

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.ao.pt

www.marcobinha.com

Obstáculos ao controlo das empresas europeias

Medidas de controlo das empresas (Control Enhanced

Mechanisms – CEM)

Índice:

Extracto dos programas da Conferência

Análise

1. Normas Portugal

2. Normas União Europeia

3. Relatório de Implementação da Directiva 2004/25/EC

4. Princípios de Corporate Governance OCDE, 2004

5. Relatório Sobre o Princípio da Proporcionalidade

6. Survey on Corporate Governance OCDE, 2004

7.1. Acta da Reunião de 19/7/2007 do European Corporate Governance Fórum

7.2. Relatório sobre Golden Shares

7.3. Governance and Culture OCDE, 2004

7.4. Comparative Study on Corporate Governance Codes – Abstract

7.5 One-Share, One-Vote: An European Rule? Jan/2006

7.6. Reciprocity in Takeovers

7.7. Memo 02/2001, da Comissão Europeia, FAQ's sobre Directiva 2004/25/EC

8. Normas dos EUA

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.ao.pt

www.marcobinha.com

9. Normas de Espanha

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.oa.pt

www.marcobinha.com

Programa ECGI: *«Obstacles to corporate restructuring – this session will discuss takeover rules and control enhancing mechanisms as possible obstacles to corporate restructuring»;*

Programa CMVM: *«... dormant barriers to corporate restructuring have been activated by private actor and by Member States. New barriers have been deployed and when unavailable have been called for. In some cases the commitment to the market process has been put in doubt. Corporate control has become the ultimate test of Europe's willingness to complete its single market.»*

O objectivo é debater sobre se as medidas defensivas relativas ao controlo das empresas são obstáculos à reestruturação das empresas.

Estas medidas são na sua essência desvios ao que se entende por *one share – one vote*: podem ser entendidas como direitos a exercer um controlo sobre a empresa desproporcional à medida de que se é titular da mesma, incluindo a possibilidade de sobreposição a direitos de outros que podiam impedir aquele exercício.

É da maior relevância esta problemática no âmbito do exercício do controlo do geral dos accionistas sobre a empresa e, em especial, perante a pretensão de alguém que pretende adquirir a empresa, a totalidade ou parte das participações sociais que a compõem e que quererá com isso adquirir proporcional controlo sobre a empresa.

O direito comunitário vigente, ainda que por transposição, em Portugal obriga a lançar oferta públicas de aquisição quando se alcança certa percentagem do capital da empresa.

Os mesmos direitos prevêem, atingindo-se certos limites:

- a) a aquisição voluntária pelo oferente, ainda que por alienação obrigatória, das acções remanescentes aos respectivos titulares;
- b) a aquisição obrigatória pelo oferente das acções remanescentes que lhe sejam oferecidas voluntariamente pelos respectivos titulares;

Este direito tem também o efeito de *breakthrough* perante qualquer blindagem daquelas acções, dado que na falta de acordo com os seus titulares deverão ser adquiridas potestativamente ao preço justo/equitativo, que nos termos do Cód. VM. é o maior preço pago pelo oferente ou por pessoas que estejam com este em relação de grupo pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses anteriores à publicação do anúncio preliminar da oferta; o preço médio ponderado desses valores mobiliários em mercado regulamentado durante esse período; ou, em último caso,

determinada por auditor independente designado pela entidade reguladora do mercado de capitais em causa.

Existem mecanismos que têm o efeito de impedir ou prejudicar o controlo de quem eventualmente pretenda adquirir a empresa: que existem antes do momento da OPA; que existem por causa de uma OPA em concreto e na pendência da mesma; que existem para produzir aqueles efeitos com o êxito de uma OPA.

Na pendência da OPA, após o devido anúncio, o princípio da *board neutrality* é previsto pelo Direito Comunitário e Interno para evitar as medidas defensivas da administração da empresa a adquirir que visem frustrar a OPA. Além deste, prevê a Directiva e podem prevê-lo o direito interno dos Estados ou os estatutos das sociedades, a *breakthrough rule*, que visa viabilizar uma actuação da empresa democratizada, quero dizer sem votos especiais ou conformada pela vontade/deliberação de todos os accionistas no contexto da OPA anunciada. No entanto, tal como prevista na Directiva a *breakthrough rule* não atribui votos a acções às quais sejam previstas compensações pecuniárias específicas por não atribuírem ao seu titular o direito de voto – em Portugal, acções preferenciais sem voto.

Às medidas defensivas que existam antes da OPA e que se mantenham após a mesma, as soluções previstas são:

- a) a *breakthrough rule*; ou
- b) a renovação periódica daquelas medidas por deliberação da AG.

A *breakthrough rule* prevista na Directiva 2004/25/EC, permite o exercício do controlo proporcional ao capital de que se é titular, sobrepondo este aos direitos especiais que existam de controlo sobre a empresa. É uma garantia de efectividade de controlo sobre a empresa para quem pretenda adquiri-la por meio do mercado de capitais.

Quem não quiser vender os seus direitos/acções poderá ver os mesmos ser *override*/esvaziados por quem tenha adquirido o número de acções necessários para através da *breakthrough rule* impor-se com os seus votos – a Directiva exige a aquisição de $\frac{3}{4}$ do capital social para que tal se verifique, art. 11/4.

É prevista pela Directiva uma indemnização aos titulares dos direitos/acções que por terem sido sujeitos à força da *breakthrough rule* sofram prejuízos pela impossibilidade de exercício com efeito útil da totalidade dos direitos que lhe cabiam se não fosse o recurso àquela.¹

A questão do controlo que permita a reestruturação da empresa não se coloca apenas com um *takeover* pode colocar-se também no prosseguir da actividade da empresa onde a tónica se transfere para a sindicabilidade das decisões de quem exerce o controlo sobre empresa. As relações entre os administradores e os interesses de alguns accionistas em detrimento dos interesses de todos os accionistas da empresa. Conflitos de interesse do administrador que pretende, em seu directo ou indirecto proveito, um certo desempenho da empresa. Estas questões levantadas neste parágrafo não estão compreendidas no tema do painel da conferência de 17/10, nem às mesmas a *breakthrough rule* está prevista.

A *breakthrough rule* não se aplica às *golden shares* que sejam consideradas compatíveis com o Direito Comunitário.

A *breakthrough rule* não afecta os grupos pirâmide, nem as participações cruzadas, também.

¹ Quem deve esta indemnização: a própria sociedade; o oferente? – o Cód. VM, art. 182-A, n.º 4 e 5 prevê que o oferente é responsável pelos danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais integralmente divulgados até à data da publicação do anúncio preliminar. Exceptuando os danos causados aos accionistas que tenham votado favoravelmente as alterações estatutárias para efeitos de introdução nos estatutos da *breakthrough rule* e as pessoas que com eles se encontrem em alguma das relações previstas no artigo 20.º – O que não esclarece a quem é que o oferente é nesses termos responsável: se à sociedade; se aos accionistas que não puderam exercer os seus direitos.

A *breakthrough rule* visa colocar todos os accionistas na posição de *one-share one-vote* e não está previsto no regime legal se afecta ou não as acções emitidas antes da sua introdução nos estatutos da sociedade. O que se conclui é que prevista nos estatutos o mercado tome, em conformidade, as suas opções. Também não se prevê indemnizações aos titulares dos direitos especiais que por força da *breakthrough rule* vêm os seus direitos serem esvaziados.

A *breakthrough rule* é imposta pela Directiva ao ordenamento jurídico dos Estados-Membros destinatários, mas (proposta inspirada na apresentada pela Presidência Portuguesa em Maio de 2003) o Estado pode afastar esta imposição devendo apenas tutelar onde ou quando previstas pelas respectivas empresas. Ainda pode o Estado excepcionar estas empresas de cumprir a cláusula - a qual as respectivas empresas voluntariamente se vincularam - nas situações em que a oferente não esteja sujeita a idêntico regime. Designada reserva de reciprocidade.

Segundo o Relatório de Implementação da Directiva, publicado pela Comissão Europeia, com excepção da Estónia e da Letónia, nenhum outro Estado-membro prevê com carácter de obrigatoriedade a *breakthrough rule* relegando-a então para a previsão com natureza de cláusula estatutária dando-lhe validade como tal onde for prevista e permitindo que esta só seja aplicável, segundo a regra da reciprocidade, ou seja se o *bidder* estiver sujeito à *breakthrough rule*.

O princípio de que o detentor de um direito é livre de onerá-lo, deriva do princípio do direito à propriedade privada e ao seu livre uso ou exercício. Este mesmo princípio justifica que alguns possam ter direitos especiais e outros não se foi assim que quiseram adquirir o direito. No entanto, a redução do conteúdo do direito, sem o consentimento do proprietário do mesmo, é

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.ao.pt

www.marcobinha.com

qualquer coisa próxima da expropriação, que pode ser justificada por interesse de ordem pública.

