



associação de investidores  
e analistas técnicos  
do mercado de capitais

Board of Directors

Ao  
Gabinete de S.E. o Secretário de Estado  
Adjunto e das Finanças  
A/C Ex.ma Senhora Chefe do Gabinete  
Dra. Suana Velho Larisma

[gabinete@seanf@mf.gov.pt](mailto:gabinete@seanf@mf.gov.pt)

V/Ref.ª:

N/Ref.ª: DIR/CE/2019/32

DATA: 19/06/2019

Porto, 19 de Junho de 2019

**Assunto:** Projeto de Proposta de Lei - Diretiva dos acionistas  
Consulta Direta de S.E. o Secretário de Estado Adjunto e das Finanças

Ex.mo Senhor,

A ATM – Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, agradece a oportunidade de, em representação dos investidores seus associados, pronunciar-se sobre o projeto de Proposta de Lei que procede à transposição da Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE (doravante apenas “SRDII”), no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo para o ordenamento jurídico português procedendo à alteração do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”), do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (“RGOIC”) e do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (“RGICSF”).

A ATM já teve oportunidade de apresentar a sua posição sobre a SRDII junto da DG FISMA por intermédio do seu representante na FSUG<sup>1</sup> e às entidades relevantes por

<sup>1</sup> Cf. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/fsug-opinions-180514-shareholders-rights\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/fsug-opinions-180514-shareholders-rights_en.pdf)



intermédio da sua confederação a BetterFinance – The European Federation of Investors and Financial Services Users.

No entanto, os Estados Membros dispõem de muita margem na transposição da SRDII pelo que importa analisar atentamente a própria Lei de transposição, o que faremos de seguida<sup>2</sup>.

A SRDII vem reforçar os direitos dos acionistas e procurar o envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas no governo das sociedades enquanto instrumento que pode contribuir para um melhor desempenho financeiro e não financeiro das sociedades.

Há que ter particular atenção aos principais aspetos visados pela SRDII:

- identificação dos acionistas;
- transmissão de informações entre emitentes e acionistas;
- facilitação do exercício dos direitos associados às ações;
- remuneração dos administradores;
- transparência dos investidores institucionais, dos gestores de ativos e dos consultores em matéria de votação;
- transações com partes relacionadas.

Relativamente à identificação dos acionistas, transmissão e informações e facilitação do exercício dos direitos associados às ações.

Este tema ganha particular relevância para os associados da ATM perante casos concretos em que foram impedidos pelo próprio emitente de participar e exercer os direitos de voto associados às suas ações nas assembleias gerais de acionistas, devido à interpretação restritiva que o mesmo fez da Lei portuguesa, ao não considerar acionistas

---

<sup>2</sup> A posição expressa pela ATM não prejudica, de modo algum e sem limitações, o entendimento particular dos seus associados e/ou de qualquer membro dos órgãos sociais, nomeadamente, mas não exclusivamente, em posições assumidas em processos judiciais e/ou próprias de situações particulares.



os titulares de ações através de uma cadeia de intermediários financeiros. Ou seja, para esse emitente (e outros) só são acionistas os titulares das contas de registo individualizado junto dos intermediários financeiros participantes no sistema centralizado de registo de valores mobiliário.

Tal entendimento restritivo e que cerceia os direitos dos acionistas contrariando ostensivamente a *occasio legis* da SRDII, assenta no facto de estarmos perante valores mobiliários escriturais admitidos à negociação em mercado regulamentado. Isto porque o registo individualizado dos valores mobiliários escriturais tem de constar de “[c]onta aberta junto de intermediário financeiro integrada em sistema centralizado” (cf. artigo 61.º do CVM) e portanto obrigatoriamente integrados em sistema centralizado os valores mobiliários (cf. artigo 62.º do CVM). Assim, quando os direitos inerentes aos valores mobiliários não sejam exercidos por intermédio da entidade registadora, só podem sê-lo pela apresentação de um certificado emitido pela entidade registadora” (cf. conjugação dos artigos 83.º e 78.º, n.º 1 do CVM).

Ou seja, alguns emitentes defendem que um certificado de titularidade dos valores mobiliários de um acionista emitido por um intermediário financeiro que não seja filiado ou participante nos sistemas centralizados de valores mobiliários não faz prova da qualidade de acionista.

