



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, n.º 9

1249-088, Lisboa

ENVIADO POR CORREIO ELETRÓNICO

V/Ref.ª: Proc.º Q-2940/12 (A2)

N/Ref.ª: DIR/CE/2012/27

DATA: 18/10/2012

Porto, 18 de outubro de 2012

Assunto: Resposta à carta de 17 de outubro de 2012

Alienação potestativa da Cimpor

Proc.º Q-2940/12 (A2)

Ex.mo Senhor Provedor de Justiça,

Acusamos a receção da carta de V. Exa com a referência em epígrafe e que nos mereceu a melhor atenção. Agradecemos o douto parecer que sempre apreciamos e temos em grande conta.

A posição de V. Exa. assenta sempre na boa fundamentação do Direito das posições assumidas, estribada na isenção e é norteada por um grande respeito pela defesa dos direitos fundamentais de um estado de direito e democrático.

Relativamente ao conteúdo da referida missiva, impõe-se desde logo congratular V. Exa. pela coragem e pelo alcance das palavras quando reconhece a imperfeição da Diretiva e da sua consequente transposição para o ordenamento jurídico português o que vem de acordo com a posição e opinião que esta Associação tem desde sempre defendido.

A referência ao preâmbulo da Diretiva n.º 2004/25/CE (cfr. considerando n.º 9) que V. Exa. alude é pois muito importante uma vez que aí é assumido o objetivo de "(...) proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança de controlo das sociedades" e (cfr. considerando n.º 24) "(...) sempre que um oferente tenha alcançado, na sequência de uma oferta pública de aquisição, uma certa percentagem do capital com direitos de voto de uma sociedade, os titulares dos valores mobiliários remanescentes deverão dispor da possibilidade de exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários (...)".

Quando V. Exa. refere que concorda com a posição da ATM quanto ao "ponto de vista histórico, isto é, da *occasio legis*, enquanto circunstancialismo social que rodeou a elaboração de uma lei, assim como o *ratio legis*, ou seja, do espírito que animou a feitura da lei, as condições colocadas no art.º 196.º CVM, para que possa ser exercido o direito de alienação potestativa, serão demasiado

exigentes e - admite-se - de certa forma incongruentes com o objetivo, assumido como prioritário na Diretiva comunitária, de proteção dos detentores e participações minoritárias" **temos necessariamente de concordar com essa visão. De facto, o primado e objetivo da norma legal da alienação potestativa é colocada completamente em causa quando matematicamente se demonstra que é possível um Oferente, depois de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA), dominar 99% dos direitos de voto sem dar lugar (aceitando sem conceder as condições relativamente aos resultados requeridos pelo 194.º do CVM) ao direito de alienação potestativa.**

Perante esta evidência matemática, pergunta-se como pode a proteção dos acionistas remanescentes no 1% de capital sobranter estarem protegidos quando é reconhecido (até pelo próprio Código das Sociedades Comerciais) que o domínio acima dos 90% é absoluto e prejudicial aos pequenos acionistas? Não pode e V. Exa. notou e assinalou tal facto bastante bem, ainda que de forma discreta.

Concordamos que a CMVM teria muito pouco espaço para fugir à referida Diretiva e que portanto a interpretação que fez do CVM não seja totalmente abusiva, sendo que a "opção pela interpretação que deve vingar sobre esse preceito deve ser deixada aos tribunais, enquanto órgãos de soberania com autoridade para impor a prevalência do sentido que determinada norma legal deve ter", onde, sinceramente, acreditamos que **a nossa interpretação irá vencer face à evidência matemática que destaca inequivocamente o ratio da norma tendo em conta o seu princípio, o do próprio CVM, da Diretiva e, portanto, a onde a mesma quer e tem de chegar e onde a interpretação da CMVM não chega.**

No entanto, permita-nos humildemente discordar de V. Exa. quando aceita que o 196.º do CVM esteja a remeter para os resultados da Oferta e não apenas para o momento da Oferta.

Basta atender ao facto da redação cingir-se "ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referida no n.º 1 do artigo 194.º" [sublinhado e negrito nosso] e não ao apuramento dos resultados da oferta pública de aquisição referidos no n.º 1 do artigo 194.º, mostra claramente que o legislador não pretendeu submeter este artigo aos resultados da OPA nos termos e alcance explicitamente requeridos no n.º 1 do artigo 196.º CVM.

Perante isto, **concordamos com V. Exa. e é inegável a lacuna na Lei e na própria Diretiva** que acreditamos serem a consequência de negociações entre os Estados Membros para acomodar algum tipo de garantia relativamente à contrapartida com o socorro da presunção irrefutável de justiça perante a representativa da Oferta e assim aprovar a diretiva.

