

## Anteprojecto de alteração do artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários

### I- DESTAQUE

#### I. Introdução

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, no contexto da política legislativa para o mercado de capitais, submeteu a consulta pública uma proposta de modificação do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários (CVM), que procede à revisão das regras deste Código relativas a restrições à transmissão de acções e ao exercício do direito de voto, constantes do artigo 182º-A.

#### II. As razões do projecto de alteração legislativa

##### 1. A Directiva Comunitária

O art. 11.º da Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004 (Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição), veio introduzir a denominada "*breakthrough rule*", que abrange as seguintes restrições convencionais e direitos especiais:

- a) Restrições à transmissão de acções previstas nos estatutos da sociedade visada ou resultantes de contratos entre os accionistas e entre os accionistas e a sociedade;
- b) Restrições em matéria de voto, previstas nos estatutos da sociedade visada ou resultantes de contratos entre accionistas ou entre estes e a sociedade; e
- c) Direitos especiais de accionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade.

Em termos resumidos, o regime é o seguinte:

- Período de aceitação da oferta pública de aquisição: as limitações à transmissão de acções, de natureza estatutária, ou resultante de acordo parassocial ou com a sociedade, não são aplicáveis ao oferente.
- Medidas defensivas tomadas pela sociedade visada: As limitações existentes em matéria do exercício do direito de voto não são eficazes na Assembleia Geral que delibere sobre as medidas defensivas a implementar.
- Oferente que tenha adquirido mais de 75% do capital com direitos de voto na sequência de uma OPA: Não lhe são oponíveis as restrições à transmissão de acções, os votos plurais, nem restrições ao exercício de direitos de voto, nem direitos especiais de accionistas no que respeita à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração. Para o efeito, o oferente deve ter o direito de convocar uma Assembleia, desde que seja convocada pelo menos com duas semanas de antecedência.

A Directiva resulta de um compromisso entre diversas posições e, por isso, por um lado, determina que os Estados-membros assegurem o regime da *breakthrough rule* acima referida (art. 11.º), mas, por outro, permite-lhes que optem por não o aplicar de forma obrigatória às sociedades (art. 12.º). Caso não o apliquem, os Estados-membros devem dar às sociedades o direito de consagrar a *breakthrough rule* nos seus estatutos, por deliberação em Assembleia Geral, em conformidade com a lei do Estado-membro em que se situe a sua sede social aplicável às alterações aos estatutos.

Se este regime for aplicado, poderá haver ainda uma situação em que as sociedades sejam dispensadas de o seguir: quando não haja reciprocidade. Isto é, se a sociedade for alvo de uma oferta pública lançada por uma sociedade que não aplique as mesmas regras de *breakthrough* ou por uma sociedade controlada, directa ou indirectamente, por uma dessas sociedades. Nesta situação, mantêm-se as restrições à transmissão das acções e ao exercício dos direitos de voto, bem como os direitos especiais de designação e destituição de elementos do órgão de administração.

## **2. A transposição da *breakthrough rule* para o direito português (art. 182º-A do CVM)**

O artigo 182º-A do CVM não consagrou em termos imperativos a regra de *breakthrough* no ordenamento jurídico português, tendo deixado às sociedades a opção de inclusão nos seus estatutos da suspensão voluntária da eficácia de, por um lado, restrições à transmissão das acções e ao exercício do direito de voto e, por outro lado, dos direitos especiais de designação e destituição dos administradores (art. 182º-A, n.º 1).

No entanto, para as situações em que a *breakthrough rule* não seja adoptada voluntariamente pelas sociedades o legislador veio estabelecer que, quando as sociedades não adoptem cláusulas estatutárias de suspensão daquelas restrições em caso de oferta pública de aquisição, não podem fazer depender a alteração ou eliminação das restrições à transmissibilidade das acções e ao exercício do direito de voto de um quórum deliberativo superior a 75% dos votos emitidos (art. 182º-A n.º 2).

Considerando o contexto actual da economia portuguesa e europeia, e passados cinco anos da consagração legislativa deste regime, a CMVM apresentou este projecto que submeteu a consulta pública, no sentido de aumentar a competitividade do mercado de controlo societário português, de clarificar e de adoptar de modo inequívoco a suspensão das cláusulas restritivas à transmissão e ao exercício do direito de voto e determinados direitos especiais no caso de lançamento de oferta pública de aquisição.

**3. Razões para uma opção clara pela “breakthrough rule” ao nível legislativo, no caso de oferta pública de aquisição; o regime da indemnização.**

A existência de restrições ao exercício dos direitos de voto e à transmissibilidade das acções, bem como a existência de direitos especiais de designação ou destituição de administradores constituem elementos dissuasores de relevo ao lançamento de ofertas públicas de aquisição, dado que restringem o equilíbrio entre o investimento e o poder accionista na sociedade.

Quando, ainda assim, uma oferta pública de aquisição seja lançada, tais restrições podem privar os accionistas da última palavra sobre o seu sucesso ou insucesso. E quando esta tenha sucesso, os limites aos direitos de voto e os direitos especiais de designação ou destituição de administradores podem gerar uma desproporção entre o investimento feito pelo oferente e o poder accionista que lhe é conferido, impedindo que ele exerça de facto o controlo que se dispôs a adquirir.

