

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito – Escola de Lisboa
Católica Lisbon School of Business and Economics

Mestrado em Direito e Gestão



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**O IMPACTO DAS *PROXY ADVISORS* NOS MERCADOS
REGULAMENTADOS DE AÇÕES**

Maria do Carmo Gomes Teixeira Esteves Virtuoso

Sob orientação do Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Lisboa, 15 de março de 2024

Agradecimentos

A conclusão da presente dissertação marca o fim de um desafiante percurso académico, no qual tive a sorte de poder descobrir a minha verdadeira vocação e conhecer dos melhores amigos da minha vida.

Um agradecimento a todas as pessoas que contribuíram para a conclusão deste trabalho sabe a pouco, mas ainda assim, é o muito que posso dar.

Ao Professor Doutor Rui Pinto Duarte, pela sensata orientação, disponibilidade, exigência e dedicação que se revelaram fundamentais no desenvolvimento e conclusão da presente dissertação.

Aos meus queridos pais e irmãos, que durante estes últimos meses, foram motivação na desmotivação, paciência na impaciência, e apoio no desânimo. Por tudo, durante a Licenciatura e o Mestrado, obrigada.

Aos meus amigos, que na partilha de conhecimento, sugestões e críticas ao longo destes meses, permitiram um melhor aprofundamento do tema. Em especial, à Maria Inês, à Ana e ao Tio António.

Índice

Siglas e Abreviaturas

1. Introdução

2. *Proxy Advisors*: Origem e Noção

2.1. Evolução histórica e relevância atual

2.2. Noção de *proxy advisors*

3. As *Proxy Advisors* no Mercado Regulamentado de Ações

3.1. Influência na tomada de decisão dos acionistas

3.2. Impacto nas Políticas de Governo Societário

3.3. Flutuações nos preços das ações em resposta a recomendações

3.4. Outras flutuações no mercado:

3.4.1. Nas estruturas de Governo Societário

3.4.2. Na composição do conselho de administração

3.4.3. Nas políticas de remuneração

3.4.4. Nas estratégias empresariais

3.4.5. Nas decisões de fusão e aquisição

4. Desafios e críticas

4.1. Críticas ao modelo das *proxy advisors*

4.1.1. Breve análise da regulamentação existente

5. *Proxy advisors* e o seu futuro no Mercado Regulamentado de Ações

6. Considerações finais

7. Referências Bibliográficas

Siglas e Abreviaturas

CAR– Cumulative Abnormal Returns

CSC – Código das Sociedade Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

ESG - Environmental, Social and Governance

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

GL – Glass Lewis

ISS – Institutional Shareholder Services

PA – *Proxy Advisors*

SEC - Securities and Exchange Commission

SoP – Say-on-Pay

VE – Veículos Elétricos

1. Introdução

A partir da década de 80 do século XX, surgiram, nos EUA, tendo depois estendido a sua atividade a outros países, empresas de consultoria especializadas em aconselhar os investidores no mercado de ações quanto ao seu sentido de voto em deliberações sobre matérias da competência (exclusiva ou concorrente) dos acionistas. Entre elas, destacam-se as deliberações sobre a eleição de administradores, aprovação de contas, distribuição de lucros e remuneração dos executivos.

Utilizadores mais frequentes deste tipo de serviço são os investidores que apresentem um portfólio de ações complexo e que, porventura, em momentos decisivos revelem necessidade de apoio externo na tomada de decisões relativas às questões corporativas das empresas em que detêm investimentos.

A ação dessas consultoras foi ganhando relevância, tendo-se mostrado decisiva na valorização e crescimento de várias empresas, mas também criando noutras um sentimento de descrença por parte do mercado. Tendo em conta a natureza global do fenómeno e a sua manifestação no mercado de ações, é de grande pertinência estudar as consequências que a atividade destas consultoras tem neste setor.

Mais concretamente, a presente dissertação tem por finalidade proceder a uma análise do impacto que as PA têm atualmente nos mercados regulamentados, revelando-se fundamental uma compreensão do conceito de PA e de mercado regulamentado para entender esse fenómeno.

As PA interferem de uma forma bastante relevante na vida corporativa das empresas, geralmente em sociedade cotadas, sobretudo apresentando-se como consultoras dos seus acionistas. O aconselhamento materializa-se na prestação de recomendações relativas a decisões a ser tomadas em sede de Assembleia Geral, verificando-se que os investidores recomendados por estas consultoras são influenciados de uma forma significativa nessas votações.

Para que se consiga entender a influência destas empresas no mercado de ações, importará perceber se as PA exercem, ou não, uma influência significativa nas decisões dos seus clientes e quais as consequências disso.

Cumprir ainda fazer referência aos mercados regulamentados de ações, que se apresentam como estruturas em que a atividade e as operações são supervisionadas,

fiscalizadas e reguladas por autoridades reguladoras, que têm como principal objetivo controlar e garantir que o mercado funciona de forma justa, eficiente e transparente. Esta dissertação focar-se-á, primordialmente, na influência das PA no mercado financeiro, mais especificamente no estudo dos mercados de capitais (referimo-nos, fundamentalmente, ao mercado de ações) onde são negociados, comprados e vendidos ações, títulos e moedas entre instituições empresariais, governo e indivíduos.

*“At the Securities and Exchange Commission (SEC), we work together to make a positive impact on the U.S. economy, our capital markets (...) we have stayed true to our mission of protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. (...)”*¹

O mercado de ações dos Estados Unidos da América é dos mais dinâmicos e complexos do mundo, tendo evoluído rapidamente desde a sua génese e, portanto, será o mais destacado na presente dissertação. Sendo as PA dos EUA as que apresentam maior capacidade de influência, será este mercado aquele que teremos primacialmente em vista na presente dissertação. Ademais, o mercado português é pouco dinâmico, o que torna a análise mais desafiante e menos clara, contrariamente à análise de outros mercados que apresentam já uma dimensão bastante mais considerável.²

Existem dois tipos de mercado de capitais: primário e secundário.

O primário, supervisionado pela SEC, sobre o qual focaremos a nossa análise, integra empresas de capital aberto, instituições (investidores institucionais e bancos de investimento) e *Public Accounting Firms*³. Ao passo que as instituições investem capital nas empresas, estas emitem dívida ou participações sociais para subscrição por parte dos investidores. Neste tipo de mercado, relevam instituições e investidores com poder de comprar grande volumes de ações.

¹ U.S. Securities and Exchange Commission Website, 2023 (consultado pela última vez em 13 março 2024)

² Segundo o disposto na tese de Jorge Brito Pereira “*A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*”, a distribuição de ativos em Portugal apresenta-se alinhada com a média europeia, considerando que em Portugal o peso dos investidores institucionais é de 76%. Por outro lado, “*o OECD Capital Market Review of Portugal 2020, apontava a necessidade de os investidores institucionais tradicionais virem a reforçar o seu papel*”, no sentido em que a existência destes investidores no mercado português é relativamente baixa comparada com o panorama europeu.

³ Empresas responsáveis por auxiliar na preparação e revisão de demonstrações financeiras, análises contabilísticas e angariação de capital.

O mercado secundário, refere-se ao mercado de ações no qual todo o tipo de investidores, independentemente da sua dimensão, negociam entre si os títulos emitidos por empresas.⁴

Ao longo da dissertação procederemos a um estudo do impacto exercido pelas PA nos mercados regulamentados de ações. Adicionalmente, e considerando que as PA fornecem recomendações e análises aos acionistas e investidores institucionais, é razoável que estas influenciem substancialmente as estratégias de investimento e decisões de voto. Assim, revela-se imperativo compreender de que forma é que estas sugestões são percebidas pelos investidores e como é que contribuem para a dinâmica e eficiência dos mercados.

⁴ Harvard Business School, “*FUTURE OF CAPITAL MARKETS: PROBLEMS & SOLUTIONS*”. Disponível em <https://online.hbs.edu/blog/post/future-of-capital-markets>

2. Proxy Advisors: Origem e Noção

2.1. Evolução e relevância atual

Os serviços que as PA prestam são vastos. Ainda que a presente dissertação verse sobre as recomendações relativas à forma como os acionistas deverão direcionar a sua decisão de voto, é essencial perceber que, na sua génese, as PA foram criadas com o fim de fornecer soluções relacionadas com o governo societário que permitam aos investidores tomar decisões eficientes.

Os serviços podem ser, nomeadamente, de “*Governance Research and Voting Services*”⁵, que inclui pesquisa, recomendação no sentido de voto e serviços relacionados com a votação (tais como uma plataforma de votação na qual os acionistas podem votar diretamente no assunto apresentado a discussão); soluções relativas ao ESG, facilitando o processo no momento de decidir sobre investimento estratégico, abordando variadas questões tais como controvérsias e riscos quanto a modelos de governo e práticas relativas a questões climáticas; e apresentam ainda como um dos seus serviços a possibilidade de, mediante a notificação antecipada procederem ao *share recall services*⁶, entre outros serviços.

Durante muito tempo, os investidores individuais detinham uma parcela significativa das ações das empresas cotadas em bolsa, sendo que parte destes comparecia na assembleia anual de acionistas, enquanto outros nomeavam a administração como sua representante no exercício do seu direito de voto, e os restantes não se apresentavam na assembleia, nem se faziam representar. Na década de 90, os fundos de investimento e outros investidores institucionais tornaram-se, mais frequentemente, acionistas maioritários de empresas.⁷

Num cenário em que os investidores institucionais⁸ se tornaram os principais acionistas de muitas empresas cotadas, aumentando a sua influência nestas empresas,

⁵ Institutional Shareholder Services Inc. Form ADV Part 2A (março 2023). Disponível em <https://www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/>

⁶ De acordo com a informação disponibilizada no site oficial, “*As the focus on corporate governance intensifies globally, the conflicting demands of stock lending and voting can be difficult to reconcile. ISS’ Global Share Recall Service helps balance these requirements enabling clients to make the most informed and timely stock lending decisions to maximize lending revenues.*”. Disponível em <https://www.issgovernance.com/file/files/GlobalShareRecall.pdf>

⁷ Paul Rose, “*Proxy Advisors and Market Power: A Review of Institutional Investor Robovoting*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, maio 27, 2021, P. 5, “*Institutional investors own approximately 70% of all publicly traded equity shares.*”.

⁸ Entidade que tem como fim administrar o capital de terceiros, investindo-o em representação destes.

houve alterações nas tarefas e nos deveres dos gestores das mesmas: “*Because of these many shareholdings, in order to monitor firms and vote effectively, institutional investors gather information from multiple sources, including research conducted by sell-side analysts, proxy advisory firms, and their own in-house analysts.*”⁹

Terá sido sobretudo por esta razão que surgiram as PA, em meados da década de 80 nos EUA, de forma a dar resposta à necessidade de exercício do direito de voto dos acionistas: “*Proxy advisors counsel investors on how to vote their shares on major corporate decisions, such as mergers and acquisitions, director elections, executive compensation, and corporate governance policies.*”¹⁰.

Assentes estes pressupostos, atentemos com mais detalhe na génese das PA.

As primeiras PA surgiram na década de 1970 com a criação de uma organização sem fins lucrativos, a *Investor Responsibility Research Center (IRRC)*. Esta organização fornecia análises independentes - não recomendações - centradas em questões sociais, tais como a atividade offshore das empresas americanas. Com a aprovação, em 1974, da ERISA¹¹, o *Department of Labor (DOL)*, passou a exigir que os gestores dos fundos de pensões atuassem exclusivamente no interesse dos beneficiários dos planos de pensões.

Segundo as orientações emitidas pelo DOL em 1988, este dever fiduciário¹² alargava-se à votação das ações detidas por fundos de pensões. Considerando o pano de fundo, tornou-se evidente a necessidade de recorrer a terceiras entidades para o fornecimento de recomendações quanto à direção do voto a tomar.

Os serviços de recomendação de voto começaram a ser prestados de forma comercial, com o surgimento em 1984, da *Proxy Monitor, Inc.*, e da *ISS* em 1985, que cresceram rapidamente ao longo da década de 90, por consequência da sua expansão no mercado. Entretanto, surgiu concorrência, com a criação da *Egan-Jones Proxy Services*, em 2002 e da *Glass Lewis & Co* em 2003.

⁹ Reena Aggarwal, Isil Erel e Laura Starks, “*Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors*”, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, julho 2015, P. 3.

¹⁰ Nadya Malenko e Yao Shen, “*The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*”, *Review of Financial Studies*, P. 2, Vol. 29, No. 12, dezembro 2016.

¹¹ *Employee Retirement Income Security Act*.

¹² Este dever estabelece-se de forma a garantir que uma determinada instituição, em cumprimento dos seus deveres fiduciários, representa os seus investidores considerando os seus interesses. Leia-se o discurso da SEC Staff: *Fiduciary Duty: Return to First Principles*, Lori A. Richards (2006), Disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/spch022706lar.htm>

Em 2003 a SEC, em prol da proteção deste dever, aprovou uma regra que exigia que os investidores institucionais adotassem políticas e procedimentos escritos que garantissem que estavam a votar no melhor interesse dos seus clientes. Considerando um fundo diversificado e de grande dimensão, o custo de recolha de informação interna relativa a cada empresa pertencente ao seu portefólio torna-se substancial.

Assim, as alterações na regulação e a necessidade de uma maior transparência no voto por procuração incentivaram o crescimento das PA, que rapidamente se tornaram uma importante ferramenta ao serviços dos investidores institucionais por forma a orientar as suas decisões de voto e fazê-lo com acesso à informação relevante.

É unanimemente reconhecido que, hoje em dia, o mercado das PA é dominado por duas empresas.¹³

Com efeito, a ISS e a Glass Lewis (GL) dominam o mercado nos EUA com uma quota conjunta de cerca de 90%, estando presentes em aproximadamente 100 mercados a nível mundial.

A GL cobre mais de 30.000 Assembleia Gerais num período de um ano, prestando os seus serviços a mais de 1.300 clientes, sendo a maioria investidores institucionais, tais como fundos de pensões e de investimentos e empresas de gestão de ativos, tais como a *BlackRock*, a *State Street Global Advisors* e a *Vanguard*. Note-se que a GL está sediada nos EUA, mas desenvolve e presta os seus serviços também a partir de escritórios na Europa (Reino Unido, Irlanda, Alemanha e França) e ainda na Ásia-Pacífico (Austrália e Japão).

