

Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa

Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business and Economics

Mestrado em Direito e Gestão

2021/2022



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

O Impacto dos *Proxy Advisors* no Governo Societário

Catarina Raquel Andrade Miranda

Lisboa | Março 2022

Orientação: Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

À minha mãe e ao meu pai, a base de tudo

À minha irmã

Aos meus amigos e amigas

À Professora Ana Perestrelo de Oliveira, pela disponibilidade e pela motivação

Índice

Siglas e Abreviaturas	6
1. Introdução.....	7
2. Os consultores em matéria de voto e o governo societário: visão geral	8
2.1 A origem histórica dos <i>proxy advisors</i>	12
2.2 Enquadramento legal da atividade	14
3. Riscos e vantagens associados à atividade	18
3.1 – Vantagens no recurso aos <i>proxy advisors</i>	18
3.1.1 – Especialização e redução de custos de informação	18
3.1.2 – Multiplicidade de serviços prestados	19
3.1.3 – Economia de tempo	20
3.1.4 – O factor experiência	20
3.1.5 – Supressão de exigências em matéria regulatória.....	20
3.1.6 – Solução para o problema da “ <i>collective action</i> ”	21
3.1.7 – O aumento do valor das ações como consequência da participação ativa dos acionistas	21
3.2 – Desvantagens e riscos associados à atividade.....	22
3.2.1 – Erros e imprecisões das recomendações apresentadas.....	22
3.2.2 – Falta de transparência e os custos associados	24
3.2.3 – Inexistência de mecanismos de reação efetiva.....	25
3.2.4 – Falta de concorrência no mercado.....	25
3.2.5 – Conflito de interesses	26
3.2.6 – O papel da remuneração na prestação de serviços	29
3.2.7 – Ausência de participação direta dos acionistas	29
3.2.8 – O exercício de influência significativa.....	30
4. As diversas áreas de impacto dos <i>proxy advisors</i>	30
4.1 – O impacto em aspetos de governação interna.....	31
4.1.1 - Remuneração dos membros dos órgãos sociais	31
4.1.2 – Eleição dos <i>executives</i>	36
4.2 – A responsabilidade social e os consultores em matéria de voto	40
4.3 – A influência dos <i>proxy advisors</i> no valor das ações.....	43
5. Conclusão	45
Referências Bibliográficas.....	47

Resumo

Os *proxy advisors* são empresas que se dedicam à prestação de serviços de consultoria societária aos acionistas e às próprias sociedades através de emissão de recomendações de voto a ser exercido pelos acionistas em sede de assembleia geral, recolhendo e analisando toda a informação necessária para o efeito, podendo inclusive em certos casos exercer materialmente o direito de voto por conta e em representação do acionista.

A influência dos consultores em matéria de voto tem crescido apesar das repetidas críticas quanto ao seu desempenho e à influência excessiva que estes exercem no governo das sociedades, porém, os investidores parecem considerar estes consultores como uma ferramenta útil no cumprimento dos seus deveres fiduciários, sendo o exercício do voto um deles.

Assim, propomo-nos a analisar o impacto que os *proxy advisors* têm no governo das sociedades nas diferentes vertentes, analisando e discutindo as vantagens e desvantagens no recurso a esta forma de *outsourcing* de *corporate governance*.

Palavras-chave: **proxy advisors, consultores em matéria de voto, investidores institucionais, voto, assembleia geral, influência, acionistas, sociedades comerciais, corporate governance, recomendação**

Abstract

Proxy advisors are companies dedicated to providing corporate consultancy services to shareholders and companies themselves through the issuance of voting recommendations to be exercised by shareholders at the general meeting, collecting and analyzing all the information necessary for this matter, and may even in certain cases materially exercise the right to vote on behalf of and on behalf of the shareholder.

The influence of consultants on voting matters has grown despite repeated criticism of their performance and the excessive influence they exert on firm management, however, investors seem to consider these consultants a useful tool in fulfilling their fiduciary duties, being the exercise of the vote one of them.

Therefore, we propose to analyze the impact that proxy advisors have on law firms management in different aspects, analyzing and discussing the advantages and disadvantages of using this form of corporate governance outsourcing.

Keywords: proxy advisors, institutional investors, vote, shareholder's general meetings, influence, shareholders, companies, corporate governance, recommendation

Siglas e Abreviaturas

BPPG - Best Practice Principles Group

CEOC - Center On Executive Compensation

CFR – Conferir

Cit – Citado(a), Citação

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

ERISA - Employee Retirement Income Security Act

ESMA - European Securities And Markets Authority

ESG - Environmental, Social and Corporate Governance

EUA – Estados Unidos da América

EVA – Economic Value Added

Ibidem – Mesma Obra

Idem – Mesmo Autor

IGOPP – Institute for Governance Of Private and Public Organizations

NYSE - New York Stock Exchange

Ob – Obra

P – Página

Pp – Páginas

ROIC – Return on Invested Capital

SEC - Securities and Exchange Commission

Ss – Seguintes

TI – Tecnologias de informação

UE – União Europeia

V – Veja-se

Nota prévia: Todas as traduções são da responsabilidade da Autora.

1. Introdução

No contexto de um mercado de capitais desenvolvido e dinâmico, os *proxy advisors* revelam-se um instrumento útil para os acionistas que, ao longo dos anos, têm recorrido a este mecanismo de forma cada vez mais frequente, o que aumentou a influência exercida por estes, bem como a controvérsia em torno do seu desempenho.

Os *proxy advisors* são entidades terceiras às sociedades que prestam serviços de consultoria em matéria de voto, sobretudo a investidores institucionais, através da emissão de recomendações sobre o sentido de voto, seja ele negativo ou positivo, a adotar, por parte do acionista, sobre um determinado assunto da ordem do dia a ser alvo de votação numa assembleia geral de acionistas.

Na presente dissertação de mestrado pretendemos explorar o impacto que os consultores em matéria de voto exercem nos mais diversos aspetos do governo das empresas, procurando analisar se os benefícios para o recurso a estes agentes se sobrepõem às desvantagens e ainda de que forma é possível superar estas últimas.

Começaremos por definir o que são estes agentes e qual o seu papel ao nível do *Corporate Governance* e das próprias empresas, com uma breve referência à sua origem histórica no mercado e ao quadro normativo existente para regular a atuação destes sujeitos.

Não poderíamos deixar de analisar cada uma das vantagens que os *proxy advisors* coloca em cima da mesa e de que forma podem enriquecer e contribuir para o crescimento e desenvolvimento das empresas bem como as desvantagens e os riscos que a sua atuação comporta, sendo só assim possível concluir e pugnar pela valoração ou não do papel que estes prestadores de serviços formalizam no governo societário.

A nossa análise debruçar-se-á sobre o funcionamento deste mecanismo no mercado norte-americano onde a dimensão das sociedades cotadas e o perfil de investidores que recorre a estes serviços tem uma expressão mais considerável do que no caso do panorama nacional em que o mercado de capitais é mais reduzido e menos ativo.

No que concerne ao panorama nacional sabemos que são poucas as sociedades cotadas no nosso país, o que faz com que não se revele um mercado cativante para estas empresas e para os clientes que recorrem aos seus serviços. Ainda assim, podemos referir a recente intervenção destes intermediários na “assembleia geral da Portugal Telecom

S.G.P.S, S.A, no âmbito da qual foi amplamente noticiada a posição assumida pela ISS e pela *Glass Lewis*, de sentido divergente, opondo-se a primeira à combinação de negócios com a empresa brasileira Oi, recomendando a segunda a respetiva aprovação.”¹

As duas maiores empresas de *proxy advisory* são, sem sombra de dúvida, a ISS e a *Glass Lewis* pois as duas juntas possuem uma quota de mercado nos EUA que ronda os 90%.²

Estas empresas fornecem uma análise de questões sobre *corporate governance* (tais como eleição de administradores, planos de compensação de ações, mudanças estruturais no conselho de administração e alterações aos estatutos e regulamentos) que podem estar para além da perícia de certos investidores, isto é crucial sobretudo para fundos que carecem de recursos humanos para se dedicarem à análise de informação cada vez que têm de exercer o seu voto numa assembleia geral das sociedades em que investiram.

Apesar do contributo que estes consultores prestam relativamente à participação ativa dos acionistas na vida das sociedades, surgem questões negativas como possíveis conflitos de interesses e falta de transparência quanto à informação em que se baseiam para a emissão dessas mesmas recomendações. A UE tem procurado suprir estas insuficiências através do recurso a legislação, como é o caso da Diretiva (UE) n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017 que no seu Art. 3.º-J exige que os consultores em matéria de votação divulguem o seu Código de Conduta e que prestem informações sobre a forma como o aplicam.

2. Os consultores em matéria de voto e o governo societário: visão geral

Um dos direitos mais importantes que o acionista adquire através da compra de ações é, sem dúvida, o direito de voto. É através da emissão de votos – declarações de vontade que formam ou contribuem para formar as deliberações, que o acionista exerce o seu poder de participação na tomada de decisões da sociedade.

¹ Cfr. Juliano, Ferreira, “*Proxy Advisors: Os consultores em matéria de votação*”, publicado em Almedina | Governance Lab, in *A Designação de Administradores*, AAVV, Lisboa, Outubro de 2014, pp. 19-20, Acedido em 10-10-2021, disponível em: https://www.academia.edu/24618369/Proxy_Advisors_os_consultores_em_mat%C3%A9ria_de_vota%C3%A7%C3%A3o;

² Cfr. Joseph E. Bachtelder III, McCarter e English LLP, “*Proxy Advisors’ Impact on Executive Pay Decisions by Directors*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Abril de 2016, p. 1, Acedido em 10-10-2021, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/04/11/proxy-advisors-impact-on-executive-pay-decisions-by-directors/>;

“O voto consiste numa resposta dada a uma determinada deliberação, que pode ser no sentido da sua aprovação ou da sua rejeição, essa declaração assume relevância para o processo deliberativo pois o conjunto dos votos pode formar a maioria legal ou contratualmente exigida para a deliberação, permitindo que a posição do órgão seja no sentido da declaração do votante”.³

O artigo 21.º n.º 1 alínea b) do CSC garante a todos os sócios o direito a participar nas deliberações e naturalmente, o direito a votar pois é por intermédio deste direito que o acionista manifesta as suas intenções e a sua visão para o presente e futuro da sociedade.

Antes de procedermos à análise do impacto que os *proxy advisors* podem desempenhar no mercado e nas sociedades/acionistas que contratam os seus serviços, é importante contextualizar em que consiste a atividade dos consultores em matéria de voto.

O CVM apresenta no seu Art. 251.º-A alínea c) uma definição legal de “consultores em matéria de votação”: *“estes correspondem a pessoas coletivas que prestam serviços em relação às ações de sociedades que tenham a sua sede social num Estado-Membro da União Europeia e que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar num Estado-Membro, e que analisam, a título profissional e comercial, as informações que as sociedades são obrigadas a divulgar e, se relevante, outras informações das sociedades cotadas, a fim de fundamentar as decisões de voto dos investidores, fornecendo estudos, pareceres ou recomendações de voto relacionados com o exercício dos direitos de voto.”*

Ora, os *proxy advisors* são agências profissionais cuja atividade consiste na recolha e análise de informação sobre determinadas deliberações sociais, sendo essas mesmas informações posteriormente utilizadas para emitir recomendações sobre o sentido de voto a adotar em relação a um determinado ponto alvo de discussão na assembleia geral da sociedade.

Estamos a falar de uma atividade de prestação de serviços de consultoria societária, ou como tem sido comumente denominada: *outsourcing* de *corporate governance*.⁴ Para além dos serviços de consultoria societária, as empresas que se

³ Cfr. Luís Menezes Leitão, “A reforma do Código das Sociedades Comerciais” in Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura, Almedina, Novembro, 2007, p. 270.

⁴ Cfr. Tao Li, “*Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*”, ECGI – Finance Working Paper n.º 389/2013, Novembro 2013, Acedido em 11-10-2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196;

dedicam a este tipo de atividade são responsáveis por coadjuvar no processo de tomada de decisão, quer por parte dos acionistas, quer por parte dos respetivos órgãos de administração.

A função destas entidades assume um caráter substitutivo em relação ao que seria a função do investidor, no fundo, os *proxy advisors* estarão a desempenhar funções que caberiam aos próprios acionistas. Estes consultores podem ainda fornecer uma segunda opinião a grandes instituições que fazem a sua própria análise de forma interna relativamente a assuntos objeto de deliberação.

