



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

V/Ref.^a:

N/Ref.^a: DIR/CE/2012/06

DATA: 06/05/2012

Porto, 06 de maio de 2012

Assunto: Oferta Pública de Aquisição sobre as acções representativas do capital social da Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. por parte da Intercement Austria Holding GmbH – novos fatos e considerações.

Ex.º Senhor Presidente, Caro Dr. Carlos Tavares,

Impoe-se, mais uma vez, que escreva a V. Ex.^a, a fim de chamar a atenção para os acontecimentos que têm envolvido a EDP, a Cimpor e a Brisa e que são susceptíveis de pôr em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado de capitais e, retlexamente, a legalidade e a proteção do interesse público subjacente à necessidade de garantir a formação e captação da poupança, desde logo imposta pelo o art.º 101.º da Constituição da Republica Portuguesa, e como reconhece o preâmbulo do Código de Valores Mobiliários (CVM).

O mercado de capitais só existe enquanto houver investidores e os investidores no mercado de capitais só existem enquanto houver um mercado com condições de segurança económica e jurídica capaz de propiciar a confiança necessária para a tomada de uma decisão de investimento.

É notório o sentimento geral de desconfiança e insegurança junto dos pequenos investidores relativamente ao mercado de capitais, em muito devido às operações recentes que não só feriram de morte a confiança sobre a qualidade dos emittentes, mas também e essencialmente com a inação e falta de proteção jurídica do regulador aos diferentes interesses dispostos no mercado de valores mobiliários¹.

¹ Veja-se, por exemplo, que nas sessões de bolsa após a intervenção de V. Ex.^a, na Comissão Parlamentar de Economia e Obras Públicas sobre a Oferta Pública de Aquisição (OPA) lançada pela Camargo Corrêa sobre a Cimpor, as acções desta última passaram a negociar abaixo do preço da OPA, quando antes negociaram sistematicamente acima, nomeadamente nos quatro dias anteriores à audiência de V.Ex.^a.

Cimpor

Foi com a maior atenção que ouvi V.Ex.ª a comentar a Oferta Pública de Aquisição sobre a Cimpor, na Comissão Parlamentar de Economia e Obras Públicas.

No geral, as preocupações manifestadas por V. Ex.ª. são idênticas as desta Associação e bem patentes na carta datada de 22 de abril de 2012 endereçada a essa Comissão. Essencialmente, longe de paternalismos, a preocupação da AIM (notoriamente partilhada pela CIMVIM ou vice-versa) centra-se na necessidade de garantir a veracidade, atualidade, licitude e completude da informação prestada pelo Orientante dentro dos requisitos regimentais e legais, indispensáveis para se poder fazer um juízo fundamentado sobre a Oferta. A fim de permitir um correto processo de tomada de decisão de investimento pelos destinatários da Oferta, importa dar a conhecer todas as condições e as reais expectativas que ambas as possibilidades (vender ou não vender) comportam; conhecimento esse trazido pela qualidade da informação efetivamente disponibilizada e que, no caso da Cimpor, tem sido manifestamente insuficiente e contraditória, confundindo quem tem de tomar uma decisão de investimento.

Se estamos de acordo quanto a qualidade da informação, já nos parece extemporâneo a CIMVIM afastar categoricamente a nomeação de um auditor independente para fixar o valor da contrapartida na OPA da Cimpor. De facto a figura do auditor independente deve ser usada com a "parcimonia" aludida por V. Ex.ª., caso contrário estaríamos a abalar o reconhecimento da eficiência do mercado e a ter de suportar todas as consequências que tal interpretação arrastaria para a compreensão até agora tida e mantida ao nível da contabilidade e da legislação.

No entanto, há quatro pontos a considerar e que tornam extemporâneo o afastamento de um auditor independente na determinação da contrapartida: são eles os seguintes:

Primeiro

O preço de mercado não reflete o valor ótimo de uma empresa alvo de uma OPA, mas apenas o seu valor de *status quo*, pois o mercado (onde não exista *inside trading*) não consegue incorporar o valor de reestruturação (idêntico ao que se costuma designar como prémio de controlo) por desconectar as características e consequências desse evento e como pode afetar (melhorar) os *cash flows* futuros. Pela mesma razão de ciência, os *price targets* dos analistas não refletem o *fair value* da empresa nesse cenário de OPA², a menos que seja expressamente considerado um cenário especulativo de OPA com demonstração perfeita do valor da reestruturação³.

