O Novo Direito dos Valores Mobiliários

I CONGRESSO SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS E MERCADOS FINANCEIROS

2017

Paulo Câmara (*Coordenação*)
Gabriela Figueiredo Dias
Carlos Ferreira de Almeida
Frederico de Lacerda da Costa Pinto
Bruno Ferreira
Orlando Vogler Guiné
António Gomes Mota
Rui de Oliveira Neves
Rui Pinto Duarte
João Soares da Silva
Manuel Requicha Ferreira
Jorge Brito Pereira
Diogo Leónidas Rocha
Ana Perestrelo de Oliveira
José Ferreira Gomes
José Pedro Fazenda Martins
Tiago dos Santos Matias
A. Barreto Menezes Cordeiro
Fernando Teixeira dos Santos
João Sousa Gião
Luís Guilherme Catarino
Diogo Costa Gonçalves
Manuel A. Carneiro da Frada
Margarida Azevedo Almeida
Miguel Santos Almeida
Francisco Mendes Correia
Maria João Carioca
Abel Sequeira Ferreira

ALMEDINA GOVERNANCE LAB

AS ALTERAÇÕES À DIRETIVA DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS (APRESENTAÇÃO COM ALGUMAS OPINIÕES HERÉTICAS)

RUI PINTO DUARTE

1. Objetivo da intervenção

A Diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007, cujo título indica ser «relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas» e que é conhecida como «Diretiva dos Direitos dos Acionistas», obriga os Estados-Membros a estabelecer algumas regras sobre o exercício de certos «direitos dos acionistas associados a ações com direito de voto nas assembleias-gerais das sociedades que têm sede social num Estado-Membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-Membro» (respetivo art. 1º, nº 1).

Portugal operou a sua transposição pelo Dec.-Lei 49/2010, de 19 de maio, embora alguns dos conteúdos da Diretiva já tivessem correspondência no nosso direito anterior.

A COM (2014) 213 final contém uma proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho destinada a alterar a Diretiva 2007/36/CE «no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades».

O objetivo desta minha intervenção é dar a conhecer a COM (2014) 213 final, na parte em que contém propostas de alteração da Diretiva 2007/36/CE, contribuindo para a sua compreensão, quanto a essa parte (como resulta do antes escrito, a proposta de diretiva também prevê alterações à Diretiva 2013/34/EU, de 26 de junho de 2013 – relativa às demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empre-

sas, que altera a Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e revoga as Diretivas 78/660/CEE e 83/349/CEE do Conselho – que não abordarei).

Não tentarei fazer uma apresentação assética, pois não só não o conseguiria como julgo mais útil mostrar claramente as minhas opiniões, mesmo quando sei que elas fogem ao pensamento dominante.

2. Localização do tema

Julgo útil precisar o terreno em que nos encontramos, chamando a atenção para que:

- As *sociedades abrangidas* são as que têm sede social num Estado-Membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento num Estado-Membro (art. 1º, nº 1);
- As *matérias reguladas* são participação e exercício dos direitos de voto nas assembleias gerais e o «envolvimento dos acionistas» – noção esta cujo conteúdo a proposta de diretiva define, como adiante exporei (arts. 1º e 5º a 14);
- O *relacionamento com o direito português* é feito com o CSC e o CVM, nomeadamente com aquilo que foi objeto do Dec.-Lei 49/2010, de 19 de maio.

3. Duas visões dos acionistas

Noutro plano, julgo também útil recordar, com o fim de preparar considerações posteriores, que os acionistas não são, no plano da realidade social, todos iguais.

Para o objeto desta intervenção, contraponho dois tipos: o dos acionistas comproprietários (em sentido económico) da empresa societária e o dos acionistas meros fornecedores de capital à empresa.

A visão dos acionistas como comproprietários reflete o universo das sociedades fechadas, em que os acionistas desse tipo (co-)controlam as sociedades. A ela corresponde tendencialmente a ideia de que o colégio dos acionistas é soberano, podendo intervir sem limites na gestão da sociedade.

A visão dos acionistas como uma categoria dos meros fornecedores de capital reflete o universo das sociedades abertas, em que os acionistas desse tipo não controlam as sociedades. A ela corresponde tendencialmente a ideia de que a gestão da sociedade deve estar confiada a um órgão dotado de alguma autonomia em relação ao colégio dos acionistas. Vale a pena esclarecer que a pertença a tal categoria não significa necessariamente que a participação detida não seja

significativa: pode sê-lo, mas o seu titular abster-se de participar no controlo da sociedade, como sucede com certos investidores institucionais. Acrescento que tal universo das sociedades abertas pressupõe a existência de mercados de capitais que propiciem o *exit* como alternativa ao *voice*[1].

Tais visões não têm, porém, pleno apoio no estatuto jurídico dos acionistas, que tende a igualizá-los e a só prever algumas diferenças em função do peso relativo das participações.

