



associação de investidores
e analistas técnicos
do mercado de capitais

Board of Directors

Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

A/C Ex.^{mo} Senhor
Dr. Carlos Tavares
M.I. Presidente da CMVM
Avenida da Liberdade, n.º 252
1056-801, Lisboa

ENVIADO POR CORREIO ELETRÓNICO

V/Ref.^a:

N/Ref.^a: DIR/CE/2012/19

DATA: 06/08/2012

Porto, 06 de agosto de 2012

Assunto: Resposta à carta de V. Exas. datada de 1 de agosto de 2012
Oferta Pública de Aquisição da Intercement sobre a Cimpor

Ex.mo Senhor Presidente,

Acusamos a carta de V. Exa. datada de 1 de agosto de 2012 (v. ref. 2268/EMIT/DMEI/2012/17310) a qual mereceu a nossa melhor atenção e que agradecemos.

Face ao seu conteúdo e tendo em conta que a CMVM insiste em ter uma opinião única e exclusiva sobre a matéria que não é coincidente com nenhuma outra do conhecimento desta Associação, extremado as posições e inviabilizando o diálogo construtivo sobre uma matéria tratada com um claro enviesamento desde do início, só temos a solução de contestar essa opinião em sede própria. Concretamente, a ATM tenciona mover um processo judicial de natureza cível contra a Euronext Lisbon e eventualmente um de natureza administrativa contra a CMVM; entre outras medidas.

Na altura da publicação do comunicado desta Associação aludido na vossa missiva, ainda não se sabia ao certo quem era o responsável pela informação errada publicada, embora tudo indicasse que seria o Emitente ou a Euronext. A falha da CMVM seria, obviamente, no cumprimento das suas obrigações relacionadas com a qualidade da informação divulgada ao mercado pelos Emitentes e pela Bolsa de Valores (cf. n.º 1 do Art.º 7.º do CodVM).

Nada do que aqui abordaremos é novo, pois tudo já foi dito e bem explicado nas cartas enviadas a V. Exa., mas não é demais insistir perante a incompreensível e errada posição defendida por essa Comissão, principalmente em temas que nem merecem discussão, reserva ou explicação, face ao bom senso, lei, prática e costumes do mercado.

Assim, aliviados dos detalhes da operação e das especificidades jurídicas, que deixaremos para uma outra fase, reforçamos o entendimento exposto nas nossas missivas anteriores de forma remodelada e reforçada na substância, na esperança que depurados os argumentos consiga essa Comissão ver o elementar.

1. No prospeto da Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Intercement sobre a Cimpor, aprovada em 29/05/2012 por essa Comissão, lê-se:

"Para estes efeitos, a percentagem de direitos de voto na Cimpor foi calculada por referência à totalidade dos direitos de voto inerentes às ações representativas do capital social da Sociedade Visada cujos direitos de voto não se encontram suspensos, considerando, de acordo com o Relatório e Contas relativo ao exercício de 2011 da Cimpor, disponível no respetivo sítio na internet, a existência de 6.213.958 (seis milhões, duzentos e treze mil, novecentos e cinquenta e oito) ações próprias."

A Oferta é geral e obrigatória, obrigando-se a Oferente a adquirir a totalidade das Ações objeto da presente Oferta que, até ao termo do respetivo prazo, forem objeto de válida aceitação pelos destinatários da Oferta.

Apenas podem ser objeto de aceitação da Oferta as Ações que, na data de encerramento da Oferta, se encontrem integralmente realizadas, com todos os direitos inerentes e livres de quaisquer ônus, encargos e responsabilidades, bem como de quaisquer limitações ou vinculações, nomeadamente quanto aos respetivos direitos patrimoniais e/ou sociais ou à sua transmissibilidade, e que não sejam detidas pelo Grupo Camargo Corrêa e pela Votorantim. [negrito, sublinhado e itálico nosso]

2 - Nos resultados (corrigidos) da OPA, apresentados no sítio da Internet da CMVM, em 22/06/2012, lê-se:

"Total Imputável à Oferente 632.396.937"; "% capital 94,11%"; "% direitos de voto 94,99%, assumindo 6.213.958 ações próprias" [negrito, sublinhado e itálico nosso]

