GARRIGUES

COMENTÁRIO
CORPORATE GOVERNANCE

1-2017 • 29 MAIO 2017

REVISÃO DA DIRETIVA DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS

1. INTRODUÇÃO

A Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, também conhecida como a Diretiva dos Direitos dos Acionistas, foi um marco na regulamentação do governo das sociedades na União Europeia. Em execução do plano de ação *Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades da União Europeia - Uma estratégia para o futuro*, anunciado pela Comissão na sua comunicação de 21 de maio de 2003, a referida Diretiva teve por objetivo consolidar os direitos dos acionistas das sociedades cotadas, em especial através da ampliação das normas sobre transparência, direitos de voto por meio de representação, participação em assembleias gerais por meios eletrónicos e exercício transfronteiriço dos direitos de voto.

Posteriormente, no seu plano de ação de 2012 *Direito das sociedades e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e à sustentabilidade das empresas*, a Comissão insistia no facto de os acionistas terem um papel fundamental a desempenhar no fomento de um melhor governo das sociedades, não só no interesse da empresa como também no seu próprio interesse. No entanto, a crise financeira tinha revelado que, em muitos casos, os acionistas tinham apoiado uma assunção excessiva de riscos a curto prazo. Além disso, tinha-se observado uma falta de interesse dos acionistas em responsabilizar os administradores pelas suas decisões e ações, o que era agravado pelo facto de muitos acionistas apenas deterem as suas ações durante um curto período de tempo.

Em consequência da análise levada a cabo pela Comissão, o plano de ação de 2012 estabeleceu três linhas de ação principais: fomentar a transparência, incentivar o envolvimento dos acionistas e apoiar o crescimento e a competitividade das empresas.

Uma boa parte das iniciativas previstas no referido plano de ação são apresentadas na Diretiva (UE) 2017/828, a qual procede a uma revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas, tendo sido publicada no JOUE no passado dia 20 de maio (a "Diretiva") e sobre a qual incide o presente comentário. Tal como a diretiva que esteve na sua origem, a Diretiva (UE) 2017/828 destina-se ao plano das sociedades cotadas.

Em particular, a Diretiva estabelece requisitos específicos com a finalidade de:

- Facilitar a identificação dos acionistas, a transmissão de informações e o exercício dos direitos dos acionistas;
- Aumentar a transparência dos investidores institucionais, dos gestores de ativos e dos consultores em matéria de votação (*proxy advisors*);
- Reforçar o controlo e a transparência em matéria de remunerações dos administradores; e
- Melhorar a supervisão e a transparência das transações com partes relacionadas.

A Diretiva não tem efeito direto imediato nos Estados-Membros. Estes terão um prazo de vinte e quatro meses a partir da data de entrada em vigor da mesma para a sua transposição.

2. PRINCIPAIS NOVIDADES DA DIRETIVA

2.1 Identificação dos acionistas, transmissão de informação e facilitação do exercício dos direitos dos acionistas

Conforme referido nos considerandos da Diretiva, a identificação dos acionistas constitui uma condição prévia para a comunicação direta entre o acionista e a sociedade e, por conseguinte, é essencial para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e o seu envolvimento como tal. Contudo, as ações das sociedades cotadas são frequentemente

detidas através de cadeias complexas de intermediários que dificultam o exercício dos direitos dos acionistas e que podem constituir um obstáculo para o envolvimento destes. Consequentemente, a Diretiva promove o direito das sociedades a identificarem os seus acionistas.

Neste sentido, a Diretiva prevê que os Estados-Membros devem assegurar que, a pedido da sociedade ou de um terceiro designado pela mesma, os intermediários comuniquem à sociedade sem demora as informações relativas à identidade dos acionistas. A ideia subjacente à alteração é a de que a sociedade possa comunicar diretamente com os acionistas de modo a facilitar o exercício do direito de voto e promover o "*engagement*" acionista. De acordo com a Diretiva, os Estados-Membros poderão prever que as sociedades apenas se encontrem autorizadas a solicitar a identificação dos acionistas detentores de mais do que uma certa percentagem das ações ou dos direitos de voto, sendo que a Diretiva não permite que tal percentagem seja superior a 0,5%.

