



No seu sítio da Internet, a CMVM responde às perguntas mais frequentes sobre a Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Cimpor, lendo-se:

***“Os acionistas minoritários da Cimpor podem recorrer à venda das ações à Camargo Corrêa independentemente da vontade desta (“alienação potestativa)?”***

*Não, uma que vez que a Camargo Corrêa não atingiu os 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, pelo que não se verificou um dos pressupostos do artigo 194.º, n.º 1, aplicáveis por via da remissão constante do artigo 196.º do Código dos Valores Mobiliários.*

*Na medida em que não se verificaram os dois limites quantitativos previstos no artigo 194.º do Código, também não pode haver lugar à alienação potestativa, pois esta última pressupõe que pudesse ter lugar a aquisição potestativa, o que não é o caso.*

*Assim, não estando preenchidos os pressupostos da aquisição potestativa, também não se mostra possível, face à lei, lançar mão da alienação potestativa.“*

O Art.º 194.º, n.º 1 diz:

*“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 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.”*

O Art.º 196.º, n.º 1 diz:

*“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.”*

Vejamos então o porquê da falta de razão da CMVM:

Na sequência das recentes OPA da Cimpor e da Brisa assistiu-se a uma queda abrupta da sua cotação em bolsa, com evidente prejuízo para os detentores das ações remanescentes.

Tais quedas são sequência direta da recusa da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em aceitar o exercício do direito de alienação potestativa por parte dos acionistas remanescentes.

A CMVM entende que a alienação potestativa prevista no Art.º 196.º do Código de Valores Mobiliários (CVM) só é possível desde que verificadas as mesmas condições em termos de resultados da Oferta impostas ao exercício da aquisição potestativa por parte da Oferente. São com essas mesmas condições que a CMVM crucifica a alienação potestativa, nomeadamente na obrigatoriedade da Oferente adquirir pelo menos 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela Oferta, conforme estipula o Art.º 194.º do CVM.



Porém, as condições impostas pelo Art.º 194 do CVM dizem única e exclusivamente respeito à possibilidade da aquisição potestativa por parte da Oferente, não existindo qualquer justificação legal para estender a sua aplicação à alienação potestativa.

A própria literalidade do Art.º 196.º do CVM rejeita completamente o entendimento da CMVM e é evidente que o espírito da norma (a proteção do acionista minoritário) só é possível atingir se a condição da Oferente ter de atingir 90 % dos direitos de voto abrangidos pela Oferta for desconsiderada. O facto, por mais que se tente escamotear, é que é possível remanescerem apenas 4 % (ou menos) dos direitos de voto sem que a referida condição de abrangência seja verificável. Os pequenos acionistas, mesmo que no conjunto consigam reunir 4 % do capital são incapazes de fazer frente ao domínio expressivo da Oferente, até porque não lhes é possível aumentar a sua participação (pois não existem ações para comprar). É por isto que a eficiente proteção dos pequenos acionistas que invoca o espírito da norma e do próprio código só é conseguida com a alienação potestativa.

Além do mais, é evidente que o *ratio* das normas em causa é distinto.

Na aquisição potestativa o legislador fez depender a possibilidade de lançamento da aquisição potestativa da verificação simultânea de *i*) uma situação de domínio relevante e numericamente verificável por parte da Oferente (90% dos direitos de voto correspondente ao capital social) e *ii*) do critério numericamente verificável quanto à representatividade na aceitação da oferta (90% dos direitos de voto abrangidos pela Oferta).

Ou seja, o legislador pretendeu garantir que a Oferente só pudesse deitar a mão às ações remanescentes de forma potestativa, quando esta atingisse um domínio de tal ordem relevante sobre a Sociedade Visada que permitisse ultrapassar o direito fundamental à propriedade e à livre iniciativa económica, nomeadamente para permitir a reestruturação e renovação do tecido empresarial, das Sociedades e da Economia evitando a participação dos acionistas remanescentes que podiam acarretar elevados custos para a Sociedade resultantes do uso abusivo de disposições legais para perturbar a gestão da empresa.