Para que seja emitida uma recomendação sobre o sentido de voto numa determinada deliberação social, os consultores necessitam primeiramente de recolher e analisar de forma detalhada e precisa a informação sobre a realização de assembleias gerais e o seu respetivo objeto.⁵

“O resultado dessa análise é, posteriormente, disponibilizado no âmbito da emissão de recomendações de sentido de voto referente aos pontos inseridos na ordem do dia, constituindo este o resultado final do serviço remunerado prestado mediante solicitação do interessado.”⁶

Tendo em consideração a dimensão e a diversidade das participações dos investidores institucionais, pode revelar-se inexecutável para os mesmos terem uma compreensão completa de todos os assuntos que lhes são apresentados para votação, é a esta dificuldade que os *proxy advisors* vêm oferecer resposta.

“Estes consultores oferecem uma variedade de serviços para além da emissão de recomendações de voto. Este tipo de serviço envolve uma colaboração relativamente a toda a logística de votação e transmissão das instruções de votação ao emissor recorrendo, por exemplo, a uma plataforma de execução de votação. Para além disto, em alguns casos desempenham ainda outras tarefas tais como votação por procuração, avaliação sobre o governo das sociedades e sobre questões de governação empresarial em geral e, ainda, apoio no cumprimento de deveres fiduciários.”⁷

⁵ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p.7.

⁶ Cfr. *Idem, Ibidem*, pp. 7-8.

⁷ Cfr. ESMA, “*Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*”, Março de 2012, p. 9, Acedido em 11-10-2021, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/discussion-paper-overview-proxy-advisory-industry-considerations-possible-policy-options>

Os investidores institucionais recorrem a estes consultores como fontes de informação para obterem uma compreensão mais detalhada sobre os mais diversos pontos da ordem do dia e, assim, chegar a uma decisão de voto informada e atempada, permitindo-lhes otimizar os seus recursos. Caso não existissem estes serviços de consultoria, os investidores teriam de construir sistemas e processos eficientes de forma a gerir um conjunto complexo e variável de decisões de voto, consoante as suas participações sociais.

Os investidores institucionais tais como gestores de ativos, fundos de investimento e fundos de pensões investem em muitas empresas que, por vezes, se encontram em diferentes países, estando por isso sujeitas a diferentes sistemas jurídicos e a diferentes regras de governação. “Neste contexto, os consultores em matéria de voto desempenham um papel relevante na medida em que fornecem informações benéficas sobre as especificidades da governação empresarial num determinado país, as quais os investidores nem sempre estão conscientes.”⁸

A votação transfronteiriça é um fenómeno que tem aumentado nos últimos tempos e surgem outras questões como as barreiras linguísticas. Estas dificuldades são também supridas por estes agentes, os quais podem agir inclusive como tradutores.

Outro motivo para recorrer a este serviço é a pressão que existe para que haja um maior envolvimento dos acionistas e uma votação ativa por parte dos mesmos, para além disso, a maioria das assembleias gerais concentram a sua realização num determinado período do ano, assim, pode ser ineficiente ou inviável para um investidor institucional não só, recolher informações e conhecimentos sobre cada empresa em que possui um investimento significativo, mas também a votar em todas as assembleias gerais que se realizem.⁹

Assim, podemos afirmar que a atividade dos *proxy advisors* não tem “uma delimitação objetivamente circunscrita, abrangendo as mais distintas vertentes, desde serviços de apoio e representação em assembleia geral, serviços de gestão de risco de estruturas internas de governação, assessoria e apoio no cumprimento de deveres

⁸ Cfr. ESMA, “*Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*”, *ob. cit.*, p. 10.

⁹ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 10.

fiduciários e ainda a própria prestação de assessoria jurídica no âmbito de conflitos judiciais.”¹⁰

Ainda assim, apesar desta diversificação ser uma verdadeira vantagem para quem contrata este tipo de serviços, o reverso da moeda diz-nos que também pode representar uma multiplicidade de riscos, os quais analisaremos oportunamente.

A prestação de serviços de consultoria em matéria de voto também pode ser fornecida em relação às próprias sociedades, responsáveis, a maior parte das vezes, por apresentar as propostas que, de acordo com a legislação aplicável, constituem reserva de competência deliberativa dos respetivos acionistas.¹¹

“Sendo o sentido de voto a adotar por parte dos acionistas o objeto de apreciação por parte destas entidades, é expectável que as sociedades pretendam, também elas e em momento prévio, obter aconselhamento sobre o modo de apresentação, e respetivo conteúdo, das propostas de deliberação que lhes compete apresentar.”¹²

O objetivo subjacente ao recurso deste serviço por parte das próprias sociedades prende-se com o facto de pretenderem antecipar e/ou de certa forma impedir “(...) que uma proposta de deliberação formulada e apresentada pelo órgão de administração venha a merecer recomendação de voto desfavorável à respetiva aprovação por parte dos *proxy advisors*”¹³, o que naturalmente acarreta alguns riscos, tópico que analisaremos mais adiante.

2.1 - A origem histórica dos *proxy advisors*

O surgimento desta atividade remonta ao início da década de 80 nos EUA e deve-se a uma combinação de factores e circunstâncias, mas surgiu essencialmente para fazer face à necessidade de exercício do direito de voto, tendo sido disponibilizada esta solução profissional de consultoria de forma a satisfazer os interesses em causa.

¹⁰ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 10.

¹¹ Cfr. Sobre a consultoria prestada às próprias sociedades pronuncia-se Juliano Ferreira, “*Proxy advisors: os consultores em matéria de votação*”, *ob. ant. cit.*, referindo que “(...) é expectável que as sociedades pretendam, também elas e em momento prévio, obter aconselhamento sobre o modo de apresentação, e respetivo conteúdo, das propostas de deliberação que lhes compete apresentar. Pretende-se com isto evitar que uma proposta de deliberação formulada e apresentada pelo órgão de administração venha a merecer recomendação de voto desfavorável à respetiva aprovação por parte dos *proxy advisors*.”

¹² Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 8.

¹³ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 8.

“No passado, os investidores institucionais detinham a maioria das ações de empresas cotadas em bolsa, alguns deles compareciam na reunião anual de acionistas, outros nomeariam a administração como sua representante para votar em seu lugar e alguns acionistas nem procediam a tal nomeação.”¹⁴

Mais tarde, durante os anos 90, os fundos de investimento e outros fundos tornaram-se coletivamente os acionistas majoritários das sociedades.

Atualmente, “num contexto de mercado de capitais dinâmico e desenvolvido, de proliferação de sociedades cotadas e de grande dispersão dos respectivos capitais sociais, de uma forte presença de investidores institucionais e do caráter transnacional dos seus investimentos – gerindo o seu, ou patrimónios alheios -, sentiu-se, com particular acuidade, a necessidade de instituir mecanismos que permitissem aos titulares das ações, ou àqueles que as gerem em seu nome ou por sua conta, exercer adequadamente os respectivos direitos (*máxime*, de voto), como forma de participação na vida da sociedade e como meio indispensável à proteção do seu investimento.”¹⁵

A influência associada às ações detidas por investidores institucionais em empresas cotadas é enorme. “Nos EUA, estima-se que 70% das ações de empresas cotadas são detidas por investidores institucionais.”¹⁶

Atualmente tem sido possível constatar que “os investidores institucionais utilizam muito mais ativamente os direitos de voto associados às ações que detêm do que os investidores privados, a taxa de participação dos investidores institucionais nas votações é de 91% contra 29% para os investidores privados. Como resultado, os investidores institucionais determinam uma média de 90% dos votos expressos numa assembleia de acionistas”¹⁷, desta forma, têm uma grande influência no que toca ao resultado aos votos.

“O surgimento da atividade desenvolvida pelos *proxy advisors* viu o seu primeiro impulso na publicação do ERISA em 1974. Esta lei norte-americana exigia que as

¹⁴ Cfr. Yvan Allaire, “*The troubling case of Proxy Advisors: Some policy recommendations*”, Institute for governance of private and public organizations, Policy Paper n.º 7, Janeiro de 2013, p. 8, Acedido em 12-10-2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2282617;

¹⁵ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, pp. 4-5.

¹⁶ Cfr. Albert F. Verdum, “*Concerns about the quality and influence of proxy advisors, and its implications for the preparations of the shareholders meeting*”, Fevereiro de 2020, p. 2, Acedido em 12-10-2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3531180;

¹⁷ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

instituições que administrassem dinheiro para fundos de pensão de índole privada votassem nas reuniões anuais e extraordinárias dessa instituição. O voto já anteriormente conferido aos acionistas era de certa forma desvalorizado – existindo alguma passividade no exercício deste direito -, a partir deste momento presenciou-se uma crescente preocupação com a participação ativa na vida da sociedade.”¹⁸

“O aumento da influência e da presença dos *proxy advisors* deve-se também a uma evolução bastante recente, em grande parte como resultado de alterações regulamentares. Em 2003, a NYSE e a *Nasdaq* alteraram as suas condições de listagem para exigir que qualquer novo plano de compensação de acções, ou modificação material a um plano de compensação de ações, receba aprovação por parte dos acionistas.”¹⁹

“Posteriormente, seguiu-se uma decisão da SEC a exigir que os fundos mútuos desenvolvessem e divulgassem as políticas e os procedimentos utilizados para determinar os seus votos por procuração bem como divulgar o seu voto em todas as propostas dos acionistas.”²⁰

Ao mesmo tempo, a SEC anunciou que a utilização de políticas de voto por procuração desenvolvidas por uma terceira parte independente, ou seja, por consultores em matéria de voto, estava livre de conflitos de interesse e cumpria as obrigações de voto por procuração dos fundos mútuos.

“O resultado foi que muitos dos investidores institucionais começaram subitamente a confiar mais fortemente – e alguns, mesmo exclusivamente – nas recomendações de empresas de consultoria em matéria de votação para determinar os seus votos”²¹, o que permitiu um crescimento considerável no que toca ao recurso a estes agentes até aos dias de hoje.

2.2 – Enquadramento legal da atividade

O poder e a influência que os *proxy advisors* exercem sobre o destino das sociedades anónimas tem atraído a atenção dos reguladores por todo o mundo, uma vez que os riscos

¹⁸ Cfr. Filipa Costa Cabral, “*Proxy Advisors e Governo Societário*” in Governance Lab, Working Paper No. 2/2018, Julho de 2018, p. 2, Acedido em 12-10-2021, disponível em: https://governancelab.org/wp-content/uploads/2018/10/WP_22018_Proxy_Advisors_e_Governo_Societario_vf.pdf;

¹⁹ Cfr. IESE Insight Business Knowledge, “*Proxy Advisors: How Much Value do They Add?*”, 2013, p. 1, Acedido em 14-10-2021, disponível em: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=&idi=2&idioma=2>;

²⁰ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 1.

²¹ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 1.

e as consequências que advêm da prestação deste tipo de serviços pode originar efeitos nefastos se não forem estabelecidos diversos limites à atuação e ao controlo que estes consultores podem exercer.

“As iniciativas de regulação de forma a reforçar os deveres de transparência em relação aos investidores institucionais e ao *proxy voting* começaram em 1988 com a carta de opinião do *Department of Labor* sobre os fundos de pensões e, posteriormente, em 2003 com a SEC a elaborar um regulamento sobre os fundos de mútuo e consultores de investimento, exigindo que os investidores institucionais revelassem como votaram nas propostas apresentadas nas assembleias gerais (...).”²²

“Ainda relativamente a este aspeto, duas interpretações da SEC emitidas em 2003 e em 2004 indicam que os investidores podiam delegar o seu direito de voto recorrendo aos consultores e demonstrar que o seu sentido de voto não era produto de um conflito de interesses, desde que votassem de acordo com uma política predeterminada e baseada nas recomendações de uma terceira parte independente, ou seja, uma empresa de *proxy voting*.”²³

“Realça-se ainda o papel do Livro Verde sobre o quadro da EU e o governo das sociedades tendo a Comissão Europeia abordado o tema dos consultores em matéria de voto e equacionado a eventual necessidade de implementação de medidas de natureza legislativa, mais tarde, segundo parecer por parte do Comité Económico e Social Europeu sobre o referido Livro Verde, este pugnou pela efetiva necessidade de recorrer à regulação da atividade destes agentes.”²⁴

“O papel da ESMA na regulação destes agentes começou em 2011 através de um exercício de recolha de informação entre os representantes desta indústria, desde consultores em matéria de voto, investidores institucionais e *corporate issuers*, juntando várias discussões entre entidades com uma participação ativa nos mercados de capitais e analisando diversos estudos dedicados a esta área.”²⁵

²² Cfr. Asaf Eckstein & Sharon Hannes, “*A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms*” *Wake Forest Law Review*, (forthcoming 2018), p. 10, Acedido em 15-10-2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3098008;

²³ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 10.

²⁴ Cfr. Filipa Costa Cabral, *ob. cit.*, p. 10.

