



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Proxy Advisors

O ser e o dever-ser dos consultores em matéria de voto

Mestrado em Direito e Gestão

Catarina Silva Rente

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Proxy Advisors

O ser e o dever-ser dos consultores em matéria de voto

Mestrado em Direito e Gestão

Orientadora: Professora Doutora Maria Daniela Farto Baptista

Catarina Silva Rente

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2024

Aos meus pais, a base de tudo, Vítor e Ni

Ao Bruno

Aos meus avós João, Rosa e Maria

Ao meu avô António, que sei que me está a acompanhar

À Professora Daniela que foi incansável no meu percurso

Resumo

A presente dissertação propõe analisar o papel e a influência dos consultores em matéria de voto, também reconhecidos como *proxy advisors*, no contexto atual do governo societário.

Ao longo deste trabalho, explora-se toda a dinâmica societária, aquando da inclusão de um novo interveniente no processo tradicional de voto, estabelecido pelo Código dos Valores Mobiliários.

Paralelamente, serão abordados as vantagens e os riscos associados à influência dos consultores em matéria de voto, numa análise que visa iluminar tanto as possibilidades positivas, como os desafios regulatórios inerentes à sua atuação, nomeadamente no que respeita à definição e delimitação da sua responsabilidade civil.

Palavras-chave: consultores em matéria de voto; *proxy advisors*; deliberações; voto; influência; regulação; imputação de direito de voto; *fan clubs*;

Abstract

The present dissertation aims to analyze the role and influence of proxy advisors, in the current context of corporate governance.

Throughout this work, the entire corporate dynamic is explored when including a new player in the traditional voting process, established by the Securities Code.

At the same time, the advantages and risks associated with the influence of proxy advisors will be addressed, in an analysis that seeks to shed light on both the positive possibilities and the regulatory challenges associated to their actions, particularly regarding the definition and delimitation of their liability.

Keywords: proxy advisors; deliberations; voting; influence; regulation; voting right attribution; fan clubs

Índice

1. CONSIDERAÇÕES GERAIS.....	2
1.1 INTRODUÇÃO	2
1.2 A SOCIEDADES EMITENTES, AS AÇÕES COTADAS, O DIREITO DE VOTO E AS DELIBERAÇÕES SOCIAIS	3
2. CARACTERIZAÇÃO DA FIGURA	8
2.1 ORIGEM.....	8
2.2 A ATIVIDADE	10
3. IMPACTO NO GOVERNO DA SOCIEDADE	12
3.1 “O MUNDO IDEAL”	13
3.1.1 Experiência destes consultores, representação do acionista na impossibilidade da sua presença e outras vantagens associadas	13
3.2 “O MUNDO REAL”	14
3.2.1 Custos de agência	14
3.2.2 Falta de transparência	15
3.2.3 Falta de qualidade dos serviços	16
3.2.4 Conflito de interesses.....	17
3.2.5 Falta de concorrência.....	18
3.2.6 Discricionariedade dos acionistas.....	19
4. FIGURAS AFINS.....	20
4.1 TITULARIDADE INDIRETA DE AÇÕES E EXERCÍCIO DE DIREITOS DE VOTO NO ÂMBITO DO DIREITO PORTUGUÊS: O CASO PARTICULAR DOS ACORDOS PARASSOCIAIS	21
4.2 <i>PROXY AGENTS</i>	25
4.3 A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA.....	25
4.4 O CASO DOS <i>FAN CLUBS</i>	26
5. ENQUADRAMENTO LEGAL DA ATIVIDADE.....	27
5.1 NO DIREITO EUROPEU.....	27
5.2 DIREITO PORTUGUÊS	30
6. AS POTENCIAIS VIAS DE RESPONSABILIZAÇÃO DOS <i>PROXY ADVISORS</i> NO DIREITO PORTUGUÊS	32
6.1 RESPONSABILIDADE POR CONSELHOS, RECOMENDAÇÕES OU INFORMAÇÕES	33
6.2 NOVO PARADIGMA DE RESPONSABILIZAÇÃO	34
7. CONCLUSÃO	36

Lista de Siglas e Abreviaturas

APs – Acordos Parassociais

Cfr. – Confrontar

Cit- Citado (a), Citação

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

ECGS - Expert Corporate Governance Service

ERISA – Employee Retirement Income Security Act

ESMA – European Securities and Markets Authority

Ibidem – Mesma Obra

Idem – Mesmo Autor

Ob - Obra

P - Página

PA – *Proxy Advisors*

P - página

Pp - páginas

SEC - *Securities and Exchange Comission*

Ss – Seguintes

V. – Veja-se

1. Considerações gerais

1.1 Introdução

O impacto crescente dos consultores em matéria de votação poderá ser atribuído a vários fatores. Em primeira mão, podemos desde logo referir que estes *players* fornecem recomendações sobre a forma e o sentido que os investidores devem votar. Isto deriva do facto de, muitas vezes, estes investidores não terem tempo nem recursos para efetuar pesquisas extensivas sobre cada proposta, nem tão pouco deterem a experiência necessária que um consultor em matéria de voto, idealmente terá.¹

Aquele que era um panorama comum da relação entre o investidor e a sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, mudou. Surgem novos *players* no mercado de valores mobiliários que se pensa que poderão ter algum tipo de influência significativa na sociedade.

Mas será a sua atuação capaz de influenciar o resultado das votações de tal ordem que será necessária uma intervenção regulatória intensa para combater tal influência? Ou serão as consequências de tal ordem vantajosas que não haja necessidade de regulamentar com a mesma intensidade o simples aconselhamento destes consultores? Será que esta influência é um mito ou é realidade?

Este estudo visa essencialmente analisar o significado que as recomendações de voto têm para o próprio acionista, que procura este serviço de aconselhamento de livre e espontânea vontade. *Qual é o grau de vinculação que existe entre a recomendação do proxy advisor e o voto do investidor?*²

Adicionalmente, realizar-se-á uma comparação entre o mundo ideal, em que estes *players* cumpririam todas as suas incumbências, com o mundo real, isto é, o que se verifica efetivamente na realidade prática em que os investidores contratam este tipo de serviços.

Há ainda quem considere que os *proxys advisors* operam sem transparência suficiente, recusando-se a divulgar os seus dados e o processo que utilizam para emitir as

¹ CHOI, S., FISCH, J. E., & KAHAN, M. (2010). *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?* (Research Paper No. 10-24). New York University and University of Pennsylvania. Disponível em <http://ssrn.com>, p.2

² *Idem Ibidem*, p.2

recomendações, o que faz com que este processo se torne opaco.³ *Será esta afirmação verdadeira?*

A problemática em questão assenta na premissa de que os *proxy advisors* não se afiguram como partes do contrato de sociedade. Nesse contexto, destaca-se a ausência da partilha da finalidade comum que unifica todos os sócios, bem como a não integração na estrutura organizacional da sociedade. A verdade é que estes terceiros não assumem o encargo do risco associado ao capital próprio, inerente à qualidade de sócio.

Diante dessa perspetiva, suscitam olhares desconfiados relativamente às vinculações de voto que decorram da influência direta e externa à própria tessitura societária.⁴

1.2 A sociedades emitentes, as ações cotadas, o direito de voto e as deliberações sociais

Dirijamos agora os nossos olhares para as sociedades emitentes, as ações cotadas, o direito de voto e as deliberações sociais, que compõe parte do nosso estudo, a fim de compreendermos o contexto em que os consultores em matéria de voto surgem.

A sociedade é concebida como uma estrutura social composta por membros, onde os fundadores e aqueles que contribuem para o aumento do capital social adquirem o estatuto de sócios por meio do ato social em que se envolvem. A referida conceção descreve a sociedade como uma estrutura composta por indivíduos, onde aqueles que a fundam ou contribuem para o crescimento do seu capital social adquirem a condição de membros.⁵

A partir daquele momento, passam a integrar a sociedade, não apenas em termos individuais, mas também na qualidade de titulares do órgão primário, isto é, a assembleia geral de sócios, constituindo-se assim a coletividade dos sócios. O *status socii*, estatuto adquirido quando se passa a ser sócio de uma determinada sociedade, envolve um conjunto unitário de direitos e vinculações, de índole patrimonial e administrativa, de informação e de controlo.⁶

³ Cfr. *Financial Services Majority Staff* (Julho de 2023), *Subcommittee on Oversight & Investigations Hearing Entitled “Oversight of the Proxy Advisory Industry”*, disponível <https://democrats-financialservices.house.gov>, consult. 10/Março/2024

⁴ Cfr. REIS, Nuno Trigo dos – “As obrigações de votar segundo instruções de terceiro no Direito das sociedades”, *Revista de Direito das Sociedades*, Coimbra, 2011, n.º2, p. 405

⁵ MENDES, Evaristo, “Ações cotadas. Exercício do direito de voto pelo investidor final”, 30 de junho de 2023. www.evaristomendes.eu, consult.20/Março/2023

⁶ Cit. Idem Ibidem, www.evaristomendes.eu

O legislador apresentava, no artigo 13.º do CVM, uma definição de sociedade aberta como sendo aquela cujo capital está aberto ao investimento do público. Enquanto pessoas coletivas comerciais, as sociedades anónimas abertas encontravam o seu principal espaço regulatório no CSC, tanto na parte geral (Título I) quanto na parte específica correspondente (Título IV). Paralelamente, e ao contrário do que ocorria e ocorre noutros tipos de sociedade, as participações sociais em sociedades abertas correspondem a títulos, o que as coloca dentro do âmbito das situações jurídicas mobiliárias.⁷

De facto, o artigo 13.º do CVM foi revogado pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, operando alterações com o intuito de suprimir disposições ou requisitos, que a nível nacional, se demonstrassem desalinhados ou em desacordo com os princípios da legislação europeia ou do conceito de "*gold plating*". Nesse sentido, é de salientar a figura da sociedade aberta, que, era apontada como um "fator gerador de incerteza para os agentes económicos" em diversos aspetos. Em grande parte dos casos, esta figura é substituída pelo conceito de emitente de ações admitidas em mercado regulamentado, o que promove uma maior conformidade com as diretrizes europeias e contribui para uma maior harmonização e clareza no ambiente regulatório.^{8 9}

As sociedades emitentes de valores mobiliários, são compostas por ações, “[...] (*“shares”*, *“Aktien”*, *“actions”*, *“azioni”*) [...] valores mobiliários, emitidos por sociedades anónimas, representativos da participação social do acionista.”¹⁰ Estes valores mobiliários, ao longo do tempo, adquiriram uma relevância considerável no mercado, afirmação que vai de encontro ao disposto no art. 1º, nº 1, a) do CVM, tornando-se assim um produto financeiro, mais concretamente, um instrumento financeiro negociável no mercado de capitais.¹¹ É através destas ações que os acionistas se fazem representar na sociedade, sendo que a quantidade de ações determina a sua influência, quanto maior for a sua carteira de ações, maior será o seu poder decisório numa determinada sociedade.

A pedra angular da intervenção dos acionistas na dinâmica societária implica, inerentemente o exercício do direito de voto. Assim, e neste mesmo sentido, nos termos

⁷ Cfr. CORDEIRO, A. Barreto M. - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* – 2.ª Edição, Almedina, 2020, p.74

⁸ Para um estudo mais atento v. VIÇOSO, M., & PEREIRA Rosa, M. (2018) “Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspetiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers” in *Revisão do Código dos Valores Mobiliários - Um roteiro*, pp.8-12, disponível em www.mlqts.pt, cons.29 de Março

⁹ Cfr. *Idem Ibidem*, p. 3

¹⁰ Cit. ANTUNES, José E. - *Os Instrumentos Financeiros* - 4.ª Edição, Almedina, 2021, p. 57

¹¹ Cfr. ANTUNES, José E. - *Os Instrumentos Financeiros... - Ob. Cit.*, p. 57

do disposto artigo 21.º, n.º 1, al.c) do CSC, todos os sócios “[...] têm o direito de participar nas deliberações [...], ressalvadas as limitações previstas na lei”.

A participação dos acionistas nas assembleias é, a par do direito à informação, o meio mais idóneo de assegurar um acompanhamento próximo da gestão e fiscalização da sociedade. Simultaneamente, determina uma influência direta dos acionistas nos assuntos sociais em relação aos quais a lei ou o contrato da sociedade atribuiriam competência decisória ao coletivo dos sócios, quase que permite um equilíbrio, que se quebra com a existência de posições maioritárias, entre os diversos núcleos de interesses coexistentes no seio destas sociedades.¹²

Não é surpreendente, portanto, que a participação ativa dos acionistas na vida da sociedade, através do exercício do seu direito de voto, seja uma das intervenções mais relevantes no contexto do que é usualmente designado por governo das sociedades. O direito de voto, de acordo com os padrões estabelecidos, é exercido pelo acionista cuja posse das ações está registada em seu nome e por sua conta.¹³ Este direito é, como sabemos, o combustível para que as decisões no seio da sociedade sejam tomadas. Decisões como a eleição de administradores e sua destituição, a definição da remuneração variável, entre outras, são tomadas através dos votos dos acionistas.