As sociedades e os intermediários não poderão conservar os dados pessoais dos acionistas durante um período superior a doze meses a contar da data em que tenham conhecimento de que o interessado deixou de ser acionista da sociedade.

Por outro lado, no que respeita à transmissão de informações, é estabelecido para os intermediários o dever de: (i) transmitir sem demora aos acionistas (ou a um terceiro por estes designado) as informações que a sociedade é obrigada a fornecer aos mesmos para que estes possam exercer os seus direitos ou, caso tais informações se encontrem disponíveis no site da sociedade, fornecer um aviso que indique em que parte do site estas informações podem ser encontradas; e (ii) transmitir sem demora à sociedade as informações recebidas dos acionista relacionadas com o exercício dos direitos decorrentes das suas ações.

No que respeita ao objetivo de facilitar o exercício dos direitos dos acionistas, a Diretiva impõe aos intermediários a obrigação de facilitarem o exercício destes direitos, incluindo o direito de os acionistas participarem e votarem nas assembleias gerais, através: (i) da adoção, por parte do intermediário, das medidas necessárias para que o acionista ou um terceiro nomeado por si possam exercer os respetivos direitos; ou (ii) do exercício, de forma direta, por parte do intermediário dos direitos decorrentes das ações, seguindo as instruções expressas do acionista e atuando em benefício deste.

A Diretiva exige igualmente que, caso os votos sejam expressos por via eletrónica, as sociedades enviem uma confirmação eletrónica da receção dos mesmos. Adicionalmente, cada acionista que votar na assembleia geral relevante deverá ter o direito de confirmar que o seu voto foi registado validamente e contabilizado pela sociedade. Os Estados-Membros podem definir o prazo para solicitar essa confirmação, o qual não poderá ser superior a três meses contados a partir da data da votação.

Finalmente, são estabelecidas regras tendentes à não discriminação, proporcionalidade e transparência dos custos dos intermediários e prevê-se a aplicabilidade da Diretiva em determinados casos a intermediários que não tenham a sua sede social nem a sua administração central na União Europeia.

2.2 Transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos

Para efeitos da Diretiva, são considerados "investidores institucionais" (i) as empresas que realizem atividades de seguro de vida ou de resseguro, e (ii) as instituições de realização de planos de pensões profissionais. Por outro lado, a Diretiva define como "gestores de ativos": (i) as empresas de investimento que prestem serviços de gestão de carteira a investidores, (ii) os gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA), (iii) as sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários sob a forma de fundo comum de investimento ou de sociedade de investimento (sociedade gestora de OICVM), e (iv) as empresas de investimento que não tenham designado uma sociedade gestora de OICVM. Importa lembrar que a legislação portuguesa já prevê determinadas regras relativas ao exercício do direito de voto por parte de algumas destas entidades.

Nos considerandos da Diretiva é referido que os investidores institucionais e os gestores de ativos são, frequentemente, acionistas importantes de sociedades cotadas na União Europeia. Não obstante, muitas vezes estas entidades não se envolvem nas sociedades nas quais detêm participações de capital e não são transparentes no que se refere às suas estratégias de investimento, assim como às suas políticas de envolvimento nas sociedades e à forma como executam as mesmas.

Por este motivo, a Diretiva estabelece que tanto os investidores institucionais como os gestores de ativos devem divulgar: (i) a sua política de envolvimento, descrevendo de que modo integram o envolvimento dos acionistas na sua estratégia de investimento; e (ii) como aplicaram, anualmente, a referida política, incluindo uma descrição geral

do seu sentido de voto, uma explicação das votações mais importantes e a utilização dos serviços de consultores em matéria de votação. Devem ainda divulgar ao público o seu sentido de voto nas assembleias gerais de sociedades nas quais detenham participações, podendo essa divulgação excluir os votos não significativos, atendendo ao objeto da votação ou à dimensão da sua participação na sociedade.

