



associação de investidores
e analistas técnicos
do mercado de capitais

Board of Directors

Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

A/C Ex.º Senhor

Dr. Carlos Tavares

M.I. Presidente da CMVM

Avenida da Liberdade, n.º 252

1056-801, Lisboa

V/Ref.ª:

N/Ref.ª: DIR/CE/2012/04

DATA: 22/04/2012

Porto, 22 de abril de 2012

Assunto: Oferta Pública de Aquisição sobre as ações representativas do capital social da Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. pela Intercement Austria Holding GmbH.

Caro Dr. Carlos Tavares,

Em referência ao anúncio preliminar de lançamento da Oferta Pública de Aquisição (OPA) das ações representativas do capital social da Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A., doravante designada apenas como “Cimpor” ou “Sociedade Visada”, pela Intercement Austria Holding GmbH., adiante designada por “Camargo” ou “Oferente”, vem esta Associação, na representação dos pequenos investidores e dos acionistas minoritários da Sociedade Visada, chamar a atenção do Regulador para a falta de justeza da contrapartida oferecida para os valores mobiliários objeto da Oferta e a falta de clareza, objetividade, transparência e atualidade da informação prestada, relativamente à justificação da mesma e relativamente a acordos sobre os quais existem fortes e bastantes indícios de negociações prévias entre o Oferente e a Caixa Geral de Depósitos, eventualmente envolvendo também outros acionistas.

Apesar de, aparentemente, estarmos perante uma OPA voluntária e a mesma comportar a interpretação derogatória conducente à fixação da contrapartida, de acordo com as regras da OPA obrigatória, na verdade estamos perante a existência da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA, e vejamos porquê:

Se a Camargo, já acionista da Cimpor, tinha pretensões de lançar uma OPA sobre o capital que ainda não detinha e negocia previamente a adesão a essa Oferta com determinado acionista, antes do anúncio preliminar de lançamento da Oferta ser conhecido, presume-se que a Camargo e esse acionista estão em concertação por estar em causa um acordo sobre a transmissibilidade das ações, como desde logo se alcança pela interpretação da alínea h), do n.º 1 e do n.º 4 do Art.º 20 do Código de Mercado dos Valores Mobiliários, o que pode indiciar um acordo parassocial ilegal e nulo, no seio de uma Sociedade Aberta emitente de valores mobiliários e, além disso, enganador e manipulador do mercado.

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



World Federation of Investors Corporations



Ora, como muito bem reconheceu na sexta-feira p.p. o Presidente do Conselho de Administração da Caixa Geral de Depósitos, perante os deputados da Comissão de Economia e Obras Públicas, a CGD “não demorou 20 minutos a tomar a decisão de vender os 9.6% da Cimpor na OPA da Camargo Corrêa a 5.5 euros”¹, pelo que tendo a CGD anunciado a decisão de o fazer 26 minutos após a publicação do anúncio preliminar de lançamento da OPA por parte da Camargo, não deixa dúvidas sobre a prévia existência de negociações entre a CGD e a Camargo, nas quais, obviamente, o preço da Oferta foi negociado, correspondendo por isso a uma “negociação particular” conforme designa a alínea a) do n.º 3 do art.º 188º do CVM.

Naturalmente que, num tal cenário e perante uma certa e evidente concertação, deveria a Camargo ter cumprido com as obrigações constantes dos artigos 16.º (dever de informação), 19.º (Acordos Parassociais) e 20.º (Imputação dos Direitos de Voto), todos do CVM, consoante a respetiva natureza.

É também por aí que se deve fazer a análise do dever de lançamento da OPA, considerando os direitos de voto pertencentes à Camargo somados, desde logo, aos da CGD que o aludido art.º 20.º lhe imputa. Como a soma de ambos ultrapassa um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital da Sociedade Visada, a Oferta é obrigatória, para que não se defraude nem se falseie o mercado e os legítimos interesse dos acionistas minoritários.

A Camargo poderia ilidir, perante a CMVM, esta presunção de atuação concertada de forma a evitar o cômputo somado dos votos, mas não o fez expressamente, o que obrigaria a descrever toda a negociação e fazer prova (muito difícil) de que a CGD não ia apoiar a Camargo no êxito da Oferta, quando, de facto, aconteceu precisamente o contrário: **a CGD apoiou concertada e imediatamente a Oferta, ciente que a sua atuação era essencial para o êxito da Oferta por parte da Camargo.**

Neste caso, onde o dever de lançamento da OPA é antecedido por uma “negociação particular” para a aquisição de um bloco de ações a fim de permitir o êxito da Oferta a um preço fixado em negociação particular prévia, que pressupõe e/ou comporta o risco de condições particulares e privilegiadas estabelecidas entre as partes, afasta-se desde logo a tradição da legislação nacional de que a contrapartida deve respeitar pelo menos a cotação média ponderada nos últimos seis meses, por presunção da contrapartida da Oferta não ser equitativa.