A formação da vontade societária é então, e como nos temos vindo a aperceber, um dos pilares essenciais para a condução das sociedades. É através destas deliberações que a sua identidade e trajetória se definem. A deliberação social¹⁴ pode ser definida como “[...] qualquer declaração de vontade imputável a um órgão societário (de composição plural).”¹⁵ Conforme indica **PAULO OLAVO CUNHA**, "A sociedade comercial, como qualquer entidade coletiva, estrutura-se por meio de órgãos sociais, muitas vezes caracterizados por uma composição plural. Nesse contexto, as decisões pertinentes são moldadas pelo maior número de votos considerado suficiente, conforme determinado por critérios legais ou estatutários, a fim de aprovar uma proposta e consolidar uma deliberação."¹⁶

¹² Cfr. GIÃO, João Sousa. (agosto, 2005). “Notas sobre o Anunciado Fim do Bloqueio de Ações como Requisito do Exercício do Direito de Voto em Sociedades Cotadas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, vol. 21, 49-56, especialmente a p.50

¹³ Cfr. MENDES, Evaristo, “Ações cotadas. Exercício do direito de voto pelo investidor final”, 30 de junho de 2023, disponível em www.evaristomendes.eu, consult.12/Março/2024

¹⁴ Sobre as Deliberações Sociais em geral v. ANTUNES, José Engrácia *Direito das sociedades comerciais – perspectivas do seu ensino*, Coimbra, Edições Almedina, 2000

¹⁵ Cfr. CUNHA, CUNHA, Paulo Olavo - *Deliberações Sociais- Formação e Impugnação* – Reimpressão de 2020, Almedina, 2020, p.8

¹⁶ Cit. *Idem Ibidem*, p.7

As decisões são alcançadas através de deliberações em que todos os sócios podem participar e expressar a sua vontade, originando assim a decisão social coletiva sobre os aspetos essenciais da vida societária. É comum que os sócios se reúnam num órgão previsto e regulamentado estatutária e legalmente, ou que, de acordo com a legislação, seja constituído e funcione *ad hoc*: a assembleia geral.¹⁷

PAULO OLAVO CUNHA refere ainda que " [...] o Código dos Valores Mobiliários aborda, adicionalmente, normas relacionadas com deliberações sociais, especialmente no contexto de sociedades abertas e cotadas. Tal abordagem destaca as particularidades de regime aplicáveis a estes subtipos de sociedades anónimas, revelando-se, contudo, como uma anacronia, uma vez que deveria circunscrever-se à regulamentação específica de valores mobiliários."¹⁸

Os artigos 21.º-B e 21.º-C, bem como os artigos 22.º a 26.º (pertencentes à secção III sobre deliberações sociais) do Capítulo IV do Título I do CVM, que se aplicam às sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado assume, neste âmbito, elevada importância, na medida em que configuram um quadro regulatório complementar ao regime previsto no CSC no que respeita às formalidades atinentes às convocatórias e às deliberações sociais.¹⁹ Em termos gerais, estes dispositivos legais têm o propósito de expandir as oportunidades de voto e, simultaneamente, atenuar potenciais problemas operacionais que possam advir da configuração típica deste tipo societário.^{20 21}

Por seu turno, o regime de legitimidade para o exercício dos direitos de participação e voto em Assembleias Gerais de uma sociedade emittente de ações negociadas em mercado regulamentado, merece destaque, uma vez que foi desenvolvido

¹⁷ Cfr. *Idem Ibidem*, pp.7-8.

¹⁸ Cfr. *Idem Ibidem*, p.8.

¹⁹ Também neste sentido v. CÂMARA, Paulo - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, col. Manuais Universitários, Almedina, 4.ª edição, 2018, p.531: "Outra componente importante quanto aos efeitos do estatuto da sociedade aberta respeita à formação da vontade da mesma, através da adoção de deliberações sociais. Importa conhecer, neste âmbito as especialidades do regime deliberativo das sociedades abertas tratadas nos arts. 22º a 26º do Código dos Valores Mobiliários."

²⁰ Cfr. CÂMARA, Paulo - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, col. Manuais Universitários, Almedina, 4.ª edição, 2018, p.531

²¹ Para um estudo atento v. LABAREDA, João. (março, 2011) – "Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas" in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Ano 3, Vol. 5, pp.98-127 e RODRIGUES, André A. - *Código dos valores mobiliários anotado e comentado*, AAFDL Editora, 2.ª edição, 2022, pp.116-128

com o intuito de evitar perturbações decorrentes da anterior exigência de bloqueio prévio das ações para o exercício dos direitos de participação e voto.²²

Na verdade, o CVM adota atualmente o sistema de *record date*²³ (sistema de data e registo), conforme estabelecido pela Diretiva 2007/36/CE²⁴ - *a diretiva dos direitos dos acionistas*. Isto significa que “A determinação do universo de acionistas a quem é concebido o direito de participar na reunião da assembleia- e, aí naturalmente, exercer o direito de voto, a não ser que ocorra um impedimento legal- é feita com referência à titularidade de ações [...]”²⁵, às 0 horas do 5º dia de negociação anterior à realização da Assembleia Geral, conforme estipula o art. 23.º-C do CVM.

A adoção do *record date*, traduziu-se no afastamento do sistema de bloqueio da transmissão de ações, no que diz respeito às sociedades emitentes de valores mobiliários, uma vez que as ações podem ser transmitidas após a data de registo, sem que isso interfira no direito do acionista votar naquela determinada AG, interpretação que resulta da atual redação do art. 23.º - C, n.º 2 do CVM.

Também à luz da Lei n.º 99/2021, de 31 de dezembro, assiste-se a uma simplificação do regime, eliminando-se a exigência de envio de declarações pelo acionista que pretende participar na AG, ao presidente da mesa da assembleia geral e ao intermediário financeiro²⁶, passando a prever-se uma única declaração de participação a enviar ao intermediário financeiro. Adicionalmente, esta lei vem clarificar que a alienação de ações entre a data de registo relevante, ou seja, a *record date* e a data da AG, não prejudica o exercício do direito de voto, não obstante essa alienação ter de ser comunicada ao presidente da mesa.²⁷

Numa perspetiva jurídica, de um lado, encontramos os acionistas cuja posição foi devidamente certificada através da declaração do intermediário financeiro, os quais estão, conforme estipulado pela lei, autorizados a estar presentes e a participar na assembleia

²² CÂMARA, Paulo - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, col. Manuais Universitários, Almedina, 4.ª edição, 2018, p.531

²³ Sobre o Sistema de *Record Date* v. SILVA, Paula Costa (2008) - “O conceito de acionista e o sistema de *record date*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 447-460

²⁴Sobre este tema v. CORDEIRO, António Menezes - "A Directriz 2007/36, de 11 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): Comentários à Proposta de Transposição" in *Revista da Ordem dos Advogados* (2010), pp. 504-554

²⁵ Cit. LABAREDA, João. (março, 2011) – “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas” in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Ano 3, Vol. 5, pp.98-127, especialmente a p.111

²⁶ Redação dada pelo seguinte diploma: [Lei n.º 35/2018, de 20 de Julho](#).

²⁷ Cfr. RODRIGUES, André Alfar - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa, AAFDL Editora, 2024, pp.116-128.

geral, exercendo assim plenamente os direitos decorrentes do seu estatuto. Por outro lado, podemos identificar a sociedade, representada pela assembleia geral e, mais especificamente, pelo seu presidente, que detém a responsabilidade última de verificar os requisitos para a realização e participação na assembleia, devendo admitir a participação do acionista legitimado.²⁸

Chegados aqui, e descrito que está o procedimento através do qual é possível votar nas sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, bem como as suas vicissitudes, importa agora olharmos para a figura e percebermos a sua origem e caracterização.

2. Caracterização da figura

2.1 Origem

O advento da atividade desempenhada pelos *PA* teve origem inicial com a publicação do *Employee Retirement Income Security Act*2 ("ERISA")²⁹ em 1974.^{30 31} Por meio desta divulgação, as entidades encarregadas da administração de fundos de pensões privados passariam a estar sujeitas à obrigação de participar nas reuniões anuais e extraordinárias. Tal medida reflete uma crescente inquietação acerca da necessidade de participação ativa na vida das sociedades, sobretudo no que respeita ao exercício regular e fundamentado do direito de voto dos acionistas.³²

Com efeito, a consciencialização sobre os impactos adversos decorrentes da falta de controlo atempado das irregularidades na gestão societária intensificou-se de tal modo que se evidenciou a urgência de uma supervisão das práticas societárias. Desencadeou-se, deste modo, um movimento de ativismo acionista, cuja expressão mais notória foi a proliferação de *hedge funds*. A necessidade de intervenções eficazes promoveu uma abordagem mais disciplinada e racional neste domínio.³³

²⁸ Cfr. LABAREDA, João. (março, 2011) – “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Ano 3, Vol. 5, pp.98-127, especialmente p.117

²⁹ Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-896/pdf/COMPS-896.pdf>, consult. a 3/Abril/2024

³⁰ Cfr. CABRAL, Filipa Costa - “*Proxy Advisors e Governo Societário*” in *Governance Lab*, Working Paper No. 2/2018, julho de 2018, disponível em: <https://governancelab.org>, p. 2.

³¹ Sobre este tema ver FERREIRA, Juliano, “*Proxy Advisors: Os consultores em matéria de votação*”, Outubro de 2014, disponível em <https://www.academia.edu.pt>, p.4

³² Cfr. FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, Ob. Cit., p. 4

³³ Cfr. FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, Ob. Cit., p. 5

Anos mais tarde, o Departamento do Trabalho dos Estados Unidos dirigiu uma carta à empresa *Avon Products Inc.*, conhecida como "*Avon letter*", lembrando à empresa os seus deveres fiduciários em relação ao fundo de pensão dos seus funcionários, obrigando à monitorização e documentação do *proxy voting*, o que representou um marco significativo entre os investidores institucionais em relação ao exercício do direito de voto.³⁴

O serviço prestado pelos *PA* deve a sua origem à promulgação de normas destinadas à salvaguarda dos investidores em organismos de investimento coletivo, as quais restringiam a discricionariedade da atuação das entidades gestoras, impondo-lhes, no escopo de deveres fiduciários, a obrigação de atuar efetivamente em prol dos interesses dos participantes. O que culmina no aumento da transparência, por meio da divulgação antecipada da política de gestão e das diretrizes referentes ao exercício dos direitos de voto.³⁵

É facto que, num mercado de capitais dinâmico e plenamente desenvolvido, onde operam investidores institucionais detentores de instrumentos de natureza transnacional, nasce com particular acuidade a necessidade de instaurar mecanismos propícios à atuação dos titulares de ações (ou daqueles que as administram em seu nome ou por sua conta), que têm o dever de exercer de maneira apropriada os seus direitos, sobretudo o direito de voto. Esta é reconhecida como a forma intrínseca de participação ativa na dinâmica da sociedade, e como um instrumento indispensável à salvaguarda dos investimentos.³⁶

Neste contexto, surgiu uma oportunidade no mercado para a implementação de soluções profissionais voltadas para a assessoria (ou consultoria) no exercício do direito de voto dos acionistas, passando a ser possível dar resposta a essa nova exigência.^{37 38}

Em tempos, os investidores individuais eram os principais detentores de ações em empresas de capital aberto. Alguns participavam na assembleia anual de acionistas, enquanto outros delegavam à administração a sua representação e alguns, por sua vez, abstinham-se de qualquer envolvimento neste processo. Durante a década de 90, ocorre

³⁴ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 48, Julio-Diciembre, disponível em www.corporance.es, consult. A 17/Fev/2024, p.6

³⁵ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). "Proxy advisors: ...", *Ob. Cit.*, p.5