4. Duas famílias de diretivas

Também para enquadramento da proposta de diretiva que me proponho apresentar, realço que o Direito da União Europeia conhece duas «famílias» de diretivas relevantes para o regime das sociedades cotadas:

- A família das diretivas de coordenação em matéria de sociedades (cuja base inicial foi o art. 54, nº 3, alínea g) do primitivo Tratado de Roma e que está reunida no nº 17.10 do Repertório de Legislação da União Europeia)[2];
- A família das diretivas sobre mercados de capitais/bolsas/valores mobiliários/instrumentos financeiros (cuja base inicial foi não só o art. 54, nº 3, alínea g) do primitivo Tratado de Roma como o art. 100 do mesmo e o seu art. 100-A após o Ato Único Europeu, e que está reunida no nº 06.20.25 do Repertório de Legislação da União Europeia)[3].

As relações entre as essas duas famílias não são tão harmónicas quanto seria desejável[4], pelo que o concurso de regras pertencentes a uma e outra cria problemas, nomeadamente na sua transposição para os direitos dos Estados-membros.

A «Diretiva dos Direitos dos Acionistas» pertence a ambas, mas, apesar do seu nome, está mais próxima da família das diretivas sobre mercados de capitais/bolsas/valores mobiliários/instrumentos financeiros, que a meu ver contém

[1] Sobre a opção «*exit or voice*», v., por exemplo, ANDREAS CAHN e DAVID C. DONALD, *Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010, pp. 467 e ss.

[2] Sobre esta família, v., por exemplo, MADS ANDENAS e FRANK WOOLDRIDGE *European Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2009, pp. 20 e ss., e RUI PINTO DUARTE, *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra Editora, 2008, pp. 179 e ss.

[3] Sobre esta família, v., por exemplo, *European Capital Markets Law, edited by* RÜDIGER VEIL, Hart Publishing, 2013, em especial o § 1 do primeiro capítulo (da autoria do próprio Rüdiger Veil), PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, pp. 38 e ss., e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Almedina, 2015, pp. 95 e ss.

[4] Sobre as relações das duas famílias em causa, v. o meu texto «Considerações sobre níveis de regulação e conceitos legais a propósito das sociedades comerciais», *in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira*, agosto de 2015, vol. I, pp. 93 e ss.

disposições que prejudicam o bom funcionamento interno das sociedades – certamente fruto de os seus autores materiais prestarem mais atenção aos aspetos das relações entre empresas do que aos aspetos desse funcionamento interno.

Isso, de resto, não é caraterística exclusiva do direito da União Europeia, pois creio que o mesmo sucede com documentos internacionais como os *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* (de 2016)[5], os quais, a meu ver (heresia das heresias...) consagram várias teses infelizes, como é o caso da condenação perentória do voto aberto – que é frequentemente condição indispensável ao exercício de direitos societários, sobretudo de acionistas minoritários (por exemplo, do tipo dos previstos no art. 392, nº 6, do CSC) ou à responsabilização dos autores de votos abusivos (no nosso direito, por exemplo, ao abrigo do art. 58, nº 3, do CSC)[6].

5. Pano de fundo: as crises, o *corporate governance* e o ativismo acionista

Saindo do plano normativo para entrar no dos factos, lembro alguns que julgo integrarem o pano de fundo da proposta de diretiva:

- A crise de 2001/2002 (a *dot.com bubble*, o caso Enron/Arthur Andersen, o Sarbanes-Oxley Act, etc...), que, naturalmente, já foi base relevante da Diretiva 2007/36/CE;
- A crise de 2007/2009 (os incumprimentos dos empréstimos hipotecários *subprime* e as suas consequências no sistema bancário e nas bolsas);
- A crença nas virtudes do reforço da regulação do governo das sociedades;
- O ativismo acionista[7].

A proposta de diretiva visa estimular o último dos fenómenos, como resulta das seguintes palavras do seu considerando 5: «O envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas é um dos pilares do modelo de governo das sociedades cotadas, que depende de controlos e equilíbrios entre os vários órgãos e partes interessadas.».

Devo expressar que não subscrevo esse desiderato – o qual, a meu, ver, assenta numa transposição injustificada do que é desejável na esferas da atividade cívica

[5] Disponíveis em http://www.oecd.org/publications/principios-de-governo-das-sociedades-do-g20-ocde-9789264259195-pt.htm.

[6] Ao referir os *Princípios da OCDE*, não posso deixar de notar que a sua versão portuguesa deixa muito a desejar do ponto de vista terminológico, nomeadamente por força da utilização anglicizada de palavras como «compensação», «provisão», «legal», «desafiar», «corporativo», «jurisdições» e «adjudicação».

[7] Sobre os problemas do ativismo acionista, com especial consideração do caso do Reino Unido, v. IRIS H-Y CHIU, *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, Hart Publishing, 2010.

e da atividade política para o campo das organizações empresariais e, talvez, também na de remédios recomendados para um mal norte-americano que não atinge o direito português nem os direitos da Europa continental que conheço: o da escassez das matérias submetidas a deliberação dos acionistas ou dos «conselhos gerais e de supervisão»[8].

As sociedades por ações nasceram e desenvolveram-se com base na existência de vários tipos de acionistas, nomeadamente do tipo que descrevi como o dos meros fornecedores de capital: investidores que procuram rendimento ou mais-valias sem quererem intervir no governo das sociedades. Julgar que acionistas desse tipo são indesejáveis, querer forçar a sua transformação, é atacar um dos fundamentos das sociedades anónimas e dos mercados de capitais. Por detrás do fomento do ativismo acionista está, creio, a incompreensão do modo como o capitalismo obteve alguns dos seus êxitos, designadamente a coexistência de vários tipos de investidores. Não há que defender alegados interesses dos que, muito legitimamente, se alheiam de participar nos processos deliberativos. Os acionistas das sociedades cotadas – incluindo os que o são mediatamente, por intermédio de «veículos de investimento» – não precisam de tutores.