Já a ISS apresenta-se como pioneira e líder do mercado, cobrindo aproximadamente 48.000 assembleias de acionistas, atuando em 115 mercados. Tal como a GL, dos 3.400 clientes da ISS, a maioria são investidores institucionais, mas também se contam entre eles instituições bancárias, sociedades de advogados e universidades.¹⁴

¹³ Society for Corporate Governance escreve a Brent J. Fields Secretary U.S. Securities and Exchange Commission, 9 novembro, 2018, “(...) today the market is essentially a duopoly consisting of Institutional Shareholder Services (“ISS”), owned by private equity firm Genstar, and Glass Lewis & Co. (“Glass Lewis”), a portfolio company of the Ontario Teachers’ Pension Plan Board. (...)”. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4640411-176449.pdf>

¹⁴ Institutional Shareholder Services Inc. Form ADV Part 2A (março 2023). Disponível em <https://www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/>

Relativamente ao mercado português, a sua pequena dimensão e escasso desenvolvimento não permite que as PA produzam impacto significativo. Ainda assim, e apesar da ISS ter revelado no mercado, a 19 de dezembro de 2013, que acompanha sociedades portuguesas¹⁵, a influência desta intervenção não tem expressão suficiente para nos permitir chegar a quaisquer conclusões.

Nesse sentido, aponta Juliano Ferreira no texto *“Proxy advisors: os consultores em matéria de votação”*, que a influência é reduzida, acima de tudo, pelos desincentivos com que estes agentes se deparam, *“nomeadamente no que respeita a regras de imputação de direitos de voto, para efeitos de divulgação de participação qualificada e de lançamento de oferta pública de aquisição (obrigatória).”*¹⁶

Assim, ainda que o impacto em Portugal seja reduzido, o CVM versa sobre esta figura no seu art.º 26-H, al. c). Prevê-se que as PA exerçam a sua atividade junto dos titulares de ações de sociedades cotadas, prestando assistência nas decisões sobre o seu sentido de voto. No direito português, uma PA é definida como: *“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 emitentes de ações admitidas à negociação, 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.”*¹⁷

A evolução mundial destas ferramentas é notável e remonta aos primórdios deste século, verificando-se que, ao fornecerem serviços de recomendações de voto e de serviços relacionados com questões sobre o voto das empresas, as PA têm contribuído não só para o desenvolvimento das empresas, como também para a sua posição no mercado - tanto a nível de flutuações de preços das ações que possam ocorrer como a nível de

¹⁵ “2014 Regional Overview – EMEA (Europe, Middle East, and Africa)”, ISS, and MSCI Brand on a document related to Transparency. Inclusioness. Global Expertise., 19 dezembro 2013. Disponível em https://www.issgovernance.com/file/2014_Policies/ISSEMEARegionalOverview.pdf

¹⁶ Juliano Ferreira, *Proxy advisors, os consultores em matéria de votação*, 2014, P. 31. Disponível em https://www.academia.edu/24618369/Proxy_Advisors_os_consultores_em_mat%C3%A9ria_de_vota%C3%A7%C3%A3o

¹⁷ Código dos Valores Mobiliários

políticas de governo societário e de recomendações relativas a possíveis fusões e aquisições, além de outras consequências.

2.2. Noção de proxy advisors

“Os proxy advisors que oferecem recomendações aos investidores institucionais sobre o sentido de voto e que vendem serviços de apoio ao processo de votação (...). Nalguns casos, os proxy advisors também oferecem serviços de consultoria relacionados com o governo das sociedades para as companhias.”¹⁸.

A assembleia geral é o órgão através do qual os acionistas tomam parte ativa nas decisões da Empresa.¹⁹ Além da formulação e apresentação de recomendações de voto, estas consultoras também oferecem, por exemplo, assistência a empresas que procuram melhorar o seu governo societário e auxiliam na elaboração de futuras propostas a serem apresentadas aos acionistas²⁰. A título de exemplo, a ISS e a GL, oferecem ainda serviços de execução de voto através das suas plataformas, que demonstram uma influência por parte das consultoras digna de nota.

Do ponto de vista dos acionistas, o recurso aos serviços das PA é considerado uma mais-valia porque estas fornecem análises especializadas e informações pormenorizadas sobre as questões relevantes nas assembleias gerais. Objetivamente, estas empresas tornam-se uma ferramenta útil na tomada de decisões. Ademais, uma vez que as propostas sujeitas a votação são muitas vezes complexas e a sua análise consome tempo e recursos, ao contratar os serviços das PA, os investidores economizam esses fatores, ao confiar em especialistas para formar decisões no momento da votação.

Em situações de conflito de interesses entre os acionistas, o Conselho de Administração, ou mesmo entre investidores institucionais, as PA desempenham um papel imparcial na mitigação dos mesmos, oferecendo recomendações e análises objetivas e informadas. A sua autonomia e independência é uma característica essencial,

¹⁸ PRINCÍPIOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO G20 E DA OCDE © OCDE 2016, Cap. III, P. 34, INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, MERCADOS DE AÇÕES E OUTROS INTERMEDIÁRIOS

¹⁹ Em “*A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*” de Jorge Brito Pereira, são definidas da seguinte forma: “(...) proxy advisors, empresas que prestam serviços aos acionistas no âmbito do seu voto em assembleias gerais de sociedades cotadas, que vão desde a tradução do material de preparação da reunião até à emissão de recomendações de voto e, por vezes, ao próprio exercício do voto (...)”, P. 99.

²⁰ PRINCÍPIOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO G20 E DA OCDE © OCDE 2016, Cap. III, INVESTIDORES INSTITUCIONAIS, MERCADOS DE AÇÕES E OUTROS INTERMEDIÁRIOS

uma vez que prestam serviços a investidores e não à empresa. Ao seguirem recomendações de especialistas em questões de elevada importância, os acionistas poderão exercer o voto de forma mais eficaz, com base em recomendações bem estruturadas, destinadas a orientar as suas decisões.

Num artigo apresentado pela agência Reuters, foi evidenciado o papel das PA, especialmente da GL e da ISS, na recomendação do sentido de voto, especificamente na renomeação de Norbert Winkeljohann – chairman da Bayer. Neste artigo, é referido que “*Germany's three biggest asset management groups earlier said they would not vote for his renewed term at Bayer because of his numerous other board commitments.*”²¹, e, posteriormente, “*Major shareholder advisory firms Glass Lewis and Institutional Shareholder Services (ISS), for their part, have said they would back Winkeljohann.*”. No final, Winkeljohann foi reeleito com uma taxa de aprovação de 79.6%.

O principal objetivo é, assim, assegurar que o governo das empresas está alinhado com os interesses dos acionistas, partindo do fundamento de que um governo societário bem estruturado é o que permite que a empresa alcance resultados sustentáveis a longo prazo e que o seu desempenho seja favorável, criando valor para os seus *stakeholders*. As PA desempenham um papel vigilante e de monitorização, incentivando a adoção de práticas diligentes na governação societária.

Considerando o caminho percorrido ao longo dos anos por estas consultoras e a razão da sua criação, poder-se-á afirmar que os clientes a quem prestam os seus serviços são na sua maior parte investidores institucionais - “*Proxy advisory firms provide institutional investors with (...)*”²² São estes que precisam de garantir que, apesar do portefólio extenso que apresentam, o interesse dos seus clientes é cumprido em todas as empresas em que detêm participações. Ao recorrerem aos serviços das PA, asseguram, assim, que os interesses relevantes são considerados na tomada de decisões.²³

Contudo, é importante ter em conta que as PA não atuam sozinhas, recorrendo a outras entidades para, de forma mais completa e precisa, prestarem as suas recomendações de voto. Estas consultoras recorrem às entidades reguladoras do mercado

²¹ Ludwig Burger, “*Bayer investors re-elect Winkeljohann as board chairman*”, Reuters 28 abril 2023. Disponível em <https://www.reuters.com/legal/transactional/bayer-investors-re-elect-winkeljohann-board-chairman-2023-04-28/>

²² Glass Lewis Website – Disponível em <https://www.glasslewis.com/the-role-of-proxy-advisory-firms/>

²³ Sobre o recurso às PA, leia-se José Maria Cortes em “*Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa*”, P. 726 e 727.

em que a empresa se encontra cotada, a fim de garantir que as suas recomendações se integram nos parâmetros regulatórios estabelecidos, permitindo também às entidades reguladoras garantir que as consultoras prestam os seus serviços em conformidade com as leis e regulamentos estabelecidos para aquele mercado regulamentado de ações em concreto.

Recorrem também a serviços jurídicos, colaborando com advogados e consultores jurídicos, no sentido de garantir que as análises por si formuladas se adequam aos aspetos legais estabelecidos ou, até mesmo, para esclarecer dúvidas quanto a estipulações legais relevantes no que toca às propostas sujeitas a votação. Podem também colaborar com organizações de governo societário - tal como o European Corporate Governance Institute, Institute for Governance of Private and Public Organizations, com o fim de assegurar que as recomendações que prestam estão alinhadas com as práticas internacionalmente reconhecidas como positivas.

Relativamente à relação contratual que estabelecem com os seus clientes, importa referir que os detalhes que marcam esses acordos não são públicos. Contudo, tendo em conta a informação disponível nos websites oficiais, conclui-se que a generalidade destas consultoras prevê, em sede de *compliance*, políticas relativas à remuneração, aos termos e usos, privacidade e ainda à metodologia e processos mediante os quais formula as suas análises e pesquisas.

Com base no referido supra, importa destacar a forma como as PA cobram os serviços aos seus clientes. Toda a informação disponível relativa à remuneração encontra-se nos relatórios de *due diligence* apresentados nas páginas oficiais das empresas – “*Fees charged for products and services generally range from \$5,000 to above \$1m depending on several factors including the types of products purchased, the volume of products consumed, coverage universes, delivery mechanisms, and individual client use cases which will determine the final price for each client.*”²⁴. É de ter em conta que estas taxas são negociáveis e que a maioria dos serviços são prestados mediante uma subscrição anual.

As remunerações baseiam-se, em alguns casos, em dados recolhidos pela consultora: “*Fees for ISS ESG's offerings are sometimes based, in part, on assets invested*

²⁴ Institutional Shareholder Services Inc. Form ADV Part 2A (março 2023) – Disponível em <https://www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/>

in products utilizing ISS ESG data.”. Por outro lado, algumas remunerações poderão ser fixadas com base no modelo “*pay-for-performance*”, que tem o objetivo de garantir que os serviços prestados são precisos e completos, sem que haja um aproveitamento desmedido. Orientando para o sentido literal, as consultoras são remuneradas tendo em conta a precisão da sua performance e o cumprimento dos deveres integrados na própria prestação de serviços.

As recomendações podem ou não ser públicas. Caso o sejam, podem sê-lo somente para os clientes ou para o mercado, dependendo das regulamentações locais. Note-se que em determinadas jurisdições por razões de transparência, há obrigatoriedade de divulgação pública das recomendações.

Por exemplo, ao abrigo do art.º 26-L do CVM²⁵, que regula as questões que surgem no âmbito da prestação de serviços, dispõe o nº1 que “*Os consultores em matéria de votação divulgam anualmente ao público, no seu sítio na Internet e gratuitamente, uma referência ao código de conduta que aplicam e prestam informações sobre a sua aplicação*” e o nº4 que “*A fim de informarem adequadamente os seus clientes sobre a exatidão e a fiabilidade das suas atividades, os consultores em matéria de votação divulgam anualmente ao público, pelo menos, as informações que se seguem, relativas à preparação dos seus estudos, dos seus pareceres e das suas recomendações de voto: a) As características essenciais das metodologias e modelos que aplicam; b) As principais fontes de informação que utilizam; c) Os procedimentos estabelecidos para garantir a qualidade dos estudos, dos pareceres e das recomendações de voto e as qualificações do pessoal envolvido; d) Se, e em caso afirmativo, de que forma têm em conta as condições do mercado nacional, bem como as condições legais, regulamentares e específicas das sociedades; e) As características essenciais das políticas de voto que aplicam a cada mercado; f) Se dialogam com as sociedades que são objeto dos seus estudos, dos seus pareceres ou das suas recomendações de voto e com as partes interessadas da sociedade, e, em caso afirmativo, a extensão e a natureza desse diálogo; g) A sua política de prevenção e gestão de conflitos de interesses potenciais.*”

Por fim, importa notar que o mercado é influenciado pelas recomendações, dado que, na maioria das vezes, estas são partilhadas com os clientes das consultoras, quanto aos seu sentido, mas também quanto às análises e informações relevantes que justificam

²⁵ O artigo dispõe de forma exaustiva, tendo estabelecido deveres de comunicação e variadas diligências.

o sentido da recomendação. A partilha poderá acontecer, nomeadamente, através dos *proxy reports*, que são distribuídos pelos acionistas antes das assembleias de acionistas ou mediante a publicação no próprio website da PA, ou ainda através de divulgação à Comunicação Social.

3. As Proxy Advisors no Mercado Regulamentado de Ações

3.1. Influência na tomada de decisão dos acionistas

As PA têm a capacidade de influenciar o voto nas assembleias gerais, em grande parte pela relação de confiança que desenvolvem com os acionistas, uma vez que estes tendem a reconhecer uma certa independência à sua atuação e às suas recomendações.

Partindo desta relação de confiança, “(...); *For example, Ertimur et al. (2013) examine the first year of SOP voting in 2011 and find a recommendation by ISS to vote against SOP is associated with a 25% reduction in shareholder support, while GL recommendations are associated with a 13% decline. (...)*”²⁶. A influência das recomendações é clara no que toca ao sentido da votação final, tal como o é em matérias de governo societário, como veremos de seguida.

“*As a result of this influence, management and shareholder activists alike frequently lobby ISS to endorse their respective positions.*”²⁷ A influência será tão maior quando maior a participação do investidor a quem a recomendação é prestada. Com base em variadas publicações e estudos, a ISS é a PA com mais influência, seguindo-se a GL.

Existem outros fatores, além das recomendações, que influenciam na mesma medida o resultado das votações “*(...) although an ISS recommendation has independent value, this value is greatly reduced once we take into account the company- and firm-specific factors that are important to investors. (...)*”²⁸.

Na discussão da influência exercida pelas PA, surgem dois conceitos relevantes – correlação e causalidade.