³⁶ FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.*, p.4

³⁷ Cfr. *Idem Ibidem*, p.6

³⁸ Neste sentido ver também FERREIRA, J. (2015). "Proxy Advisors ...", *Ob. Cit.*: "A busca pelo uso eficiente do direito de voto e a sua funcionalização à obtenção dos resultados desejados por aqueles acionistas, conduziu à procura de aconselhamento profissional quanto ao governo das sociedades, função que viria a ser assegurada pelos *proxy advisors*.", p.6

uma transformação significativa, em que os fundos de investimento e diversas categorias de fundos surgem, tornando-se preponderante o papel dos acionistas coletivos nas empresas, fenômeno este, que refletiu uma alteração substancial no panorama acionista, evidenciando a crescente influência e participação destas entidades no cenário corporativo.³⁹ Contudo, a crescente percepção do impacto adverso resultante da falta do reconhecimento atempado de irregularidades, evidenciada pelos casos paradigmáticos de falência, como os da *Enron* e da *WorldCom*, provocou uma sensação de urgência no escrutínio das práticas corporativas. Como é amplamente reconhecido, a salvaguarda do investimento por parte de um acionista reside na aplicação diligente do seu direito de voto, procurando assim garantir uma defesa eficaz e a maximização do retorno do seu investimento.⁴⁰

Adicionalmente, esta exigência tem também a sua origem na adoção do art. 206(4) do *Investment Advisers Act*, pela *Securities and Exchange Commission (SEC)* em 1940, que estipulava que os direitos de voto devem ser exercidos no melhor interesse dos clientes. No mesmo sentido, o art. 30b-1 do *Investment Company Act*, do mesmo ano, determinava que os fundos de investimento deveriam divulgar anualmente o histórico, as políticas e os procedimentos utilizados para determinar a orientação, na qual são exercidos os direitos de voto associados às ações que compõem o seu património. Estas normas refletiam a necessidade de uma gestão diligente e transparente dos votos, assegurando a salvaguarda dos interesses dos clientes.⁴¹

2.2 A atividade

O artigo 26.º-H do CVM especificamente na alínea c), define consultores em matéria de votação como “ [...] as pessoas coletivas que prestem 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 da União Europeia, que analisem, a título profissional e comercial, as informações que as sociedades são obrigadas a divulgar e, se relevante, outras

³⁹ Cfr. ALLAIRE, Yvan. (2013, January). *The troubling case of Proxy Advisors: Some policy recommendations* (Policy Paper No. 7). Institute for Governance of Private and Public Organizations., p. 8, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>, consult. 10/Fevereiro/2024

⁴⁰ Cfr. FERREIRA, J. (2015). Proxy Advisors ..., *Ob. Cit.*, pp. 5-6

⁴¹ Cfr. FERREIRA, J. (2015). Proxy Advisors ..., *Ob. Cit.*, p. 5

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.”⁴²

Para a ESMA, os *PA* podem definir-se como “[...] qualquer pessoa ou entidade que ofereça um serviço no qual são fornecidos pesquisa, informações, conselhos ou orientações sobre como votar ações”. No entanto, este organismo alerta para o facto de não existir ainda uma definição real do que é um consultor em matéria de voto, apesar de algumas tentativas de caracterizar a sua atividade.⁴³

Nas palavras de **FILIPA DA COSTA CABRAL**, “A atividade dos *proxy advisors* consiste, essencialmente, na prestação de serviços de consultoria sobretudo a investidores institucionais e outros intermediários financeiros, em troca de um contravalor. O culminar da sua atividade traduz-se na emissão de recomendações quanto ao sentido de voto que os seus clientes deverão adotar, recomendações essas que são emitidas com base na recolha e análise de informação sobre assembleias gerais, mais concretamente, os respetivos pontos inseridos na ordem do dia.”⁴⁴

De acordo com outros autores⁴⁵, no que tange aos acionistas, a função desempenhada pelos *PA* revela-se, em larga medida, como sendo de natureza substitutiva.⁴⁶ Essa característica decorre, especialmente, do facto de, ao concentrarem a sua atuação no aconselhamento acerca do exercício do direito de voto em assembleia geral, os *PA* efetivarem tal propósito mediante a meticulosa recolha e análise de informações respeitantes à realização de assembleias gerais e aos respetivos pontos em discussão. Tais atribuições, em teoria, poderiam (ou deveriam) ser assumidas pelos próprios acionistas, desde que estes dispusessem dos meios, tempo, recursos, conhecimentos e disposição necessários.⁴⁷

Esta abordagem permite ultrapassar as barreiras que os próprios acionistas poderiam enfrentar, tais como a escassez de recursos, tempo limitado e a complexidade da informação disponível. Nesse contexto, a função substitutiva dos *PA* emerge como um

⁴² Artigo aditado pela Lei n.º 99-A/2021 de 31 de dezembro.

⁴³ ESMA. (2012, junho). Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. Disponível em www.esma.europa.eu, p.8

⁴⁴ Cfr. CABRAL, Filipa Costa - “Proxy Advisors e Governo Societário” in Governance Lab, Working Paper No. 2/2018, julho de 2018, disponível em: <https://governancelab.org>, p.7

⁴⁵ Cfr. FERREIRA, J. (2015), *Ob. Cit.*, e também Tâmara C. Balinfanti, “*The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*”. Consultado em 17 de fevereiro de 2024, disponível em <http://papers.ssrn.com>

⁴⁶ Também neste sentido RODRIGUES, André Alfár (2024) - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa: AAFDL, p.88

⁴⁷ Cfr. FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.*, p. 7

meio eficaz de potenciar a participação informada dos acionistas no processo de governança corporativa, promovendo, assim, a eficiência e transparência no âmbito das decisões tomadas em assembleias gerais.

O aumento na procura por serviços de consultoria de voto está intrinsecamente relacionado com o crescimento dos ativos detidos pelos investidores institucionais, bem como com as alterações regulatórias que os afetam. Investidores institucionais recorrem a *PA* primordialmente devido à pressão dos *stakeholders* para que os seus fundos sejam investidos de forma rentável. Adicionalmente, a busca de uma segunda opinião tem como objetivo antecipar e salvaguardar o comportamento de voto.⁴⁸

Por fim, podemos dizer que o principal serviço⁴⁹ oferecido pelos *PA* se relaciona com a emissão de recomendações de voto aos investidores institucionais sobre os vários pontos da ordem do dia, definidos para uma determinada AG. No entanto, é possível identificar um escopo de serviços adicionais, nomeadamente a disponibilização de uma plataforma de votação, que inclui um conjunto de ferramentas que controlam a atribuição ao investidor de todos os direitos de voto que lhe dizem respeito, da correta emissão das suas instruções de voto, a conformidade das suas instruções com as políticas de voto, entre outras. Oferecem ainda, como serviço adicional, relatórios de pesquisa sobre questões relacionadas com o governo corporativo que permitem aos emitentes e investidores adquirir um maior conhecimento sobre determinados temas a serem tratados nas AG's.⁵⁰

3. Impacto no governo da sociedade

Há quem diga que é relevante observar que, até ao momento, não se dispõe de evidências empíricas que sustentem uma correlação negativa e direta entre o comportamento dos investidores e dos *PA*. No entanto, a obtenção de informações adicionais sobre esta temática torna-se imperativa para uma compreensão mais aprofundada do potencial impacto da consultoria em matéria de voto.⁵¹ Abordaremos

⁴⁸Cfr. VOLONTÉ, Christophe & ZABY, Simon, *Proxy Advisors: A Critical Analysis*, disponível em <https://pdfs.semanticscholar.org/>, p.2 cons. dia 7/Janeiro/2024

⁴⁹ Para mais detalhe sobre os serviços oferecidos v. ESMA. (2012, junho). Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. Disponível em www.esma.europa.eu, p.8

⁵⁰ Cfr. PWC España. “*Proxy Advisors: ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas*”, maio de 2013, disponível em <https://www.pwc.es/>, consult. a 12/janeiro/2024, p. 12

⁵¹ Cfr. ESMA. (2012, junho). Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. Disponível em www.esma.europa.eu, p.5

adiante a perspectiva de alguns autores no que concerne às vantagens concretas da atuação destes *players*.

Por outro lado, será importante realçar os casos em que a influência dos *PA* se manifesta de forma, muitas vezes, subtil. Isto sucede, sobretudo nas situações em que, sendo concedida total liberdade aos acionistas (ou investidores) para determinarem a sua posição de voto, caso o acionista não seja detentor de um conhecimento aprofundado sobre as matérias a serem discutidas em assembleia geral, ao receber uma recomendação do *PA*, que contratou, é provável que siga a orientação fornecida, adotando uma abordagem "cega" na sua tomada de decisão.^{52 53} A subtileza da influência reside no facto de o acionista, no caso em concreto, não raras vezes, decidir em sentido contrário à recomendação concedida.

Vejam as consequências positivas e negativas da atuação destes *players*.⁵⁴

3.1 “O Mundo Ideal”

3.1.1 Experiência destes consultores, representação do acionista na impossibilidade da sua presença e outras vantagens associadas

É certo que, se existem investidores que recorrem a este tipo de serviço, é porque procuram de algum modo suprimir a sua falta de conhecimento para melhor decidirem nas assembleias gerais de sócios. Nesse sentido, recorrendo a sujeitos com especialização nas matérias que serão objeto de decisão irão, em teoria, decidir no melhor dos seus interesses.

Os consultores em matéria de votação estão sujeitos à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários no exercício da sua atividade (artigo 359.º, n.º 1, alínea q), do CVM). Adicionalmente, “[...] prestam, de forma profissional, serviços de

⁵²CHOI, Stephen, FISCH E., Jill & KAHAN, Marcel in “*The power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*”, Institute for Law and Economics, “The ability of proxy advisors to influence investor voting becomes particularly significant as the importance of shareholder voting increases. With respect to director elections, most U.S. companies have shifted in recent years from plurality to majority voting”, disponível em www.ssrn.com, p.5

⁵³ Também sobre este tema v. ALLAIRE, Yvan in “*The Troubling Case of Proxy Advisors: Some policy recommendations*”, janeiro de 2013, consult. a 12/janeiro/2024, pp. 10-14

⁵⁴ Também sobre este tema v. House Hearing, 113th Congress. (2013, junho). *Examining the market power and impact of Proxy Advisor firms*. U.S. Government Publishing Office, disponível em www.govinfo.gov, consult. A 7/Março/24

consultoria aos titulares de ações em sociedades cotadas, para os auxiliar a decidir sobre o sentido em que estes devem exercer o seu direito de voto”.⁵⁵

Assim, a expectativa em relação aos *PA* é a de que ofereçam o aconselhamento mais eficaz aos seus clientes, possibilitando-lhes a tomada de decisão mais acertada possível.

Ademais, acreditamos que por vezes os investidores possuem uma vasta carteira de ações, o que os impossibilita a sua gestão diligente e a obtenção de informação acerca dos assuntos da ordem do dia das sociedades onde são titulares de participações sociais. Neste sentido, e de modo a dar corpo à gestão eficaz dos seus investimentos, um serviço de aconselhamento facilitar-lhes-á o exercício do direito de voto. ⁵⁶ Para além disso, poderemos referir que estes consultores acompanham todo o processo deliberativo, tornando-o mais simples, do que seria sem a sua atuação. Se pensarmos na eventualidade de não termos este tipo de intermediários (i.e *PA*), todo o processo de votação, desde a convocatória até à emissão do voto, passaria pelas mãos do investidor ou do acionista, que se veria assoberbado no caso de ser possuidor de uma quantidade substancial de ações.⁵⁷

Posto isto, é incontestável denotarmos as vantagens que se evidenciam pela atuação dos *proxy advisors*.⁵⁸

3.2 “O Mundo Real”

3.2.1 Custos de agência⁵⁹

De acordo com **JOSÉ CORTES**: “Aos “custos de agência” associa-se um risco particular: o que decorre do facto de frequentemente, os investidores atribuírem aos *proxy advisors* um poder (essencialmente fáctico, sem um claro molde jurídico) de uma

⁵⁵ Disponível em <https://diariodarepublica.pt>.

⁵⁶ Neste sentido v. MIRANDA, Catarina. (Março, 2022) - *O Impacto dos Proxy Advisors no Governo Societário*, Tese de mestrado em Direito e Gestão. Lisboa, Faculdade de Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business and Economics, p.18

⁵⁷ Note-se que para outros autores, importaria salientar ainda outras vantagens, nomeadamente, Juliano Ferreira e Catarina Miranda, que referem vantagens como a economia de tempo, fator experiência e supressão de exigências em matéria regulatória, entre outros (Ferreira, 2015 e Miranda, 2022).