A ATM discorda frontalmente desse entendimento e tal como defendem os seus associados em dois processos judiciais que correm termos no Tribunal Judicial da Comarca do Porto, no Juízo de Comércio de Vila Nova de Gaia – Juiz 3 (Processo 389/17.2T8VNG) e no Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa, no Juízo de Comércio de Lisboa – Juiz 2 (Processo 1577/19.2T8LSB), entende que o exercício do direito social de participação na assembleia geral apenas depende, para além da qualidade substancial de sócio, da satisfação dos requisitos formais estabelecidos no artigo 23.º-C, n.º 3 do CVM, a que está sujeito “quem pretenda participar em assembleia geral de sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”, acompanhado as “[r]ecomendações da CMVM em face do novo regime da participação nas assembleias gerais das sociedades com ações admitidas ao mercado regulamentado”. “a titularidade



*das ações na data de registo é o princípio imperativo mais importante em sede de organização das assembleias gerais, não admitindo qualquer disposição convencional em contrário”.*

Assim, tal como é defendido no processo 389/17.2T8VNG *supra* referido:

*“a declaração do intermediário a que se refere o artigo 23.º-C, n.º 4 do CVM não está sujeito ao disposto no artigo 83.º do CVM. Nem, de resto, faria sentido, do ponto de vista da coerência das soluções normativas, que a exercitabilidade de tal direito, que é uma das dimensões nucleares da posição jurídico-societária, ficasse dependente de um ato de alguém que não fosse o próprio acionista.”*

Independente da razão que possa vir assistir aos associados da ATM nos processos *supra* referidos, o facto é que a atual redação do CVM aumenta a litigância no que toca ao simples direito dos acionistas poderem exercer os direitos de participar e votar nas assembleias gerais de acionistas, pois no caso de cadeias de detenção dos valores mobiliários por intermédio de intermediários financeiros, muitos emitentes não os consideram acionistas. Para além do mais esses acionistas não constarão da informação a ser transmitida ao emitente quando este solicite a identificação dos acionistas. Ou seja, a tão almejada identificação e envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas no governo das sociedades sai frustrado.

Assim, entende-se que o artigo 93.º -A do CVM proposto devia incluir mais um número (3; renumerando os seguintes) adotando a redação do n.º 3 do artigo 3.º- A da SDRII que estipula:

*“Caso exista mais de um intermediário numa cadeia de intermediários, os Estados-Membros devem assegurar que o pedido da sociedade ou de terceiros designados pela sociedade seja transmitido entre os intermediários, sem demora, e que as informações relativas à identidade dos acionistas sejam transmitidas diretamente à sociedade ou aos terceiros designados pela sociedade, sem demora, pelo intermediário detentor das informações solicitadas. Os Estados-Membros devem assegurar que a sociedade possa*



*obter as informações relativas à identidade dos acionistas junto de qualquer intermediário da cadeia de intermediários detentor das informações.”*

Tal como devia adotar no artigo 93.º -B do CVM proposto, incluindo mais um número (4; renumerando o atual 4 para 5) adotando a redação do n.º 5 do artigo 3.º- B da SDRII que estipula:

*“caso exista mais de um intermediário numa cadeia de intermediários, as informações referidas nos n.ºs 1 e 4 [transmissão das informações recebidas dos acionistas relacionadas com o exercício dos direitos decorrentes das suas ações] devem ser transmitidas sem demora entre os intermediários, a menos que possam ser transmitidas diretamente pelo intermediário à sociedade ou ao acionista, ou a terceiros designados pelo acionista”.*

A Alemanha queria implementar uma definição muito restrita de “intermediário financeiro”, ainda mais estreita que a definição da SRDII, de tal forma que deixaria de fora provedores de plataformas como a Broadridge<sup>3</sup> ou ISS (que são uma parte importante na cadeia de intermediários, particularmente no caso da execução dos votos transfronteiriços), o que teria um impacto negativo em toda a cadeia de votação. Aparentemente e por sugestão da DSW - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., congénere alemã da ATM e também membro da BetterFinance, adotou uma definição mais alargada que permite ultrapassar os problemas descritos.

Ainda quanto à facilitação do exercício dos direitos dos acionistas, a ATM gostaria de expressar a sua preocupação em torno do artigo 385.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais (que se aplica também a sociedades cotadas).