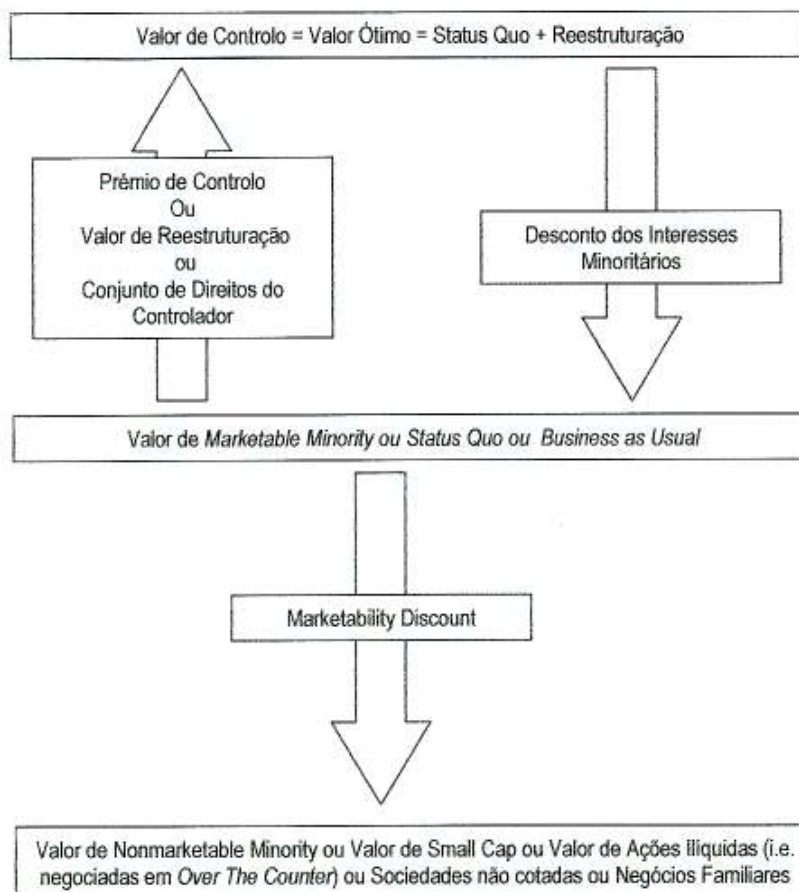
Dito de outra forma, o justo valor numa perspetiva de reestruturação (proporcionada por uma OPA) nem sempre (ou quase nunca) é refletido no preço de mercado, pois os benefícios do controlo raramente chegam a todos os acionistas; no entanto tal não significa que o mercado seja ineficiente e o preço de mercado não seja justo. O mercado pode ser eficiente e o preço justo, como se pressupõe quando não sujeito a manipulação, mas, como dito acima, não reflete (nem pode – a menos que exista

² Até por enviesamentos provocados por "*anchoring behavior*", perfeitamente demonstrados na vasta literatura existente, nomeadamente Campbell & Sharpe (2009), Kahneman & Tversky (1974), Whyte & Sebenius (1997) entre outros e "*herding behavior*". Cote & Sanders (1997), Scharfstein & Stein (1990), Trueman (1994), Bikhchandani & Sharma (2000), entre outros.

³ Apelar à media dos *price targets* dos analistas financeiros como determinante para aferir a justeza da contrapartida como algumas partes interessadas têm feito, é conceitualmente errado. A análise feita nesses termos (pelos analistas das casas de investimento) é baseada numa abordagem pelos *cash flows* descontados ou capitalizados representado uma base minoritária (o designado, *business as usual* ou *status quo*) e não ajustados para refletir as políticas (reestruturação) que o novo controlador pode implementar como é no caso de uma OPA.

inside trading) o valor justo em OPA⁴. Tanto é assim, que o prêmio pago em OPA (para empresas comparáveis com a Cimpor) varia em média entre os 26%⁵ e 34% para os dois dias e 20 dias anteriores ao anúncio da Oferta respetivamente⁶, isso é uma evidência suficiente para a conclusão do mercado estar apenas a refletir o valor em *status quo*⁷ e não o valor ótimo (que compreende o valor em *status quo* somado do valor de reestruturação) conforme se percebe pela hierarquia da avaliação representada na figura 1.