⁵⁸ Cfr. CORTES, José Maria (2023). “Destapar o consultor: os *proxy advisors* e a solução portuguesa” in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, p.727

⁵⁹ Para um estudo mais atento v. GOMES, José Ferreira - *Da Administração à Fiscalização das Sociedades – A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima* - Almedina, 2015, p. 33

dimensão exorbitante, ao poderem decidir unilateralmente o sentido de várias deliberações societárias.”⁶⁰

Na verdade, indiscutível será que, em situações em que o poder de decisão se vê transferido, ainda que de facto, da esfera do acionista para o *PA*, este passa a ter nas suas mãos a capacidade de dominar a deliberação. Ora, “Este risco constitui uma preocupação especial dos legisladores norte-americano e europeu, manifestando o receio de se gerar uma substituição dos titulares no momento da formação da vontade do acionista, que se expressa no exercício de voto”.⁶¹

Consideremos um cenário hipotético desprovido de problemas de agência na gestão desses investimentos. Imaginemos que cada posição seria detida por um titular, detendo e gerindo a totalidade do seu investimento. Nesse contexto, as decisões seriam orientadas para maximizar o valor da sua riqueza. Este exemplo ilustra um ambiente em que não há conflitos de agência (uma vez que não há intervenção de qualquer terceiro) e, portanto, as decisões são tomadas com base na otimização do valor para o respetivo titular.⁶²

É crucial salientar, em primeiro lugar, que a própria natureza da atividade dos *PA* implica, intrinsecamente, uma divergência de interesses, uma vez que esses consultores não assumem, em primeira linha, qualquer risco relacionado com as decisões que emitem. Isto sucede porque os eventuais prejuízos da sua atuação não se repercutem diretamente na sua esfera jurídica, mas antes sobre os investidores.⁶³

3.2.2 Falta de transparência

A opacidade dos procedimentos e métodos adotados no decorrer da atividade de consultoria em matéria de voto revela-se como sendo um risco apto a levantar preocupações no mercado.⁶⁴

De acordo com o *Government Accountability Office*, para aumentar a transparência deste processo, alguns intervenientes sugeriram a possibilidade de

⁶⁰ Cit. CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.*, p.730

⁶¹ Cit. CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.*, p.730

⁶² Exemplo retirado de BEBCHUK, L. A., COHEN, A., & HIRST, S. “*The Agency Problems of Institutional Investors*” (Discussion Paper No. 930). John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017, disponível em www.ssrn.com, pp. 89-102, especialmente pp.97-96

⁶³ Cfr, CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.*, p.728

⁶⁴ Cfr. CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.*, p. 731

disponibilizar os relatórios ao público após a realização da assembleia anual. Porém, alguns participantes do mercado e outras partes interessadas destacaram vantagens e desvantagens associadas à divulgação pública dos relatórios. Se por um lado, tal divulgação possibilitaria um escrutínio mais aprofundado, permitindo uma avaliação mais criteriosa da validade das recomendações das empresas de consultoria de voto, por outro lado, algumas partes interessadas expressaram preocupações, argumentando que a divulgação pública poderia afetar adversamente a rentabilidade das empresas de consultoria de voto.⁶⁵

Importa sublinhar ainda, que as próprias empresas de consultoria de voto não apoiam a ideia de disponibilizar publicamente os seus relatórios após a assembleia geral de acionistas. Esta posição é justificada com base na argumentação de que tal prática comprometeria o modelo de negócios dessas empresas, uma vez que os seus relatórios são utilizados pelos clientes ao longo do ano para diversos fins, não se limitando apenas a constituir a base para a votação.⁶⁶

3.2.3 Falta de qualidade dos serviços

Uma das críticas frequentemente apontadas pelas sociedades emitentes refere-se à padronização dos relatórios de voto elaborados pelos *PA*, resultante da necessidade de preparar milhares de recomendações de voto num período muito específico do ano (a época das assembleias gerais) e em diferentes países, para o qual a maioria dos *PA* tem uma equipa muito limitada.⁶⁷

Por outro lado, acusa-se os consultores em matéria de votação de falta de rigor nas suas recomendações, por não considerarem as circunstâncias da sociedade emitente em concreto, nem a regulamentação sobre governo corporativo aplicável no seu país de residência, o que leva os *PA* à elaboração de relatórios padronizados, de "*talla única*" ou de "*marcar la casilla*"⁶⁸. Além disso, afirma-se que esta padronização também não tem

⁶⁵ Government Accountability Office (2016, November), *Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate*, p.31

⁶⁶ FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.*, p. 11

⁶⁷ De acordo com o website da ISS atualmente a empresa possui 610 colaboradores e presta serviços a cerca de 1100 clientes, www.iss.com, dados que se reportam a janeiro de 2023, consult. a 2/Março/2024,

⁶⁸ No sentido de, com o intuito de tornar o processo de consultoria fechado e padronizado, há uma tendência para simplificar a abordagem, assemelhando-se a seguir etapas predefinidas, sem considerar os interesses específicos do acionista em questão.

em conta os interesses ou orientações do próprio investidor institucional que contratou o *PA*, tornando o relatório de voto menos útil para o investidor.⁶⁹

Adicionalmente, convém referir que, como sabemos, para garantir que os serviços prestados por parte qualquer empresa aos seus clientes detenham a maior qualidade possível, as empresas deverão ser sujeitas a auditorias internas. Porém e de acordo com a informação disponibilizada por **STEVEN FRIEDMAN**, as pesquisas efetuadas pelos *PA* não são objeto de auditoria, e neste sentido não será possível garantir a sua qualidade enquanto prestadores de serviços de aconselhamento em matéria de voto. As principais referências no setor, a *ISS* e a *Glass Lewis*, aquando questionadas se os seus resultados são auditados, ambas respondem que as suas pesquisas e resultados não são objeto de qualquer auditoria.⁷⁰

3.2.4 Conflito de interesses

Os conflitos de interesses presentes na atuação dos consultores em matéria de voto derivam principalmente de dois fatores: a prestação de uma multiplicidade de serviços diferentes da emissão de recomendações de voto^{71 72} e a proximidade dessas entidades a grupos empresariais que podem ter vínculos com as empresas sobre as quais emitem as recomendações.⁷³

As empresas são orientadas por chamadas "melhores práticas" e muitas vezes recebem aconselhamento de *PA*, que não só atribuem classificações às empresas, mas também aconselham os investidores ao mesmo tempo. As ligações empresariais ou amizades de longa data entre consultores de voto e membros dos conselhos de administração

⁶⁹ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). "Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 48, Julio-Diciembre, disponível em www.corporance.es, consult. A 17/Fev/2024, pp. 8-9

⁷⁰ Cfr. Subcomitê de Supervisão e Investigações. (13 de julho de 2023). *Oversight of the Proxy Advisory Industry* [Marcação de tempo:1:37:46. Testemunho de Steven Friedman, General Counsel ISS e Eric Shostal, Glass Lewis]

⁷¹ "Algunos *PA*, además de ofrecer asesoramiento de voto a los inversores institucionales (accionistas), asesoran a las compañías cotizadas sobre Gobierno Corporativo. Para ello, las que lo realizan, indican contar con "cortafuegos" rigurosos para gestionar los potenciales conflictos de interés derivados de la prestación de ambos servicios." cfr. PWC España. "Proxy Advisors: ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas", maio de 2013, disponível em <https://www.pwc.es/>, consult. a 12/janeiro/2024, p. 12

⁷² Também neste sentido FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, Ob. Cit., p.13

⁷³ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). *Proxy advisors ...*, Ob. Cit., p.7

constituem potenciais perigos, colocando em causa a independência dos consultores de voto.⁷⁴

A este propósito, note-se que *ISS* foi adquirida pela *MSCI Inc.* em 2006, uma empresa fornecedora de ferramentas para decisões de investimento, o que pode naturalmente condicionar a atuação dos *PA*. Apesar disso, a *ISS* disponibiliza informações na sua página *web* sobre os mecanismos para gerir potenciais conflitos de interesse.⁷⁵

No caso da *Glass Lewis*, um possível conflito de interesses deriva do facto do seu principal acionista, o *Ontario Teacher's Pension Plan*, ser um relevante investidor institucional sediado no Canadá.⁷⁶

As empresas de *PA* que se envolvem em tais conflitos de interesse, invocam, a transparência para se protegerem da suspeição gerada. Neste sentido, referem que informam continuamente os seus clientes sobre a existência desses potenciais conflitos de interesse e asseguram uma gestão apropriada por meio da implementação de "muralhas chinesas" entre as diversas áreas da organização, visando evitar a circulação inadequada de informações entre estas, anulando eventuais antagonismos.⁷⁷

Não podemos deixar de mencionar que a influência dos *PA*, ou o impacto das suas ações na sociedade, está inteiramente dependente do número de ações detidas por um determinado acionista ou investidor nessa sociedade em específico. Por conseguinte, se o investidor/acionista detiver uma pequena quantidade de ações, o impacto será menor. A menos que o *PA*, ou a empresa que integra, aconselhe mais do que um sócio, caso em que já podemos considerar que existe um impacto significativo.

3.2.5 Falta de concorrência

Este pode ser considerado um mercado bastante concentrado, isto porque são poucos aqueles que se conseguem afirmar como prestadores de tais serviços.⁷⁸

A doutrina afirma que o mercado de consultores em matéria de votação constitui um claro exemplo de oligopólio, controlado pelas duas empresas mais importantes do

⁷⁴ Cfr, PWC España. “*Proxy Advisors: ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas*”, maio de 2013, disponível em <https://www.pwc.es/>, consult. a 12/janeiro/2024, p.12

⁷⁵ Cfr. PWC España. “*Proxy Advisors: ..*”, *Ob. Cit.* p.12

⁷⁶ Cfr. PWC España. “*Proxy Advisors:..*”, *Ob. Cit.* p. 12

⁷⁷ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). “*Proxy advisors:...*”, *Ob. Cit.*, p.7

⁷⁸ FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.*, p.14

setor: *Institutional Shareholders Services* (ISS) e *Glass Lewis*, que constituem cerca 97% do mercado norte-americano de consultoria de voto.⁷⁹

Este cenário replica-se em vários países, uma vez que os *PA* locais ou nacionais têm uma participação limitada, em comparação com as duas principais empresas norte-americanas anteriormente mencionadas, que detêm uma presença global muito significativa. Merecem especial destaque a *IVOX* na Alemanha (que foi adquirida pela *Glass Lewis* em junho de 2015), a *Shareholders Support* na Holanda, *Proxinvest* na França, *Manifest* e *PIRC* no Reino Unido, *Ethos* na Suíça, *Groupe Investissement Responsable Inc.* no Canadá ou *The Sustainable Investment Research Institute* na Austrália. Algumas destas empresas formaram uma aliança denominada *Expert Corporate Governance Service* (ECGS) em resposta à expansão internacional dos dois grandes *players* neste mercado. Através desta aliança, as entidades envolvidas coordenam a análise e a formulação de recomendações em diferentes países, seguindo uma política de voto uniforme.⁸⁰

Perante esta situação no setor de consultoria de voto, tanto a doutrina como os diferentes intervenientes nos mercados (investidores, emitentes, organismos de supervisão, etc.) têm vindo a solicitar a abertura do mercado a novos concorrentes para que desapareça o oligopólio de facto atualmente existente.⁸¹

3.2.6 Discricionariedade dos acionistas

Cumpre-nos a este propósito fazer alusão à discricionariedade dos acionistas, que, por conseguinte, optam por não se conformar com a recomendação proferida pelo *PA*, o que evidenciará uma abordagem individualizada das suas prerrogativas no contexto societário.

Vejamos, por exemplo, a situação em que consultamos um médico e ele nos aconselha a perder peso com base nas análises ao sangue. Mesmo conscientes de que não praticamos exercício físico regularmente e não mantemos hábitos alimentares saudáveis, podemos optar por não seguir as recomendações médicas.⁸²

⁷⁹ HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). *Proxy advisors ...*, *Ob. Cit.*, p.8

⁸⁰ Cfr. *Idem Ibidem*, p.9

⁸¹ Opinião secundada por *ob. ant. cit.* Juliano Ferreira, Catarina Miranda, Filipa Cabral.

⁸² Cfr. Subcomité de Supervisão e Investigações. (13 de julho de 2023). *Oversight of the Proxy Advisory Industry* [Marcação de tempo: 1:41:35. Testemunho do Professor Shiva Rajgopal].

Perante o entendimento de que as práticas internas e a metodologia dos *PA* possam carecer de transparência, há a possibilidade de escolhermos não acatar as recomendações destes consultores. Essa decisão pode resultar da ponderação sobre diversos fatores, incluindo a nossa percepção da adequação das recomendações à realidade específica da empresa em questão, a confiança depositada nas práticas e critérios do *PA*, e até mesmo a consideração de outras fontes de informação ou perspectivas relevantes para a decisão de voto. Assim, mesmo reconhecendo a utilidade destes consultores, a autonomia do investidor ou da entidade emitente permite tomar decisões que se afastem das recomendações oferecidas, tendo em conta uma análise crítica e personalizada das circunstâncias em questão. **SHIVA RAJGOPAL** refere ainda que poderá haver uma correlação, mas não necessariamente uma causa direta, entre a recomendação de voto e a deliberação adotada pelo acionista.⁸³

Com isto queremos reforçar que, embora seja presumível que o sócio que recorra a serviços desta natureza careça, à partida, de conhecimentos técnicos para formalizar uma decisão de voto, existe a possibilidade de o mesmo se vir a aperceber da falta de transparência da atuação destes *players*, o que poderá levá-lo a recusar o serviço previamente contratado. Alternativamente, o sócio pode, de forma súbita, encontrar informações adicionais e optar por seguir uma recomendação distinta daquela fornecida pelo *PA*.