Do princípio da igualdade de tratamento aos titulares de iguais categorias de acções deriva o princípio de que os direitos sobre acções não devem ser distinguidos em função da pessoa que será o titular dos mesmos, discriminando-a com vantagens sobre os demais accionistas das mesmas acções, mas em função da categoria de acção a emitir. Este princípio não prejudica o titular de acções que pretenda exercer direitos que lhe são atribuídos no âmbito das suas relações com outros accionistas.

1 Normas de Portugal

Mecanismos de defesa contra OPA

- **Código das Sociedades Comerciais**

- i.* Art. 17.º os acordos parassociais são permitidos.

- **Código dos Valores Mobiliários**

- ii.* Art. 19.º: os acordos parassociais que visem constituir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar o êxito ou a frustração de uma OPA deve ser comunicado à CMVM por qualquer uma das partes, obrigação solidária; A CMVM decide quais os acordos parassociais que deve publicar e em que medida. Não totalmente discricionariamente, vinculada à relevância da publicação relativamente á situação do domínio sobre a sociedade; São anuláveis as deliberações em que se verifique o exercício de acordo parassocial desconhecido da CMVM;
- iii.* Art. 83.º: Se os direitos da participação escritural ou não titulada, não forem exercidos através da entidade registadora (art. 78.º) podem sê-lo pela apresentação dos certificados. Permissão de Mechanism Control Enhanced designada em inglês de (depository certificate). O mesmo aplica-se aos valores mobiliários titulados em sistema centralizado, art. 105.º;
- iv.* Art. 100.º: a titularidade dos valores mobiliários não escriturais ou titulados depositados não se transmite para a entidade depositária, nem esta pode utilizá-los para fins diferentes dos que resultem do contrato de depósito. Não proíbe aquele MCE mas não presume a sua permissão, ficando esta dependente da vontade das partes;
- v.* Art. 112.º, 197.º, entre outros: O princípio de que as OPA's e outras ofertas semelhantes, devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários.
- vi.* Art. 155.º, c): A CMVM regulamenta, por disposição geral e abstracta, a quantidade mínima de valores mobiliários que pode ser objecto de oferta pública;
- vii.* Art. 173.º: As OPA's não podem discriminar titulares de valores mobiliários, a não ser segundo as categorias de acções de que são titulares;
- viii.* Art. 173.º/2: A OPA se não visar a aquisição da totalidade das acções da sociedade emitente, não pode ser aceita pela oferente

- ou pelas pessoas que com este estejam em relação que determine a imputação dos direitos de voto segundo o art. 20.º;
- ix.* Art. 181.º, 2, d); no prazo de oito dias a sociedade emitente visada deve anunciar num relatório próprio relativo à OPA a intenção dos membros do órgão de administração que sejam accionistas desta, quanto á aceitação da oferta;
- x.* Art. 181.º, 5, d): o órgão de administração deve agir de boa fé, de acordo com um comportamento leal na pendência da OPA;
- xi.* Art. 182.º: Se a OPA incidir sobre mais de um terço dos valores mobiliários de pelo menos uma das categorias dos mesmos, o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar actos susceptíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não se reconduza à gestão normal da sociedade e que possam afectar de modo significativo os objectivos anunciados pela oferente.
- xii.* Esta proibição pode ser afastada por deliberação da Assembleia Geral da sociedade visada, pela maioria exigida para a alteração os estatutos (em princípio 1/3), art. 182.º, 3, b); também por actos que visem tornar a sociedade visada mais atractiva no sentido de suscitar OPA's concorrentes, art. 182.º, 3, c).
- xiii.* Art. 182.º-A, 1: Cláusula de escape ou breakthrough rule: As sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa podem prever estatutariamente que: a) 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 à transmissão decorrente da aceitação da oferta; b) 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; c) Quando, na sequência de oferta pública de aquisição, seja atingido pelo menos 75% do capital social com direito de voto, ao oferente não são aplicáveis as restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas nas anteriores alíneas, nem podem ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.
- xiv.* Art. 182-A, 2: Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que não exerçam integralmente a opção mencionada no número anterior não podem fazer depender a alteração ou a eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto de quórum deliberativo mais agravado do que o respeitante a 75% dos votos emitidos.

- xv. Art. 182-A, 3: cláusula de reserva de reciprocidade, ainda que entre Estados-Membros para a aplicação da cláusula estatutária de escape;
- xvi. A previsão destas clausulas ditas de escape devem ser comunicadas à CMVM.
- xvii. As cláusulas de escape não se sobrepõem em caso algum sobre as golden shares, portuguesas ou de outros Estados-Membros.
- xviii. Art. 248.º-B: Os dirigentes de um emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou de sociedade que o domine, bem como as pessoas com aqueles estreitamente relacionadas, informam a CMVM, no prazo de cinco dias úteis, sobre todas as transacções efectuadas por conta própria, de terceiros ou por estes por conta daqueles, relativas às acções daquele emitente ou aos instrumentos financeiros relacionados com estas acções.
- **Regulamento n.º 7/2001 da CMVM ‘Governo das Sociedades Cotadas’**
- xix. Art. 2.º: informação sobre os planos de atribuição de acções e ou de opções de aquisição de acções devem ser enviados à CMVM nos sete dias seguintes à sua aprovação. Esta informação deve ser verdadeira, art. 7.º Cod CMVM, transparente, completa para que se possa formar uma ideia esclarecida sobre as mesmas em concreto, com a respectiva fundamentação/justificação;
- xx. Art. 3.º, 1: o dever do art. 248.º-B do Cód Valores Mobiliários, não é aplicável a transacções que num período de doze meses não exceda, no cômputo total, os cinco mil euros. Se forem as transacções a título gratuito deve atender-se ao preço destas no mercado regulamentado ou, subsidiariamente, ao seu justo valor. Art. 3.º, 3, o prazo de cinco dias para a divulgação da informação conta-se a partir do momento em que o dever é aplicável, ou seja do momento em que se verifique o cômputo de cinco mil euros, no período de doze meses.
- **2005 Recomendação da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas:**
- xxi. 4. As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação

pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

- xxii.* 10. Deve ser submetida à assembleia geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do preço das acções, a membros do órgão de administração e/ou trabalhadores. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano ou, caso o mesmo ainda não tenha sido elaborado, das condições gerais a que o mesmo deverá obedecer.

• **Proposta de Código de Governo das Sociedades Cotadas:**

- xxiii.* A9: As sociedades não devem fixar um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.
- xxiv.* A.11 Os estatutos das sociedades não devem limitar o número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas. No caso de os estatutos preverem tais limitações ao exercício do direito de voto, devem igualmente: a) consignar que na deliberação que aprecie a sua eliminação, se contam todos os votos emitidos sem que aquelas limitações funcionem; b) declarar a sua caducidade ao fim de um período temporal máximo de 5 anos, sendo permitida a sua renovação, através de deliberação adoptada nos termos previstos na alínea anterior.
- xxv.* A.12 As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. A este propósito, consideram-se contrárias a estes interesses as medidas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.
- xxvi.* B.2 Mesmo quando não requerido pela lei os órgãos competentes devem submeter à assembleia geral para aprovação ou ratificação, num ponto separado da ordem de trabalhos, as seguintes decisões: i) transformação da sociedade em holding; ii) alienações de activos que afectem a actividade operacional do grupo; iii) aquisições que conduzam a diversificação relevante de actividades; iv) aquisições de empresas de negócios relacionados com a sua actividade principal, quando o seu financiamento implique a futura emissão ou retenção de capitais próprios; v)

qualquer alteração relevante na estrutura do governo da sociedade.

- **2006, Livro Branco de Corporate Governance, IPCG**

- xxvii.* Recomendação 80) Sejam abolidas medidas que limitem o funcionamento do mercado de controlo de empresas;
- xxviii.* 86) Os accionistas com posições relevantes na empresa, os administradores e os quadros superiores com acesso a informação privilegiada na sociedade apresentem ao Conselho de Administração informação completa e detalhada das operações que efectuem com valores mobiliários da sociedade e de sociedades participadas por esta. Os administradores e os quadros da empresa devem abster-se de realizar operações sobre os valores mobiliários por esta emitidos em períodos temporais definidos em torno de datas de divulgação de informações relevantes;