Figura 1 Hierarquia da avaliação



Fonte: Davis, Guy A., 2010, "Control Premiums: Exploring the Complexities of a Seemingly Simple Concept", Association of Insolvency & Restructuring Advisors Journal, Volume 24, N.º 4, adaptado por Octávio Viana

⁴ É pacificamente aceite pela doutrina que o controlo societário tem um valor muito significativo (Stulz, Walking, & Song, 1990; Nathan & O'Keefe, 1989; e Lease, McConnell, & Mikkelsen, 1983) e portanto o mesmo não se pode refletir no preço de mercado com a Sociedade em *status quo* ("*business as usual*").

⁵ Extrapolado dos dados da Mergerstat@BVR Control Premium Study™.

⁶ Nos últimos três anos o prémio de controlo tem subido consideravelmente em torno de mais 15% sobre a média dos três anos anteriores, chegando a ultrapassar em média os 40%. Tal situação é fruto do reconhecimento pela parte do Oferente como dos Destinatários que durante este período de crise financeira vários negócios estão severamente subavaliados e que portanto é necessário pagar um prémio e controlo mais elevado para atingir o sucesso na Oferta.

⁷ Geralmente designado como "*business as usual*".

Logo, não se pode afirmar seguramente que a média ponderada da cotação das ações nos últimos seis meses seja um indicador seguro do preço justo em caso de OPA, não obstante juridicamente a interpretação nacional e europeia afastar, quanto a nós erradamente, essa insegurança.

Segundo

O facto de um acionista qualificado já ter demonstrado o seu interesse em aderir à Oferta não é, na nossa opinião, um indicador da justesa do valor da contrapartida, como V. Ex.ª fez supor que seria o entendimento da CMVM, no esclarecimento prestado perante a referida Comissão Parlamentar. O valor justo de um ativo negociado voluntariamente entre partes interessadas, muito bem informadas e conhecedoras do negócio pressupõe não só a independência, mas também a ausência de fatores que pressionem a transação ou a tornem compulsória, cenário que no caso não pode ser afastado tendo em conta a exigência desses acionistas necessitarem de melhorar os seus rácios de capital urgentemente, por imposição da Troika. Aliás, os acionistas que agora aderem à Oferta tiveram já oportunidade de vender a um preço superior em quase 20 por cento e na altura não o aceitaram, porque então não estavam sobre a pressão destas exigências de capital agora impostas.

Terceiro

Apesar da OPA, aparentemente voluntária, comportar a interpretação derogatória conducente à fixação da contrapartida de acordo com as regras da OPA obrigatória e por isso V. Ex.ª afirmou que nada de substancial se alteraria caso a mesma fosse declarada Obrigatória, o facto de poder estar em causa um acordo sobre a transmissibilidade das ações, (alínea h do n.º 1 e do n.º 4 do Art.º 20 do CVM) e a Camargo não sendo capaz de ilidir, perante a CMVM, a presunção de atuação concertada de forma a evitar o cômputo somado (de mais de 1/3) dos votos e afastar a ideia da existência de 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, poderá obrigar, sem qualquer dúvida, a que a CMVM seja obrigada, quer queira ou não queira, quer a ação seja a mais líquida do mundo ou não, a nomear um auditor independente para fixar a contrapartida.

Isto porque a negociação particular com vista a alcançar o êxito da Oferta comporta o risco de terem sido fixadas condições particulares e privilegiadas estabelecidas entre as partes, o que obrigaria a CMVM a nomear o tal auditor independente para fixar a contrapartida, a menos que o Oferente demonstre (expressamente) a equidade da contrapartida de forma a evitar essa nomeação, tal só é possível se a Camargo, perante quem recai o onus da prova, 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, ex. Votarantim).

Também discordamos que as declarações do Oferente, dos acionistas ou outras entidades não tenham força jurídica por terem sido proferidas antes da Oferta, como V. Ex.ª afirmou. Discordamos por entender que tais declarações constituem factos públicos e notórios que permitem concluir a existência de negociações particulares entre o Oferente e alguns acionistas, onde inevitavelmente o preço da Oferta foi negociado (caso contrário seria impossível à CGD pronunciar-se sobre a Oferta 20 minutos após o anúncio da mesma e já ter ouvido os seus consultores e o Governo) e por isso, conducentes à prova de estarmos perante uma "negociação particular" conforme designa a alínea a) do n.º 3 do art.º 188º do CVM.

