



associação de investidores
e analistas técnicos
do mercado de capitais

Board of Directors

Provedoria de Justiça

A/C Ex.^{mo} Senhor
Juiz-Conselheiro Dr. Alfredo José de Sousa
M.I. Provedor de Justiça
Rua Pau de Bandeira, 9
1249-088, Lisboa

V/Ref.º:

N/Ref.º: DIR/CE/2012/11

DATA: 04/06/2012

Porto, 04 de Junho de 2012

C.c. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

Assunto: Queixa contra a CMVM devido ao comportamento na OPA da Cimpor

Exmo Senhor Provedor,

O elemento central da missão da CMVM é a proteção dos investidores conforme consta nas suas linhas de ação de 2011-2012.

Essa proteção é exercida sob diversas primas e diferentes concretizações e inclui o primado da garantia da qualidade do conteúdo informativo no qual assentam as decisões dos investidores e que passa necessariamente por acautelar que a prestação obrigatória de informação preencha os requisitos completude, verdade, atualidade, objetividade e licitude.

No domínio da prestação de informação obrigatória encontramos a figura do prospeto para efeitos de Ofertas Públicas de Aquisição (OPA), onde o Cod.V.M. exige não só que a informação contida em tal documento preencha os requisitos de qualidade supra mencionados, mas também que seja razoavelmente explicativa na medida do necessário para que os investidores possam fazer um juízo fundamentado sobre os valores mobiliários objeto da oferta, direitos inerentes e situação patrimonial, económica e financeira da Visada antes e depois da Oferta.

A informação é tão fundamental para a tomada de decisão por parte dos investidores que a **CMVM é obrigada a recusar a aprovação do prospeto sempre que os interesses dos investidores não estejam razoavelmente protegidos.**

A CMVM aceitou o da OPA da InterCement (Camargo Corrêa) sobre a Cimpor, apesar da mesma, em nosso entender, não cumprir os requisitos do Cod.V.M. , nomeadamente o da

Tel.: +351 917 970 043
Fax: + 1 425 577 6300
E-mail: info@associacaodeinvestidores.org
Homepage: www.associacaodeinvestidores.com





qualidade da informação prestada, pois é incompleta e longe do que seria razoavelmente necessário para se tomar uma decisão de investimento (i.e. vender ou não) no âmbito da Oferta.

Praticamente desde o dia da comunicação da Oferta que esta Associação tem insistido com o regulador para que a mesma se revista de carácter Obrigatório em vez de Voluntário. Tal deriva do cômputo dos votos da Camargo e da CGD ultrapassar um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital da Sociedade Visada e da imputação dos mesmos ser recíproca por força do art.º 20.º do Cod.V.M., logo a OPA teria de ser desde logo Obrigatória e não apenas Voluntária como a CMVM inicialmente aceitou.

Um mês depois, a CMVM acaba por reconhecer o carácter obrigatório da Oferta.

No entanto, apesar da CMVM ter anunciado que essa obrigação decorre das negociações particulares e compromissos que envolveram o Grupo Camargo Corrêa, a Votorantim e a Caixa Geral de Depósitos, ou seja constatado a concertação, não retira daí todas as consequências. Nomeadamente a da troca de ativos entre a Votorantim e o Grupo Camargo Corrêa ser uma componente da determinação do preço, não obstante a obrigação de garantir que a Votorantim receberá exatamente o correspondente a 5.50 euros por ação da Cimpor, valor igual ao da contrapartida oferecida aos restantes acionistas.

A verdade insofismável é que o lançamento de uma OPA antecedida por uma “negociação particular” para a aquisição de um bloco de ações (conforme reconhecido pela CMVM) a fim de permitir o êxito da Oferta a um preço fixado em negociação particular prévia, pressupõe e/ou comporta o risco de condições particulares e privilegiadas estabelecidas entre as partes, pelo que só uma contrapartida fixada por um auditor independente designado pela CMVM é capaz de garantir a proteção dos demais acionistas, a menos que o Oferente demonstre (expressamente) a equidade da contrapartida (só assim a CMVM seria dispensada de tal nomeação).

Acontece que o Oferente será sempre incapaz de garantir ou demonstrar essa equidade antes da avaliação dos ativos a trocar com a Votorantim, enquanto o seu valor não for conhecido/fixado por uma avaliação independente.

Para além de tudo isto e das exigências decorrentes da Lei e que a CMVM não está a exigir o seu cumprimento, existem problemas concretos que continuam por resolver e cujo os cenários apresentados são lesivos dos interesses dos demais acionistas:

1. COMO SERÁ PAGO O VALOR EM EXCESSO NO CASO DE EXISTIR UMA DIFERENÇA ENTRE O VALOR DOS ATIVOS A TRANSMITIR PARA A VOTORANTIM E O VALOR DAS AÇÕES DA CIMPOR?