Este entendimento é inteiramente válido e obriga a CMVM a nomear um auditor independente para fixar a contrapartida, a menos que o Oferente demonstre (expressamente) a equidade da contrapartida, para que a CMVM não seja obrigada a nomear um auditor.

Porém, em vício das circunstâncias em que tal negócio se realizou (através de negociação particular), tal só é possível se a Camargo descrever toda a negociação e mostrar que o preço acordado é a contrapartida oferecida pelas restantes ações sem que existam outras vantagens particulares não incluídas no preço em benefício da CGD (ou terceiro). O ónus da prova recai assim sobre a Camargo e obriga-a à revelação total da negociação particular e prévia à Oferta.

Mais ainda, esta linha de raciocínio aplica-se igualmente a qualquer negociação entre a Camargo e qualquer outra pessoa jurídica, privada ou pública, que domine, direta ou indiretamente, a CGD.

¹ Babo, Maria João (20 de Abril de 2012, 16h26), “CGD não toma decisões importantes em 20 minutos”. Acedido em 21 de Abril de 2012, no website do “negócios online”:
http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=552387

Além disso, apelar ao preço médio ponderado do mercado nos últimos seis meses para determinar o valor de uma contrapartida equitativa, presume, dentro de uma expectativa razoável, que esse preço seria o praticado caso o Oferente pretendesse adquirir o controlo num ambiente de mercado eficiente. No entanto, nem sempre é de acolher a presunção inilidível da equidade da contrapartida nos casos em que, sendo uma sociedade cotada no mercado de bolsa, o valor desta seja superior ao preço das ações no seu curso bolsista (Farra, 1998)², principalmente em ações com baixa liquidez onde existe uma forte possibilidade de manipulação do preço das ações em bolsa, e muito menos no caso desse controlo ser impossível através do mercado devido à estrutura acionista existente; como acontece na Cimpor, dado o seu *free-float* e a existência de outros acionistas com capacidade de bloqueio.

Dá-se ainda o caso excepcional de, no último ano, a Economia Portuguesa e, por consequência, as empresas portuguesas, nomeadamente as de capital aberto emitentes de valores mobiliários, terem estado sujeitas a condições de negociação em bolsa particularmente difíceis devido a um mercado depressivo, pelo que o preço a que estariam as ações da Cimpor, caso não estivessem sujeitas a estas condições excecionais, muito possivelmente seria diferente. Por isso a fixação do valor pago pelo Oferente num cenário destes e em referência ao preço de mercado não pode ser considerado um bom indicador do justo valor e o sistema de OPA obrigatória falharia o seu propósito.

Outra circunstância que tem de ser considerada e intimamente relacionada com a distribuição equitativa do prémio de controlo, entendido com a soma do valor dos benefícios futuros associados ao controlo da empresa e descontados ao valor presente, na assunção da aquisição do controlo por uma parte informada e conhecedora do negócio pressupor a capacidade de potenciar o valor da Sociedade através do seu controlo e daí retirar proveitos futuros, é a referência ao bloco adquirido pela Camargo à Teixeira Duarte a um preço bastante superior ao que agora se dispõe a pagar.

A aquisição desse bloco à Teixeira Duarte foi realizada através de uma negociação particular e voluntária entre partes interessadas, muito bem informadas e conhecedoras do negócio e com um preço de 6,50 euros por ação, sem contudo permitir a mudança de controlo da Sociedade a favor da Camargo. Note-se que, em sede de suspensão da obrigação de lançamento de uma OPA, o valor pago pelo Oferente teria de ser sempre, caso a viesse a lançar em data posterior (no período de dois anos), pelo menos igual ao mínimo pago na transação que determinou o lançamento da OPA (suspensa). Embora aqui não seja o caso, a mesma razão de ciência sempre obriga a que o preço pago à Teixeira Duarte seja indicativo de um valor mínimo justo por cada acção.

A Oferta agora apresentada é de carácter obrigatório e pressupõe o controlo da Sociedade pela Camargo, logo, *ceteris paribus*, o preço agora oferecido deveria conter esse prémio correspondente aos benefícios privados que o Oferente vai obter através desse controlo. No entanto, em vez disso, diminui.