Limitação dos direitos de voto

- **Código das Sociedades Comerciais**

- i. Art. 24.º prevê que podem ser criados direitos especiais de accionistas em função da categoria de acções, no contrato de sociedade. Prevê o princípio de que os direitos especiais não podem ser reduzidos ou eliminados sem o consentimento ao menos tácito do respectivo proprietário;
- ii. Art. 85.º o princípio de que qualquer alteração ao contrato de sociedade deve ser deliberada pelos sócios, sob reserva de disposições excepcionais que atribua a órgão da sociedade competência para tal;
- xxix.* Art. 104.º no âmbito da deliberação da fusão, a sociedade que possuir participação no capital da outra não poderá dispor de número de votos superior à soma dos que competem a todos os sócios da outra sociedade. Somam-se aos votos desta os votos de sociedades que com ela estejam em relação de grupo, bem como os votos de pessoas que actuem em nome próprio, mas por conta de algumas dessas sociedades;
- xxx.* Art. 302.º, não prevê a emissão de categorias de acções distintas pelos direitos de voto, mas no conjunto do regime resulta a sua legalidade.
- xxxi.* Art. 384.º, n.º 1 o princípio legal de uma acção – um voto. Prevê que este princípio pode ser afastada por cláusula do contrato de sociedade. No n.º 2 prevê que a cláusula que excepcione a aplicação do princípio pode corresponder um voto a qualquer

número de acções, desde que sejam abrangidas todas as acções emitidas e que, pelo menos, a cada € 1.000 de capital da empresa corresponda, no mínimo, o direito a um voto. No mesmo n.º 2 conjugado com o n.º 3 prevê que o contrato de sociedade pode estabelecer *voting ceilings* para todas ou algumas das categorias de acções emitidas. No n.º 4 proíbe que se estabeleça o voto plural. E no art. 385.º estabelece o princípio *one man – one vote*, que não se conjuga de todo com o princípio *one share – one vote*, proibindo que um mesmo accionista exerça mais do que um sentido de voto, com a totalidade dos seus votos, em cada deliberação.

xxxii. Art. 386.º, n.º 1 a Assembleia Geral delibera por maioria dos votos, independentemente do capital social representado. O n.º 2 prevê especialmente esta regra para a deliberação sobre a designação de titulares de órgãos sociais.

xxxiii. Art. 391.º, n.º 2, 1.º segmento, prevê expressamente a legalidade de o contrato de sociedade sujeitar a eleição de alguns dos administradores à aprovação de certas categorias de acções.

xxxiv. Art. 391.º, n.º 2, *in fine*, prevê que não pode ser atribuído a certas categorias de acções o direito de designação de administradores.²

- **Código dos Valores Mobiliários**

xxxv. Art. 45.º: o dever de aquando da emissão de valores mobiliários distinguidos pelo conteúdo da participação, distinguir paralelamente as categorias dos mesmos, de modo a não suspeitar-se de discriminação pessoal de qualquer indivíduo.

xxxvi. Art. 55.º, n.º 3: são inerentes à participação:

- Os dividendos, juros e outras remunerações;
- Os direitos de voto;
- As preferências;

- **2006, Livro Branco de Corporate Governance, IPCG**

xxxvii. Recomendação 11) Sempre que accionistas controlem direitos de voto que excedam significativamente os direitos de dividendo por eles detidos, o peso dos administradores independentes deve ser reforçado, tendo em vista assegurar uma protecção mais efectiva e eficaz dos accionistas minoritários;

xxxviii. Recomendação 28) Sejam adoptados processos de selecção dos administradores não executivos independentes, visando a escolha de profissionais com as qualificações e a experiência adequadas, e evitar que o método de selecção prejudique a sua independência.

xxxix. Recomendação 10) A estrutura do Conselho de Administração deve reflectir a estrutura accionista, devendo na sua composição

² Esta proibição exige que as *golden shares* que contenham idêntico direito sejam previstas em acto legislativo, sob pena de ineficácia por violação de lei.

- atender-se os legítimos interesses dos accionistas maioritários, dos accionistas minoritários com posições relevantes e dos restantes accionistas, devendo o número de administradores independentes assegurar que a sua acção possa ser efectiva;
- xl.* Recomendação 30) Tendo em vista o alinhamento com os interesses dos accionistas, uma parte da compensação tenha natureza variável e o seu montante reflecta o desempenho de cada administrador no cumprimento dos objectivos da empresa;
- xli.* Recomendação 76) O Presidente da Mesa da Assembleia Geral seja independente, tanto da Comissão Executiva, como dos principais accionistas da empresa, e aja efectivamente como tal;
- xlii.* Recomendação 77) Todos os accionistas actuem de forma activa assumindo a sua qualidade de proprietários da empresa;
- xliii.* Recomendação 79) Em particular, seja permitido a qualquer accionista apresentar, divulgar e justificar propostas para votação em Assembleia Geral através do sítio na Internet da empresa ou usando os mecanismos de correio electrónico utilizados pela empresa para comunicar com os seus accionistas e com os investidores em geral.

Acções com voto privilegiado e outros direitos especiais

- **Código das Sociedades Comerciais**

- i. Art. 341.º prevê expressamente a emissão de acções sem voto desde que preferenciais.

- **Código dos Valores Mobiliários**

- xliv.* Art. 15.º: A sociedade aberta deve assegurar tratamento igual aos titulares dos valores mobiliários por ela emitidos que pertençam à mesma categoria.
 - xlv.* Art. 249.º, d): os emitentes devem enviar informação à CMVM relativa á emissão de acções e outras obrigações, com indicação dos privilégios e garantias de que beneficiam;

- **2006, Livro Branco de Corporate Governance, IPCG**

- xlvi.* Recomendação 81) Seja estimulado que cada acção corresponda a um voto e que haja coincidência entre a percentagem de direitos de voto e de direitos de cash flow de cada accionista.
 - xlvii.* Recomendação 96) O Estado exerça os seus direitos enquanto accionista em empresas cotadas como se de um accionista privado se tratasse, devendo abster-se de utilizar essas empresas como instrumentos de regulação ou de política sectorial.

Outros

• Código das Sociedades Comerciais

- xlviii.* Art. 85.º o princípio de que qualquer alteração ao contrato de sociedade deve ser deliberada pelos sócios, sob reserva de disposições excepcionais;
- xlix.* Art. 131.º em caso de transformação da sociedade são protegidos os titulares de direitos especiais, dando-lhes um período de tempo maior para opor-se e dando poder de veto a esta oposição se com a transformação estes direitos não possam ser mantidos.
 - l.* Art. 328.º prevê que o contrato de sociedade pode estabelecer limitações ao direito de transmissão de acções.

• Código dos Valores Mobiliários

- li.* Art. 16.º: Transparência na titularidade dos direitos de voto: Quem atinja ou ultrapasse a aquisição de 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta e quem reduza a sua participação para valor inferior àqueles limites deve informar a CMVM, a empresa ... e deve dar conhecimento a estas mesmas entidades das situações de relação que determinam-lhe a imputação de direitos de voto detidos por terceiros (art. 20.º), devendo identificar toda a cadeia de relações e podendo divulgar juntamente com o cumprimento do mesmo dever pelas sociedades relacionadas em causa. O mesmo dever de comunicação para quem atinja ou ultrapasse a participação de 2% e 5% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta emitente de acções ou de outros valores mobiliários que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição, sob reserva de que os valores mobiliários em causa estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal. O mesmo para quem reduza a sua participação para valor inferior a cada um daqueles limites; Na ausência ou deficiência desta comunicação a CMVM notifica os órgãos de administração da empresa desse facto. Se não for cumprida após a notificação a CMVM dá a conhecer ao mercado a falta de transparência da titularidade das participações qualificadas em causa (naming and shaming pressure). A partir desta comunicação da CMVM ficam também automática e imediatamente suspensos os direitos de voto e ao dividendo, com excepção do direito de preferência na subscrição em aumentos de capital;
- lii.* Art. 17.º: Dever da sociedade e dos titulares dos seus órgãos sociais, bem como das entidades gestoras dos mercados regulamentados em que sejam negociados os valores mobiliários

em causa, de informar a CMVM do incumprimento do dever de transparência;

liii. Art. 18.º: O dever de comunicar e divulgar ao público imposto por determinação, individual e concreta, da CMVM, na ausência de cumprimento anterior voluntário, pode ser dispensado se conhecendo o participante este for membro de mercado regulamentado num Estado da União Europeia, cumulativamente, tiver declarado que detém as acções transitoriamente com vista para a sua alienação e declarar que com os direitos de voto adquiridos não pretende exercer influência sobre a gestão da sociedade.

liv. Art. 20.º: No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às acções de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto: a) Detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante; b) Detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo; c) Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro; d) Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização; e) Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respectivos titulares; f) Inerentes a acções detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos; g) Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício; h) Detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada (presume-se serem instrumento de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade das acções representativas do capital social da sociedade participada. Esta presunção pode ser ilidida perante a CMVM, mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada.); i) Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

- lv.* Não se consideram imputáveis à sociedade que exerça domínio sobre entidade gestora de fundo de investimento, sobre entidade gestora de fundo de pensões, sobre entidade gestora de fundo de capital de risco ou sobre intermediário financeiro autorizado a prestar o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem e às sociedades associadas de fundos de pensões os direitos de voto inerentes a acções integrantes de fundos ou carteiras geridas, desde que a entidade gestora ou o intermediário financeiro exerça os direitos de voto de modo independente da sociedade dominante ou das sociedades associadas.
- lvi.* Art. 20.ºA: Não se consideram imputáveis os votos de sociedade que exerça domínio sobre a entidade gestora ou sobre o intermediário financeiro e as sociedades associadas de fundos de pensões se: a) Não interferirem através de instruções, directas ou indirectas, sobre o exercício dos direitos de voto inerentes às acções integrantes do fundo de investimento, do fundo de pensões, do fundo de capital de risco ou da carteira; ou b) A entidade gestora ou o intermediário financeiro revelar autonomia dos processos de decisão no exercício do direito de voto.
- lvii.* Art. 21.º: Estão em relação de grupo ou de domínio as pessoas que estão entre si sujeitas ao domínio ou influência dominante, directo ou indirecto, da outra, uma destas duas tem de ser pessoa colectiva. Presumindo-se relação de grupo ou de domínio nas situações em que uma pessoa colectiva dispõe da maioria dos direitos de voto da outra; ou possa exercer a maioria dos direitos de voto por algum CEM, ou possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização;
- lviii.* Art. 248.º, 1, a): Informação privilegiada: os emitentes de valor mobiliário admitido à negociação em mercado regulamentado ou que tenha requerido tal admissão deve comunicar, segundo as modalidades de divulgação de informação, toda a informação que diga respeito aos valores mobiliários que tenha carácter preciso, ainda não publicada, que seja apta sendo pública a influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados.
- lix.* Este dever de divulgar a informação privilegiada pode ser diferido enquanto cumulativamente se verificar que a) A divulgação imediata seja susceptível de prejudicar os seus legítimos interesses; b) O diferimento não seja susceptível de induzir o público em erro; c) O emitente demonstre que assegura a confidencialidade da informação.