Alternativamente ao previsto no parágrafo anterior, os investidores institucionais e os gestores de ativos deverão divulgar uma explicação clara e fundamentada sobre os motivos pelos quais decidiram não cumprir um ou mais dos referidos requisitos.

Adicionalmente, os investidores institucionais deverão divulgar de que forma os elementos principais da sua estratégia de investimento em ações são coerentes com o perfil e duração dos seus passivos, em particular, passivos a longo prazo, e de que modo contribuem para o desempenho a médio e longo prazo dos seus ativos.

Os investidores institucionais também deverão publicar determinadas informações relativas aos acordos celebrados com gestores de ativos que, se for o caso, investirem em seu nome, incluindo (i) a forma de incentivar o gestor de ativos para alinhar a sua estratégia e as suas decisões de investimento com o perfil e a duração dos passivos do investidor institucional, (ii) a forma de incentivar o gestor de ativos a tomar decisões com base em avaliações de desempenho financeiro e não financeiro, (iii) a adequação da avaliação do desempenho do gestor e da remuneração dos serviços de gestão de ativos ao perfil e à duração dos passivos do investidor institucional, e (iv) o controlo dos custos de rotação da carteira e a duração do acordo. Adicionalmente, caso os acordos com os gestores de ativos não incluam um ou mais dos elementos referidos, os investidores institucionais deverão apresentar uma justificação clara e fundamentada para tal facto.

A informação prevista nos parágrafos anteriores deverá ser disponibilizada gratuitamente no site do investidor institucional.

Por outro lado, os gestores de ativos serão obrigados a revelar aos investidores institucionais o modo como a sua estratégia de investimento e respetiva execução respeitam o acordo de gestão de ativos e contribuem para o desempenho de médio a longo prazo dos ativos do investidor institucional ou do fundo. A Diretiva inclui ainda uma lista extensa dos elementos que devem ser incluídos na informação a prestar. Os Estados-Membros poderão ainda regular que a informação anual levada ao conhecimento do investidor institucional seja divulgada em conjunto com o seu relatório anual.

2.3 Transparência dos consultores em matéria de votação (*proxy advisors*)

Dada a crescente influência dos consultores em matéria de votação no comportamento dos investidores institucionais e gestores de ativos, a Diretiva aprofunda os requisitos de transparência que devem ser aplicados a este tipo de consultores.

Os Estados-Membros deverão garantir que os consultores em matéria de votação que apliquem um código de conduta informem sobre a aplicação desse código. Caso não apliquem um código de conduta, deverão explicar o motivo de forma clara e fundamentada. Essa informação deverá ser divulgada gratuitamente nos sites dos consultores em matéria de votação.

Por outro lado, para informarem os seus clientes sobre a exatidão e fiabilidade das suas atividades, os consultores em matéria de votação serão obrigados a divulgar anualmente uma série de dados essenciais relativos à preparação dos seus estudos, pareceres e recomendações de voto. Esta informação deverá permanecer publicamente disponível por um período de, pelo menos, três anos a contar da data da sua divulgação.

Além disso, serão obrigados a comunicar aos seus clientes qualquer conflito de interesses, real ou potencial, ou qualquer relação comercial que possa ter influência na preparação dos seus estudos, assim como as medidas adotadas a esse respeito.

Estas disposições também serão aplicáveis aos assessores de voto que não tenham a sua sede social ou administração central na União mas que exerçam as suas atividades através de um estabelecimento situado na União.