Os associados da ATM têm sido confrontados com dificuldades levantadas pelos emitentes quanto ao exercício dos direitos de voto, para além dos já acima descritos. Tais dificuldades, tal como aconteceu nos casos *supra* referidos, estão relacionados com as

<sup>3</sup> A esse respeito: *White Paper: Shareholder Rights Directive: Everything You Need to Know*. (2019). [PDF] Nova York: Broadridge. Disponível em: <https://www.broadridge.com/intl/white-paper/shareholder-rights-directive> [Acedido a 19 de Junho de 2019]



declarações que constam no artigo 23.º - C, n.º 3 do CMVM e a declaração do intermediário financeiro prevista no n.º 4 do aludido artigo 23.º do CVM.

Acontece que por vezes os acionistas têm os valores mobiliários representativos do capital social de determinada sociedade espalhados por vários intermediários financeiros e, por uma questão de custos ou outras razões, registam apenas os valores mobiliários depositados num desses intermediários para efeitos de participação e votação numa determinada assembleia geral. Outras vezes, estando os valores mobiliários concentrados num só intermediário financeiro os acionistas registam apenas parte do total dos valores mobiliários detidos para efeito de participação e votação numa determinada assembleia geral, o que pode acontecer por uma ou várias razões dependentes ou não da vontade do acionista (*i.e.* penhores, contratos, ou outros acordos e direitos).

Ora, tem acontecido que alguns emitentes têm interpretado o disposto no artigo 385.º, n.º 1 do CSC no sentido que o princípio aí vertido (“unidade de voto”) proíbe também a mobilização de apenas uma parte dos valores mobiliários representativos do capital social da sociedade, com o conseqüente efeito do acionista não poder votar com nenhum dos valores mobiliários que detém, nem mesmo aqueles que mobilizou para esse efeito.

A ATM discorda em absoluta com tal entendimento por entender, aqui de forma muito resumida, que apenas as ações que são comunicadas nos termos do artigo 23.º -C, n.º 3 do CVM e do contrato da sociedade é que são providas com direito de voto. Perante isto é claro que o acionista apenas é obrigado a votar com as ações que tenham sido comunicadas nos termos do contrato da sociedade, pois apenas essas são providas com direito de voto.

No entanto, o entendimento do emitente (contrário ao da ATM) foi já sufragado pelo Tribunal Judicial da Comarca de Lisboa, Juízo de Comércio de Lisboa – Juiz 4, no processo 8923/18.4T8LSB.



É certo que o referido decreto judicial está a ser objeto de recurso, incluindo de pedido de reenvio para decisão prejudicial pelo Tribunal da Justiça da União Europeia, exatamente para que seja extraída a correta interpretação da SRDII no âmbito *supra* referido, mas não deixa de ser esta uma oportunidade para melhorar o CVM e o CSC por forma a evitar interpretações que contrariam manifestamente o espírito da SRDII de desenvolver incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

A transmissão de informações e a facilitação do exercício dos direitos dos acionistas são aqueles que na opinião dos associados da ATM requerem, de facto, especial atenção e têm margem para melhoria na transposição da SRDII para o ordenamento jurídico interno.

Quanto à remuneração dos administradores é de referir que alteração imposta pela SRDII não é disruptivo com o que já está atualmente em vigor no ordenamento jurídico interno, que prevê a obrigação de prestação de informação sobre a política de remunerações e os montantes pagos à administração. Acresce que muitas sociedades cotada já tinham adotado as “*soft laws*” da CMVM e do Instituto Português de Corporate Governance. Sendo no entanto de salutar a transposição da SRDII quanto à questão remuneratória nos termos dos artigos 26.º - A a 26.º-F que não merece qualquer reparo, especialmente porque parece ter sido adotado uma solução equilibrada (dentro das várias hipóteses possíveis), reforçando o princípio “say on pay” e com a latitude suficiente para o emitente adotar a política de remuneração que melhor sirva os interesses de longo prazo da sociedade.

No que diz respeito à transparência dos investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação, assim como no que diz respeito a transações com partes relacionadas, sem dúvida que as regras de transparência saem reforçadas pela introdução dos artigos 251.º-A a 251.º-E, que constituem um capítulo único, assim como dos artigos 249.º -A a 249.º -D. Esta é uma área em que a SRDII deixa várias soluções aos Estados Membros e Portugal parece ter adotado uma solução acertada, numa redação dos aludidos artigos que não merece reparo.



Para concluir, a ATM coloca-se à total disponibilidade de Sua Excelência para qualquer contributo que entenda ser útil relativamente a este ou qualquer outro assunto relacionado com o escopo desta associação.

Sem mais de momento, subscrevo-me. *com elevada consideração*

*Com os cordiais cumprimentos*

Octávio Viana  
Presidente da Direção