



CMVM

Ref: 2268/EMIT/DMEI/2012/17310

**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

---

À Associação de investidores e analistas  
técnicos do mercado de capitais  
A/c Exmo. Senhor Dr. Octávio Viana  
Rua Cap. Henrique Galvão, 130, 7º Dt Ft  
4050 – 300 Porto

---

Lisboa, 1 de agosto de 2012

**Assunto: Aquisição e alienação potestativa na sequência da OPA geral e obrigatória lançada sobre a Cimpor – Cimentos de Portugal, SA pela Intercement Austria Holding GmbH**

Exmos Senhores,

Na sequência das exposições apresentadas por V. Exas. a 4 e 8 de julho p.p. (v. ref. DIR/CE/2012/14 e 15) sobre o assunto acima identificado, que versam também sobre matéria já objeto de Comunicado Público da ATM de 2 de julho – no qual a mesma publicitou a sua intenção de mover processo judicial de natureza cível contra esta Comissão –, e que mereceram a nossa melhor atenção, vimos informar que a maioria dos esclarecimentos às questões suscitadas por essa Associação foram já respondidas no conjunto de *Respostas Às Perguntas Mais Frequentes Sobre a OPA da Cimpor Após a Divulgação dos Resultados*, o qual se encontra disponível em

<http://www.cimvm.pt/cmvm/apoio%20ao%20investidor/operacoes/pages/resposta%20a%20perguntasmaisfrequentesobreopadacimporap%20a%20divulga%20dos%20resultados.aspx>

Não obstante, buscaremos ainda completar aqueles esclarecimentos, procurando que V. Exas. se considerem completamente elucidadas sobre a matéria em causa.

**Divulgação de informação**

1. Por forma a permitir aos destinatários de uma OPA tomar uma decisão sobre a mesma com pleno conhecimento de causa, a lei exige que o lançamento da oferta seja acompanhado pela divulgação de documento informativo relativa à mesma.
2. Tal como exigido por lei, a informação relativa à intenção do Oferente sobre uma eventual exclusão da negociação das ações da Cimpor na sequência da OPA consta dos documentos da oferta (prospeto e anúncio de lançamento), aprovados pela CMVM no momento da concessão do registo da OPA. Com efeito, ali se referem as intenções do Oferente tanto num cenário de verificação dos pressupostos de aquisição potestativa (incluindo expressa referência aos dois limiares quantitativos previstos na lei),

Remessa por email para o endereço [info@associacaodeinvestidores.com](mailto:info@associacaodeinvestidores.com)

1

**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

como no da verificação dos requisitos para a perda da qualidade de sociedade aberta.

3. Conforme previsto nos documentos da oferta, os resultados da oferta sobre a Cimpor foram apurados pela Euronext Lisbon – Sociedades Gestora de Mercados Regulamentados, SA, em sessão especial de mercado regulamentado realizada no dia 20 de junho e divulgados na mesma data por essa mesma entidade, tendo, a 22 de junho, sido objeto de retificação pela entidade responsável pelo seu apuramento.
4. O documento de divulgação de resultados, bem como as respetivas retificações, foram imediatamente divulgados no sistema de difusão de informação previsto no artigo 367.º do Código dos Valores Mobiliários.
5. No cumprimento das respetivas atribuições, a CMVM realizará as diligências necessárias para conhecer a razão pela qual os resultados inicialmente apurados foram posteriormente retificados pela entidade responsável por esse apuramento, bem como procederá às averiguações consideradas necessárias para detetar eventuais indícios de irregularidade na negociação no título porventura decorrentes da divulgação dessa mesma informação.
6. Na sequência do lançamento da OPA, o grupo Camargo Corrêa passou a deter uma participação qualificada de 94,1% dos direitos de voto correspondentes ao capital social (cf. comunicado de 25 de junho), tendo atingido 87,1% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

**Aquisição potestativa e contabilização de ações próprias**

7. A lei portuguesa prevê dois regimes de aquisição e alienação potestativas: um relativo a sociedades abertas (artigos 194.º e seguintes do Cód.VM) e outro relativo às demais sociedades (artigo 490.º do CSC, se verificados os respetivos pressupostos de aplicação). Constituindo uma limitação a direitos fundamentais, estes regimes aplicam-se em circunstâncias excecionais.
8. Nos termos do artigo 490.º do CSC, a ultrapassagem do limiar de 90% do capital permite à sociedade dominante fazer uma oferta de aquisição para as ações remanescentes. Apenas se sociedade dominante não fizer oportunamente esta oferta, cada sócio pode exigir que aquela lhe faça oferta de aquisição.
9. No Cód.VM, estes direitos constituem-se, necessariamente, na sequência de uma OPA geral precedente e desde que reunidos os pressupostos previstos, respetivamente, nos artigos 194.º, n.º 1 e 196.º, n.º 1.
10. O artigo 194.º, n.º 1 do Cód.VM, prevê que *«Quem, na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atinja ou ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de*