O anúncio da CMVM sobre o registo da Oferta prevê que a eventual diferença entre o valor dos ativos a transmitir para a Votorantim e o valor das ações da Cimpor, seja paga pela “parte que na permuta receber ativos de valor superior, mediante pagamento em dinheiro, no prazo de 90 dias contados da data da segunda permuta”.

Julgamos que a CMVM está convencida que conseguirá garantir que a Votorantim receberá exatamente os 5,50 euros por ação, ainda que tenha de pagar a diferença. Assim, apesar do registo ser formalmente impugnável, não haveria, aparentemente, prejuízos indemnizáveis no final, pelo que dificilmente alguém colocaria em causa o trabalho da CMVM pois economicamente não se justificará.



No entanto, para além desta solução ser ilegal, injusta e não equitativa para os acionistas que venham a vender as suas ações na Oferta para fugir aos efeitos do controlo que não desejaram e da presumível redução do free float e liquidez, porque nunca conseguirão receber o valor em excesso dos ativos permutados que for devolvido à Sociedade (Cimpor), pois venderam na Oferta (e portanto já não são acionistas da Cimpor) não beneficiando assim dessa revisão de preço, a falta de uma avaliação desses ativos antes de concluída a Oferta (aceitação das ordens) faz com que a informação prestada seja incompleta, desatualizada e, garantidamente, susceptível de alterar o fundamento do juízo dos investidores sobre a situação patrimonial, económica e financeira da Visada.

No atual cenário e perante a anunciada troca de ativos a um preço pré-determinado que hoje fazem parte da Cimpor, os acionistas atribuem, por força dessa relação de troca e preço, um determinado valor à Cimpor e conseqüentemente fazem uma ideia se o preço das ações como contrapartida é justo ou não. Se aceitam a Oferta e excluindo outros fatores que os levem a vender, então é porque consideram que o valor da empresa é aproximadamente igual ou inferior ao preço que representa a contrapartida.

Ou seja, os acionistas da Cimpor avaliam hoje a mesma considerando os seus ativos dentro do preço que baliza a permuta anunciada.

Se futuramente se vier a concluir que esses ativos afinal valiam mais do que o preço em troca, mesmo que a Votorantim não venha a ser beneficiada na totalidade, pois terá de pagar a parte desse excesso, a verdade é que **os acionistas que venderam na OPA fizeram-no assente num juízo de que esses ativos não valeriam mais, portanto, avaliando a Cimpor a um preço inferior em consonância com a contrapartida oferecida. Então podem concluir que tomaram uma decisão errada porque foram enganados por uma informação sobre a Oferta que não estava completa, atual e nem sequer era verdadeira, como deveria por exigência da e sobre a CMVM.**

2. A PRESENTE OFERTA TRATA OS ACIONISTAS DE FORMA DIFERENCIADA

A Camargo Corrêa comunicou no dia 6 de Maio de 2012 que a “Votorantim informou da sua intenção de não vender a sua participação na OPA” e iria antes propor à Administração da Cimpor e da Votorantim várias permutas que a Votorantim estaria disponível para aceitar em troca das ações da Cimpor.

Em primeiro lugar, perante isto, **pela provada concertação (já reconhecida pela CMVM) e pela imposição da Votorantim não receber na troca um valor superior à contrapartida, temos de concluir que a troca de ativos é uma componente da determinação da Contrapartida.**

Em segundo lugar, a troca de ativos tem mais valor para a Votorantim do que a contrapartida em dinheiro, pois se não aceita vender a participação na OPA (trocando-a por dinheiro), é relevante e evidente que a troca arrasta benefícios superiores a essa contrapartida em dinheiro, mesmo que se venha a apurar um valor superior dos mesmos e a Votorantim venha a pagar a diferença.

O certo é que se a Oferta não tivesse esta componente de troca, a Votorantim ao ter este interesse nos referidos ativos, estaria disponível a pagar mais por eles do que o preço da contrapartida da Oferta, valorizando assim mais a Cimpor – algo que agora é afastado pela negociação particular.



Mas o mais relevante neste ponto é que **esta Oferta está a tratar a Votorantim de forma privilegiada ao permitir que, não aceitando a contrapartida em dinheiro, possa fazer uma troca de ativos, algo que está vedado e fora do alcance de outros acionistas.** Ou então o que impede um acionista de obrigar o Oferente a efetuar uma troca de ativos da Cimpor por um seu qualquer ativo, como por exemplo uma casa, no sentido de aceitar a Oferta?

A Votorantim está a ser privilegiada ao poder escolher receber determinados ativos como contrapartida, o que desde logo torna a Oferta não equitativa e diferenciada para os acionistas.

A CMVM acaba assim por dividir os acionistas da Cimpor em investidores de primeira e investidores de segunda, o que não pode ser.