Nestas circunstâncias e eventualmente em outras, a utilidade dos consultores em matéria de voto poderá estar comprometida.

4. Figuras afins

Chegados a este ponto, mostra-se evidente que a entidade objeto do nosso estudo compartilha algumas semelhanças com figuras amplamente analisadas e conhecidas. Nestes termos, parece fazer sentido proceder à comparação entre os *PA* e outras figuras com as quais estes apresentam similitudes.

⁸³ Cfr. *Idem*, disponível em www.youtube.com

4.1 Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto no âmbito do direito português: O caso particular dos acordos parassociais

Em Portugal, a titularidade de valores mobiliários pode manifestar-se através de duas formas distintas, que têm sido contrastantes e coexistentes: o modelo de titularidade direta de valores mobiliários e o modelo de titularidade indireta de valores mobiliários.⁸⁴

É reconhecido o acolhimento no direito mobiliário português de um modelo de titularidade direta de valores mobiliários: um modelo de circulação mobiliária que, sem prejuízo da sobreposição de contas de natureza diversa, assenta num registo de titularidade de nível único – na chamada conta de registo individualizado –, e assim prescinde da interferência de mediadores na cadeia de titularidade.⁸⁵

Nas palavras de **ENGRÁCIA ANTUNES**, no paradigma de titularidade direta, o detentor dos valores mobiliários exerce pessoalmente os respetivos direitos perante a entidade emitente e terceiros. Ao possuir uma conta de titularidade (ou registo individualizado), que especifica qualitativa e quantitativamente a sua posse de valores mobiliários, o investidor estabelece uma relação jurídica direta com a entidade emitente. Esta configuração permite ao investidor invocar e exercer diretamente perante a entidade emitente, ou perante qualquer terceiro, os direitos associados a esses valores.⁸⁶

Já no que diz respeito à titularidade indireta e no entender de **ANDRÉ FIGUEIREDO**, em termos fundamentais, não existem dúvidas quanto à atribuição, num cenário de titularidade indireta de ações do direito de voto ao investidor final. Este último é, de facto, o interveniente que detém a responsabilidade pela tomada de decisões e que suporta de forma integral o risco económico associado. Neste contexto, é crucial compreender que, embora a titularidade indireta de ações possa envolver uma cadeia complexa de intermediação, o poder de influenciar as decisões corporativas e participar ativamente na governança recai efetivamente sobre o investidor final. Dessa forma, a imputação do direito de voto ao investidor final destaca-se como sendo a premissa fundamental, refletindo não apenas a lógica económica da decisão de investir, mas também a centralidade do papel desempenhado pelo investidor final na dinâmica da titularidade indireta de valores mobiliários.⁸⁷

⁸⁴ Cfr. FIGUEIREDO, A. (2012). “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, número 3, pp. 517 a 558, especialmente a p.517.

⁸⁵ Cit. *Idem Ibidem*, p.517

⁸⁶ Cfr. ANTUNES, José E. - *Os Instrumentos Financeiros* - 4.ª Edição, Almedina, 2021, pp. 107-108

⁸⁷ Cfr. FIGUEIREDO, A. (2012). “Titularidade indireta de ações, *Ob. Cit.*, p. 525

Os acordos parassociais⁸⁸ podem ser, um dos instrumentos que permitem a titularidade indireta de direitos de voto por excelência. Convém referir que existem dúvidas sobre o sentido da expressão “parassocial”. Será que com esta terminologia o legislador pretendeu referir-se a contratos “para além da sociedade”, acordo “paralelo ao contrato de sociedade”, acordo “paralelo ao contrato de sociedade”, acordo “que se equipara ao contrato de sociedade” ou que o substitui, acordo “extra- social” ou “anti-social”?⁸⁹

MENEZES CORDEIRO afirma que “[...] os acordos parassociais são convénios celebrados por sócios duma sociedade, nessa qualidade; visam além disso, regular relações societárias. Distinguem-se, em abstracto, do próprio pacto social, uma vez que apenas respeitam aos sócios que os celebrem, sem interferir no ente colectivo. E distinguem-se igualmente de quaisquer outros acordos que os sócios possam celebrar entre si por, no seu objecto, respeitarem a relações societárias. “. ⁹⁰

Os acordos parassociais encontram definição no artigo 17.º, n.º 1 do CSC. De forma sucinta, podendo incidir sobre diversas matérias (n.º 2 do art.17.º do CSC), nomeadamente podem dizer respeito ao exercício do direito de voto. Ou seja, na eventualidade de estarmos perante este cenário, vamos assistir ao caso em que os sócios, num todo ou em parte, celebram um acordo em que se obrigam a votar num determinado sentido.

Nas palavras de **MENEZES CORDEIRO** para que seja conferida eficácia absoluta aos acordos parassociais as partes têm a possibilidade de estabelecer pesadas clausulas penais.⁹¹ Caso contrário, os mesmos terão exclusivamente eficácia *inter partes*.⁹²

MANUEL SEQUEIRA refere que se verifica uma “[...] dissociação entre a titularidade das participações sociais e o controlo das sociedades (os APs são dos principais instrumentos potenciadores dessa dissociação).”⁹³ O que consideramos correto é que, embora o sócio detenha aquela participação social específica, ele concede o

⁸⁸ Para um estudo mais atento v. BAIROS, R. M. V. C. P. (2010). “Os acordos parassociais - breve caracterização.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II, número 1/2 pp. 333- 358, especialmente as pp. 333- 358

⁸⁹ Cfr. *Idem Ibidem*, p. 334

⁹⁰ Cit. CORDEIRO, António Menezes (2001) “Acordos Parassociais”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 61, Vol. II, pp. 529-542, especialmente a p.531

⁹¹ Para um estudo mais atento da Cláusulas Penais, v. arts. 810.º e ss. do C. Civil.

⁹² Cfr. CORDEIRO, António Menezes (2001) “Acordos Parassociais”, *Ob. Cit.*, p.536

⁹³ Cit. SEQUEIRA, M. (2018). “Acordos parassociais e mecanismos indirectos de controlo.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, número 4, pp. 773-774, especialmente as pp. 773-774

controle a um terceiro. Além disso, nota-se que o habitual controle exercido pelo sócio sobre as suas participações desaparece nos acordos parassociais, uma vez que este fica vinculado a um sentido de voto previamente acordado.

Quando isto acontece podemos estar perante uma situação de imputação de direitos de voto.

De acordo com o estipulado no art.20.º, n.º 1, al.c) do CVM, “O cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto: Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro”.⁹⁴ Aqui é onde se reflete a compreensão de que nem sempre a pessoa registada como acionista (titular formal) é a única pessoa a quem se imputa o voto”.⁹⁵

A este propósito cumpre-nos realizar uma breve referência à imputação de direitos de voto que se encontra regulada no art. 20.º do CVM, e é importante para averiguarmos quando é que nos casos dos acordos parassociais se poderá imputar um direito de voto a uma pessoa distinta do investidor. A questão que se coloca é a de se saber se demonstrada a titularidade indireta haverá imputação de direitos de voto aos consultores em matéria de voto por via do artigo 20.º do CVM. ⁹⁶

O art. 20.º do CVM delimita de forma concreta os direitos de voto que podem afetar potencialmente a esfera de influência de um qualquer acionista específico. Este dispositivo legal procura, essencialmente, revelar os participantes que detêm a capacidade de exercer uma influência dominante sobre a sociedade. Desta forma, a norma visa trazer transparência e clareza (“levantar o véu”) ao processo de identificação dos acionistas ou investidores com capacidade de impacto substancial no governo da sociedade.⁹⁷

Importa destacar que, no nosso entender, a conduta dos PA nem sempre se poderá enquadrar na titularidade indireta, regulada nos termos do art.17.º do CSC. Na verdade, a

⁹⁴Cfr. Para um estudo mais atento v. OLIVEIRA, Ana Perestelo de A imputação de votos nas relações de domínio e de grupo: o sentido do novo n.º 3 do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários, in Revista de Direito das Sociedades, p.11

⁹⁵ Para um estudo mais atento v. BAPTISTA, Daniela. F. (2023). “As sociedades comerciais e o seu beneficiário efetivo - Algumas notas sobre o conceito de beneficiário efetivo e sobre o caso específico das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.” in RIBEIRO, M. F. (Coord.), *Sociedades Comerciais - A constituição de sociedade comercial como meio para a criação do próprio emprego*, 2023, Almedina, pp. 120-132

⁹⁶ A este propósito v. também RODRIGUES, André A. - *Código dos valores mobiliários anotado e comentado*, AAFDL Editora, 2.ª edição, 2022, pp. 99-101

⁹⁷ Cfr. RODRIGUES, André A. - *Código dos valores mobiliários anotado e comentado...*, Ob. Cit., pp.99-101

equiparação de um consultor em matéria de voto a um sócio que controla as participações sociais de outro possa extravasar o espírito da lei. É imperativo salientar que o impacto do aconselhamento do *PA* difere substancialmente do poder decisório integral transferido a determinados sócios por meio de acordo parassocial, nomeadamente porque neste tipo de pacto, como mencionado anteriormente, o sócio assume o compromisso de votar num determinado sentido que está pré-definido, sujeitando-se a obrigações específicas sob pena de responsabilidade e aplicação de cláusulas penais.

O mesmo não se poderá dizer relativamente à imputação de direitos de voto, estipulada no art. 20.º do CVM. A doutrina tem colocado a possibilidade de enquadramento da atuação dos *PA* nesta norma legal, nomeadamente na sua al.g) do n.º1. Com efeito, **JULIANO FERREIRA** afirma que “[...] se no âmbito da relação contratual entre *proxy advisor* e cliente institucional for regulado o exercício dos direitos de voto, em termos tais que este conceda àqueles poderes discricionários para a determinação do sentido de voto, poderá gerar-se a constituição (ou reforço) de participação qualificada imputável ao *proxy advisor* [...]. Bastará, para tanto, que o *proxy advisor* receba tais poderes de um número de clientes suficiente para lhe permitir definir o sentido de voto de participação que represente, pelo menos, 2% do capital social da sociedade cotada em causa.”⁹⁸

JOSÉ CORTES adota este entendimento reforçando que é complexa a questão de se saber se a imputação de direitos de voto poderá gerar ou não a constituição do dever de lançamento de OPA nos termos do art.187.º do CVM, em sede de participação qualificada definida no art. 16.º do CVM. Assim, “[...] se entre o *proxy advisor* e o cliente institucional for estipulado que a representação seja de molde a conceder àquele poderes discricionários na determinação do sentido de voto, nada impede que se gere uma participação qualificada imputável ao próprio *proxy advisor*.”⁹⁹

Concluimos assim que, não obstante a figura dos *PA* não seja subsumível à imputação de direitos de voto, casos há em que a sua conduta poderá ser enquadrável no regime do art.20.º do CVM, especialmente se estivermos a falar de participações qualificadas e tenha sido conferido ao participante poderes discricionários nos termos da al.g) do regime.

⁹⁸ FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.*, p.4

⁹⁹ Cfr. CORTES, José Maria (2023). “Destapar o consultor: os *proxy advisors* e a solução portuguesa” in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa: Lisbon Law Review*, Vol.64, n.º2., pp. 723-740, especialmente a p. 736

4.2 Proxy Agents

Os *proxy agents* são entidades cuja atuação visa facilitar o exercício do direito de voto por parte do acionista através de mecanismos telemáticos/eletrônicos que são comumente denominados "plataformas de informação e voto".¹⁰⁰

Torna-se importante referir que os *PA* têm uma função mais analítica e consultiva, oferecendo aconselhamento aos acionistas, enquanto os *proxy agents*, centram-se na operacionalidade do processo de voto. Os *PA* têm o papel de orientar os acionistas na tomada de decisões informadas, considerando diversos aspetos, como políticas corporativas, práticas de governança e questões sustentáveis. Não se limitam a emitir simples instruções de voto, mas antes a fornecer análises e recomendações baseadas em pesquisas sobre questões em pauta nas assembleias gerais.