2.4 Reforço do controlo e da transparência da remuneração dos administradores

A Diretiva salienta nos seus considerandos a importância de a política de remuneração das sociedades ser definida, de forma adequada, pelos órgãos competentes das sociedades, bem como a importância de os acionistas terem a possibilidade de expressar os seus pontos de vista quanto à política de remuneração da sociedade.

Neste sentido, a Diretiva prevê que os acionistas tenham o direito de votar sobre a política de remuneração dos administradores na assembleia geral cada vez que forem introduzidas alterações e, pelo menos, de quatro em quatro anos. Prevê-se igualmente que a referida votação seja, em princípio, vinculativa. Os administradores apenas poderão ser remunerados de acordo com uma política aprovada pela assembleia geral. Não obstante, a Diretiva permite que os Estados-Membros possam optar pela votação com carácter meramente consultivo, sendo que neste caso as sociedades só podem remunerar os seus administradores em conformidade com a política de remuneração que tenha sido submetida a tal votação em assembleia geral.

Prevê-se que, em casos excecionais, possam ser aplicadas derrogações temporárias à política de remuneração, na medida em que estas sirvam os interesses a longo prazo e a sustentabilidade da sociedade ou a sua viabilidade.

A Diretiva detalha os aspetos que devem constar da política de remuneração, incluindo as diferentes componentes de remuneração fixa e variável, a forma como as condições de emprego e de remuneração dos trabalhadores da sociedade foram tidas em conta, os critérios para a remuneração variável, as remunerações com base em ações, a duração dos contratos com os administradores e o processo que foi seguido para a determinação, revisão e aplicação da política. Uma vez aprovada, a política de remuneração deverá estar acessível de forma gratuita no site da sociedade.

A Diretiva regulamenta ainda o relatório sobre remunerações que as sociedades devem elaborar, que deverá conter, em relação a cada administrador: a remuneração total discriminada, a variação anual, as remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo, o número de ações e de opções sobre ações concedidas ou oferecidas, informações sobre a possibilidade de solicitar a restituição da remuneração variável e informações sobre qualquer desvio ou derrogação relativamente à política de remuneração aprovada.

A Diretiva prevê a votação com carácter consultivo sobre o referido relatório em assembleia geral, prevendo igualmente que a sociedade explique, no relatório seguinte, a forma como a votação da assembleia geral foi tida em conta. Não obstante, prevê-se que para as pequenas e médias empresas os Estados-Membros possam prever que, em alternativa a uma votação, o relatório sobre as remunerações do exercício seja apresentado para discussão na assembleia geral como um dos pontos da ordem de trabalhos, devendo a sociedade explicar, no relatório do ano seguinte, a forma como a discussão da assembleia geral foi tida em conta.

Após a assembleia geral, as sociedades divulgarão o relatório sobre remunerações no seu site, de forma gratuita, por um período de dez anos.

De referir que o ordenamento jurídico português já prevê regras relativas à publicidade e transparência em matéria de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização. Atualmente, e no caso particular das sociedades cotadas, o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 impõe às sociedades cotadas a obrigação de divulgarem um conjunto de informações relativas à remuneração dos membros do órgão de administração e de fiscalização, nas quais se incluem informações sobre a política de remunerações. Adicionalmente, a Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, consagra a obrigação de o órgão de administração das entidades de interesse público (nas quais se incluem as sociedades cotadas) submeter anualmente à aprovação da assembleia geral uma declaração sobre a política de remuneração ("*say on pay*") dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização . Este diploma estabelece ainda a obrigação de as entidades de interesse público divulgarem nos documentos anuais de prestação de contas a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, assim como o montante anual da remuneração auferida pelos mesmos, de forma agregada e individual.

Ao nível do governo das sociedades cotadas, o Código de Governo das Sociedades da CMVM (versão de 2013, atualmente em vigor) contém igualmente recomendações em matéria de remuneração dos membros dos órgãos sociais, temática que também é abordada no Projeto de Código de Governo das Sociedades do IPCG de maio de 2016 (o qual se encontra atualmente em processo de avaliação final e, uma vez aprovado, passará a substituir o Código de Governo das Sociedades da CMVM).