Uma OPA, consoante as condições que sejam apostas pelo oferente, pode ser decidida em dois momentos: no apuramento dos resultados ou, previamente, na assembleia geral convocada na sua pendência para deliberar sobre medidas defensivas. Em ambos os momentos, a decisão deve ser dos accionistas, valendo a soberania do poder decisório dos accionistas e o primado do princípio da proporcionalidade entre o controlo e o capital. O resultado final que se pretende é o de que sejam os accionistas, reunidos em assembleia geral ou através da aceitação, a decidir o destino da oferta - com respeito pela proporcionalidade entre controlo e capital - e a suportar as consequências da sua decisão. Ora, os limites ao exercício dos direitos de voto constituem objectivamente meios defensivos em relação a ofertas públicas de aquisição, pois obstaculizam a alteração do *status quo* existente.

Por outro lado, a assembleia geral convocada para deliberar sobre medidas defensivas, em termos cronológicos, precede o fim do prazo da oferta, o que significa que o resultado da assembleia geral pode condenar a oferta ao insucesso, sem que os accionistas tenham sequer a possibilidade de a aceitar. Daqui resulta a essencialidade de salvaguardar o poder decisório dos accionistas e do princípio da proporcionalidade entre o controlo e o capital - por via da neutralização das restrições transmissivas e relativas ao exercício do direito de voto - não apenas na fase da aceitação, mas igualmente na assembleia geral convocada para deliberar sobre a adopção de medidas defensivas, na pendência da oferta.

A prática mostrou que estes problemas não são resolvidos deferindo a opção de adopção pela *breakthrough rule* às próprias sociedades. Assim, os benefícios da *breakthrough rule* só podem ser colhidos se essa for uma opção inequivocamente assumida ao nível legislativo, em nome da soberania accionista e do princípio de proporcionalidade entre controlo e capital.

Importa ainda referir os casos em que a oferta tem sucesso mas sem que o oferente adquira pelo menos 2/3 do capital social com direito de voto da sociedade visada.

Nesses casos, não sendo aplicável a regra de *breakthrough* após o prazo da oferta – a qual neutraliza as restrições referentes à transmissão e, na primeira assembleia geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta, as restrições ao direito de voto, assim como os direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada – é necessário evitar que o oferente fique indefinidamente sujeito aos inconvenientes, atrás relatados, decorrentes da existência de tais limitações, particularmente nas situações em que a sociedade visada é uma sociedade aberta, estando sujeita ao regime da OPA obrigatória, ou seja, quando o lançamento da oferta não depende exclusivamente da vontade do oferente. Em consequência, no presente projecto propõe-se que caso os estatutos das sociedades abertas prevejam limitações ao número de votos que podem ser detidos ou exercidos pelos accionistas devem igualmente prever a sujeição periódica (pelo menos de cinco em cinco anos) das mesmas, em termos da sua manutenção ou revogação, a deliberação dos accionistas, sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal e na qual tais limitações não funcionem.

Por fim, tendo em conta que os accionistas com direitos especiais poderão sofrer prejuízos em resultado do regime de suspensão ou supressão destes, a Directiva das OPA determina que deve estabelecer-se uma indemnização pelos eventuais prejuízos. Todavia, não se tratando de responsabilidade por qualquer acto ilícito do oferente, essa indemnização deverá ser equitativa, ponderando-se as circunstâncias concretas do caso.

#### **4. Acolhimento de uma excepção de reciprocidade limitada**

É também para que os accionistas possam ter a última palavra quanto ao sucesso ou insucesso da oferta, que este projecto não acolheu plenamente a excepção de reciprocidade, prevista facultativamente na Directiva.

Ou seja, mesmo que o oferente ou a sociedade que o domine não sigam as mesmas regras quando à suspensão de eficácia das restrições referidas neste texto, mantém-se, ainda assim, a suspensão de eficácia das restrições ao nível da sociedade visada sujeita a lei pessoal portuguesa, salvo se, e a partir do momento em que ela anunciar, por seu turno, uma contra-oferta sobre o oferente. Recorde-se que o lançamento de uma contra-oferta sobre o oferente tem de ser aprovado pelos accionistas da sociedade visada, o que permite assegurar o cumprimento do disposto no n.º 5 do art. 12.º da Directiva, o qual exige que quaisquer medidas tomadas pela sociedade visada em termos de reciprocidade se fundem em autorização dos accionistas concedida no máximo 18 meses antes da divulgação da oferta inicial.

Se uma contra-oferta for anunciada pela sociedade visada, só a aplicação do princípio da reciprocidade coloca as duas sociedades (ao mesmo tempo oferentes e visadas) em igual plano, quanto às possibilidades de êxito da oferta e ao próprio exercício do controlo. Se, pelo contrário, tal contra-oferta não for anunciada, a decisão final sobre o sucesso ou insucesso da oferta pública deve ser devolvida aos accionistas da

sociedade visada, deixando que, para o efeito, ela seja submetida à aceitação ou rejeição daqueles.