- **Regulamento n.º 4/2004 da CMVM, Deveres de Informação:**

lx. Art. 2.º, n.º 1: Devem ser divulgados os seguintes factos relativos a sociedades com o capital aberto ao investimento do público: a) Exercício de direitos de subscrição, de incorporação e de aquisição de valores mobiliários, nomeadamente em virtude de operações de fusão e de cisão; b) Exercício de eventuais direitos de conversão de obrigações em acções ou de subscrição ou de aquisição de valores mobiliários; c) Comunicação de aquisição ou de alienação de participações qualificadas em percentagem relevante para efeitos do artigo 16.º do Código dos Valores Mobiliários; d) Alteração do título de imputação de direitos de voto em participação qualificada; e) Acordos parassociais, na parte considerada relevante para o domínio sobre a sociedade, nos termos do n.º 2 do artigo 19.º do Código dos Valores Mobiliários. O comunicado deve ser completo e conter pelo menos o previsto no artigo;

• **Norma Regulamentar N.º 14/2005-R do ISP:**

lxi. Não prevêem qualquer medida sobre mecanismos de defesa da manutenção do controlo da empresa.

• **Decreto-Lei n.º 300/2007, de 23 de Agosto, Resolução do Conselho de Ministros n.º 49/2007, de 28 de Março e o Decreto-Lei n.º 71/2007, de 27 de Março:**

lxii. Não prevêem qualquer medida sobre mecanismos de defesa da manutenção do controlo da empresa. O Decreto-Lei n.º 300/2007 refere que as empresas sobre as quais o Estado detenha direitos especiais de accionista devem apresentar na Direcção -Geral do Tesouro e Finanças a informação destinada aos accionistas, nas datas em que a estes deva ser disponibilizada, nos termos da legislação aplicável às sociedades comerciais.

2 Normas da União Europeia

Mecanismos de defesa contra OPA:

- **Preâmbulo da Directiva 2004/25/EC:**

lxiii. (16) Preâmbulo: Para evitar operações que possam comprometer o êxito de uma oferta, deverão ser limitados os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada em relação a certas operações de carácter excepcional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de prosseguir o curso normal das suas actividades.

lxiv. (18) Preâmbulo: A fim de reforçar o efeito útil das disposições existentes em matéria de livre negociação dos valores mobiliários das sociedades visadas pela presente directiva e do livre exercício do direito de voto, importa que as estruturas e mecanismos de defesa previstos por estas sociedades sejam transparentes e que as referidas estruturas e mecanismos sejam regularmente apresentados em relatórios à assembleia-geral de accionistas.

lxv. (21) Preâmbulo: Tendo em conta as diferenças nos mecanismos e estruturas do direito das sociedades dos Estados-Membros, estes deverão ser autorizados a não exigir às sociedades estabelecidas nos respectivos territórios que apliquem as disposições da presente directiva que limitam os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada durante o prazo de aceitação da oferta, nem as disposições que tornam ineficazes as limitações previstas nos estatutos da sociedade ou em acordos específicos. Neste caso, os Estados-Membros deverão, pelo menos, dar às sociedades estabelecidas nos respectivos territórios a opção - que deve ser reversível - de aplicar estas disposições. Sem prejuízo dos acordos internacionais em que a Comunidade Europeia é parte, os Estados-Membros deverão ser autorizados a não exigir que as empresas que apliquem estas disposições ao abrigo do regime facultativo as apliquem quando forem alvo de ofertas lançadas por sociedades que não apliquem as mesmas disposições ao abrigo do referido regime facultativo.

lxvi. (24) Preâmbulo: Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para permitir que um oferente que tenha alcançado, na sequência de uma oferta pública de aquisição, uma certa percentagem do capital com direitos de voto de uma sociedade possa exigir que os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhes vendam. De igual forma, 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. Estes mecanismos de aquisição e alienação potestativas só devem ser aplicáveis em condições específicas ligadas às ofertas públicas de aquisição. Noutras circunstâncias, os Estados-Membros podem continuar a aplicar as regras nacionais relativas aos mecanismos de aquisição e alienação potestativas.

• **Artigos da Directiva 2004/25/EC:**

- lxvii.* Art. 3.º, n.1, alínea c) O órgão de administração da sociedade visada deve agir tendo em conta os interesses da sociedade no seu conjunto e não pode impedir os titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta;
- lxviii.* Art. 3.º, n.º 1, alínea f) A sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua actividade para além de um período razoável.
- lxix.* Art. 5.º, n.º 1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4.
- lxx.* Art. 5.º, n.º 2. O dever de lançar uma oferta previsto no n.º 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.
- lxxi.* Art. 5.º, n.º 4. Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no

n.º 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos.

lxxii. Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objectivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

lxxiii. Qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e tornada pública.

lxxiv. 2.Os Estados-Membros asseguram que o oferente esteja sujeito à obrigação de elaborar e divulgar, em tempo oportuno, um documento relativo à oferta que contenha as informações necessárias para permitir aos titulares de valores mobiliários da sociedade visada tomar uma decisão sobre a mesma com pleno conhecimento de causa. Antes de esse documento ser tornado público, o oferente deve apresentá-lo à autoridade de supervisão. Logo que o documento seja tornado público, os órgãos de administração da sociedade visada e do oferente devem divulgá-lo, respectivamente, aos representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, aos próprios trabalhadores.

lxxv. Sempre que o documento relativo à oferta previsto no primeiro parágrafo esteja sujeito à aprovação prévia da autoridade de supervisão e logo que tenha sido aprovado, será reconhecido, sem prejuízo de eventual tradução, no outro ou outros Estados-Membros em cujos mercados os valores mobiliários da sociedade visada estejam admitidos a negociação, sem que seja

necessário obter a aprovação das autoridades de supervisão desse Estado-Membro. Estas autoridades só podem exigir a introdução de informações suplementares no documento relativo à oferta se tais informações forem específicas do mercado do Estado-Membro ou dos Estados-Membros em cujos mercados os valores mobiliários da sociedade visada estejam admitidos a negociação, e no que se refere às formalidades a cumprir para que a oferta seja aceite e para que seja recebida a contrapartida devida na sequência da oferta, bem como ao regime fiscal a que estará sujeita a contrapartida oferecida aos titulares de valores mobiliários.

- lxxvi.* Art. 9.º 2.No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada.
- lxxvii.* Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do n.º 1 do artigo 6.º e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta.
- lxxviii.* 3.No que respeita às decisões que devam ser tomadas antes do início do período previsto no segundo parágrafo do n.º 2 e que não tenham sido ainda parcial ou totalmente aplicadas, a assembleia-geral de accionistas deve aprovar ou confirmar qualquer decisão que não se insira no quadro normal das actividades da sociedade e cuja aplicação seja susceptível de conduzir à frustração da oferta.
- lxxix.* 4.Para efeitos de obtenção da autorização prévia, da aprovação ou da confirmação pelos titulares de valores mobiliários, a que se referem os n.ºs 2 e 3, os Estados-Membros podem estabelecer regras que permitam a convocação de uma assembleia-geral de accionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas a contar da data da sua convocação.
- lxxx.* 5.O órgão de administração da sociedade visada deve elaborar e tornar público um documento de que conste o seu parecer

fundamentado sobre a oferta, nomeadamente quanto às repercussões da aplicação da oferta sobre os interesses da sociedade no seu conjunto, incluindo o emprego, e quanto aos planos estratégicos do oferente para a sociedade visada e as suas eventuais repercussões a nível do emprego e dos locais em que a sociedade exerça actividade enunciados no documento de oferta, em conformidade com a alínea i) do n.º 3 do artigo 6.º O órgão de administração da sociedade visada deve apresentar simultaneamente este parecer aos representantes dos trabalhadores da sociedade ou, na sua falta, aos próprios trabalhadores. Se o órgão de administração da sociedade visada receber em tempo oportuno um parecer distinto dos representantes dos trabalhadores quanto às repercussões a nível do emprego, este será apenso ao referido documento.