2.5 Melhoria da supervisão e da transparência das transações com partes relacionadas

As transações com partes relacionadas podem, conforme referido nos considerandos da Diretiva, prejudicar as sociedades e respetivos acionistas, uma vez que podem proporcionar à parte relacionada a oportunidade de se apropriar de uma parte do valor da sociedade. Por este motivo, o processo de aprovação de transações com partes relacionadas deve evitar que a parte relacionada explore a sua posição e proporcionar uma proteção adequada dos interesses da sociedade e dos acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os minoritários. Com este propósito a Diretiva estabelece, em primeiro lugar, que os Estados-Membros devem definir o que consideram transações relevantes, tendo em conta tanto a influência que as informações sobre a transação possam ter sobre as decisões económicas dos acionistas da sociedade, como o risco que a transação representa para a própria sociedade e os seus acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários. Para isso, os Estados-Membros deverão estabelecer um ou vários rácios quantitativos baseados no impacto da transação. Os Estados-Membros poderão diferenciar determinadas definições de transações relevantes em função da dimensão da sociedade.

Por sua vez, as sociedades deverão anunciar publicamente as respetivas transações relevantes com partes relacionadas, o mais tardar no momento em que forem realizadas, indicando a parte relacionada e determinando a data e o valor da transação, assim como qualquer outra informação necessária para avaliar se esta é justa e razoável. Os Estados-Membros poderão estabelecer a obrigação de que o anúncio seja acompanhado de um relatório que avalie se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários, e que explique os pressupostos em que se baseia e os métodos utilizados. O relatório poderá ser elaborado por um terceiro independente, pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade ou pela comissão de auditoria ou outro órgão maioritariamente composto por administradores independentes. Em caso algum as partes relacionadas poderão intervir na elaboração do relatório.

A Diretiva exige, ainda, que as transações relevantes com partes relacionadas sejam aprovadas pelos acionistas ou pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade, podendo os Estados-Membros prever que os acionistas tenham o direito de votar em assembleia geral as transações relevantes com partes relacionadas que tenham sido aprovadas pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade.

Nessa votação não poderá participar o administrador ou acionista que tenha estado envolvido nas transações com partes relacionadas. No entanto, está prevista a possibilidade de os Estados-Membros autorizarem que o acionista que seja uma parte relacionada participe na votação, desde que a legislação nacional preveja garantias adequadas, aplicáveis antes ou durante o processo de votação, para proteger os interesses da sociedade e dos acionistas que não sejam partes relacionadas (incluindo os acionistas minoritários), impedindo que a parte relacionada aprove a transação contra o parecer contrário da maioria dos acionistas que não sejam partes relacionadas ou contra o parecer contrário da maioria dos administradores independentes.

Poderão ser excetuadas do regime anterior, entre outras, as operações levadas a cabo no quadro da atividade corrente e celebradas em condições normais de mercado. Relativamente a essas operações, o órgão de administração ou de supervisão da sociedade deve estabelecer um procedimento interno para avaliar periodicamente o cumprimento das condições normais de mercado, não podendo as partes relacionadas participar na referida avaliação. Por último, prevê-se que os Estados-Membros devem assegurar: (i) que as sociedades anunciem ao público as transações relevantes levadas a cabo entre partes relacionadas da sociedade e as suas filiais (podendo prever que o anúncio seja acompanhado de um relatório justificativo), (ii) que as transações com a mesma parte relacionada que tenham sido efetuadas em qualquer período de doze meses ou no mesmo exercício, e que não tenham estado sujeitas às obrigações acima enumeradas, sejam agregadas para efeitos da aplicação dessas obrigações.