Deste modo, enquanto os *proxy agents* estão mais envolvidos na logística e na transmissão de informações e votos, os *PA* desempenham um papel mais estratégico, oferecendo aconselhamento especializado para auxiliar os acionistas na formulação das suas decisões de voto. Ambas as funções desempenham papéis complementares no processo mais amplo de governança corporativa.¹⁰¹

4.3 A Intermediação Financeira

“Dizem-se intermediários financeiros aquelas pessoas singulares ou coletivas cujo objeto consiste no exercício profissional de uma ou mais das atividades de intermediação de instrumentos financeiros previstas na lei.”¹⁰²

O CVM regula a atividade de intermediação a partir do art.289.º, estabelecendo no art.293.º um *numerus clausus* das entidades a quem se atribui o monopólio legal da intermediação financeira, destacando-se a instituições de crédito, as empresas de investimento, e as instituições com funções correspondentes.¹⁰³ Na sua redação anterior, do DL n.º 144/2019, se incluíam-se no n.º 2, al.e) do mesmo preceito legal “As sociedades de consultoria de investimento”, entre outras.

¹⁰⁰ Cfr. HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 48, Julio-Diciembre, disponível em www.corporance.es, consult. a 17/Fev/2024, p.6

¹⁰¹ Cfr. *Idem* *Ibidem*, p.6

¹⁰² ANTUNES, José Engrácia, (abril de 2017). “Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro - Alguns Aspetos” in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 56, pp. 31- 52, especialmente a p. 31

¹⁰³ Disponível em www.pgdlisboa.pt

No entanto, e se quiséssemos comparar a atividade dos consultores em matéria de votação com a dos intermediários financeiros, no nosso entender, não se seria possível, uma vez que a sua função é de prestação de serviços de consultoria e aconselhamento aos investidores em relação ao voto e não em relação aos produtos ou instrumentos financeiros que deverão adquirir ou investir (possível paralelismo que poderia ser efetuado na redação anterior). A redação atual do preceito afastou quaisquer dúvidas que pudessem restar.¹⁰⁴

4.4 O caso dos *fan clubs*

Neste capítulo, iremos abordar situações em que os acionistas procuram aconselhamento informal em busca de vantagens, optando por alinhar os seus votos com outros acionistas. Esta escolha decorre da sua perceção de incapacidade para decidir de forma independente.

Consideremos o cenário em que alguém que nunca tenha presenciado um espetáculo de ópera se encontra na companhia de peritos neste campo. Neste contexto, é provável que essa pessoa se levante para aplaudir o espetáculo, mesmo que não o tenha apreciado.¹⁰⁵ Quer isto dizer que, se os especialistas demonstrarem a sua aprovação ao espetáculo ao se levantarem, é improvável que o referido indivíduo permaneça sentado, correndo o risco de evidenciar a sua falta de conhecimento na matéria.¹⁰⁶ Este comportamento espelha uma dinâmica semelhante à descrita no contexto da ópera, onde as ações dos especialistas influenciam as decisões dos não especialistas.¹⁰⁷

Os *fan clubs* podem ser vistos como uma forma de aconselhamento indireto entre os acionistas. Apesar de não recorrerem diretamente a indivíduos especializados na matéria (i.e os *PA*), esses indivíduos acabam por se aconselhar entre si, confiando na experiência dos membros mais ativos ou influentes, como, por exemplo, os membros do conselho de administração. Dentro dos *fan clubs*, há uma dinâmica em que os membros partilham opiniões, debatem questões e oferecem conselhos gratuitos uns aos outros sobre

¹⁰⁴ Para um estudo mais atento do QUEIRÓS de Almeida, J. (2006). “Contrato de Intermediação Financeira” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 24, número 1, pp. 292-303, especialmente a p.292, disponível em www.cmvm.pt

¹⁰⁵ Exemplo retirado de Enriques, L., & Romano, A. (2018, julho). Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective (No. 393/2018, p. 5). University of Oxford and ECGI, Yale University, disponível em www.ssrn.com

¹⁰⁶ *Idem Ibidem*, p.3

¹⁰⁷ *Idem Ibidem*, p. 4

como votar em determinadas matérias em assembleias gerais de acionistas em que irão participar. Esses acionistas consideram que os membros com maior conhecimento do mercado, da empresa ou do setor em questão estão mais bem posicionados para tomar decisões informadas. Assim, o sentido de voto de um acionista pode ser influenciado pelo conselho informal e pela experiência percebida dos seus pares. Essa abordagem reflete uma forma indireta de aconselhamento, onde a confiança na sabedoria coletiva dos membros do grupo desempenha um papel significativo na tomada de decisões de investimento.¹⁰⁸

5. Enquadramento legal da atividade

No contexto de atuação dos PA, torna-se manifesta a imperatividade de uma regulação metódica e perfeitamente capaz de abordar de forma diligente os problemas que identificamos.

Vejamos então a regulamentação da atividade.

5.1 No direito europeu

A legislação europeia nesta matéria, embora se encontre ainda no seu estágio inicial, apresentando uma dispersão de normativos dedicados a esta matéria, está em processo de crescimento.¹⁰⁹

Nos últimos anos, têm-se verificado algumas falhas no governo das empresas europeias cotadas em bolsa. Estes defeitos acabam por ter impacto em diversos intervenientes, incluindo as próprias empresas e as suas administrações, os acionistas (como investidores institucionais e gestores de ativos) e os consultores de voto. As lacunas identificadas centram-se sobretudo em duas questões: a participação insuficiente dos acionistas e a falta de um nível adequado de transparência.¹¹⁰

A primeira referência a ser considerada é o “Livro Verde – O quadro da UE do governo das sociedades”¹¹¹, desenvolvido na Comissão Europeia. Aqui é abordada a

¹⁰⁸ *Idem Ibidem*, pp.4-5

¹⁰⁹ CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.*, p.733

¹¹⁰ Cfr. Parlamento Europeu & Conselho da União Europeia. (2014). *Proposta de Diretiva que Altera a Diretiva 2007/36/CE em Relação aos Incentivos ao Envolvimento de Acionistas a Longo Prazo e a Diretiva 2013/34/UE em Relação a Determinados Elementos da Declaração sobre o Governo das Sociedades*, p. 2

¹¹¹ “O Livro Verde procura melhorar o governo das sociedades na União Europeia, otimizando o acervo legislativo e as normas não vinculativas. Dele constam 25 perguntas, estruturadas em três secções relativas à composição e trabalho do conselho de administração, ao papel do acionista e à aplicação da abordagem

possível necessidade regulatória que nasce da atividade dos consultores em matéria de voto e da eventual existência de uma necessidade de implementação de medidas de natureza regulatória. Ao longo deste parecer são efetuadas uma série de perguntas, sobre este tema (particularmente a questão 18¹¹² e 19¹¹³), destacando-se a potencial urgência de uma regulamentação mais abrangente em relação aos consultores em matéria de voto. O cerne da questão tem que ver com a transparência das operações e na sua capacidade de fornecer serviços nestes domínios.

A ESMA (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados) conduziu, durante o ano de 2011, um exercício de recolha de informações denominado "*fact-finding exercise*", com o objetivo de compreender a natureza das relações que se estabelecem no contexto da prestação de serviços de aconselhamento aos acionistas no âmbito do exercício do direito de voto. A partir desta avaliação, surge um artigo¹¹⁴ que analisa este mercado, descrevendo os seus principais desafios e propondo potenciais soluções regulatórias.¹¹⁵

Os resultados desta análise¹¹⁶, divulgados em 2013 num "*Final report*", destacaram uma significativa preocupação em relação ao tema e à crescente necessidade de regulamentação desta atividade. No entanto, e surpreendentemente, embora se conclua que seria desejável a existência de esforço coordenado em temas como a transparência, a amostra coletada por este estudo não ofereceu bases sólidas para concluir que a conduta dos *PA*, em interações com emitentes e investidores, constitua *per si* uma falha de mercado que exigisse regulamentação específica.¹¹⁷

Pelo contrário, nasce a necessidade de uma compreensão mais aprofundada da atividade destes consultores e uma ação mais coordenada entre estes, os emitentes e os acionistas. Cada entidade deverá estar plenamente ciente dos seus direitos e cumprir as suas obrigações. A partir daí, torna-se viável adotar medidas de autorregulação, conforme

«cumprir ou explicar», que está na base do quadro da UE em matéria de governo das sociedades.” - Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre o «Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades», disponível em www.eur-lex.europa.eu

¹¹² “Deve a legislação da UE exigir maior transparência aos «proxy advisors», por exemplo em relação aos seus métodos analíticos, a conflitos de interesses e à sua política de gestão dos mesmos e/ou se aplicam um código de conduta? Em caso afirmativo, qual a melhor forma de o conseguir?”

¹¹³ “Considera necessárias outras medidas (legislativas), por exemplo restrições à capacidade dos «proxy advisors» para prestar serviços de consultoria a empresas objecto de investimento?”

¹¹⁴ ESMA. (2012, junho). Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. Disponível em www.esma.europa.eu,

¹¹⁵ Cfr. FERREIRA, J. (2015). Proxy Advisors ..., *Ob. Cit.* p.20

¹¹⁶ Cfr. CABRAL, Filipa Costa - “Proxy Advisors e Governo Societário” in Governance Lab, Working Paper No. 2/2018, julho de 2018, disponível em: <https://governancelab.org>, p. 10

¹¹⁷ Cfr. FERREIRA, J. (2015). Proxy Advisors ..., *Ob. Cit.*, p.21

incentivado pela ESMA.¹¹⁸ Cria-se assim o *Best Principles for Providers Group*, composto por membros deste setor, que aprovou o *Best Principles of Shareholder Voting Research Analysis*¹¹⁹. Este conjunto inovador de princípios, representou uma tentativa de estabelecimento de diretrizes para as empresas deste setor, promovendo padrões de conduta e transparência na prestação deste tipo de serviços, o que torna evidente o compromisso destas empresas em promover melhores práticas e uma maior responsabilização na sua atuação.¹²⁰

Foi, no entanto, apenas em abril de 2014¹²¹ que se materializou o incentivo da ESMA, com a proposta de alteração da Diretiva 2007/36/CE, que dizia respeito aos incentivos de envolvimento dos acionistas a longo prazo, e com a Diretiva 2013/34/EU, no que concerne a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades.¹²² Neste contexto, a proposta de revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas visava contribuir para a correção de duas insuficiências regulatórias. O seu propósito central era criar um ambiente atrativo para os acionistas e estimular uma maior participação no exercício dos direitos de voto em contextos internacionais. A proposta procurou otimizar a eficiência da cadeia de investimentos em ações, visando impulsionar o crescimento, a geração de emprego e a competitividade da UE. Esta perspetiva estava em sintonia com o compromisso assumido no âmbito de uma estratégia revitalizada para o financiamento de longo prazo da economia europeia, promovendo uma abordagem acionista orientada para o longo prazo e assegurando condições operacionais mais sólidas para as sociedades cotadas.¹²³

Era assim necessário debelar as desconformidades identificadas: “1) as metodologias utilizadas por esses consultores para elaborar as suas recomendações nem sempre têm suficientemente em conta o mercado e a regulamentação locais; e 2) os consultores em causa prestam serviços aos emitentes, o que poderá afetar a sua independência e a sua capacidade de prestar um aconselhamento objetivo e fiável.”¹²⁴

¹¹⁸ Cfr. *Idem Ibidem*, p.21-22

¹¹⁹ Surge aqui o princípio do *comply or explain* v. Ferreira, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.* p.22

¹²⁰ Cfr. CABRAL, Filipa Costa - “*Proxy Advisors ...*”, *Ob. Cit.*, p.11

¹²¹ Importa referir que a 12 de Dezembro de 2012, foi divulgado pela Comissão o “Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades europeu e governo das sociedades e a sustentabilidade das empresas” (disponível em www.eur-lex.europa.eu).

¹²² A proposta de alteração encontra-se disponível para consulta em www.eur-lex.europa.eu

¹²³ Cfr. Proposta de alteração da Diretiva 2007/36/CE disponível para consulta em www.eur-lex.europa.eu, v. p.2

¹²⁴ Cit. FERREIRA, J. (2015). *Proxy Advisors ...*, *Ob. Cit.* p.24

Neste contexto, revela especialmente a redação que se pretendeu dar ao artigo 3.º-I da Diretiva, cuja epígrafe é “Transparência dos consultores em matéria de votação”, e em que se visa que os “1- [...] Estados membros, devem assegurar que os consultores em matéria de votação adotem e apliquem as medidas adequadas para garantir que as suas recomendações de voto sejam precisas, fiáveis, com base numa análise exaustiva de todas as informações de que dispõe.”.

Adicionalmente, é apresentada uma lista de informações a serem publicamente divulgadas, relacionadas com as recomendações por eles emitidas no âmbito do aconselhamento em matéria de voto.