²⁵ Cfr. ESMA, “*Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*”, 18 de Dezembro de 2015, ESMA/2015/1887, p. 5, Acedido em 16-10-2021, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/follow-report-development-best-practice-principles-providers-shareholder-voting-research>;

“Após recolher toda esta informação, a ESMA publicou um Documento de Discussão a 1 de Março de 2012 afirmando que existiam falhas de mercado relacionadas com a atividade dos consultores em matéria de votação, apresentando quatro possíveis políticas a adotar, designadamente, não prover qualquer ação a nível da UE nesta fase, encorajar os Estados-Membros e/ou a indústria a desenvolver normas, instituir instrumentos regulamentares quase vinculativos a nível da UE ou, por fim, instituir instrumentos legislativos vinculativos a nível da UE.”²⁶

“Em 2013, a ESMA publicou o *Final Report* com base na análise iniciada em 2011²⁷”, destacando a importância da criação de um Código de Conduta nesta indústria apesar de não ter encontrado elementos suficientes que demonstrassem que a conduta dos *proxy advisors*, na sua relação com os investidores e com os emitentes, constituía uma falha de mercado que precisasse de ser colmatada através de regulamentação específica.”

Algumas empresas presentes nesta indústria tais como a *Glass Lewis*, *ISS*, *IVOX*, *Manifest*, *PIRC* e a *Proxinvest* estabeleceram o BPPG com o intuito de elaborar um Código de Conduta tal como recomendado no Relatório Final da ESMA.

“Em março de 2014 foi finalmente emitido o Código de Conduta de adesão voluntária e de adoção nos termos do princípio *comply or explain*”, como reconhecimento dos benefícios de um quadro de governação empresarial mais flexível.²⁸

“Os três temas objeto das recomendações respeitam à qualidade do serviço prestado, à gestão de conflito de interesses e ao modo de relacionamento e comunicação entre os *proxy advisors*, as sociedades e os acionistas”²⁹, o que demonstra que a interação entre os vários agentes deve ser tida em conta inclusive em termos de ação regulatória.

Em abril de 2014 foi apresentada uma proposta de alteração à Diretiva 2007/36/CE relativa aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo pela Diretiva 2013/34/EU que se refere a determinados elementos de declaração sobre o governo das

²⁶ Cfr. ESMA, “*Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*”, *ob. cit.*, p. 5.

²⁷ Cfr. ESMA, “*Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*”, *ob. cit.*, concluindo que “(...) com base na sua análise e nos contributos dos participantes no mercado, a ESMA considera que existem várias áreas, em particular as relacionadas com a transparência e a divulgação, em que um esforço coordenado por parte da indústria dos *proxy advisors* promoveria uma maior compreensão e garantia entre os vários intervenientes em termos do que estes podem esperar dos consultores em matéria de voto (...), p. 6.

²⁸ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 22;

²⁹ Cfr. *Idem*, *Ibidem*, p. 22.

sociedades. O objetivo desta alteração teve como fim “(...) *combater duas insuficiências detetadas – por um lado, as metodologias utilizadas por esses consultores para elaborar as suas recomendações nem sempre tinham suficientemente em conta o mercado e as regulamentações locais e, por outro lado, o facto de os consultores em causa prestarem serviços aos emitentes, o que poderá afetar a sua independência e a sua capacidade de prestar um aconselhamento objetivo e fiável.*”³⁰

“Posteriormente, em 2017, foi publicada a Diretiva (EU) 2017/828 que alterou a Diretiva 2007/36/CE tendo esta revisão assentado em cinco planos essenciais, sendo um deles a questão da transparência em matéria de estratégia de voto por parte dos consultores em matéria de votação (*proxy advisors*).”³¹

“Assim, os consultores em matéria de votação passaram a ter de divulgar um conjunto de informações relativas à preparação das respetivas recomendações de voto, devendo ainda adotar Códigos de Conduta e apresentar relatórios sobre o respetivo cumprimento.”³²

A nível nacional, o CVM estabelece algumas imposições sobre pessoas coletivas que sejam qualificadas como consultores em matéria de votação. Nos termos do Art. 359.º n.º 1 al. q) estas entidades estão sujeitas à supervisão da CMVM e a um conjunto de deveres de transparência enunciados no Art. 251.º-E do CVM, sendo que o seu incumprimento constitui uma contra-ordenação grave (Art. 390.º n.º 2 CVM).

“Os próprios sujeitos que recorrem a consultoria estão igualmente sujeitos ao cumprimento de deveres de transparência, nomeadamente investidores institucionais e intermediários financeiros que invistam ou exerçam a sua atividade com referência a ações negociadas no mercado regulamentado, tendo a obrigação de divulgar anualmente ao público a forma como foi aplicada a sua política de envolvimento, incluindo uma

³⁰ Cfr. Filipa Costa Cabral, *ob. cit.* p. 11.

³¹ Cfr. Laura Cravo Abreu, “*Publicação da alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas de Sociedades Cotadas (Diretiva (EU) 2017/828)*” in Revista de Direito das Sociedades, Ano IX (2017), n.º 3, p. 730, Acedido em 10-11-2021, disponível em: [http://www.revistadireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-03%20\(729-731\)%20-%20Atualidade%20-%20Laura%20Abreu%20Cravo%20-%20Publica%C3%A7%C3%A3o%20da%20altera%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20Diretiva%20dos%20Direitos%20dos%20Acionistas%20de%20Sociedades%20Cotadas%20%5BDiretiva%20\(UE\)%202017%20828%5D.pdf](http://www.revistadireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-03%20(729-731)%20-%20Atualidade%20-%20Laura%20Abreu%20Cravo%20-%20Publica%C3%A7%C3%A3o%20da%20altera%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20Diretiva%20dos%20Direitos%20dos%20Acionistas%20de%20Sociedades%20Cotadas%20%5BDiretiva%20(UE)%202017%20828%5D.pdf);

³² Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 731.

descrição geral da utilização dos serviços de consultores em matéria de votação (Art. 251.º-B n.º 2 CVM).”³³

3. Riscos e vantagens associados à atividade

A opinião da comunidade científica em relação ao impacto destes agentes não tem sido consensual. Há quem considere que os *proxy advisors* são um mecanismo útil para investidores institucionais com grandes carteiras de ações e, por outro lado, há quem considere que a atuação destes consultores pode comportar vários riscos e desvantagens.

3.1 – Vantagens no recurso aos *proxy advisors*

No que concerne às vantagens, e como referido anteriormente, o *proxy voting* pode revelar-se um instrumento útil para investidores que possuam uma carteira diversificada pois permite o acompanhamento e a participação ativa dos acionistas nos assuntos da ordem do dia da sociedade, exercendo o seu direito de voto, algo que não seria possível caso os acionistas tivessem eles próprios, de reunir e procurar informação detalhada, não possuindo muitas vezes o tempo e as condições necessárias para o fazer, assim, os *proxy advisors* assumem um papel de grande relevância em matéria de especialização e redução dos custos de informação.

3.1.1 – Especialização e redução de custos de informação

“O plano de negócios de alguns investidores institucionais visa alterar os *Index* de todo o país ou de toda a indústria em causa e aqui a venda de participações individuais geralmente não é uma opção, tornando-se a participação ativa dos acionistas muito mais atrativa.”³⁴

“Em primeiro lugar, é muito difícil ou quase impossível para uma empresa de investimento com uma carteira diversificada acompanhar todas as assembleias gerais das empresas em que investiu, os custos associados a esta escolha seriam tão elevados que nenhum dos investidores estaria disposto a suportá-los. Em contrapartida, os consultores em matéria de voto são especializados na análise das agendas das assembleias gerais e, portanto, estão numa posição em que podem tomar uma decisão fundamentada sobre o

³³ Cfr. Consultores em matéria de votação (Código dos Valores Mobiliários) *in* Lexionário do Diário da República Eletrónico, Acedido em 16-11-2021, disponível em: <https://dre.pt/dre/lexionario/termo/consultores-em-materia-votacao-codigo-valores-mobiliarios>;

³⁴ Cfr. Lars Klöhn, L.L.M. (Harvard) and Philip Schwarz, Ludwig Maximilian University, Munich, “*The regulation of Proxy Advisors*” *in* Capital Markets Law Journal 8:1, 2013, p. 7, Acedido em 06-12-2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2079799;

sentido de voto em determinado assunto da ordem do dia sem esquecer que, pela sua especialização na localização, na análise e no processamento da informação são também muito mais eficazes e rápidos a fazê-lo.”³⁵

“Para além disto, os *proxy advisors* prestam consultoria a um grande número de investidores institucionais, podendo assim mitigar o fenómeno de *over-investment in information-seeking*, um fenómeno em que vários sujeitos podem achar que é útil pesquisar individualmente sobre o mesmo assunto e, portanto, numa perspetiva social, estão a investir demasiado na pesquisa por informação valiosa, sendo esta uma ameaça particularmente séria nos mercados de capitais.”³⁶

A nosso ver, a recolha e o tratamento da informação por parte dos consultores em matéria de voto revelam-se como uma das maiores vantagens no recurso a estes operadores. Um investidor que possua uma grande carteira de investimentos terá muita dificuldade em acolher toda a informação que necessite para exercer o seu direito de voto, o facto de os *proxy advisors* fazerem a consulta e o processamento da informação de todas as questões prévias relativas à deliberação social a ser realizada, permitem um exercício informado e esclarecido do voto, o que naturalmente terá reflexões positivas no regular funcionamento das sociedades.

3.1.2 – Multiplicidade de serviços prestados

É ainda relevante referir que o *proxy voting* é um serviço abrangente e completo, acompanhando o assunto alvo de votação em assembleia geral desde a convocatória para a mesma até ao momento da fundamentação e emissão da recomendação de voto, muitas vezes com a possibilidade de representar o acionista, a seu pedido, na assembleia geral através do recurso à figura do voto por representação (em Portugal por via do Art. 379.º do CSC).

Como salienta a ESMA, estes consultores também funcionam como um serviço de tradução não só porque recolhem informação, mas também porque a traduzem para inglês, tornando o investimento em empresas de países cuja língua oficial não é inglês mais acessível e compreensível a todos os investidores. Este serviço traz benefícios ao nível da poupança de custos com a contratação de tradutores que, muitas vezes não

³⁵ Cfr. Lars Klöhn, L.L.M. (Harvard) and Philip Schwarz, *ob. cit.*, pp. 7-8.

³⁶ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 8.

possuem o devido *know-how* nas matérias de Direito Societário, *Corporate Governance*, Gestão e Economia, o que pode comprometer a qualidade da tradução.

3.1.3 – Economia de tempo

Para além destes factores, há também uma efetiva poupança de tempo por parte dos acionistas uma vez que delegam estas tarefas para as quais não possuem disponibilidade a agentes especializados, que se comprometem a acompanhar o processo de votação desde a fase da convocatória da assembleia geral até à emissão do sentido de voto expresso na devida recomendação. A contratação de um *proxy advisor* permite ao acionista, a partir do momento em que solicita este serviço, ficar descansado na diligência e execução do mesmo.

3.1.4 – O factor experiência

Outro factor a favor do recurso aos consultores em matéria de voto é a experiência profissional que os mesmos possuem na assistência aos acionistas e nos mais diversos assuntos que podem ser alvo de discussão numa assembleia geral.

Ao consultarmos uma vaga de emprego e os requisitos para a posição de *Research Associate Full-Time* na *Glass Lewis* para 2022, podemos constatar que esta consultora exige formação académica em áreas como Economia, Contabilidade e Análise Financeira, *Compliance*, Direito Comercial, entre outras, o candidato deve possuir grandes capacidades de análise, competências de gestão de tempo e de tarefas, capacidade de trabalhar eficientemente sob pressão, atenção e minuciosidade em detalhes, exigem ainda conhecimentos nas mais variadas TI, valorizando a experiência em investigação qualitativa ou em *Corporate Governance*, o que nos permite concluir que estas empresas possuem critérios rigorosos na admissão dos seus colaboradores, valorizando a componente da experiência profissional na área.³⁷

3.1.5 – Supressão de exigências em matéria regulatória

Ao longo dos anos tem-se concluído que os fundos de investimento com uma carteira diversificada não costumam exercer os seus direitos de voto tal como lhes é exigível; outra vantagem que os consultores em matéria de voto colocam em cima da mesa é a possibilidade de colmatar esta falha por parte dos acionistas no que toca a requisitos em matéria de regulação.