A divulgação da existência de partes relacionadas e das respetivas transações é já objeto de alguma regulamentação no ordenamento jurídico português. Atualmente, e no caso particular das sociedades cotadas, para além do previsto em matéria de normas contabilísticas internacionais e no Código das Sociedades Comerciais, o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 impõe às sociedades cotadas a obrigação de divulgarem um conjunto de informações no relatório de governo societário, nas quais se incluem informações relativas à existência de partes relacionadas. Por sua vez, o Código dos Valores Mobiliários regula a obrigação de divulgação da ocorrência de transações relevantes entre partes relacionadas. Ao nível do governo das sociedades cotadas, o Código de Governo das Sociedades da CMVM (versão de 2013, atualmente em vigor) contém igualmente recomendações em matéria de conflitos de interesse e transações com partes relacionadas, temática que também é abordada no Projeto do Código de Governo das Sociedades do IPCG de maio de 2016 (o qual se encontra atualmente em processo de avaliação final e, uma vez aprovado, passará a substituir o Código de Governo das Sociedades da CMVM). No entanto, o regime agora previsto na Diretiva implicará certamente o reforço das normas aplicáveis no que respeita à aprovação e divulgação de transações com partes relacionadas.

2.6 Sanções

A Diretiva prevê que os Estados-Membros estabeleçam as sanções aplicáveis ao incumprimento das disposições nacionais aprovadas em virtude da mesma, as quais deverão ser eficazes, proporcionadas e dissuasivas.

3. ENTRADA EM VIGOR, PRAZO DE TRANSPOSIÇÃO E ATOS DE EXECUÇÃO E REVISÃO

A Diretiva entrará em vigor vinte dias após a sua publicação no JOUE.

Os Estados-Membros terão um prazo de vinte e quatro meses a partir da data da sua entrada em vigor para a sua transposição (*i.e.* junho de 2019).

Por outro lado, a Diretiva contempla, em diversos pontos, o poder da Comissão para proferir atos de execução, tais como:

- Especificação de requisitos mínimos para a comunicação de informação relativa à identificação dos acionistas por parte dos intermediários.
- Especificação dos requisitos mínimos para transmitir informação relativa ao exercício dos direitos dos acionistas por parte dos intermediários.
- Especificação dos requisitos mínimos para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas por parte dos intermediários.

Também se prevê que a Comissão apresente ao Parlamento Europeu e ao Conselho:

- Em colaboração com a *European Securities and Markets Authority e com a European Supervisory Authority (European Banking Authority)* m relatório sobre a aplicação das medidas relativas à identificação dos acionistas, transmissão de informação e facilitação do exercício dos direitos dos acionistas, incluindo as dificuldades encontradas na sua aplicação prática e o seu controlo, relatório que deverá ser publicado, no máximo, seis anos após a data de entrada em vigor da Diretiva.
- Um relatório sobre a aplicação das disposições relativas aos investidores institucionais e aos gestores de ativos acompanhado, se for o caso, de propostas legislativas. Esse relatório deverá ser publicado, no máximo, cinco anos após a data de entrada em vigor da Diretiva.
- Um relatório sobre a aplicação da disposição relativa aos consultores em matéria de votação, acompanhado, se for o caso, de propostas legislativas. Esse relatório deverá ser publicado, no máximo, seis anos após a data de entrada em vigor da Diretiva.

Siga-nos:

www.garrigues.com

O conteúdo da presente publicação tem caráter geral, não constituindo opinião profissional nem assessoria jurídica.
© Reservados todos os direitos. É proibida a sua exploração, reprodução, distribuição, divulgação pública ou alteração sem o prévio consentimento escrito da Garrigues Portugal, S.L.P. – Sucursal

Avenida da República, 25 – 1.º, 1050-186 Lisboa (Portugal)
T +351 213 821 200 - F +351 213 821 290

Av. da Boavista, 3523, 2º Edifício Aviz - 4100-139 Porto (Portugal)
Tel.: +351 226 158 860 - Fax: +351 226 158 888