Ora, “*(...) Proxy advisor recommendations may correlate with the shareholder vote for four conceptually distinct reasons (...)*”²⁹ – **i)** um administrador nomeado e as características da empresa podem influenciar de forma independente, tanto a recomendação das consultoras, como o voto dos acionistas; **ii)** as PA recolhem as informações necessárias para que os acionistas tomem a sua decisão de voto; **iii)** os

²⁶ Aiyasha Dey, Austin Starkweather e Joshua T. White, “*Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement*”, P. 5, Working Paper of Harvard Business School

²⁷ Stephen Choi, Jill Fisch e Marcel Kahan, “*The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*”, Emory Law Journal, Vol. 59, P. 869, 2010, University of Penn, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-24

²⁸ *Idem.*

²⁹ *Idem.*

investidores escolhem um consultor mediante as bases sobre as quais estes formulam as suas recomendações; e iv) os investidores, para formularem a sua decisão de voto, olharão somente à recomendação proposta pelas PA, independentemente dos fatores subjacentes que baseiam essa recomendação.

Dir-se-á que somente a última se caracteriza como uma verdadeira causalidade entre o sentido da recomendação e o voto expresso em assembleia geral.

Em face das recomendações, os investidores reagem, retraindo ou aumentando a sua confiança no investimento. Também sobre as empresas, se verifica uma influência relevante, já que a reputação que detêm no mercado pode ser afetada por recomendações tanto positivas como negativas.

Uma empresa que seja, recorrentemente, alvo de recomendações positivas ganhará junto do mercado uma confiança regular; ao passo que, as que são alvo de críticas quanto ao seu modelo de gestão e escolhas societárias, poderão deparar-se com obstáculos na construção ou manutenção da sua reputação.

Por fim, para os investidores é essencial que o risco associado ao seu investimento seja conhecido e esteja controlado, nos parâmetros em que a volatilidade do mercado o permite. Contudo, é necessário considerar que os investidores, no geral, são avessos ao risco³⁰, o que os leva a diversificar os seus investimentos.

Quanto maior a incerteza e a instabilidade (i.e., variação por preços), maior o risco. As empresas que se apresentam continuamente adeptas de boas práticas societárias serão associadas a menos risco, potenciando um custo de capital³¹ mais reduzido; do lado contrário, empresas que se pautam por práticas menos transparentes e de maior risco enfrentarão uma ampliação do custo de capital.

Contudo, não deixa de ser difícil quantificar a influência das PA. Quem estuda esta influência no quotidiano das empresas e do mercado não tem em conta o consultor

³⁰ Definição apresentada num artigo do The Economic Times “*A risk averse investor is an investor who prefers lower returns with known risks rather than higher returns with unknown risks.*”. Disponível em <https://economictimes.indiatimes.com/definition/risk-averse>.

³¹ De acordo com uma apresentação realizada pela Faculdade de Economia – Universidade do Porto, a criação de valor para os acionistas pressupõe a remuneração do capital investido a uma taxa superior à do custo desse capital. Tendo isto em consideração, o custo de capital é a taxa de retorno que o investidor esperaria obter se investisse o capital num outro ativo de risco equivalente, apresentando-se como um custo de oportunidade que tem por base retornos esperados. Disponível em <https://www.fep.up.pt/disciplinas/mbf922/Custo%20do%20capital.pdf>

de cada investidor e, portanto, não se pode excluir a possibilidade de os investidores e as consultoras terem chegado à mesma conclusão, simplesmente porque tiveram acesso à mesma informação.

3.2. Impacto nas Políticas de Governo Societário

Com base em algumas investigações levadas a cabo de 2009 a 2013, chegou-se à conclusão de que as “(...) *ISS recommendations have an impact on shareholder votes, and directors receiving a negative ISS recommendation receive 19 percent fewer votes. (...) The study found that the impact of an ISS recommendation is reduced once director (...) failure to attend board meetings, financial performance, corporate misconduct, and a lack of responsiveness to shareholders—are taken into consideration. (...)*”³².

Alguns estudos apontam ainda no sentido de estas recomendações terem influência não só nas práticas internas de governo societário, mas também nas políticas de remuneração adotadas pela empresa: um estudo realizado em 2012 e outro em 2015, demonstram que as empresas ajustam os seus sistemas de remuneração com o fim de evitar recomendações negativas no futuro.³³

Desta forma, tem-se verificado que as empresas seguem as recomendações das consultoras que estão alinhadas com os interesses e preferências daqueles que representam. De um modo geral, esta influência é considerada benéfica por parte das empresas, que sentem como responsabilidade sua a adoção de medidas que fomentem um bom governo societário, alicerçado em princípios como a transparência, identificação de conflitos de interesses e boas práticas empresariais.

É notável o cuidado das PA em fornecer orientações baseadas numa avaliação crítica e imparcial, com o intuito de orientar de forma diligente a decisão de voto dos investidores. As consequências destas recomendações na vida societária das empresas serão tanto maiores quanto mais informações forem consideradas na elaboração de tais recomendações, nomeadamente características próprias da empresa e a sua posição no mercado.

³² United States Government Accountability Office (GAO), “*CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS Proxy Advisory Firms Role in Voting and Corporate Governance Practices*”, P. 15-18, novembro 2016. Disponível em <https://www.gao.gov/assets/gao-17-47.pdf>.

³³ *Idem*. “(...) a 2012 study found that more than two-thirds of U.S. companies say their executive compensation program is influenced by the policies and voting recommendations of the two largest proxy advisory firms—ISS and Glass Lewis. (...)”, P. 22.

Note-se que as consultoras pretendem gerar no mercado um sentimento de garantia quanto à relação direta entre a forma como a generalidade das decisões são tomadas – fundamentadas nas suas recomendações– e o valor acrescentado que elas trazem para a empresa, confirmando, assim, o sucesso do investimento efetuado.

Tal como referido no **ponto 3.1**, também quanto às políticas de governo societário as recomendações das consultoras provocarão uma reação por parte do mercado.

O mercado, pela sua sensibilidade, reage sempre. Os preços sofrem especiais variações negativas quando as consultoras se apresentam contra as práticas escolhidas pela empresa até àquele momento.

Um conceito que tem vindo a ganhar cada vez mais importância quando se trata da influência que as PA exercem é o de *robovoting*³⁴ ou votação automática. Consideremos o seguinte excerto relativo ao crescimento de recurso ao *robovoting*: “*the proportion of ISS customers who almost exclusively follow its recommendations increased (...) to 23 percent in 2021. (...) the percentage of Glass Lewis customers practicing robovoting grew (...) to 9 percent.*”³⁵.

Note-se que um acionista que recorra aos serviços das PA, envolver-se-á, com maior probabilidade, no sistema de votação automática se utilizar o sistema de votação da própria PA. A utilização das plataformas de votação contribui, assim, de forma conveniente para a influência destas consultoras.³⁶

De seguida, serão analisadas matérias corporativas especificamente afetadas pelas recomendações destas consultoras. Uma ideia estruturante é transversal a todas as matérias e referida por diferentes artigos e estudos: “*(...) negative recommendations from*

³⁴ Situação em que um investidor institucional segue de forma mecânica as recomendações emitidas pelas PA, sem questionar o sentido de voto. Paul Rose, “*Proxy Advisors and Market Power: A Review of Institutional Investor Robovoting*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, P. 4, 27 maio 2021.

³⁵ Chong Shu, “*The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*”, USC Marshall School of Business Research Paper, P. 3, 2 junho 2020, revisto 8 junho 2023.

³⁶ As plataformas de votação apresentam-se como uma ferramenta que torna o processo de votação mais transparente e expedito. Os investidores, recebem recomendações das consultoras por meio da plataforma e poderão utilizá-la para votar eletronicamente a proposta, seguindo a recomendação ou tomando uma decisão contrária mediante a informação disponível nesta. Se é verdade que este mecanismo promove a transparência e o exercício de um voto de forma eficaz, também o será que a influência que produzirá poderá ser tremenda como poderemos observar na **Figura 2**, com especial atenção ao disposto na nota de rodapé.

*either ISS or Glass Lewis are followed by significant reductions in support of the proposal from their respective customers. (...)*³⁷

3.3. Flutuações nos preços das ações em resposta a recomendações

Para entender de forma clara o poder que as PA têm nas flutuações de mercado, concretamente, nos preços das ações das empresas, consideremos uma publicação da Oxford University Press³⁸: “*During the 2005 U.S. proxy season, over 299 billion shares were voted to elect 35,283 individual directors, ratify 3,300 auditors, adopt 2,293 compensation plans, and approve 340 mergers and acquisitions and a large number of internal governance proposals.*”³⁹.

Perante a informação retirada do artigo em questão, examinar-se-á a influência económica das recomendações e das informações emitidas pelas PA, analisando-se o conceito de “*Implementation of New Projects*” que permite explicar financeiramente a razão pela qual se assiste a uma variação no preço das ações e ainda as variações com base nos retornos de uma dada recomendação relativa a um certo evento e com base no anúncio de novos projetos/mudanças que não seriam possíveis de prever por parte do mercado.

Começa-se por testar duas hipóteses relacionadas com o impacto das recomendações de voto sobre os preços das ações, baseando-se numa alteração no conselho de administração no âmbito de uma *proxy fight*⁴⁰: **i) prediction hypothesis** (hipótese da previsão) e **ii) certification hypothesis** (hipótese da certificação).

A **i)** procura analisar em que medida as recomendações afetam os preços ao influenciar as crenças de probabilidade sobre quem ganhará uma *proxy fight*. Os preços sofrerão uma alteração devido à influência direta e poder de persuasão das recomendações na medida em que os eleitores as terão como guia de decisão. A **ii)** defende que as recomendações apresentadas pelas consultoras oferecem informações relevantes sobre o

³⁷ *Idem.*

³⁸ Mark Chen, Chester Spatt, Cindy Alexander e Duane Seppi, “*Interim News and the Role of Proxy Voting Advice*”, Review of Financial Studies, P. 4419, setembro 2010. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683485

³⁹ 2005 Proxy Season: Key Statistics & Performance Ratings, ADP Investor Communication Services.

⁴⁰ De acordo com o Corporate Finance Institute “*A proxy fight, also known as a proxy contest or proxy battle, refers to a situation in which a group of shareholders in a company joins forces in an attempt to oppose and vote out the current management or board of directors. In other words, a proxy fight is a battle between shareholders and senior management for control of the company.*” Disponível em <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/proxy-fight/>.

valor que uma administração, quer se apresente dissidente ou incumbente da atual, terá numa empresa, caso seja eleita.

*“Testing the certification hypothesis is somewhat complicated because vote recommendations can affect stock prices through changes in outcome probabilities, changes in conditional valuations, or combinations of the two.”*⁴¹

Seguindo esta linha de pensamento, conclui-se que o aconselhamento por parte das PA introduz um conceito chave – *interim news*. Este termo refere-se à divulgação de informação no contexto de um processo extenso, composto por várias fases.

Exemplos deste tipo de notícias são, nomeadamente, a adoção de medidas defensivas em casos de aquisição numa situação de confronto pelo controlo da empresa; o anúncio de recompra de ações; a divulgação de futuros ganhos antes do anúncio oficial destes mesmos ganhos; alteração dos membros do Conselho de Administração; alteração nas estratégias empresariais e até decisões em processos de julgamento.⁴²

Conclui-se que, com cada um destes anúncios ao mercado, é revelada determinada informação que poderá traduzir-se numa variação significativa no preço das ações.

Estes tipos de anúncios estão diretamente relacionados com o conceito anteriormente mencionado de *“Implementation of New Projects”*⁴³. Na sua génese, este conceito oferece uma explicação para como é que financeiramente o mercado reage ao anúncio de nova informação. Quando nos referimos ao *“Project”*, falamos de algo novo que ninguém esperava, que ninguém previa, dividindo-se este momento em três fases – anúncio, variação do preço das ações e execução.⁴⁴

⁴¹ Mark Chen, Chester Spatt, Cindy Alexander e Duane Seppi, *“Interim News and the Role of Proxy Voting Advice”*, Review of Financial Studies, P. 4421, setembro 2010.

⁴² *Idem*. P. 4421

⁴³ A presente explicação será relevante para as variadas flutuações que possam surgir no mercado por consequência de uma qualquer recomendação.

⁴⁴ Tome-se a definição das seguintes letras – BS (Balance Sheet); V (Value/Valor); D (Debt/Dívida); E (Equity/Capital Próprio); I₀ (Investment/Investimento); P₀ (Price/preço); N (Number of Shares); NPV (Net Present Value). Considere-se NPV o valor de todos os Cash Flows futuros (positivos ou negativos) durante todo o tempo em que um determinado projeto existir, descontado até ao dia de hoje. Considera-se uma forma de avaliar o valor de um negócio, investimento, decisão, etc.

Consideremos o seguinte⁴⁵:

Quadro 1: Depois do Anúncio

BS (Market Values)	
$V^L + NPV$	D
	$E + NPV$

Quadro 2: Depois da Execução

BS (Market Values)	
$V^L + NPV + I_0$	D
	$E + NPV + I_0$

$$P_0^{After\ Announcement} = \frac{E_0^{After\ Announcement}}{N} = \frac{E_0 + NPV}{N} = P_0 + \frac{NPV}{N}$$

Na primeira fase do anúncio, o que ocorre é uma comunicação direta ao mercado da nova informação, sendo representada a reação do mercado pelo **NPV**. Como podemos observar no Quadro 1, a Equity e o Valor da Empresa aumentam pelo **NPV** esperado pelos investidores. Os investidores, após recolherem a informação, caso considerem que a nova informação trará consequências positivas, o **NPV**>0. Caso conclua que terá consequências negativas, o **NPV**<0.

Essencialmente, após efetuado um determinado anúncio ao mercado, o preço das ações ajusta-se pelo **NPV** esperado pelo Projeto; tanto a Equity como o Value ajustam-se pelo **NPV** esperado pelos investidores.

Na segunda fase, o preço das ações tem tendência a flutuar. Este fenómeno ocorre dado que após o anúncio de uma nova informação, imprevisível, observa-se uma subida do **V** e da **E** pelo valor do **NPV** esperado pelos investidores, o que faz com que o preço das ações acompanhe a subida – isto numa situação em que os investidores acreditem que este Projeto se apresentava com um **NPV** positivo; caso contrário, observar-se-ia uma descida.