Nesta matéria, a questão decisiva é sempre a de saber se a oferta tem ou não qualidade e isso só pode ser decidido pelo conjunto dos accionistas. Ora, as regras a que está sujeito o oferente, respeitantes à eficácia das restrições à transmissão de acções e ao direito de voto que sobre si incidam, nada têm a ver com a qualidade da oferta. Os accionistas decidirão se a rejeitam ou aceitam, em função do preço e das condições que lhe são oferecidas e não do regime a que se encontra sujeito o oferente. A aplicação geral de uma regra de reciprocidade ilimitada poderá privar, afinal, os accionistas da possibilidade de julgarem o mérito da oferta.

Ainda em consequência da defesa da soberania dos accionistas quanto à avaliação da qualidade da oferta, propõe-se conceder às sociedades que assim entendam adequado, a possibilidade de, estatutariamente, abdicarem totalmente do regime de reciprocidade, mesmo em caso de lançamento de contra-oferta.

### **III. Projecto de alteração legislativa**

#### **Artigo 182.º-A**

##### **Suspensão de eficácia de restrições transmissivas e de direito de voto**

1. Quando seja lançada uma oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, as restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes ao exercício do direito de voto ficam suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral convocada nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo anterior.
2. Quando seja lançada uma oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, as restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes à transmissão de acções ou de outros valores mobiliários que dêem direito à sua aquisição ficam suspensas, não produzindo efeitos em relação às transmissões para o oferente durante o período de aceitação da oferta.
3. Sem prejuízo de disposição estatutária que fixe um limiar mais baixo, quando, na sequência de oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, o oferente adquira pelo menos 2/3 do capital social com direito de voto, não lhe são aplicáveis as restrições referentes à transmissão nem, na primeira assembleia-geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração, as restrições ao direito de voto previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, assim como não podem ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.
4. A assembleia geral referida no número anterior é convocada com uma antecedência mínima de 15 dias.

5. Salvo disposição estatutária em contrário, o regime previsto nos números 2 e 3 não é aplicável a oferta pública de aquisição lançada por sociedade que não esteja sujeita às mesmas regras ou que seja dominada por uma sociedade que não se sujeite às mesmas regras, quando a sociedade visada tenha igualmente anunciado preliminarmente uma oferta pública de aquisição sobre alguma daquelas sociedades, com base em autorização dos accionistas concedida em assembleia geral.
6. O oferente indemniza, segundo critérios de equidade, os danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais e dos direitos especiais, integralmente divulgados, ou consagrados nos estatutos, respectivamente, até à data da publicação do anúncio preliminar, excepto tratando-se de suspensão de qualquer limite ao exercício do direito de voto.
7. Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que prevejam limitações ao número de votos que podem ser detidos ou exercidos pelos accionistas devem prever a sujeição das mesmas, em termos da sua manutenção ou revogação, pelo menos de cinco em cinco anos, a deliberação dos accionistas, sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal e na qual tais limitações não se aplicam.

## II- BREVES DE LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

### I. Ac. do STJ de 12-07-20011

Ao aplicar o regime jurídico do cumprimento defeituoso a um contrato de cessão de quotas, o STJ determinou que existe cumprimento defeituoso desse contrato quando o valor real das quotas não corresponde ao valor declarado, cabendo aos cedentes o ónus de provar que a falta de correspondência entre o valor declarado e o valor real não se deve a culpa destes. Na falta dessa prova de falta de culpa, devem os cedentes indemnizar os cessionários pela diferença encontrada entre o valor declarado e o valor real das quotas.

#### Sumário:

- I – Entre as faltas de cumprimento do contrato alinha-se o cumprimento defeituoso, mau cumprimento ou cumprimento imperfeito, que se traduz num defeito ou vício da prestação efectuada, numa desconformidade entre a prestação devida e a prestação realizada.
- II - O aspecto patológico de tais situações de facto não consiste numa violação negativa do dever de prestar, está antes num defeito da prestação realizada, numa violação positiva da lex contractus por que ela se regulava e nos danos provenientes dessa irregularidade.

- III - Essa desconformidade entre a prestação devida e a realizada tem de tratar-se de um defeito importante, de uma divergência relevante, a apreciar no âmbito de cada situação concreta, segundo critérios objectivos e à luz do princípio da boa fé.
- IV - Em concreto, se os autores adquiriram as quotas de uma sociedade comercial no pressuposto de que as mesmas correspondiam a um valor total de € 300 000 e receberam umas quotas que só nominalmente tinham tal valor, trata-se, manifestamente, de um defeito importante, tendo direito a haver dos réus aquilo que tinham previsto adquirir e que estes se comprometeram a ceder-lhes.
- V - Cabia aos cedentes o ónus de provar que a falta de correspondência entre o valor declarado e o valor real das quotas (que foi considerado provado) não se devia a culpa sua, por sobre eles impender a presunção de culpa estabelecida no art. 799.º, n.º 1, do CC.
- VI - Estando em falta o aumento de capital de € 200 000, os réus deverão ser condenados a pagar tal quantia, por forma a integrar o capital social da sociedade comercial, sendo ainda devidos juros de mora desde a data da cessão de quotas.