Ao mesmo tempo o legislador procurou garantir que a contrapartida oferecida pelas ações é justa e adequada. Tendo em conta que tal contrapartida esta fixada à contrapartida da OPA (cf. Art.º 194.º, n.º2 do CVM), que para efeitos de fixação do valor mínimo se reporta ao preço médio ponderado das ações em mercado regulamentado (ou o maior preço pago pela Oferente) nos últimos seis meses (cf. Art.º 188.º do CVM), 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.

Saiba-se o que diz o Art.º 194.º, n.º 2 do CVM:

*“Se o oferente, em resultado da aceitação de oferta pública de aquisição geral e voluntária, adquirir pelo menos 90 % das ações representativas de capital social com direitos de voto abrangidas pela oferta, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde a uma contrapartida justa da aquisição das ações remanescentes.”*

Por exemplo, a aquisição tendente ao domínio total prevista no Art.º 490.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) não impõe tal condição, 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. Dai compreende-se que seja importante garantir que a contrapartida



(determinada pelo preço da OPA – 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).

O Art.º 196 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 (tal apenas se sabe após o apuramento dos resultados) permitindo que abandonem a Sociedade dominada (onde 90 % dos votos detidos pela Oferente revela uma dependência praticamente absoluta por parte da Visada), alienando as suas ações a um preço com o qual previamente até podiam não concordar, mas com o qual acabam por se conformar.

Naturalmente que só após o apuramento do resultado das OPA é que esses acionistas são confrontados com factos novos e relevantes para a vida das Sociedades, nomeadamente a nova composição societária e sobretudo seu domínio completo com a concomitante diminuição do *free-float* e liquidez, bem como o aumento do prémio de risco, entre outros aspetos.

Para se compreender facilmente o diferente alcance da alienação potestativa e da aquisição potestativa, é importante frisar o perigo incontornável que é para os pequenos acionistas a faculdade que o CVM confere à Oferente para (bastando querer) pedir a perda da qualidade de Sociedade Aberta, o que resulta que a empresa seja retirada da bolsa com prejuízo claro para os pequenos acionistas.

Nos termos do Art.º 27.º, n.º 1, al. a) do CVM, a perda da Qualidade Aberta pode ser pedida na sequência de uma OPA e sem que a Oferente seja obrigada a oferecer-se para adquirir as ações remanescentes aos acionistas que não concordem com o novo domínio alcançado. Este perigo para o pequeno acionista só é possível ser conhecido na sua concreta medida e impacto no encerramento da Oferta; até lá o pequeno acionista vive na incerteza jurídica-económica das suas decisões.

Importa resolver essa incerteza: A solução só pode ser encontrada no domínio da alienação potestativa dando ao acionista a possibilidade de abandonar a Sociedade perante a correlação de forças então revelada e as possíveis medidas que podem vir a ser tomadas e com grande impacto na sua esfera económica e na da própria Sociedade.

Privar os acionistas remanescentes desse “escape” é amputar uns dos mais elementares princípios do CVM que é a proteção do investidor e consequentemente do interesse público relacionado com o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

É um facto indesmentível que o domínio de mais de 90% dos direitos de voto acaba por retirar liquidez na negociação das ações, diminuir o *free-float* e dita a perda de qualquer ângulo de valorização especulativo perante um domínio total e reconhecido, bem como permite que a gestão da Sociedade seja feita tendo em vista os interesses imediatos ou futuros apenas da Oferente. As consequências descritas refletem-se imediatamente na própria cotação das empresas, que geralmente caem abruptamente.

Importa continuar a insistir *ad nauseum* no seguinte:

O art.º 13.º da Constituição da República Portuguesa (CRP) consagra o princípio de igualdade de tratamento, impondo que se trate de forma igual situações materialmente idênticas e de forma diferentes situações materialmente distintas. Por outras palavras, o que é igual deve ser tratado na medida da sua desigualdade.