**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

*voto abrangidos pela oferta pode, nos três meses subsequentes, adquirir as ações remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188.º.* (sublinhado nosso)

11. Em face da norma legal transcrita supra, os pressupostos da constituição do direito de aquisição potestativa são (i) lançamento prévio de OPA geral; (ii) alcance de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e (iii) alcance de 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.
12. O segundo requisito – relativo aos «direitos de voto abrangidos pela oferta» – não constava da versão original do Cód.VM de 1999 e foi inserido pelo Decreto-lei n.º 219/2006, o qual transpõe a Diretiva das OPAs (2004/25/CE).
13. A norma relevante da Diretiva obriga os Estados a estabelecerem o direito de aquisição potestativa (artigo 15.º, n.º 2):  
*«a) O oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital com direito de voto e 90% dos direitos de voto da sociedade visada;*  
*Ou*  
*b) O oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90% do capital social da sociedade visada com direito de voto e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta».*
14. De acordo com o documento de base da consulta pública do diploma de transposição da Diretiva (Consulta Pública n.º 11/2005), entendeu-se que a versão à data vigente do artigo 194.º apenas consagrava parte da alínea b) da citada norma comunitária, impondo-se a adoção do segundo requisito.
15. Nem os considerandos da Diretiva, nem o preâmbulo do diploma de transposição referem expressamente o propósito deste segundo requisito. Porém, facilmente se compreende que a sujeição a este limiar adicional, ao fazer depender a aquisição potestativa do nível de aceitação da OPA que a precedeu, procura legitimar a utilização do instituto com base no grau de adesão a esta outra oferta.
16. Assim, a título exemplificativo, se o regime anterior admitia que o oferente que lançasse a OPA geral partindo de uma posição de 88% poderia recorrer à aquisição potestativa mesmo se apenas tivessem conseguido adquirir na oferta 2,5% do capital social (20,8% do objeto da oferta), com o novo requisito este desfecho deixou de poder ocorrer.
17. A questão que se coloca então é a de saber como, a acrescer aos «90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social», se deve contabilizar «90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta», em particular se as ações próprias devem ou não ser contabilizadas.
18. Como ponto prévio, há que ter presente que esta situação se distingue daquelas outras em que o legislador aponta para o cômputo dos direitos de voto *por referência ao capital social*, nas quais,

**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

- dependendo do escopo da previsão em causa, releva (ou não) a circunstância de alguns direitos de votos se encontrarem suspensos ou inibidos.
19. Na perspetiva adotada, aquele limiar contabiliza o número de direitos de voto com base no número de ações com direito de voto *abrangidos pela oferta*, independentemente de estes se encontrarem, ou não, suspensos (nomeadamente, no caso de ações próprias). Assim, quando o objeto da oferta integra ações próprias, os direitos de voto inerentes às mesmas não deixam de ser contabilizados. Por seu turno, se a oferta abranger igualmente ações sem direito de voto, as aquisições destas por parte do Oferente são irrelevantes para efeitos de aquisição potestativa.
20. Esta interpretação:
- É linear com a letra da lei pois, do ponto de vista da sua aquisição pelo oferente, os direitos de voto inerentes a ações próprias *abrangidas pela oferta* – ou, por outras palavras, que integram o *objeto da oferta* (i.e. suscetíveis de ser alienadas na oferta) – não se distinguem dos demais;
  - Está em conformidade com a *ratio* da norma em causa, uma vez que, não existindo impedimento para a sociedade visada alienar as ações próprias no âmbito da OPA, a aceitação da oferta por aquela não pode deixar de ser contabilizada no grau de aceitação da oferta;
  - Assegura certeza jurídica, na medida em que o universo de direitos de voto não depende do conhecimento exato do número de ações próprias, mas apenas do número de ações com direito de voto objeto da oferta, informação disponível nos documentos da oferta.
21. Em suma, não só o elemento literal obriga a não descontar as ações próprias (pois os *direitos de voto* inerentes às mesmas – suspensos se e na medida em que as ações forem pertença da sociedade – integram o seu objeto, encontrando-se *abrangidos pela oferta*), como para esse resulta aponta o elemento teleológico, já que a manutenção ou alienação das ações próprias releva, exatamente como as demais ações, para a aferição do referido grau de aceitação da oferta a que a consagração legal deste novo limiar veio dar relevância.