³⁷ Cfr. Para mais desenvolvimentos sobre oportunidades de carreira na *Glass Lewis*, consultar o site da empresa acedido em 03-01-2022, disponível em: <https://www.glasslewis.com/careers/>;

“Atualmente, os investidores institucionais que estejam sujeitos à lei em vigor nos EUA (*Code of Federal Regulations*) estão obrigados a exercer o seu direito de voto e têm ainda o dever de fazer um uso bem informado dos seus direitos de voto, este tipo de obrigações também existe no Reino Unido desde Julho de 2010 ao abrigo do *UK Stewardship Code*. A questão da divulgação do exercício dos direitos de voto foi também posteriormente discutida na UE a partir de 2012.”³⁸

3.1.6 – Solução para o problema da “collective action”

“Uma outra razão para os fundos e os investidores institucionais recorrerem aos consultores em matéria de voto é a questão da eliminação da *collective action*, muitas vezes os *proxy advisors* prestam as mesmas recomendações a todos os seus clientes como forma de redução dos custos marginais, após a emissão da recomendação, o investidor não precisa de entrar em cena e procurar o contacto com os outros acionistas, assim, a coordenação de voto, mais comumente apelidada de “*the wolf pack tactic*” é exercida de uma forma muito mais simples. Os *proxy advisors* proporcionam um serviço coordenado para o qual o mercado está disposto a pagar.”³⁹

3.1.7 – O aumento do valor das ações como consequência da participação ativa dos acionistas

O recurso a estes agentes contribui igualmente para o aumento do valor através da participação ativa dos acionistas, constituindo-se como um novo meio para alcançar o retorno do investimento. “Assumindo que a má governação empresarial gera custos de agência, o que faz com que o preço das ações diminua, ao melhorarmos a gestão das empresas através da disciplina dos gestores, o preço das ações, conseqüentemente, irá aumentar.”⁴⁰

“A quantidade de ativos geridos por investidores institucionais aumentou muito na última década, o que também é um motivo para que as participações sociais detidas por estes agentes em empresas individuais sejam maiores também, para além disso, a venda/saída de grandes participações é mais dispendiosa do que a venda de pequenas participações, em mercados com menor liquidez pode tornar-se impossível a venda ou,

³⁸ Cfr Lars Klöhn, L.L.M. (Harvard) and Philip Schwarz, *ob. cit.*, p. 6.

³⁹ Cfr. *Idem, Ibidem*, pp. 6-7.

⁴⁰ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 7.

nos casos em que tal é possível, pode apenas ser exequível mediante uma redução significativa no preço das ações.”⁴¹

3.2 – Desvantagens e riscos associados à atividade

3.2.1 – Erros e imprecisões das recomendações apresentadas

Em relação aos riscos e desvantagens associados a este tipo de atividade, podemos apontar, em primeiro lugar, “(...) o número e o âmbito das imprecisões que constam dos relatórios de investigação sobre as sociedades que recorrem à consultoria, o que tem revelado uma falta geral de transparência em muitas das metodologias, métricas e processos de decisão utilizados pelos *proxy advisors* de forma a emitir recomendações de voto.”⁴²

“Tem-se verificado que os acionistas têm um conhecimento tendencialmente exclusivo do resultado final, desacompanhado dos elementos que foram tidos em consideração e da respetiva ponderação relativa, bem como da metodologia de análise utilizada, o que pode conduzir os investidores institucionais a tomar como referência uma determinada recomendação na expectativa errada.”⁴³

Esta expectativa criada pelos investidores institucionais leva a que os mesmos acreditem que a recomendação transmitida resultou de uma ponderação dos elementos por si fornecidos, nomeadamente o seu perfil enquanto investidores, a sua perspetiva a médio/longo prazo sobre e para a sociedade em causa e ainda a sua perspetiva sobre o tema objeto de deliberação.

Assim, podemos constatar que esta “(...) opacidade metodológica é um factor *anti-concorrencial*, que prejudica a análise comparativa dos modelos e procedimentos e impede que os investidores tenham acesso a uma informação útil que, no limite, poderia conduzi-los a optar por recorrer a um concorrente, estamos perante um factor de distorção dos mecanismos de escolha dos investidores.”⁴⁴

Atualmente, “os *proxy advisors* já divulgam muito mais do que apenas as suas recomendações de voto, incluindo muitos dados que analisam e os princípios gerais que

⁴¹ Cfr. Lars Klöhn, L.L.M. (Harvard) and Philip Schwarz, *ob. cit.*, p. 7.

⁴² Cfr. George W. Dent Jr., “*A Defense of Proxy Advisors*”, Case Research Paper Series in Legal Studies, Working Paper 2014-13 (revised), Junho de 2015, p. 1310, Acedido em 10-01-2022, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2451240;

⁴³ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 11.

⁴⁴ Cfr. *Idem, Ibidem*, pp. 11-12.

seguem, a ISS, a título de exemplo, publica anualmente as suas políticas de governação empresarial, no entanto, muitas vezes a falta de transparência não diz respeito às políticas em si mas à forma como estas são implementadas pois as mesmas continuam a não ser claras.”⁴⁵

“Os consultores em matéria de voto são também muitas vezes acusados de cometer vários erros significativos no que toca a matéria factual nos seus relatórios de pesquisa. Um dos motivos apontados para estes erros decorre do volume de acionistas a necessitar de recomendações todos os anos, a rondar as dezenas de milhares, o que está a pressionar a capacidade do sistema de produção dos *proxy advisors* e a comprometer a integridade e a credibilidade do *output*.”⁴⁶

“Todos estes factores levam a um crescente descontentamento por parte das empresas em relação às análises efetuadas por *proxy advisors*; há uma efetiva falta de transparência e de processos com o intuito de corrigir os erros cometidos, as críticas surgem no sentido da necessidade dos *proxy* comprometerem-se a reunir os melhores recursos com vista a respeitar os deveres de cuidado e a apresentar as suas análises de forma completa.”⁴⁷

Na nossa perspetiva e sendo conscientes da perturbação ao nível da acuidade dos relatórios onde são emitidas as recomendações de voto e a reflexão que estas falhas, imprecisões e incompletudes de informação e de factos podem desempenhar nas empresas, acreditamos que uma possível forma de atenuar estas incongruências informativas, passa por um sistema interno em que seja exercida uma espécie de “*dupla conforme*”, isto é, a criação de um organismo onde seja escrutinada a retidão da informação recolhida pelo trabalhador incumbido de efetuar essa mesma pesquisa.

O facto de existir uma segunda entidade que seja responsável pela confirmação, correção e supervisão da informação recolhida para, posteriormente ser emitida a respetiva recomendação ao acionista, fará em primeiro lugar com que exista uma maior atenção ao detalhe e à confirmação da veracidade dos factos em causa por parte dos primeiros intervenientes no processo de emissão da recomendação. Em segundo lugar, há

⁴⁵ Cfr. Sobre a falta de transparência por parte dos *proxy advisors*, George W. Dent Jr., *ob. cit.*, afirma que “(...) O aumento dos requisitos de divulgação aumentaria os custos (e taxas) dos *proxy advisors* sem gerar grandes benefícios. As divulgações exigidas incluiriam também informação valiosa. O produto dos *proxy advisors* é o seu aconselhamento. Exigir-lhes a divulgação das suas metodologias seria como exigir a um cozinheiro que divulgasse as suas receitas (...)”, p. 1311.

⁴⁶ Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, p. 1312.

⁴⁷ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 1313.

uma maior certeza de que a informação utilizada no processo de recomendação é autêntica e legítima.

3.2.2 – Falta de transparência e os custos associados

“Alguns dos comentários feitos à SEC em resposta ao *Proxy Concept Release* (publicação que solicitou comentários sobre os diversos aspetos do *proxy system* dos EUA) solicitam que estes consultores sejam obrigados a permitir que as empresas revejam e comentem a sua investigação antes de esta ser emitida, de forma a permitir a correção de erros sobre a matéria factual, sendo-lhes exigido um elevado nível de transparência sobre os seus processos e sobre os resultados internos de tomada de decisão.”⁴⁸

Do outro lado da moeda, a CEOC oferece uma perspetiva interessante,⁴⁹ ora, o custo-benefício na prestação de serviços exerce aqui um papel importantíssimo, a partir do momento em que é exigida uma maior precisão e cuidado na elaboração dos relatórios, uma informação mais detalhada e precisa, o custo para o acionista que recorre a este serviço será maior o que pode originar um distanciamento no investimento por parte dos acionistas à consultoria.

A falta de divulgação das metodologias e do modo como estas são implementadas origina um agravamento das consequências destes procedimentos que são praticamente discricionários. O facto de não existirem regras relativas à estrutura orgânica que considerem as qualificações, sejam elas profissionais, académicas, de idoneidade ou de independência, de não estarem previstos mecanismos de controlo (internos e externos) e de gestão de risco leva a que sejam apontadas falhas ou incorreções no que respeita não só às recomendações de voto, mas também aos *ratings* disponibilizados aos respetivos clientes.⁵⁰

Parece-nos que há a necessidade da SEC, entidade independente responsável pela regulação e controlo dos mercados financeiros nos EUA, criar comités que se dediquem à supervisão destes intervenientes no mercado em específico, que sejam responsáveis por garantir que as políticas internas adotadas pelos *proxy advisors* são transparentes e, sobretudo, na forma como estas são implementadas e se refletem na consultoria prestada

⁴⁸ Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, p. 1315.

⁴⁹ Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, referindo o seguinte “(...) os erros dos *proxy advisors* resultam da falta de recursos adequados e de procedimentos de controlo de qualidade, de pressões sobre esta indústria para a redução de custos e do tempo extremamente curto que os *proxy advisors* têm disponível para proceder à sua análise (...)”, p. 1317.

⁵⁰ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 12.

às empresas. Mais, é necessário que se exija por parte dos consultores que demonstrem de forma inquestionável os critérios, os padrões, as estatísticas e a metodologia que os levou àquele parecer em concreto, só assim será possível garantir a transparência na sua atuação.

3.2.3 – Inexistência de mecanismos de reação efetiva

Como já referido anteriormente, há um crescente número de investidores e de mercados cobertos por este tipo de serviços, o que naturalmente é suscetível de conduzir a erros ou imprecisões cujo efeito negativo corre por conta do cliente, não existindo mecanismos de reação efetiva contra os *proxy advisors*, até porque em termos de matéria probatória, tornar-se-ia muito difícil provar que tais resultados desfavoráveis ocorreram por erro de atuação dos consultores.

Não existindo mecanismos de reação contra a atuação dos *proxy advisors*, estes poderão agir com uma maior leveza e com uma menor sensação de responsabilidade na emissão de recomendações, conseqüentemente, o serviço prestado será menos rigoroso, a pesquisa de informação útil será também menos minuciosa, clara e objetiva.

3.2.4 – Falta de concorrência no mercado

É ainda importante referir a questão da concorrência ou a falta dela entre as várias empresas que prestam serviços de consultoria em matéria de voto.

Tem-se afirmado que “(...) a ISS exerce uma influência excessiva por se encontrar numa situação de monopólio, ora a ISS e a *Glass Lewis* em conjunto detêm mais de 90% do mercado de consultoria pois os elevados custos de arranque de uma empresa nesta indústria constituem uma barreira de entrada aos recém-chegados. Embora a ISS e a *Glass Lewis* concorram entre si e com outras empresas de consultoria de pequena dimensão, a verdade é que nenhum investidor preferiria transferir os seus pedidos de recomendação de voto da ISS para outra consultora de dimensão inferior”⁵¹.

Ora, sendo a ISS e a *Glass Lewis* duas das empresas mais conhecidas e reputadas no mercado, assegurando que as suas recomendações vão no sentido da promoção dos interesses dos acionistas, aliando o reconhecimento e a fiabilidade que têm alcançado ao longo dos anos, transmitem uma certa sensação de confiança ao investidor institucional que decide recorrer à consultoria em matéria de voto. Há uma tendência natural para a

⁵¹ Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, p. 1307.

preferência de uma empresa que já adquiriu um determinado estatuto e notoriedade no mercado, o que efetiva a possível existência de uma situação monopolista.

No entanto, há quem considere que “(...) a ISS não colhe lucros monopolistas, os seus consultores reconhecem que os serviços de consultoria que prestam não são muito lucrativos. Ainda assim, admitindo que as consultoras de pequena dimensão não oferecem competição ao duopólio da ISS e da *Glass Lewis*, a capacidade que estas duas empresas têm para extrair lucros competitivos é limitada pelo facto de muitas vezes as grandes sociedades recorrerem a *proxy advisors* internos e as pequenas sociedades seguirem a *Wall Street Rule* ou outra forma mais simples para exercer o seu direito de voto.”⁵²

“Recorrer a propostas para regular ou limitar o recurso aos *proxy advisors* também não parece ser uma solução pois exacerbaria a concentração na indústria ao invés de a aliviar. Caso estas medidas fossem adotadas, a ISS poderia sobreviver ao declínio da procura, mas outras consultoras de pequena dimensão não iriam conseguir, além do mais, os custos da regulação seriam mais facilmente suportados pelas grandes empresas do que pelas pequenas.”⁵³

3.2.5 – Conflito de interesses

Por fim e uma das desvantagens mais discutidas é a questão dos conflitos de interesses que surgem do facto de tanto os investidores institucionais como as empresas em si (órgãos de administração) recorrerem a este tipo de serviços. “Não é possível garantir, *a priori*, que o resultado das recomendações disponibilizadas aos acionistas não é afetado pela (pre)existência de vínculos com os órgãos de administração, ou, de outro modo, que a contratação pelas sociedades de serviços de consultoria aos *proxy advisors* não constitui via para a obtenção de recomendações de voto favoráveis em relação a propostas que por aqueles venham a ser apresentadas.”⁵⁴

O COEC afirmou que é impossível para uma *proxy advisory firm* prestar serviços de consultoria tanto a empresas como aos acionistas e ainda assim conseguir cumprir os seus

⁵² Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, p. 1308.