Quarto – relevante e contemporâneo

A Camargo Corrêa comunicou no dia 6 p.p. que a "Votarantim informou da sua intenção de não vender a sua participação na OPA" e que portanto a InterCement iria propor à administração da Cimpor e da Votarantim várias permutas, nomeadamente a transmissão da InterCement para a Cimpor "dos ativos

e operações de cimento, betão e agregados do Grupo Camargo Corrêa na América do Sul e em Angola", cedendo em troca os ativos na "China, Espanha (com exceção da Cimpor Inversiones e da Cimpor Sagesta), Índia, Marrocos, Tunísia, Turquia e Peru".

Os ativos objeto da referida permuta integrarão depois uma proposta de transmissão da InterCement para a Votorantim em troca das ações que detêm na Cimpor a favor da Camargo Corrêa; proposta que dever ter aprovação da Votorantim permitindo à Camargo Corrêa ter êxito na OPA.

Esta troca levanta desde logo vários problemas relevantes e contemporâneos:

1- A troca de ativos tem mais valor para a Vontarantim do que a contrapartida em dinheiro. Esse excesso de valor não esta a ser partilhado com os restantes acionistas.

Se a Votorantim não aceita vender a participação na OPA (cf. declarado em comunicado pela InterCement) mas aceita a troca de ativos pela mesma participação, é relevante e evidente que a troca arrasta benefícios superiores ao da contrapartida em dinheiro. Esses benefícios não são partilhados pelos restantes acionistas, aproveitando-se dele apenas a Votorantim e a Camargo Corrêa.

Esta observação é simples e fácil de entender, tanto como inegável: Se a Votorantim valoriza mais a troca de ativos ao ponto de ceder a posição na Cimpor que a 5.50 euros por ação não cederia, é porque esses ativos [para a Votorantim] valem mais do que a sua participação preçada ao valor da contrapartida oferecida. Significa isto que se esta permuta não fosse objeto da Oferta, mas sim de uma futura negociação entre a Cimpor e a Vontarantim e perante o mesmo racional agora em causa o excesso de valor (face à presente proposta) seria aproveitada pelos acionistas da Cimpor (o que atualmente não acontece – apenas aproveita a Vontarantim e a Camargo Corrêa).

Entende-se que a InterCement se tenha sentido compelida a dizer que a Votorantim não queria vender a sua participação na OPA e ao mesmo tempo afirmar ser já provável aceitação da proposta dentro de outra configuração, isto para afastar as evidências anteriores de que houve concertação e negociações particulares. Mas a InterCement estava debaixo de um "Xeque Duplo", onde ao afastar a ideia das negociações particulares prévias ao anúncio (como está a tentar fazer) acabou por demonstrar que os ativos objeto da referida troca no âmbito da OPA resulta num pagamento superior à contrapartida, ainda que em espécie.

Esta era uma jogada que a InterCement estava condenada a perder, porque a verdade e a transparência por vezes consegue impor-se.

2- Confirma-se a existência de negociações particulares prévias ao anúncio preliminar da Oferta.

No fundo a InterCement confirma que propôs a um acionista uma troca de ativos pela sua participação na Cimpor no âmbito da OPA, trantando-se de declarações recentes fortifica a tese da concertação.

3- Como resolverá a CMVM um eventual problema de excesso de valor dos ativos face à contrapartida?

Como é que os investidores que venham aderir à Oferta recebem o excesso de valor no caso da avaliação/troca dos ativos ser impugnada e concluir-se que tais ativos objeto de troca no âmbito da OPA resulta de um pagamento seja superior à contrapartida? Como será pago e contabilizado o custo de oportunidade que tem também de ser devolvido aos acionistas aderentes da Oferta?

Estas são apenas algumas das dúvidas a sobressair de imediato, mas certo que muitas mais irão emergir. Mas para já, tendo ficado provado que houve conversações durante a Oferta (é claramente dito no comunicado), ficamos aguardar consequências e uma reflexão profunda sobre este ponto.