lxxxix. 6. Para os efeitos do n.º 2, sempre que a administração da sociedade obedeça a uma estrutura dualista, entende-se por órgão de administração o conselho de administração e a direcção da sociedade.

lxxxix. Art. 15.º 2. Os Estados-Membros asseguram que o oferente possa exigir que todos os titulares dos valores mobiliários remanescentes lhe transmitam esses valores mobiliários com base num preço justo. Os Estados-Membros devem estabelecer este direito em uma das situações seguintes: a) O oferente detenha valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto e 90 % dos direitos de voto da sociedade visada; ou b) O oferente tenha adquirido ou celebrado um contrato firme para adquirir, na sequência da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital da sociedade visada com direito de voto e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta. No caso previsto na alínea a), os Estados-Membros podem estabelecer um limiar mais elevado, mas nunca superior a 95 % do capital com direito de voto e 95 % dos direitos de voto.

lxxxix. Art. 15.º, n.º 3, 2º Quando a sociedade visada tiver emitido várias categorias de valores mobiliários, os Estados-Membros podem estabelecer que o direito de aquisição potestativa só possa ser exercido na categoria para a qual tenha sido atingido o limiar fixado no n.º 2.

lxxxix. 4. Se entender exercer o direito de aquisição potestativa, o oferente deve fazê-lo no prazo de três meses a contar do termo do prazo de aceitação da oferta a que se refere o artigo 7.º

lxxxix. 5. Os Estados-Membros asseguram que seja garantido um preço justo. Este preço deve assumir a mesma forma que a

contrapartida da oferta ou consistir em numerário. Os Estados-Membros podem estabelecer que deva ser proposto numerário, pelo menos como alternativa.

lxxxvi. Na sequência de uma oferta voluntária em qualquer dos casos previstos nas alíneas a) e b) do n.º 2, a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto abrangido pela oferta.

lxxxvii. Na sequência de uma oferta obrigatória, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo.

lxxxviii. Art. 16.º 2. 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.

Limitação dos direitos de voto

- **Preâmbulo da Directiva 2004/25/EC:**

lxxxix. (19) Preâmbulo: Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para assegurar a qualquer oferente a possibilidade de adquirir participações maioritárias noutras sociedades e de exercer plenamente o seu controlo. Para este efeito, as restrições à transmissão de valores mobiliários, as restrições ao direito de voto, os direitos especiais de nomeação e os direitos de voto plurais devem ser suprimidos ou suspensos durante o prazo de aceitação de uma oferta ou quando a assembleia-geral de accionistas decidir sobre a adopção de medidas de defesa, alterações aos estatutos da sociedade ou a destituição ou nomeação de membros do órgão de administração na primeira assembleia-geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta. Em caso de prejuízo para os titulares de valores mobiliários emergente da supressão dos seus direitos, deverá ser prevista uma indemnização equitativa em conformidade com as modalidades técnicas fixadas pelos Estados-Membros.

- **Artigos da Directiva 2004/25/EC:**

xc. 11/2. As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas nos estatutos da sociedade visada não são aplicáveis ao oferente durante o período de aceitação da oferta previsto no n.º 1 do artigo 7.º

- xcvi.* As restrições à transmissão de valores mobiliários previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente directiva não são aplicáveis ao oferente durante o prazo de aceitação da oferta previsto no n.º 1 do artigo 7.º
- xcvii.* 11/3. As restrições em matéria de direito de voto previstas nos estatutos da sociedade visada ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º
- xcviii.* As restrições em matéria de direito de voto previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente directiva ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º
- xcviii.* Os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na assembleia-geral de accionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º
- xcv.* 9/4. Quando, na sequência de uma oferta, o oferente detiver pelo menos 75 % do capital com direito de voto, não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto referidas nos n.ºs 2 e 3 nem os direitos especiais de accionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração previstos nos estatutos da sociedade visada; os valores mobiliários com voto plural têm um único voto na primeira assembleia-geral de accionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo oferente a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração. Para o efeito, o oferente deve dispor do direito de convocar uma assembleia-geral de accionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas após a sua convocação. 7. O presente artigo não se aplica no caso de os Estados-Membros serem titulares de valores mobiliários na sociedade visada que lhes confirmam direitos especiais que sejam compatíveis com o Tratado, no caso de direitos especiais previstos na lei nacional que sejam compatíveis com o Tratado, nem no caso de empresas cooperativas.³

³ A existência de direitos especiais do Estado, a sua manutenção e exercício, sobre a administração de empresas, previstas por exemplo na Lei n.º 11/90 Quadro das Reprivatizações e noutras que a completam em cada operação, só são permitidos à luz do direito comunitário se, cumulativamente, forem suficientemente precisos e objectivos, fundamentados no interesse geral relevante à luz do direito comunitário, adequados, necessários e não excessivos face aos interesses gerais relevantes que assim o Estado visa prosseguir. As chamadas Golden Shares, são susceptíveis de

Acções com voto privilegiado e outros direitos especiais

- **Preâmbulo da Directiva 2004/25/EC:**

xcvi. (20) Preâmbulo: Todos os direitos especiais em sociedades na titularidade dos Estados-Membros deverão ser analisados no quadro da livre circulação de capitais e das disposições aplicáveis do Tratado. Os direitos especiais em sociedades na titularidade dos Estados-Membros que se encontrem previstos no direito privado ou público nacional deverão ficar excluídos da regra da «neutralização», desde que sejam compatíveis com o Tratado.

Outros

- **Preâmbulo da Directiva 2004/25/EC:**

xcvii. (6) Preâmbulo: Para ser eficaz, a regulamentação sobre ofertas públicas de aquisição deverá ser flexível e capaz de atender a novas circunstâncias à medida que estas surgirem, devendo por conseguinte prever a possibilidade de excepções e derrogações. Todavia, ao aplicarem regras ou excepções ou ao concederem derrogações, as autoridades de supervisão deverão respeitar certos princípios gerais.

3. Relatório de implementação da Directiva 2004/25/EC

Mecanismos de defesa contra OPA

-
- xcviii.* Pag. 5: Both categories of company-related takeover defences had to be restricted in order to facilitate takeovers and “prevent patterns of corporate restructuring within the Community from being distorted by arbitrary differences in governance and management cultures.
- xcix.* The board neutrality rule relates to post-bid defences. It provides that during the bid period the board of the target company must obtain prior authorisation from the general meeting of shareholders before taking any action which may result in the frustration of the bid. This rule may facilitate takeover activity by limiting the board's power to raise obstacles to hostile takeovers to the detriment of shareholders' interests. It safeguards shareholders against opportunistic behaviour of the incumbent management and ensures that it is indeed the owners who decide on the future of the company.
- c.* The breakthrough rule neutralises pre-bid defences during a takeover. This rule is considered to be a radical tool to facilitate takeovers as it makes certain restrictions (e.g. share transfer or voting restrictions) inoperable during the takeover period and allows a successful bidder to easily remove the incumbent board of the target company and modify its articles of association. Based on the principle of proportionality between capital and control, this rule overrides multiple voting rights at the general meeting authorising post-bid defensive measures as well as at the first general meeting following a successful takeover bid.
- ci.* The final compromise on the Directive subjected the board neutrality and breakthrough rules to complex optional arrangements. Member States are allowed to choose between imposing these rules or not. However, if a Member State decides not to make them mandatory, it cannot prevent companies from applying these rules on a voluntary basis. The decision on voluntary application of the rules in turn has to be adopted by the general meeting and can be reversed in the same way.
- cii.* 2.1.3. B. França, indicada como Portugal, entre outros, por adoptar a reciprocidade como pressuposto da aplicação do princípio da neutralidade nas OPA's entre Estados-Membros (o princípio da reciprocidade é excepcionalmente atendido no

âmbito do direito comunitário). Afirma-se que a transposição desta Directiva facilitou/aumentou os poderes da administração para frustrar OPA's sem a aprovação dos accionistas durante o período da proposta. Criticado este aspecto dado que não favorece em nada, pelo contrário atrasa, a construção do mercado único de capitais.

- ciii.* Although in the majority of these five Member States, shareholders need to regularly (every 18 months) give prior authorization to the management to apply takeover defences in a reciprocity situation, they will lose the possibility to have an immediate check on the validity of the proposed defensive measure during the bid period (where such a right existed before transposition). Reciprocity therefore may increase the likelihood of potential abuse by management to the detriment of shareholders' interests in these Member States.
- civ.* 2.1.4. Breakthrough is expected to be imposed only by the Baltic States. None of the other countries will oblige their companies to apply this provision in full. Therefore a mere 1% of listed companies in the EU will apply this rule on a mandatory basis. Hungary had a partial breakthrough rule before transposition, which has been eliminated.

