

# Briefing

17 de Julho de 2015

## A revisão da Directiva dos Direitos dos Accionistas

Enquadrada no âmbito mais amplo do Plano de Acção dedicado à harmonização do Direito das Sociedades europeu e Governo das Sociedades, de 2012, a Comissão Europeia (“CE”) divulgou, em Abril de 2014, uma proposta de revisão da Directiva 2007/36/CE, de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos de accionistas de sociedades cotadas (“Directiva”).

Os objectivos anunciados desta iniciativa legislativa da CE são ambiciosos: contribuir para a sustentabilidade das empresas da UE a longo prazo, e para a criação de um ambiente atractivo para os accionistas, aumentando a eficiência do investimento em acções de modo a contribuir para o crescimento, a criação de emprego e a competitividade da UE.

Para atingir estes objectivos, a pretendida reforma alarga, de forma significativa, o âmbito das matérias sujeitas a harmonização: por um lado, deixa de existir um foco exclusivo nos aspectos procedimentais relacionados com o exercício de direitos de voto (convocação da assembleia, representação, voto à distância, etc.), avançando-se para domínios mais substantivos (e sensíveis) como a remuneração dos gestores e as transacções com partes relacionadas; por outro

lado, reconhece-se a complexa teia de agentes que participam no processo deliberativo das sociedades cotadas, consagrando novos regimes para categorias especiais de accionistas e para certos prestadores de serviços.

Mais recentemente, no dia 8 de Julho do corrente ano, a proposta original apresentada pela CE foi finalmente votada no Parlamento Europeu (“PE”).

O texto actual da proposta de revisão (“Proposta”) encontra-se, no geral, bastante mais próximo das posições que foram sendo defendidas pelas sociedades emitentes ao longo do processo e consultas públicas, em grande medida em virtude do trabalho de acompanhamento muito próximo realizado pela EuropeanIssuers e que contou com a participação permanente da AEM.

Os trabalhos vão agora prosseguir no quadro dos diálogos tripartidos entre CE, PE e Conselho Europeu, e que deverão culminar com a adopção de um texto final.

Neste primeiro Briefing AEM-PLMJ, de uma série que irá acompanhar os processos regulatórios europeus e, em especial, a revisão desta Directiva, apresentamos, de forma sintética, as principais inovações trazidas pela Proposta.

### A. Identificação de Accionistas

#### (i) Criação de um regime que permita às sociedades cotadas conhecer o accionista final

■ Para fazer face ao persistente problema das dificuldades de comunicação entre sociedades e investidores, os intermediários financeiros ficam obrigados a prestar à sociedade, a pedido desta e sem demora injustificada, a identidade e contacto do accionista final. Esta obrigação de informação e cooperação na identificação do accionista final passa a ter fonte legal e estende-se a todos os intermediários da cadeia, incluindo aqueles que se encontram nos patamares intermédios e que, como tal, podem não ter relação directa nem com a sociedade, nem com o investidor final. Sem prejuízo, cabe ao intermediário financeiro que mantém contacto com o accionista final o dever de transmitir directamente essa informação à sociedade, podendo ainda os direitos nacionais atribuir esta função às centrais de valores mobiliários.

■ São criadas novas regras destinadas a assegurar o fluxo de informação e documentação necessária para o exercício dos direitos de voto, obrigando intermediários financeiros (que actuam por conta do accionista final) a transmitir aos accionistas todos os elementos necessários e à sociedade as instruções recebidas. Para assegurar a operacionalidade destas obrigações, elas são estendidas a todos os intermediários financeiros que participam na cadeia de titularidade.

■ Por seu turno, as próprias sociedades emittentes, no quadro dos deveres de prestação

de informação aos accionistas, são igualmente sujeitas a uma obrigação de divulgação nos respectivos sítios na internet da informação respeitante ao exercício de direitos de voto, bem como de transmissão aos intermediários financeiros da informação necessária para o exercício informado dos direitos de voto.

#### (ii) Facilitação do exercício de direitos de voto por intermediários financeiros por conta do accionista final

■ Um dos traços inovadores da Directiva havia sido a criação de mecanismos habilitadores do exercício de direitos de voto inerentes a acções detidas formalmente por intermediário financeiro, permitindo tal exercício tanto pelo intermediário financeiro, como pelo próprio accionista final através de procuração conferida pelo intermediário financeiro (não tendo este último regime sido transposto para o direito português). Na Proposta são agora detalhados estes mecanismos, nomeadamente através da imposição de medidas operacionais destinadas a facilitar o fluxo de informação e documentação (instruções ou procurações) necessário ao exercício atempado e informado dos direitos de voto.

■ Além disso, a Proposta preocupa-se com o escrutínio destes modos *indirectos* de exercício de direitos de voto no quadro de cadeias de intermediação, determinando que as sociedades devem confirmar e divulgar publicamente os votos expressos nas assembleias gerais directamente pelos accionistas ou por intermediários financeiros em seu nome.