Em consequência, a alienação potestativa acabou por ficar presa às condições da aquisição potestativa devido à simetria entre os dois regimes, apesar de tal não fazer qualquer sentido como desde logo se percebe se atendermos ao alcance de cada uma das condições, nomeadamente da segunda condição relativamente à abrangência da Oferta.

A abrangência da Oferta foi uma forma de o legislador procurar garantir que a contrapartida oferecida pelas ações é justa e adequada, uma vez que a mesma tem de ser igual ao valor da contrapartida oferecida na OPA (cf. art.º 194.º, n.º 2 do CVM) que para efeitos de fixação do valor mínimo tem o preço médio ponderado das ações em mercado regulamentado (ou o preço mais elevado pago pela Oferente) nos últimos seis meses (cf. art.º 188.º do CVM).

Na aquisição potestativa, a representatividade da aceitação da Oferta funciona como critério de justiça, partindo do princípio que uma grande adesão à venda em OPA presume uma contrapartida justa,

conforme o art.º 194.º, n.º 2 do CVM explicitamente o assume quando diz que "(...) presume-se que a contrapartida da oferta corresponde a uma contrapartida justa da aquisição das ações remanescentes".

O que faz sentido, pois, por exemplo, na aquisição tendente ao domínio total prevista no art.º 490.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) tal condição não é imposta, pois a contrapartida é fixada por intermédio de um Revisor Oficial de Contas independente, sem que a contrapartida esteja sujeita às várias interferências que por vezes afetam o preço de mercado.

Entende-se assim que a importância de garantir que a contrapartida (determinada pelo preço da OPA - portanto de mercado e sem intervenção de auditor independente) é justa e equitativa (o que é conseguido por via da representatividade da aceitação da Oferta) para efeitos de "expropriação" (cujo adesão não é voluntária, ao contrário da OPA).

De modo diverso, o art.º 196.º do CVM tem o claro propósito de proteger e defender os acionistas remanescentes que não concordem com a nova correlação de forças dentro da Sociedade permitindo que a abandonem quando esta estiver dominada (a mais de 90% dos votos), alienando as suas ações a um preço com o qual previamente até podiam não concordar, mas com o qual acabam por se conformar. Naturalmente, só após o apuramento do resultado da OPA é que esses acionistas são confrontados com factos novos e relevantes para a vida da sociedade, nomeadamente a nova composição societária e sobretudo o seu domínio completo com concomitante diminuição do *free-float* e liquidez, bem com o aumento do prémio de risco, entre outros aspetos.

Como se vê, trata-se assim de dois regimes diversos e independentes entre si, simétricos, não por sejam a imagem ao espelho um do outro, mas antes porque sendo diferentes estão em equilíbrio um com o outro.

Também bastará entender que a abrangência da Oferta em nada interessa na alienação potestativa, já que tal preceito apenas visa determinar a tal justeza da contrapartida para proteger os acionistas remanescentes e que no caso não se aplica porque a alienação potestativa é voluntária e uma clara renúncia a qualquer proteção paternalista desse género, o que desde logo não deixa aderir à referida condição de abrangência da Oferta à alienação potestativa.

Quanto à troca de ativos somos forçados a discordar de V. Exa. quando diz que não houve concertação de vontades entre a Intercement e a Votorantim. Tanto é verdade que houve concertação, que a CMVM determinou o computo dos votos entre as duas Sociedades referidas exatamente por essa mesma razão.

Aliás, é a própria Cimpor que vêm agora reconhecer na página 27 do Relatório Financeiro Intercalar consolidado relativo ao 1.º semestre de 2012 que "na sequência da Oferta Pública de Aquisição (OPA) sobre a totalidade do capital da Cimpor, em 20 de Junho de 2012 a Intercement Austria Holding GmbH ("Intercement") passou a deter uma participação qualificada global de 94.11% do capital social e dos direitos de voto da Cimpor, estando aqui incluída a participação de 21.20% detida pelo Grupo Votorantim, em decorrência do entendimento da CMVM sobre aquela participação" [negrito e sublinhado nosso].

Eventualmente a CMVM desconhece esta assunção, mas se assim é, considerando este facto superveniente, deverá decretar imediatamente a possibilidade de aquisição potestativa pois passa a preencher todos os requisitos para que a mesma possa proceder e igualmente a alienação potestativa - uma vez que ultrapassa os 90% de direitos de voto abrangidos pela Oferta para além da condição já preenchida dos 90% dos direitos de voto da Sociedade Visada. Algo que desde já

pedimos a V. Exa. que alerte a CMVM, que talvez conhecendo este novo facto possa resolver esta questão de forma rápida, célere e no interesse de todos.