⁵³ Na opinião de George W. Dent Jr, *ob. cit.*, “Assim, as queixas de monopólio parecem destinar-se mais a assediado os consultores em matéria de voto do que a remediar quaisquer problemas reais no sector. Os gestores das empresas não gostam das grandes *proxy advisory firms*, não porque os seus honorários sejam demasiado elevados, mas pelas recomendações de voto que emitem. (...)”, p. 1309.

⁵⁴ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 13.

deveres fiduciários para com os investidores institucionais, convidando a SEC a proibir esta prática.⁵⁵

Como forma de contestação, a ISS declarou que “(...) divulga informações sobre os seus potenciais conflitos e que as suas empresas de assessoria e consultoria empresarial têm os seus trabalhadores separados, operam em edifícios separados e utilizam equipamento de escritório e bases de dados diferentes.”⁵⁶ No entanto, se esta divulgação por parte da ISS for feita de forma vaga e se se tratar apenas de uma divulgação generalista, não surtirá qualquer efeito, parece-nos que esta não será uma forma de suprir este flagelo.

“Os *proxy advisors* acarretam um potencial acentuado desalinhamento de interesses, uma vez que não correm os riscos associados às decisões de investimento. Por outro lado, os próprios clientes dos *proxy advisors* são normalmente gestoras de organismos de investimento coletivo e meras intermediárias dos investidores finais, regendo-se pela obtenção de resultados imediatos, o que mais agrava a dificuldade de alinhamento dos consultores em matéria de voto com os interesses (de longo prazo) das empresas.”⁵⁷

“Estes agentes estarão perante uma situação de conflito de interesses quando emitem uma recomendação de voto sobre a proposta de um acionista levada a assembleia geral por um dos seus atuais ou potenciais clientes, ora, uma vez que o conjunto de potenciais clientes constitui o universo de investidores institucionais, alguns *Corporate Lobbyists* têm afirmado que isto leva a que os *proxy advisors* votem a favor de mais propostas de acionistas do que fariam caso avaliassem as propostas unicamente pelo seu mérito.”⁵⁸

Como agente numa relação de principal-agente, os consultores em matéria de voto podem ter uma certa tendência para emitir recomendações com base nas suas crenças pessoais ou para melhorar a sua reputação no mercado em detrimento dos interesses dos clientes e de uma análise objetiva e direta.

“Um exemplo deste tipo de situações são as provas apresentadas que sugerem que a ISS é mais suscetível de apoiar propostas que sejam sustentadas por sindicatos de

⁵⁵ Cfr. George W. Dent Jr., *ob. cit.*, p. 1323.

⁵⁶ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 1323.

⁵⁷ Cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, “*Manual de Governo das Sociedades*”, Almedina, Agosto de 2018, p. 127.

⁵⁸ Cfr. Michael Cappucci, “*The Proxy War Against Proxy Advisors*” in *New York University Journal of Law and Business*, Forthcoming, Novembro de 2019, p. 21, Acedido em 25-01-2022, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488427;

trabalhadores. A ISS oferece serviços de consultoria a clientes empresariais através de uma filial, muitas vezes os clientes destes serviços são ao mesmo tempo os emitentes que são objeto das recomendações dos *proxy advisors*. ”⁵⁹

Algumas empresas afirmaram que se sentiram pressionadas a recorrer aos serviços de consultoria da ISS, caso contrário poderiam não receber uma recomendação favorável por parte dos consultores. “Um investigador encontrou provas de que os registos de recomendações da ISS indicam uma preferência por gestores empresariais que utilizam os seus serviços de consultoria, apesar de a ISS ter criado uma maior divulgação de informação para tentar mitigar este conflito, muitos acreditam que compromete a sua capacidade de emitir recomendações independentes.”⁶⁰

As situações de conflito de interesses podem “(...) ser agravadas se os responsáveis pela prestação do serviço – as pessoas responsáveis pela análise e que não só têm acesso a informação sensível, como efetivamente têm a suscetibilidade de influenciar o sentido das recomendações a emitir-, tiverem, em acréscimo, um qualquer interesse pessoal na sociedade ou no título, decorrente do facto de, por exemplo, serem acionistas da sociedade em causa, membros dos seus órgãos sociais ou pessoas estreitamente relacionadas com uns e/outros.”⁶¹

Não nos parece suficiente que separar os edifícios ou os trabalhadores que prestam serviços à sociedade dos trabalhadores que prestam serviços aos acionistas dessa mesma sociedade, seja uma solução eficaz para reduzir estas situações de conflito de interesses, parece-nos que a resposta passa pelo facto de as empresas de consultoria em matéria de votação serem mais seletivas com os clientes a quem prestam serviços. A título de exemplo, se a *Glass Lewis* já tem como sua cliente uma determinada empresa, não deverá aceitar o pedido de recomendação por parte de um acionista quanto a um determinado assunto a ser votado em assembleia geral dessa mesma empresa.

Os *proxy advisors* devem possuir uma política interna de conflito de interesses que seja seletiva e rigorosa, onde sejam definidos exaustivamente os critérios que impedem a emissão de recomendações de voto nas mais diversas situações e, tratando-se de situações não previstas, esse pedido de recomendação deverá ser alvo de análise por parte de um

⁵⁹ Cfr. Michael Cappucci, *ob. cit.*, p. 22.

⁶⁰ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 22.

⁶¹ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, pp. 13-14.

departamento criado especificamente para este efeito que fará a ponderação se a emissão de uma recomendação pode suscitar uma situação de possível conflito de interesses.

Por outro lado, se for do conhecimento da *proxy advisory firm* que há algum interesse pessoal por parte do consultor em matéria de voto numa determinada sociedade em que está a prestar serviços, deverá substituir o trabalhador em causa por outro em que não se verifique esta mesma causa de conflito de interesses. As empresas que prestam este tipo de serviços devem ser elas próprias as responsáveis pela eliminação de qualquer quadro de incompatibilidades ou, em alternativa, como forma de minimizar ou eliminar este risco propomos a criação de uma nova organização auto-reguladora para este tipo de indústria com um Código de Conduta obrigatório para todas as empresas e um livro de regras que evidencie qual deverá ser o procedimento em cenários de possível conflito de interesses.

3.2.6 – O papel da remuneração na prestação de serviços

A remuneração que é devida pela prestação do serviço por parte da sociedade em relação à qual o *proxy advisor* venha a emitir recomendações de sentido de voto também pode ser considerada como uma causa, apesar de indireta, de uma situação de conflito de interesses. A qualidade do serviço prestado aos clientes pode ser comprometida pela vontade em manter a relação contratual estabelecida, o que naturalmente pode restringir a liberdade e a independência no seu desempenho.

3.2.7 – Ausência de participação direta dos acionistas

Tem-se afirmado que o aumento do recurso a estes agentes poderá estar a esvaziar a participação direta por parte dos acionistas e de certa forma a promover uma substituição integral em todos os aspetos, desde o reunir da informação, passando pela emissão da recomendação do sentido de voto e, por fim, o serviço complementar de substituição e representação em assembleia geral, exercendo o direito de voto inerente à ação detida pelo acionista.

A nosso ver, apesar da recomendação ser emitida pelo *proxy advisor* onde consta o sentido de voto em que o acionista deve votar, a verdade é que as diretrizes e as informações fornecidas para tal emissão são neutras, para além do mais, desde o início o acionista manifestou a sua vontade e marcou a sua posição, assim sendo, estará a participar no processo de tomada de decisão, ainda que possamos estar perante uma situação de voto por representação. Este mecanismo não está a esvaziar a participação

direta dos acionistas, mas sim a facilitar ou até a fomentar a sua intervenção nas deliberações de forma diligente.

3.2.8 – O exercício de influência significativa

É certo que os consultores em matéria de voto poderão estar a exercer uma influência significativa não só quanto ao resultado das votações, mas também na perspectiva a médio-longo prazo das sociedades, sendo-lhes atribuído muitas vezes poderes discricionários para decidir e representar com base na relação de confiança gerada entre os acionistas e os prestadores destes serviços.

Os *proxy advisors* estão numa posição que muitas vezes lhes permite a pronúncia na mesma medida que outros titulares de importantes frações do capital social das sociedades cotadas exercendo uma influência significativa no sentido final das votações, nesta sede, surgem riscos de *empty voting* ou *hidden ownership* porque o voto não está concentrado na pessoa do acionista que investiu na aquisição de ações daquela empresa.

Parece-nos claro que é muito difícil encontrar mecanismos que limitem a medida da influência que estes agentes podem exercer no percurso de vida das sociedades, as relações de confiança que se estabelecem proporcionam de forma irrefletida este espaço de influência, é natural que ao estabelecer esta relação contratual entre o acionista e o *proxy advisor* ou até mesmo entre a empresa solicitante e o *proxy advisor* seja concedida uma certa liberdade ao consultor (ainda que de forma indeliberada) durante todo o processo da emissão de recomendação.

Recorrendo ao exemplo do cliente que consulta o seu advogado e possui as suas próprias pretensões para uma determinada ação judicial, é atribuída uma autonomia técnica ao advogado, sendo que este poderá emitir as suas próprias recomendações e a sua visão consoante a sua experiência, o seu conhecimento técnico e a sua convicção profissional. Assim acontece com os consultores em matéria de votação ainda que com algumas diferenças quanto à natureza das atribuições, porém, o relevante é esta investitura na confiança que é um elemento importantíssimo nas relações contratuais e que refletirá posteriormente alguma influência.

4. As diversas áreas de impacto dos *proxy advisors*

4.1 – O impacto em aspetos de governação interna

A capacidade dos consultores em matéria de voto para influenciar o voto dos investidores é particularmente significativa, assim, o exercício do voto por parte dos acionistas torna-se cada vez mais significativo. Nesta sede, não poderíamos deixar de referir a influência que estes consultores exercem quando estão em causa deliberações relacionadas com a remuneração dos órgãos sociais, a eleição dos administradores e outras mais.

4.1.1 - Remuneração dos membros dos órgãos sociais

A influência da ISS e da *Glass Lewis* não é uniforme, parece variar em função da matéria em causa, alguns estudos revelaram que os *proxy advisors* têm um impacto moderado a grande em matéria de aprovação da remuneração dos executivos.⁶²

A partir de 2012 “(...) os *proxy advisors* receberam um poder de influência adicional através da iniciativa “*say-on-pay*”, através da qual os acionistas podem emitir um voto não vinculativo sobre a compensação executiva. Esta prática tornou-se obrigatória nos EUA e tem sido propagada por todas as economias desenvolvidas, tratando-se de uma tarefa desafiante e muito complexa, muitos investidores institucionais passaram a contar com os consultores em matéria de votação para obter alguma orientação.”⁶³

Porém, quando surgiram estas medidas “*say-on-pay*” os *proxy advisors* não contavam com conhecimentos específicos nem com experiência nesta matéria, ora, “(...) se os investidores estavam a sofrer de uma sobrecarga de informação sobre a remuneração dos executivos nas empresas, os consultores em matéria de voto estavam ainda mais, uma

⁶² Através de um estudo em que é analisado o impacto das recomendações das empresas de consultoria em matéria de voto, realizado pelos autores *Ertimur, Ferri e Oesch* em 2013, constatou-se que, utilizando uma amostra de empresas que fazem parte do S&P 1500 Index, verificou-se que uma recomendação negativa da ISS está associada a uma redução de 24,7% no apoio aos acionistas, por sua vez, uma recomendação negativa da *Glass Lewis* está associada a uma redução de 12,9% no apoio e, uma recomendação negativa de ambas as empresas apresenta uma redução de 38,3% no apoio. Os autores concluíram que os *proxy advisors* em vez de identificarem e promoverem práticas de compensação superiores, desempenham um papel económico fundamental no processamento da qualidade substancial de informação sobre remuneração de executivos em nome dos investidores institucionais, reduzindo assim os seus custos para a tomada de decisões de votação informadas, v. David F. Larcker (Stanford Graduate School of Business, Brian Tayan (Stanford Graduate School of Business) and James R. Copland (Manhattan Institute)., “*The Big Thumb on the Scale: An Overview of the Proxy Advisory Industry*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Junho de 2018, Acedido em 26-02-2021, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/14/the-big-thumb-on-the-scale-an-overview-of-the-proxy-advisory-industry/>;

⁶³ Cfr. Yvan Allaire, *ob. cit.*, p. 12.

vez que tinham de avaliar todos os programas de remuneração de executivos, recorrendo muitas vezes a simples listas de verificação e a algoritmos padronizados.”⁶⁴