### B. Remuneração dos membros de órgãos sociais

Avançando para domínios mais substantivos do governo societário e reconhecendo a limitada harmonização no espaço europeu das prerrogativas accionistas em matéria de remunerações dos membros dos órgãos sociais, são significativas as novidades que a proposta introduz neste domínio. Foi também aqui que, na sequência da intervenção do PE, se registaram algumas das mais relevantes evoluções do texto da Proposta.

#### (i) Elaboração e divulgação de uma política remuneratória

■ A Proposta começa por determinar que a remuneração dos membros dos órgãos de administração da sociedade deve ser fundada numa política de remunerações, a qual deve ser clara, compreensível, em linha com os objectivos de longo prazo e estratégia da empresa e adequada para prevenir situações de conflito de interesses. Esta política remuneratória deve ainda explicitar a forma como são tidos em conta os interesses de longo prazo e a sustentabilidade da sociedade, conter os critérios a aplicar na determinação da componente variável da remuneração e descrever o processo de determinação da remuneração (incluindo a respeito do funcionamento da comissão de remunerações).

■ Ao contrário do que sucedia na versão original preparada pela CE, o texto actual da Proposta já não exige que a política de remunerações indique nem o valor máximo da

remuneração a pagar pela sociedade, nem a proporção relativa da remuneração fixa e da remuneração variável (exigindo-se agora apenas que tal proporção seja apropriada). Por seu turno, deve ser prestada informação sobre como o nível de remuneração dos trabalhadores da sociedade é tomado em consideração na determinação do pacote remuneratório dos gestores (mas também já não se exige, como sucedia na versão original, a indicação sobre a relação entre a média paga aos membros do órgão de administração e o valor médio pago aos trabalhadores da sociedade).

■ Como forma de combater o *short-termism*, a Proposta determina ainda que a cotação das acções da sociedade não deve constituir um critério dominante na avaliação da performance dos administradores e, por outro lado, que a atribuição de acções não deve representar a componente mais relevante do pacote remuneratório dos administradores.

#### (ii) Atribuição aos accionistas de maior controlo sobre a política remuneratória e o relatório de remunerações

■ A Proposta confere aos accionistas um direito de voto sobre a política de remuneração a implementar pela sociedade, que deve ser exercido, pelo menos, numa base trienal. O texto actual da Proposta permite que os direitos nacionais atribuam ao voto dos accionistas um valor apenas recomendatório, flexibilizando, assim, o regime proposto na versão original do documento, que assumia um cariz sempre vinculativo deste *say on pay* pelos accionistas. É também deixado aos Estados-Membros espaço para definir as regras a aplicar naqueles casos

em que os accionistas rejeitem a política remuneratória proposta pela sociedade.

■ A acrescer ao voto na política remuneratória, é tornado obrigatório o voto dos accionistas no relatório anual de remunerações. Também aqui, a versão actual da Proposta (ao contrário do que sucedia no texto original) estabelece que os direitos nacionais podem atribuir ao voto dos accionistas sobre o relatório de remunerações um valor apenas recomendatório, devendo a sociedade estabelecer um processo de diálogo com os accionistas nos casos em que o relatório seja rejeitado.

■ O conteúdo mínimo deste relatório anual sobre remunerações é igualmente objecto de regulação detalhada, sendo de destacar a obrigação de prestação de informação numa base individual, com indicação dos diferentes componentes fixo e variável, bem como acerca da remuneração paga por outras entidades pertencentes ao mesmo grupo societário, ou ainda paga sob a forma de acções ou opções.

### C. Transacções com partes relacionadas

(i) Imposição de mecanismos de controlo sobre transacções com partes relacionadas

■ Com o propósito de envolver os accionistas na tomada de decisões de gestão relevantes, e em que é mais elevado o risco de conflito de interesses, a Proposta introduz um conjunto de requisitos de que depende a conclusão, pela sociedade, de transacções com partes relacionadas. A versão original preparada pela CE estabelecia dois regimes distintos, consoante as transacções em causa

envolvessem um valor superior a 1% ou a 5% dos activos da sociedade, tendo porém este critério fixo sido abandonado e sendo as restrições agora impostas pela Proposta aplicáveis às chamadas *transacções materiais com partes relacionadas*.

■ A concretização deste conceito de *transacção material* é deixada para os direitos nacionais, que devem contudo ter em consideração certos parâmetros avançados na Proposta, designadamente o impacto da transacção na situação económica e financeira da sociedade, bem como os riscos que tal transacção pode suscitar para a sociedade e para os accionistas minoritários.