Acresce que a facilitação do ativismo acionista tem efeitos altamente negativos. Com a justificação da necessidade de escrutínio das decisões de gestão, contribui não só para o constrangimento dos gestores como para o aumento dos abusos de minorias rapaces, a multiplicação dos litígios[9] e o afastamento das empresas das bolsas. Mais concretamente, julgo que o aumento de regras e de direitos instrumentais gera o aumento de litígios, que não têm apenas custos para os que neles intervêm, mas também para os demais acionistas e para a comunidade. Conceber o papel dos acionistas na *governance* das sociedades como «*vote, sell and sue*», com as explicitações de que os acionistas usam a litigância para tentar exercer influência nos assuntos societários[10] ou para «extrair valor» das mesmas[11], não é algo que me mereça aplauso.

[8] Sobre o papel das deliberações dos acionistas no direito dos Estados Unidos da América, v., por exemplo, MARCEL KAHAN e EDWARD B. ROCK no texto «*On Improving Shareholder Voting*» *in Rationality in Company Law Essays is Honour of DD Prentice edited by* John Armour & Jennifer Payne, Hart Publishing, 2009, pp. 257 e ss.

[9] Para uma interessante exposição comparativa dos litígios resultantes do exercício de direitos de acionistas minoritários, v. o que escrevem MATHIAS SIEMS e DAVID CABRELLI nos capítulos 9 e 10 de *Comparative Company Law A Case-Based Approach edited by* MATHIAS SIEMS e DAVID CABRELLI, Hart Publishing, 2013, pp. 258 e ss. e 287 e ss.

[10] V. o texto de D. GORDON SMITH intitulado «*The Role of Shareholders in the Modern American Corporation*», *in Research Handbook on the Economics of Corporate Law edited by* CLAIRE A. HILL e BRETT H. MCDONNELL, Edward Elgar, 2012, pp. 52 e ss., em especial pp. 52 e 62

[11] V. IRIS H-Y CHIU, *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism*, cit., em especial pp. 139 e ss.

6. Enquadramento da Diretiva 2007/36/CE

Por último, nesta junção de elementos relevantes para a compreensão da proposta de diretiva, julgo importante lembrar alguns elementos de Direito da União Europeia que enquadraram a própria Diretiva 2007/36/CE, a saber:

- A COM (2003) 284 «Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro»;
- A Resolução do Parlamento Europeu (de 21 de abril de 2004) sobre a Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu intitulada «Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro» COM(2003) 284;
- A Recomendação da Comissão de 14 de dezembro de 2004 «relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas» (2004/913/CE);
- A Recomendação da Comissão de 15 de fevereiro de 2005 «relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do conselho de supervisão de sociedades cotadas e aos comités do conselho de administração ou de supervisão» (2005/162/CE);
- A Diretiva 2006/46/EU, de 14 de junho de 2006, «que altera a Diretiva 78/660/CEE do Conselho relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, a Diretiva 83/349/CEE do Conselho relativa às contas consolidadas, a Diretiva 86/635/CEE do Conselho relativa às contas anuais e às contas consolidadas dos bancos e outras instituições financeiras e a Directiva 91/674/CEE do Conselho relativa às contas anuais» (transposta pelo Dec.-Lei 185/2009, de 12 de agosto).

7. O conteúdo essencial da Diretiva 2007/36/CE

Passo a lembrar as matérias reguladas pela Diretiva de cuja alteração se trata. São elas, no essencial:

- A forma de convocação da assembleia geral (art. 5º, nºs 1 e 2);
- O prazo de convocação da assembleia geral (art. 5º, nºs 1 e 2);
- O conteúdo da convocatória da assembleia geral (art. 5º, nº 3);
- A informação preparatória das reuniões (art. 5º, nº 4);
- O direito de inscrever pontos na ordem de trabalhos (art. 6º);
- O direito de apresentar projetos de deliberação (art. 6º);
- Os requisitos de participação e votação em assembleia geral (sistema de data de registo) (art. 7º);

- A participação (ou, no mínimo, a possibilidade de votar) nas reuniões da assembleia geral por meios eletrónicos (art. 8º);
- O direito de fazer perguntas relacionadas com pontos da ordem de trabalhos (art. 9º);
- O direito a votar por procuração (arts. 10 e 11);
- O direito a votar por correspondência (art. 12);
- A publicidade dos resultados das votações (art. 14).

A compreensão das regras consagradas na Diretiva é facilitada pelos seus considerandos, de que destaco a seguinte parte do considerando 3:

> «Os acionistas com direitos de voto deverão poder exercer esses direitos, dado que são refletidos no preço pago pela aquisição das ações. Além disso, sendo uma condição indispensável para o bom governo das sociedades, o controlo eficaz por parte dos acionistas deverá ser facilitado e incentivado. É, pois, necessário adotar medidas para aproximar as legislações dos Estados-Membros nessa direção. Por conseguinte, deverão ser eliminados os obstáculos ao exercício do direito de voto pelos acionistas, como a subordinação do exercício desse direito ao bloqueio das ações durante um determinado período antes das assembleias-gerais».