No caso em confronto, onde temos por um lado a aquisição potestativa por parte da Sociedade dominante e por outro a alienação potestativa por parte dos pequenos acionistas remanescentes, há a considerar a desigualdade entre ambos, dos procedimentos e do seu fim. Se formalmente todos os sócios beneficiam de iguais direitos (ex. quinhão nos resultados, votar nas deliberações da Assembleia Geral, etc.), a verdade é que existe uma desigualdade patrimonial que dá o domínio da Sociedade ao acionista maioritário que assim traça o rumo da sociedade. Os interesses em jogo de cada uma das partes são incomparáveis, quer quantitativamente como qualitativamente.

Além da desigualdade patrimonial e de poderes no seio do "grémio social", verifica-se uma desigualdade conceptual no que toca aos objetivos e direitos da aquisição e da alienação potestativa.

Em ambos os casos são ultrapassados os direitos protegidos pela Lei Fundamental, nomeadamente o direito à livre iniciativa privada (Art.º 61 da CRP) e o direito da propriedade privada (Art. 62º da CRP). A supremacia do interesse público sobre esses direitos fundamentais advém da pressuposição de que o *status* atingido na Sociedade é prejudicial à Sociedade Dominante e aos acionistas remanescentes, concedendo assim espaço à aquisição e à alienação potestativa respectivamente.

A aquisição potestativa visa prevenir as consequências negativas para o processo de reestruturação societária provocadas pelas eventuais ações dos acionistas remanescentes. Trata-se de proteger a estratégia empresarial do Sócio Dominante.

A alienação potestativa defende os acionistas minoritários do risco de desvalorização das suas participações em resultado da nova composição societária e sobretudo do seu domínio completo (e não desejado) com a concomitante diminuição do *free float* e liquidez, bem como com o aumento do prémio de risco entre outros aspetos. De acordo com Burkart & Panunzi (2006) a diluição direta dos direitos dos acionistas minoritários reduz o valor da ação no *post-OPA* fazendo com os acionistas remanescentes sejam forçados a abandonar a sociedade (resolvendo ou mitigando assim o problema de "*free-rider*").

A diferença fundamental é que a aquisição potestativa consiste em espoliar os acionistas remanescentes contra a sua vontade com o único objetivo de satisfazer os interesses (legítimos ou não) do Socio Dominante, quando foi este último que perturbou o *status quo*.

No direito de alienação potestativa a obrigação da Oferente adquirir as ações remanescentes não é contra o seu desejo, uma vez que essa intenção (de adquirir a empresa na totalidade) foi demonstrada de forma pública, notória e ostensiva no lançamento da OPA geral.

A única remissão do art.º 196.º para o art.º 194.º, ambos do CVM, é exactamente no intuito de fixar o momento em que o direito da alienação potestativa pode ser manifestado (depois de uma OPA), protegendo assim a Oferente de ter de fazer algo que não deseje e apenas depois desta perturbar o *status quo* com a OPA. Na aquisição potestativa essa proteção é dada de forma diferente, através da condição de domínio da sociedade e da representatividade a aceitação da OPA.

Em síntese: Na aquisição potestativa procura-se obrigar alguém que não quer vender a fazê-lo. Na alienação potestativa procura-se obrigar alguém que já manifestou essa vontade em comprar, a fazê-lo, isto tendo em conta que a Oferente expressou essa vontade na OPA (que é sempre de carácter geral) e só não o conseguiu porque o(s) acionista(s) não quis(eram) ceder (aguardando, eventualmente, que fossem



---

definido os poderes depois da OPA).

Além do mais e sem embargo pela defesa do interesse público, o processo aquisitivo de forma potestativa pela Sociedade Dominante só pode ser considerado regular se a contrapartida oferecida aos acionistas remanescentes pelas suas ações for devidamente justificada de forma a obedecer aos vetores da adequação e da justa medida, no respeito pelo princípio da proporcionalidade (Art.º 18.º da CRP) e da igualdade de tratamento. Contribuindo para garantir a justeza da contrapartida, impõe-se que o nível de aceitação da mesma seja de 90 %. Por outras palavras, o cumprimento do nível de representatividade da aceitação da OPA (90 % dos direitos de voto abrangidos) pressupõe que tendo a grande maior dos acionistas aceite vender as suas ações, então a contrapartida é justa.