Quanto ao tratamento desigual dos acionistas, esse é evidente, na medida em que a Votorantim esta a receber ativos em troca das suas ações no âmbito da Oferta e os restantes acionistas recebem dinheiro. **Bem patente de tal acordo e com implicações ao nível do dever fiduciário da gestão da Cimpor, é o facto do rácio de troca ser agora diferente do que esta acordado e consta no prospeto e que tem como valor de referência os 5.50 Euros, quando as ações estão atualmente a 3.30 euros. Isto é inegável e completamente observável, pelo que certamente V. Exa. tomou essa posição por desconhecer o preço atual da Cimpor em bolsa.**

Mais verdade é que os acionistas que venderam na OPA não irão agora beneficiar de qualquer pagamento que a Votorantim (quase de certeza) irá ter de fazer à Cimpor pela troca de ativos, uma vez que deixaram de ser acionistas.

Resumindo: Ou existe acordo e as ações da Votorantim são objeto de Oferta e o preço da troca é o de 5.50 euros igual ao da contrapartida, ou não existe acordo e a gestão irá violar o seu dever fiduciário ao aceitar um rácio de troca que compreende os 5.50 euros, quando as ações estão a cotar a 3.30 euros – algo que é vedado aos restantes acionistas e que representa um exfluxo de dinheiro da Sociedade para aproveitar um acordo entre dois acionistas que detêm o domínio.

Mas para que tal fique bem esclarecido, juntamos a petição inicial do procedimento cautelar comum contra a Cimpor relativamente à troca de ativos que intentamos em tribunal.

No dia 16 p.p. reunimos com Sua Excelência, a Senhora Secretária de Estado do Tesouro e das Finanças, a M.I. Dr.ª Maria Luís Albuquerque, a quem expressamos a nossas preocupações com o tema, nomeadamente do modo como este caso está abalar a confiança no mercado, quer junto dos pequenos investidores domésticos, como junto de grandes investidores internacionais que querem investir em Portugal e na sua dívida, mas que sem confiança no regulador e na aplicação do direito ameaçam não o fazer (cf. carta de alguns desses investidores que entregamos ao Governo).

Estamos certos que a Senhora Secretária de Estado do Tesouro e das Finanças foi sensível aos argumentos que apresentamos, mais não seja pelo dever constitucional do governo em fomentar a captação e a formação da poupança como desde logo refere o art.º 101.º da Constituição da República Portuguesa. Certamente que a Dr.ª Maria Luís Albuquerque, até pela sua formação académica, reconheceu que ao funcionamento do sistema financeiro e em particular do mercado de valores mobiliários subjaz um interesse público que justifica a proteção dos investidores e que só pode existir num clima de confiança económico-jurídica que depende de uma adequada e rigorosa disciplina legal e regulamentar de proteção dos investidores num estado de direito e democrático.

É certo, como desde logo frisou (e bem) a Senhora Secretária de Estado, que o Governo não se pode imiscuir em relações entre privados e dar orientações à CMVM que goza de autonomia funcional e legal. Pelo que não estamos em condições de exigir ao Governo mais do que garantir elevados padrões de comportamento, regulamentação e atuação do regulador e por isso ficamos agradados com as diligências que V. Exa fez junto da CMVM e que de tais contatos tenha resultado a conclusão de que não há como censurar a razoabilidade da interpretação defendida por esse órgão. Essa conclusão conforta-nos e certamente conforta a Senhora Secretária de Estado, não deixando no entanto de esperar que o caso seja apreciado pelo tribunal e **que V. Exa. recomende à CMVM atenção aos novos fatos supervinientes que viabilizam não só a alienação potestativa (nos termos do 196º do CMVM) como a aquisição potestativa (nos termos do 194º do CMVM), mais não seja no exato momento em que**



as avaliações dos ativos foram concluídas e celebrado o acordo firme da troca de ativos, momento em que as ações da Votorantim inequivocamente serão objeto da Oferta.

Por fim, ficaremos aguardar de V. Exa. a resposta às restantes questões colocadas e que aqui não foram respondidas, nomeadamente:

i) do fato de não poderem ser dois bancos de investimento avaliar os ativos relacionados com a OPA mas sim um auditor independente como decorre do CVM (e que a CMVM concedeu);

ii) e no que toca à contabilização errada das ações próprias que a CMVM defende e fere de morte o estabelecido no CSC, a prática de mercado e até os pareceres de vários e reputados colaboradores e ex-colaboradores daquela Comissão, provocando uma alteração grave e errada no juízo fundamentado que os utentes de informação fazem relativamente aos resultados da Oferta (em particular no que toca à primeira e errada divulgação), sendo esse juízo importante para a tomada de outras posições legais quanto ao tema.

Certo da melhor atenção de V. Exa. ao que aqui é trazido, subscrevemo-nos com elevada consideração e estima.

Com os cordiais cumprimentos,

(Octávio Viana)

(Joaquim Cardoso)