## II. Ac. do STJ de 12-07-2011

Determina a nulidade das cláusulas de reserva de propriedade a favor das empresas mutuárias, inseridas em contratos de mútuo sempre que o mutuário e o vendedor não forem as mesmas entidades.

### Sumário:

- I - O art. 409.º, n.º 1, do CC, estabelece a possibilidade do alienante reservar para si a propriedade da coisa, até que o devedor cumpra, total ou parcialmente, as suas obrigações, configurando uma excepção ao princípio geral, segundo o qual, a propriedade da coisa vendida se transfere por mero efeito do contrato (art. 879.º, al. a), do CC).
- II - Por força da cláusula de reserva de propriedade, a propriedade da coisa alienada só se transfere no momento em que o comprador cumpra todas as suas obrigações, operando essa cláusula como garantia do adquirente cumprir essas obrigações (normalmente o pagamento do preço).
- III - A cláusula de reserva de propriedade e a correspondente condição suspensiva, não incide propriamente sobre a essência do contrato de compra e venda, mas tão só sobre o efeito real do contrato, ou seja sobre a transferência da propriedade da coisa.
- IV - A disposição constante do art. 409.º, n.º 1, do CC, apenas permite ao alienante reservar para si a propriedade da coisa e já não ao (eventual) financiador do negócio, o qual, ao conceder ao comprador os meios económicos para realizar o negócio, não intervém no contrato de alienação.
- V - Suspendendo, a cláusula em questão, somente os efeitos translativos inerentes a um contrato de alienação, só nesse tipo de contrato pode ser estipulada, não sendo válida a cláusula de reserva de propriedade a favor do

- financiador/mutuante constante do contrato de mútuo, porque legalmente inadmissível, face ao disposto no art. 409.º, n.º 1, do CC.
- VI - Sendo nula tal cláusula, nos termos do art. 294.º do CC, é evidente que não pode produzir o efeito da transferência de propriedade do bem da vendedora para o financiador.
- VII - A expressão "outro evento", constante do art. 409.º, n.º 1, do CC, diz respeito ao próprio contrato de alienação e não a qualquer outro, mesmo que relacionado com ele.
- VIII - O art. 6.º, n.º 3, al. f), do DL n.º 359/91, de 21-09 (diploma que estabelece o regime jurídico do crédito ao consumo) nada modifica os contornos da questão, pois o facto de no contrato de crédito para financiamento da aquisição de bens ou serviços dever constar "o acordo sobre a reserva de propriedade", refere-se, de harmonia com o determinado no art. 409.º, n.º 1, do CC, ao alienante e não ao financiador/mutuante.
- IX - Só quando o vendedor do bem em prestações é simultaneamente o financiador da sua aquisição, é que faz sentido e se justifica que no respectivo contrato de crédito se inclua e mencione a cláusula de reserva de propriedade, se acordada pelos contratantes.
- X - A disposição inserta no art. 6.º, n.º 3, al. f), do DL n.º 359/91, reporta-se somente a situações em que o vendedor/proprietário mantém essa qualidade, por efeito da reserva, ao mesmo tempo que financia a aquisição através de alguma das formas previstas no art. 2.º do diploma (diferimento do pagamento, mútuo, utilização de cartões de crédito ou qualquer outro acordo de financiamento semelhante).
- XI - Do art. 589.º do CC resulta que a sub-rogação pressupõe o pagamento ao credor por terceiro, dependendo de que aquele expressamente manifeste ao terceiro a vontade no sentido da sub-rogação, que constitui uma forma de transmissão de créditos que coloca o sub-rogado na titularidade do mesmo direito de crédito que pertencia ao primitivo credor (art. 593.º, n.º 1, do CC).
- XII - A sub-rogação a favor do mutuante, prevista no art. 591.º do CC, embora dispense o acordo do credor, exige a declaração expressa, no documento de empréstimo, de sub-rogação feita pelo devedor ao mutuante – cf. n.º 2 daquela disposição legal.

**III. Ac. do Trib. Constitucional n.º 362/2011. D.R. n.º 177, Série I de 2011-09-14**

Declara a inconstitucionalidade, com força obrigatória geral, das seguintes normas do [Decreto-Lei n.º 211/2004](#), de 20 de Agosto (exercício das actividades de mediação imobiliária e de angariação imobiliária): a) da norma contida no n.º 2 do artigo 4.º; b) das normas constantes dos artigos 6.º, n.º 4, alínea c), 25.º, n.º 2, alínea b), e 44.º, n.º 1, alínea d), na parte em que se reportam à violação e aos efeitos da condenação na sequência da violação do preceituado no n.º 2 do artigo 4.º do mesmo diploma. Em resumo, o Acórdão do Tribunal Constitucional julgou inconstitucional a norma do Decreto Lei relativo às actividade de mediação e angariação imobiliária que proibia aos

angariadores imobiliários a prática de qualquer outra actividade profissional ou comercial.

**IV. Lei n.º 50/2011 de 13 de Setembro**

Procede à segunda alteração à Lei Quadro das Privatizações, aprovada pela Lei n.º 11/90, de 5 de Abril.