Apesar do clima adverso e a degradação das condições de financiamento, que sempre agravariam o custo do capital, tanto o alheio como o próprio, elevando a taxa de desconto e arrastando a empresa para um valor inferior, em contraponto o preço de há dois anos está hoje, face à inflação/crescimento dos *free cash flows* da empresa projetados na perpetuidade, desatualizado (deveria ser superior).

A OPA, principalmente de carácter obrigatório e com vista ao controlo, é talvez o momento mais privilegiado de se alcançar o justo valor de uma empresa nem sempre é refletido no preço de mercado, pois nem todos os benefícios do controlo chegam a todos os acionistas, logo a natureza e satisfação da contrapartida deve ser aferida ao nível do conjunto dos sócios minoritários e não imposta pelo Oferente, principalmente quando decorre de “negociações particulares”, prévias ao seu anúncio preliminar e

² Farra, John, *Company Law*, 608, Butterworths, London 1998

passíveis de conterem acordos escondidos que traduzem benefícios privados para o acionista que garante o êxito da Oferta.

Aliás, a diferença significativa entre a OPA voluntária e a OPA obrigatória é que a contrapartida mínima é estabelecida por Lei de acordo com os critérios de equidade e igualdade, e não pelo Oferente.

Dos estudos prévios que realizámos ao valor da empresa, nomeadamente pelo método dos fluxos de caixa descontados pelo custo médio ponderado do capital (WACC) baseado no modelo *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, chegamos (preliminarmente) a um valor próximo dos 6,80 euros que pode variar entre os 6,19 euros e os 7,58 euros, de acordo com a sensibilidade à taxa de crescimento perpétuo e ao WACC, sem prejuízo de tais valores terem de ser revistos quando realmente concluídos tais estudos sobre o justo valor da Cimpor, incluindo as variáveis que determinam o valor de controlo, nomeadamente a alteração do valor da empresa perante a alteração da forma como a mesma é gerida e ganhos de sinergias obtidas com o Oferente e a probabilidade dessa alteração acontecer.

Dito de outra forma, o justo valor incorporando o valor de controlo (*optimal value*) tem de considerar o valor de *status quo* + valor de reestruturação, o que para já não foi possível apurar com os dados de que dispomos, logo admitimos que o valor da Cimpor possa ser ainda mais elevado do que o alcançado no nosso estudo prévio para os termos desta aquisição.

Para terminar, cumpre sempre dizer que a OPA Obrigatória tem como um dos seus principais objetivos "proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança de controlo das sociedades. (...) mediante a imposição (...) do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da totalidade das respetivas participações a um preço equitativo", como desde logo consagra a Diretiva 2004/25/CE. O escopo de tal prescrição é limitar a perda de valor para os acionistas que normalmente se verifica depois de concluída a Oferta³, ao proporcionar a possibilidade destes abandonarem a Sociedade através da alienação das suas ações em iguais condições (ou pelo menos equitativas) ao que o Oferente pagou para alcançar o domínio sobre a Sociedade (Câmara, 1999)⁴, traduzindo-se esse no único tratamento justo aos destinatários da Oferta, mas também na partilha, sem discriminação, dos benefícios do alcance de tal domínio (usualmente designado de "prémio de controlo") pelos acionistas minoritários.

Por essas razões, caso a CMVM entenda não optar pelas investigações que acima se suscitam e que seriam determinantes da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA, então requer a ATM a nomeação imediata de um auditor independente para fixar o preço da contrapartida da Oferta, por esta não poder ser considerada equitativa, ou que garanta que o Oferente demonstre o contrário (que a contrapartida é equitativa), tal obriga, como já foi referido, a necessidade de provar a ausência de vantagens particulares ("*side letters*") não incluídas no preço.

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

Com os cordiais cumprimentos,
Octávio Viana
(Octávio Viana)

³ "Este, aliás, constitui um factor de pressão sobre os destinatários da oferta para a alienação, como é explicado por Lucien Arye Bebchuck, *The Pressure to Tender: an Analysis and Proposed Remedy*, cit. 917-922" (conforme citado em Câmara, 1999, p. 235).

⁴ Câmara, Paulo, em texto desenvolvido a partir da comunicação apresentada no Centro Cultural de Belém, em 16 de Dezembro de 1999, no Seminário "O Novo Código dos Valores Mobiliários", organizado pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa e pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.