8. O modo de transposição para o direito português da Diretiva 2007/36/CE

Finalmente, antes de abordar a proposta de alteração da Diretiva 2007/36/CE, lembro alguns aspetos da transposição da mesma para o direito português. Assim:

- O essencial consta dos arts. 21-B, 21-C e 23-A a 23-D do CVM[12], aditados pelo Dec.-Lei 49/2010, de 19 de maio, mas há a notar que este diploma, para proceder à transposição em causa, também alterou a redação dos arts. 22 (revogando o nº 3), 23 e 249 do CVM;
- Várias das regras da Diretiva 2007/36/CE não necessitavam de transposição, por o direito português já as consagrar anteriormente, quanto a todas as sociedades anónimas, sendo disso exemplo a obrigação de «igualdade de tratamento de todos os acionistas que se encontrem na mesma situ-

[12] Sobre tais regras, v. PAULO OLAVO CUNHA, «Assembleias Gerais de Sociedades Anónimas I: Questões Relativas à Convocação, Participação e Funcionamento», *in Direito das Sociedades em Revista*, ano 4, vol. 7, março 2012, pp. 71 e ss. (publicado também nos *Estudos em Homenagem a Miguel Galvão Teles*, vol. II, Almedina, 2012, pp. 485 e ss.), e *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª ed., Almedina, pp. 676 e ss., JULIANO FERREIRA, «Convocatória e Propostas: Dever e Prazo de Publicação no Âmbito das Assembleias Gerais de Acionistas de Sociedades Abertas», *in Revista de Direito das Sociedades*, ano V (2013), nº 1/2, pp. 9 e ss., e PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 552 e ss.

ação no que se refere à participação e ao exercício dos direitos de voto nas assembleias-gerais» (art. 4º), a obrigação de as convocatórias serem difundidas de modo a assegurar um acesso rápido às mesmas de forma não discriminatória (at. 5º, nº 2), o direito de acionistas titulares de participações correspondentes a 5% ou mais do capital social inscreverem pontos na ordem de trabalhos das reuniões da assembleia geral (art. 6º, nºs 1 e 2), o direito dos acionistas de participarem em reuniões da assembleia geral por meio de procurador (art. 10);

- O direito português assegura a sua conformidade com os conteúdos da Diretiva em parte por regras do CSC (casos dos arts. 378, 379, nº 1, e 380) e em parte por regra do CVM (casos do que consta dos referidos arts. 21-B, 21-C e 23-A a 23-D, aditados pelo Dec.-Lei 49/2010, de 19 de maio).

9. Enquadramento da COM (2014) 213 final

A COM (2014) 213 final insere-se numa linha de orientação da Comissão, cujo conhecimento é importante para a compreensão das propostas nela contidas. Entre as peças dessa linha destaco:

- A Recomendação da Comissão de 30 de abril de 2009 «que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas» (2009/385/CE);
- A COM (2011) 164 – Livro Verde O Quadro da EU do Governo das Sociedades;
- A COM (2012) 740;
- A Diretiva 2013/34/UE, em especial o seu art. 20;
- A Recomendação da Comissão de 9 de abril de 2014 [*mesma data da COM (2014) 213 final*] sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades («cumprir ou explicar») (2014/208/EU).

10. Pressupostos da COM (2014) 213 final e objetivos das propostas nela contidas, no tocante à alteração da Diretiva 2007/36/CE

A COM (2014) 213 final explicita os seus pressupostos e os objetivos das propostas nela contidas.

No tocante à alteração da Diretiva 2007/36/CE, os pressupostos explicitados são os seguintes:

- Envolvimento insuficiente dos acionistas e falta de um nível adequado de transparência (nº 1 da exposição de motivos);
- «O quadro da UE para o governo das sociedades baseia-se acima de tudo numa abordagem de «cumprir ou explicar», que permite que os Estados-Membros e as empresas construam um quadro adaptado às suas culturas, tradições e necessidades. A adoção da recomendação pela Comissão destina-se a contribuir para a boa aplicação deste princípio. No entanto, certos elementos do quadro de governo das sociedades deverão, tendo em conta a sua importância e relevância transfronteiras, ser tratadas a nível europeu e de forma mais vinculativa, para assegurar uma abordagem harmonizada em toda a UE (p. ex.: identificação dos acionistas, transparência e envolvimento dos investidores institucionais e remuneração das administrações).» (nº 1 da exposição de motivos);
- «As regras em vigor que regulam a atuação dos investidores institucionais e dos gestores de ativos, por exemplo constantes das Diretivas OICVM, GFIA e MiFID, são coerentes com a presente diretiva.» (nº 1 da exposição de motivos);
- «Cerca de 44 % das ações das sociedades cotadas da UE são detidas por acionistas não nacionais.» (nº 1 da exposição de motivos);
- O exercício efetivo dos direitos dos acionistas depende, em grande medida, da eficiência da cadeia de intermediários que mantêm contas de valores mobiliários para os acionistas, especialmente num contexto transfronteiras.» (considerando 5 da proposta de diretiva).

