um resultado fortemente condicionado pelo regime legal da OPA;
- eventual litigância, mas sem garantia de benefício individual ou colectivo para todos os accionistas.

(ii) Cenário 2 (não central): não atingimento dos 90% na OPA

O segundo cenário, não central em termos probabilísticos, pressupõe que a oferente não atinge o limiar de 90% previsto no artigo 194.º do CVM.

Nesse caso, a Visabeira não poderá recorrer, na sequência imediata da OPA, à aquisição potestativa de mercado prevista nesse artigo. Abrem-se, então, essencialmente duas vias alternativas.

A primeira via seria a promoção de uma exclusão voluntária de negociação, mediante deliberação em assembleia geral, nos termos do regime actualmente previsto no CVM. Este regime exige uma maioria qualificada e confere aos accionistas que não tenham votado a favor da deliberação um mecanismo de saída, mediante contrapartida em dinheiro calculada segundo os critérios legais aplicáveis.

A segunda via — e esta só faria sentido depois de concretizada a primeira, ou seja, depois de a Martifer deixar de estar sujeita ao regime das sociedades abertas com acções admitidas à negociação — seria a aquisição progressiva de posições adicionais até ser atingido o limiar relevante para efeitos de aquisição tendente ao domínio total nos termos do artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais.

Este ponto deve ficar claro: enquanto a sociedade mantiver a natureza de sociedade aberta com acções admitidas à negociação, o regime aplicável à aquisição potestativa subsequente a uma OPA geral é o artigo 194.º do CVM. O artigo 490.º do CSC só poderá ser equacionado se, no momento relevante, a sociedade já não estiver sujeita a esse regime especial de mercado. Antes disso, não é uma via paralela simpática; é simplesmente o caminho errado.

Neste último caso, a lógica jurídica já não seria a da aquisição potestativa de mercado prevista no artigo 194.º do CVM, mas sim a aquisição tendente ao domínio total em sede societária. A contrapartida não seria automaticamente a contrapartida da OPA, devendo ser justificada por relatório elaborado por revisor oficial de contas independente, nos termos do artigo 490.º do CSC.

Este cenário pode, em tese, abrir espaço a uma discussão diferente sobre o justo valor da sociedade. Mas convém ter atenção ao processo: uma avaliação independente não garante uma contrapartida superior, nem elimina os riscos de tempo, custo, incerteza e litigância.

Neste contexto:

- poderá existir discussão sobre a adequação da contrapartida;

- poderá existir intervenção de revisores independentes;
- poderá existir litigância promovida por accionistas ou por terceiros que beneficie, directa ou indirectamente, outros investidores;
- mas continuará a existir risco material de o resultado final não ser superior ao preço da OPA.

Este cenário incorpora riscos relevantes que importa não desvalorizar:

- Risco de execução: depende de múltiplos factores cumulativos, incluindo o não atingimento dos 90%, a aprovação de deliberações societárias e a validação dos actos necessários;

- Risco de resultado: uma avaliação independente pode conduzir a valor superior, igual ou até economicamente próximo da contrapartida já oferecida;

- Risco de litigância: a contestação judicial ou administrativa pode ser útil, mas é incerta, morosa e não substitui uma decisão racional de investimento;



- Risco de iliquidez: mesmo sem aquisição potestativa imediata, a Martifer tenderá a ficar com um free float muito reduzido, prejudicando a liquidez, a formação de preço e a capacidade de saída;
- Risco de desconto de mercado: uma acção pode manter valor intrínseco, mas perder valor transaccionável se o mercado antecipar falta de liquidez, incerteza e ausência de compradores naturais;
- Risco temporal e de oportunidade: o capital pode ficar imobilizado num activo com horizonte indefinido, baixa negociação e sem garantia de valorização adicional.

Este último ponto é particularmente relevante para investidores institucionais ou fundos que movimentem posições maiores. Para estes investidores, a liquidez não é um detalhe técnico: é parte do valor económico da posição. Uma participação que não se consegue vender em condições normais pode sofrer um desconto significativo, ainda que os fluxos de caixa descontados da empresa sugiram outro valor teórico.

Assim, a expectativa de um resultado superior à OPA constitui, na prática, uma estratégia especulativa com risco significativo, sobretudo para accionistas minoritários que não controlem nem o calendário, nem o processo societário, nem a litigância que possa vir a ser desencadeada.

A protecção dos investidores minoritários passa, por isso, por reconhecer que o sistema jurídico garante essencialmente o processo, a igualdade de tratamento e determinados mecanismos de saída. Não garante, porém, a maximização do preço, nem transforma uma convicção individual de justo valor num direito automático a uma contrapartida superior.

Em síntese, os accionistas devem ponderar, de forma fria e racional:

- a probabilidade de a oferente atingir os 90%;

- o efeito jurídico imediato desse atingimento;
- a eventual litigância própria ou de terceiros;
- a possibilidade, mas não garantia, de uma avaliação futura mais favorável;
- o risco de ficarem presos numa armadilha de iliquidez;
- o custo de oportunidade de manter capital imobilizado num activo de saída incerta.

A ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais esteve, está e continuará a estar ao lado dos investidores minoritários, promovendo uma análise rigorosa, independente e orientada para a protecção efectiva dos seus interesses.

Com os nossos melhores e mais cordiais cumprimentos,

Nuno Oliveira Matos

Avenida 5 de Outubro, 359C, 1.º Andar, Esc. 4, 1600-036 Lisboa, Portugal

Tel.: +351 918 620 311

E-mail: info@associacaodeinvestidores.org

Homepage: www.associacaodeinvestidores.com