**CONTACTOS**

CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA & ASSOCIADOS, RL  
Sociedade de Advogados de Responsabilidade Limitada

**LISBOA**

Praça Marquês de Pombal, 2 (e 1-8º) • 1250-160 Lisboa • Portugal

Tel. (351) 21 355 3800 • Fax (351) 21 353 2362

[lisboa@cuatrecasasgoncalvespereira.com](mailto:lisboa@cuatrecasasgoncalvespereira.com) • [www.cuatrecasasgoncalvespereira.com](http://www.cuatrecasasgoncalvespereira.com)

**PORTO**

Avenida da Boavista, 3265-7º • 4100-137 Porto • Portugal

Tel. (351) 22 616 6920 • Fax (351) 22 616 6949

[porto@cuatrecasasgoncalvespereira.com](mailto:porto@cuatrecasasgoncalvespereira.com) • [www.cuatrecasasgoncalvespereira.com](http://www.cuatrecasasgoncalvespereira.com)

---

A presente Newsletter foi elaborada pela Cuatrecasas, Gonçalves Pereira & Associados, RL com fins exclusivamente informativos, não devendo ser entendida como forma de publicidade. A informação disponibilizada bem como as opiniões aqui expressas são de carácter geral e não substituem, em caso algum, o aconselhamento jurídico para a resolução de casos concretos, não assumindo a Cuatrecasas, Gonçalves Pereira & Associados, RL qualquer responsabilidade por danos que possam decorrer da utilização da referida informação. O acesso ao conteúdo desta newsletter não implica a constituição de qualquer tipo de vínculo ou relação entre advogado e cliente ou a constituição de qualquer tipo de relação jurídica. A presente newsletter é gratuita e a sua distribuição é de carácter reservado, encontrando-se vedada a sua reprodução ou circulação não expressamente autorizadas.

---

## Preliminary draft amendment to Article 182-A of *Código dos Valores Mobiliários* (Securities Market Code)

### I- HIGHLIGHT

#### I. Introduction

In the scope of the legislative policy for capital markets, *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Securities Market Commission) submitted to public consultation a proposal for the amendment of 182-A of the *Código dos Valores Mobiliários* (*SECURITIES MARKET CODE*) (Securities Market Code), which reviews the provisions of this Code relating to restrictions on the transfer of shares and exercise of voting right, set out in Article 182-A.

#### II. Rationale for the draft amendment

##### 1. Community Directive

Article 11 of Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 (Takeover Bids Directive), introduced the so called “*breakthrough rule*”, which covers the following restrictions and special rights:

- a) Restrictions on the transfer of securities provided for in the by-laws of the target company or arising from contracts between the shareholders and between the shareholders and the company;
- b) Restrictions on voting rights, provided for in the by-laws of the offeree company or arising from contracts between the shareholders and between the shareholders and the company; and
- c) Extraordinary rights of shareholders in respect of the appointment or removal of members of the board of directors provided for in the by-laws of the company.

The framework is, in brief, the following:

- Time for acceptance of takeover bids: limitations on the transfer of shares, set out in the by-laws or in a shareholders agreement or contract entered into with the company, do not apply to the offeror.
- Defensive measures adopted by the offeree company: the limitations in place relating to the exercise of the voting right are not effective at the General Meeting resolving on the defensive measures to be implemented.
- No restrictions on the transfer of shares, multiple-vote, on the exercise of voting rights nor on any extraordinary rights of shareholders to appoint or remove board members are applicable to the offeror who holds more than 75% of the voting capital as a result of a takeover bid. For that purpose, the offeror must have the right to convene a general meeting, provided the same is convened with at least two week’s notice.

The Directive is the result of a compromise between various positions and, for that reason, it determines that Member States shall ensure the breakthrough rule framework referred to above (Article 11), on the one hand, but it allows them to choose not to apply it

mandatorily to companies (Article 12) on the other. Where the framework is not applied, Member States must grant companies the right to provide for the breakthrough rule in their by-laws, by resolution of the general meeting, in accordance with the law of the Member State of their registered office applicable to the amendment to the by-laws.

If this framework is applied, there is still a situation in which companies are dispensed from adopting it: where there is no reciprocity. That is, if the company is the target of a takeover bid by a company that does not apply the same breakthrough rules or by a company directly or indirectly controlled by one of those companies. In this situation, the restrictions on the transfer of shares and on the exercise of voting rights, as well as the extraordinary right to appoint and remove members of the board, remain in force.

## **2. Transposition of the breakthrough rule into Portuguese law (Article 182-A of the Securities Market Code)**

Article 182-A of the Securities Market Code did not provide for the breakthrough rule in the Portuguese legal system in imperative terms, but rather left to the companies the decision of whether to include in their by-laws the voluntary suspension of effects of the restrictions on the transfer of shares and on the exercise of the voting right on the one hand, and of the extraordinary rights of appointment and removal of directors, on the other (Article 182-A(1)).