Quanto a objetivos, no tocante à alteração da Diretiva 2007/36/CE, a COM (2014) 213 final enuncia os seguintes:

> «1) aumentar o nível e a qualidade do envolvimento dos proprietários e gestores de ativos nas respetivas sociedades participadas; 2) criar uma melhor ligação entre a remuneração e o desempenho dos administradores das sociedades; 3) aumentar a transparência e a supervisão pelos acionistas das transações com partes relacionadas; 4) garantir a fiabilidade e a qualidade dos pareceres dos consultores em matéria de votação; 5) simplificar a transmissão de informação transfronteiras (nomeadamente para efeitos do exercício do voto) em toda a cadeia de investimento, nomeadamente através da identificação dos acionistas.» (nº 1 da exposição de motivos).

11. Enunciado das principais propostas contidas na COM (2014) 213 final, no tocante à alteração da Diretiva 2007/36/CE

Passemos às propostas contidas na COM (2014) 213 final, no tocante à alteração da Diretiva 2007/36/CE. As principais são as seguintes:

- Alargamento do objeto da Diretiva, que passará a estabelecer também «requisitos para os intermediários utilizados pelos acionistas para garantir que os segundos possam ser identificados, torna mais transparentes as políticas de envolvimento de certos tipos de investidores e cria direitos adicionais no que se refere à supervisão das sociedades pelos acionistas» (art. 1º, nº 1);
- Disponibilização pelos intermediários às sociedades da identificação dos seus acionistas (art. 3º-A);
- Transmissão de informação entre sociedades e acionistas (art. 3º-B);
- Facilitação do exercício dos direitos dos acionistas pelos intermediários financeiros (art. 3º-C);
- Adoção de uma política de envolvimento dos acionistas pelos investidores institucionais e pelos gestores de ativos (art. 3º-F), havendo a esclarecer que «Envolvimento dos acionistas» é definido como «o acompanhamento por parte de um acionista, isoladamente ou em conjunto com outros acionistas, das empresas em matérias como a estratégia, o desempenho, o risco, a estrutura de capital e o governo das sociedades, a manutenção de um diálogo com as empresas sobre estas matérias e a votação na assembleia geral» (nova alínea h) do art. 2º);
- Adoção pelos consultores em matéria de votação de medidas adequadas a garantir que as suas recomendações de voto sejam precisas e fiáveis, com base numa análise exaustiva de todas as informações de que dispõem (art. 3º-I);
- Obrigatoriedade de aprovação pelos acionistas da política de remuneração dos administradores (art. 9º-A);
- Obrigatoriedade de informação sobre remuneração dos administradores (art. 9º-B);
- Obrigatoriedade de informação sobre transações com partes relacionadas (art. 9º-C);
- Obrigatoriedade de aprovação pelos acionistas de transações com partes relacionadas sempre que as transações versem sobre mais de 5 % dos ativos da sociedade ou possam ter um impacto significativo sobre os lucros ou volume de negócios (art. 9º-C).

Não sendo viável apresentar e apreciar cada uma das propostas, vou, nos números seguintes, abordar as relativas aos dois temas que julgo mais relevantes: a política de envolvimento dos acionistas e o regime das transações com partes relacionadas.

12. As propostas da COM (2014) 213 final sobre política de envolvimento dos acionistas

No tocante à política de envolvimento dos acionistas, a COM (2014) 213 final prevê que:

- Os Estados-Membros devam assegurar que os investidores institucionais e os gestores de ativos elaborem uma política de envolvimento dos acionistas («política de envolvimento»), que deve determinar de que forma os investidores institucionais e os gestores de ativos atuam:
  (a) Para integrar o envolvimento dos acionistas na sua estratégia de investimento;
  (b) Para efetuar o acompanhamento das sociedades participadas, nomeadamente no que se refere ao seu desempenho não financeiro;
  (c) Para dialogar com as sociedades participadas;
  (d) Para exercer direitos de voto;
  (e) Para utilizar os serviços prestados pelos consultores em matéria de votação;
  (f) Para cooperar com outros acionistas (nº 1 do proposto novo art. 3º-F);
- Os Estados-Membros devam assegurar que a política de envolvimento inclua políticas destinadas a gerir os conflitos de interesses reais ou potenciais no que diz respeito ao envolvimento dos acionistas, políticas essas que deverão, nomeadamente, ser desenvolvidas de modo a abranger as seguintes situações:
  (a) O investidor institucional ou gestor de ativos ou outras sociedades afiliadas aos mesmos disponibilizam produtos financeiros à sociedade participada ou têm outras relações comerciais com a mesma;
  (b) Um administrador do investidor institucional ou do gestor de ativos é também administrador da sociedade participada;
  (c) Um gestor de ativos que gere os ativos de uma instituição de planos de pensões profissionais investe numa sociedade que contribui para essa instituição;
  (d) O investidor institucional ou o gestor de ativos é afiliado de uma sociedade sobre cujas ações foi lançada uma oferta pública de aquisição (nº 2 do proposto novo art. 3º-F);
- Os Estados-Membros devam assegurar que:
  (a) Os investidores institucionais e os gestores de ativos divulguem anualmente ao público a sua política de envolvimento, bem como a forma como a mesma foi executada e os respetivos resultados, devendo aquela informação estar disponível, pelo menos, no sítio web da sociedade;