Acções com voto privilegiado e outros direitos especiais

- *cv.* However, some Member States have already eliminated multiple voting securities and/or other pre-bid defences, and the structure of the companies in these Member States is therefore more open to takeovers. Others lifted some of the barriers referred to in the breakthrough rule before transposition and this partial breakthrough rule continues to apply. Portugal imposes the rule on a limited number of companies.⁴

Outros

- *cvi.* 2.1.6 The right to squeeze out minority shareholders allows a bidder who has acquired a very large part²⁴ of the share capital to acquire the outstanding shares. Forcing minorities out of the

⁴ Art. 182-A do Cód Valores Mobiliários, art. 3.º, n.º 5 e 85.º e ss. Cód Soc.Comerciais

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.ao.pt

www.marcobinha.com

company liberates the bidder from costs and risks which the continued existence of minorities could trigger.

4 Princípios de Corporate Governance OCDE, 2004

Mecanismos de defesa contra OPA:

- **Princípios de Corporate Governance OCDE 2004:**
 - cvi.* II-B: os accionistas devem ter o poder de participar em, e serem suficientemente informados sobre decisões que respeitem a alterações fundamentais da empresa;
 - cviii.* II-E 2: os mecanismos de defesa não devem ser usados para escudar a administração quer executiva quer não executiva de disponibilizar informação.

Acções com voto privilegiado e outros direitos especiais

- - cix.* II-D: a estrutura de capital e os acordos que permitem a certos accionistas o exercício de de um nível de controlo desproporcionado com a respectiva quota de acções de que é proprietário, devem ser transparentes;

Outros

- - cx.* II-E 1: as regras e os procedimentos que regem as fusões e aquisições, devem ser claramente articuladas e totalmente do conhecimento dos investidores de modo a que estes percebam os seus direitos e *recourse*. As transacções devem ser prosseguidas a preços transparentes e sob condições leais/justas que protejam os direitos dos accionistas de acordo com a classe dos mesmos;
 - cx.* III-A 2: os accionistas minoritários devem ser protegidos de actuações abusivas da administração proseguidas pelos accionistas maioritários ou no interesse, directo ou indirecto, destes.
 - cxii.* IV-D: Onde, segundo a lei ou regras da empresa, os *stakeholders* tenham direito a participar na actuação da administração da empresa, deve-lhe ser dado acesso, pontual e regular, a informação fiável, relevante e suficiente.

5 Relatório sobre o princípio da proporcionalidade, 2007

Mecanismos de defesa contra OPA:

- - cxiii.* Control Enhancing Mechanisms in Company Practice, capítulo 4:
 - Tipos:
 - Categorias de acções distintas pelo direito de voto;
 - Acções não preferenciais sem voto;
 - Estruturas de pirâmide (maiorias de bloqueio);
 - Certificados de depósito (depository certificates);
 - Limitações quantitativas do exercício do direito de voto (voting right ceilings);
 - Limitações de aquisição de acções (ownership ceilings);
 - Golden Shares;
 - Cross-shareholdings;
 - Acordos parassociais.
 - cxiv.* The same CEMs can be beneficial in companies with widely dispersed share ownership, but harmful in a company with a dominant shareholder.
 - cxv.* 1.2.1.2 Mechanisms used to lock-in control 5) Priority shares: these shares grant their holders specific powers of decision or veto rights in a company, irrespective of the proportion of their equity stake (found in the Netherlands, the UK and France). The rights attributed to the holders of priority shares vary from company to company and can range from the entitlement to propose specific candidates to the board of directors, to the right to directly appoint board members or to veto a decision taken at the general meeting. 6) Depository certificates: financial instruments representing the underlying shares in a company which are held by a foundation that administers the voting rights. In this case the holder of the depository certificates does not hold voting rights but only the financial rights of the underlying share. The depository certificates are the financial instruments issued on the market and representing the shares held by the foundation, which executes the votes. This instrument is used in particular in the Netherlands. Even though Belgian companies have recently been granted the legal possibility of issuing depository certificates as in Dutch Law, none of the Belgian companies analysed has so far done so. 9)

Supermajority provisions: where company bylaws or national law require a majority of shareholders larger than 50% + 1 vote to approve certain important corporate changes. 11) Golden shares: priority shares issued for the benefit of governmental authorities. Golden shares confer special rights used by national or local governments or government controlled vehicles to maintain control in privatised companies by granting them rights that go beyond those associated with normal shareholding. They enable governments i.a. to block takeovers, limit voting rights and/or veto management decisions.

cxvi. Restrictions. In the countries where the CEM can be implemented, it may be subject to certain restrictions. For instance, (i) implementation of the special rights granted to the State have to comply with specific principles, such as equal treatment of shareholders (Denmark and Poland), corporate interest (decisions “detrimental to the business of the company”, Estonia), public interest (Estonia, France, Italy: “vital interest of the State”), public order or public security (Poland), or (iii) golden shares have sunset provisions, providing for their automatic cancellation after a certain time (Spain).

cxvii. O aumento das maiorias de votação, facilitação da formação de minorias de bloqueio, é visto pelos investidores como a mais favorável das medidas defensivas de controlo. A seguir a estas: os acordos parassociais, as acções não preferenciais sem voto, as sociedades em comandita por acções;

cxviii. As medidas defensivas de controlo da empresa não prejudicam necessariamente a empresa, nenhum estudo conclusivo prova o contrário, e podem ser atenuados os seus eventuais aspectos negativos com efectivas e eficientes leis e fiscalização;

6. Survey on corporate governance OCDE, 2004

Mecanismos de defesa contra OPA:

- *cxix.* Os acordos parassociais, relações entre empresas, CEM de pirâmide, especialmente na Bélgica, França e Itália são utilizados como instrumentos para concentrar direitos de accionista e a dividendos. Além de escudarem o grupo administrador de OPA's hostis, permitem o abuso dos accionistas minoritários;

Acções com voto privilegiado e outros direitos especiais

- *cxix.* Pag. 29: apenas em 30% das empresas objecto do estudo não se verifica qualquer diferenciação, *deviance*, entre os dividendos e os direitos de voto;

Limitação dos direitos de voto

- *cxix.* Pag. 31: o menor nível de diferenciação entre direito ao dividendo e direito ao voto verifica-se na UK; os maiores na Bélgica, França e Alemanha, com uma imagem bastante complexa a caracterizar neste aspecto a Itália.

Outros:

- *cxixii.* Padrão aceitável de Corporate Governance: Cadbury Report e OCDE Principles;
- cxixiii.* Pag. 12: Tendência de transição do cumprimento voluntário para o *comply or explain*, como princípio de implementação;
- cxixiv.* Monitorização do cumprimento do *comply or explain* subdesenvolvida;
- cxixv.* A tendência para a densificação da *best practice* com tal detalhe com o perigo de tornar-se demasiadamente prescritiva;
- cxixvi.* Pág. 21: na EU o Estado é ainda o maior, directa ou indirectamente, accionista em 45 das 143 maiores empresas

- privatizadas, as quais representam uma significativa quota do mercado de capitais;
- cxix.* Pág. 27: os autores relevam que a fraca corporate governance no sentido de diminuição dos direitos dos accionistas está associada a níveis inferiores de desempenho assim como a maiores gastos de capital e maior actividade aquisitiva da empresa;
- cxix.* Conclusões chave de estudo citado:
- Diferenças no desempenho do investimento têm mais consequências dependentes do regime jurídico vigente do que com a estrutura da propriedade do capital;
 - Recomendação de que encontra-se e pode procurar-se equilíbrio, entre a administração e os accionistas, com a protecção dos accionistas minoritários;
- cxix.* Outro estudo citado:
- Elevados dividendos por parte de accionistas dominantes melhora a avaliação feita á empresa. Especialmente onde a protecção jurídica dos accionistas é reduzida. Direitos de voto superiores aos dos dividendos pode levar á expropriação dos accionistas minoritários e não favorece a avaliação feita ao corporate governance da empresa;
- cxix.* Pag. 30: o controlo por accionistas maioritários reduz os custos de agência mas não favorece a avaliação do corporate governance da empresa, nem o alinhamento da administração com os interesses dos accionistas minoritários nem com os dos stakeholders;
- cxix.* Enquanto que o problema da remuneração dos administradores é uma séria questão de política e de mercado de capitais e de legitimidade, a questão relativa aos incentivos da estrutura administradora a possíveis situações de distorção da alocação de recursos (má política de investimentos, maus investimentos, política e/ou exercício imprudente/excessivo de aquisições, etc.).
- cxix.* O não alinhamento de interesses tem sido um dos maiores factores por detrás do impulso para a expansão de ganhos e dos preços das acções através de uma excessiva política de fusões e aquisições, as quais em alguns casos deixaram as empresas adquirentes *over-leveraged*.