■ Neste quadro, as *transacções materiais com partes relacionadas*:

- devem ser divulgadas publicamente, o mais tardar até ao momento da respectiva conclusão, juntamente com uma avaliação independente (a realizar ou por um terceiro, ou pelo órgão de fiscalização ou por uma comissão composta apenas por administradores independentes), confirmando terem sido praticadas condições de mercado e terem sido considerados os interesses da sociedade e de accionistas minoritários.
- devem ser objecto de voto ou pelos accionistas ou pelo órgão de supervisão (remetendo a Proposta para os direitos nacionais a definição do poder a atribuir aos accionistas), de acordo com um procedimento imune à influência da parte relacionada em causa e que

assegure a devida consideração dos interesses da sociedade e dos accionistas minoritários.

■ Os direitos nacionais podem dispensar o cumprimento das exigências acima expostas para transacções materiais entre a sociedade e outras entidades pertencentes ao mesmo grupo ou a *joint-ventures*, bem como para aquelas que sejam concluídas no normal curso das suas actividades e de acordo com condições normais de mercado.

### D. Investidores institucionais e gestores de activos

#### (i) Imposição de deveres de transparência a investidores institucionais e gestores de activos que invistam em acções de sociedades cotadas

■ Sendo reconhecida a relevância crescente destes grandes investidores institucionais nas dinâmicas de governo de sociedades cotadas, mas também a forma como o seu activismo pode ser indutor de um maior envolvimento de accionistas minoritários, é introduzida uma obrigação de esta categoria de accionistas elaborar e divulgar publicamente uma *política de envolvimento accionista*, que deve explicitar o modo como, no quadro da respectiva estratégia de investimento, são tidos em consideração os interesses de longo prazo dos beneficiários finais do investimento. Esta política deve ainda, entre outras matérias, descrever o modo como o envolvimento no governo societário se enquadra nas estratégias de investimento do investidor institucional ou gestor de activos, os

critérios que presidem ao exercício de direitos de voto, o modo como decorrerá o diálogo quer com as sociedades, quer com outros accionistas, e ainda o processo de selecção e utilização de *proxy advisors*.

■ A política de envolvimento accionista deve ser divulgada publicamente, numa base anual e sem custos, juntamente com um registo do modo como foram efectivamente exercidos os direitos de voto.

■ Este regime fica sujeito a uma lógica de *comply or explain*, podendo os investidores institucionais e gestores de activos optar por não elaborar e/ou divulgar estas políticas, caso em que, porém, terão de publicamente justificar tal escolha.

### E. Regulação de *proxy advisors*

#### (i) Regulação da actividade dos consultores em matéria de votação (*proxy advisors*)

■ Reconhecendo a crescente relevância dos chamados *proxy advisors*, entidades que emitem recomendações aos accionistas acerca do exercício dos seus direitos de voto em sociedades cotadas, mas que são também, com frequência, contratadas pelas próprias sociedades para aconselhamento sobre governo societário, para comunicação com accionistas e investidores e para serviços de organização da assembleia geral, a Proposta avança para a regulação destas actividades.

■ Neste quadro:

- os *proxy advisors* devem adoptar medidas que assegurem que as



- pesquisas e recomendações de voto por si emitidas são fundadas na análise cuidada da informação disponível, tendo unicamente em conta os interesses dos respectivos clientes;
- os *proxy advisors* devem divulgar publicamente o código de conduta por si adoptado, no contexto da autorregulação do sector, devendo ainda explicitar os motivos do eventual não acolhimento de algumas regras dele constante;
  - é imposta a divulgação, entre outras matérias, de informação relativa às metodologias e fontes utilizadas na elaboração de recomendações de voto (numa base anual) e aos conflitos de interesses (efectivos ou potenciais) relevantes no quadro da preparação de recomendações de investimento, sendo ainda divulgadas as medidas

implementadas para prevenir ou mitigar tais situações;

- numa aproximação ao quadro europeu que regula as actividades das agências de notação de risco, a Proposta exige ainda a prestação de informação acerca da forma como estes consultores têm em conta as condições do mercado nacional em que opera a sociedade cotada (incluindo condições legais e regulamentares aplicáveis), acerca do diálogo mantido com as sociedades relativamente às quais realizam recomendações de voto, acerca do número total de colaboradores envolvidos na preparação das recomendações de voto e acerca do número total de recomendações de voto emitidas para cada ano.



AEM  
ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES  
DE VALORES COTADOS EM MERCADO

Largo do Carmo, n.º 4, 1.º Direito  
1200-092 Lisboa  
Telefone: +351 21 820 49 70  
Fax: +351 21 807 74 90

[abel.ferreira@aem-portugal.com](mailto:abel.ferreira@aem-portugal.com)  
[www.emitentes.pt](http://www.emitentes.pt)

PLMJ  
SOCIEDADE DE ADVOGADOS R.L.

Edifício Eurolex  
Avenida da Liberdade, 224  
1250-148 Lisboa  
Telefone: +351 21 319 73 00  
Fax: +351 21 319 74 00

[andre.figueiredo@plmj.pt](mailto:andre.figueiredo@plmj.pt)  
[www.plmj.com](http://www.plmj.com)