Por fim, temos a fase de execução. Nesta fase, o capital já se encontra recolhido, foram emitidas ações por forma a concretizar o Projeto, no entanto o Preço das ações não sofre alterações. Assim, se inicialmente uma ação era valorada a um determinado preço, tendo sofrido uma variação graças ao anúncio da nova informação, nesta terceira fase não existe qualquer alteração no preço da ação.

⁴⁵ Note-se que o **V** é composto pela soma entre a sua **D** e o seu **E**.

O preço das ações flutua em sequência do anúncio ao mercado, ou seja, os investidores estão de forma contínua a incorporar no preço das ações a nova informação disponibilizada no mercado.

Desta forma, não se observa uma flutuação dos preços das ações quando a empresa apenas executa o Projeto que anunciou anteriormente, não existindo, assim, nenhuma informação nova. No limite, poder-se-á nesta terceira fase observar uma variação de preços numa economia parceira, caso ocorra um choque fruto da nova informação que chega ao mercado da economia parceira fruto da implementação do Projeto.

No Capítulo 4 de “*Interim News and the Role of Proxy Voting Advice*”⁴⁶, calculam-se os CAR⁴⁷ no âmbito de uma *proxy fight*, tendo por base o momento em que as recomendações se tornam públicas. Ter-se-á em consideração o disposto nas Tabelas 2 e 3 do documento referido.

As PA têm mostrado aqui um papel preponderante no sentido em que as suas recomendações influenciam os votos e podem implicar o sucesso ou insucesso de uma *proxy fight*. As *proxy fights* destacam-se pela sua importância económica, apresentando médias de CAR significativamente positivas: durante o período de disputa, o CAR é de 17,26%. Mesmo quando a administração incumbente ganha as disputas, há um retorno médio substancial favorável (19,24%), sugerindo que a presença dos dissidentes contribuiu para mudanças benéficas na gestão incumbente.

Tal como poderemos atestar no **ponto 3.4.2**, o mercado reage de forma positiva se a vitória for dos dissidentes (2,02%). Contudo, se a vitória for dos incumbentes reagirá de forma negativa (-1,07%). Aliás, o mercado considera positivo quando uma campanha por parte dos dissidentes se apresenta convincente e capaz de gerar uma vitória, mostrando-se frustrado quando uma gestão se apresenta fraca e incapaz de vencer.

O estudo desenvolve-se numa janela de tempo ampla, garantindo que qualquer variação no preço, determinada por diferentes fatores, é tida em consideração, em especial quando é gerado retorno no dia do anúncio da recomendação. Caso o mercado fosse sempre eficiente no que à informação diz respeito - sendo de conhecimento público que

⁴⁶ Mark Chen, Chester Spatt, Cindy Alexander e Duane Seppi, “*Interim News and the Role of Proxy Voting Advice*”, *Review of Financial Studies*, P. 4434 e ss., setembro 2010.

⁴⁷ Soma do total de *abnormal returns*, utilizada para medir o efeito que determinados eventos têm nos preços das ações.

a ISS presta recomendações a uma ampla quantidade de investidores -, em média, as variações de preço seriam relativamente baixas.

Adicionalmente, identifica-se como outro fator que poderá ter impulsionado a variação dos preços a regra apresentada pela SEC em 2003 que exigiu que as empresas de investimento divulgassem os seus votos por procuração no formulário N-PX (independentemente da recomendação incumbente ou dissidente, a variação foi negativa, -2,92% e -0,72%, respetivamente). A Tabela 3 permite perceber que as informações relevantes para o mercado estão presentes na direção da recomendação do voto.

Por fim, é de esperar que, se o governo societário é considerado de grande relevância para o desempenho da empresa e se esta relação se apresenta incorporada pelo mercado, então qualquer alteração que se faça no âmbito de governo societário, provocará um ajuste automático e direto no preço das ações.

Note-se que nos pontos seguintes o tema da volatilidade do preço das ações é transversal a todos os subtemas, pelo que se procederá a uma análise dos subtemas na presença de um mercado volátil que se revela bastante reacionário aos anúncios realizados pelas empresas. É importante partir do seguinte mote “*ESG news convey value-relevant information about a firm’s future growth, risk, and competitive positioning.*”⁴⁸

3.4. Outras flutuações no mercado:

3.4.1. Nas estruturas de Governo Societário

O governo societário diz respeito a um conjunto de políticas e práticas que garantem que uma empresa é gerida de forma transparente e eficiente, sustentada por estratégias de qualidade. O objetivo é alcançar-se o sucesso a longo prazo, mantendo-se a confiança no investimento realizado e protegendo os interesses dos investidores. É vital para a administração que sejam tidos em consideração os interesses dos vários *stakeholders*, - investidores, administração, trabalhadores, clientes, fornecedores.

Na definição das políticas de administração de uma empresa, é necessário ter em consideração os diferentes tipos de estrutura de modelos de governação.⁴⁹

⁴⁸ George Serafeim e Aaron Yoon, “*Which Corporate ESG News does the Market React to?*”, Working Paper 21-115, Harvard Business School, P. 3, 2021. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832698

⁴⁹ A gestão e a fiscalização da sociedade anónima em Portugal podem reconduzir-se a um dos três modelos distintos – **Clássico**, composto por um Conselho de Administração e Conselho Fiscal; **Anglo-saxónico**, composto por Conselho de Administração, compreendendo uma Comissão de Auditoria, e Revisor Oficial

Verificada uma alteração na estrutura definida, poderá ser observada uma reação por parte do mercado de ações. Os investidores reagem mediante a probabilidade dos anúncios desencadearem o desenvolvimento e crescimento da empresa em termos financeiros. Se as alterações revelarem previsões positivas, a empresa ganhará valor no mercado em que se encontra cotada. Caso contrário, perderá valor.

A reação será mais forte caso as notícias sejam positivas e dependerá do tipo de indústria em que a empresa esteja integrada. Determinados anúncios sobre questões relativas a ESG podem transmitir informações relevantes em termos de valor futuro, risco, posicionamento competitivo de uma empresa, probabilidade de risco de queda do preço das ações e possível melhoria da reputação da empresa.

Suponha-se que para alcançar políticas mais sustentáveis de governação societária concretizam-se modificações nos procedimentos e práticas, promovendo-se uma atividade empresarial alinhada com valores mais transparentes e almejando um fortalecimento dos direitos dos investidores. Tais alterações serão geralmente bem recebidas pelos investidores, considerando-se como iniciativas promissoras e que poderão gerar valor futuro.

Ainda que possamos observar alterações consideradas ousadas, como por exemplo a diversificação da composição do conselho de administração ou a alteração das políticas de responsabilidade ou independência dos administradores, estas poderão revelar ao mercado que a mudança, por vezes, é necessária e cria valor.

Por outro lado, as alterações não estruturais ou avaliadas como insuficientes pelo mercado terão também as suas repercussões. Serão mal recebidas as medidas que se considerem sem conteúdo e somente de aparência, tais como o anúncio de processos mais transparentes sem, de facto, o serem.

Depois de JB Straubel⁵⁰ se ter retirado em 2019 do cargo de diretor executivo de tecnologia na Tesla, em 2023, a GL recomendou aos acionistas que votassem contra a sua eleição para funções de administrador não executivo. A consultora indicava que o mesmo

de Contas (ROC); e **Germânico**, composto por Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral e de Supervisão e ROC. Numa sociedade cotada a estrutura orgânica de modelo clássico tem, obrigatoriamente, de incluir, para além do Conselho Fiscal, que deverá ser integrado por um membro independente que tenha conhecimentos em auditoria ou contabilidade, um revisor oficial de contas autónomo, externo ao Conselho Fiscal.

⁵⁰ <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/glass-lewis-recommends-tesla-investor-vote-against-board-nominee-jb-straubel-2023-04-27/>

poderia levantar preocupações quanto à independência no exercício das suas funções de administrador, considerando que desempenhava também a função de CEO da Redwood Materials Inc. A referida empresa dedica-se à reciclagem e materiais de baterias. A recomendação fundamentava-se na dificuldade que JB Straubel teria para exercer as suas funções de supervisão, enquanto administrador, de forma adequada e independente.

Considerando que o Dia do Acionista em 2023⁵¹ ocorreu em 16 de maio, observa-se a partir deste dia variações no mercado. JB Straubel foi nomeado para o Conselho de Administração com 84% dos votos a favor, apesar de a GL ter recomendado o voto em sentido contrário. Conseqüentemente, uma ação que no dia 16 de maio valia \$165.65, a partir dos dias seguintes aumentou de forma galopante o seu preço registando-se no dia 30 de maio o preço de \$200.10 e no dia 14 de junho, \$260.17. A volatilidade que se observa a partir de dia 16 de maio deve-se a novas informações disponibilizadas ao mercado, e também, em grande parte, devido às decisões tomadas no Dia do Acionista.

As recomendações que as consultoras fornecem nem sempre influenciam a confiança que o mercado tem no seu investimento, o que pode revelar a falta de informação a que as consultoras têm acesso para formular as suas recomendações. Neste caso, a recomendação foi insuficiente, porque os investidores acabaram por considerar que a nova informação disponibilizada em nada se alinhava com a sua visão futura relativa às necessidades da empresa.

3.4.2. Na composição do conselho de administração

Uma das flutuações que se poderá verificar face a uma recomendação pelas PA é relativa ao conselho de administração de uma dada empresa. *“We focus on recommendations issued during proxy contests involving board seats—episodes in which a dissident actively and formally solicits votes for a slate of directors in opposition to incumbent management—because these are non-routine situations in which the informational content of proxy advice can be substantial. (...)”*⁵² Considerando o referido supra e com base no **ponto 3.3** da presente dissertação, chega-se a duas conclusões distintas:

⁵¹ <https://www.tesmanian.com/blogs/tesmanian-blog/tesla-shareholders-voted-84-for-the-appointment-of-jb-straubel-to-the-board-of-directors-and-95-for-the-re-election-of-muskd>

⁵² Mark Chen, Chester Spatt, Cindy Alexander e Duane Seppi, *“Interim News and the Role of Proxy Voting Advice”*, Review of Financial Studies, P. 4421, setembro 2010.

- i) Quando as recomendações apoiam uma gestão dissidente, o mercado reage de forma bastante mais drástica e positiva - consideram-se boas notícias, com um retorno médio de 3,76% -, quando comparado com uma recomendação a favor da gestão incumbente – com retorno de -0,56%.
- ii) A direção das recomendações de voto é indicativa da votação final e de quem ganhará, observando-se **a)** o efeito de previsão (recomendações a favor do lado dissidente associa-se a um aumento de 14 a 30 pontos percentuais da probabilidade de vitória na votação) e **b)** o efeito de certificação (prestadas recomendações em apoio ao lado dissidente, informa-se o mercado de que uma administração dissidente acrescentará mais valor à empresa, substituindo-se no conselho de administração).

Considerando que aproximadamente 70% das propostas que vão a votos são relativas à eleição de administradores, este será um tema que, inevitavelmente, terá um impacto significativo no mercado.⁵³

Note-se que as recomendações podem estimular o ativismo interno de uma empresa, no sentido em que, os acionistas poderão ser incentivados pelas consultoras a procurarem alterações na gestão atual fruto das recomendações emitidas. Consequentemente, poderá ser suscitado um sentimento de incerteza relativamente ao futuro da empresa, gerando volatilidade do preço das ações.

Além disto, nos casos de *robovoting*, poderemos observar um efeito de dominó que permitirá que se sinta o impacto da recomendação no mercado, tanto no que diz respeito ao preço das ações, como ao valor da própria gestão no seio da empresa.

Anunciado ao mercado que uma PA não é a favor de certa equipa de gestão e que incentiva a sua alteração, a confiança do mercado naquela gestão é abalada, e os investidores responderão ao sentimento de risco, retraindo ou aumentando o seu investimento.

A ideia fundamental é a de controle da sensação de risco e incerteza sentida por parte dos investidores. A volatilidade do mercado será menor a longo prazo se, de forma

⁵³ Matteo Tonello, “*Revisiting Stock Market Short-Termism*”, Conference Board Research Report No. R-1386-06-RR, 2006, “*Finally, according to the revised guidelines, ISS will factor in long-term stock price performance when determining voting recommendations for or against director nominees in uncontested elections.*”, P. 26, revisto em 2009.

contínua, o Conselho de Administração mantiver boas práticas de governação e for, consequentemente, sujeito a recorrentes recomendações favoráveis por parte das PA.

Olhemos ao exemplo da petrolífera ExxonMobil Corporation (XOM)⁵⁴, cotada na Bolsa de Valores de Nova Iorque. No dia 10 de maio de 2022, a ISS disse que apoiaria quem se candidatasse ao cargo de *director*, libertando nova informação no mercado. Nos dias anteriores a este anúncio ao mercado, as ações mantinham-se à volta dos \$90 por ação, sendo que com o anúncio as ações decresceram para \$85.64⁵⁵. Esta súbita descida do preço das ações foi fomentada pela incerteza e imprevisibilidade do futuro da empresa com a nova gestão. No entanto, no mês seguinte ao anúncio, as ações da Exxon atingiram um valor sem precedentes de \$103.49.

Neste caso concreto, gerou-se um sentimento de que uma mudança seria necessária e positiva. Não só no que concerne ao cargo de diretor, mas também quanto a recomendações que incidiam sobre as políticas de SoP⁵⁶ e sobre alterações climáticas.

Observou-se uma reação positiva porque a informação anunciada preza valores sustentáveis no desenvolver da empresa e o trabalho que tem sido realizado no seu todo revela a competência dos executivos. Por estas razões, o mercado considera que estão reunidas as chaves essenciais para o sucesso e crescimento da empresa, aumentando-se a confiança no negócio.

É perante a análise destes valores que percecionamos de forma mais real o resultado que uma recomendação pode ter na estrutura a longo-prazo das empresas. Note-se que “*when ISS recommends voting against a director’s election, its customers are 32 percent more likely to vote against the director compared to investors who do not subscribe to ISS.*”⁵⁷

Ainda que existam duas PA líderes de mercado – ISS e GL – e considerando a recomendação, a percentagem de apoio à decisão diverge consoante a PA.