**A representatividade da aceitação da Oferta visa proteger os acionistas remanescentes perante a ameaça da aquisição potestativa garantido pelo menos a justeza da contrapartida** na falta de um revisor oficial de contas para a determinar (como acontece no art.º 490 do CSC), **mas é de todo impossível aceitar que vise proteger a Oferente nesse mesmo sentido perante a possibilidade de alienação potestativa**, na medida em que tal princípio não adere a qualquer vantagem para a Oferente (pelo contrário); além do mais foi o próprio Sócio Dominante (Oferente) que estipulou a contrapartida a Oferecer, pelo que seria ridículo protegê-lo de si próprio, a menos que se evoque aqui qualquer pretensão paternalista.

Por conseguinte, a maior e melhor justificação que se pode dar para a distinção no tratamento destes dois exercícios de direito é própria condição introduzida na última redação do CVM, que procurou transcrever para o ordenamento jurídico português a diretiva das OPA.

A nova condição, como acima referido, impõe à Oferente que, para além de atingir 90% dos direitos de voto da Sociedade Visada (situação já prevista na redação anterior do CVM e que encontra paralelo no CSC), tenha também de atingir 90% dos direitos de voto abrangidos pela Oferta. Esta nova condição procura medir e fixar o direito de aquisição potestativa também em função da tal representatividade da aceitação da Oferta.

Este princípio, transposto da diretiva das OPA é ai introduzido de forma a acomodar a oposição dos estados membros que não tinham a figura da aquisição potestativa prevista no seu ordenamento jurídico (i.e. Espanha), faz algum sentido na medida em que é necessário impor a proporcionalidade e igualdade no tratamento dos acionistas perante a “expropriação” das suas ações.

Num estudo e inquérito conduzido pela Freshfields Bruckaus Deringer (2011), sobre a Reforma da Diretiva Europeia das OPA e a Lei das OPA Alemã, [59% dos inquiridos](#) (entre empresas, consultores jurídicos, académicos, bancos de investimento, investidores institucionais e sindicatos) defende que a contrapartida em dinheiro a oferecer aos acionistas minoritários na aquisição potestativa deve ser fixada pelo preço da OPA anterior (presunção irrefutável) em detrimento de uma avaliação pelo método dos fluxos de caixa descontados efetuada por auditor independente aprovado por tribunal, como por exemplo acontece no 490.º do CSC português. Perante isto entende-se que tenha sido necessário acomodar algum tipo de garantia relativamente à contrapartida com o socorro da presunção irrefutável de justeza perante a representatividade da aceitação da Oferta (exigindo que o Oferente alcance no mínimo 90% dos direitos de voto abrangidos pela Oferta). Repara-se no entanto que a justeza da contrapartida no caso da alienação potestativa nunca é questionada e nem faria sentido ser pelas razões já forte e detalhadamente apresentadas.



---

Portanto, essa nova condição procura garantir a certeza da relevância e a bondade (justeza da contrapartida) da Oferta para que se “exproprie” alguém daquilo que é seu por direito.

**Mas qual é o sentido que faz a representatividade da aceitação da Oferta na ótica de quem vai alienar e/ou da ótica de quem se vai obrigar a comprar? Nenhum sentido.**

Para quem vai alienar, nenhuma representativa pode ser reclamada, já que a alienação é voluntária.

Para quem vai ser obrigado a comprar (a Oferente) a representatividade da Oferta nada significa, tendo em conta que tal direito só pode ser exercido depois de uma OPA onde essa falta de representatividade apenas dita uma derrota que a Oferente pode conseguir minimizar caso existam acionistas remanescente a procurarem vender as suas ações e, por outro lado, temos de atender à tese acima exposta e que assenta no facto de que foi a Oferente que fixou a contrapartida.