(b) Os investidores institucionais e os gestores de ativos divulguem, relativamente a cada sociedade em que detêm ações, se votam nas assembleias-gerais das sociedades em causa e o seu sentido de voto, assim como apresentar uma explicação do mesmo;
(c) Quando um gestores de ativos vote em nome de um investidor institucional, este deva indicar de que modo as informações relativas ao voto foram publicadas pelo gestor dos ativos (nº 3 do proposto novo art. 3º-F);

– Os Estados-Membros devam assegurar que os investidores institucionais e os gestores de ativos que decidirem não elaborar uma política de envolvimento ou decidirem não divulgar a respetiva execução e resultados, devam apresentar uma explicação clara e fundamentada para essa decisão (nº 4 do proposto novo art. 3º-F).

Do que atrás escrevi sobre a promoção do ativismo acionista pode retirar-se o juízo que faço das medidas de envolvimento dos acionistas contidas na COM (2014) 213 final. Em síntese suave, creio que vão além do que seria útil.

13. À margem do discurso: algumas regras portuguesas sobre transações com partes relacionadas

Penso que é útil, embora tal possa ser tido como de adequação discutível ao intuito primário desta apresentação, lembrar que o direito português já consagra várias regras sobre transações com partes relacionadas[13].

[13] Sobre transações com parte relacionadas, v., na nossa literatura, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os Deveres de Informação sobre Negócios com Partes Relacionadas e os Recentes Decretos-Lei nºs 158/2009 e 185/2009», *in Revista de Direito das Sociedades*, ano I (2009), nº 3, pp. 587 e ss., e «Conflito de Interesses entre Accionistas nos Negócios Celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador», *in Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro* (obra coletiva), Almedina, 2010, pp. 180 e ss., JORGE M. COUTINHO DE ABREU, «Negócios entre Sociedades e Partes Relacionadas (Administradores, Sócios) – Sumário às Vezes Desenvolvido», *in Direito das Sociedades em Revista*, ano 5, vol. 9, março 2013, pp. 13 e ss., DUARTE SCHMIDT LINO, «A Governação de Sociedades em Portugal», *in A Governação de Sociedades Anónimas nos Sistemas Jurídicos Lusófonos* (obra coletiva), Almedina, 2013, pp. 354 e ss., ALEXANDRE MOTA PINTO, «Transacções com Partes Relacionadas», *in Actualidad Jurídica, Uría Menéndez*, nº 43, ano 2016, pp. 25 e ss., JOÃO REGÊNCIO, «Negócios com Partes Relacionadas e Deveres de Informação», *in Direito das Sociedades em Revista*, ano 8, vol. 15, março 2016, pp. 197 e ss., MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, «Riscos dos Negócios das Sociedades com Pessoas Especialmente Relacionadas com Elas, no Quadro da Insolvência (da Resolução em Benefício da Massa Insolvente e da Subordinação de Créditos)», *in IV Congresso Direito das Sociedades em Revista* (coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte), Almedina, 2016, pp. 293 e ss.

Na verdade, vigoram hoje, em Portugal, na matéria:

- A IAS 24, que é aplicável às sociedades com valores admitidos à negociação em mercado regulamentado, por força do Regulamento CE 1606/2002;
- O art. 66-A, nºs 2 e 3, do CSC;
- O art. 508-F do CSC;
- O art. 245-A do CVM e o Regulamento da CMVM nº 4/2013 sobre o governo das sociedades, designadamente o dever de o relatório de governo societário tratar as transações com partes relacionadas.

De tais regras destaco os seguintes aspetos da IAS 24, por estarem mais longe das fontes normativas usadas quotidianamente pela generalidade dos juristas:

- O objetivo da IAS em causa é assegurar que as demonstrações financeiras de uma entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção para a possibilidade de que a sua posição financeira e lucros ou prejuízos possam ter sido afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos pendentes, incluindo compromissos, com tais partes (nº 1).
- As principais razões apontadas para as divulgações das transações com partes relacionadas são:
  (a) Um relacionamento com partes relacionadas poder ter um efeito nos lucros ou prejuízos e na posição financeira de uma entidade, por partes relacionadas poderem efetuar transações que partes não relacionadas não realizariam (nº 6);
  (b) Os lucros ou prejuízos e a posição financeira de uma entidade poderem ser afetados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com partes relacionadas, por a mera existência do relacionamento poder ser suficiente para afetar as transações da entidade com outras partes (nº 7);
  (c) O conhecimento das transações, saldos pendentes, incluindo compromissos, e relacionamentos com partes relacionadas poder afetar as avaliações das suas operações pelos utentes, incluindo avaliações dos riscos e de oportunidades que se deparem à entidade (nº 8).
- Uma *parte relacionada* é uma pessoa ou entidade relacionada com a entidade que está a preparar as suas demonstrações financeiras (referida como a «entidade relatora»), entendendo-se que:
  (a) Uma pessoa ou um membro íntimo da sua família é relacionado com uma entidade relatora se:
    (i) tiver o controlo ou o controlo conjunto da entidade relatora;
    (ii) tiver uma influência significativa sobre a entidade relatora; ou

(iii) for membro do pessoal-chave da gerência da entidade relatora ou de uma empresa-mãe dessa entidade relatora;