⁵⁴ “*Proxy adviser ISS backs all Exxon Mobil director candidates*”, Reuters 10 Maio 2022. Disponível em <https://www.reuters.com/business/energy/proxy-adviser-iss-backs-all-exxon-mobil-director-candidates-2022-05-10/>

⁵⁵ Dados disponíveis em Yahoo! Finance. Disponível em <https://finance.yahoo.com/quote/XOM?.tsrc=fin-srch>

⁵⁶ Definimos SoP como o momento em que se procede à votação sobre a remuneração dos executivos. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2008/11/say-on-pay-ten-points.pdf>

⁵⁷ Chong Shu, “*The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*”, USC Marshall School of Business Research Paper, P. 2, junho 2, 2020, revisto junho 8, 2023.

Nos casos em que a ISS se opõe à gestão o apoio dos investidores, diminui 46 pontos percentuais, ao invés de que quando a recomendação provém da GL há uma redução no apoio à gestão de 12 pontos percentuais.⁵⁸ Ao proceder à análise da **Figura 1** deve-se ter em consideração que existe uma retenção de 19% a 37% e de 25% a 32% dos clientes das consultoras GL e ISS, respetivamente, caso estas se oponham à eleição de um administrador.

Reconhecendo que as recomendações das PA têm um impacto considerável no futuro das empresas e impulsionam uma transformação na estrutura societária, no que toca ao conselho de administração, a verdade é que tal também se deve à perceção do desempenho dos gestores por parte dos acionistas.

3.4.3. Nas políticas de remuneração

Partindo de uma visão simplista, as políticas de remuneração estipulam a forma como os funcionários e administradores são recompensados pelo trabalho realizado.

Uma vez que um dos temas mais versado nas recomendações refere-se aos pacotes de remuneração pagos aos executivos das empresas, tornou-se prática comum no seio de muitas empresas alterar as respetivas políticas por forma a irem ao encontro dos padrões definidos pelas PA, para que possam mais tarde obter uma recomendação positiva por parte das mesmas.

Considerando a **Figura 1**, uma alteração na recomendação de “a favor” para “contra” da ISS – mantendo-se as recomendações da GL constantes – reduziria o apoio global à proposta em $32\% * 80\% = 25,6\%$, considerando que a ISS tem uma quota de mercado de 80% (2011). Por outro lado, uma mudança nas recomendações da GL de “a favor” para “contra” – mantendo-se constante as recomendações da ISS – reduziria o apoio total à proposta em $47\% * 10\% (2011) = 4,7\%$. O impacto das recomendações da GL é menor, devido à menor quota de mercado.

⁵⁸ Tendo por base um excerto da “*The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*”, a redução menos significativa no nível de apoio após uma objeção da GL, em contraste com a objeção da ISS poderá ser atribuída a dois fatores. **i)** A base de assinantes da GL que é menor e, portanto, o alcance das recomendações aos investidores é mais limitado. **ii)** As recomendações da GL de forma geral terem um impacto menos expressivo em comparação com as recomendações da ISS.

Sempre que este tipo de políticas sofre alterações ou reajustamentos devido a recomendações emitidas pelas PA, observa-se, uma vez mais, uma variação nos preços praticados pelo mercado.

Caso os investidores sintam que a política de remuneração levada a cabo pela empresa não incentiva à dedicação dos executivos, não estimulando o seu desempenho na concretização da sua função, irão estar com maior probabilidade mais recetivos a uma alteração nas políticas de remuneração da Administração, quer estas sejam mais ou menos benéficas.

O desempenho da Administração de uma empresa é aferido tendo em conta outras empresas do setor em que a empresa se integra. Irão ser comparados, entre outros, o retorno gerado e entregue aos acionistas e os objetivos futuros definidos.

Não obstante poderem ser introduzidas alterações à política de remunerações, é provável a subsistência de divergências de opinião por parte dos diversos investidores, sendo que os investidores institucionais terão uma preocupação mais abrangente.

Estes olharão não só à questão do desempenho e retorno, mas considerarão ainda o impacto destas mudanças a nível de governo societário e, conseqüentemente, nos seus portfólios. Quando falamos de investidores institucionais, levanta-se a questão de saber que implicações terá esta alteração num futuro a longo prazo.

As alterações geram, maioritariamente, reações negativas por parte do mercado pela simples razão de induzirem os Conselhos de Administração a realizar alterações que diminuam o valor para os acionistas.⁵⁹

Esta redução do valor para os acionistas observa-se de quatro formas - **i) conformidade desmedida**, no alinhamento das políticas da empresa com os padrões das PA de forma a garantirem a não emissão de recomendações negativas. As empresas implementam práticas que não se coadunam com as estratégias de negócio e de crescimento da empresa, possibilitando a tomada de decisões que não garantem

⁵⁹ LARCKER, David F., MCCALL, Allan L., ORMAZABAL, Gaizka, 2014. “*Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*”, P. 3, “*If a board anticipates opposition to its present executive compensation program and believes that this opposition is costly to shareholders (e.g., because it invites derivative lawsuits, negative press, regulatory scrutiny, or distracts executives and employees) or is personally costly to them (e.g., through litigation, shareholder voting against directors, or reputation risk), the board might rationally take preemptive actions to decrease the expected proportion of negative votes even if they do not believe the changes are optimal for shareholders.*”.

benefícios nem fomentem o desenvolvimento da empresa a longo prazo. **ii) limites às reformas remuneratórias**, para certos tipos de políticas como, por exemplo, bônus. As empresas podem ser incentivadas a aplicar políticas que não são eficazes, impossibilitando a capacidade de atrair executivos qualificados, o que irá fazer sentir no mercado, gerando um sentimento de revolta. **iii) priorizar objetivos a curto-prazo**, em casos em que as recomendações são formuladas baseando-se no desempenho financeiro a curto prazo. Tal impedirá uma visão estratégia focada no investimento a longo prazo, na pesquisa, que contribuirá, conseqüentemente, para a estagnação do crescimento sustentável e contínuo da empresa. **iv) aversão ao risco**, no sentido em que havendo um maior ajuste das políticas em torno dos padrões de governação das PA, as empresas serão, conseqüentemente, mais avessas ao risco. Potencia-se uma incapacidade de integrar novas oportunidades estratégicas que, ainda que envolvam riscos, também permitem a criação de valor para os investidores.

3.4.4. Nas estratégias empresariais

Emitidas as recomendações pelas PA, e caso estas sugiram uma alteração à estratégia⁶⁰ que a empresa tem vindo a tomar, os investidores institucionais ajustarão as suas práticas societárias, escolhas futuras e estratégias de desenvolvimento a longo-prazo tendo em conta as alterações sugeridas pelas PA.

A verdade é que, se uma PA sugerir a adoção de novas abordagens estratégicas, tal poderá causar incerteza no mercado, na medida em que sinalizar práticas menos adequadas ou eficientes de governação poderá revelar uma possível situação de risco futura.

Tal como acontece como a Lei da Procura/Oferta, lançar um comunicado público com parecer positivo impulsionará a confiança por parte do mercado num determinado instrumento financeiro. A procura desse instrumento aumentará, o que terá como consequência um aumento do preço; caso contrário, se a procura diminuir, também o preço acompanhará esta descida.

⁶⁰ Brealey, Myers and Allen, “Principles of Corporate Finance”, Capítulo 10, P. 241, 10ª Edição “*Strategic planning takes a top-down view of the company. It attempts to identify businesses where the company has a competitive advantage.*”.

Sendo o mercado financeiro avesso ao risco, numa situação de incerteza e insegurança, observar-se-á o despoletar de uma venda em massa das ações da empresa por parte dos investidores, contribuindo assim para o dinamismo no mercado de ações.

*“Corporate strategy aims to find and exploit sources of competitive advantage.”*⁶¹

Quando nos referimos a recomendações relativas a estratégias empresariais, o seu teor tanto pode dizer respeito a futuras fusões e aquisições, como a investimentos futuros com uma dimensão significativa, ou ainda projeto futuro de aposta na internacionalização, políticas relativas aos direitos dos acionistas, redefinição de processos de produção, alterações estruturais relacionadas com as mudanças climáticas ou até modificações a nível de estrutura empresarial, por exemplo, a estrutura do conselho de administração.

As alterações ou, pelo contrário, a permanência das mesmas estratégias por um longo período de tempo impactam de forma clara o valor que os investidores associam ao seu investimento.

Ainda que os investidores confiem que a direção da empresa que detém o seu capital está a seguir práticas adequadas e *taylor made*, um novo anúncio ao mercado revela nova informação. Quer esteja em causa informação verdadeira ou tendenciosa (no sentido de a emissão de uma recomendação poder beneficiar outro cliente), o mercado pela sua natureza instável, reage sempre.

Aliás, uma simples recomendação poderá afetar a forma como os investidores observam certa prática empresarial, gerando-se uma corrida contra o risco. Observe-se, neste sentido o seguinte caso relacionado com a empresa japonesa TOYOTA⁶².

No final de maio de 2023, a ISS divulgou uma recomendação relativa às alterações climáticas, sendo que, nessa altura, a maior empresa no mercado cotado do Japão, enfrentava pressão por parte dos *green* investidores e ativistas climáticos por se revelar muito lenta comparativamente aos rivais, na transição para os VE alimentados exclusivamente a bateria.

⁶¹ Brealey, Myers and Allen, “Principles of Corporate Finance”, P. 274, Capítulo 11, 10ª Edição.

⁶² Leia-se em *The Japan Times* “Proxy adviser ISS backs Toyota shareholder proposal on climate disclosure”, 28 de maio 2023. Disponível em <https://www.japantimes.co.jp/news/2023/05/28/business/toyota-shareholder-proposal/>

Quanto ao seu teor, a referida recomendação aconselhou os acionistas a exigirem à TOYOTA uma melhor divulgação das suas atividades de lobbying relativas às alterações climáticas.

Este tema gerou preocupação do lado dos investidores porque entenderam que a TOYOTA estava a reduzir o lucro devido ao aumento geral das vendas de VE. Ainda que a TOYOTA se tivesse comprometido, anteriormente, a vender 1,5 milhões de VE até 2026, argumentou que, para alcançar a neutralidade carbónica, seria necessário um vasto conjunto de soluções energéticas, tais como bateria-gasolina e células de combustível a hidrogénio.

De qualquer das formas, os investidores institucionais, tais como fundos de pensões dinamarqueses, noruegueses e holandeses, que detêm participações na TOYOTA, exigiam uma revisão anual abrangente das questões climáticas.

Como sabemos, acentua-se a tendência entre os consumidores de consciencialização climática e, portanto, os investidores, exigem produtos que se pautem pela sustentabilidade e, sobretudo, empresas que acolham práticas produtivas sustentáveis e inovadoras.

Considerando o disposto, observou-se no mercado uma reação à recomendação da ISS. Nos meses que antecederam maio de 2023, o preço por ação da TOYOTA na bolsa de valores de Nova Iorque⁶³ variava entre \$136 e \$145.

Devido aos efeitos da globalização, ainda que a recomendação tenha sido emitida no mercado japonês, o que se notou no mercado americano foi um aumento do preço por ação – no final de maio o preço rondava os \$139 e, posteriormente, a 16 de junho alcançou os \$166,01, tendo continuado a subir ainda que com oscilações negativas. A verdade é que em setembro de 2023 o preço das ações chegou aos \$190, mantendo-se relativamente perto deste valor nos meses subsequentes.

Conclui-se que esta recomendação, a qual alertou os investidores para uma alteração na estratégia empresarial da TOYOTA, foi recebida positivamente pelo mercado, aumentando a sua confiança e revelando que a consciência da necessidade de

⁶³ Dados disponíveis em Yahoo! Finance (<https://finance.yahoo.com/quote/TM/history?p=TM>).

transitar para métodos mais sustentáveis a longo prazo é algo que para estes, gera valor e traduz-se em crescimento económico futuro.

Quanto a recomendações sobre decisões como o investimento⁶⁴ em novas oportunidades de crescimento e expansão do negócio, projetos de investigação e desenvolvimento no âmbito da atividade prosseguida: **i)** Se as PA apoiarem as iniciativas estratégicas, não só encoraja as empresas a prosseguir projetos de valor acrescentado, como os investidores pressentem geração de riqueza mantendo a sua confiança na gestão da empresa, observando-se uma valorização do preço das ações. **ii)** *A contrario*, emitida uma recomendação negativa, não só as empresas repensarão a direção das suas estratégias, reavaliando prioridades de investimento e estratégias de afetação do capital, como os investidores sentirão uma desvalorização do seu património, permitindo uma depreciação do preço das ações e perda de confiança no investimento.

3.4.5. Nas decisões de fusão e aquisição

Em inúmeras situações, as recomendações das PA poderão incentivar ou bloquear uma determinada transação. Tal recomendação terá, conseqüentemente, um grande impacto nos investidores das empresas envolvidas, e por sua vez, no mercado que integram.

Note-se que *“In 2016 more than 20% of the announced 3.9 trillion global deal volume has eventually broken apart.”*⁶⁵ Levanta-se, então, a seguinte questão: De que forma é que as variações no mercado de ações decorrentes de uma transação poderão ser impactadas pelas PA?

A primeira certeza é que uma transação necessita da prévia votação dos acionistas, e, como já concluído supra, as consultoras têm o poder de incitar o investidor a iniciar uma dada transação, incluindo a propô-la em sede de Assembleia Geral.

Tendo isto em consideração, é necessário reconhecer que o anúncio e a decisão de F&A geram alterações e flutuações no mercado, uma vez que os investidores reagirão à

⁶⁴ Brealey, Myers and Allen, “Principles of Corporate Finance”, P. 241, Capítulo 11, 10ª Edição *“A firm’s capital investment choices should reflect both bottom-up and top-down views of the business—capital budgeting and strategic planning, respectively.”*

⁶⁵ Asaf Eckstein, Sharon Hannes, *“A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms”*, Wake Forest Law Review, 2018.

implicações que possam advir dessa transação. Uma das flutuações observáveis é a variação dos preços das ações das empresas.

Note-se que para o mercado as consultoras produzem análises informadas e, portanto, gera-se neste uma percepção sobre a probabilidade das potenciais vantagens da operação. Assim, quando uma PA se apresenta a favor ou contra uma proposta, terá uma influência notável na viabilidade da transação.

Geralmente, é oferecido numa transação, para além do preço de mercado das ações nesse momento, um prémio de aquisição⁶⁶ que serve de incentivo aos acionistas no sentido de votarem a favor da transação.⁶⁷ No fundo, esta variação entre o preço de mercado e o preço de oferta pode levar a flutuações no mercado, não causando, pois, surpresa a volatilidade que se gera no mercado. Os investidores vão reagindo às informações disponibilizadas, considerando a incerteza do sucesso da transação, sinergias e criação de valor futuras.