Por fim, no número três deste preceito legal, exige-se também que os consultores em matéria de voto identifiquem e divulguem rapidamente aos seus clientes e também comuniquem à sociedade em causa qualquer real ou potencial conflito de interesses ou relação de negócios que possa influenciar a preparação das recomendações de voto, bem como as medidas encetadas por forma a eliminar ou mitigar esse conflito de interesses real ou potencial.¹²⁵

5.2 Direito português

Entre nós o crescimento desta figura tem sido lento.¹²⁶

Pese embora não exista uma regulamentação extensa do tema, isto é, não exista nenhuma secção legal ou legislação específica dedicada somente a ele, algumas normas acabam por o abranger. Em traços gerais, podemos desenhar o enquadramento legal aplicável aos PA, circunscrevendo-o à seguinte tríade:

- Art. 359.º, n.º 1, al. q) do CVM, que estabelece a sujeição destas entidades à supervisão da CVMV;
- Arts. 26.º- H, al. c) e art.26.º- L do CVM, que nos fornece a definição legal de consultor em matéria de votação e estabelece um conjunto de deveres de transparência;
- Art. 389.º do CVM, que diz respeito às contraordenações em que poderão incorrer os PA por falta de divulgação ou comunicação de informação.

¹²⁵ Cfr FERREIRA, J. (2015). Proxy Advisors ..., *Ob. Cit* p.24

¹²⁶ Neste sentido v. CORTES, José Maria (2023). “Destapar o consultor...”, *Ob. Cit.*, p. 724

Releva também, neste contexto, a Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que procedeu à transposição para a ordem jurídica nacional da Diretiva (UE) n.º 2017/828¹²⁷ do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 17 de maio de 2017. Esta diretiva versa sobre os direitos dos acionistas de sociedades cotadas, especialmente no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo, sendo comumente conhecida como Diretiva dos Acionistas II. Importa salientar que esta diretiva promoveu alterações à antecedente Diretiva 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, datada de 11 de julho de 2007. A transposição desta diretiva para o ordenamento jurídico português fez com que o art.251.º-A e o art.251.º-E do CVM fossem revogados¹²⁸. As matérias contidas nestes artigos encontram-se atualmente vertidas nos arts. 26.º-H e L do CVM.^{129 130 131}

Assim, para contrariar a opacidade característica da atuação de muitos destes consultores, a Diretiva previu uma obrigação (de natureza *comply or explain*) de divulgação pública de um código de conduta adotado, bem como uma obrigação de elaboração de relatórios relativos à aplicação do mesmo. Além disso, a Diretiva ia mais além, estabelecendo uma obrigação adicional de divulgação de um outro relatório que incluía as características das metodologias adotadas, fontes utilizadas, procedimentos de verificação de qualidade da sua pesquisa, assessoria e recomendações de voto, condições tidas em conta na elaboração das recomendações de voto, natureza do diálogo com as sociedades objeto da sua pesquisa, assessoria ou recomendações de voto e política de prevenção e gestão de potenciais conflitos de interesses. Previa-se ainda a imposição de uma obrigação adicional de informação aos clientes, pelos próprios consultores, relativa a conflitos de interesses reais ou potenciais ou relações de negócios que poderiam intervir nos seus estudos, pareceres ou recomendações de voto.^{132 133}

As medidas estabelecidas na Diretiva (UE) 2017/828 parecem encaminhar-se para solucionar alguns dos problemas mencionados anteriormente, especialmente aqueles

¹²⁷ Disponível para consulta em www.eur-lex.europa.eu

¹²⁸ Para consultar a redação anterior deste artigo v. www.pgdlisboa.pt

¹²⁹ Cfr. CORTES, José Maria. (2023) ..., *Ob. Cit.*, p.737

¹³⁰ Cfr. FIGUEIREDO, A., AZEVEDO, R., LOPES, J. D., e MENESES, S. L. (2020, agosto). *Nota informativa - Mercados de Capitais: Diretiva dos Acionistas II Transposição*, disponível em www.plmj.pt

¹³¹ Sobre a transposição da Diretiva dos Acionistas em Inglaterra v. *The Proxy Advisors (Shareholders' Rights) Regulations 2019*, disponível em www.cgov.pt

¹³² Cfr. GARCIA, António Rolo (2017). “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, número 3, pp. 573-574

¹³³ Embora a Diretiva tenha sido influente em matéria de transparência, José Maria Cortes em *ob. ant. cit.* refere que não obriga as empresas a prestarem informações quanto ao número total de colaboradores envolvidos na preparação das recomendações de voto e o número total de recomendações emitidas no ano anterior.

relacionados com a opacidade e falta de transparência. No entanto, ainda não foram abordadas questões como a agência e a discricionariedade, as quais já são parcialmente reguladas no ordenamento jurídico português pelos artigos 379.º a 381.º do CSC e pelo artigo 23.º do CVM, relativos ao exercício do direito de voto em representação do acionista. No que diz respeito a este assunto, que representa uma inovação no Direito português, a transposição mais apropriada deverá ser feita, mais uma vez, através do CVM ou, em último caso, por meio de um diploma específico. Isso deve-se ao já mencionado dever de transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos, conforme discutido anteriormente.¹³⁴

Posteriormente a Lei n.º 99 -A/2021 de 31 de dezembro, volta a incidir nesta matéria. Nas palavras de **JOSÉ CORTES**: “[...] o regime estabelece o seguinte: para aumentar a transparência dos procedimentos dos *proxy advisors* estes devem divulgar o código de conduta que aplicam e outras informações sobre a sua aplicação, obrigando-se ainda a divulgar informações sobre a preparação dos seus estudos e recomendações de voto (veja-se, em concreto, o art.26.º - L do CVM)”.¹³⁵

6. As potenciais vias de responsabilização dos *proxy advisors* no Direito Português

Uma das vicissitudes que se aponta a este tipo de serviços prestados pelos *PA*, é a eventual existência de um desalinhamento de interesses. Com efeito, verifica-se por vezes uma falta de correspondência entre a vontade do *PA* e do investidor (como já se explicou a propósito dos “custos de agência”).¹³⁶

A verdade é que os *PA* não se encontram, à luz da legislação atualmente em vigor, vinculados por nenhum esquema de responsabilidade fiduciária para com os seus clientes, o que pode incentivar a tomada de decisões imprudentes na busca de ganhos imediatos a curto prazo. Este cenário decorre do facto de os prejuízos deste tipo de condutas não se refletirem diretamente na sua esfera jurídica, nem por vezes na dos seus clientes, mas antes na esfera dos investidores que aí aplicam o seu capital.¹³⁷

¹³⁴ Cfr. CORTES, José Maria. (2023) ..., *Ob. Cit*, pp.573-574

¹³⁵ Cfr. *Idem Ibidem*, p.737

¹³⁶ Cfr. *Idem Ibidem*, p.728

¹³⁷ Cfr. *Idem Ibidem*, p.728

Aquilo que em abstrato se pretende assegurar, é que os *PA* atuem de modo diligente, evitando o prejuízo dos investidores que recorrem aos seus serviços.¹³⁸

Na verdade, tal desiderato só poderá ser alcançado através do estabelecimento de mecanismos de responsabilização. Senão vejamos.

6.1 Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações

A consultoria, no verdadeiro sentido da palavra, pretende colmatar uma necessidade de aconselhamento que se verifica por parte de um cliente, seja ele individual ou uma empresa. Nesse sentido, o cliente na expectativa de encontrar uma solução eficiente que lhe facilite a gestão da sua carteira diversificada de ativos, contrata este serviço.¹³⁹

Em primeira instância, cumpre distinguirmos o conselho, da recomendação ou informação. De acordo com **MENEZES LEITÃO** “[...] o conselho constitui um incitamento direto a uma conduta do destinatário, sendo a recomendação, por sua vez, um incitamento implícito [...]”.¹⁴⁰ A prestação de uma informação não envolve qualquer forma de incitação, sendo essencialmente uma transmissão imparcial de factos. Esta característica reflete a natureza neutra e factual da informação, que procura fornecer uma base sólida para a análise e tomada de decisões.¹⁴¹ Na situação em apreço, é plausível considerar a presença de um conselho ou de um aconselhamento. Isto decorre diretamente do facto de um consultor em matéria de voto aconselhar o investidor, seu cliente, a votar num determinado sentido. A nossa interpretação baseia-se na premissa de que o consultor está a oferecer recomendações com o intuito de influenciar a decisão do seu cliente no processo de votação.

Como refere **JOSÉ CORTES** “[...] na qualidade de clientes e credores, sempre poderão, por um lado blindar o contrato celebrado com o consultor estipulando incentivos à diligência, e por outro lado, recorrer à responsabilidade civil, caso o contrato seja violado.”¹⁴²

¹³⁸ Cfr. *Idem Ibidem*, p.728

¹³⁹ Cfr. *Idem Ibidem*, p.729

¹⁴⁰ AA. VV. (2019). Comentário ao Código Civil - Direito das Obrigações, Das Obrigações em Geral (Vol. 2.1). Universidade Católica Editora *apud* Menzes leitão, 2018– p.299

¹⁴¹ AA. VV. (2019). Comentário ao Código Civil - ..., *Ob. Cit.* pp.290 a 291

¹⁴² Cit. *Idem Ibidem*, p.729

Ora, a lei civil portuguesa, nomeadamente no seu art.485.º do CC, cuja epígrafe é “Conselhos, recomendações ou informações” estabelece que “1- Os simples conselhos, recomendações ou informações não responsabilizam quem os dá, ainda que haja negligência da sua parte; 2- A obrigação de indemnizar existe, porém, quando se tenha assumido a responsabilidade pelos danos, quando havia o dever jurídico de dar o conselho, recomendação ou informação e se tenha procedido com negligência ou intenção de prejudicar, ou quando o procedimento do agente constitua facto punível.”¹⁴³

Convém ressaltar que neste regime de responsabilidade civil, se a conduta for enquadrável no n.º 1 do art.485.º do CC, a obrigação de indemnizar pressupõe a atuação dolosa do autor da recomendação, uma vez que a mera culpa se encontra afastada pela previsão legal.

No contexto em análise, destaca-se a relevância do “dever jurídico de dar o conselho”, o qual se encontra, no nosso entender, intrinsecamente ligado à atividade dos consultores em matéria de voto, sendo então a regra constante do n.º 2 do art.485.º do CC a aplicável a estes *players*. Este dever implica uma obrigação legal por parte dos consultores de fornecerem recomendações fundamentadas e imparciais, visando orientá-los nas suas decisões de voto.^{144 145} Ora, entendemos que este dever jurídico surge quando os *PA* estão por via da lei ou contrato, a fornecer conselhos e recomendações precisas, imparciais e fundamentadas aos seus clientes, conforme definido por regulamentação específica ou princípios legais.

À partida e estando os pressupostos da responsabilidade civil¹⁴⁶ contratual preenchidos, este será considerado um ilícito na responsabilidade contratual, no âmbito da presunção do artigo 799.º do CC.

6.2 Novo Paradigma de Responsabilização

Chegados aqui, apenas abordámos as vias de responsabilização que os clientes poderão utilizar para fazer face às condutas dolosas dos *PA*. *Mas será possível abrir caminho à possibilidade de os stakeholders responsabilizarem os PA?*

¹⁴³ Para um estudo mais atento ver MONTEIRO, Jorge Sinde - *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*. Coimbra, Almedina, 1989

¹⁴⁴ Cfr. CORTES, José Maria (2023). “Destapar o consultor...”, *Ob. Cit.*, p.729

¹⁴⁵ Ver a este propósito o Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra de 30 maio de 2023, Processo n.º 4778/20.7T8STB.C1, disponível em www.dgsi.pt

¹⁴⁶ Para um estudo mais atento AA. VV. (2019). *Comentário ao Código ...*, *Ob. Cit.*, pp. 290 a 293

Quando nos deparamos na dinâmica das relações empresariais, é comum encontrarmos cenários em que as funções e as responsabilidades tradicionalmente associadas a um administrador de direito nem sempre são exercidas pelos administradores legalmente destinados ou formalmente reconhecidos.¹⁴⁷

Nas palavras de **RICARDO COSTA** “[...] independentemente da forma como concretiza a sua atuação, será sempre administrador de facto indireto o indivíduo que, em nenhuma circunstância, se autointitula administrador e que se limita a emitir ordens secretas e confidenciais para, desse modo, passar despercebida a sua influência.”¹⁴⁸

Neste sentido, será o critério funcional, ou seja, será quem efetivamente exerce os atos de gestão/ administração que gere de facto a sociedade.¹⁴⁹

De acordo com alguns autores¹⁵⁰, embora não considerem que seja simples o enquadramento do administrador de facto indireto na figura do administrador de facto que cumpre todos os requisitos necessários para o ser, tendem a considerar que por analogia a responsabilização destes *players* deverá coincidir com o regime que é estabelecido pelo legislador.¹⁵¹ Isto porque, caso assim não fosse, seria extremamente oneroso para a sociedade que não existisse forma de responsabilizar este tipo de administradores pela sua atuação dolosa.