(b) Uma entidade é relacionada com uma entidade relatora se estiver cumprida qualquer uma das seguintes condições:

(i) a entidade e a entidade relatora são membros de um mesmo grupo (o que implica que as empresas-mãe, subsidiárias e subsidiárias colegas estão relacionadas entre si);

(ii) uma entidade é associada ou constitui um empreendimento comum da outra entidade (ou é associada ou constitui um empreendimento comum de um membro de um grupo a que pertence a outra entidade);

(iii) ambas as entidades são empreendimentos comuns da mesma parte terceira;

(iv) uma entidade representa um empreendimento comum da entidade terceira e a outra entidade é associada da entidade terceira;

(v) a entidade é um plano de benefícios pós-emprego a favor dos empregados da entidade relatora ou de uma entidade relacionada com a entidade relatora. Se uma entidade relatora for ela própria um plano desse tipo, os empregadores promotores são também relacionados com a entidade relatora;

(vii) uma pessoa identificada na alínea (a)(i) detém uma influência significativa sobre a entidade ou é membro do pessoal-chave da gerência da entidade ou de uma empresa-mãe da entidade (nº 9);

- Uma *transação com partes relacionadas* é uma transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade relatora e uma entidade relacionada, independentemente de haver ou não um débito de preço (nº 9);
- Se uma entidade tiver levado a cabo transações com partes relacionadas durante os períodos abrangidos pelas demonstrações financeiras, deve divulgar a natureza do relacionamento com essas partes, assim como informação sobre as transações e saldos pendentes, incluindo compromissos, necessária para a compreensão do potencial efeito do relacionamento nas demonstrações financeiras por parte dos respetivos utentes, devendo, no mínimo, as divulgações incluir:

(a) a quantia das transações;

(b) a quantia dos saldos pendentes, incluindo compromissos, e:

(i) os seus termos e condições, incluindo se estão ou não seguros, e a natureza da retribuição a ser proporcionada aquando da liquidação; e

(ii) pormenores de quaisquer garantias dadas ou recebidas;

(c) provisões para dívidas duvidosas relacionadas com a quantia dos saldos pendentes; e
(d) os gastos reconhecidos durante o período a respeito de dívidas incobráveis ou duvidosas devidas por partes relacionadas (nº 18).

14. As propostas da COM (2014) 213 final sobre transações com partes relacionadas[14]

Para apresentar as propostas da COM (2014) 213 final sobre transações com partes relacionadas, há que começar por esclarecer que a noção de «parte relacionada» nela adotada é dada por remissão para as referidas normas internacionais de contabilidade adotadas em conformidade com o Regulamento CE nº 1606/2002 (proposta de nova alínea j) do art. 2º).

As novas regras previstas são assim sintetizáveis:

- Os Estados-Membros deverão assegurar que as sociedades, no caso de transações com partes relacionadas que representem mais de 1 % dos seus ativos, anunciem publicamente tais transações no momento em que forem realizadas e façam acompanhar esse anúncio de um relatório elaborado por uma terceira parte independente que avalie se a transação teve lugar em condições normais de mercado e confirme que a transação é justa e razoável do ponto de vista dos acionistas, nomeadamente dos acionistas minoritários, devendo o anúncio conter informações sobre a natureza da relação com as partes relacionadas, o nome da parte relacionada, o valor da transação e quaisquer outras informações necessárias para avaliar a mesma (nº 1 do proposto novo art. 9º-C);
- Os Estados-Membros poderão prever que as empresas possam solicitar aos seus acionistas uma isenção da obrigação de o anúncio de uma transação com uma parte relacionada ser acompanhado de um relatório elaborado por um terceiro independente no tocante a determinados tipos claramente definidos de transações recorrentes com uma parte relacionada identificada, num período não superior a 12 meses a contar da data de concessão da isenção, não podendo os acionistas interessados participar na votação respeitante à isenção (nº 1 do proposto novo art. 9º-C);

[14] Para a análise das propostas em causa, v. KRISTINN REYNISSON, «Related Party Transactions: Analysis of Proposed Article 9C of Shareholders' Rights Directive», no *issue* 5 do volume 13 da *European Company Law*, outubro de 2016, pp. 175 e ss, e ALEXANDRE MOTA PINTO, «Transacções com Partes Relacionadas», cit., pp. 33 e 34.

- Os Estados-Membros deverão assegurar que as transações com partes relacionadas que representem mais de 5 % dos ativos da sociedade ou que possam ter um impacto significativo sobre os lucros ou volume de negócios sejam submetidas ao voto dos acionistas em assembleia geral, só podendo transação ter lugar antes dessa votação se for condicionada à aprovação dos acionistas, não podendo os acionistas interessados participar na votação (nº 2 do proposto novo art. 9º-C);
- As transações realizadas com uma mesma parte relacionada durante os 12 meses anteriores que não tenham sido aprovadas pelos acionistas deverão ser agregadas para efeitos da aplicação da regra sobre isenção, mas se o valor dessas transações agregadas ultrapassar 5% dos ativos, a transação que implicar a ultrapassagem desse limiar e quaisquer transações subsequentes com a mesma parte relacionada deverão ser submetidas à votação dos acionistas e só poderão ser incondicionalmente concluídas após a aprovação dos mesmos (nº 3 do proposto novo art. 9º-C);
- Os Estados-Membros poderão isentar as transações realizadas entre a sociedade e um ou mais membros do seu grupo das exigências referidas, desde que esses membros do grupo sejam totalmente detidos pela sociedade (nº 4 do proposto novo art. 9º-C).