Ocasionada pela transação, poderá ser despoletada uma dinâmica de mercado grande. Tal irá depender do sentido da recomendação e do volume de ações a serem vendidas e compradas, impulsionadas pelo medo ou pela confiança de “oportunidade de negócio”, respetivamente.

A dinâmica gerada pela transação poderá impulsionar o posicionamento competitivo da empresa na indústria em que se integra.

É de notar que as fusões e aquisições ocorrem com o intuito de impulsionar o crescimento das empresas. Poderemos observar uma variação positiva no preço das ações se nos depararmos com uma situação em que os investidores acreditam que a transação terá consequências no crescimento e oportunidade de crescimento positivas e consideráveis: “*Many mergers are intended to reduce costs and achieve economies of scale.*”. Contudo, também o contrário se pode observar numa situação em que os investidores sentem riscos futuros na pós-fusão.

⁶⁶ Brealey, Myers and Allen, “Principles of Corporate Finance”, P. 796, Capítulo 31, 10ª Edição “*in 2008 Eli Lilly acquired ImClone Systems. Lilly paid \$6.5 billion for ImClone, a premium of some 50% over the company’s earlier market value.*”.

⁶⁷ Asaf Eckstein, Sharon Hannes, “*A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms*”, Wake Forest Law Review, 2018 “*When ownership is more dispersed the opinion of the adviser is more important because there is less incentives for each shareholder to make in depth inquiry of the desirability for the proposed M&A transaction.*”.

Tendo as PA conhecimento das consequências que as suas recomendações despoletam, poderá ocorrer que uma PA se aproveite desse facto para publicar uma recomendação que sabe de antemão que gerará um efeito de dominó, pela mudança de perspectiva que possa criar. Tal recomendação impactará, não só o mercado no qual a empresa se insere, como também as ações de indústrias relacionadas ou em relação de concorrência.

No fundo, estas flutuações das decisões de F&A dependerão, em grande parte, da forma como os investidores percecionam os impactos e a magnitude das variações resultantes dessa transação. Em última análise, uma recomendação negativa poderá levar as empresas a reconsiderar os planos formulados para a F&A, quer seja no sentido de ajustar o preço, quer seja repensar o planeamento da operação.

A importância destas consultoras revelou-se evidente, mais recentemente, a 13 novembro de 2023, a propósito de uma operação de aquisição da OpSens Inc.⁶⁸, a empresa anunciou que “*Institutional Shareholder Services Inc. ("ISS") has recommended holders (...) of common shares in the capital of OpSens (...) vote FOR the previously announced indirect acquisition by Haemonetics Corporation*”⁶⁹.

Note-se que nesta data as ações estavam valorizadas a \$2.85. Já no dia 1 de dezembro, com o anúncio da aquisição, as ações passaram a valer \$2.89. A subida não parece substancial, mas, tendo em conta a dimensão da empresa, a diferença é notável.⁷⁰

⁶⁸ Empresa de dispositivos médicos cotada na Bolsa de Toronto.

⁶⁹ Notícia publicada em Yahoo! Finance “*INDEPENDENT PROXY ADVISORY FIRM ISS RECOMMENDS SHAREHOLDERS VOTE "FOR" OPSSENS INC. PLAN OF ARRANGEMENT WITH HAEMONETICS CORPORATION*”. Disponível em <https://finance.yahoo.com/news/independent-proxy-advisory-firm-iss-130000111.html>

⁷⁰ Dados disponíveis em Yahoo! Finance (<https://finance.yahoo.com/quote/OPS.TO/history?p=OPS.TO>).

4. Desafios e críticas

4.1. Críticas ao modelo das *Proxy Advisors*

O modelo das PA é criticado por diversas razões, nomeadamente, “*their one-size-fits-all approach, occasional inaccuracies in their data, and potential conflicts of interest given their consulting services to corporations.*”⁷¹. Contudo, a presente análise focar-se-á na influência que os métodos utilizados exercem nos mercados de ações.

São poucas as PA dominantes no mercado e, como tal, observa-se pouca diversidade de abordagens. É apresentada somente uma única visão preponderante que poderá exercer uma influência excessiva na tomada de decisão dos investidores, aumentando o risco de desalinhamento das decisões com o interesse dos clientes.

Outro tema que levanta um sentimento de preocupação é o facto de as PA se guiarem por modelos padronizados - *one-size-fits-all* - para avaliar as propostas quanto a questões de governo societário de uma determinada empresa. Note-se que “*voting advice that ignores the unique circumstances of each company or the effect of recommendations on the economic well-being of shareholders*”⁷² poderá criar disrupção no mercado e impactar a confiança que os investidores depositam na criação de valor da empresa ou até no valor das ações.

“*Repeated errors in analysis, data relied upon to make recommendations, and a lack of due diligence.*”: a ausência de responsabilização e transparência também gera incerteza e desconfiança quanto aos serviços prestados. A deficiência na prestação de contas claras quanto às formulações e a falta de divulgação dos critérios tidos em consideração para a apresentação da recomendação poderá indiciar que não há revisão rigorosa de toda a documentação da empresa em questão (i.e., relatórios de gestão, demonstrações financeiras, políticas de remuneração, estrutura do conselho de administração ou até informações sobre o governo societário).

“*Conflicts of interest that are frequently undisclosed, inadequately disclosed, or improperly managed*”: podem surgir situações de conflitos de interesses entre clientes da

⁷¹ Andrey Malenko e Nadya Malenko “*Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters*” em Journal of Finance, 2019. Disponível em <https://financetheory.org/post/proxy-advisory-firms-the-economics-of-selling-information-to-voters>

⁷² Estudo conduzido pela Center for Capital Markets Competitiveness, juntamente com a NASDAQ, “*Corporate Governance Update: 2017 PROXY SEASON SURVEY*”, Outono 2017. Disponível em <https://www.centerforcapitalmarkets.com/wp-content/uploads/2017/07/FINAL-CCMC-Survey.docx.pdf>

mesma empresa, formulando-se recomendações que beneficiem e agradem a certo grupo de investidores institucionais, não levando em consideração o interesse geral de todos os acionistas.⁷³ Outra forma de conflito será entre os vários investidores institucionais a quem as consultoras prestam serviços, com a emissão de recomendações que tendem a favorecer outra empresa do setor e as consequências de tal recomendação.

O efeito do *robovoting* permite que diversas decisões de voto sejam tomadas, exclusivamente, em conformidade com as recomendações, não se procedendo a uma avaliação crítica das mesmas, e aumentando a influência e poder das PA nos mercados.⁷⁴ Como referido supra, esta prática pode significar uma redução do valor do património dos investidores.

O poder que as PA têm demonstrado de fazer variar o valor de uma sociedade por força de uma recomendação, é encarado com desconfiança, não só pela SEC, mas por todos os que sofrem as consequências da mesma, entre eles a própria empresa e respetivos investidores, mas também empresas do mesmo setor. Poder-se-á até concluir que a situação de concentração de poder que as PA propiciam levanta questões relativamente ao posicionamento competitivo das empresas.

Na conformidade que se observa entre políticas adotadas pelas empresas e os padrões definidos pelas PA, os clientes deixam de ter controlo não só sobre a definição de políticas da empresa em que detêm o seu capital, mas também sobre a forma como a empresa poderá ser afetada no mercado. É factual que as consequências podem tanto ser positivas como negativas. Contudo, as últimas levantam preocupações. Os clientes não têm a garantia de que o seu direito de voto não contribuirá para a queda de valor da empresa no mercado em que se encontra cotada; *“Investors’ right to vote not only on the selection of board members but also on the adoption of major corporate policies can also help ensure that investors have a voice in corporate strategies affecting the company*

⁷³ Considere-se aqui um dos maiores riscos das PA: “custos de agência”. Pauta-se pelo desalinhamento de interesses entre quem representa e quem se faz representar. Perante a inexistência de mecanismo de controle, pode dar-se uma situação de uma recomendação danosa. *“Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa”*, P. 728.

⁷⁴ *“Proxy Advisors Have Too Much Power, Says Elon Musk. Is He Right?”* de Lindsey Stewart, CFA no The Morningstar *“A more recent study in April 2023 published by the Financial Reporting Council, a U.K. regulator, indicated that (...) 75% of institutional investors use proxy advisor recommendations tailored to their bespoke voting policy instead of the benchmark policy.”* Disponível em <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/how-do-proxy-advisors-decisions-affect-your-investments>

*itself, the communities in which they operate, and even in some cases the world at large.”*⁷⁵

4.1.1. Breve análise da regulação existente

Para que possamos analisar a forma como hoje estão reguladas as PA, nos EUA, ter-se-á de considerar obrigatoriamente o conjunto de precauções e limites impostos ao longo dos anos pela SEC.

A SEC considera-se a principal promotora da criação de garantias de controlo da ação das consultoras, especialmente no que diz respeito aos temas de transparência, conflito de interesses, formulação de recomendações e a todo o processo que está na base destas.⁷⁶ Anteriormente à emissão da *proxy advisor rule* - analisada de seguida - as PA não eram reguladas. Assim, pela falta de instrumentos regulatórios sobre a matéria, as PA destacavam-se como as principais definidoras da governação societária nos EUA, controlando as decisões tomadas no seio de cada empresa e, por consequência, influenciando as variações sentidas no mercado.

Ao longo dos anos, procedeu-se a uma análise dos problemas que a atividade das PA causava, e apresentaram-se uma série de projetos para a reforma da sua atividade. Realizaram-se audiências com membros do Congresso americano – tendo daí resultado diversas Orientações (Commission Guidance) – e mesas redondas promovidas pela SEC para examinar as práticas das PA. Solicitou-se *feedback* do público e participação das empresas cotadas na bolsa. A consideração destes passos releva para explicar as medidas tomadas pela SEC, uma vez que as decisões apresentadas tentaram responder às preocupações manifestadas pelos participantes no mercado.

As regras estabelecidas alertam para situações de conflitos de interesses que podem surgir no momento da formulação das recomendações. Têm como fim assegurar a independência das recomendações e incentivar os investidores institucionais a não

⁷⁵ Artigo da *Better Markets* “*PROXY ACCESS AND PROXY ADVISORY FIRMS ARE ESSENTIAL TO KEEP CORPORATIONS ACCOUNTABLE TO INVESTORS*”, 12 julho de 2023. Disponível em <https://bettermarkets.org/newsroom/proxy-access-and-proxy-advisory-firms-are-essential-to-keep-corporations-accountable-to-investors/>

⁷⁶ Note-se que para a SEC as recomendações prestadas pelas PA apresentam-se como *solicitações*. Tendo em conta, o disposto num alerta da *U.S. Chamber of Commerce*: “*THE SEC’S FINAL RULE & GUIDANCE REGARDING ADVISORY FIRMS*”, apresentado pelo Center for Capital Markets – “(...) *The Proxy Advisor Rule codifies the SEC’s long-standing position that providing voting advice to investors constitutes a “solicitation” under SEC rule.(...)*”. Disponível em <https://www.centerforcapitalmarkets.com/resource/u-s-chamber-of-commerce-alert-the-secs-final-rule-and-guidance-regarding-proxy-advisory-firms/>

exercerem a sua decisão de voto fundamentada exclusivamente na confiança que depositam nas recomendações.

A emissão da *proxy advisor rule* e das Orientações apresentadas pela Comissão, estabeleceram uma série de medidas que possibilitam aos investidores institucionais demonstrar que estão a tomar as decisões no melhor interesse dos seus clientes. Por um lado, nota-se que as alterações incluídas na *proxy advisor rule* resultam numa melhoria das informações disponibilizadas aos investidores e na relevância das mesmas para a decisão de voto. Por outro lado, as Orientações preveem, nomeadamente, situações em que os investidores institucionais têm instruções de voto pré-preenchidas pelas PA e, quando não têm aconselhamento por parte destas, situações em que estas assumem executar efetivamente as votações em nome do investidor institucional.⁷⁷

Concluimos, então, que a *proxy advisor rule* estabelece a primeira regulamentação uniforme relativa ao desenvolvimento e prestação de serviços pelas PA, enquanto as Orientações auxiliam na clarificação dos deveres das consultoras ao abrigo das novas regras apresentadas.

Em 2003, foi apresentada a *Proxy Voting Rule*. A referida foi emitida como forma de garantir que as *investment advisors*⁷⁸, que têm legitimidade para votar mediante apresentação de procuração, o fazem no melhor interesse dos seus clientes. Note-se que, quanto a este dever, já tinha sido emitida em 1940 uma regra – *Investment Advisers Act of 1940*⁷⁹ – que dispunha sobre o dever fiduciário que recaía sobre o *investment advisor* quanto à votação que exercia em nome do seu cliente, tendo sido alterada em 1996 e 2010.

É também em 2003 que a Comissão adota o Formulário N-PX⁸⁰, defendendo que os investidores em grandes fundos de investimentos têm o “direito fundamental” de saber como é que, havendo voto mediante procuração, este voto está a ser emitido em seu nome.

⁷⁷ “The Commission Guidance says that if under the Proxy Advisor Rule an issuer files written comments in response to a vote recommendation and such comments “would reasonably be expected to affect the investment adviser’s voting determination,” then the investment adviser would likely have to examine such information before voting.” - alerta da U.S. Chamber of Commerce: “THE SEC’S FINAL RULE & GUIDANCE REGARDING ADVISORY FIRMS”, P. 6. Disponível em <https://www.centerforcapitalmarkets.com/resource/u-s-chamber-of-commerce-alert-the-secs-final-rule-and-guidance-regarding-proxy-advisory-firms/>

⁷⁸ Numa publicação da Forbes Advisor “Registered Investment Advisors (RIAs) are companies that provide fiduciary financial advice. RIAs employ Investment Advisor Representatives (IARs), who are bound by fiduciary duty.” Disponível em <https://www.forbes.com/advisor/investing/how-to-choose-a-financial-advisor/>

⁷⁹ Leia-se o disposto em <https://www.sec.gov/investment/laws-and-rules>

⁸⁰ <https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-statement-amendments-form-npx-110222>

O objetivo pauta-se pela tentativa de garantir o maior acesso à informação por parte daqueles que investem e que o seu voto é, de facto, útil.