A considerar

- Ha, aproximadamente dois anos, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) lançou uma OPA sobre a Cimpor, oferecendo uma contrapartida de 6.50 euros por ação;
- A CGD não aderiu à Oferta;
- A CGD, para além de não aderir à Oferta, aliou-se à empresa brasileira Votorantim de forma a impedir que a referida Oferta da CSN tivesse sucesso. Para o efeito, estabeleceram um acordo parassocial com a duração inicial de 10 anos, alegadamente para conseguir estabilidade acionista;
- A Teixeira Duarte, ao contrário da CGD, aceitou a Oferta da CSN e vendeu a sua participação a 6.50 euros por ação;
- A Teixeira Duarte era acionista da Cimpor há muitos anos, portanto bem informada da situação patrimonial da Cimpor e da sua estratégia futura;
- A CSN é uma empresa do mesmo setor e indústria que a Cimpor e atua nos mesmos mercados, logo podemos considerá-la também uma parte bem informada sobre o negócio, até porque era o Oterente;
- Se o montante pelo qual as partes informadas, conhecedores do negócio e independentes entre si, aceitam trocar um ativo (ou liquidar um passivo) de forma voluntária numa operação realizada em condições de mercado, a haver fatores que tivessem pressionado a transação estariam sempre do lado da parte vendedora (a TDU) – que pode ter sido forçada a vender a posição devido a razões de estratégia e reestruturação empresarial relacionadas com a dificuldade de financiamento neste ambiente de crise económico-financeira –, tal montante é um critério robusto e potente enquanto conteúdo informativo sobre o valor da empresa, nessa altura;
- O Senhor Primeiro-Ministro tem negado em absoluto e sistematicamente que o Governo não dá qualquer orientação à CGD em termos de OPA, afirmando que são operações de mercado;
- O Senhor Ministro da Economia e do Emprego afirmou que a operação da Cimpor é uma operação de mercado, que o Governo acompanha mas não intervém;
- Temos de concluir que a decisão da CGD é meramente assente num racional económico-financeiro e, portanto, perante o seu dever de fidúcia, a não aceitação da OPA da CSN deveu-se a:
 - Garantir a estabilidade acionista (conforme afirmou na altura a CGD), logo, considerando o atrás exposto, tal significa que essa estabilidade traduz valor ao longo de, pelo menos, 10 anos (i.e. a duração inicial estabelecida para o aludido acordo parassocial);
 - Concluir a falta de legitimidade e equidade da contrapartida, por ser insuficiente face ao seu valor justo.
- O valor justo ao qual a CGD tenha chegado na altura da OPA da CSN já deveria refletir a qualidade e o custo do crédito, num ambiente de mercado adverso já era então conhecido, assim como qualquer outro fator com impacto ao nível dos *cash flows* futuros, que pudessem advir da atual crise económico-financeira;
- Dada a ausência de fatores não previsíveis passíveis de afetar os *cash flows* nestes últimos dois anos ou nos próximos, esses valores senão ainda uma robusta e potente fonte de informação da contrapartida mínima a oferecer, pois hoje é certo, em consequência do custo de oportunidade e do crescimento a curto, médio, longo prazo e na perpetuidade dos fluxos de caixa da Cimpor, que esse valor seria ainda mais elevado;
- O valor da transação entre a Teixeira Duarte e a CSN não comportava nenhum prémio de controlo, pelo contrário, poderia conter um desconto devido a eventuais fatores que tenham pressionado a TDU a aceitar a transação;

- A contrapartida oferecida pela Camargo, para se considerar justa, deveria refletir o valor ótimo da Cimpor, considerando o controlo, ou seja, o valor *status quo* acrescido do valor de reestruturação/otimização;

- Portanto, a contrapartida agora oferecida, considerando todas as outras variáveis constantes, deverá ser o justo valor que a CGD admitiu na altura da recusa da venda à CSN, acrescido do custo de oportunidade destes dois anos mais o prémio de controlo que tem de ser partilhado com todos os acionistas, e não apenas aproveitado pela Camargo;

- O Governo tem dito que vamos regressar ao mercado em 2013 ou 2014; significa isto, pelas palavras do Governo, que estamos agora mais próximos do fim da crise (seja lá quando isso for) do que há dois anos atrás;

- Assim, se pegarmos numa *timeline* destes eventos, das posições e previsões do Governo e as sobrepujarmos a uma *timeline* dos diferentes *cash flows* a serem libertados todos os anos pela empresa e das taxas de desconto apropriadas, o valor atual da Cimpor seria sempre mais elevado do que há dois anos atrás, caso não tenha existido eventos imprevisíveis (e a crise não é um evento imprevisível) passíveis de degradar os *free cash flows* esperados para a empresa;

- Isso significa que, se a CGD está a aceitar atualmente um valor mais baixo do que os 6.50 euros, é porque existem outros benefícios particulares (para a CGD) ou terceiros não incorporados na Contrapartida oferecida.