A diferença entre a percentagem de capital e os direitos de voto resulta, como se vê, da existência de 6.213.958 ações próprias. Verifica-se também que antes do lançamento da OPA, no decorrer da OPA e no momento imediatamente depois da oferta (e até hoje), não existiu nenhum ato modificativo que nos termos da lei ou costumes alterasse o regime das ações próprias, nomeadamente no que toca aos direitos de voto. Ou seja, tendo-se mantido durante todo este período as ações próprias na esfera da Sociedade (na sua tesouraria), então durante todo este tempo as ações próprias não tiveram direitos de voto.

Ora, não existindo um ato modificativo de tal regime nem antes, nem no decorrer, nem no final da OPA, o cálculo dos direitos de voto abrangidos pela Oferta para efeitos de aquisição potestativa (art.º 194º do CodVM) não pode considerar os votos das ações próprias, visto terem estado todo o tempo suspensos (pois mantiveram-se sempre na esfera da Sociedade). **Para se contabilizar os direitos de voto das ações próprias para o referido efeito, a condição para o levantamento da suspensão dos direitos de voto tinha de se verificar (as ações tinham de deixar de ser detidas pela Sociedade) e tal não aconteceu, pois a Sociedade não as alienou nem antes, nem do decorrer, nem depois da OPA.**

Por exemplo, as ações preferenciais (diferente de ações próprias) não comportam direito de voto (cf. n.º 3 do art.º 341 do CSC), assim quando forem sujeitas a uma OPA, não existem votos passíveis de serem contabilizados para esse efeito ou de aquisição potestativa. No entanto, em determinadas circunstâncias, as ações preferenciais podem conferir temporariamente direito de voto (cf. n.º 3 do art.º 342 do CSC), logo nessa altura existem votos que têm de ser contabilizados para efeito de OPA (como o verificado na OPA da Investifino sobre a Soares da Costa) ou de aquisição potestativa.

Ou seja, **os votos das ações dependem sempre do regime e condição em que as ações que lhe podem conferir tal direito se encontrem** e não da vontade única, dura e discricionária da CMVM.

O poder numa Sociedade Aberta mede-se em direitos de voto, pois é com esses mesmos direitos que se aprovam deliberações em sede de Assembleia Geral de Acionistas, logo os mecanismos de aquisição

potestativa previstos no CodVM privilegiam os direitos de voto, face ao capital social - "dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta" [sublinhado e itálico nosso].

Enquanto as ações próprias pertencerem à Sociedade devem considerar-se suspensos todos os direitos inerentes às mesmas, excepto se o seu titular receber novas ações no caso de aumento de capital por incorporação de reservas (cf. alinea a), n.º 1, do art.º 324.º do CSC).

Ora, perante tais factos acima apresentados em confronto com a Lei, nada mais se pode concluir que, ao contrário do afirmado pela CMVM, os direitos de voto das ações próprias são excluídos do cálculo do limiar dos 90 % dos direitos de voto apurados no resultado da Oferta e dos 90 % dos direitos de voto abrangidos pela Oferta.

O racional subjacente ao facto das ações próprias estarem excluídas do cálculo do limiar dos 90 % de direitos de voto abrangidos pela oferta necessários para satisfazer a possibilidade de aquisição potestativa prevista no artigo 194.º do CodVM (e consequentemente do artigo 196.º do CodVM, sem prejuízo do entendimento da ATM sobre a alienação potestativa não estar obrigada às condições da aquisição potestativa), é evitar que a [administração da] Sociedade Visada possa frustrar aquisição potestativa quando o Oferente atinja os 90 % (sem cálculo das ações próprias) e pretenda exercer essa faculdade. Aliás, é precisamente por essa razão de ciência que na maioria dos mercados evoluídos (por exemplo o Reino Unido) a legislação preveja que quando a Sociedade seja notificada da vontade do Oferente, no âmbito da aquisição potestativa, de adquirir as ações próprias, esta não as possa vender ou transferi-las a não ser para o Oferente.