Em 2004, a SEC emitiu a “*No-Action Letters to ISS and Egan-Jones*”⁸¹ que passou a permitir que as *investment advisors* eliminassem um conflito de interesses que pudesse surgir numa determinada situação, confiando as recomendações a um terceiro, as PA. As “*no-action letters*” surgem fundamentadas na confiança que as *investment advisors* depositam nas PA, considerando-as entidades independentes com base nas políticas e procedimentos gerais pelos quais se pautam neste tipo de situações. Note-se que estas cartas (dadas sem efeito em 2018) potenciaram a externalização da responsabilidade de voto para as PA.

Em 2010, a SEC emitiu um comunicado relativo ao conceito de “*Proxy Plumbing*”⁸², que incidia sobre o sistema de procurações nos EUA. Tinham sido levantadas sérias preocupações relativas ao papel das PA, relativamente a questões de transparência e conflitos de interesses. Esta inquietação surgiu num momento em que i) a SEC tomou conhecimento de várias situações em que as PA estavam envolvidas devido à sua atividade e ii) em que grandes blocos de ações de empresas estavam a votar automaticamente de acordo com as recomendações das PA num prazo de 48 horas após a emissão de uma dada recomendação.

Em 2013, foi emitido pelo U.S. Chambers o “*Report on Proxy Advisor Best Practices*”⁸³ focado primordialmente nos problemas do setor das PA, incentivando uma série de mudanças para melhorar a transparência e precisão das recomendações de voto. Também neste ano ocorreu uma audiência do Congresso sobre as PA, apresentando-se como a primeira focada no setor, constituindo um marco em termos de informação para os decisores políticos relativamente ao tema. Por fim, ainda em 2013, assistiu-se à “*SEC Staff Roundtable on Proxy Advisors*”⁸⁴, na qual, em resposta às preocupações do setor, se discutiram as perspetivas de vários participantes do mercado.

⁸¹ Disponível em <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm> e <https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm>

⁸² Disponível em <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/iac-recommendation-proxy-plumbing.pdf>

⁸³ Disponível em <https://www.centerforcapitalmarkets.com/wp-content/uploads/2010/04/Best-Practices-and-Core-Principles-for-Proxy-Advisors.pdf>

⁸⁴ Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-253>

Contudo, foi em 2016 que se assistiu a um primeiro esforço significativo do Congresso para estabelecer um quadro regulador para as PA, com a apresentação do “*The Corporate Governance Reform and Transparency Act*”⁸⁵. A mais relevante medida adotada foi, sem dúvida, a exigência do registo das PA, tendo sido tal lei aprovada em dezembro de 2017.

Em 2018, assiste-se aos “*SEC Withdraws 2004 ISS and Egan-Jones No-Action Letters*”⁸⁶, que, na verdade, contribuíam para uma dependência excessiva das PA. O referido *withdraw*⁸⁷ baseia-se no entendimento de que as diretrizes anteriores poderiam estar desatualizadas. Assim, perante uma avaliação das *No-Action Letters* de 2004, tomou-se a decisão de retirá-las e prosseguir com a mesa-redonda prevista para esse ano. A SEC realizou a mesa-redonda sobre “*U.S. Proxy System*”⁸⁸, aberta ao público, recaindo a discussão em grande parte sobre o estado do setor de PA, tendo terminado com um conjunto de comentários no sentido de maior supervisão da SEC sobre o setor.

Posteriormente, em 2019, a SEC propôs regras para as PA⁸⁹, que estabeleceriam que as recomendações prestadas se considerassem “*solicitations*”⁹⁰, mas também exigiriam que as PA “*meet certain conditions to obtain an exemption from certain information and filing requirements under the federal proxy rules.*” Em 2020, a SEC concluiu a *Final rule: Proxy Voting Advice* e emitiu as Orientações para a Comissão, que,

⁸⁵ Disponível em https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/n/b/d/PRI_HR4015_Nov-13.pdf

⁸⁶ Disponível em <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters>

⁸⁷ Disponível em <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-regarding-staff-proxy-advisory-letters>

⁸⁸ Disponível em <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-announcing-sec-staff-roundtable-proxy-process>

⁸⁹ Disponível em <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2019/34-87457.pdf>

⁹⁰ Pode encontrar-se a definição de *solicitation* no *Rules and Regulations Under the Securities Exchange Act of 1934 Part 240, Section 14* que regula o tema de *proxy voting*. Disponível em <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> - **240.14a-1 Definitions: (l) Solicitation.** (1) *The terms “solicit” and “solicitation” include: (i) Any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy; (ii) Any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy; or (iii) The furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy, including: (A) Any proxy voting advice that makes a recommendation to a security holder as to its vote, consent, or authorization on a specific matter for which security holder approval is solicited, and that is furnished by a person that markets its expertise as a provider of such proxy voting advice, separately from other forms of investment advice, and sells such proxy voting advice for a fee.*”

Note-se que também no direito português se prevê uma figura equiparável ao abrigo do art.º 381 do CSC (*Pedido de Representação*). Em anotações ao CSC, indica-se a preocupação da representação de acionistas em assembleia geral propiciar “*situações fictícias de poder no interior da sociedade*”. Sensível a este risco, o legislador estabelece um regime rígido em situações de solicitação de representação a mais de cinco acionistas, em que se estabelecerá um conteúdo mínimo para a procuração, impondo-se deveres especiais ao representante.

entretanto, sofreram algumas alterações relevantes.⁹¹ Nesse ano, estabeleceu-se que as PA teriam de revelar mais informação, especialmente, quanto a possíveis conflitos de interesses. Contudo, em 2022, houve uma reversão de grande parte do estabelecido em 2020: as recomendações continuariam a considerar-se “solicitações” nos termos das regras aplicáveis às PA, mas estas continuariam a ter de revelar possíveis conflitos de interesses.

Por fim, ainda que a regulação das PA tenha vindo a ser cada vez mais desenvolvida e aperfeiçoada, não existe nenhuma regra que disponha sobre o papel e o impacto que poderão exercer nos mercados financeiros regulamentados, concretamente nas bolsas de valores. Obviamente, que, tendo em conta o referido na parte final do **ponto 4.1** da presente dissertação, é fundamental que se concretize algum tipo de mecanismo que controle o impacto que geram no mercado em geral, acima de tudo, porque, sabendo-se que muitas das recomendações poderão ser enganosas ou mal formuladas, a existência de uma regra que permita controlar as consequências para o mercado que daí advenham será uma mais-valia.⁹²

4.2. Proxy advisors e o seu futuro no Mercado Regulamentado de Ações

Identificado o papel que as PA desempenham junto dos aos investidores no mercado de ações, cumpre-nos olhar para as dificuldades que poderão enfrentar nos próximos anos.

O futuro será desafiante porque exigirá um maior escrutínio por parte dos investidores, das entidades reguladoras e do mercado em geral. Cada vez mais, os investidores não contratam as PA para repetirem as suas opiniões mais antes para procederem a análises rigorosas.

⁹¹ Securities Exchange Act of 1934 – em concreto considera-se a *Rule 14a-9* que prevê a proibição de declarações erradas ou falsas ou omissões nas solicitações. Tendo em conta o disposto em https://www.sec.gov/corpfin/secg-proxy-voting-advice#_ftn2, considera-se a revogação das seguintes Regras 14a-2(b)(9)(ii), (iii), (iv), (v), e (vi); alteração da Regra 14a-9 para eliminar o parágrafo (e) da nota a essa regra. Esta alteração foi concretizada em julho de 2022.

⁹² Em “*Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa*”, P. 729, uma das formas de impedir emissão de recomendações “ruinosas”, será garantir que o contrato se encontra protegido contra a falta de diligência ou ineficácia das PA. Quanto mais incentivos existirem para a formulação de recomendações fidedignas então mais rentável será o investimento dos acionista na generalidade.

Destacam-se três principais desafios que podem colocar em perspectiva a facilidade com que no futuro as PA influenciarão o mercado: **i) concorrência; ii) tecnologia; iii) aumento de regulamentação.**⁹³

À medida que vão surgindo mais participantes no setor das PA – introduzindo diversidade nas perspectivas e abordagens -, as consultoras terão de se pautar pela diferenciação. Não só pela forma como prestam os seus serviços, mas fazendo-o em áreas especializadas, *i.e.*, questões de ESG, remuneração de executivos. Dá-se nota que quanto maior o número de intervenientes, menor será o poder de determinadas PA.

Enfrentando um mercado cada vez mais concorrido e competitivo, as PA terão de oferecer propostas de valor únicas de forma a garantir a retenção e atração de clientes. Para o conseguirem fazer, poderão ter de sofrer adaptações estruturais no conteúdo dos serviços que prestam.

Para conceber propostas com valor distinto tem de se considerar o cenário de um mercado cada vez mais avançado e digital. Inevitavelmente, num mercado globalizado, o desenvolvimento tecnológico desempenhará um papel significativo.⁹⁴ O custo de adaptar os processos de pesquisa poderá excluir as PA que, mostrando-se incapazes de acompanhar as transições, não se apresentem competitivas.

As PA terão de investir em novos métodos científicos para realizarem análises diligentes ao conjunto de informação que fundamenta a tomada de decisão. Existindo a necessidade de recorrer a uma enorme base de dados, a inovação dos processos será útil. Poderá começar pela inclusão de mecanismos de inteligência artificial, permitindo identificar padrões e tendências dos setores e indústrias em análise. Adicionalmente, investimento em tecnologia que promova a transparência, precisão, fiabilidade e eficiência, e reduza a complexidade dos processos de votação.

O desenvolvimento de processos tecnológicos é, e continuará a ser, indiscutivelmente, um dos desafios que as PA enfrentarão no exercício da sua atividade. Para que liderem o mercado que integram, terão de adaptar os processos às novas exigências dos mercados de ações.

⁹³ “The Future of Proxy Advisors Firms” Disponível em <https://fastercapital.com/startup-topic/Future-of-Proxy.html#the-future-of-proxy-advisory-firms4>

⁹⁴ “The Future of Proxy Voting”, Demi Derem. Disponível em <https://www.broadridge.com/assets/pdf/broadridge-the-future-of-proxy-voting.pdf>

Quanto ao potencial aumento de regulamentação relativo aos serviços prestados, este será um dos maiores desafios no futuro.⁹⁵ Como atestámos no **ponto 4.1.1.** as regras impostas relativas a uma maior divulgação sobre metodologia e conflitos de interesses, já revelam a preocupação crescente que se tem sentido entre reguladores sobre a influência das PA.

Perspetiva-se que, cada vez mais as PA enfrentarão uma regulamentação rigorosa, que poderá ter consequências drásticas. Será crucial, no decorrer dos próximos anos, desenvolver uma legislação direcionada à atividade das PA que permita estabelecer diretrizes, critérios e padrões de conduta, bem como uma fiscalização e supervisão efetivas à sua atividade.

Proceder, por exemplo, a uma distinção clara entre PA e *investment advisors* ao abrigo das regras que regulam as *investment advisors -Advisers Act*⁹⁶; ou até, a imposição de sanções quando violados padrões de exigência e fiabilidade na informação.

Será importante regular a posição privilegiada em que as PA se encontram designadamente a detenção de informação que poderá facilmente permitir uma manipulação do mercado de ações, aumentando a volatilidade.

Seria benéfico elaborar uma regulamentação focada em responsabilizar as PA caso manipulem o mercado em violação de princípios protegidos e direitos dos acionistas. Observar-se-ia um incentivo à formulação de recomendações fiáveis, apurando-se responsabilidades caso a manipulação fosse com objetivo de criar desequilíbrio desproporcional no mercado.

O futuro será moldado por investidores mais empenhados e ativos na tomada de decisões, e que exigirão mais rigor e transparência das PA. Tendencialmente, a supervisão tende a aumentar porque não só há mais colaboração entre investidor e PA, como é do interesse de todos a formulação de recomendações mais eficazes.

⁹⁵ Leia-se o disposto em “*Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa*”, P. 730. “(...) regulando o investidor, tende-se a regular quem este consulta. (...)”.

⁹⁶ Artigo do The Conference Board, “*On Governance: What Does the Near Future Hold for Proxy Advisors?*”. Disponível em <https://www.conference-board.org/brief/environmental-social-governance/Proxy-Advisors-Near-Future>

O setor das PA pauta-se pelo dinamismo e rápida evolução e, portanto, terão de se adotar práticas ágeis e inovadoras, com estratégias capazes de responder às expectativas e necessidades dos investidores, com as circunstâncias características do mercado.

Por fim, se por um lado, o mercado de ações oferece hoje largos benefícios aos investidores, por outro lado, a menos que haja uma transformação na forma de regulação das PA, a partir dos próximos anos – marcados pela inovação, tecnologia e empreendedorismo, poderão vir a deixar de ser competitivos.

5. Considerações finais

Num contexto em que o mercado de ações integra participantes que confiam a direção do seu voto a terceiros, as PA são entidades fundamentais no dinamismo do mercado. Conforme resulta da presente dissertação, o contributo que prestam, principalmente, aos investidores institucionais, é incontestável, mas levanta sérias preocupações.

Se, por um lado, os investidores institucionais dependem fortemente das PA para analisar centenas de documentos e tomar uma decisão - sendo raras as vezes que se posicionam contra as recomendações, de forma a evitar críticas e futuras justificações -, por outro lado, a forma como as PA prestam a sua atividade pode promover uma extinção da criação de valor para os investidores.

Como atestado, as recomendações emitidas pelas PA criam uma enorme disrupção na gestão de expectativas por parte do mercado resultando numa influência nos resultados das votações. A emissão de cada recomendação comunica nova informação ao mercado e os investidores, consoante a valoração atribuída ao anúncio, irão reajustar a sua posição. Notou-se, ao longo da dissertação, que a reação do mercado se fundamenta na criação de valor e crescimento financeiro a que as mudanças darão lugar.

Dependendo da situação em análise, os investidores podem sentir se mais ou menos atraídos a manter, aumentar ou diminuir o seu investimento, resultando numa variação do preço das ações e, conseqüentemente, numa mudança da posição da empresa no mercado.

Em variados cenários, observa-se que orientar o rumo da empresa privilegiando um investimento responsável atrai investidores e fortifica a reputação da empresa. Quanto mais confiança se gerar no investimento, mais investidores se sentirão atraídos a diversificar o seu portfólio e a investir na empresa, permitindo a criação de liquidez a favor dos investidores. O contrário também se poderá verificar, no sentido em que se a recomendação censurar determinada prática, a confiança dos investidores diminui, diminuindo igualmente o valor de mercado da empresa. Assiste-se a uma queda da reputação da empresa e do seu valor no mercado, tal como do volume transacional de ações.