Em 2012, a ISS publicou algumas diretrizes em matéria de “*say-on-pay*”, das quais se destacam a política que mede o alinhamento relativo entre a remuneração do CEO e o retorno total do acionista da empresa (RTA) por um período de 1 a 3 anos bem como o alinhamento absoluto entre a remuneração do CEO e o RTA da empresa durante um período de cinco anos. Quando este alinhamento fosse considerado fraco, a ISS consideraria uma série de factores que estivessem a afetar o alinhamento da remuneração com os interesses dos acionistas, tais como as práticas de *benchmarking* de uma empresa, a exaustividade da divulgação e a relação entre a remuneração baseada no desempenho e a remuneração global.”⁶⁵

“O IGOPP em 2012 emitiu um documento sobre a política de compensação executiva que toma uma posição oposta à da ISS, defendendo que a compensação deve estar ligada a indicadores quantitativos e qualitativos que impulsionem o desempenho económico da empresa e que meçam o valor a longo prazo da mesma. Os indicadores quantitativos não devem estar relacionados com o preço das ações, mas sim com a saúde da empresa a longo prazo com recurso ao ROIC e ao EVA; o desempenho qualitativo, por sua vez, deve estar ligado ao carácter mais subtil de uma organização; à sua ética, ao sentido de pertença e de equidade sentido pela maioria dos membros da organização.”⁶⁶

Um estudo realizado pelos autores *Larcker, McCall e Ormazabal* em 2015 “(...) analisou o impacto das recomendações das empresas de consultoria em matéria de voto no que toca à definição dos salários, os autores consideram que as empresas que provavelmente receberiam uma recomendação negativa por parte da ISS fizeram alterações aos seus planos de remuneração por forma a torná-los mais consistentes com as diretrizes da ISS, a reação da bolsa a estas alterações ao programa de compensação é estatisticamente negativa. Concluíram que, a influência das *proxy advisory firms* parece ter como consequência económica involuntária o facto de os conselhos de administração serem induzidos a fazer escolhas que diminuem o valor dos acionistas.”⁶⁷

⁶⁴ Cfr. Yvan Allaire, *ob. cit.*, p. 13.

⁶⁵ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 13.

⁶⁶ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 13.

⁶⁷ Cfr. David F. Larcker, Brian Tayan and James R. Copland., *ob. cit.*, p. 7.

“A *Senior Vice President, Policy and Advocacy, Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals, Darla C. Stuckey*, frisou que os conselhos e as comissões empresariais passam muito tempo a assegurar que as suas práticas e as suas políticas enquadram-se perfeitamente nas diretrizes dos consultores em matéria de voto, com o intuito de evitar recomendações de voto desfavoráveis por parte destas empresas, é exatamente isto que acontece no que concerne a decisões sobre a remuneração dos executivos, um motor fundamental para o sucesso da empresa e para o retorno a longo prazo dos acionistas.”⁶⁸

Com referência a um artigo publicado pelo *Mercatus Center* na Universidade *George Mason* em 2013, “(...) é relatada uma situação que aconteceu aproximadamente uma década antes quando a ISS se opôs à reeleição de *Warren Buffett* como diretor do Conselho da *Coca-Cola*, a posição da ISS parece ter sido baseada em parte no facto de *Buffet* ser “(...) um estranho filiado que tem assento no Comité de Auditoria do Conselho de Administração”, posteriormente apurou-se que uma das razões por detrás da recomendação da ISS foi o facto de algumas das empresas da *Berkshire*, como a *Dairy Queen*, venderem produtos da *Coca-Cola*, criando assim o que a ISS via como um conflito,”⁶⁹ porém veremos com maior detalhe no próximo sub-capítulo a influência que estes consultores exercem quanto à eleição dos administradores.

Um outro exemplo de razões pelas quais os diretores têm preocupações relativamente aos pontos de vista dos consultores em matéria de votação está relacionado com uma “(...) disposição nas diretrizes de votação da ISS onde se declara que, se existirem práticas de compensação que a ISS considere insatisfatórias esta pode recomendar aos acionistas que votem contra ou reter um voto dos membros do Comité de Compensação e potencialmente do Conselho em si.”⁷⁰

O Vice-Presidente, *Michael Ryan*, da Mesa Redonda de Negócios realizada pela SEC em 2013 reflete sobre a influência em matéria de votação como “um *iceberg* em que há muita coisa debaixo de água, o impacto na decisão de voto é o que está acima da água, mas o impacto na tomada de decisões do conselho de administração está abaixo de água e não é possível contemplar.”⁷¹

⁶⁸ Cfr. Joseph E. Bachelder III, McCarter e English LLP, *ob. cit.*, p. 2.

⁶⁹ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 3.

⁷⁰ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 3.

⁷¹ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 3.

A nosso ver, os estudos que têm sido feitos sobre as recomendações por parte dos *proxy advisors* quanto à remuneração dos executivos parecem demonstrar que, não obstante aquelas que são as convicções das comissões de remuneração das empresas e dos próprios acionistas sobre o montante salarial que os executivos devem auferir, ao menor sinal de alguma indicação formulada pela ISS, pela *Glass Lewis* ou por outra empresa que preste este tipo de serviços, faz surgir uma certa agitação na prática de compensação das empresas e, como já vimos anteriormente, é inclusive suscetível de fazer com que as empresas alterem as suas políticas de remuneração só para estarem em sintonia com as indicações propostas pelos *proxy advisors*.

Os autores *Joseph E. Bachelder III e McCarter & English LLP* apresentaram três recomendações com o intuito de ultrapassar esta questão.

A primeira recomendação passa pela criação de um “*Executive Compensation Standards Board* que estabeleceria diretrizes de boas práticas na conceção e implementação da remuneração dos executivos, ou seja, seria escolhido um comité composto por partes envolvidas no processo de votação sobre estas matérias: acionistas, emitentes, consultores em matéria de votação, consultores de compensação e outros para a emissão de diretrizes independentes, sendo que os *proxy advisors* poderiam continuar a publicar as suas próprias diretrizes mas não poderiam aplicá-las de forma inconsistente e sem a devida fundamentação com as normas de compensação dos executivos.”⁷²

“Estas normas incluiriam critérios que vão além dos dados de pagamento e do preço das ações, seriam incluídas as estratégias comerciais do emitente, os desenvolvimentos ocorridos dentro e fora da emissora durante o ano anterior e as necessidades de atrair ou manter os principais executivos. Qualquer divulgação desta natureza teria de ser consistente com a proteção de informações confidenciais do emitente aquando da apresentação do relatório por parte dos consultores em matéria de voto.”⁷³

A segunda recomendação divulgada “(...) fixa a frequência de votos em matéria de *say-on-pay* num voto de dois em dois anos, atualmente e em parte devido à pressão exercida pelos *proxy advisors*, sendo que a prática predominante é a votação ocorrer todos os anos.”⁷⁴

⁷² Cfr. Joseph E. Bachelder III, McCarter e English LLP, *ob. cit.*, p. 3.

⁷³ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 3.

⁷⁴ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 4.

“Os consultores devem incluir nos seus relatórios anuais a sua análise sobre a remuneração dos administradores, tanto nos anos em que os *proxy advisors* emitem recomendação de voto como nos anos em que os *proxy* fornecem apenas a sua análise no referido relatório, esta alternância temporal daria aos diretores um tempo razoável para analisar o relatório que está a ser feito pelos consultores em matéria de voto no ano em que não emitem a sua recomendação de sentido de voto. Esta solução serviria para auxiliar os diretores a rever e a compreender melhor o relatório do ano em que é realizada a votação.”⁷⁵

Por fim, a última recomendação enunciada por estes autores passa por “(...) exigir que uma cópia de cada relatório emitido pelos consultores seja arquivada na SEC o mais tardar 90 dias após o final do ano fiscal em que o relatório é entregue aos seus clientes, esta medida protegeria por um período razoável de tempo o interesse dos *proxy advisors* no relatório, pelo qual os clientes pagam uma taxa, em última análise, o relatório tornar-se-ia acessível ao público.”⁷⁶

No que toca à primeira recomendação proposta, parece-nos evidente que devem ser as próprias partes envolvidas diretamente na votação *say-on-pay* a definir as diretrizes e os critérios pelos quais deverá ser deliberado o montante a auferir pelos administradores, os *proxy advisors* poderão emitir as suas recomendações mas só com a devida fundamentação, aprovação e concordância por parte dos votantes é que poderão eventualmente fazê-las preceder.

Na nossa opinião, a segunda recomendação parece-nos oportuna na medida em que promover a votação com este espaçamento temporal permite que os diretores possam analisar o relatório com maior rigor e precisão tendo em consideração todos os critérios e especificidades. Apesar de a ISS desenvolver e publicar as suas diretrizes sobre boas práticas, relatórios e recomendações de voto a respeito das remunerações dos executivos nos seus meios de comunicação (por exemplo, através das FAQs), emite também relatórios extensos que contêm análises e recomendações sobre cada uma das empresas que recorre aos seus serviços.

“O período de preparação de uma parte substancial de cada relatório ocorre entre o momento em que o emitente em questão emite a *proxy statement* e o momento em que

⁷⁵ Cfr. Joseph E. Bachelder III, McCarter e English LLP, *ob. cit.*, p. 4.

⁷⁶ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 4.

o relatório da ISS sobre o emitente é enviado aos acionistas antes da assembleia geral anual, a ISS não só analisa o *proxy statement* do emitente como compara esses dados com dados semelhantes aos de outros emitentes. Após a preparação do relatório sobre um emissor, a ISS distribui o relatório aos subscritores (sobretudo investidores institucionais) antes da assembleia anual em que se realiza a votação *say-on-pay*.⁷⁷

“As empresas incluídas no índice *S&P 500* têm a oportunidade de rever e comentar as conclusões obtidas quanto à empresa em questão antes da distribuição do relatório aos acionistas, mesmo para estas grandes empresas há pouco tempo para rever e reportar à ISS algumas falhas ou imperfeições detetadas antes da sua distribuição aos acionistas, normalmente o período para revisão e comentários é inferior a 48h e, em casos mais extremos, pode ser inferior a 24h. Já quanto às empresas abaixo do *S&P 500* estas geralmente nem têm a oportunidade de rever e comentar antes do relatório ser emitido.”⁷⁸

Ora, partindo das premissas *supra* mencionadas faz todo o sentido permitir que este tipo de questões como a remuneração dos administradores, que têm sido alvo de discussão nos últimos anos e que são flagrantes em matéria de *corporate governance*, sejam analisadas com uma maior dilação de tempo.

Já quanto ao fenómeno de influência dos *proxy advisors* nas políticas de remuneração das sociedades, consideramos que a intervenção e a influência destes agentes tem de ser travada em parte, não é razoável que a sociedade altere as suas práticas só para não estar em desacordo com as recomendações dos *proxy advisors*, descuidando toda a independência e autonomia que as sociedades têm para definir quantitativamente e qualitativamente os critérios que consideram ser os mais adequados para definir a remuneração dos membros dos órgãos sociais, a medida de intervenção dos consultores em matéria de votação deverá ser limitada através de regulamentos internos das sociedades ou outros instrumentos regulamentares em que, de forma exaustiva, sejam definidos os aspetos que são totalmente confiáveis ao parecer dos *proxy advisors* e os que não o são, caso contrário ultrapassaremos a linha da identidade própria das sociedades que deixam de ter o seu livre-arbítrio funcional.

4.1.2 – Eleição dos *executives*

⁷⁷ Cfr. Joseph E. Bachtelder III, McCarter e English LLP, *ob. cit.*, p. 2.

⁷⁸ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

“Apesar de não ser mensurável, com rigor, a concreta influência dos *proxy advisors* na determinação do sentido das decisões societárias”⁷⁹, sabemos que estes prestadores de serviços também exercem alguma influência no que toca à eleição dos *executives*. Ora, a expressão *executives* engloba os *C-suite*, presidentes, diretores, administradores, entre outros, pelo que na nossa análise referimo-nos a todos estes cargos existentes nas empresas.

Têm sido vários os estudos feitos com o intuito de compreender a medida da importância que é atribuída às recomendações destes agentes.

“Em 2009, *Cai, Garner e Walking* estudaram o impacto das recomendações da ISS nas eleições para o cargo de diretor, para tal utilizaram uma amostra de mais 13.300 eleições de diretores não contestadas entre 2003 e 2005. Verificaram que os administradores que não receberam uma recomendação positiva por parte da ISS, receberam 19% menos votos dos acionistas, no entanto, não se sabe ao certo quanto desta redução se deve ao impacto da recomendação da ISS ou a factores externos como o fraco desempenho global do diretor em causa.”⁸⁰

“As recomendações negativas da ISS ou da *Glass Lewis* são seguidas por reduções significativas no apoio dos seus clientes à proposta, por exemplo, quando a ISS recomenda o voto contra a eleição de um administrador, os seus clientes têm 21% mais probabilidades do que outros investidores que não recorreram à ISS, de votar contra esse administrador. Da mesma forma, quando a *Glass Lewis* recomenda que se vote contra um administrador, os seus clientes têm 29% mais probabilidades do que outros investidores de votar contra o administrador.”⁸¹

“Quanto aos padrões de votação dos investidores que mudaram de *proxy advisory firm*, verificou-se que, quando um investidor institucional muda da *Glass Lewis* para a ISS, o acordo entre os seus votos e as recomendações emitidas pela ISS aumenta imediatamente em 24% e o acordo de voto com a recomendação da *Glass Lewis* diminui em 21%. Caso o investidor passe da ISS para a *Glass Lewis*, o seu acordo com o sentido

⁷⁹ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 15.