Certo é a interpretação da CMVM relativa às ações próprias diferir, sem justificação, da maioria dos reguladores e práticas do mercado um pouco por todo o mundo. Senão, vejamos:

Reino Unido

As alterações efetuadas ao *Companies Act* de 1985 (equivalente ao CSC português) vieram deixar clara a exclusão das ações próprias para efeitos de cálculo dos direitos de voto necessários para satisfazer o limiar dos 90 %, que permitam a aquisição potestativa.

O *Companies Act* de 2006 (a versão mais recente) vai mais longe e relativamente à alienação potestativa é claro quando diz "*For the purposes of subsections (2) to (4), in calculating 90% of the value of any shares, shares held by the company as treasury shares are to be treated as having been acquired by the offeror*". Ou seja, por interpretação ao contrário, o legislador inglês procurou garantir a exclusão das ações próprias nos cálculos dos direitos de voto necessários para satisfazer o limiar dos 90% que permitam a alienação potestativa ao incluí-las como adquiridas na Oferta.

Aliás, este entendimento é fácil de alcançar em virtude do Oferente passar a dominar a Sociedade e por isso poder alienar as ações próprias (quer os acionistas remanescentes queiram ou não) pois tal só depende do seu poder de voto. Esta é a certeza jurídica mais forte de todas e incrivelmente relevante para ser ignorada da forma que a CMVM está a fazer.

O *Takeover Code*, na última alteração, deixa igualmente claro que apenas as ações realizadas e emitidas fora da tesouraria são relevantes para o cálculo das percentagem dos direitos de voto, incluindo para os limites da percentagem de direitos de voto para efeitos de aquisição potestativa. Diz mesmo que "*only relevant securities which are held and in issue outside treasury should be included in the announcement*". Diz ainda nessa perspetiva que "*all percentages of voting rights, share capital and relevant securities are to be calculated by reference to the relevant percentage held and in issue outside treasury. A transfer or*

sale of shares by a company from treasury will normally be treated in the same way as an issue of new shares."

O próprio parecer do Code Committe é bastante elucidativo sobre este assunto "only shares held and in issue outside treasury which are relevant. **The Code Committe believes that this it appropriate because, as explained above, the rights attaching to the shares (save for the right to participate in a bonus issue) are suspended for as long as the shares are held in treasury. As a result, the Code Committee considers that in calculating percentage holdings of voting rights, share capital and relevant securites, shares held in treasury are to be ignored.**"

Singapura

Para um mercado de valores mobiliários bem diferente da evoluída "City", podemos ver Singapura, onde por exemplo o 251(1) do Companies Act (Chapter 50) de 21 de outubro de 2006 (o equivalente ao CSC português) prevê sob o título "Power to acquire shares of shareholders dissenting from scheme or contract approved by 90% majority":

"Where a scheme or contract involving the transfer of all of the shares or all of the shares in any particular class in a company (referred to in this section as the transferor company) to another company or corporation (referred to in this section as the transferee company) has, within 4 months after the making of the offer in that behalf by the transferee company, been approved as to the shares or as to each class of shares whose transfer is involved by the holders of not less than 90% of the total number of those shares (excluding treasury shares) or of the shares of that class (other than shares already held at the date of the offer by the transferee company, **and excluding any shares in the company held as treasury shares**), the transferee company may at any time within 2 months, after the offer has been so approved, give notice in the prescribed manner to any dissenting shareholder that it desires to acquire his shares; and when such a notice is given the transferee company shall, unless on an application made by the dissenting shareholder within one month from the date on which the notice was given or within 14 days of a statement being supplied to a dissenting shareholder pursuant to subsection (2) (whichever is the later) the Court thinks fit to order otherwise, be entitled and bound to acquire those shares on the terms which, under the scheme or contract the shares of the approving shareholders are to be transferred to the transferee company or if the offer contained 2 or more alternative sets of terms upon the terms which were specified in the offer as being applicable to dissenting shareholders." [negrito e itálico nosso]

Exemplos de aquisições protestativas com exclusão do cálculo das ações próprias:

Reino Unido

Na aquisição potestativa da BH Acquisitions Limited sobre a Northern Foods plc em 20 de Abril de 2011, foi considerado o seguinte:

"As at 1.00 p.m. (London time) on 20 April 2011, Boparan had received valid acceptances from Northern Foods Shareholders in respect of a total of 320,422,109 Northern Foods Shares, representing approximately 66.84 per cent. of the existing issued ordinary share capital of Northern Foods (**excluding any treasury shares**).