3. A ENTIDADE DEFINIDA POR LEI PARA AVALIAR OS ATIVOS É UM AUDITOR INDEPENDENTE DESIGNADO PELA CMVM E NÃO BANCOS DE INVESTIMENTO

A CMVM teve a quixotesca ideia de que os ativos a permutar devem ser avaliados por dois bancos de investimento e ainda por cima em termos que não se conhece na lei, nomeadamente considerando o valor dos ativos dado pela média dos dois valores indicados por dois bancos de investimento e “caso as avaliações dos bancos de investimento se distanciem em mais de 10%, deverá o valor dos ativos ser fixado em definitivo por uma terceira entidade”, também banco de investimento.

Esta decisão incompreensível não tem qualquer suporte legal e é uma mera e discricionária invenção de como se podem avaliar esses ativos, atropelando o que obriga o Cod.V.M.

A exigência de que seja um Auditor Independente designado pela CMVM para avaliar os ativos (em vez dos Bancos de Investimento), coloca-se da seguinte forma:

a) Temos por um lado o art. 8º do Cod.V.M que enquanto norma geral não contempla a troca de ativos posteriores a uma OPA. Por esta norma não há necessidade de designação de um Auditor Independente.

b) Por outro lado temos o âmbito da intervenção do Auditor Independente na apreciação da contrapartida de uma OPA. No caso em apreço, onde a OPA se reveste de carácter obrigatório e foi definido que as ações da Cimpor serão valorizadas ao mesmo preço da contrapartida oferecida na Oferta, trata-se de matéria não coberta pelo art.º 8.º, mas pelo art. 188.º n.º 3.

Desse art.º 188.º retira-se um princípio, por via interpretativa:

Se existir alguma **negociação particular que envolva a necessidade de avaliação de ativos para efeito de considerar se uma determinada contrapartida é equitativa, tal deve ser feito por um Auditor Independente designado pela CMVM.**

Ou seja:

i) ou a negociação particular entre Camargo e Votorantim é clara e as prestações envolvidas não carecem de avaliação - e então o preço relevante para comparar com o preço da OPA é o que resulta diretamente dessa negociação, de modo transparente (o que não é o caso perante os termos anunciados pela CMVM)

ou

ii) **a CMVM entende que há algo que deve ser avaliado** (com é o caso, conforme anunciado



por esta) e **então a avaliação desses ativos deve ser feita por um Auditor Independente e não por Bancos de Investimento como quixotescamente anunciado.**

O facto de a intervenção do Auditor Independente nesta matéria não estar prevista no artigo 8.º é irrelevante, porque a regra aplicável resulta do princípio constante do art.º 188.º.

Por isso, **como a CMVM entende (e bem) que os ativos devem ser avaliados, não há qualquer base legal para que sejam Bancos de Investimento a fazê-lo.**

Mal ou bem, as avaliações feitas por bancos de investimento são juridicamente irrelevantes para o Cod.V.M.

Talvez se devesse mudar o Código, porque esta confiança no Auditor Independente é fundamentalista e talvez os Bancos de Investimento até possam estar muito melhor apetrechados para o efeito e até sujeitos a regras de independência e controlos muito estritos, mas *dura lex sed lex*. É a lei que temos e deve ser cumprida.

Por fim, **confiar a avaliação de matéria relevante para assegurar a equitatividade da contrapartida de uma OPA a Bancos de Investimento, ainda por cima contratados pelo Oferente, é a CMVM não estar a exigir que o Cod.V.M seja cumprido e arriscar uma impugnação da avaliação com base na sua irrelevância jurídica e até ferir de ilegalidade o registo da OPA que confia nessa avaliação posterior.**

O risco legal desta operação está, por isso, a ser aumentado e não diminuído.

Considerando todos estes aspetos, vimos solicitar a V. Exa. que por força da razão e do fundamento convença a CMVM a cumprir e fazer cumprir a Lei, na proteção dos acionistas, nos deveres de garantir a qualidade de informação, nos deveres de garantir um tratamento equitativo dos acionistas e criar uma correta disciplina de mercado que promova a confiança no mesmo, principalmente neste momento de crise importante. Não obstante este pedido, esta Associação está a equacionar demandar judicialmente a CMVM por falha no cumprimento dos seus deveres.

O Presidente Executivo da Portugal Telecom disse não compreender o preço das ações da empresa que lidera e sabemos que esse sentimento é partilhado por muitos mais gestores relativamente às suas empresas, mas é de esperar que ferida a confiança no mercado português por causa destas operações pouco transparentes e não equitativas, os investidores saiam e não regressem ao mercado.

Certo que V. Exa. se irá debruçar profundamente sobre este tema, como costuma fazer em matéria importante, e fazer-se ouvir junto do regulador, subscrevo-me com elevada consideração. *esth-a.*

Com as condições apontadas,

(Octávio Viana)