Em suma, a representatividade (exigida por essa nova condição) em nada ajuda na descoberta da proporcionalidade e igualdade exigida para adequação da restrição aos tais direitos fundamentais, quando visto na perspectiva da alienação, pois aí o que importa é a proteção dos acionistas remanescentes e consequente do próprio mercado como um todo.

Em conclusão, a condição prevista na segunda parte do artigo 194º, n.º 1 do CVM não tem a mínima conexão (no sentido literal, real, ou no pensamento/espírito) com a alienação potestativa prevista no 196º do CVM. Reclamar essa condição (exclusiva da aquisição) para a alienação é colocar em causa a natureza justa da medida.

Interpretação notória é quando percebemos que o dano causado ao recusar que os acionistas remanescentes abandonem a Sociedade perante uma correlação de forças não desejada e conhecida apenas depois da OPA, é irreparável e muito maior do que o eventual benefício dado à Sociedade Dominante ao escusá-la de comprar as ações remanescentes, principalmente quando a compra dessas ações ao preço da contrapartida da OPA é justo, correto e na realidade até beneficia a Sociedade Dominante que se desembaraça desses pequenos acionistas.

Depurados os argumentos, é fácil concluir que a representatividade da aceitação da Oferta aferida por recuso à percentagem de direitos de voto abrangidos pela Oferta, apenas aproveita e tem lógica para efeitos de aquisição potestativa. Fora daí, é uma condição esvaziada de qualquer sentido logico, principalmente no âmbito da alienação potestativa em que mais não seja os acionistas remanescentes deveriam poder renunciar a essa “defesa” que se imposta se reveste de um cuidado maternalista que se dispensa.

Assim, mesmo que se queira procurar a analogia por via da interpretação de um caso simétrico, há que pensar se a solução apresentada na aquisição potestativa pode servir também na alienação potestativa. O legislador ou regular dessa forma a aquisição potestativa, mas ao não o fazer no caso da alienação potestativa, torna as condições sujeitas aos resultados da Oferta privativa da aquisição potestativa sem que por isso possa ser usada na alienação potestativa. Por outro lado, se o legislador regulou dessa forma um caso análogo e simétrico a alienação potestativa então deve esta ser regulada da mesma maneira que aquisição potestativa prever, ou não?

Embora não existam duvidas que o legislador pretendeu estabelecer uma solução muito especifica para



um determinado caso, exatamente pelas particularidades acima referidas, há que ver o *ius singulare* (embora aqui a lei seja clara e não excepcional) do caso como já tivemos oportunidade descrever e logo percebemos que adoção da regra da aquisição potestativa na alienação potestativa iria contra os princípios fundamentais da ordem jurídica e do próprio sentido do direito de alienação potestativa - a proteção do investidor.

E difícil aceitar uma diretiva europeia com tamanha lacuna, mas por vezes tal acontece como consequência dos vícios das assembleias europeias em que os acordos foram celebrados com o cuidado de acomodar culturas e ordenamentos jurídicos diferentes, o que frequentemente resulta em acordos semânticos que abalam pontos fundamentais. Neste caso, o legislador certamente procurou garantir o alcance da diretiva e o princípio fundamental do CVM e da própria alienação potestativa - a proteção do investidor, que só é conseguida se este poder alienar a sua posição sem ter de se sujeitar a objeções sem sentido como é a representativa da aceitação da Oferta.

Sobre este aspeto a própria CMVM reconhece a realidade, afirma as premissas, mas incompreensivelmente nega o resultado.

Mais, o entendimento referido, contrariamente ao defendido pela CMVM põe em causa a certeza jurídica que aquela entidade diz procurar defender pois permite que qualquer oferente, previamente a qualquer OPA, através de compras e vendas prévias, efetuadas pela própria, pela Sociedade que já domina (via compra de ações próprias a limites que lhe permitam majorar os seus direitos de voto afim de traduzir sucesso em determinados objetivos) ou através de sociedades de fachada, possa controlar os resultados finais sem grandes dificuldades ou erros de cálculo.