However, for situations in which the breakthrough rule is not voluntarily adopted by companies, the lawmaker established that, where the companies do not adopt in their by-laws clauses of suspension of those restrictions in case of takeover bids, they cannot make the modification or elimination of restrictions on the transfer of shares or on the exercise of the voting right conditional upon a quorum of more than 75% of the votes cast (Article 182-A (2)).

Taking into consideration the current situation of the Portuguese and European economy, five years after the enactment of this framework, the Portuguese Securities Market Commission produced and submitted this draft to public consultation in order to boost competitiveness in the Portuguese corporate control market, to clarify and adopt in unequivocal terms the suspension of clauses of restriction on the transfer and the exercise of the voting right and certain extraordinary rights in the case of takeover bids.

## **3. Rationale for a clear legislative option for the breakthrough rule in cases of takeover bids; framework governing compensation.**

The existence of restrictions on the exercise of voting rights and on the transfer of shares, as well as of the extraordinary right to appoint or remove directors are a significant deterrent to the launch of takeover bids, since they restrict the balance between the investment and the shareholder power in the company.

Where, even so, a takeover bid is launched, those restrictions may deprive shareholders of the final say on its success or lack thereof. And when it is successful, the limitations on voting rights and on extraordinary rights to appoint or remove directors may bring about a disproportion between the investment made by the offeror and the shareholder power granted to it, preventing the shareholder from effectively exercising the control it sought to acquire.

Depending on the conditions established by the offeror, a takeover bid may be decided at two times: upon the establishment of the results or, prior to that, at the general meeting called pending such establishment of results to resolve on defensive measures. At both times, it is for the shareholders to decide, in line with the principle of sovereignty of the decision-making power of shareholders and the principle of proportionality between control and capital. The final result sought is that it is for the shareholders, at the general meeting or through acceptance, to decide the fate of the offer – in accordance with the proportionality between control and capital – and to take the consequences of their decision. The limitations on the exercise of voting rights are objectively defensive means against takeover bids, since they are an obstacle to the existing status quo.

On the other hand, the general meeting called to resolve on the defensive measures comes, in chronological terms, before the end of the offer period, which means that the result of the general meeting may doom the bid to failure, without the shareholders even having the possibility of accepting it. It is therefore essential to safeguard the decision making power and the principle of proportionality between control and capital – neutralising the restrictions on transfer and on the exercise of voting rights – not just upon acceptance, but again at the general meeting called to resolve on the adoption of defensive measures, during said offer period.

Practice shows that these problems are not solved by referring the choice for the breakthrough rule to the companies themselves. Thus, the benefits of the breakthrough rule can only be harvested if the choice is unequivocally made at legislation level, in the name of the sovereignty of shareholders and of the principle of proportionality between control and capital.

Worthy of mention are also the cases in which the offer is successful but the offeror does not acquire at least 2/3 of the voting capital of the offeree company. In these cases, since the breakthrough rule cannot be applied after the offer period – which neutralises the restrictions relating on transmission and, at the first general meeting following closure of the bid, the restrictions on voting rights as well as the extraordinary rights to appoint or remove member of the board of the offeree company – one must ensure that the offeror is not indefinitely subject to the inconvenient referred to above, which arise from the existence of those limitations, in particular in the situations in which the offeree company is an open company, subject to the mandatory takeover bid framework, that is when the launch of the offer is not exclusively conditional upon the will of the offeror. Consequently, this draft proposes that, where the by-laws of open companies provide for limitations on the number of votes which the shareholders may hold or exercise, they shall also provide that the maintenance or revocation of those limitations will be regularly (at least every five

years) subject to the resolution of the shareholders, with a quorum not larger than the one established by law and for which purpose those limitations will not apply.

Finally, considering that the shareholders with extraordinary rights may suffer losses as a result of the framework of suspension or elimination of those rights, provision is made in the Takeover Bids Directive for compensation for that loss. However, there being no liability for any illicit act of the offeror, that compensation shall be equitable, taking into consideration the concrete circumstances on a case-to-case basis.

#### **4. Establishment of a limited reciprocity exception**

It is also to allow shareholders to have a final say regarding the success or failure of the bid that this draft did not fully adopt the reciprocity exception provided for in the Directive as an option.

That is, even if the offeror or the company having control over it do not follow the same rules on the suspension of effects of the restrictions referred to in this text, the suspension of the effects of the restrictions in terms of the offeree company governed by Portuguese law are maintained, unless and from the moment the latter announces, in turn, a counter-offer on the offeror. It should be reminded that the launch of a counter-offer on the offeror must be approved by the shareholders of the offeree company, which ensure compliance with the provisions of Article 12(5) of the 12th Directive, according to which any measures taken by the offeree company in terms of reciprocity must be based on an authorisation of the shareholders granted no later than 18 months before disclosure of the initial bid.

Where a counter-offer is announced by the offeree company, only the application of the reciprocity principle places the two companies (simultaneously offerors and offerees) on equal footing as regards the possibility of the bid being successful and the exercise of control itself. If, on the other hand, such counter-offer is not announced, the final decision concerning the success or failure of the public bid must be referred back to the shareholders of the offeree company, letting, for this purpose, the decision be subject to acceptance or refusal by them.