- A CGD e o Governo justificam a venda à Camargo com preocupações com a estabilidade acionista, o que por um lado é estranho, pois deixará de ser acionista, e, por outro, porque vários estudos académicos concluem que alocação ótima de poder para os acionistas deve ser heterogénea, até para evitar custos de agência, risco moral, etc. Uma boa concentração acionista, assente num núcleo duro e coeso é de facto desejável para dar suporte a decisões de investimento potenciadores de valor que assim não podem ser bloqueadas por minoritários, mas uma concentração em demasia, num só acionista, como ficará a Cimpor nas mãos da Camargo, torna a empresa mais vulnerável aos tais custos de agência e risco moral, permitindo a tal acionista aprovar potenciais investimentos ruinosos (Walton, 2011)⁸, dos quais poderia retirar benefícios escondidos para si próprio, principalmente quando no mesmo setor. Ou seja, a estabilidade acionista não pode ser de forma alguma e sobre nenhum prisma, a desculpa para a CGD (Governo) aceitar a OPA da Camargo, pois uma heterogeneidade de acionista (como a existente) evita uma exagerada concentração de poderes, sendo, de acordo com os académicos, a situação de governo desejável para prevenir más decisões, melhor fiscalização e evitar problemas de custos de agência conforme referem Xie & Zeng (2010)⁹ entre outros.

- Mas se a nova estrutura acionista vai trazer mais estabilidade societária e reduzir os custos de agência como alega a CGD/Governo, então o valor da Cimpor tem de aumentar e consequentemente o prémio a pagar pelo seu controlo¹⁰.

- Tão pouco se pode dizer que é estratégica para a economia portuguesa, já que a Cimpor é uma empresa madura ("dog") em termos de crescimento (sem grande possibilidade de criar mais emprego) e com uma diversificação geográfica enorme (presente em 11 países).

- Aliás, a própria Administração da Cimpor reconhece, no relatório emitido sobre a oportunidade e as condições da Oferta, que a Contrapartida não reflete o valor da empresa pois "é baixo e subavalia significativamente a Cimpor", nomeadamente porque:

⁸ Walton, Nina, 2011, "On the Optimal Allocation of Power Between Shareholders and Managers".

⁹ Xie, Jun & Zeng, Xiaotao, 2011, "Does the balance of power among block shareholders have impact on top management turnover?: An empirical study of listed firms in China", *China Finance Review International*, Vol. 1 Iss: 1, pp. 98 – 113.

¹⁰ Para Slusky & Caves (1991) a alteração de controlo pode mitigar os problemas de agência na Sociedade Visada, se o Oferente for capaz de implementar melhores práticas, eliminar ineficiências e outros custos relacionados com o comportamento da gestão. De acordo com estes mesmos autores, os custos de agência explicam mais do dobro da variação dos prémios de controlo provenientes de ganhos reais e financeiros de sinergias combinados. - Slusky, Alexander R., & Richard E. Caves, 1991, "Synergy, Agency, and the Determinants of Premium Paid in Mergers," *Journal of Industrial Economics* 39, 277-246.

- o "não reconhece o valor superior da Cimpor";
- o "não reflete um prêmio de controlo adequado",
- o "traduz um múltiplo mais baixo do que em transações comparáveis",
- o "não partilha sinergias que a Oferente irá obter".

A CMVM tem-se escudado, sob a forma, para não tomar medidas adequadas que realmente protejam, longe de paternalismos, os acionistas minoritários, e esquece a substância que reside exatamente na defesa dos pequenos acionistas perante a clara evidência de estarem a ser prejudicados, sem nada poderem fazer. A falta de atuação da CMVM, pelo menos de forma visível (não basta ser, é preciso demonstrar que se é), está a colocar seriamente em causa a confiança dos acionistas minoritários no mercado português e, conseqüentemente, no próprio regulador.

Ainda assim, acreditamos que a produção da confiança económico-jurídica que suporta a decisão de investimento no mercado de capitais e é a fundamentação da existência da CMVM, continua a ser por parte de V. Exa. o compromisso inalienável, enquanto presidente dessa Comissão, para com o mercado e para com a sociedade em geral.

Pelo que não poderia terminar sem deixar de realçar o profissionalismo, isenção, sentido de legalidade e disponibilidade que V. Exa. tem demonstrado sempre, perante os vários órgãos e agentes do mercado, contribuindo para um melhor esclarecimento, atuação e aprimoramento dos comportamentos e ações destes e outros de acordo com os princípios de legalidade, seriedade e transparência, ainda que por vezes esta Associação reclame por mais.

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

Com as condições apontadas,

Octávio Viana

(Octávio Viana)