A interpretação feita, sem base legal, contrariando lei expressa, em clara oposição ao espírito e "ratio" da norma, deixando desprotegidos os detentores de ações remanescentes põe definitivamente em causa o papel da CMVM e do salutar funcionamento do próprio mercado de capitais.

### **A Diretiva Europeia das OPA (Dir. 2004/25/CE, de 21/4)**

A aquisição (resp. alienação) potestativa está prevista no artigo 15 (resp. 16) da Diretiva das OPA.

O primado destas disposições é a proteção dos acionistas minoritários. É esta a base legal e o espírito da Diretiva das OPA (Artigo 44, nº 2g do Tratado da Comissão Europeia) que deve acompanhar a sua transposição para as leis dos vários estados membros, principalmente quando é reconhecida que a sua literalidade apresenta desvantagens e problemas de interpretação que contribuem para uma fraca proteção dos acionistas minoritários e, conseqüentemente, da liberdade de estabelecimento em geral.

Importa pois, mas do que a letra, atingir essa sua base legal.

Por outro lado o artigo 196.º do CVM alcança esse desígnio de forma mais robusta do que o disposto no artigo 16 da Diretiva das OPA (alienação potestativa), pois não remete para as condições (especiais e específicas) do artigo 194º (aquisição potestativa) do mesmo código.

Thomas Papadoulos, num estudo académico para Universidade de Oxford expõe de forma clara e inequívoca os problemas da Diretiva no que toca a disposição da alienação potestativa.



De acordo com Papadoulos (2007) a Diretiva das OPA exige que os estados membros instituem o direito de alienação potestativa com base nas disposições de preço justo igual ao previsto na aquisição potestativa (artigo 15).

O artigo 16, n.º 2 da diretiva diz especificamente que “*Os Estados-Membros asseguram que qualquer titular dos valores mobiliários remanescentes possa exigir que o oferente proceda à aquisição dos seus valores mobiliários com base num preço justo, nas mesmas circunstâncias previstas no n.º 2 do artigo 15*”. **O objetivo desta disposição é proporcionar uma saída aos acionistas remanescentes e assim protegê-los. Caso contrário poderiam ser facilmente abusados pelo novo acionista dominante e a sua única saída seria a venda das suas ações desvalorizadas a um preço deprimido.**

No entanto, reforça Papadoulos (2007), **esta proteção é novamente diluída, pois o direito de alienação potestativa é concedido de acordo com as condições do artigo 15.º. Tal retira-lhe eficácia e expõe os acionistas remanescentes à falta de soluções de saída da sociedade justas e eficazes.**

Ora, fazer depender a saída dos acionistas remanescentes de uma Sociedade quase totalmente dominada de um requisito desigual, desajustado, injustificado e desvantajoso ao propósito da própria disposição, é castrar o próprio primado da Diretiva (e do próprio CodVM), a proteção dos acionistas minoritários.

A única coisa que este problema de interpretação da diretiva nos trás, é a certeza que podemos ter uma Sociedade que na sequência de uma OPA passe a dominar 98% dos direitos de voto (e capital social) sem que os acionistas minoritários possuam uma saída a preço justo.

Mais grave é o Sócio Dominante, que já tenha ascendente sobre a Sociedade, poder usar a sua influência na mesma para evitar o mecanismo de alienação potestativa se assim o desejar, basta que a Sociedade compre ações próprias até ao limite previsto na lei e eleve a sua posição o mais possível antes da OPA e, como parece ser entendimento da CMVM (embora errado), contabilizar os direitos de voto das ações próprias como abrangidas pela Oferta. Basta depois que a Sociedade (já sobre influência do acionista que se tornará dominante) não as venda.

Consideremos um acionista detentor de 33.33% dos direitos de voto e correspondentes 29.99% do capital social. A Sociedade detentora de 10% de ações próprias. Se este lançar uma OPA sobre o restante capital, nunca alcançará os 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, caso a Sociedade mantenha as ações próprias. Este é o caso (semelhante) da Cimpor com o beneplácio da CMVM.