In this matter, the decisive question is always whether the bid has quality or not and such can only be decided by the shareholders as a whole. Now, the rules to which the offeror is subject, relating to the effects of the restrictions on the transfer of shares and on the voting right attaching thereto, has nothing to do with the quality of the offer. The shareholders will decide whether they accept it or refuse it, based on the price and the conditions offered to them rather than the provisions to which the offeror is subject. The general application of a limited reciprocity rule may ultimately deprive the shareholders of the opportunity to judge the merits of the bid.

Also as a result of the defence of the sovereignty of shareholders as regards the assessment of the quality of the offer, the draft provides for the possibility of companies

that consider adequate to do so, to provide for in their by-laws to fully waive the reciprocity framework, even in case of the launch of a counter-offer.

### **III. Draft legislative amendment**

#### **Article 182-A**

##### **Suspension of the effects of restrictions on transfer and voting rights**

1. Where a takeover bid is launched on an open company governed by Portuguese law, the restrictions provided for in the by-laws or in shareholders agreements on the exercise of voting rights are suspended and do not take effect at the general meeting called in accordance with Article 3(b) of the preceding article.
2. Where a takeover bid is launched on an open company governed by Portuguese law, the restrictions, provided for in the by-laws or in shareholders agreements, on the transfer of shares or other securities entitling to purchase it are suspended and do not take effect in respect of transfers to the offeror during the period of acceptance of the bid.
3. Without prejudice to a lower limit being provided for in the by-laws, where, following a takeover bid on a company governed by Portuguese law, the offeror acquires at least 2/3 of the voting capital, the same shall not be subject to the restrictions on transfer nor, at the first general meeting following closure of the bid called to amend the by-laws of the company or to remove or appoint a member of the board of directors, the restrictions on the voting rights provided for in the by-laws or in shareholders agreements, neither will it be entitled to exercise extraordinary rights to appoint or remove members of the boards of the offeree company.
4. The general meeting referred to in the previous number shall be called with at least 15 days notice.
5. Unless otherwise provided for in the by-laws, the framework provided for in numbers 2 and 3 shall not apply to a takeover bid launched by a company that is not subject to the same rules or that is controlled by a company that is not subject to the same rules, where the offeree company has also previously announced a takeover bid on any of those companies, based on an authorisation from the shareholders granted at a general meeting.
6. The offeror shall pay equitable compensations for the damages caused by the suspension of the effects of shareholders agreements and extraordinary rights, fully disclosed or set out in the by-laws, respectively up to the date of publication of the preliminary notice, save in case of suspension of any limit on the exercise of voting rights.
7. The by-laws of open companies governed by Portuguese law providing for limitations on the number of votes that may be held or exercised by the shareholders shall also provide that the maintenance or revocation of those limitations will be subject to the resolution of the shareholders, at least every five years, for which purpose no quorum shall be required larger than the one established by law in which those limitations do not apply.

## II- CASE LAW HIGHLIGHTS

### I. Judgment of the Supreme Court of Justice of 12-07-20011

In applying the legal framework of defective compliance with a share transfer agreement, the Supreme Court of Justice determined that there is defective compliance with that agreement where the real value of the shares does not correspond to the declared value, and it will be for the transferors to provide evidence that the lack of correspondence between the declared and the real value is not their fault. Where no such evidence is provided, the transferors must compensate the transferees for the difference found between the declared and the real value of the shares.

#### Summary:

- I - Among the instances of non-compliance of the agreement is defective compliance, bad compliance or imperfect compliance, which translates into a defect or flaw of the consideration tendered, in a discrepancy between the consideration due and the consideration tendered.
- II - The pathological aspect of these factual situations does not amount to a negative breach of the obligation to provide, but rather in the defect of the provision tendered, a positive breach of the *lex contratus* governing the provision and in the damages arising from that irregularity.
- III - That discrepancy between the provision due and the provision tendered must be an important defect, a relevant discrepancy, to be analysed in each concrete situation based on objective criteria and in light of principles of good faith.
- IV - Specifically, if the plaintiffs purchased the shares of a company on the assumption that the same corresponded to a total value of € 300,000 and received shares that only had that nominal value, this is, clearly, an important defect and entitles the plaintiffs to receive from the defendants what they had expected to acquire, which the latter had undertaken to give them.
- V - The burden to prove that they had no fault in the lack of correspondence between the declared and the real value of the shares (which was deemed proven) rested with the transferors, as it is on them that the presumption of fault provided for in Article 799(1) of the Civil Code is imposed.
- VI - Where what is in default is the increase of capital of € 200,000, the defendants must be ordered to pay that amount, to reintegrate the company's share capital, plus interest for late payment from the date of transfer of the shares.

### II. Judgment of the Supreme Court of Justice of 12-07-2011

This judgment determines that retention of title clauses in favour of borrower companies, included in loan agreements are null and void where the borrower and the seller are not the same organisation.