⁸⁰ Cfr. David F. Larcker, Brian Tayan and James R. Copland *ob. cit.*, p. 6.

⁸¹ Cfr. Chong Shu, “*The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*”, USC Marshall School of Business Research Paper, Novembro de 2021, p. 2, Acedido em 01-03-2022, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3614314;

de voto recomendado pela *Glass Lewis* aumenta em 38% e o acordo de voto com a ISS diminui em 23%.⁸²

Como já tivemos oportunidade de constatar anteriormente, a atividade dos *proxy advisors* é suscetível de criar situações de conflito de interesses uma vez que estes prestam assessoria simultaneamente aos acionistas e aos conselhos de administração da mesma empresa, “no epicentro deste conflito estão os administradores das sociedades cotadas, é no fundo a sua atuação, seja ela por ação ou omissão, que determinará o sentido da recomendação dos primeiros.”⁸³

Acontece que, muitas vezes os *executives* atuam “(...) não só com o intuito de fundamentar devidamente a sua atuação, mas também como forma de antecipar a avaliação crítica dos consultores em matéria de voto, conformando-se antecipadamente com a conduta que venha a merecer apreciação positiva por parte destes.”⁸⁴

Por outras palavras, os *executives* muitas vezes não estão preocupados com as possíveis consequências, positivas ou negativas, decorrentes da sua atuação numa perspectiva de governo da sociedade, estão sim apreensivos em relação à conformidade de certas medidas com as diretrizes dos *proxy advisors*, ainda que as mesmas produzam efeitos prejudiciais ou não correspondam ao verdadeiro interesse da empresa.

Em relação a propostas que incidam especificamente sobre a designação ou a destituição de administradores, os *proxy advisors* analisam estas questões de duas formas diferentes. A primeira com recurso a princípios genéricos ou diretrizes, como por exemplo “(...) votar contra a recondução de administradores em funções, votar a favor da eleição de listas compostas por maiorias de membros independentes, votar contra a eleição de administradores que exerçam funções em mais de um certo número de sociedades, a segunda com base em circunstâncias específicas da sociedade, do contexto e dos administradores em concreto.”⁸⁵

São vários as circunstâncias que podem influenciar o sentido de voto quanto à “(...) composição do órgão de administração, parecem ser menos relevantes aspetos como a performance dos administradores ou da sociedade, são valorizados critérios mais

⁸² Cfr. Chong Shu, *ob. cit.*, p. 3.

⁸³ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 16.

⁸⁴ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 16.

⁸⁵ Cfr. *Idem, Ibidem*, pp. 17-18.

facilmente observáveis como a disponibilidade para o exercício das funções ou a inexistência de situações de conflito de interesses” irrefutáveis.⁸⁶

Um elemento significativo e que também poderá explicar os resultados das votações e a posição assumida pelos acionistas é o factor presença dos administradores nas reuniões dos conselhos de administração, é valorizado “(...) o facto de os administradores que se encontram no fim do seu mandato terem estado presentes em pelo menos 75% das reuniões do conselho de administração ou a circunstância de obterem recomendações desfavoráveis por parte de um *proxy advisor*.”⁸⁷

“A influência dos *proxy advisors* na eleição de *executives* será tanto maior quanto mais dispersa for a estrutura acionista da sociedade e terá tendência a aumentar conforme a participação detida por investidores institucionais.”⁸⁸

Nos EUA são identificados vários motivos que estão na origem da preeminência dos *proxy advisors*, grande parte das empresas americanas passou, nos últimos anos de uma situação de voto plural (*plurality voting*) para o voto por maioria (*majority voting*), outro dos fundamentos subjacentes a esta influência inclui a adoção de práticas de governo societário de avaliação e votação anual dos membros do órgão de administração e as alterações em matéria de regulação.⁸⁹

Na UE destaca-se “(...) a intervenção da *Ethos*, uma empresa de *proxy advisory* sediada na Suíça que, em 2010, se opôs à reeleição dos membros do órgão e administração da *UBS*, a que se juntou a expressa oposição à nomeação para o órgão de administração de um novo administrador, com fundamento na circunstância de o mesmo exercer funções em quatro grandes sociedades cotadas na Alemanha e nos EUA.”⁹⁰

Na nossa opinião, a eleição dos *executives* é um dos âmbitos onde é necessário uma maior cautela e advertência em relação à preponderância que é atribuída à consultoria

⁸⁶ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 18.

⁸⁷ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 18.

⁸⁸ Alertando para esta situação, Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 19, “(...) FÁCIL é de ver, portanto, que a sua atuação terá uma influência diminuta em mercados de capitais marcados pela existência de sociedades cotadas de capital significativamente concentrado, em parte sujeitas a um ou mais acionistas controladores e, por vezes, marcadas por domínios de natureza familiar, com atividade social muito centrada no mercado nacional e pouco permeáveis a investimento externo ou a qualquer tipo de internacionalização (...)”

⁸⁹ Cfr. Stephen Choi, Jill Fisch e Marcel Kahan, “*The power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*”, Research Paper No. 10-24, University of Pennsylvania Law School, Institute for Law and Economics, pp. 872-877, Acedido em 03-03-2022, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1694535;

⁹⁰ Cfr. Juliano Ferreira, *ob. cit.*, p. 19.

emitida pelos consultores em matéria de voto. O facto de os próprios administradores condicionarem a sua atividade consoante as diretrizes emitidas pelos *proxy advisors*, descurando a sua vontade própria e a sua convicção daquilo que é o melhor para a empresa a longo prazo demonstra esta fragilidade que é deixar nas mãos de entidades terceiras o rumo da sociedade.

Em matéria de eleição de administradores não são apenas os acionistas que confiam cegamente na análise dos consultores de matéria de voto, os próprios administradores sentem-se compelidos a reger a sua atuação conforme as políticas orientadoras das *proxy advisory firms* sob pena de destituição ou de não reeleição.

Acreditamos que este é um dos pontos-chave a ser alvo de regulação por parte das entidades supervisoras, limitando a emissão de diretrizes genéricas previstas para todas as sociedades nesta matéria, privilegiando a análise caso-a-caso de cada conselho de administração, de cada administrador e do seu funcionamento ao longo dos anos, atendendo às suas características e especificidades de forma a não comprometer a autonomia e a atuação dos executivos.

4.2 – A responsabilidade social e os consultores em matéria de voto

A sustentabilidade empresarial tem ganho alguma importância ao longo dos anos, a adoção de práticas sustentáveis no mundo empresarial deixou de ser vista por parte das empresas apenas como um custo financeiro, passou-se a reconhecer que a integração de aspetos ambientais e sociais nos processos de tomada de decisão pode ser vista como uma fonte de criação de valor económico e de novas oportunidades negociais.

“Os *proxy advisors* apresentam-se como um intermediador importante nesta medida, exercendo também a sua influência no que toca a propostas sobre investimentos sustentáveis. Estas propostas que incluem votação sobre questões de índole ambiental e social são suscetíveis de atrair uma maior divergência de opiniões por parte dos acionistas do que as propostas mais comuns.”⁹¹

⁹¹ Cfr. Isobel Mitchell & Lily Tomson, “*Another link in the Chain: Uncovering the Role of Proxy Advisors in Investor ESG Voting*” in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Março de 2020, p. 1, Acedido em 04-03-2022, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/05/another-link-in-the-chain-uncovering-the-role-of-proxy-advisors-in-investor-esg-voting/>;

“Quanto a este tipo de propostas, é especialmente importante que os gestores de ativos consigam demonstrar que possuem os recursos e as capacidades adequadas para tomar decisões de voto de forma informada e, sobretudo, ativa.”⁹²

Alguns estudos comprovam que “(...) a ISS apoia mais as resoluções ambientais e sociais e as práticas de ESG do que a maioria das consultoras em matéria de voto, tendo recomendado que os investidores votassem a favor de uma determinada proposta 79% das vezes, uma percentagem muito superior aos 53% de votos apoiados pela *Glass Lewis*, o que demonstra a preferência de práticas progressistas por parte da ISS.”⁹³

Para além disso, tem-se constatado que “(...) os investidores mostram menos apoio a medidas ESG do que os próprios *proxy advisors*. Ora, embora seja positivo que os investidores não depositem a sua confiança em todas as recomendações dos consultores em matéria de voto, estamos aqui perante uma falta de proatividade por parte dos investidores em melhorar as práticas de ESG das sociedades, em alguns casos ignorando as recomendações emitidas pelos *proxy advisors*, estas questões tornam-se ainda mais patentes quando falamos dos três grandes gestores de ativos, *BlackRock*, *Vanguard Asset Management* e *State Street Global Advisers*.”⁹⁴

A ISS anunciou as suas alterações de política de votação de referência para o ano 2022, que terão efeito para as assembleias gerais que se realizem a 1 de Fevereiro de 2022 ou após esta data.

“Quanto à diversidade do conselho de administração, a política da ISS exigirá, pelo menos, uma mulher no conselho de administração das sociedades, não só para as empresas que fazem parte da *Russell 3000* e *S&P 1500*, como para a maioria das empresas cotadas nos EUA, a ISS recomendará o voto contra o presidente do comité de nomeação (ou outros diretores) quando não existam mulheres no conselho de administração de uma empresa.”⁹⁵

“Em relação à responsabilidade climática, a ISS recomendará a votação contra a reeleição do Presidente em exercício da comissão responsável (ou de outros diretores

⁹² Cfr. Isobel Mitchell & Lily Tomson, *ob. cit.*, p. 1.

⁹³ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

⁹⁴ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

⁹⁵ Cfr. David Bell, Dean Kristy, Ron Llewellyn *et. al.*, “*Proxy Advisors Update Voting Guidelines for 2022*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Dezembro de 2021, p. 1, Acedido em 12-03-2022, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/31/proxy-advisors-update-voting-guidelines-for-2022/>;

numa base casuística) para as empresas com maior emissão de gases com efeito estufa quando tais empresas não fizerem as devidas divulgações relacionadas com o clima ou quando não fixarem metas quantitativas de redução de gases com efeito de estufa.”⁹⁶

Quanto às propostas/planos de gestão denominados *say-on-climate*, “(...) a ISS avaliará a completude e o rigor do plano, incluindo a qualidade das divulgações, o rigor dos alvos, se estes são de base científica ou não, verificação externa, divulgação do alinhamento da atividade de *lobbying* e uma série de outras informações.”⁹⁷

“A ISS fará ainda recomendações para propostas de empresas que procurem uma equidade racial e de direitos civis através de uma análise casuística, tendo em conta factores como o processo estabelecido por uma empresa para a abordagem da desigualdade e da discriminação, as suas declarações, o seu envolvimento em comunidades que sofreram este impacto, o seu historial com questões de justiça racial, controvérsias, litígios recentes e a consonância com as normas existentes no mercado.”⁹⁸

A *Glass Lewis* também anunciou o lançamento de novas diretrizes para o ano 2022, esta consultora “(...) recomendará a votação contra o presidente da comissão de nomeação de uma administração de uma empresa *Russell 3000* com menos de dois diretores de diferentes géneros. Os conselhos de administração de empresas fora da *Russell 3000* ou com menos de seis diretores no seu total, devem possuir pelo menos um diretor de diferente género.”⁹⁹

“A partir de 2022, a *Glass Lewis* recomendará votar contra o presidente da comissão de nomeação e/ou governação das empresas *S&P 500* que não forneçam certas informações sobre a diversidade racial e/ou étnica nas suas sociedades. No que toca à supervisão de riscos ambientais e sociais, a *Glass Lewis* recomendará votar contra o presidente do comité de *governance* se a empresa não fornecer uma divulgação explícita sobre o papel do conselho de administração na supervisão de questões ambientais e/ou sociais.”¹⁰⁰

As diretrizes previstas para o ano corrente incidem sobre questões ESG em que “(...) a *Glass Lewis* acrescenta detalhes sobre o seu processo de avaliação de ESG, para além

⁹⁶ Cfr. David Bell, Dean Kristy, Ron Llewellyn *et. al.*, *ob. cit.*, p. 1.