Creio que as propostas de regras em causa são de bondade discutível, nomeadamente no segmento em que preveem a intervenção da assembleia geral na sua aprovação. O tempo e o modo dos contratos é dificilmente compaginável com a submissão dos seus efeitos à aprovação de um órgão cuja convocação e funcionamento obedece às regras a que a assembleia geral obedece. Há quem pense que a exposição pública de transações com partes relacionadas poderá evitar que os gestores realizem contratos prejudiciais às sociedades[15]. Preocupa-me mais que essa exposição impeça a realização de contratos vantajosos para as sociedades.

15. Notas finais

A autonomização do direito das sociedades cotadas é não só inevitável como conveniente: os problemas que a existência de milhares de acionistas e a negociabilidade em bolsa das suas ações colocam às sociedades cotadas exigem soluções diferentes das que são adequadas para as demais[16].

[15] V. KRISTINN REYNISSON, «Related Party Transactions: Analysis of Proposed Article 9C of Shareholders' Rights Directive», cit., p. 182.

[16] Sobre o assunto, na nossa literatura, v. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª ed., cit., pp. 516 e ss.

Tenho, porém, muitas dúvidas sobre as linhas de orientação a que essa autonomização tem obedecido.

Para cumprir o dever de sinceridade que a idade me impõe, direi mesmo que creio que algumas de tais linhas estão erradas e são medidas contraproducentes. Confesso, porém, que não deixo de tirar delas algum proveito espiritual, pois que têm a comicidade de provirem de pessoas que se afirmam liberais (não tendo aparentemente consciência das raízes filosóficas e do alcance político do liberalismo) e defensoras da economia de mercado (não conhecendo aparentemente o que foi a história da mesma), mas defendem e fazem aprovar regras de natureza antiliberal e «antimercado».

De tais dúvidas destaco as relativas ao entendimento do papel dos acionistas e ao funcionamento da assembleia geral.

No que toca ao segundo tema, estou firmemente convencido de que a introdução de fatores de rigidez na tomada de deliberações – nomeadamente, a inadmissibilidade de apresentação de propostas durante as reuniões e a imodificabilidade das propostas previamente apresentadas – tem efeitos perversos sobre a qualidade dos conteúdos das deliberações, nomeadamente sobre as probabilidades de encontrar soluções compromissórias para as posições divergentes.

Quanto ao primeiro tema, já critiquei o fomento do ativismo acionista. Acrescento agora que mais prejudicial ainda me parece a ideia, que tem vindo difundir-se crescentemente, não apenas no discurso dos políticos como no discurso dos juristas, de que os acionistas têm (ou seria desejável que tivessem) outros deveres além do de realização das participações que subscrevem – o que tem o corolário de o incumprimento desses deveres gerar o rompimento da limitação da responsabilidade[17]. A meu ver, essa tese é uma negação de uma base essencial do capitalismo, com consequências funestas.

O risco inerente à qualidade de sócio de responsabilidade limitada tem sido só um e assim deveria continuar: o de perder o valor do seu investimento. A limitação e fácil mensurabilidade desse risco foi o que possibilitou o surgimento e o desenvolvimento das sociedades cotadas. Acrescentar a esse risco deveres e ónus de fronteiras indefinidas é minar o sistema[18].

Sou dos acreditam em que o mercado tem de ser regulado. Isso, porém, não implica uma forte interferência na vida interna das sociedades. A «relação de

[17] Sirva de exemplo o texto de HANNE SONDEGAARD BIRKMOSE intitulado «Shareholders' Duties in European Company Law», que serviu de editorial ao *issue* 1 do volume 13 da *European Company Law* – fevereiro de 2016 (pp. 5 e 6).

[18] Nesta linha de pensamento, MARCEL KAHAN e EDWARD B. ROCK escrevem: «Non-control shareholders owe essentially no duties to other stockholders. Control shareholders are free to vote their shares as they please and thereby determine the outcome, unless engaged in a transaction with the corporation» («*On Improving Shareholder Voting*», cit., p. 270).

agência» e a assimetria de informação entre os gestores e os acionistas são conaturais às sociedades cotadas[19]. Querer suprimi-las é querer chegar a lado nenhum, causando de caminho prejuízos elevados.

Post scriptum

O texto anterior foi acabado em janeiro de 2017. Alguns meses depois, foi publicada a Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017, que concretizou o que a COM (2014) 213 final anunciava, embora, nalguns aspetos, se tenha afastado das soluções da proposta nela contida, objeto do texto. Julga o autor que, apesar disso, algumas das suas observações manterão utilidade para a compreensão da Diretiva

[19] Os mesmos MARCEL KAHAN e EDWARD B. ROCK terminam o seu referido texto com as seguintes palavras: «Shareholder voting is good for some things. Some of those things are reasonably important, others are not. But the value of shareholder voting should not be exaggerated» («*On Improving Shareholder Voting*», cit., p. 273).