Ao abordamos a questão dos PA, não estamos a considerá-los como administradores de facto *strictu sensu*, mas antes, a equacionar se, de alguma forma, poderiam ser equiparados a sujeitos que detêm efetivamente poder de ingerência na vida societária, particularmente nos casos em que representam uma grande parte dos acionistas da mesma sociedade.

A questão da eventual extensão da responsabilidade dos administradores de facto aos PA é complexa e carece ainda de uma resposta definitiva. No entanto, é nossa convicção que o legislador deveria considerar a possibilidade de criar uma abertura no sistema legislativo societária para que os *stakeholders* pudessem responsabilizar os consultores em matéria de voto.¹⁵²

¹⁴⁷ COSTA, Ricardo Alberto Santos. (2016). *Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais*. Almedina, p. 983

¹⁴⁸ Cit. ROCHA, F. A. Duarte D. - *O Estatuto do Administrador de Facto Não Legitimado das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2022, p. 27

¹⁴⁹ Cit. *Idem Ibidem*, p.35

¹⁵⁰ Cfr. ROCHA, F. A. Duarte D. - *O Estatuto do Administrador ...*, *Ob. Cit.*

¹⁵¹ Cfr. ROCHA, F. A. Duarte D. - *O Estatuto do Administrador ...*, *Ob. Cit.* p.71

¹⁵² Sobre a responsabilidade do administrador de facto v. Ribeiro, Maria de Fátima. (2022, março). *Responsabilidade dos administradores meramente nominais pelos atos praticados por administrador de facto*. RDC, pp.541-556

Entendemos que esta medida poderia contribuir para uma maior transparência e prestação de contas no âmbito do governo societário, protegendo os interesses das partes envolvidas e fortalecendo a integridade do processo decisório nas AG's das sociedades.

7. Conclusão

Em modo de conclusão, esta investigação procurou analisar o papel e a influência dos consultores em matéria de voto, também denominados como *PA*, no atual panorama corporativo e de governo societário. Ao longo deste estudo, examinámos de perto os diferentes aspetos que moldam a dinâmica entre empresas, investidores e consultores em matéria de voto.

Torna-se patente que a intervenção destes agentes é capaz de influenciar o desfecho das votações, sobretudo quando o acionista ou investidor detém uma quantidade significativa de ações, conferindo-lhe poder de influência direta na gestão de uma sociedade emitente de valores mobiliários negociados em mercado secundário e regulamentado. No entanto, não consideramos que as vantagens associadas à utilização deste serviço sejam abrangentes o suficiente para “compensar” as desvantagens que temos vindo a apontar. Pese embora, o legislador disponibilize um conjunto de dispositivos legais para mitigar os riscos mencionados ao longo desta dissertação, designadamente, os custos de agência, a falta de transparência e o conflito de interesses, **JOSÉ CORTES** destaca que, apenas os dois últimos recebem uma resposta direta, embora todos estejam interligados.¹⁵³

A opacidade que viemos referindo é enfrentada através do princípio "*comply or explain*", da exigência de os consultores apresentarem os seus códigos de conduta e relatórios sobre a sua aplicação. Adicionalmente, é obrigatória a publicação de um relatório anual que inclui determinados elementos. Seguidamente, o risco de conflito de interesses é abordado ao exigir que os PA identifiquem e divulguem aos clientes informações específicas para tornar o processo mais transparente.¹⁵⁴

No entanto, aqui seguimos de perto o entendimento de **JOSÉ CORTES**, corroborando a tese de que é ambicioso afirmar que esta obrigação é capaz de eliminar os conflitos de interesses, e em vez disso, pode ser considerada como um mero dever de informação. O conflito de interesses “[...] não deve varrer-se a todo o custo, *maxime*

¹⁵³ Cfr. CORTES, José Maria..., *Ob. Cit.* p.738

¹⁵⁴ Cfr. *Idem Ibidem*, p.738

contra a vontade esclarecida das partes [...]”. Pode ser preferível, tendo em conta o interesse da própria sociedade, escolher consultores relativamente aos quais possa haver um risco acrescido de conflito de interesses, quando a alternativa de mercado ofereça uma agência de qualidade extremamente inferior.¹⁵⁵

Entende-se que, no entanto, os custos de agência ficam por resolver. Porém isto parece um problema que é inevitável no mercado atual, dinâmico e complexo.¹⁵⁶

Em conclusão, as novas obrigações de comunicação impostas aos PA representam um desafio significativo para o mercado, podendo potencialmente restringir a entrada de novos participantes e aumentar as tensões relacionadas ao conflito de interesses. Este panorama destaca a importância de um acompanhamento cuidadoso das regulamentações em evolução e da busca por soluções que promovam a transparência e a integridade no contexto da consultoria em matéria de votação.¹⁵⁷

¹⁵⁵ Cfr. *Idem Ibidem* p.738

¹⁵⁶ Cfr. *Idem Ibidem*, p. 738

¹⁵⁷ Cfr. *Idem Ibidem*, p.740

Bibliografia

ANTUNES, José E. - Os Instrumentos Financeiros - 4.^a Edição, Almedina, 2021;

ANTUNES, José Engrácia Direito das sociedades comerciais – perspectivas do seu ensino, Coimbra, Edições Almedina, 2000;

AA. VV.. (2019). Comentário ao Código Civil - Direito das Obrigações, Das Obrigações em Geral (Vol. 2.1). Universidade Católica Editora apud Menzes leitão, 2018

BAPTISTA, Daniela. F. (2023). As sociedades comerciais e o seu beneficiário efetivo - Algumas notas sobre o conceito de beneficiário efetivo e sobre o caso específico das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. In M. F. Ribeiro (Coord.), Sociedades Comerciais - A constituição de sociedade comercial como meio para a criação do próprio emprego (pp. 120-132);

CÂMARA, Paulo - Manual de Direito dos Valores Mobiliários, col. Manuais Universitários, Almedina, 4.^a edição, 2018;

CORDEIRO, A. Barreto M. - Manual de Direito dos Valores Mobiliários – 2.^a Edição, Almedina, 2020;

CUNHA, Paulo Olavo - Deliberações Sociais- Formação e Impugnação – Reimpressão de 2020, Almedina, 2020;

GOMES, José Ferreira - Da Administração à Fiscalização das Sociedades – A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima - Almedina, 2015;

MONTEIRO, Jorge Sinde - Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações. Coimbra, Almedina, 1989;

ROCHA, F. A. Duarte D. - O Estatuto do Administrador de Facto Não Legitimado das Sociedades Comerciais. Almedina, 2022;

RODRIGUES, André Alfar - Código dos valores mobiliários anotado e comentado, AAFDL Editora, 2.^a edição, 2022;

RODRIGUES, André Alfar - Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Lisboa, AAFDL Editora, 2024;

SANTOS, Ricardo Alberto - Os Administradores de Facto das Sociedades Comerciais. Almedina, 2016;

SILVA, Paula Costa - O conceito de acionista e o sistema de record date, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, 2008;

BAIROS, Rita Mafalda Vera-Cruz Pinto (2010). “Os acordos parassociais - breve caracterização.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II, número 1/2 pp. 333- 358;

– Artigos e revistas

CORDEIRO, António Menezes (2001) “Acordos Parassociais, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 61, Vol. II, pp. 529-542;

CORDEIRO, António Menezes - "A Directriz 2007/36, de 11 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): Comentários à Proposta de Transposição" in *Revista da Ordem dos Advogados* (2010), pp. 504-554;

CORTES, José Maria (2023). “Destapar o consultor: os proxy advisors e a solução portuguesa” in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa: Lisbon Law Review*, Vol.64, n.º2, pp. 723-740;

FIGUEIREDO, A. (2012). “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, número 3, pp. 517 a 558;

GARCIA, António Rolo (2017). “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IX, número 3, pp. 573-574;

GIÃO, João Sousa. (agosto, 2005). “Notas sobre o Anunciado Fim do Bloqueio de Acções como Requisito do Exercício do Direito de Voto em Sociedades Cotadas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, vol. 21, 49-56;

HERNÁNDEZ, R. Peñasco (2016). “Proxy advisors: funciones que desempeñan e influencia sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 48, Julio-Diciembre, disponível em www.corporance.es;

LABAREDA, João. (março, 2011) – “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas” in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Ano 3, Vol. 5, pp.98-127;

OLIVEIRA, Ana Perestelo de (2018). “A imputação de votos nas relações de domínio e de grupo: o sentido do novo n.º 3 do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, número 1, pp.009-027

QUEIRÓS de Almeida, J. (2006). “Contrato de Intermediação Financeira” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Vol. 24, número 1, pp. 292-303, disponível em www.cmvm.pt;

REIS, Nuno Trigo dos (2011). “As obrigações de votar segundo instruções de terceiro no Direito das sociedades” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, número 2, pp. 403-572;

RIBEIRO, Maria de Fátima. (2022). “Responsabilidade dos administradores meramente nominais pelos atos praticados por administrador de facto.” in *Revista de Direito Comercial - Liber Amicorum*, pp.541-556;

SEQUEIRA, M. (2018). “Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo.” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano X, número 4, pp. 773-774;

VIÇOSO, M., & PEREIRA Rosa, M. (2018) “Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers” in *Revisão do Código dos Valores Mobiliários - Um roteiro*, pp.8-12, disponível em www.mlgs.pt

ALLAIRE, Yvan. “The troubling case of Proxy Advisors: Some policy recommendations” (Policy Paper No. 7). Institute for Governance of Private and Public Organizations., janeiro de 2013, disponível em: <https://papers.ssrn.com/>;

Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. “The Agency Problems of Institutional Investors” (Discussion Paper No. 930). John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017, disponível em www.ssrn.com , pp. 89-102;

CABRAL, Filipa Costa - “Proxy Advisors e Governo Societário” in *Governance Lab*, Working Paper No. 2/2018, julho de 2018, disponível em: <https://governancelab.org>;

CHOI, S., Fisch, J. E., & KAHAN, M. “The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?” (Research Paper No. 10-24). New York University and University of Pennsylvania, 2010, disponível em www.ssrn.com;

Enriques, L., & Romano, A. (2018, julho). *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective* (No. 393/2018, p. 5). University of Oxford and ECGI, Yale University, disponível em www.ssrn.com;

FERREIRA, Juliano, “Proxy Advisors: Os consultores em matéria de votação”, outubro de 2014, disponível em <https://www.academia.edu.pt> ;

FIGUEIREDO, A., AZEVEDO, R., LOPES, J. D., e MENESES, S. L. (2020, agosto). *Nota informativa - Mercados de Capitais: Diretiva dos Acionistas II Transposição*, disponível em www.plmj.pt;

Financial Services Majority Staff Subcommittee on Oversight & Investigations Hearing, “Oversight of the Proxy Advisory Industry”, julho de 2023, disponível em <https://democrats-financialservices.house.gov>;

MENDES, Evaristo, “Ações cotadas. Exercício do direito de voto pelo investidor final”, 30 de junho de 2023, disponível em www.evaristomendes.eu;

PWC España. “Proxy Advisors: ¿Qué impacto tienen en las sociedades cotizadas españolas”, maio de 2013, disponível em <https://www.pwc.es/>;

The Proxy Advisors (Shareholders’ Rights) Regulations 2019, disponível em www.cgov.pt

VOLONTÉ, Christophe & ZABY, Simon, “Proxy Advisors: A Critical Analysis”, disponível em <https://pdfs.semanticscholar.org/>;

– **Jurisprudência nacional:**

Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra de 30 maio de 2023, Processo n.º 4778/20.7T8STB.C1, disponível em www.dgsi.pt

– **Outra documentação:**

ESMA. (2012, junho). Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options. Disponível em www.esma.europa.eu;

House Hearing, 113th Congress. (2013, junho). Examining the market power and impact of Proxy Advisor firms. U.S. Government Publishing Office, disponível em www.govinfo.gov;

Government Accountability Office (2016, November), Report to the Chairman, Subcommittee on Economic Policy, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate;

Subcomitê de Supervisão e Investigações. (13 de julho de 2023). Oversight of the Proxy Advisory Industry, disponível em www.youtube.com

MIRANDA, Catarina. (Março, 2022) - O Impacto dos Proxy Advisors no Governo Societário, Tese de mestrado em Direito e Gestão. Lisboa, Faculdade de Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business and Economics