⁹⁷ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

⁹⁸ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

⁹⁹ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

¹⁰⁰ Cfr. *Idem, Ibidem*, pp. 2-3.

disto, a *Glass Lewis* incluiu uma secção de propostas para discutir a abordagem com que deve analisar as diferentes propostas. Em matéria de incentivos, esta consultora esclarece que irá fazer ajustes aos princípios contabilísticos geralmente aceites nas suas avaliações de incentivos de curto e longo prazo.”¹⁰¹

“Relativamente a autorizações/aumento nas ações preferenciais, a *Glass Lewis* especifica que recomendará o voto contra tais propostas, a menos que a empresa se comprometa a não utilizar tais ações como um plano *anti-takeover* ou se comprometa a procurar a aprovação por parte dos acionistas de qualquer plano antes de o adotar.”¹⁰²

A nosso ver, é essencial que os *proxy advisors* continuem a incentivar o desenvolvimento de políticas ESG nas empresas, que contribuam para esse crescimento e que implementem a sustentabilidade como uma estratégia de negócio em si, esse será o rumo certo a seguir desde que mantenham a sua independência e respeitem as diretrizes traçadas pelos investidores, sendo necessário manter alguma cautela quanto ao grau e ao modo de incentivo para estas medidas.

Estes agentes devem ter um papel importante e uma voz ativa no que toca à implementação da diversidade e igualdade de género nos conselhos de administração, devem pugnar pela inclusão de mulheres e por quadros diretivos diversificados através da recomendação de voto em medidas que promovam o recrutamento inclusivo, planos de formação interna e ações de sensibilização nas organizações, assegurando que há o cumprimento da legislação aplicável sem extravasar a medida que corresponde à atuação no interesse do acionista.

4.3 – A influência dos *proxy advisors* no valor das ações

Como já podemos constatar anteriormente, a atividade e a avaliação por parte dos *proxy advisors* influencia de forma significativa o funcionamento das sociedades, com consequências a nível económico por exemplo quanto às *underwater stock options*, em que as empresas decidem substituir estas por novos prémios de *options*, por *retricted stock* e/ou por dinheiro.

Ora, as *underwater stock options* são ações em que o preço de exercício é superior ao valor atual de mercado, ou seja, qualquer pessoa que pretenda exercer as suas opções,

¹⁰¹ Cfr. David Bell, Dean Kristy, Ron Llewellyn *et. al.*, *ob. cit.*, p. 3.

¹⁰² Cfr. *Idem*, *Ibidem*, p. 3.

teria de pagar mais pelas ações do que o preço real de negociação, logo, faz sentido que os participantes não queiram exercer as opções enquanto se mantiverem estas condições.

Tem-se afirmado que as *underwater stock options* são utilizadas por gestores como uma forma de extrair rendas dos acionistas, reduzindo o risco negativo dos seus contratos de compensação.

“Com base num estudo científico que analisou 264 *repricings* anunciados entre 2004 e 2009, para cada reavaliação de preços, foi medido o grau de conformidade com as diretrizes da ISS, e depois compararam-no com o desempenho da empresa e o volume de negócios dos executivos subsequentes. Verificou-se que a reação do mercado bolsista à introdução de *repricing plans* foi positiva, mas decrescente, de acordo com o grau de conformidade do *repricing* com as diretrizes da empresa de consultoria em matéria de voto.”¹⁰³

“Chegou-se à conclusão de que, quanto mais as empresas estavam em conformidade com as recomendações de voto dos *proxy advisors*, mais fraco era o seu desempenho operacional e maior era a probabilidade de rotação de *executives* e trabalhadores. Apesar de a amostra ser pequena, os resultados sugerem que o excesso de conformidade com as diretrizes dos consultores em matéria de voto sobre *stock option repricing* limita os benefícios do recontratar destas transações e não aumenta o valor para os acionistas.”¹⁰⁴

Concluindo, “(...) é importante analisar a medida em que estes resultados refletem o impacto generalizado das recomendações de voto emitidas por estes consultores em questões que influenciam o retorno dos investidores, tais como *equity compensation plans*, planos de bónus para *executives*, *say-on-pay*, eleição de administradores e operações de fusão e aquisição.”¹⁰⁵

¹⁰³ Cfr. Elsevier, “*Proxy Advisors: How Much Value do They Add?*” in IESE Insight Business Knowledge, 2013, Acedido em 04-03-2022, disponível em: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=&idi=2&idioma=2>, p. 2.

¹⁰⁴ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

¹⁰⁵ Cfr. *Idem, Ibidem*, p. 2.

5. Conclusão

No decurso desta dissertação procurámos analisar a atividade desenvolvida pelos *proxy advisors*, as vantagens e as desvantagens que a sua atuação representa para as sociedades, assim como a influência e a preponderância que estes agentes podem exercer nos mais diversos aspetos de *Corporate Governance*.

Constatámos que a assessoria prestada pelos *proxy advisors* é suscetível de gerar situações de conflitos de interesses, que a independência poderá ser comprometida, que por vezes existem erros e imprecisões na informação que estes utilizam para formular as suas recomendações de voto e que o modo como emitem as recomendações não é totalmente transparente como deveria ser e que exercem influência significativa em questões como a eleição dos membros executivos, o valor das ações e o retorno dos investidores.

Ao mesmo tempo encontrámos muitos outros aspetos a favor, dentro dos quais destacamos o facto de suprirem a inércia de atuação dos acionistas, promovendo a participação ativa dos acionistas no desempenho e na perspetiva a médio-longo prazo das empresas através do exercício do voto, por pesquisarem e agregarem a informação necessária de forma mais eficiente, não descurando a voz ativa e as diretrizes enunciadas em matéria de responsabilidade social, com especial enfoque na promoção de práticas *anti-discriminatórias*, preservando o meio ambiente e alertando para a importância das práticas sustentáveis.

Ao longo do nosso trabalho analisámos, com alguma profundidade, cada um dos benefícios e dos inconvenientes que os consultores em matéria de voto são capazes de proporcionar às sociedades, consideramos que, apesar de as opiniões não serem uniformes quanto ao desempenho destes consultores, o valor que é acrescentado às sociedades prevalece sobre os possíveis prejuízos que a atuação dos *proxy advisors* pode gerar.

A nosso ver, é preferível que o acionista exerça o seu voto de forma consciente e informada, ainda que a recolha e o processamento da informação seja feita por terceiros, participando ativamente e proferindo o seu entendimento sobre o assunto a ser discutido em sede de assembleia geral do que se abster de cumprir os seus deveres fiduciários. Os consultores em matéria de voto vieram oferecer resposta às necessidades dos acionistas,

diluindo barreiras linguísticas, geográficas e temporais e é com base neste princípio que assumimos a nossa posição.

Têm sido propostas algumas iniciativas por parte de autoridades com responsabilidade em matéria de política regulatória de forma “(...) a colmatar as imperfeições que os *proxy advisors* apresentam. Em novembro de 2021, a SEC propôs emendas às regras relativas aos consultores em matéria de voto que eliminariam a condição para a disponibilidade de certas isenções de informação, os *proxy advisors* deixariam de ser obrigados a fornecer cópias dos seus relatórios às empresas que prestam consultoria.¹⁰⁶ Para além destas novas medidas, o comunicado que as anuncia também discute a aplicação da proibição de declarações inexatas e omissões materiais por parte dos *proxy advisors*, particularmente no que diz respeito a declarações de opinião.”

É evidente que existem desafios para o futuro nesta matéria, há riscos que não estão suficientemente acautelados, o facto de as *proxy advisory firms* emitirem todos os anos diretrizes genéricas sob as quais pautam a sua atuação demonstra que, muitas vezes, não são tidas em conta as especificidades e as necessidades das empresas, não há uma ponderação casuística tal como seria exigível em matérias que deveriam ser apreciadas com precaução. Para além disto, os consultores concentram em si poderes discricionários que conduzem a uma influência significativa no governo das sociedades, pelo que consideramos que ainda é longo o caminho a percorrer em direção ao perfeito funcionamento destes mecanismos.

¹⁰⁶ Cfr. David Bell, Dean Kristy, Ron Llewellyn *et. al.*, *ob. cit.*, p. 1.

Referências Bibliográficas

ABREU, Laura Cravo, “*Publicação da alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas de Sociedades Cotadas (Diretiva (EU) 2017/828)*” in Revista de Direito das Sociedades, Ano IX (2017), n.º 3, disponível em: [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-03%20\(729-731\)%20-%20Atualidade%20-%20Laura%20Abreu%20Cravo%20-%20Publica%C3%A7%C3%A3o%20da%20altera%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20Diretiva%20dos%20Direitos%20dos%20Acionistas%20de%20Sociedades%20Cotadas%20%5BDiretiva%20\(UE\)%202017%20828%5D.pdf](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-03%20(729-731)%20-%20Atualidade%20-%20Laura%20Abreu%20Cravo%20-%20Publica%C3%A7%C3%A3o%20da%20altera%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20Diretiva%20dos%20Direitos%20dos%20Acionistas%20de%20Sociedades%20Cotadas%20%5BDiretiva%20(UE)%202017%20828%5D.pdf);

ALLAIRE, Yvan, “*The troubling case of Proxy Advisors: Some policy recommendations*”, Institute for governance of private and public organizations, Policy Paper n.º 7, Janeiro de 2013, p. 8, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2282617;

BACHELDER III, Joseph E., McCarter e English LLP, “*Proxy Advisors’ Impact on Executive Pay Decisions by Directors*” in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Abril de 2016, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/04/11/proxy-advisors-impact-on-executive-pay-decisions-by-directors/>;

BELL, David, KRISTY, Dean, LLEWELLYN, Ron *et. al.*, “*Proxy Advisors Update Voting Guidelines for 2022*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Dezembro de 2021, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/31/proxy-advisors-update-voting-guidelines-for-2022/>;

CABRAL, Filipa Costa, “*Proxy Advisors e Governo Societário*” in Governance Lab, Working Paper No. 2/2018, Julho de 2018, disponível em: https://governancelab.org/wp-content/uploads/2018/10/WP_22018_Proxy_Advisors_e_Governo_Societario_vf.pdf;

CAPPUCCI, Michael, “*The Proxy War Against Proxy Advisors*” in New York University Journal of Law and Business, Forthcoming, Novembro de 2019, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488427;

CHOI, Stephen, FISCH, Jill e KAHAN, Marcel, “*The power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*”, Research Paper No. 10-24, University of Pennsylvania Law School,

Institute for Law and Economics, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1694535;

Consultores em matéria de votação (Código dos Valores Mobiliários) in Lexionário do Diário da República Eletrónico, disponível em: <https://dre.pt/dre/lexionario/termo/consultores-em-materia-votacao-codigo-valores-mobiliarios>;

DENT JR., George W., “*A Defense of Proxy Advisors*”, *Case Research Paper Series in Legal Studies*, Working Paper 2014-13 (revised), Junho de 2015, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2451240;

ECKSTEIN, Asaf e HANNES, Sharon “*A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms*” *Wake Forest Law Review*, (forthcoming 2018), disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3098008;

ELSEVIER, “*Proxy Advisors: How Much Value do They Add?*” in *IESE insight Business Knowledge*, 2013, disponível em: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=&idi=2&idioma=2>;

ESMA, “*Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*”, Março de 2012, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/discussion-paper-overview-proxy-advisory-industry-considerations-possible-policy-options>;

ESMA, “*Report: Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*”, 18 de Dezembro de 2015, ESMA/2015/1887, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/follow-report-development-best-practice-principles-providers-shareholder-voting-research>;

FERREIRA, Juliano, “*Proxy Advisors: Os consultores em matéria de votação*”, publicado em Almedina | Governance Lab, in *A Designação de Administradores, AAVV*, Lisboa, Outubro de 2014, disponível em: https://www.academia.edu/24618369/Proxy_Advisors_os_consultores_em_mat%C3%A9ria_de_vota%C3%A7%C3%A3o;

IESE Insight Business Knowledge, “*Proxy Advisors: How Much Value do They Add?*”, 2013, disponível em: <https://www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=1563&ar=&idi=2&idioma=2>;

LEITÃO, Luís Menezes, “*A reforma do Código das Sociedades Comerciais*” in *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Novembro, 2007.

LI, Tao, “*Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*”, ECGI – Finance Working Paper n.º 389/2013, Novembro de 2013, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287196;

MITCHELL, Isobel & TOMSON, Lily, “*Another link in the Chain: Uncovering the Role of Proxy Advisors in Investor ESG Voting*” in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Março de 2020, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/05/another-link-in-the-chain-uncovering-the-role-of-proxy-advisors-in-investor-esg-voting/>;

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, “*Manual de Governo das Sociedades*”, Almedina, Agosto 2018;

SHU, Chong, “*The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*”, USC Marshall School of Business Research Paper, Novembro de 2021, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3614314;

VERDAM, Albert F., “*Concerns about the quality and influence of proxy advisors, and its implications for the preparations of the shareholders meeting*”, Fevereiro de 2020, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3531180;