Summary:

- I – Pursuant to Article 409(1) of the Civil Code the seller has the possibility of retaining title of a thing, until such time as the debtor shall have, totally or partially, complied with its obligations, which is an exception to the general principle according to which, ownership of the thing sold is transferred simply as an effect of the contract (Article 879(1) of the Civil Code).
- II – By virtue of the retention of title clause, ownership of the thing disposed is only transferred when the buyer complies with all its obligations, such clause operating as a guarantee of compliance by the buyer with all its obligations (usually payment of the price).
- III – Title retention clauses and the corresponding condition precedent, do not strictly refer to the essence of the purchase agreement but only to its effect erga omnes, that is, to the transfer of the ownership of the thing.
- IV – In accordance with the provision contained in Article 409(1) of the Civil Code, it is only the seller that can retain title of the thing and not the financier of the transaction (if any) that, by providing the buyer with the economic means to carry out the transaction, does not intervene in the sales contract.
- V – As the clause in question merely suspends the transferring effects of a sales contract, it is only in that contract that the same may be set out, any title retention clause established in a loan agreement in favour of the financier of the transaction/lender being invalid, on account of its being not admissible by the law, in light of the provisions of Article 409(1) of the Civil Code.
- VI – If such clause is null and void, in accordance with Article 294 of the Civil Code, it is obvious that the same cannot bring about the effect of the transfer of ownership of the good in question from the seller to the financier of the transaction.
- VII – The expression “another event”, set out in Article 409(1) of the Civil Code, refers to the sales contract itself and not to any other contract albeit associated with it.
- VIII – Article 6(3)(f) of Decree-Law No. 359/91 of 21-09 (establishing the legal framework of consumer credit) does not modify the outline of the question, since the fact that loan agreements to finance the purchase of goods and services must include “the agreement concerning retention of title”, relates, in accordance with Article 409(1) of the Civil Code, to the seller and not to the financier of the transaction/lender.
- IX – It is only when the seller of the good in instalments is at the same time the financier of its purchase that it makes sense and is justified to include and refer to the retention of title clause in the relevant loan agreement, if agreed upon by the parties.
- X – The provisions of Article 6(3)(f) of Decree-Law No. 359/91 only respect to situations in which the seller/owner retains that capacity, by virtue of the retention of title, and simultaneously finances the purchase, in any of the manners provided for in Article 2 of the legislation (deferral of payment, loan, use of credit cards or any other similar financing agreement).

- XI – Article 589 of the Civil Code shows that subrogation presupposes a payment by third parties to the creditor and is conditional upon the creditor expressly agreeing to the subrogation, which is a form of transfer of credits whereby the person subrogated acquires the same credit rights of the original creditor (Article 593(1) of the Civil Code).
- XII – Subrogation in favour of the borrower, provided for in Article 591 of the Civil code does not require the agreement of the creditor but requires an express declaration, in the loan document, of the subrogation by the debtor to the borrower – See No. 2 of that legal provision.

**III. Judgment of the Constitutional Court No. 362/2011. D.R. (Portuguese official gazette) No. 177, Series I of 2011-09-14**

Declaring, with binding effect, that the following rules of Decree-Law No. 211/2004, of 20 August (pursuit of the activities of real estate agent and property brokerage) are unconstitutional: a) the rule of Article 4(2); b) the rules of Articles 6(4)(c), Article 25(2)(b) and Article 44(1)(d) in the part relating to the breach and the effects of conviction following the breach of the provisions of Article 4(2) of that Decree-Law.

In short, the judgment of the Constitutional Court held unconstitutional the provision of the Decree-Law relating to the activity of real estate agent and property brokerage which prohibited property brokers from carrying out any other professional or trade activity.

**IV. Law No. 50/2011 of 13 September**

Amending for the second time the Framework Law on Privatisation, as enacted by Law No. 11/90 of 5 April.

**CONTACT**

CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA & ASSOCIADOS, RL  
Sociedade de Advogados de Responsabilidade Limitada

**LISBOA**

Praça Marquês de Pombal, 2 (e 1-8º) • 1250-160 Lisboa • Portugal  
Tel. (351) 21 355 3800 • Fax (351) 21 353 2362

[lisboa@cuatrecasasgoncalvespereira.com](mailto:lisboa@cuatrecasasgoncalvespereira.com) • [www.cuatrecasasgoncalvespereira.com](http://www.cuatrecasasgoncalvespereira.com)

**PORTO**

Avenida da Boavista, 3265-7º • 4100-137 Porto • Portugal  
Tel. (351) 22 616 6920 • Fax (351) 22 616 6949

[porto@cuatrecasasgoncalvespereira.com](mailto:porto@cuatrecasasgoncalvespereira.com) • [www.cuatrecasasgoncalvespereira.com](http://www.cuatrecasasgoncalvespereira.com)

---

This Newsletter was prepared by Cuatrecasas, Gonçalves Pereira & Associados, RL for information purposes only and should not be understood as a form of advertising. The information provided and the opinions herein expressed are of a general nature and should not, under any circumstances, be a replacement for adequate legal advice for the resolution of specific cases. Therefore Cuatrecasas, Gonçalves Pereira & Associados, RL is not liable for any possible damages caused by its use. The access to the information provided in this newsletter does not imply the establishment of a lawyer-client relation or of any other sort of legal relationship. This Newsletter is complimentary and the copy or circulation of the same without previous formal authorization is prohibited.

---