7 Outros

7.1 Acta da reunião de 19/7/2007 do European Corporate Government Forum:

- xxxxiii.* Foi criticado por alguns membros do fórum que o estudo da proporcionalidade não dá uma ideia clara da situação de controlo; por outro lado enalteceu-se que o estudo deve ser visto como uma primeira fotografia dessa situação de controlo (a amostra é muito reduzida e restringida à UK e aos US. Apenas pouco mais de 400 dos 7.000 investidores contactados responderam).
- xxxxiv.* É a primeira vez que se procura mostrar as reacções dos investidores aos mecanismos defensivos de controlo e quais os que estes consideram mais nefastos para o mercado.
- xxxxv.* O estudo revela que os investidores querem mais transparência.

7.2 - “Relatório sobre Golden Shares”, 2005

- xxxxvi.* Cita-se Gompers, em ‘Corporate Governance and Equity Prices’ que reporta que as empresas com medidas defensivas de controlo mais eficazes, têm menos valor no mercado.

7.3 - Governance and Culture OCDE, 2004

- xxxxvii.* Pag. 29: Meados dos anos 30, leis na França que proibiam a emissão de múltiplas classes de acções e restrições do número de votos do administrador;
- xxxxviii.* Pag. 39: Relação entre corporate governance e as estruturas do mercado em que a empresa se insere;
- xxxxix.* Conceito de sistema de corporate governance nacional.

7.4 ‘Comparative Study on Corporate Governance Codes’ - Abstract

- cxl.* Pag. 4: As maiores diferenças nas práticas de corporate governance entre os Estados-Membros parecem resultar mais das diferenças legislativas do que das diferenças nos textos não vinculativos como é o caso dos Códigos de Bom Governo das

empresas. São notáveis as semelhanças entre os variados códigos analisados. Estas semelhanças servem como reforço do factor de convergência que se lhes reconhece.

cxli. As diferenças que se mantém diz alguma doutrina que são as mais arreigadas no contexto nacional e portanto, as mais difíceis de mudar. No entanto a maior tendência é para a progressiva convergência do que o contrário. Os códigos e as pressões do mercado aparecem aqui como factores de convergência, concentrando a atenção e as discussões em temáticas da corporate governance e articulando as boas práticas, encoraja as empresas a adoptá-las.

cxlii. Na temática em análise a tendência que se verifica nos Códigos analisados é:

- A promoção do tratamento equitativo dos accionistas; e
- Que os direitos de voto desproporcionais ao respectivo direito ao dividendo sejam evitados ou pelo menos totalmente transparentes para os accionistas.

7.5 One Share – One Vote: An European Rule?, Guido Alessandro Ferrarini, Janeiro de 2006

cxliii. Conclui que em algumas situações certos desvios à one share – one vote são justificados pela eficiência económica;

cxliv. Menciona que nos EUA os grupos pirâmide são desencorajados através dos impostos. Nomeadamente através da dupla tributação económica, introduzida pela reforma fiscal de Roosevelt, à qual reconhece sucesso ao afirmar não se conhecer nos EUA hoje, grupos pirâmide.

cxlv. Apesar do paradigma one share - one vote explicar as obrigações de transparência nas situações que não se lhe conformam, a afirmação de que o one share - one vote é um princípio de direito comunitário, é excessiva.

cxlvi. One share – one vote serve de paradigma ao sentido da regulação de algumas situações mas nada confirma que por explicar-se o sentido de determinada regulação com um paradigma que ao mesmo se queira dar a força dada às regulações que explica. Dar-se-ia unidade a esta regulação afirmando-se o paradigma com o mesmo valor. Assim, significa que não se quer afirmar o paradigma com aquele valor e o que com o mesmo se pode explicar terá o valor que tiver por si na situação para a qual é previsto.

cxlvii. there is convergence towards the abolishment of voting caps¹¹². This is notably the case of German Law which specifies that

- voting restrictions can only be adopted by non-listed companies. Para. 134 (1) of the German Law on Joint-Stock Companies. A similar provision was recently adopted by Italian Law.
- cxlviii.* the use of multiple voting shares is forbidden in Germany and Italy. Moreover, it is declining at European level: by 2004 only one third of the European countries allowed shares with multiple voting rights, down from more than one half in the early 1990.
- cxlix.* Scandinavian countries make large use of this type of shares; however, Sweden in 2004 introduced a maximum ratio of 10:1 for the votes that can be attributed to multiple voting shares (clearly not a radical reform, but a significant step towards more proportionate governance structures.
- cl.* non-voting shares are still allowed in most countries, mainly in the form of preference shares. However, the law generally restricts the issue of non-voting shares to a maximum percentage of the equity (varying between 25 and 100 per cent, with 50 per cent in the majority of countries).
- cli.* the Dutch Corporate Governance Code of 2003 includes new provisions with respect to depositary receipts for shares. After acknowledging that “depositary receipts for shares are a means of preventing minority shareholders from controlling the decision-making process ...”, the Code provides that these receipts shall not be used as an antitakeover measure and requires the trust office’s management to issue proxies “in all circumstances and without limitation to the holders of depositary receipts who so request”. Principle IV.2
- clii.* The US and Europe clearly followed different paths. In the US, the one share – one vote story dates back to the 1920s reflecting a widespread opposition to any form of concentration of economic power, which led the NYSE to adopt one share – one vote as a listing condition and President Roosevelt to fight pyramidal groups through taxation. This approach presumably contributed to the formation of diffuse ownership companies and was relaxed only in the 1980s when more flexible standards were adopted by the US exchanges and Nasdaq substantially to allow the adoption of pre-bid defences by listed companies. Deviations from one share – one vote were therefore admitted, but only in circumstances (such as the public offering of a new class of non-voting stock) where the relevant costs would not be born by public shareholders. Other transactions, such as the introduction of a voting cap by a company already listed, were precluded as they would cause a wealth transfer from one shareholder group to another. Similarly, J. Coates suggested that

the best rationale for the breakthrough rule is that many companies with dual-class structures were established long ago when they had already achieved a self-sufficient scale. Now that the EU has liberalised markets, “scale economies are not being achieved in the most efficient manner (through M&A transactions) because controllers are unwilling or in some cases legally unable to sell or share control”. Coates concludes, however, that the breakthrough rule is not necessarily the best remedy for such companies and that a better balance could be achieved with a periodic ‘reopening’ of control, as recommended by American scholars suggesting that takeover defences be revisited every ten or twenty years at a general meeting of shareholders.

7.6 Reciprocity In Takeovers

- cliii.* The whole system has been designed to satisfy a general, overriding principle - ensuring the equal treatment of all shareholders. There are no explicit rules on reciprocity in takeovers.

7.7 Memo 02/2001, da Comissão Europeia, resposta às FAQ’s sobre a Directiva 2004/25/CE

- cliv.* The combination of greater transparency concerning the capital and control structures of listed companies with the abolition of voting and ownership restrictions in a takeover bid situation, thereby weakening management entrenchment, should enable significant progress to be made towards the more level playing field for takeovers called for by the European Parliament. The submission of defensive structures and measures to the scrutiny of the general meeting every two years would increase their visibility and allow shareholders to question the board about their possible adverse consequences. Equity markets themselves would be a powerful deterrent to sclerotic structures. The proposal is a first step; the revision provided for in the proposed Directive would afford an opportunity for examining whether other initiatives should be taken at a later stage in order to level the playing field further.
- clv.* The advantage of the proposed solution is that it would allow significant progress to be made towards a more level playing field without undermining the competitive position of European businesses vis-à-vis their counterparts in non-member countries,

and in particular the United States. The proposal does not completely outlaw defensive measures. As far as the United States is concerned, many defensive measures are still possible under the laws of various individual States and more than 400 listed companies, including some very large ones, have multiple voting rights. It should also be noted that three times more capital is flowing from the EU in the direction of the US for takeovers than the reverse at the moment. Moreover, in practice, if US shareholders consider that a target company's management has failed to take their interests into account when putting in place 'poison pill' defences, they tend to sue the company's management in the courts. The Group suggested that once a takeover bid has been announced, an authorisation by the general meeting of shareholders to take action to frustrate the bid should only be valid if supported by a majority of votes under a voting system where all holders of risk-bearing capital in the company have votes weighted proportionately to their holding. The Group also advised that a successful offeror who has acquired a substantial part of the risk-bearing capital in a general bid for all the shares of the company should have the ability to "break through" any mechanisms – such as voting caps, multiple voting shares or ownership restrictions - which frustrate the exercise of proportionate control. The proposed Directive does not adopt this break-through solution in full because of the many complex legal problems that would result, including: defining the notion of risk-bearing capital, which does not exist in any Member State; fixing the threshold for triggering the break-through; and the dilution of the rights of ordinary shareholders that would result from giving voting rights to non-voting shares. Furthermore, the Commission received strong representations from Member States and interested parties about the constitutional problems resulting from the suppression of multiple voting rights, especially if no compensation were provided for the loss of these rights. Not providing for compensation was seen as tantamount to an expropriation of property rights. There was also evidence that the existence of multiple voting rights has not resulted in relatively less takeover activity in the countries concerned. Shares attracting such rights are also listed and can be bought in the market, albeit at a different price. They have proved to be a useful financing mechanism for bringing companies to the market. It is, however, likely that the increased transparency required by the proposed Directive will make these shares more visible. Introducing the

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.ao.pt

www.marcobinha.com

full break-through solution proposed by the High Level Group was also felt to be against freedom of contract and to constitute an undue encroachment into Member States' company law by a Directive that covers only takeover bids.