Neste exemplo, *ceteris paribus*, seriam abrangidos pela Oferta (a jeitos da CMVM) 66.67% dos direitos de voto. Ora, se a Sociedade não vender as suas ações próprias, o máximo que o Oferente alcançaria (mesmo que todos os outros vendessem as suas ações) seria aproximadamente 85% das ações abrangidas pela Oferta.

Isto, com o facto de podermos ter uma Sociedade dominada a 98% sem a possibilidade de usar a alienação potestativa para permitir que os acionistas abandonem a sociedade a um preço justo, só cabe na cabeça de quem percebe de leis, mas não percebe dos valores e espírito que devem reger o mercado de valores mobiliários.

A questão de fundo é que a condição de a Oferta alcançar 90% dos direitos de voto abrangidos pela mesma imposta à aquisição potestativa é apenas um critério de abrangência para garantir a justeza da



---

contrapartida (em face do seu grau de aceitação que sendo elevado presume-se satisfatória).

Wildberger & Grobecker (2012), a respeito do direito germânico, são claros na interpretação que se deve fazer da referida condição e que vai no sentido que este critério de abrangência serve apenas para determinar a justeza da contrapartida, quando referem que numa oferta pública de aquisição que tenha sido aceite por 90 % ou mais do capital social registado abrangido pela oferta, a contrapartida da OPA é também a mesma a usar na aquisição potestativa.

Do mesmo alcance é o entendimento expresso num *white paper* da Baker & McKenzie (2011) quando, na interpretação do direito alemão, referem que a “*squeeze-Out is possible if, following a Takeover or Mandatory Offer, the Bidder holds at least 95 % of all voting rights or shares in the Target Company*” e “*the compensation is deemed to be adequate if at least 90 % of the shares that were subject to the offer have been tendered.*”

Pela sua gravidade, a interpretação da CMVM será sem dúvida a machadada final no mercado de capitais de Portugal.

A indignação e repúdio demonstrado pelos grandes fundos de investimento são o expoente máximo da desconfiança no mercado de capitais português.

Haja pois coragem por parte do poder político de alterar a situação, impondo a correta interpretação da norma, suscitando aquelas entidades com poder para tal (leia-se presidência da República e o Sua Excelência o Senhor Ministro da Economia), a intervenção pronta do conselho consultivo da Procuradoria-Geral da República, a qual há muito se justifica.

O simples recurso ao poder judicial, ainda que previsto e possível, não irá impedir os efeitos nefastos já verificados no dia a dia.

Resta-nos a esperança.

Joaquim José Marques Cardoso

Acionista da Cimpor

Membro do Conselho Consultivo da ATM

---

## **Bibliografia**

**Burkat, Mike; Panunzi, Fausto;** "Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Outs and the Dynamics of the Tender Offer Process", 2004

**Burkat, Mike; Panunzi, Fausto;** "Takeovers", Finance Working Paper n.º 118/2006, ECGI Working Paper Series in Finance, 2006



---

**Grant, Jeremy;** "The European Takeover Directive" em "*European Takeovers: The Art of Acquisitions*", Euromoney Books, 2005, ISBN 978 1 84374 216 6

**Enriques, Luca;** "The Mandatory Bid Rule and the Sell-out Right in the Takeover Directive: Harmonisation for its Own Sake?" em "*European Takeovers: The Art of Acquisitions*", Euromoney Books, 2005, ISBN 978 1 84374 216 6

**Papadopoulos, Thomas;** "*The Mandatory Provisions of The EU Takeover Bid Directive and their Deficiencies*", Análise Académica, Universidade de Oxford; 2007

**Schurle, Thomas; Hill, Jeremy G.;** "*The European Takeover Directive: Status Of Implementatation*", white paper, 2006

**Wildberger, Jan; Grobecker, Wolfgang;** "*Mergers and Acquisitions 2011/12 : Country Q&A*", white paper, 2011

"*Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law: Survey Report*", Freshfields Bruckhaus Deringer, 2011