Nesta conjuntura é preocupante a falta de diversidade na abordagem das PA. As consultoras emitem, variadas vezes, recomendações que não se adequam à individualidade de cada empresa, promovendo a perda de valor para a empresa e seus investidores. Mediante recomendações padronizadas, incutem nos investidores uma aversão ao risco desmedida, limitando a capacidade de integração nos seus planos, de estratégias inovadoras.

São notadas com apreensão as consequências de uma recomendação negativa, considerando nomeadamente que as PA: **i)** não são infalíveis, **ii)** muitas vezes formulam recomendações sem critérios bem definidos, **iii)** pecam por falta de informação necessária e **iv)** suscitam questões de falta de transparência.

Em suma, não restam dúvidas que uma maior regulamentação destas entidades é necessária, de forma a garantir uma proteção dos investidores lesados com as descidas de preços e perdas de quota de mercado. A referida proteção também terá de se verificar para as empresas que, em consequência de uma recomendação imprecisa ou tendenciosa, vejam o seu negócio ser descredibilizado e desvalorizar drasticamente.

Importa, assim, a criação de medidas claras que permitam controlar a influência das PA nos mercados de ações e que promovam a formação de recomendações de forma mais diligente e informada, e mecanismos sancionatórios, para a manipulação enganadora dos investidores no mercado de ações.

6. Referências Bibliográficas

AGGARWAL, R., EREL I., e STARKS L. T., 2014. *Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors*, Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 2447012, 8 junho 2014. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447012

ALLAIRE, Yvan, 2013. *The Troubling Case of Proxy Advisors: Some policy recommendations*, Institute for Governance of Private and Public Organizations, Janeiro 2013. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/4-725/4725-4549663-176173.pdf>

ALEXANDER, Cindy, R., CHEN, Mark A., SEPPI, Duane J., SPATT, Chester S., 2010. *Interim News and the Role of Proxy Voting Advice*, Review of Financial Studies, Vol. 23, No. 12, 2010. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683485

BEBCHUK, Lucian A., COHEN, Alma, HIRST, Scott, 2017. *The Agency Problems of Institutional Investors*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31 pp. 89-102, 9 junho 2017. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2982617

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, Capítulos 3, 7, 10, 11, 31, 10ª e 11ª Edição. Disponível em https://marcelodelfino.net/files/Brealey_Myers_y_Allen_2009_Principles_of_corporate_financ_e.pdf

CAI, Jie, GARNER, Jacqueline L., WALKLING, Ralph A. 2008. *Electing Directors*, *Journal of Finance*, Forthcoming, março 2008. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1101924

CHOI, Stephen, FISH, Jill E., KAHAN, Marcel, 2010. *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, *Emory Law Journal*, Vol. 59, p. 869, 2010, University of Penn, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-24. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1694535

COPLAND, James R., LARCKER, David F., TAYAN, Brian, 2018. *Proxy Advisory Firms: Empirical Evidence and the Case for Reform*, Manhattan Institute, Governance, Economics, 21 maio 2018. Disponível em <https://manhattan.institute/article/proxy-advisory-firms-empirical-evidence-and-the-case-for-reform>

CORTES, José Maria, 2023. *Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa: Lisbon Law Review, Vol. 64, n.º 2, (2023), 0870-3116. - p. 723-740. Disponível em <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/63272>

DASGUPTA, Amil, FOS, Vyacheslav, SAUTNER, Zacharias, 2021. *Institutional Investors and Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Finance, N° 700/2020, julho 2021. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3682800

DEREM, Demi, 2018. *The Future of Proxy Voting*, Broadridge. Disponível em https://www.broadridge.com/_assets/pdf/broadridge-the-future-of-proxy-voting.pdf

DEY, Aiysha, STARKWEATHER, Austin, WHITE, Joshua T., 2022. *Proxy Advisory Firms and Corporate Shareholder Engagement*, Harvard Business School Accounting & Management Unit Research Paper Series No. 21-137, 12 fevereiro 2022. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3871948

DI MARCO, Adrian, 2021. *Proxy advice excesses will haunt the future of public markets*, *Financial Review*, 10 junho 2021. Disponível em <https://www.afr.com/markets/equity-markets/proxy-advice-excesses-will-haunt-the-future-of-public-markets-20210610-p57zrj>

DOYLE, Timothy M., 2018. *The Conflicted Role of Proxy Advisors*, American Council for Capital Formation, maio 2018. Disponível em <https://accf.org/wp-content/uploads/2018/05/ACCF-The-Conflicted-Role-of-Proxy-Advisor-FINAL.pdf>

ECKSTEIN, Asaf, HANNES, Sharon, 2018. *A Long/Short Incentive Scheme for Proxy Advisory Firms*, Wake Forest Law Review, 11 janeiro 2018. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3098008

FERREIRA, Juliano, 2014. *PROXY ADVISORS: OS CONSULTORES EM MATÉRIA DE VOTAÇÃO*, Governance Lab, A Designação de Administradores , AAVV., outubro 2014. Disponível em https://www.academia.edu/24618369/Proxy_Advisors_os_consultores_em_mat%C3%A9ria_de_vota%C3%A7%C3%A3o

GLASSMAN, James K., VERRET, J. W., 2013. *HOW TO FIX OUR BROKEN PROXY*

ADVISORY SYSTEM, Mercatus Center, George Mason University, 16 abril 2013. Disponível em <https://www.mercatus.org/research/research-papers/how-fix-our-broken-proxy-advisory-system>

HITZ, J. e LEHMANN, N., 2015. *Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors*, *European Capital Markets*, *European Accounting Review*, Forthcoming, 1 julho 2015, página 28-30. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2624653

LARCKER, David F., MCCALL, Allan L., ORMAZABAL, Gaizka, 2011. *Proxy Advisory Firms and Stock Option Repricing*, *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Vol. 56, No. Issues 2–3, November–December 2013, Pages 149-169, 2013. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 100. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1811130

LARCKER, David F., MCCALL, Allan L., ORMAZABAL, Gaizka, 2014. *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, No. 1 (February 2015), pp. 173-204, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 119, Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 14-27 (2105R), IESE Business School Working Paper No. WP1096-E. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101453

MALENKO, Andrey, MALENKO, Nadya, SPATT, Chester, 2021. *Creating Controversy in Proxy Voting Advice*, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 772/2021*, revisto 2023. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3843674

MALENKO, Andrey, MALENKO, Nadya, 2019. *Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters*, *Journal of Finance*, Vol 74, No. 5, outubro 2019. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2757597

MALENKO, Nadya, SHEN, Yao, 2016. *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 12, dezembro 2016. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2526799

OCDE (2016), *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>

PEREIRA, Jorge Brito, 2021. *A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*. Disponível em <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/40050>

PRACHE, Guillaume, 2013. *Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, European Securities and Markets Authority, Final Report, 19 fevereiro 2013. Disponível em <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf>

ROSE, Paul, 2021. *Proxy Advisors And Market Power: A Review of Institutional Investor Robovoting*, Manhattan Institute, 2021, Ohio State Legal Studies Research Paper No. 631. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3851233

SEC, 2020. *U.S. CHAMBER OF COMMERCE ALERT: THE SEC'S FINAL RULE AND GUIDANCE REGARDING PROXY ADVISORY FIRMS*, U.S. Chamber of Commerce Center for Capital Markets Competitiveness. Disponível em <https://www.centerforcapitalmarkets.com/resource/u-s-chamber-of-commerce-alert-the-secs-final-rule-and-guidance-regarding-proxy-advisory-firms/>

SHU, Chong, 2024. *The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced*, Journal of Financial Economics, Forthcoming, fevereiro 2024. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3614314

SPATT, Chester S., 2019. *Proxy Advisory Firms, Governance, Market Failure, and Regulation*, Milken Institute Center for Financial Markets. Disponível em <https://milkeninstitute.org/report/proxy-advisory-firms-governance-market-failure-and-regulation>

TASMAN-JONES, Jessica, *A question of influence: how much sway do proxy advisers actually hold?*, Financial Times Professional. Disponível em <https://professional.ft.com/en-gb/blog/a-question-of-influence-how-much-sway-do-proxy-advisers-actually-hold/>

TONELLO, Matteo, 2006. *Revisiting Stock Market Short-Termism*, The Conference Board Research Report No. R-1386-06-RR, 18 outubro 2006. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=938466

Figura 1: Director Elections and Say-on-pay Proposals (Chong Shu, “The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced” in USC Marshall School of Business Research Paper, Pg. 32, June 2, 2020, revised June 8, 2023)⁹⁷

This table presents the results for OLS regressions examining whether the votes of ISS and Glass Lewis customers in director elections and say-on-pay proposals align with the proxy advisors’ recommendations. Each observation represents a fund vote. The sample for Panel A comprises votes on proposals where ISS opposes management, but Glass Lewis supports management. The sample for Panel B includes votes on proposals where Glass Lewis opposes management, but ISS supports management. In Panel A (Panel B), the dependent variables are dummy variables that equal one if the vote aligns with the ISS (Glass Lewis) recommendation. A fund is considered an ISS or Glass Lewis customer if its N-PX format identifies it as such (columns 1-3), or if its current year’s prospectus discloses a contractual relationship with the proxy advisor (columns 4-6). All columns include proposal fixed effects and controls for fund-family characteristics as shown in Table 1A. Standard errors are clustered at the fund family-year level. Significance levels are denoted as follows: *, **, and *** denote 10%, 5%, and 1% significance levels, respectively.

(A) Votes of ISS Customers

	Sample: proposals where ISS opposes and Glass Lewis supports					
	Dependent variable = 1 if the vote is aligned with ISS recommendation					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Director Elections	Say-on-Pay (2010-2011)	Say-on-Pay (post-2011)	Director Elections	Say-on-Pay (2010-2011)	Say-on-Pay (post-2011)
=1 if use ISS’s voting system	0.32*** (0.02)	0.32*** (0.06)	0.40*** (0.02)			
=1 if prospectus mentions ISS				0.25*** (0.02)	0.20*** (0.07)	0.34*** (0.03)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Proposal Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.13	0.15	0.16	0.09	0.09	0.10
Observations	279,605	3,927	33,748	279,567	3,925	33,732
Cluster	3,053	452	2,323	3,047	450	2,318

(A) Votes of Glass Lewis Customers

	Sample: proposals where Glass Lewis opposes and ISS supports					
	Dependent variable = 1 if the vote is aligned with Glass Lewis recommendation					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Director Elections	Say-on-Pay (2010-2011)	Say-on-Pay (post-2011)	Director Elections	Say-on-Pay (2010-2011)	Say-on-Pay (post-2011)
=1 if use GL’s voting system	0.37*** (0.03)	0.47*** (0.09)	0.34*** (0.04)			
=1 if prospectus mentions GL				0.19*** (0.02)	0.31*** (0.06)	0.25*** (0.02)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Proposal Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.14	0.23	0.10	0.07	0.21	0.11
Observations	422,519	10,915	64,233	279,567	10,907	64,217
Clusters	3,214	469	2,363	3,047	467	2,360

⁹⁷ OLS regressions, é uma técnica comum para estimar coeficientes de equações de regressão linear que descrevem a relação entre uma ou mais variáveis independentes quantitativas e uma variável dependente.

Figura 2: Effect of Voting System on Votes While The Fund Subscribes to Both ISS and Glass Lewis (Chong Shu, “The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced” in USC Marshall School of Business Research Paper, Pg. 34, June 2, 2020, revised June 8, 2023)⁹⁸

This table provides an estimation of the effect of using a proxy advisor’s voting platform on a fund’s voting behavior while the fund is subscribed to both ISS and Glass Lewis. Each observation represents a vote of a fund that has mentioned both ISS and Glass Lewis in its current prospectus. The independent variables are dummy variables that take the value of one if the fund family uses either ISS or Glass Lewis as its voting system, as identified through its N-PX form’s format. Column 1 of the sample includes proposals where ISS and Glass Lewis give different recommendations. The dependent variable is a dummy variable that equals one if the vote is cast in the same direction as ISS’s recommendation. Columns 2 to 4 divide the sample into proposals where either ISS or Glass Lewis supports the proposal. The dependent variable is a dummy variable that equals one if the vote is cast in support of the proposal. All columns include proposal fixed effects and controls for fund-family characteristics, as shown in Table 1A. Standard errors are clustered at the fund family-year level. Statistical significance is denoted by *, **, and *** at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Sample: votes of fund families that mention both ISS and Glass Lewis in the current statutory prospectus					
	Dependent variable = 1 if the vote is in the same direction as ISS recommendation	Dependent variable = 1 if the vote is cast supporting the proposal			
	When ISS and GL give different recommendations (1)	When both ISS and GL support the proposal (2)	When ISS supports but GL opposes the proposal (3)	When ISS opposes but GL supports the proposal (4)	When both ISS and GL oppose the Proposal (5)
=1 if use ISS’s voting system	0.13*** (0.02)	0.01*** (0.00)	0.13*** (0.02)	-0.12*** (0.03)	0.00 (0.02)
=1 if use GL’s voting system	-0.18*** (0.03)	-0.00 (0.00)	-0.17*** (0.04)	0.18*** (0.04)	0.02 (0.03)
Fund Characteristics	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Proposal Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.23	0.14	0.22	0.10	0.15
Observations	386,587	3,870,847	239,769	146,818	112,946
Clusters	821	821	818	818	815

⁹⁸ O presente Quadro permite que se entenda de que forma é que a utilização da plataforma de votação de determinada consultora contribui para a influência desta. A tabela demonstra que os investidores que sejam clientes simultaneamente da ISS e da GL – partindo do pressuposto de que a ISS e a GL discordam na recomendação - e que usam a plataforma da ISS é 13% mais provável de se alinharem com as recomendações da ISS. De igual forma, se um investidor utilizar o sistema de votação da GL, é 18% mais provável que se posicione do lado da GL, no momento da recomendação.

Ou seja, concluímos aqui que tanto influencia a recomendação dada pelas proxy advisors, como também tem um grande impacto o sistema de votação utilizado pelos investidores. É de notar que o facto de existir uma espécie de “pré-preenchimento” das recomendações nas plataformas permite um sustento da questão da confiança dos investidores nas recomendações e facilita o *robovoting* pela apresentação automática do sentido de voto nas plataformas.