8. Normas dos EUA

- **Sarbanes-Oxley Act of 2002, Congresso dos EUA:**

clvi. Sec. 403: Altera a Sec. 16 do Securities Exchange Act, exige transparência no que respeita ao número de acções, directa ou indirectamente, da titularidade de membros da administração ou que possam ser utilizadas por estes no sentido de se os puder considerar beneficial owner (efectivo beneficiário) das mesmas.

- **Investment Companies Act of 1940, Congresso dos EUA:**

clvii. Aplicável apenas às empresas de investimento: intermediários financeiros e organismos de investimento colectivo. No preâmbulo é afirmado que o interesse público nacional e o interesse dos investidores é prejudicado:

- Quando os investidores exercem os seus direitos de accionista sem estarem adequadamente esclarecidos das características das acções em causa;
- As empresas são organizadas, operadas ou administradas segundo o interesse dos administradores ou outros, incluindo o interesse de titulares de especiais classes de acções em detrimento de todos os titulares de todas as classes de acções;
- Quando as empresas emitem classes de acções com características iníquas ou discriminatórias ou que não tutelem minimamente as preferências e os interesses dos seus titulares;
- Quando o controlo das empresas é indevidamente concentrado através da titularidade de acções em pirâmide ou através de métodos iníquos de controlo; ou quando o controlo é iniquamente distribuído ou exercido por pessoas irresponsáveis;
- Quando as empresas são reorganizadas, declaradas falidas ou são alteradas as características do seu *core business*, ou quando o controlo das mesmas é transferido sem o consentimento dos seus titulares;

clviii. Sec. 16: Cada administrador deve ser eleito pelos accionistas. Prevê distinção dos administradores em função da categoria de acções pelas quais são eleitos;

clix. Sec. 20 (b) It shall be unlawful for any registered investment company or affiliated person thereof, any issuer of a voting-trust

BINHÁ, ADVOGADOS, R.L.

Av. Bocage, 10A – CC Via Europa, Sl. 48

280-003 Barreiro

Telm. 967483602 * Fax: 215812803 * marcobinha-50753L@adv.oo.pt

www.marcobinha.com

certificate relating to any security of a registered investment company, or any underwriter of such a certificate, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or otherwise, to offer for sale, sell, or deliver after sale, in connection with a public offering, any such voting-trust certificate.

- clx.* Sec. 20 (c) No registered investment company shall purchase any voting security if, to the knowledge of such registered company, crossownership or circular ownership exists, or after such acquisition will exist, between such registered company and the issuer of such security. Cross-ownership shall be deemed to exist between two companies when each of such companies beneficially owns more than 3 per centum of the outstanding voting securities of the other company. Circular ownership shall be deemed to exist between two companies if such companies are included within a group of three or more companies, each of which— (1) beneficially owns more than 3 per centum of the outstanding voting securities of one or more other companies of the group; and (2) has more than 3 per centum of its own outstanding voting securities beneficially owned by another company, or by each of two or more other companies, of the group.
- clxi.* Sec. 20 (d) If cross-ownership or circular ownership between a registered investment company and any other company or companies comes into existence upon the purchase by a registered investment company of the securities of another company, it shall be the duty of such registered company, within one year after it first knows of the existence of such cross-ownership or circular ownership, to eliminate the same.
- clxii.* Sec 58: No business development company shall, unless authorized by the vote of a majority of its outstanding voting securities or partnership interests, change the nature of its business so as to cease to be, or to withdraw its election as, a business development company.

9. Normas de Espanha

Ley 6/2007, de 12 de Abril

- Artículo 60.bis. Obligaciones de los órganos de administración y dirección.
 - clxiii.* 1. Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.
 - clxiv.* Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el plazo contemplado en el párrafo anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la junta general de accionistas deberá aprobar o confirmar según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.
 - clxv.* En el caso de que la sociedad afectada cuente con un sistema de administración dual, lo dispuesto en los párrafos anteriores se entenderá también aplicable al consejo de control.
 - clxvi.* La junta general de accionistas a que se refiere el presente apartado podrá ser convocada quince días antes de la fecha fijada para su celebración, mediante anuncio publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia, con expresión de la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que han de tratarse.
 - clxvii.* El Boletín Oficial del Registro Mercantil publicará la convocatoria de forma inmediata a su recepción.
 - clxviii.* 2. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en el apartado anterior cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por un entidad que no tenga su domicilio social en

España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la Junta General, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la presente Ley.

clxix. Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

clxx. 3. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente.

• Artículo 60.ter. Medidas de neutralización opcionales.

clxxi. 1. Las sociedades podrán decidir que se apliquen las siguientes medidas de neutralización: a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad. b) La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60.bis.1 de esta Ley, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad. c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

clxxii. 2. La decisión de aplicar este artículo deberá adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y se comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacer pública esta comunicación en los términos y el plazo que se fije reglamentariamente.

clxxiii. En cualquier momento la junta general de accionistas de la sociedad podrá revocar la decisión de aplicar este artículo según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de

Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. La mayoría exigida en virtud del presente párrafo ha de coincidir con la exigida en virtud del párrafo anterior.

clxxiv. 3. Cuando la sociedad decida aplicar las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados.

clxxv. 4. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

clxxvi. Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la junta general de accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

clxxvii. 5. Reglamentariamente se podrán establecer los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo.

- Artículo 14. Se introduce un nuevo artículo 116.bis en la Ley del Mercado de Valores, con el siguiente tenor literal: «Artículo 116.bis. Información adicional a incluir en el informe de gestión.

clxxviii. Las sociedades a que se refiere el presente Título deberán incluir en el informe de gestión información sobre los siguientes aspectos: a) La estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente; b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores; c) Las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas; d) Cualquier restricción al derecho de voto; e) Los pactos parasociales; f) Las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración y a la modificación de los estatutos de la sociedad; g) Los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones; h) Los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de

control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información; i) Los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición. El consejo de administración presentará anualmente un informe explicativo a la junta general de accionistas sobre los elementos contemplados en este artículo.».

- Disposición adicional. Régimen para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada.

clxxxix. Quien a la entrada en vigor de la presente Ley posea un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada igual o superior al 30 por ciento e inferior al 50 por ciento quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición en los términos del Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando, con posterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, se dé alguna de las siguientes circunstancias: a) Que adquiera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5 por ciento en un período de 12 meses. b) Que alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50 por ciento. c) Que adquiera una participación adicional y designe un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

clxxx. El Gobierno podrá establecer los extremos que juzgue necesarios para la aplicación de la presente disposición así como las operaciones exceptuadas de este régimen.

clxxxxi. En cualquier caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en el apartado a), cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

- Competencias de la Junta

clxxxii.

La Ley de Sociedades Anónimas reserva expresamente a la Junta General la aprobación de ciertos acuerdos – tales como fusión, escisión, transformación, cambio de objeto social, disolución o cesión global de activo y pasivo- que afectan de forma sustancial a la naturaleza y estructura de la sociedad. Son las denominadas “modificaciones estructurales”. Existen, sin embargo, otras operaciones societarias que producen efectos similares y que, sin embargo, en ocasiones son adoptadas por el Consejo de Administración, al no existir una atribución legal específica y formal de competencia a favor de la Junta General. Así ocurre, por ejemplo, cuando una sociedad acuerda “filializar” sus activos y convertirse en mera sociedad holding, lo que en la práctica puede privar a su Junta General de la facultad de decidir sobre la política de capital o la política de reparto de beneficios y transferir dichas competencias al Consejo. Por ello, el Código estima que en estos casos y, en general, en todas las modificaciones estructurales de la sociedad, la decisión ha de corresponder a la Junta General de accionistas. Naturalmente, este principio ha de administrarse con la debida prudencia, sin extender de forma exagerada las competencias de la Junta, ni mermar las facultades naturales del Consejo para definir y poner en práctica la estrategia de la compañía. Así, por ejemplo, resultaría inapropiado someter a la decisión de la Junta la aprobación de operaciones de venta de inmuebles con reserva de arrendamiento (sale and leaseback), e incluso la venta de instalaciones de su propiedad cuando la sociedad opte por subcontratar externamente una actividad que hasta entonces desarrollaba directamente. Por ello, se recomienda:

- 3. Que, aunque no lo exijan de forma expresa las Leyes mercantiles, se sometan a la aprobación de la Junta General de Accionistas las operaciones que entrañen una modificación estructural de la sociedad y, en particular, las siguientes: a) La transformación de sociedades cotizadas en compañías holding, mediante “filialización” o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, incluso aunque ésta mantenga el pleno dominio de aquéllas; b) La adquisición o enajenación de activos operativos esenciales, cuando entrañe una modificación efectiva del objeto social; c) Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.