On 9 March 2011, Boparan acquired an additional 63,794,202 Northern Foods Shares, which Boparan may count towards satisfaction of the Acceptance Condition to the Offer.

In aggregate, Boparan may count a total of 384,216,311 Northern Foods Shares, representing approximately 90.18 per cent. of the shares to which the Offer relates, towards satisfaction of the



Acceptance Condition to the Offer. Boparan has therefore received valid acceptances in respect of, or acquired, over 90 per cent. of the shares to which the Offer relates.

Additionally, as at the date of this announcement, Boparan holds a further 22,400,000 Northern Foods Shares and Boparan has acquired 30,924,465 Northern Foods Shares previously held by Saerimner Limited (such acquisition being conditional upon the Offer becoming or being declared unconditional in all respects). Of the above valid acceptances, acceptances in respect of two shares have been received to date from other persons acting in concert with Boparan.

*In aggregate, therefore, Boparan has acquired or received valid acceptances in respect of 437,540,776 Northern Foods Shares, representing approximately 91.27 per cent. of the existing issued ordinary share capital of Northern Foods (**excluding any treasury shares**)."* [negrito e itálico nosso]

Singapura

Na aquisição potestativa da Econ EQT Investment Pte Ltd sobre a China Healthcare Ltd em 12 de Abril de 2021, foi considerado o seguinte:

*"Pursuant to Section 215(1) of the Companies Act, in the event that the Offeror acquires not less than 90% of the total number of Shares (other than those already held by the Offeror, its related corporations or their respective nominees as at the date of the Offer **and excluding any Shares held by the Company as treasury shares**), the Offeror **would be entitled to exercise the right to compulsorily acquire all the Shares of Shareholders who have not accepted the Offer** (the "Non- Assenting Shareholders") at a price equal to the Offer Price." [negrito, sublinhado e itálico nosso]*

Por fim, eliminando de vez qualquer dúvida e afastando definitivamente a interpretação da CMVM, o mais importante e a única certeza jurídico-económica a retirar é a do acionista (Oferente) que consiga adquirir 90 % de influência na Sociedade Visada (traduzida mais nos direitos de voto do que no capital social) conta para esse efeito com as ações próprias detidas pela Sociedade Visada. Significa isto que, não tendo sido as ações próprias alienadas pela Sociedade Visada, o Oferente conta com esse efeito a favor da sua influência, pois estas continuam (enquanto na tesouraria da Sociedade) a não deter direitos de voto (elevando assim os dos demais acionistas face ao capital social detido).

Por tudo isto é isento de dúvida que os direitos de voto das ações próprias não podem ser consideradas com abrangidos pela Oferta, uma vez que estão suspensos e nada alterou isso.

Sublinhe-se, uma vez mais, o conteúdo do prospeto da OPA aprovado pela CMVM onde diz que "*apenas podem ser objeto de aceitação da Oferta as Ações que, na data de encerramento da Oferta, se encontrem integralmente realizadas, **com todos os direitos inerentes** e livres de quaisquer ónus, encargos e responsabilidades, bem como de quaisquer limitações ou vinculações, nomeadamente quanto aos respetivos direitos patrimoniais e/ou sociais ou à sua transmissibilidade, e que não sejam detidas pelo Grupo Camargo Corrêa e pela Votorantim", em confronto com alínea a), n.º 1, do art.º 324.º do CSC que diz "**Enquanto as ações pertencerem à sociedade, devem considerar-se suspensos todos os direitos inerentes às ações**, exceto o de o seu titular receber novas ações no caso de aumento de capital por incorporação de reservas".*

Sem mais de momento, subscrevo-me com elevada consideração e estima.

Com os cordiais cumprimentos,

(Octávio Viana)