**Alienação potestativa**

22. O artigo 196.º, n.º 1 determina que «*Cada um dos titulares das ações remanescentes, nos três meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º, exercer o direito de alienação potestativa, devendo antes, para o efeito, dirigir por escrito ao sócio dominante convite para que, no prazo de oito dias, lhe faça proposta de aquisição das suas ações.*» (sublinhado nosso)

**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

23. A questão que se coloca é a de saber se, mesmo que não se encontrem verificados os dois limiares quantitativos de que depende a constituição do direito de *aquisição* potestativa, ainda assim os acionistas minoritários podem, por sua iniciativa, recorrer à alienação potestativa.
24. A letra da lei por si só – cuja redação também constitui a original do Cód.VM e decorre do diploma de transposição da Diretiva das OPA's – não habilita esse entendimento.
25. Com efeito, o n.º 1 do artigo 196.º remete para «o *apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º*». Este, por seu turno, regula a aquisição potestativa «*na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa*» através da qual o acionista dominante tenha atingido ou ultrapassado «*diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta*».
26. Assim, uma vez que o legislador não forneceu qualquer elemento adicional que permita distinguir um específico conteúdo da remissão para aquela norma, não é possível, com base exclusivamente no elemento literal, retirar essa conclusão.
27. Com efeito, ainda que se fizesse relevar a circunstância da lei remeter para a OPA «*referida*» e não para os resultados «*referidos*», esse argumento sempre provaria demais pois ao restringir a remissão ao enquadramento temporal, afastando liminarmente os dois critérios quantitativos previstos no artigo 194.º, conduziria a um resultado inaceitável, admitindo uma alienação potestativa nos 3 meses subsequentes a uma qualquer OPA geral, independentemente da existência ou não de um acionista quase totalmente dominante (o que iria muito além do previsto no próprio artigo 490.º do CSC).
28. Ora, a previsão da alienação potestativa – cuja excecionalidade (a par da aquisição potestativa, da qual a mesma surge como contraponto) face a princípios fundamentais não pode deixar de ser reconhecida – justifica-se quando exista um acionista com um domínio quase total (aumentando a suscetibilidade de um mercado ilíquido para a negociação das demais ações) e não em qualquer situação em que tenha sido lançada uma OPA geral nos três meses anteriores.
29. Assim, considerando a redação do artigo 196.º e o princípio segundo o qual o pensamento legislativo terá que encontrar na lei um mínimo de correspondência verbal, a única interpretação que se considera ser a correta é aquela da qual decorre que só se encontram reunidos os pressupostos da alienação potestativa quando, de acordo com os resultados de OPA geral, cujos resultados tenham sido apurados nos 3 meses anterior, o Oferente – agora acionista dominante – atingiu os dois limiares em causa: 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90% dos direitos de voto objeto da oferta.
30. A solução mantém o *status quo* face ao direito anterior, no sentido em que, quanto aos pressupostos, o direito de alienação potestativa não é autonomizado face ao direito de aquisição potestativa.

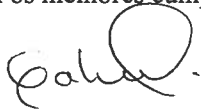
**DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO  
DE MERCADOS, EMITENTES E INFORMAÇÃO**

**Inclusão dos direitos de voto da Votorantim no objeto da oferta**

31. Sobre a posição defendida por V. Exas. no sentido de que os direitos de voto da Votorantim deveriam ser incluídos no objeto da oferta, nomeadamente considerando a norma da Diretiva das OPAS que refere «*os valores mobiliários que o oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir*», permitam-nos recordar V. Exas. que, tal como consta dos documentos da oferta, na pendência da OPA não foi celebrado qualquer contrato entre InterCement e a Votorantim relativo à aquisição das ações detidas por esta última.
32. Com efeito, ainda que o posicionamento da Votorantim (e também da CGD) para a OPA e para o cenário pós OPA ter sido entendido no quadro de um entendimento quanto à saída da Cimpor por via da projetada troca de ativos (circunstância essa que, entre outras, conduziram à imputação recíproca à InterCement das participações detidas pela CGD e pela Votorantim e a esta daquelas, bem como à alteração da natureza da OPA), os factos apurados não demonstraram a existência de *acordo concluído e formalizado* entre a Oferente e a Votorantim quanto à troca de ativos que devesse ser objeto de autorização pela CMVM e cujas condições relevassem para efeito da determinação da contrapartida da OPA (ou para a decisão de nomeação de auditor independente para a fixação desta), nos termos dos artigos 180.º e 188.º do Cód.VM.
33. Pelo contrário, conforme consta do prospeto, as conversações relativa à permuta de ativos «*não foram concluídas, fazendo a Votorantim depender a conclusão, formalização e concretização do acordo à proposta do Oferente, do cumprimento das obrigações recíproca resultantes do Acordo Parassocial Votorantim-CGD e do entendimento final entre as partes (oferente e Votorantim) sobre alguns pontos negociais em aberto*».

Esperamos que a presente carta contribua para elucidar as dúvidas expressas por V. Exas. – certamente em benefício dessa Associação e dos pequenos investidores e grandes fundos de investimento estrangeiros por a mesma representados – e aproveitamos para informar que, uma vez que V. Exas. tiveram a amabilidade de dar conhecimento à CMVM das cartas sobre este mesmo assunto dirigidas aos M. I. Procurador-Geral da República e Provedor de Justiça, este será igualmente o procedimento desta Comissão relativamente à presente resposta.

Com os melhores cumprimentos.



Gabriela Figueiredo Dias

Subdiretora